

2020年5月8日

星期五



原油过山车走势， 一度跌入负数区间

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 达成历史性的减产协议，成员国将在 5-6 月减产 970 万桶/天，7-12 月减产 770 万桶/天，2021 年 1 月至 2022 年 4 月减产 580 万桶/天。与此同时，美国页岩油产量也在锐减，由于美国页岩油企业削减资本支出，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。

●需求端：

受到疫情影响，各大经济体仍在冰封状态。汇丰预计，今年第二季度全球石油需求将下降逾 2000 万桶/日，4 月份降幅甚至达到 2500 万桶/日。并且，石油制品的需求量下降了 600 万桶/天。虽然今年前四个月，中国进口原油总量增加 1.7%，达到 1.7 亿吨，依然无法阻止原油需求下降的步伐。

整体来看，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。随着产业链的恢复，原油势必出现小幅回暖。而一旦价格回升，为了避免高昂的库存成本，原油产商必然争先恐后的在期货市场上抛售原油。预计 5 月油价或呈现先回暖，后承压的走势。

风险提示：疫情变化超预期、美国页岩油产量大幅变化

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、纽交所原油期货跌入负值，油气行业削减资本预算	8
五、OPEC+史无前例大减产，难阻止二季度库存增加	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

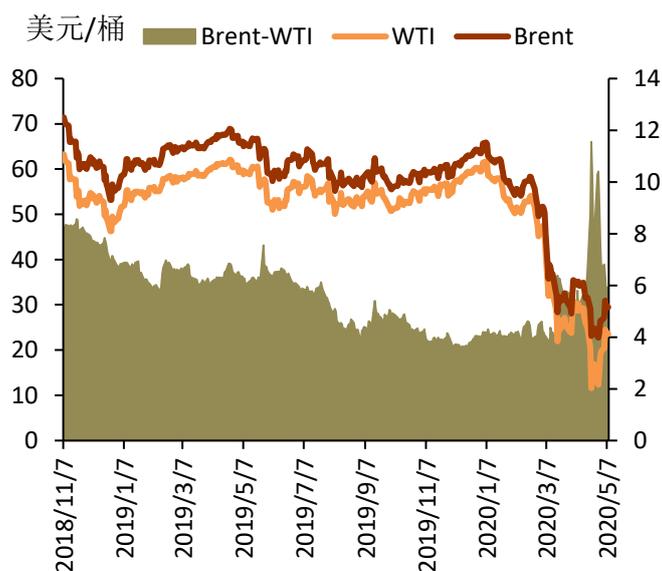
图表 1 WTI 和 Brent 油价走势	4
图表 2 SC 油价走势	4
图表 3 OECD 原油库存	7
图表 4 OPEC 原油产出明细	7
图表 5 OPEC 原油月度产量	7
图表 6 俄罗斯月度产量	7
图表 7 美国原油库存情况	9
图表 8 美国原油进出口情况	9
图表 9 美国原油及活跃钻井数	9
图表 10 美国炼厂开工情况	9
图表 11 海湾国家金融财富将逐步耗尽	11
图表 12 低油价下海湾国家财富使用情况	11
图 13 WTI 非商业持仓	11
图 14 WTI 与净持仓的关系	11
图 15 WTI 跨月价差结构	12
图 16 Brent 跨月价差结构	12

一、原油市场行情回顾

4月油价整体呈现冲高暴跌再大幅反弹走势。4月开始，主要因为在美国干预下，沙特和俄罗斯有可能达成新的减产。美国总统唐纳德·特朗普在推特发布消息称，其刚与沙特王储进行沟通，希望沙特阿拉伯与俄罗斯达成减产石油1000万桶意向。原油报复性反弹，终于创下一个月新高。北京时间13日凌晨，石油输出国组织（欧佩克）与非欧佩克产油国宣布达成最终的减产协议：时间跨度长达两年，首阶段每日减产规模为970万桶，创欧佩克成立以来最大减产规模。减产协议的达成一度让投资者认为此轮原油价格战已经结束。但是，即使OPEC+达成了减产协议，交易员们仍对这项协议能否避免未来几个月中出现供应严重过剩的局面抱有疑态度，布伦特期货和WTI期货远期价格依然出现大幅期货溢价。美国能源信息署(EIA)表示，上周美国原油库存猛增1900万桶，创史上最大单周增幅。4月石油需求料同比减少2900万桶/日，降至25年来的最低水平。油价随之下行。在21日，WTI5月原油期货报价跌至负值，一度达负30美元。主要在于可用库存短期内将被填满，即将于周二到期的5月份原油期货合约马上将要交付，但这些机构的储油设施是满的。月末，美国财长努钦表示，特朗普政府正在研究支持美国石油生产商的不同计划；预计油价在8月会回升至30美元/桶；将为经济提供2.6万亿美元的直接支持，并可通过美联储再增加4万亿美元。原油价格持续反弹。

截止至月末，SC主力合约收至247.8元/吨，月度跌幅达5.8%。外盘方面，WTI收至22美元/吨，月度涨幅达7.42%，Brent报收26.66美元/吨，月度涨幅达1.18%。

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、美国石油行业 3 月份裁员高达 5.1 万人

今年 3 月，石油和天然气行业削减了近 5.1 万个钻井和炼油岗位，降幅达 9%。随着周一期货价格跌至负值，这一降幅可能进一步扩大。咨询公司 BW Research Partnership 的数据显示，如果把建设、钻井设备制造和船运等辅助工作包括在内，3 月份石油和天然气行业的失业人数将再增加 1.5 万人。由于冠状病毒的肆虐，原油需求大幅减少，再加上之前的油价战争，供给严重超过需求。面对油价暴跌，生产商不得不减少钻机活动。截止 4 月 17 日当周，美国石油钻机数量比之前一周减少 66 部，至 438 部，与去年同期的 825 部相比减少了 387 部。

2、美国将向战略储备油库注入多达 7500 万桶石油

美国总统特朗普表示，油价的下跌将是非常短期的，负油价反映了金融市场状况，而非石油市场状况。现在是购买原油的大好时机，正在研究将至多 7500 万桶石油纳入战略石油储备。美国石油战略储备位于美国南部墨西哥湾得克萨斯州和路易斯安那州的海岸线上。据《巴伦》透露，按库存空间计算，美国石油战略储备最多可以储存 7.27 亿桶原油。但该储备有一个储存上限，为 7.135 亿桶。4 月 17 日，美国石油战略储备共有 6.35 亿桶原油，如果特朗普添购 7500 万桶，将让美国石油战略储备库存提升至 7.1 亿桶——接近上限。高盛预计，美国战略石油储备将在本季度补充满。考虑到岩洞储存的原油质量限制，其大部分闲置容量最终可能会被墨西哥原油所填满，而不是来自页岩油生产商的低硫原油。

3、美国储油空间正快速被填满，原油库存储量接近峰值

美国能源信息署(EIA)的统计显示，4 月第 2 周的美国原油库存(不含战略储备)超过 5 亿桶，在 3 周时间里增加 5 千万桶以上。全美国的储存能力预计约为 6.5 亿桶，储存空间正在减少。自从 2 月底以来，美国重要储油枢纽、WTI 原油交割地点库欣(Cushing)的原油库存已跃升 48%，至大约 5500 万桶。根据美国能源信息署的数据，截至去年 9 月 30 日，库欣有效的存储能力为 7600 万桶。此外，该行业一直在动用超大型油船(VLCC)的罐容消化供给，目前贸易商“漂”在海上的原油已经超过 1.6 亿桶(这一情景在 2008 年金融危机时也曾发生过)，严重的产能过剩使得当月交割的原油成了“烫手山芋”。同时交易商也在考虑其它创造性的选择，比如在铁路运输罐上储存石油。

4、沙特在疫情和油价双杀下财政承压

沙特表示因疫情带来的低原油需求和低原油价格，加上卫生部门的额外支出，使政府财政承压，很难在不影响中长期经济的情况下应对这一局面。此前沙特宣布将增值税由 5%上调至 15%，并削减 1000 亿里亚尔政府支出。IMF 此前警告，海湾合作委员会(GCC)成员国的财政状况是不可持续性的：以目前的财政状况，同时考虑到石油经济的可能趋势，在油价为

每桶 55 美元的基线情景下，GCC 国家在长期石油繁荣中积累的金融财富，可能会在 2034 年耗尽。即使实际油价为每桶 100 美元，其金融财富也会在 2052 年耗尽，而油价如果维持在 20 美元附近，最快 2025 年左右就会用尽。

5、IEA 呼吁各国进一步减产并增加石油战略储备

国际能源署(IEA)表示，非 OPEC+ 国家过去一个月原油产量减少 220 万桶/天，但由于需求下降的规模，这不足以立即实现市场的再平衡。由于缺乏支持市场的政策措施，油价面临进一步下行风险。IEA 呼吁，1.那些最近作出减产决定的国家应尽快采取行动，并考虑进一步减产；2.金融当局正在考虑采取措施，阻止无序的市场结果；3.拥有石油战略储备空间的国家应帮助消化市场上过剩的石油供给。

三、全球原油供需情况

供应方面：

3 月份欧佩克 13 个成员国原油日产量 2861.2 万桶，比 2 月份原油日产量增加 82.1 万桶。3 月份伊朗原油日均 201.8 万桶，减少 5.2 万桶；3 月份沙特阿拉伯原油日产量 1005.8 万桶，增加 38.8 万桶。3 月份尼日利亚原油日产量 185.3 万桶，增加 6.5 万桶；伊拉克原油日产量 458.5 万桶，减少 2 万桶。3 月份委内瑞拉原油日产量 66 万桶，减少了 10 万桶。

需求方面：

欧佩克发布的 4 月《石油市场月度报告》预计，2020 年全球原油需求同比减少 680 万桶/日。其中，二季度全球原油需求同比减少 1200 万桶/日，4 月降幅达 2000 万桶/日，约占目前全球原油总需求的五分之一。

图表3 OECD原油库存



图表4 OPEC原油产出明细

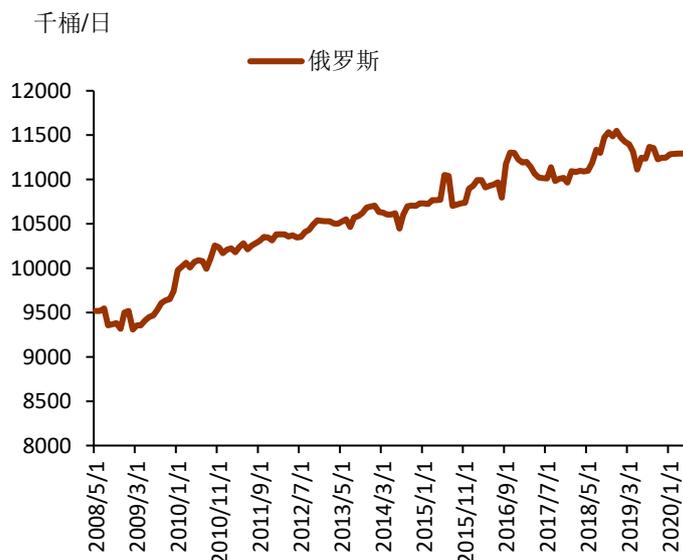
	Jan 20	Feb 20	Change		Year-to-date	
			Feb/Jan	%	2019	2020
Basket	65.09	55.49	-9.60	-14.7	61.16	60.52
Arab Light	66.56	56.84	-9.72	-14.6	62.11	61.93
Basrah Light	64.06	54.75	-9.31	-14.5	60.60	59.63
Bonny Light	65.89	57.77	-8.12	-12.3	62.74	62.03
Djeno	62.95	54.37	-8.58	-13.6	58.98	58.86
Es Sider	63.63	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



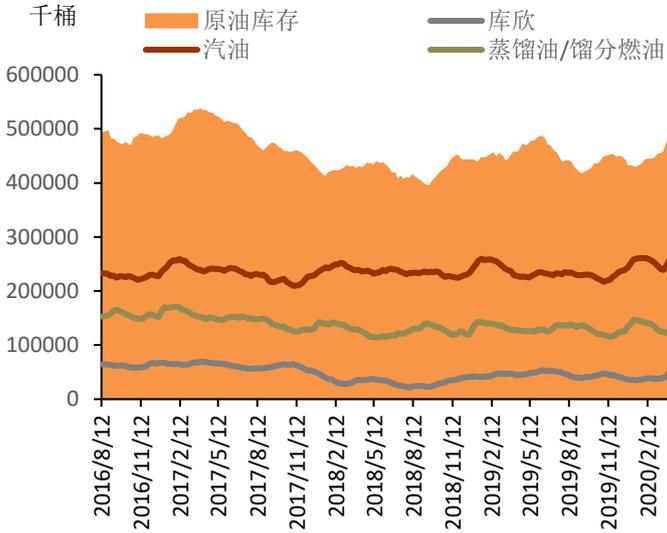
数据来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

四、纽交所原油期货跌入负值，油气行业削减资本预算

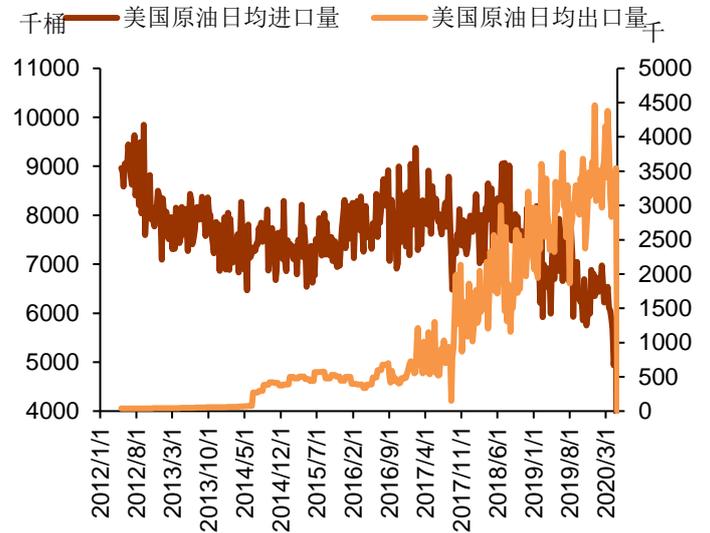
4月21日，5月西德克萨斯中质油(WTI)期货跌至负值区间，结算价为-37.63美元。油价负数意味着将油运送到炼油厂或存储的成本已经超过了石油本身的价值。美油之所以跌至负数，主要在于可用库存短期内将被填满，即将于周二到期的5月份原油期货合约马上将要交付，而由于新冠疫情，美国大部分地区仍处于禁售状态。该合约期货的唯一买家是那些像炼油厂或航空公司那样实际接收交割的实体。但这些机构的储油设施是满的。原油很难外输或储存。纯粹为了经济性而关井停产的损失会更大，生产商宁愿接受负油价，不得不赔钱让买家拉走。于此同时，原油期货还叠加了罕见移仓换月，重新定价导致的跳空。5月合约将在4月21日（北京时间22日凌晨02:30）进行交割。为了避免被强制平仓，部分交易者往往会提前平掉5月份的合约，重新建仓下6月的合约，造成5月份合约出现许多卖盘，价格大跌。对期货交易商来说，如果不平掉5月的多头合约，意味着将收到石油现货，而此时库欣地区所有的原油仓库均已被预定，库存接近满负荷，如果强行交割造成的储油成本要远高于平仓的损失。很关键的一点在于，WTICL2-CL1的升水幅度远大于BrentCO2-CO1，同时，Brent近月并没有出现暴跌。主要是因为WIT原油只能在内陆腹地Cushing结算存储，而Brent可以在海上。并且汽油消费大幅减少，导致汽油库大幅增加，减少了原油的可用库存。同时，OPEC+减产对于Brent的作用大于WTI。所以从这个角度看，投资者不需要担心同样的事件发生在Brent原油上。

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%。大幅削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长的水平逐步下滑，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。

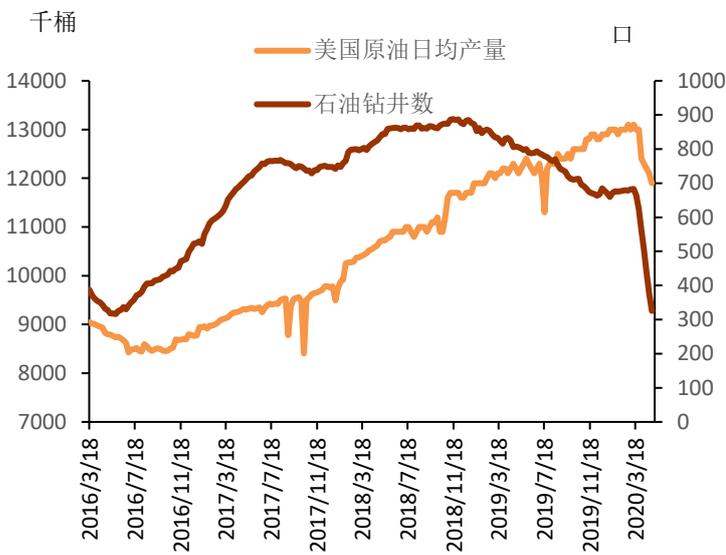
图表 7 美国原油库存情况



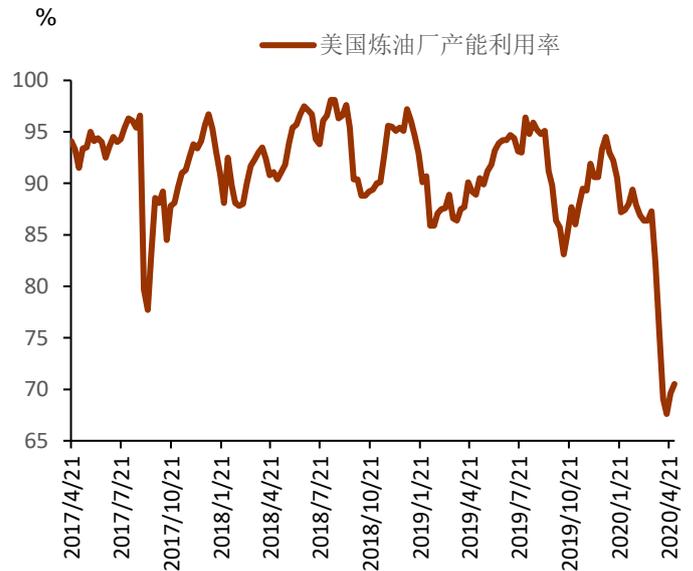
图表 8 美国原油进出口情况



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

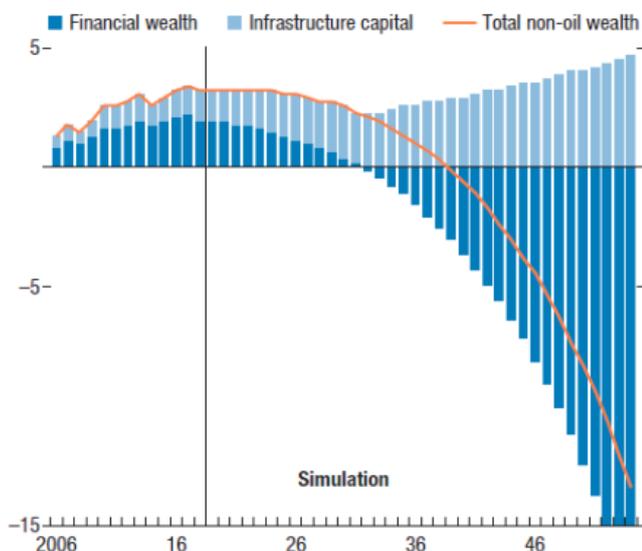
五、OPEC+史无前例大减产，难阻止二季度库存增加

美国总统唐纳德·特朗普在推特发布消息，希望沙特阿拉伯与俄罗斯达成减产石油 1000 万桶意向。同时，沙特国家通讯社发布消息称沙特王储与美国总统特朗普进行了电话通话，就双方共同关心的话题特别是国际原油市场现状“进行了讨论”。在俄罗斯暗示已做好减产准备后，全球最大产油国之间一项前所未有的协议渐行渐近，最终协议声明称，成员国将在 5-6 月减产 970 万桶/天，7-12 月减产 770 万桶/天，2021 年 1 月至 2022 年 4 月减产 580 万桶/天。

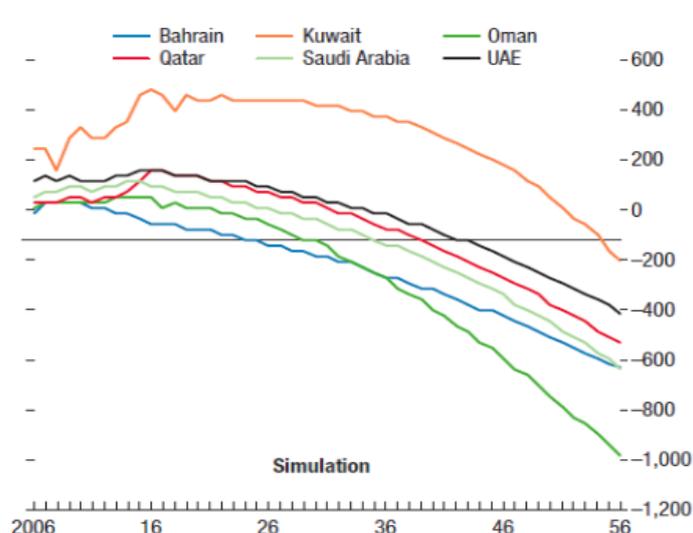
OPEC+协议达成后布伦特原油 6 个月期货溢价仍继续扩大期货溢价(contango)是指一种商品的现货价格低于远期合约价格的市场结构，通常表示供应过剩。期货溢价在原油减产协议达成后仍继续扩大，表明市场认为眼前的供给过剩非常严重，这笔交易还不足够解决问题。由于受到病毒的影响，多家机构预计原油日需求量将下降 2000 万至 3500 万桶。汇丰预计，今年第二季度全球石油需求将下降逾 2000 万桶/日，4 月份降幅甚至达到 2500 万桶/日。面对空前疲软的需求，当前的减产规模将不足以阻止库存的增加，二季度库存增加可能达到 1000 万桶/天。如此大规模的库存增加可能会考验存储能力的极限，迫使价格在第二季度再次大幅下跌。根据 EIA 最新数据，美国原油库存增加了 1520 万桶，比 5 年均值高出 2%。俄克拉荷马州库欣(WTI 期货交割地)的原油库存本周增加了 640 万桶。如果库欣的增长速度持续下去，4-5 周内就能装满那里的工作仓库。汇丰预计，布伦特原油价格第二季度将维持在 25 美元/桶，随着需求开始复苏，第四季度将升至 40 美元/桶，2021 年继续升至 50 美元/桶。

需要注意的是，虽然这是 OPEC 史上最大的减产行动，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解除封锁，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，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

美国商品期货交易委员会(CFTC)周五(5月1日)发布的报告显示，截止至4月22日至4月28日当周：投机者持有的原油投机性净多头增加2208手合约，至589388手合约，表明投资者看多原油的意愿升温。

图 13 WTI 非商业持仓

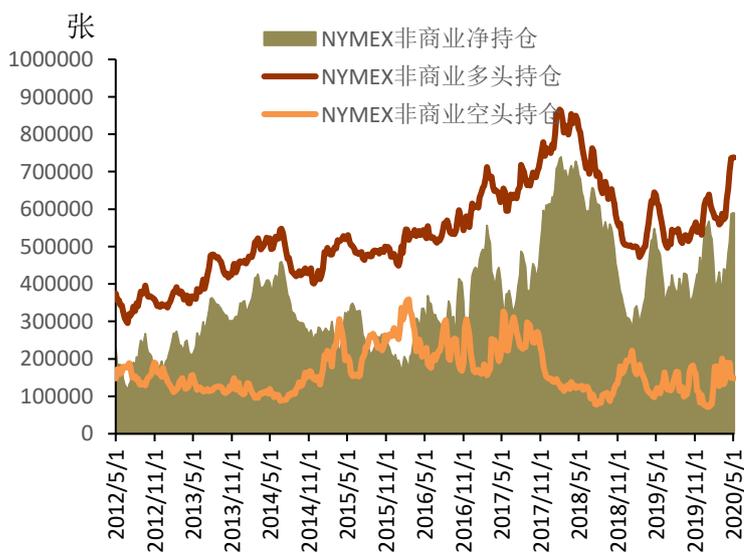
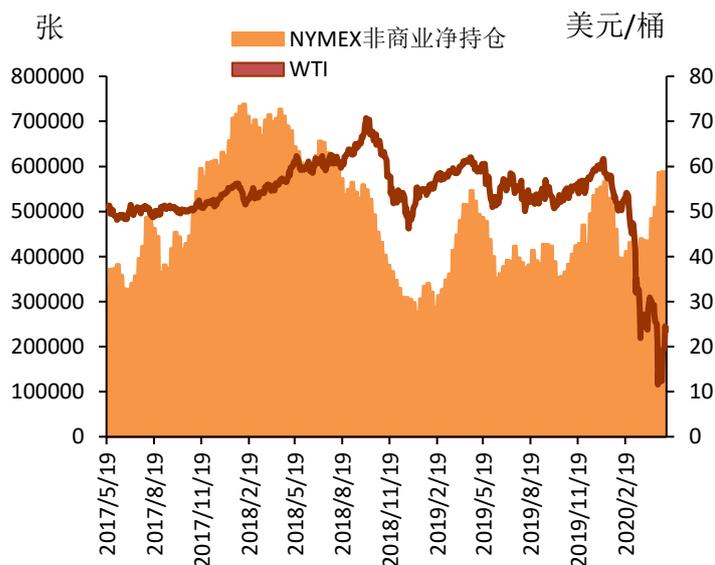


图 14 WTI 与净持仓的关系



数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

八、油价市场结构

价差方面，美原油 7 月合约与 6 月合约升水降至 2 美元附近，这是近一个月来最低的水平。从月差的表现来看，市场对于未来原油基本面宽松的预期逐渐强烈。

图 15 WTI 跨月价差结构

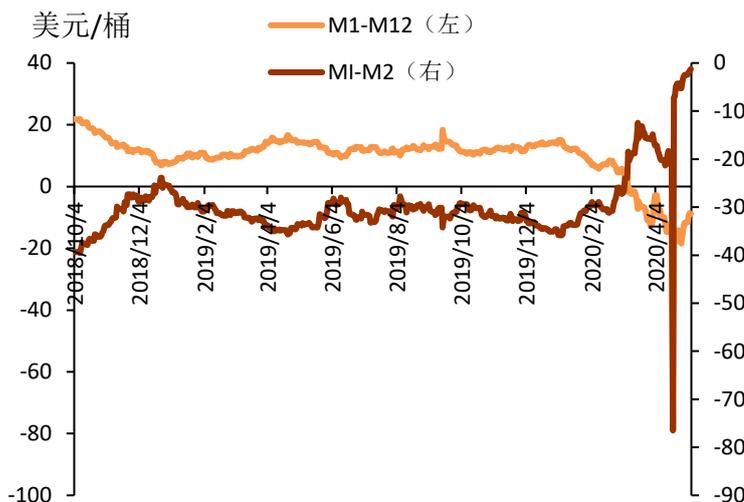
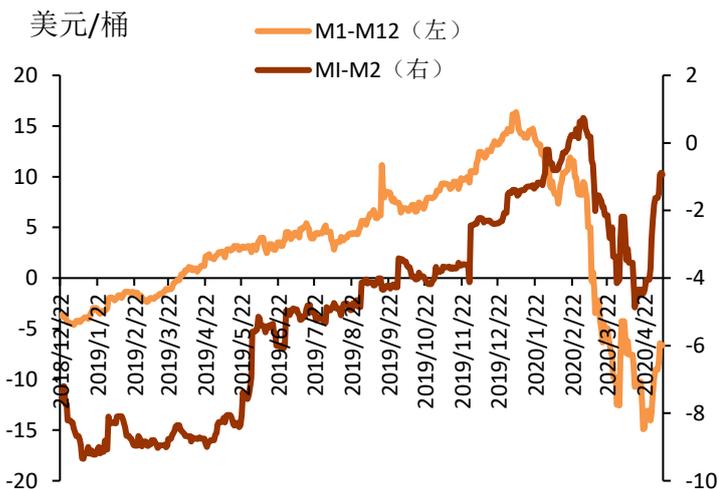


图 16 Brent 跨月价差结构



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，随着产业链的恢复，原油势必出现小幅回暖。而一旦价格回升，为了避免高昂的库存成本，原油产商必然争先恐后的在期货市场上抛售原油。预计 5 月油价或呈现先回暖，后承压的走势。

风险提示：疫情变化超预期、美国页岩油产量大幅变化

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。