

WTI 原油结构性强势未变但中期存在压力

● 市场逻辑

上周油价高位调整，但下跌并不顺畅，WTI 原油的月差表现依然强劲，且 WTI Cushing 对 WTI MEH 以及 ICE Brent 的升水持续走高，这都显示出目前 WTI 仍处于结构性强势当中，而反观布伦特市场，Forties 对 Dated Brent 升水已经跌至负值至近期低点，显示非美现货市场之疲弱。库存方面，虽然上周 EIA 周报显示全美商业原油库存终结十连降，环比回升近 700 万桶，但库欣库存却继续下降 200 万桶，显然库欣低库存是支撑 WTI 结构性强势的重要原因。

近期来看库欣库存何时见底将成为市场关注的核心矛盾，前期库欣库存持续下降的几个原因：1.Keystone 北段管道的泄漏关停以及在 11 月底重新上线后管道输送量下降，这一管道故障一度导致 WCS 对 WTI 价差扩大至 25 美元/桶以上，不过当前 Keystone 管道的运量已经恢复至故障前水平；2.Diamond 管道于 12 月正式投产上线，20 万桶/日的管道运力将库欣原油向东输送至 Memphis 的瓦莱罗炼厂，让 LLS 北上 Capline 的流量进一步下降，目前 Capline 的原油输送量已经降至 20 万桶/日，仅为其运力的六分之一左右，因此 Diamond 管道的开通增加了库欣原油需求的同时降低了路易斯安娜原油如 LLS、Mars 原有的需求，也是支撑近期 WTI Cushing 对 LLS 贴水收敛的重要原因；3.PADD2 区与 3 区炼厂开工率的差异，从 1 月份公布的炼厂原油加工量数据上看，今年 2 区与 3 区炼厂检修幅度要低很多，3 区炼厂加工量从年初的 930 万桶/日下降至 830 万桶/日，而 2 区炼厂开工率下降幅度仅 20 万桶/日，且近期已经开始回升，这得益于前期 WTI Cushing 大幅贴水而让 2 区炼厂原料成本更低；4.Midland-Sealy 管道的开通，让 WTI Midland 有了直达美湾的新通道，从而降低了 Midland 至 Cushing 的输油压力，这让前期 Midland-Cushing 升水一度接近 2 美元/桶，同时 Midland-MEH 价差也收窄，此外，去年年底开始的极寒天气也导致 Permian 的油田生产受阻，不过目前随着 WTI Cushing 的强势回归，目前 Midland-Cushing 升水已经回归至 0 以下水平。

因此就目前来看，随着库存持续下降，WTI Cushing 从北美原油价格洼地中快速回归，但随着其与 Midland、MEH、LLS 等价差收窄，库欣到美湾的套利窗口以及库欣出口套利窗口已经关闭，且 Permian 原油生产重回正轨之后，Midland 地区的原油仍将流向库欣，美国原油管道系统是按月排产并在每个月 25 号开始新的排产周期，我们认为从价差反应到实际的管道运量调整存在时滞，但预计 2~3 月期间库欣库存大概率将见底回升，WTI 的结构性强势短期未变，但在未来仍然存在压力。

研究院 原油&商品策略组

潘翔

原油市场研究

☎0755-82764736

✉panxiang@htfc.com

从业资格号：F3023104

投资咨询号：Z0013188

联系人：

孙家南

沥青与成品油市场研究

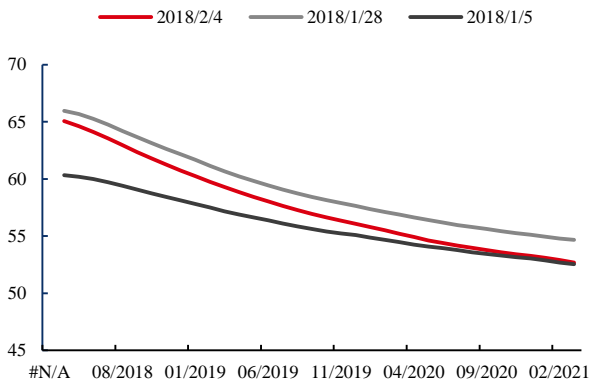
☎0755-82764736

✉sunjianan@htfc.com

从业资格号：F3039730

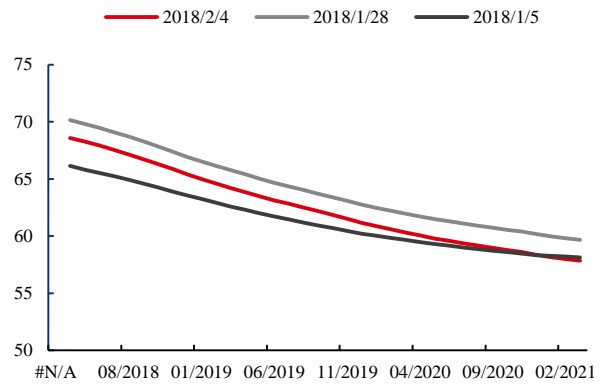
原油远期曲线、月差与跨区价差：

图 1: Nymex 轻质原油远期曲线 单位：美元/桶



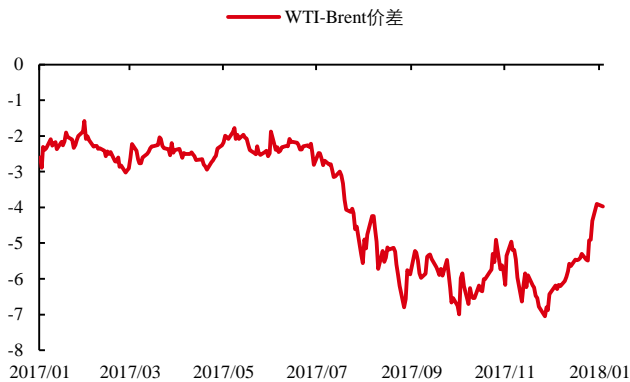
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究所

图 2: Brent 原油远期曲线 单位：美元/桶



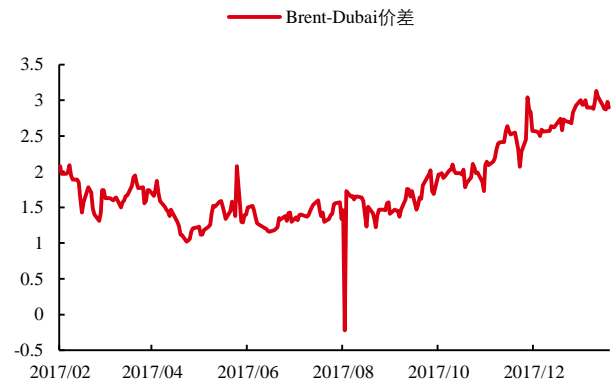
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究所

图 3: WTI-Brent 价差 单位：美元/桶



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究所

图 4: Brent-Dubai 价差 单位：美元/桶



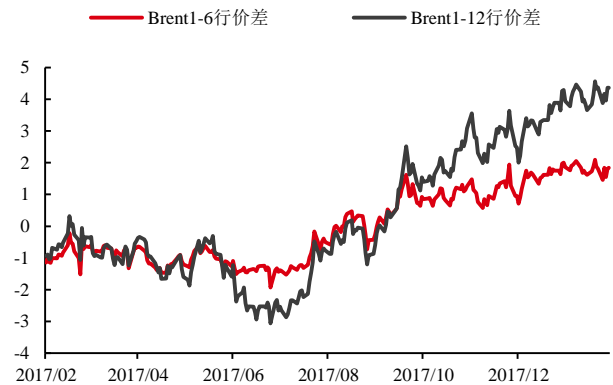
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究所

图 5: WTI 跨月价差 单位：美元/桶



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究所

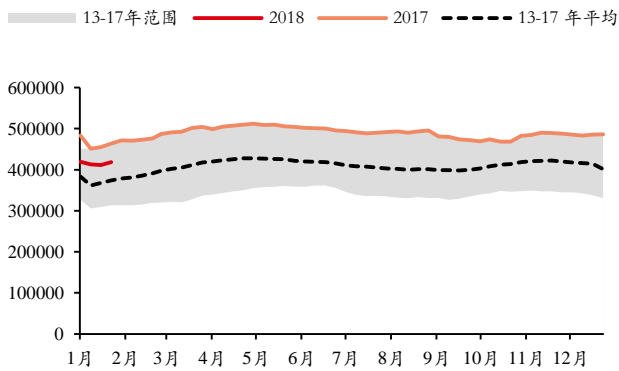
图 6: Brent 跨月价差 单位：美元/桶



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究所

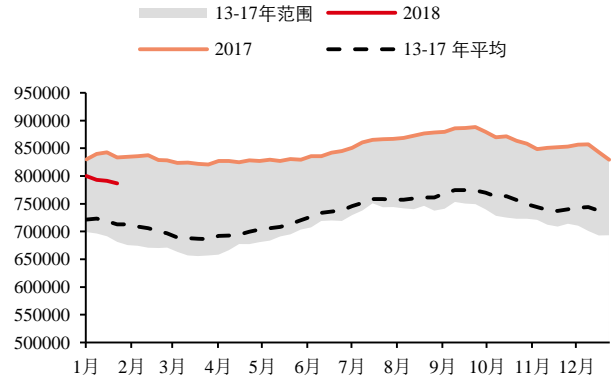
原油与成品油高频库存:

图 7: 美国商业原油库存 单位: 美元/桶



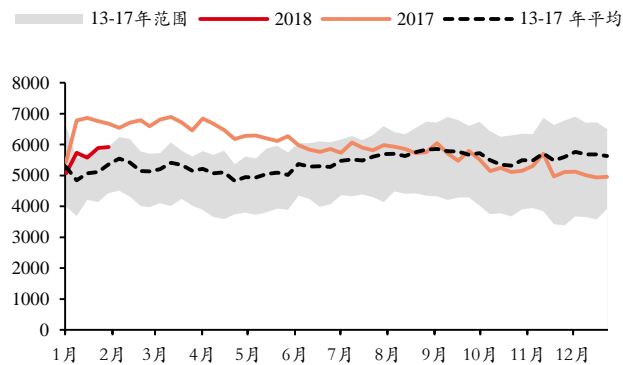
数据来源: EIA Bloomberg 华泰期货研究所

图 8: 美国成品油库存 单位: 美元/桶



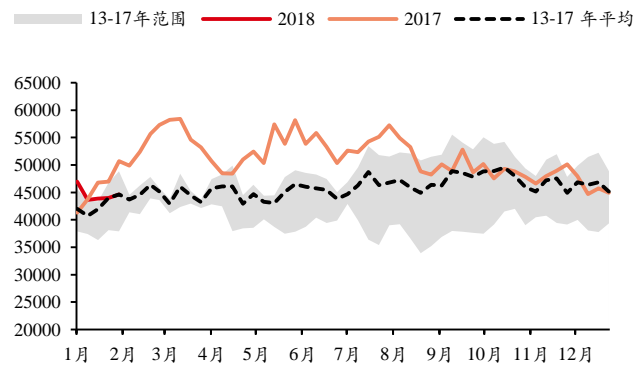
数据来源: EIA Bloomberg 华泰期货研究所

图 9: 西北欧成品油库存 单位: 千吨



数据来源: PJK Bloomberg 华泰期货研究所

图 10: 新加坡成品油库存 单位: 千桶



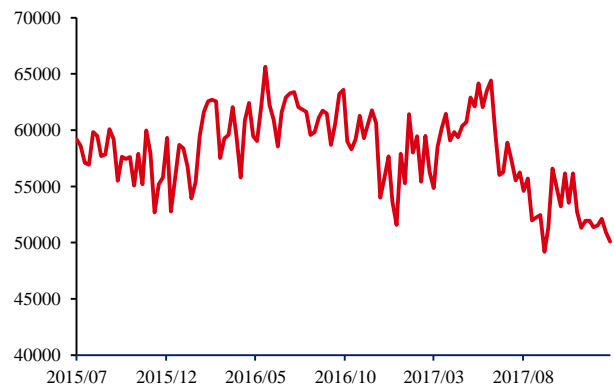
数据来源: EI Bloomberg 华泰期货研究所

图 11: 全球原油浮式库存 单位: 千桶



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究所

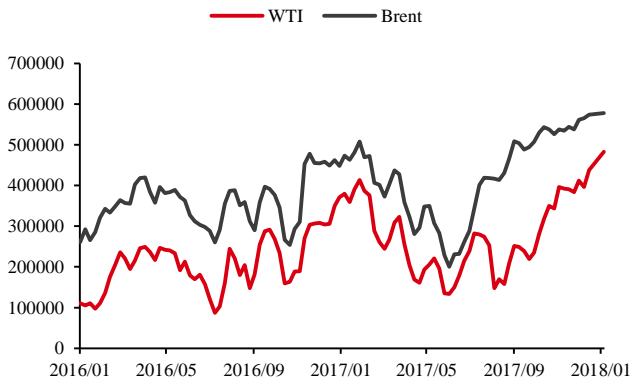
图 12: 西北欧原油库存 单位: 千桶



数据来源: Genscape Bloomberg 华泰期货研究所

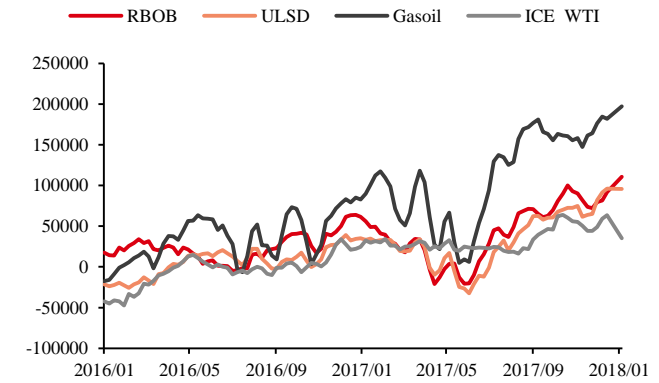
持仓结构:

图 13: 原油基金净多持仓 单位: 份



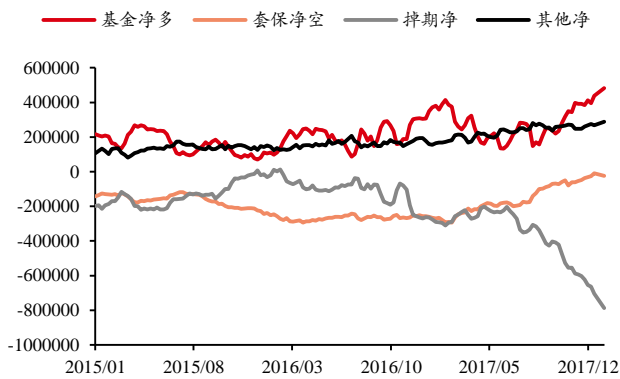
数据来源: CFTC Bloomberg 华泰期货研究所

图 14: 成品油基金净多持仓 单位: 份



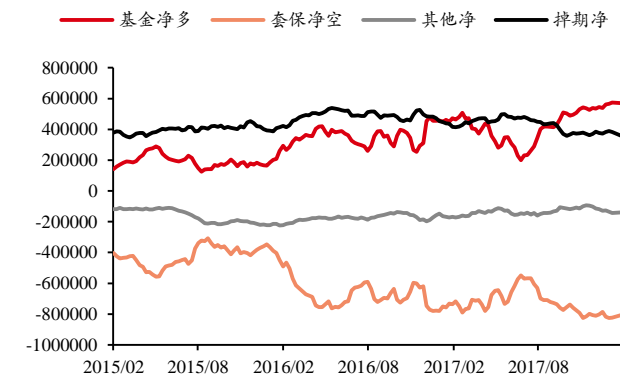
数据来源: CFTC Bloomberg 华泰期货研究所

图 15: Nymex WTI 持仓结构 单位: 份



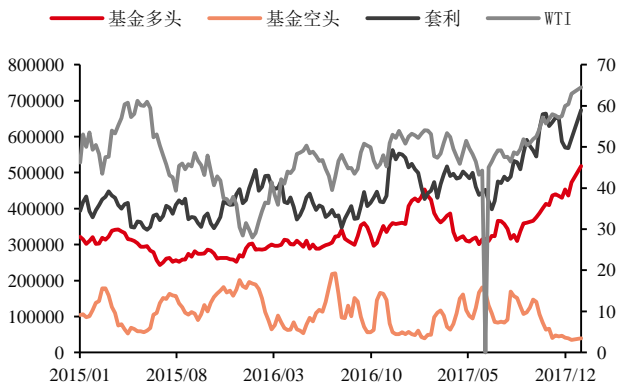
数据来源: CFTC Bloomberg 华泰期货研究所

图 16: ICE Brent 持仓结构 单位: 份



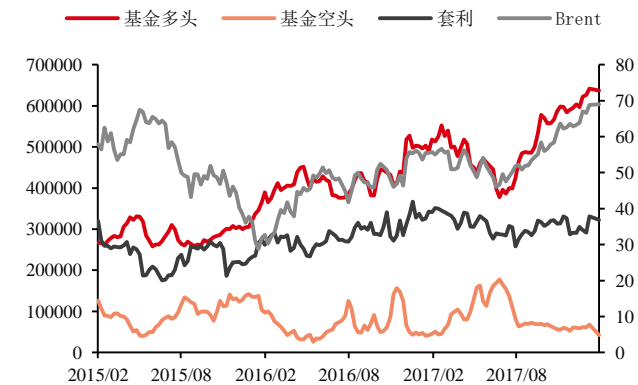
数据来源: CFTC Bloomberg 华泰期货研究所

图 17: WTI 基金持仓结构 单位: 美元/桶



数据来源: CFTC Bloomberg 华泰期货研究所

图 18: Brent 基金持仓结构 单位: 美元/桶



数据来源: CFTC Bloomberg 华泰期货研究所

● 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2018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、29层04单元

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com