



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](mailto:magenmei@nawaa.com)

0571-87839272

助理研究员:

袁铭

[ym@nawaa.com](mailto:ym@nawaa.com)

0571-87830532

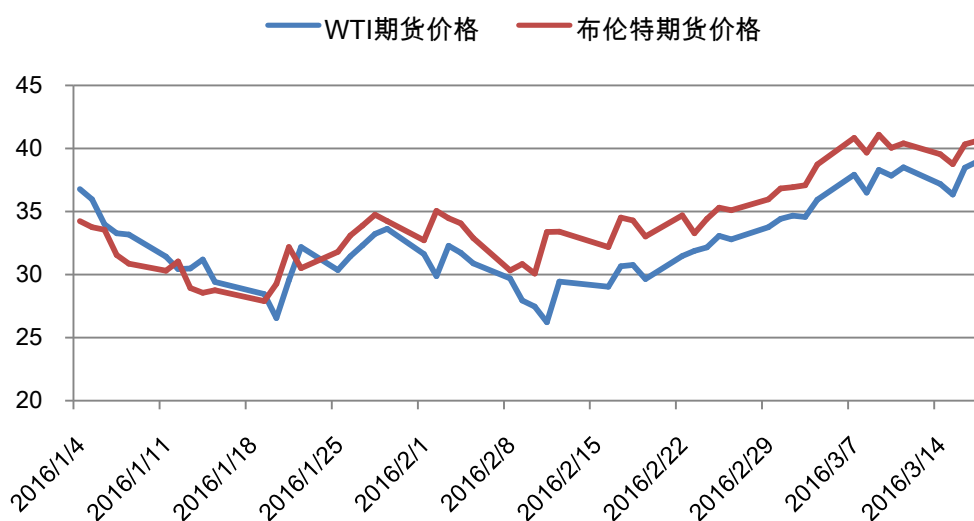
### 摘要

- 持续近二年的全球原油市场供应过剩的基本面格局随着美国产量的下滑已经得以改善，如果主要产油国能够达成限产协议，产量停止增长，而需求又保持稳定增长，供应宽松的局面将会有效改善，这有利于油价的稳步抬升。

## 第1章 2016年前一季度国际油价走势回顾

国际油价自今年一月底以来大幅反弹 45%，虽然油价已经远离前期 25 美元的低点，但是反弹在 40 美元附近受阻，未来国际油价有下行的压力。因为，本轮油价反弹并不是供需基本面改善所驱动的，这波油价反弹主要得益于产油国之间开始对一年半以来市场供应过剩的情况开始进行干预，也即是大家都知道的限产政策，尽管限产政策并未在产油国之间达成共识，但至少改变了市场预期。加之全球宏观政策宽松，美联储加息预期延后，资金开始介入做多。随着伊朗明确表态不会限产，市场预期破灭，这波上涨宣告结束。那么，二季度及明年国际油价有会如何表现呢？

图：1.1. 国际油价走势变化单位：美元/桶



资料来源：Bloomberg 南华研究

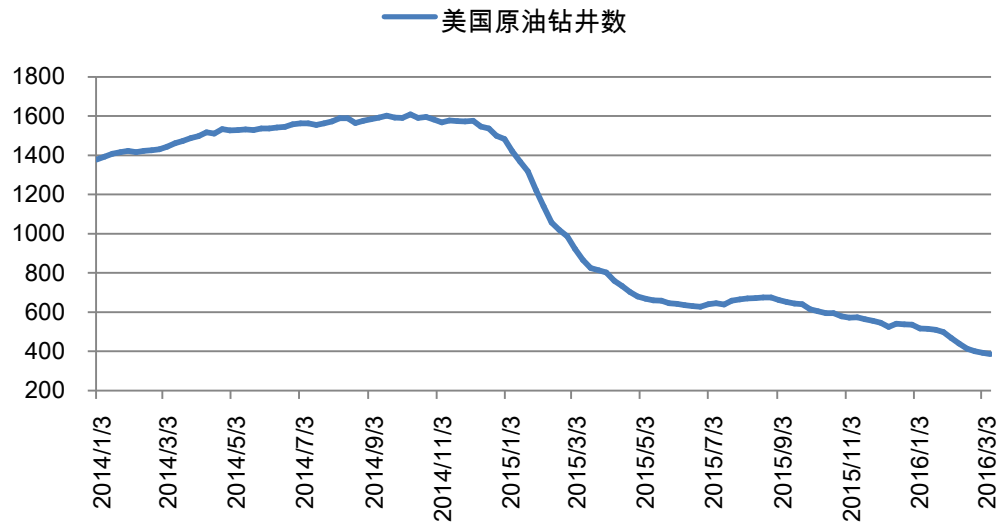
## 第2章 原油基本面梳理

### 2.1. 减产和去库存才是王道

国际油价要真正实现企稳甚至反转行情，必须要有供需基本面来主导。从需求端来看，其实目前并不是市场关注焦点。因为，最近几年不论油价在高位还是低位，全球原油需求年均增长基本保持在 100 万桶/天水平，在全球经济缓慢复苏的背景下，也不指望需求端能有显著的激增。因此，市场还是较为关注原油供应端能有什么样的变化，而只有去产能和去库存的实现，国际油价才能真正企稳反转。

目前美国原油产量正在经历调整。自 2014 年下半年以来，美国原油钻井数就出现了持续性的大幅下滑，最新的美国原油钻井数已经跌至 387 口，而高峰时是 1600 口。

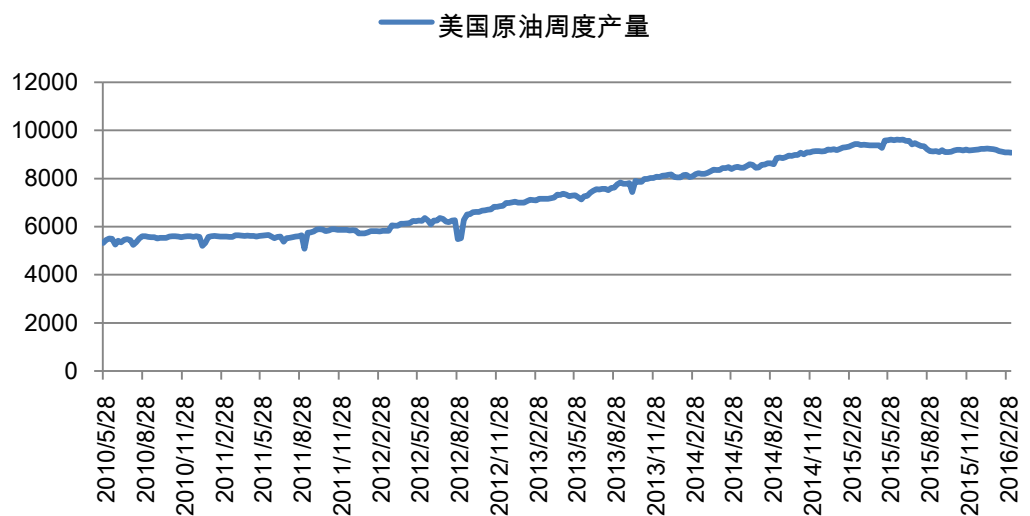
图：2.1.1. 美国原油钻井数变化 单位：口



资料来源：Bloomberg 南华研究

随着美国原油钻井数的持续减少，美国原油产量已经从历史高峰开始回落。美国能源情报署（EIA）预测，今年美国原油日产量为 860 万桶/天，去年为 940 万桶/日，日减产量 80 万桶。

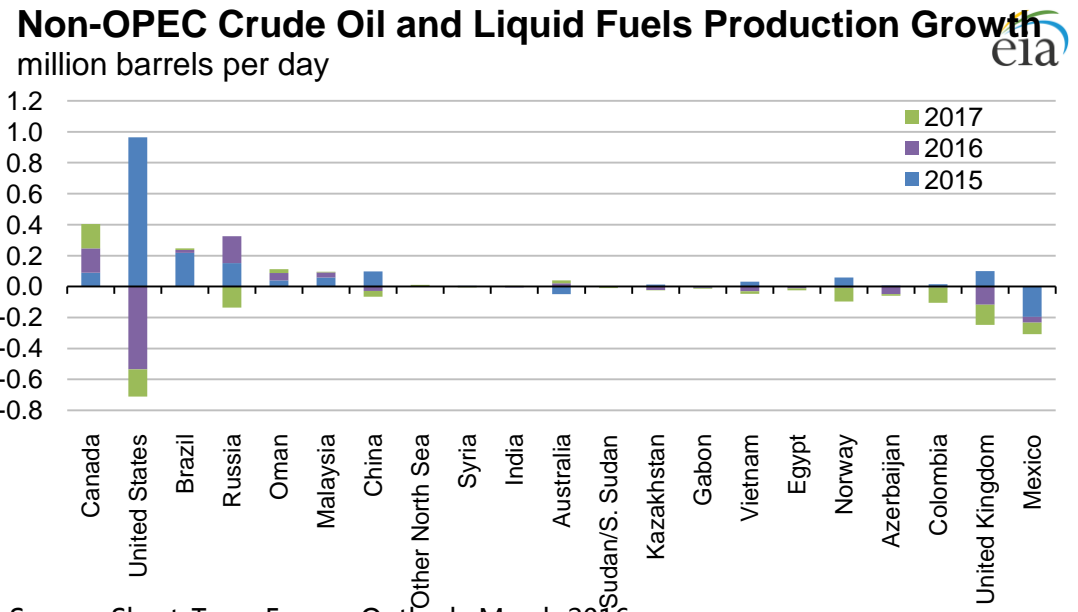
图：2.1.2 美国原油产量已经下滑单位：千桶/日



资料来源：Bloomberg 南华研究

图：2.1.3. 非欧佩克国家原油产量增长变化情况

单位：百万桶/日



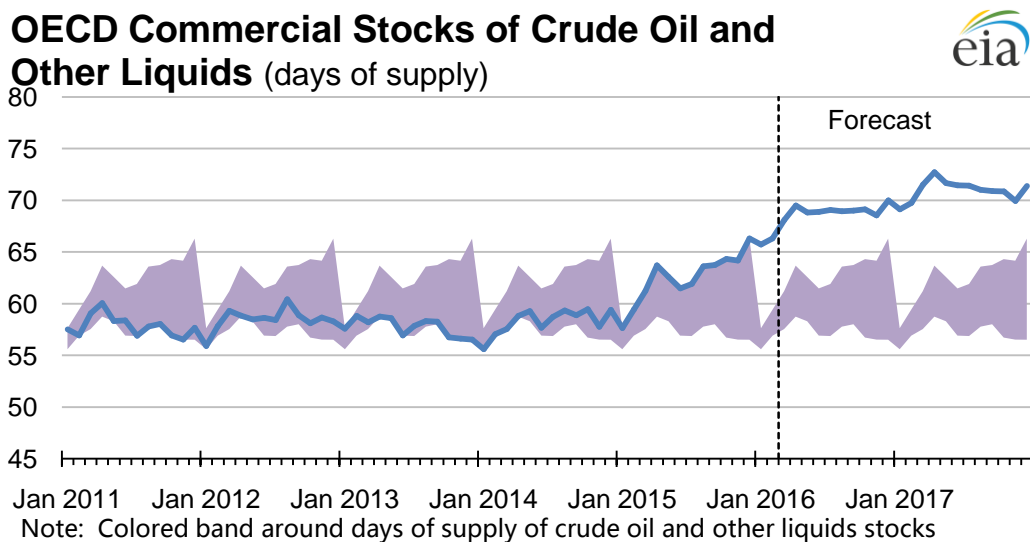
Source: Short-Term Energy Outlook, March 2016.

资料来源：EIA 南华研究

如果说原油市场去产能是油价企稳的关键，那么国际油价要真正实现反转需要另一个关键因素库存的下降。就全球目前原油库存水平来看，过高的库存水平仍是压制油价上涨的主要因素。从目前经合组织原油库存水平来看，目前水平处于历史绝对高位，供应天数接近 70 天，而历史平均天数为 59 天。

图：2.1.4. 经合组织原油库存变化

单位：供应天数



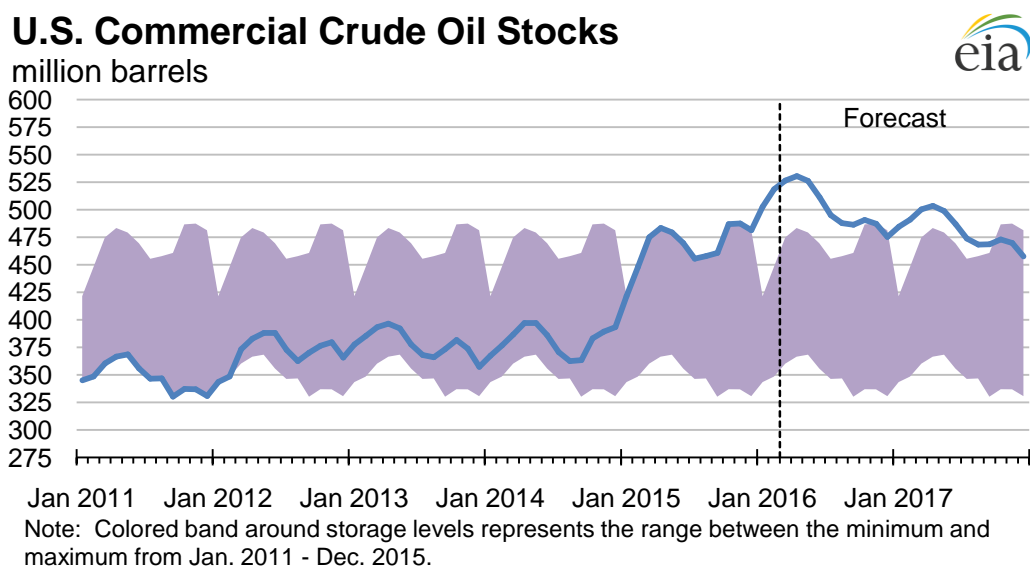
Source: Short-Term Energy Outlook, March 2016.

资料来源：EIA 南华研究

同时，目前美国商业原油库存也处于历史高位。2011-2015 年美国商业原油库存水平平均值为 3.89 亿桶，今年 2 月份库存已经超过 5.18 亿桶。EIA 预测，美国商业原油库存到 4 月份将超过 5.3 亿桶，此后在下半年开始缓慢下降。因此，国际油价在二季度仍将受到库存水平的压制。

图：2.1.5. 美国商业原油库存变化

单位：百万桶



Source: Short-Term Energy Outlook, March 2016.

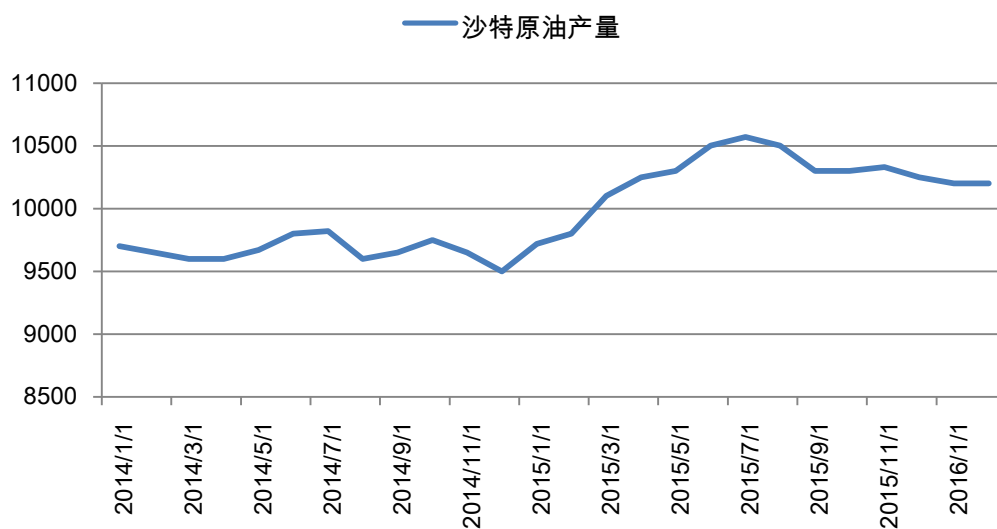
资料来源：EIA 南华研究

## 2.2. 主要产油国限产政策提振供应端变化预期

除了美国原油已经开始减产之外，全球其他主要产油国也开始着手考虑来稳定原油供应端的情况，不管限产政策能不能切实落地，但至少已经改变了供应将持续过剩的预期，本轮油价的反弹主要受益于此。今年 2 月 16 日，沙特、俄罗斯、卡塔尔和委内瑞拉四国石油部门官员召开闭门会议后达成协议，同意在其他产油国加入的条件下，把石油产量限定在今年 1 月的水平上，以便促进市场供给平衡。

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去年底的 1057 万桶/日水平下降至目前的 1020 万桶/日。尽管部分市场人士认为沙特原油产量从高位小幅下滑是由于沙特国内的季节性需求变化，但限产协议至少能使沙特不太可能在大幅增产。

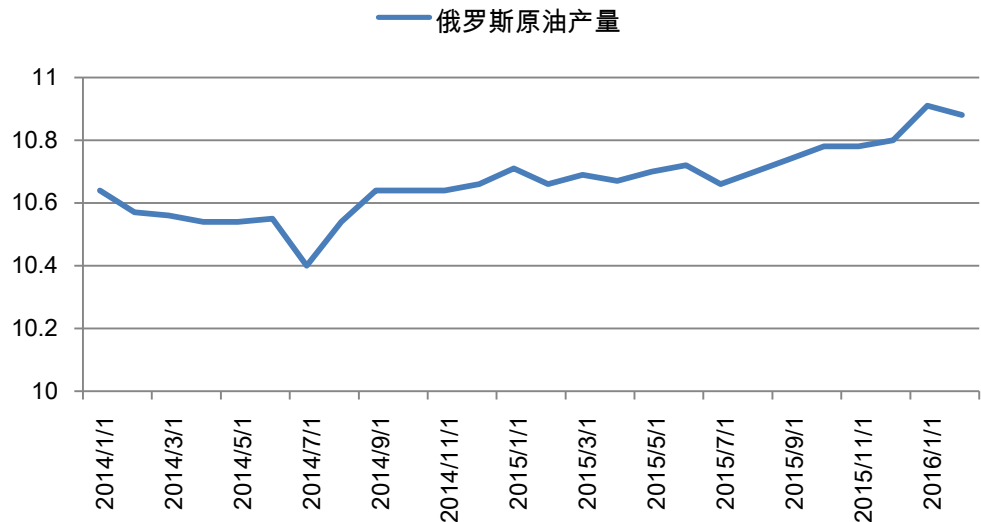
图：2.2.1 沙特原油产量 单位：千桶/日



资料来源：Bloomberg 南华研究

同样，俄罗斯原油产量也已经较一月的高位小幅下滑，至少在某种程度上兑现了四国的限产协议。此外，更多产油国参与的限产协议将在 4 月 17 日的多哈召开。这给原油市场带来积极信号，如果限产协议能够达成，供应和需求之间的差值就会缩减，从而有利于恢复油市。

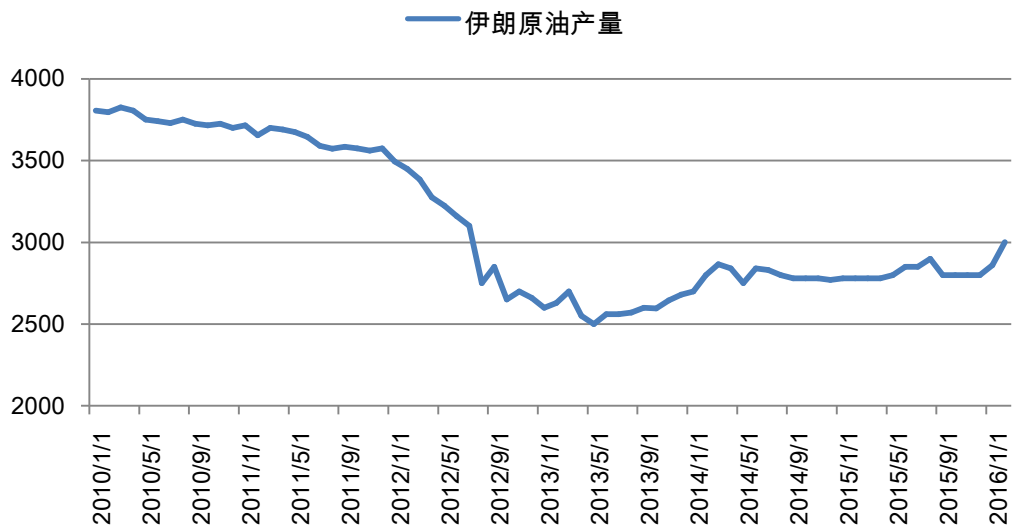
图：2.2.2 俄罗斯原油产量单位：百万桶/日



资料来源：Bloomberg 南华研究

当然，限产协议不会包括伊朗。伊朗已经明确表态产量恢复到制裁前水平不会考虑加入限产协议。从彭博的数据来看，伊朗产量在制裁解除后已经小幅上升。但是伊朗产量要恢复到制裁前水平从今年来看仍具有相当不确定性。

图：2.2.3 伊朗原油产量 单位：千桶/日



资料来源：Bloomberg 南华研究

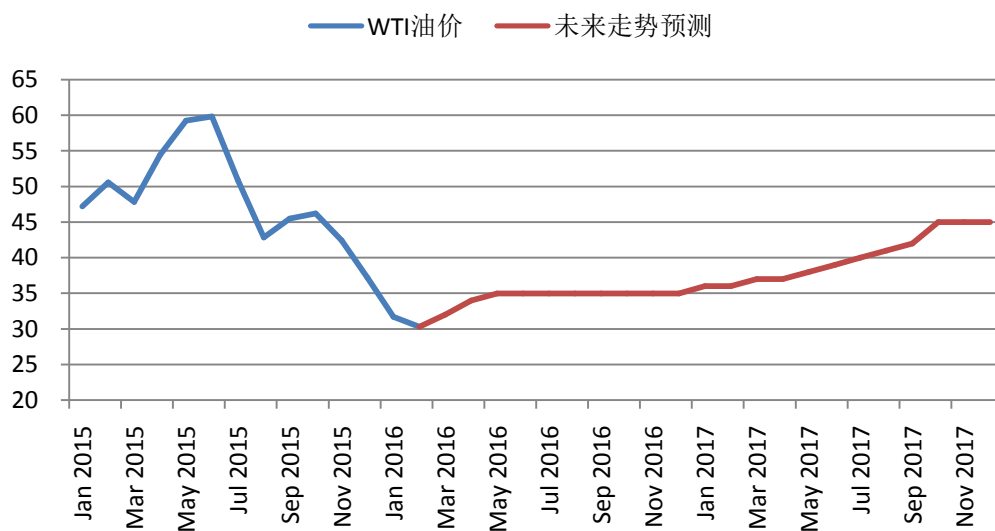
### 第3章 地缘政治及其影响

我们预计今年仍将是地缘政治风险高发年。叙利亚危机已经持续 5 年，和平之路仍然漫长，危机引发的难民潮也影响到欧洲的安全问题；沙特和伊朗两个产油大国关系的恶化；ISIS 仍未能得到有效遏制；朝鲜局势的复杂化；中美在南海的问题等等都注定今年地缘政治问题的复杂程度以及随之而来可能发生的黑天鹅事件。

### 第4章 油价预测

整体来看，持续近二年的全球原油市场供应过剩的基本面格局随着美国产量的下滑已经得以改善，如果主要产油国能够达成限产协议，产量停止增长，而需求又保持稳定增长，供应宽松的局面将会有效改善，这有利于油价的稳步抬升。而油价抬升的高度取决于供需差的收敛程度和速度。就目前情况来看，尽管供应过剩的局面有所缓解，但供大于求的基本面仍在延续，特别是全球高企的库存仍将限制油价进一步走高。我们预计二季度国际油价将在 30-45 美元区间波动。

图：4.1. 美国能源情报署对 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

广州市天河区天河北路 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](http://www.nanhua.net)