



转折中的油市

摘要

原油在经历了近三年的熊市之后，2017 年或将迎来其转折之年。欧佩克和部分非欧佩克国家的联合限产使得原油市场供给端在 2017 年由扩张转变为收缩，而短期美国页岩油产量难以恢复到鼎盛时水平，在需求保持平稳的预期下，油价重心将会逐步抬升。

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究所

袁铭

Ym@nawaa.com

0571-87830532

目录

第 1 章	2016 年国际油价走势回顾	4
第 2 章	原油基本面梳理.....	5
2.1.	低油价引发非欧佩克国家产量下滑	5
2.2.	美国短期产量难以恢复.....	6
2.3.	欧佩克达成减产加速市场平衡.....	9
第 3 章	非欧佩克国家锦上添花.....	12
第 4 章	原油需求保持平稳增长.....	13
第 5 章	供需再平衡步伐加快	14
第 6 章	油价预测.....	16
	南华期货分支机构	18
	免责声明.....	20

图表目录

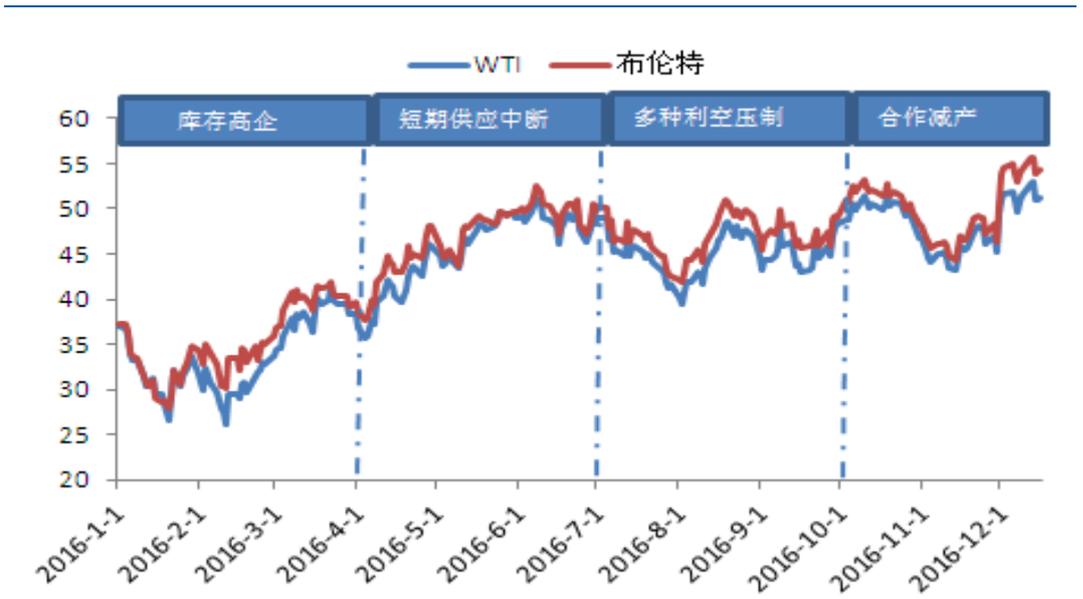
图 1.1: 国际油价走势变化	单位: 美元/桶.....	4
图 1.2: WTI 原油首月-次月价差变化	单位: 美元/桶.....	5
图 2.1.1: 非欧佩克国家产量增长情况	单位: 百万桶/天.....	6
图 2.2.1: 美国原油产量变化及预测	单位: 百万桶/天.....	7
图 2.2.2: 全球油气行业现金流和资本支出情况	单位: 10 亿美元.....	7
图 2.2.3: 美国原油产量降速放缓	单位: 千桶/天、口.....	8
图 2.2.4: 美国页岩油新井单产变化情况	单位: 桶/天.....	9
图 2.3.1: 欧佩克减产产量变化	单位: 千桶/天.....	10
图 2.3.2: 利比亚、尼日利亚原油产量	单位: 千桶/天.....	10
图 2.3.3: 欧佩克 11 月产量创新高	单位: 千桶/天.....	11
图 2.3.4: 市场对欧佩克原油需求变化	单位: 百万桶/天.....	12
图 3.1: 俄罗斯原油产量	单位: 百万桶/天.....	12
图 4.1: 全球经济增长预测	单位: %.....	13
图 4.2: 三大机构全球原油需求增长预测	单位: 百万桶/天.....	14
图 5.1: 非欧佩克供应增长与需求增长对比	单位: 百万桶/天.....	15
表 5.1: 原油市场供需平衡表	单位: 百万桶/天.....	16
图 6.1: 彭博调查各机构对明年油价走势预测	单位: 美元/桶.....	17

第1章 2016 年国际油价走势回顾

2016 年原油市场整体仍处于供应过剩的大格局之下，不过经历了一年半的油价下跌调整后，供过于求的严重情况在一定程度上得以缓解。分季度来看，一季度全球库存受到供应过剩的影响持续攀升，油价经历了探底；二季度受到科威特、加拿大、利比亚和尼日利亚等国短期供应中断、以及全球主要产油国有意愿干预油价的推动，油价创上半年高位；三季度原油市场利空再次密集压制，例如：季节性需求弱化，成品油过剩，库存激增，美国活跃钻井数再次上升，美元反弹，欧佩克产量持续创新高，导致油价高位回落；四季度受欧佩克和非欧佩克国家合作减产协议达成，油价再次走强。

图 1.1：国际油价走势变化

单位：美元/桶



资料来源：Bloomberg 南华研究

从 WTI 期货首月和二月价差中也可以观察到原油市场的变化。首月合约为现货月后一月，基本代表原油现货市场供需状况，二月为现货后两个月的合约，基本代表市场对原油的预期价格。今年年初，首月较二月价差极值 2.5 美元，原油价格大幅下挫，此后价差大幅收敛，下半年价差基本维持在-0.5 美元一线波动，表明供大于求局面的改善。

图 1.2: WTI 原油首月-次月价差变化

单位: 美元/桶



资料来源: Bloomberg 南华研究

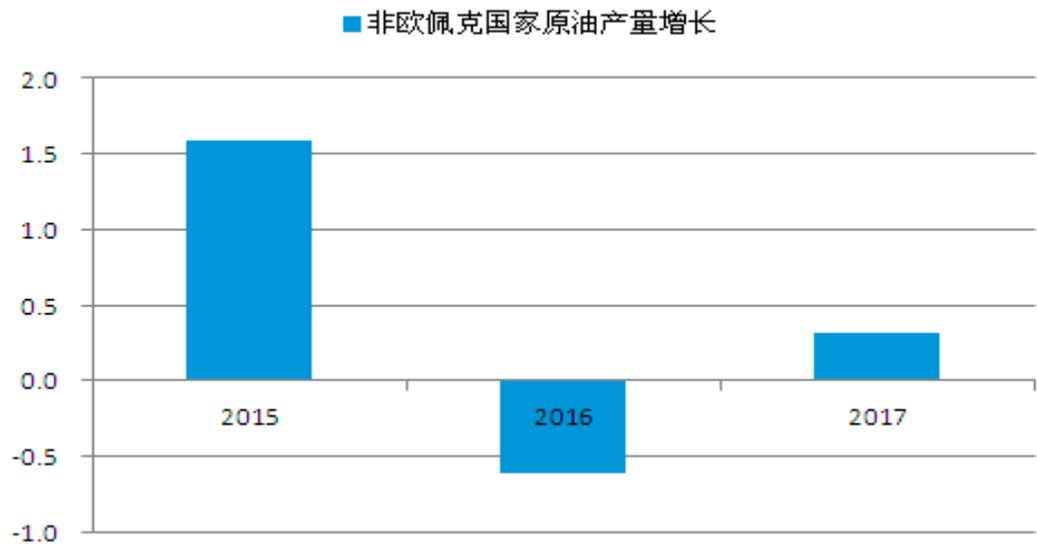
第2章 原油基本面梳理

2.1. 低油价引发非欧佩克国家产量下滑

持续 1 年半的低油价已经使全球原油供给端发生了显著的变化。成本相对较高的非欧佩克产油国产量下滑较大。EIA 数据显示, 2015 年非欧佩克国家原油产量增长 160 万桶/天, 2016 年原油产量出现负增长 61 万桶/天, 并预计 2017 年原油产量小幅增长 32 万桶/天。如果欧佩克产油国能在明年切实履行限产协议, 加之全球原油需求端这几年保持相对稳定的增长, 这意味着国际原油市场持续两年的供需失衡现象将会有效缓减。

图 2.1.1: 非欧佩克国家产量增长情况

单位: 百万桶/天



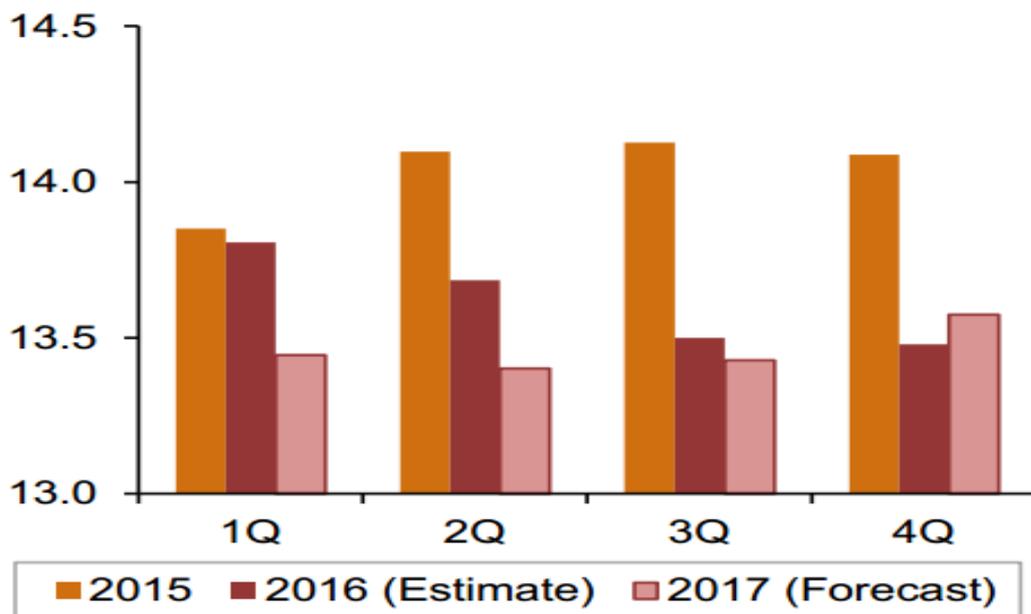
资料来源: EIA 南华研究

2.2. 美国短期产量难以恢复

而非欧佩克产油国当中受低油价冲击, 原油产量下滑最大的是美国。自 2010 年以来, 随着国际油价逐渐走高并在此后几年内维持在 100 美元之上时, 美国页岩油产量突飞猛进, 但伴随着国际油价自 2014 年下半年以来的暴跌, 美国页岩油产量受到了较大的冲击, 并导致美国原油总体产量的下滑。欧佩克数据显示, 2014 年美国原油及液态燃料产量 1302 万桶/天, 2015 年产量 1404 万桶/天, 增长 102 万桶/天, 今年产量预计 1362 万桶/天, 减产 42 万桶/天, 并预测 2017 年产量为 1346 万桶/天, 减产 16 万桶/天, 如果预测兑现, 减产趋势会有所放缓。

图 2.2.1: 美国原油产量变化及预测

单位: 百万桶/天

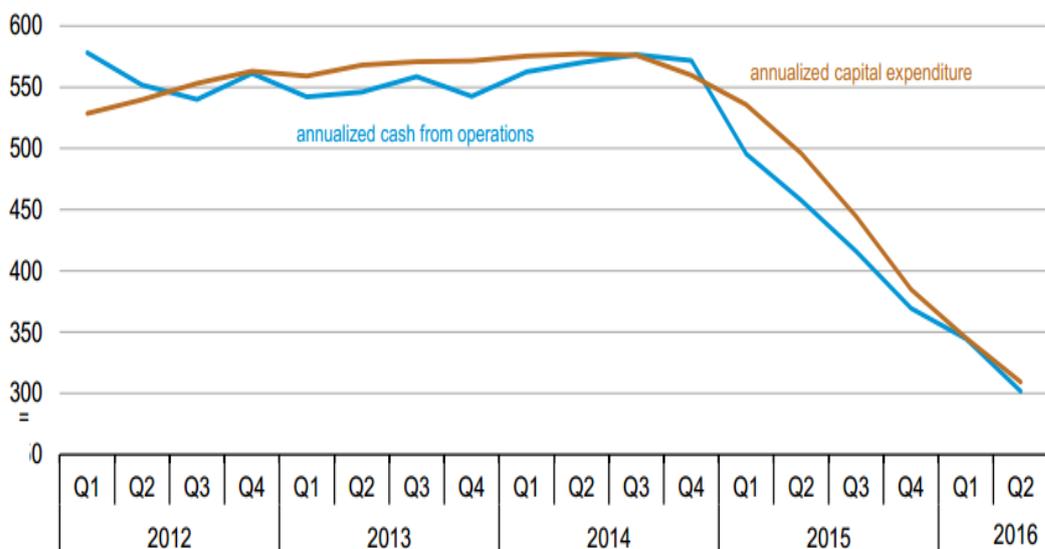


资料来源: OPEC 南华研究

受低油价周期的影响,近两年全球油气行业资本支出和现金流都出现了大幅下滑的趋势。许多企业除了提高运营效率和消减成本之外,也纷纷推迟或消减上游投资规模以自救。近日,国际能源署(IEA)官员也表示,今年全球新开发石油相关的投资减少 20%以上,明年可能会继续下滑,投资大幅减少意味着将影响到未来新增产能。

图 2.2.2: 全球油气行业现金流和资本支出情况

单位: 10 亿美元



资料来源：EIA 南华研究

相对于低成本的传统石油，高成本的页岩油在低油价环境下自然无法与其竞争。这也导致美国原油产量从 2015 年的峰值 942 万桶/天下滑至 2016 年的 887 万桶/天。这背后主要是由于美国大型页岩油气企业开始削减油气产量，美国一些小的页岩油公司甚至被迫停产所导致。但是，我们知道，页岩油生产具有相当弹性，一旦油价重心企稳抬升，产量的恢复会非常快。随着今年国际油价逐渐摆脱底部区间，美国原油钻机数也出现了连续恢复。钻机数的持续增加，导致美国今年下半年原油产量出现了小幅增长。

图 2.2.3：美国原油产量降速放缓

单位：千桶/天、口

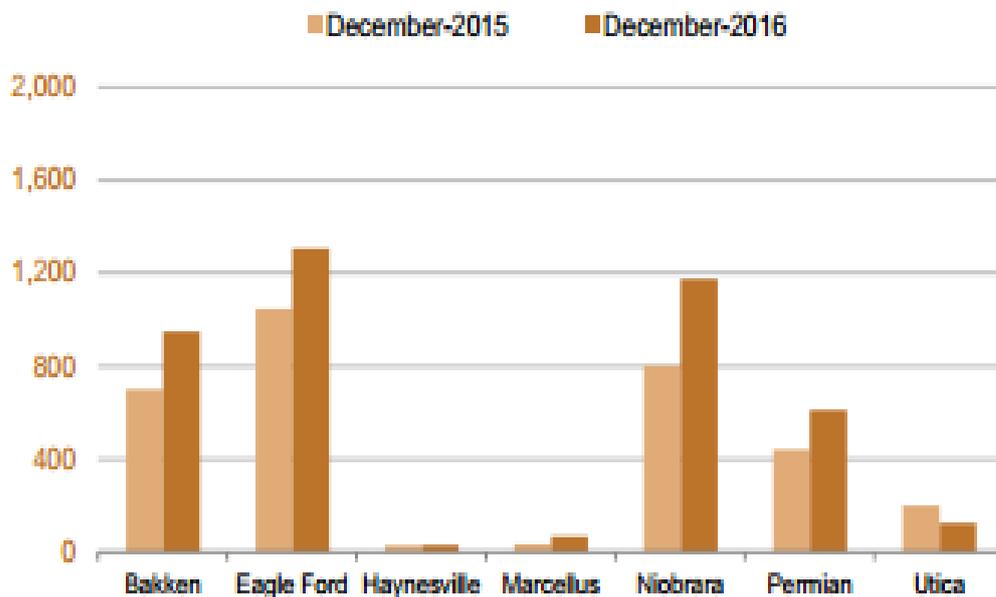


资料来源：Bloomberg 南华研究

同时，由于技术的不断进步，页岩油的开采成本在逐渐降低，单井产量也在提高。从去年和今年的美国 7 大页岩油产区的对比情况来看，整体上新井单产明显较去年同期有较大的增长。当然，页岩油井的衰减度较快，只要新增井数带来的产量增长低于页岩油衰减带来的产量下降，美国页岩油单向衰减很难逆转。不过，油价一旦突破 55-60 美元区间，美国页岩油产量有逐步恢复的可能，将会对油价构成新的压力。

图 2.2.4: 美国页岩油新井单产变化情况

单位: 桶/天



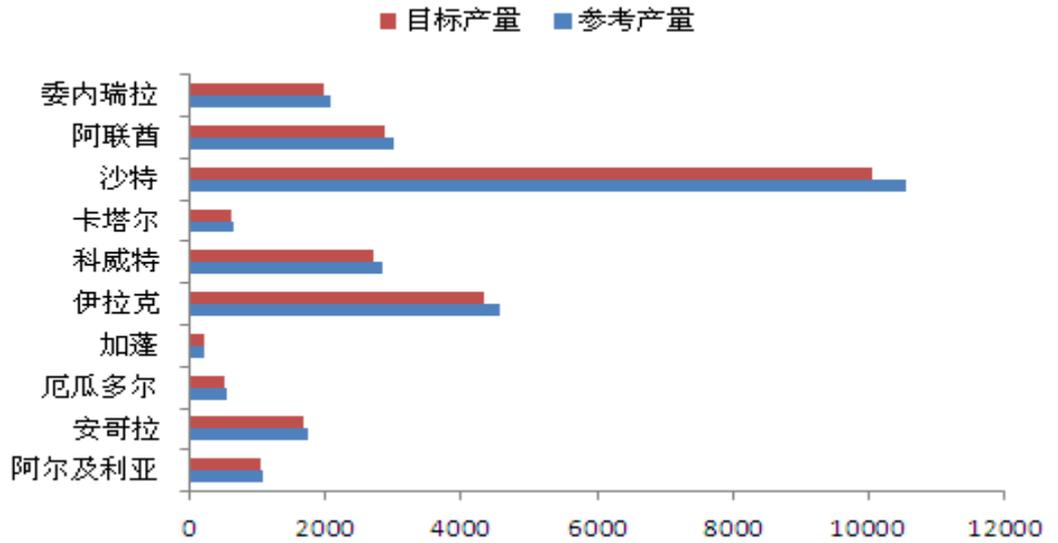
资料来源: EIA 南华研究

2.3. 欧佩克达成减产加速市场平衡

经历了近一年的拉锯式艰难的谈判,最终以沙特的妥协收官,欧佩克成员国最终在上月底达成减产约 120 万桶/天的目标,执行期为明年上半年,是否继续延续将视届时市场情况而定。这一鼓舞人心的协议不仅提振了市场信心,也势必会改善目前高企的原油库存情况,加速修复油市供需平衡。国际能源署(IEA)在最新月报中也乐观的预测,在减产协议达成之前,预计市场将在 2017 年底之前恢复平衡。而一旦 OPEC 能够完全遵循产量目标,非 OPEC 国家也能够遵守近日达成的减产协议,石油供给将在 2017 年上半年出现短缺。

图 2.3.1: 欧佩克减产后的产量变化

单位: 千桶/天

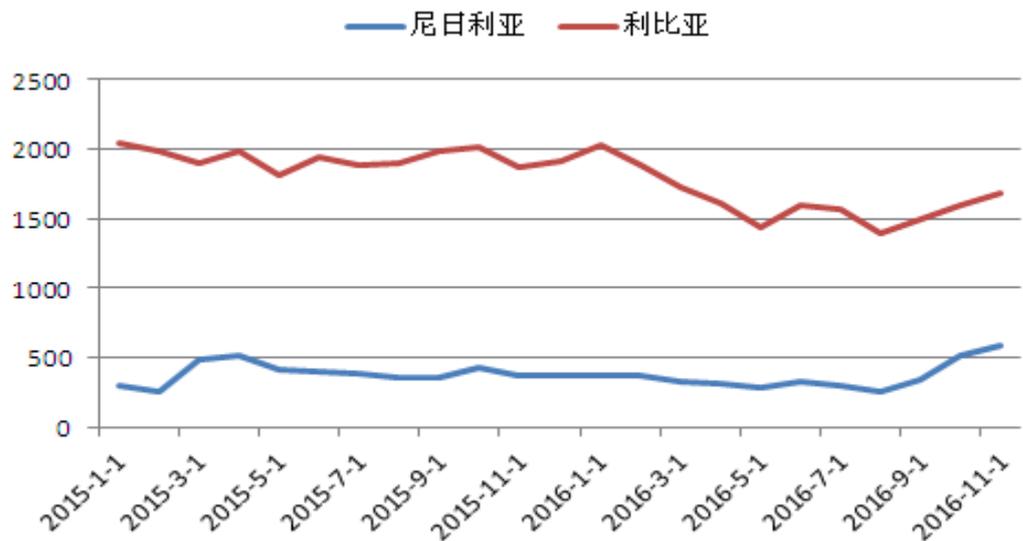


资料来源: OPEC 南华研究

该协议中的例外主要包括三个国家。伊朗可以再增产 9 万桶/天水平。利比亚和尼日利亚免于减产。因此, 这两个国家在明年的产量变化情况具有一定的不确定性。如果这两个国家在今年的水平上增产, 将会部分抵消欧佩克减产目标水平。从目前这两个国家原油产量情况来看, 已经有增长的势头。如果明年这两个国家的原油产量能保持在 2015 年水平, 意味着他们还有增产约 33 万桶/天的潜力。当然, 这要有赖于这两个国家国内局势变化趋稳的前提。

图 2.3.2: 利比亚、尼日利亚原油产量

单位: 千桶/天

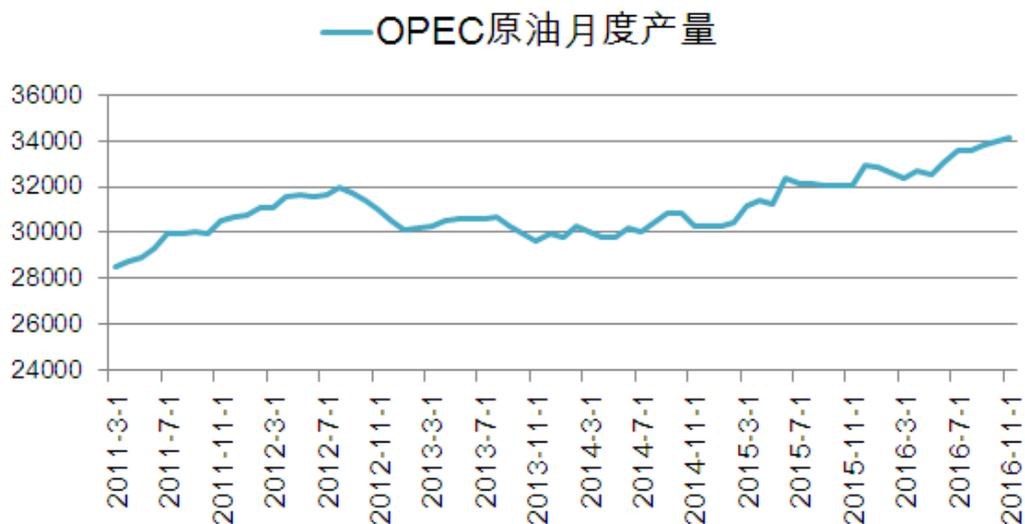


资料来源: Bloomberg 南华研究

此外，欧佩克减产协议的参考产量是各成员国 10 月产量。但是，彭博数据显示，欧佩克 11 月最新产量达到 3416 万桶/天的记录水平，较 10 月份提高了 20 万桶/天水平。在减产达成之际，产量却再创新高，无疑增添了市场对未来欧佩克减产执行力的疑问。

图 2.3.3：欧佩克 11 月产量创新高

单位：千桶/天

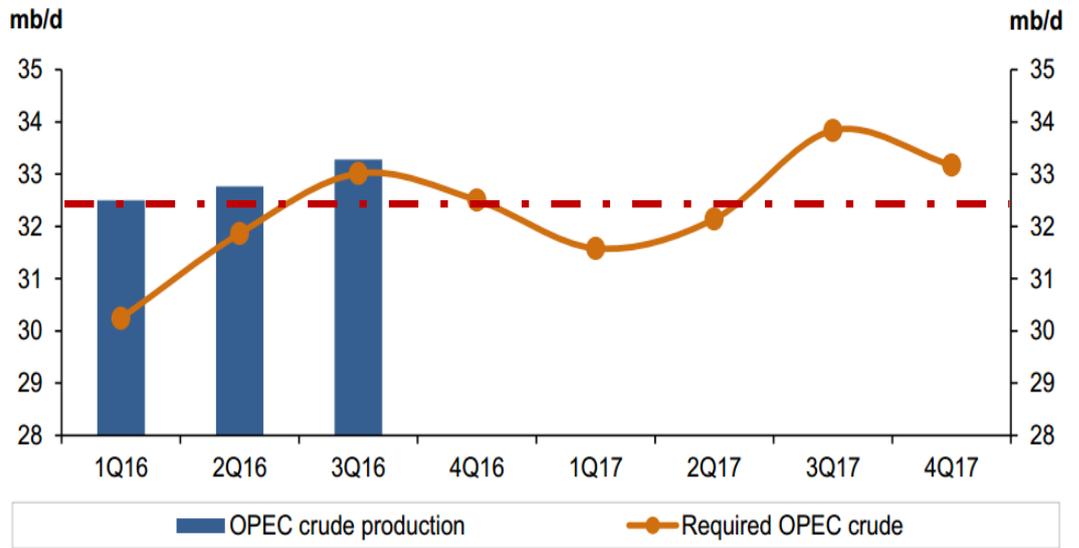


资料来源：Bloomberg 南华研究

但不管如何，协议达成的本身对油市是积极的，因为该协议已经改变了市场预期，也加速了市场再平衡的步伐。欧佩克数据显示，如果明年初协议生效后，欧佩克能够把产量上限严格控制在 3250 万桶/天水平，到明年 2 季度，欧佩克原油产量与需求将达到平衡，下半年将会出现供不应求的情况。欧佩克预测，2017 年市场对欧佩克国家原油需求为 3260 万桶/天，略高于产量上限。

图 2.3.4: 市场对欧佩克原油需求变化

单位: 百万桶/天



资料来源: OPEC 南华研究

第3章 非欧佩克国家锦上添花

为配合欧佩克减产行动，非欧佩克产油国本月 10 日达成了减产协议，该协议显示，非欧佩克产油国将把原油日产量削减 55.8 万桶/天。欧佩克此前已同意将原油日产量削减 120 万桶/天，二者合计将使全球原油供应减少近 2%。其中，俄罗斯将减产约 30 万桶/天水平。

图 3.1: 俄罗斯原油产量

单位: 百万桶/天



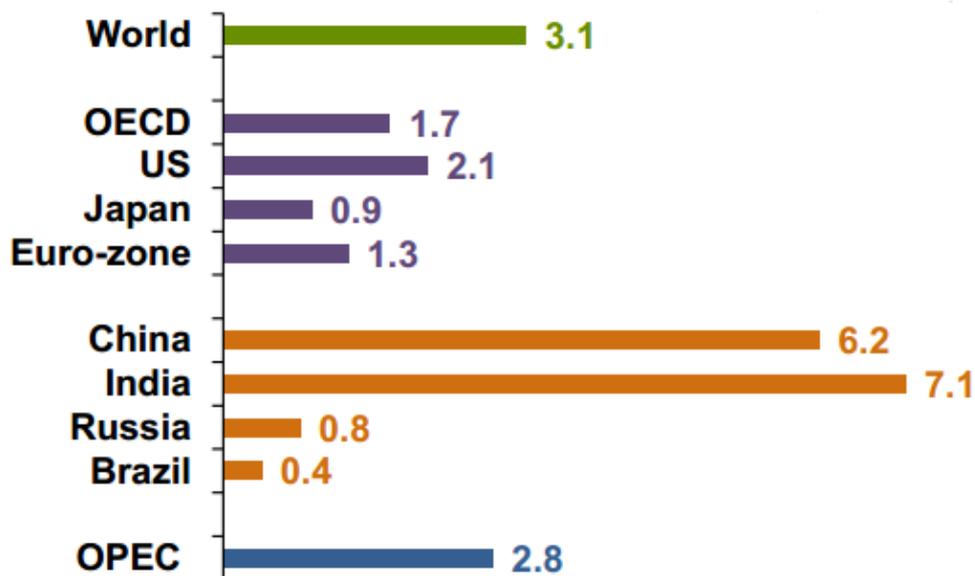
资料来源: Bloomberg 南华研究

第4章 原油需求保持平稳增长

欧佩克最新月报中预测, 2017 年全球经济将重拾增长, 2016 年全球经济增速 2.9%, 2017 年增长 3.1%。尽管目前仍有一些不确定因素可能影响经济的增长, 但整体上明年经济将会有所改善。其中, 经合组织 (OECD) 明年增速 1.7%, 与今年持平; 在经历了两年的负增长后, 俄罗斯和巴西明年增速分别是 0.8%和 0.4%; 中国和印度明年增速略有下滑, 不过整体上仍较乐观。

图 4.1: 全球经济增长预测

单位: %

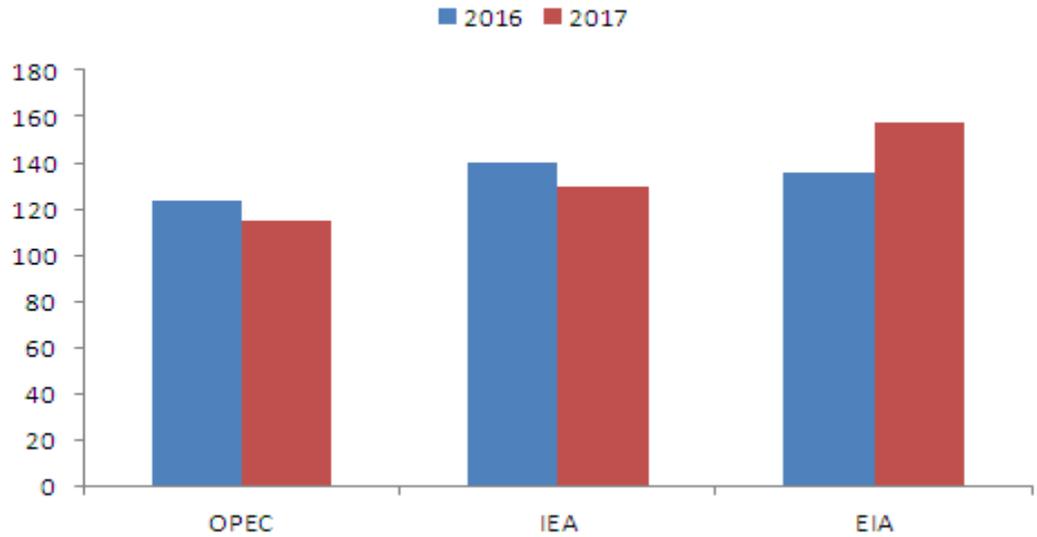


资料来源: OPEC 南华研究

从三大机构对明年全球原油需求增长预测来看, 整体上明年需求增速仍保持平稳, 欧佩克和 IEA 预测明年需求增速略低于今年, EIA 预测更乐观, 略高于今年的增速。虽然需求端增长并无亮点, 但稳定的需求增长加之供给端的收缩, 将有利于市场恢复平衡, 从而推动油价上行。

图 4.2：三大机构全球原油需求增长预测

单位：百万桶/天



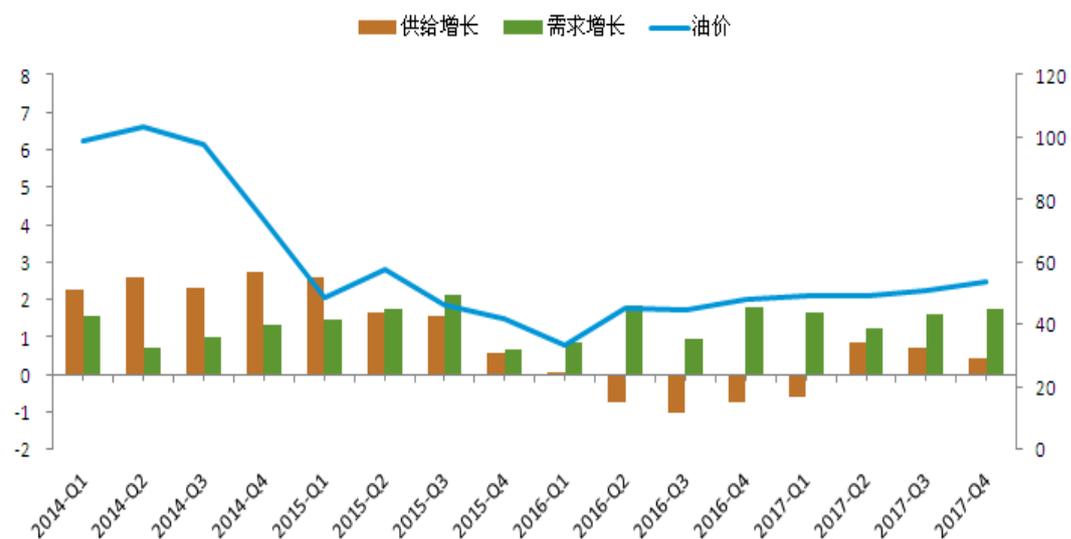
资料来源：OPEC、IEA、EIA、南华研究

第5章 供需再平衡步伐加快

从 2014 年以来，非欧佩克国家的原油产量增长远远超过全球需求增长，导致供需的天平逐渐向供应端倾斜，随着国际油价的持续下跌，非欧佩克国家原油供给增幅从去年开始已经明显低于需求增幅，EIA 预期明年全球原油需求增幅仍将持续高于非欧佩克国家供给增幅，不足的部分就要由当前库存以及欧佩克国家供应来弥补，而今年虽然需求增长超过非欧佩克国家供应，但是由于欧佩克大幅增产，油市平衡没有到来，随着欧佩克减产协议的达成，全球供需结构再平衡步伐将会加快。

图 5.1：非欧佩克供应增长与需求增长对比

单位：百万桶/天



资料来源：EIA 南华研究

同样，欧佩克数据显示，今年市场达到平衡所需的欧佩克理论供给远低于实际供给，表明欧佩克大幅增产导致市场供应过剩，不过供应过剩的局面已经出现缓和。该机构预测，如果欧佩克各国能够完全执行限产框架下的产量上限，显然供应过剩的局面将在一定程度上得以缓解，并逐步趋于平衡，如果协议期限延长，有可能出现供应短缺的可能。

表 5.1： 原油市场供需平衡表

单位：百万桶/天

季度	全球需求	非欧佩克供给	欧佩克理论供给	欧佩克实际供给	供应-需求
2016Q1	93.47	63.22	30.25	32.51	2.26
2016Q2	93.62	61.79	31.83	32.77	0.94
2016Q3	95.21	62.08	33.13	33.31	0.18
2016Q4	95.31	62.83	32.48		
2017Q1	94.61	63.04	31.57	32.5	0.93
2017Q2	94.67	62.68	31.99	32.5	0.51
2017Q3	96.45	62.63	33.82	32.5	-1.32
2017Q4	96.48	63.36	33.12	32.5	-0.62

备注：报告期时，4季度数据还未出炉，所以空缺，2017年供需数据为预测值，欧佩克2017年供应也假定限产政策持续一年

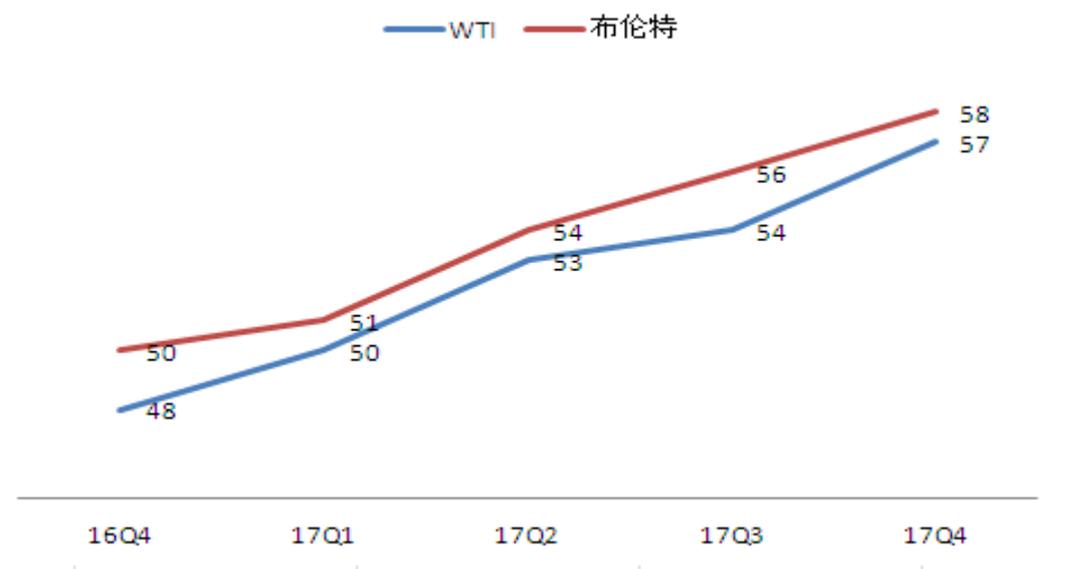
资料来源：OPEC 南华研究

第 6 章 油价预测

从彭博对各机构明年油价展望来看，明年油价重心将逐步抬高，但不会出现大幅上涨的行情。从这些机构预测的平均数来看，今年四季度 WTI 油价 48 美元/桶，布伦特油价 50 美元/桶，明年 WTI 油价均价 54 美元/桶，布伦特油价均价 55 美元/桶。我们预测明年油价波动区间 50-70 美元。

图 6.1：彭博调查各机构对明年油价走势预测

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

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

温州营业部

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 709 室
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

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 201、801、804、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 802
电话: 022-88371079

上海分公司

中国（上海）自由贸易试验区松林路 300 号 1701 室
电话: 02150431979

上海世纪大道营业部

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 26 层
电话: 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

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

芜湖营业部

芜湖市镜湖区伟星时代金融中心 1003、1004、1005 室
电话: 0553-3880211

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话: 023-62611626

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

余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601、1602 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

海宁营业部

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 301、302、312、313 室

电话：0573-80703002

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（魏瑶电话）

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 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元

电话：0592-2120291

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：0579-85201116

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