

浅谈超额减产与加速复工对油市的实际影响

东海研究所高级能化分析师李婉莹

昨日，沙特突发表态，称其将自6月起“自愿”加大减产力度，额外减产100万桶/日，油价短暂上行后回落，总体而言市场反应较为平淡。目前渐至5月中旬，OPEC+的主动减产与美国等国的被动减产从产量数据上给原油市场带来一丝暖意，美欧各国也逐步将复工复产提上议程，月初布油美油价格重心有所上移。对后市而言，我们需要重点把握减产与复工对油市的实际影响，进而判断未来油价的整体变动节奏。

1：额外减产与出口抢夺悖论

美国与俄罗斯方面，二者对于减产的实际态度其实是较为一致的，尽管俄罗斯在OPEC会议中同意联合减产，但参考其过去两年的减产合作情况，整体不容乐观。从生产情况上讲，如果参与减产，意味着将关闭其西伯利亚永久冻土层的油井。西西伯利亚的油井大多使用9抽油泵（磕头机），在关井后往往会面临地下水以及断流等风险。因此，与关井相比，降低石油流速或为更快捷的方式。根据计算，俄罗斯的石油管道流速降低3%，则会在1-2个小时内达成减产目标，但显然通过流速来平衡的市场具有巨大不确定性。至于美国，其产量下降的事实不容置疑，不过从EIA数据上看，两个多月的时间美国原油产量仅仅下降了100-120万桶/日，远不及油井数量下降的速度。一方面，页岩油生产商率先关闭的是衰减井，因此对产量影响有限；另一方面，经过2015年的产业链重塑，美国页岩油行业韧性明显增加，同时低油价带来其内部竞争，一些竞争力较小的公司被能源巨头收购，所谓的页岩油企业倒闭往往伴随着资产重组。我们认为，短期内美国产量继续加速下滑的可能性低。

沙特方面，自其发起“价格战”至今，已过去两个月左右的时间；而此次“价格战”与以往不尽相同的是其发生在新冠疫情全球扩散的大背景下。供应严重过剩，需求快速下滑给油价带来双重重压，导致国际油价下跌至历史低位。从沙特的利益角度分析，发起“价格战”是一把双刃剑，然而这种“伤敌一千，自损八百”的背水一战决心主要来源于对于美国页岩油的忌惮。我们看到，在这两个月中，美国页岩油产业链确实受到打击，贝克休斯活跃钻井数量下滑至半数，包括谢伦贝尔等油服企业大幅度裁员，在明面上沙特似乎已经赢得了这次战争，因而在OPEC+会议后，沙特开始转变态度，开始号召各国加大减产力度，并通过上调OSP以及额外减产100万桶/日等方式显示出自己的诚意。然而，如果关注沙特最近一段时间的产量与出口变化，不难发现，不论从OSP还是沙特原油出口，我们并未看到其对欧亚市场份额做出真正让步。下图展现出沙特每月发布的OSP变动。从数值上来说，最新发布的6月OSP仍旧低于3月水平，其中修复最快的是对美官价，但亚欧方面的调整仍旧不及预期，反映出沙特对美市场竞争的退让，而欧亚市场仍旧是其必争之地。另外，我们了解到，此次6月OSP发布一波三折，沙特方面多次推迟具体时间，也体现出沙特内部对“价格战”的巨大分歧。从出口方面看，沙特在4月的日均出口量同比增加了195万桶，比3月水平提高26%，达到日均936万桶，创历史新高纪录，其对中国的原油上个月的出口量增长了一倍，“价格战”初见成效。作为沙特，为了保住其市场份额争夺的成果，后期大概率会通过“降产保出口”的策略进行布局，我们看到为了保住原油出口份额，在限产开始后，沙特开始在当地推动非石油动力发电等供能方式，显示出其对市场竞争的长远打算。另外，沙特等不少中东国家的油井属于自喷井，与俄罗斯老旧的油田相比具备更快复产的能力，因此建议投资者客观看待此次100万桶/日的额外减产，一旦油价恢复至合理水平，沙特这一部分的产量将重新回归市场供应。

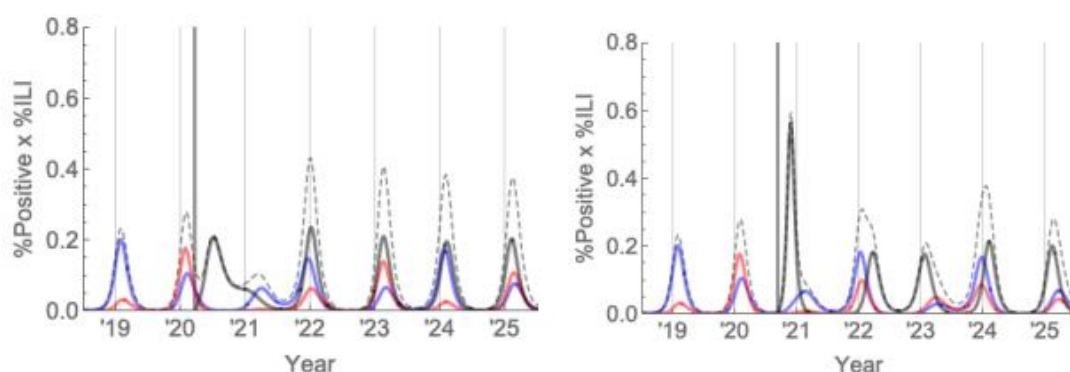
OSP (美元/桶)	3月	4月	5月	6月
对美	+3.25	-3.75	-0.75	+0.75
对亚	+2.9	-3.1	-7.3	-0.5
对欧	+2.25	-10.25	-10.25	-3.7

数据来源：公开资料；东海期货研究所整理

2：疫情发酵下的复工复产如履薄冰

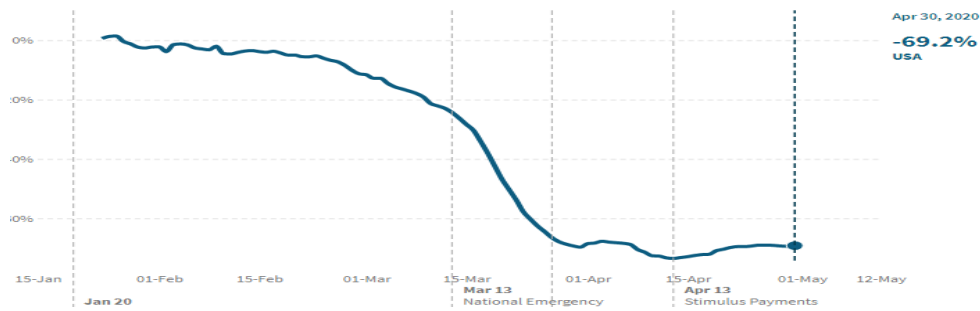
近期欧美国家都将复工复产提上日程，美国半数以上的州已于5月开始或计划重启经济。当地时间11日，普京宣布解除已执行六周的全国性封锁，宣布从5月12日起，全国各行业工作人员都可以重返工作岗位。法国逐步解封，西班牙各大自治区可根据自身情况申请整体或局部解封，英国建筑业等开始复工复产，希腊、爱尔兰相继发布解禁措施，期待旅游业等尽快重启。

因疫情带来的生产生活暂时性停摆确实影响巨大，但显然与中国的复工复产不同的是，欧美不少国家仍旧处于疫情发酵的漩涡之中。以俄罗斯为例，11日该国新增11656例确诊病例，再次创单日记录。从逻辑上讲，欧美各国对于复产情况的衡量标准千差万别，因此极易造成疫情二次爆发，届时局势将再度失控。参考哈佛大学的一篇学术论文，最乐观的情况下，新冠病毒都将伴随人类5年时间，在秋冬之交极易复发，这也给各国的复工之路蒙上一层阴影。



资料来源：哈佛大学官网；东海期货研究所整理

另外，我们通过评估发现，截至5月1日，该国的居民交通支出下降近70%。EIA数据也显示，复工后不断累库的汽油出现暂时性拐点，但其他成品油及原油库存仍旧难改增加趋势。马上到来的夏季一般是美国居民出行旅游的高峰季，但受到疫情影响，我们担忧消费不及预期。因此，欧美的复工复产之路预计不会太顺利，另外即便疫情没有出现二次爆发，参考中国的情况，预计需求端的恢复尚需2-3周时间，对市场的提振将迟滞性显现。



资料来源：哈佛大学官网；东海期货研究所整理

综上所述，我们认为，超额减产与加速复工在一定程度上缓解了油市压力，相比4月市场情绪有所平复；但因此带来的疫情防控难度加大等一系列问题仍旧存在，压制原油价格上行空间。建议投资者理性看待供应端的变动，当前需求的恢复情况仍旧主导油市走向。市场消息错综复杂，包括地缘政治等不确定问题可能会造成短期扰动，近段时间预计油价将呈现宽幅震荡，需要密切跟踪疫情发展变化。