

# 迈向再平衡

倍特期货·研究发展中心

2017年12月20日

OPEC 减产协议延长至2018年底为油价提供底部支撑，而美国页岩油产量的恢复速度可能超过预期。但需求弹性变大有助于抵消供应端的向下风险。去库存仍然是油市的主要线索，预计2018年油市将实现再平衡。

## 相关报告：

《凛冬已至，积重难返——2014年石化年报》  
《基本面乏善可陈，行情低位震荡——2015年石化年报》  
《守得云开见月明——2016年石化年报》

## 分析师：陈吟

投资咨询证号：Z0011157

联系电话：028-86269395

QQ：631285608

## 要点：

- ◆ 2018年非 OPEC 供应量预期为58.81百万桶/日
- ◆ 2018年全球原油需求量预期为98.45百万桶/日
- ◆ 库存向5年均值回归
- ◆ 预计油市在2018年达到再平衡

## 观点和操作策略：

Brent 原油指数支撑在 45 美元/桶，压力在 72 美元/桶，均价在 60 美元/桶左右；WTI 原油指数运行范围在 43 至 66 美元/桶，均价为 57 美元/桶。

操作上以偏多思路为主，二季度由于炼厂惯例检修季、需求出现下降，油价有较大回跌风险，多单可在此进入。

风险提示：本报告中的所有观点仅代表个人看法，不作为直接入市投资依据。本报告中的所有数据和资料均来自网络和媒体的公开信息，不能保证数据和资料来源的准确性。若据此入市，应注意风险。作者和所在机构不承担由此产生的任何损失和风险。

## 一、行情回顾

一季度，OPEC 正式开始减产，但在美国页岩油供应回升的压力下，全球供应并未出现明显下滑，油价窄幅震荡。

二季度，虽然减产协议的完成情况积极、产油国延长减产时间，但利比亚产量恢复、美国原油产量持续增加，供给面的巨大压力使得油价掉头下行。

三季度，美国活跃钻井数和原油产量纷纷下降、EIA 库存报告频传利好，去库存进入显性化，多头情绪占据主导，油价开启上行。

四季度，地缘政治风险集中爆发、OPEC 供应量下降、减产协议确认延长至 2018 年年底，众多利好因素集结下，油价加速上行。

图 1：油价走势



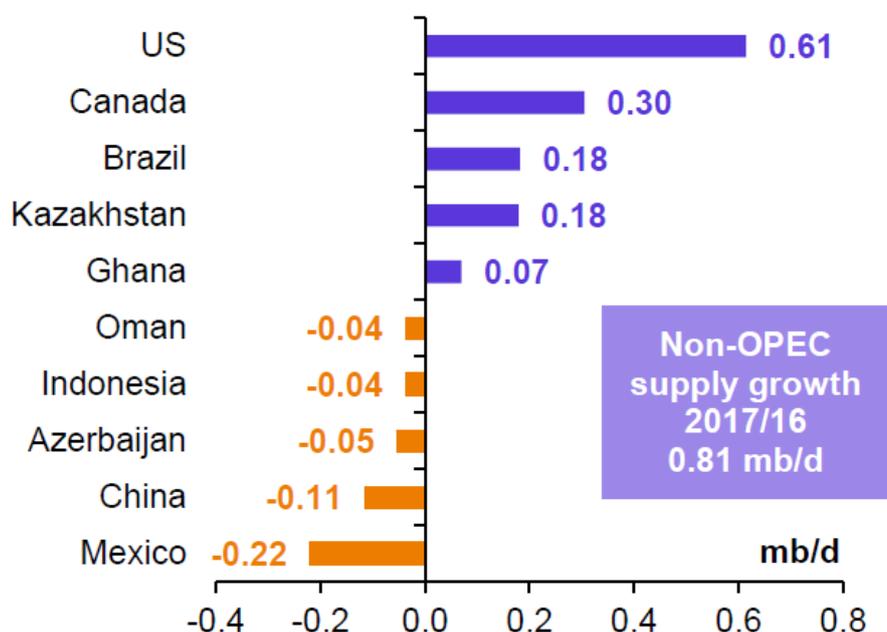
数据来源：WIND

## 二、基本面分析

### (一) 供应分析

2017 年非 OPEC 供应量为 57.82 百万桶/日，较 2016 年增长 0.81 百万桶/日。美国依然是增量的主要来源，其产量增长为 0.61 百万桶/日；其余增量较为明显的国家为加拿大、巴西、哈萨克斯坦、加纳。墨西哥则是最大的负增长来源，其产量下降 0.22 百万桶/日；之后为中国、阿塞拜疆、印度尼西亚和阿曼。

图 2: 2017 年各国供应变化量



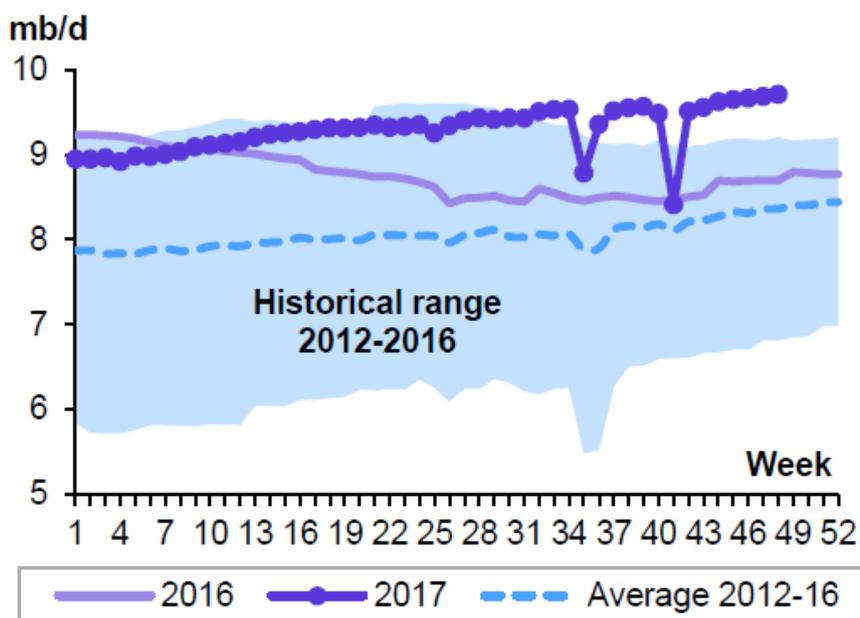
数据来源: OPEC

预计 2018 年非 OPEC 供应将增长 0.99 百万桶/日达到 58.81 百万桶/日，美国、加拿大、巴西、哈萨克斯坦、英国、加纳、刚果和澳大利亚是增量的主要来源国。墨西哥、中国、俄罗斯、哥伦比亚、阿塞拜疆和挪威则是负增长。

经合组织 2017 年原油供应量 25.54 百万桶/日，增长 0.70 百万桶/日。2018 年供应预计将继续增长 1.1 百万桶/日至 26.65 百万桶/日。

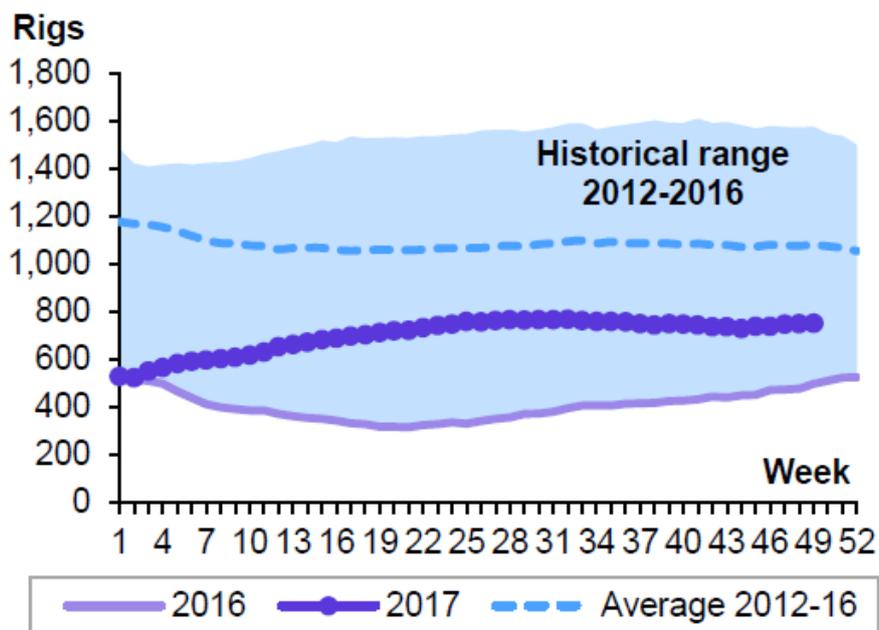
经合组织美洲地区 2017 年原油供应量 21.30 百万桶/日，同比增长 0.70 百万桶/日，受益于美国 and 加拿大的产量增长。2018 年该地区供应量预计将升至 22.36 百万桶/日。

图 3: 美国原油周产量



数据来源: EIA, OPEC

图 4: 美国活跃钻井平台数



数据来源: Baker Hughes, EIA, OPEC

美国 2017 年原油供应量 9.24 百万桶/日，2018 年预计将增长 0.72 百万桶/日至 9.96 百万桶/日。受益于油价的回升，美国活跃钻井机数量在 2017 上半年出现较明显增长，直接导致了美国原油产量的增加。若 2018 年油价继续维持高位，预计库存井数将继续启动，带来更多的原油增量。

欧洲经合组织 2017 年原油供应量 3.84 百万桶/日，同比增长 0.03 百万桶/日。2018 年供应将增至 3.86 百万桶/日，英国的产量增长预计将抵消挪威和丹麦产量的下降。

发展中国家 2017 年原油产量 11.94 百万桶/日，2018 年预计将提升至 12.07 百万桶/日。

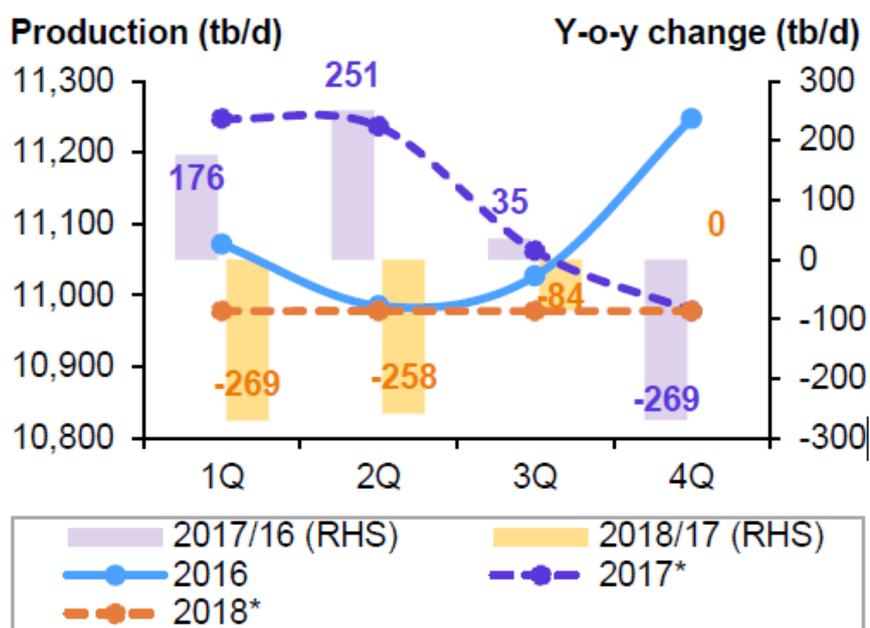
**表 1: 发展中国家原油产量 (百万桶/日)**

	一季度	二季度	三季度	四季度	年度	变动
2016	11.80	11.79	11.97	12.03	11.90	-0.15
2017	11.91	11.90	11.90	12.06	11.94	0.01
2018	12.05	12.03	12.15	12.05	12.07	0.12

资料来源: OPEC

2017 年俄罗斯原油供应量仅增长 0.05 百万桶/日至 11.13 百万桶/日。而由于限产协议的延长，2018 年该国产量预计将下调 0.15 百万桶/日至 10.98 百万桶/日。

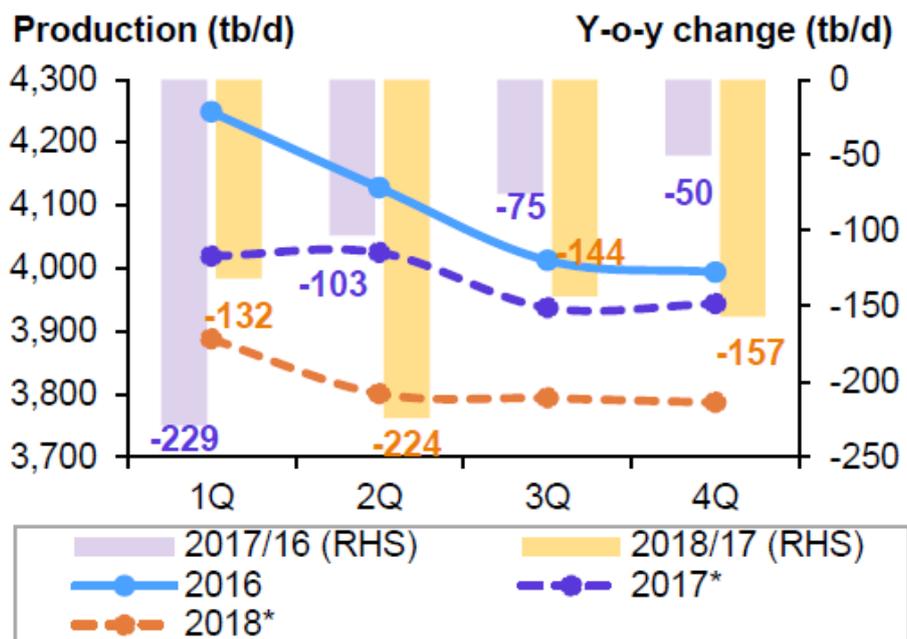
**图 5: 俄罗斯原油产量**



数据来源: OPEC

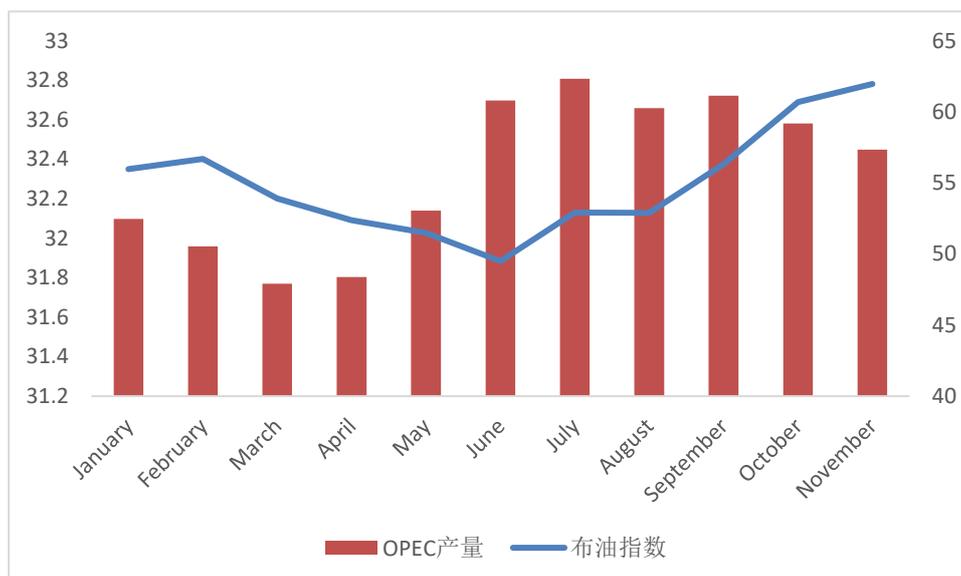
2017 年中国原油产出相较 2016 年有 0.11 百万桶/日的降幅，2018 年将继续减少 0.16 百万桶/日。

**图 6: 中国原油产量**



数据来源：OPEC

**图 7: OPEC 原油产量**



数据来源：OPEC

2017 年前 11 个月，OPEC 日均产油量 32.399 百万桶，相较 2016 年下滑了 244 万桶/日。

放弃保市场份额转而保价格的调控目标奏效，产油国享受油价上涨红利。

减产协议延长至 2018 年年末，此前有减产豁免权的利比亚和尼日尼亚也确定产出不会超过今年水平。OPEC 产量料将维持偏低水平，能够对油价形成支撑。

## （二）需求分析

2017 年全球原油需求为 96.94 百万桶/日，较 2016 年增长 1.52 百万桶/日。中国对增量的贡献最大。

**表 2：2017 全球原油需求**

	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	Change 2017/16	
							Growth	%
Americas	24.74	24.62	25.03	25.26	25.03	24.99	0.24	0.99
of which US	20.00	19.94	20.32	20.44	20.26	20.24	0.24	1.20
Europe	14.04	13.84	14.17	14.52	14.28	14.20	0.16	1.13
Asia Pacific	8.12	8.60	7.72	7.92	8.39	8.16	0.04	0.45
<b>Total OECD</b>	<b>46.90</b>	<b>47.06</b>	<b>46.92</b>	<b>47.69</b>	<b>47.70</b>	<b>47.34</b>	<b>0.44</b>	<b>0.94</b>
Other Asia	12.85	12.87	13.30	12.90	13.47	13.13	0.28	2.18
of which India	4.39	4.43	4.42	4.20	4.81	4.47	0.08	1.80
Latin America	6.47	6.27	6.51	6.82	6.46	6.52	0.05	0.72
Middle East	7.97	8.11	7.91	8.40	7.85	8.07	0.10	1.20
Africa	4.10	4.25	4.19	4.14	4.26	4.21	0.11	2.76
<b>Total DCs</b>	<b>31.39</b>	<b>31.49</b>	<b>31.90</b>	<b>32.26</b>	<b>32.04</b>	<b>31.93</b>	<b>0.54</b>	<b>1.71</b>
FSU	4.62	4.54	4.39	4.76	5.08	4.69	0.07	1.52
Other Europe	0.70	0.71	0.67	0.70	0.79	0.72	0.02	3.15
China	11.80	11.88	12.40	12.30	12.46	12.26	0.46	3.88
<b>Total "Other regions"</b>	<b>17.12</b>	<b>17.12</b>	<b>17.46</b>	<b>17.77</b>	<b>18.33</b>	<b>17.67</b>	<b>0.55</b>	<b>3.22</b>
<b>Total world</b>	<b>95.42</b>	<b>95.67</b>	<b>96.28</b>	<b>97.72</b>	<b>98.08</b>	<b>96.94</b>	<b>1.53</b>	<b>1.60</b>
Previous estimate	95.42	95.67	96.28	97.72	98.08	96.94	1.53	1.60
Revision	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源：OPEC

2018 年全球原油需求预计为 98.45 百万桶/日，增长 1.51 百万桶/日。中国仍然为需求最大增长国。

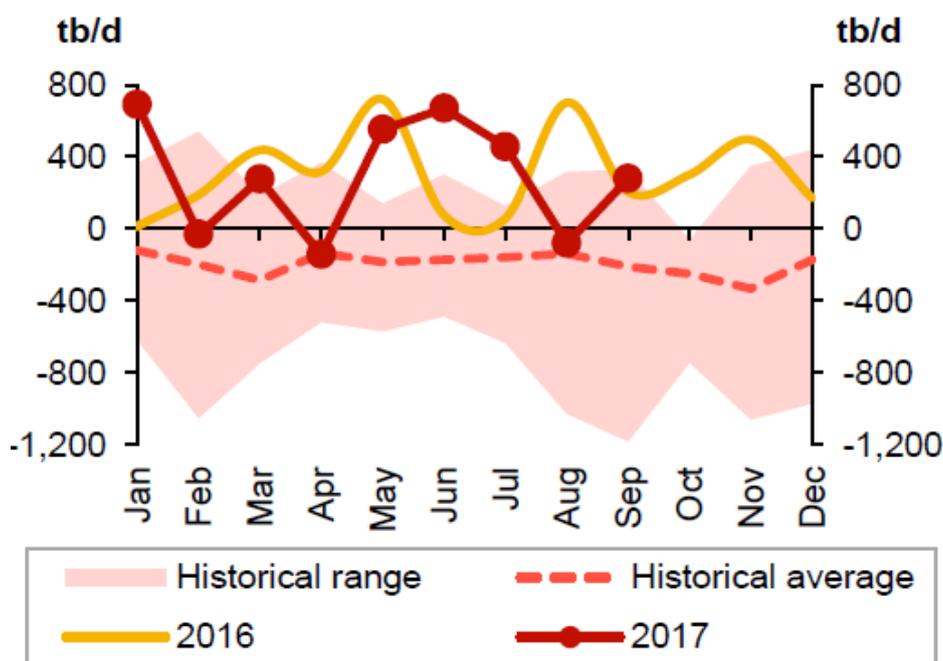
2017 年经合组织美洲原油需求较 2016 年增长 0.24 百万桶/日，2018 年预计在当前基础上继续增长 0.20 百万桶/日。

2017 年美国的需求在各个主要石油类别上大致上涨 0.15 百万桶/日，在柴油、喷气/煤油、燃料油以及液化石油和乙烷上可见最大涨幅。2018 年美国原油需求发展整体上可认为是平衡的，上行潜力和整体经济发展和价格环境有关，而向下的风险则与燃料替代、汽车能效升级、过去三年需求的高基数有关。

2017 墨西哥对原油的使用量呈现减少的趋势，燃料油、喷气/煤油需求的大幅增长被 LPG、汽油和柴油需求的下降所抵消。2018 年墨西哥原油需求的风险偏向下，主要取决于整体经济的发展和该国工业部门的燃料替代程度。

欧洲经合组织 2017 年原油需求增长 0.16 百万桶/日，得益于交通运输部门的需求增量。2018 年需求预期将增长 0.08 万桶/日。

图 8: 欧洲经合组织原油需求同比变化

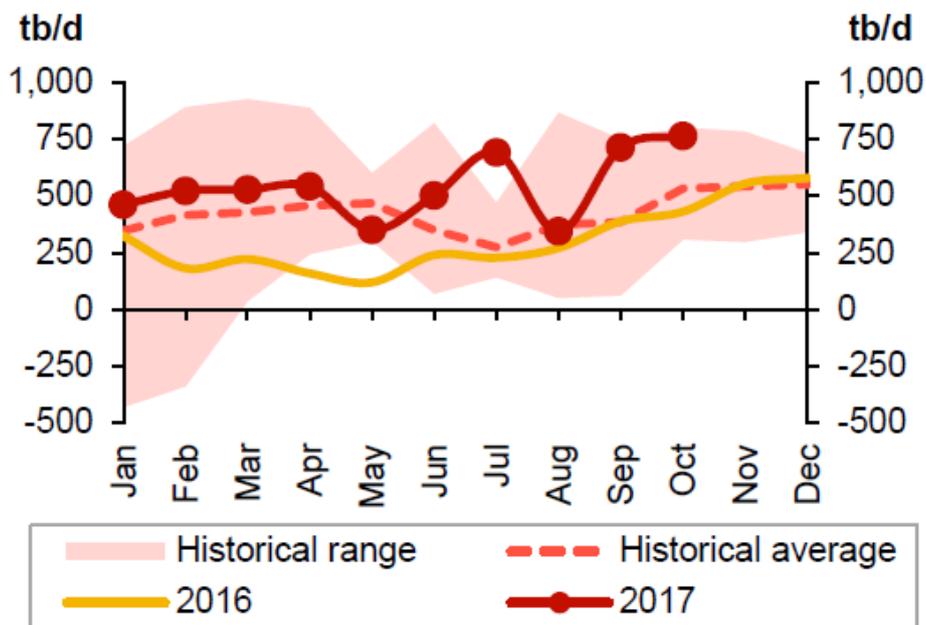


数据来源: National, Joint Organisations Data Initiative, OPEC

经合组织亚太地区 2017 年原油需求增长 0.04 百万桶/日。该地区 2018 年需求前景展望略有下滑，主要取决于日本的经济发展和燃料替代程度；韩国 2018 年原油需求前景乐观，因石化和工业领域的进一步发展。

非经合组织组织中，2017 年中国原油需求增长 0.46 百万桶/日；因 2018 年经济增长预期低于 2017 年，同时考虑到继续执行针对较少排放量的燃料质量审查计划以及天然气对煤炭的替代效应，2018 年原油需求预计增长 0.41 百万桶/日。

图 9：中国原油显性需求同比变化



数据来源：Argus Global Markets, Facts Global Energy, JODI, OPEC, 新华社、中国国家统计局

2018 年印度的原油需求预计将强劲反弹，得益于乐观的经济前景，新的商品及服务税收政策以及 2017 年的低基数。

2017 年中东原油需求增幅达到 96 千桶/日，2018 年预期与此大致相同。

2017 年拉丁美洲原油需求预期增长 47 千桶/日，2018 年增幅预期为 85 千桶/日，因巴西经济好转将带领原油需求增长。

### （三） 供需差异

根据 OPEC 数据，2016 年全球原油产量过剩 0.39 百万桶/日，2017 年前三季度供应短缺 0.95 百万桶/日。根据预测，如 2018 年 OPEC 能将产量保持在 33.15 百万桶/日以下，2018 年油市将形成供应平衡。而从目前 OPEC 的产量水平以及限产协议的延长时间来看，该目标不难达到，因此预期 2018 年将是油市迈向再平衡之路的重要一年。

**表 3: 2017 年原油供需差异 (百万桶/日)**

	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	Change 2017/16
<b>(a) World oil demand</b>	95.42	95.67	96.28	97.72	98.08	96.94	1.53
Non-OPEC supply	57.02	57.80	57.49	57.50	58.50	57.82	0.81
OPEC NGLs and non-conventionals	6.14	6.20	6.26	6.35	6.42	6.31	0.17
<b>(b) Total non-OPEC supply and OPEC NGLs</b>	63.16	64.00	63.75	63.85	64.91	64.13	0.97
<b>Difference (a-b)</b>	32.26	31.67	32.53	33.87	33.16	32.81	0.55
<b>OPEC crude oil production</b>	32.64	32.11	32.28	32.73			
<b>Balance</b>	0.39	0.44	-0.25	-1.14			

资料来源: OPEC

**表 4: 2018 年原油供需差异 (百万桶/日)**

	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	Change 2018/17
<b>(a) World oil demand</b>	96.94	97.15	97.77	99.24	99.63	98.45	1.51
Non-OPEC supply	57.82	58.67	58.67	58.70	59.21	58.81	0.99
OPEC NGLs and non-conventionals	6.31	6.44	6.47	6.50	6.53	6.49	0.18
<b>(b) Total non-OPEC supply and OPEC NGLs</b>	64.13	65.11	65.14	65.20	65.73	65.30	1.17
<b>Difference (a-b)</b>	32.81	32.04	32.63	34.04	33.90	33.15	0.34

资料来源: OPEC

#### (四) 库存情况

2017 年是去库存开始显性化的一年, 多数组织和国家的库存相较 2016 年出现了明显的下滑, 且从图形上看下降趋势有望延续。

截至 10 月, 经合组织商业原油库存降至 2,948 百万桶, 与去年同期相比下降 107 百万桶, 但较过去 5 年均值相比高出 137 百万桶; 经合组织美洲商业原油库存连降 5 个月至 1,516 百万桶, 较去年同期低 111 百万桶; 欧洲经合组织商业原油库存 992 百万桶/日, 与去年同期相比高出 11 百万桶; 经合组织亚太地区商业原油库存 439 百万桶, 较去年同期低 7.6 百万桶, 但较过去 5 年均值高出 5.9 百万桶。

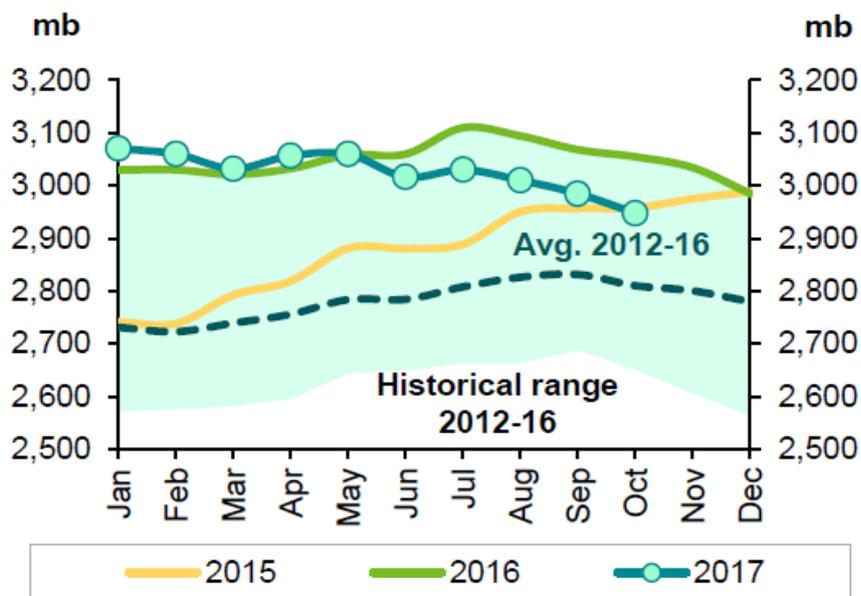
10 月欧洲原油库存量 1,124 百万桶, 较去年同期低 4.9 百万桶。

截至 11 月, 美国商业原油库存已连续 6 个月下降, 至 1,250 百万桶的水平, 比去年同期低 112 百万桶, 但较过去 5 年均值高出 65 百万桶。

10 月日本商业原油库存 81.4 百万桶, 较去年同期低 17 百万桶。

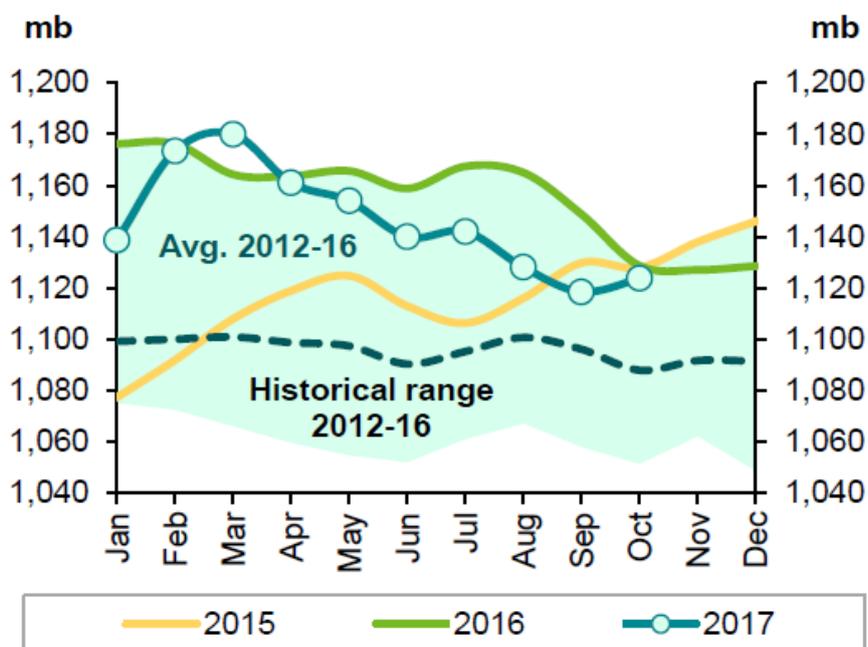
中国商业原油库存连降四个月，截至 10 月底为 349 百万桶，较去年同期低 17.5 万桶。

**图 10：经合组织商业原油库存**



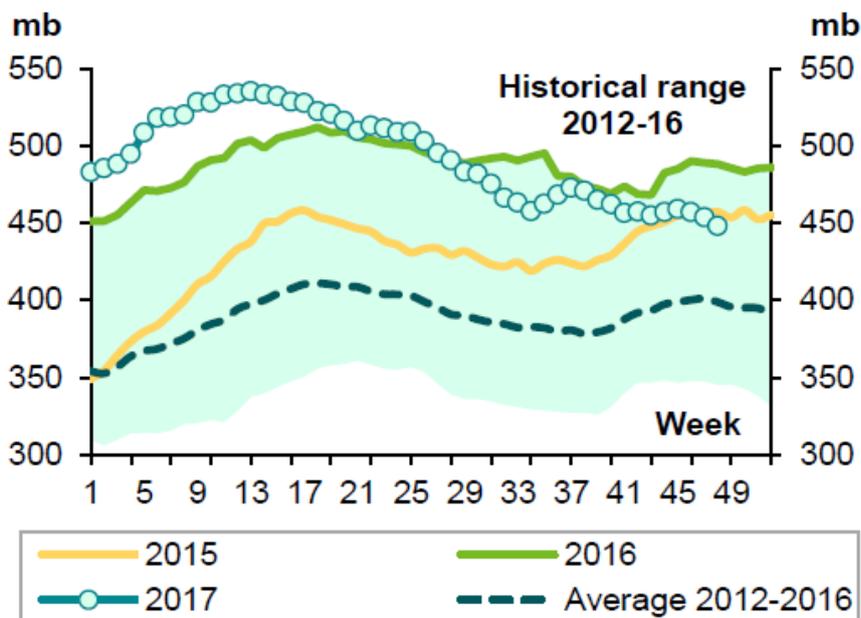
数据来源：Argus Media, Euroilstock, IEA, METI, OPEC, EIA

**图 11：经合组织商业原油库存**



数据来源：Euroilstock

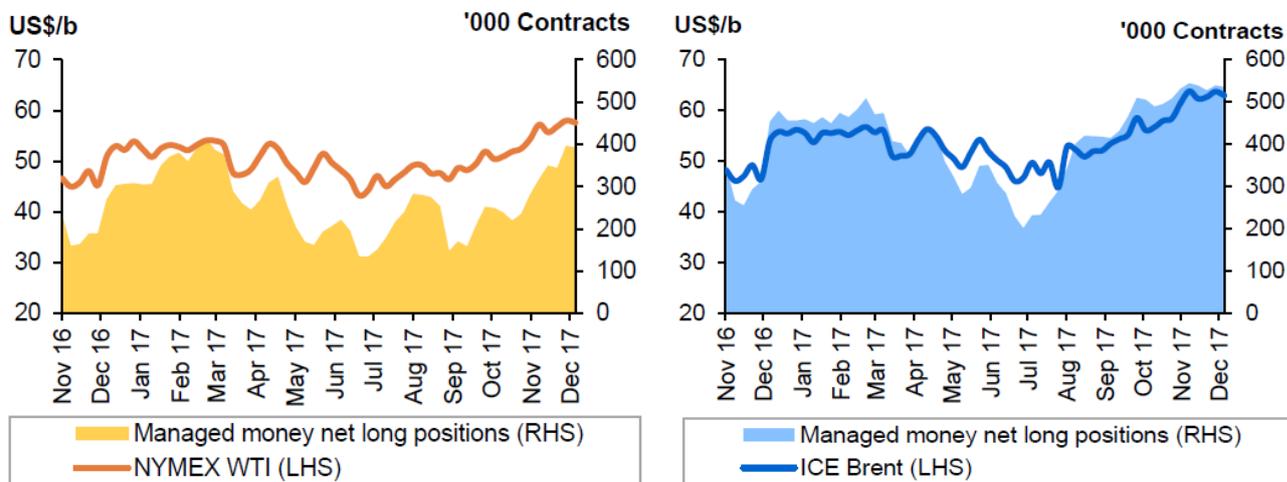
图 12: 美国商业原油库存



数据来源: EIA, OPEC

### 三、投机因素

图 13: 管理基金净多头持仓



数据来源: CFTC, CME, ICE, OPEC

投机基金净多头的持仓量与油价的走势基本一致。净多头处在相对高位显示投机市场对油价走势比较有信心。

## 四、后市展望

展望 2018 年，供应仍是油市的主导因素。OPEC 产量维持，但非 OPEC 产量预计会有增长。美国产量将维持增长势头，油价高位刺激库存钻井平台启动，页岩油产量恢复。此外还需注意非常规油田产量由于技术进步可能带来更多的增量。

地缘因素是影响供应的因素之一，特朗普提议取消伊核协议恢复制裁、伊拉克政府与库尔德地区冲突、尼日利亚与利比亚国内武装冲突、美国对委内瑞拉的制裁等，地缘冲突若集中爆发，中断的供应量可达百万桶以上。

需求方面，根据世界银行年中时的预测，2018 年全球 GDP 预期增长 2.9%，较 2017 年上行 0.2 个百分点，按弹性系数关系来看，全球原油需求仍有较大的进步空间，增量主要来自新兴和发展中国家。

消费结构看，汽油和柴油仍将占据成品油的需求主导。

根据 EIA 的预测，2019 年前美国车用汽油消费量仍将有小幅的增长，中国乘用车产量则自 2000 年以来一直维持大幅增长势头。虽然中国政府大力推动新能源汽车，但随补贴逐年下调，对电动车的销量形成抑制，替代性不大。预计全球汽油需求仍将有增长。

2018 年全球经济继续复苏，柴油需求将成为主要的增长动力。制造业升级推动柴油工业消费，贸易活动增加则推动柴油的货运需求。

根据 OPEC 预测，油市将于 2018 年年底达到再平衡，而 IEA 预测 2018 上半年全球原油供应过剩 20 万桶/日、下半年短缺 20 万桶/日，全年实现供需平衡。

总体来看，油市再平衡是 2018 年市场的主基调，油市基本面中性略偏强，全年油价重心或有小幅提高。技术面看 Brent 原油指数支撑在 45 美元/桶，压力在 72 美元/桶，均价在 60 美元/桶左右；WTI 原油指数运行范围在 43 至 66 美元/桶，均价为 57 美元/桶。

操作方面，以偏多思路为主，二季度由于炼厂惯例检修季、需求出现下降，油价有较大回跌风险，多单可在此进入。

图 14: Brent 指数月线



数据来源：文华财经

图 15: WTI 指数月线



数据来源：文华财经

## ❏ 免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，倍特期货研发中心力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。任何引用、转载以及向第三方传播的行为，需经倍特期货研发中心授权许可；若有转载，需要整体转载，若截取主要观点，请注明出处，以免引起对原文的误解；任何断章取义，随意转载，均可能承担法律责任。

欢迎扫描二维码



### 倍特期货有限公司

总部地址：	成都锦城大道 539 号盈创动力大厦 A 座 406
客服热线：	400-8844-998
传真号码：	028-86269093
邮政编码：	610041
官方网址：	www.btqh.com