

2020 年 12 月 4 日

星期五



供应相对增加， 原油或小幅回落

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

要点

●供应端

利比亚成为供应增加的主要源头，OPEC 供应环比增加到 40 万桶/日。而美国产油区不再受飓风影响，原油供应环比将增加 10-20 万桶/日。总体而言，原油的主要供应环比将增加。

●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。EIA、IEA、OPEC 三大月报均下调原油需求预期，原油需求预计同比回落。

●整体来看，各国逐渐开始复工步伐，但原油需求增长不及预期，各大机构不断在下调此前预测。同时，美国大选目前虽然拜登胜选，但特朗普对拜登的指控也让结果存在不确定性。无论谁顺利当选，财政刺激方案均会被通过，因此我们预期长期需求在大选后依然能够得到支撑。但我们也要考虑其他变数。原油在短期或出现小幅回落，中长期出现震荡走势。

风险提示：中东冲突、地缘政治风险

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、 美原油产量料将探底回升.....	8
五、 OPEC 或再度延长减产协议	10
六、 WTI 非商业持仓情况.....	12
七、 油价市场结构	13
八、 后期展望	14

图表目录

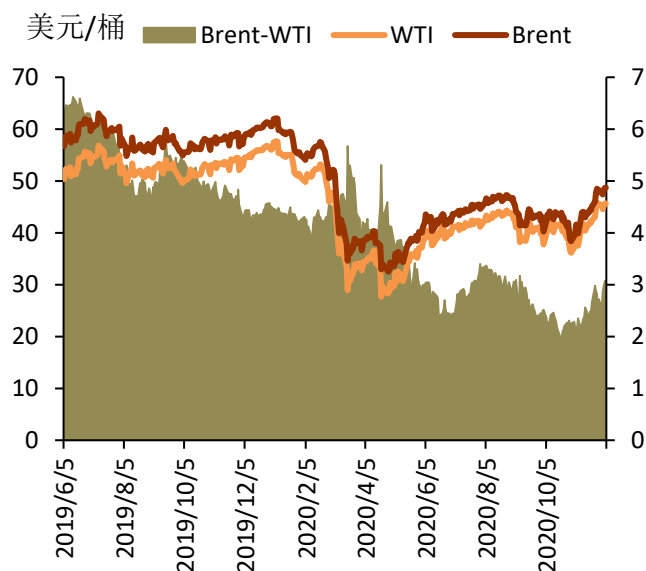
图表 1 WTI 和 Brent 油价走势	4
图表 2 SC 油价走势	4
图表 3 OECD 原油库存	8
图表 4 OPEC 原油产出明细	8
图表 5 OPEC 原油月度产量	8
图表 6 俄罗斯月度产量	8
图表 7 美国原油库存情况	10
图表 8 美国原油进出口情况	10
图表 9 美国原油及活跃钻井数	10
图表 10 美国炼厂开工情况	10
图表 11 海湾国家金融财富将逐步耗尽	12
图表 12 低油价下海湾国家财富使用情况	12
图 13 WTI 非商业持仓	13
图 14 WTI 与净持仓的关系	13
图 15 WTI 跨月价差结构	13
图 16 Brent 跨月价差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

一、原油市场行情回顾

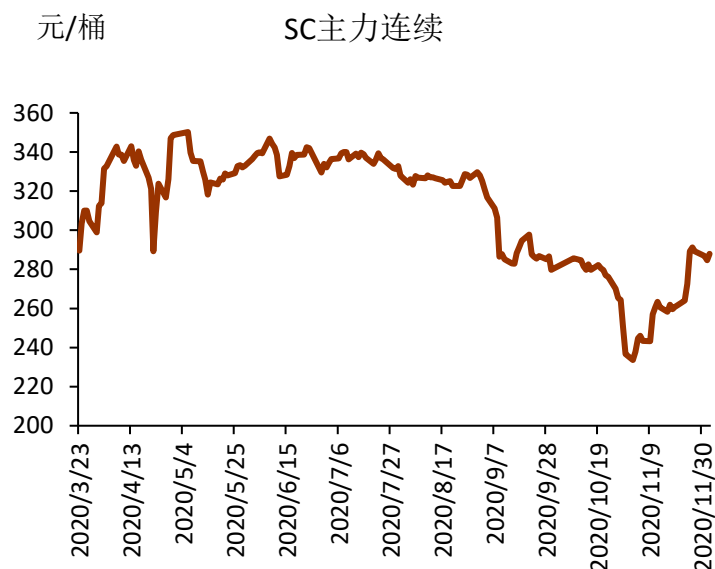
步入 11 月以来，随着美国总统大选结果虽然仍有争议，但无疑更加清晰了。不确定风险得以有效释放。并且在新冠疫苗研制连续获得突破性进展以后，市场预期未来全球需求有望得到恢复。由于疫情是导致此前油价大幅回落的主要因素，要使得原油转入中长期上涨节奏，也必须获得疫情的有效控制预期以后才能扭转原油需求前景持续萎缩的阴霾。在宏观氛围趋暖，疫苗有望加速出现的乐观预期提振下，国内外原油供需预期向好发展，油市此前偏悲观的预期得到改善，全球原油期货价格展开修复性反弹走势。

截止 11 月 30 日收盘，WTI 原油期货收于 45.06 美元/桶，涨幅 25.90%；Brent 原油期货结算价收于 47.76 美元/桶，涨幅 25.88%；上海原油期货收于 281.6 元/桶，涨幅 23.83%。

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、做空原油头寸上升至 9 个月高位

石油市场上的“其他”交易员正在空前规模地做空原油。据洲际交易所欧洲期货交易所数据显示，被监管机构和交易所归类为“其他可报告”的交易员目前持有创纪录的近 470,000 张布伦特期货合约空头头寸。这个类别的交易员包括公开信息中查不到其业务活动的实体，或者不适合归入其他主要报告类别的交易商、投机者、生产者或消费者。高频交易员和自营交易行将被包括在内。他们的看跌押注相当于 4.7 亿桶石油，与传统投机者的仓位形成鲜明对比：十一月底，传统投机者的布伦特净空头仓位升至 9 个月高位。

2、俄罗斯能源部表示全球石油需求将在未来恢复

俄罗斯能源部副部长索罗金表示，确信石油需求将会恢复，全球石油需求将在未来 2-3 年内恢复到 1 亿桶/日，俄罗斯是能源市场上负责任的参与者。现在讨论诺瓦克升任副总理对俄罗斯同欧佩克关系的影响还为时过早。在目前的油价下，高成本项目很难看到石油产量增加。由于投资减少，存在供应紧张的风险。至少在未来 10-15 年，我们将看到石油需求增长。航空旅行不会在未来两年内完全恢复。

3、委内瑞拉国有石油公司对明年油价持悲观态度

委内瑞拉国有石油公司(PDVSA)对明年的油价做出了悲观估计，预计其出口的原油价格仅为 35 美元/桶。而今年的油价估计为 60 美元/桶。美国对加拉加斯的制裁使得 PDVSA 很难将其石油销售到海外，因此不得不以大幅折扣出售。最新的油价危机也毫无帮助，进一步降低了油价。例如，自今年年初以来，PDVSA 最受欢迎的梅里混合油平均售价为 27.93 美元/桶。

4、欧佩克将继续召开会议并做出决定

欧佩克秘书长巴尔金都表示，疫情复发令石油需求持续承压，欧佩克及其盟友将通过在下一次会议上做出的决定，“加快”石油市场的复苏。巴尔金都称，“我们将继续面临阻碍，需求正在复苏，全球经济也在反弹，但是速度非常缓慢。”他还称，最新一轮疫情“几乎肯定会打压我们在第三季度积累的势头”。即便中国和印度的燃油需求回到今年疫情爆发前的水平，但上述情况令明年蒙上阴影。

5、沙特考虑推迟明年年初的增产计划

沙特考虑推迟明年年初的欧佩克增产计划。沙特高级石油顾问表示，随着全球多地新冠疫

情重燃，以及利比亚原油供应重返市场，导致原油供应进一步过剩，沙特正考虑取消原定明年初实施的欧佩克增产计划；今年4月，欧佩克+同意进行创纪录的原油减产行动，并计划于明年1月起将减产规模缩小至580万桶/日，较目前的产量水平提高200万桶/日左右；沙特石油顾问表示，沙特正考虑将这一行动推迟到明年一季度末；沙特顾问表示，市场不能消化复产的200万桶/日的原油。

6、欧佩克认为原油长期需求平稳后将下降

欧佩克公布了《2020年世界石油展望》，该报告显示，全球石油需求将在本世纪30年代末趋于平稳，而且届时可能已开始下降。这是欧佩克的一个重大转变，同时也反映出疫情对经济和消费习惯的持久影响。与此同时，越来越多的分析认为，这场疫情可能会成为石油需求峰值的转折点。欧佩克称，2030年石油日消费量将从2020年的9070万桶增至1.072亿桶，较去年的预估低110万桶，较2007年对2030年需求的预估低逾1000万桶。

7、美国汽车司机和航空公司的消息加剧了对石油需求疲软的一些担忧

ValuePenguin一项对司机的调查显示，在美国，每10个拥有汽车的人中，就有3个因为失业或者在家工作而不再开车上班。与2020年1月和2月相比，8月份美国每周购买汽油的司机数量下降了26%，这表明虽然夏季美国汽油需求较春季水平显著上升，但除非更多的员工返回工作岗位，更多的学校开放，经济得到改善，否则这种趋势将无法维持。今年夏天需求激增的很大一部分要归功于度假，可以预见随着夏天的结束，这一数字将会下降。

三、全球原油供需情况

供应方面：

OPEC 方面，预计 12 月份 OPEC 原油供应小幅增加。利比亚产量恢复贡献了 OPEC 大部分的原油供应增量，预计 12 月份产量环比增加 30 万桶 / 天左右。OPEC 其余产油国要么受减产协议限制，产量虽有增加，但增幅不大，如伊拉克；要么受制裁，产量常年维持在该水平，如伊朗和委内瑞拉。除利比亚外，其余产油国的原油产量变化不大。我们预计，叠加减产不达标国家的小幅增产，12 月份，OPEC 原油供应环比将增加 40 万桶 / 天。

美国方面，伴随着钻机数量的回升，美国原油产量也将逐渐稳步增加。自从 9 月 25 日当周以来，美国原油活跃钻机数量由之前的 180 部左右逐渐增加至近期的 241 部，两个月的时间，增长了近 60 部。美国原油产量也在季节性飓风过后逐步回升，当前产量维持在 1050-1110 万桶 / 天。由于油价进入了 40 美元 / 桶的相对舒适区间，美国页岩油也逐渐复苏，钻机数量随之增加。虽然拜登当选美国总统，推行“绿色新政”，但他明确表示不会禁止页岩油开发，且绿色能源的推广需要很长的一段时间，整体上利多与利空交织，短期内对美国原油产量的影响并不会太大，美国原油供应预计环比小幅增长 10-20 万桶 / 天。

整体而言，12 月原油供应预计将环比增加 50 万桶 / 天。

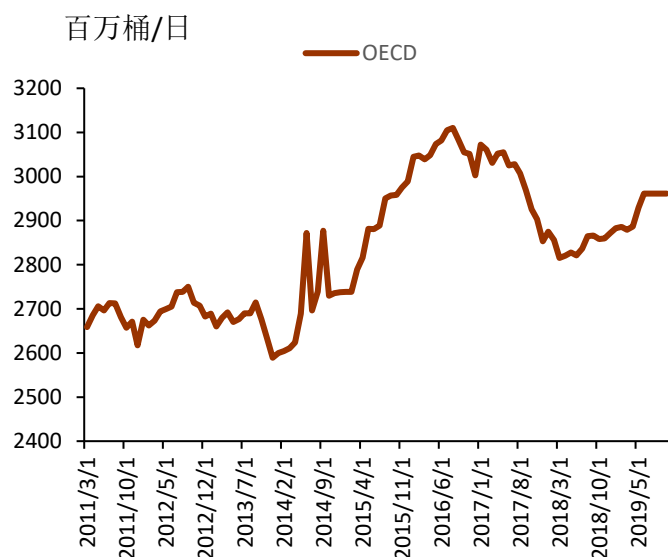
需求方面：

IEA 月报下调原油需求预期，因疫苗不会拯救市场。将 2020 年全球原油需求预期下调 40 万桶 / 日，因欧洲和美国疫情恶化。预计 2021 年全球原油需求将增加 580 万桶 / 日至 9710 万桶 / 日，仍比 2019 年疫情前的水平低 300 万桶 / 日。一些国家需求疲软，产出上升，表明基本面过于疲弱，无法支撑油价。新冠疫苗在明年很长时间内不太可能显著提高石油需求。EIA 短期能源展望报告：将 2020 年全球原油需求增速预期调整至-861 万桶 / 日，此前为-862 万桶 / 日；将 2021 年全球原油需求增速预期调整至 589 万桶 / 日，此前为 625 万桶 / 日。预计 2020 年美国原油需求增速为-238 万桶 / 日，此前预期为-231 万桶 / 日。预计 2021 年美国原油需求增速为 169 万桶 / 日，此前预期为 174 万桶 / 日。

OPEC 月报将 2020 年第四季度对 OPEC 原油的需求预期下调 96 万桶 / 日。因新的封锁措施，再次下调了对 OPEC 原油的需求预期。欧洲最新的防疫相关限制性措施将对 2020 年剩余时间的需求产生不利影响。新的防疫封锁措施意味着油价尚未脱离困境。原油需求复苏将受到严重阻碍，交通和工业燃料需求低迷将持续到 2021 年中期。预计 2020 年全球原油需求增速为-975 万桶 / 日，前值为-947 万桶 / 日。预计 2020 年全球原油需求为 9001 万桶 / 日，前值为 9029 万桶 / 日。预计 2021 年全球原油需求增速为 625 万桶 / 日，前值为 654 万桶 / 日。下调 2021 年全球原油需求预测，运输燃料需求将疲弱至明年第一季度。预计 2020 年全球经济将萎缩 4.3%，此前预期萎缩 4.1%。预计 2021 年全球经济增长预期为 4.4%，此前为

4.5%。

图表3 OECD 原油库存



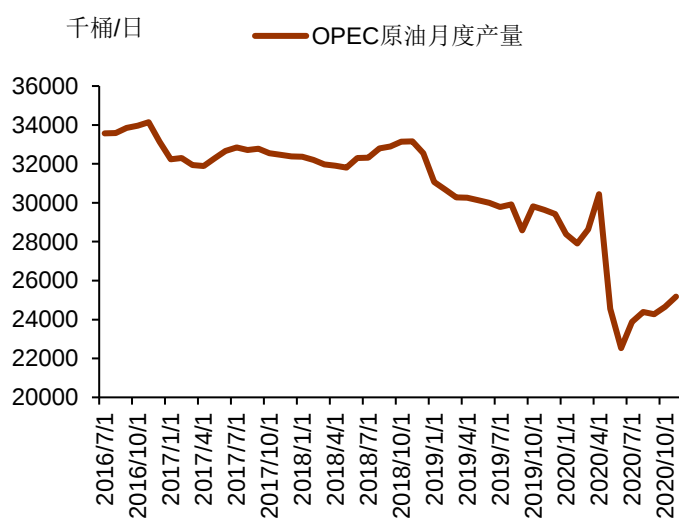
图表4 OPEC 原油产出明细

	Sep 20	Oct 20	Change	%	Year-to-date	2020
OPEC Reference Basket	41.54	40.08	-1.46	-3.5	63.91	40.57
Arab Light	42.09	40.32	-1.77	-4.2	64.81	41.06
Basrah Light	42.09	40.60	-1.49	-3.5	63.53	40.54
Bonny Light	40.78	39.64	-1.14	-2.8	65.58	40.67
Djeno	33.13	32.56	-0.57	-1.7	61.43	35.17
Es Sider	39.18	37.71	-1.47	-3.8	63.47	39.23
Girassol	41.10	40.72	-0.38	-0.9	65.81	41.59
Iran Heavy	41.93	40.24	-1.69	-4.0	61.77	39.70
Kuwait Export	42.12	40.38	-1.74	-4.1	64.11	40.54
Merey	28.22	26.23	-1.99	-7.1	55.46	27.76
Murban	41.88	41.06	-0.82	-2.0	64.65	42.31
Rabi Light	39.38	39.01	-0.37	-0.9	63.28	39.11
Sahara Blend	40.98	39.76	-1.22	-3.0	64.20	41.27
Zafiro	40.62	39.99	-0.63	-1.6	65.39	40.44
Other Crudes						
North Sea Dated	40.58	40.01	-0.57	-1.4	64.03	40.76
Dubai	41.45	40.70	-0.75	-1.8	63.50	41.45
Isthmus	38.06	38.15	0.09	0.2	63.40	35.23
LLS	41.07	40.81	-0.26	-0.6	62.68	40.41
Mars	40.56	39.96	-0.60	-1.5	61.05	39.18
Minas	39.81	39.30	-0.51	-1.3	60.00	40.35
Urals	40.98	40.26	-0.72	-1.8	64.12	40.84
WTI	39.61	39.53	-0.08	-0.2	56.73	38.44
Differentials						
North Sea Dated/WTI	0.97	0.48	-0.49	-	7.30	2.32
North Sea Dated/LLS	-0.49	-0.80	-0.31	-	1.35	0.35
North Sea Dated/Dubai	-0.87	-0.69	0.18	-	0.53	-0.69

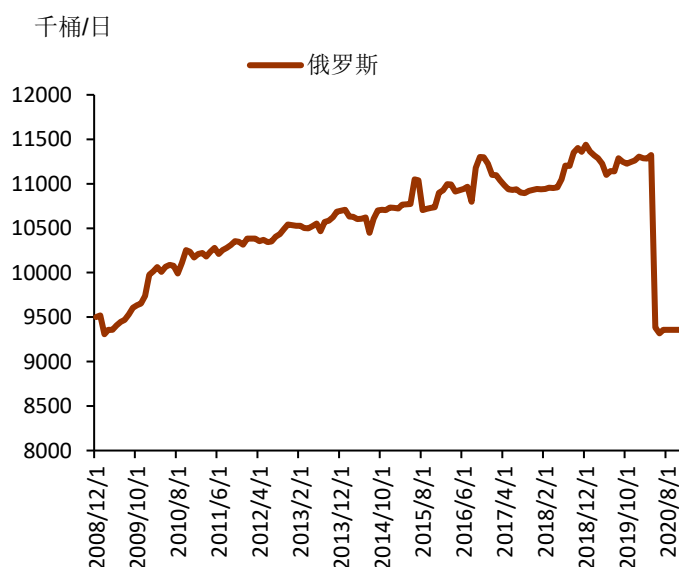
Sources: Argus, Direct Communication, OPEC and Platts.

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



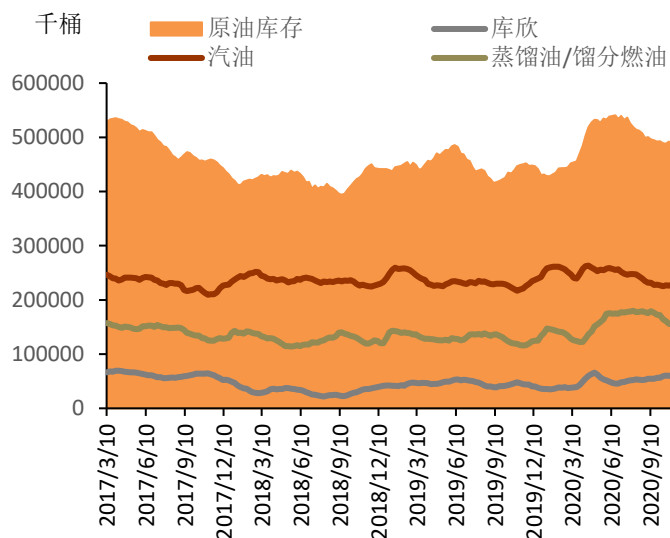
数据来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

四、美原油产量料将探底回升

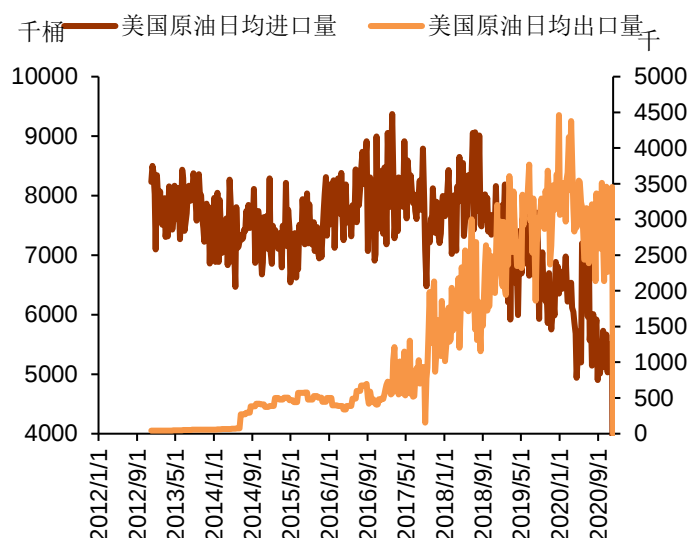
通常情况下，原油需求具有较明显的季节性特征，一般出现在夏季和冬季。夏季是汽油消费高峰，冬季则是取暖油需求高峰，这两个阶段，原油需求量通常都会达到年内高位。以美国原油 21 年的月度平均需求来看，原油需求在 7 月份达到年度峰值，之后在 9、10 月份回落，冬季需求再次走高，表明原油季节性需求变化对价格的季节性波动有影响。从往年原油消费季节性规律来看，随着 9 月 7 日美国劳工节一过，意味着北美夏季用油高峰期的将告一段落，美国炼厂开工率将见顶回落，原油消费将呈现季节性淡季特征，此前缓慢去化的原油库存将再度进入累库状态。据统计，截止 11 月 20 日当周，美国炼厂开工率回升至 78.70%，周环比上涨 1.3%，较年内高点 82.00% 小幅回落了 3.3%。在需求尚未完全恢复到往年平均水平的背景下，美国原油库存虽有季节性去化的帮助，但库存仍处于近几年的高位水平。据统计，截止 11 月 20 日当周，美国商业原油库存量为 4.89 亿桶，处于近 8 年以来同期最高值。不难看出，美国原油库存虽享受到季节性消费旺季带来的去化帮助，但今年因疫情因素影响，消费还是受到了很大程度的冲击，导致原油库存难以回落至往年平均水平，且未来累库预期将逐渐增大，去化节奏将放缓并结束。随着北半球需求淡季来临，在秋冬季新冠疫情再度爆发的背景下，预计后市美国商业原油库存料将再度回升，从而给原油价格带来负面承压。

随着二季度国际油价从低位回升，美国页岩油上游投资削减趋势逐渐步入尾声，活跃钻机数量下滑步伐明显放缓。据美国能源服务公司贝克休斯最新报告显示，步入下半年以来，美国油企削减油气活跃钻机数量下降速度趋缓。截至 11 月 20 日当周，美国活跃石油钻机数量虽然周环比小幅下降 5 座至 231 座，为今年 5 月下旬以来最高水平。从周度增减幅度来看，油企继续削减活跃钻机的动力已经枯竭，在降无可降的背景下，美国油企陆续恢复此前关停的钻机。很明显，油价上涨将促使能源公司加快钻机数量的恢复，并在今年四季度转入中期增加钻机数量的趋势。可以看奥，美国的钻井数量已经在 250 个钻井平台附近触底回升，预计 2020 年底钻机平均数量回升至 270 台左右。就页岩油的生产成本来看，当前 40 美元/桶左右的油价基本可以覆盖大部分页岩油主产区的生产成本，这也将进一步推升页岩油企业的复产意愿。预计未来美国原油产量将回升。据 EIA 最新短期能源展望报告显示，预计 2020 年美国原油需求增速为-200 万桶/日，此前预期为-212 万桶/日。预计 2020 年美国原油产量将为 1126 万桶/日，此前预期为 1163 万桶/日。截至 11 月 20 日当周，美国原油产量为 1120 万桶/日，较记录高位 1310 万桶/日下降 190 万桶/日，降幅 16.96%。

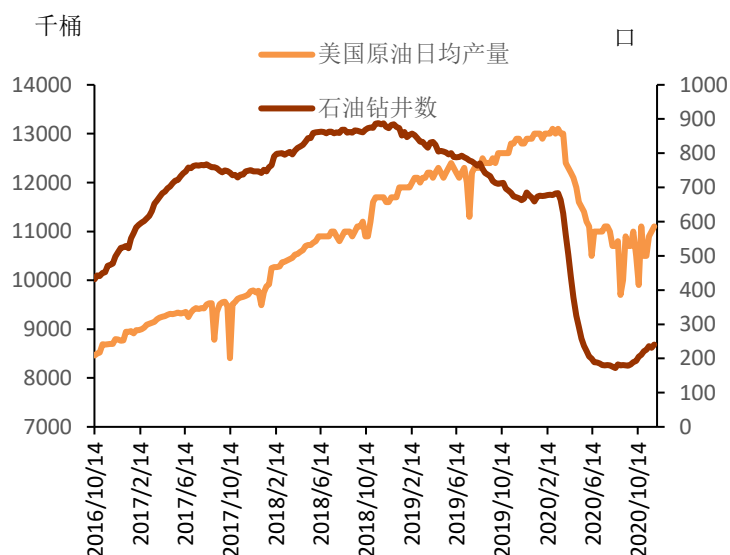
图表 7 美国原油库存情况



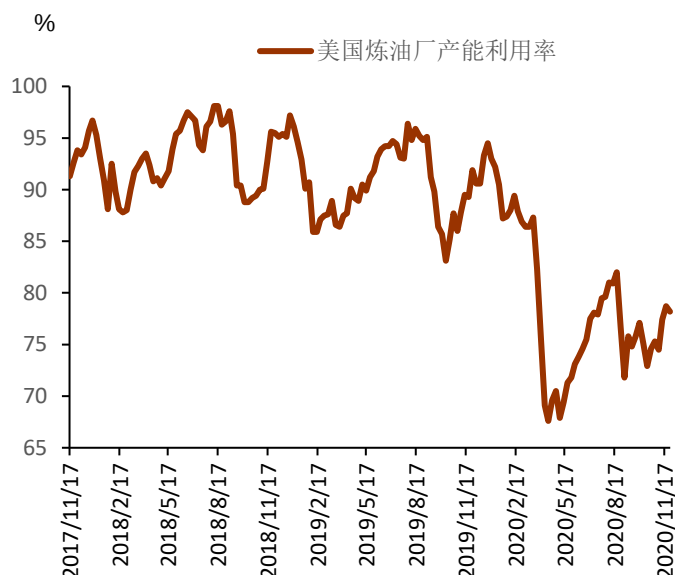
图表 8 美国原油进出口情况



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 或再度延长减产协议

OPEC 减产协议执行国产量小幅增加。10 月，OPEC 减产执行率小幅下降 1.11 个百分点到 04.25%，其中，减产不达标的国家由 2 个上升至 4 个，除刚果和加蓬外，新增几内亚和伊拉克。尤其是伊拉克，其减产目标线是 380.4 万桶 / 天，但产量却由 9 月份的 368.7 万桶 / 天环比上升 14.8 万桶 / 天至 383.5 万桶 / 天，值得注意的是，伊拉克在 5-7 月份减产不达标，因此，需在 8-12 月进行补偿减产，伊拉克产量不降反增，进一步导致 10 月 OPEC 减产执行国总产量环比有所增加。从其他国家的产量来看，原油供应较为稳定，因此，预计 11-12 月 OPEC 减产执行国原油产量将继续以 5-10 万桶 / 天的幅度环比小幅增加。

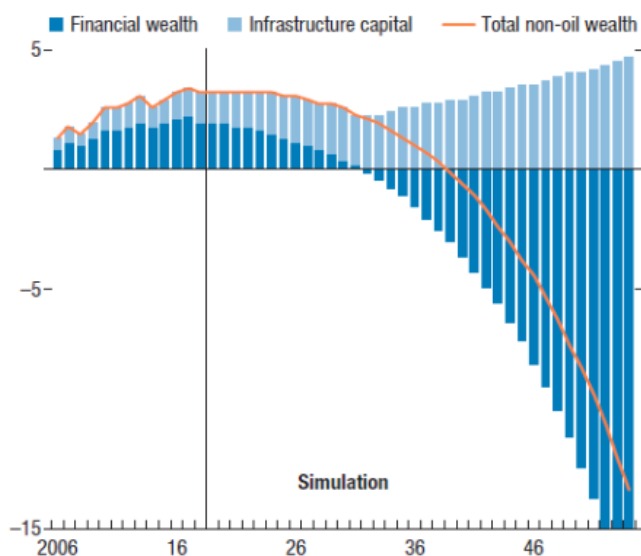
利比亚依然是 OPEC 原油供应的主要边际增量。当前，利比亚原油产量达 114.5 万桶 / 日。利比亚国家石油公司主席表示，利比亚原油产量可在一个月内达到 130 万桶 / 日，在产量达到 170 万桶 / 日之前不会加入 OPEC 的配额当中。据机构获得的一份装船计划，11 月，利比亚港口将装载 9 船原油，装载量将达到 19.3 万桶 / 天，在该港口增加装载三船原油后，11 月利比亚平均原油出口量将超过 100 万桶 / 天。利比亚原油供应恢复速度远超市市场预期，我们预计，11 月、12 月利比亚原油产量将环比增加 54.6 万桶 / 天、30 万桶 / 天至 100 万桶 / 天、130 万桶 / 天，且随着利比亚原油产量逐渐接近上限，其产量恢复速度将大幅放缓。

伊朗和委内瑞拉原油供应维持稳定。拜登主张重回《伊核协议》，2018 年上半年，伊朗原油产量约 380 万桶 / 天，当前约 195 万桶 / 天，若重回协议，伊朗大幅度恢复原油生产和出口，供应若重回特朗普制裁前，预计将增加 185 万桶 / 天。如果 OPEC+ 想要维持当前油价，则不得不跟随伊朗的增产而进行产量的下调，否则，油价将继续走低。但这一连锁反应尚需等到拜登宣誓就职美国总统一职后，且需结合参众两院的席位分布来看另外，重返伊核协议仍需一段时间，因政治冲突导致的伊朗和委内瑞拉原油供应下滑很难在短期内恢复至前期水平。同时也存在变数，近期由于伊朗核科学家遭到暗杀，伊朗在波斯湾举行军事演习，而美国航母重返海湾。如果爆发冲突，可能会引起油价大涨。但具体进展仍需要观察伊朗对这一事件的调查结果以及处理方向。

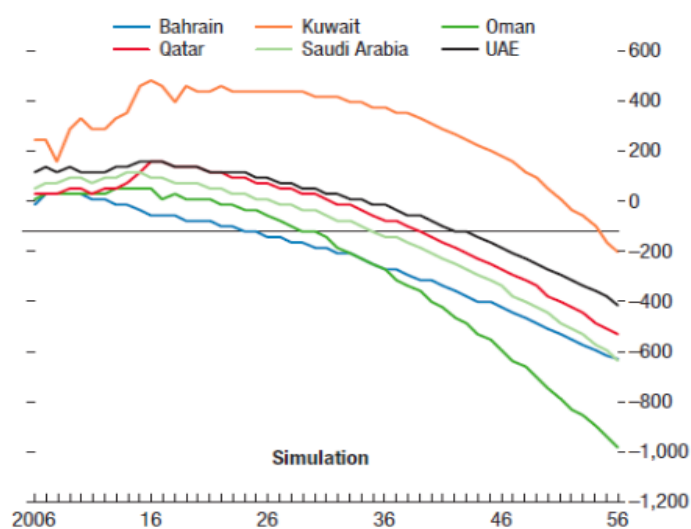
据 OPEC 最新月报显示，目前减产处于第二阶段，OPEC+ 共计 770 万桶 / 日的减产量将延续至 2020 年底。不过 10 月下旬国际原油价格快速下跌，再度引起了 OPEC+ 的密切关注。为了防止油价重演今年 3—4 月的大跌行情，市场关注 11 月 30 日-12 月 1 日 OPEC+ 将召开部长级会议。OPEC+ 产油国可能把原定在明年 1 月份增产的计划推迟 3—6 个月，并且针对利比亚石油产能问题，沙特表示利比亚产能恢复至 2018 年 10 月基准月的水平时候将进行讨论。据了解，沙特和俄罗斯已经公开表示，如果疫情反弹打击了燃料需求，那么两国会采取积极行动干预油价，甚至提出了进一步加大减产的选项。虽然该选项尚未得到其他成员国的广泛支持，但 OPEC+ 核心国干预油价的决心不容置疑，而供应端存在的偏紧预期将在一定程度上

鼓舞油市的做多信心。由此可见，OPEC+有望进一步延长减产协议，托底政策和管控预期也利好油市。

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，据美国商品期货交易委员会(CFTC)的数据显示，截至 2020 年 11 月 17 日当周，WTI 原油非商业净多持仓量为 480811 张，净多头寸虽为连续第二周回升，回升幅度较为明显。同时布伦特原油期货投机性净多头寸增加 50650 手，增幅 38.97%至 180610 手，其中持有多头增加 30062 手，空头减少 20588 手。二者均表明投机市场看多油价的信心正在逐渐回升。

图 13 WTI 非商业持仓

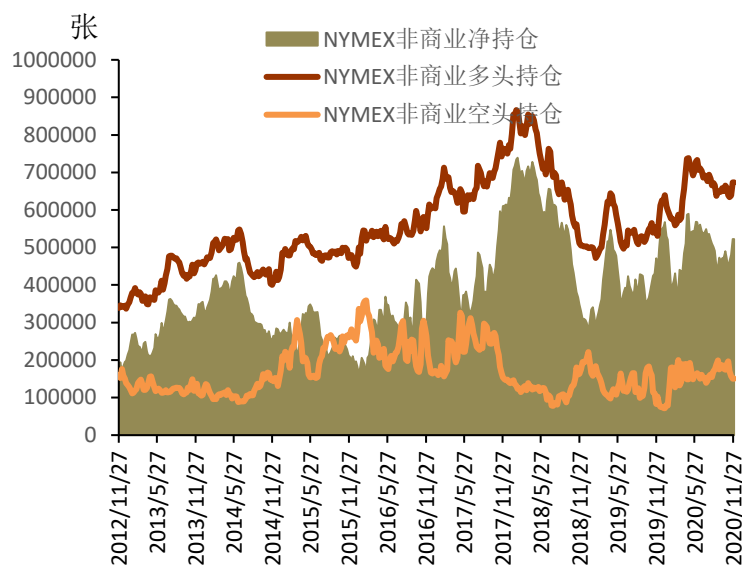
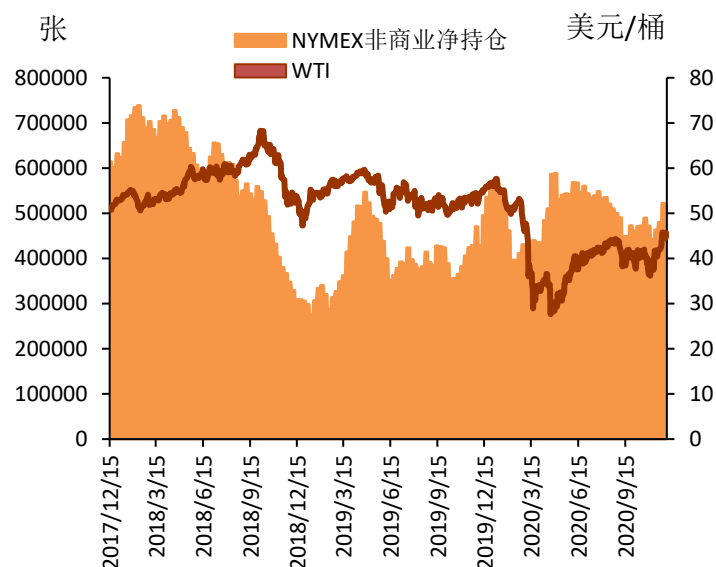


图 14 WTI 与净持仓的关系



数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

八、油价市场结构

价差方面，Brent-WTI 价差维持在 2.91 美元/桶。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增加的预期逐渐强烈。

图 15 WTI 跨月价差结构

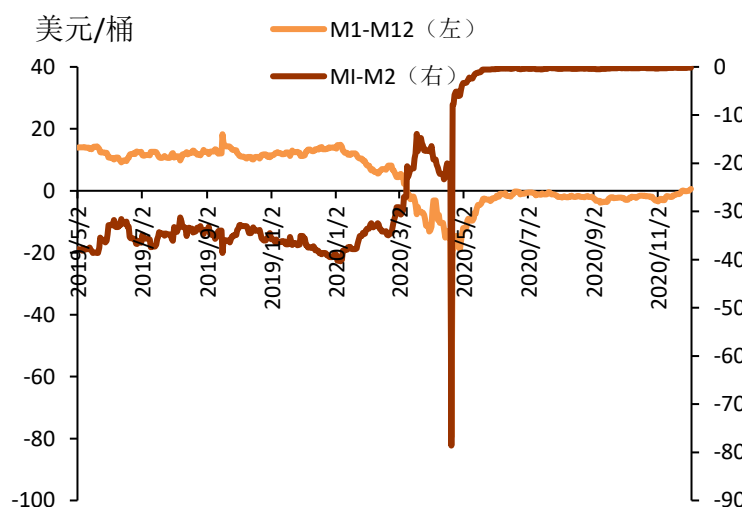
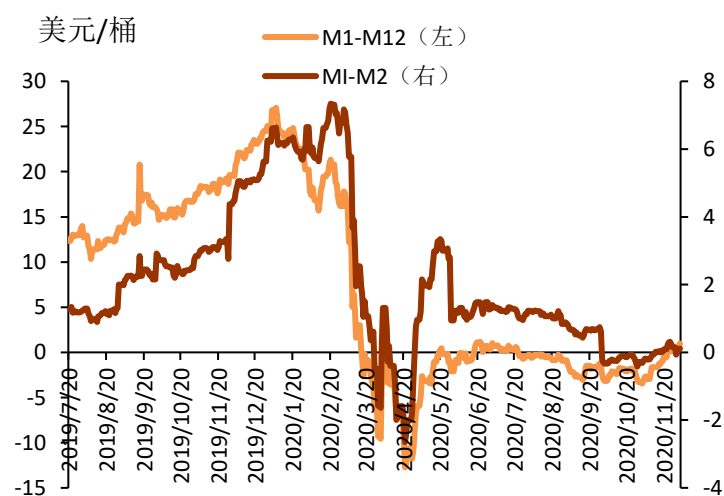


图 16 Brent 跨月价差结构



数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

九、后期展望

●供应端

利比亚成为供应增加的主要源头，OPEC 供应环比增加到 40 万桶/日。而美国产油区不再受飓风影响，原油供应环比将增加 10-20 万桶/日。总体而言，原油的主要供应环比将增加。

●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。EIA、IEA、OPEC 三大月报均下调原油需求预期，原油需求预计同比回落、

●整体来看，各国逐渐开始复工步伐，但原油需求增长不及预期，各大机构不断在下调此前预测。同时，美国大选目前虽然拜登胜选，但特朗普对拜登的指控也让结果存在不确定性。无论谁顺利当选，财政刺激方案均会被通过，因此我们预期长期需求在大选后依然能够得到支撑。但我们也要考虑其他变数。原油在短期或出现小幅回落，中长期出现震荡走势。

风险提示：中东冲突、地缘政治风险

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。