

原油供需两弱，关注上涨风险因素

【报告要点】

- OPEC 维持减产，维持了市场的平衡。机构不断下调全球市场对 OPEC 的原油需求。
- 市场供应增量有限，美国增产也在止步不前，美国原油的活跃钻机今年以来一直在减少，且下半年在加速下降。美国页岩油生产商不断投资上游钻井已经积累了大量的债务。投资者也开始对这些债务表示疑虑，部分生产商的股票价格已经开始了大幅下跌。关注四季度美国产量能否维持。
- 受美国发起的贸易争端，全球经济增长都有不同程度的悲观预期，亚太市场成品油裂解价差今年以来始终保持历史同期低位。但中国从海关数据来看，表观需求仍高速增长。
- 中东地缘风险加剧且反转迅速，也门空袭了沙特的石油设施，沙特防御性关闭了 570 万桶/日的原油产能，占沙特自身产量的一半，世界原油产量的 5%。而后沙特新的能源大臣称，到 9 月底沙特阿拉伯原油每日生产能力将达到 1100 万桶，11 月底原油每日生产能力将达到 1200 万桶。国际原油价格急涨急跌。

【2019 年原油市场展望】

四季度，在全球央行均有降息的动作或预期的背景下，全球经济增长仍然承压，原油供需两弱的格局将持续。从供需平衡表来看，四季度原油有过剩的风险存在，但重油的供应可能随着沙特重开重油的产能而得到缓解。

原油价格维持中性偏强，但不排除中美贸易战在年底前取得良好的进展、沙特产能能否恢复不及预期、美国原油产量下降及中东冲突升级提高地缘溢价等因素令原油有阶段性的强势上涨行情。因此推荐低位做多及正套、空裂解价差。

【风险点】

1. 沙特产能恢复不及预期
2. 美国原油产量下降
3. 美国放松伊朗制裁

田 由 甲

能源化工品组

☎ F3036517

☎ Z0014750

☎ 0512-62936002

① 15205206653

✉ tianyj@dwqh88.com

免责声明：

本刊中所有文章陈述的观点仅为作者个人观点，文章中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性、更新情况不做任何保证，文章中作者做出的任何建议不作为我公司的建议。在任何情况下，我公司不就本刊中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。期市有风险，投资需谨慎

一、2019 年原油市场走势

图 1 布伦特主力合约走势



2019 年，国际原油价格整体呈现区间震荡的走势。一季度主要是对 2018 年四季度的超跌反弹修复，且 OPEC 产量维持在目标产量以下，减产执行率一度逾 150%。二季度以后，中美贸易摩擦加剧，且后果多方面在经济数据上逐渐体现，原油价格受制于悲观的经济增长预期的打压和 OPEC 事实减产的支撑。

而在 9 月中旬，也门空袭了沙特的石油设施打破了这个震荡区间，沙特防御性关闭了 570 万桶/日的原油产能，占沙特自身产量的一半，世界原油产量的 5%。随后两周，沙特产能提前恢复，由该事件引发的涨幅全部收回。

二、供应可能的收缩

1. OPEC 维持减产

鉴于年初萎靡的油价，4 月的 OPEC 与非 OPEC 会议中，OPEC+ 选择继续维持减产协议，即 OPEC 14 个国家的目标产量在 3150 万桶/日左右，其它非 OPEC 成员国目标产量为 1794 万桶/日左右。我们有提及过 OPEC 一定会减产，关键在于目标产量。在本次 OPEC 会议公布后，因为 OPEC+ 没有达成更进一步的减产协议，市场反而认为是利空。

而在今年反复的中美贸易争端中，机构也在不断下调全球市场对 OPEC 的原油需求。在最新的报告中，IEA、EIA、OPEC 对 2019 年 OPEC 需求 (Call on OPEC) 分别为 3003、2980 和 3069 万桶/日。而实际 OPEC 截止到 8 月的产量在 3009 万桶/日，刚刚维持了市场的平衡。

图 2 OPEC 与沙特原油产量 (未调整)

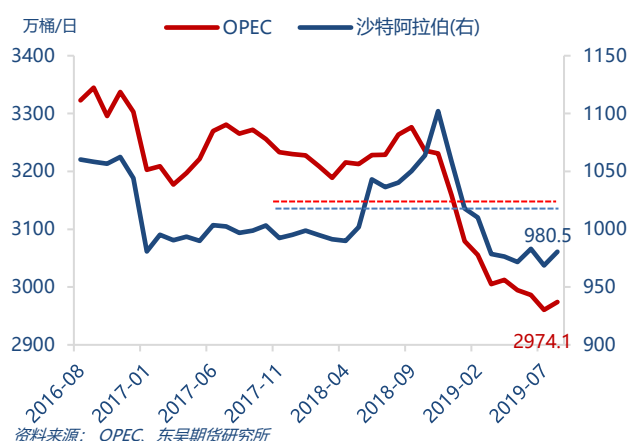
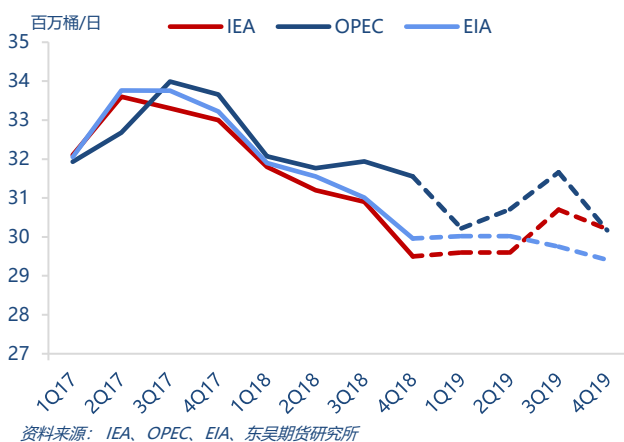


图 3 OPEC 需求 (Call on OPEC) 预测



2. 美国增产几近停止, 关注四季度产量能否维持

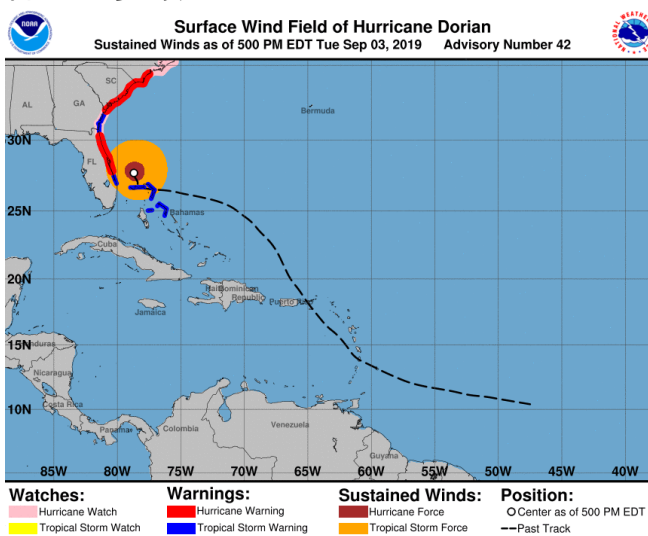
美国今年在飓风季主要有两个飓风 Barry (巴里) 和 Dorian (多里安) 对原油的行情影响比较大, 巴里是直接生在墨西哥湾上生成的, 当即造成了美国海上的原油产能关闭。随后, 巴里在路易斯安那州登陆, 陆上部分石油生产也随即停止。据统计, 此飓风造成墨西哥湾大约 59% 的石油产量生产和近 49% 的天然气产量生产关闭。

而与飓风巴里相反, 飓风多里安则在美国人口第三大州佛罗里达州登陆, 造成的是对成品油需求的骤减, 但是随后飓风多里安转向, 最后从沿东海岸擦边而过, 也对当时的原油价格造成了了喜剧性的反转。

图 4 飓风巴里



图 5 飓风多里安



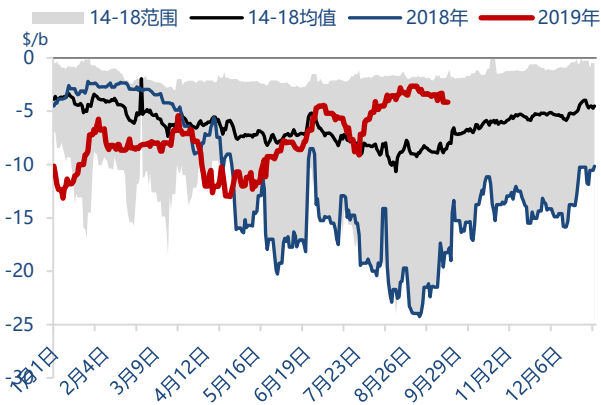
而除去飓风的影响, 虽然有新的管道投入使用令二叠纪 (Permian) 主产区与港口之间的价格迅速收窄, 但美国页岩油的生产仍面临着挑战。据 EIA 公布的数据, 美国 6 月实际的原油产量为 1208.2 万桶/日, 而其周度预测值给出的是 1220 万桶/日。从图中我们也可以看出来, 今年预测的周度数据始终要高于月度给出的实际产量。

对美国供应的担忧, 首先最直观的表现是美国活跃钻机数量, 从周度 Baker Hughes (贝

克休斯)发布的数据来看,原油的活跃钻机今年以来一直在减少,且下半年在加速下降,主要因水平井钻机的数量下降所致。

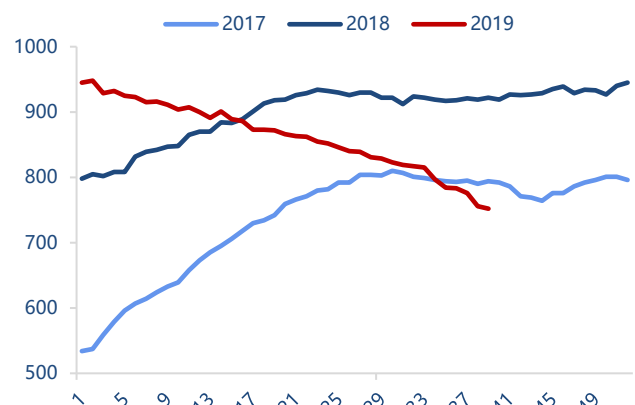
美国所用的水压裂法在近年不断增产的过程中,不断地在提高水和沙石的使用,这提高了环境处理的成本。为了提高井的利用而不断延长水平井分支(laterals),也令页岩企业资金利用率下降。钻井公司EQT在去年打出一口横向长5.48千米(18000 feet)的分支,但随后EQT就发现钻过长的井其造价过于高昂,一味的追求长度并没有意义¹。

图6 Midland-LLS (产地-港口) 价差



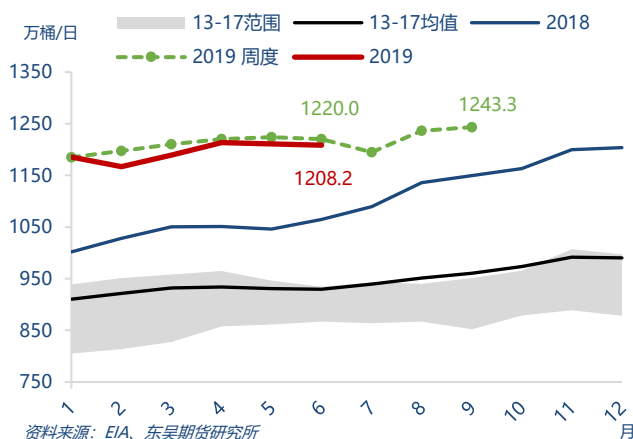
资料来源: Bloomberg、东吴期货研究所

图7 美国水平井活跃钻机数量



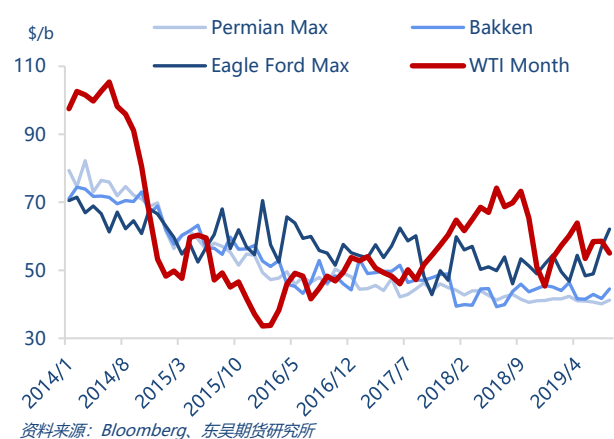
资料来源: Baker Hughes、东吴期货研究所

图8 美国原油产量



资料来源: EIA、东吴期货研究所

图9 美国主要页岩油产区的平衡油价



资料来源: Bloomberg、东吴期货研究所

另一方面,随着甜点区(相对容易开采且成本低的地块)开采完,生产商面临着去开采成本相对较高的地块,这从美国页岩油主产区的平衡油价中也可以看出来,Eagle Ford地区近几个月平衡油价的抬升已经超过了当前的WTI价格。而市场所讨论的子女井的问题,实际上也是属于这类甜点区的范畴。

在一块地块上最初打的井叫做母井(Parent Wells),而穿插在母井之间的井被叫做子井(Child Wells)。据彭博报道,大部分的二叠纪地区石油生产商正以不可持续的方式进行钻

¹ [The Merger That Made a U.S. Gas Giant Is Failing](#)

探工作，因为子井与母井的距离过近，从子井回收的油平均要比母井少 20%~30%，所以整体的产量比预期减少了 15%~20%。而页岩油生产的特性是新井投入使用后一年，其产量就要衰减 70%，所以生产商为了维持产量，必须不断投入新井使用。这一特性已经令生产商财务报表难堪，生产商们积累了大量的债务。投资者开始对这些债务表示出疑虑，所以部门分生产商的股票价格已经开始了大幅下跌。

因此，我们认为四季度，美国市场核心的问题不是需求，而是其产量能不能维持增长。

3 市场供应增量有限

今年前三个季度，受制于需求的增长放缓，市场的供应增量也十分有限。巴西在去年投产了海上的盐下油田，今年平均产量为 265.45 万桶/日，对今年的增量仅为 6.95 万桶/日。

俄罗斯如果没有出现有机氯污染事件，将预计不能完成 OPEC+ 的减产协议，俄罗斯今年的平均产量为 1129 万桶/日，同比增长 16.28 万桶/日。

图 10 俄罗斯原油产量

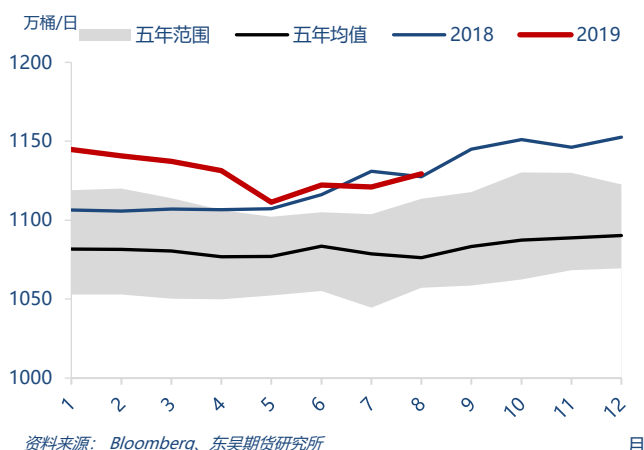
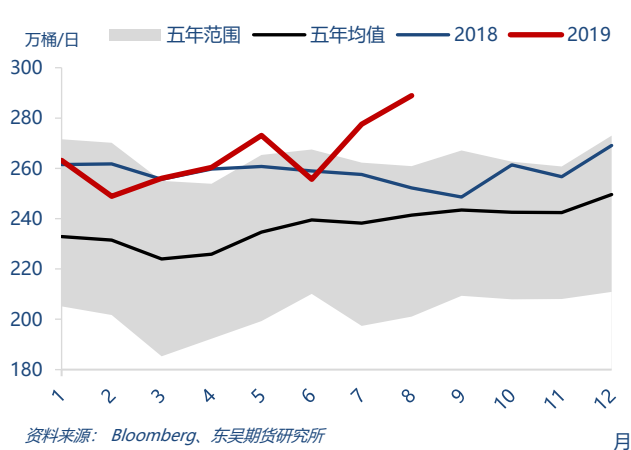


图 11 巴西原油产量



三、原油需求面

1. 亚太市场

图 12 新加坡加工沙特中质裂解利润

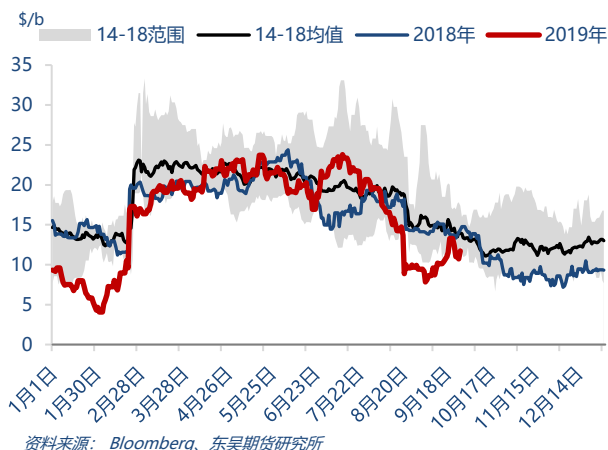
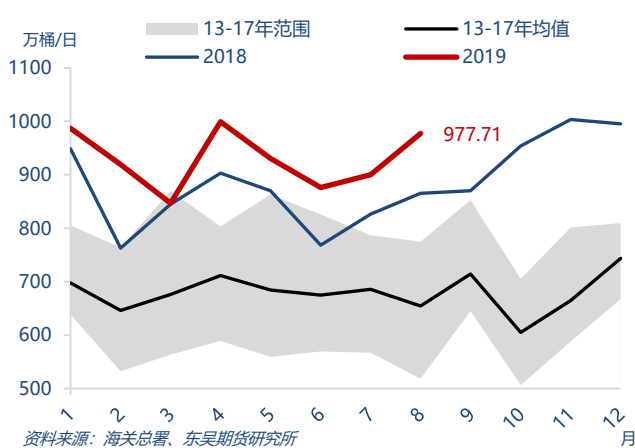


图 13 中国石油对外需求量 (海关口径)



受美国发起的贸易争端，全球经济增长都有不同程度的悲观预期，亚太市场成品油裂解价差今年以来始终保持历史同期低位。

从海关口径来看，今年我国进口原油明显增多。截至8月，对外需求的原油977.71万桶/日，同比增长80.87万桶/日（9.53%）。首先是与恒力石化和浙江石化今年的投产有关，两家炼厂今年新增了2000万吨/年的常减压装置；其次发改委今年放开非国营炼厂的原油进口配额约120万桶/日左右，炼厂面临着如果不进口将失去明年配额的境地。

印度2018年贡献了大部分亚太地区石油需求的增量，而今年则不能顶住今年全球经济下行与国际原油价格上涨的压力，截至7月的数据显示，其全国炼厂开工平均517.55万桶/日，平均比去年同期下降5.08万桶/日（-0.97%）。

图 14 印度 GDP

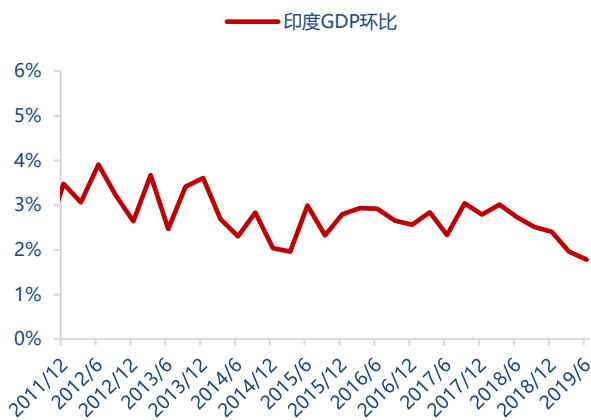
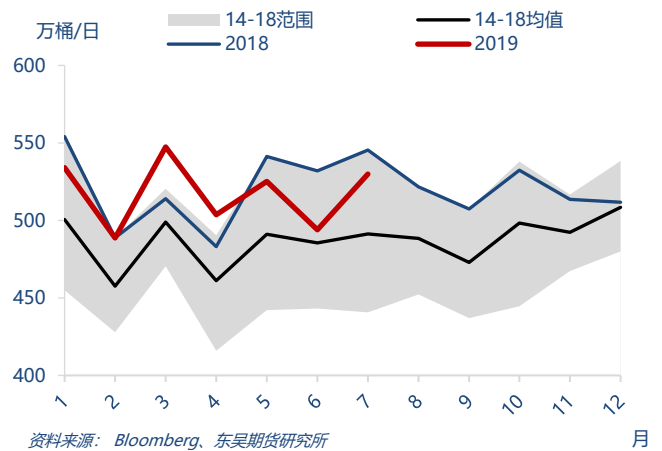


图 15 印度炼厂开工



2. 北美市场

自特朗普上任美国总统以来，对 NAFTA、TPP 和 WTO 等美国重要的贸易协定进行了重新谈判或直接“退群”。减税政策红利的逐渐消退叠加贸易战的后果在今年开始显现。截至 EIA 今年 6 月的数据来看，美国的石油需求平均为 2030.4 万桶/日，仅同比增长 0.14%。而在去年同期，美国的石油需求同比增长为 2.41%。

图 16 美国石油消费量

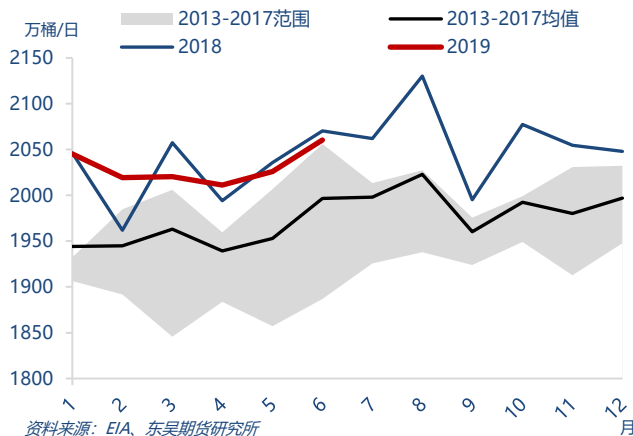


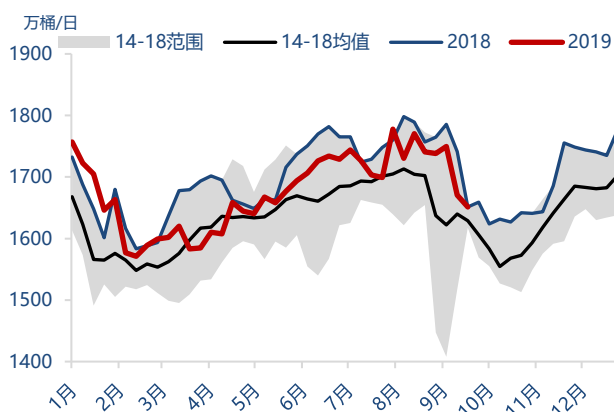
图 17 美国墨西哥湾炼厂加工 WTI 利润



炼厂端看，由于下游成品油需求增长放慢，炼厂利润今年表现不佳。墨西哥湾炼厂加工 WTI 利润在美国结束夏季出行后回落至五年均值下方。因此，炼厂的开工较去年有明显的下滑，今年平均开工 1676 万桶/日，去年同期为 1701 万桶/日 (-1.5%)。

从库存的表现上，美国成品油库存首先在年初了五年区间的范围，随后炼厂通过调节开工缓解了下游的库存压力，二三季度运行在五年均值上方。美国商业原油库存在二季度运行在五年均值的上方，在三季度回落至五年均值附近。美国原油库存压力不大的原因是美国原油净进口量的缩减，今年净进口量的平均值只有 412 万桶/日，而 2018 年同期的净进口量要达到 613 万桶/日左右。

图 18 美国炼厂开工



资料来源：EIA、东吴期货研究所

图 19 美国原油净进口

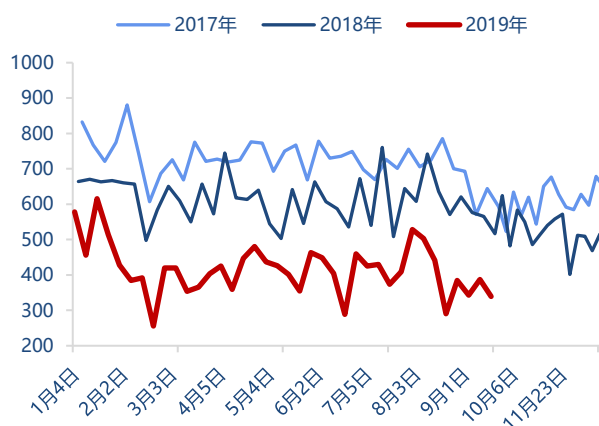
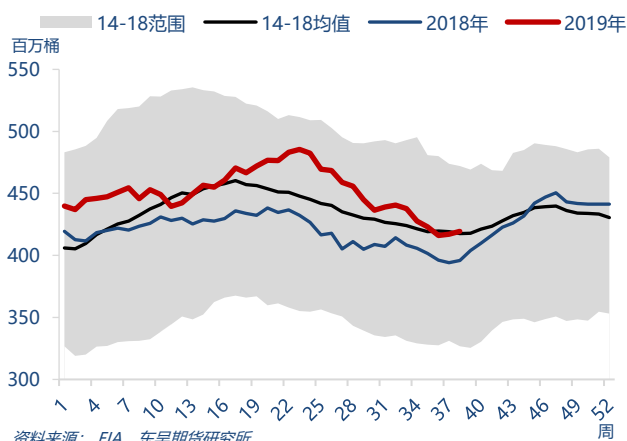
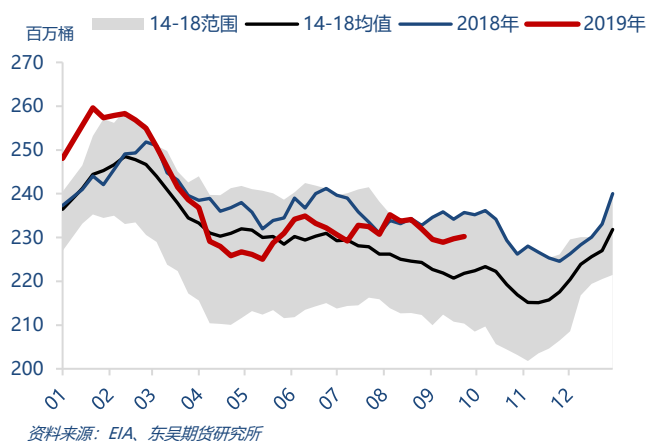


图 20 美国商业原油库存（不含战略储备）



资料来源：EIA、东吴期货研究所

图 21 美国成品油（汽柴煤）库存



资料来源：EIA、东吴期货研究所

五、中东地缘风险加剧且反转迅速

9 月 14 日，有数架无人机袭击了沙特国家石油公司（阿美石油公司）的在布盖格（Abqaiq）和胡赖斯（Khurais）的设施处石油设施并引发火灾。当天也门胡塞武装宣布对袭击负责。据沙特能源部长在沙特官方通讯社发布的声明表示，袭击导致“Abqaiq”和“Khurais”两个工厂暂时停产，这将导致沙特近一半的石油产量被削减，减产幅度高达 570 万桶/日。Khurais 和 Abqaiq 均是陆地上的油田，品质都是轻质和超轻质的原油。而且在 Abqaiq 地区的炼油设施，其原油处理能力占沙特年产量 50%。

受到此次沙特被袭击事件的影响，布伦特在下一个交易日开盘一度上涨 19%，此次事件造成的布伦特上涨幅度创下近 10 年的记录。

而反转之处在于沙特对产能恢复的报道，据最初路透与彭博的报道，沙特称恢复产量损失的时间从周一（3 天）改到了数周（weeks），而后沙特新的能源大臣称，9 月份和 10 月份沙特阿拉伯石油日产量将达到 989 万桶，9 月沙特阿拉伯将确保对客户充足的石油供应。在 9 月 20 号恐怖袭击遭受的减产恢复了一半以上。到 9 月底沙特阿拉伯原油每日生产能力将达到 1100 万桶，11 月底原油每日生产能力将达到 1200 万桶。该讲话发布后，国际原油价格急跌 6% 左右。

未来四季度，随着沙特这番言论被市场数据证实或证伪，又将引起原油市场大幅波动。

六、四季度原油市场展望

四季度，在全球央行均有降息的动作或预期的背景下，全球经济增长仍然承压，原油供需两弱的格局将持续。从供需平衡表来看，四季度原油有过剩的风险存在，但重油的供应可能随着沙特重开重油的产能而得到缓解。

原油价格维持中性**偏强**，但不排除中美贸易战在年底前取得良好的进展、沙特产能能否恢复不及预期、美国原油产量下降及中东冲突升级提高地缘议价等因素令原油有阶段性的强势上涨行情。因此推荐低位做多及正套、空成品油裂解价差。

风险点提示

1. 沙特产能恢复不及预期
2. 美国原油产量下降
3. 美国放松伊朗制裁

免责声明：

本报告由东吴期货制作及发布。报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者需自行承担风险。未经本公司事先书面授权，不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节、修改、及用于其它用途。**期市有风险，入市需谨慎。**