

## 减产推升油价 供需日趋平衡

### 一、2017 年行情走势回顾

2017 年原油走势整体上呈现出先抑后扬的形态。以 6 月中旬为界限，上、下半年走势可谓是泾渭分明。上半年围绕 OPEC 减产执行力进行博弈，减产协议执行之初，各国执行步调不一致，减产执行率大都不及预期，加之美国页岩油钻井数量快速恢复，产量不断提高，给油价造成不小的压力；下半年美页岩油钻井增加遭遇瓶颈，产量恢复不及预期，另外俄罗斯和沙特两大产油国一致支持减产协议延期，并且减产执行率提高，最终在 11 月份 OPEC 大会上促成了减产协议延期的决议，并且尼日利亚和利比亚也参与到减产协议中来。油价受此提振展开了一轮上涨行情，向上突破了 45-55 美元长达一年半的盘整区间。展望 2018 年，由于减产延期至 2018 年年底，以及近期北海福尔蒂斯油管关闭，油价将继续受到支撑，然而美国页岩油产量仍是悬在油价之上的达摩克利斯之剑，市场普遍预期明年美国原油产量创新高，因此明年全年的油价波动区间预测大致在 50-70 美元之间。



数据来源：文华财经、东方期货

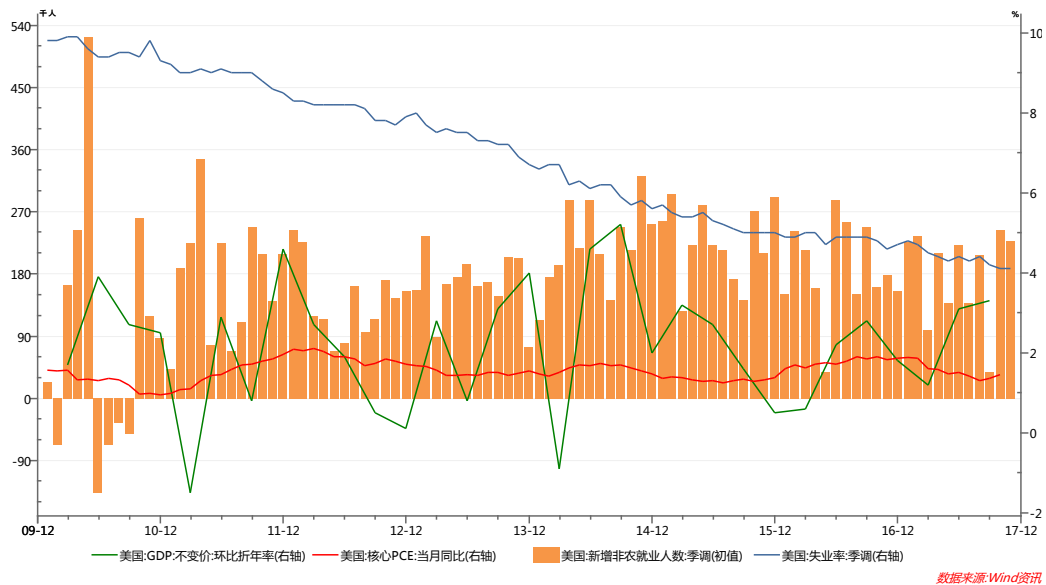
图 1 WTI 原油走势图（美元/桶）

## 二、原油基本面分析

### 2.1 宏观经济形势

#### 2.1.1 美国经济强劲复苏 美元步入加息通道

美国三季度 GDP 增速 3.3%，大部分来源于投资对于经济的拉动——截止三季度，投资同比增速从去年底的 0.9%回升至 4.6%；美国失业率现已降至 4.1%，创出了 2000 年以来的最低水平，岗位空缺也是居高不下；美联储重视的通胀指标--扣除食品和能源的核心个人消费支出（PCE）物价指数 11 月上升 0.1%，10 月份为上升 0.2%，11 月核心 PCE 同比上升 1.5%，10 月份为上升 1.4%，该指标自 2012 年年中以来一直低于美联储 2%的目标水平，其走势或将决定美联储明年的加息节奏。美联储今年三次加息，预计 2018 年还将加息三次。



数据来源：wind

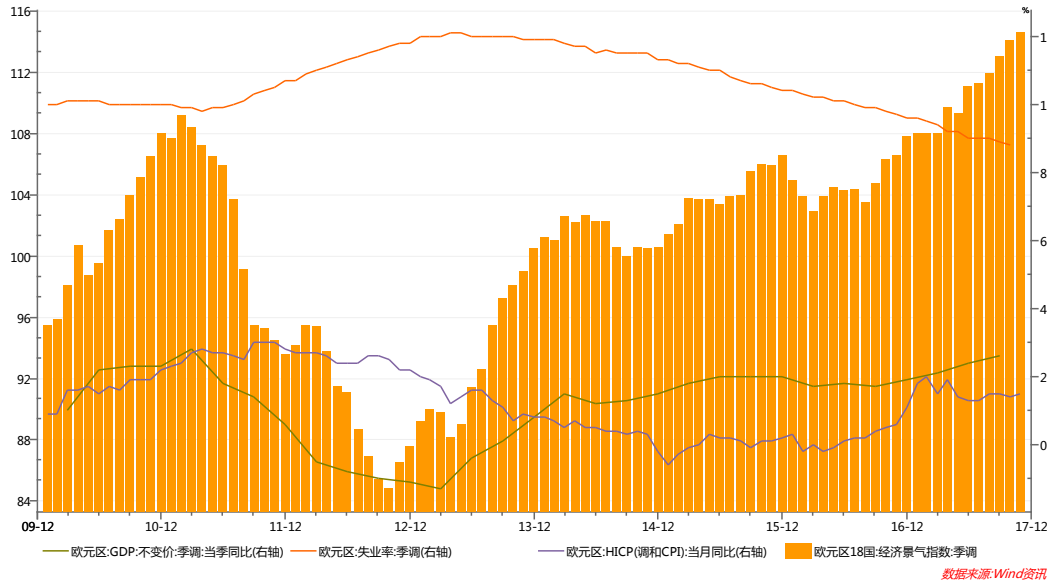
图 2 美国主要经济指标

2017 年 12 月 22 日，特朗普签署了美国《减税与就业法案》这一全面税收改革法案。该法案将公司税税率从 35%降至 21%，还包括针对个人的减税措施。这是美国 30 年来最大规模的税改行动，1.5 万亿美元减税计划将温和提振消费者支出，或将提振经济走强，增加了 2018 年加息三次的预期，美元会受此提振走强对大宗商品价格偏空。

#### 2.1.2 欧元区景气度回升 经济呈现温和复苏

在良好的融资环境下，欧元区经济 2017 年增长强劲，经济进一步改善，市场情绪高涨。2017 年上半年起，国内需求成为了经济增长的推动因素，净出口的增加也让欧元区的经济

锦上添花。宽松的货币环境促进了欧元区劳动力市场和房地产持续改善，居民收入和公司盈利提升也刺激了消费和投资的增长。另一方面，欧元区经济、政治不确定性逐渐下降，各国财政收支改善，赤字得到控制，主权风险下降，消费者和投资者的信心更加充足。欧元区的经济增长具有广泛的根基，各成员国之间的经济增速更加协同。



数据来源: wind

图3 欧元区主要经济指标

2017年10月27日欧洲央行公布利率决议，维持三大利率不变，QE自2018年起延期9个月，购债规模调整为300亿欧元/月。预期2018年第四季度QE将宣告结束，同时会在2019年6月和9月之间看到欧洲央行第一次加息。

### 2.1.3 中国经济数据喜忧参半 走势变得扑朔迷离

中国11月宏观经济数据显示，制造业PMI维持在扩张区域；累计固定资产投资增速虽延续放缓，但边际改善；地产投资增速继续下行，但先行指标好转；消费增长平稳，物价小幅回落；外需回暖推动出口大超预期。整体来看，中国经济平稳增长仍具支持。

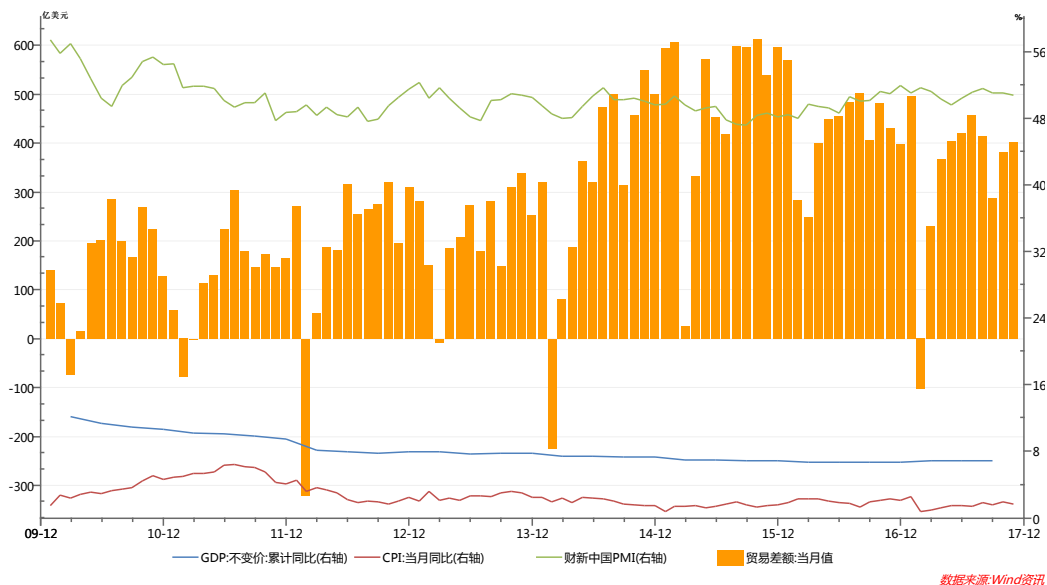


图 4 中国主要经济指标

2017 年 12 月 18 日至 20 日中央经济工作会议在北京举行，指出我国经济发展也进入了新时代，基本特征就是我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。积极的财政政策取向不变，调整优化财政支出结构，确保对重点领域和项目的支持力度，压缩一般性支出，切实加强地方政府债务管理。促进多层次资本市场健康发展，更好为实体经济服务，守住不发生系统性金融风险的底线。

综上所述，美国和欧元区经济率先复苏，中国经济还有些不确定性因素存在，主要经济体的经济复苏对原油的需求有望增加，对油价形成支撑。

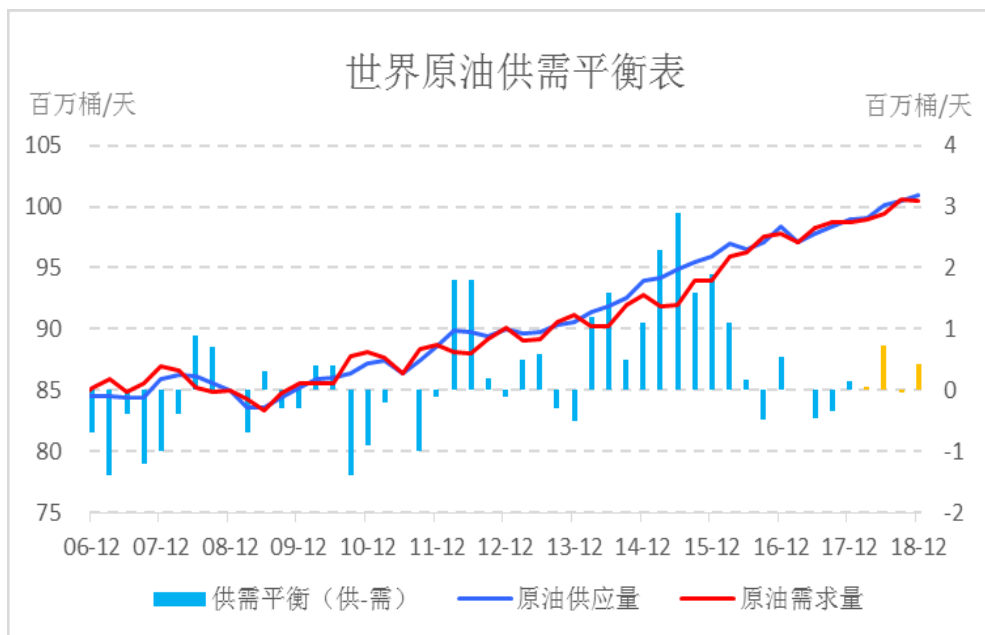
## 2.2 国际原油供需

### 2.2.1 供求关系将再平衡

11 月 30 日欧佩克与非欧佩克产油国政策大会结束，欧佩克与俄罗斯等产油国发布联合声明，称将在明年 6 月考虑是否进一步调整减产协议，届时将评估市场环境和减产目标的执行进度。沙特和俄罗斯的能源部长均表示，与会产油国一致同意，将减产协议延长到明年年底。

OPEC 和非 OPEC 产油国发表声明称，延长方案将维持现有的约 180 万桶/日减幅不变，可能会在明年 6 月做出进一步调整。目前豁免减产的利比亚和尼日利亚已通知欧佩克，两国明年的石油产出不会超过今年水平，尼日利亚同意 180 万桶/日的产量上限，而利比亚则被要求需实施 110 万桶/日的生产上限。

据 EIA 统计，2017 年全球原油供给 9804 万桶/日，增幅为 81 万桶/日；需求 9821 万桶/日，增幅为 131 万桶/日，需求增量主要来自于亚太地区。2018 年预计供需将出现阶段性错配情况，上半年整体呈现一定程度的过剩，下半年随着需求高峰期的到来，会存在供需缺口（如图 11、表 2 所示）。EIA 预计，2018 年全球原油供给 10016 万桶/日，增幅为 212 万桶/日，需求 9987 万桶/日，增幅为 166 万桶/日，2018 年需求增量将主要来自于中国和美国地区。



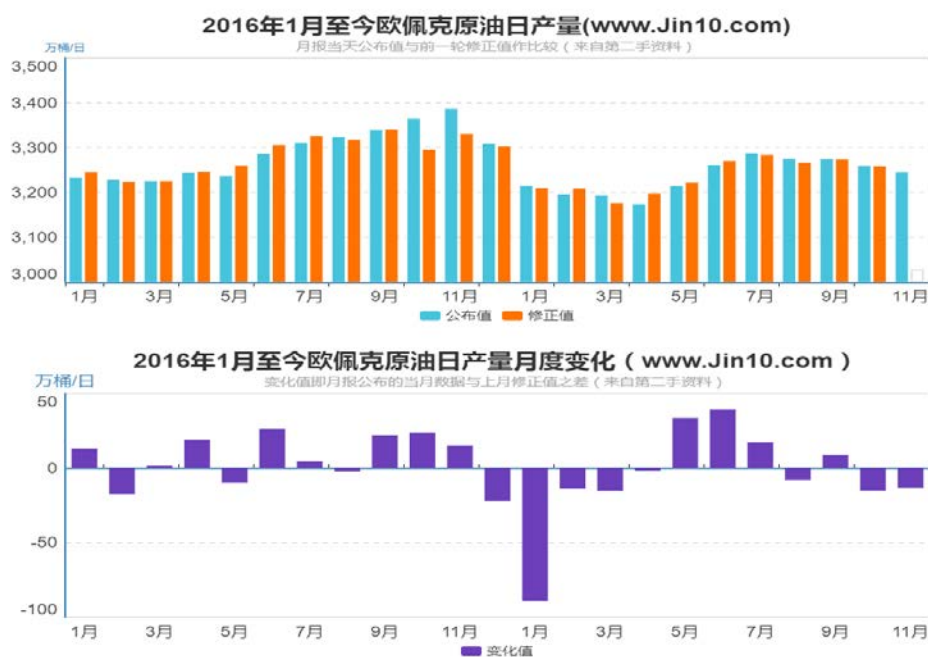
数据来源：EIA

图 5 世界原油供需变化

### 2.2.2 主产国产量居高不下

12 月 13 日 OPEC 发布的月报显示，因美国及其他竞争对手增加原油产量，全球原油市场在 2018 年底都很难重归均衡。月报将 2018 年非 OPEC 产油国原油产量增幅上调 30 万桶/日，因美国原油产量将继续攀升。

同时还显示，因为安哥拉、沙特及委内瑞拉减产，欧佩克 11 月原油产量下降 13.35 万桶/日至 3244.8 万桶/日，为六个月以来的最低水平，减产执行率高达 121%。

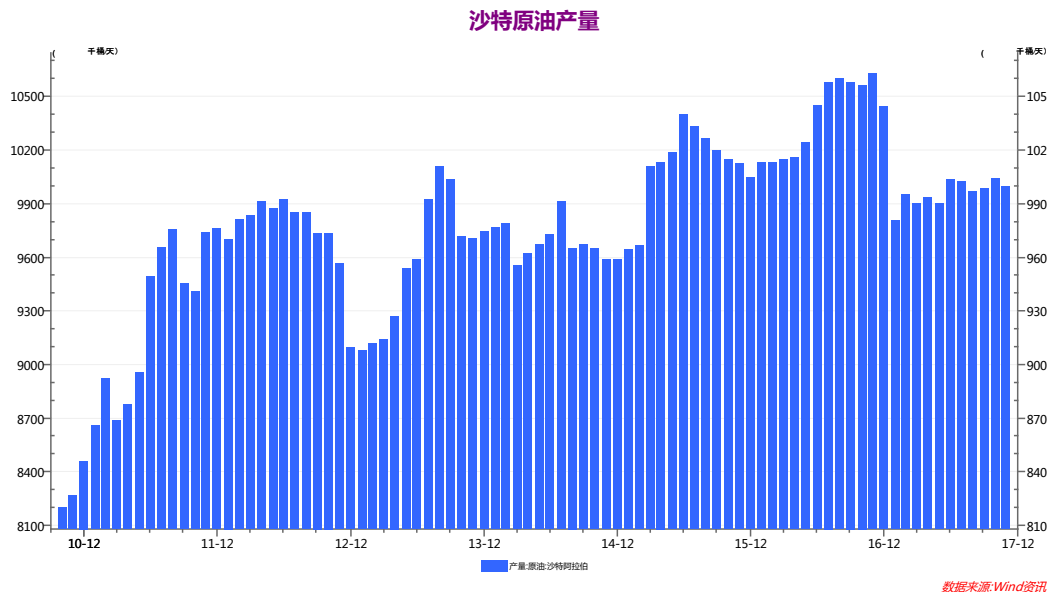


数据来源: OPEC

图 6 OPEC 原油月度产量

OPEC 月报显示, 沙特上报的 11 月产量为 989.1 万桶/日, 较 10 月产量减少 16.5 万桶/日, 低于减产目标, 而二手资料显示, 沙特 11 月原油产出减少 4.54 万桶/日, 至 999.6 万桶/日; 伊拉克 11 月原油产出增加 0.1 万桶/日, 至 439.6 万桶/日; 伊朗 11 月原油产出减少 0.22 万桶/日, 至 381.8 万桶/日。

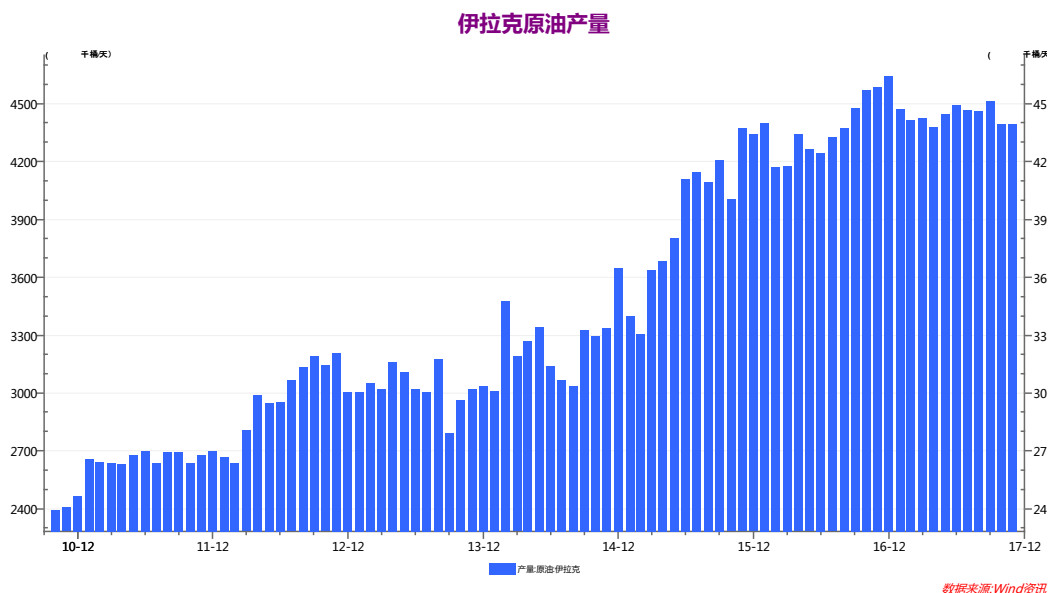
沙特是目前世界上最大的产油国, 截止 2016 年底, 沙特石油储量为 2665 亿桶, 位居世界第二, 仅次于委内瑞拉, 2016 年沙特原油产量达到 1234.9 万桶/日, 而今年以来在减产协议下, 沙特原油产量较去年有所下降, 但其产油地位仍不可撼动, 其原油产量在 OPEC 国家中的占比仍达到三分之一左右。目前来看, 沙特内部反腐以及外部冲突并未对该国石油产出带来过多影响。



数据来源: wind

图 7 沙特原油月度产量

现阶段影响伊拉克原油增产的部分问题近中期仍难以解决。首先，尽管伊拉克政府在消除腐败、打击极端势力等方面有进展，但整体来看，伊拉克仍面临较大的政治和地缘安全风险；其次，伊拉克原油储运设施近中期难以完善，特别是输油管线和储油库等建设周期较长，且法奥地区的新建泵站投产日期尚未确定，也将严重制约原油产量近中期大幅增长；再次，水资源缺乏、钻井技术受限等问题的解决近中期难有实质进展，也将影响原油增产计划。



数据来源: wind

图 8 伊拉克原油月度产量

伊朗是中东第二大产油国，原油出口约 220 万桶/日。高盛指出，亚洲市场是伊朗原油

最大的买家，占据了六成（中国 60 万桶/日，印度 45 万/日，韩国 30 万桶/日，日本 10 万桶/日），而欧洲自伊朗制裁解除以来，进口伊朗的原油也逐渐上升，目前已经占据了伊朗 25% 的出口份额。

2018 年 1 月中旬，伊朗核协议即将迎来多项评估的期限，届时特朗普将决定是否退出伊核协议，并选择是否要对伊朗发起新一轮制裁。如果美国重新恢复对伊朗的制裁，高盛指出，每天将有数十万桶伊朗出口的原油失去买家，而伊朗不得不依赖亚洲来消化这些过剩产能。更重要的是，在美国的制裁下，这些过剩的原油甚至可能没有机会流向市场。

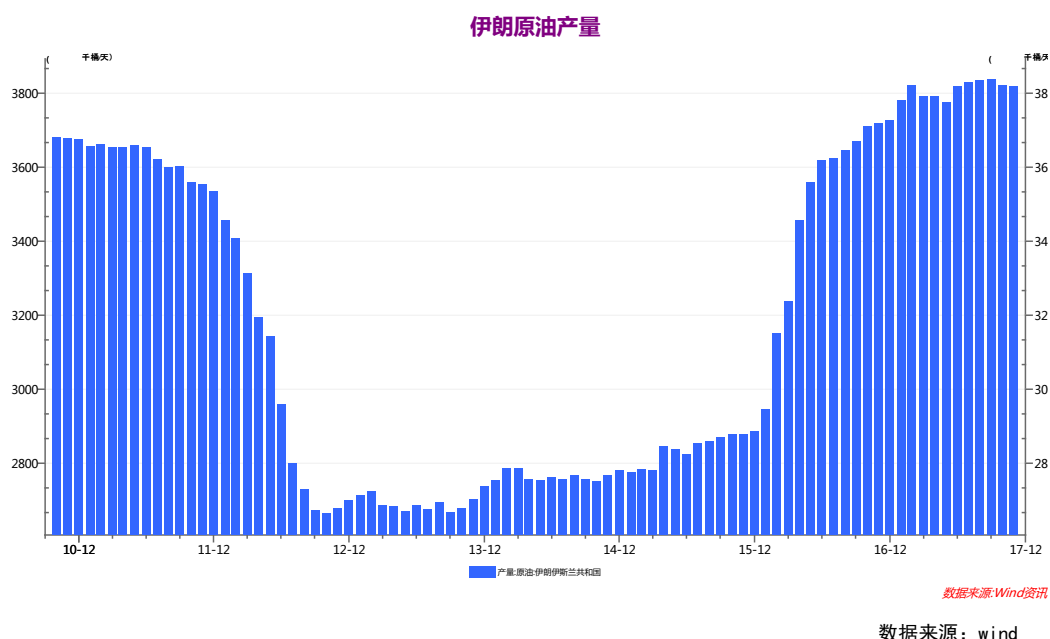
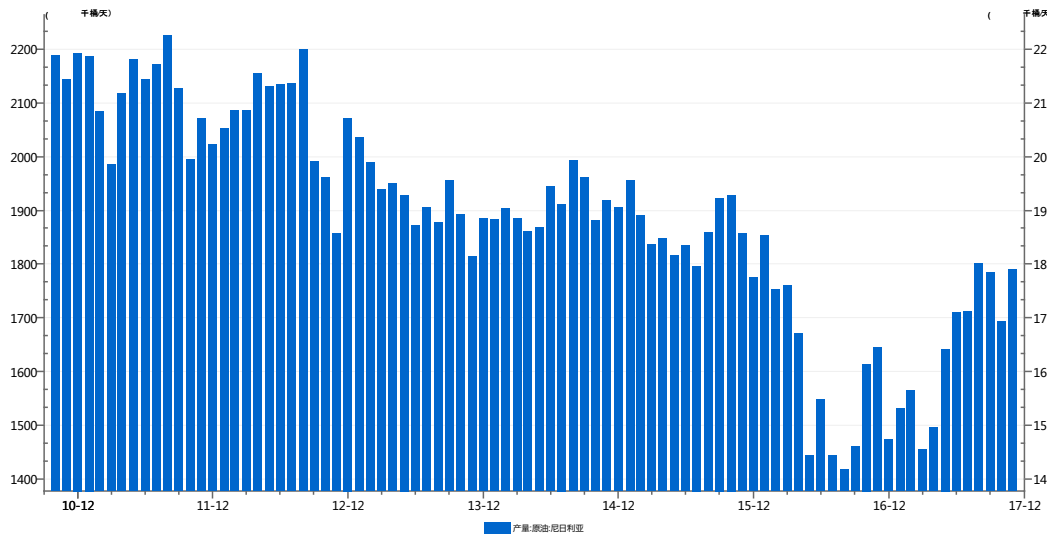


图 9 伊朗原油月度产量

尼日利亚原油产量位居非洲第一，且天然气储量十分丰富，但即使这样尼日利亚的经济却经受着衰退。直接的表现就是油田乱象，究其原因主要是当地偷石油的窃贼十分的嚣张，不仅偷空国家，还对环境产生污染。由于盗窃输油管道活动的日益猖獗，两大石油跨国集团壳牌和埃尼分别宣布暂停其在尼日利亚的业务，着手评估因输油管道被盗而造成的损失，并重新审查其在尼日利亚的石油业务。



尼日利亚原油产量



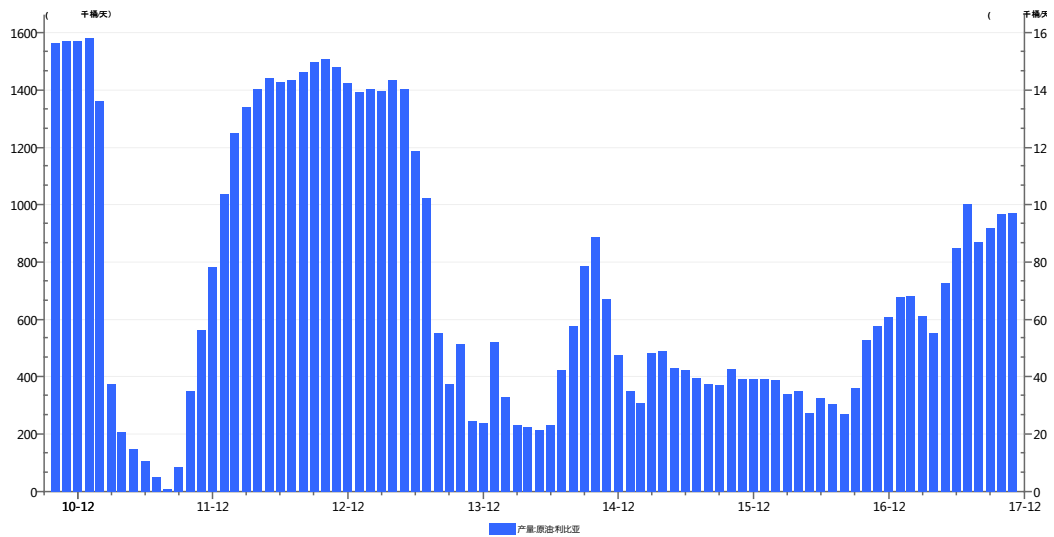
数据来源 Wind 资讯

数据来源: wind

图 10 尼日利亚原油月度产量

欧佩克减产协议里争议最大的是——一直享受减产豁免的利比亚是否会实现其产量目标，即到 2017 年底每天生产 125 万桶石油，从而打击欧佩克的减产协议。然而，目前利比亚日产量约为 100 万桶，脆弱的政治力量平衡使得石油生产的任何产量增加都很棘手。

利比亚原油产量



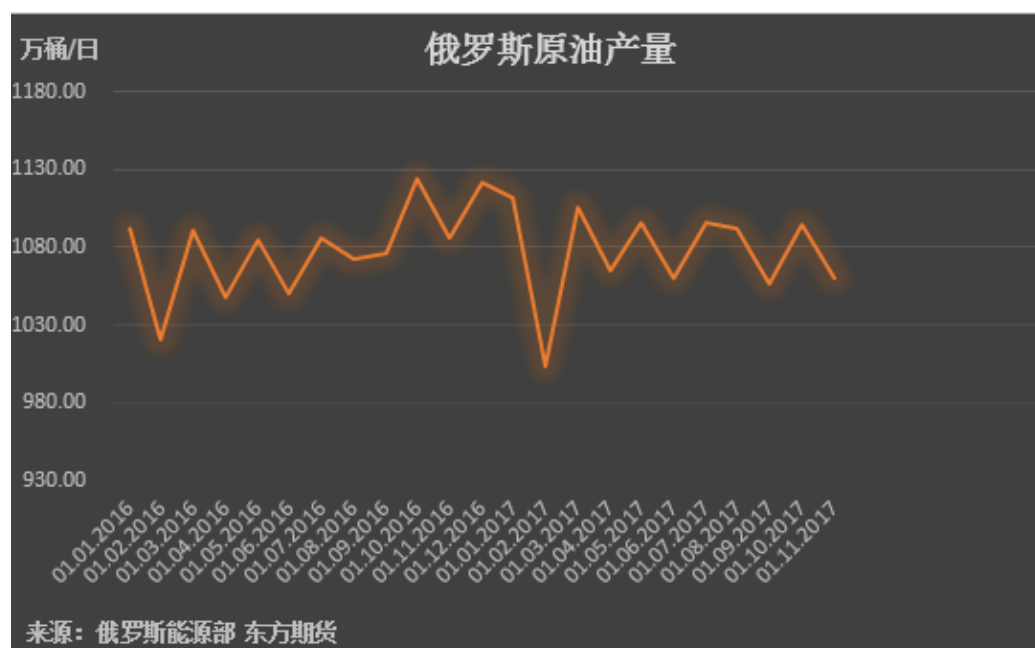
数据来源 Wind 资讯

数据来源: wind

图 11 利比亚原油月度产量

2017 年俄罗斯成为全球第一大产油国，年均供应量为 1036.9 万桶/日，同比增加 1.9 万桶/日，相对于减产参照月减少了 30 万桶/日。据相关资料，由于低油价和克里米亚的制裁，俄罗斯北极地区的石油勘探一直停滞不前，但是当地的基础设施却在不断完善，原油产量也

在增长，这或许或成为未来俄罗斯减产协议执行的最大威胁。



数据来源：俄罗斯能源部、东方期货

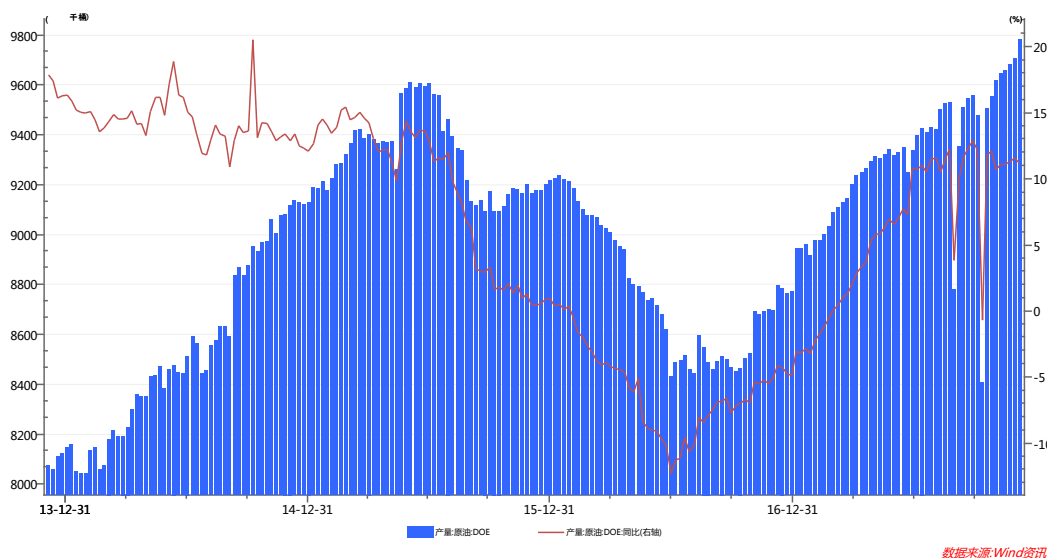
图 12 俄罗斯原油月度产量

### 2.2.3 美国原油供应增加

美国能源信息署(EIA)12月12日发布月度短期能源报告称，近期油价走高或将令美国原油产量在2018年平均达到1000万桶/日。EIA预计2017年美国原油日产量增长38万桶，上月预计为按年增加37万桶。此外，2018年美国原油产量将增加78万桶/日，此前为72万桶/日。同时2017年美国原油需求增速预期维持在增加16万桶/日，而2018年美国原油需求增速预期也将维持在41万桶/日。

但EIA指出，鉴于全球原油需求增长并没有超过供应增长的幅度，这恐导致“2018年全球原油库存出现适度上升”。

美国原油产量与同比



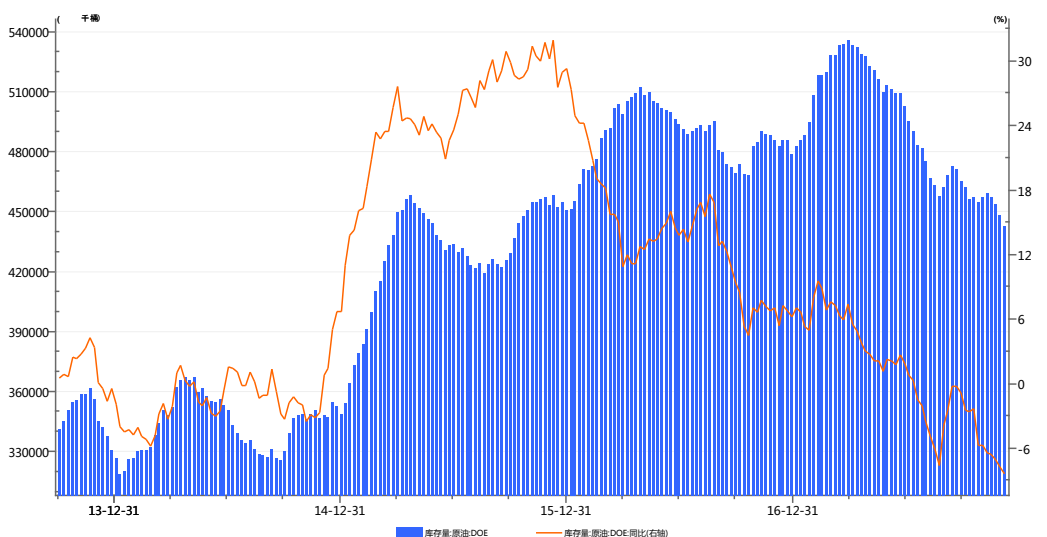
数据来源 Wind 资讯

数据来源: wind

图 13 美国原油周度产量

从美国原油库存来看，呈现冲高下行状态，自 4 月份美国库存达到历史性高峰 5.34 亿桶之后，便开始了下降，一方面是因为美国原油进口减少，出口增加，开始了削减战略储备库存，抢占原油市场份额的工作；另一方面是美国炼厂持续的保持高开工率，并对外大量的出口成品油。综合来看，进口减少，出口增加，炼厂高开工的综合效果导致美国库存大幅下降，但整体库存依旧处于高位，依旧对原油市场保持较强的压制力度。

美国商业原油库存与同比



数据来源 Wind 资讯

数据来源: wind

图 14 美国商业原油库存

特朗普政策框架中的三大支柱之一的能源独立，在 2017 年初见成效，由于国内原油产

量增加，抵消了部分国内需求，原油进口量逐步缩减，10月13日当周原油净进口量为568.5万桶/日，创下记录新低。

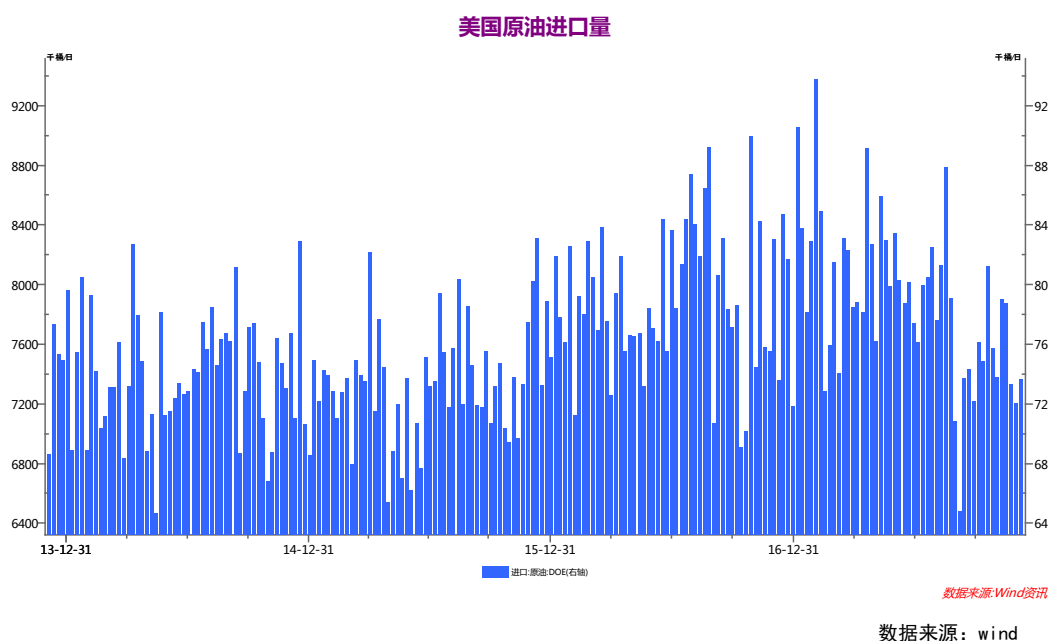


图 15 美国原油周度进口量

### 2.2.4 亚洲需求继续增长

中国供给方面，国家统计局12月14日发布的数据显示，11月中国国内原油产量为1.570亿吨，合380万桶/日，弹离上月的纪录低点377万桶/日。1-11月原油产量降至1.756亿吨，合380万桶/日。中国原油产量稳步下降的主要原因是大型老旧油田的产量枯竭，尤其是部分油田的维护成本已经过高，在当前低油价环境中丧失了维护的意义。

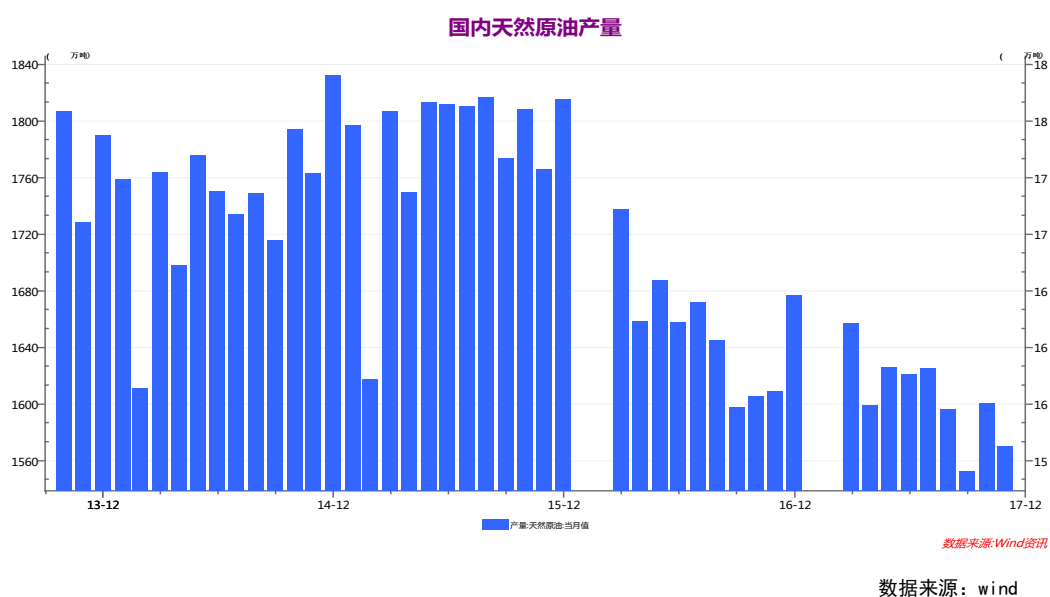


图 16 中国天然原油产量

数据显示，2017 年 11 月中国原油进口量为 3704 万吨，同比增长 14.5%。2017 年 1-11 月中国原油进口量为 38598 万吨，与去年同期相比增长 12%。

需求方面，2017 年中国原油需求 1285 万桶/日，增幅为 40 万桶/日，EIA 预计 2018 年国内原油需求将达到 1320 万桶/日，增幅为 35 万桶/日。

值得一提的是，2017 年 12 月 28 日，商务部下发 2018 年首批原油非国营贸易进口配额，首批原油进口配额数量在 1.2 亿吨，较 2017 年首批量大增 76%。其中，32 家地方炼厂获批非国营原油进口量在 9045 万吨，占首批配额总量的 75%；11 家国有石油公司获批原油进口量在 1420 万吨；另外一家中国化工集团获批原油进口量在 1667 万吨。中国把 2018 年原油“非国营贸易”（即独立炼厂）进口允许量提高了 55%，将使得独立炼厂在全球市场中的影响力上升。

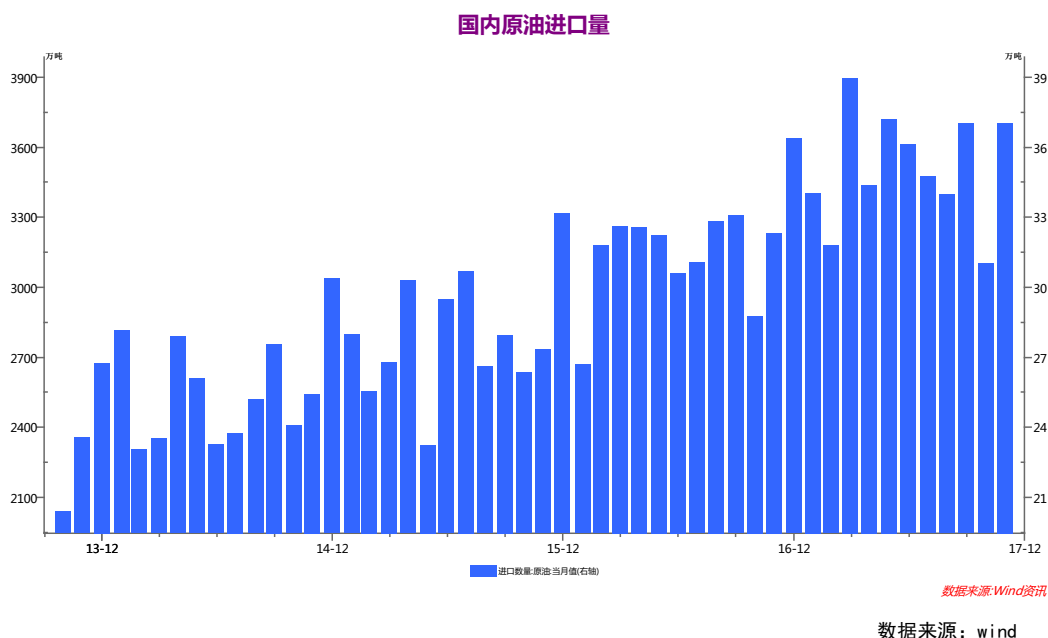
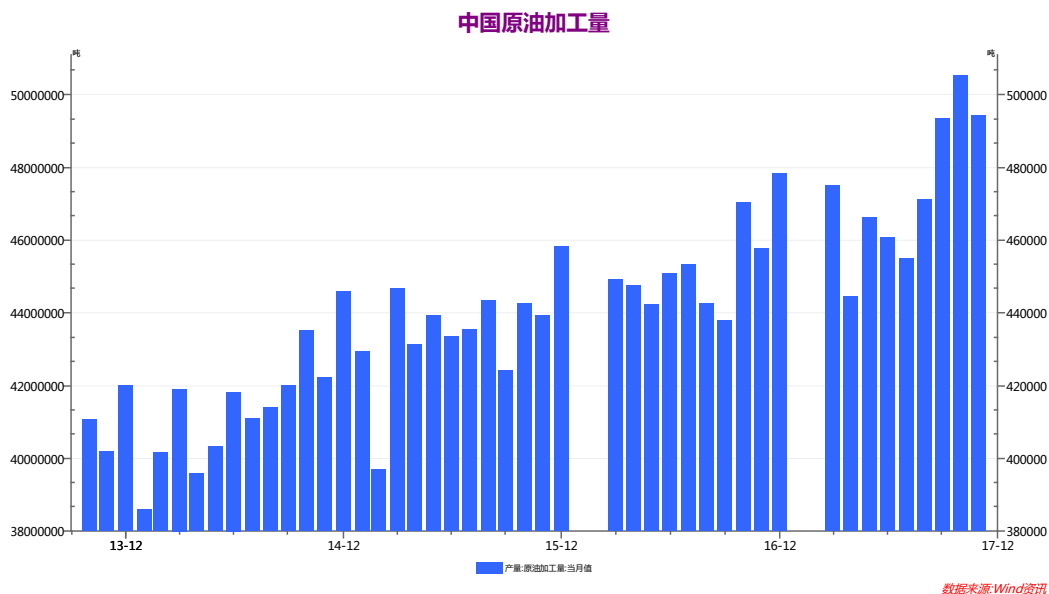


图 17 中国原油月度进口量

国家统计局 12 月 14 日发布的数据显示 11 月原油加工量增至 4,943 万吨，合 1,203 万桶/日，日加工量创下纪录高点。1—11 月原油加工量增至 1,134 万桶/日，高于去年创下的高点 1,079 万桶，并预示 2017 年全年将会创下新高。主要是由于今冬柴油和汽油价格攀升推动了炼厂利润率和原油需求。

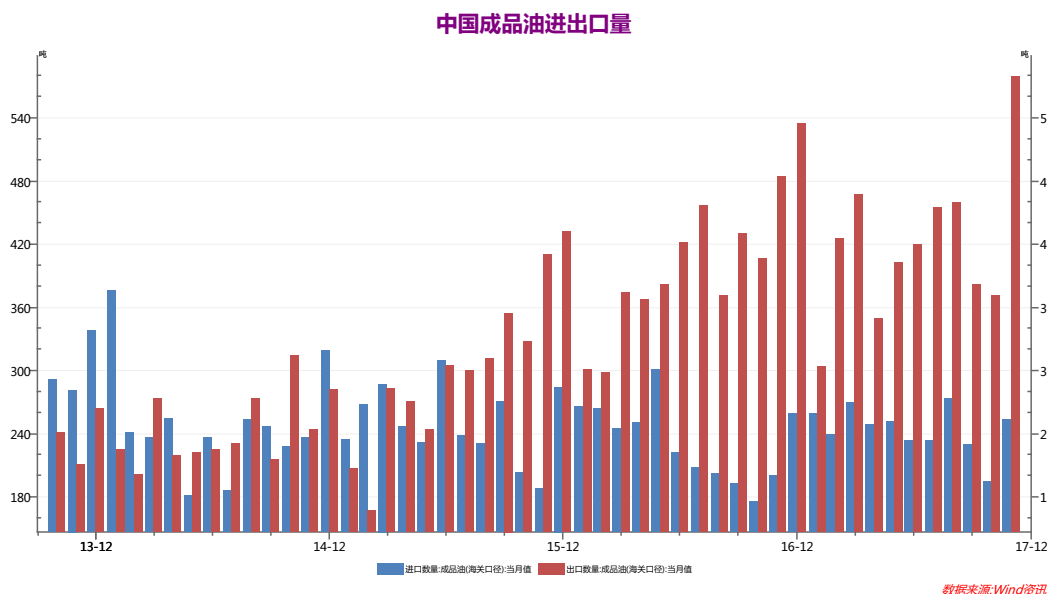


数据来源: Wind资讯

数据来源: wind

图 18 中国原油月度加工量

2016 年和 2017 年 1-10 月，汽油出口量分别为 969 万吨、828 万吨，柴油出口量分别为 1540 万吨、1323 万吨，煤油出口量分别为 1310 万吨、1004 万吨。汽柴油出口量经过前几年的高增长之后，2017 年开始回到个位数增长。煤油出口量增速近三年呈现出下降趋势，2017 年 1-10 月为-2%。成品油出口放缓主要是由于出口配额收紧的限制。



数据来源: Wind资讯

数据来源: wind

图 19 中国成品油月度进出口量

目前印度的“十三五”计划尚未发布,按照其“十二五”计划披露的数据,“十三五”期间,印度的原油需求增量约 17 万桶/天,预计占同期全球原油需求增量的 13.6%。不过考虑到

莫迪上任后大力推行“印度制造”,即将发布的印度“十三五”计划,对于原油增长结构与增速的计划或会提高。

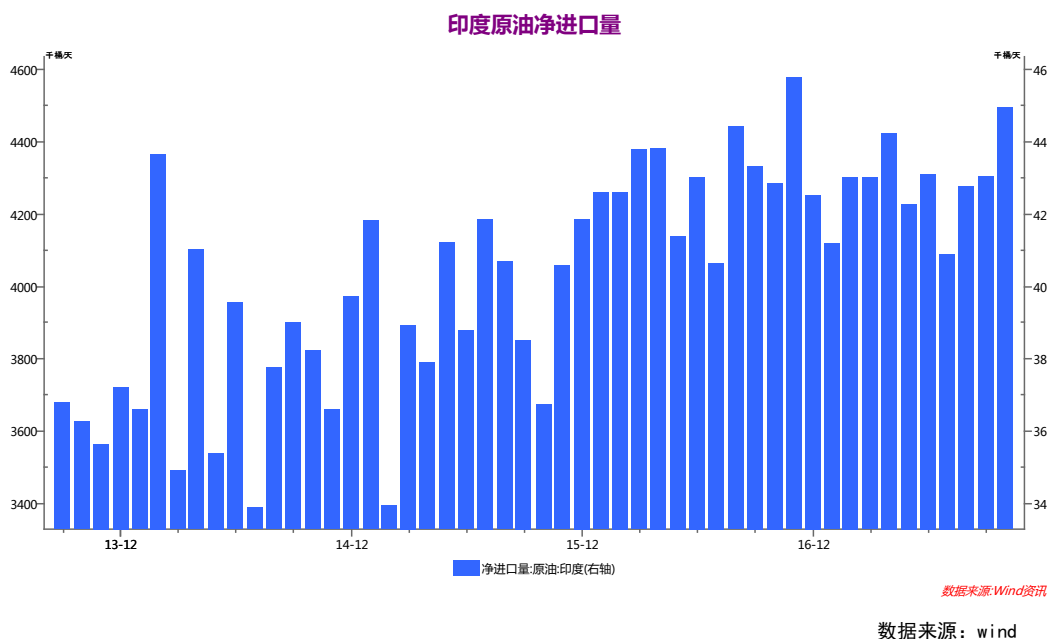


图 20 印度原油净进口量

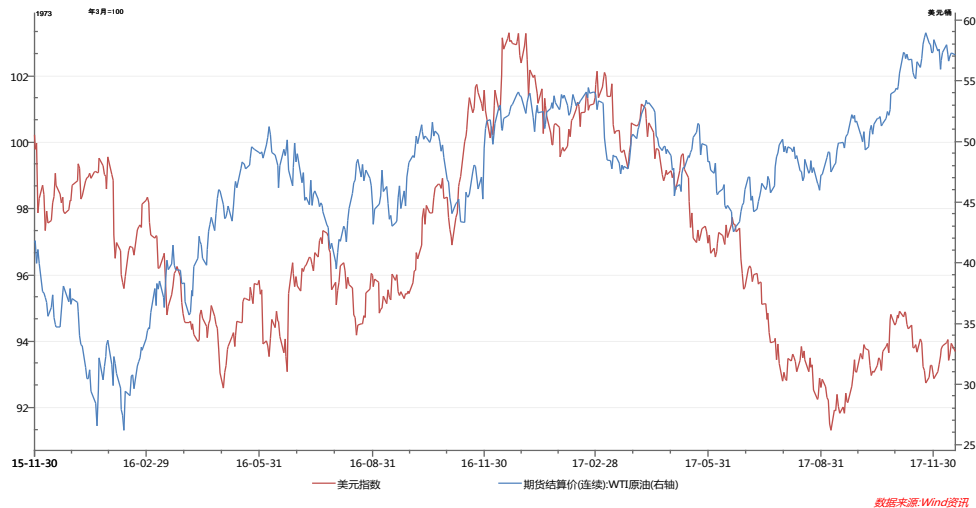
## 2.3 其他影响因素

### 2.3.1 冻产协议执行情况

俄罗斯能源部 1 月 2 日数据显示, 虽然俄罗斯已经加入石油输出国组织(OPEC)的减产行动, 但 2017 年该国原油产量依然小幅上升, 至 30 年来高位 1098 万桶/日。市场对俄罗斯方面的减产态度依然存疑。

### 2.3.2 美元加息进程

根据美联储(FED)最新发布的“点阵图”, 美联储预估显示 2018 年加息三次, 2019 年底联邦基金利率预期中值为 2.7%。据 CME“美联储观察”, 利率决议公布之后, 美联储明年 3 月加息 25 个基点至 1.5%-1.75%区间的概率为 50.5%, 与决议公布之前持平, 明年 6 月至该区间的概率为 43.6%。美元仍有上涨机会, 对原油等以美元计价的大宗商品利空。

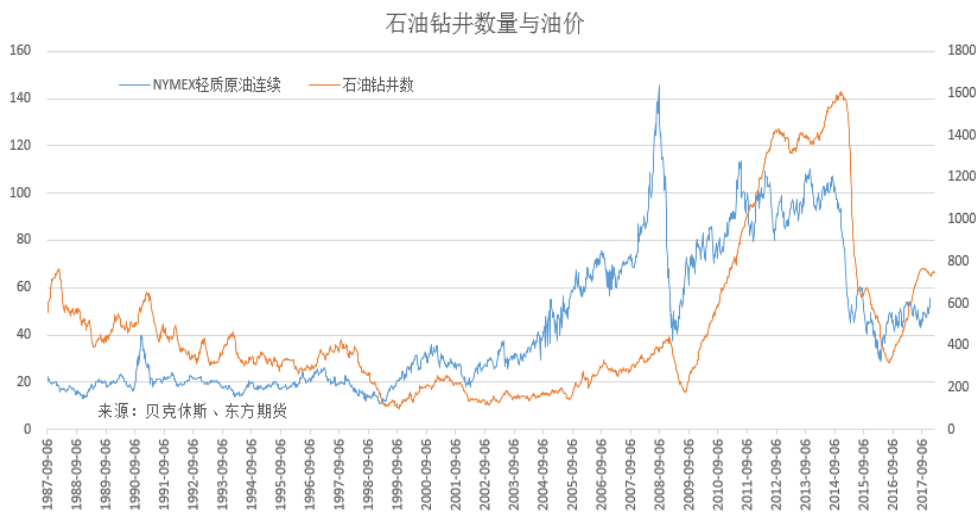


数据来源: Wind  
数据来源: wind

图 21 美元指数与 WTI 原油

### 2.3.3 页岩油复苏步伐

当前对整个减产行动最大的威胁依然是美国原油产量，美国能源信息署(EIA)已经预测称，美国原油产量今年将达到历史新高，超过 1000 万桶/日大关。而完成这一目标似乎只需要更少的员工和钻井数，美国页岩油生产效率已经再度提高。



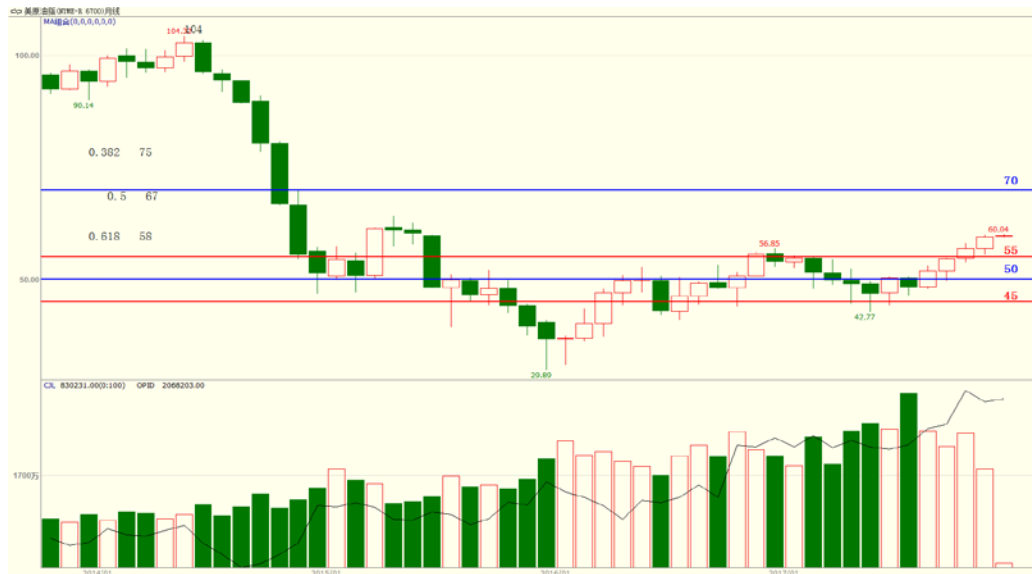
数据来源: 东方期货

图 22 美国钻井数量与 WTI

## 三、技术分析

美原油指数从月 K 线上看，2017 年大部分时间处于 45-55 美元区间之内，年末在减产延期的良好预期下，油价向上突破了 55 美元，预计明年油价重心整体上移至 50-70 美元区间内，而且波动会有所加剧。





数据来源：文华财经

图 23 美原油指月线

## 四、后市展望

综上所述，2018 年全球经济整体向好，需求有望进一步提升，而供给方面由于 OPEC 再次延长减产协议期限，使得供给能够得到有效的控制，从而推动油市尽快恢复再平衡。目前油市面临的压力主要来至两个方面，一个是页岩油的崛起，由于技术进步页岩油生产效率大大提高，市场普遍预期 2018 年美国原油产量超过 1000 万桶/日大关。另一个是新能源汽车的普及，时至今日全球主要发达国家都推出了燃油车退市时间表，取而代之的新能源汽车尤其是电动汽车，从长期来看对原油的需求形成极大的利空。因此，预计明年油价整体再上一个台阶，但上行空间有限，大致运行在 50-70 美元之间。

---

## 免责声明

除另有说明，本报告的著作权属上海东方期货经纪有限责任公司，未经本公司书面同意不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为上海东方期货经纪有限责任公司的商标、服务标记及标记。上海东方期货经纪有限责任公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致上海东方期货经纪有限责任公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且上海东方期货经纪有限责任公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。上海东方期货经纪有限责任公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。上海东方期货经纪有限责任公司可提供与本报告所载资料不一致或有不同结论的报告。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表上海东方期货经纪有限责任公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

上海东方期货经纪有限责任公司

地址：上海市浦东新区松林路 300 号 1603 室

邮编：200122

电话：4000-111-955

传真：021-80232002

网址：<http://www.sheast.cn>