

调整低点已现，震荡上扬为主

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：

油价近期的积极因素开始逐步增多。最大的利好来自美国，4月11日当周跨州际公路车辆行驶里程增至约167亿辆，比2019年增长1%，其中货运与两年前的同一周相比增长了7%，美国的陆上交通量创下疫情以来新高；随着更多疫苗的注射，货运之外的载人交通量仍有较大的提升空间。与此相对应，美国当周油品总库存下降了900万桶，库存绝对值已经低于2020年同期。最早走出疫情的中国道路交通用油量也仍在增加，最近一周上海的行程时间比一个月前增加了22%，比2019年的平均水平增加了42%；北京的拥堵时长比2019年的平均水平增加了18%。中国和美国分别是全球原油消费的第二和第一位国家，中国强劲的GDP数据，美国强劲的零售销售数据都预示着增长的可持续性。3月中旬前后欧洲国家开始第三次封禁，4月中下旬也将面临解封，同时疫苗注射也在加紧实施，欧洲后期将成为原油需求端的新增量。

现在唯一不确定的仍是伊朗产量和出口量的回归，如果时间定在6、7月时供应端的增量完全可能被需求吸收，美伊和谈现在进展并不顺利，我们认为解除制裁在6、7月甚至之后的概率更大。

4月时全球炼厂检修规模最大的一个月份，后期炼厂开工将逐步回升，全球市场也需要较高的成品油供应。我们认为油价此次调整低点已经出现，后期将延续震荡上扬的主基调。

策略建议：

多单持有。

风险提示：

疫苗接种停滞。



一、原油价格

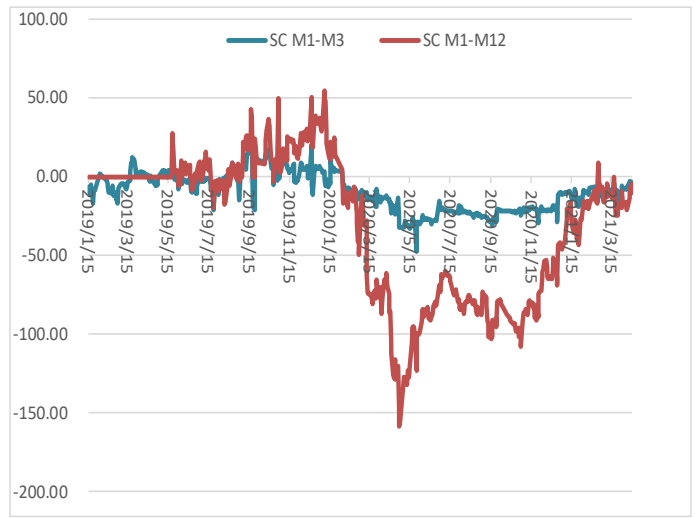
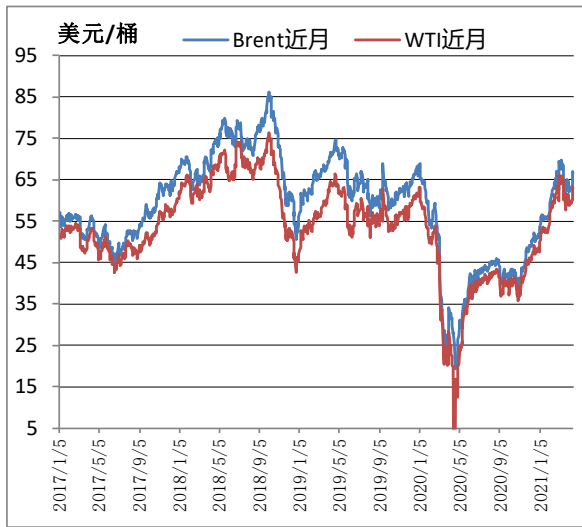
1、原油价格及相关价差：经济增长预期拉升油价

国际原油期货周度走高，中美两国强劲的经济数据支撑了价格，同时美国原油需求开始快速复苏，市场预期欧洲也将步入同样的路径。

周度看，Brent 和 WTI 主力合约上涨 6%，SC 上涨 7.03%。

图表 1：NYMEX 和 ICE 合约走势图（2015-20210416）

图表 2：SC 月间差（2018-20210416）

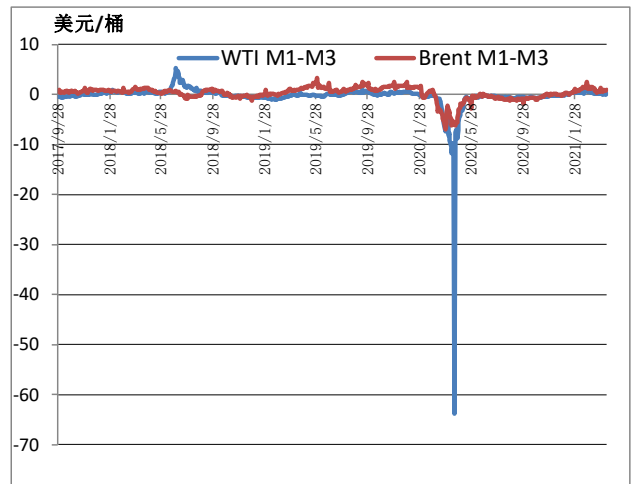
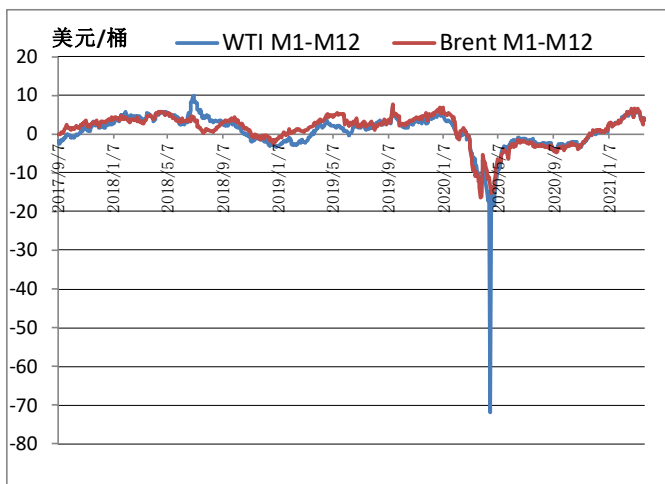


数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 3：WTI 及 Brent12 个月间价差（2015—20210416）

图表 4：WTI 及 Brent3 个月间价差（2015—20210416）

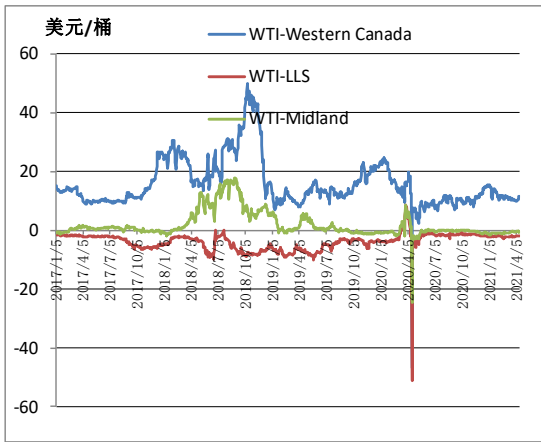


数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

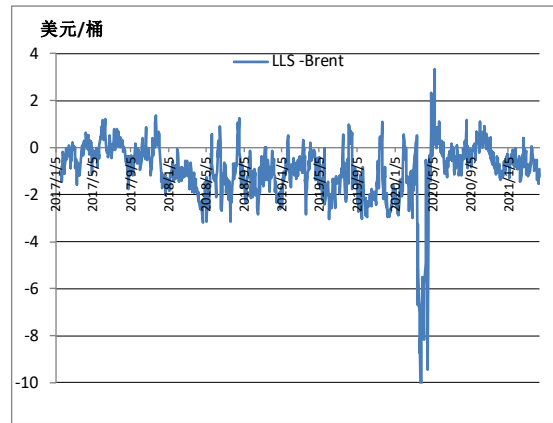
全球三大基准油月差周度几乎全线走高，仅 SC1-3 月差走弱，SC 月差仍是 Contango 结构。Brent 和 WTI 月差延续 back 结构，1-12 月差走势更强劲一些。

图表 5: 美国现货各油品价差 (2015—20210416)



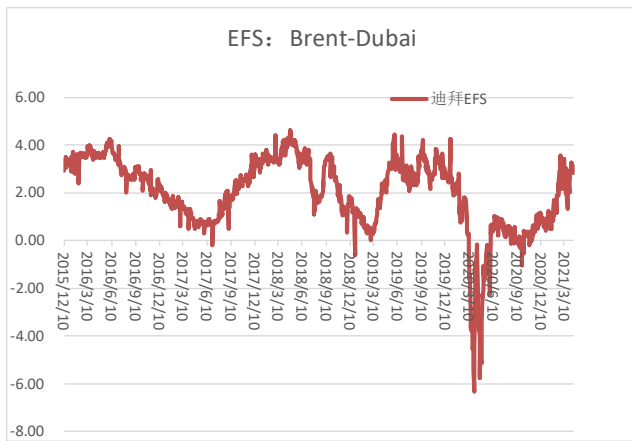
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 6: Brent 与 LLS 的价差 (2015—20210416)



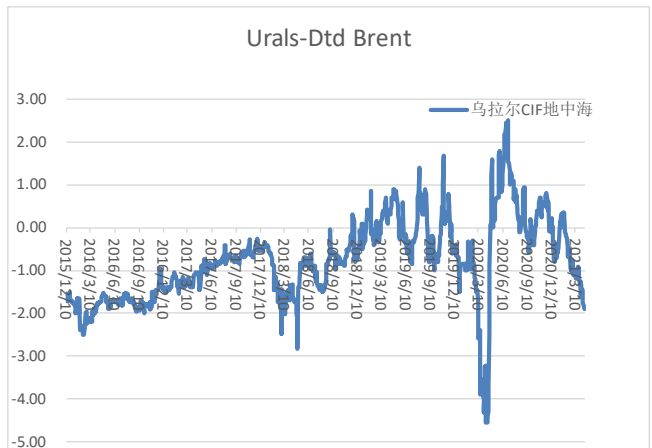
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 7: EFS 走势 (2015—20210416)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 8: Urals 与 Brent 价差走势 (2015—20210416)



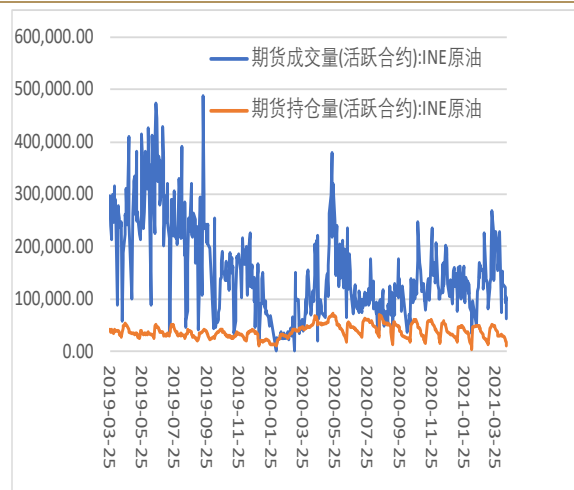
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 9: SC 与 Brent 活跃合约差价 (2019—20210416)



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—20210416)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

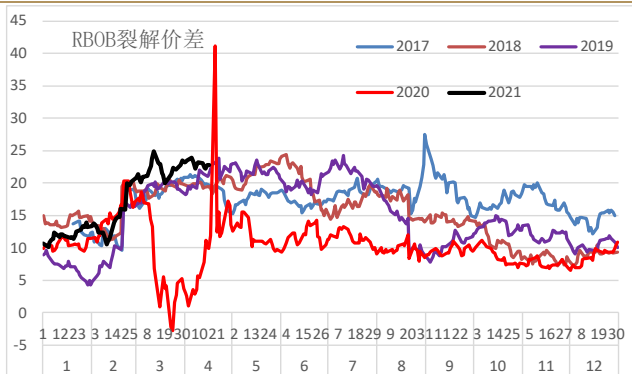
过去一周 Brent 相对于 Dubai、Urals 的升水周度继续走高。LLS 相对于 Brent 周度走高，LLS 仍贴水 Brent，鼓励美国出口。CFD1-6 价差 Congtango 结构略加深。

WTI 相对于 WCS 走高，相对于 LLS 和 Midland 下跌。

SC 与 Brent 的价差周度从-3.88 下跌至-4.72 美元/桶，SC 近期低估。

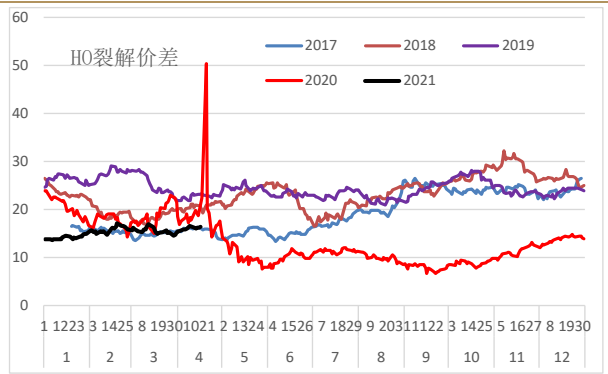
2、原油与下游产品的裂解价差：成品油裂解价差变化不一，美国持稳，欧亚下跌

图表 11：美汽油裂解价差



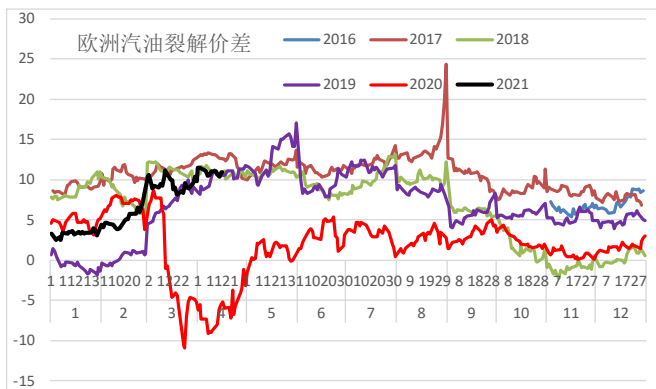
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 12：美柴油裂解价差



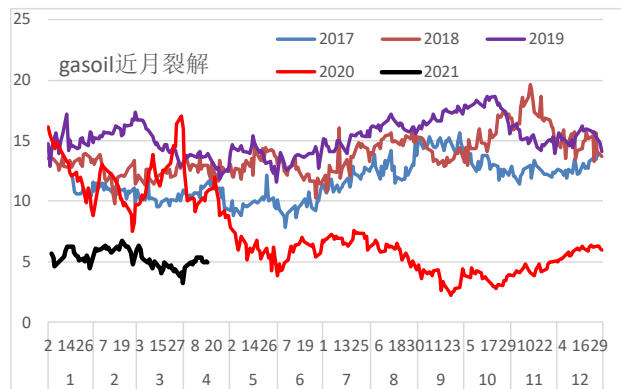
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 13：欧洲汽油裂解价差



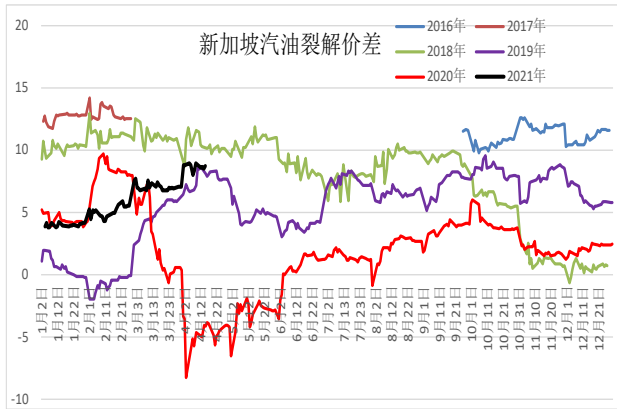
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 14：欧洲柴油裂解价差



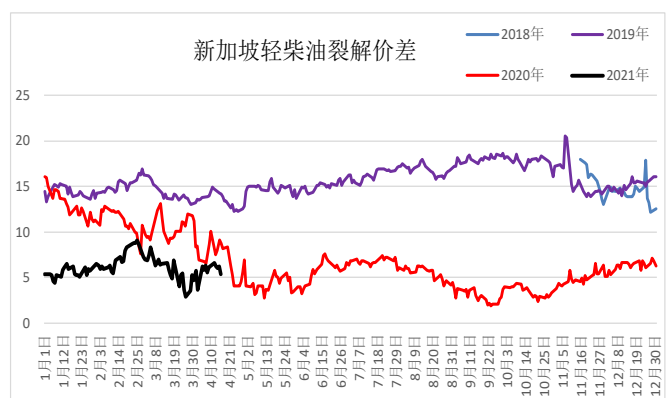
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

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—20210416)



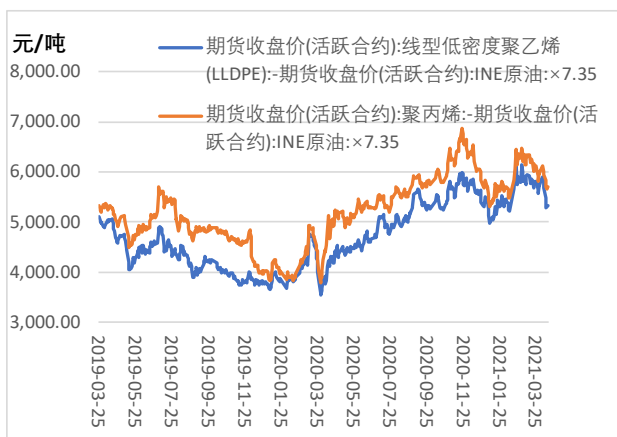
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 18: 沥青的裂解价差走势 (2018—20210416)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 19: 聚烯烃的裂解价差 (2018—20210416)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 20: PTA 的裂解价差走势 (2018—20210416)



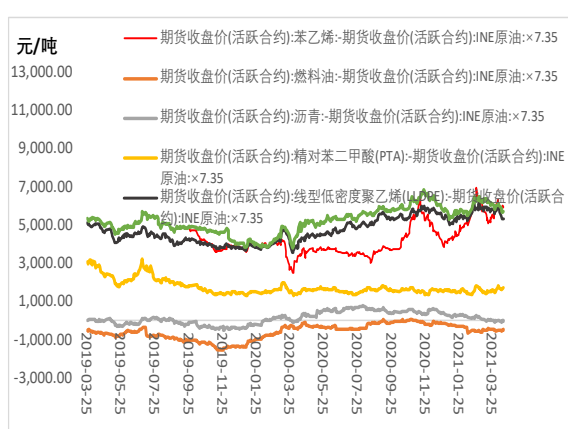
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 21: 苯乙烯的裂解价差 (2018—20210416)



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—20210416)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

过去一周, 苯乙烯、PTA、燃料油和沥青的裂解价差均上升, PP 和 PE 的裂解价差下跌。从绝对值看依旧是 PP>LLDPE>EB>PTA>Bu>Fu。

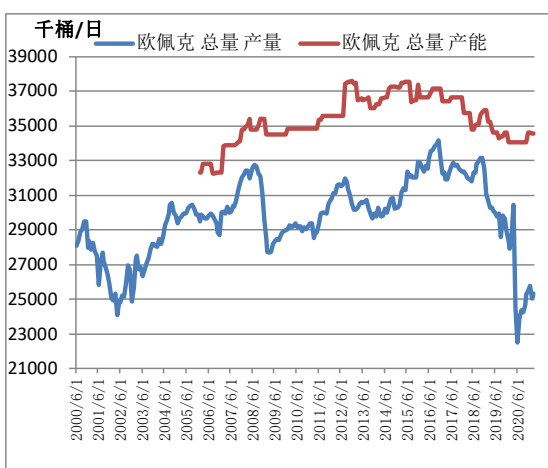
三、原油供应——美伊谈判未出结果

1、原油产量：减产联盟逐步增产

沙特阿拉伯将在 5 月提供印度国有炼油厂和至少五个其他亚洲客户要求的所有原油, 此前一些买家曾因炼厂检修和价格上涨要求减少部分供应量。

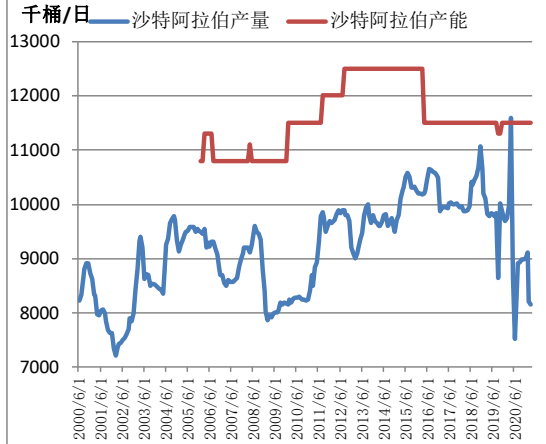
美伊谈判进展不力, 伊朗要求美国明确计划取消的制裁, 否则谈判无法取得进展, 伊朗出口何时回归不确定性较大。

图表 23: 欧佩克的产能与产量 (1999—202103)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 24: 沙特的产量与产能 (1999—202103)

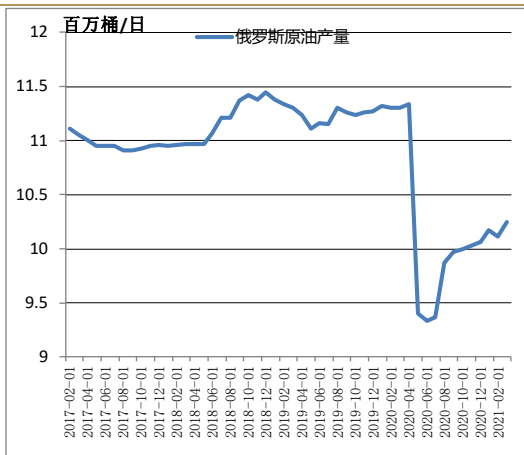


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

两位业内知情人士表示, 俄罗斯 4 月 1-6 日的石油及凝析油产量增长到 1052 万桶/日, 高于 3 月的 1025 万桶/日。

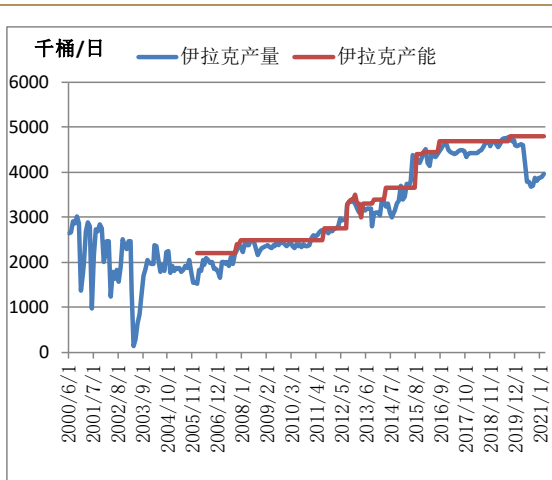
俄罗斯政府下调了今明两年的产量预估, 今年产量为 5.17 亿吨, 低于此前预估的 5.6 亿吨, 产量的下调一定程度上反映了正在进行的 OPEC+ 协议。

图表 25: 俄罗斯产量走势 (2016-202103)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 26: 伊拉克的产量与产能 (1999-202103)

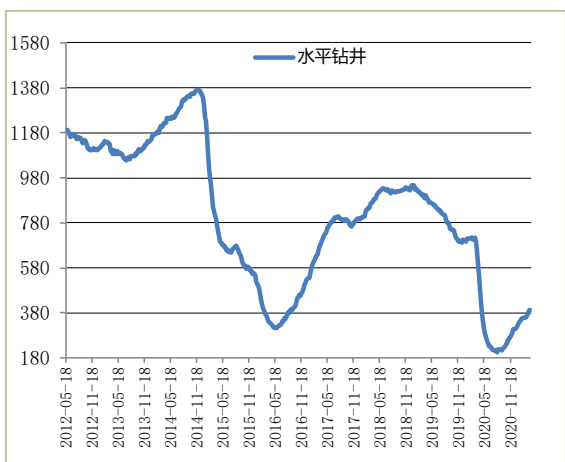


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

贝克休斯数据显示, 截止 4 月 9 日当周, 美国活跃石油和天然气钻井数增加 2 座至 432 座, 这是 2020 年 4 月以来最高水准。

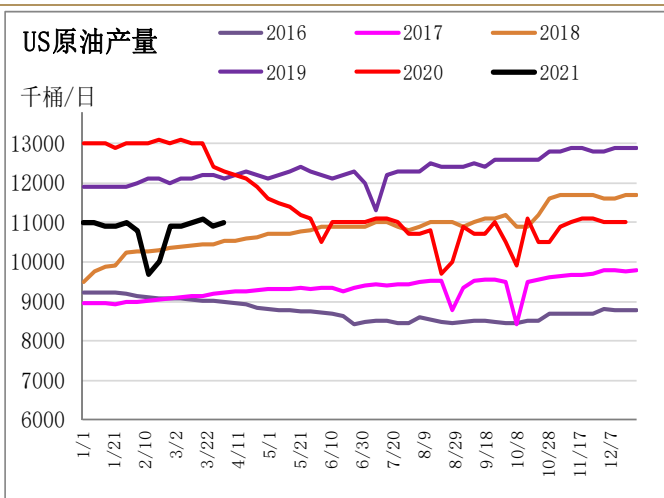
美国原油产量上升 10 万桶至 1100 万桶/日。

图表 27: 美国水平钻井数 (2011-20210416)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 28: 美国原油产量走势

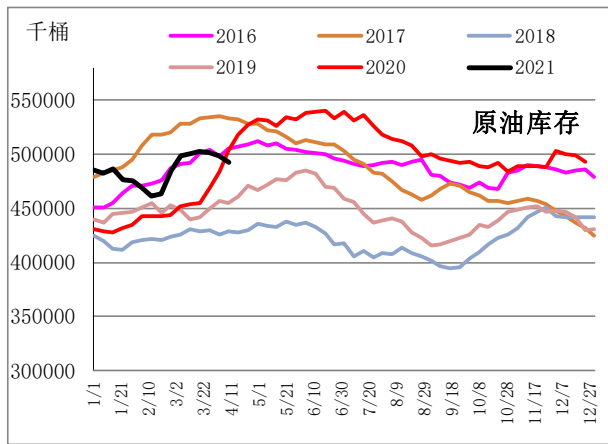


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

2、库存: 美国油品总库存大幅下滑

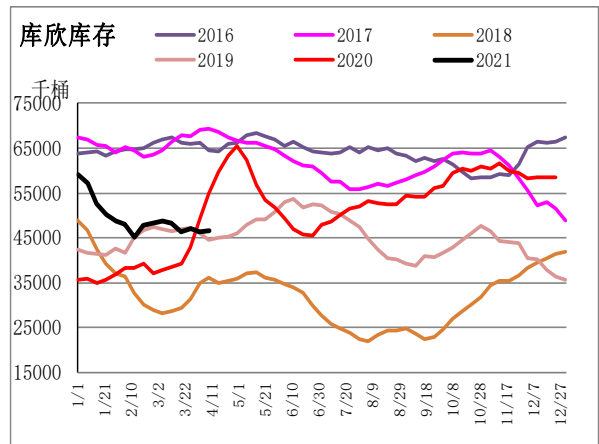
EIA 库存报告十分利好。美国原油商业库存下降 590 万桶, 汽油库存增加 30 万桶, 馏分油库存下降 210 万桶, 不包括 SPR 在内的油品总库存下降 900 万桶, 库存降幅较大。

图表 29：美国原油商业库存走势



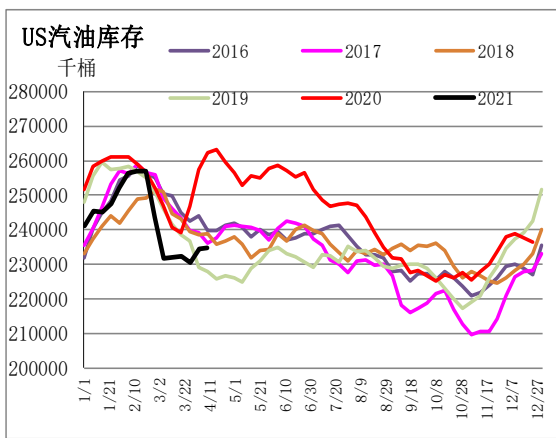
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 30：美国库欣地区原油库存走势



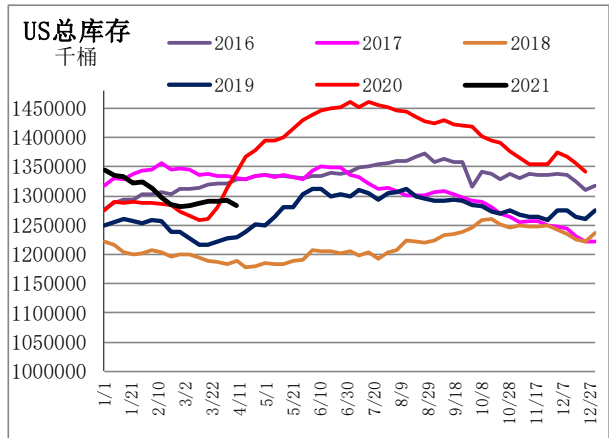
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 31：美国汽油库存走势



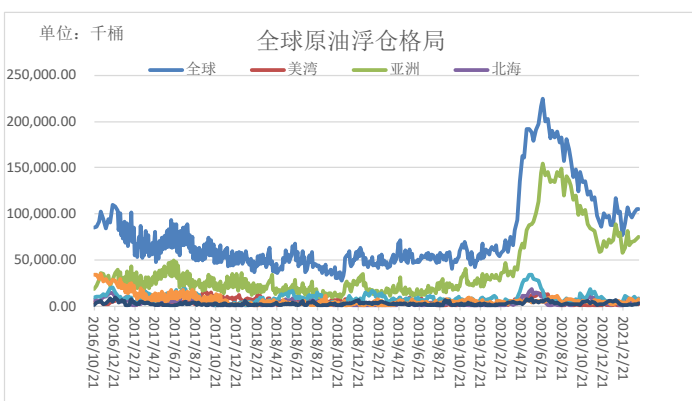
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

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—20210416）



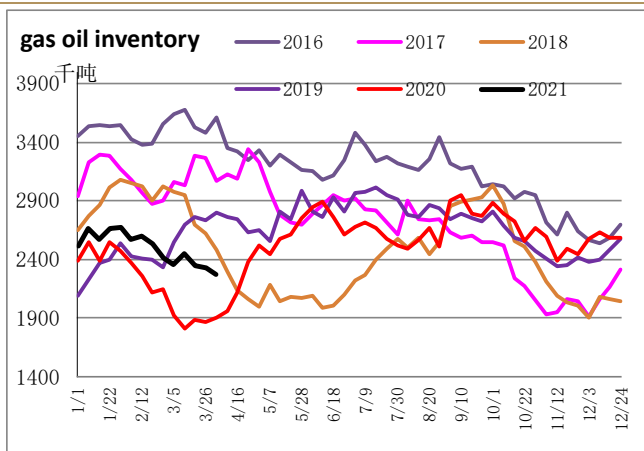
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 34：全球水上原油（2016—20210416）



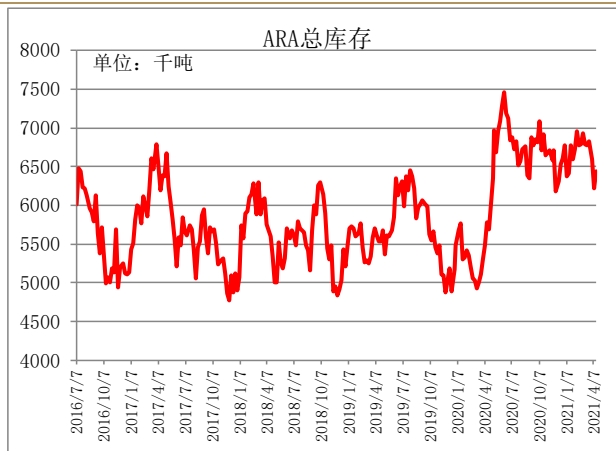
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 35: 欧洲 ARA 地区柴油库存走势 (2013-20210416)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

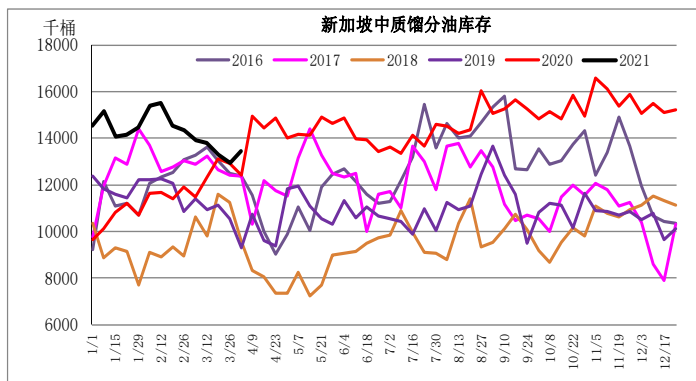
图表 36: 欧洲 ARA 地区汽油库存走势 (2013-20210416)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

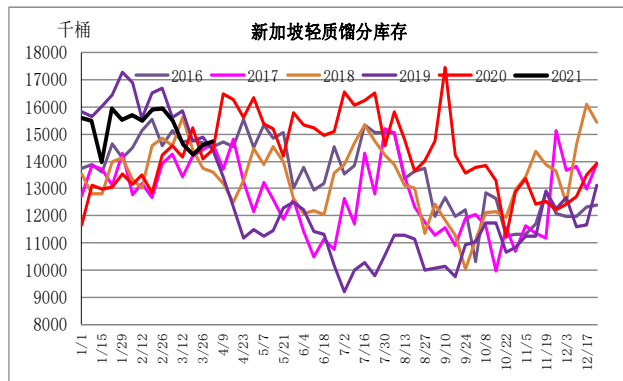
全球原油浮仓周度下降, 从 1.04 亿桶上升到 1.05 亿桶。
 4 月 14 日当周新加坡燃料油库存升至四个月高点, 新加坡油品总库存全面攀升。
 ARA 地区成品油库存整体小幅攀升, 燃料油增幅较大, 其次是石脑油, 柴油和航煤库存下降。

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 (2018-20210416)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 40: 中国山东原油库存 (2018-20210416)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

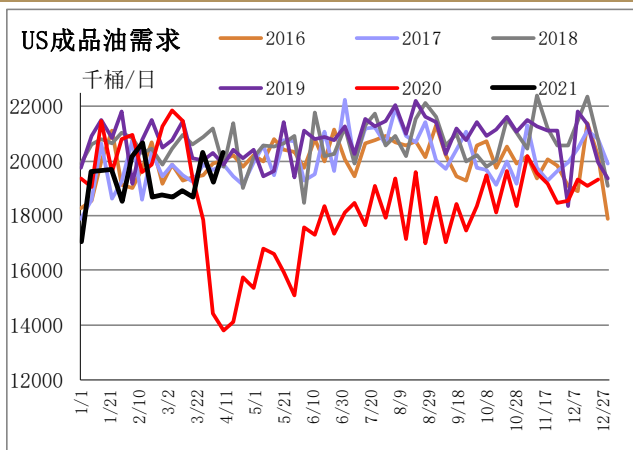
SC 仓单周度仓单总量没有变化, 仍有至 1748 万桶。卓创统计的山东地区原油库存周度持稳于 4540 万桶。

四、原油需求

1、美国成品油表需周度大增

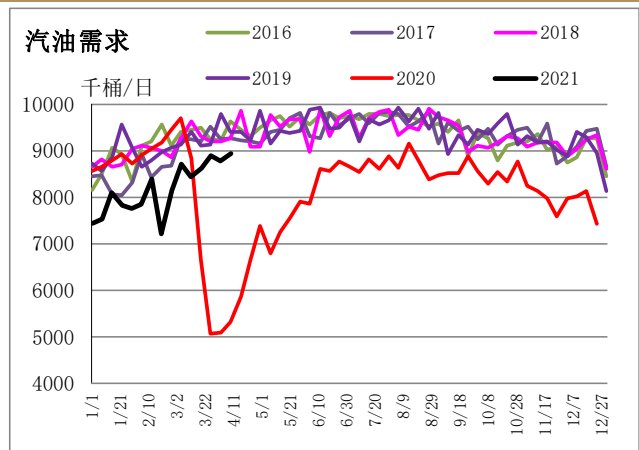
美国能源信息署最新统计显示, 截止 4 月 9 日的一周, 美国表需从 1920 万桶/日升至 2030 万桶/日

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



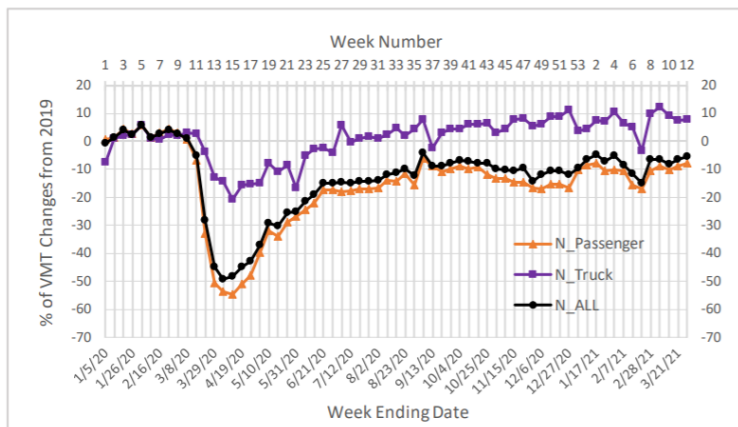
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

美国政府数据显示, 截至 4 月 11 日当周, 跨州际公路车辆行驶里程增至约 167 亿辆, 比 2019 年增长 1%。与 2019 年相比, 上次出现上调是在去年 3 月初, 当时世界卫生组织宣布大流行。

细分数据, 增长主要来自货运增长, 与两年前的同一周相比增长了 7%。卡车里程在过去几个月一直稳步上升。

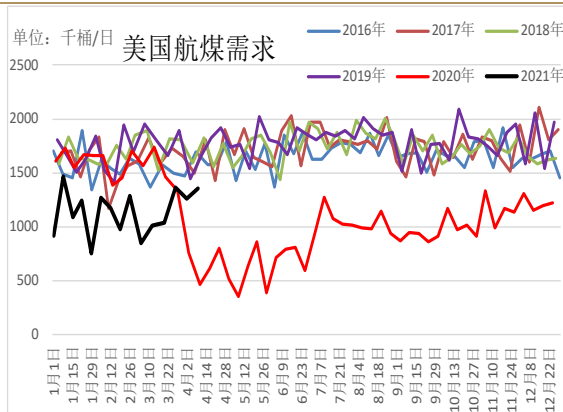
但真正有趣的是, 虽然仍低于 2019 年的乘用车里程已经大幅回升。截至 4 月 11 日当周的数据仅比 2019 年同期低 1%。在大流行期间, 前几周下降了 20% 甚至 50%。

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

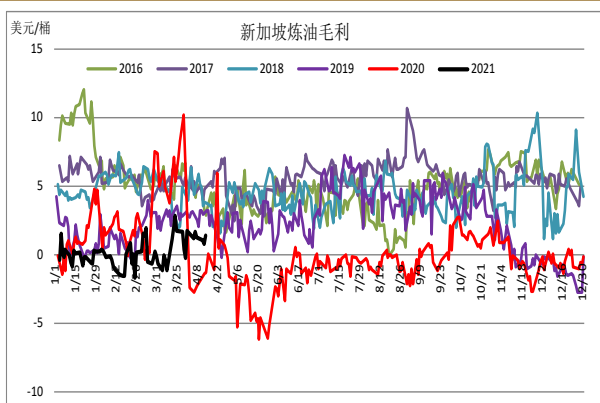
图表 44: 美国航煤需求走势图表



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

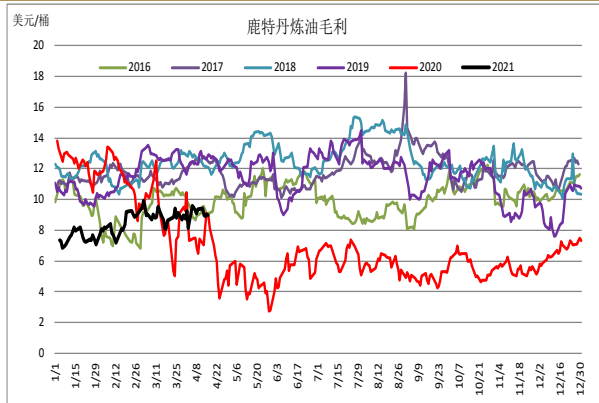
全球炼厂毛利周度持稳为主，欧美略降，亚洲略增。
 美国炼厂开工率从 84% 升至 85%。美国炼厂开工率连续创出疫情以来新高。
 全球运行中的炼厂产能周度从 6860 上升到 6990 万桶/日，全球炼厂正处于检修季中。

图表 45: 新加坡炼油毛利



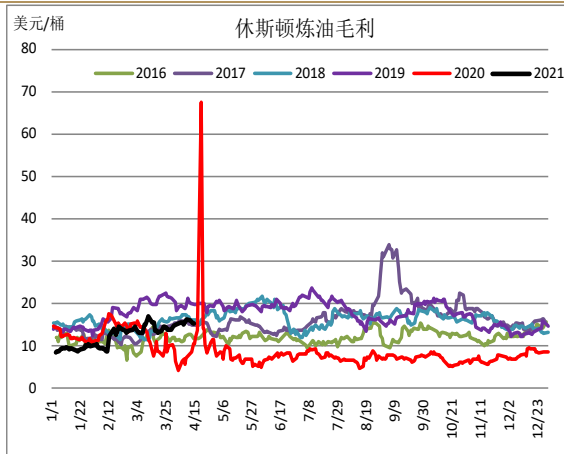
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 46: 欧洲鹿特丹炼油毛利



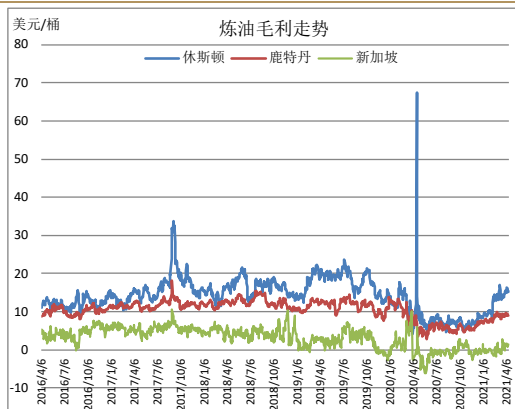
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 47: 美国休斯顿炼油毛利



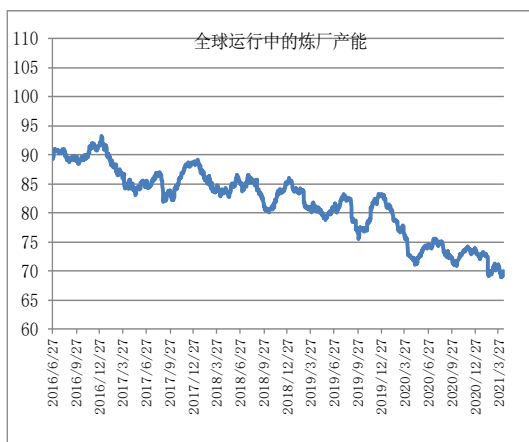
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 48: 三地炼厂毛利绝对值走势对比



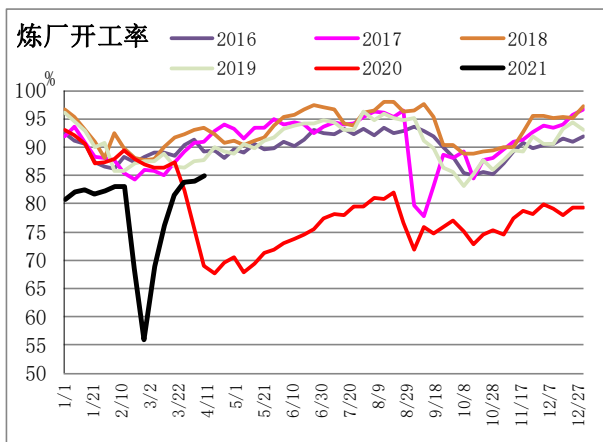
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 49：全球运行中的炼厂（2015-20210416）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 50：美国炼厂开工率（2013-20210416）



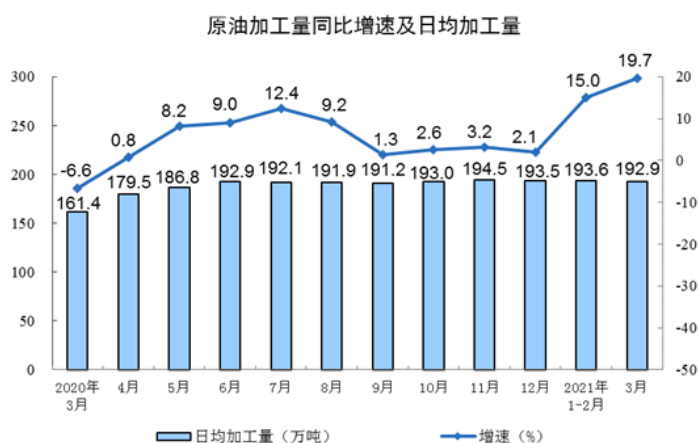
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

2、中国 3 月原油进口和加工量均大幅增长

2021 年 3 月中国原油加工量为 5874.90 万吨，环比上涨 7.27%，较 2019 年 3 月加工量增长 16.92%；3 月中国原油日均加工量为 189.51 万吨；2021 年 1-3 月中国原油加工量 17330.73 万吨。3 月中国炼油行业一次常减压开工负荷 72.32%，环比下降 2.34%。

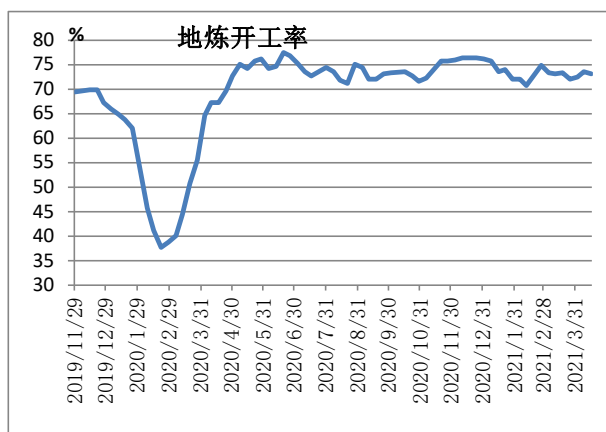
根据定位技术公司 TomTom NV 的数据，中国城市道路上的交通拥堵本周再次上升。上海的行程时间比一个月前增加了 22%，比 2019 年的平均水平增加了 42%。北京的延误时间比 2019 年的平均水平增加了 18%。

图表 51：中国原油加工量（2019-202103）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 52：中国地炼开工率（2018-20210416）

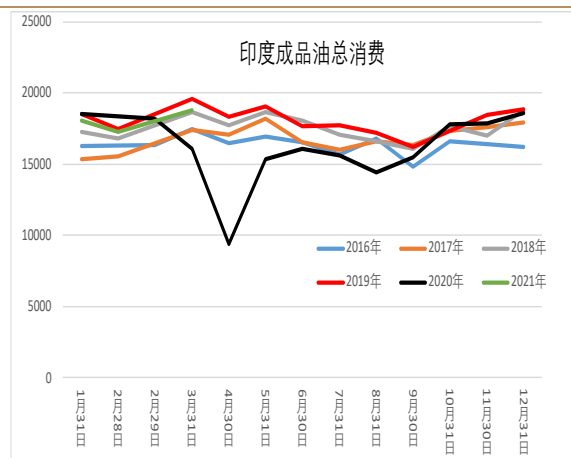


数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

3、其他国家和地区：印度 3 月需求升至 2020 年 12 月以来最高

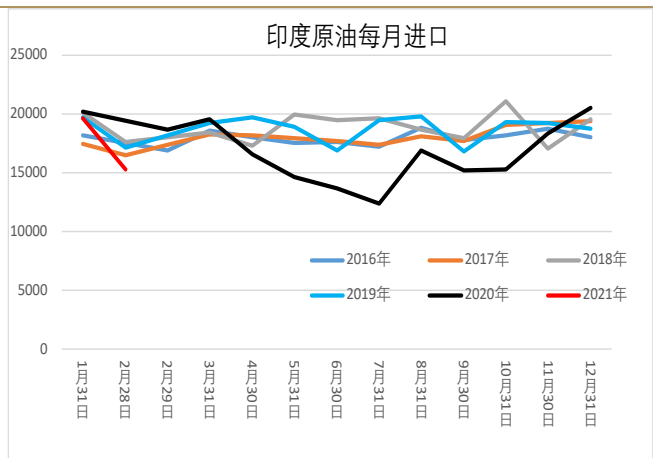
印度 3 月燃料需求同比增长 17.9%至 1878 万吨。柴油消费占到成品油消费量的 40%，同比增 27.56%；汽油消费同比增长 27%，LPG 销售同比下滑 1.3%，石脑油增加约 3.8%。

图表 53: 印度原成品油消费 (2017-2021Q3)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 54: 印度原油进口 (2015-2021Q3)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

欧洲的形势仍然喜忧参半。英国的燃料销售仍在继续从今年年初开始的复苏，但仍低于去年夏天达到的水平，英国对休闲和度假的出行限制一直到本周初才会解除，英国汽油销售加速增长，柴油购买量回落至3月初以来的最低水平。德国发布的7天收费公路卡车平均里程指数在4月3日当周接近2017年1月以来的最高水平。

四、资金和地缘

1、宏观经济：美元融资利率接近于零 引发关于美联储微调管理利率的议论

越来越多的人猜测美联储可能动用一些微调工具，以控制关键的隔夜拆借利率。美联储官员也表示，如果基准利率进一步下跌，就准备这样做。

美国银行策略师周四称，美联储微调管理利率的可能性高于市场定价所反映的预期。纽约联储官员 Lorie Logan 重申可能根据需要调整管理利率，呼应了美联储主席杰罗姆·鲍威尔先前的讲话。

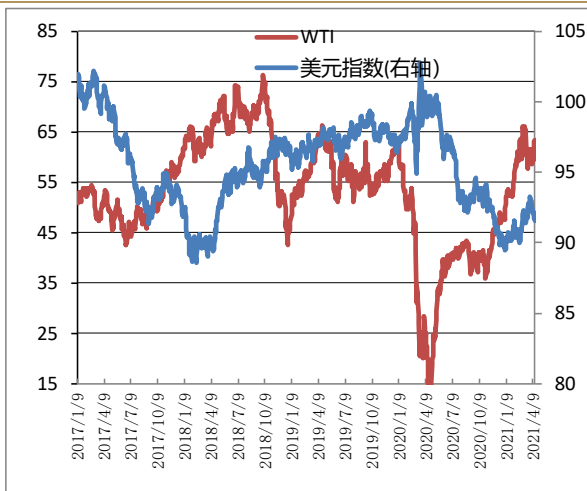
Logan 称，如果“隔夜利率出现不适当的下行压力”，调整管理利率就可能是适宜之举。她在周四讲话中称，随着利率跟随准备金余额增长及隔夜投资供需变化而调整，官员们将“密切关注货币市场”。

因受到美联储资产购买，美国财政部现金余额减少，以及从银行存款向货币市场基金转移带来的压力，短期美元拆借利率已降至零或负值。今年早些时候美国债务上限的重新设定有可能加剧这种态势，因此市场观察人士对美联储采取行动的可能性保持警惕。

联邦基金利率目前徘徊在 0.07%，接近 0-0.25% 目标区间下限。按目前水平来看，美联储似乎没有采取行动的紧迫性。但如果利率再次开始跌向零，决策者就可能转变立场。

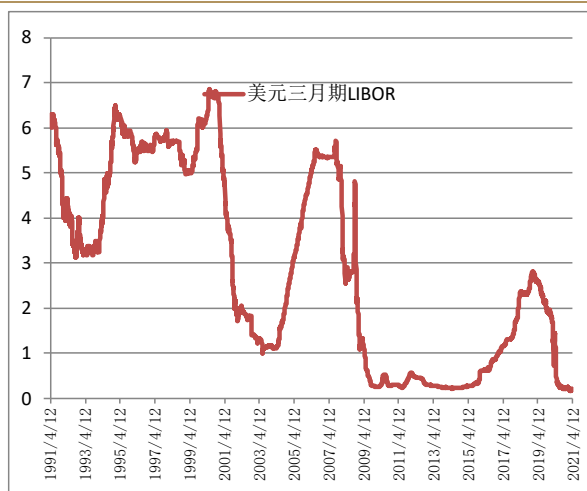
美国银行策略师 Mark Cabana 和 Olivia Lima 在 Logan 周四讲话前发出的报告中称，美联储调整超额准备金利率 (IOER) 和隔夜逆回购利率的可能性约为 50%，市场定价显示的预期约为 10% 至 20%。

图表 55: 美元指数与 WTI 油价走势 (2015-20210416)



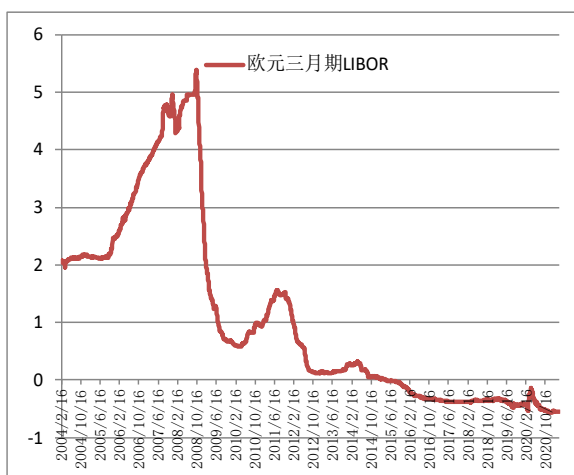
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 56: 美元三月期 LIBOR 走势 (1990-20210416)



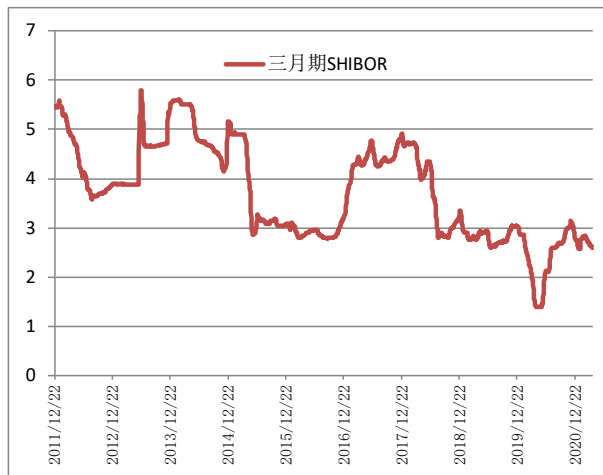
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 57: 欧元三月期 LIBOR 走势 (2003-20210416)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 58: 三月期 SHIBOR 走势 (2010-20210416)

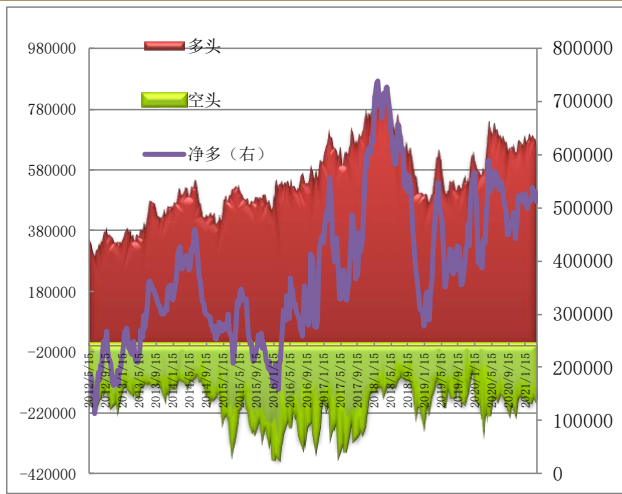


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

2、投机因素：净多持仓周度下降

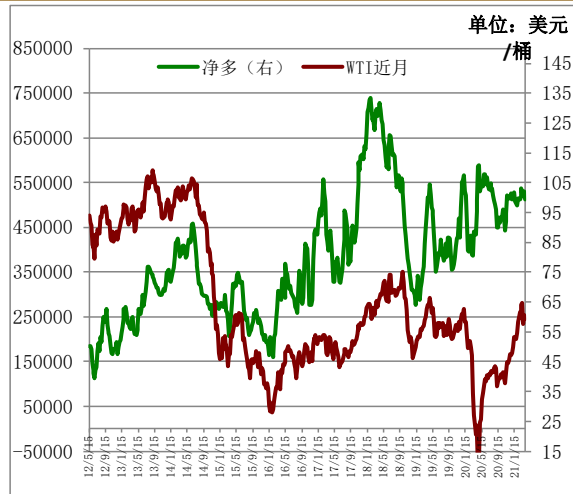
据美国商品期货管理委员会每周五发布的数据显示，截止 4 月 6 日的一周，非商业投资者在纽约商品交易所持有的原油期货持仓多空均下降，多头降幅更大，净多持仓从 53 万手下降到 51 万手。

图表 59: WTI 原油投机资金持仓 (2011-20210416)



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 (2011-20210416)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

五、原油后市展望：调整低点已现，震荡上扬为主

油价近期的积极因素开始逐步增多。最大的利好来自美国，4月11日当周跨州际公路车辆行驶里程增至约167亿辆，比2019年增长1%，其中货运与两年前的同一周相比增长了7%，美国的陆上交通量创下疫情以来新高；随着更多疫苗的注射，货运之外的载人交通量仍有较大的提升空间。与此相对应，美国当周油品总库存下降了900万桶，库存绝对值已经低于2020年同期。最早走出疫情的中国道路交通用油量也仍在增加，最近一周上海的行程时间比一个月前增加了22%，比2019年的平均水平增加了42%；北京的拥堵时长比2019年的平均水平增加了18%。中国和美国分别是全球原油消费的第二和第一位国家，中国强劲的GDP数据，美国强劲的零售销售数据都预示着增长的可持续性。3月中旬前后欧洲国家开始第三次封禁，4月中下旬也将面临解封，同时疫苗注射也在加紧实施，欧洲后期将成为原油需求端的新增量。

现在唯一不确定的仍是伊朗产量和出口量的回归，如果时间定在6、7月时供应端的增量完全可能被需求吸收，美伊和谈现在进展并不顺利，我们认为解除制裁在6、7月甚至之后的概率更大。

4月时全球炼厂检修规模最大的一个月份，后期炼厂开工将逐步回升，全球市场也需要较高的成品油供应。我们认为油价此次调整低点已经出现，后期将延续震荡上扬的主基调。

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