

## 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

## 迄今仍未看到有力的利空

## 观点概述：

一方面是减产联盟要商谈深度减产的延续，一方面是美国就业数据大幅改善，预示经济复苏的强劲，原油价格在这两方面的推动下连续第六周走高。其他基本面的数据也利好较多，美国的产量从峰值下降了14.5%，钻井数也连续第四周创记录低位；中国5月原油进口也可能大幅增加，原油海运数据跃升26%；全球浮仓连续三周下降；等等，全球的原油市场6月的去库正在逐步开启。比较值得注意的利空就是成品油的高库存，尤其是欧美市场的柴油库存绝对值和单周增幅都较大，工业生产、交通消费的复苏需要时间。

展望后市，油价冲高到40美元上方会引发美国页岩油的复产，但这需要看到钻井的拐点和产量的拐点；疫情过后也可能石油需求难以恢复到前期的水平，有些需求会因为生活方式的改变而永远不在，但这也需要等到疫情的冲击完全过后市场才会关注，对标中国，欧美的完全复苏可能在6月中下旬。目前仍难看到强有力利空，油价将延续强势。

## 策略建议：

多单部分止盈。

## 风险提示：

疫情进一步失控，经济复苏遇阻。



## 一、原油价格

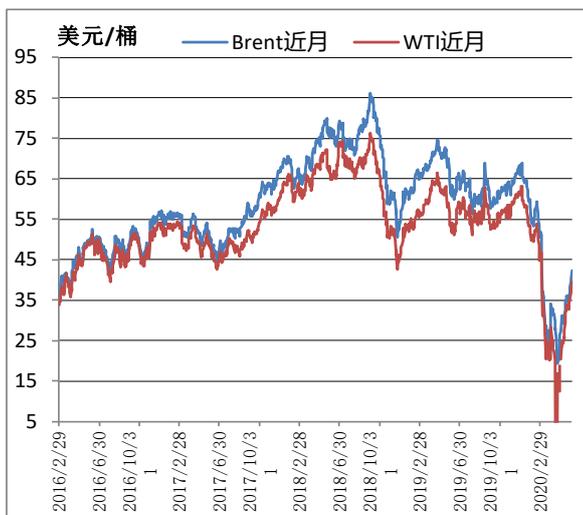
### 1、原油价格及相关价差：连续第六周延续升势

美国仍在持续复苏，中国原油进口数据强劲，以及欧佩克和俄罗斯减产联盟可能进一步达成深度减产协议的良好情绪，共同拉升了上周的油价。

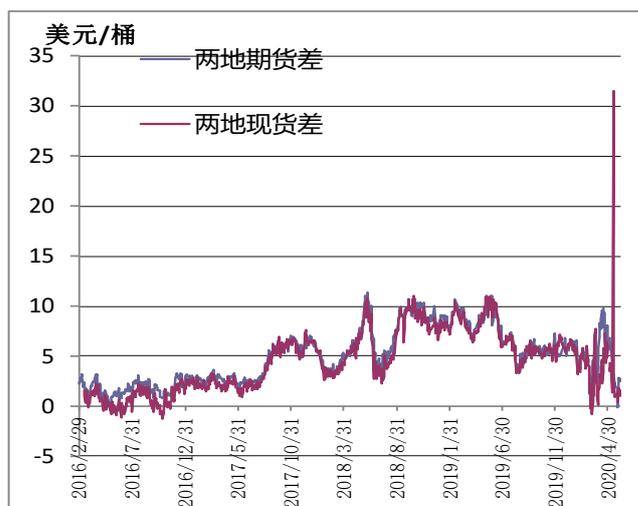
周度看，Brent8 月上涨 19.2%，WTI7 月上涨 10.7%，SC7 月上涨 3.58%。

5 月月度看，Brent8 月上涨 32.34%，WTI7 月上涨 60.47%，SC7 月上涨 1.4%。

图表 1: NYMEX 和 ICE 近月合约走势图 (2015-20200605) 图表 2: 欧美两地原油差价 (2015-20200605)

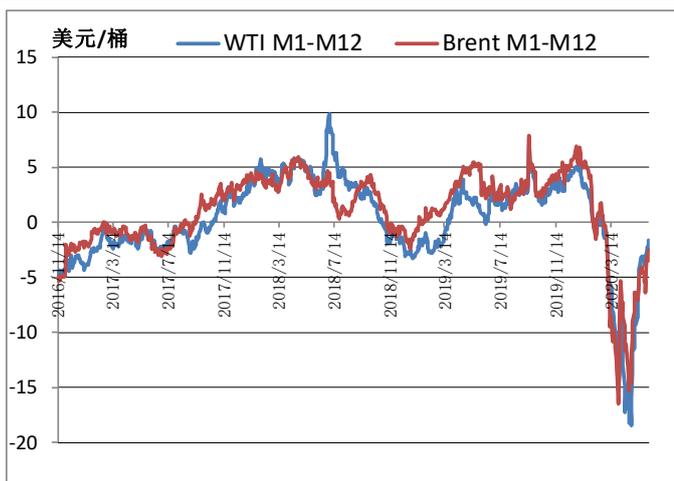


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院



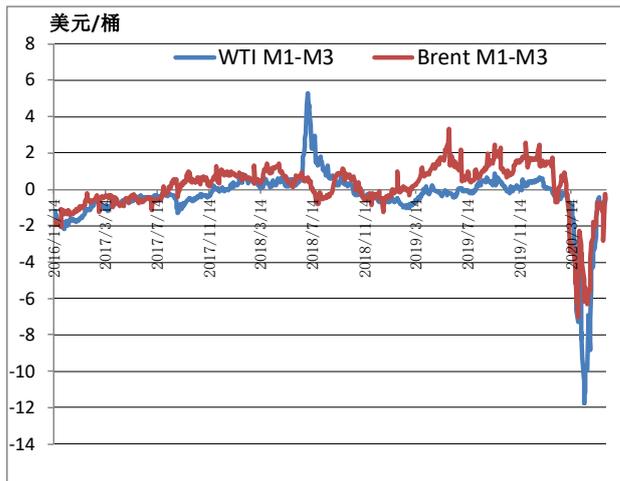
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 3: WTI 及 Brent12 个月间价差 (2015—20200605)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 4: WTI 及 Brent3 个月间价差 (2015—20200605)



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。市场预估原油将在 6 月持续去库，原油月差同步原油绝对值持续反弹。

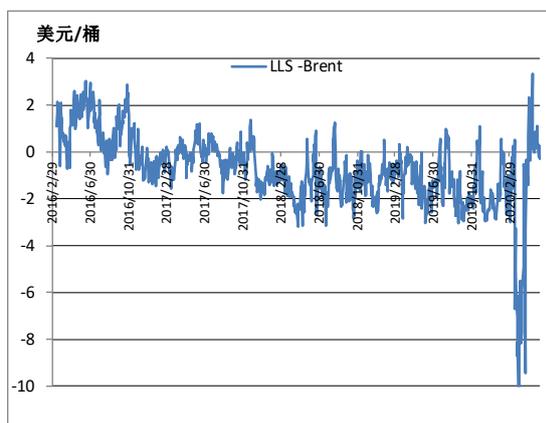
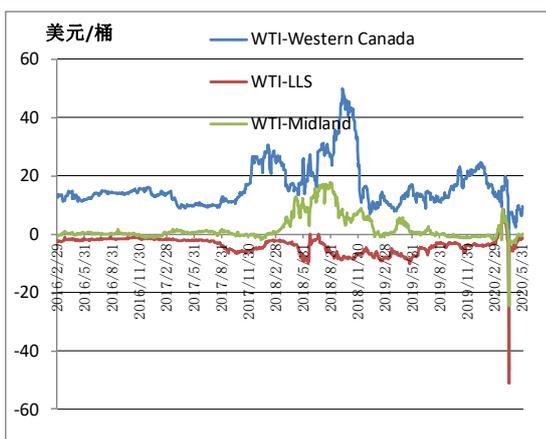
过去一周国际两基准原油的月差再度同向走强。WTI1-3 价差周度从 -0.71 上涨到 -0.48 美元/

桶, 1-12 从-2.97 上涨到-1.62 美元/桶。Brent 的 1-3 月差从-2.84 下上涨到-0.32 美元/桶, 1-12 从-6.43 下跌到-2.55 美元/桶。

Brent 原油比 WTI 更强的涨幅不仅体现在绝对价格上, 也体现在月差上。北海地区浮仓下降, 全球市场 6 月开始去库都给 Brent 带来强有力的利好。

图表 5: 美国现货各油品价差 (2015—20200605)

图表 6: Brent 与 LLS 的价差 (2015—20200605)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

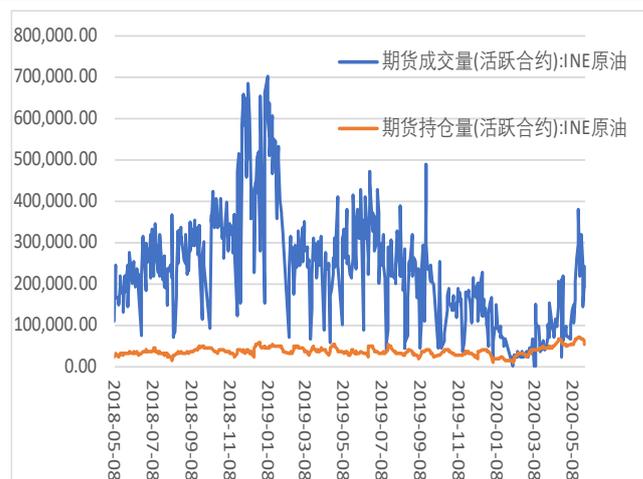
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

原油价差市场也出现剧烈变化。WTI 较 LLS、Midland、WCS 的价差周度重又走高, 库欣库存连续第四周下降, 支撑所对应的 WTI 价格。

LLS 与 Brent 的价差周度下跌, LLS 重又贴水 Brent, 美国进口积极性下降, 出口积极性增强。

图表 7: SC 与 Brent 活跃合约差价 (2019—20200605)

图表 8: SC 活跃合约的成交与持仓 (2018—20200605)



数据来源: Wind, 混沌天成研究院

数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

SC 的交割库库存继续增加, SC 的价格因此相对承压, SC 与 Brent 的价差回落至-2.53 美元/桶, 这是 2019 年 8 月以来的最低值。不考虑运费, 但从品质看, SC 贴水 Brent 是合理的。

## 2、原油与下游产品的裂解价差：汽油裂解价差重又走强，柴油受累于高库存

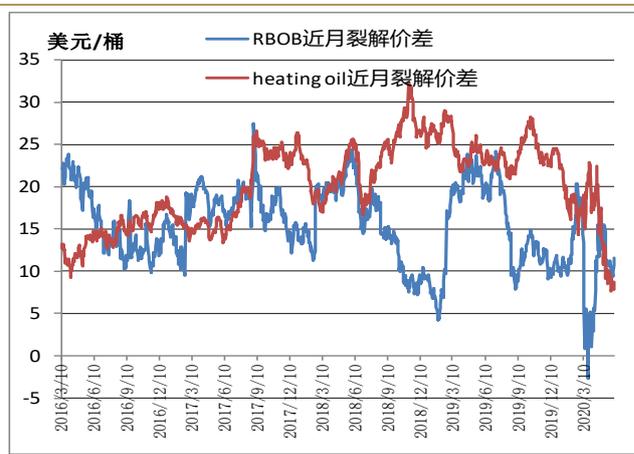
随着疫情的逐步缓解，成品油需求渐渐走向正轨，周度成品油裂解价差走高，美国 RBOB 裂解价差走高幅度较大。HO 和欧洲的 Gasoil 裂解价差延续弱势。

图表 9：欧洲柴油期货的裂解价差（2016—20200605）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 10：美国成品油裂解价差走势（2015—20200605）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

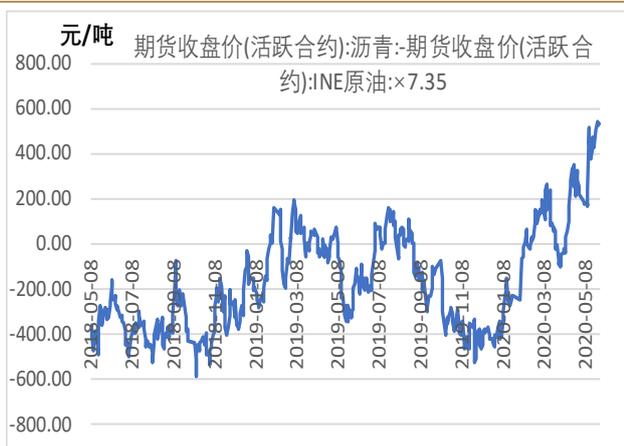
对标每周五的结算价格，国内能化品与 SC 的裂解价差走势各异。Bu 裂解价差涨幅最大，Fu 和聚烯烃周度裂解价差也走高。PTA 和苯乙烯的裂解价差周度下滑。裂差绝对值排序变化不大，依旧是 PP>LLDPE>EB>PTA>Bu>Fu。

图表 11：燃料油的裂解价差（2018—20200605）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 12：沥青的裂解价差走势（2018—20200605）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 13: 聚烯烃的裂解价差 (2018—20200605)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 14: PTA 的裂解价差走势 (2018—20200605)



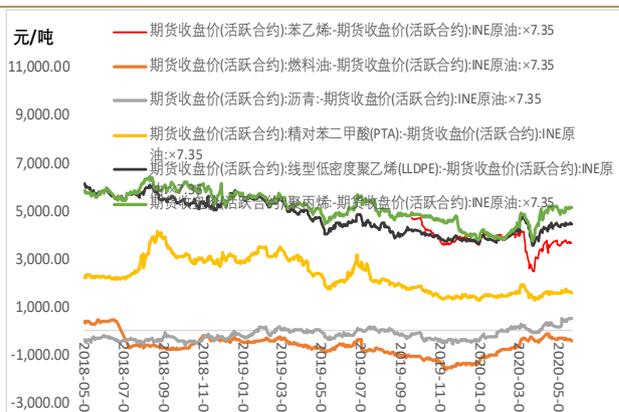
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 15: 苯乙烯的裂解价差 (2018—20200605)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 16: PTA 的裂解价差走势 (2018—20200605)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

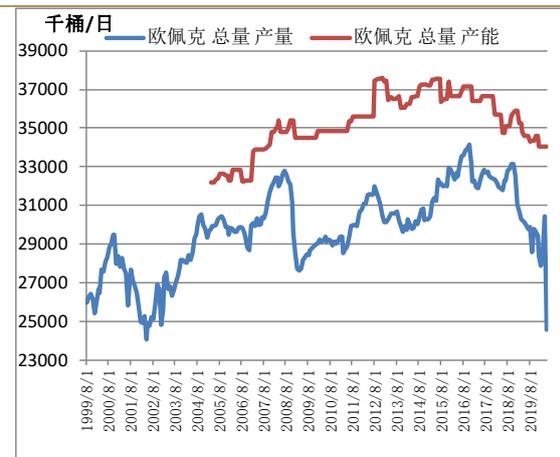
### 三、原油供应

#### 1、原油产量: 减产联盟减产规模创纪录

调查显示 5 月份欧佩克组织产量为 2477 万桶/日, 环比 4 月下降了 591 万桶/日。其中降幅最大的几个国家是沙特、阿联酋和科威特。伊拉克和尼日利亚减产并未达标。委内瑞拉、伊朗和利比亚都免于自愿减产, 前两个国家 5 月产量仍下降。

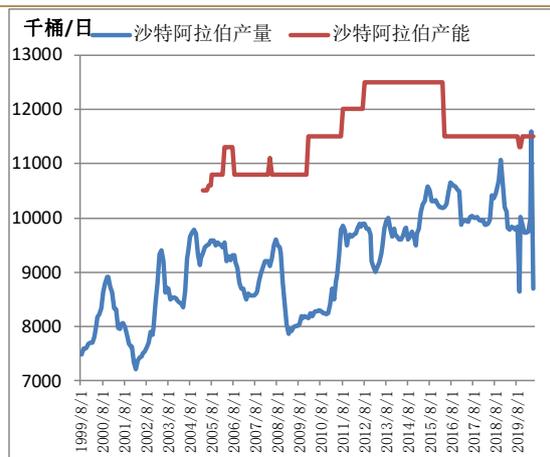
俄罗斯 5 月原油和凝析油产量下降到 939 万桶/日, 4 月产量为 1135 万桶/日, 产量下降了 196 万桶, 根据协议俄罗斯的减产量为 250 万桶/日, 俄罗斯没有完全遵守协议。

图表 17: 欧佩克的产能与产量 (1999-202005)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 18: 沙特的产量与产能 (1999-202005)



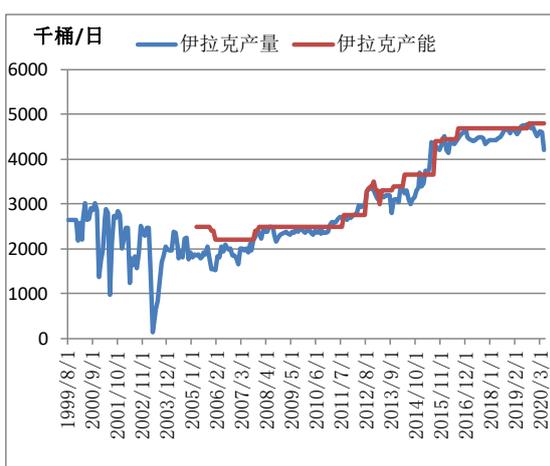
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 19: 科威特的产能与产量 (1999-202005)



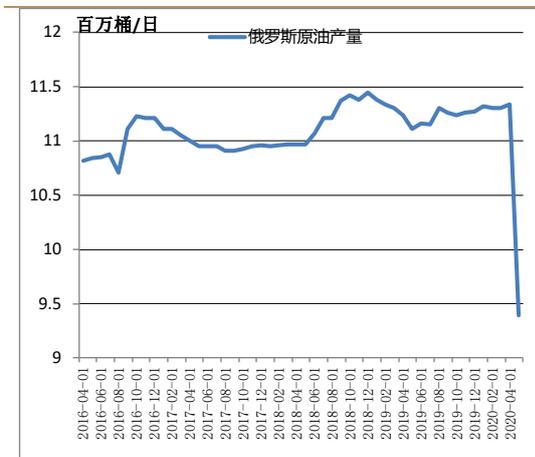
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 20: 伊拉克的产量与产能 (1999-202005)



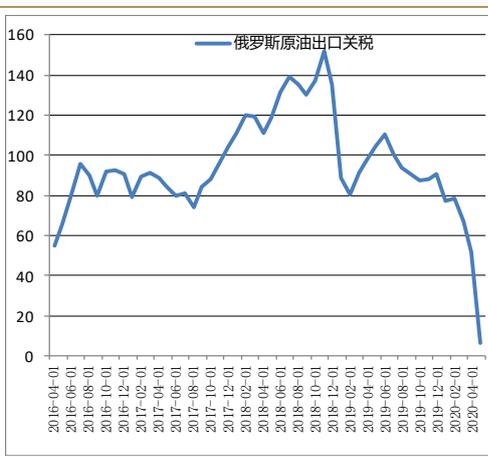
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 21: 俄罗斯产量走势 (2016-202005)



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)

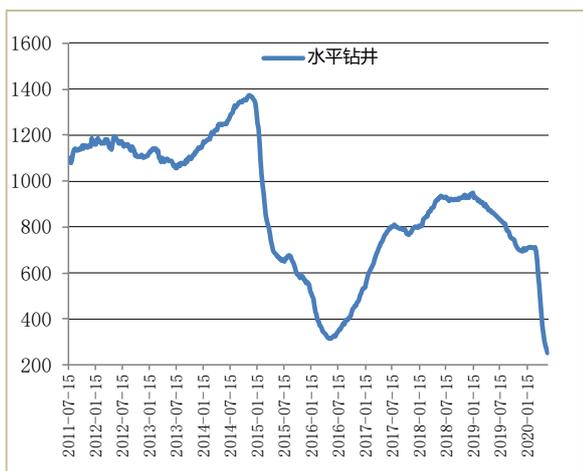


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

美国能源服务公司贝克休斯公布，截止6月5日当周，美国活跃石油和天然气钻机数减少17座至284座，连续第五周创记录低点。这是可追溯的1940年以来的历史最低。

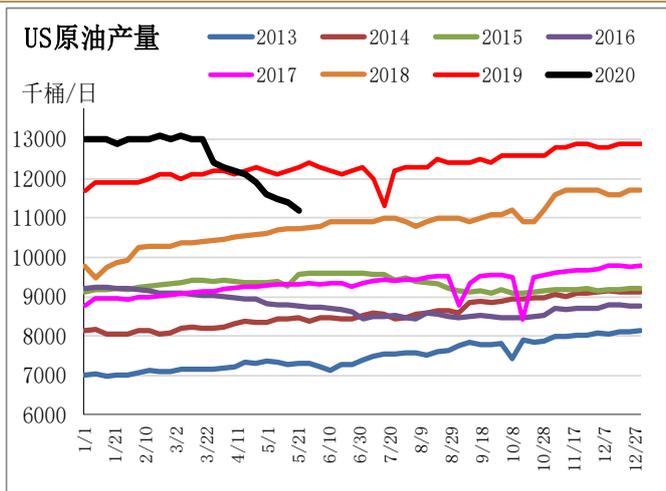
美国原油产量周度下降20万桶/日至1120万桶/日，较记录高位1310万桶下降了190万桶，降幅高达14.5%。产量数据是2018年10月以来的最低。

图表 23：美国水平钻井数(2011-20200605)



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：美国原油库存下降，成品油库存上升

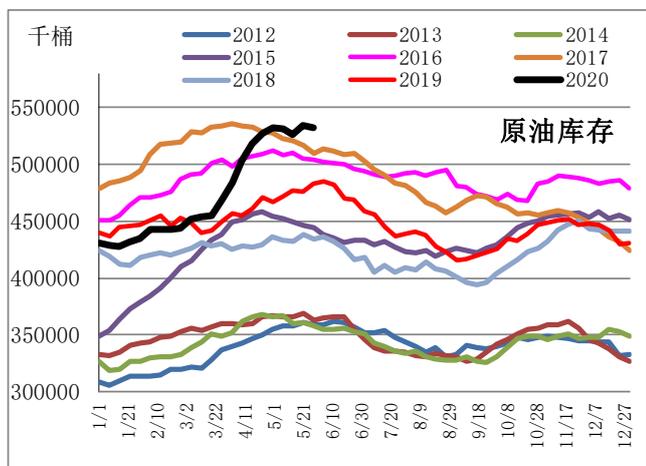
截至5月29日当周，美国原油库存下降210万桶。

当周，俄克拉荷马州的库欣原油库存减少174万桶，过去四周库欣库存都出现了下降。

当周，美国汽油库存增加280万桶，馏分油库存增加990万桶，馏分油库存是2010年9月以来的最高。

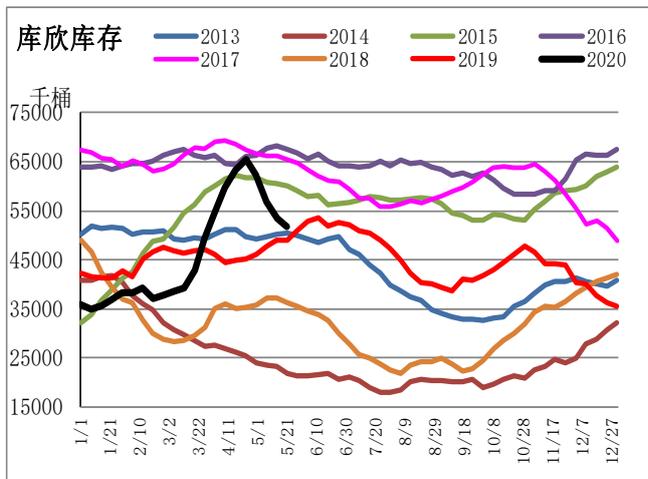
上周美国原油净进口量下降了64万桶/日。

图表 25：美国原油商业库存走势（1982-20200529）



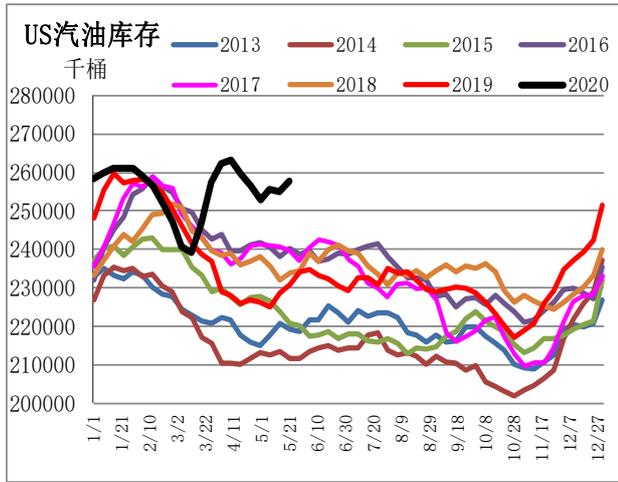
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 26：美国库欣地区原油库存走势（2004-20200529）



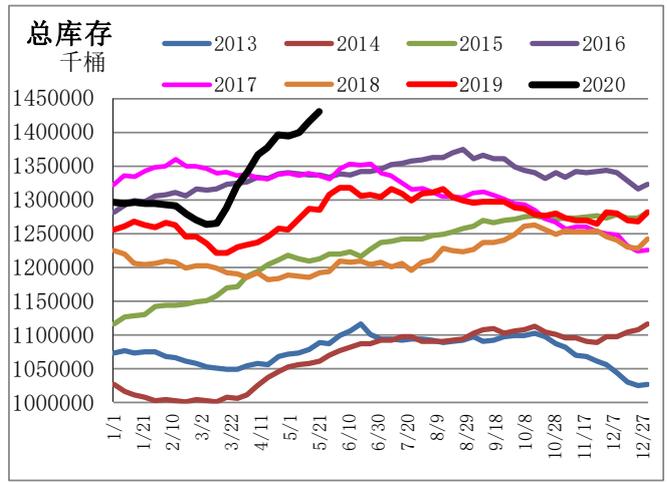
数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 27: 美国汽油库存走势 (2013-20200529)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 28: 美国油品总库存 (2013-20200529)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

海上浮仓出现拐头。截止 5 月 29 日当周海上浮仓从最高时的 1.80 亿桶下降到 1.66 亿桶。

图表 29: 全球原油浮仓走势 (2016-20200529)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

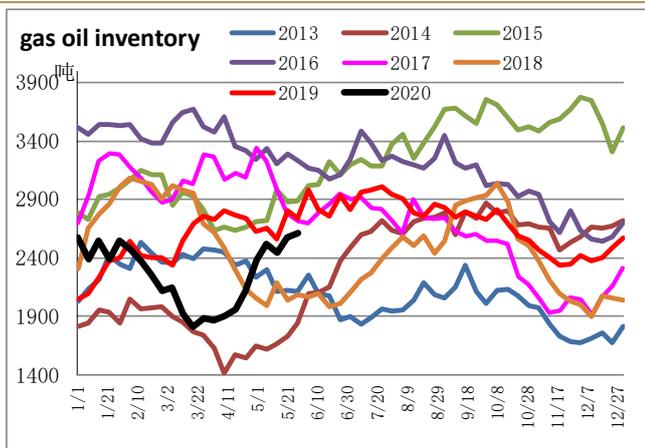
图表 30: 亚洲原油浮仓 (2016-20200529)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

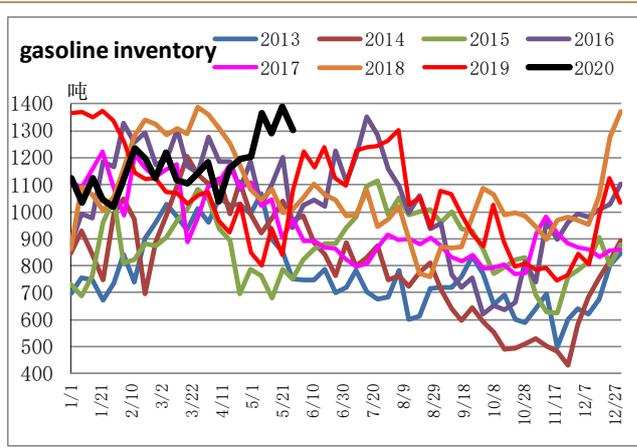
截至 5 月 29 日当周, 阿姆斯特丹-鹿特丹-安特卫普 (ARA) 中心成品油库存再度攀升。仅汽油航煤和石脑油略降, 柴油、汽油、燃料油库存大幅增加。

图表 31: 欧洲 ARA 地区柴油库存走势 (2013-20200605)



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 (2013-20200605)

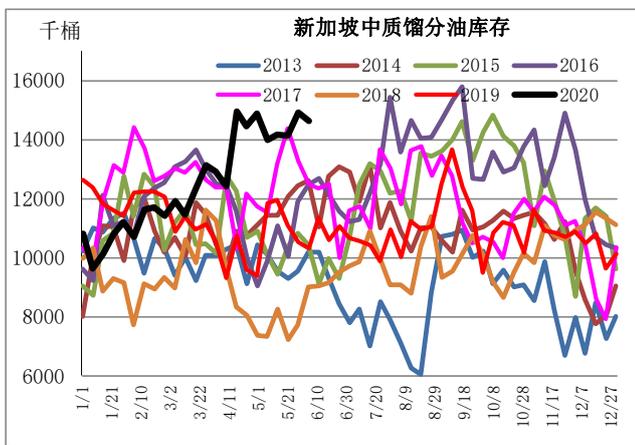


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

新加坡成品油库存增减不一, 轻质和重质库存增加, 中质库存减少。

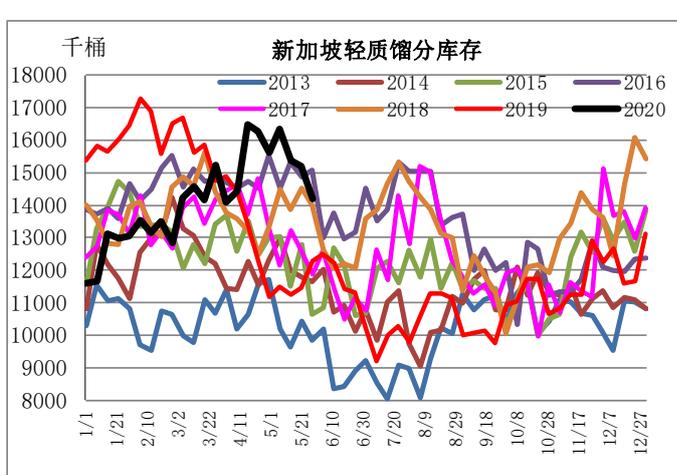
新加坡企业发展局 (ESG) 公布的数据显示, 截至 6 月 3 日当周, 新加坡包括燃料油及低硫含蜡残油在内的残渣燃料油 (沥青除外) 库存增加 8 万桶, 至两周高位。当周, 包括石脑油、汽油、重整油在内的轻质馏分油增加 161 万桶, 至四周高位库存增加 161 万桶, 至四周高位。中质馏分油下降 30 万桶。

图表 33: 新加坡中质馏分油库存 (2014-20200605)



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 (2014-20200605)

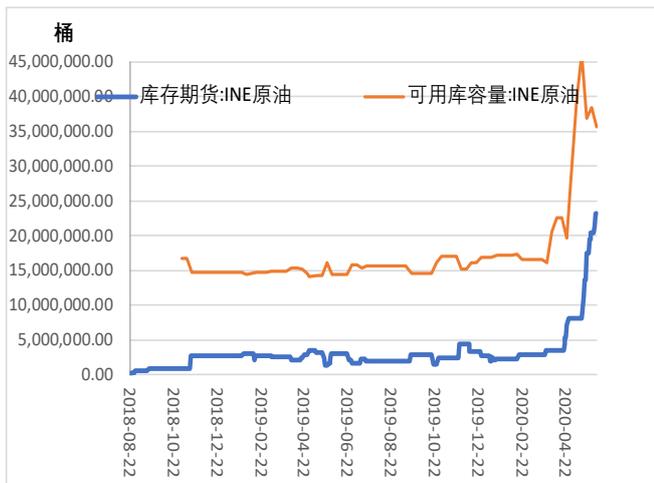


数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

6 月 5 日当周上海能源中心公布, 当周 SC 交割库库存再度增加, 从 2040 万桶增加到 2324 万桶, 增加 285 万桶。

卓创统计的山东原油库存周度维持高位, 从 4435 万桶小幅下降到 4374 万桶。

图表 35: INE 原油库存与库容 (2018-20200605)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 36: 中国山东原油库存 (2018-20200605)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

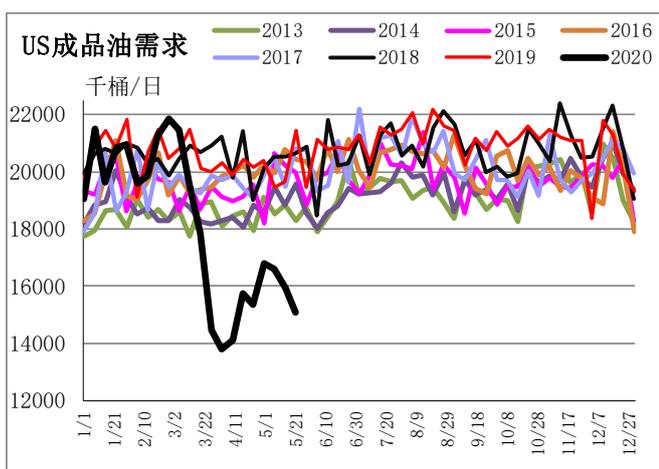
## 四、原油需求

### 1、美国石油需求恢复缓慢

美国能源信息署最新统计显示,截止5月29日的一周,美国成品油需求总量日均1506万桶,环比下降90万桶/日。美国汽油日均需求为750万桶,环比上升30万桶,汽油需求延续升势。美国馏分油需求为270万桶/日,周度环比下降50万桶。

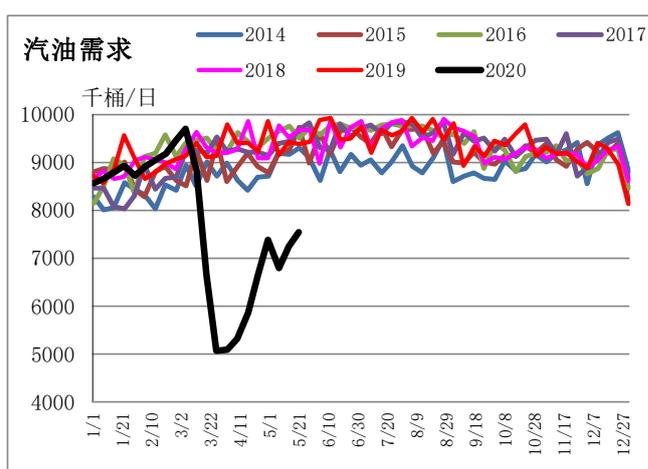
美国能源部下属的能源情报署统计和分析部发布的该数据,不计算汽油销售加仓总数。相反,它在其每周报告中提供产品供应或暗示需求数据。产品供应代表从炼油厂、管道、调配厂和终端输送至零售供应站的汽油总量。

图表 37: 美国馏分油需求走势 (2013-20200529)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

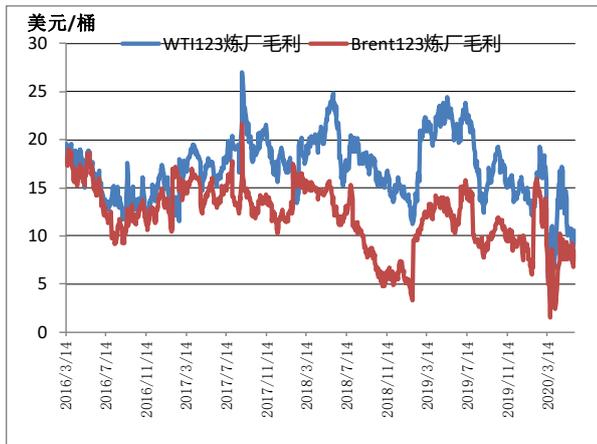
图表 38: 美国汽油需求走势图表 (2004-20200529)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

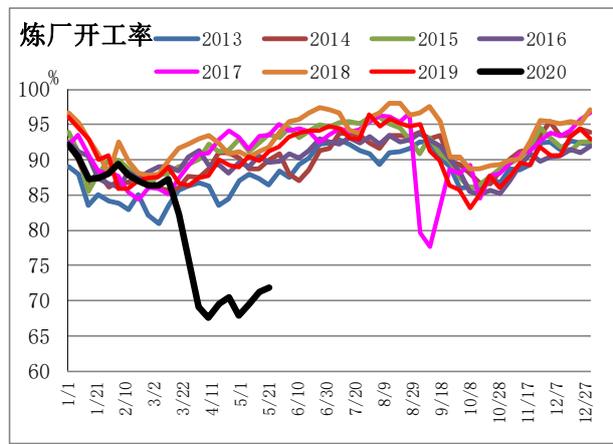
简单核算的欧美炼厂毛利整体仍偏弱,WTI 毛利周度走高,Brent 周度下滑。  
美国的炼厂开工率周度上升,从71%升至72%,炼厂开工率绝对值依旧处于低位。

图表 39：全球两大油品炼厂毛利 (2016-20200605)



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 40：美国炼厂开工率 (2013-20200529)

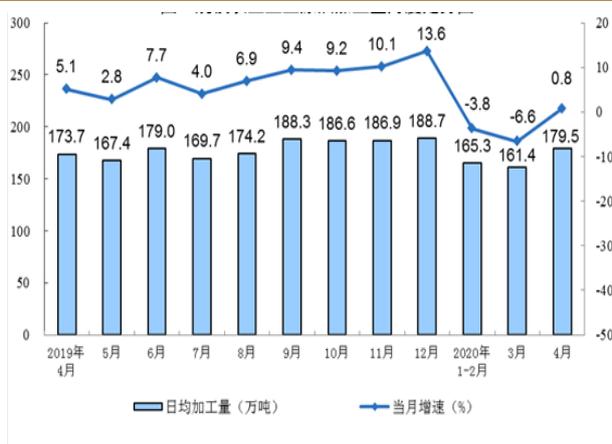


数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

## 2、中国 4 月原油加工量大幅反弹

中国 4 月加工量从 3 月份的 15 个月低点反弹，因炼油企业加大生产。4 月原油加工总量为 5385 万吨，相当于 1310 万桶/日，环比 3 月上升 11%，同比去年增长 0.8%。

图表 41：中国原油加工量 (2019-202005)



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 42：中国地炼开工率 (2018-20200605)



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

中国大城市的交通拥堵已经超过疫情爆发前的水平，通勤者更多的使用私家车来避开公共交通工具。

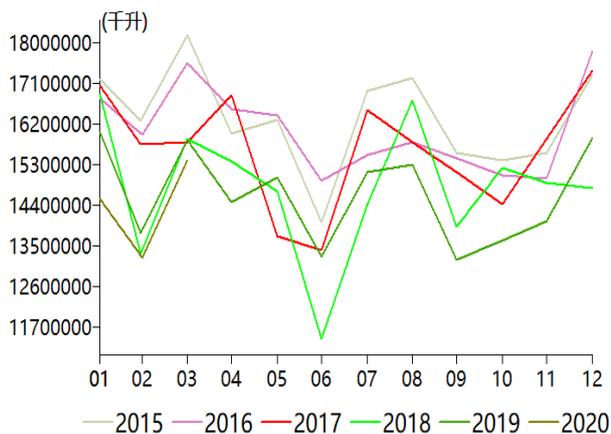
中国山东地炼开工率周度下降到 74.3%，绝对值依旧高位。相对于三桶油的自产原油的高成本，地炼原油几乎全部来自进口，更市场化的价格有更高的利润，这大幅提升了地炼的开工率。

## 3、其他国家和地区：全球炼厂开工企稳回升

韩国 4 月日均进口原油 270 万桶/日，同比下降 13.6%；1-4 月累计进口日均为 281 万桶/日，同比下降 7.1%。

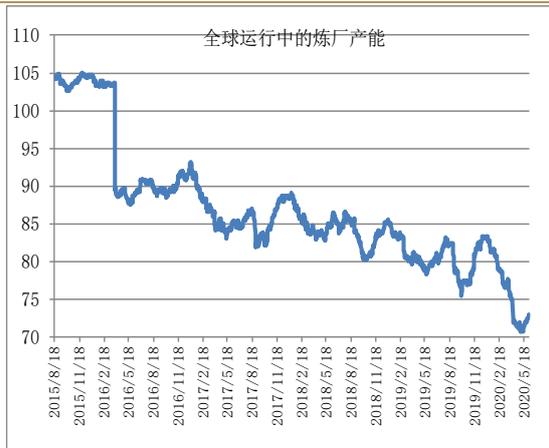
全球运行中的炼厂产能升至 7250 万桶/日，运行产能见底回升。

图表 43: 日本原油净进口量 (2017-2019Q4)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 44: 全球运行中的炼厂 (2015-2020Q605)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

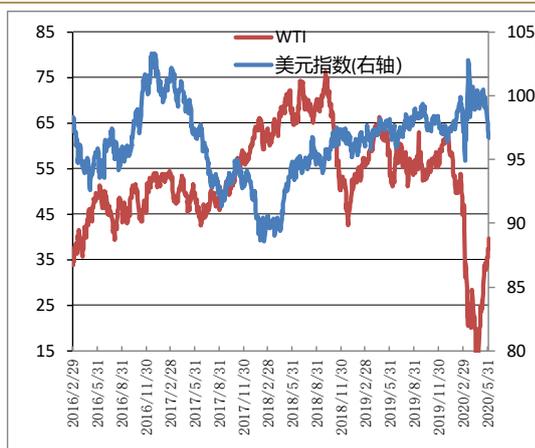
## 四、资金因素

### 1、宏观经济: 美就业改善预示复苏仍在进行中

美国劳工部6月5日公布的美国5月非农数据显示,5月份美国非农就业人数惊人地增加了250万人,失业率降至13.3%。这一数据远好于经济学家此前的预期,表明经济复苏可能就在眼前。

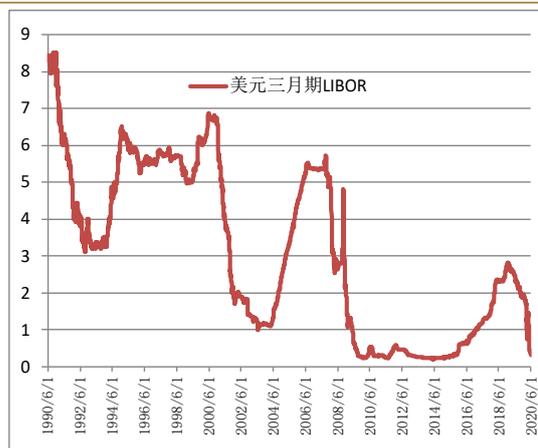
其中,休闲和酒店从业者占了新增就业人数的近一半,有120万人重返工作岗位。建筑业的涨幅位居第二,为46.4万人,弥补了4月约一半的损失。教育和医疗服务业就业人数增长42.4万,零售业就业人数在一个月前暴跌230万人之后,在5月激增36.8万人。

图表 45: 美元指数与WTI 油价走势(2015-2020Q605)



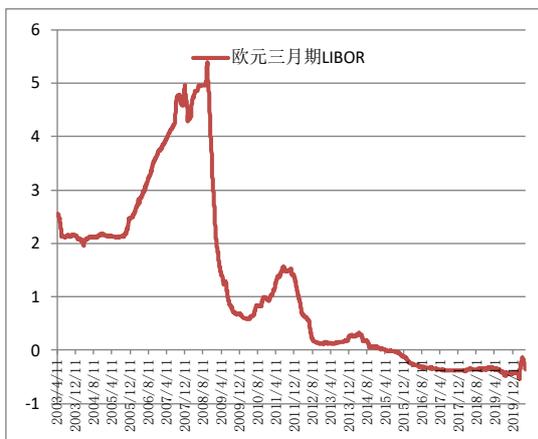
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 46: 美元三月期 LIBOR 走势 (1990-2020Q605)



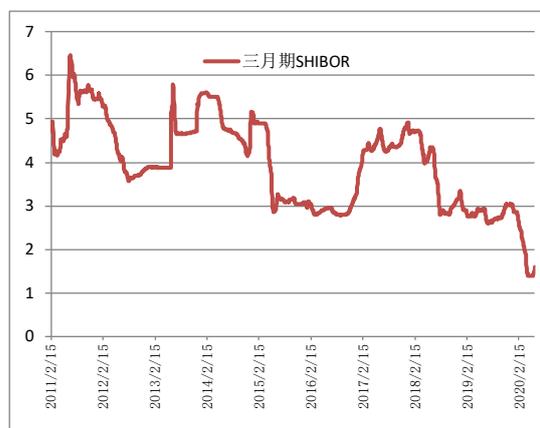
数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 47：欧元三月期 LIBOR 走势(2003-20200605)



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 48：三月期 SHIBOR 走势（2010-20200605）

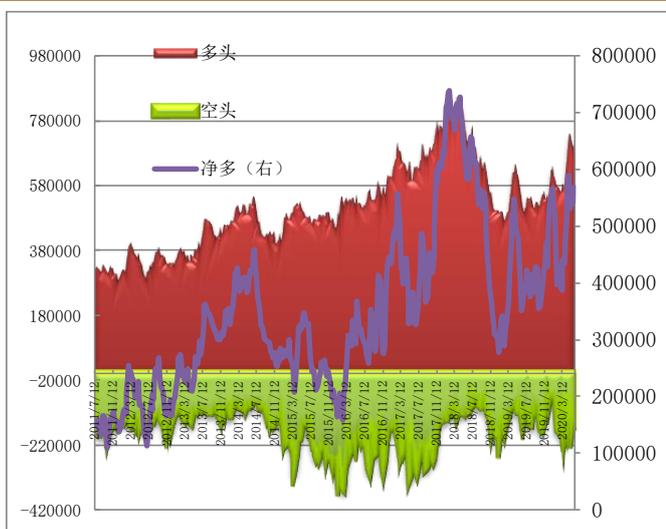


数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

## 2、投机因素：净多持仓周度走高

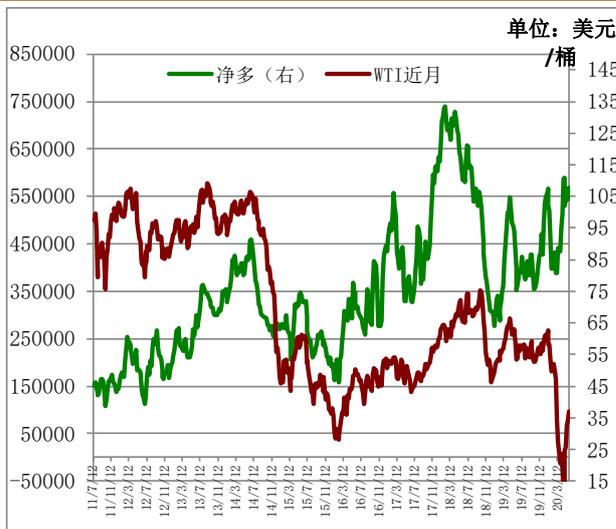
据美国商品期货管理委员会每周五发布的数据显示，截止 6 月 2 日的一周，非商业投资者在纽约商品交易所持有的原油期货合同多空持仓均增加，多头增幅较大，净多持仓周度从 54.2 万手下增加到 56.8 万手。

图表 49：WTI 原油投机资金持仓(2011-20200605)



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（2011-20200605）



数据来源：Bloomberg, 混沌天成研究院

## 五、原油后市展望：迄今仍未看到有力的利空

一方面是减产联盟要商谈深度减产的延续，一方面是美国就业数据大幅改善，预示经济复苏的强劲，原油价格在这两方面的主推下连续第六周走高。其他基本面的数据也利好较多，美国的产量从峰值下降了 14.5%，钻井数也连续第四周创记录低位；中国 5 月原油进口也可能大幅增加，原油海运数据跃升 26%；全球浮仓连续三周下降；等等，全球的原油市场 6 月的去库正在逐步开启。比较值得注意的利空就是成品油的高库存，尤其是欧美市场的柴油库存绝对值和单周增幅都较大，工

业生产、交通消费的复苏需要时间。展望后市，油价冲高到 40 美元上方会引发美国页岩油的复产，但这需要看到钻井的拐点和产量的拐点；疫情过后也可能石油需求难以恢复到前期的水平，有些需求会因为生活方式的改变而永远不在，但这也需要等到疫情的冲击完全过后市场才会关注，对标中国，欧美的完全复苏可能在 6 月中下旬。目前仍难看到强有力利空，油价将延续强势。

### 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