

# 国际原油市场供需格局及后市展望

国投安信期货研究院能源组

高级分析师 李云旭

投资咨询证号：Z0014563

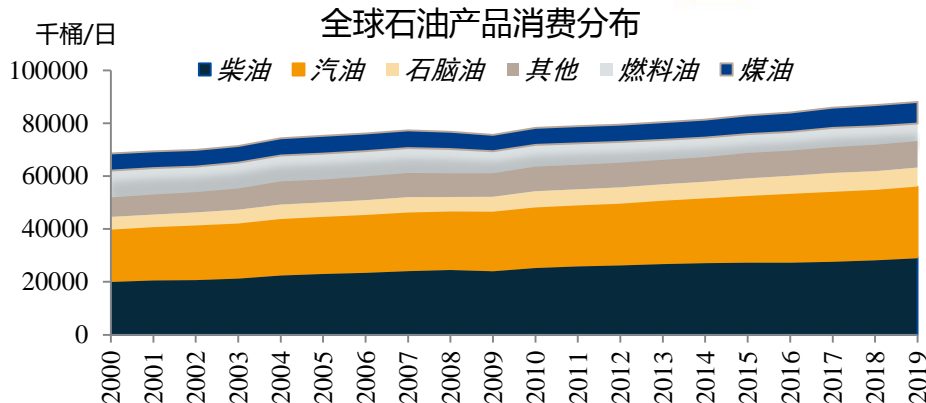
2020.05.28

# 免责声明

- 本文由国投安信期货有限公司撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。
- 文章根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证文章所述信息的准确性和完整性。
- 本文不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。
- 国投安信期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。
- 对于本文所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。
- 本文版权仅为国投安信期货有限公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。
- 如引用发布,需注明出处为国投安信期货有限公司,且不得对本文进行有悖原意的引用、删节和修改。
- 国投安信期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

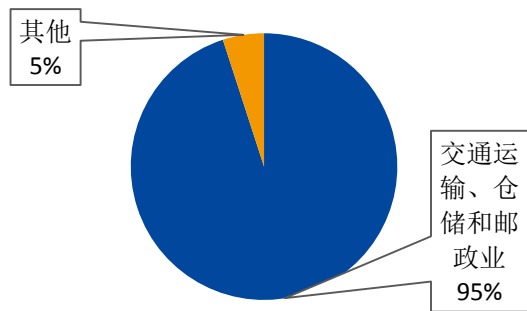
# 需求结构决定原油受疫情影响较大

- 以汽油、柴油、煤油及燃料油为代表的成品油生产需求占原油总需求的70%以上；
- 交通出行与运输需求占全球原油终端消费的半数以上，其余主要分散在化工原料、工业燃料、建筑等诸多领域；
- 新冠疫情对原油需求的冲击集中在交通需求坍塌及宏观增速放缓带来的需求预期走弱



数据来源：IHS，IEA，国投安信期货

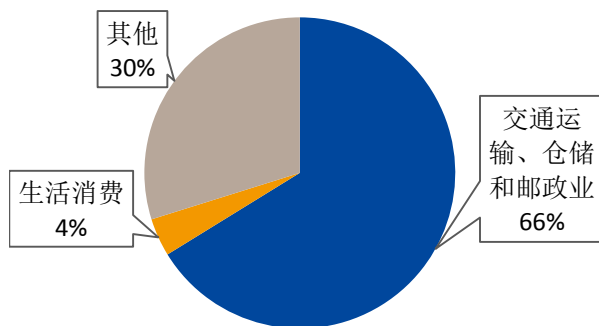
### 中国煤油分行业消费比例



数据来源：国家统计局

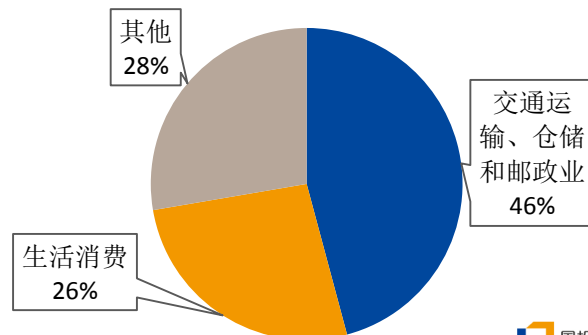
安如泰山 信守承诺

### 中国柴油分行业消费比例



数据来源：国家统计局

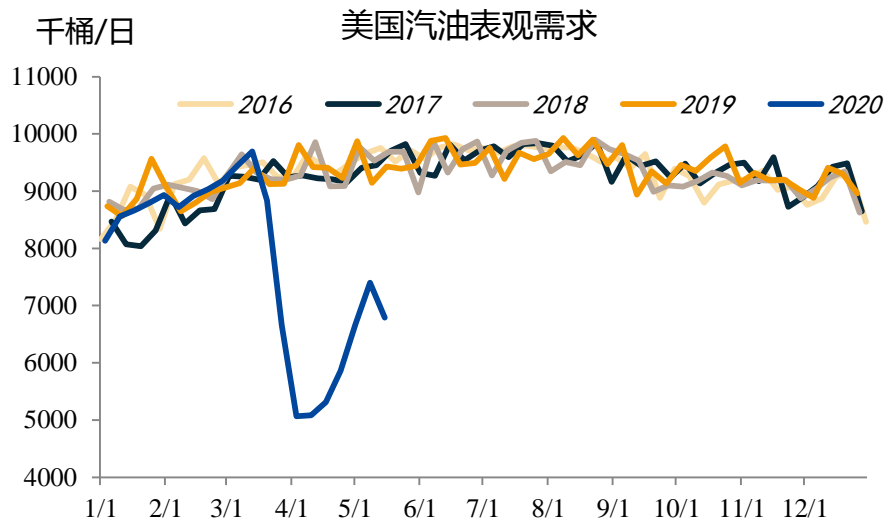
### 中国汽油分行业消费比例



数据来源：国家统计局

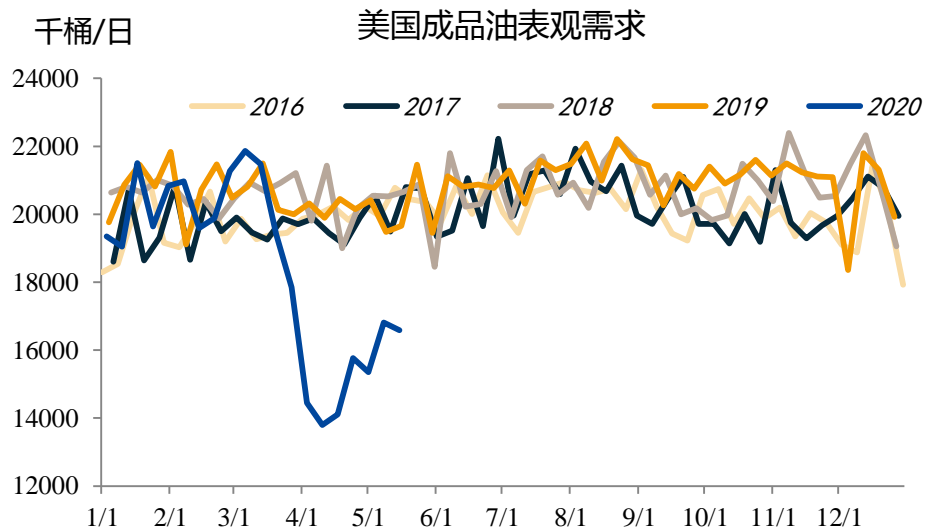
## 终端需求复苏缓慢，关注成品油累库情况

- 从美国市场来看，至5月中旬美国汽油、柴油、及成品油合计表观消费量自底部已分别回升46%、38%、22%，但与去年同期相比仍下跌22%、7%、21%。
- 年内全球需求端同比较弱但环比有所好转或将是常态，但环比走强的节奏难以一帆风顺



数据来源：路透，EIA，国投安信期货

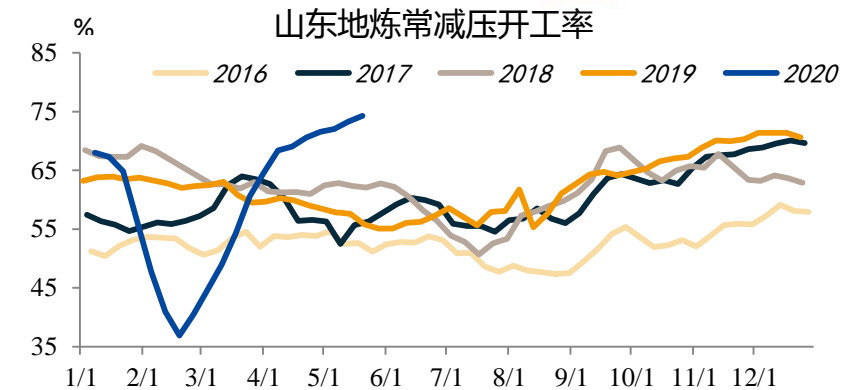
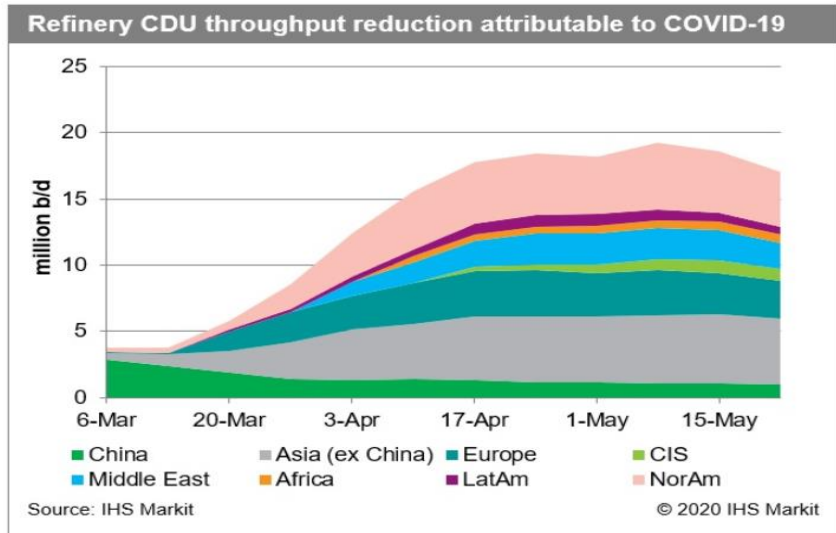
安如泰山 信守承诺



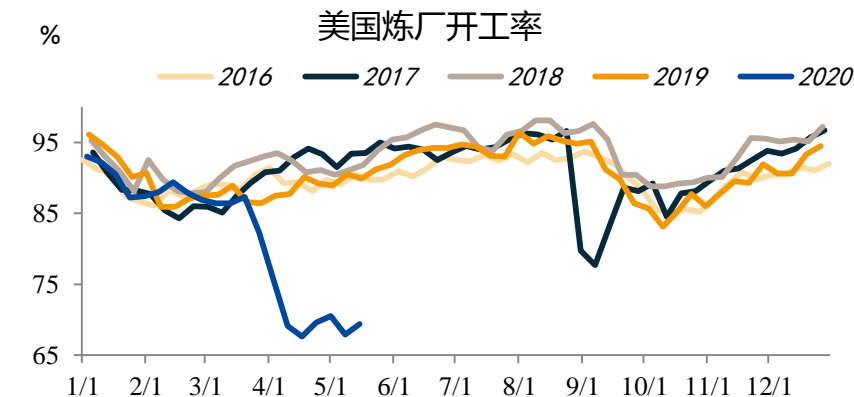
数据来源：路透，EIA，国投安信期货

## 终端需求复苏缓慢，关注成品油累库情况

- 疫情和复工的差异使得全球炼厂开工有所分化。中国地方炼厂受需求回暖及地板价提振开工率较为强劲，美国受成品出口疲软和高库存影响开工率保持低迷
- 相对来说，欧洲与中东炼厂开工受疫情的影响已有所减小



数据来源：wind，金联创，国投安信期货

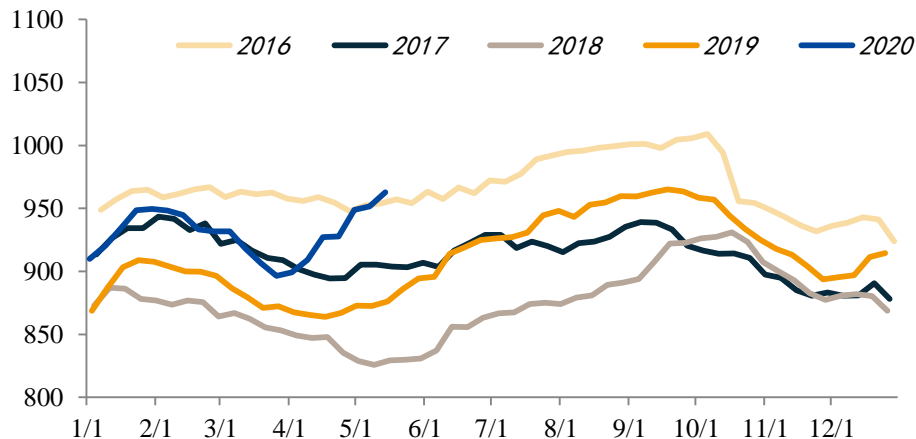


数据来源：wind，国投安信期货

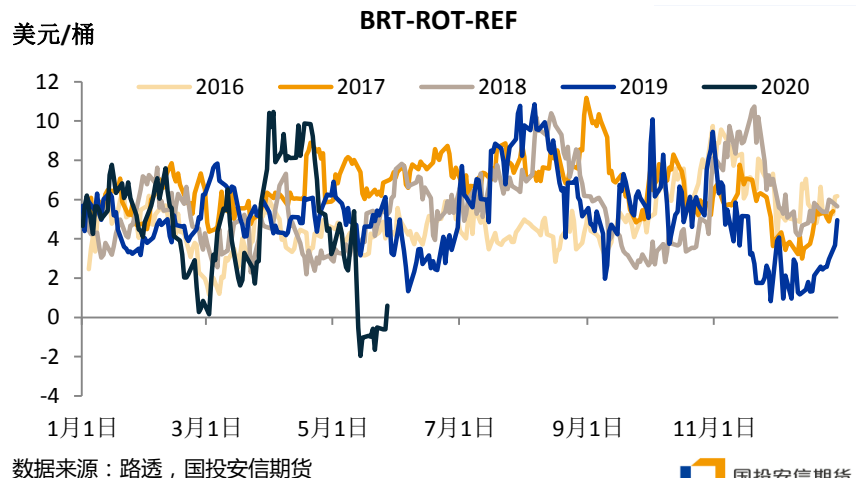
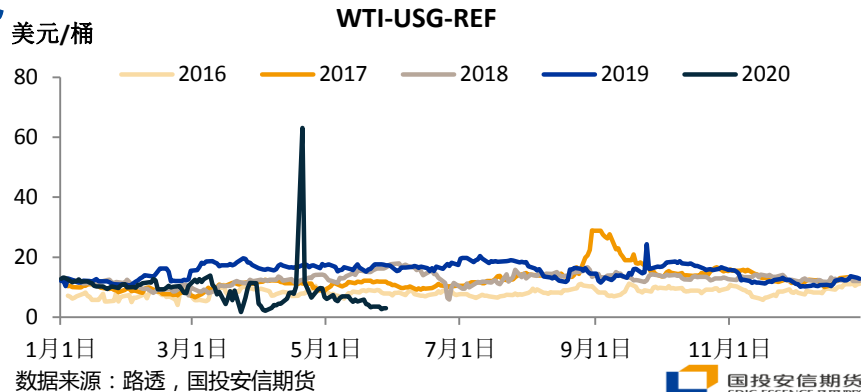
# 终端需求复苏缓慢，关注成品油累库情况

- 监测口径内全球成品油库存压力仍然偏大，全球炼化利润总体来看较为低迷
- 加工量相对低位下成品库存的走高预示着终端需求的复苏速度仍然较慢

百万桶 主要地区成品油库存（美国+新加坡+西北欧港口）

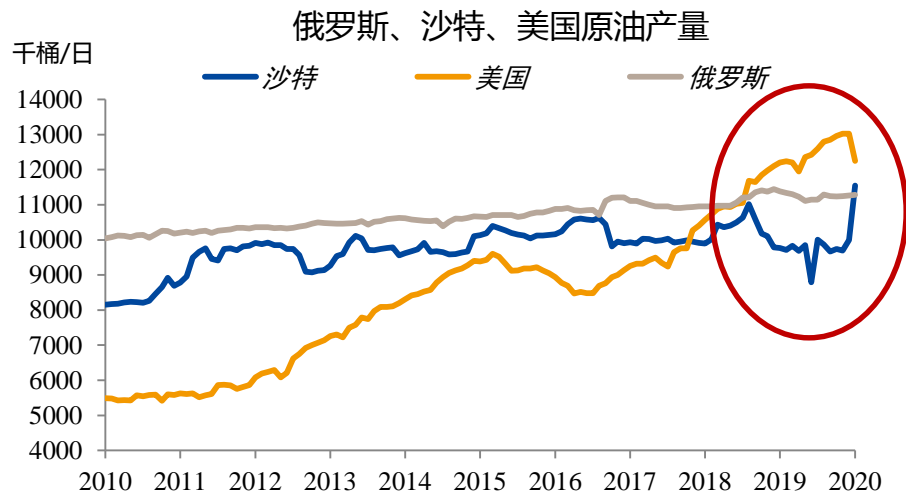


数据来源：PJK, IES, EIA, 国投安信期货



# 需求持续坍塌与全球库容趋紧倒逼供应端再次让步

- 具有1000万桶/日以上原油生产能力的国家有沙特、美国与俄罗斯，三国产量之和目前已占全球产量的30%以上
- 2016年OPEC+减产联盟成立以来，沙特产量明显下降，俄罗斯产量缓慢上升，美国产量快速增长，美国生产商成为减产的最大受益者
- 新冠疫情重塑供应博弈格局，3月重现囚徒困境后沙特产量大幅走高，但需求持续坍塌与全球库容趋紧倒逼供应端再次让步



数据来源：Wind，国投安信期货



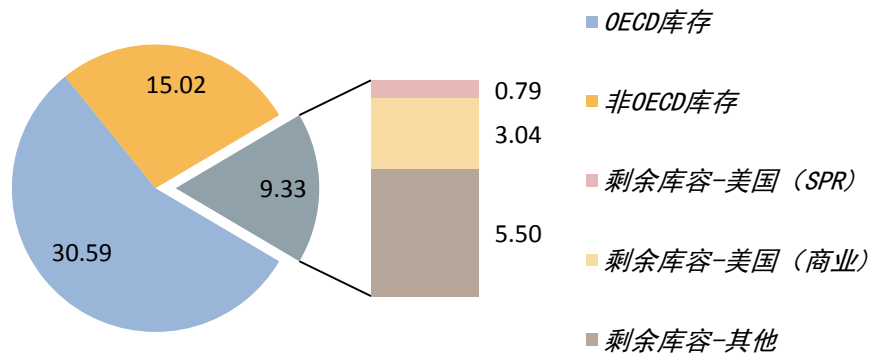
数据来源：路透，OPEC，国投安信期货



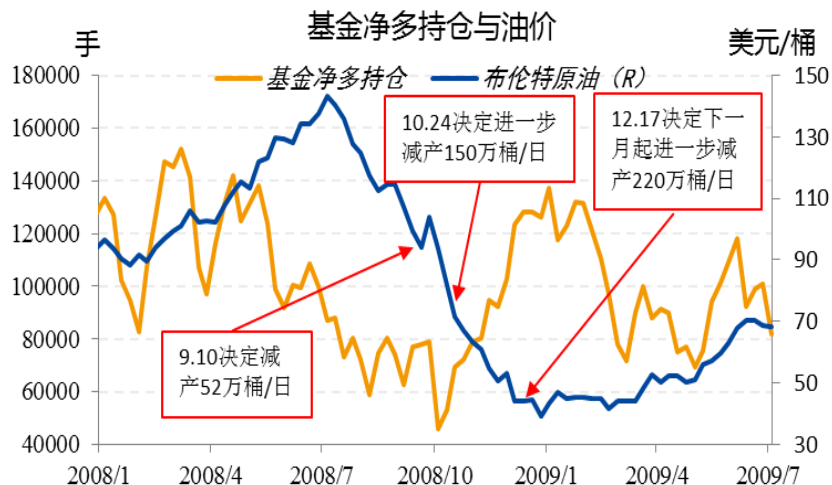
# 需求持续坍塌与全球库容趋紧倒逼供应端再次让步

- 综合EIA、IHS、Rystad Energy全球原油库容信息，4月初原油剩余可用库容9.33亿桶左右，成品油实际剩余可用库容4亿桶左右
- 疫情持续发酵与库容极限压力倒逼供应端再次让步，
- 本世纪以来历次应对需求冲击的欧佩克减产都未能扭转油价跌势，拐点需要需求端的好转确认

全球原油库存及剩余可用库容预估（单位：亿桶）



数据来源：EIA，Rystad Energy，goldman sachs，国投安信期货



数据来源：WIND，CFTC，国投安信期货

推荐阅读：《以史为鉴，应对需求冲击的欧佩克减产，最后结果都怎么样了？》



# 减产执行取决于低油价承受能力与份额博弈

- 2016年末以来持续超额减产使得沙特在欧佩克国家里的产量份额降至十年来低位
- 无论3月初面临的减产是否延续还是当前面临的减产基准设置及执行情况，沙特份额都是关注重点
- 去年末以来，沙特减产的条件均是其他国家维持高执行率，本次沙特1100万桶/日的产量基准也有份额考虑

沙特所占OPEC份额（除伊朗、委内瑞拉）



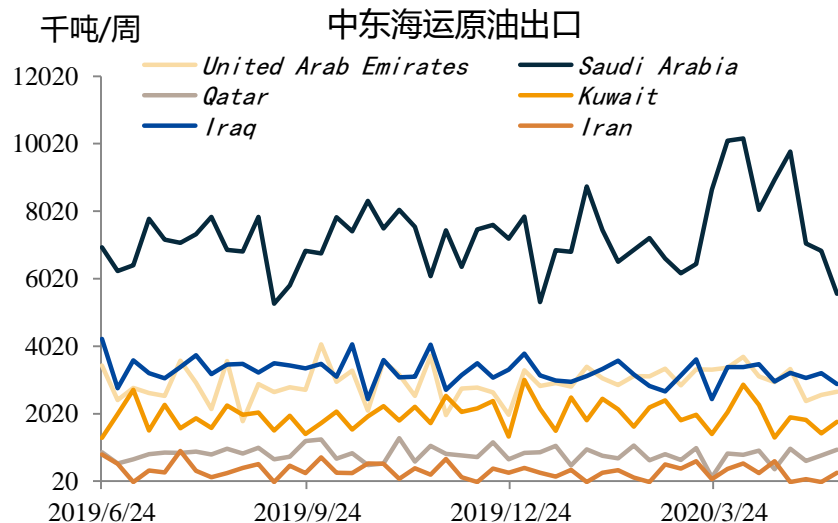
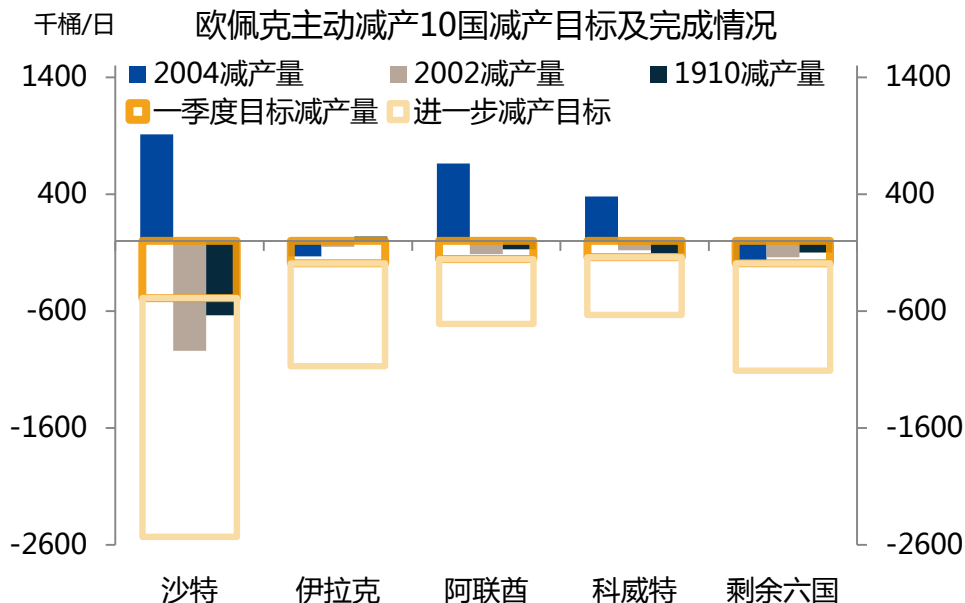
数据来源：路透，国投安信期货



数据来源：路透，OPEC，国投安信期货

# 5月主动减产执行相对乐观

- 新一轮减产协议欧佩克承担的减产目标约600万桶/日，若与其今年一季度产量相比需要再度减产约460万桶/日
- 2008年金融危机期间欧佩克减产累计目标为422万桶/日，实际减产约290万桶/日，沙特减产约110万桶/日
- 沙特4月大幅增产，但5月前三周平均周度原油出口约650万吨，远低于4月920万吨的平均水平

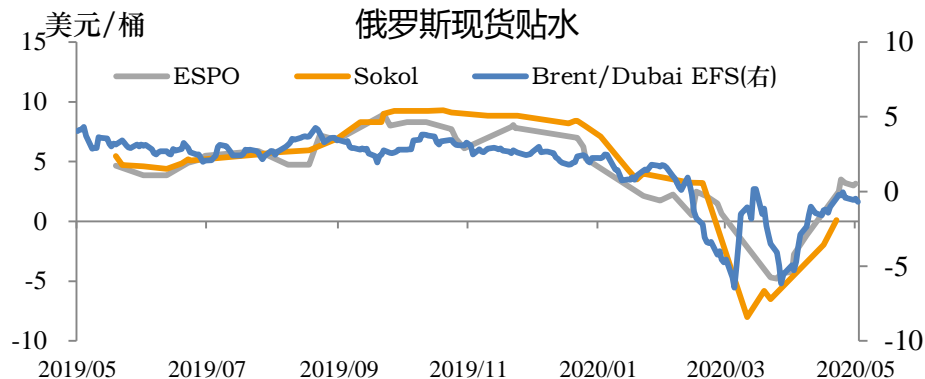
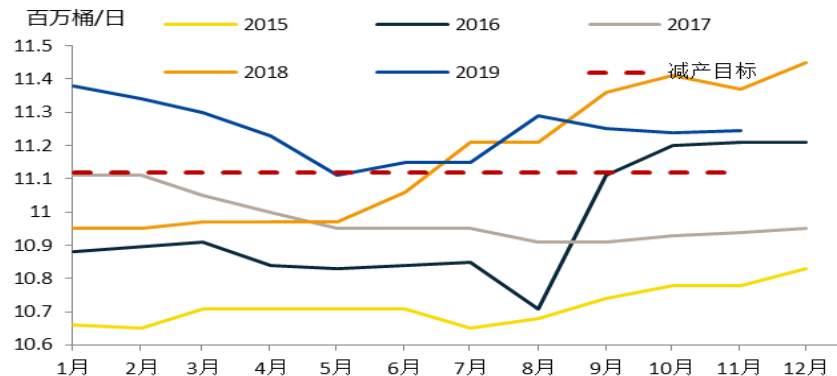


数据来源：路透，国投安信期货

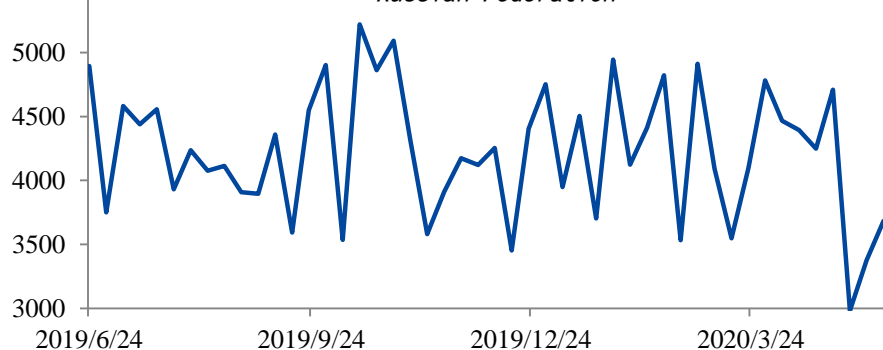
# 5月主动减产执行相对乐观

- 俄罗斯此前减产执行率均相对较差。
- 据悉5月1-19日，俄罗斯原油产量已较4月均值减少近200万桶/日，5月前三周数据来看其海运原油出口也已大幅下滑，现货贴水明显转强

俄罗斯减产执行情况



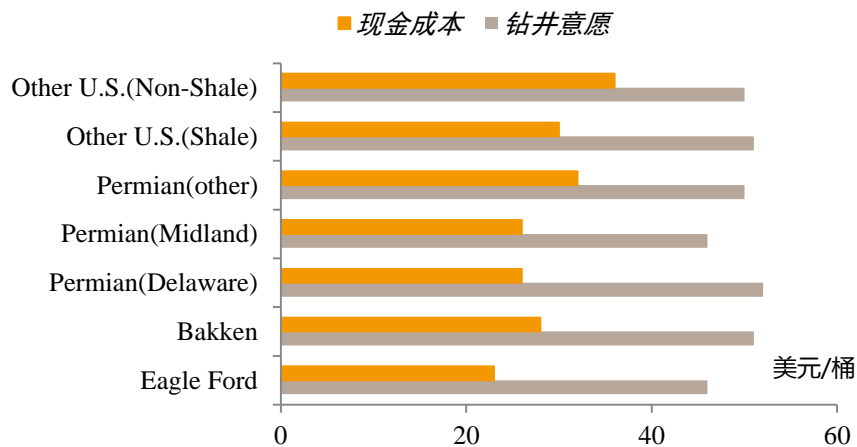
俄罗斯海运原油出口



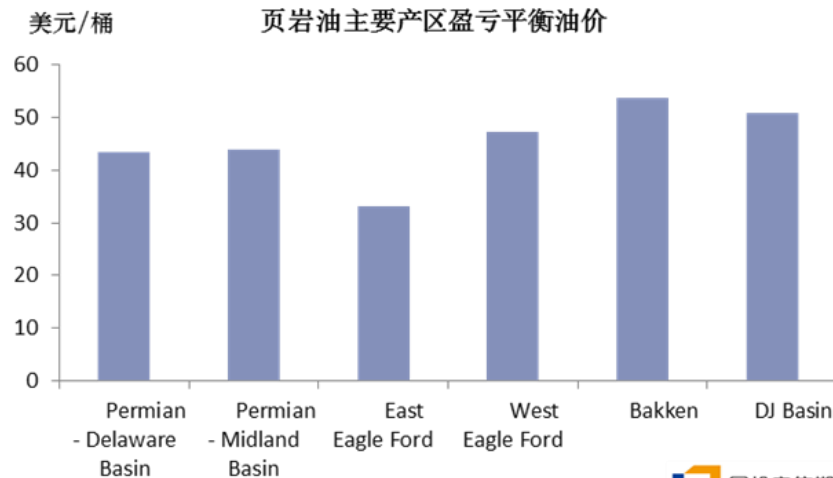
数据来源：路透，国投安信期货

# 页岩油被动减产对油价持续形成支撑

- 在高成本的原油生产中，油砂、深海等资源开采周期相对偏长，投产周期较短的北美页岩油仍将最先受到冲击
- 过半页岩油生产商对现存井的运营盈亏平衡点在WTI 24美元/桶以上
- 新增钻井活动需要的油价均值在50美元/桶附近，且均在需WTI 30美元/桶以上



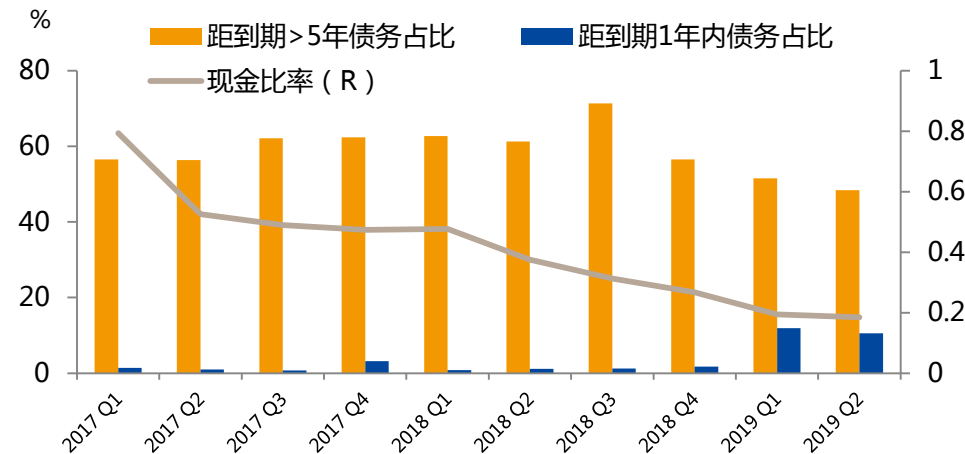
数据来源：达拉斯联储 2020.03.25，国投安信期货



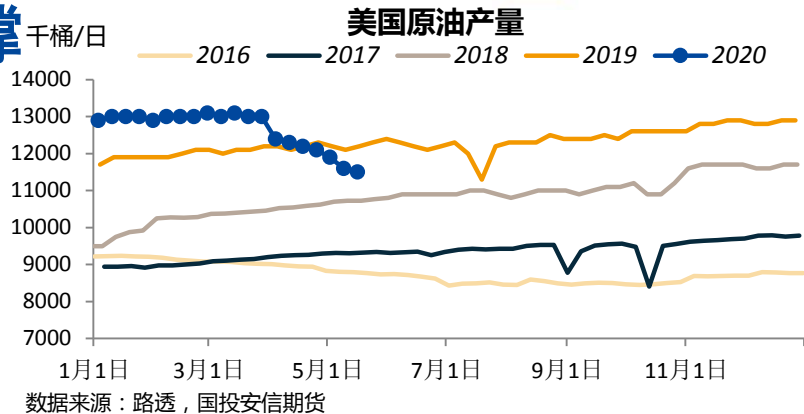
数据来源：彭博，国投安信期货

# 页岩油被动减产对油价持续形成支撑

- 钻机—钻井—完井—投产—衰减链条决定页岩油产量变化节奏
- 页岩油企债务压力下，2019年资本开支已经大幅下滑，油价与钻机数的背离开始体现，一季度油价暴跌后加快了资本支出的下滑，活跃钻机数大幅降低

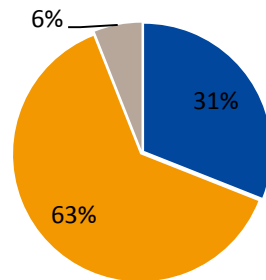


数据来源：路透，彭博，国投安信期货



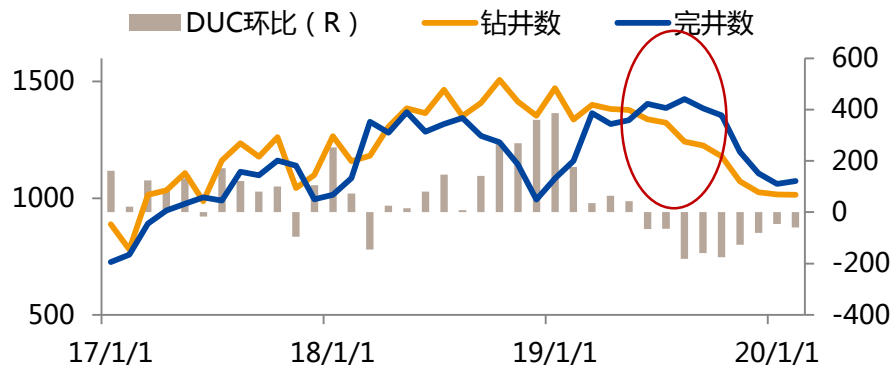
# 页岩油被动减产对油价持续形成支撑

- 钻机—钻井—完井—投产—衰减链条决定页岩油产量变化节奏
- 2019年资本开支的走弱带动钻井数持续下滑，库存井的释放支撑了完井数相对稳定
- 2020年油价暴跌后资本开支或将降至冰点，完井数将大幅走低



完井前成本分布

■ 钻井 ■ 完井 ■ 其他



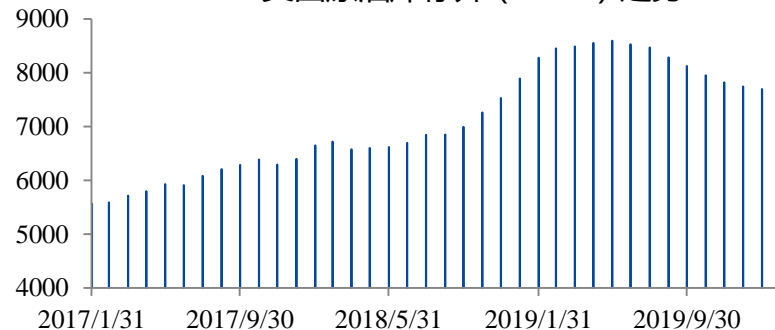
数据来源：路透，EIA，国投安信期货

安如泰山 信守承诺

数据来源：EIA，国投安信期货

国投安信期货 SDIC ESSENCE FUTURES

美国原油库存井 (DUC) 走势

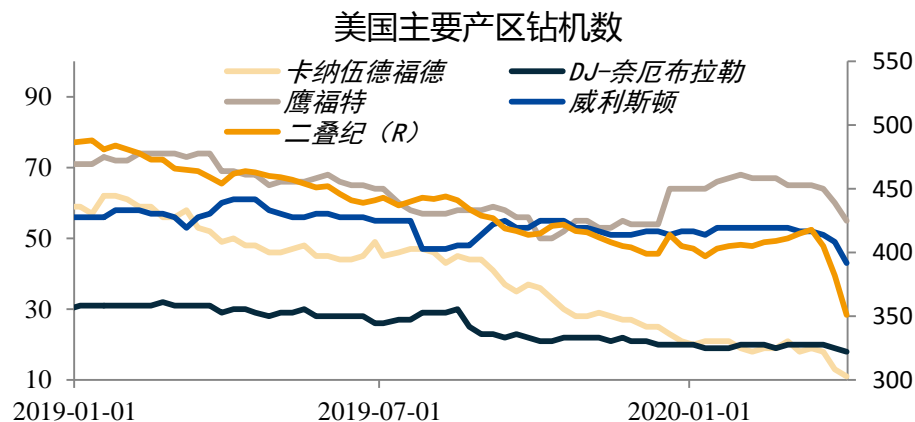


数据来源：EIA，国投安信期货

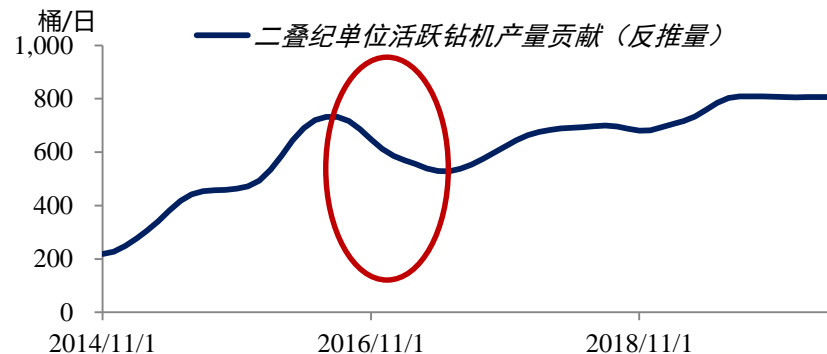
国投安信期货 SDIC ESSENCE FUTURES

# 页岩油被动减产对油价持续形成支撑

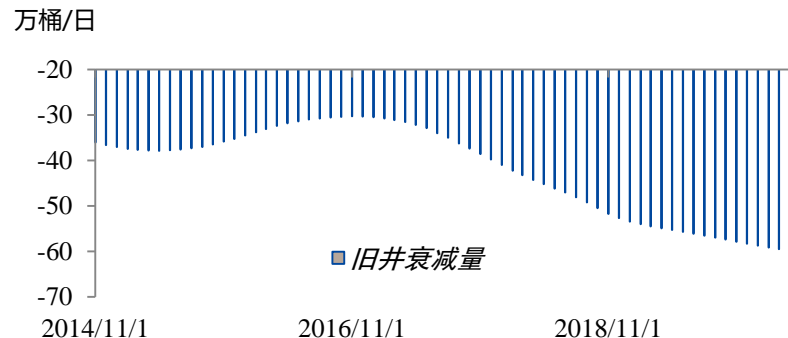
- 常态下的产量下降节奏预估：当前旧井衰减约每月60万桶/日，活跃钻机数近3月以来从682下降至237且还将持续，且后期选择直接完井的比例会有所减少
- 钻机数第一轮止跌企稳后单钻机的产量贡献率亦将降低



数据来源：WIND，贝克休斯，国投安信期货



数据来源：路透，国投安信期货

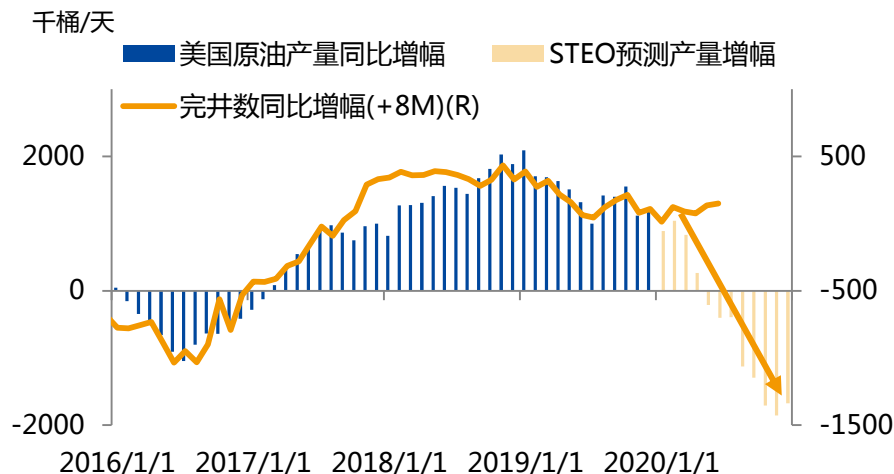
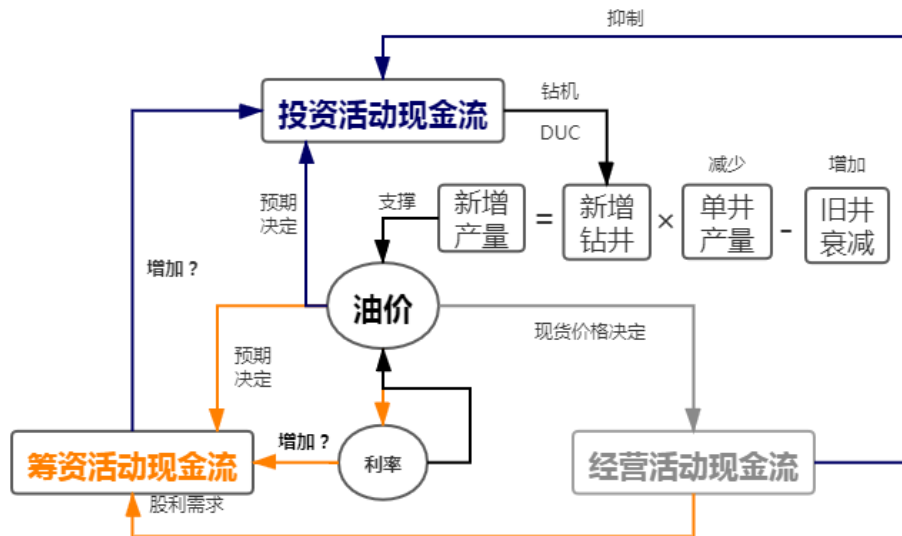


数据来源：EIA，国投安信期货



# 页岩油被动减产对油价持续形成支撑

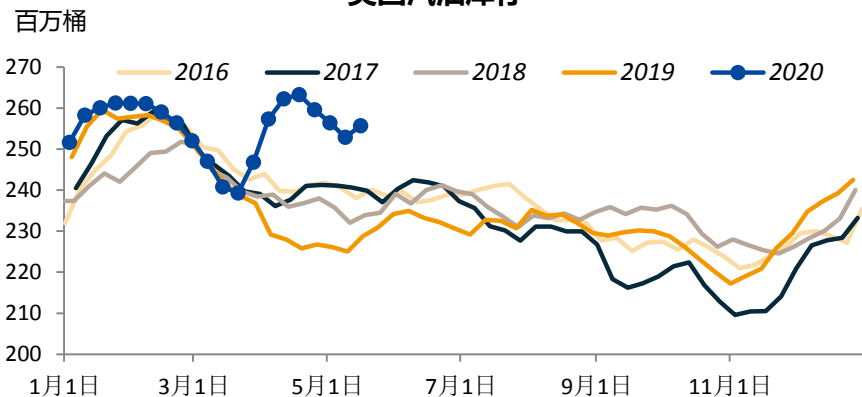
- 页岩油的高衰减特性决定了完井数同比增幅后移对产量有绝对的领先作用，也是EIA产量预估的模型基础，但钻机数快速减少且在产井的关停使得实际产量下降很可能快于此预期，STEO已较DPR报告提前进行调整
- 财务与钻井角度确认页岩油减产压力，WTI远月合约30美元/桶获明显支撑



# 美国市场仍是后市关注的核心因素

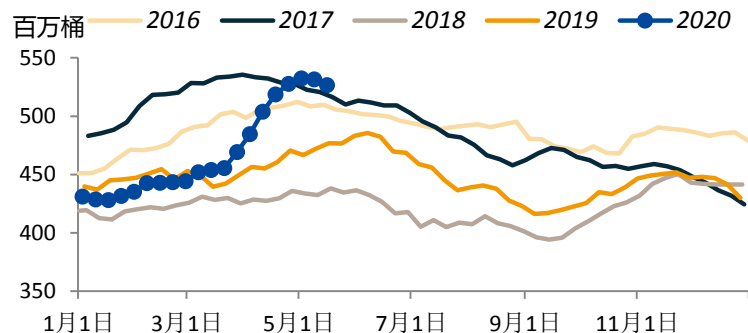
- 远月油价已覆盖部分页岩油成本区间，产量的下滑空间或难超预期，供需边际好转需更多地关注需求端的变化。
- 汽油库存一定程度代表美洲的终端需求走向
- 商业原油库存一定程度代表全球供应与炼厂复苏节奏的平衡程度，短期关注进口回升与炼厂开工提升速度的博弈

## 美国汽油库存



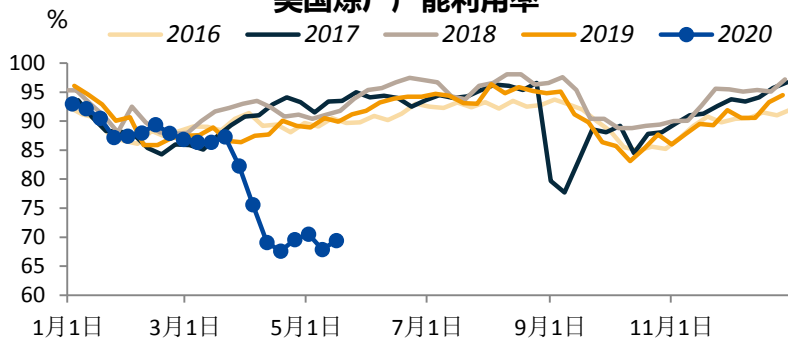
数据来源：路透，国投安信期货

## 美国商业原油库存



数据来源：路透，国投安信期货

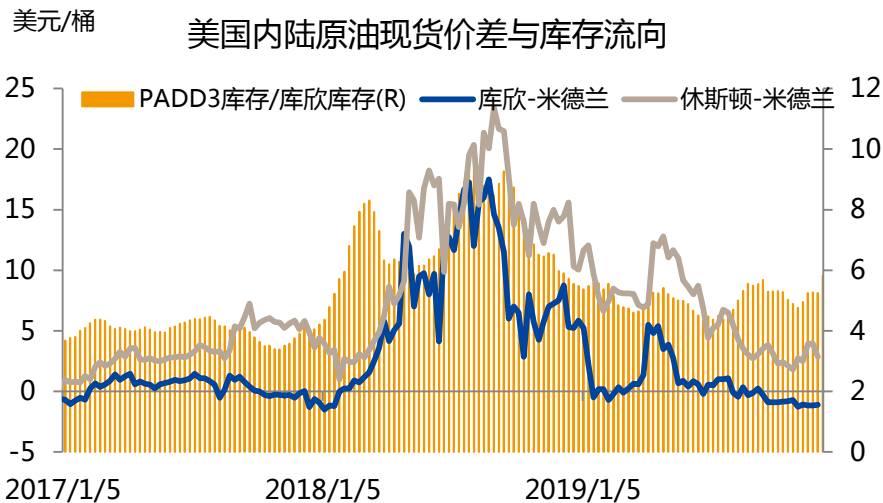
## 美国炼厂产能利用率



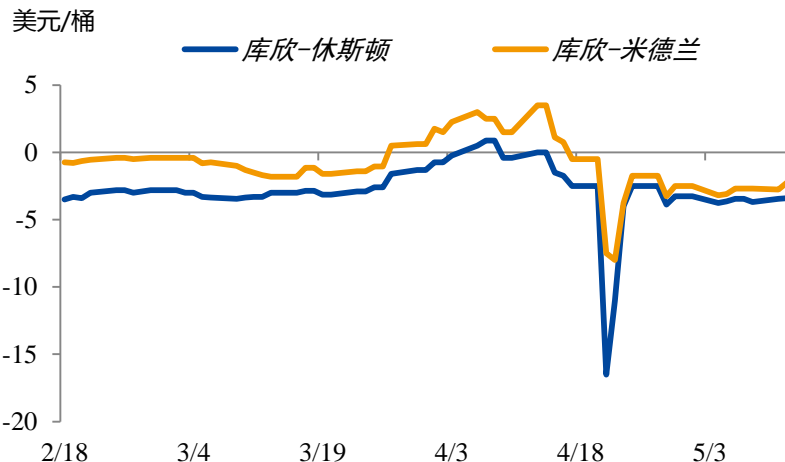
数据来源：路透，国投安信期货

# 库欣库存压力的减弱符合预期，后期逐步回归全美库存走势

- 历史上看，产区价格需要贴水给出贸易空间，核心产区产量与内陆跨区差动态平衡对库欣库存及WTI形成反馈
- 当前需求不振、油价暴跌及库容运输成本走高的背景下，核心产区米德兰以及湾区现货价格一度大幅贴水，产需存压力显现，420之后库欣价格已重回贴水



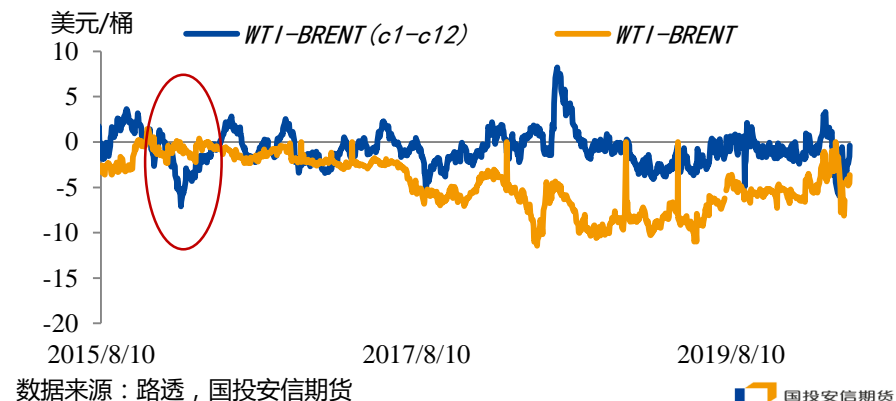
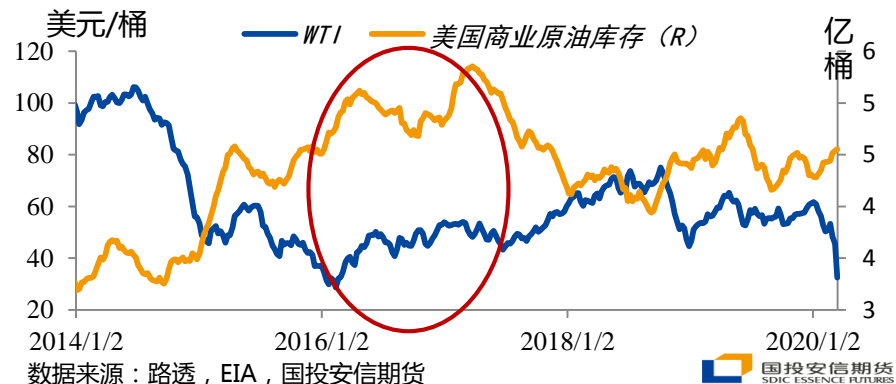
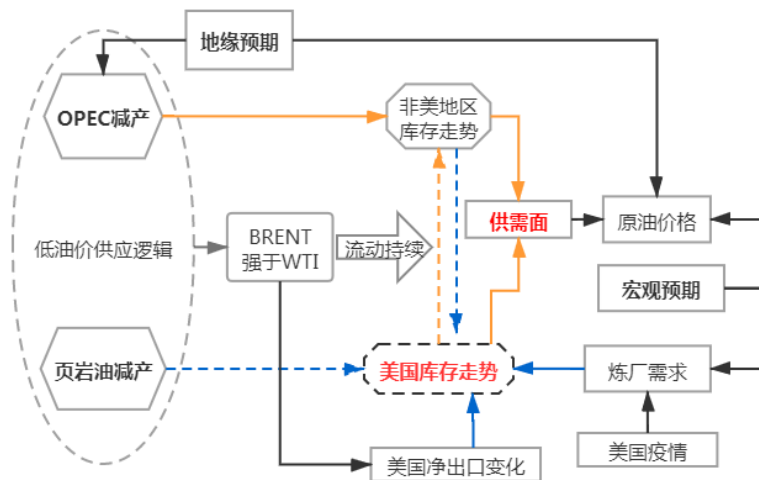
数据来源：路透，国投安信期货



数据来源：路透，国投安信期货

# 美国市场供需成为后市关注的核心因素

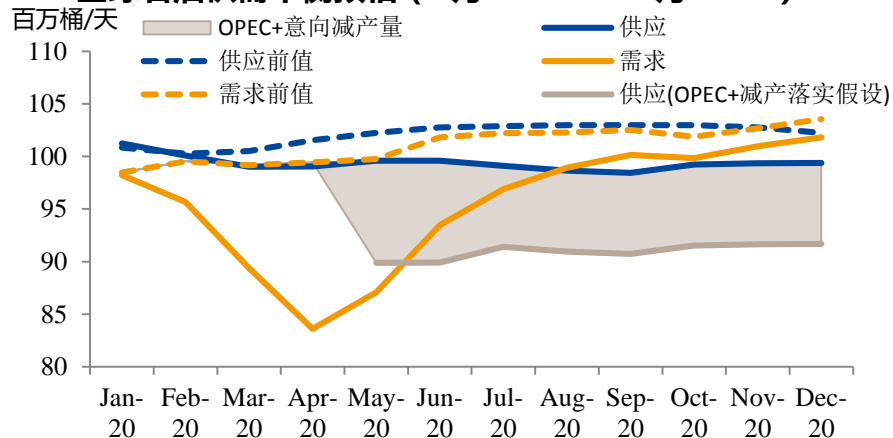
- 美国累库压力与BW价差重新进行动态平衡；
- 从美国产量出清的角度看，跨大西洋套利窗口关闭是美国市场能够消化供应压力的标志，而后美国库存对全球基本面的指示作用减弱，**二季度需求见底的中性预估前提下，远月WTI 30美元/桶附近支撑作用仍将显现**
- 欧佩克主动减产美国产量围绕远月基本面逻辑寻找新的平衡点



# 总结: 基准预期下的再平衡进程

- 平衡表基准预期：需求底部在4月已经出现，减产推动下下半年有望去库，长期乐观 **分歧：需求恢复速度、主动减产执行情况**
- 多头因素中，前期相对明朗的页岩油被动减产逻辑随着油价的持续反弹已被消化，欧佩克+组织主动减产高执行率的利好预期亦有所兑现，回调风险逐步累积，油价进一步上探需要更为明确的信号，策略建议：长多持有，短线规避，30美元附近仍有买入价值

## 全球石油供需平衡预估 (4月STEO vs 3月STEO)



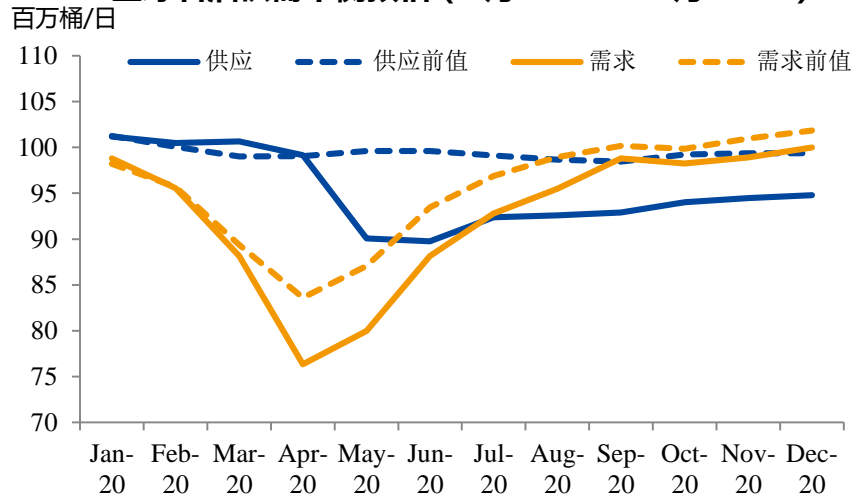
注：1、供应、需求为4月STEO报告数据，已考虑美国产量下降

2、供应前值、需求前值为3月STEO报告数据

3、OPEC+减产落实假设为5-6月减产970万桶/日，7-12月减产770万桶/日

数据来源：EIA，OPEC，国投安信期货能源研究团队

## 全球石油供需平衡预估 (5月STEO vs 4月STEO)



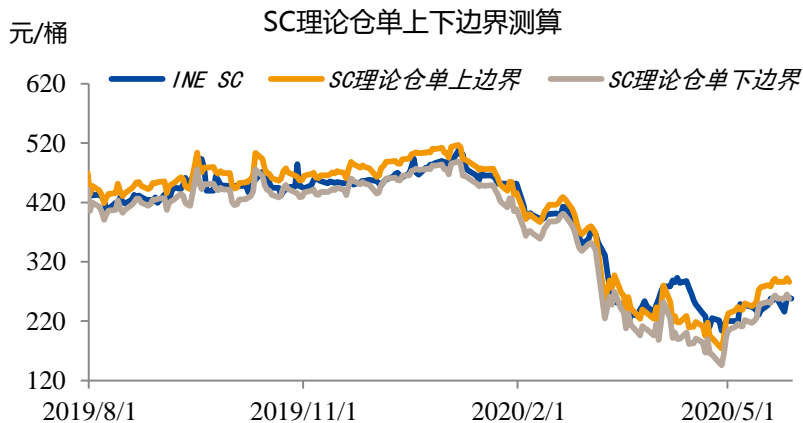
注：1、供应、需求为5月STEO报告数据

2、供应前值、需求前值为4月STEO报告数据

数据来源：EIA，OPEC，国投安信期货能源研究团队

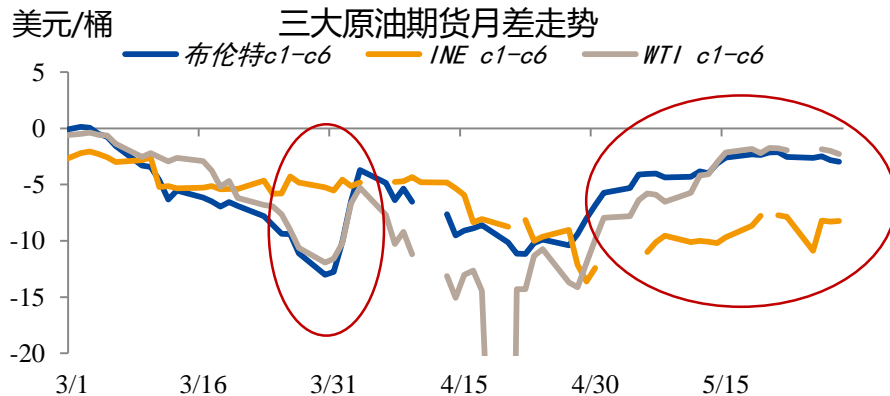
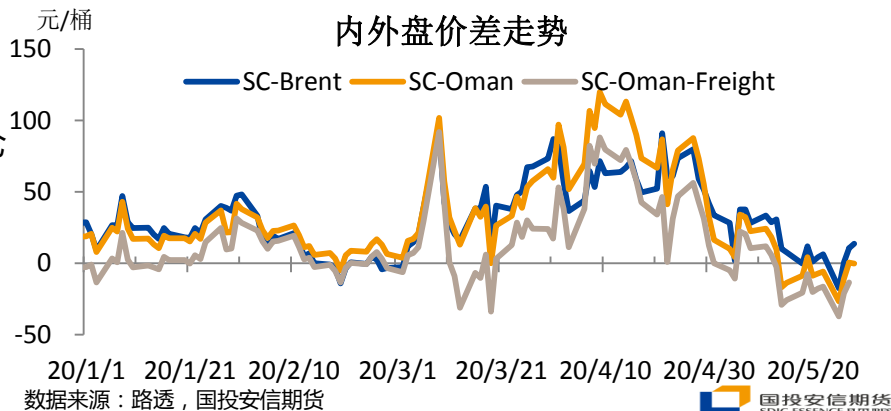
# 内外盘价差与其运行逻辑

- 常态下，内外盘价差主要受运费及中东原油与Brent强弱关系转换影响。 $SC = (Brent - (Brent - Oman)) + 运费 + 其他$
- 前期内盘近端大幅溢价主要源于全球仓储趋紧的预期，交割库仓储费调高及不断扩容背景下已经回归。但远月受抄底情绪及库容不确定性多方面影响仍较外盘有较大溢价
- 在全球基本面长期逐步转好，累库预期逐步转为去库的前提下，远月价差大概率将逐步回归



数据来源：路透，国投安信期货

安如泰山 信守承诺



数据来源：路透，OPEC，国投安信期货

# 谢谢观看



国投安信期货APP



国投安信期货微信

[liyx@essence.com.cn](mailto:liyx@essence.com.cn)

安如泰山 信守承诺