



智慧 ^创 造 奇迹

一流的咨询, 卓越的服务
First class consultancy Excellent services

马根美 研究员

magermei@nawaa.com

0571-87839272

投资咨询从业资格号

Z0010589

袁铭 助理研究员

ym@nawaa.com

0571-87830532

枯鱼涸辙

摘要

- 以美国为代表的非欧佩克国家原油产量的持续增长以及 OPEC 产油国坚持不减产的决心, 导致明年原油市场仍将延续供应过剩格局。在需求面没有较大改观的预期下, 加之美元持续走强, 国际油价仍将维持弱势走势。除非主产国迫于预算和成本压力主动减产, 才可能会使原油价格重获支撑。

第一章 基本观点与策略

1.1. 基本观点

以美国为代表的非欧佩克国家原油产量的持续增长以及 OPEC 产油国坚持不减产的决心，导致明年原油市场仍将延续供应过剩格局。在需求面没有较大改观的预期下，加之美元持续走强，国际油价仍将维持弱势走势。除非主产国迫于预算和成本压力主动减产，才可能会使原油价格重获支撑。

1.2. 策略

单边：目前油价仍将处于寻底阶段，下方仍有空间，操作上继续空原油。如果冬季季节性需求起来，油价或会短暂企稳，可逢低轻多，不过今年冬季天气预测和馏分油库存可能预示季节性特征不如往年明显。2 季度市场仍将面临供应压力，除非 OPEC 减产，做多原油，否则继续空原油，而 3、4 季度供应过剩的局面可能会有所缓解，油价平台或会上移，视届时的市场环境，调节多空头寸。

1.3. 风险提示

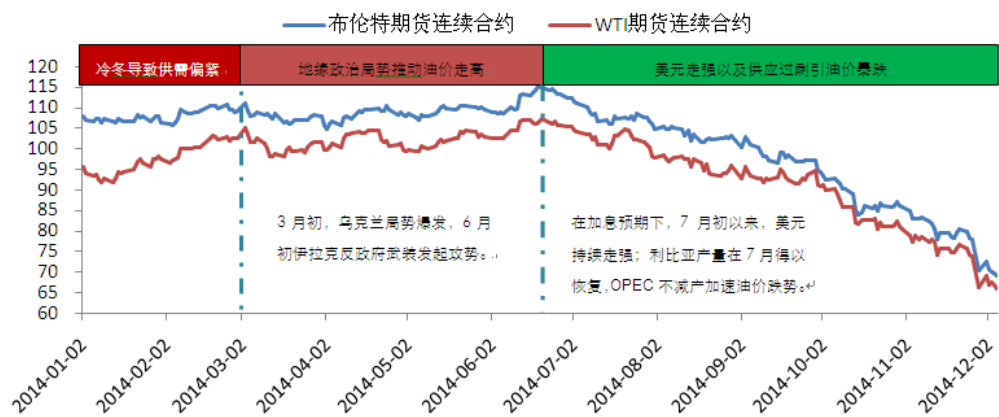
- 1) 主产国产量是否会调整
- 2) 地缘政治风险
- 3) 美元走势

第二章 2014 年国际油价表现回顾

今年国际油价整体走出了倒“V”型走势，且受各种多空因素的影响，油价整体波动远高于往年。年初，美国遭遇了有史以来较为严寒的天气，美国多地出现了极寒天气。同时，美国原油期货交割地库欣的库存从年初开始大幅下滑。季节性需求的意外旺盛加之库欣库存的滞涨得以消化推动油价走高。此后，在乌克兰以及伊拉克局势的演变下，油价走出年内高位。但是，当市场仍在一片看多的时候，油价却开启了暴跌行情。利比亚产量恢复是本轮油价暴跌的导火索，而 OPEC 维持产量不变更是令市场雪上加霜，美元持续走强则加剧了油价的跌势。

图：2.1.国际油价走势变化

单位：美元/桶

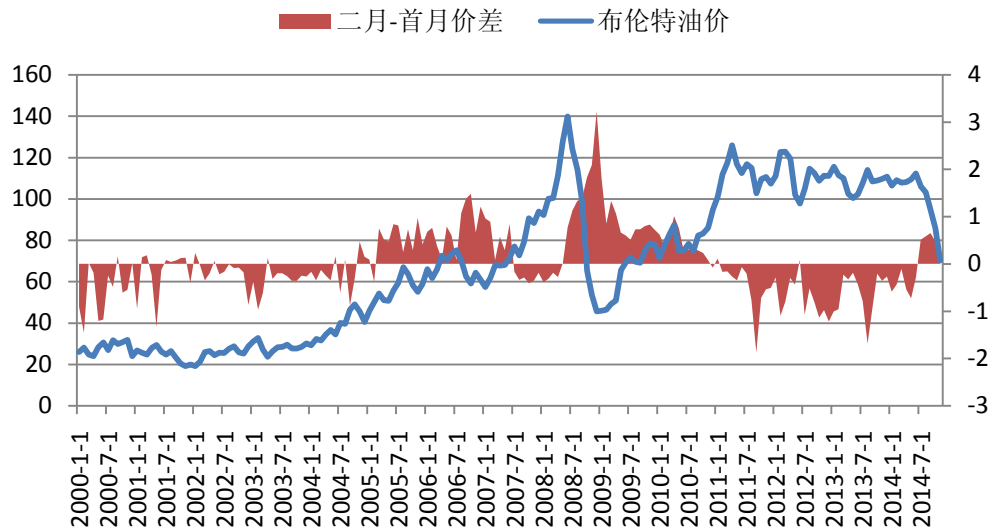


资料来源：Wind 南华研究

从布伦特期货首月和二月价差中也可以观察到原油市场牛熊变化。首月合约为现货月后一月，基本代表原油现货市场供需状况，二月为现货后两个月的合约，基本代表市场对原油的预期价格。今年上半年，整体上首月强于二月，原油价格比较景气。而下半年开始，则转变为近弱远强的格局，意味着市场即时供应远大于需求。

图：2.2.布伦特原油首月-次月价差变化

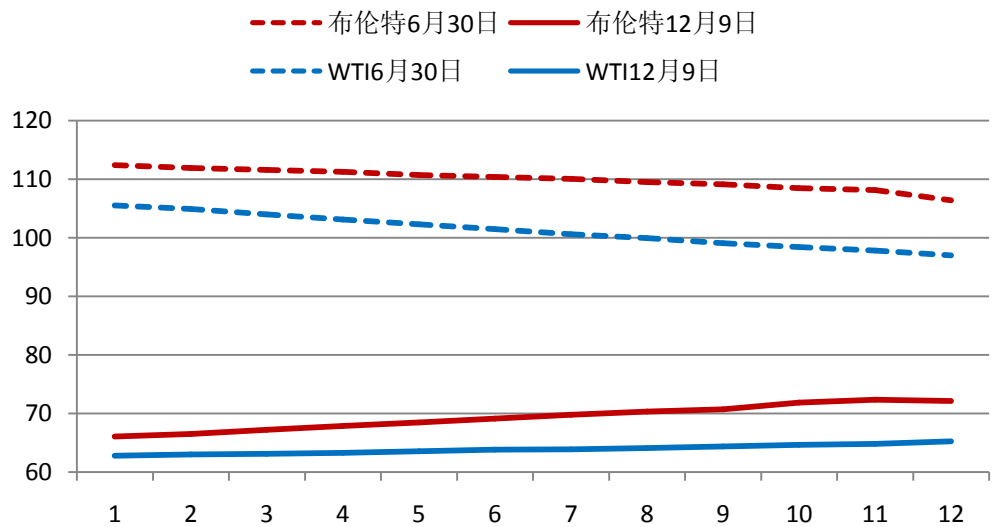
单位：美元/桶



资料来源：Bloomberg 南华研究

从两种基准油的远期曲线也可以看出，在上半年时，布伦特和 WTI 受供需偏紧的影响，整体呈现远期贴水的反向市场，而进入下半年，受供应过剩预期的影响，市场结构转变为远期升水的正向市场。

图：2.3.布伦特、WTI 远期曲线



资料来源：Bloomberg 南华研究

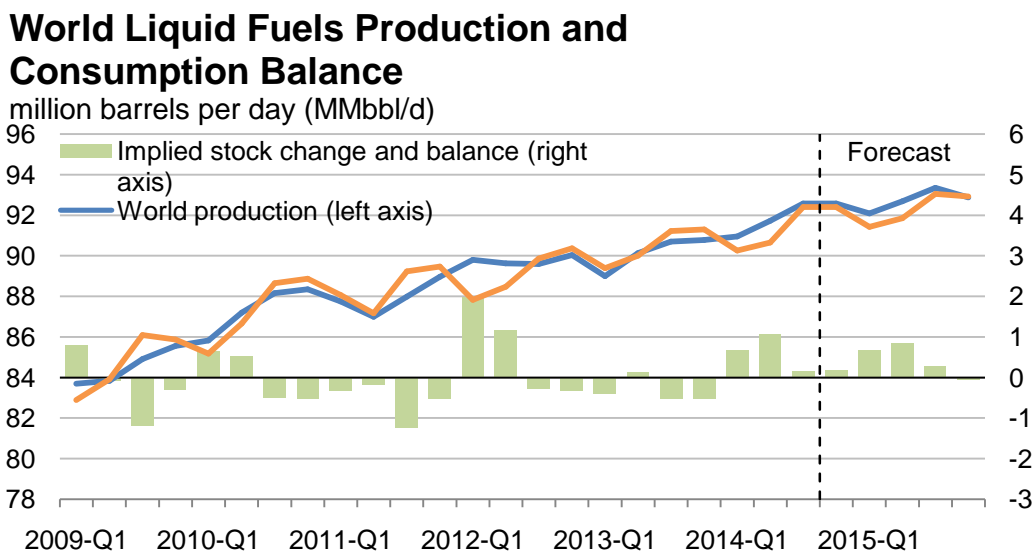
第三章 原油基本面梳理

3.1. 供给过剩压垮油价

国际能源署 (IEA) 在最新月度报告中预计, 2015 年全球原油需求增长 110 万桶/日, 而非欧佩克 2015 年原油供应增长 130 万桶/日; 美国能源情报署 (EIA) 在最新报告中指出, 油价下跌主要由于市场对全球经济和石油需求增长悲观的预期。该机构预计 2014 年四季度和 2015 年, 全球原油供应过剩 40 万桶/天, 并小幅上调 2015 年供应增长 20 万桶/天, 全年日均供应 9290 万桶, 而需求增长小幅下调 20 万桶/天, 至 9250 万桶/天; 欧佩克(OPEC) 最新报告预计, 2014 年世界石油市场对 OPEC 原油日均需求平均 2940 万桶。预计 2015 年对 OPEC 原油日均需求平均 2890 万桶, 意味着比 2014 年对 OPEC 原油日需求减少 50 万桶。而目前 OPEC 日产量配额 3000 万桶。从三大机构对明年原油市场的预测来看, 供应宽松的格局仍将延续。

图: 3.1.1. 全球液态燃料产需平衡

单位: 百万桶/日



资料来源: EIA 南华研究

从美国能源情报署 (EIA) 12 月报告数据来看, 2013 年原油市场整体维持供需平衡, 反映在油价上高位窄幅波动。而今年随着供需结构失衡, 导致油价大幅下挫。在需求端未有明显改善的情况下, 供应过剩的局面仍将延续至 2015 年。该机构预测, 明年上半年供应仍面临过剩, 而下半年则有可能趋向缓和。

图: 3.1.2 全球液态燃料供需平衡表

单位: 百万桶/日

季度	全球产量	全球消费	平衡
1Q13	88.99	89.39	-0.40
2Q13	90.14	90.00	0.13
3Q13	90.70	91.21	-0.52
4Q13	90.78	91.30	-0.52
1Q14	90.95	90.26	0.68
2Q14	91.72	90.66	1.06
3Q14	92.57	92.41	0.16
4Q14	92.58	92.40	0.19
1Q15	92.09	91.42	0.67
2Q15	92.69	91.85	0.84
3Q15	93.34	93.05	0.29
4Q15	92.87	92.92	-0.05

资料来源：EIA 南华研究

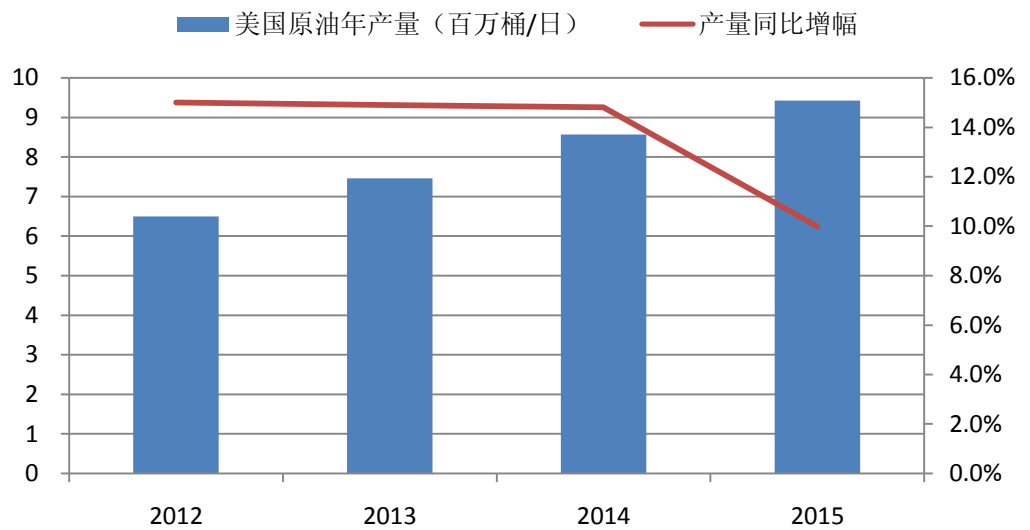
3.2.美国原油产量持续创新高

近两年以来，以北美为代表的非欧佩克国家的石油供应大幅增长。其中美国页岩油气产量在近两年大幅增产，且这种趋势保持良好。美国非常规油气资源的大规模生产开发已经给全球带来了示范效应以及产生了溢出效应，势必会推升市场对供应宽松的心里预期。

从 EIA 数据来看，2012 年美国原油产量 650 万桶/天，较 2011 年增产 85 万桶/日，2013 年原油产量 744 万桶/天，较 2012 年增长 95 万桶/天，2014 年预计原油产量 860 万桶/天，同比增长 116 万桶/天，可见美国原油产量仍保持着较好的增长态势，不过受油价低迷的影响，EIA 预计 2015 年美国产量增速有所下滑，该机构预测 2015 年原油产量 932 万桶/天，较 2014 年增长 72 万桶/天。

图：3.2.1 美国原油产量持续保持双位数增长

单位：百万桶/日

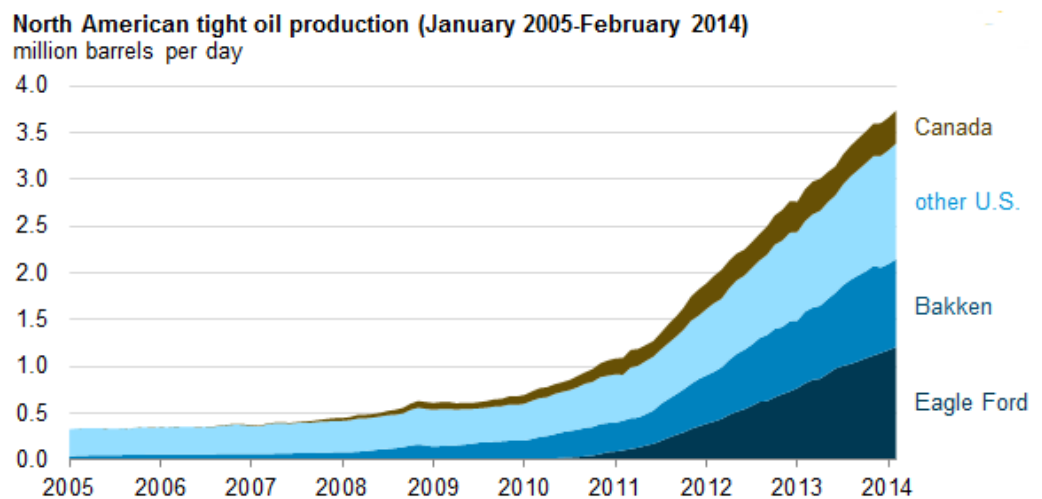


资料来源：EIA 南华研究

这其中，美国页岩油产量的增长是美国原油产量增长的最主要贡献力。据 EIA 数据显示，美国 2013 年页岩油产量 322 万桶/日，较 2012 年的 200 万桶/日有了大幅提高。美国页岩油产量主要集中在两个地区，一个是位于德克萨斯州的伊格尔福特地区，其产量约为 121 万桶/日，占全美页岩油产量的 36%；另一个位于北达科他州和蒙大拿州的巴肯地区，其产量约为 94 万桶/日，占全美页岩油产量的 28%，这两个地区的页岩油产量占美国页岩油总产量的 64%，而美国页岩油产量则占北美地区页岩油产量的 91%。其余的 9%来自加拿大。

图：3.2.2 美国页岩油产量

单位：百万桶/日



资料来源：EIA 南华研究

美国页岩油成本可能比市场预期的更低。随着页岩油钻井技术的提高，页岩油单桶产出价格得以大幅降低。路透报道，在巴肯页岩油一些资源较好的区带，页岩油盈亏平衡价格已大致降至 60 美元/桶左右，大幅低于 2013 年估测 70 美元/桶的页岩油最低盈亏平衡价格。此外，彭博估测在伊格尔福特地区的部分页岩油在油价跌至 50 美元时仍可盈利。因此，从目前国际油价水平来看，还不至于让美国页岩油产量受到较大的冲击。

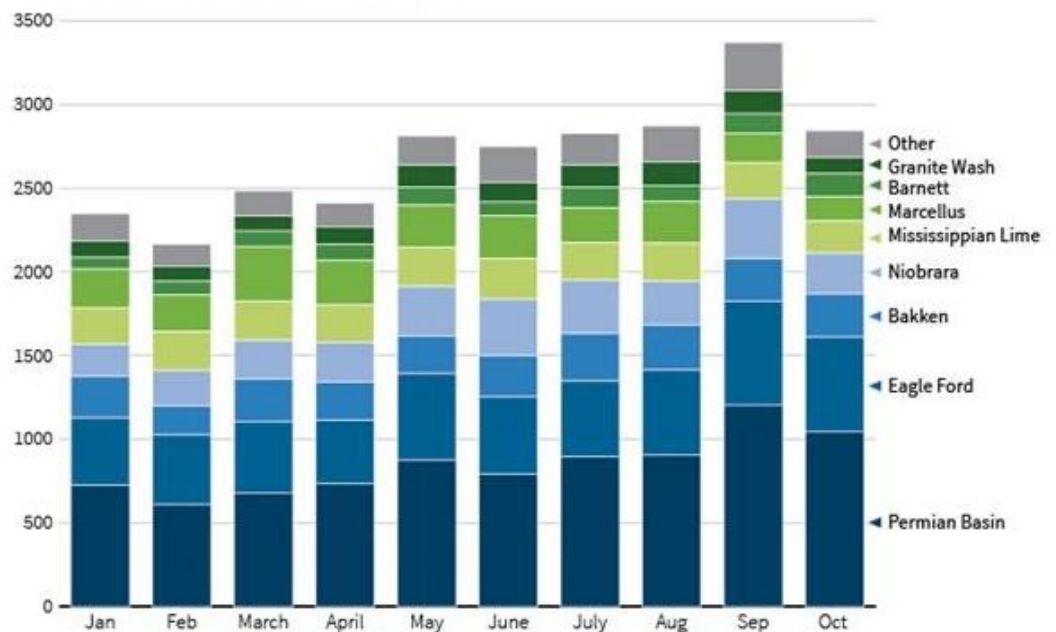
图：3.2.3 部分石油公司在巴肯页岩区带资源储量及盈亏平衡价格

公司名称	资源储量（亿桶油当量）	盈亏平衡价格（美元/桶）
康菲(ConocoPhillips)	8080	56.7
EOG 能源	4360	59.9
马拉松 (Marathon)	6240	60.0
绿洲石油 (Oasis Petroleum)	12880	60.1
大陆石油 (Continental)	30030	61.0
英国怀廷 (Whiting)	4540	61.5
挪威国家石油公司(Statoil)	10170	61.7
科迪亚克 (Kodiak)	6250	66.3
SM 能源	1030	66.5
LINN 能源	370	66.7
赫世 (Hess)	12630	67.0
埃克森美孚 (ExxonMobil)	13170	72.6

资料来源：中国石化石油勘探开发研究院 南华研究

当然，低油价肯定会影响到高成本油田的开发，据行业数据公司 DrillingInfo 提供的数据显示，美国 12 大页岩区 10 月的新井开采许可减少了 15%。这成为首个显示开采热潮降温的迹象，而去年 11 月以来的开采许可数量曾出现倍增。美国能源信息局相关人士表示，如果国际油价跌至 60 美元(页岩油成本价)，美国页岩油产量会放缓。

图：3.2.4 美国页岩油开采许可变化

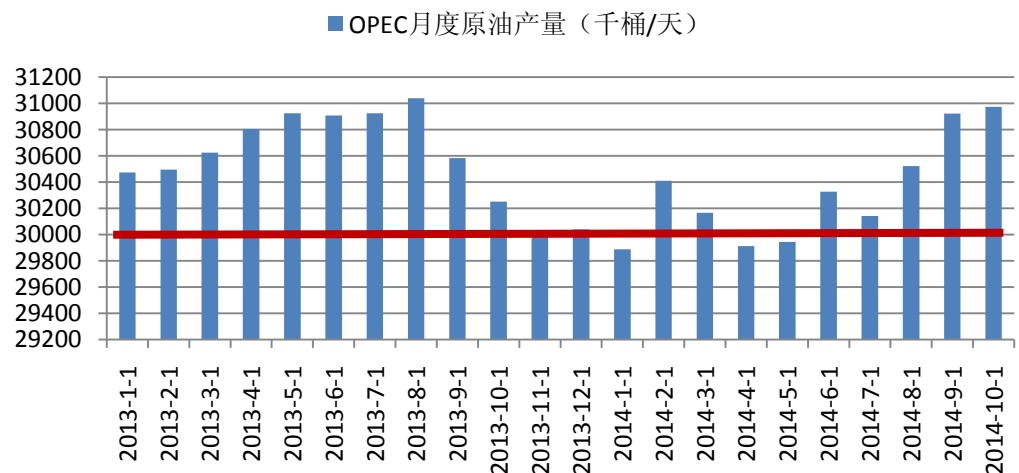


资料来源: Drillinginfo 南华研究

3.3. 欧佩克维持产量不变

按理说,为应对非欧佩克国家原油产量的增长,欧佩克产油国应该通过减产来平衡油价,这也是该组织的功能所在。但是,事实上,我们看到欧佩克原油产量不但没降,反而在油价大跌的情况下增产。根据彭博的数据显示, OPEC 10 月原油日产量达到了 3097 万桶,远高于其 3000 万桶的产量上限。

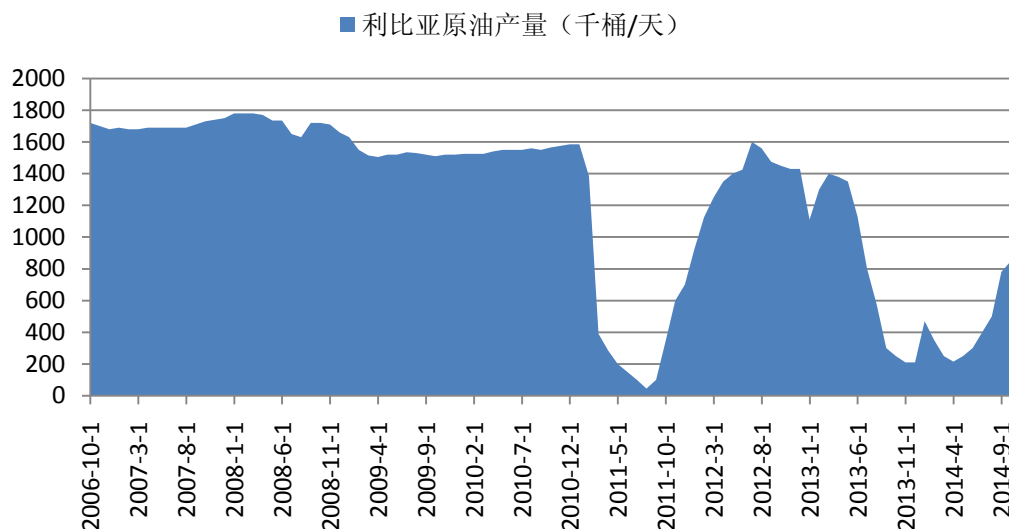
图: 3.3.1 OPEC 月度原油产量



资料来源：Broomberg 南华研究

OPEC 近期产量增长主要来自利比亚和伊拉克两国产量的逐渐恢复。近几个月，利比亚原油供应量正在恢复，该国内各大油田悉数增产，利比亚石油日产量已经从 4 月份的 21.5 万桶/日上升至 10 月份的 85 万桶/日，增长 63.5 万桶/日，目前产量水平已恢复至该国正常水平的一半以上。不过目前该国局势仍未稳定，未来产量恢复仍存变数。

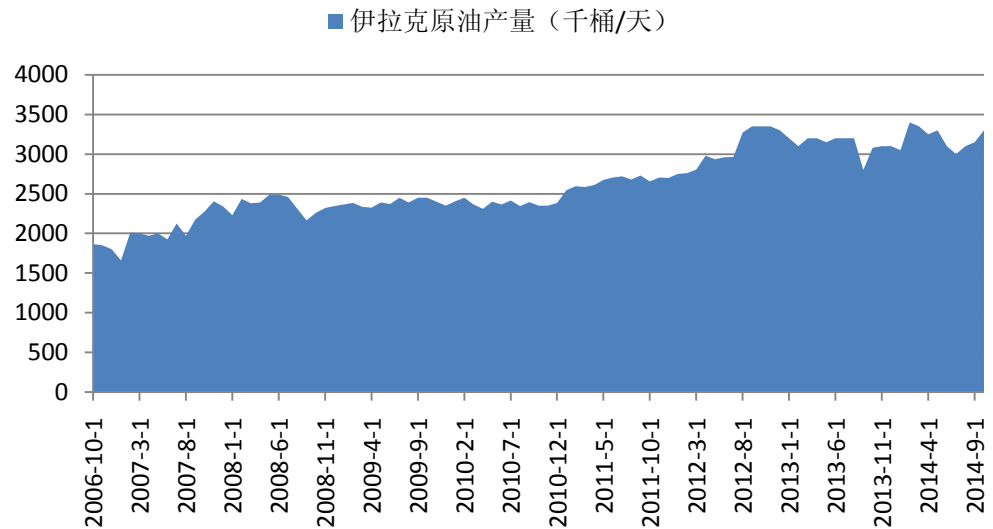
图：3.3.2 利比亚原油产量恢复情况



资料来源：Bloomberg 南华研究

此外，尽管今年年中，ISIS 对伊拉克境内的原油产量确实带来了负面影响，6 月份原油产量 310 万桶/日，较 5 月份的 330 万桶/日小幅下降了 20 万桶/日，不过此后产量已经恢复，伊拉克 10 月份原油产量约 330 万桶/日，且今年整体产量均维持在 300 万桶/日的高位。

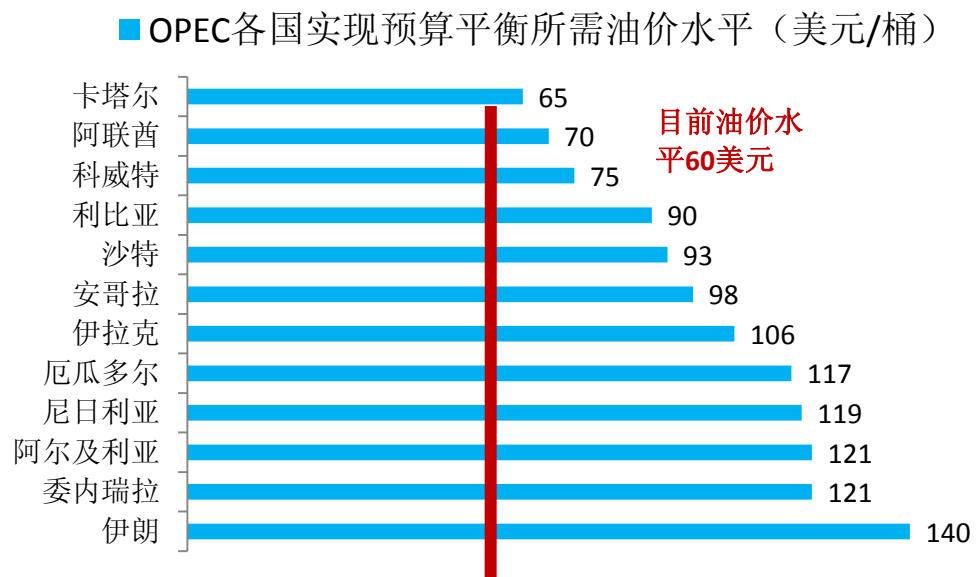
图：3.3.3 伊拉克原油产量



资料来源：Bloomberg 南华研究

由于自 6 月末以来，国际油价一路暴跌，严重影响到各主要产油国的财政预算平衡。因此，市场预期 OPEC 会通过减产来力挽狂澜，尽管此前以沙特为代表的一些海湾国家并不希望减产。不过，在 11 月 27 日的产量会议上，市场减产的预期落空，OPEC 发表申明维持 3000 万桶/日产量目标不变，油价再度大幅下挫。这也意味着市场供应过剩的局面短期内难以改变，国际油价将继续承压。

图：3.3.4OPEC 各国实现预算平衡所需油价水平



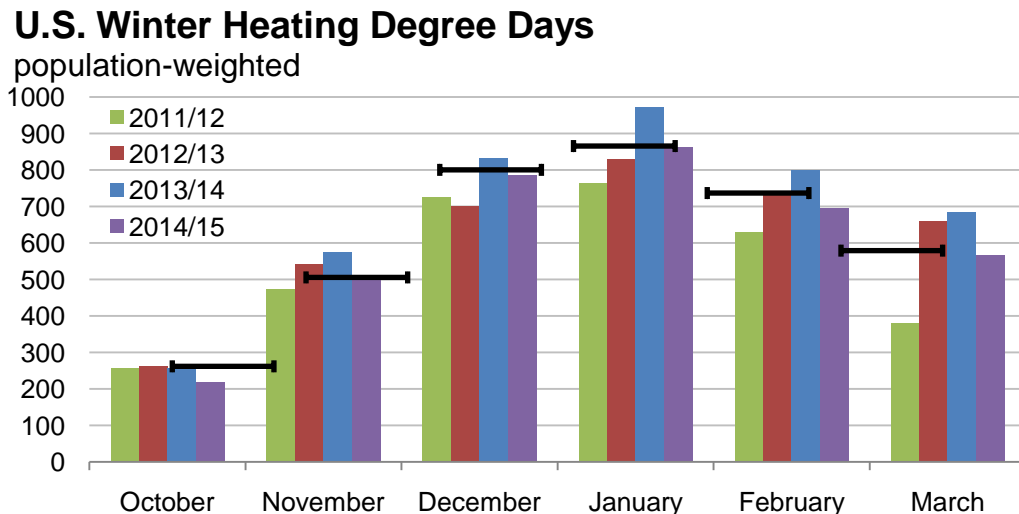
资料来源：华尔街日报 南华研究

那么市场供应过剩大体有多少量呢？我们可以粗略的计算一下。我们知道，国际油价是从今年 6 月末开始下跌，如果假设当时供需处于相对平衡，那么利比亚产量自 6 月以来增加了约 60 万桶，美国原油产量自 6 月份以来约增加了 30 万桶，伊拉克产量增加了 30 万桶，再加上需求增长预期的不断被下调，目前全球原油市场供应过剩约 120-150 万桶/日。在目前 OPEC 已经不减产的情况下，未来非欧佩克国家产量是否会消减将成为市场关键因素。

3.4.原油冬季需求

冬季，是全球能源消费的另一个高峰，特别是石油消费。统计数据显示，每年 12 月份至次年 2 月份，全球原油消费明显高于全年平均水平。作为全球最大的消费国，美国冬季的消费增长，对国际市场原油价格有着明显的影响。从天气方面的预测来看，根据美国国家海洋与大气管理局(NOAA)的数据显示，2014/15 年冬季取暖天数要明显少于去年和前年，且低于 10 年平均水平。如果 NOAA 的预测能够兑现，意味着今年冬季的取暖油需求会远低于去年，对油价的短期支撑有限。

图：3.4.1 美国冬季取暖天数

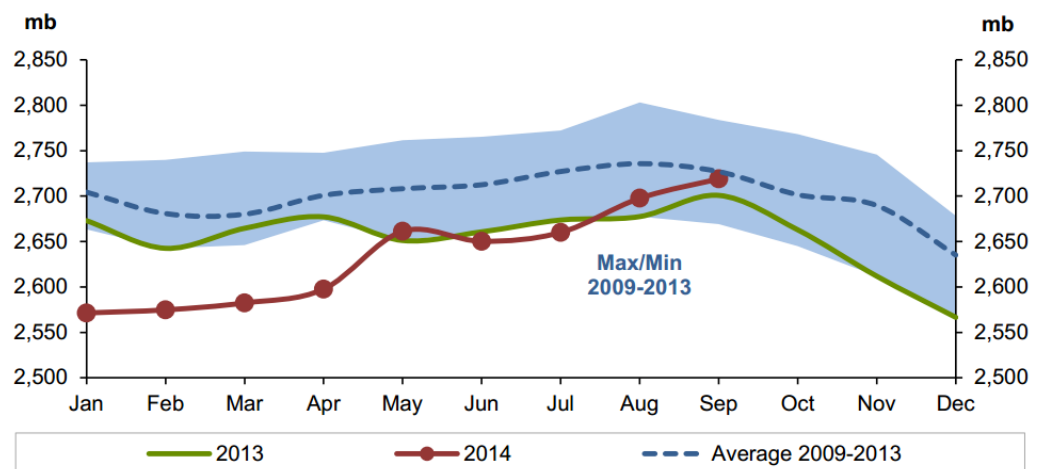


资料来源：EIA 南华研究

3.5.OECD 库存偏高

OPEC 最新月报数据显示，OECD 商业原油库存 9 月增长 2120 万桶，今年以来，OECD 商业原油库存已经持续增长 1.5 亿桶至 27.19 亿桶，高于去年同期水平约 1800 万桶。这主要是受到非欧佩克国家的产量增长以及 OECD 国家的需求低迷所致。EIA 预测，2015 年 OECD 商业原油库存可供应天数将升至 59 天，而今年为 57 天，这意味着 OECD 原油库存在 2015 年将继续增加。

图：3.5.1 OECD 商业原油库存

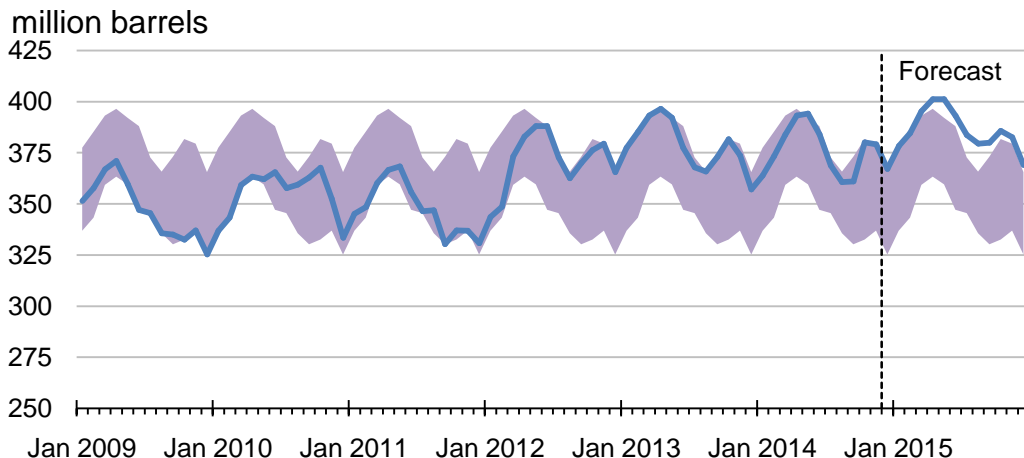


资料来源：OPEC 南华研究

目前美国的商业原油库存处于历史高位，且位于 5 年平均水平上沿区间。根据 EIA 的预测，美国商业原油库存在 2015 年上半年仍是上行趋势，且在 1 季度末 2 季度初将超过 4 亿桶的历史高位，主要由于美国国内原油供应的大幅增长，从目前的预测值来看，明年美国原油库存基本上都会是近 5 年同期的最高水平。

图：3.5.2 美国商业原油库存

U.S. Commercial Crude Oil Stocks



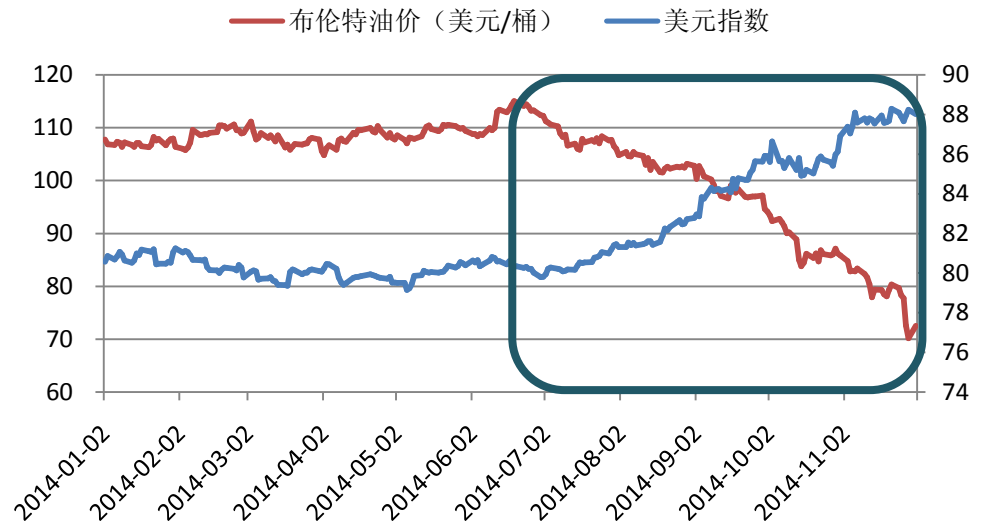
资料来源：EIA 南华研究

第四章 金融因素加剧油价波动

4.1. 美元走强推波助澜

如果说，今年下半年以来供需失衡是推动油价大跌的主要驱动因素，那么包括美元走强在内等其他因素则强化了原油市场的这种弱势格局。今年以来，美元指数和国际原油的相关系数为-0.76，属中等相关，而下半年以来，美元指数与原油的相关系数达到-0.94，属于强的负相关。上半年，美元指数走势平缓，对布伦特油价的影响不大，但随着美联储加息预期的升温，美元指数逐渐走强，对国际油价的影响力也显著变化，预计美元仍将在 2015 年继续维持强势地位。

图：4.1.1 美元指数与油价相关性

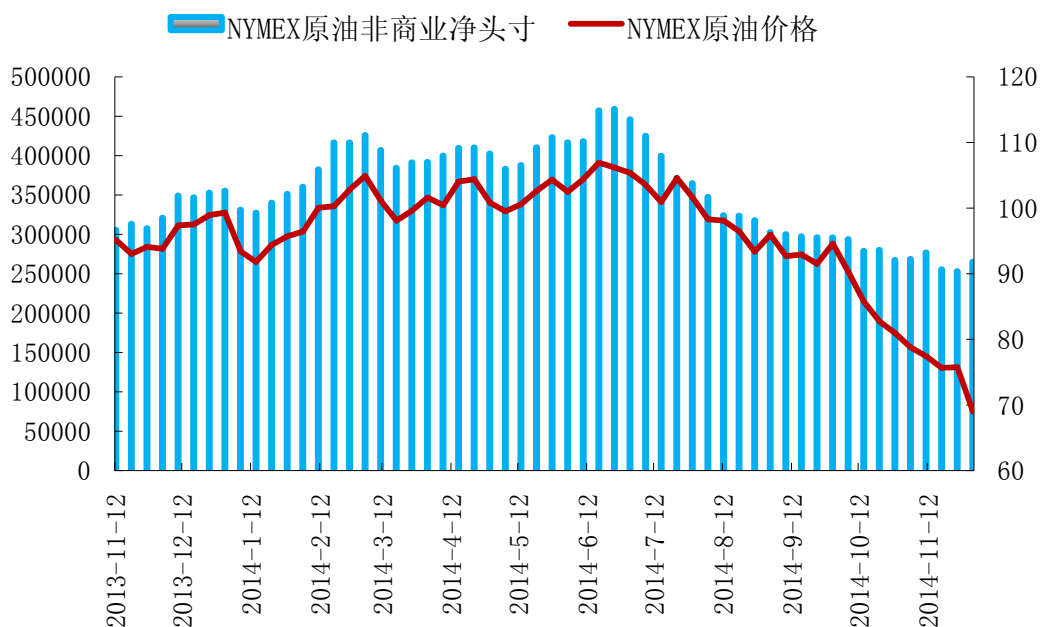


资料来源：Wind 南华研究

4.2. 投机力量加剧油价波动

尽管国际原油市场的投机活动不是油价波动的诱发因素，但事实上，大量资金进入国际商品市场，尤其是原油市场，不可避免地加剧了国际油价的波动，并使其严重偏离基本面。今年下半年以来，市场投机资金大幅减持原油多头头寸，截止 11 月底，WTI 原油非商业净多头寸已经从 6 月底的 45.9 万手的历史高位减至 25.3 万手，减幅超过 45%，市场投机力量大举做空原油给原油市场造成了较大的下行压力。

图：4.2.1 投机资金持仓与油价变化



资料来源：CFTC 南华研究

第五章 地缘政治及其影响

利比亚局势：尽管今年下半年以来利比亚产量恢复增长，但较其正常水平仍有近一半的差距。鉴于该国国内局势的不稳定，未来该国产量仍将受制于国内局势的变化，因此，产量变化可能会反复。

伊拉克局势：尽管今年年中 ISIS 与伊拉克政府的冲突升级给原油市场带来了负面影响，不过伊拉克原油产量的损失不大。但是产量的稳定增长需要国内政治环境的稳定作为保障，因此，不保证未来局势的演变会实质影响其国内产量。

伊朗核谈：长期以来，伊朗核问题牵动着地区局势走向，在中东乃至整个国际安全形势中的地位举足轻重。今年六国和伊朗虽进行了十轮磋商，仍无法达成一致。但不使谈判破裂，显然也已经成为各方共识，因此，核谈再次被延期，这也意味着伊朗原油出口短期变化不大。由于西方经济制裁，伊朗原油出口数量被限制在每日 100 万桶至 150 万桶。而国际油价大跌让伊朗的财政收入大受影响。

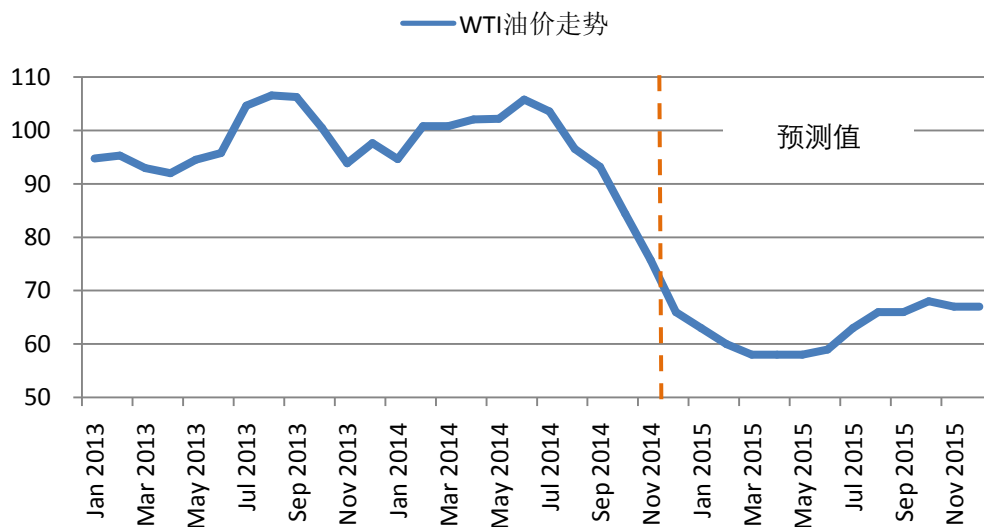
此外，在油价暴跌的形势下，OPEC 维持产量不变势必会对各大产油国的国内局势带来不稳定因素，需要加以关注。例如，受油价下跌的影响，俄罗斯经济明年可能会陷入衰退；委内瑞拉因油价下跌导致政府外汇储备告急；油价暴跌也使得尼日利亚政府不得不削减政府开支。即使是像沙特和阿联酋等富有的产油国，油价暴跌也会导致政府财政收入锐减，进而大幅消减社会福利。因此，2015 年将注定是地缘政治局势动荡之年。

第六章 油价预测

整体来看，原油市场供应过剩的局面仍将延续进入 2015 年，美国是否会减产将成为市场关注焦点。不过即使油价跌破 60 美元/桶，其影响可能也要经过数月才能影响到美国页岩油产量。同时，如果油价长期维持低位，超出 OPEC 的忍耐限度，明年上半年也还是存在减产的可能。此外，如果冬季季节性需求表现不佳，油价将进一步下滑。整体判断，明年上半年油价仍将维持低迷，下半年受产量放缓的影响，油价料会有所恢复。我们预计 WTI 运行区间 50-80 美元/桶，布伦特运行区间 55-85 美元/桶。

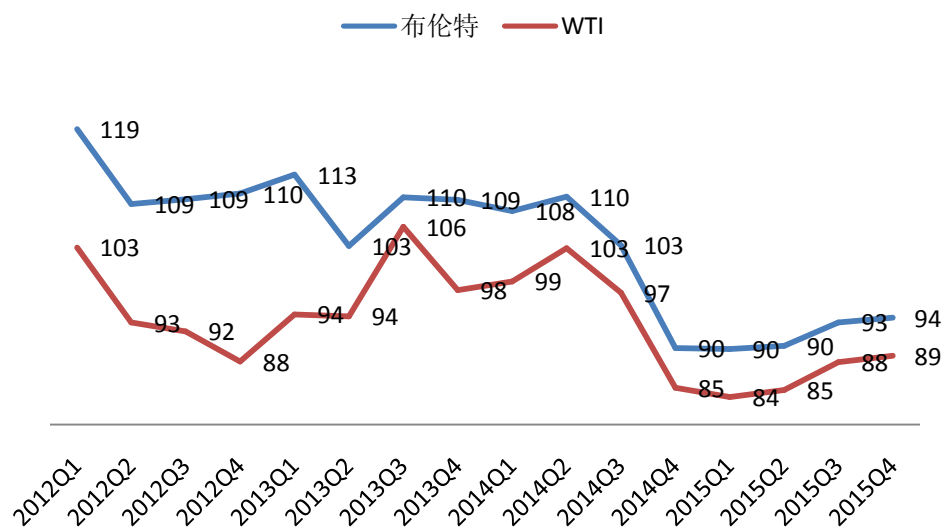
机构油价预测：

图：6.1.美国能源情报署 12 月对 WTI 油价预测



资料来源：EIA 南华研究

图：6.2.彭博对各机构 32 位分析师的调查预测



资料来源: Bloomberg 南华研究

南华期货分支机构

杭州总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 (310002)
 电话: 0571-88388524 传真: 0571-88393740

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号粮食大厦东五楼 (314000)
 电话: 0573-82158136 传真: 0573-82158127

宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼 (315000)
 电话: 0574-87310338 传真: 0574-87273868

郑州营业部

郑州市未来路 73 号锦江国际花园 9 号楼 14 层 (450008)
 电话: 0371-65613227 传真: 0371-65613225

温州营业部

温州大自然家园 3 期 1 号楼 2302 室 (325000)
 电话: 0577-89971808 传真: 0577-89971858

北京营业部

北京市宣武区宣武门外大街 28 号富卓大厦 B 座 8 楼
 电话: 010-63556906 传真: 010-63150526

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号保利科技大厦 201 室
 电话: 0451-82345618 传真: 0451-82345616

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703 室
 电话: 0755-82577529 传真: 0755-82577539

萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号天汇园一幢 B 座 3 层
 电话: 0571-87839600 传真: 0571-83869589

天津营业部

地址: 天津市河西区友谊路 41 号大安大厦 A 座 802 室
 电话: 022-88371080; 88371089

南华期货(香港)有限公司

中国香港上环德辅道中 232 号
 电话: 00852-28052978 传真: 00852-28052978

广州营业部

广州市天河区河北路 28 号时代广场东座 728-729 室
 电话: 020-38806542 传真: 020-38810969

永康营业部

浙江省永康市丽州中路 63 号 11 楼
 电话: 0579-89292768

余姚营业部

浙江省余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601 室
 电话: 0574-62509001 传真: 0574-62509006

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 幢 2104-2107 室
 电话: 0592-2120370

上海营业部

上海市浦东新区松林路 300 号期货大厦 1701 室 (200122)
 电话: 021-68400681 传真: 021-68400693

台州营业部

台州市椒江区天和路 95 号天和大厦 401 室 (318000)
 电话: 0576-88205769 传真: 0576-88206989

大连营业部

大连市沙口区中山路 554D-6 号和平现代 B 座 3-4 号 (116023)
 电话: 0411-84378378 传真: 0411-84801433

兰州营业部

兰州市城关区小稍门外 280 号昌运大厦五楼北 (730000)
 电话: 0931-8805331 传真: 0931-8805291

成都营业部

成都市西下顺城街 30 号广电士百达大厦五楼 (610015)
 电话: 028-86532693 传真: 028-86532683

绍兴营业部

绍兴市越城区中兴路中兴商务楼 501、601 室
 电话: 0575-85095800 传真: 0575-85095968

慈溪营业部

慈溪市开发大道 1277 号香格大厦 711 室
 电话: 0574-63925104 传真: 0574-63925120

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号国华大厦 1 单元 2501 室 (266071)
 电话: 0532-85803555 传真: 0532-80809555

上海虹桥营业部

上海虹桥路 663 号 3 楼
 电话: 021-52585952 传真: 021-52585951

沈阳营业部

地址: 沈阳市沈河区北站路 51 号新港澳国际大厦 15 层
 电话: 024-22566699

芜湖营业部

地址: 芜湖市中山北路 77 号侨鸿国际商城 908 室
 电话: 0553-3880212 传真: 0553-3880218

重庆营业部

地址: 重庆市南岸区亚太路 1 号亚太商谷 2 幢 1-20
 电话: 023-62611619 传真: 023-62611619

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号景峰国际 25 层
 电话: 0351-2118016

普宁营业部

广东省揭阳普宁市流沙镇“中信华府”小区 1 幢门市 103-104 号
 电话: 0663-2663886

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net