



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

寻找新均衡点

摘要

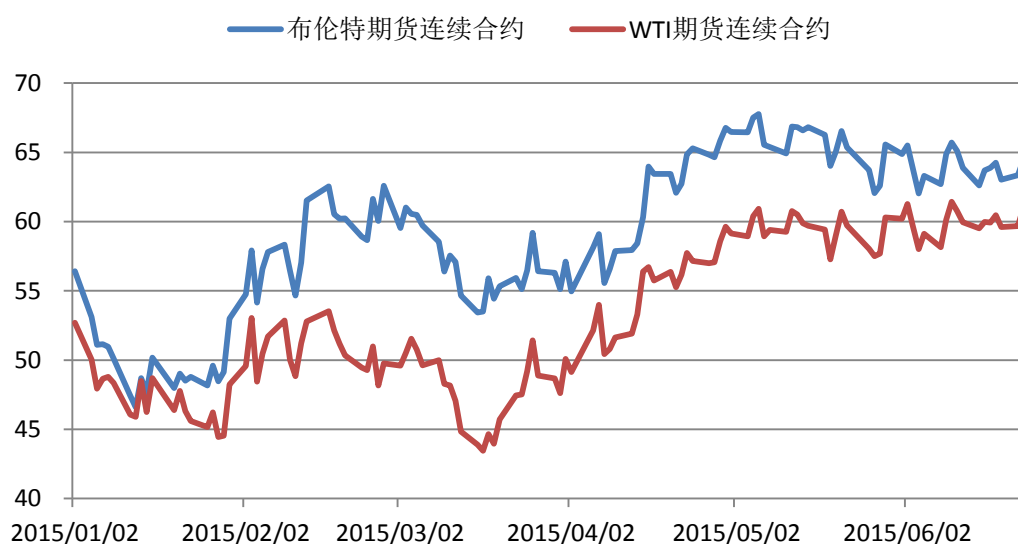
- 美国产量增长步伐会有所放缓，而欧佩克仍将继续保持高产政策，供应端变化不大，不过下半年需求会有所恢复，供需失衡格局有所修复，而高库存仍将抑制油价上涨，原油市场波动料会收窄，油价仍将维持区间盘整走势。

第1章 2015年上半年国际油价表现回顾

国际油价今年5月份之前整体走出了反弹行情，目前已经摆脱了前期45美元的底部区间。5月份之后到目前，国际油价则连续数周出现盘整行情，布伦特围绕65美元附近波动，WTI保持在60美元一线游走，市场部分投资者的疑问是，在基本面还是供应过剩的局面下，何以油价能出现较大幅度的反弹。其实，油价反弹表明市场多空博弈加剧，以往空头占据主导地位的行情正在发生微妙的变化。简言之，尽管市场共识原油供应仍过剩，不过多头已经在押注美国产量将会放缓，需求也将会逐渐改善，供应过剩局面将会缓解是市场多头最大的押注砝码。不过，目前国际油价已经连续8周维持区间盘整走势，又一次失去了其方向性，那么，下半年国际油价会有如何表现呢？

图：1.1. 国际油价走势变化

单位：美元/桶



资料来源：Wind 南华研究

第2章 原油基本面梳理

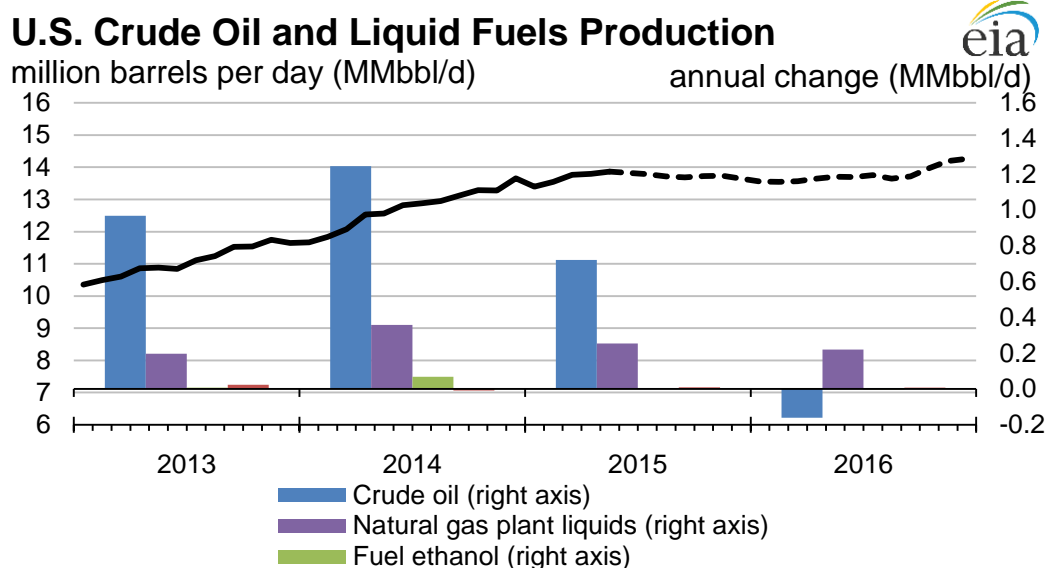
2.1. 美国原油产量不会大幅下滑

全球主要产油国之间的产量之争愈演愈烈，在欧佩克继续增产的应对之策下，市场关注以美国为代表的非欧佩克国家未来的产量情况。市场今年以来已经开始炒作美国原油产量将会见顶，油价确实也已经摆脱了前期的低位水平。那么，美国原油产量目前水平和未来会如何变化呢？据美国能源情报署（EIA）最新数据显示，美国2014年原油日产量871万桶，较2013年日增长125万桶，预计2015年原油日产量943万桶，较2014年日增长72万桶。从数据上可以看到，美国原油产量增速下滑，不过绝对产量今年仍

在高位。EIA 预测 2016 年美国原油日产量为 927 万桶，较今年日减少 16 万桶的产出。不过，EIA 表示，美国原油产量会在明年下半开始恢复，并在明年年底恢复到日产 960 万桶的水平。

图：2.1.1. 美国原油及液态燃料产量

单位：百万桶/日



Source: Short-Term Energy Outlook, June 2015.

资料来源：EIA 南华研究

从美国能源情报署（EIA）6 月报告数据来看，今年上半年全球原油市场仍然过剩，下半年会略微缓和。该机构预测，明年全球供需结构会好于今年，过剩情况会有所好转，但整体仍处于宽松格局。

表：2.1.1 全球液态燃料供需平衡表

单位：百万桶/日

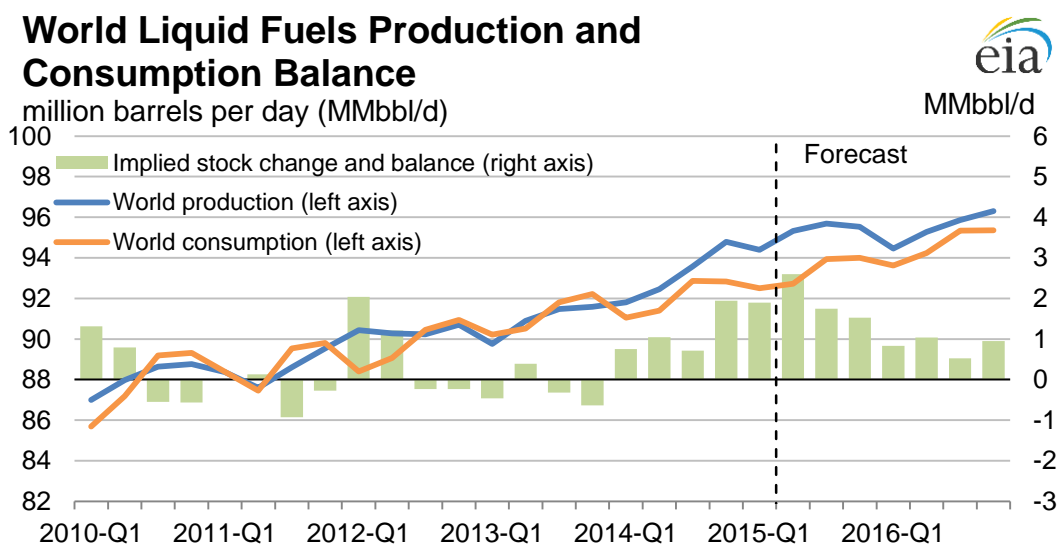
季度	全球产量	全球消费	平衡
1Q14	91.81	91.05	0.75
2Q14	92.45	91.40	1.04
3Q14	93.57	92.86	0.71
4Q14	94.78	92.84	1.95
1Q15	94.40	92.51	1.89
2Q15	95.33	92.73	2.60
3Q15	95.69	93.94	1.75
4Q15	95.53	94.00	1.53
1Q16	94.45	93.63	0.83
2Q16	95.27	94.24	1.04

3Q16	95.87	95.34	0.52
4Q16	96.30	95.36	0.95

资料来源：EIA 南华研究

图：2.1.2. 全球液态燃料供需平衡

单位：百万桶/日



Source: Short-Term Energy Outlook, June 2015.

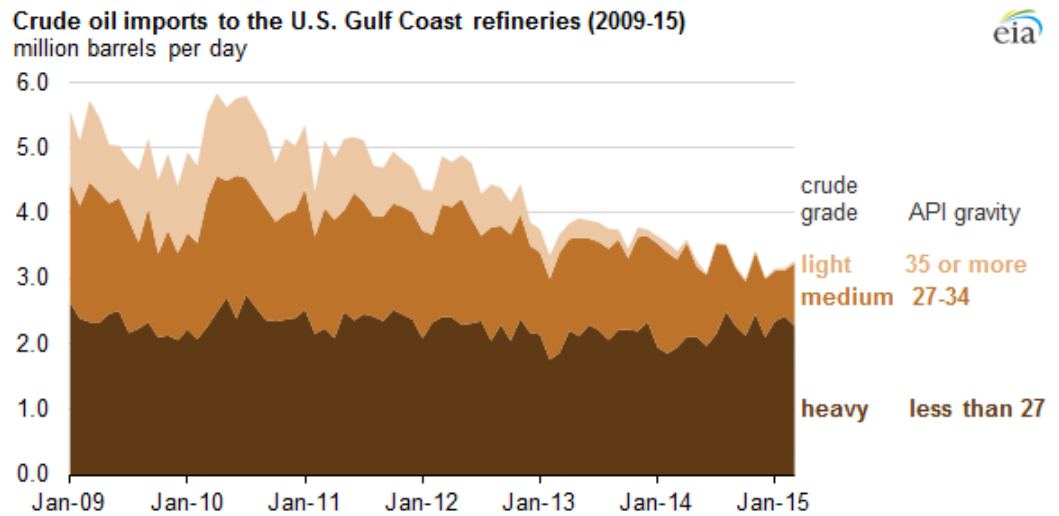
资料来源：EIA 南华研究

2.2. 欧佩克继续保持增产政策

近年来, 由于美国页岩油产量的猛增, 美国对轻质原油的进口需求大幅下滑, 同时, 由于美国巴肯和伊格尔福特等地区产量的增长, 墨西哥湾地区炼厂对中质原油的进口量也曾下降趋势, 从 EIA 数据来看, 轻质原油较高峰时进口减少了 250 万桶/日水平, 中质原油进口下滑了 100 万桶/日左右水平。

图：2.2.1 美国墨西哥湾炼厂原油进口情况

单位：百万桶/日

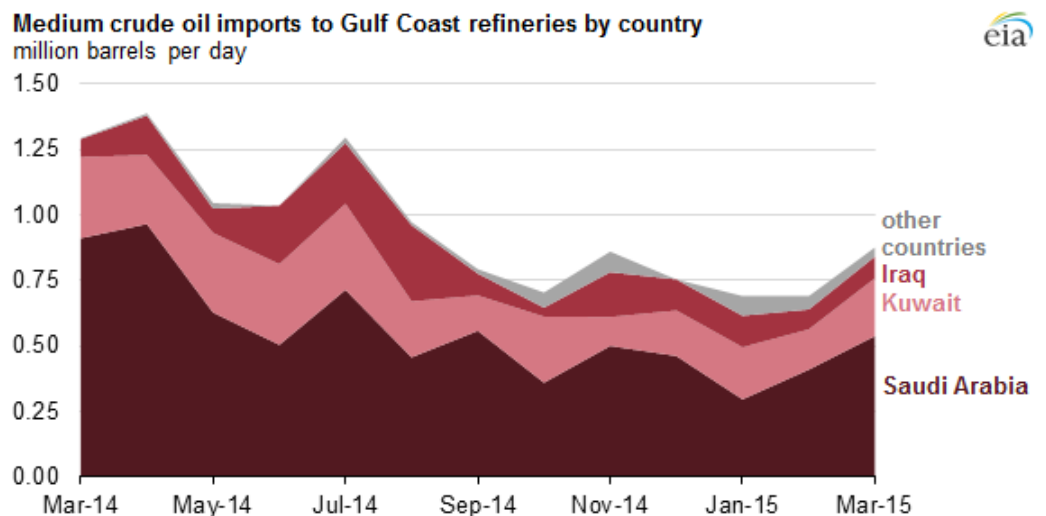


资料来源：EIA 南华研究

美国几乎所有的中质原油进口来自中东地区国家。从去年以来，墨西哥湾地区从沙特进口的中质原油减少了 45%，从科威特进口的中质原油减少了 46%。这表明美国对中东原油的依赖度在下降。同时，作为另一个非欧佩克产油大国的俄罗斯也在增产和加大出口。俄能源部副部长本月表示，2015 年俄石油产量或将达到 5.3 亿吨，同比增长 300 万吨。此外，从中国海关总署的数据来看，五月份俄罗斯出口中国原油 392 万吨，相当于 92.7 万桶/天，环比增加 20%，而沙特对中国出口环比骤降 42%至 305 万吨，这当然有沙特调高出口亚洲原油价格的影响，不过，这也表明，在原油市场供应过剩的结构下，市场份额之争将更加激烈。

图：2.2.2 美国墨西哥湾中质原油主要进口国

单位：百万桶/日

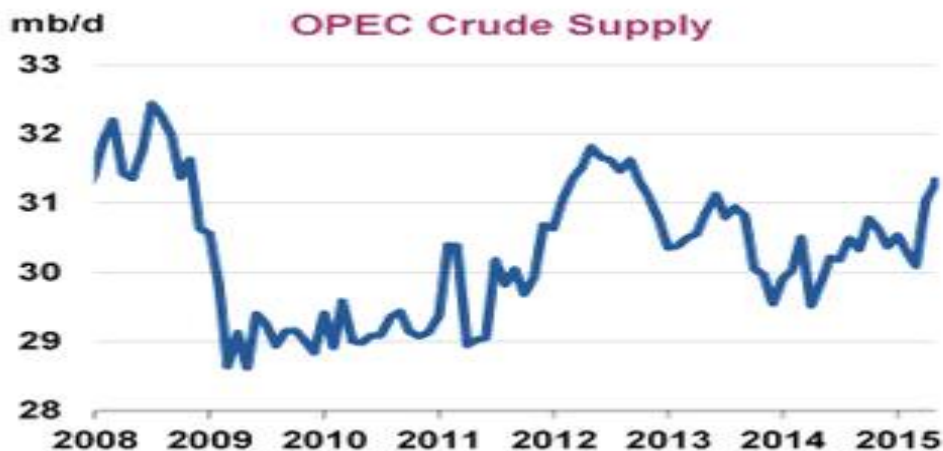


资料来源：EIA 南华研究

因此，在这样的市场环境下，欧佩克不顾价格的下跌而继续保持产量的增长以期在与非欧佩克产油国的竞争中保持住其已有的市场份额似乎就是唯一的选项了。从国际能源署(IEA)的最新数据来看，欧佩克5月原油产量创2012年8月以来的最高，达到日产3133万桶，产量增长贡献主要来自沙特和伊拉克。

图：2.2.3 欧佩克原油产量情况

单位：百万桶/日

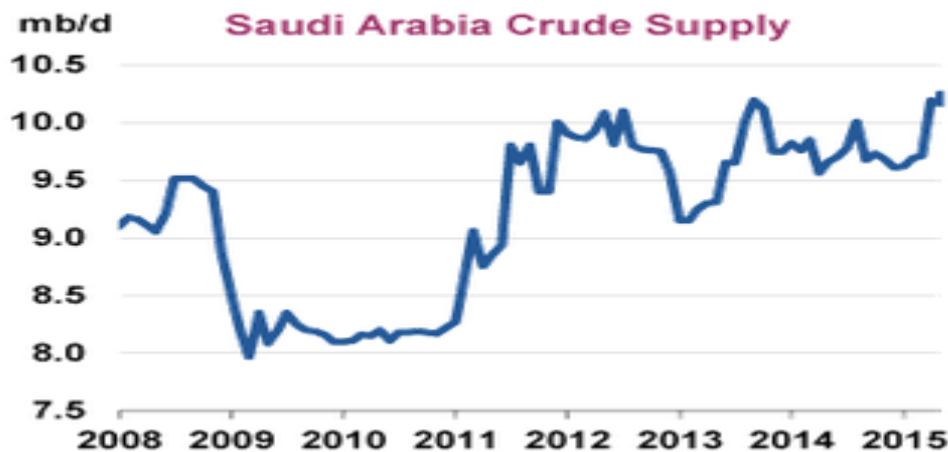


资料来源：IEA 南华研究

由于国内下降需求的上升以及更为重要的保卫其全球市场份额的原因，沙特上个月原油产量创历史新高，达到1025万桶/日水平。沙特石油部长并表示，沙特原油产出在未来将继续保持在该水平，增产的意愿不言而喻。

图：2.2.4 沙特原油产量

单位：百万桶/日

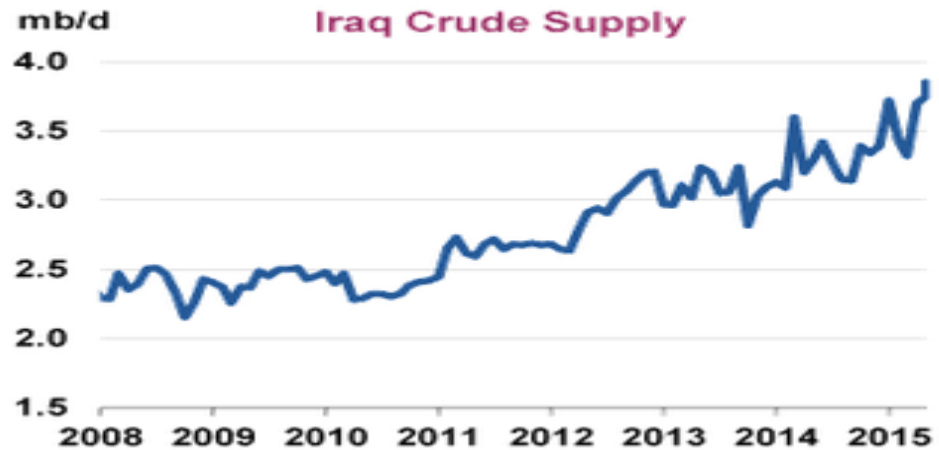


资料来源：IEA 南华研究

此外,伊拉克 5 月原油产量达到 385 万桶/日的历史高位,出口量达到 314 万桶/日,伊拉克国内局势并未影响到该国原油产量的稳定,伊拉克已成为中东地区第二大原油出口国。

图: 2.2.5 伊拉克原油产量

单位: 百万桶/日

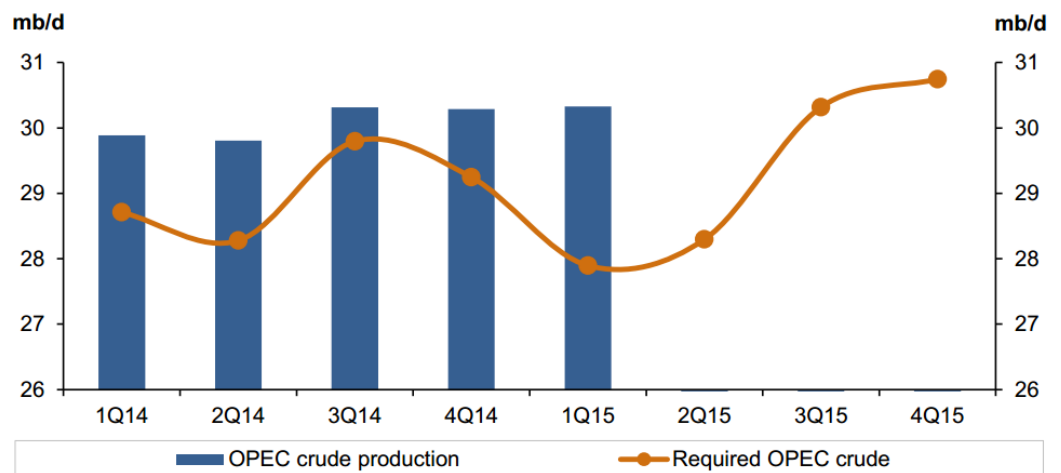


资料来源: IEA 南华研究

从欧佩克整体产量以及市场对该组织原油需求情况来看,去年到目前为止,欧佩克产量供应仍偏宽松,尽管 OPEC 预计今年下半年市场需求会有所好转,不过,由于目前欧佩克原油产量已超过其上限 3000 万桶约 100 万桶,因此,需求好转仍不足以抵消其供应的增长。

图: 2.2.6 欧佩克原油产量及市场对其需求

单位: 百万桶/日



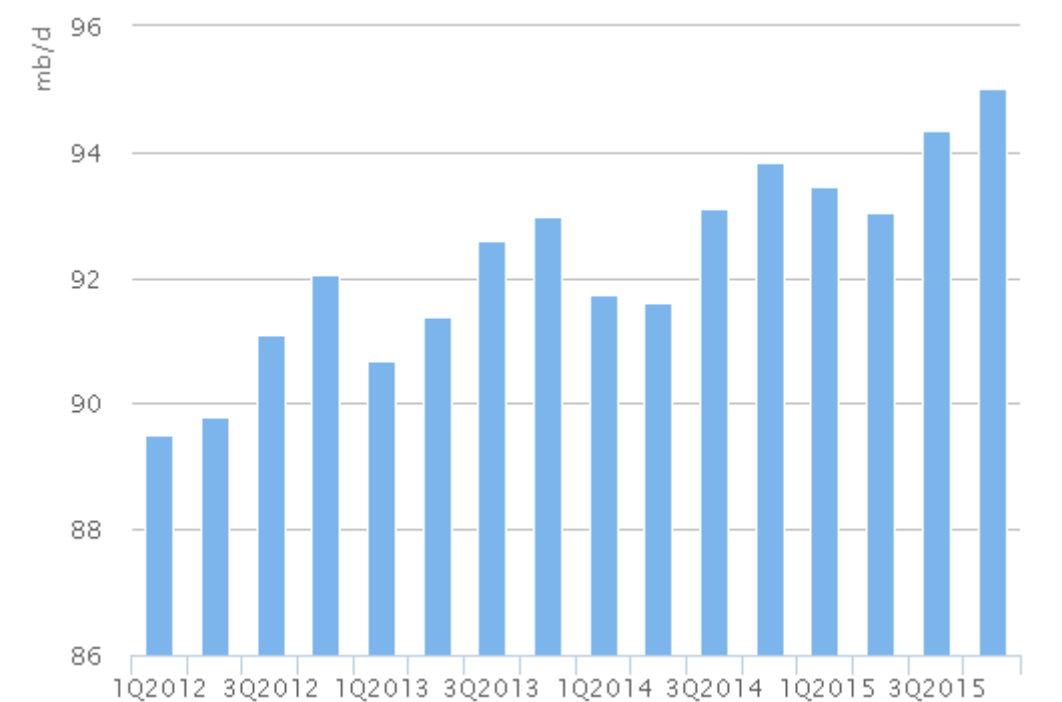
资料来源: OPEC 南华研究

2.3. 原油需求状况好转

三大机构最新报告对今年全球原油需求都做了相对乐观的预测。IEA 预计今年原油需求增长 140 万桶/日至 9396 万桶/日，且下半年需求较上半年增长 100 万桶/日水平；EIA 今年需求增长 130 万桶/日，达到 9330 万桶/日，且下半年需求较上半年强劲；OPEC 预计今年原油需求增长 118 万桶/日，高于去年需求增长的 96 万桶/日，今年全球需求预计为 9250 万桶/日，同样，欧佩克预计下半年需求明显好于上半年。

图：2.3.1 全球原油季度需求

单位：百万桶/日

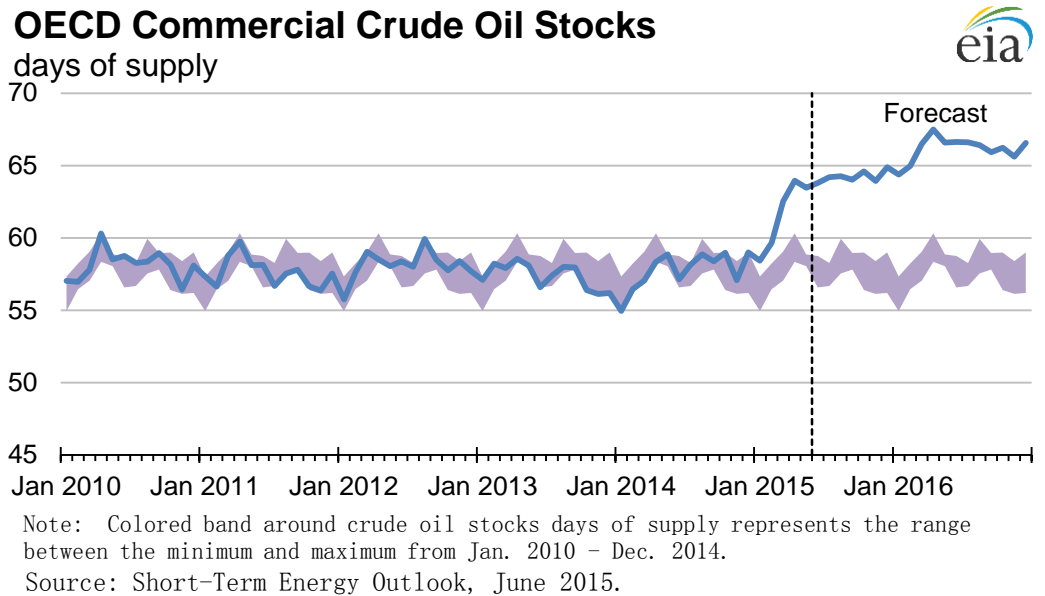


资料来源：IEA 南华研究

2.4. OECD 库存水平偏高

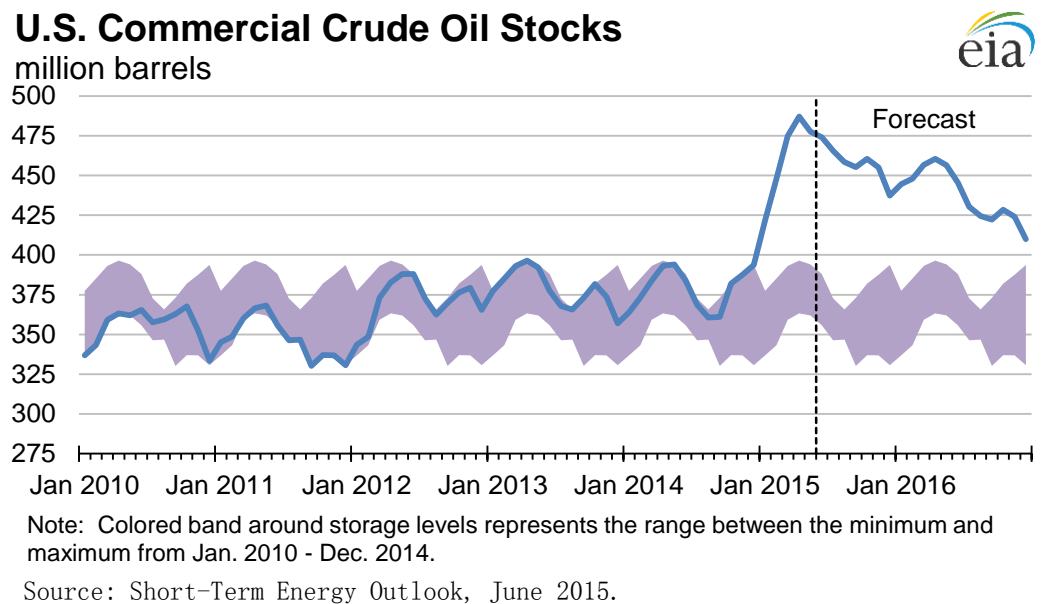
EIA 最新月报数据显示，OECD 商业原油库存供应天数维持在 65 天左右，远超 5 年平均水平线；美国商业原油库存也高于 5 年平均水平，不过目前整体库存水平已经连续下降。因此，尽管下半年需求有所改善，不过，过高的库存水平或仍将会对油价带来压力。

图：2.4.1 OECD 商业原油库存供应天数



资料来源：EIA 南华研究

图：2.4.2 美国商业原油库存



资料来源：EIA 南华研究

第3章 地缘政治及其影响

希腊危机：近日，希腊宣布实施资本管制、欧央行拒绝对希腊增加紧急援金规模，希腊距离债务违约、退出欧元区越来越近。一旦希腊退欧，将会对整个全球经济、金融市场以及地缘政治造成影响，进而影响原油市场。

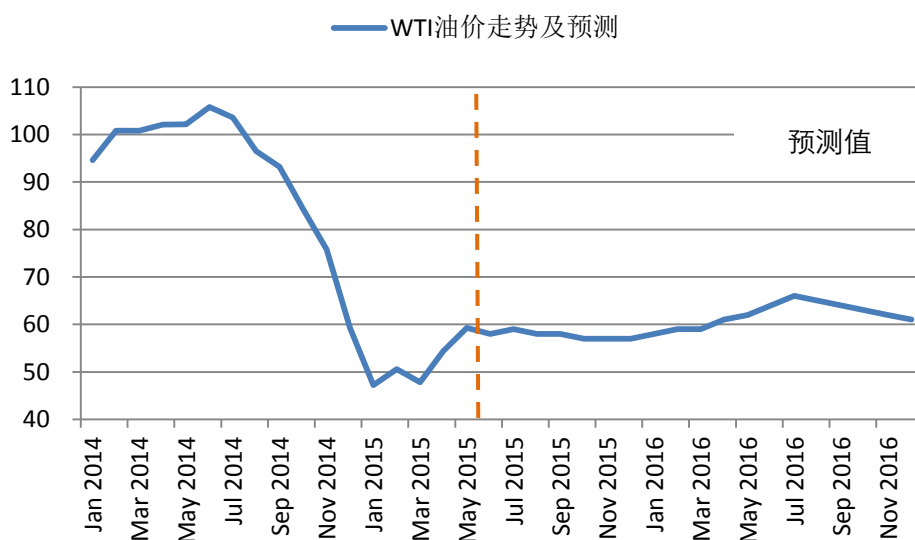
伊朗核谈：如果伊朗核谈能够在 6 月 30 日达成协议将对原油市场造成较大的冲击。制裁前，伊朗原油出口量约为 260 万桶/日，制裁后减少至 140 万桶/日。这也意味着一旦制裁取消，原油市场将再增加 120 万桶/日的原油供应，当然也有市场人士认为即使取消制裁后，伊朗要恢复到制裁前产量水平仍需时日，确实如此。不过，据某机构的预测来看，伊朗目前原油库存有 3000-4000 万桶，这些原油能迅速冲击市场。当然，欧佩克或会适当减产来让渡即将回归的伊朗份额，但目前仍是不确定事件。

第4章 油价预测

整体来看，原油市场下半年需求预期会好于上半年，尽管目前全球市场供应仍显过剩，不过若市场维持目前供应水平，供应过剩的局面在下半年会有所缓解，当然要达到供需新平衡仍需全球主产油国适当减产，因此对下半年油价不能太悲观。当然，目前主要需求国原油库存水平较高，高企的库存是压制油价上涨的重要因素。整体判断，下半年国际油价仍将维持区间窄幅波动，我们预计 WTI 运行区间 50-65 美元/桶，布伦特运行区间 55-70 美元/桶。

机构油价预测：

图：5.1. 美国能源情报署 6 月对 WTI 油价预测



资料来源：EIA 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

成都市下西顺城街 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，但我们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