

沉舟侧畔千帆过 病树前头万木春



宝城期货 陈栋

2020年6月30日

主要内容

1

近期原油走势回顾

2

宏观面对原油价格的影响

3

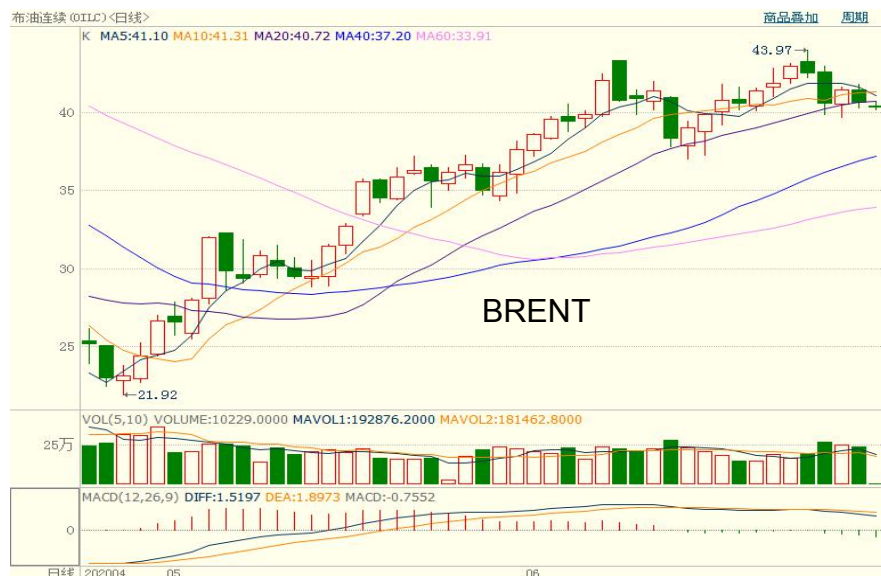
原油基本面情况

4

交易策略及风险

一、近期原油走势回顾

原油走势回顾



随着OPEC+产油国在美国极力撮合之下，重回谈判桌并最终取得史上规模最大的减产协议，油市供应端偏紧优势重塑。同时5月开始欧美国家疫情防控取得初步缓解，并放松防控措施恢复经济，原油悲观的需求预期得到扭转，原油市场供需极度失衡局面持续修复并重回供需基本平衡，国内外原油价格重心稳步回升。其中WTI原油期价自10-20美元/桶区间稳步走高至30.49美元/桶；布伦特原油期价自20-30美元/桶区间稳步走高至41.66美元/桶；我国原油期货主力合约自210元/桶一线稳步走高至292.4元/桶一线。

二、宏观面对原油价格的影响

全球疫情仍在扩散

图1、截至6月30日海外新冠累计确诊病例突破1000万例

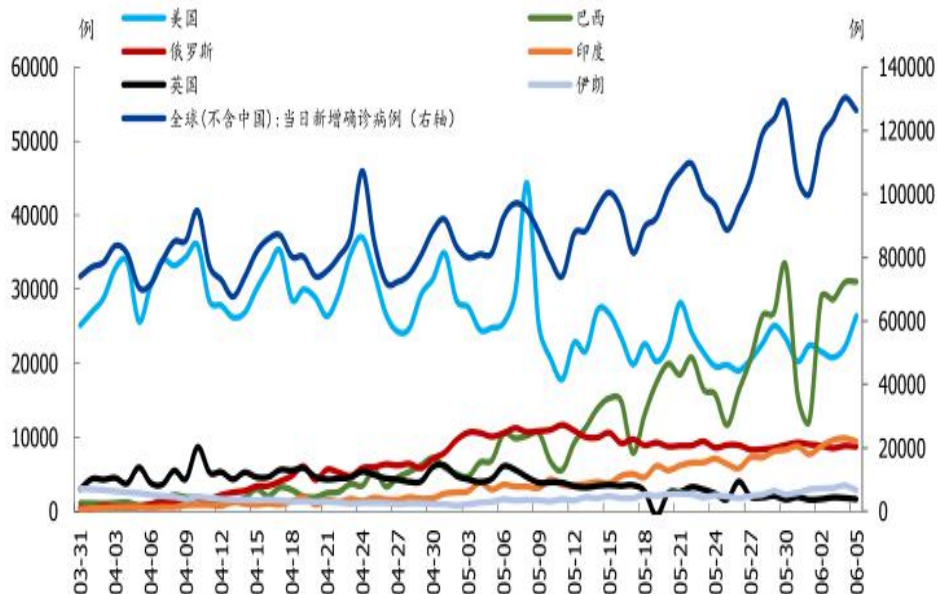
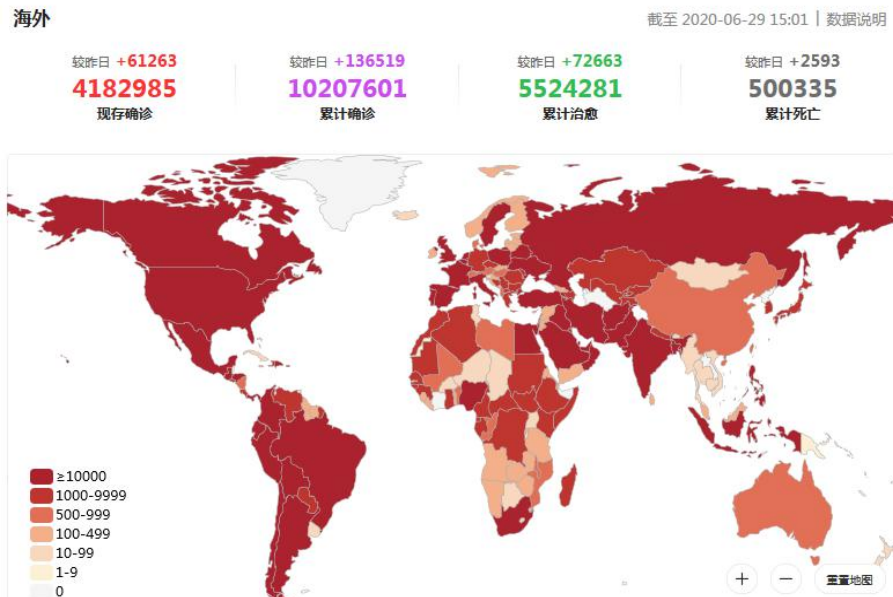


图2、截至6月30日海外新冠累计确诊病例分布图



步入2020年以来，全球爆发新冠肺炎疫情。由于对疫情防控意识不强，导致传染迅速并蔓延至世界各地，确诊人数快速增加。截止6月底，全球疫情仍在持续发酵中，在缺乏疫苗的背景下，预计持续时间可能会超出预期。

截至北京时间29日，当前全球已累计确诊近1020万例，死亡50.3万例。其中，美国已累计确诊超256万例，死亡近12.6万例。巴西、俄罗斯和印度分别确诊134万例、64万例和55万例。

全球经济现状

图3、摩根大通全球制造业PMI指数持续下滑

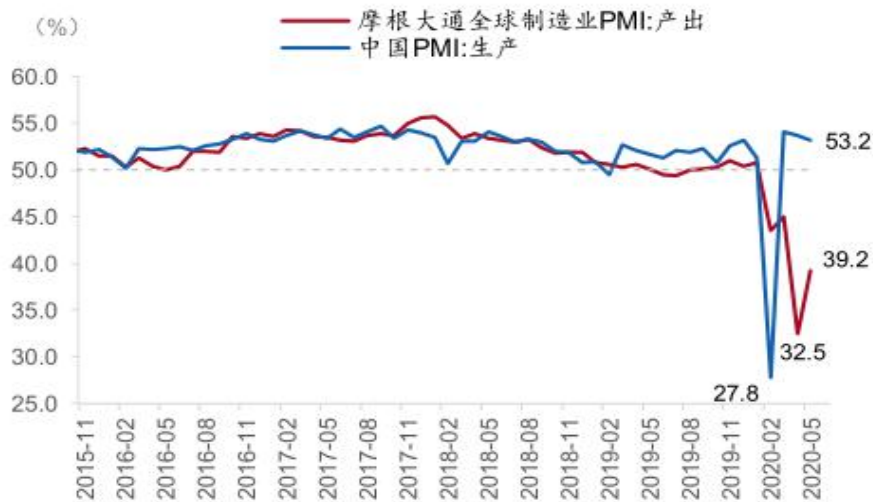


图5、欧元区5月PMI有所回升（%）

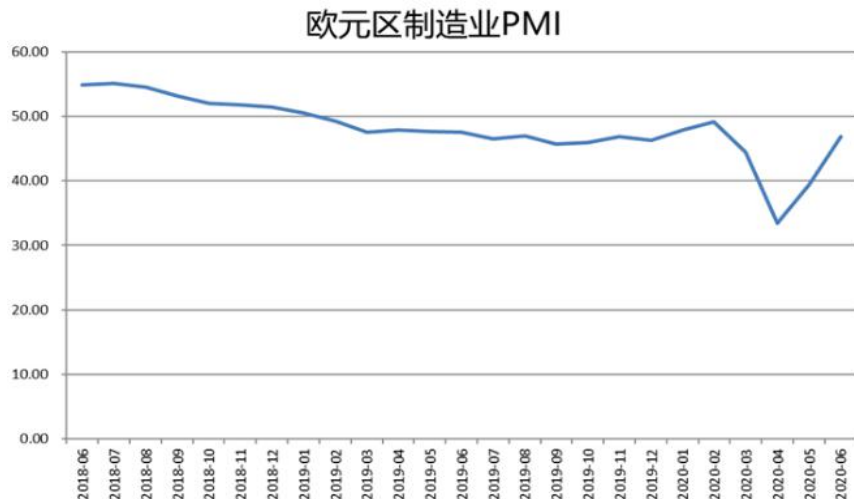


图4、2020年5月美国制造业PMI走势图



目前全球核心国家虽然仍处于衰退中，但经济正从低谷走出。中国经济率先修复。5月无论是ISM制造业PMI还是Markit制造业PMI均明显回升，分别从41.5%升至43.1%，36.1%升至39.8%。欧元区6月制造业PMI初值46.9，高于预期的45，前值39.4，创4个月新高。德国6月制造业PMI初值44.6，高于预期的42.5。英国6月制造业PMI初值50.1，远高于预期的45，前值为40.7，重回50荣枯线上方，创今年2月以来新高。法国6月制造业PMI初值52.1，高于预期的46，前值为40.6，重回50荣枯线上方，创2018年10月以来新高。

全球经济展望

图6、美联储点阵图显示将维持低利率水平直至2022年年底

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate

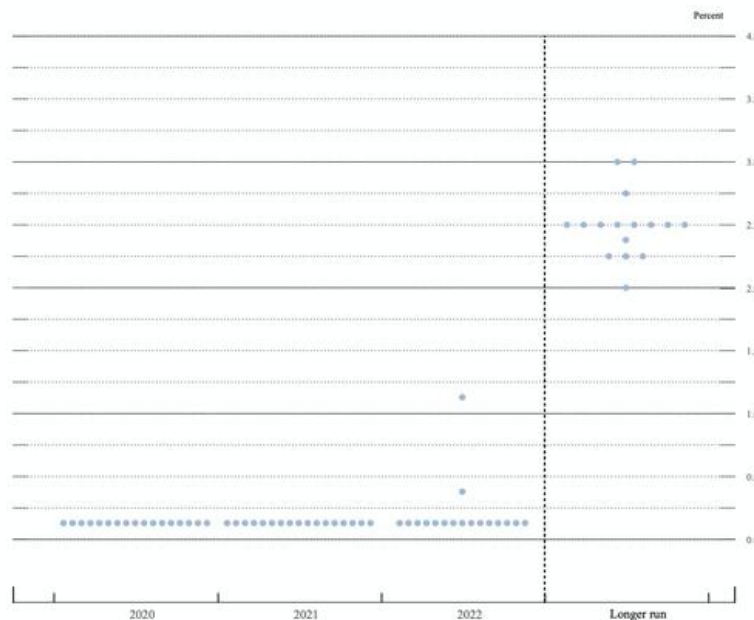


图7、美国VIX指数显著回落



展望下半年全球经济有望延续第二季度的复苏节奏，不过仍需要警惕新冠疫情的二次爆发风险，且这个概率依然较大。由于目前缺乏治疗新冠肺炎的特效药及预防疫苗，所以疫情二次反扑的可能性存在，一旦出现危机，居家限制活动又将重挫经济复苏进程，届时经济将重返弱势。目前美国多州病例增加，部分地区暂停复工行动，投资者越发担心经济复苏的前景，再加上美欧关系紧张。

如果下半年疫情防控得力或者特效药及预防疫苗研制成功，则全球经济复苏步伐有望稳步推进，届时对原油等大宗商品而言将产生积极的提振作用。

国内经济企稳回升

图8、我国2020年一季度GDP走势图



图9、我国官方制造业PMI和财新制造业PMI走势图（%）

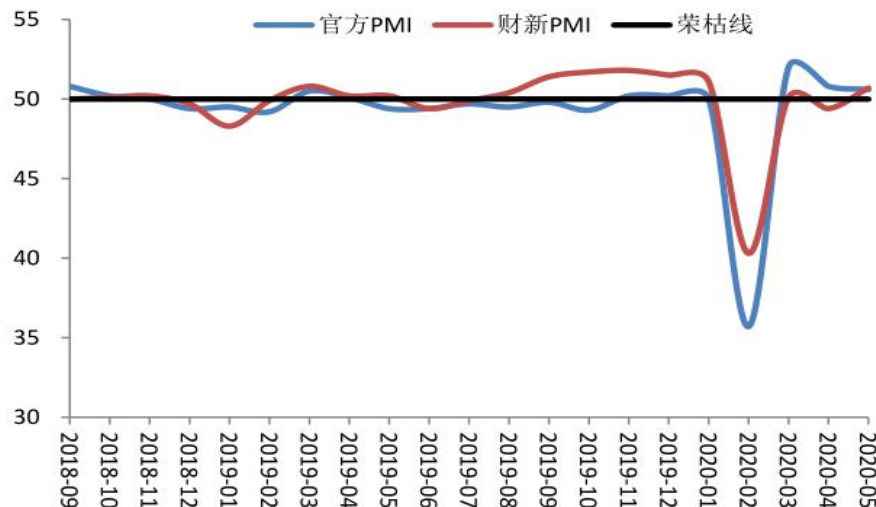
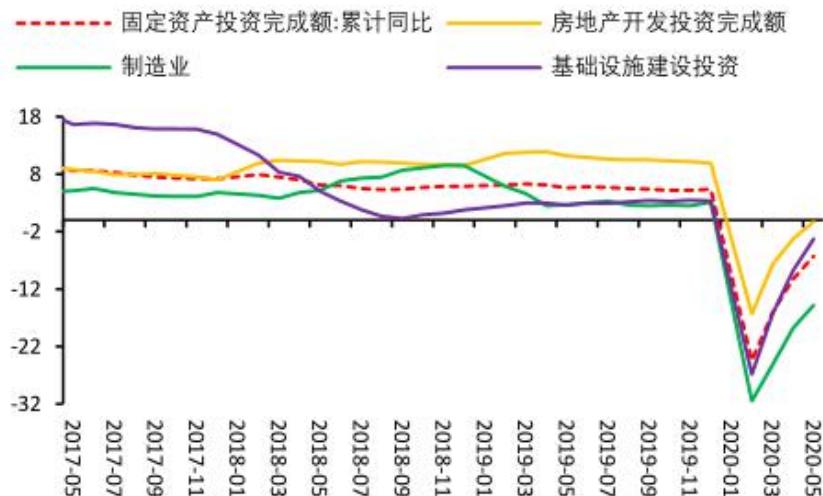


图10、5月份我国三大类投资增速走势图（%）



二季度开始，我国复工复产复商复市扎实推进，生产需求继续改善，就业物价总体平稳，积极变化累积增多，国民经济逐步恢复。二季度我国经济数据较一季度出现明显改观。作为先行指标的中国制造业PMI指标在5月继续维持在荣枯线之上，同时全国规模以上工业增加值、工业企业利润、社会消费品零售总额以及全国固定资产投资增速均稳步回升，凸显积极向好的经济形势。总体来看，我国经济持续改善，基本面稳中向好的态势没有改变，逆周期调节效果逐渐凸显。

国内经济展望

图11、2020年GDP增速将呈现“前低后高”的走势

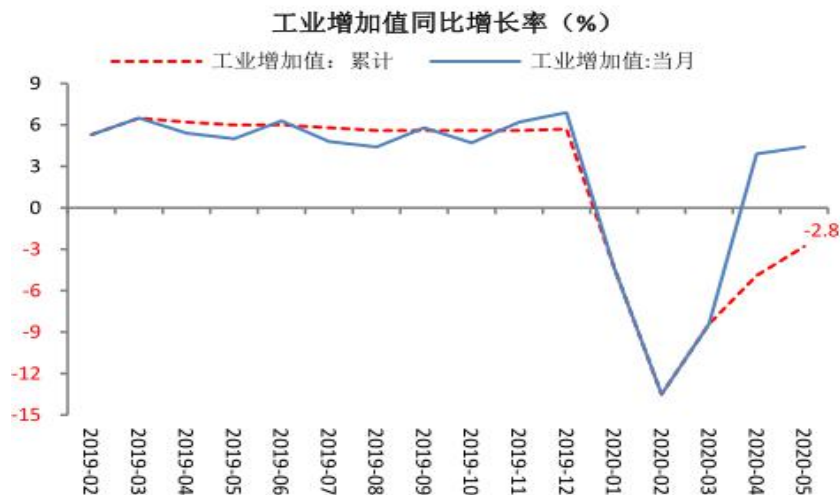
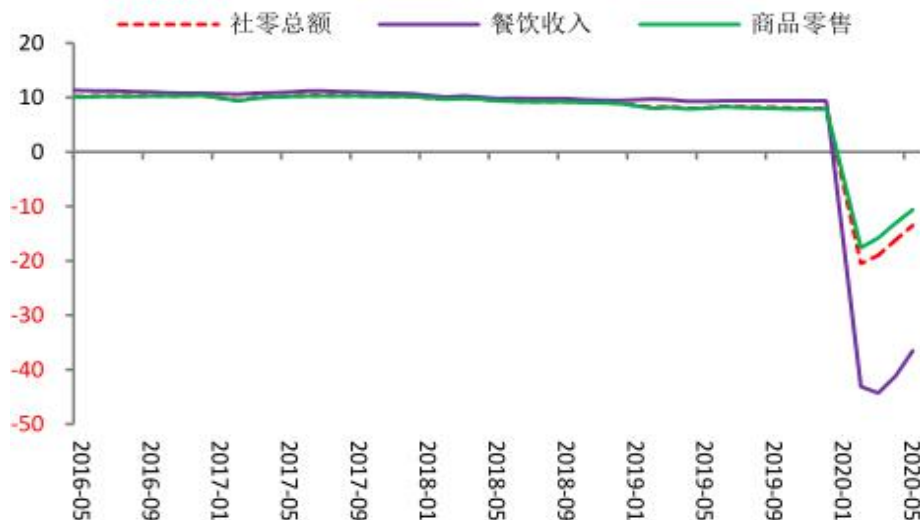


图13、我国2020年一季度固定资产投资增速显著下滑



图12、我国2020年3月工业增加值显著回升



展望后市，世界各国皆已开启复工进程，国内经济也逐渐恢复，短期经济将进入内外需共振向上的阶段。如若内需继续改善，预计下半年国内制造业PMI或将继续处于扩张区间，三季度的情况还是要具体看未来内需和出口的变化。两会明确了2020年财政政策和货币政策的基调，因此中国内需或将持续回升，但是海外疫情并未完全结束，外需的恢复情况仍然具有不确定性，后续仍需密切关注。

宏观面对原油的影响

基于全球以及国内经济继续朝着复苏的主旋律迈进，下半年国内外原油需求展望维持谨慎偏乐观的态度。不过需要警惕全球新冠疫情存在我国及欧美国家二次爆发的风险，以及巴西、印度等第三波疫情高峰潮到来。一旦疫情失控超出预期，或再度重创大宗商品需求，系统性风险蔓延或拖累原油价格重返一季度弱势格局。

三、原油基本面情况

OPEC+实施最大规模减产

图14、OPEC+在2020年4月12日达成新的减产协议（万桶/天）

国家	2018年10月基准产量	产量调整	减产幅度(%)	2020年5月-6月	2020年7月-12月	2021年1月-2022年4月
阿尔及利亚	106	-24	-23%	82	86	91
安哥拉	153	-35	-23%	118	125	132
刚果	33	-7	-23%	25	27	28
赤道几内亚	13	-3	-23%	10	10	11
加蓬	19	-4	-23%	14	15	16
伊拉克	465	-106	-23%	359	380	402
科威特	281	-64	-23%	217	230	243
尼日利亚	183	-42	-23%	141	150	158
沙特阿拉伯	1100	-251	-23%	849	899	950
阿联酋	317	-72	-23%	245	259	274
OPEC 10国	2668	-609	-0.23	2060	2182	2303
阿塞拜疆	72	-16	-23%	55	59	62
巴林	21	-5	-23%	16	17	18
文莱	10	-2	-23%	8	8	9
哈萨克斯坦	171	-39	-23%	132	140	148
马来西亚	60	-14	-23%	46	49	51
墨西哥	175	-10	-6%	165	175	175
阿曼	88	-20	-23%	68	72	76
俄罗斯	1100	-251	-23%	849	899	950
苏丹	8	-2	-23%	6	6	7
南苏丹	13	-3	-23%	10	11	11
非OPEC	1717	-362	-21%	1,355	1,436	1,506
OPEC+合计	4385	-970	-0.22	3415	3617	3809

在4月中旬OPEC+产油国最终达成一项长达两年的减产协议。进入5月后，产油国减产进入实质性阶段，为期两个月（自2020年5月1日至6月30日）的减产措施正式启动，OPEC+产油国合计减产970万桶/日。

随后在6月6日，欧佩克与非欧佩克产油国同意将日均970万桶的原油减产规模延长至7月底。同时沙特、科威特和阿联酋先前自愿在协议基础上在6月额外减产118万桶。

此外5月和6月未能百分百完成减产配额的国家，将在7月至9月额外减产作为弥补。

美国原油产量持续下滑

图15、2001-2020年美国原油产量走势图（千桶/日）

美国原油产量走势图（千桶/日）

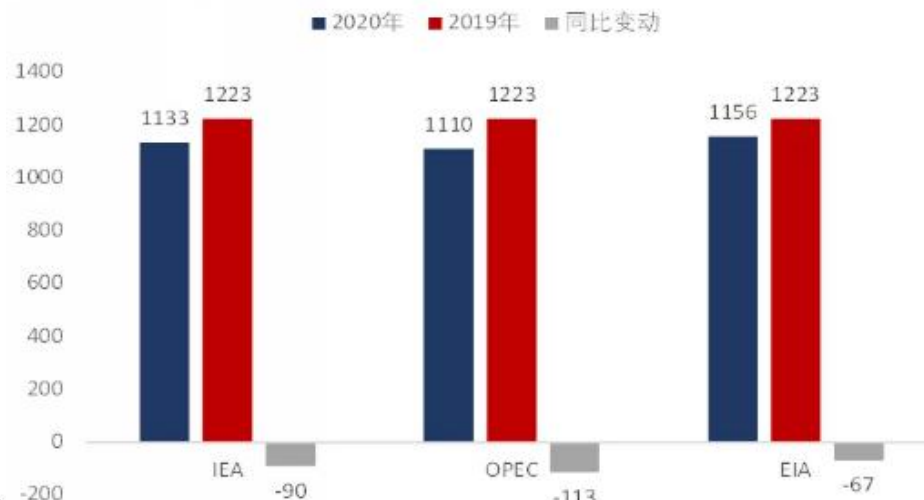


图17、2016-2018年美国活跃石油钻井平台数量走势图

美国油企活跃钻井机数（座）



图16、三大机构对美国原油产量的预测



除OPEC+产油国显性减产措施外，美国页岩油企业受油价低迷冲击，也存在隐性减产的行动。据了解，截至6月中旬，美国原油产量连续第10周下滑至1050万桶/日，创2019年7月以来新低，较峰值已经回落150万桶/日。同时，作为美国原油产量的先行指标——活跃钻井平台数量在6月7日当周继续大幅下降16座至206座，创2009年9月以来新低。

三大机构对美国原油产量的预期均值是2020年将同比下跌90万桶/日，EIA预期偏乐观，OPEC偏低。按照上述均值来看，美国原油产量均值为1030万桶/日附近，下跌空间已较小，IEA预计今年四季度美国原油产量将开始反弹。明年来看，IEA、OPEC认为2021年美国原油产量均值为1110万桶/日附近，较今年微弱复苏。

供需结构展望

图18、沙、美、俄石油产量及全球需求（百万桶/天）

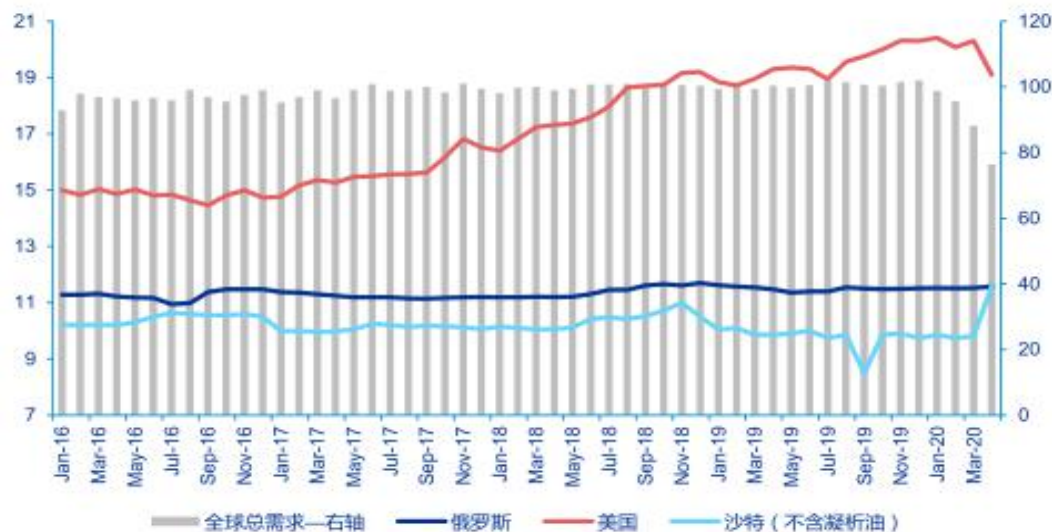


图19、全球石油库存积累预期图



综合估算，5—6月，OPEC+产油国显性减产970万桶/日，叠加沙特、科威特和阿联酋等国的额外减产118万桶/日、美国隐性减产150万桶/日，预计二季度油市供应过剩削减至12万桶/日，供需结构趋于平衡，有助于原油期货价格止跌企稳。

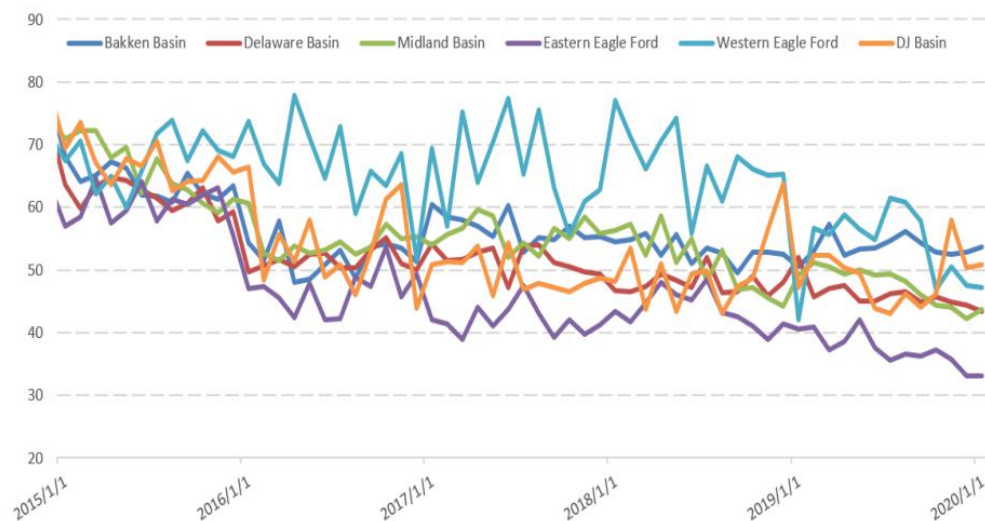
展望下半年，笔者认为全球原油市场供需结构有望一步好转，累库趋势有望放缓并转入去化节奏。2021年预计原油仍将处于主动去库存阶段。2022年及之后存在大幅反弹的可能性。

美国页岩油商面临破产

图20、美国产油成本远高于OPEC国家和俄罗斯



图21、美国各地区页岩油开采成本图



油价长期低迷不仅给美国原油产量造成冲击，而且也给美国页岩油生产商带来巨大的生存考验。美国石油和天然气行业未来4年将有860亿美元的债务到期，其中57%需要在未来2年内支付。在石油价格为20美元/桶的环境下，到2021年底将有533家美国石油勘探和生产公司申请破产；而如果油价降至10美元/桶，那么预计将有超过1100家页岩油企业会面临破产。

供应过剩 全球原油库容告急

图22、美国原油总库容量分布图

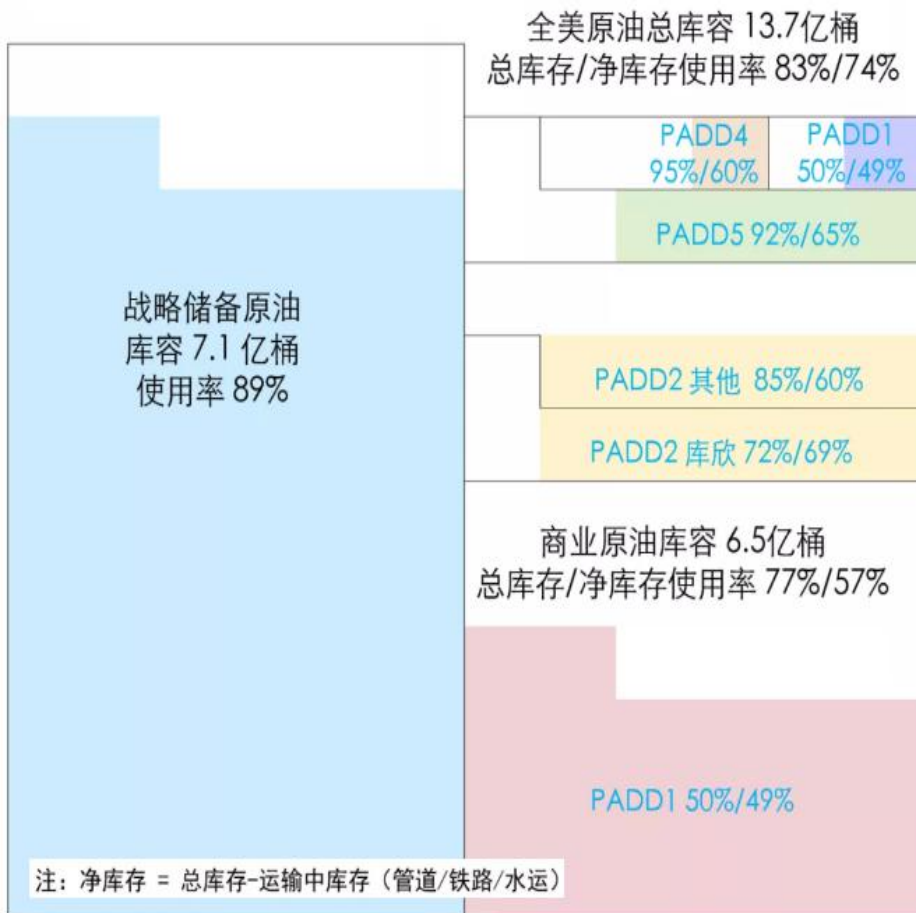


图23、海上油船浮仓分布图



截至6月5日，全球在油轮上至少已滞存7天的原油储量已升至1.777亿吨。分地区来看，全球主要地区原油及成品油库存均出现不同程度累库。

中国方面，中国港口原油库存快速增加，目前接近3300万吨，在高库存以及7月官价大幅提升的背景下，炼厂买兴或有所减弱。

2014-2020年美国炼厂开工率

图24、2014-2020年美国炼油厂产能利用率走势图

2014-2020年美国炼油厂产能利用率走势图

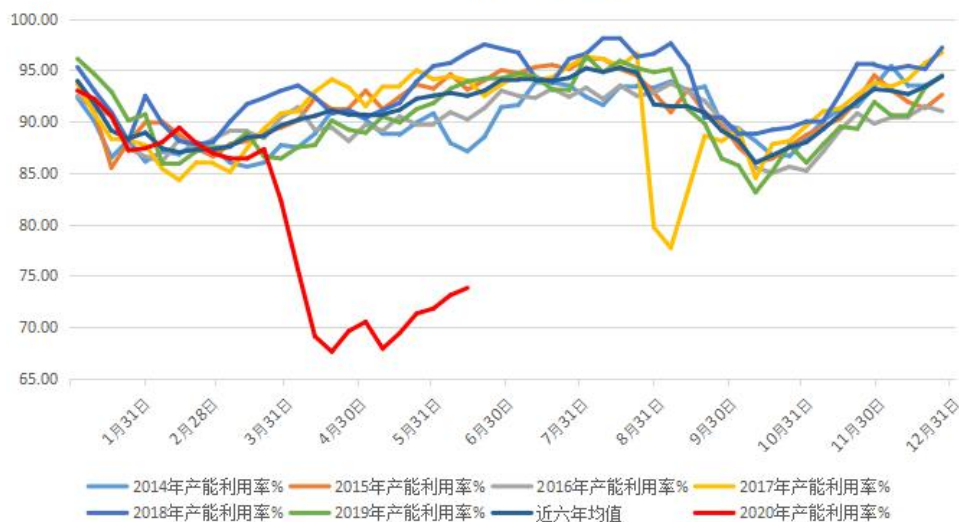
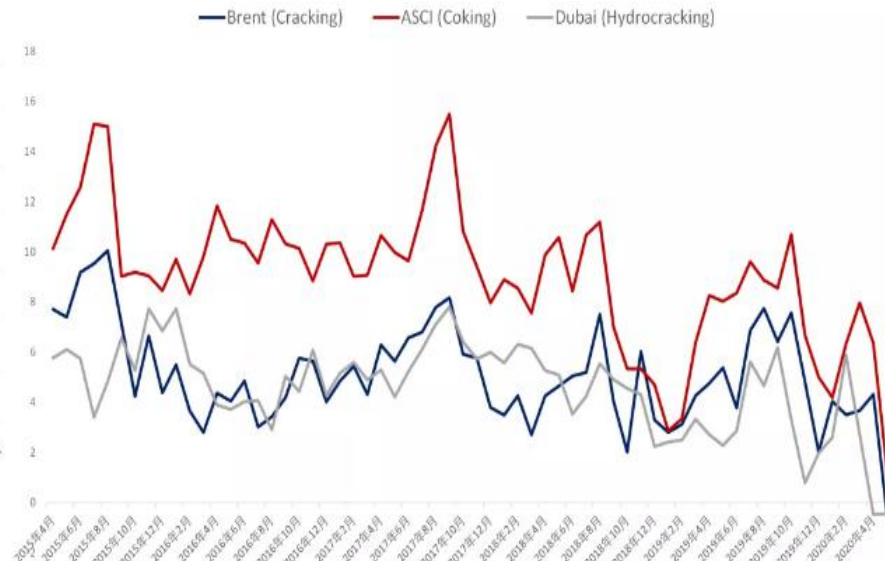


图25、2020年5月全球炼油利润大幅收缩



从往年原油消费季节性规律来看，随着5月27日美国阵亡将士纪念日一过，意味着北美夏季用油高峰期的将正式开启，美国炼厂开工率将稳步回升并处于高位水平，原油消费将呈现季节性旺季特征。但今年情况有点特殊，新冠疫情突然爆发导致原油需求锐减，炼厂开工率持续走低，并维持低位运行。OPEC的月报显示，美国地区炼厂利润跌至2016年2月以来的最低水平，平均利润为4.92美元/桶（WTI），下游消费复苏缓慢加剧了成品油供需矛盾。据统计，截止6月12日当周，美国炼厂开工率维持在73.80%，虽然周环比小幅回升0.70%，但较去年同期大幅下跌21.41%，为2014年以来的最低水平。

2013-2020年美国商业原油库存

图26、美国商业原油周度库存走势图（千桶）

2013-2020年美国商业原油周度库存走势图（千桶）

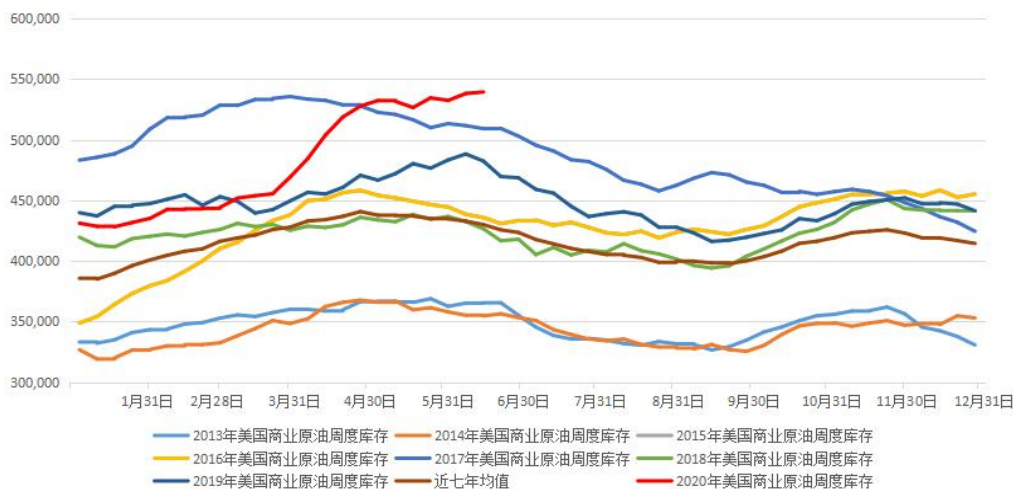
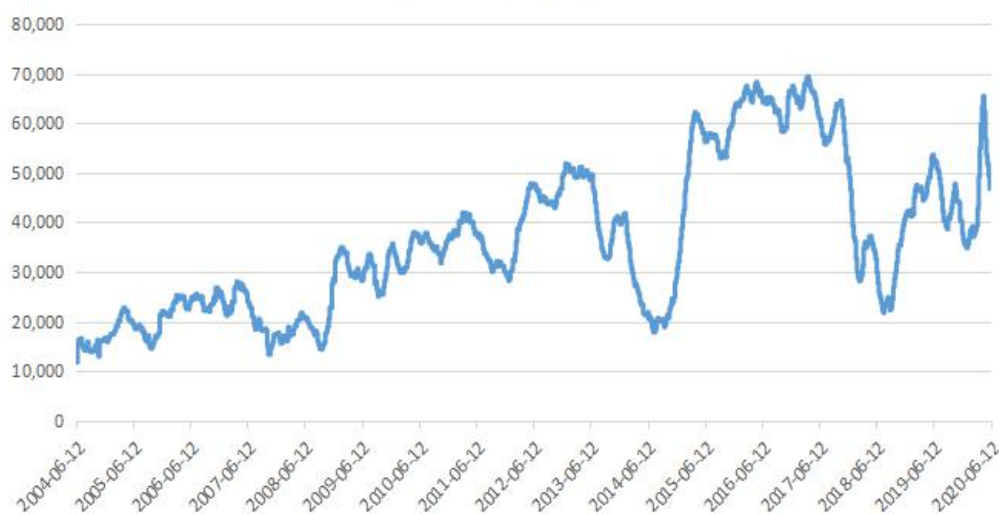


图27、美国库欣地区原油库存量走势图（千桶）

美国库欣地区原油库存量（千桶）



在需求尚未完全恢复的背景下，美国原油库存累库趋势仍未结束，去化时间点还未到来。据统计，截止6月12日当周，美国商业原油库存量为5.39亿桶，较去年同期增长11.80%，较今年初大幅增加25.11%。不难看出，美国原油库存仍处于累库阶段。

根据2007-2018年这12年的统计数据发现，美国商业原油库存量，一般会在5月初步入去化周期，直到8月中下旬结束。不过由于今年疫情因素影响，美国经济恢复并不顺利，如果出现疫情二次爆发风险，则夏季出行旺季需求很可能会泡汤。今年北半球夏季原油消费季节性旺季行情或不在出现，料炼厂开工率维持低位运行，原油库存仍将持续处于高位，去化动作并不明显。

中长期原油需求展望

图28、全球石油消费量-IEA（百万桶/日）

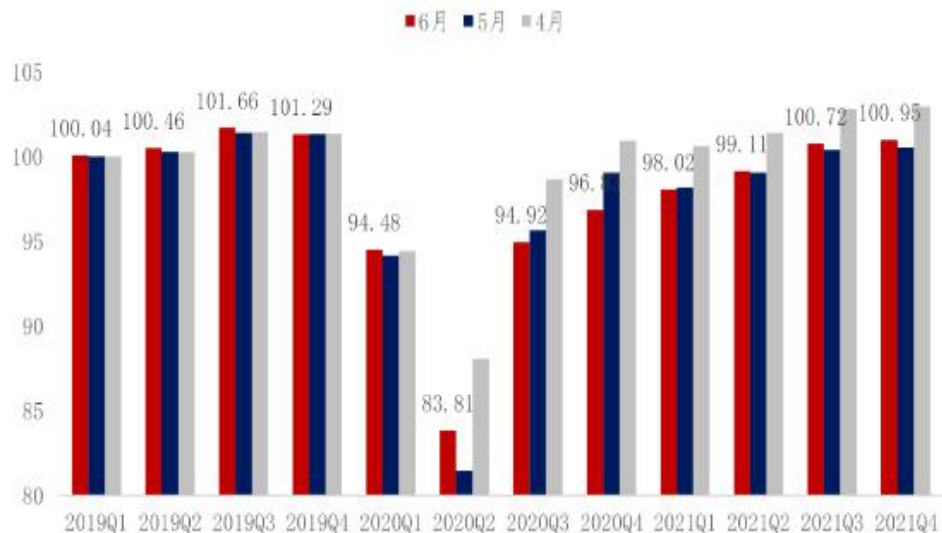
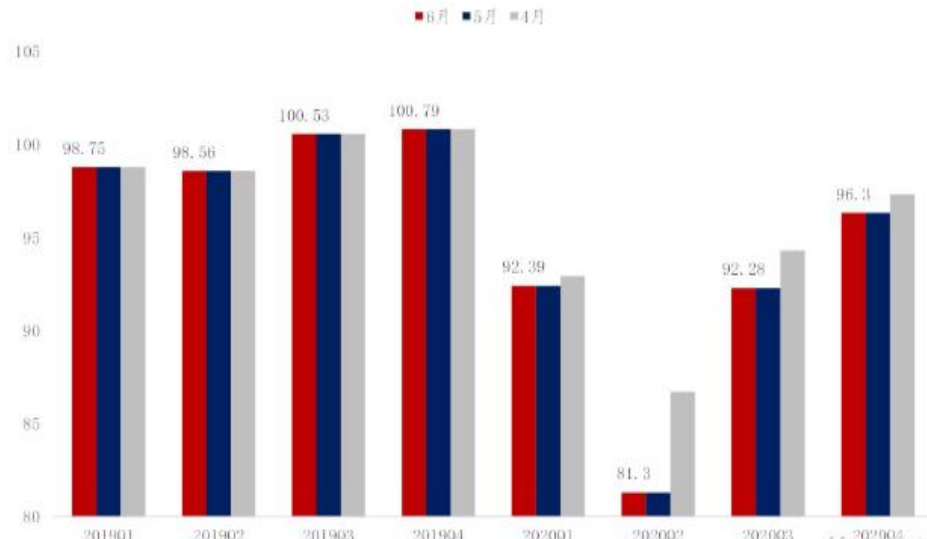


图30、主要地区需求情况



图29、全球石油消费量—OPEC（百万桶/日）



IEA将2020年全年全球广义石油消费量预期上调50万桶/日，从季度数据来看，主要是对2020年二季度需求量进行了上调，主因更新后的数据显示全球大规模封锁期间的实际消费需求超过此前预期，其中亚太地区引领需求反弹，中国需求在今年三季度可能超过去年同期水平。

IEA小幅下调三季度需求预期，四季度维持不变。6月，IEA首次对2021年需求情况作了预测，预计2021年需求将同比增长570万桶/日，为历史上最大的年度同比增幅，但受航空煤油需求拖累，总仍将低于2019年的水平约240万桶/日。

中长期原油需求展望

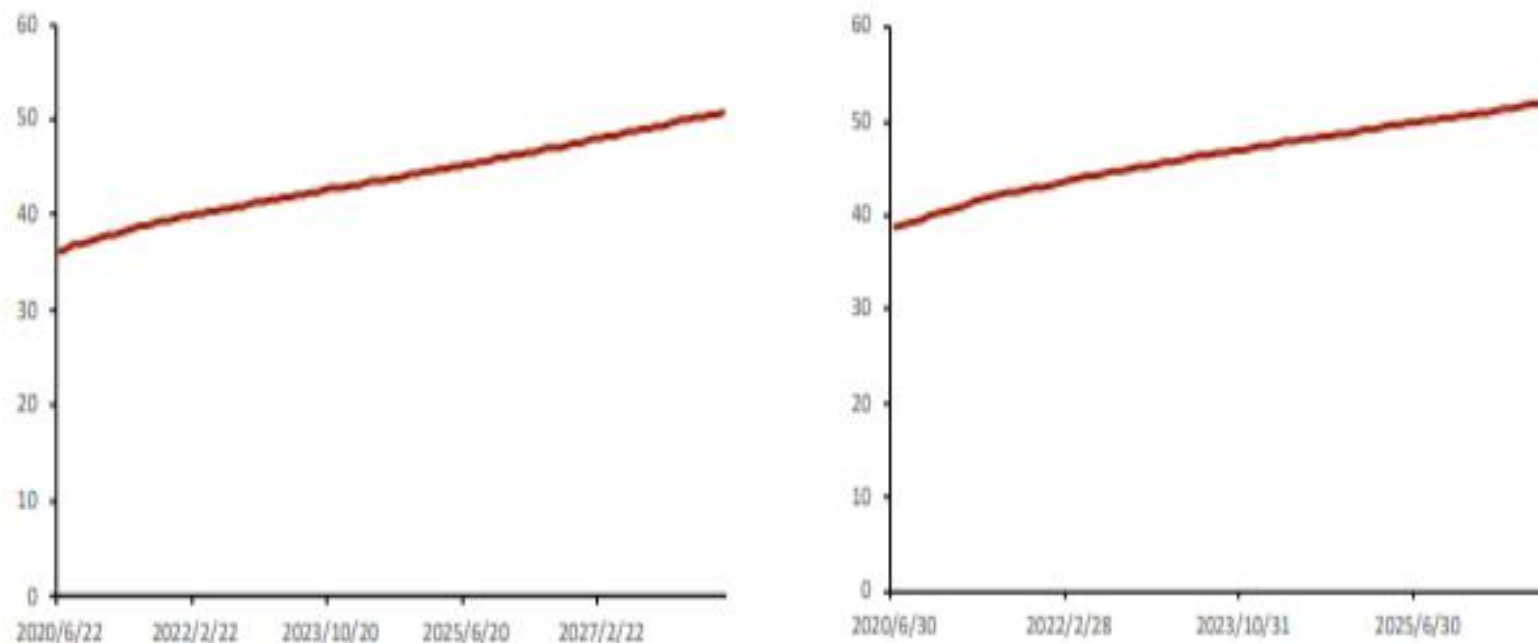
图31、2020年6月三大机构对全球原油供需平衡表

	时间	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20
IEA	石油需求	93.90	81.40	94.60	96.90
	非OPEC石油供应	66.60	61.10	60.70	61.40
	OPEC NGLS	5.40	5.20	5.10	5.20
	对OPEC原油需求	21.90	15.10	28.80	30.30
	OPEC原油供应	28.20	22.01	24.02	24.43
	需求-供应	-6.30	-6.91	4.78	5.87
OPEC	石油需求	92.39	81.3	92.28	96.3
	非OPEC石油供应	66.54	61.44	59.31	59.97
	OPEC NGLS	5.35	5.27	5.17	5.13
	对OPEC原油需求	20.5	14.59	27.8	31.2
	OPEC原油供应	28.26	22.01	24.02	24.43
	需求-供应	-7.76	-7.42	3.78	6.77
EIA	石油需求	94.48	83.81	94.92	96.83
	非OPEC石油供应	67.14	61.99	62.13	62.45
	OPEC NGLS	5.34	4.77	4.69	4.69
	对OPEC原油需求	22	17.05	28.1	29.69
	OPEC原油供应	28.29	25.79	25.15	26.64
	需求-供应	-6.29	-8.74	2.95	3.05

当期的平衡表显示，三四季度去库存仍是主基调，IEA的平衡表偏乐观，EIA的预期相对保守。

原油月间价差super contango成常态

图32、WTI、BRENT原油期货远期曲线走势图



远期曲线结构上来看，6月份以来，三大基准油远期曲线继续走平，整体依然维持contango结构，但从近端的月差情况来看，无风险套利囤油的空间已大幅压缩。截止上周五，DME Oman首次行差价来到0.29美元的近期新高，预计随着OPEC减产的持续进行，月差结构可能继续走强。

谨防地缘因素激化

图33、中东地缘冲突源于宗教矛盾

逊尼派“盟主”——沙特

● **逊尼派**: 人数约占全世界穆斯林的85%以上, 主张继承人从部落上层根据资历、威望选举产生, 自称“正统派”

● **盟友**: 土耳其、卡塔尔、科威特、突尼斯、埃及、也门等国

● **石油**: 储量和产量均居世界首位, 名副其实的“石油王国”

● **人口**: 3152万 ● **军力**: 10.6万人, 其中陆军约7.3万人



什叶派“盟主”——伊朗

● **什叶派**: 伊斯兰教中仅次于逊尼派的第二大教派, 主张继承人世袭原则

● **盟友**: 伊拉克、叙利亚、黎巴嫩等国

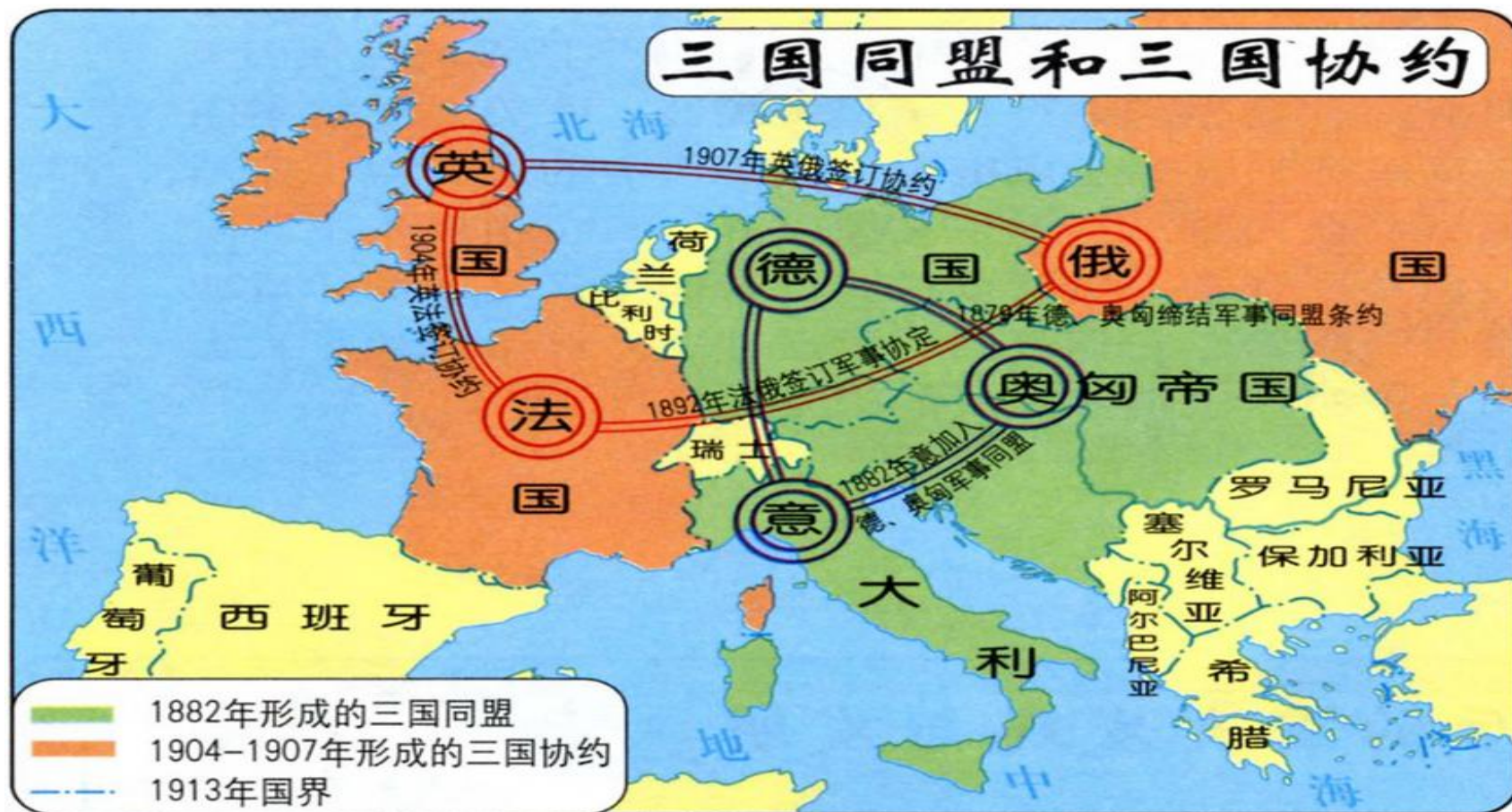
● **石油**: 生产能力和出口量分别位于世界第四位和第二位

● **人口**: 7847万 ● **军力**: 现役部队51.3万人

图34、历次地缘政治冲突对油价的影响

序号	时间	地缘政治冲突事件	事件影响持续时间	事件前后的油价涨幅(约)
1	1973年10月6日	埃及和叙利亚进攻以色列, 开启第四次中东战争。阿拉伯原油出口国对支持以色列的国家实行禁运以示抗议。	6个月	450%
2	1978年12月26日	伊朗爆发“伊斯兰革命”, 期间停止输出石油 60 天	11个月	80.85%
3	1979年11月4日	伊朗发生“人质事件”, 美驻伊使馆 63 名员工被绑架。美方冻结了伊朗在美国的资产, 伊朗宣布对美国禁运	10个月	27.54%
4	1980年9月22日	伊拉克突袭伊朗, 两伊战争爆发, 两国石油出口量锐减	4个月	12.74%
5	1990年8月2日	伊拉克突袭侵略科威特, 抢占石油资源, 希望提高油价水平, 海湾战争爆发	6个月	73.22%
6	2001年9月11日	美国发生 9·11 恐怖袭击, 市场陷入恐慌	2个月	-22.39%
7	2002年12月2日	委内瑞拉内部政局动荡, 引发国家石油公司 (PDVSA) 工人罢工, 导致原油产量大幅下降	3个月	38.87%
8	2003年3月20日	伊拉克战争爆发, 石油出口中断	1个月	-22.11%
9	2011年2月16日	利比亚发生内乱, 原油供应中断	3个月	31.98%
10	2017年9月26日	伊拉克北部的库尔德人举行独立公投。土耳其表示反对, 并宣布随时可能切断从伊拉克北部运往国际市场的石油管道。	2个月	14.25%

二战带来的启示



民粹主义抬头或诱发地缘政治风险加剧，军事冲突增加将诱发油市供应中断。

中印发生冲突



6月15日，中印边境爆发加勒万河谷冲突事件，印度方面在冲突中确实吃了不小的亏，中国不公布己方情况不想过分刺激印度，采取低调化解矛盾的方式处理。随后中印两国代表团在两国边境地区拉达克的莫尔多再次举行会谈。但印度方面的态度核心就是两个字：强硬。会上，印度方面向中方提出撤出班公湖的无理要求。自6月20日以来，印度陆军动员了更多的部队向拉达克地区集结，除了向拉达克地区增兵上万人步兵之外，还包括火炮、装甲车辆等重型装备。印度空军也动员了C-17、C-130运输机向边境地区运输军用装备。此外，印度总理莫迪已经授权印度军方在与中国军队的冲突中，可以开火射击。随着印度国内民族主义情绪的迅速增长，印度向边境调集重兵，无疑使意外发生的可能性大大增加。

中国对外进口原油稳中有增

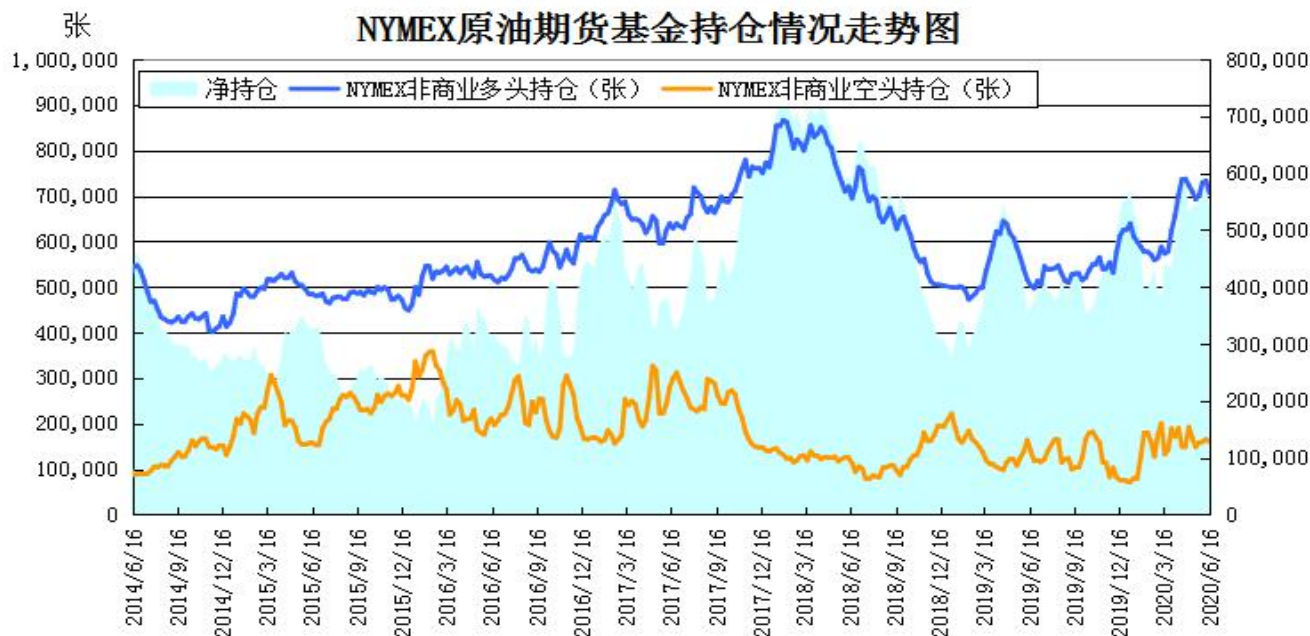
图35、我国原油月度进口量走势图



步入2020年以来，虽然受到全球新冠疫情的袭扰，但我国对外进口原油力度不减。因为疫情蔓延和OPEC+产油国保量不保价导致原油一度大幅下跌，囤油窗口期打开。2020年5月我国进口原油4,796.9万吨。中国1-5月进口原油21,557.6万吨，增加5.2%，进口均价为每吨2567.4元，下跌21.2%。也就是每吨省去了690.7元，计算下来，1-5月，中国原油进口共省去了约1492亿元。

原油市场看涨人气回升

图36、我国原油月度进口量走势图



油市供需结构好转提振原油市场做多人气回暖。据美国商品期货交易委员会(CFTC)的数据显示，截至6月16日，WTI原油非商业净多持仓量为546272张，为连续第6周回升。净多头寸的持续回升，表明市场看多油价的信心正在逐步走强。

核心观点

宏观层面：基于全球以及国内经济继续朝着复苏的主旋律迈进，下半年国内外原油需求展望维持谨慎偏乐观的态度。不过需要警惕全球新冠疫情存在我国及欧美国家二次爆发的风险，以及巴西、印度等第三波疫情高峰潮到来。一旦疫情失控超出预期，或再度重创大宗商品需求，系统性风险蔓延或拖累原油价格重返一季度弱势格局。

原油基本面：（1）OPEC+产油国削减产量好于预期，欧美等国经济趋于复苏，增强原油需求前景转向乐观；（2）油市供需平衡表得到修复，供应过剩矛盾缓解，库存压力小幅回落；（3）民粹主义抬头或诱发地缘政治风险加剧，军事冲突增加将诱发油市供应中断。

核心观点：对于2020年下半年国际原油市场整体运行将维持宽幅振荡整理的走势。其中美国WTI原油价格料维持在20美元/桶至50美元/桶区间内，布伦特原油价格料维持25美元/桶至55美元/桶区间内。而国内原油期货价格料维持在200-350元/桶区间内。操作上采取箱体震荡思路，注意仓位控制，设好止损。维持谨慎偏多的观点。

四、交易策略及风险

原油后市展望

图37、未来原油期货价格继续反弹之路将一波三折



如果后期全球疫情出现二次大爆发的情况，国际原油反弹之路或步入尾声；如果疫情得到逐渐控制，疫苗获得成功问世，则经济有望维持复苏节奏并推动油价重心稳步上移。不过在油价逐渐回升的过程中，OPEC+产油国能否继续同心协力实施减产以及美国页岩油产能复苏都将成为油价反弹之路上的绊脚石。

交易策略（1）

策略发布时间：2020.6.30

具体操作：如果原油主力合约上涨至300-350元/桶区间内，存在逢高抛空的机会，目标位在200-250元/桶区间止盈离场。

（单边空头策略）在策略制定后的半个月內，择机建立的10%的底仓，持有期限在3个月，可以进行补仓。

交易标的合约：原油期货主力合约

建仓头寸：拟计划在300-325元/桶，建仓10%的仓位。在325-350元/桶，补仓10%的仓位。预计中线最大仓位20%，

止损位：一旦价格向上升破370元/吨，进行止损出局。

止盈位：价格跌落至200元/桶，止盈出局。

预计盈亏比：3：1

交易周期：3个月（2020.6.30-9.30）

风险提示

策略主要风险：

（1）原油供应端收缩超出预期，疫情得到控制，需求复苏快于预期，供需平衡表进一步修复；

（2）中东地区再度爆发局部地缘战争，导致原油出现供应中断。

交易策略（2）

策略发布时间：2020.6.30

具体操作：如果原油主力合约下跌至200-250元/桶区间内，存在逢低做多的机会，目标位在300-350元/桶区间止盈离场。

（**单边多头策略**）在策略制定后的半个月內，择机建立的10%的底仓，持有期限在3个月，可以进行补仓。

交易标的合约：原油期货主力合约

建仓头寸：拟计划在225-250元/桶，建仓10%的仓位。在200-225元/桶，补仓10%的仓位。预计中线最大仓位20%，

止损位：一旦价格向下跌破180元/吨，进行止损出局。

止盈位：价格回升至350元/桶，止盈出局。

预计盈亏比：3：1

交易周期：3个月（2020.6.30-9.30）

风险提示

策略主要风险：

（1）全球疫情出现二次爆发，倒逼各国重新采取强制隔离措施，经济受到重创；

（2）油价反弹诱发OPEC+产油国减弱减产力度或美国页岩油产能重新增加，供应压力凸显。

谢谢聆听

THANKS FOR YOUR ATTENTION

