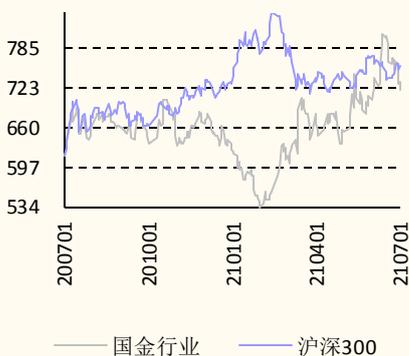


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金综合油气指数	718
沪深300指数	5230
上证指数	3589
深证成指	15039
中小板综指	13228



相关报告

- 1.《卫星视角：油价怎么跌成这样？-卫星视角专题报告》，2020.9.9
- 2.《卫星视角：中美，原油大贸易！-卫星视角专题深度报告》，2020.9.2

卫星视角：OPEC 重新制霸油价？

投资建议

- 我们通过卫星数据构建模型对全球出行、排放及全球原油贸易及浮仓进行追踪，我们独家观点认为：油价到了自 2007 年页岩油时代开启后的第一个重大结构性拐点，今年 7-9 月份美国页岩油产量能否出现显著恢复直接决定了未来油价的定价权，如果在今年 7-9 月份页岩油产量依旧恢复缓慢（3 个月产量增长小于 30 万桶/日），那么标志着 OPEC 大概率重新夺回了原油的定价权。
- 全球原油需求端持续恢复：我们监测发现全球原油消费需求持续恢复，印度负面影响较小：欧美疫苗接种进度持续推进，全球出行指数持续恢复，重点区域浮仓恢复历史正常区间，美国或迎来夏季成品油消费旺季，当前全球能源终端消费持续稳定回升，印度疫情反复影响较小。
- 美国页岩油复产进度成全球原油供应端最大边际变量：OPEC 从疫情期间执行减产至今，原油供应整体处于稳定状态，伊朗原油实际影响或集中于 2021 年年底或 2022 年，伴随美国页岩油进入 7-9 月份的作业高峰期，如果美油产量增量持续低迷，那么 OPEC+ 控产量的节奏将在中长期成为全球原油供应端核心影响因素，OPEC 很大程度上具备原油边际定价能力。
- OPEC 一旦具备边际定价能力对油价将形成中长期支撑：我们认为 OPEC+ 在拥有边际定价权的情况下，同时考虑到避免过度刺激欧美通胀，在平衡各方利益后 60-80 美金 brent 油价或为中长期中枢。

风险提示

卫星定位和油轮跟踪数据误差对结果产生影响；其他第三方数据来源出现误差对结果产生影响；模型拟合误差对结果产生影响。

刘道明 分析师 SAC 执业编号：S1130520020004
liudaoming@gjzq.com.cn

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

陈律楼 联系人

内容目录

1、OPEC+减产高执行率及美油产量低迷，全球原油定价权再次转移！	4
1.1 OPEC+:心不齐则控不住油价	4
1.2 OPEC+:心齐则控油价成果突出	6
1.3 美国页岩油产量持续维持低位，全球原油定价权转移	9
2、当前全球原油供应整体稳定，美伊原油边际增量成重要影响因素	11
3、全球原油终端消费需求持续恢复，印度边际负面影响或较低	17
3.1 全球疫苗持续推广，各国终端消费持续恢复	17
3.2 重要经济体原油进口量持续恢复，浮仓水平基本恢复正常区间	22
3.3 印度疫情降低区域终端消费，但整体影响有限	25
4、60-80 美金或为中长期 brent 油价中枢？验证只差 3 个月！	26
5、风险提示	28

图表目录

图表 1：往年 12 次减产及实际减产量总和	4
图表 2：2016 年 10 月-2017 年 6 月 OPEC 产量	4
图表 3：2018 年 10 月-2020 年 2 月 OPEC 产量	4
图表 4：沙特前两轮减产协议减产执行率	5
图表 5：2016 年减 OPEC 减产执行率	6
图表 6：2019 年 OPEC 各国减产执行率	6
图表 7：沙特及伊拉克减产执行率存在显著分化	6
图表 8：OPEC 减产执行率（出口口径）2020-05	7
图表 9：OPEC 减产执行率（出口口径）2020-06	7
图表 10：OPEC 减产执行率（出口口径）2020-07	7
图表 11：OPEC 减产执行率（出口口径）2020-08	7
图表 12：OPEC 减产执行率（出口口径）2020-09	7
图表 13：OPEC 减产执行率（出口口径）2020-10	7
图表 14：OPEC 减产执行率（出口口径）2020-11	8
图表 15：OPEC 减产执行率（出口口径）2020-12	8
图表 16：OPEC 减产执行率（出口口径）2021-01	8
图表 17：OPEC 减产执行率（出口口径）2021-02	8
图表 18：OPEC 减产执行率（出口口径）2021-03	8
图表 19：OPEC 减产执行率（出口口径）2021-04	8
图表 20：OPEC 减产执行率（出口口径）2021-05	9
图表 21：美国页岩油各产区产量	9
图表 22：美国页岩油开采成本约为 50 美元/桶	10
图表 23：全球重点产油组织及国家原油产量（万桶/日）	10

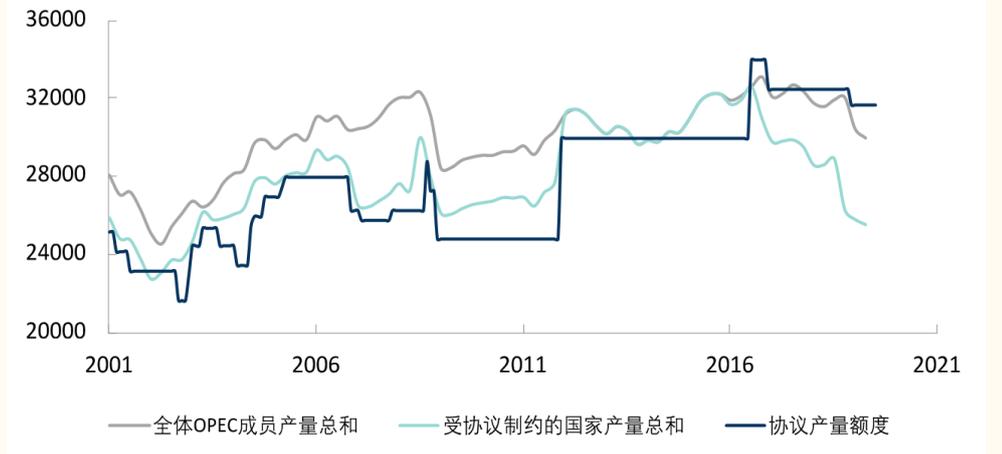
图表 24: 全球重点产油组织及国家产量占比.....	11
图表 25: OPEC+减产计划.....	12
图表 26: 美国原油产量 (万桶/日)	12
图表 27: 美国页岩油开采成本约为 50 美元/桶.....	13
图表 28: 美国页岩油完井数量.....	13
图表 29: 美国活跃钻机数量.....	14
图表 30: 美国页岩油完井数.....	14
图表 31: OPEC 原油出口量 (百万桶)	15
图表 32: 美国原油出口量 (百万桶)	15
图表 33: 伊朗往年原油产量 (万桶/日)	16
图表 34: 伊朗往年原油出口量 (百万桶)	16
图表 35: 利比亚原油出口量 (百万桶)	17
图表 36: 全球疫苗接种进度.....	18
图表 37: 全球出行指数.....	18
图表 38: 美国出行.....	19
图表 39: 英国出行.....	19
图表 40: 德国出行.....	19
图表 41: 俄罗斯出行.....	19
图表 42: 法国出行.....	19
图表 43: 意大利出行.....	19
图表 44: 美国炼厂开工率.....	20
图表 45: 美国汽油终端销售量.....	20
图表 46: 美国原油库存.....	21
图表 47: 美国总油品库存.....	21
图表 48: 美国汽油库存.....	22
图表 49: 中国原油进口量.....	23
图表 50: 美国原油进口量.....	23
图表 51: 中国原油浮仓.....	24
图表 52: 欧洲原油浮仓.....	24
图表 53: 美国原油浮仓.....	25
图表 54: 排放指数-印度.....	25
图表 55: 出行指数-印度.....	26
图表 56: 印度原油进口量.....	26
图表 57: 美元指数与原油价格.....	27
图表 58: 美国 CPI 同比 (%)	27
图表 59: OPEC 国家财政盈亏平衡点 (美元/桶)	28

1、OPEC+减产高执行率及美油产量低迷，全球原油定价权再次转移！

1.1 OPEC+:心不齐则控不住油价

从2001年至2020年3月，OPEC进行了12次减产（采用第三方产量数据）。在OPEC每次的产量额度出台后，其实际产量虽然向新的产量额度靠近，但是调整幅度和调整量大多数情况下同协议产量额度还是有不小的差距。从统计数字上来看，OPEC的实际产量调整量一般仅有协议产量调整量的60%。

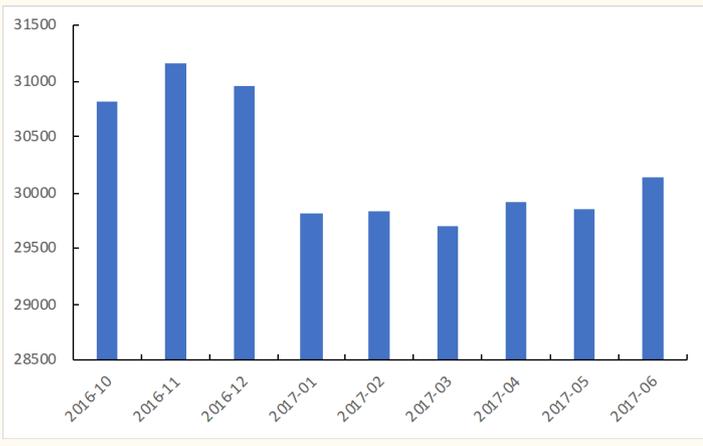
图表 1：往年 12 次减产及实际减产量总和



来源：OPEC，国金证券研究所

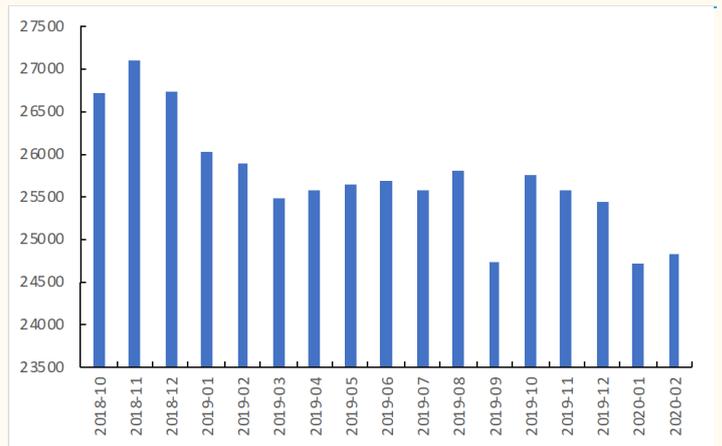
通过回溯本轮深度减产前的两轮减产可以显著发现，前两轮 OPEC 减产实际效果较差存在多种影响因素，首先各国存在减产前突击增产抬高减产对应基数行为，其次，通过追踪各重点减产国减产执行率水平，沙特在第二次减产中均为减产力度最大、减产率（不考虑被迫减产的国家）最高的国家，OPEC 整体减产率的高低，与沙特的减产力度关系最大，而其余多个国家减产执行率并未达标，因此 OPEC 实际减产效果有限。

图表 2：2016 年 10 月-2017 年 6 月 OPEC 产量



来源：OPEC，国金证券研究所

图表 3：2018 年 10 月-2020 年 2 月 OPEC 产量

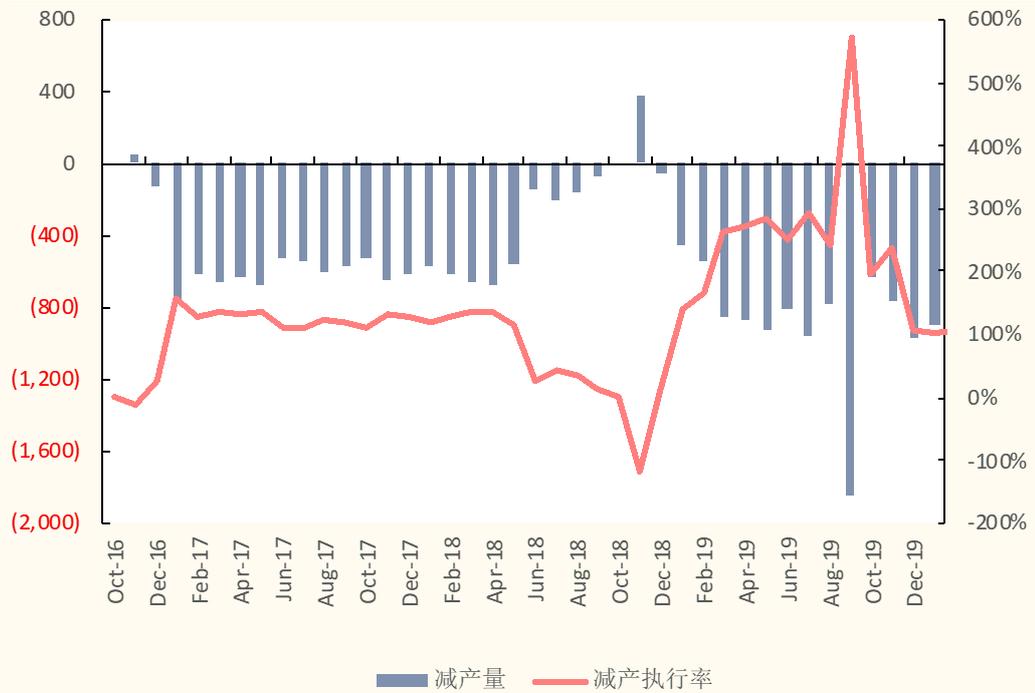


来源：OPEC，国金证券研究所

在 2016 年 10 月-2020 年 2 月减产期间，沙特整体的减产执行率维持高位，沙特减产量占 OPEC 整体减产量的一半以上。在第二轮减产期间，沙特的减产率一度接近 300%，这也使得 OPEC 整体减产率曾经接近 150%。尽管沙特严格减产甚至超额减产，但从实际效果来看，沙特在第二次减产中更卖力的减产

并没有换来更好的结果。与此同时，通过对其他国家减产执行表现的追踪，可以显著的发现 OPEC 内部对减产存在显著的分化，即部分国家减产执行率持续低迷，导致虽然 OPEC 成员国达成了一致的减产协议，但从实际执行层面而言，内部存在显著分歧，全球原油供应主要受地缘政治及美国页岩油产量扰动。

图表 4：沙特前两轮减产协议减产执行率

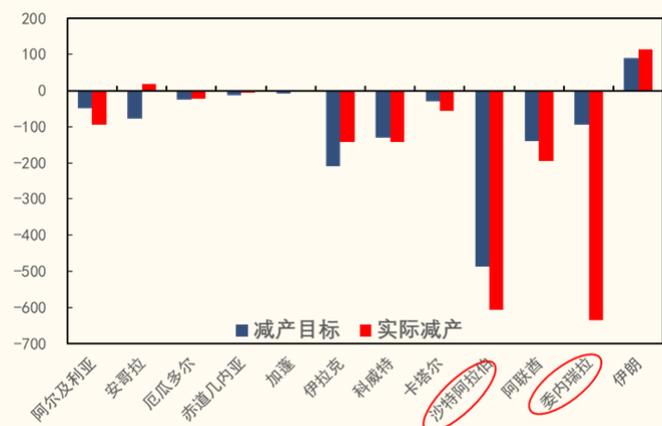


来源：OPEC, 国金证券研究所

2016 年 10 月 OPEC 宣布减产以来，从各产油国的实际产量来看，减产力度执行较好，其中沙特和俄罗斯的减产执行力度最大，减产执行率达到 100%，委内瑞拉非自愿减产达到 60 万桶/日。但减产率达标核心因素除沙特及俄罗斯的良好执行外，更多的是委内瑞拉的非自愿减产，伊拉克及部分非洲国家减产执行度不及预期。

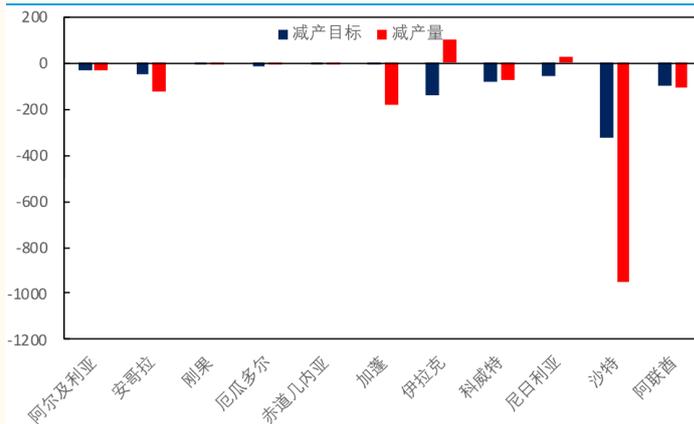
2019 年减产执行时，伊拉克产量不减反增，因此，虽然表面上 OPEC 成员国达成了一致的协议，但是从实际执行角度而言，内部存在明显分歧。

图表 5: 2016 年 OPEC 减产执行率



来源: OPEC, 国金证券研究所

图表 6: 2019 年 OPEC 各国减产执行率



来源: OPEC, 国金证券研究所

图表 7: 沙特及伊拉克减产执行率存在显著分化

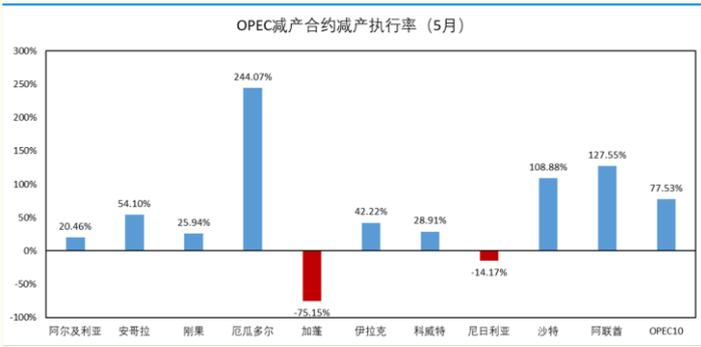


来源: OPEC, 国金证券研究所

1.2 OPEC+: 心齐则控油价成果突出

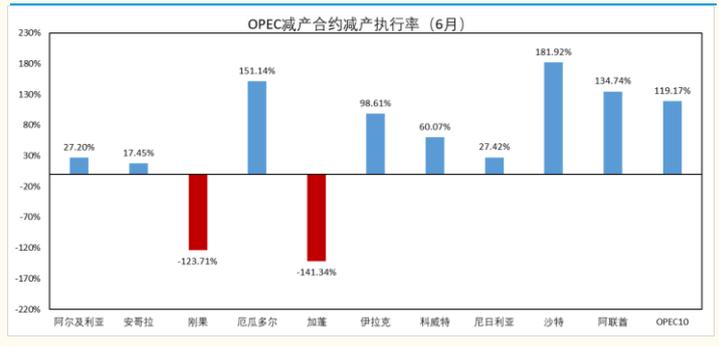
最新一轮的深度减产协议从 2020 年 5 月执行至今, OPEC 从减产开始持续持强硬态度, 推动减产不达标国家执行补偿性减产等措施, 推动 OPEC+ 本轮减产执行率整体维持在较高水平, 通过回溯 OPEC 主要减产国原油出口量的变化趋势来追踪各国减产执行率 (出口原油才会对全球原油供应产生影响), 可以显著的发现本轮减产前期多个国家减产执行率持续维持低位, 在 OPEC 推动补偿性减产及强硬态度下, 多个国家减产执行率水平持续回升, 基本均达到 100%+ 减产执行水平, 高减产执行率推动全球原油供需格局从供大于求逐步恢复至供需平衡, 伴随需求端的恢复, OPEC 达标的减产执行水平推动原油价格持续回升。

图表 8: OPEC 减产执行率 (出口口径) 2020-05



来源: 国金证券研究所

图表 9: OPEC 减产执行率 (出口口径) 2020-06



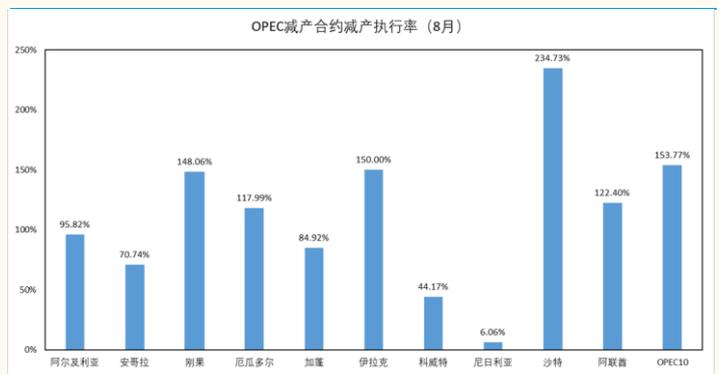
来源: 国金证券研究所

图表 10: OPEC 减产执行率 (出口口径) 2020-07



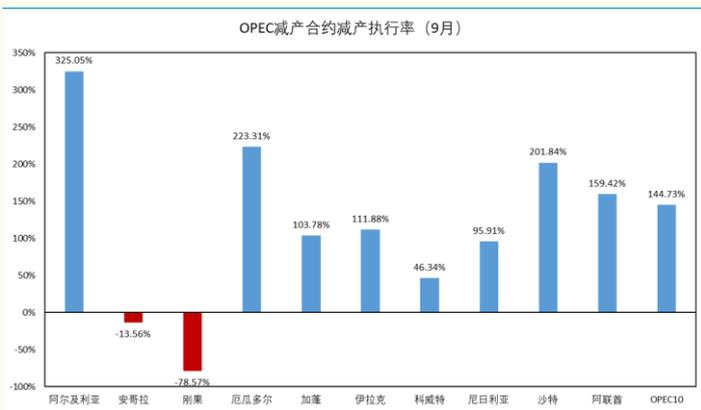
来源: 国金证券研究所

图表 11: OPEC 减产执行率 (出口口径) 2020-08



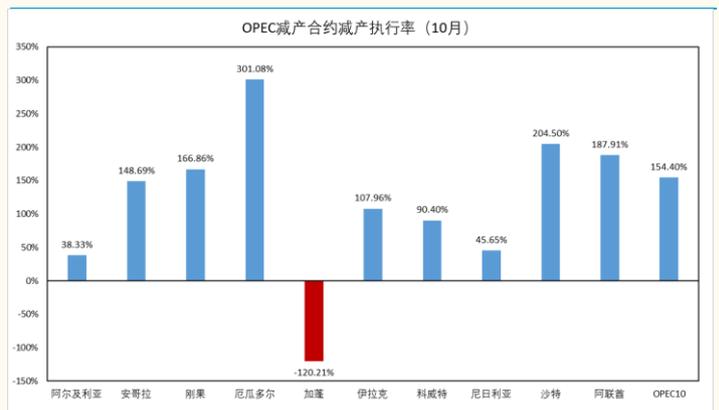
来源: 国金证券研究所

图表 12: OPEC 减产执行率 (出口口径) 2020-09



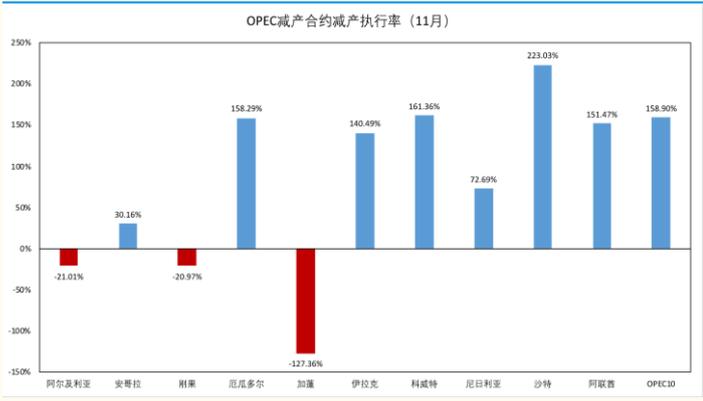
来源: 国金证券研究所

图表 13: OPEC 减产执行率 (出口口径) 2020-10



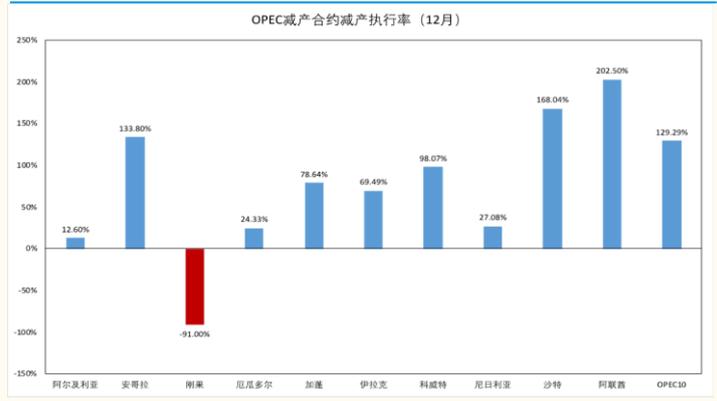
来源: 国金证券研究所

图表 14: OPEC 减产执行率 (出口口径) 2020-11



来源: 国金证券研究所

图表 15: OPEC 减产执行率 (出口口径) 2020-12



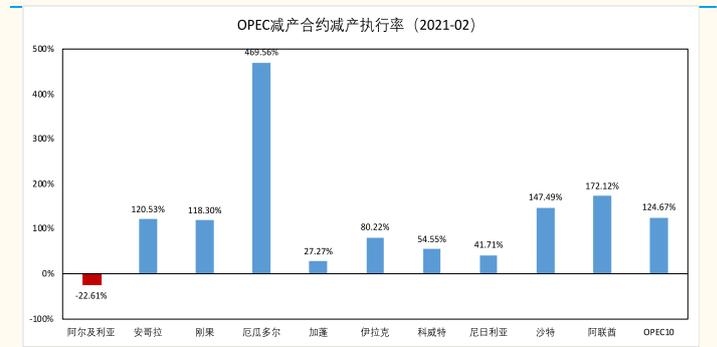
来源: 国金证券研究所

图表 16: OPEC 减产执行率 (出口口径) 2021-01



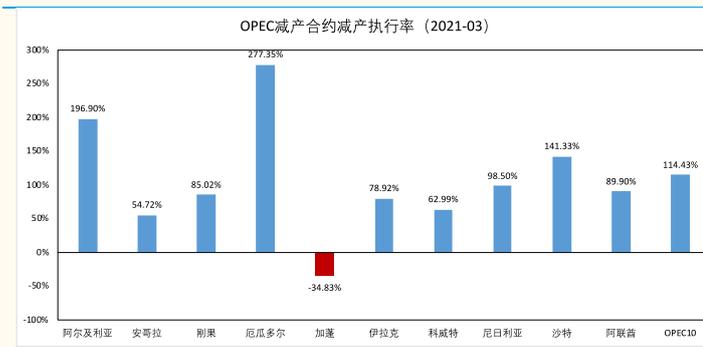
来源: 国金证券研究所

图表 17: OPEC 减产执行率 (出口口径) 2021-02



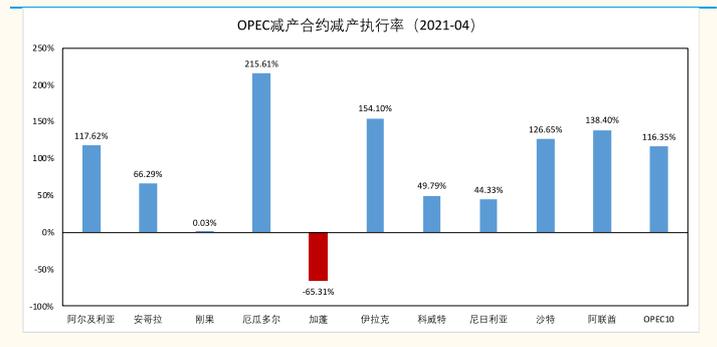
来源: 国金证券研究所

图表 18: OPEC 减产执行率 (出口口径) 2021-03



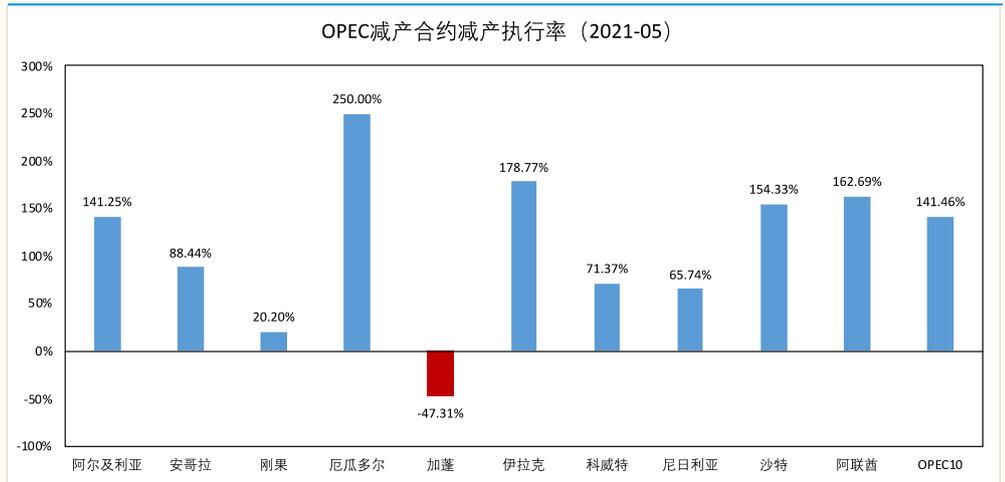
来源: 国金证券研究所

图表 19: OPEC 减产执行率 (出口口径) 2021-04



来源: 国金证券研究所

图表 20: OPEC 减产执行率 (出口口径) 2021-05

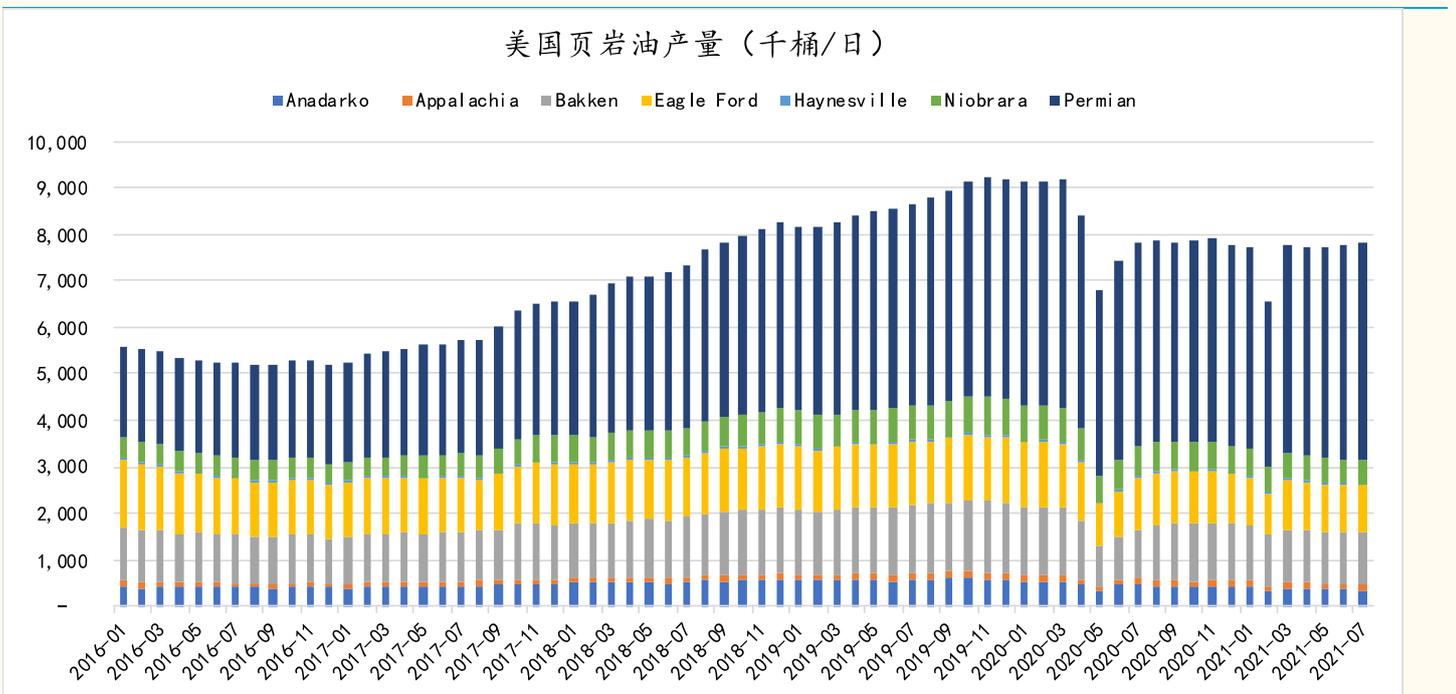


来源: 国金证券研究所

1.3 美国页岩油产量持续维持低位, 全球原油定价权转移

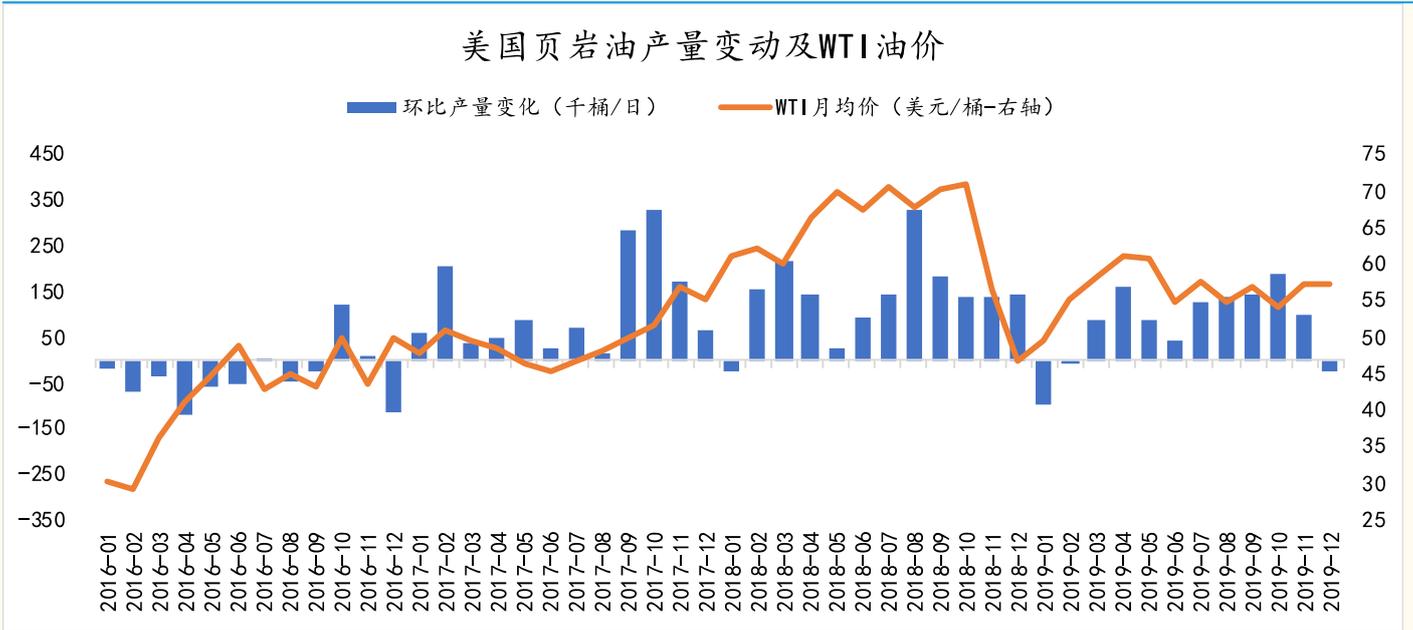
美国页岩油 2020 年全球低油价及全球终端需求不景气的情况下, 产量及产量相关先行指标持续维持低迷状态, 核心因素位页岩油开采成本约为 45-50 美金/桶, 低油价及终端需求不景气抑制美国页岩油产量恢复。

图表 21: 美国页岩油各产区产量



来源: EIA, 国金证券研究所

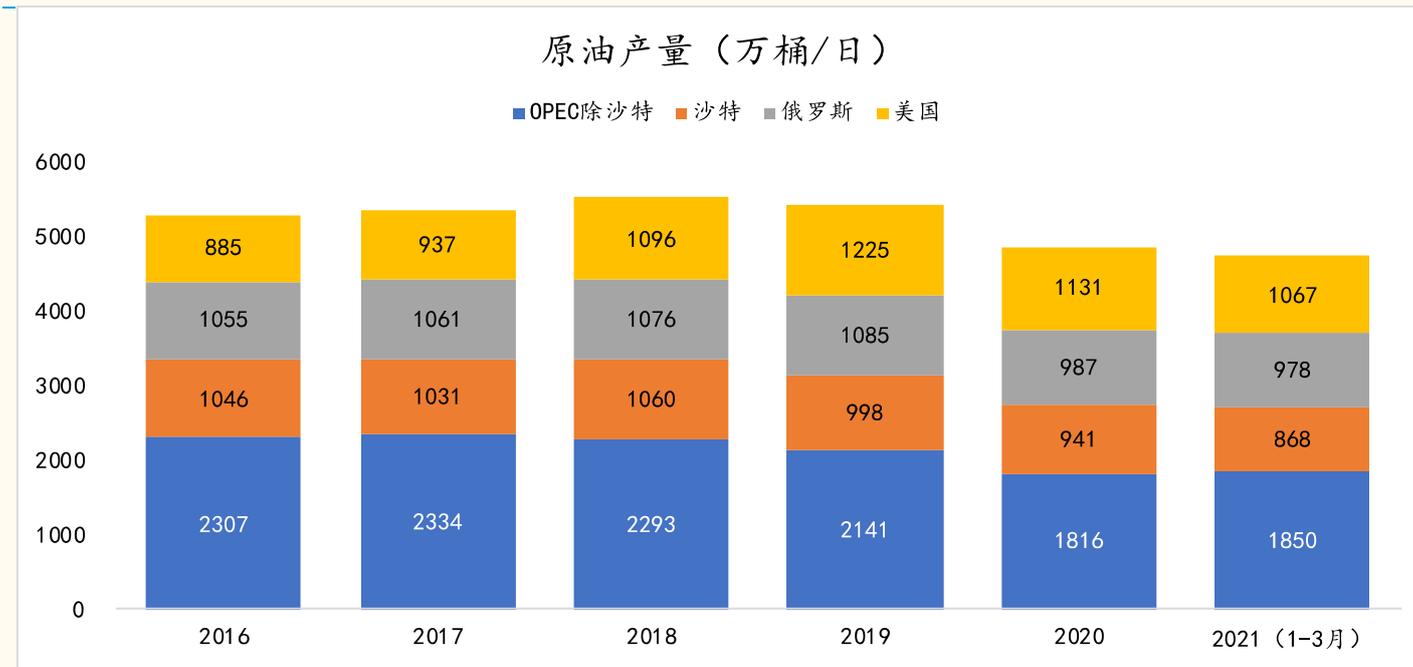
图表 22: 美国页岩油开采成本约为 50 美元/桶



来源: EIA, 国金证券研究所

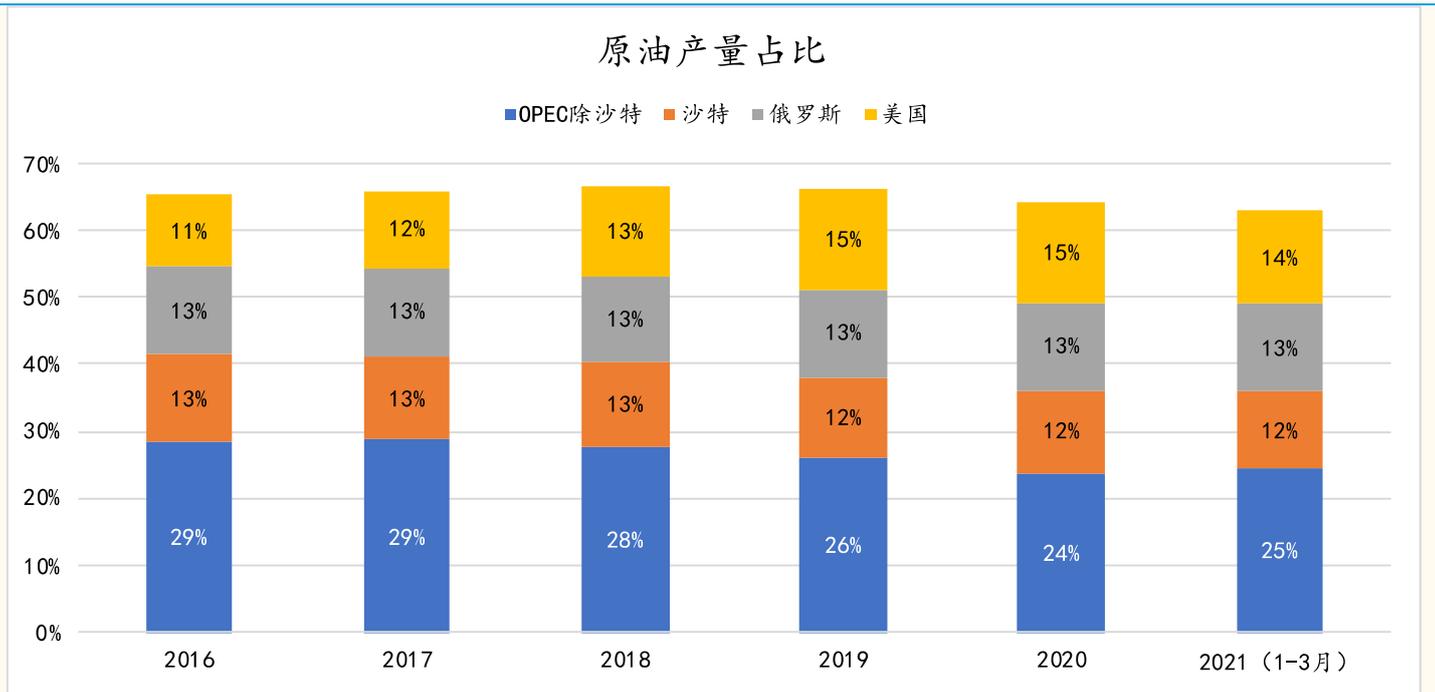
与此同时, 我们回溯 OPEC, 沙特, 俄罗斯及美国原油产量及各国或各组织产量在全球原油产量中的占比可以显著发现, 在前两轮 OPEC 减产过程中, 美国页岩油产量持续增长, 推动美国原油在全球产量占比持续提高, 而 OPEC 及沙特因为减产行为在全球原油供应中占比出现了较为显著的下滑, 从而导致全球原油价格定价权主要受美国页岩油产量波动以及地缘政治影响。而伴随美国页岩油产量持续维持历史低位以及 OPEC+减产协议减产执行率持续维持较高水平, 全球原油价格定价权逐步从美国页岩油再次转回至 OPEC。

图表 23: 全球重点产油组织及国家原油产量 (万桶/日)



来源: OPEC, EIA, 国金证券研究所

图表 24：全球重点产油组织及国家产量占比



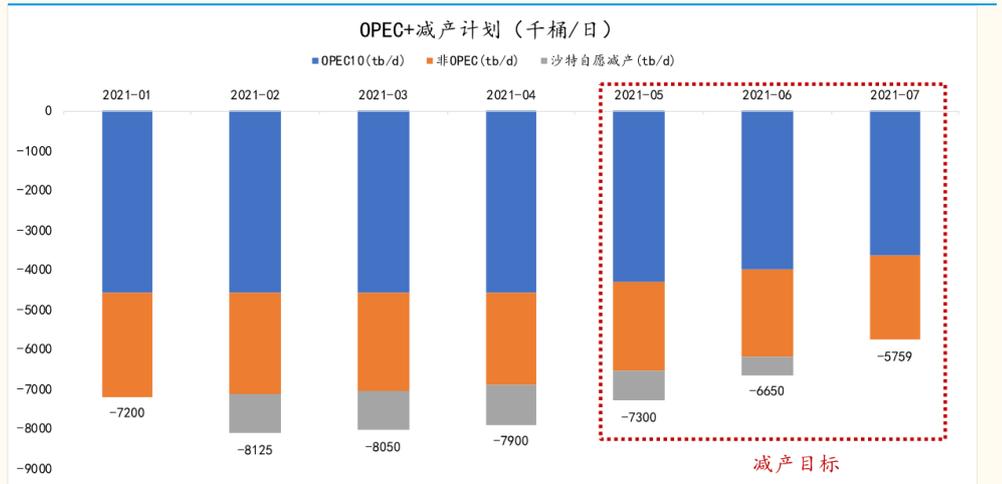
来源：OPEC,EIA,国金证券研究所

2、当前全球原油供应整体稳定，美伊原油边际增量成重要影响因素

全球原油主要供应国为 OPEC+ 及美国，目前全球原油供应端主要增量为 OPEC+ 深度减产退坡，美国作为原油主要生产国之一，当前原油产量并未恢复到疫情前水平，因此当前全球原油定价权受 OPEC+ 增产节奏所调节。伴随全球原油价格持续维持在 65+ 美元/桶情况下，页岩油油企存在增加资本开支可能性，且美国页岩油有望逐步进入作业高峰期，2021Q3 大概率成为全球原油价格变化趋势及重点影响因素的重点观测期。当美国页岩油产量或相关先行指标恢复到疫情前水平时，全球原油价格或迎来拐点，但如果页岩油产量相关指标持续维持较低水平或恢复速度不及预期，全球原油供应端重要增量或主要受 OPEC+ 减产退坡速度所决定。与此同时，虽然美伊关于伊核协定谈判持续推进，但参考伊朗往年原油出口量水平以及利比亚原油出口恢复节奏，伊朗原油对全球供应侧的边际影响大概率集中在 2021 年 Q4 或 2022 年，短期影响较小。因此，OPEC+ 深度减产退坡速度及美国页岩油产量恢复节奏将成 2021 年下半年原油供给端重点影响因素，且美国页岩油生产指标的恢复速度也决定了全球原油定价权是回归 OPEC+ 原油和美国页岩油双方博弈格局或基本受 OPEC+ 增产节奏所调整。

参考最新 OPEC+ 部长级会议，OPEC+ 在 5-7 月将逐步降低减产规模，5 月增产 35 万桶/日，6 月增加供应 35 万桶/日，7 月增加约 45 万桶/日，与此同时沙特将逐步收回 100 万桶/日的资源减产，5-7 月每月分别增产 25/35/40 万桶/日，因此 OPEC+ 合计 5-7 月分别预计增产 60/70/85 万桶/日原油产量。

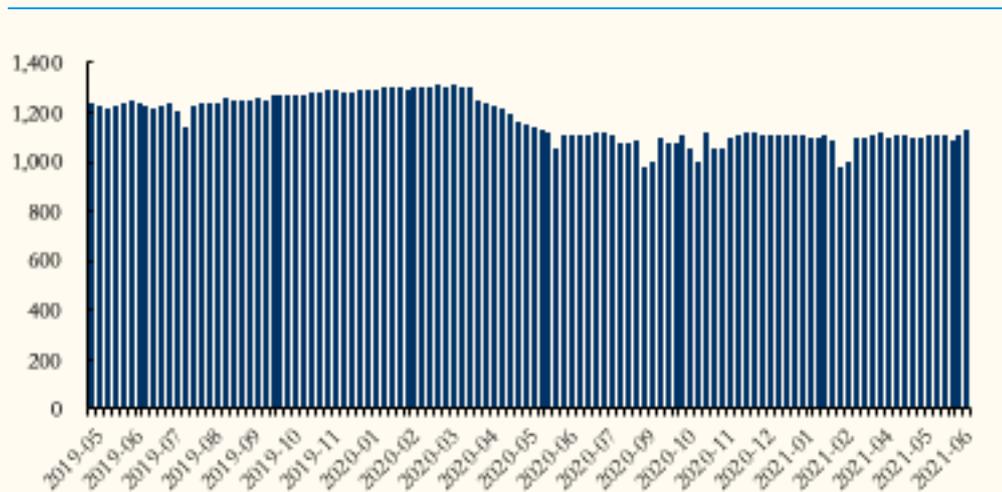
图表 25: OPEC+减产计划



来源: OPEC, 国金证券研究所

而美国当前原油产量持续维持 2020 年较低水平, 平均产量为 1120 万桶/日, 随近期原油产量小幅恢复, 但并未恢复到疫情前水平。由于当前美国原油产量恢复速度较慢, OPEC+整体增产节奏较为保守, 原油供需平衡持续维持平衡状态。

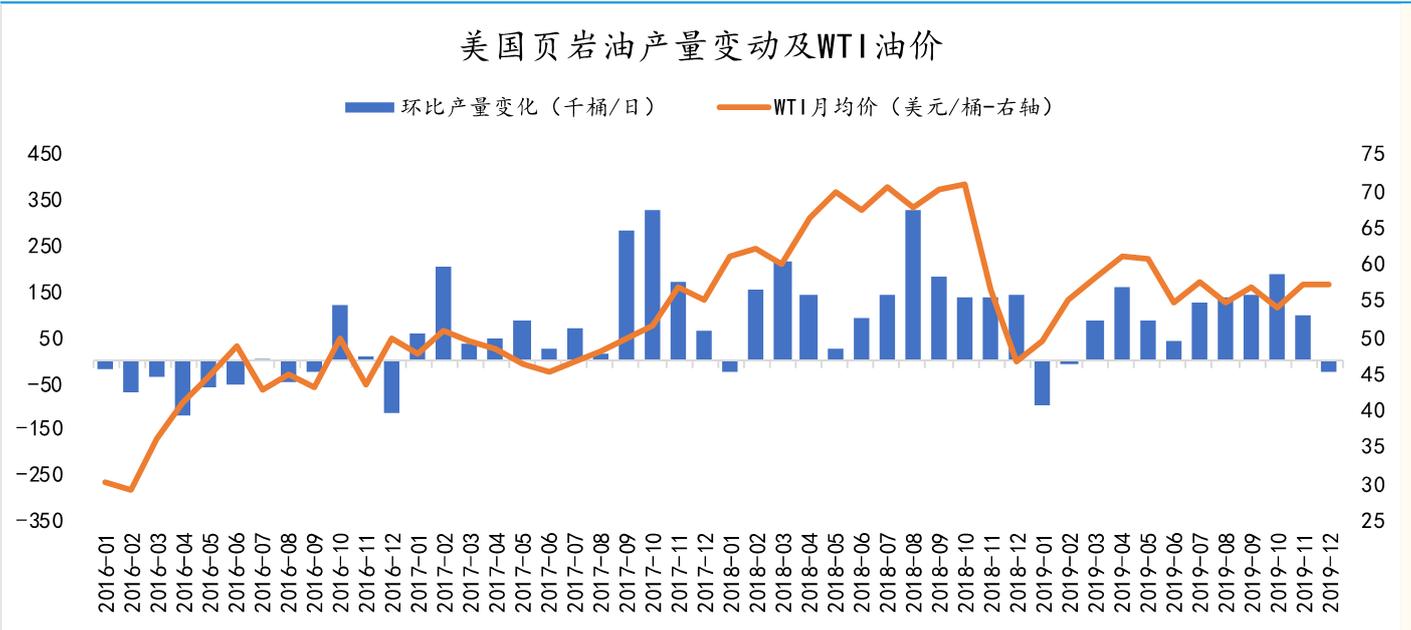
图表 26: 美国原油产量 (万桶/日)



来源: EIA, 国金证券研究所

通过回溯美国原油页岩油产量环比变动及 WTI 原油价格波动趋势, 较为显著的是当原油价格位于 45-50 美元/桶以下时, 美国页岩油产量环比出现下滑, 当原油价格恢复至 50 美元上方时, 原油产量环比呈上行趋势, 因此, 美国页岩油的生产成本处于 45-50 美元/桶区间, 通常而言, 当 WTI 价格恢复至 50 美元/桶以上时, 美国页岩油企或增加资本开支增加页岩油产量。但目前全球原油价格持续维持在 65+美元/桶价格水平, 在当前原油价格下, 美国油企或增加资本开支以增加原油产量。

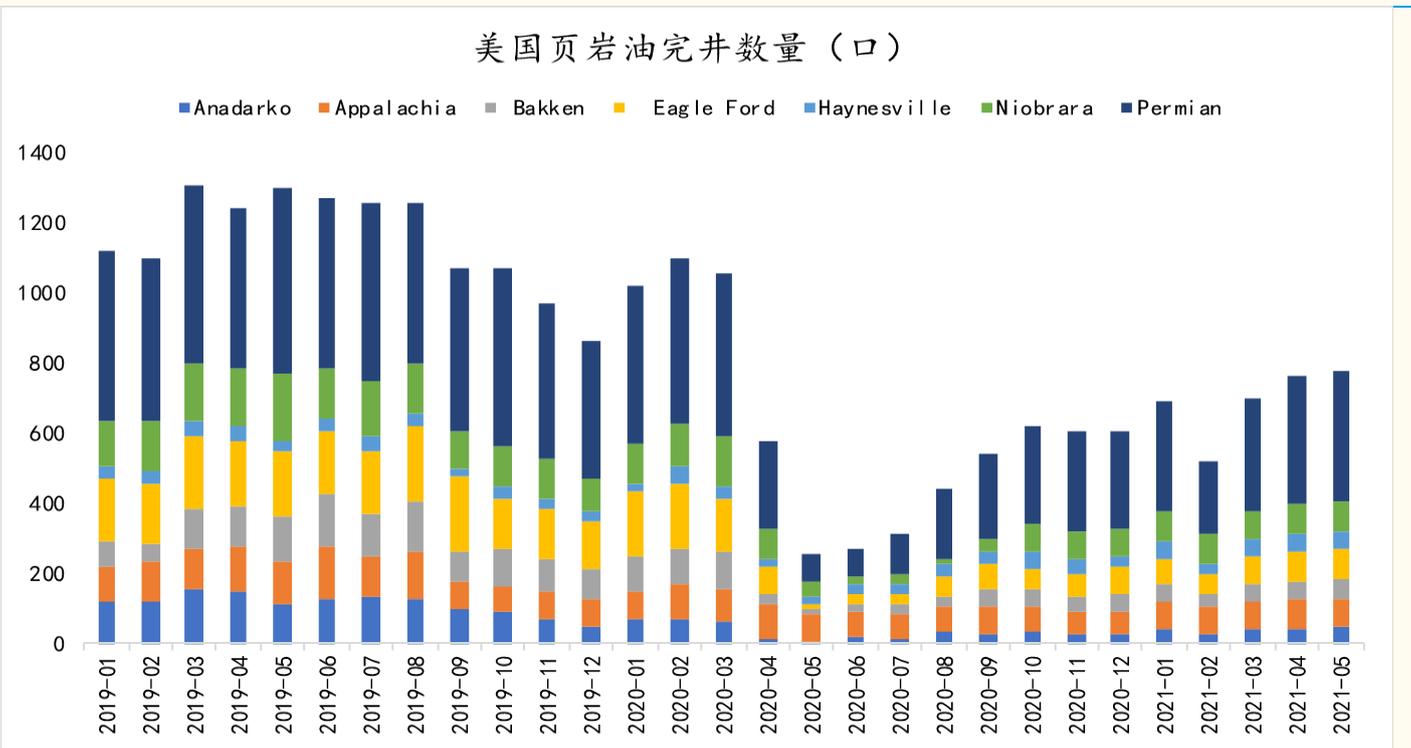
图表 27: 美国页岩油开采成本约为 50 美元/桶



来源: WIND,EIA,国金证券研究所

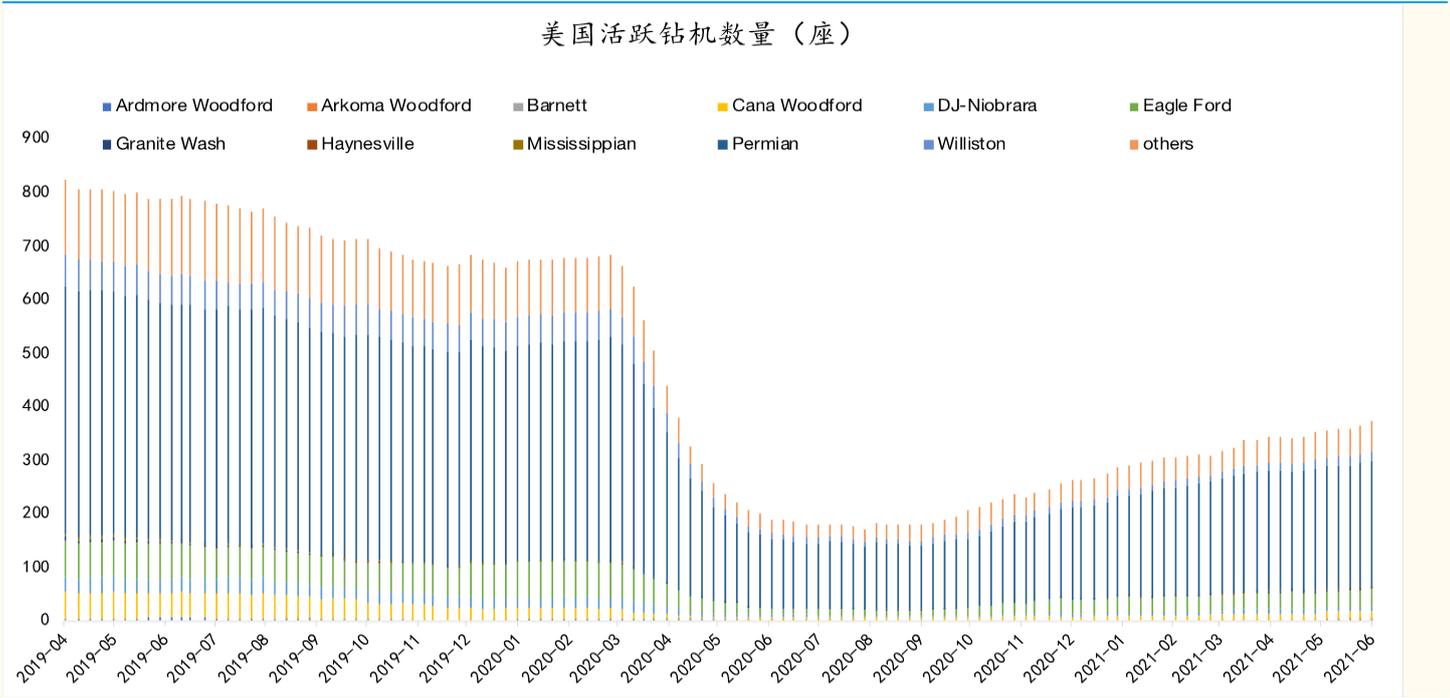
近期美国原油产量虽小幅回升,但相比疫情前峰值越 1300 万桶/日产量水平,仍存在近 200 万桶/日差额,美国原油产量恢复速度低于预期。且作为页岩油产量的重点先行指标完井数及活跃钻机平台数均未恢复疫情前水平(页岩油开采衰减周期高于传统原油,油企需要持续开发新页岩油井才能维持原油产量及增加产量,通常钻机至完井需要一定时间,完井数的增加通常只需要 2-3 月就可以导致原油产量增加,因此钻机活跃数及完井数均为美国页岩油产量变化的重要先行指标)。

图表 28: 美国页岩油完井数量



来源: EIA,国金证券研究所

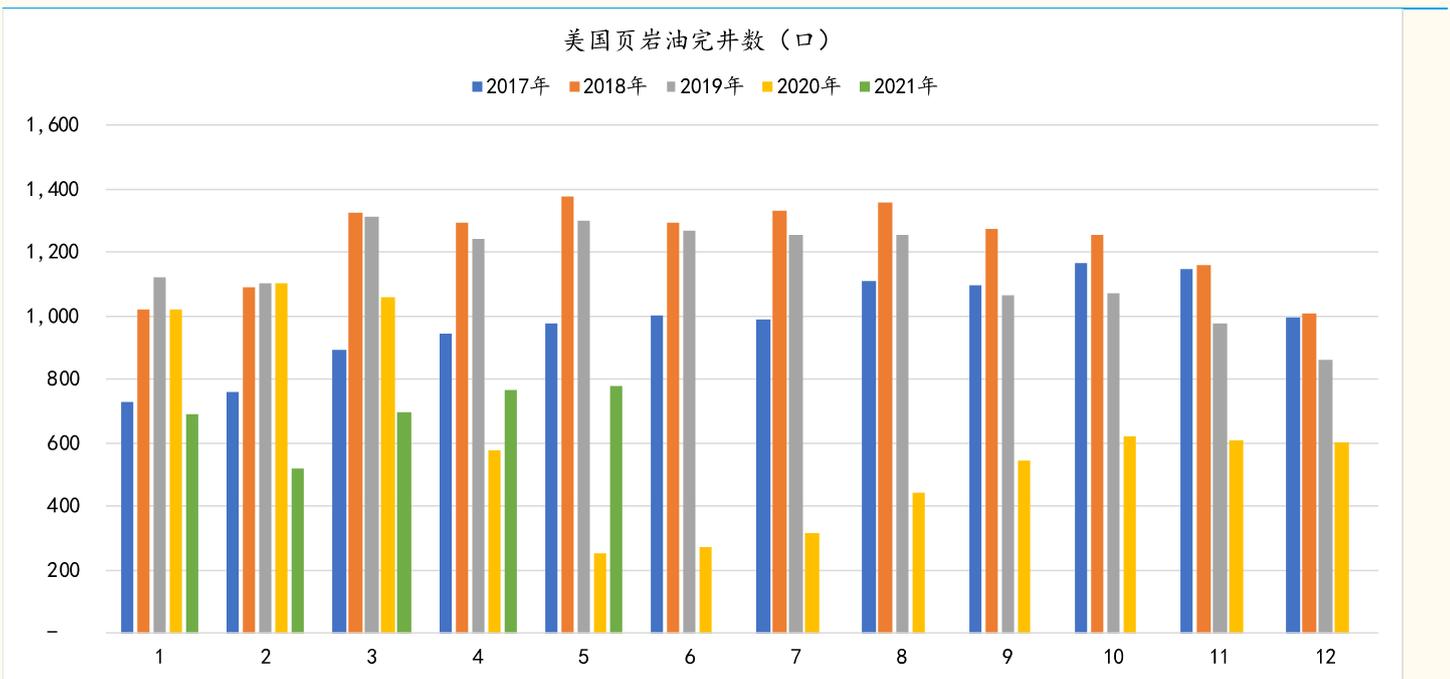
图表 29：美国活跃钻机数量



来源：EIA, 国金证券研究所

回溯往年美国页岩油完井数量，Q2-Q3 通常页岩油完井作业高峰期，受天气影响，Q4 完井量呈逐步衰减趋势，在美国疫苗持续推广情况下，美国经济生产活动有望持续恢复，当前美国钻机数及完井数处于持续恢复中，但并未恢复至疫情前水平，若 7-9 月美国页岩油完井数并未出现显著增长，美国页岩油产量或持续维持当前水平。

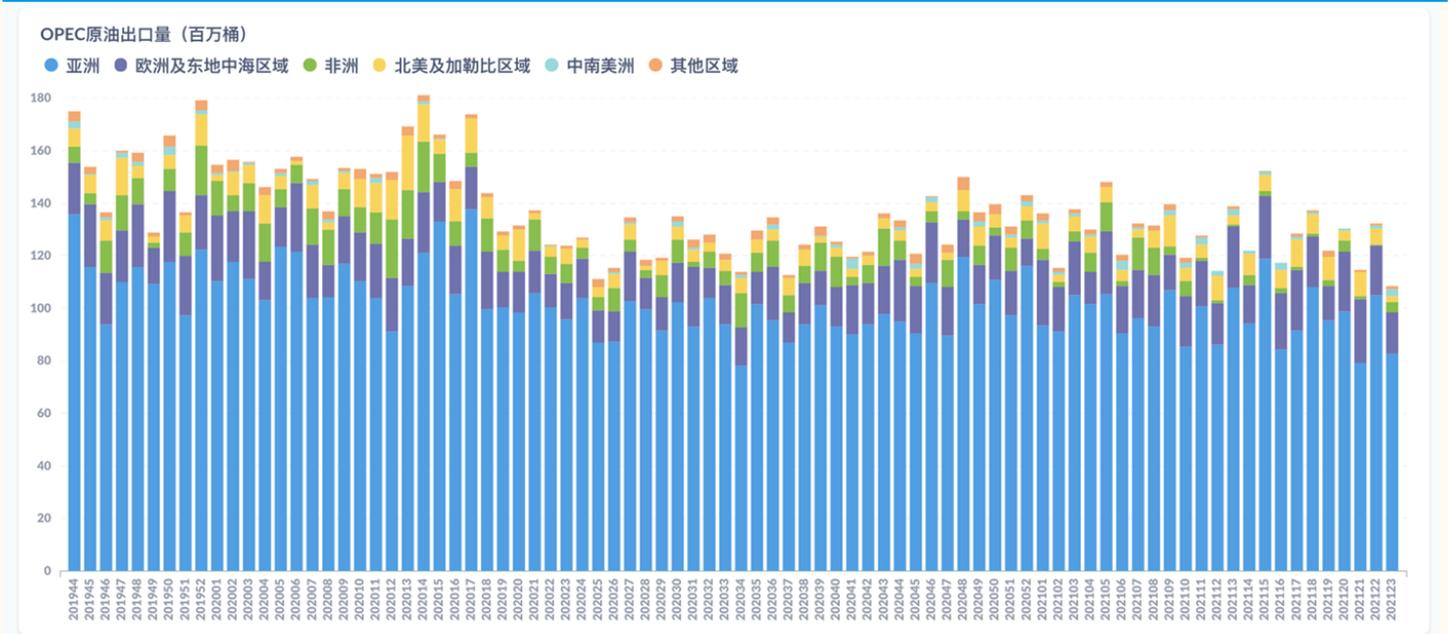
图表 30：美国页岩油完井数



来源：EIA, 国金证券研究所

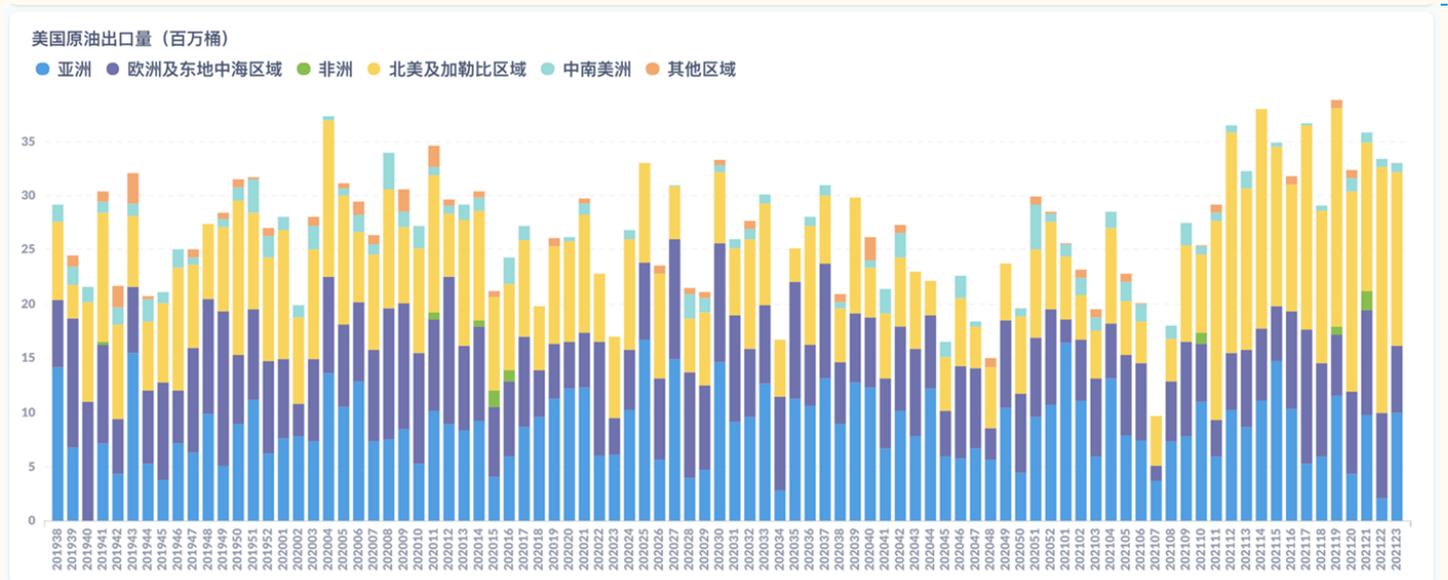
与此同时，我们通过对全球原油油轮卫星数据追踪，构建独家数据模型，对重点国家及区域的原油进出口量进行高频追踪，当前 OPEC+原油出口量并未出现显著波动，持续维持平稳状态，美国出口量持续恢复，目前基本维持 92.5 万桶/日水平。

图表 31：OPEC 原油出口量（百万桶）



来源：国金证券研究所

图表 32：美国原油出口量（百万桶）

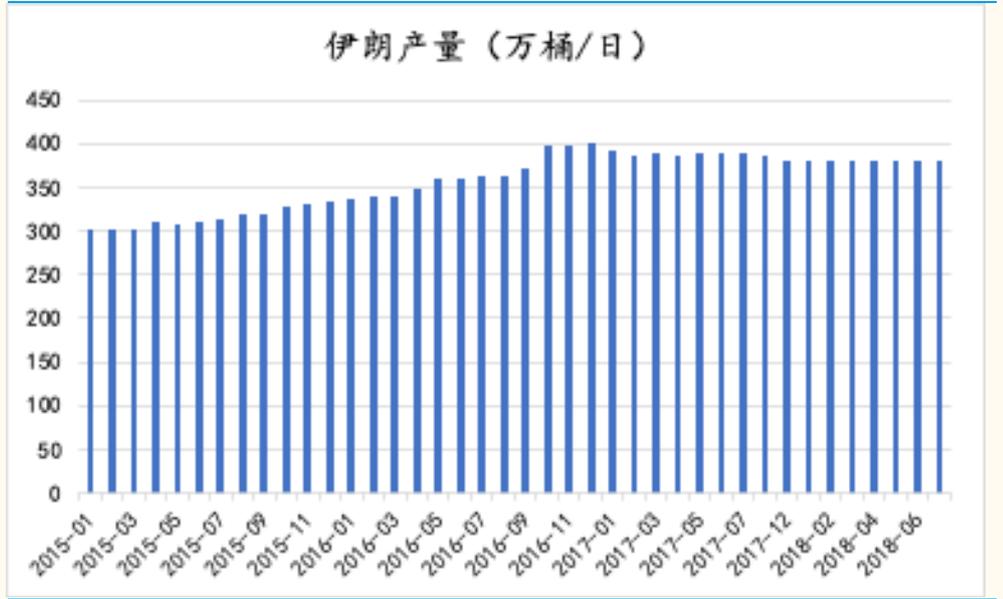


来源：国金证券研究所

除美国页岩油产量恢复情况及 OPEC+增产节奏外，美伊谈判在一定程度上对于全球原油市场供给侧带来潜在的供应增量，回溯伊朗往年原油产量及历史原油出口量，伊朗原油产量约为 380 万桶/日，出口量峰值水平约为 7800 万桶/月，约为 260 万桶/日原油出口量。当前美伊谈判并未出现显著进展，且伊朗原油生产装置停工较久，完全恢复生产仍需时间恢复，就原油出口量恢复节

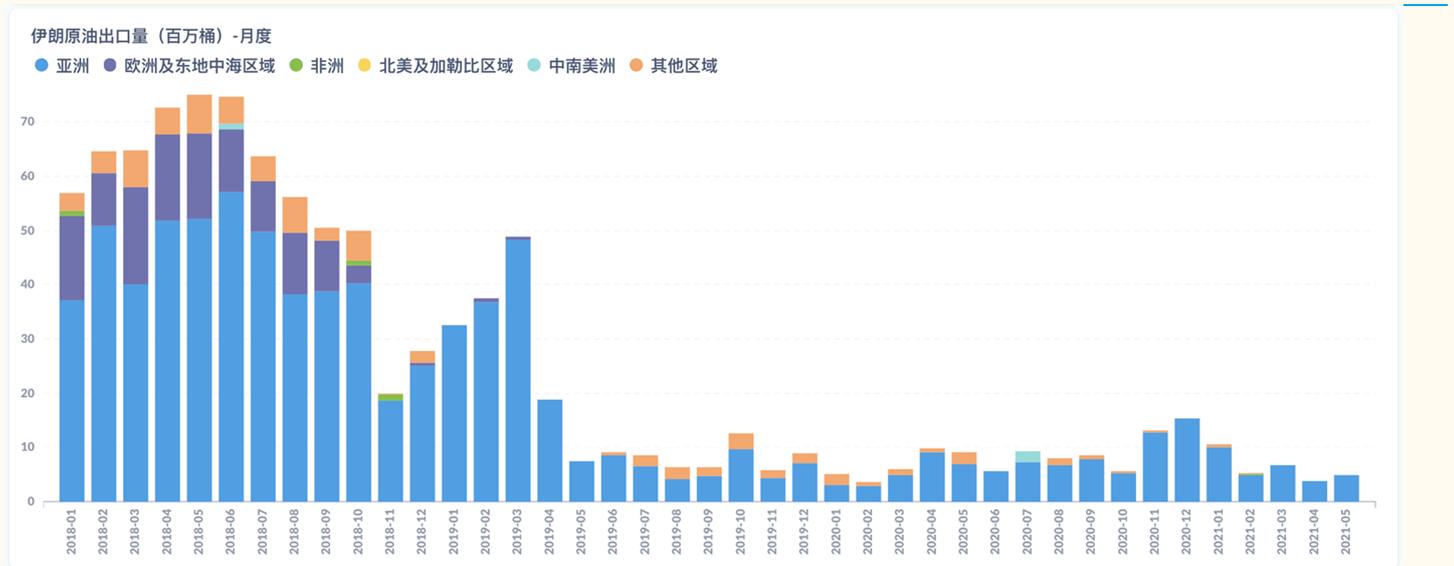
奏而言，参考 2020 年利比亚自不可抗力恢复后原油出口恢复节奏，约需要 3-4 个月才能逐步恢复至往期正常水平，因此在美伊谈判顺利的情况下，伊朗原油对供给侧的边际影响或主要集中于 2021 年 Q4 或 2022 年。

图表 33：伊朗往年原油产量（万桶/日）



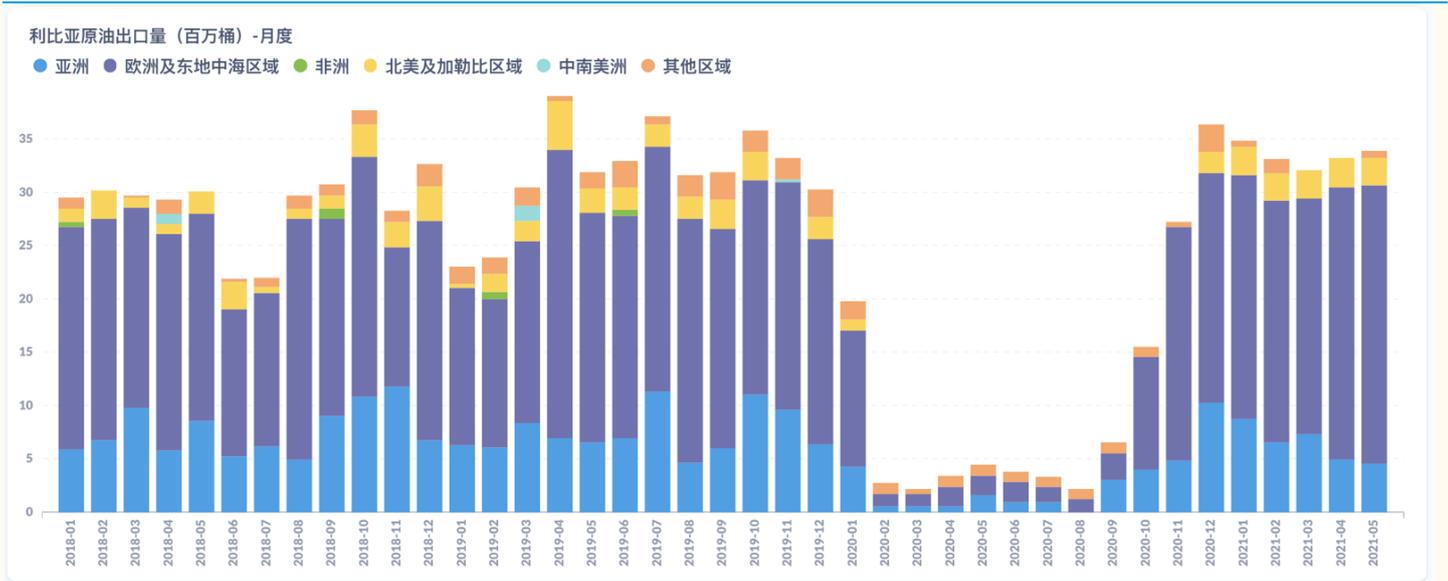
来源：JODI, 国金证券研究所

图表 34：伊朗往年原油出口量（百万桶）



来源：国金证券研究所

图表 35：利比亚原油出口量（百万桶）



来源：国金证券研究所

就全球原油供给端而言，当前全球原油供给端边际增量主要来源于 OPEC+ 增产，美国页岩油产量恢复以及美伊谈判顺利后伊朗原油的生产及出口恢复。目前 OPEC+ 增产规划较为保守，且 OPEC 原油出口量并未出现显著的增长趋势，整体处于稳定状态，截止 7 月规划，OPEC+ 仍有近 580 万桶/日减产规模，而美国原油产量暂未恢复疫情前水平，相比疫情前产量存在 200 万桶/日增量空间，且重要先行指标钻机活跃数及完井数仍未恢复疫情前水平。就原油高频出口数据而言，美国原油出口量仍未明显恢复，伴随美国页岩油进入作业高峰期，7-9 月页岩油产量先行指标的波动趋势或成美国原油产量恢复与否的重要观测期。与此同时，伊朗原油伴随美伊谈判的推进也有望成为全球原油供给侧的边际增量，回溯往年伊朗原油产量及出口量，伊朗原油或给全球带来 260-380 万桶/日增量空间，但由于美伊谈判及伊朗原油生产出口恢复节奏存在不确定性，边际增量影响时间或集中于 2021 年底或 2022 年。当前全球原油供应端重点受 OPEC+ 增产影响，伴随美国页岩油进入高峰作业期，美国页岩油先行指标或成重点观测对象，若页岩油先行指标并未恢复至疫情前水平，全球原油定价权或持续受 OPEC+ 掌控，且全球原油供给侧增量或持续受 OPEC+ 增产节奏调节。

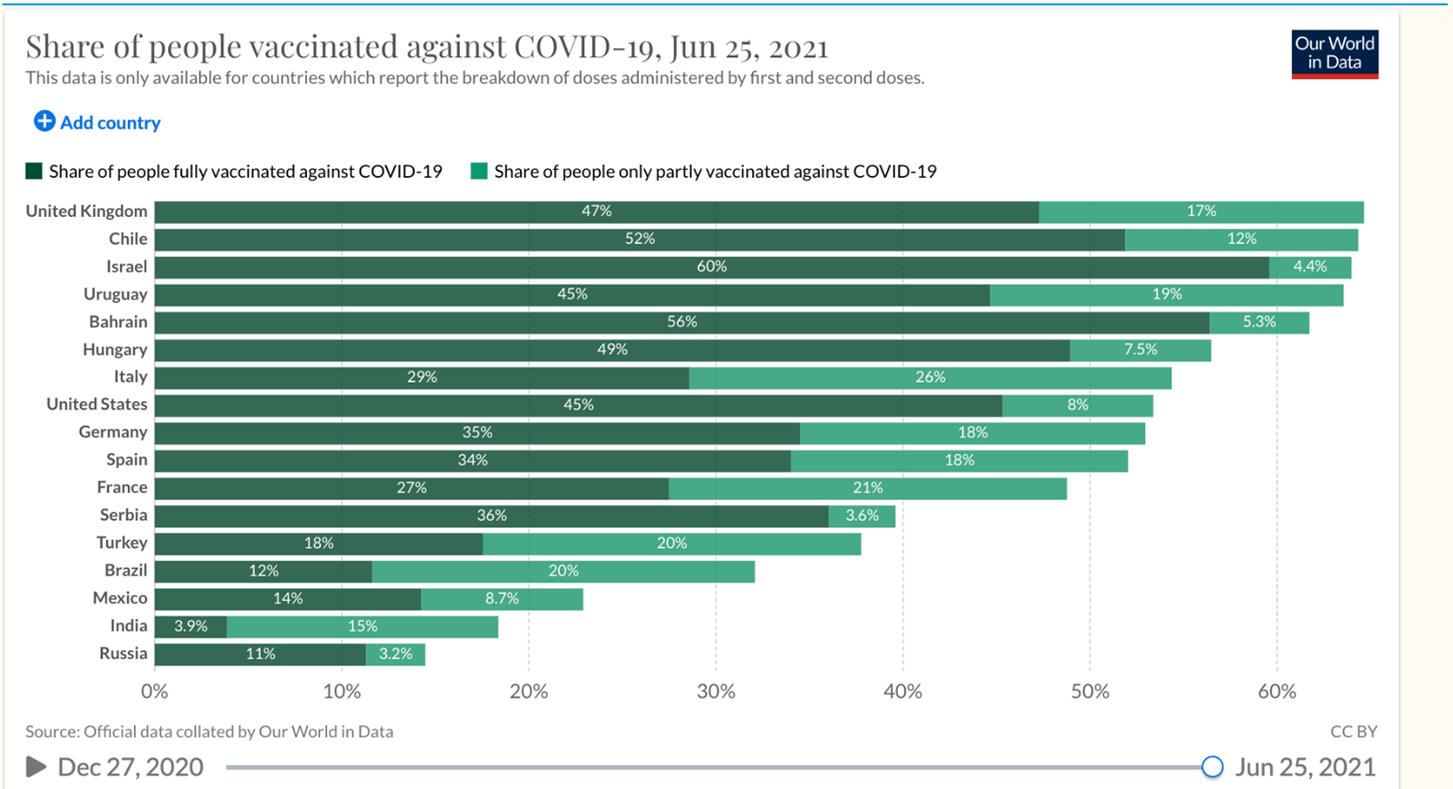
3、全球原油终端消费需求持续恢复，印度边际负面影响或较低

伴随疫苗全球大范围推广，当前各国疫情逐步受控，制造业及终端消费持续恢复，推动全球终端消费持续恢复，通过独家出行、排放、重点区域原油浮仓及重点国家的进口表现，全球能源终端消费需求持续恢复。当前印度由于疫情反复，导致能源终端消费需求存在一定负面影响，但整体而言全球原油终端消费处于持续恢复状态，且伴随进入夏季，美国能源消费有望迎来消费旺季，推动美国能源需求持续上行。

3.1 全球疫苗持续推广，各国终端消费持续恢复

新冠疫苗从 2020 年底开始全球范围内大规模推广，当前发达国家接种水平较高，伴随接种率的上升，欧美经济及终端消费持续恢复。

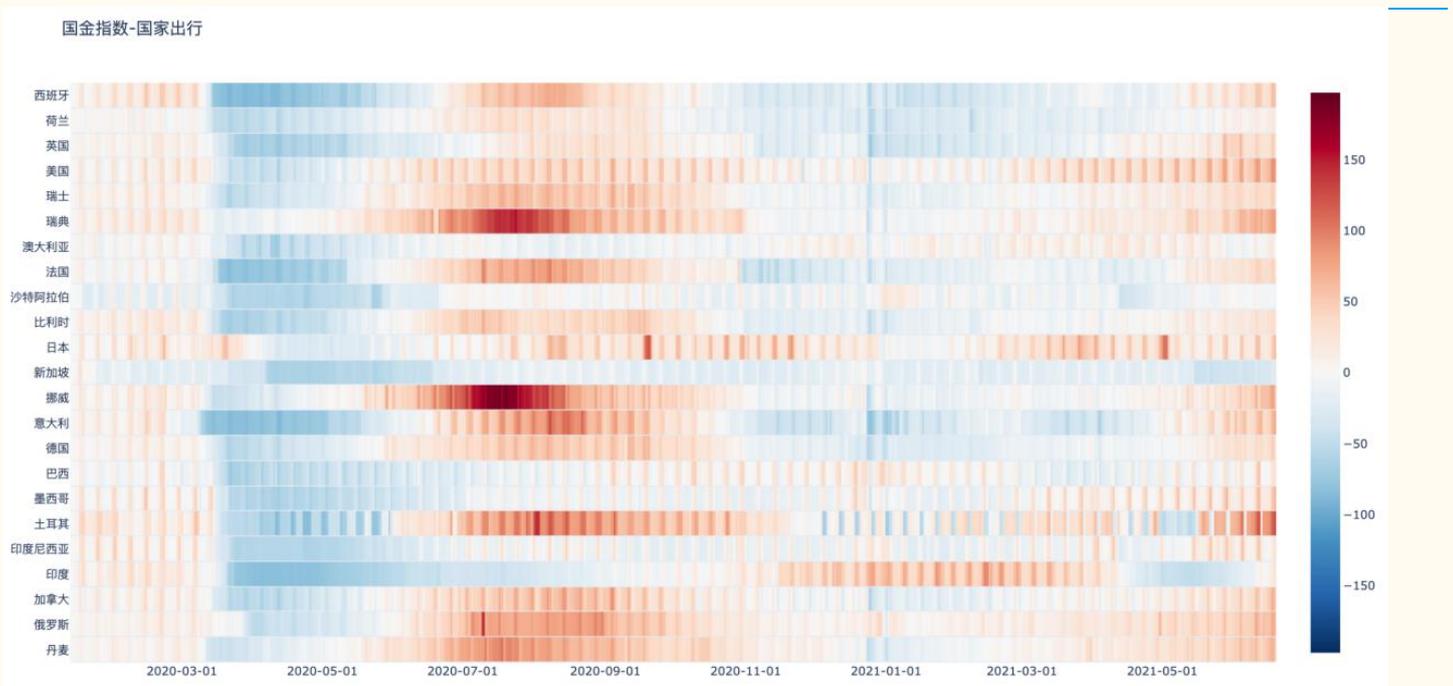
图表 36: 全球疫苗接种进度



来源: Our world in Data, 国金证券研究所

通过对重点国家出行及排放数据的持续追踪, 当前欧洲重点国家出行强度及排放指数持续恢复, 推动欧洲终端能源消费持续恢复。

图表 37: 全球出行指数



来源: 国金证券研究所

图表 38: 美国出行



来源: 国金证券研究所

图表 39: 英国出行



来源: 国金证券研究所

图表 40: 德国出行



来源: 国金证券研究所

图表 41: 俄罗斯出行



来源: 国金证券研究所

图表 42: 法国出行



来源: 国金证券研究所

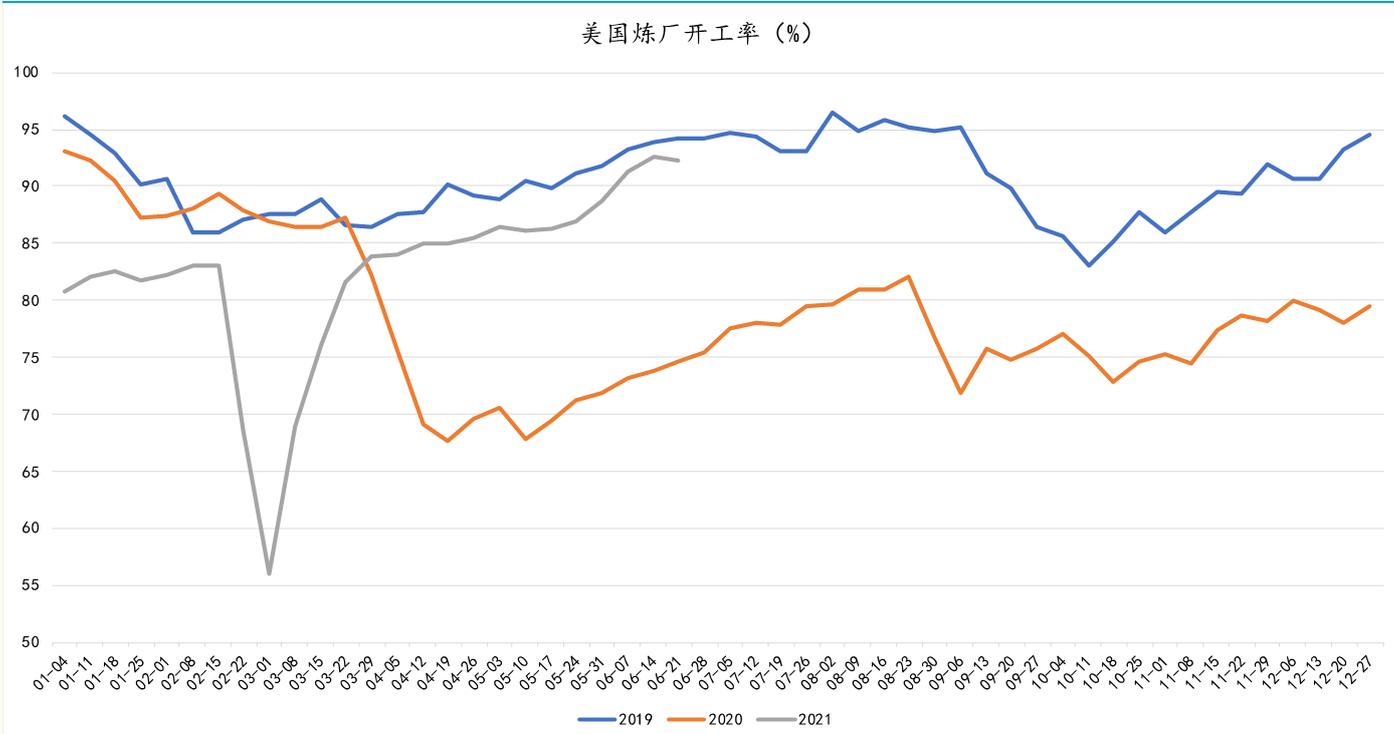
图表 43: 意大利出行



来源: 国金证券研究所

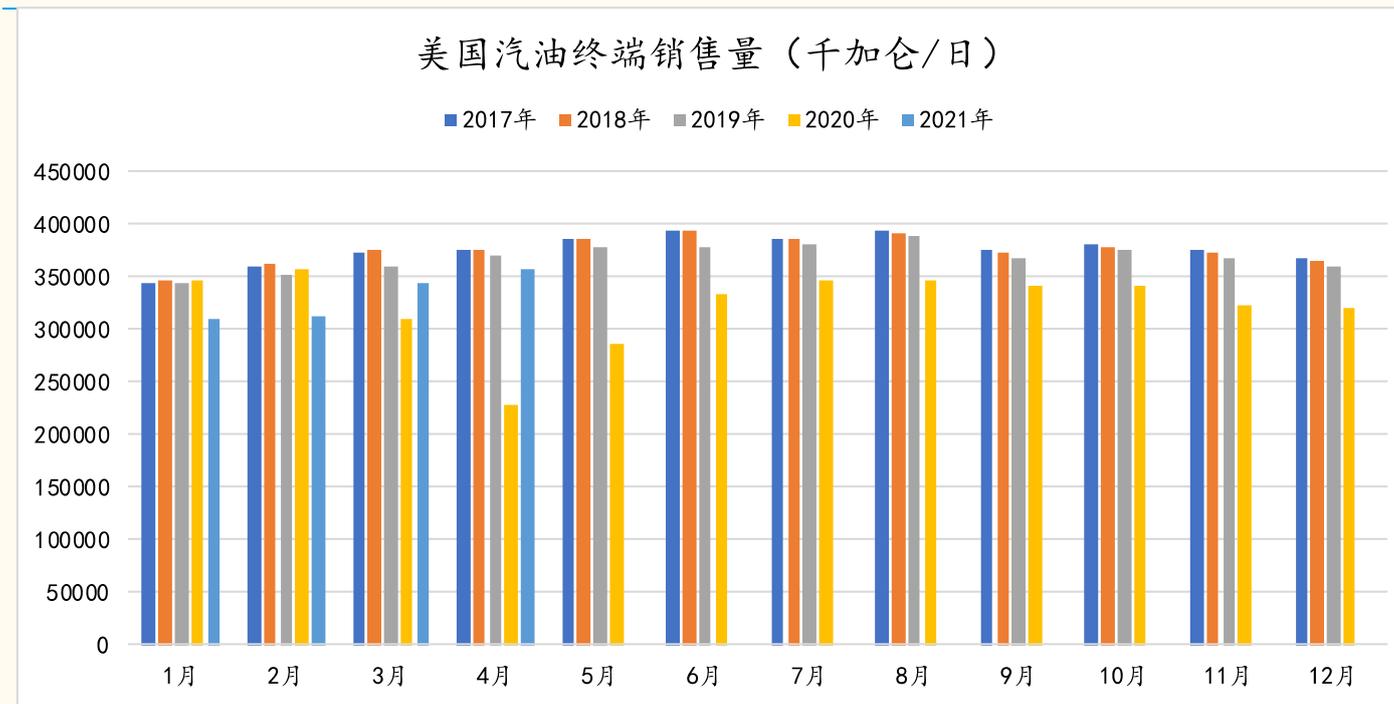
参考美国炼厂开工率及成品油终端销售数据，当前美国能源消费需求持续恢复，且夏季为美国的成品油终端消费需求旺季，在出行指数持续上行，逐步恢复疫情前水平的同时，美国能源终端消费有望进一步恢复。

图表 44：美国炼厂开工率



来源：EIA,国金证券研究所

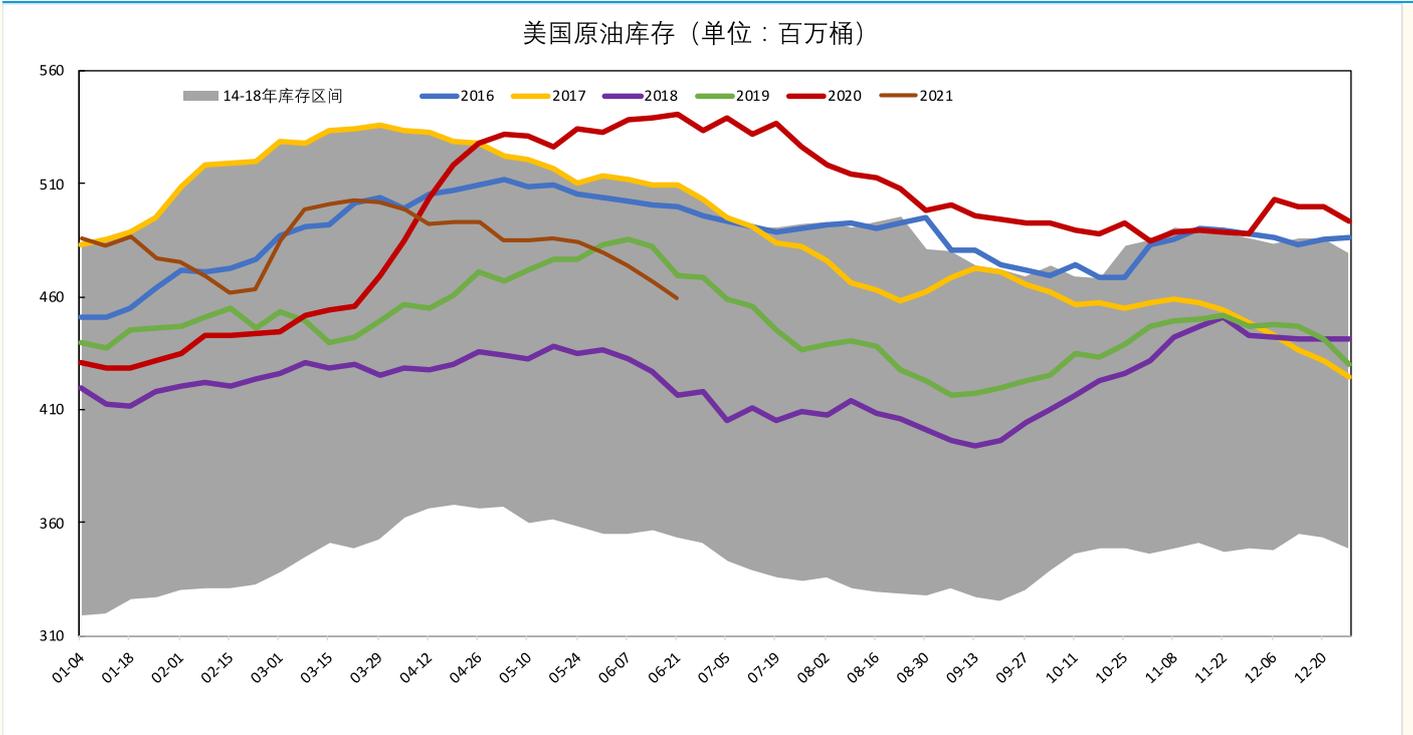
图表 45：美国汽油终端销售量



来源：EIA,国金证券研究所

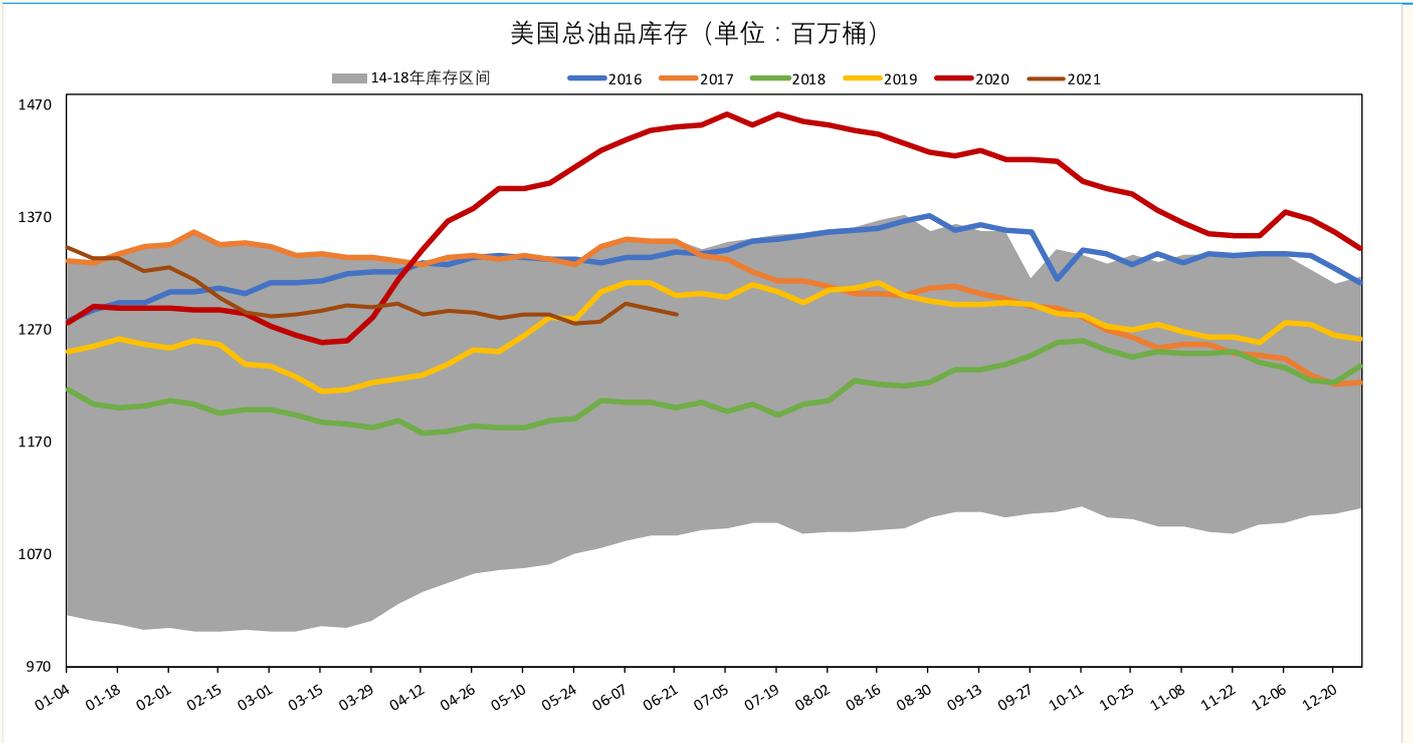
与此同时，美国原油、总油品、成品油库存基本恢复历史库存区间，且处于持续去库存状态，美国原油终端消费需求持续恢复。

图表 46：美国原油库存



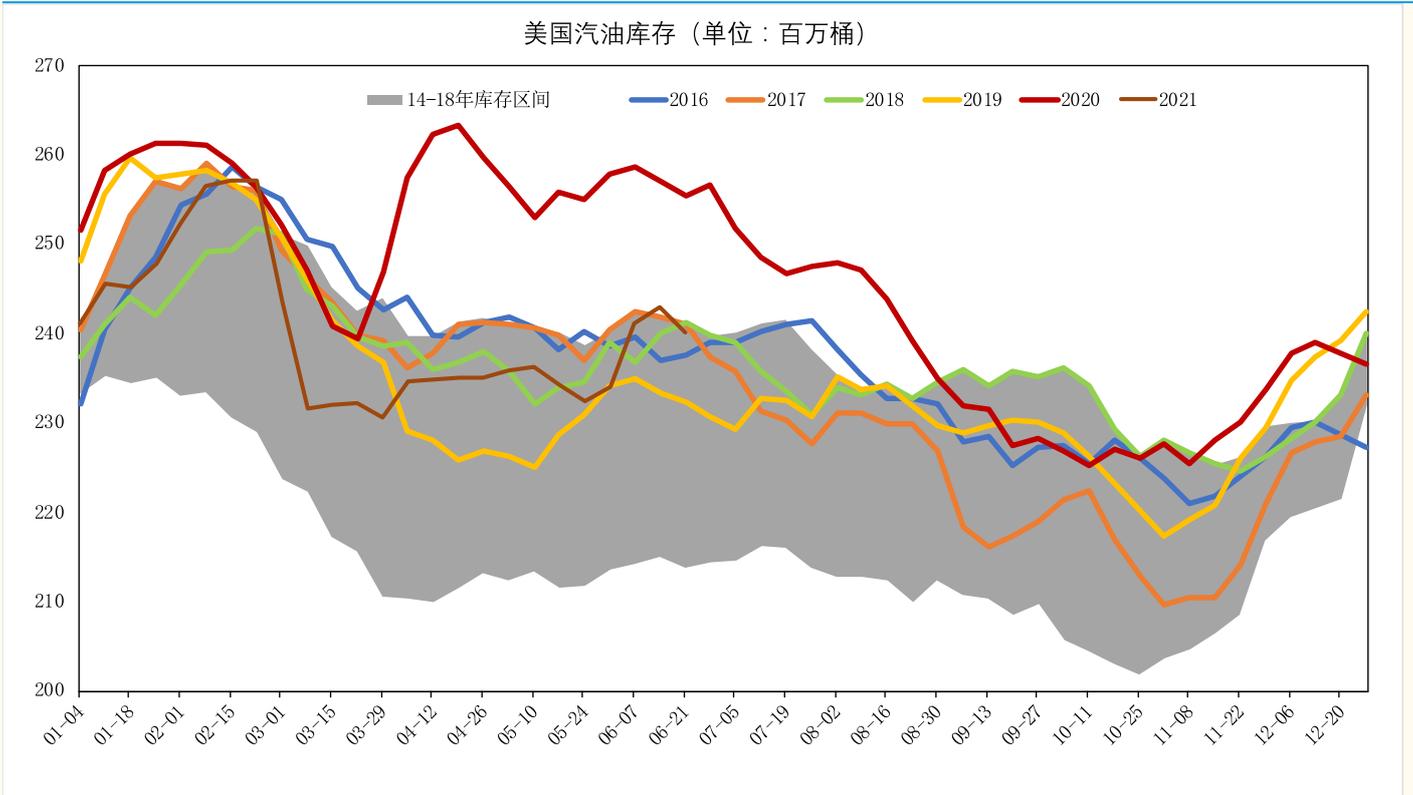
来源：EIA, 国金证券研究所

图表 47：美国总油品库存



来源：EIA, 国金证券研究所

图表 48：美国汽油库存



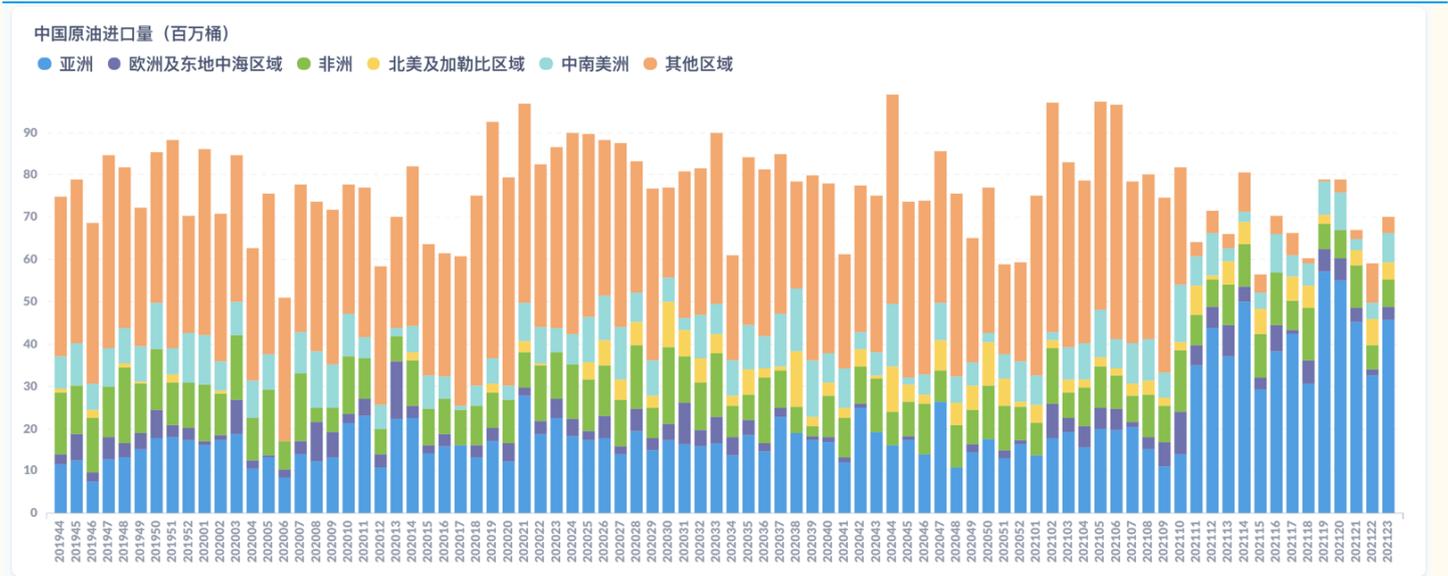
来源: EIA, 国金证券研究所

3.2 重要经济体原油进口量持续恢复, 浮仓水平基本恢复正常区间

由于海上浮式原油库存成本通常为陆地原油存储成本的三倍, 通常仅有陆上原油存储空间较低的情况下, 采用油轮进行浮式原油存储, 因此原油浮仓能较为有效的反应当地的原油库存水平及终端消费情况。

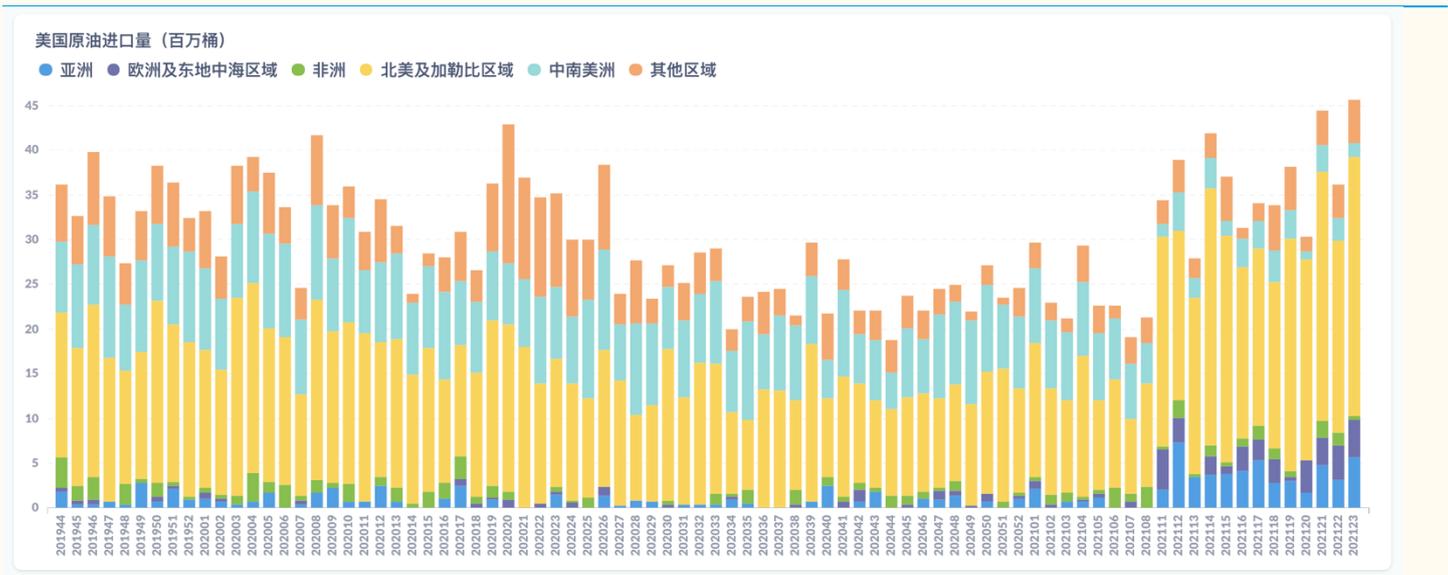
通过对重点能源消费区域原油浮仓数据的追踪, 伴随欧美新冠疫苗的大规模推广, 各国出行持续解封, 疫情的逐步受控, 欧美能源消费持续恢复, 当前欧美原油浮仓已基本恢复疫情前正常水平, 而中国去年的“抢油”库存也持续消化, 逐步恢复历史正常水平。

图表 49: 中国原油进口量



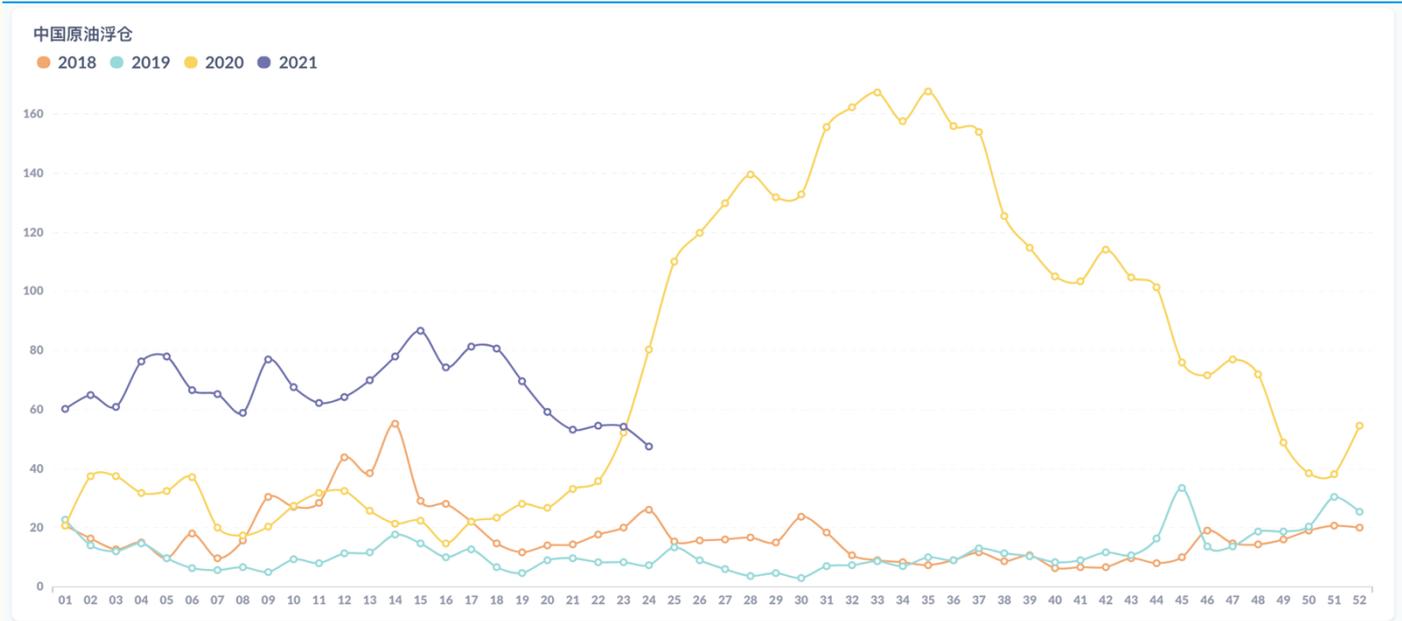
来源: 国金证券研究所

图表 50: 美国原油进口量



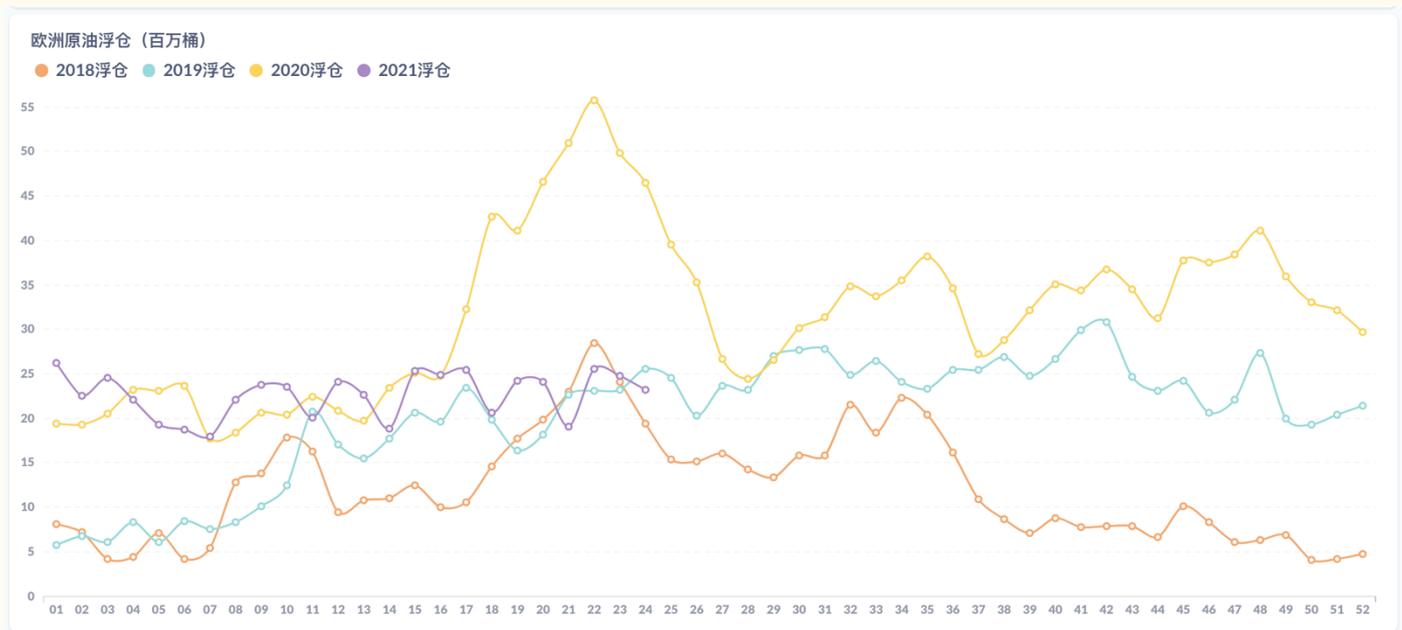
来源: 国金证券研究所

图表 51: 中国原油浮仓



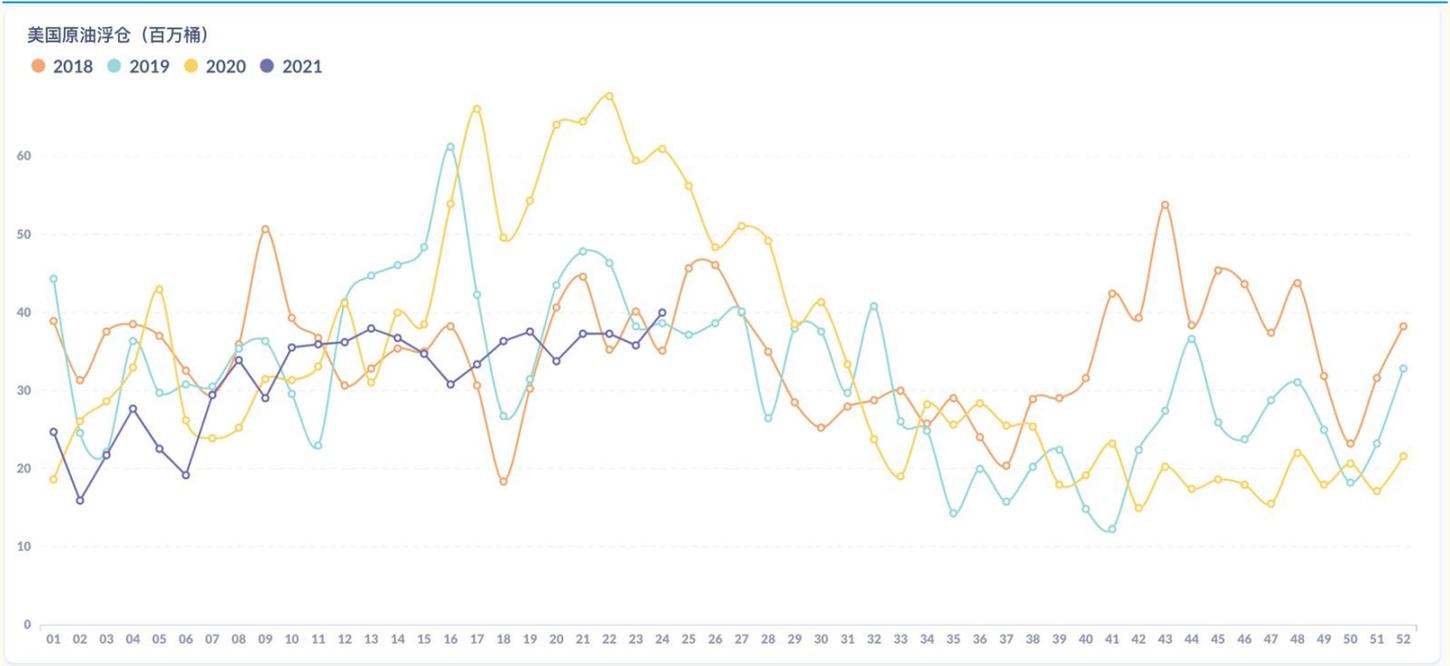
来源: 国金证券研究所

图表 52: 欧洲原油浮仓



来源: 国金证券研究所

图表 53: 美国原油浮仓



来源: 国金证券研究所

3.3 印度疫情降低区域终端消费，但整体影响有限

当前印度疫情出现显著反复，对印度终端能源消费或存在负面影响，但印度整体疫苗推广进度较慢，通过对印度排放、出行及原油进口量数据的追踪，受疫情反复影响，印度排放指数和出行指数均出现显著下滑，制造业活跃度及终端消费活跃度受疫情负面影响或较为严重，但当前已逐步恢复，印度疫情反复对全球能源终端消费需求或整体较低。

图表 54: 排放指数-印度



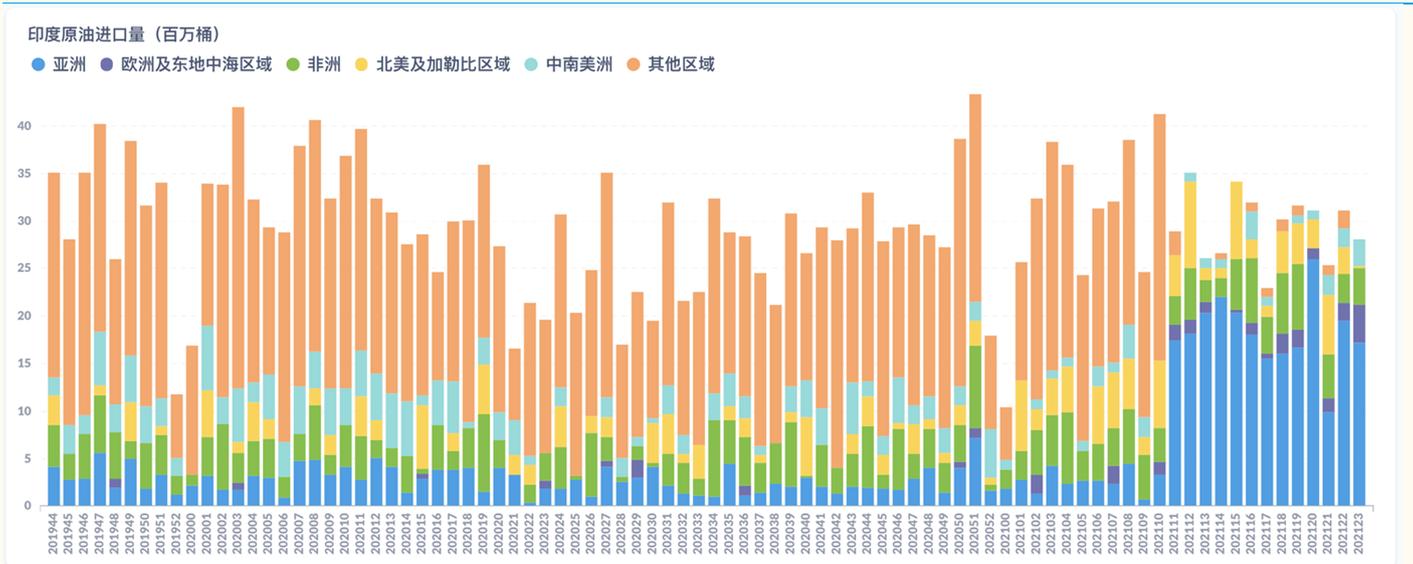
来源: 国金证券研究所

图表 55：出行指数-印度



来源：国金证券研究所

图表 56：印度原油进口量



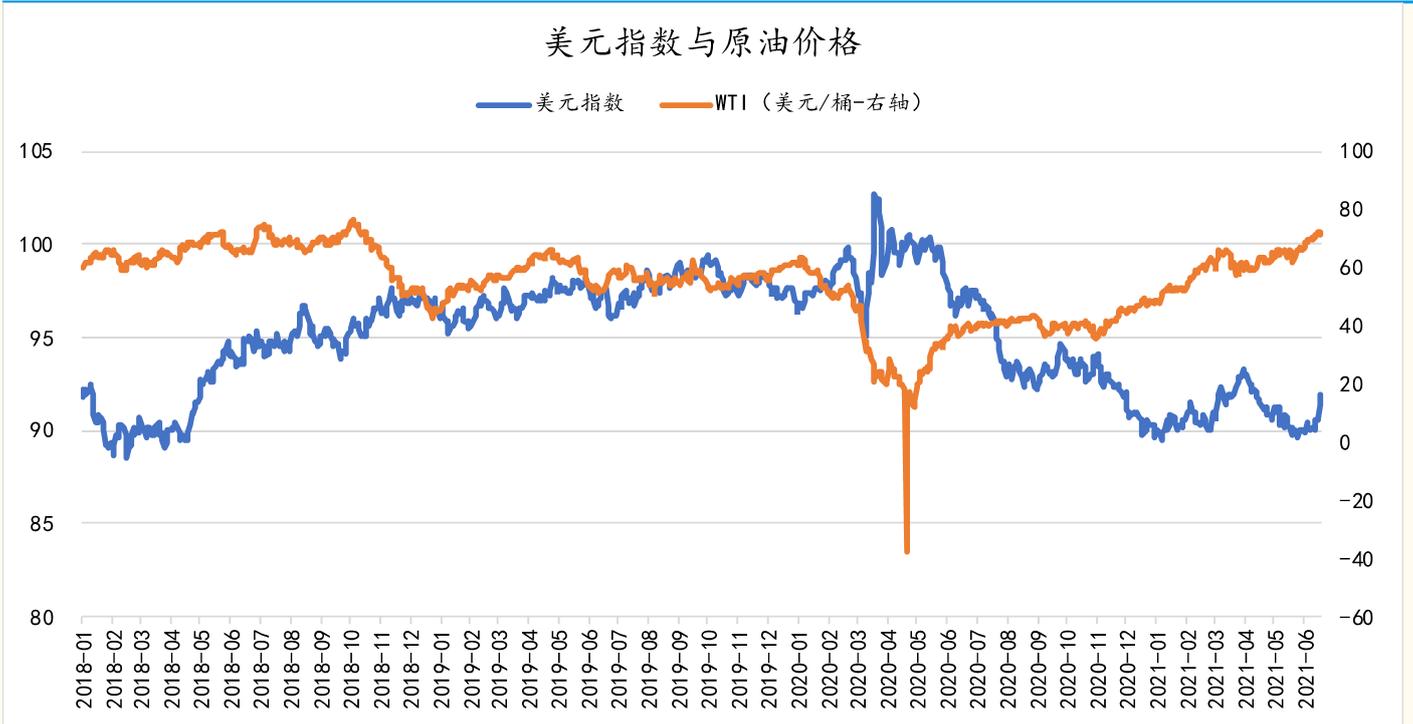
来源：国金证券研究所

4、60-80 美金或为中长期 brent 油价中枢？验证只差 3 个月！

欧美疫苗持续推广后出行持续恢复，有望带动原油终端消费回升，印度疫情反复虽然存在短期下滑趋势，但当前处于恢复过程中，后续整体负面影响较为有限，伴随美国能源消费进入旺季，全球终端能源消费有望持续恢复。2021年上半年全球能源供给侧重要影响因素为 OPEC+原油，全球原油价格波动主要受 OPEC+增产节奏调节，但美国页岩油的产量恢复以及美伊谈判进度或推动美国页岩油及伊朗原油成为 OPEC+增产外的供应增量，当前美伊谈判不确定性较高，即使 Q3 谈判落定，伊朗原油对全球供应影响或集中在 2021 年 Q4 或 2022 年，但目前美国页岩油即将进入作业高峰期，若美国页岩油产量先行指标持续恢复且恢复至疫情前水平，全球原油价格存在在 OPEC 及美国原油双方博弈下迎来拐点的可能性，若美国页岩油产量相关先行指标并未出现显著改善，全球原油价格波动或持续受 OPEC+增产节奏所决定，OPEC 将事实上具备边际定价权。

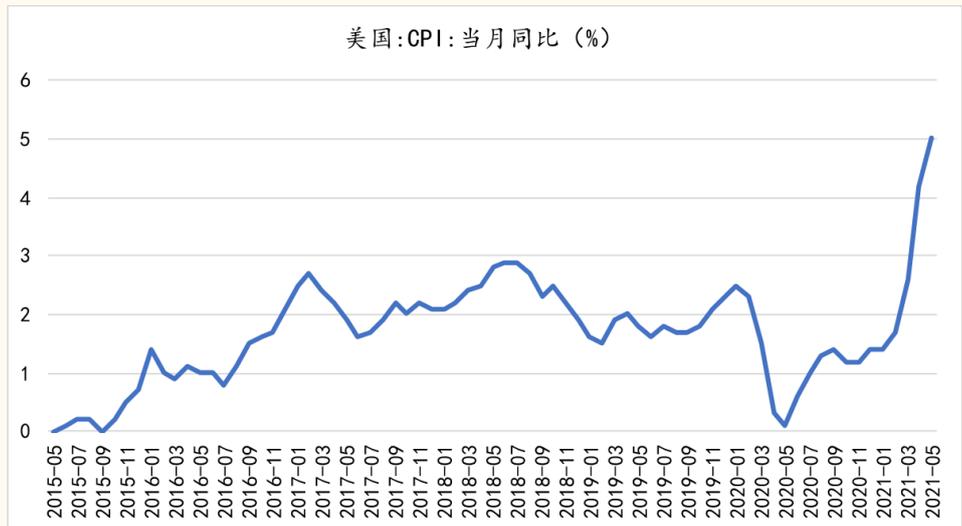
受疫情影响，美联储持续的量化宽松政策，因而与原油价格呈显著负相关的美元指数 2020 年 4 月起逐步下滑，当前持续维持低位，而美国 CPI 同比指数在 2021 年疫情恢复后出现了较为显著的增长，由于原油终端消费与成品油、化工品等与居民日常衣食住行具有显著关联性，原油价格的持续上涨在一定程度上推动了美国的通胀预期上行，而持续通胀预期上行或对终端需求恢复造成抑制，因此，当 OPEC 具备边际定价权后，为避免过度刺激欧美通胀，或将原油价格稳定在较高中枢水平而非仅追求油价单边上涨。

图表 57：美元指数与原油价格



来源：WIND, 国金证券研究所

图表 58：美国 CPI 同比 (%)



来源：WIND, 国金证券研究所

参考 IMF 对 OPEC 主要产油国的原油财政盈亏平衡点，重点产油国沙特、阿联酋、伊拉克、科威特等国的原油财政盈亏平衡点均处于 60-80 美元区间，因此，假如美国页岩油并未出现产量大规模恢复，OPEC 将获得事实上具备边际定价权时，参考各国财政盈亏平衡点，60-80 美元大概率为中长期 brent 价格中枢。

图表 59：OPEC 国家财政盈亏平衡点（美元/桶）

（美元/桶）	2018	2019	2020	2021E	2022E
阿尔及利亚	101.40	106.30	90.40	169.60	138.30
阿塞拜疆	56.50	44.70	65.00	82.50	66.40
巴林	94.30	80.60	100.40	88.20	85.80
伊朗	75.90	197.80	304.30	242.80	259.20
伊拉克	45.40	52.30	63.70	71.30	66.10
哈萨克斯坦	37.90	68.40	112.80	97.20	73.10
科威特	53.60	55.00	68.10	69.30	64.50
利比亚	95.60	94.20	417.50	48.80	46.70
阿曼	96.70	85.10	95.80	72.30	61.80
卡塔尔	49.20	50.00	46.20	43.10	40.40
沙特	88.60	81.90	77.90	76.20	65.70
土库曼斯坦	60.90	54.40	45.40	58.70	56.30
阿联酋	64.20	61.70	68.20	64.60	60.40

来源：IMF, 国金证券研究所

5、风险提示

1. 卫星定位和油轮跟踪数据误差对结果产生影响。
2. 其他第三方数据来源出现误差对结果产生影响。
3. 模型拟合误差对结果产生影响。

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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402