能源专题：减产托底和成本支撑下，油价能否触底反弹

2020 年 3 月 6 日

臧加利
能源化工研究员
执业编号：F3049542
电话：0571-28132632
18616219409

陈敏华
高级研究员
投资咨询资格编号： Z0012670

信达期货有限公司
CINDA FUTURES CO., LTD
杭州市萧山区宁围街道利一路188号
天人大厦19-20层
全国统一服务电话：
4006-728-728

信达期货网址：www.cindaqh.com

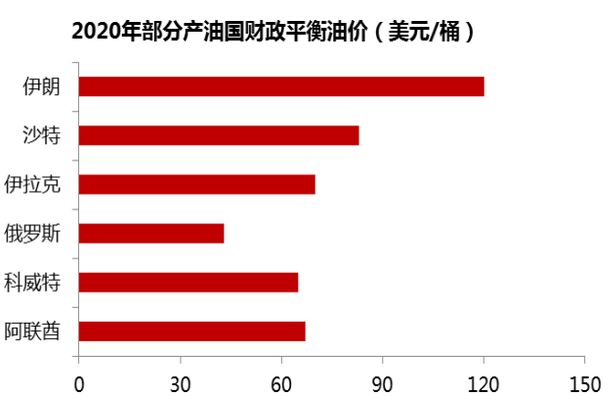
核心观点

- 不管俄罗斯愿不愿意加入减产行列，第二季度深化减产已是极大概率事件，只是额外减产已经被市场提前 Price In，如果不及预期（低于 100 万桶/日），市场空头情绪料将有一定反扑。
- 短期的低油价对页岩油生产商冲击较小，只有长期低位运行（WTI 油价低于 50 美元/桶），页岩油产量才会有较为明显的收缩，即成本到产量的传导存在一定时滞。
- 短期内美国页岩油成本支撑难以起到有效作用，而 OPEC 和俄罗斯间的博弈还在继续，深化减产是托底手段而不能持续提振油价。本轮下跌中原油单边价格创出新低，但是月差表现却较强，这说明油市供需并没有进一步恶化，油价下跌更多是市场恐慌情绪的驱动。
- 往后看，我们认为油价演化路径可能是：海外疫情拐点显现前，油价低位震荡，以 Brent 原油为例，震荡区间 45-52 美元/桶，此后疫情拐点显现，企业生产活动增加，原油需求逐步改善，市场看涨情绪酝酿，多头逐步建立仓位，Brent 原油波动区间有望回到 50-60 美元/桶。以上是我们的一种推测，未来行情必定会有反复，放在长周期去看，当下油价（Brent50 美元以下，WTI46 美元以下，SC 原油 360 元以下）已经具备多配价值，分布逢低建立多单为宜。

尽管新冠肺炎疫情在国内得到控制，但海外疫情却在大范围扩散，日本、韩国、意大利等 60 多个国家相继公布新冠肺炎确诊病例，羸弱的原油需求再度承压，HIS Markit 报告显示 2020 年第一季度全球原油需求将减少 380 万桶/日，甚至超过了 2009 年金融危机期间 360 万桶/日的降幅，包括柴油、取暖油和航空煤油在内的馏分油裂解价差触及 2017 年以来最低水平。为对冲疫情背景下的原油需求下滑，市场寄希望于供给端进行适度调整，既包括 OPEC 及其盟友的主动扩大减产规模，也包括低油价水平下页岩油边际产能的被动退出。本文写在 OPEC+部长级会议召开之际，意在清当下原油市场的核心关注点，希望广大投资者能在黑暗中寻得黎明。

OPEC+减产对冲需求下滑，谨防不及预期后的情绪反扑

为平衡油市供需以及托底油价，OPEC 于 3 月 5 日在维也纳召开第 178 届大会，会后官方声明确认，第二季度将额外减产 150 万桶/日，同时将目前 210 万桶/日的减产幅度维持至 2020 年底。不过，此方案并未得到俄罗斯方面的积极响应，最终结果要等到 3 月 6 日的 OPEC+部长级会议后才能揭晓。路透调查数据显示，得益于利比亚动乱以及沙特、科威特、阿联酋三国的积极减产，OPEC 的 2 月原油产量较 1 月减少 51 万桶/日至 2784 万桶/日，减产执行率虽有小幅下滑但仍然高达 128%，当前的产量已经是 2003 年底以来的最低水平。



资料来源：OPEC，IMF，信达期货研究中心

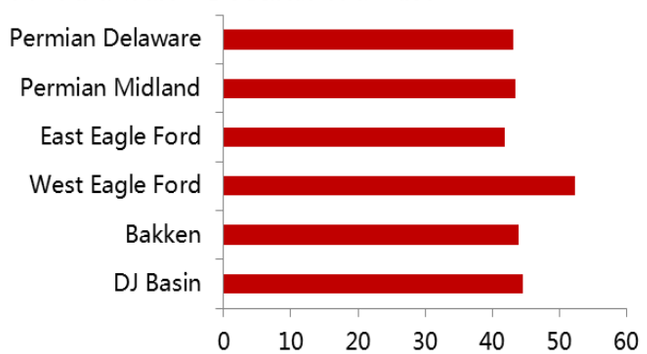
回顾本轮减产行动，2019 年 1 月 1 日起实施 120 万桶/日的减产额度，2019 年 12 月决定在 2020 年第一季度额外减产 50 万桶/日，加上沙特自愿附加的 40 万桶/日，2020 年一季度 OPEC+减产量合计 210 万桶/日，其原油贸易市场份额不断被美国页岩油为代表的非 OPEC 产油国蚕食。根据国际货币基金组织 IMF 数据，沙特维持 2020 年财政预算平衡的 Brent 油价是 83 美元/桶，其他多数中东产油国的财政平衡油价也要在 65-70 美元/桶间，因此持续的低油价将显著增加中东产油国们的财政赤字，不利于经济改革计划的推

进。相对而言，俄罗斯的经济状况更为健康，原油出口比重低于 30%，对低油价的承受力更强，其财政收支平衡 Brent 油价大约为 43 美元/桶，这也是为什么俄罗斯有底气拒绝新减产提议的原因。市场消息方面，除了 OPEC 新减产协议外，沙特月海湾国家还考虑额外减产 60 万桶/日，因此不管俄罗斯愿不愿意加入减产行列，第二季度深化减产已是极大概率事件，只是额外减产已经被市场提前 Price In，如果不及预期（低于 100 万桶/日），市场空头情绪料将有一定反扑。

油价触及美国页岩油边际成本，产量收缩存在一定时滞

以 WTI 原油为例，当跌破 50 美元/桶时，市场往往会谈及成本支撑问题。在石油行业中，石油资源可分为常规资源和非常规资源，非常规资源包括页岩油、油砂油、稠油等等，不同类型石油资源的开采成本相差较大。从成本上来说，美国页岩油不是最高的，不过其他石油资源项目的建设周期往往较长，短期油价波动不会影响其项目进度，即成本传导存在时滞。但是，美国页岩油项目建设周期短，又是高度商业化的产业，因此对油价波动十分敏感。根据投资机构 Evercore 报告，47 美元的 WTI 油价是大多数页岩油生产商削减预算的临界点。新冠疫情背景下，页岩油生产商融资环境恶化，低油价又会促使资金进一步流出页岩油行业。

图：美国页岩油盈亏平衡油价（美元/桶）



Oil production
thousand barrels/day

Region	February 2020	March 2020	change
Anadarko	536	526	(10)
Appalachia	146	145	(1)
Bakken	1,474	1,472	(2)
Eagle Ford	1,369	1,369	-
Haynesville	39	39	-
Niobrara	777	769	(8)
Permian	4,816	4,855	39
Total	9,157	9,175	18

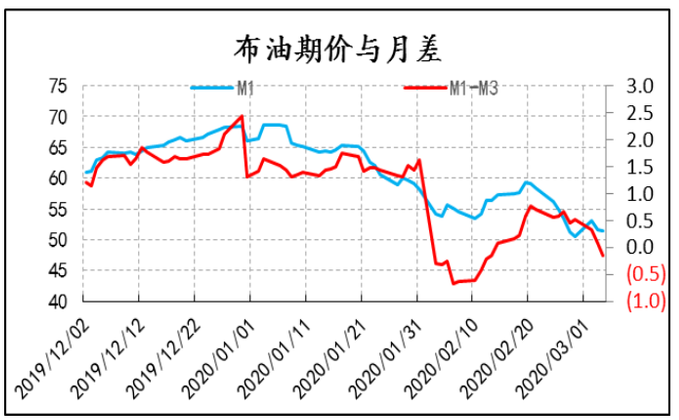
资料来源：EIA，彭博，信达期货研究中心

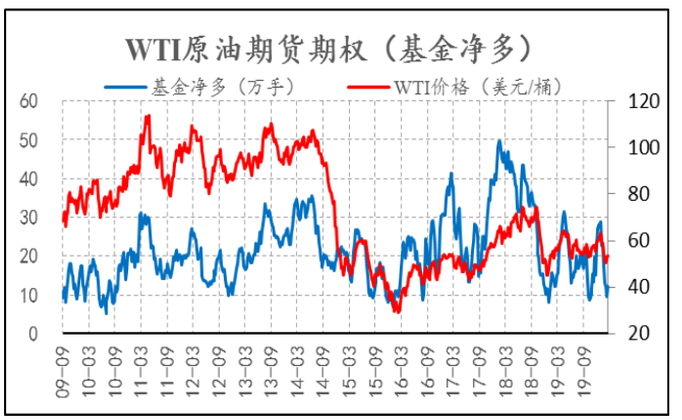
根据彭博统计数据，美国页岩油盈亏平衡油价约为 44 美元/桶，其中盈亏平衡油价在 50 美元/桶以上的有 West Eagle Ford 和 Niobrara，但是这两者在页岩油总产量的占比较低，页岩油主产区二叠纪盆地 Permian 的盈亏平衡油价在 43 美元/桶左右。从 EIA 最近的钻井生产力报告来看，2 月份几大页岩油产区（Eagle Ford、Niobrara、Anadarko、Appalachia、Haynesville）的产量均出现了不同程度的下滑，而且 EIA 预测 3 月份上述几个产区的产量会进一步下滑，不过产量降幅并不显著。其中一个原因是，美国页岩油生产商有套保的习惯，会通过互换、期权等衍生品工具锁定未来产量的价格。因此，短期的低油价对页岩油

生产商冲击较小，只有长期低位运行（WTI 油价低于 50 美元/桶），页岩油产量才会有较为明显的收缩，即成本到产量的传导存在一定时滞。

市场风险偏好修复需要时间，油价短期低位震荡概率较大

综上来看，短期内美国页岩油成本支撑难以起到有效作用，而 OPEC 和俄罗斯间的博弈还在继续，深化减产是托底手段而不能持续提振油价。在本轮油价下跌过程中（2 月 20 日-3 月 6 日），Brent 远期曲线再度由 back 转为 contango，但是从月差结构来看，与上一轮相比（1 月 20 日-2 月 10 日），本轮下跌中原油单边价格创出新低，但是月差表现却较强，这说明油市供需并没有进一步恶化，油价下跌更多是市场恐慌情绪的驱动。2 月下旬开始，海外疫情蔓延超预期，股票、原油等风险类资产遭到抛售，黄金等避险资产受到追捧，金油比（COMEX 黄金/NYMEX 原油）已攀升至 36 以上，为历史上第二高位。





资料来源：Wind，CFTC，信达期货研究中心

短期来看，市场风险偏好仍将紧密跟随疫情变化，至于悲观情绪是否已经释放完毕，目前还难以判断，不过以美联储为首的各国政府已经陆续推出了财政或货币刺激计划，市场流动性进一步充裕，有利于风险类资产价格的触底反弹。从 CFTC 持仓来看，截至 2 月 25 日当周，基金在 WTI 原油期货和期权上的净多持仓为 12.3 万张，考虑到近期空头力量有所增强，预计当下基金净多持仓已经降至 10 万张以下，为近十年来最低水平附近，说明空头继续打压的空间较为有限。往后看，我们认为油价演化路径可能是：海外疫情拐点显现前，油价低位震荡，以 Brent 原油为例，震荡区间 45-52 美元/桶，此后疫情拐点显现，企业生产活动增加，原油需求逐步改善，市场看涨情绪酝酿，多头逐步建立仓位，Brent 原油波动区间有望回到 50-60 美元/桶。以上是我们的一种推测，未来行情必定会有反复，放在长周期去看，当下油价（Brent50 美元以下，WTI46 美元以下，SC 原油 360 元以下）已经具备多配价值，分布逢低建立多单为宜。

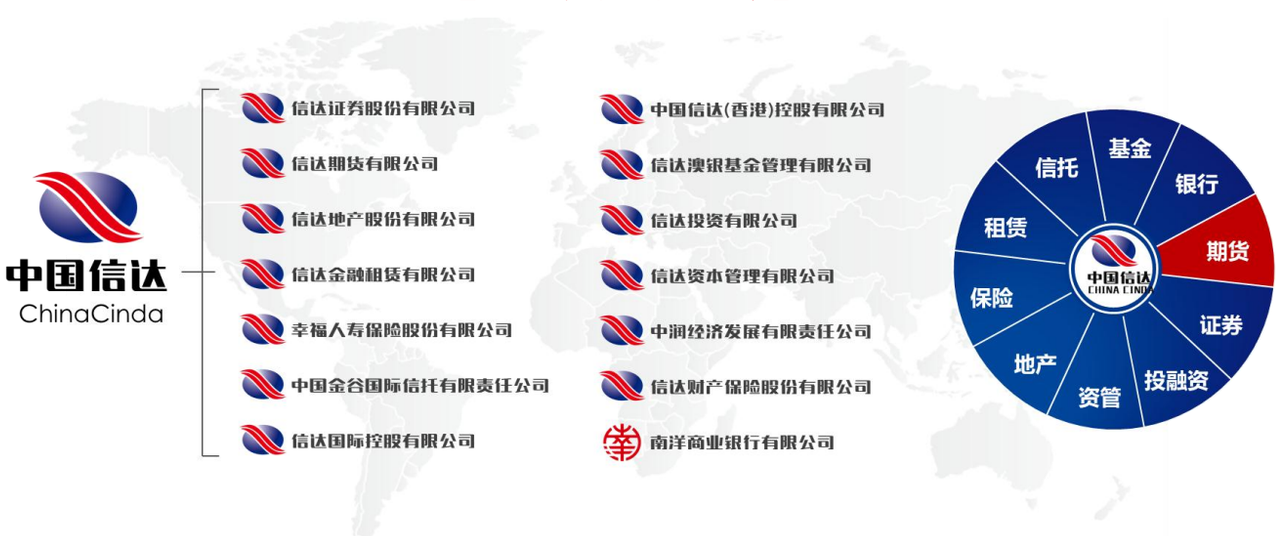
【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378，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提供最优的服务。公司总部设在杭州，下设 19 家分支机构：包括深圳、金华、台州、苏州、四川、福建 6 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、宁波、绍兴、临安、萧山 13 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。

【全国分支机构】



分公司	金华	浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810	0579-82300876
	台州	台州市路桥区银安街 679 号耀江广场商务楼 501-510 室	0576-82921160
	深圳	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	0755-83739066
	苏州	苏州工业园区星桂街 33 号凤凰国际大厦 2311 室	0512-62732060
	四川	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	028-85597078
	福建	厦门市思明区湖滨南路 357-359 号海晟国际大厦 11 层 1101 单元	0592-5150160
营业部	北京	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	010-64101771
	上海	上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 11 楼 E 座	021-58307723
	广州	广州市天河区体育西路 189 号 20A2	020-89814589
	沈阳	沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层	024-31061955
	哈尔滨	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	0451-87222486
	石家庄	河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层	0311-89691960
	大连	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 2408 房间	0411-84807776
	乐清	温州市乐清市双雁路 432 号七楼	0577-27868777
	富阳	浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室	0571-23255888
	宁波	宁波市江东区姚隘路 792 号东城国际 212-217 室	0574-28839988
	绍兴	绍兴市凤林西路 300 号环宇大厦 1402、1403	0575-88122652
	临安	浙江省临安市钱王大街 392 号钱王商务大厦 8 楼	0571-63708180
	萧山	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	0571-82752636

【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。期市有风险，入市需谨慎。
- 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。