



**兴业期货有限公司**

CHINA INDUSTRIAL FUTURES LIMITED

# 写在OPEC会议前： 减与不减

分析师：贾舒畅

从业资格编号：F3011322

投资咨询编号：Z0012703

Tel：021-80220213

E-mail: [jiasc@cifutures.com.cn](mailto:jiasc@cifutures.com.cn)



# 目录

## CONTENTS

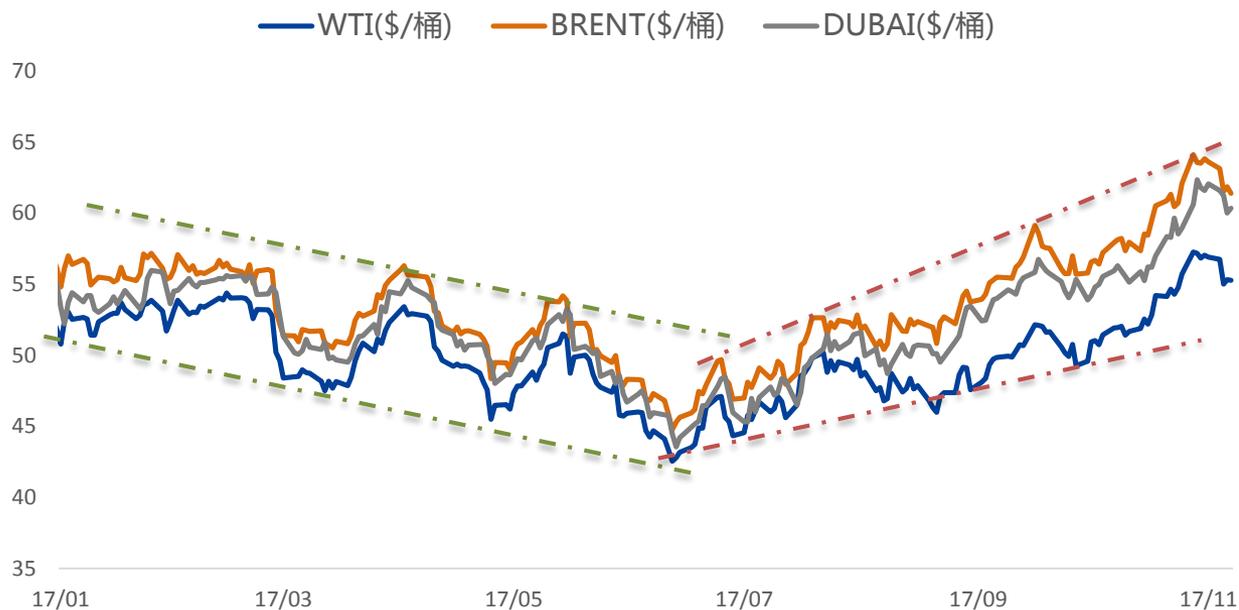
- 1 目前的一些市场信息
- 2 OPEC的两难境地
- 3 对于油价的判断

01

目前的一些市场信息

## 1.1 年初至今油价走势一览

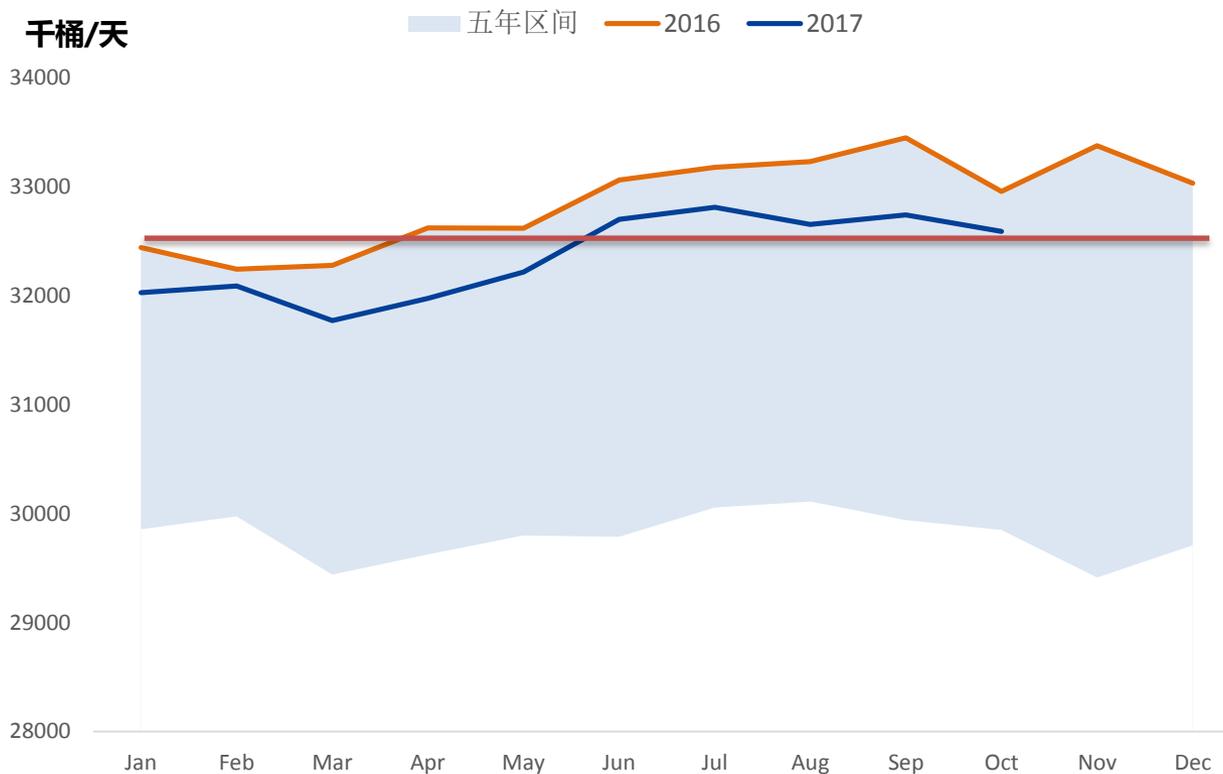
- 上半年市场普遍看淡全球消费增速，需求悲观预期主导，叠加美国页岩油增产明显，油价整体处下降通道；
- 二季度之后，全球进入原油的周期性消费旺季，且主要国家经济发展强劲，此外OPEC减产执行较好、美国钻机数下滑、库存不断去化成为油价的助推因素；
- 当前进入油价的关键时期，一方面，美国库存停止下降、钻井数上升从供给端施压油价，并且11月30日的OPEC与非OPEC会议吸引市场目光，投资者较为谨慎，是否延长减产协议成为关键，另一方面，主要产油国地缘政治事件的频发也成为油价下方的一定支撑。



数据来源：wind，兴业期货研究咨询部

## 1.2 OPEC产量：维持在目标产量附近

- 10月OPEC产量在32589千桶/日，维持在减产目标线左右，其间的主要减量来自于受到库尔德事件干扰的伊拉克（131千桶/日），以及尼日利亚的54千桶的产量下滑。



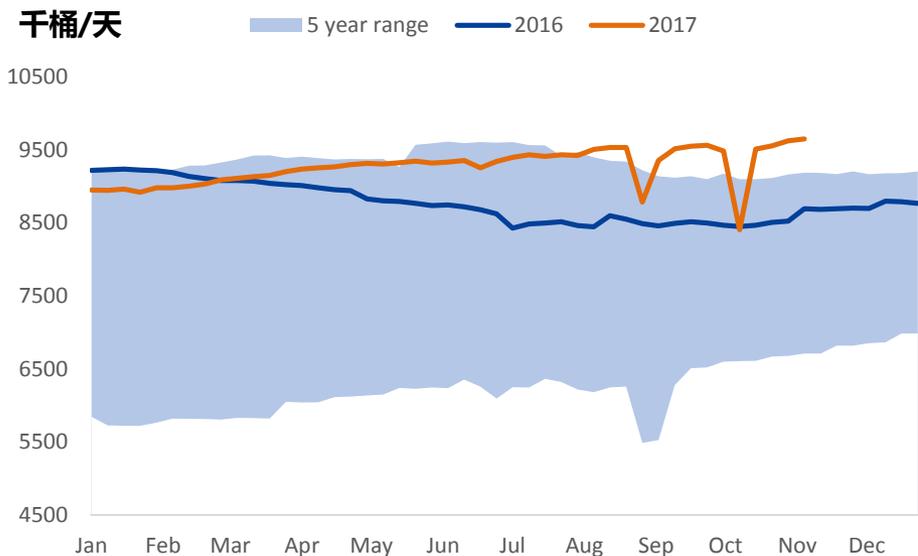
**减产协议目标：  
32500千桶/日**

数据来源：wind，兴业期货研究咨询部

## 1.3 非OPEC产量：美国是增产主力

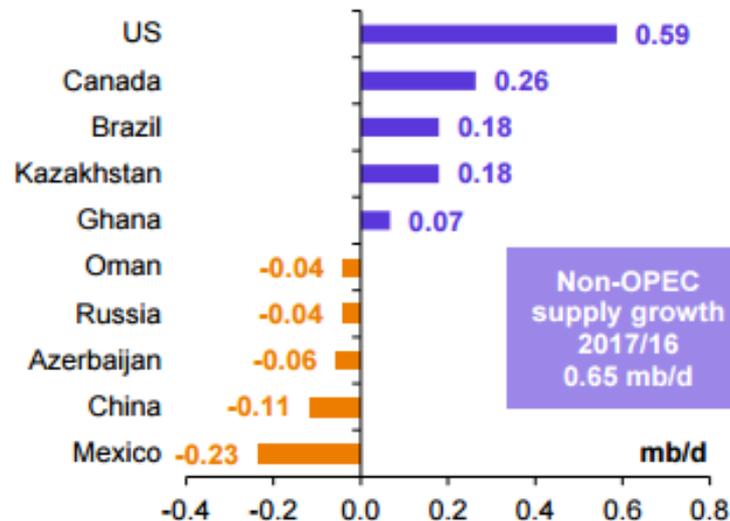
- 据最新的OPEC月报显示，非OPEC国家2017年预计将增产65万桶/日，其中主要增量来自于美国，美国原油产量从飓风后逐渐恢复，再度回升至5年区间最上沿，并且也在持续的创新高，OPEC国家努力减产之际，美国及其他非OPEC国家则借油价涨势而增产。

### 美国原油产量



数据来源：wind，兴业期货研究咨询部

### 非OPEC国家2017年预计产量变动 (百万桶/日)



Note: \* 2017 = Estimate.

Source: OPEC Secretariat.

数据来源：OPEC，兴业期货研究咨询部

## 1.4 美国：反OPEC其道而行

**美国原油生产商三季报：  
高于预期，且有望延续至2018**

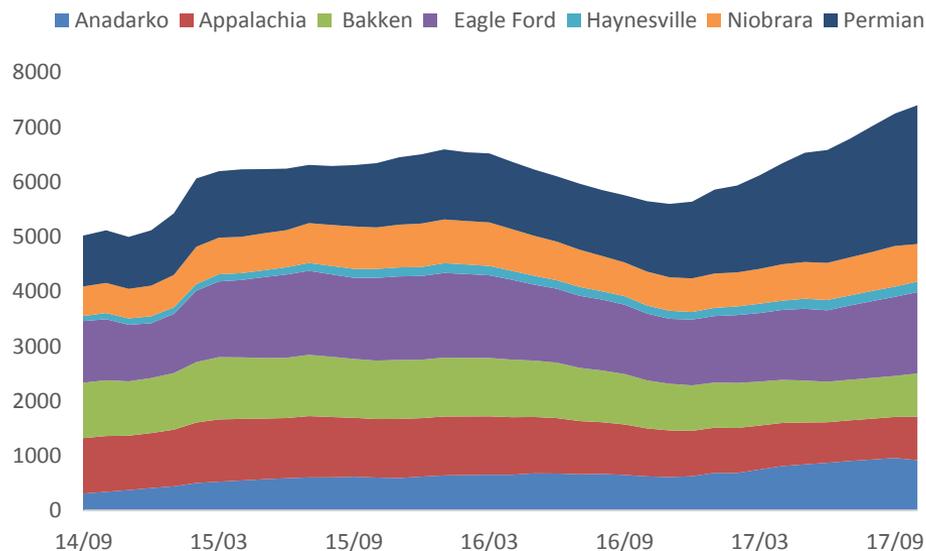
Company	3Q Actual (000 kb/d, liquids)	3Q Estimate (000 kb/d, liquids)	Difference
Oxy	466	466	0
Anadarko	445	456	(11)
EOG	415	414	1
Devon	327	328	(1)
Apache	260	274	(14)
Pioneer	219	212	7
Noble	192	192	0
Marathon (US Only)	183	183	0
Chesapeake	140	142	(2)
Continental	125	127	(2)
Concho	120	115	5
Antero	112	105	7
RRC	111	106	5
Cimarex	105	103	2
Newfield	101	93	9
Whiting	96	96	(1)
WPX	78	76	2
Diamondback	74	74	1
Energen	65	61	4
SM Energy	63	64	(0)
Parsley	60	59	1
Denbury	58	58	1
PDCE	58	60	(2)
RSP Permian	51	51	1
SWN	49	47	2
Extraction	47	45	2
Laredo	43	44	(1)
WildHorse	27	24	4
Halcon	25	24	1
Matador	24	21	3
Gulfport	23	24	(1)
Consol	20	17	3
Callon	17	17	0
Bill Barrett	17	15	2
Cabot	15	15	0
Eclipse	10	10	0
QEP	6	6	0
Total	3,781	3,755	26

数据来源：barclay、OPEC、wind，兴业期货研究咨询部

**美国页岩油2017/2018产量预估上升（百万桶/日）**

Shale play tb/d	2017*		2018*	
	Production	Y-o-y change	Production	Y-o-y change
Permian tight	1.85	0.39	2.30	0.45
Bakken shale	1.04	0.02	1.06	0.02
Eagle Ford shale	1.15	-0.02	1.19	0.03
Niobrara shale	0.31	0.02	0.39	0.08
Other tight plays	0.32	0.02	0.35	0.03
<b>Total</b>	<b>4.67</b>	<b>0.43</b>	<b>5.29</b>	<b>0.62</b>

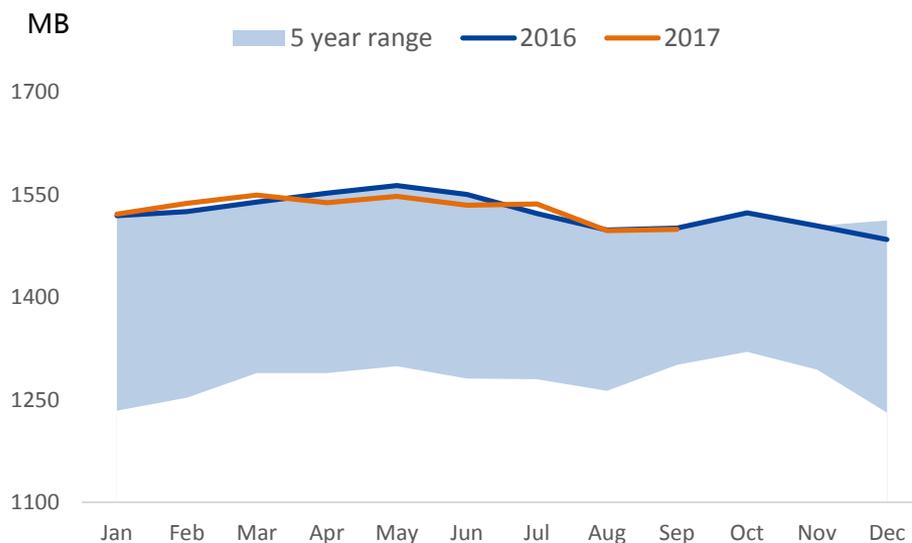
**美国DUC（已钻未完井）数量庞大（座）**



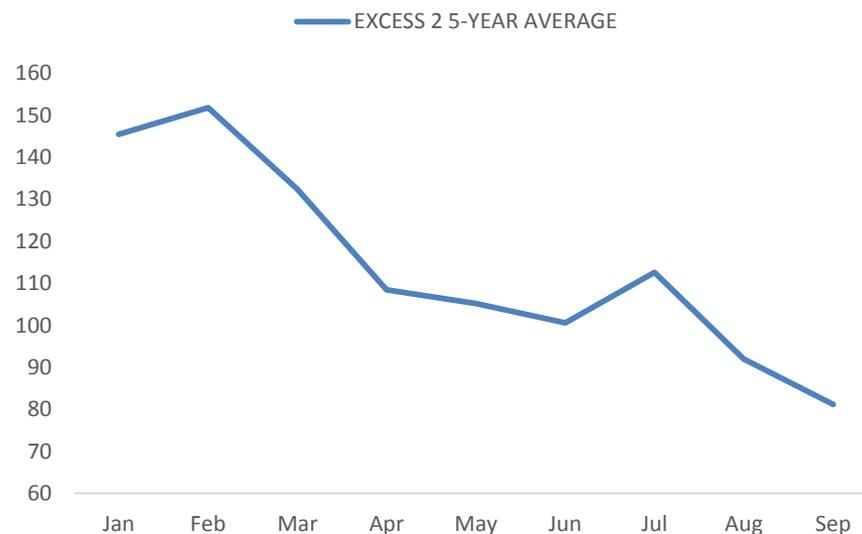
## 1.5 OECD库存：向五年均值靠拢

- 除了产量，OPEC的减产目标之一还有库存，其目的是将原油库存降至五年均值附近，虽从左图看，其绝对量仍处在较高位置，但从右图看，趋势较为明显，OPEC的减产努力有一定回报，截至2017年9月，OECD原油库存仅超五年均值81.2百万桶/日，而在一月，该数据为145.4万桶/日。

### OECD原油库存



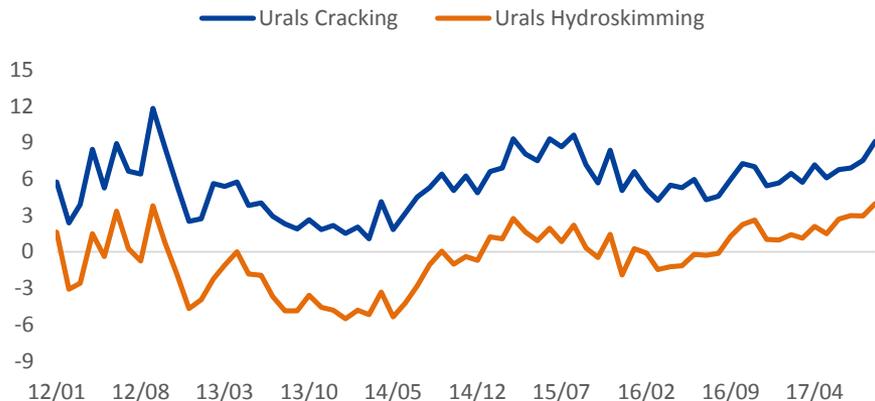
### 2017OECD原油库存 减去 五年均值



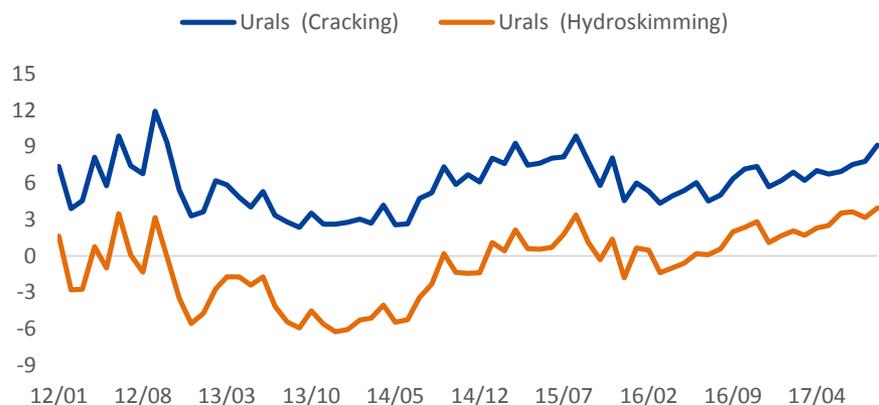
数据来源：OPEC，兴业期货研究咨询部

## 1.6 各地利润：持续好转利于库存进一步去化

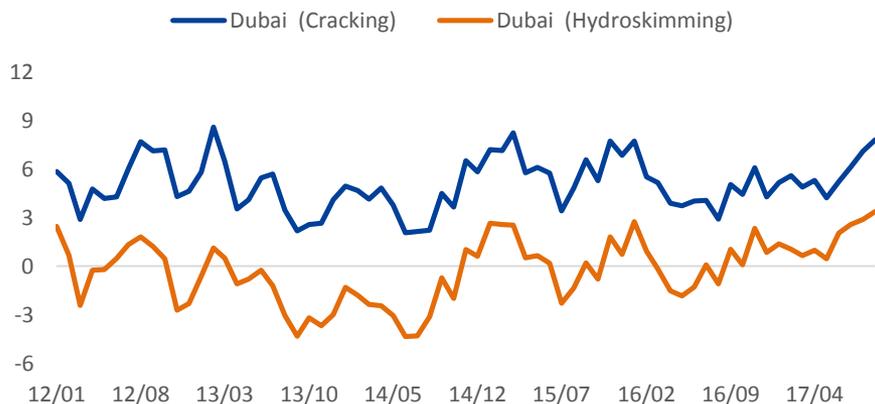
### 欧洲地区炼厂主要油种利润



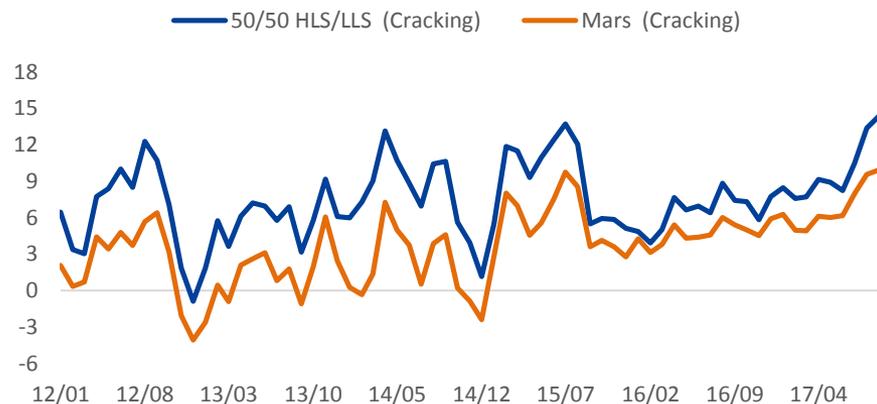
### 地中海地区炼厂主要油种利润



### 亚太地区炼厂主要油种利润



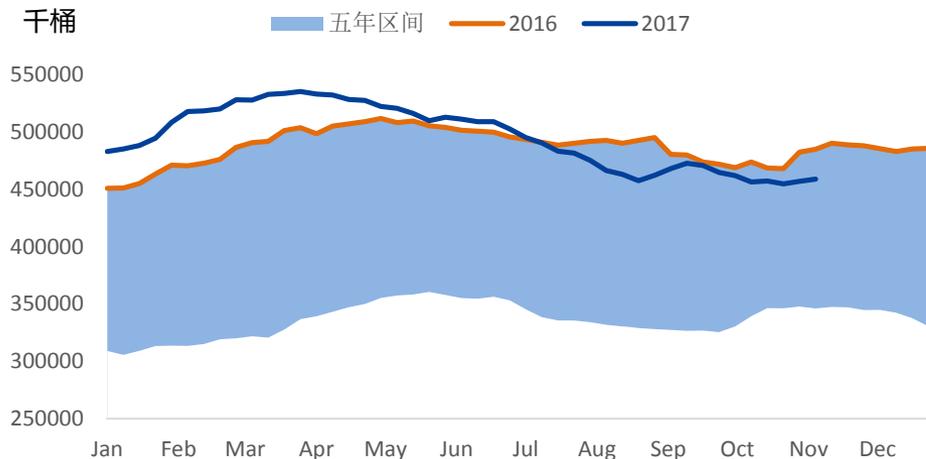
### 墨西哥湾区炼厂主要油种利润



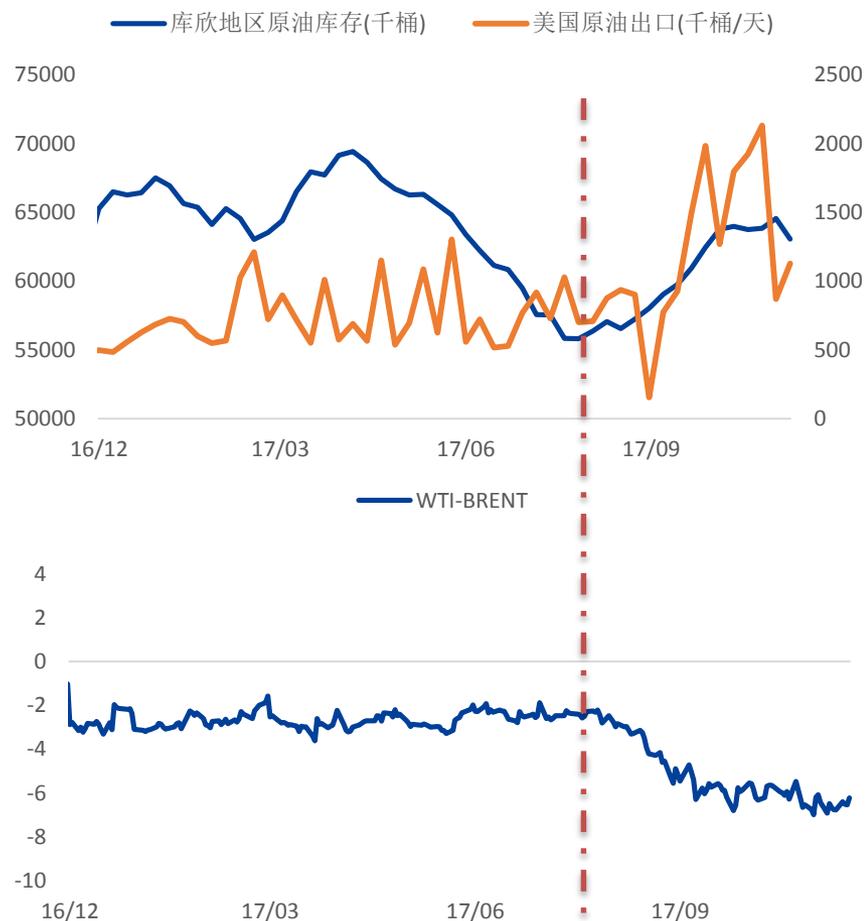
数据来源：IEA，兴业期货研究咨询部

## 1.7 美国原油库存：去化还看价差

### 美国原油库存



### 库欣地区原油库存及出口

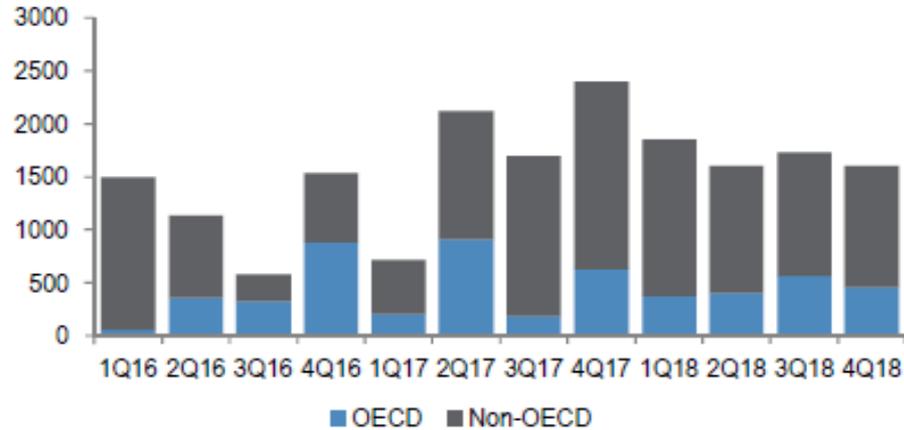


数据来源：OPEC，EIA、兴业期货研究咨询部

- 美国原油库存从高位回落，并且伴随着WTI-BRENT的价差扩大，美国的原油出口也在不断暴涨，剔除飓风因素，后续短期内的美国库存变动应遵循如下逻辑：
- WTI保持对于BRENT的贴水，高于4.5美元/桶（库欣运至休斯顿港再至北欧的运费）+美国产量不断上升=出口继续暴增=库欣地区原油库存下滑

## 1.8 需求：短期内保持强劲势头

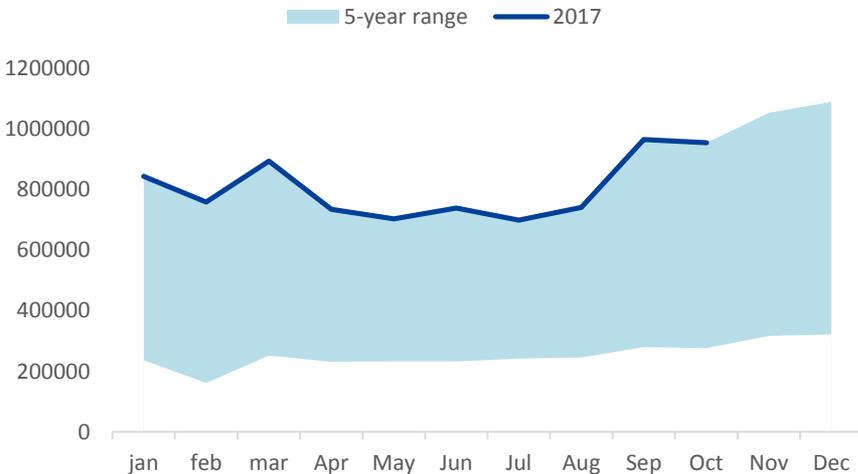
### 全球原油需求预计—IEA、JODI、JPM



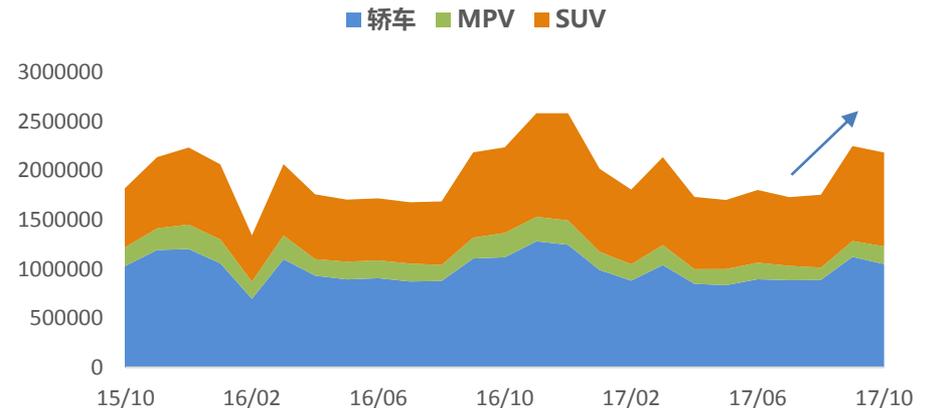
### 美国乘用车销量：SUV+MPV+轿车



### 中国SUV销量保持高速增长

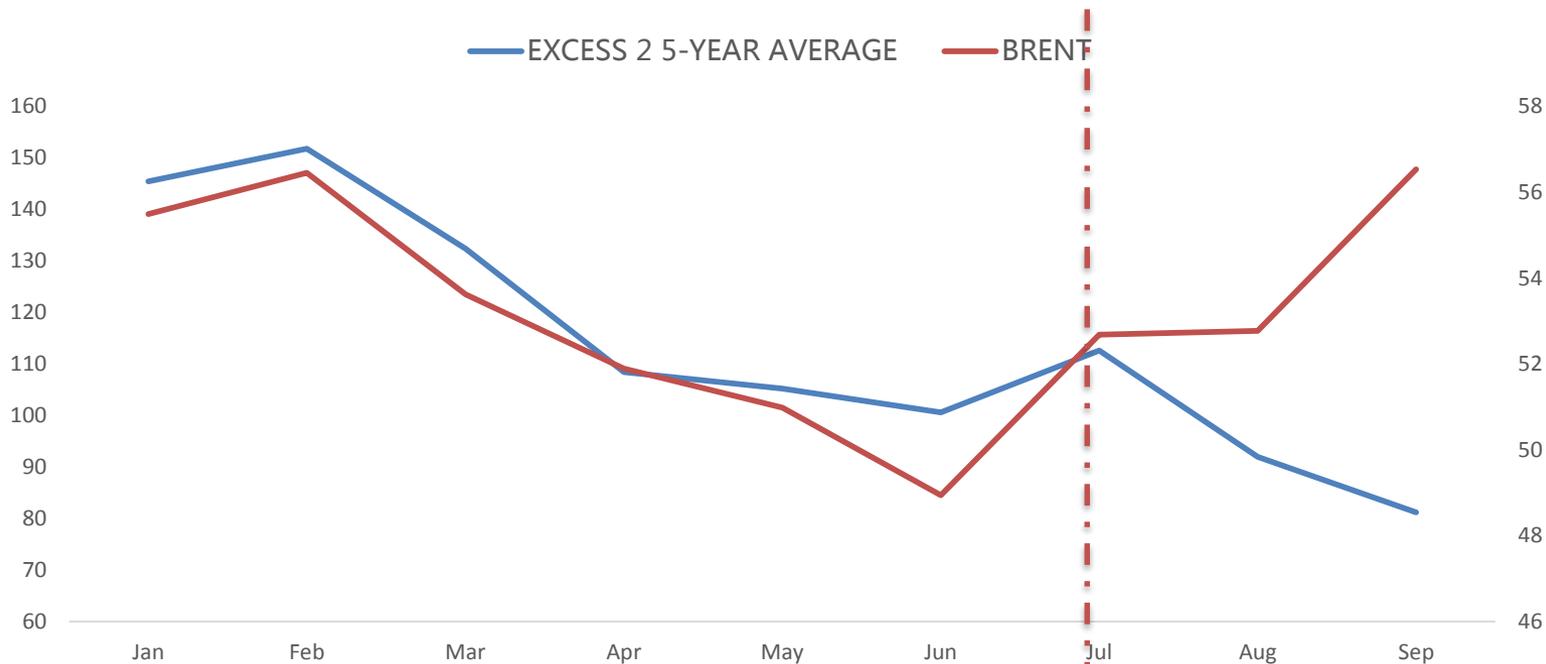


### 我国SUV是乘用车消费的主导力量



## 1.9 需求：不是当下的主要矛盾

### 全球原油库存减去五年均值&布伦特油价走势



- 上半年全球经济预期较为悲观，需求侧预期更是油价上方的主要利空，因此当市场目光集中在需求上时，其他因素诸如库存、产量等供给端因素并不重要，
- 彼时的主要矛盾在于需求端，供给端的变化对油价影响微乎其微。

- 进入下半年，OPEC减产、库存去化、钻机数的下滑等供给端因素成为油价的主导，并且需求端的预期较为一致，因此市场焦点从需求转向了供给，此时供给端的风吹草动均能成为左右油价的主导素，尤以OPEC为甚。

- OPEC积极推动减产，并努力维持自身产量不超过目标产量之际，美国原油产量却在不断增加，而在当前WTI-BRENT价差低位之际，美国原油出口大幅增加，且因目前需求未见疲软信号，该趋势将延续，并有助于美国库存的稳定下降，因此其产量仍有向上空间；
- 这为OPEC的减产协议是否延长制造了第一个矛盾：要减产还是要市场份额？
- 整体来看，OPEC的减产政策卓有成效，全球原油库存正在向五年均值水平回归，并且在需求预期强劲、油价远期曲线反向结构的当下，即使没有OPEC的限产协议，库存的去化问题也不大；
- 这为OPEC延长减产制造了第二个矛盾：延长减产协议的必要性？

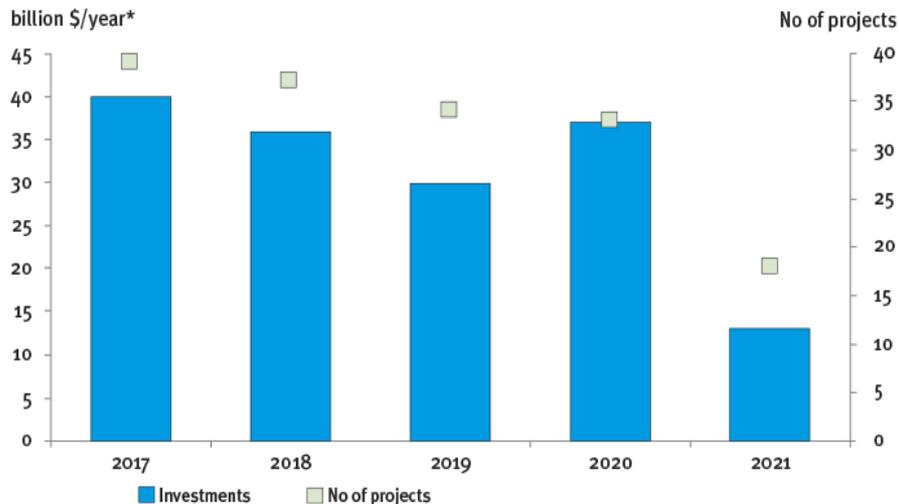
# 02

## OPEC的两难境地

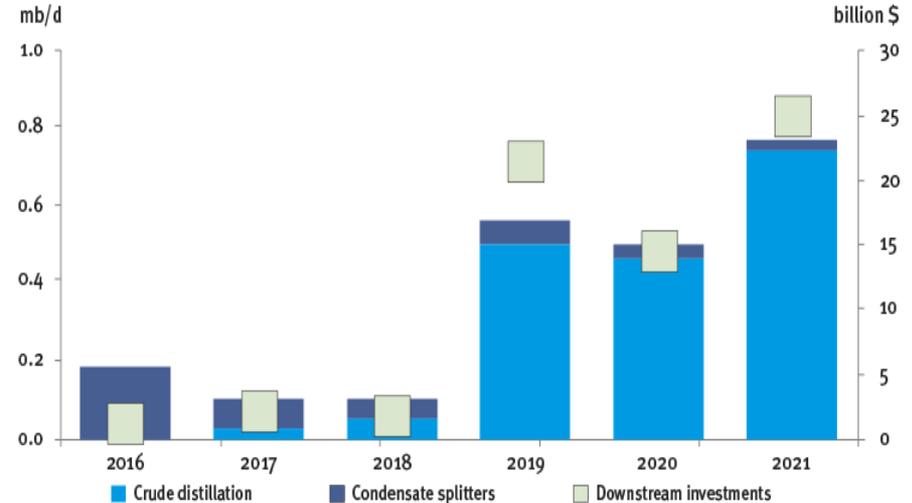
## 2.1 OPEC的担忧：市场份额

- 在OPEC努力推动减产之时，其上游投资并未减少，而下游投资却远远不及，诚然，这与需求有关，并且OPEC的上游项目即使建成，也有可能成为闲置产能，成为OPEC减限产措施的一部分；
- 但上下游投资的错配，上游投资保持高位，我们可以初步得出，OPEC担心的内容除了油市稳定，还有市场份额损失。

### OPEC的上游投资及项目个数

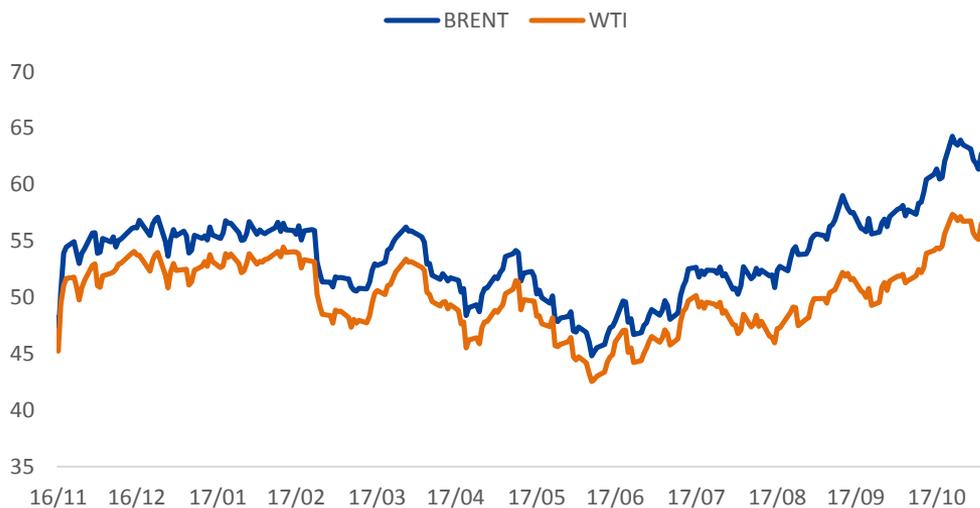
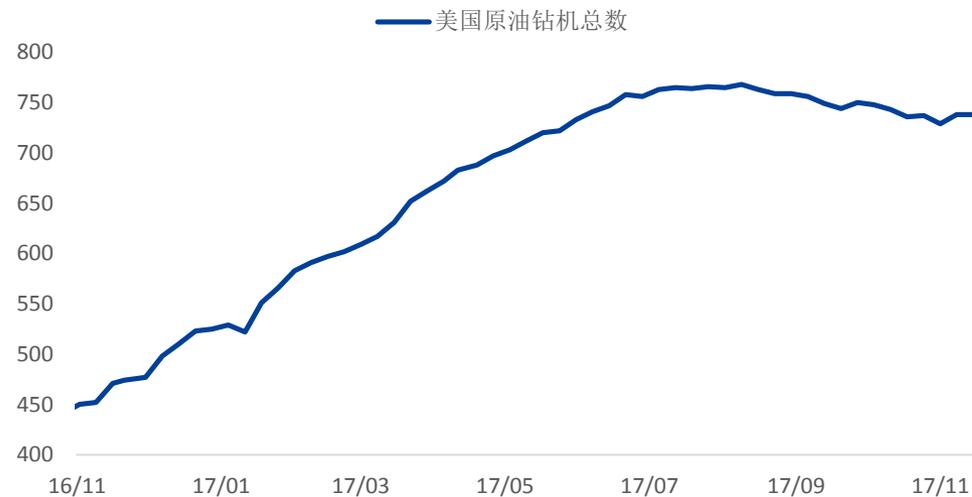


### OPEC的下游投资及项目产能



数据来源：OPEC，兴业期货研究咨询部

## 2.2 OPEC的两难境地



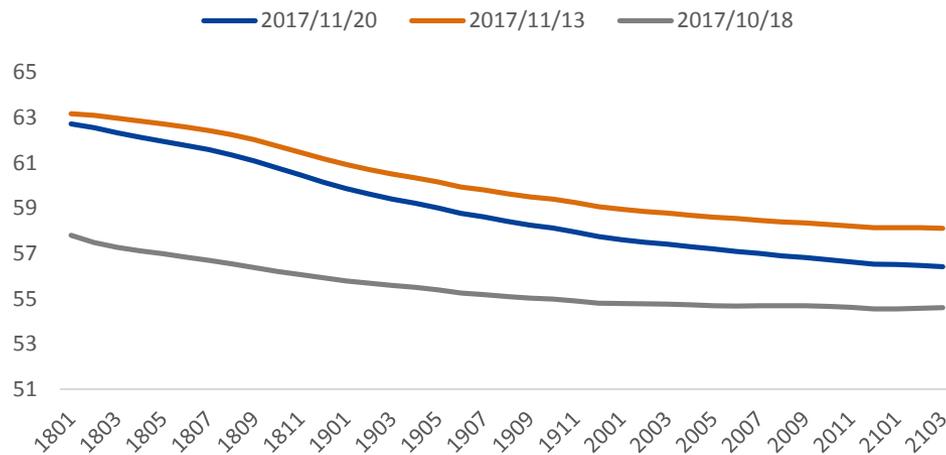
数据来源：wind、BH，兴业期货研究咨询部

- 去年的11月30日的OPEC会议上，成员国达成减产协议，将减产120万桶/日至3250万桶/日；
- 油价应声跳涨，并且在今年，随着OPEC的不断努力，以及持续释放出的积极信号，油价总体稳中有升；
- 伴随油价上涨的还有美国原油钻井数，虽近期有所下滑，但从16年11月起，总数还是增加了1.6倍；
- OPEC在去年此时发出的坚决减产的积极信号，到头来成为了推动美国页岩油产量的最大驱动；
- 当前OPEC面临的两难境地，是继续坚定延长减产协议的信号以抬高油价增加成员国短期收入，与长期的市场份额损失之间的矛盾。

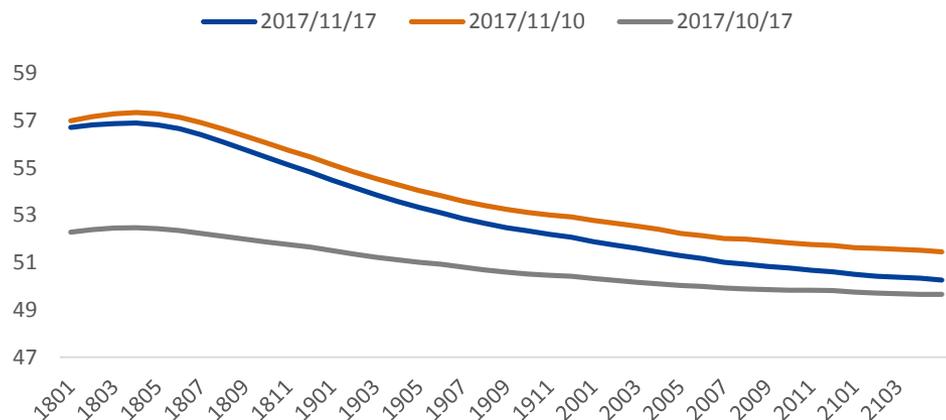
## 2.3 延长减产的利：短期为主

- 自9月开始，需求旺季、OPEC延长减产预期发酵，叠加美国飓风中断原油生产造成的现货紧张令近月价格不断抬升，曲线转为反向结构；
- 若此次会议上OPEC坚决延长减产，将释放出强烈的积极信号，近端油价将进一步被抬升，油价的反向结构将更陡峭；
- 近端油价抬升的好处之一是OPEC成员国的短期收入将提升；
- 好处之二是近端的高油价将加速全球库存的去化，令OPEC能够更有效率地达到减产以及库存正常化的目标。

### BRENT远期曲线

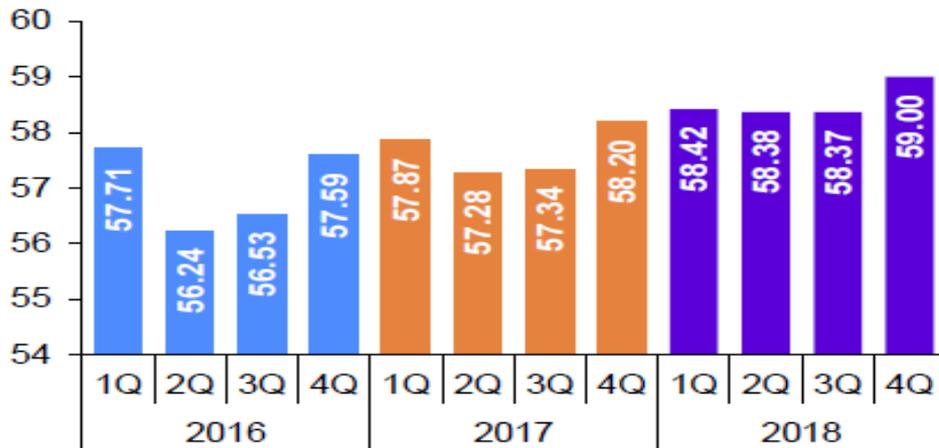


### WTI远期曲线



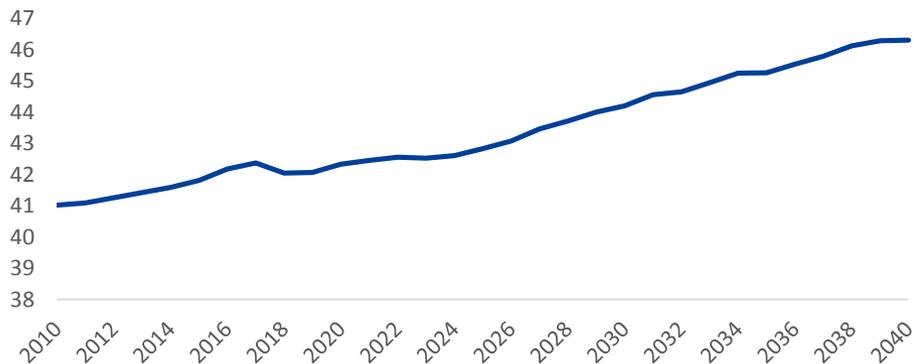
## 2.4 延长减产的弊：中长期为主

非OPEC产量预估（百万桶/天）



美国抢占市场份额恐将加速

— 美国原油在OPEC地区的市场份额预估（%）



- 事实上，在当前的原油远期曲线结构下，远期的上游项目投资，尤其是高成本生产商例如美国，是被限制的；
- 远期的低油价意味着一般为期一年左右的开采项目估值降低，资本的兴趣不高；
- 但在当前油价下，OPEC对于非OPEC国家较为保守的产量预计仍是上升；
- 若将市场一分为二，OPEC与非OPEC，在一方产量较为确定（减产协议）的情况下，一方产量的增长意味着市场份额的增加；
- OPEC若延续产量目标不变，这也就意味着OPEC的大部分上游投资将成为闲置产能，市场份额的损失带来的是成员国的根本利益的损伤。

数据来源：EIA、OPEC，兴业期货研究咨询部

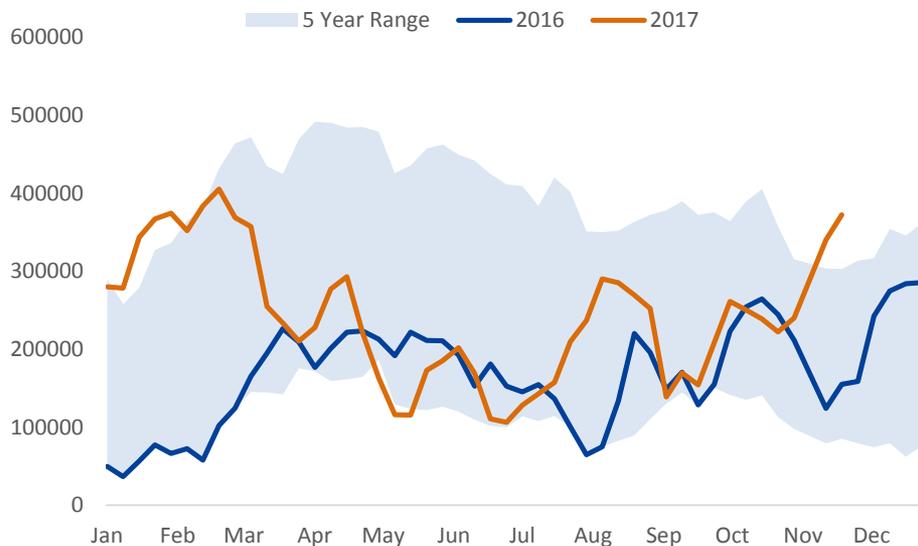
# 03

## 对于油价的判断

## 3.1 市场的一致预期

- 当前WTI与BRENT不断创新高的投机净多仓至少可以反映出一点，市场对于月底OPEC延长减产，甚至俄罗斯与OPEC联合减产有较强的期待。

### WTI管理基金净多仓



### BRENT管理基金净多仓



### 油价维持高位

- 油价高位将令急需短期财政收入增加的国家，如伊拉克、伊朗、尼日利亚、利比亚等有增产动力，OPEC难以如愿延长减产协议；

### OPEC自顾不暇

- 库尔德局势、沙特王储继位风波、伊朗沙特黎巴嫩乱局、尼日利亚、利比亚乱局等令OPEC内部政治局势不稳，更遑论一致减产；

### 美国继续增产

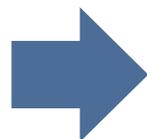
- 若OPEC延长减产，这将成为中期内推动油价上涨的有力信号，在油价进一步上行的背景下，美国将继续抢占市场份额；

### 俄罗斯热情消退

- 事实上，俄罗斯也是急需增产以增加财政收入的国家之一，尤其是明年的大选正在临近，增产压力正在上升，俄罗斯作出承诺的概率正在减小。

### 3.3 市场对于OPEC会议结果过于乐观

Scenario 1 : OPEC延长减产协议至少至明年6月，维持当前产量目标不变，且俄罗斯积极参与；



符合市场预期，  
油价表现偏强

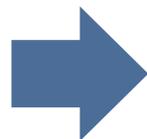
事件概率

60%

Price in 程度

100%

Scenario 2 : OPEC释放积极信号，称将继续推动再平衡，但涉及延长减产协议部分则推迟至明年一季度另行决定，同时寻求退出策略；



不及市场预期，  
油价短线急跌

事件概率

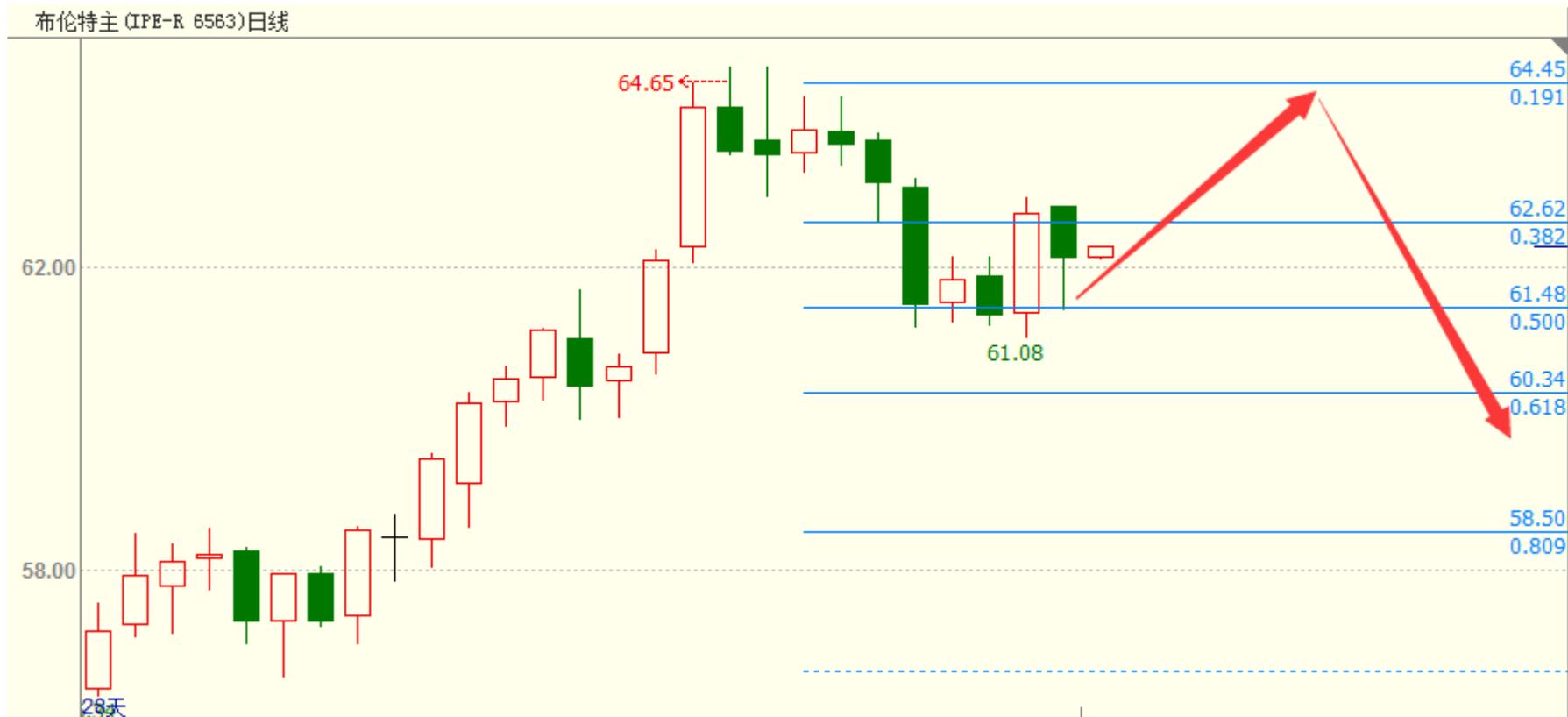
40%

Price in 程度

10%

### 3.4 单边策略建议

- 多单持有至11月30日结果出炉前，点位看至前高64.5美元/桶附近，止损设于60美元/桶；
- 随后逢高介入空单，于64美元/桶上方入场，点位看至58-60美元/桶区间；



## 3.5 组合策略建议

- OPEC若无确定性的延长减产协议结果，将加速美国原油的出口，即加速美国抢占市场份额，叠加Keystone输油管道泄露，库欣原油库存将持续流出，WTI将得到相对更强支撑，目前处于低位的WTI-BRENT价差存做多机会；
- 当前区间介入多WTI-空BRENT组合，点位看至一年期均值-3.5美元/桶附近，稳健者点位看至4.5美元/桶附近（美国至北欧东向套利窗口关闭）。

2017/11/21 收 -5.66 幅 -0.31 开 -5.59 高 -5.59 低 -5.66 振 0.21%



# Thank you!



## 兴业期货有限公司

CHINA INDUSTRIAL FUTURES LIMITED

地址：宁波市江东区中山东路796号东航大厦11楼 邮编：315040

上海市浦东新区银城中路68号时代金融中心31楼 邮编：200120

网：[www.cifutures.com.cn](http://www.cifutures.com.cn)

Add: 11th Floor Eastern Airlines Building , No.796 Zhongshan East Road , Ningbo , 315040 , China

Tel : 400-888-5515 Fax:021-80220211/0574-87717386