

上海东亚期货 专题报告

能源化工

2022年8月30日

联系信息

研究员：刘琛瑞
投资咨询编号：Z0017093

☎ 021-55275088
📍 上海市虹口区东大名路 1089 号 26 层
2601-2608 单元
✉ liucr@dyqh.cn
🌐 www.eafutures.com

免责声明：本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

透过美国市场看原油市场偏紧

当前全球油市处于一个供应没有弹性，需求复苏路径曲折的过程中。这其中供给端不仅弹性不足而且频繁有意外断供干扰。需求端虽然大逻辑讲的是衰退，但是微观层面并未在数据上得到显著验证。故油市中期拐点可能需要等待。本文将美国区域市场为例剖析当前市场的偏紧。

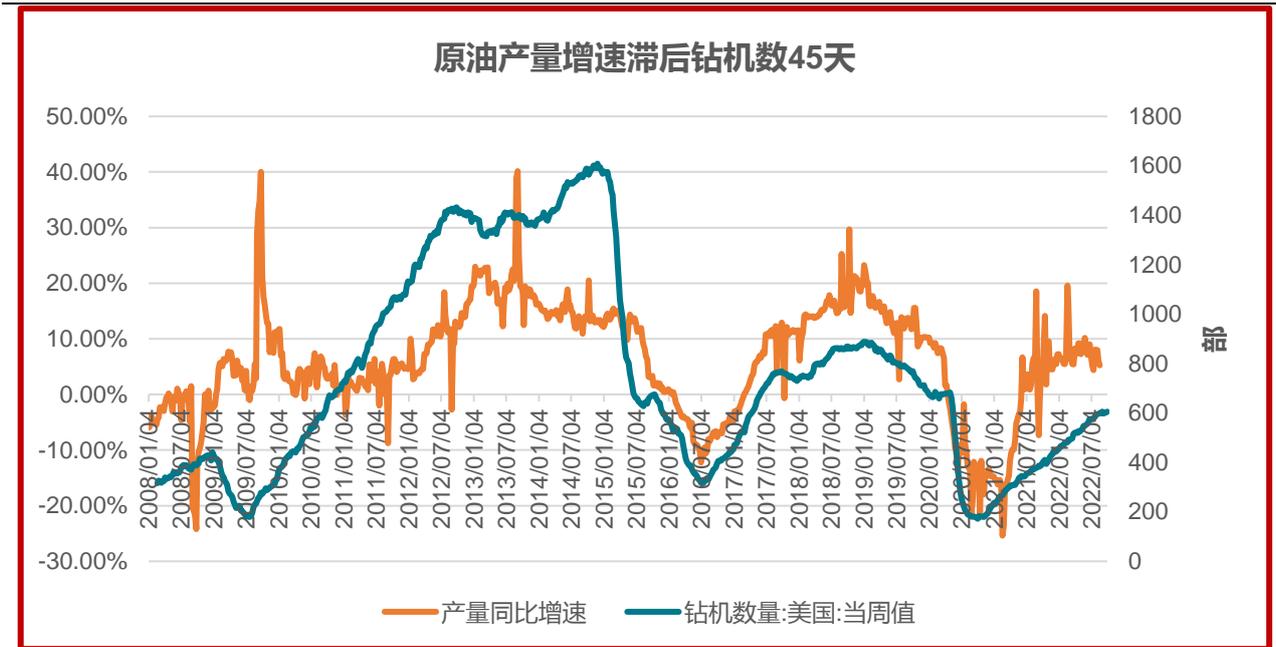
1、产量弹性显著不足

美国的油气资源不同于传统油气，页岩油主导的石油产量具有高衰竭性，老井产量快速收缩的同时需要有新井来贡献增量，不然高产量基数难以为继。通常意义上来说新井有两个来源。一是依靠钻机打新井，二是重启库存井。

美国钻机上升缓慢

美国钻机数的变化我们可以通过贝克休斯每周的钻机报告来进行有效观测。钻机数和美国产量在趋势上并不是十分拟合，但钻机数与美国产量的同比增速吻合度较高，这里也反映出钻机其实是贡献产量增量的有效手段。

图 1：美国钻机数与原油产量增速对比



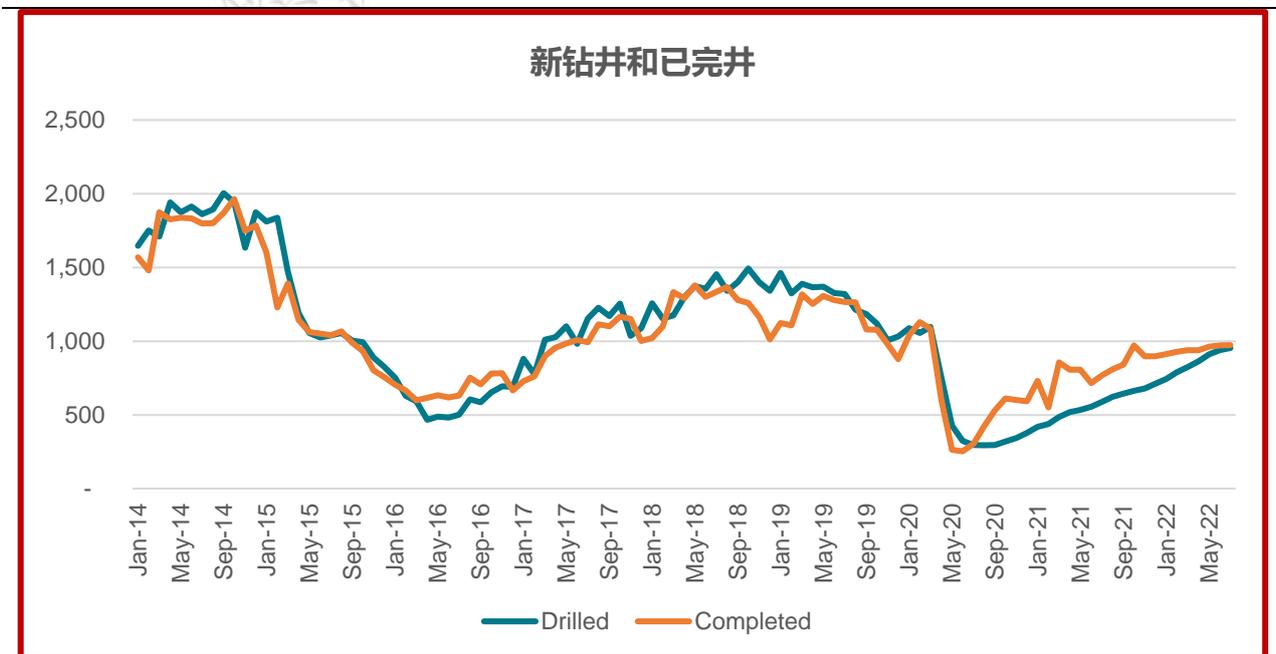
资料来源：EIA、贝克休斯、东亚期货

截至 8 月 26 日当周，贝克休斯统计的石油钻机数为 605 台，环比增 4 台，去年同期为 410 台。上图可见，今年钻机数上升斜率显然不及 2016-2017 年。通过对北美页岩油上市公司财报的观察来看，我们发现近两年当页岩油企现金流持续好转后企业更注重回馈股东，以分红的形式去体现，而不是进行再投资，通过增加新井来提升产量水平。所以从这个角度来说，后期北美产量增速会相对比较缓慢。

库存井见底

除了上钻机这种方式，页岩油企还可以通过重新启用库存井这样的临时性措施来达到提升产量的目的。自 2020 年公共卫生事件爆发之后，库存井持续被启用来为高产量基数续命，但这种方式并不具有可持续性。

图 2：美国钻井表现



资料来源：EIA、东亚期货

上图橙线表示每月的新增钻井，蓝线为钻机打出的新增钻井，两条线在近期已经出现了重叠，意味着钻机贡献了近乎全部的新增钻井。前期这两条线之间的差值即为库存井贡献。也正是因为这个长时间的差值保持，导致库存井数量在此期间消耗到了有记录以来的低位，未来能够持续贡献新增钻井的或许只有钻机了，库存井被重新启用的空间已经有限。

结合以上两点来看，美国产量无弹性的结论应该可以下。

2、汽油淡季柴油跟进

通过对美国炼厂开工的季节性观测不难看出，8月末9月初，美国炼厂理论上便步入了检修季，短期可能会对原油需求造成一定影响。

图3：美国炼厂开工

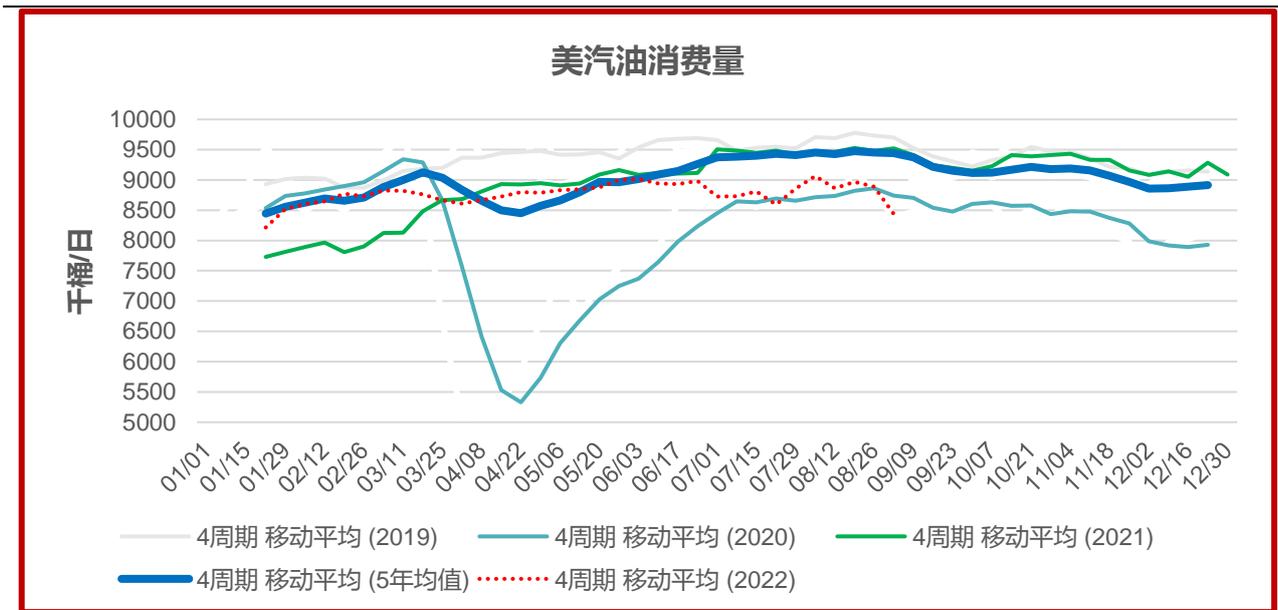


资料来源：EIA、东亚期货

但炼厂毕竟是介于原油和成品油的中间环节。需求的好坏最终还是要落实在成品油的消费上。如果后期成品油的消费能够顶住，炼厂的开工才有保证，对原油的需求才会稳定。

美国汽油

图4：美国汽油表需



站在当下这个时间点，汽油旺季逻辑已经不太能讲了，市场慢慢步入淡季。前期市场讲衰退逻辑，并在汽油表需这个微观数据得以验证。不错，现实我们看到的汽油表需表现较往年尤其是疫情前有着比较大的差距，但这种差距我们认为可能并不是简单的衰退造成。更多的可能是由公共卫生事件和高油价所带来的影响。

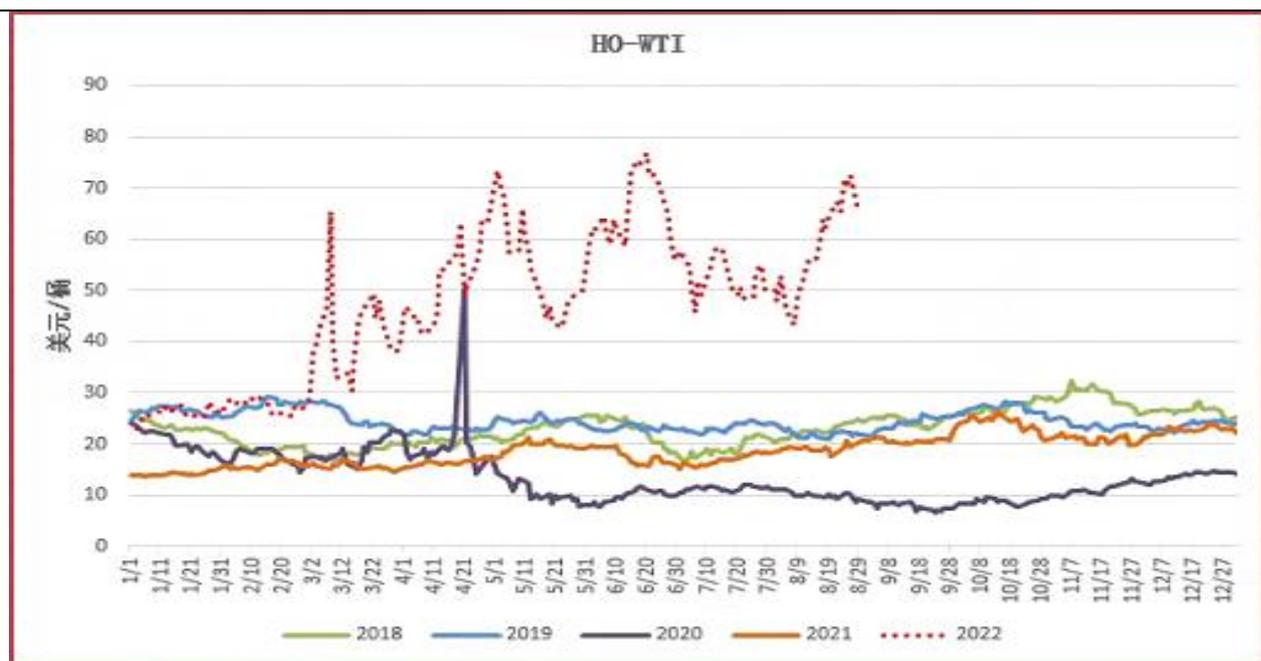
5-7月美洲（美国为主）的新增病例数快速爬坡，虽然幅度上远不及去年年底的初代奥密克戎，但不可避免的对旺季出行需求造成了较大伤害。因为大多数国家和地区虽然不再去大规模的搞封锁，一般病例在确诊后政府还是建议居家为主。近期病例数已经开始见顶回落，但旺季也已经结束。所以汽油需求边际回落还是大概率事件。汽油的弱势也在裂解价差的表现上得到了印证，以美国为例，目前已经回落至近五年正常区间内。

美国柴油

反观柴油，虽然前期跟随汽油同样回落，但近期两者走势明显分化。柴油裂解快速反弹也在反映出供需端偏紧特征，这种偏紧我们理解与当下天然气的高溢价有较大关联。

柴油与天然气的关联性主要可能体现在两方面，一是柴油制备需要用到加氢环节，氢气的来源是天然气，这块的成本激增。二是天然气的燃烧或者说发电需求一定程度上被柴油所替代。

图 5: 美国柴油裂解价差



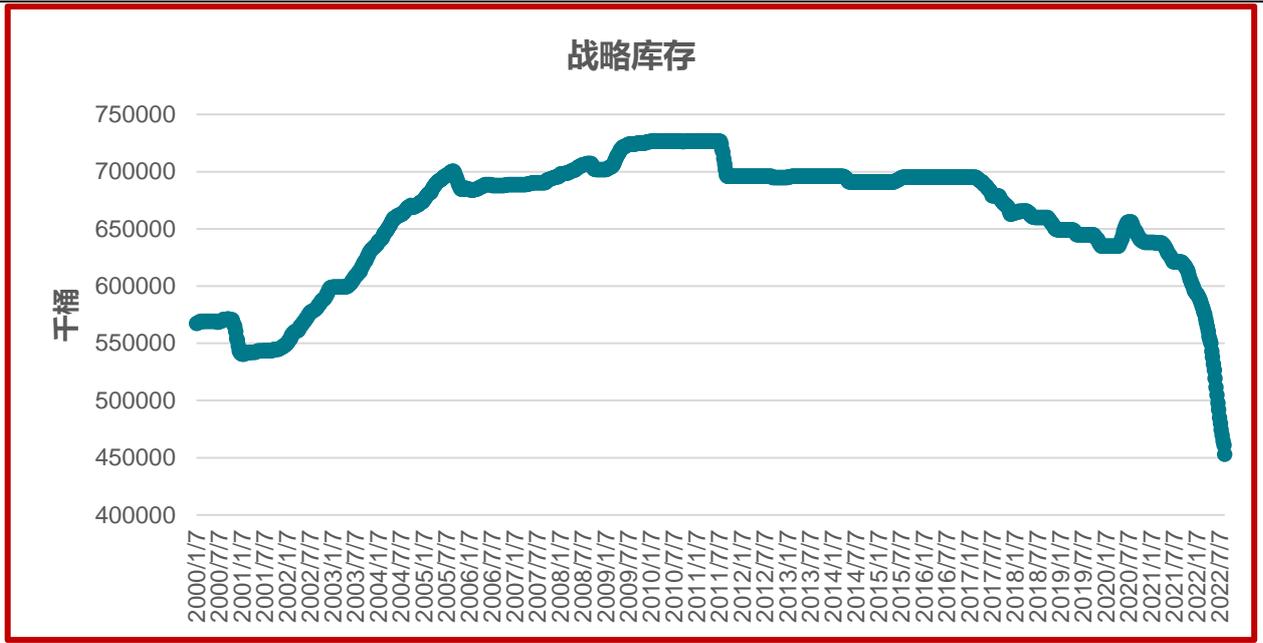
资料来源：EIA、东亚期货

综上结合汽柴油两者来看，汽油表需可能会随着公共卫生事件的消退有所恢复，但接下来毕竟面对淡季，需求还是不可避免的下滑，但是柴油端受到天然气的影响会保持相对强势，高利润或在一段时间内保持，这会对炼厂开工提供较强支撑。所以说炼厂在度过传统检修季之后，加工需求可能存在韧性。衰退这个大逻辑我们需要在后续的柴油表需数据上加以验证才能够被交易。

3、美国战略储备告急

美国战略储备目前已经降到 1985 年以来的低位，并且在此后的两个月中这一数据还将持续下滑。根据我们的测算，目前库容量已经降至 63%左右，后期可能会进一步降至 50%左右。此外不要忘了，国家储备的特征是低买高卖，美国的抛储行为在此前的公告中表明需要在未来的一段时间内重新补充进来，这也会形成潜在的需求增量。

图 6：美国石油战略储备

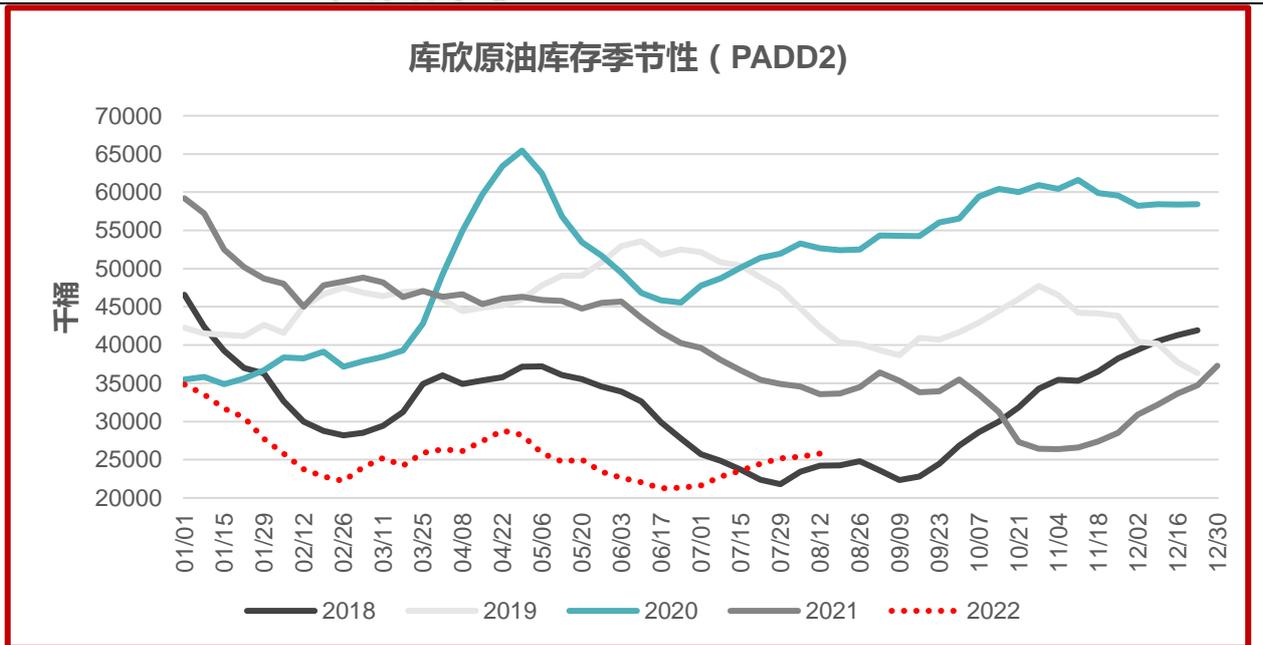


资料来源：EIA、东亚期货

10月底美国这波抛储就会结束，届时正常来说美国的战略库存可能会降至3.7亿桶左右。而根据IEA的要求，成员国的石油库存必须保证在90天的净进口量水平之上。如果用去年的周均320万桶/日进口量测算，IEA需要美国保证有2.88亿桶左右的石油储备握在手中，换言之10月底美国能够再次动用的战略库存就只有两者的差值不到一亿桶左右，抛储这个工具继续使用下去会越来越心虚。

而当抛储结束后，市场的交易重心就会转移到WTI的核心库欣库存上。10月之后美国炼厂开工负荷将逐步季节性提升，届时可能会抽取库欣库存，在当前一个非常低的库存背景下，可能会对油价形成较强的支撑作用。

图7：库欣原油库存



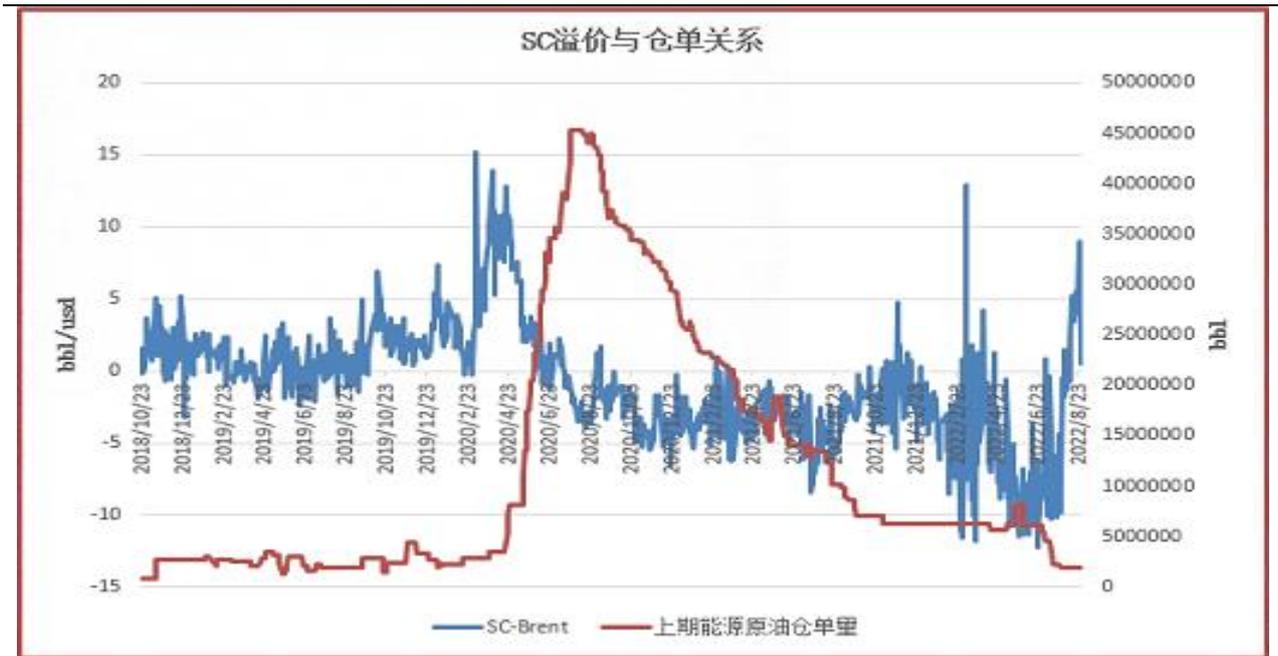
资料来源：EIA、东亚期货

4、总结及 SC 高溢价简析

综上，通过对美国区域市场的产销存分析来看，原油市场依然定义为偏紧。

首先后市美国本土供应没有什么供给弹性可言，其次需求端汽油虽然面对淡季需求，但柴油的替代需求或将支撑炼厂保证相对较高的开工。战略库存可供调节的余地已经捉襟见肘，如果在四季度观测到库欣库存出现下滑，不排除市场重新交易现实的偏紧。这里需要注意的是衰退这个大逻辑能不能在柴油表需数据上得到验证。如若得不到验证，那么冬季讲油气资源紧张的逻辑才说得通。

图 8: SC 内外盘价差与仓单的关系



资料来源: Bloomberg、上期能源、东亚期货

此外，我们再谈谈国内 SC 这期间的高溢价问题，这个相对于外盘的高升水是由诸多原因所带来的，首先就是低仓单，并且仅有的一些仓单还多为巴士拉轻（硫含量偏高），对接货方不友好，进一步加剧了仓单流动性紧张的问题。其次是 TD3C（中东-远东）航油轮运费上升。再次是人民币贬值。最后是近期中东各国和地区的官价提升，这一系列的因素造就了 SC 定价重心【（SC=中东油基准+升贴水+运费）】整体上移。但是随着 9 月合约进入实质交割阶段，软逼仓暂告一段落，后期需要关注可能的仓单注册。听闻近期中东套利船货有增量。如若看到后期仓单数量增加，可以参考 2020 年一季度的行情，也就是仓单数的上升伴随着 SC 的溢价消失，对应的策略则是买 Brent 抛 SC。

关于东亚期货

关于经营

精心耕耘,收获未来

公司规范经营，稳步发展，用专业、真诚的服务去赢得客户的信任，我们期待与客户和员工共同发展，共创未来

承载着希望,孕育着寄托,用辛勤的耕耘换来殷实的收获,这是东亚给您的承诺.

关于研究

深挖品种,专业研究

公司秉承专业研究的传统,深入各个品种的行业基本面,建立详实的商品和金融数据库,分析与调研相结合,大处着眼,小处着手,在趋势交易和套利交易上积累了丰富的经验。

关于投资

顺从趋势,客观交易

波浪起伏是市场常态,也是经济和人生常态。“易则易知,简则易从”。顺从趋势,客观交易是我们在市场波动中生存和发展的法宝。

关于服务

真诚服务,合作共赢

我们把客户的利益放在首位,为客户营造舒适宽松的交易环境,创建快速便捷的交易通道,提供客观及时的市场资讯。我们不鼓励客户盲目交易,我们期待我们的专业研究和真诚服务能为客户在市场中不断发展壮大助上一臂之力。

研究报告全部内容不构成任何投资建议。
仅供交流使用,不构成任何投资建议。