

平流缓进

摘要

2018 年的油市呈现“慢牛”走高而后急速回落的走势，市场运行逻辑逐渐从 OPEC 减产与美油增产之间的平衡，转移到美国对伊制裁与各大产油国增产之间的经济与政治博弈。

今明两年原油市场主要驱动因素仍然在供给端，虽然经济增长放缓预期会影响需求端变化，不过原油需求总体保持刚性。随着 OPEC+减产 120 万桶/天协议落地，原油市场再次开启供给端管控。预计 2019 年上半年，OPEC+减产与伊朗制裁或将推动油价中枢有所回升，市场需要警惕二季度伊朗、利比亚等国供应中断风险的集中爆发。对于下半年，管道运输瓶颈的缓解或将诱发美国原油产量与出口再创新高，叠加 OPEC 下半年减产前景不明，油价或将面临下行压力。

总体认为 2019 年油价运行中枢将低于 2018 年，预计布伦特价格中枢 65 美元/桶，WTI 价格中枢 58 美元/桶。供需基本面与宏观金融市场的双重不确定性将使得油价的波动性有增无减。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

袁铭 0571-89727505

ym@nawaa.com

夏阳 010-83168383

xiayang@nawaa.com

目录

第 1 章	2018 年国际油价走势回顾	4
第 2 章	OPEC+再次达成减产协议.....	6
2.1.	欧佩克再次启动供给管理模式.....	6
2.2.	OPEC 减产后供需情况预测	6
第 3 章	美国保持全球最大供应增量	7
第 4 章	2019 年需求增速仍不及供应增速	8
第 5 章	季节性需求与库存变化.....	10
5.1.	下半年 OECD 商业石油库存持续累库	10
5.2.	美国成品油库存出现显著分化.....	10
第 6 章	WTI-布伦特价差	11
第 7 章	地缘政治风险依旧	12
第 8 章	逻辑总结.....	14
南华期货分支机构		15
免责声明.....		17

图表目录

图 1.1: 基准原油价格走势	(美元/桶)	4
图 1.2: 上海原油期货价格走势	(人民币/桶)	4
图 1.3: WTI 原油近远月价差	(美元/桶)	5
图 1.4: Brent 原油近远月价差	(美元/桶)	5
图 2.1: OPEC 月度产量	(千桶/天)	6
表 2.1: OPEC+减产力度	(万桶/天)	6
表 2.2: 减产后产量水平	(百万桶/天)	7
图 2.2: 伊朗、委内瑞拉产量持续下滑	(千桶/天)	7
图 3.1: 美国原油周度产量变化	(千桶/天)	8
图 3.2: 美国原油产量变化	(万桶/天)	8
图 3.3: 美国三大页岩油产区产量变化	(万桶/天)	8
图 3.4: 美国原油产量中长趋势预测	(百万桶/天)	8
表 4.1: 三大机构原油供需增长预测	(万桶/天)	9
图 4.1: 油价与 GDP 及需求增速	(美元/桶、%)	9
图 5.1: OECD 商业石油库存	(百万桶)	10
图 5.2: 美国商业原油库存	(千桶)	10
图 5.3: 美国炼厂开工率变化	(%)	11
图 5.4: 美国汽油需求	(千桶/天)	11
图 5.5: 美国汽油库存	(千桶)	11
图 5.6: 美国精炼油库存	(千桶)	11
图 6.1: WTI-布伦特价差	(美元/桶)	12
图 6.2: 美油出口量与两市价差	(千桶/日、美元/桶)	12
表 7.1: 地缘政治事件概述		13
图 8.1: 美国原油库存变化预测	(百万桶)	14
图 8.2: 油价趋势变化预测	(美元/桶)	14

第1章 2018 年国际油价走势回顾

2018 年的油市呈现“慢牛”走高而后急速回落的走势，市场运行逻辑逐渐从 OPEC 减产与美油增产之间的平衡，转移到美国对伊制裁与各大产油国增产之间的经济与政治博弈。

（1）2018 年 1-3 季度，需求增长强劲叠加供应不足预期，油市震荡走高：

2018 年 1-5 月，在经历了年初的一波回落行情后，油市自 2 月中下旬开始逐渐走高。这主要是由于，一方面，需求端市场对 2018 年全球石油需求增速预期愈发乐观；另一方面在供应侧，委内瑞拉原油产量加速下滑等因素推升 OPEC 减产执行率上升至 150% 以上高位，OECD 商业石油库存逐步下滑至 5 年均值以下，OPEC 减产目标终于达成。同时，美国宣布重启对伊制裁，更是加剧了市场对供应不足的担忧。到 5 月底，WTI 原油期货一度站上 72 美元/桶，而 Brent 原油期货也突破 80 美元/桶大关。

6 月 22 日，基于对潜在的伊朗原油供应缺口的担忧，OPEC+ 大会决议增产 100 万桶/天。在随后的第三季度中，国际油市的主要控制因素开始转变为伊朗原油潜在的供应缺口与全球主要产油国供应增长之间的博弈。

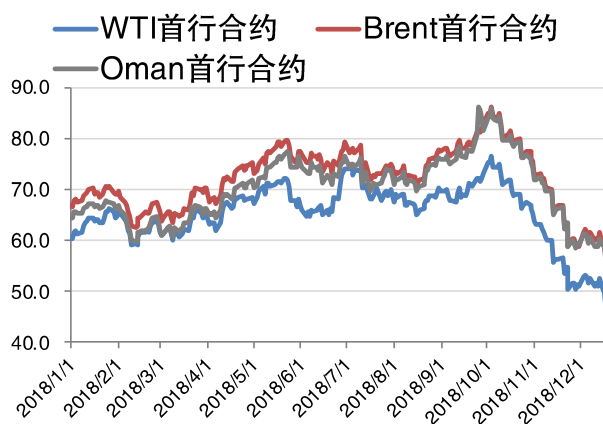
从 8 月中旬开始，伊朗原油出口出现显著下滑，而 OPEC 的增产幅度并不尽如人意。尽管特朗普政府对伊制裁态度依然坚决，但沙特对于增产一事的态度始终较为谨慎，市场对 2018 年四季度油市供不应求的预期得到一步步强化。最终导致国际油价在 10 月初创下近 4 年来新高，Brent 原油最高冲至 86.74 美元/桶。

图 1.1：基准原油价格走势

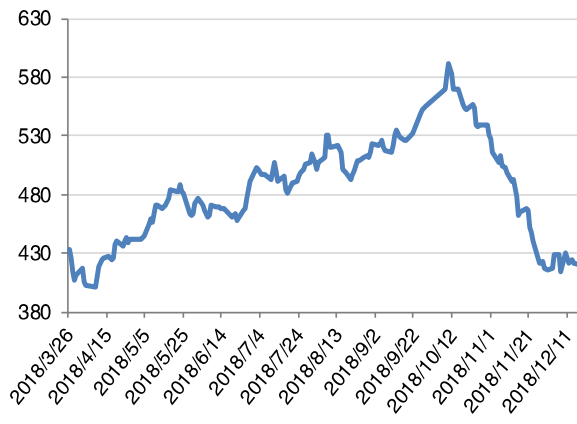
（美元/桶）

图 1.2：上海原油期货价格走势

（人民币/桶）



数据来源：Bloomberg 南华研究



数据来源：Bloomberg 南华研究

（2）峰回路转的四季度，此前的上涨逻辑被逐个证伪，油价急速回落：

总体来看，2018 年前三季度，支撑国际油市一路走高的主要逻辑是基于以下几点市场预期：全球石油需求增速预期保持稳健；美国对伊制裁力度强硬；OPEC+ 与美油增产不足以弥补伊朗原油供应的缺口。然而，从 2018 年四季度开始，以上几条上涨逻辑已经被逐个证伪：

首先，全球经济前景不明，GDP 增速的下行风险正在加剧，进而对全球石油需求增速预期造成不利影响。四季度，国际货币基金组织、OECD 组织等国际机构纷纷下调了对 2018-2019 年全球经济增速预期。美国方面，12 月美国国债收益率曲线倒挂，美联储加息预期减弱，都预示了可能出现的美国经济增速放缓。欧盟方面同样不容乐观，欧洲央行 12 月再次下调欧元区经济增长预期，这已经是今年欧洲央行第三次下调该预期。由此，下半年以来，EIA、IEA、OPEC 三大能源机构已经数次下调对 2018-2019 年全球石油需求增速预期，引发市场对石油消费降速的担忧。

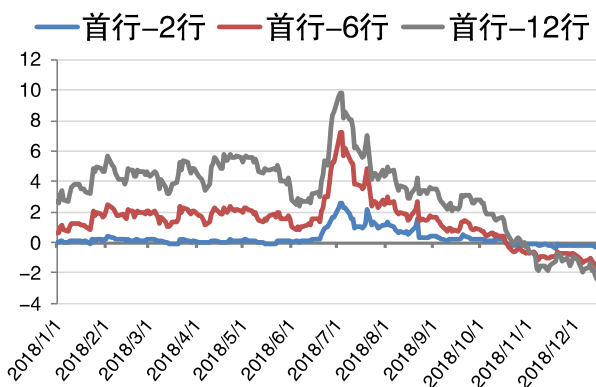
其次，OPEC、俄罗斯、美国三大产油国超预期增产，扭转了市场的供应不足预期。随着三季度油价一路走高，为了应对即将到来的中期选举，特朗普政府屡次公开向 OPEC 施压，要求 OPEC 扩大增产以降低油价。这一方面是由于特朗普希望降低国内汽油价格，以争取更多选民的支撑，而另一方面则是高油价带来的通胀压力使得美联储的加息预期增强，特朗普政府担忧这可能影响美国经济数据的表现。对于美方的压力，沙特等国的态度起初较为谨慎。事情的转机出现在 10 月，沙特记者卡舒吉在土耳其沙特大使馆遇害，案件可能牵涉到沙特王储等高级官员，美方借此机会加大对沙特施压。最终的结果是：到 11 月，以 5 月为基准，沙特原油产量累计增加 100 万桶/日，除伊朗、委内瑞拉外的其他 OPEC 成员国合计增产 196 万桶/日。而同期，俄罗斯与美国原油产量分别增长 40 万桶/日与 105 万桶/日。也就说，不考虑伊朗与委内瑞拉，OPEC、俄罗斯、美国联合增产达到惊人的 341 万桶/日。这样的增产数量完全足够弥补伊朗、委内瑞拉等国的原油供应缺口，使得市场供不应求的预期得到完全扭转。

最后，美国豁免 8 个国家/地区进口伊朗原油，击碎了原油多头的最后希望。11 月，在对伊制裁开始前夕，美国宣布将给予中国大陆、印度、土耳其、希腊、意大利、日本、韩国、中国台湾共计 8 个国家/地区以进口伊朗原油的豁免权，豁免时间 180 天。其中，伊朗原油最重要的两个进口国中国和印度分别获得 36 万桶/日、30 万桶/日的豁免量。

由此，在短短数月时间内，原油市场情绪从担忧供应不足迅速反转为忧心供应大幅过剩，使得国际油价从年内高点直线回落，回吐全年涨幅，市场近远月结构也迅速由近月升水（Backwardation）转为远月升水（Contango）结构。到 12 月，虽然 OPEC+ 大会决议减产 120 万桶/日使得油市短线企稳，但市场看空情绪依然浓厚：这一方面是由于市场担忧 OPEC 的新减产协议能否解决油市的供应过剩，另一方面，则是来自于资金面的压力，经济增速下行预期走强，全球股市连续下跌，引发投机资金对风险资产的偏好正在减弱，进一步加剧了市场的看空情绪。

图 1.3: WTI 原油近远月价差

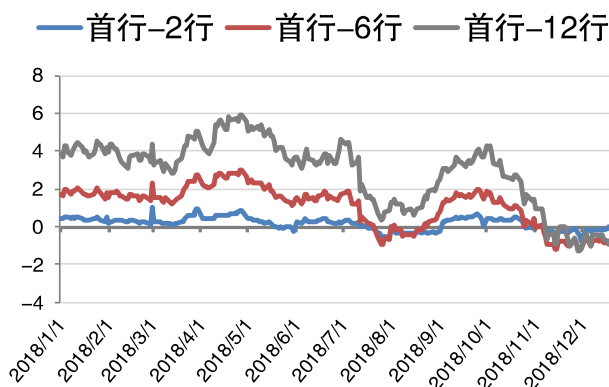
(美元/桶)



数据来源：Bloomberg 南华研究

图 1.4: Brent 原油近远月价差

(美元/桶)



数据来源：Bloomberg 南华研究

第2章 OPEC+再次达成减产协议

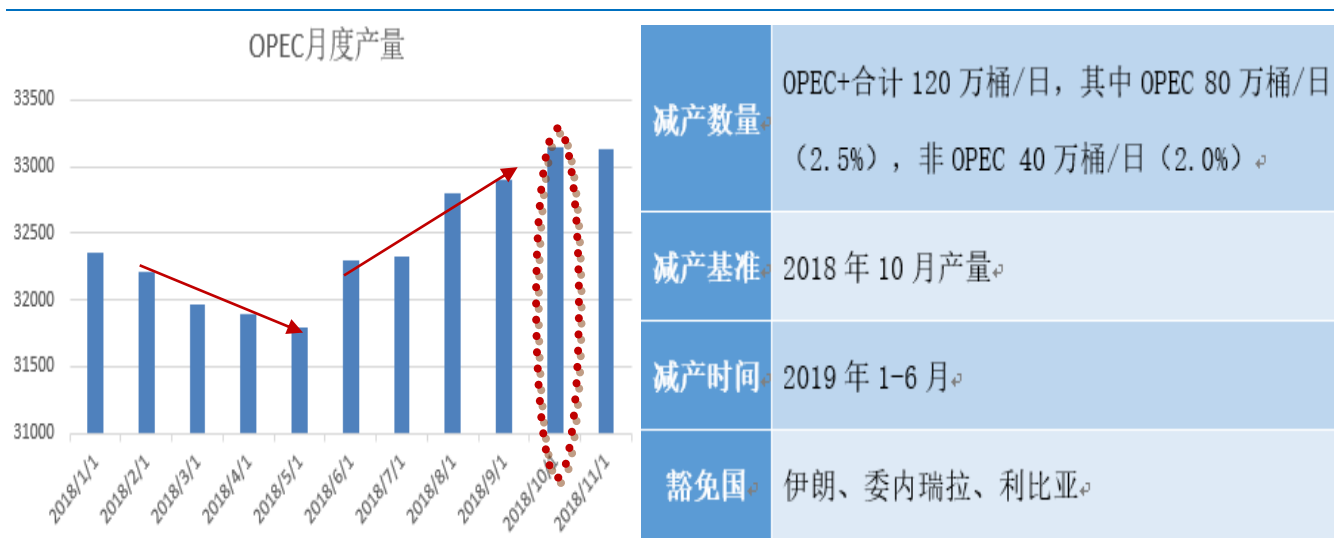
2.1. 欧佩克再次启动供给管理模式

自 2019 年 1 月起，OPEC+将再次开启减产模式，协议减产目标为 120 万桶/日，其中 OPEC 将减产 80 万桶/日（2.5%），非 OPEC 将减产 40 万桶/日（2.0%）。减产将以 2018 年 10 月为减产基准，持续时间 2019 年 1-6 月，OPEC+将在 2019 年 4 月的维也纳会议上重新评估减产情况。这次减产仍是基于 2018 年下半年以来全球供应开始宽松的背景，油价在 10 月开始出现暴跌。回顾一下，国际油价在 2017 年上涨最核心的逻辑就是欧派克+减产协议的达成和履行（原油市场的供给侧管理），市场进入了去库存化阶段。可以肯定的是如果没有人为（OPEC）干预市场，国际油价仍会处在熊市当中。从相关数据来看，2018 年以美国为代表的非欧派克国家的原油产量增速显著超过需求增速，作为原油市场调节者的 OPEC 如果想维持合理油价水平必然需要减产，显然减产效果起到了稳油价的结果，因此，此次 OPEC+再次祭出这张减产牌也是符合市场预期的。

图 2.1：OPEC 月度产量

（千桶/天）表 2.1：OPEC+减产力度

（万桶/天）



数据来源：Bloomberg 南华研究

数据来源：南华研究

2.2. OPEC 减产后供需情况预测

根据 OPEC 12 月报数据，2019 年 1-4 季度全球对 OPEC 原油的需求量（Call on OPEC）分别为 3167、3177、3155 和 3079 万桶/日。而依据减产协议，OPEC 将在 10 月产量基准上减产 80 万桶/日，也就是减产至 3217.6 万桶/日。这意味着，在如今的减产协议下，明年 1-4 季度全球油市将分别过剩 50.6、40.6、62.6 和 138.6 万桶/日，全年平均过剩量为 73.1 万桶/日。

虽然从数据上来看，OPEC 的减产力度还不足以使得明年市场供需趋于平衡，不过考虑到伊朗 11 月产量较 10 月下滑了 38 万桶，而且，伊朗产量的下滑预计会小于其出口量的下滑，因为其很多产量会进入浮仓库存。在这种情况下，OPEC 减产产量上看仍显过剩，但很多伊朗的产量并没有流入市场，使得实际的供应并没有那么多，同时，委内瑞拉 11 月较 10 月下降 5 万桶，因此，明年一季度仅 OPEC 减产就超过 120 万桶还是很可能的。到二季度，美国对伊制裁 180 天豁免到期，伊朗产量

受限可能更严重，也就是说，这次减产大概率会和 2017 年那次减产一样，减产执行率将超过 100%。即考虑到非自愿性减产的可能性，明年上半年供应矛盾会趋缓，供需平衡表会改善。

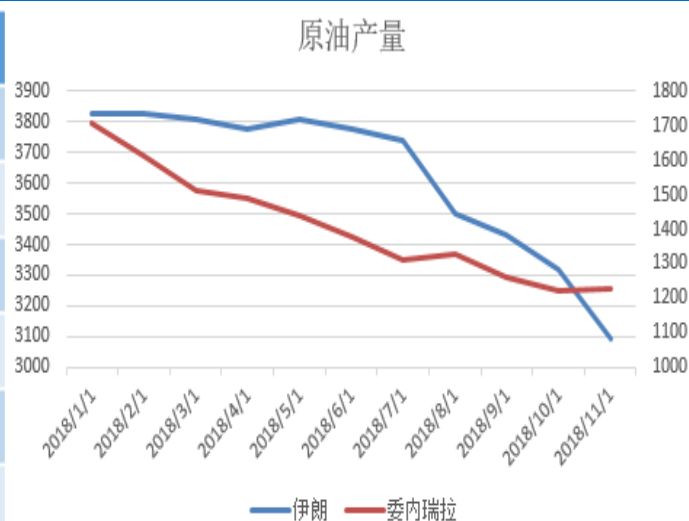
表 2.2: 减产后产量水平

(百万桶/天) 图 2.2: 伊朗、委内瑞拉产量持续下滑

(千桶/天)

	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	19 年全年
全球需求	99.10 ₁	99.26 ₁	100.64 ₁	101.29 ₁	100.08 ₁
非 OPEC 供应	67.43 ₁	67.49 ₁	69.10 ₁	70.50 ₁	68.64 ₁
CALLmOPEC	31.67 ₁	31.77 ₁	31.54 ₁	30.79 ₁	31.44 ₁
OPEC 减产基准	32.98 ₁	32.98 ₁	32.98 ₁	32.98 ₁	32.98 ₁
协议减产	0.80 ₁	0.80 ₁	0.80 ₁	0.80 ₁	0.80 ₁
减产过剩量	0.51 ₁	0.41 ₁	0.64 ₁	1.39 ₁	0.74 ₁

数据来源: OPEC 南华研究



数据来源: Bloomberg 南华研究

第3章 美国保持全球最大供应增量

美国这两年原油产量继续保持较高增长, EIA 预测数据显示, 2018 年美国原油产量将达到 1088 万桶/天, 增幅 153 万桶/天, 2019 年将继续增长 118 万桶/天至 1206 万桶/天, 不过增幅会有所放缓。从美国原油周度产量来看, 今年以来原油产量持续增长, 目前产量达到 1160 万桶/天, 今年截至目前 1080 万桶/天, 符合 EIA 的产量预期。从中长期的预测来看, 美国原油产量水平在 1200 万桶/天水平可维持 20 年, 不过我们认为这个预估还是偏保守的。但可以预见的是, 美国将继续引领非 OPEC 产量增长。

美国产量增长主要得益于页岩油产量的贡献, 页岩油产量占美国原油产量的 68%, 二叠纪页岩油产量占页岩油总产量的 47%。EIA 最新的钻井报告预测显示, 美国 7 大页岩油产区页岩油新井单井产量 2019 年 1 月平均为 691 桶/日, 较 2018 年 12 月增加 12 桶/天, 表明美国页岩油生产效率仍然较好。

同时, 美国页岩油最重要产区二叠纪盆地, 自 2018 年 1 月以来, 产量连续 12 个月录得增长, 平均月度增产量近 8 万桶/天。目前制约二叠纪盆地产量加速增长的最主要因素依然是管输瓶颈问题, 据统计, 二叠纪目前通往海湾或者库欣地区的原油管道合计最大运力为 317 万桶/日, 即使加上二叠纪本地的炼厂产能, 这部分运力依然明显不足。此外, 据普氏能源估算, 目前二叠纪地区的外输铁路运力为 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。截止到 2018 年 11 月, 二叠纪库存井 (DUC) 数量达到 4039 口, 较去年同期大增 85%, 原油产量受制约程度可见一斑。预计 2019 年下半年, 随着 Cactus 2、Gray Oak、EPIC 等数条新建管道陆续开通,

将给二叠纪盆地带来接近 200 万桶/日的新增外输运力，这将极大缓解该地区的管输瓶颈，使得美油产量存在进一步大幅上涨的空间。

图 3.1：美国原油周度产量变化

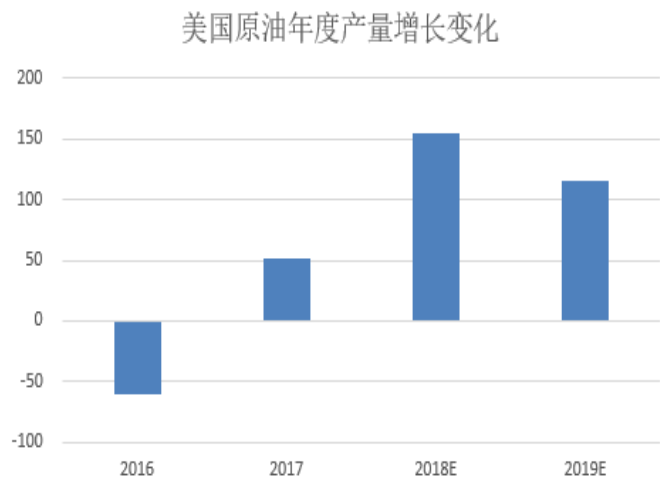
(千桶/天)

图 3.2：美国原油产量变化

(万桶/天)



数据来源：EIA 南华研究



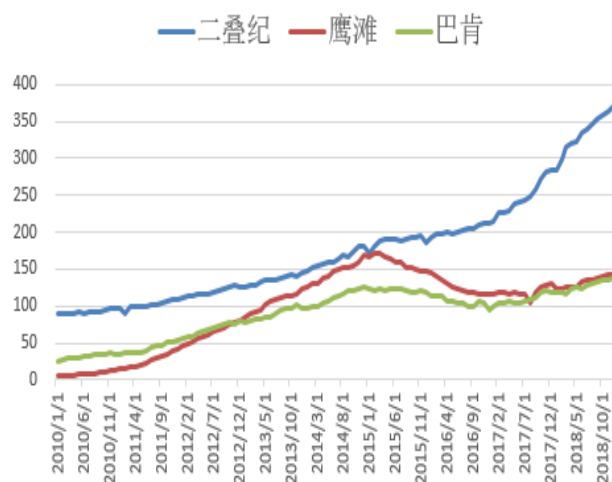
数据来源：EIA 南华研究

图 3.3：美国三大页岩油产区产量变化

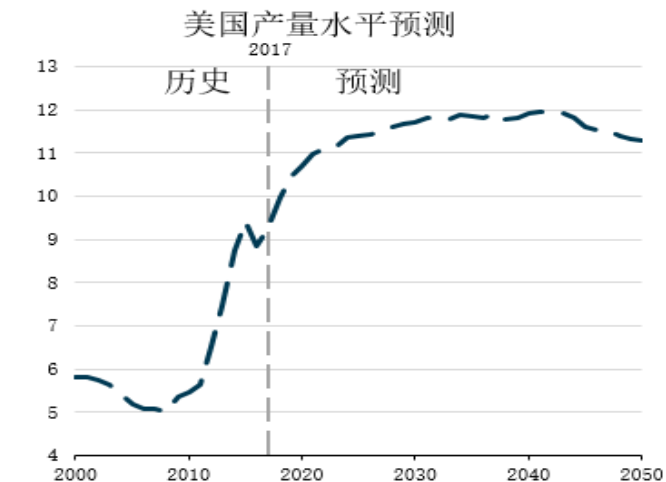
(万桶/天)

图 3.4：美国原油产量中长期趋势预测

(百万桶/天)



数据来源：EIA 南华研究



数据来源：EIA 南华研究

第4章 2019 年需求增速仍不及供应增速

从三大机构的预测来看，2019 年全球原油需求增长连续第二年不及供应增长，而 2017 年全球原油需求增长整体超过供给增长，形成了去库存的趋势。而目前经合组织（OECD）库存已经呈现增长态势，因此，在这样的供需格局之下，要维持供需平衡，OPEC 减产也是不得不为之。当然，这两年原油市场的核心矛盾是出在供给端（主要是美国产量的大幅飙升），需求端的增速整体保持平稳，从 3 大机构对 2019 年全球需求增长预测来看，基本与 2018 年同步。不过，我们也看到市场一些机构对 2019 年的需求是否会保持较好的增长也表示担忧，这主要基于对全球经济增速的放缓预期，进而影响

石油需求增速。国际货币基金组织（IMF）将 2019 年全球经济增速预期由 3.9% 下调至 3.7%，将美国增长预期由 2.7% 下调至 2.5%（2018 年 2.9%），将中国增长预期由 6.4% 下调至 6.2%（2018 年 6.6%）。不过，从全球经济增长与原油需求增速的长周期来看，除了 2008–2009 经济危机出现原油需求负增长之外，2000–2017 年间，原油需求增速整体维持在 1%–2% 之间，平均 1.38%，2019 年 3 大机构需求增速预测（IEA 1.4%、EIA 1.5%、OPEC 1.3%），整体符合历史增速区间，表明原油需求有其一定的刚性，只要全球经济不出现大的波动，不必对需求端过于悲观。

表 4.1：三大机构原油供需增长预测

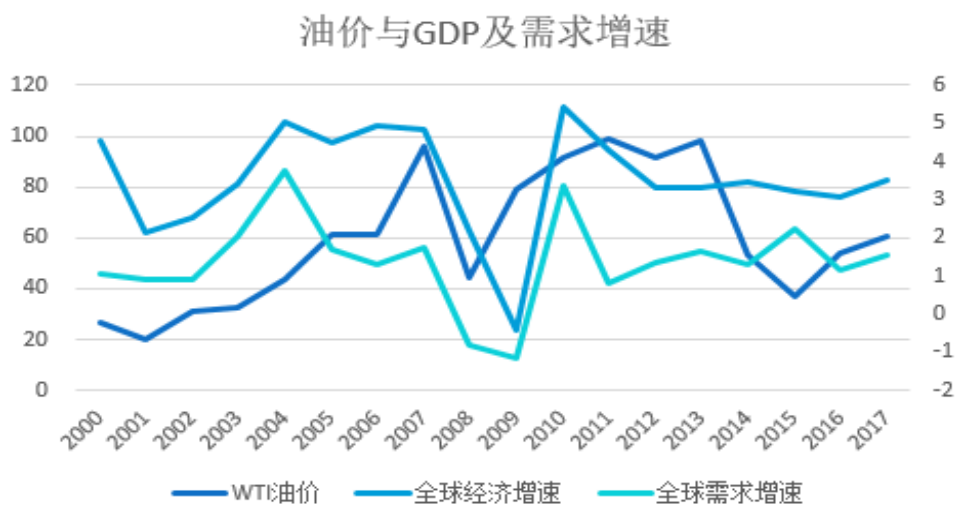
（万桶/天）

	2018 非 OPEC 供应 增长	2018 全球需求增长	2019 非 OPEC 供应 增长	2019 全球需求增长
IEA	230	130	200	140
EIA	246	153	231	152
OPEC	250	150	216	129

数据来源：IEA EIA OPEC 南华研究

图 4.1：油价与 GDP 及需求增速

（美元/桶、%）



数据来源：IMF Bloomberg 南华研究

第5章 季节性需求与库存变化

5.1. 下半年 OECD 商业石油库存持续累库

OECD 商业石油库存毫无疑问是衡量长期油市格局的最重要指标之一。2016 年 11 月，OPEC+ 减产协议的主要目标就是将高企的 OECD 商业石油库存削减到 5 年均值附近。经过 15 个月的联合减产，这一目标在 2018 年 3 月得以实现。此后的二季度，OECD 商业石油库存波动较小，这也暗示了国际原油市场在二季度维持着供需大体平衡的状态。而从三季度开始，随着各大产油国逐步开始增产，OECD 商业石油库存再次进入上升周期。到 9 月底，OECD 商业石油库存增加至 5 年同期均值以下仅 800 万桶的水平，离重返 5 年均线以上仅一步之遥，整个三季度合计累库 5810 万桶，创 3 年来同期最大增幅。从现有数据推断，四季度加速累库将是大概率事件。

对于 2019 年，基于 OPEC+ 在 12 月再次达成减产协议，2019 年上半年的供应过剩预期得到较大缓解。预计 OECD 商业石油库存在一季度的累库风险将会得到大幅改善。而对于二季度，随着伊朗制裁问题再度发酵，OECD 商业石油库存有望再次进入去库存阶段。

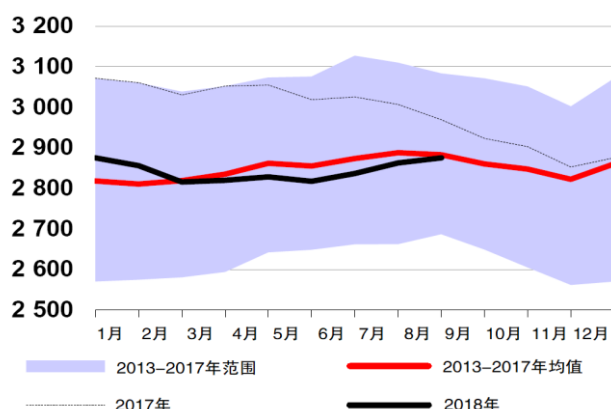
5.2. 美国成品油库存出现显著分化

2018 年美国原油库存波动相对平稳。2018 年上半年，EIA 商业原油库存主要是沿着 5 年均线附近波动，而此时精炼油库存的超预期下滑则暗示了石油消费依然强劲。到了三季度，虽然 EIA 商业原油库存依旧由于季节性因素沿着 5 年均线“去库存”，然而同期，EIA 汽油库存与精炼油库存均录得超季节性增长。这表明，三季度的美国石油市场已经出现过剩迹象，但是由于炼厂的高开工率使得原本处于原油端的累库被转移到了成品油端，掩盖了原油市场出现的供应过剩。

下半年，美国成品油市场中汽柴油库存出现显著分化，虽然汽油库存始终处于 5 年同期高位，但是精炼油库存则一度几乎见底。这主要是由于 2018 年，美国经济增速强劲，特别是运输业与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。而反观汽油消费市场，高油价下美国汽油消费“旺季不旺”，汽油裂解价差持续走弱。此时始终位于高位的汽油库存，或许只是炼厂全力开工生产精炼油下的一个副作用。

图 5.1: OECD 商业石油库存

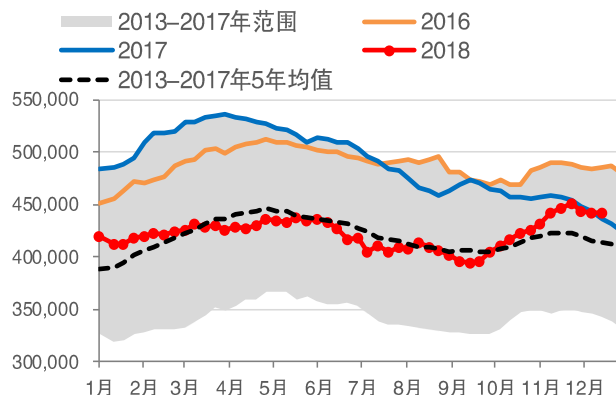
(百万桶)



数据来源: IEA 南华研究

图 5.2: 美国商业原油库存

(千桶)

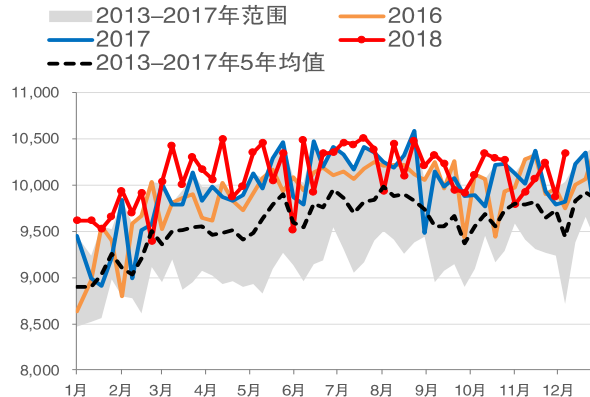
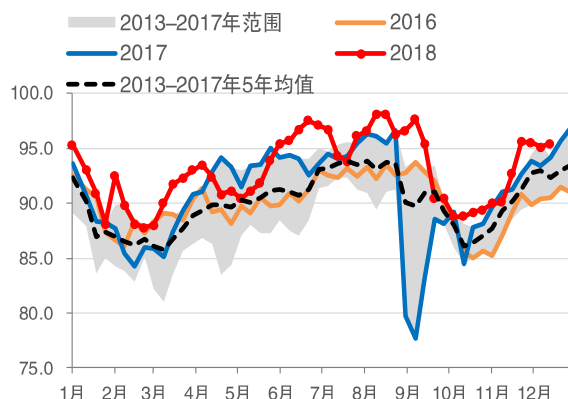


数据来源: EIA 南华研究

图 5.3: 美国炼厂开工率变化

(%) 图 5.4: 美国汽油需求

(千桶/天)



数据来源: EIA 南华研究

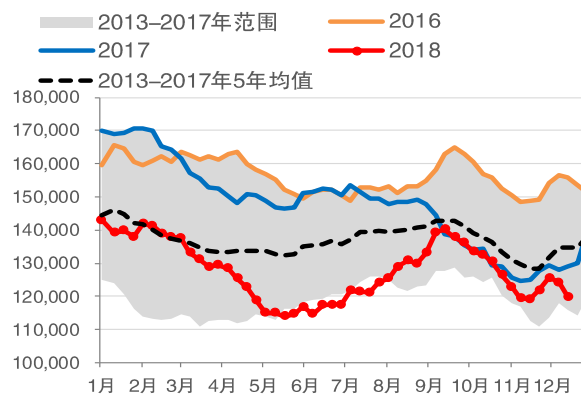
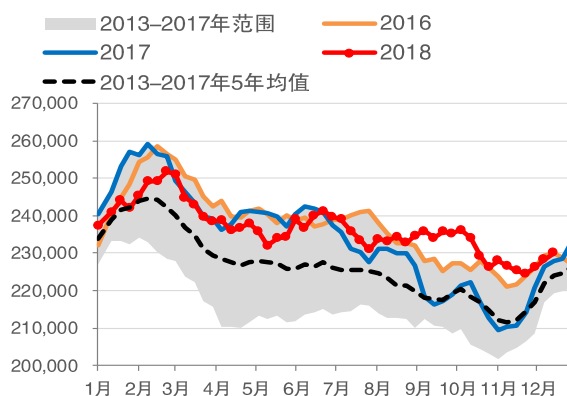
数据来源: EIA 南华研究

图 5.5: 美国汽油库存

(千桶)

图 5.6: 美国精炼油库存

(千桶)



数据来源: EIA 南华研究

数据来源: EIA 南华研究

第6章 WTI-布伦特价差

2018年以来, WTI-Brent 价差主要控制因素包括 OPEC+的产量增减节奏和美国原油产量、出口, 而美油主产区通往美湾地区的管输瓶颈则是市场关注的另一个焦点。

1-5月, 随着 OPEC 减产执行率持续维持在高位, OECD 商业石油库存下降到 5 年均值以下, 全球石油供需格局继续偏紧。而与此同时, 美国原油产量却屡创新高, 管道运输瓶颈与美湾 VLCC 出口港口的缺乏也阻碍了美油进入国际市场。在这种国际市场与美国市场的供需基本面差异下, WTI-Brent 价差一度走阔至-11 美元/桶以上, 创 2015 年以来新高。6-7 月, 美国原油产量增长“暂歇”, 加拿大 Syncrude 油砂公司部分停工, 库欣地区原油库存跌破 5 年同期最低值, 这些因素共同支撑 WTI 原油市场。而反观 Brent 市场, OPEC+开始增产, 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 价差缩窄至近-4 美元/桶。8 月开始, WTI-Brent 价差再次走阔, 到 9 月中旬逐步恢复到-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 与俄罗斯增产不及预期, 使得 Brent 原油市场相对走强所致。进入四季度, OPEC、俄

罗斯与美国的原油产量均出现强劲增长，同时美国对伊制裁力度也远不及预期，WTI、Brent 市场基本同步下行，两市价差始终维持在-8 到-10 美元/桶附近波动。

预计到 2019 年，WTI-Brent 价差运行逻辑与 2018 年基本一致。2019 年上半年，OPEC 将开始执行新的减产协议，而美国原油管输瓶颈犹存，美国页岩油产量增速仍未见放缓迹象，这意味着 WTI-Brent 价差不具备大幅收窄的空间。此外，需要关注加拿大的减产计划对于 WTI 市场的支撑作用（12 月，加拿大阿尔伯塔省宣布将在 2019 年削减 32.5 万桶/日的原油产量）。而限制两市价差大幅走阔的逻辑依然是美油出口，从历史数据看，WTI-Brent 价差（绝对值）与美油出口量存在显著的正相关关系，两市价差的走阔将使得 2-3 周后美油出口量上涨，进而对 WTI-Brent 价差构成负反馈。

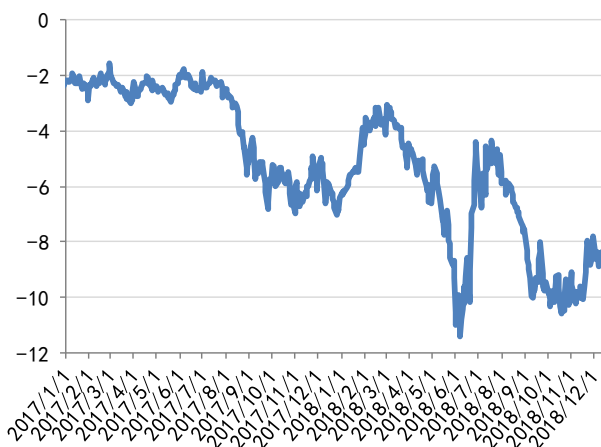
由此，预计 2019 年一季度，WTI-Brent 价差将维持-6 到-10 美元/桶区间波动，二季度，如果伊朗制裁问题能够再次发酵，两市价差有望走阔至-10 美元/桶以上。而对于 2019 年下半年，随着美油管输瓶颈得到显著改善，美油产量与出口量都可能再上一个台阶，叠加 IMO2020 新政策对轻质低硫原油的偏好，WTI-Brent 价差或将较再次收窄至-10 美元/桶以内。

图 6.1: WTI-布伦特价差

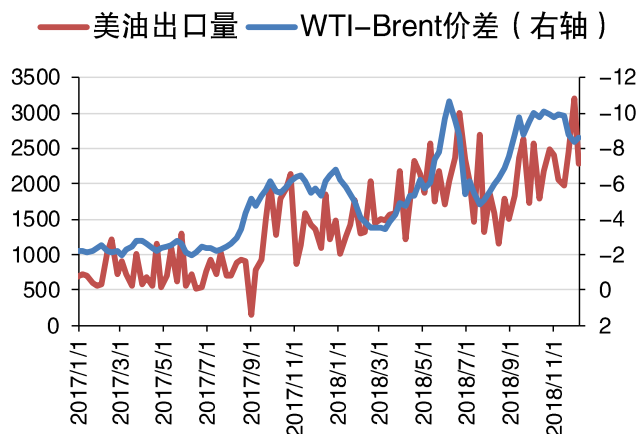
(美元/桶)

图 6.2: 美油出口量与两市价差

(千桶/日、美元/桶)



数据来源: Bloomberg 南华研究



数据来源: Bloomberg 南华研究

第7章 地缘政治风险依旧

贯穿整个 2018-2019 年油市最重要的地缘政治事件毫无疑问将会是伊朗核问题，自 2018 年 5 月美国退出伊核协议后，国际油价一路走高，而到了四季度，油价直线重挫的重要原因之一也是美国给予伊朗原油进口国以一定的豁免权。这样一个为期 180 天的豁免权，使得美国对伊制裁的悬念被延迟到 2019 年 5 月，这也意味着伊朗问题将在 2019 年持续扰动市场。

目前来看，2019 年全球原油市场供应充足，这将给予美国加大对伊制裁力度的空间，叠加委内瑞拉原油产量持续稳定下滑，以及动荡局势下的利比亚可能在二季度举行大选，市场需要警惕原油供应中断风险或在 2019 年二季度集中爆发。

表 7:1 地缘政治事件概述

事件概述	
美国对伊制裁	5 月 8 日,美国宣布退出伊朗核协议,并将重启对伊制裁。此后,虽然欧洲国家继续力挺伊朗核协议,甚至策划推动一个新的贸易支付机制——特殊目的载体 (SPV) 以期维持伊朗原油进口。但我们看到,为了规避美国的政治经济压力,暂时还没有国家与银行愿意承办 SPV。此外,包括道达尔在内的多家欧洲石油或贸易公司正在采取措施削减与伊朗的原油合作。到 2018 年 11 月,伊朗原油进口已经下降到 66 万桶/日,其中欧盟国家已经完全停止了伊朗原油进口。11 月,美国给予部分伊朗原油进口国以一定额度的豁免权,伊朗原油出口在明年一季度或有一定反弹机会,然而到 5 月豁免时间截止,伊朗原油供应缺口大概率将再度扩大,伊朗原油出口量或将难以超过 100 万桶/日。
委内瑞拉石油产业危机	2018 年委内瑞拉原油产量持续稳定下滑已经成为一种常态。5 月,委内瑞拉在加勒比地区的 2 个主要出口港口设施被国际法庭判赔付给美国康菲公司,导致委内瑞拉的港口原油出口能力严重不足,更是令该国的石油产业雪上加霜。截止到 2018 年 11 月,委内瑞拉原油产量已经下滑至 113.7 万桶/日,产量下滑仍未见企稳迹象。 预计在未来数年内,委内瑞拉原油产量和出口量将继续维持在较低水平。俄罗斯、中国对委内瑞拉的贷款与石油产业投资或将部分缓解该国原油产量的持续下行,但需要关注美国是否会加大最委内瑞拉的制裁力度。
利比亚、尼日利亚局势动荡	尼日利亚的局势在 2018 年已经相对平静,除了 5-6 月由于原油管道被蓄意破坏,影响了部分 Forcados 和 Bonny 原油出口以外,全年其他月份原油产量较为稳定。由此,在 2018 年 12 月的 OPEC 减产协议中,尼日利亚并没有获得减产豁免权。 相比之下,利比亚的局势则动荡许多。6 月 19 日,因附近发生武装冲突,利比亚主要的原油出口港口 Es Sider 与 Ras Lanuf 被迫关闭,共造成 24 万桶/日的供应中断。12 月,由于抗议者占领了油田设施,利比亚最大油田 Sharara 油田连同周边 El Feel 油田一同关闭,共将影响 38.5 万桶日的产量。2019 年利比亚局势依然不容乐观,原定于 12 月举行的利比亚大选由于局势不稳将会推迟到 2019 年二季度,这将加剧利比亚原油供应中断的风险。

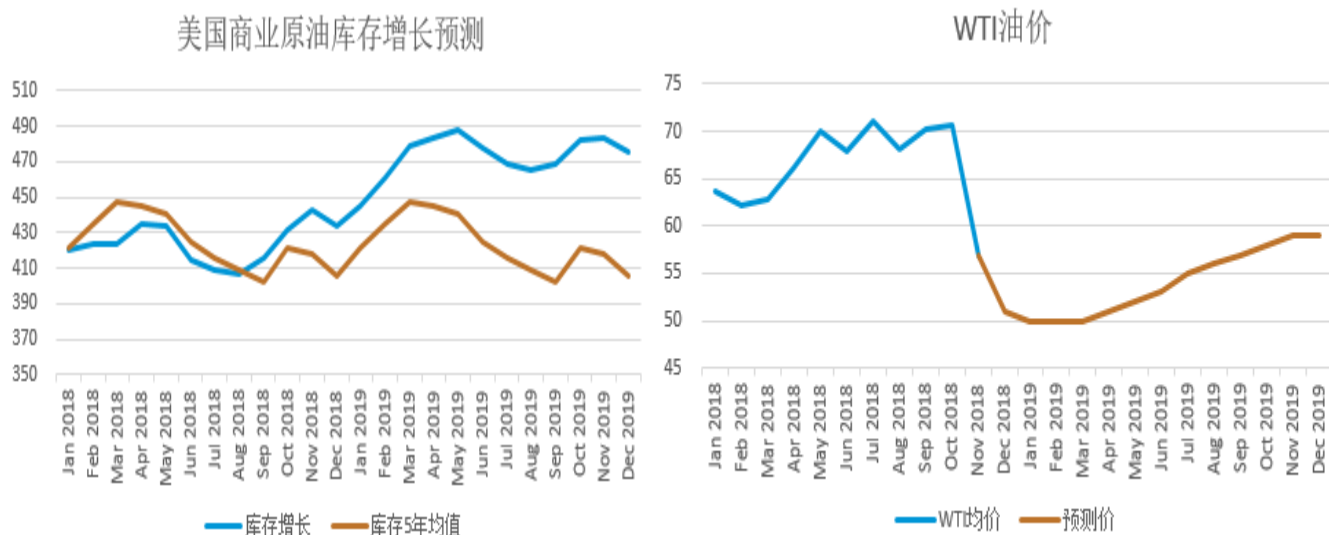
第8章 逻辑总结

这两年原油市场主要驱动因素是供给，虽然经济增长预期会影响需求端变化，不过原油需求总体保持刚性，而随着美国增产、OPEC 增产、减产之间的转换，原油市场供给变化要远大于需求。随着 OPEC+减产 120 万桶/天协议落地，并于 2019 年 1 月开始执行，原油市场再次开启供给端管控，基于对 2017 年减产的情况和效果来看，此次减产大概率将再次推动油价走强，因此我们对明年油价继续看多，布伦特价格中枢 65 美元/桶，WTI 价格中枢 58 美元/桶，预计 2019 年上半年，OPEC+减产与伊朗制裁或将推动油价中枢有所回升，对于下半年，管道运输瓶颈的缓解或将诱发美国原油产量与出口再创新高，美国或取代 OPEC 成为油价调控中心，叠加 OPEC 下半年减产前景不明，油价或将面临下行压力。总体认为 2019 年油价运行中枢将低于 2018 年，供需基本面与宏观金融市场的双重不确定性将使得油价的波动性有增无减。

图 8.1：美国原油库存变化预测

(百万桶)图 8.2：油价趋势变化预测

(美元/桶)



数据来源：EIA 南华研究

数据来源：EIA 南华研究

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

南京分公司

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

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 801、802 单元
电话：021-50431979

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

南通市崇川区崇文路 1 号启瑞广场 20 层 2308、2309 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越发大厦 905-906 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

浙江省宁波市江北区大闸南路 500 号 24 幢 1706 室
电话：0574-87274729

济南营业部

济南市历下区冻源大街 102 号祥恒广场 15 层 1505
电话：0531-80998121

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 416 号中浪国际大厦 C 座 5 层 503 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 (第 14 层)
电话：0791-83828829

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 26、28、30 号 2 幢 5 层 A502 室
电话：010-63155309

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 26、28、30 号 2 幢 5 层 A501 室
电话：010-63161286

台州营业部

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

沈阳营业部

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

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

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话：0532-80798978

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：0755-82777909

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：0755-82777909

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