

原油化工季度报告

欧洲疫情震荡反弹，原油后市如何演绎？

原油：供应方面，在当前需求前景不确定性加剧的情况下，OPEC+的减产或将继续延期至 5 月底，同时美国原油产量恢复缓慢，短期供应压力较低；中长期来看，随着疫情恢复稳定，油价中枢上行后，美国原油将开启增产，而 OPEC+也将开启增产以弥补之前减产的份额。**需求方面**，欧洲疫情恢复情况及疫苗接种进度将对油价起到持续性的指引作用，重点关注以欧美为代表的海外需求的边际复苏情况，美国受到 1.9 万亿美元财政刺激计划的支撑，此后又将开始酝酿 3 万亿美元的基建刺激计划，中长期利好原油需求。**宏观方面**，十年期美债收益率持续回升带动美元指数持续走强，短期来看，油价承压；但中长期来看，这意味着全球经济逐渐好转，终端需求恢复，或将为油价提供上升动力。**综上所述**，原油供应短期释放有限，需求中长期向好的情况下，二季度初期受到欧洲疫情反复的影响预计将出现回调，后期随着天气回暖，步入夏季出行高峰期后，成品油需求旺季叠加美炼厂开工步入季节性增长后，原油需求恢复预期将推动油价重回涨势。我们预计，二季度 WTI 运行区间在[54 , 68]美元/桶；Brent 运行区间在[57 , 71]美元/桶；国内 SC 主力合约运行区间在[350 , 440]元/桶。

风险提示：欧美疫情爆发、中美关系恶化

投资咨询业务资格号：

新证监许可【2020】3 号

能源化工研究团队

研究员：

吕世伟

lvshiwei@cloudfutures.cn

从业资格号：F3083371

投资咨询号：Z0016240

研究员：

府华

fuhua@cloudfutures.cn

从业资格号：F3060619

投资咨询号：Z0014538

正文目录

一、原油	4
1.1 原油需求	4
1.1.1 全球原油需求	4
1.1.2 全球疫情发展及疫苗接种情况	5
1.1.3 欧美原油及成品油消费情况	6
1.1.4 欧美经济及消费出行状况	7
1.1.5 国内外炼厂开工情况	10
1.1.6 美国原油进出口量	10
1.2 原油供应	11
1.2.1 OPEC 原油产量	11
1.2.2 美国、俄罗斯和沙特原油供应关系	12
1.3 库存结构	14
1.3.1 美国原油及成品油库存同步累库	14
1.3.2 INE 原油库存期货及可用库容量	16
1.4 价差结构	16
1.4.1 跨品种价差	16
1.4.2 跨期价差	17
1.4.3 跨市场价差	18
1.5 相关市场及 CFTC 持仓变动	18
1.6 行情展望及策略建议	20
1.6.1 行情展望	20
1.6.2 策略建议	21

图表目录

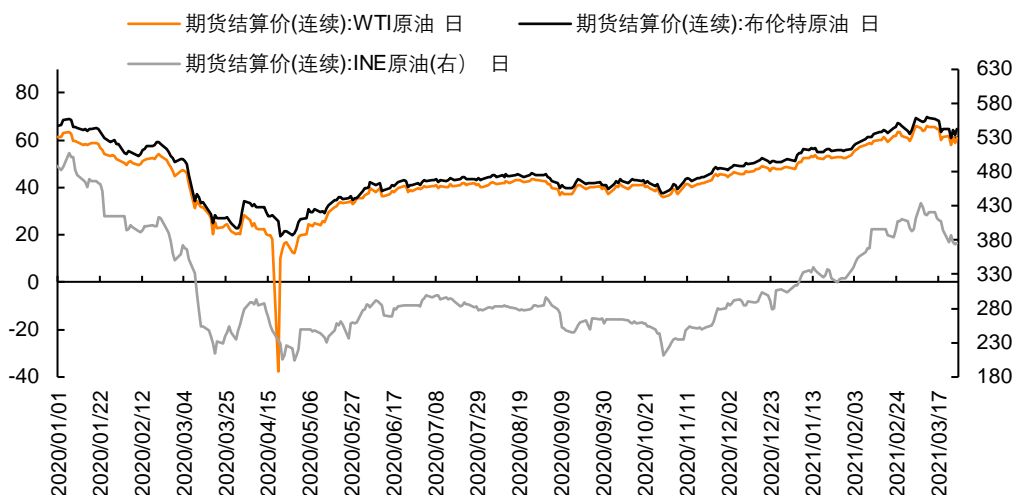
图表 1: 原油期货价格 (美元/桶、元/桶)	4
图表 2: 全球液态燃料供需平衡图 (百万桶/日)	5
图表 3: 主要国家新冠肺炎新增确诊人数 (例)	6
图表 4: 主要国家日新增疫苗接种量 (剂/每百人)	6
图表 5: 欧洲六国新冠肺炎新增确诊人数 (例)	6
图表 6: 欧洲各国消费量占比 (%)	6
图表 7: 美国原油供需平衡表 (千桶/日)	7
图表 8: 欧洲油品消费量 (千桶/日)	7
图表 9: 美国 ABC NEWS 消费者信心指数 (%)	8
图表 10: CITYMAPPER 活动指数 (%)	8
图表 11: 全球主要机场旅客吞吐量 (人次)	9
图表 12: 全球主要机场起降架次 (架次)	9

图表 13: 全球客货载运率 (%)	9
图表 14: 波罗的海干散货指数 & WTI (点、美元/桶)	9
图表 15: 中国物流航运景气指数 (%)	9
图表 16: 欧美制造业 PMI	9
图表 17: 美国炼油厂开工率 (%)	10
图表 18: 山东地炼开工率 (%)	10
图表 19: 美国原油进出口量 (千桶/日)	11
图表 20: B-W & 美国原油出口量 (美元、千桶/日)	11
图表 21: OPEC 原油产量 (千桶/日)	12
图表 22: 伊朗原油产量 (千桶/日)	12
图表 23: 美国原油产量 (千桶/日)	13
图表 24: 美国钻机数量 (部)	13
图表 25: 俄罗斯原油产量 (千桶/日)	14
图表 26: 沙特原油产量 (千桶/日)	14
图表 27: 美国商业原油库存 (千桶)	15
图表 28: 美国库欣原油库存 (千桶)	15
图表 29: 美国汽油库存 (千桶)	15
图表 30: 美国馏分燃料油库存 (千桶)	15
图表 31: 美国航空煤油库存 (千桶)	15
图表 32: 美国取暖用油库存 (千桶)	15
图表 33: INE 原油期货库存 (桶)	16
图表 34: INE 原油可用库容量 (桶)	16
图表 35: RB UL TI 3:2:1 裂解价差 (美元)	17
图表 36: 柴汽油裂解价差 (美元)	17
图表 37: WTI 远期曲线 (美元)	17
图表 38: BRENT 远期曲线 (美元)	17
图表 39: BRENT-WTI (美元)	18
图表 40: SC-WTI 价差 (美元)	18
图表 41: 美国原油 ETF 波动率& WTI (%、美元/桶)	19
图表 42: 十年期美债收益率& WTI (%、美元/桶)	19
图表 43: LME 铜 & WTI (美元/吨、美元/桶)	19
图表 44: COMEX 黄金& WTI (美元/盎司、美元/桶)	19
图表 45: CFTC 非商业多空持仓 (张)	20
图表 46: CFTC 非商业净多持仓变动 (张)	20

一、原油

3 月以来，中东地缘风波不断、OPEC+产油国减产延期，美国 1.9 万亿美元财政刺激政策落地，等多项利多预期逐渐兑现后；伴随着欧洲疫情再度爆发，疫苗问题发酵引发接种进度放缓等多项利空消息来袭；同时在全球疫情持续好转，经济稳步复苏以及通胀预期增强的背景下，美债十年期收益率步入上升道通，流动性或提前收紧的预期令全球大宗商品价格承压；3 月中下旬，国内外原油期货价格出现高位回调。

图表 1：原油期货价格（美元/桶、元/桶）



资料来源：EIA 云财富期货投资咨询部

1.1 原油需求

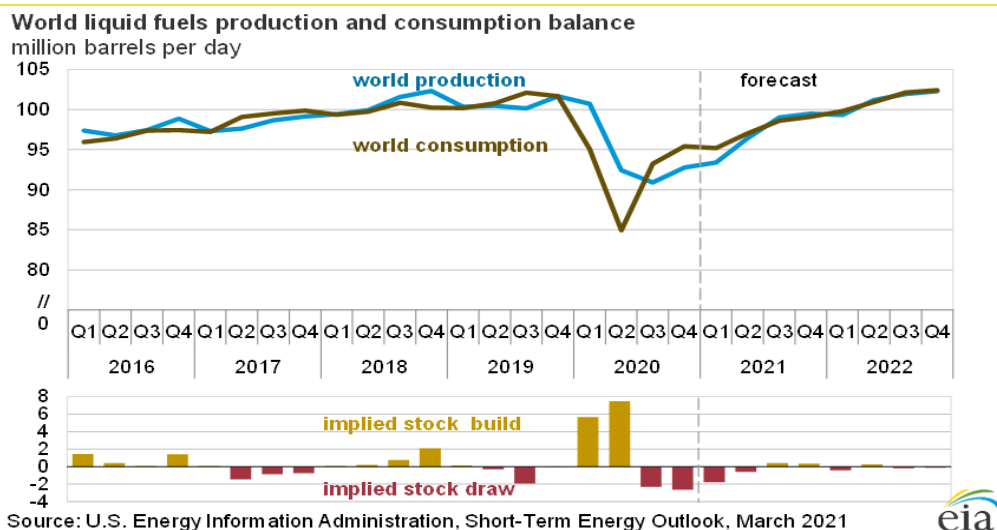
1.1.1 全球原油需求

世界石油市场已从新冠肺炎引发的巨大需求冲击中逐渐复苏，但仍面临着前所未有的考验，行业前景仍存在高度不确定性。中长期来看，为实现气候目标，各国政府将做出重大政策变化，比如提高燃油效率标准，促进电动汽车销售，限制电力行业的石油使用等。这些政策一旦出台实施叠加疫情后人们的工作、生活方式习惯性的改变，将导致全球石油需求很难回到大流行之前的水平。短期来看，欧洲、南

美和印度疫情恶化打压了石油市场气氛，一些国家和地区新一轮的封锁可能会延迟经济和需求复苏。另外由于阿斯利康疫苗出现副作用，一些欧洲国家已停止使用该疫苗，疫苗接种受阻已抵消了前期对油价带来的利好支撑，给经济复苏及需求反弹带来了极大的不确定性。

就石油需求的增速而言，亚洲市场将继续主导全球石油需求的增长，国际能源署的报告预计 2019-2026 年亚洲市场原油需求增量占总增长量的 90%。相比之下，许多发达经济体的汽车保有量和人均用油量都已处于相对偏高水平，进一步增长的动力和空间都有限，由此我们预计发达经济体的用油需求短期内很难回到疫情前的水平。

图表 2：全球液态燃料供需平衡图（百万桶/日）



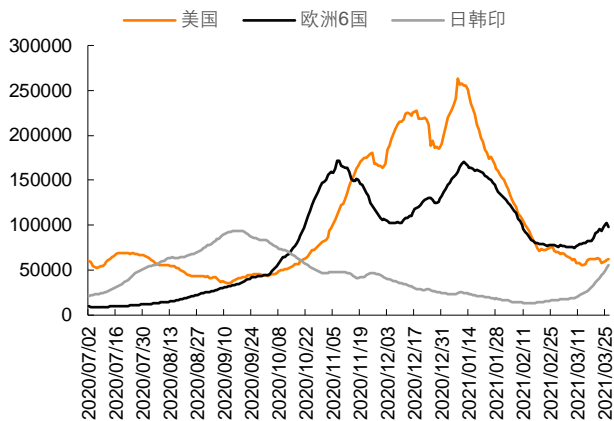
资料来源：EIA 云财富期货投资咨询部

1.1.2 全球疫情发展及疫苗接种情况

欧洲多国疫情再显严峻，新冠新增确诊人数连续四周增加，截至 3 月 25 日，德国和意大利单日新增病例均突破两万，为两个月来首次；法国日增新冠确诊病例超 4.5 万例，创下去年 11 月以来的最高纪录；受此影响欧洲最大的石油消费国德国把封锁期延长至 4 月 18 日，法国近三分之一的地区进入为期一个月的封锁状态，法国卫生部长宣布将追加 3 个省份实施新的限制措施，加强限制的省份共计达到 19 个，涉及近 2400 万人；同时受到阿斯利康疫苗出现副作用的影响，欧洲多国疫苗

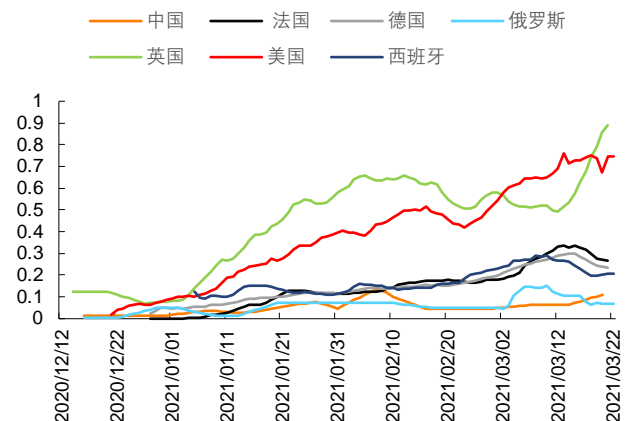
接种受阻。随着欧洲多国将采取更严厉的疫情限制措施，引发了市场对原油需求抑制的担忧，给经济复苏带来了较大的不确定性。

图表 3：主要国家新冠肺炎新增确诊人数（例）



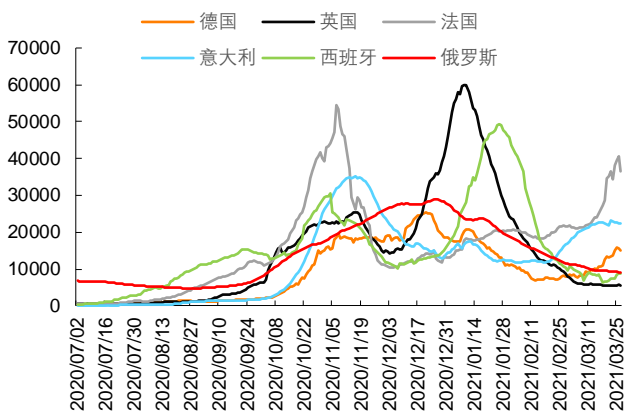
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 4：主要国家日新增疫苗接种量（剂/每百人）



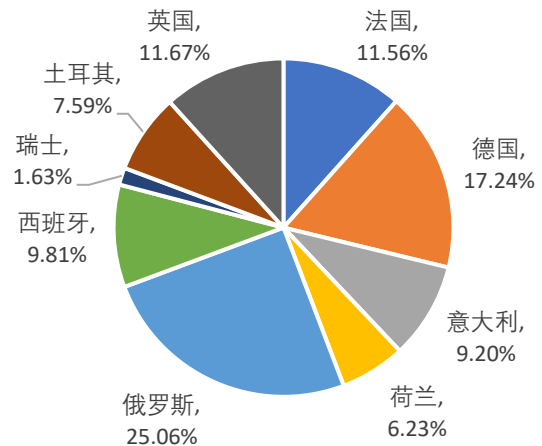
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 5：欧洲六国新冠肺炎新增确诊人数（例）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 6：欧洲各国消费量占比（%）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

1.1.3 欧美原油及成品油消费情况

美国原油产量缓步提升，美国原油的净进口量大幅增加，同时受制于此前严寒天气的影响，南部炼厂被迫关停，美国原油商业库存持续五周增加，从而对油价形成下行压力。但近期美国炼油厂开工率大幅回升，预计短期美国商业原油库存将逐步减少；中长期来看，随着炼厂开工回升叠加气温回暖后出行需求增加，成品油需求有望进一步提升，利多原油价格。近期欧洲疫情再显严峻，随着法国、德国、意

大利等国将采取更严厉疫情限制措施，欧洲再次全面封锁的预期引发市场对原油需求抑制的担忧。

图表 7：美国原油供需平衡表（千桶/日）

品种	指标	2021-02-19	2021-02-26	2021-03-05	2021-03-12	2021-03-19	周涨幅	幅度	5周折线图	驱动
美国原油 供需状况	产量	9700	10000	10900	10900	11000	100	0.92%		偏空
	炼厂加工量	12230	9903	12310	13433	14389	956	7.12%		偏多
	炼厂开工率 (%)	68.60	56.00	69.00	76.10	81.60	5.50	7.23%		偏多
	进口量	4599	6292	5655	5323	5622	299	5.62%		偏空
	出口量	2314	2351	2633	2520	2481	-39	-1.55%		偏空
	净进口量	2285	3941	3022	2803	3141	338	12.06%		偏空
	商业原油库存	463042	484605	498403	500799	502711	1912	0.38%		偏空
	库欣原油库存	47823	48308	48834	48210	46275	-1935	-4.01%		偏多

资料来源：Wind Bloomberg 云财富期货投资咨询部

图表 8：欧洲油品消费量（千桶/日）

欧洲需求量	指标	2020/12/31	2020/11/30	2020/10/31	2020/9/30	2020/8/31	月涨幅	幅度	5月折线图	驱动
欧洲四国 石油需求量	总计	5870	5580	6210	6130	5910	290	5.20%		偏多
	液化石油气	390	350	380	370	370	40	11.43%		偏多
	汽油	940	850	1090	1140	1110	90	10.59%		偏多
	石航空煤油	390	350	360	340	390	40	11.43%		偏多
	汽/柴油	2970	2900	3150	3100	2890	70	2.41%		偏多
	燃料油	150	150	160	160	160	0	0.00%		中性

资料来源：Wind Bloomberg 云财富期货投资咨询部

1.1.4 欧美经济及消费出行状况

欧洲经济数据持续修复，欧洲 3 月制造业 PMI 进一步改善，表明欧元区在经历了最后一个季度的经济收缩后正在稳步抬升，但考虑到欧洲疫情再度恶化的影响，这种好转能否持续有待验证。

美国当前经济前景受到 1.9 万亿美元财政刺激计划的支撑，此后又将开始酝酿 3 万亿美元的基建刺激计划，一系列的利好将持续推升美国原油需求。从美国消费者信心指数来看，当前稳步回升至 49.1%，但较疫情之前的高位水平仍有较大差距，该指数作为消费开支的晴雨表，表明美国消费者的乐观情绪已略有改善，但仍对后期的就业市场和个人收入维持谨慎态度。

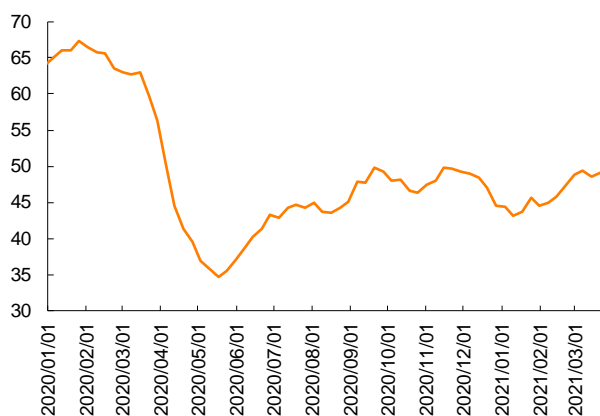
从欧美主要城市的 Citymapper 活动指数可以看出，近期受欧洲疫情再度爆发影响，意大利和法国的出行活动与平常水平相比出现大幅回落，英美等国也出现了

一定程度的回落，但后期随着疫情逐渐稳定，天气回暖，5月份之后的出行活动有望出现季节性增长，届时将对成品油的去库提供驱动，从而利好原油需求。

从全球主要机场的航空运输情况来看，美国多数机场的旅客吞吐量和起降架次稳步回升，而欧洲多国的主要机场的旅客吞吐量和起降架次受疫情的影响再度回落，表明欧洲出行需求再度转弱，航空用油需求在短期内仍将持续受到抑制。截至2021年1月，全球航空客座率再度回落至54.1%，较疫情前80%以上的客座率仍偏低；当前全球航空业逐渐复苏，但是疫情对居民的出行和办公方式带来了永久变化，许多企业已经适应了远程办公和视频会议的方式，与工作相关的出行需求可能恢复缓慢，出行活动的减少将持续抑制原油需求。

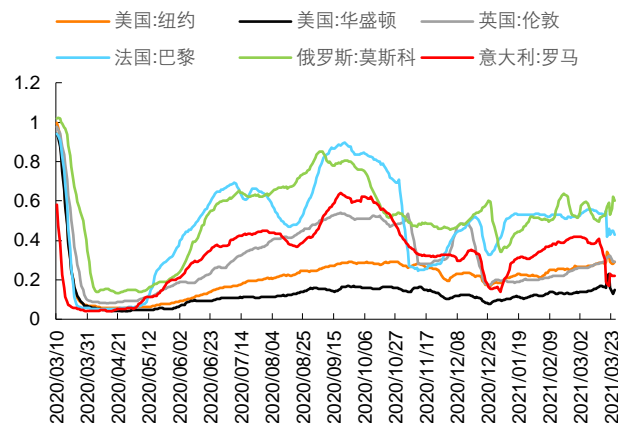
作为大宗商品市场走势的重要参照指标，波罗的海干散货指数（BDI）近期拾阶而上，截至3月26日BDI收于2178点，再度攀升至2019年9月以来的高位水平；近期BDI指数持续上行，反映全球经济持续复苏，国际贸易活跃度上升，原材料需求增加之下，各国对货轮运输的需求也跟着提高；在此情况下，干散货运输市场短期运力不足，导致运费的涨幅大过油价成本的涨幅，从而推升BDI指数；目前来看，这一趋势将延续，原油等重要大宗商品的需求将延续景气。

图表 9：美国 ABC News 消费者信心指数（%）



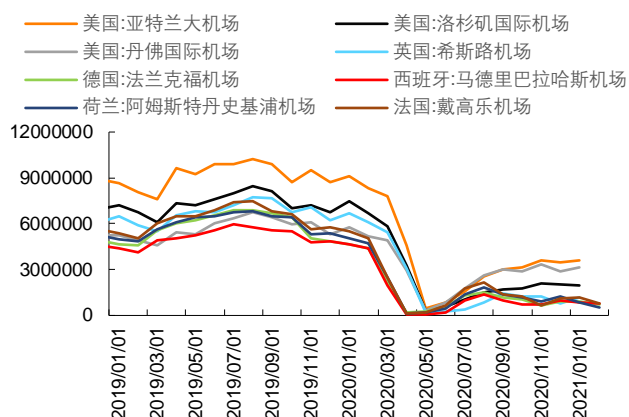
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 10：Citymapper 活动指数（%）



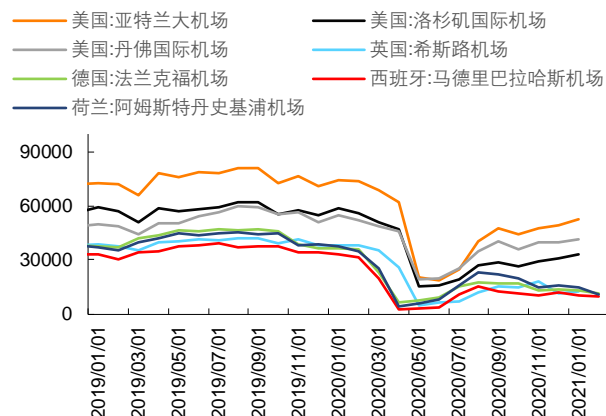
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 11: 全球主要机场旅客吞吐量 (人次)



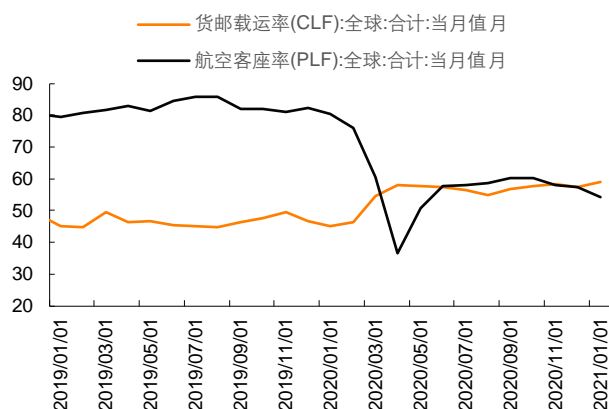
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 12: 全球主要机场起降架次 (架次)



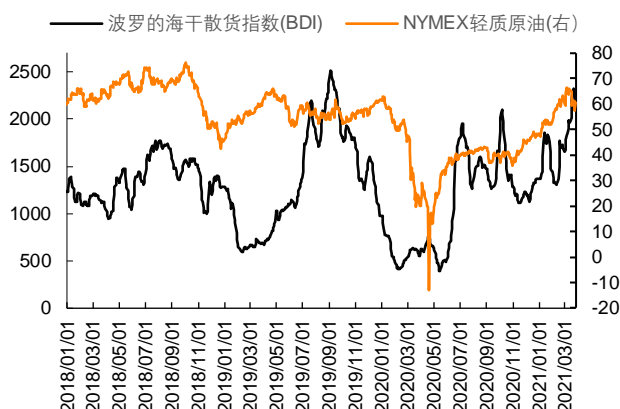
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 13: 全球客货载运率 (%)



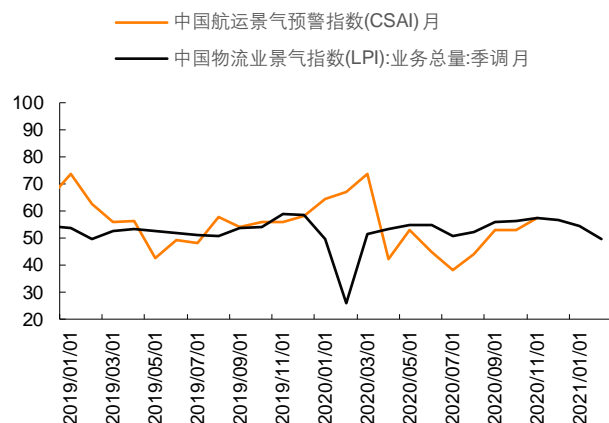
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 14: 波罗的海干散货指数 & WTI (点、美元/桶)



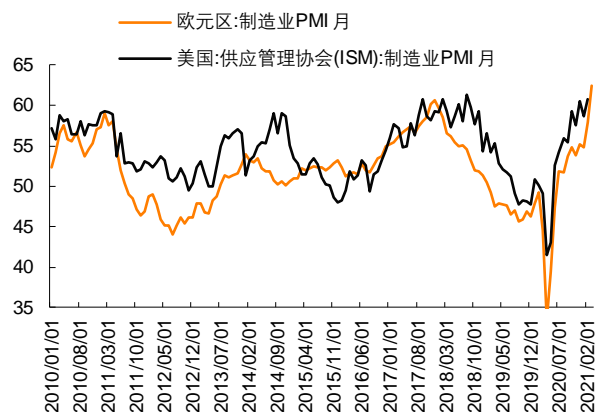
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 15: 中国物流航运景气指数 (%)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 16: 欧美制造业 PMI



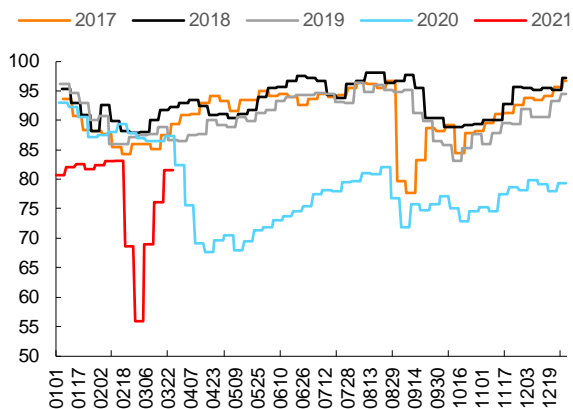
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

1.1.5 国内外炼厂开工情况

美国 2 月份遭受了近三十年来最为严重的寒潮侵袭,对油气行业造成严重冲击。美国炼油厂开工率一度下滑至五成左右,近期随着企稳回暖,炼厂开工逐步恢复,截至 3 月 19 日,美国炼油厂开工率为 81.6%,环比上周增加 7.23%;美国炼油厂用于精炼的净原油投入量为 1438.9 万桶/日,环比上周增加 7.12%;随着后期天气回暖,5-8 月份步入夏季需求旺季,美国炼油厂的开工率有望进一步提升,从而加快原油库存去化,届时原油需求企稳回升后将支撑油价回归上行趋势。

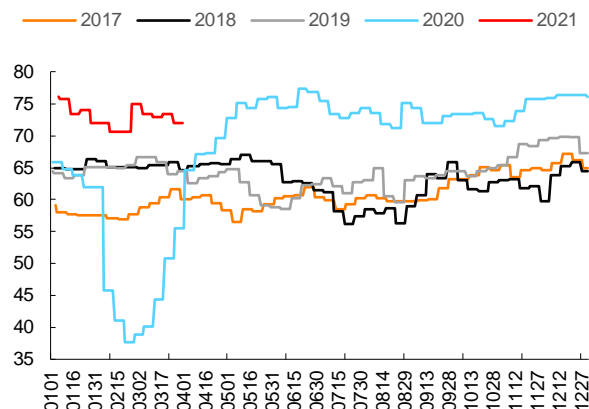
截至 3 月 25 日当周,山东地炼一次常减压装置平均开工负荷 71.93%,与上周相比降低 2.02%。3 月份金诚石化部分装置计划检修,汇丰石化、恒源石化焦化装置分别计划于 3 月中、下旬检修,另外不排除其他个别炼厂检修计划提前的情况。综合分析,预计山东地炼一次常减压平均开工负荷后期可能出现降低,从而对国内原油需求形成抑制。

图表 17: 美国炼油厂开工率 (%)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 18: 山东地炼开工率 (%)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

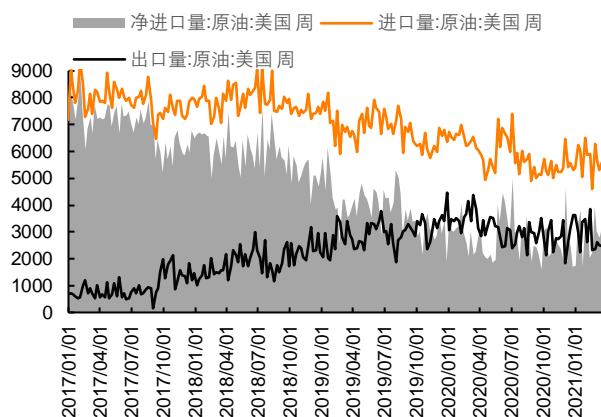
1.1.6 美国原油进出口量

当前美国已经成为世界最大的产油国,日产量为 1100 万桶,日进口量为 562.2 万桶,日出口量为 248.1 万桶;自 2017 年以来,美国的原油进口量不断下降,而出口量不断提升,导致净进口量下滑至当前的 314.1 万桶/日。通过计算美国的原油

产量和净进口量之和，可以得出当前美国的日均消耗量在 1414.1 万桶。以前美国生产的都是品质较好的石油，从中东进口的石油品质也非常好，所以美国的炼油设备也针对的是优质油品。但是，自特朗普开放石油禁令后，美国增产的石油大多都是品质较差、开采难度较高的页岩油，美国现有设备无法炼化，所以美国才需要继续从中东进口优质原油，然后把自产的低品质油出口给有炼化低品质石油能力的国家，比如中国。随着美国净进口量逐渐缩小，说明美国的石油很快就能自给自足了，由此美国在能源独立的前提下，不再需要中东石油，而且需要把自产的原油出口给更多国家，由此来占领更大的市场份额。后期需重点关注美国原油出口增加后对页岩油增产带来的持续性指引。

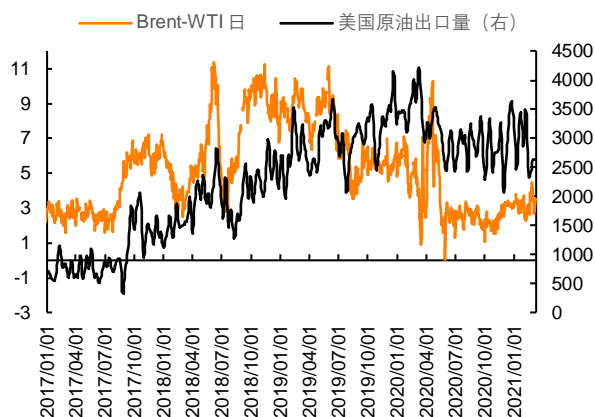
自 2015 年美国废除原油出口禁令后，Brent -WTI 价差与美国原油出口量高度相关，一般领先出口量 3 周左右时间。近期价差稳步回升至正常区间 3.56 美元，后期重点关注价差扩大对美国原油出口增长的持续性指引。

图表 19：美国原油进出口量（千桶/日）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 20：B-W & 美国原油出口量（美元、千桶/日）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

1.2 原油供应

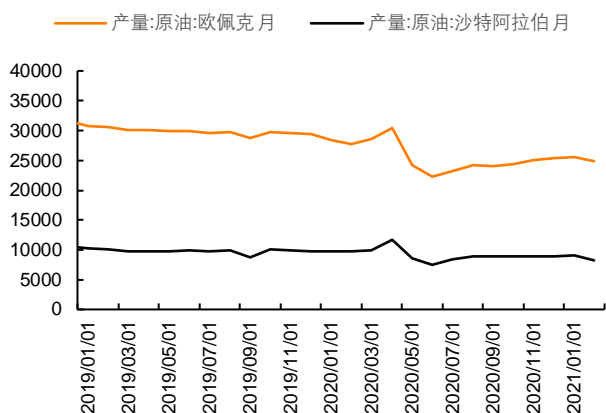
1.2.1 OPEC 原油产量

截至 2 月 OPEC 原油产量为 2484.8 万桶/日，环比减少 2.54%，同比减少 10.66%；OPEC 自去年以来联合减产，且在今年 2 月份以来沙特在此基础上额外减产 100 万桶/日，3 月 4 日的 OPEC 会议上将减产延期至 4 月底；据消息人士

称，OPEC 在 4 月初的会议上可能决定再维持一个月的石油产量基本稳定，这将给油价提供一定的支撑。后期重点关注 OPEC 会议政策对原油市场的持续性指引。

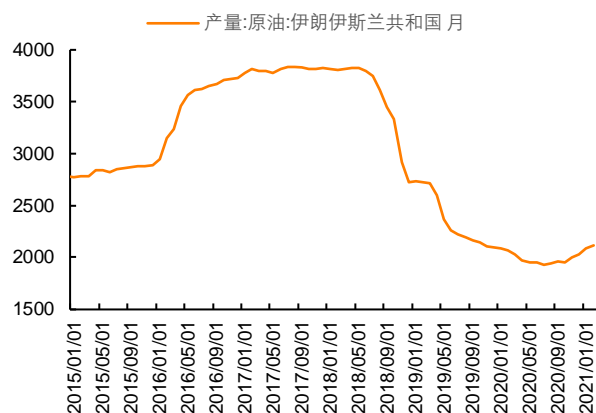
自 2018 年特朗普宣布退出伊核协议以来，伊朗原油产量大幅下降，当前产量较峰值降低 175 万桶/日至 212 万桶/日。2020 年 1 月拜登入主白宫之后，伊朗石油迎来了解禁良机，拜登表示要重新审查特朗普执政时期制定的各项政策，并宣称如果伊朗能够履行伊核协议的义务，其将在《联合全面行动计划》下获得制裁豁免。同时美国驻联合国代表致信安理会理事国，声称拜登当局要撤销美国对伊朗恢复的制裁。原本希望就在眼前，但是随后伊拉克境内接连发生针对美国人员的袭击案件，美方指控是亲伊朗的不明武装组织所为。随后拜登授权对其实施军事打击，美伊两国关系再度陷入紧张，由此来看，伊朗原油供应增加给油价带来的冲击将暂时被隐藏下去；但种种迹象表明美伊谈判仍在进行，后期一旦伊朗原油产量恢复性增长，将再度给原油市场带来较大冲击。

图表 21：OPEC 原油产量（千桶/日）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 22：伊朗原油产量（千桶/日）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

1.2.2 美国、俄罗斯和沙特原油供应关系

在需求前景不确定性加剧的情况下，给原油生产商造成了两难境地，当前作出的投资决策可能会带来大量闲置的产能，也可能导致石油供应太少，无法满足需求。预计今年全球上游投资只会略微增长，因为运营商在 2020 年的投资比年初计划的少三分之一。截至 3 月 19 日当周美国原油产量为 1100 万桶/日，美国钻机数

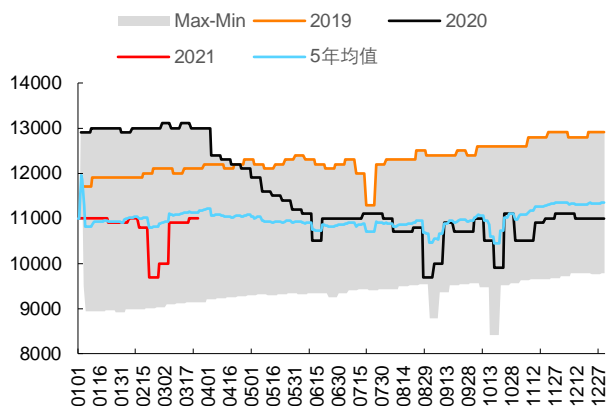
量 417 部，均处于历史同期地位水平。美国原油产量受到页岩油生产商削减资本支出的影响，预计 2021 年产量增速将很难持续增加，产量释放可能要到明年。

从沙特和俄罗斯的角度来看，都不能让美国的原油产量持续增加，因为美国原油产量再增加下去，就会对俄罗斯的原油加大制裁，届时沙特也将会失去对石油的主导权。正因如此，俄罗斯为了打压美国页岩油，后期有进一步增产的动机。

就沙特而言，去年为了扩大市场份额，大幅调降了售往欧洲、远东和美国市场的油价，折扣幅度为 20 年来最大，也可以看出，其为了打压美国页岩油的决心。但近期从 3 月 4 日 OPEC+会议的结果可以看出，沙特和俄罗斯的原油产量出现了分歧，沙特延续 2 月份以来的额外减产，而俄罗斯却开始增产，虽然增产幅度不大，但已可以看出 OPEC+的两位大哥的分歧初步显现。沙特能源部长萨勒曼亲王在本次的 OPEC 石油会议中已经表示，沙特的减产停止时间目前并没有制定，不排除在很长一段时期内都将延续下去。但有原油专家预测 2021 年 5 月之后，沙特可能会停止减产，很有可能会开始增产用来弥补之前的减产份额。如果事态果真如此发展，那沙特与俄罗斯终将达成一致开启增产，只不过需要一段时间而已。

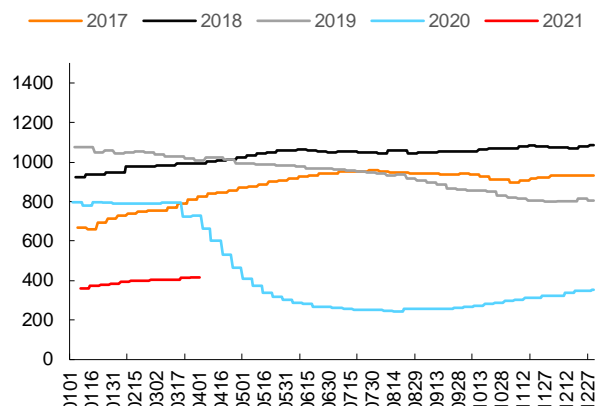
当前世界整体经济的恢复仍然处于不明的状态，欧洲疫情再度爆发，叠加疫苗接种进度放缓，OPEC+的减产或将继续延续至 5 月底。但随着后期疫情稳定，经济复苏向好，OPEC+将开启增产以弥补之前减产的份额，因为无论是沙特还是俄罗斯都不愿看到在原油供不应求的时刻美国页岩油却开启蓬勃发展。

图表 23：美国原油产量（千桶/日）



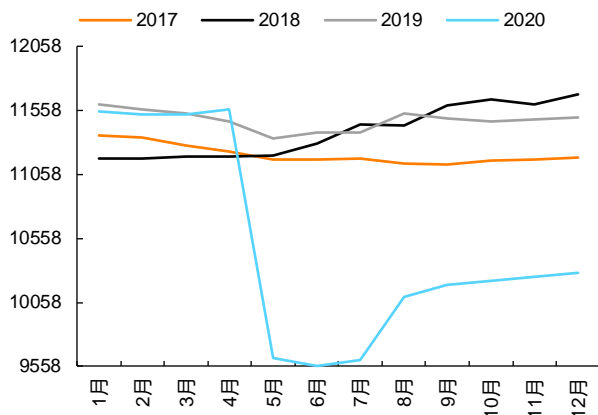
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 24：美国钻机数量（部）



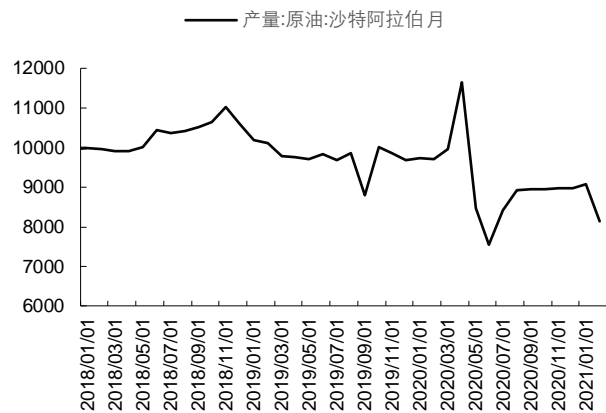
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 25: 俄罗斯原油产量 (千桶/日)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 26: 沙特原油产量 (千桶/日)



资料来源: EIA 云财富期货投资咨询部

1.3 库存结构

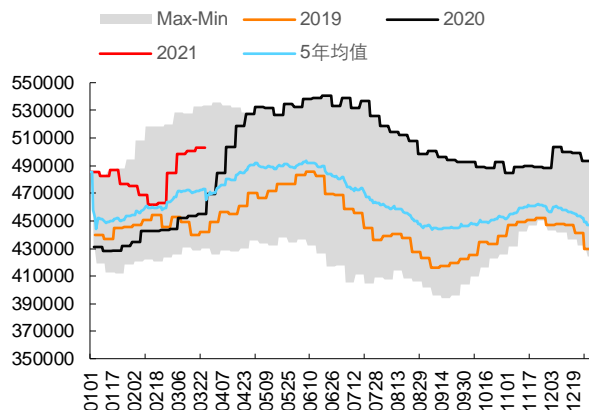
1.3.1 美国原油及成品油库存同步累库

EIA 库存周报显示, 美国原油库存连续五周上涨, 远超五年均值水平, 主要是由于此前寒潮天气的影响, 美国南部炼油厂关停, 导致原油需求大幅下滑。截至 3 月 19 日当周美国库欣地区库存 4627.5 万桶, 较上周减少 4.01%; 美国商业原油库存 5.02711 亿桶, 比前一周增长 0.38%, 原油库存比过去五年同期高 10.4%。

受疫情影响, 美国成品油库存也一改之前的去库节奏, 出现累库情况, 截至 3 月 19 日, 汽油库存总量 2.32279 亿桶, 比前一周增加 0.09%。馏分油库存 1.41553 亿桶, 比前一周增加 2.76%。

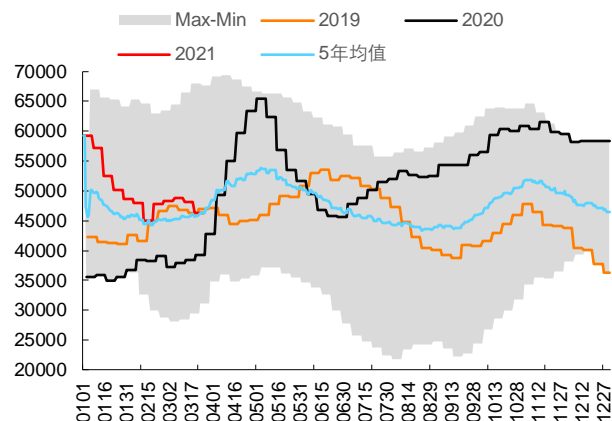
短期来看, 随着近期美国炼油厂开工恢复到正常水平, 原油库存有望开启去化, 但与之对应的成品油在终端需求偏弱的环境下, 可能会出现累库, 这将导致成品油与原油之间的裂解利润进一步收窄。中长期来看, 随着疫苗接种率提升以及美国刺激计划的推进, 封锁措施逐步放松和天气转暖后, 将支持公路旅行活动及美国人出行增加, 从而进一步推升能源需求继续复苏。

图表 27: 美国商业原油库存 (千桶)



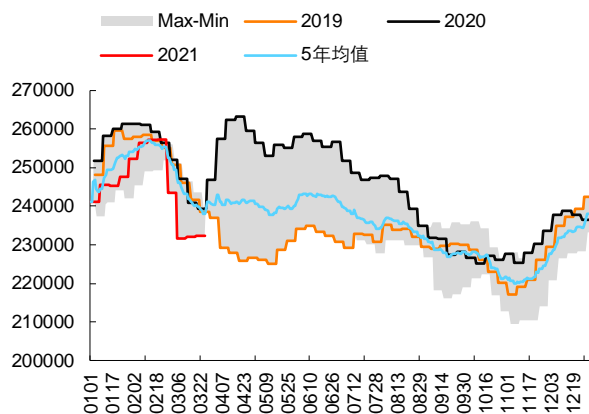
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 28: 美国库欣原油库存 (千桶)



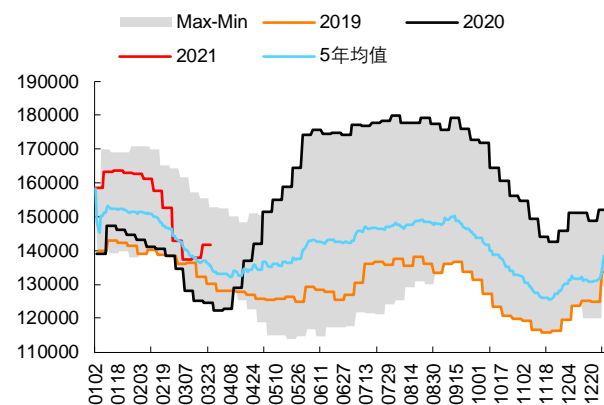
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 29: 美国汽油库存 (千桶)



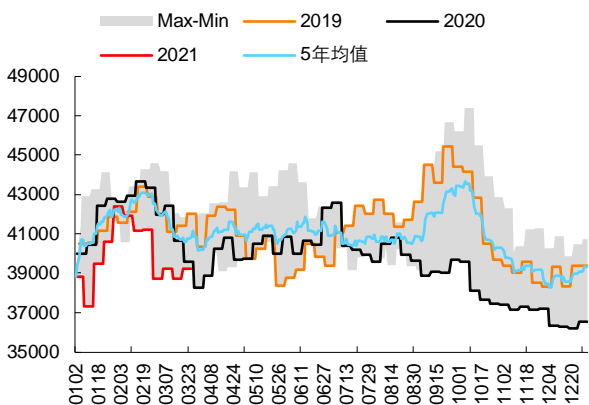
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 30: 美国馏分燃料油库存 (千桶)



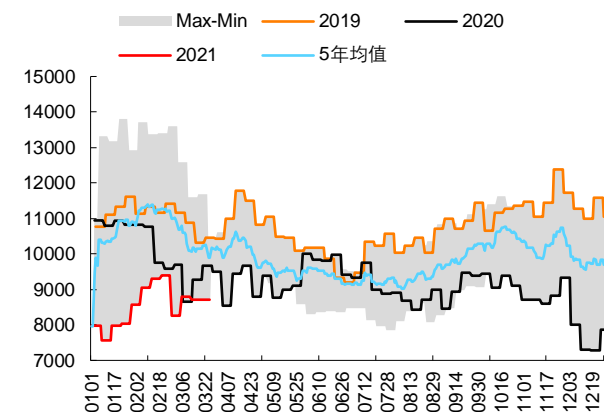
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 31: 美国航空煤油库存 (千桶)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 32: 美国取暖用油库存 (千桶)

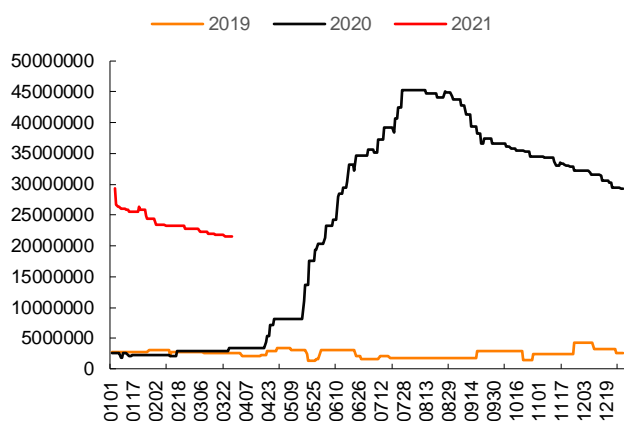


资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

1.3.2 INE 原油库存期货及可用库容量

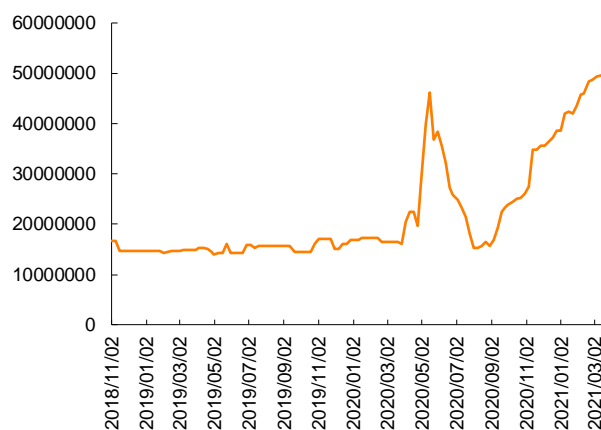
截至 3 月 26 日，INE 原油期货库存为 2157.2 万桶，可用库容量为 4767.8 万桶。2021 年以来，在内外套利空间关闭的情况下，SC 无新仓单生成，旧仓单逐步去化只是时间问题，在 2021 年下半年仓单数量有望恢复正常，随着国内库存的去化，叠加人民币汇率升值放缓后，国内原油价格趋势将强于外盘，可阶段性做多内外盘价差（即：多 SC,空 Brent）。

图表 33：INE 原油期货库存（桶）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 34：INE 原油可用库容量（桶）



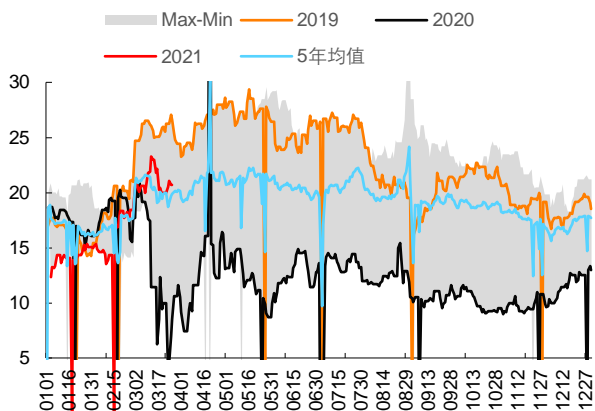
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

1.4 价差结构

1.4.1 跨品种价差

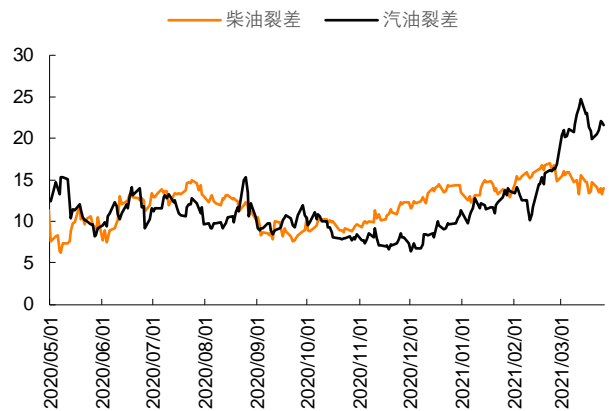
裂解价差作为炼厂开工率的领先指标，RB UL TI 3:2:1 裂解价差回升至五年均值上方，但随着近期汽油裂解价差高位回落后 3:2:1 裂解价差也再度向 5 年均值附近回归。近期柴油裂解价差也同步回落，尤其是汽油裂解价差大幅回落至 21.66。短期来看，随着炼油利润提升放缓，炼厂开工的提升速率也将受到一定抑制。中长期来看，后期随着天气回暖，步入夏季后出行需求高峰期后，汽油库存去化速率再度加快，将倒逼炼厂开工稳步提升，从而加速对原油的消费量。

图表 35: RB UL TI 3:2:1 裂解价差 (美元)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 36: 柴汽油裂解价差 (美元)

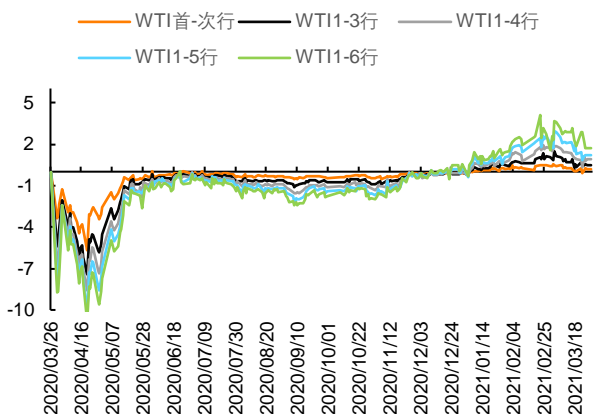


资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

1.4.2 跨期价差

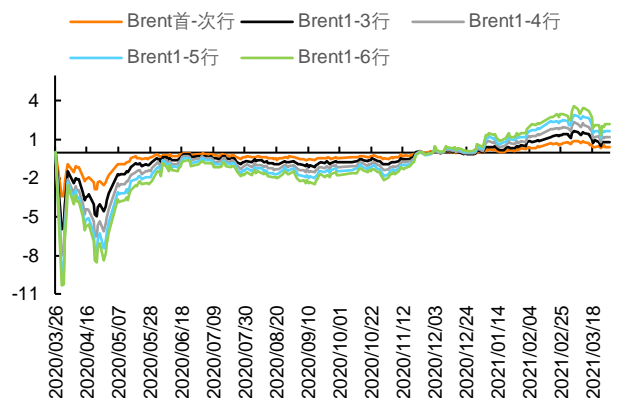
国际油价自年初以来涨幅将近 30%，而原油 WTI 和 Brent 远期曲线结构同步从 Contango 转向 Back 结构，但从近期的期限结构来看，当前的 Back 结构开始趋于平缓，主要是受到近期欧洲疫情再显严峻的影响，市场对短期原油的需求抑制担忧有所加剧。但目前远期曲线仍旧维持着远月贴水的 Back 结构，该结构下有利于贸易商在远月进行买入套保，从中长期来看，仍对油价形成利多支撑。

图表 37: WTI 远期曲线 (美元)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 38: BRENT 远期曲线 (美元)



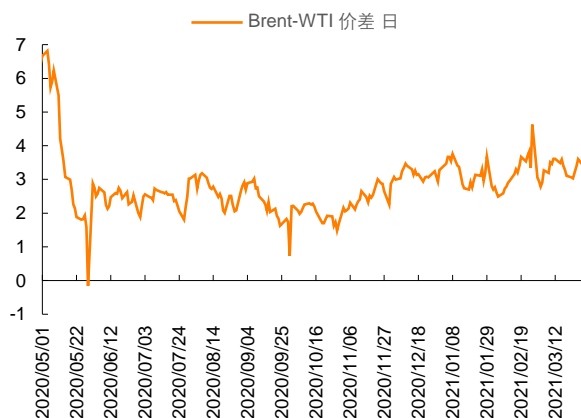
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

1.4.3 跨市场价差

2015 年美国废除原油出口禁令后，Brent -WTI 价差与美国原油出口量高度相关，一般领先出口量 3 周时间。近期价差稳步回升至正常区间 3.56 美元，后期重点关注价差扩大对美国原油出口增长的持续性指引。

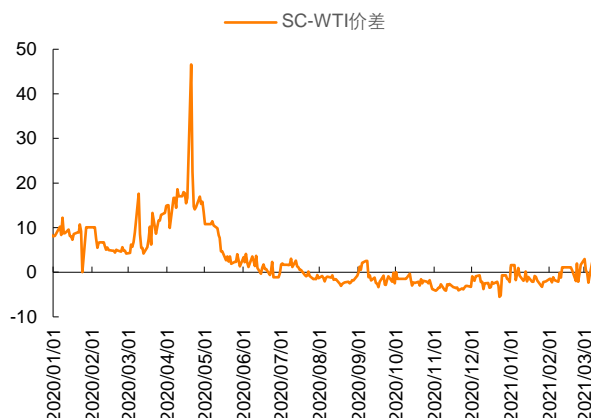
从 2021 年来看，在内外套利空间关闭的情况下，SC 无新仓单生成，旧仓单逐步去化只是时间问题，在 2021 年中以后仓单数量有望恢复正常，有利于内外价差的走强；但另一方面，2021 年美国产量下降以及中东产量提升，预计使得 EFS 价差保持强势，不利于内外价差的走强。因此，2021 年 SC-WTI 价差并无较强的趋势性行情，可关注仓单注销以及人民币汇率升值放缓带来的阶段性机会。

图表 39: BRENT-WTI (美元)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 40: SC-WTI 价差 (美元)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

1.5 相关市场及 CFTC 持仓变动

截至 3 月 23 日，CFTC 非商业多头持仓 683015 张，环比增加 2507 张；CFTC 非商业空头持仓 159960 张，环比增加 4894 张；非商业净多持仓 523055 张，环比减少 2387 张。基金持仓可以看出投机多空均增仓，净多头寸周环比回落，表明投机市场看多油价的信心有所回落。同时美国原油 ETF 波动率指数再度攀升至 64.91%，近期油价波动再度加大。

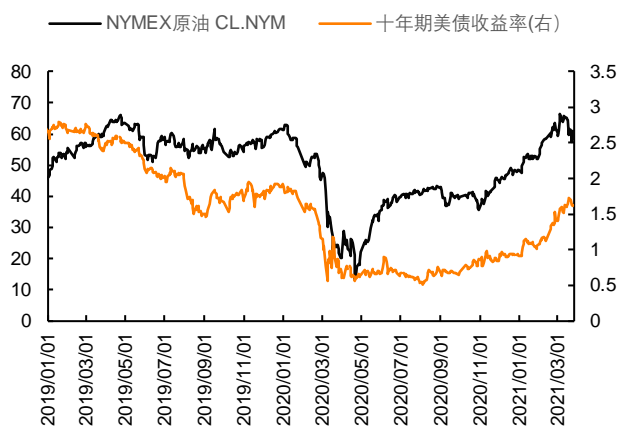
今年以来十年期美债收益率持续上行，截至上周五收于 1.674%以上，主要是由于通胀预期升温和经济复苏预期交替主导的，随着市场对美国经济复苏的预期增强，避险需求减弱，导致投资者对美债的购买量出现下降，且部分持有者出现抛售，进而推升了收益率；短期来看，美债收益率上升对原油价格产生抑制影响，但中长期来看，这意味着全球经济逐渐好转，终端需求不断恢复，或将为油价提供新一轮的上升动力。

图表 41：美国原油 ETF 波动率& WTI （%、美元/桶）



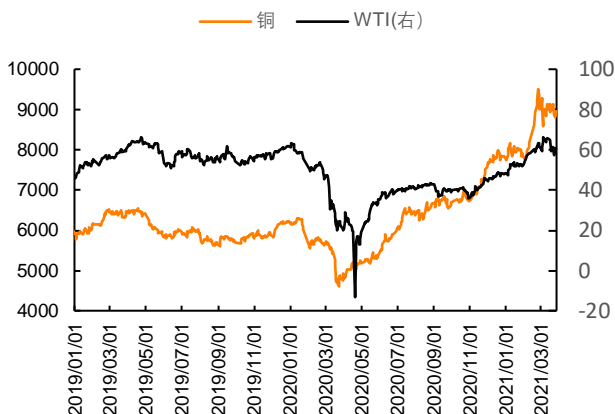
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 42：十年期美债收益率& WTI （%、美元/桶）



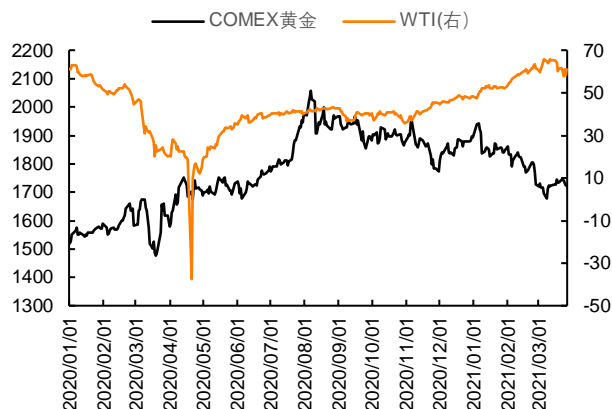
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 43：LME 铜 & WTI （美元/吨、美元/桶）



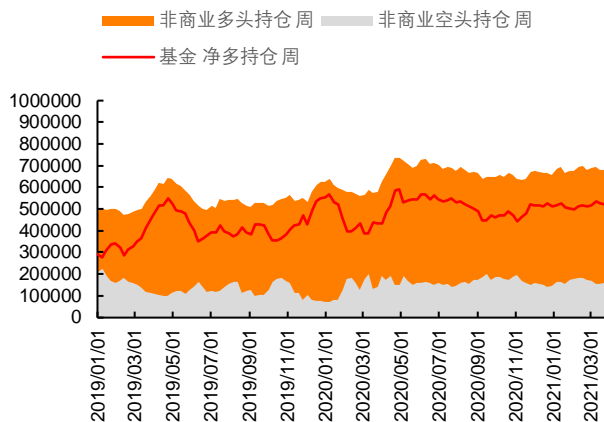
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 44：COMEX 黄金& WTI （美元/盎司、美元/桶）



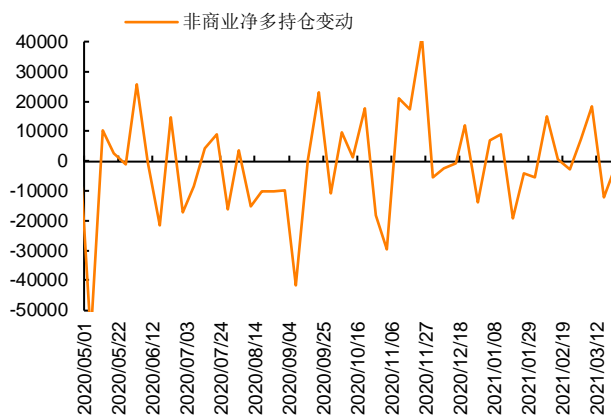
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 45: CFTC 非商业多空持仓 (张)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 46: CFTC 非商业净多持仓变动 (张)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

1.6 行情展望及策略建议

1.6.1 行情展望

近期油价下跌主要是受到欧洲疫情再度爆发, 同时阿斯利康疫苗问题发酵导致疫苗接种进度放缓, 市场对原油需求减少的担忧加剧导致的。供应方面, 在当前需求前景不确定性加剧的情况下, OPEC+的减产或将继续延期至 5 月底, 同时美国原油产量恢复缓慢, 短期供应压力较低; 中长期来看, 随着疫情恢复稳定, 油价中枢上行后, 美国原油将开启增产, 而 OPEC+也将开启增产以弥补之前减产的份额。

需求方面, 欧洲疫情恢复情况及疫苗接种进度将对油价起到持续性的指引作用, 重点关注以欧美为代表的海外需求的边际复苏情况, 美国受到 1.9 万亿美元财政刺激计划的支撑, 此后又将开始酝酿 3 万亿美元的基建刺激计划, 中长期利好原油需求。

宏观方面, 十年期美债收益率持续回升带动美元指数持续走强, 短期来看, 油价承压; 但中长期来看, 这意味着全球经济逐渐好转, 终端需求恢复, 或将为油价提供上升动力。综上所述, 原油供应短期释放有限, 需求中长期向好的情况下, 二季度初期受到欧洲疫情反复的影响预计将出现回调, 后期随着天气回暖, 步入夏季出行高峰期后, 成品油需求旺季叠加美炼厂开工步入季节性增长后, 原油需求恢复预期将推动油价重回涨势。我们预计, 二季度 WTI 运行区间在[54 , 68]美元/桶; Brent 运行区间在[57 , 71]美元/桶; 国内 SC 主力合约运行区间在[350 , 440]元/桶。

1.6.2 策略建议

我们预计二季度国际油价在供应释放有限，需求向好的情况下，维持价格中枢上行；二季度 WTI 运行区间在[54 , 68]美元/桶；Brent 运行区间在[57 , 71]美元/桶；国内原油期货主力合约在[350 , 440]元/桶区间。

法律声明

■本报告由云财富期货有限公司制作，本报告所载资料的来源及观点的出处皆被云财富期货有限公司认为可靠，但云财富期货有限公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，云财富期货有限公司不对因使用本报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。本报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使云财富期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使云财富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，否则所有本报告中的材料的版权均属云财富期货有限公司。未经云财富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、复印本报告的材料、内容或其复印本予任何其他人。

■本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述投资标的买卖的出价或征价。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，云财富期货有限公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，云财富期货有限公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而云财富期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

■本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，云财富期货有限公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，投资者并不能依靠本报告以取代独立判断。本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

■本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。本报告并不构成投资、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。本报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

云财富期货有限公司

总部地址：

新疆乌鲁木齐市天山区西河坝后街 137 号瑞达国际大厦 7 楼

上海分公司

地址：上海自由贸易试验区杨高南路 729 号 2102B 室

伊犁营业部

地址：新疆伊犁州伊宁市新市政府片区南环路以南伊宁机场商务写字楼 2003 号

喀什分公司

地址：新疆喀什地区喀什经济开发区空港产业物流区产业服务中心 A 段三楼 301 室

山东分公司

地址：山东省济南市高新区汉峪金谷 A3-4-907 室

深圳分公司

地址：深圳市福田区福田街道福安社区益田路 4068 号卓越时代广场 3904、3905 室