



2020年10月9日

金信期货研究院

肖彧

· 从业资格编号 F3074397

· 投资咨询编号 Z0015476

油市维持脆弱复苏，关注美国需求

内容提要

总结：四季度原油市场的主线依然是脆弱复苏持续去库，但由于总库存依然偏高，去库阶段并不会给原油带来过多的上涨动力。更能够影响四季度原油走势的是美国冬天原油需求表现。

供给：OPEC+减产执行率持续高位，务实减产且提出预期管理概念。美国产量增速不及预期，持续给予行情支撑。

需求：中国维持高开工率，上方难有空间。低价囤油受库存限制放缓。欧美截止目前复苏不及预期，重点关注美国四季度需求进展。

平衡表：强力减产使得平衡表指向去库，但下游需求未完全跟上，处于主动去库存阶段。是更依赖供应端减产的时期，但市场会将关注重心转向需求的复苏情况。

风险提示

冬季疫情复发风险，美国刺激政策变数。



扫码关注获取更多资讯

请务必仔细阅读正文之后的声明

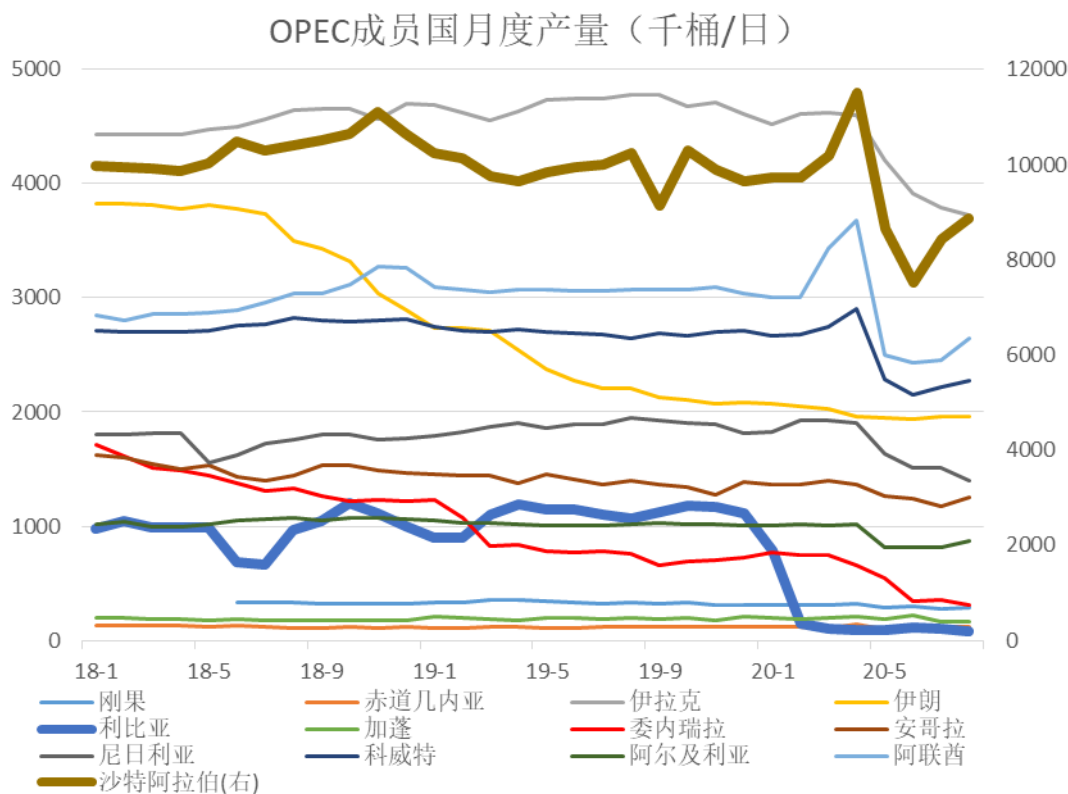
一、原油供给

1、执行率表现良好，OPEC+加强预期管理

OPEC+6月会议举行完毕至今，与当时定下的减产线路图相比，大体符合预期，我们总结如下：

1. 基础减产力度得到保障，减产执行率维持较高，即使伊拉克等传统落后分子也已经开始在最近几个月能够保障减产的充分执行；
2. 前期减产不达标的国家仍未补足未尽的义务，OPEC+部长级会议已经同意将超额生产的补偿期限宽松至12月底；
3. 利比亚石油公司终于解除生产不可抗力，逐步恢复生产并出口；
4. OPEC+加强预期管理，领头人沙特能源部长阿卜杜勒阿齐兹在最近一次OPEC+部长级会议中声称如油市进一步走软，OPEC+可“主动”调节2021年的减产配额，而不必等到下一次大会。

图1：OPEC成员国产量（万桶/日）



注1：利比亚（深蓝色粗线条）内战前产量约为120万桶/日

注2：若美国大选更换总统或导致对伊朗（橙）委内瑞拉（红）态度转变，两国产量或回升

数据来源：Bloomberg，金信期货研究院

在最近召开的9月JMMC部长级会议上，OPEC+再度体现出其对原油价格的影响力，包括墨西哥在内该组织8月最新减产执行率为102%，成功完成了预定的减产目标。会议中OPEC+先是重申了减产协议的必要性且再度强调了尽快补偿减产差额的重要性，并同意将超额生产的补偿期限延长至12月底，减产未达标的国家承诺进一步削减产量并将提交减产计

划书。

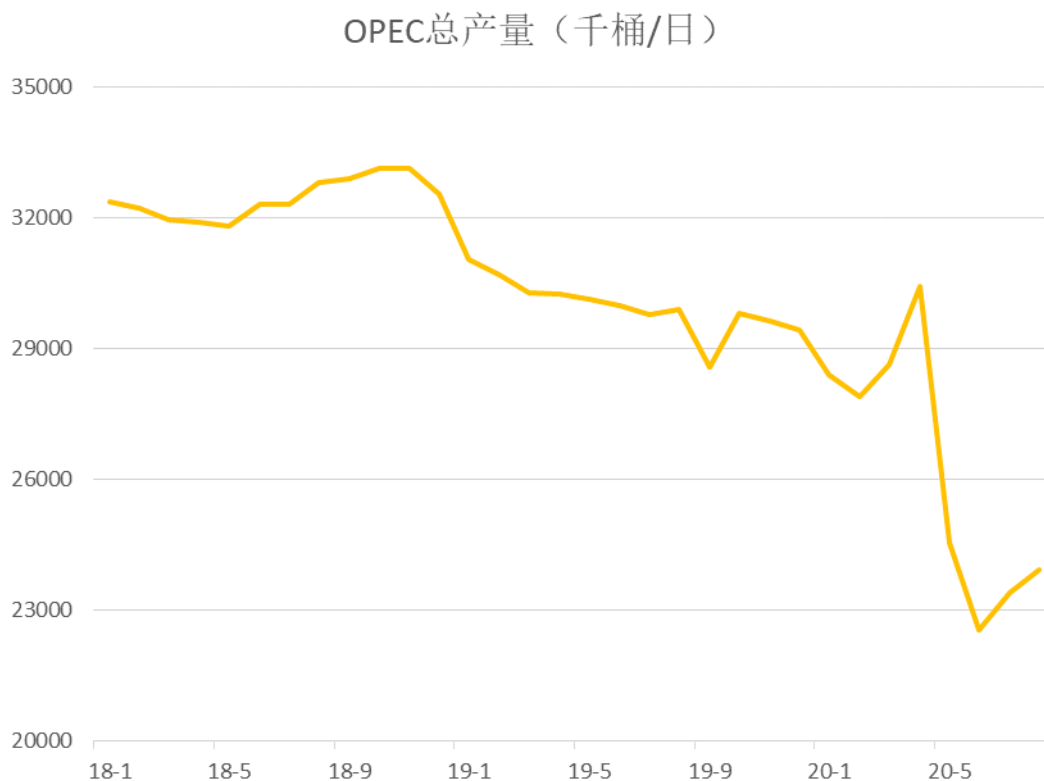
随后 OPEC+ 又对市场空头进行了一轮恐吓，OPEC+ 组织中最具影响力的国家——沙特的能源部长阿卜杜勒阿齐兹声称：“任何自以为知道我们下一步动作的人，绝对是生活在虚幻之地。我将确保那些想在油市投机（特指空头）的人会感到‘像地狱一般的痛苦’”，在会后这位沙特亲王表示绝不会让市场处于“无人看管”的状态，OPEC+ 组织在应对油市挑战方面将采取积极和先发制人的立场。

我们认为本次会议中最值得关注的是 OPEC+ 在 4 月定下减产协议后首次提到的预期管理，沙特能源部长称若油市进一步恶化，OPEC+ 可以“主动”调整 2021 年减产配额，在 10 月份召开紧急会议采取额外措施，而不必等到下一次大会。该言论对于市场而言，无异于提前透支一部分未来可能采取的减产措施到油市价格中，在短期内给予市场一针强心剂，但会弱化未来若真正采取了紧急额外减产措施时对市场的影响力，因事先已经有过预期。

在 OPEC+ 的努力下，尽管全球原油需求复苏速度放缓，8 月全球商业原油库存依然下降了 4500 万桶，其高效的减产行动加上预期管理能够在一定程度上保障原油价格的下限。

但是，沙特同时声称，在所有 OPEC+ 成员国都 100% 遵守减产协议之前，不要指望沙特会再主动减产。该言论或许是出于督促其他落后成员国快速完成补偿性减产的目的，但与上述强硬言论显得格格不入，因大多数落后国家提交的计划表都将补偿期限设在 11 月或更晚，若不能指望沙特减产，OPEC+ 紧急措施中能打的牌就捉襟见肘，无非限制出口或提高 2021 年减产量。

图 2: OPEC 总产量 (万桶/日)



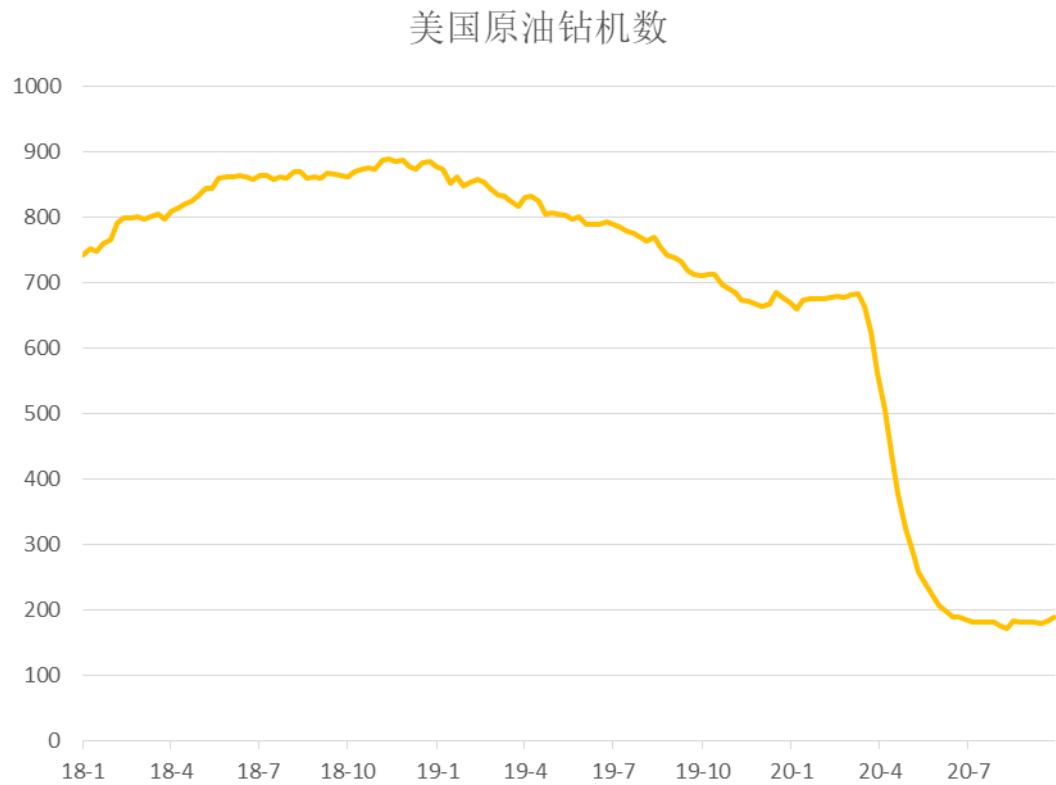
数据来源: Bloomberg, 金信期货研究院

2、美国产量短期偏强，但四季度会略微回落

与 OPEC+ 严格的减产章程相比，美国等非 OPEC+ 国家采取的是“市场驱动”减产。在

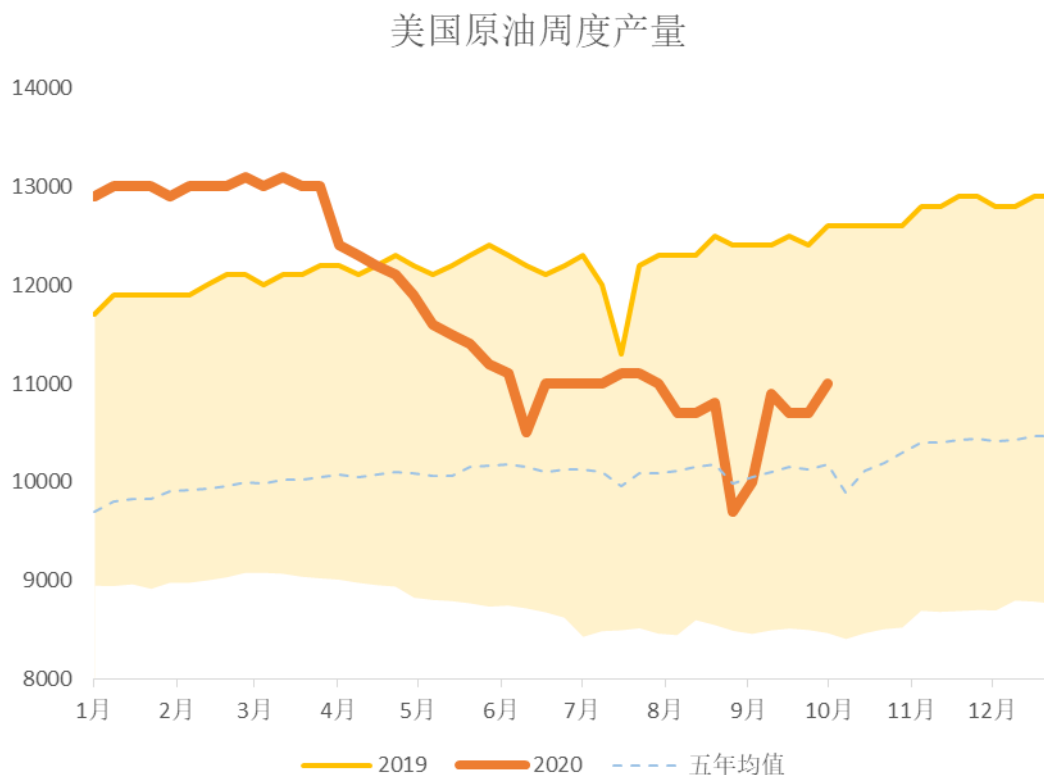
上半年原油价格走低时，不少石油生产商纷纷关闭产能，随着原油价格反弹至 40 美元附近，石油生产商重新开启油井设施，使得产量也出现反弹。根据 EIA9 月报，美国原油产量从 5 月的低点 1000 万桶/日反弹至 8 月的 1080 万桶/日。尽管美国正处于飓风季，此前劳拉等飓风均在短时间内使得大量墨西哥湾海上原油生产设施短暂停工，但随着复产，9 月美国产量料仍能维持升势，约为 1120 万桶/日。

图 3：美国原油钻机数量



数据来源：Wind，金信期货研究院

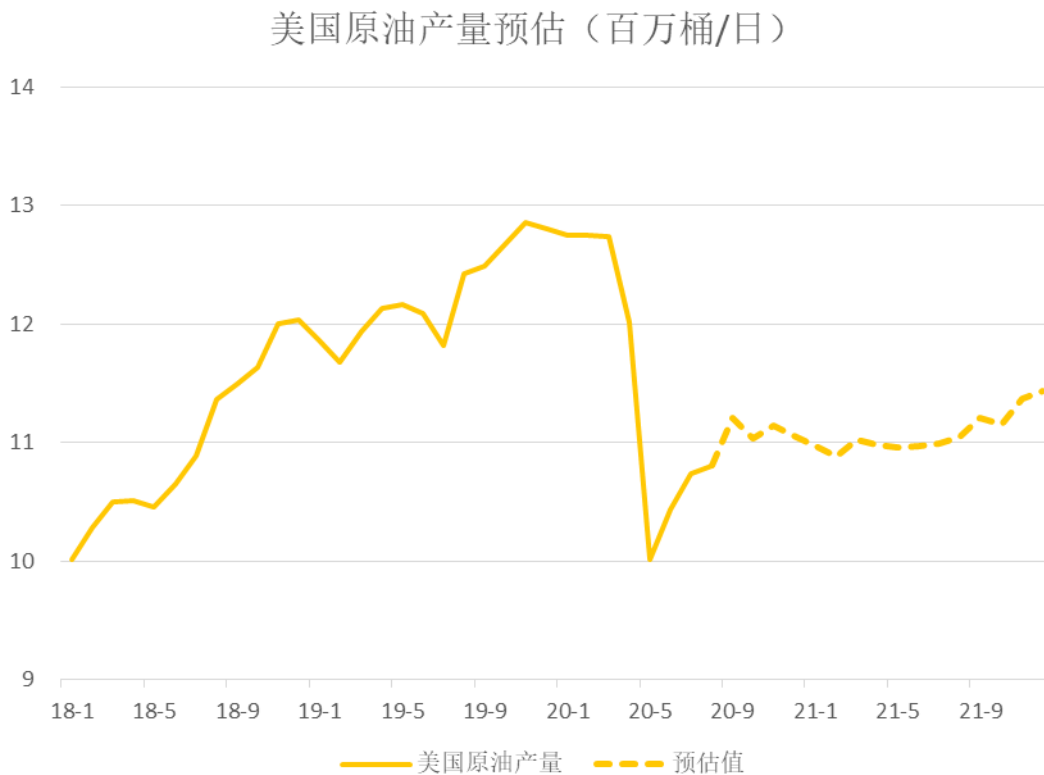
图 4: 美国原油周度产量 (千桶/日)



数据来源: EIA, 金信期货研究院

然而 EIA 预计美国原油产量将在 9 月后略微回落, 在 2021 年上半年保持在略低于 1100 万桶/日的水平, 因新钻井不足以抵消现有油井的产量下降。钻井活动可能要到 2021 年晚些时候才会增加, 令 21 年四季度产量达到 1130 万桶/日。按年均基准, EIA 预计美国原油产量将从 2019 年的 1220 万桶/日降到 2020 年的 1140 万桶/日以及 2021 年的 1110 万桶/日。

图 5：美国原油产量预估（百万桶/日）



数据来源：EIA，金信期货研究院

3、减产支撑效应边际递减

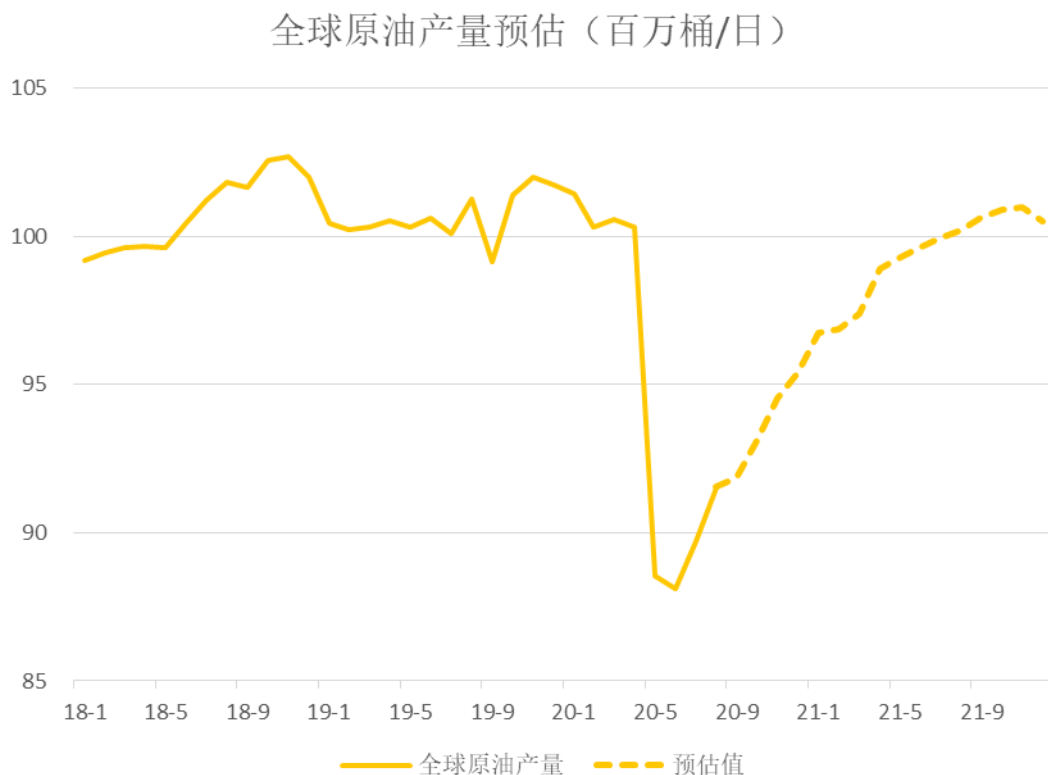
随着 OPEC+减产协议进入第二阶段且减产执行率趋于稳定，且美国产量并没有随着油价反弹快速修复，除去利比亚的新增产量，全球原油产量趋于稳定，边际变化递减。

我们可以看到 OPEC+会议致力于减产完成率，对减产不达标的成员国实行了前所未有的严格管控，落后分子需递交减产计划书并在规定期限内补足未完成的减产份额，这在 OPEC+过去几次减产行动中是前所未有的，减产协议在短期内破裂的可能性极低。

美国方面，由于新钻井不足以抵消现有油井的产量下降，石油多头“可喜”地发现美国产量并没有随着油价反弹快速恢复，根据 EIA9 月报，直到明年前半段美国产量依然难以出现大幅反弹。

众所周知，上半年油价崩跌是由于沙特俄罗斯增产大打价格战叠加新冠疫情对需求的影响。随着减产协议原油供给端已经趋于稳定，市场重心开始从供给转向需求，关注新冠疫情下需求复苏进展，因此减产对原油的支撑犹在但支撑效应在逐渐趋弱。

图 6: EIA 月报预计全球石油产量 (百万桶/日)



数据来源: EIA, 金信期货研究院

地区		2017	2018	2019	2020E	2021E
OPEC	产量	36.835	36.775	34.648	30.756	33.977
	变化		-0.08	-2.11	-3.89	+3.22
非 OPEC	产量	61.331	64.091	66.039	63.844	65.367
	变化		+2.76	+1.95	-2.20	+1.52
全球	产量	98.166	100.845	100.687	94.600	99.345
	变化		+2.68	-0.16	-6.09	+4.74

单位: 百万桶/日

二、原油需求

1、中国囤油活动放缓，高库存压力逐渐呈现

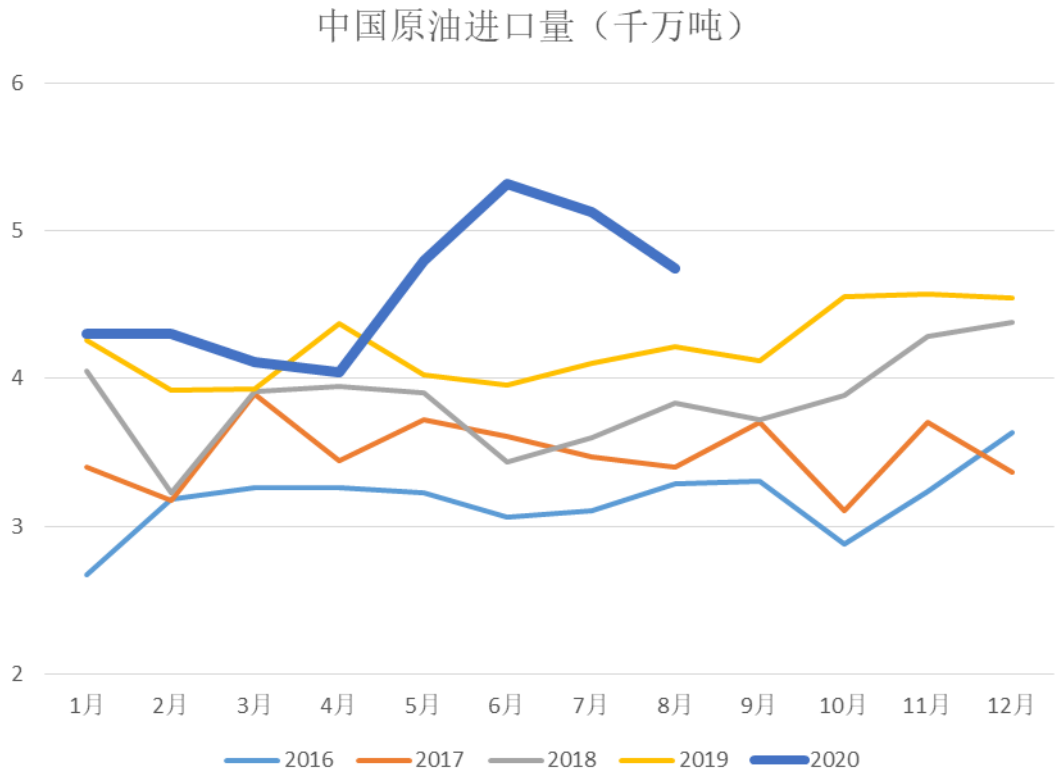
中国作为全球第一原油进口国，在上半年轻油价格期间，大量购买低价原油，但随着油轮不断进港，中国原油储存空间也逐渐趋紧，导致后续采购速度不得不相应放缓。事实上，中国自 7 月起原油进口量就开始放缓，而不断增库扩库的期货交易所库容也已经高达 7 成。

图 7: INE 期货库存



数据来源: Wind, 金信期货研究院

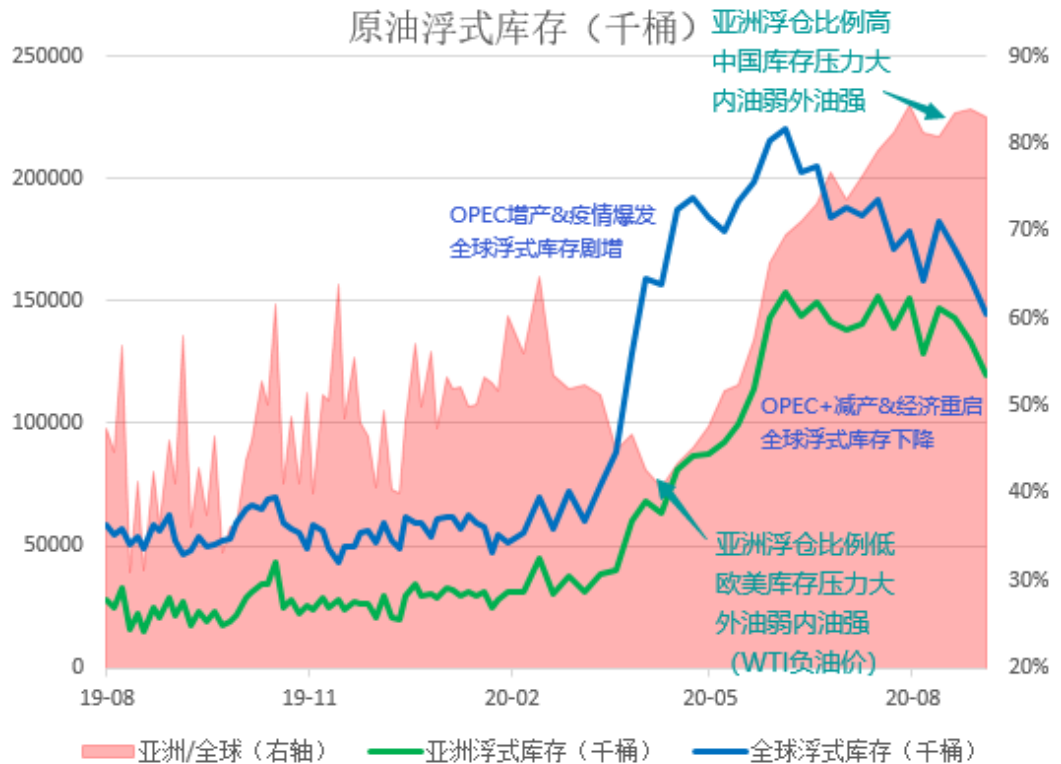
图 8: 中国原油进口量 (千万吨)



数据来源: Wind, 金信期货研究院

从浮仓数据可以看到，近几个月大量油轮聚集在亚洲区域等待交油卸货，港口拥堵是老生常谈，最近海关总署决定将进口原油检验监管方式调整为“先放后检”，“先放”是指进口原油经海关现场检查（信息核查、取制样等）符合要求后，企业即可开展卸货、转运工作；“后检”是指对进口原油开展实验室检测并进行合格评定。虽然短期看疏港量增加，有利于产生进口需求，但中长期看，会加剧我国原油库容告急风险。

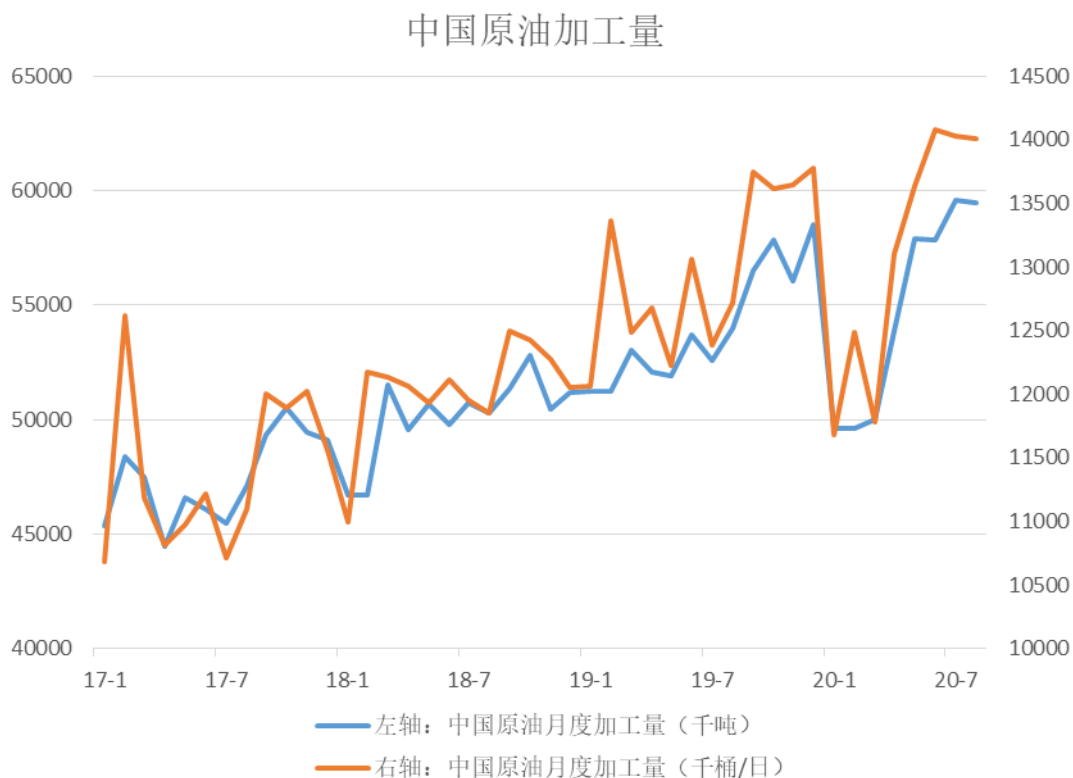
图 9：亚洲/全球原油浮式库存示意图



数据来源：Bloomberg，金信期货研究院

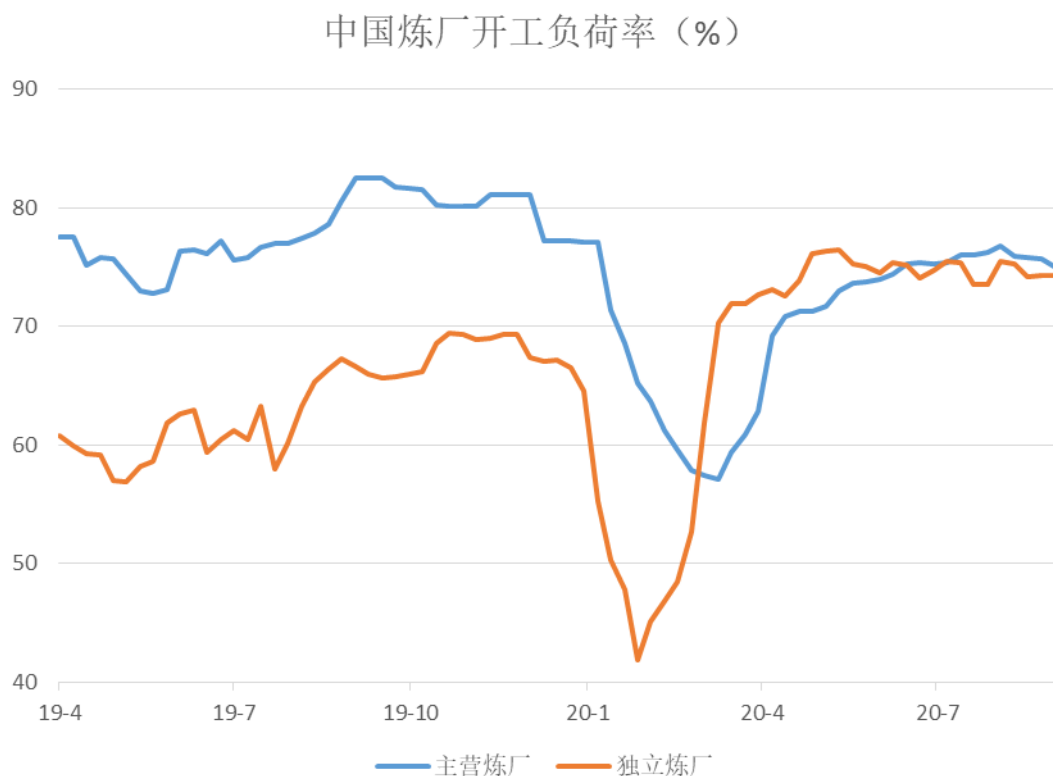
迫于巨额库存压力以及高利润刺激，国内炼油量维持高位，但我们也必须看到国内炼油加工量基本上已经完全压榨了产能，难以在目前高度期待开工率继续走高。而且近期能源化工品种普跌也打压了利润，或影响下一阶段炼厂开工积极性，使得原油库存愈加难以消化。

图 10: 中国原油月度加工量



数据来源：国家统计局，金信期货研究院

图 11: 中国炼厂开工负荷率



数据来源：卓创资讯，金信期货研究院

而以上的种种，最终将导致中国囤油活动放缓，内外油价差已经很明显地反应出中国的库存压力；从最近两个月沙特阿美公布的官价也可以看到远东地区轻质原油升贴水是调降的重灾区，也可以从另一个角度看出重要产油国对远东的未来需求缺乏信心。

图 12：内外油走势比较



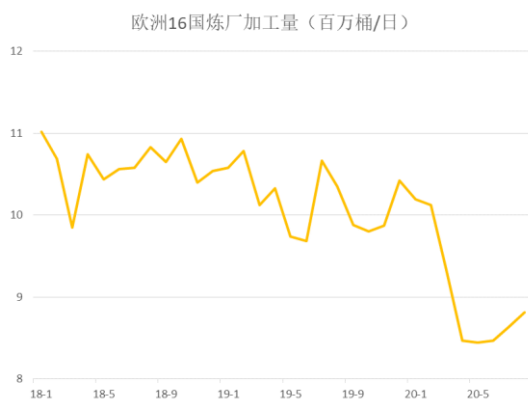
注：按颜色分别为国内原油（K 线），NYMEX WTI 原油，DME 阿曼原油

数据来源：Wind，金信期货研究院

2、国外复苏不及预期，重点关注美国四季度需求进展

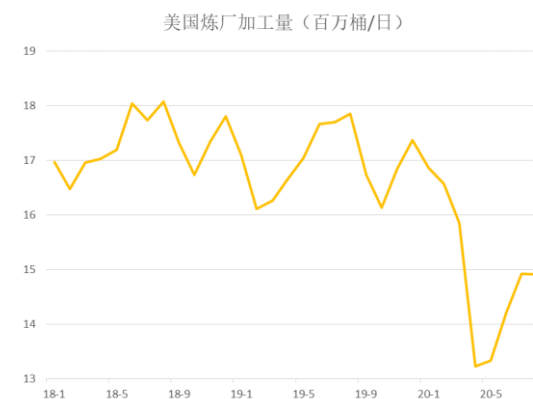
欧美国家在经历了疫情最黑暗的时段后，在 5 月逐步解封，开始了经济重启。在最初的快速复苏后，欧美的复苏节奏逐渐趋缓。根据数据，美国 8 月炼油厂加工量陷入了停滞，1491 万桶/日的加工量甚至还不如 7 月 1492 万桶/日，原油需求复苏陷入僵局。欧洲需求稳步提升，6-8 月炼油厂加工量分别为 847 万桶/日，863 万桶/日，881 万桶/日，月度环比增速小幅递增，但距离平均水准依然相差甚远。欧美终端需求上的复苏较预期偏慢，是近期油价下行的最主要原因。

图 13：欧洲 16 国炼厂加工量（百万桶/日）



数据来源：Wind，金信期货研究院

图 14：美国炼厂加工量（百万桶/日）

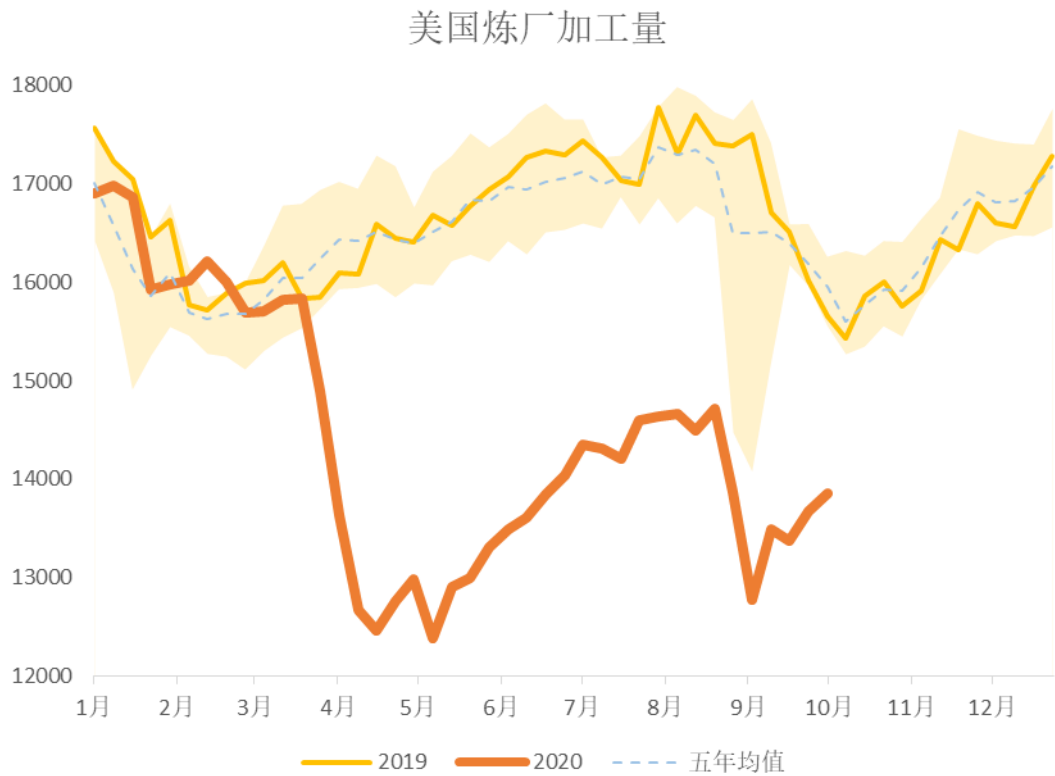


数据来源：Wind，金信期货研究院

美国三季度末是其传统飓风季和炼厂检修季，由于飓风频频光顾，沿岸炼厂会经常关停，

影响开工率，而为了冬季取暖油生产，美国炼厂会在冬季前集中检修，因此在三季度末会出现季节性的加工量下滑。从目前的情形看，今年也已经出现了传统的季节性炼油量大幅下行的情况，且下行的起点远低于往年。所幸随后炼厂加工量没有进一步回落，而是出现了反弹，但距离正常年份仍有相当距离，需关注四季度恢复情况。

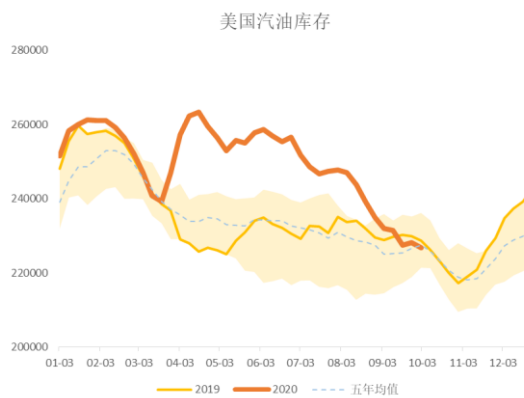
图 15: 美国炼厂加工量 (千桶/日)



数据来源: EIA, 金信期货研究院

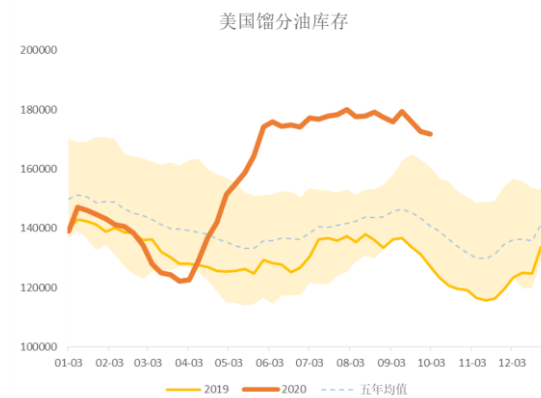
目前的油市氛围是偏悲观的，因为飓风检修季用电量下降已经几成定局，而在这之前市场需求并没有恢复到令人满意的高度。四季度市场将更为关注冬季取暖油的需求量。根据历史规律，美国在冬季炼油会迎来季节性旺季，在当下这个更为关注需求增长点的市场，若炼油量反弹符合甚至超预期将给油市带来强劲动力，反之若炼油量的反弹如三季度飓风季到来前一样低迷，也会反噬油价成为新一轮下跌驱动。

图 16: 美国汽油库存



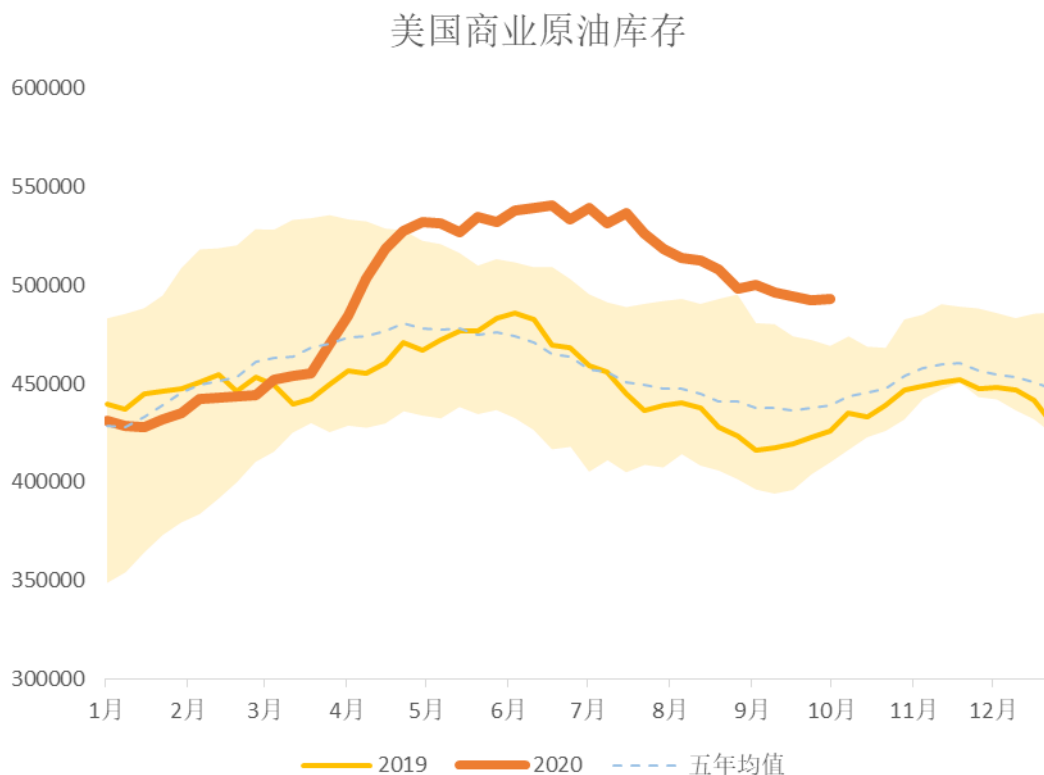
数据来源: EIA, 金信期货研究院

图 17: 美国馏分油库存



数据来源: EIA, 金信期货研究院

图 18: 美国原油商业库存 (千桶)



数据来源: EIA, 金信期货研究院

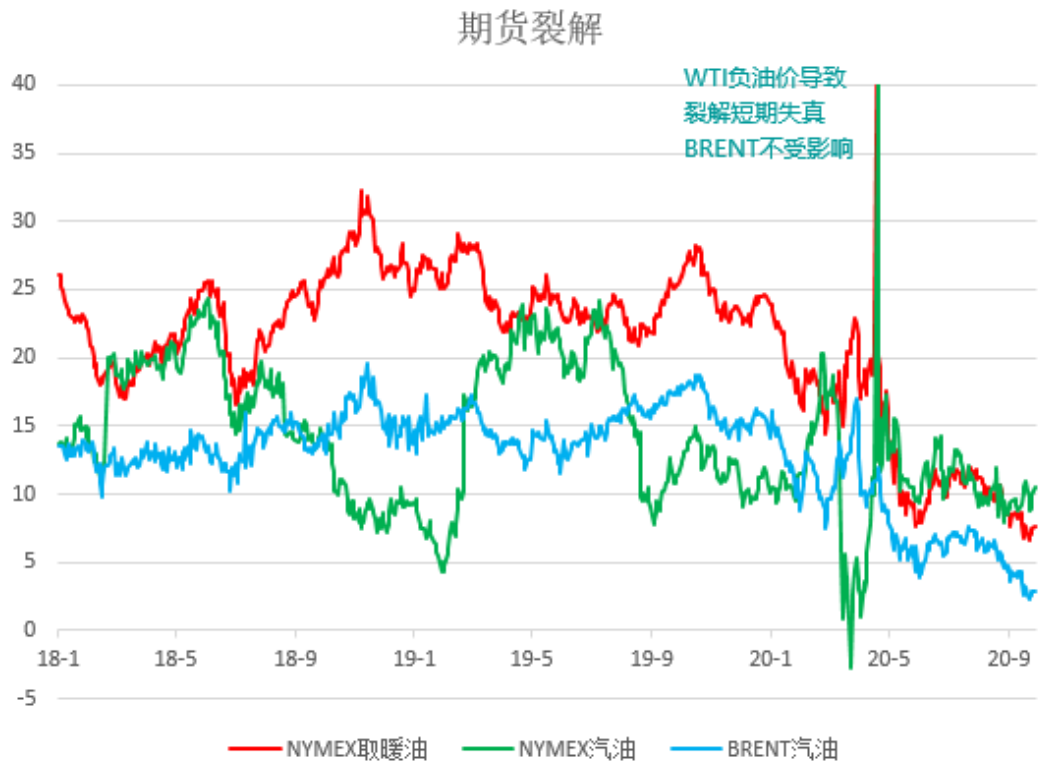
然而持续低迷的裂解价差依然会压制下游炼油活动, 与炼油量会出现季节性的增减不同, 今年疫情爆发以来各油品的裂解价差受到库存增加以及需求不振双重压制, 始终趴在低位。而低位的裂解会限制炼厂的开工动力, 可以预见在没有额外的终端需求驱动下, 低迷的裂解价差会长期持续, 这也是需求被额外关注的原因之一。

图 19: 现货裂解价差



数据来源: Bloomberg, 金信期货研究院

图 20: 期货裂解价差

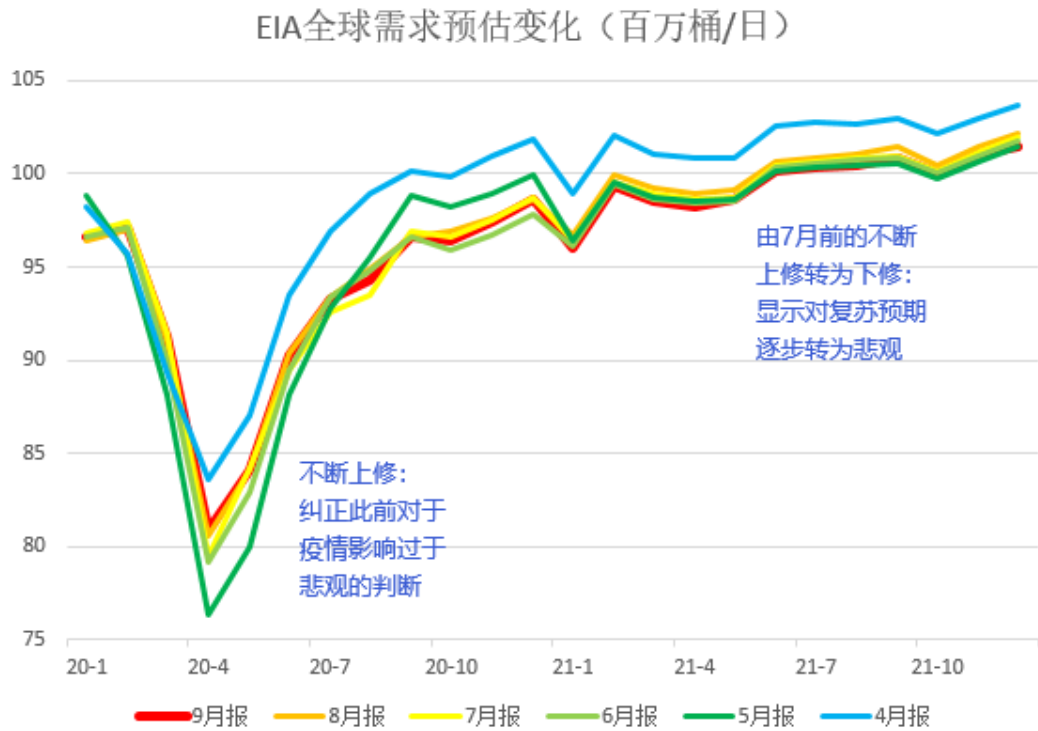


数据来源: Bloomberg, 金信期货研究院

3、总体复苏趋缓，重新下修的需求曲线

根据最新 EIA9 月报预估数据，受疫情影响，今年全球原油需求料受损 8.2%，其中经合组织成员国受损更为严重，达到 10.5%。与 EIA6 月报相比，受损幅度略微减小，而前期油价上涨过程中也已经反应了这部分预期偏差的修正。经过 2、3 季度的快速修复后，目前总体复苏进度趋缓。此外我们注意到随着时间的推移，EIA 对于 2021 年需求预估不断下修，9 月报的预估值创下了 3 个月月报新低，反应出在疫情反复以及美国欧洲中国等重要经济体对刺激政策的推出都比较克制的环境下，需求修复不及预期，并影响到了对未来的展望。

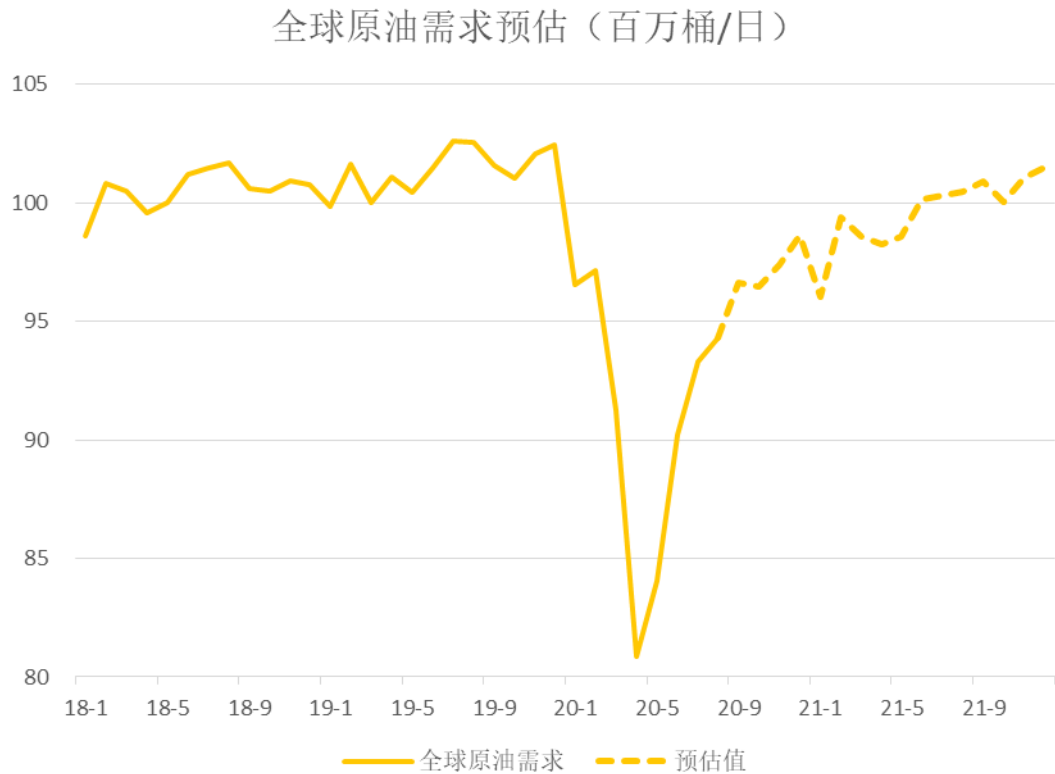
图 21: EIA 全球需求预期值变化



数据来源: EIA, 金信期货研究院

报告	20H1	20Q3	20Q4E	21Q1E	21Q2E	21Q3E	21Q4E
4 月	91.24	98.66	100.88	100.67	101.39	102.81	102.93
5 月	87.83	95.70	99.05	98.22	99.09	100.46	100.63
6 月	89.18	94.94	96.83	98.06	99.11	100.72	100.95
7 月	89.83	94.31	97.63	98.29	99.29	100.83	101.10
8 月	89.92	94.98	97.74	98.64	99.57	101.11	101.36
9 月	90.02	94.75	97.50	98.00	98.98	100.56	100.87

单位: 百万桶/日

图 22: EIA 月报预计全球石油需求 (百万桶/日)


数据来源: EIA, 金信期货研究院

地区		2017	2018	2019	2020E	2021E
OECD	需求	47.497	47.829	47.583	42.592	45.636
	变化		+0.33	-0.25	-4.99	+3.04
非 OECD	需求	51.335	52.724	53.807	50.474	53.962
	变化		+1.39	+1.08	-3.33	+3.49
全球	需求	98.831	100.553	101.391	93.066	99.599
	变化		+1.72	+0.84	-8.33	+6.53

单位: 百万桶/日

三、平衡表

1、随着减产稳定性保持高水准，需求成为了焦点

尽管有部分 OPEC+ 落后份子减产没有完全达标，但 OPEC+ 减产率总体达标且保持稳定，且看上去目前内部协调机制运行良好，短时间协议破裂概率很低。在 OPEC+ 的持续努力下，目前全球原油维持供不应求状态，以消化上半年产生的天量库存。

但目前的去库速度依然慢于预期，随着供应端已经难以进一步削减，为了“增加”供应

缺口，必须在需求端打开更多的新增量。

从目前的视角看，东半球主要需求国中国的炼厂开工率基本难有提升空间。西半球随着疫情持续且欧洲地区出现二次爆发迹象，航空煤油需求在今年内难有起色。汽油需求在美国劳动节后也已遵循传统逐渐下降，在冬季较为值得期待的是取暖油需求。

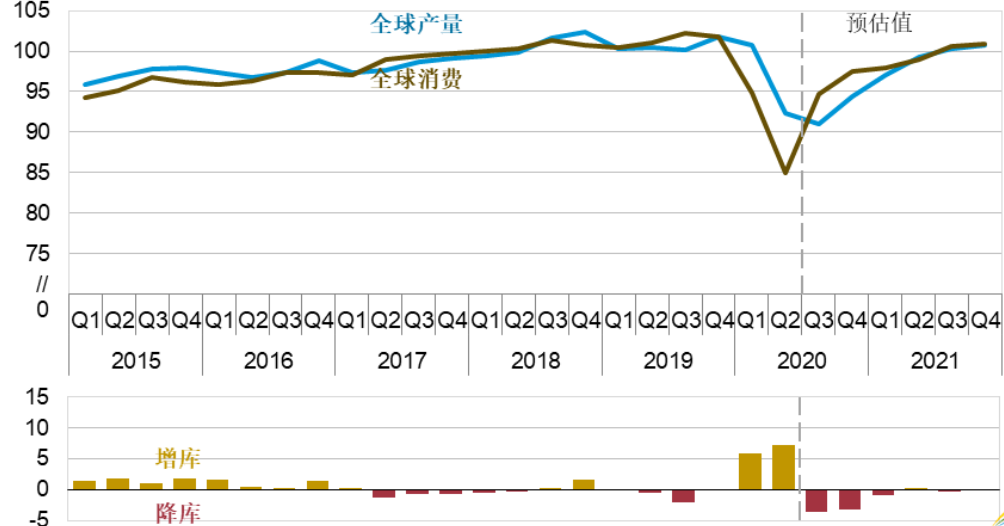
首先取暖油需求是传统季节性需求且受疫情影响较小，其应用不需要出行；其次今年大概率是拉尼娜年，9月10日美国国家海洋和大气管理局(NOAA)周四发布的最新展望报告显示，大气状况也普遍表明拉尼娜现象已经出现。因此，美国国家海洋和大气管理局发布了拉尼娜警报。若拉尼娜活动剧烈会导致美国北部（尤其是西北部和北部平原）气温低于平均水平且降水高于平均水平，或增加相应需求。

根据 EIA 月报预估，今年上半年由于 OPEC+增产以及全球疫情导致的库存增加，直到 2021 年末仍会有 5.13 百万桶/日×91（单季度按 91 天估算）=4.67 亿桶的结余。对于任何商品来说，当库存没有降到对市场有一定紧迫感之前，供应缺口对于市场的推力是极其有限的，就原油而言，还远远未到这一阶段。

图 23: EIA 月报预计全球石油平衡表

全球原油供需平衡表

百万桶/日



来源: EIA9月报



		2019				2020E				2021E			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3E	Q4E	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E
产量	OPEC	35.42	34.94	33.89	34.36	33.55	30.54	28.48	30.50	33.13	34.20	34.27	34.29
	非OPEC	64.92	65.55	66.28	67.38	67.22	61.79	62.55	63.86	63.86	65.09	65.99	66.49
	全球	100.34	100.49	100.17	101.73	100.77	92.33	91.03	94.35	97.00	99.29	100.26	100.78
消费	OECD	47.58	46.97	48.08	47.72	45.28	37.41	43.02	44.67	45.12	44.82	46.20	46.42
	非OECD	52.91	54.03	54.17	54.12	49.69	47.65	51.72	52.83	52.87	54.16	54.36	54.46
	全球	100.49	101.00	102.24	101.84	94.97	85.06	94.75	97.50	98.00	98.98	100.56	100.87
库存影响	全球	-0.15	-0.51	-2.08	-0.11	5.80	7.26	-3.71	-3.14	-1.00	0.31	-0.30	-0.09
		2020年以来累计				5.80	13.07	9.36	6.21	5.22	5.52	5.22	5.13

单位: 百万桶/日

数据来源: EIA, 金信期货研究院

2、小结及展望

我们认为 2020 四季度原油市场的主线依然是脆弱复苏持续去库，但由于总库存依然偏高，去库阶段并不会给原油带来过多的上涨动力。而对于内盘原油而言，会遭受比外盘原油更明显的库存压力，可持续关注上期能源交易所期货库存走势。

短期市场更关注欧洲疫情对需求造成的损害，主要来自于新冠疫情新增人数再度激增

以及美国刺激政策到期后的存续问题和可能由此导致的信用风险问题。

因此宏观方面需关注美国刺激政策到期后新一轮政策进展以及美国大选后政策的变化情况，对内需注意经济货币政策的转变，对外需注意对产油国伊朗委内瑞拉态度的转变。

在油市脆弱复苏期间，OPEC+对于油价的话语权增加，其每一次部长级会议以及正式会议都会为市场关注，尤其是最近一次部长级会议中 OPEC+流露出预期管理的声音，需关注假设出现油价进一步松动时 OPEC+方面的动向。

四季度 OPEC+减产大概率不变，美国产量也大概率难有起色，因此决定油价走向的一个重要因素在于冬季需求的释放情况。而在需求方面，由于中国的需求已经难有上行空间，重点还是会落在欧美这边。美国夏季汽油消费旺季后有一个传统的炼厂检修季，市场对于短期原油需求不好的容忍度会较高，因为历年来都有这么一个规律。而四季度取暖油高峰期是今年美国原油需求复苏的期末考试，在美国经济重启半年后的这个冬季的需求答卷会十分重要，若出现极端情况，旺季落空的下跌行情与传统检修季的下跌行情会有本质性的不同。

综上，我们预计四季度美原油价格非极端假设下，波动区间为 36-46 美元，若疫情、信用风险或者冬季需求等方面出现超预期情况，区间或放大为 20-50 美元。

一个比较直观的能够判断出油市强弱的指标是远近月价差，目前美油、布油、国内原油均为 contango 结构，若能转为 back，则基本确立原油从去库存阶段迈向供不应求阶段。

四、 风险提示

冬季疫情复发风险，美国刺激政策变数

重要声明

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。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

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。