广州期货
GUANGZHOU FUTURES

50 美金下方试探后回调，油价底部或筑建

2020 年 2 月 8 日

研究所 能源化工小组

马琛 F3039125

李威铭 F3029957 Z0014369

自 1 月 18 日新型冠状病毒爆发以来，国际油价持续下挫，至 2 月 4 日收盘美原油期货下挫至每桶 49.61 美金，在下探 50 美金关键支撑价位后即回调，纵观 2019 年，油价在全年有三次试探 50 美金水位，均形成较为稳固支撑。在 OPEC+减产的努力下，供应持续收缩，而一季度为石油消费淡季，叠加疫情对石油消费的打压，原油市场处于供需两淡格局。不过当前油价已经下挫至去年 10 月初水平，疫情的影响已计入到油价之中，OPEC+额外减产给予油价底部支撑，随着肺炎疫情逐步得到控制，油价短期有望震荡回调。

图 1：WTI 原油期货走势

数据来源：文华财经

OPEC+额外减产助力油价筑底

回顾自金融风暴后的三次油价大跌，OPEC+产油国均采取较为积极的减产政策来应对油价大幅下滑，牺牲自身产量来达到石油供需平衡目的，从而换取石油价格的稳定。

表 1:2008 年金融危机后的三次油价大跌

油价暴跌时间	OPEC 执行产量政策
2014 年 6 月-2016 年 1 月	OPEC＋联合减产，从 2017 年 1 月份执行，共减产 180 万桶 / 天
2018 年 10 月-2018 年 12 月	OPEC＋继续联合减产，从 2019 年 1 月份执行，共减产 120 万桶 / 天，欧佩克减产执行率超高
2020 年 1 月初-2 月 4 日	OPEC＋联合深化减产，2020 年一季度执行，共减产 120+50 万桶 / 天；3 月初开会讨论继续深化减产，可能延长减产期限以及扩大减产额度，会议时间可能提前至 3 月份以前

资料来源：广州期货

美页岩油爆发式增长、OPEC 增产保市场份额、全球石油供应过剩等原因导致油价在 2008 年全球金融风暴后的第一次大跌，2014 年 6 月至 2016 年 1 月期间国际油价处于持续下行通道中，Brent 原油由 2014 年 6 月 19 日的每桶 115.06 美元下挫至 2016 年 1 月 20 日 27.88 美元，大跌 75.77%。尽管欧佩克产油国的原油生产边际成本较低，例如沙特生产成本低于每桶 5 美金，科威特、伊拉克生产成本在每桶 10 美金，但欧佩克原油生产国的财政盈亏平衡价格较高，数据显示，2018 年伊拉克的财政平衡价格在 45.4 美元/桶，科威特在 54.2 美元/桶，沙特在 88.6 美元/桶，阿联酋在 66.7 美元/桶。为了保障共同的石油利益，经过数次磋商，欧佩克在 2016 年 11 月达成了八年来的首次减产协议，12 月欧佩克和非欧佩克达成联合协议，决定共同减产 180 万桶/天，其中欧佩克减产 120 万桶/天，非欧佩克减产 60 万桶/天，减产协议从 2017 年 1 月开始执行。

在欧佩克积极减产以及中国、欧美经济复苏的利好带动下，油价从 2016 年 2 月开始低位反弹，直至 2018 年 10 月-12 月油价急速暴跌，美对伊朗制裁边际放宽、产油国增加产量弥补伊朗缺口（降低减产执行率）、全球经济增长放缓抑制石油需求、

供应过剩加剧是打压油价的主要因素，Brent 原油从 2018 年 10 月 3 日每桶 86.29 美元下挫至 2018 年 12 月 24 日 50.47 美元，大跌 41.51%。在此情况下，OPEC+维持减产计划，从 2019 年 1 月 1 日起，共计减产 120 万桶/天，其中欧佩克减产 80 万桶/天，非欧佩克减产 40 万桶/天。尽管减产额度有所减少，但由于油价大跌触发了欧佩克产油国的危机意识，特别是沙特面临沙特阿美 IPO 压力，亟需油价的坚实支撑，欧佩克产油对于减产不再只是做做样子，从 2018 年底开始维持超高减产执行率。

图 2：欧佩克原油产量

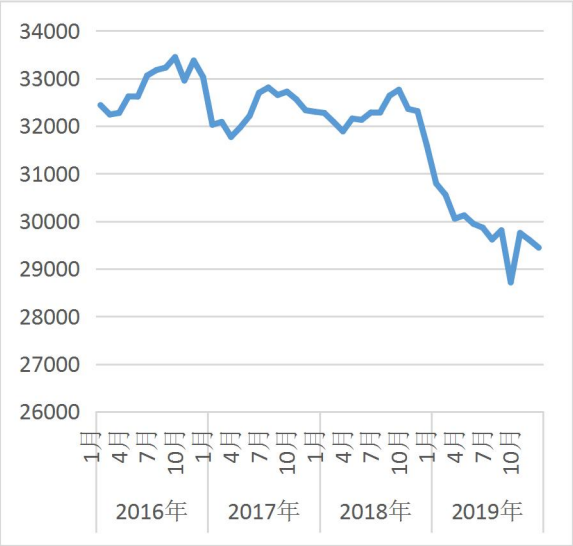
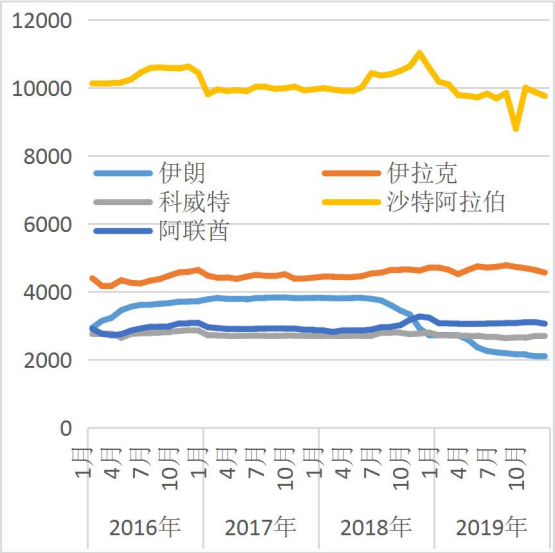


图 3：欧佩克主要产油国产量



数据来源：欧佩克

伴随着中美贸易谈判取得积极进展、欧佩克+深化减产利好，油价在 2019 年四季度呈现了一波“慢牛行情”，而突如其来的肺炎疫情，全球石油消费淡季等因素

作用，使得油价在 2020 年开年急速下冲，Brent 原油从 2020 年 1 月 6 日每桶 68.91 美元下挫至 2020 年 2 月 4 日 53.96 美元，大跌 21.69%。欧佩克+产油国于本周召开紧急会议，围绕着延长减产期限、扩大减产额度展开讨论，欧佩克产油国与俄罗斯意见存在分歧，欧佩克产油国倾向扩大减产额度，俄罗斯倾向仅延长减产期限，OPEC 技术委员会最终给出了 60 万桶/日的减产建议，俄罗斯将在下周决定是否深化减产。

当前欧佩克产油国减产决心强烈，调查数据显示，2020 年 1 月欧佩克原油产量宽幅下滑至 2900 万桶/天以下水平，假若 2 月 10 日这一周，俄罗斯同意深化减产，将给油价带来强有力的底部支撑。

美原油产量增长放缓

对于油价大幅下跌，非欧佩克产油国同样减少上游开采勘探的投资，以美国为例，主要基于页岩油生产成本，生产商减少或者停止开发钻井，通过简化工序、缩短开采天数等来削减生产成本。美国页岩油产区盈亏平衡线从 2014 年的 70 美元/桶下降到 2016 年 50 美元，直至 2019 年下滑至 43 美元/桶。

面对油价在 2014 年 6 月-2016 年 1 月的大跌，当时生产成本徘徊在每桶 50-60 美金的页岩油生产商采取减少投资的方式来应对不断下滑的油价，美国在线钻井平台数量大幅下滑，从 2015 年初的 1400 口宽幅下滑至 2016 年中的 310 口，而反映在原油产量上一般滞后 4-6 月，美原油产量从 2015 年中的 960 万桶／天水平下滑至 2016 年三季度 840 万桶／天水平。经历了 2018 年四季度的油价大跌后，美钻井平台数量在 2019 年持续下跌，从年初 877 口到年底 677 口，但由于页岩油生产效率的提升、DUC 井释放，美国原油产量不降反升。

图 4：美原油产量

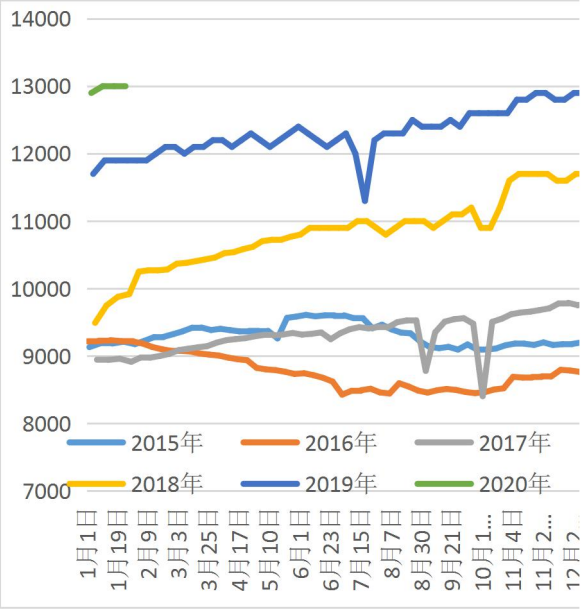
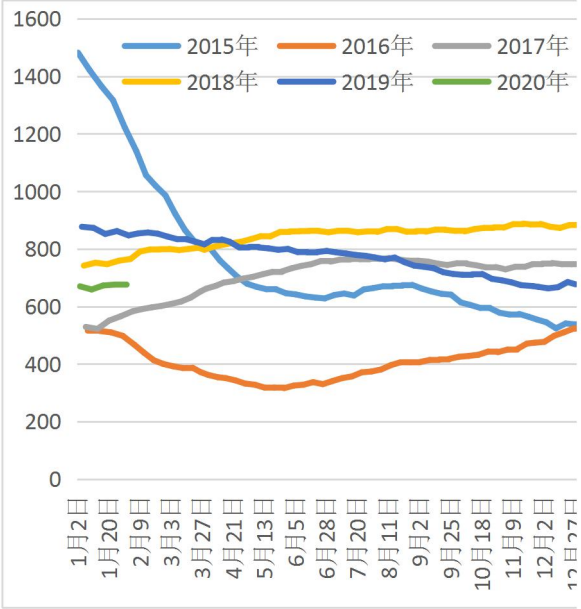


图 5：美钻井平台数量



数据来源：EIA、贝克休斯

不过 2019 全年下滑的钻井平台数量终将反映在产量上，随着 DUC 井的释放，优质 DUC 井数量也在下滑，2019 年底美原油产量达到 1300 万桶/天的创纪录高点，预计 2020 年美原油产量增长将放缓。此外，今年美国大选令市场关注，如果民主党参选人桑德斯当选，其反对水力压裂法进行能源勘探，也将抑制美页岩油的生产。

一季度油价展望及操作建议

供应：收缩。欧佩克+2020 年一季度可能在 170 万桶/天的基础上继续深化减产，以及延长减产期限，目前等待俄罗斯最终决议；美制裁伊朗、委内瑞拉，两国原油产量继续下滑，重质原油资源缺乏；地缘政治风险仍存，伊美紧张关系未降温，利比亚两个油田生产关闭，短期影响 80-90 万桶/天产量；美国 DUC 井中优质井数量逐渐减少，美原油产量增长受限。

需求：放缓。全球经济低迷，石油消费本就处于增速放缓中；亚洲、中东炼能逐渐释放，成品油供应过剩，压榨炼厂利润；当前处于石油消费淡季，原油加工需求对油价支撑不大。

疫情影响：截至 2 月 7 日，全国新增确诊病例在连续两日下滑后出现回升，随着未来一周（2 月 10 日-14 日）返工潮到来，人员流动性大大增加，下周成为疫情拐点是否出现的关键。因各地交通管制、企业延迟复工，使得全国汽运受限，炼厂发货延迟，库存积压，油品销售停滞，对国内一季度成品油消费已造成严重影响，预期 2020 年一季度中国成品油需求或下滑 60-80 万桶/日。当前主营、地方炼厂开工率也纷纷下降来应对油品需求的下滑。据卓创统计，截至 2 月 5 日，山东地炼一次常减压装置平均开工负荷为 50.33%，与 1 月 22 日相比下滑 14.23 个百分点。据悉，主营炼厂开工率也将下滑至 70%以下。

展望：OPEC+继续加深减产期望较大，供应收缩明显，从季节性来看，1-2 月中国成品油需求将明显走弱，进入 3-4 月份，炼厂将进入春季检修，原油加工需求减弱，原油市场处于供需两淡格局。不过当前油价已经下挫至 2019 年四季度初水平，50 美金处支撑较强，疫情缓解叠加欧佩克减产，油价有望震荡回调。

策略建议：轻仓多单 SC。

风险因素：俄罗斯未加入减产行列、国内疫情二次高峰

研究所

公司研究所具有一批资深优秀的产业服务、策略实战经验的优秀分析师，具有齐全的期货投询、金属能化农林产业研究、宏观研究、衍生品及专一品种等一体化研究职能。

研究致力于为客户提供中国资本市场前瞻性、可操作性的投资方案及各类型市场的研究报告，通过对市场进行深度挖掘，提示投资机会和市场风险，完成对资本市场现象、规律的研究探索，为辖区乃至全国的实体经营和机构运作保驾护航。

研究范围涉及目前所有商品期货以及金融衍生品；我们推崇产业链的研究；我们看重数量分析法；我们提倡研究的独立性，鼓励分析师在纷繁复杂的环境下保持清醒，保持市场观点的一致顺延。

我们将积极依托股东单位—越秀金控在宏观经济、产业领域的高端研究资源优势，以“宏观、产业和行情策略分析”为主要核心，大力推进研究市场化和标准化运作，逐步完善研究产品体系，打造具有特色品牌影响力的现代产业与金融行业的资深研究所。

核心理念：**研究创造价值，深入带来远见**

联系方式

金融研究	农产品研究	金属研究	能源化工
020-22139858	020-22139813	020-22139817	020-22139824

地址：广东省广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心主塔写字楼第 1007-1012 房　　邮编：510623

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我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并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。