

中美关系紧张，油价面临不确定性

2020年6月1日 星期一

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

5月份国际油价稳步反弹，WTI收于35.32美元/桶，上涨16.23美元或85.02%；布伦特收于37.61美元/桶，上涨10.95美元或41.07%；SC收于277.1元/桶，上涨48.1元或21.0%。

● 后市展望

供应端：美国方向，产量连续8周下降至1140万桶/天，已自历史高位下降170万桶/天，鉴于其石油钻井连续11周下降至222口，为2009年7月以来的最低水平，预计其产量将继续维持下降趋势；OPEC+方面，各国减产执行率较高，且沙特等国有意延长第一阶段协议，但目前并未得到俄罗斯的支持，预计6月9日OPEC会议期间可能对短线油价造成扰动。

需求端：中国需求基本恢复至疫情前水平；欧洲大部分地区的复工复产稳步进行；美国地区就业环境有所改善，初请失业金连降8周，续请失业金环比大降386万，暗示美国需求在挣扎中逐步复苏。但需要注意的是，中美关系有可能因香港问题而出现矛盾升级，一旦两国交恶，全球需求将严重受损。

综上，我们认为，油价虽然仍将在基本面的边际改善支撑下持续震荡偏强方向运行，但短期可能会因国际关系而出现波动。

● 策略建议

持多观望，若出现风险事件，可止盈半数以上仓位。

● 风险提示

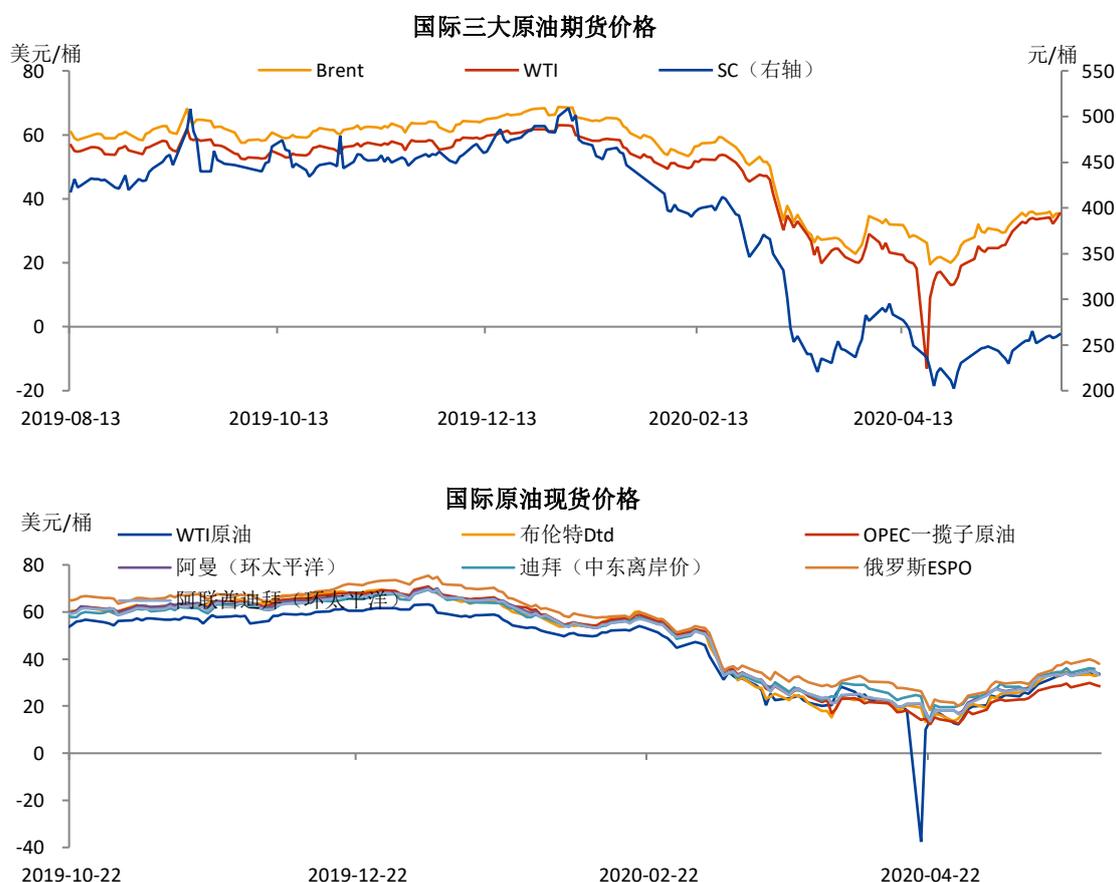
全球疫情再度爆发；中美关系进一步恶化。

1、行情回顾：5月原油价格反弹幅度创历史

2020年5月份，因OPEC+及部分G20产油国大力减产，以及中国、欧美地区疫情逐步缓解，复工复产稳步进行，基本面得到了大幅的边际改善，帮助油价走出历史低谷。截至5月底，WTI收于35.32美元/桶，上涨16.23美元或85.02%；布伦特收于37.61美元/桶，上涨10.95美元或41.07%；SC收于277.1元/桶，上涨48.1元或21.0%。

现货价格与期货价格趋势保持一致，绝对价格也逐步修复。截至5月底，WTI涨幅居首，上涨14.87美元或78.93%至33.71美元/桶；OPEC一揽子原油、迪拜（环太平洋）原油、阿曼原油和俄罗斯ESPO涨幅相当，均涨约55%；迪拜（中东离岸）上涨11.88美元/桶或49.77%至35.75美元/桶，是唯一涨幅少于50%的现货品种。

图1：WTI月度上涨幅度创历史



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震荡上涨，布伦特期货价格相对于现货高升水持续收窄。截至5月底，阿曼首行-SC三行录得-49.50元/桶，环比上涨11.21元或18.46%；布伦特基差录得-2.05美元/桶，环比上月末上涨3.46美元/桶或62.79%；WTI基差收于0.06美元/桶，上涨0.31美元。

图 2：内外盘价差震荡缩小，布油现货贴水持续收窄

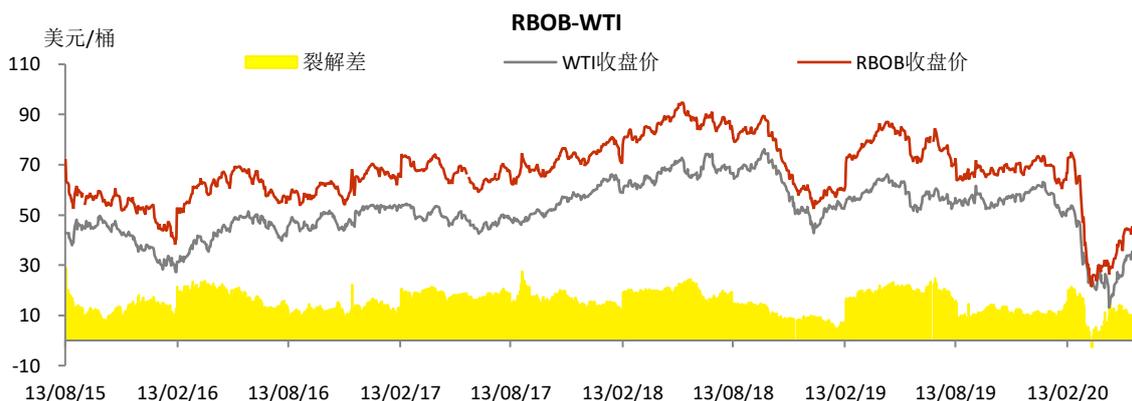


数据来源：Wind、兴证期货

成品油裂解差小幅下跌。截至 5 月底，RBOB 汽油-WTI 收于 9.79 美元/桶，环比下跌 1.02 美元或 9.46%；ICE 柴油-布油收于 5.44 美元/桶，下跌 1.77 美元或 24.53%，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，日本等国已全面解封，预计短期成品油裂解差将趋向于底部反弹。

图 3：成品油裂解底部企稳





数据来源：Wind、兴证期货

2、基本面：5月全球供需边际改善

2.1 产出：OPEC+ 4月产量大增，但5月减产执行较好

OPEC 最新月报显示，OPEC 4月产量环比上涨 179.7 万桶/天或 6.46%至 3041.2 万桶/天，为连续 2 个月增长。但 OPEC 自 5 月 1 日进行减产，预计 5 月产量将大幅下降约 600 万桶/天。据消息人士表示，绝大多数 OPEC 成员国均完全遵守减产协议要求，且沙特、阿联酋、科威特有意额外减产，并希望延长第一阶段减产期限，短期来看，对供应端形成了较好支撑。

俄罗斯 4 月产量小幅增加 5 万桶/天至 1155 万桶/天。5 月俄罗斯跟随减产，但总产出仍高于减产协议要求的上限约 120 万桶/天，若排除凝析油的产量，约高出目标产量 20 万桶/天。

表 1：4 月 OPEC 整体产量大幅增长（单位：千桶/天）

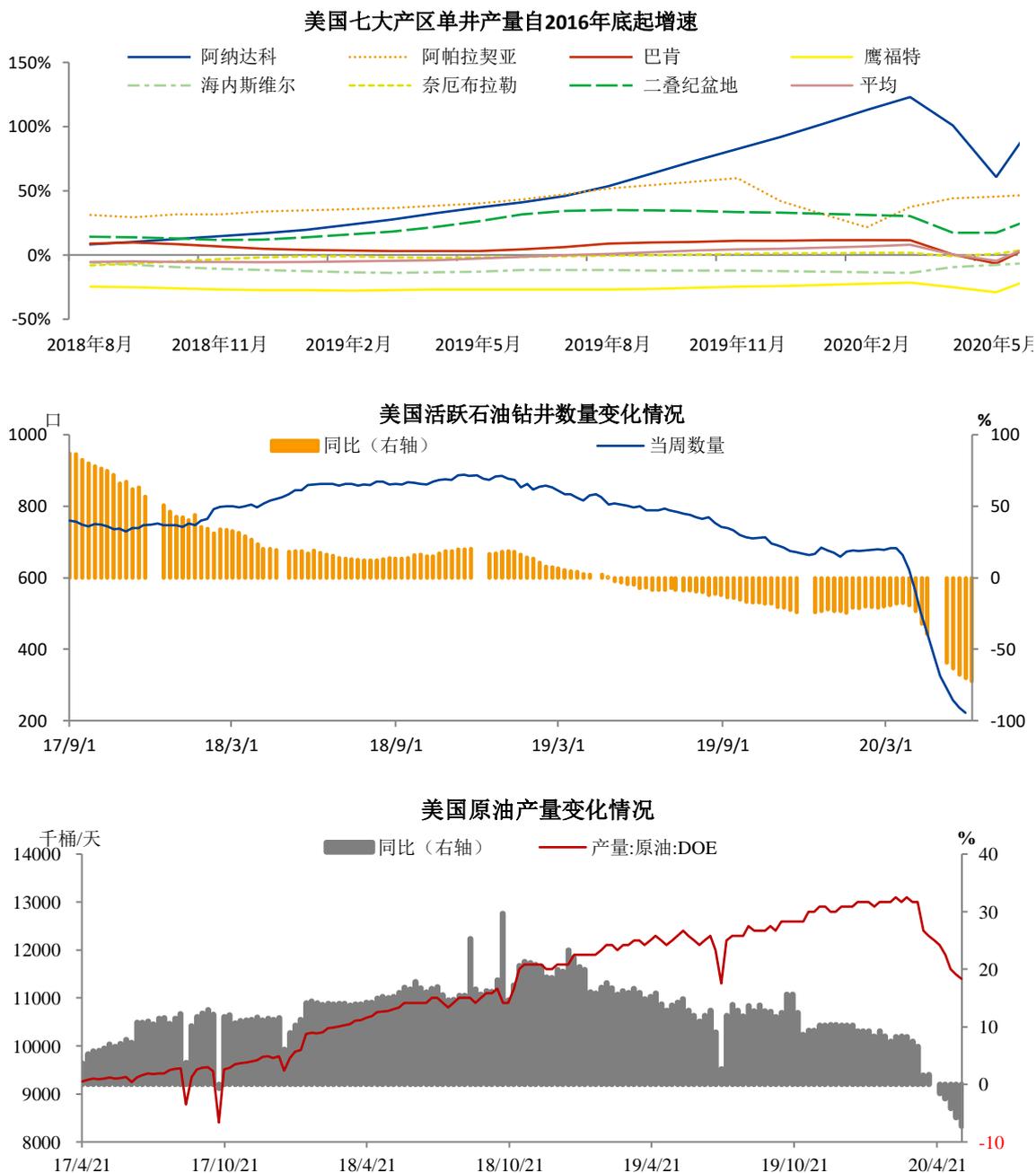
	2018	2019	2020.02	2020.03	2020.04	4 月涨跌	涨跌幅
阿尔及利亚	1042	1022	1009	1030	1007	-23	-2.28%
安哥拉	1505	1401	1387	1402	1312	-90	-6.49%
刚果	317	325	302	294	281	-13	-4.30%
赤道几内亚	125	118	121	122	127	5	4.13%
加蓬	187	208	191	202	193	-9	-4.71%
伊朗	3553	2356	2070	2022	1969	-53	-2.56%
伊拉克	4550	4680	4604	4571	4521	-50	-1.09%
科威特	2745	2687	2672	2873	3132	259	9.69%
利比亚	951	1097	147	91	82	-9	-6.12%
尼日利亚	1718	1786	1788	1844	1777	-67	-3.75%
沙特	10311	9770	9698	9997	11550	1553	16.01%
阿联酋	2986	3094	3065	3507	3839	332	10.83%
委内瑞拉	1354	796	760	660	622	-38	-5.00%
OPEC 共计	31344	29338	27814	28615	30412	1797	6.46%

数据来源：OPEC、兴证期货

美国方面，5 月平均产出为 1160 万桶/天，环比减少 65 万桶/天，降幅略低于 4 月。美国 4

月产出持续下滑，主要是因油价在低位徘徊，页岩油企业持续削减开支。截至5月29日，美国石油钻井数量环比下降15口至222口，续创2009年7月以来的最低水平，环比上月底减少156口；油气总钻井数量下滑至301口，连续4周创出近80年来的新低。单井产出也录得环比大幅下滑，以2016年底为基准，5月七大产区平均单井产出相对减少4.50%，而4月相对增长0.48%。鉴于美国钻井数量趋势波动与产量波动有1-2个月的时间差，即使页岩油开支开始反弹，美国6月产量也将大概率延续下滑趋势。

图4：美国钻井持续下挫，产量随之减少



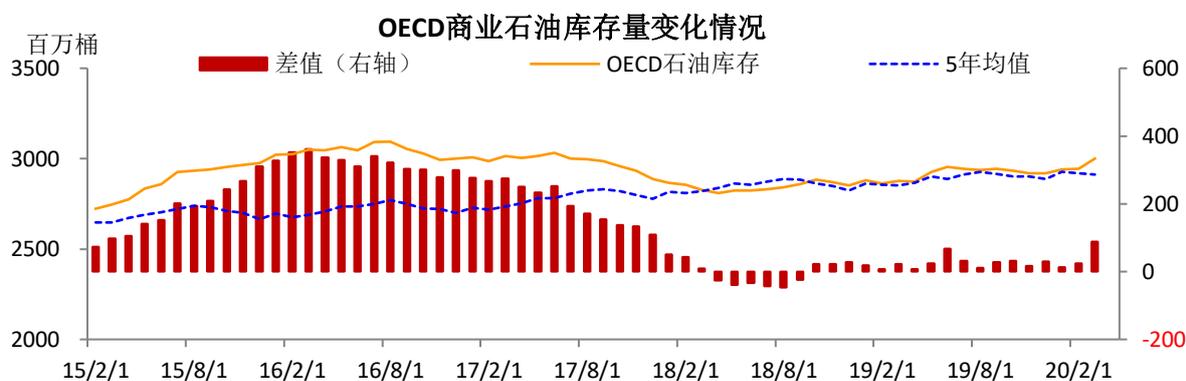
数据来源：EIA、Baker Hughes、兴证期货

综上，6月份全球供应将大概率继续收缩，但美国页岩油企业开支有反弹的可能，鉴于页岩油单井产出大幅修复，可能给供给端带来一定扰动。此外，需留意6月9日OPEC会议动态，若俄罗斯明确反对沙特等OPEC产油国的提议，可能对油价短线造成压力。

2.2 库存：全球库存忧虑缓解

据OPEC最新月报显示，OECD商业石油库存连续3个月增长，3月库存环比增加5700万桶至30.02亿桶，为2017年8月以来首次突破30亿桶，同比去年增加1.27亿桶或4.42%。3月库存超出5年均值水平扩大至8860万桶，是2018年来最高水平，环比增加6390万桶，同比增加6580万桶。据市场消息来看，4月OECD库存将继续攀升，并有望创近5年新高，但5月库存大概率有明显的环比下滑，从投资者情绪来看，对全球库存告急的担忧也在5月下旬出现缓解。预计全球库存再度出现告急迹象并对油价形成压力的概率较低。

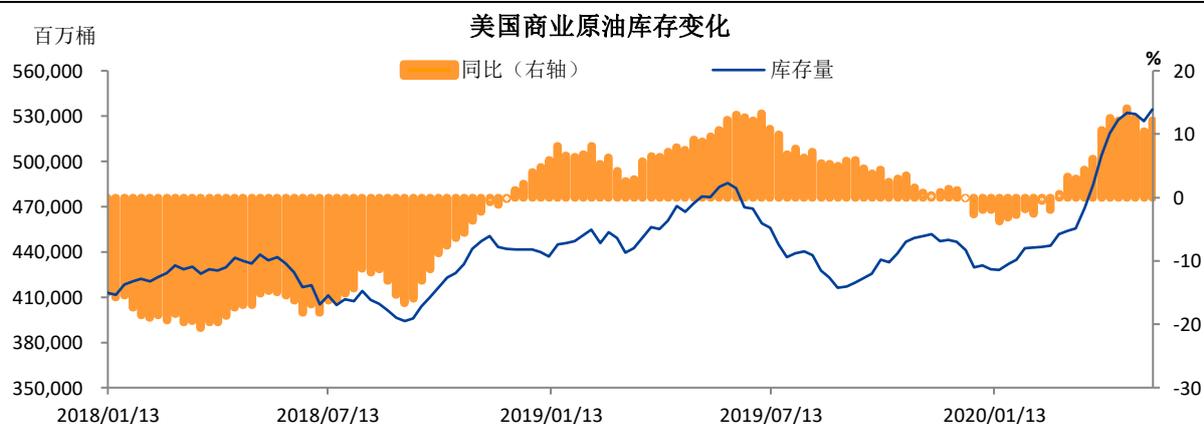
图5：OECD 3月库存及超出5年均值水平环比大幅增长



数据来源：OPEC、兴证期货

美国方面，5月商业原油库存震荡上涨。截至5月22日当周，原油库存为53442.2万桶，环比上月末增加679.1万桶或1.29%，当前距离历史最高水平仅有112.1万桶的差距。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6：美国原油库存震荡上涨，逼近历史高位



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 7：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的原油库存仍在攀升，美国商业库存甚至逼近历史最高值，但投资者对于满负荷担忧已逐渐缓解。预计随着全球供需平衡的不断改善，库存因素很难再对油价造成重大压力。

2.3 需求：欧美逐渐解封，但中美关系可能带来需求变化

EIA 最新能源展望报告进一步下调 2020 年全球需求 291 万桶/天至 9261 万桶/天，下调 2021 年全球需求 233 万桶/天至 9960 万桶/天。其中下调美国 2020 年需求 84 万桶至 1829 万桶/天，下调中国 2020 年需求 3 万桶/天至 1364 万桶/天。

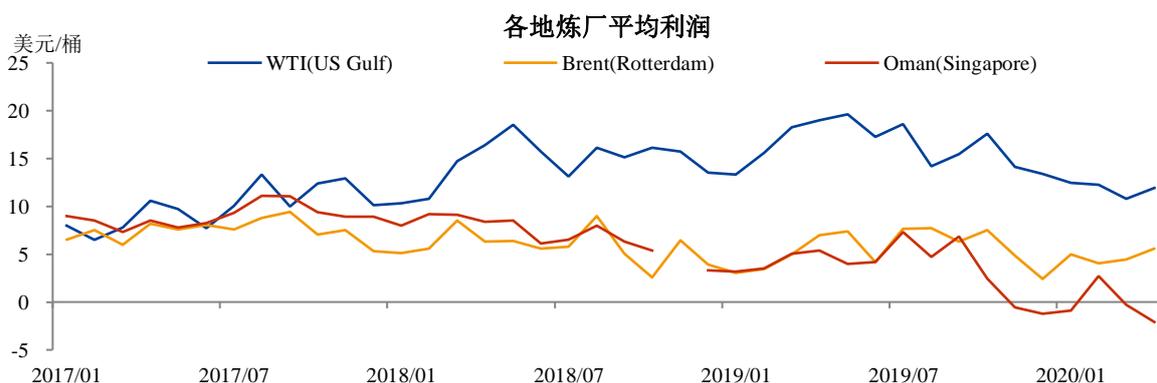
OPEC 在 5 月月报中下调全球 2020 年需求 223 万桶/天至 9059 万桶/天。其中，下调美国需求 44 万桶/天至 1905 万桶/天，下调中国需求 13 万桶/天至 1212 万桶/天。

随着欧美地区疫情逐渐得到控制，社会解封程度加大，预计将带来较好的需求边际改善。但中美关系近期几近达到冰点，若进一步恶化，可能导致需求严重受损。

2.3.1 美国开工率震荡反弹，亚太地区平均利润再度跌至负值

2020 年 4 月，全球主要地区炼厂利润涨跌不一，其中 Oman(Singapore)炼厂平均利润进入深度负值区间。Oman (Singapore) 4 月炼厂平均利润为-2.09 美元/桶，环比大幅下跌 1.8 美元。WTI(US Gulf)平均利润环比上涨 1.16 美元/桶、Brent(Rotterdam)的平均利润环比增加 1.11 美元/桶。各地区利润变化趋势不同的主要原因是，欧美地区由于供需平衡的边际改善，成品油价格反弹带动炼厂利润增长；而亚太地区以进口原油为主，同时期原油成本高于欧美地区，此外，供需平衡的边际改善略弱于欧美，导致成品油和化工品的供应过剩出现较大幅度增长。

图 8：亚太地区 4 月炼厂平均利润跌入深度负值区间

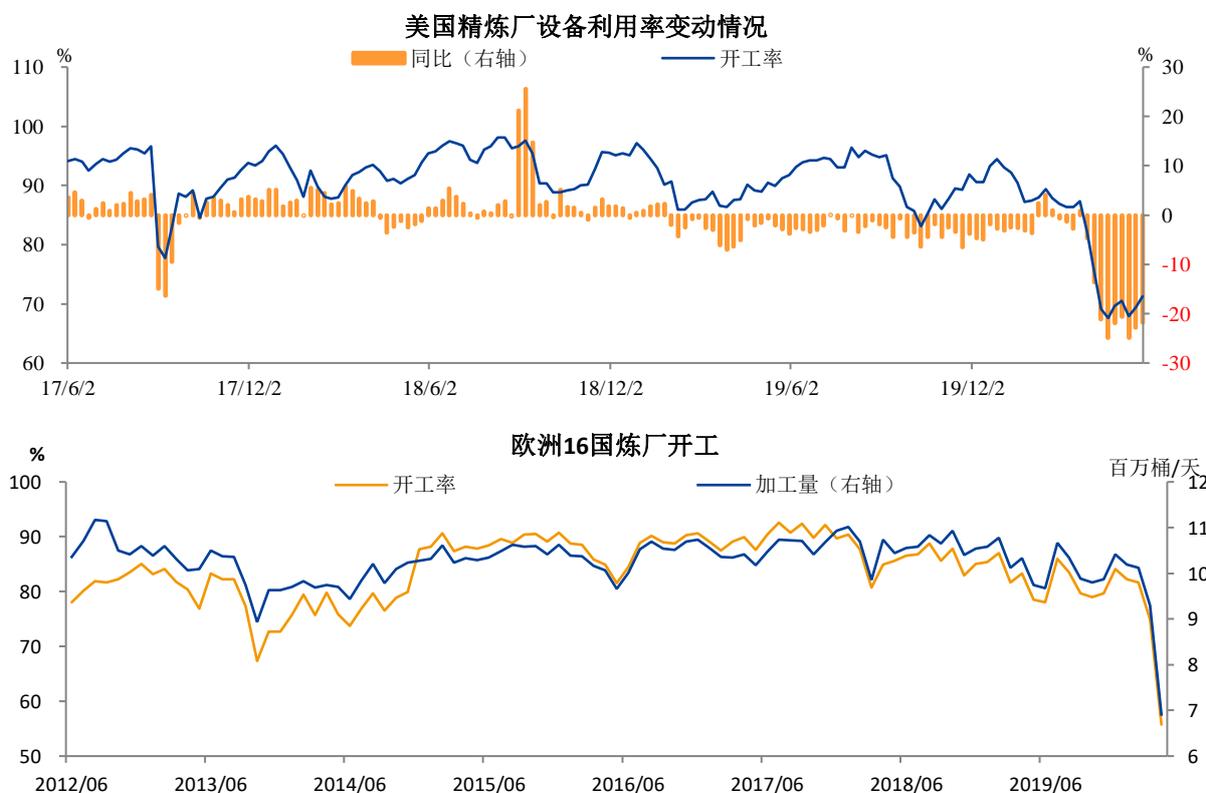


数据来源：OPEC、兴证期货

5月美国炼厂开工率底部震荡企稳。截至5月22日，美国精炼厂设备利用率为71.3%，环比4月底的69.6%增长了1.7个百分点，同比2019年5月末下降20.5个百分点或22.33%。

2020年4月，欧洲16国炼厂加工量为691万桶/天，开工率下降19.16个百分点至55.75%。由于欧洲地区已有多国逐步解除因疫情造成的封锁，预计欧洲地区5月的开工率将出现较大幅度的反弹，从而对油价形成一定程度的支撑。

图 9：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

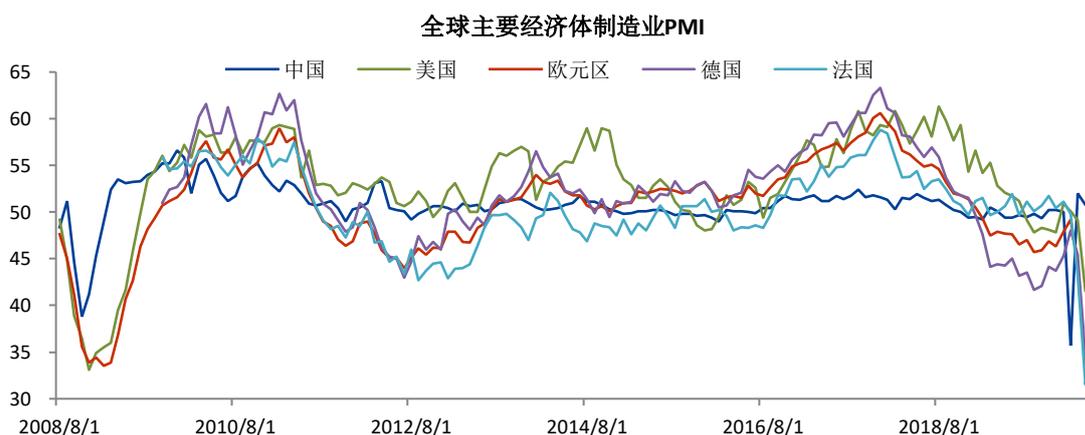


数据来源：EIA、OPEC、兴证期货

2.3.2 制造业全面反弹

制造业方面，中国 5 月官方 PMI 环比小幅下跌 0.2 至 50.6，仍位于枯荣线上方。欧元区、德国、法国 4 月制造业 PMI 分别录得 39.5、36.8、40.3，分别环比上涨 5.9、2.3、8.8。鉴于欧洲大部分地区已逐步解除因疫情引起的封锁，复工复产逐步进行，预计 6 月制造业将持续好转。

图 10：主要经济体制造业全面反弹



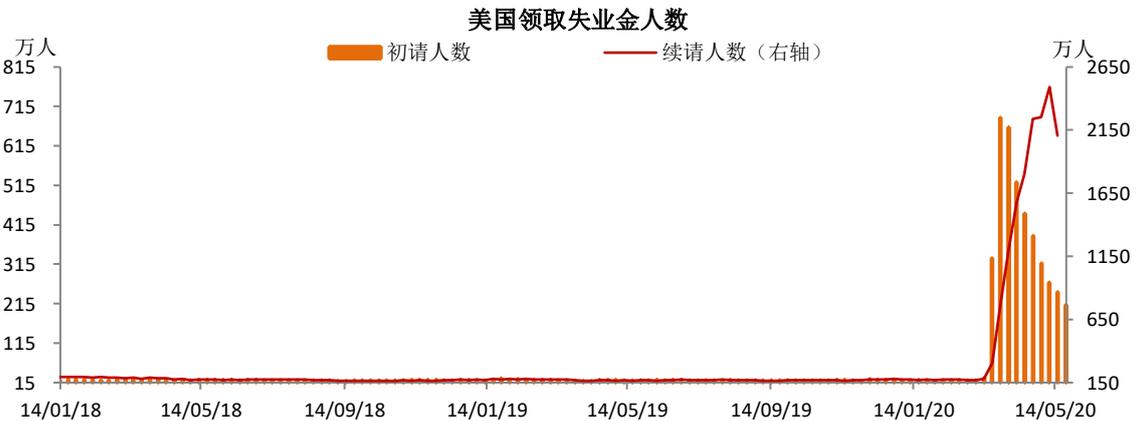
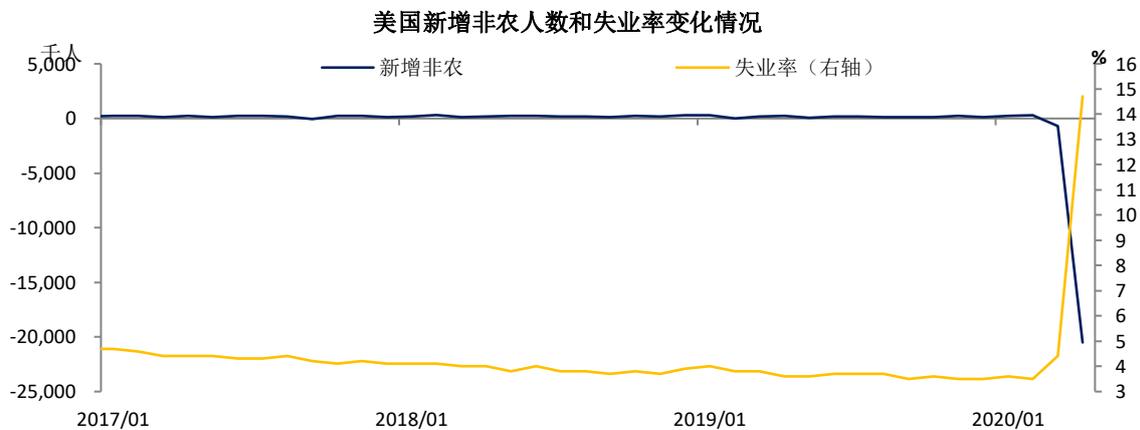
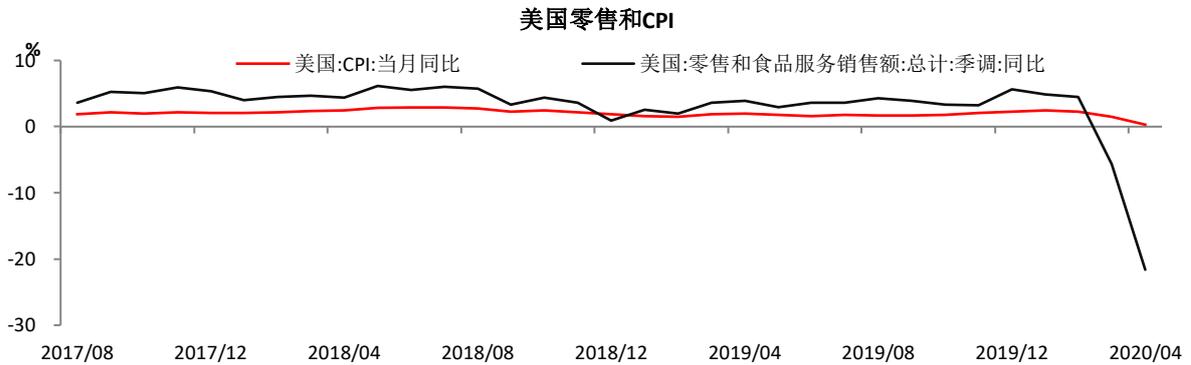
数据来源：Wind、兴证期货

美国方面，核心经济数据表现较差，但已出现边际改善迹象：

- 1) 美国一季度实际 GDP 年化季率修正值为-5.0%，此前公布值为-4.8%；
- 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 4 月 CPI 下跌 1.2 个百分点至 0.3%，是 2015 年 11 月以来的最低值，主要是受当月国际原油价格下跌的影响，由于 5 月 WTI 原油价格逐步反弹，预计美国 5 月 CPI 有望重回 1% 以上；
- 4) 美国 4 月零售数据录得史上最差，零售和食品服务销售总额同比-21.61%；
- 5) 美国 4 月失业率为 14.7%，新增非农就业人数为-2050 万人，均为最差水平，但美国私人非农企业全部员工的平均时薪同比录得 7.91%，环比增加 4.63 个百分点或 141.16%，增速为 2007 年以来最高；
- 6) 美国 5 月就业情况仍旧位于历史最差水平，截至 5 月 23 日当周的四周内，美国合计初请失业金人数为 1043.2 万人，但已连续 8 周下滑，且 5 月 16 日当周续请失业金人数出现 386 万人的下降，就业环境的边际好转迹象明显；

综上，我们认为随着欧美疫情逐步得到控制，复工复产稳步进行，尤其是美国疫情若能出现明显好转，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 11：美国就业和零售衰退水平创历史，但有边际改善迹象



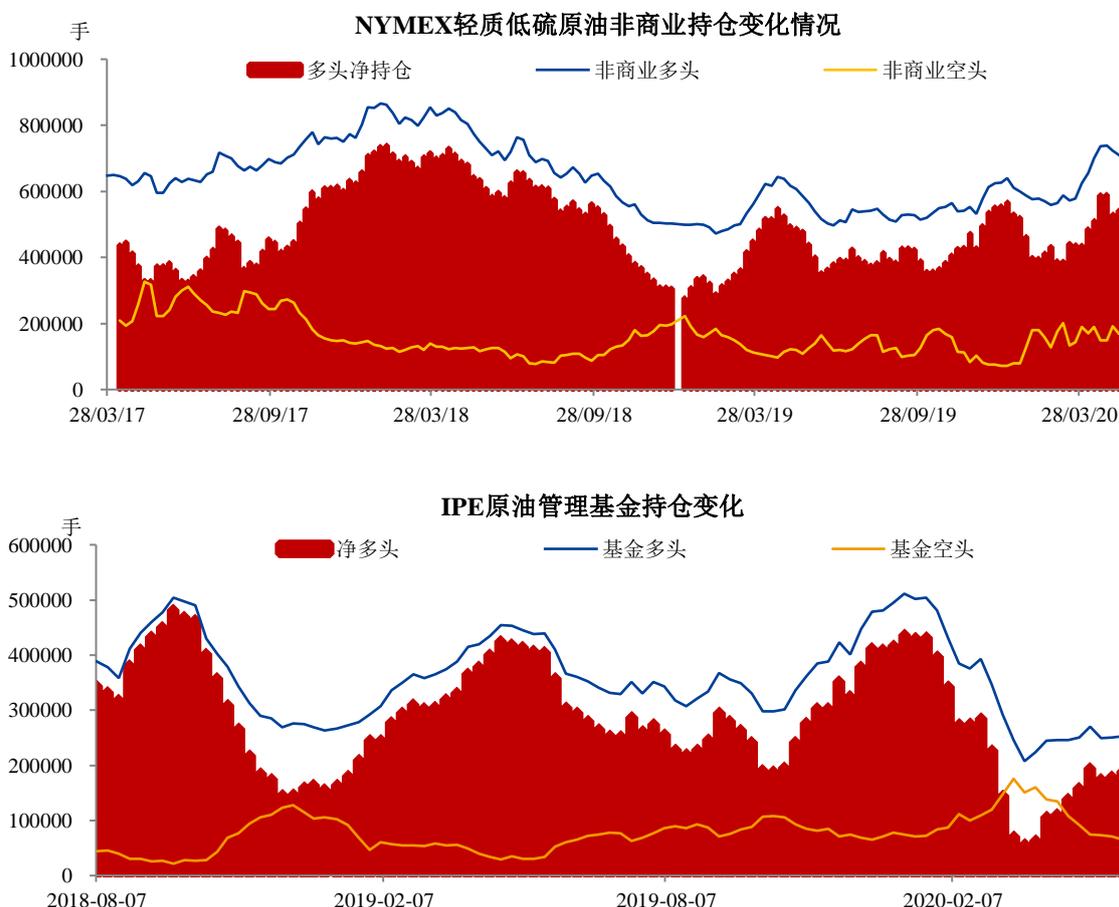
数据来源：Wind、兴证期货

3. 市场持仓：布油美油市场情绪相背

据 CFTC 持仓报告显示，美油 5 月市场做多情绪小幅下降，布油看涨情绪出现明显好转。截至 5 月 26 日，NYMEX 轻质低硫原油非商业多头持仓数量为 701234 手，环比上月底减少 36544 手或 4.95%，非商业空头持仓数量为 158660 手，环比上月底增加 10270 手或 6.92%，非商业净

多头减少 46814 手或 7.94%至 542574 手。布油方面，截至 5 月 26 日，IPE 原油管理基金多头持仓数量为 253266 手，环比上月底增加 2543 手或 1.01%，管理基金空头减少 27652 手或 29.96%至 64633 手，净多头增加 30195 手或 19.06%至 188633 手。

图 12: 美油、布油 5 月非商业多头情绪相背



数据来源：CFTC、兴证期货

4.后市展望和策略建议

综上，我们认为随着减产的执行，以及欧美复工复产稳步进行，预计 6 全球供需平衡延续边际改善趋势。但存在俄罗斯反对延长第一阶段减产期限以及中美关系恶化等潜在利空事件，且南美、非洲等地区疫情严重，预计油价涨势相对 5 月可能趋缓，且不排除小幅回调可能。建议持多观望，若出现以上风险事件，可考虑止盈半数以上头寸。

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。