

## 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

## 即将减产，油价大幅反弹

## 观点概述:

国际油价过去一个月以来首次出现周度反弹。欧佩克联合其他国家的减产协议将从2020年5月开始实施；第二负油价对市场的冲击也慢慢弱化，投资基金从WTI6月移仓到更远月；此外欧美疫情出现好转，原油需求出现了见底迹象。未来原油价格再度跌至前低的概率非常小，油价已经探明底部。然而目前市场的关键点仍在于库存，4月欧佩克产量增幅创30年新高，沙特产量绝对值创历史新高，虽然美国页岩油产量下降了100多万桶/日，加拿大也出现了减产，整体原油市场的库存仍可能在5月继续增加。高库存拖累下，油价难以趋势走高，投资者波段交易为主。

## 策略建议:

小止损波段做多操作。

## 风险提示:

疫情进一步失控。

混沌天成期货研究院



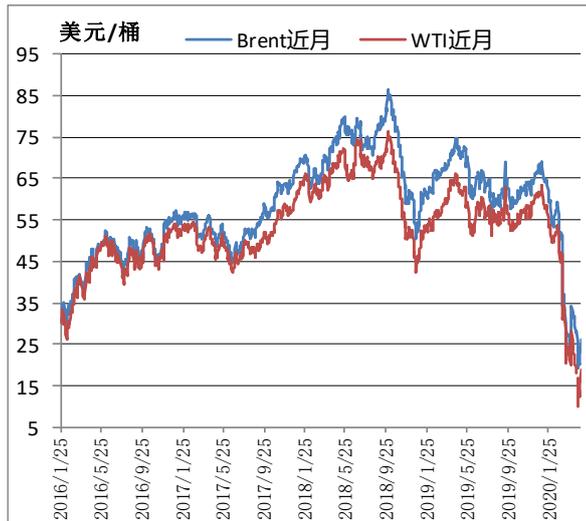
## 一、原油价格

### 1、原油价格及相关价差：全线反弹

上周原油市场几乎完全从4月底负油价的冲击中回转过来,前半周受原油ETF基金和全球指数基金移仓影响,近月合约大幅下挫,后半周则以反弹为主基调。

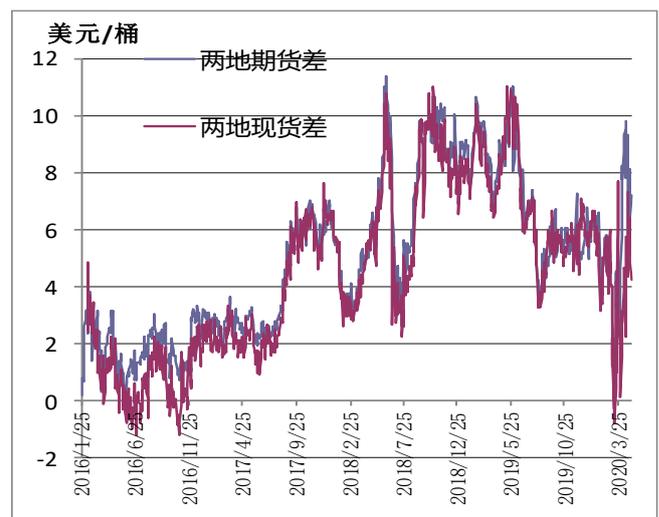
周度看, Brent7月上涨 5.64%, WTI6月上涨 16.23%, SC6月下跌 0.91%。

图表 1: NYMEX 和 ICE 近月合约走势图(2015-20200430) 图表 2: 欧美两地原油差价 (2015-20200430)



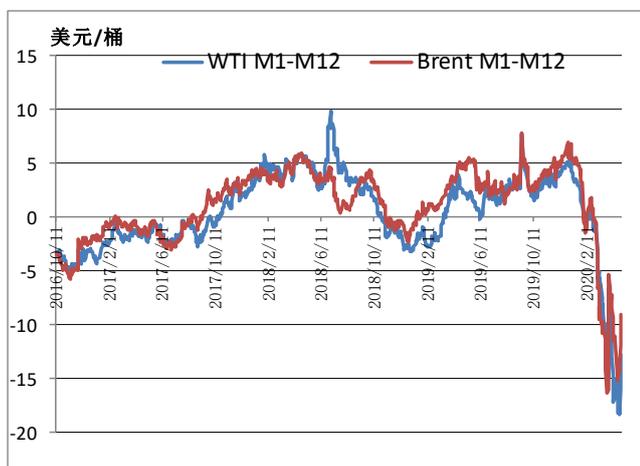
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 3: WTI 及 Brent12 个月间价差 (2015—20200430)

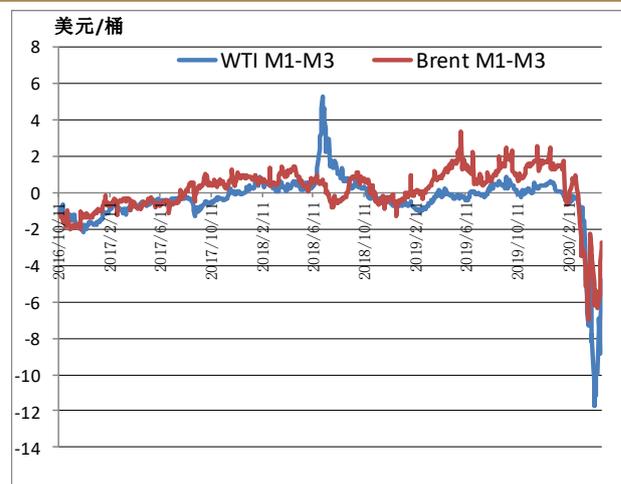


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 4: WTI 及 Brent3 个月间价差 (2015—20200430)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

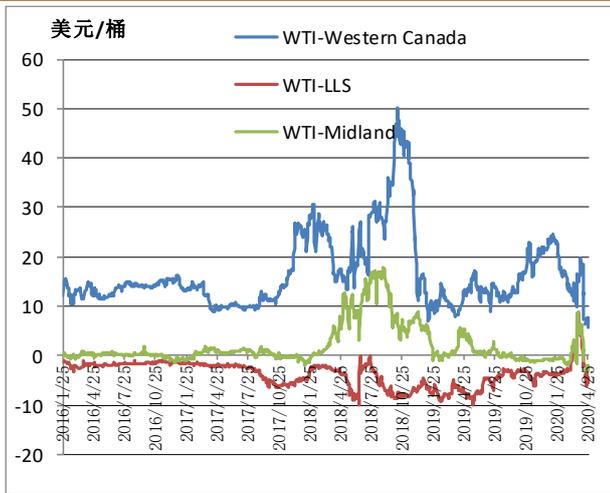


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

Brent 与 WTI 的月差与原油价格同步变化。原油库存持续增加,无论是 1-12 还是 1-3 的价差都处于较宽的位置,这预示着岸上仓储逐步被完全占用,月差的扩大开始与海上浮仓的租赁费挂钩。

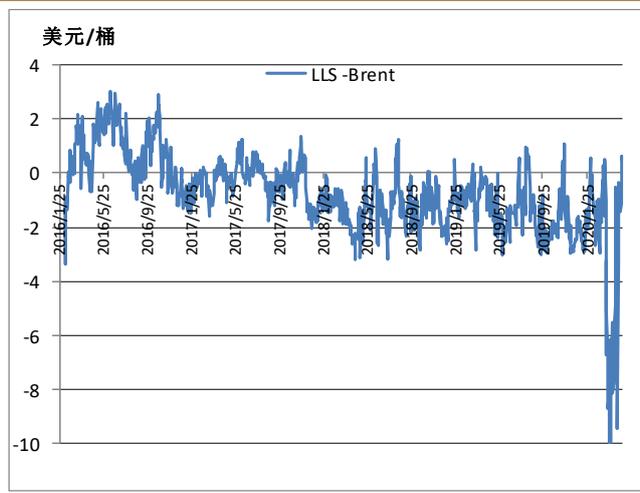
过去一周国际两基准原油的月差周度走高, WTI1-3 上涨到-4.79 美元/桶, 1-12 跌至-12.89 美元/桶, 原油巨大的社会库存是价格的拖累。Brent 的 1-3 月差上涨到-2.76 美元/桶, 1-12 周五报收-9.06 美元/桶。WTI 较 Brent 更弱势的原因在于前者是实物交割,且交割地库欣的库容已变得非常有限。

图表 5: 美国现货各油品价差 (2015—20200430)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 6: Brent 与 LLS 的价差 (2015—20200430)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

原油价差市场也出现剧烈变化。WTI 较 LLS 和 Midland 的价差周度下滑，库欣库存继续大幅增加，拖累了 WTI 的价格。

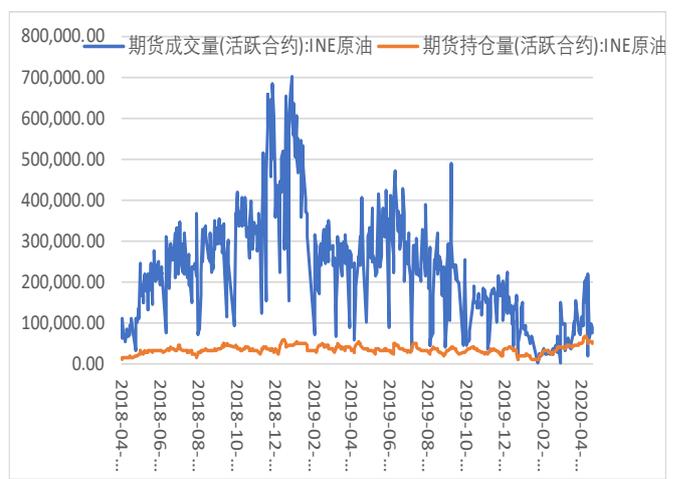
LLS 与 Brent 的价差周度走高，回归到前期的震荡区间，美国原油出口仍有竞争力。

图表 7: SC 与 Brent 活跃合约差价 (2019—20200430)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

图表 8: SC 活跃合约的成交与持仓 (2018—20200430)



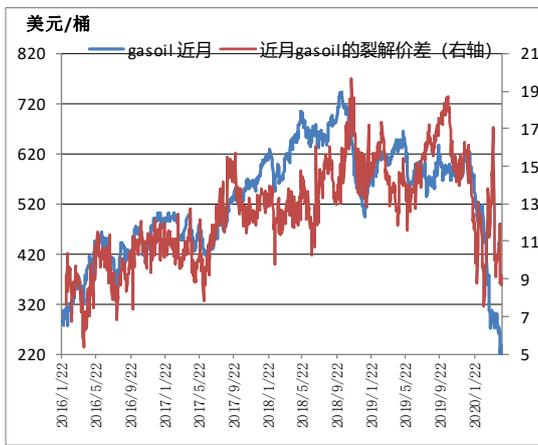
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

上周 SC 走势较外盘明显偏强。截止上周五 SC 换算成美金较 Brent 升水 9.31 美元/桶。

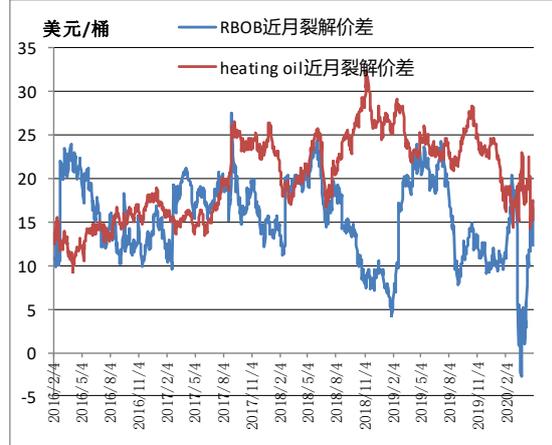
## 2、原油与下游产品的裂解价差：柴油裂解价差走弱，汽油裂解价差持稳

过去半个月随着海外疫情的扩散，柴油的库存也开始逐步累积，拖累了柴油价格，柴油的裂解价差出现回落；汽油的裂解价差较前一周变化不大，周内呈现先涨后跌格局。

图表 9: 欧洲柴油期货的裂解价差 (2016—20200430)



图表 10: 美国成品油裂解价差走势 (2015—20200430)



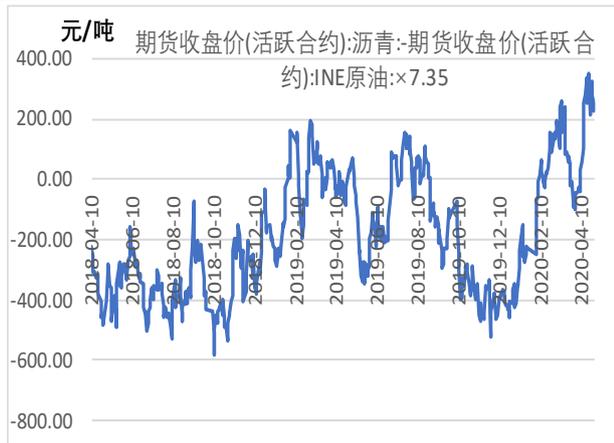
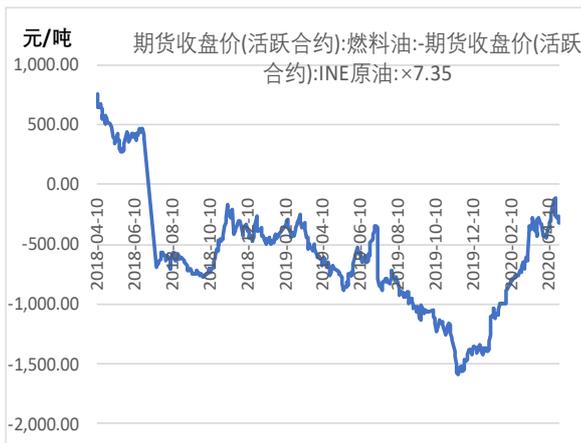
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

过去一周国内能化品种较原油的裂解价差变动不大, 周度看仅苯乙烯裂解价差走高, 其余小跌或小幅。从裂解价差绝对值看, 按强弱排序依次是 PP>L>EB>PTA>BU>FU。

图表 11: 燃料油的裂解价差 (2018—20200430)

图表 12: 沥青的裂解价差走势 (2018—20200430)



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 13: 聚烯烃的裂解价差 (2018—20200430)

图表 14: PTA的裂解价差走势 (2018—20200430)



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 15: 苯乙烯的裂解价差 (2018—20200430)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 16: PTA 的裂解价差走势 (2018—20200430)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

### 三、原油供应

1、原油产量: 3月产量依旧高企, 4月产量减量有限

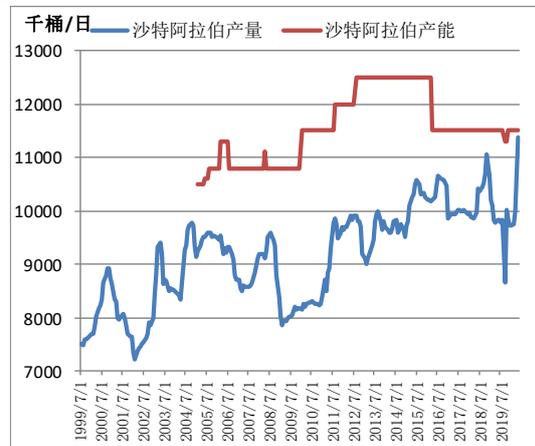
欧佩克4月产量增幅为30年来最大。据机构调查, 欧佩克4月原油产量增加173万桶/日至3036万桶/日。沙特4月产量至纪录高位, 为1140万桶/日。

图表 17: 欧佩克的产能与产量 (1999—202004)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 18: 沙特的产量与产能 (1999—202004)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 19: 科威特的产能与产量 (1999-202003)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 20: 伊拉克的产量与产能 (1999-202003)

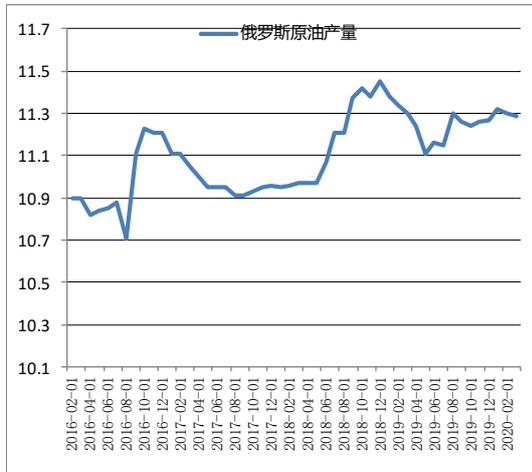


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

俄罗斯 3 月份石油产量稳定在每天 1129 万桶, 与 2 月份持平。

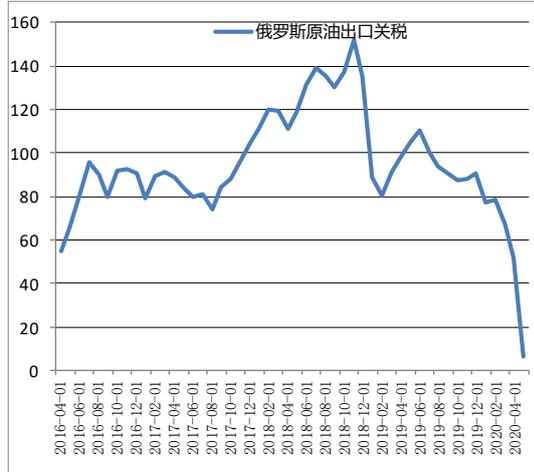
俄罗斯财政部发布消息称, 自 5 月 1 日起, 俄罗斯下调石油出口关税 38.4 美元至每吨 6.8 美元, 下调幅度高达 760%。俄罗斯降低石油出口关税, 目的是给石油企业一定支持。

图表 21: 俄罗斯产量走势 (2016-202003)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

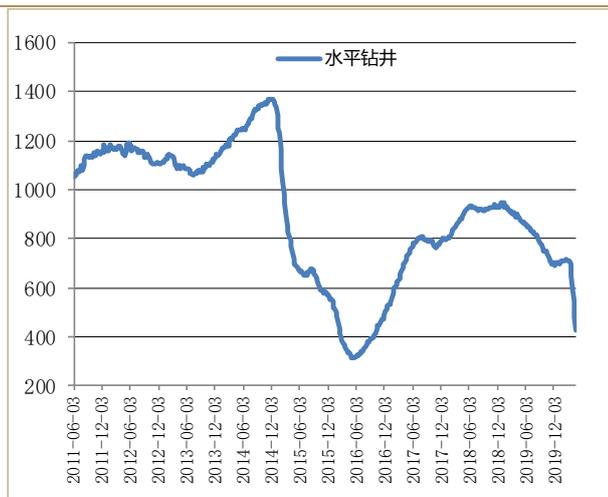
图表 22: 俄罗斯原油出口关税 (2016-202005)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

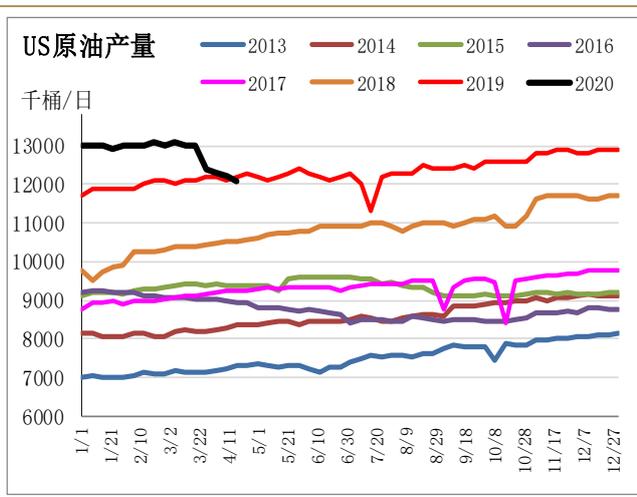
美国能源服务公司贝克休斯公布, 截止 5 月 1 日当周, 美国活跃钻机数减少 57 座至 408 座, 这是 2016 年 7 月以来的最低值。石油活跃钻机数较去年同期减少了 58%。

图表 23: 美国水平钻井数(2011-2020Q430)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 24: 美国原油产量走势



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

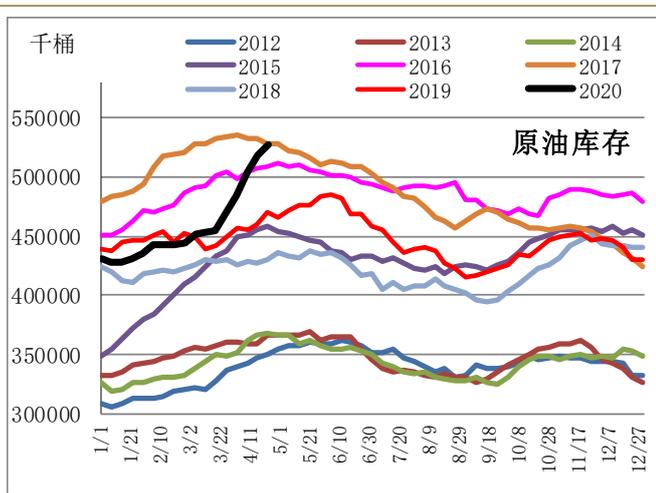
## 2、库存: 可统计的岸上原油库存继续攀升

截至4月24日当周,美国原油库存增加900万桶,原油商业库存距离2017年创出的记录高位已经不远。

当周,俄克拉荷马州的库欣原油库存增加360万桶,库欣的总库容为7600万桶,目前的库容总量为6300,库欣的库容率已经达到了82%。

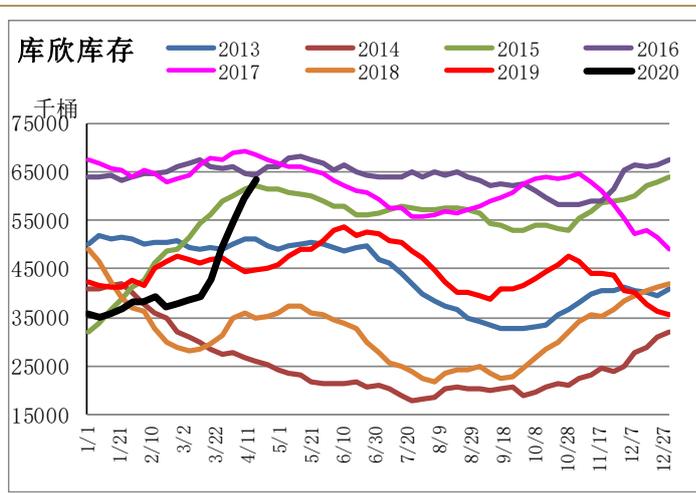
当周,美国汽油库存减少370万桶;包括柴油和取暖油的馏分油库存增加510万桶。

图表 25: 美国原油商业库存走势 (1982-2020Q424)



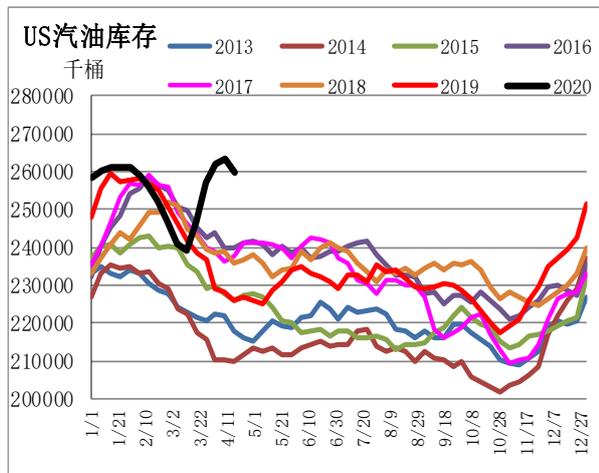
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 26: 美国库欣地区原油库存走势 (2004-2020Q424)



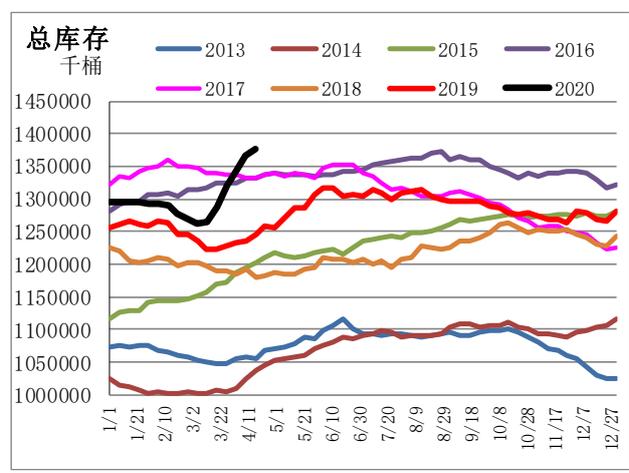
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 27: 美国汽油库存走势 (2013-20200424)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 28: 美国油品总库存 (2013-20200424)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

据彭博统计过去一周全球的海上浮仓继续增加, 无论是欧洲还是美国、亚洲地区都增幅惊人。截止 4 月 24 日全球海上浮仓有 1.43 亿桶原油。

图表 29: 全球原油浮仓走势 (2016—20200424)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

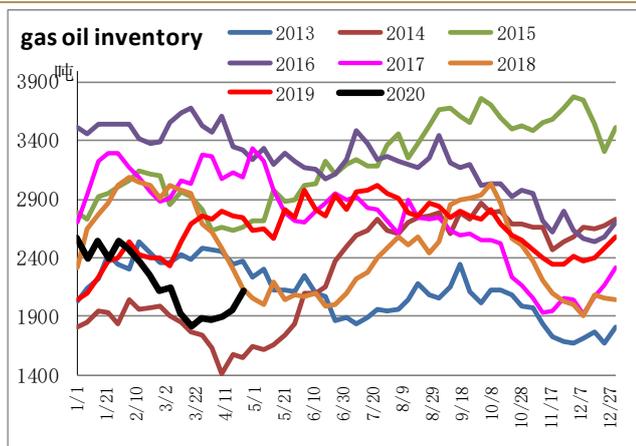
图表 30: 美湾附近的浮仓 (2016—20200424)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

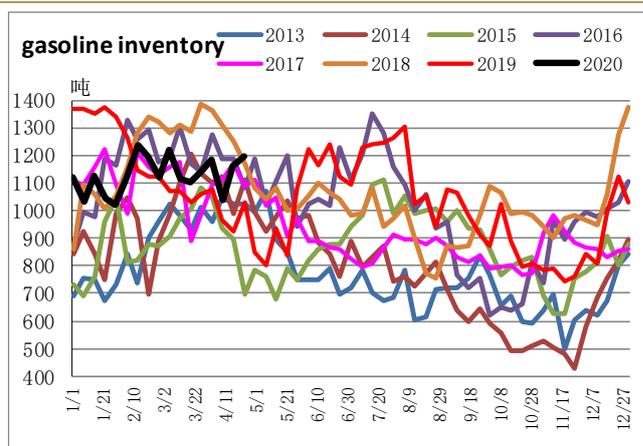
截至 4 月 24 日当周, 阿姆斯特丹-鹿特丹-安特卫普 (ARA) 中心柴油库存开始大幅增加, 当周增幅近 20%。前期库存绝对值较高的燃料油、石脑油和航空煤油库存则小幅下滑。

图表 31: 欧洲 ARA 地区柴油库存走势 (2013-20200430)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 32: 欧洲 ARA 地区汽油库存走势 (2013-20200430)

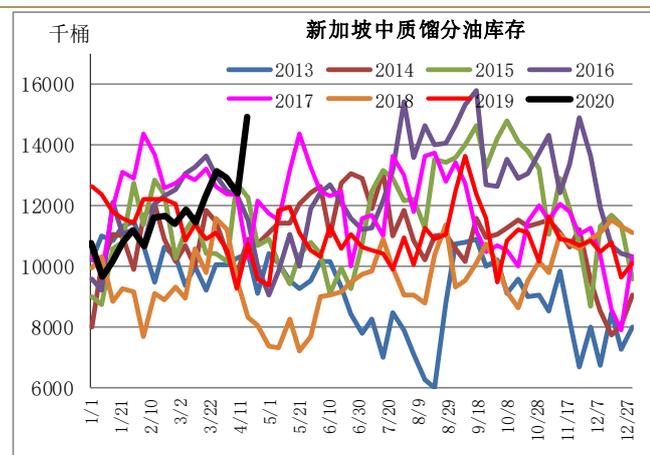


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

新加坡成品油库存增减不易, 轻质馏分和重质馏分库存下降, 中质馏分库存增加。

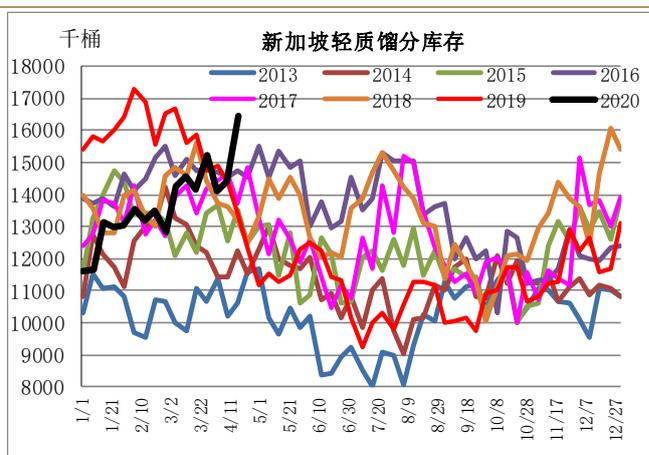
新加坡企业发展局 (ESG) 公布的数据显示, 截至 4 月 29 日当周, 新加坡包括燃料油及低硫含蜡残油在内的残渣燃料油 (沥青除外) 库存减少 12 万桶, 至三个月低位。当周, 包括石脑油、汽油、重整油在内的轻质馏分油库存减少 66 万桶, 中质馏分油库存则增加 43 万桶。

图表 33: 新加坡中质馏分油库存 (2014-20200430)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 34: 新加坡轻质馏分油库存 (2014-20200430)

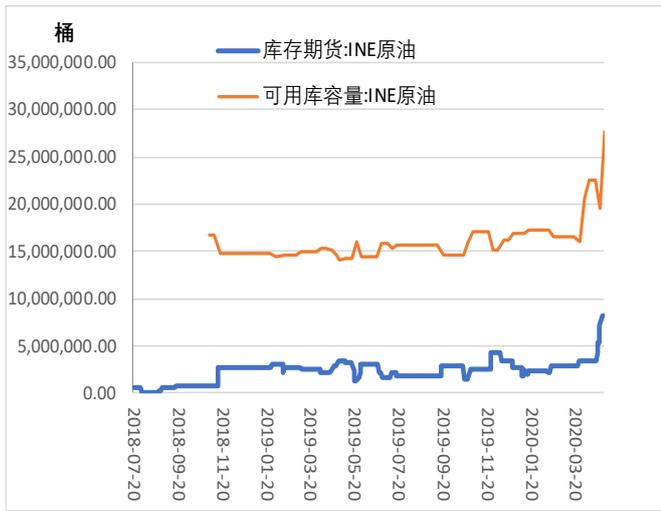


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

4 月 30 日当周上海能源中心公布, 当周 SC 交割库库存为 820 万桶, 周度增加 100 万桶原油。卓创统计的山东原油库存周度小幅攀升, 库存总量为 4200 万桶。

图表 35: INE 原油库存与库容 (2018-20200430)

图表 36: 中国山东原油库存 (2018-20200430)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

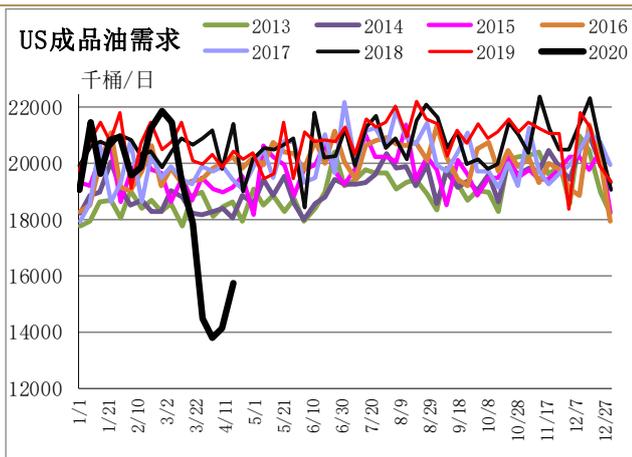
#### 四、原油需求

##### 1、美国油品总需求回升，炼厂开工同步走高

美国能源信息署最新统计显示，截止4月24日的一周，美国成品油需求总量日均1580万桶，日均总需求从历史低位的1380万桶上升明显。美国汽油日均需求为580万桶，环比增加50万桶。美国馏分油需求为316万桶/日，环比持平。

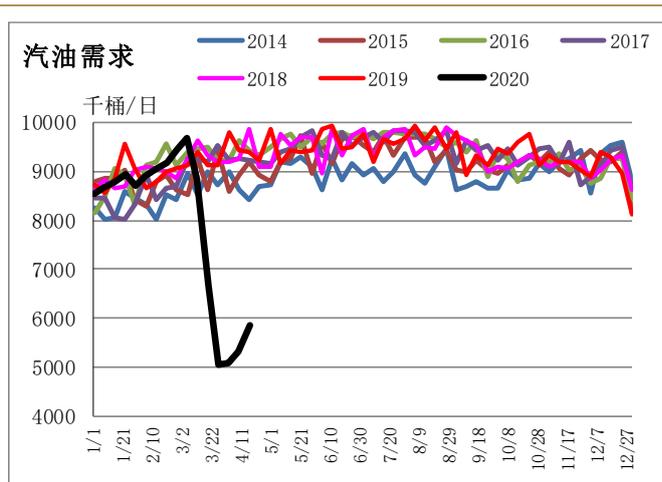
美国能源部下属的能源情报署统计和分析部发布的该数据，不计算汽油销售加仓总数。相反，它在其每周报告中提供产品供应或暗示需求数据。产品供应代表从炼油厂、管道、调配厂和终端输送至零售供应站的汽油总量。

图表 37: 美国馏分油需求走势(2013-20200424)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 38: 美国汽油需求走势图(2004-20200424)



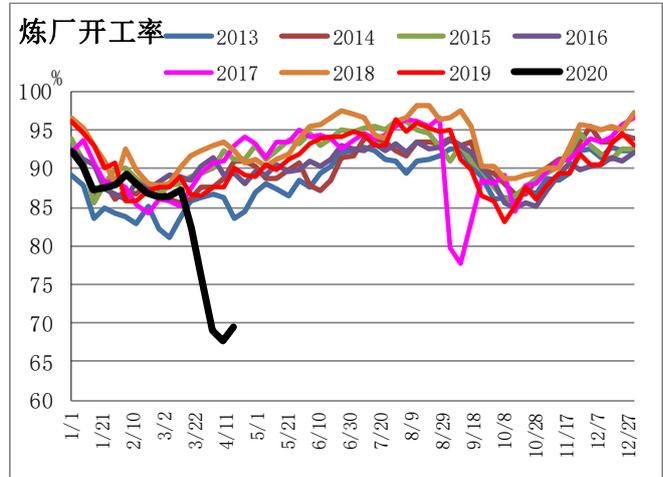
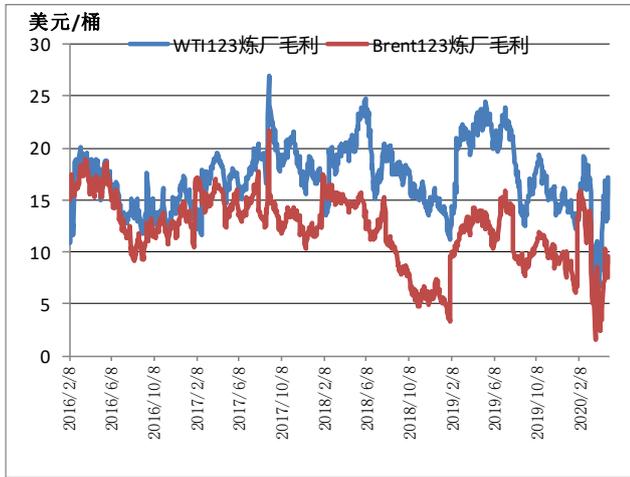
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

简单核算的欧美炼厂毛利目前处于区间低位，随着需求的下降后期成品油库存将逐步增加，从而压低价格和炼厂毛利。

美国的炼厂开工率企稳回升，从历史低点的 67.6% 升至 69.6%。

图表 39：全球两大油品炼厂毛利 (2016-20200430)

图表 40：美国炼厂开工率 (2013-20200424)



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

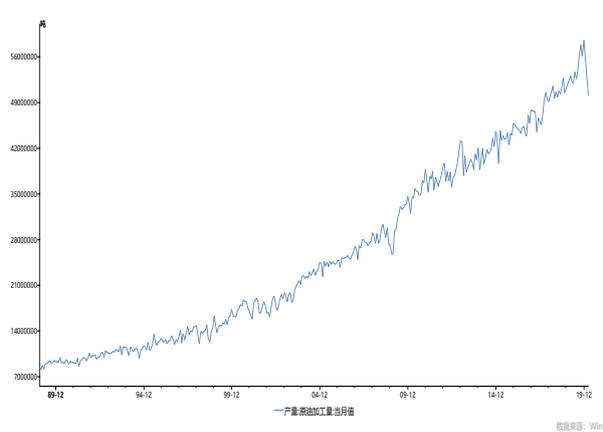
## 2、中国 3 月原油加工量降至 15 个月低位

中国 2020 年 1 季度 GDP 同比下滑 6.8%，出现有记录以来的首次负增长。中国一季度原油加工量为 1.49 亿吨，约合 1198 万桶/日，同比下滑 4.6%。

中国 3 月原油进口 968 万桶/日，1-3 月进口同比增长 5%，相当于 1050 万桶/日。

图表 41：中国原油加工量 (1988-201903)

图表 42：中国地炼开工率 (2018-20200430)



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

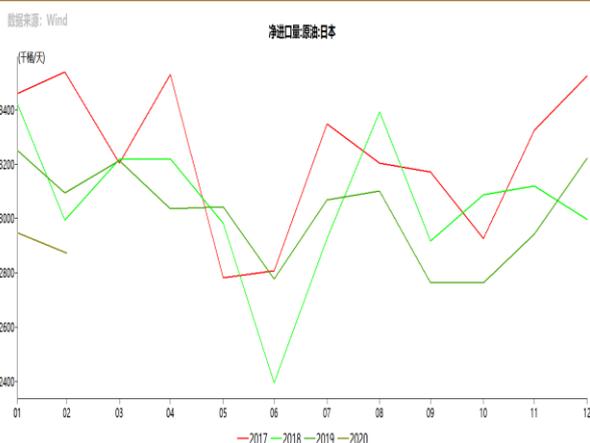
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

中国地炼开工率在经历了春节前后的节日因素停车和中国疫情因素停车后，目前处于见底回升的阶段，现阶段回升至 72.76%。中国工业生产的正常化将推动成品油需求的正常化。

## 3、其他国家和地区：全球炼厂开工继续下降

图表 43：日本原油净进口量 (2017-201902)

图表 44：全球运行中的炼厂 (2015-20200430)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

日本3月原油进口继续下降, 同比减少3.8%。

全球运行中的炼厂产能不足7500万桶/日, 美洲、欧洲的炼厂开工下降是主要原因。

#### 四、资金因素

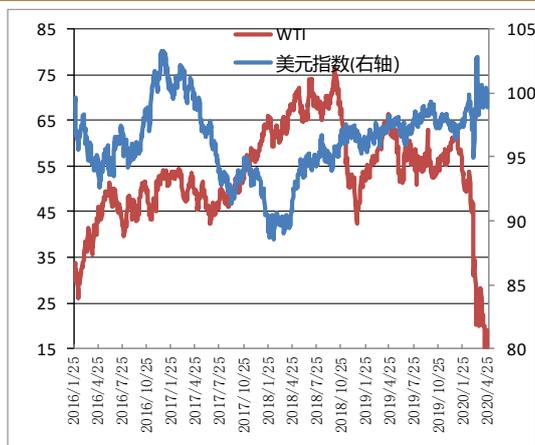
##### 1、宏观经济: 中国两会时间确定

随着湖北新冠疫情清零、各省及军队医疗援助队撤离, “常态化防控”成为中国抗击新冠疫情的新常用语。

将中国经济重新拉回到正常的轨道, 唯有靠政策启动。与美国相比, 中国政府在本次疫情中财政救援速度较慢, 这与政府希望先将精力放在拯救生命上有关, 也与全国人大延期、政府预算尚未通过有关。随着疫情蔓延受到控制, 人大会议日期暂定, 经济刺激措施开始浮上水面。部分城市的基建项目已经开始全方位推进, 基建类订单显著上升。

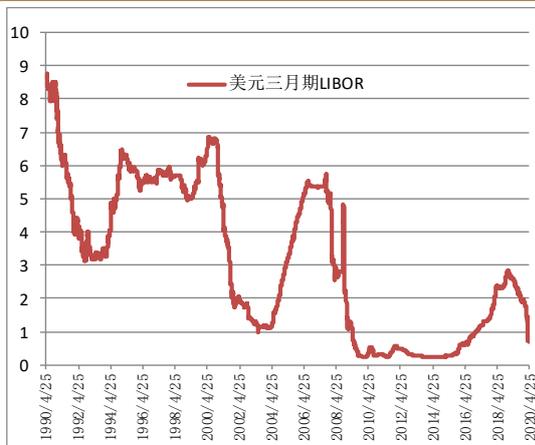
美国财政部目前的经济救援活动, 几乎全部集中在发放企业流动性和消费者工资上, 救济色彩浓厚, 前瞻性、战略性不足。

图表 45: 美元指数与WTI 油价走势(2015-20200430)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

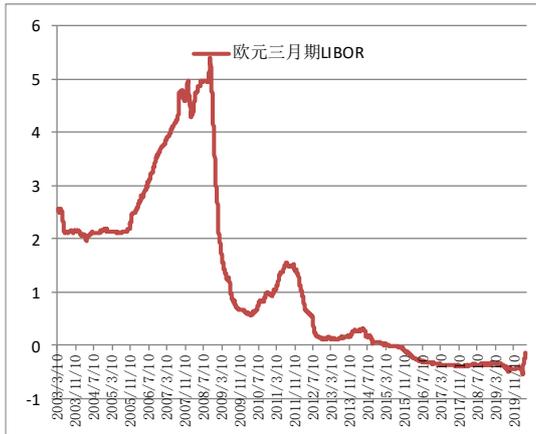
图表 46: 美元三月期LIBOR 走势 (1990-20200430)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 47: 欧元三月期LIBOR 走势(2003-20200430)

图表 48: 三月期SHIBOR 走势 (2010-20200430)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

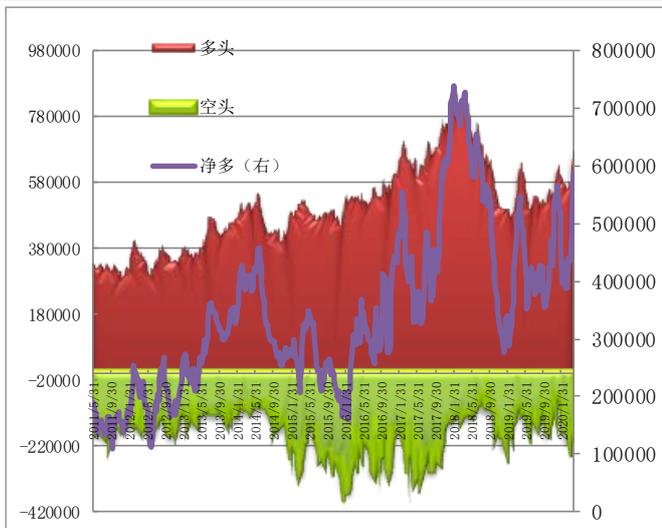


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

## 2、投机因素：净多持仓周度持稳

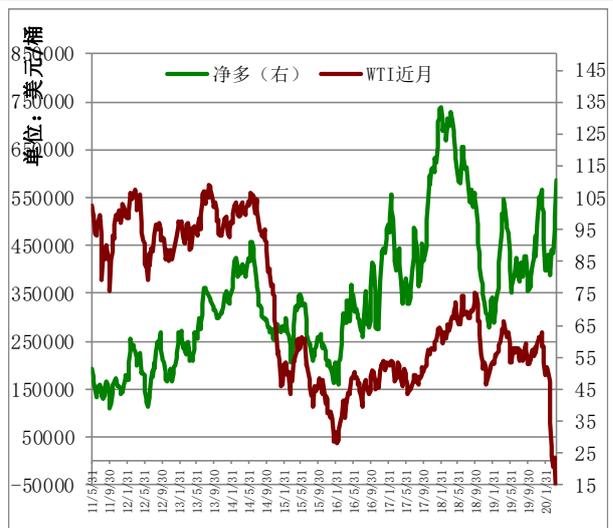
据美国商品期货管理委员会每周五发布的数据显示，截止4月28日的一周，非商业投资者在纽约商品交易所持有的原油期货合同多头持仓和空头持仓变化较小，净多持仓周度维持59万手。绝对值处于低位的油价吸引了投资者。

图表 49: WTI 原油投机资金持仓 (2011-20200430)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 50: 净多持仓和油价比较图 (2011-20200430)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

## 五、原油后市展望：即将减产，油价大幅反弹

国际油价过去一个月以来首次出现周度反弹。欧佩克联合其他国家的减产协议将从2020年5月开始实施；第二负油价对市场的冲击也慢慢弱化，投资基金从WTI6月移仓到更远月；此外欧美疫情出现好转，原油需求出现了见底迹象。未来原油价格再度跌至前低的概率非常小，油价已经探明底部。然而目前市场的关键点仍在于库存，4月欧佩克产量增幅创30年新高，沙特产量绝对值创历史新高，虽然美国页岩油产量下降了100多万桶/日，加拿大也出现了减产，整体原油市场的库存仍可能在5月继续增加。高库存拖累下，油价难以趋势走高，投资者波段交易为主。



### 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。

#### 联系我们

##### 混沌天成期货股份有限公司

全国客户服务热线：4001 100 166

##### 公司总部

地址：深圳市福田区福华三路卓越世纪中心3号楼A区2701-2710室

联系电话：0755-23998230

##### 上海分公司

地址：上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场2号楼702室

联系电话：021-61838622-801

##### 北京分公司

地址：北京市丰台区广安路9号国投财富广场3号楼12A11-12A15室

联系电话：010-63397961

##### 云南分公司

地址：云南省昆明市环城南路777号昆钢大厦12层E+F单元

联系电话：0871-64100979

##### 湖北分公司

地址：湖北省武汉市江汉区新华路468号时代财富中心18层(5)办号

联系电话：027-85610809

##### 四川分公司

地址：四川省成都市武侯区人民南路四段上善国际2002/2003

联系电话：028-83221309

##### 南宁营业部

地址：广西省南宁市青秀区金湖路38号永鑫大厦5楼

联系电话：0771-5553516

##### 杭州营业部

地址：浙江省杭州市解放东路37号财富金融中心2幢12层05、06单元

联系电话：0571-86050331

##### 混沌天成资产管理（上海）有限公司

地址：上海市浦东新区世纪大道826号904室

联系电话：021-61063216

##### 混沌天成资本管理有限公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1500号东方大厦1002c-2室

联系电话：021-58810170

---

混沌天成国际有限公司

地址：香港中环花园道3号中国工商银行大厦11楼1108-11室

联系电话：+852 2596 8200

---