

2020年4月9日

星期五



供需相对平衡，

油价或区间震荡

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

要点

●供应端

沙特开始要求国有企业削减派息，显示出财政端的困难。并且 OPEC 产量开始缓慢回升。而美国页岩油受到拜登绿色能源政策的影响而投资低迷，产量在后期将下降。短期内，原油供应将维持增长。

●需求端

后疫情时期，疫苗的接种率提升，但海外疫情仍有反复，原油的需求仍存在一定的不确定性。随着欧洲封锁的逐步解除以及注射疫苗提振，原油整体需求面仍较为坚挺。

●整体来看，油价当前基本处在供求双增的状况，短期难以有确定性的方向，将大致徘徊于 60 美元/桶水平上下。欧佩克+在增产过程中仍会显得审慎，同时美国拜登政府的环保新政对于页岩油开采会横加阻挠，这也会影响产能的增长。油价或区间震荡。

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、 上游投资减弱，美国页岩油前景黯淡.....	8
五、 OPEC+原油供应预计缓慢回升，减产豁免国增量有限.....	10
六、 WTI 非商业持仓情况.....	11
七、 油价市场结构.....	12
八、 后期展望.....	13

图表目录

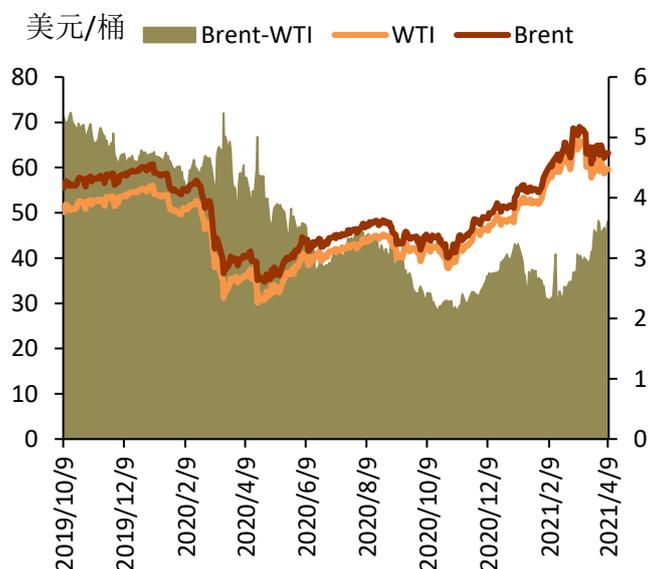
图表 1 WTI 和 Brent 油价走势	4
图表 2 SC 油价走势	4
图表 3 OECD 原油库存	7
图表 4 OPEC 原油产出明细	7
图表 5 OPEC 原油月度产量	8
图表 6 俄罗斯月度产量	8
图表 7 美国原油库存情况	9
图表 8 美国原油进出口情况	9
图表 9 美国原油及活跃钻井数	9
图表 10 美国炼厂开工情况	9
图表 11 海湾国家金融财富将逐步耗尽	11
图表 12 低油价下海湾国家财富使用情况	11
图 13 WTI 非商业持仓	12
图 14 WTI 与净持仓的关系	12
图 15 WTI 跨月价差结构	12
图 16 Brent 跨月价差结构	12

一、原油市场行情回顾

上月，随着美国顺利通过拜登总统提出的 1.9 万亿美元财政刺激政策，OPEC+达成不变的减产协议，原油价格先涨后跌。上旬，欧佩克+达成在 4 月份保持产量不变的协议，同时沙特也将原定于 3 月底到期的额外减产 100 万桶/日延长至 4 月，加之美国经济刺激方案以及沙特石油设施遇袭支撑油价上涨。下旬，国内外原油期货价格出现高位调整的走势。随着新冠肺炎病例增加，欧洲出现新一轮封锁，并且 EIA 称美国原油库存上涨施压原油，不过苏伊士运河船只搁浅堵塞交通，供应忧虑限制了油价的跌幅，原油价格震荡为主。

截止 3 月 31 日收盘，WTI 原油期货收于 59.43 美元/桶，月度涨幅-3.37%；Brent 原油期货结算价收于 63.07 美元/桶，月度涨幅-2.1%；上海原油期货收于 399.7 元/桶，月度涨幅-2.7%。

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、高盛继续认为石油价格的下跌超过了石油基本面的变化

高盛继续认为（石油）价格的下跌超过了石油基本面的变化。预计 2021 年第三季度全球（石油）需求将加速增长 450 万桶/日，而第一季度减少 8000 万桶/日。今年春季欧佩克+增产速度的减缓将有助于抵消新兴市场、欧盟需求复苏放缓以及伊朗出口增加对油价的影响。预计欧佩克+将在下周召开会议时保持 5 月份产量不变，到 9 月将大幅增产 340 万桶/日。

2、巴克莱最新预测 2021 年布油均价为 66 美元/桶，美油均价为 62 美元/桶

巴克莱最新预测 2021 年布油均价为 66 美元/桶，美油均价为 62 美元/桶；2022 年分别为 71 美元/桶和 68 美元/桶。巴克莱说，“在我们看来，欧佩克+的谨慎是出于两方面的原因：需求复苏速度存在不确定性，即便疫苗接种取得进展；美国页岩油对油价上涨逾 25% 反应不大，这降低了市场份额被蚕食的威胁。”

3、全球最大的石油出口国沙特阿拉伯继续保持中国第一大石油供应国的地位

中国海关公布的数据显示，今年前两个月，全球最大的石油出口国沙特阿拉伯继续保持中国第一大石油供应国的地位，对华石油出口量增长 2.1%，达到每天 186 万桶。沙特阿美公司首席执行官 Amin Nasser 在中国发展论坛上表示，确保中国能源安全仍将是沙特阿美在未来 50 年及以后的时间里的头等大事。他早些时候在财报电话会议上表示，中国的需求非常接近新冠大流行前的水平，而亚洲、尤其是东亚地区的整体需求也出现了强劲的回升。

4、美联储宣布维持利率不变，并大幅调高了对经济增长的预期

美联储宣布维持利率不变，并大幅调高了对经济增长的预期。但美联储同时表示，尽管经济前景有所改善，而且今年通货膨胀率有所上升，但预计在 2023 年之前不会加息。根据美国联邦公开市场委员会成员提交的季度经济预测，2021 年美国国内生产总值(GDP)预计将增长 6.5%，之后几年将降温。这一预估中值较去年 12 月进行的上一轮预测的 4.2% 有所改善。美联储预计 2022 年和 2023 年 GDP 将分别增长 3.3% 和 2.2%，之后增长将稳定在较长期的 2.3% 范围内。

5、摩根士丹利预期，全球或将迎来十年中原油供应最紧张的季度

摩根士丹利预期，全球或将迎来十年中原油供应最紧张的季度。今年以来，全球油市供应缺口处于 280 万桶/日的水平，未来或将进入至少是 2000 年以来石油供应最紧缺的一个季度，预计油市的行动比此前预期的还要更快。目前全球新冠肺炎新增病例数字正在下降，出

行数字的下降趋势将要见底，而目前新兴市场经济体的炼厂正在以疫情前的水平运作中。故此上调第三季度布伦特原油价格预期值 70 美元/桶，第四季度为 65 美元/桶。

6、英国正在探索禁止新的海上石油和天然气勘探许可证的选项

据英国《每日电讯报》报道，英国正在探索禁止新的海上石油和天然气勘探许可证的选项，这可能是一个彻底的举措，远离化石燃料和该国的净零和绿色回收承诺的一部分。2019 年，英国成为第一个将净零排放写入法律的工业化国家。政府、行业协会和其他利益相关者支持净零计划，并呼吁从冲击英国海上油气行业的新冠病毒造成的危机中实现绿色复苏。英国政府已经宣布，根据其绿色复苏计划，以及到 2050 年实现净零排放的承诺，英国将从 2030 年起禁止销售新的汽油和柴油汽车。

7、EIA 预计 2021 年 WTI 原油价格为 57.24 美元/桶，此前预期为 50.21 美元/桶

美国能源信息署(EIA)发布了短期能源展望报告。EIA 预计 2021 年 WTI 原油价格为 57.24 美元/桶，此前预期为 50.21 美元/桶；预计 2021 年布伦特价格为 60.67 美元/桶，此前预期为 53.20 美元/桶。预计 2022 年 WTI 原油价格为 54.75 美元/桶，此前预期为 51.56 美元/桶；预计 2022 年布伦特价格为 58.51 美元/桶，此前预期为 55.19 美元/桶。2021 年全球原油需求增速预期保持不变，为 538 万桶/日。预计 2021 年美国原油产量将减少 16.00 万桶/日，此前为减少 29.00 万桶/日。

三、全球原油供需情况

供应方面：

IEA 月报预计 2021 年非欧佩克国家的石油产量将增加 70 万桶/日。月报还显示，今年 2 月，全球石油供应下降 200 万桶/日，至 9160 万桶/日。其中，欧佩克+的石油产量在 2 月下降了 64 万桶/日，2 月欧佩克+的减产执行率是 121%。其中沙特 2 月石油产量下降 96 万桶/日，至 814 万桶/日。

EIA 月报预计 2021 年美国原油产量平均将为 1100 万桶/天，低于 2020 年的 1130 万桶/天和 2019 年的 1220 万桶/天；到 2022 年时，产量将升至 1150 万桶/天。EIA 认为，尽管最近几个月美国的石油钻探活动有所增加，但活跃的钻井平台数量仍低于去年的水平，导致 2021 年上半年现有油井的产量下降。

OPEC 月报显示其 2 月石油产量下滑 65 万桶/日，至 2,485 万桶/日，受沙特减产推动。沙特告知 OPEC，几乎完成了所有的减产幅度，降低产量 95.6 万桶/日，至 814.7 万桶/日。上调非 OPEC 国家产量增长预估至大约 100 万桶/日。

需求方面:

IEA 月报预计 2021 年全球原油需求量将反弹 550 万桶/日, 2021 年需求将增长至 9650 万桶/日。2021 年第一季度的石油需求比 2019 年减少 480 万桶/日, 到了 2021 年第四季度, 全球石油需求预计将比 2019 年减少 140 万桶/日。全球石油需求在 2023 年之前不会恢复到疫情前水平。

EIA 短期能源展望预计 2021 年全球原油需求增速预期为 538 万桶/日, 此前预计为 538 万桶/日, 2022 年全球石油需求增速增至 350 万桶/日。

OPEC 月报将 2021 年全球原油需求增速预期从 579 万桶/日上调至 589 万桶/日。

图表 3 OECD 原油库存



图表 4 OPEC 原油产出明细

	Jan 21	Feb 21	Change		Year-to-date	
			Feb/Jan	%	2020	2021
OPEC Reference Basket	54.38	61.05	6.67	12.3	60.54	57.72
Arab Light	54.78	61.49	6.71	12.2	61.93	58.13
Basrah Light	54.73	61.40	6.67	12.2	59.63	58.07
Bonny Light	55.01	62.24	7.23	13.1	62.03	58.62
Djeno	47.28	54.78	7.50	15.9	58.86	51.03
Es Sider	53.08	60.83	7.75	14.6	59.86	56.95
Girassol	55.84	62.99	7.15	12.8	61.52	59.41
Iran Heavy	54.38	60.66	6.28	11.5	57.97	57.52
Kuwait Export	54.83	61.31	6.48	11.8	60.86	58.07
Merey	37.40	42.87	5.47	14.6	46.58	40.13
Murban	54.93	60.99	6.06	11.0	61.79	57.96
Rabi Light	54.27	61.77	7.50	13.8	57.22	58.02
Sahara Blend	55.08	62.38	7.30	13.3	61.77	58.73
Zafiro	55.07	62.46	7.39	13.4	61.19	58.77
Other Crudes						
North Sea Dated	54.73	62.23	7.50	13.7	59.61	58.48
Dubai	54.76	60.83	6.07	11.1	59.41	57.80
Isthmus	52.06	58.90	6.84	13.1	51.92	55.48
LLS	54.20	61.23	7.03	13.0	57.89	57.72
Mars	53.09	59.37	6.28	11.8	55.42	56.23
Minas	53.00	59.84	6.84	12.9	57.95	56.42
Urals	54.89	61.47	6.58	12.0	59.17	58.18
WTI	52.11	59.08	6.97	13.4	54.25	55.59
Differentials						
North Sea Dated/WTI	2.62	3.15	0.53	-	5.36	2.88
North Sea Dated/LLS	0.53	1.00	0.47	-	1.72	0.76
North Sea Dated/Dubai	-0.03	1.40	1.43	-	0.20	0.68

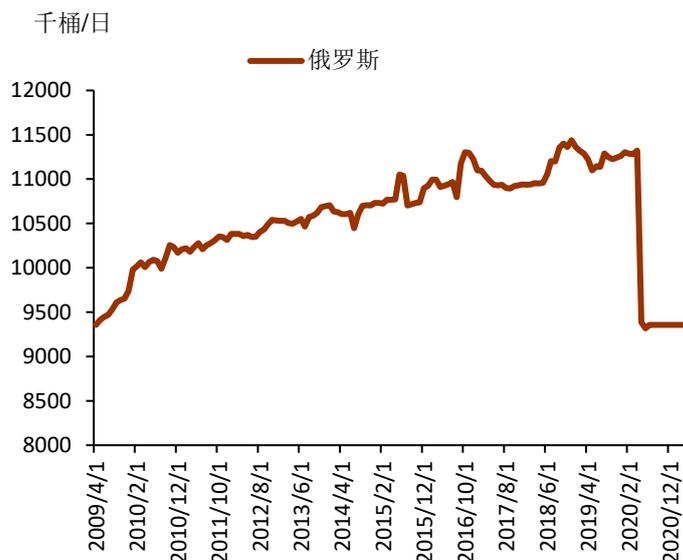
Sources: Argus, Direct Communication, OPEC and Platts.

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

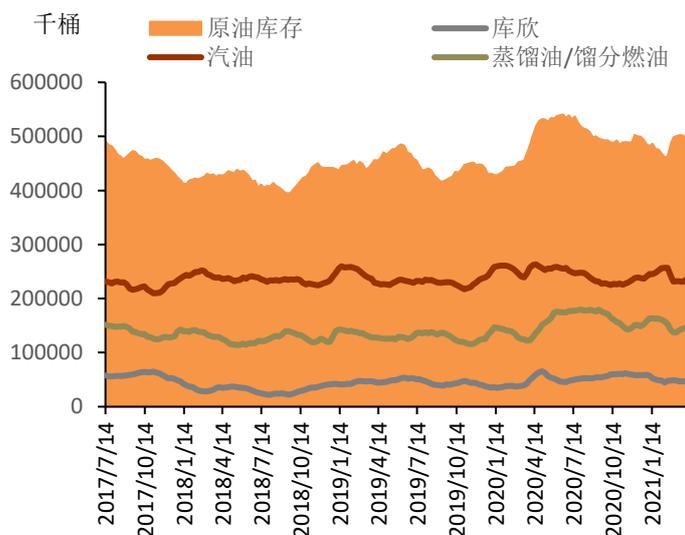
四、上游投资减弱，美国页岩油前景黯淡

近几个月，美国页岩油行业表现景气度仍然较低，2021年美国独立页岩油生产商资本开支计划同比略有下降，对钻机及钻井数量的恢复支持有限，当前美国石油钻机每周的增量基本不足10座，钻井数量仍处在历史低位区间，同时完井情况也不乐观，2月份完井数据环比甚至出现下降，而从投产率数据来看，自去年底以来大幅下滑，说明在当前的市场环境下，即便油价走升也很难提升页岩油生产商的开采意愿，也反应了在经历了几轮油价大波动给页岩油行业带来重大影响后，目前美国页岩油企业更加注重资本回报，而不是像前几年一样一味地进行产量的扩张。另外，我们看到库存井下降的步伐也开始放缓，这是前期维持美国原油产量水平的主要因素。而我们从单井产量数据来看，最近几个月油井出油效率显著下降，这对美国原油产量的恢复也有一定拖累。

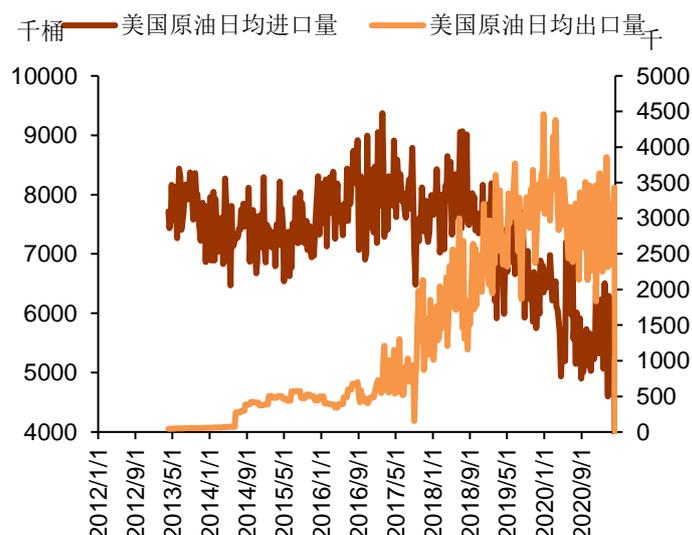
美国联邦土地石油开采禁令也在影响页岩油产量。首先，美国联邦土地开采禁令涉及到美国10%左右的油气供应量，约100万桶/日左右，近几年随着美国原油产量的持续增长，美国国内石油供应出现结构性问题，导致美国原油出口量在过去几年持续增长，使得美国从石油净进口国变为石油净出口国，当前美国原油出口量达到200-300万桶/日，最高时超过400万桶/日，美国需要减少出口才可以抵消开采禁令带来的供给减量；其次，为防止开采禁令的实施，部分油气公司已经提前申请了钻探许可，2020年联邦土地上的钻探许可较2019年明显增加，尤其是2020年12月的联邦土地上的钻探许可发放数量创了2018年以来新高，而这部分提前申请的联邦土地上的钻探许可可支持2-3年的油气供应；此外，禁止在联邦土地上

进行新的勘探或租赁，可能会增加石油生产商对美国陆上开发的兴趣，因为许多在墨西哥湾开展业务的运营商(主要是大型石油公司)也在陆上拥有大量石油开采业务。综合来看页岩油禁令影响的产量有限，而且主要影响在远期。这些都给国际原油市场的供给带来了较大的冲击。总而言之，长期来看，拜登政府的绿色新政将对美国页岩油行业将形成一定打击，我们可能很难再看到类似前几年的美国页岩油行业的大发展，而短期受上游投资影响，页岩油产量也难有增长。

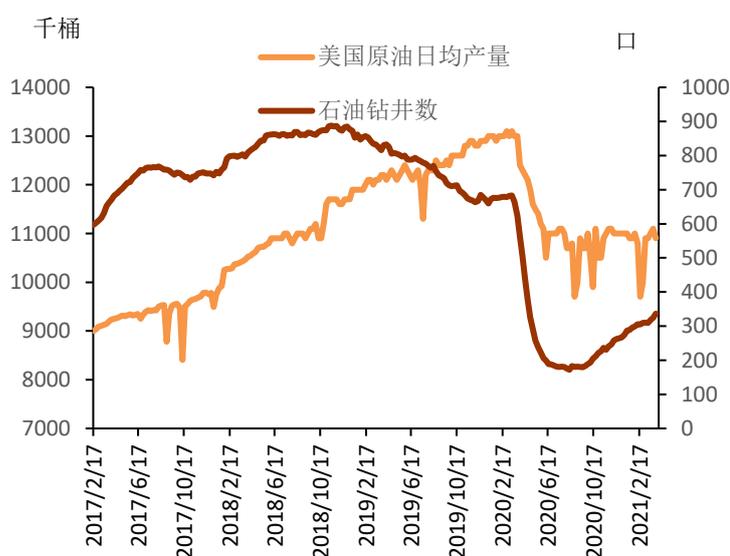
图表 7 美国原油库存情况



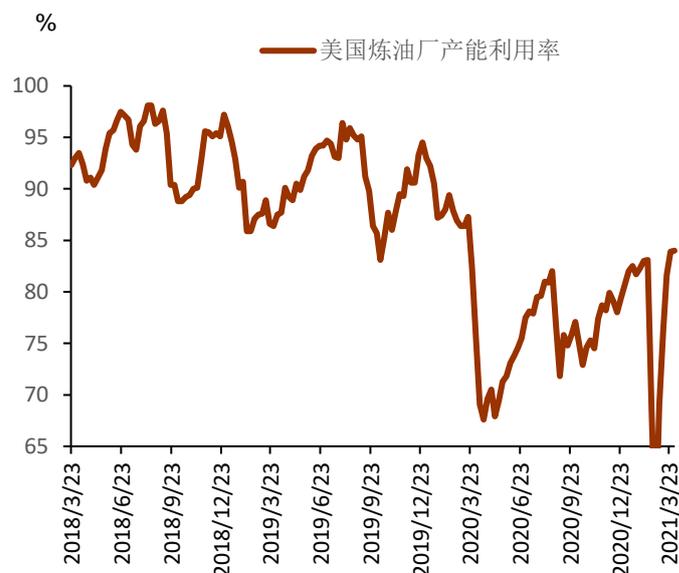
图表 8 美国原油进出口情况



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+原油供应预计缓慢回升，减产豁免国增量有限

2-4月沙特维持单方面减产，OPEC+挺市意愿相对较强。此前在2020年12月初，OPEC+决定，放弃2020年4月达成的减产协议中2021年1月增产200万桶/天的计划，改为增产50万桶/天，并在每个月召开会议决定下个月是否调整产量，产量调整上限不超过50万桶/天。2021年1月初，OPEC+达成减产协议，沙特在2、3月份自愿大幅减产100万桶/天至812.5万桶/天；俄罗斯和哈萨克斯坦在2、3月分别增产6.5万桶/天、1万桶/天；其他OPEC+成员国维持2021年1月产量不变。2021年3月初，OPEC+再次达成一致减产目标，沙特在4月份继续维持前期单方面100万桶/天的大幅减产，俄罗斯增产13万桶/天，哈萨克斯坦增产2万桶/天，其余国家产量维持不变。从OPEC+的产量调整政策来看，沙特通过削减自身产量来力保油价，俄罗斯则小幅增产，但增产幅度不大。因此，在美国原油产量暂未有较大提升的情况下，沙特和俄罗斯将继续通过大幅减产来享受高油价带来的红利，增产意愿相对不强。

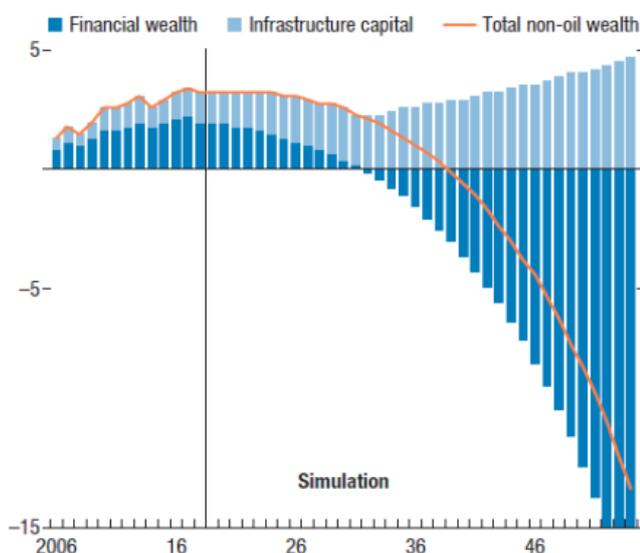
5-7月OPEC+温和增产，原油供应预计小幅增加。4月初，OPEC+会议对5-7月产量做出调整，OPEC+分别增产35万桶/天、35万桶/天、45万桶/天，且OPEC+将继续每月召开部长级会议以评估市场环境并决定未来几个月的产量水平调整，每次调整将不超过50万桶/天。沙特自愿性减产将在5月至7月分别减少25万桶/天、35万桶/天和40万桶/天，俄罗斯在OPEC+减产协议范围内不按比例地增产，未来3个月内每个月的增产幅度将限制在3.9万桶/天。5-7月，沙特产量分别不超过848.2万桶/天、869.7万桶/天、889.5万桶/天；俄罗斯原油产量分别不超过941.8万桶/天、945.7万桶/天、949.5万桶/天；OPEC+原油产量分别不超过3655.3万桶/天、3700.3万桶/天、3749.4万桶/天。

伊朗、委内瑞拉原油重回市场仍需一段时间。随着拜登上台，美伊局势扰动全球原油市场，若超过200万桶/天的伊朗原油重返市场，则OPEC+的减产效力将大受影响，且近期伊朗原油产量和我国进口伊朗原油数量均小幅回升。从伊朗和美国之间目前的立场来看，重回《伊核协议》仍需一段时间，且考虑到提案过会等相关流程较为复杂，预计二季度伊朗原油供应难有较大的增幅。委内瑞拉原油产量也小幅回升，但回升幅度相对较小，且我国海关数据仍未有委内瑞拉原油进口数量，从我国进口马来西亚原油数量来看，自从伊朗和委内瑞拉被制裁后，我国进口马来西亚原油的数量大幅增加，但近期进口马来西亚原油数量有所下滑。伊朗原油正准备重回市场，但结合美伊态度以及议案过会流程来看，短期内影响不大。

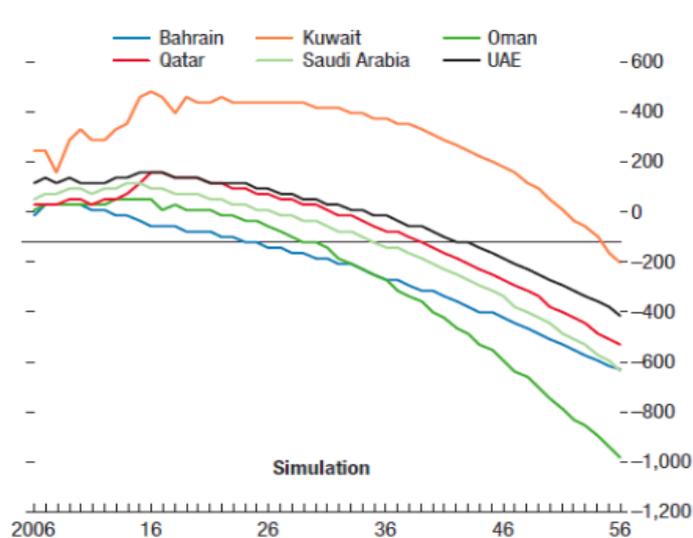
利比亚原油供应变化不大。利比亚2020年9月开始恢复原油供应，但因负责保卫石油港口部队成员工资纠纷，下令停止三个东部港口的原油出口，即锡德港、哈里加港和拉努夫角港的装货，原油产量小幅回落，当前利比亚原油产量在130万桶/天左右。利比亚国家石油公司表示，年底前将原油产量提升至140万桶/天，我们认为，利比亚的原油供应已接近上限，未来变化也不会太大，预计对整体原油供应影响较小。

往后展望，需要注意到沙特王储萨勒曼表示，旨在实现经济收入来源多元化的数万亿美元支出计划，将要求国有企业削减派息，以提振资本支出。如果股息降低，油价上涨将推动沙特阿美通过税收和特许权使用费向主权国家转移。这使得原油收入成为沙特战略的核心，该战略的目标是到 2030 年国内支出达到 27 万亿里亚尔(约合 7.2 万亿美元)。该投资计划的规模意味着，欧佩克领导人沙特可能需要在未来几年限制供应，以推高油价。因此，OPEC 的原油供应将不断增加，投资者应提前做好准备。

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

六、WTI 非商业持仓情况

在全球流动性充裕的背景下，OPEC+产油国继续履行减产协议，推迟额外减产期限，叠加疫苗陆续接种带来的远期原油需求修复，油市供需前景保持乐观趋势，鼓舞市场资金积极做多国际原油期货，导致美国非商业原油净多头寸回升。据美国商品期货交易委员会(CFTC)的数据显示，截至 2021 年 3 月 30 日当周，WTI 原油非商业净多持仓量为 531310 张，净多头寸周环比上升，表明投机市场看多油价的信心有所增加。

图 13 WTI 非商业持仓

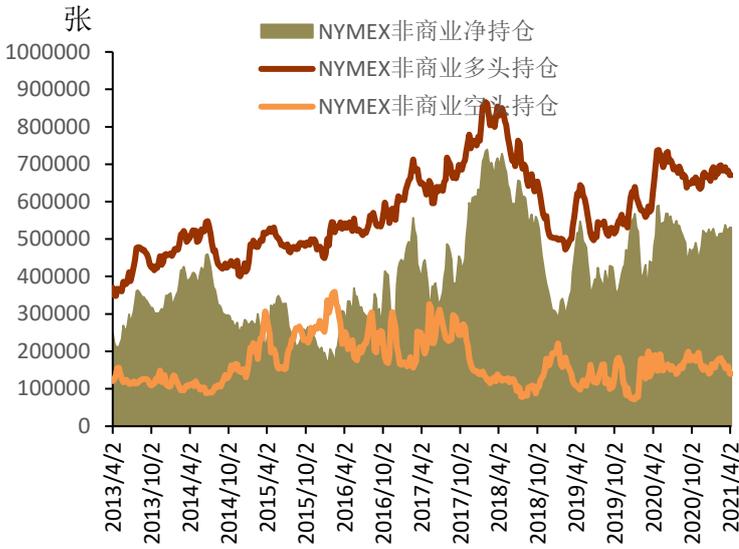
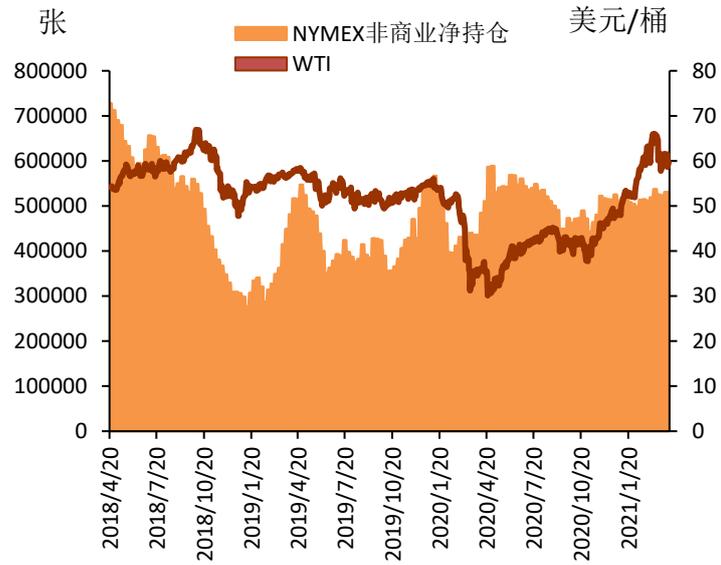


图 14 WTI 与净持仓的关系



数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

七、油价市场结构

近期油价大涨带来跨期价差波动加大，跨期套利机会增多，非商业套利持仓也在持续增长。随着原油现价震荡，跨期价差波动较大，期货贴水幅度不断加深。

图 15 WTI 跨月价差结构

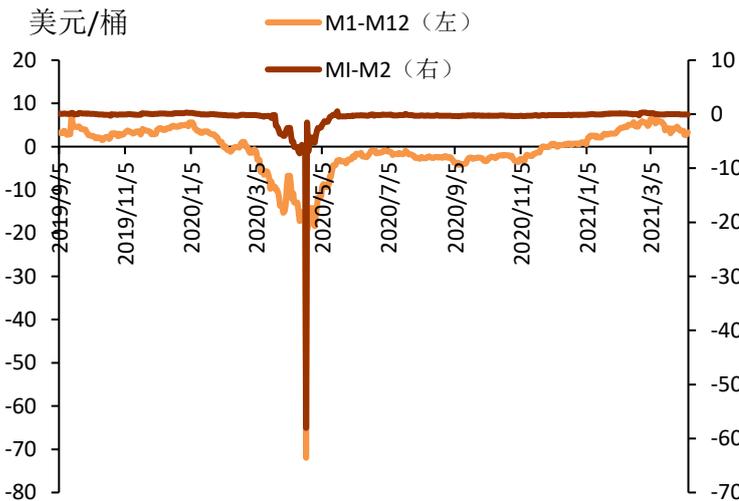
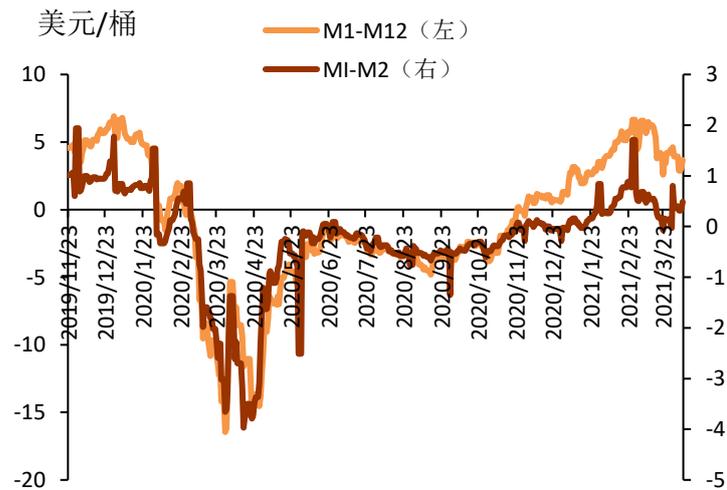


图 16 Brent 跨月价差结构



数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

八、后期展望

● 供应端

沙特开始要求国有企业削减派息,显示出财政端的困难。并且 OPEC 产量开始缓慢回升。而美国页岩油受到拜登绿色能源政策的影响而投资低迷,产量在后期将下降。短期内,原油供应将维持增长。

● 需求端

后疫情时期,疫苗的接种率提升,但海外疫情仍有反复,原油的需求仍存在一定的不确定性。随着欧洲封锁的逐步解除以及注射疫苗提振,原油整体需求面仍较为坚挺。

● 整体来看,油价当前基本处在供求双增的状况,短期难以有确定性的方向,将大致徘徊于 60 美元/桶水平上下。欧佩克+在增产过程中仍会显得审慎,同时美国拜登政府的环保新政对于页岩油开采会横加阻挠,这也会影响产能的增长。油价或区间震荡。

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。