

邵运文

研究员，期货执业证书编号 F3007274

shaoyw@dxqh.net

## 原油低位盘整 上下求索路漫漫

### 观点要点:

➤ **2015上半年供给与需求均增加，但供给增量大于需求增量。**

原油供给方面，美国与 OPEC 均增产，OECD 国家原油库存高企。需求方面，美国二季度需求强劲，中国战略储备持续进口原油，印度与中东需求良好。整体上，上半年供需双方均增长，但供给增量大于需求增量，供过于求的格局未发生变化。

➤ **伊核谈判落定，推进地缘政治格局演变。**

伊朗库存释放短期内会导致市场供应高峰，但伊朗复产需待 2016 年。美国在中东的政治力量缩减，非美国国家接棒。由于产油国互相竞争且宗教冲突，OPEC 减产为伊朗原油让出空间的可能性较小。

➤ **中国原油进口需求持续。**

中国已完成一期石油战略储备，目前开始第二期储备（1.68 亿桶），伊朗解禁原油出口将利好国内炼厂，未来有大量合作空间，但是不断下滑的美元外汇储备可能会限制未来进口原油的速度。

➤ **下半年美国供需博弈、OPEC 增产。**

美国产量的放缓与需求见顶将互相博弈，库存及钻井平台反弹将压制油价上涨空间。OPEC 方面不减产不限产，加剧基本面恶化。

➤ **2015年下半年关注事件**

美国加息、美国国会对伊核协议的态度、中国推出原油期货。

➤ **未来原油走势：短期下方空间有限，中期低位震荡，长期慢牛。**

短期内，伊朗解禁出口利空原油，但下方空间有限，伊朗复产需要时间。中期内，关注美国加息、伊朗复产、美国库存压制、钻井数反弹等事件，由于原油边际供应弹性大于边际需求弹性，震荡走势将持续，年底上方存在压制。长期而言，原油受到成本支撑，油价中轴将随着经济恢复而缓慢震荡上行。

目录:

**第一部分: 回顾 2015 上半年原油市场**

- 1.1 2015 上半年原油价格走势
- 1.2 原油基本面梳理
  - 1.2.1 美国原油供应充裕
  - 1.2.2 OPEC: 不减产不限产
  - 1.2.3 原油需求二季度明显增长
  - 1.2.4 世界供需基本面总结
- 1.3 地缘政治格局变化

**第二部分: 展望 2015 下半年原油市场**

- 2.1 美国供需博弈
- 2.2 OPEC 增产
- 2.4 下半年关注事件
- 2.5 结论

图表:

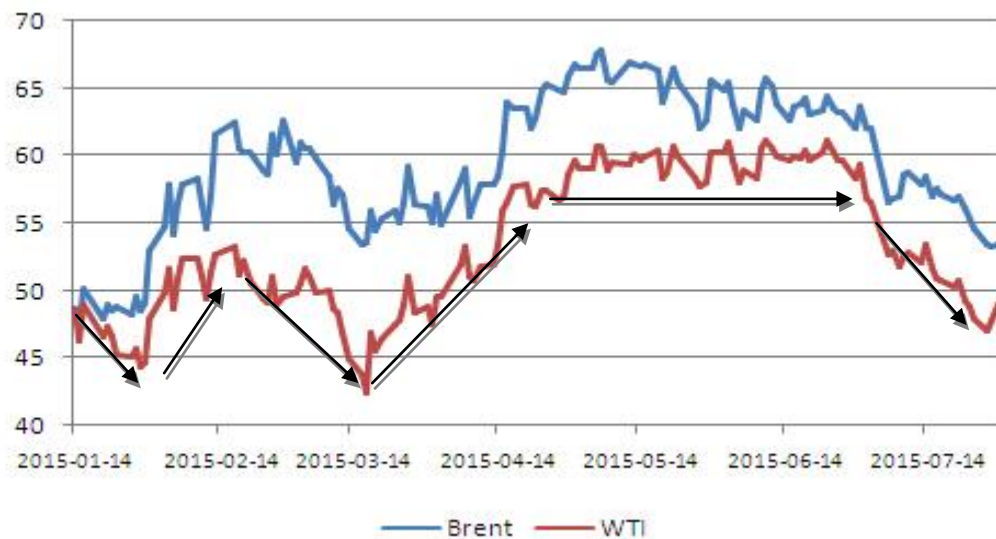
- 图 1: 2015 上半年 Brent、WTI 历史价格走势 (美元/桶)
- 图 2: 美国原油自产量 (千桶/日)
- 图 3: 美国页岩油月产量 (千桶)
- 图 4: 美国分类钻井数据
- 图 5: 美国钻井平台数量
- 图 6: 美国钻井数量预测
- 图 7: 美国库存数据
- 图 8: 美国战略储备库存数据
- 图 9: 美国汽油库存数据 (千桶)
- 图 10: 美国馏分油库存数据 (千桶)
- 图 11: OPEC 月度产出 (万桶/日)
- 图 12: 伊拉克月产量 (千桶/日)
- 图 13: 沙特阿拉伯月产量 (千桶/日)
- 图 14: OPEC 各国已探明储量 (十亿桶)
- 图 15: 伊朗探明储量 (十亿桶)
- 图 16: 2011 年伊朗原油出口国家
- 图 17: 美国表观需求 (千桶/日)
- 图 18: 美国炼厂数据
- 图 19: 财新中国 PMI
- 图 20: 中国原油进口 (万吨)
- 图 21: 中国外汇储备 (亿美元)
- 图 22: 印度 PMI 数据
- 表 1: GDP 增长率预估与修正
- 表 2: 世界液体燃料供需平衡表 (百万桶/日)

## 第一部分 回顾 2015 上半年原油市场

### 1.1 2015 上半年原油价格走势

2015 年伊始，国际原油价格由去年的持续下跌转而进入了低位震荡期。3 月下旬随着也门战事的发酵、美元指数回调、伊核谈判的延期、美国产量可能出现拐点的预期，原油出现一波小反弹，之后对未来供需格局的不同预期使得市场观点分化，多空博弈之下，原油出现 2 个月的横盘震荡。然而基本面并不支持横盘整理，随着 OPEC 原油供应的持续增加，美国产量维持高位，最终，7 月伊核谈判的达成促使原油再次下探，WTI 打破震荡区间再次回到 50 以下，Brent 重新下探 55 美元/桶。

图 1: 2015 上半年 Brent、WTI 历史价格走势 (美元/桶)



来源: Wind, 东兴期货研发中心

### 1.2 原油基本面梳理

关于原油基本面，我们的核心逻辑是关注边际量，价格均衡来自边际供给与边际需求的博弈，原油的边际供给增量主要来自美国及 OPEC，原油的边际需求增量主要来自美国，以及正在发展工业化的国家。

#### 1.2.1 美国原油供应充裕

尽管美国原油钻井数量大幅缩减，美国原油产量 2015 上半年依旧增长，二季度产出水平在高位企稳。

前期由于美国生产商大量套保、钻井开工效率不断提升，页岩油产量在一季度油价处于底部时仍在增加，但随着水平钻井（与页岩油相关）数量的大幅减少，及部分页岩油井的进入衰退周期，页岩油产量从二季度开始出现放缓迹象。但是，对比 2008/2009 期间的钻井数据，钻井数量下半年进一步减少的空间有限。值得关注的是，美国有大量未完工的钻井 (well completion deferrals)，只要生产商觉得经济形势不错，便可迅速投入生产。根据 Genscape 统计，

这样的钻井在 Eagle Ford、Bakken、Permian 三大低成本油田大概有 720 口。如果他们同一天投入使用的话，每天将约有 345000 桶油出来。这将是中期大量的潜在边际供应增量。

另一部分潜在边际供应增量来自于美国原油库存。上半年库欣地区库容利用率曾超过 70%，创历史新高。根据最新数据，美国商业原油存量可以独立供应美国 27.8 天，处于历史高位，库欣库容目前仍在扩建。这些大量囤积的库存将在未来对原油价格的反弹施压。

值得注意的是，目前油价持续低位震荡，美国原油战略储备近期大量增加，目前存量已高达 6.95 亿桶，大量的战略储备原油可以提供美国能源更好的独立性。

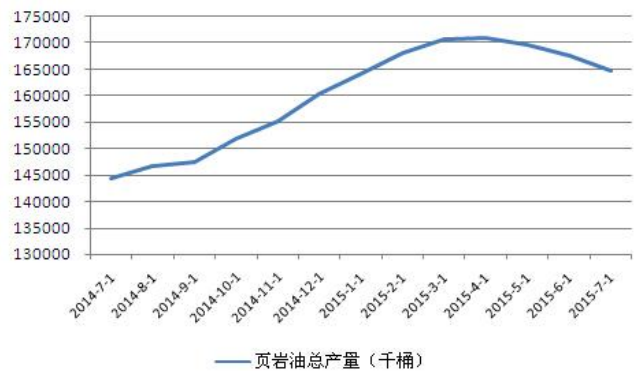
美国下游的原油产品供应表现分化，美国夏季汽油需求良好，库存持续下降，而馏分油库存则库存高企，显示出结构性供应过剩，轻质馏分油品大量囤积。

图 2: 美国原油自产量 (千桶/日)



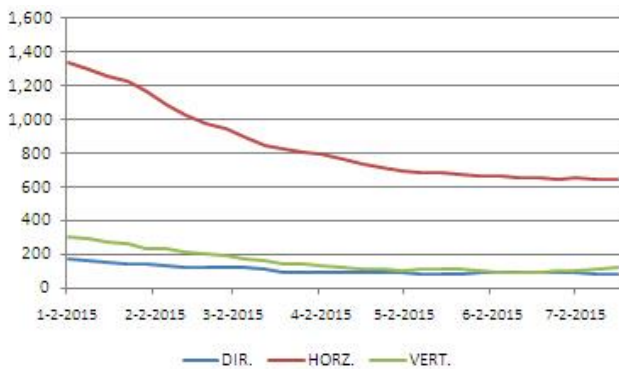
来源: EIA, 东兴期货研发中心

图 3: 美国页岩油月产量 (千桶)



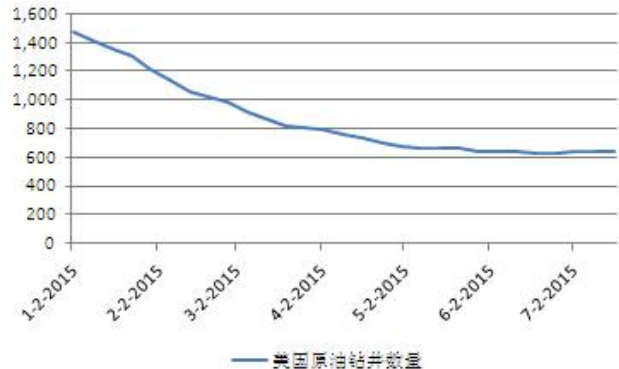
来源: EIA, 东兴期货研发中心

图 4: 美国分类钻井数据



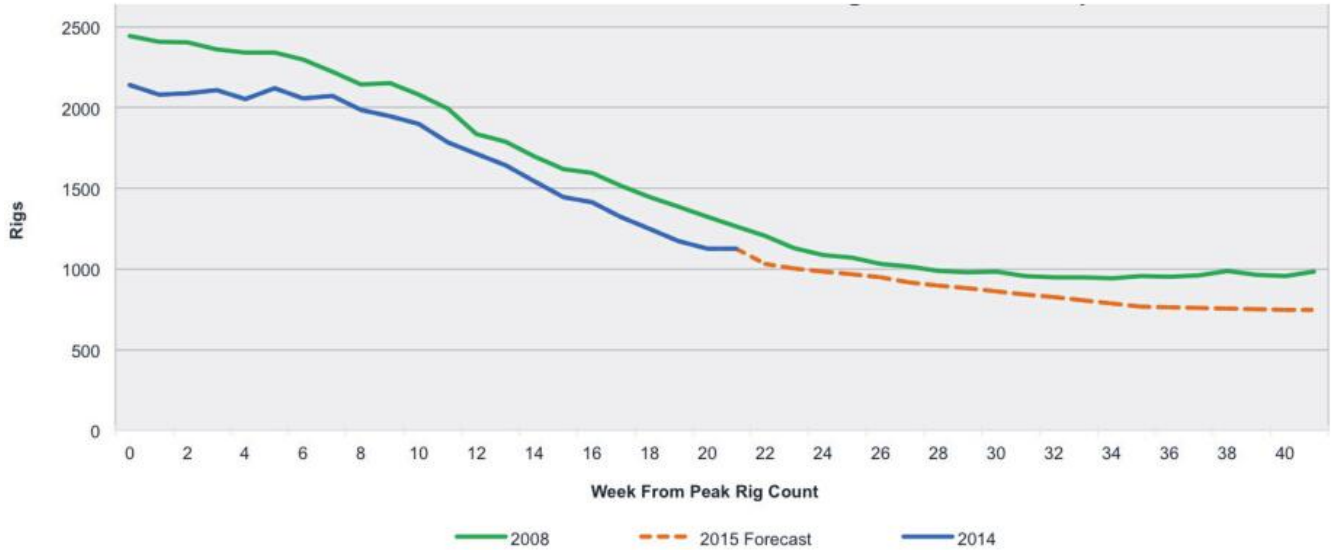
来源: Baker Hughes, 东兴期货研发中心

图 5: 美国钻井平台数量



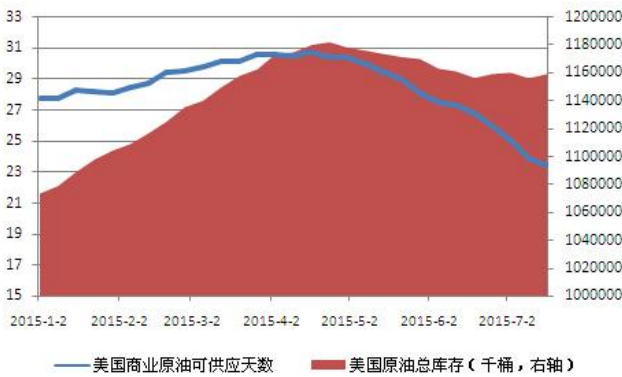
来源: Baker Hughes, 东兴期货研发中心

图 6: 美国钻井数量预测

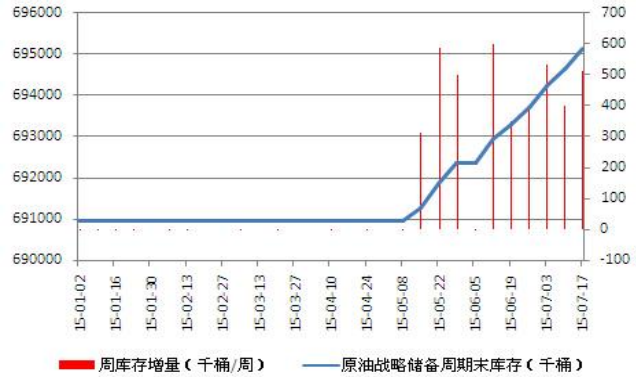


来源: Genscape, 东兴期货研发中心

图 7: 美国库存数据 图 8: 美国战略储备库存数据

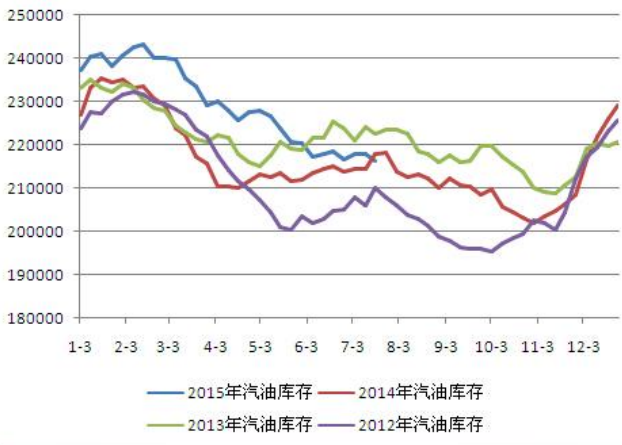


来源: EIA, 东兴期货研发中心



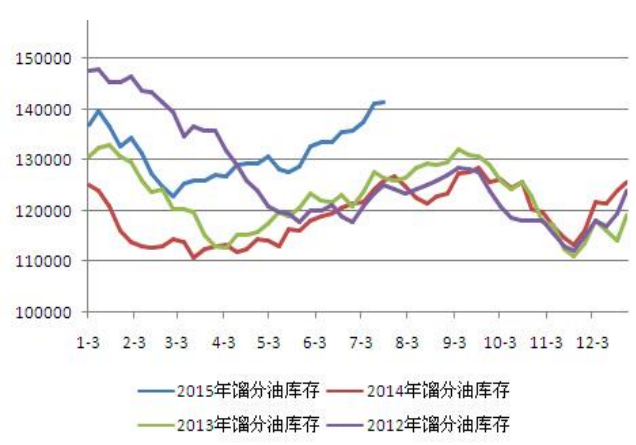
来源: EIA, 东兴期货研发中心

图 9: 美国汽油库存数据 (千桶)



来源: EIA, 东兴期货研发中心

图 10: 美国馏分油库存数据 (千桶)



来源: EIA, 东兴期货研发中心



### 1.3 OPEC: 不减产不限产

OPEC 去年 11 月 27 日开会表示不会减产，今年 6 月 5 日重申不减产的立场，并且此次未明确各个成员国的配额，这使得各国不但有不减产的立场，而且没有增产的阻力。

OPEC 自二季度以来增产明显，其中以伊拉克和沙特阿拉伯为首。伊拉克的油品主要是巴士拉油，超过一半以上的油出口到亚洲，其原油分级后，促进了出口需求。沙特方面，二季度石油部长更替，新部长表明沙特未来将转型增加下游炼化业务，上下游整合可以增强内部对冲油价风险的能力。

无独有偶，希腊谈判和伊核谈判都在 7 月落下帷幕，这均对美国加息政治环境有一定利好。其中，伊核谈判对原油基本面无疑是利空的。

伊朗原油储量在中东占第三位，这几年储量持续增长。伊朗的原油品质（伊朗重油、伊朗轻油、南帕斯凝析油）限制了其可以出口的国家，其主要贸易伙伴集中在亚洲，中国、日本、印度、韩国占比最大。中国目前正好开始第二期原油战略储备，进口需求仍有大量增加空间（二期 1.68 亿桶，三期 2.32 亿桶），伊朗出口解禁将利好国内炼厂。

目前伊朗原油库存预计 3000 万桶至 4000 万桶，若可以得到释放，短期内对油价必然有一定冲击，但是，由于国际原油贸易份额无法立刻改变，所以预计其库存释放影响空间有限。

伊朗目前的生产出口水平在 120 万桶/日左右，全球原油供应约为 94 百万桶/日，其占全球原油供应份额不到 2%。伊朗原油增产恢复需要漫长的时间，市场普遍预计最快在 2016 年初，那时增量约为 50 万桶/日至 100 万桶/日。

目前的风险点在于美国国会是否通过此份协议以及伊朗未来是否会违反协议。作为西方国家解禁制裁伊朗的条件，伊朗需将离心机的数量削减三分之二，且未来 10 年不会生产铀浓缩，15 年不会建造新的重水反应堆，若伊朗违反协议，相关制裁将在 65 天内恢复。

图 11: OPEC 月度产出 (万桶/日)

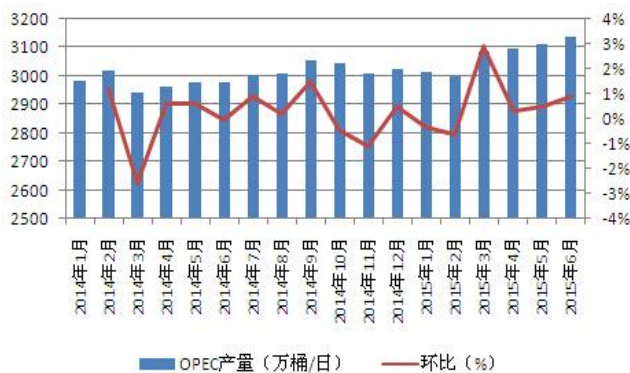


图 12: 伊拉克月产量 (千桶/日)

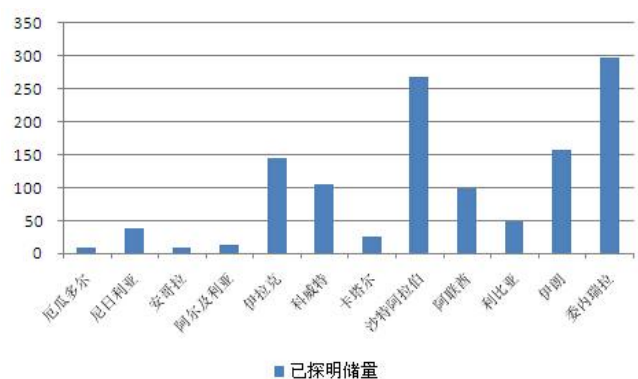


来源: OPEC, 东兴期货研发中心来源: OPEC, 东兴期货研发中心

图 13: 沙特阿拉伯月产量 (千桶/日)



图 14: OPEC 各国已探明储量 (十亿桶)



来源: OPEC, 东兴期货研发中心来源: OPEC, 东兴期货研发中心

图 15: 伊朗探明储量 (十亿桶)

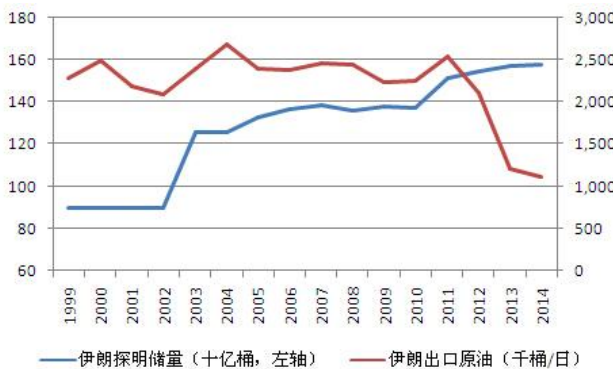
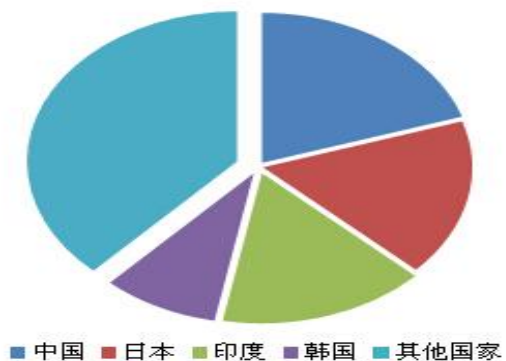


图 16: 2011 年伊朗原油出口国家



来源: EIA, 东兴期货研发中心来源: EIA, 东兴期货研发中心

### 1.2.3 原油需求二季度明显增长

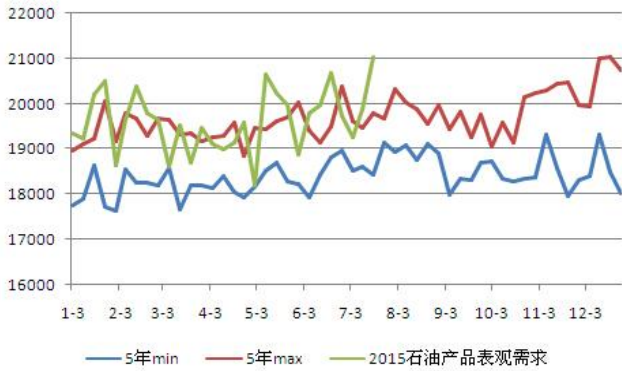
首先,我们来看美国。众所周知,美国经济基本面稳定恢复,原油表观需求良好,今年以来持续围绕5年最高值波动,夏季需求旺盛,汽油去库存明显。炼厂方面数据也同样强劲,随着夏季消费旺季的到来,炼厂开工率与原料投放量自二季度以来持续走高。7月炼厂开工率已为95%以上,逼近10年来历史最高点98.1%。而另一方面,开工率逼近极值也会限制下游需求的进一步增加空间。

其次,我们来看中国。中国制造业PMI呈走弱态势,整体经济增速放缓,工业数据疲弱,但这并未影响中国增加原油进口。作为世界原油需求的边际增量提供者,尽管经济基本面疲弱,但这并未影响中国原油进口需求,中国正在加速原油战略储备,目前处于第二期储备阶段。但值得注意的是,中国的外汇储备从去年6月份开始不断下滑,目前约有36938.38亿美元,而原油每月平均进口金额约为1511.59亿美元。目前,一期储备已完成,约为9100万桶,未来二期约为1.68亿桶,三期约为2.32亿桶,不断下滑的外汇储备可能对中国未来的原油进口速度有所限制。

最后,我们来看世界其他地区的原油需求。原油需求主要与工业需求有关,而工业需求又与经济景气度有关。论及工业正在高速

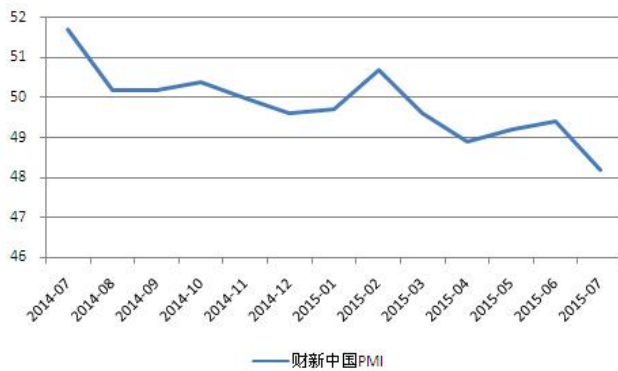
发展的国家，亚洲首当其中。印度今年的经济表现是金砖四国中最强的，制造业 PMI 维持在荣枯线之上，GDP 增速维持 7.5% 的预期。根据 OPEC 月度报告，印度今年的原油需求预计较去年增加 13 万桶/日。除去中国和印度，金砖四国的俄罗斯和巴西经济均显收缩。俄罗斯卢布贬值，失业率高企，制造业放缓。巴西政府今年以减少财政赤字为政策目标，今年大幅提高税收，这导致巴西国内的通胀加剧，经济收缩，失业率高企。整体上金砖四国除了印度，其余国家经济增速均放缓。但是中国的原油进口需求与经济相关性不大。欧洲方面，经济缓慢复苏但仍有风险，ECB 对经济的预测基于原油 2015 年均价 64 美元/桶的基础上，目前油价已远远向下打破，因此未来欧洲进一步 QE 的概率增大。相比之下，中东地区经济颇有亮点，电力与炼厂需求强劲，沙特二季度原油增产明显，部分由国内需求拉动，根据 OPEC 报告，中东地区 2015 年每日原油需求将增长 20 万桶。

图 17: 美国表观需求 (千桶/日)



来源: EIA, 东兴期货研发中心

图 19: 财新中国 PMI



来源: Wind, 东兴期货研发中心

图 21: 中国外汇储备 (亿美元)

图 18: 美国炼厂数据



来源: EIA, 东兴期货研发中心

图 20: 中国原油进口 (万吨)



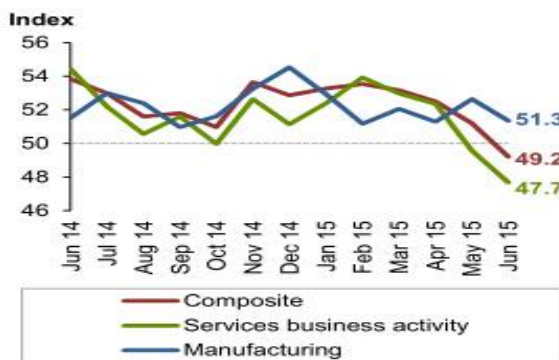
来源: OPEC, 东兴期货研发中心

图 22: 印度 PMI 数据





来源: Wind, 东兴期货研发中心



来源: OPEC, 东兴期货研发中心

表 1: GDP 增长率预估与修正

	World	OECD	US	Japan	Euro-zone	China	India	Brazil	Russia
<b>2015*</b>	<b>3.2</b>	<b>2.0</b>	<b>2.4</b>	<b>1.2</b>	<b>1.3</b>	<b>6.9</b>	<b>7.5</b>	<b>-1.0</b>	<b>-2.8</b>
Change from previous month	-0.1	-0.1	0.0	0.2	-0.1	0.0	0.0	-0.6	0.2
<b>2016*</b>	<b>3.5</b>	<b>2.1</b>	<b>2.6</b>	<b>1.2</b>	<b>1.5</b>	<b>6.5</b>	<b>7.7</b>	<b>0.8</b>	<b>0.9</b>

\*Forecast.

来源: OPEC, 东兴期货研发中心

表 2: 世界液体燃料供需平衡表 (百万桶/日)

季度	全球产量	全球消费	平衡
1Q14	91.81	91.05	0.75
2Q14	92.45	91.40	1.04
3Q14	93.57	92.86	0.71
4Q14	94.78	92.84	1.95
1Q15	94.40	92.51	1.89
2Q15	95.33	92.73	2.60
3Q15	95.69	93.94	1.75
4Q15	95.53	94.00	1.53
1Q16	94.45	93.63	0.83
2Q16	95.27	94.24	1.04
3Q16	95.87	95.34	0.52
4Q16	96.30	95.36	0.95

来源: EIA, 东兴期货研发中心

## 1.2.4 世界供需基本面总结

2015 上半年, 全球原油供应持续增加, 作为世界原油边际供应增量提供者, OPEC 和美国均在增产。年中伊核谈判达成, 短期内伊朗库存会对基本面有所冲击, 但空间有限。2015 上半年, 全球原油需求也在增加, 传统旺季明显走强。二季度美国国内汽油消费强劲, 社会原油表观需求一度上破 5 年最高值。中国方面进口需求持续, 印度及中东需求良好。但是, 边际供应增量大于边际需求增量, 供大于求的基本面仍在进一步恶化。

## 1.3 地缘政治格局变化

俄乌冲突是 2014 年最大的地缘政治事件, 俄罗斯被西方国家制裁, 欧洲方面态度强硬。这个事件主导了整个宏观政治格局的变化。2015 上半年, 俄罗斯与亚洲板块更加紧密, 欧洲与中东地区加强合作。下半年, 伊核谈判将推波助澜这种格局的演变。

2015 上半年主要的地缘事件来自也门战争和俄乌冲突, 一季度曾成为推高油价的部分因素。年中随着希腊谈判和伊核谈判的落定, 地缘风险已相对消退。美国因一场页岩油革命, 国内能源更加独立化, 从而使其国际战略更加灵活。美方势力今年进一步撤出中东, 转而布局东南亚, 其余非美国国家挺进美国留下的地缘真空。俄罗斯进一步稳固叙利亚政权, 中国“一带一路”策略加强与中东方面合作, 欧洲因伊朗出口解禁而增加了原油和天然气供应途径, 巩固了能源安全, 进而弱化了对俄罗斯的依附程度。中东本身, 宗教派系复杂, 伊朗和沙特阿拉伯之间存在逊尼派与什叶派宗教冲突, 虽然同是 OPEC 成员国, 但既是竞争对手, 又是宗教对头, 伊核谈判达成后, 地方间宗教互相制衡力量加强, 沙特阿拉伯为伊朗未来增产让出空间的可能性很小。

## 第二部分 展望 2015 年下半年原油市场

### 2.1 美国供需博弈

目前美国原油周度产量数据高位小幅回落，炼厂开工率逼近历史峰值，面临产能扩张瓶颈。由于油价已打破多数油田页岩油成本，且页岩油井本身存在高衰退周期，钻井数目自去年以来拦腰缩减，市场机构普遍预期美国原油产量下半年将出现放缓，而无独有偶，美国夏季消费旺季也将接近尾声。预期三季度，产量放缓与需求见顶将出现博弈，市场多空观点将出现分歧。但中期而言，美国大量库存与未完工钻井随时可以开闸放水，这将提供高边际供应弹性，且美国面临年内加息操作，这也将抑制年底 WTI 油价的上方空间。

### 2.2 OPEC 不减产

OPEC 自今年 2 月以来，产量持续增加。OPEC6 月产量会议传递了未来不减产也不限产的信息。下半年伊朗原油回归市场，短期内其储备原油会导致市场达到一个供应高峰。由于产油国互相占领市场份额的竞争关系，以及宗教信仰的冲突，OPEC 减产为伊朗让出市场份额的可能性较小，且什叶派势力将有所增加，这在地区形成了更好的制衡。未来随着需求旺季的结束，产量增产可能有所放缓，但整体仍维持不减产思路。因低油价使得一些石油国家不得不增产维持经济水平且争夺市场份额，也不得不开放国家吸引外资。伊朗解决原油出口后，其产能恢复还有漫漫长路，预期未来会有大量资本涌入，伊朗的发展与原油的增产将在明年体现出来，作为中东原油储量前三的国家，其影响力不容小觑。

### 2.3 一些国际机构预测

EIA: 上调了 2015 年 WTI 原油均价预期，从此前的每桶 55.35 美元上调至 55.51 美元，但将布伦特原油均价预期从此前的每桶 60.53 美元下调至 60.22 美元。

世界银行: 上调 2015 年 Brent 原油均价预期，从每桶 53 美元上调至每桶 57 美元。

高盛: 预计美国 NYMEX 原油价格在今年三季度将会跌至 45 美元/桶，此后在 2016 年料回升至 60 美元/桶附近。

美银美林: 下调 2015 年第三季度末 WTI 原油价格预期，从 50 美元/桶下调至 45 美元/桶。

### 2.4 下半年关注事件

美国年内加息预期强烈，市场预期集中在 9 月与 12 月美国加息利好美元指数，利空以美元计价的大宗商品，目前加息预期已经部分的反应在当下的油价中。

伊朗方面，目前关注美国国会态度以及伊朗遵守协议的进程。美国在伊核谈判中做出了很大的让步，以色列因此非常不满。美国国会也许未来会对此强烈反对，但是奥巴马有总统否决权，且民主

党支持的希拉里表示认可此协议，所以，国会最终通过伊核协议是大概率事件。大的格局依旧是美国中东地缘布局收缩。

另外，在伊核协议达成的当天，伊朗有 1000 亿美元资产被冻结，国际原子能机构将在 12 月 15 日核实伊朗是否遵守和平核计划，联合国、美国以及欧盟将视结果解除伊朗的经济和金融制裁。若未来伊朗违反协议，相关制裁将在 65 天内恢复。

最后中国方面，中国正在加速推进人民币国际化进程，美国与欧洲经济恢复对于人民币国际化的外部环境都是逐渐增加的阻力，所以自金砖银行、自贸区、“一带一路”、亚投行以来，明显感觉到中国正在加快国际化的步伐。原油期货作为人民币计价的第一个国际化品种，对于中国的意义非常重大，预期 10 月左右推出。近期，商务部网站发布了《关于原油加工企业申请非国营贸易进口资格有关工作的通知》。其公布了 9 个申请条件，预示着国家正在进一步放开进口权，为原油期货铺路。这对于国内炼厂既是利好又是挑战，企业解决原料瓶颈，而下游成品油销售市场竞争将加剧，可能倒逼油品升级。

## 2.5 结论

整体上，上半年原油供应与需求均增加，但是供应增量大于需求增量。地缘政治格局持续演变，伊核谈判推波助澜。

下半年，我们不看好原油走势。利空因素中，美国加息，OPEC 增产、美国库存压制及钻井反弹的风险尚在。

短期内，伊朗原油库存的释放会让原油短期内达到供应高峰，利空油价，但下方空间有限，伊朗复产需要时间。

中期来看，经济缓慢恢复，但受到伊朗原油复产预期、美国库存压制、钻井数反弹、以及美国加息的共振，年底上方压制巨大。

长期来看，我们认为成本支撑与需求恢复，最终油价还是会缓慢上升。但由于美国边际供给（例如库存与钻井）调节灵活，而边际需求与经济恢复相关，较为刚性，所以，原油的边际供给弹性高于边际需求弹性，这会压制原油的迅速反弹，反复震荡将是未来主旋律。整体上，长期来看，油价中轴将随着经济恢复，缓慢震荡上行。

免责声明：本报告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不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。