

研究通讯

专题研究（供内部交流）

油价中长期逻辑与短期波动的冲突

广发期货发展研究中心

电话：020-85590051

E-Mail: liuqingli@gf.com.cn

摘要：

历史罕见的大规模逼仓事件导致 WTI 近远月价差一度拉升至历史峰值，但值得注意的是，交易行为所导致的盘面价格波动已进入异常状态，并不能完全反映市场的供需格局。

短期视角下，高频数据显示美国原油产量已累计下降 100 万桶/日，上游钻机数亦较近期高位下降近三分之一，故供应端压力已有缓和之势。美国能否有序推进复工复产以及在此背景下美国炼厂开工负荷成为 6 月合约会否再次发生逼仓的关键，也是短期内市场聚焦的关键问题。

中期视角下，随着财政及货币的刺激因子继续发挥作用，市场交易环境将继续改善。虽然 OPEC++ 联合减产的力度不及疫情白热化阶段导致的需求萎缩，但二者具有相同的力度周期，油市基本面大概率将迎来缓慢、持续的正向修复。

操作策略：近月及远月（6 个月以上）背靠 20 美元和 30 美元逢低做多

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1292 号

联系信息



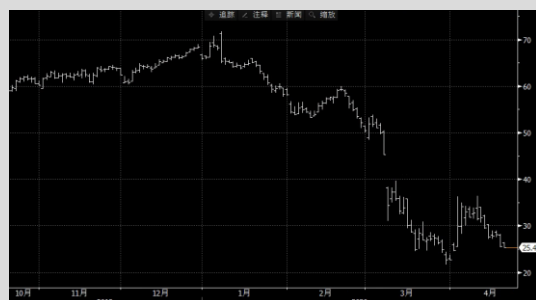
李承昊

投资咨询资格：Z0015484

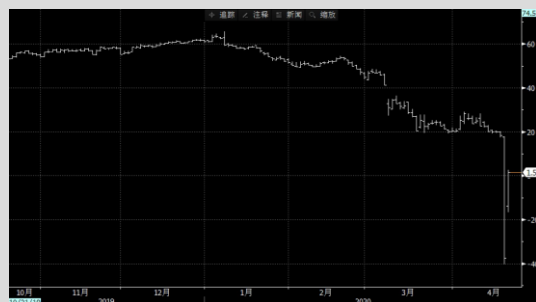
电话：020-88818033

邮箱：lichenghao@gf.com.cn

BRENT 主连



WTI 主连



目录

一、负油价是多空博弈失衡的结果	1
二、油价中长周期的逻辑链条.....	2
三、投资策略建议.....	4
免责声明.....	5

一、负油价是多空博弈失衡的结果

昨日临近交割的WTI5月合约受市场高度关注。截至美国东部时间昨日14点30点，WTI5月合约结算价收于-37.63美元/桶，下跌55.9美元/桶，跌幅超过300%。这是从原油市场建立至今唯一一次出现的“负油价”现象。从现货市场的角度，如何去理解“负油价”？最直观的解释便是石油生产商通过倒贴的方式销售石油，而导致这种现象的原因有多种，其中之一便是市场可用库存不足。原油作为全球主流大宗商品，其工业消费属性导致市场对其的常识性认知是永远不会转负。但从期货价格的角度去看，昨日4月20日的盘面走势恰恰打破了这种认知。

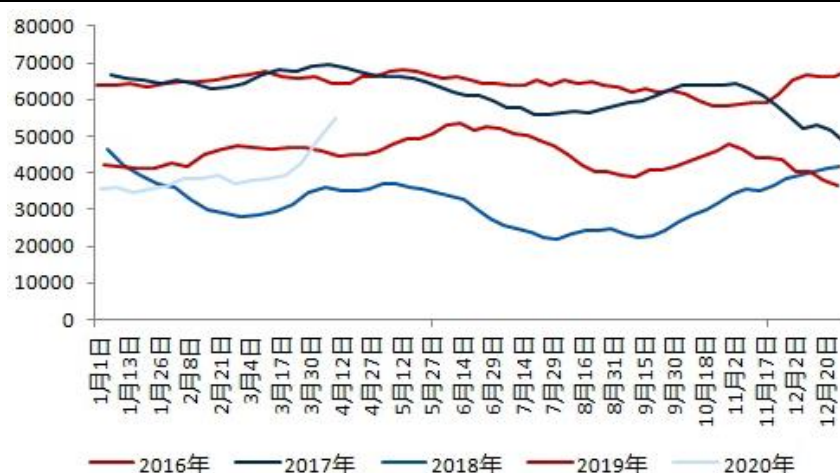
图1：WTI5月合约近3日走势



数据来源：Bloomberg 广发期货发展研究中心

产生此种空前的历史性行情的原因，除了市场早有预期、性质早已确定的疫情、供需、经济等因素以外，最主要的原因还是临近交割时盘面多空博弈完全失衡所致。我们在此前的报告中曾经提及，美国原油市场正面临溢库危机，当传统的岸上罐库完全饱和，将意味着石油生产商出产的石油将无处存放。站在盘面多头的角度，若不希望通过交割的方式了结头寸，便需要进行平仓及换月的操作，而原油库存饱和大大提升了多头平仓的必要性。这在交易过程当中构成了多头刚性平仓的需求，而这对于空头而言确实打压价格的绝佳机会。这便是国内外期货市场当中偶尔出现的“逼仓”现象。在此背景下，近月合约价格已失去反映公允价格的功能，更多反映的是盘中多空势力的相对强弱。展望后市，美国原油溢库危机难以在短时间内化解，关键在于美国推动复工复产的时点以及复工后美国炼厂的开工水平。从现阶段来看，美国油品库存虽然同在上升趋势当中，但相比之下仍有库容。若美国复工复产最终在5月中上旬得到落实，美国炼厂开工率回升，将有利于原油库存向下游库存“搬家”。虽然从更长的时间视角下看，成品油库存堆积同样不利好油价，但至少能在短期内缓解上游库存压力，从而降低6月合约再次逼仓的可能性。

图2：美国库欣原油库存



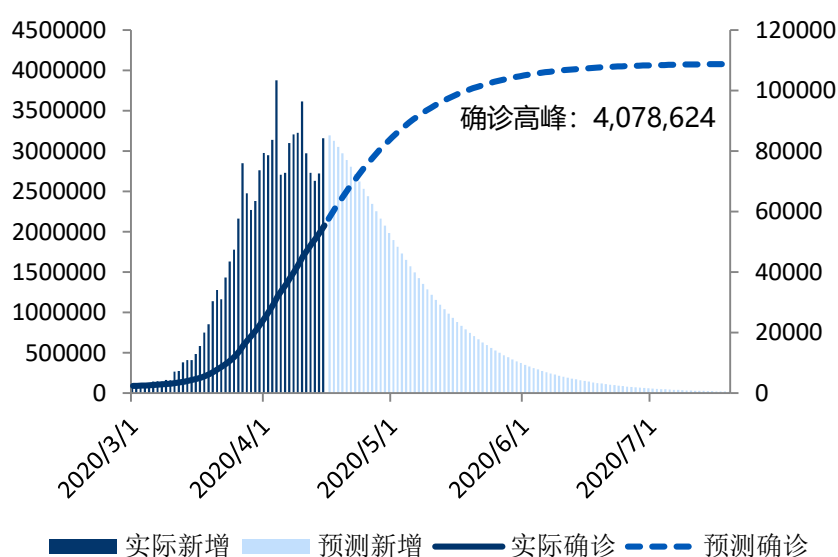
数据来源：Bloomberg 广发期货发展研究中心

二、油价中长周期的逻辑链条

短期内外盘油价的极端走势并不完全反映全球油市的基本面，这从跨市价差和月间价差上已有直观体现。对于后续年内的行情展望，我们认为可以追寻三个核心逻辑链条。

第一，新冠疫情的影响已开始退出白热化阶段。我们基于全球确诊病例二阶增速恒定的假设进行疫情预测发现，全球新冠疫情增速在四月下旬开始出现降速的迹象，并在7-8月份达到感染高峰，届时全球确诊人数在400万人左右。不可否认的是，目前距离增速趋近于0仍存在2-3个月的时间。但是，当增速下降至各国政府认为总体可控的水平时，“社交隔离”措施将被逐步解除，复工复产有序推进的过程当中大概率可以看到供需基本面的第一轮边际修复，而这将为短期内由于库存结构问题而导致的超低油价提供价格修复的正向驱动。

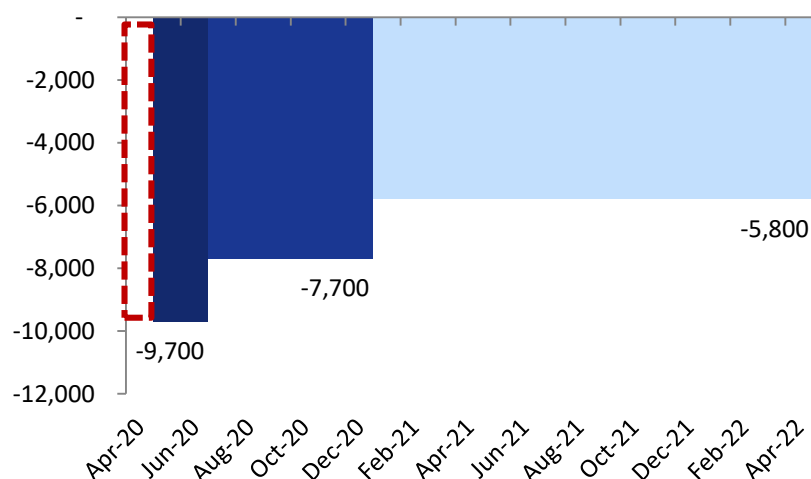
图3：全球covid-19疫情预测



数据来源：Bloomberg 广发期货发展研究中心

第二，OPEC++的联合减产行动或提前启动。根据此前达成的减产协议框架，OPEC+将合计减产970万桶/日，非OPEC+的G20成员国将减产500万桶/日，其中美加减产370万桶/日，其余G20成员国减产130万桶/日。以上减产行动的执行窗口为5-6月。因此，站在当下，油市仍然处于政策空窗期，这为原已重创的供需格局保留了继续恶化的空间。从最近的价格走势来看，这部分空间也似乎被充分利用了。在这种市场环境当中，OPEC++似乎更有必要提前启动减产，以避免油市在剩余的1-2周内持续处于极度动荡的状态当中。从中长期来看，协议中减产规模的调整与中性假设下的疫情进展具有相同的力度周期性。因此，即便供应收缩的规模不及当前1500-2000万桶/日的需求萎缩幅度，但仍有利于供需基本面实现持续、缓慢的正向修复。

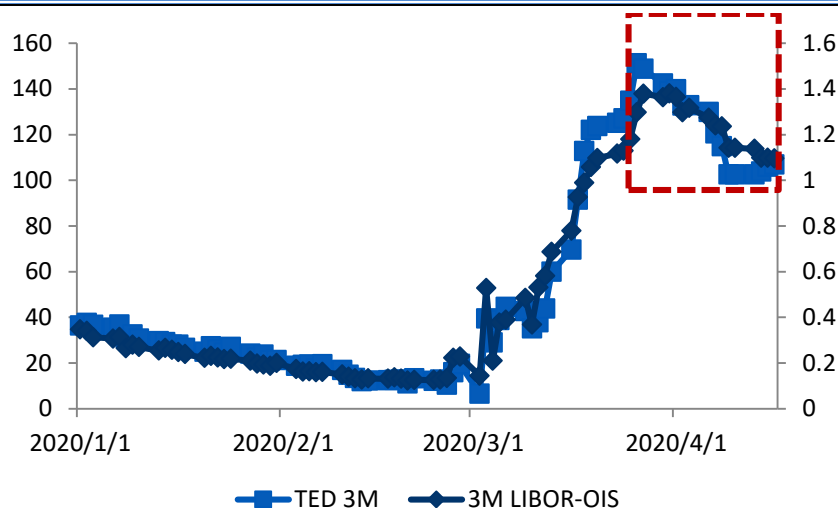
图4：年度视角下的OPEC+减产协议（千桶/日）



数据来源：Bloomberg 广发期货发展研究中心

第三，美国财政+货币的政策组合初有成效。我们在此前报告中提及，美元市场的利差变化以及全球高收益债券的走势显示出信用风险的警告信号。而在美国政府超2万亿美元的财政刺激政策以及美联储多种扩表工具的退出下，以上指标均停止进一步恶化并出现了明显的恢复，对油价的下行压制亦较之前有所减弱。

图5：3M Libor-OIS及3M TED利差



数据来源：Bloomberg 广发期货发展研究中心

三、投资策略建议

历史罕见的大规模逼仓事件导致WTI近远月价差一度拉升至历史峰值，但值得注意的是，交易行为所导致的盘面价格波动已进入异常状态，并不能完全反映市场的供需格局。

短期视角下，高频数据显示美国原油产量已累计下降100万桶/日，上游钻机数亦较近期高位下降近三分之一，故供应端压力已有缓和之势。美国能否有序推进复工复产以及在此背景下美国炼厂开工负荷成为6月合约会否再次发生逼仓的关键，也是短期内市场聚焦的关键问题。

中期视角下，随着财政及货币的刺激因子继续发挥作用，市场交易环境将继续改善。虽然OPEC++联合减产的力度不及疫情白热化阶段导致的需求萎缩，但二者具有相同的力度周期，油市基本面大概率将迎来缓慢、持续的正向修复。

投资建议：前期多单继续持有，未介入者等待入场时机。

免责声明

本报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

相关信息

广发期货发展研究中心

<http://www.gfqh.cn>

电话：020-88800000

地址：广州市天河区天河北路 183-187 号大都会广场 41 楼

邮政编码：510620