

# 买在黎明破晓前，原油布局正当时

能源化工团队  
信达期货研究中心  
2020年3月24日



# 当下油市基本面弱于08年次贷危机和15年欧佩克大战页岩油



The background of the slide features a city skyline at sunset, with the sun low on the horizon behind several skyscrapers. In the foreground, a road with white lane markings is shown in a blurred, motion-streaked perspective, suggesting speed. The overall color palette is dominated by the warm tones of the sunset and the cool blues of the sky and road.

**需求坍塌，供给放水**

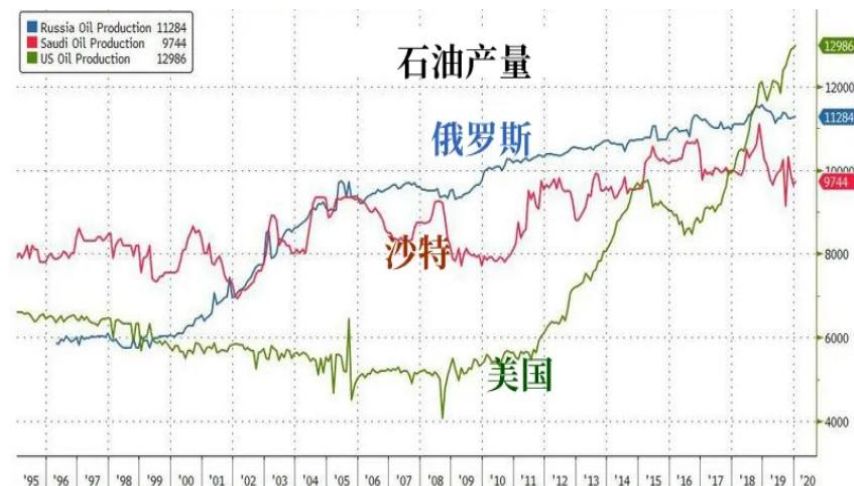
---

**低油价挤压高成本产能**

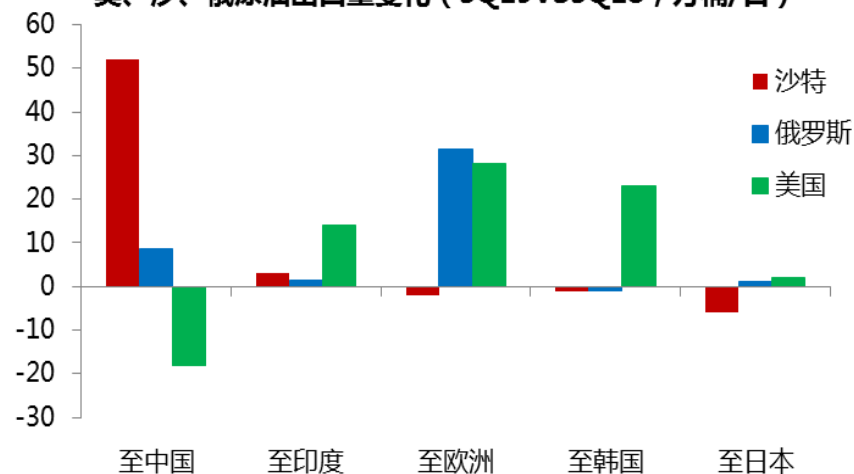
# 减产会谈破裂，沙特掀起价格战，疯狂抢占市场份额

沙特官价调整情况

	3月	4月	变化
远东客户：迪拜、阿曼均价			
超轻	+5.85	+1.85	-4
特轻	+2.90	-3.10	-6
轻质	+2.90	-3.10	-6
中质	+1.95	-4.05	-6
重质	+0.55	-4.45	-5
地中海客户：ICE Brent			
特轻	+1.20	-5.80	-7
轻质	-1.60	-8.60	-7
中质	-3.40	-10.40	-7
重质	-4.70	-10.70	-6
西北欧客户：ICE Brent			
特轻	-0.10	-8.10	-8
轻质	-2.25	-10.25	-8
中质	-4.60	-12.60	-8
重质	-6.00	-13.00	-8
美国客户：ASCI			
特轻	+4.90	-2.10	-7
轻质	+3.25	-3.75	-7
中质	+1.45	-5.55	-7
重质	+0.70	-6.30	-7



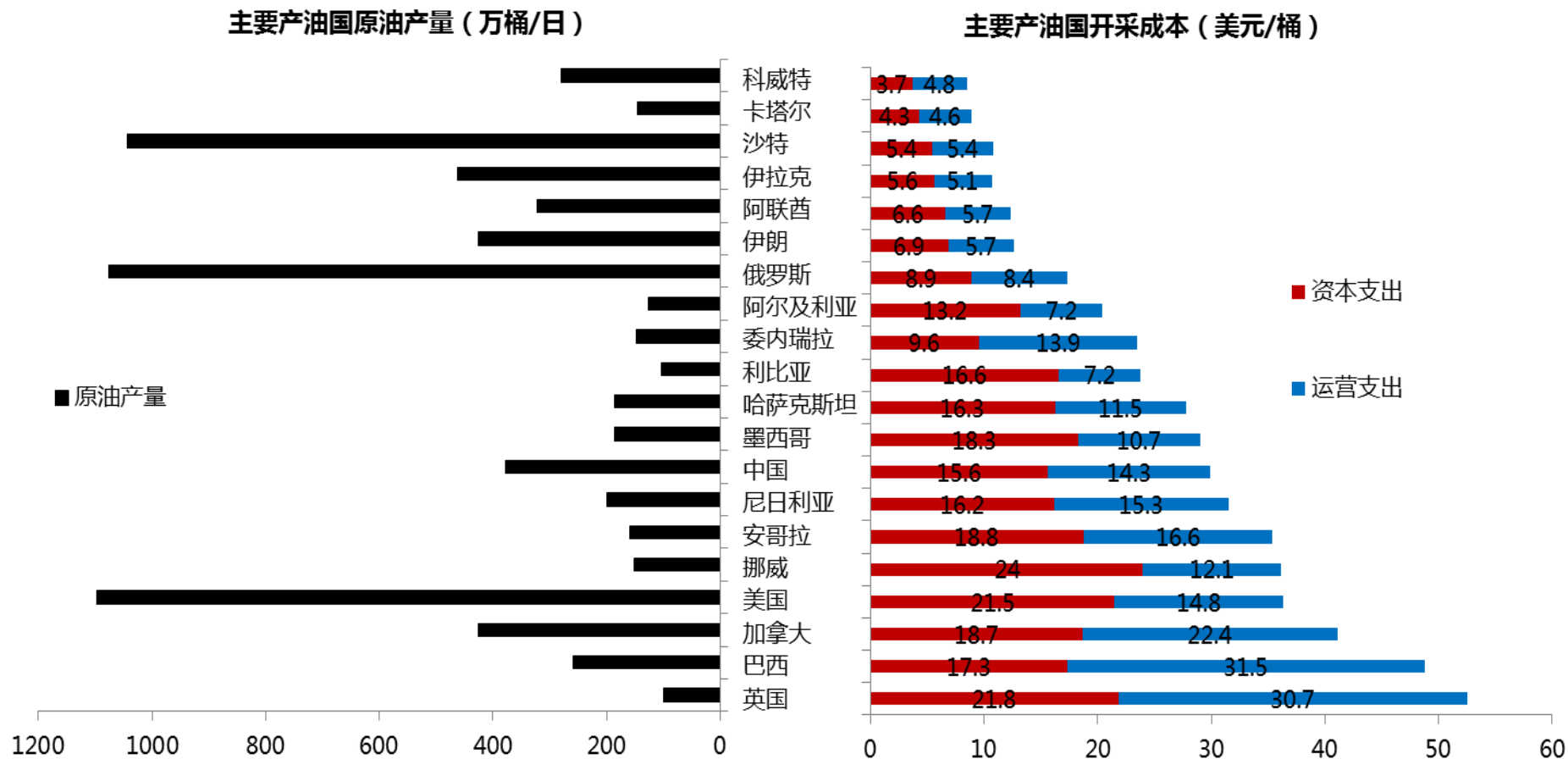
美、沙、俄原油出口量变化 (3Q19VS3Q18, 万桶/日)



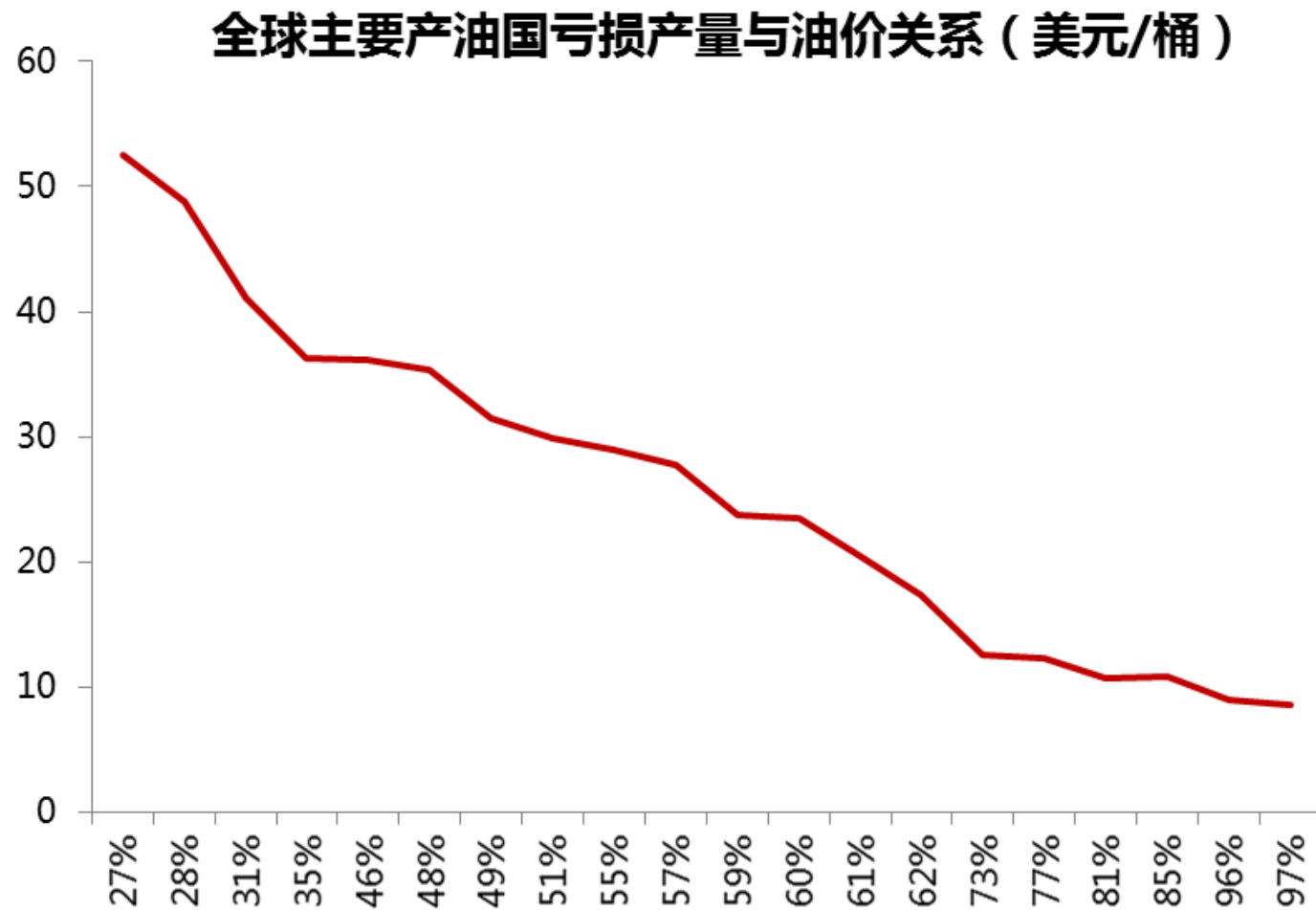
## 回顾沙特发动的历次价格战，周期各异，但整体跌幅在60%左右

时间	背景	产出增量	油价反应	油价复苏条件
1985年	美国推动沙特增产，打击苏联的同时削弱两伊经济	沙特日出口由200万桶升至900万桶	5个月；30跌至12，降幅60%	沙特停止倾销，重新通过产量调整来维护市场
1997年	委内瑞拉增产推动伊拉克和沙特跟进增产，同时亚洲爆发经济危机	伊拉克和沙特合计增产近200万桶	2年；25跌至10，降幅60%	1999年亚洲金融危机结束，原油需求持续回暖
2014年	沙特、俄罗斯、美国三国杀	OPEC累计增产约320万桶	1年；80跌至27，降幅67%	产油国冻产及减产协议达成
2020年	OPEC+减产协议谈崩，疫情重创全球原油需求	预计供应增量超400万桶/日	一个月；60跌至28，降幅53%	海外疫情缓解，产油国重回限产之路

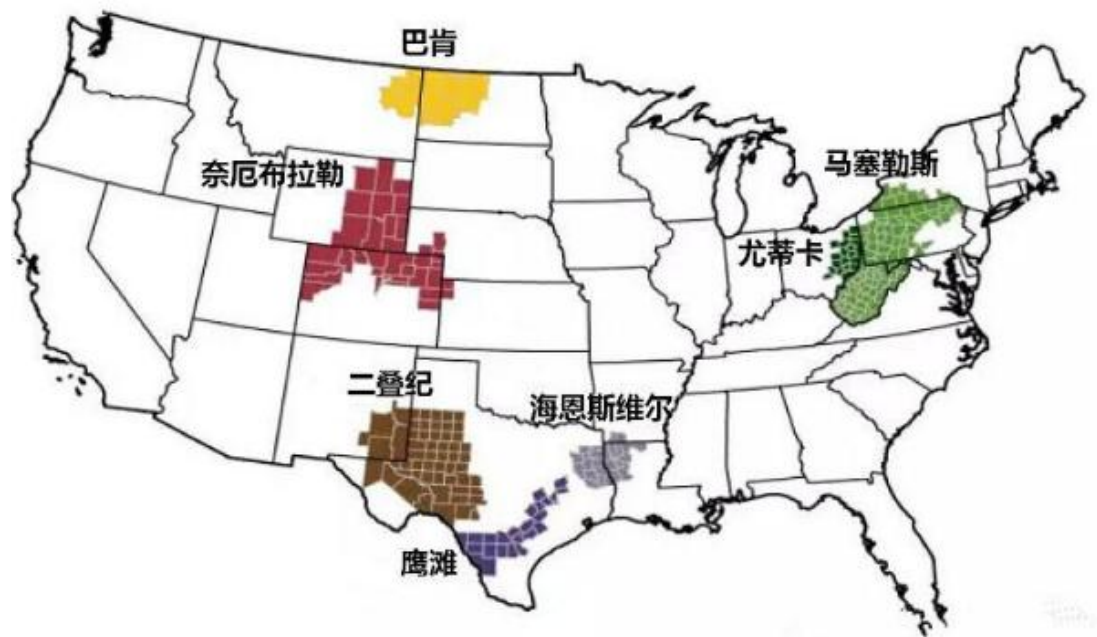
# 原油价格的锚在于其生产成本，中东地区优势明显



# 当前油价水平下，全球大约50%的原油产量受到冲击



# 美国部分页岩油产区现货价格跌至个位数，行业经历至暗时刻

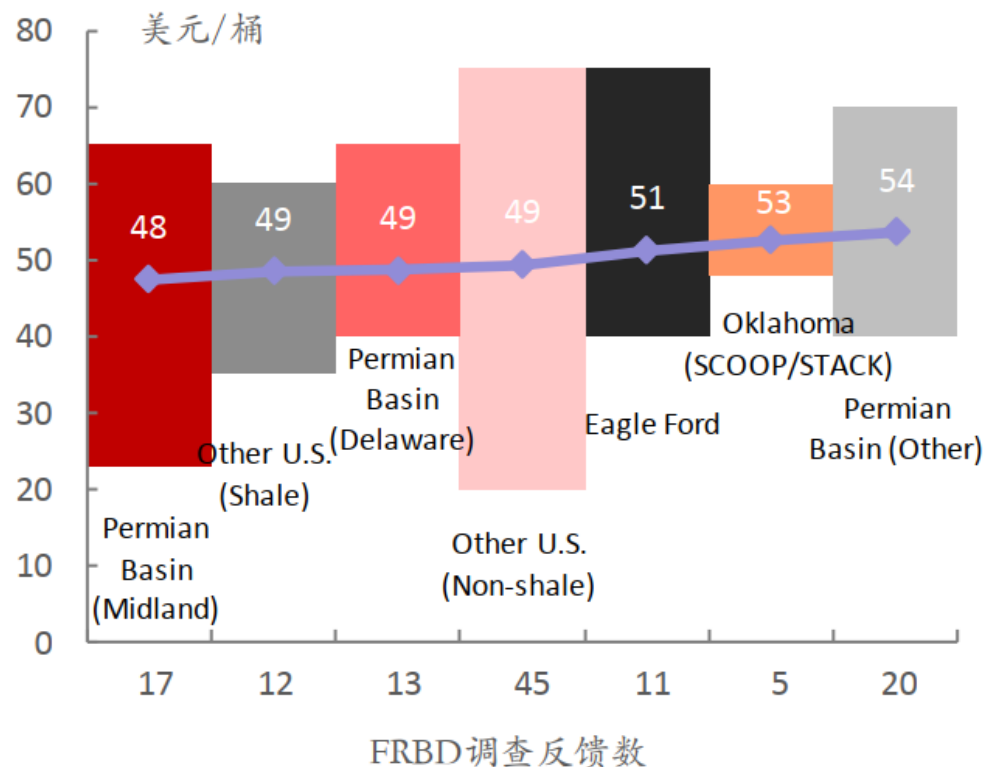


TEXAS	Last	Change	% Change
🇺🇸 West Texas Sour	17.31	-1.86	-9.70%
🇺🇸 West Texas Intermediate	19.81	-1.86	-8.58%
🇺🇸 Upper Texas Gulf Coast	7.610	-1.860	-19.64%
🇺🇸 Texas Gulf Coast Light	18.31	-1.86	-9.22%
🇺🇸 South Texas Sour	13.70	-1.86	-11.95%
🇺🇸 North Texas Sweet	20.00	+1.00	+5.26%
🇺🇸 Eagle Ford Pipeline	19.81	-1.86	-8.58%
🇺🇸 Eagle Ford Condensate	18.81	-1.86	-9.00%
🇺🇸 Eagle Ford	21.26	-1.86	-8.04%
🇺🇸 Tx. Upper Gulf Coast	13.75	+1.00	+7.84%
🇺🇸 South Texas Light	13.75	+1.00	+7.84%
🇺🇸 W. Tx./N. Mex. Inter.	20.00	+1.00	+5.26%
🇺🇸 South Texas Heavy	13.50	+1.00	+8.00%
🇺🇸 W. Cen. Tx. Inter.	20.00	+1.00	+5.26%
🇺🇸 East Texas Sweet	17.25	+1.00	+6.15%

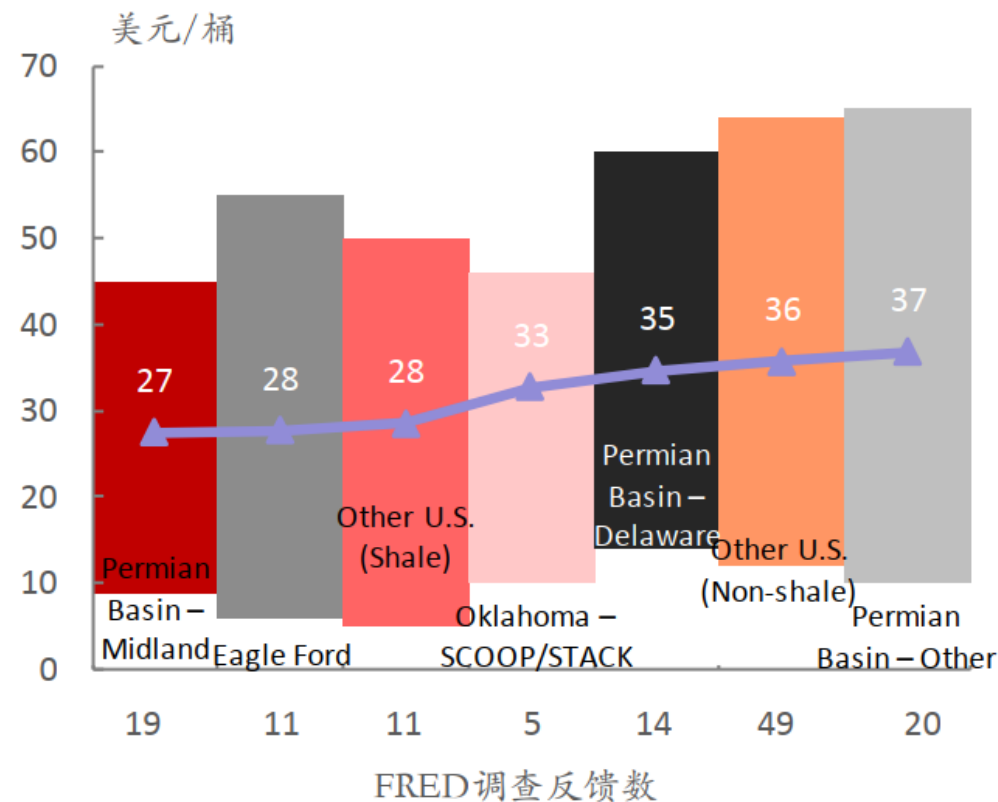


# 美国页岩油更加市场化，生产企业经营活动决定宏观产量变化

图表 11: 美国钻新井所需的盈亏平衡油价 (WTI)

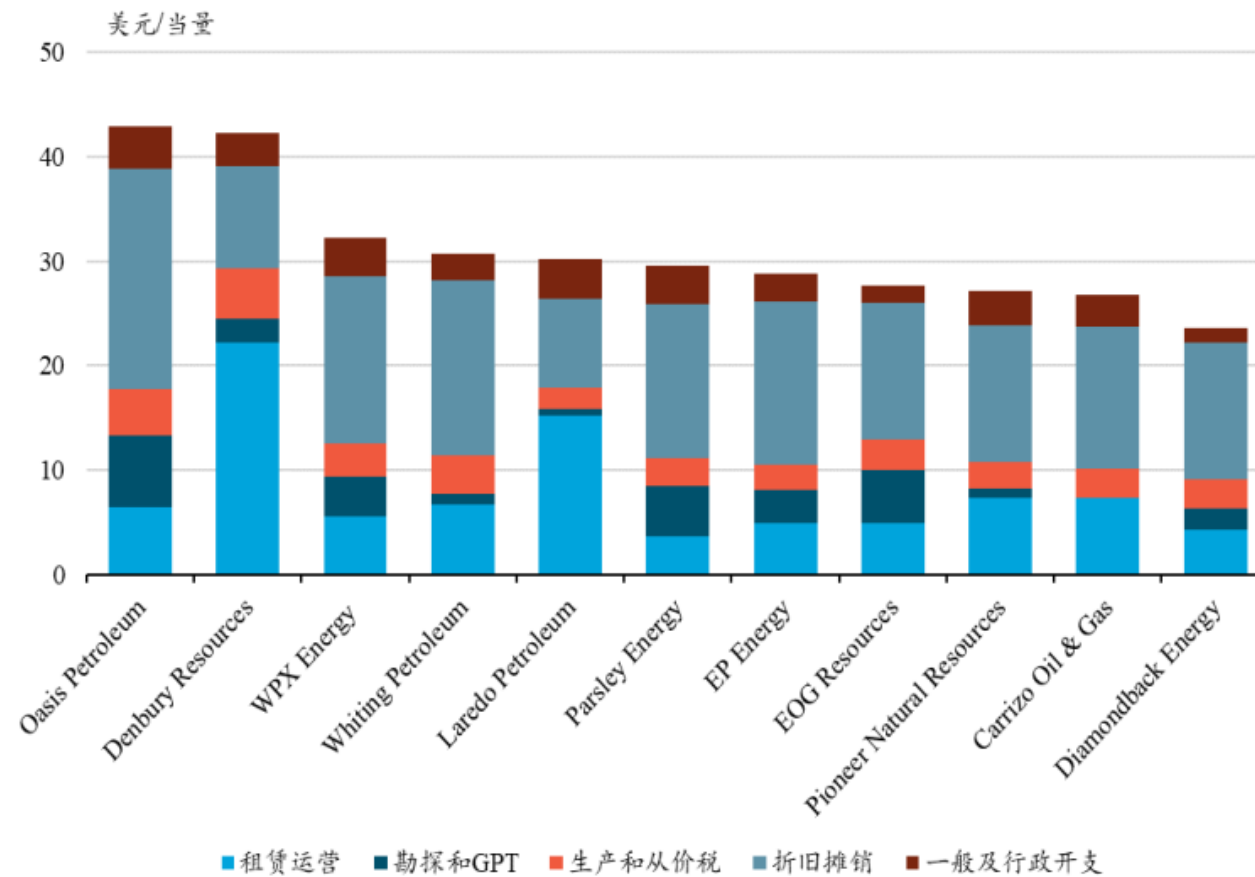


图表 12: 美国已有井经营成本平衡所需油价 (WTI)



- 跌破钻新井所需的盈亏平衡油价，页岩油生产商会收缩资本开支。
- 跌破已有井运营成本平衡所需油价，页岩油产量加速下滑。

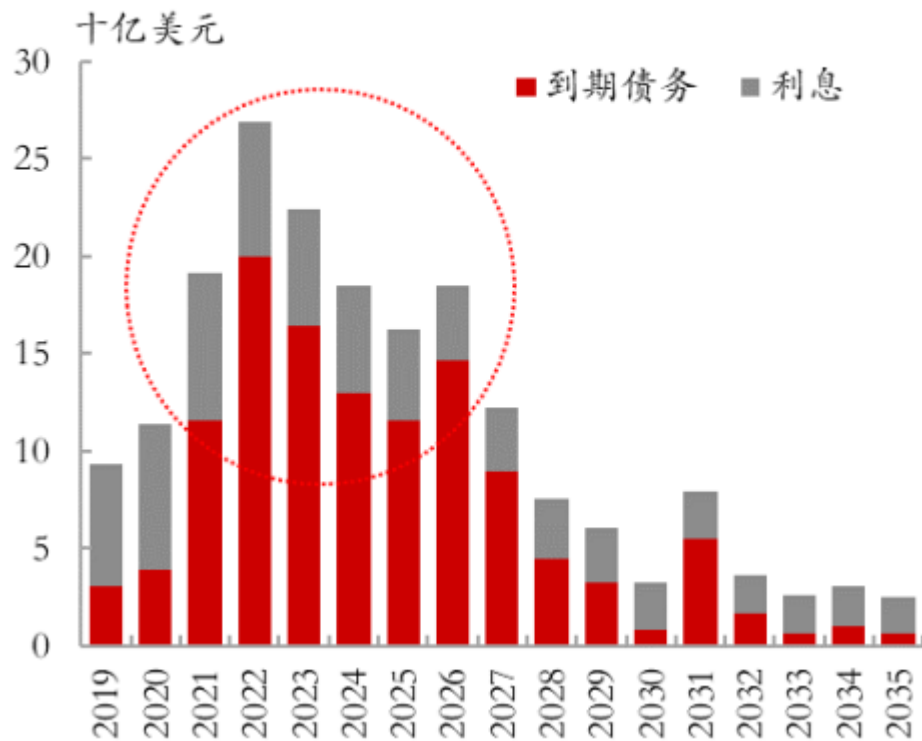
# 当前油价水平下能够维持盈亏平衡的页岩油生产商寥寥可数



➤ 盈亏平衡成本=折旧摊销+租赁运营+生产和从价税+勘探和储运开支+一般及行政开支。

# 美国页岩油公司债问题不容乐观，现金流压力陡增或引发新一轮破产潮

图表 64: Rystad Energy 所覆盖 33 家页岩油独立生产商  
债务到期情况



➤ 页岩油相关债券在美国债市中占比接近20%，总额超过1000亿美元，大部分离垃圾债一步之遥。

A city skyline at sunrise with a road in the foreground. The sun is low on the horizon, casting a golden glow over the buildings. The road in the foreground is dark and has white lane markings, curving to the right. The sky is filled with soft, golden light and some clouds. The overall mood is optimistic and forward-looking.

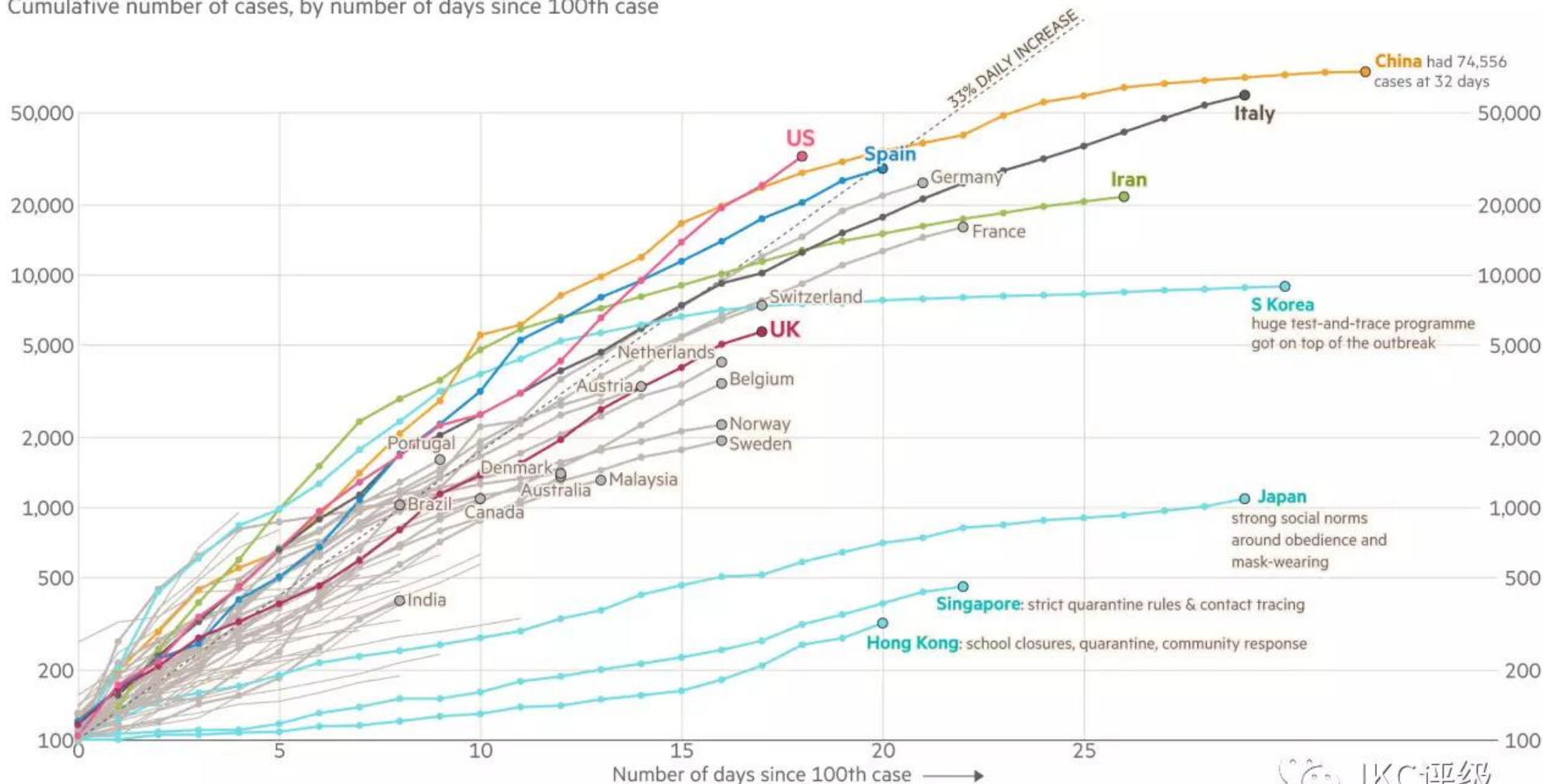
**悲观者正确，乐观者赚钱**

**抄底原油的正确姿态**

# 原油市场拐点何时出现，海外疫情得到控制是关键

Country by country: how coronavirus case trajectories compare

Cumulative number of cases, by number of days since 100th case

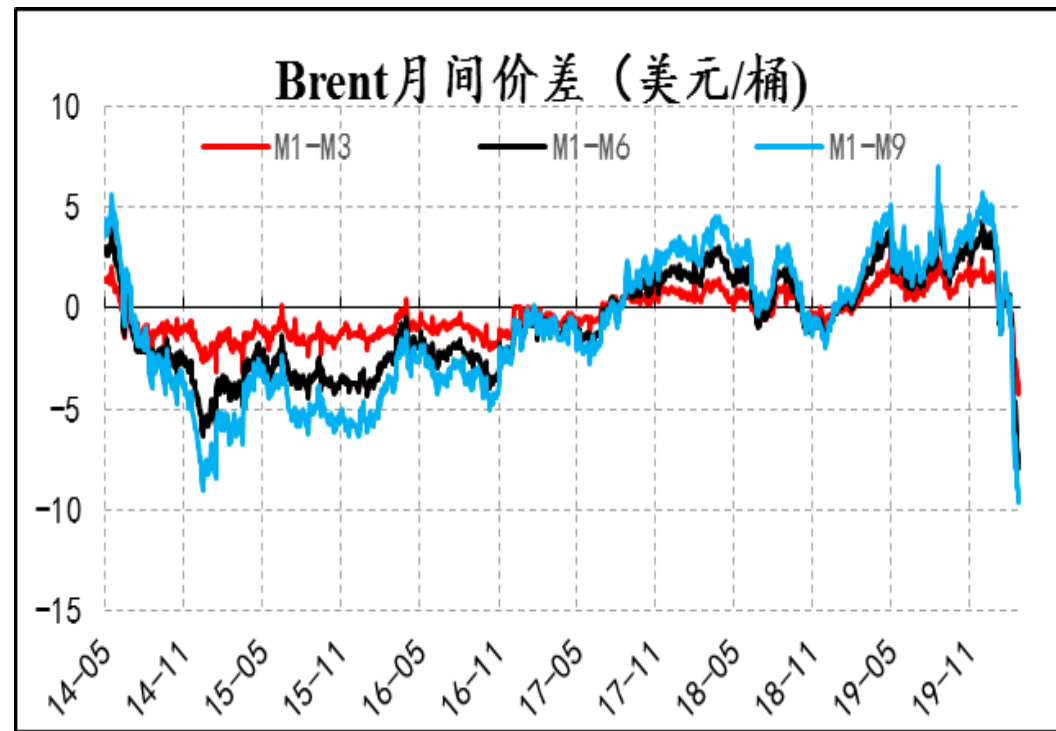


FT graphic: John Burn-Murdoch / @jburnmurdoch  
Source: FT analysis of Johns Hopkins University, CSSE; Worldometers. Data updated March 22, 19:00 GMT  
© FT

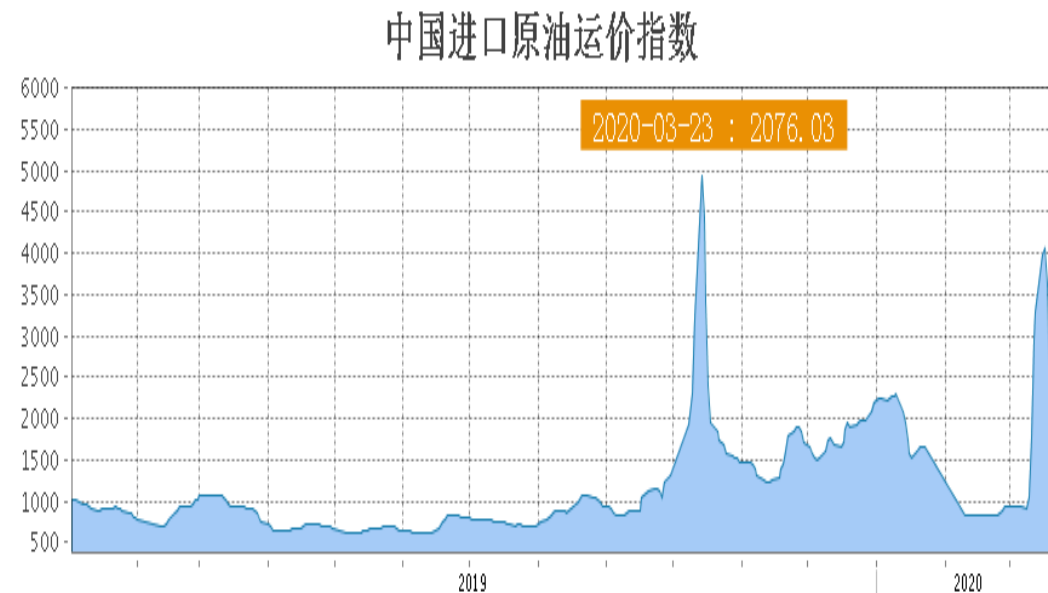
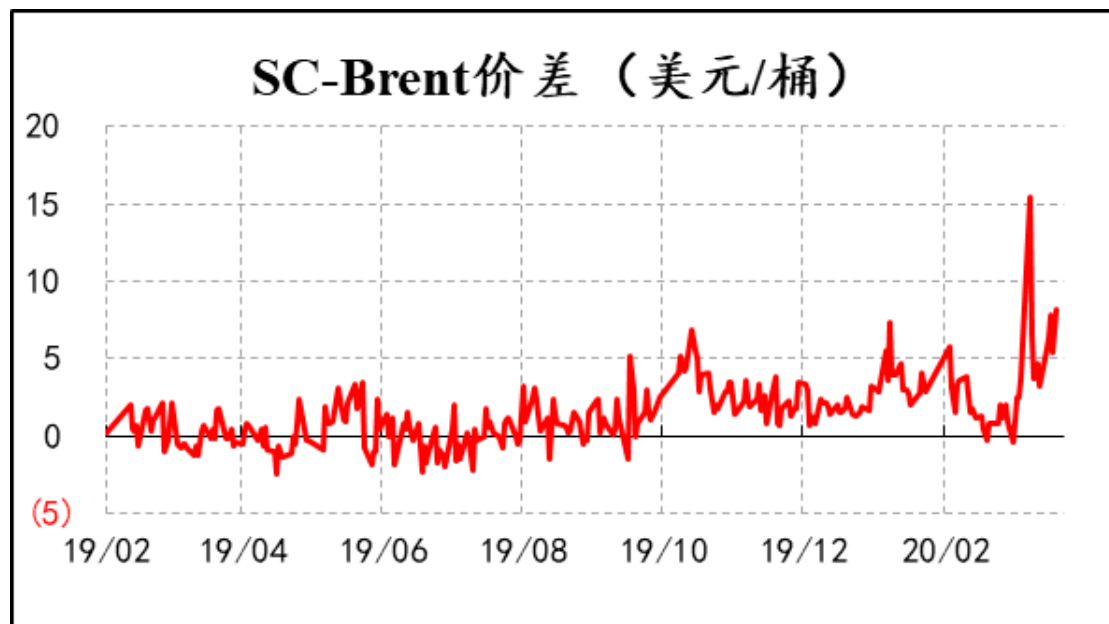
## 主产国是否重返减产协议将影响油价反弹修复的速度

对比项	沙特	俄罗斯
剩余产能	130-260万桶/日	20-50万桶/日
开采成本	10美元/桶	20美元/桶
经济对石油依赖程度	出口收入的90%，GDP的42%	出口收入的64%，GDP的30%
财政平衡油价	85美元/桶	43美元/桶
黄金和外汇储备	5000亿美元	4200亿美元
借贷能力	强	弱
结论	谁先认怂难以判断，但低油价的杀伤力不容忽视	

# 原油远期价格趋稳后，屯油套利将限制近月价格下行空间



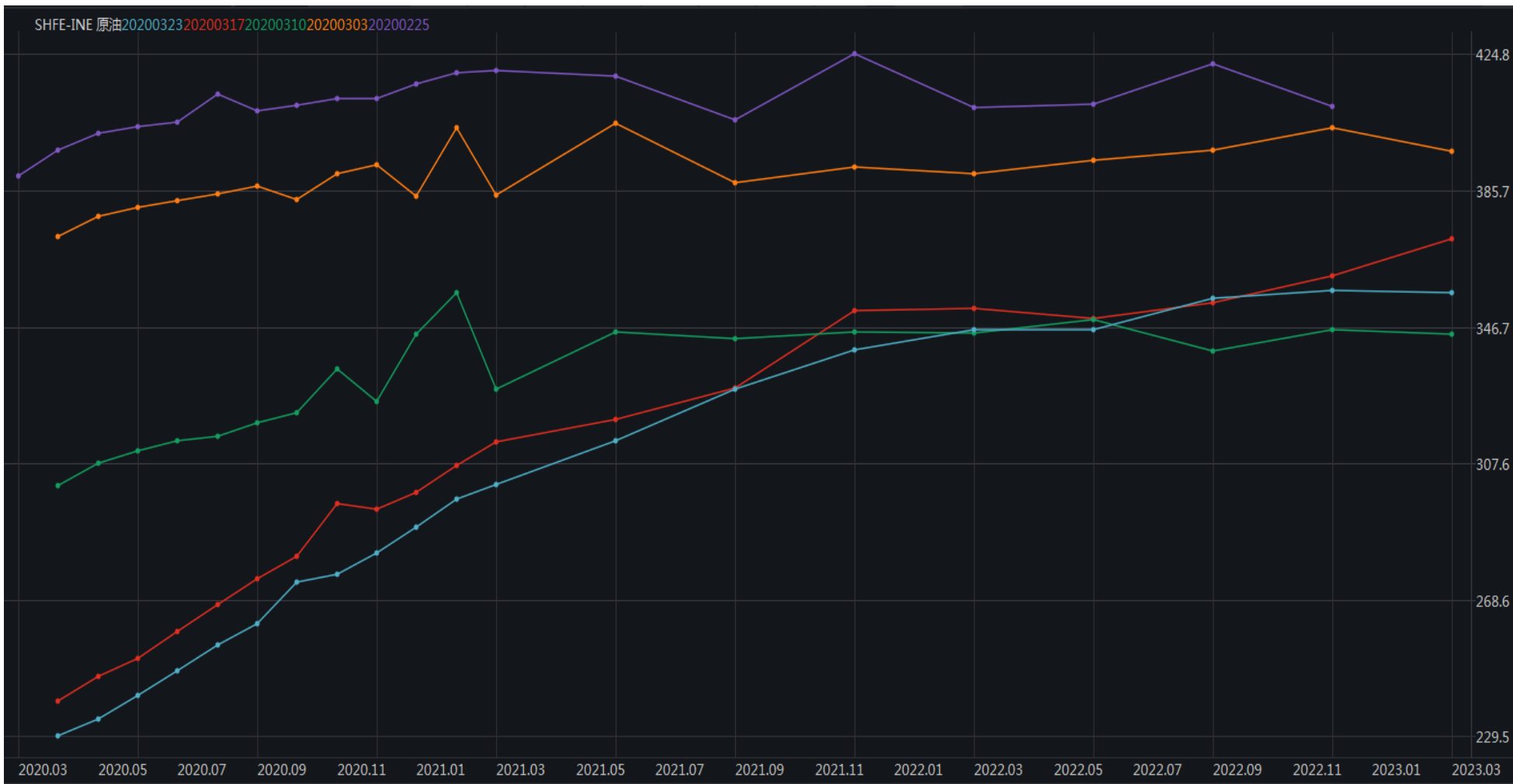
# 内盘原油基本面强于外盘，油轮运费已明显回落



$$\left( \text{Brent} - \text{EFS} + \text{运费} \right) \times \text{汇率} = \text{SC}$$



# 原油远期曲线远端价格具有指示性，可作为合理估值水平



## 原油波动率加大情况下，如何优选工具

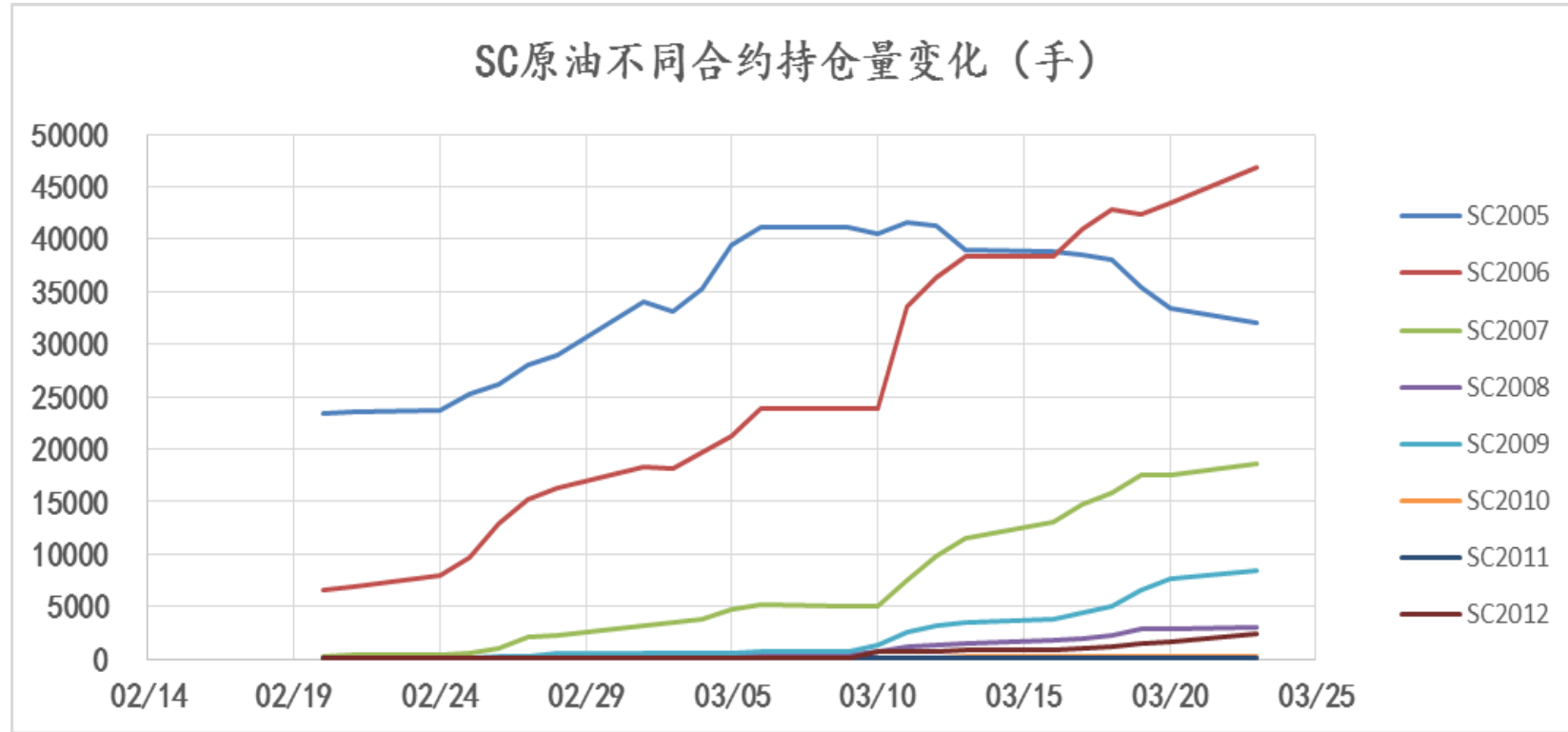
---

- 原油类股票：变相做多油价，要根据产业链进行划分。
- 原油类ETF：跟踪标的是原油期货或是能源类企业股票。
- 原油期权：上期所仍在研究中。
- 原油期货：保证金交易，可扩大资金使用效率。

## 原油期货类ETF和银行账户原油陆续限制申购，且溢价较高

基金名称	基金代码	流通市值 (百万美元)	成立时间	投资标的
华宝油气	162411	155.6	2011年9月	美国页岩油上市公司
国泰商品	160216	10.88	2012年5月	2015年第一季度后调仓为重仓原油期货ETF
南方原油	501018	9.28	2016年6月	原油期货ETF
华安石油基金	160416	3.51	2012年3月	全球大型油企、页岩油公司
易方达原油	161129	3.36	2016年11月	原油期货ETF
嘉实原油	160723	1.87	2017年4月	原油期货ETF
广发道琼斯美国石油	162719	1.28	2017年2月	美国页岩油上市公司
诺安油气	163208	0.33	2011年9月	大型油企、页岩油公司以及油服公司的原油类ETF

# 用期货抄底原油的操作建议



- 目前价格处于历史底部，是抄底的好价格，但是目前抄底有两大问题：一是底部区间不等于马上上涨，磨底时间可能会比较长；二是远月往往升水，存在换月损失。
- 先确定买入货值大小，根据风险偏好确定杠杆比例，做好建仓规划。
- 通过化工品间接做多原油，比如沥青、燃料油、PTA等。

# 能源化工团队介绍

郭远爱

投资咨询资格编号: Z0013488      电话: 18758264396

报告联系人:

臧加利

原油、燃料油、沥青  
执业编号: F3049542  
电话: 0571-28132632  
微信: adamzang163

韩冰冰

甲醇、乙二醇、PTA  
执业编号: F3047762  
电话: 0571-28132528  
微信: hanbb360

杨思佳

PP、PE、PVC  
执业编号: F3059668  
电话: 0571-28132528  
微信: zhizu\_mayday

骆奇泉

天然橡胶、20号标胶  
执业编号: F3063756  
电话: 0571-28132592  
微信: 13606578566

