

2020年10月15日

星期四



产量回升需求弱势，

原油易跌难涨

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

要点

●供应端

虽然全球供应局势依然在 OPEC 的约束之下，但是随着利比亚原油出口的放开和 OPEC 执行力度的改变，以及美国原油产量的回升，原油的供应紧张情况在逐渐变得宽松。

●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，疫情的负面影响仍在持续，美国财政刺激计划迟迟无法达成，原油消费难有大幅改善。

●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，美国大选也在影响着经济刺激计划，但是无论谁当选，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。即下个月财政刺激方案很可能被通过或重新规划，原油从而出现反弹或得到支撑，但总体依然是易跌难涨的局面。

风险提示：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.....	6
四、美原油产量料将探底回升.....	8
五、OPEC+原油供应压力逐渐回升.....	10
六、WTI 非商业持仓情况.....	12
七、油价市场结构.....	13
八、后期展望.....	13

图表目录

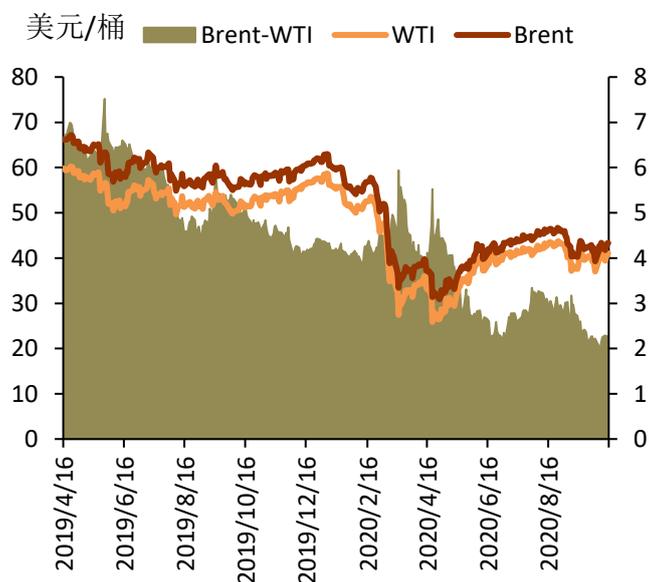
图表 1 WTI 和 Brent 油价走势	4
图表 2 SC 油价走势	4
图表 3 OECD 原油库存	8
图表 4 OPEC 原油产出明细	8
图表 5 OPEC 原油月度产量	8
图表 6 俄罗斯月度产量	8
图表 7 美国原油库存情况	10
图表 8 美国原油进出口情况	10
图表 9 美国原油及活跃钻井数	10
图表 10 美国炼厂开工情况	10
图表 11 海湾国家金融财富将逐步耗尽	12
图表 12 低油价下海湾国家财富使用情况	12
图 13 WTI 非商业持仓	12
图 14 WTI 与净持仓的关系	12
图 15 WTI 跨月价差结构	13
图 16 Brent 跨月价差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

一、原油市场行情回顾

9月原油震荡后下跌走势，既受到OPEC+供给松动消息、全球股市下挫以及未来需求担忧的影响，也受到北美飓风造成供给中断和库存下降的影响。期间OPEC+产油国延续执行第二阶段减产协议，减产规模调降至770万桶/日，此前大力主张减产的国家开始陆续增产，供应偏紧的极值已现，且发生转向，供应端优势被削弱。与此同时，北美用油高峰季结束，原油需求步入淡季模式，炼厂开工率回落，且中国原油进口增速也显著放缓，油市供需结构转弱。

截止9月30日收盘，WTI原油期货收于39.86美元/桶，跌幅6.45%；Brent原油期货结算价收于42.12美元/桶，跌幅6.98%；上海原油期货收于245.1元/桶，跌幅14.01%。

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、亚美尼亚与阿塞拜疆之间就争夺纳卡地区控制权而爆发的冲突

亚美尼亚总理首席顾问、前防长瓦加尔沙克·阿鲁久尼扬 28 日表示，亚美尼亚正为在纳卡地区进行长期战争做准备。亚美尼亚和阿塞拜疆 9 月 27 日在纳卡地区爆发新一轮冲突，双方均指责对方违反停火协议和率先发动军事进攻。亚美尼亚总理帕希尼扬当天宣布，亚政府决定在全国实行戒严和军事总动员。阿塞拜疆总统阿利耶夫当天签署法令，宣布国家进入战争状态，并在全国范围实行戒严令。分析师表示，如果冲突升级，可能会影响阿塞拜疆的石油和天然气出口。该地区有数条连接全球市场的油气管线通过。

2、美国民主党议员公布了一项新的 2.2 万亿美元新冠病毒救助法案

美国民主党议员公布了一项新的 2.2 万亿美元新冠病毒救助法案，以扩大对美国经济的支 持。美国众议院议长佩洛西称，该法案是一项妥协措施。该计划是在上周进行讨论之后提出的，以促使与白宫进行最后的谈判尝试，并打破自 8 月初以来持续的新冠疫情救济僵局。市场对达成协议的希望程度，正慢慢渗透到石油价格中，”Again Capital LLC 合伙人 John Kilduff 称，“这应该会提振这里的需求。”

3、利比亚军事指挥官哈夫塔尔已批准结束对利比亚石油设施的封锁

利比亚军事指挥官哈夫塔尔(Khalifa Haftar)已批准结束对利比亚石油设施的封锁。哈夫塔尔目前在的黎波里与联合国承认的政府作战。从理论上讲，根据利比亚内战中中断运输之前的原油出口量计算，这可能每天向世界市场释放至多 90 万桶原油。然而，国家石油公司说，只有当所有的石油设施和出口码头都已“非军事化”时，它才会解除合同中的“不可抗力”。而根据新的消息显示，利比亚总理 Sarraj 拒绝了利比亚国民军首领哈夫塔尔重启石油出口的协议。

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，预测 2020 年世界石油需求将减少 946 万桶/日，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 报告显示原油需求被极大破坏

欧佩克公布月度报告，认为由于需求疲软，页岩油产量复苏，石油价格前景将趋弱，将 2020 年全球经济增长预期从 -4% 下调至 -4.1%，预测 2020 年世界石油需求将减少 946 万桶/日，此前预测为减少 906 万桶/日。将 2021 年全球经济增长预测维持在 4.7% 不变，将 2021 年非 OPEC 国家石油供应增长预测从 37.1 万桶/日提高到 100 万桶/日，7 月份，经合组织石油库存高出五年平均水平为 2.61 亿桶。疫情影响仍然具有挑战性，需要包括 OPEC 在内的所有市场参与者采取协调的政策行动。

6、欧佩克+的减产配额的执行率达到了 106%

Energy Intelligence 发布的初步报告显示，8 月份，欧佩克+的减产配额的执行率达到了 106%。其中包括伊拉克的执行率为 141%。据称，伊拉克 8 月份的日产量约为 346 万桶，7 月份为 376 万桶。此外，据说尼日利亚 8 月份的产量达到了 130%，这表明该国 8 月份的产量为 139.5 万桶/天，而 7 月份为 136 万桶/天。伊拉克和尼日利亚 8 月份的减产幅度分别为每日 119 万桶和 43 万桶。据说，伊拉克要求将其承诺的目标从 10 月到 11 月延长两个月，以防止在 9 月底前无法兑现。

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：

沙特 9 月原油产量减少 0.2 万桶/日；尼日利亚 9 月原油产量减少 5.8 万桶/日；伊拉克 9 月原油产量增加 2.2 万桶/日，阿联酋 9 月原油产量减少 21.7 万桶/日。欧佩克 9 月份石油日产量下降 5 万桶/日，至 2411 万桶/日，2020 年非 OPEC 供应下降预测下调 30 万桶/日至 240 万桶/日，经合组织 8 月份石油库存比五年平均水平高出 2.19 亿桶。8 月份，经合组织石油库存下降了 2070 万桶，至 3.2 亿桶，下调非 OPEC2021 年供应增长预测 11 万桶/日至 90 万桶/日，利比亚 9 月原油产量增加 5.3 万桶/日。

IEA 月报指出，第四季度全球原油供应将升至 9200 万桶/日。预计 2020 年非欧佩克原油供应将下降 260 万桶/日，2021 年将增加 40 万桶/日。9 月全球原油供应环比减少 60 万桶/日，同比减少 870 万桶/日，因阿联酋减产以及北海和巴西等活动。

需求方面：

欧佩克认为由于需求疲软，页岩油产量复苏，石油价格前景将趋弱，将 2020 年全球经济增长预期从-4%下调至-4.1%，预测 2020 年世界石油需求将减少 946 万桶/日，此前预测为减少 906 万桶/日。9 月，欧佩克 13 个成员国原油产量保持在 2411 万桶/日，较此前一月下降 5 万桶/日；原油市场份额保持在 26.6%，与上个月持平。欧佩克预计，2030 年全球石油需求将上升至 1.072 亿桶，这较去年同期的预测值减少了 110 万桶/日，比 2007 年的预测值低了 1000 万桶/日。同时，尽管 2020 年全球能源消费经历了大幅下滑，但全球一次能源消费需求仍将持续增长，到 2045 年还将增长 25%。在所有能源分类中，石油仍将占据最大份额，2045 年将保持在 27%。

图表3 OECD 原油库存



图表4 OPEC 原油产出明细

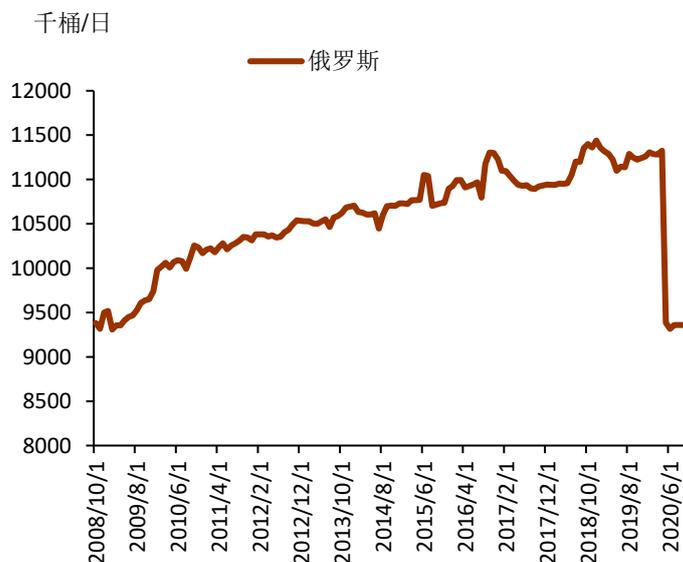
			Change		Year-to-date	
	Aug 20	Sep 20	Sep/Aug	%	2019	2020
OPEC Reference Basket	45.19	41.54	-3.65	-8.1	64.38	40.62
Arab Light	45.33	42.09	-3.24	-7.1	65.26	41.14
Basrah Light	46.10	42.09	-4.01	-8.7	64.01	40.54
Bonny Light	45.40	40.78	-4.62	-10.2	66.07	40.79
Djeno	37.34	33.13	-4.21	-11.3	61.94	35.46
Es Sider	43.69	39.18	-4.51	-10.3	63.91	39.40
Girassol	45.83	41.10	-4.73	-10.3	66.34	41.69
Iran Heavy	45.07	41.93	-3.14	-7.0	62.23	39.64
Kuwait Export	45.08	42.12	-2.96	-6.6	64.54	40.56
Merey	35.21	28.22	-6.99	-19.9	56.63	27.93
Murban	45.49	41.88	-3.61	-7.9	65.10	42.45
Rabi Light	43.75	39.38	-4.37	-10.0	63.79	39.12
Sahara Blend	45.64	40.98	-4.66	-10.2	64.64	41.44
Zafiro	45.19	40.62	-4.57	-10.1	65.93	40.49
Other Crudes						
North Sea Dated	44.79	40.58	-4.21	-9.4	64.54	40.84
Dubai	43.89	41.45	-2.44	-5.6	63.98	41.53
Isthmus	41.24	38.06	-3.18	-7.7	63.90	34.89
LLS	44.08	41.07	-3.01	-6.8	63.35	40.36
Mars	43.77	40.56	-3.21	-7.3	61.82	39.10
Minas	42.78	39.81	-2.97	-6.9	60.32	40.47
Urals	45.03	40.98	-4.05	-9.0	64.69	40.90
WTI	42.36	39.61	-2.75	-6.5	57.06	38.32
Differentials						
North Sea Dated/WTI	2.43	0.97	-1.46	-	7.49	2.53
North Sea Dated/LLS	0.71	-0.49	-1.20	-	1.19	0.48
North Sea Dated/Dubai	0.90	-0.87	-1.77	-	0.56	-0.69

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



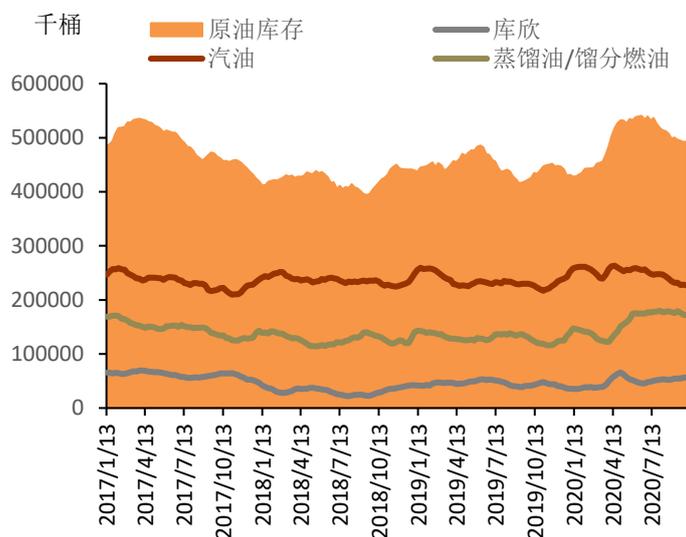
数据来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

四、美原油产量料将探底回升

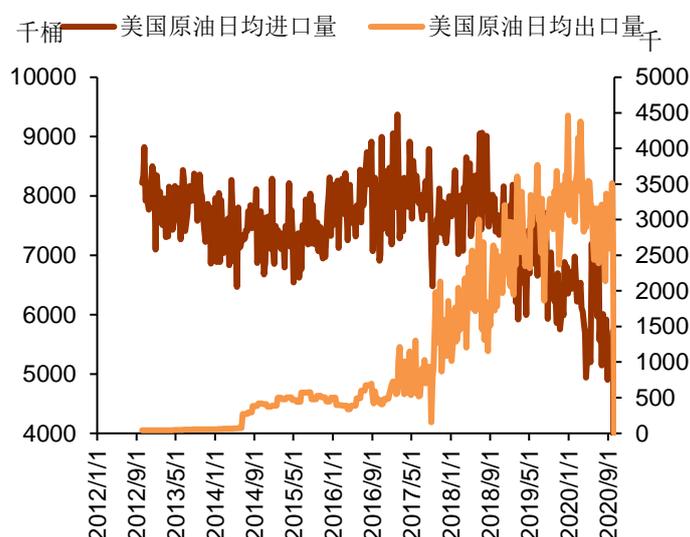
随着二季度国际油价从低位回升，美国页岩油上游投资削减趋势逐渐步入尾声，活跃钻机数量下滑步伐明显放缓。据美国能源服务公司贝克休斯最新报告显示，步入下半年以来，美国油企削减油气活跃钻机数量下降速度趋缓。截至 10 月 9 日当周，美国油服贝克休斯公布的数据显示，美国石油钻井总数录得 193 口，为 6 月 12 日当周以来最高水平，从周度增减幅度来看，油企继续削减活跃钻机的动力已经枯竭，在降无可降的背景下，未来油企将陆续恢复此前关停的钻机。很明显，油价上涨将促使能源公司放慢减少钻机数量的步伐，并可能在今年四季度重新转入中期增加钻机数量的趋势。笔者预计，美国的钻井活动将在近 250 个钻井平台附近左右触底，2020 年下半年钻机平均数量或回升至 270 台。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。9 月数据显示，美国原油产量为 1080 万桶/日，较记录高位 1310 万桶/日下降 230 万桶/日，降幅 17.55%。

据美国国家海洋和大气管理局气候预测中心发布的报告，2020 年大西洋飓风季可能“极度活跃”。大西洋飓风季通常从每年 6 月 1 日持续至 11 月 30 日。据统计，一个大西洋飓风季平均出现 12 个命名风暴，其中 6 个演化为飓风，包括 3 个强飓风。今年的飓风季节无疑会是艰难的，近期两场向美国进发的风暴的发展就证明了这点，因为能够追溯至 1900 年的记录显示，这将是首次两个飓风同时在墨西哥湾出现。上一次在墨西哥湾出现双热带风暴是在 1959 年，而上一次双风暴 24 小时内前后脚登陆美国是在 1933 年。据美国国家飓风研究中心发布的预测轨迹显示，9 月中旬，美国飓风 Sally 在墨西哥湾沿岸登陆。受飓风天气影响，该国墨西哥湾 21.4% 的石油生产和 25.3% 的天然气生产被迫关闭。虽然当下原油市场再度出现飓风因素，但飓风 Sally 属于一级飓风（破坏影响很小），与上一次飓风 Laura 相比，此次受影响的油气产能规模有限。研究发现，中小级别的飓风对石油市场供求结构不会起到很大作用。只有像 2005 年卡特里娜（五级飓风）这种影响特别大的飓风才会在短期内对油价产生重大影响，从而刺激油价在短时间内快速上涨。不过这种自然灾害一旦过去，政府救灾释放储备原油的动作也会随之发生，导致原油供需逆转，令油价重新回落。从中期来看，飓风对原油供应影响有限，美国原油的供应料将继续回升。

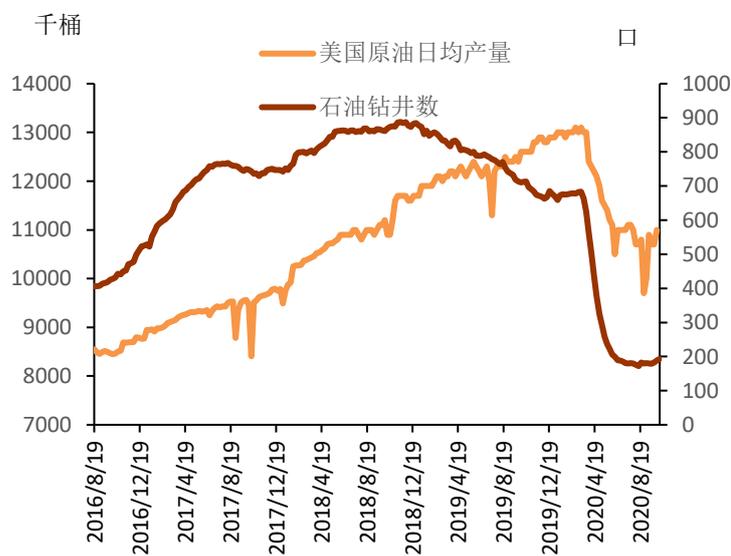
图表 7 美国原油库存情况



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



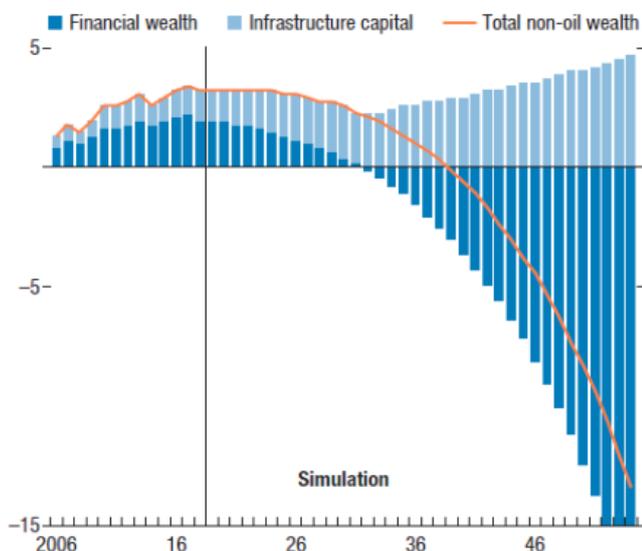
数据来源：EIA，铜冠金源期货

五、OPEC+原油供应压力逐渐回升

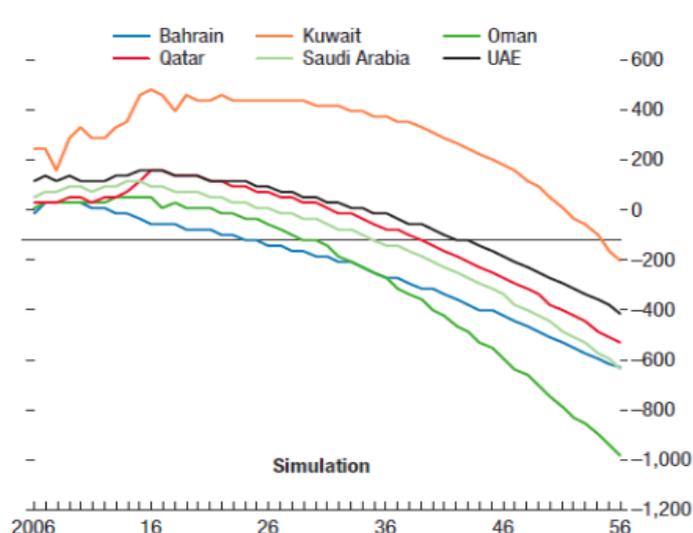
自 OPEC+产油国进入实质性减产阶段以后，除了个别产油国未能履行减产协议外，其他多数产油国均完成减产份额。据 OPEC 最新月报显示，6 月 OPEC+原油产量环比继续减少 189.3 万桶/天至 2227.1 万桶/天，减产执行率达 107%。不过步入 8 月以后，随着 OPEC+产油国调降减产规模至 770 万桶/日以后，同时伊拉克等前期未按时履行减产义务的国家依然执行力较差，导致 8 月 OPEC+产油国减产执行率回落。其实一直以来，沙特为 OPEC 主力减产国，力推完成减产协议。不过部分产油国未能齐心，存在前期减产不达标的国家在此次大规模减产中仍不遵守协议的情况，如伊拉克、尼日利亚、安哥拉。据 OPEC 最新月度报告显示，随着 OPEC+产油国步入减产第二阶段以后，原油供应压力逐渐回升。8 月原油供应有所增加，主要来自沙特、阿联酋与科威特。其中沙特原油增产 47.5 万桶/日，回升至 889.2 万桶/日，已经超过了减产限额，而阿联酋与科威特也分布增产了 18 万桶/日和 12.7 万桶/日，产油国整体减产执行率大幅下滑。与此同时，那些打算进行补偿性减产的国家中，尼日利亚并未减产，仅伊拉克履约减产 10 万桶/日，但仍达不到其承诺的标准。此外，OPEC+在最新一期举行的联合部长级监督委员会（JMMC）会议中，并能达成进一步削减原油产量的共识，仍维持减产 770 万桶/日的规模，约占全球原油需求的 8%，仅仅延长伊拉克和尼日利亚等国补偿性减产的期限，这显然无法抵挡其他产油国供应增量回升的势头。

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。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，据美国商品期货管理委员会每周五发布的数据显示，截止 10 月 6 日的一周，非商业投资者在纽约商品交易所持有的原油期货多头增加，净多持仓周度从 46 万手增加到 47.2 万手，表明市场看多意愿增加。

图 13 WTI 非商业持仓

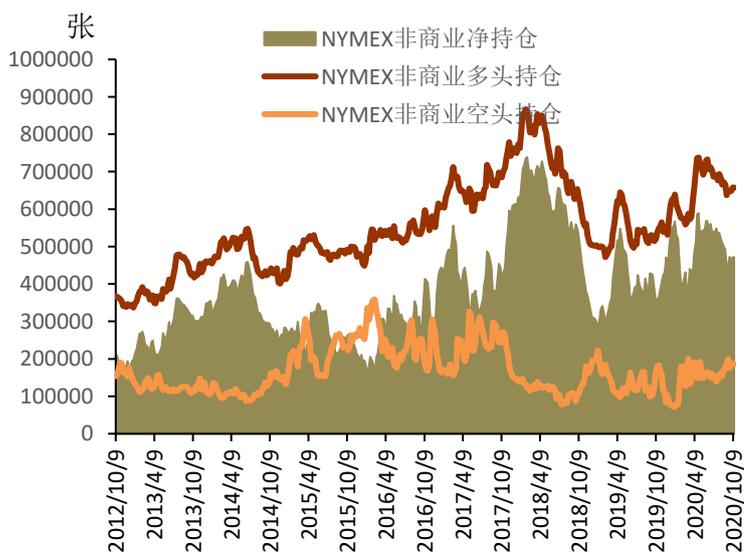
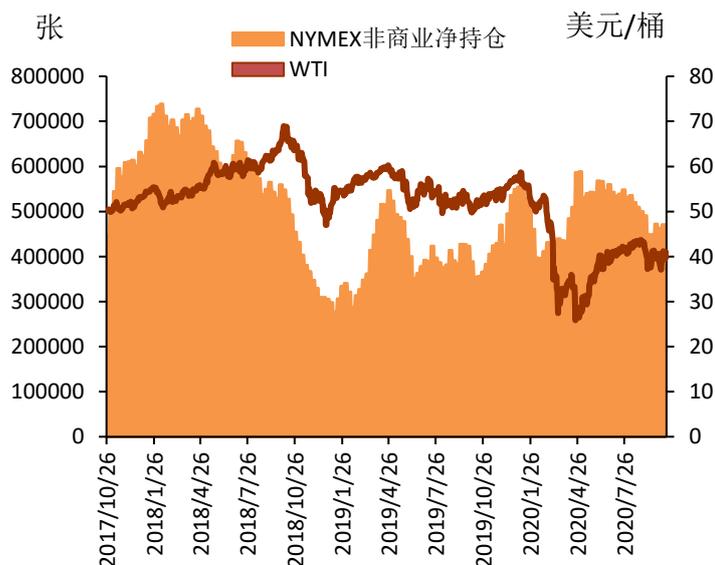


图 14 WTI 与净持仓的关系



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

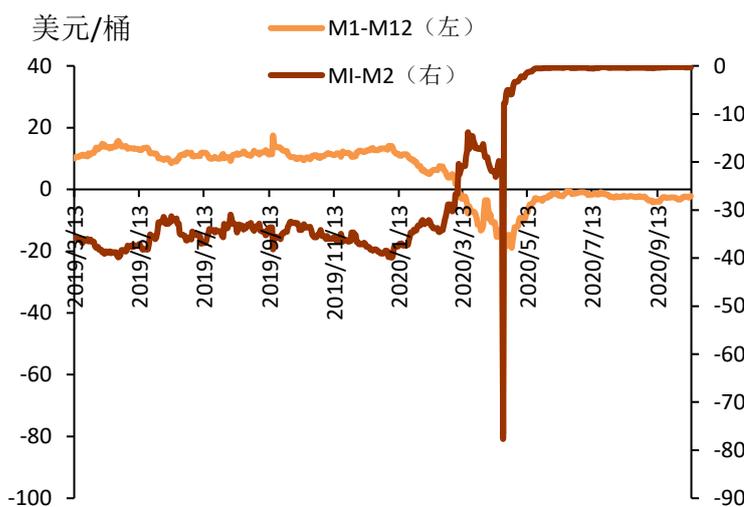
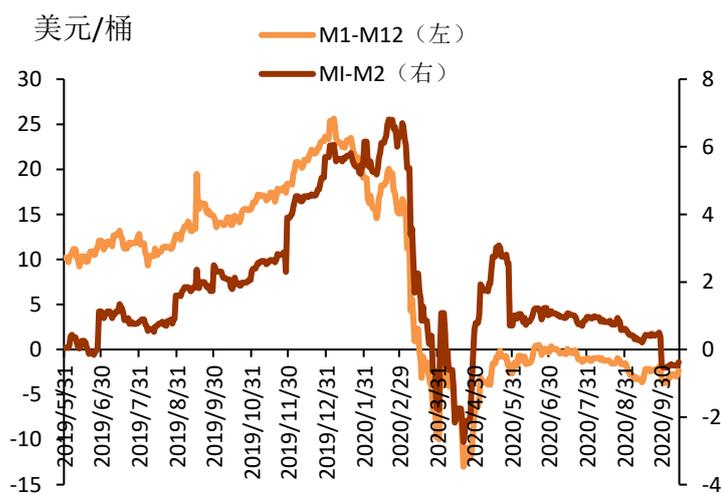


图 16 Brent 跨月价差结构



数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

九、后期展望

● 供应端：

虽然全球供应局势依然在 OPEC 的约束之下，但是随着利比亚原油出口的放开和 OPEC 执行力度的改变，以及美国原油产量的回升，原油的供应紧张情况在逐渐变得宽松/

● 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，疫情的负面影响仍在持续，美国财政刺激计划迟迟无法达成，原油消费难有大幅改善。

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，美国大选也在影响着经济刺激计划，但是无论谁当选，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。即下个月财政刺激方案很可能被通过或重新规划，原油从而出现反弹或得到支撑，但总体依然是易跌难涨的局面。

风险提示：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。