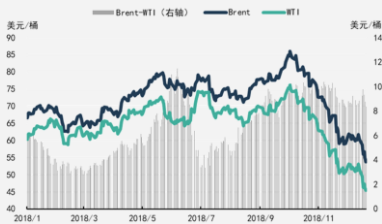


原油：山重水复 柳暗花明

板块 油化工

国际原油价格走势：



前海期货有限公司

投资咨询业务资格

期货分析师：唐伟

电话：0532-80990901

邮箱：tangwei@qhfc.com.net

从业资格号：F3032926

投资咨询号：Z0012738

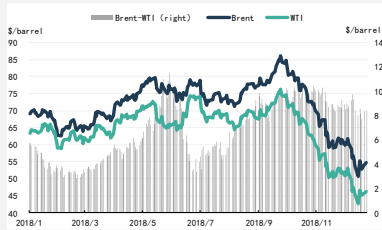
报告摘要

- 原油价格的波动是其金融属性和商品属性相结合的体现。油价的走势与经济的表现大体相当，但也难以掩盖强者在背后的煽风点火、助涨助跌。
 - 中国原油期货正式挂牌交易，这是中国石油工业和中国资本市场的一个重要里程碑。
 - 地缘政治是影响油价走势的重要因素，地缘政治风险溢价在 2019 年仍将有表现的窗口。
 - 需求预期存在变数，2019 年需求预期平稳或略有下滑，如果减产到位，库存去化进程有望延续。
 - 2019 年度原油均衡价格可能在 55 美元/桶附近，波动区间可能落在 35 美元/桶-75 美元/桶，价格宽幅震荡。
- 2018 年原油市场回顾
 - 原油市场走势判断
 - 2019 年油价展望



Sector Crude Oil

The Price Trend of Crude Oil



QIANHAI FUTURES CO., LTD

Investment consulting qualification

Analyst: Tang Wei

Tel: 0532-80990901

E-mail: tangwei@qhfc.net

Qualification certificate No.: F3032926

Investment consulting certificate No.:

Z0012738

Crude Oil

Every cloud has a silver lining

Abstract

- Though the price trend of crude oil boils down to the supply and demand of economics, many powerful things often stir up troubles.
 - China launched trading of the yuan-denominated crude oil futures contracts in March 2018, which is an important milestone for China's oil industry and China's capital market.
 - Geopolitics is an important factor affecting the trend of oil prices. The risk premium will still impact the oil price in 2019.
 - Effect of expected demands faces uncertainty. In 2019, oil demands will be stable or slightly down. If the production cuts in place, destocking will continue.
 - The price of crude oil will be in a process of wide shocks in 2019, within a range of \$35 to \$75 a barrel. And the equilibrium price may be around \$55 a barrel.
-
- Review of Crude Oil Market in 2018
 - Judgment of Crude Oil Market Trend
 - Oil Price Outlook for 2019

一、2018 年原油市场回顾

（一）经济周期下的强权者游戏

2018 年，国际原油价格先扬后抑，1-3 季度价格震荡上行，WTI 原油两度站上 75 美元/桶，BRENT 原油突破 85 美元/桶。进入 4 季度，市场风云突变，油价惨烈下跌，全年的涨幅在短短一个月时间就被吞没，季度跌幅逼近 40%，十年前的一幕仿佛重现。

原油作为对全球影响最大的一种商品，不仅具有基础的商品属性，还有很强的金融属性。商品属性大多跟具体微观影响因素相关，最重要的是供需关系，金融属性则大多跟宏观影响因素相关。原油价格的波动是其金融属性和商品属性相结合的体现。

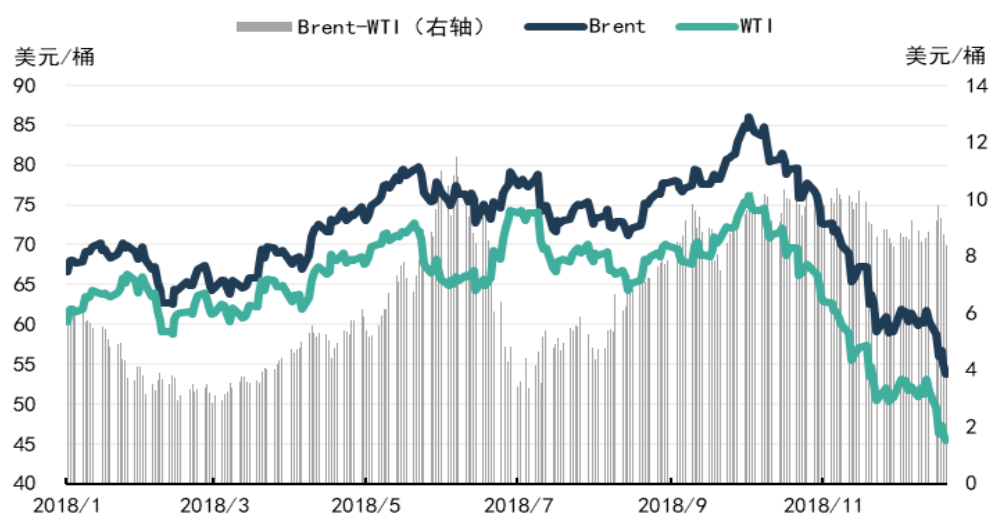
在 2018 年前三季度，美国经济处于明显加速复苏阶段，市场强烈的利率正常化预期便是佐证；中国经济主动调整，但经济增速依然令多数国家眼红；欧盟和日本经济总体运行平稳，巴西、南非、阿根廷以及土耳其等一些新兴经济体陷入困境，不过体量不大，影响有限，全球经济整体处于相对强势的阶段。

进入四季度，西方国家尤其是美国经济开始显露疲态，减税的边际刺激效应减弱，利率正常化进程即将完成，企业盈利增长逐渐放缓，贸易争端的负面影响正在放大，全球经济增长进入调整期。

虽然油价的走势与经济的表现大体相当，但也难以掩盖强权者在背后的煽风点火、助涨助跌。

OPEC 是全球原油市场的卡特尔组织，通过联合俄罗斯等其他一些产油国形成 OPEC+，他们共同协调行动来控制市场上的相当一部分原油供应，从而使油价向有利于自身的方向运行。OPEC+的减产协议由于产油国的落实到位，在 2018 年对油价形成了较强的支撑。

相较于 OPEC+的协商、讨论机制，不可预测的特朗普政府给原油市场带来更多的不确定性。为了自身的政治、安全和经济利益，美国人将制裁大棒指向了伊朗，号称要将伊朗的出口降为 0，供应忧虑下原油价格大幅上行，这又引来美国不满，美国人将矛头转向了 OPEC，要求 OPEC 大幅增产，甚至要提出“NOPEC”草案。主要产油国屈服了，增产了。而最终落地的制裁措施却搭配豁免条款，伊朗原油至少在半年内还能保持 100 万桶/日的正常出口，但沙特等产油国的增产也已兑现，供应方面出现了明显的错位，再叠加俄罗斯和美国创纪录的原油产量，供应过剩的担忧卷土重来。

图 1 BRENT 与 WTI 走势


数据来源：wind 资讯，前海期货

（二）INE 原油的中国声音

在油价的走势中，我们看到了经济的波动，也看到了强权者的霸道，也更迫切的需要原油市场上体现中国乃至亚洲的声音。

2018 年 3 月 26 日，中国原油期货正式挂牌交易，这是中国石油工业和中国资本市场的一个重要里程碑。

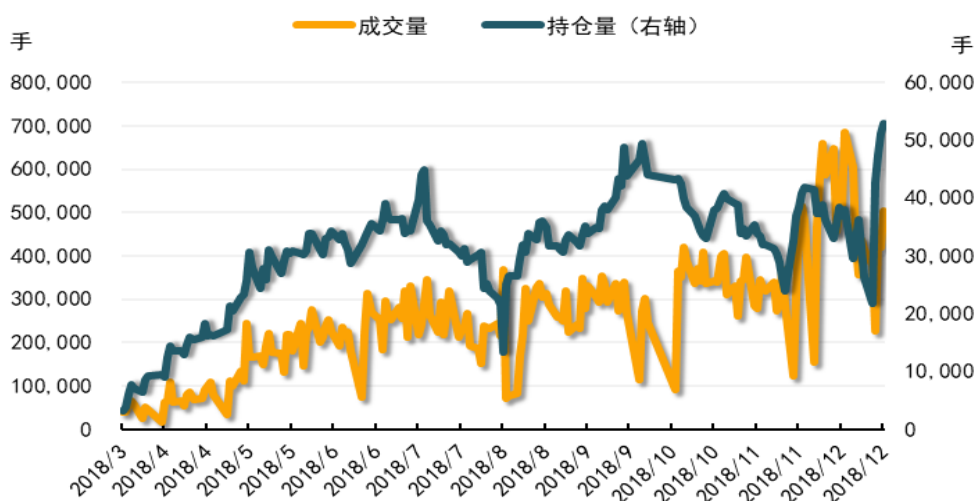
作为全球第一大原油进口国和第二大原油消费国，中国推出原油期货主要是基于本国实体经济发展和进一步改革开放的需要。“中国版”原油期货合约设计方案最大的特点是“国际平台、净价交易、保税交割、人民币计价”。这一设计也有助于加快人民币国际化进程、增强中国在全球原油市场中的影响力。

BRENT 和 WTI 价格长期以来都是油价风向标，亚太地区缺乏权威原油基准价格，INE 原油的推出有望弥补这一缺陷。经过近九个月运行，INE 原油已经迅速成为亚洲交易量最大的原油期货合约，仅次于 WTI 与 BRENT，跻身全球交易量前三。

INE 原油不仅仅是在成交方面表现突出，在价格上，INE 与 BRENT 以及 WTI 等国际主要原油期货品种的价格联动性不断增强，相关系数达到 0.9 以上，为内外盘的套利交易创造了条件。

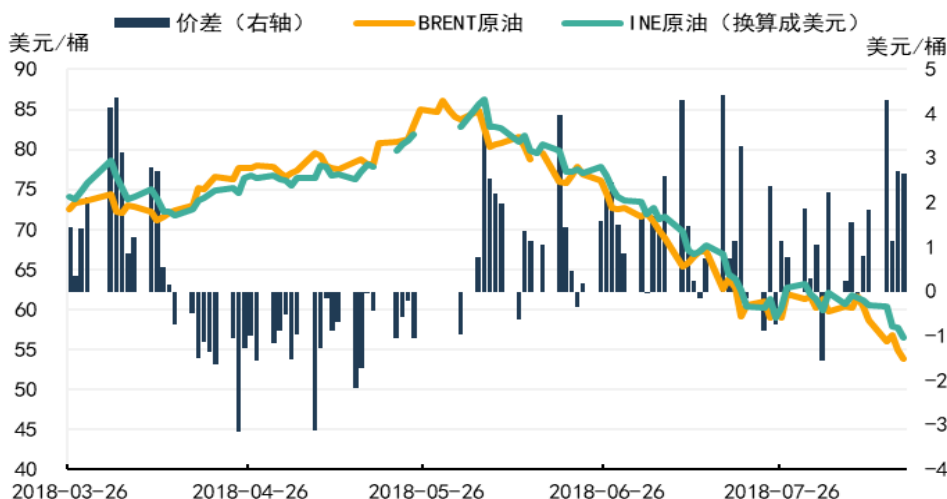
INE 原油价格除了与国际价格的联动，自身还受到包括人民币汇率、国内经济大环境以及运输、需求、节假日等有别于国际价格的因素影响，体现了本地化特色。

图 2 INE 原油的成交量与持仓量



数据来源: wind 资讯, 前海期货

图 3 INE 原油与 BRENT 原油



数据来源: wind 资讯, 前海期货

二、原油市场走势判断

(一) 宏观经济

1) 美国经济保持增长, 势头放缓

2018 年美国强劲复苏, GDP 增速有望达到 3%左右, 这种增长势头在 2019 年可能难以延续。

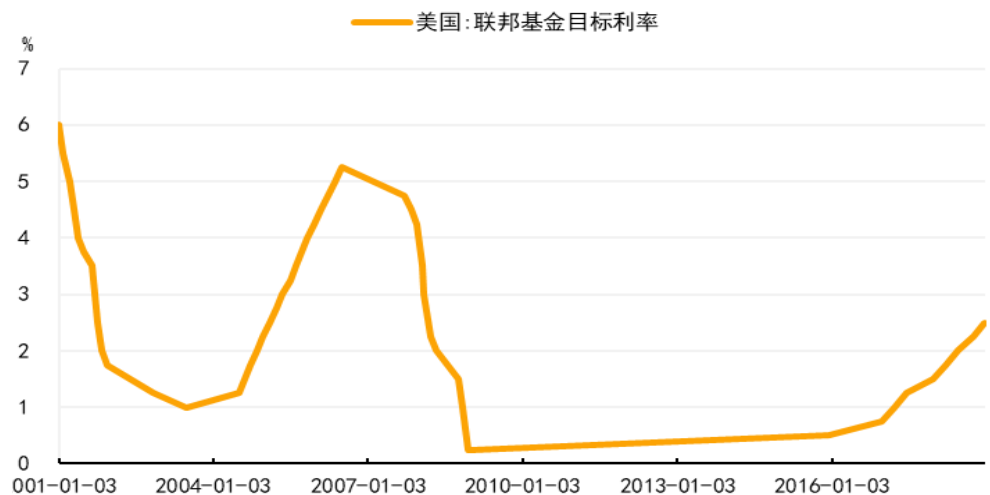
一方面, 在经济上, 减税政策的刺激效果正在逐渐消退, 而 2018 年开始的贸易争端的负面效果却在显现; 基准利率已经回到正常水平的下限, 资金成本

较前期显著提升，对投资产生抑制作用。

另一方面，在政治上，美国的众议院将被民主党控制，特朗普政府将被迫在立法机构投入更多的精力，政府行事也将受到更多约束和牵制。

虽然经济增速可能放缓，但这并不意味着经济衰退。从利率水平来看，美国经济应该还能承受更高的利率，货币政策还有空间。

图 4 美国联邦基金目标利率



数据来源：wind 资讯，前海期货

2) 中国经济稳中求进，强化逆周期调节

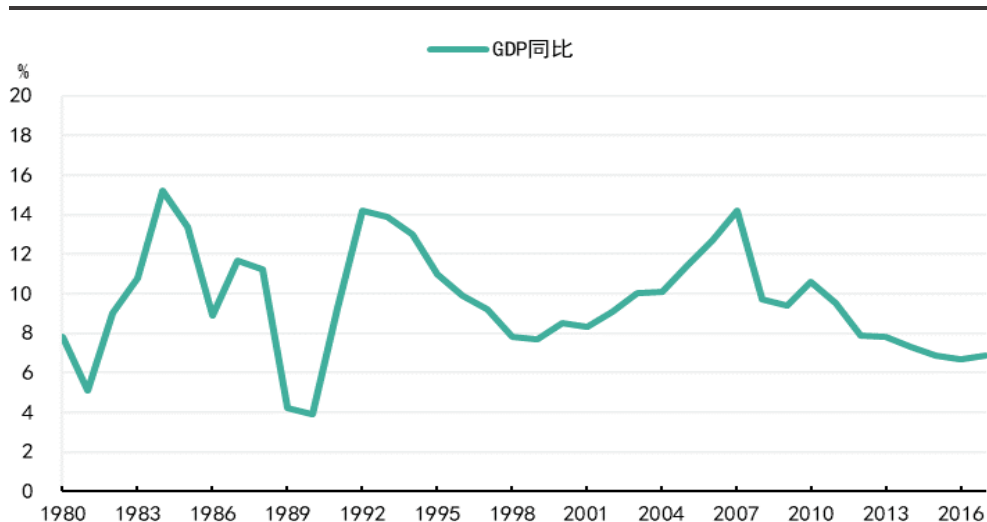
2018 年 12 月，中央经济工作会议在北京举行。

会议指出，我国发展仍处于并将长期处于重要战略机遇期，宏观政策上将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，强化逆周期调节。

政策上坚持稳中求进的工作总基调，着力在对冲经济下行压力。政策上的结构性机会可能在明年会有所体现。中国经济在 2019 年总体保持平稳仍可预期。

中美贸易争端目前还没有明确的信息，双方仍有一定机会达成和解。即使最终不能达成协议，中国有广大的市场、庞大的经济体量和稳定的政治形势，政策上也有足够的储备，能有效应对这一挑战，对经济的冲击有限。

图 5 中国 GDP 同比增速



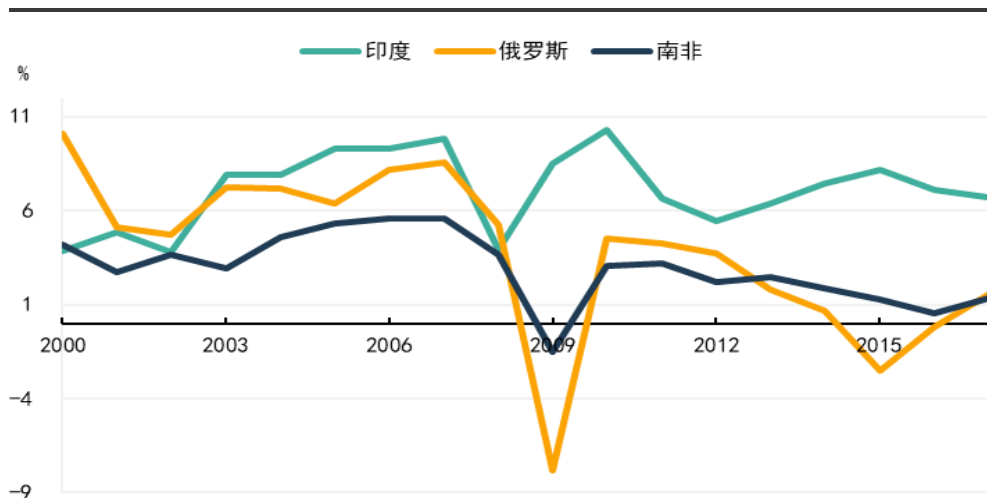
数据来源: wind 资讯, 前海期货

3) 新兴经济体面临挑战

2018 年, 新兴经济体表现分化, 部分国家如南非、土耳其、阿根廷受美元周期影响明显, 货币贬值, 经济动荡, 整体抗风险能力下降; 部分国家表现较好, 印度经济增长比较强劲, 俄罗斯、巴西等能源资源出口国经济保持复苏态势。

2019 年, 全球经济增长动能有所削弱, 不确定性不稳定性因素增多, 下行风险加大, 对于经济规模相对较小的新兴经济体来说, 挑战大于机遇。

图 6 新兴经济体 GDP 同比增速



数据来源: wind 资讯, 前海期货

（二）地缘政治

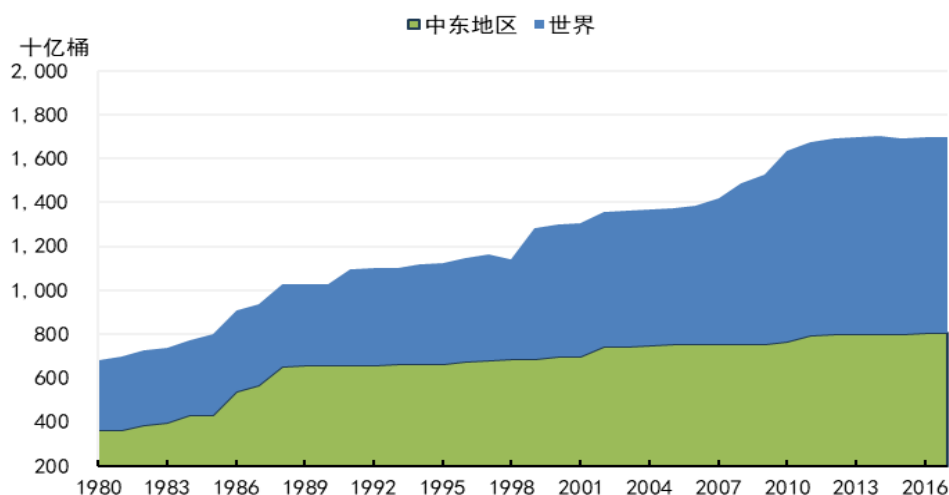
1) 中东进入不确定的动荡时期

当前中东地缘政治发展的突出特点是地区陷入动荡、失衡、失序之中，美国领导作用缺失，地区多极化进程加快。

美国宣布从叙利亚撤军，俄罗斯则借叙利亚战争强势重返中东，地区内大国土耳其、沙特和伊朗三国博弈。

当前中东局势发展难以预测，带有很强的不确定性，且缺乏方向。中东地区是全球最重要的原油产地，已探明储量几乎占全球的一半，地缘政治的不稳定对原油的供应埋下了隐患。

图 7 世界及中东地区原油探明储量



数据来源：wind 资讯，前海期货

2) 伊朗核问题困局难解

2018 年美国宣布退出伊朗核协议并对伊朗实施制裁，虽然部分国家获得豁免，但有 180 天的期限，后续会如何演化并不明确。

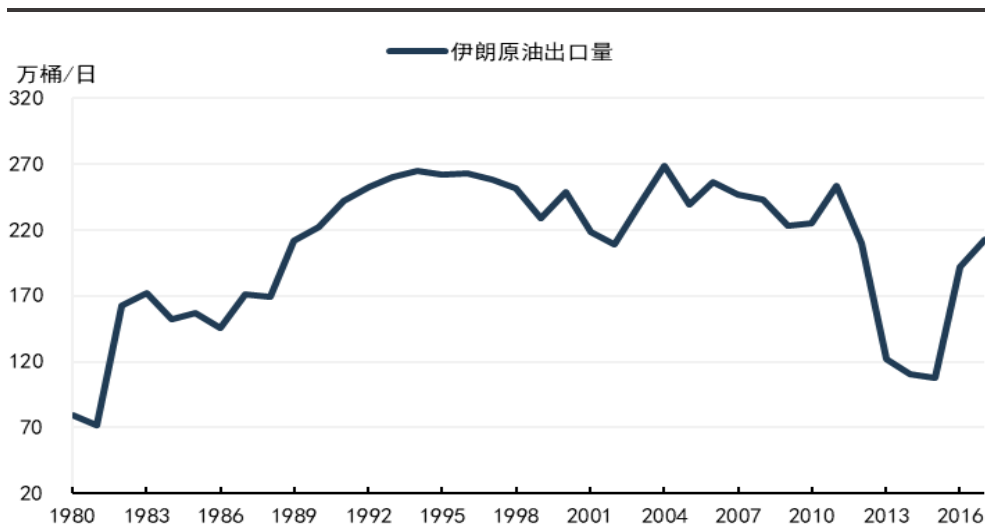
为了应对美国对伊朗的制裁以及“长臂管辖”，欧盟出台了“阻断法案”并酝酿“特殊目的机构”，但效果令人质疑，对于欧洲的大企业来说，无论考虑到市场大小还是信贷风险，在美国和伊朗之间必然选择前者。

面对美国的制裁，伊朗方面多次表示不会屈服，并继续深度介入叙利亚和也门事务。

伊朗是全球重要的产油国，2015 年伊核协议签署后伊朗的原油出口迅速提高，2017 年原油出口量达到 210 万桶/天，2018 年美国制裁前原油出口量一度

上升到 240 万桶/日，产量更是达到了 380 万桶/日。但制裁后原油出口量迅速下降，目前估计在 100 万桶/日左右，伊朗核问题增加市场原油供应不确定性。

图 8 伊朗原油年度出口量



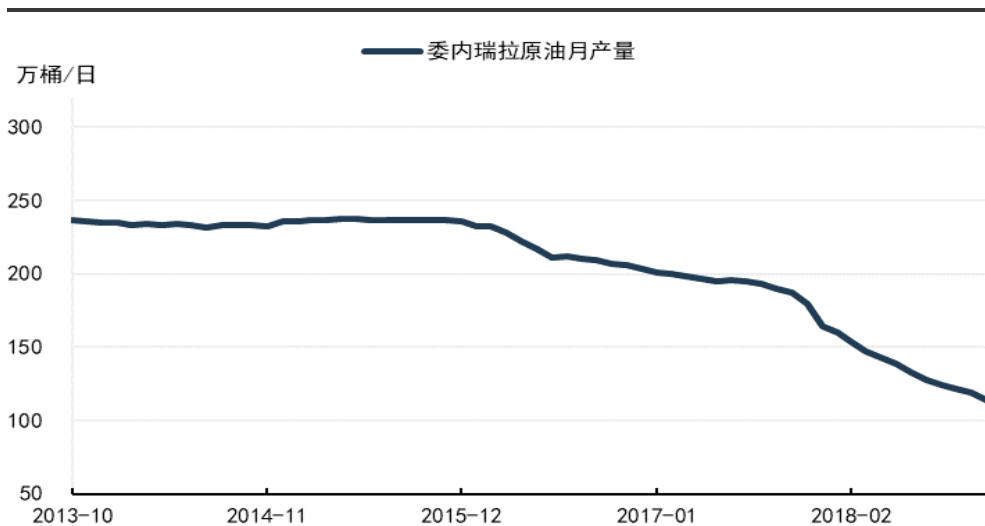
数据来源: wind 资讯, 前海期货

3) 委内瑞拉局势未见改观

近几年来，委内瑞拉经济陷入困境，虽然拥有巨大的石油储量，但由于缺乏资金和设备，原油产量却在萎缩。

委内瑞拉目前与美国的关系依然紧张，所受到的制裁措施短期内也看不到取消的可能，原油供应继续受到困扰。

图 9 委内瑞拉原油月产量



数据来源: wind 资讯, 前海期货

4) 沙特面临内外挑战

沙特原油产量长期排名世界前三，是 OPEC 组织的重要成员国，是中东地区的主要国家，在国际原油市场占有重要地位。

沙特目前在政治和经济方面都面临着挑战。沙特是政教合一的君主制王国，立国以来长期实行“兄终弟及”的继承人制度，由于年龄问题，现在的沙特王储由第二代王室成员变为了第三代王室成员，这是一个重要的过渡时期。

在经济上，年轻的王储提出了沙特“2030 愿景”，能源战略转型是重要内容，但沙特阿美的上市搁浅为这项宏大的规划铺上了阴影，陷入也门内战又增添了经济负担，记者事件更是一度威胁到王储的地位。

图 10 沙特原油月产量



数据来源: wind 资讯, 前海期货

5) 俄罗斯继续与西方国家对抗

在 2018 年底举行的年度大型记者会上，俄罗斯总统普京关于外交政策的表述表明，莫斯科希望与美、英等西方国家达成和解和妥协，但必须将俄罗斯的利益纳入其中。

但这在目前看来可能只是俄罗斯的一厢情愿，美国总统特朗普一度想改善美俄关系，“通俄门”调查成为绕不过的坎，英国正陷入“脱欧”的麻烦中。

重要的一点还在于俄罗斯与西方的利益是否存在冲突。北约东扩恶化了俄罗斯的地缘环境，俄罗斯楔入叙利亚则对西方利益造成了损害。俄罗斯与西方国家的关系短期内难以明显改善。

（三）原油供需

1) OPEC+减产协议

2018年12月7日，石油输出国组织 OPEC 与以俄罗斯为首的非 OPEC 产油国关于减产达成了协议。

OPEC 将从明年 1 月份起在 2018 年 10 月产油量的基础上减产 80 万桶/日，非 OPEC 国家将会减产 40 万桶/日，其中俄罗斯减产约 23 万桶/日。新的减产协议将使(去除卡塔尔) OPEC 的 14 个成员国在 2019 年保持在 3180 万桶/日。

从目前形势来看，当原油价格回到 50 美元/桶下方，主要产油国减产意愿是比较强烈的，同时，外部政治压力也会减少很多。预计 OPEC+的减产协议在 2019 年将会得到较好的落实，不排除在价格继续下行时增加减产数量的可能。

图 11 OPEC 原油月产量



数据来源: wind 资讯, 前海期货

2) 产油国的被动减产

在 OPEC 组织主动减产的同时，有三个国家获得豁免：伊朗、利比亚和委内瑞拉。

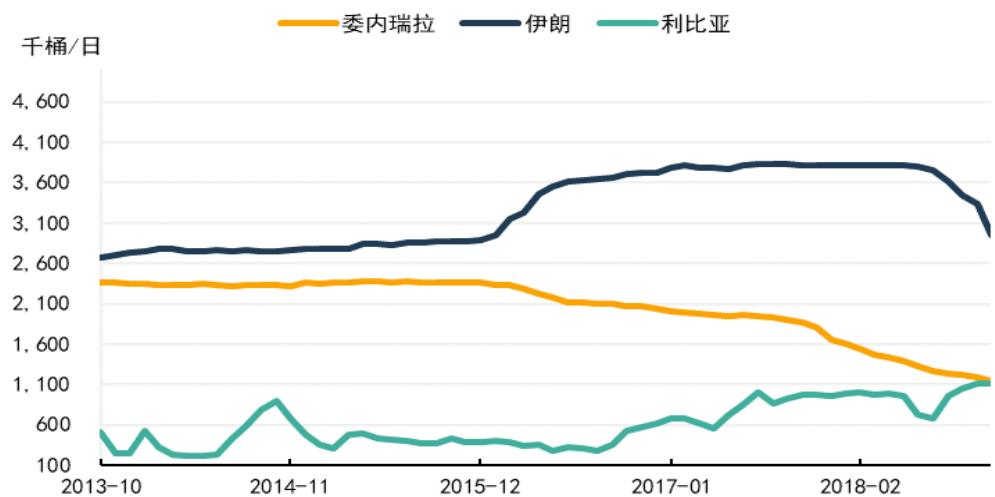
伊朗由于制裁问题，原油出口受到限制，原油生产也出现下滑，虽然不在减产行列，但如果后期原油出口受到更大打压，被动减产的可能性将会提高，开采出来的原油储存在油轮上的成本并不低。

利比亚由于国内局势动荡，原油生产并不稳定，此前其国内最大的沙拉拉油田就曾由于武装人员的胁迫停产。利比亚局势如果没有明显改观，这样的被动减产在明年仍有可能出现。

委内瑞拉由于制裁和经济问题，原油生产显著萎缩。不过最近几个月先后获得中国和俄罗斯两笔 50 亿美元的投资，主要为了促进其石油产量，但投资能否迅速转换为生产力还有待观察。

三大产油国获得了减产豁免，背后的原因却是他们被动减产的概率很大，减产的数额并不包括在 120 万桶/日的配额内，这是供应方面的不确定因素。

图 12 减产豁免国原油月产量



数据来源：wind 资讯，前海期货

3) 美国页岩油持续增产

2012 年以来，美国原油产量急剧增长，产量增长最重要的推动力是美国的页岩油革命，其迅速发展越来越深刻地影响着国际能源格局。

数据显示，2017 年美国页岩油产量约为 470 万桶/日，占其国内原油总产量的 50.2%，近 10 年复合增速 27%，远高于同期美国国内原油产量增速(6.5%)。2018 年以来美国页岩油开采活跃，上半年页岩油产量约为 569 万桶/日，同比增加 127 万桶/日 (+28.7%)，占其国内原油总产量的 54.8%。页岩油几乎贡献近年美国原油生产的全部增量。

页岩油生产具有增产快、衰减快的特点，平均页岩油井高产期在 2 年左右，稳定性要弱于传统油田，为了维持产量的高增速，必须有更大的投资跟进。2018 年的大部分时间油价保持在较高水平，有利于吸引投资，但四季度油价被打回原形，对于页岩油的投资有可能下降。

考虑到投资周期和增产惯性，预计页岩油产量在 2019 年仍有可能维持增长，但增速有可能放缓。

图 13 美国钻机总数量


数据来源: wind 资讯, 前海期货

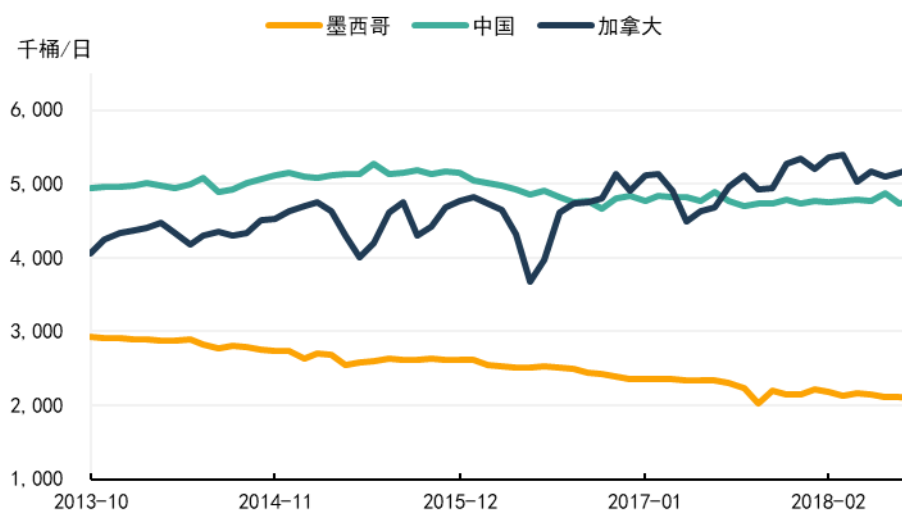
4) 其他产油国的供应

中国是全球主要的原油进口国, 同时也是原油生产大国, 原油产量全球排名第七, 但近年来, 国内原油生产出现下滑。数据显示, 2018 年 11 月全国原油产量为 1553.4 万吨, 同比下降 1.3%。2018 年 1-11 月全国原油产量为 17274.8 万吨, 同比下降 1.6%。

2017 年, 加拿大原油产量 420 万桶/日, 全球排名第五。由于管道基础设施的缺乏, 加拿大面临较为严重的过剩情况。12 月, 主产区阿尔伯塔省先于 OPEC+ 宣布减产: 从 1 月 1 日起阿尔伯塔省的原油和沥青每日产量将减少 32.5 万桶, 即 8.7%。

墨西哥是拉美主要产油国之一, 石油是财政收入主要来源。但墨西哥石油公司已经连续 14 年减产。墨西哥新政府上台后有意提振陷入衰退状态的国有石油工业, 计划在 2025 年以前把墨西哥石油公司的原油日产量从目前 165 万桶增加至 240 万桶。

图 14 部分国家原油月产量



数据来源: wind 资讯, 前海期货

5) 需求预期存在变数

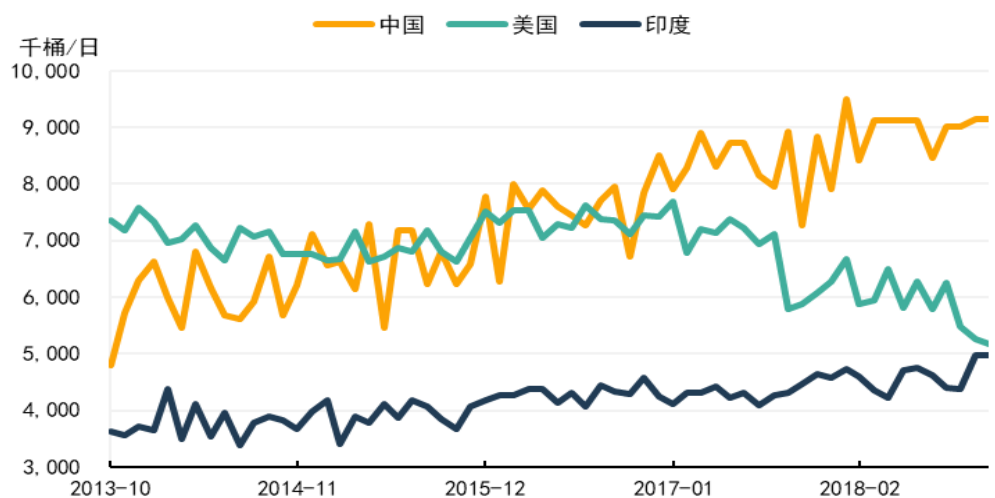
基于对 2019 年全球经济前景的担忧, OPEC、IEA、EIA 等权威能源机构纷纷下调明年的全球石油需求增速预期。其中, OPEC 将 2019 年全球石油需求增量下调 7 万桶/日至 129 万桶/日, IEA 维持 140 万桶/日的需求增长预估不变, EIA 同样下调 2019 年全球石油需求增量 5 万桶/日至 144 万桶/日。从三大权威机构的预测来看, 2019 年全球石油需求增速将放缓, 但下滑的幅度有限。

中国经济内部结构调整, 外部贸易争端, 经济面临下行压力, 但经济增速能保持在一个合理的水平, 对原油的总体需求可能边际下滑, 但总量仍有可能保持平稳。

美国经济增速可能放缓, 但这并不意味着经济衰退, 即使美联储明年出现两次左右的温和加息, 利率水平仍处于正常范围, 对经济冲击有限。美国原油需求保持相对稳定的可能性不小。

印度近年来经济发展, 已成为原油需求的边际增长亮点。国际能源研究机构 Wood Mackenzie 的数据预期, 从 2017 年到 2035 年, 印度对原油的需求将增加 350 万桶/日, 占全球原油需求增长的三分之一。

总体来看, 2019 年的需求预期平稳或略有下滑, 如果全球在贸易争端、市场开放等领域取得超出预期的成果, 原油的需求预期也可能会上调, 市场仍存在不小的变数。

图 15 部分国家原油月度进口量


数据来源: wind 资讯, 前海期货

6) 库存去化仍可期待

全球原油库存自 2016 年 8 月达到顶点后连续两年出现回落, 一方面是 OPEC+ 产油国的主动减产降库存, 另一方面是全球经济复苏力度有所增强导致需求增加。

原油库存去化进程在 2018 年下半年出现波折。在外部压力下, OPEC+ 开始增产, 但预期中伊朗原油出口的市场出清并未实现, 导致原油库存增幅明显。

2019 年开始, OPEC+ 的新一轮减产行动将拉开序幕, 从各方的表态来看, 产油国减产意愿较强, 如果减产行动没有达到预期效果, 仍然会存在延期的可能, 而伊朗原油出口仍面临豁免时间到期的压力, 美国页岩油要保持高增速需要持续的投入, 低油价却难以吸引更多的投资。

总体来看, 预计 2019 年一季度全球原油库存仍有可能增加, 但随着减产协议的执行甚至延期, 以及页岩油产量增速的放缓, 市场供需将逐渐平衡, 重新回到近几年的库存去化进程当中。

图 16 经合组织原油库存


数据来源: wind 资讯, 前海期货

三、2019 年油价展望

展望 2019 年, 在宏观经济方面, 美国经济有望保持增长, 经济增速放缓, 美联储加息节奏也会随之放缓, 美元周期的压力减轻; 中国仍处于并将长期处于重要战略机遇期, 虽然有内部结构调整和外部贸易争端的压力, 但经济体量大、抗风险能力强, 还有足够的政策空间, 能够保证经济增长的平稳; 新兴经济体表现分化, 在货币压力有可能减轻的背景下, 有望整体贡献边际需求增量。

在地缘政治方面, 中东地区正陷入动荡、失衡、失序之中, 美国领导作用缺失, 地区多极化进程加快; 伊朗核问题困局难解, 2019 年面临新的摊牌; 委内瑞拉局势未见改观, 原油产量恢复仍需时间; 沙特应对内外挑战, 继承人制度进入重要过渡期, 经济面临能源战略转型; 俄罗斯与西方国家关系改善短期仍有困难。地缘政治是影响油价走势的重要因素, 地缘政治风险溢价在 2019 年仍将有表现的窗口。

在供需方面, OPEC+ 执行减产, 如果油价没有企稳乃至反弹, 减产协议还有望延期; 三大产油国获得减产豁免, 但他们被动减产的概率较大, 减产份额并不包含在减产协议中; 美国页岩油产量在 2019 年有望继续增加, 但增速可能下降; 需求预期存在变数, 2019 年需求预期平稳或略有下滑, 如果减产到位, 库存去化进程有望延续。

2019 年, 原油市场仍将面临很多的不确定因素, 目前来看, 随着供需再平衡, 原油价格有望逐步走出 2018 年 4 季度的 40 美元/桶的低谷, 价格重心缓

慢上移, 2019 年度原油均衡价格可能在 55 美元/桶附近, 波动区间可能落在 35 美元/桶-75 美元/桶, 价格宽幅震荡。

免责声明

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。前海期货有限公司力求准确可靠，但对于信息的准确性、完整性不作任何保证。不管在何种情况下，此报告所载的全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议，且前海期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，因根据本报告及所载材料操作而造成的损失不承担任何责任，敬请投资者注意可能存在的交易风险。

本报告版权归前海期货有限公司所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，或投入商业使用。

如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处为前海期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并保留我公司一切权利。

关于我们

总部地址：深圳市前海深港合作区梦海大道 5033 号卓越前海壹号 A 栋 26 楼 08 单元

邮政编码：518052

全国统一客服电话：400-686-9368

网址：<http://www.qhfco.net>

