

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

下方空间已经有限

观点概述:

过去一段时间原油市场的供需变化是：需求边际减弱，供应基本持稳。需求的边际减弱仍是因为疫情。中国的疫情高峰已经过去，疫情集中的八个城市中有4个没有恢复到正常拥堵时长，这4个各种已经有了3个明显拐头向上。美国疫情仍在蔓延，美国的汽油需求连降三周，8月13日当周环比下降1%。中国的航空座位数8月18日当周环比增1.25%，美国通过机场安全闸机的人数8月15日以来在160-190万人，比之前的200万人略有下降。这就是供需的现实。

与此同时，美联储可能年内开始放缓债券购买速度，因通胀压力增加，而就业市场已经恢复到一定程度。流动性的收紧支撑美元，拖累了以美元计价的大宗商品。原油自身供需格局矛盾并不十分突出，美元走强的外力成为油价走低的驱动。

正如以往的每次疫情冲击，我们认为这次也会安然度过，需求端的走弱不是趋势性的。虽然库存有小幅增加的可能，目前的库存绝对值却是疫情以来的最低，尤其是欧美的成品油库存。我们认为油价下方空间有限，以WTI为例，65-70将是未来的震荡中位。

策略建议:

观望。

风险提示:

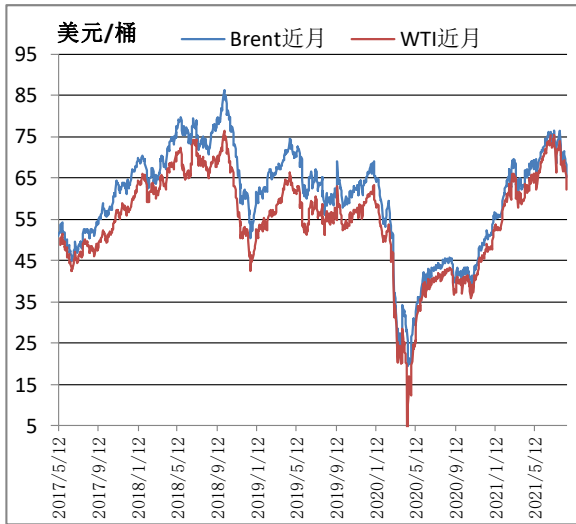
疫苗接种停滞。



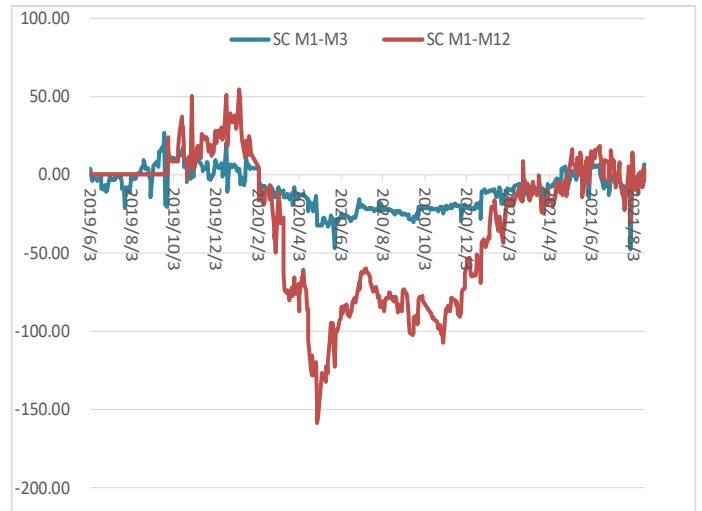
一、原油价格

1、原油价格及相关价差：原油期货连跌七日，周线下跌 9%
 美国疫情反复，美元指数创九个月高位，这都打压了国际油价。
 WTI 周度下跌 8%，Brent 周度近 8%，SC 周度下跌 5.74%。

图表 1: NYMEX 和 ICE 合约走势图 (2015-20210820) 图表 2: SC 月间差 (2018-20210820)

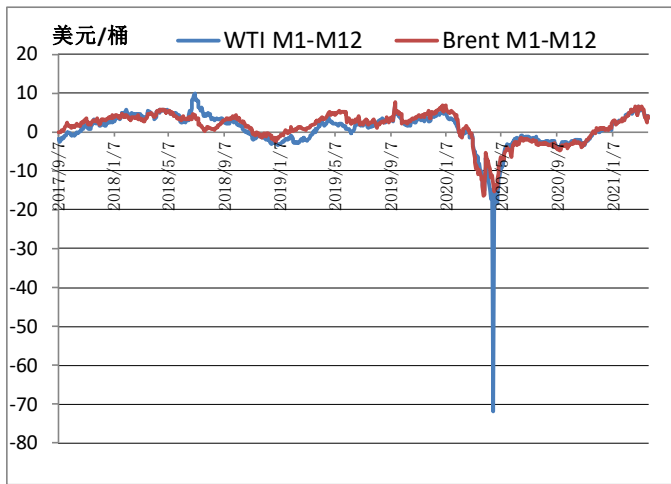


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

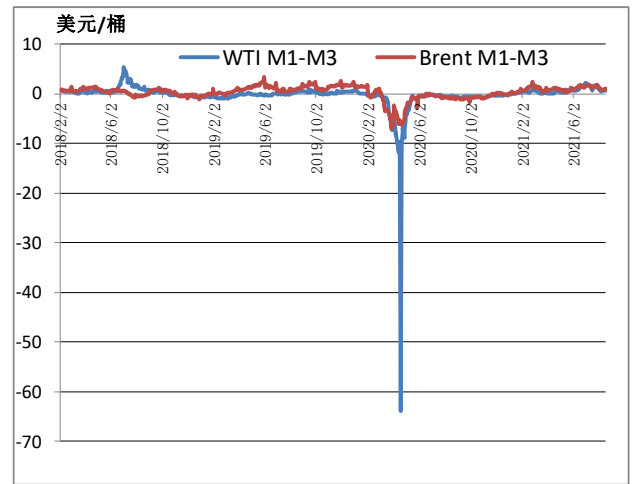


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 3: WTI 及 Brent 12 个月间价差 (2015—20210820) 图表 4: WTI 及 Brent 3 个月间价差 (2015—20210820)



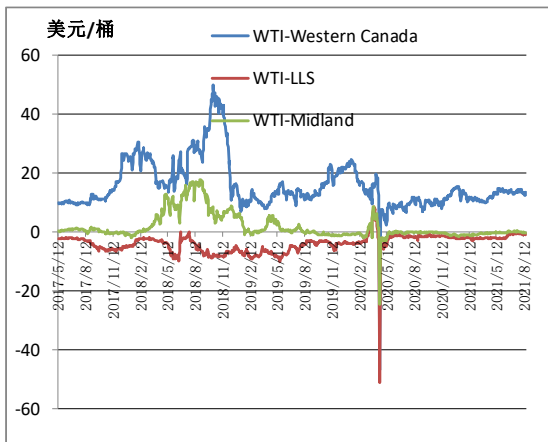
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

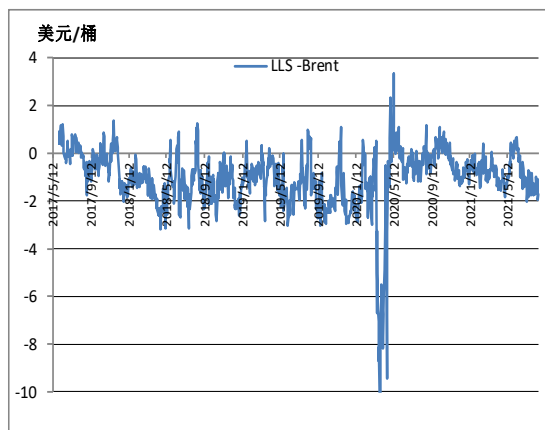
WTI、Brent 以及 SC 的月差全面下降，其中近端月差跌幅小于远端。

图表 5: 美国现货各油品价差 (2015—20210820)



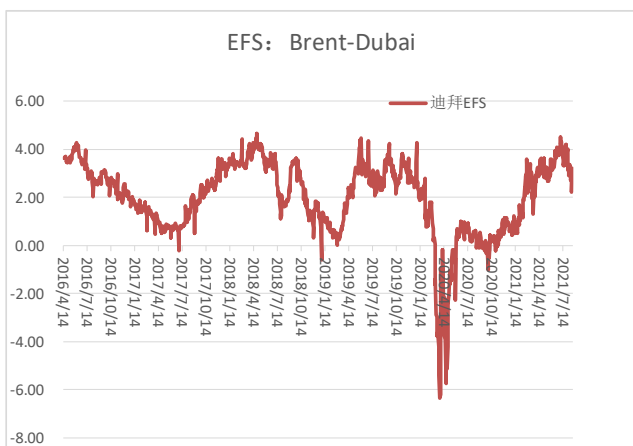
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 6: Brent 与 LLS 的价差 (2015—20210820)



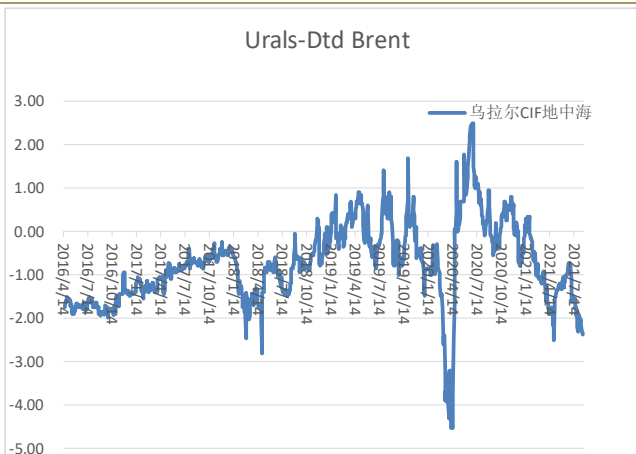
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 7: EFS 走势 (2015—20210820)



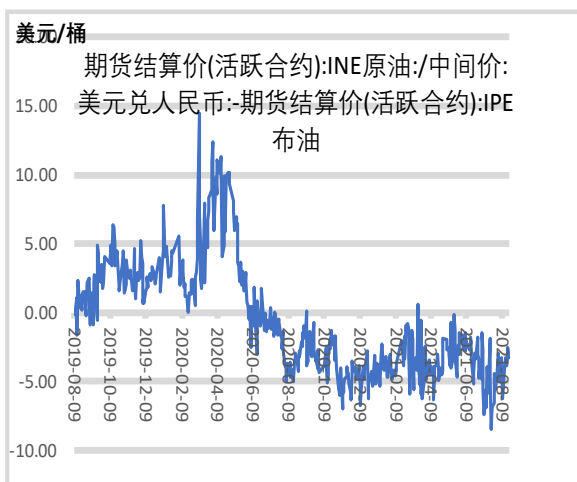
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 8: Urals 与 Brent 价差走势 (2015—20210820)



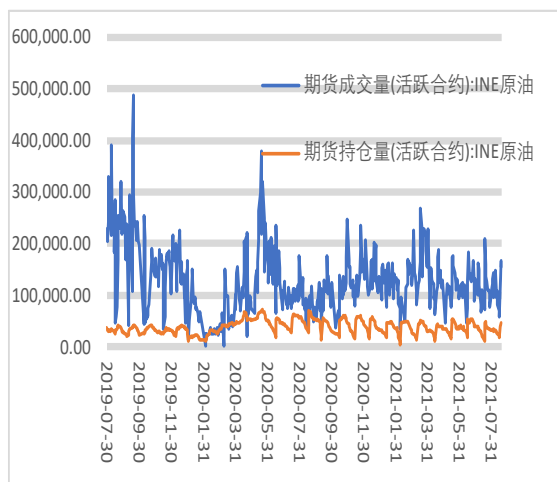
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 9: SC 与 Brent 活跃合约差价 (2019—20210820)



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—20210820)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

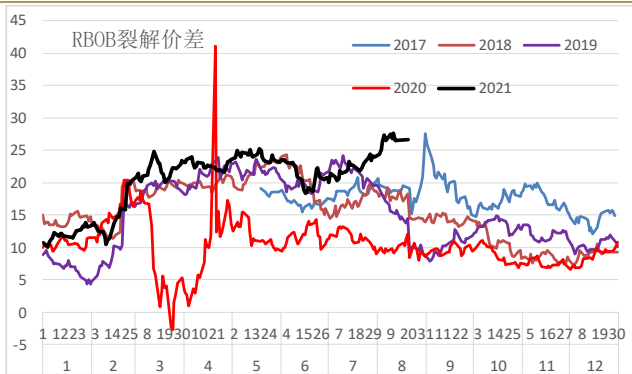
过去一周 Brent 相对于 Dubai、Urals 周度略走高。LLS 相对于 Brent 周度下跌，LLS 贴水 Brent。CFD1-6 的价差周度下跌，绝对值 back 结构。

WTI 相对于 WCS 持稳，相对于 LLS、Midland 走弱。

SC 与 Brent 的价差周度从-4.01 美元/桶回升至-3.27 美元/桶。

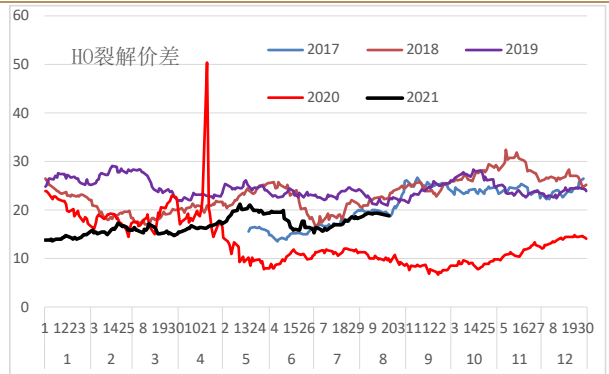
2、原油与下游产品的裂解价差：汽油裂解价差全面下降，柴油裂差增减不一

图表 11：美汽油裂解价差



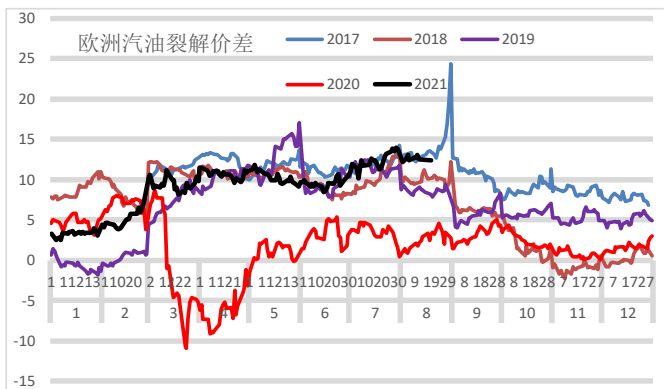
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 12：美柴油裂解价差



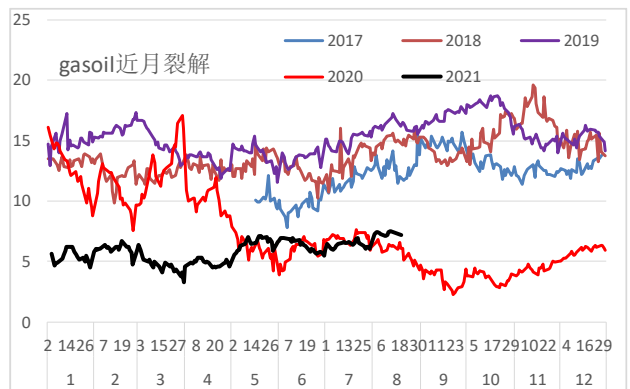
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 13：欧洲汽油裂解价差



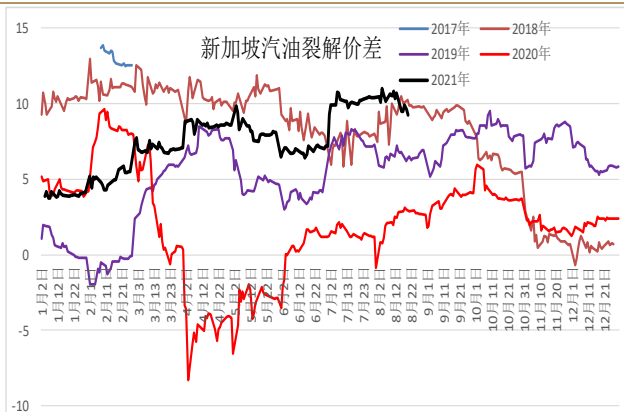
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 14：欧洲柴油裂解价差



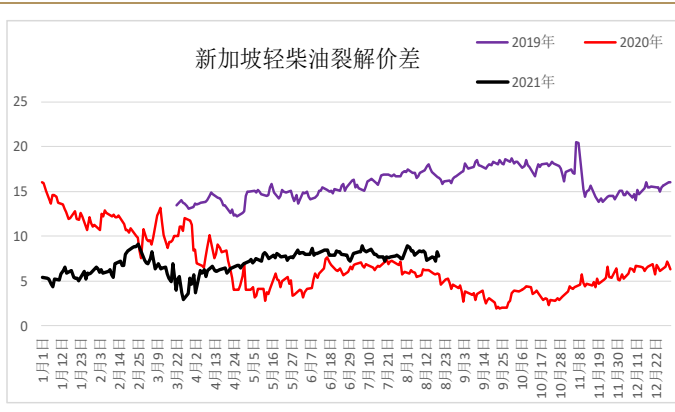
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

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



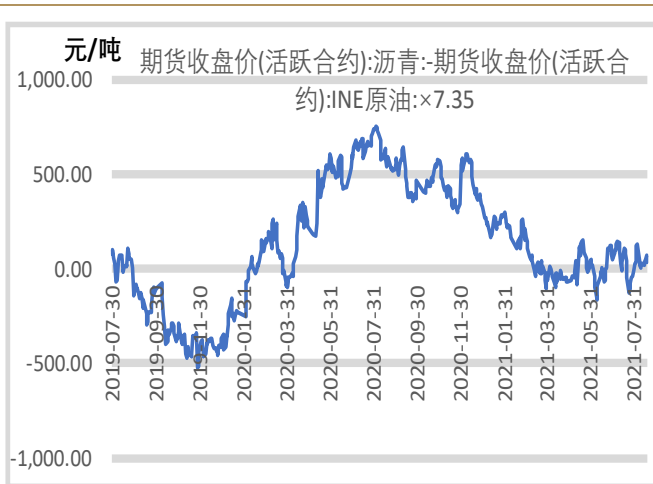
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 17: 燃料油的裂解价差 (2018—20210820)



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—20210820)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 19: 聚烯烃的裂解价差 (2018—20210820)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 20: PTA 的裂解价差走势 (2018—20210820)



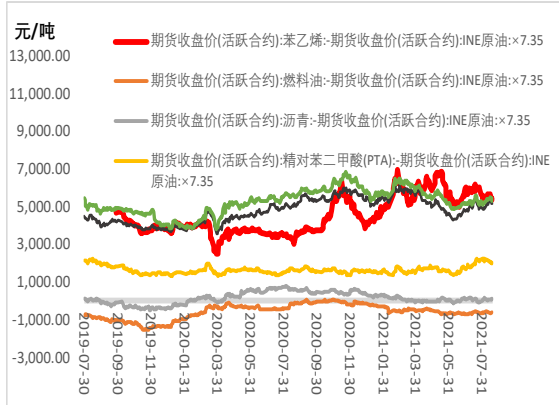
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 21: 苯乙烯的裂解价差 (2018—20210820)



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—20210820)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

过去一周, 化工品的裂解价差全面下降, 沥青和燃料油的裂解价差持稳。各个能化品的裂差绝对值排序是 EB>PP>L>PTA>Bu>Fu。

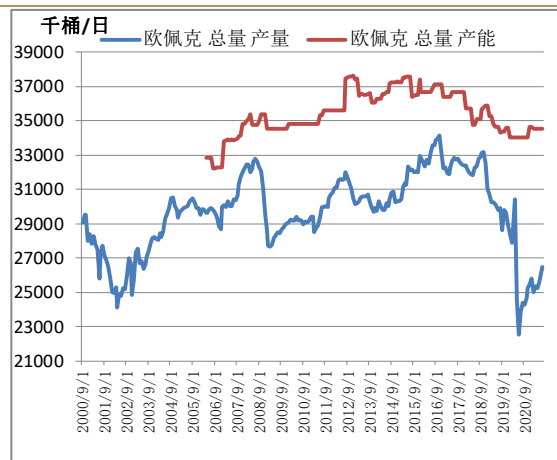
三、原油供应——供应持稳

1、原油产量: 美国产量升至 1140 万桶/日

调查显示, 欧佩克 7 月原油产量达到 2020 年 4 月以来的最高, 绝对值为 2672 万桶/日, 环比 6 月增加 61 万桶/日, OPEC+ 协议允许该组织增产 36 万桶/日, 且沙特 2-4 月实施的自愿减产在逐步退出, 沙特承诺增产 40 万桶/日, 实际增产 46 万桶/日。OPEC 的减产执行率为 115%, 低于 6 月的 118%。

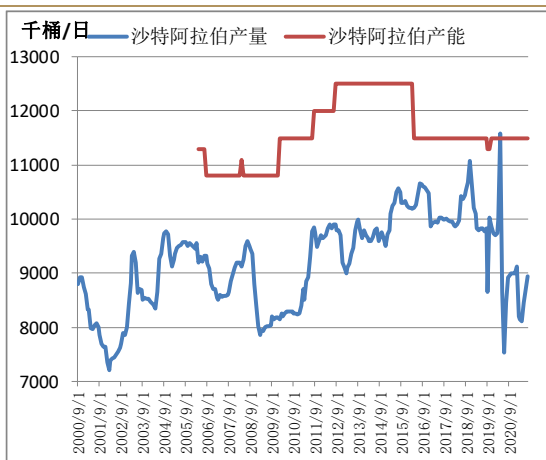
OPEC+ 将于 8 月 31 日召开联合技术委员会, 9 月 1 日召开部长级会议讨论产量政策。

图表 23: 欧佩克的产能与产量 (2000—202107)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

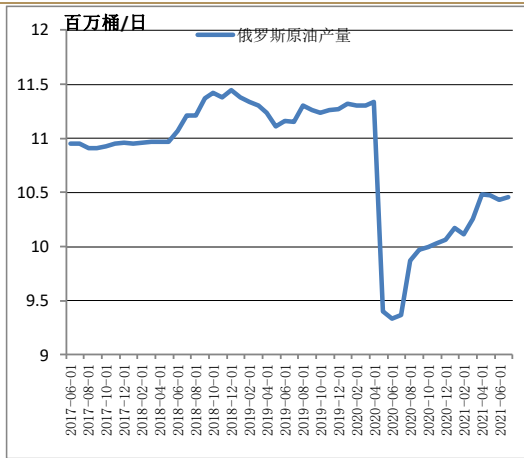
图表 24: 沙特的产量与产能 (1999—202107)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

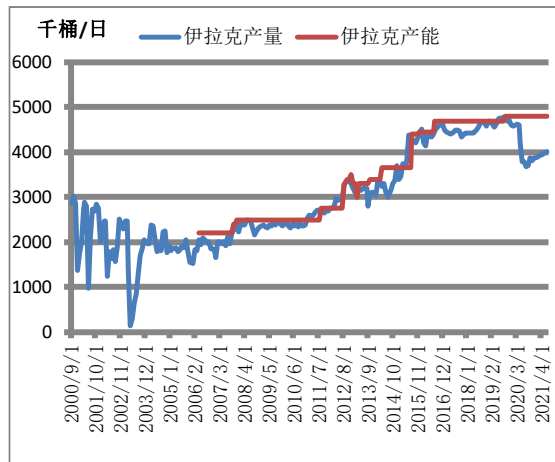
俄罗斯 8 月 1-15 日石油产量降至 1042 万桶/日, 7 月均值为 1046 万桶/日。俄罗斯本来计划 8 月增产 10 万桶/日, 一加工厂发生火灾导致产量下降。

图表 25: 俄罗斯产量走势 (2016-202107)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

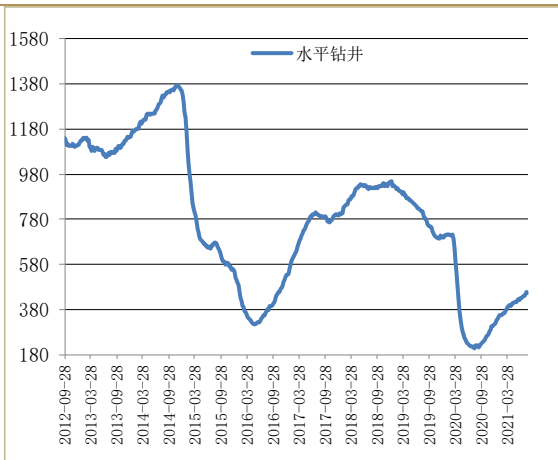
图表 26: 伊拉克的产量与产能 (1999-202107)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

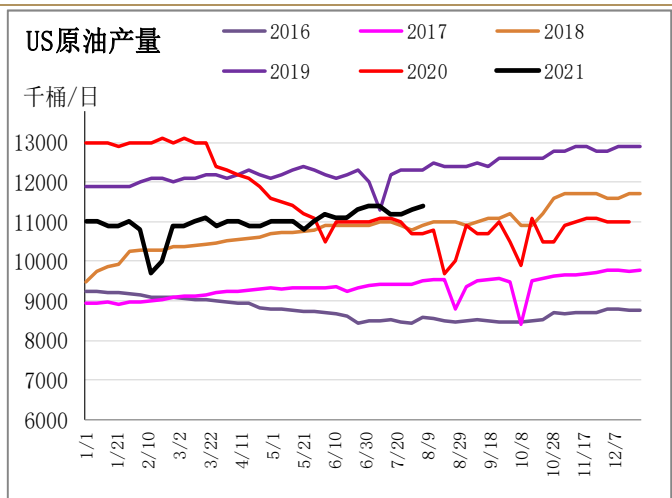
贝克休斯数据显示, 截止 8 月 20 日当周, 美国活跃石油和天然气钻井数增加 3 座 503 座。美国原油产量周度增加 10 万桶至 1140 万桶/日。

图表 27: 美国水平钻井数 (2011-20210820)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 28: 美国原油产量走势

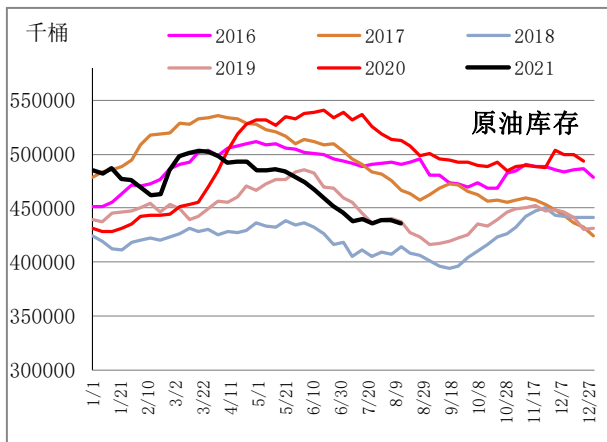


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

2、库存: 美国油品总库存继续下滑

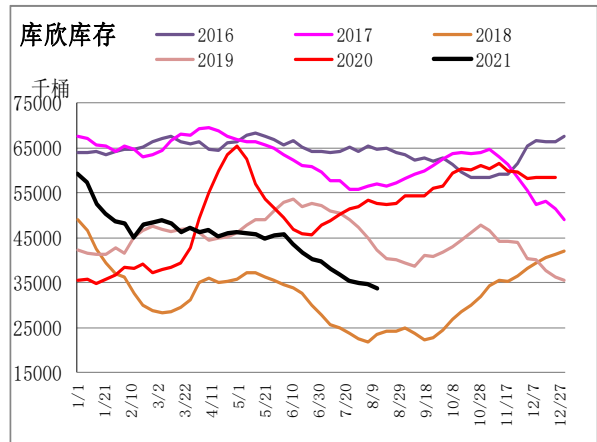
EIA 库存报告整体偏多。美国原油库存下降 323 万桶, 汽油库存增加 70 万桶, 馏分油库存下降 270 万桶, 不含 SPR 在内的油品总库存下降 530 万桶。

图表 29：美国原油商业库存走势



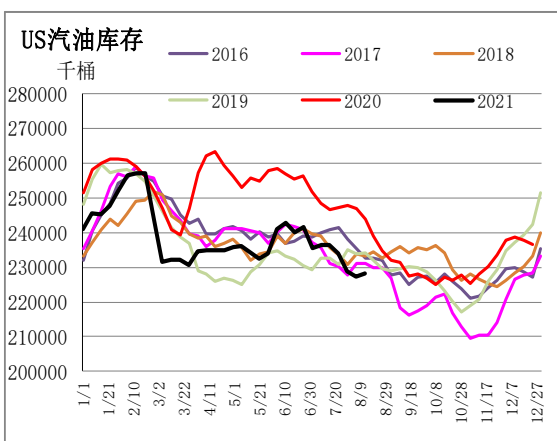
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 30：美国库欣地区原油库存走势



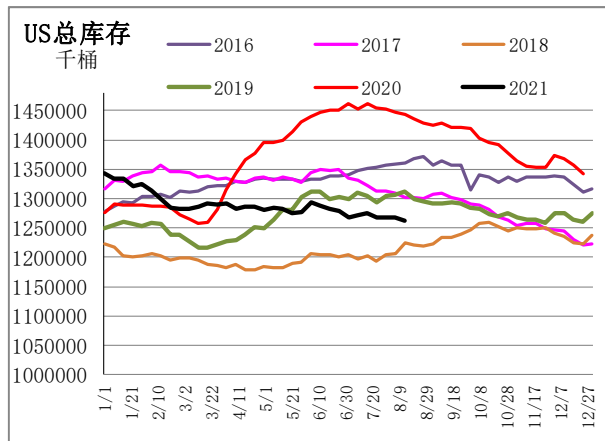
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 31：美国汽油库存走势



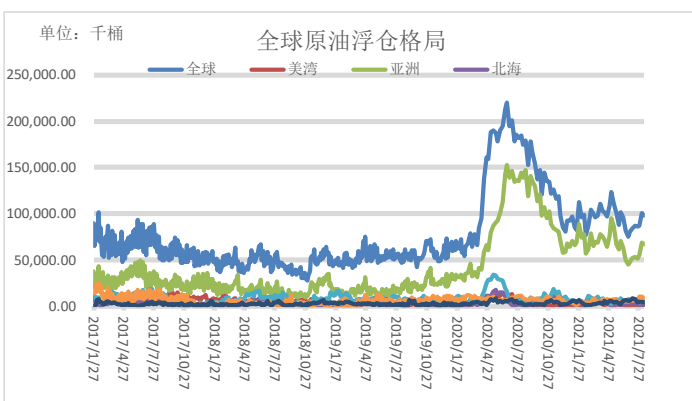
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

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—20210820）



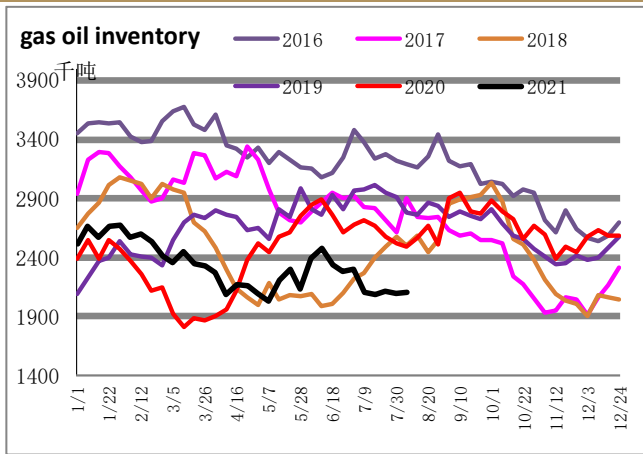
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 34：全球水上原油（2016—20210820）



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 (2013-20210820)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 36: 欧洲 ARA 成品油总库存走势 (2013-20210820)



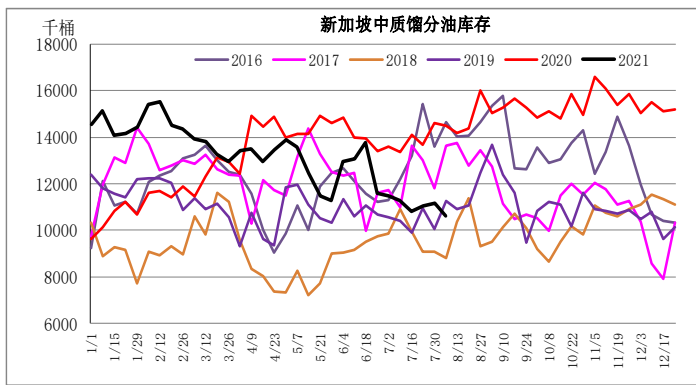
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

欧洲 ARA 地区成品油总库存周度持平, 其中柴油累库, 汽油降库, 石脑油库存增加。欧洲汽柴油库存绝对值处于五年同期最低。

新加坡成品油库存周度整体下降, 其中燃料油和中质馏分降库, 轻质馏分累库。新加坡向沙特出口的燃料油的量级达到七个月高位, 沙特用燃油发电的需求通常夏季是峰值。

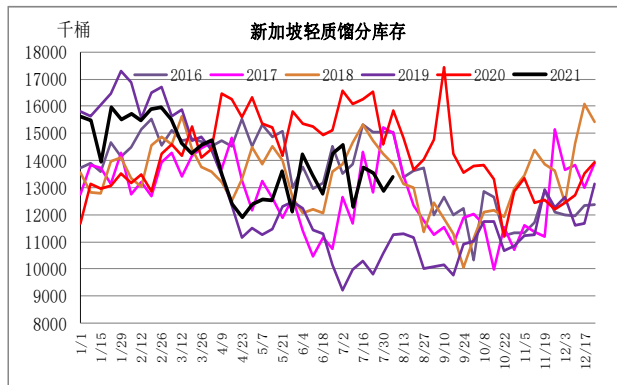
全球原油浮仓周度从 1 亿桶下降到 9700 万桶。

图表 37: 新加坡中质馏分油库存



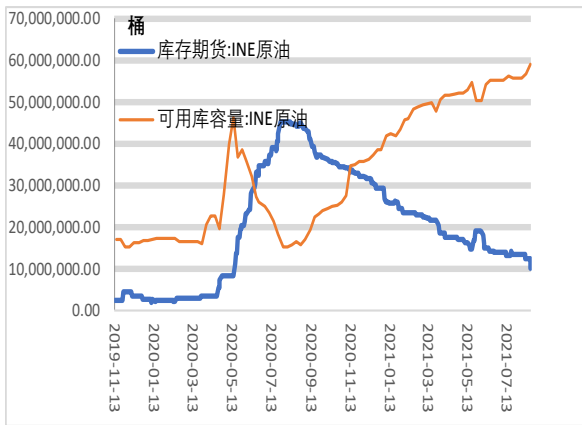
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

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 (2018-20210820)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 40: 中国山东原油库存 (2018-20210820)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

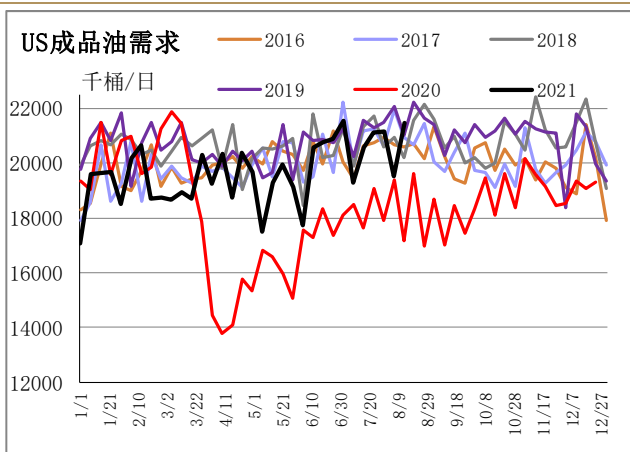
SC 仓单从 1242 万桶下降到 1020 万桶, 周度下降 240 万桶。卓创公布的山东原油库存周度从 4600 万桶下降到 4300 万桶。

四、原油需求

1、美国成品油表需周度走高

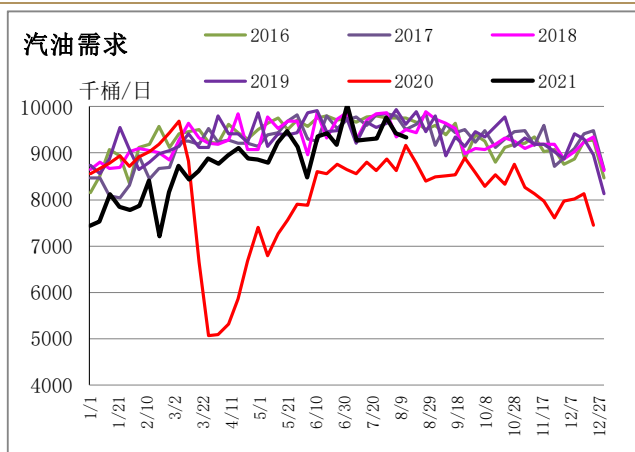
美国能源信息署最新统计显示, 截止 8 月 13 日的一周, 美国油品表需周度攀升, 从 1950 升至 2150 万桶/日。

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表

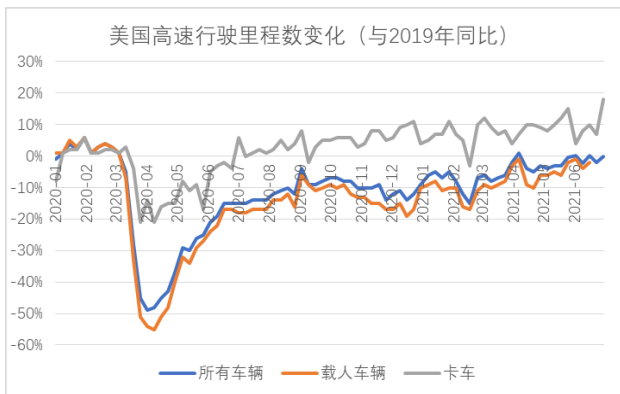


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

美国汽油需求连续第三周下滑, 截止 8 月 13 日当周美国汽油需求下降约 1% 至 942.3 万桶/日, Descartes 实验室根据移动设备的运动调查得出。

美国 TSA 数据显示, 7 月大部分时间通过机场安检的人数都在 200 万以上, 8 月后再低降至 200 万人以下。

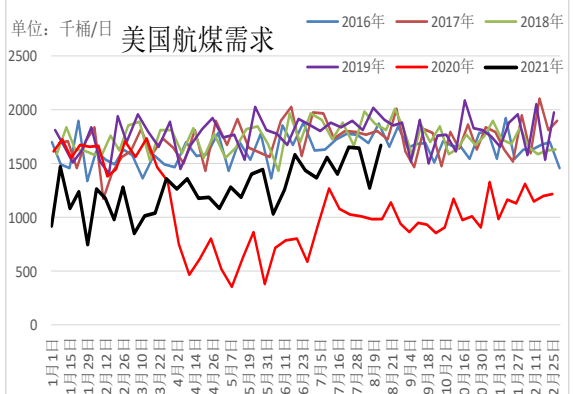
图表 43: 美国高速公路行驶里程数



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

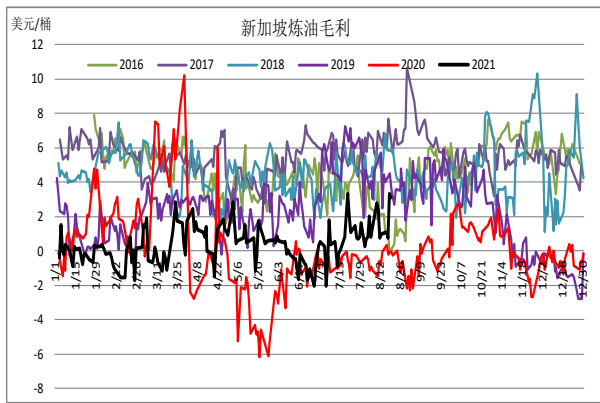
全球炼厂毛利全线走高。
美国炼厂开工率从 91.8% 升至 92.2%。
全球运行中的炼厂产能持稳在 7200 万桶/日。

图表 44: 美国航煤需求走势图



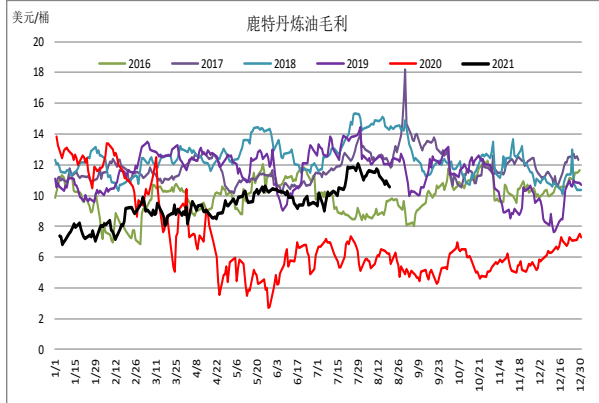
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 45: 新加坡炼厂毛利



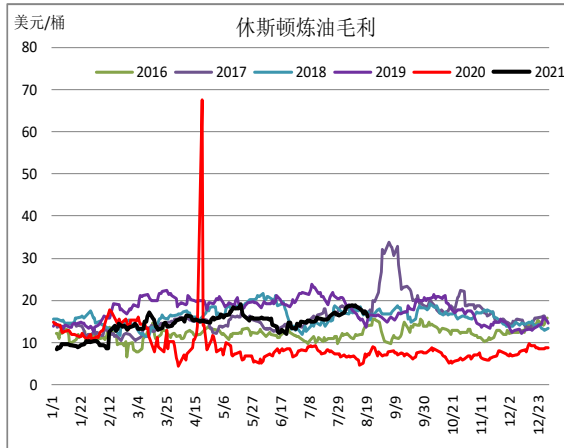
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 46: 欧洲鹿特丹炼厂毛利



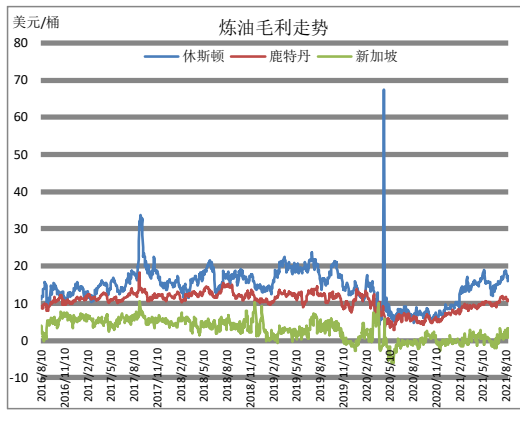
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 47: 美国休斯顿炼厂毛利



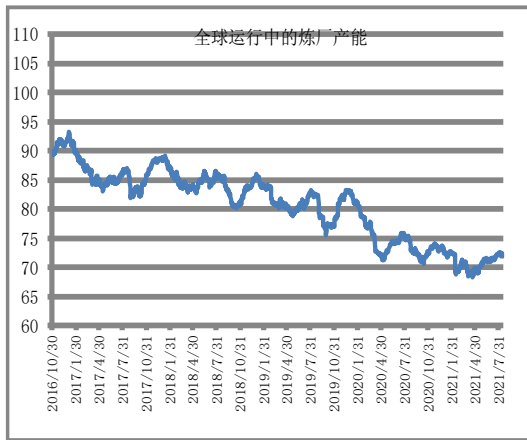
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 48: 三地炼厂毛利绝对值走势对比



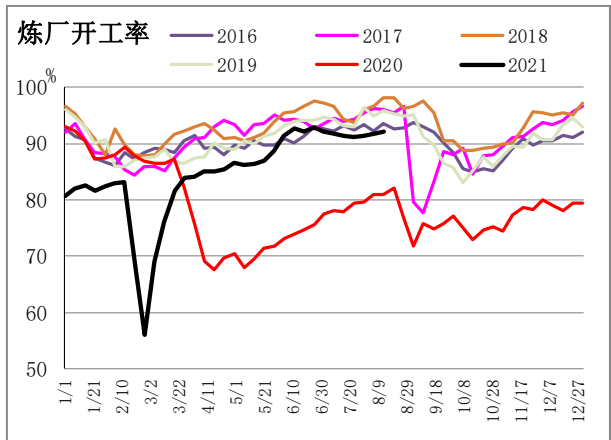
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 49：全球运行中的炼厂（2015-20210820）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 50：美国炼厂开工率（2013-20210820）



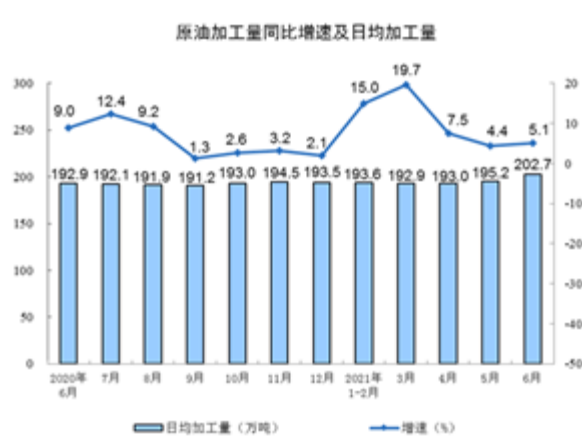
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

2、中国大部分城市拥堵时间已经恢复

中国 7 月成品油表需为 1346.5 万桶/日，同比下降 2.26%，1-7 月表需累计同比增长 7.70%。

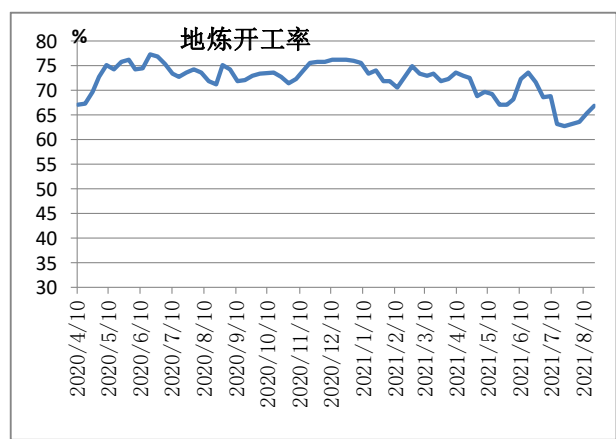
中国 7 月石油沥青产量为 435 万吨，同比下降 16.9%，柴油产量同比下降 12.5%，汽油产量同比增长 16.6%。7 月中国汽柴油出口均大幅下滑，炼厂 2021 年第一批成品油出口配额几乎用尽，是成品油出口下降的主要原因。柴油和汽油 7 月出口量环比均下降 41%和 49%。

图表 51：中国原油加工量（2019-202107）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 52：中国地炼开工率（2018-20210820）



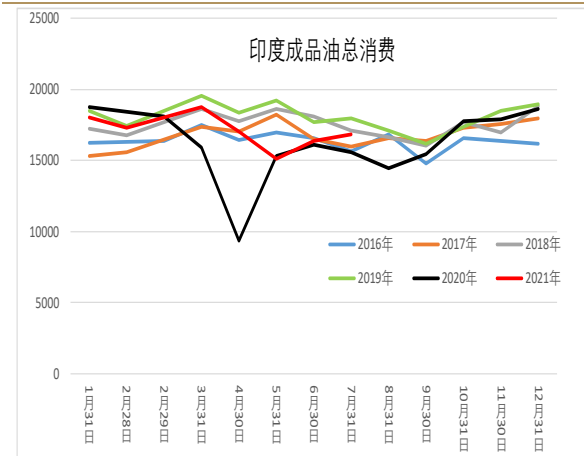
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

OAG 数据显示，中国 8 月 9 日当周各省限制出现，8 月 18 日当周情况改善，座位数增加了 1.5%。

3、其他国家和地区：印度 8 月燃料需求环比走高

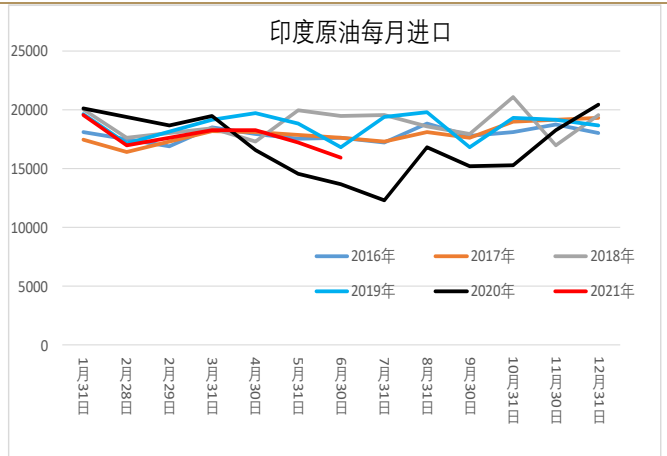
印度 8 月上半月燃料需求保持稳定，汽油销量较 2019 年同期增长 3.7%，柴油销量较 2019 年下降 8%，柴油销量环比 7 月增长。

图表 53: 印度原成品油消费 (2017-202107)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 54: 印度原油进口 (2015-202107)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

高速公路运营商 Atlantia 数据显示, 意大利, 法国和西班牙的交通流量逐周上升, 巴西, 智利和墨西哥仍高于 2019 年。美国, 英国和波兰政府机构的类似每周数据也显示, 汽车客运量与 2019 年水平相比在几个百分点的范围内。

四、资金和地缘

1、宏观经济: 美联储会议纪要: 多数官员预计今年可以开始缩减购债规模

多数美联储官员认为, 今年可以开始放慢债券购买速度, 因为经济实现了通胀目标, 而就业市场已更接近达到所谓“取得进一步实质性进展”的标准。

联邦公开市场委员会发布的 7 月 27-28 日会议纪要显示, “一些与会者评论称, 经济和金融状况料将在未来几个月支持减码购债, 但也有其他人认为, 明年年初放慢购债步伐可能更为合适”。

会议纪要还显示, 多数与会者“判断今年开始降低资产购买速度可能是适宜之举”。

美联储下一次货币政策会议将于 9 月 21-22 日举行。虽然纪要显示官员们在减码的时机或步伐上尚未达成共识, 但大多数人都赞成美国国债与抵押贷款支持证券购买规模应该按比例。

Pantheon Macroeconomics Ltd. 首席经济学家 Ian Shepherdson 在纪要发布后表示, “联邦公开市场委员会的会议纪要再次显示出, 委员们对即将到来的减码的时间, 速度和结构仍存在较大分歧”。

观点各异

关于美联储应该何时开始缩减购债的问题, 官员们在上次会议结束后的几周出现了公开的意见向左。比如明尼阿波利斯联储行长 Neel Kashkari 希望在看到多几份强劲的就就业数据后再实施减码, 但波士顿联储行长 Eric Rosengren 说, 如果 9 月份非农就业依然良好, 他不反对美联储在 9 月份会议上就宣布减码决定。

圣路易斯联储行长 James Bullard 周三表示, 他希望 2022 年第一季度前实施削减购债。

关于债券构成, 纪要显示“大多数与会者认为按比例减少对美国国债和抵押贷款支持证券的购买能带来好处”。

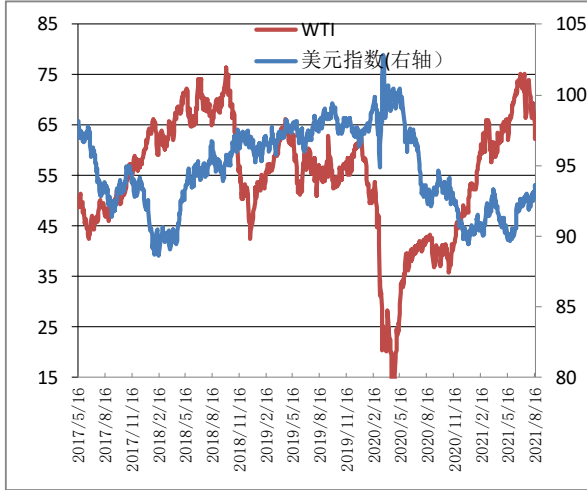
会议纪要表明, 官员们仍然认为劳动力市场有改善的空间。截至 7 月底, 今年美国就业增长一直强劲, 上个月失业率为 5.4%, 但更广泛的指标仍然疲软。

伴随强劲的复苏势头, 供需失衡推动物价上涨。截至 6 月的 12 个月, 美联储的通胀率指标达到 4%, 远高于其 2% 的目标。

会议纪要显示, “大多数与会者”表示, 在物价稳定目标方面, 所谓取得“实质性进一步进展”

的标准已经达到。

图表 55: 美元指数与 WTI 油价走势 (2015-20210820)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 56: 美元三月期 LIBOR 走势 (1990-20210820)



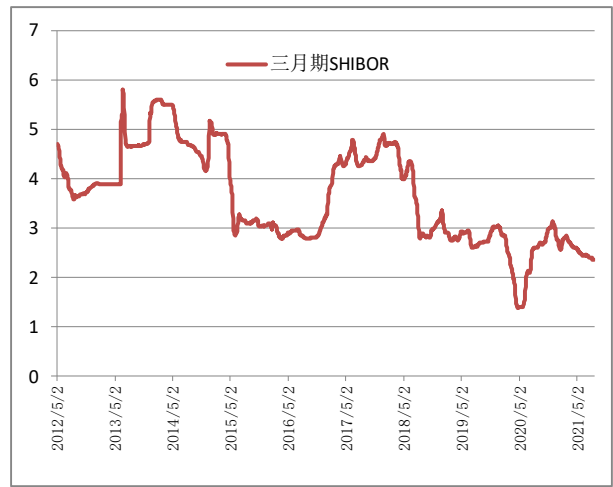
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 57: 欧元三月期 LIBOR 走势 (2003-20210820)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 58: 三月期 SHIBOR 走势 (2010-20210820)

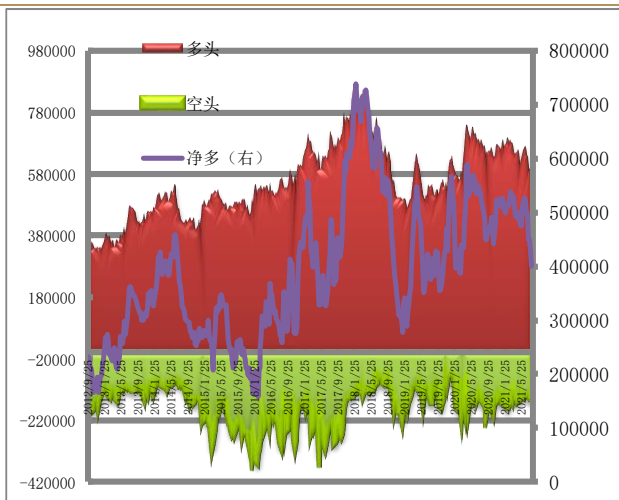


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

2、投机因素：净多持仓周度持稳

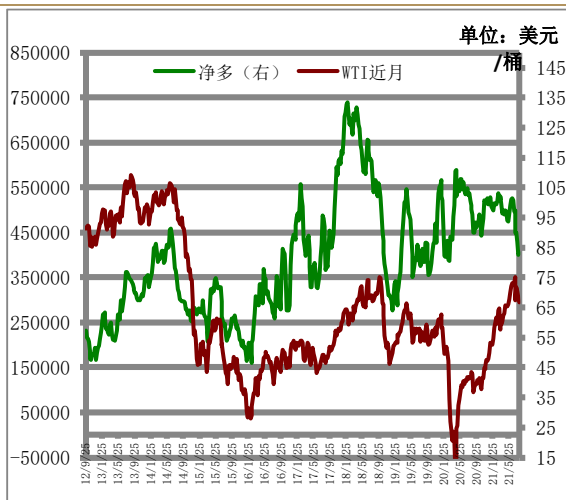
据美国商品期货管理委员会每周五发布的数据显示，截止 8 月 17 日的一周，非商业投资者在纽约商品交易所持有的原油期货持仓多空均下降，净多持仓持稳于 40 万手。

图表 59: WTI 原油投机资金持仓(2011-20210820)



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 (2011-20210820)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

五、原油后市展望：下方空间已经有限

过去一段时间原油市场的供需变化是：需求边际减弱，供应基本持稳。需求的边际减弱仍是因为疫情。中国的疫情高峰已经过去，疫情集中的八个城市中有 4 个没有恢复到正常拥堵时长，这 4 各种已经有了 3 个明显拐头向上。美国疫情仍在蔓延，美国的汽油需求连降三周，8 月 13 日当周环比下降 1%。中国的航空座位数 8 月 18 日当周环比增 1.25%，美国通过机场安全闸机的人数 8 月 15 日以来在 160-190 万人，比之前的 200 万人略有下降。这就是供需的现实。

与此同时，美联储可能年内开始放缓债券购买速度，因通胀压力增加，而就业市场已经恢复到一定程度。流动性的收紧支撑美元，拖累了以美元计价的大宗商品。原油自身供需格局矛盾并不十分突出，美元走强的外力成为油价走低的驱动。

正如以往的每次疫情冲击，我们认为这次也会安然度过，需求端的走弱不是趋势性的。虽然库存有小幅增加的可能，目前的库存绝对值却是疫情以来的最低，尤其是欧美的成品油库存。我们认为油价下方空间有限，以 WTI 为例，65-70 将是未来的震荡中位。

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