



从 OPEC 的自身利益看原油反向结构的持续

原油专题策略报告

2017-11-7

主要内容：

- 从 9 月初以来，布伦特的远期曲线结构发生了显著的转变，由此前的 Contango 变为了目前的 Backwardation；
- 从基金净多持仓与工业净空持仓的角度看，近月的投机净多头寸与于远月卖出保值的生产商及贸易商净空头寸同时大幅增长，造成了这样的曲线结构；
- 而这样的持仓结构变动的原因又是什么，需求的变化反映在相对高频的库存及成品油产量数据中，从而影响当下的油价，预期的转变也一般被当前的油价所反映；
- 而实际的情况，一些缓慢但实际发生的变化，则基本反映在远月油价中，例如 OPEC 大幅增加的上游投资、美国仍旧处于高位的钻技数等；
- OPEC 集团的最大竞争对手非美国莫属，其目的是保持油价稳定，同时缓慢地扩大市场份额，而作为生产成本最低的组织，OPEC 要做的就是维持当前的逆价差结构，限制成本相对较高的美国页岩油生产商抢占市场份额；
- OPEC 将维持这样的近月升水结构，并且伴随当前较为强劲的需求，作为主力合约近月油价将保持上涨势头。
- **单边策略：**BRENT/WTI 主力合约买入持有；
- **组合策略：**BRENT 合约买近卖远组合介入；
- **产业策略：**炼厂宜增加近月买入保值头寸，生产商在目前的远月价格点位暂不宜增加卖出保值头寸。

兴业期货研究部

能化组

贾舒畅

021-80220213

jiasc@cifutures.com.cn

更多资讯内容

请关注本司网站

<http://www.cifutures.com.cn/>

正文目录

1、布伦特的远期曲线	5
2、略显拥挤的两个头寸	5
3、逆价差结构的形成	7
3.1、需求篇：北美油品消费强劲，欧元区毫不逊色	7
3.2、供给篇：简单粗暴，目标明确	9
4、从 OPEC 与美国竞争的角度谈逆价差结构的持续	11
4.1、OPEC 的两难境地	11
4.2、如何限制美国页岩油生产商	12
5、从远期曲线看当下的原油价格	14

图表目录

图 1 近高远低的 BRENT	5
图 2 类似的 WTI 远期曲线	5
图 3 拥挤的头寸之一：BRENT 基金净多	5
图 4 拥挤的头寸之二：BRENT 工业净空	5
图 5 相对“清淡”的 WTI 管理基金净多	5
图 6 相对“清淡”的 WTI 工业净空	5
图 7 布伦特占据上风的投机持仓	6
图 8 具有绝对优势的布伦特工业持仓	6
图 9 从持仓的角度看远期曲线	7
图 10 汽油产量回升至超过五年高位	7
图 11 柴油产量同样大幅回升	7
图 12 北美成品油库存不断去化	7
图 13 美国消费者信心指数持续向好	7
图 14 PMI 表现良好	8
图 15 GDP 数据维持上升势头	8
图 16 欧元区制造业 PMI 持续上行	8
图 17 信心指数表现亮眼	8
图 18 布伦特炼制利润持续上行	8
图 19 URALS 炼制利润也不断改善	8
图 20 OECD 国家成品油库存去化持续	9
图 21 欧洲地区库存同样下滑	9
图 22 大幅上升的 OPEC 上游投资	9

图 23 处于低位的 OPEC 炼厂设备投资	9
图 24 较 16 年大幅上升的钻机数	10
图 25 飓风后迅速恢复的原油产量	10
图 26 暴增的原油出口	10
图 27 相对价格优势明显的 WTI	10
图 28 同时上升的两类头寸	11
图 29 通常 OPEC 产量的上扬伴随着美国产量的上涨	12
图 30 高盛预计的不同油价下美国产量的变动	13
图 31 美国的高收益债市场成交活跃	14
图 32 供需预测	15

1、布伦特的远期曲线

近来油价持续提升，布伦特油价更是突破 60 美元/桶，而在价格剧烈变化的同时，布伦特的远期曲线几无改变，仍旧维持着几个月以来的反向结构，而 WTI 的远期曲线，也在发生着缓慢而坚定的转变。

图 1 近高远低的 BRENT

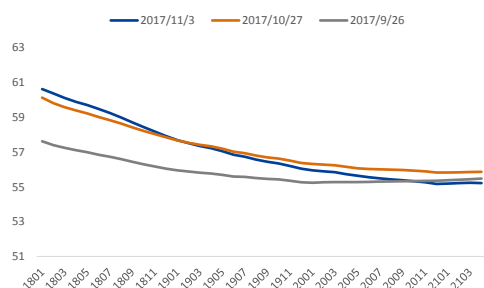
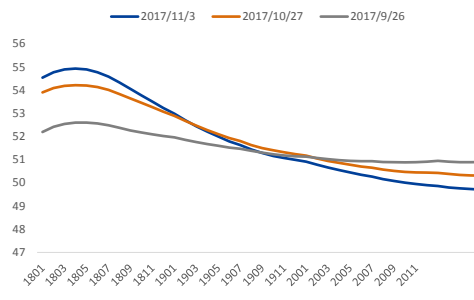


图 2 类似的 WTI 远期曲线



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

2、略显拥挤的两个头寸

截止 2017 年 10 月 24 日，布伦特管理基金净多头寸 52.92 万张，环比增加 1.43 万张，较年中低点增幅逾 30 万张，同时也早已突破五年区间，且有进一步上扬态势；

同期，布伦特工业净空头寸为 75.97 万张，环增 1.11 万张，较年中低点增幅近 20 万张，也已达五年区间的上扬，有突破之势；

图 3 拥挤的头寸之一：BRENT 基金净多

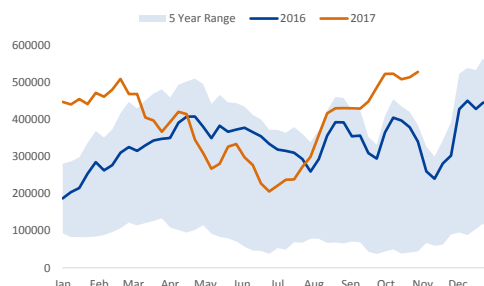
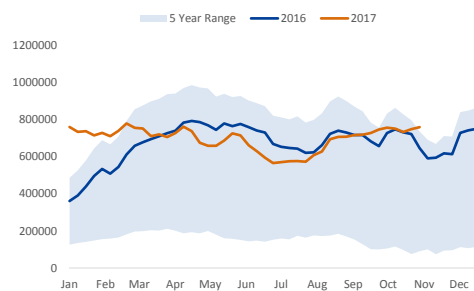


图 4 拥挤的头寸之二：BRENT 工业净空

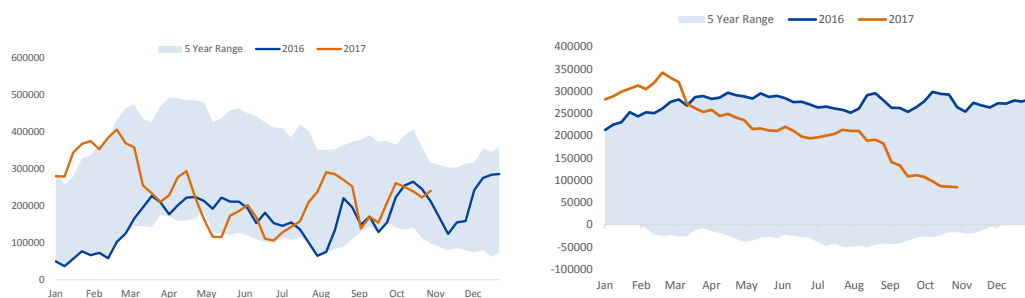


数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

而对比同期的 WTI 相关持仓，则显得“清淡”许多，无论是管理基金净多仓，还是工业净空仓，都处在五年区间的均值水平：

图 5 相对“清淡”的 WTI 管理基金净多

图 6 相对“清淡”的 WTI 工业净空

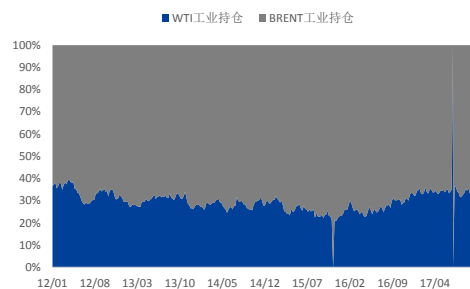
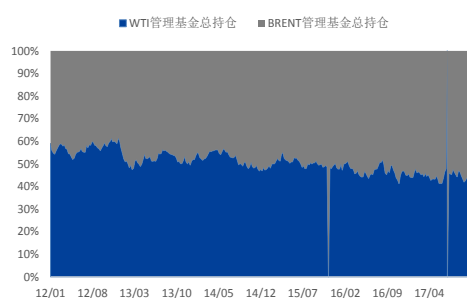


数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

飓风在美国的肆虐令该地原油生产与冶炼双双受限，因此 WTI 的多头情绪远弱于 BRENT，从上图的净多持仓相对走势与绝对量对比可看出明显的区别；

图 7 布伦特占据上风的投机持仓

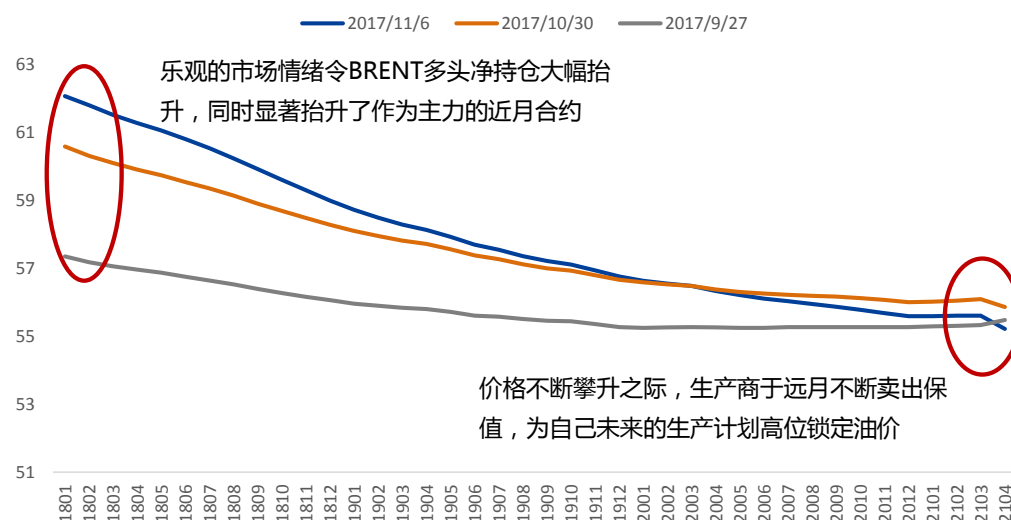
图 8 具有绝对优势的布伦特工业持仓



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

相对更高涨的多头情绪（近月合约）、主要的套保选择（远月合约）占据主要市场的持仓量，构成了 BRENT 较为显著的近高远低的 Backwardation 结构：

图 9 从持仓的角度看远期曲线



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

3、逆价差结构的形成

3.1、需求篇：北美油品消费强劲，欧元区毫不逊色

在短暂性的飓风影响及炼厂检修后，汽油及柴油产量超预期回升，超出五年最高水平上沿，但北美汽油与柴油库存也在不断去化，美国经济改善，终端消费向好是主要驱动，因此在本应是北美出行淡季的期间，需求同样强劲；

图 10 汽油产量回升至超过五年高位

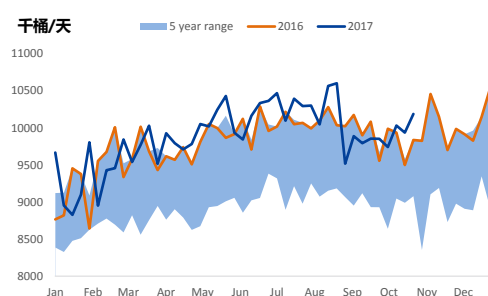
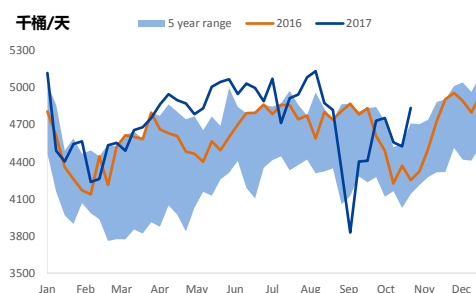


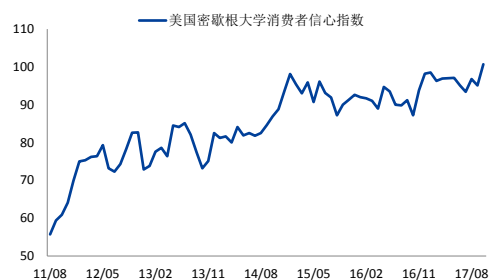
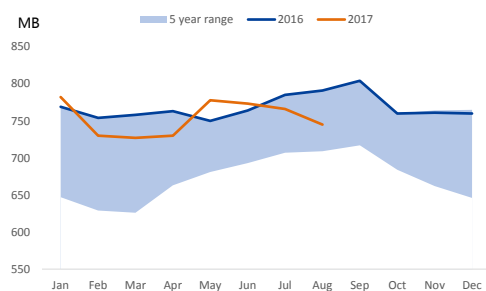
图 11 柴油产量同样大幅回升



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

图 12 北美成品油库存不断去化

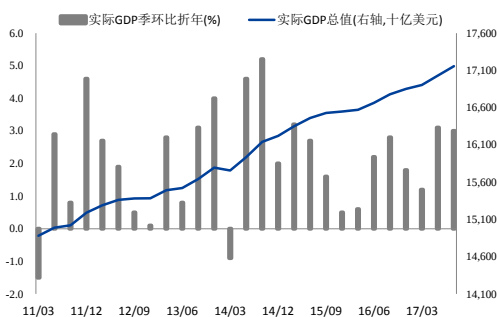
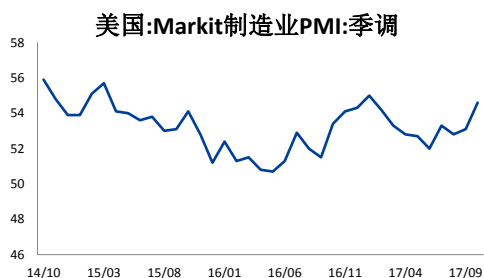
图 13 美国消费者信心指数持续向好



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

图 14 PMI 表现良好

图 15 GDP 数据维持上升势头

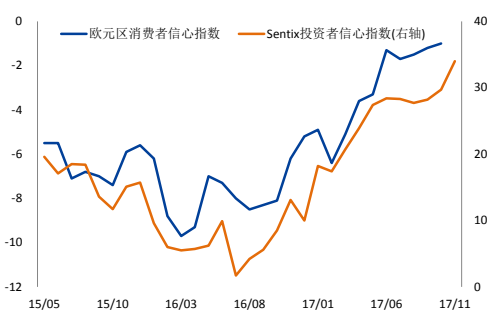
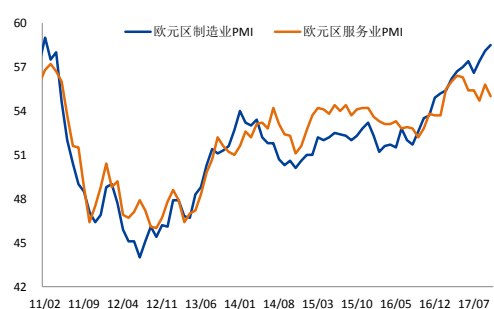


数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

欧洲地区表现也毫不逊色，强劲的 PMI 与消费者信心指数指标表明欧元区经济向好，从而驱动了炼厂利润的不断改善，并使得欧洲成品油库存维持在稳定的五年均值水平；

图 16 欧元区制造业 PMI 持续上行

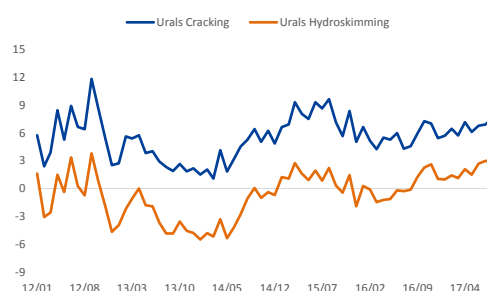
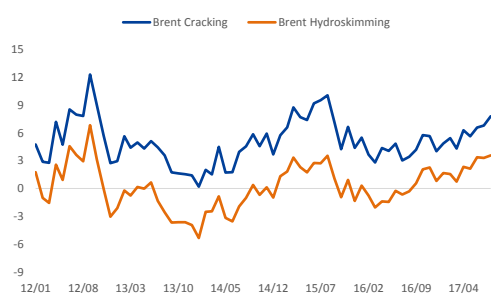
图 17 信心指数表现亮眼



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

图 18 布伦特炼制利润持续上行

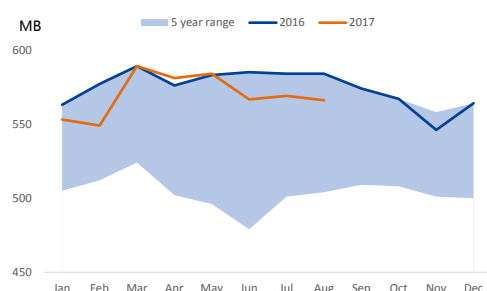
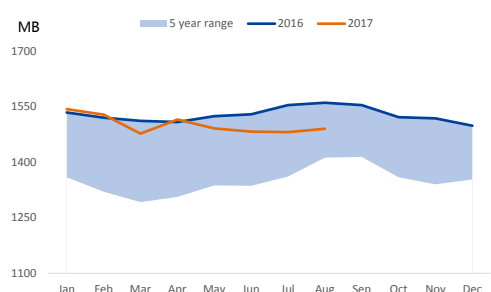
图 19 URALS 炼制利润也不断改善



数据来源：IEA、兴业期货研究咨询部

图 20 OECD 国家成品油库存去化持续

图 21 欧洲地区库存同样下滑



数据来源：OPEC、兴业期货研究咨询部

近期需求端的强劲表现，叠加沙特、俄罗斯及 OPEC 不定期表达的关于对原油市场再平衡充满信心/延长减产协议的观点，以及中东局势不稳定造成的市场对于原油供应的担忧，共同推升了投资者信心，造就了作为主力的近月合约的涨势。

3.2、供给篇：简单粗暴，目标明确

OPEC 官网上写道：

OPEC 的使命是通过协调统一成员国的产油计划，来保障油市的稳定，为消费者提供稳定、高效且经济的石油供应，为成员国提供稳定现金流，为投资者提供恰当的回报；

原油价格=f(原油产量，原油需求)，2015 年以来，OPEC 的保份额策略令成员国积极增产，油价腰斩，彼时全球需求尚显疲弱，因此为提振价格，OPEC 开启减产之路；

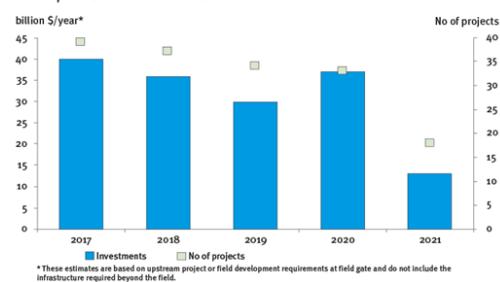
OPEC 收入=f(原油产量，原油价格)，OPEC 最希望看到的实际上是价格稳中有升，产量逐步增加，份额持续扩大；

因此可以看到 2017 年的 OPEC 上游投资处于高位，但中游的炼制设备投资却未跟上，从该角度看，未来的需求或无法消耗当下项目产生的供应，成为未来的潜在威胁之一。

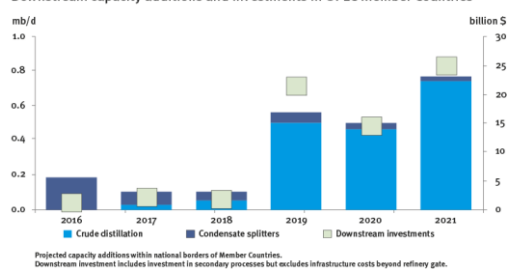
图 22 大幅上升的 OPEC 上游投资

图 23 处于低位的 OPEC 炼厂设备投资

OPEC Upstream Investment Plans



Downstream capacity additions and investments in OPEC Member Countries

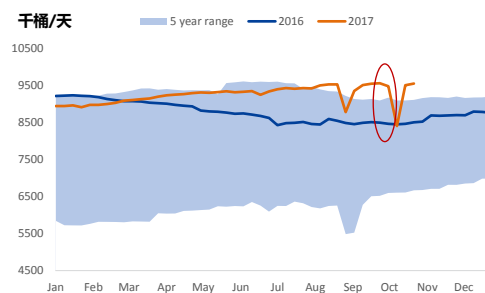


数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

作为非 OPEC 产油大国的美国也不甘示弱，虽 10 月钻机数录得大幅下滑，但与 2016 年 5 月的低点相比，增幅仍然超过了 100%，同样飙升的还有美国的原油出口，借助历史低位的 WTI-BRENT 价差，美油出口优势凸显，这也成为未来油市供应过剩的潜在因素之一；

图 24 较 16 年大幅上升的钻机数

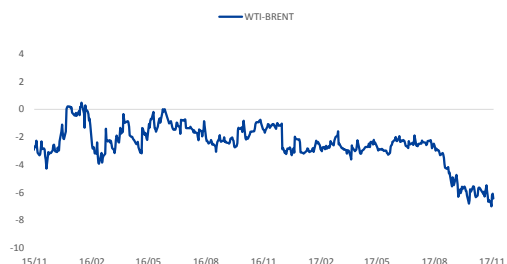
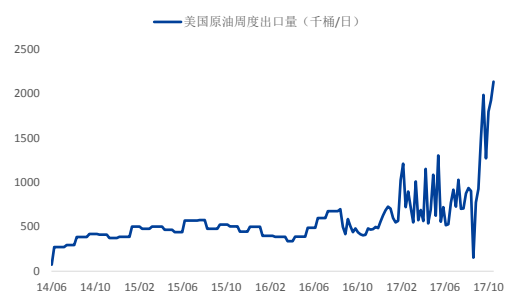
图 25 飓风后迅速恢复的原油产量



数据来源：Wind、BakerHuges、兴业期货研究咨询部

图 26 暴增的原油出口

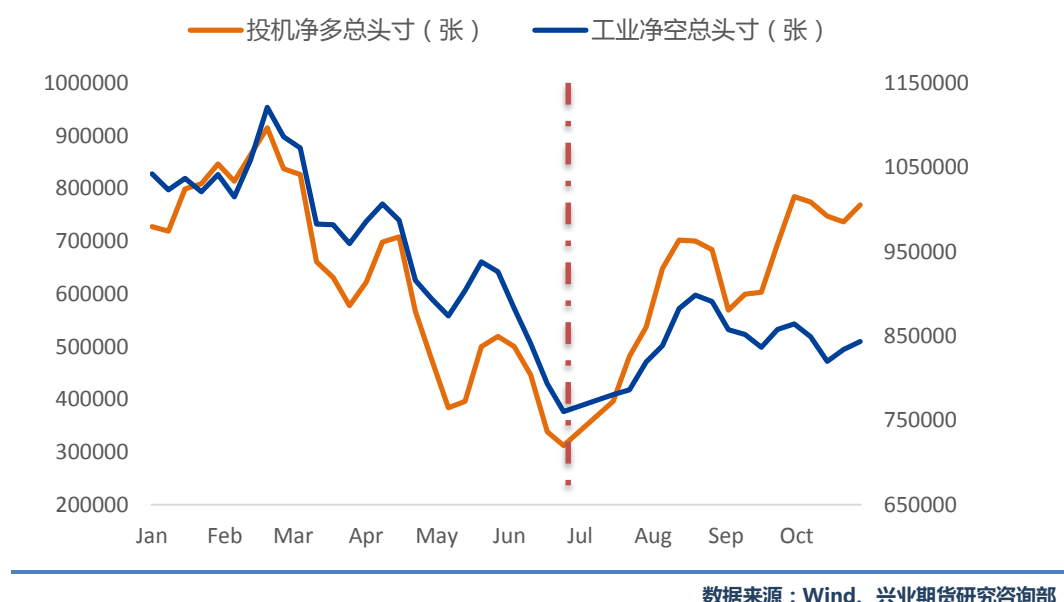
图 27 相对价格优势明显的 WTI



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

在油价上涨的预期下，生产商倾向于增产，并由于项目周期原因，通常于远月进行卖出，锁定高油价，锁定远期利润，这也是为何在投机净多增长的同时，商业（生产商等）净空也同期增长，因此虽目的不同，但驱动类似，因此在同向变化的头寸下，近高远低的局面形成。

图 28 同时上升的两类头寸



4、从 OPEC 与美国竞争的角度谈逆价差结构的持续

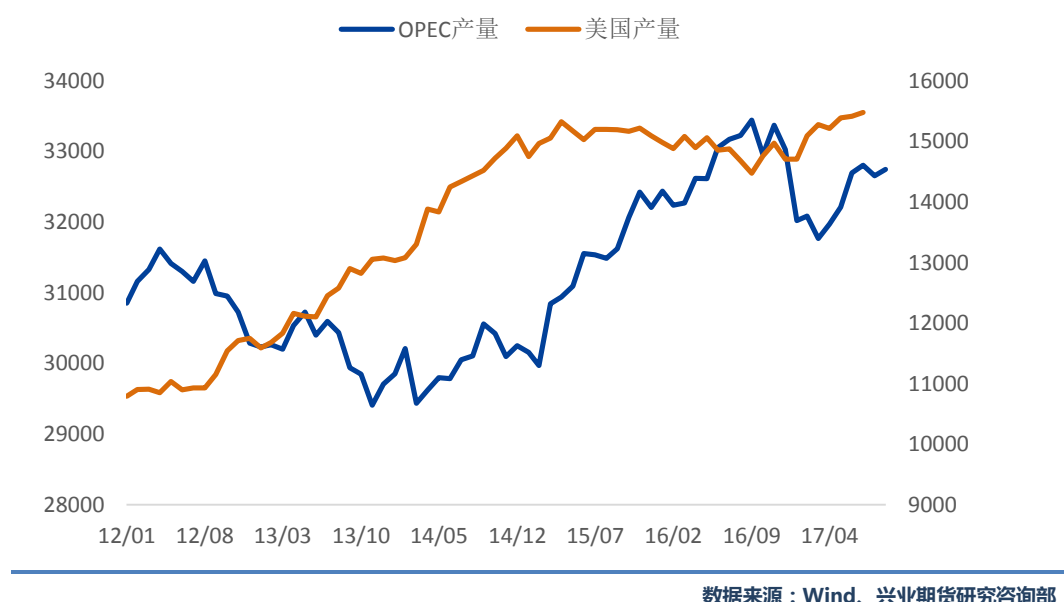
4.1、OPEC 的两难境地

OPEC 可以通过不断地增加产量来实现收入增长，但在 OPEC 推升的高油价下，可能引发美国页岩油产量的大幅增长，从而拖累油价，形成恶性竞争；

因此 OPEC 的问题是，如何在限制页岩油（其他生产商）增长的同时，扩大自身市场份额并保持油价稳定？

答案是逆价差结构，远月的低油价对生产成本较低的 OPEC 组织造成的损害远低于成本较高的美国页岩油生产商，逆价差结构可以帮助 OPEC 牺牲未来的部分利润，确保市场份额的扩张。

图 29 通常 OPEC 产量的上扬伴随着美国产量的上涨



4.2、如何限制美国页岩油生产商

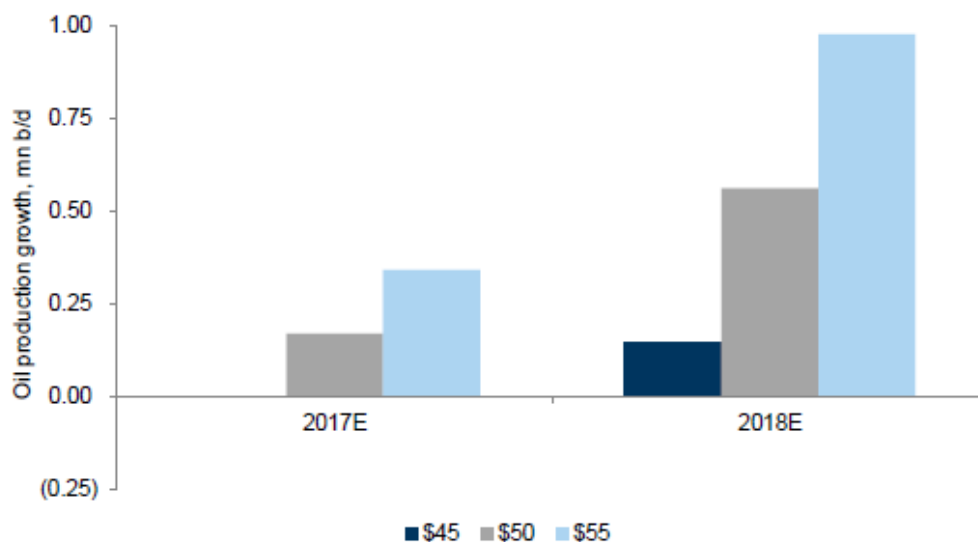
根据高盛的分类，美国的页岩油生产商可分为独立私人企业（影响较小）、通过 PE 融资的私人企业、通过高收益债融资的公开企业、以及具有投资评级的公开企业；

限制上述各企业的页岩油生产，应从其融资成本、项目未来估值、预期现金流及杠杆率方面入手：

通过 PE 融资的私企：企业估值对于 PE 市场而言尤为重要，退出机制决定了投资规模，钻井项目通常需要评估远期油价，在逆价差结构中，远期油价的低位将拖累企业估值，从而限制其融资规模，加大融资成本，也将令其开采活动放慢；

图 30 高盛预计的不同油价下美国产量的变动

US production growth (steady oil price, mb/d)

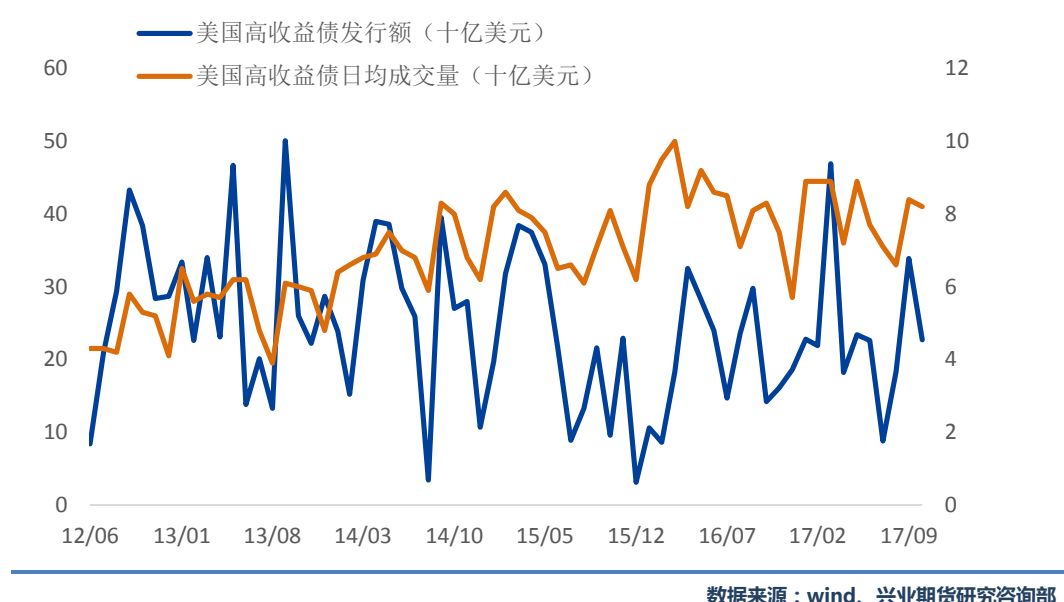


Source: Company data, Goldman Sachs Global Investment Research

数据来源：高盛、兴业期货研究咨询部

通过高收益债融资的企业：此类企业受益于高度发达的美国债券市场，尤其是高收益的企业债，同时其也囿于高收益债的融资方式，降低杠杆、提高评级、提高未来现金流是此类企业能够持续生产并能持续偿还的主要动力，当远期价格低于现价时，其未来现金流预期降低，负债不变的前提下，杠杆将不断提升，而此时其降杠杆的唯一的办法则是减少负债，缩减规模；

图 31 美国的高收益债市场成交活跃



高级企业：此类企业大约生产占据美国 65%左右的原油产量，低杠杆、融资基本不受限的特点令逆价差结构对其影响甚微，但其也是以上四类企业中最自律的一类，远期卖出保值点位不佳、远月价格预期较差等很有可能成为此类企业自我约束的重要因素。

综上，美国原油产量的主要增量/不稳定因素来源于 PE 融资企业与通过高收益债融资的企业，维持逆价差结构不但可以限制美国原油产量的快速增长，也可以从远月保值成本增加（远月价格低位）的角度限制其新增项目成立，因此，出于利益最大化的角度考虑，OPEC 将继续通过稳定当前市场预期、库存去化来维持逆价差结构；

最后，第三部分提及的 2017 年 OPEC 新增项目的大幅扩张、美国钻机数的潜在威胁令远月的卖出保值头寸持续累积，远月价格将持续保持弱势，而当下的需求指标强劲、库存去化加速将令近月油价保持高位，并且在当前油价保持涨势、现货紧张的背景下，炼厂也将增加近月的买入保值头寸，增加进货渠道的同时，控制成本，因此近高远低的局面将在 OPEC 的利益、生产商及炼厂的保值需求推动下继续维持。

5、从远期曲线看当下的原油价格

综合以上所有论述，可以得出结论，OPEC 出于自身利益考虑，会始终保持近月价格强于远月，为维持此结构，OPEC 会：

- 保持市场对于 OPEC 延长减产的预期，以提振当前原油价格，因为近月更多反映的是未来的预期，而实际情况则更多地反映在远月价格中；
- 保持库存水平稳定的去化，在目前需求指标强劲的前提下，难度不大，目的也是保持近月价格强劲；
- 逐渐增加上游投资，以确保未来的市场份额，作为生产成本最低的产油国组织，自身逐

步增产同时限制诸如美国之类的高成本生产商产量是增加市场份额的主要途径。

因此，在以 OPEC 的利益以及当前强劲的需求为主要驱动，中东方面局势与沙特方面“人事变动”为次要驱动的作用下，作为主力合约的近月油价的强劲涨势，有望保持至年终。

图 32 供需预测

	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3E	2017Q4E	2018E
供给	96693	96107	97009	98277	96729	97002	98151	98736	99918
需求	95200	95915	97048	97111	96370	98161	98640	98710	99479
供需平衡	1493	192	-39	1166	359	-1159	-489	26	439

数据来源：EIA、IEA、OPEC、兴业期货研究咨询部

免责条款

负责本研究报告内容的期货分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何形式的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为兴业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

公司总部及分支机构

总部

地址：浙江省宁波市中山东路 796 号东航大厦 11 楼 邮编：315040

联系电话：0574-87716560

上海分公司

上海市浦电路 500 号上海期货大厦 1501A 室

联系电话：021—68401108

浙江分公司

宁波市中山东路 796 号东航大厦 11 楼

联系电话：0574-87703291

北京营业部

北京市朝阳区朝阳门北大街 20 号兴业银行大厦 25 层

联系电话：010-69000863

广州营业部

广州市天河区天河路 101 号兴业银行大厦 8 楼 801 自编 802 室

联系电话：020-38894240

杭州营业部

杭州市下城区庆春路 42 楼兴业银行大厦 1002 室

联系电话：0571-85828718

福州营业部

福州市鼓楼区五四路 137 号信和广场 25 层 2501 室

联系电话：0591—88507863

广州营业部

广州市天河区天河路 101 号兴业银行大厦 8 楼 801 自编 802 室

联系电话：020-38894240

济南营业部

济南市市中区纬二路 51 号山东商会大厦 A 座 23 层 2301-2 单元

联系电话：0531-86123800

台州营业部

台州市椒江区云西路 399 号金茂中心 24 楼

联系电话：0576-88210778

温州营业部

温州市汤家桥路大自然家园 1 幢 1504 室

联系电话：0577—88980635

成都营业部

成都市高新区世纪城路 936 号烟草兴业大厦 20 楼

联系电话：028-83225058

南京营业部

江苏省南京市长江路 2 号兴业银行大厦 10 楼

联系电话：025-84766990

天津营业部

天津市经济技术开发区第三大街金融服务西区 51

号 W5-C1-2 层

联系电话：022-65631658

郑州营业部

郑州市金水区未来路与纬四路交叉口未来大厦

联系电话：0371-58555668

深圳营业部

深圳市福田区深南大道 4013 号兴业银行大厦 3A 层

联系电话：0755—33320775