



原油系列报告(十二): 油价为何剧烈波动, 后续将走向何方?

分析师及联系人

- 魏凯

(8621)61118718

weikai1@cjsc.com.cn

执业证书编号:

S0490520080009

- 王岭峰

(8621)61118718

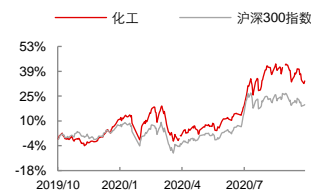
wanglf3@cjsc.com.cn

报告要点

MAIN POINTS OF REPORT

报告日期	2020-10-08
行业研究	深度报告
评级	看好 维持

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

- 《2020三季度化工经营前瞻:曙光已出现,聚氨酯链抢眼》2020-10-08
- 《可选消费品中,缘何纺织服装原料化纤旺季未旺?》2020-09-27
- 《C2&C3系列报告八:市场对乙烷裂解制乙烯的分歧在哪里?》2020-09-24

石油化工

原油系列报告(十二): 油价为何剧烈波动, 后续将走向何方?

● 9 月至今油价持续调整且波动加剧

2020 年 5 月-8 月, 布伦特油价分别上涨 39.81%、16.47%、5.22%和 4.57%。但进入 9 月之后, 国际油价连续 4 月上扬的势头戛然而止, 9 月布伦特和 WTI 原油期货价分别下跌 9.56%和 5.61%。除了价格下跌之外, 布伦特和 WTI 原油期货价格多次出现暴涨暴跌的情况, 波动率明显提升。

● 基本面并无逆转: 减产推进, 需求复苏

不同于上半年油价下跌, 本轮国际原油市场基本面并无较大逆转: **1) 全球原油供给格局仍然偏紧:** 减产协议于 5 月开启, 总体而言, 6-8 月, 除了 7 月 OPEC+和 OPEC 减产执行率为 96%外, 其余月份均超额减产, 另外美国原油产量也受到飓风劳拉较大影响; **2) 需求处于复苏阶段:** 随着经济活动的复苏, 全球原油需求持续好转, Q2 全球需求同比减少 15.82%, 三季度原油需求跌幅已缩窄至 7.98%; **3) 目前并无库存胀库压力:** 美国原油库存虽高于历年同期, 但仍存于下降趋势, 而且目前美国库容利用率为 73.78%, 上半年此数据一度高达 80.54%, 并无胀库压力。

● 油价波动主要由宏观环境动荡引发

基本面并无较大变化, 油价调整主要是近期宏观环境较为动荡, 市场悲观情绪爆发加快油价下跌: **1) 数据显示拜登在第一场电视辩论获取优势,** 而特朗普和拜登在能源领域的政策主张迥异, 拜登倡导可持续发展计划大力发展清洁能源, 相对而言, 拜登政策不利于油价上涨; **2) 美国总统特朗普确诊新冠肺炎的消息在大选即将来临的关键时刻为华尔街注入了更多的不安因素,** 全球大类资产普跌; **3) 美国就业市场情况不容乐观,** 同时纾困谈判困难重重, 特朗普出院后否决了 2.2 万亿经济刺激计划, 市场再度承压。

● 油价走势三段论: 将随库存去化复苏

复盘上一轮库存和油价周期(2014 年-2018 年), 原油库存表现为持续累库—震荡期—持续去库, 对应油价表现为油价下滑—震荡期—油价抬升。目前位于第二阶段, 库存和油价均处震荡期, 自 2020 年三季度开始确定性的持续去库后, 油价将保持稳步提升态势, 预计布伦特原油期货价格四季度有望在 40-50 美元/桶区间震荡, 并随着全球持续去库, 预计 2021 年有望站稳 50 美元/桶以上。

● 投资建议

随着民营大炼化投产并盈利, 民营大炼化一体化带来的价值链重构及业绩中枢提升正逐步被验证, 推荐**恒力石化、荣盛石化、恒逸石化**; 乙烷裂解制乙烯项目收益高, 推荐龙头**卫星石化**; 成长属性凸显的煤化工龙头**宝丰能源**; 油气开采及油服板块在增储上产政策主导下, 油服行业进入新一轮景气周期, 重点关注**杰瑞股份、海油工程、中海油服**等。

风险提示:

1. 疫情控制不及预期;
2. 全球需求显著下滑。

目录

9 月至今油价持续调整且波动加剧	5
基本面并无逆转：减产推进，需求复苏	6
OPEC+减产执行情况良好	6
美国供给收缩明显且难回前期高点	7
需求持续复苏，且库容无胀库压力	9
油价波动主要由宏观环境动荡引发	11
拜登在辩论中取得优势，其政策主张压制油价	11
特朗普确诊疫情，全球大类资产普跌	12
2.2 万亿刺激法案被否，市场再度承压	12
未来油价走势如何？	14
供需重启再平衡之路，拐点将现	14
需求至暗时刻已过	14
供给仍将偏紧	15
供需再平衡减缓累库速度，拐点将现	15
预测：油价或将随库存去化复苏	17

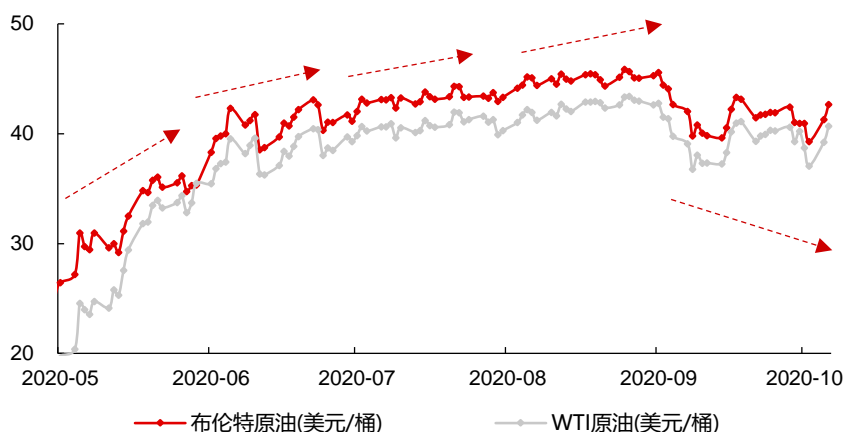
图表目录

图 1: 9 月份至今国际油价持续调整	5
图 2: 9 月后油价涨跌幅扩大	5
图 3: 9 月后油价波动率明显上升	5
图 4: OPEC 减产国协议减产情况	6
图 5: 非 OPEC 减产国协议减产情况	6
图 6: 减产协议执行情况较好	7
图 7: 8 月 OPEC 协议国减产构成情况	7
图 8: 8 月非 OPEC 协议国减产构成情况	7
图 9: 飓风劳拉是自 2008 年以来对墨西哥湾原油产量影响最大的飓风	8
图 10: 美国原油产量维持低位	8
图 11: 美国油气钻机数维持低位	8
图 12: 2020-2021 年美国原油产量连续下降	9
图 13: 相比二季度, 三季度全球原油需求降幅明显缩窄	9
图 14: 中国主营炼厂开工率接近疫情前水平	10
图 15: 山东地炼开工率超过疫情前水平	10
图 16: 美国原油库存持续降低	10
图 17: 美国原油库容无胀库压力	10
图 18: 更多的民众认为拜登赢得第一场电视辩论	12
图 19: 特朗普确诊后, 全球大类资产普遍下跌	12
图 20: 9 月新增非农就业人数低于市场预期	13
图 21: 9 月美国失业率低于市场预期	13
图 22: 2021 年预计全球原油需求将增加 625 万桶/日	15
图 23: 2021 年全球供给增加 425 万桶/日	15
图 24: 2021 年全球供给预计增加 425 万桶/日	15
图 26: 全球原油需求在 4 月下滑幅度最大, 供给自 5 月开始大幅削减	16
图 27: 乐观情境下, 全球供需平衡表	16
图 28: 中性情境下, 全球供需平衡表	17
图 29: 悲观情境下, 全球供需平衡表	17
图 30: 2020 年二季度 OECD 商业库存达到历史高位	18
图 31: 复盘库存和油价周期, 油价触底反弹“三段论”	19
图 32: 中性预测下, 2020 年及 2021 年油价走势分析	19
表 1: 特朗普和拜登的主张在部分领域存在巨大差异	11
表 2: 共和党 and 民主党刺激法案的分歧	13
表 3: GDP 增速-原油需求增速模型预测结果 (考虑疫情调整后)	14

9 月至今油价持续调整且波动加剧

9 月份至今，国际油价停止连续上涨（月度）的势头。2020 年 5 月，OPEC+开启规模为 970 万桶/日的减产，同时各国在疫情之后开启复工复产，隔离措施趋弱，全球原油供需格局边际好转，国际油价持续复苏，2020 年 5 月-8 月，布伦特原油期货价格分别上涨 39.81%、16.47%、5.22%和 4.57%。但进入 9 月之后，国际油价连续 4 个月上涨的势头戛然而止，9 月布伦特和 WTI 原油期货价分别下跌 9.56%和 5.61%，从 9 月至 10 月 6 日，布伦特和 WTI 原油期货价分别下跌 5.81%和 4.55%。

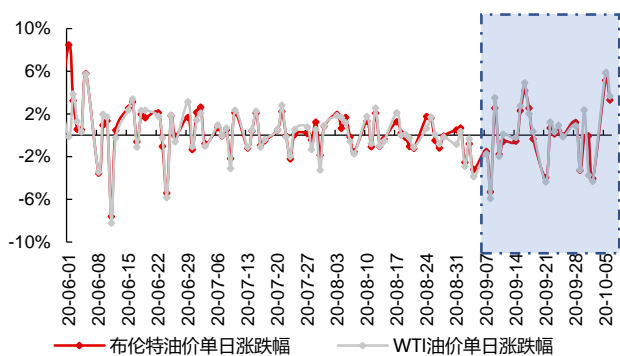
图 1：9 月份至今国际油价持续调整



资料来源：Wind，长江证券研究所

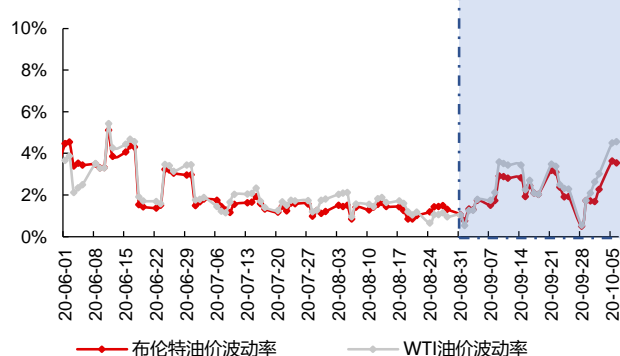
除了价格下跌之外，国际油价的波动率也明显提升。进入 9 月以后，国际宏观环境动荡，部分国家疫情再起，全球确诊增速重新抬头，大类资产价格在联动性增强的同时共振幅度加大，自 6 月份以来，布伦特和 WTI 原油期货价格 9 月份出现暴涨暴跌的次数最多，波动率明显提升。

图 2：9 月后油价涨跌幅扩大



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：9 月后油价波动率明显上升



资料来源：Wind，长江证券研究所

9 月之后，为何国际油价一改之前涨势，并且波动加剧？未来油价走势将迈向何方？这就是本文撰写的初衷。

基本面并无逆转：减产推进，需求复苏

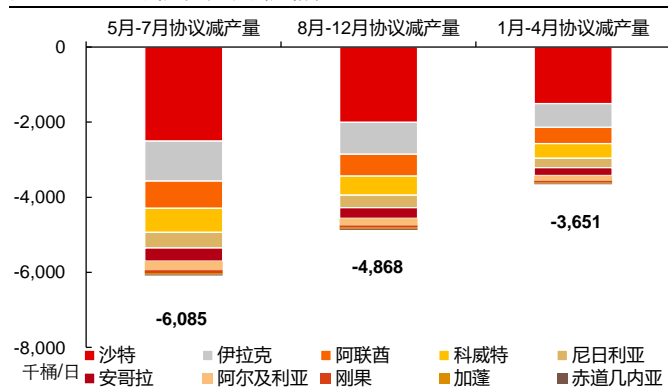
上半年油价发生暴跌，主要是源于原油基本面各方面利空叠加：1) OPEC+取消减产协议；2) 页岩革命后美国原油产量持续增长，周产量一度超过 1,300 万桶/日；3) 新冠疫情在全球爆发，原油需求受到严重影响；4) 供需恶化后原油库存升至历史新高，面对胀库压力，WTI 油价一度跌至负区间。

那么本次油价下跌并且波动加剧，基本面是否类似上半年发生逆转？

OPEC+减产执行情况良好

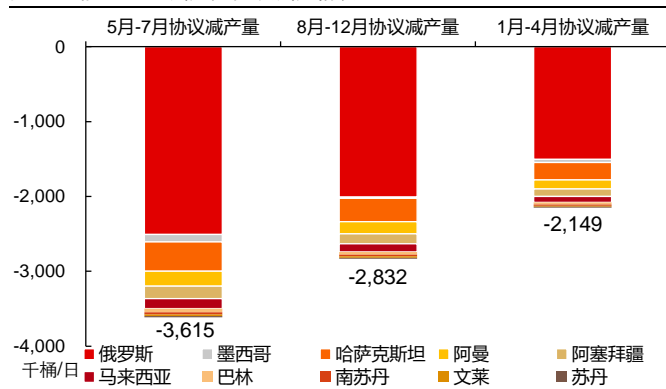
OPEC+减产协议执行后将大幅削减全球原油供给。随着 2020 年 4 月 12 日 OPEC+达成历史性的石油减产协议，OPEC+协议国将在 2020 年 5 月-7 月减产 9,700 千桶/日、2020 年 7 月-12 月减产 7,700 千桶/日、2021 年 1 月-4 月减产 5,800 千桶/日。对应 5 月至 7 月 OPEC 协议国将减产 6,085 千桶/日，非 OPEC 减产 3,615 千桶/日。其中 OPEC 中沙特、伊拉克、阿联酋及科威特以及非 OPEC 中的俄罗斯贡献了主要减产量。

图 4：OPEC 减产国协议减产情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

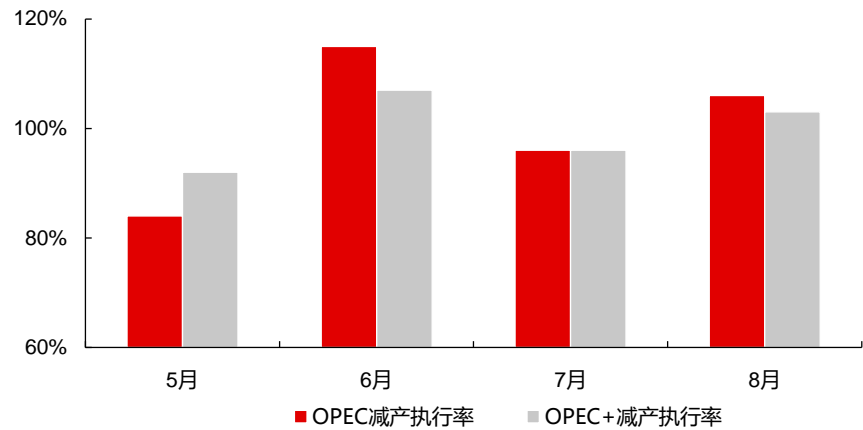
图 5：非 OPEC 减产国协议减产情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

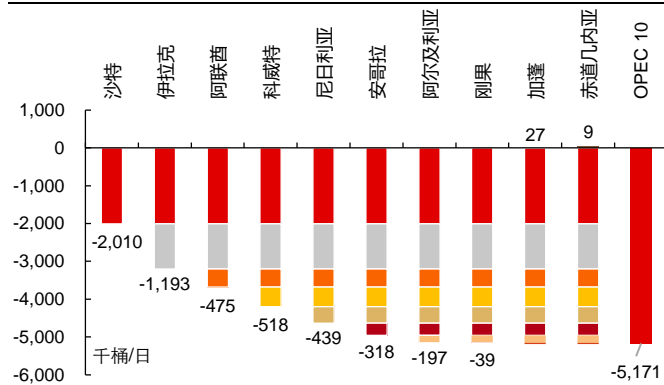
虽然内部执行情况有所分化，总体而言 OPEC 协议国和非 OPEC 较好执行了减产协议。减产协议于 5 月开启，5 月份沙特超额 37% 完成减产；俄罗斯减产执行率达到 93%；而作为 OPEC 第二大产油国的伊拉克仅减产 64%，尼日利亚、安哥拉和哈萨克斯坦等国执行率也较低。这些成员国未能履约减产引起了沙特和俄罗斯的不满，6 月份 OPEC 会议+中，这些国家同意在未来进一步减产以抵消此前超出的产量，并且延长 970 万桶/日减产至 7 月末。总体而言，6 月份至 8 月份减产协议执行情况较好，除了 7 月份 OPEC+ 和 OPEC 减产执行率为 96% 外，其余月份均超额减产。

图 6：减产协议执行情况较好



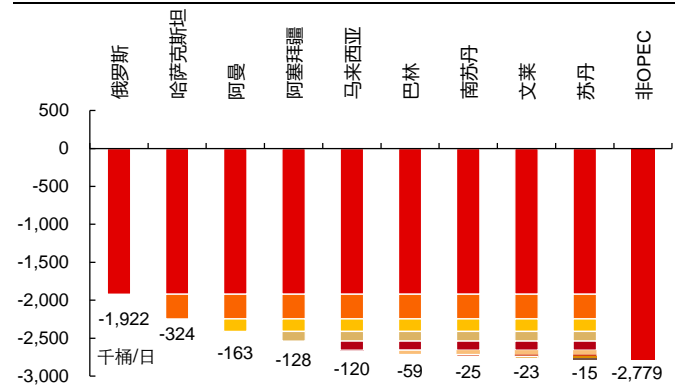
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 7：8 月 OPEC 协议国减产构成情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：8 月非 OPEC 协议国减产构成情况

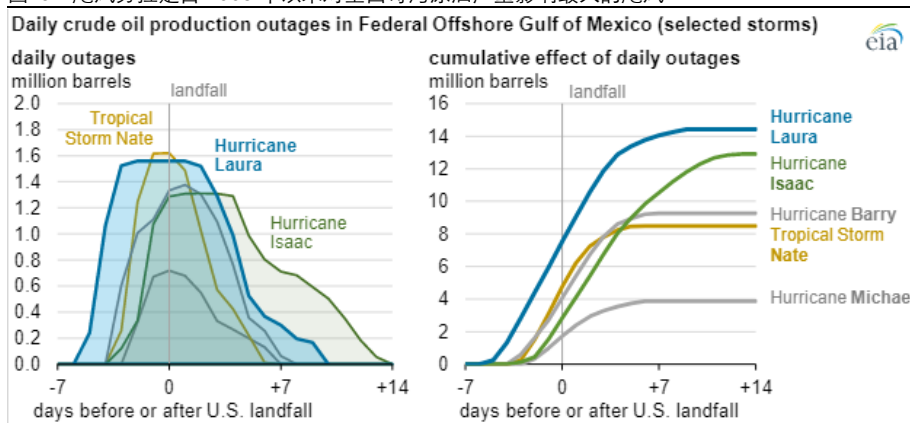


资料来源：Wind，长江证券研究所

美国供给收缩明显且难回前期高点

飓风劳拉对美国原油产量造成了较大影响。飓风劳拉在 15 天的时间里使墨西哥湾的原油产量减少了约 1,440 万桶,这是自 2008 年古斯塔夫飓风以来的最大影响。在高峰期,飓风迫使所有 16 台动态定位的钻机和 12 台非动态定位的钻机中的 11 台撤离。墨西哥海湾存在 643 个海上生产平台,飓风来临后,没有人员来监督和管理这些平台,油井操作员就关闭原油生产。8 月 25 日,即劳拉飓风登陆前两天,墨西哥湾的联邦离岸生产停产达到了 156 万桶的日高点,相当于该地区 2019 年日均原油产量减少了 84%。

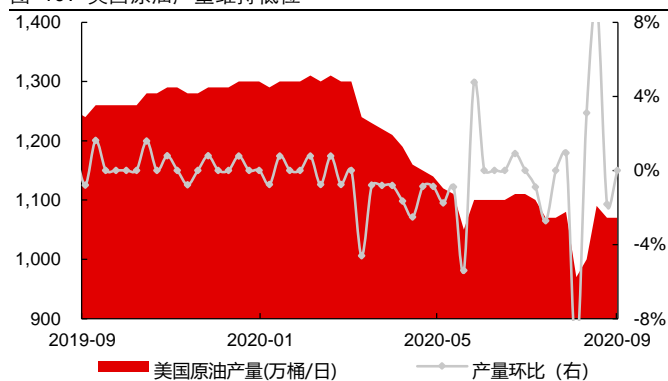
图 9：飓风劳拉是自 2008 年以来对墨西哥湾原油产量影响最大的飓风



资料来源：EIA，长江证券研究所

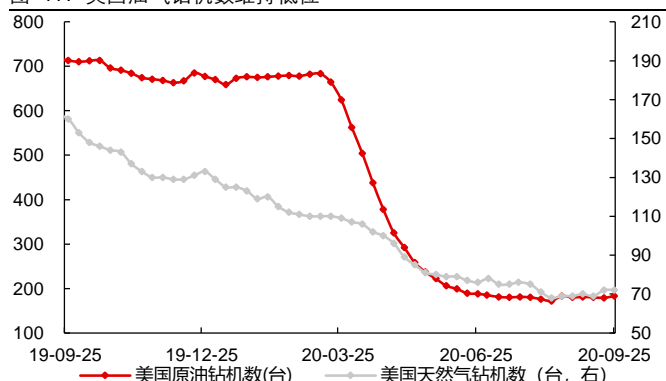
最新一周美国的原油产量为 1,070 万桶/日，与 2020 年高点相比减少了 240 万桶/日。受疫情影响，自 3 月 13 日美国宣布进入“国家紧急状态”以来，每周公布的原油产量数据曾连续十一周呈减少趋势，随后六周小幅上升相对稳定。近期大幅下降主要源于飓风劳拉导致海洋石油产量大幅下降。从油气钻机数量看，美国原油钻机数仍然处于历史低位水平，虽然最近两周环比略有增加（分别增加 4 台和 6 台），但目前 189 台距离年内高点（683 台）仍有较大差距，这也预示着美国原油产量短期难以回到前期高位。

图 10：美国原油产量维持低位



资料来源：Wind，长江证券研究所

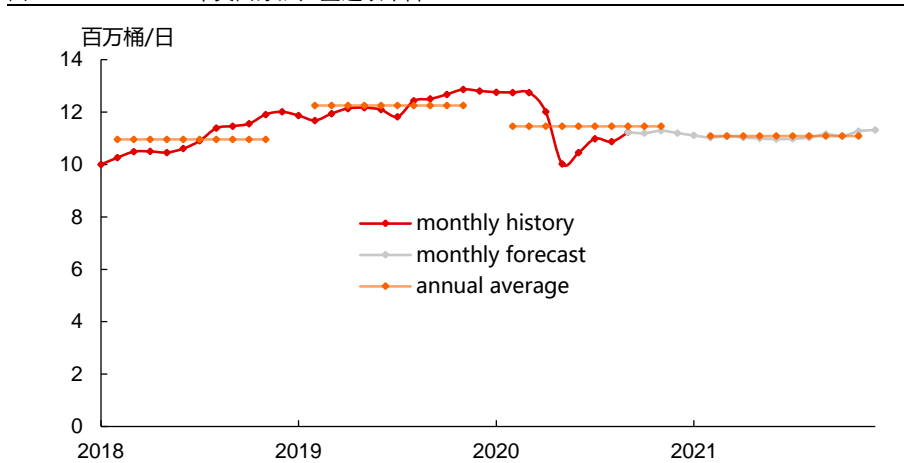
图 11：美国油气钻机数维持低位



资料来源：Wind，长江证券研究所

美国 2020 年和 2021 年原油产量将分别减少 80 万桶/日和 36 万桶/日。自 2016 年后，美国原油产量连续增长，2019 年达到 1,225 万桶/日，但今明两年产量或将减少。根据 EIA 最新月报预测，2020 年和 2021 年，美国原油产量将分别减少 80 万桶/日和 36 万桶/日至 1,145 万桶/日和 1,109 万桶/日。在油价短期难回高位前（60 美元/桶以上），美国原油供给收缩明显。

图 12：2020-2021 年美国原油产量连续下降

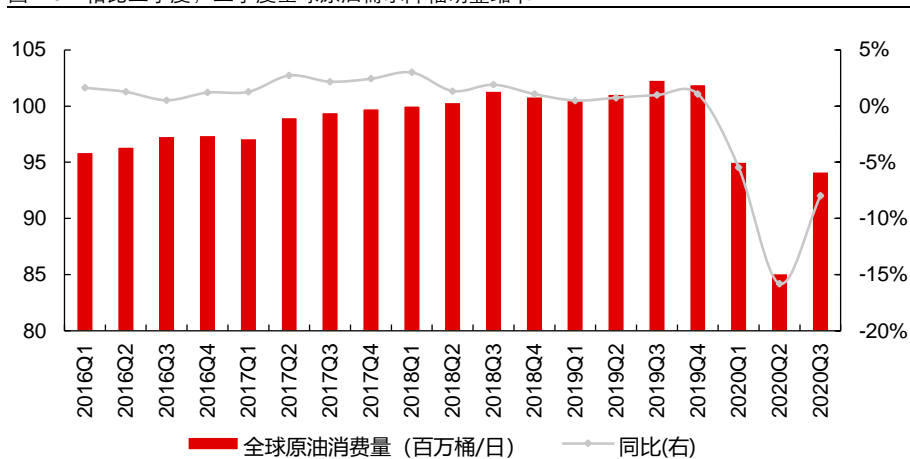


资料来源：EIA，长江证券研究所

需求持续复苏，且库容无胀库压力

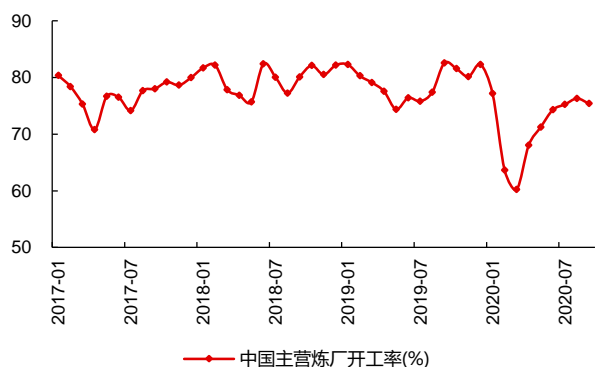
随着经济活动的复苏，全球原油需求持续好转，三季度相比二季度明显改善。随着经济活动的开启，全球原油需求也在持续复苏：虽然受到疫情反复影响，但美国最新周度原油需求达到 1,285 万桶/日，较 4 月第一周需求最低点已回升 106 万桶/日；另外中国原油加工量明显改善，主营炼厂开工率接近疫情前水平，山东地炼开工率甚至创造新高。根据 EIA 最新月报披露，二季度全球原油需求同比减少 15.82%，三季度原油需求跌幅已缩窄至 7.98%。

图 13：相比二季度，三季度全球原油需求降幅明显缩窄



资料来源：EIA，长江证券研究所

图 14：中国主营炼厂开工率接近疫情前水平



资料来源：Wind，长江证券研究所

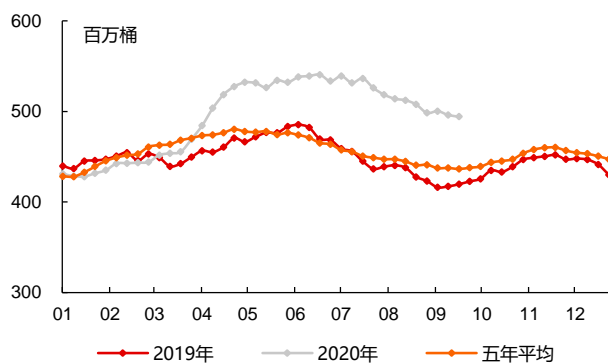
图 15：山东地炼开工率超过疫情前水平



资料来源：Wind，长江证券研究所

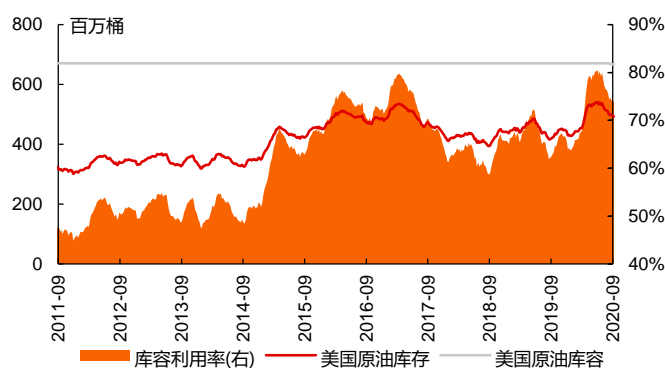
美国原油库存虽高于历年同期，但仍存于下降趋势，且库容无胀库压力。随着需求的复苏，美国原油库存处于去库阶段，虽然高于历年同期，但较年内高点已经减少 4,829 万桶。另外，4 月份 WTI 原油期货价格一度跌至负区间，部分原因是市场担忧有限的库容无法容纳过剩的原油供给。目前美国原油库容利用率为 73.78%，上半年此数据一度高达 80.54%，因此库容并无胀库压力。

图 16：美国原油库存持续降低



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 17：美国原油库容无胀库压力



资料来源：Wind，长江证券研究所

油价波动主要由宏观环境动荡引发

通过前文分析，我们发现本轮油价下跌和上半年存在本质区别：在全球原油供给格局仍然偏紧、需求处于复苏阶段并且并无库容胀库压力情况下，国际油价调整主要是近期宏观环境较为动荡，市场悲观情绪集中爆发，进而加快了油价的下跌。

拜登在辩论中取得优势，其政策主张压制油价

特朗普和拜登在能源领域的政策主张迥异，相对而言，拜登政策不利于油价上涨。在当前割裂性更强的美国社会环境下，两党竞选人在诸多领域给出了截然不同的政策主张。众所周知，特朗普的能源核心政策就是大力发展化石能源，以实现美国能源独立，促进经济和就业；特朗普不承认全球变暖的事实，忽视清洁能源的发展；油、煤、钢作为特朗普的三大票仓，政策不会有变。而拜登倡导可持续发展计划，最重要的就是大力发展清洁能源。另外，拜登政府倾向于重新进行伊朗核谈判，并可能放松对伊朗出口石油的制裁。这在一定程度上压制了市场对未来油价上涨的预期。

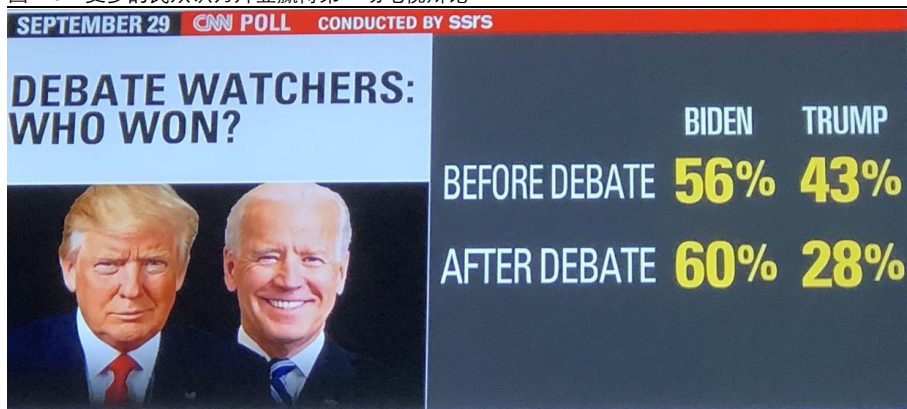
表 1：特朗普和拜登的主张在部分领域存在巨大差异

	特朗普	拜登
税收	推行税制改革立法，大范围减税	加大对富人征税，减免中产阶级税收
能源	废除清洁能源计划	推进清洁能源使用，限制化石类能源
金融	放松监管	加大监管
军事	加强军事实力，退出伊核协定	回归奥巴马伊朗无核化和核不扩散条约
贸易	反对自由贸易，退出TPP，对中国和欧盟开展贸易战	反对征税，但可能重建以美国为主导的贸易规则；支持太平洋伙伴关系协定

资料来源：Wind，长江证券研究所

数据显示拜登在第一场电视辩论获取优势，国际油价承压。9月末美国进行了大选的第一场电视辩论，这场辩论持续了接近两个小时，场面总体来说极其混乱。首场总统辩论中，特朗普攻击性十足，但发言逻辑较为混乱；拜登则稳扎稳打、表现超出预期。民众希望大选候选人在辩论中公正的展开辩论，表达清楚立场，同时接受对方的质问也是一种检验，但特朗普似乎不愿意接受质疑和挑战，观众们进而降低对特朗普的信任感。数据显示，更多的美国民众认为拜登赢得了此次电视辩论。而基于特朗普和拜登的主张，拜登获胜对油价产生了一定的压制作用，当天国际油价弱势下跌。

图 18：更多的民众认为拜登赢得第一场电视辩论

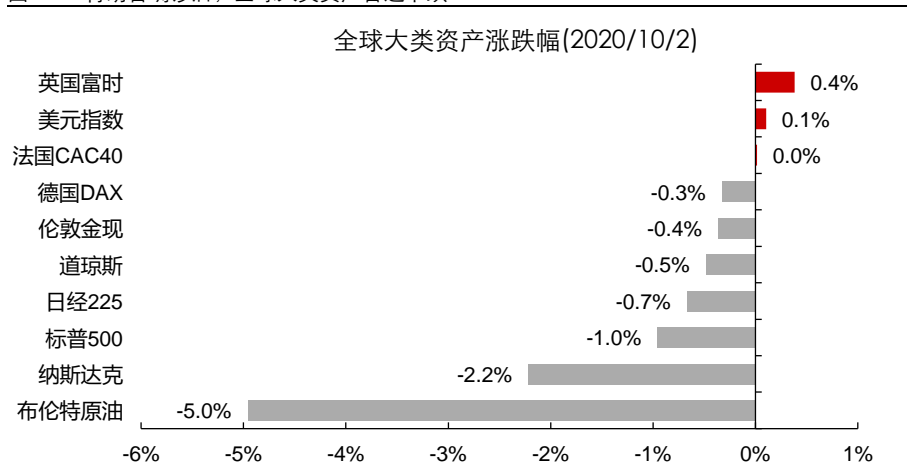


资料来源：CNN，长江证券研究所

特朗普确诊疫情，全球大类资产普跌

美国总统特朗普确诊新冠肺炎的消息在大选即将来临的关键时刻为华尔街注入了更多的不安因素。10月2日，特朗普通过社交媒体证实自己和夫人新冠检测呈阳性，并将立即开始隔离。此前，特朗普的高级女助理新冠病毒检测结果呈阳性。特朗普新冠病毒检测呈阳性消息传出后，金融市场迅速反应，全球风险资产闻讯大跌，道琼斯工业平均指数期货、标准普尔 500 指数期货、纳斯达克 100 指数期货均现下滑；布伦特原油期货当天大跌 5%。

图 19：特朗普确诊后，全球大类资产普遍下跌



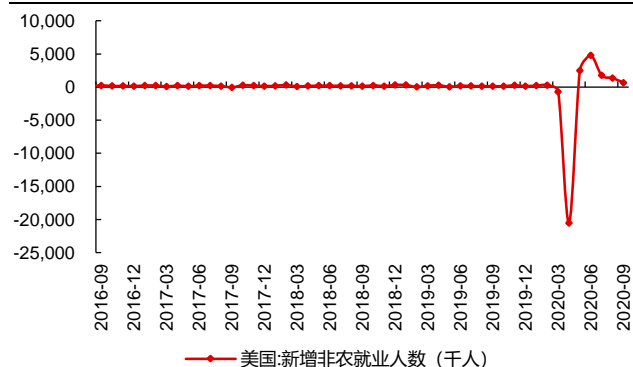
资料来源：Wind，长江证券研究所

2.2 万亿刺激法案被否，市场再度承压

市场情绪低迷，美国就业市场情况也不容乐观。美国劳工部公布的 9 月非农就业报告显示，在第三季度的最后一个月，美国就业增长逊于市场预期，失业率却比市场预期更快下降。9 月非农就业报告显示：新增非农就业人数为 66.1 万，较市场预期的 86.8 万少增 20.7 万，不到 8 月新增人数 137.1 万的一半。9 月失业率为 7.9%，低于市场预期的 8.2%，继 8 月之后再度超预期下降，8 月从 7 月的 10.2% 降 8.4%。失业率回落在于劳动参与率从 61.7% 降至 61.4%，69.5 万人退出就业市场。从就业市场数据可

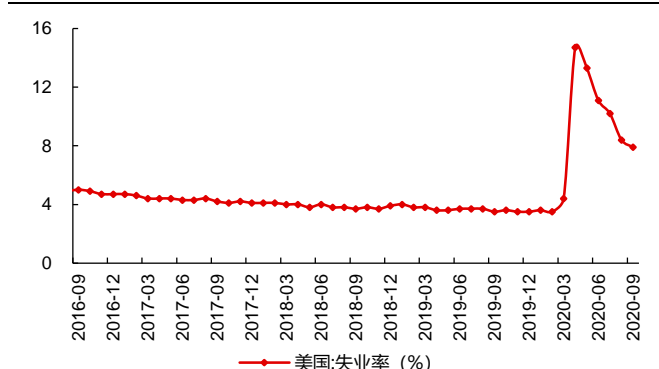
以发现，虽然美国经济复苏仍在继续，但速度有所放缓，部分原因是政府刺激措施已大幅减弱。

图 20：9 月新增非农就业人数低于市场预期



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 21：9 月美国失业率低于市场预期



资料来源：Wind，长江证券研究所

纾困计划的谈判同样困难重重，特朗普出院返回白宫后，否决了民主党的 2.2 万亿经济刺激计划。10 月 1 日晚间，民主党执掌的众议院通过 2.2 万亿美元纾困计划，该法案将包括向美国人直接发钱、“薪资保护计划” (Paycheck Protection Program) 小企业贷款以及对航空公司的援助等。美国财政部长姆努钦 9 月 30 日推出的共和党版本经济刺激计划包含 1.6 万亿美元，民主党人认为该方案“不全面”。针对新一轮经济刺激方案的谈判已历经数月，但因两党对援助总额等存在较大分歧，至今仍未达成一致。最初寻求 3.4 万亿元救助法案的佩洛西和舒默，后来将其要求缩减至 2.2 万亿元。特朗普出院后叫停了 2.2 万亿美元刺激法案谈判，美联储主席警告称，若没有足够的政府援助，经济复苏将软。出于市场的担忧，布伦特原油期货价格当天下跌 1.17%。

表 2：共和党和民主党刺激法案的分歧

单位：美元	共和党	民主党
总规模	1.6 万亿	2.2 万亿
州和地方补助	2500 亿	4360 亿
学校补助	1500 亿	2250 亿
邮寄补助	100 亿	250 亿
新冠病毒检测	750 亿	750 亿

资料来源：CNN，长江证券研究所

未来油价走势如何？

供需重启再平衡之路，拐点将现

需求至暗时刻已过

我们在前期原油系列报告之十《疫情当下，全球原油需求到底减少多少？》中对 2020 年全年及各季度需求进行不同情境下测算，按照此法根据最新数据，乐观、中性和悲观情境下预计 2020 年全球原油需求同比减少 772 万桶/日、833 万桶/日和 936 万桶/日。我们预计中性情形发生的概率较大，2020 年 Q1-Q4 原油需求同比分别减少 598 万桶/日、1,739 万桶/日、714 万桶/日和 280 万桶/日，2020 年全球原油需求同比减少 833 万桶/日。

修正后三种情形下全球原油需求下滑测算如下：

乐观情形下，假设 Q3 和 Q4 原油需求仅受到经济增速而不再受到疫情引起的额外管控措施的影响，Q1-Q4 原油需求分别同比减少 598 万桶/日、1,739 万桶/日、714 万桶/日和 36 万桶/日，2020 年全球原油需求同比减少 772 万桶/日。

中性情形下，Q1-Q4 原油需求分别同比减少 598 万桶/日、1,739 万桶/日、714 万桶/日和 280 万桶/日，2020 年全球原油需求同比减少 833 万桶/日。

悲观情形下，Q1-Q4 原油需求分别同比减少 598 万桶/日、1,739 万桶/日、714 万桶/日和 695 万桶/日，2020 年全球原油需求同比减少 936 万桶/日。

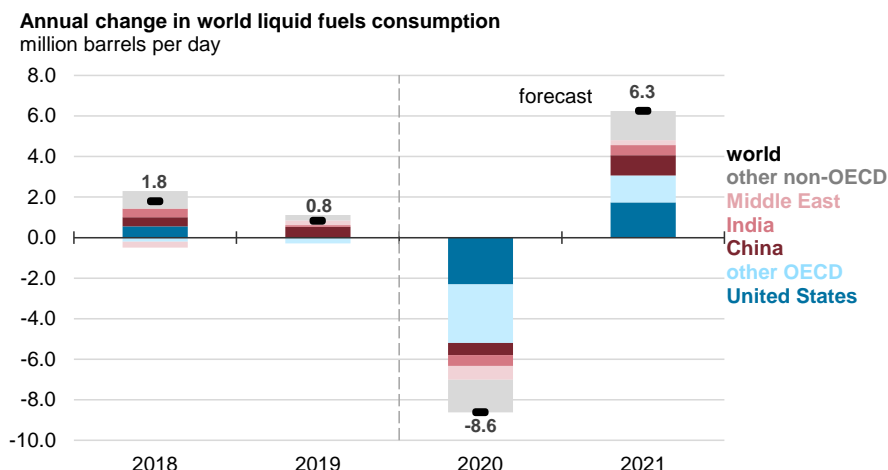
表 3：GDP 增速-原油需求增速模型预测结果（考虑疫情调整后）

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020
乐观假设					
全球原油消费量（万桶/日，疫情调整后预测值）	9,277	8,117	9,339	10,043	9,197
同比减少（万桶/日）	-598	-1,739	-714	-36	-772
中性假设					
全球原油消费量（万桶/日，疫情调整后预测值）	9,277	8,117	9,339	9,799	9,136
同比减少（万桶/日）	-598	-1,739	-714	-280	-833
悲观假设					
全球原油消费量（万桶/日，疫情调整后预测值）	9,277	8,117	9,339	9,384	9,033
同比减少（万桶/日）	-598	-1,739	-714	-695	-936

资料来源：Google, Wind, OPEC, EIA 等，长江证券研究所

根据 EIA 最新月报预测，2020 年全球原油需求减少 862 万桶/日，明年则会增加 625 万桶/日。EIA 最新月报披露，2020 年全球原油需求减少 862 万桶/日，其中 OECD 需求减少 519 万桶/日，非 OECD 减少 342 万桶/日；分国家来看，美国减少最多达到 231 万桶/日，中国和印度分别减少 60 万桶/日和 54 万桶/日。2021 年随着经济的复苏，全球原油需求将增加 625 万桶/日，其中 OECD 贡献增量 306 万桶/日，非 OECD 增加 319 万桶/日；分国家来看，美国将增加 174 万桶/日，中国和印度将分别增加 100 万桶/日和 50 万桶/日。

图 22：2021 年预计全球原油需求将增加 625 万桶/日



Source: U.S. Energy Information Administration, Short-Term Energy Outlook, October 2020

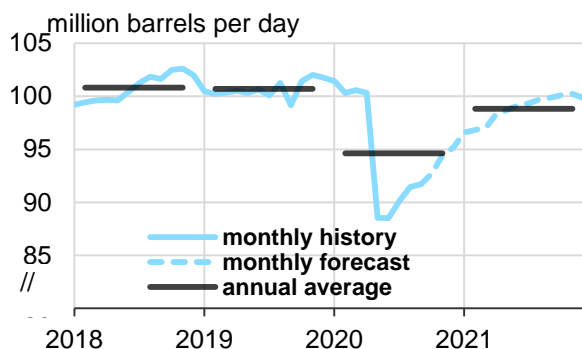


资料来源：EIA，长江证券研究所

供给仍将偏紧

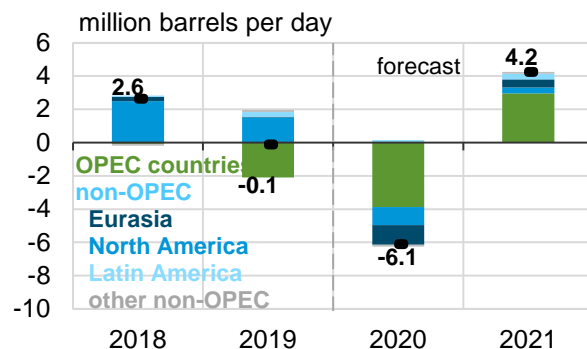
虽然 2021 年原油供给端边际有所放松，但产量或仍低于 2020 年。EIA 预测，2020 年全球原油产量显著降低，同比将减少 610 万桶/日，其中 OPEC 协议国减少 387 万桶/日，俄罗斯和美国分别减少 101 万桶/日和 80 万桶/日。到 2021 年，虽然供给端边际放松（同比增加 425 万桶/日），但相比于 2019 年仍然减少 186 万桶/日。2021 年增加的产量主要来自于 OPEC 协议国、俄罗斯和巴西，分别将增加 296 万桶/日、41 万桶/日和 32 万桶/日。

图 23：2021 年全球供给增加 425 万桶/日



资料来源：EIA，长江证券研究所

图 24：2021 年全球供给预计增加 425 万桶/日

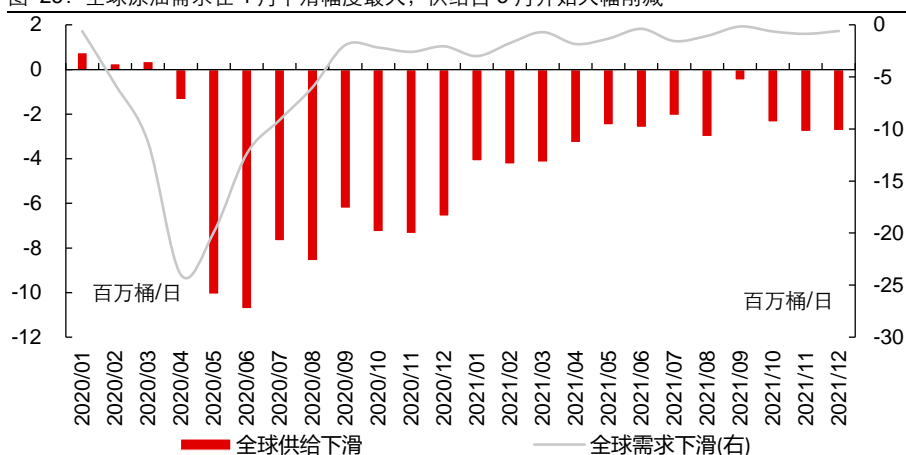


资料来源：EIA，长江证券研究所

供需再平衡减缓累库速度，拐点将现

原油供需再平衡于 2020 年 5 月开始。根据 EIA 数据，疫情导致全球原油需求在 4 月下跌幅度最大，同比下滑将近 2,400 万桶/日，之后原油需求同比下滑幅度放缓。而随着 OPEC+ 减产协议自 5 月开始执行，全球原油产量将从 5 月开始大幅下滑，6 月产量同比削减将达到峰值。因此，全球供需平衡表于 5 月开始暴力再平衡，在 6 月份达到顶峰。

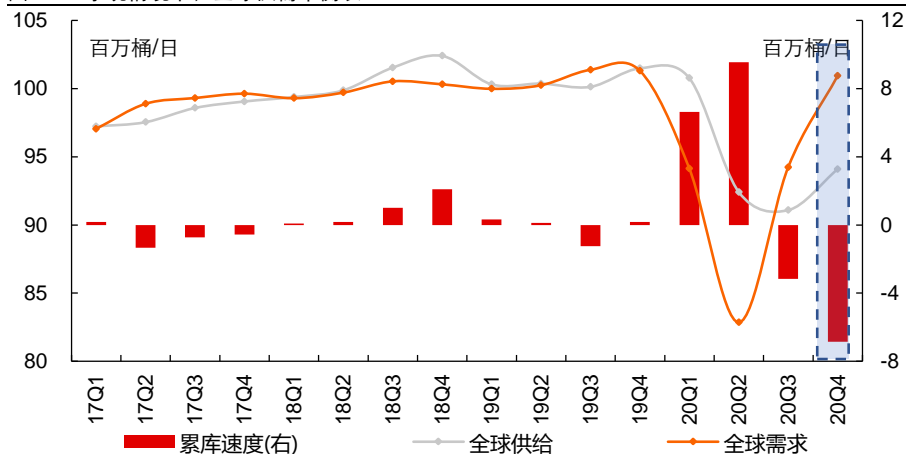
图 25: 全球原油需求在 4 月下滑幅度最大, 供给自 5 月开始大幅削减



资料来源: EIA 等, 长江证券研究所

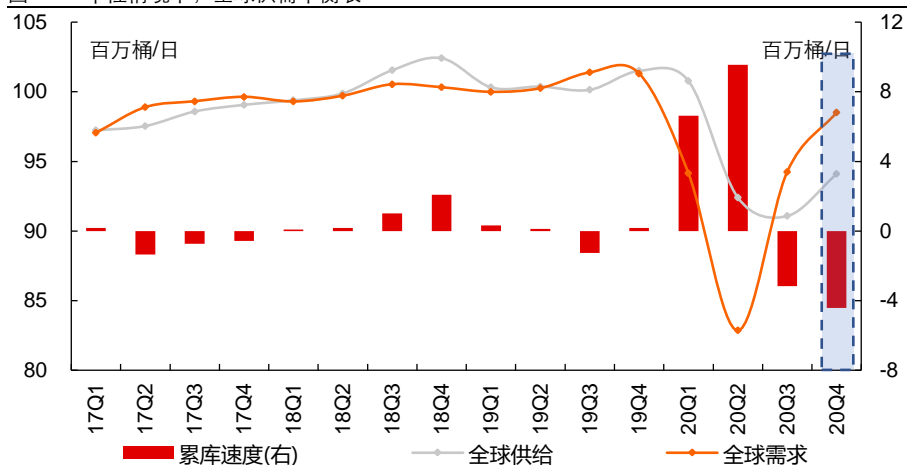
根据不同情境下对全球原油需求端和供给端分析, 我们认为中性情形最可能发生, 全球原油市场将于 2020 年三季度开始去库。基于上述我们对全球原油供给和需求分析, 不论在何种情境下, 2020 年二季度随着复工的持续和供给的不断削减, 供需平衡表将发生暴力再平衡, 全球原油在 2020 年三季度开始去库, 而在悲观情境下, 全球原油在 2020 年四季度去库速度趋缓。基于上述基本面的分析, 我们认为中性情形最可能发生, 全球原油将于 2020 年三季度开始去化库存, 三季度和四季度的去库速度分别为 31.6 万桶/日和 44.1 万桶/日。

图 26: 乐观情境下, 全球供需平衡表



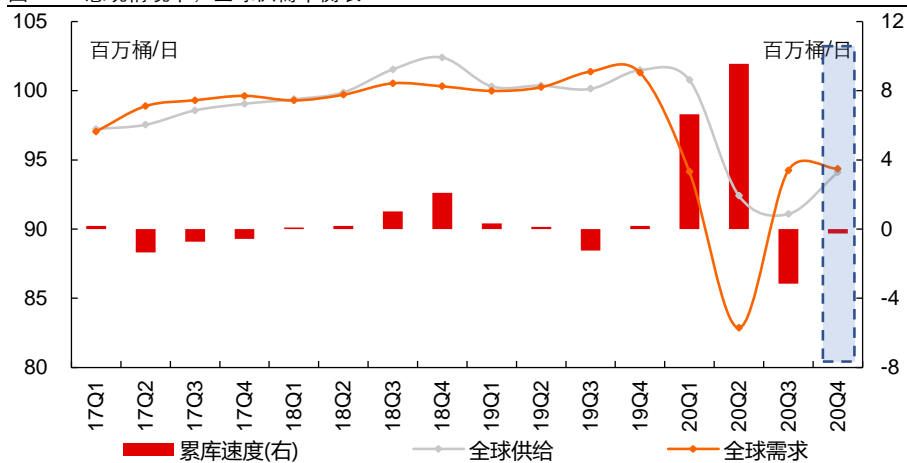
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 27：中性情境下，全球供需平衡表



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 28：悲观情境下，全球供需平衡表

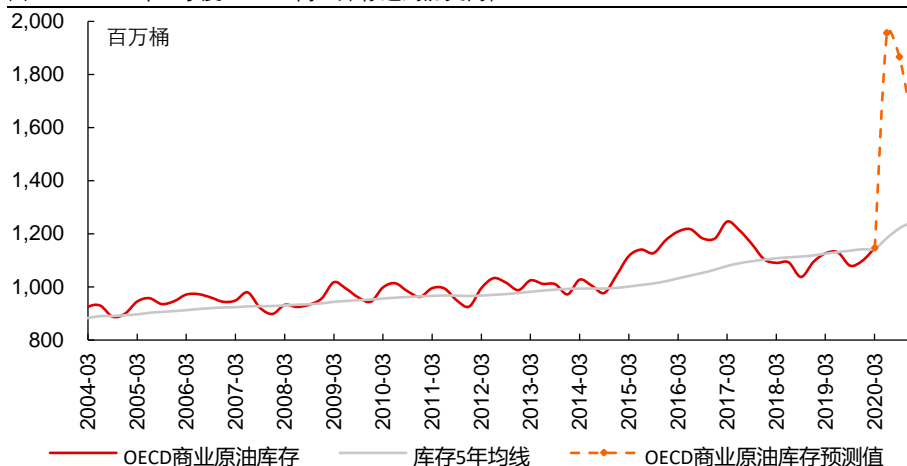


资料来源：Wind，长江证券研究所

预测：油价或将随库存去化复苏

OECD 商业库存于二季度达到历史高位。前述中性情境下，2020Q2、2020Q3、2020Q4 全球原油累库速度分别为 955 万桶/日、-31.6 万桶/日以及 -44.1 万桶/日（负数表示去库），在 IEA 公布的 2020 年一季度末的 OECD 商业库存量基础上，去除全球原油海上浮仓的增加，预计 2020Q2 的 OECD 库存将达到历史高位，2020Q3 和 2020Q4 的原油商业库存将持续下滑，不过仍显著高于 5 年均线。

图 29：2020 年二季度 OECD 商业库存达到历史高位



资料来源：IEA，长江证券研究所

油价走势三段论：库存表现为持续累库—震荡期—持续去库，对应油价表现为油价下滑—震荡期—油价抬升，目前库存处于累库至最高位前，对应油价将提前出现反弹。复盘上一轮(2014 年-2018 年)库存和油价周期可知，尽管本轮全球原油供需格局相比上一轮油价触底反弹的供需格局不尽相同，但可以通过对库存周期的分析来研判未来油价的走势。

(一) 持续累库—油价下滑：随着全球原油持续过剩（美国页岩革命成功推动原油产量爆发式增长、OPEC 为提升市场份额增产原油、伊朗制裁解除导致原油大量出口），市场进入累库周期，对应油价持续下滑至历史相对低位。不过在油价触及低位后，虽然政策性驱动的 OPEC 原油产量保持增长，但是市场化驱动的美国原油产量持续下滑，即低油价背景下高成本供给将被驱逐出市场。因此，原油累库至最高位前，油价将出现触底反弹。**对比本轮周期：**同样是全球原油持续过剩（疫情蔓延导致原油需求创纪录下滑、OPEC+减产协议破裂下沙特等国家增产原油），市场进入累库周期，油价跌至历史低位。不过在油价触底后，市场化驱动的美国原油产量下滑显著，且叠加过低油价导致 OPEC+产油国相比上一轮提前进入主动减产模式，油价提前进入第一阶段的尾声。

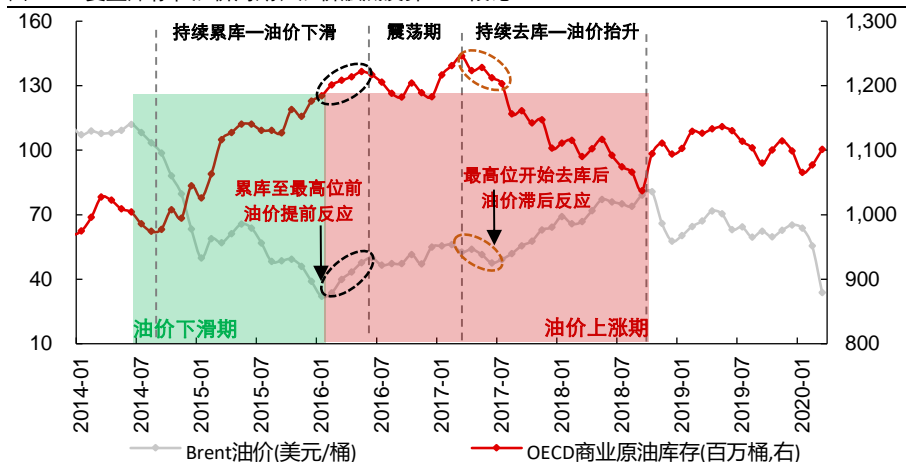
(二) 震荡期：随着油价触底反弹，部分相对低成本的供给恢复，且短期相对低位油价下沙特等中东国家财政情况仍未明显恶化，库存和油价均处震荡期。然而，长期低油价下“高成本”产油国率先减产（沙特等中东国家财政压力日趋严重使得其对中高油价的要求较强），政策性驱动下全球原油市场开始主动减产，进入第三阶段。**对比本轮周期：**预计布伦特油价短期反弹至 40 美元/桶左右后，部分相对低成本供给将恢复（美国产量下滑幅度变缓且部分低成本区块可盈利），油价进入震荡期。不过随着 OPEC+开始执行减产协议，油价走势将进入第三阶段。

(三) 持续去库—油价上涨：随着全球原油需求持续恢复及供给不断收缩（OPEC 及非 OPEC 达成联合减产协议并不断延长、美国制裁伊朗导致其原油出口量下滑显著），市场进入去库阶段，油价将保持稳步提升。不过在去库初期，实际协议减产的不确定性和油价上涨带来的市场化供给的恢复使得油价出现小幅波动，而随着去库周期趋势确定性的落实，油价将保持稳步提升态势。**对比本轮周期，**全球原油需求于三季度开始明显改善，在较低油价下 OPEC+减产成员国大概率继续执行协议减产协议的基础上，油价将保持稳步抬升，**预计布伦特油价四季度将在 40-50 美元/桶区间震荡。**本轮去库初期是

否会出现油价小幅回调，要考虑美国原油产量的恢复速度和 OPEC+成本国后续减产执行情况。基于目前情况来看，OPEC+减产执行情况较好，而受综合石油公司大幅下调勘探、开发和生产板块资本支出的影响，后续油价提升后美国原油产量的恢复速度可能相对较慢，因此本轮去库初期油价回调的幅度将相对较小。

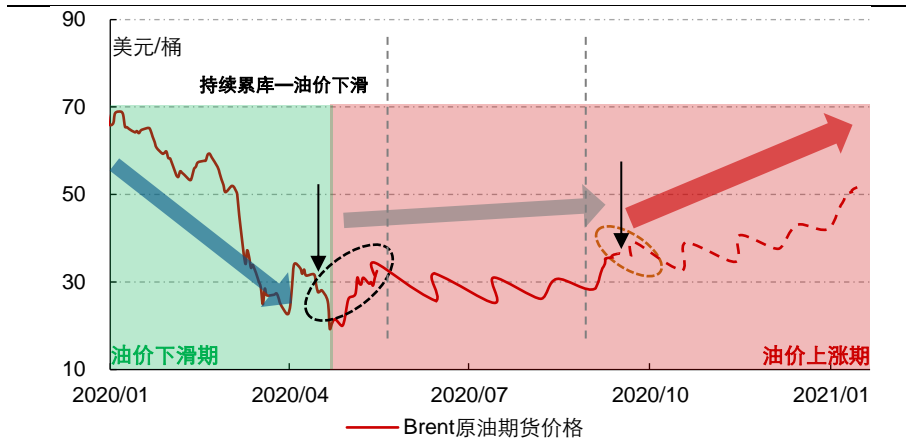
展望 2021 年及之后，由于前期低油价导致全球综合石油公司大幅下调资本开支，进而导致全球原油可能出现供不应求情形，这将推动油价提升至较高位置，届时有望站稳 50 美元/桶以上。

图 30：复盘库存和油价周期，油价触底反弹“三段论”



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 31：中性预测下，2020 年及 2021 年油价走势分析



资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于市场
中性：	相对表现与市场持平
看淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对大盘涨幅大于 10%
增持：	相对大盘涨幅在 5%~10% 之间
中性：	相对大盘涨幅在 -5%~5% 之间
减持：	相对大盘涨幅小于 -5%
无投资评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。	

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址：

上海

Add / 浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add / 武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
P.C / (430015)

北京

Add / 西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add / 深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

