

2020 年 6 月 5 日

星期五



原油供需改善，

油价创最大月度涨幅

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

要点

●供应端：

4 月份，OPEC12 成员国原油产量增加 179.8 万桶/日至 3041.2 万桶/日，产量大幅增加。3 月份减产协议破灭后，产油国没有了减产协议的束缚，沙特、阿联酋、科威特开始大幅增产。

4 月份，沙特产量大幅增加 155 万桶/日至 1155 万桶/日，5 月 OPEC 进入减产周期，产量较 4 月下降明显。

2020 年 4 月，俄罗斯原油产量增加 5 万桶/日至 1135 万桶/日水平，减产协议破灭后，在其他 OPEC 产油国大幅增产的情况下，俄罗斯并无增产能力，产量与前期持平，在价格战中，处于被动低位。

●需求端：

OPEC 将 2020 年全球原油需求预期下调 223 万桶/日，EIA 月报将 2020 年全球原油需求预期下降 290 万桶/日，IEA 月报将 2020 年全球原油需求增速上调 70 万桶/日至-860 万桶/日，仍创历史最大降幅。

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，虽然 OPEC 仍在召开减产会议，但减产或遭到较大阻力。预计 6 月油价或呈现先回暖，后承压的走势。

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.....	6
四、美原油产量料将继续下滑.....	8
五、OPEC+当前减产规模有望延长.....	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

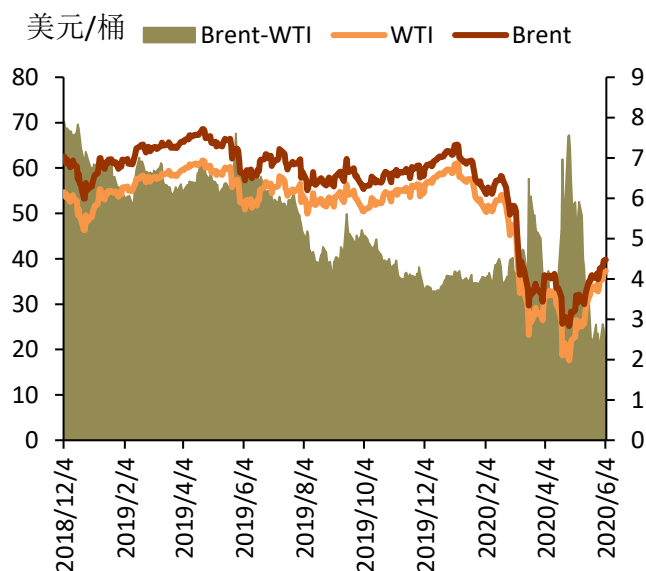
图表 1 WTI 和 Brent 油价走势	4
图表 2 SC 油价走势	4
图表 3 OECD 原油库存	7
图表 4 OPEC 原油产出明细	7
图表 5 OPEC 原油月度产量	7
图表 6 俄罗斯月度产量	7
图表 7 美国原油库存情况	9
图表 8 美国原油进出口情况	9
图表 9 美国原油及活跃钻井数	9
图表 10 美国炼厂开工情况	9
图表 11 海湾国家金融财富将逐步耗尽	11
图表 12 低油价下海湾国家财富使用情况	11
图 13 WTI 非商业持仓	11
图 14 WTI 与净持仓的关系	11
图 15 WTI 跨月价差结构	12
图 16 Brent 跨月价差结构	12

一、原油市场行情回顾

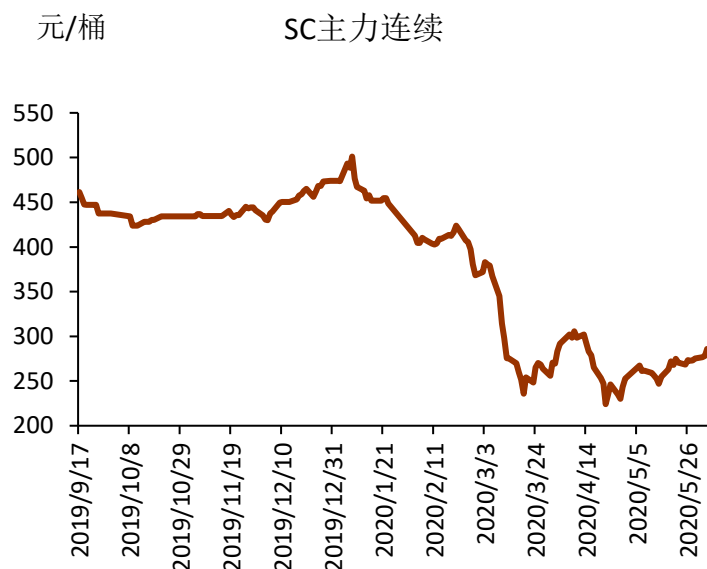
5 月份国内原油价格震荡反弹，国际原油价格持续上涨，表现强于国内油价。美国总统特朗普不断干预之后，沙特和俄罗斯组织 OPEC+ 召开减产会议，4 月 12 日举行的欧佩克与非欧佩克部长级第 10 次（特别）会议确定 5 月份和 6 月份每日减产 970 万桶；从 2020 年 7 月 1 日到 2020 年 12 月 31 日的 6 个月，每日调整产量 770 万桶；2021 年 1 月 1 日至 2022 年 4 月 30 日的 16 个月内每日调整产量 580 万桶。4 月底，国际主要产油国家提前开始减产，进入 5 月份之后，产油国减产力度加大，沙特同时还提高了 6 月份原油销售价格，同时欧美启动复工复产，全球原油需求量也出现回升，原油供需持续改善，支撑了原油价格持续反弹。后续，欧佩克及其同盟国将在 6 月 10 日举行视频会议讨论下一步产量政策。

于截止 5 月 29 日收盘，WTI 原油期货收于 35.49 美元/桶，涨幅 88.38%；Brent 原油期货结算价收于 35.33 美元/桶，涨幅 39.81%；上海原油期货收于 275.20 元/桶，涨幅 17.06%。

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、石油钻井总数续刷十一年来低位

美国油服公司贝克休斯(Baker Hughes)公布的数据显示,截至5月29日当周,石油钻井总数减少15座至222座,录得十一连跌,续刷近十一年来低位;当周天然气钻井总数减少2座至77座;总钻井总数减少17座至301座。美国钻井公司连续三个月削减石油和天然气钻井平台,连续四周将石油和天然气钻井平台削减至历史最低水平。

2、调查显示 OPEC 在 5 月减产执行率只有 74%

路透调查发现,OPEC的13个成员国5月的平均产量为2477万桶/日,较4月修正后的产量减少591万桶/日;Petro-Logistics首席执行官Daniel Gerber表示:“OPEC在5月最新减产行动开局不错,供应较4月减少500万桶/日,但减产执行力度远非完美。在达成协议和协议生效之间的时间间隔不到四周,许多国家已经向买家承诺了供应数量,因此未能将供应减少到协议商定的水平。”OPEC+同意从5月1日起减产970万桶/日。OPEC的减产份额是608.4万桶/日,由10个成员国承担。调查发现,5月迄今它们减产448万桶/日,执行率为74%;在2019年的减产行动中落后的伊拉克,在该国南部出口减少后限制了石油产量,但是其38%的执行率远低于OPEC海湾成员国,另一个行动落后的国家尼日利亚的减产执行率仅为19%

3、部分机构预测全球油市可能在 6 月就能实现供需平衡

高盛本月表示,全球石油市场将在6月陷入供应短缺,并补充说最大的需求改善是中国、美国和德国公路运输的汽油使用。不过奥地利的Raiffeisen Bank International预计将在8月底或9月中旬左右达到平衡,称到目前为止流动性的上升“将不会抵消需求的崩溃”。美国银行全球研究部对任何预测都保持谨慎,该机构说:“我们不能排除疫情二次蔓延和进一步的封锁,任何一点石油市场盈余都可能迅速打破这一微妙的平衡。”法兴银行Michael Haigh等分析师表示,封锁措施的放松以及OPEC和非OPEC国家产量的下降“给我们以希望,相信石油市场最糟糕的阶段已经结束”。

4、部分美国原油生产商进一步削减产量

总部位于得克萨斯州米德兰的公司Diamondback最初承诺将5月份的产量削减10%至15%,并预计今年年底将有超过150口油井投入使用。因为美国生产商避免向供应严重过剩的市场供应石油,其从未进行水力压裂开采。与此同时,欧芹能源公司(Parsley Energy)削减了四分之一的产量,并暂时放弃了5台钻机、2台水力压裂机组的项目。

5、OPEC 报告显示二季度原油需求被极大破坏

OPEC 在近期公布的夏季原油展望报告中表示，二季度原油需求将遭到最大程度的破坏，并且这一影响将在三季度和四季度延伸，预计分别造成的需求损失为 1200 万桶/日、600 万桶/日和 350 万桶/日。今年夏季美国出游高峰汽油需求也将遭遇重大损失，尤其是在美国成品油出口国需求也大幅下降的情况下，可能会导致夏季汽油库存进一步增加。

三、全球原油供需情况

供应方面：

4 月份，OPEC12 成员国原油产量增加 179.8 万桶/日至 3041.2 万桶/日，产量大幅增加。3 月份减产协议破灭后，产油国没有了减产协议的束缚，沙特、阿联酋、科威特开始大幅增产。4 月份，沙特产量大幅增加 155 万桶/日至 1155 万桶/日，5 月 OPEC 进入减产周期，产量较 4 月下降明显。2020 年 4 月，俄罗斯原油产量增加 5 万桶/日至 1135 万桶/日水平，减产协议破灭后，在其他 OPEC 产油国大幅增产的情况下，俄罗斯并无增产能力，产量与前期持平，在价格战中，处于被动低位。

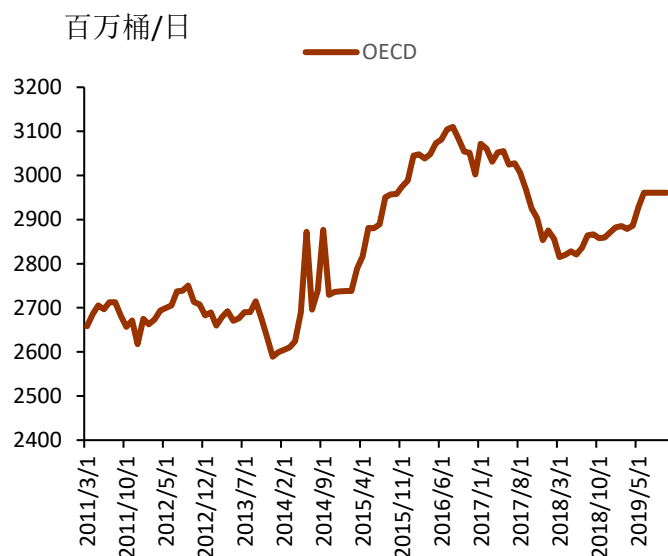
需求方面：

据三大机构最新月报，疫情对原油需求造成的负面冲击将逐季递减。OPEC 将 2020 年全球原油需求预期下调 223 万桶/日，预计今年全球原油需求同比减少 907 万桶/日（-9.1%）至 9059 万桶/日，其中二季度需求萎缩最严重，同比减少 1726 万桶/日（-18%）至 8130 万桶/日，三季度同比减少 825 万桶/日（-8.21%）至 9228 万桶/日，四季度同比减少 449 万桶/日（-4.45%）至 9630 万桶/日。

EIA 月报将 2020 年全球原油需求预期下降 290 万桶/日，预计 2020 年全球原油需求同比减少 813 万桶/日（-8%）至 9261 万桶/日，其中二季度需求受到冲击最严重，同比减少 1877 万桶/日（-18.72%）至 8148 万桶/日。

IEA 月报将 2020 年全球原油需求增速上调 70 万桶/日至-860 万桶/日，仍创历史最大降幅。4 月份石油需求料同比下降 2520 万桶/日，5 月份下降 2150 万桶/日，6 月份下降 1300 万桶/日。

图表3 OECD 原油库存

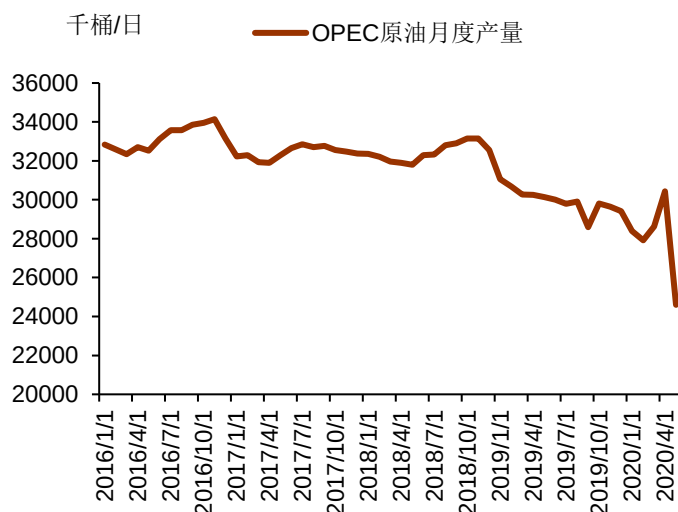


图表4 OPEC 原油产出明细

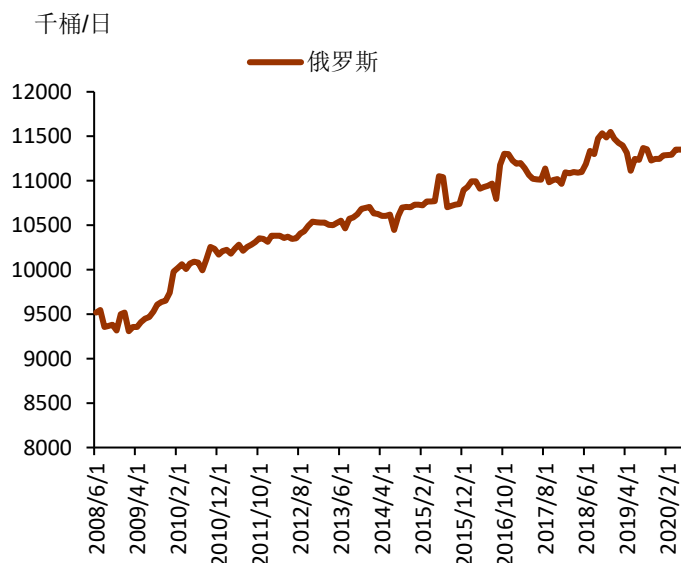
	Jan 20	Feb 20	Change Feb/Jan	%	Year-to-date 2019	2020
Basket	65.09	55.49	-9.60	-14.7	61.16	60.52
Arab Light	66.56	56.84	-9.72	-14.6	62.11	61.93
Basrah Light	64.06	54.75	-9.31	-14.5	60.60	59.63
Bonny Light	65.89	57.77	-8.12	-12.3	62.74	62.03
Djeno	62.95	54.37	-8.58	-13.6	58.98	58.86
Es Sider	63.63	54.65	-8.98	-14.1	60.59	59.36
Girassol	65.41	57.25	-8.16	-12.5	62.51	61.52
Iran Heavy	62.61	52.87	-9.74	-15.6	58.72	57.97
Kuwait Export	65.37	55.90	-9.47	-14.5	61.16	60.86
Merey	55.89	35.99	-19.90	-35.6	53.26	46.41
Murban	66.09	57.06	-9.03	-13.7	63.11	61.79
Rabi Light	60.80	53.27	-7.53	-12.4	60.83	57.22
Sahara Blend	65.28	57.91	-7.37	-11.3	61.67	61.77
Zafiro	65.31	56.65	-8.66	-13.3	62.39	61.19
Other Crudes						
Dated Brent	63.38	55.45	-7.93	-12.5	61.58	59.61
Dubai	64.10	54.25	-9.85	-15.4	61.62	59.41
Isthmus	55.93	47.50	-8.43	-15.1	60.83	51.92
LLS	61.45	53.97	-7.48	-12.2	60.75	57.89
Mars	58.95	51.52	-7.43	-12.6	59.17	55.42
Minas	62.10	53.39	-8.71	-14.0	54.21	57.95
Urals	62.86	55.11	-7.75	-12.3	62.09	59.17
WTI	57.56	50.60	-6.96	-12.1	53.23	54.25
Differentials						
Brent/WTI	5.82	4.85	-0.97	-	8.35	5.36
Brent/LLS	1.93	1.48	-0.45	-	0.82	1.72
Brent/Dubai	-0.72	1.20	1.92	-	-0.04	0.20

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

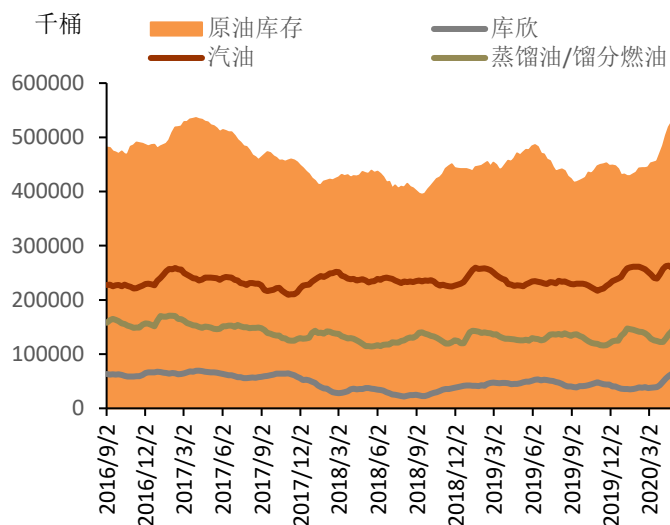
四、美原油产量料将继续下滑

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 30 美元/桶上方，但仍低于页岩油行业大部分企业的成本线（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。当前美原油 WTI 价格反弹至 30 美元上方，页岩油企或将重启封闭油井，油价反弹空间或受限。

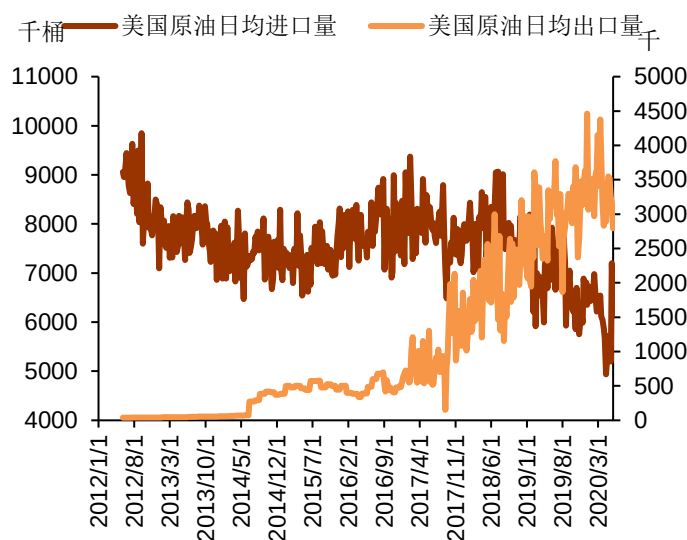
具体数据来看，美国活跃石油钻井平台连续九周减少，意味着未来几周美国原油产量将进一步下降。通用电气公司的油田服务机构贝克休斯公布的数据显示，截止 5 月 15 日的一周，美国在线钻探油井数量 258 座，比前周减少 34 座；比去年同期减少 544 座。随着前期美国部分页岩油企业亏损，以及新增石油钻井数持续下降，美国原油产量也出现持续减少。截止 5 月 15 日当周，美国原油日均产量 1150 万桶，比前周日均产量减少 10 万桶，比去年同期日均产量减少 70.0 万桶；截止 5 月 15 日的四周，美国原油日均产量 1177.5 万桶，比去年同期低 3.5%。此前油价大跌伤害到页岩油商的收入，甚至不抵设备人员之类的开支，迫使页岩油井大面积关停，新井开采也停滞不前。再加上运营中的油井迎来产量断崖，这造成页岩油产量的下降，比预计快很多。

从页岩油公司财务角度分析，在原油价格为每桶 20 美元的情况下，美国油气生产商今年将有超过 700 亿美元的债务面临风险，533 家美国石油勘探和生产公司将在 2021 年底前申请破产。如果原油价格跌至每桶 10 美元，将有 1100 多家公司申请破产。也就是说，随着油价暴跌，油气行业对资本支出的削减必然会愈演愈烈。现在英国石油公司、雪佛龙公司和埃克森美孚石油公司都加入了修订 2020 年资本预算的行列。与 2019 年相比，资本支出将被削减近 42%。大幅消减资本支出会导致页岩油行业新井的钻探数量不足。页岩油井存在基础产量下降的现象，其产量在第一年就会下降 60%以上，这意味着需要不断钻探新井来取代旧井。随着今年新井钻探的大幅减少，美国原油产量或从年初的每日 1280 万桶下降至今年年底的每日 1010 万桶。除了产量下滑，也就是说，整个美国页岩油行业在低油价下面临着破产风潮，美国原油的供应将在较为长期的水平逐步下滑，甚至可能再度转为原油净进口国。投资者可以跟踪美国页岩气公司债券情况，进而观察实时的公司破产可能性。

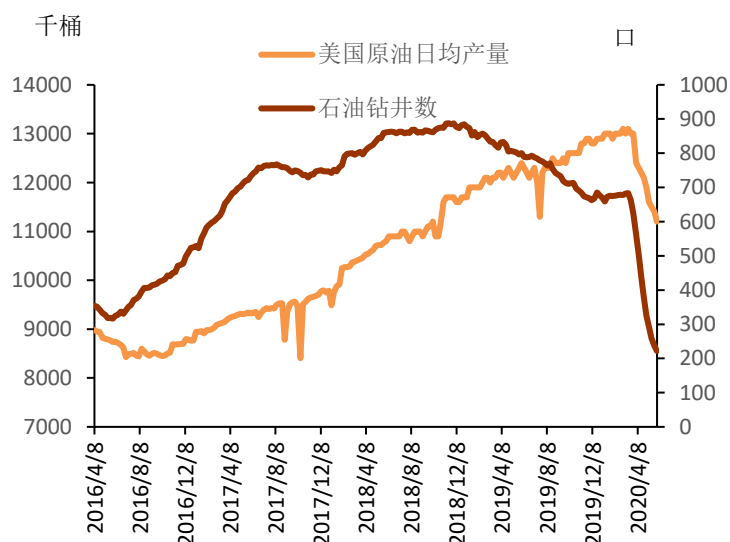
图表 7 美国原油库存情况



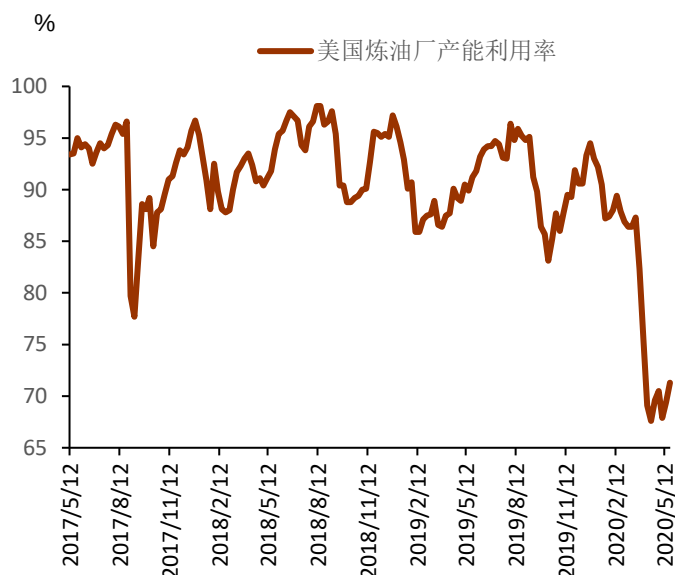
图表 8 美国原油进出口情况



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

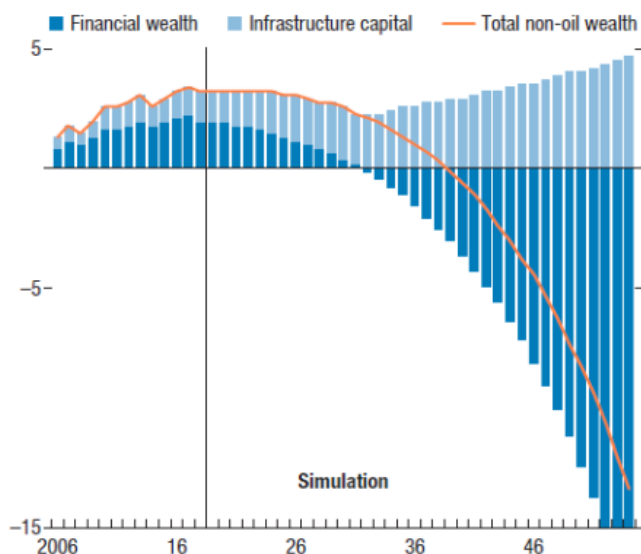
五、OPEC+当前减产规模有望延长

此前的减产数据可以在 OPEC 的 5 月月报一窥究竟，沙特 5 月中旬表示，6 月份原油产量将在现有减产基础上再每日减产 100 万桶，将日产量减至 750 万桶，比 4 月份原油日产量减少近 40%。科威特和阿联酋支持沙特的决定，宣布将在 6 月份将原油日产量分别再减少 8 万桶和 10 万桶。俄罗斯在协议中承诺在 5-6 月份削减原油产量至每日 850 万桶，但其中不包括天然气凝析油。俄罗斯天然气凝析油产量通常在每日 60-70 万桶左右。结合 OPEC 和 IEA 最新月报，OPEC+以外的产油国的 4 月产量比年初减少 300-360 万桶/日，预计在 6 月降幅可能达到 400 万桶/日。预计未来产量下降有望达到 1500 万桶/日。

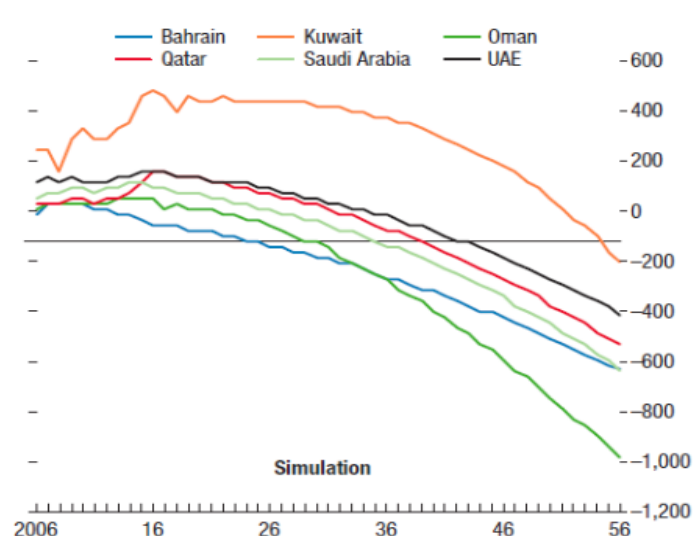
此外，OPEC+将于 6 月 10 日举行会议，讨论市场状况和产出协议的进展情况。目前的变数仍在俄罗斯。据最新报道，沙特和俄罗斯已达成一致，同意把目前减产 970 万桶的政策延长一个月的时间，但是前提是其他欧佩克+成员国必须严格遵守减产协议，并需要补足此前未遵守的减产量。报道称，沙特和俄罗斯对部分成员国不按约定减产感到不满。后续仍关注 6 月 OPEC+会议及成员国减产执行的实际情况。受到海湾国家财政赤字水平的制约，减产未必是一条通途。

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，5 月 26 日当周的布伦特原油期货投机性净多头头寸增加 14757 张至 173196 张合约；CFTC 公布的数据显示至 5 月 26 日当周，投机者所持 WTI 原油净多头头寸减少 1029 张合约，至 542574 张合约，资金情绪稳定。

图 13 WTI 非商业持仓

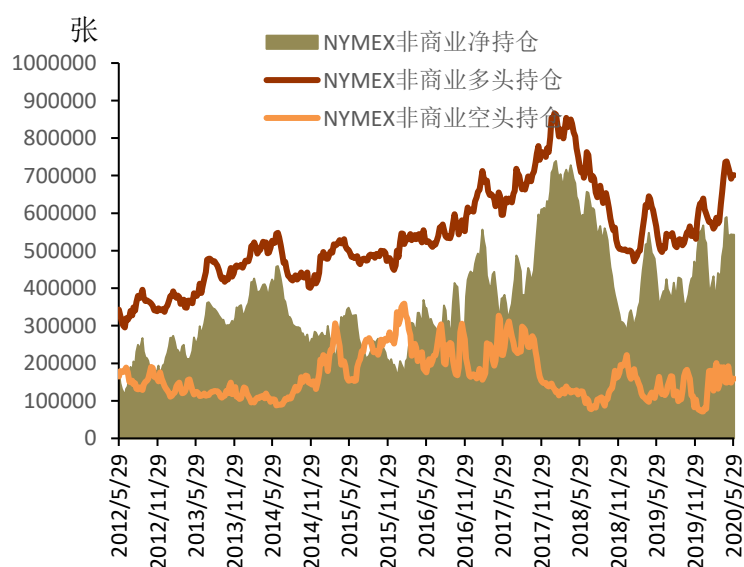
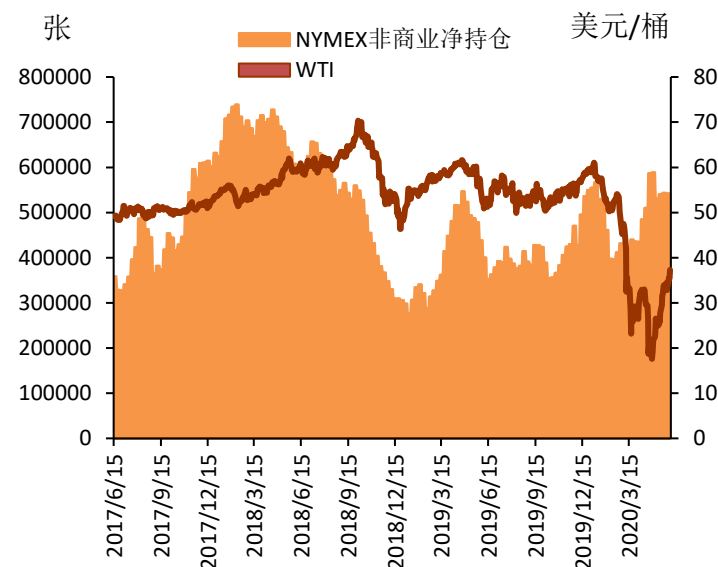


图 14 WTI 与净持仓的关系



数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

八、油价市场结构

价差方面，Brent M1-M2 月差上涨至-2.51，M1-M5 月差上涨至-3.65，期限结构从深度 Contango 逐步转变 Contango，月差回升支撑油价上涨。布伦特原油价差已转为现货溢价，为 3 月 4 日以来的首次，这种情况通常出现在供应紧张的市场。从月差的表现来看，市场对于未来原油供应紧缩的预期逐渐强烈。

图 15 WTI 跨月价差结构

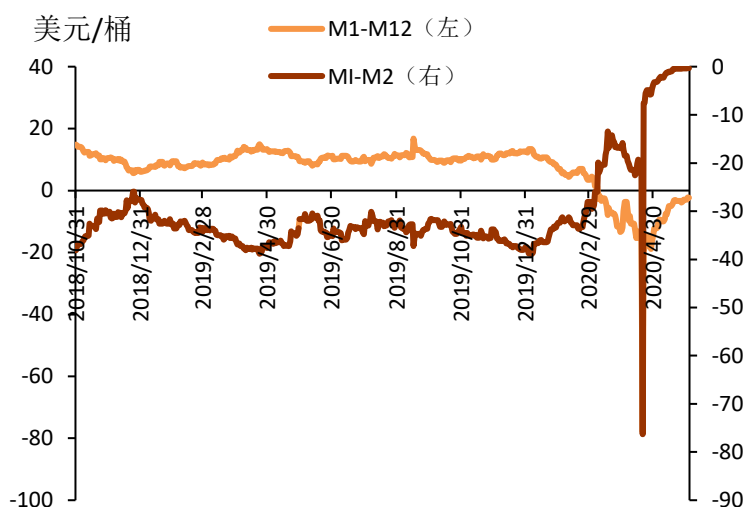
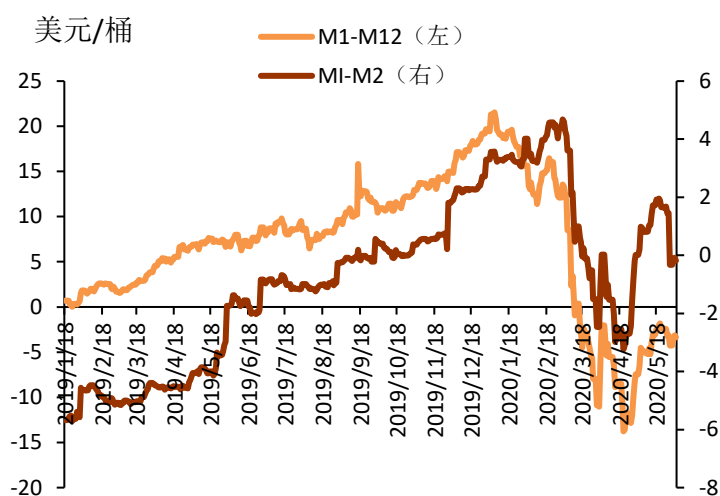


图 16 Brent 跨月价差结构



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。

● 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，疫情进入夏季疫情有减弱的可能，各国将逐渐开始复工步伐，需求将逐渐增加。

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。预计 6 月油价或呈现先回暖，后承压的走势。

风险提示：减产协议难产或不及预期

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。