



智慧创造奇迹

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

袁铭 原油研究员
ym@nawaa.com
0571-87830532

利空出尽待利多

摘要

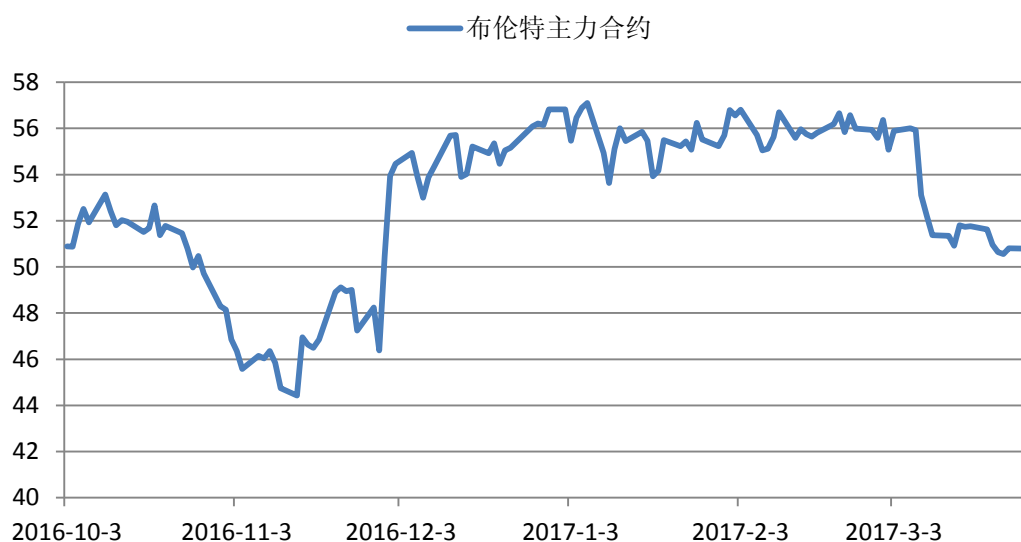
- 欧佩克减产执行情况较以往都好，对稳定原油市场起到了非常积极的作用。全球原油库存上涨对欧佩克的减产政策有一定的抵消力，不过这里有短期季节性因素。美国页岩油产量增长也在市场预期之内，因此，油价本轮回调已经消化上述利空。接下来的二季度，市场会将焦点集中在欧佩克是否延续减产政策，季节性需求（库存下降）是否会超过市场预期。

第1章 2017年一季度国际油价走势回顾

国际油价自今年伊始以来一直保持着较低的波动率，油价运行区间整体维持在 54-57 美元一线窄幅震荡近两个月。不过，随着 3 月 8 号国际油价暴跌以来，WTI 油价一度跌破 50 美元支撑，给了多头一个巨大的打击。那么原油市场再平衡之路就此结束，国际油价是否再次开启了下跌模式，亦或是短期数据利空的急压呢？

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. 短期基本面利空主导

市场多头坚持认为，欧佩克到目前为止，减产的执行率都保持在较高水平，且非欧佩克国家的减产执行率也在逐步提高，油价大跌后沙特和俄罗斯可能会更紧密的合作。虽然全球原油库存下降缓慢且不如预期，但这也为产油国延长减产期限提供了合理的依据。

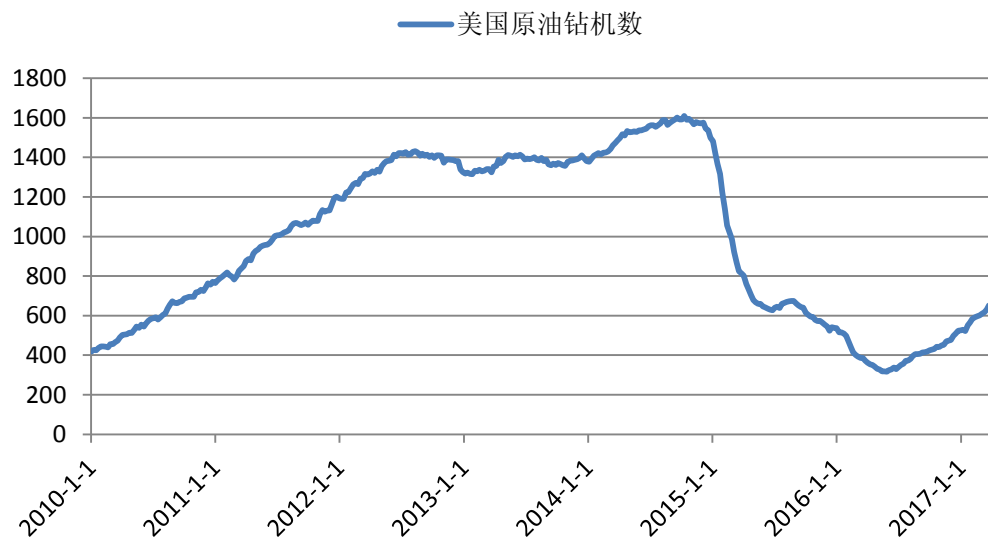
市场空头则认为，近期美联储加息节奏快于市场预期，对包括原油在内的大宗商品将形成长期压制。同时，美国页岩油产量增长较快，美国原油出口也增长较快，市场份额之争将最终会迫使欧佩克放弃减产协议。沙特石油官员近期也表示，不会允许非欧佩克产油国在欧佩克国家减产时“搭便车”，欧佩克不会无底线地减产并听凭页岩油增产。

看来，多空双方各有各的充分理由，油市在 50 美元一线开始了新一轮多空博弈。但是抛开众多多空信息之外，美国页岩油供给始终是个最大的利空或者是最大的一个不确定因素，也是市场目前最关注的。

随着油价的企稳抬升，自去年 5 月底以来，美国原油钻机数出现了持续增长的趋势，最新的美国原油钻井数已经升至 652 口，较低位时已经翻番，较去年同期增幅接近 100%。目前美国原油钻机数水平接近当时 2015 年 5 月的水平，当时美国原油产量约 910 万桶/天水平，而从目前美国原油周度产量来看，美国原油产量也在 910 万桶/天水平。

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

确实，美国能源情报署(EIA)在3月月报中大幅上调了今年的原油产量预期。EIA 预计，2017 年美国原油产量 921 万桶/天，同比增长 33 万桶/天，2 月份报告预测时，2017 年美国原油产量 898 万桶/天，同比增长仅 10 万桶/天。不过，EIA 是基于 2017 年 WTI 油价 53.5 美元/桶做出 33 万桶/天增长的预测，一旦油价预期下调，产量增长也将会被下调。美国花旗报告显示，原油价格在 40 美元，美国产量无法持续增长，油价在 50 美元，美国关键地区产量会增长，一旦油价到达 70 美元，页岩油产量或会全面恢复。因此，美国页岩油生产商也不愿乐见低油价。也就是说，在目前油价水平下，美国页岩油产量虽然确实增长了，但这也市场预期之内，且目前增长水平还不足以抵消欧佩克的减产水平，表明供给水平仍在收缩。

图：2.1.2 美国原油产量变化情况

单位：千桶/日



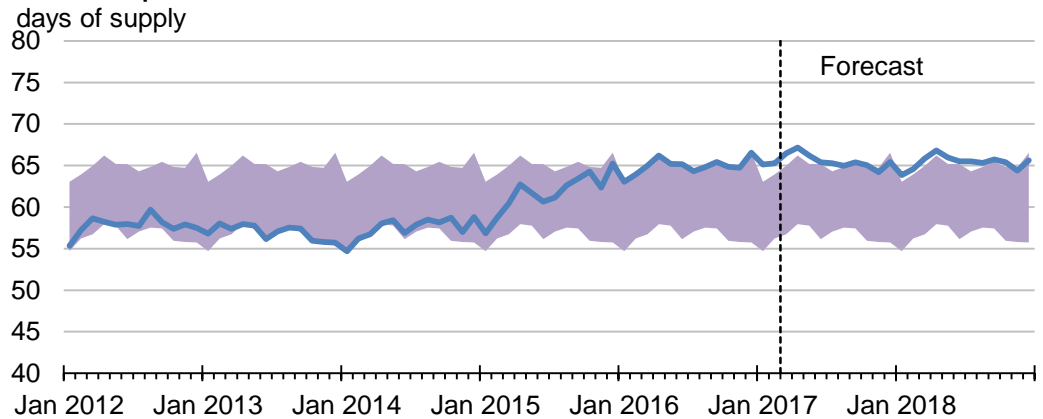
资料来源：Bloomberg 南华研究

本轮油价下跌的主导因素之一是在欧佩克减产的情况下库存仍在上涨，市场在久盘后出现恐慌性抛盘。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 67 天，高于历史平均天数的 60 天，而从 2017 年的预测情况来看，OECD 国家原油库存水平将在 6 月后开始下滑。

图：2.1.3. 经合组织原油库存变化

单位：供应天数

OECD commercial stocks of crude oil and other liquids

Note: Colored band around days of supply of crude oil and other liquids stocks represents the range between the minimum and maximum from Jan. 2012 - Dec. 2016.
 Source: Short-Term Energy Outlook, March 2017.

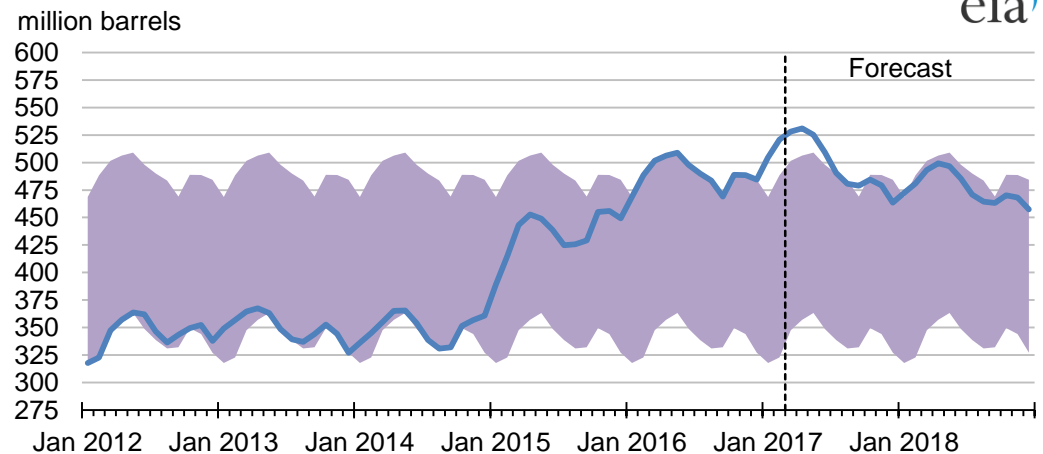
资料来源: EIA 南华研究

同时,目前美国商业原油库存也处于历史高位。截止目前美国原油库存已经超过 5.3 亿桶。不过, EIA 预测,美国商业原油库存将会从 5 月开始下降,到年底将降至 4.6 亿桶水平。因此,库存上涨的利空因素在 2 季度或会有所转变。

图: 2.1.4. 美国商业原油库存变化

单位: 百万桶

U.S. commercial crude oil stocks

Note: Colored band around storage levels represents the range between the minimum and maximum from Jan. 2012 - Dec. 2016.

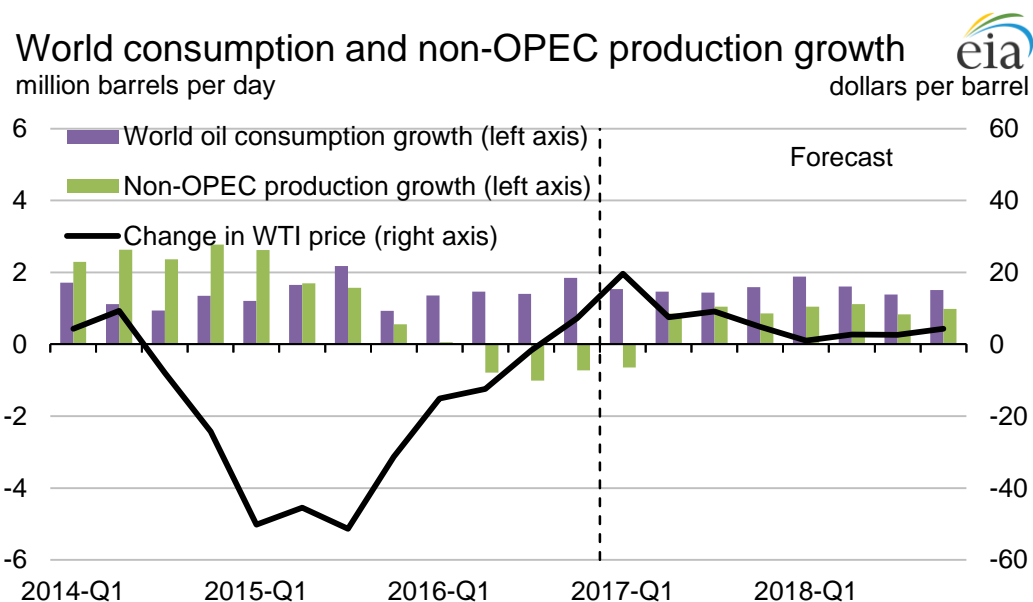
Source: Short-Term Energy Outlook, March 2017.

资料来源: EIA 南华研究

尽管美国原油产量持续增长，不过 EIA 最新月报中预测，全球原油需求增速今明两年仍将高于非欧佩克原油供给增速。因此，只要欧佩克原油供给能够严格控制，或限产协议延长至年底，供需平衡仍能够按部就班的到来。

图：2.1.5. 全球需求增速与非欧佩克产量增速对比

单位：百万桶/日



Source: Short-Term Energy Outlook, March 2017.

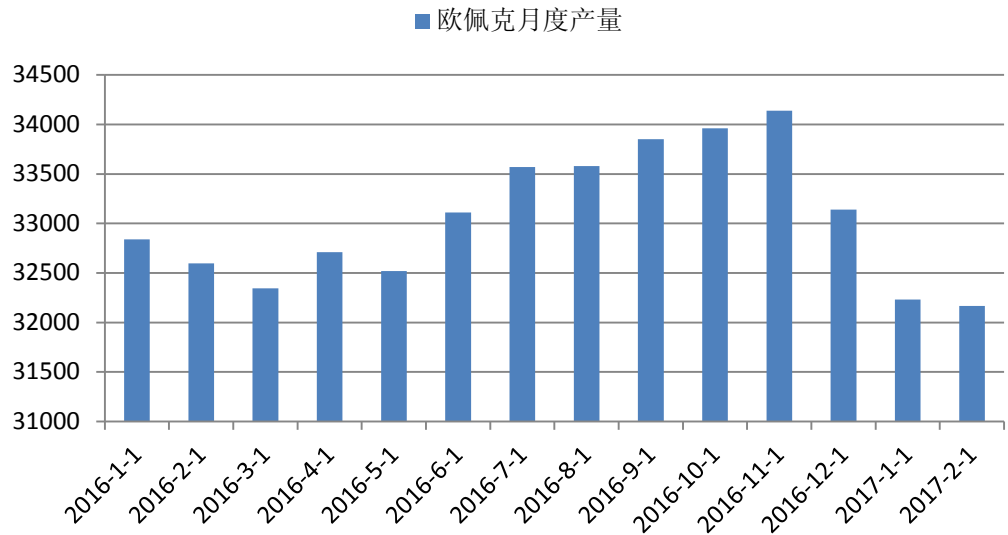
资料来源：EIA 南华研究

2.2. 欧佩克减产执行率支撑油价

从欧佩克今年执行减产协议以来，虽然市场充斥着对减产执行力的怀疑态度，但是到目前为止，欧佩克的整体执行率显然较以往历次都要好。彭博数据显示，欧佩克去年产量高峰在 11 月的 3414 万桶/天，而今年 2 月份产量已经降至 3217 万桶/天，减少 197 万桶/天。欧佩克近期表示，将继续严格执行减产协议，且非欧佩克国家的减产执行率将继续攀升。如果届时全球库存仍然高企，不排除延长减产协议的期限。

图：2.2.1 欧佩克原油月度产量

单位：千桶/日

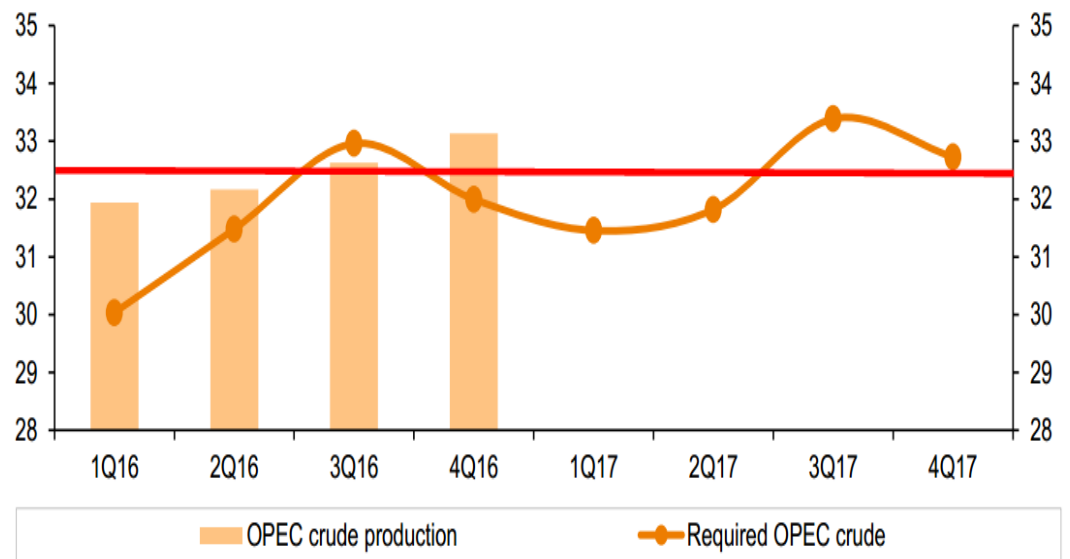


资料来源: Bloomberg 南华研究

从欧佩克最新月报预测来看, 只要欧佩克能够把产量限制在 3250 万桶/天水平, 市场对欧佩克的原油需求在下半年就会超过欧佩克对市场的供给。如果市场其他条件不变, 油价在下半年仍有利多基本面支撑。

图: 2.2.2 欧佩克供应及市场对欧佩克需求预测

单位: 百万桶/日



资料来源: OPEC 南华研究

第3章 油价预测

整体来看，EIA 预测，今年全球原油供给 9824 万桶/天，供给增长 107 万桶/天，全球需求 9815 万桶/天，需求增速 151 万桶/天。从供需绝对量来看，供给量略多于需求，但从相对增量来看，需求增长大幅高于供给增长。因此，原油市场供需平衡的预期并未被打破，美国页岩油产量在目前油价水平下也不会超预期增长，只要欧佩克能够严格履行限产协议或在此基础上延长，目前的油价不失为买入机会。

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