

浅谈“负油价”背后的油市“陷阱”

东海研究所高级能化分析师李婉莹

近期金融市场动荡，投资者不时感叹“见证历史”。昨夜，WTI 5 月原油期货跌为负值，日内跌幅一度超过 300%，报收-37.63 美元/桶。同时，美国与加拿大各地原油现货也跌破 0 线。

1：为何出现“负油价”？

首先着眼于现货市场，伴随疫情发酵，全球原油供过于求的局面未能得到有效缓解，累库压力持续。Supercontango 的曲线结构一度引发市场囤油潮，然而全球的储油空间告急。以美国为例，库欣地区库存连续数周上涨，库欣地区原油库存容量约在 7800 万桶。当前利用率高达 75%。服务公司 Genscape 周一报告称，截止 4 月 17 日的一周，纽约商品交易所西得克萨斯轻质原油交割地库欣地区原油库存增加至 6100 万桶，比前周增加 9%。对一些抗风险性较小，业务单一的小型能源公司而言，储罐库容有限且存储成本过高。因此只能选择“负油价”售油。

美国储油现状

原油库存	当前库存占比	剩余库容	剩余库容周数
前值	11.39 亿桶		
商业原油库存			
前值	5.04 亿桶		
容量	5.62 亿桶	90%	5800 万桶
			4 wks
库存原油库存			
前值	5496 万桶		
容量	7300 万桶	75%	1800 万桶
			3 wks
战略原油库存			
前值	6.35 亿桶		
容量	7.27 亿桶	87%	9200 万桶

资料来源：公开信息

期货市场方面，几日前，芝商所曾对媒体表示，正在对软件重新编程，以便处理能源相关金融工具的负价格。能源衍生品交易所也在为负价格做准备。5 月合约即将到期，根据交易所规则，一旦到期，多头交易者必须接受实物交割，交割日期不得迟于交付月份的最后一个日历日。也就是说，在 5 月合约到期前，多头只能选择平仓展期或收到原油现货。西得克萨斯轻质原油期货交割地点在美国俄克拉荷马州库欣地区，以离岸价交割，换言之，多头需要自己支付运费来收货。显然多头大多选择直接在期货盘面上进行平仓操作，且不论当前巨大的展期成本，恐慌情绪引发抛售踩踏，造成 5 月合约大跌。

2：警惕“抄底陷阱”

从沙特开打“价格战”伊始，布油从 50 多美金回落至 30 美金，能化市场就普遍蔓延抄底情绪。主要逻辑在于，20-30 美金的油价处于历史低位，即便回落空间有限，而未来需求恢复后，油价重心一定能够回到疫情开始前的水平，即 50-60 美金。放到长周期看，逻辑本身并无太大矛盾，但问题在于，落到交易上，投资者必须考虑几个问题：如何选择“抄底”工具；如何界定时间周期。

第一个问题，一般来说，我们就单纯考虑金融市场和现货市场。首先金融工具很多，入

场门槛相对低一些。例如投资原油 ETF，原油期货等。国内外原油 ETF 品种丰富，高达几百种，大部分是非杠杆类产品；然而，如果细分去看，不少国外的 ETF 对标的是油企股票。对标股票的问题在于，即便期货与现货原油价格反弹，企业类的股票价值未必跟涨，这与 ETF 具体投资的项目有很大关系，在资金流向不明朗的情况下，盲目跟投 ETF 会造成巨大的不确定性风险。利用期货工具“抄底”原油更加普遍，然而最近的行情也告诉我们，supercontango 的月差结构会造成高额展仓成本。例如 n 月合约 20 美金，然而次月为 30 美金，一旦面临到期，利润很快就会被压缩。以当前的油价水平看，一个月之内迅速恢复的可能性极低，部分对标 Brent，WTI 的 ETF 同样会存在这样的问题。现货市场方面，有能力实地囤油的投资者数量有限。现在很多人用“过剩牛奶”案例来对比原油，但原油并不能同牛奶一样直接倒进海里，只能支付高额储存费放在库中，目前海上浮仓遍布，每一天需要支付 VLCC 船东 3-6 万美金的费用，这也造成供需矛盾无法化解之后的累库情况愈发严重的恶性循环。

第二个问题，如何界定时间周期。历史上原油数次暴跌，价格恢复的时间在 30-50 周不等，普遍条件下，因为供应过剩导致的油价下跌危机或需要更长时间平衡。如 2015 年的美国页岩油革命后，油价暴跌，随后的几年时间，随着 OPEC 减产协议的执行，原油需求的恢复，原油库存的去化，才使得 2018 年初布伦特原油价格回到 70 美元/桶。此次的新冠疫情来势汹汹，普通投资者难以估量疫情完全好转的具体时间，因此直接“抄底”原油风险不言而喻。

近期来看，各大产油国即将开始联合减产，OPEC+ 预计贡献 970 万桶/日的份额，不过最近两次能源会议也体现出产油国内部的分歧与竞争。我们看到沙特公布的最新 OSP 并未调高欧亚两地的报价，这也就意味着该国并没有放弃竞争亚欧市场份额。俄罗斯方面也调低原油出口税费，因此我们担忧 OPEC+ 的减产落地情况。美国方面，页岩油产业确实受到一定冲击，但具体看来，贝克休斯钻井下滑然而等待产量大幅下滑仍需较长时间。以活跃油井去化一般计算，美国原油产量或下降 200-300 万桶，即便叠加 OPEC+ 的减产努力，仍旧难以对冲需求阶段性下滑 2000-2500 万桶/日带来的负面影响。疫情仍处发酵期，目前美欧部分国家准备复工复产，但对需求端的提振将呈现滞后性。我们对未来一个月的油市持谨慎悲观态度。6 月合约将会在 5 月 19 日到期，届时疫情拐点若仍未出现，持有该合约的交易者又将再度面临“高成本展仓”和“实物交割”两难困境。

“负油价”显示出当前油市疲弱的基本面，对内盘能化品种影响偏空。近期上海油市场调整仓储费，且伴随海运费回落，内外盘价差将进一步压缩，近月合约下行压力增大，近远月价差走阔，建议投资者不要轻易尝试“抄底”，合理控制仓位。我们更加建议根据能化板块内部不同品种的基本面强弱做对冲布局，未来需要重点关注各国复工情况与疫情发展。