

2020 年原油报告·半年度

原油供需已完成再平衡，下半年窄幅振荡重心上移

——2020 年原油半年报

研究员： 郑梦琦
电 话： 021-60281622
邮 箱： zhengmq@zhqh.com.cn
执业证号： F3063364

报告要点

供给端，上半年 OPEC+ 执行大规模减产，推动原油市场重归平衡，下半年，OPEC+ 或继续执行 770 万桶/天的减产，警惕石油价格战和美国原油产量小幅增加。3 月份，OPEC+ 减产协议谈崩，沙特大幅下调 OSP 并提高原油产量，OPEC+ 成员国 4 月份不受减产协议限制，全球原油供应大幅增加。4 月，OPEC+ 重新达成 970 万桶/天的减产协议，7 月延长减产协议。另外，6 月，沙特、阿联酋、科威特、阿曼额外单独减产 120 万桶/天，大幅提高了 6 月份 OPEC 减产执行率，推动原油市场重归平衡，伊拉克、尼日利亚、安哥拉等国减产不达标仍是能否再次引发价格战以及美国原油钻机数量有增加预期成为下半年全球原油供应的扰动因素。8 月以后，OPEC+ 或不再延续大规模减产，减产目标可能降至 770 万桶/天，下半年全球原油供应环比将小幅增加，同比依然远低于往年。

需求端，2020 上半年疫情使得全球原油需求大幅下滑，疫情常态化，下半年原油需求缓慢回升态势。1 月下旬，国内疫情爆发；2 月中下旬，海外疫情爆发，全球原油需求开始大幅下滑。5-6 月份，海外疫情好转，居家令和封锁措施逐渐解除，原油需求回升。下半年，不排除疫情反复的可能，但随着各国应对措施改善和疫情常态化，原油需求难以再次深跌。

2020 年下半年全球原油供需再平衡，供需格局逐渐改善。库存高位仍然是短期制约原油价格大幅上行的主要矛盾，下半年继续由供需过剩逐渐回归平衡，库存将高位回落，关注原油去库节奏。长期来看，全球原油市场由严重的供需过剩逐渐转变为供需紧平衡，供需格局逐渐改善。

2020 年下半年，原油价格振荡上行。WTI 32-50 美元/桶，Brent 35-53 美元/桶。SC 因注册仓单量创历史新高，叠加仓储费上调，走势相对较弱，250-380 元/桶区间运行。另外，多 Brent-WTI 和多 SC-WTI 以及多 SC-Brent 安全边际相对较高，Brent 与 WTI 价差有望从 2-3 美元/桶回归至 4-5 美元/桶；SC-Brent 价差回归至 2-3 美元/桶；SC-WTI 价差回归至 6-7 美元/桶。

风险点：OPEC+ 成员国减产不达标；疫情反复；美国大选；中美贸易摩擦。

目录

1	2020 上半年原油行情回顾及事件梳理	3
2	上半年原油需求因疫情大幅下滑，下半年需求缓慢回升	4
2.1	全球经济增长受疫情冲击大幅下滑，下半年缓慢回升	4
2.2	欧美炼油厂利润及加工需求下滑跌至低位，下半年逐渐回升	5
2.2.1	国外炼油利润跌至低位后回升	6
2.2.2	炼厂调节不同油品间产量	7
2.2.3	欧美炼油厂加工量逐渐回升中	8
2.3	国内原油需求已恢复	9
3	OPEC+减产执行中，美国原油产量下半年有小幅增加预期	9
3.1	OPEC 大幅减产使原油市场重归平衡，下半年继续减产	9
3.2	俄罗斯接近减产目标，下半年或跟随 OPEC+继续减产	10
3.3	美国原油产量大幅下跌，下半年原油钻机数量有小幅上升预期	11
4	当前原油库存高位回落，下半年关注去库节奏	12
4.1	上半年原油库存已完成再平衡	13
4.1.1	原油陆地库存接近历史高位	13
4.1.2	启动战略石油储备稳住原油及成品油库存	13
4.1.3	浮仓跨期套利失去经济性	14
4.2	原油及成品油库存高位小幅回落，关注下半年去库节奏	15
5	原油市场供需已再平衡，过剩格局逐渐改善	16
6	投资建议	17

1 2020 上半年原油行情回顾及事件梳理

2020 年上半年，原油价格大幅下跌。截至 6 月 3 日，WTI 下跌 21.24 美元/桶至 39.82 美元/桶，跌幅 34.79%；Brent 下跌 24.37 美元/桶至 41.63 美元/桶，跌幅 36.92%；SC 下跌 195.7 元/桶至 292.4 元/桶，跌幅 40.09%；疫情叠加价格战，WTI、Brent、SC 振幅分别高达 96.63%、78.39%、67.11%，Brent 与 WTI 价差也由年初的 4-5 美元/桶收窄至 2-3 美元/桶再走扩至 10 美元/桶左右，最后收窄至 2-3 美元/桶。

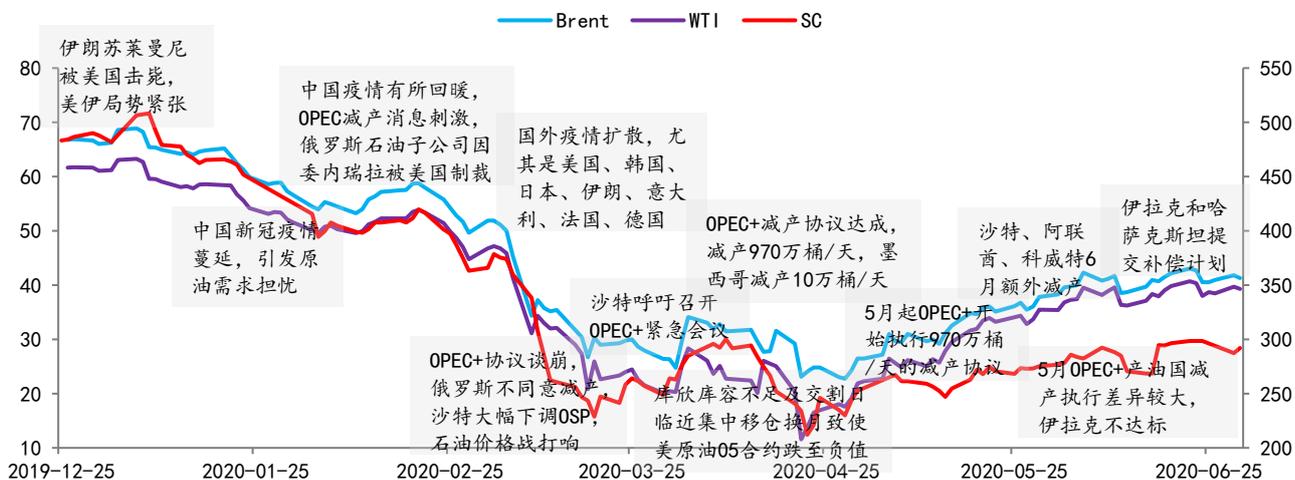
表 1: 2020 年上半年原油行情回顾

	收盘	最高	最低	开盘	结算	涨跌	涨跌幅	振幅	成交量	持仓量
WTI	39.82	65.65	6.50	61.60	39.27	-21.24	-34.79%	96.63%	78,307,986	287,515
Brent	41.63	71.75	19.99	66.41	41.27	-24.37	-36.92%	78.39%	38,257,099	536,183
SC	292.4	529.8	205.3	483.1	292.0	-195.7	-40.09%	67.11%	12,132,208	42,889

数据来源: wind, 中辉期货研发中心

- 新冠疫情在全球爆发，居家令及封锁措施使得原油需求大幅下滑，油价承压下跌，由疫情带来的经济下滑担忧压制油价上行。
- 3 月初，OPEC+ 协议谈崩，沙特大幅下调 OSP 并提高原油产量及出口，石油价格战打响，原油价格再次深跌。
- 高供给，低需求情况下，原油累库，美国原油交割地库欣库容不足引发 WTI05 合约临近交割日大幅下跌至负值。
- 4 月，OPEC+ 再次合作，达成史上最大规模的减产协议，5-6 月减产 970 万桶/天，沙特、阿联酋、科威特、阿曼 6 月额外单独减产 120 万桶/天，油价随后逐渐企稳。

图 1: 2020 年上半年原油事件梳理



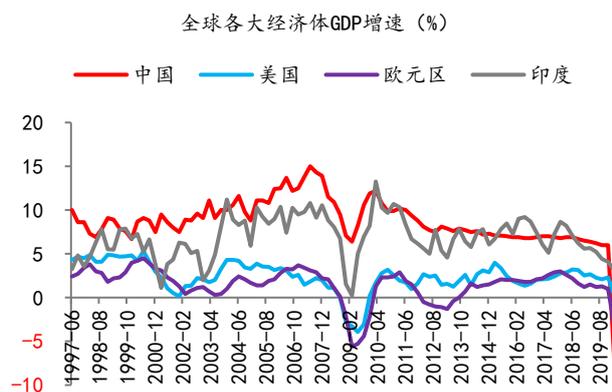
数据来源: wind, 中辉期货研发中心

2 上半年原油需求因疫情大幅下滑，下半年需求缓慢回升

2.1 全球经济增长受疫情冲击大幅下滑，下半年缓慢回升

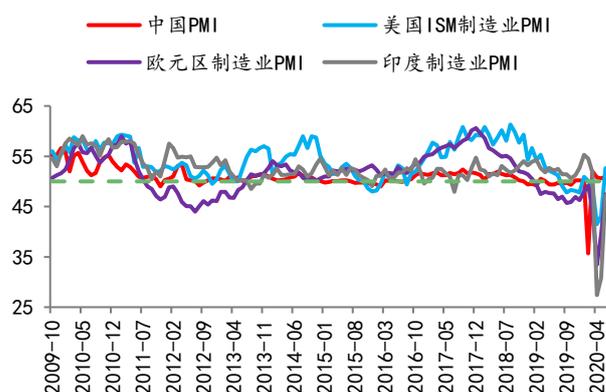
疫情影响下，全球经济历史性下跌，下半年维持逐渐改善状态。一季度，全球各大经济体 GDP 增速均大幅下跌，美国 GDP 增速为 0.26%，欧洲为-3.1%，中国为-6.8%，印度为 3.09%。3-5 月为全球疫情爆发期，经济下滑，海外国家制造业 PMI 在 4 月创新低，4 月，美国 ISM 制造业 PMI 为 41.5，欧元区制造业 PMI 为 33.4，印度制造业 PMI 为 27.4。随后海外各国制造业 PMI 均逐步回升，6 月，美国、欧元区和印度制造业 PMI 分别回升至 52.6、47.4、47.2，中国 PMI 为 50.9，均处于荣枯线附近。我们认为，疫情给全球经济及制造业带来的冲击仍然存在，但在疫情常态化和各国应对措施逐渐完善的情况下，下半年全球经济及制造业将逐渐改善。

图 2：全球各大经济体 GDP 增速



数据来源：wind, 中辉期货研发中心

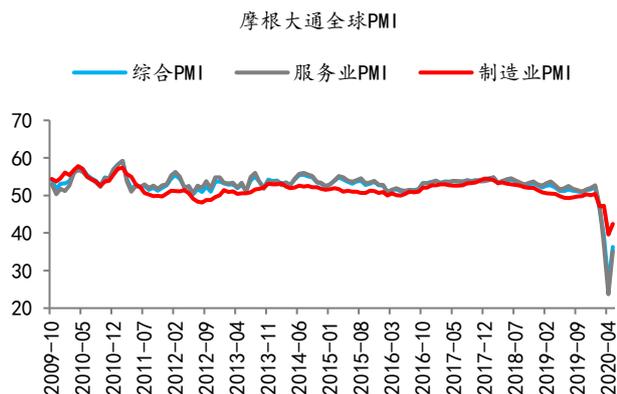
图 3：全球各大经济体制造业 PMI



数据来源：wind, 中辉期货研发中心

摩根大通制造业 PMI 和油价走势较为接近，上半年制造业的萎靡使得原油需求大幅走弱，价格下滑，随着下半年制造业 PMI 的回升，油价也将逐渐回升。4 月，摩根大通制造业 PMI 为 39.6，服务业 PMI 为 23.7，综合 PMI 为 26.2，摩根大通 PMI 跌至谷底，油价也跌至近年来新低。6 月，摩根大通制造业 PMI 为 47.8，已逐渐回升至荣枯线附近，制造业的逐渐复苏将使得原油需求增加，原油价格未来也将逐渐回升。

图 4：摩根大通全球 PMI



数据来源：wind, 中辉期货研发中心

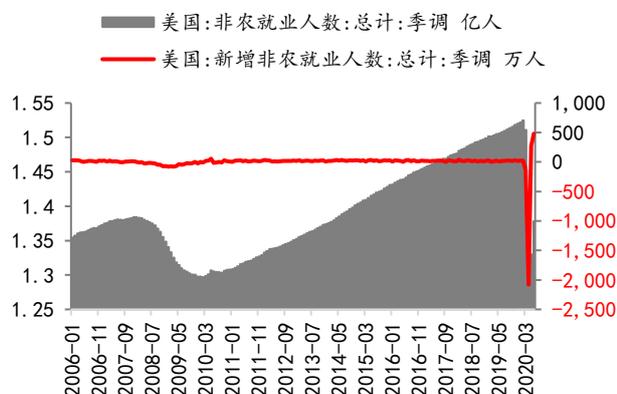
图 5：摩根大通制造业 PMI 和 Brent 价格走势



数据来源：wind, 中辉期货研发中心

美国繁荣了十年的就业市场受到冲击，未来处于持续恢复中。4 月是疫情影响下，经济下滑最为严重的一个月，也是美国就业市场受到冲击最大的一个月，非农就业人数下滑 2068.7 万人至 1.30 亿人，失业率飙升至 14.7%，就业情况恶化程度远超 2008 年金融危机时期。6 月，美国新增非农就业 480 万人至 1.38 亿人，失业降至 11.1%。虽仍然处于高位，但随着海外疫情逐渐好转，居家令和封锁措施慢慢解除，美国就业市场未来也处于持续恢复状态。即使疫情反复，常态化和应对措施，未来影响变化不会太大。

图 6：美国非农就业情况



数据来源：wind, 中辉期货研发中心

图 7：美国失业率



数据来源：wind, 中辉期货研发中心

2.2 欧美炼油厂利润及加工需求下滑跌至低位，下半年逐渐回升

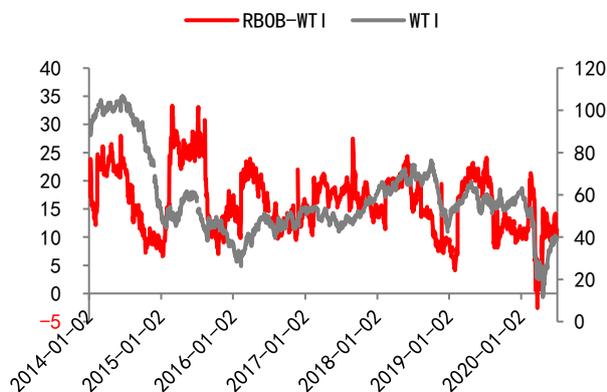
下半年，欧美原油需求将逐渐回升。3 月下旬，美国汽油裂解价差跌至负值，随后汽油产量大幅下滑，汽油与馏分燃料油的产量比值由 2:1 切换为 3:2，紧接着，柴油、取暖油等成品油裂解价差纷纷走低后开始回升。上半年，疫情影响下，居家令和封锁措施使得成品油消费下滑，成品油库存大幅增加、价格和利润下滑，炼油厂加工量下降，原油需求走低，原油累库。随着

疫情逐渐好转，成品油需求增加，价格上升，裂解利润低位回升，炼油厂加工量缓慢回升，下半年，原油需求也将逐渐回升。

2.2.1 国外炼油利润跌至低位后回升

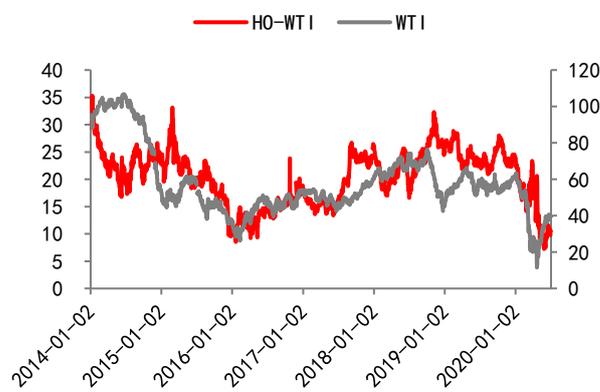
上半年国外成品油裂解利润触底回升，下半年炼厂加工量有望逐渐恢复。我们选取2月下旬为海外疫情爆发的节点，对NYMEX市场的汽油、取暖油和ICE市场的柴油对原油裂解价差进行分析。2月19日，汽油裂解价差为21.35美元/桶，3月23日汽油对WTI简单裂解价差跌至-2.58美元/桶，截至6月30日，汽油裂解价差回升至11.19美元/桶。取暖油裂解价差从3月27日的23.37美元/桶最低跌至5月28日的7.24美元/桶，截至6月30日回升至10.56美元/桶。柴油裂解价差从3月12日15.34美元/桶跌至5月6日的0.93美元/桶，截至6月30日回升至6.08美元/桶。按照NYMEX市场3:2:1和5:3:2两种配比方式计算的裂解价差，分别从2月19日的20.23美元/桶、20.01美元/桶跌至3月23日的4.83美元/桶、6.31美元/桶，截至6月30日，分别回升至10.98美元/桶、10.94美元/桶。

图8：NYMEX 汽油与WTI 简单裂解价差



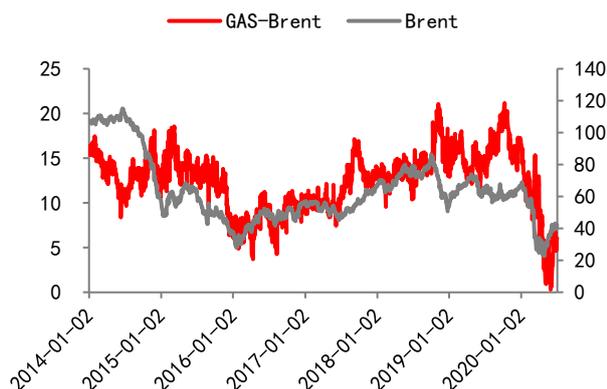
数据来源：wind, 中辉期货研发中心

图9：NYMEX 取暖油与WTI 简单裂解价差



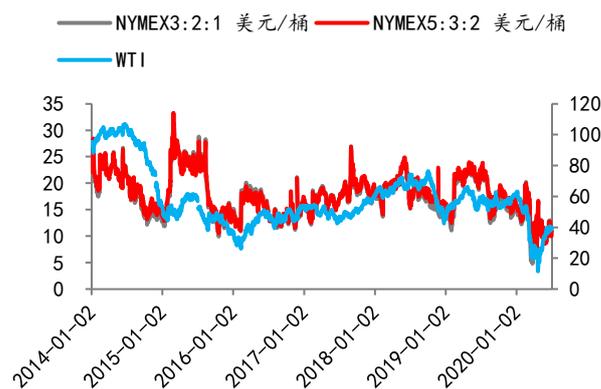
数据来源：wind, 中辉期货研发中心

图 10: 伦敦 ICE 柴油与 Brent 简单裂解价差



数据来源: wind, 中辉期货研发中心

图 11: NYMEX 两种原油成品油配比裂解价差

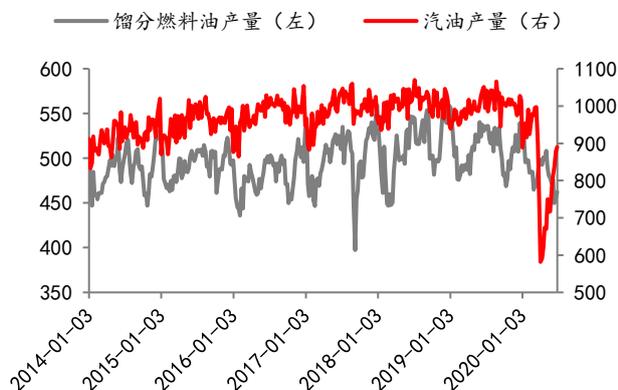


数据来源: wind, 中辉期货研发中心

2.2.2 炼厂调节不同油品间产量

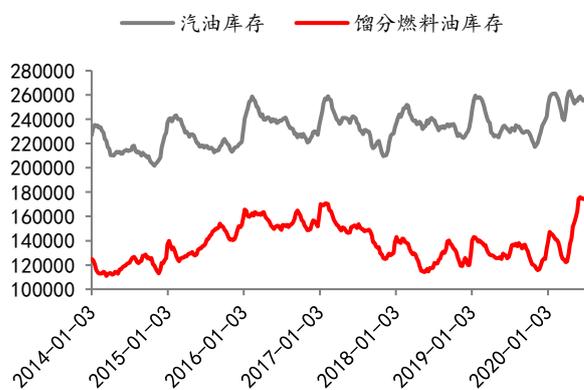
由于汽油裂解价差率先跌至负值, 炼厂在汽油与馏分燃料油生产上进行调节, 致使馏分燃料油库存大幅增加。3月20日, 美国汽油产量 895.8 万桶/天, 4月3日, 汽油产量大幅下降至 581.8 万桶/天, 随后逐步回升至 6月26日的 890.5 万桶/天; 3月20日, 馏分燃料油产量为 483.8 万桶/天, 随后小幅下降至 6月26日的 462.4 万桶/天。从二者库存变动来看, 汽油库存由 3月20日的 239282 千桶大幅增长 23952 千桶至 4月17日的 263234 千桶, 随后小幅下降并维持在历史同期高位; 馏分燃料油由 3月27日的 122248 千桶大幅增长 53581 千桶至 6月5日的 175829 千桶, 随后也小幅下降并维持在历史高位。通过计算 3月20日至 6月26日期间汽油和馏分燃料油产量变动, 发现去年汽油与馏分燃料油在产量比值为 1.95, 今年比值则大幅降至 1.54。

图 12: 美国汽油和馏分燃料油产量 (万桶/天)



数据来源: wind, 中辉期货研发中心

图 13: 美国汽油和馏分燃料油库存 (千桶)



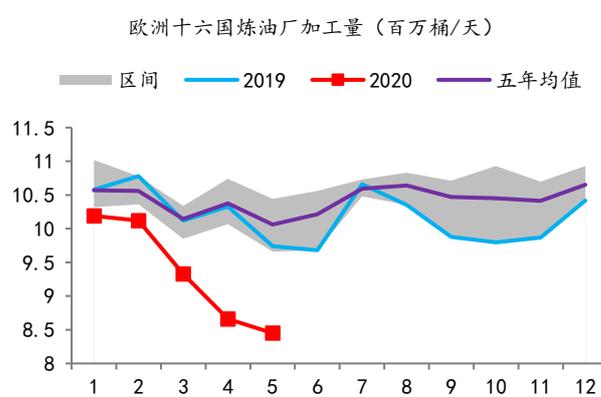
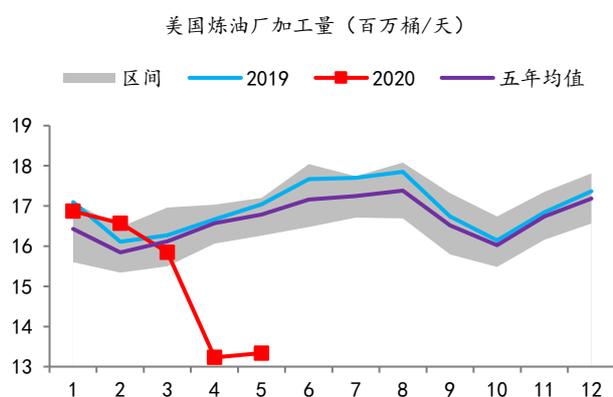
数据来源: wind, 中辉期货研发中心

2.2.3 欧美炼油厂加工量逐渐回升中

疫情影响下，欧美炼油厂加工量大幅下滑，原油需求疲弱。5月，美国炼油厂加工量13.34百万桶/天，同比下降3.7百万桶/天，较1月份下滑了3.53百万桶/天；欧洲炼油厂加工量8.45百万桶/天，同比下降1.29百万桶/天，较1月份下滑了1.74百万桶/天。夏季是美国汽油需求旺季，炼油厂加工量应逐步增加，但上半年受疫情影响，炼油厂加工量反季节性大幅下滑，原油需求走弱。随着海外疫情逐渐好转，美国炼油厂加工量已止跌回升，且按照往年炼厂加工量，预计三季度炼厂加工量将逐渐增加，待秋季检修期结束后，炼厂加工量再继续上行。

图 14: 美国炼油厂加工量

图 15: 欧洲十六国炼油厂加工量



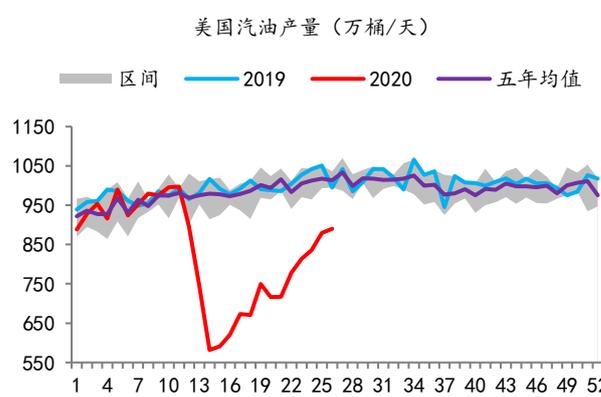
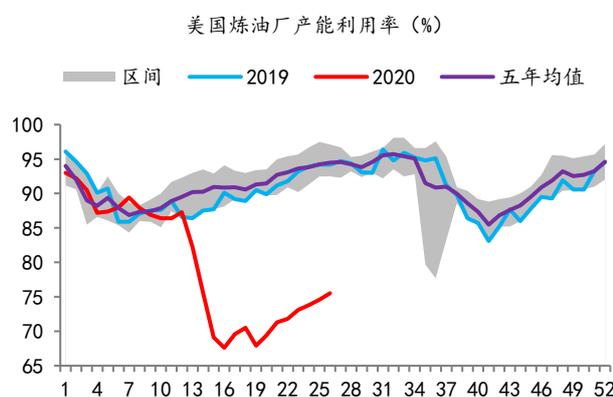
数据来源: wind, 中辉期货研发中心

数据来源: wind, 中辉期货研发中心

美国炼油厂产能利用率和汽油产量均跌至历史低位后逐步回升。截至6月26日，美国炼油厂产能利用率为75.5%，较4月17日的低点67.6回升7.9%，较去年同期下降18.7%；汽油产量为890.5万桶/天，较4月3日的低点581.8万桶/天回升308.7万桶/天，较去年同期下降104.3万桶/天。由于疫情的冲击，美国炼油厂产能利用率和汽油产量均断崖式下跌至历史低位，随着疫情逐渐好转，产能利用率和汽油产量逐步回升。

图 16: 美国炼油厂产能利用率

图 17: 美国汽油产量



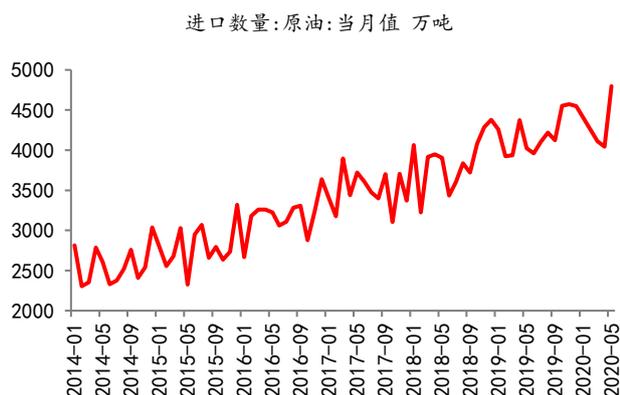
数据来源: wind, 中辉期货研发中心

数据来源: wind, 中辉期货研发中心

2.3 国内原油需求已恢复

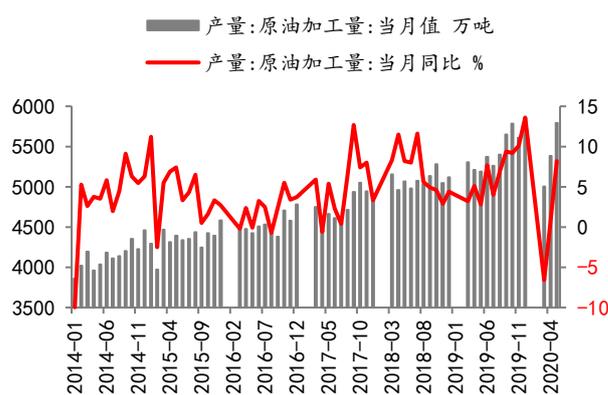
随着国内疫情逐步得到控制，原油进口及加工量上升。5月，中国原油进口量4797万吨，环比增加754万吨，较去年同期增加774万吨；原油加工量5790.4万吨，环比增加405.4万吨，较去年同期增加600.5万吨，国内原油需求已恢复，且创历史同期新高。下半年，虽然有二次疫情担忧，但就从目前的防控力度来看，预计影响有限，国内原油需求将继续小幅增加。

图 18: 中国原油进口数量



数据来源: wind, 中辉期货研发中心

图 19: 中国原油加工量及同比



数据来源: wind, 中辉期货研发中心

3 OPEC+减产执行中，美国原油产量下半年有小幅增加预期

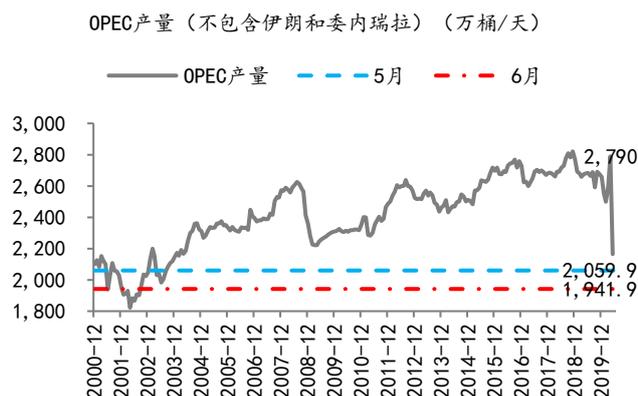
3.1 OPEC 大幅减产使原油市场重归平衡，下半年继续减产

2020 年上半年 OPEC 原油产量也经历了大起大落。3 月，OPEC+ 减产协议谈崩，4 月开始 OPEC+ 成员国不受减产协议限制，沙特大幅下调 OSP，OPEC 原油产量在 4 月份大幅增加至 3049.5 万桶/天，环比增加 191.7 万桶/天，其中，沙特产量为 1164.2 万桶/天，环比增加 169.6 万桶/天，是 OPEC 4 月产量大幅增长的主要原因。5 月 OPEC+970 万桶/天的减产协议生效，OPEC 原油产量为 2419.5 万桶/天，剔除伊朗和委内瑞拉后的原油产量为 2164.7 万桶/天，距离 2059.9 万桶/天的减产目标仍有 104.8 万桶/天的差距，主要为伊拉克、尼日利亚等国减产不达标所致。6 月，除 970 万桶/天的减产协议，沙特、阿联酋、科威特、阿曼额外单独减产 120 万桶/天，据机构调查数据显示，OPEC 原油产量降至 2262 万桶/日，为 2000 年以来最低水平，减产执行率为 107%，主要因为沙特等国额外减产，伊拉克和尼日利亚减产依旧不达标。

下半年 OPEC 原油供应逐渐回升，石油价格战成为 OPEC 供应方面的扰动因素。由于尼日利亚和安哥拉在之前提交的补偿计划中未明确提出如何改善减产执行率，沙特以再次发动石油价

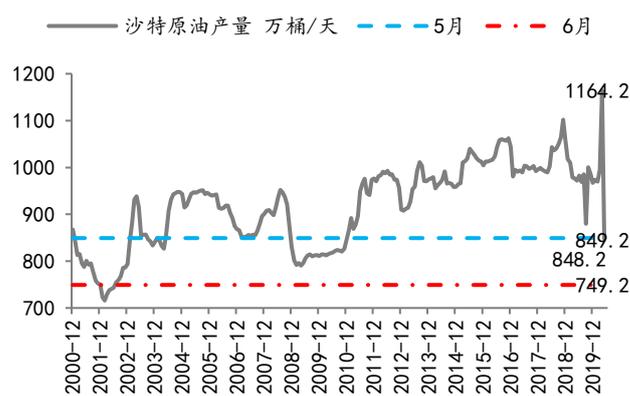
格战进行威胁，要求尼日利亚和安哥拉提交具体补偿计划。沙特是否会再次发动石油价格战成为下半年 OPEC 原油供应方面的重要扰动项。另外，7 月份 OPEC+ 延续减产协议，墨西哥退出减产，OPEC+ 执行 960 万桶/天的减产协议，沙特等海湾国家将不再额外减产。据悉，8 月 OPEC+ 或许不会再继续延长大规模减产协议，那将执行 4 月份减产协议中的 770 万桶/天减产目标。因此，下半年 OPEC 原油供应将呈逐渐回升态势。

图 20: OPEC 原油产量



数据来源: wind, 中辉期货研发中心

图 21: 沙特原油产量

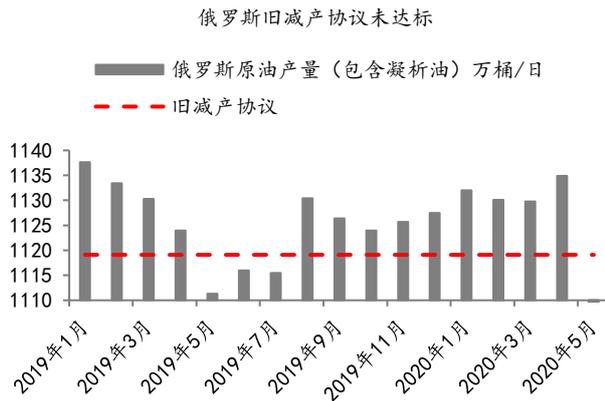


数据来源: wind, 中辉期货研发中心

3.2 俄罗斯接近减产目标，下半年或跟随 OPEC+ 继续减产

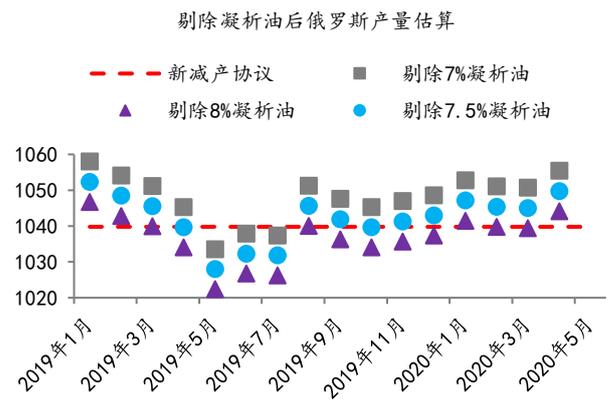
俄罗斯产量变化不大，新减产协议接近达标，下半年俄罗斯预计将跟随 OPEC+ 放松减产。根据俄罗斯能源部统计数据显示，5 月，俄罗斯原油产量（包含凝析液）3973.97 万吨，按 1 吨 \approx 7.33 桶来折算，约为 939.65 万桶/天。俄罗斯能源部长诺瓦克曾表示，俄罗斯凝析液占原油产量在 7%-8%，即 5 月凝析液产量为 65.78-75.17 万桶/天，俄罗斯原油产量（不包含凝析液）为 864.48-873.88 万桶/天。俄罗斯能源部 CDU-TEK 部门的数据显示，截至 6 月 28 日，俄罗斯石油公司 6 开采原油和凝析油共计 3562 万吨，约 932.4 万桶/天，剔除凝析油约为 852.4 万桶/天，进一步接近 OPEC+ 减产协议目标。下半年，因 OPEC+ 可能不再执行 960 万桶/天的减产协议，减产目标或降为 770 万桶/天，俄罗斯的产量也将跟随 OPEC+ 放松减产协议而逐渐增加。

图 22: 俄罗斯原油产量



数据来源: 俄罗斯能源部, 中辉期货研发中心

图 23: 剔除凝析油后俄罗斯原油产量估算

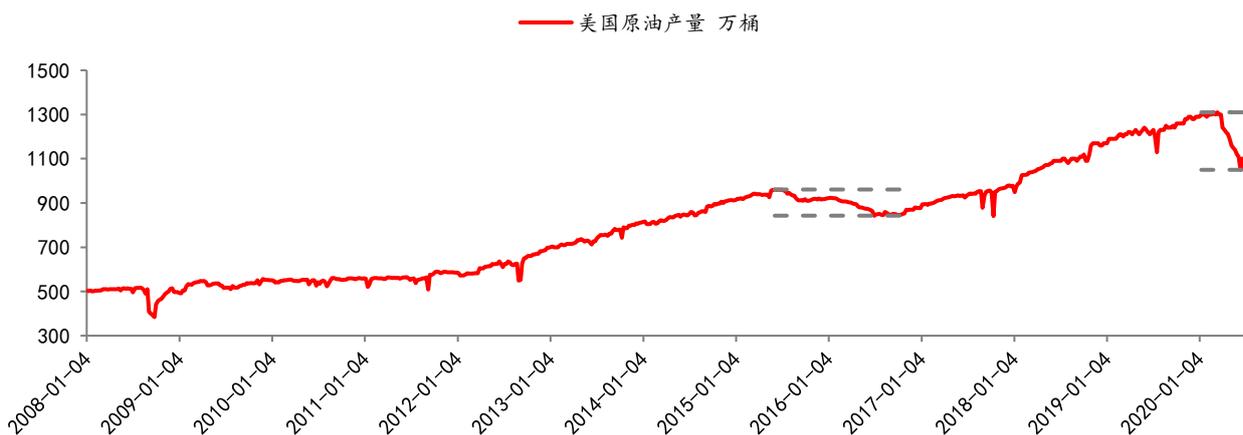


数据来源: 俄罗斯能源部, 中辉期货研发中心

3.3 美国原油产量大幅下跌, 下半年原油钻机数量有小幅上升预期

上半年, 疫情叠加石油价格战, 油价大幅下跌, 美国原油产量大幅下滑。截至6月26日, 美国原油产量1100万桶/天, 较年初的1290万桶/天下降了190万桶/天, 较2020上半年最高产量1310万桶/天下降了210万桶/天, 近三个月, 降幅达16.03%。追溯到2014年美国页岩油产量爆发式增长, OPEC和美国争夺页岩油市场份额时, 美国原油产量下降幅度为12.30%, 历时1年3个月。此次美国原油产量下跌幅度和速度都远超2014年, 页岩油受到的冲击较大。

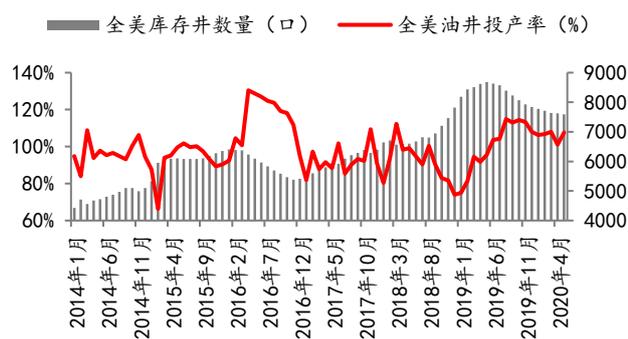
图 24: 此次美国原油产量下跌速度和幅度都远超 2014 年



数据来源: wind, 中辉期货研发中心

新钻井及完工井数量均大幅下滑, 美国油井投产率止跌回升, 预计下半年美国原油供应难以出现大幅下滑。5月, 美国库存井7591口, 较1月下降188口; 新钻井428口, 较1月下降588口; 完工井461口, 较1月下降618口; 油井投产率107.71%, 环比上升6.59%, 较1月上升1.51%。

图 25: 美国库存井及油井投产



数据来源: wind, 中辉期货研发中心

图 26: 美国新钻井数



数据来源: wind, 中辉期货研发中心

油价的断崖式下跌带动美国原油钻机数量大幅下滑，近期油价反弹、钻机数量降速和降幅均放缓，下半年钻机数量有增加预期。截至 6 月 26 日，美国原油钻机数量 188 部，较年初的 670 部下滑了 482 部，下滑幅度高达 71.94%。从以往钻机和原油价格走势来看，油价影响 4 个月 after 原油钻机数量，而今年上半年，我们将钻机数量滞后油价 2 个月，发现二者走势较为一致。近期油价反弹以及钻机数量降速放缓意味着下半年钻机数量或止跌回升。

图 27: 美国原油钻机数量



数据来源: wind, 中辉期货研发中心

图 28: 2020 年上半年油价和原油钻机数量



数据来源: wind, 中辉期货研发中心

4 当前原油库存高位回落，下半年关注去库节奏

短期内，原油高库存，供需双重作用，库存高位小幅回落，关注下半年去库节奏。原油在经历了陆地库存高位，库容不足等问题后，战略石油储备库容启动，以容纳更多的原油及成品油，剩余未容纳的石油更多的是被现货商以浮仓的形式进行存储，等待未来油价上行，进行跨期套利。最终浮仓套利失去经济性，产油国和消费国进行浮仓套利的成本大于收益，将倒逼原油供应端收缩。因此，我们认为下半年原油库存将缓慢下滑，考虑到目前库存水平高位波动，

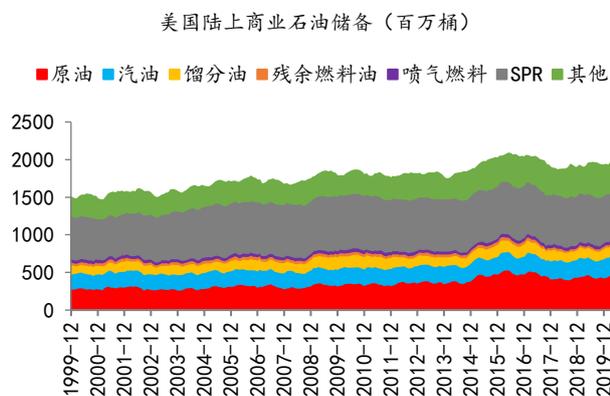
下半年的去库节奏值得关注。

4.1 上半年原油库存已完成再平衡

4.1.1 原油陆地库存接近历史高位

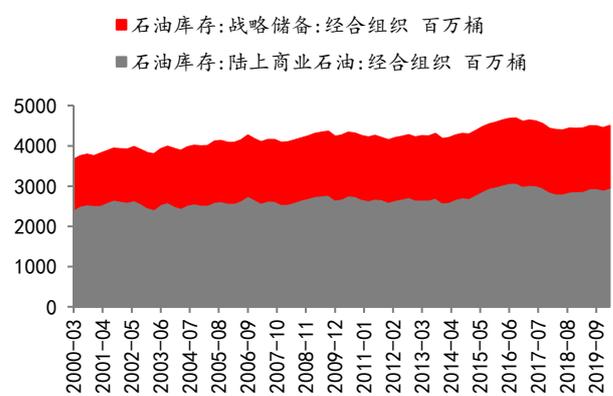
陆地库存达到历史高位。5月，美国陆上商业石油储备1429.9百万桶，战略石油储备647.8百万桶，总计2077.7百万桶，接近历史最高值2016年5月的2079.2百万桶；3月，OECD陆上商业石油库存为2961百万桶，战略储备为1539百万桶，合计4500百万桶，较历史最高值2015年12月的4577百万桶仅差77百万桶。

图 29：美国陆上商业石油储备



数据来源：wind, 中辉期货研发中心

图 30：OECD 石油库存

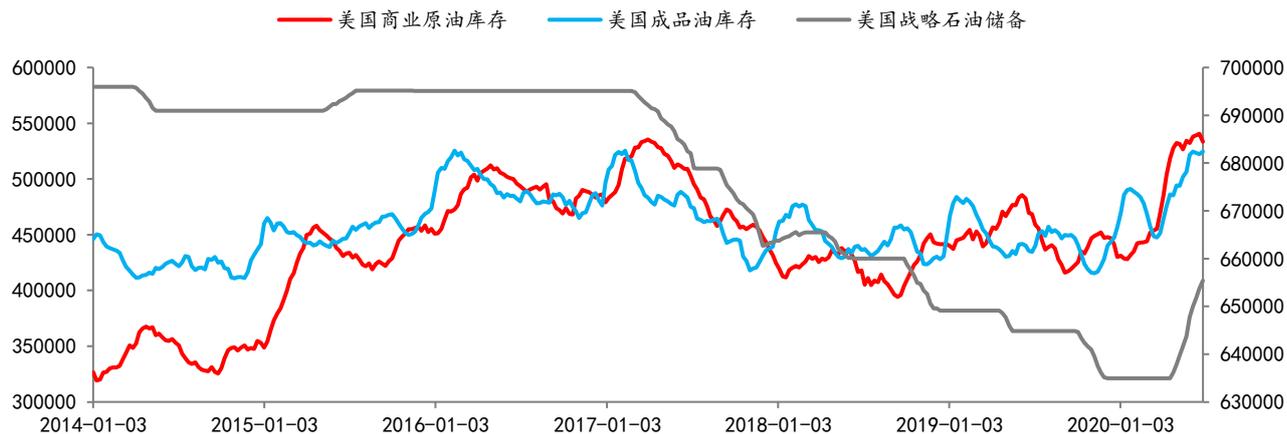


数据来源：wind, 中辉期货研发中心

4.1.2 启动战略石油储备稳住原油及成品油库存

战略石油储备启动。3月下旬，美国原油、成品油开始累库，随着库存担忧加剧，4月中旬，启动战略石油储备库，SPR 库存逐渐增加，原油及成品油库存仍处高位，上升速度放缓。3月27日-4月17日，美国原油库存每周增长1300万桶以上，原油反季节性累库，6月19日，美国原油库存创历史新高至540722千桶。成品油库存在4月3日-4月17日，每周增长1000万桶以上，截至6月26日，成品油库存为524559千桶。3月20日-6月26日，原油和成品油库存分别增加78167千桶、73338千桶。战略石油储备则从4月17日开始增加，截至6月26日，增加20446千桶至655413千桶。

图 31: 美国战略石油储备增加 (千桶)

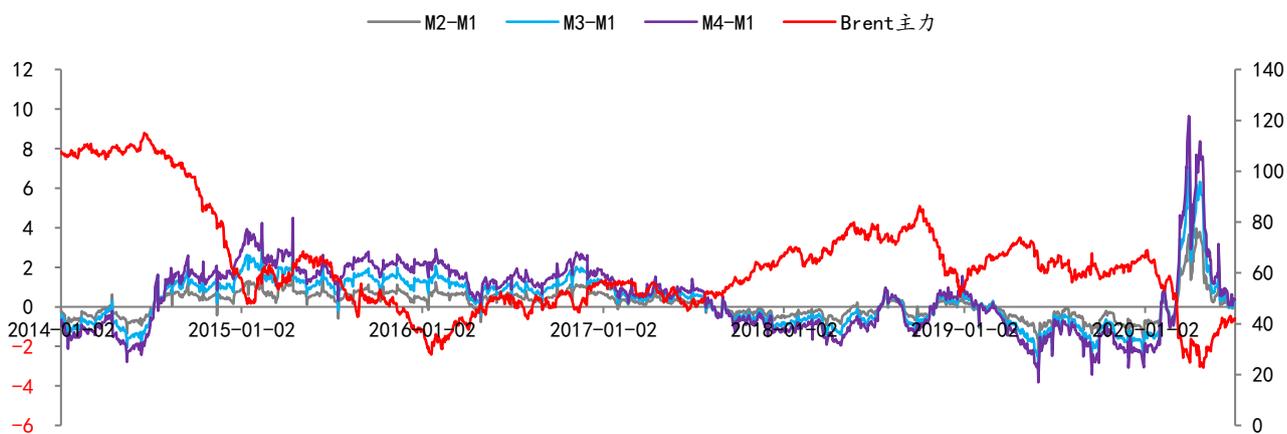


数据来源: wind, 中辉期货研发中心

4.1.3 浮仓跨期套利失去经济性

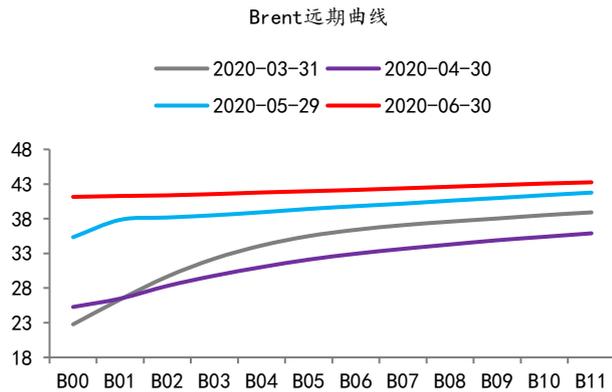
油轮储油失去经济性。截至 4 月 22 日, WTI 首行和次行价差为 -6.91 美元/桶, M12-M1 为 18.21 美元/桶; Brent 首行和次行价差为 -3.69 美元/桶, M12-M1 为 15.31 美元/桶。截至 6 月 30 日, WTI 首行和次行价差为 -0.07 美元/桶, M12-M1 为 1.09 美元/桶; Brent 首行和次行价差为 -0.12 美元/桶, M12-M1 为 2.1 美元/桶。VLCC 运价曾从 3.8 万美元/天飙涨到 20 万美元/天, 按照 200 万桶来计算, 利用油轮储油成本约为 0.1 美元/桶·天, 一个月的储油成本约为 3 美元/桶, 当首行次行价差超过 3 美元/桶, 利用油轮储油跨期套利空间消失, 现货商通过油轮储油失去经济性。

图 32: Brent 月差与价格走势相反



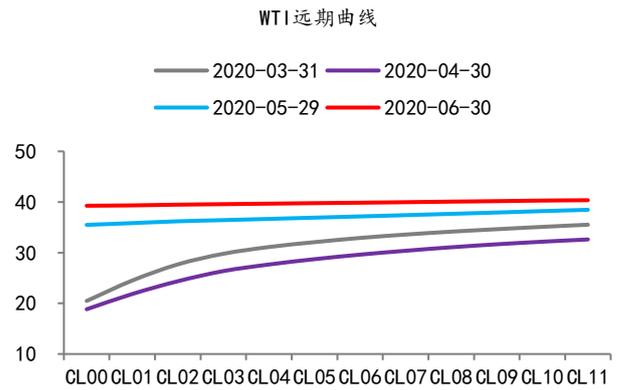
来源: wind, 中辉期货研发中心

图 33: Brent 远期曲线



数据来源: wind, 中辉期货研发中心

图 34: WTI 远期曲线

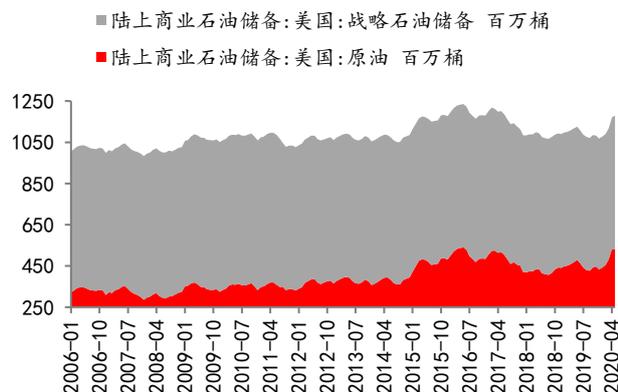


数据来源: wind, 中辉期货研发中心

4.2 原油及成品油库存高位小幅回落, 关注下半年去库节奏

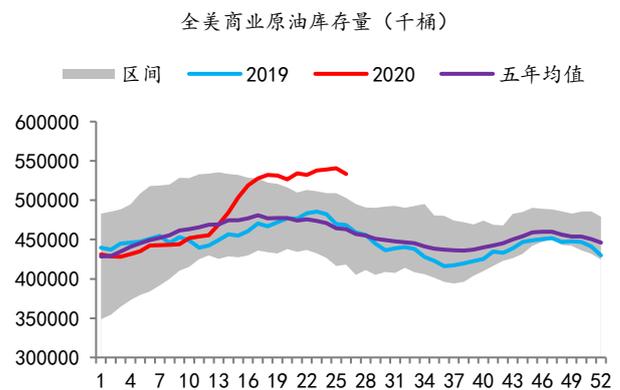
交割地爆库危机缓解, 全球原油库存仍处高位。5 月, 美国陆上商业原油储备 532.3 百万桶, 环比增长 0.1 百万桶, 较 1 月份的 442.8 万桶增长 89.5 万桶; 美国战略石油储备 647.8 百万桶, 环比增长 10 万桶, 较 1 月份的 635 万桶增长 12.8 万桶, 美国自 4 月起, 战略石油储备开始增长。截至 6 月 26 日, 美国商业原油库存 533527 千桶, 库欣原油库存 45582 千桶, 汽油库存 256521 千桶。库欣原油库存降至历史同期中枢位置, WTI05 合约因交割地库欣库容不足而跌至负值的情况难再出现, 但美国原油库存及成品油库存均处于高位仍然是短期内不容忽视的问题。

图 35: 美国陆上商业石油储备



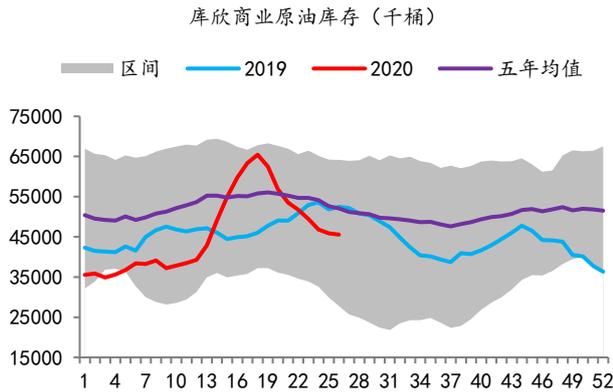
数据来源: wind, 中辉期货研发中心

图 36: 全美商业原油库存量



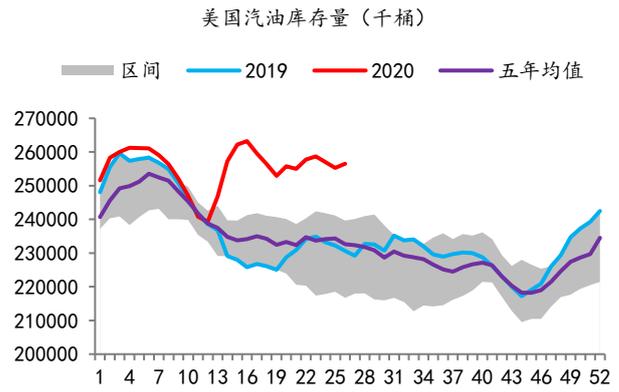
数据来源: wind, 中辉期货研发中心

图 37: 库欣商业原油库存量



数据来源: wind, 中辉期货研发中心

图 38: 美国汽油库存量



数据来源: wind, 中辉期货研发中心

5 原油市场供需已再平衡，过剩格局逐渐改善

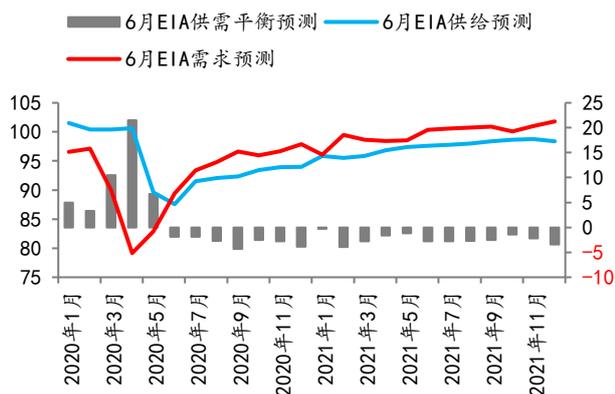
上半年，在疫情影响下，成品油需求疲弱，价格下滑，裂解利润走低，炼厂加工原油动力不足，炼油厂加工量大幅下滑；随着疫情逐渐好转，成品油需求回升，炼油厂加工量上升，原油需求将在下半年逐渐回升。当汽油裂解价差跌至负值，炼厂通过调整汽油与馏分燃料油之间的生产比例，减少汽油产出，从而稳住汽油库存，馏分燃料油库存继续上升，柴油裂解价差也跟随走低。当成品油利润跌至低位，炼油厂原油需求将大幅下滑，从而需求端迫使产油国减产。随着疫情的好转，全球经济逐渐回升，成品油需求缓慢恢复，炼油厂加工量回升，预计下半年原油需求逐渐回升。

OPEC+在上半年执行大规模减产以从供应端推动原油市场重归平衡，下半年 OPEC+将继续执行减产，但减产规模稍有放松，警惕美国原油产量回升和石油价格战。6 月份是全球原油供应缩减幅度最大的一个月，OPEC+执行最大规模 970 万桶/天的减产，以沙特为首的海湾国家额外减产 120 万桶/天。7 月，墨西哥退出减产，OPEC+减产 960 万桶/天。8 月 OPEC+或放松减产，执行 4 月达成 770 万桶/天的减产目标，预计下半年原油供应环比将小幅增加，但仍远低于往年同期水平。油价回升，美国原油钻机数量预计将小幅增加，原油产量有小幅增加预期。另外，需警惕其他 OPEC+成员国减产不达标而再次引发石油价格战。

原油库存高位小幅回落，关注下半年原油市场去库节奏。当前高原油库存仍然是短期原油市场的主要矛盾，虽然 WTI 交割地库欣原油爆库危机解除，但商业原油库存居高不下，成品油库存也处于高位，均是短期内制约油价上行的重要因素。乐观的是，汽油和馏分燃料油库存都有下滑迹象，虽然去库不流畅，但也对油市提供了一定的信心。

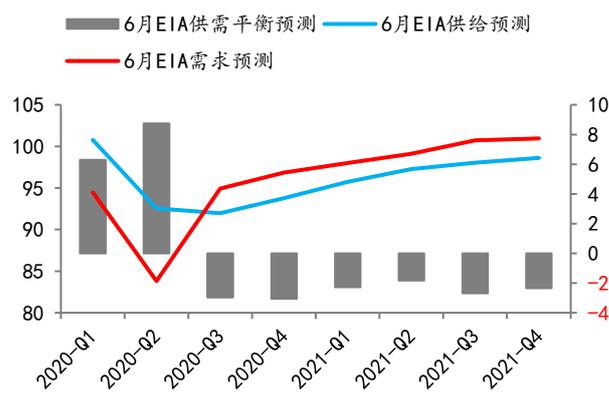
2020 年下半年全球原油供需重构，由过剩转为紧平衡。2020 年上半年因疫情影响，原油需求大幅下滑，叠加 OPEC+ 石油价格战，全球原油供应大幅增加，供需过剩严重。展望下半年，由于 5-6 月 OPEC+ 大规模减产 970 万桶/天，7 月延续减产 960 万桶/天，供给端大幅缩减，全球原油市场由严重的供需过剩逐渐转变为供需紧平衡。疫情的反复也会间接对原油需求形成扰动，我们认为，疫情可能成为常态化，需求将缓慢恢复。整体来看，原油供需格局逐渐改善。

图 39: EIA 短期能源展望月度供需平衡



数据来源: EIA, 中辉期货研发中心

图 40: EIA 短期能源展望季度供需平衡



数据来源: EIA, 中辉期货研发中心

6 投资建议

2020 年下半年全球原油供需结构改善，油价重心有望抬升。由于 OPEC+ 创纪录的大规模减产，强势改变了原油供过于求的状态。需要注意的是，美国页岩油复产是下半年全球原油供需松平衡和紧平衡的重要影响因素。我们认为下半年原油价格将延续振荡上行态势，WTI 32-50 美元/桶，Brent 35-53 美元/桶。截至 6 月 30 日，SC 注册仓单量 3467 万桶，为历史新高，叠加仓储费由 0.2 元/桶·天上调至 0.4 元/桶·天，SC 走势相对弱于外盘，250-380 元/桶区间运行。

当前 WTI 走势较强、SC 因仓单高位表现较弱，多 Brent-WTI 和多 SC-WTI 以及多 SC-Brent 安全边际相对较高。美国原油交割地库欣库存下滑，美原油走势相对较强，据悉美湾附近沙特原油浮仓较多，压制 Brent 价格。待全球原油供需矛盾缓解，Brent 与 WTI 价差有望从 2-3 美元/桶回归至 4-5 美元/桶。国内原油注册仓单量创历史新高也是当前制约 SC 价格的重要因素，若仓单量顺利下滑，可考虑做多 SC-Brent 价差回归至 2-3 美元/桶，做多 SC-WTI 价差回归至 6-7 美元/桶。

风险点: OPEC+ 成员国减产不达标; 疫情反复; 美国大选; 中美贸易摩擦。

免责声明

本报告由中辉期货研发中心编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

期货有风险，投资需谨慎！

中辉期货有限公司

<http://www.zhqh.com.cn>

中辉期货客户服务电话 400-006-6688