

## 油市供需平衡，油价波动加剧

### 摘要

虽然贸易摩擦使得全球经济增长的不确定性加剧，但从现有数据来看，2018 年全球石油需求增速依旧稳健，市场供需平衡的重心依然在供应端。

以 2018 年 5 月为基准，预计到年底，伊朗、委内瑞拉等国的原油供应或将减少 150 万桶/日以上。为了弥补这一供应缺口，到 8 月为止，全球主要的增产国家——美国、俄罗斯、沙特，已经合计增产约 110 万桶/日，未来依然具有 150 万桶/日以上的增产潜力。也就是说，增产国家有足够的产能弥补伊朗、委内瑞拉的供应缺口。

根据 OPEC、IEA、EIA 三大能源机构的数据来看，2018 年 Q2 季度以来，全球原油市场基本保持供需平衡格局。如果到年底 OPEC 依然维持 8 月份的产量水平，全球原油市场或将出现约 60 万桶/日的供应缺口。

在美国、俄罗斯的增产节奏相对明确的情况下，原油供应增长的最大不确定性因素来自沙特及其海湾盟友伊拉克、阿联酋等国。依据 2018 年以来沙特多次重申的“维持市场供需稳定”的原油政策，预计 OPEC 在 Q4 季度将会继续调节产量，使得全球原油始终保持供需大体平衡的格局。

基于对沙特石油政策稳定延续的假设，我们预计 2018 年 Q4 季度，原油市场并不会出现显著的供应缺口，国际油价依然保持区间波动格局。但由于增产行动将会使得全球油市闲置产能消耗殆尽，市场面对例如利比亚、尼日利亚等国新的供应危机时将变得更加“脆弱”。预计国际油价的波动性将会加剧，波动区间也可能较 Q3 季度显著上移 5-10 美元/桶。

Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

南华期货研究所

袁铭 0571-89727505

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

夏阳 010-83168383

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

## 目录

第 1 章	2018 年 Q3 季度国际油价走势回顾 .....	4
第 2 章	伊朗、委内瑞拉的供应缺口或超过 150 万桶/日 .....	5
2.1.	伊朗原油供应缺口的不确定性依然较大 .....	5
2.2.	委内瑞拉原油产量稳步下滑 .....	6
第 3 章	沙特谨慎维稳的产量调控政策 .....	7
第 4 章	俄罗斯与美国的供应增长预期 .....	7
4.1.	美国原油产量增速可能不及预期 .....	7
4.2.	管输瓶颈制约美国 Permian 盆地大幅增产 .....	8
4.3.	俄罗斯原油闲置产能已经极为有限 .....	10
第 5 章	2018 年全球石油需求增速依然稳健 .....	10
第 6 章	全球石油库存波动较为平稳 .....	11
第 7 章	WTI-Brent 价差维持高位波动 .....	13
第 8 章	供需平衡与后市预期 .....	13
8.1.	OPEC、IEA、EIA 月报显示下半年油市偏紧 .....	13
8.2.	Q4 季度供需平衡取决于沙特，油市波动性将加剧 .....	14
南华期货分支机构 .....		15
免责声明 .....		17

## 图表目录

图 1: 国际原油期货近期价格走势 (美元/桶) .....	4
图 2: INE SC 原油期货价格走势 (人民币/桶) .....	4
图 3: WTI 原油期货远期曲线 (美元/桶) .....	4
图 4: Brent 原油期货远期曲线 (美元/桶) .....	4
图 5: 伊朗原油产量 (千桶/日) .....	6
图 6: 2018 年伊朗原油出口量 (千桶/日) .....	6
图 7: 委内瑞拉原油产量 (千桶/日) .....	6
图 8: 沙特阿拉伯原油产量 (千桶/日) .....	7
图 9: OPEC 闲置产能 (百万桶/日) .....	7
图 10: 美国原油产量 (千桶/日) .....	8
图 11: 2018 年修正后美油月度产量 (千桶/日) .....	8
图 12: 美国 Permian 盆地原油产量 (万桶/日) .....	9
图 13: Permian 盆地与美湾 LLS 原油现货价差 (美元/桶) .....	9
图 14: 俄罗斯原油产量 (百万桶/日) .....	10
图 15: 三大机构对 2018 年石油需求增速预期 (万桶/日) .....	11
图 16: 中国原油进口量 (万吨) .....	11
图 17: OECD 商业石油库存 (百万桶) .....	12
图 18: 美国商业原油库存 (千桶) .....	12
图 19: 美国炼厂开工率 (%) .....	12
图 20: 美国库欣地区原油库存 (千桶) .....	12
图 21: 美国汽油库存 (千桶) .....	12
图 22: 美国精炼油库存 (千桶) .....	12
图 23: WTI-Brent 价差走势 (美元/桶) .....	13
图 24 美油出口量 (千桶/日) 与 WTI-Brent 价差 (美元/桶) .....	13
图 25: OPEC、IEA、EIA 三大机构 9 月报 Call on OPEC 数据 (万桶/日) .....	14

## 第1章 2018 年 Q3 季度国际油价走势回顾

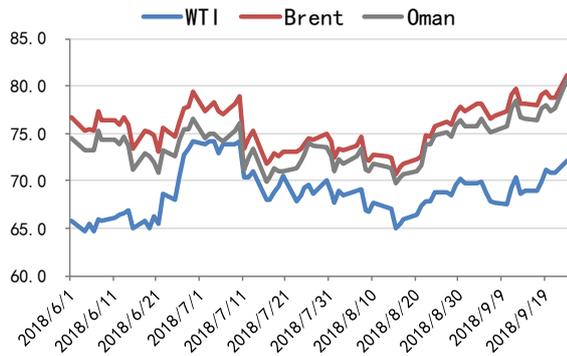
2018 年 Q3 季度油价主要呈高位震荡格局，WTI 原油期货价格运行区间主要在 65~75 美元/桶左右，而 Brent 原油主要徘徊于 70~80 美元/桶附近。造成这种震荡格局的主要原因是由于伊朗原油的供应减少与主要产油国的供应增加在时间上的“节奏差”所致：

1) 7 月初至 8 月中上旬，伊朗原油的出口中断尚未实质性发生，然而此时，OPEC 与俄罗斯已经开始大幅提高产量，叠加利比亚原油出口中断超预期恢复，以及市场对全球贸易冲突的担忧，国际油价从高位大幅回落。

2) 油价的转折点出现在 8 月中旬，迫于美国的制裁压力，伊朗原油的出口开始出现下滑，而 OPEC 的产量却并没有进一步大幅增加，沙特的原油产量更是小幅回落，叠加美国商业库存稳步下降，油价由此得到提振。到 9 月中旬，Brent 原油期货再次逼近 80 美元/桶关口。

3) 9 月底，OPEC+部长级会议未在 6 月会议的基础上达成任何新的增产决议，市场对供应不足的担忧愈发显现，国际油价创下近 4 年来新高，Brent 原油一鼓作气站上 80 美元/桶关口。

图 1：国际原油期货近期价格走势（美元/桶）



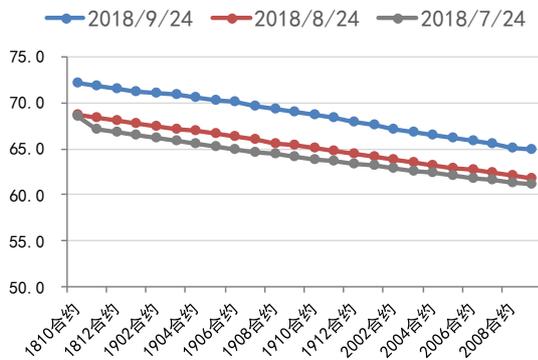
数据来源：Bloomberg、南华研究

图 2：INE SC 原油期货价格走势（人民币/桶）



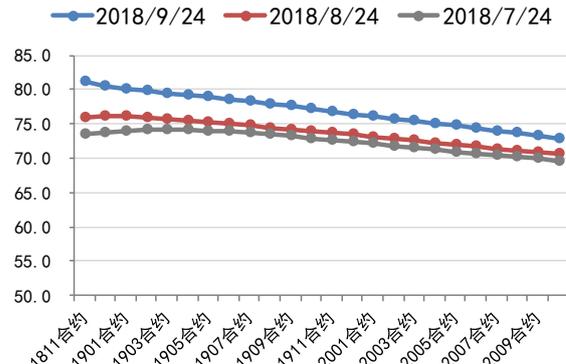
数据来源：Bloomberg、南华研究

图 3：WTI 原油期货远期曲线（美元/桶）



数据来源：Bloomberg、南华研究

图 4：Brent 原油期货远期曲线（美元/桶）



数据来源：Bloomberg、南华研究

## 第2章 伊朗、委内瑞拉的供应缺口或超过 150 万桶/日

### 2.1. 伊朗原油供应缺口的不确定性依然较大

自 2015 年 7 月伊朗核协议签署以后，伊朗的原油出口就迅速恢复到 200 万桶/日以上的水平。到 2018 年上半年，伊朗原油出口量平均达到 219 万桶/日，其中最主要的流向是中国（~64 万桶/日）、印度（~59 万桶/日）、日本（~11 万桶/日）、韩国（~10 万桶/日）与欧洲（~48 万桶/日）。

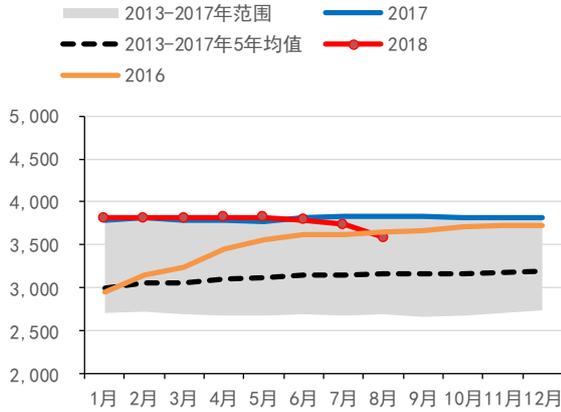
然而 2018 年 5 月，美国宣布重启对伊制裁，一石激起千层浪，伊朗原油的潜在供应危机开始成为全球原油市场关注的焦点。随着 11 月 4 日美国对伊制裁生效日的临近，市场一直在评估伊朗原油出口将受到多大程度的影响。根据公开资料，我们的分析如下：

- (1) 中国：中国已经明确表示不会迫于美国压力停止伊朗原油采购，并表示会将进口量维持在现有水平范围。如同 2012-2014 年那一轮对伊制裁一样，中国始终没有放弃伊朗原油的采购，据称，中国原油进口商会将进口伊朗原油的运输任务全部交给伊朗国家油轮公司（NITC），并将交货方式由离岸交货（FOB）改为目的港船上交货（DES），从而将运输与保险问题转嫁给伊朗方面，在一定程度上规避美国的制裁。但近期也有市场消息称，中国联合石化迫于压力将削减部分伊朗原油的采购。我们预计中国的伊朗原油采购量或将小幅下滑。
- (2) 印度：印度对伊朗原油进口的态度依然存在较大变数。8 月，印度进口伊朗原油 37.6 万桶/日，较 5 月下降近 50%。有消息称，部分伊朗炼厂将效仿中国的做法，采用到岸交货的方式维持伊朗原油进口。但是，迫于美国的压力，预计大部分印度炼厂为了规避美国的金融制裁，仍然不得不放弃伊朗原油。
- (3) 日韩：日本与韩国的态度非常明确，韩国从 7 月开始已经停止进口伊朗原油，而日本炼厂的伊朗原油采购也据悉将在 11 月前中断。
- (4) 欧洲：虽然欧盟各国政要多次表示将坚决支持 2015 年签署的伊朗核协议，并计划划拨 5000 万欧元预算用于援助伊朗，以抵消伊朗在制裁中的损失。但这只是政府的态度，对于欧洲石油炼化企业来说，为了规避美国的贸易与金融制裁，他们仍然可能放弃伊朗原油市场。例如，此前法国道达尔石油公司已经宣布，正式退出了伊朗的南帕尔斯气田项目。

综合上述分析，以 2018 年 5 月为基准，我们预计各国削减伊朗原油采购量分别为：中国（~10 万桶/日）、印度（40-60 万桶/日）、日本（~10 万桶/日）、韩国（~10 万桶/日）、欧盟（20-30 万桶/日）、其他国家（~10 万桶/日），此外预计伊朗凝析油出口量减少 10-20 万桶/日。也就是说，整个伊朗原油与凝析油出口量的供应缺口平均预期在 110-150 万桶/日。

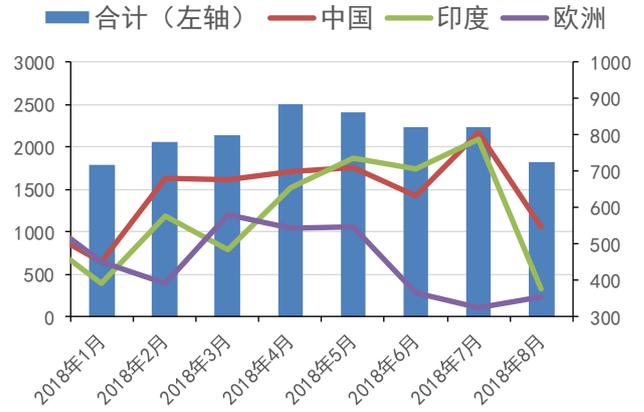
目前这一预期的不确定性，一是来自印度的态度并不明确；二是关注欧洲是否能绕开美国制裁帮助伊朗原油出口；三是伊朗通过“偷运”、“以物换物”等方式能实现多少原油出口。9 月底有消息称，伊朗的部分油轮已经关闭了油轮跟踪系统，以规避美国的制裁。但这也将增加市场评估伊朗原油供应缺口的难度。

图 5：伊朗原油产量（千桶/日）



数据来源：OPEC、南华研究

图 6：2018 年伊朗原油出口量（千桶/日）



数据来源：Bloomberg、南华研究

## 2.2. 委内瑞拉原油产量稳步下滑

自 2014 年国际原油价格重挫以来，委内瑞拉已经逐步陷入了严重的债务违约风险之中。委内瑞拉政府发行的虚拟货币“石油币”也因美国在内的多国封杀而难有作为。由此导致数年来，委内瑞拉石油工业几近崩溃，原油产量也随着持续下滑。2018 年以来，委内瑞拉原油产量一直保持着 2%~5% 的下滑速度，据 OPEC 9 月报，委内瑞拉 8 月原油产量 123.5 万桶/日，由此预计 2018 年年底，委内瑞拉产量或将逼近 100 万桶/日大关。也就是说，如果以 5 月（138.8 万桶/日）为基准，到年底委内瑞拉的原油供应将下滑约 35 万桶/日。

虽然 9 月底 OPEC+部长级会议上，委内瑞拉油长表示，计划到 2018 年年底将石油产量增加至 200 万桶/日，同时将在一年内增加至 250 万桶/日。毫无疑问，这一计划的实现难度非常大，即使委内瑞拉获得了一定数额的国际贷款，然而，该国短期内仍将面临国际制裁加剧、油田设备老化、相关技术人员严重不足等一系列问题。

图 7：委内瑞拉原油产量（千桶/日）



数据来源：OPEC、Wind、南华研究

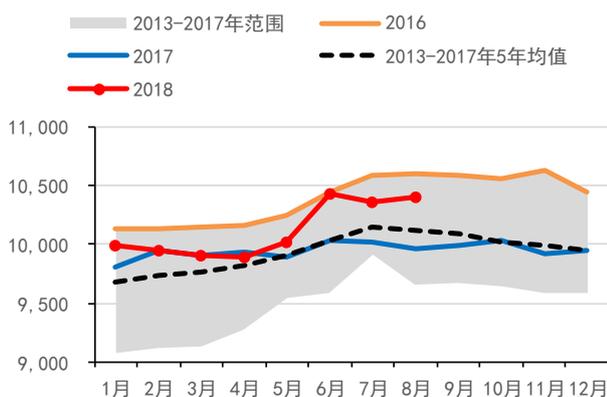
## 第3章 沙特谨慎维稳的产量调控政策

作为 OPEC 最大的原油生产国，沙特持有 OPEC 乃至全球大部分原油闲置产能，也自然而然地成为应对伊朗供应缺口的最有力武器。2018 年以来，从沙特石油部长的多次表态来看，沙特对待原油市场的态度一直是个“稳”字，即沙特的目标是保持全球原油市场处于一个大体供需平衡的状态，沙特不会提供超过市场需求的原油供应量，但也不想看到市场再现供不应求的局面。

从沙特的实际行动上也能看到一些端倪。为了应对市场对伊朗供应缺口的恐慌，以 5 月产量为基准，沙特在 6 月增产超过 40 万桶/日。而随后的 7-8 月，随着美国、俄罗斯、伊拉克、阿联酋等国的大力增产，以及一度受制于武装冲突的利比亚原油出口中断逐步恢复，沙特在此时选择暂停增产，避免供应过剩冲击市场。9 月 OPEC+ 部长级会议上，虽然美国屡次施压要求 OPEC 迅速增产以平抑油价，但以沙特为首的多个产油国均表态，当前全球油市基本处于供需平衡状态，油价亦处于各方都比较“舒服”的区间，因此，市场无需 OPEC+ 继续增加产量。

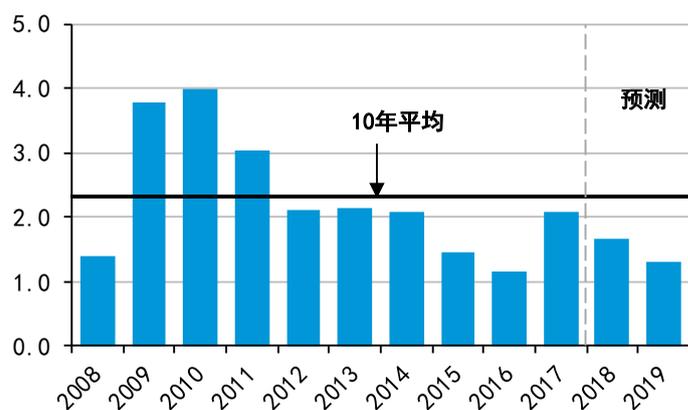
据悉，沙特目前的闲置产能为大约在 150 万桶/日。沙特也正在与科威特磋商，考虑重启两国中立地区的油田，这部分油田预计产能在 40 万桶/日。未来几个月，预计沙特将会继续执行现行的产量调控政策，如果伊朗的原油出口缺口进一步扩大，以沙特为首的几个仍有闲置产能的国家将会逐步扩大增产，确保油市供应稳定。

图 8：沙特阿拉伯原油产量（千桶/日）



数据来源：OPEC、南华研究

图 9：OPEC 闲置产能（百万桶/日）



数据来源：EIA、南华研究

## 第4章 俄罗斯与美国的供应增长预期

### 4.1. 美国原油产量增速可能不及预期

从 EIA 周度原油产量数据来看，2018 年上半年，美油产量实现跨越式增长，在突破 1000 万桶/日大关后，继续快速增长，到 6 月已经逼近 1100 万桶/日的水平。但整个 Q3 季度，美油产量开始停滞不前，始终徘徊在 1100 万桶/日上下。我们认为，一方面，这说明下半年美油产量进一步增长的空间有限，另一方面也与上半年美油产量被大幅高估有关。

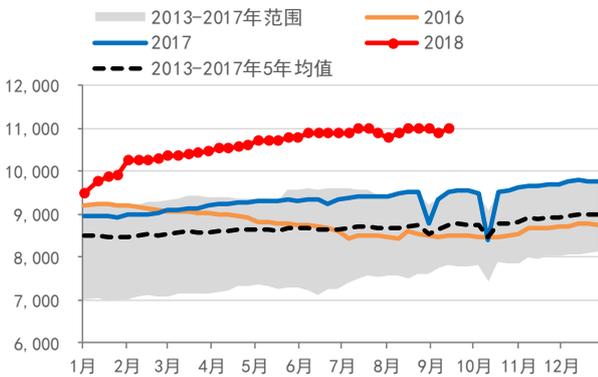
但是，EIA 周度产量只是初步调查评估的产量数据，Q2 季度修正后的月度数据与其差异较大。根据修正后的美国月度原油天然气产量报告 (EIA Monthly Crude Oil and Natural Gas Production) 显示，

美国 5 月与 6 月的原油产量分别为 1044 万桶/日与 1067 万桶/日，较 5、6 月的周度数据分别大幅下修了 29 万桶/日与 23 万桶/日。

同样，根据 EIA 月度短期能源展望报告（STEO）也连续下调了对 2018 年美油产量增速的预期。9 月报预计 2018 年美油平均产量为 1066 万桶/日，而 7 月报中，这一预期为 1079 万桶/日。

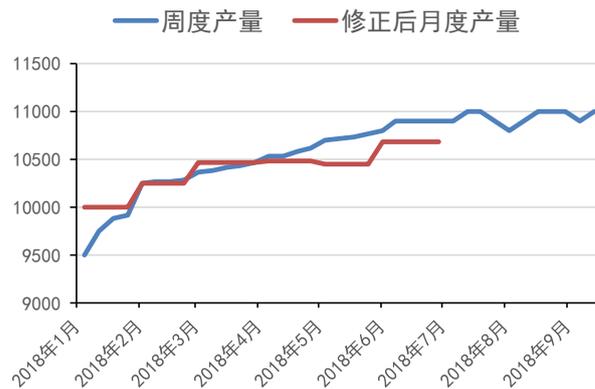
综上，从现有的数据来看，我们每周看到的 EIA 美油产量数据可能是有所高估的。修正后的美国原油产量增速或将不及预期，到 2018 年年底，预计美油进一步增产的空间有限，产量峰值将难以超过 1130 万桶/日。

图 10：美国原油产量（千桶/日）



数据来源：EIA、南华研究

图 11：2018 年修正后美油月度产量（千桶/日）



数据来源：EIA、南华研究

## 4.2. 管输瓶颈制约美国 Permian 盆地大幅增产

Permian 盆地是美国最重要的页岩油主产区，也是近年来美油增产的主要驱动力。据最新公布的 EIA 9 月钻井生产力报告，Permian 盆地 10 月原油产量预计为 345.8 万桶/日，较 9 月小幅增加 3.1 万桶/日。2018 年 2 月以来，受管输瓶颈限制，该地区的原油产量增速一直在稳步放缓。

从我们的研究统计来看，Permian 盆地通往美湾或者库欣地区的原油管道合计最大运力为 317 万桶/日，运力显著不足。即使加上 Permian 本地的炼厂产能，我们认为在新的原油管道投入运营之前，美国 Permian 盆地原油产量已经不具备大幅增长的空间。

从 Permian 地区的原油现货价格上来看，也可以得到类似结论。目前，Permian 地区的原油现货价格已经较美湾地区大幅贴水达到 20 美元/桶以上，要知道，这一价差（Midland-LLS）在 2018 年年初尚不足 5 美元/桶。

目前想要解决基础设施跟不上原油产量增速的问题，有几方面措施：

1) 数条由 Permian 盆地前往美湾地区的原油管道正在新建中，预计在 2020 年之前能够投入使用的几条管道如下：

管道	运营商	预计投产时间	最大运力 (万桶/日)	
1	Permian Express III 一期	Energy Transfer Partners	2018年Q4	5
2	Sunrise Pipeline Extension	Plains All American	2018年Q4	10
3	BridgeTex Expansion	Megellan (50%)、Plains All American (50%)	2019年Q1	4
4	Permian Express III 二期	Energy Transfer Partners	2019年Q3	20
5	Cactus II Pipeline	Plains All American	2019年Q3	58.5
6	Gray Oak Pipeline	Phillips 66(75%)、Andeavor (25%)	2019年Q4	70

预计在 2020 年以前，Permian 盆地通往美湾的管输能力将新增 150 万桶/日以上，这将大幅缓解 Permian 盆地原油外输能力不足的问题。

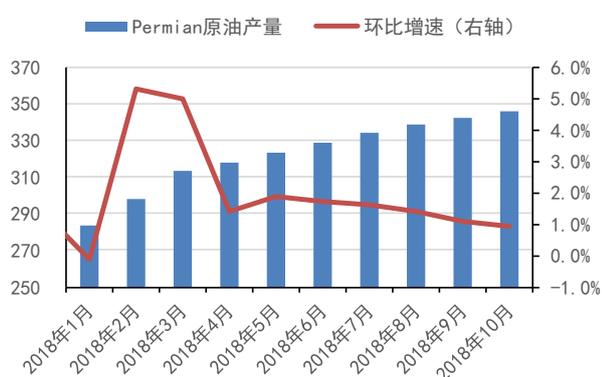
2) 随着 Permian 地区与美湾原油价差扩大到 20 美元/桶以上，原油的铁路与公路运输也变的有利可图。据普氏能源估算，目前该地区的铁路运力为 31.5 万桶/日，公路运力为 4 万桶/日，但是，除了运费成本昂贵外，铁路公路运力大部分需要被用于运输其他商品，例如油井压裂所需的压裂砂等，对于缓解原油外输瓶颈问题实在是帮助有限。

3) 维持钻井活动，但减少完井数量，静待管道新增运力：从目前的数据看，Permian 盆地的石油活跃钻机数并未见到明显减少，而库存井（DUC 井，已完成钻井作业但尚未完井生产的油井）数量大幅增加。8 月，Permian 地区库存井数量达到 3630 口，较 7 月增加 211 口，2018 年以来月度环比增速平均在 5% 以上。

综上，在 2019 年下半年新建管道大量投入使用之前，Permian 地区原油外输难题无法有效解决。受此影响，2018 年 Permian 盆地原油产量进一步增产的空间或将非常有限，进而限制 Q4 季度美油产量增速。这也可以解释为什么近期 EIA 数次下调了对 2018 年美国原油产量增速预期。

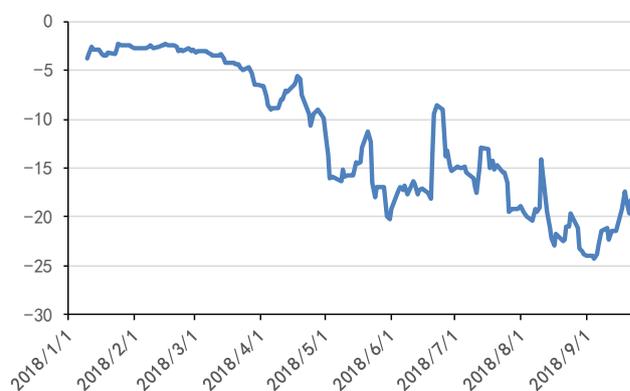
可以预见，该地区库存井（DUC）数量将会继续稳步增长，2019 年，一旦新增原油管道投入使用，原油生产商便可以将库存井快速投入生产，美油产量或将跟随管道竣工节奏实现台阶式增长。

图 12：美国 Permian 盆地原油产量（万桶/日）



数据来源：EIA、南华研究

图 13：Permian 盆地与美湾 LLS 原油现货价差（美元/桶）



数据来源：Bloomberg、南华研究

### 4.3. 俄罗斯原油闲置产能已经极为有限

在 2016 年 11 月签订的 OPEC+ 减产协议中，俄罗斯是最重要的非 OPEC 参与国。基于该减产协议，俄罗斯需要在原油产量 1124.7 万桶/日的基础上，削减 30 万桶/日。2017 年 5 月至 2018 年 5 月，俄罗斯严格完成了自己的减产份额，减产执行率始终在 100% 左右。

而 2018 年 6 月，OPEC+ 大会通过增产决议。虽然该增产决议只是要求各成员国将过高的减产执行率削减到 100%，但俄罗斯却借机迅速增产，7 月，俄罗斯原油产量达到 1121 万桶/日，基本回到 2016 年 10 月减产协议前的产量水平。也即是说，俄罗斯实际上已经放弃 OPEC+ 减产协定。更有消息称，俄罗斯 9 月上半月的原油产量增长至 1133 万桶/日。

但是市场不必对俄罗斯原油的进一步增产过分担忧，因为俄罗斯的闲置产能已经在三季度的增产行动中消耗殆尽。9 月俄罗斯能源部长表示，俄罗斯尚有 10 万桶/日的闲置产能。这意味着，俄罗斯原油总产能在 1140 万桶/日左右，2018 年 Q4 季度，随着冬季油田生产难度加大，俄罗斯基本不具备进一步增产的空间。

图 14：俄罗斯原油产量（百万桶/日）



数据来源：俄罗斯能源部、Bloomberg、南华研究

## 第5章 2018 年全球石油需求增速依然稳健

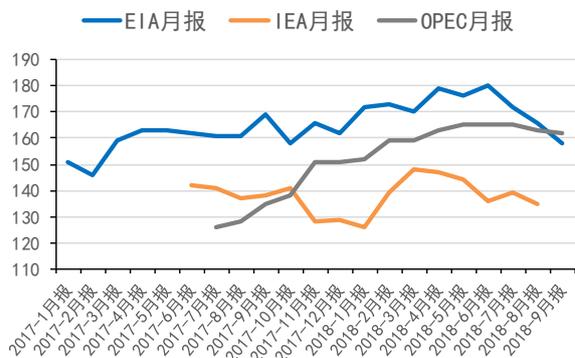
2018 年下半年以来，市场对全球经济增速可能有所放缓的担忧与日俱增。这种担忧主要是来自两方面，一方面，全球国家间的贸易摩擦有所加剧，美国与欧盟之间，美国与加拿大、墨西哥之间，美国与中国之间，均存在不同程度的贸易摩擦。而另一方面，土耳其、阿根廷等新兴国家金融问题频发，全球各国经济增速或将呈现一定程度的分化。但我们看到，各大机构对 2018 年全球经济增速的预期或保持不变，或略有下调。预计 2018 年全球经济增速依然保持稳健，全球贸易摩擦与金融风险在 2018 年内的实质影响或将颇为有限。

石油需求方面，OPEC、IEA、EIA 三大机构 Q3 季度的月报中均提到了全球石油需求增速可能面临的下行风险。其中，EIA 短期能源展望报告 (STEO) 最为悲观，7-9 月连续 3 个月下调对今年的石油需求增速预期，累计下调幅度超过 10%。而 OPEC 与 IEA 相对稳健，下调幅度不足 2%。

作为全球第一大原油进口国，中国 2018 年的原油进口依然保持稳定增长。今年 Q3 季度，随着成品油价格上涨以及许多炼厂结束夏季检修期，中国原油进口量从 6 月的低谷中逐步回暖。据中国海关数据，中国 8 月原油进口 3838 万吨，7 月为 3602 万吨，其中最主要的增量是来自于地炼企业。

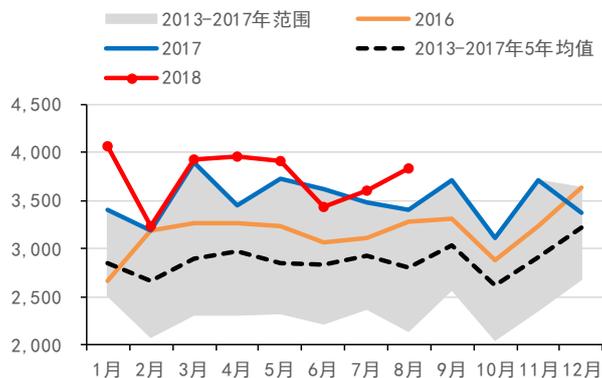
总体而言，2018 年全球石油需求增速依旧保持稳健，增速下行幅度不大，对供需平衡的影响有限，市场的关注重心依然在原油供应端。

图 15：三大机构对 2018 年石油需求增速预期（万桶/日）



数据来源：EIA、IEA、OPEC、南华研究

图 16：中国原油进口量（万吨）



数据来源：中国海关、Wind、南华研究

## 第6章 全球石油库存波动较为平稳

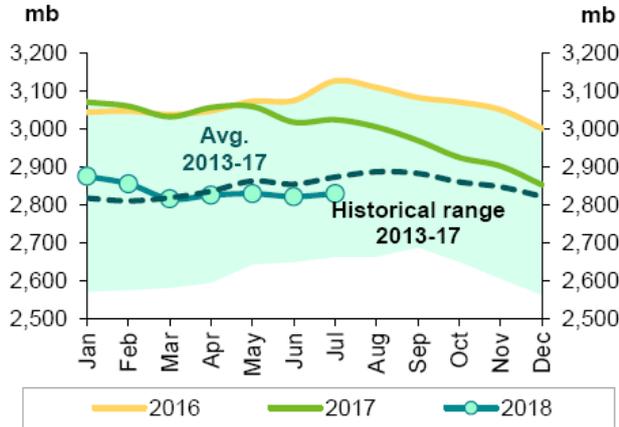
全球原油市场关注度最高的库存数据毫无疑问是 OECD 商业石油库存与美国商业原油库存。2018 年 Q2 季度以来，这两大库存数据始终保持在 5 年均值附近小幅波动，这可能暗示了国际原油市场在 Q2 季度以来始终维持着供需大体平衡的状态，OPEC+成员国在其中的调节作用功不可没，这也解释了为什么 Q2 季度以来的国际油价大体处于区间震荡的格局。

将 OECD 商业石油库存削减到 5 年均值附近，是 OPEC 2016 年底开始的减产协议的重要目标。这一目标在 2018 年 3 月达成。此后，OPEC 的目标转变为调节市场供需平衡，稳定油价区间波动，从那以后，OECD 库存就一直保持相对稳定。

美国方面，原油库存已经恢复到 5 年均值附近，但成品油库存分化明显，汽油库存始终处于 5 年同期高位，而精炼油库存则一度几乎见底。我们认为导致这种分化的逻辑如下：2018 年，美国经济增速强劲，特别是油田钻井活动大幅增加，这极大刺激了美国市场对柴油的需求，导致精炼油库存大幅减少。由此，精炼油裂解价差升至历史高位，促使美国炼厂全力开工生产，整个 Q3 季度炼厂开工率几乎“突破天际”，同时也是为 Q4 季度精炼油消费旺季积累库存。而此时汽油库存的累积，只是炼厂开工率高企下的一个副作用。

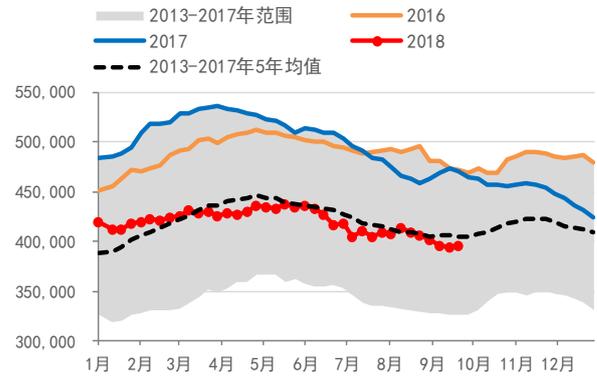
9-10 月，随着美国炼厂逐步进入检修期，炼厂开工率将会大幅下滑，美国原油需求或将受到一定影响。随着美油产量持续攀升，如果出口端不能有所作为的话，预计美国原油库存将有所累积，而汽油或将进入去库存阶段。

图 17: OECD 商业石油库存 (百万桶)



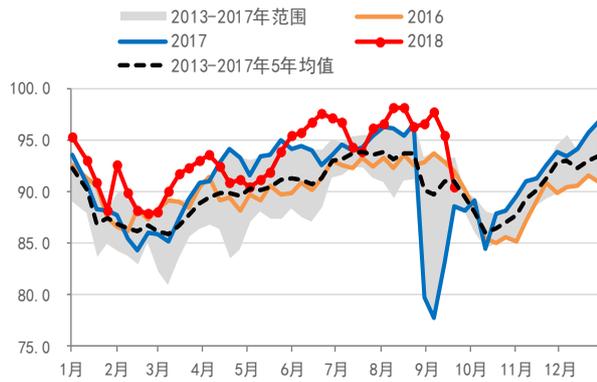
数据来源: OPEC、南华研究

图 18: 美国商业原油库存 (千桶)



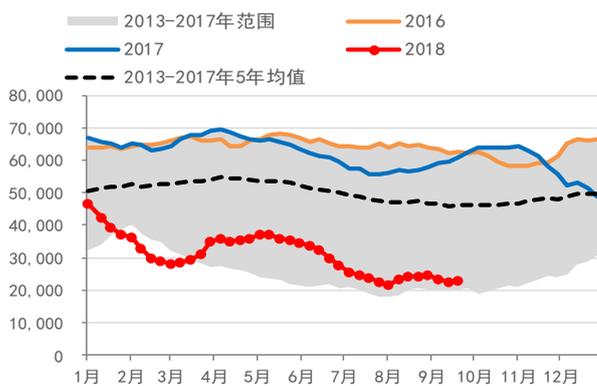
数据来源: EIA、南华研究

图 19: 美国炼厂开工率 (%)



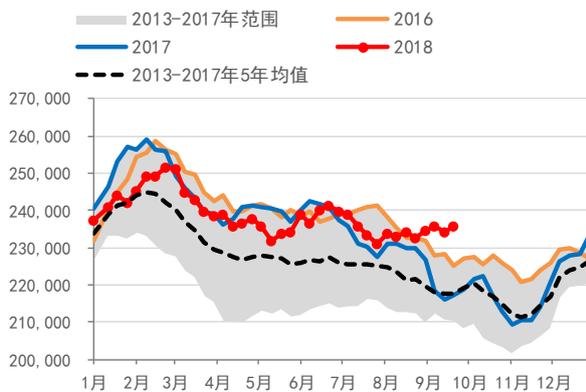
数据来源: EIA、南华研究

图 20: 美国库欣地区原油库存 (千桶)



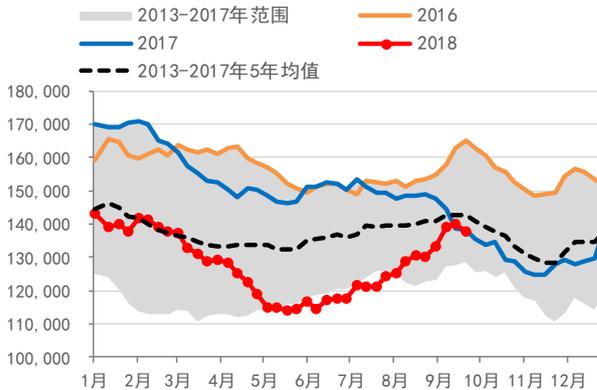
数据来源: EIA、南华研究

图 21: 美国汽油库存 (千桶)



数据来源: EIA、南华研究

图 22: 美国精炼油库存 (千桶)



数据来源: EIA、南华研究

## 第7章 WTI-Brent 价差维持高位波动

7 月，受加拿大 Syncrude 油砂公司停产的影响，WTI 原油市场供应偏紧，库欣地区原油库存逼近 5 年来最低值。而反观 Brent 市场，OPEC+ 国家大幅增产，导致 Brent 原油市场一度供应过剩，西北欧地区浮仓库存骤增，Brent 远期曲线一度转变为正向的 Contango 结构。受此影响，WTI-Brent 价差一度缩窄至近-4 美元/桶。

8 月开始，WTI-Brent 价差开始走阔，逐步恢复到-10 美元/桶附近的高位。这主要是由于伊朗原油出口开始出现大幅下滑，OPEC 增产不及预期，使得 Brent 原油市场受到较强支撑所致。而 WTI 市场方面表现相对弱势，美油产量屡创新高，出口量却不及预期，整个美国夏季石油消费高峰并没有让市场看到汽油消费的强劲，随着夏季高峰进入尾声，全美商业汽油库存依然处于 5 年同期的最高位以上。

**预计 2018 年 Q4 季度，WTI-Brent 价差或将维持在-10 美元/桶附近波动。**美油出口量的增长会限制两市价差大幅走阔的空间，而伊朗原油供应下滑，以及库欣地区通往美湾的原油管道运力有限，均将促使两市价差难以大幅收窄。

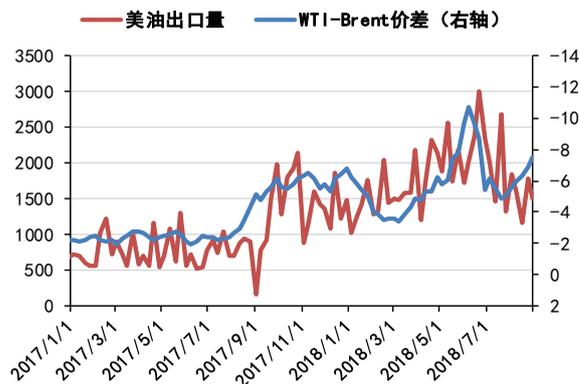
同时，需要注意到美国原油的出口量对 WTI-Brent 价差的关键影响力：从长期数据上来看，WTI-Brent 价差（绝对值）与美油出口量存在显著的正相关关系。因为随着 WTI 相对 Brent 的贴水扩大，美油出口套利窗口打开，美油出口至亚太地区将具有一定的价格优势，这将对两市价差构成负反馈作用。目前的一个重要风险点在于中美贸易摩擦，虽然原油已经被剔除出加征关税清单，但不排除未来再次进入清单的可能。这使得中国买家一直对美油采购保持谨慎，进而对美油出口构成一定影响。

图 23: WTI-Brent 价差走势（美元/桶）



数据来源：Bloomberg、南华研究

图 24 美油出口量（千桶/日）与 WTI-Brent 价差（美元/桶）



数据来源：Bloomberg、EIA、南华研究

## 第8章 供需平衡与后市预期

### 8.1. OPEC、IEA、EIA 月报显示下半年油市偏紧

通常，原油供需平衡使用全球市场对 OPEC 原油需求量（Call on OPEC）这一指标来衡量：

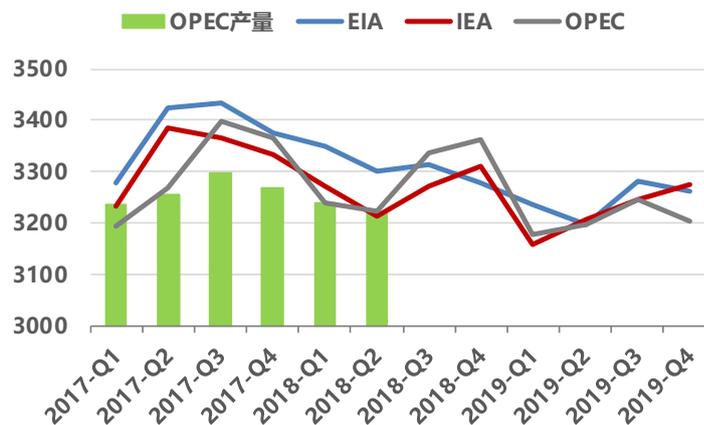
$$\text{Call on OPEC} = \text{全球石油需求} - \text{非 OPEC 石油供给} - \text{OPEC 凝析油与非常规油供给}$$

这一指标反应了全球原油市场需要对 OPEC 原油的需求量，进而与 OPEC 实际产量对比，得到全球原油的供需平衡。

通过分析 OPEC、IEA、EIA 三大机构最新公布的 9 月报，我们可以看到：对于 2018 年上半年，除了 EIA 的数据认为油市供应不足以外，IEA 与 OPEC 的数据均显示出油市处于供需大体平衡的状态。从库存数据波动较为平稳来看，我们认为对 IEA、OPEC 对上半年供需平衡的看法是较为合理的。

对于 Q3-Q4 季度，此前的月报中，OPEC、IEA、EIA 对 Call on OPEC 的预测数据一致分歧较大。然而在最新的 9 月报中，我们看到这一分歧已经大幅减少。Q3 与 Q4 季度，三大机构 Call on OPEC 数据平均值分别为为 3306 万桶/日与 3317 万桶/日。对比 OPEC 最新公布的 8 月产量 3257 万桶/日，可以预期，如果 OPEC 在 2018 年维持 3257 万桶/日产量不变，Q4 季度的全球原油供应或将存在约 60 万桶/日的缺口。

图 25：OPEC、IEA、EIA 三大机构 9 月报 Call on OPEC 数据（万桶/日）



数据来源：OPEC、IEA、EIA、南华研究

## 8.2. Q4 季度供需平衡取决于沙特，油市波动性将加剧

综上所述，预计 2018 年全球石油需求增速依旧稳健，市场供需平衡的重心依然在供应端。以 2018 年 5 月为基准，预计到年底，伊朗、委内瑞拉等国的原油供应或将减少 150 万桶/日以上。为了弥补这一供应缺口，到 8 月为止，全球主要的增产国家——美国、俄罗斯、沙特，已经合计增产约 110 万桶/日，未来依然具有 150 万桶/日以上的增产潜力。也就是说，增产国家有足够的产能弥补伊朗、委内瑞拉的供应缺口。根据 OPEC、IEA、EIA 三大能源机构的数据来看，2018 年 Q2 季度以来，全球原油市场基本保持供需平衡格局。但是，随着伊朗问题的发酵，如果到年底 OPEC 依然维持 8 月份的产量水平，全球原油市场或将出现约 60 万桶/日的供应缺口。

在美国、俄罗斯的增产节奏相对明确的情况下，原油供应增长的最大不确定性因素来自沙特及其海湾盟友伊拉克、阿联酋等国。依据 2018 年以来沙特多次重申的“维持市场供需稳定”的原油政策，预计 OPEC 在 Q4 季度将会继续调节产量，使得全球原油始终保持供需大体平衡的格局。

基于对沙特石油政策稳定延续的假设，我们预计 2018 年 Q4 季度，原油市场并不会出现显著的供应缺口，国际油价依然保持区间波动格局。但由于增产行动将会使得全球油市闲置产能消耗殆尽，市场面对例如利比亚、尼日利亚等国新的供应危机时将变得更加“脆弱”。预计国际油价的波动性将会加剧，波动区间也可能较 Q3 季度显著上移 5-10 美元/桶。

## 南华期货分支机构

### 总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层  
客服热线：400 8888 910

### 上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元  
电话：021-20220312

### 上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 663 号 1 楼、7 楼  
电话：021-52586179

### 上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 803、804 单元  
电话：021-50431979

### 普宁营业部

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

### 厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元  
电话：0592-2120291

### 南通营业部

南通市南大街 89 号（南通总部大厦）六层 603、604 室  
电话：0513-89011168

### 广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房，2009 房  
电话：020-38809869

### 天津营业部

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

### 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

### 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

### 太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 8 层 805 室  
电话：0351-2118001

### 宁波分公司

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

### 余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室  
电话：0574-62509011

### 永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼  
电话：0579-89292777

### 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

### 绍兴营业部

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

### 温州营业部

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

### 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

### 嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心 3 幢 1801 室  
电话：0573-89997820

### 慈溪营业部

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

### 宁波营业部

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

### 台州营业部

台州经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室  
电话：0576-88539900

**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

**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

**芜湖营业部**

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1002  
电话：0553-3880212

**舟山营业部**

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

**义乌营业部**

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼  
电话：0579-85201116

**南昌营业部**

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼  
1405 室  
电话：0791-83828829

**北京分公司**

北京市西城区宣武门外大街 28 号 A 座 A501 室  
电话：010-63155309

**北京营业部**

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

**沈阳营业部**

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室  
电话：024-22566699

**青岛营业部**

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室  
电话：0532-80798985

**大连营业部**

辽宁省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

**郑州营业部**

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

**兰州营业部**

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 001 号  
电话：0931-8805351

**哈尔滨营业部**

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

**深圳分公司**

深圳市福田区莲花街道金田路 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

**南京分公司**

江苏省南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808  
室  
电话：025-86209875

**济南营业部**

山东省济南市历下区泺源大街 102 号祥恒广场 15 层 1505 室  
电话：0531-80998121

## 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：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)