

兴证期货·研发中心

能化研究团队

刘倡

从业资格编号：F3024149

投资咨询编号：Z0013691

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

赵奕

从业资格编号：F3057989

孙振宇

从业资格编号：F3068628

联系人

孙振宇

电话：021-20370943

邮箱：

sunzy@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

7月份国际油价震荡反弹，WTI收于40.43美元/桶，上涨0.61美元或1.53%；布伦特收于43.71美元/桶，上涨2.08美元或5.00%；SC收于283.8元/桶，下跌8.6元或2.94%。

● 后市展望

供应端：美国方面，7月平均产量环比增加15万桶/日至1105万桶/天，石油钻井数量也止跌企稳，7月24日，活跃石油钻井数量结束连续18周下跌，环比增长1口至181口，鉴于当前油价已满足部分页岩油企的盈利条件，预计美国产量将逐步恢复；OPEC+方面，各国减产执行率维持较高水平，伊拉克、尼日利亚等国8-9月期间需额外减产已弥补此前未减数量，预计OPEC+对外供应仍将处于较低水平，从而对油价形成较强支撑。

需求端：欧洲大部分地区的复苏进程平稳；中国受累于长江水患，短期需求疲弱；美国二季度GDP环比史上最差，疫情持续高爆发，成品油需求较差，初请失业金人数出现了反弹，永久性失业人数不断增加，暗示其境内短期需求增长难度较大。此外，中美关系目前仍未有缓和迹象，也打压市场对于需求的预期。

综上，我们认为，油价短期可能面临较大压力，但中长期仍旧偏上运行。

● 策略建议

持多观望。

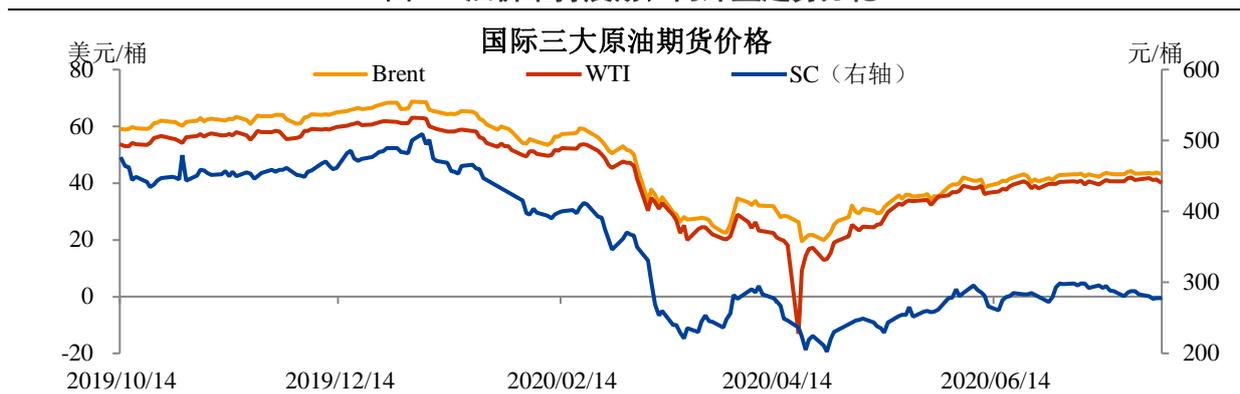
● 风险提示

中美关系进一步恶化；美国需求再度转弱。

1、行情回顾：7月原油价格震荡反弹

2020年7月份，因美国疫情持续高爆发，且其主动挑衅中美政治关系，导致油价冲高回落，但鉴于美国1.3万亿美元经济刺激计划的落地以及对油市中长期基本面向好的预期，油价月末仍旧维持在相对高位。截至7月底，WTI收于40.43美元/桶，上涨0.61美元或1.53%；布伦特收于43.71美元/桶，上涨2.08美元或5.00%；SC收于283.8元/桶，下跌8.6元或2.94%。

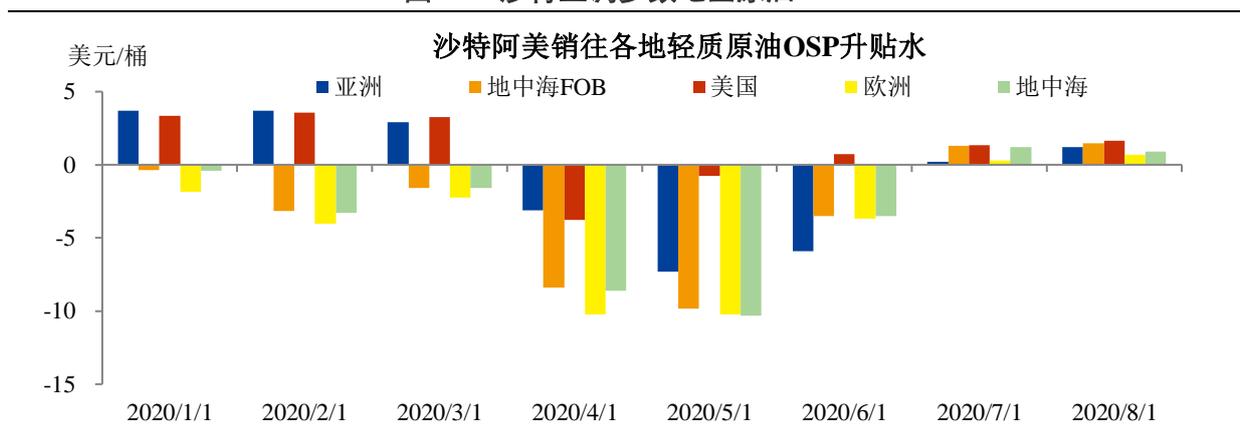
图1：油价维持震荡，内外盘走势分化



数据来源：Wind、兴证期货

现货方面，各地区主流价格与期货价格趋势保持一致。截至7月底，WTI现货、布伦特 Dtd、阿曼（环太平洋）、迪拜（环太平洋）分别录得环比1.66%、2.03%、2.85%、2.78%的涨幅，俄罗斯ESPO录得0.31%的下跌。此外，中东各国本月均一定程度上上调了出口OSP，沙特阿美对销往亚洲、美国、欧洲的轻质油价格分别上调1.0美元、0.30美元、0.40美元至较阿曼/迪拜均价升水1.20美元、1.65美元/桶、0.70美元/桶，对地中海地区下调0.30美元至较阿曼/迪拜均价升水0.90美元/桶。

图2：沙特上调多数地区原油OSP

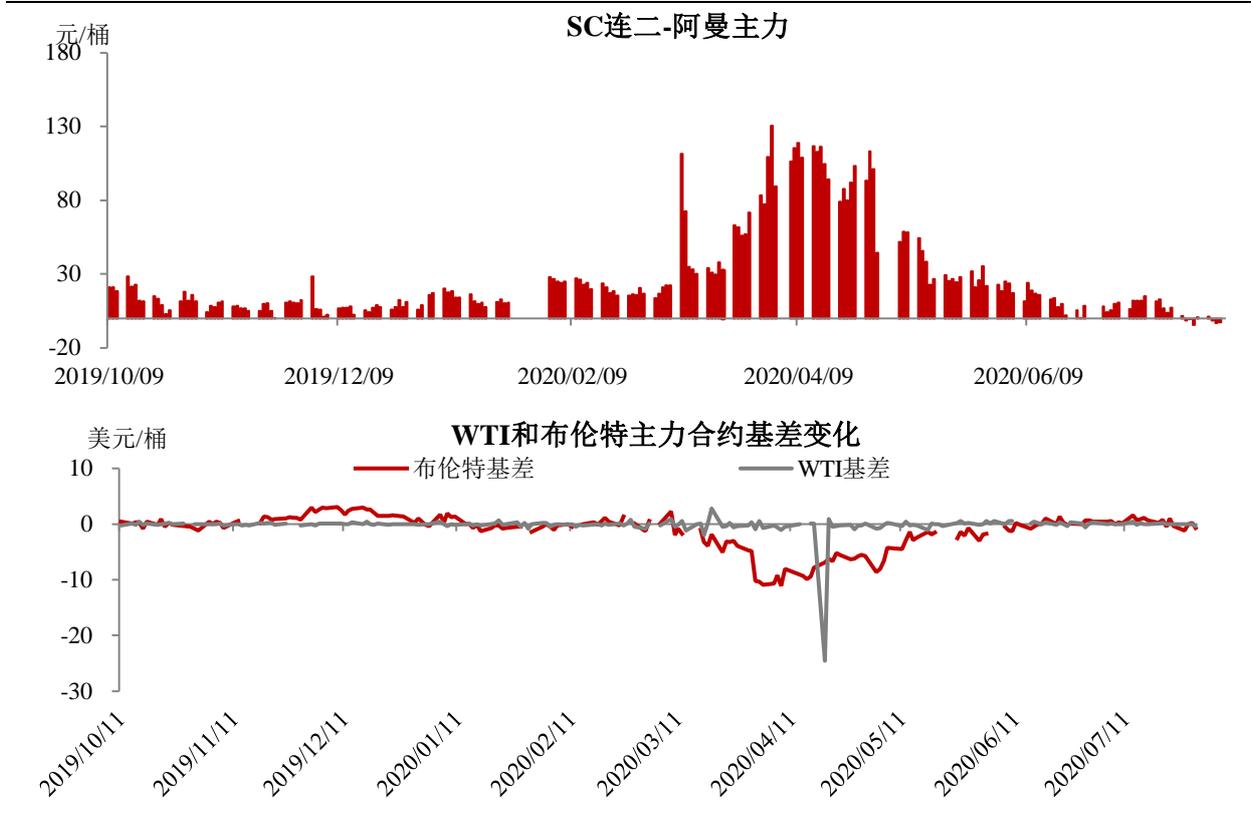


数据来源：Bloomberg、兴证期货

价差方面，内盘SC相对于阿曼油价进入贴水，布伦特、WTI期现价差维持在窄幅区间震荡。截至7月底，SC连二-阿曼主力价差录得-2.53元/桶，环比下跌6.83元或158.66%；布伦特

基差录得-0.68 美元/桶,环比上月末下跌 1.39 美元/桶或 195.77% ;;WTI 基差收于-0.41 美元/桶,上涨 0.14 美元或 25.45%。

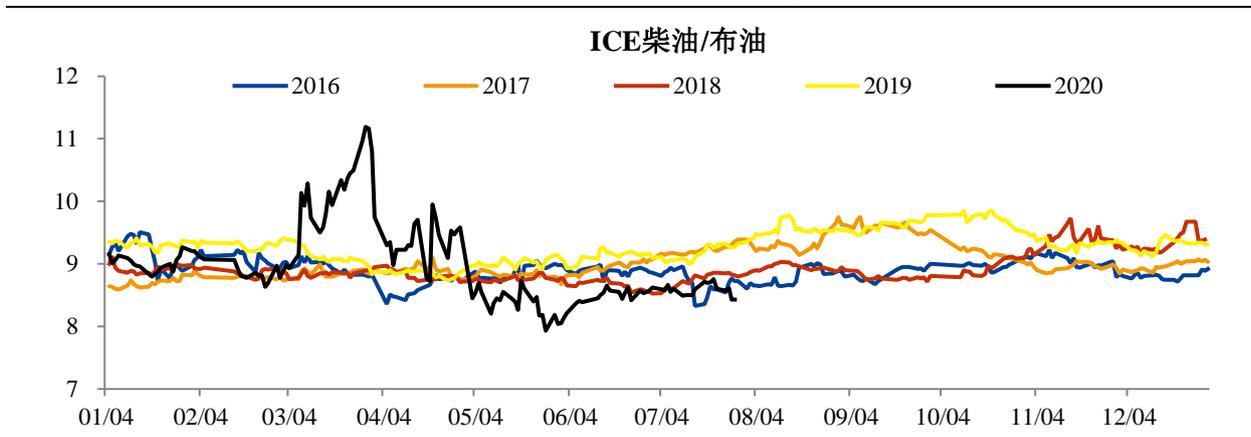
图 3: 内盘价格持续走弱, 外盘基差维持窄幅震荡

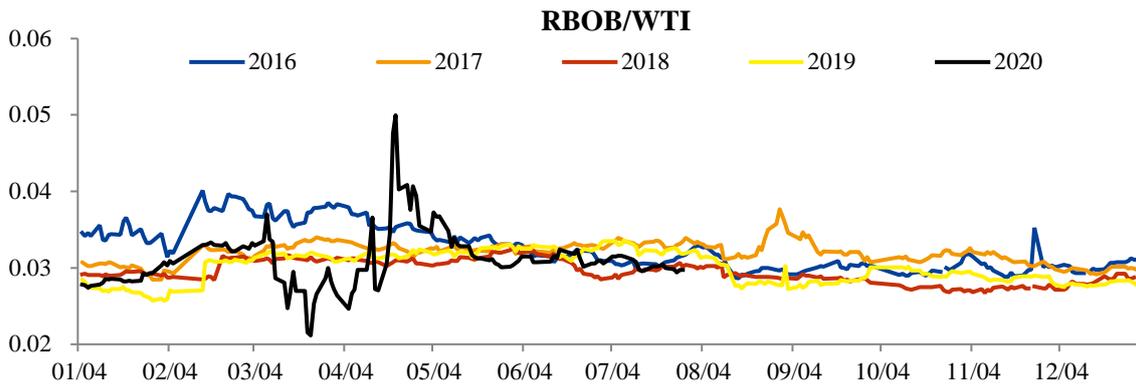


数据来源: Wind、兴证期货

裂解差方面, RBOB 汽油和 ICE 柴油均小幅走弱。截至 7 月底, RBOB 汽油/WTI 比价收于 0.0298, 环比上月底下降 0.0008 或 2.55%; ICE 柴油/布油比价收于 8.4289, 环比上月底下降 0.1466 或 1.71%。鉴于目前欧洲经济复苏进程平稳, 但美国疫情仍处于高爆发阶段, 预计 ICE 柴油裂解可能进入反弹, 但 RBOB 汽油可能继续维持弱势。

图 4: 成品油裂解底部企稳

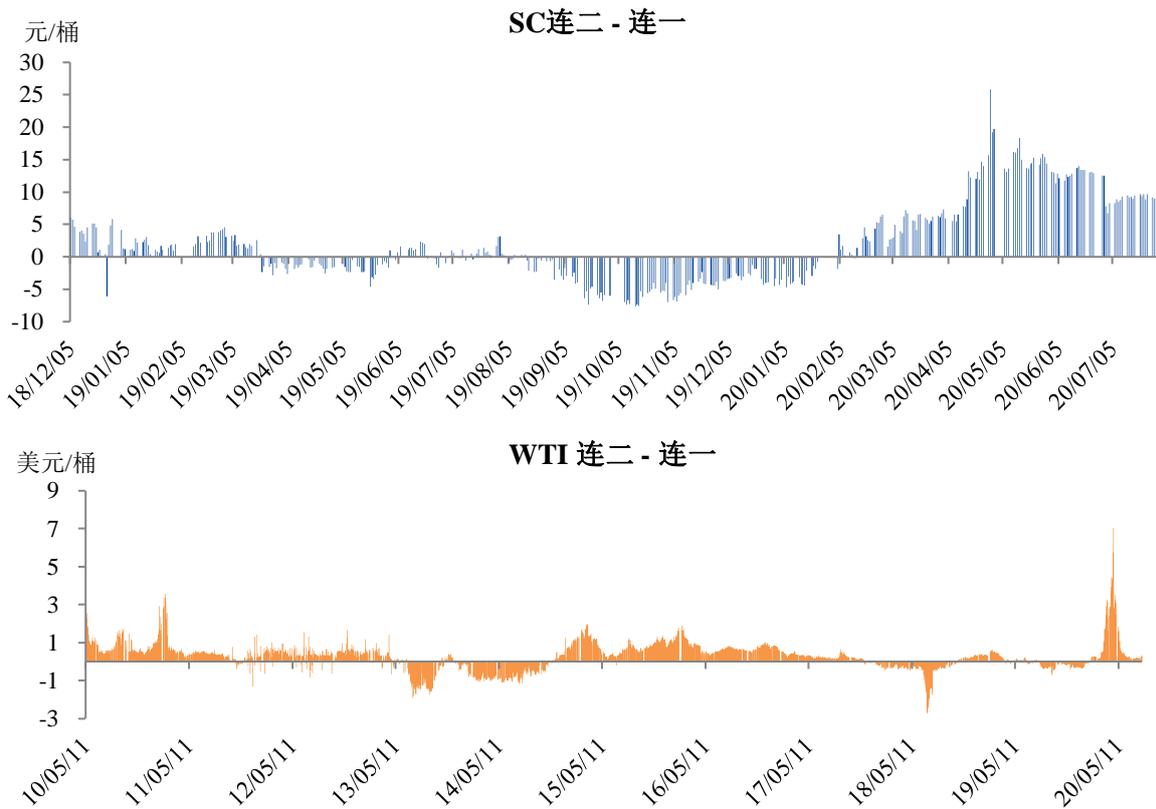


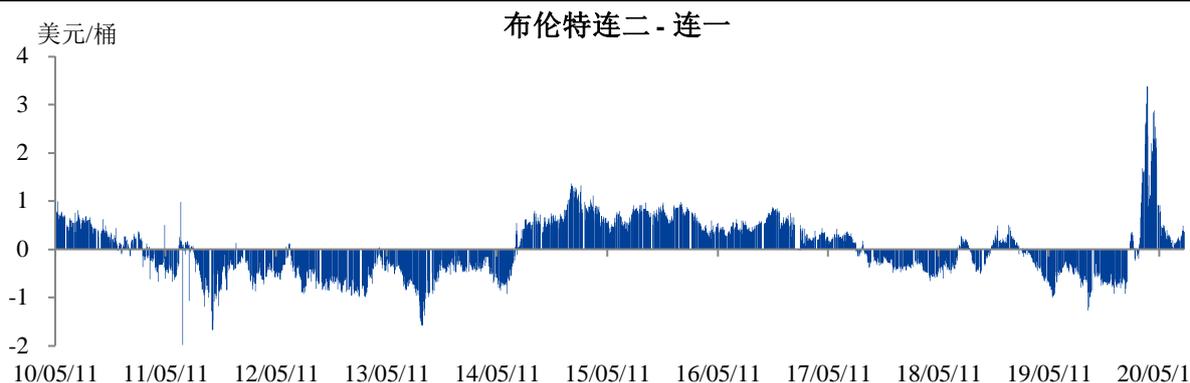


数据来源：Wind、兴证期货

跨期价差方面,截至7月底,内盘 SC2011-SC2010 收于 9.6 元/桶,环比下跌 2.9 元或 23.30%; WTI 2011-WTI 2010 合约收于 0.35 美元/桶,环比上月底增长 0.25 美元或 250%; 布伦特 2011-布伦特 2010 合约收于 0.36 美元/桶,环比上月底增加 0.22 美元或 157.14%。外盘远月走高,表明市场认为短期油价大幅反弹概率较低。

图 5: 月间价差





数据来源：Wind、兴证期货

2、基本面：中美需求较差，打压油价上涨预期

2.1 产出：OPEC+产量大幅度下降，但美国企稳反弹

OPEC 最新月报显示，OPEC 6 月产量环比大幅减少 189.3 万桶/天或 7.83% 至 2227.1 万桶/天，同比减少 25.40%，当月减产执行率为 107%，对油价形成较强支撑。根据减产协议，8 月将进入第二阶段，减产目标为 776 万桶/天，环比增长 194 万桶/天，但在 7 月 JMMC 会议上，各产油国达成一致决议，伊拉克、尼日利亚等国需在 8-9 月额外减产 84.2 万桶/天，且沙特等国表示尽管 8 月起增产，但主要将增产部分用于国内，对外出口增量较小。而俄罗斯 6 月扣除凝析油的产量约为 866 万桶/天，减产执行力度在历次减产协议中属于最高水平。因此，目前来看，OPEC+ 方面短期仍将为油价形成较好支撑。

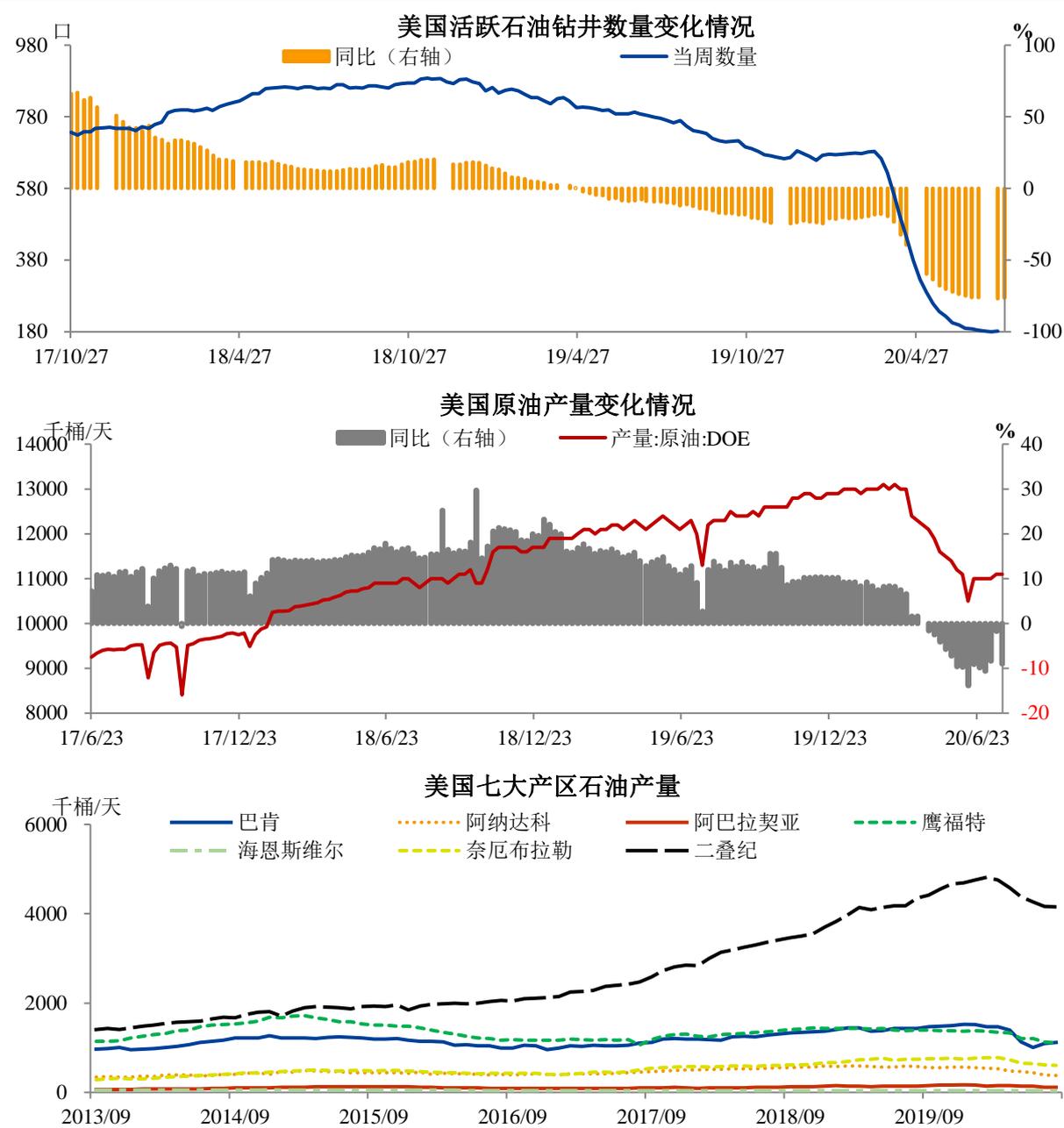
表 1：6 月 OPEC 整体产量再度大幅下探（单位：千桶/天）

	2018	2019	2020.04	2020.05	2020.06	6 月涨跌	涨跌幅
阿尔及利亚	1042	1022	1006	819	809	-10	-1.22%
安哥拉	1505	1401	1313	1275	1224	-51	-4.00%
刚果	317	324	293	285	295	10	3.51%
赤道几内亚	125	117	125	90	114	24	26.67%
加蓬	187	208	196	194	204	10	5.15%
伊朗	3553	2356	1973	1954	1947	-7	-0.36%
伊拉克	4550	4678	4505	4165	3716	-449	-10.78%
科威特	2745	2687	3118	2198	2103	-95	-4.32%
利比亚	951	1097	82	80	93	13	16.25%
尼日利亚	1718	1786	1777	1592	1504	-88	-5.53%
沙特	10311	9771	11642	8479	7557	-922	-10.87%
阿联酋	2986	3094	3841	2478	2349	-129	-5.21%
委内瑞拉	1354	796	624	555	356	-199	-35.86%
OPEC 共计	31344	29337	30495	24164	22271	-1893	-7.83%

数据来源：OPEC、兴证期货

美国方面，7月产量反弹，截至7月24日的4周内平均产出为1105万桶/天，环比增加15万桶/天。尽管多数页岩油企业仍处于减少开支保持观望的状态，整体页岩油7月产出环比下降17.9万桶/天，但当前油价已满足多数传统油企的盈利要求，继而使得美国产量企稳上涨。此外，截至7月24日当周，美国活跃石油钻井数量结束了连续18周的下降趋势，环比增加1座至181座，也基本上宣告美国总产量下滑趋势的终结。由于部分油企增加开支的速度较慢，EIA预计8月美国页岩油产量仍将小幅下滑约5.6万桶/天，但美国总体产出可能录得小幅上涨，继而对油价产生一定的负面影响。

图 6：美国钻井结束连续 18 周下降趋势，产量缓慢反弹



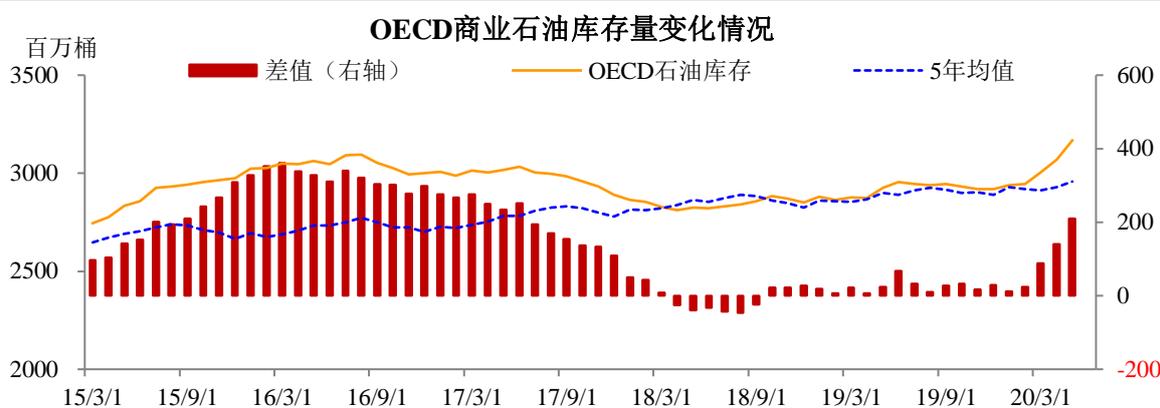
数据来源：EIA、Baker Hughes、兴证期货

综上，未来 1-2 个月全球供应仍将维持在较低水平，对油价构成较好支撑，但需警惕美国产量加速反弹以及 OPEC 部分同盟国大幅增加出口量。

2.2 库存：总量高企，但水上浮库开始持续下滑

据 OPEC 7 月月报显示，OECD 商业石油库存连续 5 个月增长，5 月库存环比增加 9800 万桶至 31.67 亿桶，为 2015 年 1 月以来最高水平，同比去年增加 2.42 亿桶或 8.27%。5 月库存超出 5 年均值水平扩大至 2.095 亿桶，是 2017 年 7 月以来最高水平，环比增加 6890 万桶，同比增加 1.844 亿桶。但据市场消息，6 月-7 月 OECD 库存有望缓步下跌，继而减少对油价的压力。

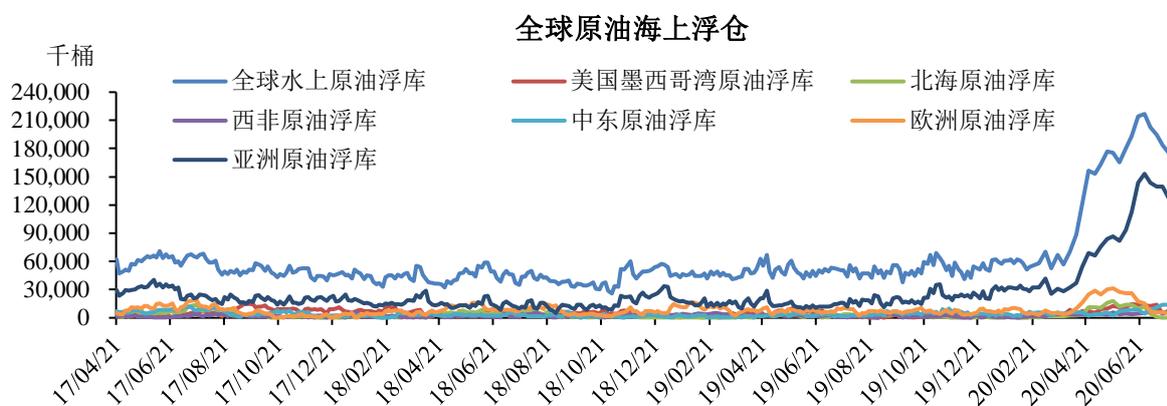
图 7：OECD 5 月库存及超出 5 年均值水平均大幅增长



数据来源：OPEC、兴证期货

浮库方面，根据 Bloomberg 数据，全球海上原油浮库总量连续 4 周下滑，截至 7 月 24 日当周，录得 17473.1 万桶，环比 6 月底减少 4212.2 万桶或 19.42%；其中亚洲地区浮库减少 2626.2 万桶或 17.14%至 12691.8 万桶；北海地区环比减少 1098.1 万桶或 94.58%至 62.9 万桶；中东地区增加 959.7 万桶或 234.88%至 1368.3 万桶。

图 8：全球海上浮库连续 4 周下滑



数据来源：Bloomberg、兴证期货

美国方面，7月商业原油库存震荡下跌。截至7月24日当周，原油库存为52596.9万桶，环比上月末减少755.8万桶或1.42%，同比增加8942.4万桶或20.48%。虽然美国产量可能出现缓慢反弹，但在净进口再度呈现逐渐减少的情况下，预计美国原库存量再创历史记录的概率较低，继而难以对油价形成趋势性压力。

图 9：美国原油净进口重回下降趋势

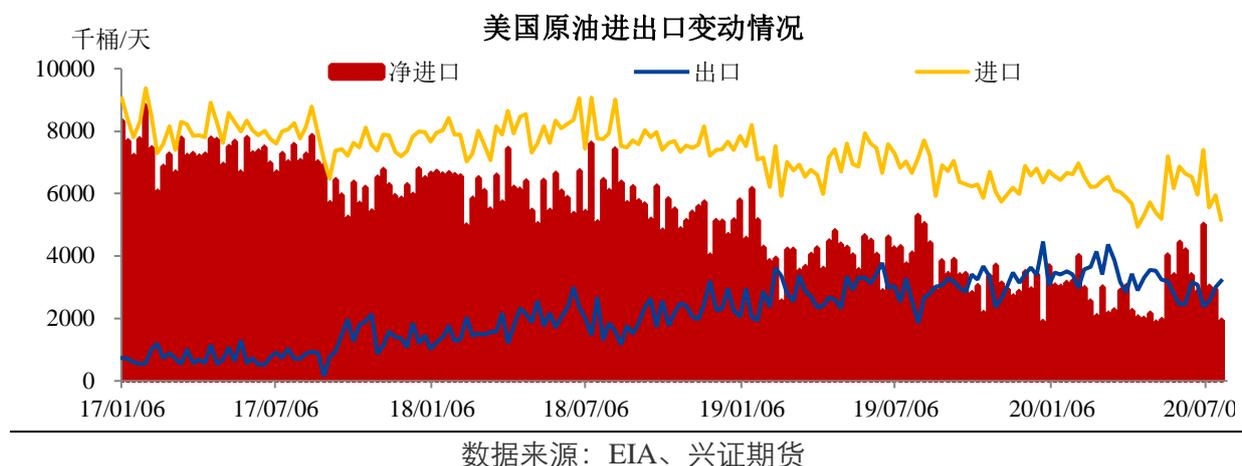
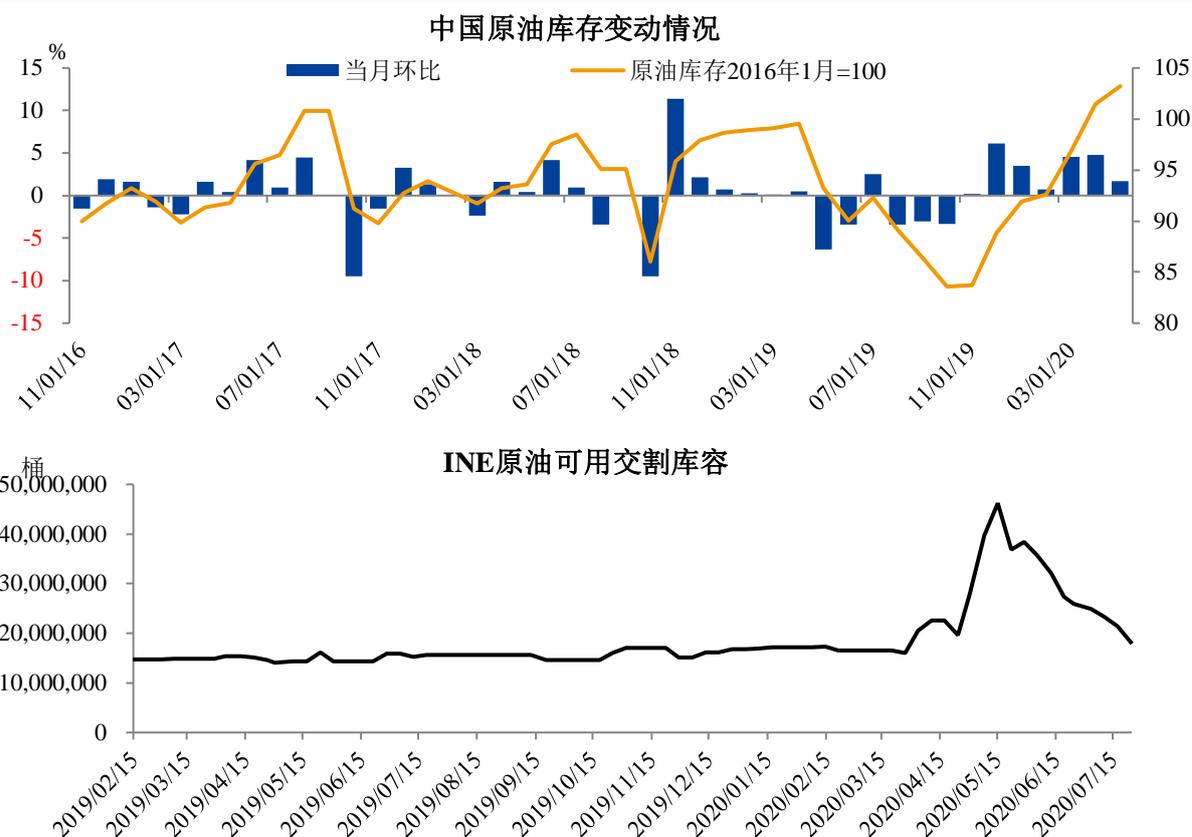


图 10：美国原油商业库存震荡减少



中国方面，5月份原油库存继续上涨，但涨幅下降至1.72%，大幅弱于3月和4月的上涨速度。主要原因是：1. 油价反弹，沙特上调对亚洲地区的OSP，国内在已有大量低价油的情况下，对于较高价格的原油采购需求减弱；2. 目前国内库存水平已处于相对高位，5月原油库存为近年来最高，在去库速度较慢的情况下，企业补库存的意愿降低。

图 11：中国连续 7 个月补充原油库存



数据来源：Wind、国家统计局、兴证期货

综上，尽管全球需求并未有大幅改善，但在供给端明显收缩的情况下，OECD 原油库存大概率趋于缓步减少的趋势，而国内原油库存在海上浮仓去库完成后，也将大概率逐步减少，继而减轻对油价的压力。

2.3 需求：中美需求疲弱，对油价形成重压

EIA 7 月 STEO 报告上调 2020 年全球需求 36 万桶/天至 9289 万桶/天，为 2019 年 12 月以来首次上调，其中上调美国 2020 年需求 28 万桶/天至 1834 万桶/天，下调中国 2020 年需求 43 万桶/天至 1321 万桶/天。

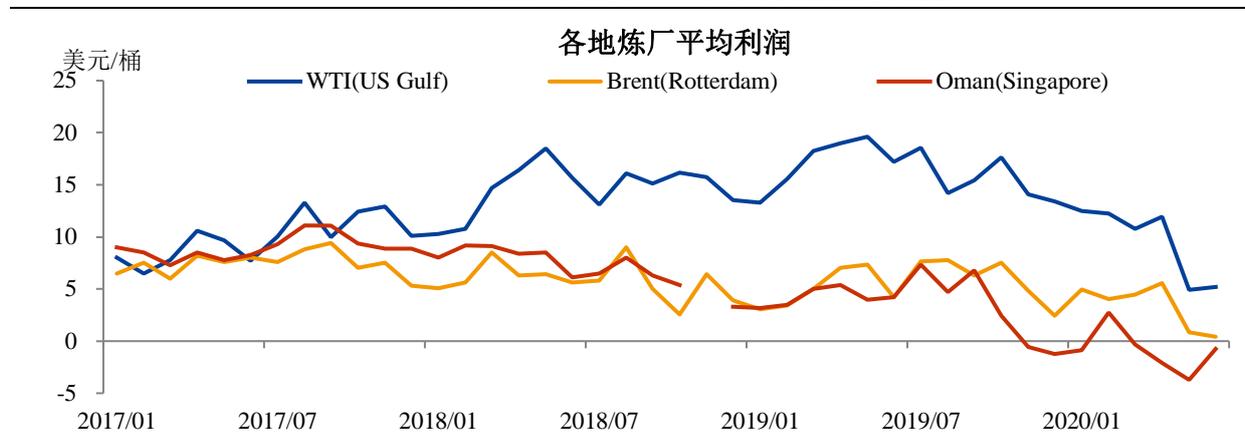
OPEC 7 月月报上调全球 2020 年需求 13 万桶/天至 9072 万桶/天，为 2020 年 2 月以来首次上调，其中，下调美国需求 6 万桶/天至 1899 万桶/天，预估中国需求维持在 1212 万桶/天。

2.3.1 开工率震荡反弹，亚太地区炼厂接近盈利

2020 年 6 月，全球主要地区炼厂利润涨跌不一，其中 Oamn(Singapore)炼厂平均利润环比大涨近 3 美元/桶，接近扭亏为盈。Oman (Singapore) 6 月炼厂平均利润为-0.74 美元/桶，环比大幅上涨 1.8 美元，主要是由于汽油消费的明显提升，尤其是韩国和印度；WTI(US Gulf)平均利润环比上涨 0.27 美元/桶至 5.19 美元/桶，主要原因是石脑油和汽油需求走高以及对西北欧出口

增加帮助炼厂利润走高，但航煤等燃料需求降低限制了利润上行空间；Brent(Rotterdam)的平均利润环比减少 0.43 美元至 0.42 美元/桶，主要原因是，该时期终端消费复苏不够强劲，但炼厂对柴油市场份额竞争激烈，导致柴油大幅过剩，压制了炼厂的整体利润。

图 12: 亚太地区 6 月炼厂平均利润接近扭亏为盈

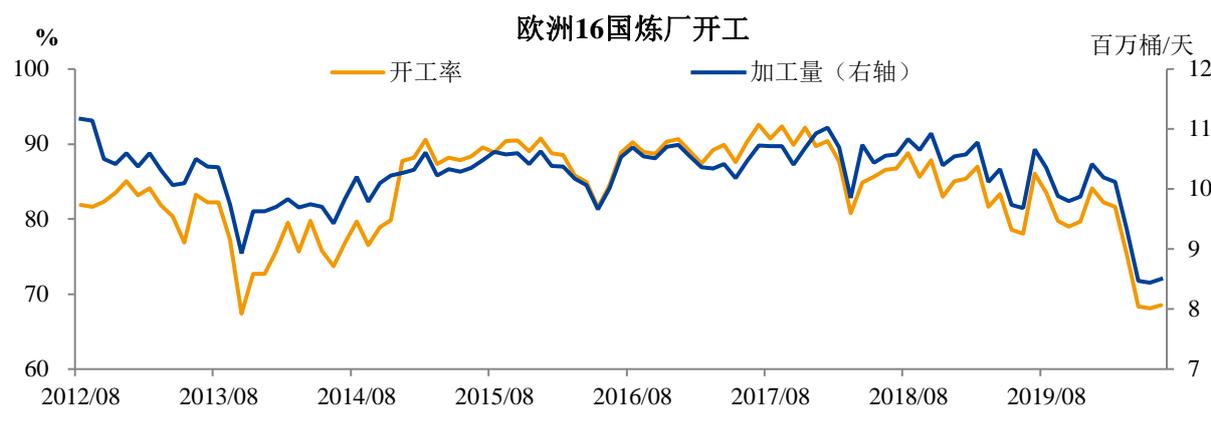


数据来源：OPEC、兴证期货

开工率方面：美国方面，截至 7 月 24 日，开工率为 79.5%，环比上月底增加 4 个百分点，同比-14.52%；欧洲 16 国 6 月炼厂开工率回升 0.48 个百分点至 68.55%，原油加工量增加 6 万桶/天至 850 万桶/天。鉴于欧洲多数地区复产进程平稳，而美国也并未采取更加严格的全国性政策限制，预计开工率将持续反弹，进而一定程度上提振原油需求。

图 13: 美国开工率持续反弹，欧洲 16 国加工量回升



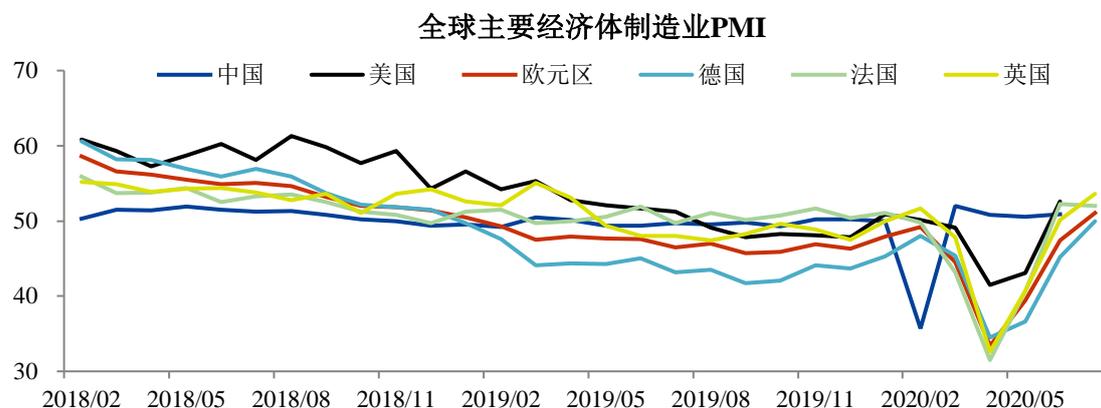


数据来源：EIA、OPEC、兴证期货

2.3.2 近期中美经济复苏进程存在较大阻力

制造业方面，由于全球全面复工，主要经济体制造业恢复较好，中国 7 月制造业 PMI 51.1，环比增长 0.2；美国 6 月 ISM 制造业 PMI 环比增长 9.5 至 52.6；欧元区、德国、法国、英国 7 月 Markti 制造业 PMI 分别录得 51.1、50.0、52.0、53.6。

图 14：主要经济体制造业 PMI 全面反弹至枯荣线上方



数据来源：Wind、兴证期货

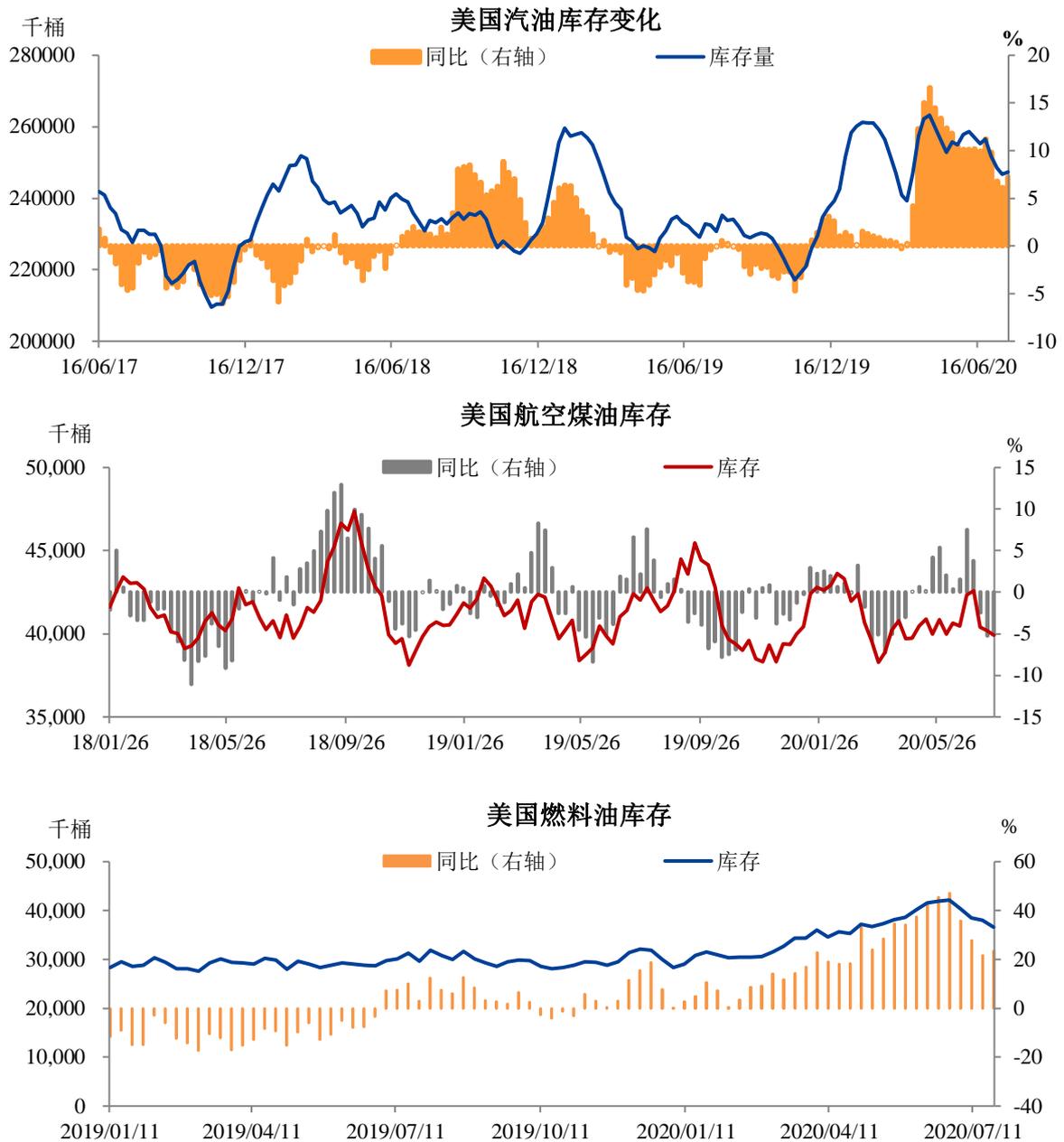
美国方面，成品油消费复苏较差，就业再度转入颓势，前景不佳：

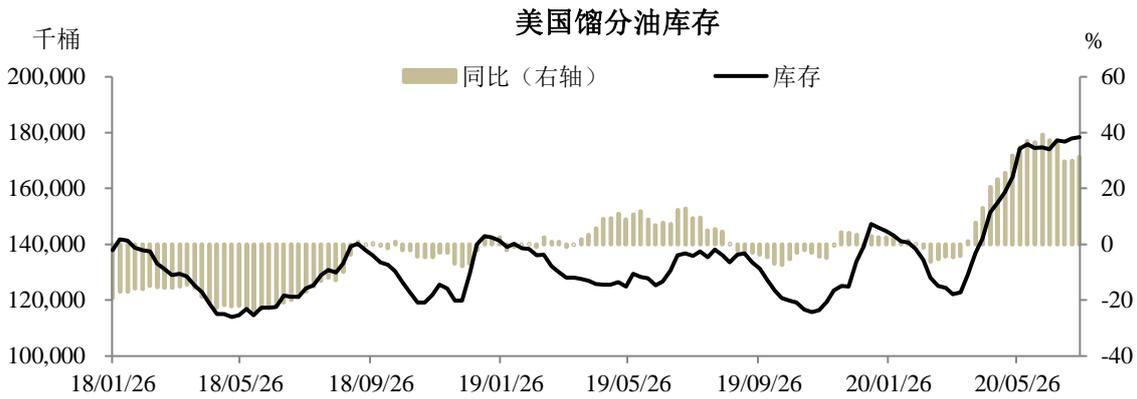
- 1) 美国主要成品油库存中，汽油、航煤、燃料油均有自高位下跌的迹象，但柴油库存不断创新高，表明美国工业制造业实际复苏情况不佳；
- 2) 美国二季度实际 GDP 环比录得-32.9%，为史上最差；
- 3) 6 月 ISM 制造业 PMI 录得 52.6，环比大涨 9.5。美国制造业 PMI 好于预期主要得益于新订单和产出分别环比大涨 24.6、24.1，新订单增长，但供应商交付大幅下降 11.1，暗示美国制造业复苏进程仍存隐忧；
- 4) 美国 6 月零售恢复情况较好，零售和食品服务销售总额同比增长 1.10%，结束连续 3 个月的同比大幅下跌；
- 5) 美国 6 月失业率为 11.1%，连续 2 个月下降；新增非农就业人数为 480 万人，为史上

最好水平；初请失业金人数结束连续 18 周的下跌之后，连续 2 周反弹，7 月 25 日当周录得 143.4 万，较前期低点增加 12.6 万；且永久性失业人数连续 4 个月增长，6 月录得 282.5 万人，为 2014 年 6 月以来最高。

因此，在美国疫情持续难以控制、燃料消费复苏乏力、制造业大幅反弹的实际效果存疑、且就业前景仍旧黯淡的情况下，美国短期需求大幅反弹的概率较低，对油价有较强的压制。

图 15：美国汽油、航煤、燃料油库存下降，但柴油库存连续创新高





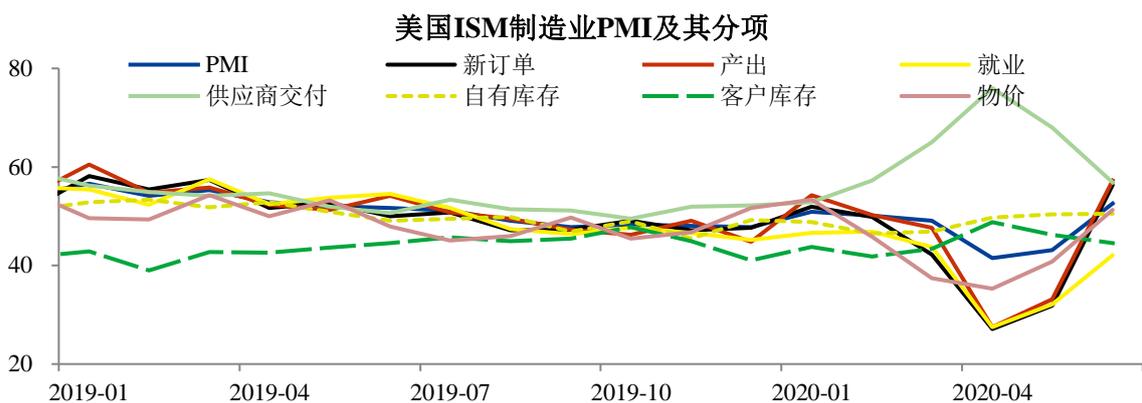
数据来源：EIA、兴证期货

图 16: 美国二季度 GDP 录得史上最差



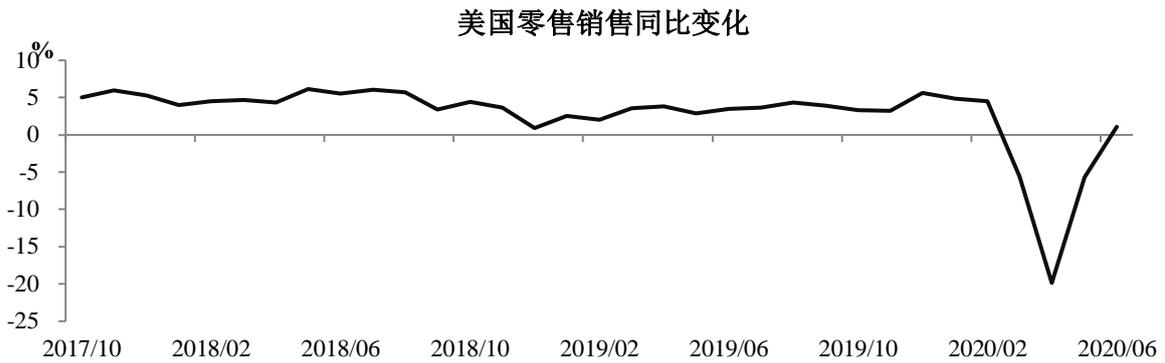
数据来源：Wind、兴证期货

图 17: 美国制造业新订单大幅增长，但供应商交付录得较大幅度下跌



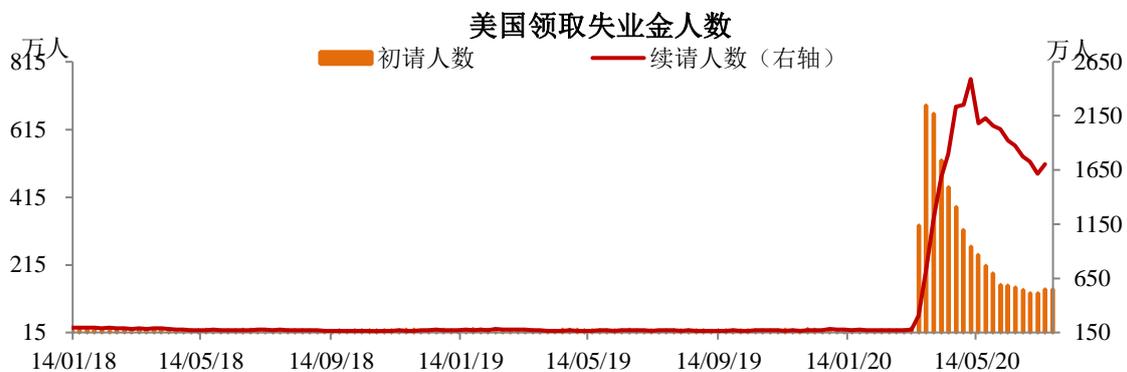
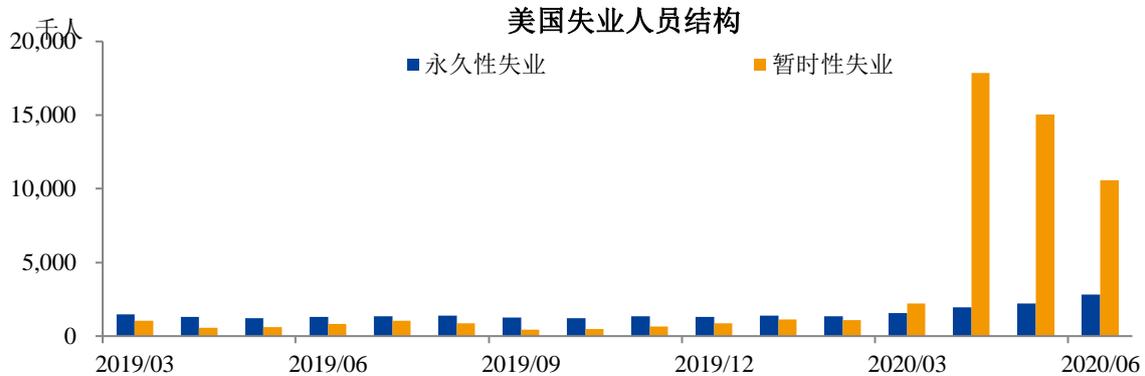
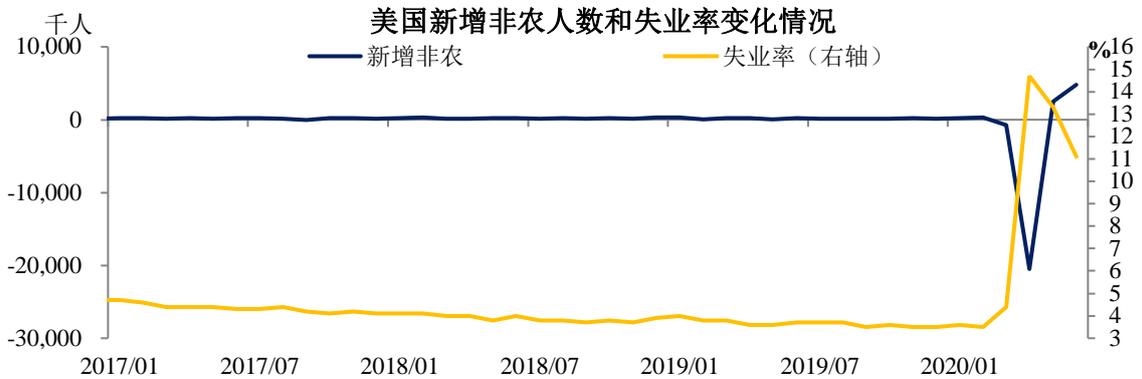
数据来源：Wind、兴证期货

图 18: 美国 6 月零售销售录得同比正增长



数据来源: Wind、兴证期货

图 19: 美国就业前景仍旧黯淡



数据来源: Wind、兴证期货

中国方面，工业制造业恢复较好，但短期水患对需求抑制较强：

- 1) 中国 7 月官方制造业 PMI 51.1，环比保持不变，各分项中，仅出厂价格录得 0.2 的小幅下跌，其余分项中生产、新订单、在手订单、产成品库存、进口、采购量、原材料库存分别录得 0.1、0.3、0.8、0.8、2.1、0.3 的环比上涨，表明国内制造业复苏前景较好；
- 2) 中国 6 月规模以上工业企业增加值及利润总额同比分别录得 4.80%、11.50%；
- 3) 中国 6 月实际使用 FDI 为 167.2 亿美元，为近年来第二高水平，同比增长 3.7%；
- 4) 中国 6 月固定资产投资完成额为 82409 亿元，为史上最高水平，但同比仅录得 1.06% 的增长；中国 6 月社会消费品零售总额环比增长 1553.1 亿元至 33525.9 亿元，同比-1.80%；
- 5) 以 7 月 2 日的长江 1 号洪水为起点，长江水患已持续 1 个月之久，重庆、湖北、江西、安徽是本次水患的主要受灾地区，其中以湖北地区受灾最重；根据市场消息，四地交通受损程度大约分别为 40%、70%、30%、20%，若以偏差 5 个百分点计算，本次长江水患造成的汽柴需求降幅约为 1170 万桶；此外，长江内贸也受到约 22 万吨（国内内贸燃料油月度总需求的 24%）的燃料油需求降幅。但根据中国天气网数据来看，长江流域未来降水有望持续减弱，一旦水患结束，需求将迎来快速复苏。

图 20：国内制造业复苏前景较佳

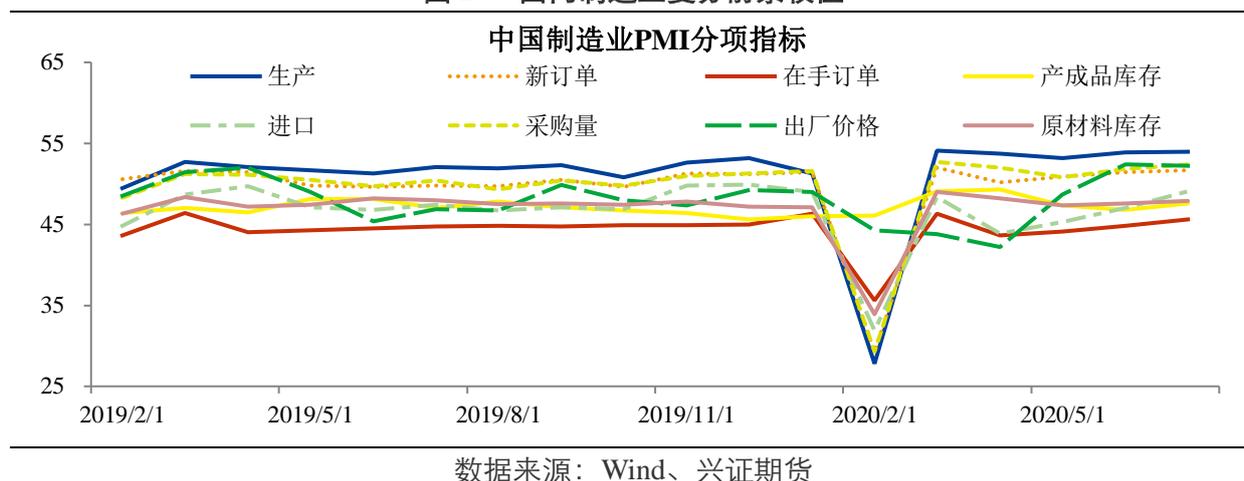


图 21：国内规模以上工业企业恢复较好

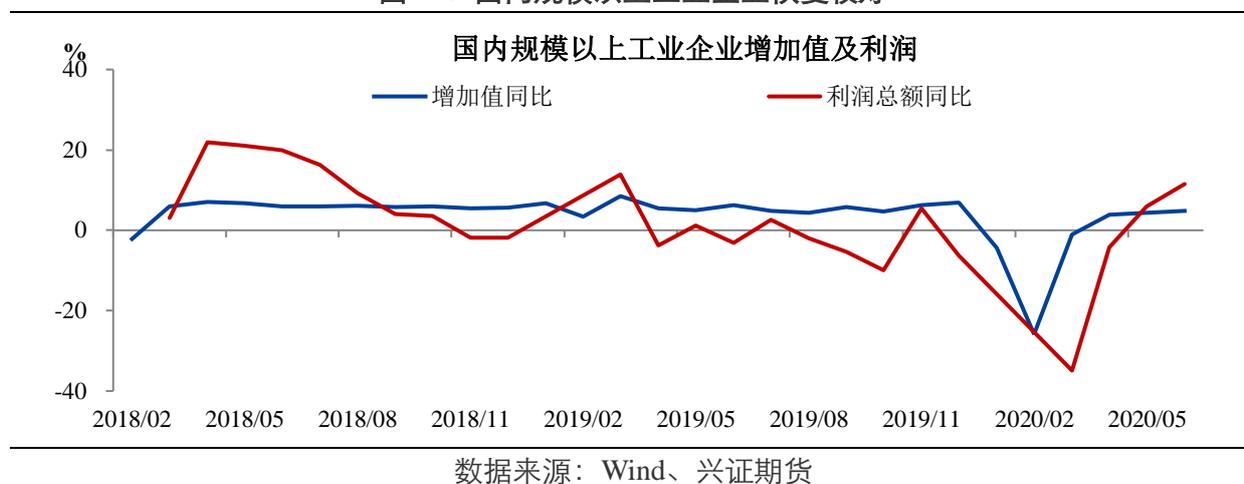
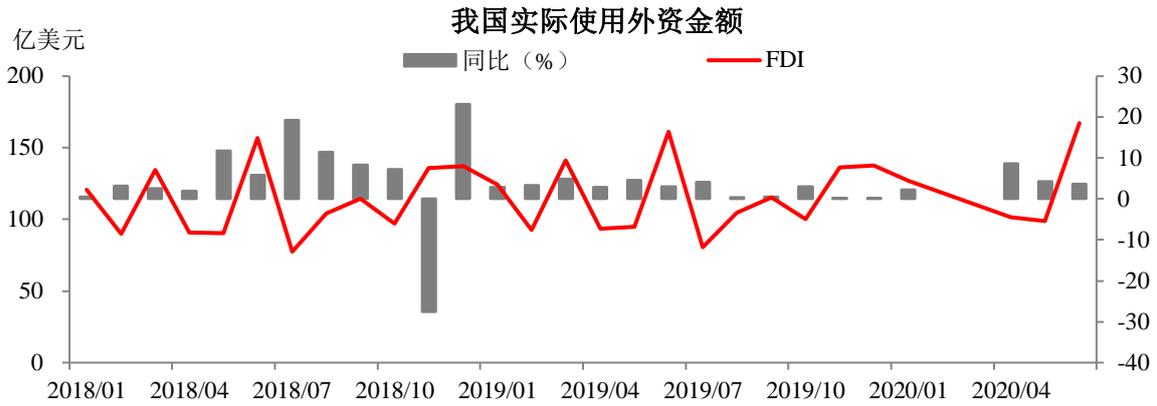
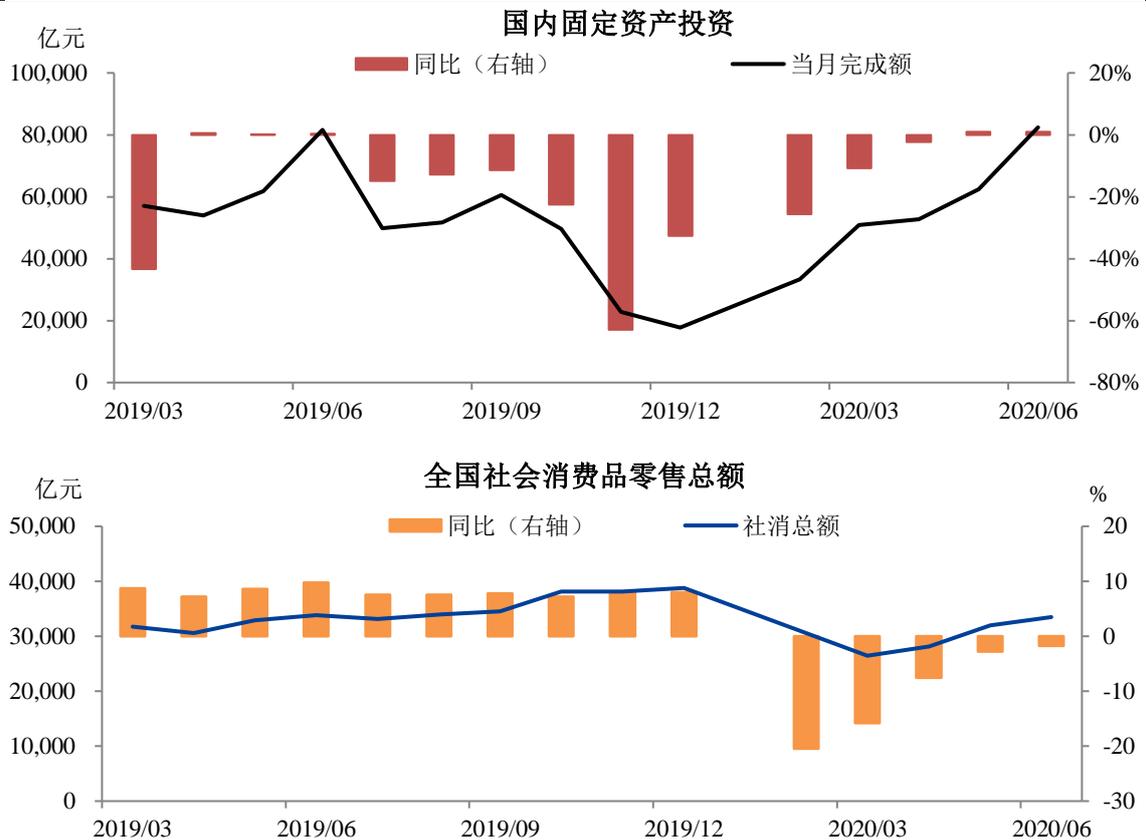


图 22: FDI 数据较佳, 暗示国内复苏前景乐观



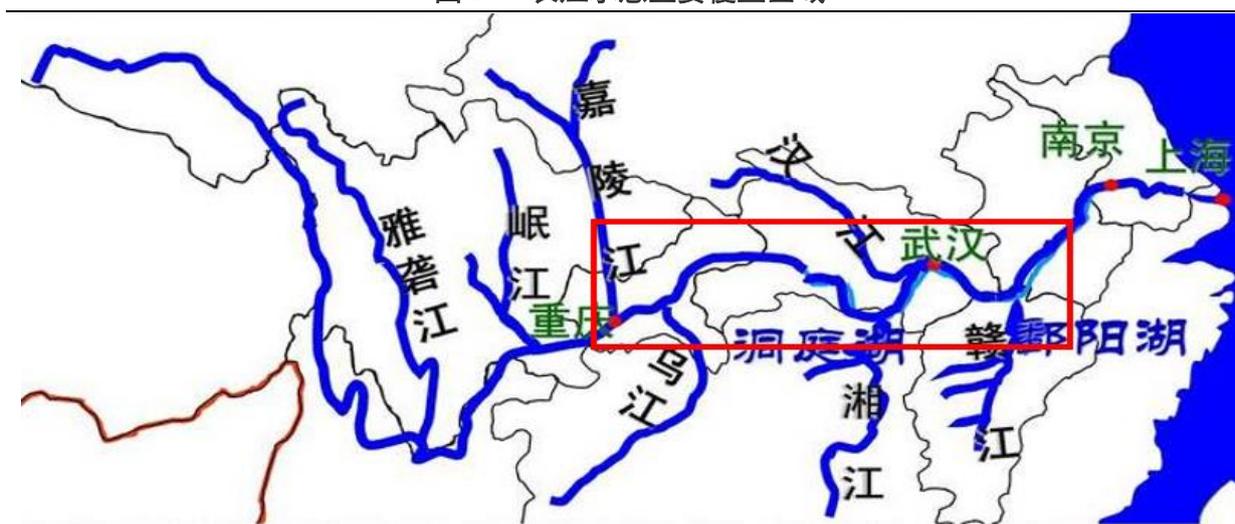
数据来源: Wind、兴证期货

图 23: 国内固定资产投资及社消复苏相对乏力



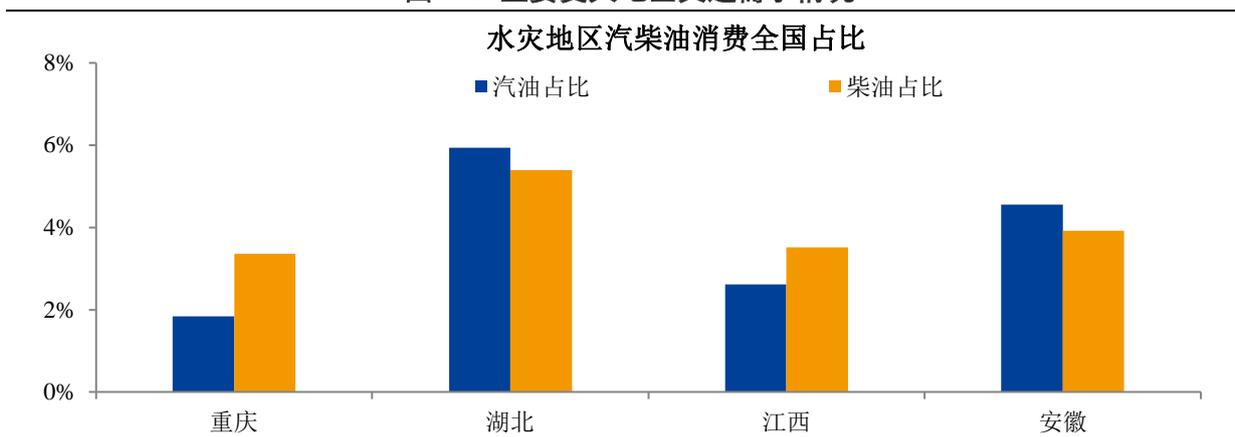
数据来源: Wind、兴证期货

图 24: 长江水患主要覆盖区域



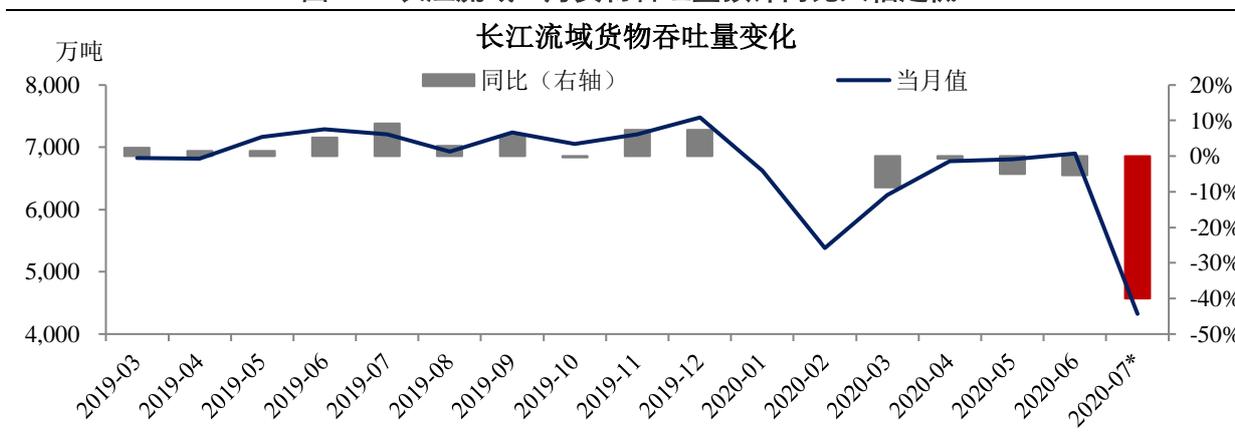
数据来源: 网络整理、兴证期货

图 25: 主要受灾地区交通需求情况



数据来源: Wind、兴证期货

图 26: 长江流域 7 月货物吞吐量预计同比大幅走低

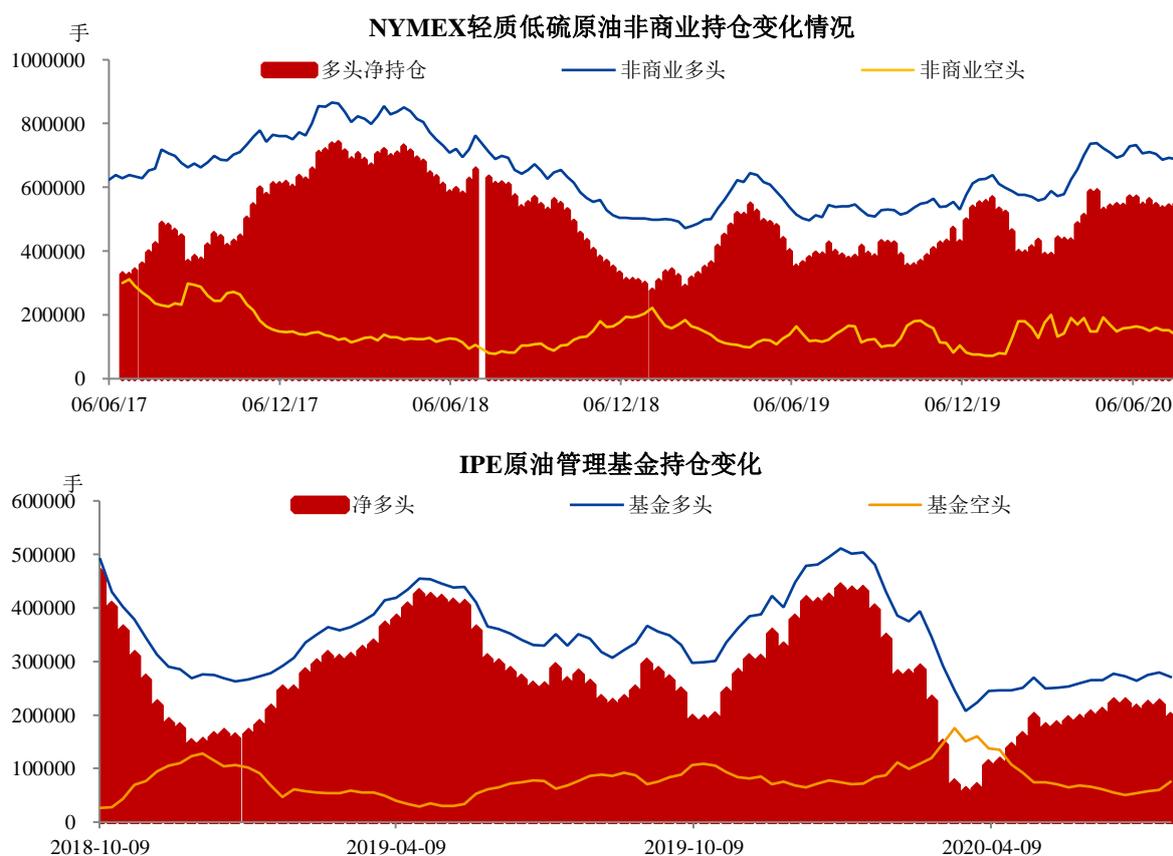


数据来源: Wind、兴证期货

3. 市场持仓：非商业多头热情减退

据 CFTC 持仓报告显示，原油市场 7 月多头情绪小幅减弱。截至 7 月 28 日，NYMEX 轻质低硫原油非商业多头持仓数量为 676822 手，环比上月底减少 27571 手或 3.91%，非商业空头持仓数量为 144253 手，环比上月底减少 16314 手或 10.16%，非商业净多头减少 11257 手或 2.07% 至 532569 手。IPE 原油管理基金多头持仓数量为 271303 手，环比上月底减少 1382 手或 0.51%，管理基金空头增加 25124 手或 49.35% 至 76036 手，净多头减少 26506 手或 11.95% 至 195267 手。

图 28：美油、布油 7 月非商业多头热情小幅消退



数据来源：CFTC、兴证期货

4. 后市展望和策略建议

综上，我们认为随着 OPEC+ 减产的执行，以及全球经济仍朝向复苏前行，中长期油价依旧向好发展。但由于近期存在 OPEC+ 边际供应增长、中美关系恶化、美国需求持续低迷等负面因素，预计短期油价维持区间震荡概率较大，并不排除出现小幅回调，建议持多观望，若中美关系进一步恶化或美国需求再度转弱，可待回调后择机增仓。

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。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。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

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。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。