

供需平衡边际改善，油价中枢将上移

2020年5月6日 星期三

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

● 行情回顾

4月份国际油价盘中出现历史级波动，对可用库容的炒作一度令 WTI 盘中跌至-40 美元/桶，收于 19.09 美元/桶，下跌 1.01 美元或 5.02%，布伦特收于 26.66 美元/桶，上涨 0.74 美元或 2.85%，SC 收于 229 元/桶，下跌 36.3 元或 13.68%。

● 后市展望

供应端，OPEC+及 G20 产油国已开始正式减产，且据消息人士表示，减产规模超过了协议上限。美国产量和钻井仍旧在下滑，其中钻井数量下降至 325 口，为 2016 年 6 月以来的最低水平。鉴于美国钻井趋势一般领先于原油产量约 1-2 月，以美国目前 1210 万桶/天的基准推算，预计美国原油总产量的最大下滑将超过 300 万桶/天，从而帮助全球石油产量在 5 月大幅收缩。

需求端，随着全球多国逐步解除交通封锁，复工复产稳步进行，4 月的衰退水平很难再度出现，预计进入 5 月之后全球需求将有明显的需求改善。

库存方面，美国原油库存据历史最高水平还有 791.2 万桶的距离，但距离满负荷仍有约 20% 的空间。而 OECD 全部商业库存短期内也未面临满负荷状态，以当前的供应过剩水平推算，5 月份全球库存满负荷的情况几乎不可能出现。

综上，我们认为，进入 5 月之后，油价趋向于底部震荡偏强的方向运行。

● 策略建议

前期多头继续持有，逐步逢低增仓。

● 风险提示

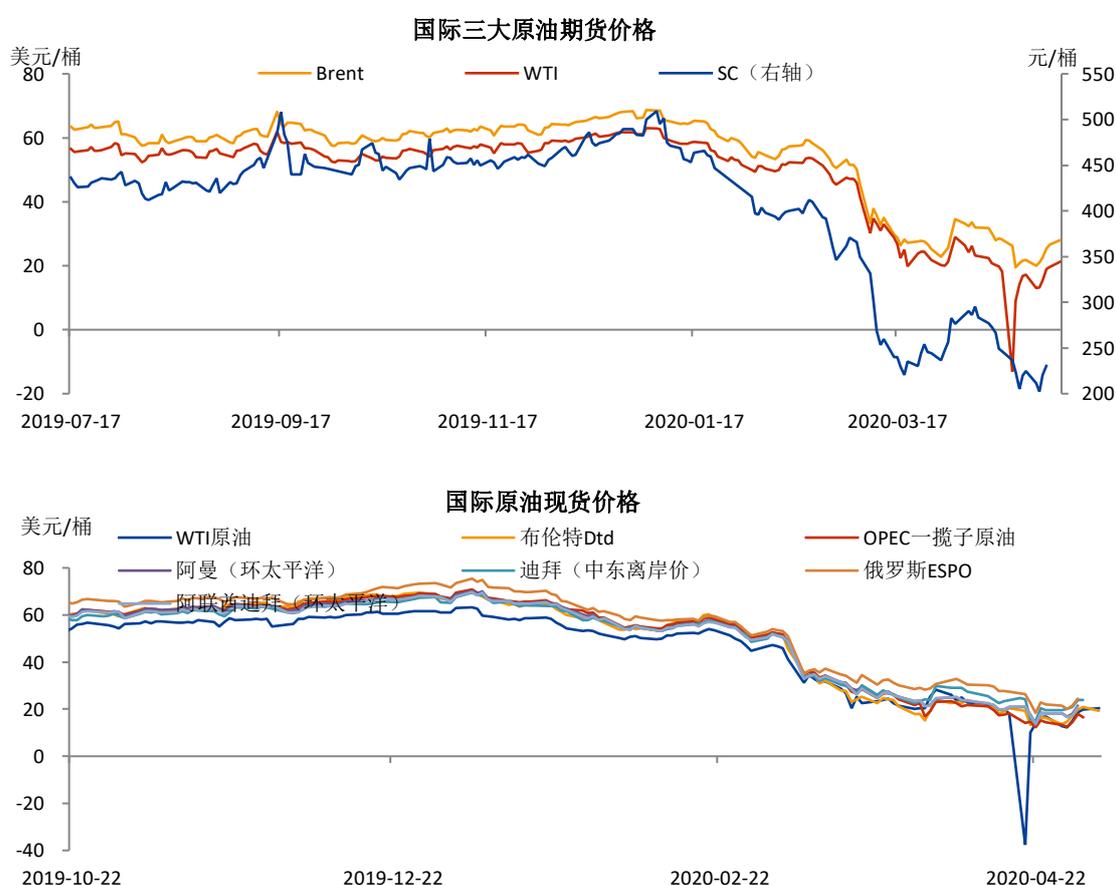
全球疫情加剧；全球可用库容加速下降。

1、行情回顾：4月原油价格出现历史级别波动

2020年4月份，因市场对于全球可用库容尤其是美国本土剩余可用库容的担忧加剧，导致WTI 05合约在到期前空头大肆逼仓，将油价打到-40美元/桶。截至4月底，WTI收于19.09美元/桶，下跌1.01美元或5.02%，布伦特收于26.66美元/桶，上涨0.74美元或2.85%，SC收于229元/桶，下跌36.3元或13.68%。

不同地区现货价格趋势出现分歧，几个重要指标中，布伦特 Dtd 与迪拜录得月环比上涨，其余指标跌幅自-20%至-8%不等，差异较大。截至4月底，布伦特 Dtd 上涨2.03美元或11.37%至19.88美元/桶；WTI与阿曼原油环比跌幅相当，分别录得1.64美元和2.09美元的下跌；OPEC一揽子原油跌幅最大，环比上月下跌4.56美元或20.17%至18.05美元/桶。

图 1：WTI 价格一度跌至负值区间，为历史首次



数据来源：Wind、兴证期货

价差方面，内盘 SC 相对于阿曼油价升水收窄，布伦特期货价格相对于现货高升水震荡收窄，但仍维持相对高位。截至4月底，阿曼首行-SC 三行录得-60.71元/桶，环比上涨23.38元或27.81%；布伦特基差受制于沙特的官价的深度贴水，基差录得-5.51美元/桶，环比上月末下跌0.85美元/桶或18.24%；WTI基差收于-0.25美元/桶，下跌0.63美元或165.79%。

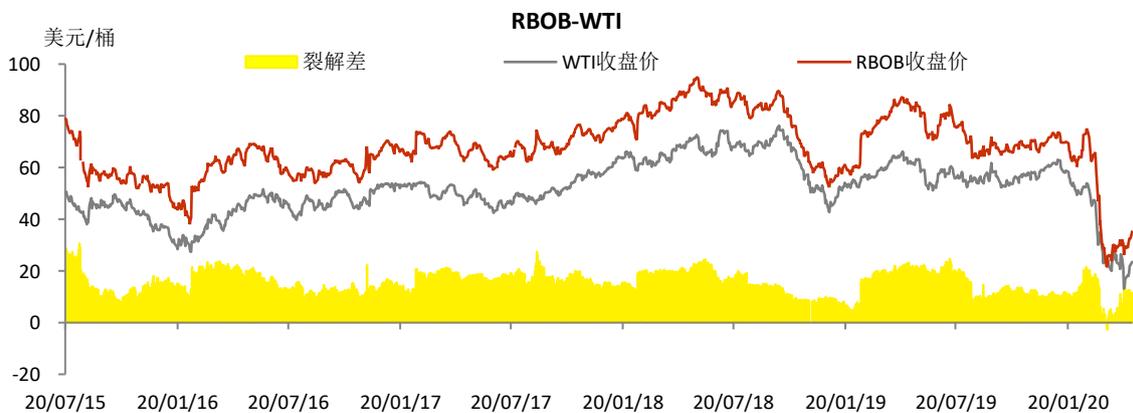
图 2：内外盘价差缩小，布油现货贴水震荡收窄



数据来源：Wind、兴证期货

成品油裂解差受制于全球疫情而持续位于低位。4月末，汽油需求受损程度自顶峰逐渐边际改善，美国库存已开始出现下滑迹象，导致 RBOB-WTI 震荡走高，截至月底，收于 10.8104 美元/桶，环比上涨 7.1468 美元或 195.08%；ICE 柴油-布油裂解差震荡走低，收于 7.2127 美元/桶，下跌 10.4540 美元或 59.17%，由于目前全球疫情扩散速度变缓，尤其是欧美地区逐步解除封锁，预计短期成品油裂解差将趋向于底部反弹。

图 3：柴油裂解差大幅下挫，汽油裂解逐步反弹





数据来源：Wind、兴证期货

2、基本面：4月全球供应严重过剩

2.1 产出：沙特供应大幅增加，美国产出持续下滑

OPEC 最新月报显示，OPEC 3月产量环比上涨 92 万桶/天或 3.32%至 2861.2 万桶/天，此外，据消息人士表示，4月产量增幅超 200 万桶/天。因俄罗斯与 OPEC 决裂，沙特决定发动自杀式降价，大幅增加出口量已强行挤压俄罗斯市场份额，导致 OPEC 全体产量大幅飙升。

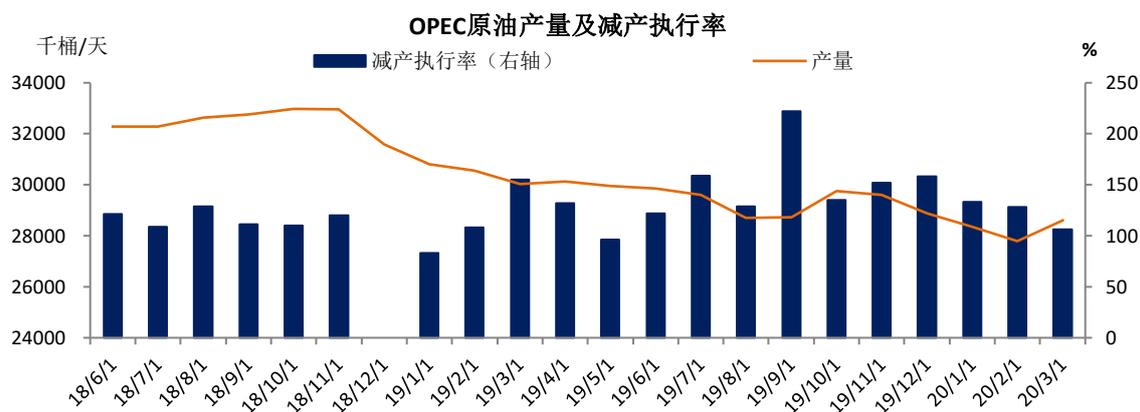
俄罗斯 3月产量小幅下降，录得 1150 万桶/天，环比减少 3 万桶。由于沙特发动价格战，俄罗斯产能不足以与沙特等中东产油国抗衡，在达成 OPEC+最新减产协议之后，俄罗斯由于凝析油需求下降，5月大概率会跟随减产，但具体幅度根据历史经验来看，很难达到 250 万桶/天的协议要求。

表 1: 2月 OPEC 整体产量继续下滑 (单位: 千桶/天)

	2018	2019	2020.01	2020.02	2020.03	3月涨跌	涨跌幅
阿尔及利亚	1042	1022	1012	1009	1027	18	1.78%
安哥拉	1505	1401	1375	1387	1402	15	1.08%
刚果	317	325	294	305	301	-4	-1.31%
赤道几内亚	125	118	125	122	121	-1	-0.82%
加蓬	187	208	192	194	203	9	4.64%
伊朗	3553	2356	2082	2070	2018	-52	-2.51%
伊拉克	4550	4680	4508	4604	4585	-19	-0.41%
科威特	2745	2687	2668	2670	2840	170	6.37%
利比亚	951	1097	793	147	93	-54	-36.73%
尼日利亚	1718	1786	1760	1788	1853	65	3.64%
沙特	10311	9770	9739	9571	10058	487	5.09%
阿联酋	2986	3094	3042	3065	3451	386	12.59%
委内瑞拉	1354	796	772	760	660	-100	-13.16%
OPEC 共计	31344	29338	28362	27692	28612	920	3.32%

数据来源：OPEC、兴证期货

图 4: OPEC 3 月减产执行率仍旧位于 100% 上方



数据来源: OPEC、兴证期货

根据 OPEC+最新达成的减产协议, OPEC 和非 OPEC 减产同盟国将自 5 月开始大幅削减产出, 沙特和俄罗斯以 1100 万桶/天为基准, 分别承担 250 万桶/天的减产, 其余各国以 2018 年 10 月产出为减产基准。在 2020 年 5 月至 6 月, OPEC+将减产 970 万桶/天; 在 2020 年 7 月至 12 月, 减产 776 万桶/天; 在 2021 年 1 月至 2022 年 4 月, 减产 582 万桶/天。

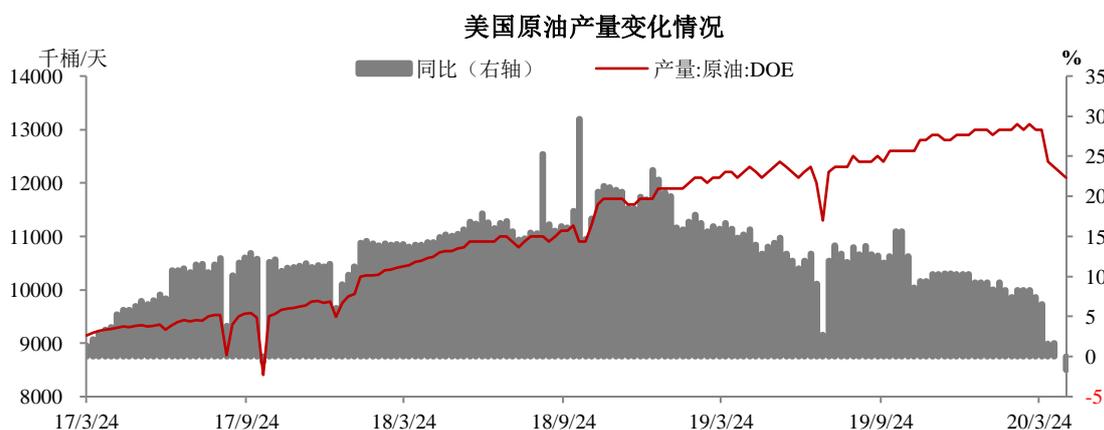
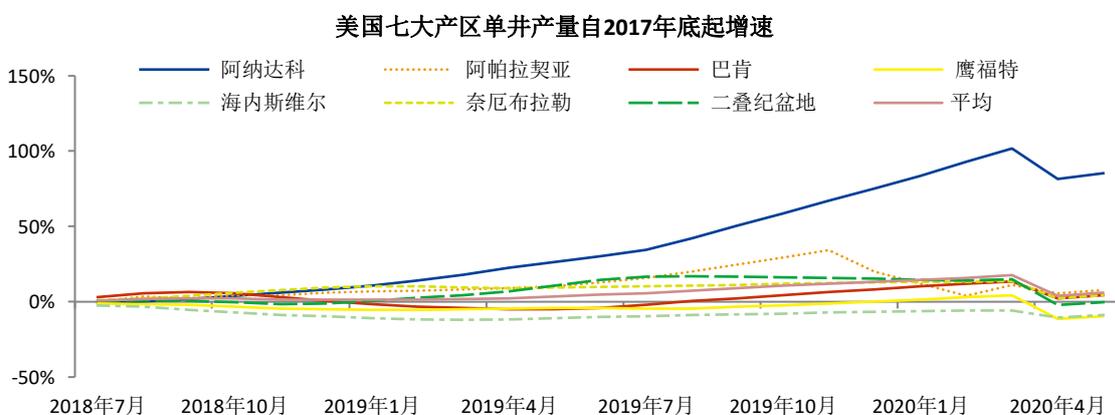
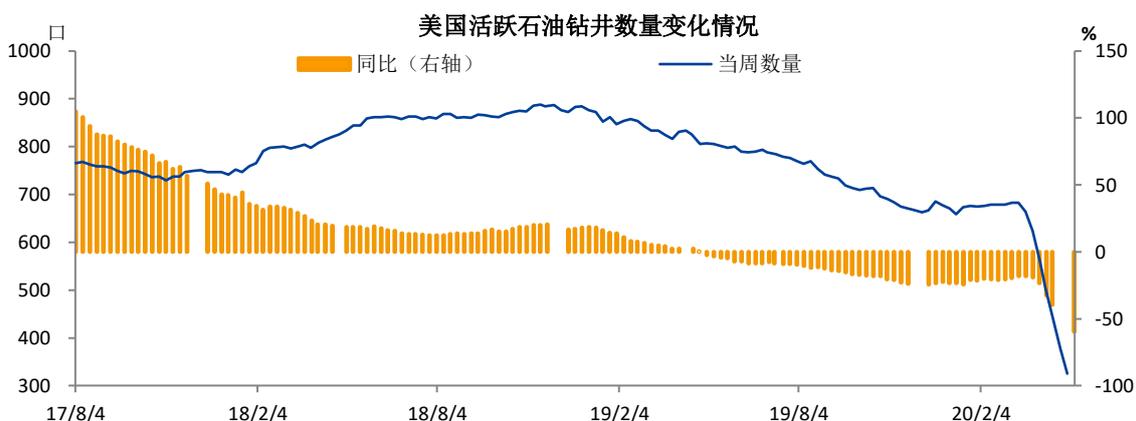
表 2: OPEC+最新减产协议要求减产配额 (单位: 千桶/天)

产油国	2020年5月-6月				2020年7月-12月			2021年1-2022年4月		
	减产基准	目标产里	减产产里	减产幅度	目标产里	减产产里	减产幅度	目标产里	减产产里	减产幅度
阿尔及利亚	1.06	0.82	0.24	-23%	0.86	0.19	-18%	0.91	0.14	-14%
安哥拉	1.53	1.18	0.35	-23%	1.25	0.28	-18%	1.32	0.21	-14%
伊拉克	4.65	3.59	1.06	-23%	3.80	0.85	-18%	4.02	0.64	-14%
科威特	2.81	2.17	0.64	-23%	2.30	0.51	-18%	2.42	0.38	-14%
尼日利亚	1.83	1.41	0.42	-23%	1.50	0.33	-18%	1.58	0.25	-14%
沙特	11.00	8.50	2.50	-23%	8.99	2.01	-18%	9.50	1.50	-14%
阿联酋	3.17	2.44	0.72	-23%	2.59	0.58	-18%	2.73	0.43	-14%
俄罗斯	11.00	8.50	2.50	-23%	8.99	2.01	-18%	9.50	1.50	-14%
哈萨克斯坦	1.69	1.30	0.39	-23%	1.38	0.31	-18%	1.46	0.23	-14%
墨西哥	1.77	1.67	0.10	-6%	1.67	0.10	-6%	1.67	0.10	-6%
OPEC+共计	43.85	34.16	9.70	-22%	35.85	7.76	-18%	38.03	5.82	-14%

数据来源: OPEC、兴证期货

美国方面, 4 月平均产出为 1225 万桶/天, 环比 3 月减少 75 万桶/天。美国 4 月产出持续下滑, 主要是因油价持续位于低位, 美国页岩油企业经营困难, 钻井数量持续大幅下滑, 截至 4 月 24 日, 美国石油钻井下滑至 378 口, 环比上月底减少 246 口或 39.42%。单井产出也录得环比大幅下滑, 以 2017 年底为基准, 七大产区平均单井产出相对增长 3.80%, 而 2 月相对增长 17.70%。鉴于美国钻井数量趋势波动与产量波动有 1-2 月的时间差, 预计美国 5-6 月产量将延续下滑趋势, 且最大跌幅大概率超过 300 万桶/天。

图 5: 美国钻井持续下挫, 产量随着波动减少



数据来源：EIA、Baker Hughes、兴证期货

综上，在供应方面，预计5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，仍需看全球需求复苏情况。

2.2 库存：全球可用库容迅速削减，但距离满负荷仍有距离

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，因此截至 3 月底，理论上的全球可用库容仅有 16-17 亿桶。由于 4 月全球供应过剩水平大幅增加，截至 4 月底，全球可用库容很可能已削减至 10 亿桶以内。但据美国能源部长表示其被国会授予了 10 亿桶 SPR 的权限，而目前美国 SPR 约 6.35 亿桶，历史最高水平发生在 2010 年，当时约储存 7.2 亿桶，后期随着美国页岩油的逐渐发展，SPR 被不断下调。以历史最高的 7.2 亿桶计算，若达成 10 亿桶目标，仍有 2.8 亿桶的储存空间，以目前市场上的表面可用仓储库容来看，是有较大差距的。因此，我们推测，美国将可能在近期内加快 SPR 储备库的建设或者已经存在未被市场认知的备用库且库容量可观。

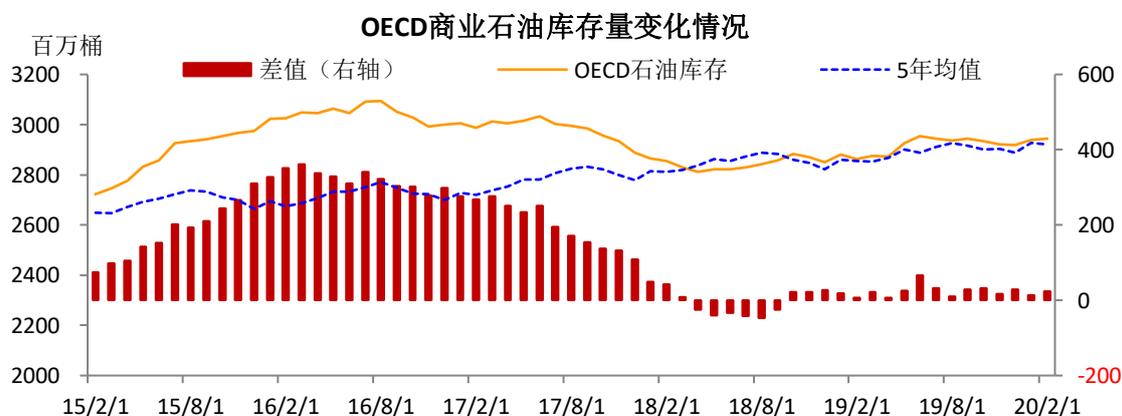
图 6: 美国 SPR 历史变化



数据来源：Wind、兴证期货

据 OPEC 最新月报显示，2020 年 2 月 OECD 商业石油库存环比增加 500 万桶，与 5 年均值的差距再度拉大。当期值为 2945 百万桶，同比去年增加 8200 万桶或 2.86%。

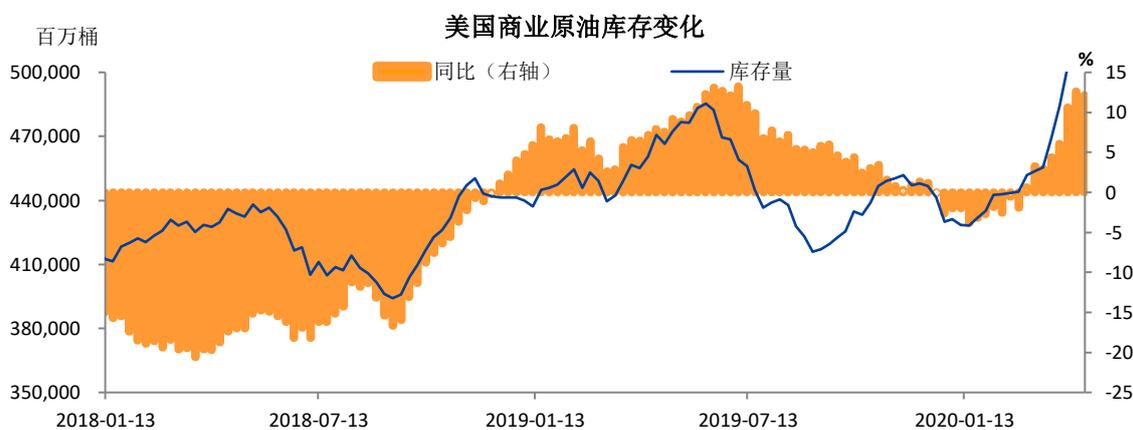
图 7: OECD 库存及超出 5 年均值水平环比小幅增高



数据来源：OPEC、兴证期货

美国方面，4月商业原油库存继续保持4周连续上涨，目前已连续14周增加。截至4月24日当周，原油库存为52763.1万桶，环比上月末增加5843.8万桶或12.46%，当前距离历史最高水平仅有791.2万桶的距离，库欣地区库存为6337.8万桶，距离历史最高水平仅604.2万桶。

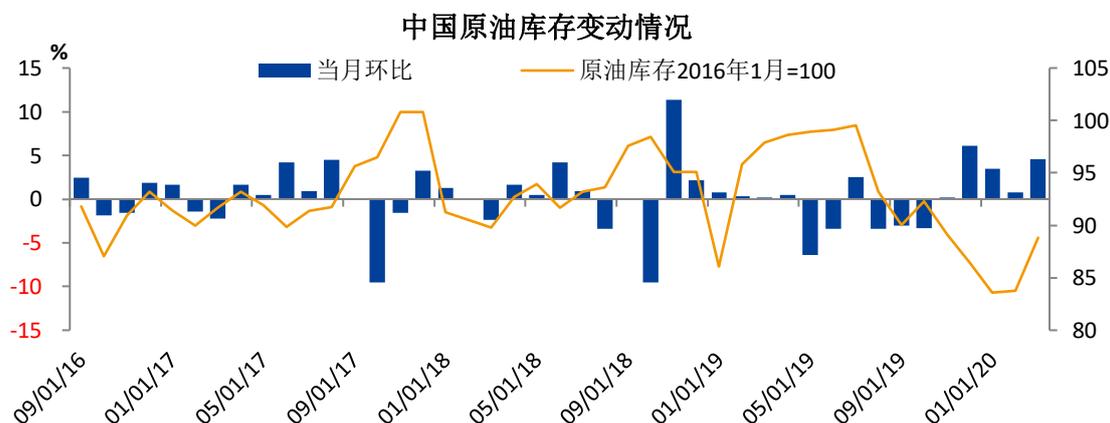
图8：美国原油库存连续14周上涨



数据来源：EIA、兴证期货

中国方面，3月份原油库存继续上涨，且涨幅自上月的0.75%上升至4.55%。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. 中国疫情控制领先，需求率先复苏；3. 沙特调整销售区域，中国大量采购低价原油。

图9：中国原油连续5个月补库存



数据来源：Wind、国家统计局、兴证期货

综上，尽管全球主要地区或国家（OECD、美国）的原油库存均有满负荷的威胁，但实际上短期很难到来。预计随着全球供需的边际改善，5-6月份市场对于可用库容的担忧将逐渐削减。

2.3 需求：欧美逐渐解封，短期需求悲观情绪逐渐改善

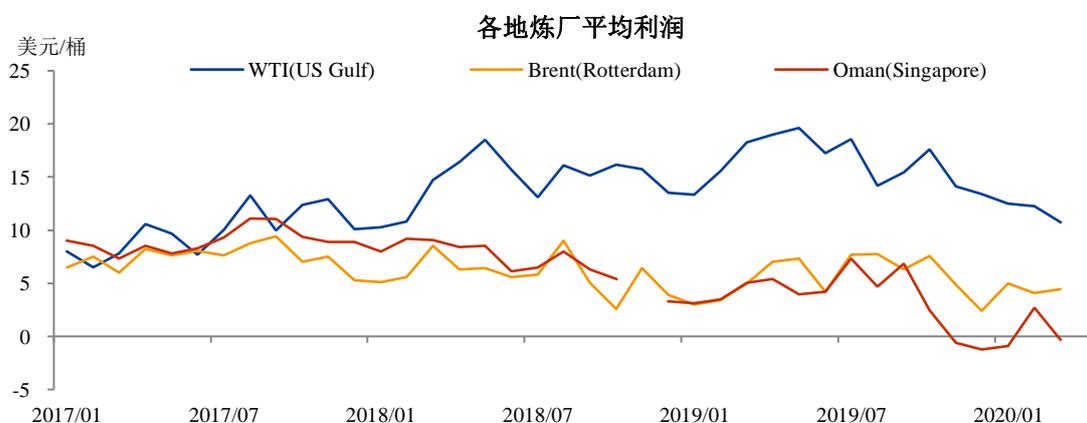
EIA 最新能源展望报告表示，下调 2020 年全球需求 550 万桶/天至 9552 万桶/天，下调 2021 年全球需求 92 万桶/天至 10193 万桶/天。其中下调美国 2020 年需求 139 万桶至 1913 万桶/天，下调中国 2020 年需求 95 万桶/天。

OPEC 在 4 月份大幅下调全球 2020 年需求 691 万桶/天至 9282 万桶/天，大幅低于 2019 年的 9967 万桶/天。其中，下调美国需求 145 万桶/天至 1949 万桶/天，下调中国需求 69 万桶/天至 1225 万桶/天。

2.3.1 美国炼厂开工率止跌回升，亚太地区平均利润再度跌至负值

2020 年 3 月，全球主要地区炼厂利润涨跌不一，其中 Oman(Singapore)炼厂平均利润再度转入负值区间。Oman (Singapore) 3 月炼厂平均利润为-0.29 美元/桶，环比大幅下跌 3.01 美元。WTI(US Gulf)平均利润环比下跌 1.47 美元/桶、Brent(Rotterdam)的平均利润因原材料成本大幅下滑而录得环比 0.38 美元/桶的上涨。由于 4 月原油价格持续暴跌，预计欧洲受益于沙特的低价倾销，炼厂利润将继续增长，但北美地区因油企经营库存，炼厂平均利润将有可能录得较大收缩。但鉴于炼厂利润数据相对较为滞后，对油价很难起到领先指标的作用。建议仅作为参考因素即可。

图 10：亚太地区 3 月炼厂平均利润再度跌至负值区间

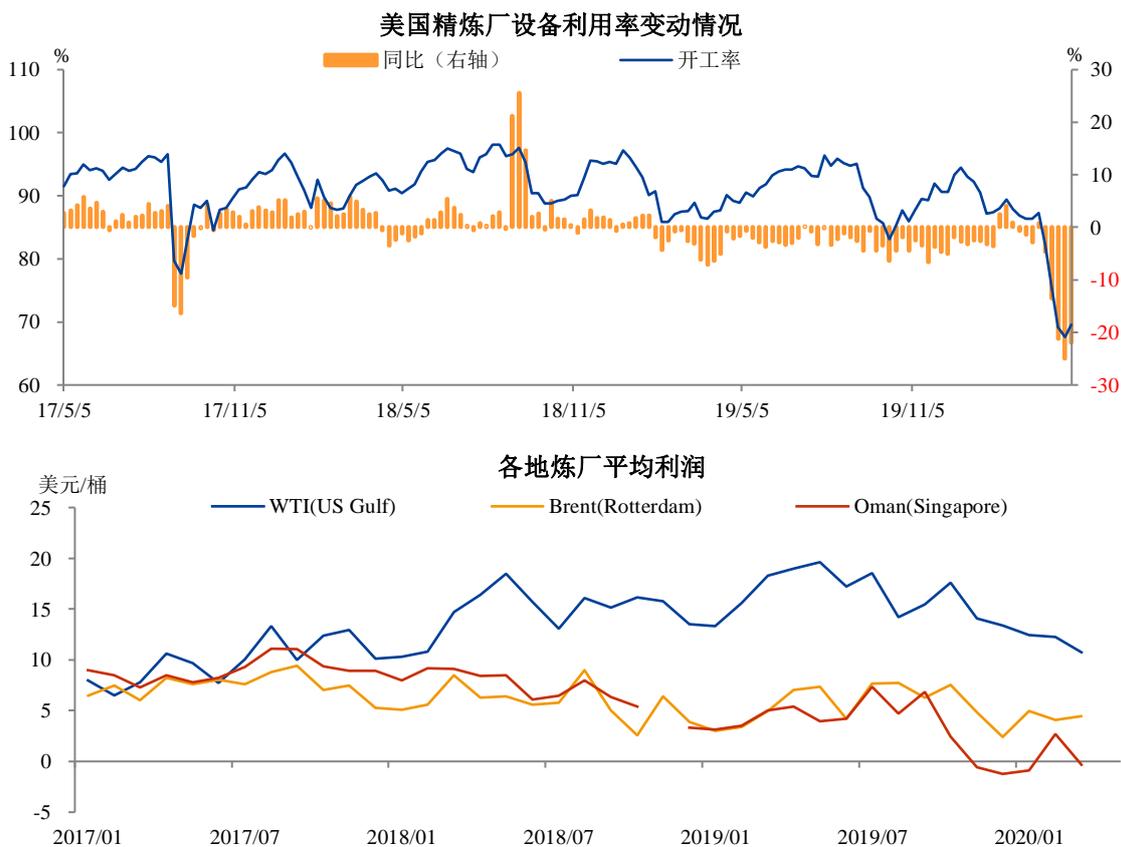


数据来源：OPEC、兴证期货

4 月份，美国炼厂开工率受疫情影响持续震荡下行。截至 4 月 24 日，美国精炼厂设备利用率为 69.60%，与历史最低水平极为接近。本月环比 3 月底的下降了 12.7 个百分点或 15.43%，同比 2019 年 4 月末下降 19.6 个百分点或 21.97%。

2020 年 3 月，欧洲 16 国炼厂加工量为 9.07 百万桶/天，开工率下降 6.45 个百分点至 73.17%。由于欧洲地区已有多国逐步解除因疫情造成的封锁，鉴于欧美 4 月制造业 PMI 大幅下滑，预计欧洲地区 4 月的开工率将继续下降，但自 5 月起有逐步反弹的可能，从而对油价形成一定程度的支撑。

图 11：欧洲地区开工率大幅下降，美国开工率已有自底部反弹迹象

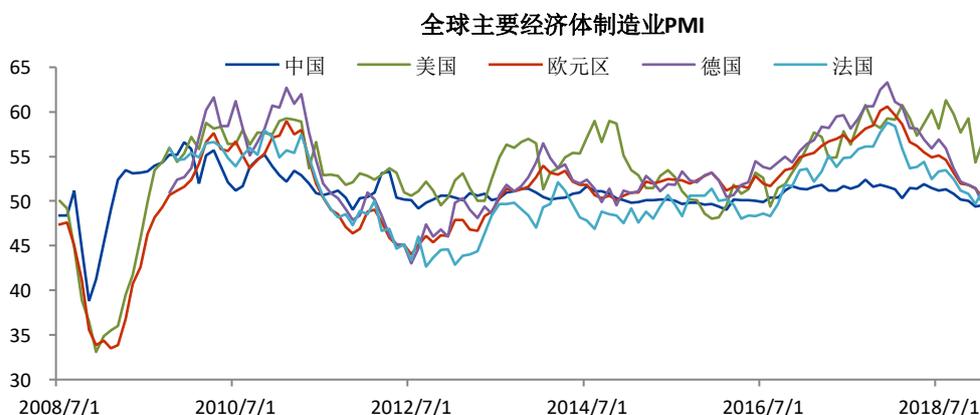


数据来源：EIA、OPEC、兴证期货

2.3.2 欧美制造业大幅下挫

制造业方面，中国 4 月官方 PMI 环比小幅下跌，但仍位于枯荣线上方，美国 ISM 制造业下滑远不及市场预期。美国、欧元区、德国、法国 4 月制造业 PMI 分别录得 41.50、33.40、34.50、31.50。鉴于欧美已逐步解除因疫情引起的封锁，复工复产逐步进行，预计 5 月制造业将有好转。

图 12：美国制造业强于预期，欧洲制造业 PMI 跌至最低水平



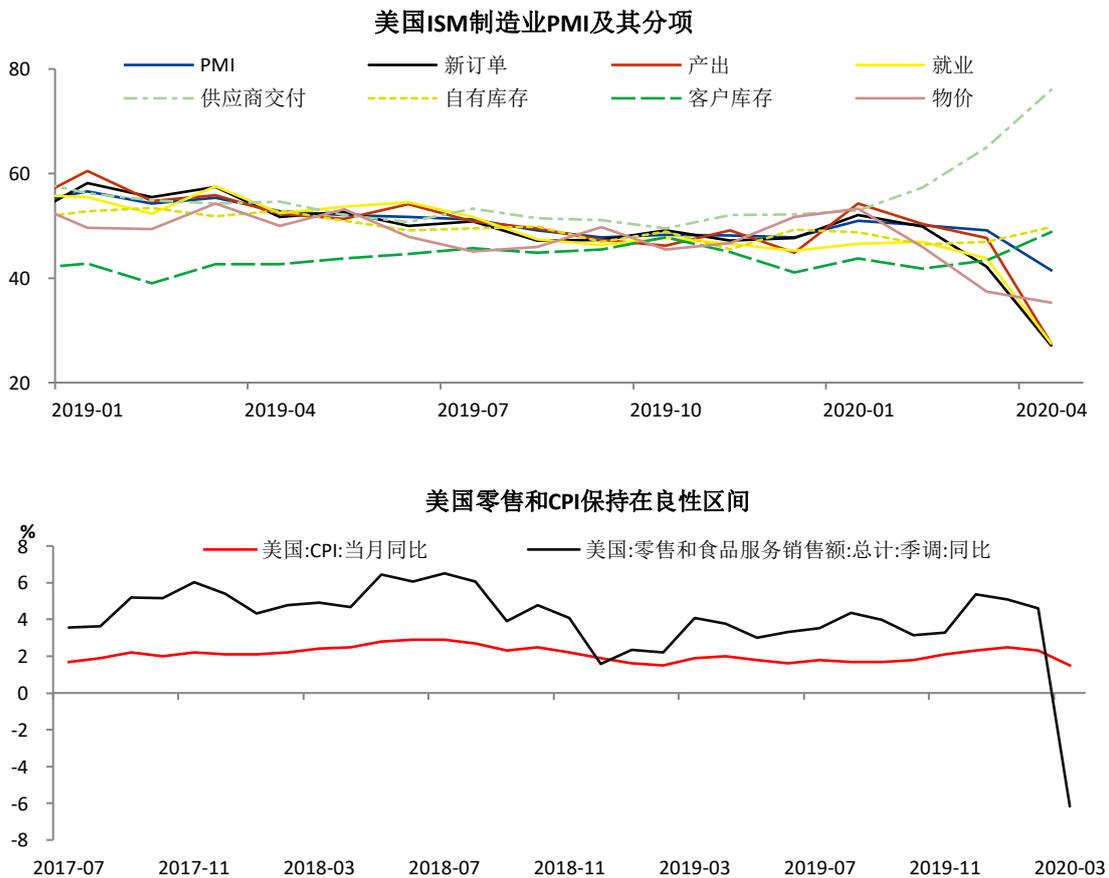
数据来源：Wind、兴证期货

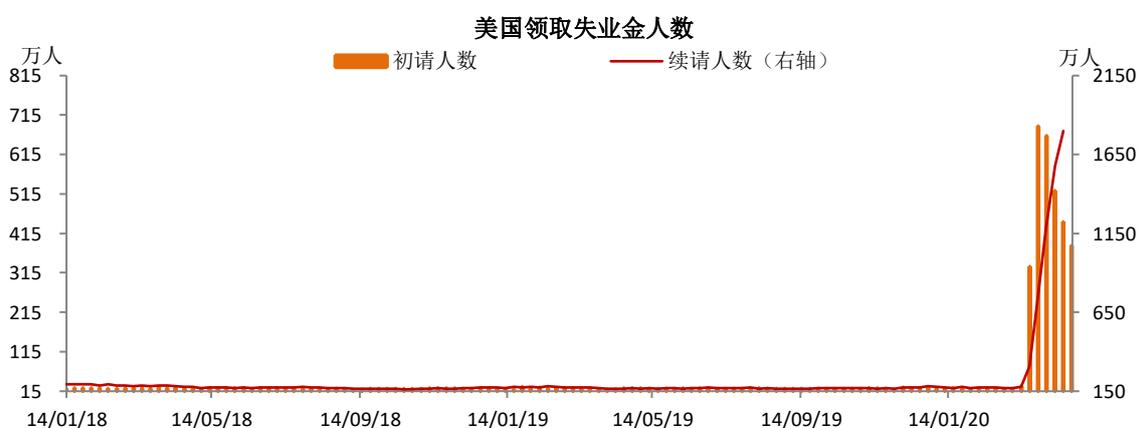
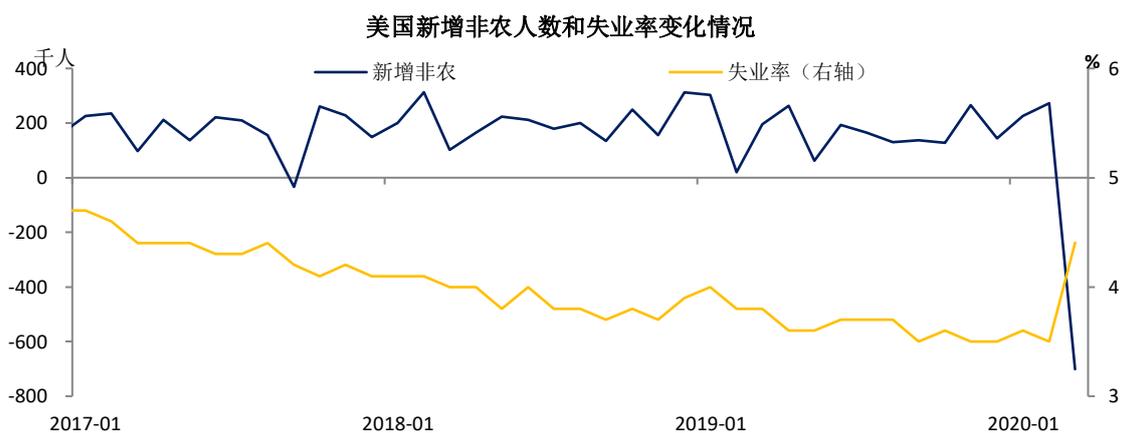
美国方面，核心经济数据除制造业好于预期外，4月宏观数据表现较差：

- 1) 美国一季度 GDP 录得同比 0.30%，好于同期中国经济增长。
- 2) 4月 ISM 制造业 PMI 录得 41.50，与3月相比下降 7.6 个百分点。美国制造业好于预期主要得益于供应商交付环比大涨 9 个百分点至 76.0，但是新订单、产出、就业分项均跌至 30 下方。
- 3) 美国 3 月 CPI 下跌 0.8 个百分点至 1.50%，主要是受当月国际原油价格下跌的影响，由于 4 月 WTI 原油价格崩塌，一度跌至 -40 美元，预计美国 4 月 CPI 将降至 1% 以下。
- 4) 美国 3 月零售数据录得史上最差，零售和食品服务销售总额录得同比 -6.17%，为史上首次。
- 5) 美国 4 月就业情况崩坏至历史最高水平，4 月合计初请失业金人数高达 2013.3 万人，但已连续 4 周下滑，边际好转迹象明显。

综上，我们认为随着欧美疫情扩散速度明显变换，复工复产稳步进行，全球宏观经济将迎来明显的边际改善，从而对油价形成较好支撑。

图 13：美国就业和零售衰退水平创历史



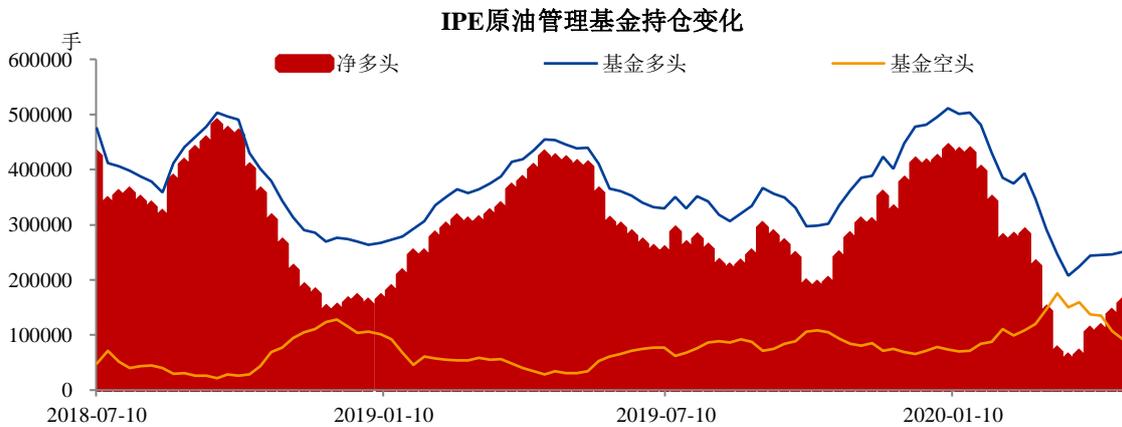
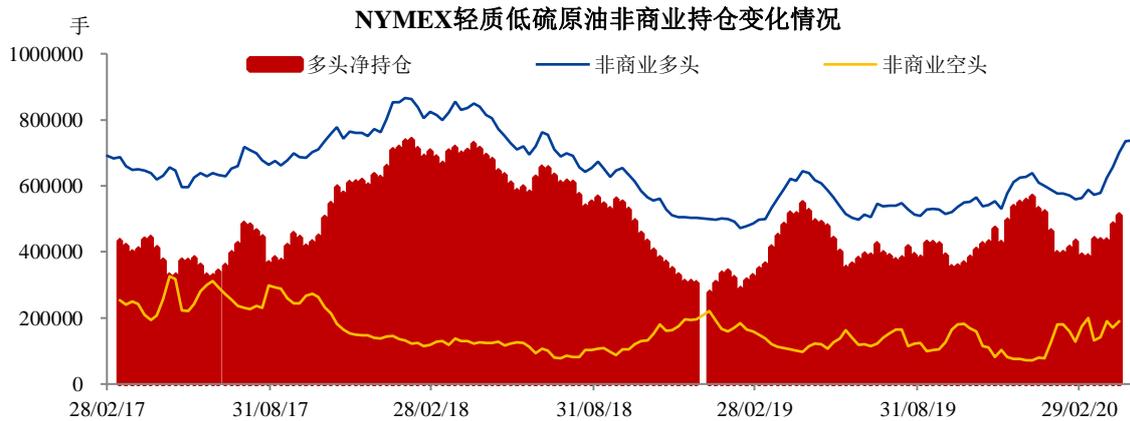


数据来源：Wind、兴证期货

3. 市场持仓：市场做多情绪逐步复苏

据 CFTC 持仓报告显示，美油 4 月市场做多情绪明显好转，布油看涨情绪也自底部大幅反弹。截至 4 月 28 日，NYMEX 轻质低硫原油非商业多头持仓数量为 737778 手，环比上月底增加 113381 手或 18.16%，非商业空头持仓数量为 148390 手，环比上月底减少 40899 手或 21.61%，非商业净多头大幅增加 154280 手或 35.46%至 589388 手，为 2018 年 9 月以来最高水平。布油方面，截至 4 月 28 日，IPE 原油管理基金多头持仓数量为 250723 手，环比上月底增加 27094 手或 12.12%，管理基金空头减少 67333 手或 42.18%至 92285 手，净多头增加 94427 手或 147.52%至 158438 手。

图 14: 美油、布油 4 月非商业多头净持仓持续反弹



数据来源：CFTC、兴证期货

4. 后市展望和策略建议

综上，我们认为随着 OPEC+ 及 G20 开始减产，以及欧美复工复产稳步进行，预计进入 5 月之后，全球供需平衡将出现明显的边际改善，油价中枢也将逐步上移。建议逢低增多，不建议直接重仓进场，合约选择上，同样以远月合约为主，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。