

能源化工组

原油 5 月月报——当最后的多头消灭 原油抄底时机是否到来？

电话：0571-87923821

邮编：310000

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

网址 <http://www.zjncf.com.cn>

观点摘要：

2020 年无疑是全球金融市场大幅波动的一年。在一季度，我们见到了由于 COVID19 疫情带来的史无前例的波动性，也见证了原油、黄金等大类资产的供需和基本面完全超出想象的画面。如果说，原油在三月份走出了一波超出想象的走势。那么，在四月份，可能连最大胆的投资者和交易者都不敢想象过这一情景。

4 月 20 日，美原油 05 合约迎来最后一个交易日。虽然在偏空基本面的压制下，大部分处于投机目的的交易者已经提前几天完成了移仓换月。在 20 日之前的六个交易日里，美原油 05 合约从 24 美元的收盘价跌至 18 美元的收盘价，暴跌 25%。但是，仍然有空头发现，有不具备交割能力的多头持仓，在某些原因下，迟迟没有移仓换月。在 20 日计入结算的 25 分钟里，这些迟钝的多头持仓被狙击。美原油最低跌到-40.32 美元，这将是一个被计入历史的数字。

相关报告

原油 3 月月报——

全球预期悲观，三月艰难筑底

原油 4 月月报——

原油向下不止，抄底何日到来

一、行情回顾

1、期现货市场

2020 年无疑是全球金融市场大幅波动的一年。在一季度，我们见到了由于 COVID19 疫情带来的史无前例的波动性，也见证了原油、黄金等大类资产的供需和基本面完全超出想象的画面。在三月份的研报中，我们写到，三月份的行情当中，原油价格历史性地跌至 20 美元下。但当四月份来临时，我们才知道，没有任何人可以永远准确地预测金融市场未来的动态。我们也同样学习到了，作为金融市场的参与者，我们永远要敬畏市场，敬畏对手。

如果说，原油在三月份走出了一波超出想象的走势。那么，在四月份，可能连最大胆的投资者和交易者都不敢想象过这一情景。4 月 20 日，美原油 05 合约迎来最后一个交易日。虽然在偏空基本面的压制下，大部分处于投机目的的交易者已经提前几天完成了移仓换月。在 20 日之前的六个交易日里，美原油 05 合约从 24 美元的收盘价跌至 18 美元的收盘价，暴跌 25%。但是，仍然有空头发现，有不具备交割能力的多头持仓，在某些原因下，迟迟没有移仓换月。在 20 日计入结算的 25 分钟里，这些迟钝的多头持仓被狙击。美原油最低跌到-40.32 美元，这将是一个被计入历史的数字。

那么，当最后的多头被消灭，是否市场就即将迎来真正的底部呢？真正抄底的时机就会到来吗？市场永远会告诉我们答案，这个答案就是原油市场的价差结构。早在 05 合约的供需矛盾暴露之前，美原油 06 合约，真正的主力合约，就已经保持着与 05 合约的巨大价差。在 20 日 05 探底之前，05、06 合约保持着 7 美元左右的价差。这个价差，也就是多头的展期成本，也就是未来预期的溢价。

虽然 05 合约的暴跌才发生没有多久，但是 06 合约的走弱也如期到来。在供需矛盾没有解决、库容问题依然存在的情况下，美原油 06 合约继续走弱，最低下跌至 10 美元附近。原油 06 合约是否依然无解？我们每个市场的参与者都该认真地思考这个问题。

表 1：4 月国际油价月度价格对比表

单位：美元/桶

WTI06	Brent
-------	-------

新世纪期货研究原油月报

最高价	29.13	36.29
最低价	6.5	15.98
4月1日收盘价	21.2	25.6

数据来源：文华财经，新世纪期货

图 1：原油期货日线图

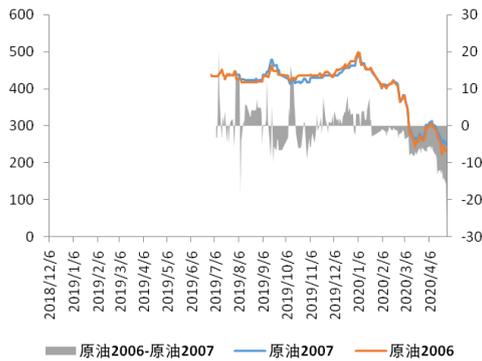


图 2：布伦特原油日线图

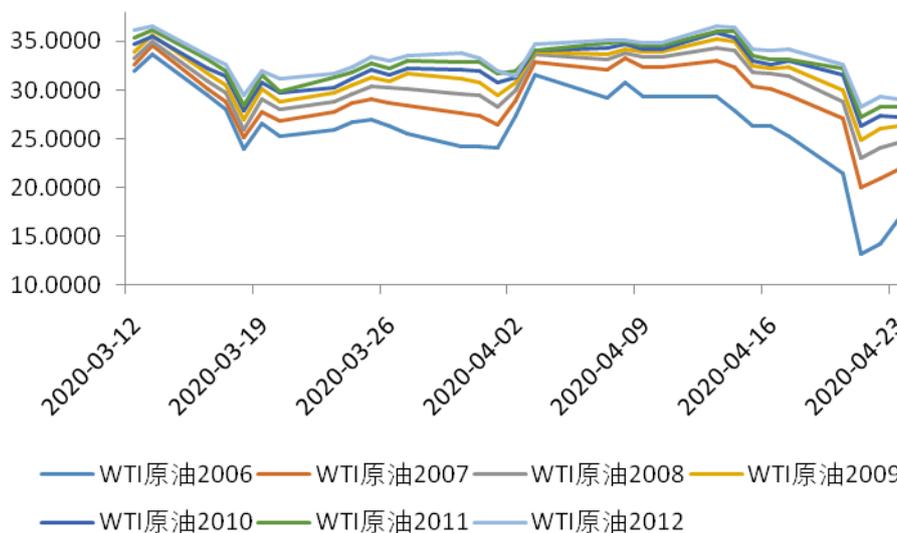


数据来源：wind 资讯、新世纪期货

数据来源：wind 资讯、新世纪期货

2、价差：关注原油近远机会，价差结构变动受逻辑冲击

图 3：原油期货日线图

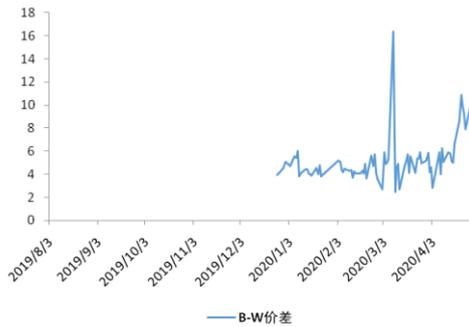


数据来源：wind 资讯、新世纪期货

图 3: WTI 原油价格日线图

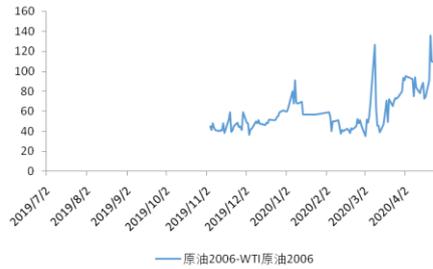
价差方面，目前美油 6 合约和 7 月合约价差来到 7 美金，布油 7、8 月价差三美金。总体来说，整个价格结构仍然是远月升水结构，体现出现货基本面的惨淡和未来转好的预期。

图 4: W-B 价差



数据来源: wind 资讯、新世纪期货

图 5: SC-WTI 价差 (以当日汇率换算)



数据来源: wind 资讯、新世纪期货

本月仍然有投资者关心内外盘价差的问题，我们上月已经提到过，上期所原油期货和美原油、布伦特原油的交割油品是不一样的。上期所原油产地大多来自中东，类别是中质含硫原油，美原油是轻质原油，含硫量也更低，英国布伦特是轻质低硫原油。

目前，内外盘价差来到高位，在上期所调整了内盘原油的仓储成本后，价差有一定的修复。本月，上期所将原油的仓储成本从 0.2 元上调到了 0.4 元，也有利于卖保。

各个价差的扩大也导致了一些问题。首先，合约间巨大的月差，导致多头展期成本增加，因此有利于空头，不利于多头。二是在现货端，由于全球库容紧张，仓储成本增加，套利者无法选择买入原油现货套利，从而拉平价差。

二、供应面分析

OPEC 四月会议达成减产，但对基本面反转利好有限

四月份，欧佩克技术性会议达成减产计划。计划分为三个阶段，其中 2020 年 5 月至 6 月将每日减产 970 万桶，2020 年 7 月—12 月将每日减产 770 万桶，

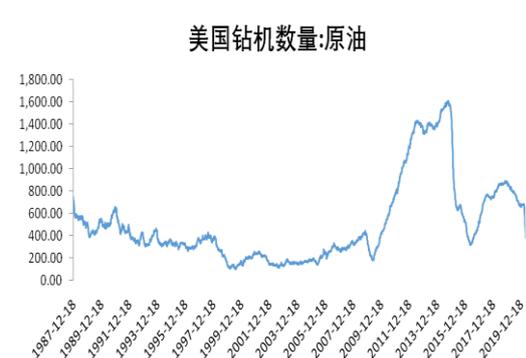
新世纪期货研究原油月报

2021 年 1 月至 2022 年 4 月将每日减产 580 万桶，其中沙特和俄罗斯两国的减产以每日 1100 万桶为基准，而其他国家的减产则以各自 2018 年 10 月的产量为基准。（另外美国将补齐墨西哥缺少的 30 万桶）。在欧佩克减产作用的计划下，原油次日得到一波支撑，走出上涨行情。但是由于减产计划无法改变供应过剩的格局，所以在短暂的上涨后，油价继续下跌。

图 6：OPEC 原油产量走势



图 7：美国钻机数量



数据来源：WIND、新世纪期货

数据来源：WIND、新世纪期货

随着原油价格暴跌，不断有原油生产商宣告破产。油价的恶化已将许多美国页岩油公司推到了破产的边缘，桑切斯能源公司达成协议，将控股权移交给破产银行。EP 能源公司也在寻找申请第 11 章破产保护的可能性。美国阿尔塔梅萨资源公司在出售页岩气资产的计划失败后，目前正努力摆脱破产的命运。

由于受疫情的影响，原油需求大降，目前每天至少有 90 万桶的油井被宣布关闭。根据贝克休斯 4 月 24 日的报告显示，美国活跃的石油钻井平台数量当周减少了 60 个，至 378 个，整个 4 月，美国的石油钻探公司累计削减了 246 个钻井平台，这是 5 年多以来最大的单月降幅。钻机数的下降对未来的供应端有一定的压力。

三、需求面分析

疫情导致全球需求下滑

需求端来看，根据上周的 EIA 官方数据，4 月 17 日，当周美国炼厂原油加工量 1245.6 万吨，环比下降 1.65%，同比下降 24.89%。另外，美国炼厂加工总量平均每天 1245.6 万桶，比前一周减少 20.9 万桶；炼油厂开工率 67.6%，比前

一周下降 1.5 个百分点。美国汽油产量增加,日产量平均 620.5 万桶;馏分油产量增加,日产量平均 500.7 万桶。就数据来看,美国的原油生产端进一步走弱。

四、库存

美国原油库存与进出口

库存问题是当下原油问题的核心和焦点。虽然 OPEC 从 5 月 1 号开始减产,但考虑到只能抵消部分需求下滑,因此 5 月份全球大幅累库的格局并不能逆转,目前市场依然在不断逼近仓储极限。从上周 EIA 公布美国原油库存来看,原油库存继续逼近极限,为 5.18 亿桶。美国的商业原油库存达到过的历史最高极限是 5.6 亿桶,那么其剩余的库容还剩下 4200 万桶左右。

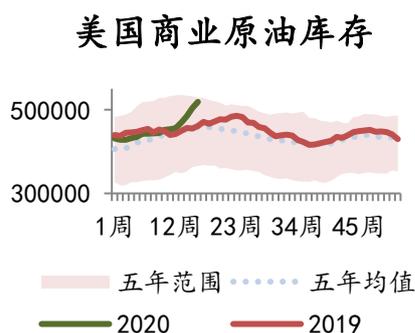
WTI 的交割库欣库存的总库容约 7300 万桶,那么其剩余的库容还剩下 1300 万桶左右。美原油交割地库欣的库容已占用 70%,但市场反馈表示,这并不准确,因为剩下的库容已经被油企业们预订一空。就目前的库容情况来看,预计三周,库欣地区的库存或将饱和。

截止 4 月 24 日当周,美国原油库存 5.28 亿桶,比前周增加 889 万桶,汽油库存减少 360 万桶。汽油库存的意外减少,提振了市场信心,原油当日走出一波上涨。

图 8: 库欣原油正常期末库存



图 9: 美国原油库存



数据来源: 卓创资讯、新世纪期货

数据来源: 卓创资讯、新世纪期货

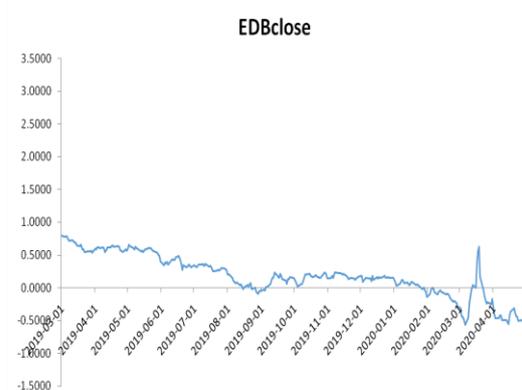
五、宏观经济

1、美债收益波动

新世纪期货研究原油月报

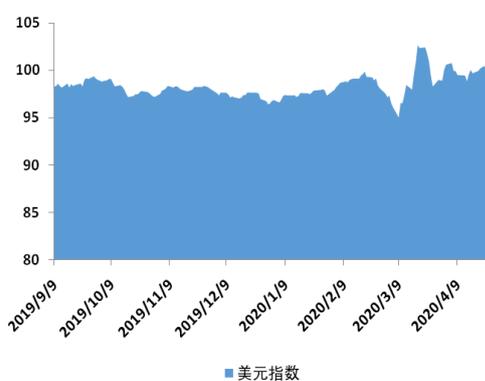
十年美债收益率继续负位运行，显示出对未来经济衰退的担忧和恐慌。当前时点的美元指数上行、美国债收益率下行反映出市场对未来全球经济持有一定的悲观预期，短期内油价上行面临的阻力可能较大。

图 10：十年美债收益



数据来源：wind、新世纪期货

图 11：美元指数



数据来源：wind、新世纪期货

2、商品比价

当前时点金油比再次刷新新的高位，来到 89 附近。同时，油铜比在历史低位，长周期看原油或被显著低估，无疑是做多油铜比、油金比的好机会。但商品比价的回归是站在长周期视角观察商品价格，因此不适宜短线操作。

图 12：金油比



数据来源：wind、新世纪期货

图 13：油铜比



数据来源：wind、新世纪期货

六、后市展望

原油方面，供给端来看，在欧佩克减产作用的计划下，原油次日得到一波支撑，走出上涨行情。但是由于减产计划无法改变供应过剩的格局，所以在短暂的

新世纪期货研究原油月报

上涨后，油价继续下跌。欧佩克减产即将在五月份正式实施，届时会对缓解库存压力起一定的作用。

目前的核心焦点仍然是库存问题。库容问题来看，随着全球原油库容即将耗尽，加上厉罕见的极大月间价差，使得原油走出一波特殊行情。虽然原油的底部从基本上已经得到确认，但是由于价差问题兑现延迟。关注远月合约反转机会。目前随着库存压力增大，各国纷纷已经出现主动+被动减产升级的迹象，尤其是沙特和俄罗斯，06 合约有边际利好。但是值得注意的是，06、07 合约间价差问题依然存在，全球库存问题也没有得到解决。原油目前建议仍然以观望为主。

风险点：

海外疫情反复 油企破产超预期

免责声明

本报告的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中来源可靠性，但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见以及所载的数据、工具及材料并不构成您所进行的期货交易买卖的绝对出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与新世纪期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表新世纪期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。另外，本报告所载信息、意见及分析论断只是反映新世纪期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为新世纪期货研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新世纪期货研究院

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编：310003

电话：0571-85058093

网址：<http://www.zjncf.com.cn>