



供给约束，静待需求恢复

摘要

国际油价在经历了 2 季度的大幅向上修正后,3 季度油价大体运行区间 40-45 美元/桶区间。OPEC 保持较高的减产执行率对油价的底部给予了较强的支撑,市场已经给予验证。上行的空间来自于需求的驱动。一方面,原油需求在 2 季度大幅上升后,3 季度步伐放缓,主要由于航空燃油的需求仍然恢复缓慢,从原油月差来看有阶段性走弱的趋势,表明现货市场仍有一定的压力,需求不及市场此前预期。另一方面,在全球逆周期调控的背景下,经济复苏逻辑以及通胀预期仍是看好油价的主逻辑,小逻辑服从大逻辑,疫苗研发的推进以及更多的救助政策将使需求逐步恢复,更看好明年的油价。

Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1290 号

袁铭

投资咨询证号:

Z0012648

目录

第 1 章	2020 年三季度油价走势回顾	4
第 2 章	需求恢复的步伐依赖于疫情的控制	4
第 3 章	全球经济明年重启	6
第 4 章	OPEC+严格执行减产是关键	11
第 5 章	逻辑总结	13
	免责声明	14

图表目录

图 1.1: 国际原油价格走势	(美元/桶)	4
图 1.2: 布伦特月差	(美元/桶)	4
图 2.1: 全球每日新增确诊病例		5
图 2.2: 美国每日新增确诊病例		5
图 2.3: 巴西、印度每日新增确诊病例		5
图 2.4: 欧洲各国每日新增确诊病例		5
图 3.1: 全球经济增长预测	(%)	6
图 3.2: 美联储资产总额		6
图 3.3: 欧洲央行资产总额		7
图 3.4: 日本央行资产总额		7
图 3.5: 各主要国家 M2 同比增速		7
图 3.6: 中国 PMI		7
图 3.7: 美国制造业 PMI		8
图 3.8: 欧洲制造业 PMI		8
图 3.9: OECD 原油需求	(百万桶/天)	9
图 3.10: 非 OECD 原油需求	(百万桶/天)	9
图 3.11: 今年 1-8 月各国客机燃油消耗同比		9
图 3.12: 中国月度原油进口量	(万吨)	9
图 3.13: 山东地炼常减压开工率	(%)	10
图 3.14: 美国炼厂开工率	(%)	10
图 3.15: 美国原油需求	(千桶/天)	10
图 3.16: 美国汽油需求	(千桶/天)	10
图 4.1: OPEC 减产执行率	(%)	11
图 4.2: OPEC 产量变化	(千桶/天)	11
图 4.3: 美国石油钻机数与产量	(千桶/天)	12

图 4.4: 美国页岩油产量	(桶/天)	12
图 4.5: OECD 石油库存	(百万桶)	12
图 4.6: 全球供需平衡	(百万桶/天)	12
图 5.1: 彭博调查油价预测	(美元/桶)	13
图 5.2: EIA 油价预测	(美元/桶)	13

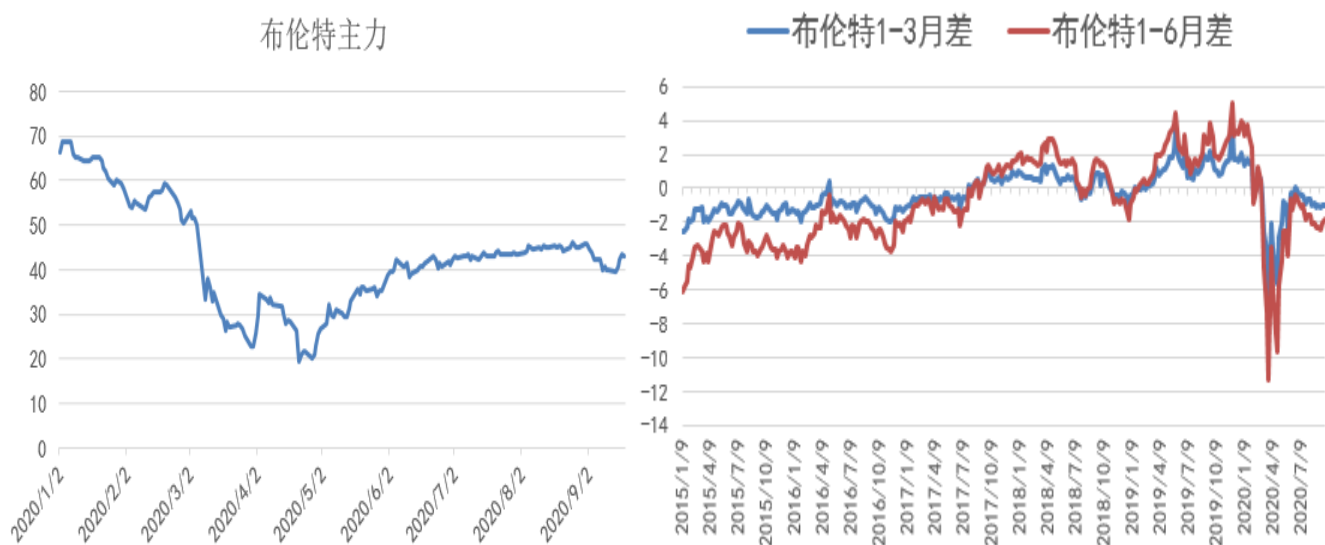
第1章 2020 年三季度油价走势回顾

原油市场在经历了 2 季度的大幅反弹之后，过低估值的油价有所修复，在继续上行和再次下跌均不具备驱动的情况下，3 季度油价进入了低波动的震荡走势，波动区间大体维持在 40-45 美元，可以认为这一区间是目前市场多空博弈的均衡区间，在欧佩克+实行强有力的减产措施之下，空头无力继续打压油价；虽有全球宽松货币政策与经济刺激政策，有利于经济的逐步恢复以及风险资产估值的修复，不过由于全球石油需求在经历了接触封锁后的快速修复期后，目前已经逐步转入平稳的缓慢增长期，石油需求修复的走弱、前期大量库存的消化压力，以及期货市场近月小幅贴水的 Contango 结构，均暗示了当前油价上方压力依然较大，也即原油需求恢复的速度和强度均不及预期，因此多头也无信心继续推涨油价，供需弱平衡格局反映了 3 季度的油价水平。

图 1.1：国际原油价格走势

（美元/桶）图 1.2：布伦特月差

（美元/桶）



数据来源：文华财经 南华研究

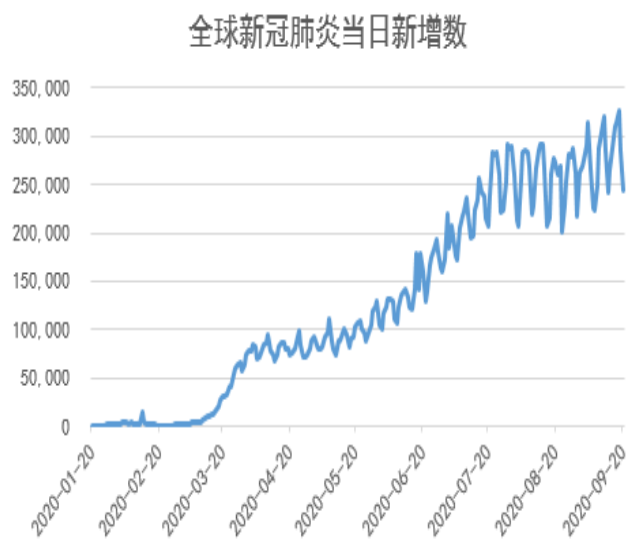
数据来源：Bloomberg 南华研究

第2章 需求恢复的步伐依赖于疫情的控制

我们都知道，原油市场当下的主要矛盾仍是疫情对需求的压制，市场冲击起源于疫情，如果没有疫情的蔓延，需求就不会有大的波动，欧佩克就没有必要启动史上最大规模的减产计划。从目前情况来看，很多国家的疫情危机已经在一定程度上有所减弱，但仍不能说疫情已经控制住了，仍有二次爆发的风险。从最新数据来看，全球新增病例数有放缓的迹象，美国和巴西的新增病例数已经从高峰回落，而印度仍处在高位。此外，欧洲的疫情从 8 月初以来持续升级，出现了二次爆发的风险，将会加剧原油市场的波动。世卫组织的观点是，新冠肺炎疫情还会持续两到三年，但是后期势头可能会衰减。这与石油市场需求的恢复大体匹配，市场普遍认为全球石油需求将需要 3 年时间才能恢复到疫情大流行前的水平。而乐观的看法则认为全球货币宽松的经济环境下，通胀预期将有

利于大宗商品的需求复苏。此外，目前全球很多国家的新冠疫苗已经正式进入关键的阶段，开始积极地准备广泛应用。世卫组织 9 月 17 日数据显示，全球已有 182 个新冠候选疫苗，其中有 36 个已经进入临床试验，还有 146 个正处于临床前研究。一旦安全的疫苗成功上市，国际油价将有可能在明年恢复到疫情前水平。

图 2.1：全球每日新增确诊病例



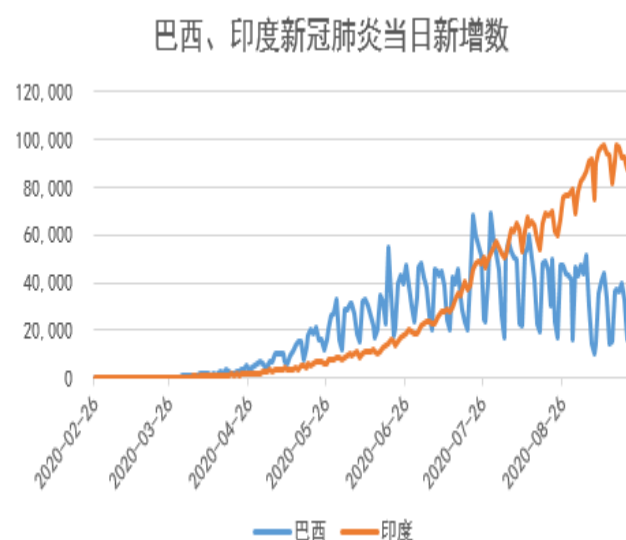
数据来源：Wind 南华研究

图 2.2：美国每日新增确诊病例



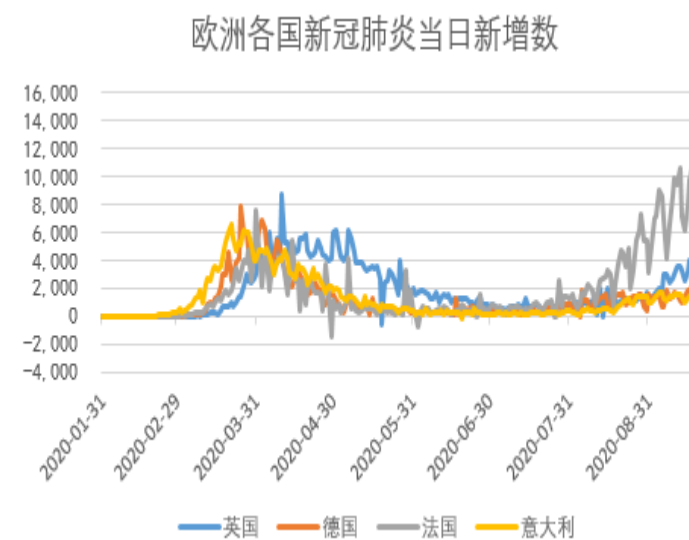
数据来源：Wind 南华研究

图 2.3：巴西、印度每日新增确诊病例



数据来源：Wind 南华研究

图 2.4：欧洲各国每日新增确诊病例

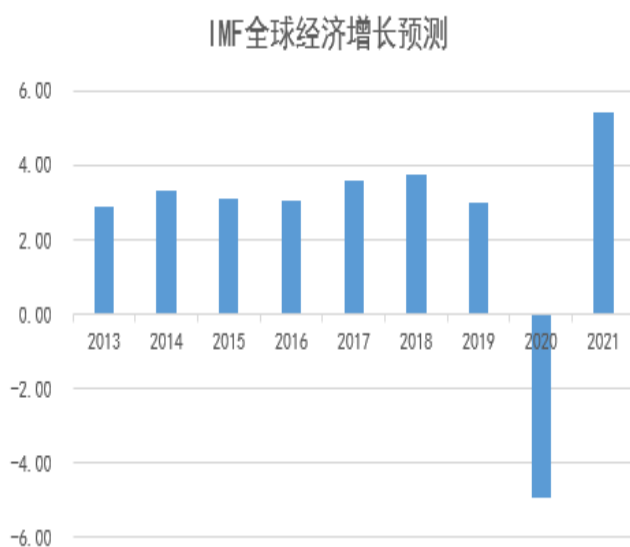


数据来源：Wind 南华研究

第3章 全球经济明年重启

2020 年，受到新冠疫情冲击的影响，国际货币基金组织（IMF）预测全球经济今年出现 4.9% 的萎缩，比此前预期下调了 1.9 个百分点。当前的危机被 IMF 定义为自 1930 年代经济大萧条以来最严重的一次危机，如果全球疫情得到有效控制，各国经济有望呈现较快恢复，IMF 预计全球经济在 2021 年恢复增长至 5.4%。为了应对疫情对经济造成的影响，全球各国央行纷纷祭出新一轮量化宽松货币政策以及扩张性财政政策，在宽松的政策之下，全球流动性充足。数据显示，2020 年 7 月，美国、中国、日本、欧洲央行的 M2 同比增速分别为 23.3%、10.7%、10.1%、7.9%，美国和日本的 M2 同比增速是 2000 年以来的最高，中国是 2017 年以来的最高值，欧洲央行是 2008 年金融危机结束以后至今的最高值。从市场来看，全球股市以及油市等风险资产在 3 月触底回升，主要是受到大量的财政与货币政策刺激，市场的主线在于宽松预期以及经济复苏的预期。从各国的制造业数据来看，中国制造业 PMI 数据更是已经连续 5 个月维持在 50 的枯荣线以上；美国制造业 PMI 从三季度开始升至 50 之上；欧洲制造业 PMI 三季度均维持在 50 之上。

图 3.1：全球经济增长预测



数据来源：Wind 南华研究

图 3.2：美联储资产总额



数据来源：Wind 南华研究

图 3.3：欧洲央行资产总额



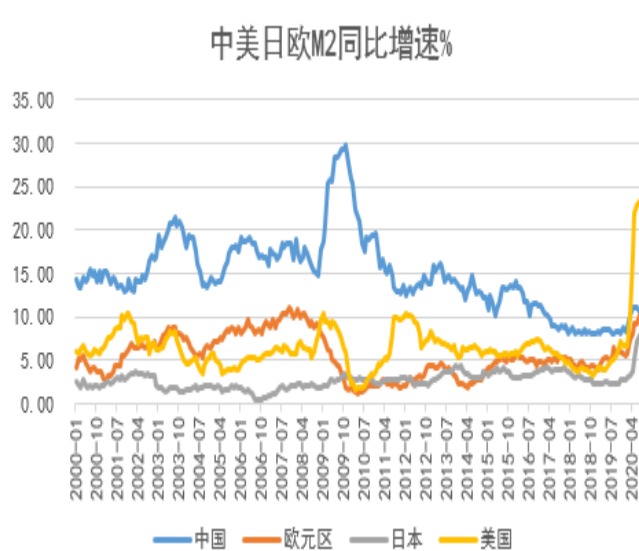
数据来源：Wind 南华研究

图 3.4：日本央行资产总额



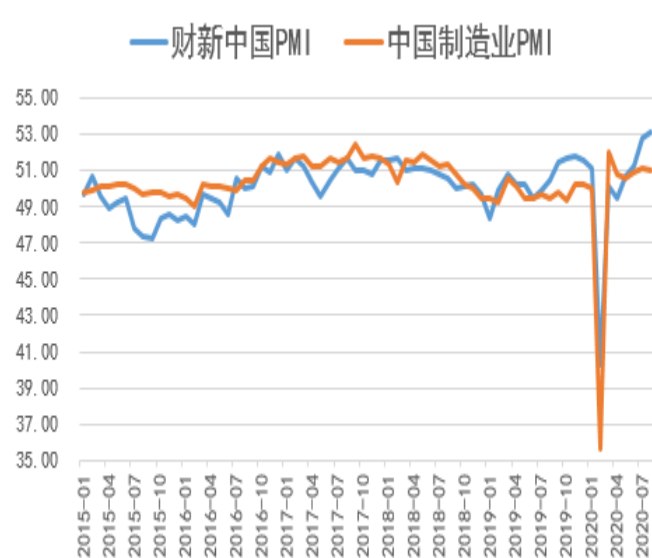
数据来源：Wind 南华研究

图 3.5：各主要国家 M2 同比增速



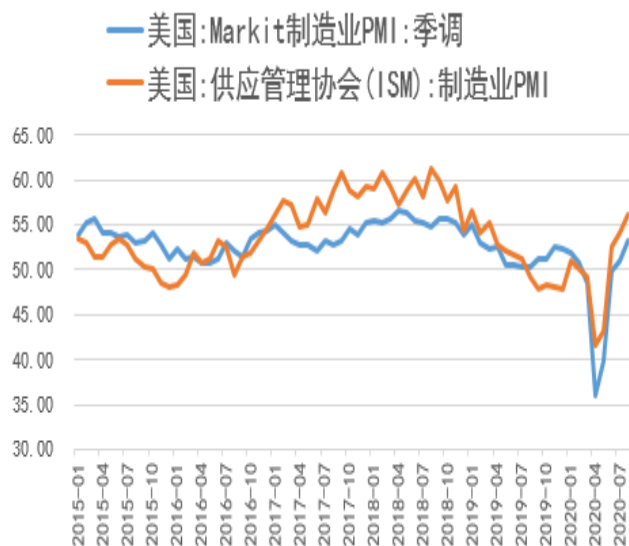
数据来源：Wind 南华研究

图 3.6：中国 PMI



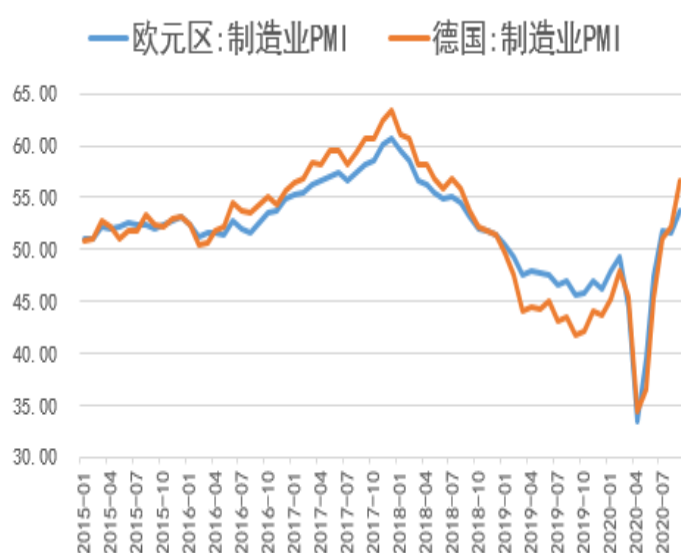
数据来源：Wind 南华研究

图 3.7：美国制造业 PMI



数据来源：Wind 南华研究

图 3.8：欧洲制造业 PMI



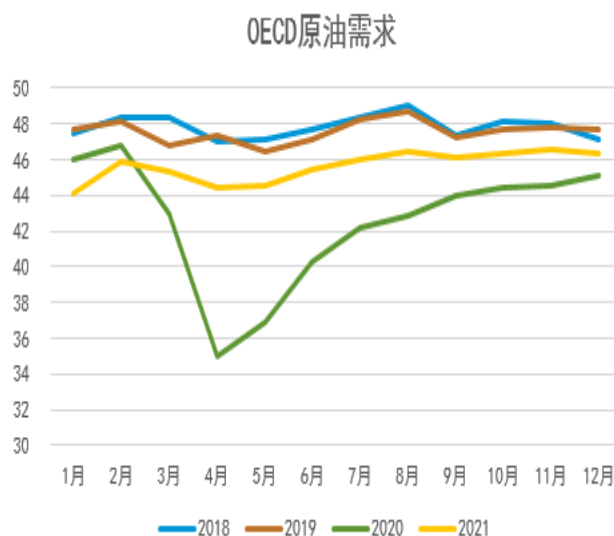
数据来源：Wind 南华研究

从需求的情况来看，4 月开始，全球原油需求从低位开始大幅修正上行，整个 2 季度均保持了较高的需求增速，进入 3 季度，需求的步伐有所放缓。非 OECD 的需求恢复要好于 OECD。EIA 预计，2021 年全球的原油需求总量仍将略低于 2018、2019 年水平，而较今年有 7% 的恢复性增长。IHS Markit 预计，2021 年第一季度全球原油需求将继续上升，直至持平在 9200 万至 9500 万桶/天，这一预测大约相当于 2019 年水平的 92% 至 95%。全球需求还不足以全面反弹，主要还是由于航空旅行和通勤需要恢复正常。目前航空煤油消耗仍比去年低 50%。EIA 估计，截至 2020 年 8 月 16 日，美国商业旅客航班的喷气燃料消耗量约为每天 61 万桶。该数量是一年前同一日期估计消耗量的 43%，其他，中国（包括香港和澳门特别行政区）：60%；前苏联国家：63%；欧洲：36%，撒哈拉以南非洲：31%，中东和北非：30%，亚洲（除中国）：28%；美洲（除美国）：24%。

尽管受到疫情的冲击，中国的需求仍然保持稳定。原油进口数据方面，在全球需求疲弱的大背景下，2020 年中国原油进口仍然保持稳健增长，其中，中国 6 月进口原油 5318 万吨，同比增长高达 34.4%。尽管由于进口配额以及库容的影响，7 月和 8 月的进口量有所放缓，不过截止 8 月，原油进口需求仍同比增长 12%。国内炼厂在疫情过后开工率快速回升，目前仍维持在较往年更高的开工率上。而美国石油消费数据在经历了 4-6 月的快速修复期后，或将面临一个较长周期的缓慢震荡修复阶段，炼厂开工已经从高位回落，美国原油和汽油需求也出现了下滑，当前，美国汽油消费高峰已经过去，随着季节性驱动力的走弱，美国油品消费量或将面临下滑的风险。

图 3.9：OECD 原油需求

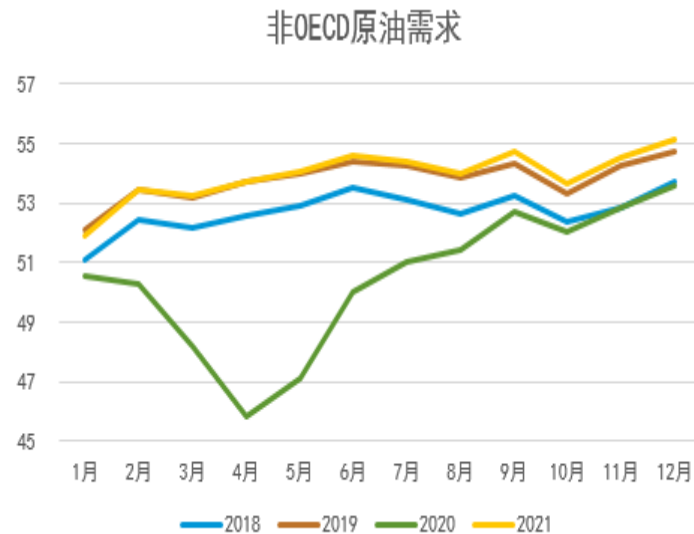
(百万桶/天)



数据来源：EIA 南华研究

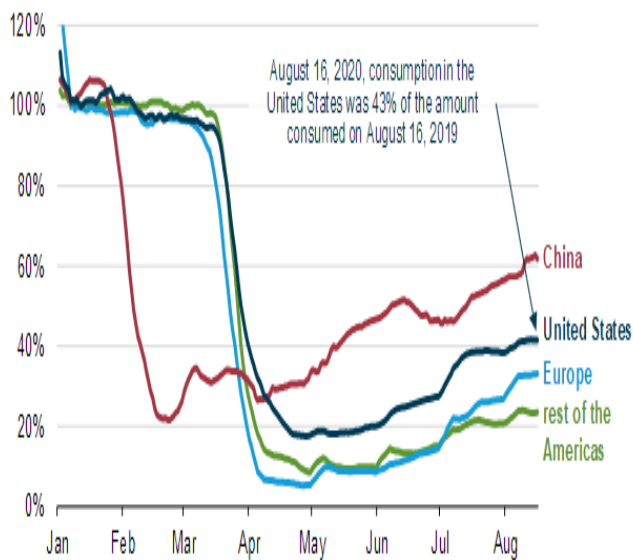
图 3.10：非 OECD 原油需求

(百万桶/天)



数据来源：EIA 南华研究

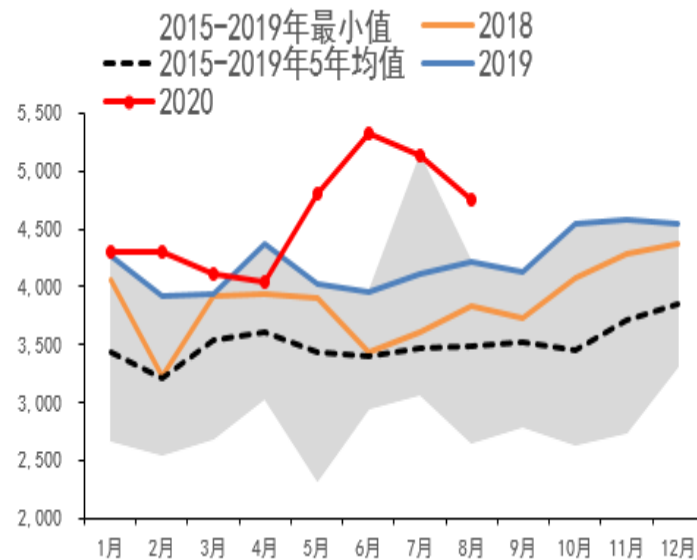
图 3.11：今年 1-8 月各国客机燃油消耗同比



数据来源：EIA 南华研究

图 3.12：中国月度原油进口量

(万吨)

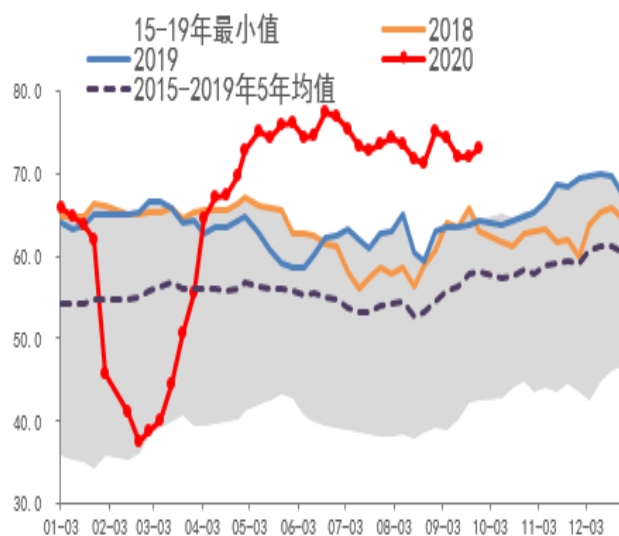


数据来源：Wind 南华研究

图 3.13: 山东地炼常减压开工率

(%) 图 3.14: 美国炼厂开工率

(%)



数据来源: Wind 南华研究

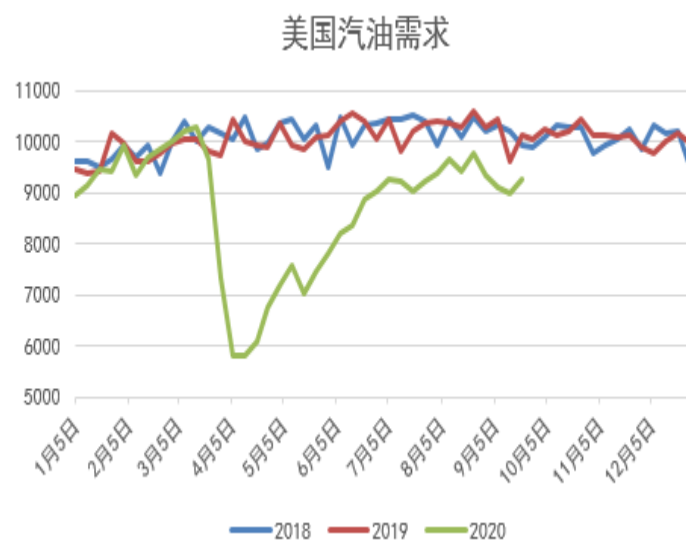
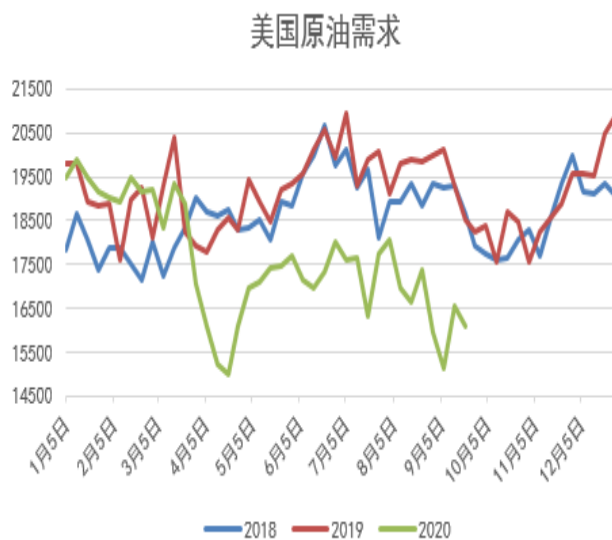
数据来源: Bloomberg 南华研究

图 3.15: 美国原油需求

(千桶/天)

图 3.16: 美国汽油需求

(千桶/天)



数据来源: Bloomberg 南华研究

数据来源: Bloomberg 南华研究

第4章 OPEC+严格执行减产是关键

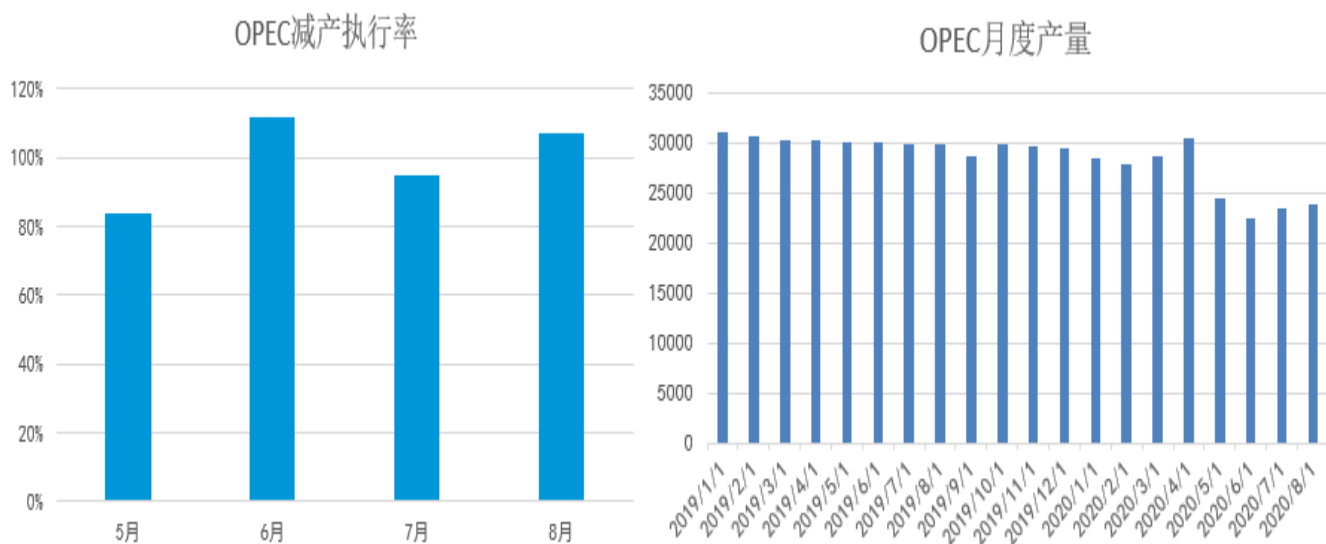
OPEC+管控市场的决心有目共睹，自 5 月以来一直保持着较高的减产执行率，从 5 月开始减产，到 8 月，平均减产率 99.5%。从 OPEC 产量数据来看，6 月产量较 4 月峰值减少 790 万桶/天，8 月较 6 月增 140 万桶/天（第二阶段）。同时，每月一次的联合部长监督委员会（JMMC）会议更多的是起到监督和敦促各减产参与国严格执行以及每月发声稳定市场的作用。在油价跌破 40 美元后的最近的一次会议上，沙特能源大臣就表示。绝不会让市场处于无人看管的状态。如有必要，欧佩克+可以主动调整 2021 年减产配额，而不必等到下一次大会。如果形势恶化，欧佩克+可以在 10 月份召开紧急会议，采取额外措施，这表明，油价低于产油国的预期将会强化该组织严控减产执行率和托底市场。

EIA 周度数据显示，美国原油产量自 3 月底大幅下降，贝克休斯美国石油活跃钻机数据也下滑至 180 台附近，创下该数据有记录以来的历史新低。虽然油价在二季度逐步回升，美国原油产量与石油活跃钻机数据也见底企稳，不过产量自 6 月以来仍维持在 1100 万桶/天左右水平，这主要由于目前油价水平大体维持在成本附近，美国原油生产商并没有增产的意愿。从 EIA 预测数据来看，美国 7 大页岩油产区 10 月产量仍将较 9 月环比下滑 15 万桶/天。此外，EIA 预计，OPEC+协议以及其他地区（主要是北美地区）的产量下降，使全球供应自 2019 年年中以来首次低于需求水平，并指出，供应短缺使得高企的全球原油库存自 6 月以来下滑。EIA 在其 9 月短期能源展望中预计，库存将在 2020 年下半年和 2021 年的大部分时间内继续下降，从而在明年年底之前形成一个相对平衡的市场。

图 4.1：OPEC 减产执行率

（%）图 4.2：OPEC 产量变化

（千桶/天）



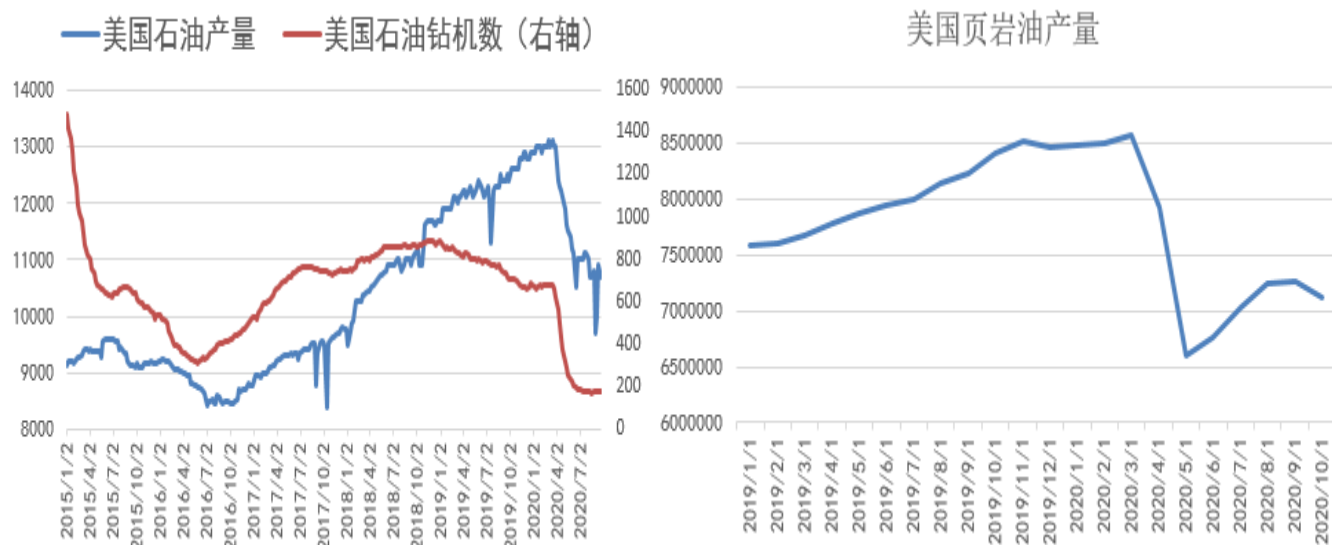
数据来源：OPEC 南华研究

数据来源：Bloomberg 南华研究

图 4.3: 美国石油钻机数与产量

(千桶/天) 图 4.4: 美国页岩油产量

(桶/天)



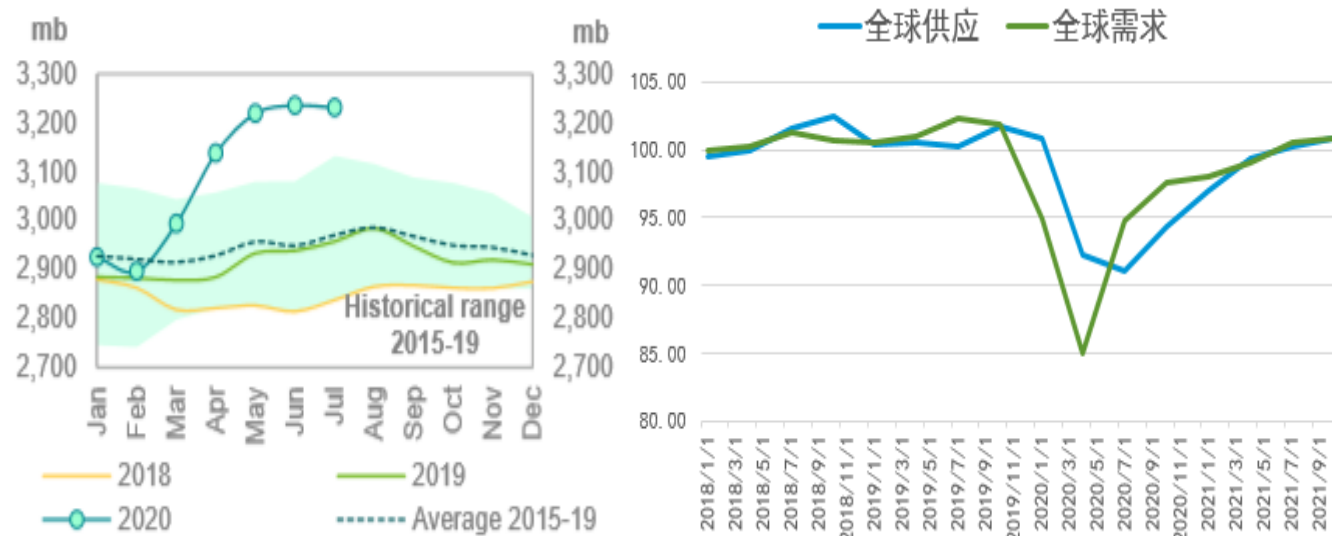
数据来源: Bloomberg 南华研究

数据来源: Bloomberg 南华研究

图 4.5: OECD 石油库存

(百万桶) 图 4.6: 全球供需平衡

(百万桶/天)



数据来源: OPEC 南华研究

数据来源: Bloomberg 南华研究

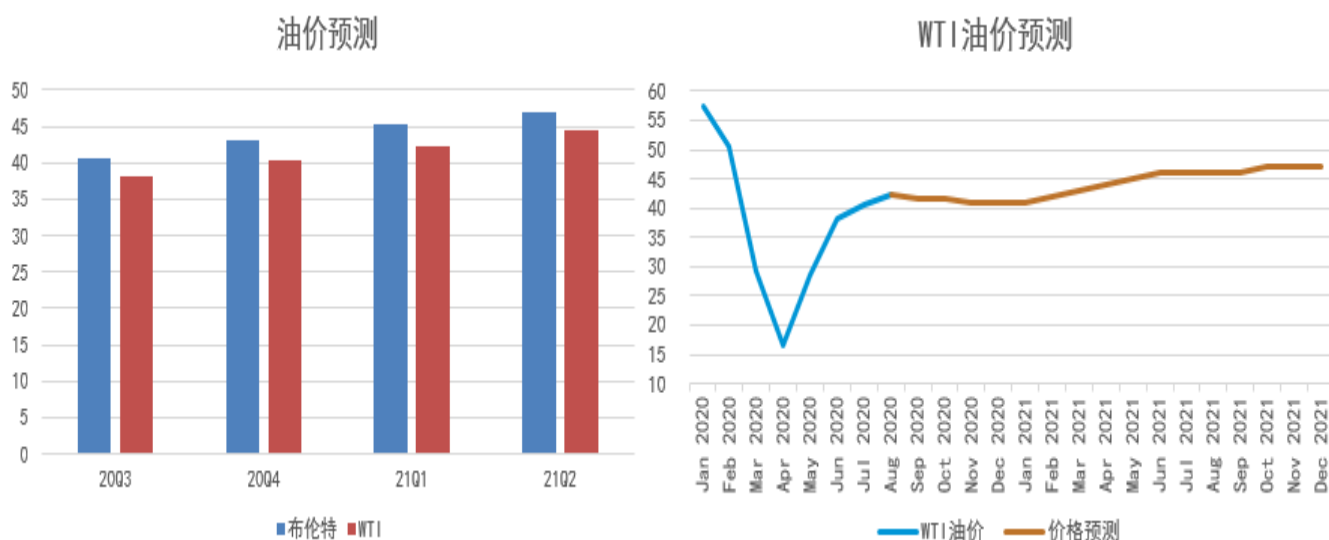
第5章 逻辑总结

在经历了 2 季度的大幅增长之后，全球石油需求的修复在 3 季度显著放缓，需求端面临的压力主要来自疫情，近期欧洲的疫情有加剧的趋势，疫情导致油品需求特别是航空煤油的需求恢复缓慢，反映在油价表现上整体维持在 40-45 美元区间波动。而 OPEC+ 减产协议、沙特的托底表态以及全球各国疫苗研发的快速推进，使得油价底部支撑依然显著。在供给端相对平稳的情况下，原油走势的核心驱动力在于需求的修复预期，在全球逆周期调控的背景下，经济复苏逻辑以及通胀预期仍是看好未来油价的主逻辑，疫情暴发前国际油价运行区间 55-65 美元/桶，如果疫情能够控制住，随着经济和需求的恢复，油价仍将回到此前的供需均衡点。

图 5.1：彭博调查油价预测

(美元/桶)图 5.2：EIA 油价预测

(美元/桶)



数据来源：Bloomberg 南华研究

数据来源：Bloomberg 南华研究

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变更，在任何情况下，我公司报告中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。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限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了南华期货股份有限公司的立场，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南华期货股份有限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。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、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“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点