



智慧创造奇迹

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

周梓房 研究员

zhouzifang@nawaa.com

0571-87839284

投资咨询从业资格号

Z0012003

袁铭 助理研究员

ym@nawaa.com

0571-87830532

平衡节奏低于预期

摘要

- 供需再平衡随着欧佩克继续大幅增产的步伐, 时间节点上可能会后移, 同时, 欧佩克一些成员国未来仍有可能保持恢复性增产, 如果在四季度全球需求表现一般的情况下, 油价仍将被利空压制。

第1章 2016年三季度国际油价走势回顾

国际油价在上半年受到美联储加息延后、突发供应阶段性中断、主要产油国冻产提议等一系列利多的推动下突破 50 美元关口至年内新高。进入三季度，国际油价走势主要分三波行情。第一波，随着冻产协议未能达成，欧佩克继续原油产量继续创新高的供应忧虑打压，油价大幅探底至 40 美元附近。第二波，随着市场再次陷入恐慌，欧佩克再次祭出冻产协议以期缓解全球供应过剩压力，加之美国原油库存持续大幅下滑，油价快速从 40 美元低位一举再次突破 50 美元。第三波，由于反弹缺乏基本面的支撑，油价再次回落至 50 美元下方后开始弱势盘整。因此，三季度油价要有所表现，仍有待基本面的改善预期。

图：1.1. 国际油价走势变化

单位：美元/桶



资料来源：文化财经 南华研究

第2章 原油基本面梳理

2.1. 基本面仍将主导四季度行情

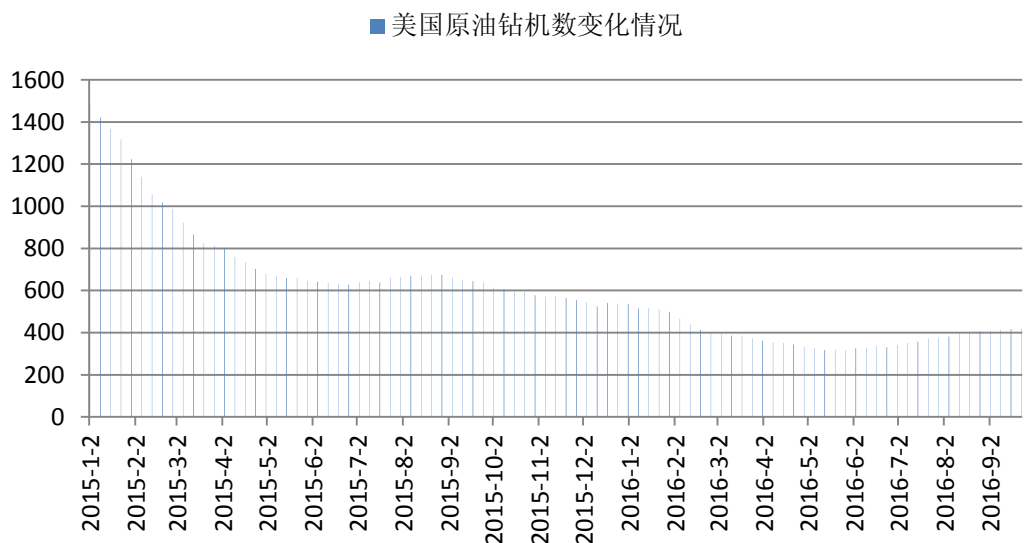
国际油价要真正实现企稳甚至反转行情，必须要有供需基本面来主导。从需求端来看，目前仍并不是市场关注焦点。因为，最近几年不论油价在高位还是低位，全球原油需求年均增长基本保持在 120 万桶/天水平，在全球经济缓慢复苏的背景下，市场也不会指望需求端能有显著的激增。因此，市场还是较为关注原油供应端能有什么样的变化，而只有供应增长确确实实地放缓，国际油价才能真正企稳反转。

目前市场比较担忧的是，随着油价的反弹，将会最终刺激页岩油的复产。原油空头认为，美国页岩油产区石油生产活动的恢复将加剧全球原油供应过剩局势，并放缓油市平衡步伐。近期美国石油钻井数量的增加反映出原油市场的一个新的现实。在当前情况下，国际油价复苏使得美国石油产出成本逐步下降，市场预期前期因原油价格暴跌而遭受重创的页岩油生产商将会有再次恢复原油产出的动力。

自今年 5 月底以来，美国原油钻井数出现了 15 周的上涨，最新的美国原油钻井数已经升至 418 口，较低位增加 102 口，不过仍较去年同期少 240 口。

图：2.1.1. 美国原油钻井数变化

单位：口

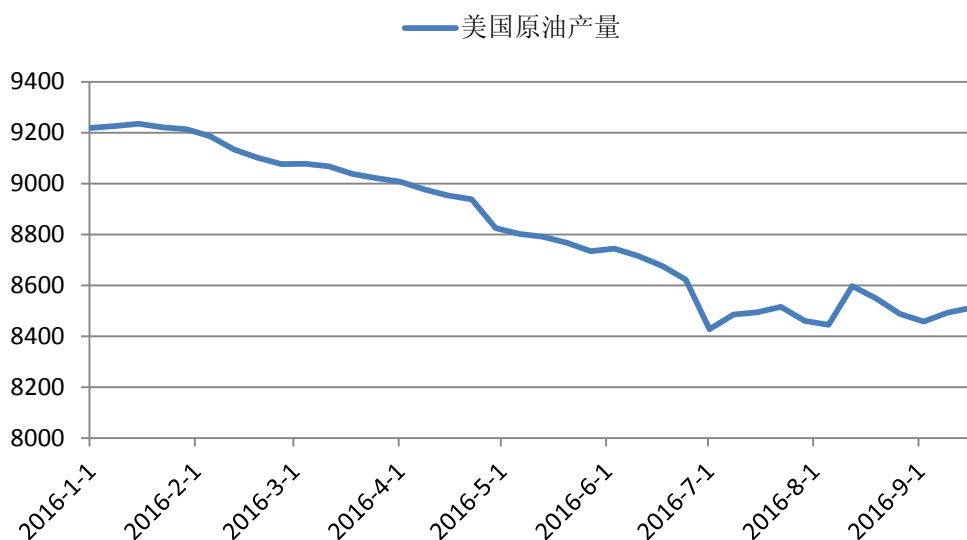


资料来源：Bloomberg 南华研究

随着美国原油钻井数的持续增长，美国原油产量下滑的趋势有所放缓。从美国能源情报署（EIA）的预测来看，今年美国原油日产量为 877 万桶/天，较此前预测调高了 17 万桶/天，去年为 942 万桶/日，日减产量 65 万桶，此前预测为日减产 80 万桶。国际能源署（IEA）近期也悲观的预测，2017 年的原油市场将连续第四年出现供应过剩，因非欧佩克产油国对低油价的适应能力超出预期。

图：2.1.2 美国原油产量下滑放缓

单位：千桶/日

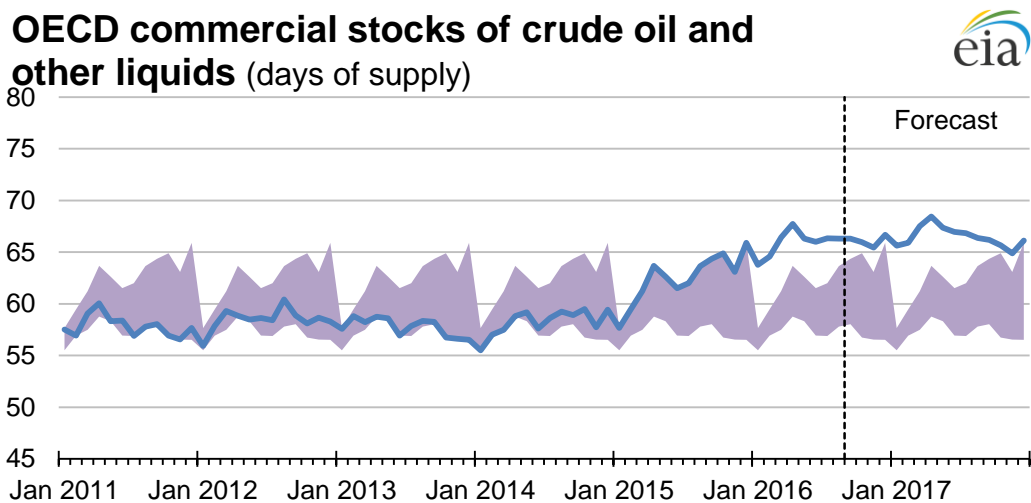


资料来源: Bloomberg 南华研究

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 66 天,高于历史平均天数的 59 天,而从 2017 年的预测情况来看,OECD 国家原油库存水平仍将继续维持在目前水平。

图: 2.1.3. 经合组织原油库存变化

单位: 供应天数



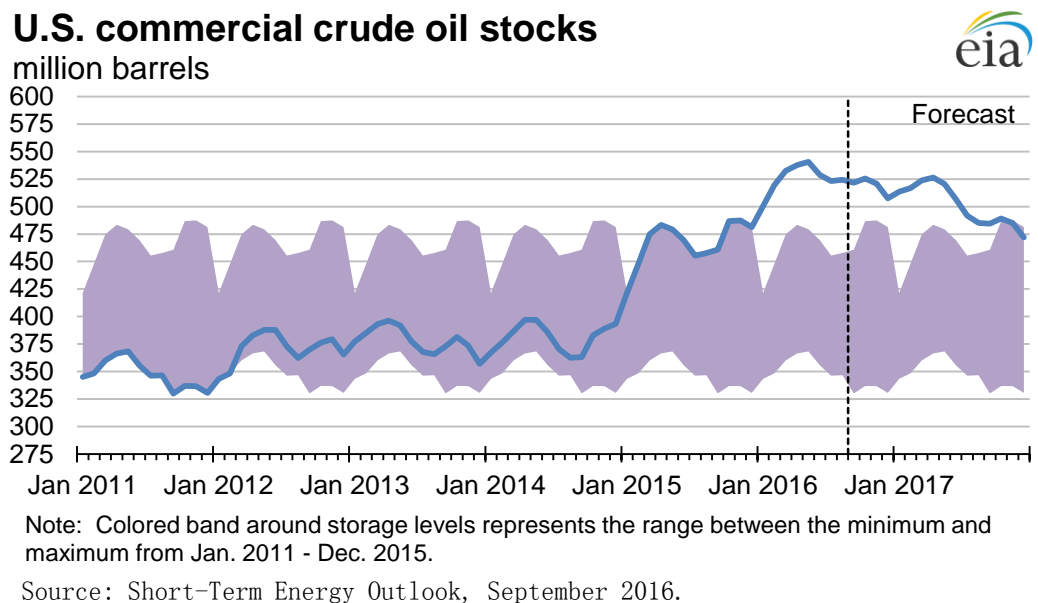
Note: Colored band around days of supply of crude oil and other liquids stocks represents the range between the minimum and maximum from Jan. 2011 - Dec. 2015.
Source: Short-Term Energy Outlook, September 2016.

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 5.24 亿桶。不过，EIA 预测，美国商业原油库存到年底将降至 5 亿桶水平，到明年年底将降至 4.7 亿桶。尽管库存绝对水平仍较历史均值偏高，不过预期库存的下降会缓和市场供应持续过剩的忧虑。

图：2.1.4. 美国商业原油库存变化

单位：百万桶



资料来源：EIA 南华研究

2.2. 其他主要产油国产量变化情况

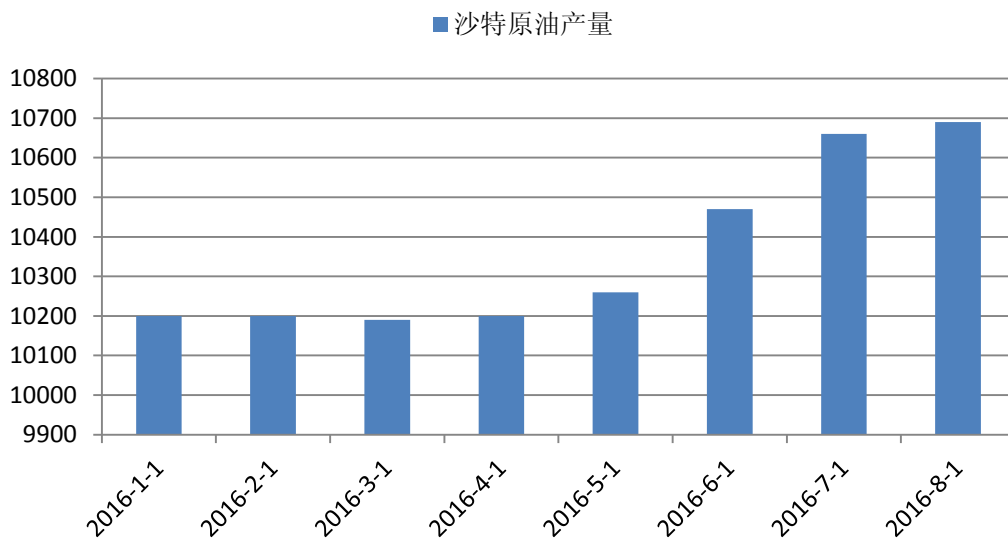
除了美国原油产量从去年年中开始缓慢下滑之外，全球其他主要产油国也开始着手考虑来稳定原油供应端的情况。从今年的情况来看，一次 1 月份四个产油国冻产的初步意向，4 月份诸多产油国的多哈冻产会议，以及 9 月底的阿尔及利亚冻产会议，虽然前两次都没有成功，且此次会议也不会有结果是大概率事件，但至少已经改变了供应将持续过剩的预期，今年以来油价走势都主要受益于此。摩根大通认为，OPEC 更有可能在 2017 年年中的会议上达成协议，而非 11 月份的会议。达成一致的前景取决于沙特、伊朗和俄罗斯之间能否达成公平、透明且有约束力的协议。从时间上来看，如果接下来的四季度出现暖冬或者尼日利亚和利比亚产量反弹强劲导致油价走软，可能会促使产油国之间达成协议的紧迫性。

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 1020 万桶/日水平上

升至目前的 1069 万桶/日，增幅接近 50 万桶/日。

图：2.2.1 沙特原油产量

单位：千桶/日

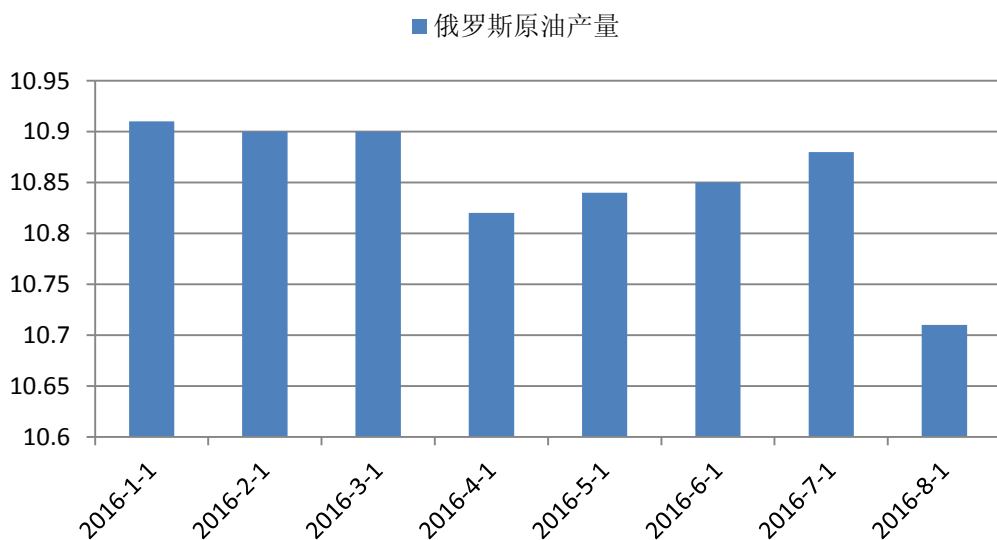


资料来源：Bloomberg 南华研究

另一个产油大国俄罗斯原油产量今年整体保持在 1000 万桶/天之上的水平，没有出现大幅减产的迹象，这表明这些产油大国仍在继续增产抢占市场份额。

图：2.2.2 俄罗斯原油产量

单位：百万桶/日

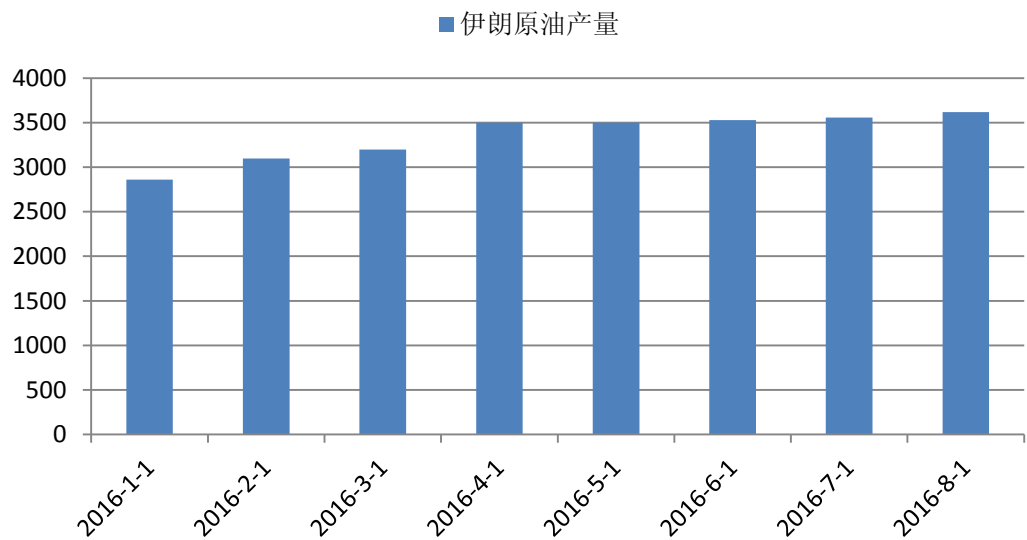


资料来源：Bloomberg 南华研究

此外，伊朗是冻产协议能够达成的关键国家。目前来看，伊朗并不愿意放弃其制裁前的产量份额。彭博数据显示，今年以来，伊朗原油产量已经从年初的 286 万桶/天水平增长至目前的 362 万桶/天，增长 76 万桶/天。伊朗坚持表示，将在日均产量略超过 400 万桶后考虑限制产出。伊朗建议将其产量目标设定为 OPEC 市场份额的 13%，即 417 万桶/日。目前，伊朗产量约每日 360 万桶，而沙特希望伊朗维持该产量，甚至进行减产。因此，欧佩克两大产油国存在的分歧就注定了冻产协议达成的艰难性。

图：2.2.3 伊朗原油产量

单位：千桶/日

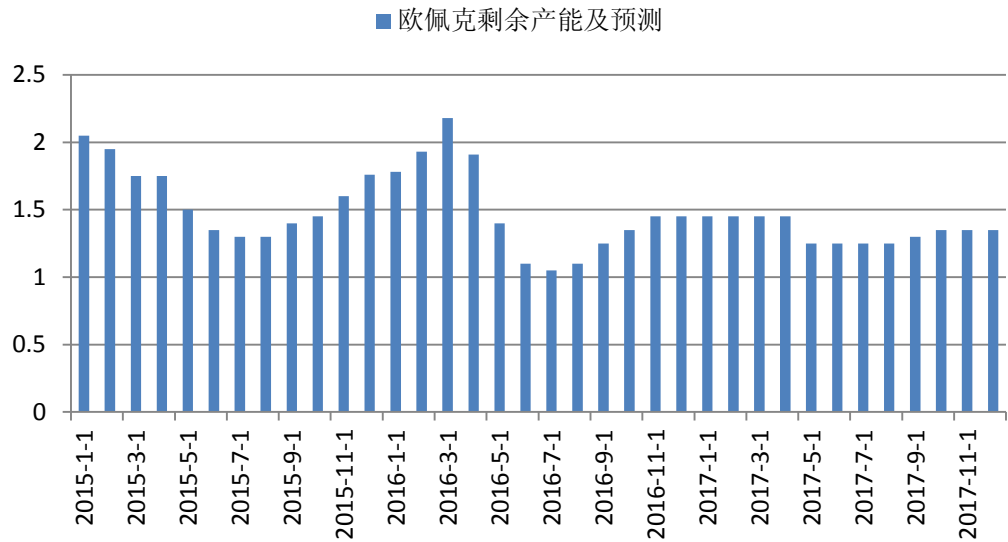


资料来源：Bloomberg 南华研究

剩余产能是否充足是欧佩克能不能在未来继续增产的前提。随着欧佩克大举增产，去年以来，欧佩克剩余产能已经大幅下滑，在各产油国目前产量水平达到历史高位的情况下，需要关注未来欧佩克继续增产的可能性有多大，虽有潜力，但潜能已不大。这或许是各国都有意愿在目前水平下来谈冻结产量的一个原因。

图：2.2.4 欧佩克剩余产能

单位：百万桶/日

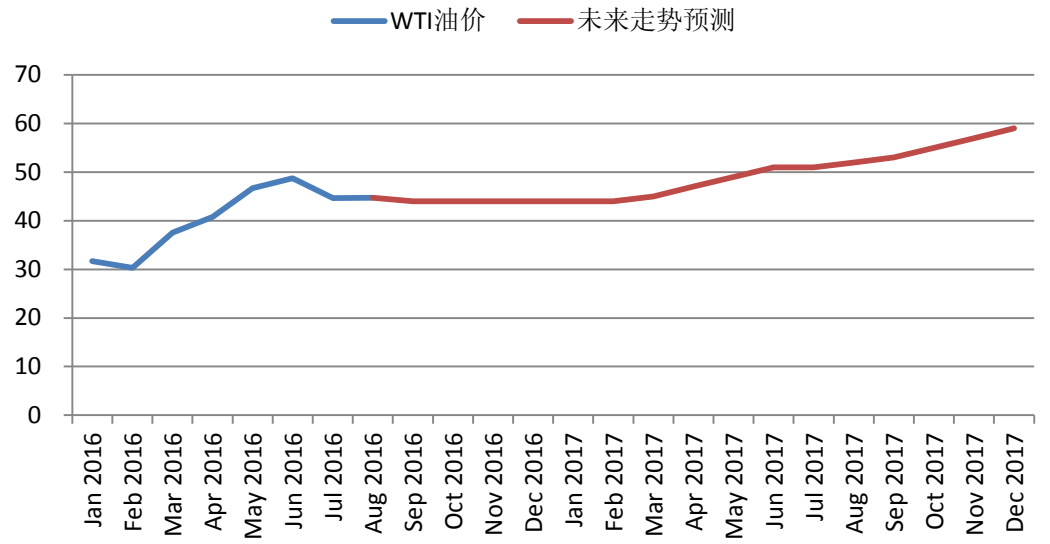


资料来源: Bloomberg 南华研究

第3章 油价预测

整体来看,美国原油产量下滑速度有所放缓,而更为市场关注的欧佩克等产油国仍在继续保持增产,这也意味着市场此前预期的供需再平衡的时间节点可能会继续后移,这对原油市场多头是一个较大的打击。因此,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将延续,特别是四季度,如果利比亚、尼日利亚等国产量有所恢复,伊朗继续增产去接近它的前期水平,国际油价或仍将维持目前的弱势运行格局。我们预测,如果四季度没有较大的基本面利好推动,油价很难有效突破 50 美元。

图: 3.1. 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