

# “后疫情时代” 的原油市场展望

方正中期研究院 隋晓影

[www.founderfu.com](http://www.founderfu.com)

方正金融是方正集团下属的五大产业集团之一。

方正金融业务范围涉及证券、期货、公募基金、投行、直投、信托、财务公司、保险、商业银行、租赁等。

Founder Financial, one of the five sectors of Founder Group.

Its business covers securities, futures, mutual fund, investment banking, direct investment, trust, corporate

financing, insurance, commercial banking and leasing.

方正中期期货有限公司

Founder CIFCO futures Co., Ltd.

1 当前原油市场的交易逻辑

2 疫情后原油需求的“量变”与“质变”

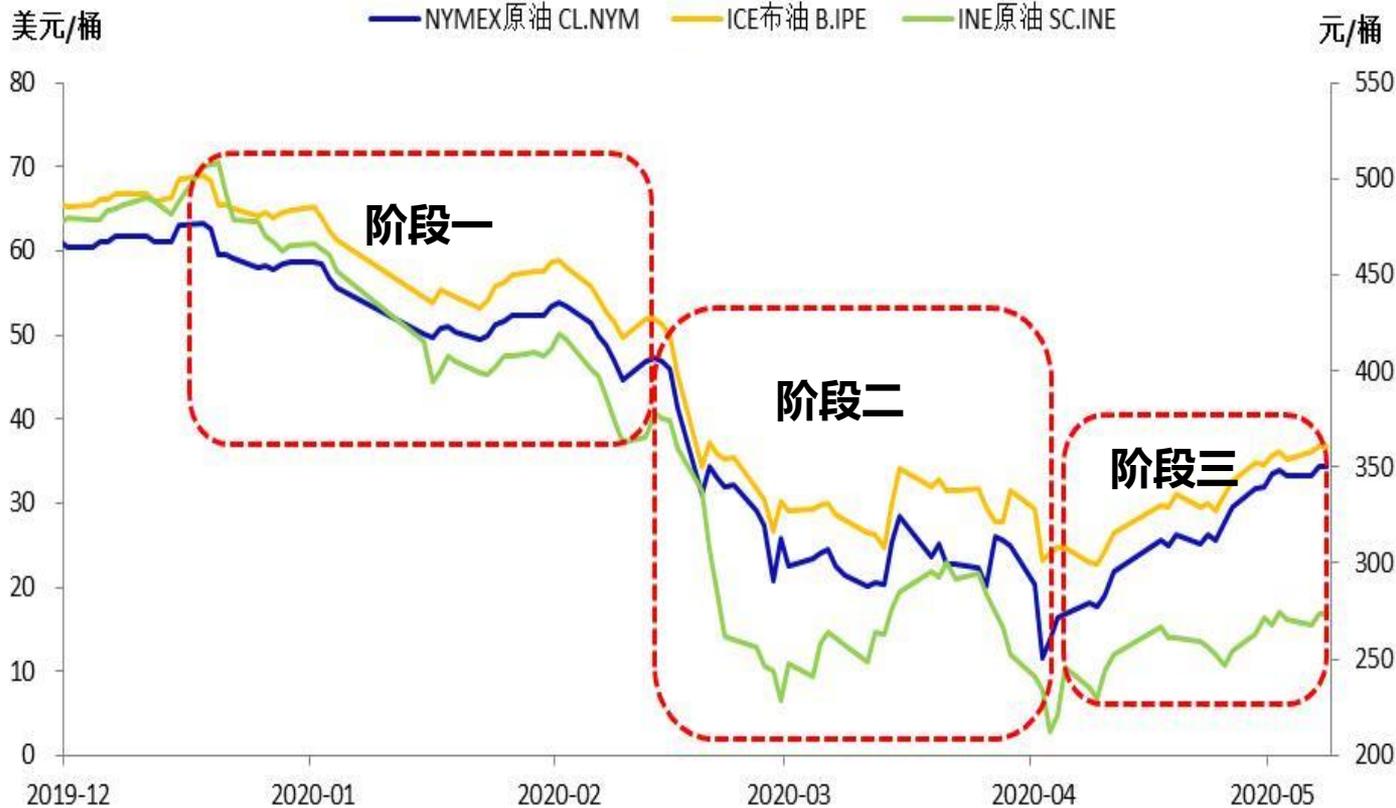
3 低油价下的北美页岩油产业

1 当前原油市场的交易逻辑

2 疫情后原油需求的“量变”与“质变”

3 低油价下的北美页岩油产业

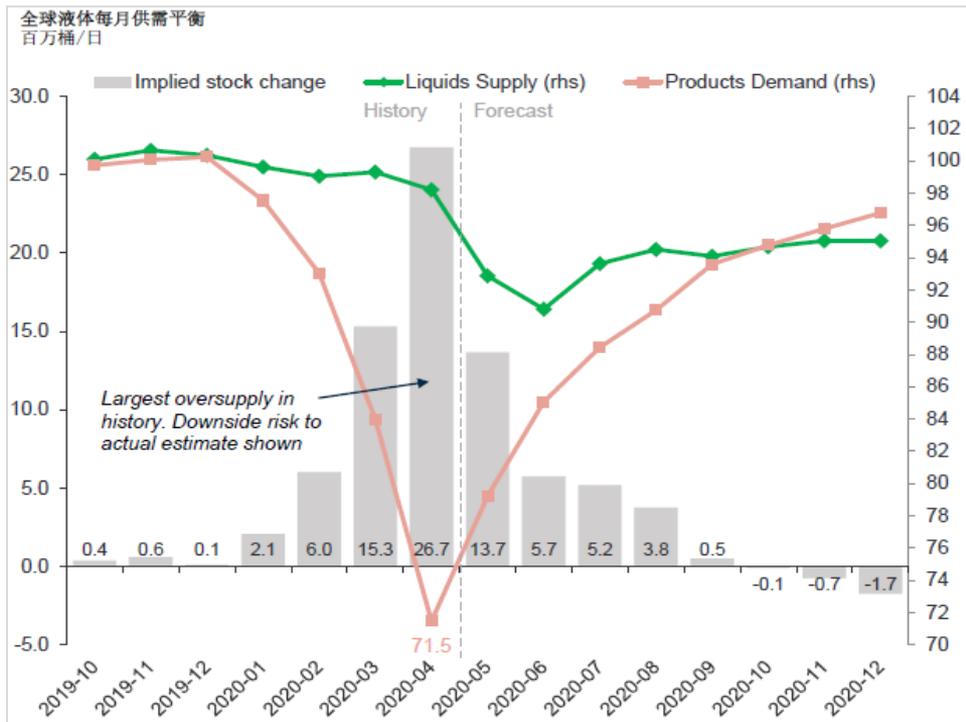
# 当前油价处于供需边际改善下的回升阶段



- **阶段一：**中国及海外疫情接连爆发，市场避险情绪升温，油价高位回落
- **阶段二：**疫情加剧叠加减产谈判破裂，避险叠加供需平衡恶化，油价下跌加速
- **阶段三：**疫情缓和之下原油需求触底，供需平衡边际改善，油价低位连续反弹

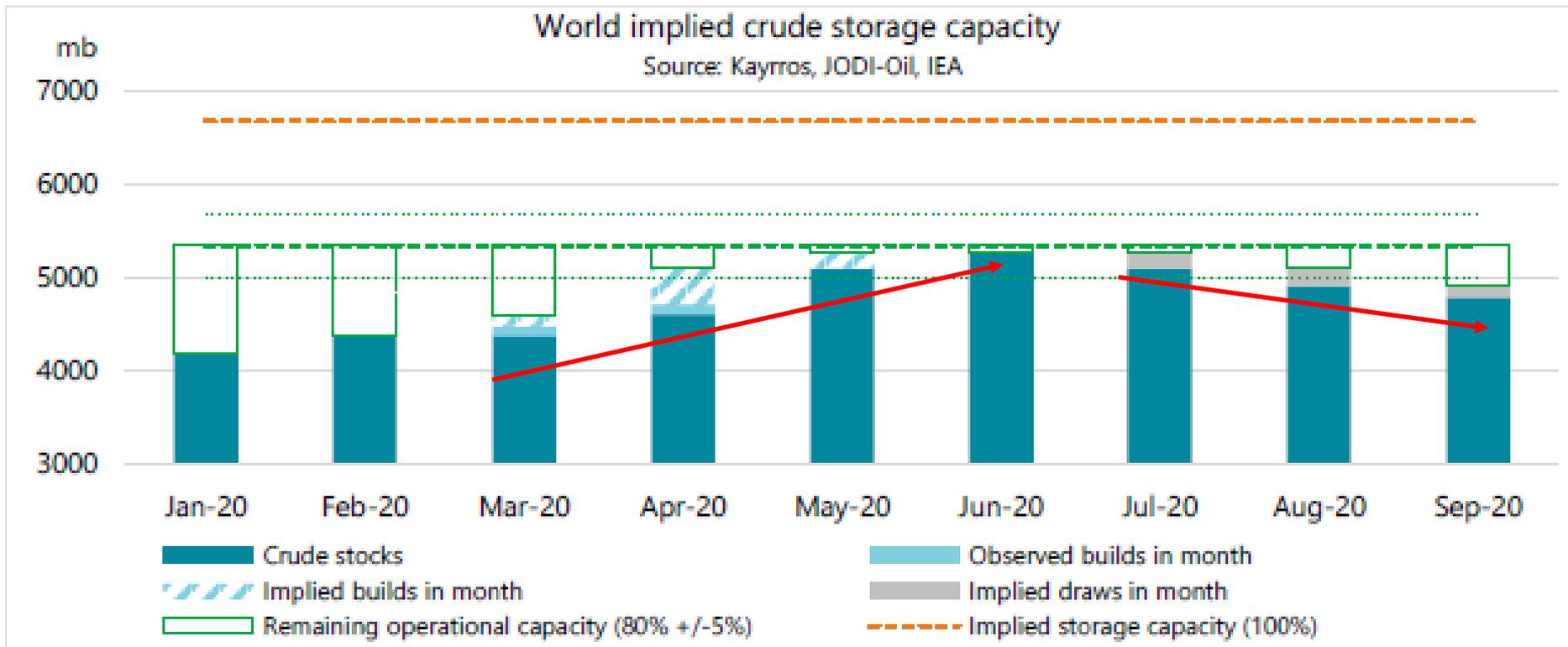
# 全球原油供需平衡逐步修复

- 产油国减产带来的供应收缩以及疫情缓和带来的需求的恢复令市场累库速度放缓，5月份以后需求预期不会继续恶化，原油供需平衡表将逐步修复，这支持油价在二季度筑底回升



# 全球原油库存逼近库容上限 下半年去库

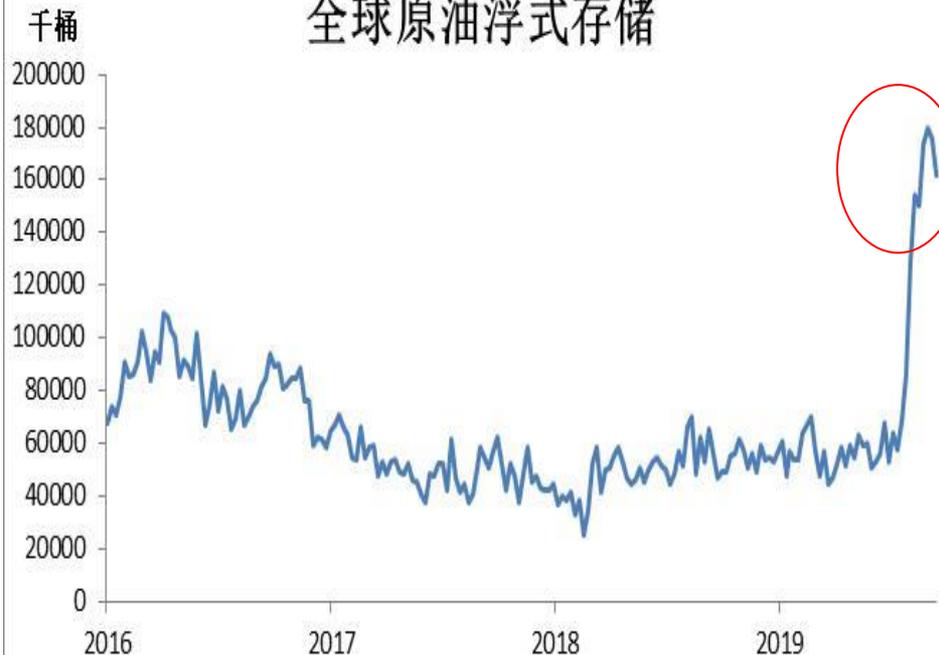
- 全球原油总库容为67亿桶，可操作库容为总库容的80%，约为54亿桶，根据IEA的预计，到今年年中前后全球原油库存将达到可操作库容的上限，下半年将进入去库阶段



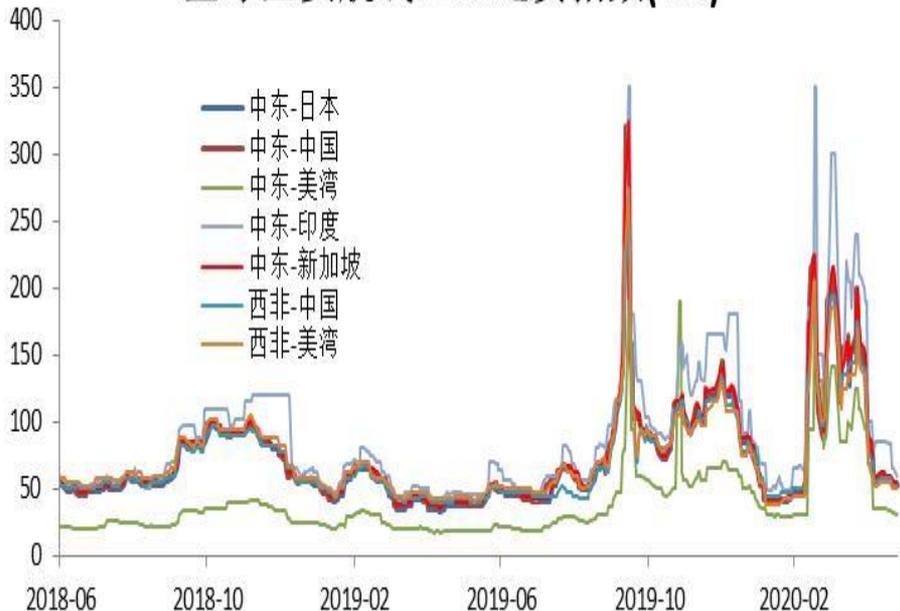
# 浮仓存储将被释放 油轮运费大幅回落

- 随着原油供需面的好转以及油价的上涨，浮仓存储将首先被释放，浮仓存储量高位出现拐头
- 产油国减产导致原油出口以及贸易量下降，加上囤油需求的减少，油轮运费大幅回落

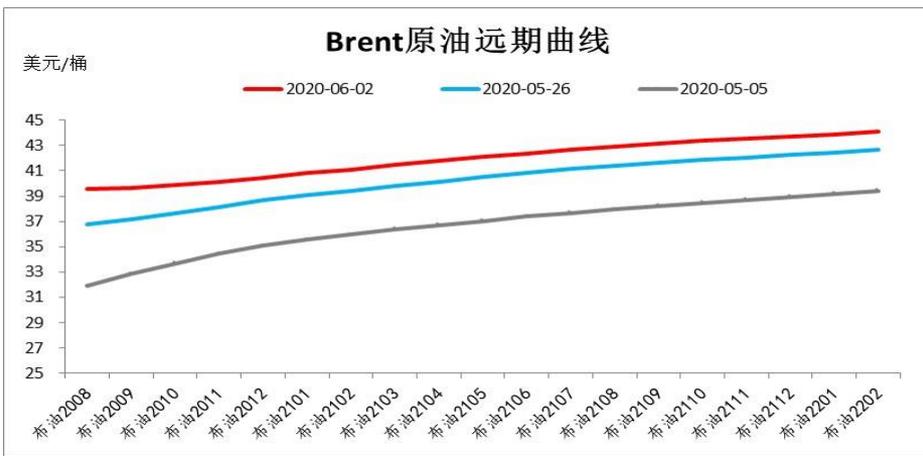
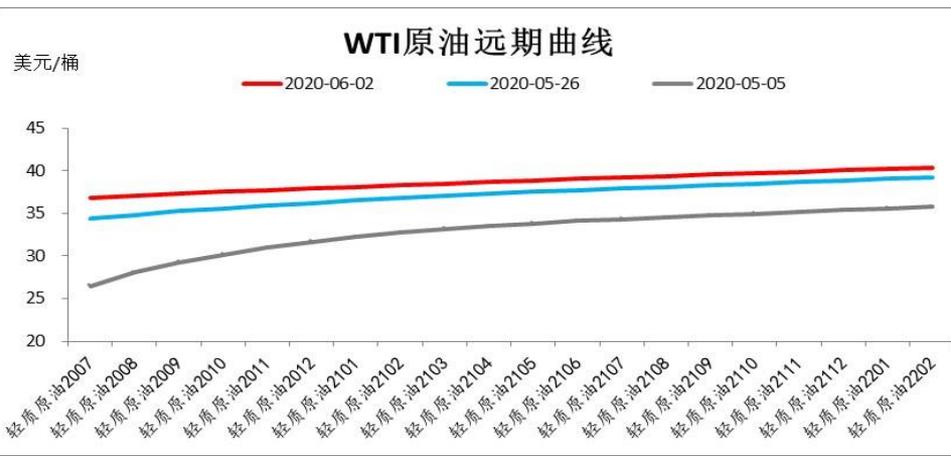
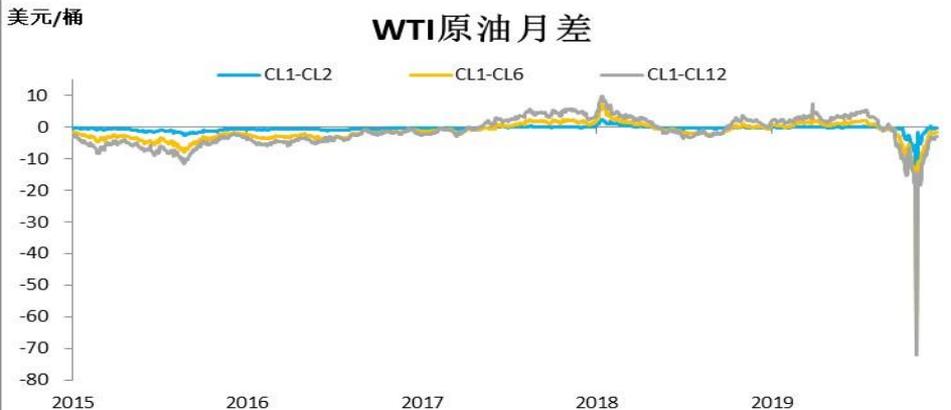
## 全球原油浮式存储



## 全球主要航线VLCC运费指数(WS)



# 近端基本面改善 支撑原油近月走强



- 全球原油供需平衡边际改善，这是当前原油市场交易的主要逻辑，后期油价整体上行的高度在于原油需求的恢复情况，面临不确定性，供应端影响趋于弱化
- 中期来看，原油运行趋势向上，但前期累积的库存需要一段时间消化，同时疫情下的原油需求恢复速度缓慢，同时存在不确定性，未来油价上行的幅度可能受到限制
- 风险因素：疫情二次爆发、宏观风险（中美关系、香港局势、美国等示威暴乱）

1 当前原油市场的交易逻辑

2 疫情后原油需求的“量变”与“质变”

3 低油价下的北美页岩油产业

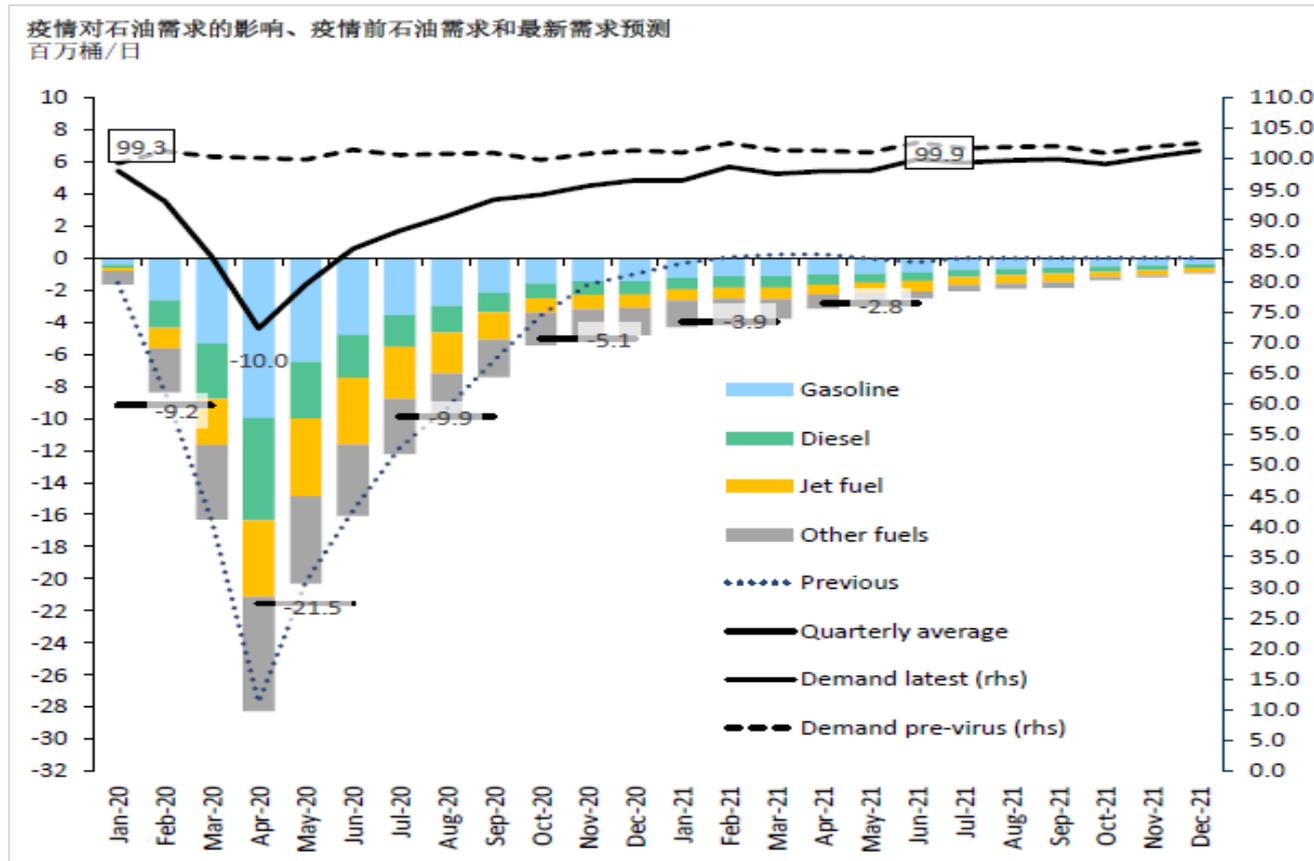
# 后疫情时代原油需求的“量变”与“质变”

- 全球疫情防控趋向“常态化”，有可能需要1-2年的时间才能恢复到正常状态，这意味着需求可能会长时间受到制约，恢复将非常缓慢
- 从美国市场来看，汽油需求率先触底回升，但柴油、航空燃油等需求恢复较为漫长
- 欧美等国强行复产复工之下，疫情有二次爆发的风险，这将再度制约需求的恢复
- 在关注量变的同时，我们也要关注需求的质变，在疫情的冲击之下，居民的生活（出行方式、网购生活必需品等）及工作方式（居家办公、线上会议等）都发生了较大的变化，部分方式可能发生永久性改变，而这部分需求将无法恢复

# 疫情后的需求恢复过程漫长 可能带来结构性变化

■ 根据Rystad Energy的统计，疫情对原油需求的负面冲击在今年4月份达到顶峰，此后随着疫情的缓解以及防控措施的逐步放松（如航班增加、交通拥堵指数上升等）将带来需求的触底恢复；

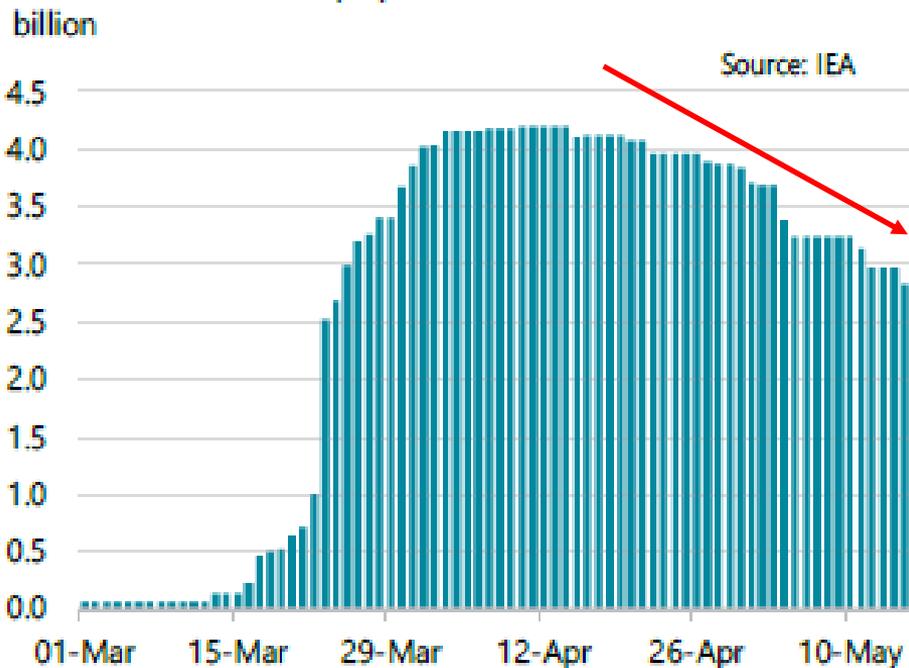
■ 大部分旅行限制将在年底前解除，但新车销量、通勤以及航班数量等的疲软局面仍会延续至2021年，预计2021年中期前石油需求不会恢复到2019年的水平；



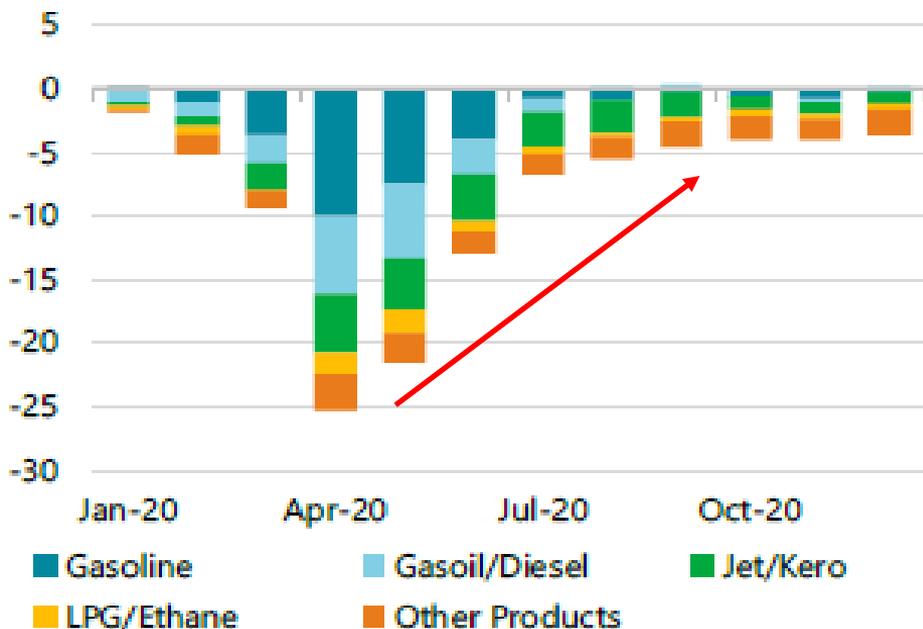
# 全球复产复工推进 原油需求边际改善

- 4月中旬以后，美国、欧洲以及部分新兴经济体陆续启动复工计划，经济活动有所升温，并带动了终端消费的触底回升，全球石油需求呈现边际改善

### World population under lockdown



### Annual Oil Demand Change By Product

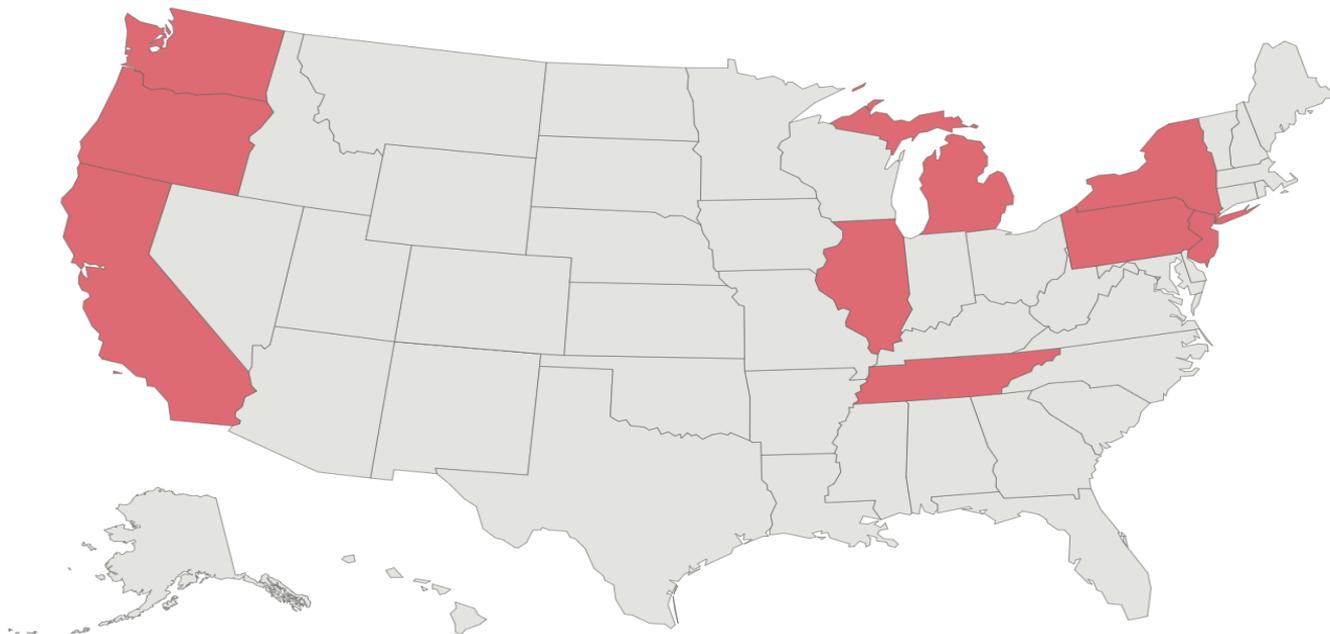


# 美国市场接近完全解禁

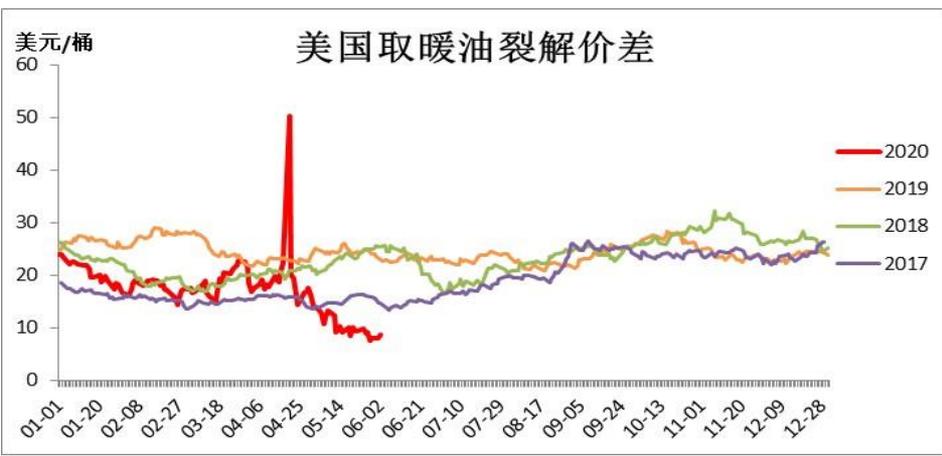
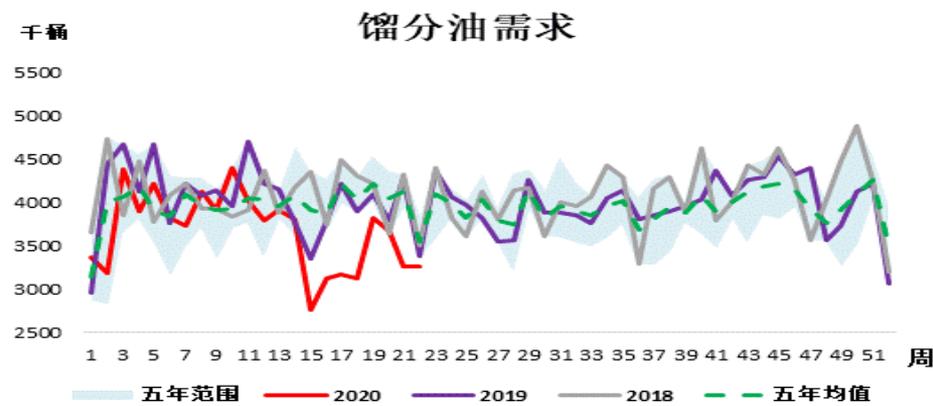
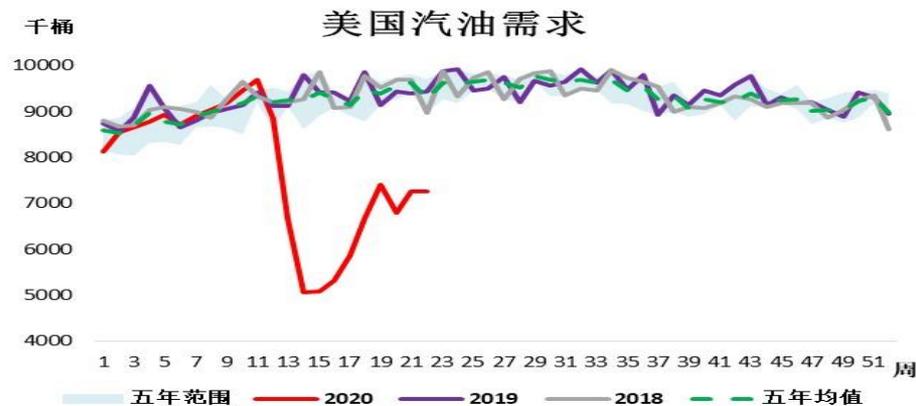
- 为了重启经济，4月下旬开始，美国数十个州陆续出台复工计划，截止目前，美国50个州中，接近40个州完全解封，少部分州区域性解封

美国各州重新开放进度(更新至2020-05-31)

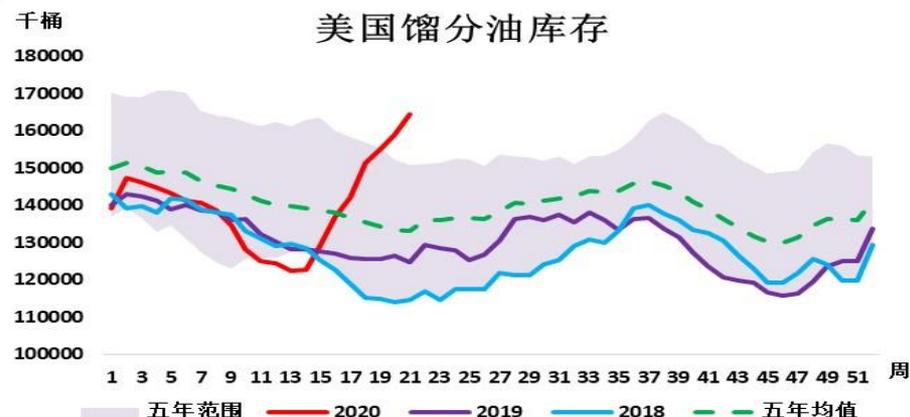
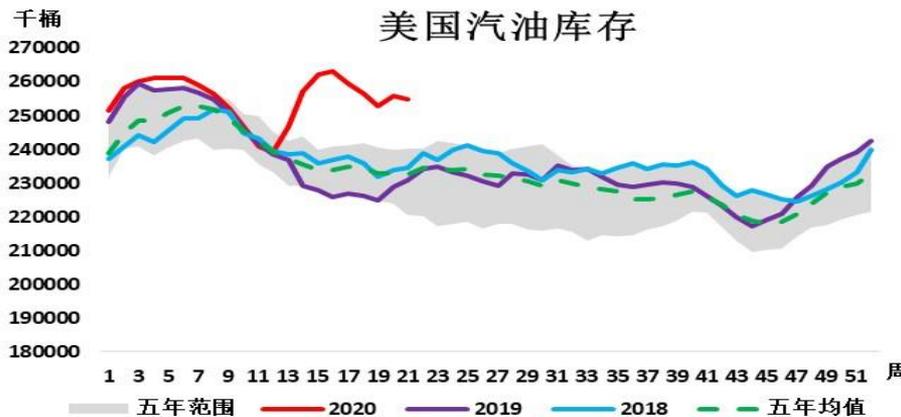
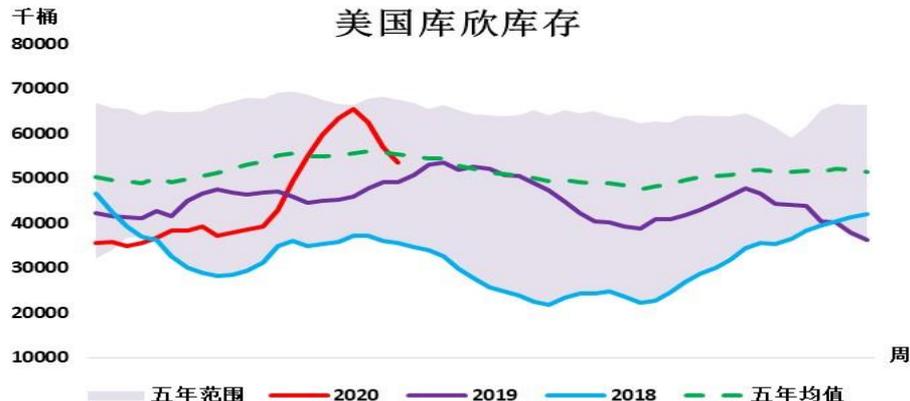
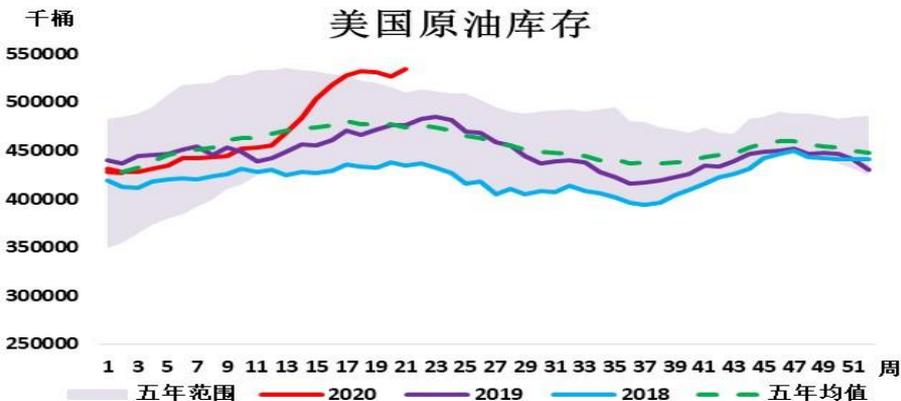
● 部分区域开放 ● 开放中



# 美国终端消费低位回升 但整体仍较弱

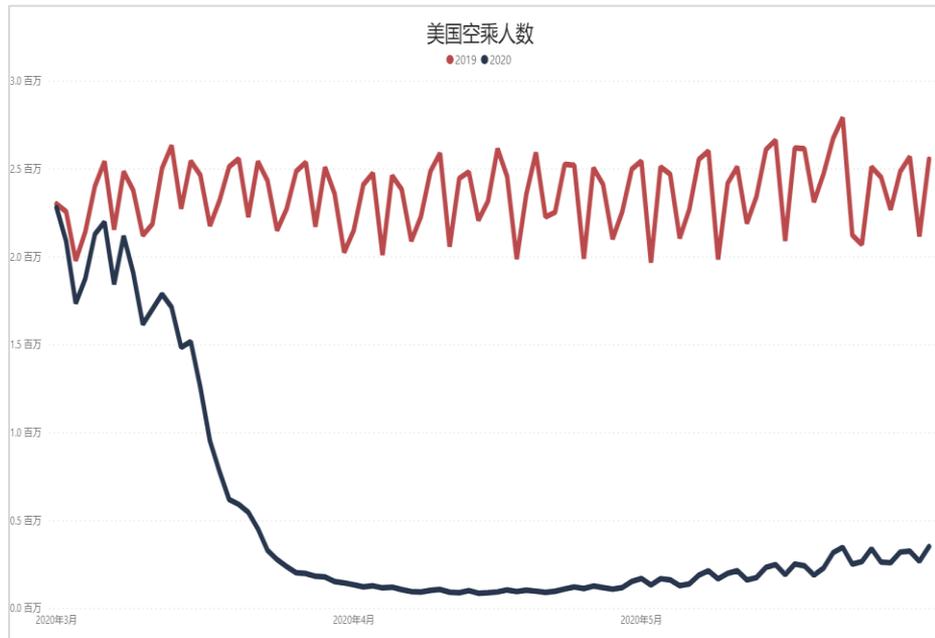
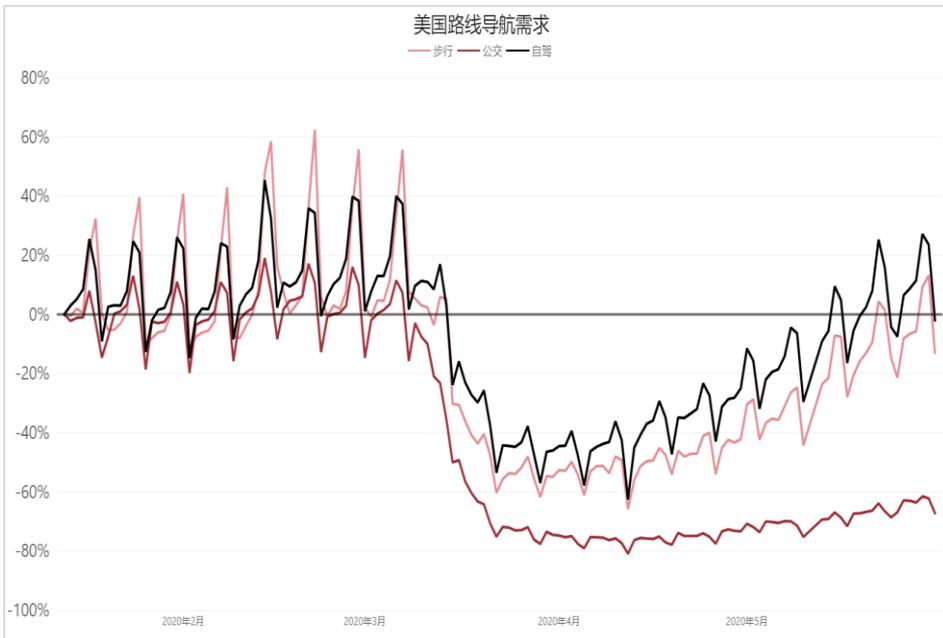


# 美国市场库存出现积极变化



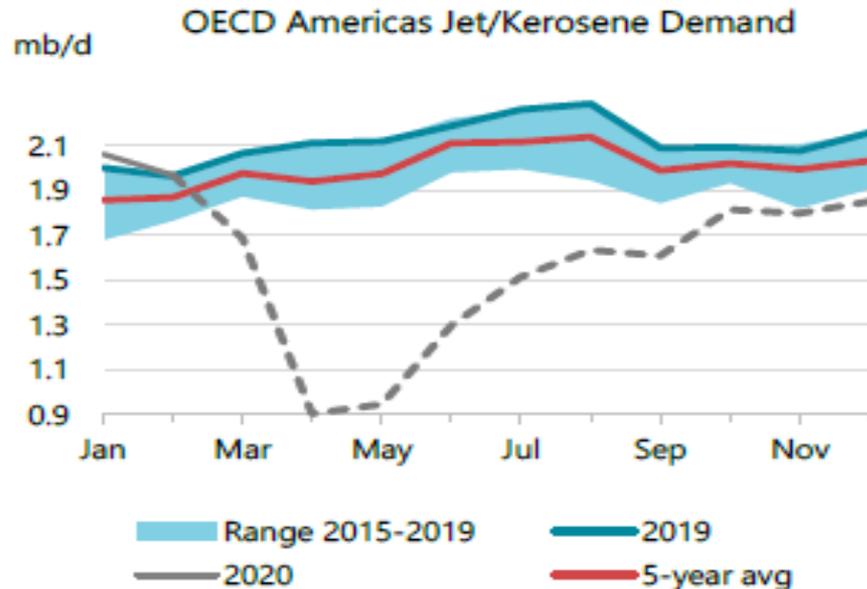
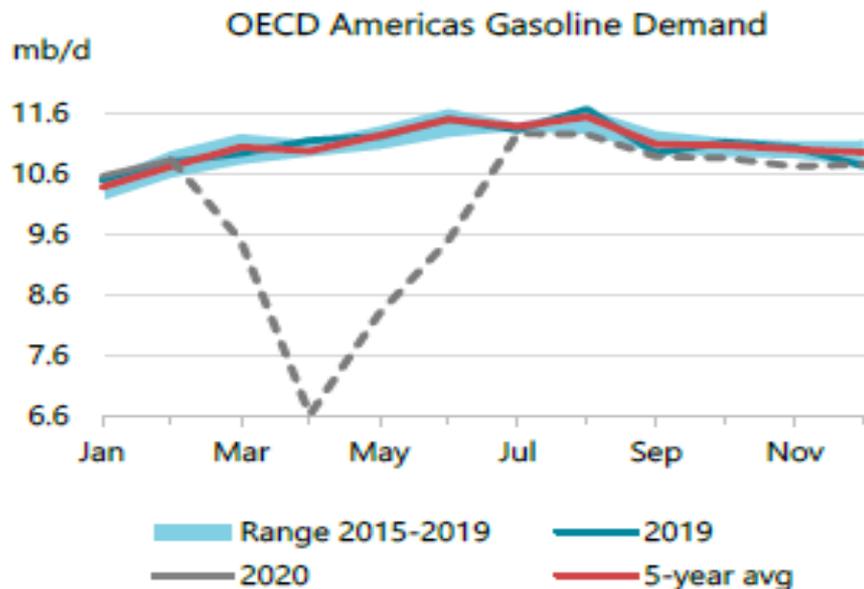
# 美国自驾需求恢复较快 公共交通及航空需求仍然较低

- 从美国导航数据来看，随着美国各州的解封，居民自驾以及步行出行的需求明显回升，但乘坐公共交通出行的需求仍然远低于正常水平
- 美国疫情爆发以来，在航班大幅度减少以及出行需求下降的情况下，美国乘坐飞机出行的人数自3月份开始大幅减少，到目前为止仍没有显著恢复



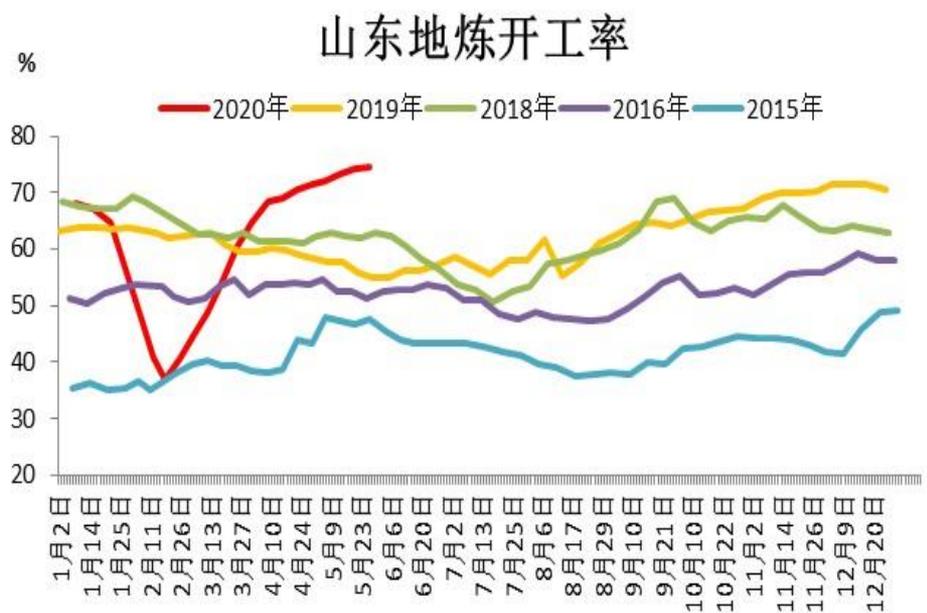
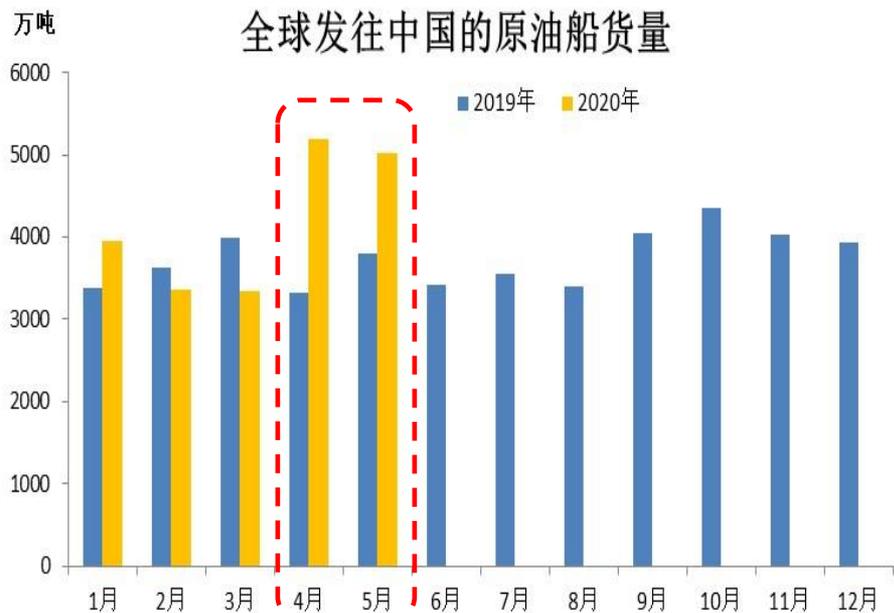
# 美国汽油消费率先恢复 航空燃油恢复较慢

- 美国复工计划实施后，汽油需求率先恢复，美国3、4月份汽油需求同比下降了12%和40%，5、6月份同比降幅将收窄至25%和15%，预计三季度初会恢复至正常区间；
- 由于航班数量的减少，3月份美国航空煤油需求下降了18%，4、5月份扩大至60%，6月份降幅将收窄至40%左右，但航空煤油的需求恢复将明显慢于汽油的恢复速度



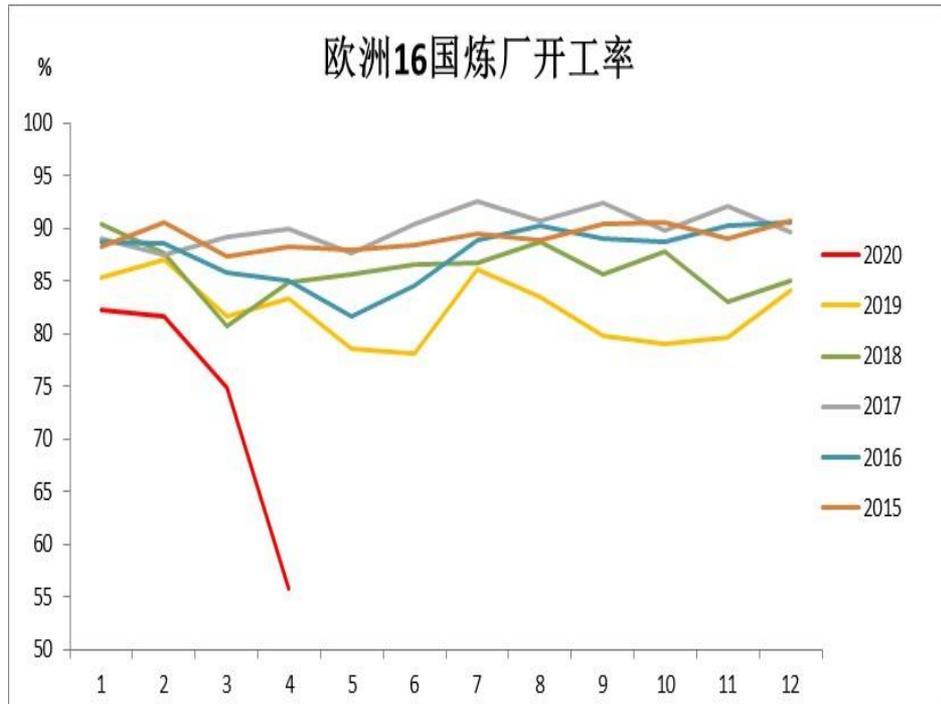
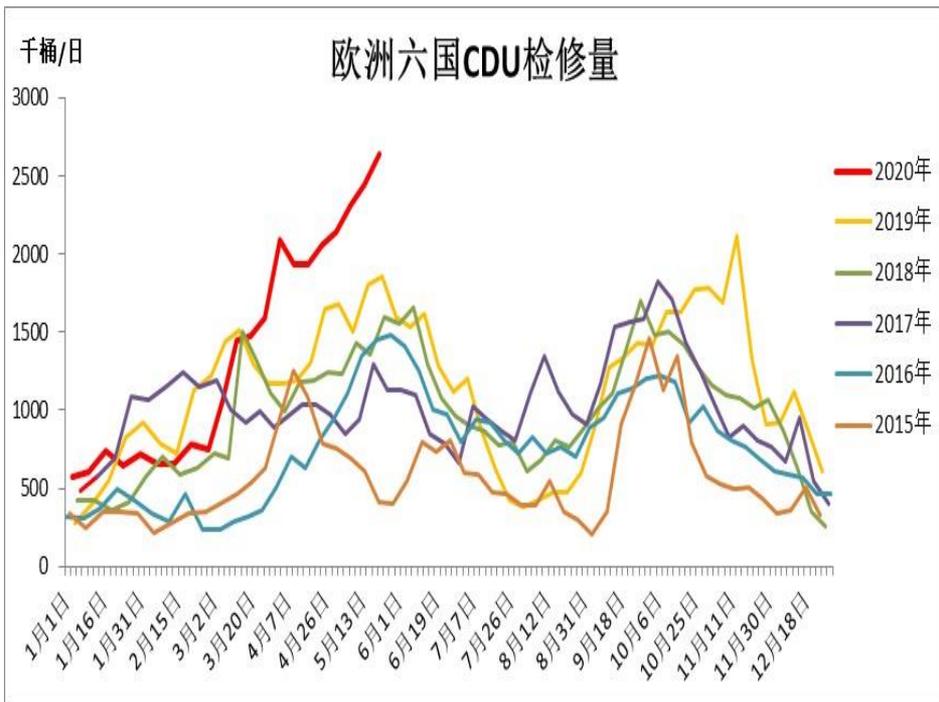
# 中国需求相对有“韧性” 地炼开工率持续回升

- 根据路透的船期数据，今年1-5月份全球发往中国的原油船货量同比增长了15%，1-4月份国内原油进口量同比增长了1.7%，中国进口需求仍然旺盛；
- 受疫情以及春节因素影响，年初国内主营及地方炼厂开工率大幅下滑，尤其是地方炼厂开工负荷从此前的70%以上降至不到40%，3月份以后持续回升



# 欧洲炼厂检修高位 开工负荷创历史新低

- 欧洲主要的6个国家炼厂CDU检修量仍处于上升趋势中，同时4月份欧洲16国炼厂开工负荷仍在走低，至历史最低水平



1

当前原油市场的交易逻辑

2

疫情后原油需求的“量变”与“质变”

3

低油价下的北美页岩油产业

# 最近两轮原油大跌下的美国页岩油产业变化

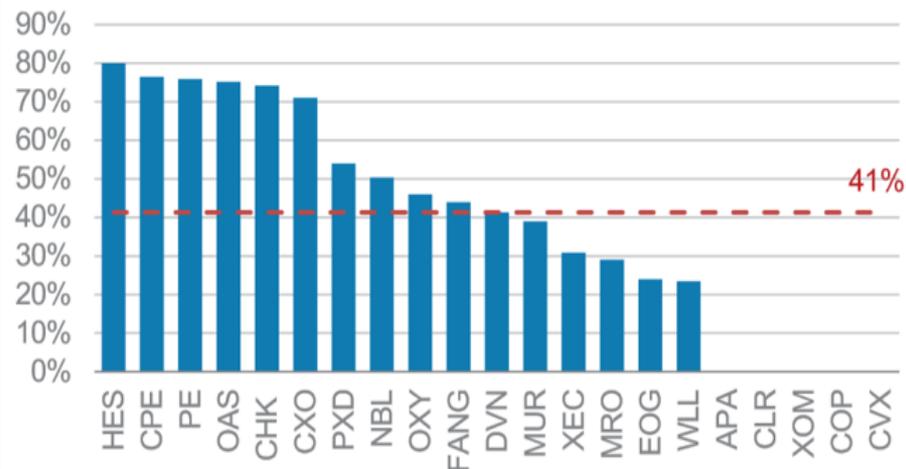
	2014年年中-2016年年初	2020年1-4月
WTI原油最低点	26.05美元/桶	主力6.5/近月-40.32美元/桶
WTI原油累计跌幅	累计下跌了1年半多，跌幅76%	累计下跌了4个月，跌幅90%
美国原油产量降幅	从960降至842.8万桶/日，降幅12%	从1310降至1140万桶/日，降幅13%，仍有下降空间
美国石油钻机数最低点及降幅	累计下降1年半，自1609降至316座，降幅80%	累计下降了2个半月，自683降至237座，降幅65%，未来仍有下降空间
美国页岩油生产成本	50-70美元/桶	23-36美元/桶
特点	产出效率低，产量对上游投资依赖大，成本高	产出效率高，注重资本回报，成本显著下降

# 产业集中度提升以及风险对冲令其抗风险能力提高

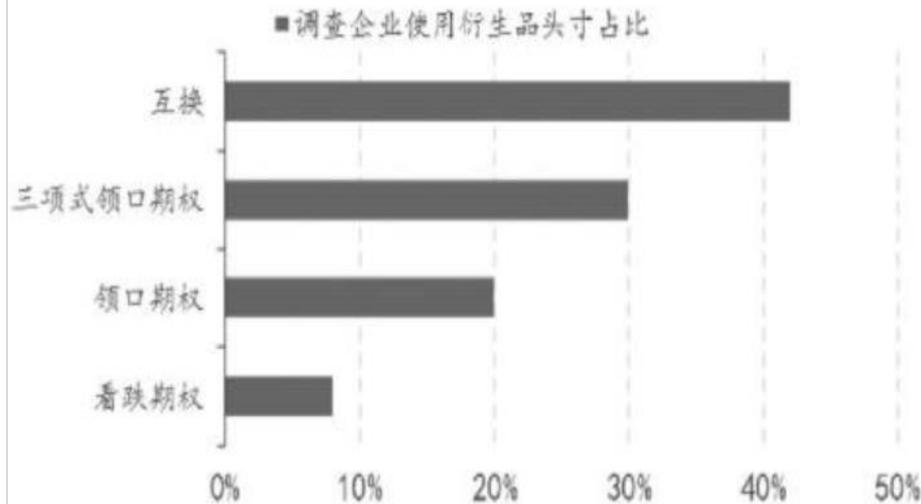
- 页岩油产业为典型的**资本密集型产业**，高杠杆率、高融资成本制约中小型页岩油企业的发展，而近两年埃克森美孚、BP和雪佛兰等国际石油巨头通过并购等手段大规模进入美国页岩油行业，**显著提升了页岩油的产业集中度**；
- 页岩油企业**普遍运用衍生品工具进行风险对冲**，如互换、期权等，套保比例达到40%-50%

Exhibit 15: Producers have hedged 41% of 2020 oil production at current capex...

2020 Oil Hedges (inc. 3-way collars)

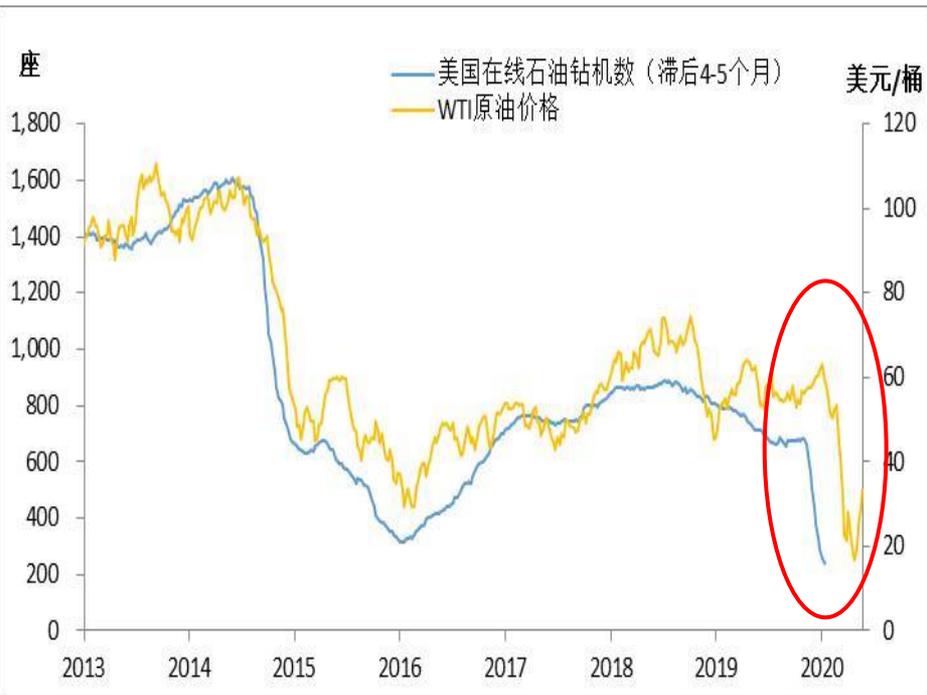


原油衍生品工具使用调查 (2019年)



# 上游投资减弱 美国石油钻机锐减

- 美国石油钻机数反应上游投资景气度，在过去三个月累计下降了超60%，创有记录以来新低；
- 从历史数据看，钻机数的变化滞后油价大概4-5个月时间，而产量的同比变化滞后钻机数大概2个月时间

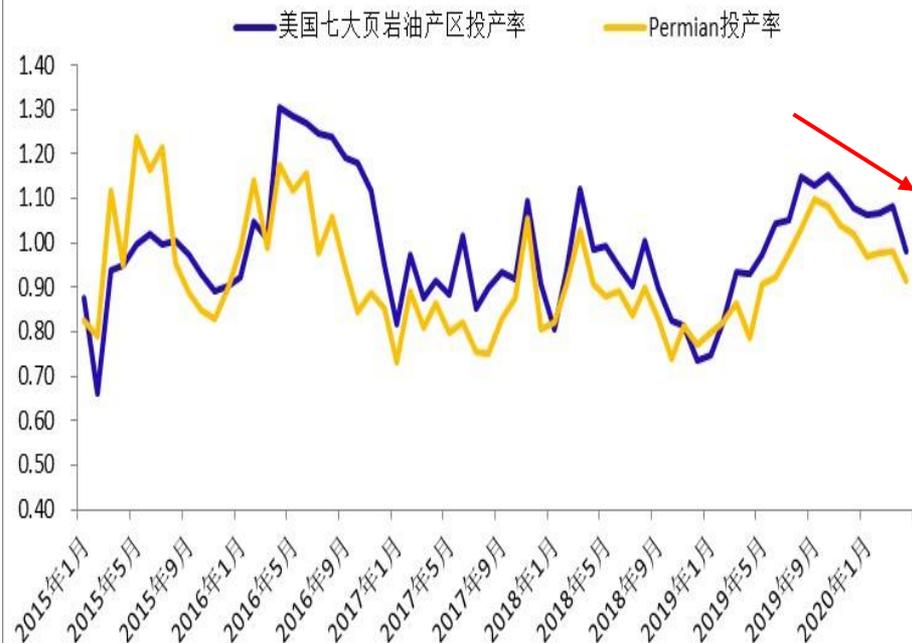
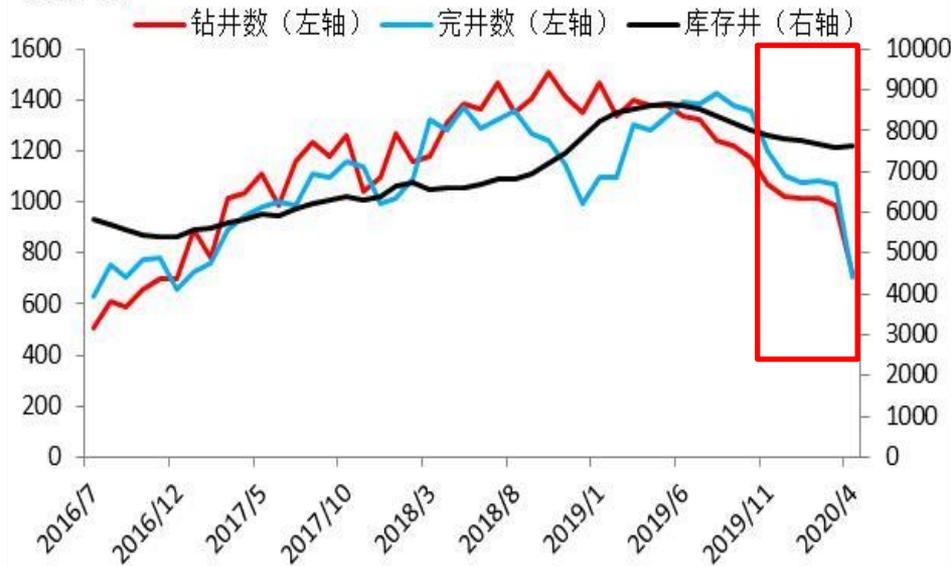


# 钻井、完井活动骤降 页岩油企业投产意愿下降

- 美国石油钻井数及完井数自2018年底开始下滑，而近期钻机数下行的加速也带来了**钻井和完井活动的加速下滑**
- 美国页岩油产区投产率持续下滑，反应**页岩油企业投产意愿大幅下降**

## 美国七大页岩油产区

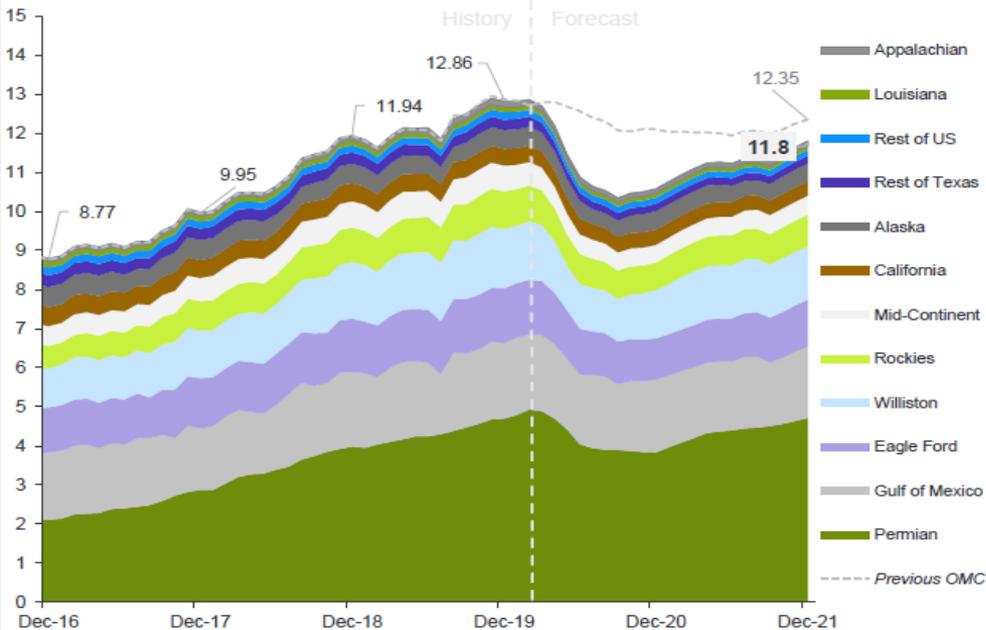
单位：座



# 美国原油产量预计在今年四季度触底

- 当前美国原油产量较今年高点1310万桶/日已经下降了170万桶/日，至1140万桶/日；
- 随着油价的回升，页岩油产量下降步伐将放缓，**预计会在今年四季度触底**，较今年初下降约200万桶/日，降幅在15%左右，并在2021年逐步恢复

美国石油产量展望，按盆地划分，基准情景假设下  
百万桶/日



# 谢谢!

方正金融是方正集团下属的五大产业集团之一。

方正金融业务范围涉及证券、期货、公募基金、投行、直投、信托、财务公司、保险、商业银行、租赁等。

Founder Financial, one of the five sectors of Founder Group.

Its business covers securities, futures, mutual fund, investment banking, direct investment, trust, corporate financing, insurance, commercial banking and leasing.