



Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

袁铭 原油研究员
ym@nawaa.com
0571-89727505

区间震荡

摘要

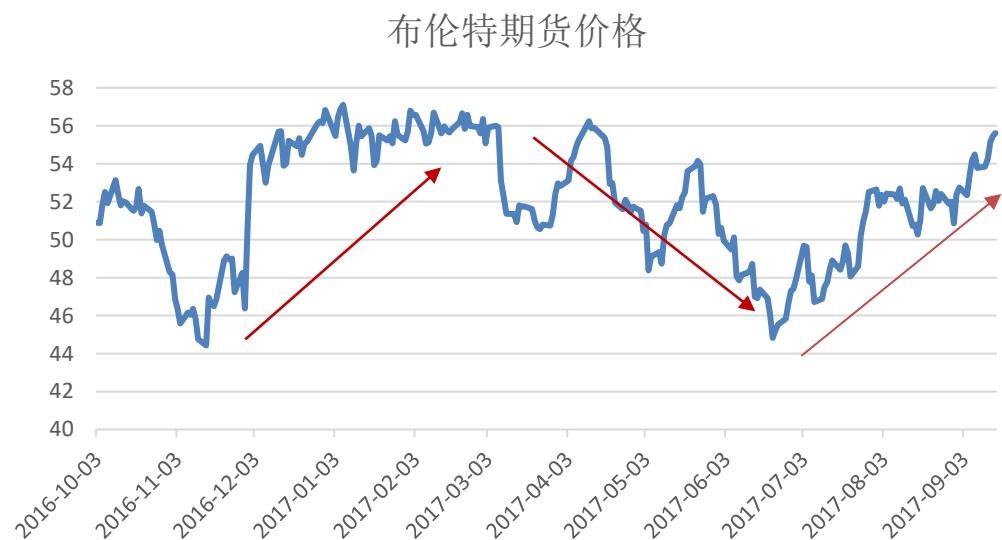
- 欧佩克继续保持较高减产执行率并可能进一步延长减产期限，美国原油产量虽不及市场年初预期，不过在油价合适情况下，潜在供给仍较大，而原油库存整体仍处于去库存阶段，表明供需差仍在平衡之中，预计 4 季度油价整体仍维持 50-60 美元区间震荡。

第1章 2017 年前三季度国际油价走势回顾

今年国际油价整体走出三波趋势。第一波，受欧佩克减产的推动，国际油价在 44 美元低位反弹，此后高位盘整，一季度整体运行区间维持在 54-57 美元一线窄幅震荡。进入二季度美国增产以及全球库存增长等利空压制，国际油价回吐此前涨幅。进入三季度以来，国际油价受季节性需求以及异常气候的利多推动，布伦特油价从低位 45 美元一线上涨至 59 美元一线，涨幅约 31%。在欧佩克继续保持减产力度稳定供应端的前提下，季节性库存的下降叠加美国飓风季使得今年油价的季节性表征明显高于往年。不过，随着美国劳工节的结束，意味着美国夏季汽油需求高峰的结束，炼油厂也将进入检修高峰期。在季节性利多因素消退后油价是否面临再次调整？

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

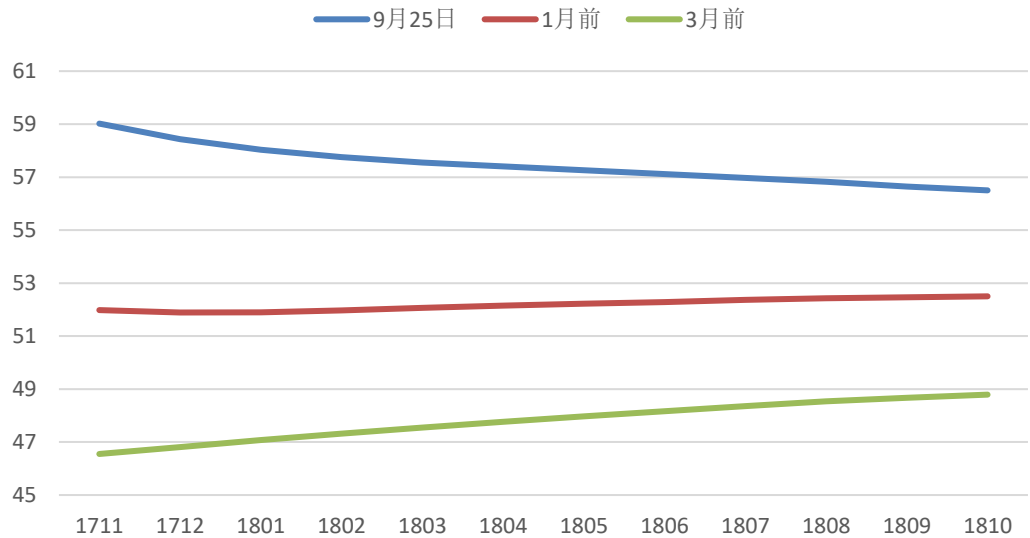
2.1. 布伦特近月升水远月

从布伦特原油的价格曲线可以看出，市场已经出现了久违的近端升水，一方面北海油田夏季检修导致产量有所下滑；另一方面，近期朝鲜、伊拉克等地缘政治风险陡增，导致近月合约涨幅明显高于远月合约。而反向市场结构表明现货供应的趋紧，利于市场去库存，而不利于市场套利者囤油做无风险套利。当然，这种结构的持续时间有赖于原油市

场供需基本面的改善进度，即升水结构是短期因素驱动还是中期基本面改善的预期，不过至少市场对供大于求将在未来缓解的预期正在发生变化。

图：2.1.1 布伦特期货价格市场结构

单位：美元/桶



资料来源：Wind 南华研究

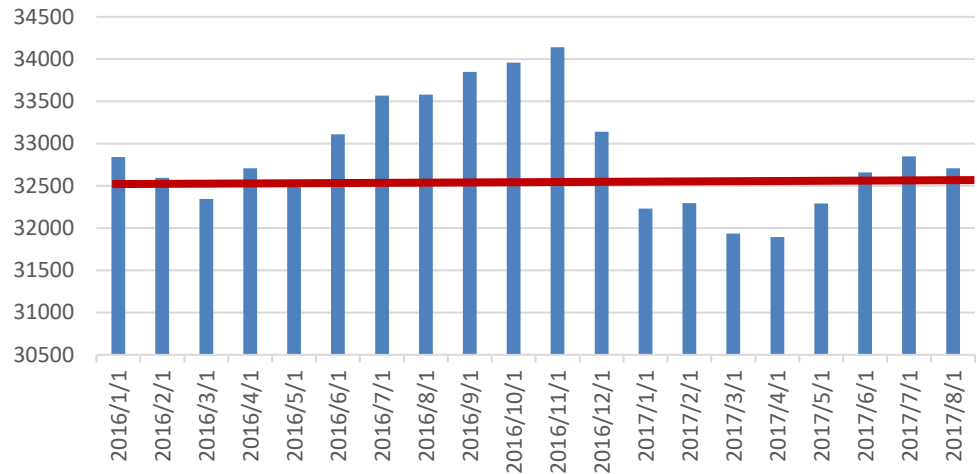
2.2. 欧佩克继续保持较高减产执行率

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，截至目前，参与减产的 11 个国家平均减产执行率高达 99%。从彭博的数据来看，欧佩克目前产量已经回落至 2015 年水平。目前各减产国已考虑将该减产延长至 2018 年 3 月之后。同时，欧佩克秘书长近日表示，全球油市展望正在改善，在达到稳定油市的目标之前，OPEC 仍将继续努力。此外，从各产油国的表态来看，明年一季度后达成继续延长减产的呼声较高，利于油价的托底。

图：2.2.1 欧佩克原油月度产量

单位：千桶/日

欧佩克月度产量图

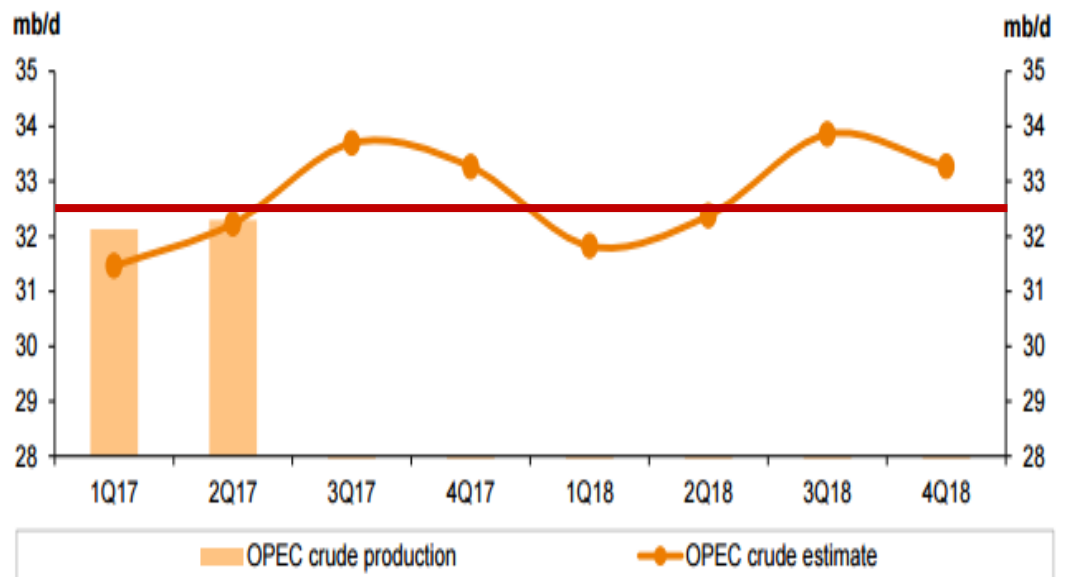


资料来源: Bloomberg 南华研究

从欧佩克 9 月月报预测来看,今年 1 季度和 2 季度市场对欧佩克的需求与欧佩克产出基本平衡,表明欧佩克减产后确实对供需改善起到了作用,如果欧佩克继续保持减产力度,3、4 季度的阶段性需求将会超过欧佩克供给,从而利于油价走高,目前 3 季度的油价表现已经反映了供需的阶段性趋紧。此外,欧佩克预计 2018 年非欧佩克国家原油供给同比增长 100 万桶/天,而全球需求同比增长 135 万桶/天,因此,如果欧佩克能够继续延长限产期限,供需格局将继续改善。

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



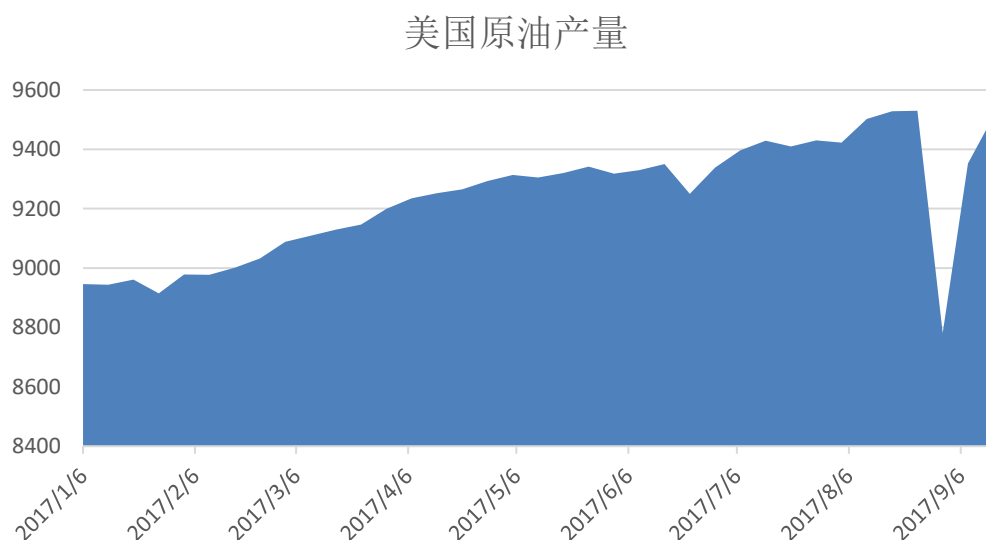
资料来源: OPEC 南华研究

2.3. 美国原油产量增势不及年初预期

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，市场对美国原油产量大幅增长的预期不断走强，不过，目前来看，美国原油产量并没有市场预期的那么乐观。EIA9 月最新月报预测数据显示，2017 年美国原油日产量为 925 万桶，同比增长 40 万桶/天，较 8 月月报日产量 935 万桶，环比下调了 10 万桶/天，且最新预测产量并未超过 2015 年时的产量峰值 941 万桶/天，可见市场年初对美国原油产量的预期过于乐观。从美国原油周度产量来看，受飓风的影响，美国 9 月 1 日当周产量跌破 900 万桶/天至 878 万桶/天，目前已经恢复到 951 万桶/天的正常水平，今年截至目前，美国原油周度产量 923 万桶/天，仍低于 EIA 对今年美国产量的预测。

图：2.3.1 美国原油产量变化情况

单位：千桶/日



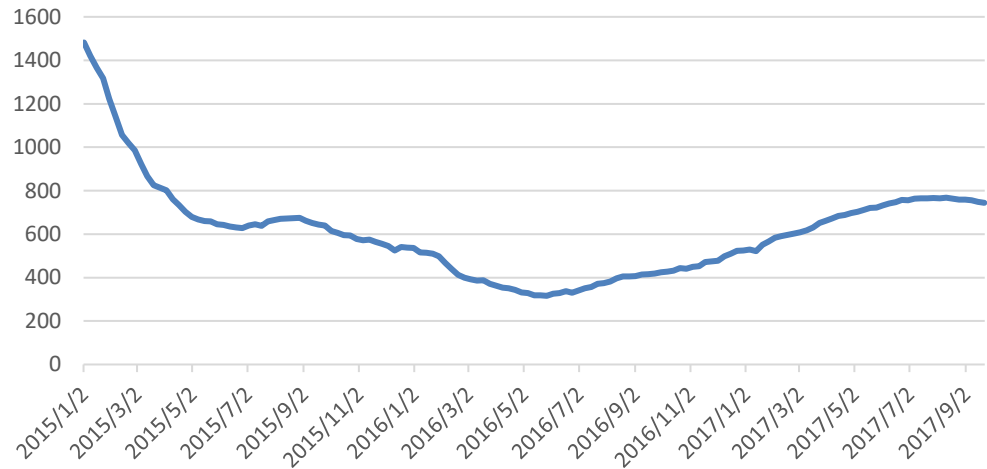
资料来源：Bloomberg 南华研究

截至 9 月 22 日当周，美国原油钻机数量 744 口，已经连续 6 周出现下降，这或许是市场对美国原油产量增长预期调整的一个诱因。不过，我们也从 EIA 的钻井报告中看到，8 月份美国库存井数量已经升至 7048 口，这些库存井可以看作美国页岩油的剩余产能，在国际油价合适时可以立即释放的供给，按照目前各个产区新井的产量来算理论潜在供应，7048 口未完井相当于 423 万桶/天的产能，当然，每个页岩油井口成本都不同，实际产量或会远低于理论值，但对油价的压制作用仍然较大。

图：2.3.2 美国活跃钻机数变化

单位：口

美国活跃钻机数



资料来源：贝克休斯 南华研究

图：2.3.3 美国页岩油未完成井

单位：口

Region	Drilled but uncompleted wells (DUC) wells		
	July 2017	August 2017	change
Anadarko	907	933	26
Appalachia	741	745	4
Bakken	773	775	2
Eagle Ford	1,354	1,401	47
Haynesville	183	186	3
Niobrara	695	711	16
Permian	2,164	2,297	133
Total	6,817	7,048	231

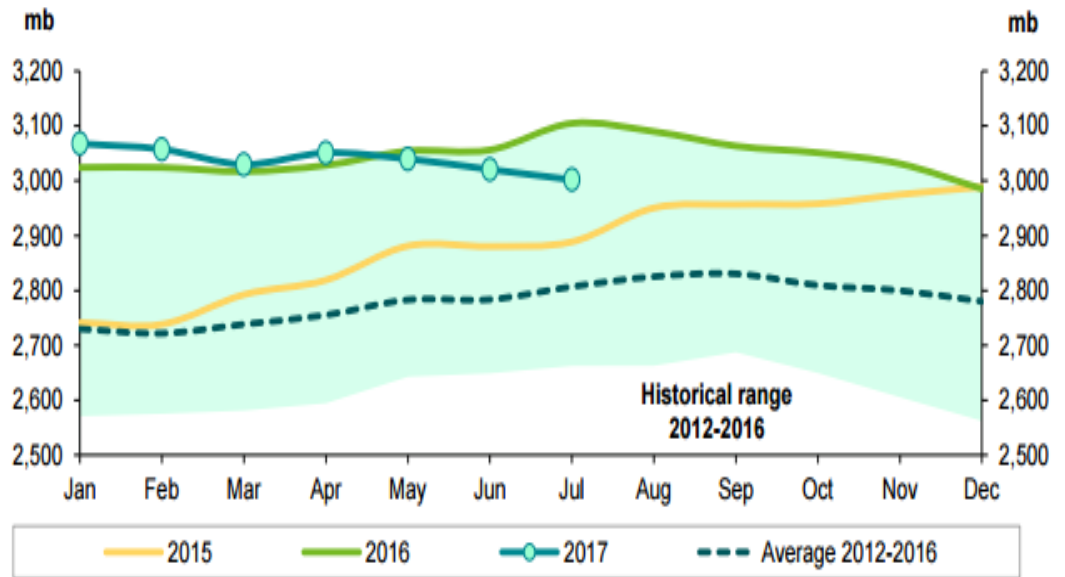
资料来源：EIA 南华研究

2.4 原油库存继续缓慢下降

库存数据或许是看短期基本面变化最直观的指标了。欧佩克最新数据显示，OECD7月石油商业库存环比下降1870万桶至30亿桶，且为连续3个月下降，并较去年同期减少约1亿桶，但仍高于2012-2016年5年均值1.95亿桶，这也表明目前库存仍处于历史高位，但如果库存下降势头继续保持，半年至一年库存将回归均值。

图：2.4.10ECD 石油库存变化

单位：百万桶



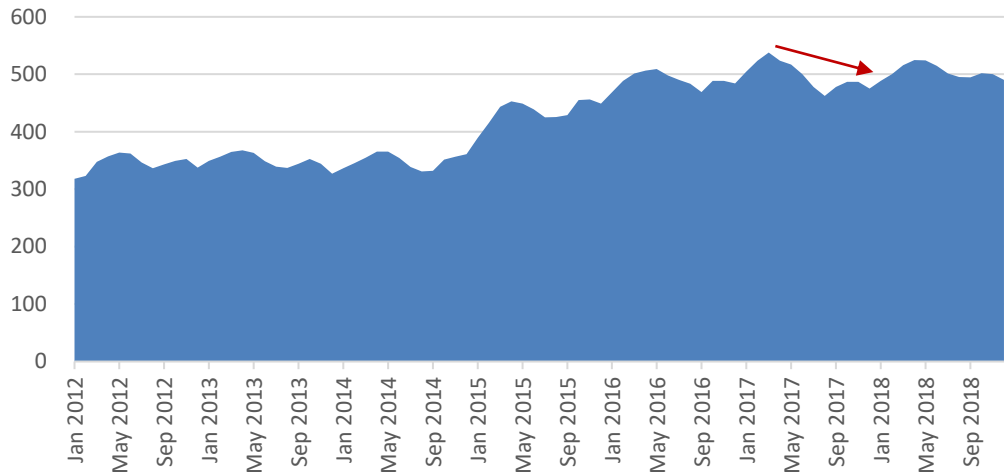
资料来源：OPEC 南华研究

尽管美国原油产量持续增长，不过 EIA 最新月报中预测，美国原油库存从今年 4 月份开始持续下降，并预测库存下降趋势将延续至今年年底，对四季度油价仍有支撑，不过高企的库存下降仍将会非常缓慢。

图：2.4.2 美国商业原油库存

单位：亿桶

美国商业原油库存



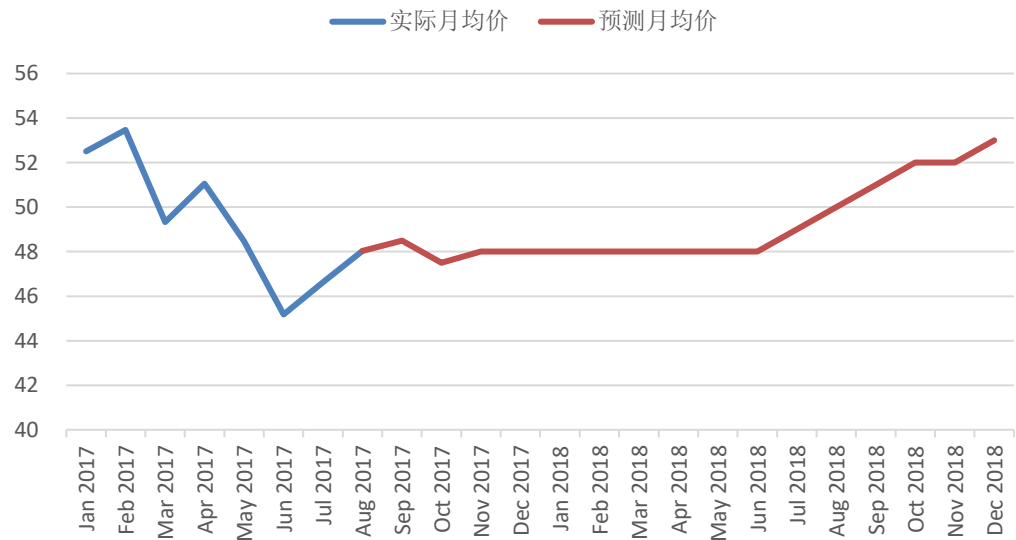
资料来源：EIA 南华研究

第3章 油价预测

整体来看，季节性需求过后，对原油价格有一定的压力，欧佩克继续保持减产执行率以及美国增产不及市场预期，推动原油库存缓慢下降，整体偏多4季度油价，不过上涨空间有限。整体判断，今年剩下时间油价波动区间50-60美元。从策略上看，随着美湾炼厂陆续复产以及汽油需求的减弱，可以把握时机做空裂解价差，同时可以关注修复贴水的多WTI、空布伦特的价差套利。

图：3.1EIA WTI 油价预测

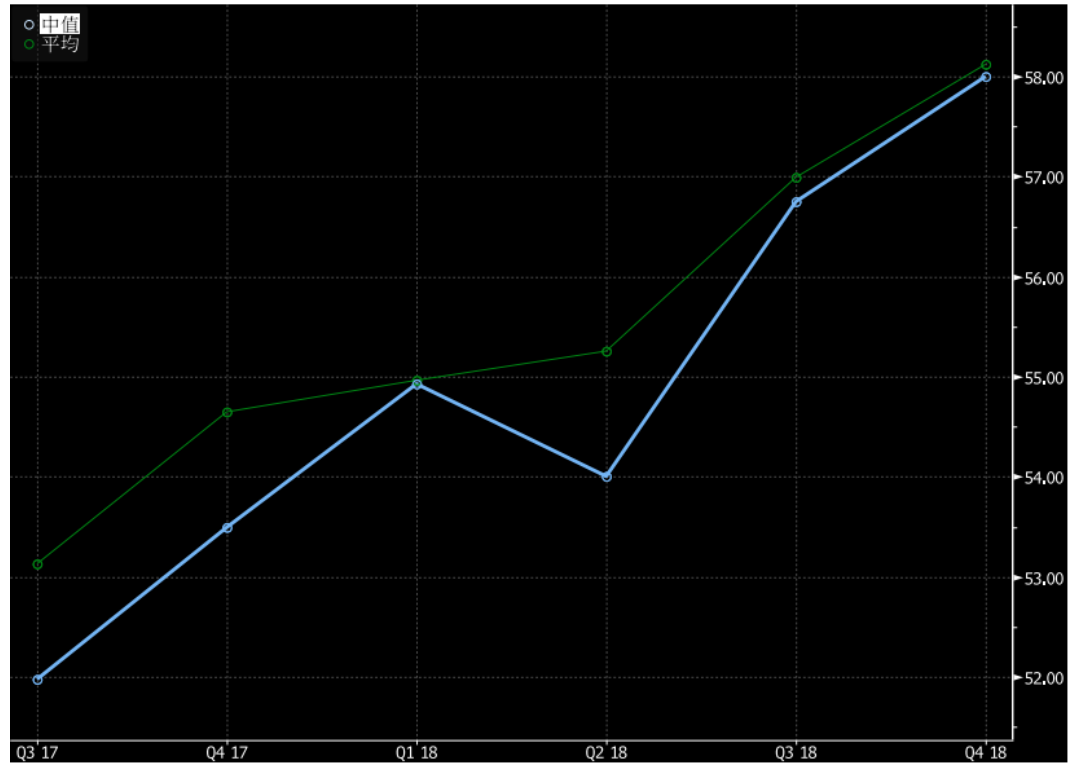
单位：美元/桶



资料来源：EIA 南华研究

图：3.2 彭博调查布伦特油价预测

单位：美元/桶



资料来源：bloomberg 南华研究

南华期货分支机构

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话: 0571-83869601

台州营业部

台州市经济开发区商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话: 0576-88539900

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801
电话: 0577-89971808

宁波分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话: 0574-87280438

宁波营业部

浙江省宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼
电话: 0574-87274729

慈溪营业部

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼
电话: 0574-63925104

嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号综合大楼东五楼
电话: 0573-82153186

绍兴营业部

绍兴市越城区昆仑商务中心 1 幢 1 单元 3101 室
电话: 0575-85095807

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话: 028-86532609

兰州营业部

甘肃省兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号
金地商务大厦 11 楼 001 号
电话: 0931-8805351

大连营业部

大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座
大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话: 0411-39048000

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B803、B805 室
电话: 010-63155309

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、804、810、811 室
电话: 0451-58896600

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 室
电话: 0371-65613227

青岛营业部

青岛市闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话: 0532-80798985

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号闽商总部大厦 15 层 C 室
电话: 024-22566699

天津营业部

天津市河西区友谊路与平交道交口东南侧 大安大厦 A 座 1003
电话: 022-28378072

上海分公司

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 801-802 单元
电话: 021-20220312、021-50431979

上海芳甸路营业部

上海浦东新区芳甸路 1155 号嘉里城 803-804 单元
电话: 021-20220312、021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市虹桥路 663 号 1 楼、7 楼
电话: 021-52586179

深圳分公司

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话: 0755-82577529

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话: 0755-82577909

广州营业部

广州市天河区珠江新城花城大道 68 号环球都会广场 2008 单元
电话: 020-38810969

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002 室
电话: 0553-3880212

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话: 023-62611588

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 28 号 2 幢 B801、B802、B608、B609 室
电话：010-63161286

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号山西景峰国际商务大厦 8 层 805 室
电话：0351-2118018

余姚营业部

余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室
电话：0574-62509011

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起 3 至 8 间首层至二层
电话：0663-2663855

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：0573-83378538

舟山营业部

浙江省舟山市定海临城街道翁山路 555 号交易中心大楼三层 3232、3233、3234、3235 室
电话：0580-8125381

苏州营业部

苏州工业园区苏惠路 88 号环球财富广场 1 幢 2909 室
电话：0512-87660825

永康营业部

永康市丽州中路 63 号 11 楼
电话：0579-89292777

南通营业部

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦六层 603、604 室
电话：0513-89011168

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二砖石海岸 B 栋 1903 单元
电话：0592-2120291

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式
电话：0754-89980339

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公室 1405 室（第 14 层）
电话：0791-83828829

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0574-85201116

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