

2020年8月7日

星期五



## 原油维持低波动，

## OPEC降低减产规模

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

### 要点

#### ●供应端：

OPEC+自8月开始减产的力度减弱至770万桶/日，供应将较7月环比增加。OPEC+产量增加以及其他全球产油区恢复生产，预计将8月供应推升至9120万桶/日，9月为9250万桶/日，10月为9290万桶/日和11月的9330万桶/日。预计12月为9340万桶/日。而此前6月创下8640万桶/日的低点 and 7月预计为8820万桶/日。

EIA周度数据显示美国原油产量已经增加至1110万桶/日，今年的油价暴跌导致美国25家最大的公共石油生产商削减了47%的资本支出计划，并自去年以来闲置了超过75%的美国钻井平台。随着美国页岩油行业的裁员自救与资产重组，行业的重新洗牌进入新的阶段，美原油产量将企稳回升。此外，局部的变化需要关注8月美国飓风季对原油海上开采平台的阶段性影响。整体供应压力在回升。

#### ●需求端：

根据中国海关总署公布的数据显示，1~6月，我国原油累计进口量为26874.7万吨，比去年同期增长9.9%，一方面得益于国内疫情管控较为及时，另一部分则由于低油价带来了较多的囤油需求，但是在油价重新回调后，需求的增量难以为继。

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8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

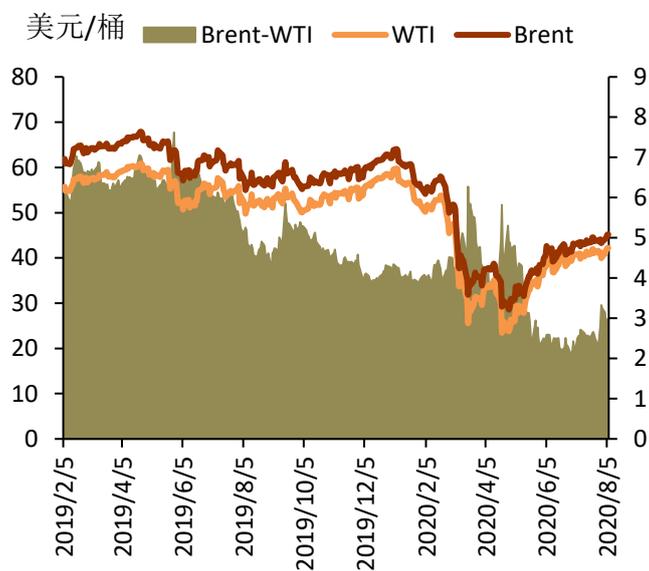
图表 1 WTI 和 Brent 油价走势 .....	4
图表 2 SC 油价走势 .....	4
图表 3 OECD 原油库存 .....	7
图表 4 OPEC 原油产出明细 .....	7
图表 5 OPEC 原油月度产量 .....	7
图表 6 俄罗斯月度产量 .....	7
图表 7 美国原油库存情况 .....	9
图表 8 美国原油进出口情况 .....	9
图表 9 美国原油及活跃钻井数 .....	9
图表 10 美国炼厂开工情况 .....	9
图表 11 海湾国家金融财富将逐步耗尽 .....	11
图表 12 低油价下海湾国家财富使用情况 .....	11
图 13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

7月原油震荡走势，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。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，美国参议院共和党人公布万亿美元的刺激计划，继续释放宽松信号，美元走软对国际油价形成支撑。而美国第二季度实际个人消费支出季率初值录得-34.6%，创历史最大降幅。美国经济在第二季遭遇至少1940年代以来最严重的衰退，突显出新冠肺炎疫情对全美企业的冲击。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。

于截止7月31日收盘，WTI原油期货收于40.43美元/桶，涨幅2.95%；Brent原油期货结算价收于43.71美元/桶，涨幅5.91%；上海原油期货收于286.1元/桶，跌幅2.02%。

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、美国钻井公司连续第 10 周削减石油和天然气钻井平台数量至历史新低

过去的 20 周，美国活跃钻井平台数量有 19 周下降，意味着未来一段时间美国原油产量将减少。贝克休斯报告显示，美国活跃钻井数量维持在 1987 年有记录以来最低水平。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 7 月 31 日的一周，美国在线钻探油井数量 180 座，比前周减少 1 座；比去年同期减少 590 座。报告显示，迦南伍德福德盆地增加 1 座；二叠纪盆地减少 2 座；威利斯顿(Williston)盆地增加 1 座；本周美国海上平台 12 座，与前周持平，比去年同期减少 12 座。

### 2、欧佩克宣布，减产令将进入第二阶段

欧佩克认为，随着世界各地经济重新开放，市场出现了令人鼓舞的改善迹象。虽然在一些地方可能会重新实施局部封锁措施，但无论是在实物市场还是期货市场，复苏迹象都很明显。欧佩克宣布，减产令将进入第二阶段，减产规模下调 200 万桶，至 770 万桶/日。欧佩克预计，受到疫情影响，今年能源需求的季节性表现将更加明显，未来民众对公共交通工具的需求有望回升，对于产油国而言，减产令调整对能源出口的影响是有限的。欧佩克秘书长巴尔金在一次远程广播讲话中说：“为支持石油市场，欧佩克成员国和非成员产油大国实施了前所未有的减产，供应和需求趋势正帮助我们一步步实现市场平衡，现在已经接近。”欧佩克还特别强调，部分成员国宣布额外减产措施将加速全球石油市场的再平衡，同时改善 2020 年对欧佩克原油的需求。

### 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量压力，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、美国国务卿蓬佩奥发表了一场有关中国政策的演说

美国总统特朗普在新冠疫情简报会上暗示与中国的贸易战争将加剧，随后，油价有所回落。当日下午，美国国务卿蓬佩奥发表了一场有关中国政策的演说，提议自由国度组成一

个新的民主联盟，并呼吁中国人民加入国际社会改变中国政府行为的行列。他强调，国际社会对抗中国的作法不能只是一味强硬，而是必须与中国人民交流，并赋予他们力量。

Rystad Energy 石油市场主管通豪根(Bjornar Tonhaugen)在电子邮件中表示：“从长期来看，石油需求要保持不受干扰，就需要有顺畅的国际贸易关系，而中美之间的紧张关系从来都不是一个好迹象。”

#### 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：

OPEC 在 6 月的出口减少 184 万桶/日。目前 OPEC 正在履行与俄罗斯等非 OPEC 产油国缔结的减产协议。OPEC 上月原油出口平均为 1,720 万桶/日。沙特阿拉伯五月原油出口量从一个月前创纪录的 1023.7 万桶/日降至 602 万桶/日，为 2010 年 10 月以来的最低水平。出口下降的同时，沙特的石油产量从 4 月份的历史高点 1207 万桶/日下降到 2010 年 12 月以来的最低水平 848.6 万桶/日。沙特还设法将原油库存从一个月前 1.435 亿桶的 16 年低点提高至 1.4756 亿桶。

#### 需求方面：

EIA 将 2020 年全球原油需求增速预期上调 19 万桶/日至-815 万桶/日，此前 EIA 连续 5 个月下调 2020 年全球原油增速预期。IEA 指出新冠肺炎病例数不断增加给市场前景蒙上了阴云，使原油需求倾向于下行。因此，该机构预期 2020 年全球原油需求将下滑 790 万桶/日，2021 年为增加 530 万桶/日。在月报中，IEA 尤其指出，受到疫情封锁的影响，第二季度全球原油需求同比下滑 1640 万桶/日。欧佩克公布月度报告，将 2020 年全球原油需求增速预期从-907 万桶/日调整至-895 万桶/日，预计 2021 年原油需求增速恢复正增长，并创下纪录新高的 700 万桶/日，预计需求增 600 万桶至 2980 万桶/日。

图表3 OECD原油库存

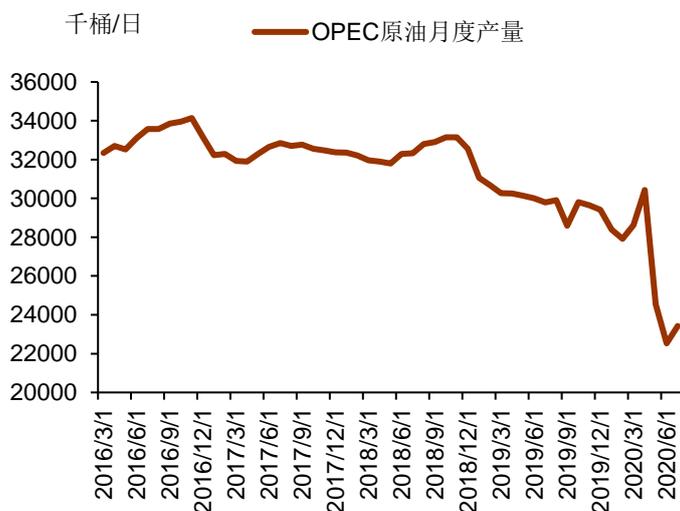


图表4 OPEC原油产出明细

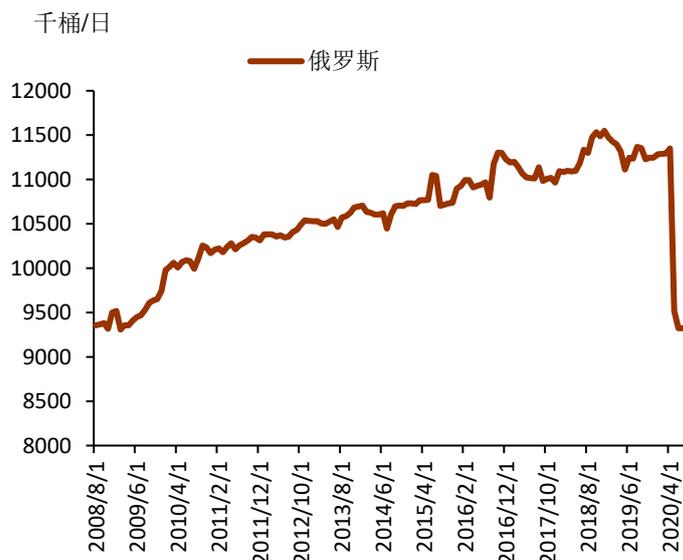
	Jan 20	Feb 20	Change		Year-to-date	
			Feb/Jan	%	2019	2020
<b>Basket</b>	<b>65.09</b>	<b>55.49</b>	<b>-9.60</b>	<b>-14.7</b>	<b>61.16</b>	<b>60.52</b>
Arab Light	66.56	56.84	-9.72	-14.6	62.11	61.93
Basrah Light	64.06	54.75	-9.31	-14.5	60.60	59.63
Bonny Light	65.89	57.77	-8.12	-12.3	62.74	62.03
Djeno	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
<b>Other Crudes</b>						
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
<b>Differentials</b>						
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

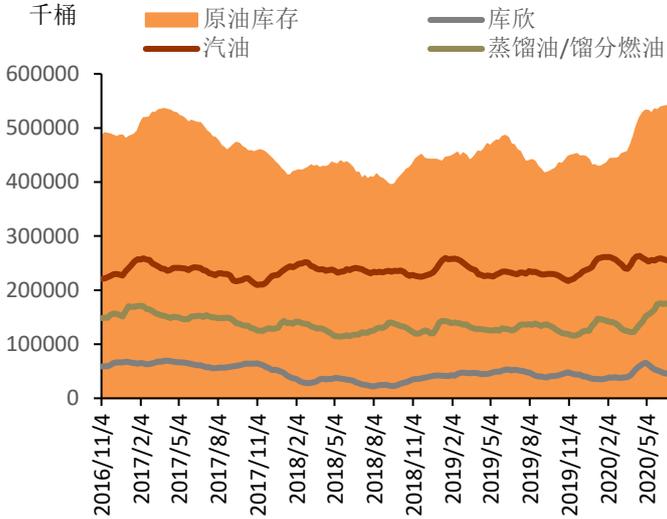
#### 四、美原油产量料将继续下滑

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 40 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 40 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。

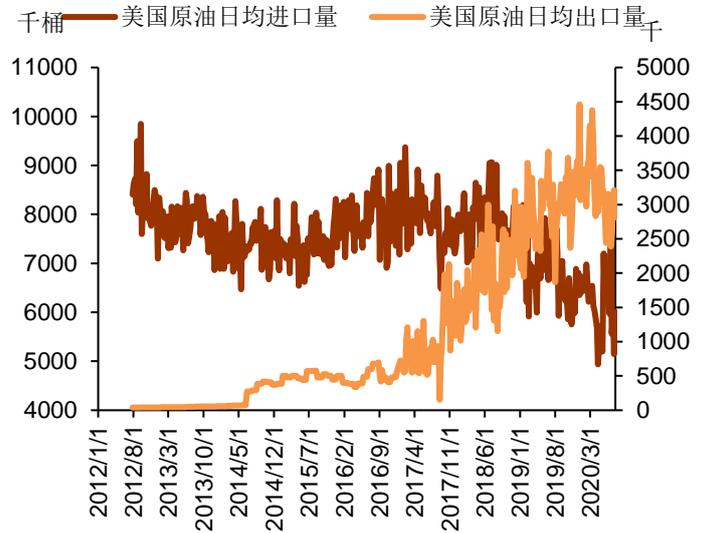
石油行业如今的亏损并不完全源自疫情。即使在冠状病毒出现之前，该行业就面临着减少石油燃料的长期计划和来自亚洲新工厂的竞争的压力的影响，今年 4 月和 5 月，石油的全球消费量下降了 20% 以上，即使目前对燃料的需求逐渐上升，但大多数人认为该行业的盈利能力无法在 2021 年底之前达到疫情爆发前的水平。

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。

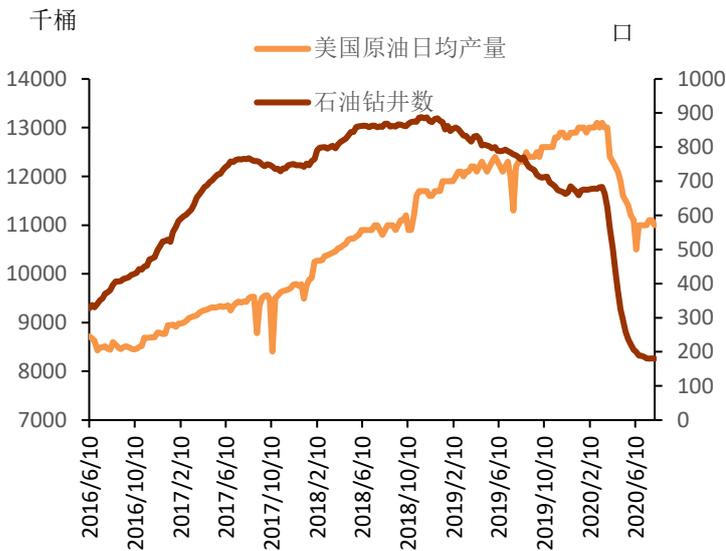
图表 7 美国原油库存情况



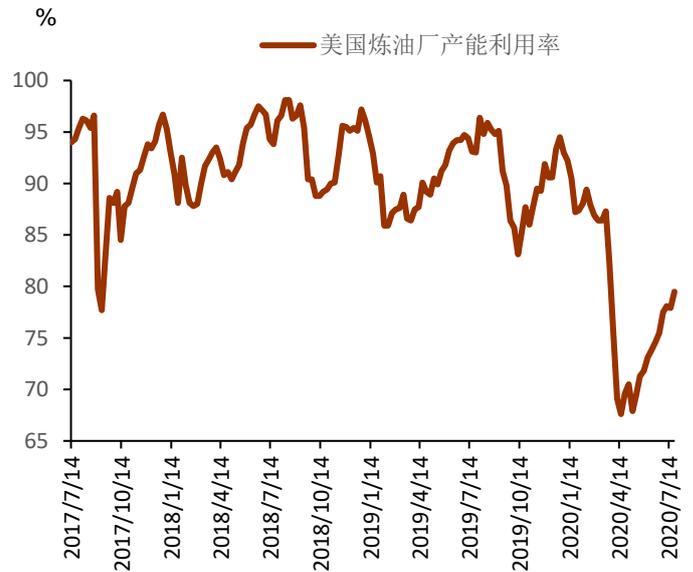
图表 8 美国原油进出口情况



图表 9 美国原油及活跃钻井数



图表 10 美国炼厂开工情况



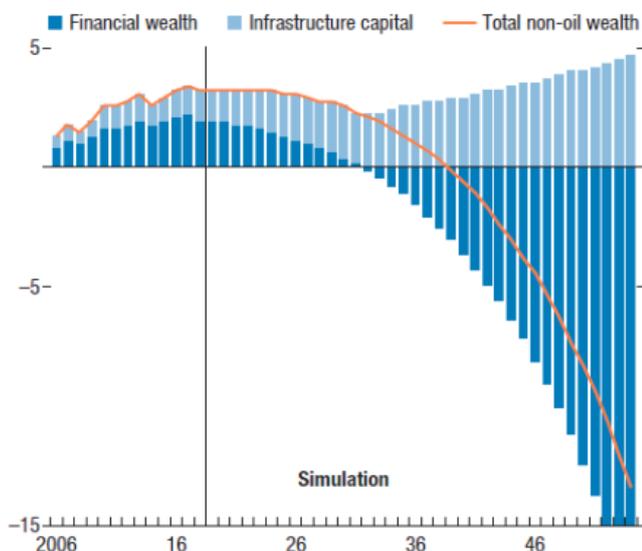
数据来源: EIA, 铜冠金源期货

## 五、OPEC+当前减产执行状况较好

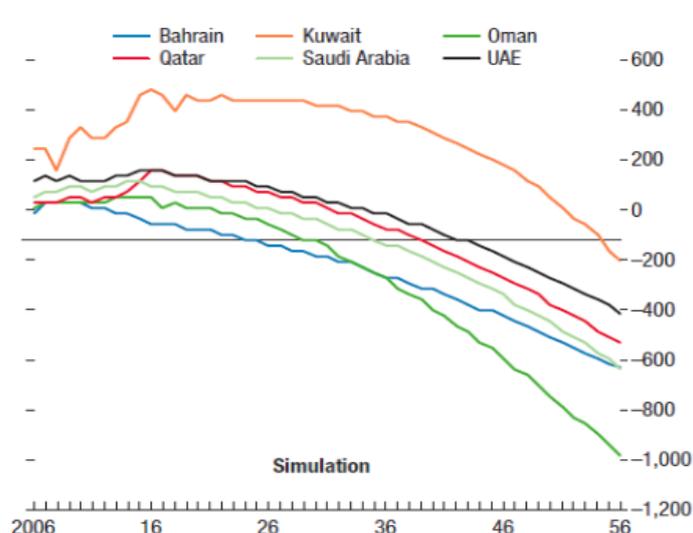
自 2020 年 5 月 10 日开始，OPEC+展开新一轮减产限产协议，从目前的减产形势里看，减产执行率较高，各成员国一致保持较高减产额度，这使得全球原油供需状况得到极大改善。此前，OPEC+协议受到沙特与俄罗斯间矛盾影响协议破裂，导致原油价格大幅下跌。伴随其他非 OPEC+协议成员国的加入，新 OPEC+协议逐步成型。协议内容下，OPEC 与非 OPEC 产油国达成为期两年的减产协议，其中，2020 年第三季度日均减产石油 970 万桶，2020 年四季度日均减产 770 万桶，2021 年 1 月至 2022 年 4 月日均减产 580 万桶。从目前 OPEC+执行状况来看，现阶段执行率高达 100%，但同时仍有部分成员国尚未完成其协议内涉及额度，单独从 OPEC+政策出台目的来看，执行状况对油价提振有较积极意义。截止目前，全球原油价格已经有较大幅度反弹，以美原油为例，油价已经处于 40 美元以上，通过目前油价表现来看，OPEC+限产减产协议效果较为明显。另外，OPEC+8 月份协议即将到期，而四季度日均减产量将提升 200 万桶，市场预期全球原油供需状况将因此而遭遇挑战。

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 7 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

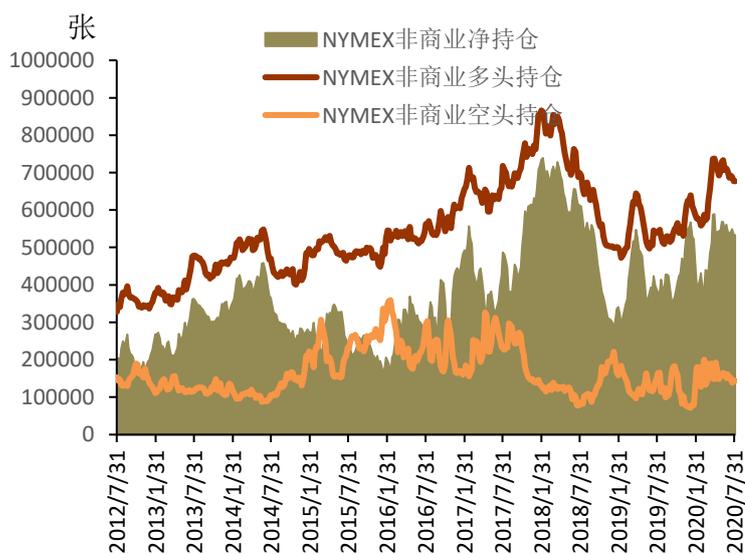
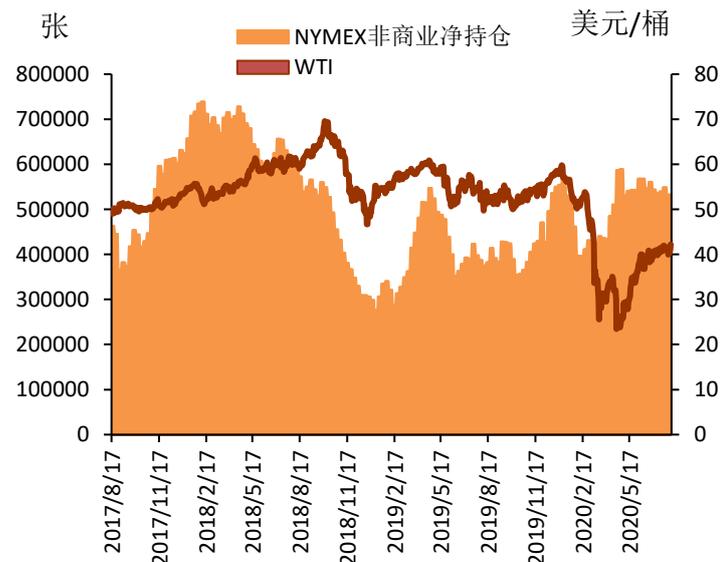


图 14 WTI 与净持仓的关系



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

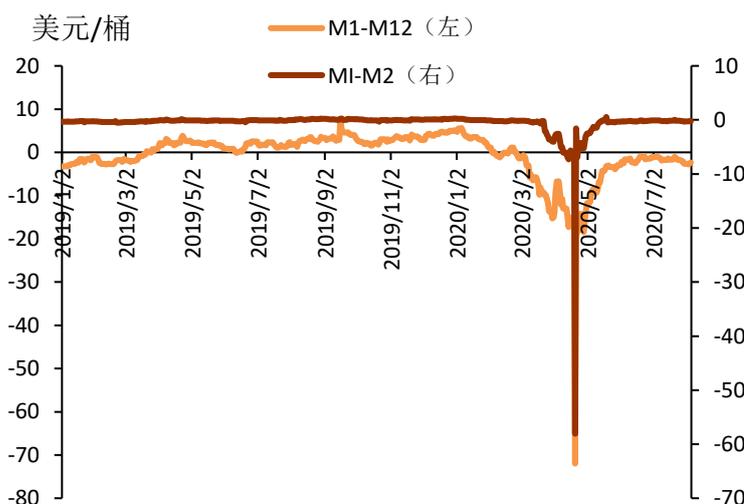
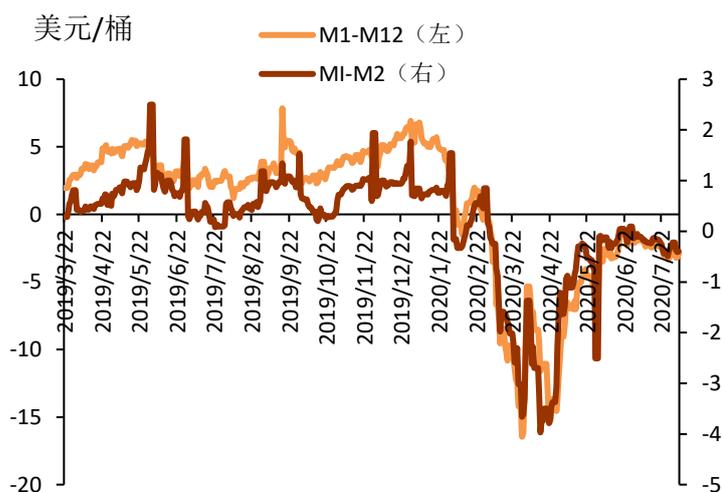


图 16 Brent 跨月价差结构



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。

### ● 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。同时，美元的贬值也再支撑着油价。预计 8 月油价或难以维持此前低波动的区间震荡格局。

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。