

基本面缓慢改善，关注疫情扰动

——原油 7 月月度投资策略

2020-06-29

能化策略组

研究员：

李婉莹

从业资格证号：F3032043

投资咨询证号：Z0014314

电话：021-68757827

邮箱：liwy@qh168.com.cn

联系人：

赵飞

从业资格证号：F3048506

电话：021-68757827

邮箱：zhaof@qh168.com.cn

相关研究报告

◎投资要点：

◆**OPEC 方面**，充分考虑 OPEC 在会议中提到的额外减产补偿，在最乐观情况下，即未达成前期减产目标的国家将在三季度进行额外减产，7-9 月份，预计分别贡献 18.9 万桶，39 万桶，39 万桶的数额。当然，大概率海湾地区的三个欧佩克关键的成员国不会在 7 月份继续额外每日减产 118 万桶。因此，我们预计，7 月份欧佩克将延续高标准减产思路，短期而言对市场的支撑效果明显。

◆**美国方面**，油价的阶段性修复将意味着美国产量保持稳定状态，难以继续下滑；一旦油价继续上行至安全位置（50 美金），预计钻井数量有望快速修复。换言之，我们认为，7 月份美国原油产量继续下滑的可能性较低，页岩油产业链正等待价格继续修复后的全面复产。疫情数据堪忧，因此需要继续关注其发酵对社会经济活动的影响。

◆**价差方面**，伴随原油价格修复，布伦特及 WTI 价差结构明显改善，目前来看已经完全脱离了 supercontango 模式，前日甚至出现了 backwardation 的情况。其实，当前无论是布伦特还是 WTI 的价差修复速度较快，这也反映出了原油市场在各国复工复产之后的供需情况变动。我们认为，未来一个月价差结构将继续缓慢修复。

◆**结论**：回顾 6 月，原油价格在基本面持续改善的提振下上行。展望 7 月，需要关注欧美国家“二次疫情”对经济社会的冲击，在限产仍大概率平稳推进的背景下，我们对油价保持谨慎乐观。

◆**操作建议**：布油预计在 35-45 美金/桶的范围内波动。内盘预计跟随中东油震荡上行，区间【270, 340】，整体操作思路以逢低试多，波段操作为主。需要密切关注疫情发展以及欧佩克国家减产情况。

◆**风险因素**：疫情发展超预期；地缘政治

重要事项：本报告中发布的观点和信息仅供东海期货的专业投资者参考。若您并非东海期货客户中的专业投资者，请谨慎对待本报告中的任何信息。本报告中的信息均源自于公开资料，我司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，在任何情况下本报告亦不构成对所述期货品种的买卖建议。市场有风险，投资需谨慎。

正文目录

1. 行情回顾.....	3
2. 基本面分析.....	3
2.1. OPEC: 沙特话语权明显增强, 短期减产能够维持.....	3
2.2. 美国: 产量下滑放缓, 等待全面复产.....	4
2.3. 关注价差结构变动.....	5
3. 结论与操作.....	6

图表目录

图 1 OPEC 一揽子原油价格: 美元/桶.....	4
图 2 SC-阿曼价差: 元/桶.....	4
图 3 贝克休斯钻井数.....	5
图 4 美国原油产量.....	5
图 5 布伦特月差结构.....	6
图 6 WTI 月差结构.....	6

1. 行情回顾

6 月份，在 OPEC 会议延长高额减产，欧美各国积极推进复工复产的共同作用下，油价延续涨势。截至 6 月 30 日，纽约商品期货交易所西得克萨斯轻质原油 2020 年 8 月期货报收 39.70 美元；伦敦洲际交易所布伦特原油 2020 年 8 月期货报收 41.71 美元。

2. 基本面分析

2.1. OPEC：沙特话语权明显增强，短期减产能够维持

OPEC 在 6 月份召开了两次大型会议，月初欧佩克+宣布对减产计划延期一个月，同意将日均 970 万桶的原油减产规模延长一个月至 7 月底。随后第 19 次欧佩克及其减产同盟国部长级联合监测委员会（JMMC）于 2020 年 6 月 18 日星期四通过电视会议举行。在 5 月和 6 月未能达到完全（100%）履行协议承诺的国家，采用补偿的概念在 7 月、8 月和 9 月补偿未达标的空缺，这些国家已经同意在未来这几个月补偿此前减产协议履行的不足。5 月份欧佩克原油日产量减少 630 万桶；其中沙特阿拉伯原油日产量减少 350 万桶；科威特原油日产量减少 96 万桶。5 月份“合作宣言”参与国减产协议履行率为 87%，并观察到各国履行协议的水平，重申各国均达到 100% 的履行率并在 7-9 月补偿这几个月的短缺非常重要。JTC 和 JMMC 将继续每月举行一次会议，下一次会议分别定于 7 月 14 日和 7 月 15 日。

值得注意的是，我们看到沙特在两次会议中的态度基本决定了会议的后续走向。沙特阿拉伯能源部长明确表示，作为 7 月份开始的新协议的一部分，沙特将只减产其承诺的额度，而不会额外减产，沙特阿拉伯将停止为减产不足的欧佩克成员国额外减产。世界最大的石油出口商沙特阿美公司(Saudi Aramco)已经减少了其将向亚洲至少五名买家供应的七月原油量。我们认为可以从两方面解读这种情况：第一，在“价格战”初期，大部分亚洲客户大量囤油，这一点从新加坡周边的海上浮仓中可以得到验证；第二，在沙特大幅上调 OSP 后，对下游企业而言，沙特油的竞争力显然同时下降，援引媒体报道，BPCL 炼油厂主管 R Ramachandran 表示，OSP 增加让我们感到意外，对炼油商没有吸引力，尤其是在炼油利润率较低的市场。据知情人士透露，这导致至少一家主要的亚洲买家要求将 7 月份的数量减少近三分之一。

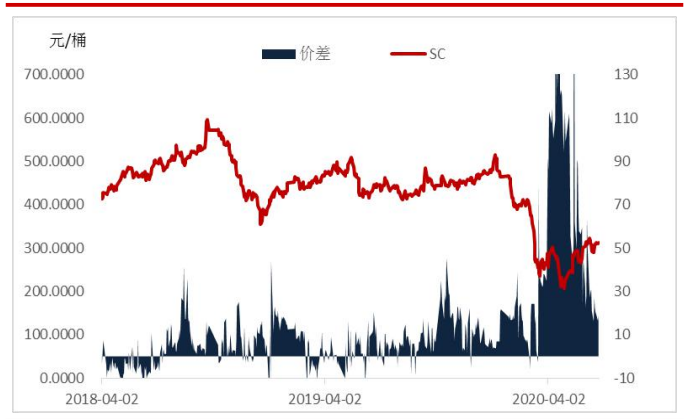
充分考虑 OPEC 在会议中提到的额外减产补偿，在最乐观情况下，即未达成前期减产目标的国家将在三季度进行额外减产，7-9 月份，预计分别贡献 18.9 万桶，39 万桶，39 万桶的数额。当然，大概率海湾地区的三个欧佩克关键的成员国不会在 7 月份继续额外每日减产 118 万桶。因此，我们预计，7 月份欧佩克将延续高标准减产思路，短期而言对市场的支撑效果明显。

图 1 OPEC 一揽子原油价格：美元/桶



资料来源：WIND；东海期货研究所整理

图 2 SC-阿曼价差：元/桶



资料来源：WIND；东海期货研究所整理

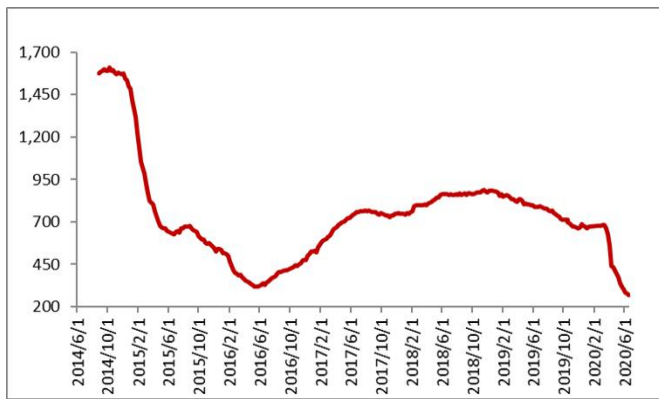
2.2. 美国：产量下滑放缓，等待全面复产

美国活跃钻井平台数量连续第 13 周下降。贝克休斯报告显示，美国活跃钻井数量减少到 1987 年有记录以来最低水平。通用电气公司的油田服务机构贝克休斯公布的数据显示，截止 6 月 19 日的一周，美国在线钻探油井数量 189 座，比前周减少 10 座；比去年同期减少 600 座。截至 EIA 最新数据，美国原油日均产量 1050 万桶，比去年同期日均产量减少 170.0 万桶；截止 6 月 12 日的四周，美国原油日均产量 1105 万桶，比去年同期低 10.2%。库存方面，我们看到当前美国商业原油仍处累库趋势中，但汽油库存和馏分油库存减少。重点需要关注的是，美国石油战略储备已经连续八周增长，累计增加了 1676.3 万桶。原油库存比去年同期高 11.8%；汽油库存比去年同期高 10.2%；馏分油库存比去年同期高 36.5%，美国炼厂开工率 73.8%，负荷上升速度偏慢。总体而言，美国原油市场的基本面小幅改善。

从生产的角度分析，40 美金/桶的原油价格已经基本覆盖绝大多数产油国的生产成本。美国方面，尽管页岩油开采因为客观原因成本较高，但 permian 二叠纪片区的产油成本大约在 35 美金/桶，换言之，当前油价已能够让该地区 80% 的 play 恢复正常生产。自新冠疫情与沙特“价格战”以来，油价大跌直接导致美国贝克休斯钻井数量锐减。参考 2015 年“价格战”时期美国的钻井数量变化，我们认为，油价的阶段性修复将意味着美国产量保持稳定状态，难以继续下滑；一旦油价继续上行至安全位置（50 美金），预计钻井数量有望快速修

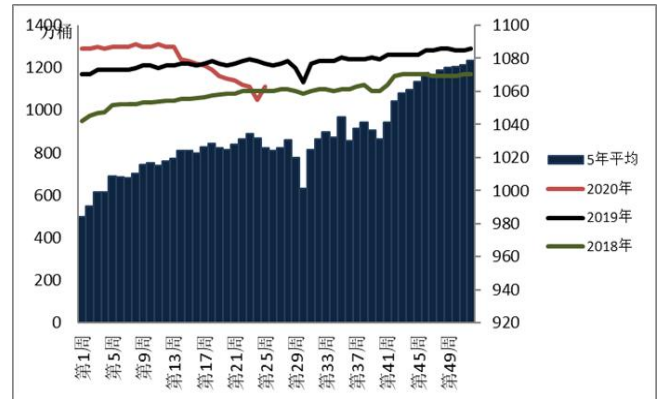
复。换言之，我们认为，7月份美国原油产量继续下滑的可能性较低，页岩油产业链正等待价格继续修复后的全面复产。值得注意的是，目前疫情数据不断创新高，截至北京时间6月28日6时30分左右，美国累计确诊2501244例，累计死亡125435例。与前一日6时30分数据相比，美国新增确诊病例48200例，系单日最大增幅；新增死亡病例544例。当前美国疫情反弹形势严峻，至少已有31个州通报了疫情反弹，11个州已暂停或推迟重启计划。具体对油市而言，我们最关注的仍旧是疫情是否会造成社会活动停滞。从目前的情况看，类似一季度社会完全封闭的情况预计发生概率偏小，因此疫情对原油消费的影响暂且停留在情绪面上，其负面扰动是否加剧取决于疫情实际发酵程度。

图3 贝克休斯钻井数



资料来源：B；东海期货研究所整理

图4 美国原油产量

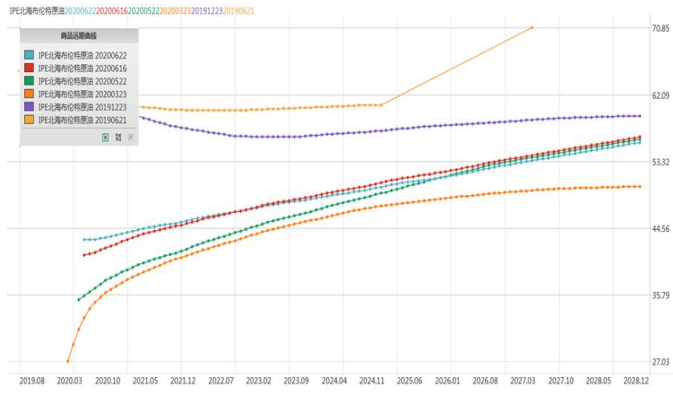


资料来源：EIA；东海期货研究所整理

2.3.关注价差结构变动

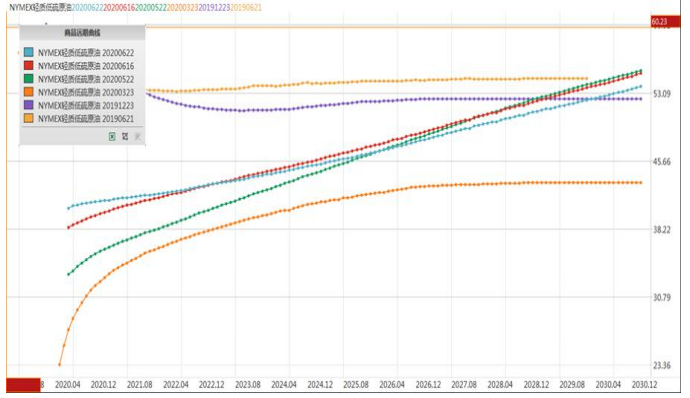
伴随原油价格修复，布伦特及WTI价差结构明显改善，目前来看已经完全脱离了supercontango模式，前日甚至出现了backwadtation的情况。其实，当前无论是布伦特还是WTI的价差修复速度较快，这也反映出了原油市场在各国复工复产之后的供需情况变动。我们认为，未来一个月价差结构将继续缓慢修复。

图 5 布伦特月差结构



资料来源：WIND；东海期货研究所整理

图 6 WTI 月差结构



资料来源：卓创；东海期货研究所整理

3. 结论与操作

回顾 6 月，原油价格在基本面持续改善的提振下上行。展望 7 月，需要关注欧美国家“二次疫情”对经济社会的冲击，在限产仍大概率平稳推进的背景下，我们对油价保持谨慎乐观。

操作上，布油预计在 35-45 美金/桶的范围内波动。内盘预计跟随中东油震荡上行，区间【270, 340】，整体操作思路以逢低试多，波段操作为主。需要密切关注疫情发展以及欧佩克国家减产情况。

分析师承诺：

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的报酬。

免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海期货有限责任公司，或任何其附属公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

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，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应征求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

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导致的任何损失负任何作用，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“东海期货有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn