

## 国际油价大跌简评

2020年6月12日 星期五

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

#### ● 我们的观点

受海湾产油国放弃自愿深化减产、美国商业原油库存增长创纪录以及美国疫情二次爆发风险影响,本周国际油价大幅下挫。

由于市场对于 OPEC+的减产执行率、美国产量反弹以及疫情二次爆发的担忧,短期油价继续上冲的动力可能不足。但基于基本面目前并无恶化迹象,预计继续大幅下探的空间可能有限。

#### ● 我们的逻辑

原油基本面目前持稳:供应端,全球6月供给环比削减概率较大,但存在 OPEC+减产执行率、美国页岩油复产等潜在问题;需求端,全球多数国家和地区接近全面解封,需求延续边际复苏,但存在美国疫情二次爆发风险。

1. OPEC+ 5月未完全执行减产协议的产油国将逐步进行补偿,若完全补足应减数量,叠加部分国家资源超额减产, OPEC+ 6月产量将环比下降 274万桶/天以上,但也存在伊拉克、尼日利亚等国继续维持较低减产执行率的情况;
2. 美国钻井平台持续下挫,目前未有回升迹象,部分头部页岩油企业虽有计划恢复产量,但目前并未有明显的开支增加,且大部分企业的计划均在7月之后,短期来看,页岩油很难有明显增量;
3. 欧美5月制造业均出现不同程度的复苏,多数国家地区已接近全面解封,有利于需求的恢复;
4. 中国需求基本恢复至疫情前水平,1-5月原油进口同比增长5.2%,截至目前的6月进口船期同比增长近60%。

## 1. 供应端：市场担忧供给出现大幅反弹

### 1.1 OPEC+：部分产油国减产执行率存疑

根据 OPEC 方面表示，OPEC 5 月份的减产执行率约 74%，其中伊拉克、尼日利亚减产执行不足 40%，但各产油国均已在 6 月 6 日-7 日的 OPEC+部长级会议上承诺将逐步弥补此前并未完全执行的减产份额。根据各产油国补足应减产部分的时间不同，OPEC+在 6 月的原油产量可能会有以下情形：

- A. 不弥补应减量，且仍旧未完全执行减产：环比持平；
- B. 自 7 月开始弥补：环比 5 月产量减少 274 万桶/天；
- C. 自 6 月开始弥补，但分摊至 6-8 月：环比 5 月产量减少 326 万桶/天；
- D. 自 6 月开始弥补，但分摊至 6-7 月：环比 5 月产量减少 352 万桶/天。

表 1：OPEC+减产协议规定减产期限及对应规模

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%

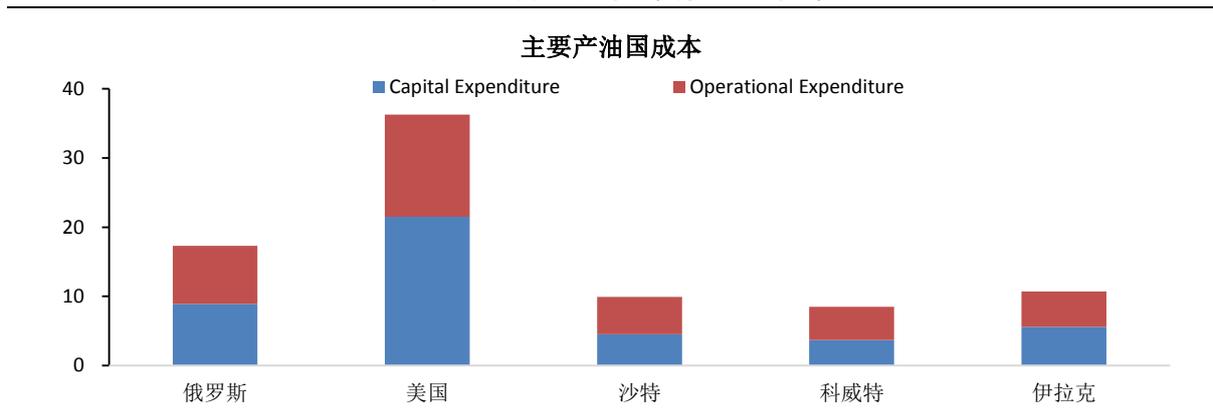
数据来源：OPEC，兴证期货研发部

鉴于当前油价已远高于大多数中东地区产油国的生产成本，投资者对于伊拉克等未能完全执行减产的产油国的减产态度存在较大疑问。目前市场普遍预期 OPEC+将于 6 月完全执行减产，若减产执行率仍旧达不到 100%，油价短线可能进一步下跌，空间视具体减产情况而定。

### 1.2 美国：页岩油有复产计划，引发投资者担忧

美国方面，近期部分页岩油企宣布了复产计划，一度引发投资者对供应增加的担忧，从市场情绪来看，投资者的担忧情绪高于 2016 年同期。主要原因是，虽然 2016 年油价反弹至 50 美元（当时多数头部页岩油企业的成本线）上方之后，油价也出现了连续回调，但随着页岩油科技的进步，头部企业的成本与行业平均成本差距拉大，在本轮油价下跌过程中破产的页岩油企业数量要远小于 2016 年同期，目前的页岩油行业普遍更有能力和意愿进行复产。

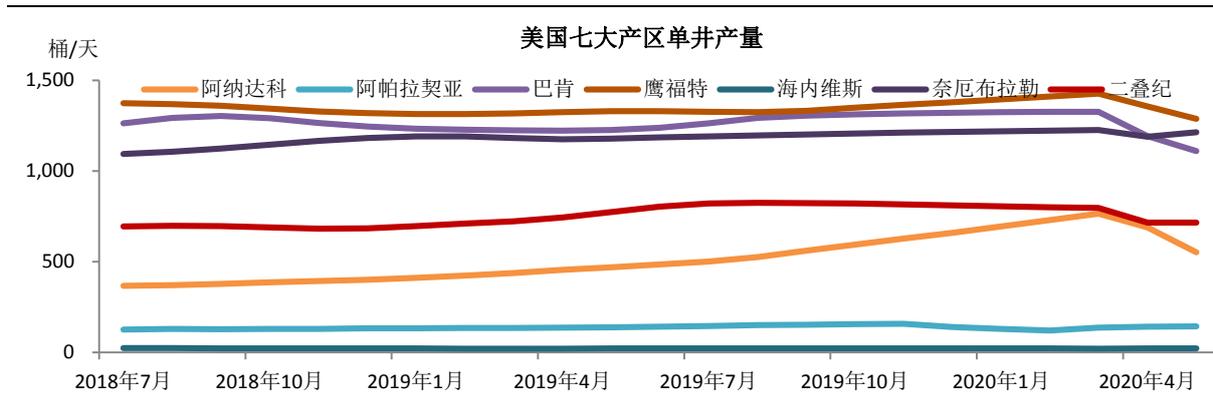
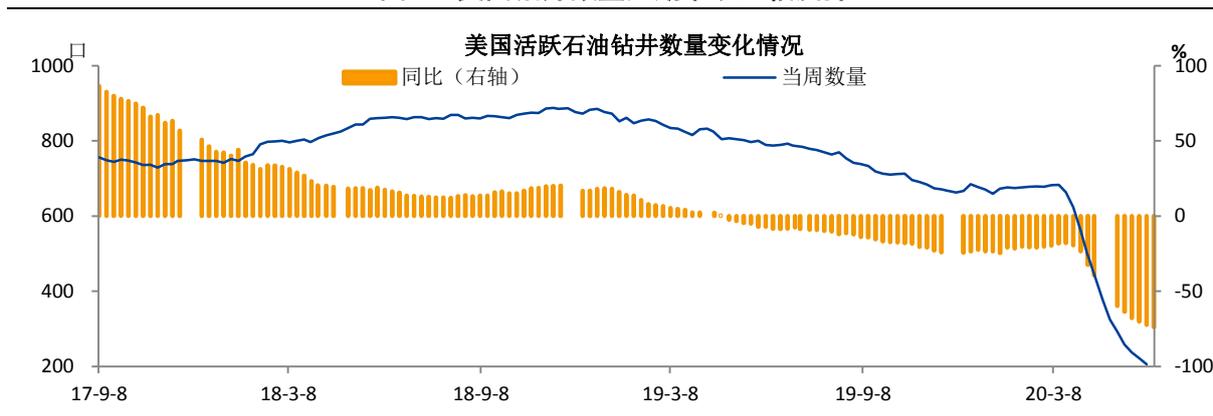
图 1：目前油价已反弹至页岩油成本线上方



数据来源：芝加哥联储，Rystad Energy，兴证期货研发部

但实际上，美国页岩油快速恢复产量的可能性较低。截至 6 月 5 日，美国活跃石油钻井数量仅为疫情前的 3 成左右，短期几乎没有全面恢复的可能，各油企也并没有大幅增大开支的计划。参考 2016 年油价大跌后的反弹过程，页岩油产量的恢复速度并不快，并且，当前美国钻井平均产出增速要弱于 2016 年。

图 2：美国钻井数量短期难以大幅反弹

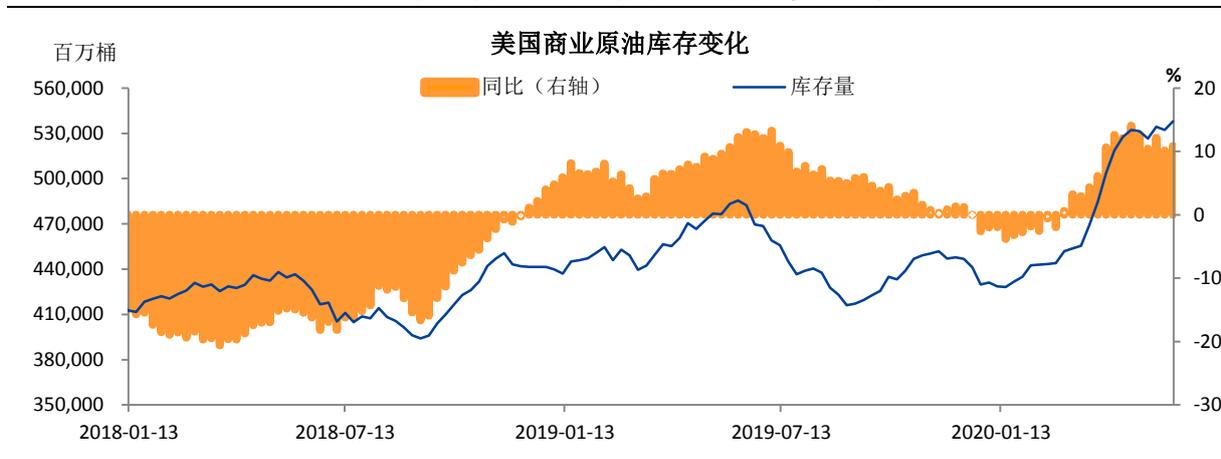


数据来源：贝克休斯，兴证期货研发部

相比较于产量，市场敏感度更高的是原油库存，截至 6 月 5 日当周，美国商业原油库存攀升至 53806.5 万桶，为历史最高水平。EIA 数据披露时，一度短线压制油价迅速走低。但需要

考虑的是，美国商业原油库存的增长有供需外的其他原因，如美国能源部租用以补充 SPR、原油净进口增长。以 6 月 5 日当周为例，若排除美国原油净进口 104 万桶/天的增量，美国当周商业原油库存实际是处于下跌的过程。

图 3：美国商业原油库存攀升至历史最高水平



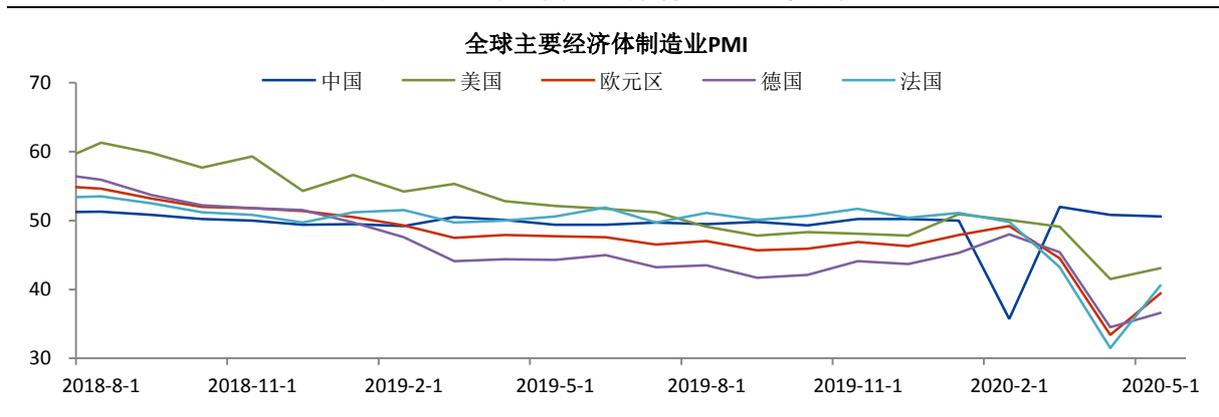
数据来源：Wind，兴证期货研发部

综上，我们认为，全球 6 月供给仍将维持大幅收缩的局势，对油价构成重要支撑。

## 2. 需求：持续改善，但存在风险

随着疫情逐渐得到控制，全球多数国家和地区接近全面解封，有利于制造业和交通需求的复苏。其中，中国率先于 3 月份实现制造业的复苏，目前制造业 PMI 已连续 3 个月位于枯荣线上方，美国、欧元区、德国、法国等也在 5 月份分别实现了 1.6、6.0、2.1、9.1 的涨幅。鉴于原油需求与制造业有强烈的正相关关系，我们认为，制造业的不断改善也将带来原油需求的持续修复。

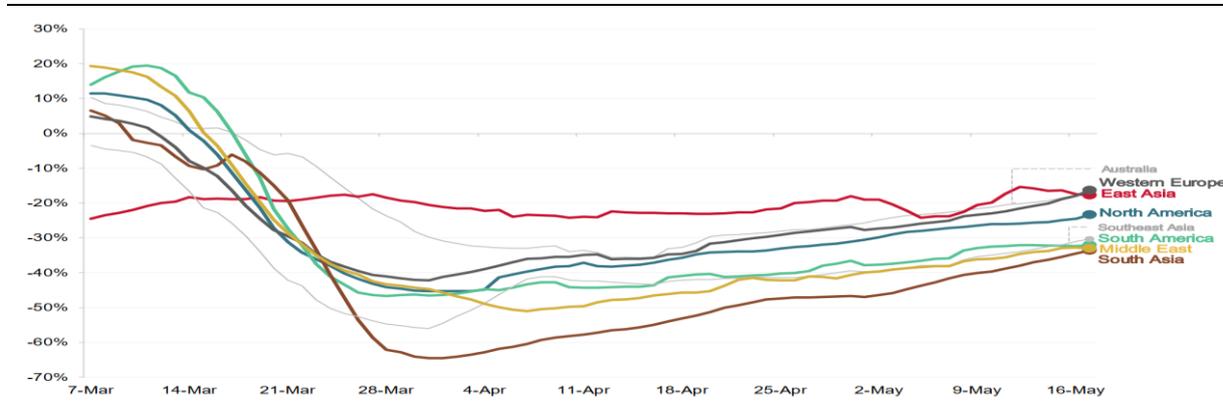
图 4：全球主要经济体制造业全线反弹



数据来源：Wind，兴证期货研发部

此外，Rystad Energy 数据显示，随着疫情逐渐得到控制，全球各地区的交通均出现明显改善。根据各国家地区的官方声明，将基本在 7 月底前完成全面解封，若以平均每月 5% 的交通复苏计算，欧美地区可带来约 90 万桶/天的需求复苏增量。

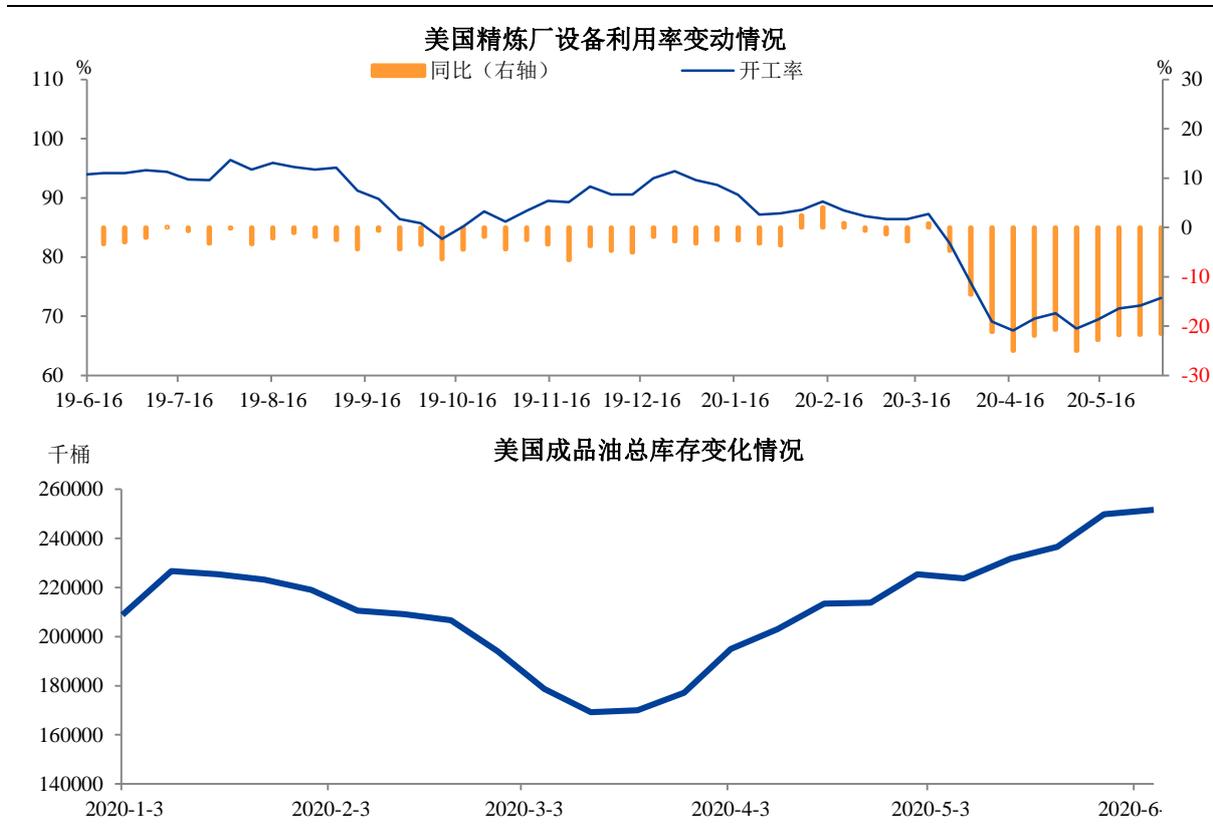
图 5：全球各地区交通持续恢复



数据来源：Rystad Energy，兴证期货研发部

美国方面，炼厂开工率的回升也基本与交通复苏同步，自 4 月 17 日当周，美国炼厂开工率录得 67.6% 的低谷之后，以持续震荡反弹 7 周至 6 月 5 日当周的 73.1%。但同时，美国成品油的库存也在跟随增长，表明美国需求复苏的道路并不平稳。

图 6：美国炼厂开工率及成品油库存



数据来源：EIA，兴证期货研发部

此外，需要注意的是，与多数国家地区的疫情发展情况不同，美国疫情自3月中旬开始爆发，直到目前仍未得到有效控制，且根据统计数据显示，截至6月11日的每日新增确诊人数出现了连续3天的上涨。若美国疫情出现二次爆发，境内的交通可能再度面临封锁，以其3月底的最大封锁程度计算，美国的原油需求将有320万桶/天的下降空间。

图7：美国每日新增确诊人数



数据来源：Wind，兴证期货研发部

综上，我们认为，在全球供给持续削减概率较大，且需求边际改善的情况下，中长期油价依旧有支撑。但鉴于可能美国面临疫情二次爆发风险可能带来最大约320万桶/天的需求削减、OPEC+减产执行率持续不达标、以及市场资金面的干扰下，短期油价可能面临一定压力，继而进入区间调整阶段。

## 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。