

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（半年报）

一波未平一波又起，油价上涨何时休

陈通

产业投研部

陈通

原油分析师

期货从业资格号：

F3012946

投资咨询从业证书号：

Z0013383

chentong@ydqh.com.cn

一德产业投研部

电话：(022) 59182510

网址：www.ydqh.com.cn

地址：天津市和平区信达广场 16 层

邮编：300051

■ 内容摘要

今年以来，受 OPEC 减产协议执行率超预期、中东地缘政治局势紧张、全球原油需求稳步增长等利好因素的影响，国际油价在一季度初小幅回调之后持续走高。其中，5 月 17 日布伦特原油期货主力合约一度突破 80 美元/桶的关键价位，为 2014 年 11 月以来首次。上海国际能源交易中心的中质含硫 (SC) 原油期货主力合约上市以来涨幅亦超 10%。展望下半年，尽管产油国决定增产，美国原油产量将继续提升，但中国原油需求将保持强势增长，加之地缘政治事件频发威胁原油供应，全球原油市场去库存的趋势仍将延续，国际油价预计将强势依旧。

■ 核心观点

- OPEC 减产协议名存实亡，三季度增产能力或有限
- 美国原油产量大幅增长，供应外溢效应有望减弱
- 全球经济复苏温和，中国需求依旧强劲
- 地缘政治动荡常态化，全球供应中断风险高
- 原油市场去库存延续，国际油价料强势依旧

目 录

1. OPEC 减产协议名存实亡，三季度增产能力或有限.....	1
2. 美国原油产量大幅增长，供应外溢效应有望减弱.....	2
3. 全球经济复苏温和，中国需求依旧强劲.....	3
4. 地缘政治动荡常态化，全球供应中断风险高.....	4
5. 原油市场去库存延续，国际油价料强势依旧.....	5
免责声明.....	6

1. OPEC 减产协议名存实亡，三季度增产能力或有限

2017 年 11 月，OPEC 和非 OPEC 产油国组成的“减产联盟”决定将减产协议延长至 2018 年年底，同时将利比亚和尼日利亚纳入协议。2018 年以来，利比亚与尼日利亚在基础设施与政局混乱的压制下增产十分乏力，委内瑞拉产量加速下滑，OPEC 减产执行率大幅攀升，5 月达到纪录新高的 152%，有力的促进了原油市场再平衡，为国际油价上涨提供了基本面的支撑。

近期由于美国宣布恢复对伊朗和委内瑞拉石油行业的制裁，为弥补未来供应下降所造成的缺口，6 月 22 日 OPEC 决定松绑减产协议。OPEC 公告称成员国将致力于恢复 100%的减产执行率，不会提供实际的产量增加数字。6 月 30 日，美国总统特朗普表示，已经要求沙特每日增产或多至 200 万桶，以弥补部分产油国产量减少造成的供应缺口，而且沙特国王已经同意。不过虽然 IEA 等国际机构认为沙特拥有充足的剩余产能，但高盛分析称沙特短期剩余产能仅有 50 万桶/日，三季度沙特、俄罗斯等国增产，但考虑到委内瑞拉、伊朗原油产量下降，实际 OPEC 和非 OPEC 产油国增产 52 万桶/日，低于 100 万桶/日的名义增产数量。需要注意的是，一旦沙特等国出手抢占伊朗和委内瑞拉的市场份额，很可能会导致产油国内部发生破窗效应。从历史经验看，自 1982 年 OPEC 首次实施配额制度以来，每次初期执行力度较好，但随着油价不断走高，各成员国趋向于超额生产。此外，根据 IEA 5 月报告数据，OECD 商业原油库存跌至 28.19 亿桶，已较五年均值水平低 100 万桶，全球供应过剩已经基本消除，产油国制定的原油市场再平衡的目标已经实现，减产联盟将面临较大考验。船期数据显示沙特在 6 月 22 日 OPEC 会议前的出口原油已近 750 万桶/日，为 2013 年以来最高。

图 1：GS 认为沙特短期剩余产能仅有 50 万桶/日

Million barrels per day		
	GS short-term spare capacity	IEA sustainable production capacity **
Saudi Arabia	0.50	2.02
Kuwait & UAE	0.50	0.55
Iraq	0.30	0.33
Libya & Nigeria		0.32
Venezuela		
Rest of OPEC		0.20
Russia*	0.50	0.50
Total	1.80	3.42

资料来源：GS，一德能化

图 2：三季度 OPEC 实际增产 52 万桶/日

	Oct-16	Target cut	May-18	Effective cut	Sequential increase vs. May-18			
					3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E
Saudi Arabia	10,560	-485	10,020	-540	255	425	525	645
Russia	11,230	-300	10,967	-263	140	220	270	325
Kuwait	2,930	-130	2,710	-220	90	140	170	205
UAE	3,150	-140	2,870	-280	105	165	205	245
Qatar	630	-30	610	-20	15	25	30	35
Oman	1,010	-45	971	-39	25	40	45	55
Cumulative increase vs. May-18					630	1,015	1,245	1,510
Venezuela	2,150	-95	1,360	-790	-195	-325	-425	-520
Iran	3,850	90	3,820	-30	-10	-365	-485	-770
Cumulative decrease vs. May-18					-205	-690	-910	-1,290
Rest of OPEC	8,130	-210	7,860	-270	-70	10	5	5
Libya	510		970		10	10	10	10
Nigeria	1,450		1,470		155	180	205	205
Total change vs. May-18					520	525	555	440
Production	45,600	-1,345	43,628	-1,972	44,150	#####	44,185	44,070

资料来源：GS，一德能化

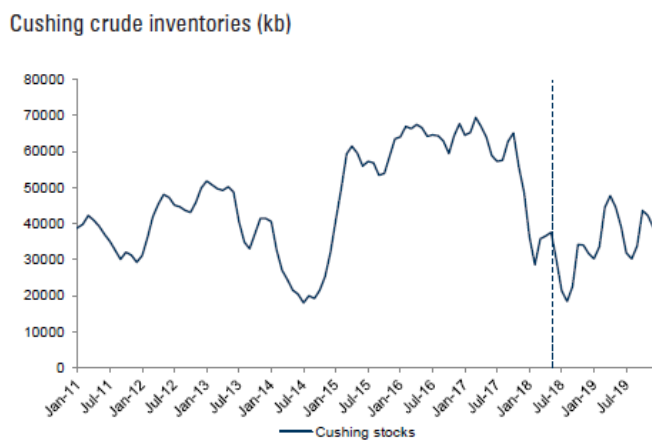
2. 美国原油产量大幅增长，供应外溢效应有望减弱

页岩油钻井技术的不断革新和套期保值的广泛应用使得美国页岩油生产灵活性较强，随着原油市场形势和公司策略的变化能很快进行相应调节。截至截止 6 月 22 日当周,美国原油日均产量 1090 万桶，同比提高 140.5 万桶/日，2018 年至今已增产 110 万桶/日。同时，EIA 最新月报上调 2018 年美国原油产量预期至 1072 万桶/日，同比提高 137 万桶/日，而年初预计仅为提高 97 万桶/日。二季度以来，布伦特原油和美原油之间的升水持续走高，使得美国原油对国际买家更具吸引力，美国原油出口量一度达到创纪录的 300 万桶/日。美国页岩油产量和出口量的快速提升不断引发市场对产油国减产能否继续改善市场供求关系的怀疑。

不过美国页岩油生产商正面临着物流瓶颈的挑战，一方面缺乏足够的输油管道将原油运输至航运港口进行出口，另一方面航运港口本身也存在着出口瓶颈。自两年前美国政府解除了实施 40 年的石油出口禁令后，大量美国页岩油倾巢而出，削弱了 OPEC 的影响力，也抢走了许多 OPEC 成员国的市场份额。美国墨西哥湾沿岸航运港口无法完全装载超大型油轮(VLCC)，为了从这些港口出口原油，通常需要使用较小的船只将原油从港口运出，然后装到 VLCC 上，这大幅增加了出口时间和成本，而兴建新的出口港区需要花费 18 至 24 个月时间。最重要的是，三季度是美国原油需求的旺季，叠加加拿大 Syncrude 的日产 36 万桶油砂设施将继续停运，库欣原油库存已降至历史低位附近。从跨区价差来看，PADD2 至美湾，美湾至北海的套利窗口已经关闭，这将带动美国净进口量的增加，改善目前北海市场略显疲软的现货基本面。

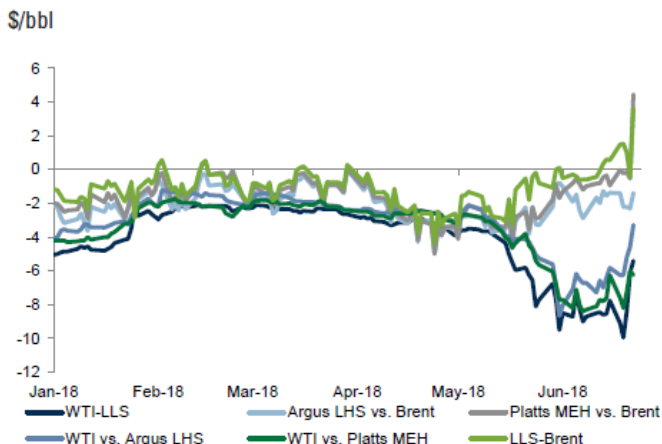
值得注意的是，美国页岩油盈亏平衡价格也在明显抬升。自 2014 年以来，全球油服行业裁员规模超 40%，页岩油井水力压裂人员成本增加近 60%。此外，与常规油气资源开采不同，页岩油井 90%的产能会在油井开采的前两年释放，因而要保持页岩油产量持续增长，需要不断新增资本支出开钻新井，诸多页岩油生产商一直依赖贷款和发行债券来进行融资。然而，随着美国进入加息周期，生产商面临着与日俱增的信贷紧缩压力，一些中小型企业不得不转向高收益债券市场，资金成本明显提高。页岩油近年来一直作为国际油市的边际产能，其生产成本的抬升已成为支撑国际油价的一大因素。

图 3：库欣原油库存已降至历史低位



资料来源：wind，一德能化

图 4：美国原油跨区价差



资料来源：GS，一德能化

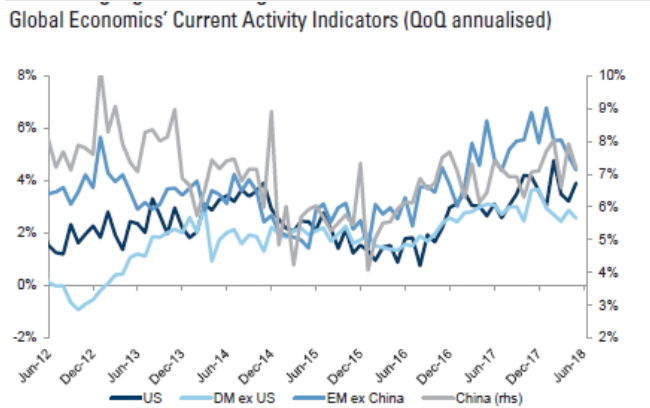
3. 全球经济复苏温和，中国需求依旧强劲

自去年以来，全球经济开启了同步复苏模式，不过今年的经济增长势头有所放缓，制造业 PMI 和综合领先指标都反映了这种态势。4 月份全球制造业 PMI 为 54.4%，较 3 月下降 0.8%，连续两个月环比回落。4 月份 OECD 综合领先指标回落至 100.04 点，连续四个月环比回落。不过，国际货币基金组织（IMF）仍看好 2018 年全球经济的增长前景，良好的财政状况、温和的通货膨胀都显示了积极的方面。在 4 月公布的预测报告中，IMF 将美国 2018 年 GDP 预测值上调 0.2%至 2.9%，这是 IMF 继 1 月后再次上调美国经济预期，预计 2018 年全球经济有望增长 3.9%，为 2011 年以来最快增幅。

OPEC 最新月报预计 2018 年全球石油需求增长 165 万桶/日，此前预期增速为 163 万桶/日，以中国为主的新兴市场国家将继续引领全球需求提升。一季度中国经济延续了稳中向好的态势，转型升级深入推进、质量效益持续提升，经济发展开局良好。一是中国一季度 GDP 增速 6.8%，与去年四季度持平；二是投资稳步增长，持续发挥优化供给结构的关键作用；三是消费品市场持续活跃，对经济增长基础性作用进一步增强。今年以来，中国原油需求增长高于预期。新华社数据显示，中国 3 月末商业原油库存环比下降 2.4%，成品油库存环比下降 0.6%。在扩大炼油产能的同时，中国放宽了对原油进口和炼油产品出口的限制。2017 年共 19 家地方炼厂获得非国营原油贸易进口配额 5884 万吨，而 2018 年 32 家地方炼厂共获得的进口配额已超 9000 万吨。2017 年中国一般贸易成品油出口配额累计下发 1655 万吨，而 2018 年前两批出口配额累计已达 3557 万吨。上述因素直接导致了我国原油加工量和进口量的大幅提升。中国 1-4 月原油加工量 1.99 亿吨，同比增长 9.1%。中国 4 月原油进口量为 3946 万吨，同比增长 14.7%，创同期历史新高，在历史月度排名中位列第二。1-4 月原油进口 1.51 亿吨，同比增长 8.9%。当前中国经济发展的稳定性、协调性、包容性、可持续性在明显增强，将为全年原油需求提升打下了良好

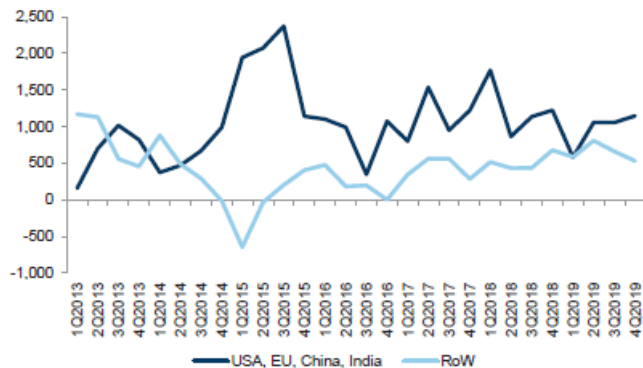
的基础。作为全球最大的原油进口国，中国原油需求的持续增加对国际油价会是强有力的支撑。

图 5：全球经济现况指标



资料来源：GS，一德能化

图 6：主要消费地美中欧印表现强劲



资料来源：wind，一德能化

4. 地缘政治动荡常态化，全球供应中断风险高

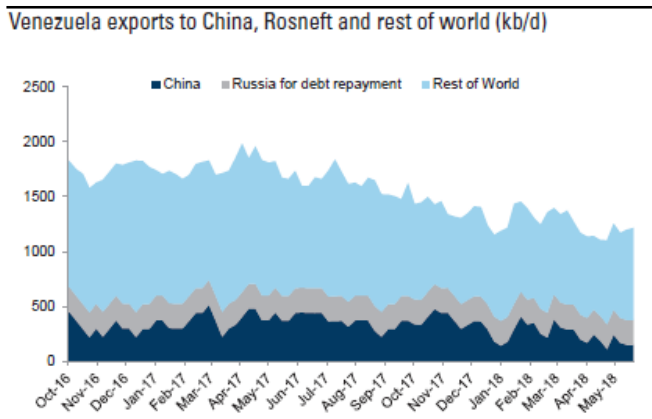
一直以来，地缘政治因素对国际油价的走势有着重要的影响。但是从总体上看，地缘政治因素往往加大了油价的短期波动幅度，基本面仍是油价走势的主导。今年以来，全球地缘政治因素复杂、事件多发，可谓一波未平一波又起，不仅对短期油价走势产生了不同程度的影响，更是提升了中长期全球原油供应的中断风险。

5 月 9 日，美国总统特朗普宣布美国将单方面退出伊核协议，美国财长称将在 180 天缓冲期结束后重新对伊朗央行、指定的伊朗金融机构及能源领域实施制裁，并且将适用于任何美国之外和伊朗有商业来往的企业。6 月底，美国表示正推动所有国家 11 月 4 日前停止从伊朗进口石油。尽管美国不能直接阻止外国企业在伊朗的投资，但是只要企业需要美元结算，或者需要美国技术，股票在美国上市，需要向美国出口产品，美国就有机会实施制裁，以此来阻止企业在伊朗进行投资和贸易。美国对伊朗新制裁的单边主义色彩强烈，美国严格实施新伊朗制裁法的顾虑和所面临的国际政治压力较大，但中长期来看，新制裁将导致众多石油公司在伊朗开始逐步退出和撤离，对伊朗原油供应产生不利影响。如果伊朗后续谋求恢复核武器发展，将使得中东地缘政治风险进一步提升。

5 月 20 日，委内瑞拉现任总统马杜罗在大选中成功连任后，美国总统特朗普下令加大对委内瑞拉的各类经济和金融制裁。委内瑞拉目前已深陷政治动荡、经济萧条和社会失序三重危机，而在资金不足的状况下，委内瑞拉国有石油公司（PDVSA）也无法维持必须的投资力度，导致该国原油产量进一步下降，形成恶性循环。委内瑞拉 4 月原油产量下降至 1949 年以来最低水平的 143.6 万桶/日，而 2017 年同期则为 191.4 万桶/日。按照委内瑞拉原油产量当前的下滑速度，2018 年底其产量可能会减少数十万桶/日。在这种情况下，如果美国对委内瑞拉加

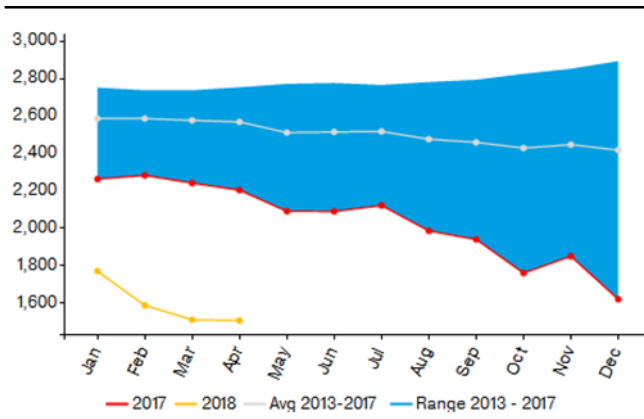
大制裁，那么原油产量将会加速下滑。此外，美国康菲石油已经采取措施，将接管 PDVSA 在加勒比地区的资产，这些资产已被国际仲裁庭判决给康菲石油。康菲石油的目标是获得该地区的石油设施，2017 年这些设施占 PDVSA 出口量的约四分之一。康菲石油的法律行动将令委内瑞拉已然大幅萎缩的石油收入和动荡不安的经济雪上加霜。

图 7：委内瑞拉原油出口目的地及数量



资料来源：GS，一德能化

图 8：委内瑞拉原油产量持续下滑

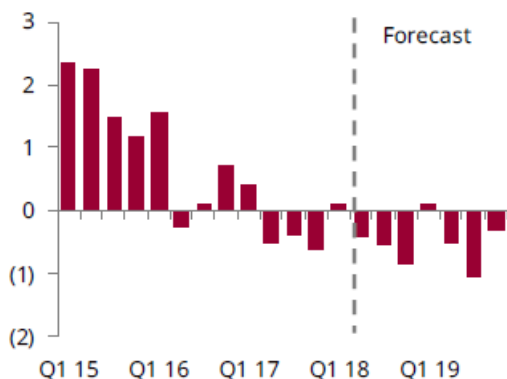


资料来源：wind，一德能化

5. 原油市场去库存延续，国际油价料强势依旧

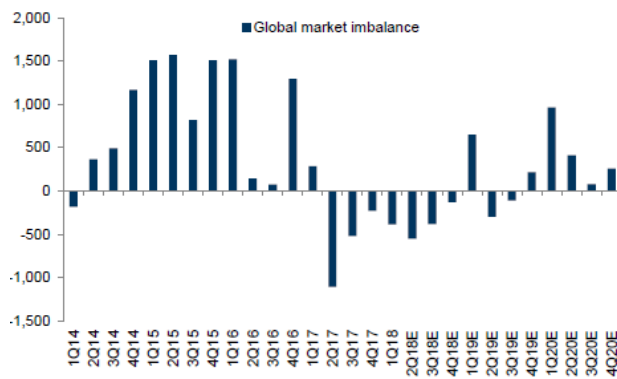
综合判断，虽然下半年产油国决定增产，美国页岩油产量继续提升，但全球经济增长前景乐观，中国原油需求依旧强劲，加之地缘政治动荡常态化已实质性影响原油供应，预计全球原油市场去库存的趋势将会延续。基准情景下，预计 2018 年下半年布伦特原油价格运行区间为 70 美元/桶至 85 美元/桶，SC 原油价格运行区间为 460 元/桶至 540 元/桶。如果世界经济超预期复苏、伊朗和委内瑞拉内外动荡加剧引发供应中断频发，则油价水平可能进一步提升；如果产油国增产超 100 万桶/日、美国原油出口量继续大幅提升，则油价水平将面临较大下行压力。

图 9：EA 平衡表



资料来源：EA，一德能化

图 10：GS 平衡表



资料来源：GS，一德能化

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层
邮编：300042

一德期货有限公司 北京北三环东路营业部 100013
北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel：010-8831 2088

一德期货有限公司 上海营业部 200063
上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel：021-6257 3180

一德期货有限公司 天津营业部 300021
天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平
创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel：022-2813 9206

一德期货有限公司 滨海新区营业部 300457
天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel：022-5982 0932

一德期货有限公司 郑州营业部 450008
郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel：0371-6561 2079

一德期货有限公司 大连营业部 116023
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2303、2310号房间
Tel：0411-8480 6701

一德期货有限公司 淄博营业部 255000
山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel：0533-3586 709

一德期货有限公司 宁波营业部 315040
浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel：0574-8795 1915

一德期货有限公司 唐山营业部 063000
河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel：0315-578 5511

一德期货有限公司 烟台营业部 264006
山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel：0535-2163353/2169678