

2020 年 9 月 7 日

星期一



谨防减产天花板，

原油价格或回调

联系人 吴晨曦
电子邮箱 wu.cx@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

要点

●因受飓风袭击影响，美国原油产量环比上一周下降 110 万桶/日，现为 970 万桶/天。短期页岩油的供给继续维持偏紧的格局。同时，由于前一阶段有协议签订国未完成减产目标，需要在 8 月份和 9 月份补偿，因而 8、9 月份可能每日增加 150 万桶的原油产量。OPEC 在 8 月的增产幅度在 55-95 万桶/日区间。从目前库存去化的角度分析，供给的略微宽松并未打破油市的再平衡进程。

●需求端：

7 月中国自美国进口原油达 366.58 万吨，环比暴增 524.38%，同比增加 139.24%。看似利好，实际上 2020 年前四个月，中国从美国进口原油数量基本为零，而 7 月数据大增也主要与中美前期美中第一阶段经贸协议的执行有关。美国能源信息署、欧佩克和国际能源署 8 月份石油市场月度报告均小幅下调了 2020 年全球原油需求预测。总体而言，全球疫情形势依然非常严峻，美国申请失业人数增加，对原油需求恢复的预期需谨慎评估。

●整体来看，各国逐渐开始复工步伐。随着产业链的恢复，原油需求也随之增加。而原油价格的回升也在减弱 OPEC 减产的团结程度，减产或遭到较大阻力。同时，美元的贬值也在支撑着油价。预计 9 月油价或难以维持此前低波动的区间震荡格局，或有一定程度的回调。

风险提示：减产协议难产或不及预期

目录

一、原油市场行情回顾.....	4
二、主要事件.....	5
三、全球原油供需情况.....	5
四、美原油产量料将继续下滑.....	8
五、OPEC+当前减产执行状况较好.....	10
六、WTI 非商业持仓情况.....	11
七、油价市场结构.....	12
八、后期展望.....	12

图表目录

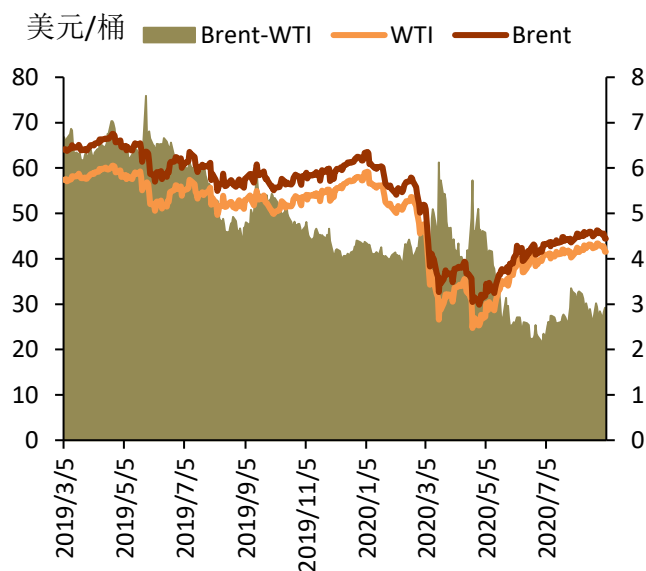
图表 1 WTI 和 Brent 油价走势	4
图表 2 SC 油价走势	4
图表 3 OECD 原油库存	6
图表 4 OPEC 原油产出明细	6
图表 5 OPEC 原油月度产量	7
图表 6 俄罗斯月度产量	7
图表 7 美国原油库存情况	9
图表 8 美国原油进出口情况	9
图表 9 美国原油及活跃钻井数	9
图表 10 美国炼厂开工情况	9
图表 11 海湾国家金融财富将逐步耗尽	11
图表 12 低油价下海湾国家财富使用情况	11
图 13 WTI 非商业持仓	11
图 14 WTI 与净持仓的关系	11
图 15 WTI 跨月价差结构	12
图 16 Brent 跨月价差结构	12

一、原油市场行情回顾

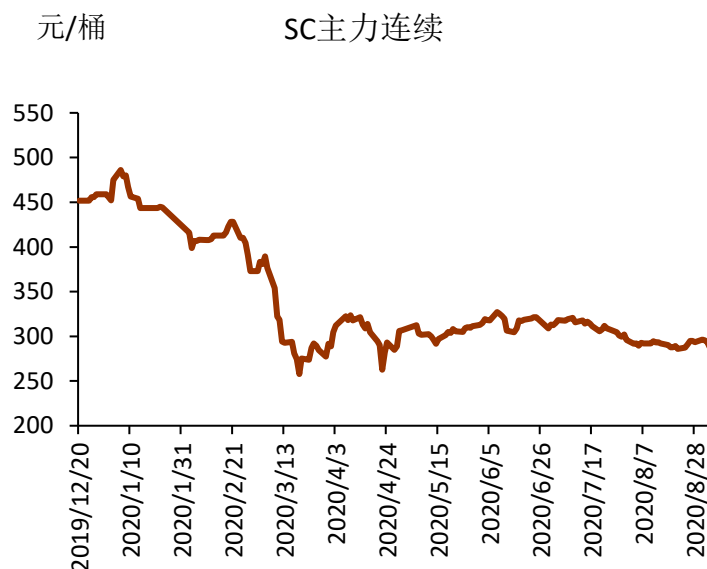
8月原油震荡走势，此前7月OPEC+部长监督委员会决定将减产规模降低至770万桶/天，未完成减产协议的产油国补偿协议使得实质减产规模要超出计划。减产协议的稳步推进对油价形成支撑，但需求端仍存在不确定性，裂解价差持续处于低位，限制了油价的涨幅。于是8月减产协议按计划进行，美国页岩油产量止跌甚至出现小幅回升，供给端现状几近透明，难有超预期利好，油价后续走势还需重点关注需求端变化。宏观方面，美元走软对国际油价形成支撑。需求端仍然存在不确定性，裂解价差处于低位徘徊，炼厂利润低位反映下游消费恢复缓慢，后期或将抑制原油需求。同时，因飓风劳拉逼近，原油产能关停。飓风已经中断了近海石油和天然气的生产，关闭了海湾沿岸三分之一的炼油能力，停止了出口。

于截止8月31日收盘，WTI原油期货收于42.82美元/桶，涨幅6.33%；Brent原油期货结算价收于45.57美元/桶，涨幅4.71%；上海原油期货收于298元/桶，涨幅4.31%。

图表1 WTI和Brent 油价走势



图表2 SC 油价走势



数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

二、主要事件

1、欧佩克联合部长级监督委员会(JMMC)会议召开

沙特能源部长表示，在今年上半年需求创纪录地下滑之后，预计到年底，全球石油需求将恢复到大流行前水平的 97%。俄罗斯能源部长诺瓦克表示，全球石油市场仍然脆弱，未来还有很多不确定性，或许还会有黑天鹅事件；欧佩克+在 7 月的执行率达 95%，应致力于完全遵守减产协议。他指出，石油市场仍然动荡，欧佩克+需要在困难时期展现韧性和团结，经合组织上月商业石油库存下降。事实证明，欧佩克+逐步放松减产的决定是有效的，沙特阿拉伯对欧佩克+的减产承诺在困难时期为市场提供了支持。

2、中国进口创纪录规模原油

知情人士表示，中国国有石油公司已经初步预定了 8 月和 9 月运送至少 2000 万桶美国原油的油轮，此举可能缓解美国对中国的购买趋势远低于第一阶段贸易协议购买承诺的担忧。

3、部分机构预测终端用户燃料需求复苏脆弱

荷兰合作银行继续认为，当前成品油价差疲弱，表明终端用户燃料需求复苏脆弱。炼油利润率的疲软表明终端用户的燃料需求不足，而北半球的夏季驾驶季节已经过去了一半，就汽油消费而言，近期前景没有多少上行空间。由于基本面和市场定价压力，仍认为持平价格和日历价差的上行空间有限，因此如果看到近几个月来在原油期货特别美国原油期货中积累起来的规模庞大的投机性多头被平掉，也不会感到意外，因为散户投资者继续大批撤离。

4、国际能源署下调原油需求预期

IEA 月报将 2020 年全球石油需求从 9210 万桶/日削减至 9190 万桶/日，将 2021 年全球石油需求从 9740 万桶/日削减至 9710 万桶/日，2021 年全球石油供应预计将增加 160 万桶/日。下调了对航空旅行前景的预测，将 2020 年的航空煤油需求量下调了 18.5 万桶/日。并且此前欧佩克也发布了月报，将 2020 年全球原油需求增速预期从-895 万桶/日调整至-906 万桶/日。预计 2021 年石油需求将保持 700 万桶/日的增长，但目前存在较大的不确定性，可能会对未来造成负面影响。将 2020 年全球原油需求预期下调 40 万桶/日，2021 年下调 50 万桶/日。预计 2021 年全球原油需求增速为 700 万桶/日，与此前持平。

5、OPEC 报告显示二季度原油需求被极大破坏

欧佩克发布了月报，将 2020 年全球原油需求增速预期从-895 万桶/日调整至-906 万桶/日。预计 2021 年石油需求将保持 700 万桶/日的增长，但目前存在较大的不确定性，可能会对未来造成负面影响。将 2020 年全球原油需求预期下调 40 万桶/日，2021 年下调 50 万桶/日。预计 2021 年全球原油需求增速为 700 万桶/日，与此前持平。

三、全球原油供需情况

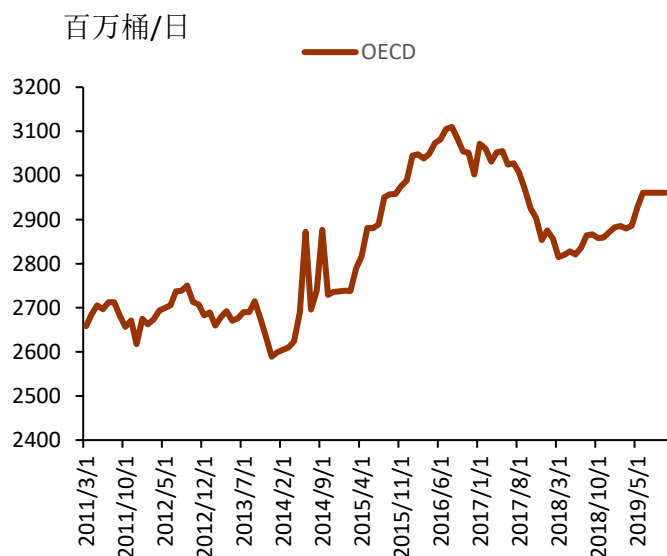
供应方面：

此前 7 月份欧佩克原油日产量 2343 万桶，比 6 月份日产量增加了 90 万桶。欧佩克以及减产同盟国 8 月份开始执行新减产协议第二阶段产量限制，即降低原油日产量 770 万桶。由于前一阶段有协议签注国未完成减产目标，需要在 8 月份和 9 月份补偿。最终，相较 7 月，OPEC 在 8 月的增产幅度在 55-95 万桶/日区间。而美国方面，美国原油产量 970 万桶/天，环比上一周下降 110 万桶/日。总体而言全球原油产量略有下降。

需求方面：

美国能源信息署预计 2020 年全年全球石油和液态燃料日均需求 9310 万桶，比去年全年日均减少 810 万桶，比上次预测下调了 5 万桶；预计 2021 年日均需求增加 700 万桶。欧佩克公布的《石油市场月度报告》预计 2020 年全球石油日均需求 9072 万桶，比去年日均减少 906 万桶，比上个月预测下调 11 万桶；预计 2021 年日均需求增加 700 万桶。国际能源署在月度报告中预计 2020 年全球日均需求 9190 万桶，比去年日均减少 810 万桶。这是国际能源署数月以来首次下调全球需求预测，将全球 2020 年日均需求预测值下调了 14 万桶。国际能源署也下调了 2021 年全球石油日均需求预测量，估计 2021 年全球石油日均需求 9710 万桶，比上次报告下调了 24 万桶。

图表 3 OECD 原油库存

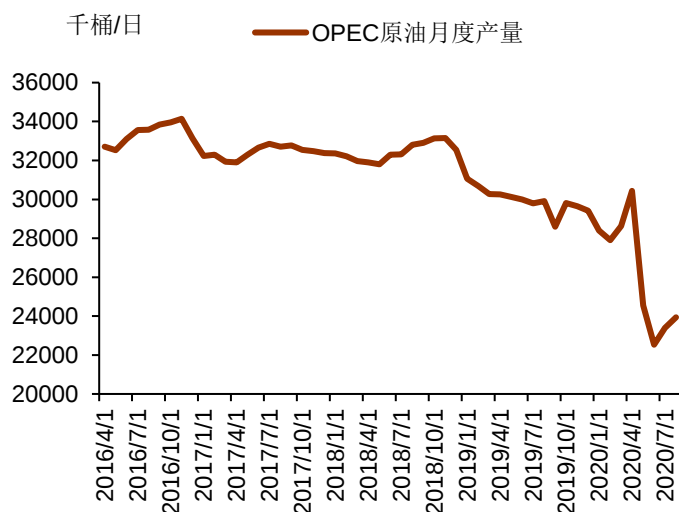


图表 4 OPEC 原油产出明细

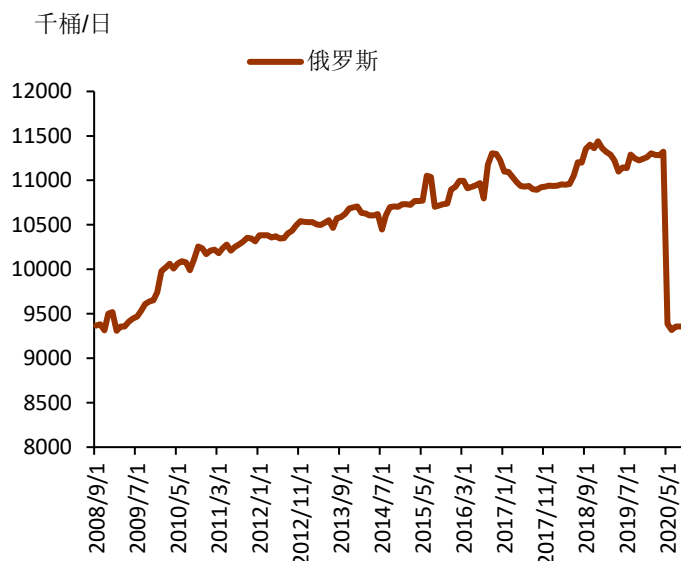
	Jun 20	Jul 20	Change	%	Year-to-date	
			Jul/Jun		2019	2020
OPEC Reference Basket	37.05	43.42	6.37	17.2	65.37	39.85
Arab Light	36.12	43.52	7.40	20.5	66.27	40.42
Basrah Light	37.23	44.63	7.40	19.9	65.01	39.53
Bonny Light	39.03	43.46	4.43	11.4	67.18	40.15
Djeno	32.63	35.82	3.19	9.8	63.05	35.54
Es Sider	38.68	42.17	3.49	9.0	64.95	38.83
Girassol	43.10	45.78	2.68	6.2	67.17	41.20
Iran Heavy	36.26	43.30	7.04	19.4	63.15	38.54
Kuwait Export	35.58	43.31	7.73	21.7	65.48	39.69
Merey	24.73	28.32	3.59	14.5	57.00	26.87
Murban	39.33	43.73	4.40	11.2	66.20	42.11
Rabi Light	40.70	43.56	2.86	7.0	64.90	38.43
Sahara Blend	40.48	44.12	3.64	9.0	65.88	40.92
Zafiro	40.79	43.82	3.03	7.4	66.88	39.82
Other Crudes						
North Sea Dated	40.08	43.27	3.19	8.0	65.65	40.33
Dubai	40.71	43.19	2.48	6.1	65.13	41.21
Isthmus	35.07	38.45	3.38	9.6	64.92	33.54
LLS	39.49	42.34	2.85	7.2	64.46	39.74
Mars	39.22	41.77	2.55	6.5	63.02	38.21
Minas	38.42	41.01	2.59	6.7	60.77	40.25
Urals	42.36	44.28	1.92	4.5	65.81	40.31
WTI	38.30	40.75	2.45	6.4	57.41	37.56
Differentials						
North Sea Dated/WTI	1.78	2.52	0.74	-	8.25	2.77
North Sea Dated/LLS	0.59	0.93	0.34	-	1.20	0.59
North Sea Dated/Dubai	-0.63	0.08	0.71	-	0.52	-0.88

数据来源：IEA，OPEC，铜冠金源期货

图表 5 OPEC 原油月度产量



图表 6 俄罗斯月度产量



数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

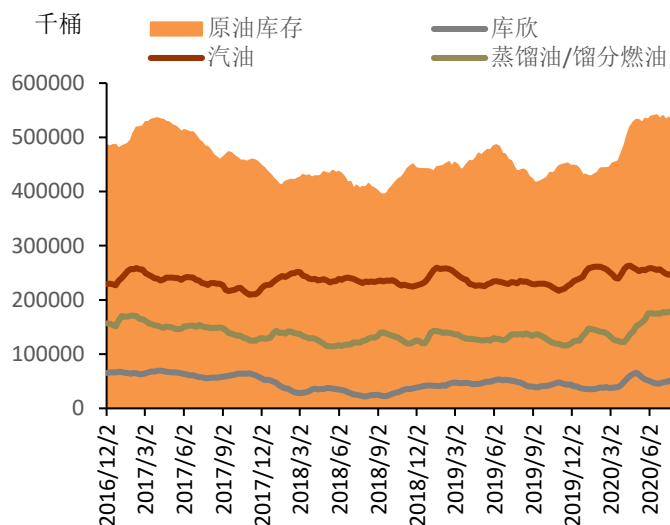
四、美原油产量料将继续下滑

通用电气公司的油田服务机构贝克休斯公布的数据显示，截止 8 月 14 日的一周，美国在线钻探油井数量 172 座，比前周减少 4 座；比去年同期减少 598 座。截止 8 月 14 日当周，美国原油日均产量 1070 万桶，与前周日均产量持平，比去年同期日均产量减少 160.0 万桶；截止 8 月 14 日的四周，美国原油日均产量 1087.5 万桶，比去年同期低 11.4%。从成本线上看，美国一系列页岩油公司破产或处于破产边缘。根据 Rystadenergy 分析，北美页岩油生产商今年一季度行业净亏损高达 260 亿美元，远高于 6 年平均水平 29 亿美元。尽管当前 WTI 油价反弹至 40 美元/桶上方，但仅仅高于页岩油行业大部分企业的成本线一线（43.83 美元/桶）。因此，页岩油企业削减资本开支和钻井平台计划，使得美国石油钻机总数和页岩油区新钻井数持续下降，美国原油产量也持续下降。美国石油钻井总数连续十周录得下滑，创近十一年来低位；新钻井数和完井数均呈现下降趋势，创 2017 年以来新低。原油从钻井到实际产油大概需要 3-6 个月时间。根据从油价-钻机-产量的流程来看，价格对原油产量的影响大约有六个月时滞。从原油行情走势观察，油价在 4 月下旬触底，即使传导，产量也要在 11 月左右恢复，短期来看美原油产量仍有下行可能。

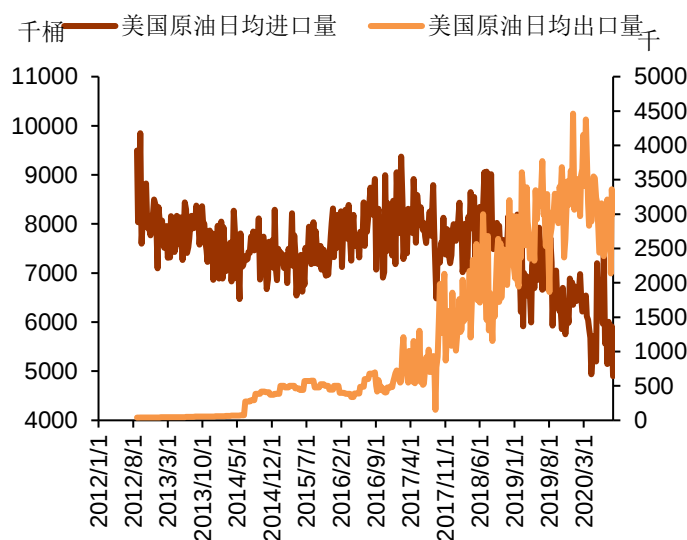
石油行业如今的亏损并不完全源自疫情。即使在冠状病毒出现之前，该行业就面临着减少石油燃料的长期计划和来自亚洲新工厂的竞争的压力。再加上疫情的影响，今年 4 月和 5 月，石油的全球消费量下降了 20% 以上，即使目前对燃料的需求逐渐上升，但大多数人认为

该行业的盈利能力无法在 2021 年底之前达到疫情爆发前的水平。短期内最重要的依然是飓风影响，墨西哥湾原油产量减少了 156 万桶/日，天然气产量减少约 16 亿立方英尺/日。热带风暴导致美国墨西哥湾的原油产量减少 84%，天然气产量减少 61%。某种程度上，飓风导致的供应下降某种程度上抵消了需求的下降，因此给油价带来小幅的支撑。但是这种供应的下降必然是短暂的，这种影响很快就会过去。最终，油价的主要驱动力又回到长期的供需结构上，而油价的回暖最终会让美国页岩油厂商重启油井，从而增大原油的供应，由此限制油价的涨幅。

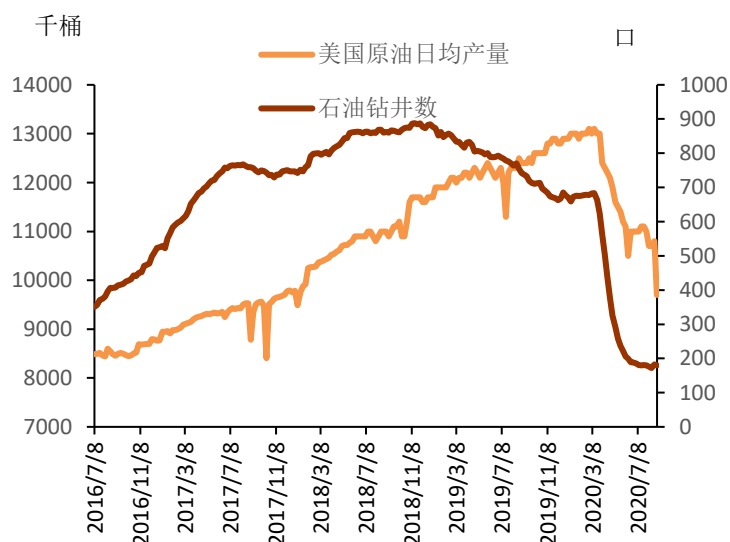
图表 7 美国原油库存情况



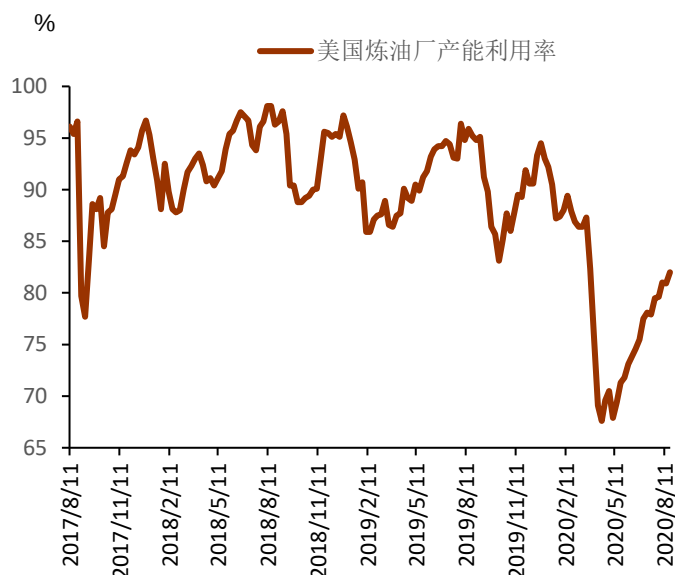
图表 8 美国原油进出口情况



图表 9 美国原油及活跃钻井数



图表 10 美国炼厂开工情况



数据来源: EIA, 铜冠金源期货

五、OPEC+当前减产执行状况较好

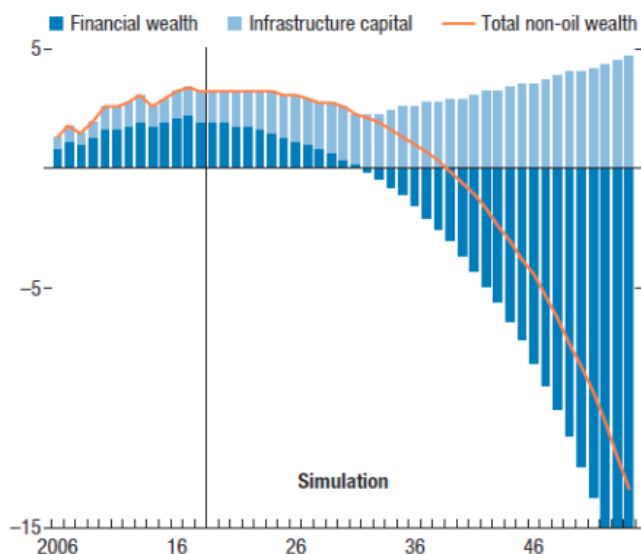
据 OPEC 最新月报显示，前月 OPEC+原油产量环比继续减少 189.3 万桶/天至 2227.1 万桶/天，减产执行率达 107%。不过步入 8 月以后，随着 OPEC+产油国调降减产规模以后，同时伊拉克等前期未按时履行减产义务的国家依然执行力较差，导致 8 月中上旬 OPEC+产油国减产执行率降至 97%。其实一直以来，沙特为 OPEC 主力减产国，力推完成减产协议。不过部分产油国未能齐心，存在前期减产不达标的国家在此次大规模减产中仍不遵守协议的情况，如伊拉克、尼日利亚、安哥拉。在沙特主导的 OPEC 的压力下，安哥拉 7 月减产已达标，伊拉克也表示 8—9 月将补偿减产。

除了 OPEC 产油国以外，以俄罗斯为首的非 OPEC 主力减产国，产量接近减产目标线。据显示，今年 5-7 月俄罗斯原油产量（剔除凝析油）分别为 864 万桶/天、858 万桶/天、862 万桶/天，虽未达到 850 万桶/天的减产目标，但也非常接近目标线，俄罗斯的大力减产也推动了油市的再平衡。由于今年 8-12 月份，OPEC+产油国将执行减产第二阶段，减产规模从此前的 970 万桶/日降至 770 万桶/日，供应压力有所回升。

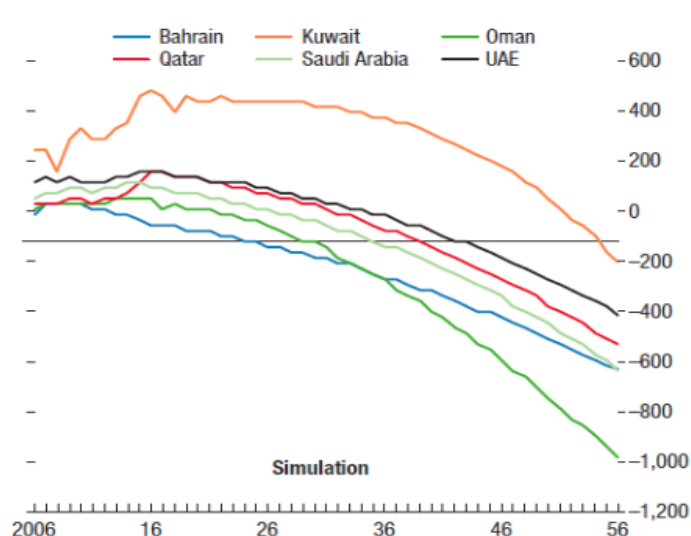
虽然目前欧佩克+已经进入减产协议的第二阶段（减产规模下滑），不过由于部分成员国在 5-7 月超额生产，规模预计为 231 万桶/日，这些国家或在 8-9 月进行补偿性减产。此外，欧佩克+目前保持着较高的减产执行率，供给端对油价仍有较强的支撑。

需要注意的是，虽然减产行动规模庞大，我们却不能仅仅关注产量，还需要注意需求。因为疫情来的需求减少同样是史诗级的。这个角度看，减产措施对遏制油价暴跌作用有限。库存数据的飙升从侧面反应了需求的不足，在此前负油价主要策源地库欣，新增库存 207 万桶，总计 6545 万桶，不断接近历史峰值 6942 万桶。并且，虽然新冠肺炎疫情在国外基本达到高峰，欧洲多国和美国部分州已经开始陆续复工，未来是否能看到好转还不确定。虽然当下市场预计石油需求很快要迎来回升，但是，一旦油价上升到某个价格水平，由于海湾国家的财政本就紧张，这种价格的诱惑势必影响各国的减产动力，从而导致原油供给再度增加，油价再次回落。换言之，OPEC 的减产，只能在短期内给油价提供支持，油价在长期依然存在着天花板。

图表 11 海湾国家金融财富将逐步耗尽



图表 12 低油价下海湾国家财富使用情况



数据来源：IMF，Wind，铜冠金源期货

七、WTI 非商业持仓情况

从持仓方面来，洲际交易所（ICE）数据显示，截至 8 月 28 日当周，投机者所持布伦特原油期货净多头头寸减少 20899 手合约，至 191625 手合约。美国商品期货交易委员会（CFTC）数据显示，截至 7 月 28 日当周，WTI 原油投机性净多头持仓减少 14644 手至 346683 手，WTI 原油期货与期权净多头持仓减少 15817 手至 346683 手，为最近 11 周低位。

图 13 WTI 非商业持仓

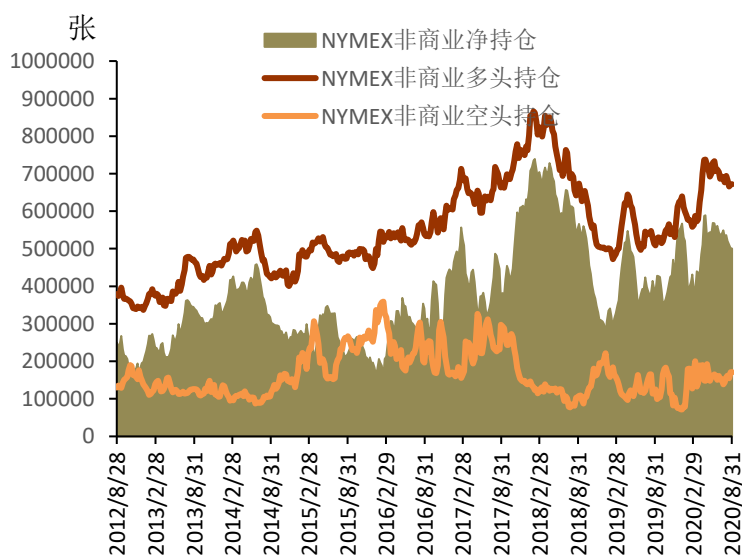
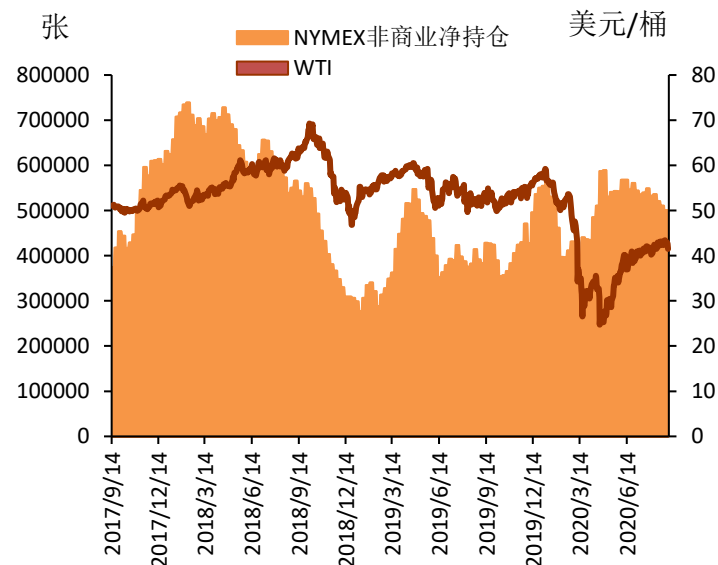


图 14 WTI 与净持仓的关系



数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

八、油价市场结构

价差方面，虽然油市的深度 Contango 结构有所修复，但是美国库欣地区原油库存又开始再度上涨，因此 WTI 的近月月差或会小于 Brent 原油，甚至 Brent-WTI 价差有扩大的机会。从月差的表现来看，市场对于未来原油供应宽松的预期逐渐强烈。

图 15 WTI 跨月价差结构

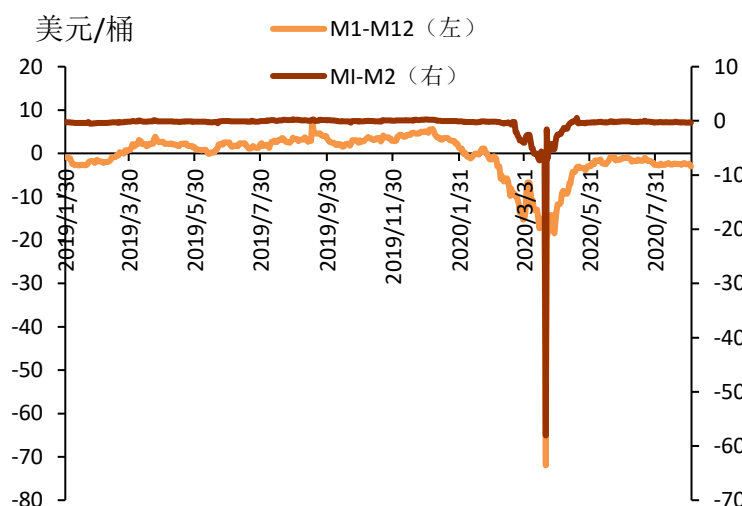
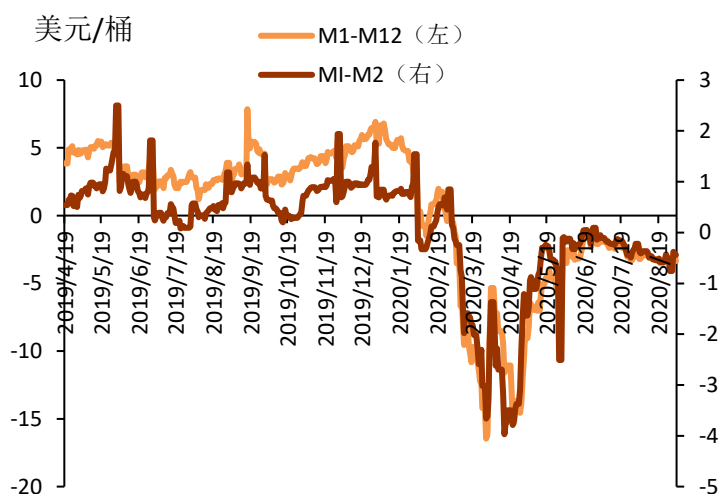


图 16 Brent 跨月价差结构



数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

九、后期展望

● 供应端：

受到财政压力，沙特难以继续带领 OPEC 减产。供应的减少大概率来自于美国原油产量的下降。受到资本被削减的影响，美国页岩油产量将持续下降。虽然美国原油的供应受到飓风影响，但飓风影响将很快过去。

● 需求端：

在市场繁荣时，库存在增加需求，在市场低迷时，库存在增加供给。即使之后需求回升，也会被原油此前庞大的库存规模所抵消。目前看来，各国逐渐开始复工步伐，如美国的失业率正在下降，最后需求或将逐渐增加。

整体来看，各国逐渐开始复工步伐。随着产业链的恢复，原油需求也随之增加。而原油价格的回升也在减弱 OPEC 减产的团结程度，减产或遭到较大阻力。同时，美元的贬值也在支撑着油价。预计 9 月油价或难以维持此前低波动的区间震荡格局，或有一定程度的回调。

风险提示：减产协议难产或不及预期，美元大幅度贬值

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海期货大厦营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。