

全球联合减产执行较好，油价稳步上涨

2020 年 5 月 18 日 星期一

中州期货·研发中心

能化研究团队

孙振宇

从业资格编号：F3084133

联系人

孙振宇

邮箱：sunzhenyu@zzfco.net

内容提要

● 我们的观点

在全球产油国已正式执行历史最大幅度的联合减产并有意超额减产，以及欧美复工复产有序推进的情况下，4 月份全球供应严重过剩的现象得到大幅改善，支撑油价逐步走出低谷，价格中枢稳步上移。

● 我们的逻辑

OPEC+及以美国为首的 G20 产油国的最大减产幅度将大概率超过减产协议上限，欧美疫情逐步缓解有利于需求稳步复苏。

1. OPEC+第一阶段减产额度相对于 4 月份下降约 1200 万桶/天；
2. 沙特在提前减产之后，再度声明将额外减产 100 万桶/天，其盟友科威特、阿联酋随后表示将额外减产；
3. 美国产量出现加速下滑迹象，目前已自最高点减少 150 万桶/天；
4. 美国页岩油公司持续削减资本开支，产量潜在下降空间巨大；
5. 美国原油库存下降，库存满负荷忧虑缓解；
6. 欧美复工复产稳步进行，交通解封带来需求边际改善。

1. 行情回顾：近期 WTI 涨幅超 350%

自 4 月 21 日至 5 月 16 日，国际油价持续反弹，布伦特最大涨幅超 100%，WTI 最大涨幅超 350%。在 WTI 05 合约最后交易日出现-40 美元/桶的惊人价格之后，资金层面对 06 合约的打压极限定价在 6.5 美元/桶，随后国际油价在基本面边际大幅改善的预期下持续反弹。

图 1：布伦特油价已自低点反弹 100%以上



数据来源：文华财经，中州期货研发部

2. 全球供需平衡逐渐改善

2.1 供需平衡表

2020 年一季度由于亚洲地区疫情发酵，导致全球需求收到较重损伤，以交通降幅、炼厂开工率及制造业数据推测，全球供应过剩水平约 570 万桶/天。二季度，由于欧美疫情于 4 月集中爆发，且沙特 4 月产量及出口量大幅上涨，造成需求受损峰值近 2500 万桶/天，随着首次全球联合减产的执行，预计全球供需平衡问题于 5 月开始出现明显的边际改善。若减产可以得到持续有效执行，2020 年四季度可能出现供不应求的局面。

表 1：全球原油供需平衡表

	供应	需求	供应-需求	供应同比	需求同比	供应-需求同比
2020 Q1	100.1	94.4	5.7	-0.20%	-5.58%	1671.55%
2020 Q2	93.5	80.4	13.1	-6.79%	-19.79%	17678.26%
2020 Q3	96.5	93.5	3.0	-3.56%	-7.80%	-322.61%
2020 Q4	97.0	97.5	-0.5	-4.53%	-3.78%	-278.02%
2021 Q1	99.0	100.6	-1.6	-1.09%	6.55%	-127.54%
2021 Q2	100.1	101.4	-1.3	7.06%	26.09%	-109.77%
2021 Q3	100.7	102.8	-2.1	4.39%	9.95%	-168.67%
2021 Q4	100.9	102.9	-2.0	4.04%	5.56%	-300.00%

数据来源：EIA，OPEC，中州期货研发部

2.2 供应端：全球产出削减峰值将超出减产协议上限

2.2.1 OPEC+：5-6 月减产幅度将远超 970 万桶/天

4 月 12 日，OPEC+在能源部长级视频会议中达成历史上最大程度的减产协议，协议规定 OPEC 及非 OPEC 成员国的产量将合计减产 970 万桶/天，沙特和俄罗斯以 1100 万桶/天为基准，其他产油国减产基准为 2018 年 10 月的产量。

表 2：OPEC+最新减产协议规定（百万桶/天）

产油国	2020 年 5 月-6 月				2020 年 7 月-12 月			2021 年 1 月-2022 年 4 月		
	减产基准	目标产量	减产量	减产幅度	目标产量	减产量	减产幅度	目标产量	减产量	减产幅度
阿尔及利亚	1.06	0.82	0.24	-23%	0.86	0.19	-18%	0.91	0.14	-14%
安哥拉	1.53	1.18	0.35	-23%	1.25	0.28	-18%	1.32	0.21	-14%
伊拉克	4.65	3.59	1.06	-23%	3.80	0.85	-18%	4.02	0.64	-14%
科威特	2.81	2.17	0.64	-23%	2.30	0.51	-18%	2.42	0.38	-14%
尼日利亚	1.83	1.41	0.42	-23%	1.50	0.33	-18%	1.58	0.25	-14%
沙特	11.00	8.50	2.50	-23%	8.99	2.01	-18%	9.50	1.50	-14%
阿联酋	3.17	2.44	0.72	-23%	2.59	0.58	-18%	2.73	0.43	-14%
俄罗斯	11.00	8.50	2.50	-23%	8.99	2.01	-18%	9.50	1.50	-14%
哈萨克斯坦	1.69	1.30	0.39	-23%	1.38	0.31	-18%	1.46	0.23	-14%
墨西哥	1.77	1.67	0.10	-6%	1.67	0.10	-6%	1.67	0.10	-6%
OPEC+共计	43.85	34.16	9.70	-22%	35.85	7.76	-18%	38.03	5.82	-14%

数据来源：OPEC，中州期货研发部

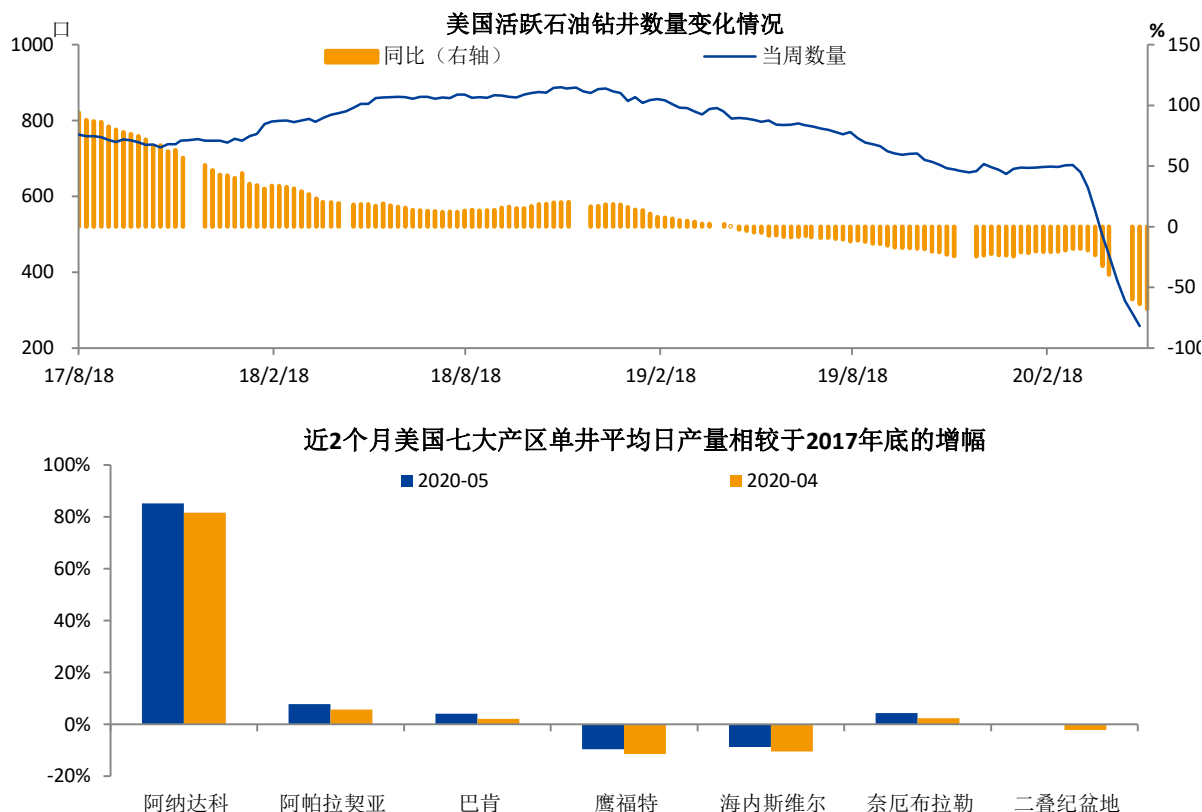
近期沙特、科威特、阿联酋同时表示将在 6 月额外减产共计 118 万桶/天，结合部分产油国已于 4 月底提前减产的态度，表明 OPEC+的减产程度将远大于协议中要求的 970 万桶/天。若以 2020 年 4 月为基准，预计 OPEC+在 5 月-6 月的产量削减将达到约 1200 万桶/天。

此外，若油价持续无法反弹至可盈利水平，不排除 OPEC+方面进一步减产。近期沙特财政部长表示，将自 6 月 1 日起暂停发放生活津贴，并自 7 月 1 日起将增值税从 5%上调至 15%。俄罗斯方面在宣布自 5 月 1 日起，下调石油出口关税 38.4 美元至每吨 6.8 美元之后，又小幅上调至 8.3 美元。表明对于这些依赖于原油收入的国家和地区，当前的财政对于低油价的忍受能力几乎到达极限。

2.2.2 美国减产峰值预计将超 400 万桶/天

鉴于美国关闭大量石油钻井，截至 5 月 16 日当周，油气钻井总量已连续 2 周创历史新低，且由于钻井的平均产出出现较大幅度下滑可推测其中产能较高的新井数量可能占据较大比例，这意味着美国原油产量的未来的削减程度将远超 300 万桶/天，甚至有很大概率超过 400 万桶/天。实际上，截至 5 月 8 日，美国产量已自高位下滑 150 万桶/天。此外，加拿大也已关闭 100 万桶/天的原油产能，高于其产量的 23.6%。美国和加拿大的产量削减将帮助 G20 产油国在 5-6 月的减产程度推至 500 万桶/天以上，从而帮助改善全球供应过剩水平。

图 2：美国关闭大量钻井，单井平均产出出现较大下滑

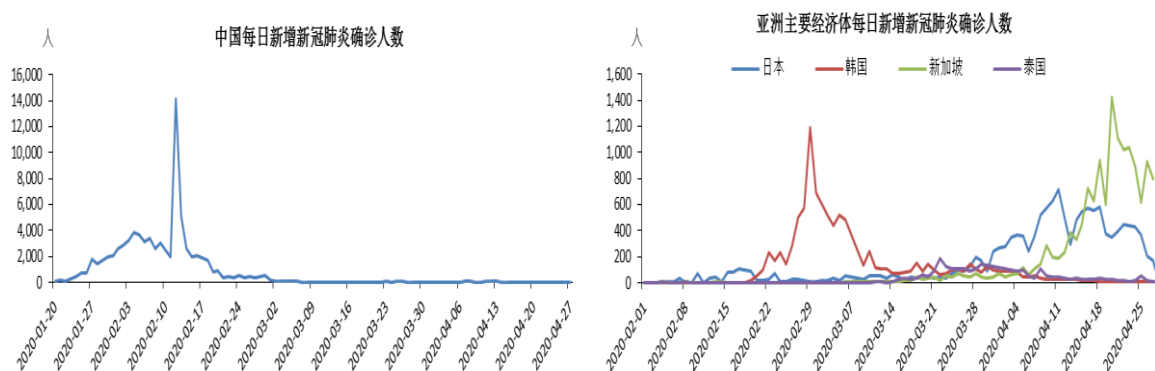


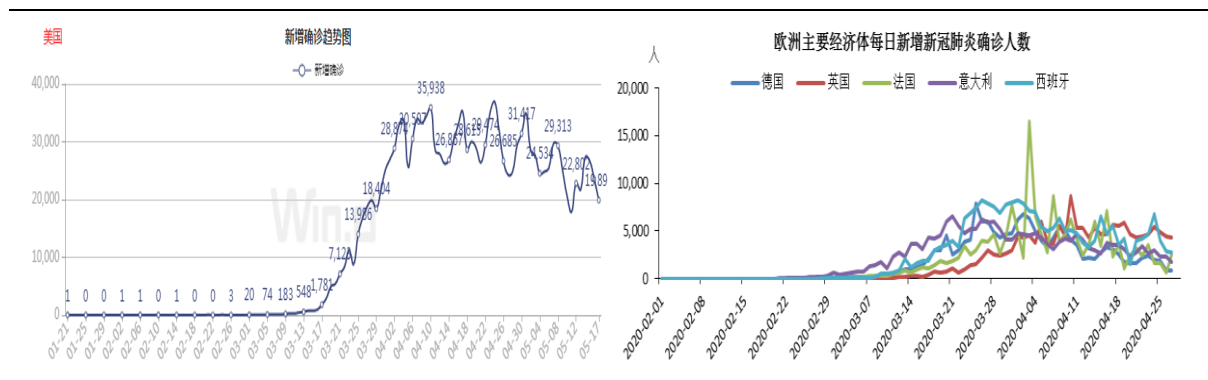
数据来源：Wind，中州期货研发部

2.3 需求端：边际改善稳步进行

随着欧美疫情出现一定的缓解，交通逐渐解封，占其原油总需求约 80% 的交通需求将迅速复苏。若交通降幅缩窄至 20%，欧洲地区也可带来约 350 万桶/天的边际改善。而欧美各项经济刺激政策的出台，也将推动非交通领域的需求复苏。

图 3：全球主要经济体疫情



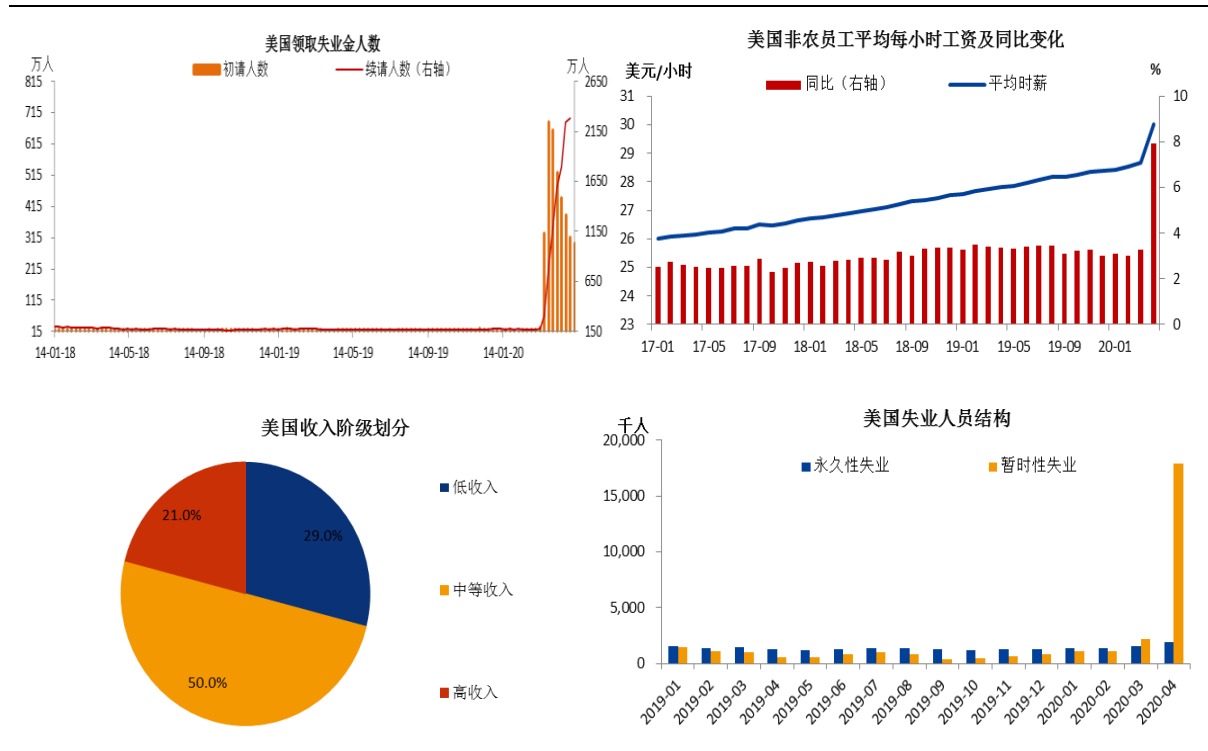


数据来源：Wind，中州期货研发部

美国方面，我们认为，其经济衰退程度及持续时间可能被市场高估，主要基于以下两点：

1. 虽然每日新增患病人数仍保持在相对高位，但也有逐步下滑的迹象，且其每日新增数量较高有部分原因是由于其医疗系统的发达程度较高而使得接受检测的人员数量冠绝全球，即每日新增病例中无症状感染者比例较高，因此，美国实际的疫情严重程度并没有远远高于全球其他国家地区；
2. 美国的就业环境逐渐改善，初请失业金人数已连续 6 周下降，且续请失业金人数周增不足 20 万人（修正后 45.6 万人），相比较前几周大幅下滑；4 月失业率虽录得 14.7%，但非农员工的平均时薪却录得了极高的同比 7.9%，以美国低收入人群占比不足 30%，中等收入占比近 50% 的情况推测，美国国家中坚力量并未在疫情中受到重创，且此阶段的失业人群中暂时性失业占据绝大比例，一旦疫情好转，美国的就业情况将迅速改善，从而推动需求的快速复苏。

图 4：美国就业环境改善



数据来源：Wind，中州期货研发部

3. 后市展望：稳步上移，警惕疫情二次爆发风险

综上，我们认为，在供应端收缩预期（以4月为基准）最高达1700万桶/天并且有可能进一步深化减产额度的情况下，随着需求端的逐步复苏，油价中枢大概率将稳步上移。建议继续持有前期多头仓位，并择机逢低增多。但由于当前疫情二次爆发的风险犹在，不宜重仓介入。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。中州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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，中州期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为中州期货有限公司所有，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、刊发，需注明出处中州期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。