

邵运文

研究员，期货执业证书编号F3007274

邮箱: shaoyw@dxqh.net

电话: 021-65458201

涨跌起落总无情， 震荡筑底到天明

一季度 WTI 油价触及 25-30 美元/桶区间，符合我们年报的预估，主要受基本面的疲弱拖累，但是油价在两次触及 26-27 美元后均被消息面拉起，冻结产量成为近期市场的热点之一，市场进入了基本面与消息面互相拉锯的场面。基本面还是弱，但是时不时地被减产新闻拉动反弹，减产预期强的时候，价格涨，减产落空的时候，油价跌，原油进入了震荡筑底态势。

中国 2 月 29 日宣布降准，超预期放水。在全球进入货币宽松的格局下，抵御性商品不宜过空。原油过剩的基本面并没有实质变化，这将限制油价上方的涨幅，2016 年油价整体走势仍以区间震荡为主。本文将主要从冻产协议、库存以及产量预期这三个方面做中期油价走势讨论。

一、冻产协议

冻产协议是在无法达成减产协议的情况下的产物，该协议主要由俄罗斯与沙特倡导，建议各国将其产量冻结在 1 月 11 日水平，目前表示支持的包括沙特、俄罗斯、卡塔尔、委内瑞拉和阿联酋。

关于供应过剩，市场上达成的共识是，过剩的原油要出清，就需要减产。目前看多的人预期的是产油国主动联合减产，而看空的人是觉得主动减产没戏，而是被动逐步减产，由持续的低油价将过剩产能洗出。此次冻结产量提振了市场对未来主动合作减产的预期。但是我们认为，根据博弈论中的“囚徒困境”，除非外力改变参与者的 payoff 或者无限次重复博弈，仅靠囚徒们的沟通并不能够解决困境。在缺乏强制约束力和惩罚机制的情况下，即使当下沟通成功，并不支持其可持续合作，且如果在得知对方遵守约定的情况下，根据经济学理性人原则，囚徒还是会追求利润最大化而背叛。

此项协议的焦点在伊朗，伊朗 1 月 16 日解除核协议制裁，其 1 月 11 日产量仍在制裁期内。沙特与俄罗斯联手推动的冻产协议将出卖伊朗的利益。然而，伊朗表示不愿参与冻产，且 2 月 26 日伊朗选举改革派获胜，预计伊朗 2016 年仍将增产 50 万桶/日-100 万桶/日。

所以，先不谈 1 月的各国产量有多高，其主动合作减产的达成与维护可能性存疑，冻结产量的约束力存疑。

如果退一万步，冻产协议真的可以达成，那么有两种情况：

1. 包括伊朗，所有 OPEC 国家都加入冻产协议，按照 1 月份产量预估 2016 年供需，预计今年原油过剩水平为 72.5 万桶/日（ $3233.5 - 3161 = 72.5$ ）。

2. 排除伊朗，其他国家冻产协议达成，按照伊朗增产 50 万桶/日水平计算，2016 年基本面过剩至少为 122.5 万桶/日，仍延续过剩格局，更别说伊朗还有 5000 万桶左右的库存可以随时释放。

综上，冻产协议对原油基本面的实质改变有限，影响有限，但是消息面不断释放会改变市场情绪，在宽松的货币政策推动下，近期我们可以看到油价明显的跟涨不跟跌，即便数据很差，但是原油最近的情绪依然偏多，原油的金融属性覆盖掉了商品属性，但我们认为最终还是要回归基本面，中期仍有可能回调下探 30 美元/桶。

表 1: OPEC 各国产量

	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2Q15</u>	<u>3Q15</u>	<u>4Q15</u>	<u>Nov 15</u>	<u>Dec 15</u>	<u>Jan 16</u>	<u>Jan/Dec</u>
Algeria	1,151	1,109	1,107	1,109	1,108	1,106	1,104	1,084	-20.7
Angola	1,660	1,752	1,718	1,759	1,781	1,795	1,777	1,738	-39.2
Ecuador	542	545	546	540	545	548	547	540	-7.2
Indonesia	696	695	702	695	705	703	710	707	-3.2
Iran, I.R.	2,766	2,837	2,828	2,860	2,880	2,876	2,887	2,925	38.1
Iraq	3,265	3,927	3,866	4,160	4,232	4,371	4,324	4,384	60.0
Kuwait	2,774	2,728	2,726	2,721	2,718	2,730	2,728	2,745	17.0
Libya	473	404	450	381	402	389	391	399	8.3
Nigeria	1,911	1,852	1,814	1,851	1,857	1,856	1,795	1,869	74.0
Qatar	716	668	667	659	667	675	658	655	-3.6
Saudi Arabia	9,683	10,108	10,253	10,259	10,106	10,125	10,047	10,091	44.2
UAE	2,761	2,853	2,838	2,880	2,878	2,885	2,877	2,874	-2.3
Venezuela	2,373	2,369	2,376	2,368	2,365	2,368	2,358	2,324	-34.5
Total OPEC	30,771	31,848	31,891	32,241	32,243	32,426	32,204	32,335	130.7

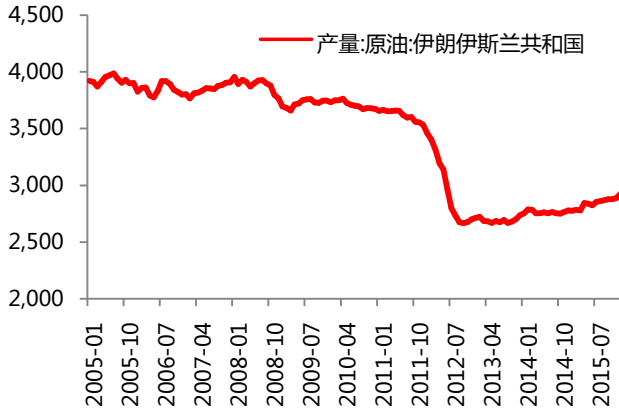
数据来源：OPEC, 东兴期货研发中心

表 2: OPEC 对全球原油供需的预估

	<u>2015</u>	<u>1Q16</u>	<u>2Q16</u>	<u>3Q16</u>	<u>4Q16</u>	<u>2016</u>
(a) World oil demand	92.96	93.33	93.34	95.03	95.13	94.21
Non-OPEC supply	56.99	56.53	56.08	56.00	56.51	56.28
OPEC NGLs and non-conventionals	6.15	6.30	6.30	6.33	6.37	6.32
(b) Total non-OPEC supply and OPEC NGLs	63.14	62.83	62.38	62.33	62.88	62.61
Difference (a-b)	29.83	30.49	30.96	32.70	32.25	31.61

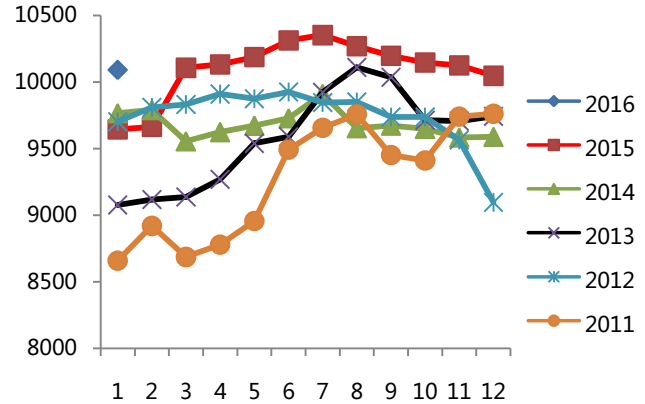
数据来源：OPEC, 东兴期货研发中心

图 1: 伊朗月产量 (千桶/日)



数据来源：EIA, 东兴期货研发中心

图 2: 沙特产量 (千桶/日)



数据来源：Wind, 东兴期货研发中心

二、库存

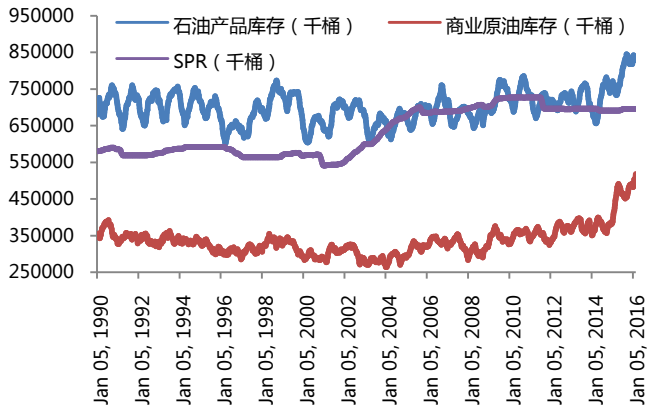
美国原油库存持续增加，已经触及 80 多年来的最高水平，目前库欣地区库存已经逼近胀库。高库存压低了近端油价，原油近远月曲线持续巨幅 Contango，从而进一步促使贸易商囤货欲望增强。类似的近远价差下，原油库存增长速度较去年放缓，一方面由于美国产量开始缓慢下滑，另一方面，上游的原油库存已经大量转换成下游库存。

根据 EIA 公布的最新数据，美国商业原油库存达 51798.1 万桶，汽油库存达 25498.9 万桶，馏分燃料油库存达 16359.7 万桶，均超过 5 年同期水平。这样的库存压力将导致三个后果：限制未来油价的反弹高度；原油高库存倒逼美国减产；下游高库存倒逼炼厂开工率下滑。未来二季度是传统的下游消费旺季，预计库存虽仍将在历史高位，但将有所下滑，或将对二季度油价有一定提振。

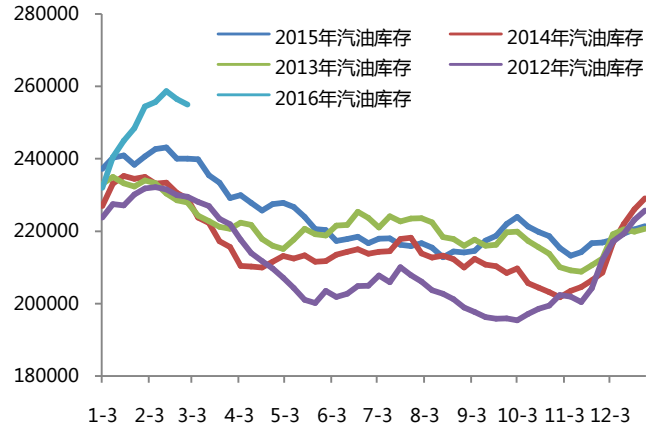
值得注意的是，在美国放开出口之后，2016 年 WTI 与 Brent 最后交易日错开 20 天上下，理应相差 20 多天的 Carry，但是，目前早到期的同月 Brent 却较同月 WTI 升水 2 美元多，这部分原因或来自美国高库存压低近端价格，但若 WTI 较 Brent 持续贴水，或将导致欧洲进口 WTI 的套利窗口打开。

图 3: 商业原油库存、SPR 与下游产品库存

图 4: 汽油库存 (千桶)

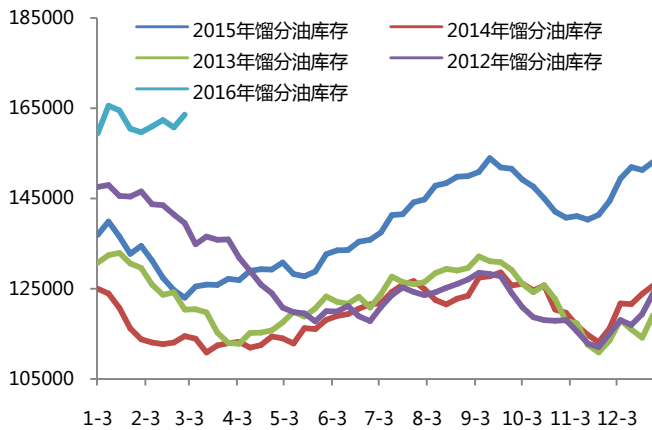


数据来源: EIA, 东兴期货研发中心



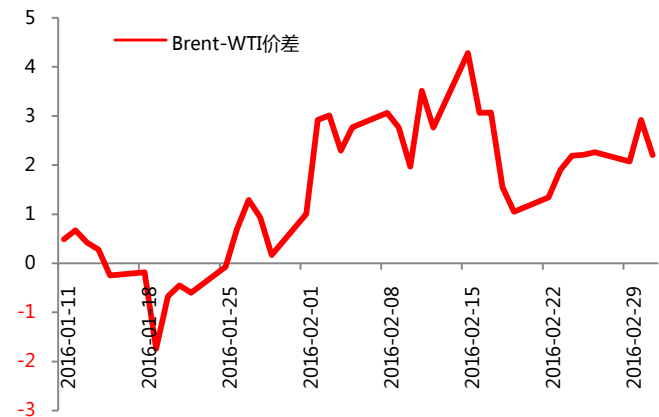
数据来源: EIA, 东兴期货研发中心

图 5: 馏分油库存 (千桶)



数据来源: EIA, 东兴期货研发中心

图 6: Brent-WTI 价差



数据来源: EIA, 东兴期货研发中心

三、产量预期

OPEC 剩余产能目前在 200 万/日附近, 属于正常的历史平均水平, 仍有潜在增产的弹性。目前的市场焦点在冻产协议以及伊朗增产上, 我们年报中认为 2016 年的主要增产将来自 OPEC, 而 OPEC 中的主要增产点将来自两伊。

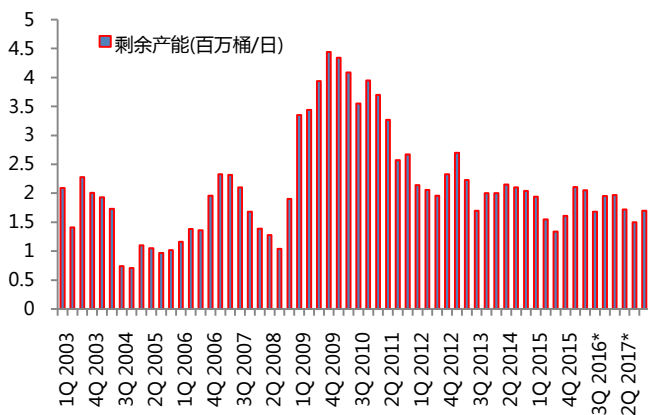
至于非 OPEC 地区, 我们认为 2016 年主要供给缩减将来自美国以及其他非 OPEC 国家的低产井及高成本油井。美国产量已出现下滑, 但仍然维持在 90 万桶/日的水平上。美国钻井数上周五下滑至 400 口, 创出新低。页岩油钻机数的峰值出现在 2014 年 10 月 10 日为 1609 口, 钻井数与产出之间的时滞一般在 6-8 个月, 美国 2015 年 4 月产量达到峰值, 此后月度数据开始下滑。美国页岩油公司的开采成本在 36-48 美元/桶之间, 42 美元是其价格中枢, 若油价持续在 30-40 区间运行, 则钻井数的下滑将逐步在产量缩减上一一实现, 预计最快在

二季度即可看到部分油企被洗出，这将导致油价出现反弹。

若油价反弹到 36-48 美元/桶之间，则部分油田将面临复产的可能，这将重新对油价形成压制。去年 3 月我写过一篇这方面的报告，关于边际供给弹性与边际需求弹性的文章，主要观点是：原油的边际供给弹性大于边际需求弹性将导致原油持续低位震荡，长期而言，油价回升之路将一波三折。今年我就此作出一些补充，由于去产能与减产是不一样的概念，在边际供给弹性大于边际需求弹性的框架下，只要油价高于成本，关停的钻井即可开启复产，那么，目前的页岩油产量缩减仅仅是减产而非去产能。而我想补充的是，去年美国进口水平趋于稳定，这意味着美国本土轻质油对外国进口的替代空间已基本耗尽，这或许是轻质油进一步增产的天花板。在需求弹性一定的条件下，即使油价反弹，仍可能无法触发钻井重新开启，因缺乏动力。所以，当油价反弹到页岩油的成本区间，一些油井有条件重启但是没必要重启。而这一块变数是美国出口，若未来美国出口量持续增加，美国原油替代国外类似 API 的油品越来越多，海外市场份额扩大，则页岩油井的高边际供给弹性对油价的制约仍然有效。

至于非美非 OPEC 地区，低产高成本油田将面临被去产能的危险，加拿大油砂、巴西深水等等，中国的传统油井也面临这方面的压力，但是中国出台了 40 美元/桶的地板价，这将导致国内原本就过剩的石油行业，产能退出的更加缓慢，延长了过剩的时间，且与国际油市的脱钩暗示着国内原油期货出台或将进一步被延期。

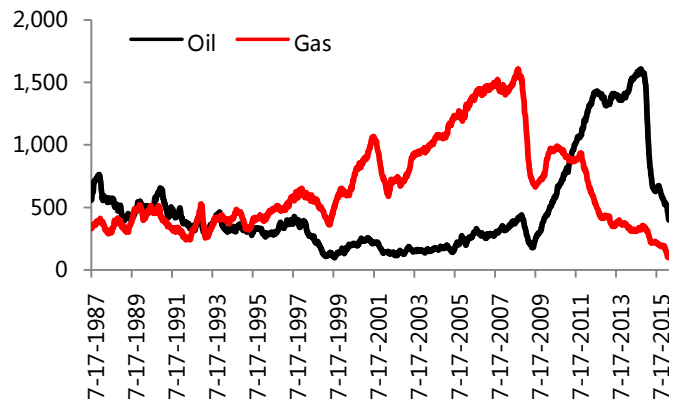
图 7: OPEC 剩余产能



数据来源: EIA, 东兴期货研发中心

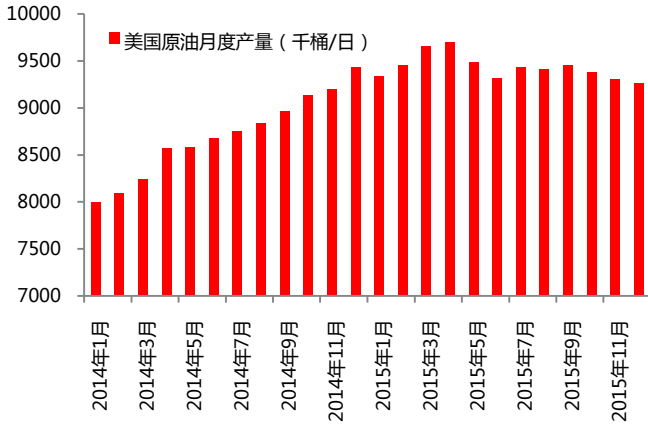
图 9: 美国月产量数据

图 8: 美国页岩油 VS 美国页岩气钻井数

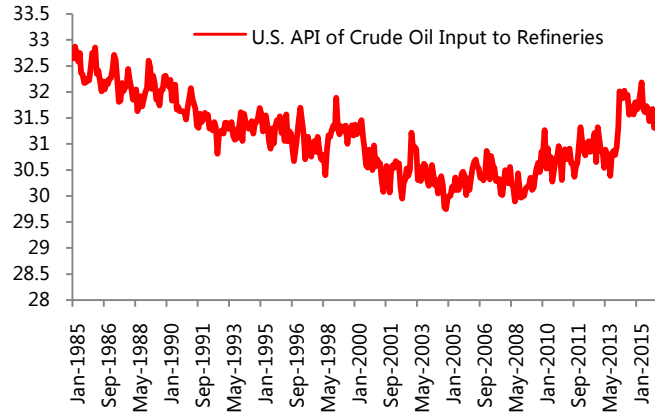


数据来源: EIA, 东兴期货研发中心

图 10: 美国炼厂投入原油的 API

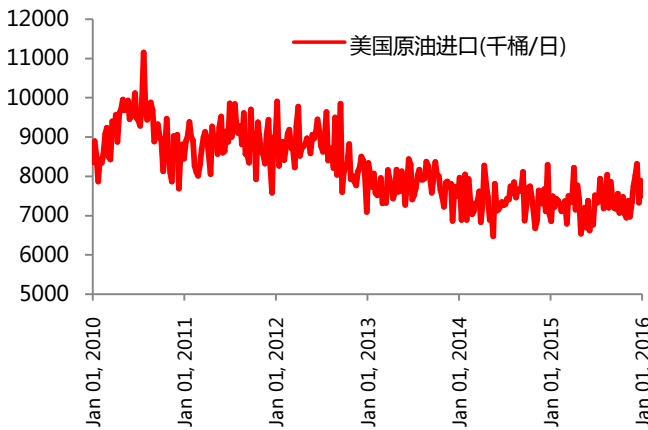


数据来源: EIA, 东兴期货研发中心



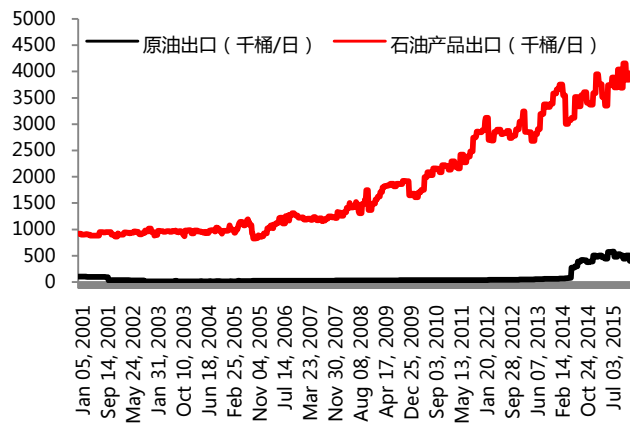
数据来源: EIA, 东兴期货研发中心

图 11: 美国进口原油量



数据来源: EIA, 东兴期货研发中心

图 12: 美国原油及石油产品出口量



数据来源: EIA, 东兴期货研发中心

综上所述, 原油目前正在筑底过程中, 近期的上涨主要受市场情绪的提振, 金融属性主导, 而商品基本面依旧疲弱, 未来仍有可能回测 30 美元/桶。冻产协议对原油供需面的实质影响有限, 今年过剩局面将持续, 原油库存高企, 库欣地区面临胀库风险, 压低近端价格, 未来美国为首的非 OPEC 地区减产可期, 或对油价有所支撑, 但仍未能改变油价年中触及年内高点再次回落的预期。我们预计中期美原油价格将在 30-40 美元/桶运行, 二季度反弹最高 50 美元/桶, 年内原油仍然以区间震荡为主。

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。