

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（季报）

OPEC 闲置产能不足 油市或迎冬日暖阳

陈通

产业投研部

陈通

原油分析师

期货从业资格号：

F3012946

投资咨询从业证书号：

Z0013383

chentong@ydqh.com.cn

一德产业投研部

电话：(022) 59182510

网址：www.ydqh.com.cn

地址：天津市和平区信达广场 16 层

邮编：300051

■ 内容摘要

今年以来，受 OPEC+减产协议执行率超预期、中东地缘政治事件频发、全球原油需求稳步增长等利好因素的影响，国际油价在一季度初小幅回调之后持续走强，屡创新高。其中，10月3日布伦特原油期货主力合约一度突破 86 美元/桶的价位，为 2014 年 11 月以来首次。上海国际能源交易中心的中质含硫（SC）原油期货主力合约上市以来涨幅亦超 25%。展望四季度，尽管 OPEC+主要国家实施增产，美国原油产量将继续提升，但美国对伊朗、委内瑞拉的制裁已实质性影响原油供应，加之 OPEC 闲置产能已处于低位，全球原油市场去库存的趋势仍将延续，国际油价预计将强势依旧。

■ 核心观点

- OPEC+减产协议名存实亡，闲置产能不足致增产乏力
- 美国原油产量大幅增长，供应外溢效应有望减弱
- 贸易战蒙阴需求前景，三季度数据依旧强劲
- 地缘政治事件频发，全球供应实质性减少
- 原油市场去库存延续，国际油价料强势依旧

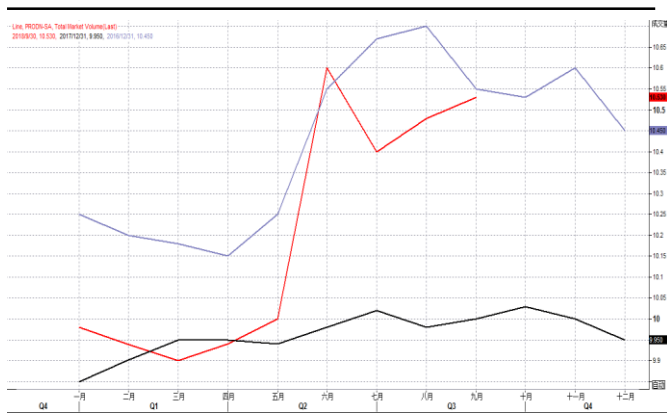
目 录

1. OPEC+减产协议名存实亡，闲置产能不足致增产乏力.....	1
2. 美国原油产量大幅增长，供应外溢效应有望减弱.....	2
3. 贸易战蒙阴需求前景，三季度数据依旧强劲.....	2
4. 地缘政治事件频发，全球供应实质性减少.....	3
5. 原油市场去库存延续，国际油价料强势依旧.....	4
免责声明	6

1. OPEC+减产协议名存实亡，闲置产能不足致增产乏力

由于上半年美国先后宣布恢复对委内瑞拉和伊朗石油行业的制裁，为弥补供应下降所造成的缺口，6月22日OPEC+决定松绑减产协议。OPEC公告称成员国将致力于恢复100%的减产执行率，三季度沙特、伊拉克等国原油产量已出现明显增加，但除伊朗、委内瑞拉外，目前其他参与减产的10个OPEC产油国中仅有伊拉克已经增产至减产基线之上。虽然美国政府、国际能源署（IEA）曾多次表示敦促OPEC+为避免供应短缺采取一切必要手段，但9月23日在阿尔及利亚举行的第十次联合部长级监督委员会会议上，OPEC+没有就增产发表正式声明。这一方面是由于产油国内部市场份额的博弈，但更重要的是闲置产能不足致增产乏力。沙特此前称如果需要可以将产量扩充到1250万桶/日，若按8月1040万桶/日的产量来计算，沙特的闲置产能在150-200万桶/日之间，然而，这样的说法很难经得起推敲。根据美国能源情报署（EIA）估计，OPEC闲置原油日产量仅为140万桶，预计到2019年底将降至120万桶，这是有记录以来的最低水平之一，与2008年油价飙升至每桶150美元时类似。值得注意的是，这部分闲置产能中算上了50万桶沙特与科威特两国领土交接的中立区油田产量。但由于科威特和沙特之间的争端，该地区近两年来没有生产过一桶原油。因此，我们认为OPEC增产乏力并非主观上不愿，而是客观上不能。此外，闲置产能处于低位往往会增加油市的波动性，并放大市场对原油价格的风险溢价。

图 1：三季度沙特原油产量明显增加



资料来源：Reuters，一德能化

图 2：OPEC 闲置产能已处于历史低位

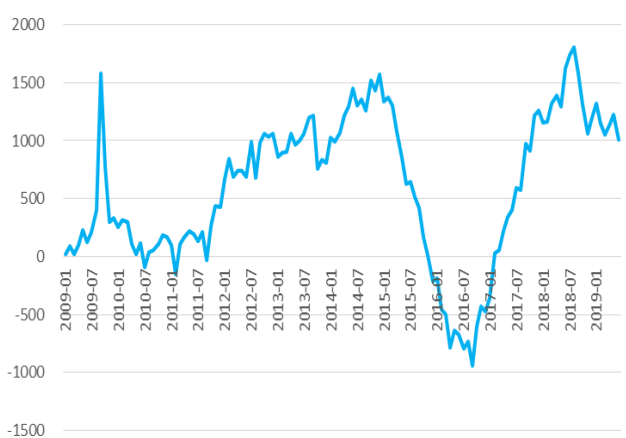


资料来源：EIA，一德能化

2. 美国原油产量大幅增长，供应外溢效应有望减弱

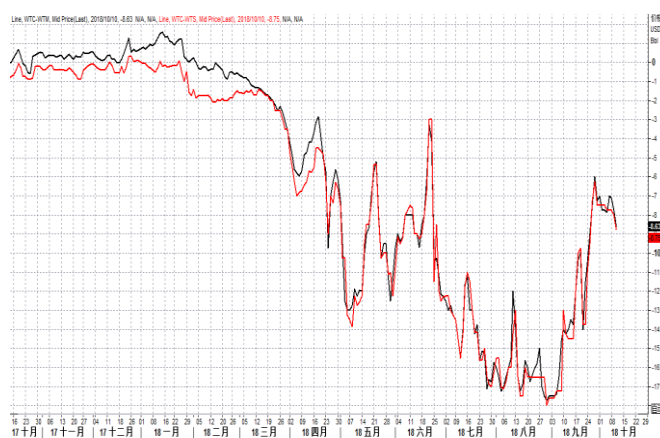
今年以来，美国原油产量是市场供应增量的主要来源。2018 年 9 月美国原油产量达 1107 万桶/日，较 1 月增加约 100 万桶/日。美国产量增幅主要来自 Permian 产区，因本土炼厂新增产能有限，唯一出路靠外运，美国三季度以来出口量总体维持在 200 万桶/日。但是内陆几个核心供应地区的管道已经满负荷运行。产区价格有所反弹但维持高贴水，说明产区压力仍然较大。近期钻机数量的回落也显示后续本土页岩油产量的增速将放缓。此外，由于贸易争端的影响，美国出口至中国的原油数量由 6 月的 46 万桶/日减少到 9 月的 19 万桶/日。美国原油产量增速放缓和出口瓶颈将减弱页岩油对原油市场的冲击力度。同时，油轮运费上涨增加了从美国运往亚洲的运输成本，并可能进一步限制美国原油流向亚洲市场。根据 Refinitiv Eikon 的数据，10 月 10 日时从路易斯安那离岸油港到东南亚炼油中心新加坡的 VLCC 每桶运油成本为 3.26 美元，一个月前仅为 1.78 美元。

图 3：美国原油产量增速回落



资料来源：wind，一德能化

图 4：美国原油产区价格维持高贴水



资料来源：Reuters，一德能化

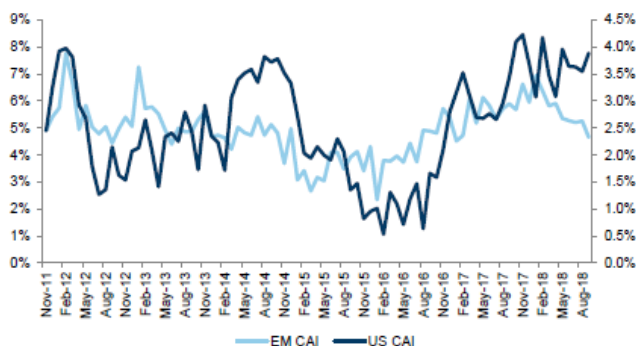
3. 贸易战蒙阴需求前景，三季度数据依旧强劲

全球石油需求增长和世界经济关联密切。在过去的几个月内，全球贸易格局快速变化，美国政府宣布加征关税，引起其贸易伙伴报复性反制措施。这不仅加深了对“贸易战”的担忧，更有可能引发全球化的倒退。虽然到目前为止，贸易保护主义措施对全球经济活动的影响依然微小，但贸易摩擦的加剧可能会对国际贸易和全球经济产生重大不利影响。不过 IMF 近期维持了全球 GDP 3.9%的增速预测，虽然下调了发达经济体 GDP 增速 0.1%，但维持了美国 2018 年 GDP 增速预期 2.9%不变，相比 2017 年增速上涨 0.6%。美国乐观的经济前景或将带来石油需求的强劲增长，并很大程度抵消其他发达国家需求下行趋势。

未来原油需求主要驱动因素来自亚洲，中印总石油需求增长占世界需求增长总量的一半。中印方面，IMF 维持了两国经济维持较高增速的判断，中国 2018 年预测 GDP 增速达到 6.6%，印度预计达到 7.3%。IEA 预计 2018 年原油需求将同比增长 140 万桶/日。因此，原油的需求端短中期面临风险较小。需要关注中国 2019 年 1 季度和 2 季度经济增速的下行风险，但风险释放并非当下，贸易战、今年上半年经济高基数、内需不振三因素叠加的效应更有可能在明年年一季度方会体现。高盛样本数据显示，8 月开始全球石油需求强劲反弹，摆脱了之前几个月新兴市场带来的疲软态势。

图 5：美国将很大程度抵消其他发达国家石油需求下行趋势

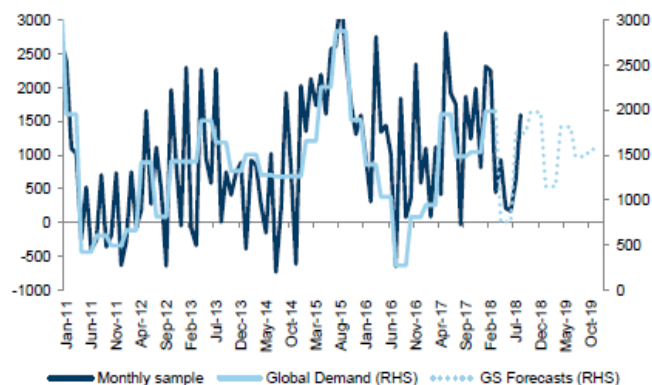
GS Current Activity Indicators (%QoQ Annualised) for EM (LHS) and US (RHS)



资料来源：Reuters，一德能化

图 6：8 月开始全球石油需求强劲反弹

High frequency sample covering 55% global demand through August vs GS global demand forecast



资料来源：Reuters，一德能化

4. 地缘政治事件频发，全球供应实质性减少

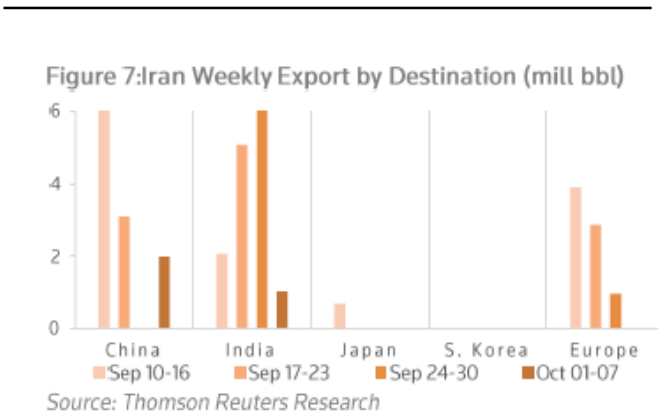
一直以来，地缘政治因素对国际油价的走势有着重要的影响。但是从总体上看，地缘政治因素往往加大了油价的短期波动幅度，中长期基本面仍是油价走势的主导。今年以来，全球地缘政治因素复杂、事件多发，可谓一波未平一波又起，不仅对短期油价走势产生了不同程度的影响，更是实质性影响了全球原油供应。

自 5 月 9 日美国总统特朗普宣布美国将单方面退出伊核协议以来，伊朗原油出口量已经由 5 月的 270 万桶/日下降到 9 月的 160 万桶/日。根据路透统计，10 月 1-7 日，伊朗原油和凝析油出口量为 110 万桶/日，这 7 天里没有一艘油轮驶往欧洲，伊朗主要的原油出口国家都大幅削减了进口量，其中，韩国更是完全停止进口。多个国家仍在继续进口伊朗原油，其中包括印度，印度是伊朗原油的大买家，虽然印度也已经减少了进口量，不过伊朗宣布可以接受印度卢比作为贸易货币，此外印度政府表示希望能在 11 月 4 日前美国对伊朗制裁生效之前能够得到美国政府的豁免，可以让印度继续进口伊朗的石油。美国近期表示正在积极考虑对那些正削减从伊朗进口石油

的国家进行豁免，但目标仍是豁免将最终消失，各国对伊朗油气的进口最终降到零。交易商 **Trafigura** 表示，最终全球市场减少 200 万桶/日的伊朗原油。

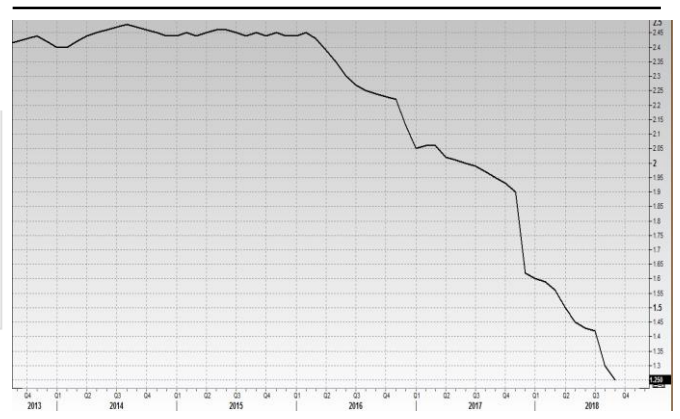
5 月 20 日，委内瑞拉现任总统马杜罗在大选中成功连任后，美国总统特朗普下令加大对委内瑞拉的各类经济和金融制裁。委内瑞拉目前已深陷政治动荡、经济萧条和社会失序三重危机，而在资金不足的状况下，委内瑞拉国有石油公司（PDVSA）也无法维持必须的投资力度，导致该国原油产量进一步下降，形成恶性循环。今年 8 月，委内瑞拉石油产量降至 123.5 万桶/日，环比再下降 3.6 万桶/日，以这样的下降速度，委内瑞拉石油产量到今年年底或明年初可能会降至 100 万桶/日下方。

图 7：伊朗原油出口目的地及数量



资料来源：GS，一德能化

图 8：委内瑞拉原油产量持续下滑

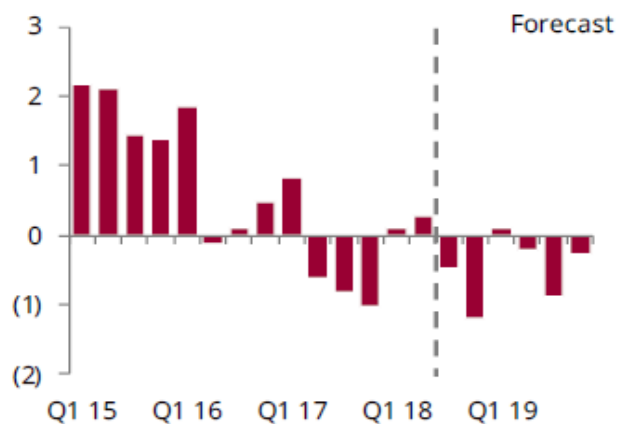


资料来源：wind，一德能化

5. 原油市场去库存延续，国际油价料强势依旧

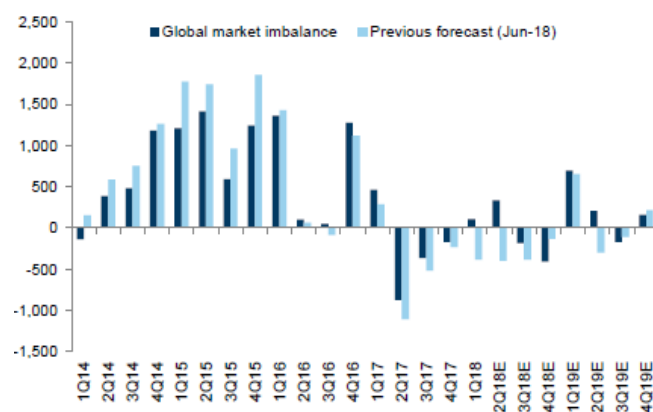
展望四季度，尽管 OPEC+ 主要国家实施增产，美国原油产量将继续提升，但美国对伊朗、委内瑞拉的制裁已实质性影响原油供应，加之 OPEC 闲置产能已处于历史低位，全球原油市场去库存的趋势仍将延续，国际油价预计将强势依旧。基准情景下，预计 2018 四季度布伦特原油价格运行区间为 75 美元/桶至 90 美元/桶，SC 原油价格运行区间为 500 元/桶至 610 元/桶。如果世界经济超预期复苏、产油国内外动荡加剧引发供应中断频发，则油价水平可能进一步提升；如果除伊朗、委内瑞拉外的 OPEC+ 产油国增产超 100 万桶/日、美国原油出口量大幅提升，则油价水平将面临较大下行压力。

图 9：EA 平衡表



资料来源：EA，一德能化

图 10：GS 平衡表



资料来源：GS，一德能化

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



公司总部：022-58298788 市场发展部：022-28130292
研究院：022-23303538 机构业务部：022-58298788/6111
地址：天津市和平区解放北路188号信达广场16层
邮编：300042

一德期货有限公司 北京北三环东路营业部 100013
北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel：010-8831 2088

一德期货有限公司 上海营业部 200063
上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel：021-6257 3180

一德期货有限公司 天津营业部 300021
天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平
创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel：022-2813 9206

一德期货有限公司 滨海新区营业部 300457
天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel：022-5982 0932

一德期货有限公司 郑州营业部 450008
郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel：0371-6561 2079

一德期货有限公司 大连营业部 116023
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2303、2310号房间
Tel：0411-8480 6701

一德期货有限公司 淄博营业部 255000
山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel：0533-3586 709

一德期货有限公司 宁波营业部 315040
浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel：0574-8795 1915

一德期货有限公司 唐山营业部 063000
河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel：0315-578 5511

一德期货有限公司 烟台营业部 264006
山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel：0535-2163353/2169678