

历史首次，WTI 跌至负值区间

2020 年 4 月 21 日 星期二

兴证期货·研发中心

能化研究团队

刘倡

从业资格编号：F3024149

投资咨询编号：Z0013691

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

赵奕

从业资格编号：F3057989

孙振宇

从业资格编号：F3068628

联系人

孙振宇

电话：021-20370943

邮箱：sunzy@xzfutures.com

内容提要

● 我们的观点

2020 年 4 月 8 日，芝商所清算所发布建议性通告，为应对能源价格可能跌至负值，确保市场正常运营，当 WTI 结算价降至 8 美元之下，清算所将把所有的 WTI 期权期货合约的定价和保证金额度设定模型在剩下的交易日都转为 Bachelier 模型。

2020 年 4 月 20 日，WTI 05 合约价格跌至负值区间，最低达到-43 美元/桶，为历史首次，相比较之下，远月合约的跌幅十分有限。我们认为，这主要是因为 05 合约即将到期的情况下，美国库容逼近极限所造成的。目前近端仍反应原油严重的过剩情况，而远端则逐步反应库容用尽后的被动减产、供求重新平衡点预期。若短期供需平衡难以改善，不排除 06 合约出现类似的情形。

1. 事件回顾：WTI 05 合约盘中暴跌至-43 美元/桶

当地时间 2020 年 4 月 20 日下午 2 点左右，即将进入交割的 WTI 05 合约正式进入负值区间，盘中一度下挫至-43 美元/桶，跌幅超 300%。

事实上，早在 4 月上旬，北美地区的原油现货已出现负油价。由于供应过剩严重，导致美国可用库容迅速削减，在能源部表示希望租借商业库进行 SPR 的储备之后，市场上的可用库容面临告急。据消息人士表示，此时部分油商及贸易商已经开始进行零价格出售低品质原油，并进行一定的运费补偿，实际上是现货原油已提前进入了负油价。对此，芝商所 4 月 8 日清算所发布建议性通告称，为应对能源价格可能跌至负值，确保市场正常运营，当 WTI 结算价降至 8 美元之下，清算所将把所有的 WTI 期权期货合约的定价和保证金额度设定模型在剩下的交易日都转为 Bachelier 模型。

图 1：见证历史，油价跌至-43 美元/桶

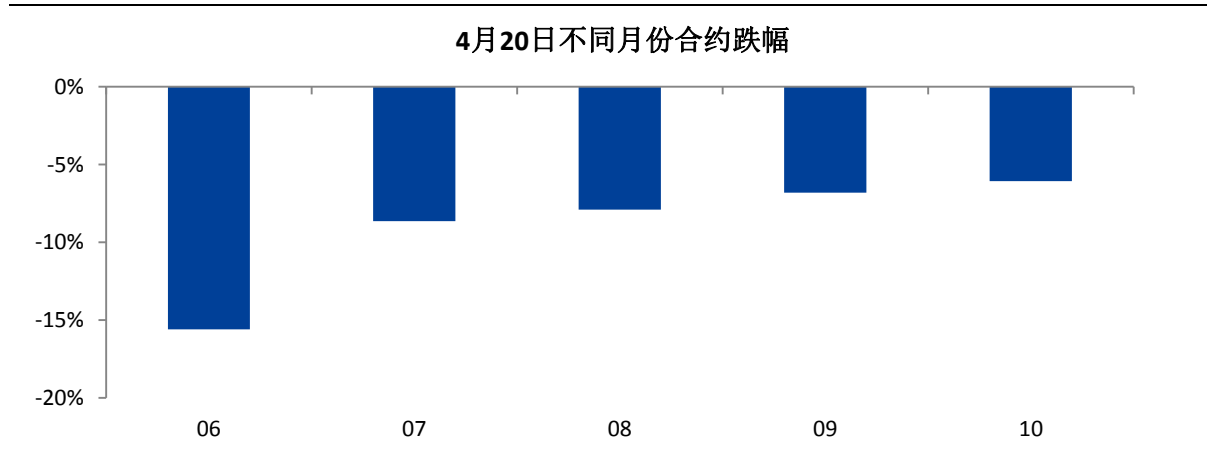


数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. WTI 为什么会跌到负值区间？

首先，需要注意的是，并不是所有的原油价格都跌至负值，在 05 合约暴跌 300%的同时，WTI 远期合约的跌幅是明显依次减小的。目前来看，对远期合约不需要有太多恐慌情绪。

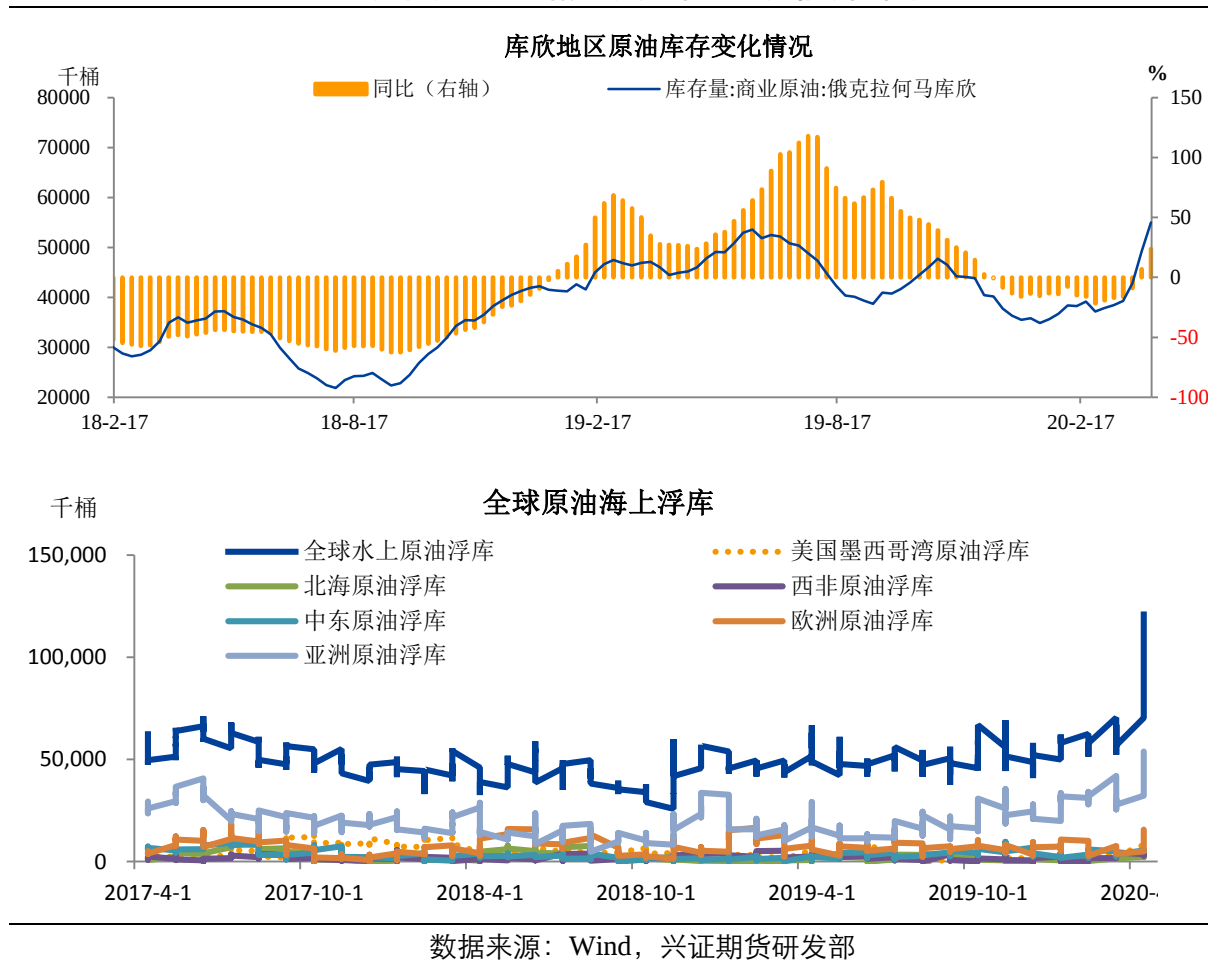
图 2：WTI 远月合约跌幅相对有限



数据来源：Wind，兴证期货研发部

由于 CME 规定，美原油的交割期限是交割月的第一个日历日至当月最后一个日历日，买方可选择通过设施间泵送进行交割，从而将原油由卖方设施转移至 TEPPCO、Equilon 管道公司 LLC 库欣储油库。但是在美国库存严重不足，库欣地区的储存库来到历史高位的情况下，一般买方很难临时找到可以存放原油的陆上储存库，而当前海上浮仓也几乎处于饱和状态，这就导致投机性多头必将无法存储交割来的原油。

图 3：库容告急，近端交割可能面临无处存放的窘境



在这种情况下，多头只能有 2 个选择，平仓和放弃履约。平仓的话，盘面损失惨重；如果是放弃履约，除盘面损失之外，一般情况下，还需要缴纳至少 20% 持仓合约价值的罚金，以当前的情况来看，这个罚金比例还有可能更高。

此外，需要注意的是如果是想交割后随地处放或者倒掉、直接烧掉，在美国将面临天价的罚款，一般情况下，罚款金额要远高于投资者的利的。

因此，在 05 合约即将到期的情况下，前期多头被活活闷杀，鉴于此前已有现货贸易商和生产商进行了“负价交易”，期货端在更改模型之后，出现期价进入负值区间的情况就顺理成章了。

3. 后续影响

我们认为，WTI 期货价格进入负值区间成为常态的可能性极低。主要是基于以下几点：

- a. 目前来看，4月份是2020年全球供给量最大的时间段，沙特大量增产的同时，俄罗斯的原油产量也取得了小幅上扬，但随着OPEC+以及G20的减产到来，5月之后，全球供给过剩水平会得到一定的削减；
- b. 从全球的疫情发展来看，主要经济体的需求受挫最严重的时期应当也是4月份，中国疫情早已得到有效控制，欧美疫情扩散速度也有缓慢下降趋势。中国和欧美均出台多项经济刺激政策，复工复产大概率于5月开始进行，从而帮助改善全球供应过剩的问题；
- c. 据消息人士表示，全球多地区正在加快储备库的建设，尤其是亚太地区的新增可用库容程度可能十分可观，一旦启用，将一定程度上缓解库存压力。

因此，我们认为，05合约暴跌仍旧是近端反应原油严重的过剩情况，而远端则逐步反应库容用尽后的被动减产、供求重新平衡点预期。在这种情况下，远月合约再度出现暴跌至负值的可能性较低，但也不排除06-07合约价差拉大到远高于理论范畴的水平。建议投资者对近月合约保持谨慎。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

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。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货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。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。