

原油季报：地缘政治风险凸显，油价易涨难跌

2018年9月27日

徐林

能源化工研究员

投资咨询资格编号：Z0012867

电话：0571-28132528

邮箱：xulin@cindasc.com

臧加利

能源化工研究员

执业编号：F3049542

电话：0571-28132632

邮箱：zangjiali@163.com

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市文晖路108号浙江出版物资大厦

1125室、1127室、12楼和16楼

全国统一服务电话：

4006-728-728

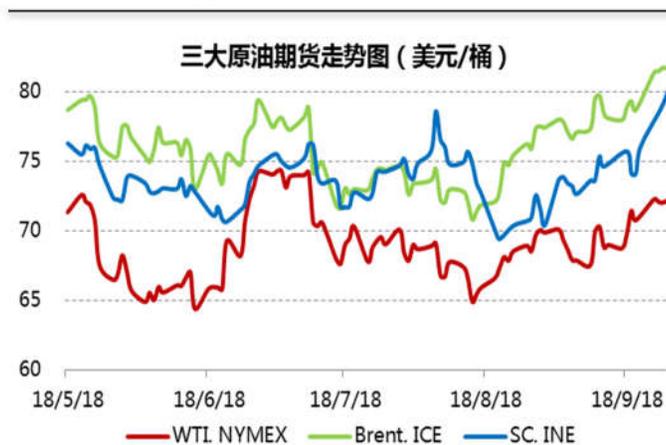
信达期货网址：www.cindaqh.com

核心观点

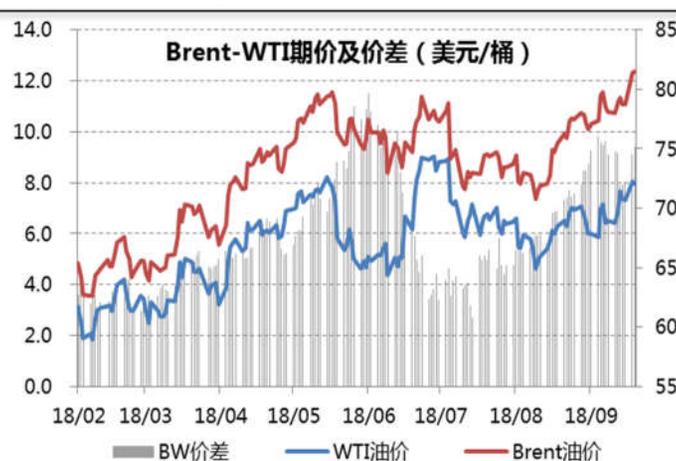
- 三季度油价走势较为波折，在伊朗制裁事件继续发酵，OPEC+拒绝增产，以及美元指数回落的驱动下油价转为强势反弹。Brent-WTI价差保持9美金/桶的高位，并有进一步走扩的趋势。
- 伊朗制裁事件“滚雪球”式发酵，加剧市场对供应紧张的担忧，预期伊朗原油出口量会有50%-60%的降幅，即出口量会下降到100-120万桶/日。OPEC被动增产和主动增产同步进行，闲置产能处于低位，进一步增产意愿不强。美国管输运能限制页岩油产量增速，预计2019年下半年新管道投放前，原油产量难有进一步上升空间。
- 四季度全球石油日需求量有望突破1亿桶大关，美国、中国和印度的需求仍会保持强劲，欧洲、拉丁美洲和中东的石油需求或将低于预期，贸易摩擦成主要扰动因素。
- 我们认为四季度油价是易涨难跌的局面。10月份，油价或将震荡上行，油价中枢进一步抬升，但涨幅空间有限。11月美国中期选举和伊朗制裁落地后，全球供需紧平衡可能会愈发凸显，油价或将开启一波较为凌厉的上涨。预计四季度末，Brent或将达到90美元/桶的高位，WTI也将上涨至80美元/桶附近。前期低位多单可继续持有，可多Brent空WTI或者多SC空WTI，关注做扩Brent裂解价差机会。

一、行情回顾

图：三大原油期货行情走势



图：Brent-WTI 期价及价差变化图



资料来源：Wind，信达期货研发中心

三季度油价走势较为波折。7月份在 OPEC 和沙特联合增产的打压下，叠加贸易摩擦引发市场对于需求的担忧，国际油价承压下行。上期 SC 原油由于临近首次交割，加之人民币贬值，多头氛围浓厚，走出了独立行情。8月份后，随着伊朗制裁事件继续发酵，OPEC 方面进一步增产意愿不强以及美元指数高位回落多种因素影响下，国际油价强势反弹，Brent 创出近四年新高，WTI 再度站上 70 美元/桶关口，SC 估值快速回归后跟随外盘原油反弹。从走势来看，Brent 和 SC 有继续上攻的趋势，WTI 走势较弱，或将震荡温和上行。三季度 Brent-WTI 价差从 4 美金拉大到 9 美金，并有进一步走扩的趋势。

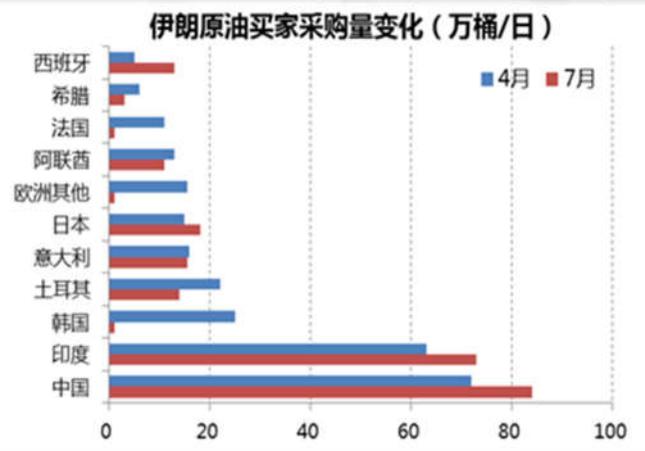
二、伊朗制裁事件“滚雪球”式发酵，加剧市场担忧

8月7日，美国正式对伊朗实施第一轮制裁，主要涉及金融领域，针对能源领域尤其是石油行业的制裁将于11月正式实施。数据显示，2018年5月伊朗原油出口量约为270万桶/日，其中85%的份额运往中国、印度、韩国、日本、土耳其、意大利、法国和阿联酋。这些国家中除了中国、印度以外，其余都是美国的盟友，而美国和印度的关系也越来越密切。迫于美国的压力，像道达尔、壳牌等国际石油公司已经放弃石油上游业务，撤离伊朗。同时，多个国家已经暂停或计划暂停进口伊朗原油。韩国从7月开始已经停止进口伊朗原油，成为亚洲首个响应美国制裁的国家，日本则计划从10月起暂停进口伊朗原油。伊朗的原油产量和出口量数据更能反映出制裁效果正在显现。7月份伊朗原油出口量为235万桶/日，8月份下降到194万桶/日，9月份进一步下滑到150万桶/日。出口量的连续下滑最终传导到了上游，伊朗原油产量也呈现不断下降趋势。8月份，伊朗原油产量约为358万桶/日，环比下降15万桶/日，连续三个月录得下滑，而降幅不断扩大，而制裁前的产量水平是380万桶/日。

图：2018年伊朗原油出口流向图



图：伊朗原油买家采购量变化图



资料来源：OPEC, EIA, 信达期货研发中心

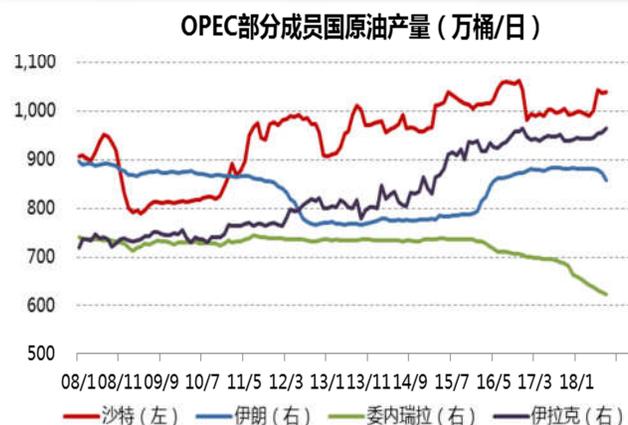
至于伊朗原油出口量能降到何种程度，主要还是取决于中国和印度的态度。印度方面，8月份采购伊朗原油的量为38万桶/日，环比下降41万桶/日，降幅高达52%，同时印度加大了美国原油的采购量，这说明印度大概率不会违背美国的意图。中国方面，普氏能源数据显示，9月1日至15日中国进口伊朗原油大幅上涨至81.33万桶/日，四季度中国或将扩大伊朗原油的进口量，因为增加伊朗原油进口量可以轻松化解美国原油供应缺口，可以极大增加与其它原油供应商谈判的筹码，同时进一步增强与伊朗的联系，可作为和美国谈判的筹码。

综合来看，参考上轮伊朗制裁效果，考虑到本次制裁更加严峻，预期伊朗原油出口量会有50%-60%的降幅，即出口量会下降到100-120万桶/日。但不排除印度完全停止进口伊朗原油，中国大幅降低伊朗原油采购量的可能性，如果这种情况发生，将对全球石油供应造成剧烈冲击。

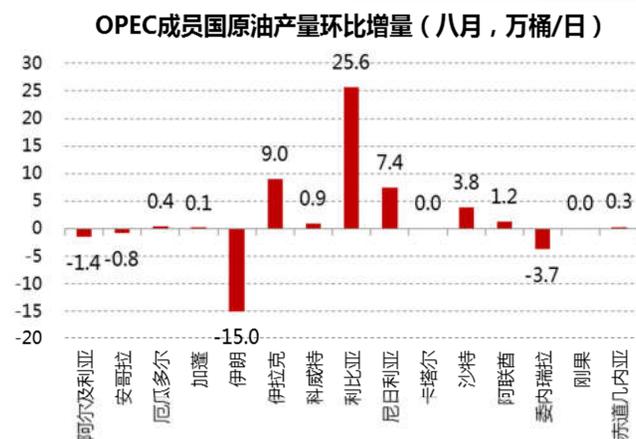
三、OPEC 被动将产和主动增产同步进行

OPEC 目前执行的减产协议是2016年11月达成的，当时14个OPEC成员国一致同意将产量减少120万桶/日，设定OPEC合计产油上限为3250万桶/日。目前，OPEC减产执行率很大一部分是由伊朗和委内瑞拉贡献的。伊朗主要受制于美国制裁，出口量决定了其产量。委内瑞拉则是由于国内经济濒临崩溃，石油行业设施老化，资本性支出不足，原油产量下滑严重。8月份，委内瑞拉原油产量为123.5万桶/日，环比下降3.7万桶/日，为40年来最低值。如果按照2018年来委内瑞拉的产量平均月降幅5万桶/日来算，预测12月份委内瑞拉原油产量将下滑到100万桶/日。目前，委内瑞拉炼化产量约为40万桶/日，所以四季度会有至少60万桶/日的原油可供出口。

图： OPEC 部分成员国原油产量变化图

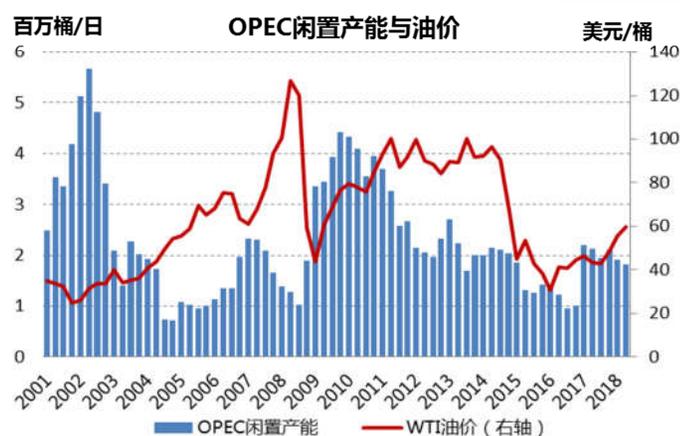


图： OPEC 成员国原油产量环比变化图



资料来源：OPEC，信达期货研发中心

图： OPEC 闲置产能与油价图



资料来源：OPEC，Wind，信达期货研发中心

在伊朗和委内瑞拉被动减产的同时，沙特、伊拉克等国也在加足马力增产。8月份沙特原油产量为1040万桶/日，环比增加3.8万桶/日，减产执行率下降。8月份沙特原油出口量增加30万桶/日至718万桶/日，其中至中国的出口量为93.5万桶/日，环比增加22.5万桶/日。8月份伊拉克原油产量为464.9万桶/日，环比增加9万桶/日，减产执行率降为负值，出口量相应增加15万桶/日至403万桶/日。

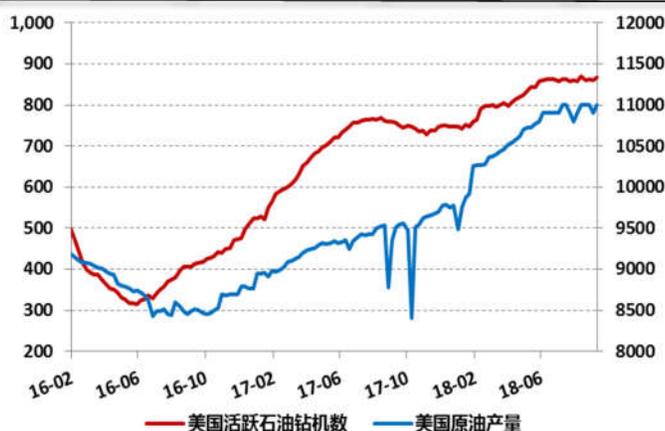
8月份，伊朗、委内瑞拉、阿尔及利亚、安哥拉合计减产20.8万桶/日，沙特、伊拉克、利比亚、尼日利亚和阿联酋合计增产48.6万桶/日，OPEC成员国实际实现增产27.8万桶/日。闲置产能方面，OPEC评估其当前闲置产能约为180万桶/日，处于历史较低水平，其中沙特所占份额最大，达到57%。

四、美国管输运能限制页岩油产量增速

三季度美国原油产量维持在 1100 万桶/日的水平，产量增速略有放缓，但已经成为和沙特以及俄罗斯比肩的石油产出大国，在全球油市的话语权也越来越大。最新的 EIA 数据显示，美国原油出口量已经达到 220 万桶/日的水平，是轻质原油的重要供给边量。目前，美国页岩油产量已经超过常规原油，而页岩油大多是轻质原油，由于美国有相当比例的炼厂需求是中质或是重质原油，这就造成轻质原油的结构性过剩，施压轻质油价格。

美国原油产量增速放缓的同时，活跃钻机数增速也已经提前放缓。三季度，活跃钻机数保持在 860 台左右的水平，未见明显变化。由于页岩油产量具有高衰减性，第二年产量就会下降 40%-50%，为了维持当前产量或是增加产量，就必须不断打新井。在活跃钻井数增速放缓的同时，DUC（已钻但未完井）数量即创出新高。最新 EIA 钻井报告显示，8 月份美国 DUC 井数为 8269 口，环比增加 238 口，DUC 井数达到历史高位。如果按照页岩油井平均投产产能 640 桶/日计算，DUC 井全部投产可实现 530 万桶/日的产量投放。

图：美国活跃石油钻机数和原油产量图



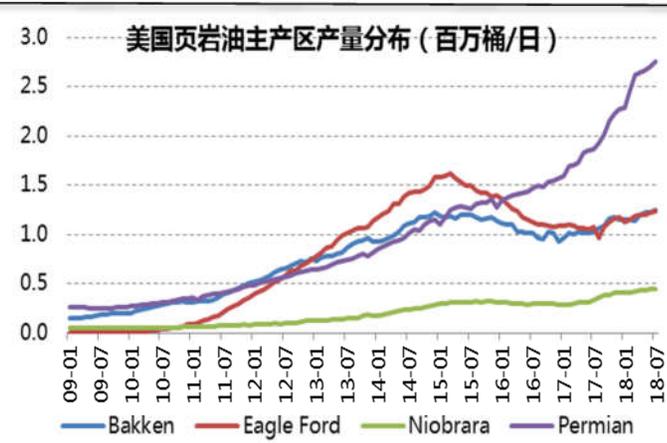
表：美国八月 DUC 数据表

Region	Drilled but uncompleted wells (DUC) wells		
	July 2018	August 2018	change
Anadarko	992	1,026	34
Appalachia	718	699	(19)
Bakken	755	751	(4)
Eagle Ford	1,517	1,545	28
Haynesville	183	191	8
Niobrara	447	427	(20)
Permian	3,419	3,630	211
Total	8,031	8,269	238

资料来源：EIA，信达期货研发中心

页岩油主产区二叠纪盆地的管道运输瓶颈是导致美国原油产量增速放缓的主要原因。当前二叠纪盆地原油产量约 320 万桶/日，当地炼厂原油需求约 50 万桶/日，有 280 万桶/日的原油需要外输，这已经使管道运能基本满负荷。铁路和卡车运输可作为替代选择，但一方面运费较高，另一方面运能有限，不能解决当前的运能不足的问题。从管道建设计划来看，主要管道将在 2019 年下半年运行，预计可提高运能 200 万桶/日。在此之前，美国原油产量难有进一步上升的空间。

图：美国页岩油主产区产量图



表：美国原油运输方式及管道投产计划表

运输方式	启用时间	运能	
管道 3-4美元/桶	Permian Express	2018年12月	
	Sunshine	2019年2月	21 万桶/日
	EPIC	2019年下	55 万桶/日
	Permian Express3	2019年下	12 万桶/日
	Cactus二号线	2019年下	18 万桶/日
	Gray Oak	2019年下	38 万桶/日
Magellan	2019年下	35 万桶/日	
火车 6-8美元/桶	-	-	30 万桶/日
卡车 12-16美元/桶	-	-	-

资料来源：EIA, Energy Aspects, 信达期货研发中心

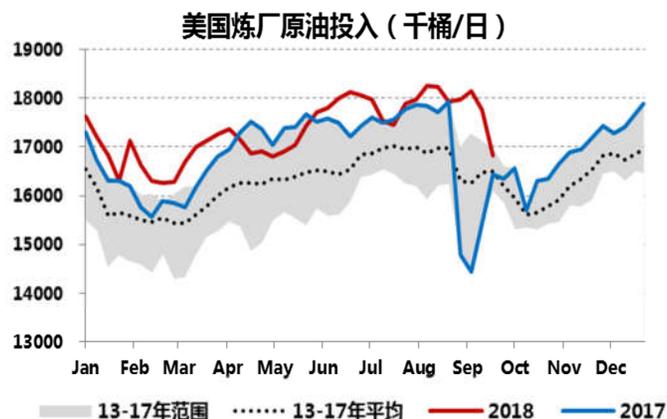
五、全球经济扰动因素频发，原油需求增量或不及预期

据国际能源署 IEA 预测，四季度全球石油日需求量有望突破 1 亿桶大关，这将极大地支撑油价。但是也要注意，新兴市场危机以及不断升级的贸易摩擦可能会抑制需求增速。IEA 预估 2018 年需求增量为 140 万桶/日，2019 年为 150 万桶/日。分地区来看，美国、中国和印度的需求仍会保持强劲，欧洲、拉丁美洲和中东的石油需求或将低于预期。

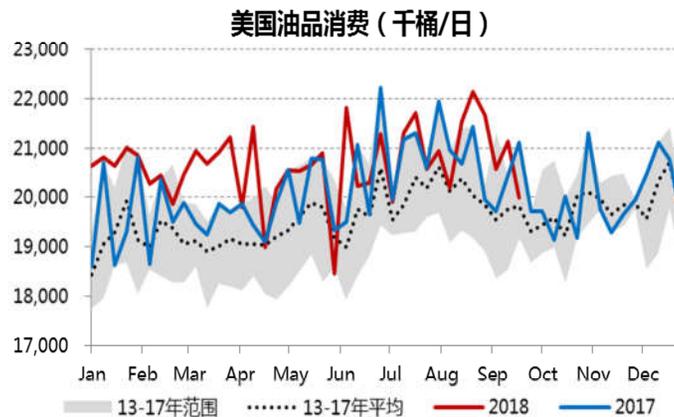
美国经济增长保持强劲，石油需求旺盛。从 1965 年起，美国就一直是全球第一大石化液体消费国。2017 年，其消费量仍比排名第二的中国高出 58.5%，达到 1994.7 万桶/日。消费构成中，汽油消费占据美国石化产品总消费量的 50% 左右，是最能代表美国终端需求情况的油品。美国原油消费量增速与 GDP 增速相关性较高，制造业回归，能源矿产振兴，美国 GDP 增速稳中向好。2018 年以来汽柴油需求分化明显，美经济回暖拉动柴油消费，高油价以及新能源汽车高速发展抑制汽油需求增长，使得美汽油库存保持在六年同期高位，柴油库存保持在六年同期低位。

欧洲二季度石油需求负增长，下半年石油需求不容乐观。经历过 2016、2017 和 2018Q1 的强劲增长后，欧洲石油需求在二季度同比出现负增长，7 月份欧洲四国石油需求约为 732 万桶/日，同比下滑 9 万桶/日。各大机构也纷纷下调欧洲石油需求增量，OPEC 预测三季度石油需求增加 7 万桶/日，四季度石油需求增加 8 万桶/日，分别较前预测值下降 6 万桶/日和 3 万桶/日。

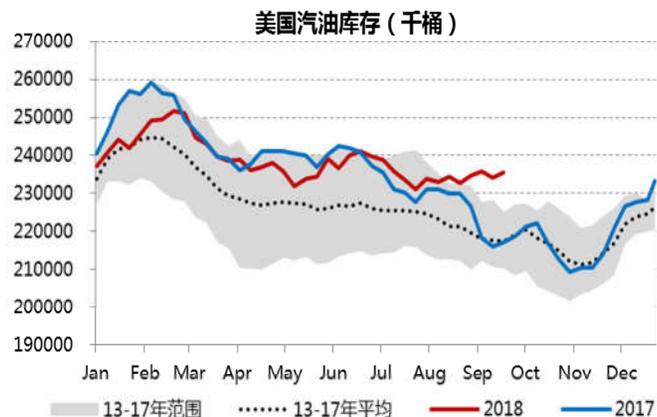
图：美国炼厂原油投入



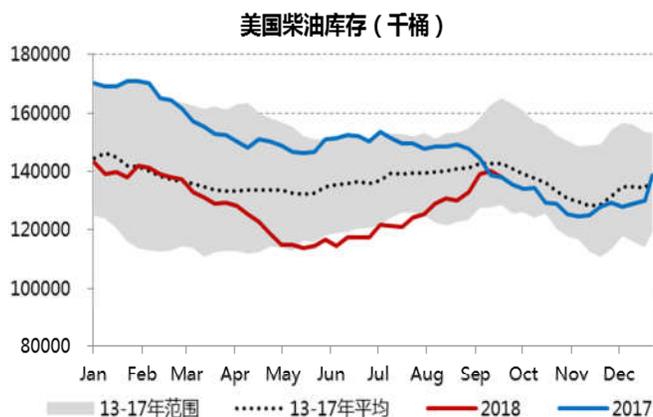
图：美国油品消费



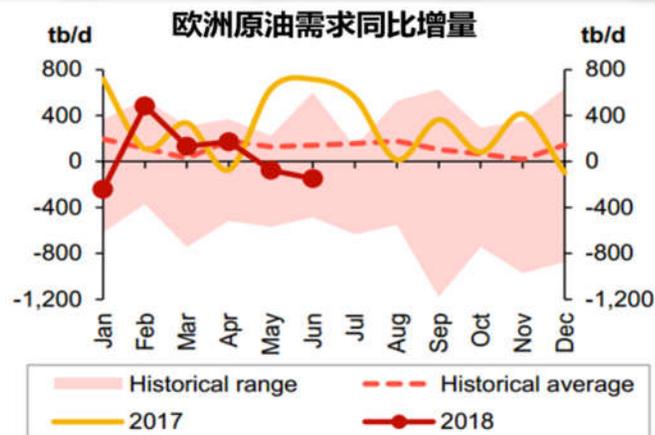
图：美国汽油库存



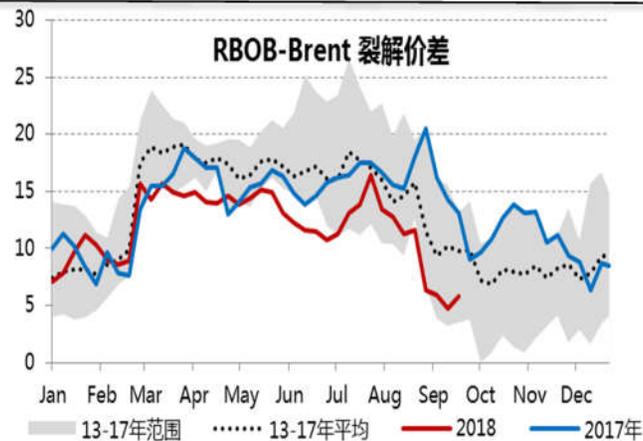
图：美国柴油库存



图：欧洲原油需求同比增量



图：欧洲汽油裂解价差



资料来源：EIA, OPEC, Wind, 信达期货研发中心

中国原油需求稳步增长。7月份，虽然柴油需求有所下滑，但中国石油总需求为1215万桶/日，环比增加48万桶/日，同比增幅4.1%。OPEC预估中国2018年四季度石油需求将增加42万桶/日，2019年石油需求将增加36万桶/日。

印度原油需求旺盛。7月份，印度燃料油需求下滑，但石脑油、汽油和中间馏分油的需求增长强劲，石油总需求为430万桶/日，同比增加30万桶/日。印度对原油需求的大幅增长在于其国民收入水平的提高以及汽车需求的增长，但印度原油进口率高达80%，据估计油价每桶上涨10美元，将使印度国内生产总值会下降0.2%至0.3%，印度经济对油价十分敏感。

三季度全球石油需求增长可能不及预期。三季度以来，全球贸易摩擦不断、经济下行压力总体较大，叠加国际油价处于相对高位，全球石油需求增长不及预期。预计四季度全球石油需求将环比提高60万桶/日，需求增量主体还是来自亚太地区。

六、四季度油市展望

综合基本面情况，结合近期油价走势，我们认为四季度油价是易涨难跌的局面。10月份，油价或将震荡上行，油价中枢进一步抬升，但涨幅空间不会太大。11月美国中期选举和伊朗制裁落地后，全球供需紧平衡可能会愈发凸显，油价或将开启一波较为凌厉的上涨。预计四季度末，Brent 或将达到90美元/桶的高位，WTI 也将上涨至80美元/桶附近。

公司简介

信达期货有限公司是专营国内期货经纪业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会批准成立，核发《期货经纪业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册(注册号 330000000014832)，由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 5 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货经纪公司之一。公司全新改版后的新网站 www.cindaqh.com 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您的交易提供最优的服务。

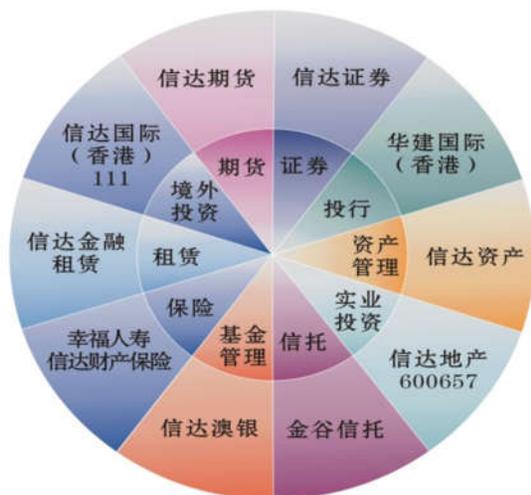
公司总部设在杭州，下设 20 家分支机构：包括深圳、金华、台州、苏州、四川 5 家分公司，以及上海、北京、广州、大连、沈阳、哈尔滨、石家庄、乐清、富阳、温州、宁波、绍兴、临安、萧山、余杭 15 家营业部，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

雄厚金融央企背景

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司是经国务院批准，由财政部采取独家发起的方式，将原中国信达资产管理公司整体改制而成立，注册资本 362.57 亿元人民币。

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于 1999 年 4 月 19 日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资 100 亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010 年 6 月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012 年 4 月，首家引进战略投资者，注册资本 365.57 亿元人民币。2013 年 12 月 12 日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

信达资产拥有全牌照金融服务平台



全国分支机构

- 金华分公司 浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810 (咨询电话: 0579-82300876)
- 台州分公司 台州市路桥区银安街 679 号耀江广场商务楼 501-510 室 (咨询电话: 0576-82921160)
- 深圳分公司 深圳市福田区福田街道福安社区民田路 171 号新华保险大厦 2305A (咨询电话: 0755-83739066)
- 苏州分公司 苏州工业园区星桂街 33 号凤凰国际大厦 2311 室 (咨询电话: 0512-62732060)
- 四川分公司 成都市青羊区横小南街 8 号 1 栋 1 单元 15 层 21 号、22 号、23 号 (咨询电话: 028-85597078)
- 北京营业部 北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室 (咨询电话: 010-64101771)
- 上海营业部 上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 11 楼 E 座 (咨询电话: 021-58307723)
- 广州营业部 广州市天河区体育西路 189 号 20A2 (咨询电话: 020-89814589)
- 沈阳营业部 沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层 (咨询电话: 024-31061955)
- 哈尔滨营业部 黑龙江省哈尔滨南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号 (咨询电话: 0451-87222486)
- 石家庄营业部 河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层 (咨询电话: 0311-89691960)
- 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 2408 房间
(咨询电话: 0411-84807776)
- 乐清营业部 温州市乐清市双雁路 432 号七楼 (咨询电话: 0577-27868777)
- 富阳营业部 浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室 (咨询电话: 0571-23255888)
- 温州营业部 浙江省温州市鹿城区锦绣路 1067 号置信中心 1 幢 616 室 (咨询电话: 0577-88128810)
- 宁波营业部 宁波市江东区姚隘路 792 号东城国际 212-217 室 (咨询电话: 0574-28839988)
- 绍兴营业部 绍兴市凤林西路 300 号环宇大厦 1402、1403 (咨询电话: 0575-88122652)
- 临安营业部 浙江省临安市钱王大街 392 号钱王商务大厦 8 楼 (咨询电话: 0571-63708180)
- 萧山营业部 浙江省杭州市萧山区北干街道金城路 358 号蓝爵国际中心 5 幢 3903-2 室 (咨询电话: 0571-82752636)
- 余杭营业部 浙江省杭州市余杭区南苑街道永安大厦 1702-2 室 (咨询电话: 0571-88797516)

重要声明

报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财政状况或需要。

客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

期市有风险，入市需谨慎。