



## 近期原油上涨逻辑

联系人 吴晨曦  
电子邮箱 [wu.chenxi@jyqh.com.cn](mailto:wu.chenxi@jyqh.com.cn)  
电话 021-68555105

### 主要观点

原油价格的上涨呈现低波动率特征。

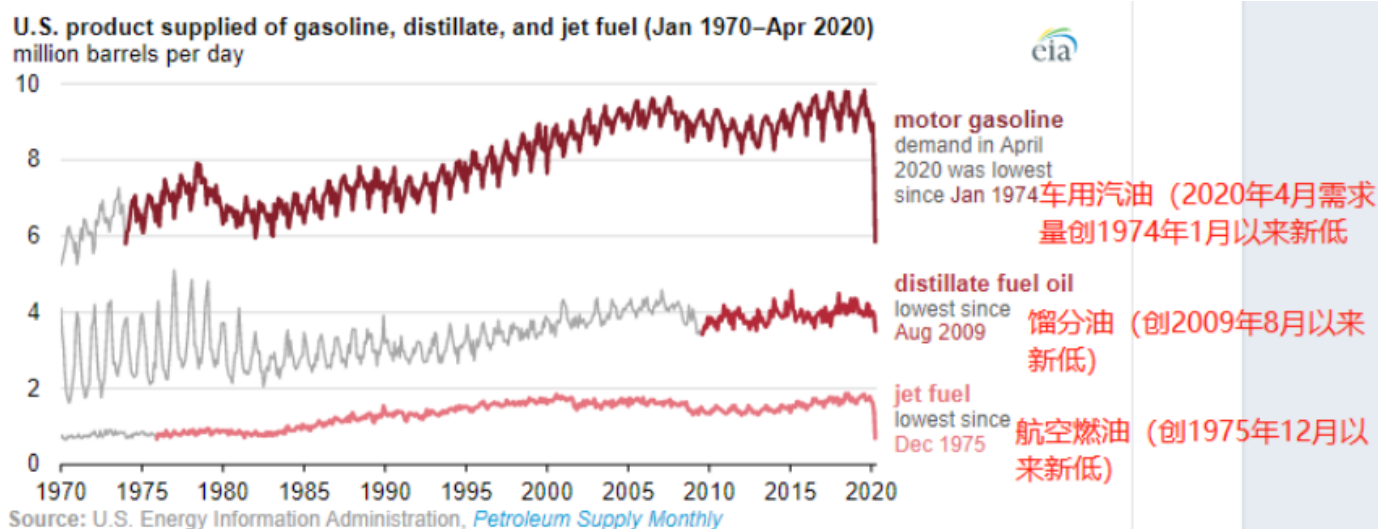
原油价格的上涨动力并非来源于需求端的恢复，更多来源于美元指数的下行。

投资者往往把价格的变化简单归因为供需的变化。殊不知一则价格往往领先于供需，二则边际供需才影响价格，三则价格还隐含着货币自身的变化。

经济学家发现，工人更关注名义工资而非实际工资。即，如果工资的数字上涨而购买力下降，劳动者并不敏感；但工资的数字下跌而购买力下降，劳动者反而更加敏感。第三点是投资者往往欠考虑的。由于人类认知中锚定效应的存在。第三点，即货币的变化往往是投资者直觉难以觉察的。

## 一、原油的需求相对下降

图表 1 原油需求



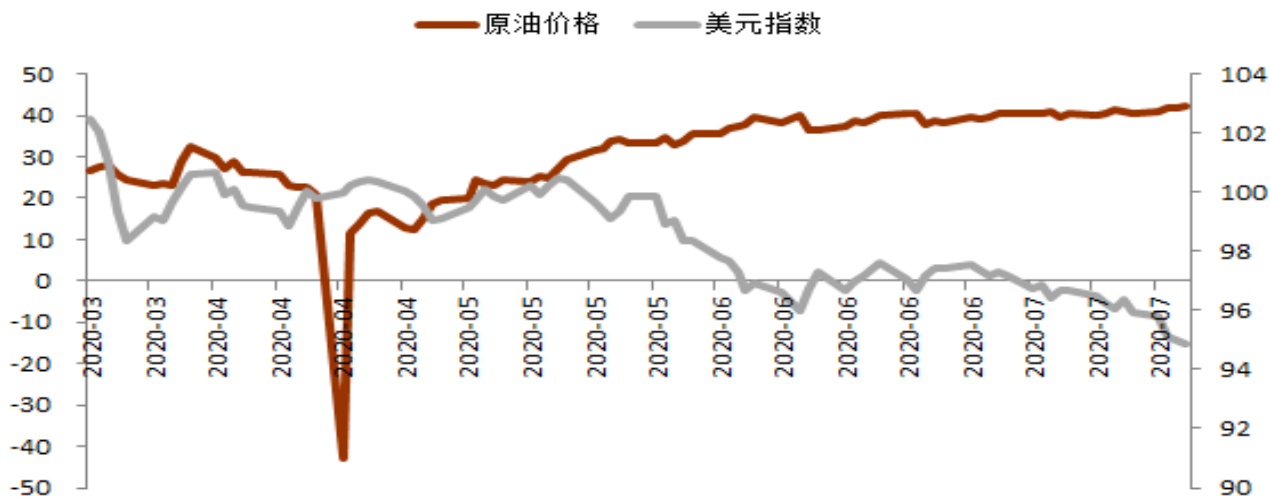
资料来源：EIA，铜冠金源期货

美国能源信息署表示，由于4月份美国大部分地区实施封锁，成品油需求锐减，商业原油库存激增。4月份美国对成品油的需求降至1170万桶/日，创下了1981年以来的最低水平。同时，商业原油库存增加了4670万桶（10%），为1920年以来最大月度增幅；而美国炼油厂仅以70%的产能运转，为1985年以来最低利用率。首先，由于炼油厂原油输入量的下降幅度，大于国内原油产量和进口量的综合降幅，美国的原油库存创历史新高。据EIA估计，截至6月19日当周，商业原油库存触及纪录高位的5.41亿桶，此后几周略有下降。此外，旅行模式的变化也导致美国对成品油的需求量处于几十年来的最低水平。不同交通运输燃料受到旅行变化的影响有所不同：航空燃油和车用汽油需求的降幅远远大于主要作为柴油消费的馏分油。从3月到4月，美国对航空燃油的需求下降了一半以上，从2月份的160万桶/日降至4月份的69.1万桶/日；汽油供应量下降了25%至590万桶/日，为上世纪70年代中期以来的最低月度值。同时，尽管对馏分油的需求变化不如对车用汽油和航空燃油需求变化那样剧烈，但其需求量仍然下降近10%至40.8万桶/日，消费量为十多年来的最低水平。

这种不断创出历史新低的需求，显然很难解释近来原油价格的上涨。

## 二、美元指数的下行

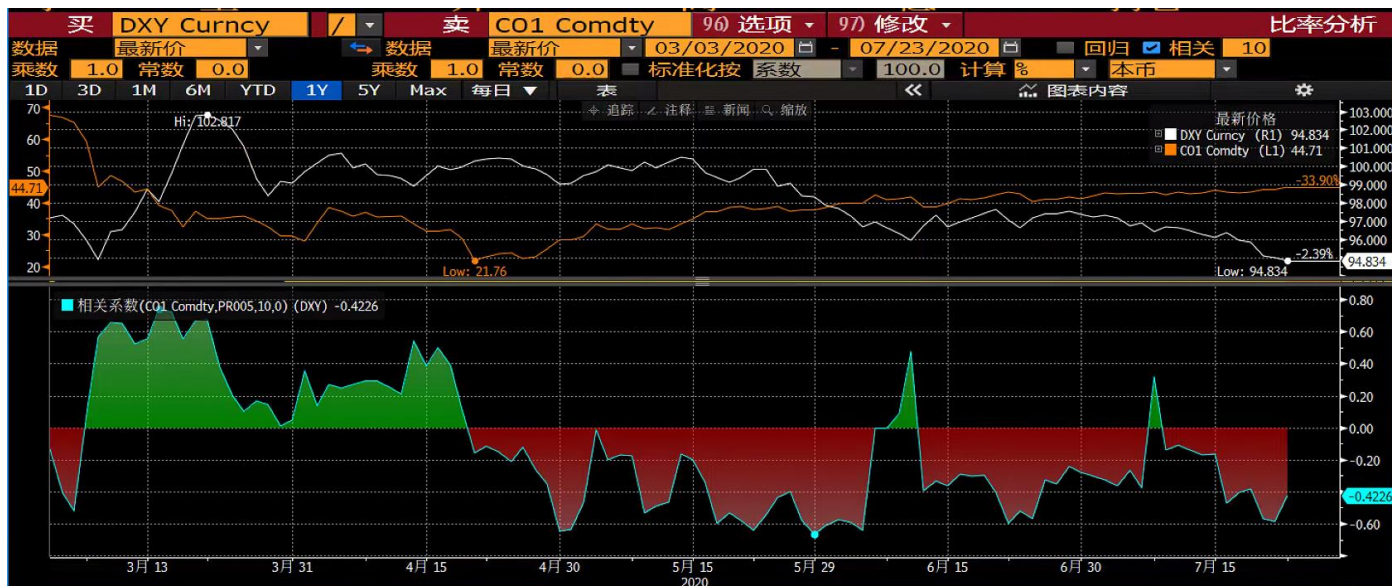
图表2 原油与美元



资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

我们也注意到，原油近来缓慢的上涨，与美元指数的下行高度相关。

图表3 美元和原油的相关性



资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

从图中下半部分可以看到，原油和美元在4月中旬以来呈现了高度的负相关性。相关性的解释达到了超过42%的程度。这也难怪，毕竟原油是以美元计价的，而美元指数的贬值也

就意味着资产价格的升值。危机后美联储大幅度扩张资产负债表的举动自然而然的推动了美元的贬值，从而推动了原油价格的缓慢上涨。

### 三、总结

原油价格的上涨主要并非由供需推动，而是由美元币值的变化推动的。换言之，投资者更应关注美联储的举动而非经济基本面。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

### 总部

上海市浦东新区源深路 273 号  
电话：021-68559999（总机）  
传真：021-68550055

### 上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、307 室  
电话：021-68400688

### 深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室  
电话：0755-82874655

### 大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号  
期货大厦 2506B  
电话：0411-84803386

### 芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号  
伟星时代金融中心 1002 室  
电话：0553-5111762

### 郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室  
电话：0371-65613449

### 铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A2506 室  
电话：0562-5819717



## 免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来自于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。