

关注 WTI-Brent 价差走阔背后的逻辑

此前根据三大机构的平衡表,在经历了9月份的飓风扰动之后,四季度全球油市仍以去库存为主,根据10月份三大机构的预估来看,Q4市场对OPEC原油需求量(Call on OPEC)分别为3255、3300、3320(EIA、IEA、OPEC),三家均值为3290万桶/日,按照9月份OPEC产量3275万桶/日(OPEC二手数据源),市场仍然存在供需缺口,但这一缺口幅度较今年二三季度明显收窄,10月份高频的库存数据也对平衡表缺口进行了印证,美国总石油库存下降近2250万桶,其中成品油库存下降1500万桶非常可观,目前主要的下游产品如汽油、馏分油、航油、渣油的库存均已经接近甚至低于5年同期均值水平,从库存消费比的角度看均已经低于5年均值水平,目前成品油库存偏高的品种主要在其他油品这一成分上,主要包括天然气液(NGLs)以及丙烷等页岩气衍生品,剔除掉这一因素,美国成品油库存已经基本完成了再平衡目标,从IE新加坡成品油库存以及PJK的ARA成品油库存结论与之类似,因此可以说美国原油库存是油市再平衡需要攻克的最后堡垒。

10月份是美国炼厂的常规检修期,按照季节性规律来看,美国原油加工量通常在10月份见底之后持续回升至年内高位,原油库存也会季节性下降,也就是说如果美国原油产量和进口量持稳,那么11月份开始美国原油库存可能加速下降,另外考虑到四季度全球平衡表是存在缺口的,我们不认为依然会出现像去年库存在原油和成品油之间“挪腾”的情况。

目前美国是全球市场再平衡最后的堡垒,为了达成这一目标,我们认为必须通过炼厂高开工或者高出口这两个途径来完成去库存,也就意味着裂解价差或者WTI-Brent价差两者至少其一要维持高位,目前不论是哪个路径去实现,我们认为后期相对确定是库存下降,也就意味着买WTI近月抛WTI远月是一个安全边际相对较高的选择,我们在近期也观察到WTI1-6月、1-12月合约升水不断走高,预计短期正套逻辑可能仍会延续,相对的,目前原油绝对价格近期受到的扰动因素较多,如伊拉克库尔德冲突、伊朗制裁以及OPEC减产协议等等,但在市场尚未完成再平衡的前提下,进一步上行可能对市场带来额外的压力,因此我们仍然维持相对偏谨慎的观点。

研究院 原油&商品策略组

潘翔

原油&商品策略组 组长

☎0755-82764736

✉panxiang@htfc.com

从业资格号: F0286011

投资咨询号: Z0010713

相关研究:

环保问题加剧,关注后期延续性

2016-12-19

环保限产与年末赶工,工业品表现偏强

2016-12-12

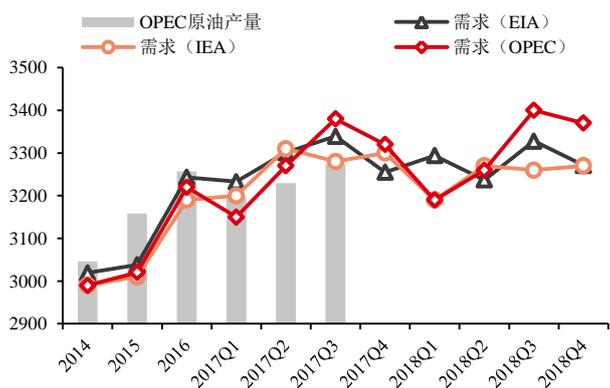
从修复基差到修复远期贴水,关注OPEC会议

2016-11-28

美国原油库存：油市再平衡需要攻克的最后堡垒

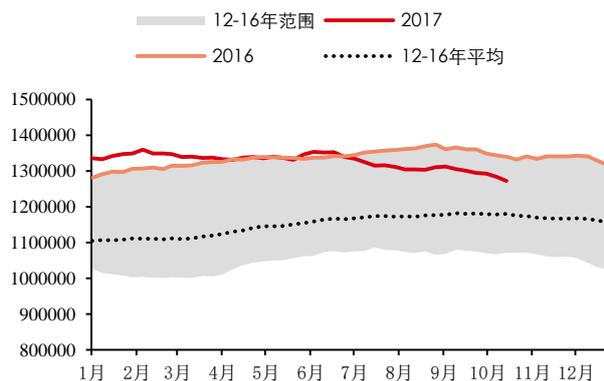
此前根据三大机构的平衡表，在经历了9月份的飓风扰动之后，四季度全球油市仍以去库存为主，根据10月份三大机构的预估来看，Q4市场对OPEC原油需求量(Call on OPEC)分别为3255、3300、3320(EIA、IEA、OPEC)，三家均值为3290万桶/日，按照9月份OPEC产量3275万桶/日(OPEC二手数据源)，市场仍然存在供需缺口，但这一缺口幅度较今年二三季度明显收窄，10月份高频的库存数据也对平衡表缺口进行了印证，美国总石油库存下降近2250万桶，其中成品油库存下降1500万桶非常可观，目前主要的下游产品如汽油、馏分油、航油、渣油的库存均已经接近甚至低于5年同期均值水平，从库存消费比的角度看均已经低于5年均值水平，目前成品油库存偏高的品种主要在其他油品这一成分上，主要包括天然气液(NGLs)以及丙烷等页岩气衍生品，剔除掉这一因素，美国成品油库存已经基本完成了再平衡目标，从IE新加坡成品油库存以及PJK的ARA成品油库存结论与之类似，因此可以说美国原油库存是油市再平衡需要攻克的最后堡垒。

图 1：原油市场供需平衡情况 单位：千桶/日



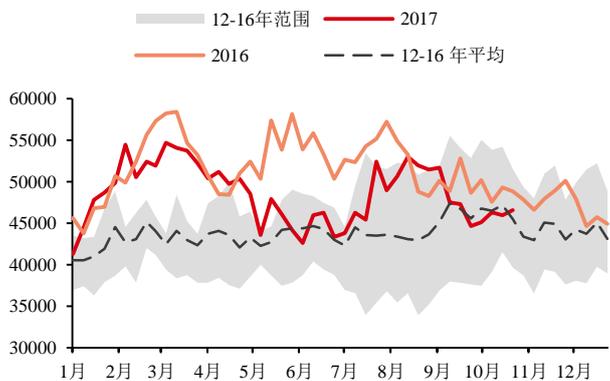
数据来源：IEA OPEC EIA 华泰期货研究院

图 2：美国石油库存(不含 SPR) 单位：千桶



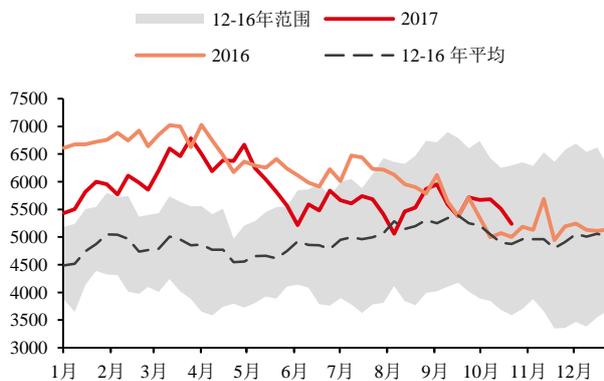
数据来源：EIA 华泰期货研究院

图 3：新加坡成品油库存 单位：千桶



数据来源：IE 华泰期货研究院

图 4：ARA 成品油库存 单位：千吨

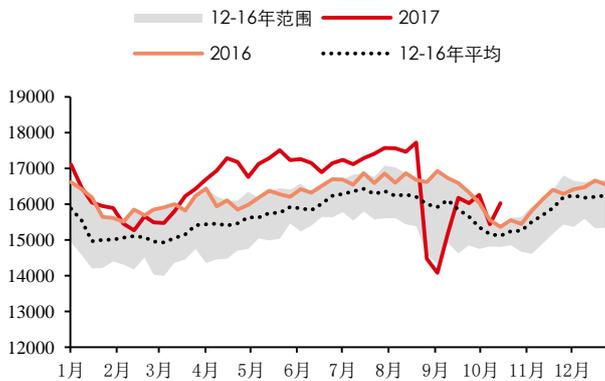


数据来源：PJK 华泰期货研究院

炼厂开工回升加出口高位，原油库存有望加速下降

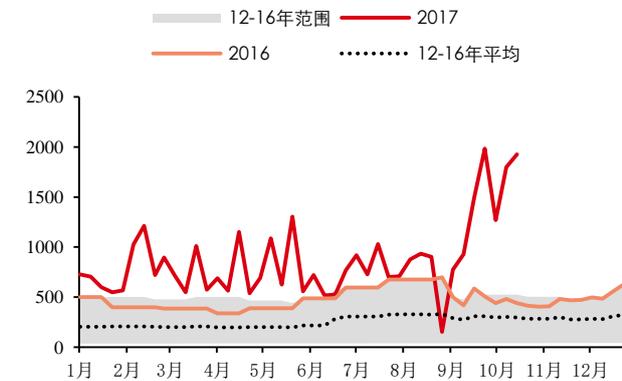
10月份是美国炼厂的常规检修期，按照季节性规律来看，美国原油加工量通常在10月份见底之后持续回升至年内高位，原油库存也会季节性下降，也就是说如果美国原油产量和进口量持稳，那么11月份开始美国原油库存可能加速下降，另外考虑到四季度全球平衡表是存在缺口的，我们不认为依然会出现像去年库存在原油和成品油之间“挪腾”的情况，此外，由于WTI-Brent价差拉大驱动美国原油出口大幅增长，如果出口量能够维持在150~200万桶/日，那么也将有利于美国原油库存的去化。考虑到目前WTI-Brent的价差水平，我们认为进口大幅反弹的概率不高，因此实现美国原油去库存唯一的风险点在于美国原油产量，尤其是页岩油部分，根据EIA周度数据目前美国原油产量缓慢回升至950万桶/日，接近历史高位。虽然WTI原油近期持续在50美元/桶以上运行，但我们看到贝克休斯活跃钻机数量却没有出现明显增长，也就意味着新井产出压力不大，叠加EIA DPR报告中显示主要产区单产开始下降，不过目前仍然不确定页岩油生产商是否会加快DUC库存井的完井，根据EIA数据，目前页岩油DUC的数量达到7000口以上，形成了庞大的“剩余产能”，如果DUC集中复产，不能排除美国原油产量有向上修正的风险，仍然值得后期关注。但考虑到四季度大概率还是开工与出口齐增，进口稳中有降，产量稳中增长的组合，因此，美国原油库存有望加速去化。

图5：美国炼厂加工量 单位：千桶/日



数据来源：EIA 华泰期货研究院

图6：美国原油出口量 单位：千桶/日



数据来源：EIA 华泰期货研究院

关注 WTI-Brent 价差走阔

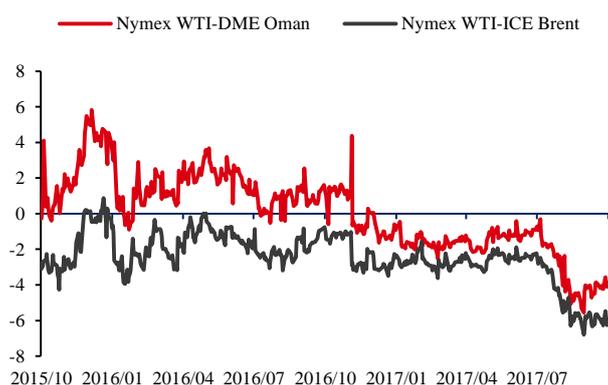
WTI-Brent 价差与美国区域间价差联动性增强

虽然油价总体处于45~60美元/桶区间运行，但从8月份开始WTI对Brent以及Dubai-Oman其他两大基准油明显走弱，WTI对Brent贴水从上半年3美元/桶扩大至6美元/桶，WTI

对 DME Oman 贴水从上半年 1.5 美元/桶扩大至 4 美元/桶, 截至目前依然维持较高的贴水, 这是今年下半年原油市场值得关注的市场结构变化之一。

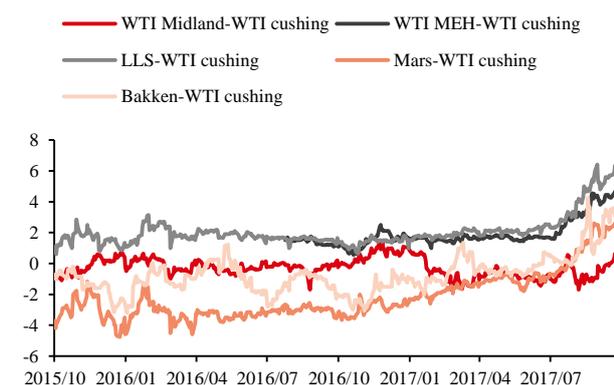
WTI (西德克萨斯州中间基原油) 实际上指的是 Nymex 轻质低硫原油期货价格(市场习惯称为 WTI, 实际的交割品级为 DSW 混合轻油), 代表期货交割地库欣地区轻质原油的出罐价, 与其他美国本土原油价格对比发现, 从今年 8 月份开始, 除了 WTI 库欣对 WTI 米德兰的价差维持在历史相对正常的波动区间外, WTI 库欣对其他油种的价差也明显走弱, 对 LLS 的贴水超过 6 美元/桶, 对 WTI MEH 贴水超过 5 美元/桶, 在去年贴水 WTI 库欣 4 美元/桶的 Mars 原油目前升水 3 美元/桶。如此看来, WTI 库欣成为全美原油市场的价格洼地, 考虑到管道运费, 目前的价差水平代表加拿大原油 (WCS、SCO)、Bakken 原油北油南运到库欣会严重亏损, 同时库欣 DSW 原油南下出口套利有巨额利润, 但美湾原油的出口套利的空间有限 (LLS 对 Brent、WTI MEH 对 Brent 贴水偏小), 也就说 WTI-Brent 的贴水的核心矛盾在于美国原油之间非常态的价差关系。

图 7: WTI 与 Brent、Oman 价差 单位: 美元/桶



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 8: 美国轻质原油区域升贴水 单位: 美元/桶



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

WTI-Brent 价差与美国区域间价差联动性增强

今年三季度 WTI-Brent 价差走阔的逻辑与前几年明显不同, 由于管道的改扩建以及美国原油出口放开, 美国内陆、湾区进出口套利已经不存在明显的物理上以及政策上的瓶颈 (LOOP 港仍不能装 VLCC 油轮出口), 此轮 WTI 和 Brent 的走强更多是来自供需库存之间的差异, 8 月开始北海检修叠加西非原油不可抗力, 现货市场偏紧支撑布伦特近月升水, 然而库欣库存却由于 DAPL 管道投产以及飓风出现胀库, 两者供需上的一紧一松驱动美国出口套利的增加。

目前美国原油的出口套利有以下几种路径: 1.WTI 库欣的 DSW 混合油通过 seaway 和 marketlink 管道南下之后通过休斯顿港口或者 port Arthur 出口; 2.WTI MEH (WTI Midland

经 Bridgetex 和 Longhorn 管道输送至 ECHO 终端) 从休斯顿港出口; 3.Eagle Ford 原油通过 Christ Corpus 港出口; 4.Bakken 原油经 DAPL 管道和 ETCOP 管道出口。考虑到美湾本身炼厂产能 975 万桶/日, 占全美一半左右, 对本地轻质原油的消耗量也较大(且今年加大了轻质原油投料比例), 因此美湾炼厂必须保证本土轻质原油的供应, 因此在 WTI-Brent 套利窗口开启的同时必须保证美湾原油对 WTI 库欣升水走高, 否则美湾原油将选择出口而不是留在本地加工, 这也体现了全球炼厂利润较高的环境下, 美湾炼厂和西北欧甚至亚太炼厂对轻质页岩油资源的争夺, 10 月 26 日, TransCanada 上调了 Marketlink 管道费 0.5 美元/桶至 3 美元/桶, 这使得 WTI 库欣到美湾以及到西北欧的物流成本进一步增加, 从而支撑 WTI-Brent 价差走高以及 WTI MEH 升水走高, 由于 11 月开始, 美湾炼厂开工率仍将上涨, WTI MEH 对 WTI 库欣在出口套利窗口维持的背景下仍将维持高升水, 后期 TransCanada 极有可能将 Marketlink 管道的运费进一步上调至 3.7 美元/桶的天花板 (FERC 规定上限), 这也意味短期来看, 库欣原油库存在 11 月份开始可能加速流出, WTI 的近月贴水或将逐步修复。

再平衡通过价差来实现, 绝对价格看法偏谨慎

目前美国是全球市场再平衡最后的堡垒, 为了达成这一目标, 我们认为必须通过炼厂高开工或者高出口这两个途径来完成去库存, 也就意味着裂解价差或者 WTI-Brent 价差两者至少其一要维持高位, 目前不论是哪个路径去实现, 我们认为后期相对确定是库欣库存的下降, 也就意味着买 WTI 近月抛 WTI 远月是一个安全边际相对较高的选择, 我们在近期也观察到 WTI1-6 月、1-12 月合约升水不断走高, 预计短期正套逻辑可能仍会延续, 相对的, 目前原油绝对价格近期受到的扰动因素较多, 如伊拉克库尔德冲突、伊朗制裁以及 OPEC 减产协议等等, 但在市场尚未完成再平衡的前提下, 进一步上行可能对市场带来额外的压力, 因此我们仍然维持相对偏谨慎的观点。

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2017版权所有。保留一切权利。

● 公司总部

地址：广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com