

历史性的负油价

2020/04/25

原油周报

中粮期货研究院

张峥

010-59137351

zhangzheng2@cofco.com

从业资格号：F3036581

投资咨询号：Z0014717

市场展望：

全球新冠疫情新增未现拐点，但只要未波及金融市场波动率，对于油价的影响有限。短期矛盾在于现货库存压力尤其是库欣地区的罐容严重紧张，WTI2005 合约在出现历史性负值之后，市场投资者开始远离最近合约，ETF 也纷纷移仓远月，虽不排除 WTI2006 合约再次出现负值，但随着美国汽油消费见底和出口套利窗口拉宽，美国库存有缓解趋势。预计布油在未来 1-2 周内逐步企稳反弹，前期底部确认。

核心因素：

- (1) 肺炎疫情发展。
- (2) 美国短期原油库存走势。

预期偏差：

- (1) 欧美疫情严重扩散。
- (2) 中东地缘政治。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

第一部分 周度行情回顾和市场展望

一、行情回顾

表：市场相关指标和油价近一月走势

指标名称	最新价	周度涨跌	周度涨跌幅	月度涨跌幅	近5日走势
INE	246.2	-5.9	-2.3%	-5.9%	
Brent	21.44	-6.64	-23.6%	-18.6%	
WTI	16.94	-1.33	-7.3%	-25.0%	
美元指数	100.24	0.53	0.5%	0.8%	
美元兑人民币	7.0829	0.0065	0.1%	-0.2%	
上证综合指数	2,809	-30	-1.1%	1.6%	
SP500	2,837	-38	-1.3%	7.9%	
10年美债收益率	0.60	-0.05	-7.7%	-27.7%	
COMEX铜	2.35	0.00	-0.1%	5.9%	
COMEX黄金	1,736	37	2.2%	4.5%	

数据来源：Reuters Eikon, WIND, 中粮期货研究院

本周油价暴跌后小幅反弹, WTI 的 2005 合约在周一出现了历史性的-40 美元/桶价格。究其原因, 在于新冠疫情重创美国的汽油消费, 汽油库存上涨, 裂解价差下降, 炼厂开工率下降导致原油库存快速增长, 按之前增速推算将在 5 月 8 日当周装满, 而 WTI 的交割地库欣位于内陆地区, 产量和出口都难以缓解短期库存紧张的情况。2005 合约最后交易日是 4 月 21 日, 产业空头在该合约上的优势明显, 多头被迫止损出局。

二、市场展望

短期来看, 由于 WTI 的主力持仓量已在本周五移至 2007 合约上, 短期内再出现负油价的概率较低。未来油价能否继续反弹的焦点在于库存的拐点, 取决于美国何时复工、出口和 SPR 收储, 如果三者能够在短期内同时给力, 将大大改善美国库存紧张情况。加之 OPEC+减产将在 5 月 1 日开始, 预计前期底部将得到证实。

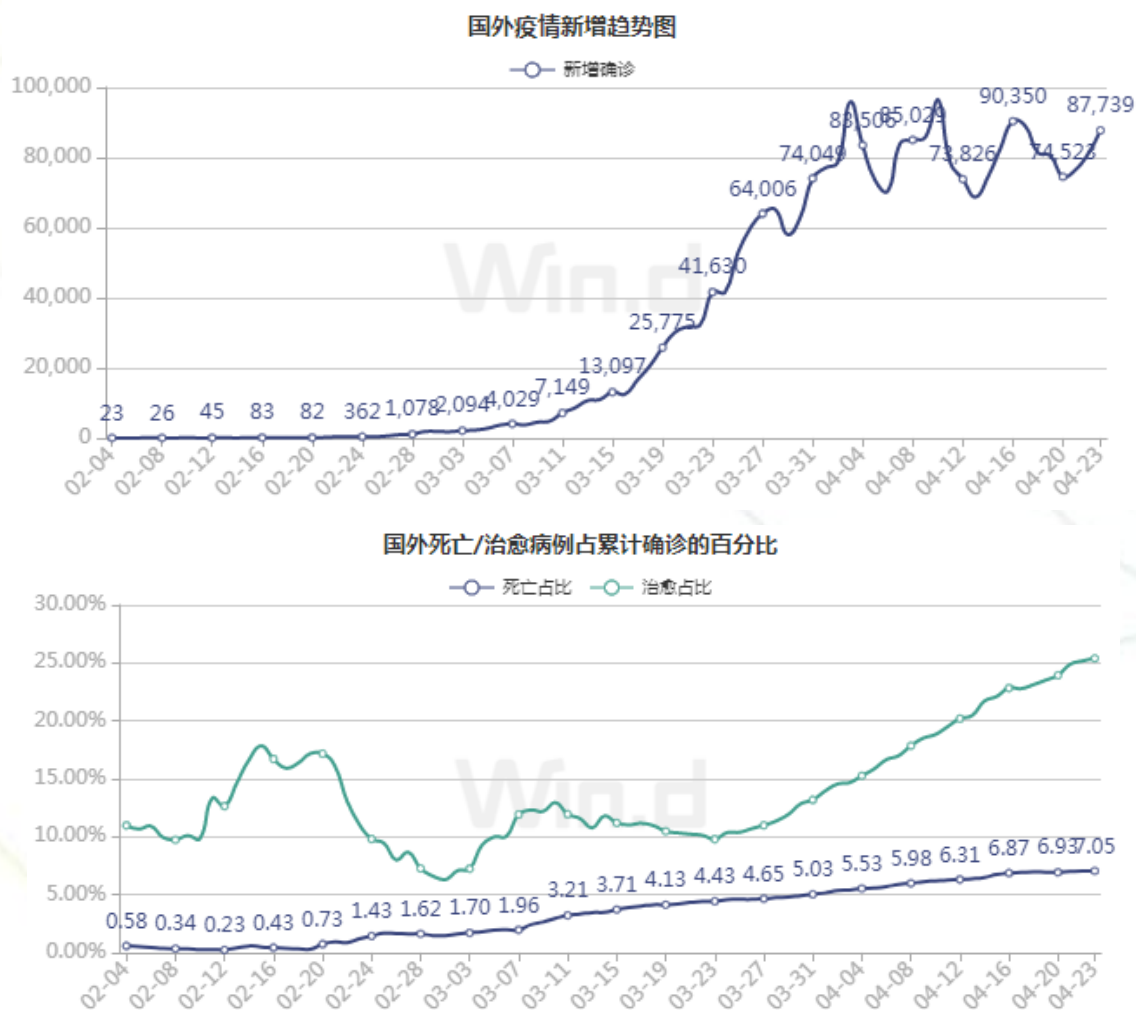
免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料, 本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧, 本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

三、核心因素分析

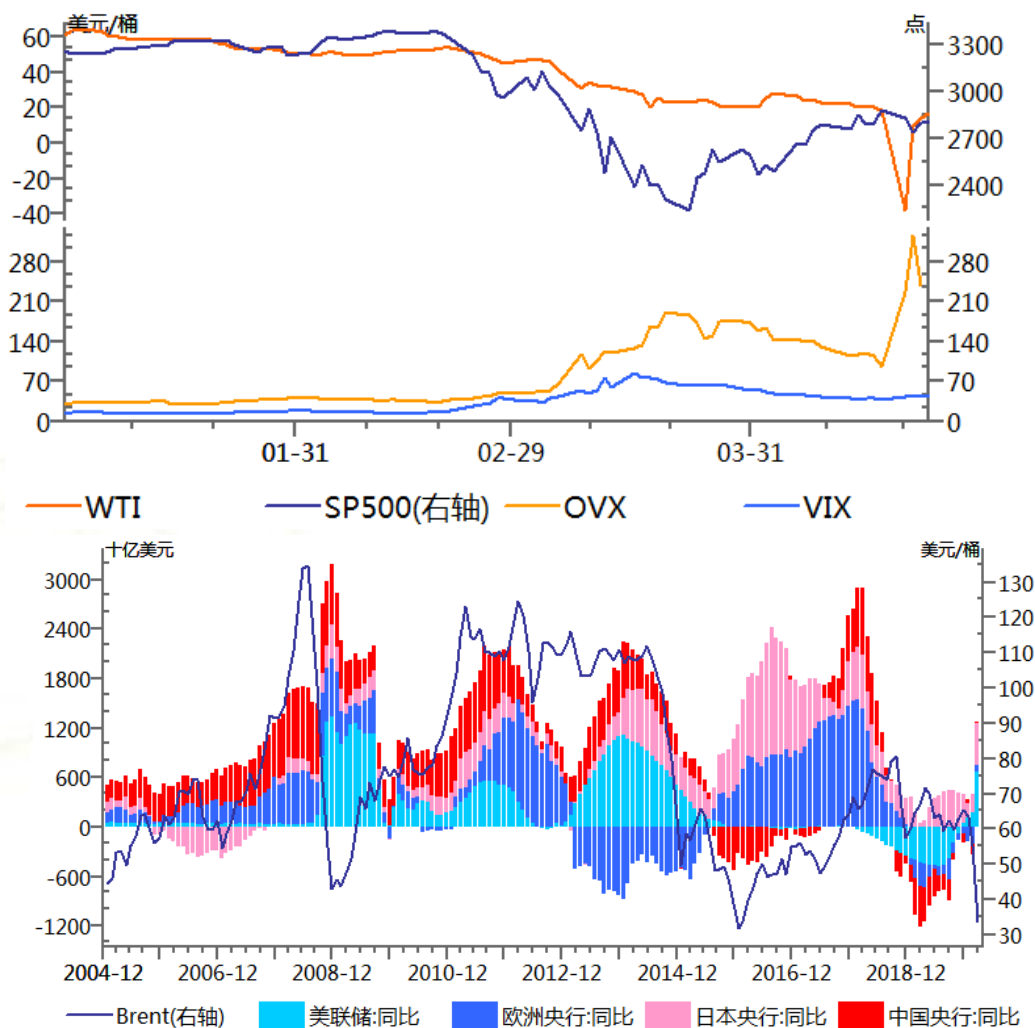
1. 肺炎疫情发展。

全球新冠疫情的每日新增确诊数量已经连续近1个月在7-9万间震荡，方向仍然不明确。近期欧美地区的疫情发展有所分化，一边是欧洲主要国家的疫情有放缓趋势，另一边是美国疫情高居不下，且确诊率一直维持高位，但尚未出现医疗挤兑。



免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。



资料来源：WIND

油价与美股继续分化。由于美联储的无限兜底政策，VIX 不再上升，疫情对于股市的冲击告一段落，但美股也很难继续走强。疫情对于原油市场的影响转向基本面，短期需求的实质性下降，以及由此带来的罐容紧张问题。

放水能解决波动率问题，但解决不了原油市场的短期基本面。只要疫情未引起美国医疗挤兑和阶级矛盾深化，可以选择性忽略疫情对油价的冲击，转向目前的焦点——美国库欣库存还能撑多久。

2. 美国短期原油库存走势。

在上周的周报中我们预测，“整体来看，由于产量和进口变动相对较小或难以预测，考虑到炼厂、出口和 SPR，预计下一周的 EIA 库存数据仍会出现大幅增长，但随后两周的库存增速可能大幅放缓

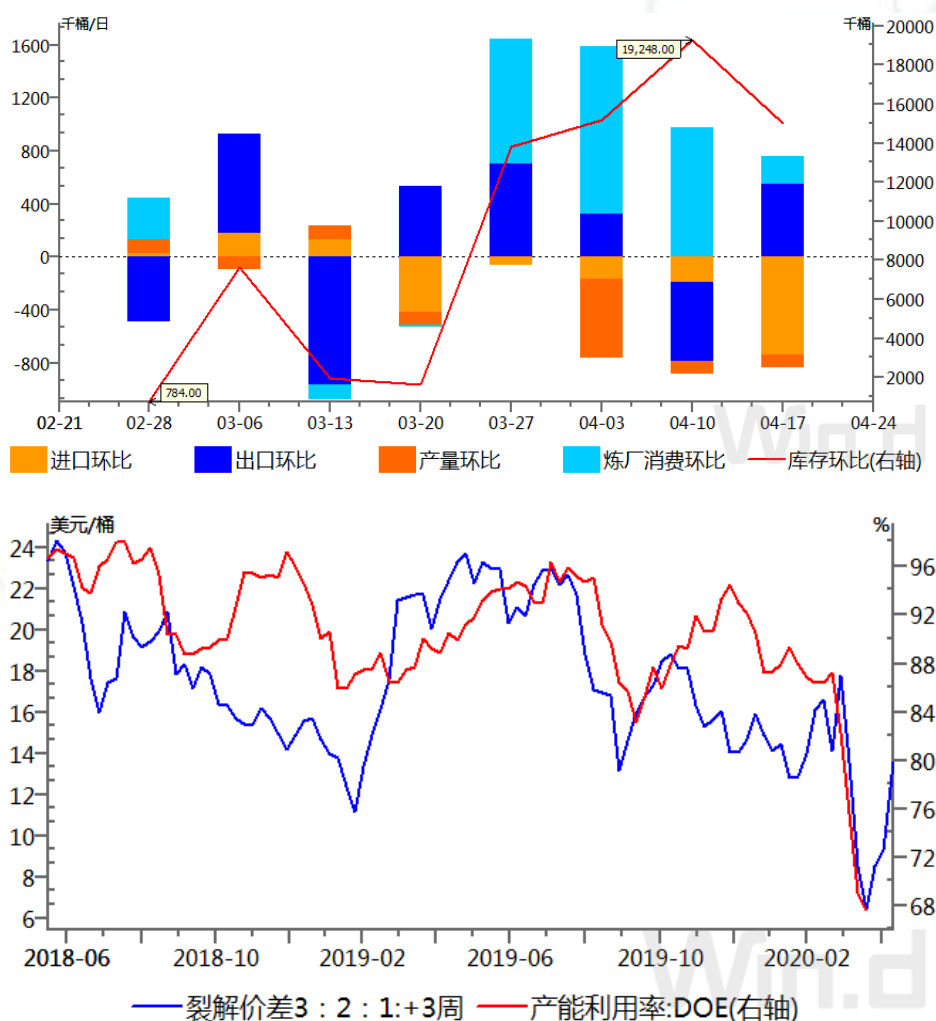
免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

甚至出现去库存。因此，只看基本面的话，下周大概率是最悲观的时期，但可能会打出一个非常好的底部价位”。

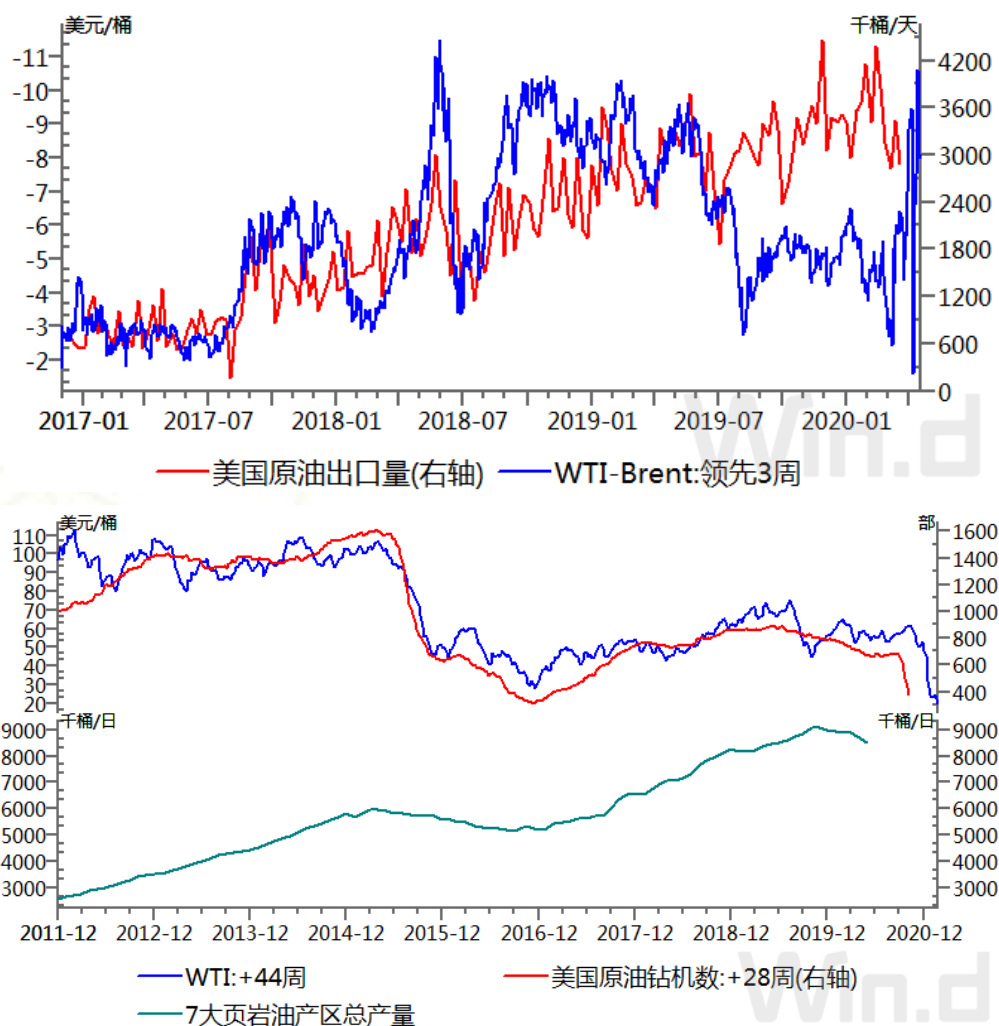
但是，我们忽略了资金在 WTI2005 合约临近最后交易日的优势对比，加上交易所修改了负油价规定，多头在 20 日的恐慌撤离导致油价出现了匪夷所思的-40 美元/桶。一般情况下，WTI 的月差 full carry 成本在 0.5 美元/桶附近，contango 超过此成本后贸易商就能囤油进行无风险套利，然而新冠疫情重创美国原油需求，库存增速远超预期，仅剩的库欣库存也被贸易商租用，即使是产业空头很难找到罐容交割，这导致了 2005 合约的风险极大。

本周三的 EIA 数据显示表示，上周美国原油和成品油库存继续增长。其中，全美原油库存增长 1500 万桶，俄克拉荷马州库欣原油库存增长 480 万桶，好消息是汽油库存仅增长 100 万桶，增速不及预期。



免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

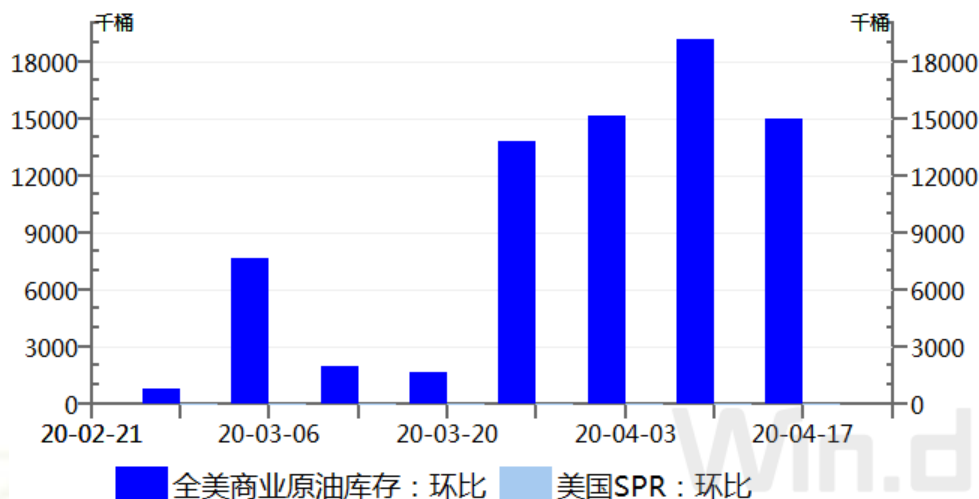


资料来源: WIND

从库存分项数据来看,出口下降和炼厂开工率下降是上周美国原油库存增长的主要原因,而且增速已经开始放缓。由于最近几周的汽油消费触底,汽油库存增长放缓,WTI 裂解价差大幅反弹,我们认为美国炼厂开工率不太可能继续下降,反而可能增加炼厂开工率,能够有效缓解库存紧张局势。另外,WTI-Brent 价差继续拉宽,有利于美湾地区出口原油,进而为库欣地区原油南下美湾清理空间。4月24日当周的美国钻机数继续大幅下降,从上周的529台降至465台,页岩油企业持续减少中期投资。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料,本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧,本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。



资料来源：WIND

4月20日，在WTI出现负油价之后，特朗普宣布将开展7500万桶战略原油储备的收购，尽管截止目前美国能源部并未公布具体策略和收储时间，但预计将在5-6月开展。

综合来看，从炼厂开工率、出口和SPR三个角度出发，预计下一周的EIA库存数据可能大幅放缓甚至出现去库存，甚至未来3周都不太可能继续大幅增长，库欣地区的库存紧张局面也会得到改善。因此，我们认为下周的库存数据将在很大程度上修正市场的悲观预期，加上5月1日的OPEC+减产正式生效，前期油价底部将被确认。

四、预期偏差

- (1) 欧美疫情严重扩散。
- (2) 中东地缘政治。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

第二部分 主要数据图表

图 1：原油价格

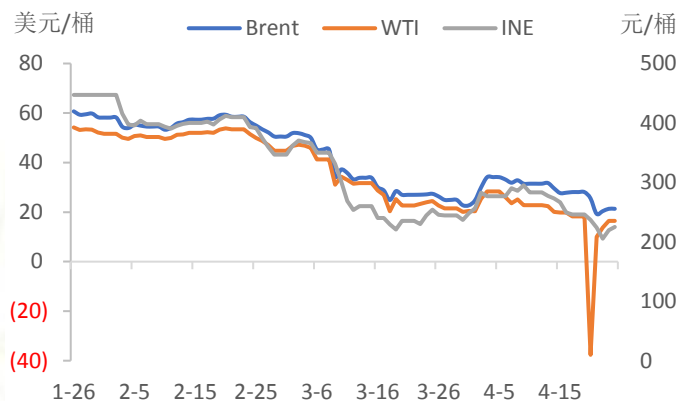


图 2：原油价格波动

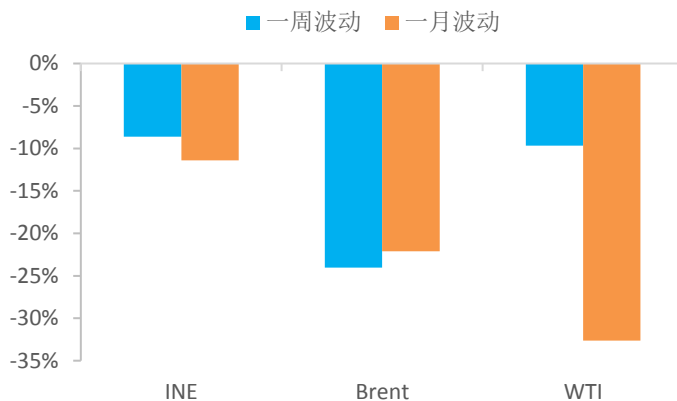


图 3：WTI-Brent 价差

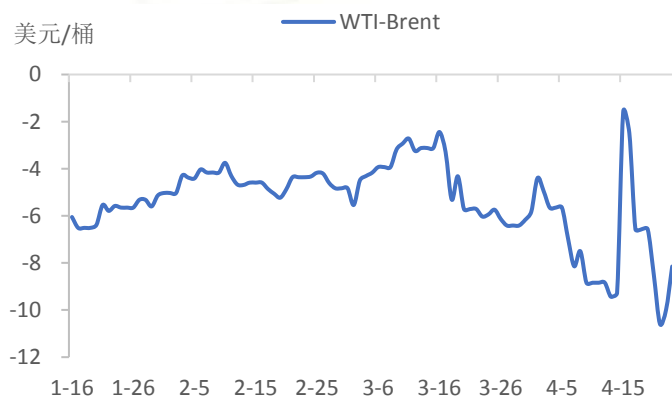


图 4：Brent-Dubai 价差

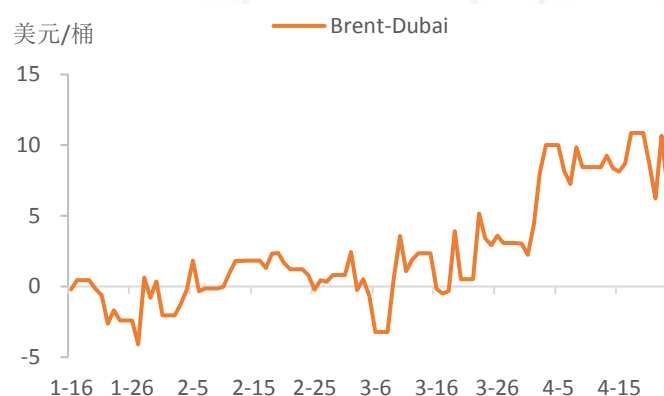


图 5：WTI-LLS 价差

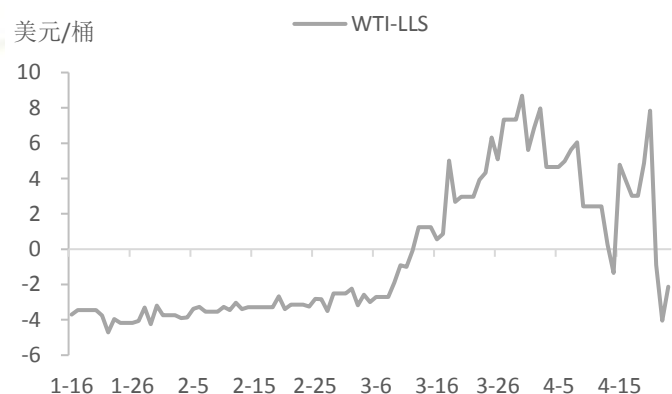
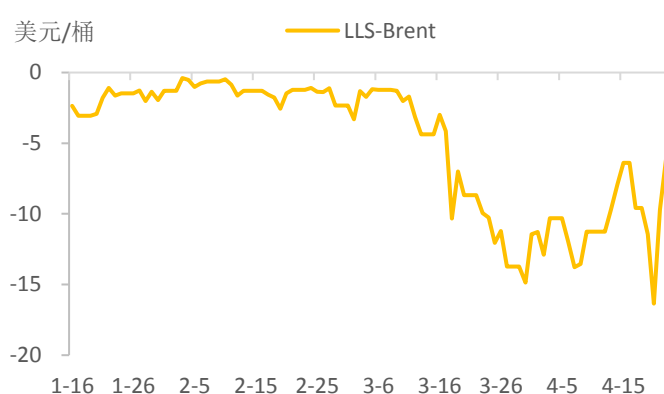


图 6：LLS-Brent 价差



数据来源: WIND, Reuters Eikon, 中粮期货研究院

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 7：美国商业原油库存

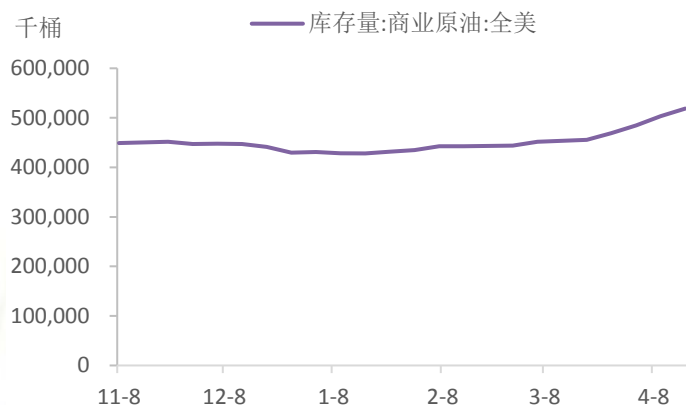


图 8：库欣原油库存

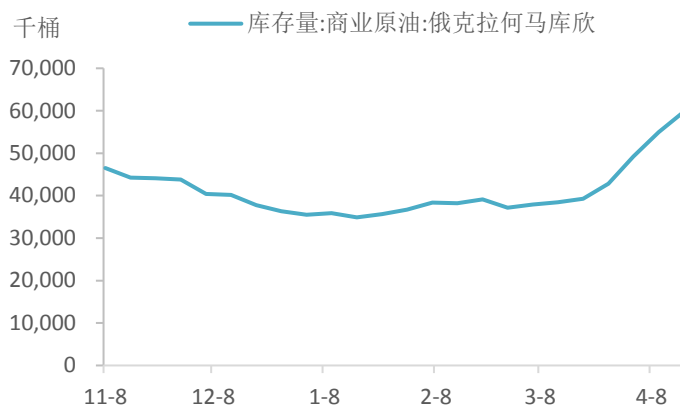


图 9：美国汽油库存

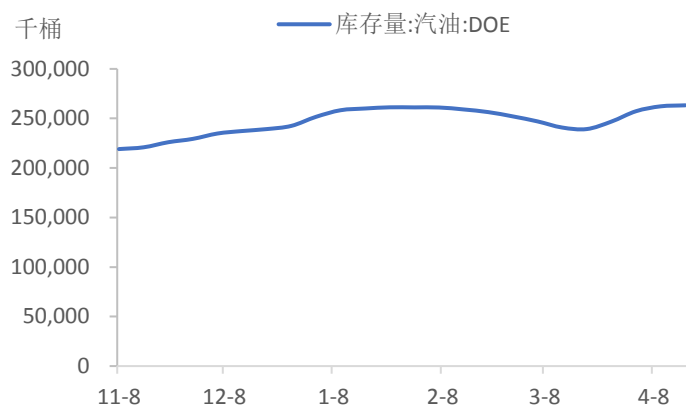


图 10：美国馏分燃料油库存

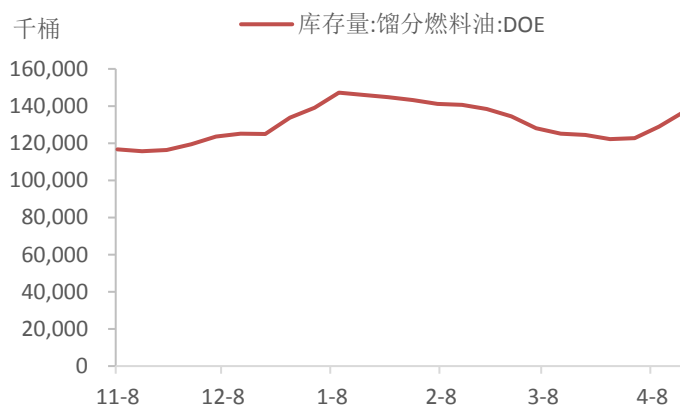


图 11：美国取暖油库存

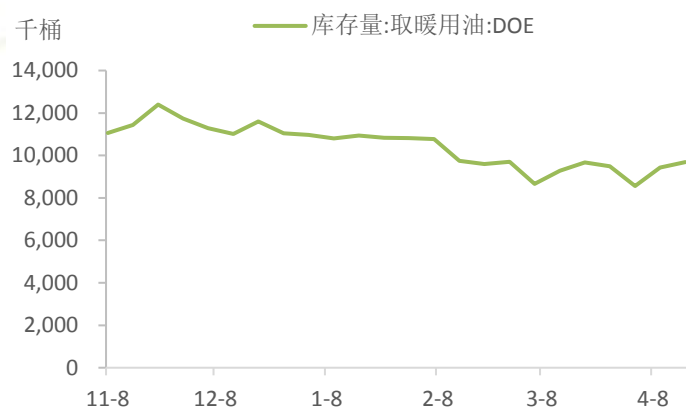
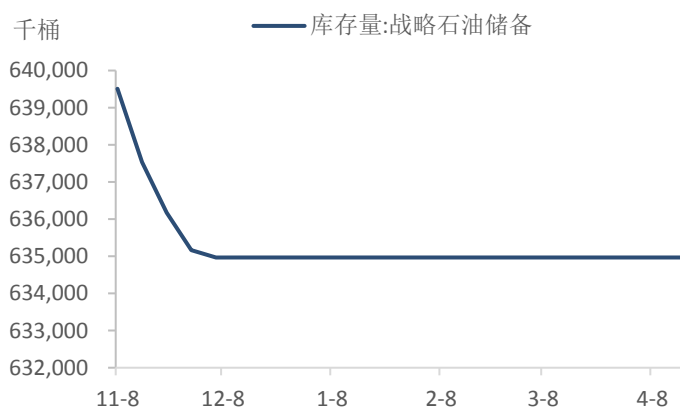


图 12：美国 SPR 库存



数据来源:WIND, Reuters Eikon, 中粮期货研究院

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 13: 美国炼厂开工率

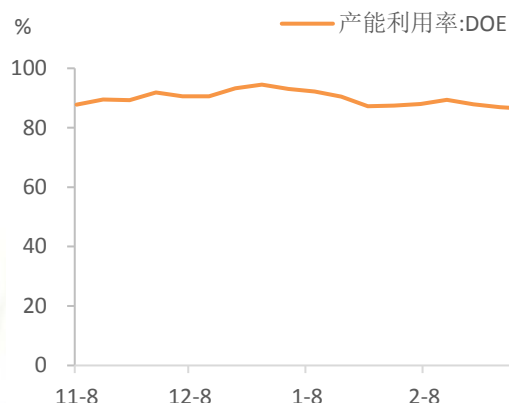


图 14: 美国原油库存分项环比

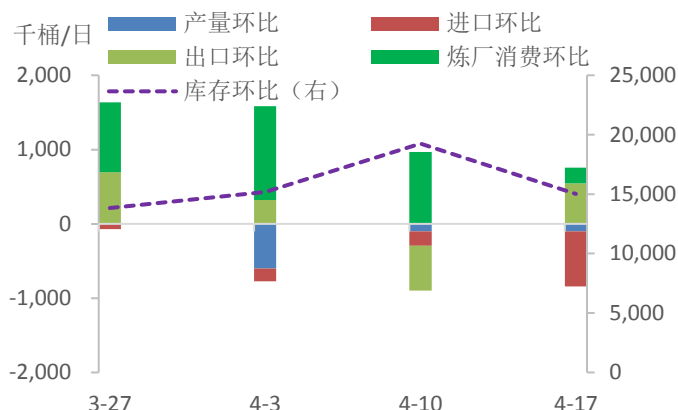


图 15: 美国炼厂原油消费

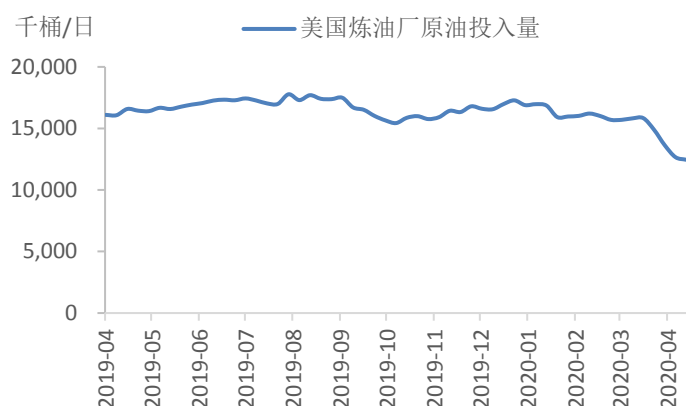


图 16: 美国原油出口



图 17: 美国原油进口

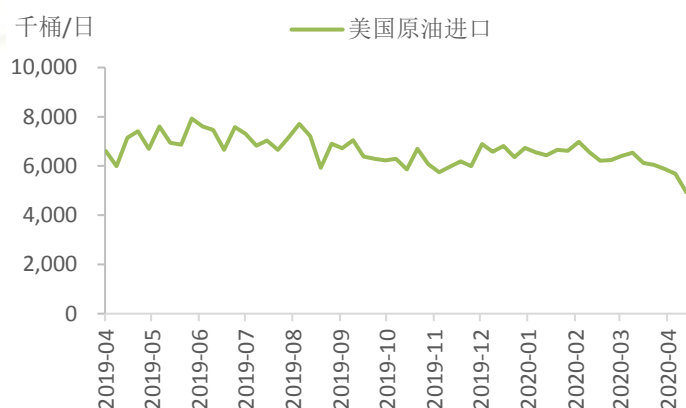


图 18: 美国原油产量预估



数据来源: WIND, Reuters Eikon, 中粮期货研究院

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 19：全美商业原油库存季节性

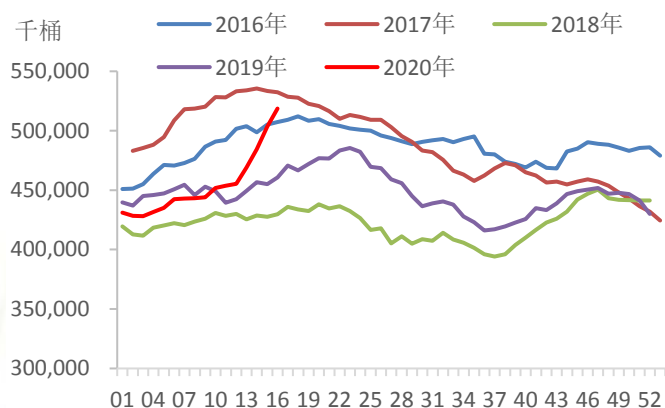


图 20：库欣原油库存季节性

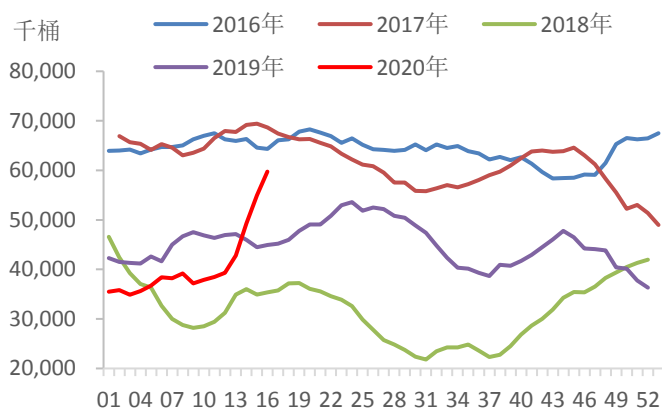


图 21：美国汽油库存季节性

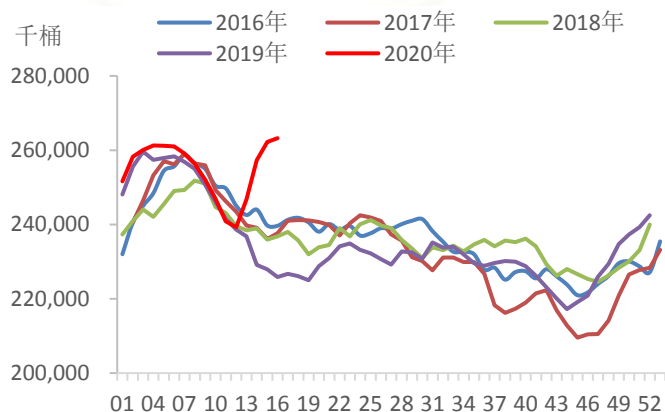


图 22：美国燃料油库存季节性

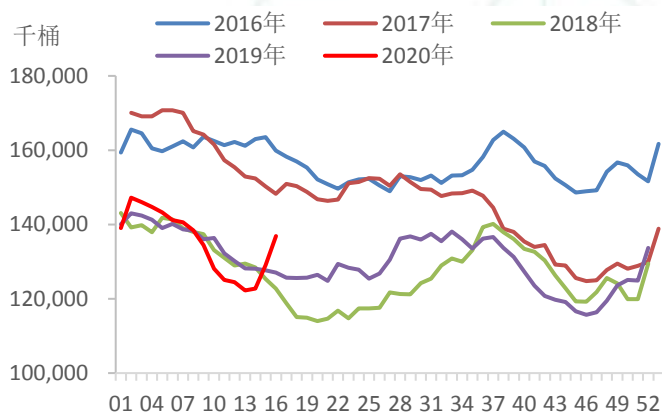


图 23：美国取暖油库存季节性

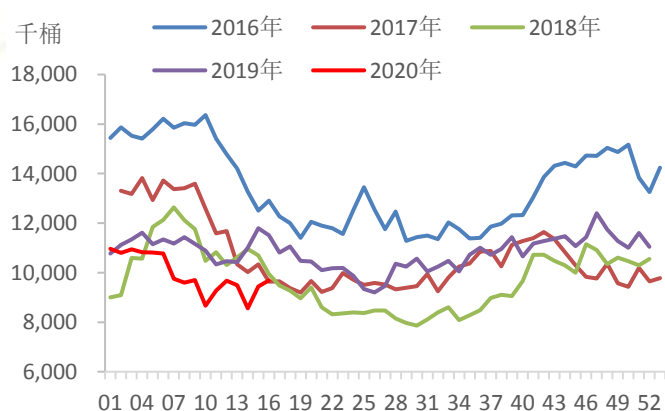
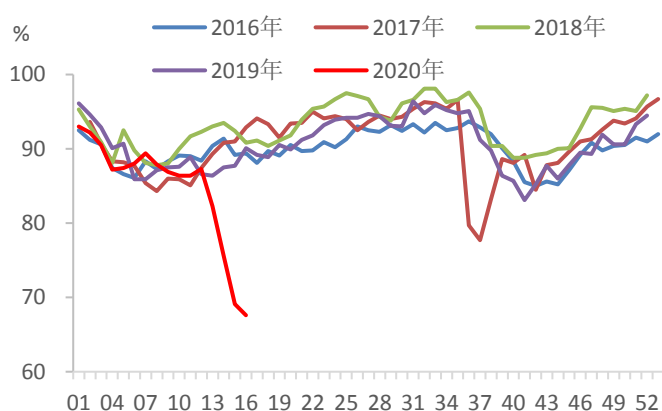


图 24：美国炼厂开工率季节性



数据来源: WIND, Reuters Eikon, 中粮期货研究院

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 25: WTI 基金持仓

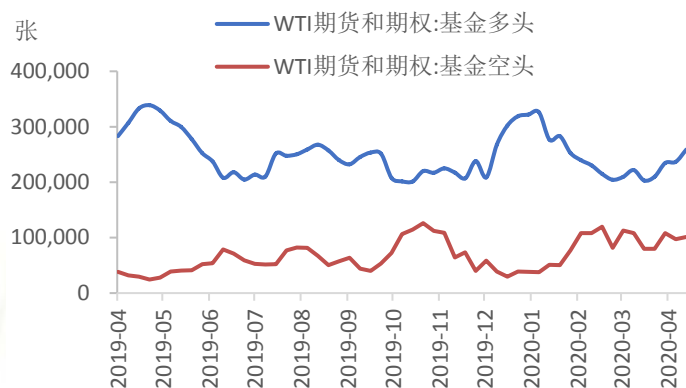


图 26: Brent 基金持仓

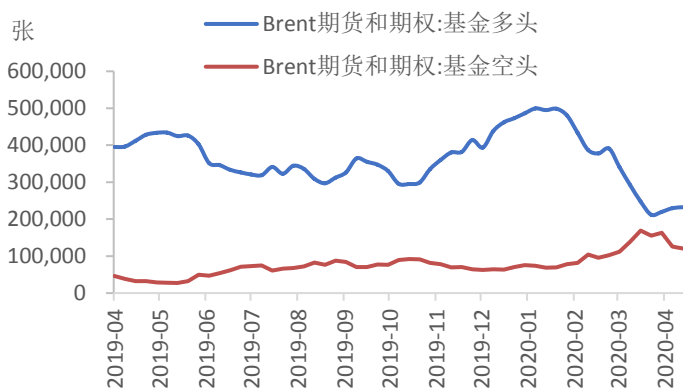


图 27: 美国总钻机数

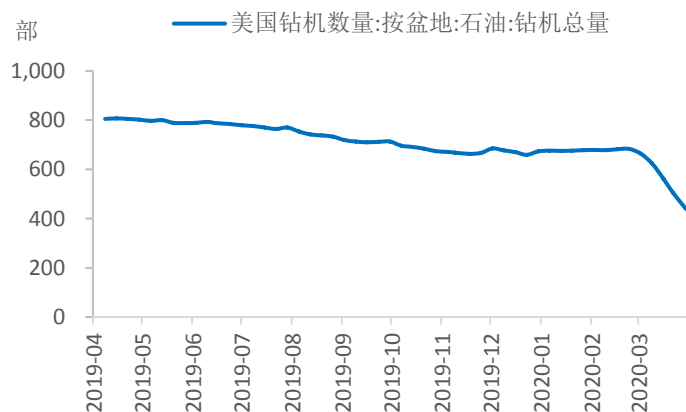


图 28: 二叠纪盆地钻机数

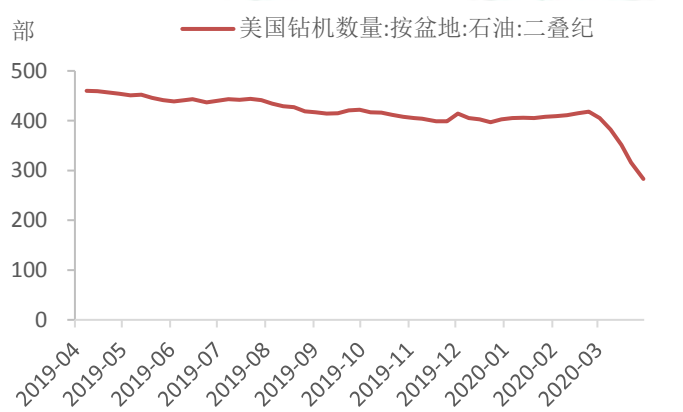


图 29: 美元指数



图 30: COMEX 黄金价格



数据来源: WIND, Reuters Eikon, 中粮期货研究院

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 31: COMEX 铜价

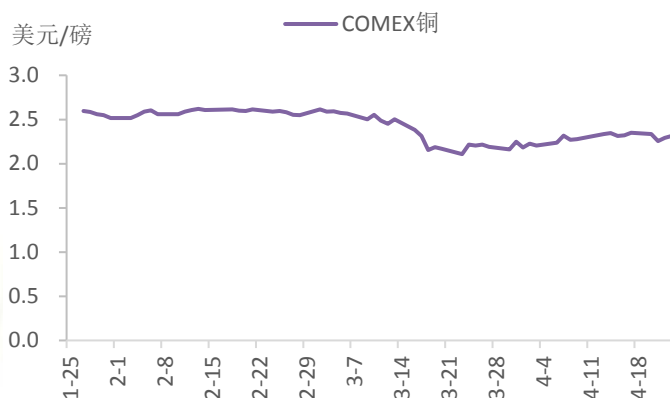


图 32: 美国 10 债收益率

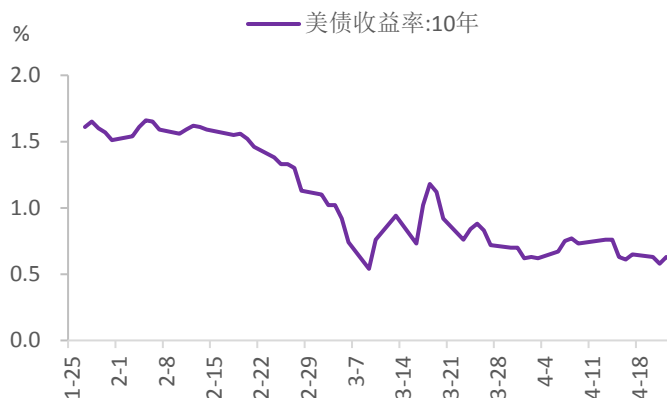


图 33: 标准普尔 50 指数

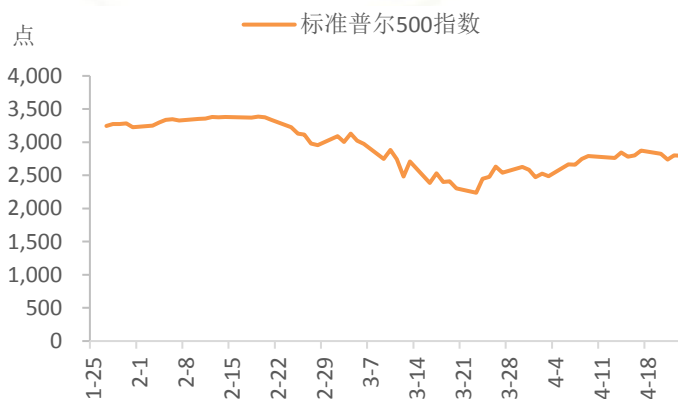


图 34: 美元兑人民币汇率



图 35: 美元指数



图 36: COMEX 黄金价格



数据来源: WIND, Reuters Eikon, 中粮期货研究院

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料,本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧,本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 37: WTI 3:2:1 裂解价差

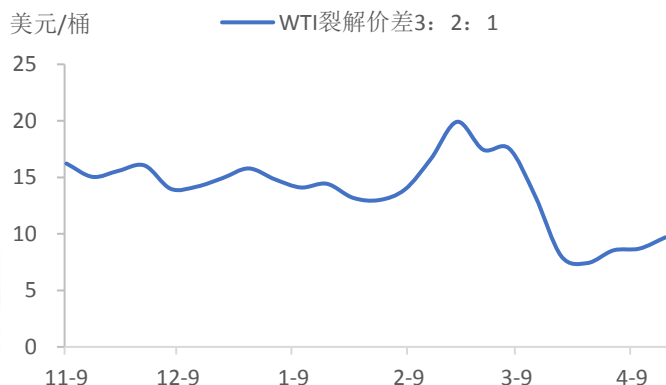


图 38: RBOB 裂解价差



图 39: 燃油裂解价差

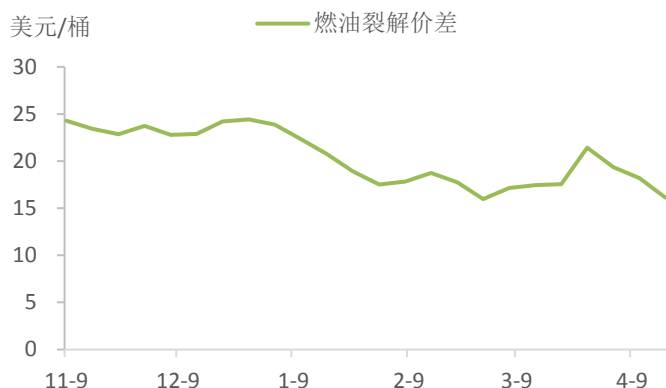


图 40: 燃油-RBOB 价差

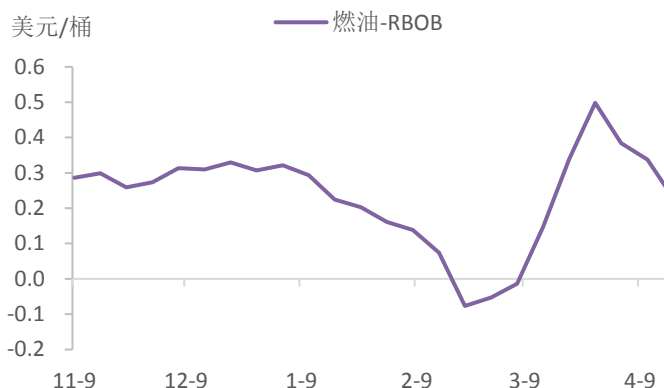


图 41: WTI 3:2:1 裂解价差季节性

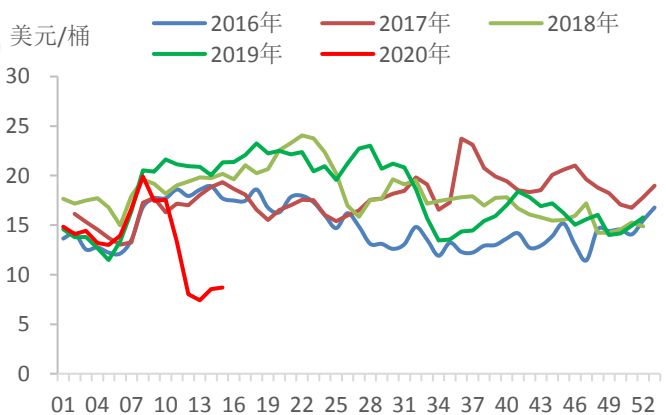
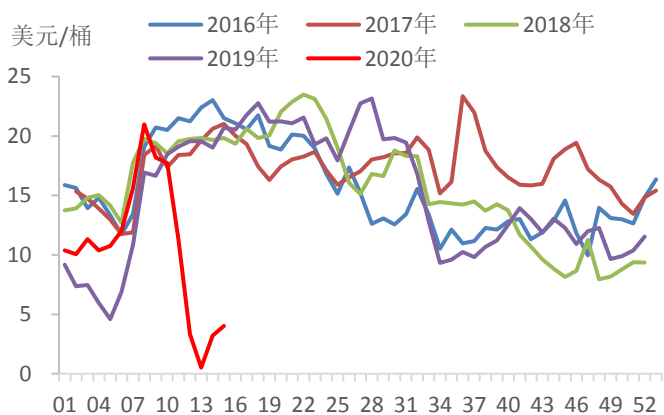


图 42: RBOB 裂解价差季节性



数据来源: WIND, Reuters Eikon, 中粮期货研究院

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料, 本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧, 本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 43: 取暖油裂解价差季节性

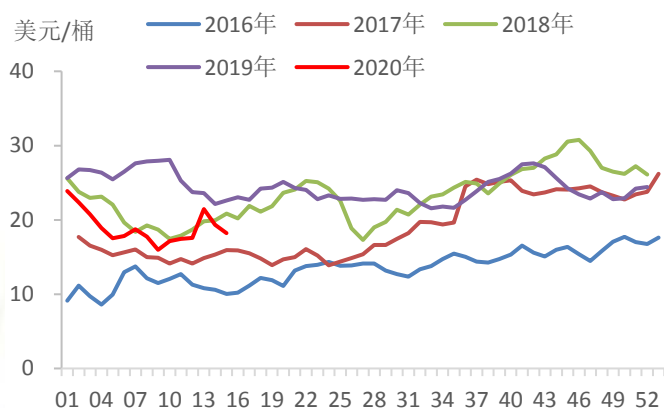


图 44: HO-RBOB 价差季节性

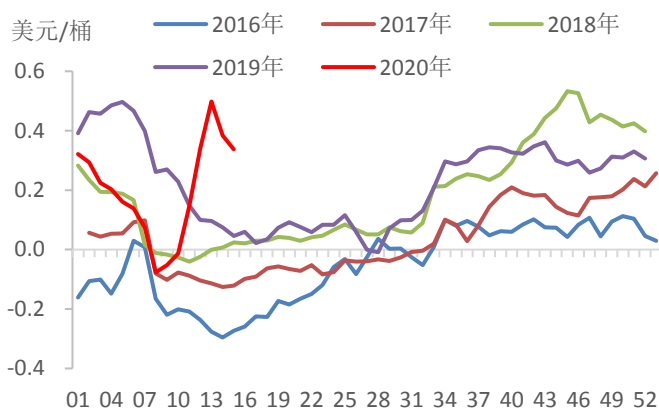


图 45: 波动率指标

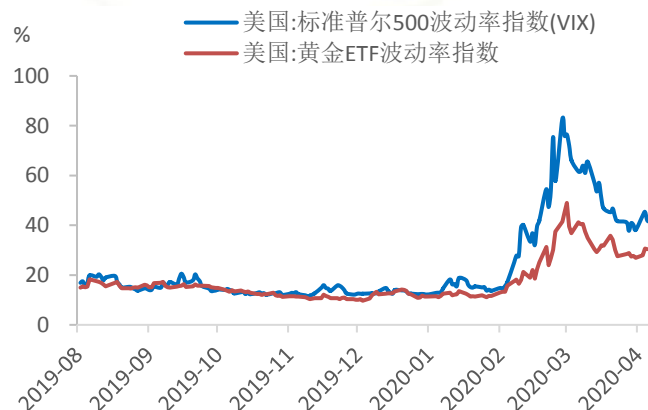


图 46: 波动率指标

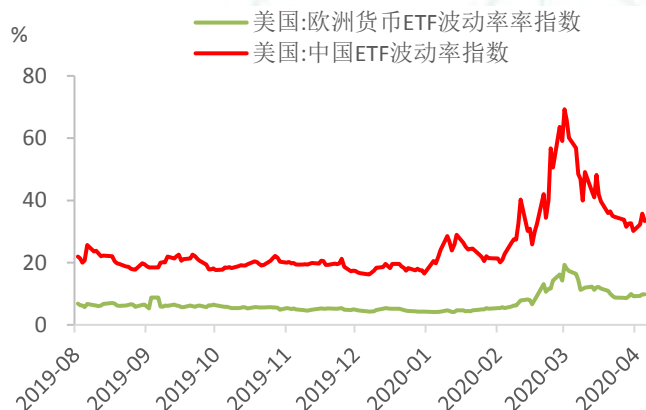


图 47: 波动率指标

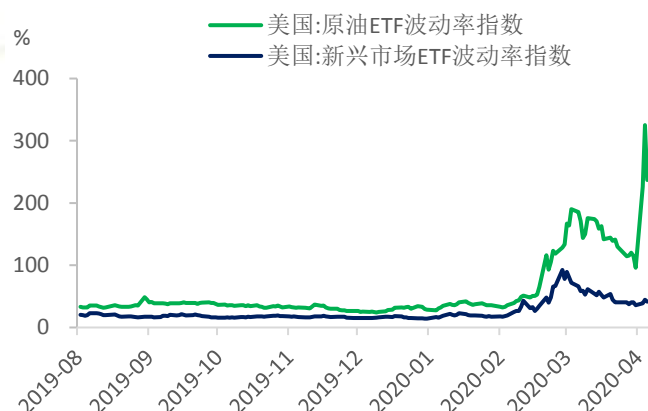
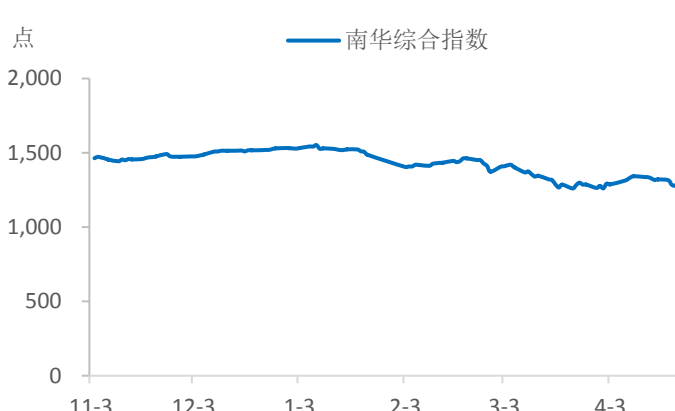


图 48: 南华综合指数



数据来源: WIND, Reuters Eikon, 中粮期货研究院

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

【法律声明】

中粮期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监会批文号：证监许可[2011]1453）。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道，中粮期货分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性做出保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日对市场的判断，仅供阅读者参考。阅读者根据本报告做出的任何投资决策及其所引致的任何后果，概与本公司及分析师无关。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权归本公司所有，为非公开资料，仅供本公司咨询业务的客户使用。未经本公司书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。本公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。