



华泰期货有限公司
HUATAI FUTURES CO., LTD.



原油行情交流

2017/3/12

油价上周重挫，认为下方的空间和时间不会太大

上周油价下跌的几个假设无法印证

- ◆ 美国库存持续走高导致可能胀库原因（但仓储费并未增加）
- ◆ 资金原因，美国加息导致（十年期国债收益率走势与原油价格3月负相关明显，但近月或现货并未有坍塌情况）
- ◆ 多头踩踏（但是价格以及持仓的变化均无法解释）

此前看好油价的几个因素仍未改变

- ◆ 美国汽油消费好转
- ◆ 3月中炼厂检修后原油需求恢复预期较好
- ◆ 产油国减产承诺兑现仍较好，沙特需求逐步回升

◆ 五个交易日全线收跌，周三重挫后，美原油全周跌幅超过9%，失守50美元/桶



- ◆ 上周EIA公布数据显示，美国原油库存增加795.8万桶，是今年连续第八周库存增加，目前原油库存在纪录高位。年初胀库，虽然是季节性炼厂检修导致，但是今年的年初的库存增加幅度仍较去年大，仅次于2015年。特别是2月，整体原油库存增加超过2500万桶，增幅较1月扩大1000万桶，且较2016年那月增幅扩大1000万桶。

5 Years Ending 2017												
Calendar Year	Trailing 12M		01-Jan	31-Dec	Monthly		Line	Heat Map		Securities/Lines		
	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
Average (Monthly Change)	12782.80	17148.40	15957.00									
5 Yr Trailing Avg(2017)	10857.40	13247.20	17874.80	12959.60	-5164.60	-6753.00	-11737.60	-4963.60	-3465.00	18017.00	2009.80	-8699.60
2017	15747.00	25419.00	7958.00									
2016	16235.00	15353.00	17114.00	8275.00	-7892.00	-8266.00	-4032.00	3319.00	-26133.00	13467.00	5564.00	-9136.00
2015	26488.00	30771.00	27734.00	20194.00	-12319.00	-9895.00	-8555.00	430.00	2326.00	24852.00	6369.00	-2111.00
2014	-3765.00	5523.00	15970.00	16797.00	-12267.00	-4721.00	-17598.00	-7512.00	-2656.00	23467.00	-1922.00	5962.00
2013	9209.00	8676.00	11009.00	6292.00	-3858.00	-7387.00	-19033.00	-4521.00	3121.00	20076.00	1572.00	-25683.00

-2.61e+4

 3.08e+4

- ◆ 一方面有去年年底美湾因避税原因延后进口，另一方面，OPEC减产前向美国发货量大增，但是1-2月回落；
- ◆ 按照1-2月发货量减少300万吨计算，进口量约减少70万桶/天。

图1：年初美国原油进口大增

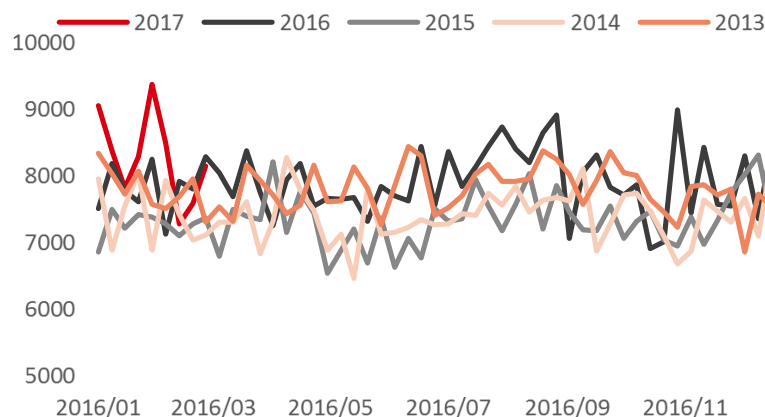
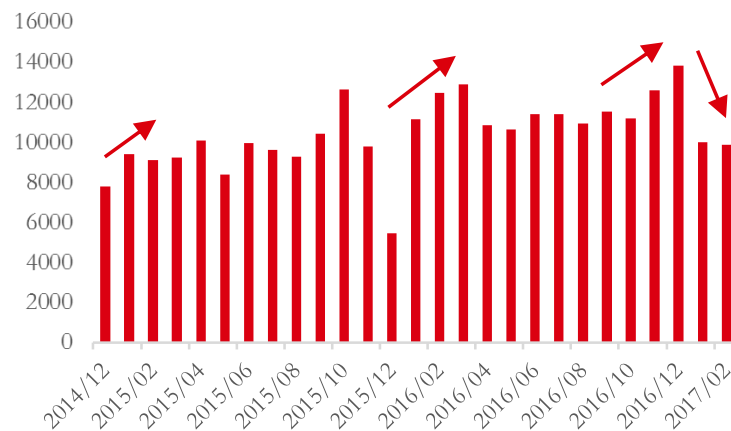
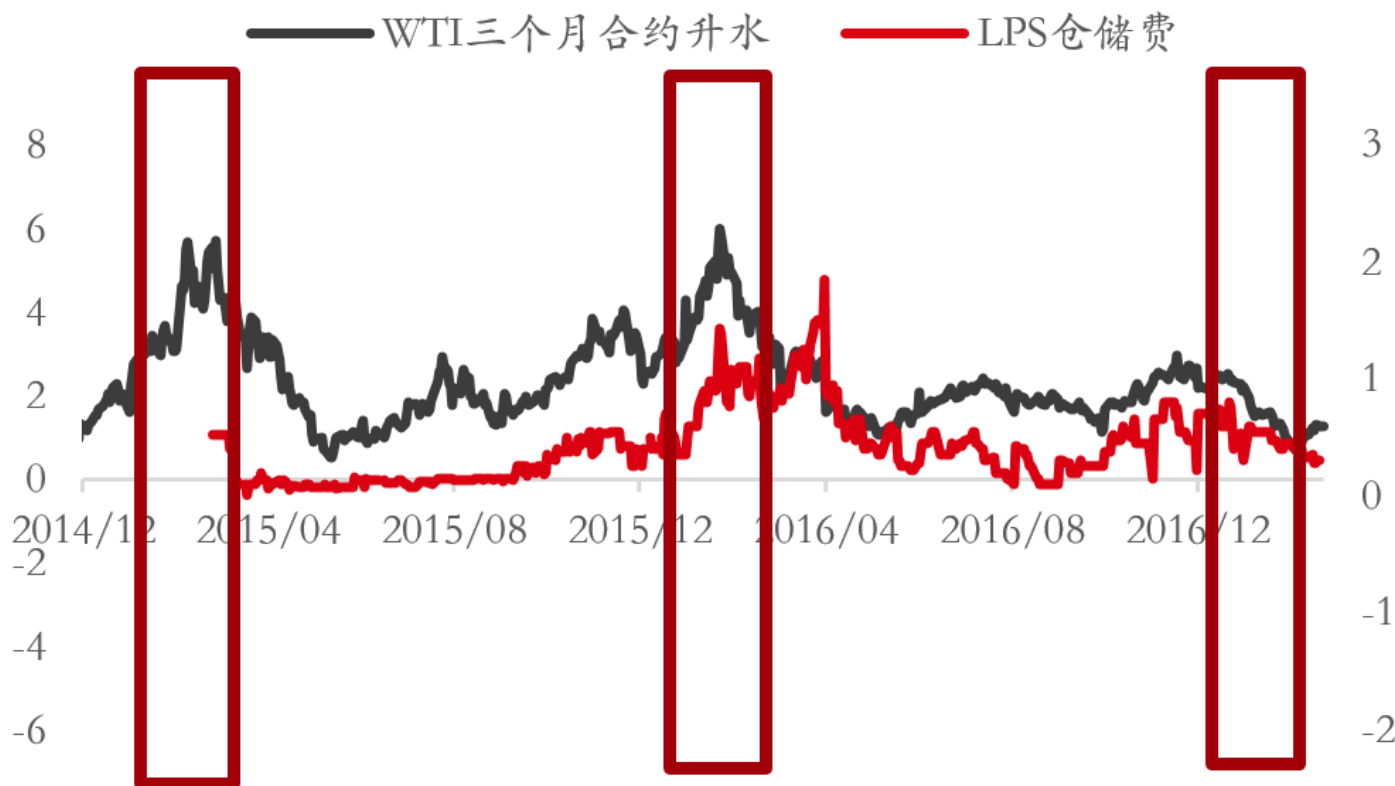


图2：OPEC 减产前往美国发货量大增，年初明显回落



- ◆ 但是在炼厂需求淡季大量的进口以及库存累积并未导致1-2月近月合约走弱，如2015以及2016年一般；
- ◆ 因此我们判断年初的进口量增加主要为OPEC减产前的囤货，且仓储费并没有大幅增加反而回落，说明美湾地区没有胀库压力。



- ◆ 但是高库存下，油价震荡接近三个月，且月差持续收窄，库存收益回落，在美国三月加息的预期十分强烈的背景下，是否会引发库存的抛售？
- ◆ 三月油价以及月差走弱的确伴随着国债收益率的上升，但是整体幅度的增加大概增加1年仓储成本约1美元/桶，并未能够解释一周超过9%的油价跌幅。此外，油价周三大跌以来，近月贴水并未明显扩大，显示并未出现明显的现货抛售情况。

图1：3月油价与美债收益率负相关明显

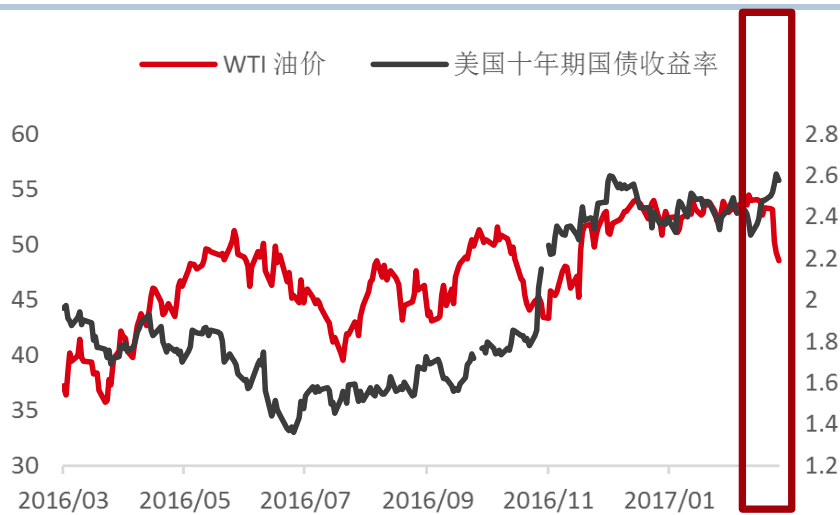


图2：但是上周油价大跌，远月升水并未大幅扩大



- ◆ 考虑到此前原油期货市场十分集中的投机多头持仓，近两周资金管理类多头持仓有所回落，但是数据截止上周二。上周三油价大跌开始，近月4月合约在ETF移仓的带动下持仓有所回落，但是总持仓呈现增加趋势。因此多头踩踏并未有明显体现。

图1：多头持仓集中引发对多头踩踏的猜想



图2：油价下跌的同时，总持仓量增加



上述猜想均无法解释油价的大幅下挫

- ◆ 除了美国加息导致高库存下资金成本增加的解释从方向上能够对应之外，其余假设均无法解释，且资金成本的小幅增加也无法解释油价的大幅下挫。
- ◆ 因此我们认为油价大跌与油市自身的关系不大。

看好油价的预期

- ◆ 产油国减产承诺兜底
- ◆ 美国汽油需求回升
- ◆ 炼厂检修结束后原油需求回升

油价上涨的风险，冲击仍有限

- ◆ 美国原油产量回归
- ◆ 利比亚和尼日利亚复产
- ◆ 印度废币后对石油需求的压制

- ◆ 1月整体兑现程度93%，2月根据科威特油长的数据兑现程度也达94%。且俄罗斯2月的减产幅度增加至15万桶/天，离目标仍有15万桶/天，较1月兑现增加约4万桶/天。因此，从产油国近期的消息和数据，以及产油国近期安排油田检修的情况来看，我们对减产承诺的兑现仍较为乐观。
- ◆ 需要注意的是，由于发电的需要，沙特自身需求预计在二季度将有明显的提高，因此沙特的大幅减产对市场的冲击预计在后续将能体现。

图1: OPEC 和俄罗斯产量

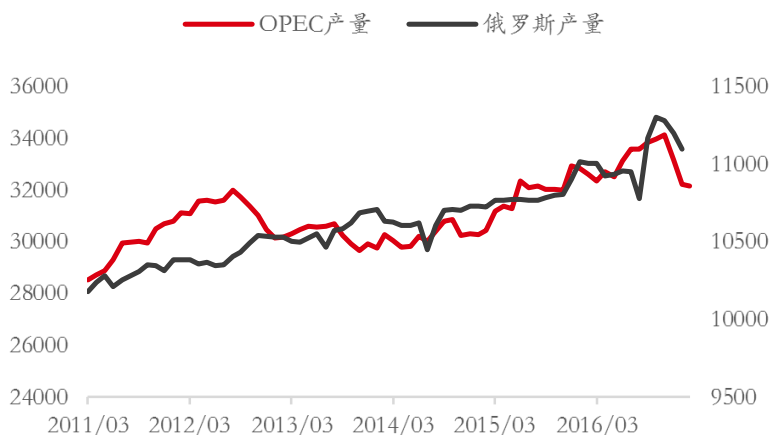
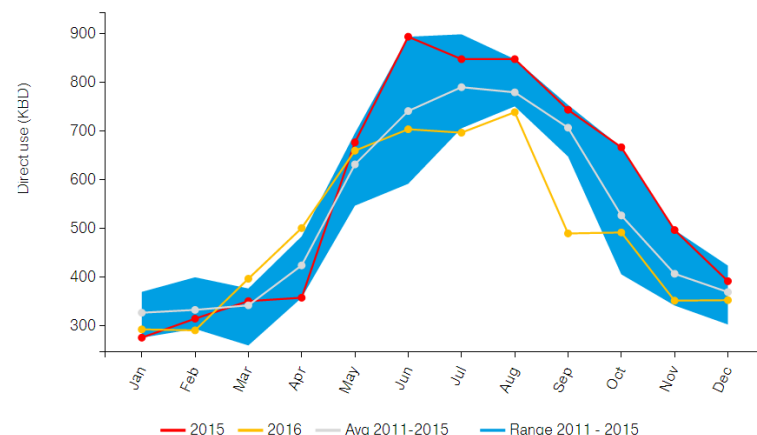


图2: 沙特后续自身原油需求预计回升



◆ 后期汽油需求回升的预期未改，上周EIA数据显示美国本土汽油消费已经自年初的底部提高，上周增加至2016年同期水平，且炼厂利润也有企稳回升的迹象。

图1：美国本土汽油消费自年初低位回升

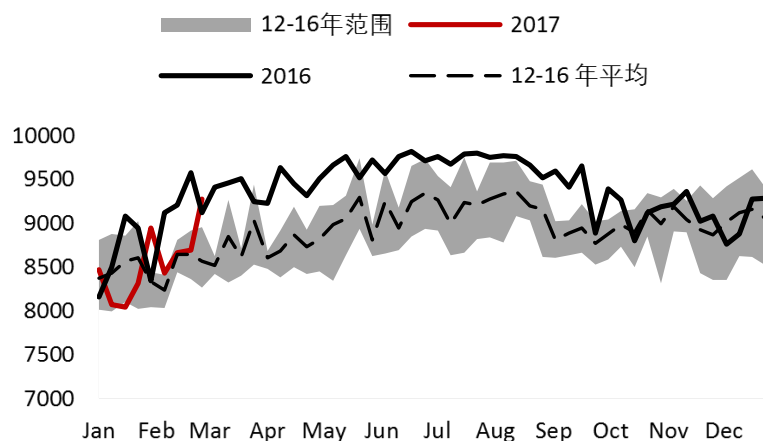
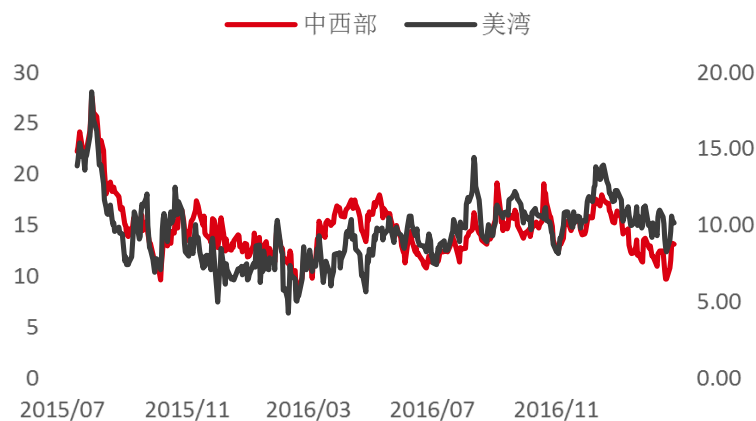
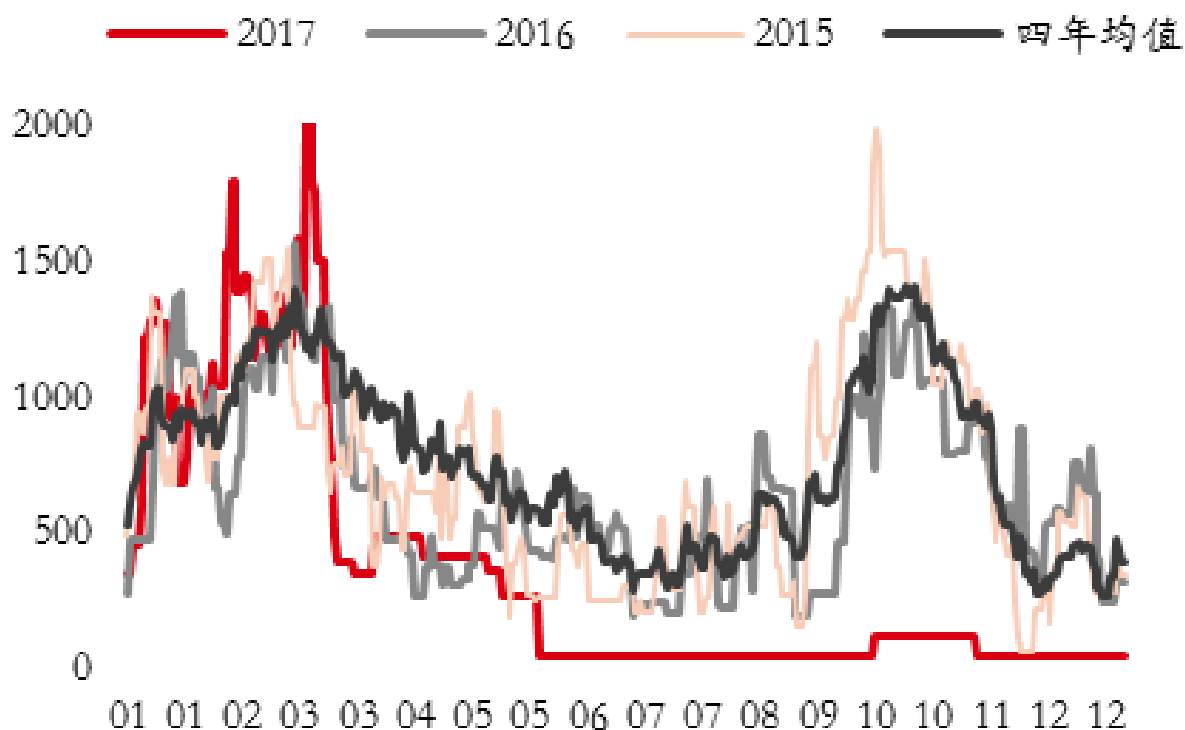


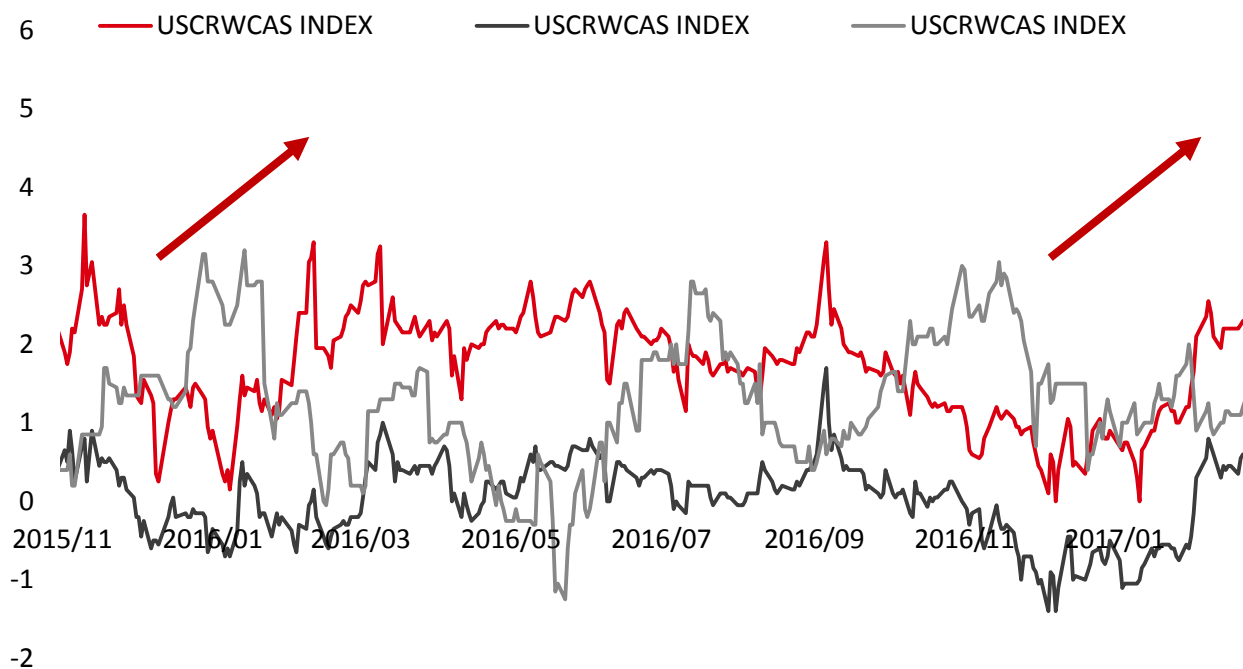
图2：炼厂利润上周有所好转



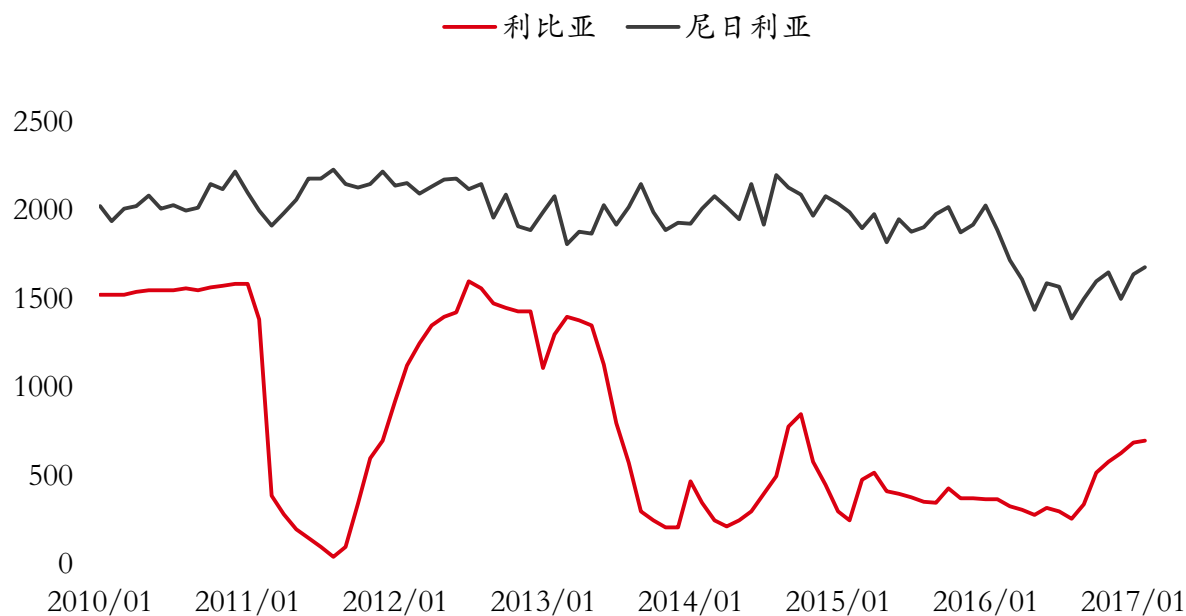
- ◆ 后续我们对炼厂加工的回升较为乐观，特别是本周美国计划内及计划外的炼厂检修预计均有恢复生产，对原油的需求回升也较为确定。
- ◆ 若按照检修结束恢复生产的产能计算，约有160万桶/天。



- ◆ 美国产量回升的确是当前油市的风险之一，但是WTI 月差年初走强；
- ◆ 考虑到当前处在美国炼厂加工量低位，从季节性看，Midland在年初通常也会出现较美湾贴水增加的情况。因此，并不能当做产量回升对于市场产生了不可承受的压力。



- ◆ 尼日利亚近期有消息显示政府希望重启与反政府武装谈判，稳定石油产出，目前仍未见到有进一步的发展。虽然该国国家石油公司表示当前该国产量已经达到200万桶/天，稳定性仍较差，彭博统计的2月产量为168万桶/天，较1月小幅增加4万桶/天。
- ◆ 利比亚在港口的全面恢复之后，产量释放较为顺畅，2月产量恢复至70万桶/天。但是利比亚的产量在很大程度上受到出口能力的影响，东部局势仍难言稳定。



- ◆ 印度需求在1月出现明显的同比回落，主要是受到废币的滞后影响，且传导到原油的进口上也出现了明显的放缓。从海上浮库的跟踪来看，一般印度每个月均有一次的清库情况，但是1月并没有出现，整体与成品油的需求表现一致。但是情况在2月已经有明显的好转。

图 1：印度 1 月成品油需求同比回落

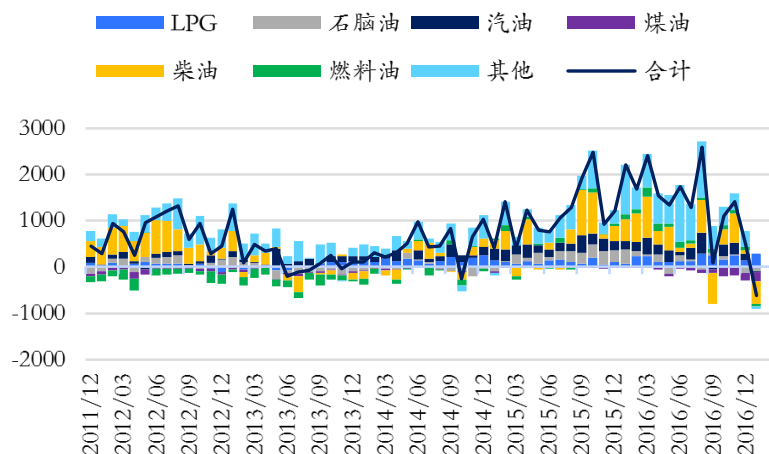
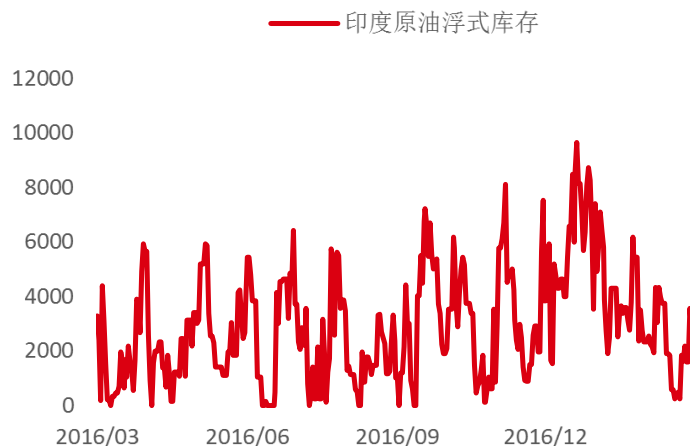


图 2：印度海上浮库 2 月恢复正常清库





- ◆ 虽然上周油价大跌，并未看到油市自身的压力。且从基本面数据上看，美国和中东预期较好，美国主要是终端需求预期逐步走高，以及炼厂加工量恢复将提振美国原油需求，叠加中东减产供应量收紧有助于美国市场去库存。且沙特后续原油发电需求量将逐步提高，产油国对于减产的承诺兑现预期仍较高。
- ◆ 因此，我们仍看好油价后市走势，认为油价回调空间有限。可密切关注美国需求回升后汽油库存以及原油库存能否有效回落。
- ◆ 若按照此前季节性规律，美国去库存需等到4月，但是今年炼厂检修结束提前和OPEC发货的提前可能促使库存提前累积和提前去化。



谢谢！

