

化工组

电话: 0571-87923821
邮编: 310000
地址: 杭州市下城区万寿亭 13 号
网址 <http://www.zjncf.com.cn>

6 月原油展望——

供应利润边际极端恶化后的向死而生

观点摘要:

整个五月，是原油向死而生，从底部艰难爬起的一个月。众所周知，原油在四月下触历史大底，就在所有人都在担忧五月换月行情是否会重演时，五月 1 号开始正式实施的欧佩克减产如期推动。并且所有的欧佩克国家在本次的减产计划中，都无私贡献出了自己的力量。我们直接能够看到的就是，在五一黄金周期间开始，油价开始大幅上涨。内盘上期所 SC 原油也开始了节后补涨。

就原油近期的基本面来看，供应减少而需求有回升反转的迹象，因此欧美原油期货上涨至 3 月 10 日以来最高。供应端上，OPEC+ 国家正致力于全面执行减产协议。美国方面，EIA 商业原油库存连续两周录得减少，原油产量稳步下滑。然而，预计六月欧佩克会议目前认为不太会达成更激进的方案，因此后期供应端动力如何不能轻易下结论。需求端来看，经济和需求复苏速度和程度不确定因素仍然存在，加之国际贸易、中美关系不确定，使得原油近期上涨乏力。

因此，虽然近期我们看到原油从基本面上来说已经底部确认，随着供给端的收缩与需求端的复苏，油市供需平衡进程正在加速。但是对于经济复苏预期仍需保持谨慎。短期油价或存在调整预期，但对中期油价上涨依然乐观。

风险点:

- 1、中美关系
- 2、新型疫苗

相关报告

原油 5 月月报——
当最后的多头消灭，抄底何日到来？

一、行情回顾

1、期现货市场

整个五月，是原油向死而生，从底部艰难爬起的一个月。众所周知，原油在四月下触历史大底，就在所有人都在担忧五月换月行情是否会重演时，五月 1 号开始正式实施的欧佩克减产如期推动。并且所有的欧佩克国家在本次的减产计划中，都无私贡献出了自己的力量。我们直接能够看到的就是，在五一黄金周期间开始，油价开始大幅上涨。内盘上期所 SC 原油也开始了节后补涨。这其中的原因，主要是在 5 月减产开启的有序进行，以及欧美复工推动的双重利好所导致了。两重利好同时作用，最直接的表现就是库容问题开始得到缓解。5 月第一周，从美原油库存数据来看，虽然商业原油数据进一步上涨，5.32 亿桶，比前一周增长 459 万桶。但汽油成品油库存下滑，比前一周下降 316 万桶，显示出复工推动的利好因素。

另外，我们能够看到的是随着油价的企稳反弹，石油生产国家并没有随之调整自己的减产意愿，相反，沙特在 5 月 18 日宣布将从 6 月份开始额外减产 100 万桶每天。沙特似乎有意图重回限产保价的市场调节者的角色，从 6 月份的沙特 OSP 也可以看出，此前其价格战的想法出现明显改变目前按照官方计划。除了产量的下调，以沙特阿美为代表的官方低价机构，将 6 月销往亚洲的阿拉伯轻质油的官方售价上调 1.40 美元，至较阿曼/迪拜均价贴水 5.9 美元。在这样的支撑下，原油在五月上旬走出非常好的一波行情。

到了五月下旬，虽然盘面上似乎短暂地失去过指引，但是随着本月国际能源三大机构最新公布月报，当中普遍对非 OPEC 国家的供给大幅下调，原油得以支撑。至此，减产和复工，加上夏季的消费旺季对于原油利好，基本在盘面出尽。后市究竟又是怎样的逻辑对原油走势进行指导？我认为应当主要从两个方面进行考虑：一是宏观层面的国际政治关系，二是微观层面的石油生产企业的经营边际。

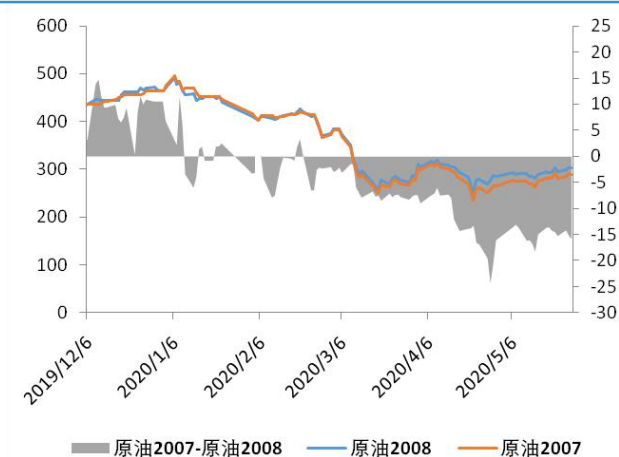
表 1：5 月国际油价月度价格对比表

单位：美元/桶

	WTI07	Brent07
最高价	34.81	37.24
最低价	20.84	25.5
5 月 1 日收盘价	22.04	26.95

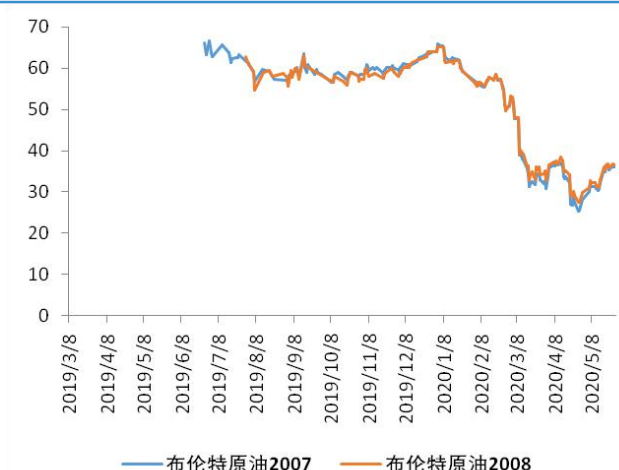
数据来源：文华财经，新世纪期货

图 1: 原油期货日线图 单位: 美元/桶



数据来源: wind 新世纪期货

图 2: 布伦特原油日线图 单位: 美元/桶

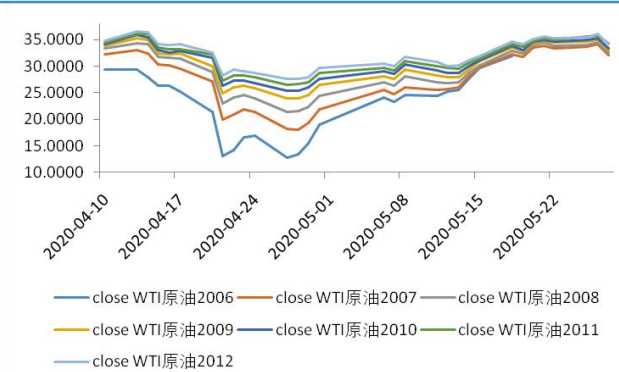


数据来源: wind 新世纪期货

2、价差

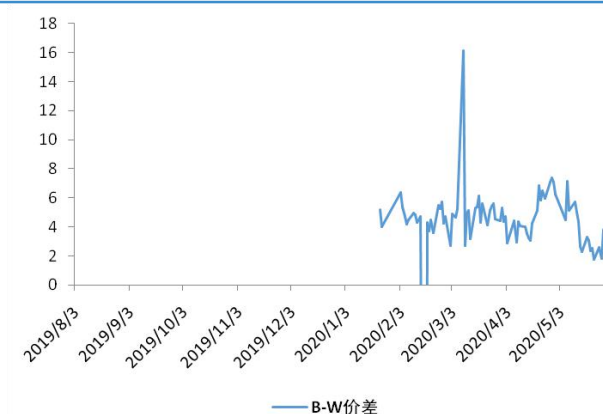
我们可以清楚通过期限价差结构观察到,前期由于过于悲观的现实基本面导致的不合理的巨大的月间价差,在经历了五月合约换月后,似乎已经得到了有效的缓解。通过盘面,我们可以观察到,国际油价绝对值走高,因此原油的月间价差开始走低。另外,WTI 和布伦特之间的价差也从高点回落,从五月初的一度超过十美元,回落到现在的不足三美元。价差的回落对于后市的两油走势也有一定的影响,价差缩窄导致浮仓释放或许会给现货市场带来一定压力。

图 3: 月间价差 单位: 美元/桶



数据来源: wind 新世纪期货

图 4: BW 价差 单位: 美元/桶



数据来源: wind 新世纪期货

二、供应面分析

1、欧佩克减产稳步执行, 国家减产意愿强烈

在本轮的全球减产活动当中,欧佩克国家贡献了中坚力量。在上月初,欧佩克 13 国达成减产协议。通过本月的三大机构最新公布的月报中, EIA 预计 2020 非 OPEC 供应同比下降 234 万桶每天,较上月预估下调 206 万桶每天。OPEC 预计 2020 非 OPEC 供应下滑 353 万桶每天,较上

月下修 197 万桶每天。IEA 对 2020 年非 OPEC 供应预计下滑 327 万桶每天，较上月下修 96 万桶每天。

而对于非欧佩克国家来说，美国、加拿大、俄罗斯在本次减产中的态度也十分积极。但是当油价受减产利好上涨至目前 30-35 美元附近时，市场对于减产的预期有一定改变。首先，美国绝大多数页岩油生产商的成本在 40 美元至 50 美元每桶不等，而俄罗斯与中东各国的生产成本远低于此。因此，当油价已经反弹回到俄罗斯与中东的生产之后，他们各国的减产意愿可能会有所下滑。加上美俄之间的冲突问题与矛盾，我们很难否认俄罗斯与欧佩克或将会降低减产计划以打压美国原油生产商的可能性。这也是后市需要注意的一个风险因子。

2、页岩油生产商破产仍在延续

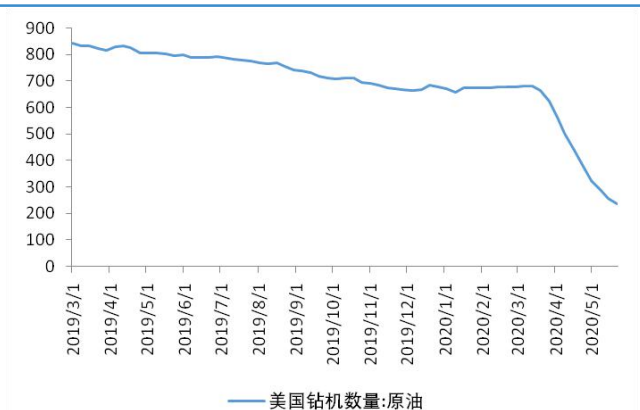
根据五月最后一周数据，美国活跃石油钻井平台连续十周减少，创历史新低，意味着未来几周美国原油产量将进一步下降。通用电气公司的油田服务机构贝克休斯公布的数据显示，截止 5 月 22 日的一周，美国在线钻探油井数量 237 座，比前周减少 21 座；比去年同期减少 560 座。供应端边际利润虽然已经度过了最差的时候，但是仍然并没有来到不恶化的水平线之上。换言之，供应利润边际极端恶化后，美原油的生产商依然不能在当下的价位收支平衡。因此，美国油企的破产情况仍然在继续。但是，从微观经济的角度来看，短期内厂商的破产退出，或许是长期供应端不断改善的开始信号。

图 5： 欧佩克产量 单位：百万桶/天



数据来源：Wind 新世纪期货

图 6： 美国钻机数量 单位：台



数据来源：Wind 新世纪期货

三、需求面分析

旺季来临的利好刺激与复工缓慢的矛盾

5 月最后一周的周一美国适逢阵亡将士纪念日，英国适逢春季银行假日，美国、英国金融市场休市。欧洲、美国等逐步解除放宽疫情封锁措施，重启经济活动，汽车交通运输和燃料需

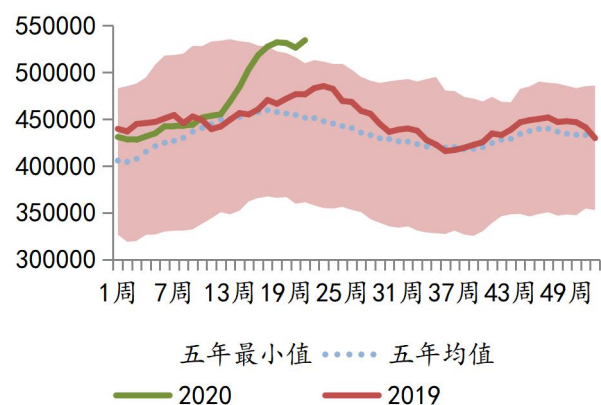
求预计将反弹。但目前问题正如上面供应端所说，炼厂利润过于疲弱，导致原油涨价难以向下游成品油传导，部分地区的买家甚至因为担心未来供应进一步收紧近期恐慌性采购，导致部分需求前置。因此，需求的持续复苏还是没有看到，尤其是欧美炼厂还没有进入补库阶段。

四、库存

原油库存下滑趋势终止，汽油成品油后期库存看低

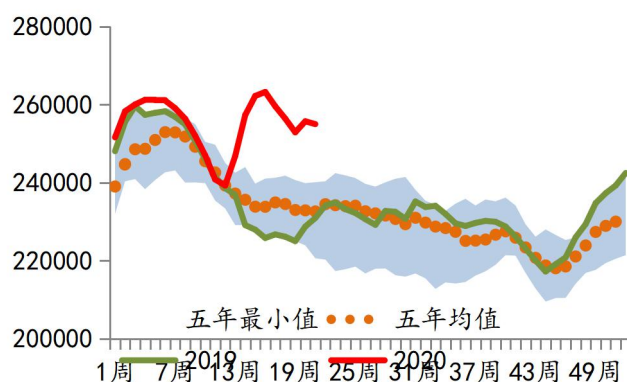
虽然根据五月底 EIA 的数据来看，截止 2020 年 5 月 22 日当周，美国原油库存量 5.34422 亿桶，比前一周增长 793 万桶；美国汽油库存总量 2.55 亿桶，比前一周下降 72 万桶；馏分油库存量为 1.64327 亿桶，比前一周增长 549 万桶。原油库存进一步上升，但是这可能是由于当周美国补充战略原油储备，进口量扩大导致的。当下的库容问题，还是处在一个旺季良性预期的氛围当中。

图 7： 商业原油库存 单位：千桶/天



数据来源：EIA 新世纪期货

图 8： 汽油库存 单位：千桶/天



数据来源：EIA 新世纪期货

五、宏观经济

两会方针与国际政治

受原油宝事件影响，在两会当中也针对原油期货的发展提出了一些提案。全国政协委员、中石化天津分公司党委书记李永林在 2020 年“两会”的提案中建议，上海原油期货有待进一步丰富交割仓储、优化交割制度，同时多渠道提高市场活跃度、增加市场参与主体。由于新冠疫情给全球经济带来的巨大冲击波，国际原油和天然气价格一路走低，原油期货一度出现史无前例的负油价。对此，全国政协委员、民营石油集团光汇石油创始人薛光林在今年全国两会上提交《关于加大力度建设国家石油、天然气储备设施的提案》，建议我国应抓住低油价、低气价的窗口“抄底”，“在国家推进‘新基建’的进程中，非常有必要加大力度建设国家石油、天然气储备设施。”中国石化洛阳分公司总经理江寿林建议通过套保等提高原油储备能力。总体

来说，两会代表是在提高原油期货的国际化、以及市场活跃性问题上提出了自己的建议。

目前的国际政治环境并不良好，受疫情影响，各个国家的经济状况恶化，美国势必要将困境转嫁。从目前的香港问题来看，美国对于中国的方针还是没有向好的迹象。美国在处理完疫情问题之后，不排除中美贸易战继续深化进展的可能性。

失业率高涨不下

5月8日晚间公布的数据显示，美国4月季调后非农就业人口减少2050万人，降幅创1939年有记录来新高，此前市场预估为减少2200万人；美国4月失业率为14.7%，为1940年代以来最高水平。美国劳工部称，所有主要行业的就业人数均出现大幅减少，其中休闲娱乐和酒店业的就业岗位流失尤其严重。

7日据美国劳工部，至5月2日当周初请失业金人数数据录得316.9万人，前值为383.9万人，预期值为300万人，录得数连续5周下降；同时截至5月2日当周初请失业金人数四周均值实际公布417.35万，前值503.3万，而目前美国初请失业金人数在过去6周累计达到3031万。

六、后市展望

就原油近期的基本面来看，供应减少而需求有回升反转的迹象，因此欧美原油期货上涨至3月10日以来最高。供应端上，OPEC+国家正致力于全面执行减产协议。美国方面，EIA商业原油库存连续两周录得减少，原油产量稳步下滑。然而，预计六月欧佩克会议目前认为不太会达成更激进的方案，因此后期供应端动力如何不能轻易下结论。需求端来看，经济和需求复苏速度和程度不确定因素仍然存在，加之国际贸易、中美关系不确定，使得原油近期上涨乏力。

因此，虽然近期我们看到原油从基本面上来说已经底部确认，随着供给端的收缩与需求端的复苏，油市供需平衡进程正在加速。但是对于经济复苏预期仍需保持谨慎。短期油价或存在调整预期，但对中期油价上涨依然乐观。

免责声明

本报告的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中来源可靠性，但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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见以及所载的数据、工具及材料并不构成您所进行的期货交易买卖的绝对出价，投资者据此做出的任何投资

新世纪期货原油月报

决策与本公司和作者无关。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与新世纪期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表新世纪期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。另外，本报告所载信息、意见及分析论断只是反映新世纪期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为新世纪期货研究院（投资咨询），且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新世纪期货研究院(投资咨询)

地址：杭州市下城区万寿亭 13 号

邮编：310003

电话：0571-85165192

网址：<http://www.zjncf.com.cn>