



供需格局转变之年

摘要

欧佩克进一步延长减产期限利于油市加速平衡，供给端唯一不确定因素是美国产量，美国原油产量受资本支出、单产效率及成本抬升等因素，产量增速放缓。需求端，在全球经济整体向好的前景下，提振全球原油需求增长，市场去库存化将延续，全球原油市场供需格局或会由供给宽松向紧平衡转变，国际原油价格重心将在明年继续上移。

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	2017 年国际油价走势回顾	5
第 2 章	欧佩克延长减产至明年底利好油市	6
2.1.	欧佩克保持高减产执行率及延长减产期限	6
2.2.	欧佩克产量从高峰回落	6
2.3.	尼日利亚、利比亚加入限产提高减产效率	7
2.4.	2018 年市场供需将持续改善	8
第 3 章	美国页岩油产量成最大不确定因素	8
3.1.	美国原油产量增势不及年初预期	8
3.2.	美国页岩油产量增速放缓	9
3.3.	美国原油钻机数增长放缓	10
3.4.	美国新井单产率下降	11
3.5.	美国页岩油未完井数（DUC）持续增长	13
3.6.	资本支出受到抑制	14
3.7.	盈亏平衡上移	15
第 4 章	原油需求超市场预期	16
第 5 章	降库存趋势将延续	18
第 6 章	季节性	20
第 7 章	WTI-布伦特价差	22
第 8 章	地缘政治	25
第 9 章	价格走势预测	27
南华期货分支机构		29
免责声明		31

图表目录

图 1.1: 国际油价走势变化	单位: 美元
/桶.....	5
图 2.1: 欧佩克前 10 个月减产执行率	单位: %
.....	6
图 2.2: 欧佩克原油月度产量	单位: 千桶
/天.....	7
图 2.3: 两个豁免国产量	单位: 千桶
/天.....	7
图 2.4: 欧佩克供应及市场对欧佩克需求预测	单位: 百万桶
/天.....	8
图 3.1: 美国原油产量增速及预测	单位: 万桶
/天.....	9
图 3.2: 美国原油周度产量变化情况	单位: 千桶
/天.....	9
图 3.3: 美国原油产量变化	单位: 千桶
/天.....	10
图 3.4: 美国页岩油产量及增速	单位: 千桶
/天.....	10
图 3.5: 美国活跃钻机数变化	单位: 口
.....	11
图 3.6: 美国二叠纪盆地原油钻机数及单个钻机出油变化率	单位: 桶
/天.....	12
图 3.7: 美国鹰滩地区原油钻机数及单个钻机出油变化率	单位: 桶
/天.....	12
图 3.8: 美国页岩油未完井数变化	单位: 口
.....	13
图 3.9: 美国原油产量预测	单位: 百万桶
/天.....	14
图 3.10: 北美独立公司资本支出变化	单位: 亿美元
.....	14
图 3.11: 全球一体化石油公司资本支出变化	单位: 亿美元
.....	15
图 3.12: 美国二叠纪全周期盈亏平衡	单位: 美元
/桶.....	15
图 3.13: 美国二叠纪盆地水平井盈亏平衡	单位: 美元

/桶.....	16
图 4.1: 全球 GDP 增速 (同比)	单
位: %.....	17
图 4.2: 全球主要经济体 GDP 增速(同比)	单位: %
.....	17
图 4.3: 全球原油需求增长 (同比)	单位: 百万桶
/天.....	18
表 4.1: 全球原油供需平衡预测	单位: 百万桶
/天.....	18
图 5.1: 全球原油浮式库存变化	单位:
千桶.....	19
图 5.2: OECD 国家商业库存变化	单位: 百
万桶.....	19
图 5.3: 美国商业库存变化	单位: 百万
桶.....	20
图 6.1: 美国取暖油价格及库存	单位: 美元/加仑、百
万桶.....	21
图 6.2: 美国冬季取暖天数.....	21
图 6.3: 全球冬季炼厂停产状况	单位: 千桶
/天.....	22
图 7.1: 2017 年 WTI-Brent 价差走势	单位: 美
元/桶.....	23
图 7.2: 库欣地区, 美湾地区 (LLS), Permian 产区与 Brent 价差走势	单位: 美元
/桶.....	24
表 8.1: 2017 年产油国重要地缘政治事件概述.....	25
图 8.1: 地缘政治导致的非计划性减产	单位: 百万桶
/日.....	26
图 9.1: 原油价格中枢预测	单位: 美元
/桶.....	27
图 9.2: 彭博对各机构油价预测的调查统计	单位: 美元
/桶.....	28

第1章 2017 年国际油价走势回顾

作为 8 年来 OPEC 首个减产协议的执行年份，2017 年的油市备受期待，纵观全年油价走势，我们可以将其分为三个阶段：

阶段一：1-2 月，减产协议影响下的窄幅震荡

此时市场继续对 OPEC 16 年 11 月底达成的减产协议充满期待，尽管 OPEC 国家减产协议执行率表现良好，然而 OECD 国家石油库存仍在继续升高，市场情绪踌躇不前，油价保持高位的窄幅震荡走势。

阶段二：3-6 月，油价呈现宽幅波动，整体下行的走势。

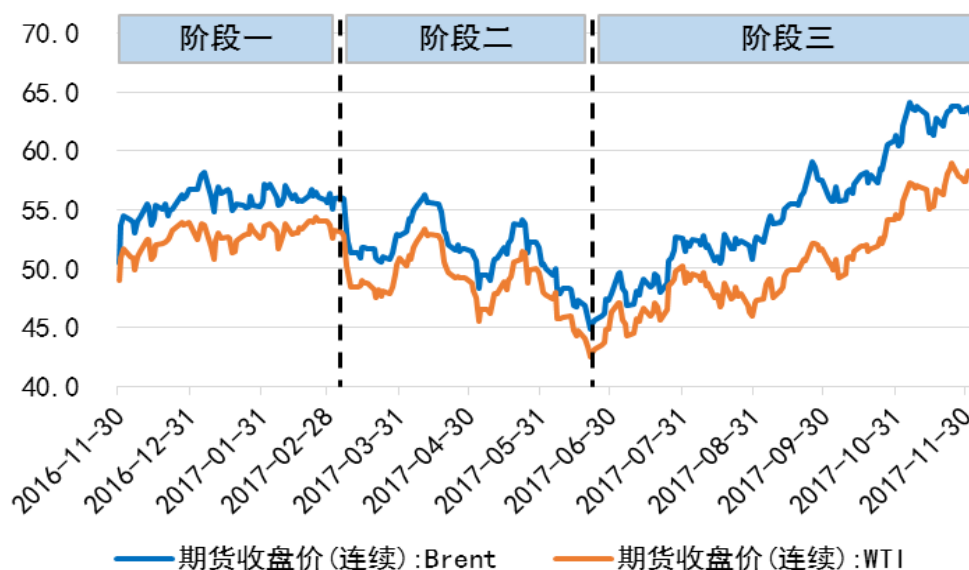
随着 OPEC 减产豁免国尼日利亚与利比亚的产量快速增长，加之 OPEC 原油出口量并未随同产量等幅下降，同时美国页岩油产量与活跃钻机数屡创新高，引发市场对供给过剩的持续担忧。5 月 25 日，OPEC 会议将减产协议延长 9 个月至 18 年 3 月，但减产力度（180 万桶/日）维持不变，利比亚、尼日利亚、伊朗依然得到豁免。这一结果低于市场预期，引发油价大幅下跌。

阶段三：6-12 月，油价开始 V 型反转。

下半年原油需求端持续好转，全球进入石油消费季节性高峰，EIA、IEA、OPEC 三大能源机构持续提高 17-18 年全球石油需求增速预期，叠加全球原油库存缓慢下降，美国原油产量增速放缓，以及数次地缘危机事件（伊拉克库尔德地区独立公投、伊朗核问题、沙特王室反腐事件等），原油价格中枢逐步上移。11 月，OPEC 会议将减产协议延长至 18 年年底，符合市场预期，WTI 原油价格一度逼近 60 美元/桶大关，创下近两年来新高。

图 1.1：国际油价走势变化

单位：美元/桶



数据来源：Wind 南华研究

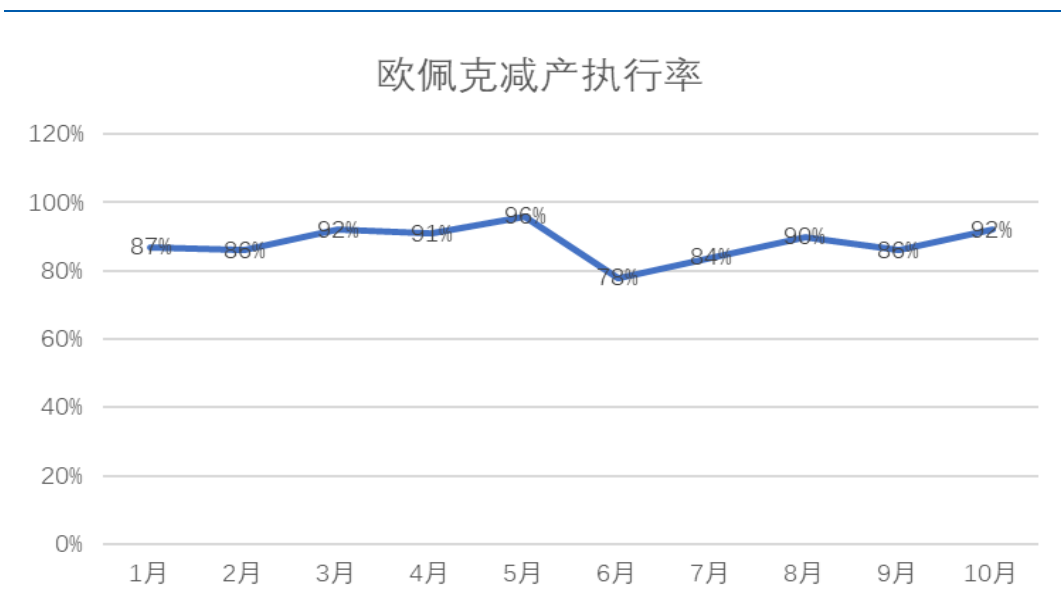
第2章 欧佩克延长减产至明年底利好油市

2.1. 欧佩克保持高减产执行率及延长减产期限

欧佩克自去年底实施的减产计划到目前为止来看，减产的执行力度还是非常好的，减产目标是将原油日产量控制在 3250 万桶水平，路透数据显示，截止今年 10 月份，参与减产的 11 个国家平均减产执行率高达 88%。随着欧佩克减产继续延长至 2018 年底，原油市场将加速平衡。OPEC 与俄罗斯为首的非 OPEC 产油国 11 月 30 日达成协议，共同将减产协议延长至 2018 年年底，并首次将利比亚和尼日利亚这两个此前豁免的产油国纳入协议，这将有助于解决全球油市供应过剩问题。保留条款是如果市场出现过热情况，双方可在明年提前做出调整。

图 2.1：欧佩克前 10 个月减产执行率

单位：%



数据来源：路透 南华研究

2.2. 欧佩克产量从高峰回落

欧佩克联合俄罗斯等非欧佩克产油国自今年年初减产以来，整体减产效果超过了市场预期，主要鉴于欧佩克历史上数次减产执行不严格的情况。从彭博的数据来看，欧佩克目前产量已经回落至 2015 年水平，达到欧佩克年初减产计划中控制产量上限 3250 万桶/天水平。同时，经过一年的减产，市场对欧佩克明年继续维持减产执行率的信心也已增强，明年唯一的供应变数就剩美国产量了。

图 2.2: 欧佩克原油月度产量

单位: 千桶/天



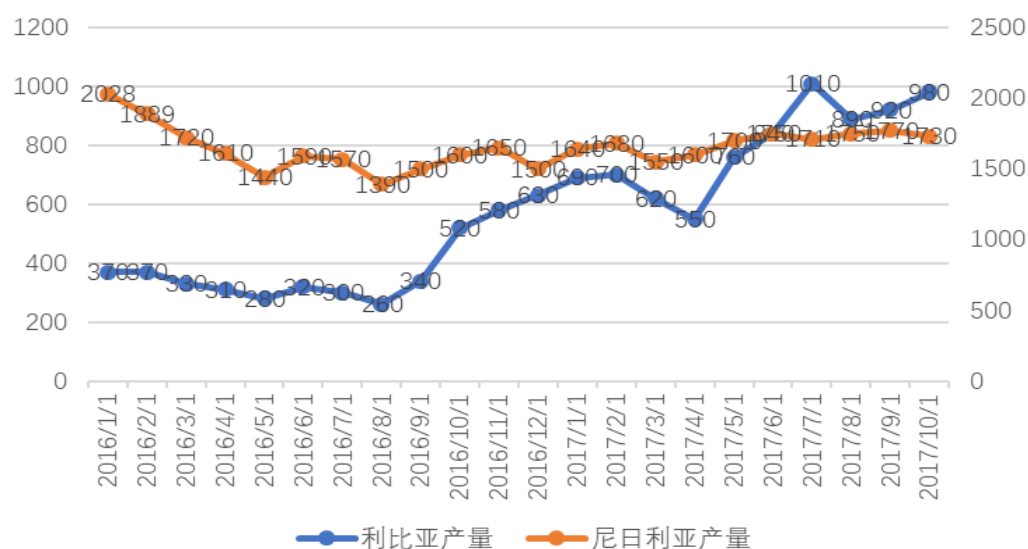
数据来源: Bloomberg 南华研究

2.3. 尼日利亚、利比亚加入限产提高减产效率

如果说本次产量会议延长限产期限的结果符合预期的话,那么欧佩克说服尼日利亚和利比亚两个豁免成员国加入到明年的限产,似乎略有出乎市场预期之外。欧佩克表示,目前豁免减产的利比亚和尼日利亚明年产出不会超过今年水平。这也意味着尼日利亚和利比亚明年产量上限分别为 180 万桶/天和 100 万桶/天。今年减产进行中,市场曾担心这两个成员国的增产会部分抵消欧佩克其他国家减产的努力。

图 2.3: 两个豁免国产量

单位: 千桶/天



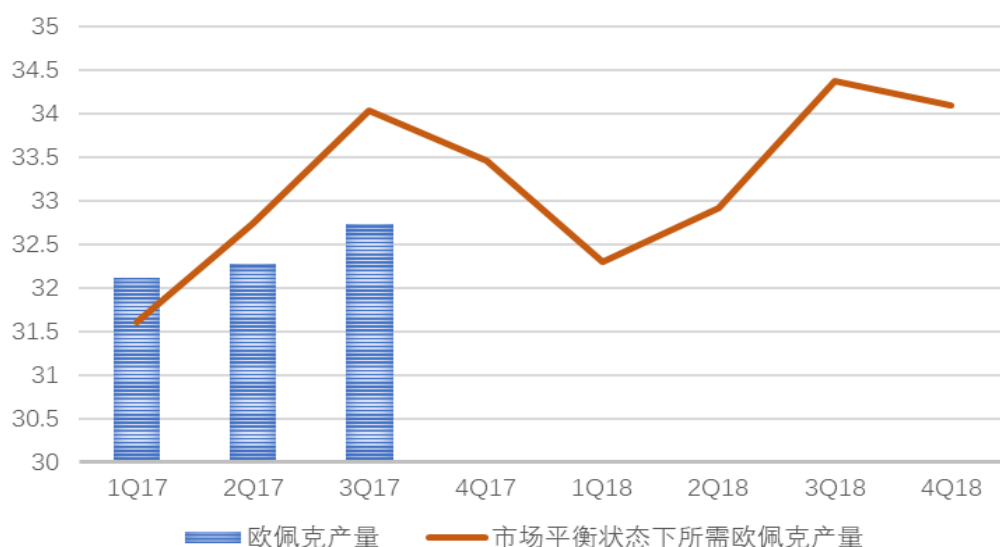
数据来源: Bloomberg 南华研究

2.4. 2018 年市场供需将持续改善

从欧佩克 12 月月报预测来看，今年 2 季度和 3 季度市场对欧佩克的需求超过了欧佩克的产出，表明欧佩克减产后确实对供需改善起到了作用，如果欧佩克继续保持减产力度，2018 年市场整体对欧佩克的需求将会超过欧佩克供给，从而利于市场平衡。此外，欧佩克预计 2018 年非欧佩克国家原油供给同比增长 99 万桶/天，而全球需求同比增长 151 万桶/天，因此，如果欧佩克能够继续保持较高的减产执行率，供需格局将继续改善。

图 2.4：欧佩克供应及市场对欧佩克需求预测

单位：百万桶/天



数据来源：OPEC 南华研究

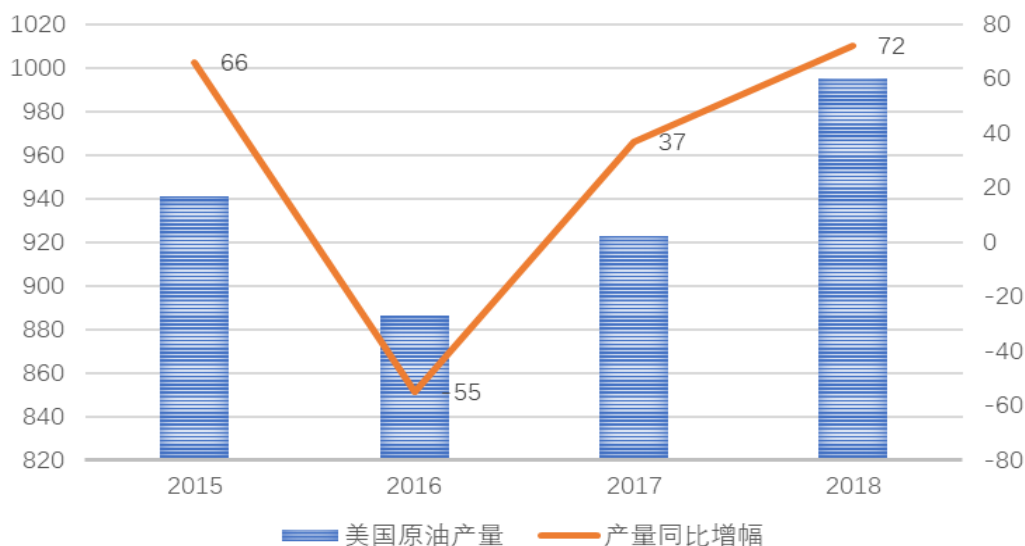
第3章 美国页岩油产量成最大不确定因素

3.1. 美国原油产量增势不及年初预期

随着欧佩克和非欧佩克主产国就延长减产期限至 2018 年底达成一致后，全球原油市场供应端的唯一变量就是美国原油产量变化情况，美国产量情况将直接影响全球油市平衡进程快慢进而传导至油价重心能否继续上移。EIA11 月月报预测数据显示，2017 年美国原油日产量为 924 万桶，同比增长 38 万桶/天，最新预测产量并未超过 2015 年时的产量峰值 941 万桶/天，可见市场年初对美国原油产量的预期过于乐观。EIA 预测，2018 年美国原油日产量将达到 1000 万桶，并会超过 2015 年峰值水平。从更短期的美国原油周度产量来看，截止到 12 月 8 日当周数据，美国原油周度产量达到 978 万桶/天的今年最高产量，显示出美国产量的韧性。

图 3.1：美国原油产量增速及预测

单位：万桶/天

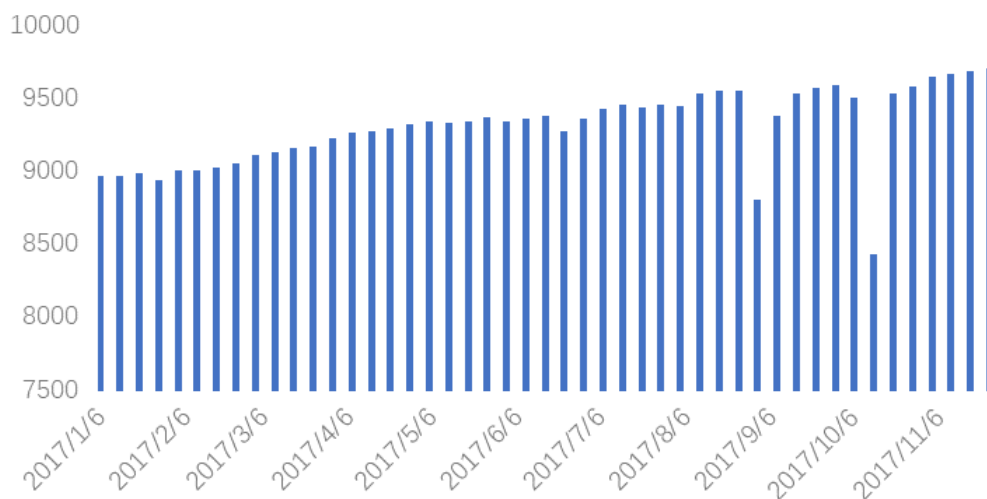


数据来源：EIA 南华研究

图 3.2：美国原油周度产量变化情况

单位：千桶/天

美国周度原油产量



数据来源：EIA 南华研究

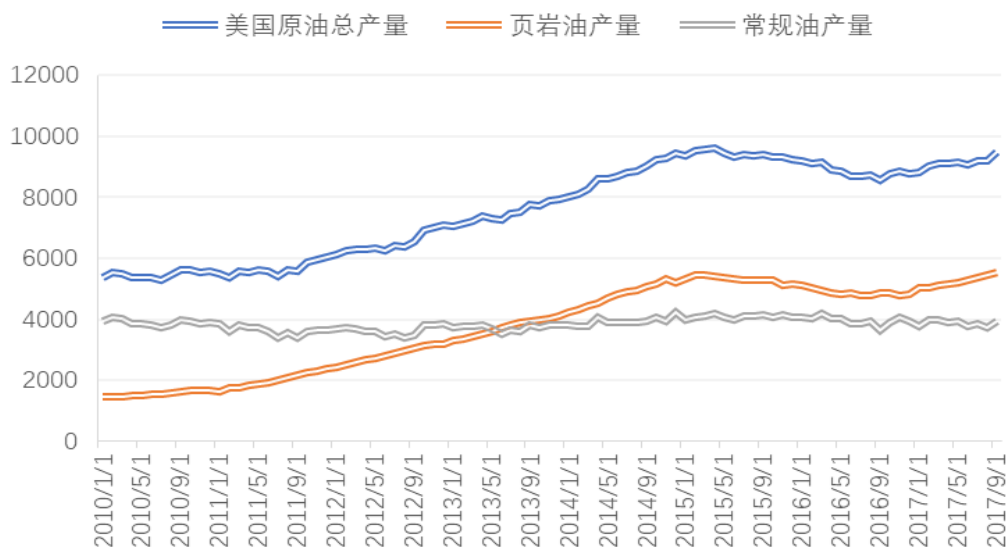
3.2. 美国页岩油产量增速放缓

自 2010 年起，美国页岩油产量爆发式增长，从而带动美国原油产量再次恢复性增长，而同期，美国常规油产量并未出现增长趋势，可见美国原油产量增量主要来自页岩油的贡献。EIA 数据显示，美国 2016 年页岩油产量较 2010 年增长 332 万桶/日，这主要得益于 2010 年至 2014 年以来的高油价

使得行业资本大幅支出以及页岩油开采技术的成熟。随着油价自 2014 年下半年以来的大跌，页岩油产量也受到冲击，2016 年产量出现负增长，随着油价逐渐企稳，2017 年页岩油再次恢复性增长，但增速已经放缓。

图 3.3: 美国原油产量变化

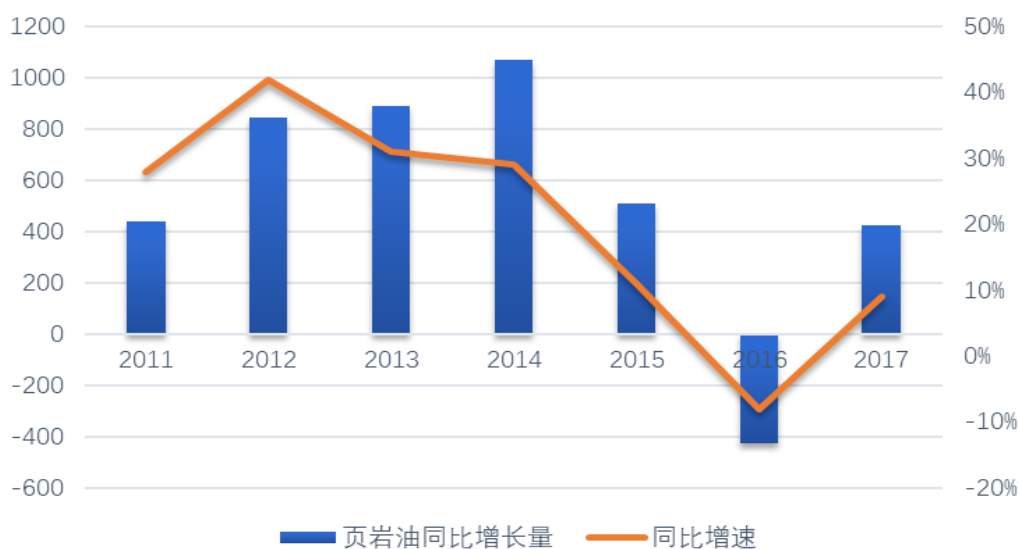
单位: 千桶/天



数据来源: EIA 南华研究

图 3.4: 美国页岩油产量及增速

单位: 千桶/天



数据来源: EIA 南华研究

3.3. 美国原油钻机数增长放缓

我们知道，页岩油井有别于常规油井，其产能释放高峰期大体维持 2 年，新井产量高峰在前半年，半年后降至峰值的 60%，1 年后衰减率达 70%。虽然页岩油前期勘探开发成本远低于常规油，但后期

维护成本却很高，要想维持既有产能，页岩油生产商要不断打新井来维持产量。截至 12 月 1 日当周，美国原油钻机数量 749 口，2 季度增长 125 口，3 季度增长 42 口，4 季度截至目前减少 14 口，这或许是市场对美国原油产量增长预期调整的一个诱因。随着油价自下半年以来的企稳反弹，原油钻机数增长却放缓，虽然钻机数反应滞后于油价，但页岩油生产商的资本支出以及开采成本仍是制约钻机数的主要因素。

图 3.5: 美国活跃钻机数变化

单位：美元/桶、口



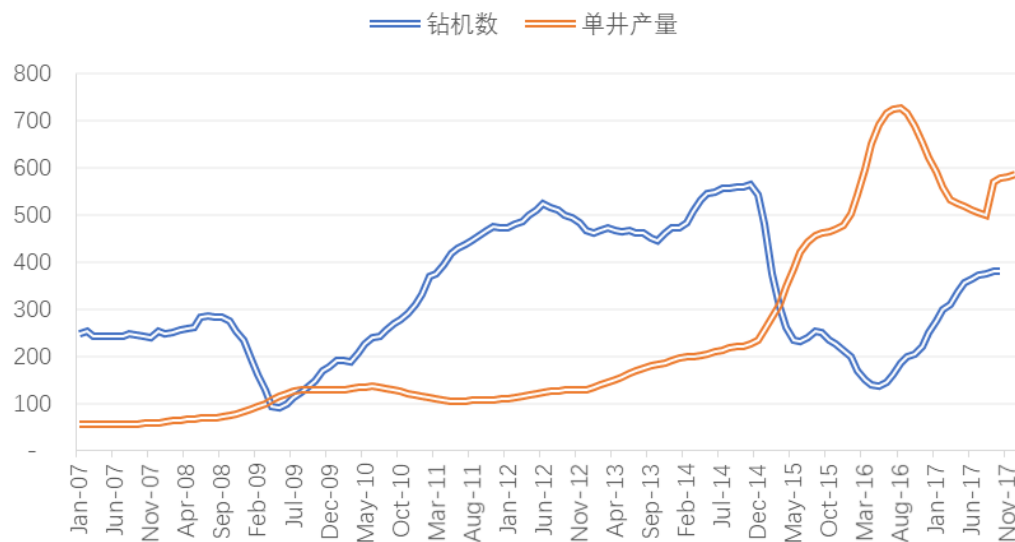
数据来源：贝克休斯 南华研究

3.4. 美国新井单产率下降

EIA 数据显示，受技术进步的推动，美国页岩油单井产量从 2011 年至 2016 年大幅提升，但去年下半年以来，包括二叠纪和鹰滩两个美国最大的页岩油产区的单井产量开始下滑，这或许意味着页岩油开采技术已步入成熟期。同时，目前钻机数主要集中在二叠纪盆地，截至 10 月底，二叠纪地区钻机数占美国 7 大页岩油产区钻机总数的 48%，表明目前页岩油增量主要集中在该地区（资源较好的富油区），未来页岩油开采是否会拓展至贫油区，依赖于适合的油价以及资本支出情况。

图 3.6: 美国二叠纪盆地原油钻机数及单井出油变化率

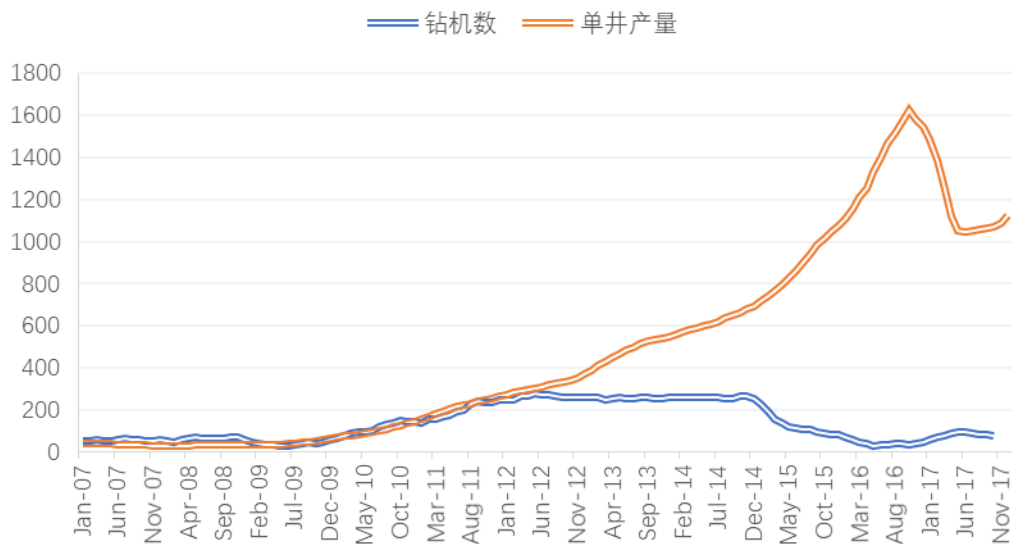
单位: 桶/天



数据来源: EIA 南华研究

图 3.7: 美国鹰滩地区原油钻机数及单井出油变化率

单位: 桶/天



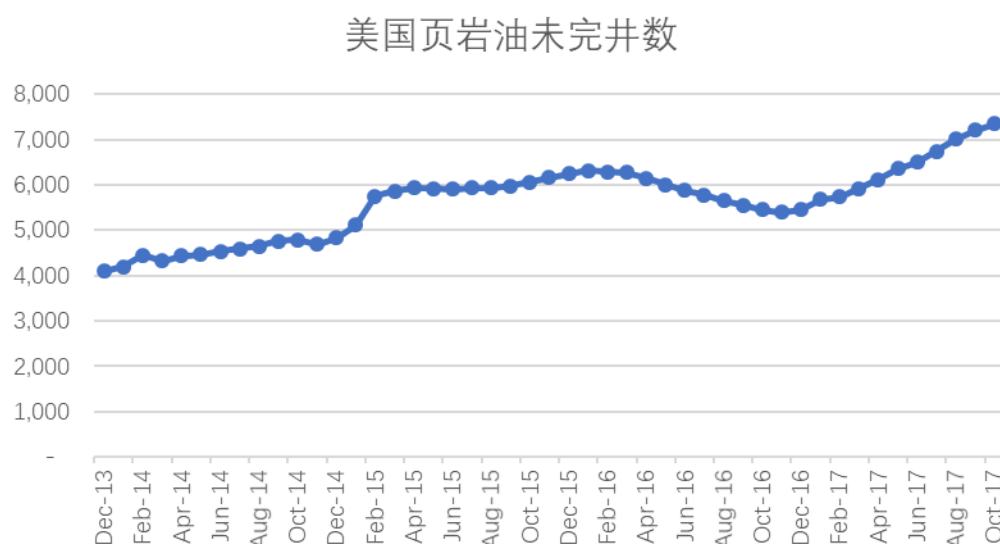
数据来源: EIA 南华研究

3.5. 美国页岩油未完井数（DUC）持续增长

页岩油未完井数是一个观察页岩油生产商生产经营活动较直观的指标，只有生产商迫于经济压力才会放缓钻井和完井活动，从而导致大量未完井的存在。从 EIA 的钻井报告中看到，10 月份美国库存井数量已经升至 7342 口，这些库存井可以看作美国页岩油的剩余产能，在国际油价合适时可以立即释放的供给，按照目前各个产区新井的产量来算理论潜在供应，7342 口未完井相当于 450 万桶/天的产能，当然，每个页岩油井口成本都不同，完井成本是钻井成本的两倍，实际产量或会远低于理论值，但如果油价上涨过多，这些未完井会转化为完井，形成产量压力，对油价的压制作用仍然较大。此外，从中长期来看，EIA2017 年年度展望至 2040 年的展望期内预测，在基础情景中，美国原油产量维持在 1000–1100 万桶/天水平，主要由于页岩油开采将进入贫油区，且单井产量也将持续下降。

图 3.8：美国页岩油未完井数变化

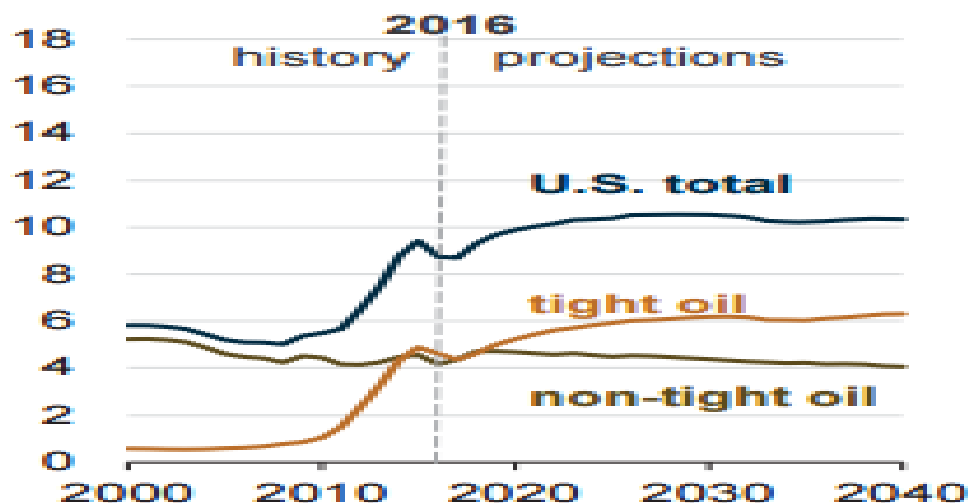
单位：口



数据来源：EIA 南华研究

图 3.9: 美国原油产量预测

单位: 百万桶/天



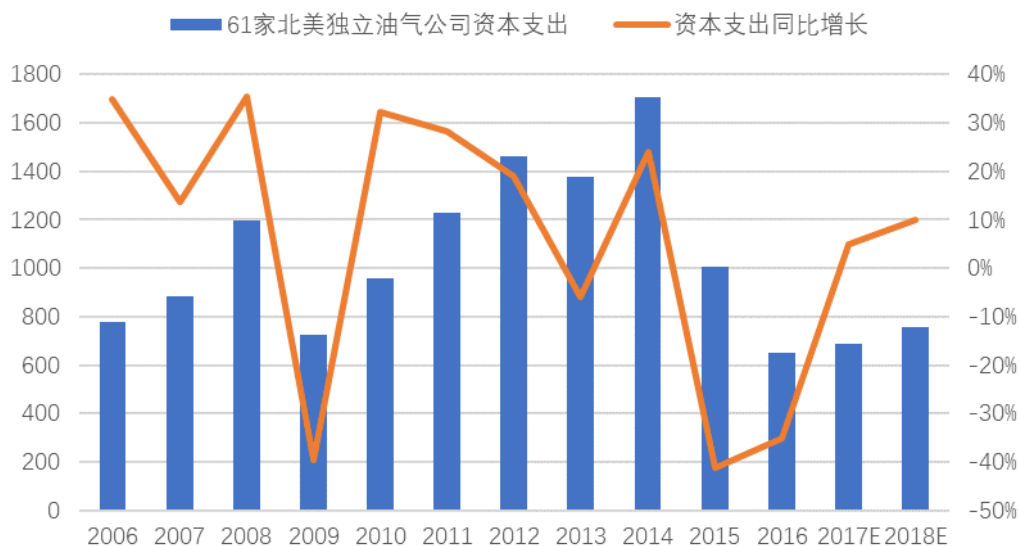
数据来源: EIA 南华研究

3.6. 资本支出受到抑制

从全球油气公司资本支出情况来看, 不论是北美页岩油公司还是一体化石油公司, 上游投资活动在 2013 年和 2014 年达到顶峰后, 2015 年和 2016 年连续两年投资出现负增长, 资本支出大幅下滑。2016 年北美独立公司投资仅为 2014 年高峰时的三分之一, 导致美国页岩油未完井数大幅上升, 产量增幅放缓, 不过受油价回升的推动, 彭博预计, 今年和明年美国页岩油公司投资同比将小幅增长 5% 和 10%。

图 3.10: 北美独立公司资本支出变化

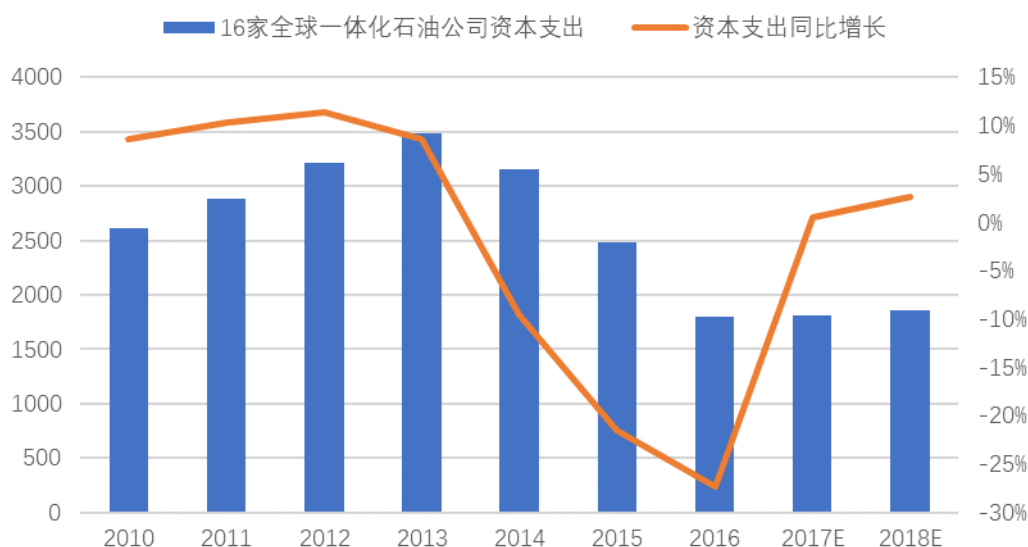
单位: 亿美元



数据来源: Bloomberg 南华研究

图 3.11：全球一体化石油公司资本支出变化

单位：亿美元



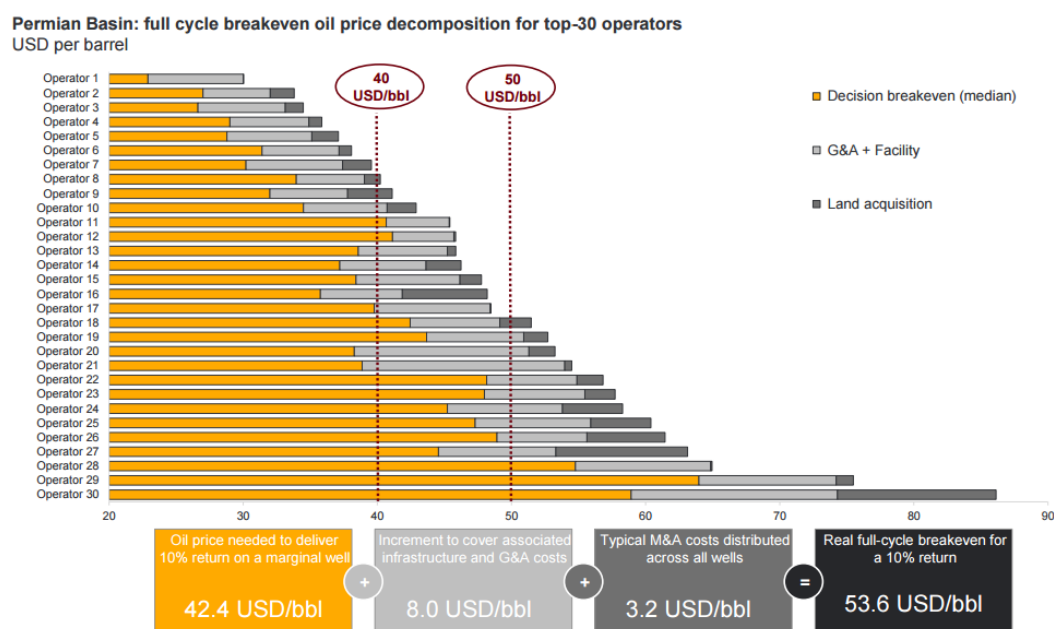
数据来源：Bloomberg 南华研究

3.7. 盈亏平衡上移

根据 Rystad Energy 的数据显示，随着油价的回升，包括油服成本、收购成本、运输成本等费用的上升，盈亏平衡从 2016 年 3 季度到 2017 年 3 季度上升了 5 美元/桶，2018 年相关费用将会继续上升，盈亏平衡油价大致在 50 美元/桶左右。

图 3.12：美国二叠纪全周期盈亏平衡

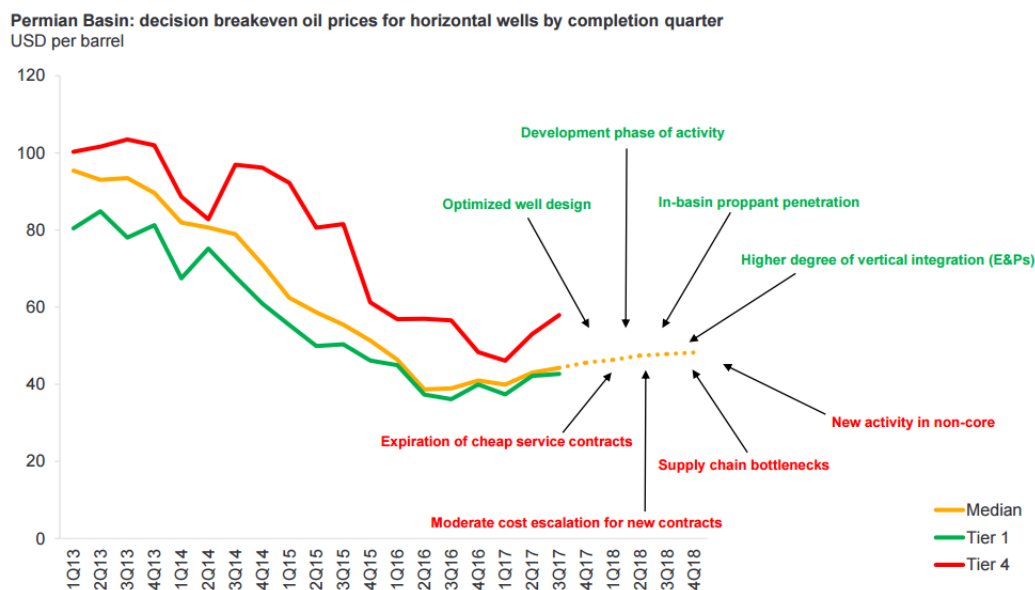
单位：美元/桶



数据来源：NASWellCube Rystad Energy 南华研究

图 3.13: 美国二叠纪盆地水平井盈亏平衡

单位: 美元/桶



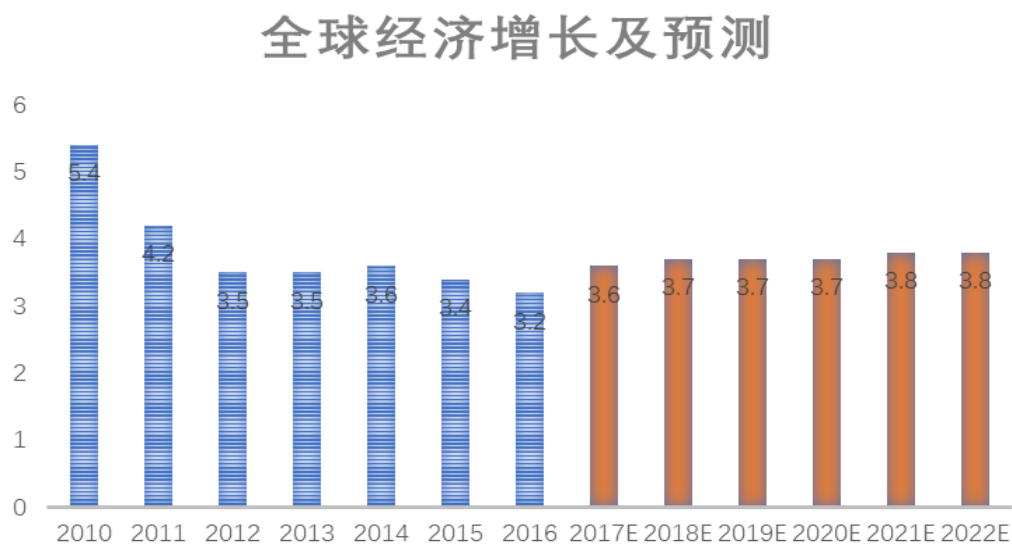
数据来源: NASWellCube Rystad Energy 南华研究

第4章 原油需求超市场预期

2018 年, 全球经济持续复苏, 有利于拉动全球原油需求。国际货币基金组织 (IMF) 预测, 2018 年全球经济增长 3.7%, 高于今年的 3.6%。发达经济体中, 美国表现最好, 2017 年增长 2.2%, 2018 年预计增长 2.3%, 欧元区和日本继续保持增长, 中国大概率维持在 6.5% 或更高, 全球第三大原油需求国印度继续保持 7.4% 的高增长, 总体来看, 2018 年全球经济仍将保持较好的景气度。基于全球经济的乐观预期, 国际 3 大机构均上调了 2018 年原油需求增长预期。IEA、EIA、OPEC 分别预计增长 130 万桶/天、162 万桶/天和 151 万桶/天。根据欧佩克 12 月月报数据预测, 2018 年全球原油市场供需格局将会发生转变, 一季度供略过于求, 二季度供需大体平衡, 下半年将出现供不应求的局面。

图 4.1: 全球 GDP 增速 (同比)

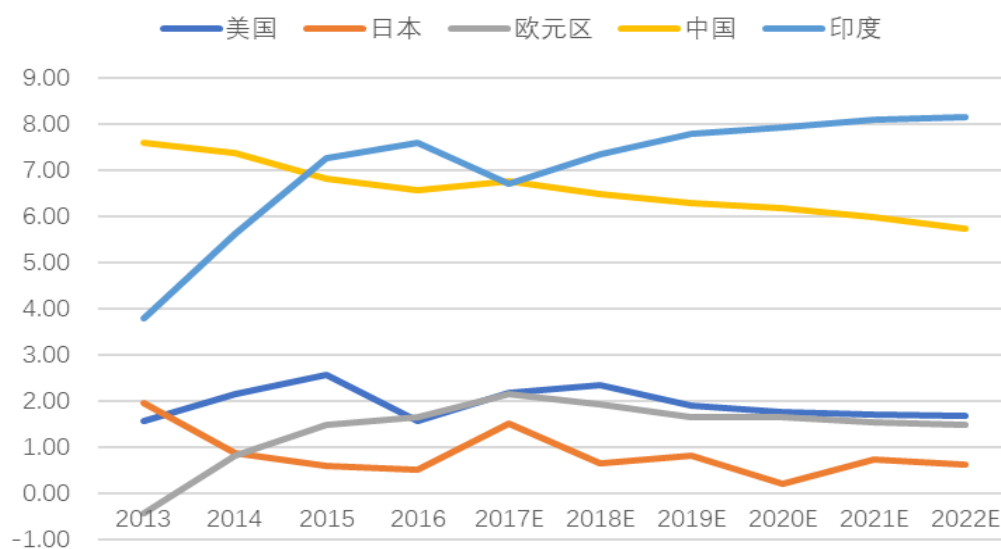
单位: %



数据来源: IMF 南华研究

图 4.2: 全球主要经济体 GDP 增速 (同比)

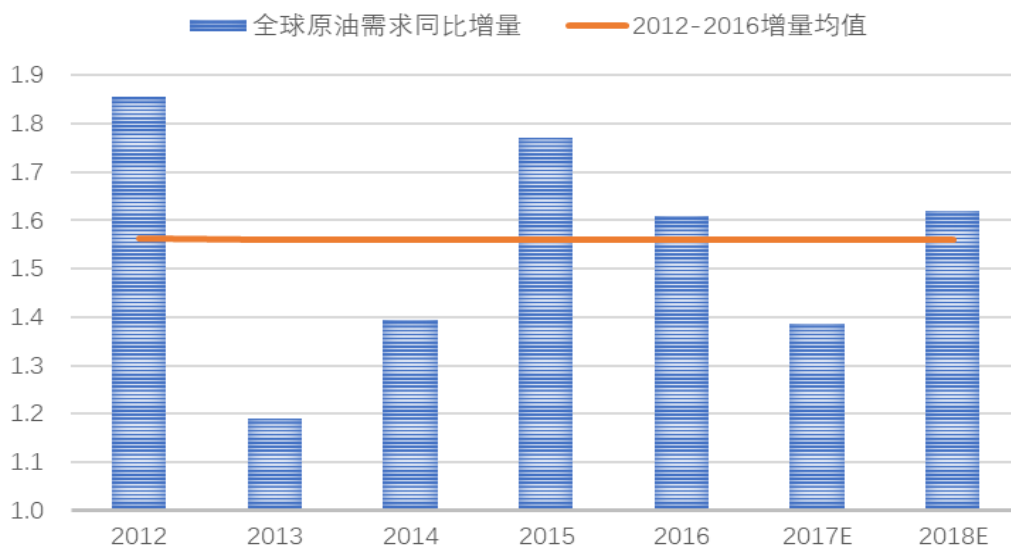
单位: %



数据来源: IMF 南华研究

图 4.3: 全球原油需求增长 (同比)

单位: 百万桶/天



数据来源: EIA 南华研究

表 4.1: 全球原油供需平衡预测

单位: 百万桶/天

	2017	1Q2018	2Q2018	3Q2018	4Q2018	2018	同比增长
全球需求	96.94	97.15	97.77	99.24	99.63	98.45	1.51
非欧佩克供应和欧佩克凝析液	64.13	65.11	65.14	65.2	65.73	65.3	1.17
市场对欧佩克的需求	32.81	32.04	32.63	34.04	33.9	33.15	0.34
		1Q2017	2Q2017	3Q2017			
欧佩克今年前三季度原油产量		32.11	32.28	32.73			

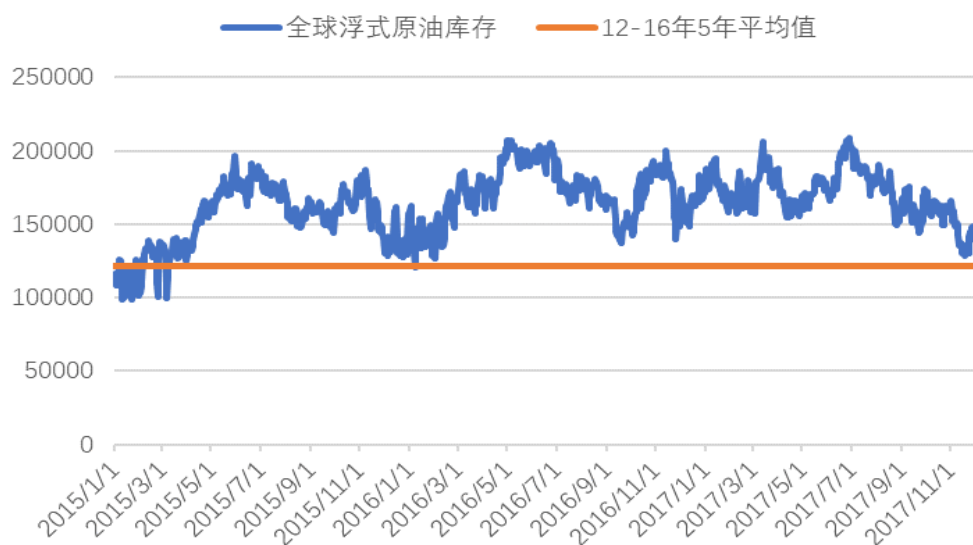
数据来源: OPEC 南华研究

第5章 降库存趋势将延续

如果说供需影响油价中期走势, 库存数据或许是看短期基本面变化最直观的指标了, 毕竟, 欧佩克此次减产的目标是为了降低全球原油库存。彭博数据显示, 从全球海上原油库存来看, 目前已经回到 5 年均值水平; IEA 经合组织国家库存今年以来已经降至 5 年均值区间之内, 总商业石油库存 9 月底已经低于 30 亿桶, 这是自 2015 年 11 月以来的首次, 也即两年以来的最低水平; 此外, 美国原油库存也已从去年底今年初的历史高位缓慢回落。这表明, 全球原油市场已经从累库存向去库存阶段转换, 且随着欧佩克延续减产计划抑制供给端, 去库存将在 2018 年延续。

图 5.1: 全球原油浮式库存变化

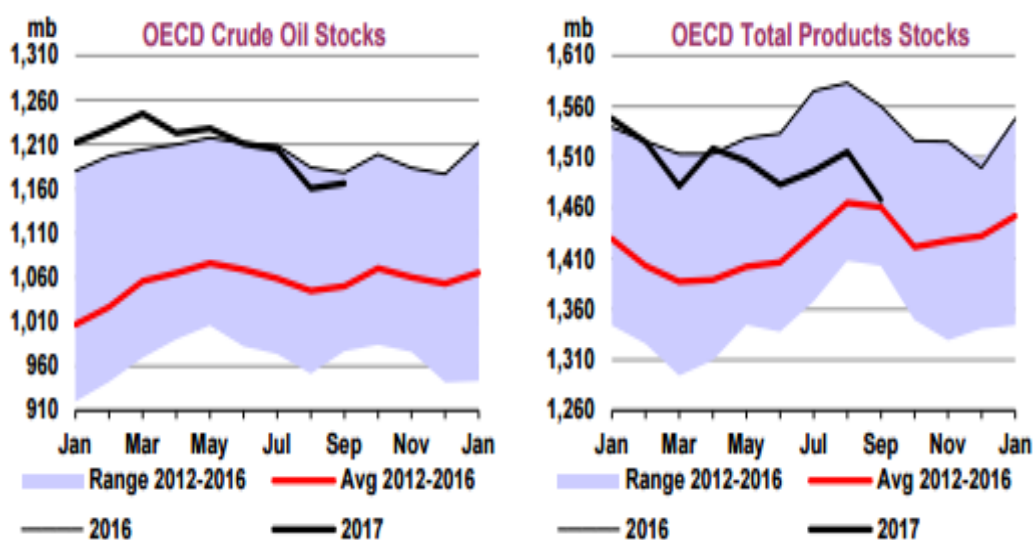
单位: 千桶



数据来源: Bloomberg 南华研究

图 5.2: OECD 国家商业库存变化

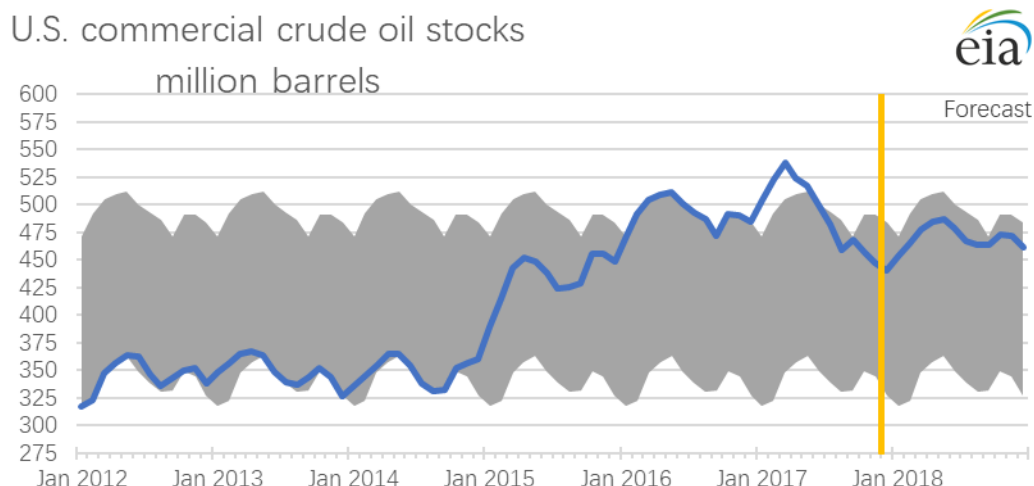
单位: 百万桶



数据来源: IEA 南华研究

图 5.3: 美国商业库存变化

单位: 百万桶



Note: Colored band around storage levels represents the range between the minimum and maximum from Jan. 2012 - Dec. 2016.

Source: Short-Term Energy Outlook, December 2017.

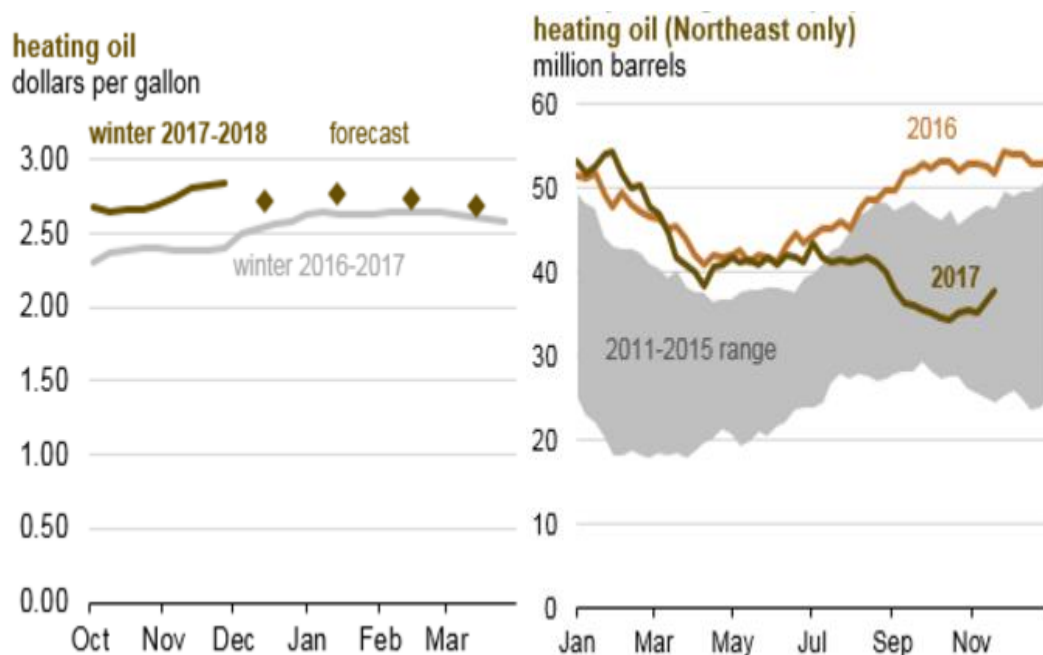
数据来源: EIA 南华研究

第6章 季节性

影响原油价格变化的因素众多,但是其中某些影响因素可能会在每年反复出现,并造成相似的价格波动,这就是市场较为关注的原油市场季节性变化规律对油价的影响。例如,在原油供应相对稳定的情况下,需求旺季带来的价格高企或消费转淡后的价格低落。当然,季节性规律也不是永恒不变的,其规律变化可能只适合某些特定阶段,比如,近年原油市场特点是供需失衡结构,这就大大削弱了原油的季节性规律。因此,常常需要结合其他相关因素做出客观评估。今年夏季,美国汽油需求好于市场预期也对油价上涨提供了支撑。EIA 数据显示,10 月美国汽油消费 930 万桶/天,是 10 月份历史上的峰值,且汽油库存环比降 3%,同比降 6%。同样,冬季是取暖油消费高峰,EIA 数据显示,目前美国取暖油库存远低于 2016 年同期水平,如果届时需求上升,低库存将利于价格的抬升。当然,取暖季需求的变化还依赖于寒冷的天气。EIA 根据 NOAA 的气候预测数据显示,今年冬季的气温基本持平历史平均水平,也即可能不会有一个特别寒冷的冬天。此外,近两年冬季的季节性需求表现特征并不明显,一方面,主要由于市场处于供大于求的境况,另一方面,取暖油消费占比较运输需求占比已大幅下滑,而运输需求并不具有明显的季节性特征,因此,近几年冬季季节性需求并没有夏季季节性需求那么明显。不过,从全球炼厂检修情况来看,今年冬季检修停产量较往年都低,对原油需求利好。

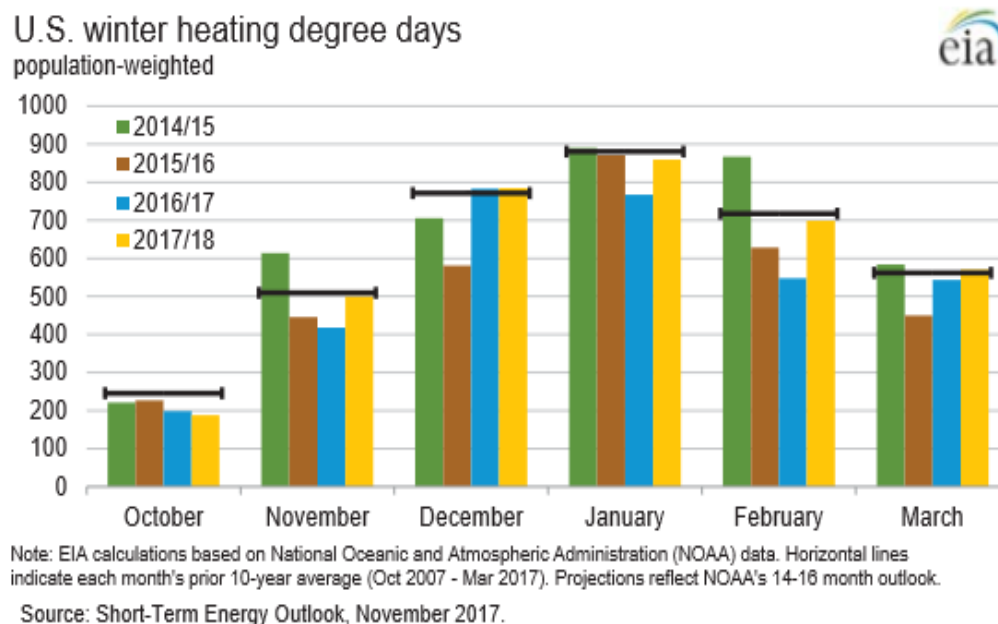
图 6.1：美国取暖油价格及库存

单位：美元/加仑、百万桶



数据来源：EIA 南华研究

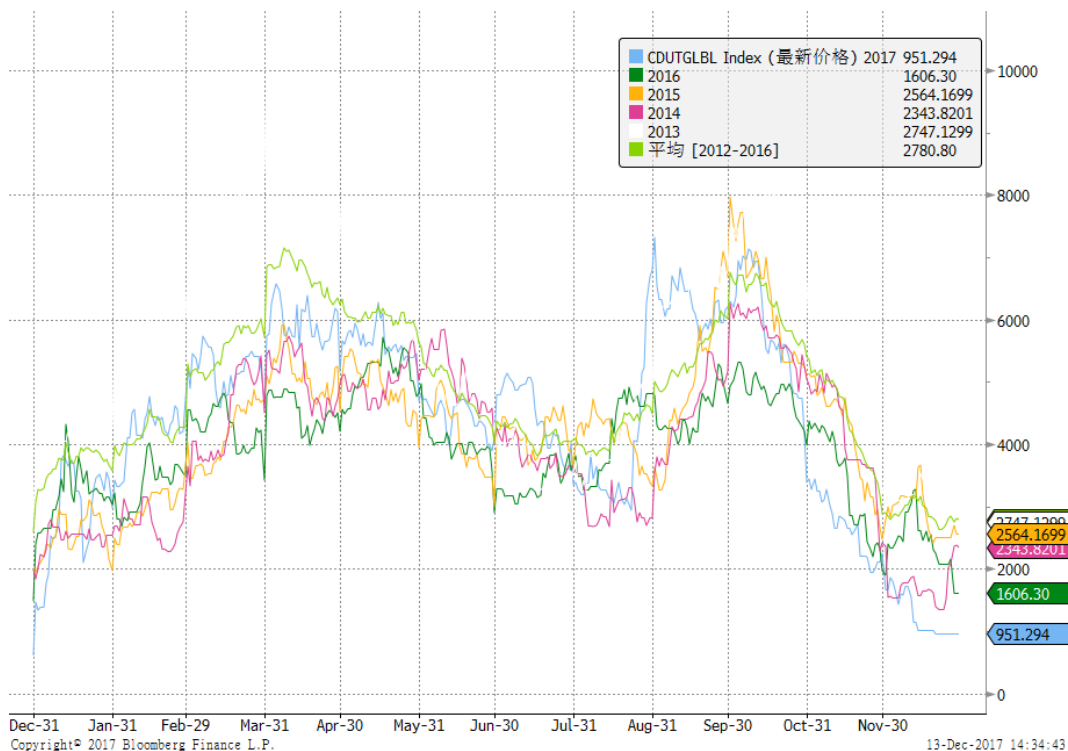
图 6.2：美国冬季取暖天数



数据来源：EIA 南华研究

图 6.3: 全球冬季炼厂停产状况

单位: 千桶/天



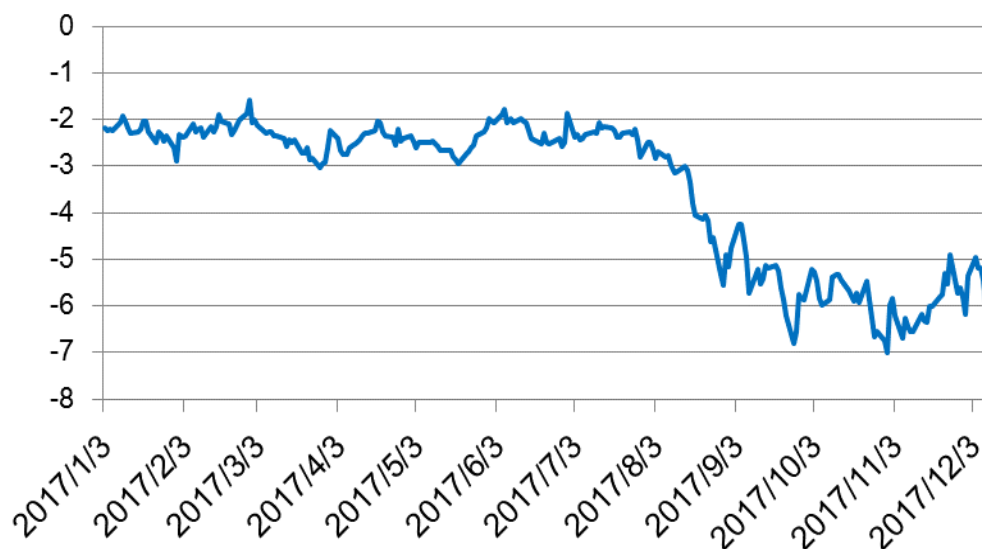
数据来源: Bloomberg 南华研究

第7章 WTI-布伦特价差

作为反应国际原油价格动向最主要的两大基准原油, WTI 与 Brent 原油期货一直是市场关注的焦点。相对于 Brent 原油, WTI 原油更多地是反映美国内陆库欣地区的原油市场平衡, 其经常受到美国能源政策与美国管道港口等基础设施建设的影响。

图 7.1：2017 年 WTI-Brent 价差走势

单位：美元/桶



数据来源：Bloomberg 南华研究

2017 年 1-8 月，WTI-Brent 价差一直维持在-2 到-3 美元/桶之间窄幅震荡。而 8 月之后，这一价差平衡区间迅速下滑至-5 至-7 美元/桶，这其中的逻辑我们认为主要是来自于以下几个方面：

（1）Brent 原油供需基本面偏紧：

Brent 原油供需基本面在下半年逐步收紧，7 月以后北海油田进入季节性检修期，BFOE 供应量大幅下滑。而 OPEC 的减产执行率保持在高位，西非主要产油国利比亚、尼日利亚频发的不可抗力事件限制了两地原油的生产与出口，这都对 Brent 原油价格提供了一定支撑。

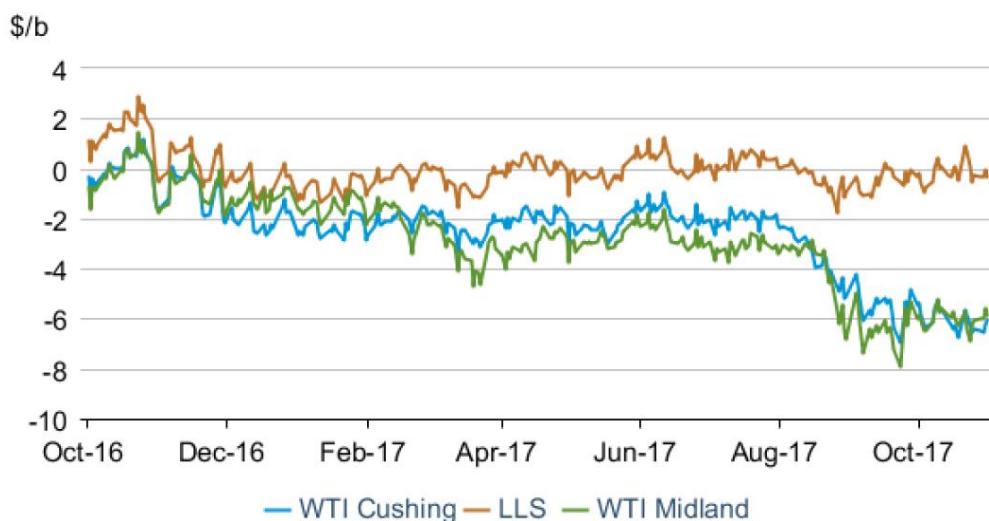
（2）WTI 原油交割地库欣地区库存累积：

尽管下半年原油需求端增速强劲，但是美国页岩油产量屡创新高，12 月 1 日当周美国原油产量已达到 970.7 万桶/日的历史高位。同时，近年来由于 Keystone 原油管道的完工（由加拿大和 Bakken 盆地通向库欣地区），北部地区的原油大量进入库欣。这两个因素共同使得 7-10 月库欣地区的库存累计增加近 1000 万桶，极大限制了下半年 WTI 原油价格的抬升。

（3）库欣通往美湾地区的管道运力不足、美湾港口的出口能力有限：

随着美国原油产量的增长与库欣地区库存的累积，库欣地区已经成为美国原油的价格洼地。由于库欣地区和主要页岩油产区 Permian 盆地通向美湾地区（美国炼油中心与进出口港口）的原油管道运输能力明显不足，两地的跨区套利也严重收到制约。这也解释了为什么 LLS 价格（美湾原油现货价格）与 Brent 价差不足 2 美元/桶，而 WTI Cushing（库欣地区现货价）、WTI Midland（Permian 产区现货价）与 Brent 价差贴水在 5 美元/桶以上。据 EIA 估计，受管道运力的限制，目前原油由库欣至美湾地区的管道运输费用超过 3.5 美元/桶。

图 7.2: 库欣地区, 美湾地区 (LLS), Permian 产区与 Brent 价差走势 单位: 美元/桶



数据来源: EIA 南华研究

同时, 由于美湾港口暂无适合 30 万吨以上 VLCC 停靠的原油出口码头, 美原油出口只能选用较小吨位、经济型较差的油轮运输, 平均海运成本较高。EIA 估算, 在 WTI 与 Brent 原油的边际竞争市场—亚洲地区, WTI 原油前往亚洲的平均海运成本比北海原油高 0.5 美元/桶。目前美湾 LOOP 港口正在建设相关 VLCC 停靠设施, 预计 2018 年投入使用。

(4) 异常天气影响:

今年秋季美湾地区的异常飓风天气因素也是 WTI-Brent 价差的影响因素之一, 8 月底哈维飓风登陆德克萨斯州, 飓风对炼油生产的影响远大于原油生产端, 据相关统计, 原油产量约减少 100 万桶/日, 而炼厂产能关停大约 400 万桶/日, 部分原油运输管道也因此关闭。受此影响, WTI 价格短期承压回落, 其相对于 Brent 贴水进一步扩大。

未来, 在管道运输限制有所缓解之前, 我们认为 WTI-Brent 价差将继续维持在高位。据 EIA 预计, 2018 年上半年, WTI-Brent 价差将继续维持在 -6 美元/桶附近, 而下半年, 价差有望收窄至 -4 美元/桶左右。据悉, 一条名为 “Diamond” 的原油管道将在 2017 年底开通, 它由库欣地区通过田纳西州孟菲斯地区, 运力为 20 万桶/桶, 这将一定程度上缓解库欣地区的库存压力。

第8章 地缘政治

表 8.1： 2017 年产油国重要地缘政治事件概述

时间	事件概述
2 月 3 日	美国宣布对伊朗施加新制裁，因总统特朗普寻求惩罚德黑兰进行的弹道导弹项目。美国财政部公布的制裁名单中包括 13 名个人和 12 家实体。美国方面认为这些个人和实体涉嫌扩散大规模杀伤性武器或与恐怖主义存在关系。
4 月 7 日	美国海军发射战斧导弹，对叙利亚政府军的一处空军基地进行了打击。此举旨在报复一周叙利亚发生的“化学武器袭击平民”事件。虽然叙利亚本身原油产量不高，约 5 万桶/日，但叙利亚境内拥有多条原油管道，是中东原油通往地中海的重要路径之一。
6 月 5 日	沙特阿拉伯、阿联酋、埃及、巴林几乎同时宣布与卡塔尔断交，指认卡塔尔支持恐怖主义。受此影响，原油价格一度小幅上涨 1%。
9 月 25 日	伊拉克库尔德自治区举行独立公投，引发中央政府、土耳其、伊朗强烈抗议。土耳其与伊朗在库尔德区边境展开军演，土耳其威胁关闭库区海运出口管道。市场担忧伊拉克国内最大的产油地区基尔库克省存在供应中断风险，油价由此获得提振。
10 月 13 日	美国总统特朗普宣布，拒绝向国会认证伊朗遵守伊核问题全面协议，并公布美国最新对伊朗战略。特朗普政府曾于今年 4 月和 7 月两次向国会证明伊朗履行协议，但这一次，特朗普选择了说“不”。此举旨在重新审视伊朗核问题，可能加强对伊朗的制裁行动。
11 月 4 日	沙特国王宣布成立以王储穆罕默德为主席的最高反腐委员会，该委员会以涉嫌腐败和洗钱等犯罪行为为由，逮捕了 11 名王子、38 名现任和前任大臣。有观点认为，沙特王储穆罕默德极可能以反腐为名，清除沙特统治集团内部的潜在王位竞争者，也有观点认为，这是沙特财务预算赤字下的“筹钱”行为。
11 月 14 日	标准普尔认为委内瑞拉已陷入“选择性违约”，并表示“委内瑞拉在未来三个月内很可能会再次违约。”惠誉评级也下调了委内瑞拉国家石油公司 PDVSA 的评级，原因是“支付违约”，据悉，PDVSA 公司的外部公共债务共 450 亿美元，约占委内瑞拉全部外债的三分之一。
12 月 4 日	也门前总统萨利赫在首都萨那城外被胡塞武装击毙，也门局势持续恶化。今年 10 月以来，作为对胡塞武装向利雅得机场发射导弹的回应，沙特领导的联军对也门实施了封锁，并加强了对也门的空袭行动。
12 月 6 日	美国总统特朗普在华盛顿发表声明，美国政府承认耶路撒冷为以色列首都，并将启动进程把美国驻以色列大使馆从特拉维夫迁至耶路撒冷。这一事件在全球引起轩然大波，但很快，世界就发现这只是一个“口头的游戏”。美国国会在 1995 年 10 月通过法案，要求政府承认耶路撒冷是以色列“不可分割”的首都，并授权拨款将美国大使馆从特拉维夫迁往耶路撒冷，除非美国总统每六个月签署一道豁免令。自此，

每一位在任的美国总统都按时签署了该项豁免令，特朗普于今年 6 月也按时签署了该项豁免令。12 月这次危机后，美国总统特朗普依旧签署了豁免令。

~2017

虽然没有爆发焦点事件，但 2017 年的利比亚与尼日利亚两国国内局势依然动荡不安，武装冲突活动频繁，利比亚 Sharara 油田，尼日利亚 Bonny 原油多次由于不可抗力中断生产或中断运输。

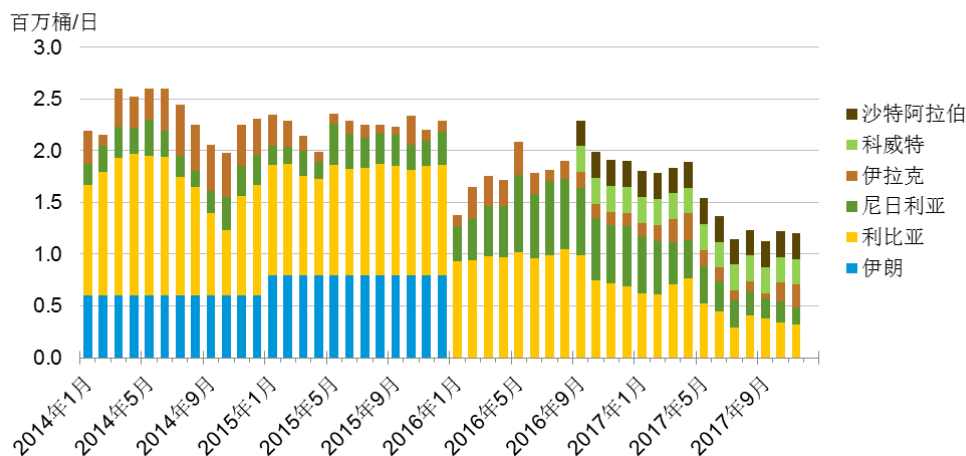
数据来源：南华研究

整个 2017 年，特别是下半年，中东地区地缘政治危机事件层出不穷，这也为下半年原油价格的一路走高提供了一定支撑。但目前来看，大多数地缘危机事情主要还是对市场情绪的短期影响，而并未出现过多实际的供应中断情况，由地缘政治所引发的供给中断事件已经在逐年减少。

图 8.1：地缘政治导致的非计划性减产

单位：百万桶/天

OPEC 非计划性减产



数据来源：EIA 南华研究

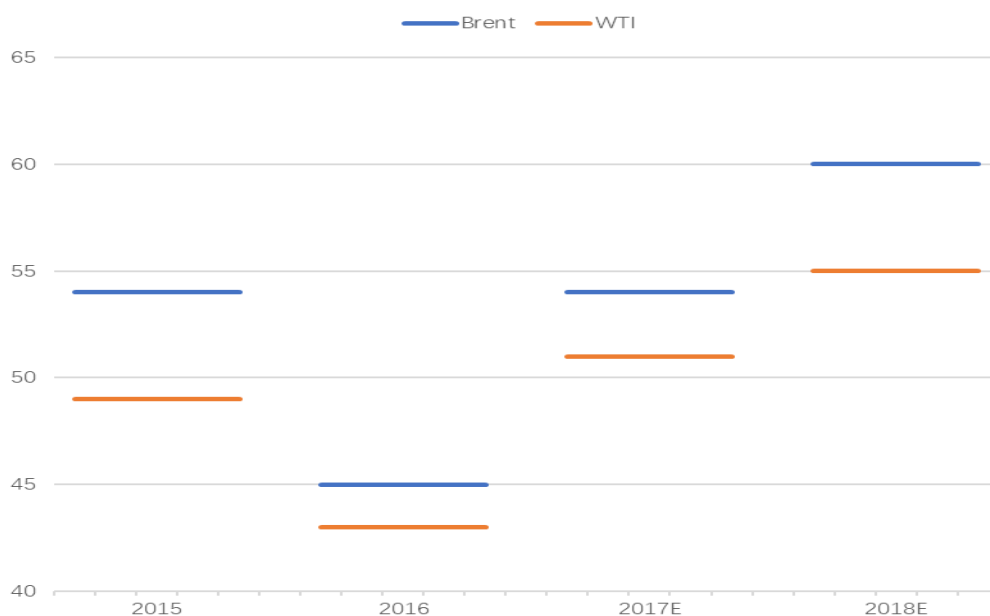
展望 2018 年，中东地区永远是地缘政治危机的重灾区，尤其要关注伊朗核问题，叙利亚局势，沙特王位权力交接等重大问题。此外，需要关注委内瑞拉潜在的经济危机，繁重的债务危机使得委内瑞拉石油上游投资受到极大限制，这一状况在 2018 年存在继续加剧的可能性，一旦委内瑞拉经济崩溃引发原油供应大幅下挫，将会影响全球原油市场供需平衡。我们认为，未来数年的局部地缘危机事情对油市的影响力将继续有所弱化，一是因为减产协议下的 OPEC 拥有较高剩余产能，地缘危机事件带来的供应中断问题有望能够被迅速弥补，二是由于美国原油出口的持续提升，未来几年内美国很可能成为重要的原油出口大国，从而一定程度上削弱了 OPEC 的影响力。

第9章 价格走势预测

欧佩克延长减产至 2018 年底将会加速市场供需平衡进程，受制于资本支出以及新井产出效率的停滞，美国页岩油产量增速放缓，叠加油价在 2017 年回升，相关费用的上升推动美国页岩油盈亏平衡将上移，50 美元附近页岩油增产空间有限，从而夯实油价底部区间。同时，随着全球经济的企稳及稳定增长预期，原油需求增长好于市场预期，供需结构有望在明年从宽松达到紧平衡的转换。基于此，我们预计，2018 年国际油价将继续走高，布伦特价格中枢 60–70 美元，WTI 价格中枢 55–65 美元。

图 9.1： 原油价格中枢预测

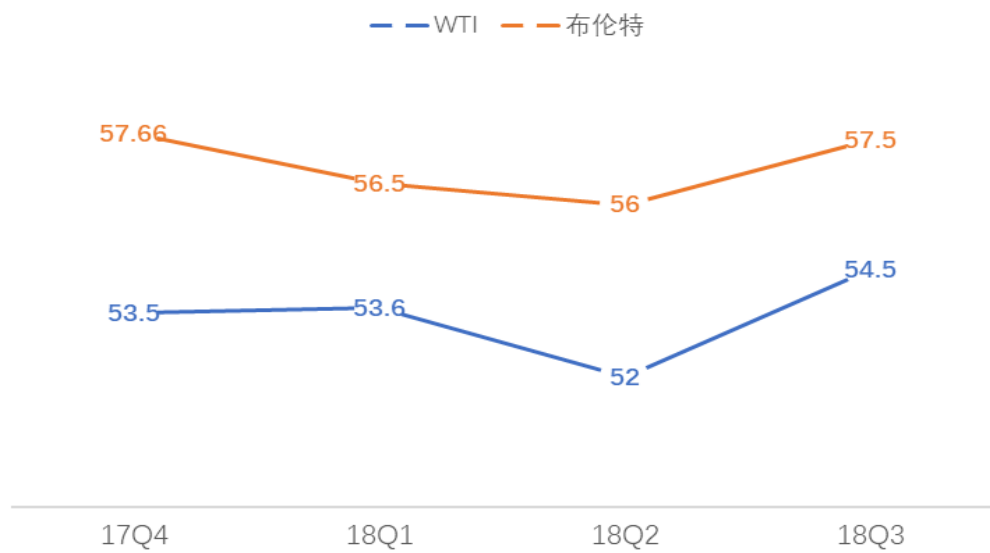
单位：美元/桶



数据来源：南华研究

图 9.2: 彭博对各机构油价预测的调查统计

单位: 美元/桶



数据来源: Bloomberg 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

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 2 幢 B803、B805 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

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