

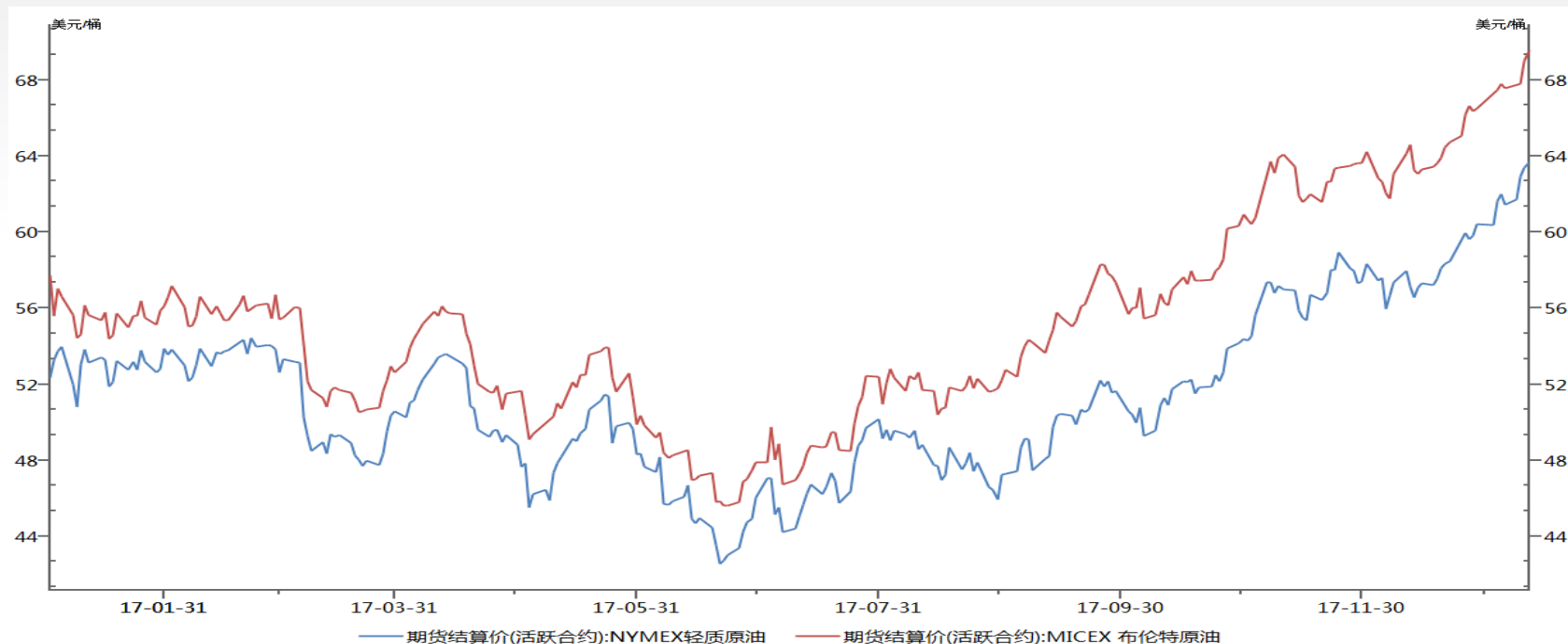


CHINA FORTUNE  
FUTURES  
华鑫期货

# 2018年原油延续宽幅震荡



## 2017年原油走势先抑后扬



数据来源:Wind资讯

- ◆ 2017年原油走势整体呈现先抑后扬格局，处于40美元/桶-60美元/桶区间震荡。
- ◆ 上半年市场普遍看淡全球消费增速，需求悲观预期主导，叠加美国页岩油增产明显，油价整体处下降通道。
- ◆ 二季度之后，全球进入原油的周期性消费旺季，且主要国家经济发展强劲，此外OPEC减产执行较好、美国钻机数下滑、库存不断去化成为油价的助推因素。而进入10月份以后受伊美地缘政治影响油价不断上升，但受页岩油不断增产限制了油价上行空间。2017年年末伊朗内乱爆发再次引燃地缘政治危机，但需警惕风险溢价的挤出效应。

## 2018年全球原油供给量增速上升

国家或地区	2015	2016	2017Q1	2017Q2	2017Q3
美洲	20	19.5	20	19.8	19.9
(美国)	14.04	13.63	13.81	14.11	14.3
欧洲	3.5	3.5	3.7	3.5	3.4
亚太地区	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
OECD 国家总计	23.9	23.4	24	23.7	23.8
前苏联地区	14.1	14.2	14.5	14.4	14.3
欧洲非 OECD 地区	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
中国	4.3	4	3.9	3.9	3.8
亚洲其他地区	3.6	3.6	3.5	3.5	3.5
拉丁美洲	4.6	4.5	4.6	4.5	4.6
中东地区	1.3	1.3	1.2	1.2	1.2
非洲	1.8	1.7	1.7	1.7	1.8
非 OECD 国家总计	29.7	29.4	29.5	29.3	29.3
加工盈余	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3
生物燃料	2.3	2.3	1.9	2.5	2.8
非 OPEC 地区总供给	58.1	57.4	57.7	57.8	58.1
OPEC 地区总供给	38.4	39.6	38.9	39.2	39.7
全球总计	96.6	97	96.7	97	97.8

从原油供需数据可以看出，受OPEC减产协议影响，2017年是全球石油供应增长的“小年”，2017年全球原油需求前三季度同比增速1.35%，相比去年有所放缓。根据IEA数据，2017年全球供应同比增加仅为50万桶/日，其中非OPEC供应同比增长60万桶/日，整体呈现OPEC供应与非OPEC供应此消彼长的格局，而展望2018年，预计又将迎来石油供应增长的“大年”。IEA与EIA预测非OPEC增产在170万桶/日左右，而OPEC月报预估在120万桶/日，并且对非OPEC供应增长逐步上修，而OPEC方面即使将产量维持在3250万桶/日，明年也有10万桶/日的同比增量，此外OPEC NGLs同比也还有20万桶/日的增量，因此总体估计明年全球供应同比增加将达到200万桶/日左右，主要受到非OPEC供应增长驱动。



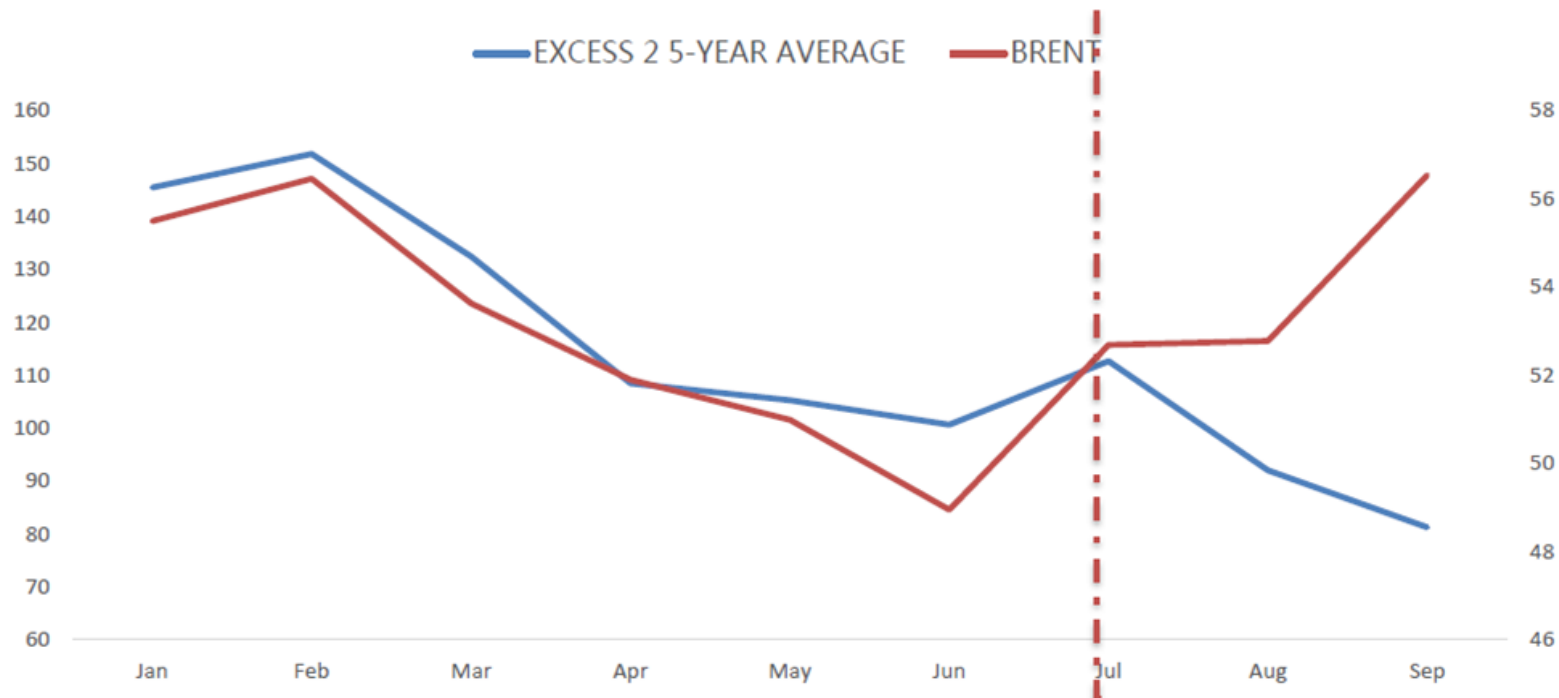
## 全球原油需求量增速放缓

国家或地区	2015	2016	2017Q1	2017Q2	2017Q3
美洲	24.55	24.74	24.47	24.97	24.97
(美国)	19.53	19.69	19.49	20.01	19.9
欧洲	13.83	14.05	13.89	14.25	14.58
亚太地区	8.06	8.12	8.56	7.76	7.83
OECD 国家总计	46.44	46.91	46.92	46.97	47.39
前苏联地区	4.55	4.75	4.59	4.76	5.02
欧洲非 OECD 地区	0.69	0.71	0.7	0.74	0.73
中国	11.56	11.87	12.51	12.66	12.11
亚洲其他地区	12.4	12.9	13.2	13.4	13
拉丁美洲	6.71	6.56	6.45	6.57	6.68
中东地区	8.37	8.26	7.91	8.45	8.79
非洲	4.09	4.13	4.36	4.22	4.12
非 OECD 国家总计	48.37	49.22	49.7	50.84	50.47
全球总计	94.81	96.13	96.63	97.81	97.85

IEA预测2017年全球石油消费同比增加150万桶/日，2018年消费同比增加130万桶/日，总体消费增速有所放缓。其中以中国消费增速最为明显，2017年中国石油消费增速接近60万桶/日，增速较2016年明显回升，得益于下半年以来强劲的柴油消费；同时欧美经济持续复苏的影响下，也提振了原油需求，但8月份的飓风对美国消费产生扰动，此外欧洲消费三季度以来也有所转弱，一定程度与油价反弹以及今年冬天气温偏暖有关。IEA认为2018年OECD国家消费增速将明显回落，预计美国和欧洲明年消费增量仅在12万桶/日，中国消费增速也小幅回落至40万桶/日，IEA相对看好印度，认为其增速将达到30万桶/日，回到2016年废币改革之前的增长水平。



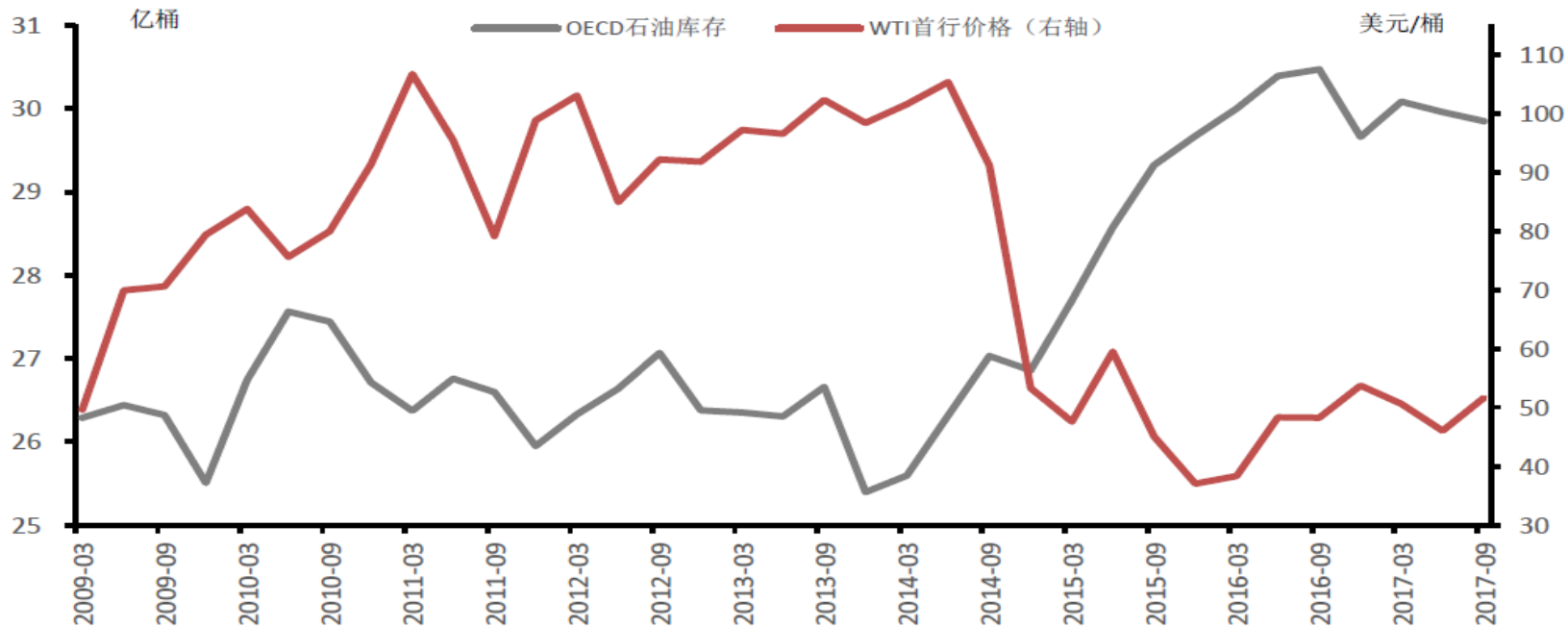
## 2018年需求不是主要矛盾



从2017年的供需结构来看，上半年受全球经济预期较为悲观的影响，需求侧预期为油价上方的主要利空。而下半年OPEC减产、库存去化、钻机数的下滑等供给端因素成为油价的主导，并且需求端的预期较为一致，因此市场焦点从需求转向了供给，此时供给端的风吹草动均能成为左右油价的主导素，尤以OPEC为甚。但2018年在全球经济复苏相对稳定（上下空间都不大）的背景下，地缘政治和美国页岩油增产的幅度为市场的核心矛盾。



## 全球原油库存居高不下



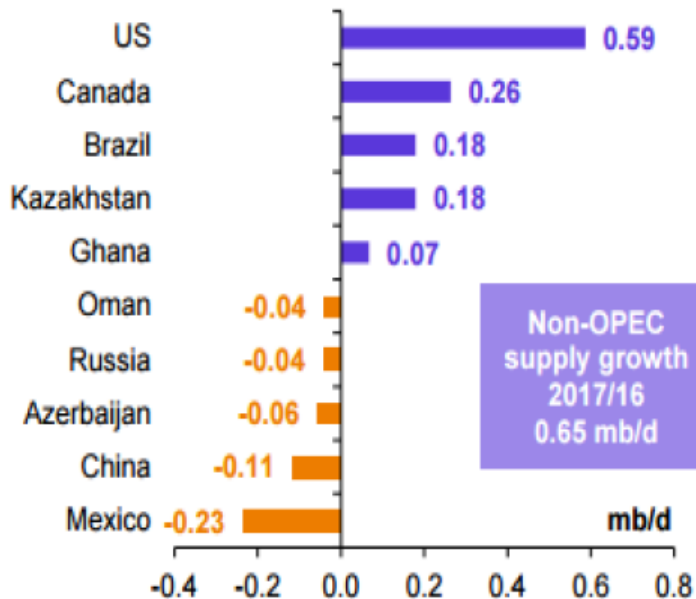
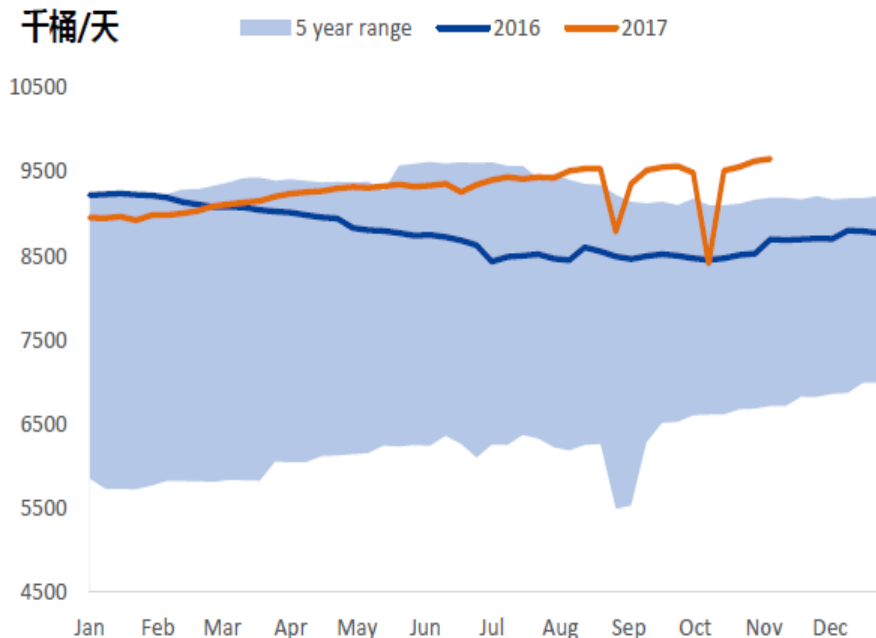
2014年一季度，原油价格徘徊在100美元左右，美国页岩油开采普遍盈利。沙特为了打压页岩油争夺市占率，开始了价格战，全球原油库存快速上行，原油价格一路下行。2017年OECD国家的原油库存依然处历史高位，但由于全球原油供大于求的局面有所缓解，进入了一个边际供需基本平衡的状态，2017年全球石油库存在高位显著下降。去化明显提速，这也和前文我们平衡表中的数据相符，而从地区上看，去库存先是发生在沙特以及浮仓部分（主要是伊朗浮仓），二季度之后才开始向OECD国家转移，截止到目前，欧洲和亚太OECD国家基本已经完成去库存目标，美国成为全球去库存战役最后的堡垒，因此对市场而言EIA每周公布的库存数据就变得额外重要，此外，去库存之路并不是一帆风顺的，由于明年一季度全球炼厂检修力度较大，可能造成阶段性的累库存，但二季度之后将重新回到去库存轨道。



# 美国成为非OPEC国家增产主力

## 美国原油产量

## 非OPEC国家2017年预计产量变动（百万桶/日）



Note: \* 2017 = Estimate.

Source: OPEC Secretariat.

据最新的OPEC月报显示，非OPEC国家2017年预计将增产65万桶/日，其中主要增量来自于美国，美国原油产量从飓风后逐渐恢复，再度回升至5年区间最上沿，并且也在持续的创新高，OPEC国家努力减产之际，美国及其他非OPEC国家则借油价涨势而增产。





## 页岩油大幅增产并将延续



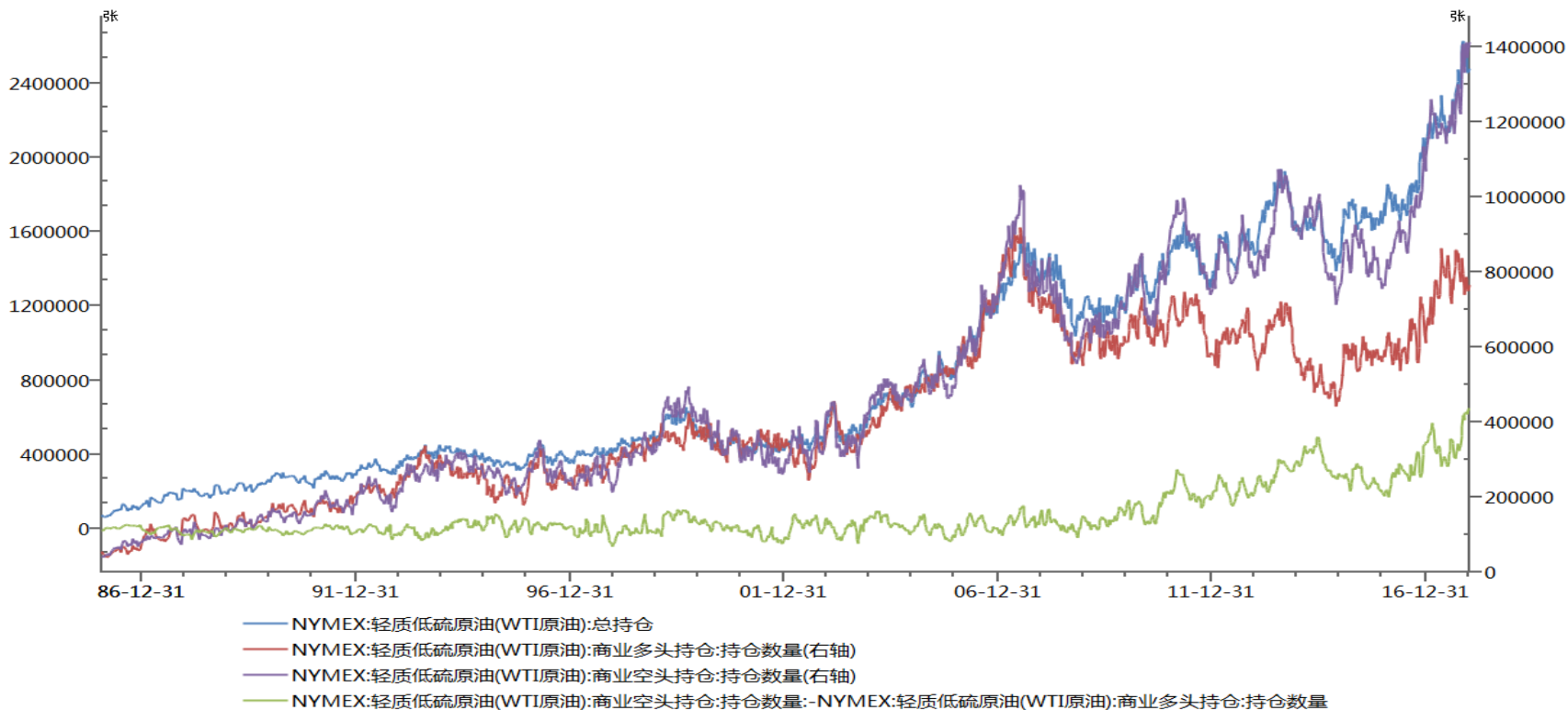
根据EIA能源展望预测数据，预计今年美国石油产量同比增加60万桶/日，其中原油产量同比增加40万桶/日；而展望2018年，EIA在STEO给出的预测是石油供应增加120万桶/日，较2017年翻倍，其中原油供应增加80万桶/日。从各州产量的增长情况来看，主要受到Permian致密油田开采以及墨西哥湾深水油田项目投产的支撑，并且产量翻番也是大概率事件。

且2017年由于压裂砂本土化，压裂成本也有所降低，近期Permian盆地的主要作业者雪弗龙表示明年要在该盆地投资30亿美元，先锋资源等也表示明年要在该盆地增加钻机数量。另外，近期发现完井数量要快于钻井数量，根据Rystad Energy数据，今年10月份有978口水平井进行了完井，而当月钻井数量为900口，这是自2016年年中以来，首次完井数量超过钻井数量，进而导致DUC数量小幅下降，截至10月目前DUC数量达到5400口，如果页岩油生产商加大DUC完井力度，未来页岩油增长的潜力是较为可观的。





# 页岩油生产商加大油价套保

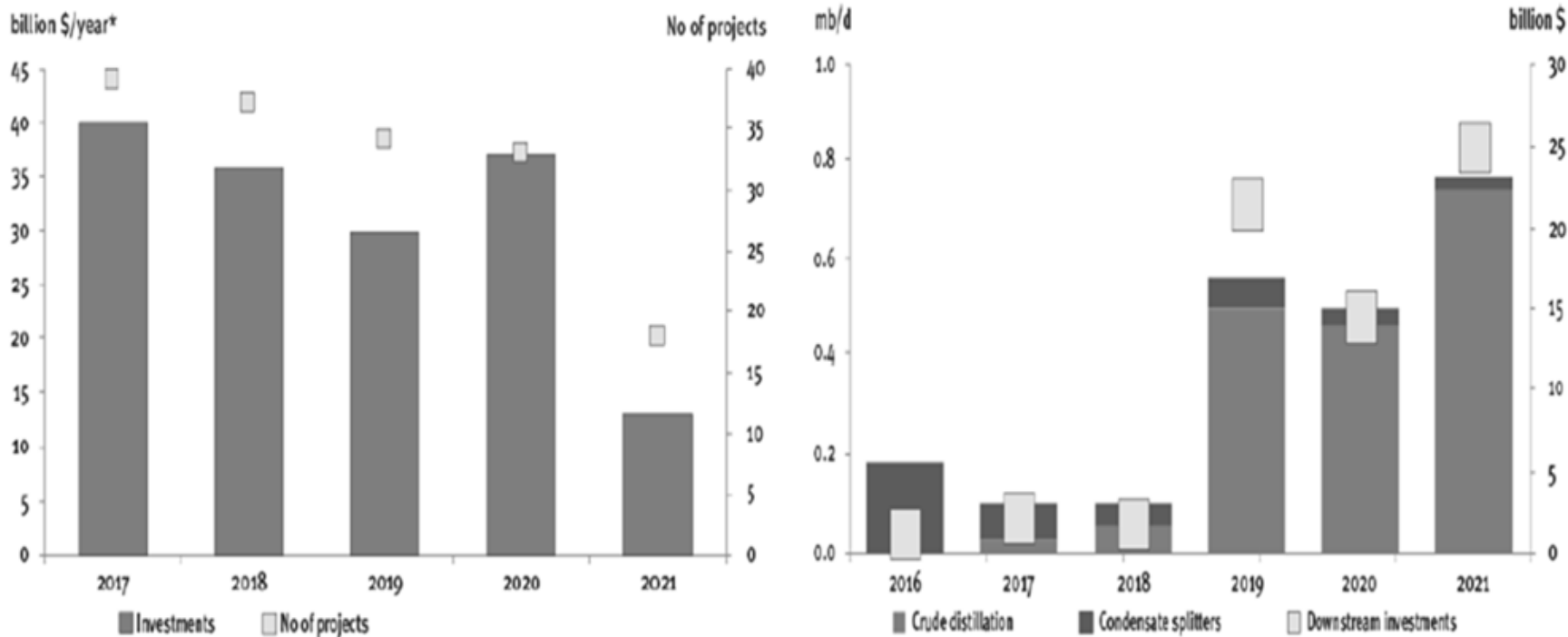


数据来源:Wind资讯

随着2017年下半年油价逐步走高，三季度开始页岩油生产商大幅增加了油价套保，根据渣打银行对66家独立页岩油公司的统计数据来看，Permian盆地生产商已经对冲了明年82%的产量，Bakken盆地生产商对了明年69%的产量，对冲锁定的油价平均在52美元/桶，这与CFTC掉期空头头寸的飙升也较为一致。同时52美元/桶的油价基本可以覆盖Permian盆地页岩油开采的全周期成本，意味着油价长时间处于60上方运行，在利润驱动下页岩油产量将进一步攀升，也将进一步加大套保头寸，限制油价的上行空间。



## OPEC两难境地—要减产还是要市场份额



上面两副图可以看到在OPEC努力推动减产之时，其上游投资并未减少，而下游投资却远远不及，诚然，这与需求有关，并且OPEC的上游项目即使建成，也有可能成为闲置产能，成为OPEC减限产措施的一部分；但上下游投资的错配，上游投资保持高位，我们可以初步得出，OPEC担心的内容除了油市稳定，还有市场份额损失。

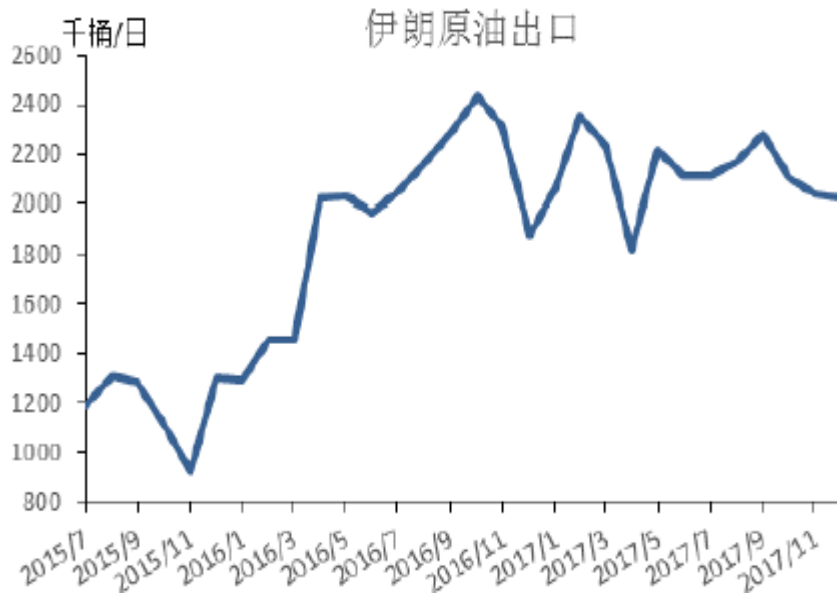


## OPEC延长减产利好短期，而中长期弊端将显现

- ◆ 短期而言，自9月开始，需求旺季、OPEC延长减产预期发酵，叠加美国飓风中断原油生产造成的现货紧张令近月价格不断抬升，曲线转为反向结构；若此次会议上OPEC坚决延长减产，将释放出强烈的积极信号，近端油价将进一步被抬升，油价的反向结构将更陡峭；近端油价抬升的好处之一是OPEC成员国的短期收入将提升；好处之二是近端的高油价将加速全球库存的去化，令OPEC能够更有效率地达到减产以及库存正常化的目标。
- ◆ 中长期而言，在当前的原油远期曲线结构下，远期的上游项目投资，尤其是高成本生产商例如美国，是被限制的；远期的低油价意味着一般为期一年左右的开采项目估值降低，资本的兴趣不高；但在当前油价下，OPEC对于非OPEC国家较为保守的产量预计仍是上升；若将市场一分为二，OPEC与非OPEC，在一方产量较为确定（减产协议）的情况下，一方产量的增长意味着市场份额的增加；OPEC若延续产量目标不变，这也就意味着OPEC的大部分上游投资将成为闲置产能，市场份额的损失带来的是成员国的根本利益的损伤。



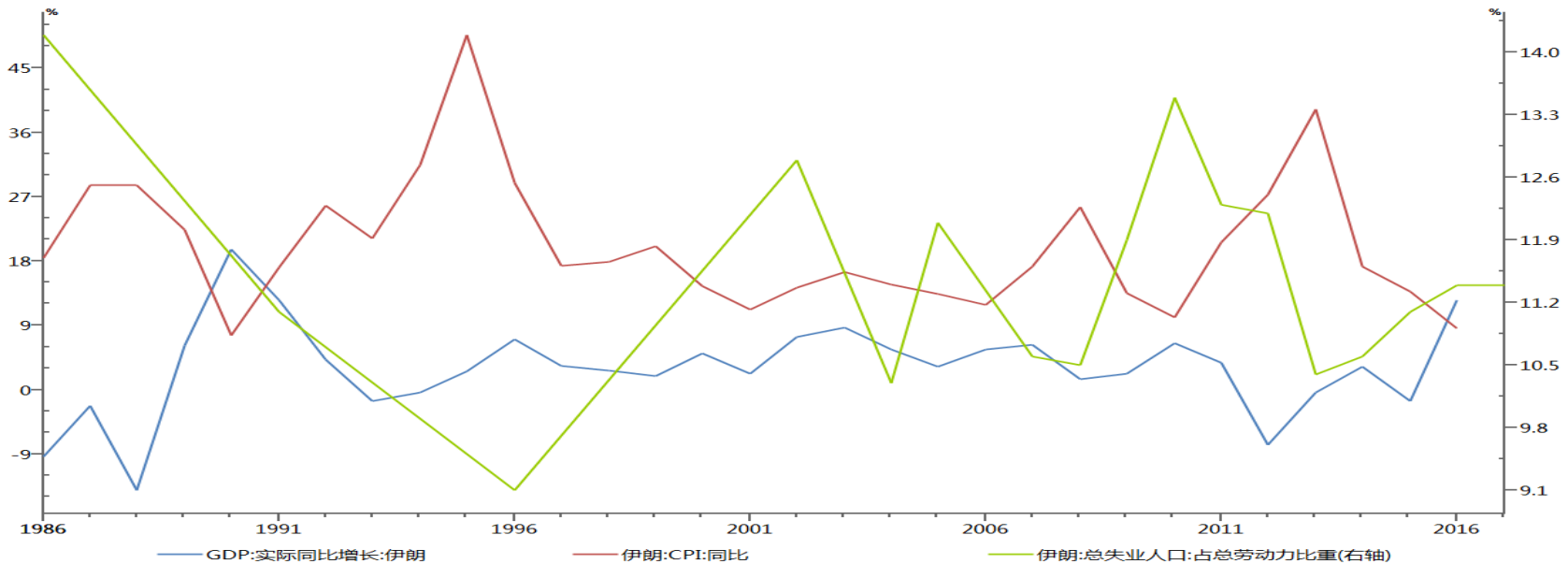
## 伊朗地缘政治不断的历史背景



美国自1979年后一直对伊朗贸易禁运，在2012年签署国防预算法案后，对伊朗制裁的程度进一步深化，并全面封杀伊朗石油贸易结算系统，对涉及伊朗石油贸易的机构进行制裁，并禁止与伊朗贸易石化相关产品并不得向石化行业提供融资及保险服务。加拿大宣布基本结束与伊朗的任何交易，并停止与伊朗央行之间的合作。欧盟于2012年1月23日决定禁止成员国从伊朗进口石油，并对伊朗中央银行施行制裁。亚洲方面，韩国全面中止进口伊朗石油，中国也减少进口伊朗石油。从上面两幅图也明显反应了伊朗制裁前后产量和出口的变化，而2015年6国与伊朗达成全面协议，解除禁运后原油产量增加了近115万桶/日，出口迅速增加。



# 伊朗内乱再度引发伊美关系紧张



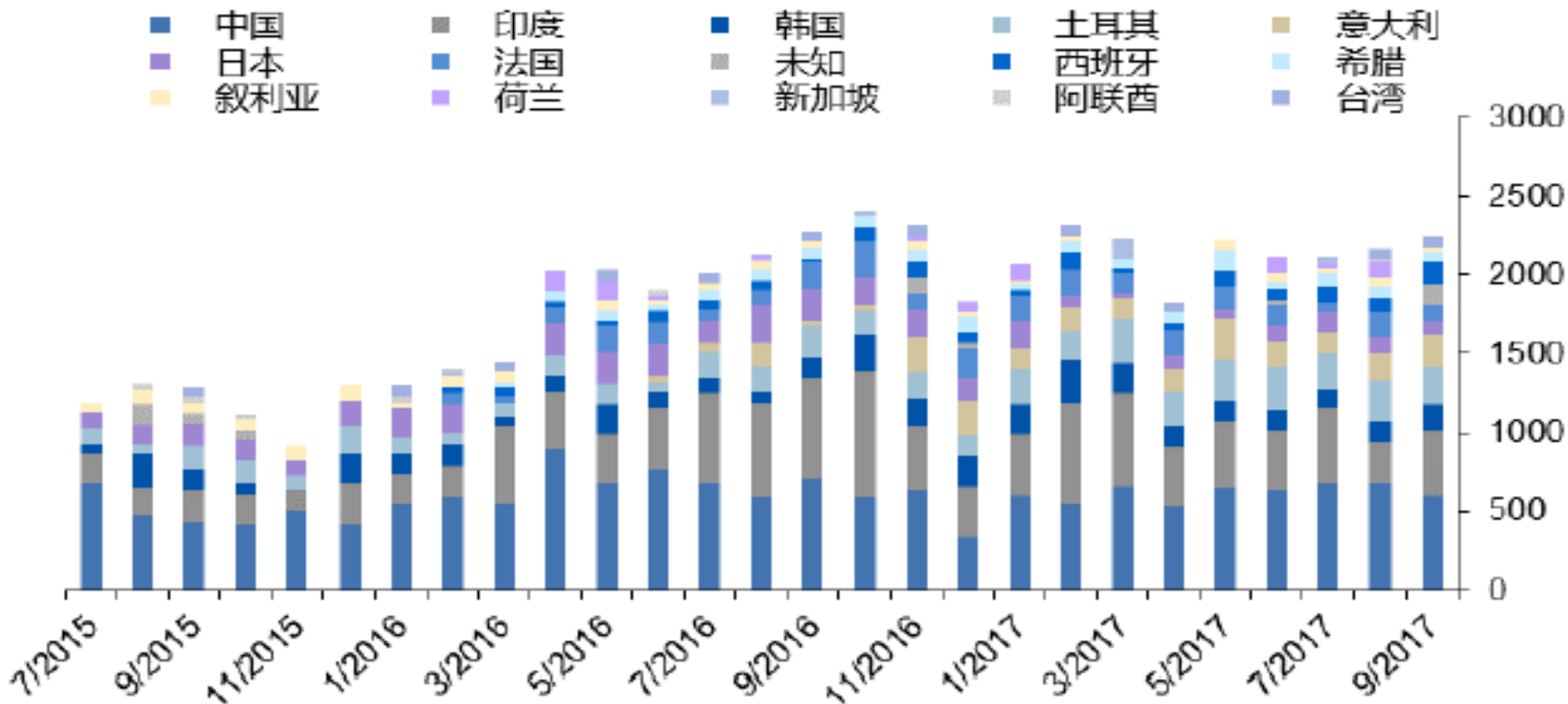
数据来源:Wind资讯

元旦前伊朗国内陆续出现大规模反政府游行，旨在不满政府的经济政策，同时延伸至反对伊朗神权政治及其最高领袖。

自从签署了石油出口核协议之后，伊朗宏观经济逐步好转，随着石油增产及出口回到制裁前的水平，其国内GDP增长也实现正增长。但与此同时基础物价不断上涨，通胀率不断攀升至10%左右，货币大幅贬值，失业人口也大幅增加至320万左右。由于伊朗是神权体制国情，其长期以来为穷人提供大量福利补贴，同时不断拉拢大型国企以建立体制内的特权集团。但为了减轻财政负担，削减财政赤字，政府大幅削减了对伊朗穷人的补贴，而对多个隶属于高级神职人员的宗教研究机构拨款却达数亿美元。由此民生问题导致动乱爆发又成为美国对伊朗废除核协议的新契机。



## 伊朗出口石油亚洲远远超过其他国家



从上图伊朗对出口石油的消费国比例来看，亚洲与欧洲地区对伊朗的资源依赖性远高于美国。其中以中国为首的亚洲地区占比72%以上（中国29%、印度20%、土耳其11%、韩国8%、日本4%），欧洲地区占比22%以上（意大利8%、法国6%、西班牙4%、希腊3%、荷兰1%）。而美国和伊朗之间几乎不存在石油贸易。伊美地缘政治的核心伊核协议的废除动力排序美国大于欧洲大于亚洲。





## 若伊核协议废除对油价影响几何？

废除伊核协议范围	不废除或仅美国制裁	欧美同时制裁	全面制裁	事态全面恶化
原油供给量的影响	伊朗与美国之间已没有石油方面的贸易往来，即使美国对伊朗重启制裁，伊朗原油出口也不会受到很大影响。	伊朗与欧盟存在一定的贸易往来（出口比例占22%左右），以2017年9月份数据来看，伊朗对欧盟原油出口达到50万桶/日。若欧美同时重启对伊朗的禁运，那么对全球原油供给大约为50万桶/日。	若重新执行全面制裁，料将伊朗原油出口情况将回到16年前的水平，受影响的原油供给将达到约100万桶/日。	如果事态全面恶化，地缘政治问题爆发，将导致中东地区爆发局部冲突，那么波斯湾原油通道也将受阻，受影响的原油供给范围将扩大至整个中东地区。
对油价影响	对于国际原油仅为短暂的情绪方面的影响，短线推高油价。	对国际油价将带来中期的影响，中期油价走高。	对国际油价将带来较长时间的影响，将中长期推高油价。	对国家油价将带来深远的影响，将很长时间内使得油价不断攀升。





## 废除伊核协议的概率大吗？

我们认为从目前的局势来看，伊核协议不会轻易废除，只是作为短期炒作的焦点，风声过后需警惕由地缘政治带来的风险溢价挤出效应。

- 首先，根据美国国会通过的伊核协议审查法案，总统每隔90天要评估并告知伊朗是否遵守协议。10月份，特朗普拒绝认定伊朗履行协议承诺，引发外界对美国可能退出协议的担忧。但最新消息表示特朗普政府内部对是否恢复制裁“讨论激烈”，特朗普决定采纳幕僚的意见，即再维持120天现状，暂不恢复制裁。
- 其次，伊核协议是一份多边协议，且具有国际法律效力，美国不具有单方面废除协议的权利。
- 其次，欧洲及亚洲与伊朗贸易关系密切，尤其是与德国、法国、中国贸易关系尤其紧密。这些国家料将不会牺牲自身利益追随美国对伊朗的制裁决定。
- 最后，伊朗是中国“一带一路”战略中链接欧亚至关重要的组成部分，只有伊及其周边国家和平稳定才能中国“一带一路”的顺利进行。从中国近年来在伊朗基础建设和油气能源项目的投入上投入了大量的资金可以得到佐证。



## 2018年原油走势展望

虽然近期在伊朗国内骚乱不断引发的政治风险刺激油价，但通过我们前文的分析认为伊核协议废除的概率不大，同时即使美国单方面对伊朗进行制裁，对油价也仅为短期情绪方面的影响，意味着，在没有发生实质性的对伊制裁之前，短暂的情绪担忧对原油引起的风险溢价终将挤出。

同时2017年年底OPEC和非OPEC主产国就延长减产期限至2018年底达成一致后，全球原油市场供应端的关键变量为美国原油产量变化情况。从我们统计的数据来看，美国页岩油的盈利点大约为50-55美元/桶，随着原油长时间处于60美元/桶上方运行，大部分页岩油生产商在有盈利空间的驱动下将进一步产能扩张。目前单纯的延长限产期限、而不是扩大限产规模，对油价的支撑力度有限。延长原油减产协议期限的现实意义，是锁定了看空油价的区间下限，构成了油价的底部支撑。然而在原油相对高价运行的背景下，美国的页岩油革命料将继续推进，产业基金也不断在高位增加套保头寸，或将成为限制油价大幅上行的重要因素。

整体而言，我们认为2018年原油走势仍将延续2017年的宽幅震荡走势，震荡区间为50美元/桶-80美元/桶。