

## 【申银万国期货】往事已矣，来日可追

### ——申万期货原油专题

2020 年 4 月 21 日

#### 摘要：

从来没有一个非主力合约能够这样牵动市场的心，也从来没有一个期货合约价格能跌到负数。但是 WTI05 做到了，在交割前 1 天，最低跌至-39.55 美元，结算-37.63 美元。往事已矣，来日可追，本文我们除了会剖析为何 WTI05 合约跌的如此惨烈以外还将探讨 WTI06 及其他合约后期可能的走势及此次下跌对国内原油期货的影响。

回到国内原油期货，我们仍然维持前期偏弱的观点不变。WTI 近月合约的暴跌对国内的影响主要体现在心理作用上。SC 近月可能继续下落，而下跌的主要动力从前期的供需矛盾转变为高库存和低库容的矛盾。跨月价差在交易所调整仓储费后保持 14-15 元，但随着库容压力进一步增大，不排除继续调整的可能。

#### 分析师

董超 能化分析师

从业资格号：F3030150

投资咨询号：Z0012596

电话：021-5058 3880

邮箱：dongchao@sywgqh.com.cn

#### 申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号

宝安大厦 10 楼

邮编：200122

电话：021 5058 8811

传真：021 5058 8822

网址：[www.sywgqh.com.cn](http://www.sywgqh.com.cn)申银万国期货  
宏观金融研究

申银万国期货研究

从来没有一个非主力合约能够这样牵动市场的心，也从来没有一个期货合约价格能跌到负数。但是 WTI05 做到了，在交割前 1 天，最低跌至-39.55 美元，结算-37.63 美元。往事已矣，来日可追，本文我们除了会剖析为何 WTI05 合约跌的如此惨烈以外还将探讨 WTI06 及其他合约后期可能的走势及此次下跌对国内原油期货的影响。

## 一、风月同天，山川异域

WTI、布伦特和上海原油期货交易的都是原油，但同油不同命。昨日 WTI05 跌入负值，06 下跌 15%，而布伦特和上海原油期货跌幅远远小于前者。其原因归结为 WTI 特殊的交割制度和稀缺的剩余库容。

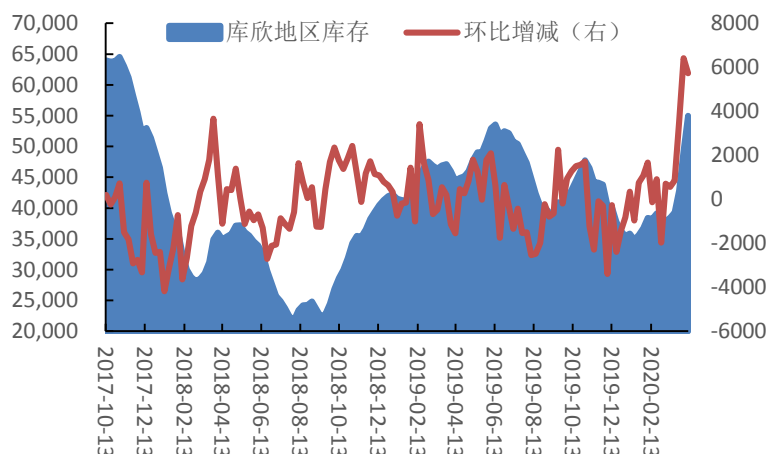
交割制度方面，根据 WTI 轻质低硫原油交割文件规定，交割必须按通过俄克拉荷马州库欣的管道或储油设备的 FOB 价格进行。买方有权选择通过下列任一方式完成交割：使用卖方出油管或储油设备通过设施间泵送至指定管道或储油设备；在卖方允许的前提下，向买方转让储油槽所有权或出书转移。在该期货期满后，任何多头交易者必须接受实物交割，任何空头交易者必须进行交割，交割日期不得迟于交付月份的最后一个日历日。也就是说，如果空头不允许，多头就必须自备仓库，在 5 月 31 日接受实物交货。

而布伦特原油由于北海原油现货产量稀少，很久之前就已经变为现金交割，也就没有了现货交割可能导致的多逼空、空逼多。至于上海原油期货，和国内的其他期货品种一样是仓单交割制。即合约到期后空头向多头交割仓单，而原油现货已经储存在交易所指定的交割库中，多头天然没有库容方面的担忧，所以近期跌幅明显比国外小。

不同的交割制度早已有之，但此次造成如此极端的行情也需要基本面的配合。正常情况下，多头找仓库接货就是了，但实际上这一简单的逻辑目前难以实现。WTI 交割地为地处内陆地区的库欣，其整体原油库容为 7700 万桶左右，截止 4 月 10 日库存 5500 万桶，当周增长 572 万桶，而前一周上涨了 642 万桶。在目前炼厂开工下滑的大背景下市场有理由相信库存会以更快的速度累积。保守估计 5 月初库欣地区也将没有任何库容提供给多头用于交割，而昨晚未平仓的合约还有 10 万手左右，即 1 亿桶，多头也根本无力交割。因此就出现了昨夜多头“丢盔弃甲”似的“出逃”行为。

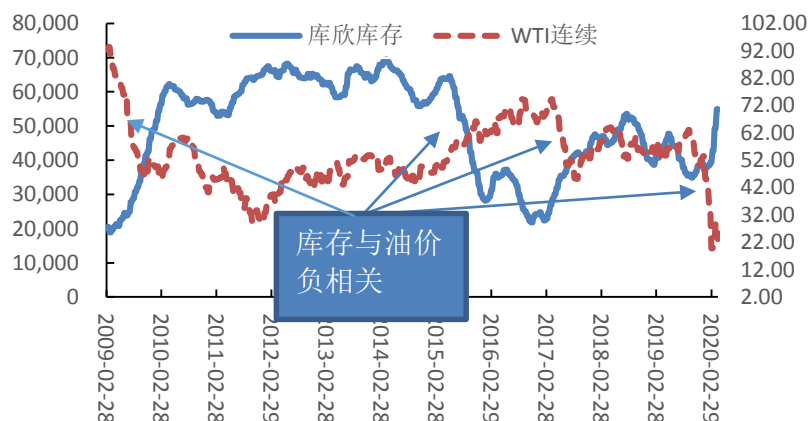
另外我们也能发现库欣地区库存与油价有着明确的反向关系，尤其是在库存大幅度变动时。

图 1：库欣地区库存（千桶）



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 2：库欣地区库存与 WTI 油价关系图（千桶，美元/桶）



资料来源：Wind，申万期货研究所

## 二、倾巢之下，安有完卵

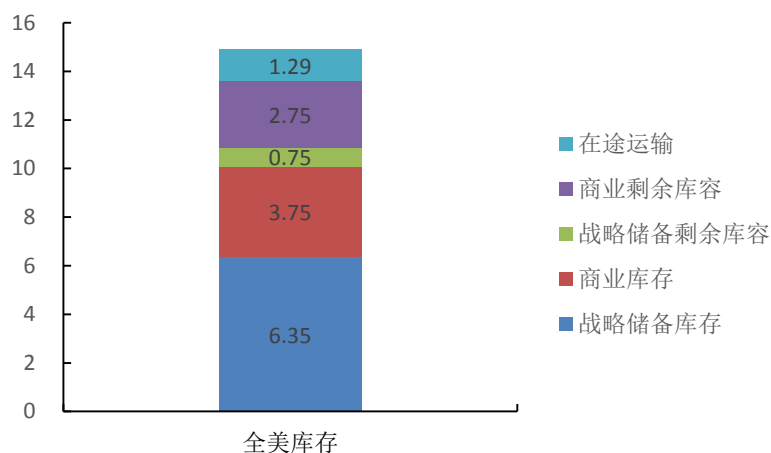
这波原油下跌本身也是对宏观供需环境的反应。新冠疫情发生后飞机大面积停飞、民众减少出行、工业产量下滑，原油需求骤降。国际能源署在石油市场月度报告中预计 2020 年全球石油日均需求将下降 930 万桶，同时 4 月份全球原油日均需求将下降 2900 万桶。即使 OPEC+ 超级减产也无法抵消如此糟糕的需求预期，国际能源署预计 2020 年第二季度全球石油库存将以每天 1190 万桶的速度增加。

从全球总库容看，全球原油及成品油总库容为 72 亿桶，其中 80% 已经装满，原油剩余库容为 8 亿桶。另外目前存储于海上油轮的浮式储油量约为 1.1 亿桶，后期最多还能有 3 亿桶的浮仓库容。但考虑到

库存的增速，陆地库容 3 个月内就会见底，浮仓库容再支撑 1 个月后将告急。

美国方面，截止 4 月 10 日全美原油陆地库容 13.7 亿桶，已用库容 11.4 亿桶。其中战略储备库存约 6.4 亿桶，在途运输 1.29 亿桶，炼厂及储罐储库储存 3.75 亿桶。美国商业原油储存容量为 6.53 亿桶，即美国商业原油储存容量利用率达到 57%。

图 3：全美库存（亿桶）



资料来源：Wind，申万期货研究所

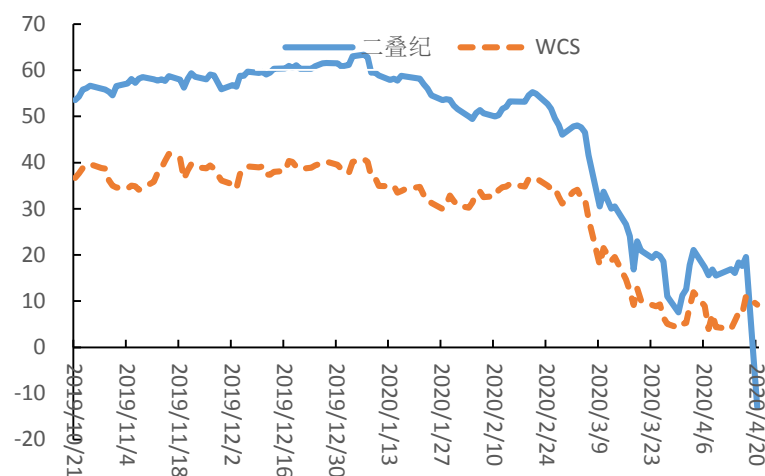
57%的利用率虽然不高，但是考虑到上周美国库存增加 1900 万桶的情况，剩余库容将会很快耗尽。以 80%利用率计算，由于储存容量地区分布差异，已经存在较大的胀库风险。以目前的速度，8 周后全美库容将会告急，15 周后将全部填满。即使加上 7500 万桶的战略储备库，也仅能延缓 4 周左右时间。

### 三、前车之鉴，后事之师

WTI05 合约已经成为过去，我们需要关注的是未来，昨日 06 合约受 05 合约带动下下跌 15%，但目前价格仍维持在 21 美元/桶以上，那么未来是否会像 05 合约那样大幅下跌呢？

首先从北美地区的现货看，情况不容乐观。库欣周边二叠纪的现货原油价格跟随 WTI 跌至负值。加拿大原油 WCS 价格长期维持低位，昨日成交价在 9.22 元/桶。这些都显示当地库容已经接近枯竭，但想封闭油井不是那么简单，操作不当很有可能造成该片区油田永久性损失。这种情形下生产商宁愿接受负油价，不得不赔钱让买家拉走。

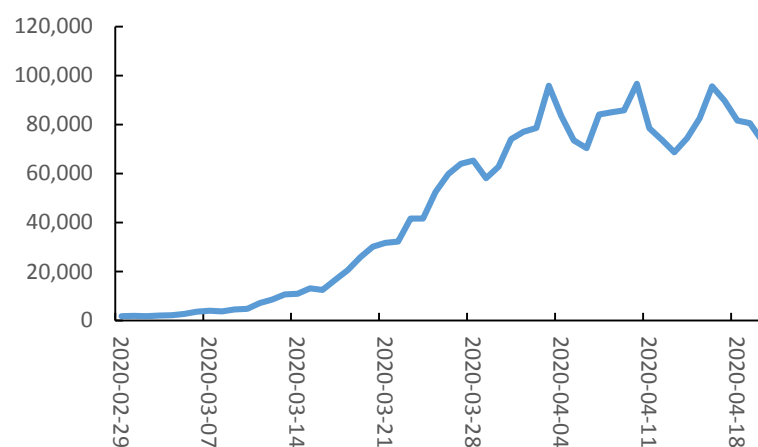
图 4：北美地区现货价格（美元/桶）



资料来源：彭博，申万期货研究所

其次，后期需求端难以得到改观。疫情短期内没有解决的迹象。

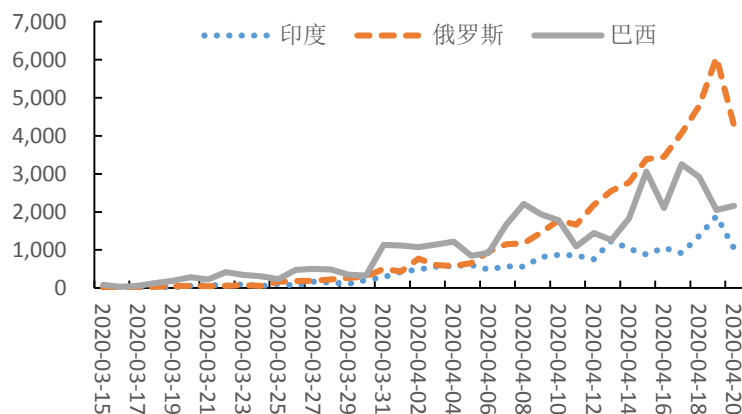
图 5：全球（不含中国）新冠肺炎当日新增（人）



资料来源：Wind，申万期货研究所

欧美方面，由于执行轻症居家隔离治疗的政策，我们判断后期每日新增感染人数仍将在目前水平维持较长时间。其他国家方面，印度、俄罗斯和巴西的防疫前景令人担忧。目前这 3 国的新增人数出现明显上升态势，一旦印度大规模爆发对原油需求的影响将是雪上加霜。

图 6：部分国家新冠肺炎当日新增（人）



资料来源：Wind，申万期货研究所

供应方面，虽然 OPEC+ 最终达成减产 970 万桶/天的协议，但协议本身存在很多不足。首先，该协议减产基准为 2018 年 10 月份，当时各国产量本身相对较高，如果以 2020 年 2 月产量为基准，此次减产实际规模将从 970 万桶缩水到 750 万桶。其次，此次减产并没有得到 G20 国家的响应。OPEC 曾希望 G20 国家共同减产 500 万桶，但由于美国并未明确做出减产承诺，G20 会议没能通过减产方案。最后，由于墨西哥的搅局市场对 OPEC 能否完全执行减产计划有所怀疑，同时其他国家尤其是美国、加拿大没有加入减产计划，导致市场对俄罗斯的减产执行率更为担忧，多重因素下，此次减产协议并没有达到市场预期。

当然 WTI06 能够维持现在的价格也是有原因的，多头手上仍有很多根“稻草”。首先，美国可以打开战略储备库用于储油，从特朗普的一贯表态看这几乎是一定会发生的。美国的战略储备库联通库欣地区的管道，这会较为便捷的减轻短期库容压力。其次，特朗普目前正在谋求暂停沙特出口至美国的原油，往年这一数量大约在 45 万桶/天，如果成功这将减轻北美地区的供需压力。最后一些人也寄希望于供需格局的改变使原油市场发生根本性转变。但我们认为，WTI06 受到的压力较大，以上这些都不是决定性因素，随着交割日的临近 05 合约所发生的风险事件可能再次发生。其中战略储备库释放的时机将对行情产生很大影响。

## 四、他山之石，可以攻玉

回到国内原油期货，我们仍然维持前期偏弱的观点不变。WTI 近月合约的暴跌对国内的影响主要体现在心理作用上。SC 近月可能继续下落，而下跌的主要动力从前期的供需矛盾转变为高库存和低库容的矛盾。跨月价差在交易所调整仓储费后保持 14-15 元，但随着库容压力进一步增大，不排除继续调整的可能。

## 五、风险揭示

- 1、疫情发生重大变化。
- 2、OPEC 推动减产。
- 3、各国推动战略储备原油。

## 免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。