

原油价格短期或继续走强

2020年6月1日 星期一

兴证期货·研发中心

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

● 我们的观点

2020年5月29日，特朗普在白宫发言称，将就中国推出香港国安法进行制裁，但并未在发言中提及任何制裁细节。

鉴于当前原油基本面仍在持续改善之中，我们认为，作为短中期可见的重大潜在利空因素，中美关系的发展可能从以下几个方面影响原油走势：

- 1) 美国取消香港的特殊经济待遇：小规模冲突，对油价影响有限；
- 2) 取消中美第一阶段贸易协议：关系恶化，全球需求受影响
- 3) 其他手段：针对性制裁中方企业，若涉及中资银行，对人民币国际化产生影响，可能引发中美矛盾升级，从而长期对原油需求造成负面影响。

目录

1. 行情回顾：供需平衡边际改善促进油价大幅反弹.....	3
2. 行情展望：基本面持续改善，但存在风险事件.....	3
2.1 基本面：供需平衡边际改善格局不变	3
2.1.1 供给端：全球供给收缩水平仍在加深.....	3
2.1.2 需求端：全球需求逐步复苏.....	4
2.2 风险事件：中美关系带来强不确定性	6
2.2.1 事件回顾：香港国安法的推出引发美国强烈不满.....	6
2.2.2 后续影响：矛盾并未解除，不确定性仍在.....	6

图目录

图 1：截至 5 月底，油价已自低谷反弹近 140%	3
图 2：主要产油国原油成本	3
图 3：美国钻井持续下挫，产量随之减少	4
图 4：部分国家交通逐步恢复	5
图 5：主要经济体制造业全面反弹	5

1. 行情回顾：供需平衡边际改善促进油价大幅反弹

由于 OPEC+历史上最大规模的减产协议开始执行，以及欧美地区的需求持续边际改善，全球供需平衡环比 3 月-4 月出现了明显的好转，助油价脱离低谷。自 4 月 22 日至 5 月 31 日，WTI 主力上涨 248.64%；布伦特主力上涨 138.86%。

图 1：截至 5 月底，油价已自低谷反弹近 140%



数据来源：文华财经，兴证期货研发部

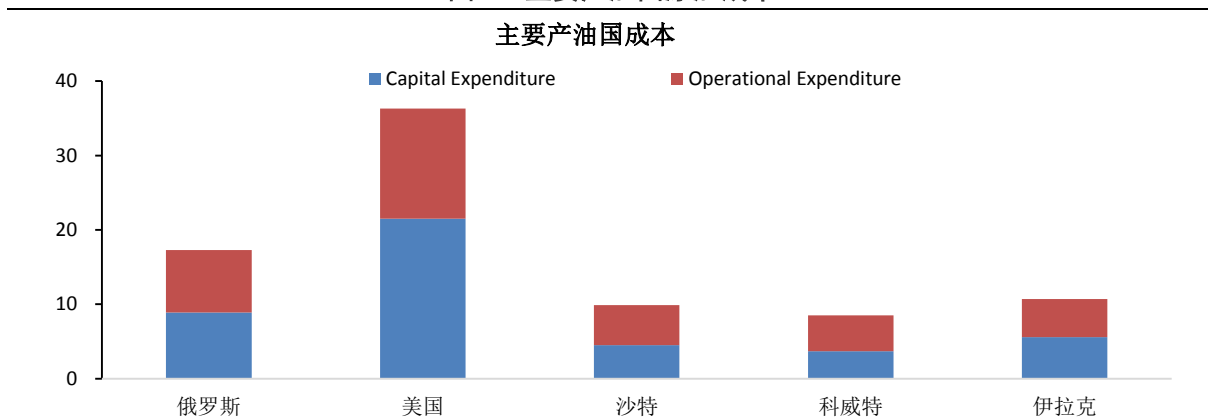
2. 行情展望：基本面持续改善，但存在风险事件

2.1 基本面：供需平衡边际改善格局不变

2.1.1 供给端：全球供给收缩水平仍在加深

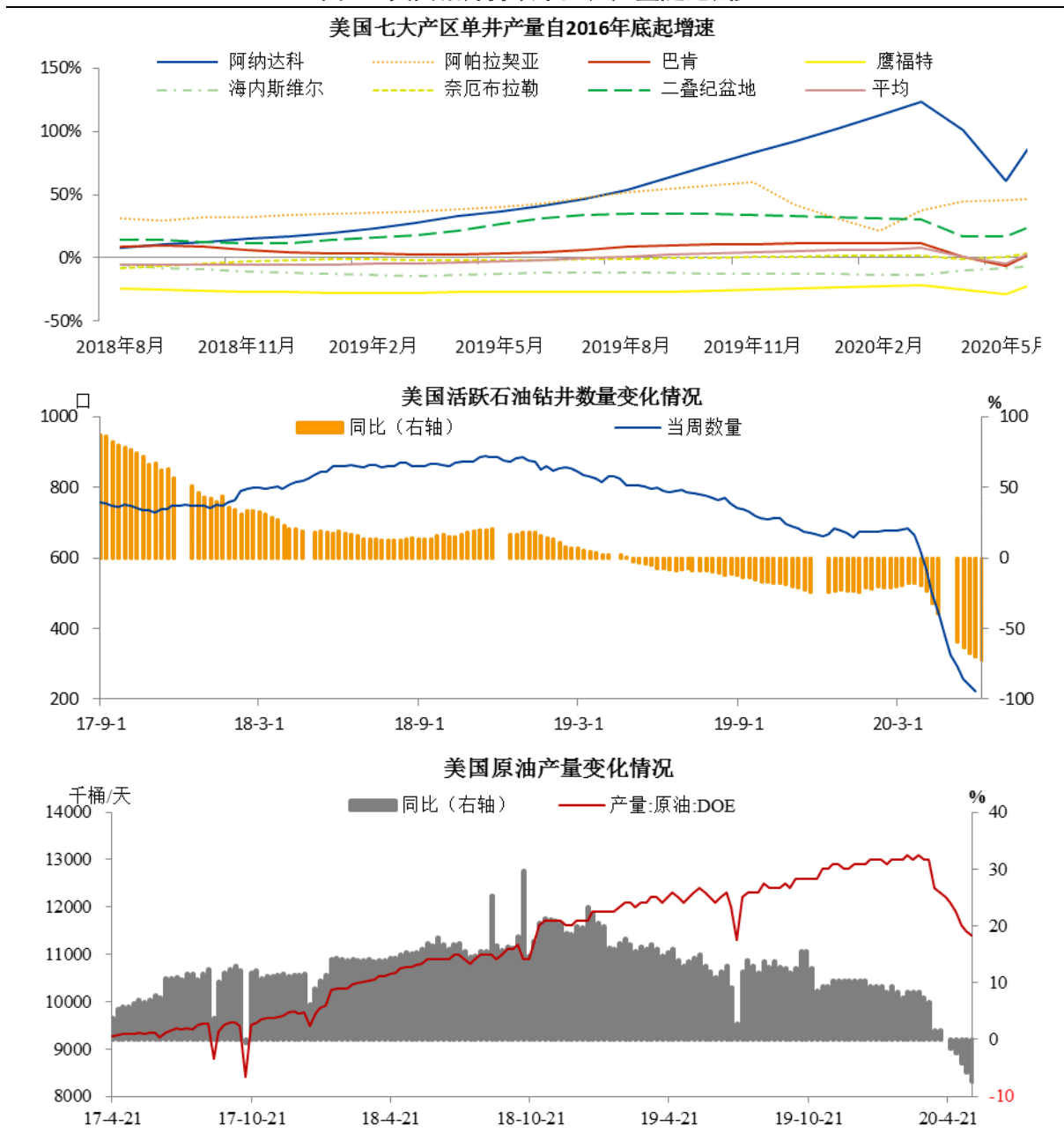
美国方面，5 月平均产出为 1160 万桶/天，环比减少 65 万桶/天，降幅略低于 4 月。由于当前原油价格仍位于页岩油平均成本下方，预计短期页岩油企业的平均开支仍将保持在低位或继续下滑，即使有部分头部页岩油企的成本偏低，出现区域性的小幅上涨，但鉴于美国钻井数量趋势波动与产量波动有 1-2 月的时间差，美国 6 月产量也将大概率延续下滑趋势。

图 2：主要产油国原油成本



数据来源：Rystad，兴证期货研发部

图 3：美国钻井持续下挫，产量随之减少



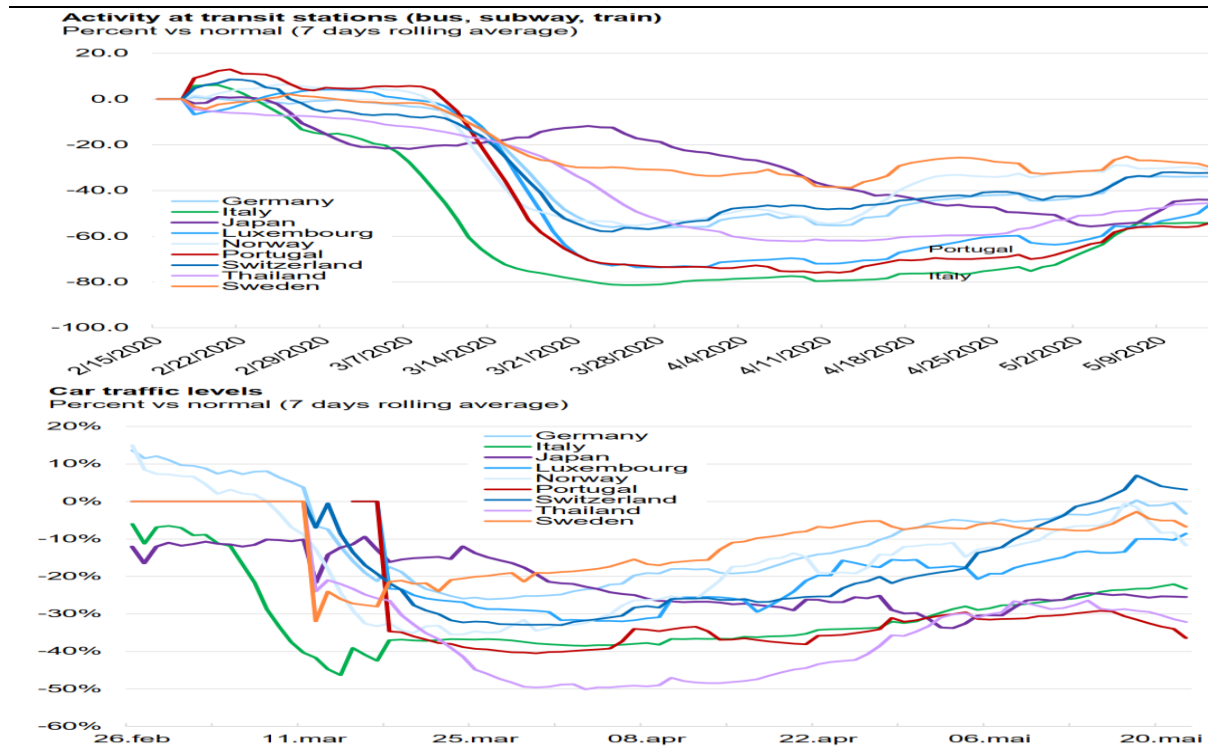
数据来源：EIA、Baker Hughes、兴证期货

OPEC 方面，据市场消息来看，OPEC 成员国 5 月产量下降约 600 万桶/天，达成协议要求目标，且沙特、阿联酋、科威特有意额外减产（因当前油价距离绝大多数的中东国家的财政平衡线有较大距离），并希望延长第一阶段减产期限。对于延长第一阶段期限的提议，俄罗斯并未明确表示反对。且在阿尔及利亚提出将原定于 6 月 9 日的会议提前至 6 月 4 日召开时，俄罗斯也并未表示反对，结合其在本轮减产初期的表现来看，若 OPEC 成员国达成一致，俄罗斯大概率也会赞同延长第一阶段减产协议的执行期限，而据市场消息来看，各方目前已接近达成妥协，这将对油价起到强力支撑作用。

2.1.2 需求端：全球需求逐步复苏

为应对疫情扩散，全球多数国家和地区在疫情爆发前期均对交通进行了一定程度的封锁，但自4月末起，随着疫情扩散速度下降，部分国家地区尝试逐步解封，相应的交通也开始逐步恢复，对需求起到较好的边际改善作用。

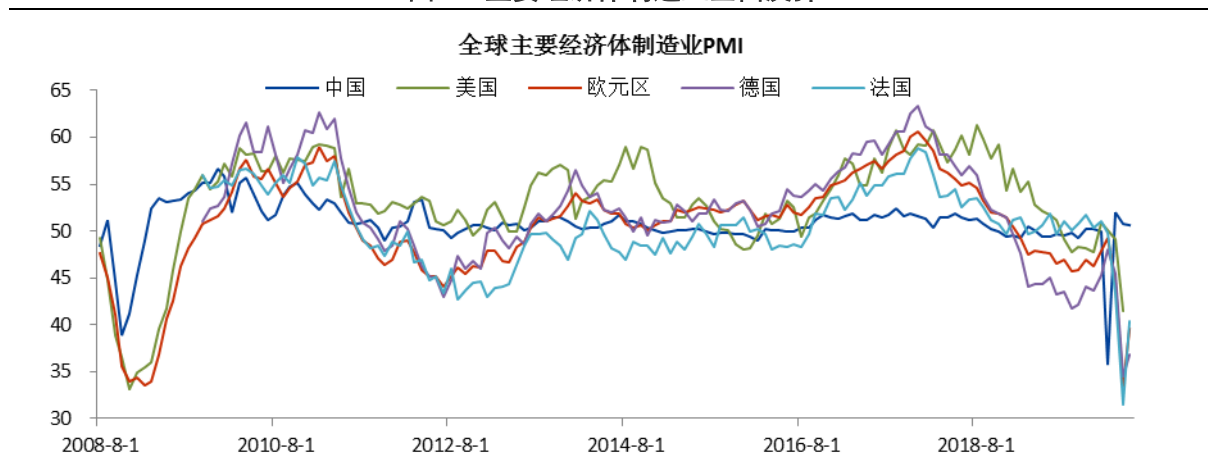
图 4：部分国家交通逐步恢复



数据来源：Rystad Energy，兴证期货研发部

此外，全球主要经济体的制造业也出现了不同程度的恢复。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 5：主要经济体制造业全面反弹



数据来源：Wind、兴证期货

综上，我们认为，原油的基本面将延续不断改善的趋势，帮助油价中枢不断上移。

2.2 风险事件：中美关系带来强不确定性

2.2.1 事件回顾：香港国安法的推出引发美国强烈不满

2020年5月21日，第十三届全国人民代表大会第三次会议预备会议通过，审议全国人民代表大会常务委员会关于提请审议《全国人民代表大会关于建立健全香港特别行政区维护国家安全的法律制度和执行机制的决定（草案）》的议案。

2020年5月22日上午，十三届全国人大常委会副委员长王晨向十三届全国人大三次会议作关于《全国人民代表大会关于建立健全香港特别行政区维护国家安全的法律制度和执行机制的决定（草案）》的说明。

2020年5月28日，十三届全国人大三次会议表决以2878票赞成1票反对6票弃权通过了全国人民代表大会关于建立健全香港特别行政区维护国家安全的法律制度和执行机制的决定。

香港国安法的推出，被视为对基本法23条的补充。基本法23条规定：香港特别行政区应自行立法禁止任何叛国、分裂国家、煽动叛乱、颠覆中央人民政府及窃取国家机密的行为，禁止外国的政治性组织或团体在香港特别行政区进行政治活动，禁止香港特别行政区的政治性组织或团体与外国的政治性组织或团体建立联系。

对此，美国总统特朗普声称中国在香港实行涉港国安法，美国将作出非常强力的回应。但实际上，截至6月1日，美国的表态均表明中美关系并未升级到令市场恐慌的地步。

5月29日，特朗普在白宫举行记者会上表达了以下主要观点：

- 1) 他将下令取消美国对香港的特殊贸易地位；
- 2) 对中国、香港的官员实施制裁；
- 3) 对赴港美国公民发旅行警告；
- 4) 以保护美国知识产权为名义，限制和禁止中国部分人员入境美国
- 5) 美国还将与WHO切断关系。

此外，他还提到，北京让香港的自由窒息，这是香港、中国以及全世界人民的悲剧。而除了表达强烈不满之外，特朗普并未提到制裁细节。

2.2.2 后续影响：矛盾并未解除，不确定性仍在

虽然美方暂时并未推出明确的制裁方式及对象，但毫无疑问，由香港国安法引发的中美矛盾仍然存在升级的可能。通过对两国关系的梳理，我们认为，后期美国可能会通过以下手段对香港或中国进行限制：

A. 取消香港的特殊经济待遇：小规模冲突，对油价影响有限

在2019年香港因《逃犯条例》引发暴乱之后，特朗普签署了《香港人权与民主法案》，将每年度评估香港的自治情况，来决定是否让香港继续享受特殊经济待遇。

目前，香港拥有独立关税地位，这一地位是源自WTO的前身GATT，也就是说香港的这一地位是WTO赋予的，美国无法单方面取消，可能性更大的是撤销香港在美国法例下享有的关税优惠，即使取消，也仅意味着美国可以对香港进行限制出口、施加关税等制裁手段。但这仅会影响香港与美国之间的进出口贸易，而中国2017年通过香港转口到美国的贸易额不足360亿美元，近几年数据暂未披露，但预计涨幅有限，即使大幅增加关税至25%，中方所受损

失也在 100 亿美元以下。相应的，美国通过香港转口中国的贸易额约 100 亿美元，中国可对此进行反制。但这并不足以对中美两国的关系产生巨大的负面影响。

B. 取消中美第一阶段贸易协议：关系恶化，全球需求受影响

2020 年 1 月 15 日，中美达成第一阶段贸易协议，为中美经贸关系的缓和奠定了基础。协议规定，中方短期将扩大自美进口，其中 2020 年至 2021 年增加能源类产品进口 524 亿美元。若美国重新对中国施加关税，则基本宣布中美第一阶段协议破产，市场恐慌情绪升级的同时，中方对美方的石油进口的取消也将对需求造成严重影响。因自年初至 5 月底，中国对美国能源产品的进口并未大幅增长，这意味着按协议要求，中国下半年需要大量采购美国能源产品（原油是主要部分，采购的部分原油将被填充至 SPR），一旦取消，将对约 200 万桶/天以上的原油造成影响。

C. 其他手段：针对性制裁中方企业

a) 加强打击在港与在美中方企业：冲突可控，对需求影响有限

对在香港设立合法的中国公司采取更严格的措施，对美国市场上进行贸易的中国公司进行更严格的注册审核，停止签发涉及高科技领域的中方工作签证等。

b) 直接遏制人民币国际化：制裁中资银行，冲突升级，严重影响全球需求

在香港国安法通过之后，美国议员提出了《香港自治法案》，建议制裁中国的主要银行。目前中国的银行运作体系基本上仍受制于美国金融体系和美元体系。这意味着中资银行将很难进行国际交易，据 SWIFT 统计显示，全球 70% 以上的人民币海外支付通过香港进行结算，届时在香港金融地位崩溃的同时，人民币国际化的道路也将宣告终止。中美矛盾必将急剧升级，将在较长时间范围内对全球的需求造成重挫。

但中国目前正在积极推进 RCEP，各方正在努力于 2020 年签署协定，一旦 RCEP 成型，以中国的实力很可能成为 RCEP 的主导国，人民币国际化的道路必将畅通，甚至于产生基于人民币的“亚元”也未可知。此外，我国还有一带一路的帮助。假使美方针对人民币进行严厉制裁，在不久的将来，中国也将冲破重围。

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。