

油价上行，能化板块反弹还是反转

东海研究所高级能化分析师李婉莹

“五一”假日期间，国际油价表现强势。截至5月5日，纽约商品期货交易所西得克萨斯轻质原油2020年6月期货结算价每桶24.56美元，涨幅20.5%；伦敦洲际交易所布伦特原油2020年7月期货结算价每桶30.97美元，涨幅13.9%。油价连续5日的上行对能化板块而言意味着反弹还是反转？

1：油价阶段性上行的原因：复工复产带来情绪回暖

此次油价上涨，我们认为最根本的原因即为供需基本面的展望性改善。需求方面，以美国为例，据《纽约时报》报道，5月1日，已经有12个州开始了复工复产，这是自美国新冠疫情暴发以来的第一次大规模营业。对原油市场而言，复工在逻辑上意味着生产生活的有序进行，对成品油消费形成提振，美国石油学会发布的数据显示，截止5月1日当周，美国汽油库存减少220万桶。供应方面，根据上一次的OPEC减产会议，OPEC+成员国将于5月开始减产970万桶/日。

回顾4月，月初的减产会议同样一度引发油价暴涨，而后疫情拐点被证伪以及全球原油库存告急等消极因素压制油价上行空间，WTI一度跌至负值。5月上旬相对4月而言，显然利好消息较多，减产叠加复工对市场情绪形成提振直接反应在盘面上。

布伦特油价走势



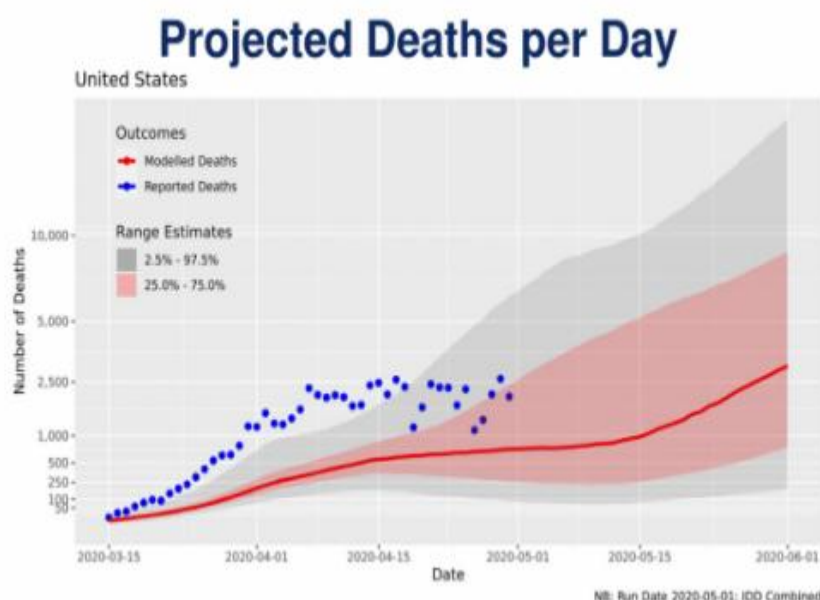
资料来源：WIND；东海期货研究所整理

2：5月油价的机与危：警惕疫情二次爆发

国家	现状
中国	已复工复产；生产生活逐步恢复；外防输入阶段；各地5月陆续开学
美国	原则上由各州自行决定。建议一些州可以在5月1日之前重启商业活动，开放学校。
欧洲	“群体免疫”仍旧为主要思路，逐步开放lockdown。4月14日意大利恢复商店营业，15日丹麦的幼儿园和小学可以开学，其他欧洲国家也在酝酿重新开始复工

欧美国家逐步开始复工复产，同时减产正在进行，是否意味着未来油价即将一路上行，高歌凯旋呢？我们认为，疫情的实际发展仍旧决定了油价的未来走势。近期我们看到，不少国家的复工仍旧在疫情未得到根本控制的大环境下进行。美国方面，4月16日特朗普就宣布“重启美国”计划，全美经济将分三个阶段重开。健康的美国人可以根据情况恢复工作。特朗普表示，大部分地区都可以考虑开放，一些疫情不严重的、符合标准的州甚至“明天就可以开放”，将让各州州长宣布重新开放计划。但是，在特朗普的三个阶段“重启美国”计划中，并不包含对检测的要求。参考CDC模型，伴随美国各地企业重新开始营业，CDC预测新冠病毒死亡人数将从过去一周每天约2000人增加到每天接近3000人。不论是美国尽快复工的策略抑或是欧洲“群体免疫”的应对方针，都有可能造成疫情二次爆发。相对而言亚洲国家在此次疫情中态度更为谨慎，中国3月复工的大背景即为除武汉以外的新增数量得到根本控制，日本近期也表示，以全国为对象的“紧急事态宣言”期限未能按原先计划的1个月如期结束，被延长至5月31日。一旦疫情再次爆发，复工复产将难以顺利推进，成品油及原油需求恢复可能仍旧需要一段时间。

CDC 预测模型



资料来源：CDC；东海期货研究所整理

再谈供应，此次沙特发起“价格战”的主要目的是将美国页岩油挤出市场，目前来看显然未达其目标，因此我们保持观望态度。俄罗斯方面，我们看到在布油跌破30美金/日一线后，该国态度出现松动，希望能够重启减产谈判。俄罗斯的原油生产成本略高于沙特，大约为20美金/桶。参考往年俄罗斯的减产履约情况，我们不建议过分乐观的去看待此次其承担的减产配额推进。对美国而言，库容紧缺将在一定程度上倒逼其减产，但经过合理评估，其页岩油产业经过多年发展，具备一定韧性，低油价环境下，产业格局有望进一步优化，老旧落后的产能将优先淘汰，而成本低，投产快的新技术会被能源巨头大面积运用。短期内美国产量下降的幅度难超200万桶。

因此对近期的油价而言，利好因素集中释放提供了其上行动力。然而援引一些权威机构对疫情发展时间轴的把控，7-10天的病毒潜伏期过后，松散的防疫机制有极大可能导致疫情局面恶化，届时全球的复工节奏有可能被打乱。另外，从对原油消费的实际影响上讲，一

方面需求的回暖将迟滞显现，另一方面，针对近期的库存表现，美国石油学会发布的数据显示，截止5月1日当周，美国原油库存近5.186亿桶，比前周增加840万桶，馏分油库存增加610万桶。备受市场关注的美国俄克拉荷马州库欣地区原油库存增加270万桶。只能说明库存增长速度有所放缓，但离去库仍有很大距离。总体来说，我们仍旧建议对油价保持谨慎态度，最近市场情绪的波动巨大，需求主导盘面，疫情这一不可控因素是压制油价快速上行的达摩克利斯之剑。

3：油价剧烈震荡，能化板块表现分化

对内盘而言，国际油价变动引发能化品种走势分化。值得注意的是，在经过了两个月的外盘剧烈震荡后，我们可以看到当前不少品种对油价的跟随已出现差别。上海油SC方面，受到国际油价带动，SC今日开盘上行，但整体幅度相对外盘偏窄。前段时间由于海运费暴涨以及人民币坚挺，抄底情绪蔓延，导致内外盘价差走扩，目前运费小幅回落，因此我们建议适当关注空SC多Brent的操作。至于聚酯系列的PTA与MEG，我们之前分析过不同油价环境下折算这两大品种的理论价格。从相关性同比变化的角度看，其实TA与EG近期与油价的相关性处于回落状态，盘面逻辑仍旧主要跟随基本面变动。不过需要注意的是，由于油价引发的抄底曾推动下游囤货，在短期内拉涨了TA与EG价格，带来阶段性行情。中长期角度看，我们对终端需求保持悲观态度，在二季度前，除非疫情出现超预期好转，否则纺服消费难有亮眼表现。短期来看，我们认为EG与TA近月合约可能出现分化。TA09面临巨量仓单压力，社会库存不断增加，而在加工费600-800元/吨的吸引下，高负荷处于无解状态；但对EG来说，近段时间港口液体化工抢罐现象频发，我们认为后期到港进度会受到拖累，因此港口显性周度库存出现拐点；当然，这一部分船货处于隐形状态，因此我们看好EG正套。综合看来，在油价如此波动剧烈的背景下，并不能一味认为能化板块将完全跟随，价格出现无风险反转仍需时日。类似燃料油与沥青等直接下游品种，我们同样不建议重仓单边操作，以防出现行情反复。投资者可以结合基本面情况，适度关注套利策略。