

## OPEC+有望再度达成减产，油价倾向于震荡反弹

2020年4月7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](mailto:sunzy@xzfutures.com)

## 内容提要

## ● 行情回顾

2020年3月份，油价持续走低，WTI收于20.10美元/桶，下跌25.16美元或55.59%，布伦特收于25.92美元/桶，下跌24.17美元或48.25%，SC由于运费剧烈波动以及地区供需平衡的问题，跌幅相对受限，本月收于265.3元/桶，下跌88.2元或24.95%。月初OPEC+谈判破裂，沙特发动价格战，叠加美国疫情持续快速扩散，国际油价迅速崩跌，WTI一度跌至20美元下方。

## ● 后市展望

供应端，沙特和俄罗斯已表现出妥协倾向，鉴于俄罗斯表态最多减少100-150万桶/天，相当于此前减产协议的5倍左右，以及美国页岩油公司大幅削减开支，钻井数量连续3周大幅下滑，预计美国将加入减产协议，届时减产协议达成的份额将有可能在800万桶/天以上。

需求端，美国疫情继续蔓延，但日内增速已开始趋缓，从目前美国透露的政府政策来看，很难造成更多的需求受损，原油的实质需求正逐渐边际改善。但需要注意的是，印度等发展中国家和地区的疫情仍有大爆发的可能。

综上，我们认为，在需求端并未爆发更大风险的情况下，随着近期全球联合减产协议有达成的可能，油价短线将有望持续反弹。重点关注OPEC+的信息动态。

## ● 策略建议

多仓继续持有，视OPEC+会议情况继续仓位调整。

## ● 风险提示

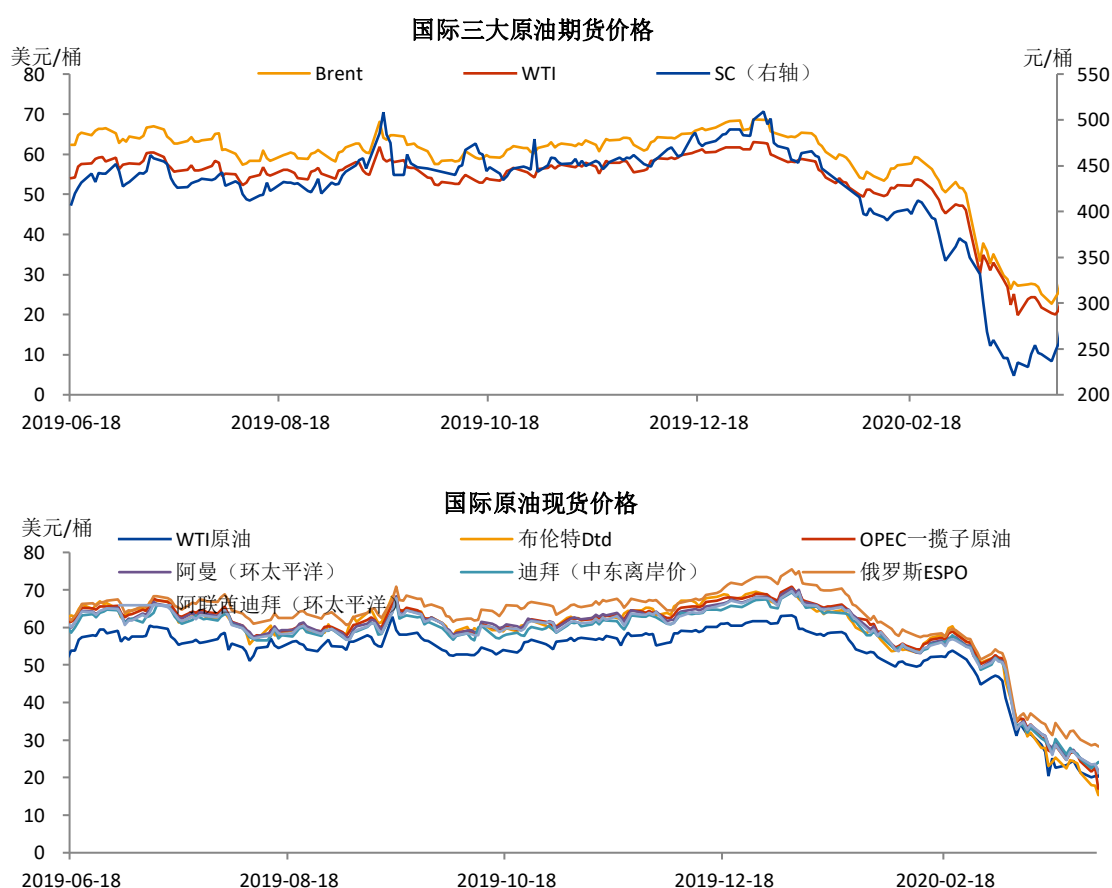
OPEC+谈判再次破裂；疫情失控。

## 1、行情回顾：3月原油价格持续下探

2020年3月份，OPEC+意外关系破裂，沙特进行自杀式降价打击俄罗斯，导致国际油价历史性暴跌。截至月底收盘，WTI收于20.10美元/桶，下跌25.16美元或55.59%，布伦特收于25.92美元/桶，下跌24.17美元或48.25%，SC由于运费剧烈波动以及地区供需平衡的问题，跌幅相对受限，本月收于265.3元/桶，下跌88.2元或24.95%。

现货价格趋势与期货价格基本一致，几个重要指标中，布伦特跌幅居首，截至3月底，下跌32.72美元或64.70%至17.85美元/桶。WTI与OPEC一揽子原油跌幅相当，WTI下跌24.28美元或54.24%至20.48美元/桶，OPEC一揽子原油下跌27.58美元或54.95%至22.61美元/桶。俄罗斯ESPO跌幅最小，环比上月下跌22.44美元或43.64%至28.98美元/桶。

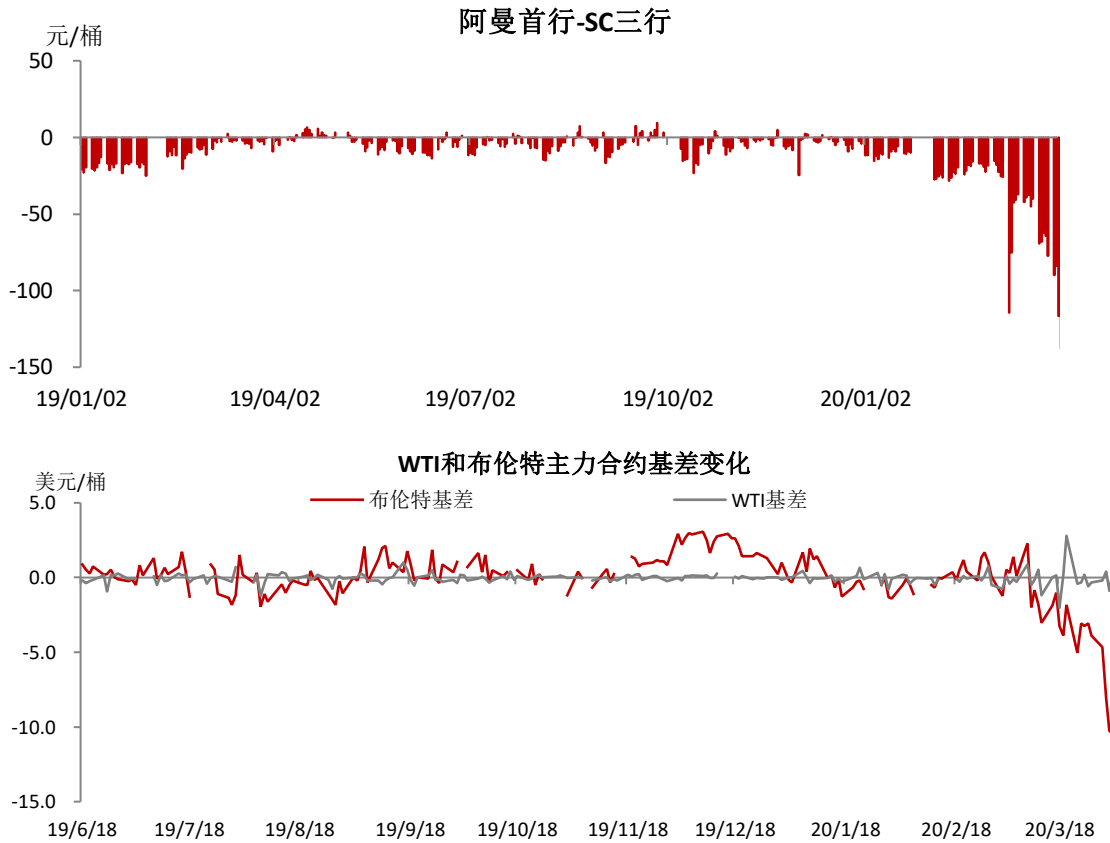
图1：原油期货价格持续下行，现货跌幅更深



数据来源：Wind、兴证期货

价差方面，内盘SC相对于阿曼油价持续走高，布伦特期货价格相对于现货持续高升水。截至月底，阿曼首行-SC 三行录得-84.09元/桶，环比下跌65.61元或355.12%；布伦特基差受制于沙特的自杀式降价，基差录得-8.07美元/桶，环比上月末下跌8.14美元/桶或11628.57%，但随着近期OPEC+会议将再次召开，并有望达成新的减产协议，布伦特基差有望修复；WTI基差收于0.38美元/桶，上涨0.88美元或176%。

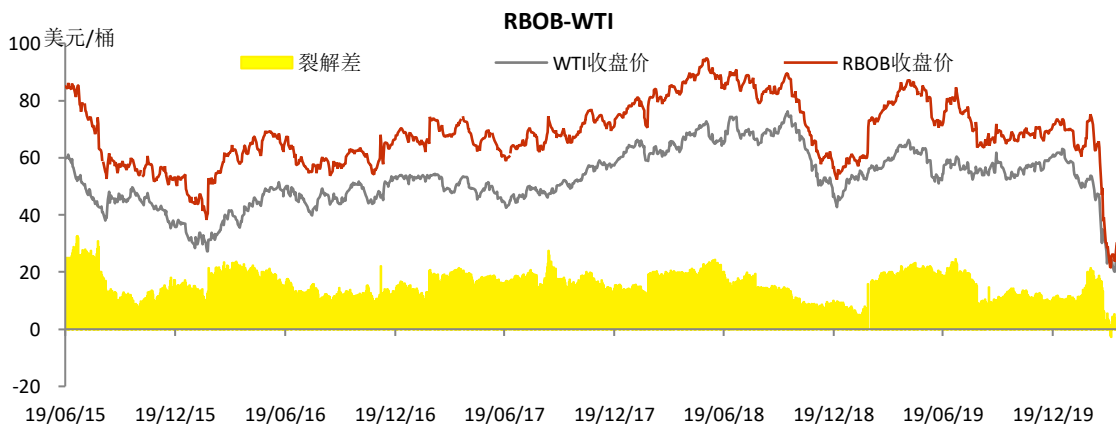
图 2：内外盘价差持续拉大，布油现货持续大幅贴水

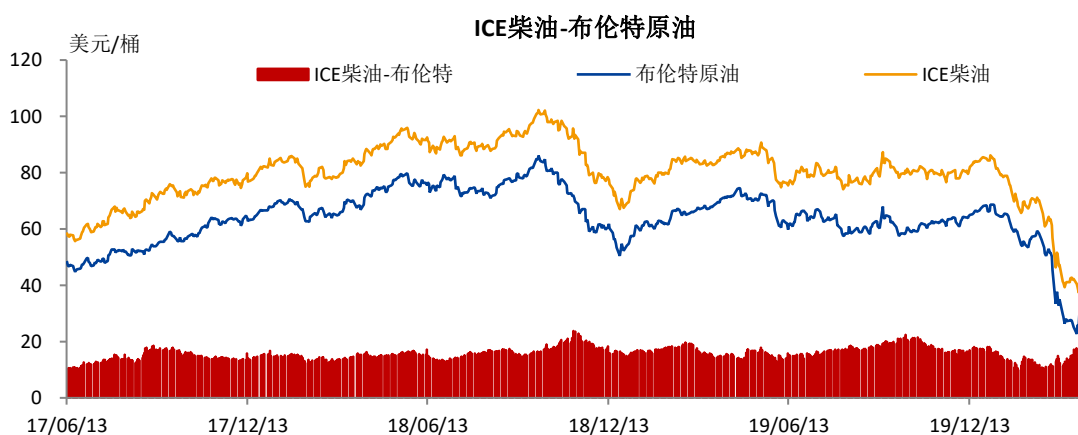


数据来源：Wind、兴证期货

成品油裂解差受制于全球疫情蔓延而持续走低。3月，汽油需求受损严重且库存水平较高，导致RBOB-WTI盘中一度跌至负值区间，月底收于5.277美元/桶，环比下降11.8834美元或69.25%；ICE柴油-布油裂解差冲高回落，收于13.4978美元/桶，上涨2.354美元或21.12%，由于目前全球疫情仍未得到有效控制，尤其是高爆发的欧美地区，交通受损状况将延续下去，预计短期成品油裂解差将持续位于低位。

图 3：成品油裂解差大幅下挫





数据来源：Wind、兴证期货

## 2、基本面：全球供应过剩水平大幅增加

### 2.1 产出：OPEC 产量继续下行，美国产出增速小幅上扬

OPEC 最新月报显示，OPEC 2月产量环比下跌 54.6 万桶/天或 1.93%至 2777.2 万桶/天，下降幅度与 1月跌幅基本相当。因豁免国利比亚的产量再度大减近 65 万桶是本月 OPEC 产量下降的主要因素，其余获得减产配额的产油国综合减产执行率 128%，环比 1月下降 5 个百分点。

俄罗斯 2月产量继续上涨，录得 1153 万桶/天，环比增加 4 万桶。随着 OPEC+减产协议的破裂，意味着俄罗斯近年来虽然表面参与减产协议，但始终未执行。

据媒体消息称，3月 OPEC 减产执行率仍旧维持在 100%以上，但 OPEC+月初谈判破裂，沙特与俄罗斯发动价格战，期初沙特、俄罗斯、阿联酋是明确表示将增产的国家，三国最高产量上限分别为 1300 万桶/天、500 万桶/天和 1200 万桶/天，相较于 2月产量分别上调 330 万桶、200 万桶和 50 万桶。但随着价格战的拉锯，俄罗斯率先服软，放弃增产意愿。同时沙特也将产量上限目标调整为 1200 万桶/天，阿联酋等其余产油国也暂缓宣布增产。鉴于美国在 3月末明确表态将调停沙特和俄罗斯之间的关系，促成 OPEC+会议的举行，预计 4月中旬之前，新的减产协议的初稿有望出炉。

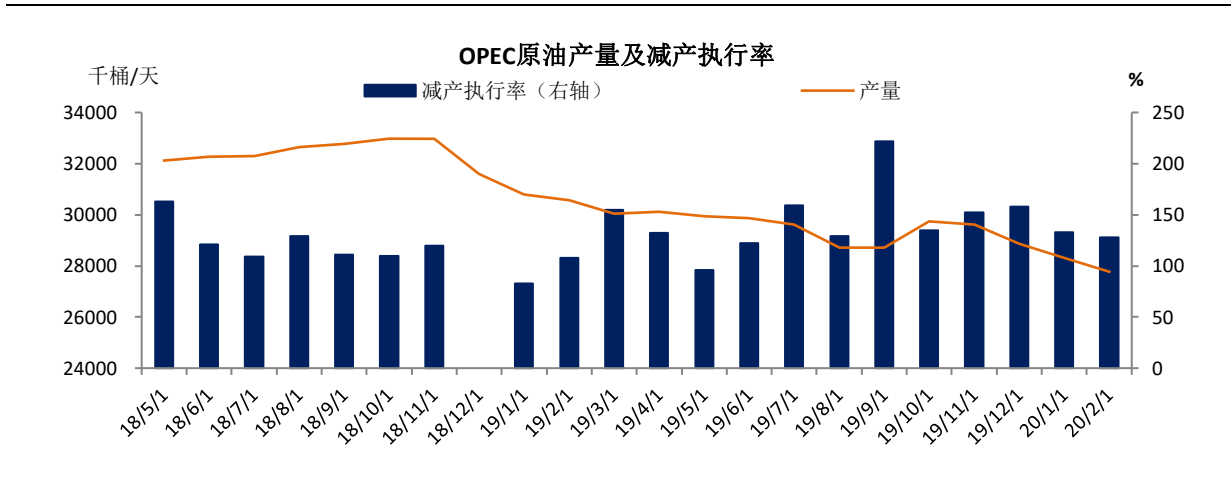
表 1：2月 OPEC 整体产量继续下滑（单位：千桶/天）

	2017	2018	2019.12	2020.1	2020.2	2月涨跌	涨跌幅
阿尔及利亚	1047	1042	1019	1012	1007	-5	-0.49%
安哥拉	1634	1505	1408	1375	1390	15	1.09%
刚果	252	317	319	294	308	14	4.76%
赤道几内亚	133	125	122	125	123	-2	-1.60%
加蓬	200	187	222	192	191	-1	-0.52%
伊朗	3813	3553	2093	2082	2080	-2	-0.10%
伊拉克	4446	4550	4568	4508	4594	86	1.91%
科威特	2708	2745	2710	2658	2662	4	0.15%
利比亚	811	951	1140	793	146	-647	-81.59%

尼日利亚	1658	1718	1750	1760	1789	29	1.65%
沙特	9954	10311	9671	9739	9683	-56	-0.58%
阿联酋	2916	2986	3117	3027	3040	13	0.43%
委内瑞拉	1911	1354	735	756	760	4	0.53%
<b>OPEC 共计</b>	<b>32014</b>	<b>31864</b>	<b>28872</b>	<b>28318</b>	<b>27772</b>	<b>-546</b>	<b>-1.93%</b>

数据来源：OPEC、兴证期货

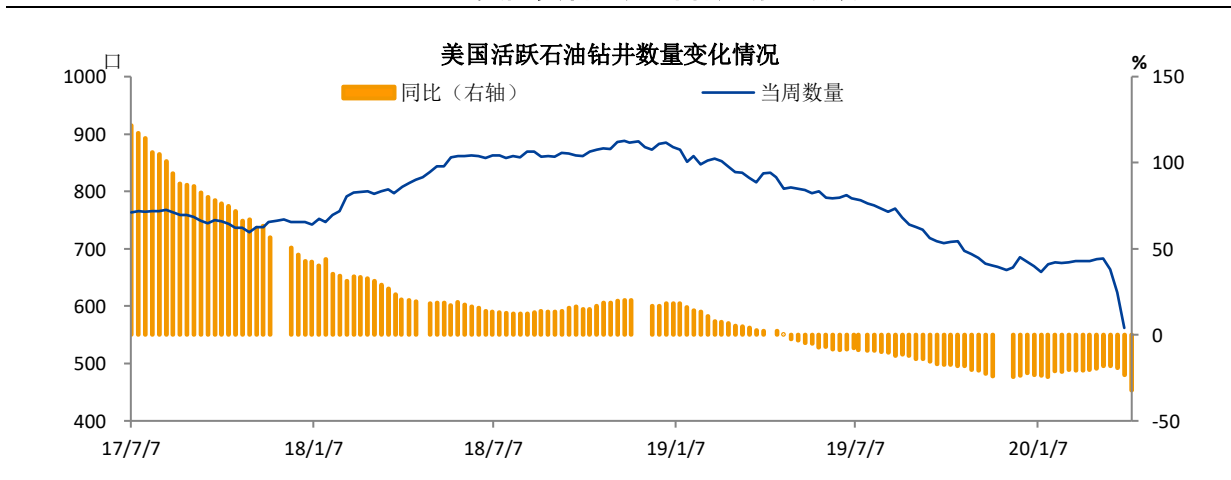
图 4：OPEC 减产执行率仍旧保持高水准

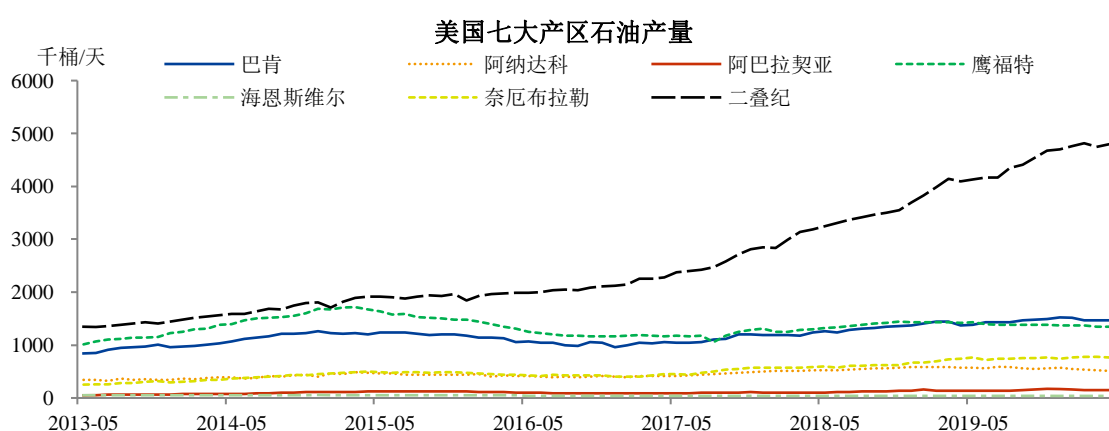
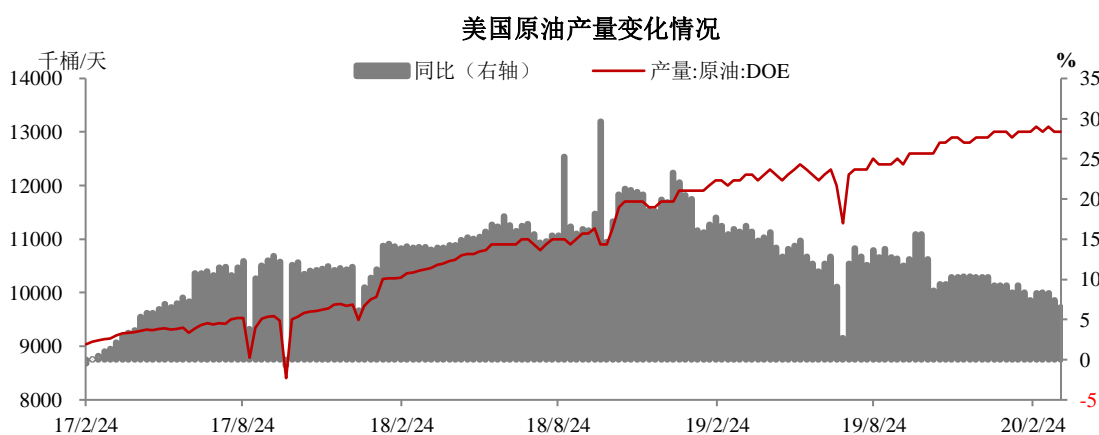


数据来源：OPEC、兴证期货

美国方面，3月平均产出为1302.5万桶/天，环比2月保持不变，同比上涨6.47%，远低于2月的同比10.14%。美国3月产出增长受阻，主要是美国钻井数量持续下滑，但单井产出增长有限，导致页岩油产量出现环比下降，在七大产区中，仅阿巴拉契亚地区小幅增加3千桶/天，其余地区均出现不同程度的下滑，二叠纪地区以环比减少6.2万桶/天的跌幅居首。鉴于美国4月3日当周钻井数量再度大幅下挫以及美国有可能参与OPEC+的减产协议，预计美国4月产量将有可能出现较大幅度的下跌。

图 5：美国页岩油产出增长明显放缓





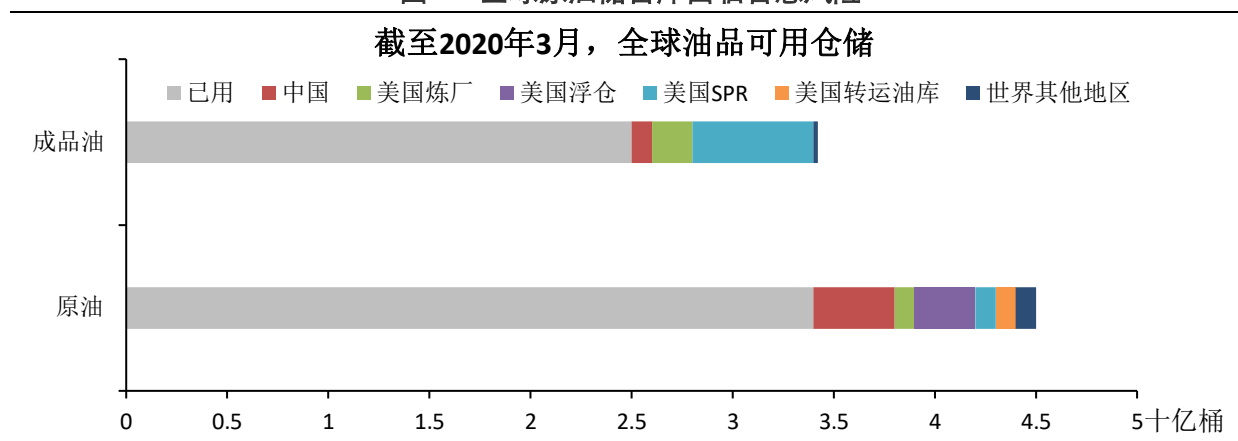
数据来源：EIA、Baker Hughes、兴证期货

综上，在供应方面，预计4月份全球供应过剩局面有望得到较大改善，但具体能否改善全球供需平衡问题，需重点关注4月9日沙特主持的OPEC+视频会议。

## 2.2 库存：全球可用库容告急

受疫情发酵影响，全球需求遭到严重削弱，供应过剩水平增加，导致全球可用库容持续减少。据Rystad Energy调查显示，截至2020年3月，全球石油总库存已达到72亿桶（包括海上浮仓13亿桶，海上浮仓已接近满负荷），占总库容的76%左右。由于储备库的库容实际上并不能被100%的利用，因此目前理论上的全球可用库容仅有16-17亿桶，主要分布中国和美国。考虑到全球受疫情影响较为严重，自3月欧美疫情爆发起，全球需求受损程度可能高达1000-1500万桶/天以上的水准，若OPEC+未能促成新的减产协议，沙特正式实施增产计划，在价格战的负面效应之下，全球供应过剩水平可能触及到惊人的2000万桶/天，目前的全球石油将在6月底疫情结束之前（中国和美国专家的预估）出现没有可用库容的窘境。

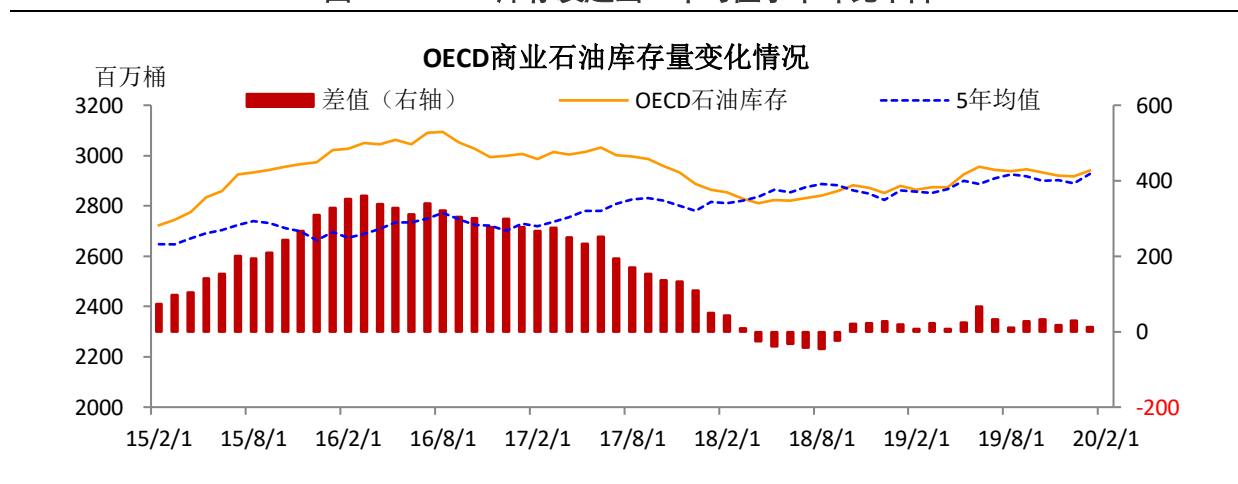
图 6：全球原油储备库面临告急风险



数据来源：Wind、Rystad Energy、兴证期货

据 OPEC 最新月报显示，2020 年 1 月 OECD 商业石油库存环比增加 2200 万桶，终结连续 2 月下降的趋势，但其与 5 年均值的差距出现了收窄。当期值为 2940 百万桶，同比去年增加 6000 万桶或 2.08%。1 月库存超出 5 年均值水平缩窄至 12.9 百万桶，环比减少 16.6 百万桶。据 OPEC 已公布信息来看，2 月的产出水平相比 1 月继续下滑，且欧美 2 月仍未受到疫情影响，宏观经济数据表现较好，预期 OECD 2 月商业库存将出现下降，但 3 月库存可能大幅攀升。若 OPEC+ 无法再度达成减产协议，以目前全球的供应过剩水平来看，未来的 2 个月内库存水平有望创出历史新高。

图 7：OECD 库存及超出 5 年均值水平环比下降



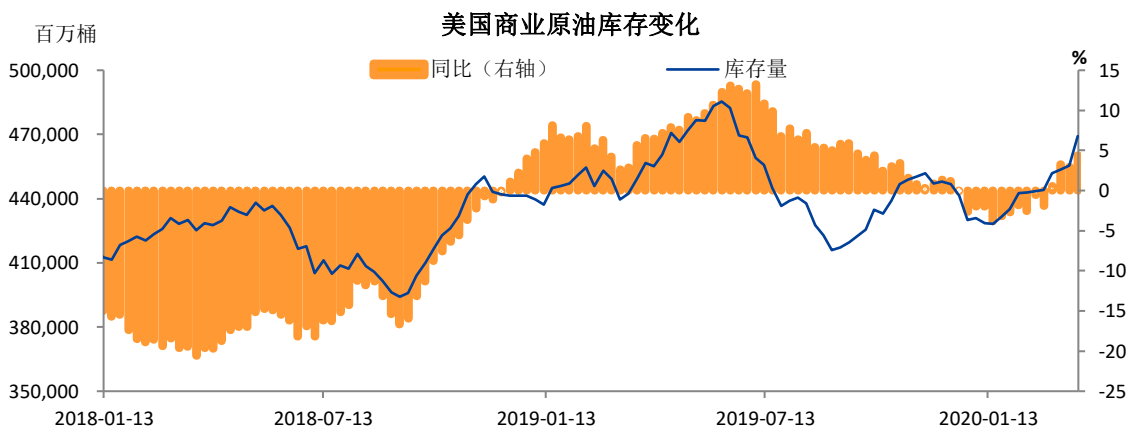
数据来源：OPEC、兴证期货

美国方面，3 月商业原油库存继续保持 4 周连续上涨，目前已连续 10 周增加。截至 3 月 27 日当周，原油库存为 46919.3 万桶，环比上月末增加 2507.4 万桶或 5.65%，另外，需要注意的是，本月初原油库存也结束了连续 11 周的同比下降趋势，目前同比增长 4.38%，同比增幅是近半年内的最高水准。由于美国近期产量仍未出现明显的下降，且由于疫情影响导致美国境内原油需求远弱于往年同期，同时，总油品的出口问题也由于航运业及全球贸易受疫情影响而削弱。在目前美国疫情并无明显好转迹象的情况下，预计美国 4 月库存将继续增加。此外，由于美国



能源部呼吁企业出租储备库已增加美国 SPR，一旦落实将使得美国库存快速攀升，这将对油价构成一定压力。

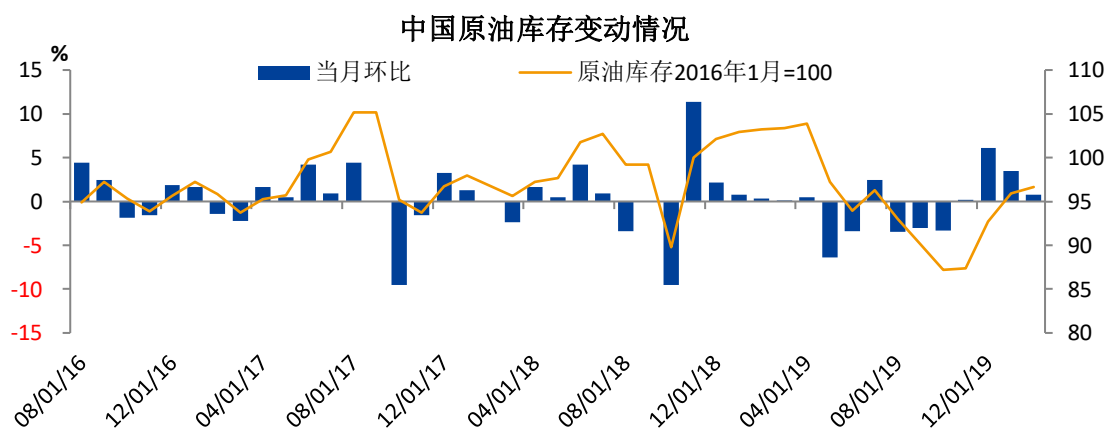
图 8：美国原油库存连续 10 周上涨



数据来源：EIA、兴证期货

中国方面，2 月份原油库存继续上涨，但环比涨幅缩窄至 0.75%。主要原因是：1. 中国战略储备库建设稳步进行，新增的库容量带来额外需求；2. 受疫情影响，全球贸易环境受损，中国进口增速受到航运业的负面影响；3. 沙特在发动价格战之后，并未将低价原油倾销至中国。

图 9：中国原油补库存速度持续下降



数据来源：Wind、国家统计局、兴证期货

综上，全球主要地区或国家（OECD、美国）的原油库存均呈现中性偏好的局面。预计 2-3 月份将对油价起到较好的支撑作用，但具体的时间节点仍需留意中国疫情变化以及美国的行业动态。

## 2.3 需求：欧美疫情未见拐点，短期需求悲观情绪难以散去



EIA 最新能源展望报告表示，下调 2020 年全球需求 62 万桶/天至 101.12 百万桶/天，下调 2021 年全球需求 41 万桶/天至 102.85 百万桶/天。下调 2020 年需求的主要是基于疫情造成全球经济严重受损，在 STEO 中，下调美国 2020 年需求 1 万桶至 20.54 百万桶/天，下调中国 2020 年需求 27 万桶/天，但鉴于美国疫情的爆发是在 EIA 报告公布之后，预计后期 EIA 将重新评估 2020 年的全球需求情况，我们认为，在 4 月月报中，再度下调 2020 年需求至同比 2019 年下降的可能性极大。

OPEC 在 3 月份大幅下调全球 2020 年需求 100 万桶/天至 99.73 百万桶/天，与 2019 年的 99.67 百万桶/天已极为接近。OPEC 认为 2020 年全球主要经济体的宏观经济受疫情影响较为严重，在区域内交通封锁、企业停工，国际贸易上航运业也受到疫情波及的情况下，2020 年的全球原油需求将朝向同比负增长的方向运行。

表 2: EIA、OPEC 大幅削减 2020 年全球需求 (单位: 百万桶)

EIA STEO: 下调 2020 年全球需求预期 62 万桶/天						
		2020.01	2020.02	2020.03	涨跌	涨跌幅
全球	2019*	100.77	100.71	100.75	0.04	0.04%
	2020*	102.11	101.74	101.12	-0.62	-0.61%
OECD	2019*	47.42	47.40	47.38	-0.02	-0.04%
	2020*	47.56	47.37	47.10	-0.27	-0.57%
美国	2019*	20.48	20.44	20.46	0.02	-0.10%
	2020*	20.64	20.53	20.52	-0.01	-0.05%
中国	2019*	14.51	14.51	14.51	0.00	0.00%
	2020*	15.04	14.89	14.62	-0.27	-1.81%
OPEC: 上调 2020 年全球需求预期 100 万桶/天						
全球	2019*	99.77	99.74	99.67	-0.07	-0.07%
	2020*	100.98	100.73	99.73	1.00	-0.99%
OECD	2019*	47.99	47.97	47.91	-0.06	-0.13%
	2020*	48.08	47.99	47.59	-0.40	-0.81%
美国	2019*	20.94	20.91	20.85	-0.06	-0.29%
	2020*	21.10	21.07	20.94	-0.13	-0.62%
中国	2019*	13.06	13.06	13.07	0.01	0.08%
	2020*	13.39	13.29	12.94	-0.35	-2.63%

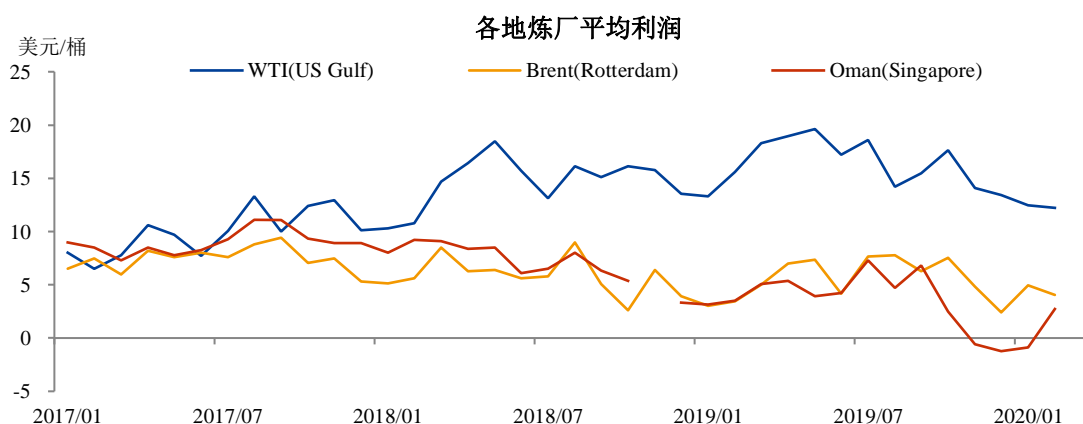
数据来源: EIA、OPEC、兴证期货

### 2.3.1 炼厂开工率持续下挫，亚太地区平均利润有负转正

2020 年 2 月，全球主要地区炼厂利润涨跌不一，其中 Oman(Singapore) 炼厂平均利润结束连续 3 个月为负的状态。Oman (Singapore) 2 月炼厂平均利润为 2.72 美元/桶，环比大幅增加 3.60 美元，主要是中国燃油退税政策出台之后，亚洲地区炼厂结构基本优化完成。WTI(US Gulf)、Brent(Rotterdam) 的平均利润本月分别环比下跌 0.24 美元/桶和 0.9 美元/桶。由于 3 月原油价格持续暴跌，欧美地区炼厂开工率也持续走低，成品油的盘面裂解利润严重收缩，预计 3 月-4 月全

球炼厂平均利润将继续下滑，侧面反应全球需求的低迷状态。

图 10：亚太地区 2 月炼厂平均利润转正

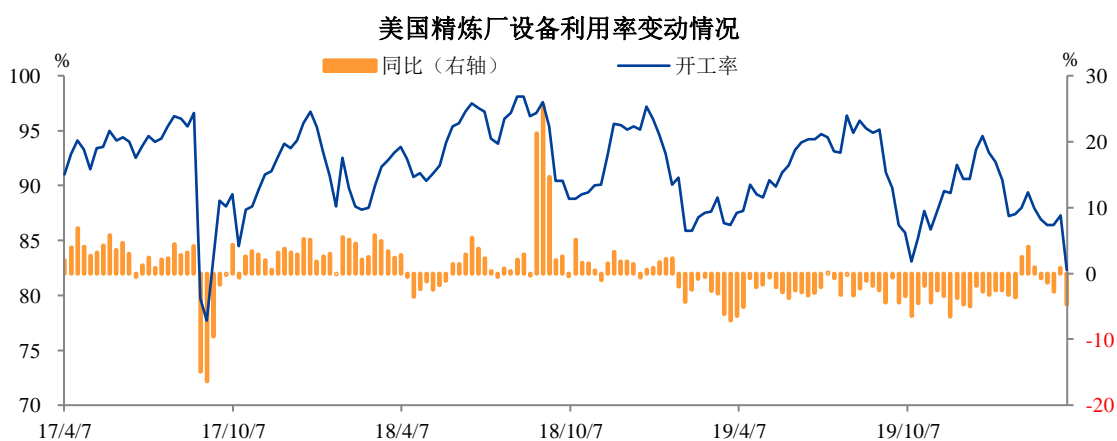


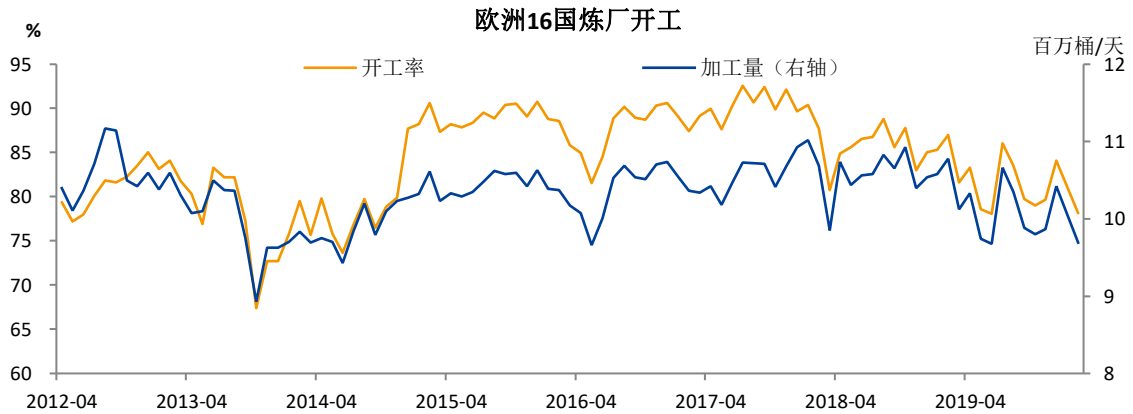
数据来源：OPEC、兴证期货

3 月份，美国炼厂开工率受疫情影响持续震荡下行。截至 3 月 27 日，美国精炼厂设备利用率为 82.30%，是 2017 年受飓风影响以外的最低水平。本月环比 2 月底的 86.90% 下降了 4.6 个百分点，同比 2019 年 3 月末下降 4.1 个百分点。

2020 年 2 月，欧洲 16 国炼厂加工量为 9.69 百万桶/天，开工率下降 2.96 个百分点至 78.18%。由于欧洲地区疫情较美国更为严重，但且截至目前的应对措施均有很大的改进空间，预计欧洲地区 3-4 月的开工率将继续下降，从而对油价形成一定程度的压力。

图 11：欧洲地区开工率大幅上涨，美国开工持续下滑





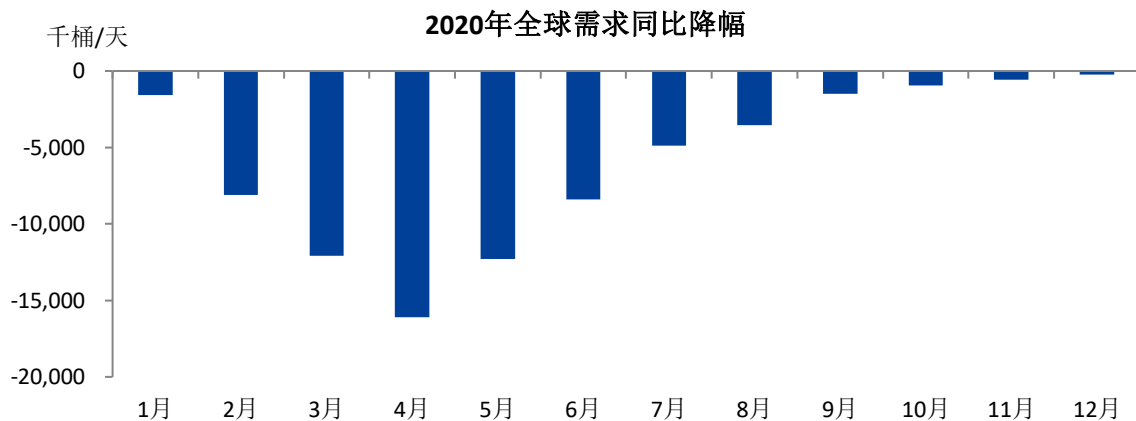
数据来源：EIA、OPEC、兴证期货

### 2.3.2 欧美疫情引发全球需求受挫程度加深

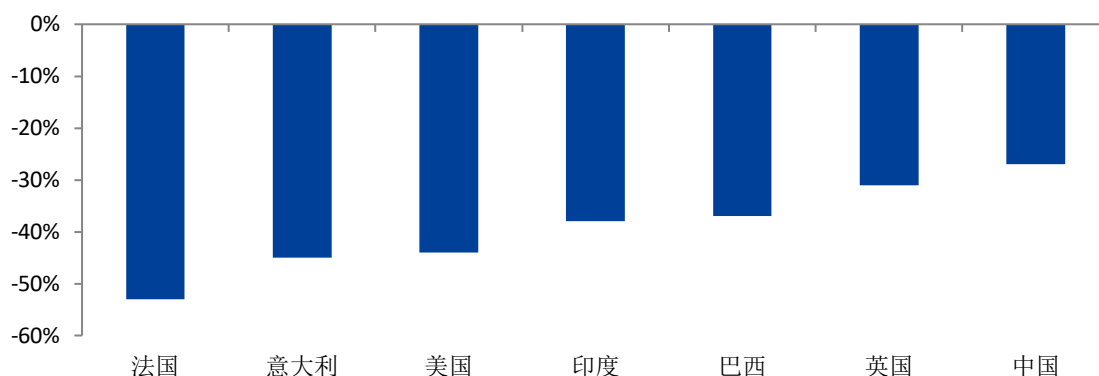
进入 3 月后，中国疫情逐渐得到控制，但欧美疫情开始发酵，尤其是美国已迅速成为患病人数最多的国家。从炼厂开工的角度来看，尽管欧美疫情较中国初期更为严重，但其开工率的降幅并不明显，与中国春节过后的 40-70% 的开工削减程度相比，有较大差距。这意味着，截至目前，欧美的实际原油需求受损程度要低于中国处理疫情第一阶段的水准。但从成品油的消费来看，欧美地区的交通受损程度要远高于中国，据 Rystad Energy 统计数据显示，法国疫情期间的交通减少量超过 50%，意大利和美国也高达 45% 左右，而中国尽管经过了春节假期以及严格封锁，但交通受损程度仅为 27%。

以 EIA 报告中美国 2020 年汽柴油消费量 1330 万桶/天计算，自 3 月初美国疫情爆发至 3 月底，美国汽柴油受损量约为 1.8 亿桶，以 80% 的成品油率计算，3 月份，美国的原油需求出现了约 2.25 亿桶的下降，合 725 万桶/天。

图 12: 欧美交通降幅巨大，将对全球需求产生严重负面影响



主要经济体的交通降幅

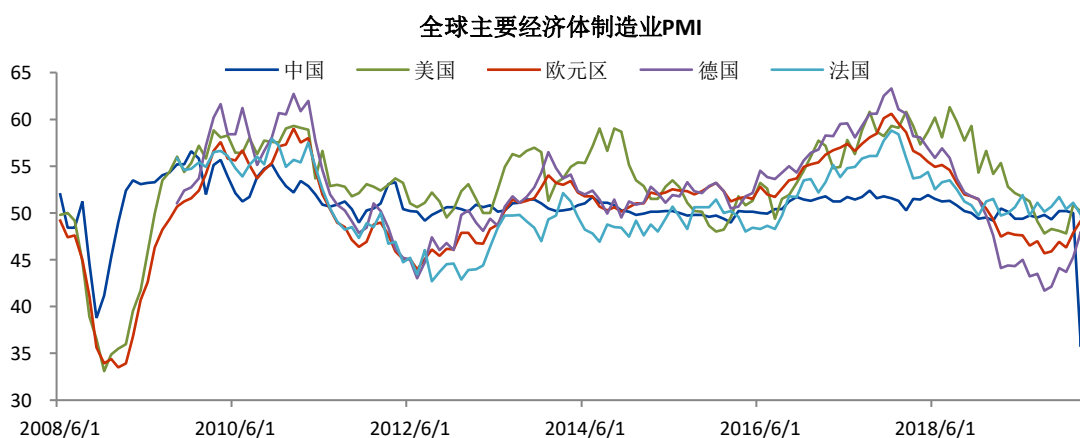


数据来源：Wind、Rystad Energy、兴证期货

### 2.3.3 欧美宏观经济恶化程度不及预期

制造业方面，中国3月官方PMI大幅反弹至库容线上方，欧美制造业受疫情的影响程度不及预期。由于绝大多数原油需求均隶属于制造业，中国3月制造业PMI录得52.0，表明中国在疫情爆发期过后的复工过程中，原油需求的复苏程度较好。欧美疫情爆发晚于中国，虽然3月制造业PMI环比大幅下跌，但明显好于中国2月的制造业PMI。美国、欧元区、德国、法国制造业PMI分别录得49.10、44.50、45.40、43.20。但鉴于欧美汽柴油消费受损程度远高于中国，同时，其成品油需求的类别与中国存在较大差别，我们认为，其原油总需求的降幅与中国疫情期间基本类似，在高爆发阶段的几天内将达到40%-60%之间。

图 13：中国制造业大幅反弹，美欧制造业 PMI 跌幅远不及预期



数据来源：Wind、兴证期货

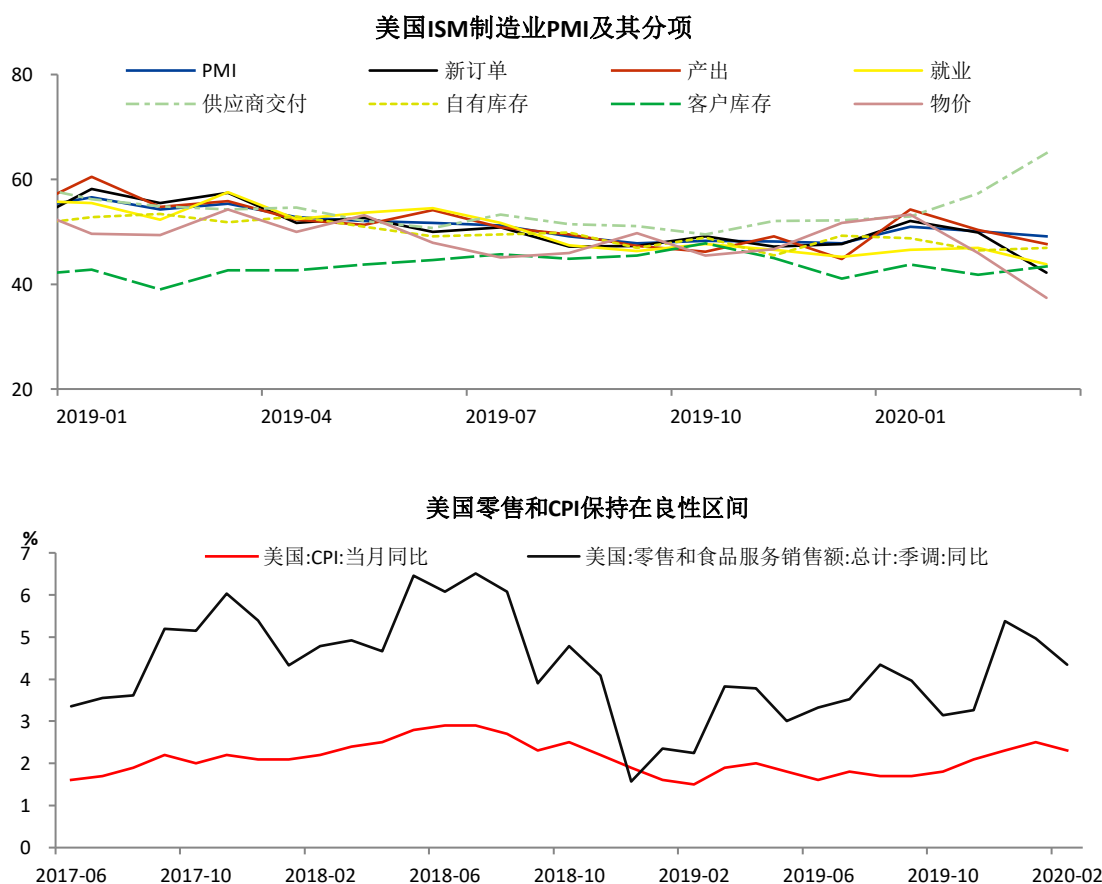
中国方面，疫情控制效果明显，全国经济已逐渐复苏，随着基建项目的提前推进，预计未来1-2个月内将出现原油消费的小高峰。

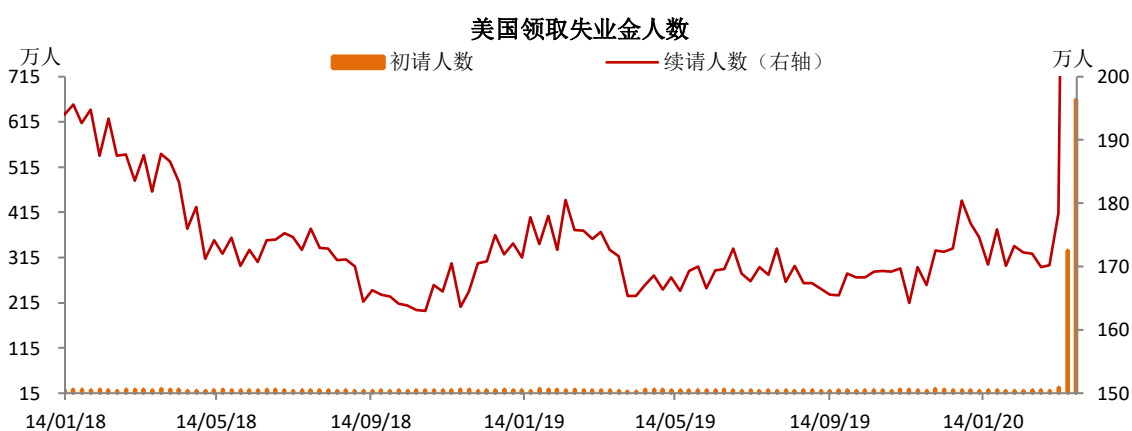
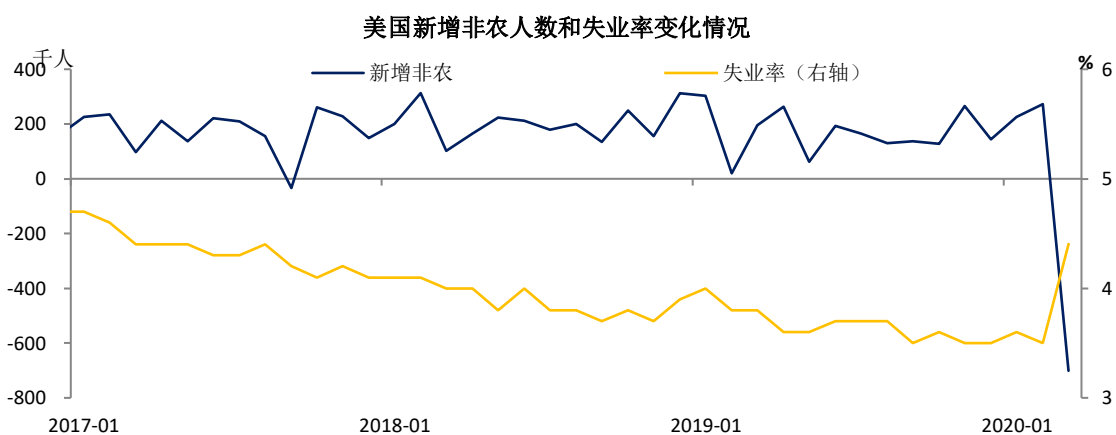
美国方面，美联储开启无限量供应，将有助于缓解经济衰退进程，另外，除就业数据之外，美国其他核心经济数据仍处于全球领先地位：

- 1) 3月初美国疫情开始爆发，但本月ISM制造业PMI仍录得较高值49.1，与2月相比仅下降1个百分点。这主要得益于供应商交付环比大涨7.7个百分点至65.0。但是新订单指数大幅下降7.6个百分点也表明若疫情持续下去，制造业的受损程度将迅速加大。
- 2) 美国2月CPI下跌0.2个百分点至2.30%，主要是受当月国际原油价格下跌的影响，由于3月原油价格崩塌，一度跌至20美元下方，预计美国3月CPI将降至2%以下。
- 3) 美国2月零售数据虽然环比下滑，但仍处于相对高位，且远好于去年同期。
- 4) 美国3月就业情况崩坏至历史最高水平，3月失业率环比增长0.9个百分点至4.4%，接近特朗普上台初期的水平。3月非农表现之差创出历史，当月录得-70.1万人，3月中下旬的初请失业金人数更是暴涨至天际，3月21日录得330.7万人，3月28日更是录得664.8万人。若持续保持此水平，美国失业金将在未来的2个月内迅速告急。

综上，我们认为若美国疫情持续扩散，就业情况进一步恶化，美国经济将受到致命打击，但好在截至目前，美国新增患病人数已自高点滑落，预计随着疫情逐渐得到控制，美国部分地区的封禁解除，美国需求严重受损的状态将很难长期维持。

图 14: 美国就业衰退水平创历史



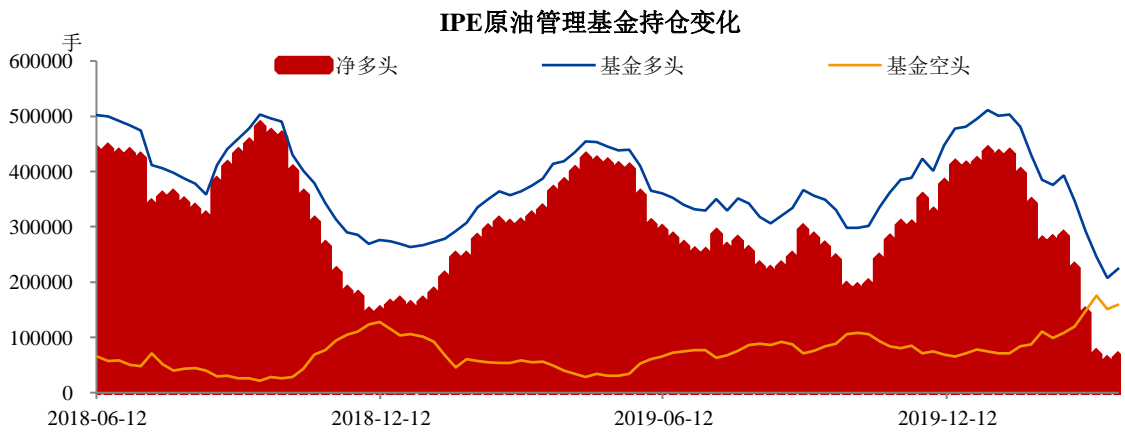
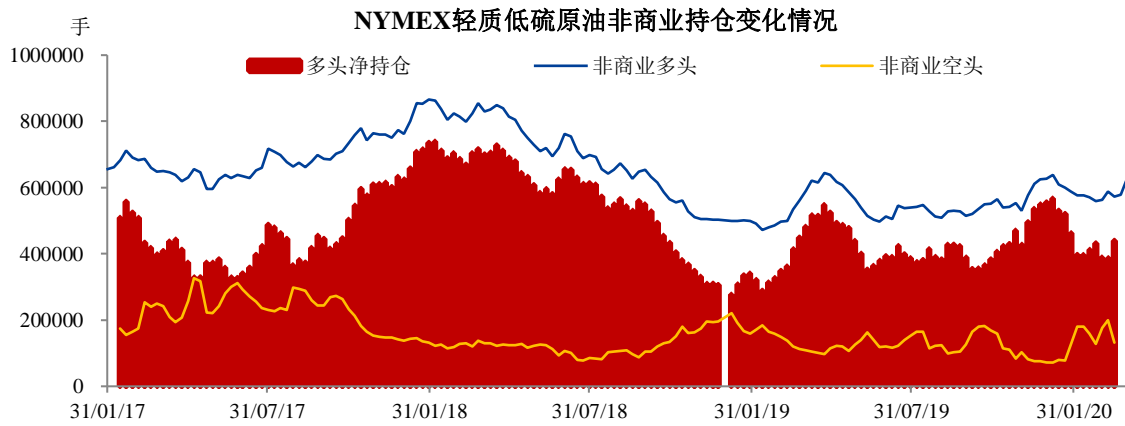


数据来源：Wind、兴证期货

### 3. 市场持仓：美油布油市场情绪出现明显背离

据 CFTC 持仓报告显示，美油 3 月市场情绪底部持稳反弹，但布油看跌情绪极为严重。截至 3 月 31 日，NYMEX 轻质低硫原油非商业多头持仓数量为 624397 手，环比上月底增加 65599 手或 11.74%，非商业空头持仓数量为 189289 手，环比上月底增加 61957 手或 48.66%，非商业净多头小幅增加 3642 手或 0.84%至 435108 手。布油方面，截至 3 月 31 日，IPE 原油管理基金多头持仓数量为 223629 手，环比上月底减少 169810 手或 43.16%，管理基金空头增加 51019 手或 46.98%至 159618 手，净多头减少 220829 手或 77.53%至 64011 手。

图 14: 美油、布油 1 月非商业多头净持仓高位回落



数据来源：CFTC、兴证期货

## 4.后市展望和策略建议

综上，我们预计 OPEC+ 可能再度达成减产协议，且减产力度大概率远超此前协议，将短线提振原油价格。同时，美欧等发达地区的疫情增长情况也有趋缓迹象，需求的悲观情绪将逐渐得到缓解，但鉴于疫情彻底结束要接近下半年，在此之前油价重回 2019 年下半年水平的难度较大。因此，建议重点关注 OPEC+ 动态，若符合预期，可在前期已有盈利的多头仓位的基础上，逐渐进行金字塔式增仓，盲目重仓不可取。仅供参考。



## 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。