

欧佩克维持谨慎增产，原油供需持续收紧

报告要点：

从全球供需节奏来看，需求方面，随着疫苗接种、各国封城措施解除以及经济复苏，预计二三季度需求复苏将有所加快，根据三大机构2月报中的最新预估，IEA认为Q2需求环比增加120万桶/日，Q3需求环比增加300万桶/日，EIA认为Q2需求环比增加150万桶/日，Q3需求环比增加140万桶/日，OPEC认为Q2需求环比增加270万桶/日，Q3需求环比增加110万桶/日，因此全球石油需求在疫情缓和叠加季节性的情况下预计将会在未来两个季度增加300~400万桶/日，虽然机构间对于需求复苏的节奏存在分歧，但在数量上的差异并没有特别显著。供应方面，美国方面钻机平台数量与压裂机组数量维持低位，且由于生产商专注于将现金用于偿还债务以及回报股东，因此今年页岩油资本开支不会显著增加，预计美国原油产量复苏并不会很快，因为老井的产量衰减无法避免，因此在新井投产数量较低的情况下，美国原油产量增长相对缓慢，我们预计今年美国原油产量同比恢复约80至100万桶/日，产量可能在年底恢复至1200万桶/日，但要重新回到疫情前的1300万桶/日的希望非常渺茫，这意味着美国供应有约100至150万桶/日的缺口无法回补。而欧佩克方面，我们预计在下次会议上可能会适当放松产量（因为需求回升叠加中东吉赞炼厂、阿祖尔炼厂投产），但预计产量回升不会超过2800万桶/日，且是渐进式增产。目前伊朗是最大的不确定因素，伊朗目前有约200万桶/日剩余产能以及数量较大的原油库存储备，近期伊朗在于亚太炼厂密切接触，商谈炼厂对于伊朗石油的加工意愿，目前部分炼厂已经开始为伊朗石油回归提前做准备，但我们认为上半年伊朗石油预计不会重返市场。因此综合供需情况来看，在需求持续复苏预期叠加供给缺乏弹性的情况下，预计二季度供需缺口从一季度100万桶/日放大至约200万桶/日，而三季度如果伊朗石油没有回归且欧佩克依然维持谨慎，缺口可能放大至200万桶/日以上。

总体而言，我们认为原油在未来两个季度内仍将偏强运行，价格重心进一步上移，但是上方仍旧存在天花板，重点关注OPEC限产政策是否出现拐点以及伊朗石油重返市场的时间节奏。策略方面我们延续此前在报告中的建议，即推荐原油单边多配以及布伦特的跨期正套，潜在风险在于欧佩克取消限产以及伊朗石油在上半年提前重返市场。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 能源化工组

研究员

潘翔

☎ 0755-82767160

✉ panxiang@htfc.com

从业资格号：F3023104

投资咨询号：Z0013188

陈莉

☎ 020-83901030

✉ cl@htfc.com

从业资格号：F0233775

投资咨询号：Z0000421

梁宗泰

☎ 020-83901005

✉ liangzongtai@htfc.com

从业资格号：F3056198

投资咨询号：Z0015616

康远宁

☎ 0755-23991175

✉ kangyuanning@htfc.com

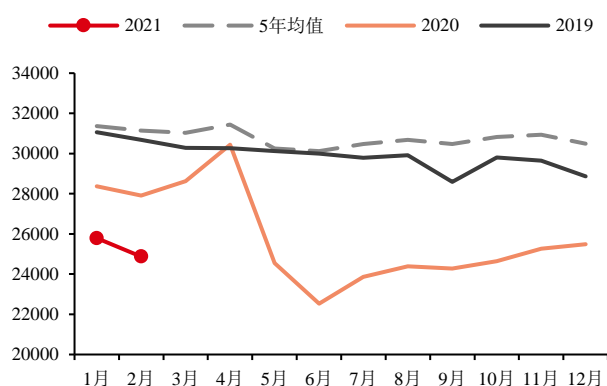
从业资格号：F3049404

投资咨询号：Z0015842

OPEC 会议增产不及预期，油价再创新高

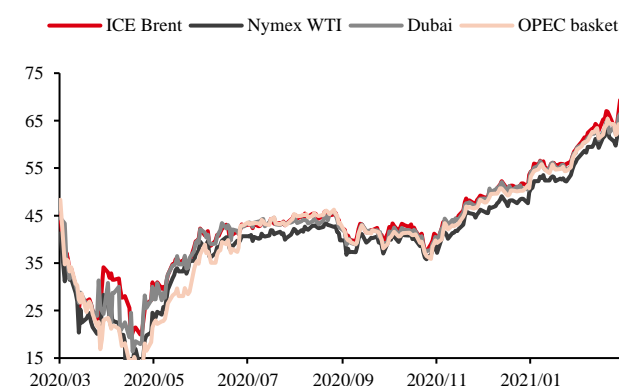
在3月4日结束的限产联盟石油部长会议结果令市场意外，除了俄罗斯与哈萨克斯坦的生产配额合计提高了15万桶/日以外，其他国家的生产配额并未改变，而沙特也将其此前资源减产的100万桶/日再次延长，如果限产联盟继续维持高合规率，意味着与市场预期增产150万桶/日相比，欧佩克在未来一个月内基本上产量仍将会维持在2550万桶/日附近，欧佩克继续向市场发出了谨慎增产的信号，从市场反应来看，在3月4号、5号两个交易日，WTI与布伦特原油合计涨幅近8%，市场看涨预期强烈。

图1：欧佩克原油产量 单位：千桶/日



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图2：基准原油价格走势 单位：美元/桶



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

高频库存指标显示中国以外的石油库存持续下降

从高频库存指标来看，虽然全球卫星库存（主要通过监测原油浮顶罐高度判断库存水平）显示当前全球原油库存降幅似乎并不显著，但值得注意的是，如果将库存指标做进一步拆分可以发现，近期中国原油库存维持高位且年后有所回升，而除中国以外的地区库存自2020年6月以来持续下降，目前库存水平降至26.8亿桶左右，比去年4月份累库之前大约高出8000万桶左右。通常而言，中国原油库存不认为是市场的可流通库存，因为货权已经发生了转移，大部分库存货物属于国内炼厂或者战略储备库存，不会再流通到市场，因此全球非中国或者可流通原油库存持续下降。

这一结论与官方公布的高频库存数据相一致，从官方机构公布的美国、日本、新加坡、西北欧的高频石油库存数据来看，与这一结论相吻合，全球石油库存去化从去年6月份已经开始，且在今年有所提速，去年12月的去库力度在5370万桶，季节性去库力度在2830万桶（净去库力度为2540万桶），今年1月份的去库力度在2220万桶，季节性为累库1100万桶（净去库力度为3320万桶），今年2月份的去库力度在4550万桶，季节性去库力度为1250万桶（净去库力度为3300万桶），可以看出今年前两个月去库幅度远超季节性，而从净去库力度倒算可以推算当前全球原油供需缺口超过100万桶/日。

图 3: 全球卫星原油库存

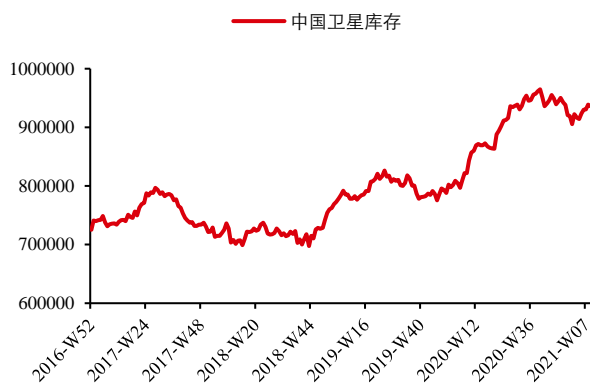
单位: 千桶



数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 4: 中国卫星原油库存

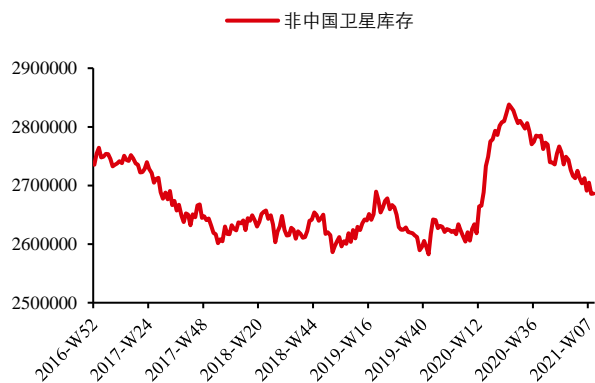
单位: 千桶



数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 5: 非中国原油库存

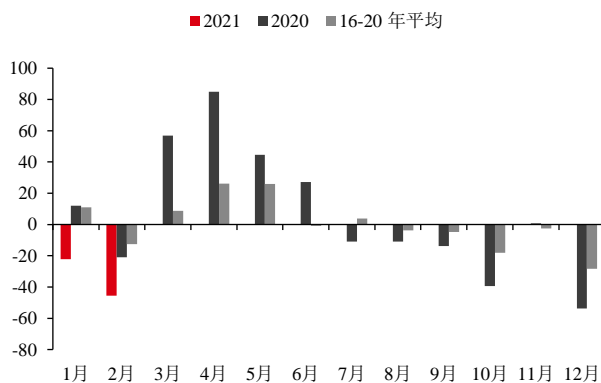
单位: 千桶



数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 6: 四地高频石油库存月环比变化

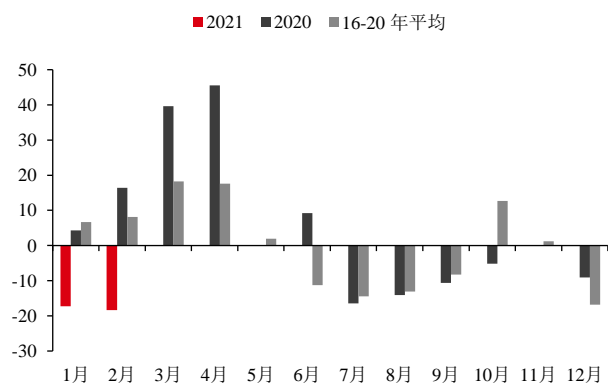
单位: 百万桶



数据来源: EIA、IES、PJK、PAJ 华泰期货研究院

图 7: 四地高频原油库存月环比变化

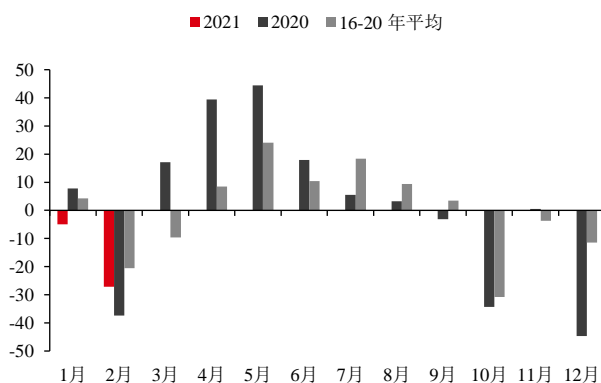
单位: 百万桶



数据来源: EIA、IES、PJK、PAJ 华泰期货研究院

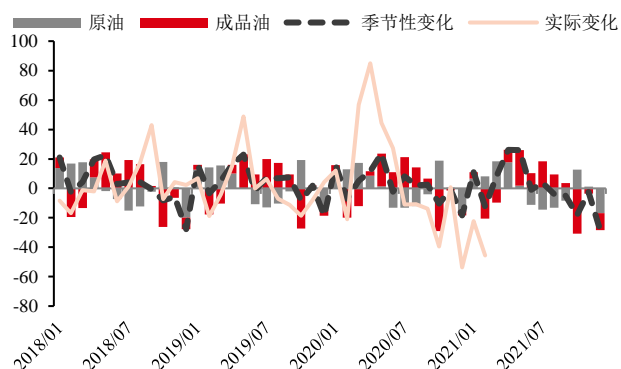
图 8: 四地高频成品油库存月环比变化

单位: 百万桶



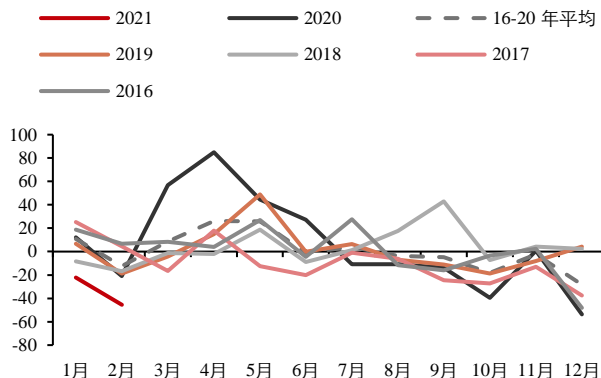
数据来源: EIA、IES、PJK、PAJ 华泰期货研究院

图 9：四地高频石油库存变化 VS 季节性单位：百万桶



数据来源：EIA、IES、PJK、PAJ 华泰期货研究院

图 10：四地高频石油库存月环比变化 单位：百万桶



数据来源：EIA、IES、PJK、PAJ 华泰期货研究院

综合各类库存数据指标得出的结论有以下几点：1、全球可流通石油库存持续下降，中国继续扮演库存吸收者与消化者的角色；2、今年以来的去库力度显著高于季节性，全球供需缺口持续放大；3、成品油库存也出现显著去化，并未发生库存从原油转移至成品油的现象，而是全产业链的库存去化。

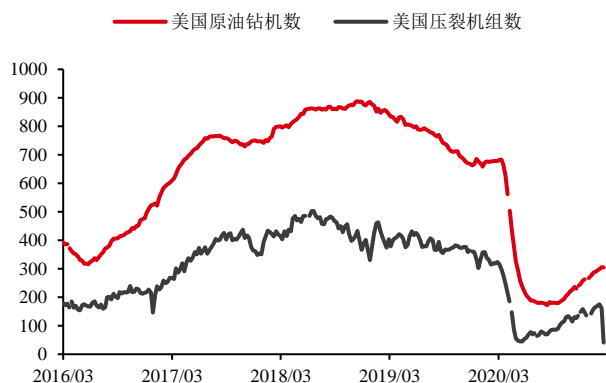
而对于当前中国原油库存偏高，我们认为这未必会制约未来潜在中国原油进口增长，原因在于：1、去年国内是仓储投产大年，由于大炼化项目配套仓储以及山东新的商业储备的投产，罐容能力增加了近1亿桶；2、当前库存偏高主要集中在地炼以及商业储备，主营炼厂的库存从去年三季度以来已经显著下降，未来在炼厂春检结束后将有较强的补库需求；3、盛虹即将在下半年投产、浙石化二期装置已经开始投料运营，大炼化装置的投产将持续支撑中国原油进口增长；4、国外成品油需求复苏，成品油出口利润好转，出口增加有助于化解国内成品油供需矛盾。

欧佩克不增产将进一步收紧全球原油供需

从全球供需节奏来看，需求方面，随着疫苗接种、各国封城措施解除以及经济复苏，预计二三季度需求复苏将有所加快，根据三大机构2月报中的最新预估，IEA认为Q2需求环比增加120万桶/日，Q3需求环比增加300万桶/日，EIA认为Q2需求环比增加150万桶/日，Q3需求环比增加140万桶/日，OPEC认为Q2需求环比增加270万桶/日，Q3需求环比增加110万桶/日，因此全球石油需求在疫情缓和叠加季节性的情况下预计将会在未来两个季度增加300~400万桶/日，虽然机构间对于需求复苏的节奏存在分歧，但在数量上的差异并没有特别显著。供应方面，美国方面钻机平台数量与压裂机组数量维持低位，且由于生产商专注于将现金用于偿还债务以及回报股东，因此今年页岩油资本开支不会显著增加，预计美国原油产量复苏并不会很快，因为老井的产量衰减无法避免，因此在新井投产数量较低的情况下，美国原油产量增长相对缓慢，我们预计今年美国原油产量同比恢复约80至100万桶/日，可能在年底恢复至1200万桶/日，但要重新回到疫情前的1300万桶/日的希望

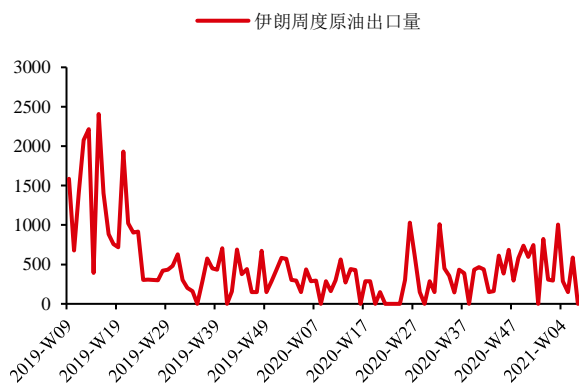
非常渺茫，这意味着美国供应有约 100 至 150 万桶/日的缺口无法回补。而欧佩克方面，我们预计在下一次会议上可能会适当放松产量（因为需求回升叠加吉赞炼厂、阿祖尔炼厂投产），但预计产量回升不会超过 2800 万桶/日，且是渐进式增产。目前伊朗是最大的不确定因素，伊朗目前有约 200 万桶/日剩余产能以及数量较大的原油库存储备，近期伊朗在于亚太炼厂密切接触，商谈炼厂对于伊朗石油的加工意愿，目前部分炼厂已经开始为伊朗石油回归提前做准备，但我们认为上半年伊朗石油预计不会重返市场。因此综合供需情况来看，在需求持续复苏预期叠加供给缺乏弹性的情况下，预计二季度供需缺口从一季度 100 万桶/日放大至约 200 万桶/日，而三季度如果伊朗石油没有回归且欧佩克依然维持谨慎，缺口可能放大至 200 万桶/日以上。

图 11：美国原油钻机与完井数量 单位：台



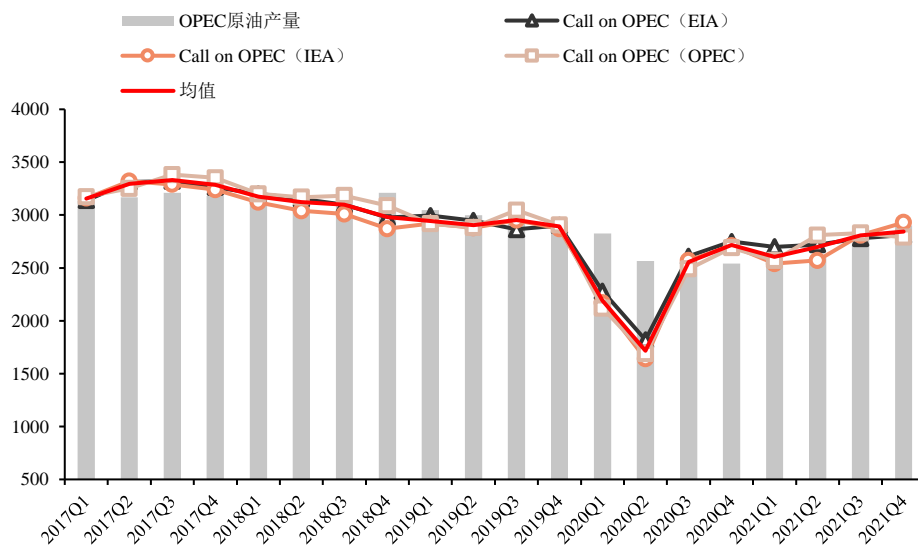
数据来源：贝克休斯 华泰期货研究院

图 12：伊朗原油出口量 单位：千桶/日



数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 13：全球石油供需匹配情况预估 单位：万桶/天



数据来源：EIA IEA OPEC 华泰期货研究院

维持看多逻辑不变，关注油价上方空间

我们维持看多逻辑不变，当前油价仍有上行空间，但如果布油涨至 75 至 80 美元/桶之后将会出现较大的压力。之所以我们认为当前油价仍有上行空间，理由有以下几点：1、OPEC 谨慎限产政策不会快速退出，OPEC 依然会人为控制产量，达到限产保价目标，同时去化去年积累的过剩库存，这一逻辑在 3 月 4 号的会议上进一步得到强化，我们认为 OPEC 上半年产量将会维持在 2800 万桶/日以下，下半年预计最多恢复至 2900 万桶/日（即便这样依然存在供需缺口）；2、伊朗石油预计最快在下半年才能重返市场，拜登上台后将恢复美伊关系作为外交优先事项，但当前两国仍处于战略观察期，美国要求伊朗重新回到伊核协议，而伊朗要求美国先取消制裁，两者依然僵持不下，预计上半年伊朗石油出口小幅增加，最快预计在下半年才会重返市场；3、美国页岩油钻井与完井作业回复缓慢，由于页岩油生产商优先将利润返还给股东作为回报不急于增产，美国上游资本开支依然较难出现大幅增长，虽然油价上涨有助于页岩油复产，但年内恢复至疫情前的 1300 万桶/日基本无法实现，最乐观的预期也就在今年年底恢复至 1100 至 1200 万桶/日。4、后疫情时代随着各国新增感染人数下降以及封城措施的取消，预计需求将会稳步复苏，目前市场普遍预期今年需求同比增长 600 至 800 万桶/日，全球总需求有望年内重新回到 1 亿桶/日，而从需求季节性角度，3~4 月份炼厂春检结束后二三季度炼厂原油加工量将会稳步复苏，并在夏季出行旺季达到峰值，而在拜登 1.9 万亿的刺激计划落地之后，有望进一步提振美国的成品油消费。

综合来看，当前油价上涨背后的主要矛盾来自于需求复苏背景下供给缺乏弹性而带来供需错配，全球库存快速去化，这一逻辑我们认为在今年上半年有望持续，但油价在 75 至 80 美元/桶或仍存在较大的天花板。主要原因在于：1、中长期来看 OPEC 不希望油价过高，因为这会带来 2022 年往后页岩油新一轮的扩产周期，从而再度侵蚀 OPEC 的市场份额。此外，油价过高也会加速新能源发展，从长远来看不利于欧佩克的石油利益；2、沙特 2021 年的财政平衡油价预计在 75 美元/桶，油价超过 75 美元/桶对于沙特国内财政平衡的边际效应递减；3、炼厂利润可能承压，尤其是如果原油供给收缩但成品油需求复苏低于预期，原油上涨若无法向下游成品油端传导，将会压制炼厂利润，而 2021 年依然是全球炼厂投产大年，此外 80 美元/桶的油价也触发中国成品油定价机制的天花板，开始扣减炼厂利润，从而压制炼厂开工以及原油采购意愿。

总体而言，我们认为原油在未来两个季度内仍将偏强运行，价格重心进一步上移，但是上方仍旧存在天花板，重点关注 OPEC 限产政策是否出现拐点以及伊朗石油重返市场的时间节奏。策略方面我们延续此前在报告中的建议，即推荐原油单边多配以及布伦特的跨期正套，潜在风险在于欧佩克取消限产以及伊朗石油在上半年提前重返市场。

● 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com