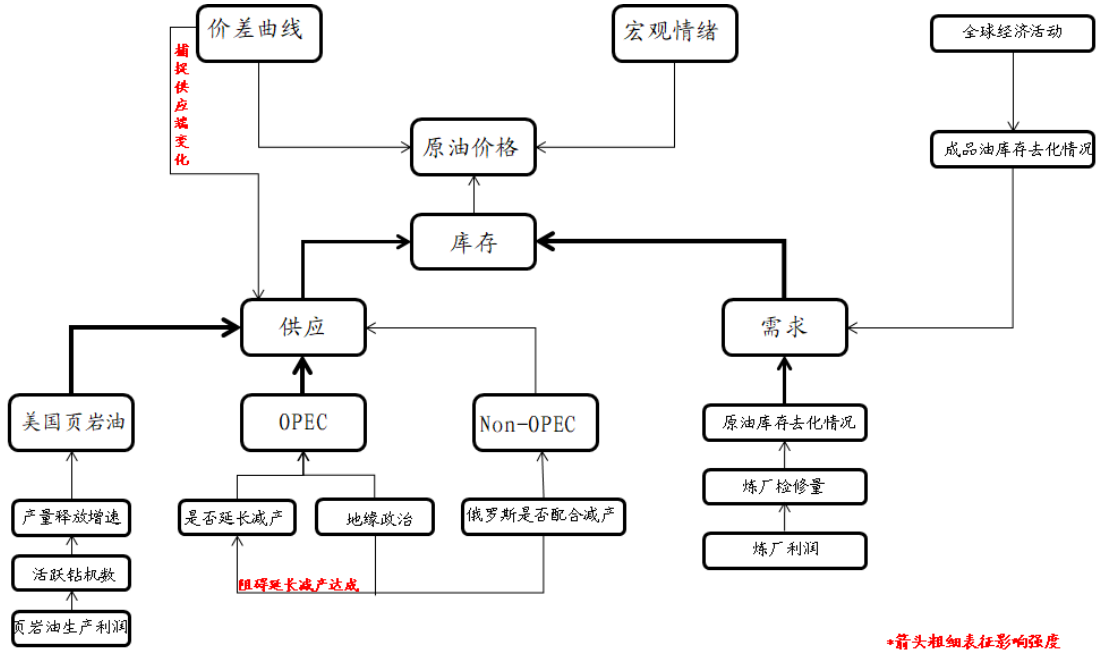


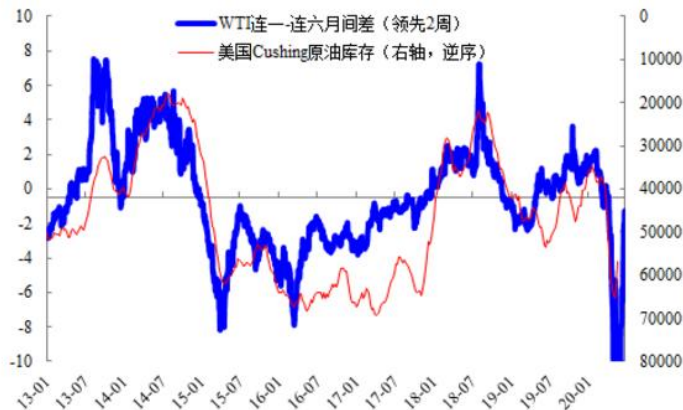
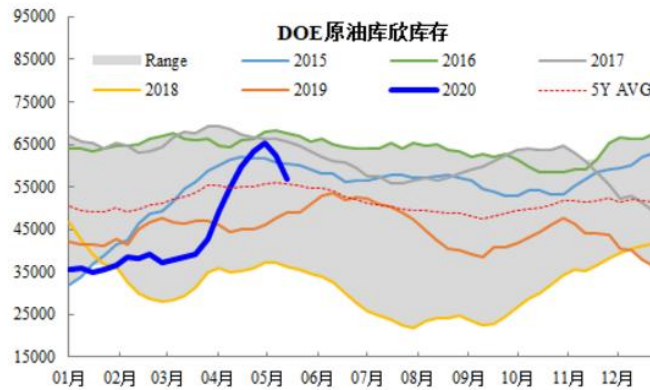
原油双周报：原油市场将面临需求恢复和浮仓抛售两股力量的博弈

逻辑传导图（第1页）



美国交割库存压力正在缓解

库欣地区原油库存压力连续两周缓解（第2页）

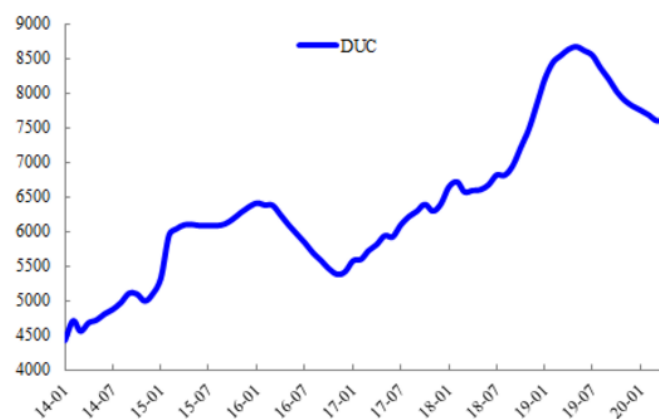
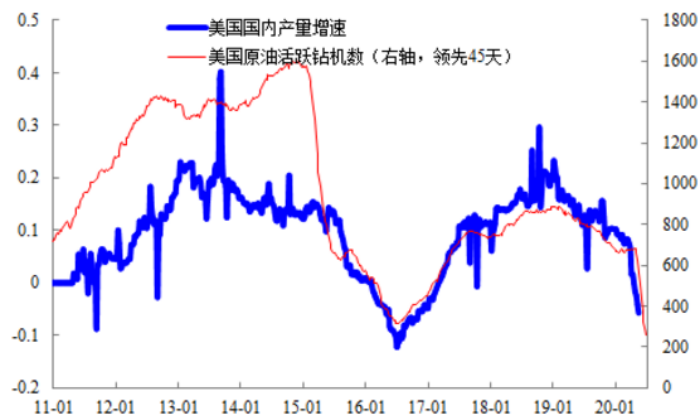


美国WTI交割地区库存在5月1日当周库容使用率达到83%的高峰，但截止到5月15，库容已经连续2周出现下降。

库存数据可能比较滞后，但从更高频的月间差来看，交割库的库存压力还在缓解。

WTI05合约所面临的过剩状态不再重演。

供应端的减少不单体现在前端，4月库存井数量在上升（第3页）

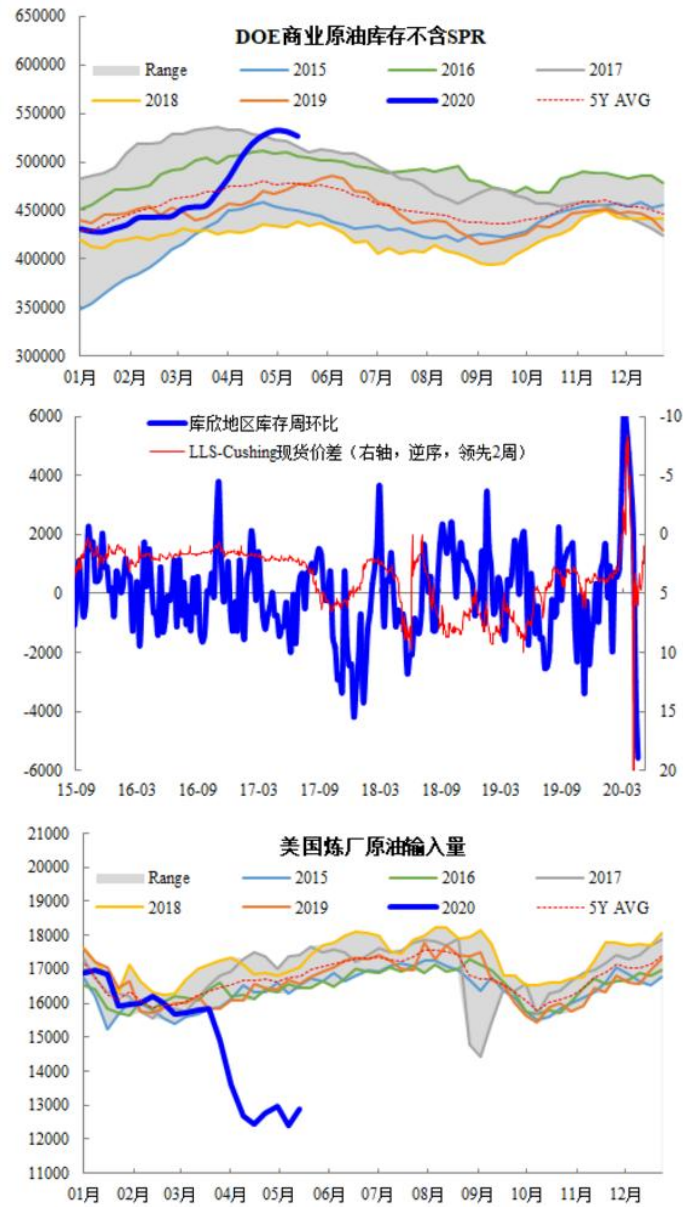


虽然没有主动联合减产，但本轮美国产量已回落150万桶/日产量。

一方面在于前端资本开支急剧收缩，体现在钻机数已从680+台的水平快速回落至258台；

另一方面4月份完井数快速下降，库存井的数量甚至在过去一年多内首次上升。

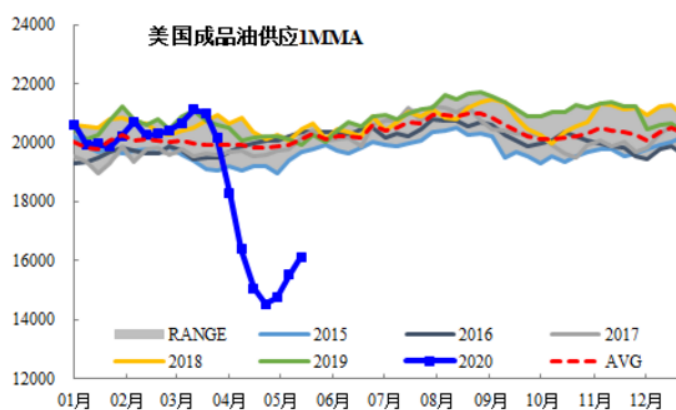
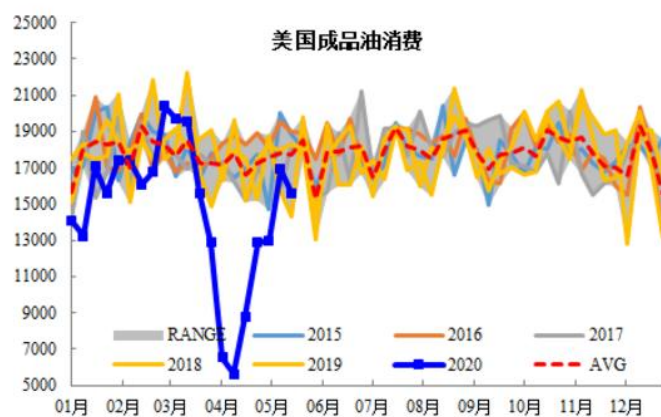
商业原油库存的去化还需要炼厂投料需求持续上升（第4页）



库欣地区的库存压力缓解是通过需求低对于库欣库存的搬移和消耗所完成的。最近一周LLS-Cushing的价差有些在走弱。

炼厂的原油投料需求最差的时机已经见到，但过去的数据来看还没有达到开工率快速回归的状态。

5月份成品油的需求恢复仍然有反复，6月可能会更快（第5页）

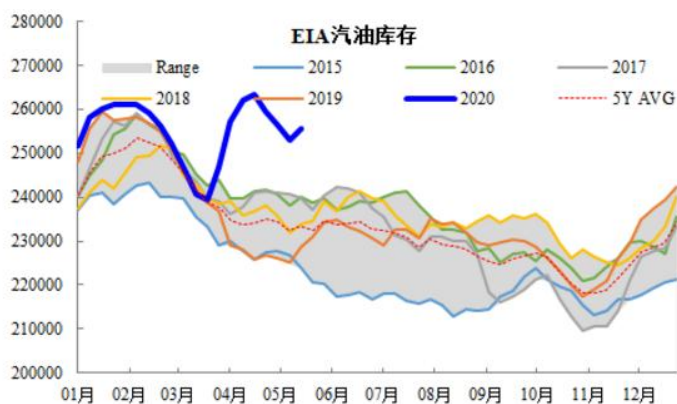


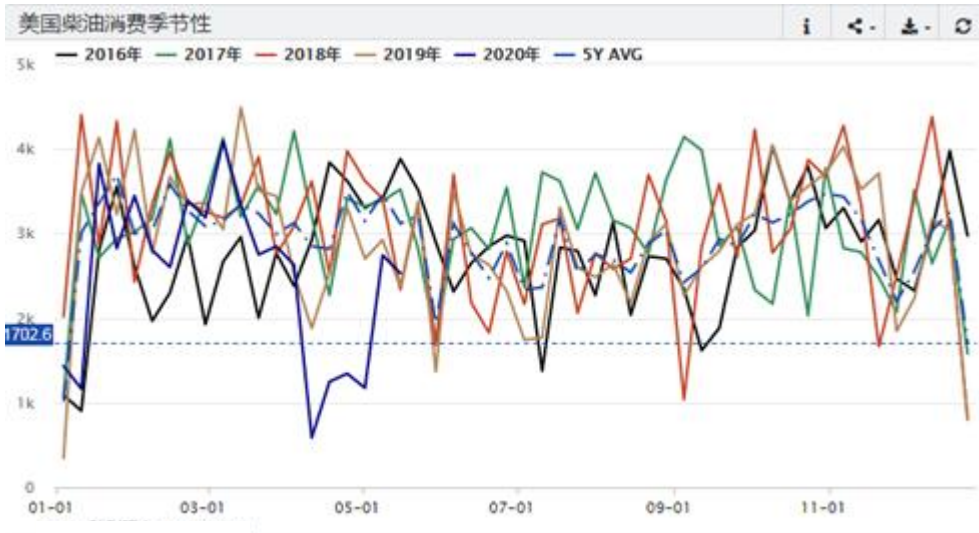
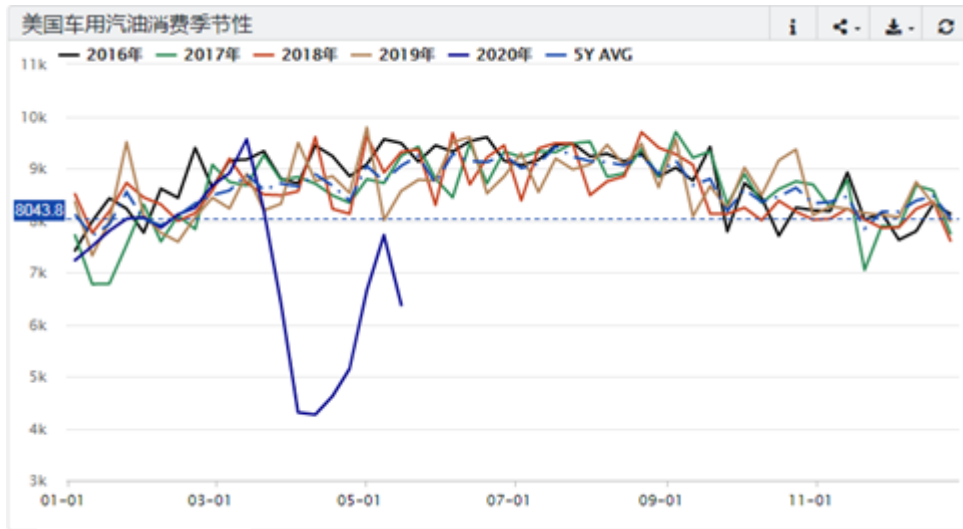
5月15日当周美国成品油库存累积1001.7万桶，当周成品油供需均出现回落。

从装置原理来讲，一次加工开工率应该和成品油的产出方向上是匹配的，但这两周数据有些不符，我们倾向于认为还是单周数据的波动。

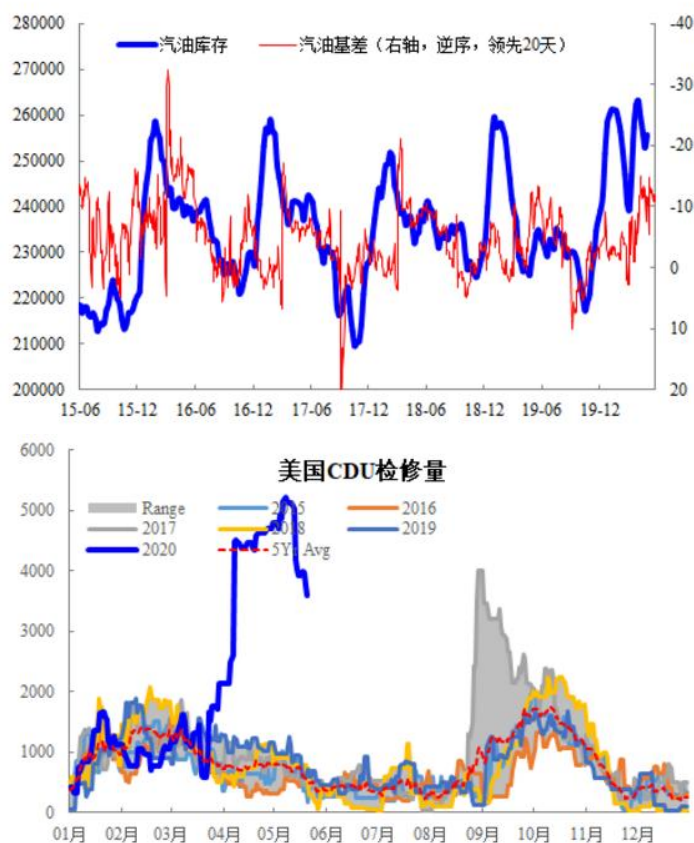
本周成品油消费在上周几乎回归到接近85%的水平之后，本周有所回落至过去均值75%的水平。下游对于成品油的消费看起来还是不太稳定。

车用汽油恢复好快于柴油，即出行状态好于工业生产（第6页）





通过汽油基差、CDU装置检修量来检测需求恢复节奏（第7页）



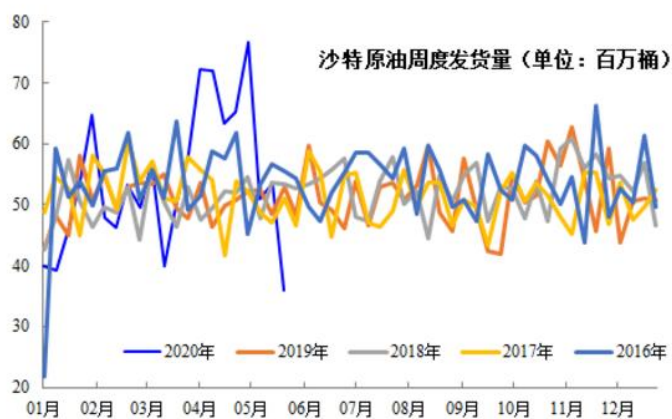
美国炼厂CDU装置的检修量从上周开始回落，炼厂原油投料需求在增加。

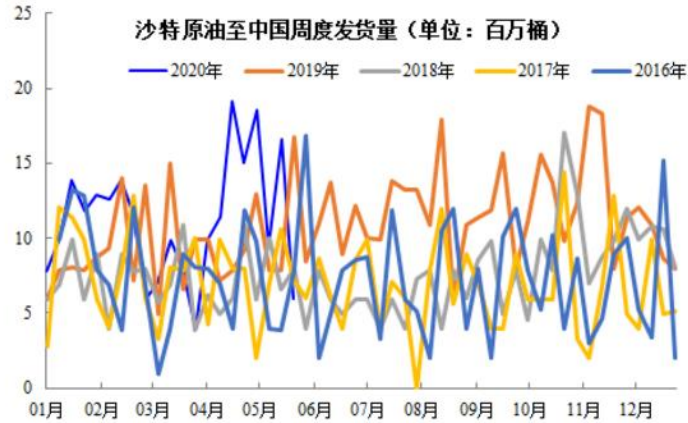
但汽油基差最近反复震荡，没有走出持续性上升状态，下游对于汽油库存的消耗在5月份还是反复的。

开工率的提升还是需要下游对于成品油的消费能力持续恢复，不然会出现成品油库存积压的风险，从而又重新降低开工。

非美市场存在需求恢复与浮仓抛售的博弈

5月前三周沙特原油发货量环比4月同期下降30%（第8页）





5月份OPEC+减产开始，截止到22日5月份的前三周沙特原油发货量与4月份前三周相比下降30%以上。

我们对于本次减产协议份执行率比较乐观，主要是通过沙特、阿联酋以及科威特等超额完成任务的国家弥补那些减产能力不足的小国。

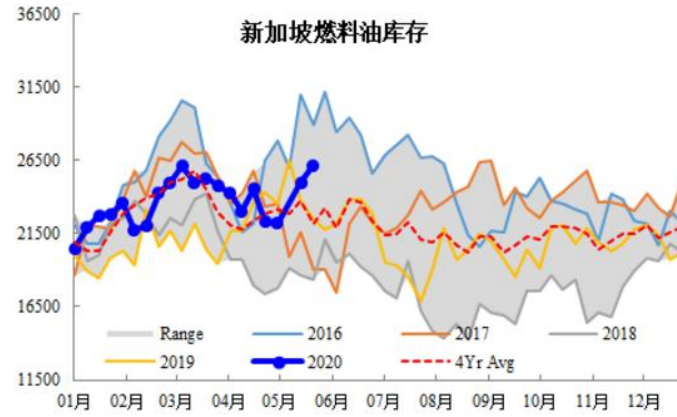
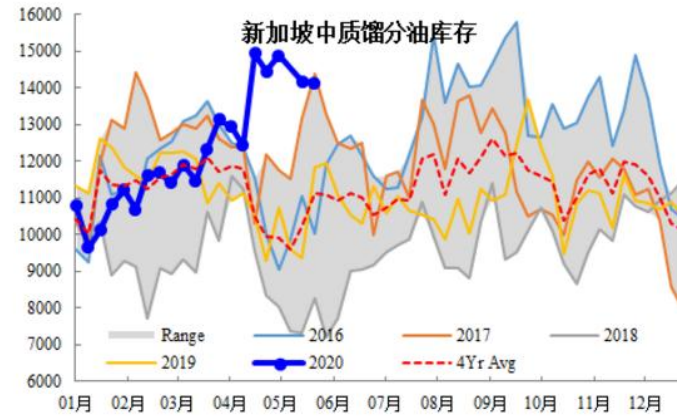
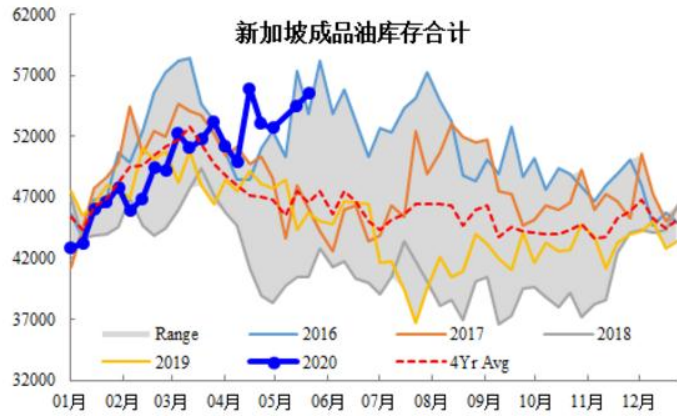
欧洲原油需求开启得早，但恢复程度不佳 (第9页)



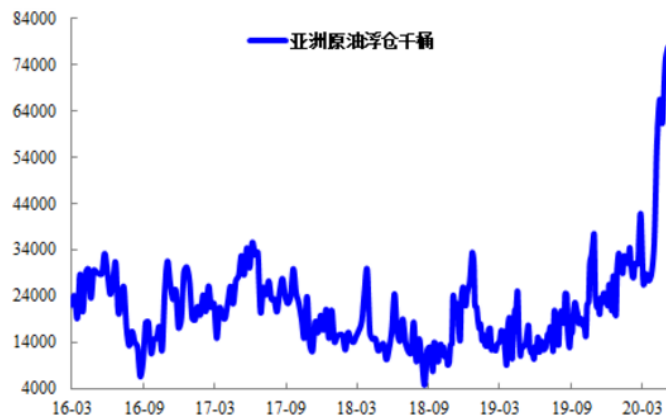
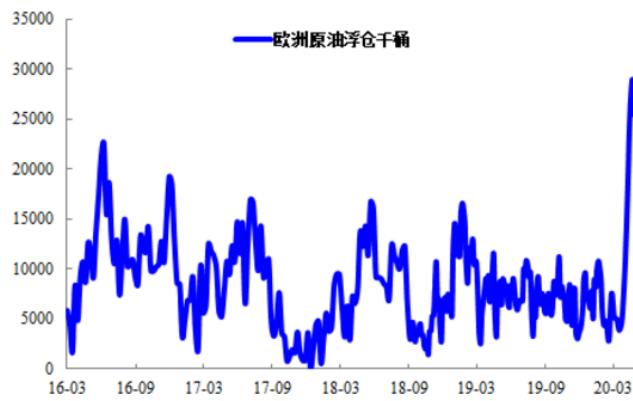
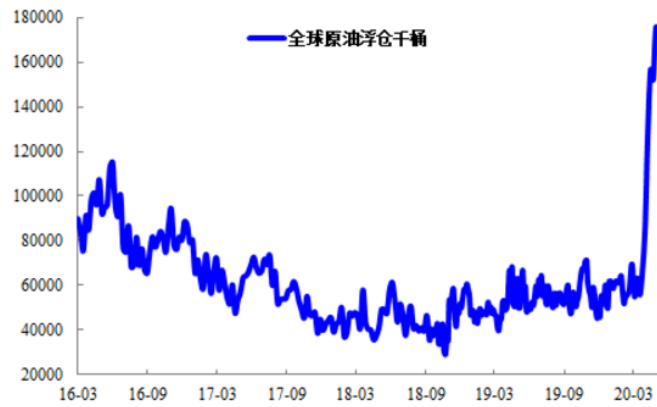
欧洲CDU装置检修量从一个月以前就已经开始回落，但站在一个月以后的今天看，恢复的程度还是不佳。

主要原因还是和下游对于成品油库存的消化能力不足有关，西欧港口的成品油库存已经高于过去五年最高水平，在上周刚刚开始略微回落。

相比较而言亚洲成品油库存去化的情况更乐观（除燃料油）（第10页）



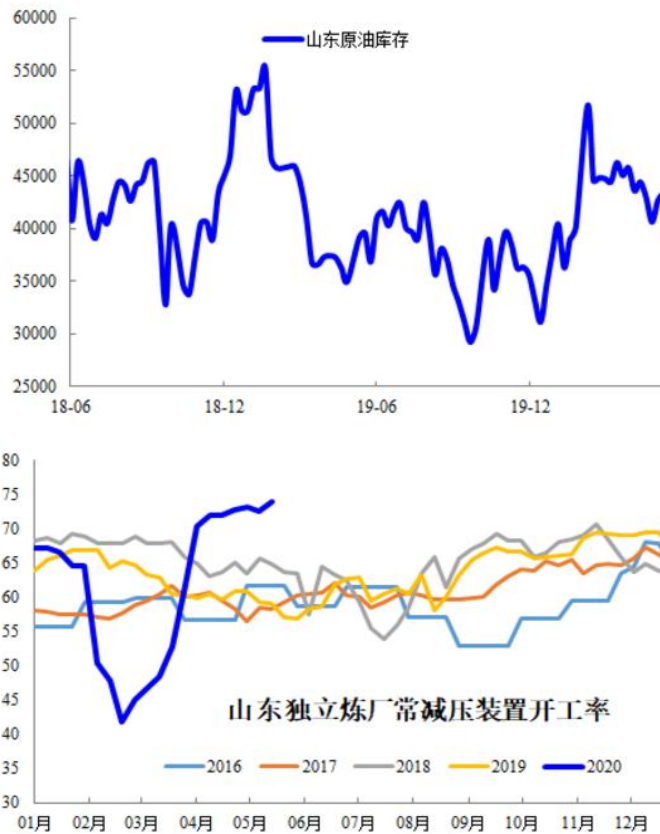
全球海上浮仓已经超过2016年高峰（第11页）



截止到上周日，全球原油海上浮仓已经超过2014-2016年油价下跌时浮仓的高峰了。

从不同区域来看，欧洲和亚洲的浮仓基本已经见顶，但是在月间差收窄需求开始恢复的情况下，浮仓还没有大规模抛售。

山东地炼原油库存比较紧张 (第12页)



中国的需求已经回归，山东地炼原油开工率超过过去几年的高峰，达到73.83%，山东原油库存也在下降。

了解到山东地炼目前原油库存水平相对比较紧张，这和前一页我们看到的原油海上浮仓迟迟没有回落有关。

由于贸易商做无风险套利的成本高，虽然月差收窄了、需求也有所恢复，但是浮仓的数量还是没有抛售出来对现货造成压力。

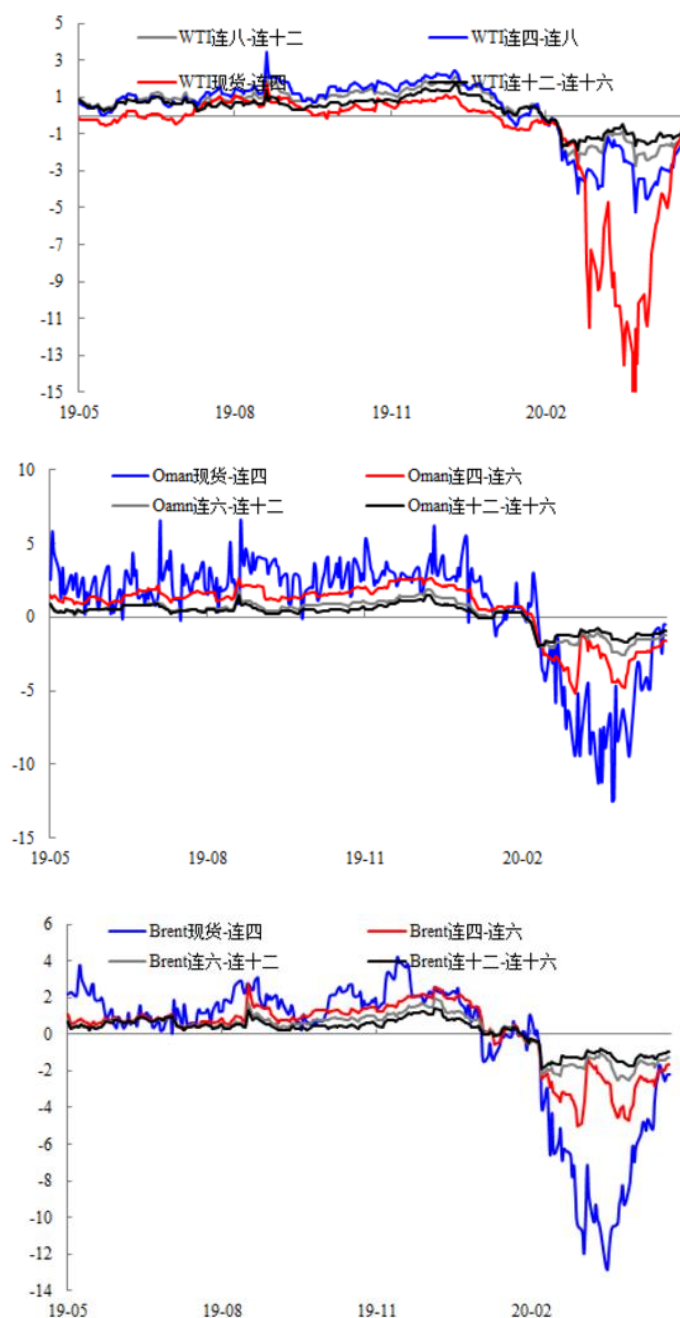
今年原油需求阶梯式回归的情况下，浮仓抛售时可能会给现货市场不一样的影响 (第13页)

Table 4 - 2: World oil demand in 2020*, mb/d

| | 2019 | 1Q20 | 2Q20 | 3Q20 | 4Q20 | 2020 | Change 2020/19 | |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|---------------|
| | | | | | | | Growth | % |
| World oil demand | | | | | | | | |
| Americas | 25.62 | 24.47 | 18.95 | 24.48 | 25.16 | 23.28 | -2.34 | -9.13 |
| of which US | 20.85 | 20.26 | 15.22 | 20.04 | 20.64 | 19.05 | -1.80 | -8.63 |
| Europe | 14.34 | 12.95 | 9.67 | 13.25 | 13.68 | 12.40 | -1.94 | -13.53 |
| Asia Pacific | 7.96 | 7.88 | 6.25 | 6.64 | 7.40 | 7.04 | -0.92 | -11.51 |
| Total OECD | 47.91 | 45.30 | 34.87 | 44.37 | 46.25 | 42.71 | -5.19 | -10.84 |
| Other Asia | 13.86 | 13.15 | 12.20 | 12.40 | 13.66 | 12.85 | -1.01 | -7.29 |
| of which India | 4.84 | 4.74 | 3.90 | 3.94 | 4.83 | 4.35 | -0.49 | -10.07 |
| Latin America | 6.58 | 6.25 | 6.00 | 6.24 | 6.12 | 6.15 | -0.43 | -6.54 |
| Middle East | 8.20 | 7.81 | 7.01 | 7.94 | 7.62 | 7.59 | -0.60 | -7.36 |
| Africa | 4.43 | 4.41 | 4.25 | 4.05 | 4.20 | 4.23 | -0.21 | -4.67 |
| Total DCs | 33.08 | 31.62 | 29.46 | 30.62 | 31.60 | 30.83 | -2.25 | -6.81 |
| FSU | 4.84 | 4.50 | 3.88 | 4.45 | 4.61 | 4.36 | -0.48 | -9.97 |
| Other Europe | 0.76 | 0.71 | 0.54 | 0.47 | 0.56 | 0.57 | -0.19 | -25.22 |
| China | 13.07 | 10.27 | 12.55 | 12.37 | 13.28 | 12.12 | -0.95 | -7.29 |
| Total "Other regions" | 18.68 | 15.47 | 16.97 | 17.29 | 18.45 | 17.05 | -1.63 | -8.72 |
| Total world | 99.67 | 92.40 | 81.30 | 92.28 | 96.30 | 90.59 | -9.07 | -9.10 |
| Previous estimate | 99.67 | 92.92 | 86.70 | 94.28 | 97.30 | 92.82 | -6.85 | -6.87 |
| Revision | 0.00 | -0.53 | -5.40 | -2.00 | -1.00 | -2.23 | -2.23 | -2.24 |

Note: * 2019 = Estimate and 2020 = Forecast. Totals may not add up due to independent rounding.
Source: OPEC.

未来油价上涨的空间需要关注欧美需求恢复程度（第14页）



整体来看，目前美国和非美市场供应正在收缩，至少和去年同期相比减幅明显，而需求端虽然有快慢之分，但是亚洲、欧洲、美国全球三大原油需求地区也正在环比恢复。5月份虽然还有供需过剩，但幅度和4月相比已经明显减少，而6、7月份逐渐达到供需平衡。

原油价格最黑暗的时期已经过去，方向上我们仍然震荡偏多去看。三大基准油价最近端月间差修复都已经收窄到0.5美金左右。当下原油价格已经基本隐含6、7月份达到供需平衡的预期，所以更重要的是欧美需求的实际恢复程度。