



增产与减产之争

摘要

- 欧佩克减产不可谓不努力，而美国增产也势在必行。虽然市场供需平衡在收窄，但库存依旧高企，季节性需求表现平淡，油价仍处于 50 美元之下弱势运行。不过，尽管美国原油产量持续增长，全球原油需求增速今明两年仍将高于原油供给增速。因此，只要欧佩克原油供给能够严格控制，全球供需仍将会趋于平衡，不过全球高企的库存下降仍将会变得非常缓慢。

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

0571-89727505

第1章 2017年上半年国际油价走势回顾

受欧佩克减产推动市场再平衡的预期，国际油价一季度运行区间整体维持在 54-57 美元一线窄幅震荡。进入二季度国际油价波动加大，自 5 月下旬以来快速从 55 美元一线下跌至目前的 45 美元附近，跌幅达到 18%，令一些市场投资者感到诧异。因为，油价下跌的时间节点也正是欧佩克达成延长减产时间至明年一季度的时候。这样的利多都无法提振油价，市场到底在担忧什么？是对欧佩克的减产没有信心，或是美国产量的大幅飙升会抵消欧佩克的努力，还是市场看到原油库存水平仍处于高位的失望情绪？

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

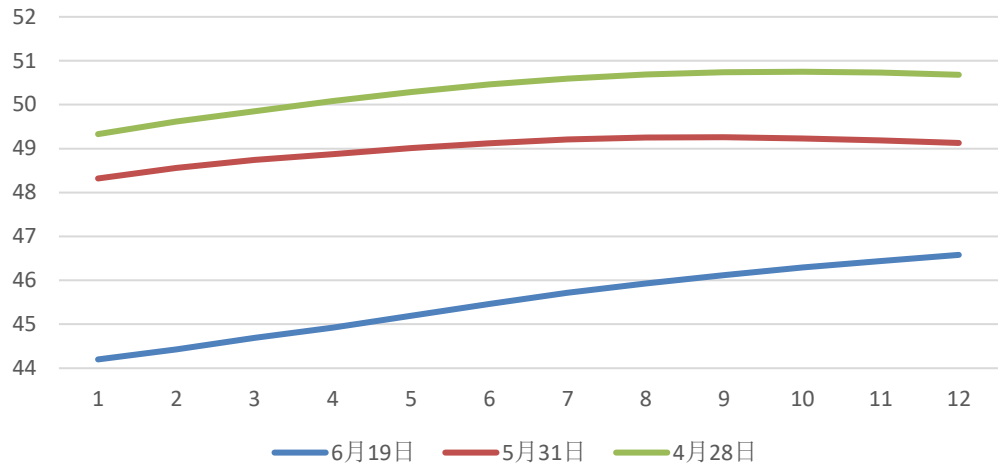
2.1. 布伦特远期升水结构加深

从布伦特原油的价格曲线可以看出，4 月和 5 月国际油价的远期升水结构有所收窄，而到了 6 月，受供应过剩预期的影响，近端压力明显大于远端，市场结构的远期升水再次走扩，表明市场再次陷入空头氛围。

图：2.1.1 布伦特期货市场结构

单位：美元/桶

布伦特价格曲线



资料来源：Bloomberg 南华研究

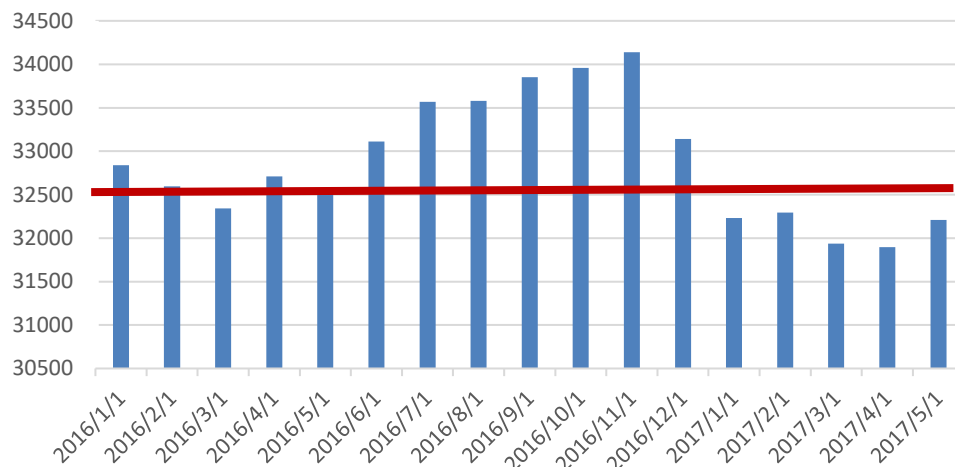
2.2. 欧佩克延长减产协议暂未起到支撑市场的作用

事实上，欧佩克自去年底实施的减产计划到目前为止来看，减产的执行力度还是非常好的，减产目标是将原油日产量控制在 3250 万桶水平。从彭博的数据来看，欧佩克 5 月份日产量为 3221 万桶，显然，欧佩克已经兑现了其承诺，产量已经回落至 2015 年水平。因此，我们没有必要去猜疑欧佩克是否会在下半年继续保持住目前的产量水平。因为从博弈的角度来看，欧佩克此前大幅增产打压页岩油的策略并未奏效，或者说有一定的效果，但是自身也受不了长期低油价，最终还是放弃的低价促量的政策，转而减量稳价的策略，且该政策将延续至明年一季度，足见欧佩克政策改变的决心。

图：2.2.1 欧佩克原油月度产量

单位：千桶/日

欧佩克月度产量

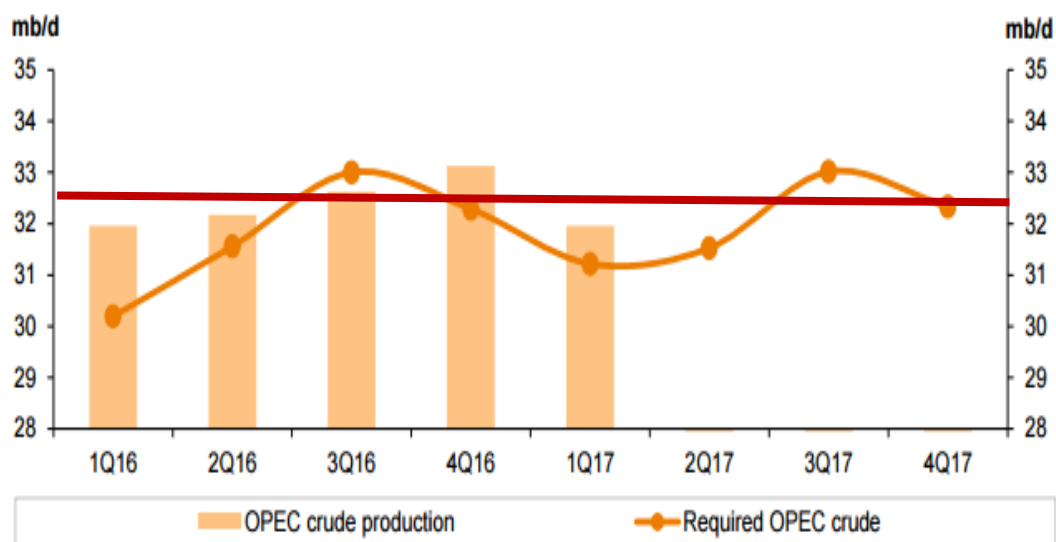


资料来源: Bloomberg 南华研究

从欧佩克最新月报预测来看, 尽管欧佩克原油产量下滑, 但由于非欧佩克国家的增产, 市场对于欧佩克原油的需求仍低于欧佩克产出水平, 表明市场仍处于宽松状态, 欧佩克预测下半年市场会更趋向于平衡。如果欧佩克预测兑现, 尽管目前国际油价表现疲软, 不过3季度油价将会是最有机会走强的时间段, 不然, 国际油价走势料将再次偃旗息鼓。

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

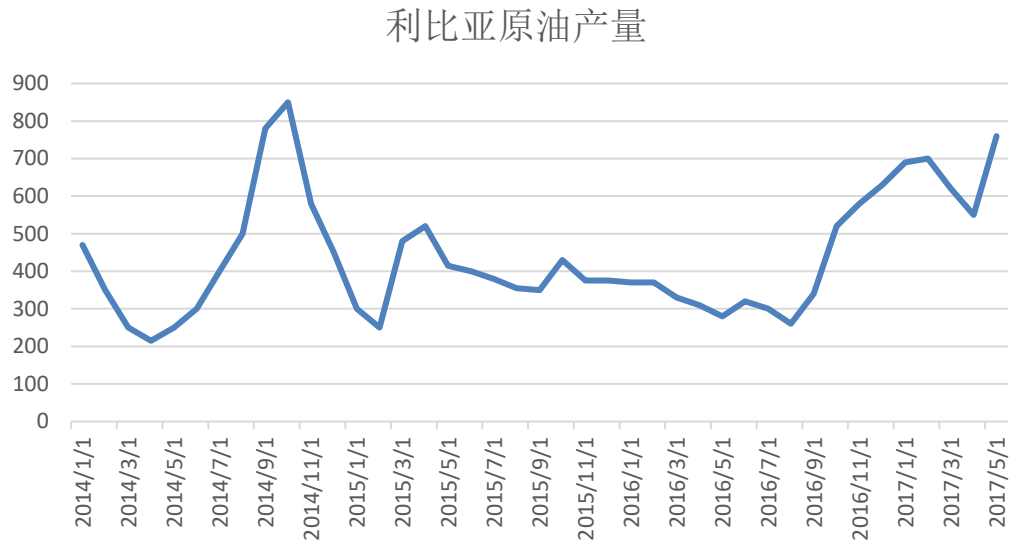


资料来源: OPEC 南华研究

此外，欧佩克当中两个产量不受限制的产油国目前产量有一定的恢复可能会抵消部分欧佩克减产的努力。彭博数据显示，利比亚目前原油产量较去年 10 月份高出 24 万桶/天；尼日利亚目前原油产量较 10 月份增长 10 万桶/天。不过，我们认为，这两个国家目前的政治局势还并不支撑他们有一个长期稳定的原油产出。

图：2.2.3 利比亚原油产量恢复性增长

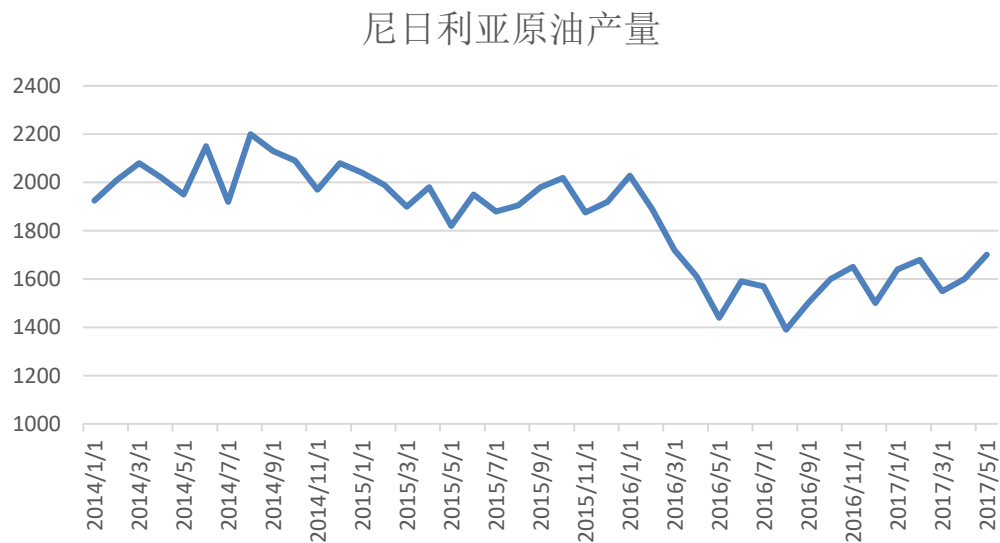
单位：千桶/日



资料来源：Bloomberg 南华研究

图：2.2.4 尼日利亚原油产量

单位：千桶/日



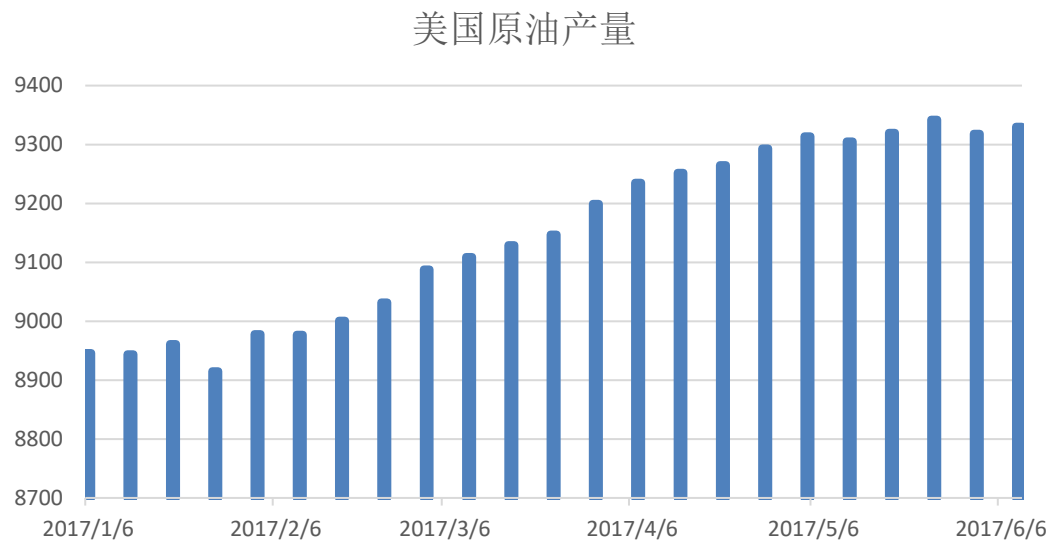
资料来源：Bloomberg 南华研究

2.3. 美国原油产量继续保持良好态势

随着油价自今年初以来逐渐的企稳，美国原油产量也不断上升。EIA 每月月报不断提高对美国原油产量水平的预估。EIA 最新月报预测数据显示，2017 年美国原油日产量为 933 万桶，同比增长 46 万桶/天，并预测 2018 年原有日产量将突破 1000 万桶，同比增长 67 万桶/天，并一举超过 2015 年时的产量峰值，足见美国原油产量的韧性和强劲的发展态势。这也是目前原油市场上无法回避的最大利空。如果单从美国增产和欧佩克减产的绝对量来看，美国增产并未抵消掉欧佩克的减产，如果把整个非欧佩克纳入进来比较，或许欧佩克的努力将会付之东流。EIA 预测数据显示，非欧佩克 2017 年原油产量同比增长 91 万桶/天，2018 年同比增 122 万桶/天。显然，从预测数据上来看，欧佩克的减产会被非欧佩克增产所抵消，但还不会让市场再度进入供需失衡格局，除非欧佩克再次增产。

图：2.3.1 美国原油产量变化情况

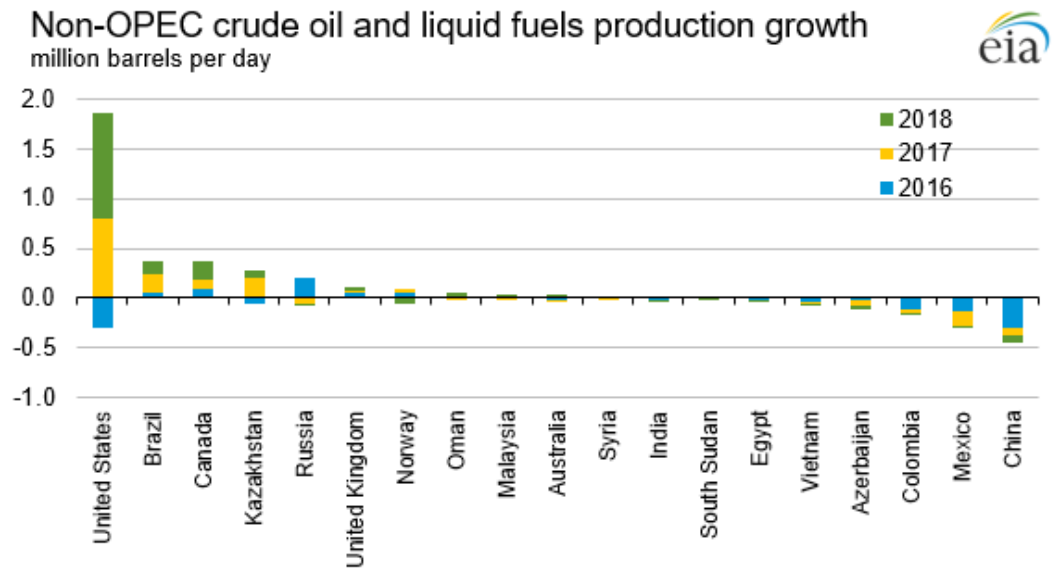
单位：千桶/日



资料来源：Bloomberg 南华研究

图：2.3.2 非欧佩克原油产量变化及预测

单位：百万桶/日



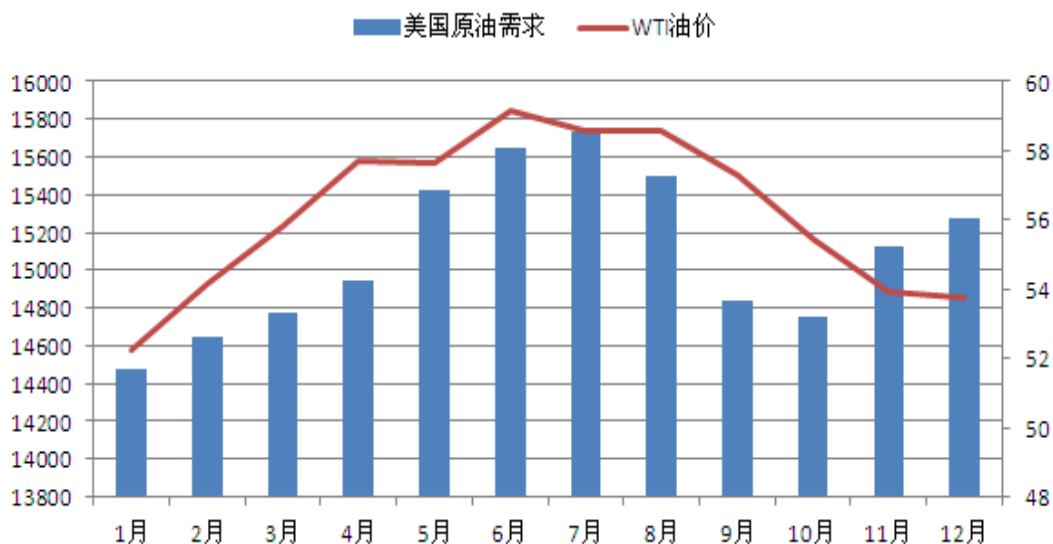
资料来源：EIA 南华研究

2.4 季节性需求表现不强

影响原油价格变化的因素众多，但是其中某些影响因素可能会在每年反复出现，并造成相似的价格波动，这就是投资者较为关注的原油市场季节性变化规律对油价的影响。例如，在原油供应相对稳定的情况下，需求旺季带来的价格高企或消费转淡后的价格低落。当然，季节性规律也不是永恒不变的，其规律变化可能只适合某些特定阶段，比如，近年原油市场特点是供需失衡结构，这就大大削弱了原有的季节性规律。因此，常常需要结合其他相关因素做出客观评估。

图：2.4.1 美国原油需求与油价

单位：千桶/日

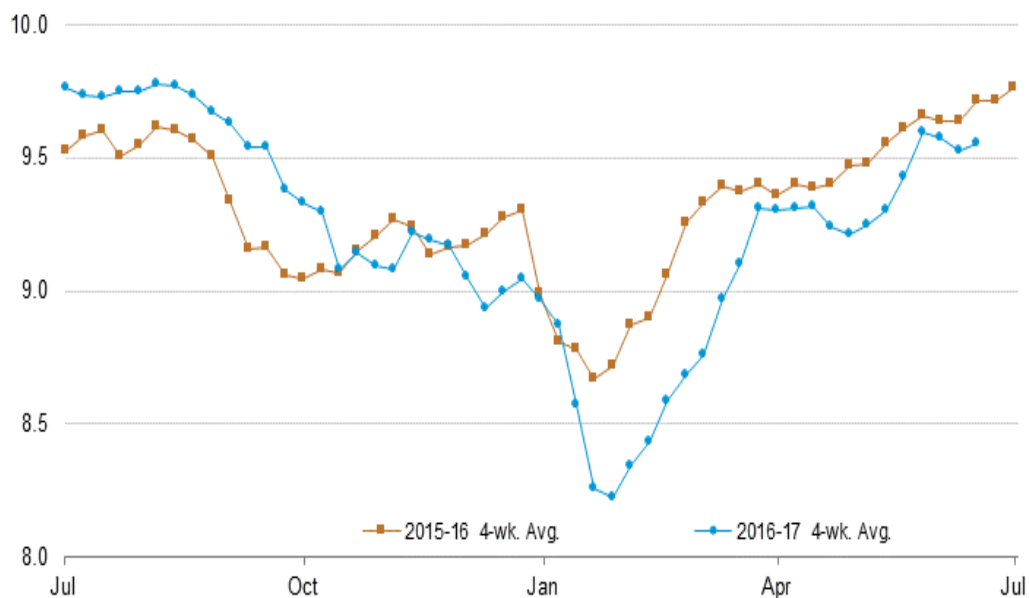


资料来源: Bloomberg 南华研究

从季节性需求来看,美国目前原油需求同比仅增幅 1.6%;汽油库存与去年大体持平,汽油需求不及去年,显然从目前数据来看,我们并不看好夏季的季节性需求这一利多因素。

图: 2.4.2 美国汽油需求变化

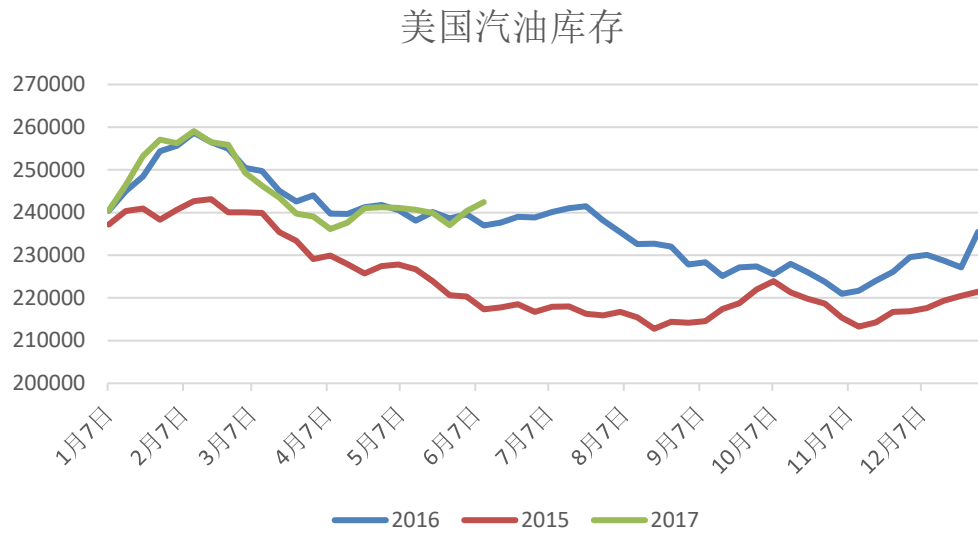
单位: 百万桶/日



资料来源: EIA 南华研究

图：2.4.3 美国汽油库存变化

单位：千桶



资料来源：Bloomberg 南华研究

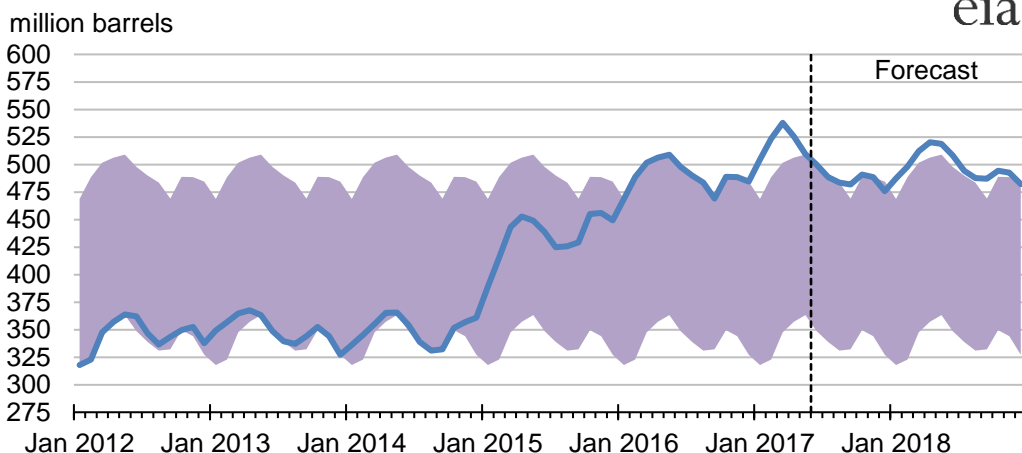
2.5 原油库存降幅缓慢

库存数据或许是看基本面情况好坏最直观的指标了。EIA 数据显示，美国原油库存已经从 3 月份的历史高位 5.38 亿桶降至 5 月份的 5.1 亿桶，虽然降幅缓慢，但下降的趋势仍在，并预计下半年原油库存会继续降至 5 亿桶之下，不过也不会太乐观，因为，EIA 预测至 2018 年底，美国原油库存仍将维持在 5 年库存均值的上限。

图：2.5.1 美国原油库存变化

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, June 2017.

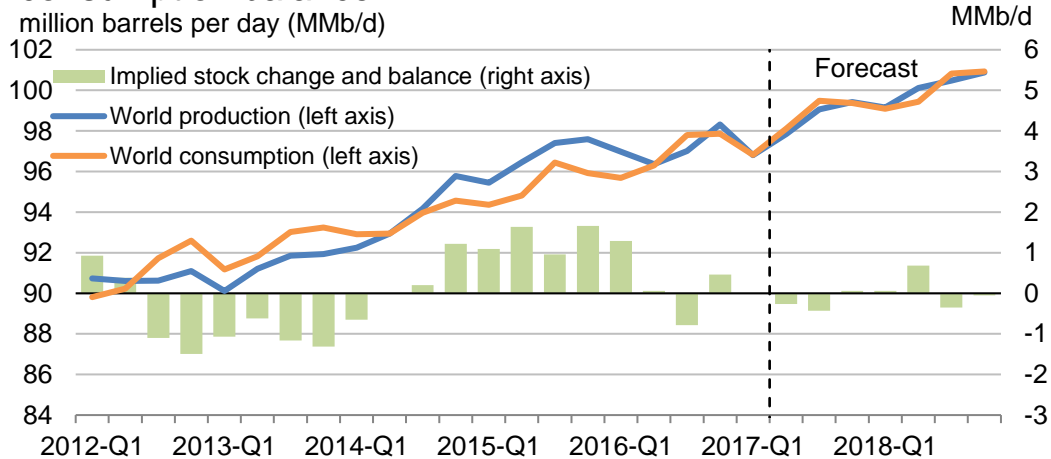
资料来源：EIA 南华研究

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，全球供需仍将会趋于平衡，不过全球高企的库存下降仍将会变得非常缓慢。

图：2.5.2 全球供需平衡预测

单位：百万桶/日

World liquid fuels production and consumption balance



Source: Short-Term Energy Outlook, June 2017.

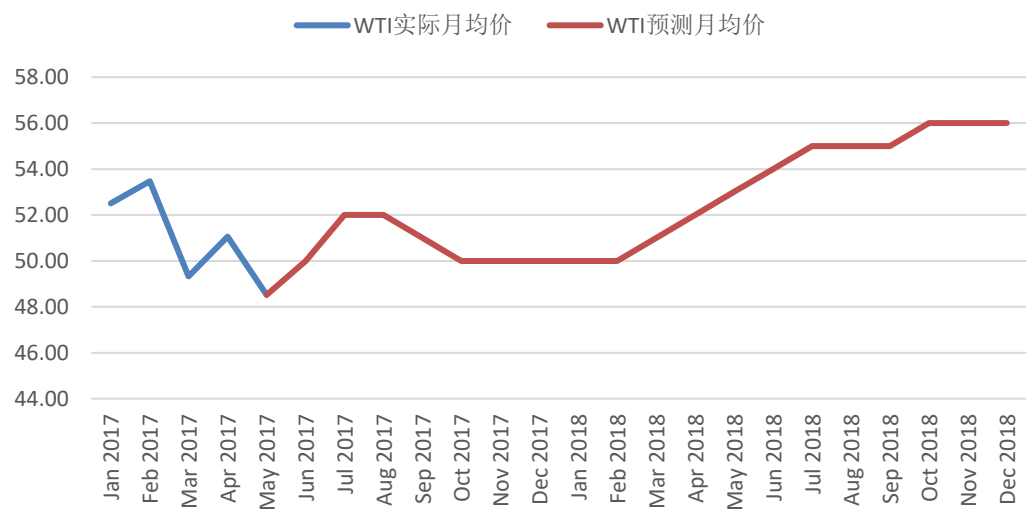
资料来源：EIA 南华研究

第3章 油价预测

总体来看，美国原油产量中长期仍将压制油价的涨幅，如果欧佩克 2018 年一季度之后退出减产协议转而增产，油市将再起动荡。不过，短期来看，只要欧佩克能够继续较好的执行减产协议，下半年供需情况仍将会好转。我们认为，国际油价下半年仍有机会上行，虽然上涨的空间不会太大。因此，在目前油价水平下，仍可继续保持多头思维。

图：3.1EIA 油价预测

单位：美元/桶



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