

## 需求好转，库存下降将支撑油价

混沌天成研究院

能源化工组

✍️：董丹丹

☎️：18616602602

✉️：dongdd@chaosqh.com

从业资格号：F3071750

投资咨询号：Z0015275

### 观点概述：

近期我们看到越来越多需求复苏的迹象。3月8日英国的学生开始上课，伦敦的拥堵时长周度环比增长了60%，这是去年12月中旬以来的最高值；2月下英国的道路燃料销售同比下降29%，当时该国刚刚解禁。美国的消费复苏更强劲，EIA数据显示目前美国汽油需求同比仅低8%，绝对值也创了2020年11月以来新高；DOT数据显示，3月7日当周美国高速行驶里程环比增加10%，同比降9%，卡车同比增10%，当周总里程相较于2019年下降6%。全球航空飞行量大幅增加，澳大利亚、中国、日本、南非、韩国和美国最近几周提供的航空座位数都有了非常大的回升。据FlightsRadar24报道，全球商业航班月度环比增长17%，同比2019年同期低34%；TSA显示美国3月11日通过机场闸机人数达到了128万人，创疫情以来新高；欧洲飞行量3月初周度环比增长3%，绝对值较2019年低60%多。

供应端的故事相对较少，OPEC+已经为4月供应定调。美国产量快速回升至寒流前，钻井数的低迷说明未来产量增长有限。整个2月份，尽管美国原油库存增加了1100万桶，库存总量却下降了约3500。日本的原油和产品库存下降了700万桶，欧洲的库存增长了100万桶。一些全球运输中转站的库存近期也被报道大幅下滑，加勒比海油库中储存的原油库存跌至17个月低点，中美洲巴拿马的太平洋终端，2月份原油库存下降了800万桶。

油品消费逐步走向正常，供应控制，库存继续下降；5-9月将是美国的驾车出行旺季，此期间美国疫苗接种也将完成70%的比例，那时候汽油的需求增量将给市场带来新的利好。我们维持油价向上的观点不变。

### 策略建议：

多单持有。

### 风险提示：

全球宽松政策过早退出。



## 一、原油价格

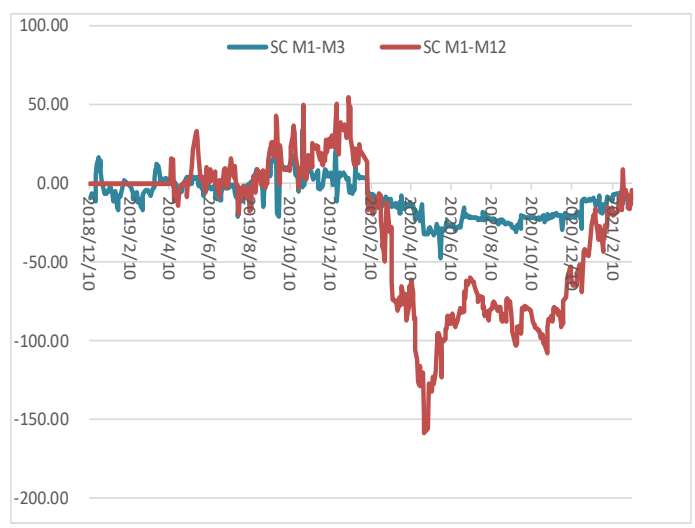
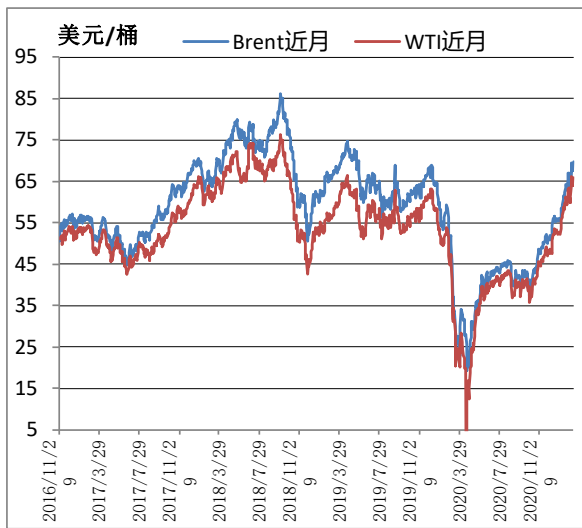
### 1、原油价格及相关价差：油价格局依旧偏强

国际原油期货周度高位震荡，OPEC+宣布进一步减产市场进入消息真空期，等待库存的进一步下降重新拉升油价。

WTI 活跃合约周线下跌 1.09%，Brent5 月合约周线下跌 0.69%，SC 活跃 5 月合约周度下跌 1.17%。全球三大基准油周度略降。

图表 1：NYMEX 和 ICE 合约走势图（2015-20210312）

图表 2：SC 月间差（2018-20210312）

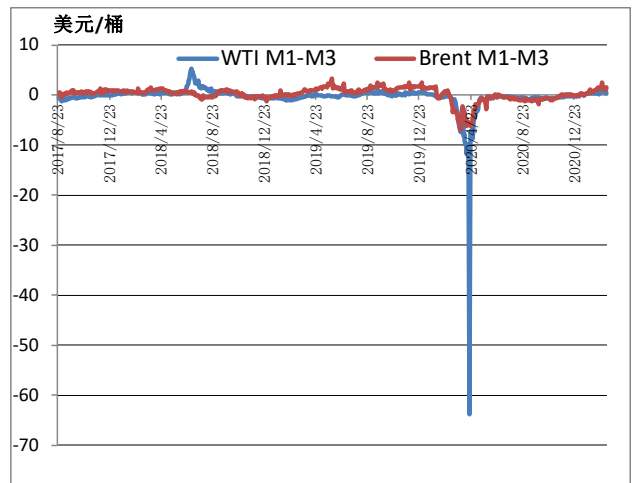
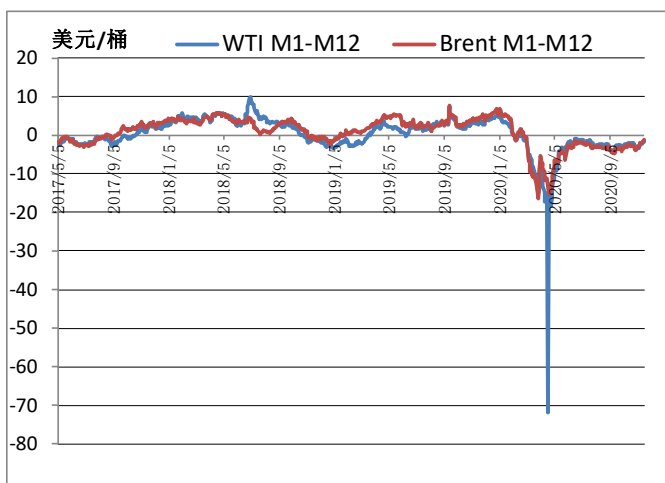


数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 3：WTI 及 Brent12 个月间价差（2015—20210312）

图表 4：WTI 及 Brent3 个月间价差（2015—20210312）

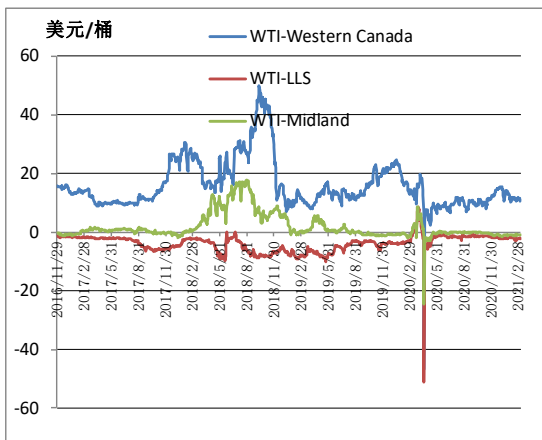


数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

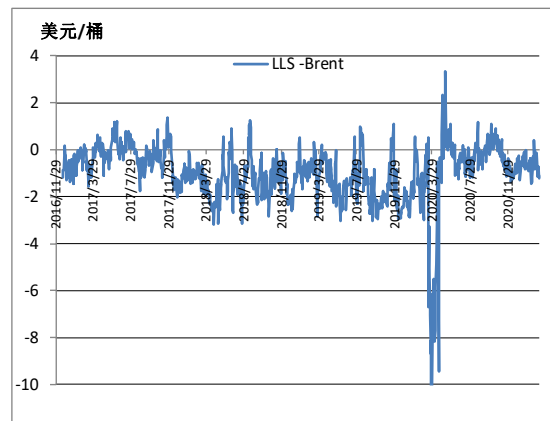
Brent、WTI 月差周度略降，整体结构仍是 back。SC 近远端月差周度均走强，SC 月差仍是 Contango 结构。

图表 5: 美国现货各油品价差 (2015—20210312)



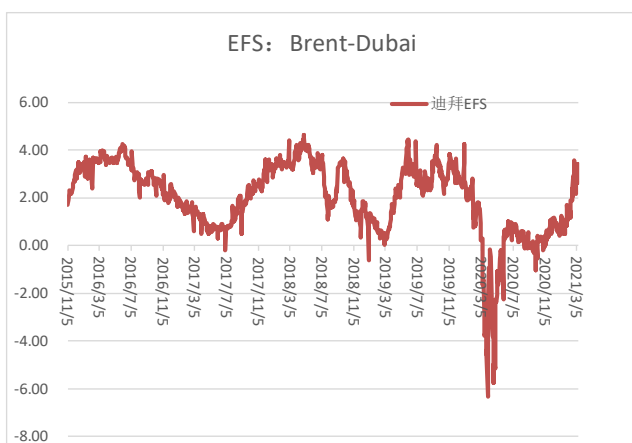
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 6: Brent 与 LLS 的价差 (2015—20210312)



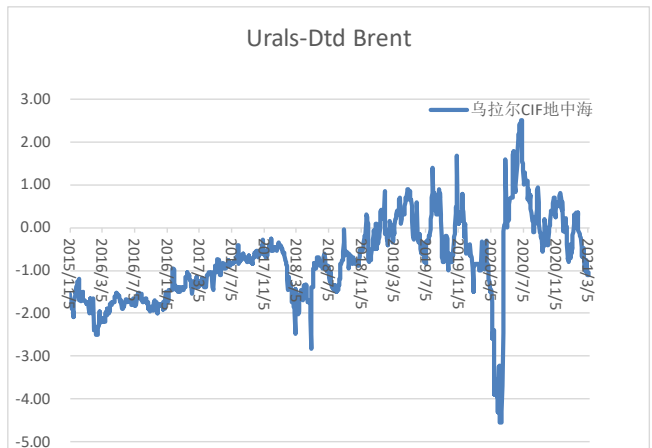
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 7: EFS 走势 (2015—20210312)



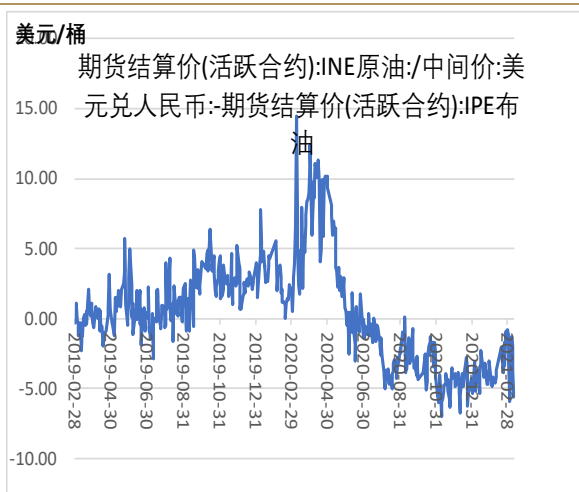
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 8: Urals 与 Brent 价差走势 (2015—20210312)



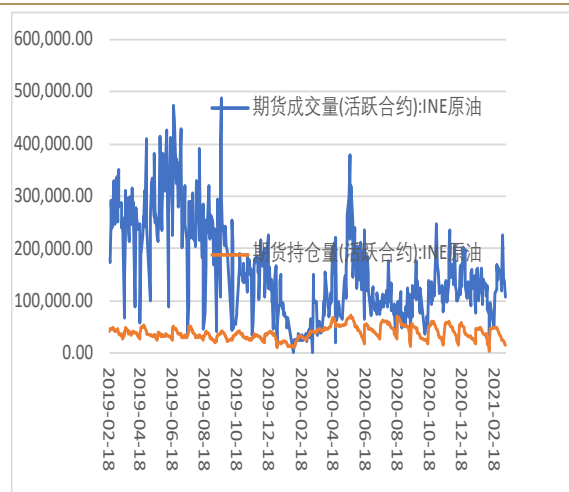
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 9: SC 与 Brent 活跃合约差价 (2019—20210312)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 10: SC 活跃合约的成交与持仓 (2018—20210312)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

过去一周 Brent 相对于 Dubai 的升水小幅扩大，Brent 相对于 Urals 价差持稳，变化较小。LLS 相对于 Brent 周度走高。Brent 的 CFD1-6 的 back 结构周度走高。

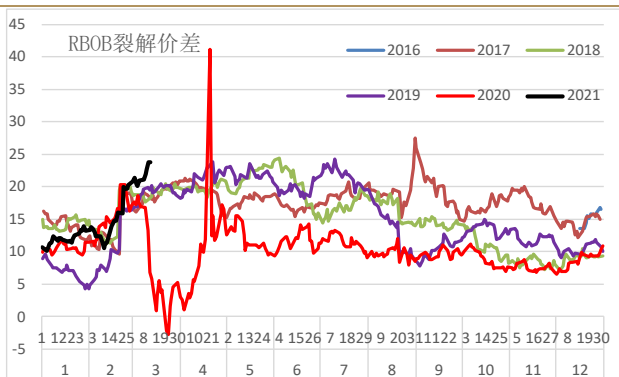
WTI 相对于 WCS、Midland 走高，相对于 LLS 下跌。

SC 与 Brent 的价差周度从-5.93 小幅走高至-4.27 美元/桶，SC 近期涨幅落后于 Brent。

## 2、原油与下游产品的裂解价差：成品油裂解价差整体上行

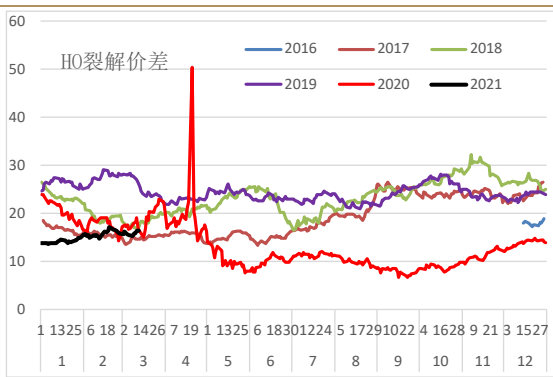
本周全球市场普遍的现状是汽油裂解价差再度走高，柴油也强势，涨幅弱于汽油。

图表 11：美汽油裂解价差



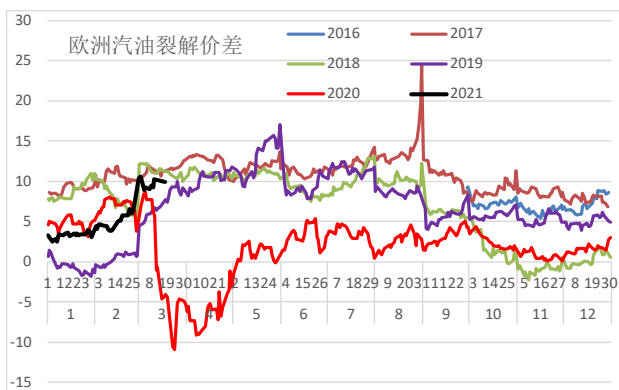
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 12：美柴油裂解价差



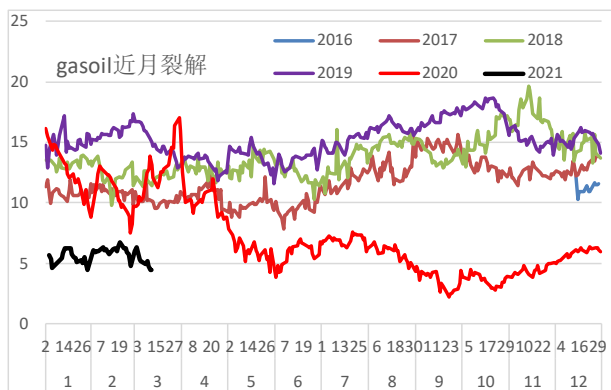
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 13：欧洲汽油裂解价差



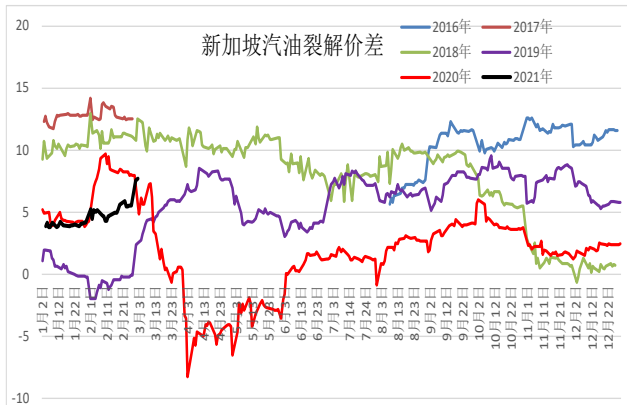
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 14：欧洲柴油裂解价差



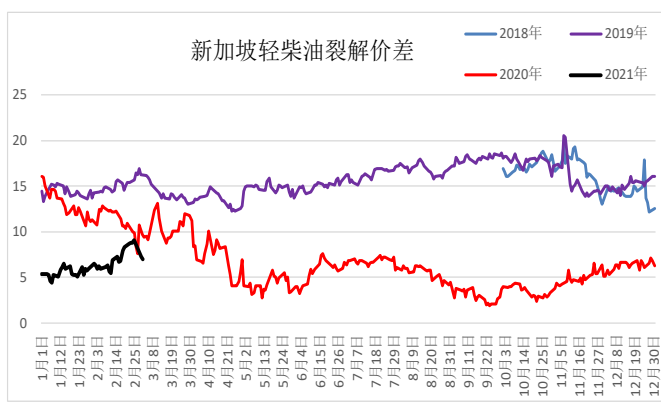
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 15: 新加坡汽油裂解价差



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 16: 新加坡柴油裂解价差



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 17: 燃料油的裂解价差 (2018—20210312)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 18: 沥青的裂解价差走势 (2018—20210312)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 19: 聚烯烃的裂解价差 (2018—20210312)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 20: PTA 的裂解价差走势 (2018—20210312)



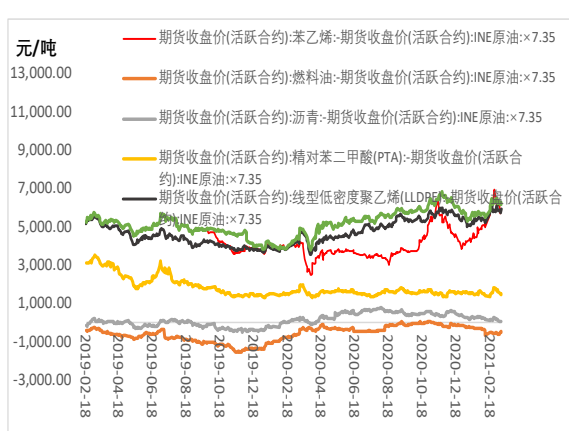
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 21：苯乙烯的裂解价差（2018—20210312）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 22：能化品的裂解价差走势（2018—20210312）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

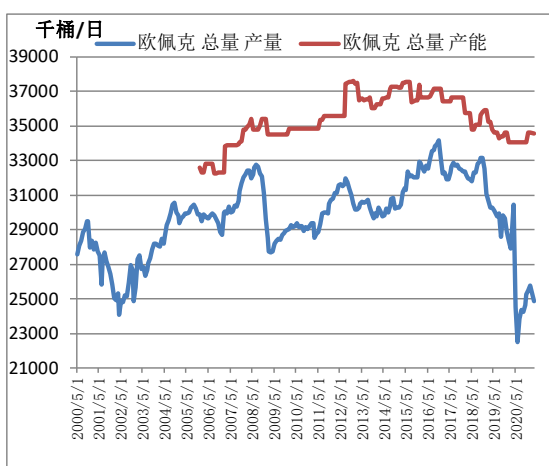
上周沥青、EB、PTA 裂解价差走弱，FU、PP、PE 的裂解价差走高。从绝对值看依旧是 PP>LLDPE>EB>PTA>Bu>Fu。

### 三、原油供应——美国产量从寒流中快速复苏

#### 1、原油产量：4 月 OPEC+仅增 15 万桶/日

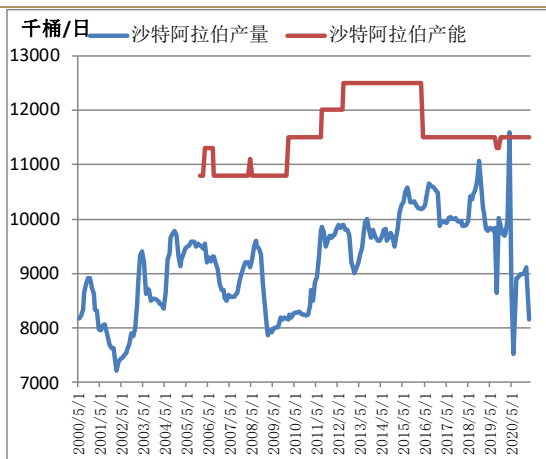
也门胡塞武装周日向沙特的石油产业中心派出无人机并发射导弹，遇袭地区包括沙特阿美再拉斯坦努拉一处设施，该设施对沙特石油出口至关重要。利雅得方面称这是一次针对全球能源安全的失败袭击。

图表 23：欧佩克的产能与产量（1999—202102）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

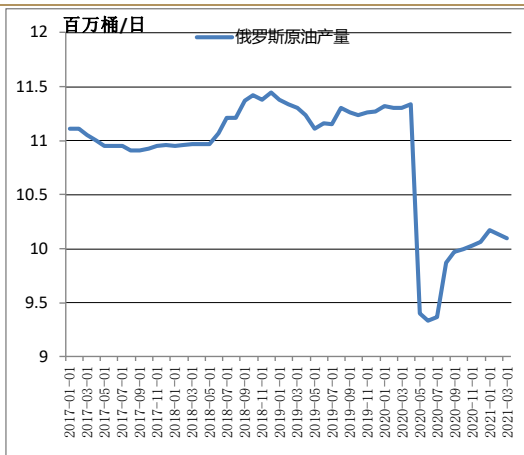
图表 24：沙特的产量与产能（1999—202102）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

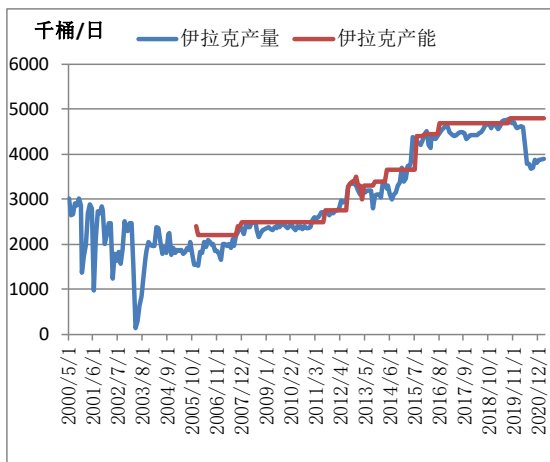
俄罗斯 3 月 1-8 日的原油及凝析油产量从 2 月的 1009 万桶/日小幅升至 1017 万桶/日。

图表 25: 俄罗斯产量走势 (2016-202102)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

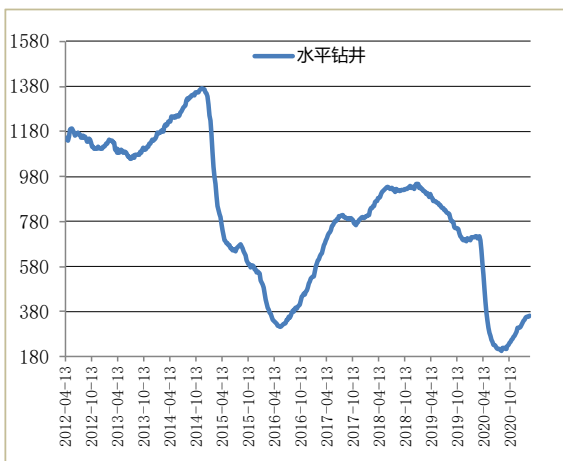
图表 26: 伊拉克的产量与产能 (1999-202102)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

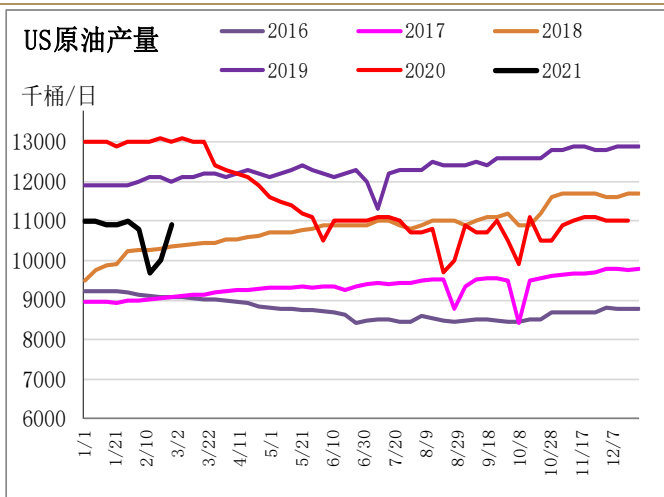
贝克休斯数据显示, 截止 3 月 12 日当周, 美国活跃石油和天然气钻井数减少座至 402 座。美国金融服务公司 Cowen&Co 表示, 其所跟踪的 45 家独立勘探和生产企业计划将 2021 年的支出维持在 2020 年的水平, 这些企业 2020 年和 2019 年的资本支出分别下降了 49%和 12%。美国原油产量周度上升 90 万桶至 1090 万桶/日, 寒流过后美国产量逐步提升。

图表 27: 美国水平钻井数 (2011-20210312)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 28: 美国原油产量走势

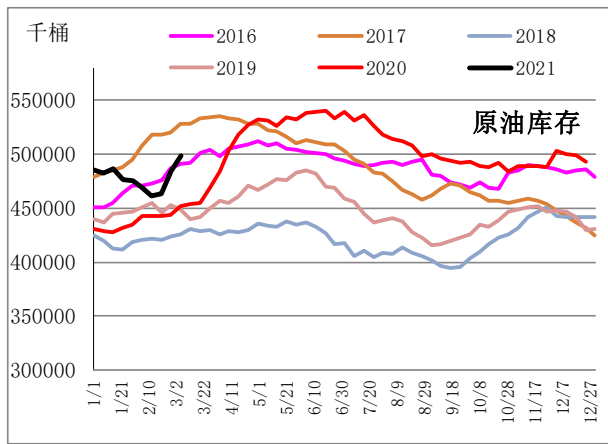


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

## 2、库存: 美国成品油库存大幅下降

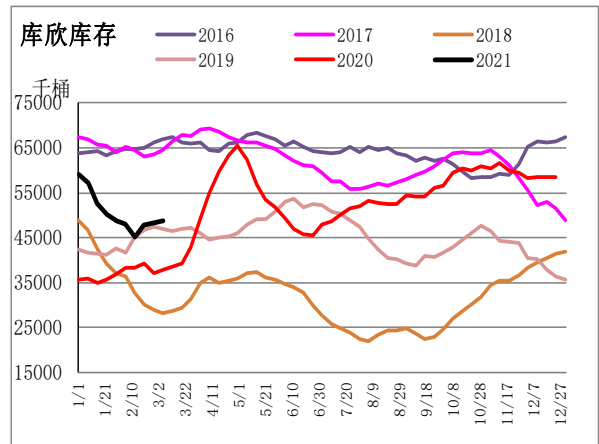
炼厂恢复进度较慢, 美国原油库存升高而成品油库存下降。美国原油商业库存增加 1380 万桶, 汽油库存下降 1200 万桶, 馏分油库存下降 550 万桶, 油品总库存周度增加 130 万桶。

图表 29: 美国原油商业库存走势



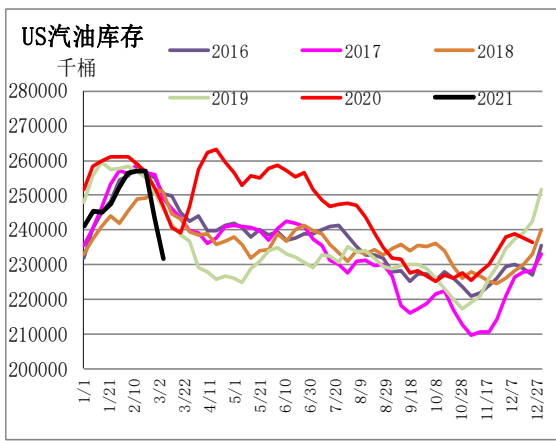
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 30: 美国库欣地区原油库存走势



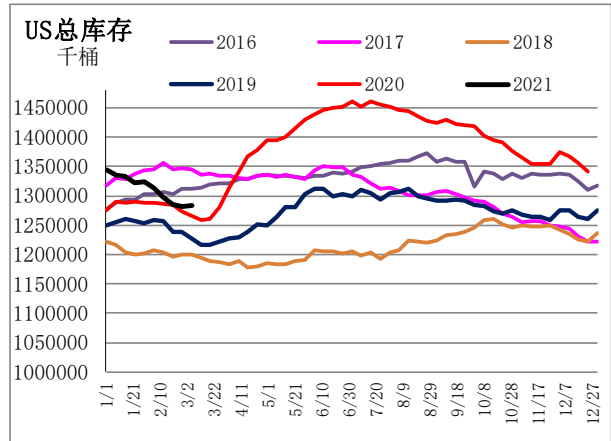
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 31: 美国汽油库存走势



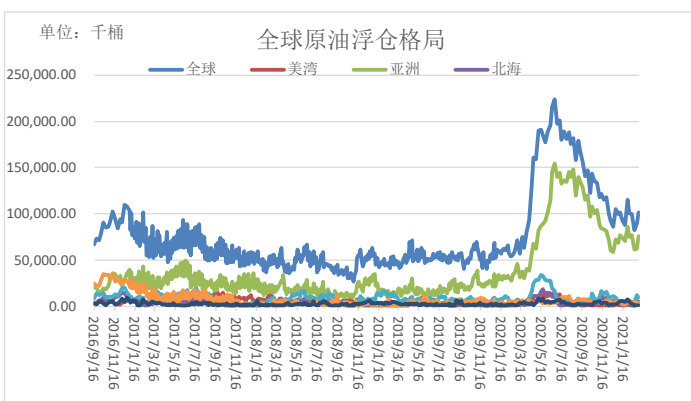
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 32: 美国油品总库存



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 33: 全球原油浮仓走势 (2016—20210312)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

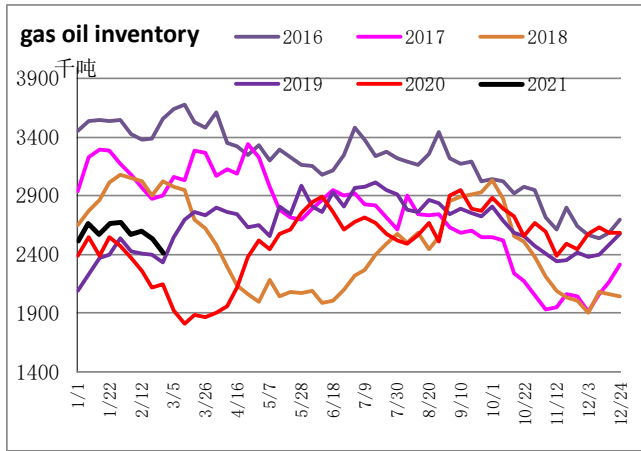
图表 34: 全球水上原油 (2016—20210312)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

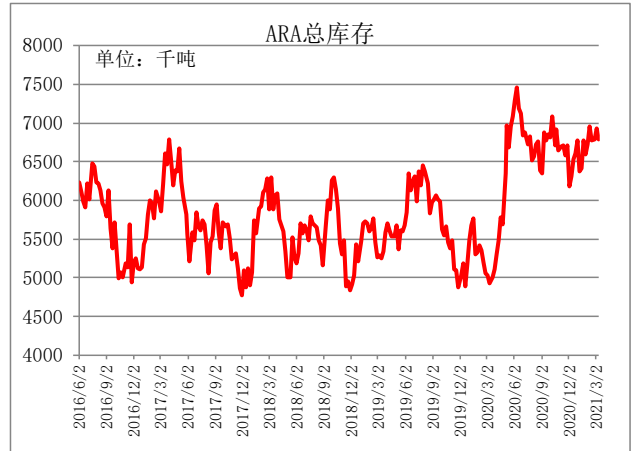


图表 35: 欧洲 ARA 地区柴油库存走势 (2013-20210312)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 36: 欧洲 ARA 地区汽油库存走势 (2013-20210312)



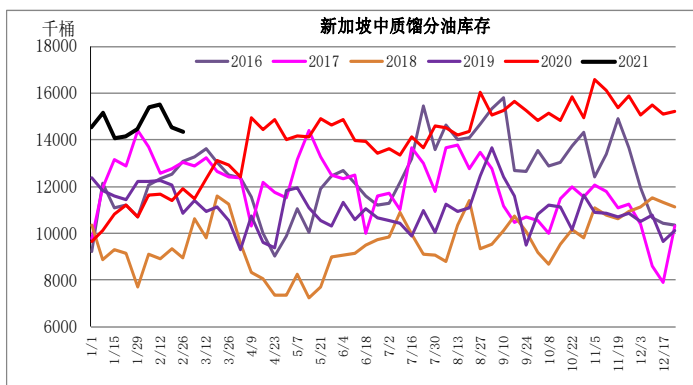
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

全球原油浮仓周度继续下降, 从 8.9 亿桶上升至 10.2 亿桶。

新加坡成品油库存周度整体增加, 其中燃料油库存升至 12 周高位, 轻质和中质馏分库存变化不大。

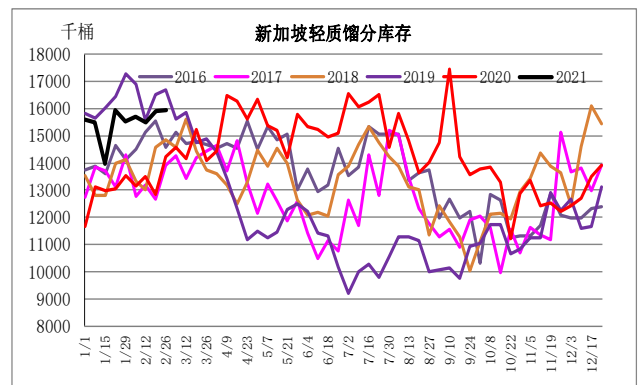
ARA 地区油品总库存下滑, 其中柴油、石脑油库存降幅较多。

图表 37: 新加坡中质馏分油库存



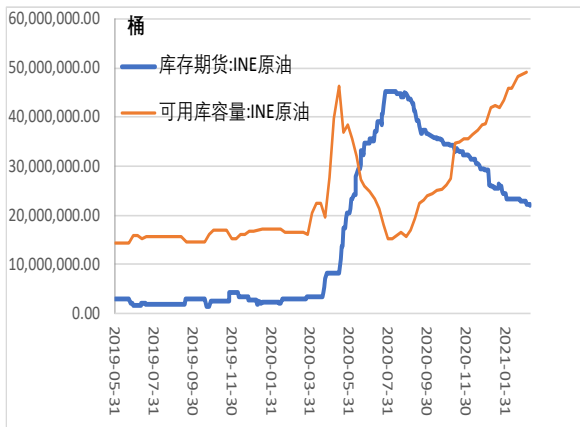
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 38: 新加坡轻质馏分油库存



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 39: INE 原油库存与库容 (2018-20210312)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 40: 中国山东原油库存 (2018-20210312)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

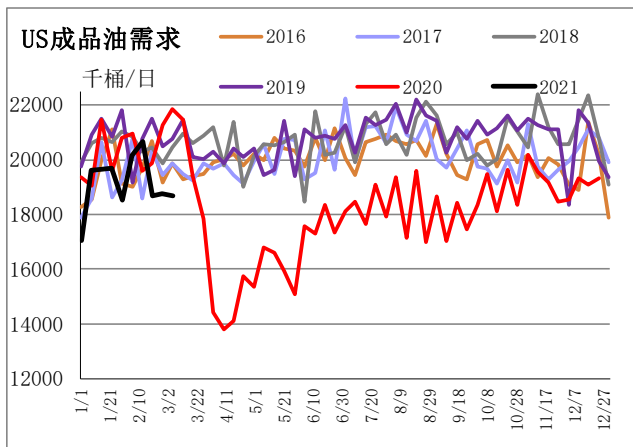
SC 仓单周度仓单总量小幅下降 300 万桶至 2202 万桶。  
卓创统计的山东地区原油库存周度持稳在 4500 万桶，基本位于均值附近。

#### 四、原油需求

##### 1、美国成品油表需周度持稳

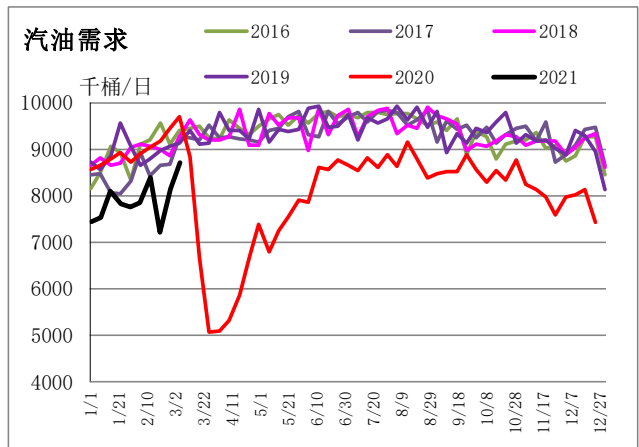
美国能源信息署最新统计显示，截止 3 月 5 日的一周，美国成品油表需周度持稳，其中汽油和馏分油增加，航煤和燃料油需求下降。

图表 41: 美国成品油表需走势



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

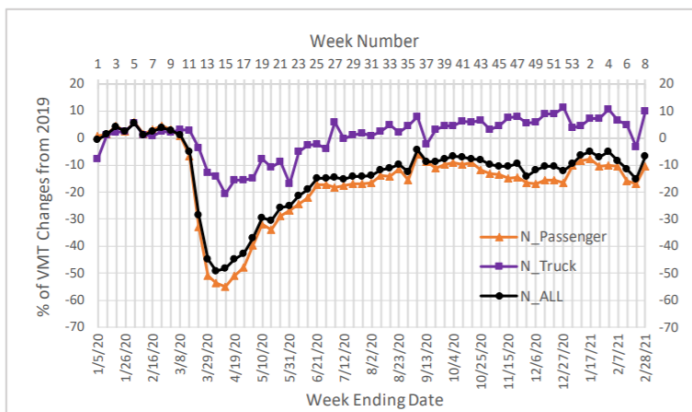
图表 42: 美国汽油需求走势图



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

美国交通部数据，3 月 7 日当周美国高速行驶里程环比增加 10%，同比降 9%，卡车同比增 10%。当周总里程相较于 2019 年下降 6%。

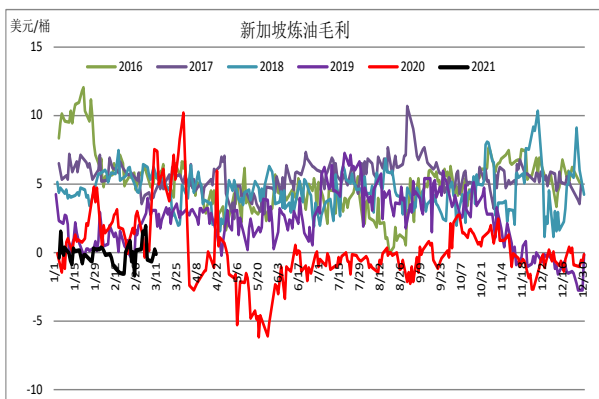
图表 43: 美国高速公路行驶里程数



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

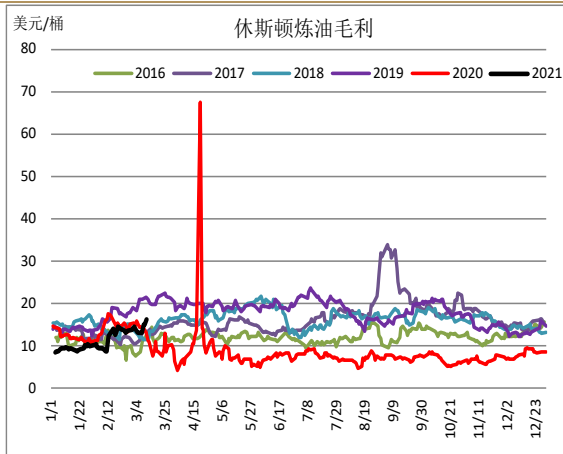
全球炼厂毛利全线攀升, 其中美国涨幅较大。  
 美国炼厂开工率从 56% 升至 69%。  
 全球运行中的炼厂产能周度从 6980 上升到 7090 万桶/日, 增幅较小。

图表 45: 新加坡炼厂毛利



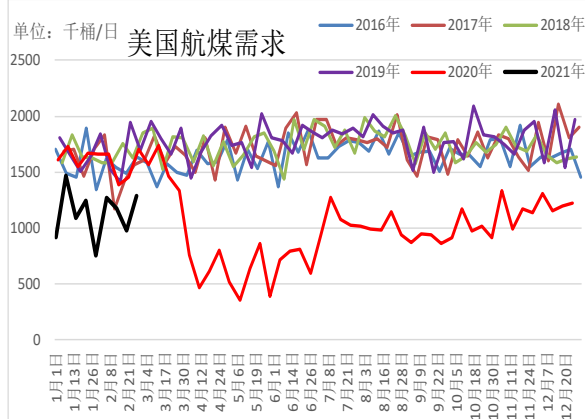
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 47: 美国休斯顿炼厂毛利



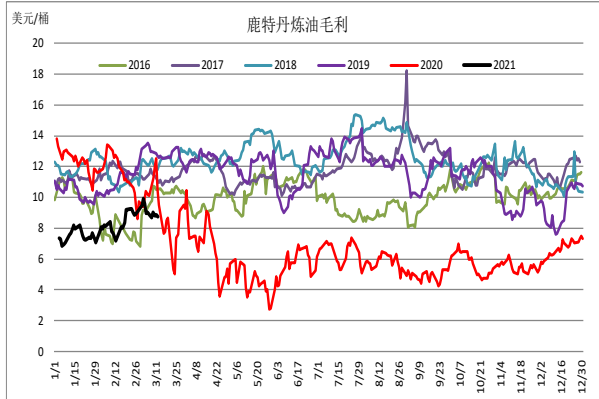
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 44: 美国航煤需求走势图



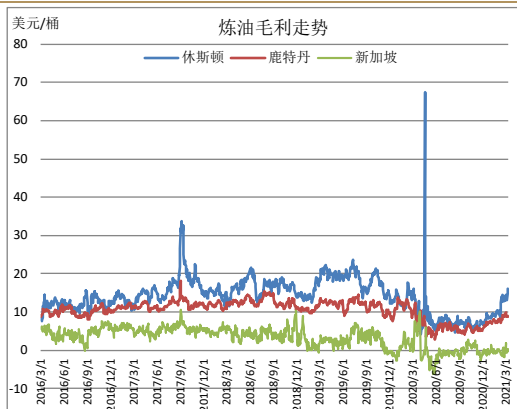
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 46: 欧洲鹿特丹炼厂毛利



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 48: 三地炼厂毛利绝对值走势对比



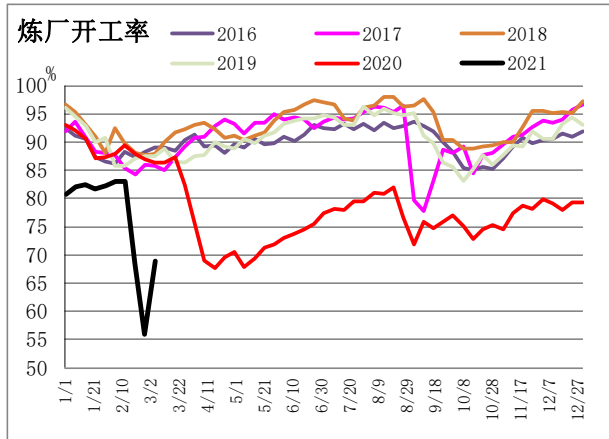
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 49：全球运行中的炼厂（2015-20210312）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 50：美国炼厂开工率（2013-20210312）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

## 2、中国需求恢复

春节以后中国的汽油和柴油需求已经恢复到正常水平，与 2019 年同期相比，2021 年头两个月柴油的消费量增长了约 10%，汽油的使用量增长了 3.2%。根据对 30 个省和地区的 1000 多家能源和石化公司的调查，大约有 79% 的企业在春节后马上恢复了全面生产，这比往年要早得多。

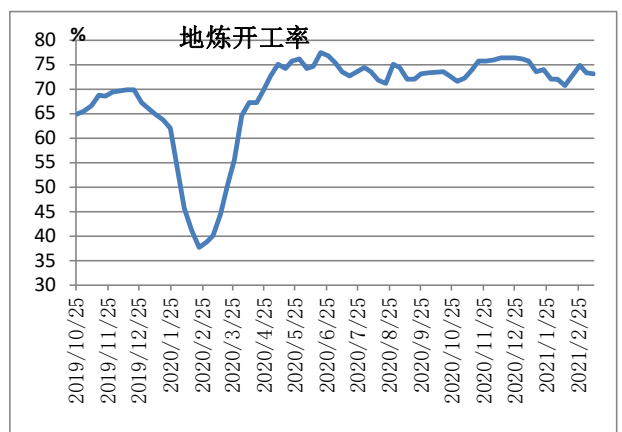
花旗分析师 Judy Su 在 3 月 10 日的报告中称，3 月和 4 月中国的原油进口量可能下滑至每天 1000 万桶以下。船舶追踪数据显示，自 2021 年 1 月以来运往中国的油轮数下降至 3 月的约 8-9 百万桶/日，尽管官方的进口数据可能会增加，因有浮仓下降的扰动。

图表 51：中国原油加工量（2019-202102）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 52：中国地炼开工率（2018-20210312）

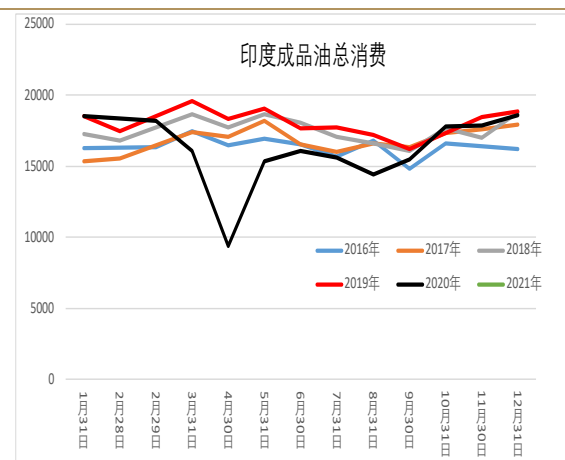


数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

## 3、其他国家和地区：

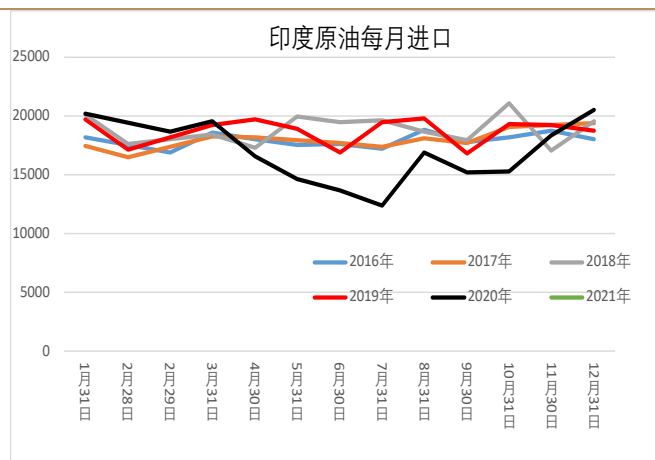
全球航空飞行量大幅增加，澳大利亚、中国、日本、南非、韩国和美国最近几周提供的航空座位数都有了非常大的回升。据 FlightsRadar24 报道，全球商业航班月度环比增长 17%，同比 2019 年同期低 34%。

图表 53：印度原成品油消费 (2017-202102)



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 54：印度原油进口 (2015-202102)



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

美国最大的州加利福尼亚的汽油消费有复苏的迹象，2月旧金山湾区的七座收费桥的交通量环比1月增长了13%，1月下旬该州解除居家禁令有助于需求的恢复，这些大桥的交通量同比2020年仍有11-17%的跌幅。

#### 四、资金和地缘

##### 1、宏观经济：通胀争论方兴未艾 涨价已成“雨后春笋”之势

金融市场的重大问题是：疫后复苏是否会带来通胀爆发。在世界经济的某些角落，通胀已经到来。

在大豆、铜等大宗商品方面，在航运等行业领域，在巴西等国，价格一直在迅速攀升——直接原因包括 Covid-19 导致的中断、政策反应或伴随复苏希望而来的需求激增。

这些都不足以平息这场通胀大辩论。

以下是一些已经看到价格上涨的领域，以及它们与通胀大局的关系。

##### 金属

政府的抗疫刺激努力包括在基础设施项目上的支出，以及对家庭的财务补助——有些纾困金会花在电子设备。两者都导致对金属的需求激增，从而推高了金属价格。铜价已经上涨了将近一年，2月份加速，本月回落。铁矿石和镍也触及多年高位，钢材价格过去六个月上涨一倍多。所有这些都增加了制造商的成本。这也是中国本周公布的生产者价格高于预期的原因之一。

高盛大宗商品研究全球主管 Jeff Currie 接受彭博电视采访时说，金属价格上涨是“旧经济的报复”——抗疫纾困刺激了耐用消费品的购买，也表明了对新经济绿色倡议的需求——未来十年计划投入大约 16 万亿美元。

##### 粮食

疫后反弹是全球粮食价格上涨的一个驱动因素。在美国，随着餐厅大订单回归，鸡腿价格正在上涨。中国的复苏正在刺激对大豆的需求，其价格过去一年已经上涨超过 60%。也有许多其他原因，包括干旱和疾病等常见原因。在中国，非洲猪瘟可能导致去年一幕再现——去年亚洲有数千万头猪死于非洲猪瘟。粮食成本对新兴市场的决策者尤为重要。在菲律宾，食品成本推动通货膨胀了接近政府设定的 5% 的上限。

能源

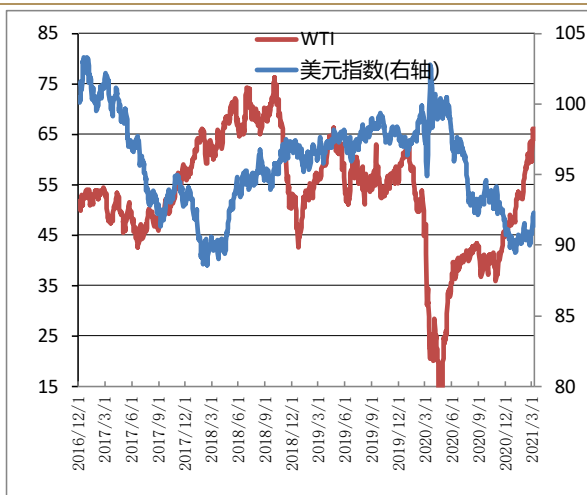
除了经济复苏、出行增加带来更强劲需求外，产油国决定限制产量，也推动油价升向每桶 70 美元，是近两年来最高水平。对于土耳其和印度这样依赖进口能源的新兴国家而言，这是尤其严重的威胁。这可能导致他们出现更大的贸易逆差和预算赤字，可能吓跑投资者并削弱货币。更高的燃油成本伤害了世界各地的驾驶员，并几乎触及经济的每个角落。例如，在巴西和墨西哥，贫困家庭使用的液化气罐的价格今年以来已经上涨——富裕家庭更可能使用管道燃气。

住房

低利率和在家工作正在推动许多国家（尤其是美国和英国）的房地产市场繁荣。到目前为止，租金成本普遍没有相应上涨，但可能会跟上。纽约联储最新的消费者调查显示，预计租金到明年 2 月将飙升 9%。房东多收钱、房客多付钱，贫富差距扩大可以预见。

在中国，银保监会主席对房地产市场泡沫破灭的风险表达了担心，指出“很多人买房子是为了投资或者投机，这很危险，”并警告称可能需要采取更严格的政策来抑制放贷。

图表 55: 美元指数与 WTI 油价走势 (2015-20210312)      图表 56: 美元三月期 LIBOR 走势 (1990-20210312)

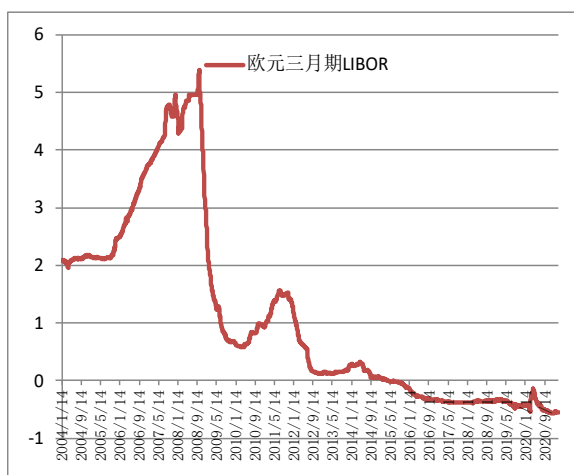


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

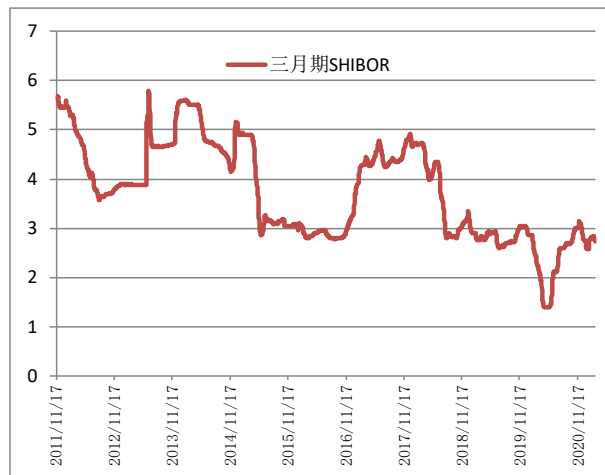


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 57: 欧元三月期 LIBOR 走势 (2003-20210312)      图表 58: 三月期 SHIBOR 走势 (2010-20210312)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

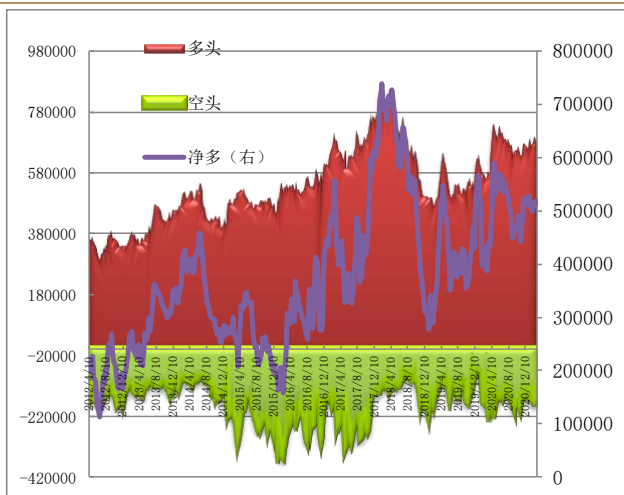


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

## 2、投机因素：净多持仓周度上升

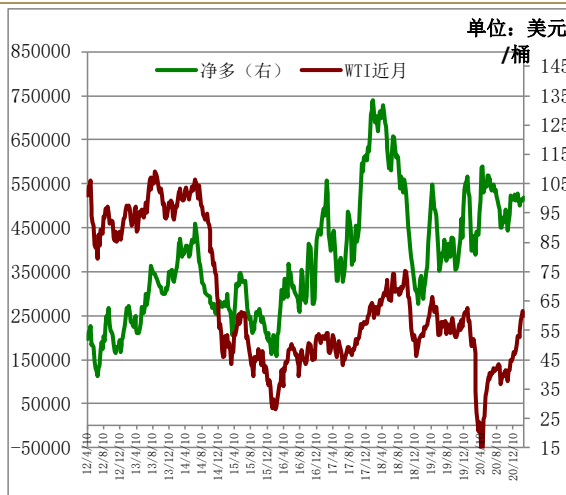
据美国商品期货管理委员会每周五发布的数据显示，截止3月9日的一周，非商业投资者在纽约商品交易所持有的原油期货持仓多空均增加，多头增加的更多，净多持仓从52万手上升到53.7万手。

图表 59：WTI 原油投机资金持仓(2011-20210312)



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 60：净多持仓和油价比较图 (2011-20210312)



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

## 五、原油后市展望：需求好转，库存下降将支撑油价

近期我们看到越来越多需求复苏的迹象。3月8日英国的学生开始上课，伦敦的拥堵时长周度环比增长了60%，这是去年12月中旬以来的最高值；2月下英国的道路燃料销售同比下降29%，当时该国刚刚解禁。美国的消费复苏更强劲，EIA数据显示目前美国汽油需求同比仅低8%，绝对值也创了2020年11月以来新高；DOT数据显示，3月7日当周美国高速行驶里程环比增加10%，同比降9%，卡车同比增10%，当周总里程相较于2019年下降6%。全球航空飞行量大幅增加，澳大利亚、中国、日本、南非、韩国和美国最近几周提供的航空座位数都有了非常大的回升。据FlightsRadar24报道，全球商业航班月度环比增长17%，同比2019年同期低34%；TSA显示美国3月11日通过机场闸机人数达到了128万人，创疫情以来新高；欧洲飞行量3月初周度环比增长3%，绝对值较2019年低60%多。

供应端的故事相对较少，OPEC+已经为4月供应定调。美国产量快速回升至寒流前，钻井数的低迷说明未来产量增长有限。整个2月份，尽管美国原油库存增加了1100万桶，库存总量却下降了约3500。日本的原油和产品库存下降了700万桶，欧洲的库存增长了100万桶。一些全球运输中转站的库存近期也被报道大幅下滑，加勒比海油库中储存的原油库存跌至17个月低点，中美洲巴拿马的太平洋终端，2月份原油库存下降了800万桶。

油品消费逐步走向正常，供应控制，库存继续下降；5-9月将是美国的驾车出行旺季，此期间美国疫苗接种也将完成70%的比例，那时候汽油的需求增量将给市场带来新的利好。我们维持油价向上的观点不变。

### 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为混沌天成期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

长按识别下方二维码，了解更多资讯！



混沌天成研究院