



供需平衡有望继续收紧

摘要

1 季度原油市场主要向上驱动因素仍然落脚在供给端收缩，随着 OPEC+减产力度的增加，且持续至至少 6 月份，供给端收紧的逻辑料在 2 季度延续，叠加季节性需求，供需平衡有望在 2 季度继续收紧。

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	2019 年一季度油价走势回顾.....	4
第 2 章	OPEC 维持较高减产执行率	5
第 3 章	美国产量增速放缓	6
第 4 章	季节性需求与库存变化.....	7
第 5 章	WTI-布伦特价差	9
第 6 章	地缘政治风险依旧	10
第 7 章	逻辑总结.....	11
南华期货分支机构		12
免责声明		14

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
图 3.1: 美国原油周度产量	(千桶/天)	7
图 4.1: OECD 商业石油库存	(百万桶)	8
图 4.2: 美国商业原油库存	(千桶)	8
图 4.3: 美国炼厂开工率变化	(%)	8
图 4.4: 美国库欣地区原油库存	(千桶)	8
图 4.5: 美国汽油库存	(千桶)	9
图 4.6: 美国精炼油库存	(千桶)	9
图 5.1: WTI-布伦特价差	(美元/桶)	10
图 5.2: 美油出口量与两市价差	(千桶/日、美元/桶)	10
图 7.1: WTI 油价预测	(美元/桶)	11

第1章 2019 年一季度油价走势回顾

整个 2019 年一季度，国际原油价格呈现震荡走高的牛市行情，主要的牛市逻辑是来自 OPEC+ 减产协议的高效执行对油市的强力支撑，而全球宏观经济增速的悲观预期则始终在限制油价的上涨空间。

2019 年伊始，随着 OPEC+ 新减产协议的正式生效，以沙特为首的 OPEC 国家迅速开始大幅削减原油供应。受此影响，国际油价一路震荡走高，Brent 原油期货近远月价差从 1 月底开始正式进入 Backwardation 结构，而 WTI 原油的深度 Contango 结构也得到了显著改善。至 3 月下旬，WTI 原油期货一度站上 60 美元/桶大关，而 Brent 原油也一度突破至 68 美元/桶以上。

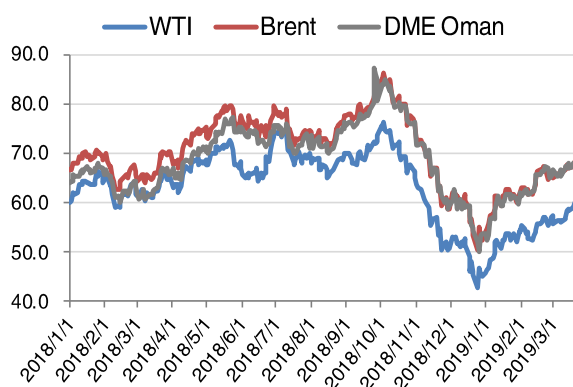
尽管一季度油市始终保持上涨趋势，但市场多头对全球石油需求的稳健增长始终忧心忡忡，宏观经济的负面数据屡屡使得油市短线承压。截止到 3 月底，世界银行、国际货币基金组织 IMF、经合组织 OECD、美联储、欧洲央行等重要经济机构与组织均已经全面下调了 2019-2020 年全球各主要经济体的经济增速预期。而目前公布的 2019 年年初美国、欧元区以及中国的制造业、就业增长、贸易等诸多宏观指标也多不容乐观，中美贸易谈判与英国无协议脱欧等问题更是一直悬而未决。纵观一季度国际油价，几乎每一根跌幅超过 1% 的日 K 线中，都能看到当日公布的负面经济数据或经济预期的利空影响因素。

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)

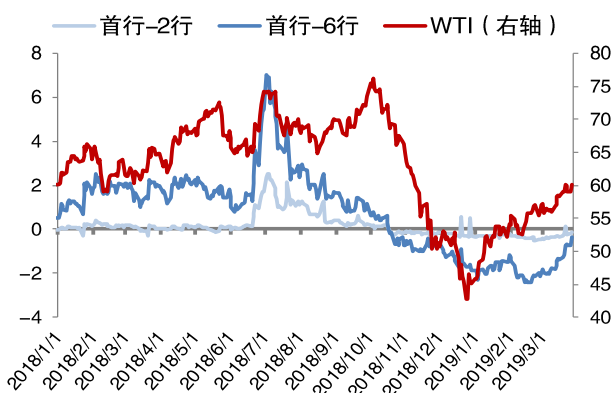


数据来源: Bloomberg 南华研究



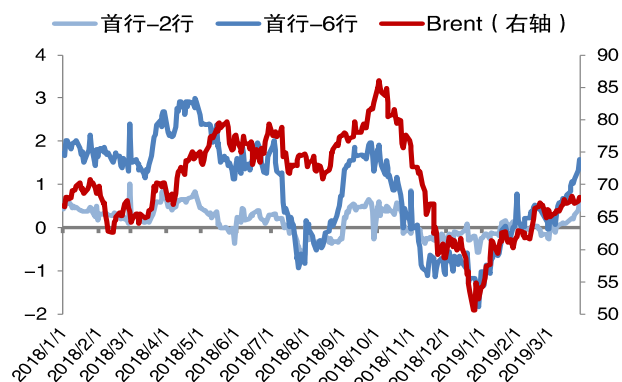
数据来源: Bloomberg 南华研究

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 维持较高减产执行率

自 2019 年 1 月起，OPEC+再次开启了减产模式，协议减产目标为 120 万桶/日，其中 OPEC 减产 80 万桶/日，非 OPEC 减产 40 万桶/日。根据 OPEC 二手数据，2 月，OPEC 11 个减产国减产执行率已经达到 106%，整个 OPEC 2 月原油产量较基准产量月（2018 年 10 月）大幅减少了 185.4 万桶/日。此外沙特方面更是承诺，将在 3-4 月继续超额减产到 980 万桶/日左右，基于此水平预估，接下来 11 个减产国减产执行率估计能到 150%左右。同时，OPEC+将原计划 4 月举行的评估减产效果的关键会议推迟至 6 月，这意味着当前执行的减产协议将延续至上半年，这样对 2 季度原油市场将是一个利好。此外，俄罗斯可能在 3 月底或 4 月初达到协议规定的减产额度 22.8 万桶/日。根据 OPEC3 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 3039、3072、3091 和 2983 万桶/日。从 1、2 月份平均产量 3066 万桶/日来看，略高于 1 季度需求量，如果 2 季度 OPEC 产量维持 1 季度水平，2 季度供需平衡表将会持续改善。

图 2.1: OPEC 月度产量

(千桶/天)

单位: 千桶/日	OPEC产量		减产基准	协议减产量	实际减产量	减产执行率	
	2019年1月	2019年2月				2019年1月	2019年2月
阿尔及利亚	1024	1026	1057	-32	-31	103%	97%
安哥拉	1435	1457	1528	-47	-71	198%	151%
刚果(布)	317	316	325	-10	-9	80%	90%
厄瓜多尔	517	522	524	-16	-2	44%	13%
赤道几内亚	112	126	127	-4	-1	375%	25%
加蓬	197	203	187	-6	16	-167%	-267%
伊拉克	4702	4633	4653	-141	-20	-35%	14%
科威特	2723	2709	2809	-85	-100	101%	118%
尼日利亚	1731	1741	1738	-53	3	13%	-6%
沙特阿拉伯	10172	10087	10633	-322	-546	143%	170%
阿联酋	3075	3072	3168	-96	-96	97%	100%
OPEC减产11国	26005	25892	26749	-812	-857	92%	106%
伊朗	2731	2743	3330	-	-587	-	-
利比亚	883	906	1118	-	-212	-	-
委内瑞拉	1150	1008	1206	-	-198	-	-
OPEC合计	30770	30549	32403		-1854		

数据来源: OPEC 南华研究

第3章 美国产量增速放缓

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 1095 万桶/天, 增幅 160 万桶/天, 2019 年将继续增长 135 万桶/天至 1230 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 1210 万桶/天, 符合 EIA 的产量预期。不过产量增速也在放缓。IEA 预计 2019 年非 OPEC 国家供应增长 180 万桶/日, 相比 2018 年的 280 万桶/日的增长量, 2019 年来自非 OPEC 产油国的供应明显放缓。

图 3.1: 美国原油周度产量

(千桶/天)



数据来源: EIA 南华研究

第4章 季节性需求与库存变化

据 OPEC 3 月报, 2019 年 1 月 OECD 商业石油库存月度环比增加 980 万桶, 至 15.42 亿桶, 较 2014–2018 年 5 年同期均值高出 6190 万桶。主要的累库逻辑来自于 1 月全球石油需求的总体疲弱, 而 OPEC 在 1 月的高效减产抵消了部分库存涨幅。预计 2 月, 随着石油需求季节性回暖以及 OPEC 减产协议的推进, OECD 石油库存将会出现显著下滑。

美国石油库存方面, 1 月 EIA 美国商业原油库存数据并无亮点, 基本受季节性因素所控制。然而, 从 1 月底开始, 在控制库存的三大变量——产量、需求 (炼厂开工率)、净进口量中, 美国原油净进口量成为影响原油库存的最显著边际变量。1 月中旬, 美国原油周度净进口量曾经一度达到 615.6 万桶/日的相对高点。而 2 月该净进口量四周平均值断崖式下滑至 364.8 万桶/日, 3 月前三周平均为 397.9 万桶/日。受此影响, EIA 美国商业原油库存增幅始终不及季节性增长趋势, 至 3 月 15 日当周, EIA 原油库存更是今年以来首次下滑至 2014–2018 年 5 年均线以下。

目前来看, 一季度美国原油净进口量下滑主要是由于进口与出口端的共同作用所致: 1) 原油进口端: 2019 年 1 月下旬以来, 美国从沙特和委内瑞拉的原油进口量出现了显著下滑, 其中, 到 3 月 15 日当周, 美国已经完全中断了从委内瑞拉的原油进口; 2) 原油出口端: 管输瓶颈在 2018 年一直是美国原油出口的关键制约因素, 而到了 2019 年一季度, 随着 Sunrise 管道的投入使用, 以及 EPD 公司 (Enterprise Products Partners) 将一条 NGL 管道转换为原油管道, 美国二叠纪盆地至美湾的管输限制得到了一定缓解。由此, 使得一季度美国原油出口量出现显著增长, 在 2 月 15 日当周更是创下 360.7 万桶/日的历史最高纪录。

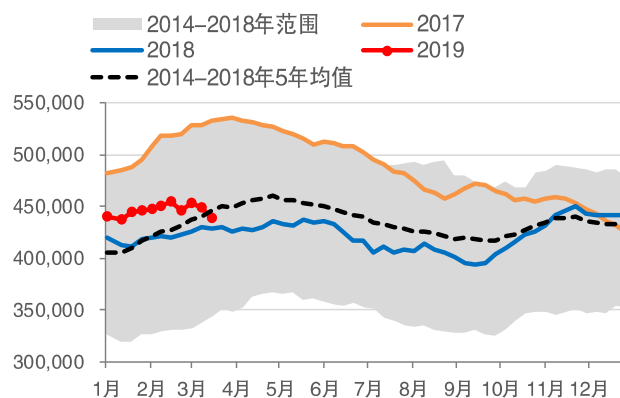
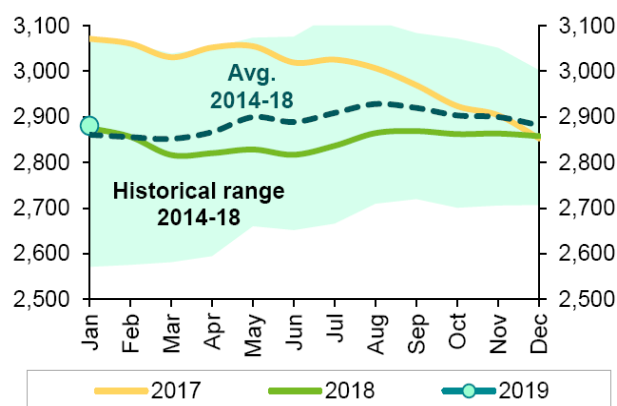
美国成品油库存方面，2018 年下半年柴油显著“强”于汽油的格局正在出现回归。一季度，此前居高不下的 EIA 汽油库存已经逐步恢复至 5 年均线附近，而精炼油库存变化基本遵循 5 年均线趋势。受此影响，2018 年 8 月之后分道扬镳的美国汽油、柴油裂解价差正在逐渐回归。

总体来看，2019 年上半年，随着 OPEC 减产协议的推进，OECD 石油库存将会出现显著下滑。而美国方面，原油与成品油净进口量的下滑趋势将继续主导库存的走势，叠加夏季消费高峰的逐步临近，预计未来数月美国油品总库存（原油+成品油）将整体延续下滑趋势。

图 4.1: OECD 商业石油库存

(百万桶) 图 4.2: 美国商业原油库存

(千桶)



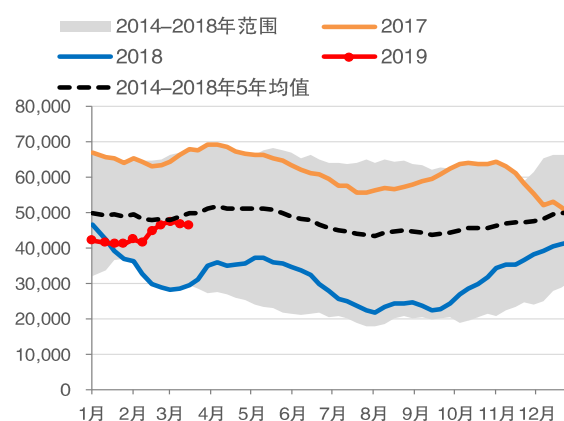
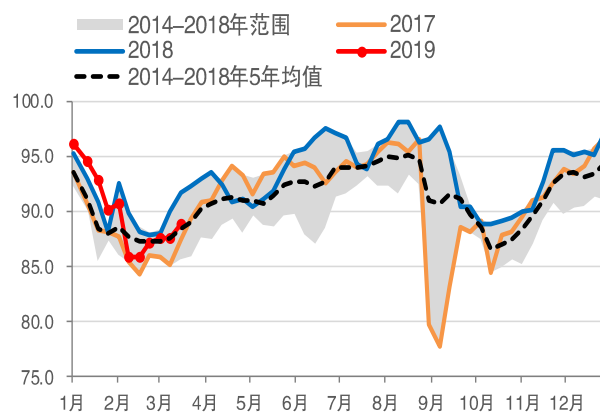
数据来源: IEA 南华研究

数据来源: EIA 南华研究

图 4.3: 美国炼厂开工率变化

(%) 图 4.4: 美国库欣地区原油库存

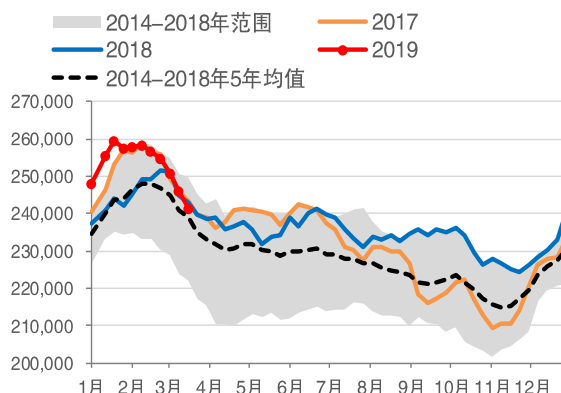
(千桶)



数据来源: EIA 南华研究

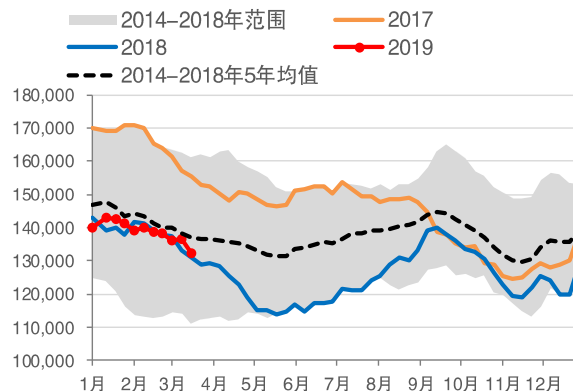
数据来源: EIA 南华研究

图 4.5: 美国汽油库存 (千桶)



数据来源: EIA 南华研究

图 4.6: 美国精炼油库存 (千桶)



数据来源: EIA 南华研究

第5章 WTI-布伦特价差

2019 年一季度, WTI-Brent 价差运行区间为-10~-7 美元/桶, 价差在此区间外走阔与收窄空间均受到相应因素的制约。

限制 WTI-Brent 收窄的主要因素是美国原油市场的相对偏弱。一方面, OPEC 高效执行减产协议, 以及伊朗等国的非自愿减产使得 Brent 油价相对走强。而另一方面, 美国页岩油产量继续保持稳健增长, 二叠纪盆地前往美湾的原油管输瓶颈依然没有得到显著改善, 使得美国原油市场依然处于相对供应过剩的格局。

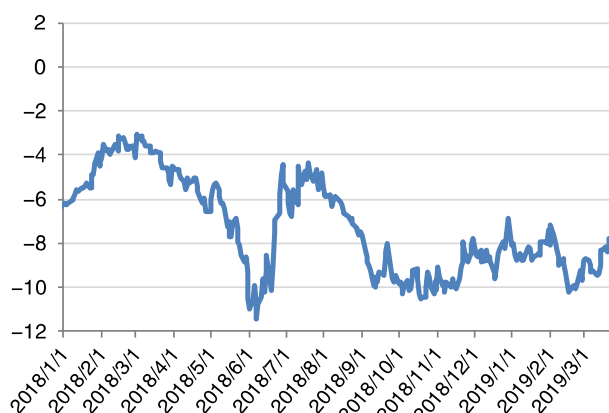
而限制 WTI-Brent 价差大幅走阔的逻辑依然是美油出口, 2 月中旬, 由于 OPEC 减产推行效率超出市场预期, 而当期美国 EIA 高频数据相对利空, WTI-Brent 价差曾经一度走阔至-10 美元/桶以上。但很快, 随后而来的美国原油进口量大幅下滑与出口量的增长, 使得两市价差再度收窄至-8 美元/桶左右。从历史数据看, WTI-Brent 价差 (绝对值) 与美油出口量存在显著的正相关关系, 两市价差的走阔将使得 2-3 周后美油出口量上涨, 进而对 WTI-Brent 价差构成负反馈。

预计 2019 年二季度, WTI-Brent 价差将主要维持在-6 到-10 美元/桶区间波动, 主要的运行逻辑也与一季度一致, 需要关注伊朗地缘政治危机是否会进一步发酵, 进而令两市价差短线走阔。而对于 2019 年下半年, 随着美油管输瓶颈得到显著改善, 预计美油出口量或能再上一个台阶, WTI-Brent 价差或将逐步收窄至-6 美元/桶以内。

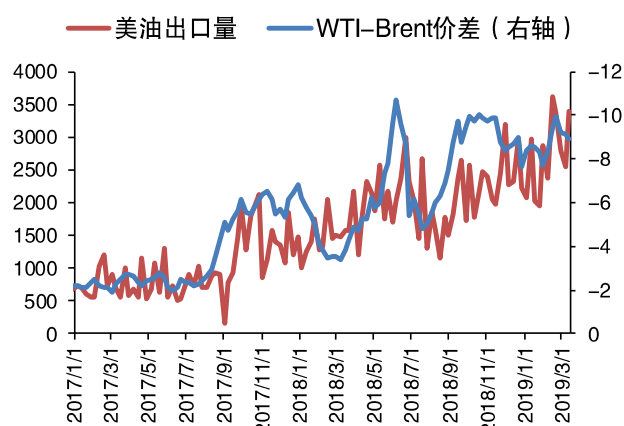
图 5.1: WTI-布伦特价差

(美元/桶)

图 5.2: 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6章 地缘政治风险依旧

从目前来看, 贯穿 2019 年油市的主要地缘政治事件依然是伊朗与委内瑞拉问题, 这也将是上半年除了 OPEC 超额减产预期外, 最重要的油市潜在上涨驱动力。

自 2018 年 11 月美国给予 8 个国家/地区以采购伊朗原油的豁免权后, 到 2019 年 2 月, 仅中国、印度、日本、土耳其四国实际使用了豁免权, 这虽然使得伊朗原油出口量在 2019 年 1-2 月小幅回暖, 但仍处于不足 120 万桶/日的历史低位。如今, 随着 5 月豁免权到期日的逐步临近, 美国对于是否延长豁免权依然没有明确表态, 这使得油市市场情绪一直处于一种观望状态, 甚至 OPEC 组织也不得不将延长减产协议的议题推迟到 6 月 OPEC+大会上讨论。未来数月, 倘若美国政府按计划结束了豁免权, 伊朗原油出口恐将再度回落至 100 万桶/日以下。

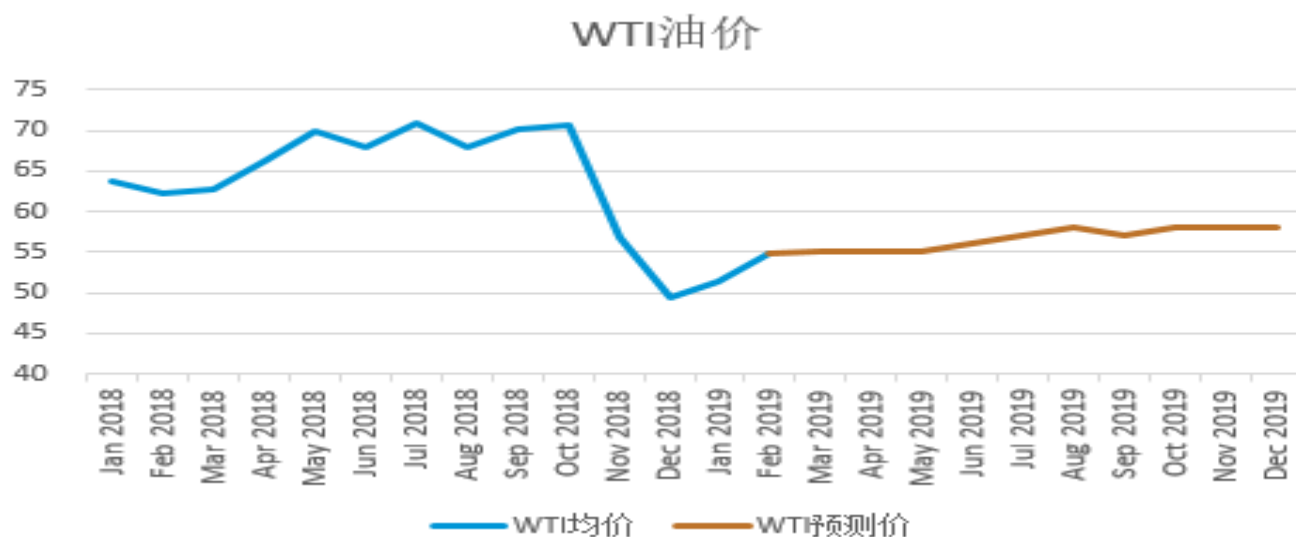
委内瑞拉的情况似乎更加令人担忧, 受内忧外患的政治经济危机影响, 委内瑞拉的原油生产与出口量在 2019 年 2 月似乎有加速下滑的迹象。外部局势方面, 2019 年 1 月底, 美国宣布对委内瑞拉国家石油公司 (PDVSA) 实施制裁, 冻结了 PDVSA 在美国的 70 亿美元资产。随后, 美国一方面自身逐步削减从委内瑞拉的原油进口量 (至 3 月 15 日当周, 该进口数据已经下降为 0), 另一方面也向印度施压, 要求印度停止从委内瑞拉进口原油, 而印度是委内瑞拉原油重要的出口目的地之一。而内部局势方面, 委内瑞拉已经深陷经济与政治等多重困境, 国内恶性通货膨胀频发, 反对派领导人瓜伊多自立为“临时总统”并要求现任总统马杜罗下台。作为最重要经济支柱的石油产业, 也由于长期的投资不足、维护不善与人才流失而每况愈下。2019 年 3 月, 先后 2 次的电力供应中断迫使该国重要的原油出口港口 Jose 港一度暂停作业, 使得委内瑞拉石油产业更是雪上加霜。预计 2019 年上半年, 在美国的制裁下, 委内瑞拉的原油产量与出口量或将进一步大幅下滑, 中期内来看该国石油产业也将难有起色。

第7章 逻辑总结

2019 年 1 月以来，随着 OPEC 高效执行减产协议，国际油市供需平衡已经得到显著改善。接下来的 2 季度，原油市场仍将面临 OPEC+减产、美国增产以及地缘政治等因素的共同博弈。整体来看，欧佩克+减产执行率维持高位，延长减产协议的预期，委内瑞拉产量将继续恶化，伊朗的石油出口仍面临压力等因素仍将对油市起到关键支撑作用。因此，我们认为 2 季度，全球油市供需平衡有望继续收紧，国际油价依然存在进一步上涨的驱动力。

图 7.1: WTI 油价预测

(美元/桶)



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

浙江分公司

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

济南市历下区泺源大街 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

合肥营业部

安徽省合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心 3302

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