

美油出现负价格背后的逻辑与启示

报告要点:

4月20日,美国Nymex WTI(西德克萨斯中间基原油,以下简称WTI)5月合约(2005合约)在临近最后交易日的前一日大幅下跌,从18美元/桶持续下跌至-37.63美元/桶,创造了油价的历史,同时WTI原油的5、6月价差也大幅拉开,呈现出史无前例的“超级Contango”状态,而相对于WTI近月合约的暴跌,ICE Brent原油期货以及上海原油期货的跌幅要小很多,且近月贴水幅度远小于美油,这一历史罕见极端行情的出现,根据我们的观察和判断,原因有以下几点:

1、天量的未平仓合约:5月合约到期前仍有天量的持仓,在4月20号当日减仓4万手,但仍旧剩余10万手持仓(相当于1亿桶原油),而通常而言,正常月份WTI临近交割前两天的近月合约持仓数量不超过3000手,有大量多头仓位未能在临近交割前及时平仓或移仓,我们推断多头的市场参与者结构是以国外商品指数基金以及部分抄底资金为主(国内的账户原油等产品在境外的对冲盘),前者需要在合约到期时展期以获取展期收益(roll yield)因此不会过早移仓,而后者可能因为产品设计以及展期亏损等原因迟迟没有移仓(中国银行称,其旗下原油宝产品在4月21日停止交易),多头中没有USO原油基金,其已经在4月10号前完成移仓,主要持仓分布在6月和7月合约上。

2、交割库接近库容上限:美国原油期货交割点是位于俄克拉荷马州的库欣,库欣是美国管道原油运输的中转枢纽与仓储重镇,根据EIA数据,库欣当地原油库容上限在7600万桶,目前已有原油库存在5000万桶,但由于Enterprise旗下Seaway管道从5月1号开始逆转,德州生产的原油将会加快流向库欣,预计其库容空间早已被贸易商订满,而CME的交割制度是管道油现货交割,合约到期后的买方必须提取库欣管道或者储罐中的原油,如果在交割库存放多头需要另外租罐(而非国内仓单交割制度,多头只要付仓储费就可以一直拿着),这就导致了多头几乎没有任何接货能力。

3、临近交割市场流动性匮乏:未平仓多头为了避免接货进入交割只能选择平仓或者移仓,否则将被经纪商强平,因此选择抛售5月合约,空逼多的极端行情面前,市场买盘稀少,因此卖盘不得不一路下调,多头选择缴械投降,此外CME曾在4月8号公布其交易系统已经切换风控模型可以接受负价格进行交易,交易所其实已经提前预判到了5月合约的交易结果,截止到4月21日中午,5月合约还剩下1.5万手持仓,意味着最终进入交割环节的原油可能会有1500万桶,部分未平仓多头将面临被动接货。

负价格背后的逻辑是什么:

虽然是首次在期货市场出现了负价格,但负价格在现货市场已经多次出现,如美国天然气现货市场以及4月初美国原油现货怀俄明州轻质原油跌至-0.17美元/桶。负价格背后的经济学原理是:原油的生产商在既没有需求也没有仓储空间的极端条件下,为了避免关井,付钱给买方让对方把油提走,这实际上是卖方没有办法的办法,通过负价格的方式

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

研究院 能源化工组

研究员

潘翔

☎ 0755-82767160

✉ panxiang@htfc.com

从业资格号: F3023104

投资咨询号: Z0013188

陈莉

☎ 020-83901030

✉ cl@htfc.com

从业资格号: F0233775

投资咨询号: Z0000421

联系人

张津圣

☎ 021-68757985

✉ zhangjinsheng@htfc.com

从业资格号: F3049514

梁宗泰

☎ 020-83901005

✉ liangzongtai@htfc.com

从业资格号: F3056198

康远宁

☎ 0755-23991175

✉ kangyuanning@htfc.com

从业资格号: F3049404

来替买方承担潜在的仓储与运输成本，从而避免关井停产，美国原油现货市场绝大部分交易是以 WTI 库欣作为计价基准通过升贴水来作为价格参照的，一旦 WTI 库欣的绝对价格低于运费，当地的原油现货价格就会出现负价格，例如目前加拿大 WCS 原油已经是这种情况。负价格不是没有下限的，一旦支付给买方的费用大于自己关井的成本，卖方将会关井停止生产而不是继续向买方支付费用，因此负价格是存在极限的，但由于历史上几乎没有经历过类似情况，很难确定价格负到什么水平才会引发生产商彻底关井停产。

未来美油可能再次出现负价格吗？

库欣将会在 5 月上旬进入到库容上限，而 WTI6 月合约将会在 5 月 20 号左右展期，如果库容问题还是没解决，届时可能依然会有概率出现负价格，但由于经历了 5 月合约的极端行情，我们认为不排除多头会考虑提前移仓，但如果空头铁了心要进交割，多头同样将会陷入被动，不能排除在出现空逼多的可能性。

此外，我们认为未来随着全球罐容在 6 月份之前逐步被填满，预计全球会有越来越多的现货原油进入到负价格领域。

布伦特原油期货与上海原油期货会出现负价格吗？

我们认为短期来看概率不大，因为布油以及 SC 和 WTI 的交割制度不同，布油是现金结算，SC 是仓单交割，不存在因为库容不足导致的空逼多的制度基础，此外，浮仓囤油对北海布伦特原油提供了近月贴水的下方边界，除非全球的油轮储油空间用完，不过需要注意，目前布伦特实货价格 Dated Brent 对布伦特 6 月合约贴水较大（目前 8 到 10 美元/桶，期货价格仍旧偏高），临近交割前，布伦特原油价格向现货价格收敛，可能意味着近期价格依然承担的较大压力。

未来原油价格的走势展望如何？

短期依然不乐观，供应严重过剩，库存快速增加，短期油价的支撑点在于全球剩余库容与海上油轮浮仓囤油空间，根据 IEA 数据测算，目前岸上储油空间在 12 亿桶左右，而海上浮仓囤油最大数量估计在 3 亿桶，总剩余库容量大致在 15 亿桶，但由于仓储条件的物理限制，如不同油品不能混放、重质油品需要加热设备以及原油成品油不能混放等，这些库容不能被完全用完，根据 IEA 测算，可能在今年年中左右全球达到库容极限，如果真的达到极限，那么可能不得不出现在负价格来强制生产商被动减产，我们依然需要警惕这种极端情况的发生。短期油价难言乐观。

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰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，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰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、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此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。此报告并不构成投资、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。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com