

基本面持续改善，油价仍有向上空间

兴证期货·研发中心

2020年7月6日 星期一

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

2020年上半年，国际油价因疫情爆发以及沙特的价格战持续暴跌，随后由于OPEC+再度达成减产协议以及中欧经济复苏，油价开启持续反弹模式。截至6月30日，WTI收于39.82美元/桶，下跌21.39美元或34.95%；布伦特收于41.63美元/桶，下跌24.40美元或36.95%；SC收于292.4元/桶，下跌191.1元或39.52%。

● 后市展望

供给端：OPEC+方面，尽管后期减产规模缩小，但预计整体减产执行率仍将保持高位，从而对油价起到最坚强支撑；美国方面，预计其产量将跟随油价持续上涨，大概率可回升到此前峰值，对油价有一定负面影响；其余产油国仍维持此前预估年度产量增长70万/天左右的规模不变。

需求端：中国经济稳步复苏，原油需求加速增长；欧洲疫情得到遏制，暂无二次爆发迹象，需求复苏平稳进行；美国疫情尽管再度爆发，但并未采取更多的限制政策，从而对需求的损伤有限；但中美关系近期有恶化迹象，且今年适逢美国大选年，特朗普当前情况不利，不排除其进行风险转移的可能，从而为全球需求埋下隐忧。

综合来看，基本面上，2020年下半年全球供需将持续改善，从而帮助油价继续反弹的概率较大，但需警惕非经济事件的发生。

● 策略建议

持有远月多头，逢低少量增多。

● 风险提示

疫情再度高爆发；中美关系恶化。

1. 2020 上半年价格回顾

截至 2020 年 6 月 30 日，WTI 收于 39.82 美元/桶，下跌 21.39 美元或 34.95%；布伦特收于 41.63 美元/桶，下跌 24.40 美元或 36.95%；SC 收于 292.4 元/桶，下跌 191.1 元或 39.52%。

年初美伊事件短时间内快速反转，油价冲高后直线回落，开启本轮下跌的序幕。

2 月下旬，亚太疫情大爆发，油价短暂反弹后再度进入下跌通道。

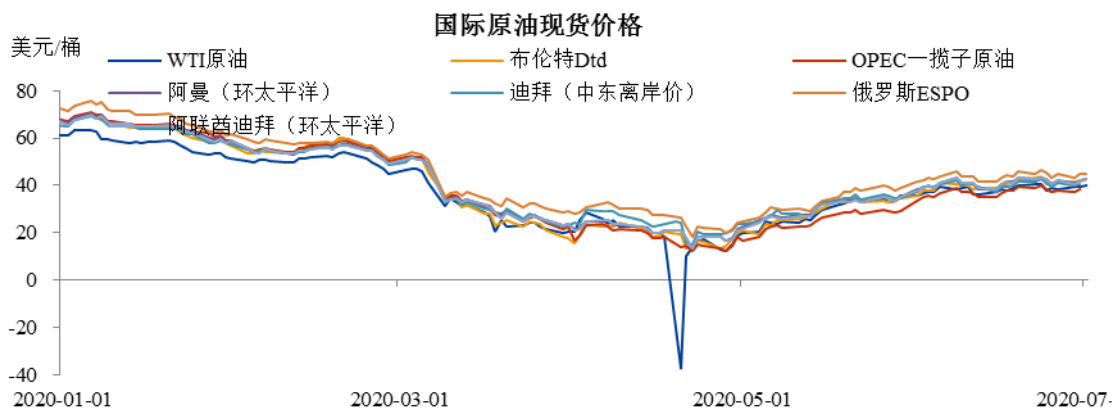
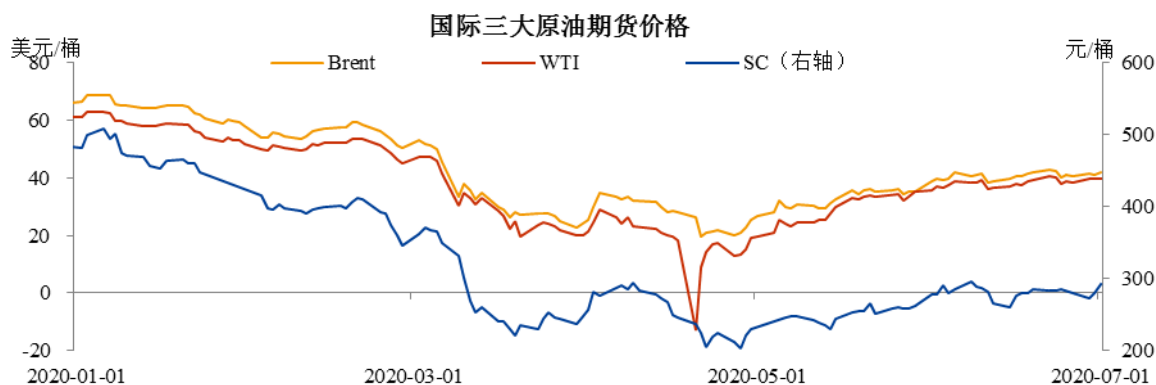
3 月上旬，因俄罗斯对减产持反对态度，沙特悍然发动价格战，油价跳空 10 美元/桶。

4 月初，OPEC 放弃减产，但 OPEC+ 达成历史上最大规模的减产协议，帮助油价短线反弹。

4 月中旬，市场爆发对全球剩余可用库容的担忧，尤其是美国库欣地区库存，导致大批资本进场搏杀，一度将 WTI 打压至 -40 美元/桶。

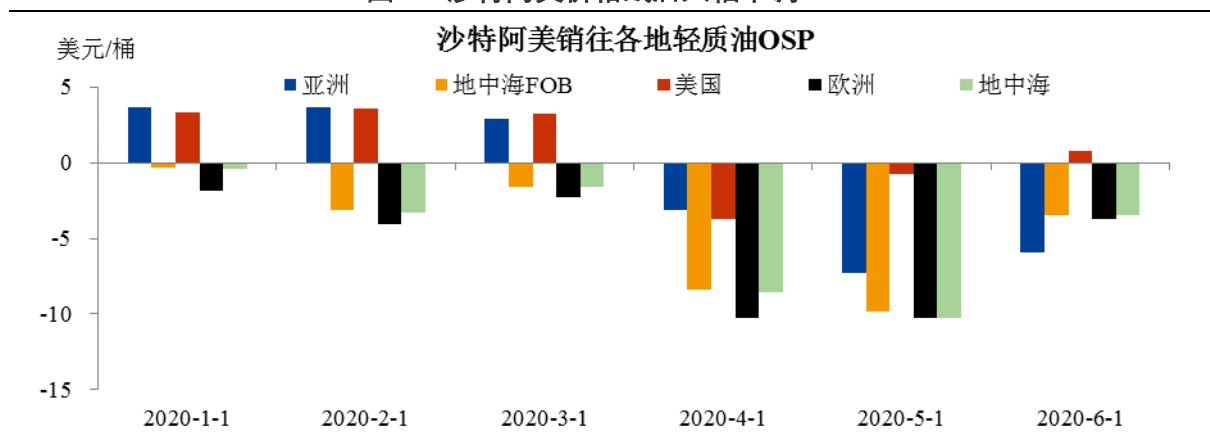
4 月下旬，投资者对库容的担忧开始消退，且油价也已大幅超跌，随着 OPEC+ 提前减产以及中欧疫情的好转，油价开启逐步反弹。

图 1：2020 年上半年原油走出历史级别的“V”形态



数据来源：Wind，兴证期货研发部

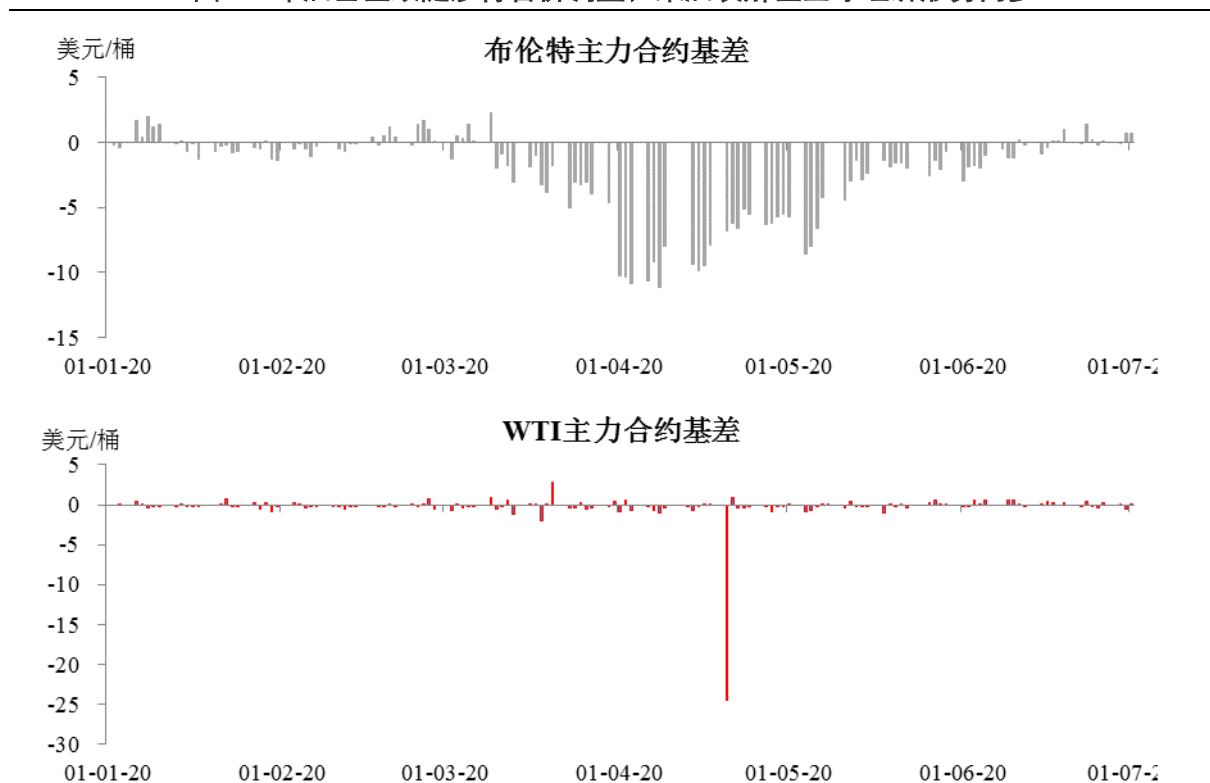
图 2：沙特阿美价格战后大幅下调 OSP

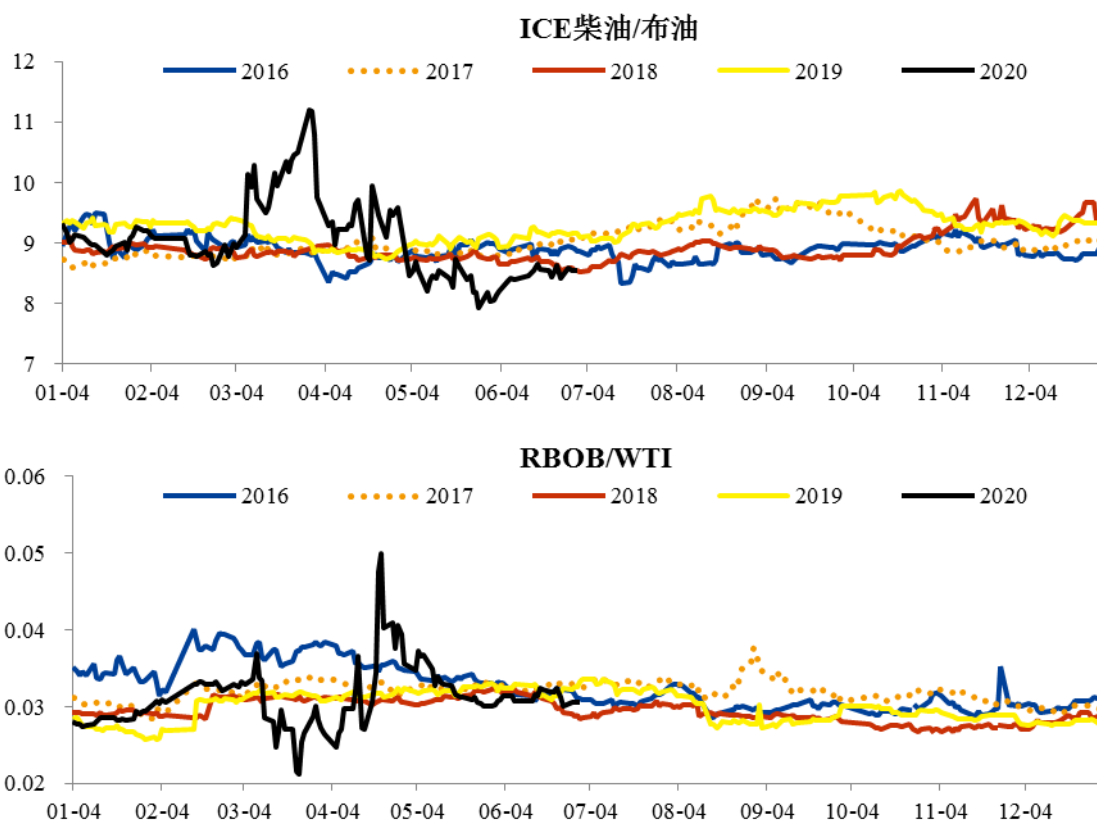


数据来源：Bloomberg，兴证期货研发部

价差方面，布伦特基差受价格战影响，现货大幅贴水近 3 个月时间，其中 4 月 8 日贴水最高达到 11.1 美元/桶；WTI 基差除 4 月 20 日录得-24.53 美元/桶以外，基本保持在 ±1 美元/桶的区间窄幅震荡；ICE 柴油-布伦特裂解差，跟随全球经济形势波动，在疫情爆发初期大幅下滑，但随着中欧疫情好转，开始逐步反弹，截至 6 月 30 日，柴油/布油收于 8.58，较 2019 年末下跌 7.84%；RBOB-WTI 方面，由于美国疫情反复，出行需求并不稳定，汽油裂解差波动较大，截至 6 月 30 日，RBOB/WTI 收于 0.0306，较 2019 年底上涨 10.35%。

图 3：布油基差跟随沙特官价调整，柴油裂解差全球经济形势同步





数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 原油基本面

2.1 平衡表

2020年初,由于全球疫情陆续爆发,需求受到严重损伤,一季度供应过剩同比增加16.7倍;二季度由于沙特等产油国4月大幅增产且欧美疫情正处高峰,导致供应过剩峰值超2000万桶/天,季度过剩超1000万桶/天;但随着OPEC+进行历史最大规模的减产以及全球经济开始恢复,供应过剩水平逐步减小,若OPEC+持续以较高执行率进行减产,预计全球将在三季度末达到供需平衡,四季度出现小幅供不应求。

表 1: 全球石油供需平衡表

	供给量	需求量	供给-需求	供给同比	需求同比	供给-需求同比
2020Q1	100.1	94.4	5.7	-0.20%	-5.58%	1671.38%
2020Q2	93.5	80.4	13.1	-6.79%	-19.79%	17543.76%
2020Q3	95.0	93.5	1.5	-5.06%	-7.80%	-211.30%
2020Q4	97.0	97.5	-0.5	-4.53%	-3.78%	-283.61%
2021Q1	99.0	100.6	-1.6	-1.10%	6.57%	-128.07%

2021Q2	100.1	101.4	-1.3	7.06%	26.12%	-109.92%
2021Q3	100.7	102.8	-2.1	6.00%	9.95%	-240.00%
2021Q4	100.9	102.9	-2.0	4.02%	5.54%	300.00%

数据来源：EIA，OPEC，BP，兴证期货研发部

2.2 供应端：全球产量维持相对低位

由于美国、巴西、挪威等非 OPEC+产油国大概率在油价回归成本线上方后趁机增产，可能会引起俄罗斯等非 OPEC 同盟国的减产意愿下降，从而使得全球 2020 年下半年供应总量存在一定的不确定性。但由于 OPEC+史上最大规模减产协议的存在，尤其是以沙特为首的 GCC 减产意愿强烈，预计全球下半年产量将持续位于相对低位。

2.2.1 OPEC 维持高减产执行率概率较大

2020 年第一季度，OPEC+维持三年多的减产协议宣告结束，但在 1-3 月，OPEC 整体减产执行率仍维持在相对高位。随后俄罗斯与 OPEC 关系破裂，沙特主动发起价格战，4 月 OPEC 产量环比增长 179.8 万桶/天。但在美国的调停下，沙特和俄罗斯等非 OPEC 产油国于 4 月 13 日正式达成史上最大规模的减产协议。协议规定，OPEC+将以 2018 年 10 月产量为基准，在 5-6 月减产 970 万桶/天（OPEC 6 月会议中将第一阶段协议延长 1 个月至 8 月底），7 月至 2020 年底减产 776 万桶/天，2021 年 1 月至 2022 年 4 月减产 582 万桶/天。此外，沙特、科威特、阿联酋还将在 2020 年 6 月额外减产共计 118 万桶/天。

表 2：OPEC+减产协议

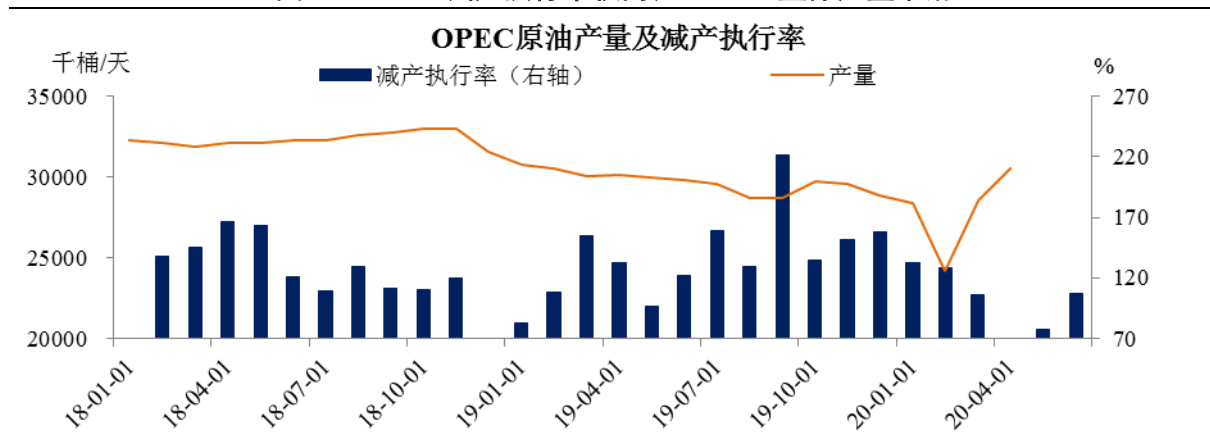
产油国	2020年5月-7月				2020年8月-12月			2021年1-2022年4月		
	减产基准	目标产量	减产量	减产幅度	目标产量	减产量	减产幅度	目标产量	减产量	减产幅度
阿尔及利亚	1.06	0.82	0.24	-23%	0.86	0.19	-18%	0.91	0.14	-14%
安哥拉	1.53	1.18	0.35	-23%	1.25	0.28	-18%	1.32	0.21	-14%
伊拉克	4.65	3.59	1.06	-23%	3.80	0.85	-18%	4.02	0.64	-14%
科威特	2.81	2.17	0.64	-23%	2.30	0.51	-18%	2.42	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，兴证期货研发部

5-6 月，OPEC 整体减产执行率分别为 77%和 107%，多数产油国均保持较好的减产执行率，俄罗斯扣除凝析油的产出也极度接近减产目标，为历次减产中最好表现。而少数成员国如伊拉克、尼日利亚等前期未完全执行减产的产油国也已提交弥补应减未减部分的计划。预计今年下半年 OPEC+将继续严格执行减产协议，产量削减程度大概率在 750 万桶/天以上，主要原因有：油价长期维持低位导致全部 OPEC+成员国面临财政压力，尤其是 OPEC 核心成员沙特及非 OPEC 核心俄罗斯石油收入占财政的比例逐年提升，二者对推升油价有较高的意愿；中东各产油

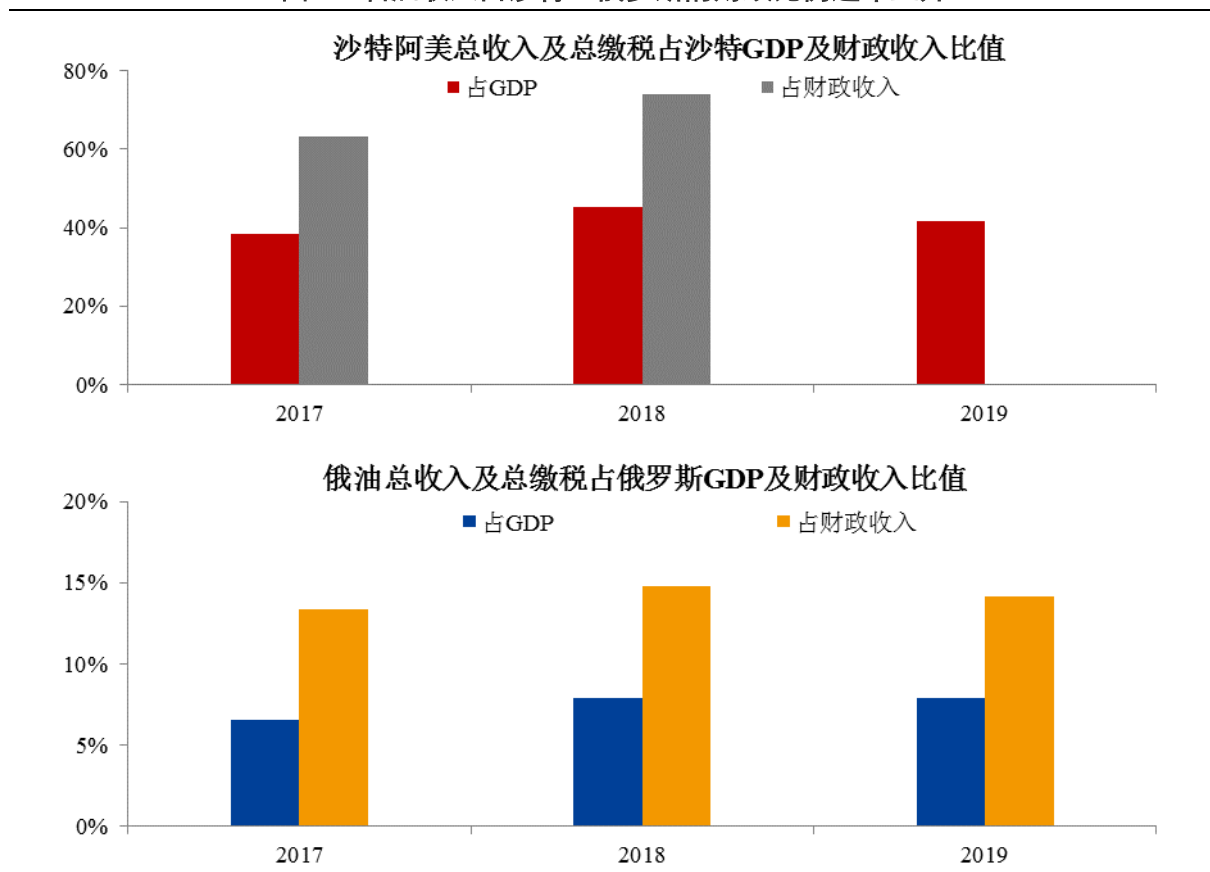
国跟随沙特在价格战后不断上调对外官价；作为 OPEC 产量制定标准的重要指标之一的 OECD 商业库存大幅攀升，远高于 5 年均值，在库存回归均值附近水平之前，OPEC 大概率不会出现全面增产的现象。

图 4: OPEC 减产执行率较高, OPEC+整体产量下滑



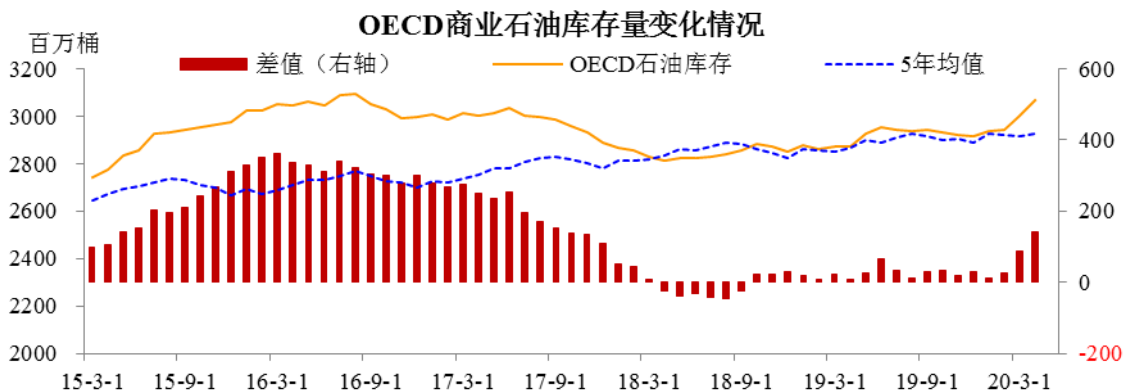
数据来源: OPEC, 兴证期货研发部

图 5: 石油收入占沙特、俄罗斯的财政比例逐年上升



数据来源: Wind, OPEC, 兴证期货研发部

图 6: OECD 库存大幅偏离 5 年均值



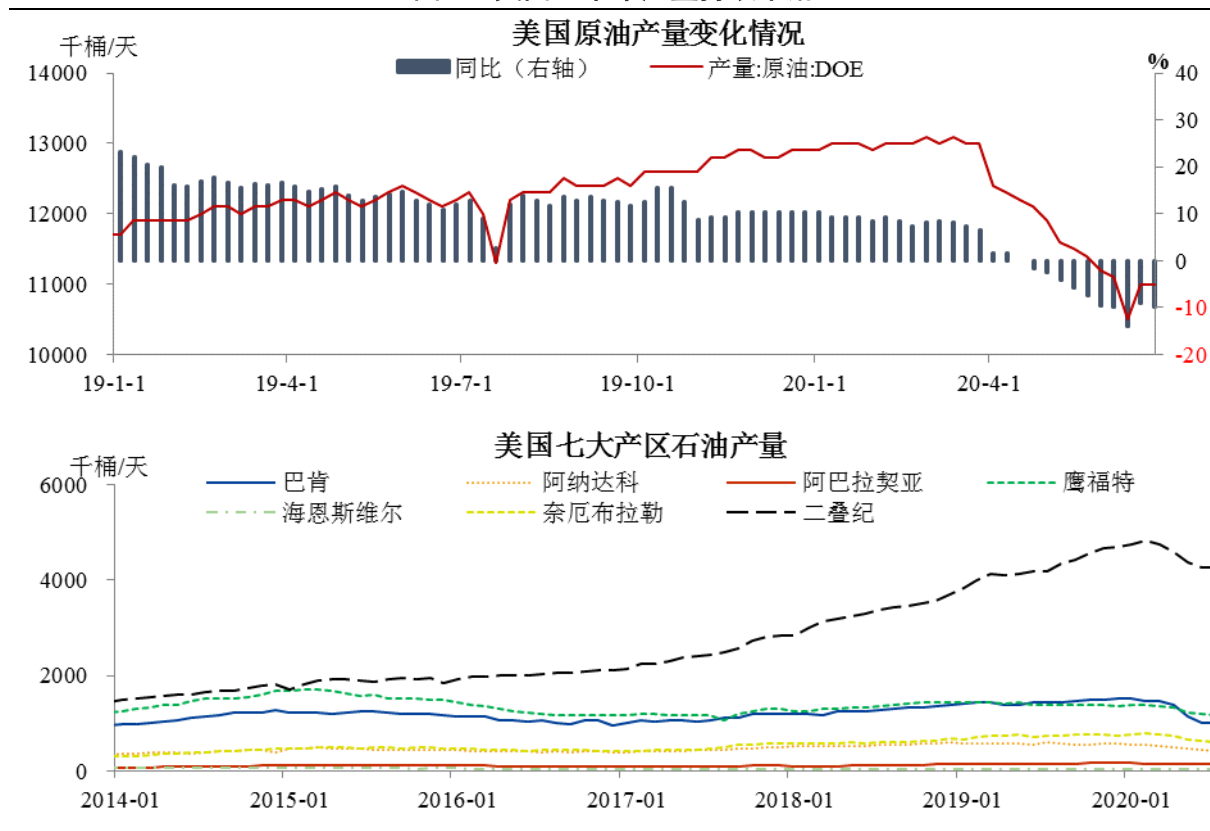
数据来源：Wind，OPEC，兴证期货研发部

2.2.2 美国下半年产量逐步回升

2020年上半年美国原油产量因原油价格暴跌而持续下滑，截至6月26日当周，产量为1100万桶/天，同比下降9.84%；上半年平均产量1227.7万桶/天，同比增长1.46%。但随着油价在全球经济逐步复苏以及OPEC+的大力减产的支撑下逐步反弹至40美元上方，美国产量迅速显露复苏迹象，预计2020年下半年美国产量将逐渐回升，但增速可能较慢，主要原因如下：

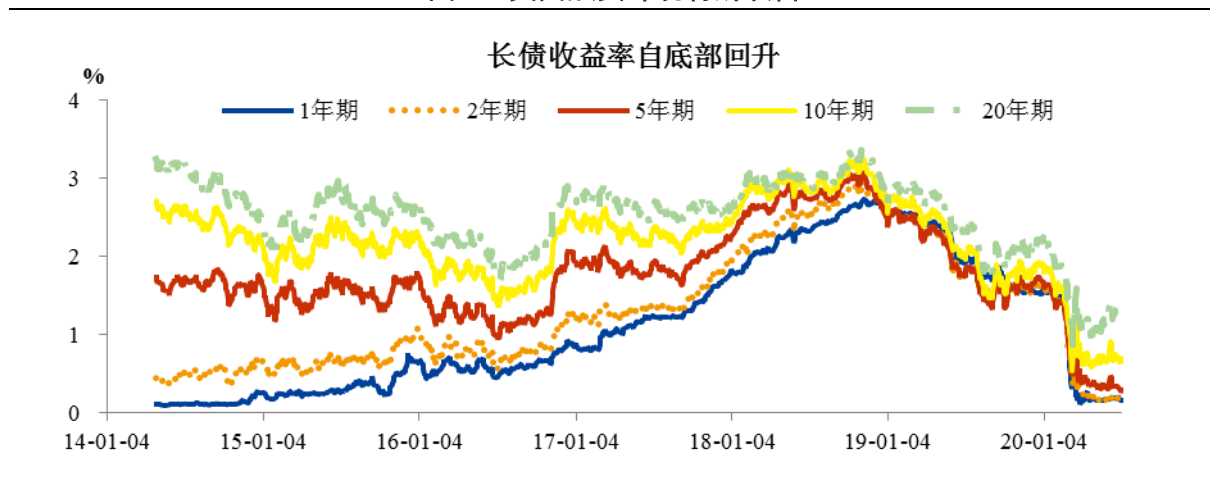
- 与2016年相比，本轮油价暴跌过程中，美国宣布破产的页岩油企业数量较少，当前的多数页岩油企业有更多的韧性，油价回升至成本线上方之后，企业可以迅速恢复生产；
- 美国长债收益率自底部回升，金油比也自高位回落，融资环境有所改善，将帮助页岩油企业在油价反弹过程中迅速获得融资；
- 从历史情况来看，钻井减少对美国原油产量的负面影响呈现逐渐减小的趋势，而钻井数量增长对产量增加的贡献相对稳定，目前美国活跃钻井数量下滑速度明显放缓，随着EOG等头部页岩油企业恢复生产计划的执行，预计美国钻井将在1-2月内开始增长；
- 美国七大产区的新井单口井产量已自6月开始反弹，据EIA数据显示，二叠纪盆地、鹰福特、阿纳达科等地区的7月单井产出均创历史新高；
- 随着沙特低价油的消失，美国将再度成为总油品净出口国，当前油价已位于美国页岩油行业平均成本线上方，增加原油产量将帮助美国实现能源独立；
- 美国原油库存持续位于高位，6月期间，多次创历史新高，在美国境内需求恢复缓慢及原油出口量增长乏力的情况下，将侧面压制美国原油产量的反弹速度。

图 7：美国上半年产量持续下滑

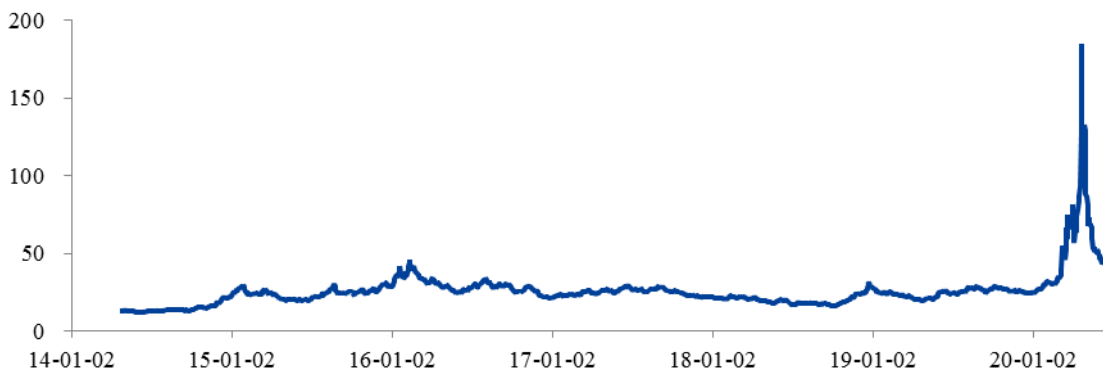


数据来源：Wind, EIA, 兴证期货研发部

图 8：美国融资环境有所改善

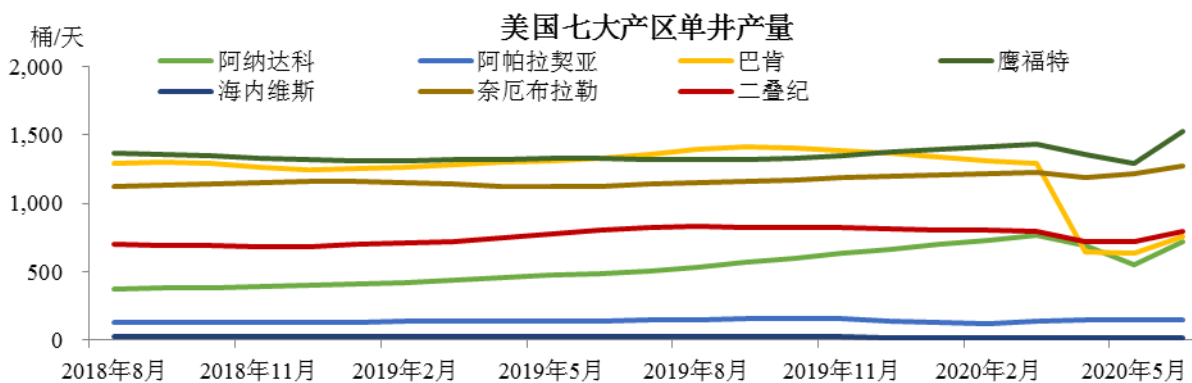
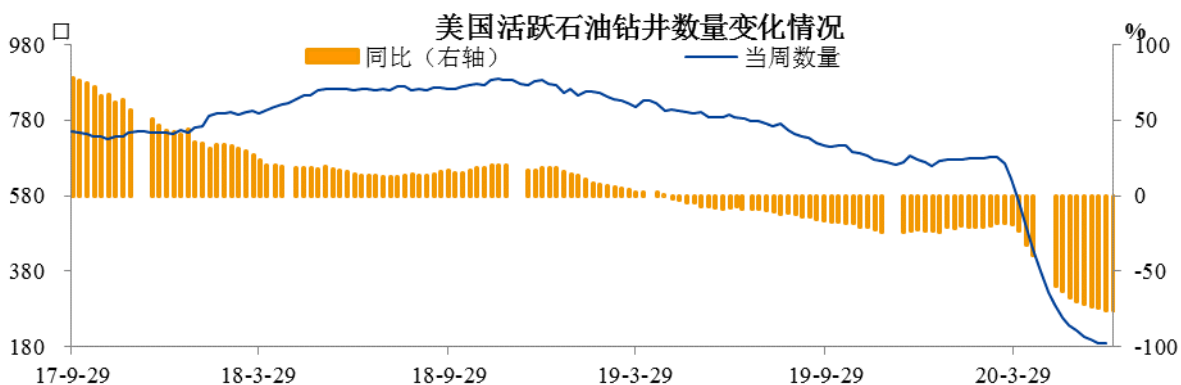


金油比高位回落



数据来源：Wind, EIA, 兴证期货研发部

图 9：美国石油钻井数量下滑速度放缓，单井产出开始增长



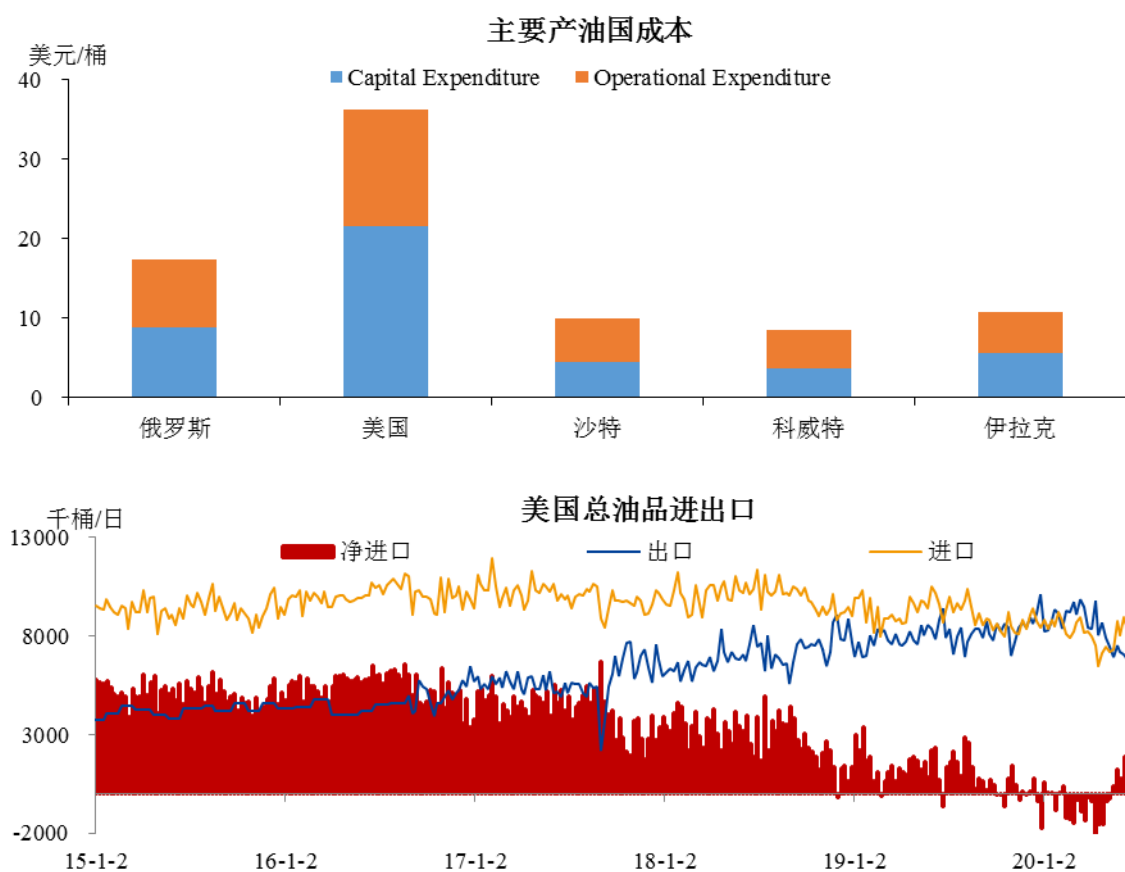
数据来源：Wind, 贝克休斯, 兴证期货研发部

表 3: 美国多个地区单井产出创新高

	Anadarko	Appalachia	Bakken	EagleFord	Haynesville	Niobrara	Permian
2020-07	931.39	147.86	1,356.78	1,803.05	22.13	1,390.35	821.06
2020-06	716.45	147.12	753.77	1,528.01	21.70	1,275.55	797.15
2020-05	551.12	145.67	638.79	1,294.92	21.48	1,214.81	718.15
2020-04	688.90	144.23	645.24	1,363.08	21.27	1,190.99	718.15
2020-03	765.44	137.36	1,290.48	1,434.82	21.06	1,227.82	797.95
2020-02	732.37	121.56	1,314.99	1,414.90	21.30	1,218.40	803.33
2020-01	697.80	131.56	1,339.99	1,394.12	21.53	1,207.75	809.43

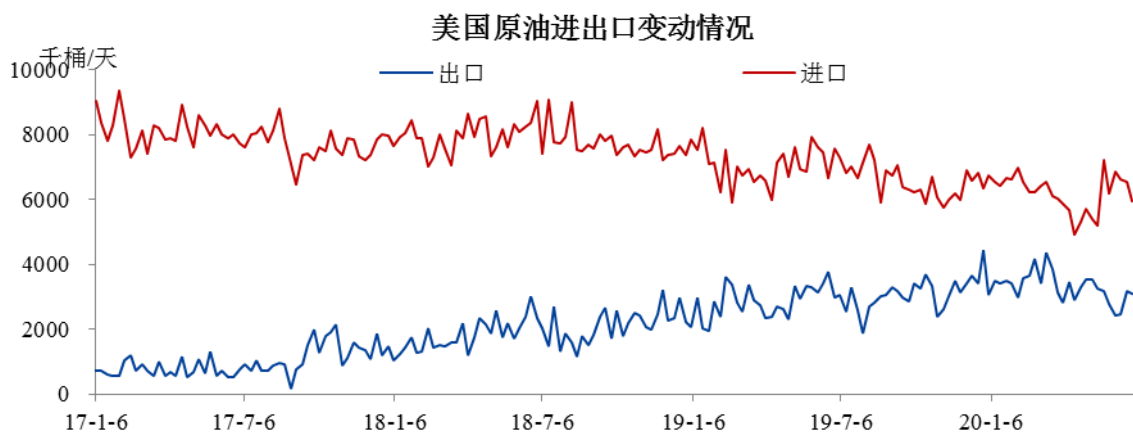
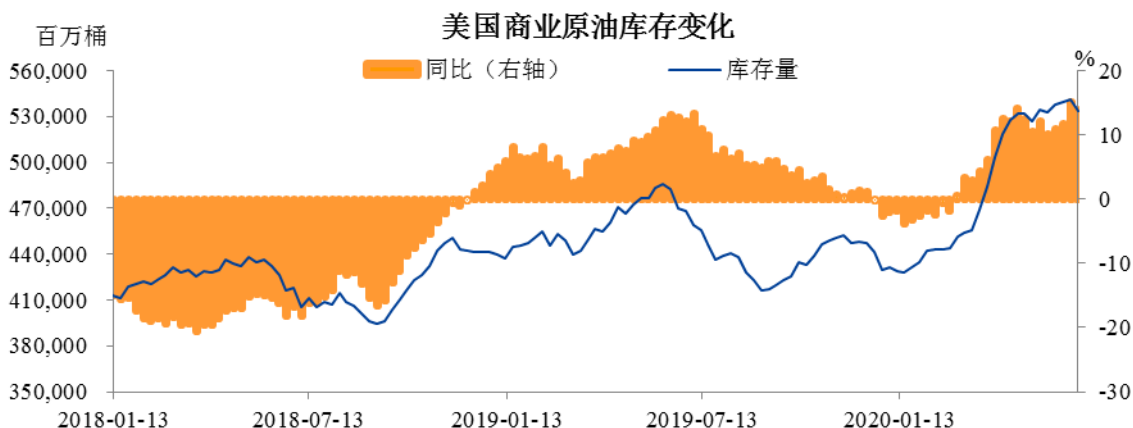
数据来源: Wind, EIA, 兴证期货研发部

图 10: 油价回升至成本线上方后, 美国将重回油品净出口



数据来源: Wind, Rystad Energy, EIA, 兴证期货研发部

图 11：美国原油库存高企，出口增长发力

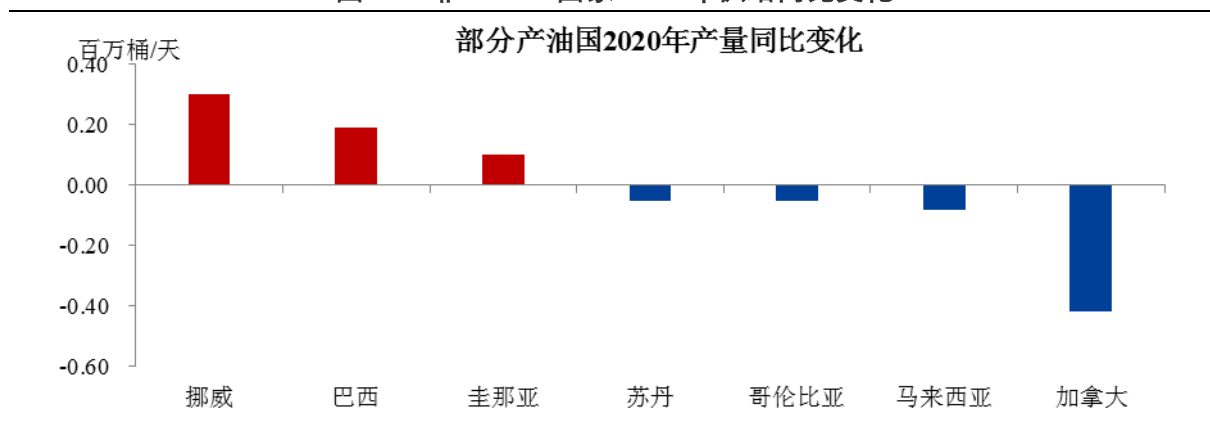


数据来源：Wind，EIA，兴证期货研发部

2.2.3 其他产油国可能趁机增产

由于 OPEC+和 G20 产油国分别达成了正式或非正式的减产协议，全球其他产油国大概率会趁油价反弹而增加产出，但由于产出占比较小，对全球供应市场有威胁可能仅有挪威、巴西、圭亚那等。据 OPEC 月报数据显示，预计挪威 2020 年全年产量增长 30 万桶/天，巴西增长 19 万桶/天，OPEC+及 G20 以外产油国总产出预计增长 70 万桶/天以内，对全球供应威胁有限。

图 12: 非 OPEC 国家 2020 年供给同比变化



数据来源: Wind, OPEC, 兴证期货研发部

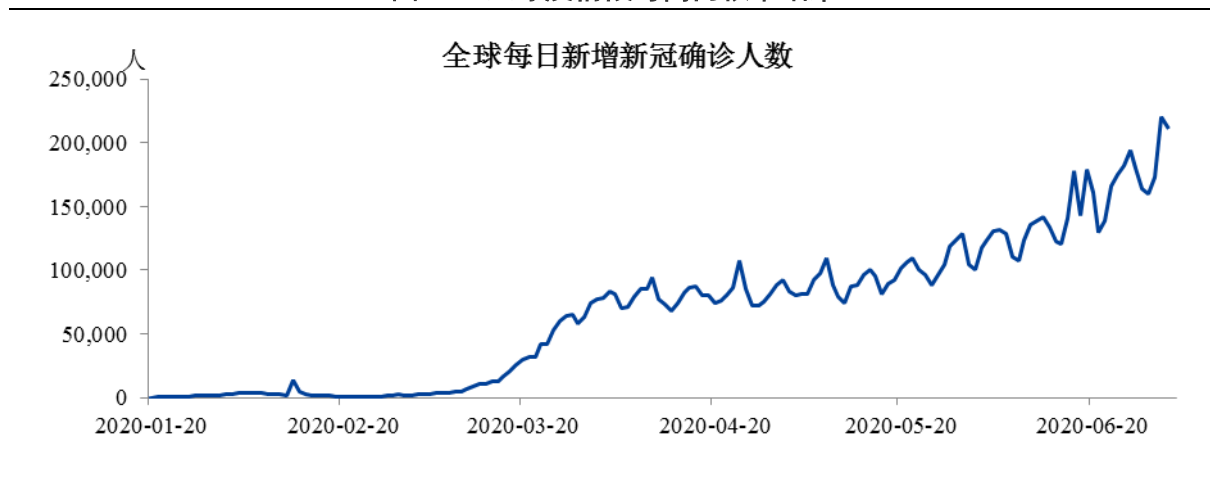
综上,我们认为,2020年下半年全球产出将维持相对低位,以2020年3月为基准,全球总供应大约削减500万桶/天,从而对油价构成较好支撑。

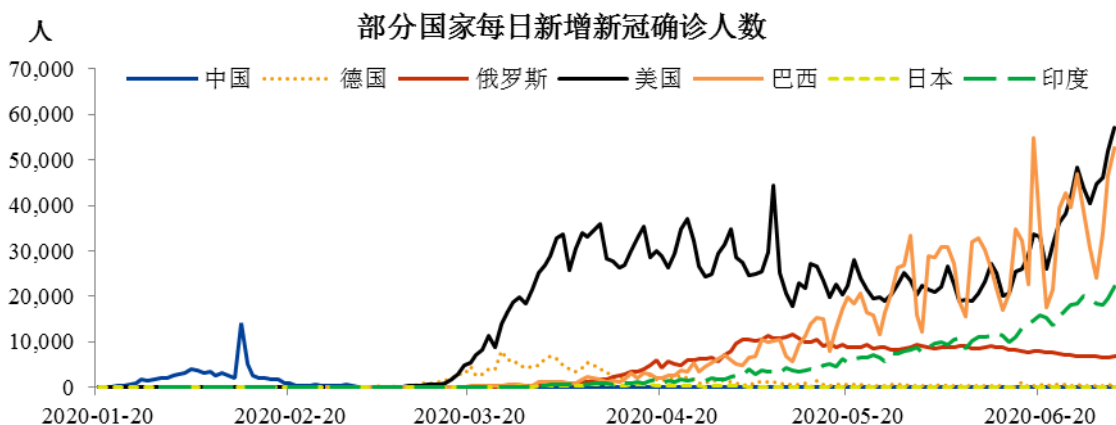
2.3 需求端: 全球需求缓慢复苏

2.3.1 疫情仍未结束,但对需求损伤逐渐减少

2020年上半年,全球疫情大爆发,中美欧等主要经济体季度GDP同比跌幅最高达5%以上,制造业PMI一度跌至30区间,交通降幅最高达70%,全球需求遭到了史上最大规模的打击,据OPEC、EIA、IEA等机构表示,全球石油需求降幅峰值达到了2500万桶/天以上。但随着中欧疫情基本控制,全球各国交通解封,因疫情带来的需求受损将自5月起逐渐恢复。

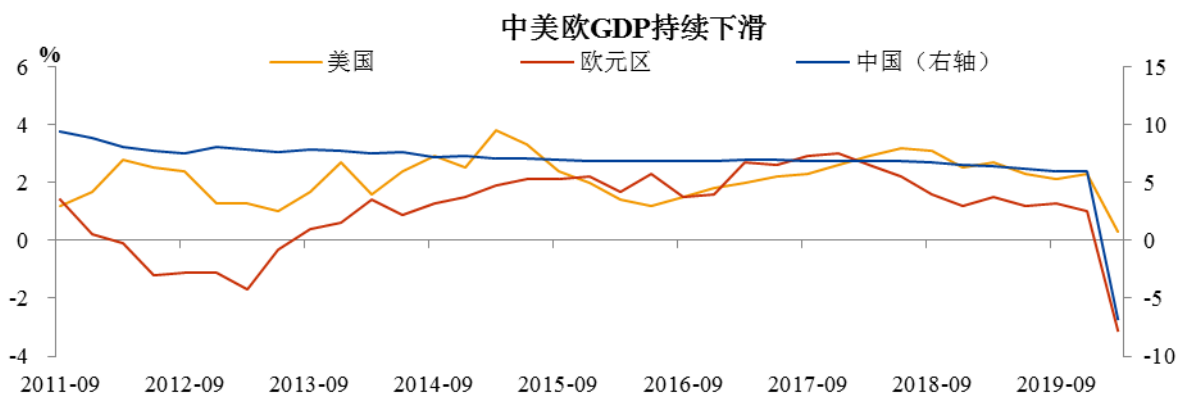
图 13: 全球疫情段时间内很难结束





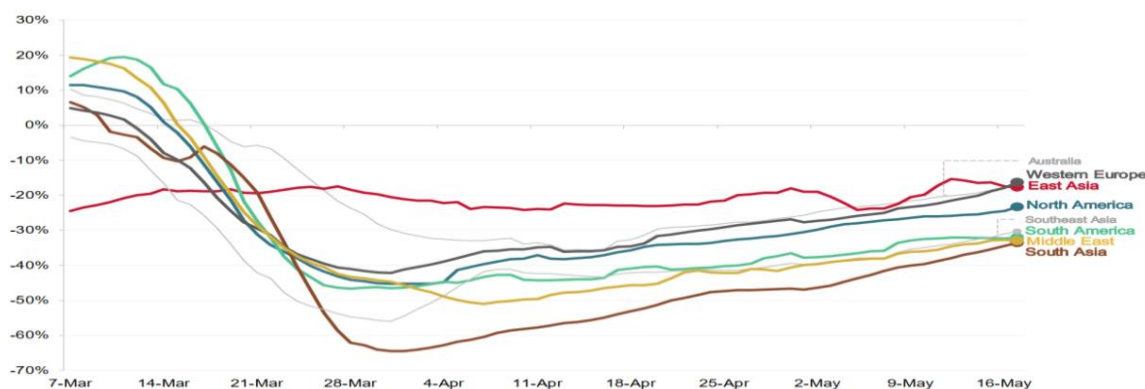
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 14：中美 GDP 同比一度跌至负值



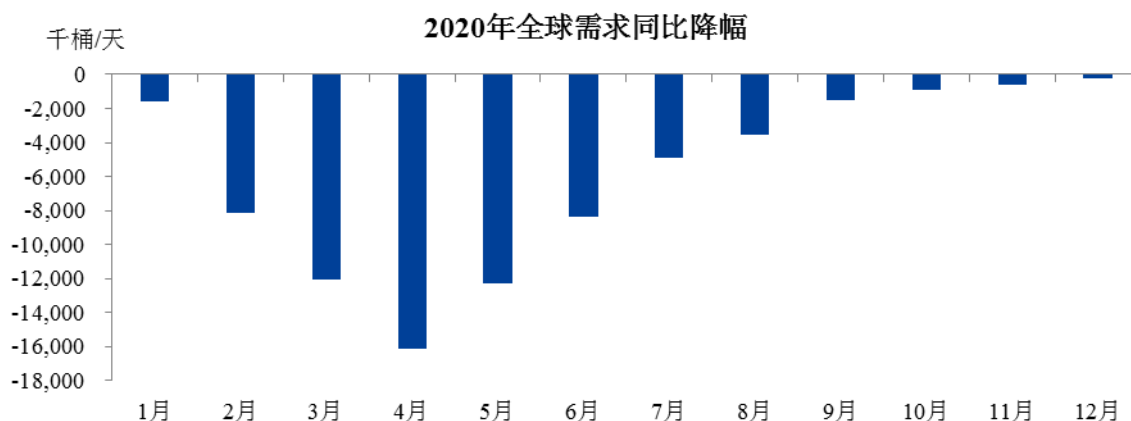
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 15：部分国家交通最大降幅达到 70%，但已逐渐恢复



数据来源：Wind，Rystad Energy，兴证期货研发部

图 16: 上半年全球需求跌幅创历史, 下半年持续复苏



数据来源: Wind, Rystad Energy, 兴证期货研发部

2.3.2 全球主要经济体下半年需求将持续复苏

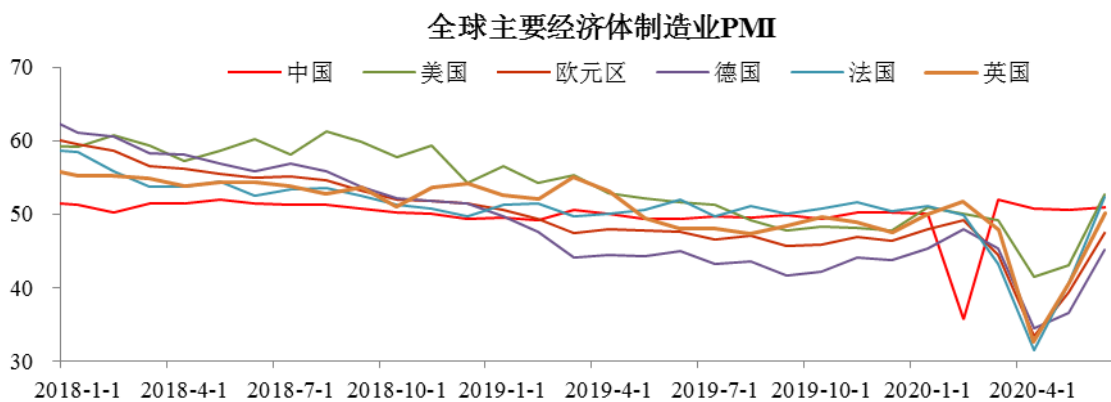
2020年上半年, 全球经济严重下挫, 中美第一季度 GDP 分别录得 6.8%、4.8% 的同比跌幅, 制造业全线衰退, 但随着第一波疫情的逐渐控制, 中欧经济已出现明显复苏。

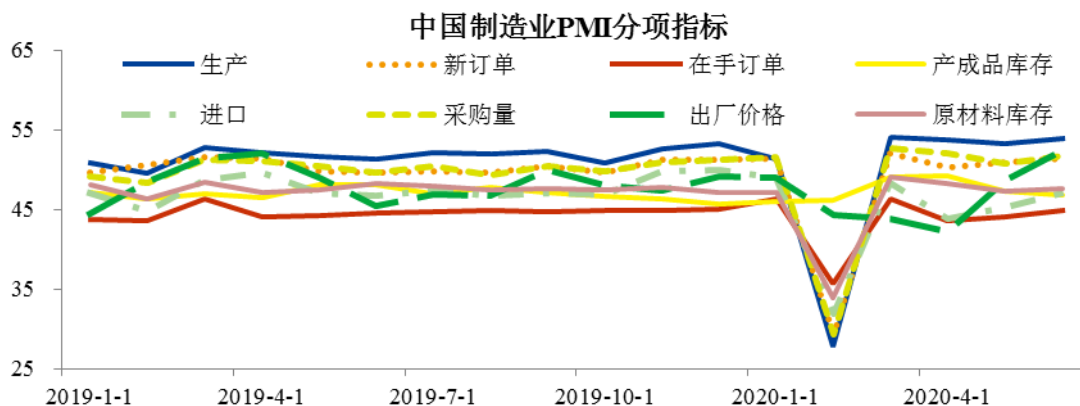
我们认为, 全球主要经济体将在 2020 年下半年持续复苏, 其中中欧复苏进程相对较稳, 美国复苏路径较为坎坷, 主要原因如下:

- A. 中国经济率先复苏, 原油需求持续增长
 - a. 中国新冠疫情控制较好, 自 3 月初至今, 每日新增确诊人数不足 100 人, 7 月至今每日新增确诊不足 10 人;
 - b. 制造业仅 2 月份出现衰退, 自 3 月至 6 月, 制造业 PMI 及生产、新订单、采购量分项连续 4 个月保持在枯荣线上方;
 - c. 中国 OECD 综合领先指标仅 2 月出现大幅下挫, 3 月至今持续反弹;
 - d. 国内规模以上工业企业运营恢复, 5 月工业增加值同比录得 4.4%, 利润总额同比增长 6.0%;
 - e. 国内固定资产投资完成加速, 2020 年 5 月录得同比 0.91% 的增长, 结束 2019 年 7 月以来的连续同比下滑;
 - f. 我国 2020 年 1-5 月原油进口维持在较高水平, 总量同比增长 5.10%, 其中 5 月同比增长 19.27%, 从部分资讯机构披露的数据来看, 6 月同比增长可能超 70%, 进口需求旺盛有利于解决区域性供应过剩;
 - g. 国内原油加工量自 4 月起开始反弹, 4 月同比增长 3.35%, 5 月同比增长 11.57%, 由于原油价格维持在较低水平, 国内成品油价格存在保护机制, 赚钱效应较好的情况下, 国内炼厂开工近期将持续维持在较高位置, 有利于原油需求的增长。
- B. 欧洲疫情基本可控, 需求缓慢复苏
 - a. 欧元区主要成员国德国、法国、意大利、西班牙疫情呈现缓慢下降趋势, 暂时无二次爆发风险;

- b. 欧元区、德国、法国、英国制造业 4 月见底后持续复苏，其中法国、英国 6 月制造业 PMI 均重回枯荣线上方；
 - c. 欧元区主要地区交通均以解封，据 Rystad Energy 数据显示，截至 6 月底，各国交通自低谷反弹持续反弹，目前同比仅减少 20%左右；
 - d. 尽管欧洲疫情得到遏制，但受累于库存高企，截至 5 月底，欧洲 16 国的炼厂开工率及原油加工量均未跟随制造业反弹趋势，鉴于去库速度缓慢，预计欧洲地区的需求复苏将相对平缓。
- C. 美国需求复苏存在较大隐忧
- a. 美国是目前全球疫情最严重的国家，且已出现二次爆发，但美国政府并未选择再次封闭商业活动，对需求的损伤程度相对有限；
 - b. 尽管疫情最严重，但美国的交通降幅并非最高，据 Rystad Energy 测算，美国交通最高降幅约 44%，远好于欧洲地区普遍 50%以上的降幅，且自疫情二次爆发之后，美国交通并未受到明显的负面影响；
 - c. 美国在全球主要经济体中的制造业损伤相对最小，且自 4 月见底后迅速恢复，6 月美国 ISM 制造业 PMI 录得 52.60 的高位，为 2019 年 5 月以来最高水平，且分项指标中新订单、产出、供应商交付、自有库存和物价指标均位于枯荣线上方；
 - d. 美国就业虽然持续好转，但仍存较大隐忧，4 月非农录得 2050 万人的降幅，虽然失业人员多为暂时性事业，且 5 月、6 月增长连续创历史，申领失业金的人数也在截至 6 月 27 日当周的连续 13 周好转，但永久性失业人群不断上升，6 月永久失业 282.5 万人，同比增长 114.83%；
 - e. 美国炼厂开工率自 4 月中旬开始持续反弹，截至 6 月 26 日，炼厂开工率已反弹至 75.5%的相对高位，但成品油库存出现了不断累库的现象，尤其是以工业需求为主的馏分燃料油/柴油库存持续创新高，暗示美国实际需求并未出现明显好转。

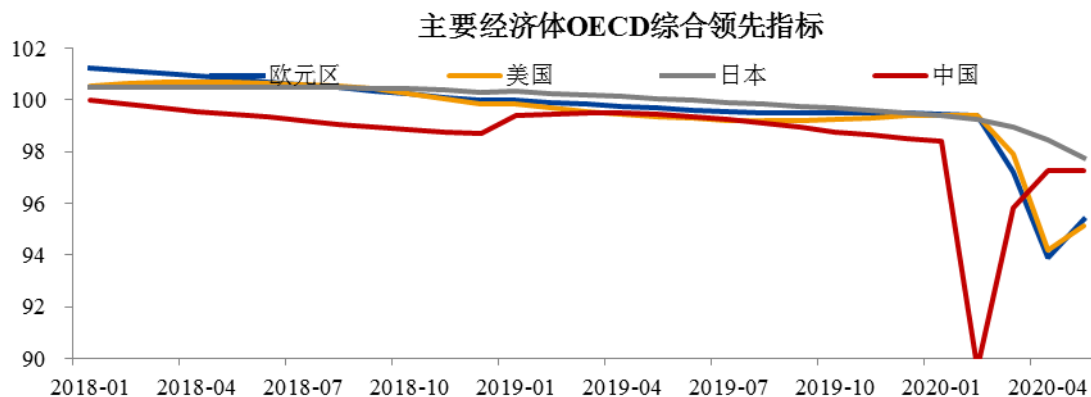
图 17：中国制造业率先恢复，且各分项指标表现较好





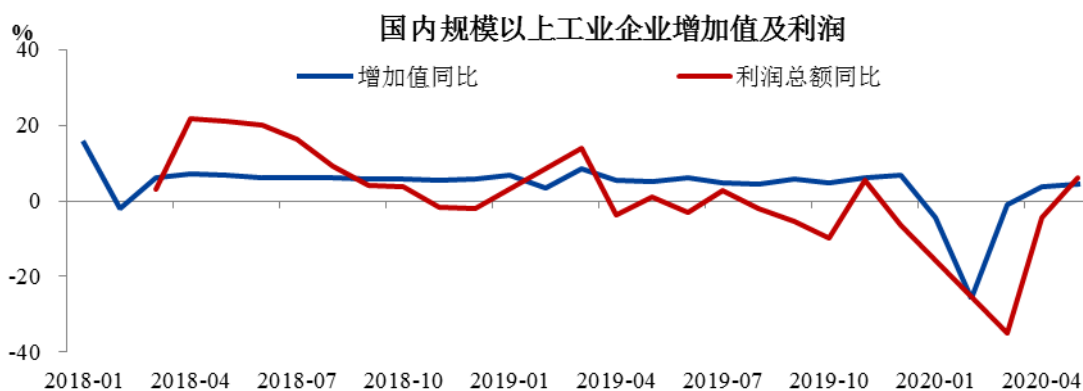
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 18: 中国 OECD 综合领先指标率先反弹



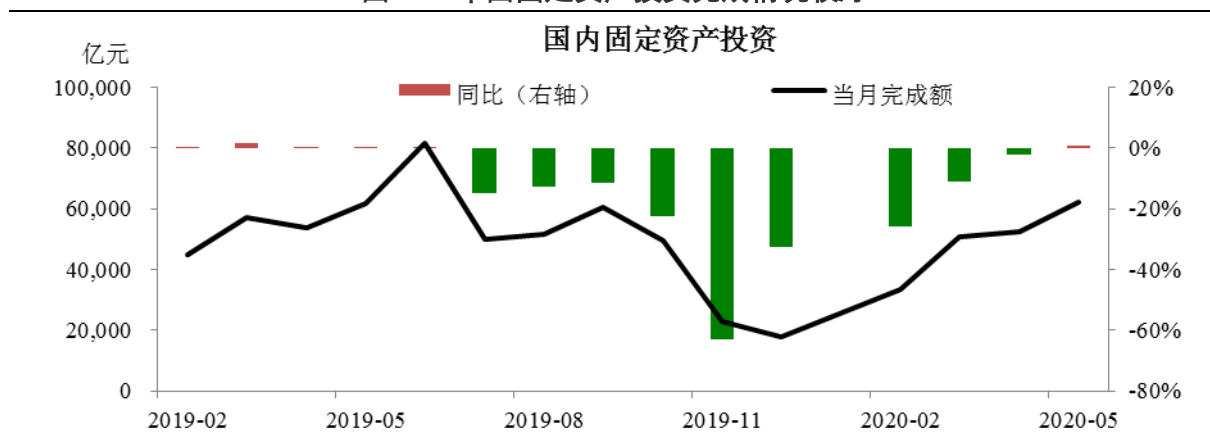
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 19: 中国规模以上工业企业生产恢复较好



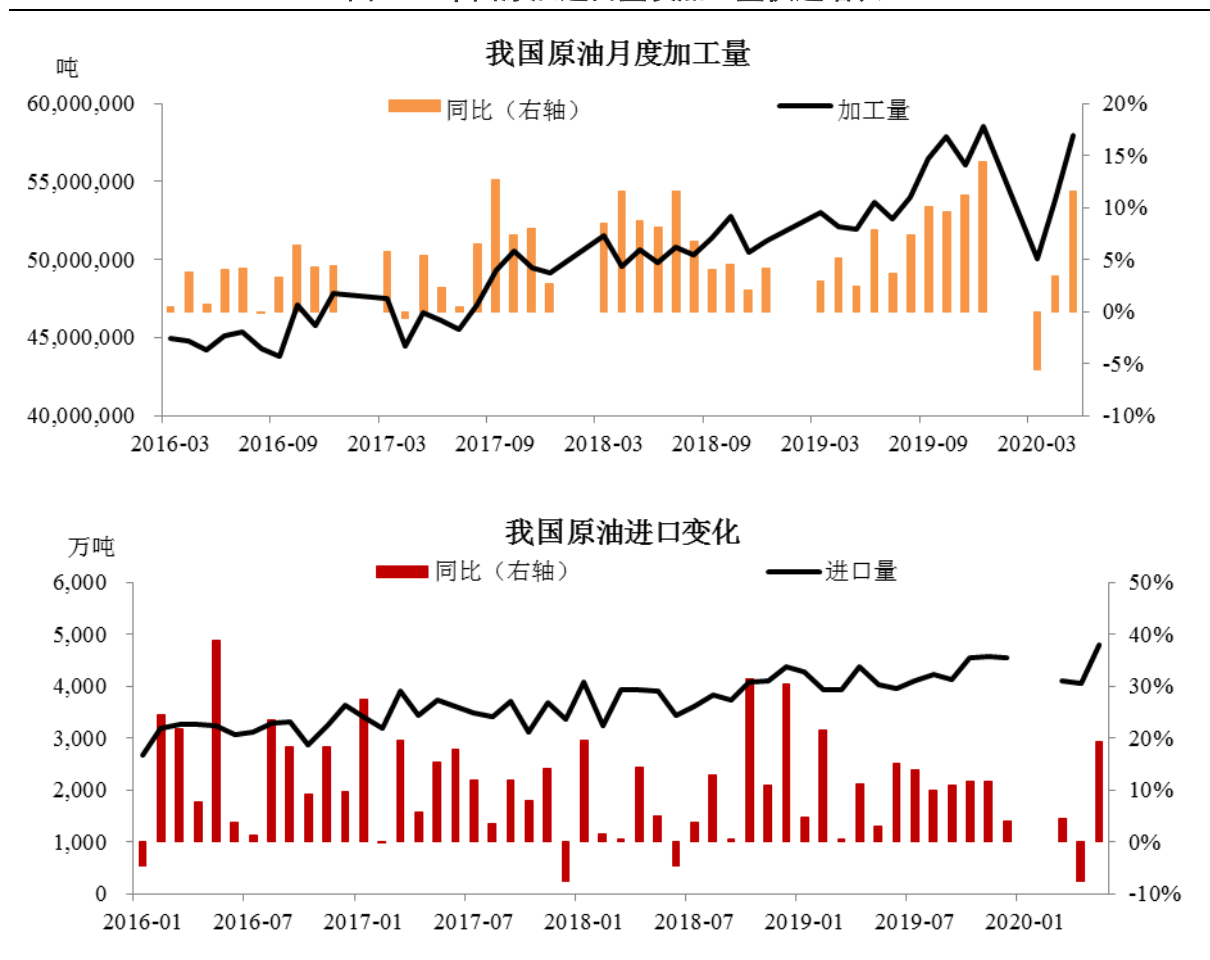
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 20：中国固定资产投资完成情况较好



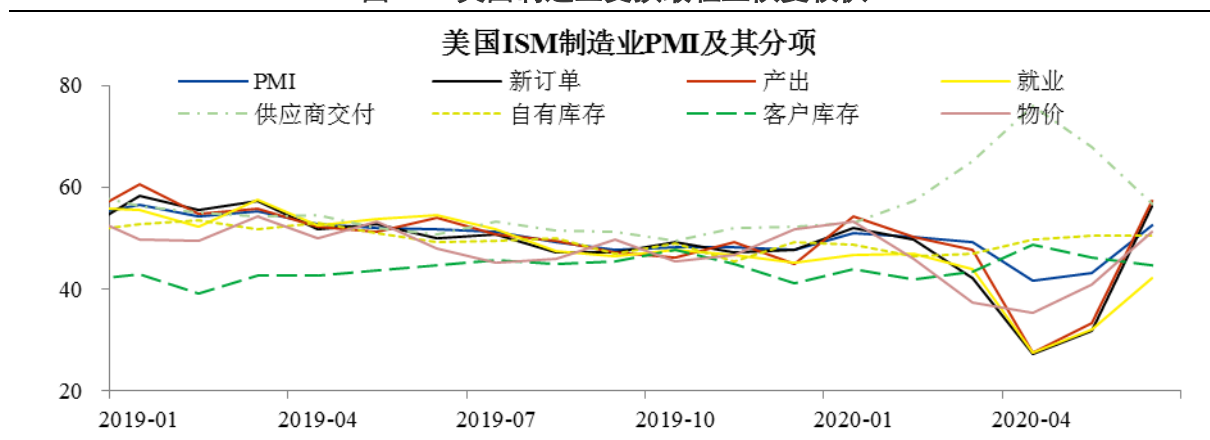
数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 21：中国原油进口量及加工量快速增长



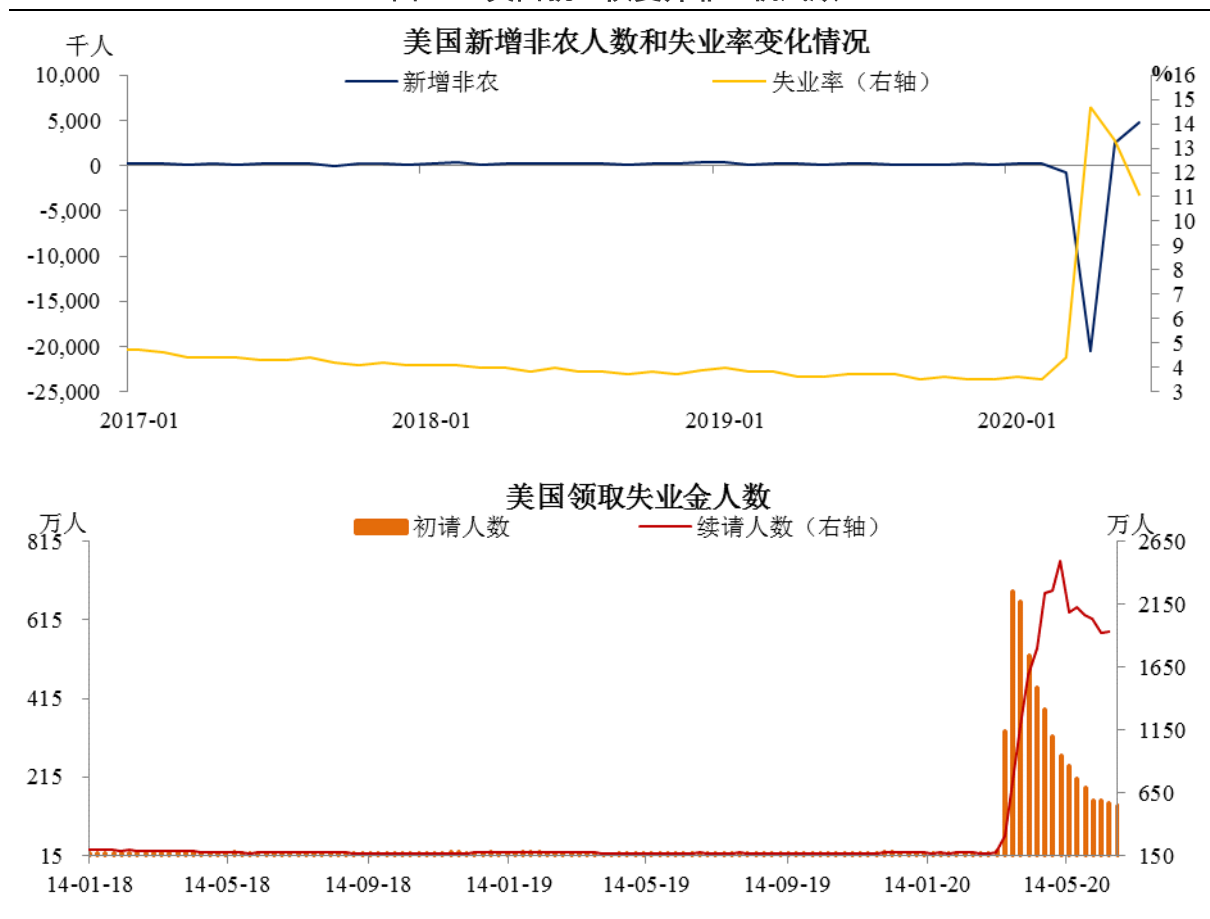
数据来源：Wind，国家统计局，兴证期货研发部

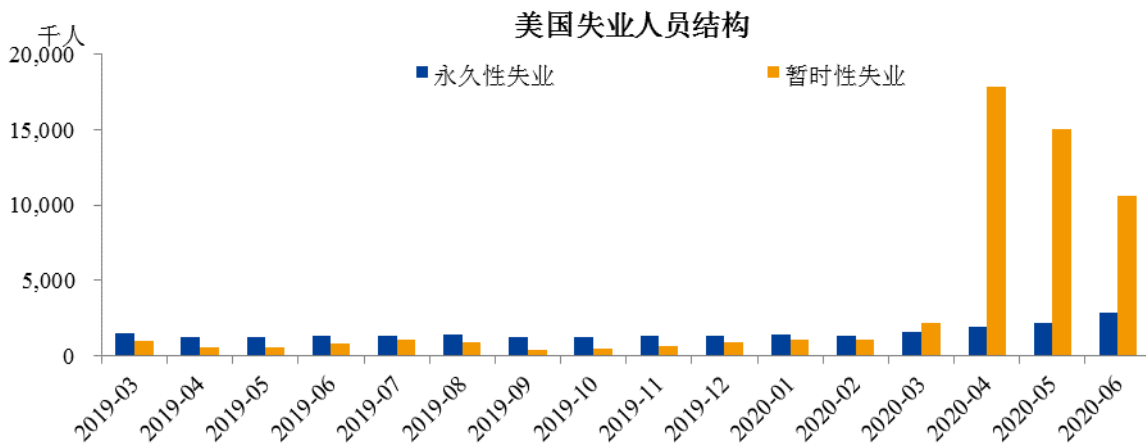
图 22: 美国制造业受损最轻且恢复较快



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

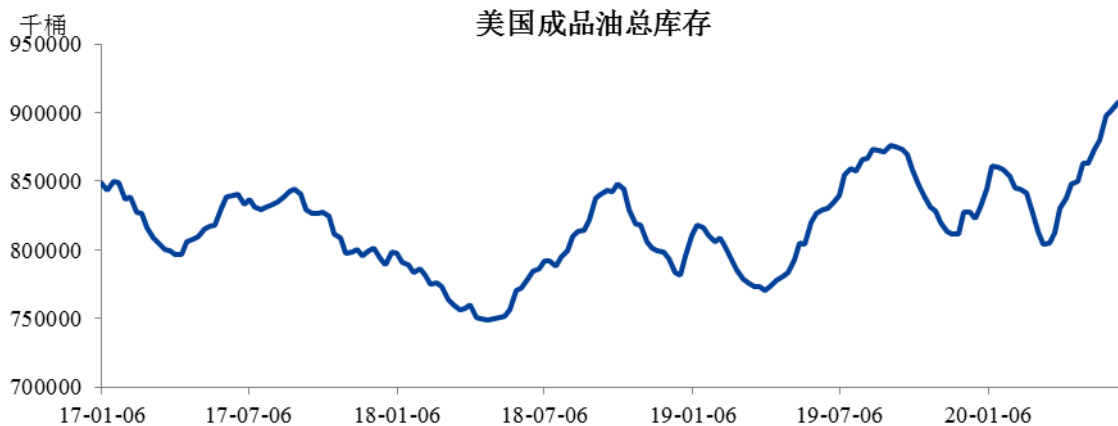
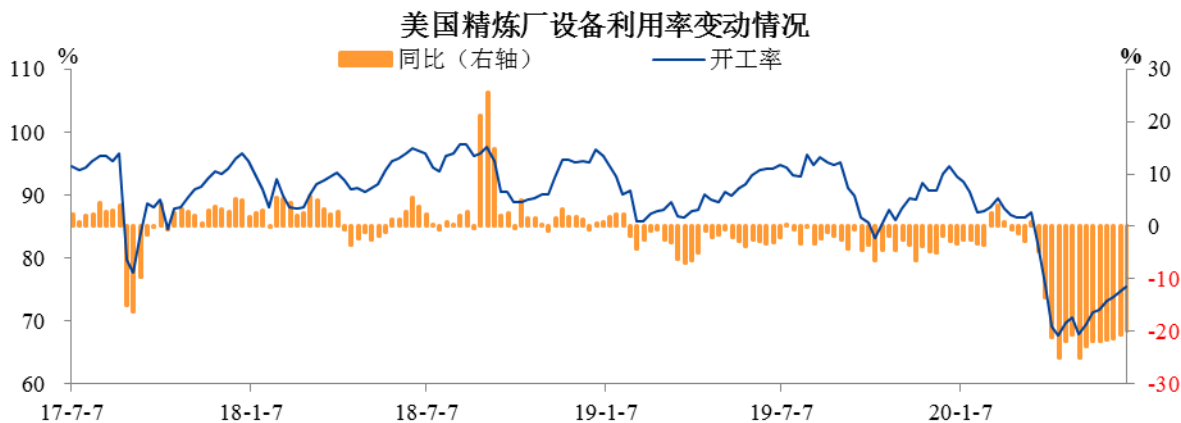
图 23: 美国就业恢复并非一帆风顺

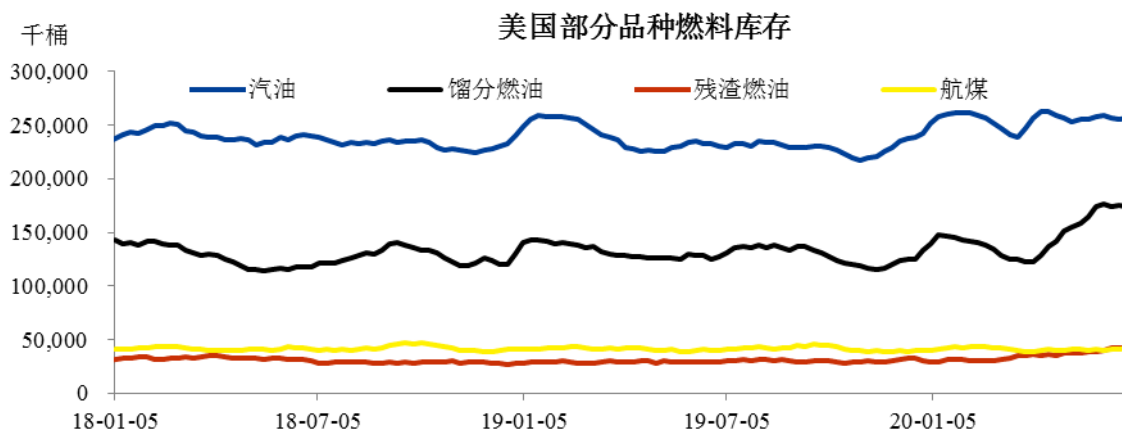




数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 24: 美国炼厂开工率不断反弹，但成品油库存持续高企





数据来源: Wind, EIA, 兴证期货研发部

综上,我们认为,基于 OPEC 的大力减产,美国、巴西、挪威等产油国的潜在增产将很难使得全球供应再度过剩,而中国领衔的全球需求复苏也将平稳进行,预计 2020 年下半年全球石油供应过剩将持续改善,3 季度末供需将重归平衡,4 季度存在供不应求的可能。

3. 操作建议

综上,由于中长期看好全球石油重归供需平衡,且随着市场对于疫情的担忧情绪持续消退,预计油价中枢将继续上移,但短期由于美国需求不确定性较大,且存在 OPEC 减产协议第一阶段向第二阶段过渡的问题,市场多头热情可能不足,建议短期持多观望,中长期逢低增多。

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。