

刘蒙
联系人
liumeng@gjzq.com.cn

许隽逸
分析师 SAC 执业编号: S1130519040001
xujunyi@gjzq.com.cn

油价二季度为何暴跌？

事件

2 季度以来，原油价格出现了显著下跌，WTI 油价从高点约 66 美金/桶跌至本周约 53 美金/桶，跌幅接近 20%。

评论

我们发现此次油价大跌同去年 4 季度的油价快速下跌，有很高的相似性，其主要表现为：先是油价在地缘政治影响下持续上行，但是在这个过程中代表供求基本面的美国原油周度库存数据却持续超预期增加，出现油价逆供求基本面持续上涨的情景；在地缘政治情绪消退后，尤其是市场对地缘政治改变供求基本面这一假设被持续超预期增加的库存证伪后，油价便开始大幅下跌。

具体来看：去年 9 月份开始美国原油库存出现明显超预期增加，而油价在市场对美国制裁伊朗的预期下却出现持续上涨，但是在 10 月份地缘政治带来的情绪消退后，美国原油却继续超预期增加，此后油价便出现单季度超过 40% 的跌幅，我们认为这是对供求基本面的修复（注：原油交易端的价格并不代表真实的供求平衡价格，一般来说，原油交易端的价格都会超跌或者超涨）。今年 2 月份以来同样由于地缘政治因素带来油价持续上涨，但是在今年 3 月份开始，虽然油价持续上行，但是 EIA 的原油库存却不断创下了自 2018 年以来的新高，并且这个趋势延续到了当前，也就是说，不论市场对 OPEC+ 的减产多么乐观，也不论市场对伊朗被制裁的效果如何，或者是真实需求好坏，至少从全球第一大经济体美国的角度看，原油的基本面在 3 月份至今出现了明显供过于求的局面。

风险提示

(1) 全球原油需求超预期变化（包括但不限于全球经济增长出现重大增长或者下滑，新能源领域取得重大突破快速替代化石能源造成对原油需求下滑，气候变化造成原油需求出现重大变化等），(2) 全球原油供应超预期变化（包括但不限于项目投产进度加快或者延缓，产油国人为控制产量等），(3) 地缘政治事件（包括但不限于突发事件造成原油供应中断，或者突发事件造成原油供应大幅增加等），(4) 其他不可抗力导致的全球原油供需大幅变动

图表目录

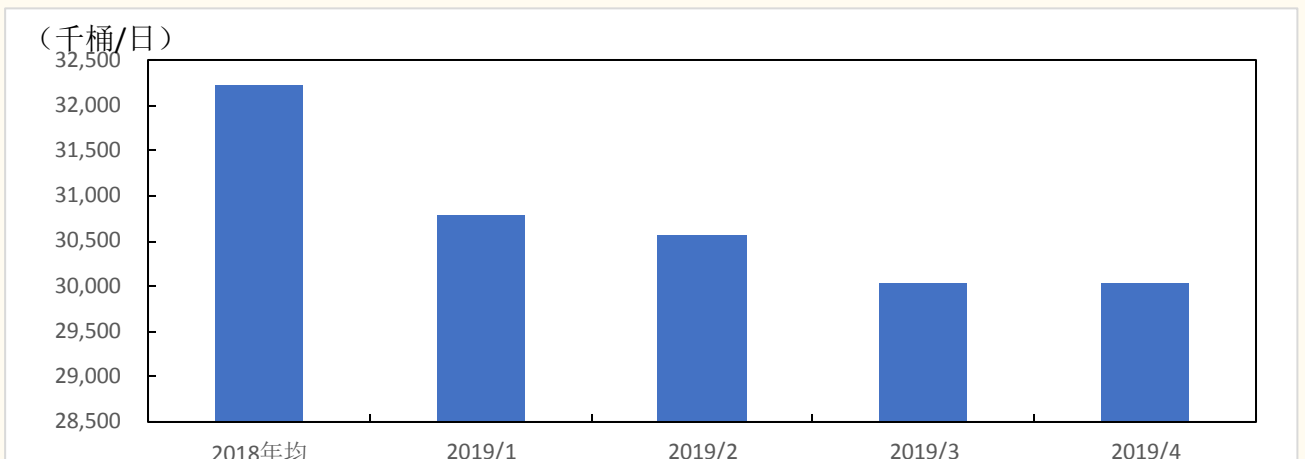
| | |
|--|---|
| 图表 1 2018 年至今美国原油产量..... | 3 |
| 图表 2 2018 年至今美国原油产量..... | 3 |
| 图表 3 2014-2019 美国原油库存以及 WTI/BRENT 油价格走势..... | 4 |

二季度以来，原油价格出现了显著下跌，WTI 油价从高点约 66 美金/桶跌至本周约 53 美金/桶，跌幅接近 20%。

我们发现此次油价大跌同去年 4 季度的油价快速下跌，有很高的相似性，其主要表现为：先是油价在地缘政治影响下持续上行，但是在这个过程中代表供求基本面的美国原油周度库存数据却持续超预期增加，出现油价逆供求基本面持续上涨的情景；在地缘政治情绪消退后，尤其是市场对地缘政治改变供求基本面这一假设被持续超预期增加的库存证伪后，油价便开始大幅下跌。

一般来说，单一因素往往容易影响情绪：比如 OPEC 的减产情况（从绝对数据的角度，2019 年 4 月份的 OPEC 产量相比 2018 年的均值减少了约 223 万桶/日），或者美国原油的产量（从绝对数据的角度，美国原油产量在 2019 年 5 月底相比 2018 年均值增加了约 146 万桶/日），但是单一因素并不能决定真实的供求方向。而代表主要发达经济体的经合组织 OECD 的库存数据由于有一个月以上的滞后，也由于其统计口径来源误差较大，考虑到美国作为全球第一大经济体，其宏观数据可以在一个不完美的数据体系中反映出一些关键信息，因此，市场往往主要依靠美国能源部下属的 EIA 的周度库存数据对当期原油的基本面进行捕捉。

图表 1 2018 年至今美国原油产量



来源：EIA, 国金证券研究所

图表 2 2018 年至今美国原油产量

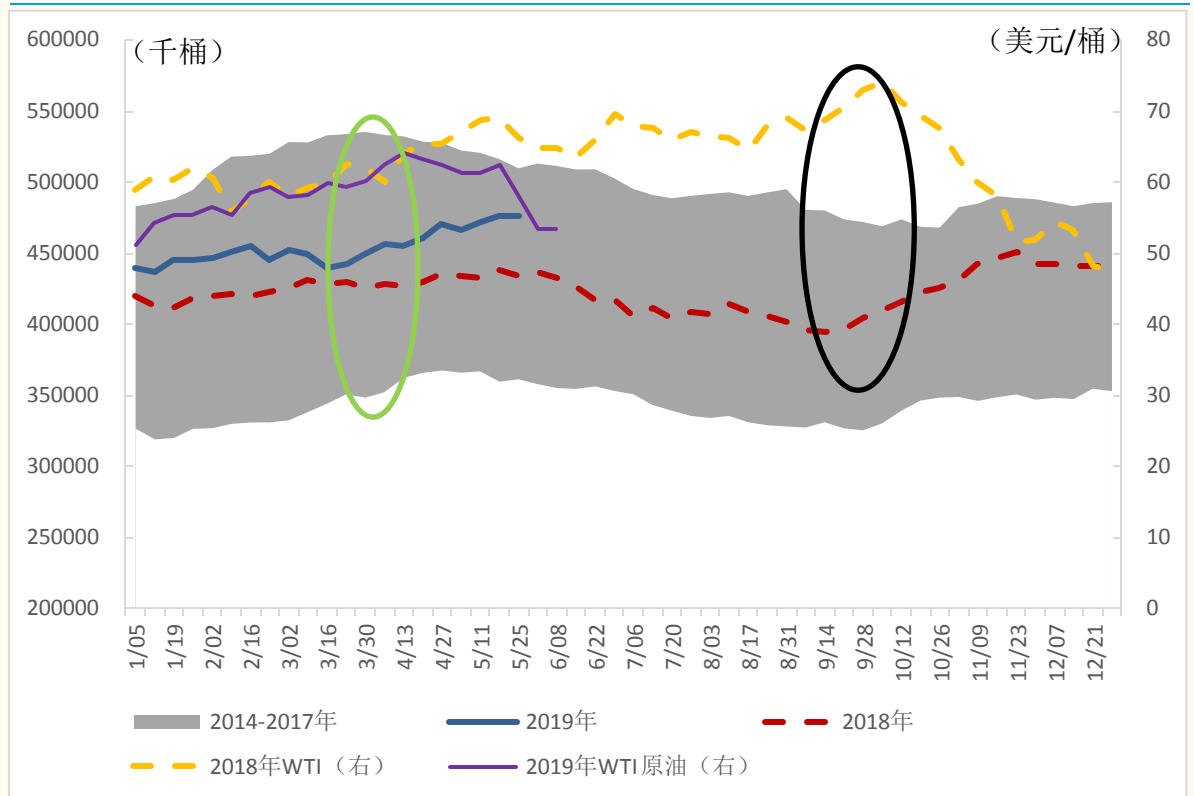


来源：EIA, 国金证券研究所

我们在此需要特别提到的是：美国每周原油库存报告的数据虽然被市场高度关注，但是其库存数据本身并不是每周的真实数据，而是基于多个数据处理

方法和数据来源渠道的推算数据，比如美国国内原油产量数据就是基于美国能源部的 STEO (Short Term Energy Outlook 模型) 外推法进行的外推估算所得出，而其进出口数据则参考了海关报关数据。在这样一个数据统计和处理体系下，库存数据本身是有误差的，为了能够弥补本身数据推算的误差，EIA 会根据每周的数据处理情况给出一个调整值用于平衡每周数据处理过程的一些误差，这个调整值本身并没有趋势可寻。综合来看，市场最为关注 EIA 的周度库存数据的核心就是其是当前全球不完美的数据体系中能够仰仗的最优质数据源。

图表 3 2014-2019 美国原油库存以及 WTI/BRENT 油价格走势



来源：EIA, WIND, 国金证券研究所

上图是美国能源信息署 EIA 公布的周度原油库存数据。阴影部分是 2014-2017 年的美国原油库存 5 年范围，红线是 2018 年的美国原油库存数据，蓝线是 2019 年至今的美国原油库存数据。从上图可以很直观地看到，去年 9 月份开始美国原油库存出现明显超预期增加（上图黑圈），而油价在市场对美国制裁伊朗的预期下却出现持续上涨，但是在 10 月份地缘政治带来的情绪消退后，美国原油却继续超预期增加，此后油价便出现单季度超过-40%的跌幅，我们认为这是对供求基本面的修复（注：原油交易端的价格并不代表真实的供求平衡价格，一般来说，原油交易端的价格都会超跌或者超涨）。今年 2 月份以来同样由于地缘政治因素带来油价持续上涨，但是在今年 3 月份开始，虽然油价持续上行，但是 EIA 的原油库存却不断创下了自 2018 年以来的新高(上图绿圈)，并且这个趋势延续到了当前，也就是说，不论市场对 OPEC+ 的减产多么乐观，也不论市场对伊朗被制裁的效果如何，或者是真实需求好坏，至少从全球第一大经济体美国的角度看，原油的基本面在 3 月份至今出现了明显供过于求的局面。

风险提示

(1) 全球原油需求超预期变化（包括但不限于全球经济增长出现重大增长或者下滑，新能源领域取得重大突破快速替代化石能源造成对原油需求下滑，气候变化造成原油需求出现重大变化等），(2) 全球原油供应超预期变化（包括但不限于项目投产进度加快或者延缓，产油国人为控制产量等），(3) 地缘政

治事件（包括但不限于突发事件造成原油供应中断，或者突发事件造成原油供应大幅增加等），（4）其他不可抗力导致的全球原油供需大幅变动

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH