

2020年4月7日

星期二



原油下跌过半，

创史上最大单月跌幅

联系人 吴晨曦
电子邮箱 wu.cx@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

要点

●利多因素：

- 1、俄罗斯仍在为与美国钻探商达成协议敞开大门。此前，俄罗斯总统普京和美国总统特朗普进行了电话交谈，试图达成一项新的生产协议。
- 2、特朗普政府要求国会拨款 30 亿美元，购买 7700 万桶石油，以补充战略石油储备。根据该计划，将立即购买 3000 万桶石油，其余的将在 60 至 90 天内购买。

●利空因素：

- 1、高盛估计，由于全球 92% 的经济仍然处于封锁状态，本周的原油需求将减少 2600 万桶/天，比正常水平低 25%。
- 2、预计美国至少有 30% 的页岩油开采商会破产。美国页岩油开采商的成本通常在 35 美元/桶至 40 美元/桶之间。惠廷石油公司申请破产保护，成为美国第一家陷入石油危机的页岩气钻探公司。

整体来看，在过去的 3 月，油价在宏观及基本面共振的作用下运行，月初下跌更多是对沙特减产的反应以及对疫情扩散后经济需求的担忧，月末的下跌更多是由于美股大跌引起的市场恐慌。从基本面看，当前供给增加需求收紧的趋势依然延续，此外，考虑到经济放缓，进入夏季疫情有减弱的可能。预计 4 月油价或呈现先承压，后宽幅震荡的走势。

风险提示：疫情变化超预期、沙特等改变立场

目录

一、原油市场行情回顾.....	4
二、主要事件.....	5
三、全球原油供需情况.....	6
四、页岩油产商削减产量，美国原油产量首次连续两个月下降.....	8
五、沙特原油出口飙升.....	10
六、WTI 非商业持仓情况.....	11
七、油价市场结构.....	12
八、后期展望.....	12

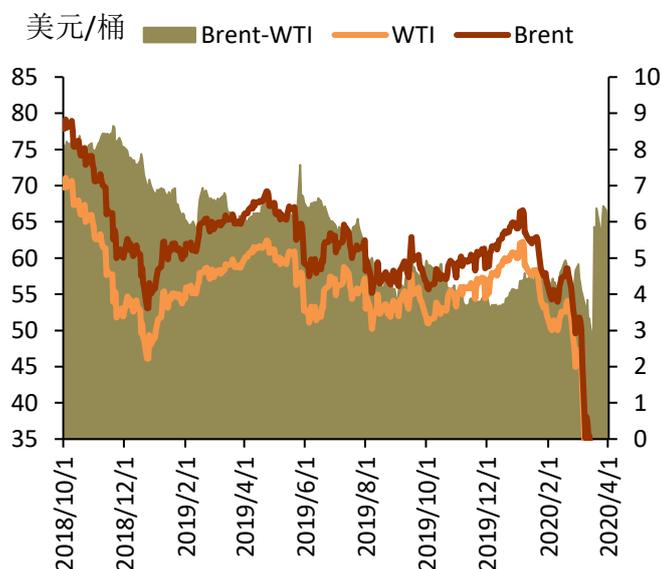
图表目录

图表 1 WTI 和 Brent 油价走势	4
图表 2 SC 油价走势	4
图表 3 OECD 原油库存	7
图表 4 OPEC 原油产出明细	7
图表 5 OPEC 原油月度产量	7
图表 6 俄罗斯月度产量	7
图表 7 美国原油库存情况	9
图表 8 美国原油进出口情况	9
图表 9 美国原油及活跃钻井数	9
图表 10 美国炼厂开工情况	9
图表 11 中国原油产量	11
图表 12 中国原油进口情况	11
图 13 WTI 非商业持仓	11
图 14 WTI 与净持仓的关系	11
图 15 WTI 跨月价差结构	12
图 16 Brent 跨月价差结构	12

一、原油市场行情回顾

3 月油价整体呈现大幅下跌走势，月底油价几乎创下十八年新低。月初，原油受到沙特宣布增产的影响，先是以连续跌停开盘。创下十余年新低。沙特计划发动价格战，在 4 月份提高原油产量到 1000 万桶以上，最多可能提高到 1200 万桶以上，并大幅度调低原油售价，下调美国原油售价 7 美元/桶，下调亚洲原油售价 4-6 美元/桶。油价先是大跌 30%，一度跌破 30 美元/桶。由于下跌过快过多，原油一度从最低点反弹超过 20%。之后原油延续暴涨暴跌格局。单日反弹一度超过 10%。至月中，油价再次单日暴跌达 16%，次日暴涨达 23%。主要因为全球市场动荡，美股多次熔断。原油和美股都代表了美国经济的增长预期，因此相关度极高，往往涨跌趋势相近。同时原油需求还受到疫情预期的影响，欧洲和美国的新冠病毒感染者开始爆发，经济进入半停摆状态。这也大大加剧了投资者的恐慌情绪。月末，油价一度跌破 20 美元/桶。同时，美国宣布 2 万亿美元经济刺激计划，市场预计此举将很好的提振经济需求，油价触底小幅回暖。截止至月末，SC 主力合约收至 265.3 元/吨，月度跌幅达 26.95%。外盘方面，WTI 收至 20.10 美元/吨，月度跌幅达 55.09%，Brent 报收 25.92 美元/吨，月度跌幅达 47.82%。

图表 1 WTI 和 Brent 油价走势



图表 2 SC 油价走势



数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

二、主要事件

1、沙特俄罗斯谈判破裂，重回增产

3月6日，第八届 OPEC 与非 OPEC 部长级会议在奥地利维也纳召开，对下一阶段生产计划进行讨论。由于俄罗斯立场坚定拒绝了 OPEC 每天减产 150 万桶的提议，且 OPEC 也不愿在没有俄罗斯参与的情况下采取减产行动，最终双方未能就 5 日 OPEC 大会提出的减产计划达成一致，会议以未达成任何协议高中。这意味着随着 3 月末减产令到期，OPEC+内部各国从 4 月起将不再受到产量限制。会议结束后，沙特开始部署价格战，宣布下个月原油产量将从 970 万桶/日提高到 1200 万桶/日，甚至可能会达到 1230 万桶/日的水平，同时沙特宣布将 4 月份原油定价分地区大幅下调，俄罗斯方面亦表示 4 月将再增产 50 万桶/日。

2、美联储重启量化宽松

美联储 3 月 23 日宣布，将继续购买美国国债和抵押贷款支持证券以支持市场平稳运行，不设额度上限，相当于开放式的量化宽松政策。并同时启用的还有 PMCCF 和 SMCCF，美联储将通过表外注资 SPV，通过后者直接购买投资级债券的新发债和二级 ETF，用来为流通的公司债券提供流动性，针对性缓解信用市场流动性紧张。

3、海外疫情全面爆发

截至 4 月 1 日海外累计确诊 854466 人，累计死亡 43958 人，累计治愈 119198 人。截至 3 月底全球至少 30 余国进入封国封城状态。国际能源署署长 Fatih Birol 接受采访时表示，疫情在全球的快速蔓延和各国封城应对将使得今年二季度的需求下滑将比一季度更为严重，全球原油日需求可能降低 2000 万桶。与此同时沙特与俄罗斯之间价格战未见停息，原油供应的过剩将在未来数年内一直持续下去。随着全球原油库存接近饱和，Birol 还呼吁主要产油国负起责任。事实上目前的低价已经对产出造成了打击。巴西石油公司和北海的一些产油商已经进入了生产不经济的状态，全球大多数的产油商都削减了今年的预算。美国页岩油的产量可能在下个季度大幅萎缩。

4、全球原油储能逼近极限

IHS Markit 估计，到 2020 年第一季度，全球石油（液体）供需缺口将达到每日 740 万桶，

第二季度将进一步升至每日 1240 万桶。目前的供需缺口加起来将使 2020 年上半年的石油盈余达到 18 亿桶，超过了我们估计的 16 亿桶原油储藏上限。这意味着，由于库存不足，减产或停产的产量将超过此前预期。各国原油生产需要多少天才能填满国内或地区的可用储藏空间？在三个最大的石油生产国中，俄罗斯只有区区 8 天，而沙特阿拉伯有 18 天，美国有 30 天。

5、特朗普或劝说沙特和俄罗斯减产

特朗普周四发推文称，沙特和俄罗斯将大量减产石油，最高可达 1500 万桶。这一消息引发国际油价创出纪录最大单日涨幅。但该消息并未得到沙特和俄罗斯方面的证实。沙特随后呼吁 OPEC 和俄罗斯等召开紧急会议，并坚持其不单独减产的立场。知情人士透露，特朗普所说数字并不可靠，他也不打算要求美国国内石油生产商减产。随着原油期货市场的期货溢价 (contango) 继续加深，Alpine Macro 数据显示全球的产油商正在提高原油的存货以供未来出售。美国汽油需求的降幅是有史以来最严重的。由于汽油的存货仍在上升，美国的炼油厂开始迅速缩减汽油产出。

三、全球原油供需情况

供应方面：

2 月份，OPEC 13 成员国原油产量减少 108 万桶/日至 2777.2 万桶/日，产量大幅下降。利比亚、沙特 产量下降较多，OPEC 11 减产国产量减少 22 万桶/日，减产执行率从 184% 下滑至 28.5%。在其他产油国增产的情况下，2 月份，沙特产量略微下降 5.6 万桶/日至 968 万桶/日，但减产协议已经破灭，沙特计划 4 月份增产至 1230 万桶/日，供给大增，进一步打压油价。

需求方面：

OPEC 将 2020 年全球原油需求增长预期锐减至 6 万桶/日，几乎完全归零，在 2 月的月报中 OPEC 曾预测将增长 99 万桶/日。OPEC 月报显示，在原油需求预期方面，下行风险超过了积极的指标，有可能会进一步下调需求预期。经合组织原油库存 1 月增加 3780 万桶，较 5 年均值高出 1290 万桶。欧佩克月报显示，将 2020 年全球原油需求增速预期下调 92 万桶/日，沙特 2 月原油产量为 980 万桶/日。美国石油制品净进口较上轮统计减少 90.7/日至-80.5 万桶/日，印度石油制品净进口较上轮统计增加 92.9 万桶/日至 476.4 万桶/日。

图表3 OECD原油库存



图表4 OPEC原油产出明细

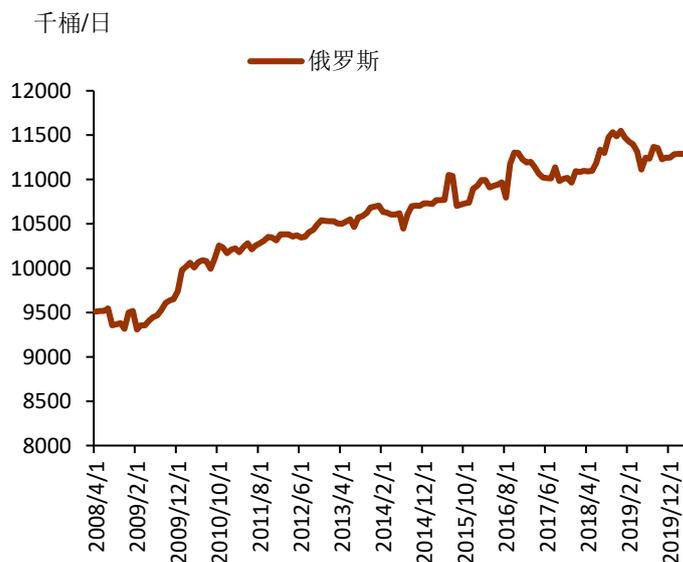
	Jan 20	Feb 20	Change		Year-to-date	
			Feb/Jan	%	2019	2020
Basket	65.09	55.49	-9.60	-14.7	61.16	60.52
Arab Light	66.56	56.84	-9.72	-14.6	62.11	61.93
Basrah Light	64.06	54.75	-9.31	-14.5	60.60	59.63
Bonny Light	65.89	57.77	-8.12	-12.3	62.74	62.03
Djeno	62.95	54.37	-8.58	-13.6	58.98	58.86
Es Sider	63.63	54.65	-8.98	-14.1	60.59	59.36
Girassol	65.41	57.25	-8.16	-12.5	62.51	61.52
Iran Heavy	62.61	52.87	-9.74	-15.6	58.72	57.97
Kuwait Export	65.37	55.90	-9.47	-14.5	61.16	60.86
Merey	55.89	35.99	-19.90	-35.6	53.26	46.41
Murban	66.09	57.06	-9.03	-13.7	63.11	61.79
Rabi Light	60.80	53.27	-7.53	-12.4	60.83	57.22
Sahara Blend	65.28	57.91	-7.37	-11.3	61.67	61.77
Zafiro	65.31	56.65	-8.66	-13.3	62.39	61.19
Other Crudes						
Dated Brent	63.38	55.45	-7.93	-12.5	61.58	59.61
Dubai	64.10	54.25	-9.85	-15.4	61.62	59.41
Isthmus	55.93	47.50	-8.43	-15.1	60.83	51.92
LLS	61.45	53.97	-7.48	-12.2	60.75	57.89
Mars	58.95	51.52	-7.43	-12.6	59.17	55.42
Minas	62.10	53.39	-8.71	-14.0	54.21	57.95
Urals	62.86	55.11	-7.75	-12.3	62.09	59.17
WTI	57.56	50.60	-6.96	-12.1	53.23	54.25
Differentials						
Brent/WTI	5.82	4.85	-0.97	-	8.35	5.36
Brent/LLS	1.93	1.48	-0.45	-	0.82	1.72
Brent/Dubai	-0.72	1.20	1.92	-	-0.04	0.20

数据来源: IEA, OPEC, 铜冠金源期货

图表5 OPEC原油月度产量



图表6 俄罗斯月度产量



数据来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

四、页岩油生产商削减产量，美国原油产量首次连续两个月下降

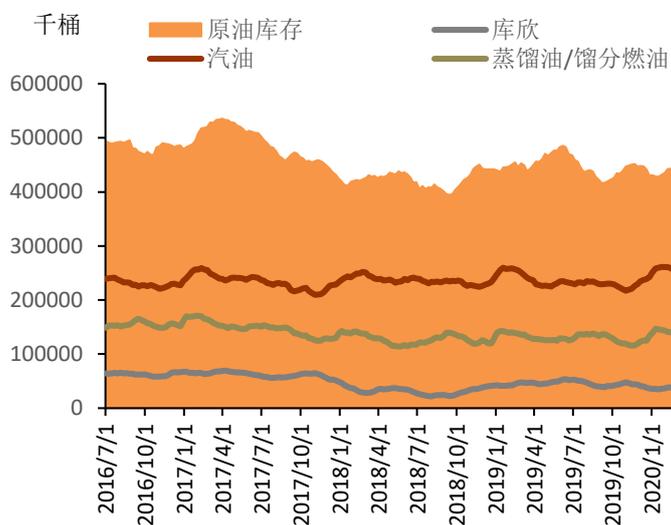
上个月数据刚刚显示，美国原油产量首次突破 1300 万桶/天。美国能源署数据显示 2019 年美国原油出口大幅增长 93 万桶/天，达到了每天 298 万桶的规模。出口的主要去处遍布加拿大、韩国、荷兰、印度、英国等各洲各地。2019 年美国原油产量上升 11%，达到 1223 万桶/天，创下了新的记录。去年 11 月时美国的原油月产量达到了 1296 万桶/天，同样创下了新的月度原油产量记录。

而好景不长，沙特增产导致油价暴跌后，EIA 的月度报告中表示，EIA 预计美国原油产量将在 5 月开始下降，预计将从 5 月的 1320 万桶/日水平下降至年底的 1280 万桶/日水平。预计 2020 年美国原油产量平均为 1300 万桶/日，较 2019 年平均产量上升 80 万桶/日，但 2021 年可能会降至 1270 万桶/日。如果对明年的预期实现，这将是 2016 年以来美国原油产量首次录得年度降幅。EIA 模型显示，油价会在大约 6 个月后影响生产。

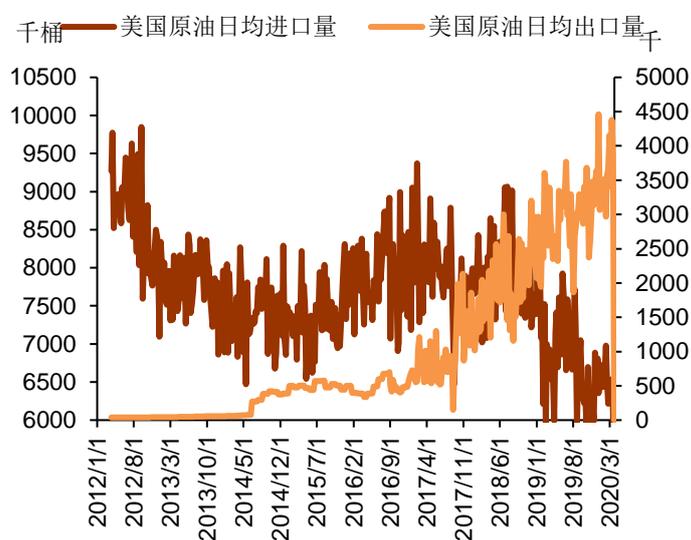
需求方面也在打压页岩油供给。国际能源署署长 Fatih Birol 日前接受采访时表示，疫情在全球的快速蔓延和各国封城应对将使得今年二季度的需求下滑将比一季度更为严重，全球原油日需求可能降低 2000 万桶。与此同时沙特与俄罗斯之间价格战未见停息，原油供应的过剩将在未来数年内一直持续下去。随着全球原油库存接近饱和，Birol 还呼吁主要产油国负起责任。事实上目前的低价已经对产出造成了打击。巴西石油公司和北海的一些产油商已经进入了生产不经济的状态，全球大多数的产油商都削减了今年的预算。美国页岩油的产量可能在下个季度大幅萎缩。

更具体的数据显示，油价的下跌会直接影响美国原油的产量。超过 100 家页岩油生产商无法在 31 美元的油价下扭亏为盈，由于回报微薄，页岩油行业的投资者纷纷出逃。突然之间，沙特阿拉伯和俄罗斯的价格战使得美国几乎所有的页岩油钻探都无利可图。Rystad Energy 数据显示，美国只有 5 家公司的盈亏平衡成本低于当前油价，剩余 100 多家都无法在 31 美元的油价下实现盈利。页岩油的繁荣使美国成为世界上最大的石油生产国，并在最近几个月成为石油净出口国。但 Rystad 称，如果油价维持在每桶 30 美元附近，生产商将被迫削减如此之多的钻探活动，预计美国在岸页岩油产量将在未来 12 个月减产 400 万桶/日，降幅 40%。

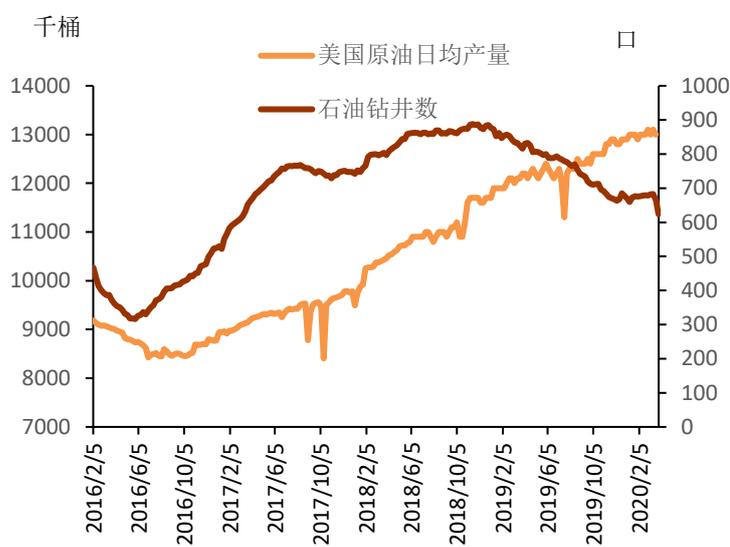
图表 7 美国原油库存情况



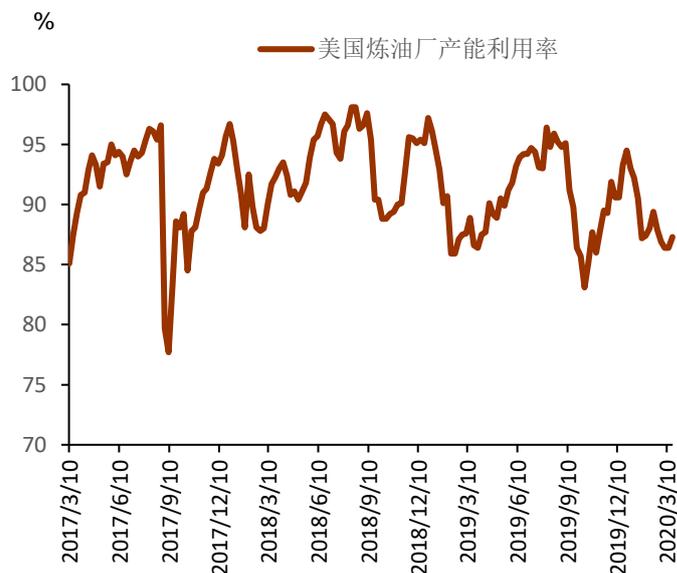
图表 8 美国原油进出口情况



图表 9 美国原油及活跃钻井数



图表 10 美国炼厂开工情况



数据来源: EIA, 铜冠金源期货

五、沙特原油出口飙升

月初，OPEC 原油日产量已降至 2009 年中以来的最低水平。沙特阿拉伯和其他 OPEC 成员国正努力争取俄罗斯的支持，试图同步采取进一步的减产，以支撑油价。不过，俄罗斯和沙特阿拉伯在进一步减产的问题上存在分歧，沙特希望将日产量再削减 150 万桶，而俄罗斯则支持将供给维持在当前水平。

然而，在与俄罗斯的产量谈判未果后，沙特阿拉伯采取激进措施，计划之后将石油产量提高到远超每日 1000 万桶的水平。这家全球最大的石油出口商在月初打响了全面的价格战，对原油价格进行了 30 多年来的最大下调。国家能源巨头沙特阿美对亚洲，欧洲和美国的客户提供了前所未有的折扣，以吸引炼油厂使用沙特原油。油价当即暴跌 30%。

随后，沙特阿美誓言至少 5 月前，将继续以创纪录的水平向市场供应石油，且必要情况下，可以无限期维持这一产出规模。这导致布伦特原油自 2016 年以来首次跌破每桶 30 美元。俄罗斯方面称，油价暴跌属意料之中，目前无需与沙特谈判。19 年 12 月伊朗原油产量 209.2 万桶/日，自 1988 年以来首次降至 210 万桶/天以下。若 20Q1 三国维持 19Q4 的低产量水平，则同比 19Q1 减产 68.4 万桶/天。预计 OPEC 和非 OPEC 减产协议国 2020Q1 同比减产 120 万桶/天。预计 OPEC 协议国若完全达到减产配额，非 OPEC 协议国产量基本不变，20Q1 同比减产 60 万桶/天，非 OPEC 协议国增产 8 万桶/天，伊朗等 3 国同比减产 68 万桶/天，合计同比减产 120 万桶/天。

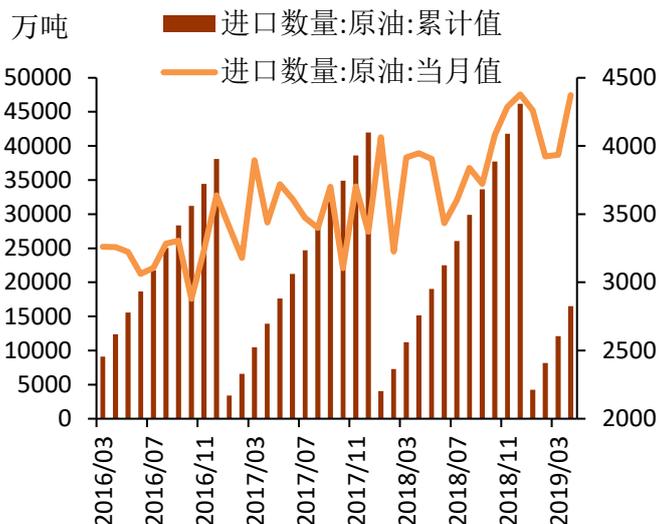
最终，沙特 3 月末原油出口飙升。据彭博数据，3 月前三周，沙特阿拉伯的出口量约为每天 700 万桶，但在当月的最后一周，这一数字跃升至每天超过 900 万桶，表明沙特正努力实现 4 月份原油出口 1230 万桶/天的创纪录目标。

也需要注意的是，沙特未来可能改变增产立场。美国总统唐纳德·特朗普在推特发布消息称，其刚与沙特王储进行沟通，希望沙特阿拉伯与俄罗斯达成减产石油 1000 万桶意向。特朗普此前曾将油价空前下跌称之为相当于为美国消费者“减税”，但前几天政府加紧了干预行动，因为油价暴跌威胁到美国页岩油行业数万个工作岗位。同时，沙特国家通讯社发布消息称沙特王储与美国总统特朗普进行了电话通话，就双方共同关心的话题特别是国际原油市场现状“进行了讨论”。

图表 11 中国原油产量



图表 12 中国原油进口情况



数据来源: OPEC, Wind, 铜冠金源期货

七、WTI 非商业持仓情况

美国商品期货交易委员会(CFTC)公布的持仓数据显示,截止3月31日,WTI原油基金净多头持仓减少0.56万张至43.10万张,基金多头增仓,空头势力同步增仓,净持仓头寸减少,市场对油价信心仍然不足。

图 13 WTI 非商业持仓

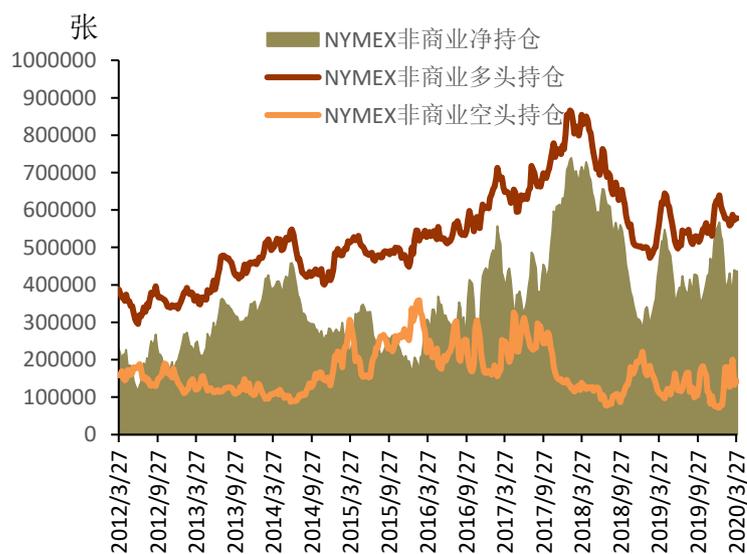
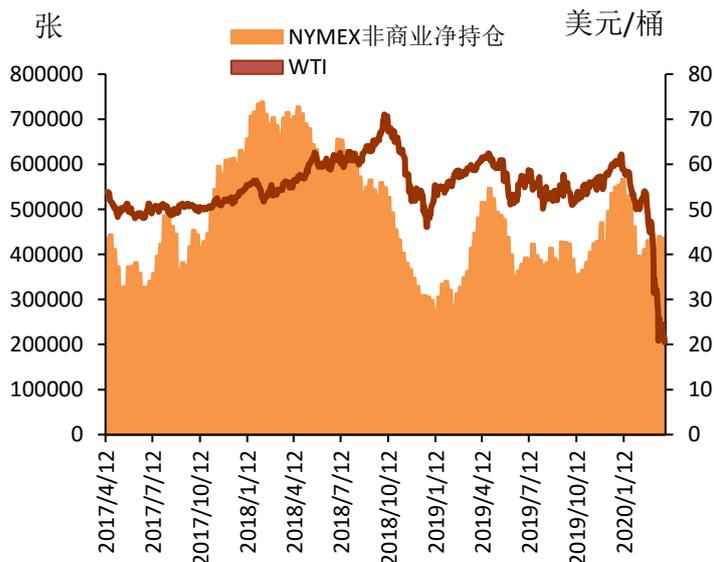


图 14 WTI 与净持仓的关系



数据来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

八、油价市场结构

价差方面，Brent、WTI 均维持 Back 结构，从月差的表现来看，市场对于未来原油基本面宽松的预期逐渐强烈。

图 15 WTI 跨月价差结构

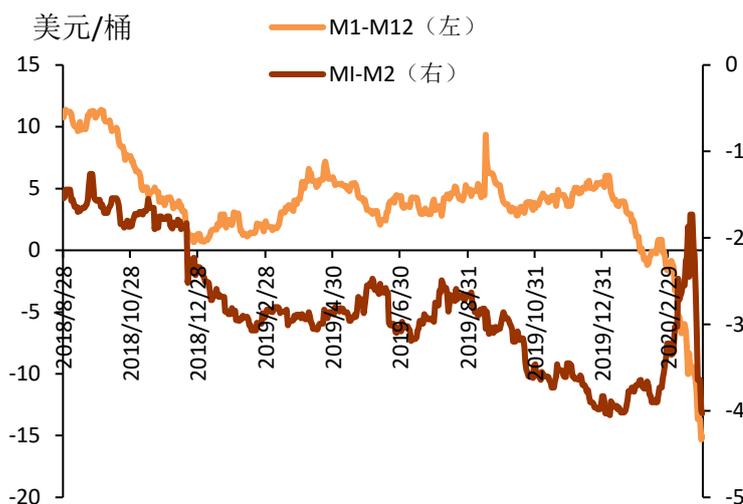
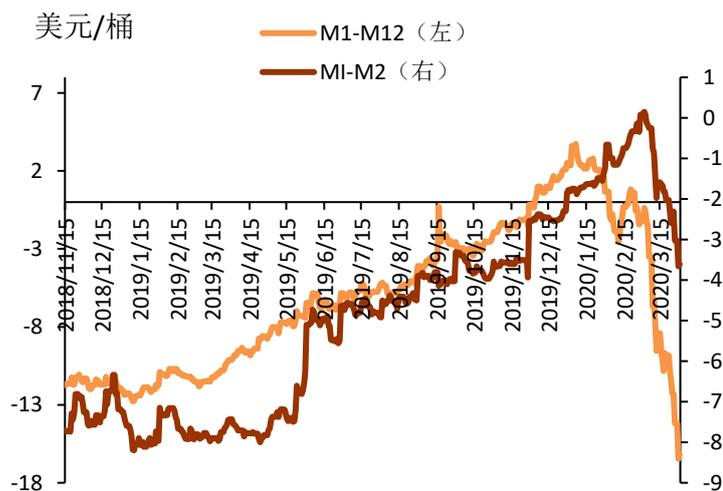


图 16 Brent 跨月价差结构



数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

九、后期展望

● 利多因素：

1、俄罗斯仍在为与美国钻探商达成协议敞开大门。此前，俄罗斯总统普京和美国总统特朗普进行了电话交谈，试图达成一项新的生产协议。

2、特朗普政府要求国会拨款 30 亿美元，购买 7700 万桶石油，以补充战略石油储备。根据该计划，将立即购买 3000 万桶石油，其余的将在 60 至 90 天内购买。

● 利空因素：

1、高盛估计，由于全球 92% 的经济仍然处于封锁状态，本周的原油需求将减少 2600 万桶/天，比正常水平低 25%。

2、预计美国至少有 30% 的页岩油开采商会破产。美国页岩油开采商的成本通常在 35 美元/桶至 40 美元/桶之间。惠廷石油公司申请破产保护，成为美国第一家陷入石油危机的页岩气钻探公司。

整体来看，在过去的3月，油价在宏观及基本面共振的作用下运行，月初下跌更多是对沙特减产的反应以及对疫情扩散后经济需求的担忧，月末的下跌更多是由于美股大跌引起的市场恐慌。从基本面看，当前供给增加需求收紧的趋势依然延续，此外，考虑到经济放缓，进入夏季疫情有减弱的可能。预计4月油价或呈现先承压，后宽幅震荡的走势。

风险提示：疫情变化超预期、沙特等改变立场

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海期货大厦营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。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。