



智慧创造奇迹

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

马根美

magenmei@nawaa.com

0571-87839272

助理研究员:

袁铭

ym@nawaa.com

0571-87830532

供需再平衡

摘要

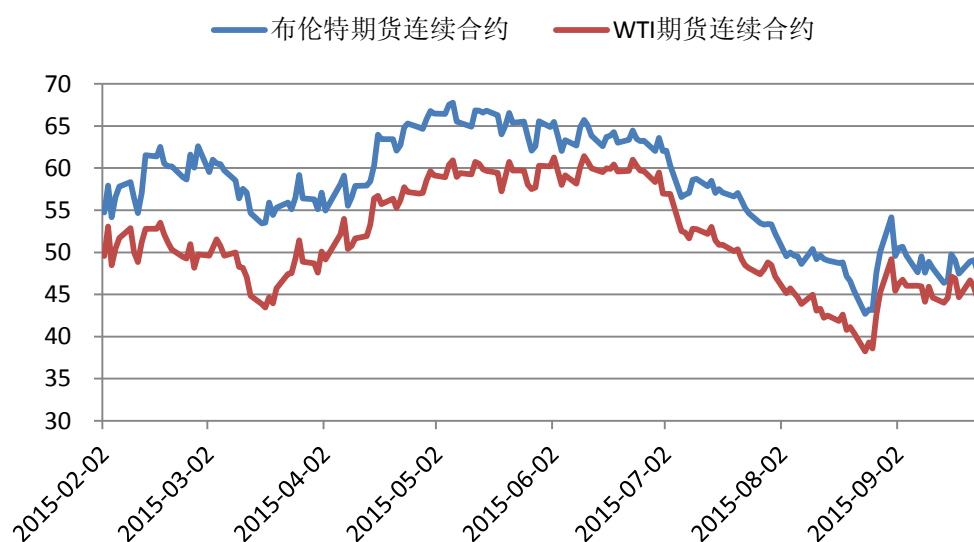
- 虽然欧佩克仍将保持高产政策，不过受低油价以及高成本的影响，美国原油产量已经下滑，原油市场供需再平衡已经启动，不过由于伊朗即将恢复出口增长，供应过剩的压力仍将持续打压油价，不过四季度油价表现会好于三季度。

第1章 2015年前三季度国际油价走势回顾

国际油价自今年以来仍以震荡下行走势为主，尽管年初受到美国原油产量减产预期的提振，国际油价一度反弹突破 60 美元，不过，此后受到伊朗核谈成功重回国际原油市场的利空打压，供应过剩的预期再次打压国际油价，布伦特和 WTI 分别跌破 45 美元和 40 美元，创下年内新低。此后，美国原油产量减少得以印证，国际油价小幅反弹修正前期低位后再次进入区间盘整，并已经维持半个月时间，又一次失去了其方向性，那么，四季度及明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

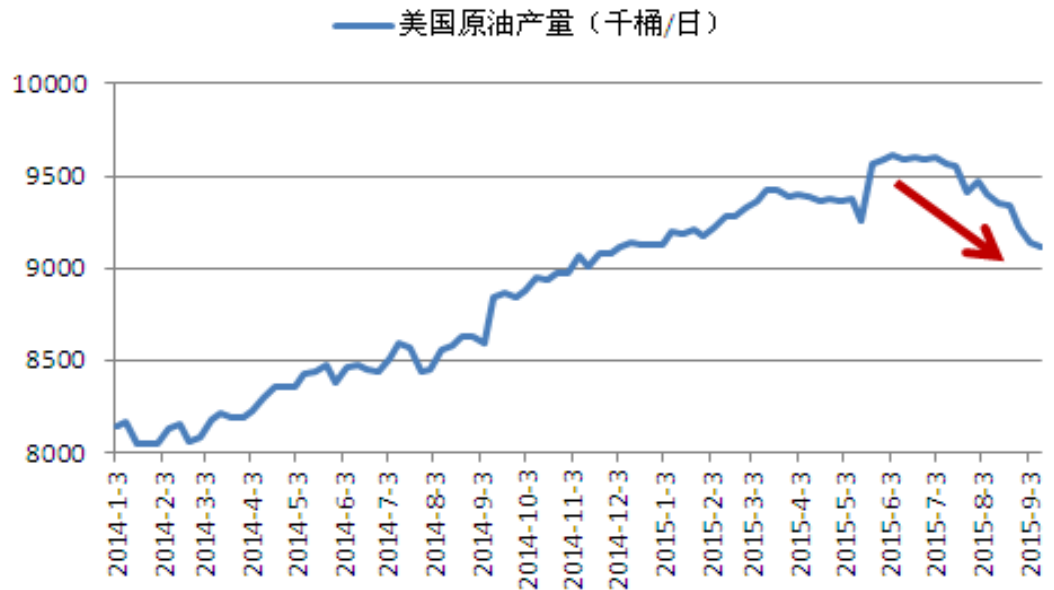
第2章 原油基本面梳理

2.1. 美国产量受低油价影响已经减产

以欧佩克和俄罗斯为代表的常规油以及以北美地区为代表的非常规油之间的竞争似乎以常规油的首战胜利而初告段落。因为我们看到，受持续低油价的影响，相对成本较高的美国页岩油产量已经开始下滑。美国能源情报署（EIA）数据显示，美国国内原油产量已经从 6 月份的 961 万桶/日的记录高位减少至目前的 914 万桶/日，产量下滑约 47 万桶/日。EIA 预测，美国原油产量下降会延续到 2016 年年中，明年年底前会恢复增长，预计今年原油日平均产量 920 万桶，明年原油日平均产量 880 万桶，这表明美国原油减产已成事实。

图：2.1.1. 美国原油产量变化

单位：千桶/日



资料来源：EIA 南华研究

从美国能源情报署（EIA）9月报告数据来看，今年和明年原油市场供应整体仍会延续过剩局面，今年4季度和明年一季度供应过剩局面有所缓和，表明市场供需再平衡以及开启，但是考虑到伊朗原油即将进入国际市场，原油市场供需再平衡之路将会变得漫长，因此，国际油价要摆脱目前的低油价格局可能要等待更长的时间。

表：2.1.1 全球液态燃料供需平衡表

单位：百万桶/日

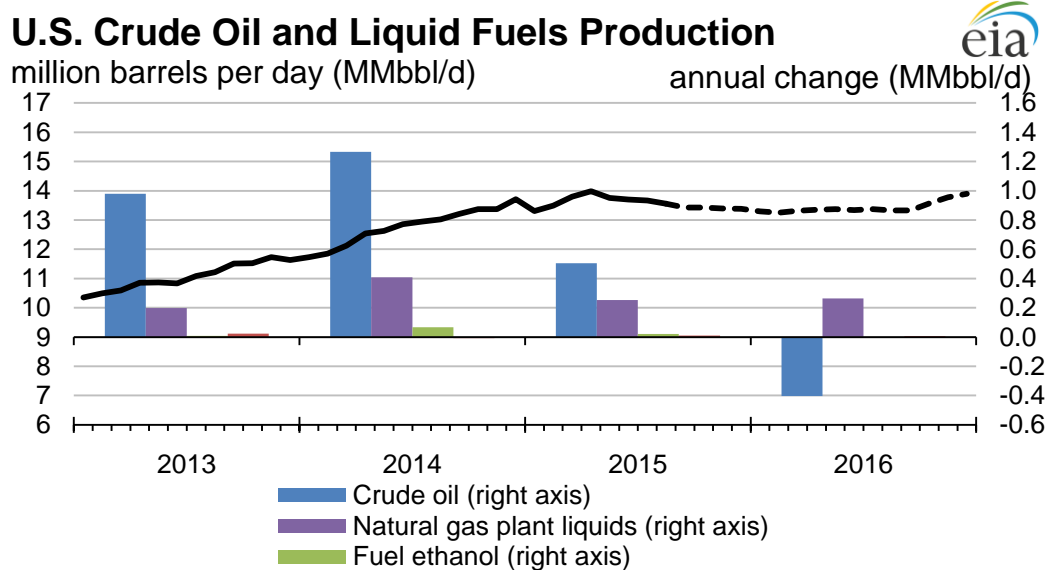
季度	全球产量	全球消费	平衡
1Q14	91.98	91.38	0.59
2Q14	92.59	91.80	0.79
3Q14	93.75	93.32	0.43
4Q14	95.09	93.25	1.84
1Q15	94.61	92.74	1.87
2Q15	96.00	93.09	2.92
3Q15	96.37	94.31	2.06
4Q15	95.81	94.30	1.51
1Q16	94.71	94.00	0.70
2Q16	95.65	94.49	1.15
3Q16	96.52	95.67	0.85
4Q16	97.25	95.54	1.71

资料来源：EIA 南华研究

尽管低油价确实已经影响到美国页岩油的生产水平，但是页岩油生产弹性很大，当油价反弹后，页岩油可以快速重返市场。同时，页岩油生产成本也不尽相同。在一些页岩油生产条件较好的地区，比如伊格尔福特和巴肯地区，页岩油生产成本可以控制在 30 美元左右。此外，页岩油得益于技术进步，随着页岩油生产在勘探开发技术以及管理方面的创新，页岩油成本将会呈现逐步下降的趋势。EIA 预测，到 2016 年年底，美国原油和液态燃料将继续保持恢复性增长。

图：2.1.2. 美国原油及液态燃料产量

单位：百万桶/日



Source: Short-Term Energy Outlook, September 2015.

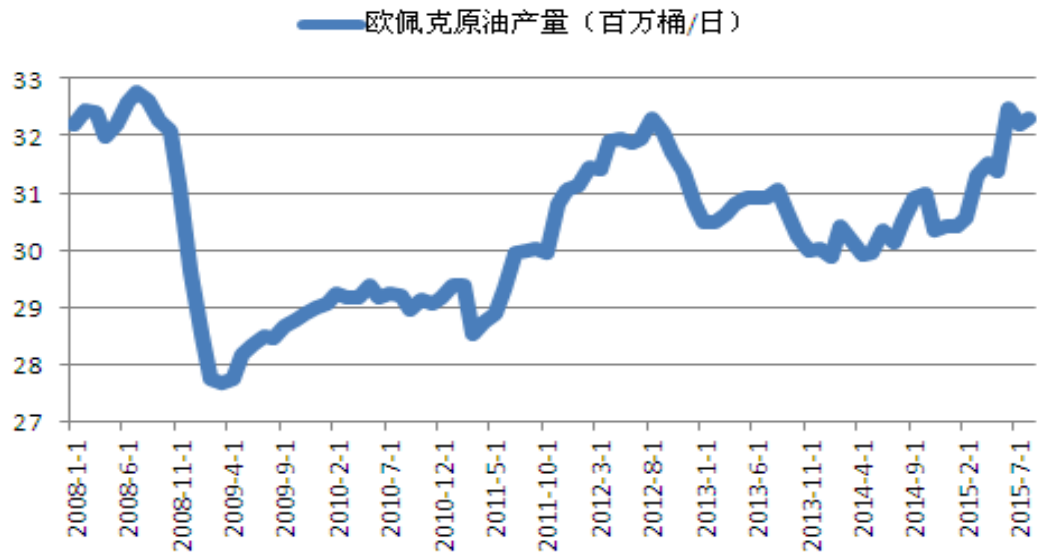
资料来源：EIA 南华研究

2.2. 欧佩克继续增产打压页岩油

受北美地区非常规油气资源以及俄罗斯等非欧佩克国家原油产量的增长，市场份额之争愈演愈烈。在欧佩克市场份额受到挤压的情况下，欧佩克即使减产也未必能力挺油价，因此，欧佩克只能选择扩大产量抢夺失去的市场。从彭博数据来看，欧佩克产量已经从去年下半年 3000 万桶/日的水平增长到目前的 3200 万桶/日水平。

图：2.2.1 欧佩克产量继续保持增长

单位：百万桶/日



资料来源: Bloomberg 南华研究

欧佩克是以沙特为主导的,且沙特拥有较大规模的剩余产能,因此,欧佩克的增产主要来自沙特。根据彭博的数据显示,沙特原油产量已经从今年年初的 950 万桶/日水平增加至目前的 1050 万桶/日,近 100 万桶/日的水平,可见沙特捍卫欧佩克主导地位以及竞争全球市场份额的决心。可以预见,短期内欧佩克产量政策不会出现大的调整。

图: 2.2.2 沙特原油产量

单位: 百万桶/日

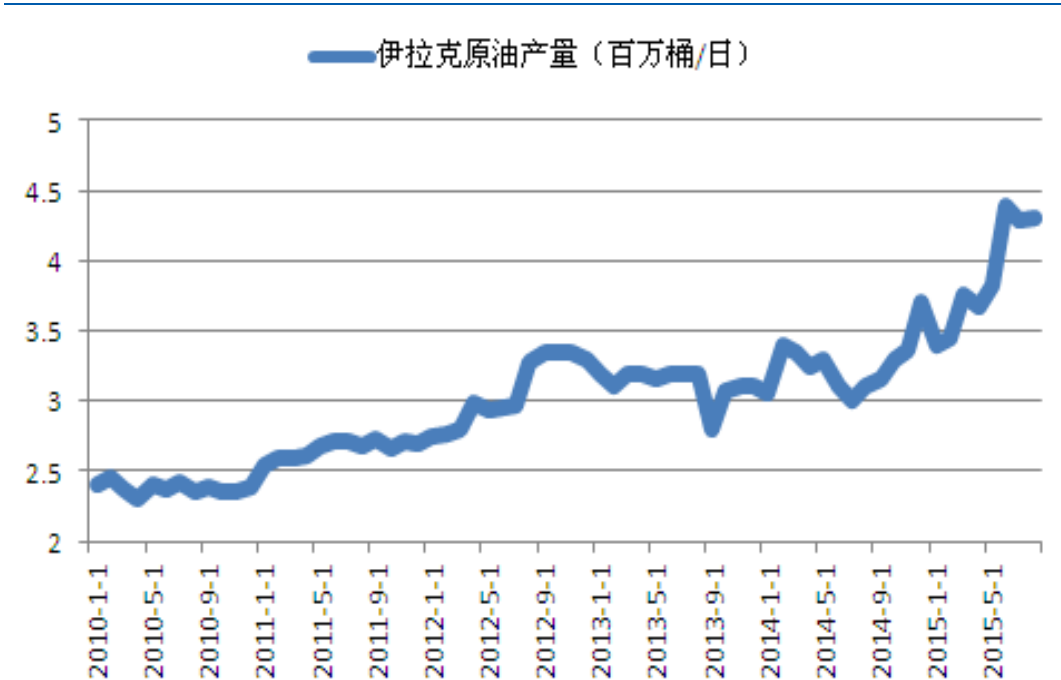


资料来源: Bloomberg 南华研究

同时，伊拉克原油产量也从年初的 340 万桶/日增加至目前的 420 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。由此可见，欧佩克产量增长主要来自沙特和伊拉克两国产量的持续增长。

图：2.2.3 伊拉克原油产量

单位：百万桶/日



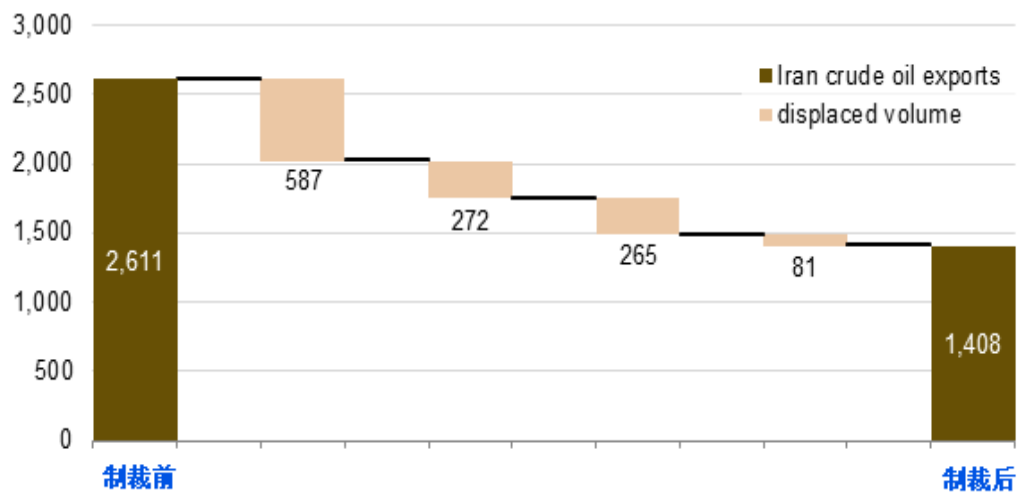
资料来源：Bloomberg 南华研究

此外，由于伊朗核谈判已经取得成功，明年伊朗原油出口可能出现恢复性增长，对国际油价构成较大的下行压力，特别是在全球原油供应过剩的格局下，因此，即使美国产量下滑已成事实，但伊朗的增产可能会抵消掉美国减产的数量。伊朗在 2012 年被制裁前的原油出口量为 261 万桶/日，到 2014 年出口下滑至 141 万桶/日，出口减少了 120 万桶/日。

图：2.2.4 伊朗原油出口被制裁前后变化

单位：千桶/日

伊朗被制裁前后原油出口变化（2011-14年）（千桶/日）

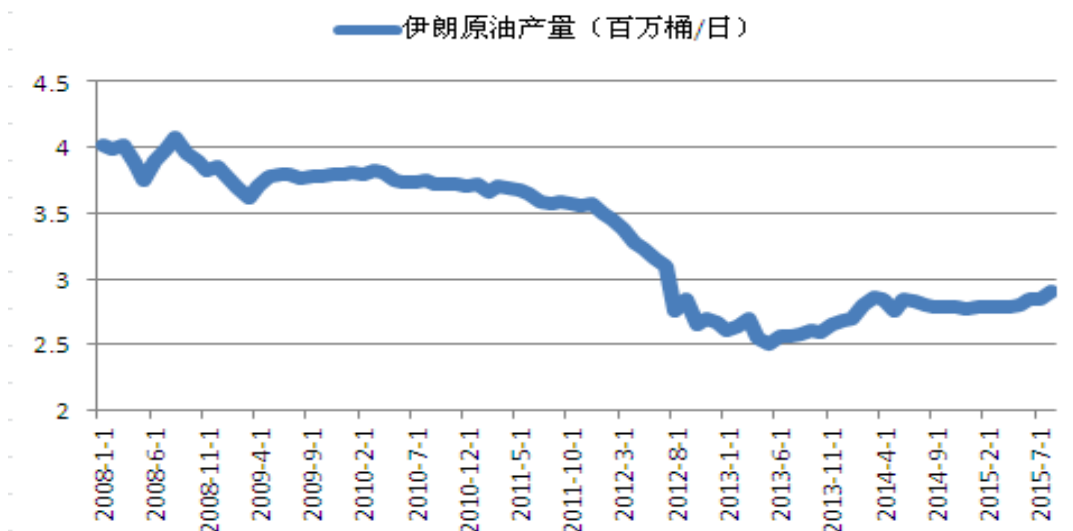


资料来源：EIA 南华研究

伊朗目前产量维持在 285 万桶/日水平，制裁前原油生产水平高达 400 万桶/日。伊朗最快明年年底前能恢复到制裁前产量水平，届时可能会加大国际油价的波动。近期，伊朗一油企人士表示，伊朗或许能在今年年底前对目前亚太市场增加 50 万桶/日的原油供应能力，这或许意味着伊朗原油供应恢复较市场预期更快，也意味着市场份额之争仍将持续。

图：2.2.5 伊朗原油产量

单位：百万桶/日



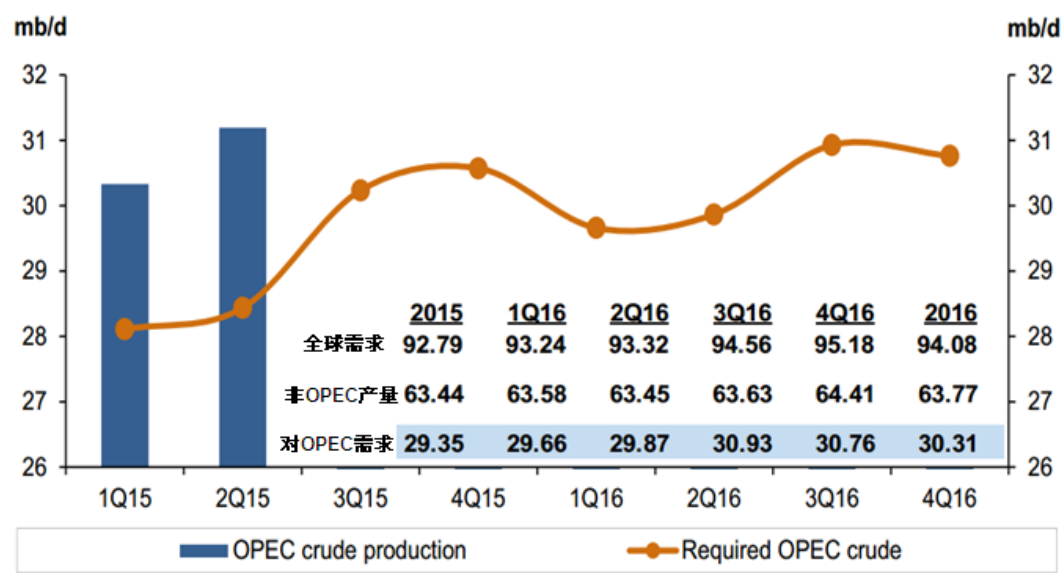
资料来源：Bloomberg 南华研究

从欧佩克整体产量以及市场对该组织原油需求情况来看，今年一季度和二季度欧佩克原油供应量仍远超市场对其的需求，欧佩克预计今年市场对其需求约为 2935 万桶/日，

而目前供应远超 3000 万桶/日水平，显然供应呈过剩格局，不过，欧佩克预计，随着非欧佩克国家供应水平的下降，明年市场对欧佩克原油需求将会增长至 3031 万桶/日水平，供需失衡的局面届时将得以缓和。

图：2.2.6 欧佩克原油产量及市场对其需求

单位：百万桶/日



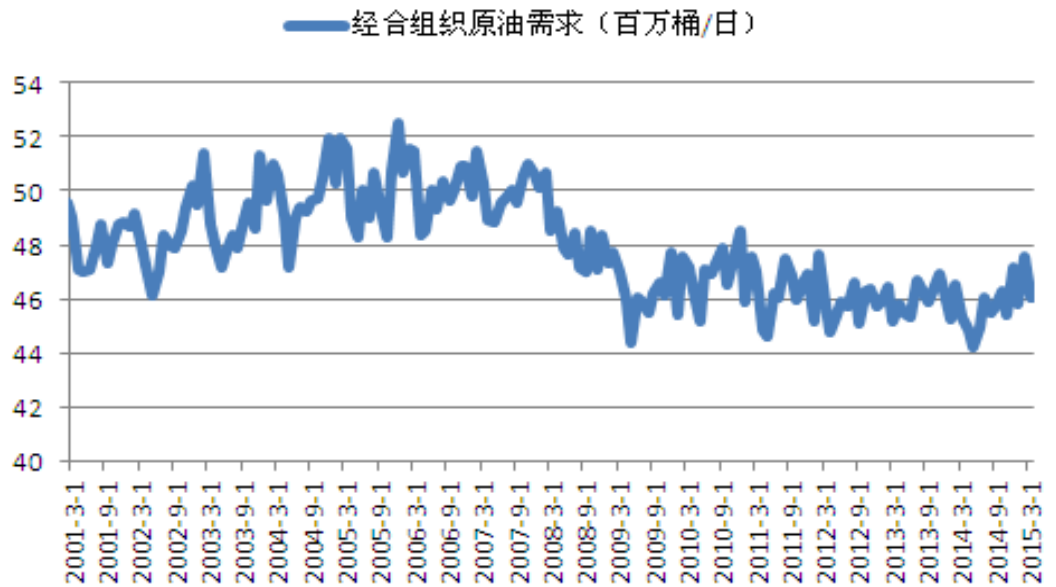
资料来源：OPEC 南华研究

2.3. 需求增长仍以亚太地区为主

IEA 预计今年原油需求增长 160 万桶/日至 9420 万桶/日，同比增长 1.7%，预计 2016 年全球市场需求 9560 万桶/日，同比增长 1.5%，主要受到全球经济复苏以及低油价的刺激消费，而需求增长的主要贡献来自包括中国在内的亚太地区。

图：2.3.1 经合组织原油需求

单位：百万桶/日

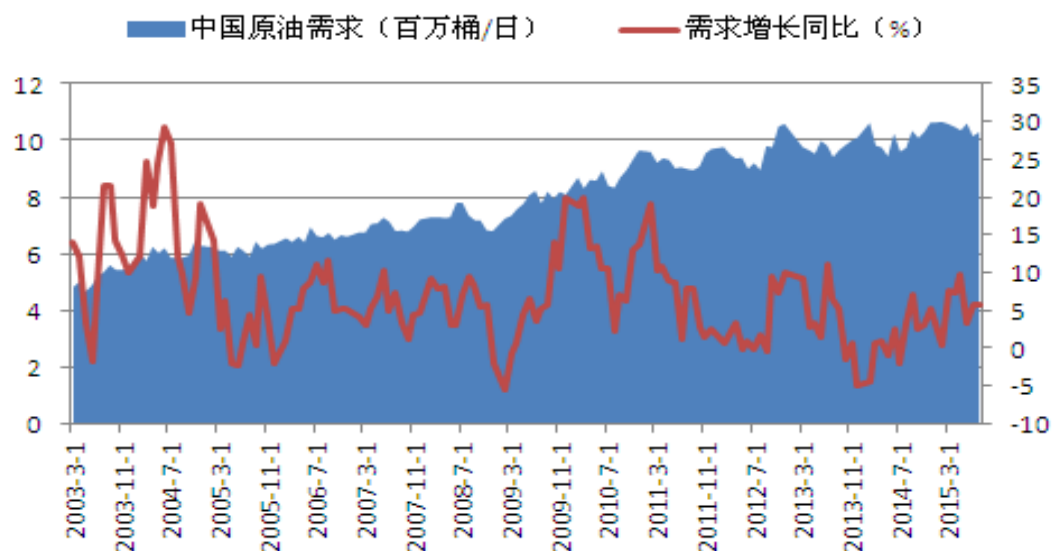


资料来源: Bloomberg 南华研究

由于受到中国国内经济增速放缓的影响,国际货币基金组织(IMF)预测有50%的可能今年中国经济增长将放缓至6.3%,尽管中国原油需求绝对量继续保持增长,但是原油需求增速已经出现放缓迹象。美国能源情报署数据显示,2014年中国原油需求同比增长37万桶/日,今年需求同比增长28万桶/日,而预测明年需求增长27万桶/日,显然需求增长步伐已经放缓,中国需求的减少对国际油价的反弹不利。

图: 2.3.2 中国原油需求

单位: 百万桶/日



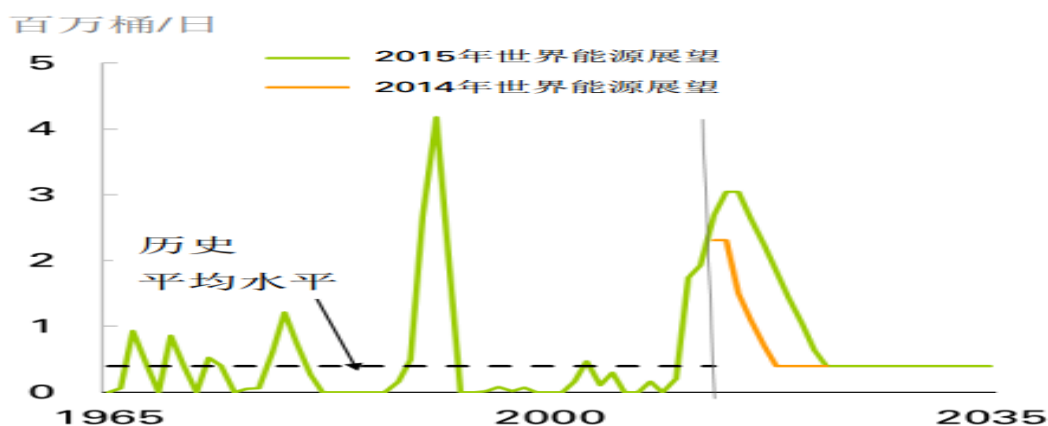
资料来源: Bloomberg 南华研究

第3章 地缘政治及其影响

自 2011 年爆发“阿拉伯之春”以来，供应中断再次成为石油市场的一个关键特征，2014 年达到 300 万桶/日，历史平均供应中断水平 40 万桶/日。利比亚的全年产量起伏很大，叙利亚内战升级演变成欧洲难民危机，尼日利亚、苏丹和也门的动乱仍在延续。地缘政治风险程度和不确定性提高意味着中期的供应中断可能居高不下。

图：3.1 地缘政治导致的供应中断

单位：百万桶/日



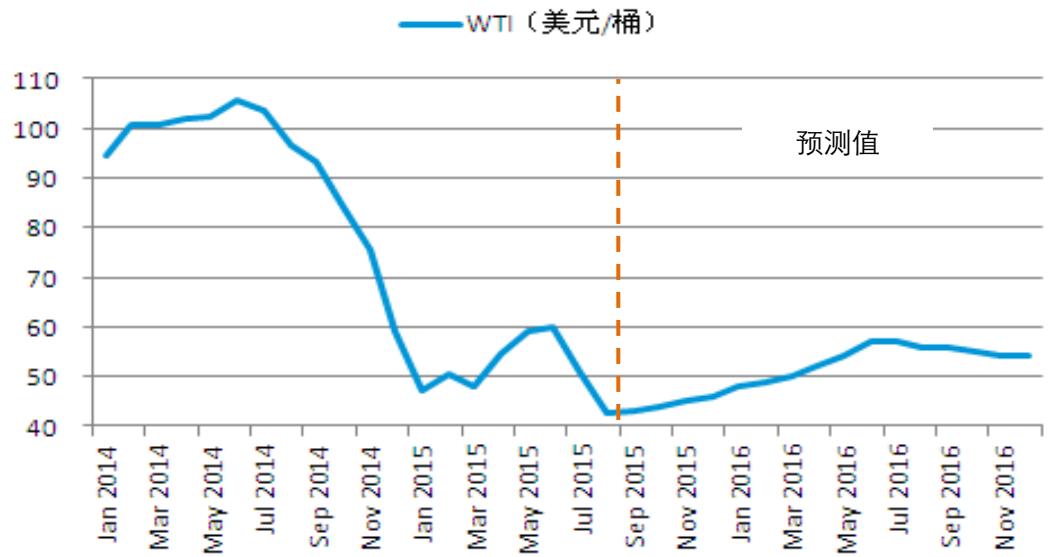
资料来源：BP 南华研究

第4章 油价预测

整体来看，原油市场四季度以及明年年初供应过剩的局面会得到改善，主要由于美国原油产量已经出现下滑。不过，原油市场供需再平衡的持续时间仍可能维持较长时间，因为要考虑到伊朗明年会增加出口。同时，中国需求增长的放缓可能会不利于油价的反弹。整体判断，油价的阶段底部以及在 8 月底时确立，未来油价整体方向会向上，但是供应不减油价反弹力度不会太大，四季度 WTI 油价运行区间 40-50 美元，布伦特 45-55 美元区间。

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