



真诚赢得客户
专业体现价值

投资咨询研究部

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

油价逐步回暖 步入震荡走势

【策略概述】

◆ 核心观点：

整个6月，WTI原油价格累计上涨了11%，第二季度的涨幅更是高达92%。布油月涨幅超过9%，季度涨幅也是超过81%。有数据显示，本月WTI均价为38.27美元/桶，环比上涨9.74美元/桶，或34.14%；布伦特月均价为40.75美元/桶，环比上涨8.34美元/桶，或25.74%。

尽管最近时有震荡，但国际油价确实正在逐步回暖，此前负油价的震撼让外界意识到，救市迫在眉睫。由于沙特和其他海湾阿拉伯成员国进行了额外自愿减产，OPEC 6月的石油产量降至20年来最低水平，这将OPEC减产协议执行率推高至100%以上，尽管伊拉克和尼日利亚未完全履行减产配额。调查显示，OPEC减产规模为652.3万桶/日，相当于107%的协议执行率，5月执行率也上修至77%。

另外，当地时间6月30日，美国石油协会（API）公布的数据显示，在截至6月26日的当周，API原油库存减少820万桶至5.37亿桶，为2019年以来的最大降幅，上周原油进口减少120万桶/日。与此同时，中国对于石油的需求也在逐步恢复，全球经济的逐渐重启也给油价注入了新的希望。

似乎油价回暖预示着即将告别至暗时刻，但仍有一些不确定因素需要考虑在内。此前国际能源署就曾提到，随着全球摆脱冠状病毒大流行，全球石油需求将在明年反弹，但最早也要到2022年才能完全恢复。而眼下全球疫情是否会出现二次反弹仍旧不得而知，预计油价整体运行将维持宽幅震荡的走势。

风险提示：

- 1、全球疫情情况
- 2、国内宏观政策
- 3、OPEC+减产政策
- 4、国际需求情况
- 5、美联储货币政策
- 6、地缘政治风险

一、行情回顾

2020 年注定是极其不平凡的一年，在上半年，原油期货经历了能载入历史的断崖式下跌，全球因为疫情影响消费低迷，对原油的需求大幅度降低，大多数原油做多者血本无归，市场是无情的，但时间是有情的，他能慢慢抚慰你的伤口并给予你重新再来的机会，在告别了上半年的走势后，原油期货开启了 2020 年下半年新的征途。

2020 上半年我国原油期货成交量和持仓量继续呈现稳步增长的趋势，与布伦特原油期货的成交量差距越来越小，不过距离美国 WTI 原油的成交量仍有一段距离。目前我国原油期货已经成为世界排名第三的，具有一定影响力的大宗商品期货。上半年原油市场历经二十年未有的极端行情，影响因素错综复杂，但总体可分为 4 个阶段：

第一阶段（2020 年初至 3 月初）：中国突发新冠疫情并快速蔓延，在封城及强制隔离等严格疫情防控措施下，工业及居民端消费大幅走弱，油价开启第一轮快速下跌。

第二阶段（3 月初至 3 月底）面对油价显著下跌，OPEC+ 产油国未能达成一致继续减产，沙俄两国代表的 OPEC+ 在新一轮减产协议中存在重大分歧并在随后开启“价格战”。由于该事件完全处于市场预料之外，第二周开盘国际油价现近 20 年来最大向下跳空，并在随后 7 个交易日内跌破 30 美元/桶。过程中，海外 COVID-19 疫情风险开始凸显，美国、西班牙、意大利等国增速急剧上升，原油价格创下 2003 年以来最低水平。在供需矛盾急速尖锐化的背景下，原油市场迅速进入累库周期，美国库容曾一度接近饱和状态，并催生史上最为剧烈的逼仓事件，美油价格盘中跌至深度负值，用油消费陷入低谷引发油市供需极度失衡，导致油价持续大幅下跌，并跌破美国页岩油产油成本以及中东一些国家的财政平衡线和生产成本线。这期间，美国 WTI 原油价格运行区间自年初 60-65 美元/桶暴跌至 10-20 美元/桶，而布伦特原油价格运行区间也由年初的 64-71 美元桶暴跌至 20-30 美元/桶。国内原油期货主力合约也由年初的 450-500 元/桶区间暴跌至 210-250 元/桶区间。

第三阶段（3 月底至 4 月下旬）：OPEC+ 面对油价下跌发表声明达成减产协议，因此促使石油市场交易者一段时间的乐观情绪，石油价格小幅上涨，但由于 4 月 9 日欧佩克+举行减产会议后，发表的实际减产规模与市场传言的 2000 万桶/日减产规模相去甚远，国际油价抹去当日盘中 10% 以上的涨幅转而显著收跌，其中：西德克萨斯中质原油（WTI）下跌 9.3%，报 22.76 美元/桶；布伦特原油下跌 4.1%，报 31.48 美元/桶。此次会议并没有解决油市面临的重大问题，石油供应市场仍存在大量原油，油价经历过小幅上涨后开始显著回落，直到美国发表声明介入后，才稳定下来。4 月 22 日，美国能源情报署（EIA）公布 4 月 17 日当周产量数据，美国原油日产量从 1230 万桶降至 1220 万桶，至此油价才开始回升。

第四阶段（4 月下旬至 6 月底）随着 OPEC+ 产油国在美国极力撮合之下，重回谈判桌并最终取得史上规模最大的减产协议，油市供应端偏紧优势重塑。同时 5 月开始欧美国国家疫情防控取得初步缓解，并放松防控措施恢复经济，原油悲观的需求预期得到扭转，原油市场供需极度失衡局面持续修复并重回供需基本平衡。此外，4 月下旬发生的逼仓事件已基本决定多空双方胜负，利空因素出清后油价进入反弹趋势，并随着后续基本面改善延续至今，国内外原油价格重心稳步回升。其中 WTI 原油期货自 10-20 美元/桶区间稳步走高至 40 美元/桶；布伦特原油期货自 20-30 美元/桶区间稳步走高至 45 美元/桶一线；我国原油期货主力合约自 210-250 元/桶区间稳步走高至 300 元/桶一线。

展望下半年原油价格有望延续第二季度的复苏节奏，不过仍需要警惕新冠疫情的二次爆发风险，且这个概率依然较大。由于目前缺乏治疗新冠肺炎的特效药及预防疫苗，所以疫情二次反扑的可能性存在，一旦出现危机，居家限制活动又将重挫经济复苏进程，届时经济将重返弱势，原油价格又将走低。如果下半年疫情防控得力或者特效药及预防疫苗研制成功，则全球经济复苏步伐有望稳步推进，届时对原油等大宗商品而言将产生积极的提振作用。

图 1: INE 原油合约总持仓量

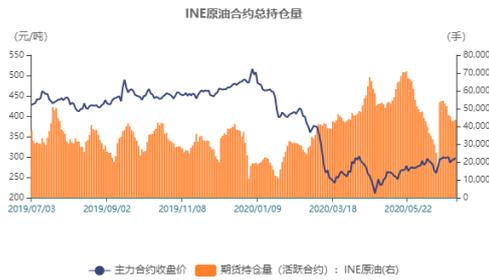
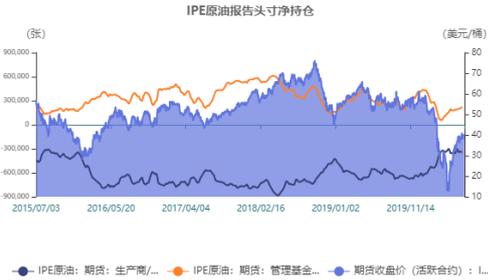


图 2: IPE 原油报告头寸净持仓



资料来源: Wind

图 3: WTI 原油报告头寸净持仓

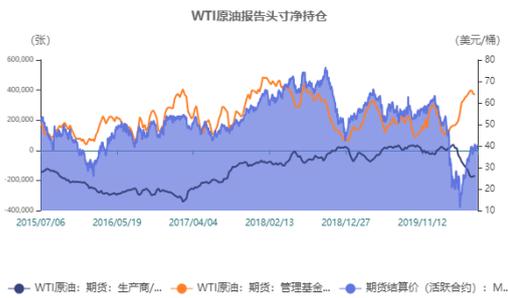


图 4: 国内原油期货主力合约上半年走势



资料来源: Wind

图 5: 美国 WTI 原油期货连续合约上半年走势 图 6: 布伦特原油期货连续合约上半年走势



资料来源: Wind

图 7: 三大原油期货价格走势相关性分析走势图



资料来源: Wind

二、影响因素

1、内外宏观

目前全球核心国家虽然仍处于衰退中，但经济正从低谷走出。近期中国、美国、欧洲、日本这几个核心经济体正从低谷走出，其中，中国经济率先修复。

(1) 欧美整体经济缓慢转好

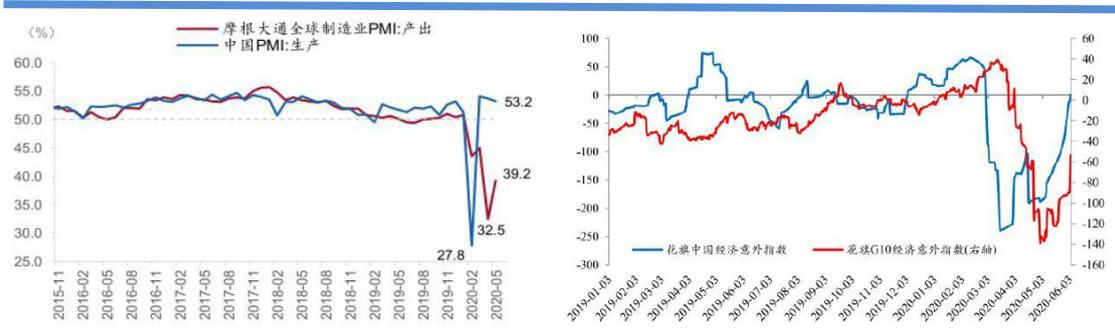
截至 6 月 3 日，美国经济意外指数已经转正，分行业来看，受益于低利率的房地产引领美国经济重启，其次是受益于社交活动恢复并在疫情期间受损程度较大的服务业，制造业仍会受到全球贸易低迷的滞后影响，恢复相对缓慢。据显示，全球大部分国家和地区 5 月制造业 PMI 有所改善。分国别看，美国方面，5 月 ISM 制造业 PMI 明显回升，从 41.5% 升至 43.1%。美国 5 月非农就业增加 250.9 万人，大幅好于市场预期，失业率从 4 月的 14.7% 降到 13.3%，低于预期的 19.8%。5 月非农就业人数较 4 月数据反弹超过 2000 万人，环比创下自 1939 年以来美国历史新高。此外，欧元区 5 月制造业 PMI 环比增速也处于回升的态势，由 33.4% 升至 39.4%。法国、德国和意大利制造业 PMI 分别上升 9.1 个百分点、2.1 个百分点和 14.3 个百分点。相比之下日本 5 月制造业 PMI 延续回落的态势，从 41.9% 进一步降至 38.4%。

(2) 中国经济实现 V 型反转

受疫情影响，上半年中国经济运行呈现非对称“V”字型走势：一季度 GDP 同比下降 6.8%；二季度以来，中央统筹疫情防控和经济社会发展，疫情防控取得决定性成果，持续推进复工复产、复商复市，在实施“六稳”政策的同时适时推出“六保”政策，国民经济呈全面恢复态势，预计二季度 GDP 增长 2.8% 左右，增速将比一季度反弹 9.6 个百分点。尽管如此，目前经济运行离正常水平（可参照潜在增长率）尚有不小的距离。

截至 5 月份，工业生产已连续 2 个月正增长、服务业生产指数由负转正；官方 PMI 连续 3 个月保持在 50% 的荣枯线以上，财新 PMI 也上升到 50% 以上。但由于疫情蔓延导致外需承压、内需修复进程较为缓慢，上半年物价水平持续走低。CPI 同比涨幅由 1 月的 5.4% 降至 5 月的 2.4%。受需求收缩、国际原油价格暴跌等因素影响，PPI 同比涨幅由 1 月的 0.1% 降至 5 月的 -1.7%。尤其是 3 月以来 CPI 环比涨幅均为负值，且 5 月份 CPI 新涨价因素（-0.8%）已落入负值区间，核心 CPI 持续低位运行，这些都表明通缩的压力在不断增大。可以看出，新冠疫情对中国经济的短期负向冲击十分巨大，虽然目前中国经济正处在恢复阶段，但经济恢复的过程却比较缓慢，至少需要 3-4 个季度。

图 8：摩根大通全球制造业 PMI 指数持续下滑 图 9：核心国家经济正从低谷走出



资料来源：Wind

图 10: 美国制造业 PMI 指数

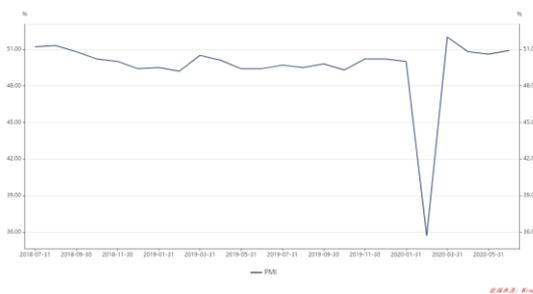


图 11: 美国失业率上升



资料来源: Wind

图 12: 中国 PMI 产出指数

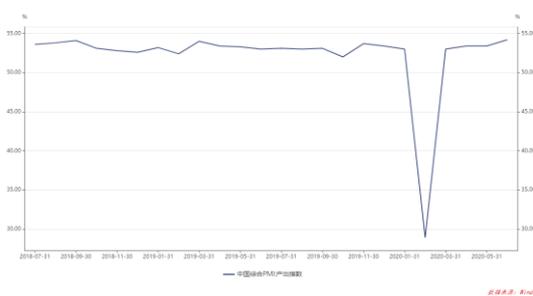
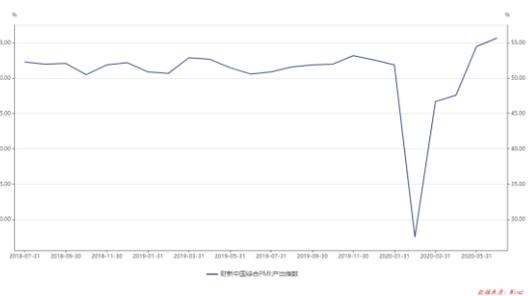
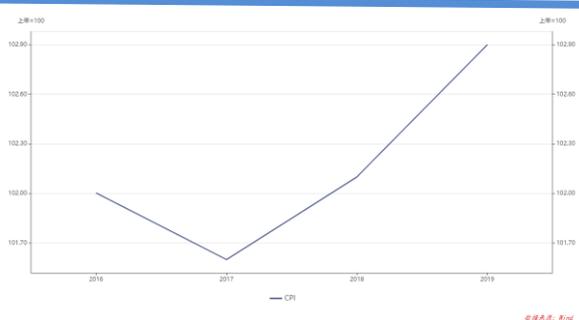


图 13: 财新中国 PMI 产出指数



资料来源: Wind

图 14: 中国 CPI 消费指数



资料来源: Wind

2、供给方面产油国达成史上最大规模减产

近两个月以来, 美国页岩油企业在 2021 年陷入大规模破产的不利窘境, 美国政府极力撮合 OPEC 产油国与非 OPEC 产油国达成大规模减产措施。经过多轮谈判, 在 4 月中旬 OPEC+ 产油国最终达成一项长达两年的减产协议。进入 5 月后, 产油国减产进入实质性阶段, 为期两个月 (自 2020 年 5 月 1 日至 6 月 30 日) 的减产措施正式启动, OPEC+ 产油国合计减产 970 万桶/日。随着减产协议的推进, 欧佩克 5 月原油产量约为每日 2477 万桶, 较上个月每日减少 591 万桶, 为 2002 年以来最低, 预计欧佩克 5 月减产协议的整体执行率为 74%。

随后在 6 月 6 日, 欧佩克与非欧佩克产油国同意将日均 970 万桶的原油减产规模延长至 7 月底。同时沙特、科威特和阿联酋先前自愿在协议基础上在 6 月额外减产 118 万桶。此外 5 月和 6 月未能百分百完成减产配额的国家, 将在 7 月至 9 月额外减产作为弥补。据悉,

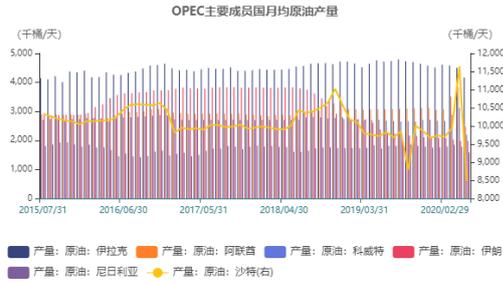
执行减产不力的国家包括伊拉克、尼日利亚等国。伊拉克 5 月日均超额生产 52 万桶原油，尼日利亚超额生产 12 万桶。两国都表示同意额外减产。

综合估算，5—6 月，OPEC+产油国显性减产 970 万桶/日，叠加沙特、科威特和阿联酋等国的额外减产 118 万桶/日、美国隐性减产 150 万桶/日，预计二季度油市供应过剩削减至 12 万桶/日，供需结构趋于平衡，有助于原油期货价格止跌企稳。

图 15: OPEC 成员国月度原油产量



图 16: OPEC 主要成员国月均原油产量



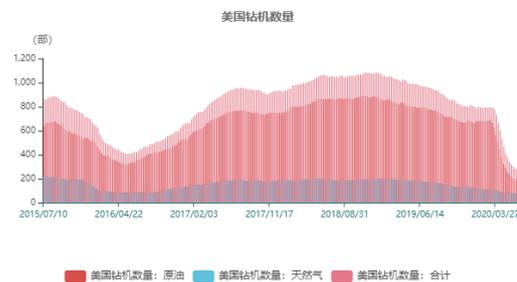
资料来源: Wind

图 17: 美国各地区油气总产量



资料来源: Wind

图 18: 美国钻机数量



资料来源: Wind

图 19: 全球钻机数量

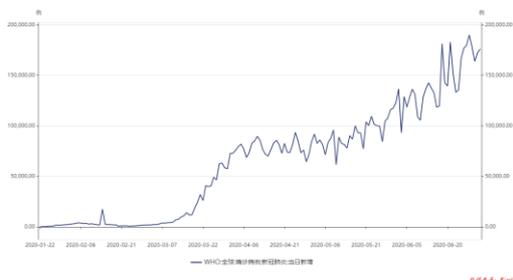


3、需求回暖，但仍不容乐观

一般来说，原油需求具有较明显的季节性特征，一般出现在夏季和冬季。夏季是汽油消费高峰，冬季则是取暖油需求高峰，这两个阶段，原油需求量通常都会达到年内高位。以美国原油 21 年的月度平均需求来看，原油需求在 7 月份达到年度峰值，之后在 9、10 月份回

落，冬季需求再次走高，表明原油季节性需求变化对价格的季节性波动有影响。从往年原油消费季节性规律来看，6月开始北美夏季用油高峰期的将正式开启，美国炼厂开工率将稳步回升并处于高位水平，原油消费将呈现季节性旺季特征。但今年情况有点特殊，新冠疫情突然爆发导致原油需求锐减，炼厂开工率持续走低，并维持低位运行。据统计，截止6月12日当周，美国炼厂开工率维持在73.80%，虽然周环比小幅回升0.70%，但较去年同期大幅下跌21.41%，为2014年以来的最低水平。

图 20：全球新冠病毒新增病例



资料来源：Wind

图 21：美国炼油厂开工率



图 22：欧美炼油厂加工量



资料来源：Wind

图 23：欧美炼油厂开工率



4、库存高位，去化开启

截止6月12日当周，美国商业原油库存量为5.39亿桶，较去年同期增长11.80%，较今年初大幅增加25.11%。不难看出，美国原油库存处于高位。根据2007-2018年这12年的统计数据发现，美国商业原油库存量，一般会在5月初步入去化周期，直到8月中下旬结束。不过由于今年疫情因素影响，美国经济恢复并不顺利，直到6月才开启去化趋势。今年北半球夏季原油消费较往年差了很多，炼厂开工率也一直在低位运行，原油库存持续处于高位，但随着6月美国页岩油企业破产潮的来临，原油库存开始下降，截至6月26日的当周，API原油库存减少820万桶至5.37亿桶，为2019年以来的最大降幅，上周原油进口减少120万桶/日。库存虽居高位，但去化趋势开始，对于油价或是一大利好。

如果下半年全球疫情得到有效控制，欧美经济持续稳步恢复的话，基于乐观预期判断，预计原油持续去库周期有望于6月底开始持续维持至9月中下旬，推动下半年油价持续回升。从长期角度来看，如果欧美疫情不出现大规模爆发导致经济停摆，照目前趋势，全球需求将持续恢复。

图 24: EIA 原油和石油库存量

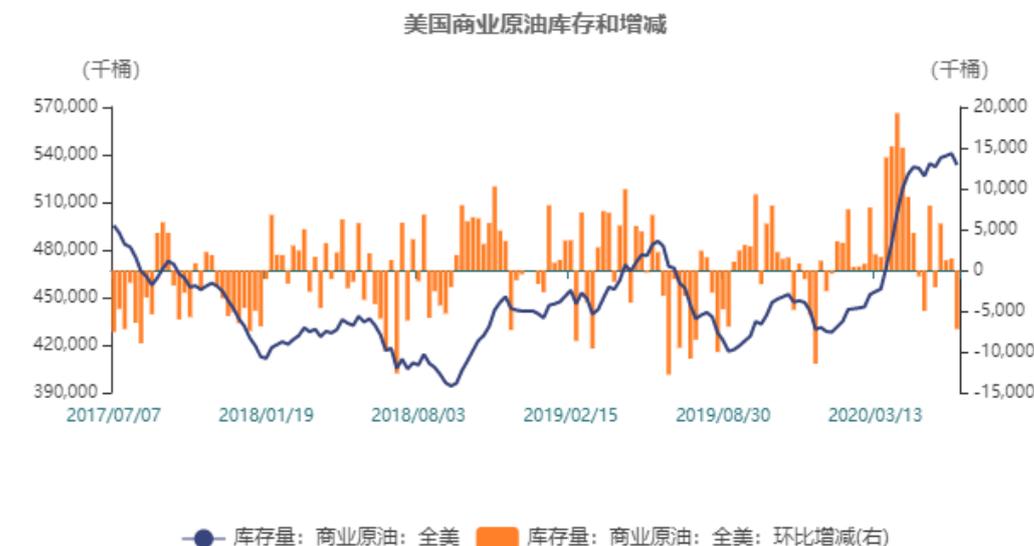


图 25: 库欣地区商业原油库存



资料来源: Wind

图 26: 美国商业原油库存和增减



资料来源: Wind

三、后市研判

综合来看,对于 2020 年下半年国内外原油期货市场而言,存在机遇,也存在风险。首先、全球宏观经济存在最大不确定风险就是疫情能否有效控制,如果仍不能得到有效控制,无疑将对经济形成巨大负面冲击,从而影响原油市场。其次、国内经济受外部疫情袭扰,叠加国际贸易摩擦加剧,我国经济在今年也将面临巨大考验,保就业稳经济放弃 GDP 目标成为政府全年工作重点,商品需求回暖有赖于经济恢复情况。宏观面不确定性增加加剧了下半年原油市场波动幅度。

对于利多方面来说,其一、OPEC+产油国预计在下半年仍会维持减产协议,以此来营造油市供应端偏紧优势,不过部分国家履行不到位成为些许风险。其二、美伊矛盾持续升级,且未见有缓和的迹象,由此带来地缘政治风险不断发酵,从而会加剧油市供应风险,给予原油溢价空间。其三、全球经济下行压力增加,倒逼各国提前开启新一轮降息潮,美联储降息预期大增或给大宗商品市场营造流动性充裕的预期。

鉴于上述多空分析,可以认为 2020 年下半年国际原油市场将走出价格低谷,挺过至暗时刻,不过在基于市场风险的考量下,油价虽结束了断崖下跌走势,但未来预计整体运行将维持宽幅振荡的走势。其中美国 WTI 原油价格预计维持在 20 美元/桶至 50 美元/桶区间内,

布伦特原油价格预计维持 25 美元/桶至 55 美元/桶区间内。而国内原油期货价格预计维持在 200-350 元/桶区间内。操作上建议短期轻仓试空，长期回调买入，谨慎操作，注意仓位控制，设好止损。

风险提示：

- 1、全球疫情情况
- 2、国内宏观政策
- 3、OPEC+减产政策
- 4、国际需求情况
- 5、美联储货币政策
- 6、地缘政治风险

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的更改，在任何情况下，我公司报告的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写过程中融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与广州金控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广州金控期货公司的立场，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，本报告所载资料、意见及推测只是反映广州金控期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经广州金控期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的资料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“广州金控期货公司”，并保留我公司的一切权利。

总部地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 25 层 2501-2524 单元
联系电话：400-930-7770
公司官网：www.gzjkqh.com

广州金控期货有限公司分支机构

广州营业部

地址：广州市海珠区新港东路 1088 号中洲交易中心 1105 单元

电话：020-38298555

佛山营业部

地址：佛山市南海区大沥镇毅贤路 8 号龙汇大厦 1720-1722 单元

电话：0757-85501836

大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路 129 号期货大厦 2311 房

电话：0411-84806645

山东分公司

地址：山东省济南市市中区英雄山路 129 号祥泰广场 1 号楼 2403 室、2406 室

电话：0531-58766302

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口会展路 129 号 1909、1910、2012 房间

电话：0411-84995079

杭州分公司

地址：浙江省杭州市下城区绍兴路 161 号野风现代中心北楼 903 室

联系电话：0571-87251385

成都分公司

地址：成都高新区天晖中街 56 号 1 栋 10 层 1026 号

电话：028-61320595

梅州营业部

地址：广东省广东省梅州市梅江区江南正兴路和兴园店铺 2-19

电话：0753-2185061

保定营业部

地址：河北省保定市复兴中路 3108 号康泰国际 15 楼 1 单元 1509 室

电话：0312-3135300

福州营业部

地址：福州市鼓楼区五凤街道铜盘路 29 号左海综合楼 2 楼 B 区 201 室

电话：0591-87219989

台州营业部

地址：浙江省台州市临海市古城街道朗成大时代 4 幢 23 层

电话：0576-85932178

河北分公司

地址：河北省石家庄市长安区中山东路 508 号东胜广场三单元 1406

电话：0311-83075314

唐山营业部

地址：河北省唐山市路北区金融中心 3 号楼 1608

电话：0315-5266603