

短期驱动向上，关注价差背后的油市逻辑

2021-2-8

能化策略组

高级研究员：

李婉莹

从业资格证号：F3032043

投资咨询证号：Z0014314

电话：021-68757827

邮箱：liwy@qh168.com.cn

相关研究报告

◎投资要点：

◆近期原油市场利好集中释放，同时需求端确实存在修复，宏观—基本面驱动一致向上，因此我们看到国际油价月差结构得到明显修复，backwadtion 程度愈加坚挺。资金面上看，市场信心相对回升，因此短期油价预计维持偏强走势。然而，当前单边做多操作的最大风险在于“预期”的推动贡献大于“现实”，特别是在油价突破 62 美金后，预计页岩油产业链将加速修复，贝克休斯钻井数量连续数周上升也印证了这一点，另外疫苗效果的兑现情况，OPEC 实际减产效果的边际递减均会对 3 月之后的油市形成扰动。

◆跨期方面，结合我们对于基本面的判断，2021 年上半年供需改善的情况在疫情中性受控的前提下不会发生方向性改变。通过对全球原油库存变动的跟踪，我们认为主动去库向被动去库的转折点逐步到来，近期 backwadtion 程度有望继续加深，外盘正套可继续参与。

◆跨市场方面，目前美国原油及成品油消费依旧好于欧洲，同时亚洲这边中国春节临近，“就地过年”政策预计对成品油消费可能产生一定影响，因此东西套利方面我们推荐关注多 WTI 空 Brent。综合考虑未来运费回升以及国内消费复苏，我们建议长期持有多 SC 空 Dubai，入场时点参考 SC 月差转向 flat。不过从时效性来说，前者更加具备中短期投资价值。

◆策略综述：宏观及基本面利好推动预计能够阶段性延续，短期油价将偏强运行，需密切关注疫苗接种及效果兑现情况，布伦特近月 62 美金上方压力较为明显。套利方面，建议短期外盘正套持有，关注多 WTI 空 Brent，长期策略可多 SC 空 Dubai，入场时点参考 SC 月差转向 flat。

重要事项：本报告中发布的观点和信息仅供东海期货的专业投资者参考。若您并非东海期货客户中的专业投资者，请谨慎对待本报告中的任何信息。本报告中的信息均源自于公开资料，我司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，在任何情况下本报告亦不构成对所述期货品种的买卖建议。市场有风险，投资需谨慎。

正文目录

1. 行情综述	3
2. 逻辑分析	3
2.1. 宏观&基本面驱动方向一致，油价短期偏强运行	3
2.2. 关注价差背后的油市逻辑	4
2.3. 总结	5

图表目录

图 1 美原油商业库存	4
图 2 321 裂解价差	4
图 3 Brent-WTI	5
图 4 中国进口原油运价指数	5

1. 行情综述

2 月伊始，国际油价受到宏观与基本面共同作用偏强运行。在当前驱动同步向上的背景下，应当如何把握油市套利机会？

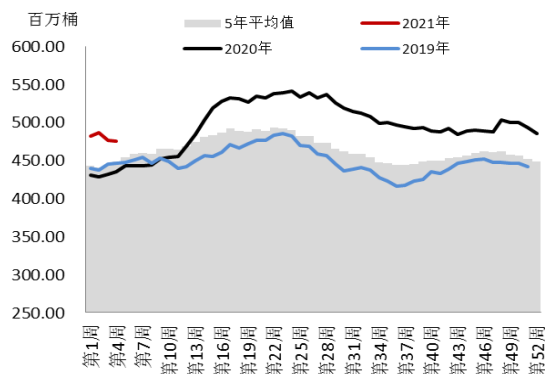
2. 逻辑分析

2.1. 宏观&基本面驱动方向一致，油价短期偏强运行

原油兼具宏观及商品属性，因此价格易受多重因素影响。宏观方面，美国最新非农就业数据显示 1 月新增就业仅 4.9 万人，远低于 10 万人的预期，其中私人部门仅增加了 6000 个工作。在巨大的就业市场压力下，美国参议院“强行”以 51-50 投票表决，通过了预算解决方案。国会将开始草拟 1.9 万亿美元刺激计划。如果一切顺利，预计在 3 月中旬提交给拜登签字。对大宗商品中长期走势而言，显然经济环境修复的整体动能是向上的。我们看到在上周出现了油价-美股-美元指数齐涨的现象，同时 WTI 多头持仓增加，VIX 波动加剧，反应书市场的风险偏好上升。疫苗方面，欧盟总共签订了超过 23 亿剂的疫苗购买协议，根据 WHO 此前公布的疫苗推广计划，一二季度各国将迎来疫苗大面积接种，因此乐观条件下疫情有望得到一定控制。基本面上看，上周美国原油库存及馏分油库存下降。截止 1 月 29 日当周，美国原油库存量 4.75659 亿桶，比前一周下降 99 万桶；馏分油库存量为 1.62838 亿桶，比前一周下降 1 万桶。产量方面，美国页岩油产业链仍旧处于缓慢复苏中，截止 1 月 29 日当周，美国原油日均产量 1090 万桶，与前周日均产量持平，比去年同期日均产量减少 200.0 万桶。OPEC 方面，减产仍旧在继续进行，OPEC+委员会未提及改变政策，多数成员国预计在 2 月保持供应稳定，最大石油出口国沙特阿拉伯本月和下个月自愿减产 100 万桶/日。裂解理论价差相对回暖，同样反映出当前需求端处于恢复状态的事实。

总体而言，正如我们在月报中所强调的那样，近期原油市场利好集中释放，同时需求端确实存在修复，宏观—基本面驱动一致向上，因此我们看到国际油价月差结构得到明显修复，backwardation 程度愈加坚挺。资金面上看，市场信心相对回升，因此短期油价预计维持偏强走势。不过，当前单边做多操作的最大风险在于“预期”的推动贡献大于“现实”，特别是在油价突破 62 美金后，预计页岩油产业链将加速修复，贝克休斯钻井数量连续数周上升也印证了这一点，另外疫苗效果的兑现，OPEC 实际减产效果的边际递减均会对 3 月之后的油市形成扰动。

图 1 美原油商业库存



资料来源：EIA；东海期货研究所整理

图 2 321 裂解价差



资料来源：WIND；东海期货研究所整理

2.2. 关注价差背后的油市逻辑

原油市场的价差套利基本可以分为三大模式，即跨期，跨市和跨品种。跨期主要包括所谓牛市套利（正套）和熊市套利（反套）；跨市方面，我们一般重点关注以下地区价差：Brent-WTI，Brent-Dubai，SC-Dubai；跨品种则主要关注裂解价差，或者原油与下游化工品之前的强弱。

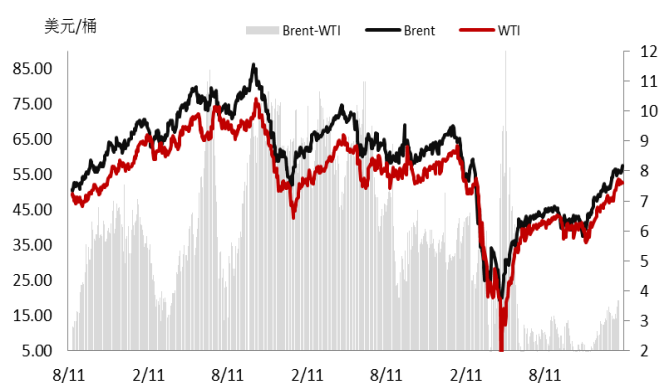
对原油而言，跨期套利的核心是库存变动以及季节性影响。在观察近期油市结构变化时，我们发现近次月价差以及 CL1-CL6, C01-C06 均呈现走扩趋势，结合我们对于基本面的判断，2021 年上半年供需改善的情况在疫情中性受控的前提下不会发生方向性改变。众所周知，原油远期结构变化一般会经历：supercantango—flat contango—flat backwadtation—steady backwadtation。通过对全球原油库存变动的跟踪，我们认为主动去库向被动去库的转折点逐步到来，近期 backwadtation 程度有望继续加深，正套可继续参与。

跨市价差方面，不同地区油价的核心驱动在于品种差异，区域基本面强弱，运费等。首先对于 Brent-WTI 价差的判断上，关于油品差异我们在系列文章《浅谈 Brent-WTI 价差缩窄》一文中已作出详细分析，从期货合约标的上看，WTI 原油的品质不论从 API 还是含硫量上看均优于 Brent 原油，而且伴随着全球环保政策以及美国管道设施落地，WTI 预计优势更加明显。区域基本面强弱方面，拜登政府上台后，不排除展开与伊朗之间的谈判，因此中东原油供应确实存在不确定性。目前美国原油及成品油消费依旧好于欧洲，同时亚洲这边中国春节临近，“就地过年”政策预计对成品油消费可能产生一定影响，因此东西套利方面我们推荐关注多 WTI 空 Brent。内外盘价差方面，长期以来，上海原油价格受到客观因素影响低位运行，近期有所好转，但由于海运费低位徘徊以及原始库存等问题，SC 远

期 contango 格局暂未出现明显改观。综合考虑未来运费回升以及国内消费复苏，我们建议长期持有多 SC 空 Dubai，入场时点参考 SC 月差转向 flat。不过从时效性来说，前者更加具备中短期投资价值。

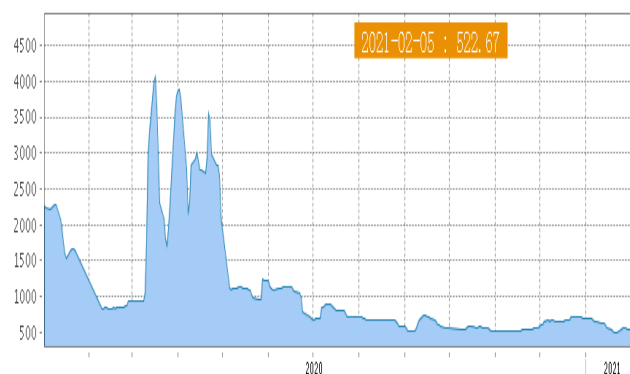
跨品种方面，我们在系列文章《如何把握成品油板块投资机会》中，已经详细推荐了关注 BU 与 FU 品种间的未来套利逻辑。另外成品油裂解价差方面，目前大部分成品油及相关品种利润已相对回升，近期预计维持高位震荡。

图 3 Brent-WTI



资料来源：WIND；东海期货研究所整理

图 4 中国进口原油运价指数



资料来源：上海航运交易所；东海期货研究所整理

2.3. 总结

综上所述，我们认为宏观及基本面利好推动预计能够阶段性延续，短期油价将偏强运行，需密切关注疫苗接种及效果兑现情况，布伦特近月 62 美金上方压力较为明显。套利方面，建议短期外盘正套持有，关注多 WTI 空 Brent，长期策略可多 SC 空 Dubai，入场时点参考 SC 月差转向 flat。

分析师承诺：

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海期货有限责任公司，或任何其附属公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应征求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何作用，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“东海期货有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn