

# 原油在供需与博弈间需求平衡点(写在维也纳会议之前)

回顾 2018，油价先扬后抑

2018 年前五月，原油价格在需求保持强劲、供给超预期下滑以及地缘风险爆发共同推动下，延续涨势；鉴于市场当初对供不应求的担忧，2018 年 6 月份 OPEC+会议结束，OPEC 同意每天名义增产 100 万桶；但是由于委内瑞拉国内政治经济局势的恶化以及市场对美伊制裁的担忧，原油价格在三季度任然维持高位震荡。10 月初原油价格在短暂冲高后开启下跌态势，不到两个月高位回调 33%。

供需与政治博弈导致原油价格回调

**供需方面：**1) 各大主流机构对明年的经济需求担忧加重；2) EIA、OPEC 月报对 2018-2019 原油需求展望均有所下滑；3) OPEC 组织 10 月原油产量增加至 2016 年以来最高水平；4) 美国原油产量创纪录，库存连续 9 周增加。**政治博弈方面：**1) 伊朗制裁 8 国豁免，执行力度低于预期；2) 特朗普多次明确表示不希望油价过高，卡舒吉在沙特大使馆遇害也给了美国迫使沙特增产的把柄。

油价短期超跌，供需与博弈间需求平衡

**交易面：**美油价格已经接近投行出售的认沽期权兑现值，投行为对冲风险敞口在期货市场抛售造成超卖现象：10 月份以来短短的一个半月，原油非商业期货净多头寸快速下滑 31%。

**成本面：**美国原油生产商盈亏平衡区间为 47-55 美元/桶，再考虑二叠纪管道瓶颈限制，米德兰油价较库欣仍低 5 美元/桶以上，因此 52 美元/桶的价格已经低于美原油生产商盈亏平衡线。

**供需面：**2019 年在没有大幅减产背景下，整体的供需情况偏宽松，IEA 和 OPEC 月报显示，2019 年供需平衡所需年均产量预计 3130-3154 万桶/天的水平，意味着 OPEC+俄罗斯至少要减产 100 万桶/天才能实现 2019 年的原油价格中枢与 2018 年相当。长期角度而言，需求的放缓和供给的不确定性成为 2019 年的主导因素，由于担心高油价以及全球经济放缓，OPEC 及 IEA 在月度报表中将 2019 年原油需求增速进行下调：OPEC7 月月报预计 2019 年需求增速为 145 万桶/天，而在 11 月份月报中预计增速仅余 129 万桶/天，IEA 则在 11 月份月报中对 2019 年的增速预期相对 8 月份下调 10 万桶/天。

**政治面：**IMF 和俄罗斯的财政平衡对应油价在 70 美元/桶水平；特朗普已明确发声不希望油价过高，而美油 50 美元/桶以下会明显降低美国增产动力。

综上所述，我们认为 2019 年的原油价格中枢会有所降低，60-70 美元/桶的原油（布油）价格中枢是各方均可以接受的价格区间，区间之外的波动幅度主要视减产力度而定。

鉴于后续维也纳会议以及伊朗制裁豁免期之后的不确定性，我们进行三个情景假设：1) 假设后续没有减产情况，我们预计 2019 年布油价格区间在 55-65 美元/桶；2) 假设 OPEC 以及俄罗斯减产 100-150 万桶/天，暂不考虑伊朗的后续变化，布油价格中枢在 60-70 美元/桶；3) 假设 OPEC 以及俄罗斯减产、伊朗制裁回归到 0 出口，布油中枢价格有望提高到 65-75 美元/桶。

化工

维持

买入

郑勇

zhengyong@csc.com.cn

13811910975

执业证书编号：S1440518100005

于洋

010-86451150

执业证书编号：S1440518080001

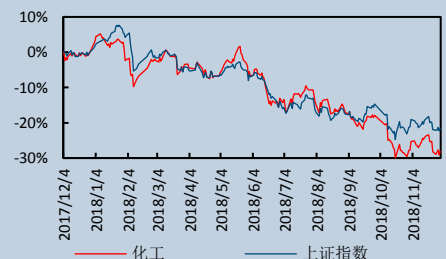
研究助理：胡世超

010-86451498

hushichao@csc.com.cn

发布日期：2018 年 12 月 03 日

市场表现



相关研究报告

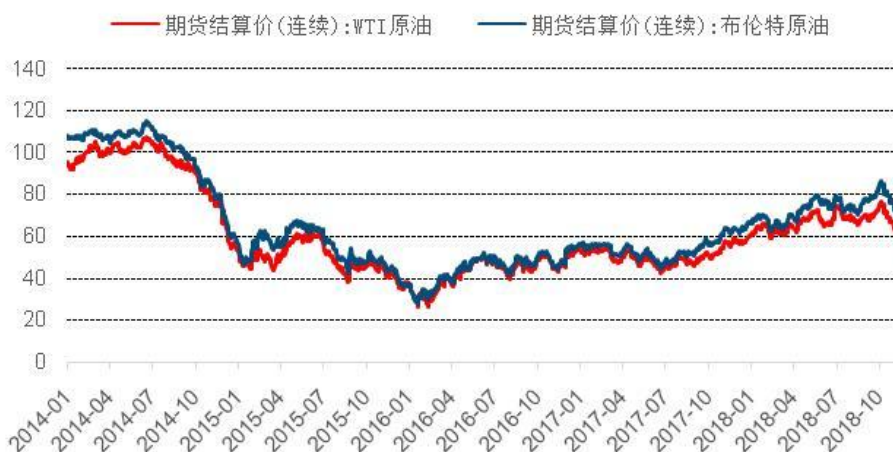
## 原油：供需与博弈间需求平衡点

### 回顾 2018，油价先扬后抑

回顾 2017-2018 年的原油市场，2017 年 OPEC 与俄罗斯牵头的非 OPEC 石油组织将原油减产协议两度延寿，2017 年前十月份原油价格在 50 美元上下的平衡价格区间震荡，11 月份开始受到减产协议延期至 2018 年底的利好影响，油价开始逐步站稳 55 美元区间；2018 年可谓先扬后抑：2018 年前五月，虽然有淡旺季的短期扰动，但是原油价格在需求保持强劲、供给超预期下滑以及地缘风险爆发共同推动下，延续涨势；鉴于市场当初对供不应求的担忧，2018 年 6 月份 OPEC+ 会议结束，OPEC 同意每天名义增产 100 万桶；但是由于委内瑞拉国内政治经济局势的恶化以及市场对美伊制裁的担忧，原油价格在三季度任然维持高位震荡。10 月初原油价格在短暂冲高后开启下跌态势，不到两个月高位回调 33%。

图 1：原油价格走势

单位：美元/桶



数据来源：Wind，中信建投证券研究发展部

分析 10 月以来的原油价格回调，我们认为供需与政治博弈同时在发挥作用；**供需方面**：1) 各大主流机构对明年的经济需求担忧加重，OECD 在 10 月 21 日发布的最新预测中称，全球经济增速今年可能触顶，达到 3.7%，预计 2019 年和 2020 年的增速将放缓至 3.5%；9 月份该组织曾预计全球经济 2019 年将增长 3.7%。由于贸易战的干扰，国际货币基金组织(IMF)上个月下调了对中国 and 美国的 2019 年 GDP 增速预期。预计全球 GDP 将从 2018 年的 2.9% 降至明年的 2.5%；2) EIA、OPEC 月报对 2018-2019 原油需求展望均有所下滑；3) OPEC 组织 10 月原油产量增加 12.7 万桶/日至 3290 万桶/日，增加至 2016 年以来最高水平，其中阿联酋（增加 14.2 万桶/日）和利比亚（增加 6 万桶/日）产量急升填补了伊朗产量供应空缺；其中沙特 10 月产量达到 1063 万桶/天，将其产量提高至初始设置的减产水平（1054.4 万桶/日）上方；4) 11 月 16 日当周美国原油产量达到创纪录的 1170 万桶/天，同时其库存连续九周录得增加至 4.469 亿桶。**政治博弈方面**：1) 美国给予中国(包括台湾地区)、日本、韩国、印度、意大利、希腊、土耳其八国从伊朗进口原油的豁免权，豁免期 180 天，美国对伊朗原油禁运的执行力远低于此前市场预期；2) 美国总统特朗普已经多次明确表示不希望油价过高，而国庆期间，记者卡舒吉在沙特大使馆遇害也给了美国迫使沙特增产的把柄。

## 油价短期超跌，供需与博弈间需求平衡

10月份至今原油价格高位回落30%以上，其中美油当前回落至50美元/桶震荡，布油回落至60美元/桶震荡。交易层面而言，这一美油价格已经接近许多生厂商从投行购买的认沽期权兑现值，投行为对冲其风险敞口，投行只得加大在期货市场的抛售，造成超卖现象：10月份以来短短的一个半月，原油非商业期货净多头头寸快速下滑31%。

图2：原油非商业期货净多头头寸

单位：张



图3：原油基金期货和期权净多头头寸

单位：张



数据来源：CFTC，中信建投证券研究发展部

从成本层面而言，根据 Dallas Fed Energy Survey 的样本调查，美国原油生厂商开采原油的盈利平衡区间对应的原油价格为47-55美元/桶，而如果考虑到美国二叠纪区域的管道瓶颈限制，以二叠纪米德兰为例，其价格较库欣美油价格仍然低5美元/桶以上，因此如果美油价格在52美元/桶以下的水平，美国原油生产商平均而言已经低于其盈利点。

图4：美原油生产商成本曲线

单位：美元/桶

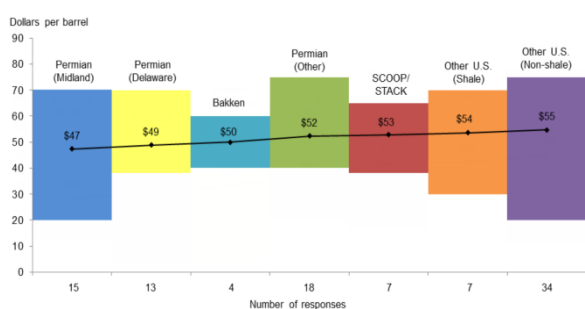
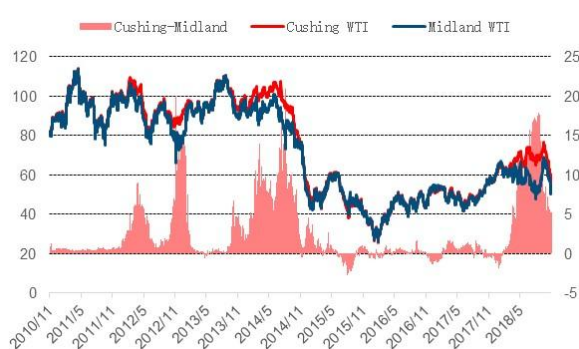


图5：米德兰与库存原油价差

单位：美元/桶



数据来源：Dallas Fed Energy Survey、Bloomberg，中信建投证券研究发展部

从供需方面而言，前期美国库存和产量的持续上升对原油价格形成较大的压力，美国最新周度产量数据达到1170万桶/天，同时10月初炼厂开工率持续低位也对库存形成累库压力，但近期库存已经连续五周上调，当前美国炼厂开工率已经达到92.7%的高位水平。

图 6: 美国周度原油产量

单位: 万桶



图 7: 美国周度库存数据

单位: 百万桶

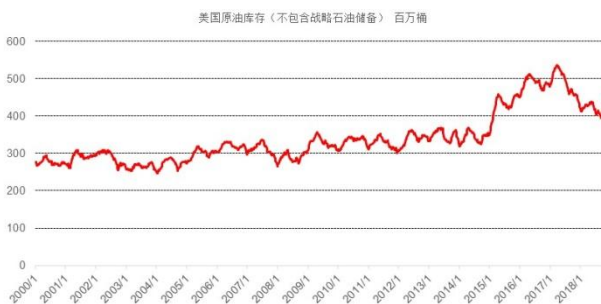


图 8: 美国库存数据回到 5 年均值以上

单位: 百万桶

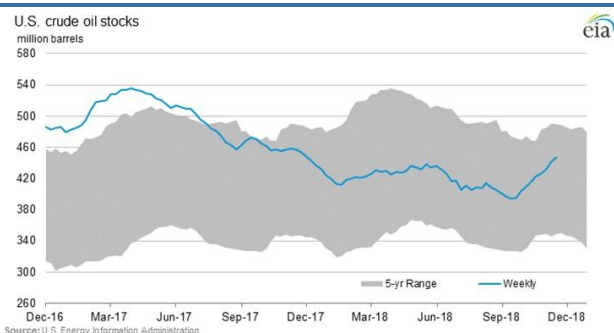


图 9: 美国周度库存数据

单位: 百万桶



数据来源: EIA, 中信建投证券研究发展部

长期角度而言,需求的放缓和供给的不确定性成为 2019 年的主导因素,由于担心高油价以及全球经济放缓,OPEC 及 IEA 在月度报表中将 2019 年原油需求增速进行下调: OPEC7 月月报预计 2019 年需求增速为 145 万桶/天,而在 11 月份月报中预计增速仅余 129 万桶/天,IEA 则在 11 月份月报中对 2019 年的增速预期相对 8 月份下调 10 万桶/天。

表 1: OPEC 及 IEA 历次月报对原油需求预期

月报	OPEC						IEA					
	2018 需求	18 年需求增速	环比上月报变化	2019 年需求量	19 年需求增速	环比上月报变化	2018 需求	18 年需求增速	环比上月报变化	2019 年需求量	19 年需求增速	环比上月报变化
7 月	98.85	1.65	0.00	100.30	1.45		99.12	1.39	0.03	100.49	1.38	-0.05
8 月	98.83	1.64	-0.01	100.26	1.43	-0.02	99.20	1.36	-0.03	100.69	1.49	0.11
9 月	98.82	1.62	-0.02	100.23	1.41	-0.02	99.29	1.40	0.04	100.76	1.47	-0.02
10 月	98.79	1.54	-0.08	100.15	1.36	-0.05	99.16	1.28	-0.11	100.52	1.36	-0.11
11 月	98.79	1.50	-0.04	100.08	1.29	-0.07	99.19	1.30	0.02	100.57	1.39	0.03

资料来源: OPEC、IEA、中信建投研究发展部

当前原油市场的竞争格局逐步进入“三足鼎立”之势,美国、沙特、俄罗斯产量均超过 1000 万桶/天,合计占世界原油供应量的近 30%,而且美国管道运输瓶颈 2019 年将有所缓解,2019 年 Permian 到海湾的 Cactus2、Epic、Gray Oak 都将建成投产,预计美国 2019 年原油产量将超越 1200 万桶/天水平。

**表 2：美国新增输油管线情况**

起点	终点	项目名称	运营商	项目类型	完工后产能 (kb/d)	投产时间
海湾		Bayou Bridge Pipeline Extension	Sunoco Logistics	扩产	480	2018Q4
		Zydeco Houma To St. James Expansion	Shell	扩产	270	2018Q1
		Freedom	Kinder Morgan	新建	150	2018Q4
		Gray Oak	Phillips 66	扩产	>3000	2019Q4
二叠纪	海湾	Jupiter Crude Pipeline	Jupiter MLP	新建	170	2020Q4
		Permian-Texas Gulf Coast	ExxonMobil/ Plains All JV	新建	>1000	2021Q4
		Midland to Sealy	Enterprise Products Partners LP	扩产	450	2018Q2
		EPIC Pipeline	EPIC	扩产		2019Q4
		South Texas Gateway	Buckeye Partners	新建	3400	2020Q2
库欣		Cactus II	Plains All American	扩产	670	2019Q3
		Seahorse Pipeline	Tallgrass Energy	新建	80	2021Q3
巴肯		Sandpiper	Enbridge	扩产	250	2019Q1
奈厄布	中西部	Platte Twin (Guernsey To Patoka)	Spectra			2020Q4
拉勒						

资料来源：EIA、公开网站，中信建投研究发展部

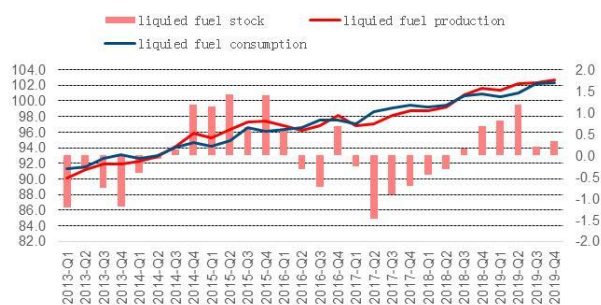
供需层面而言，2019 年在没有大幅减产背景下，整体的供需情况偏于宽松，根据 IEA 和 OPEC 的月报显示，2019 年若要总体供需格局达到平衡，其 2019 年年均产量预计在 3130-3154 万桶/天的水平，意味着 OPEC+俄罗斯至少要减产 100 万桶/天才能实现 2019 年的原油价格中枢与 2018 年相当。

**图 10：liquid fuel 2019 年供需表**

单位：百万桶/天

**图 11：供需平衡时 OPEC 产量**

单位：美元/桶

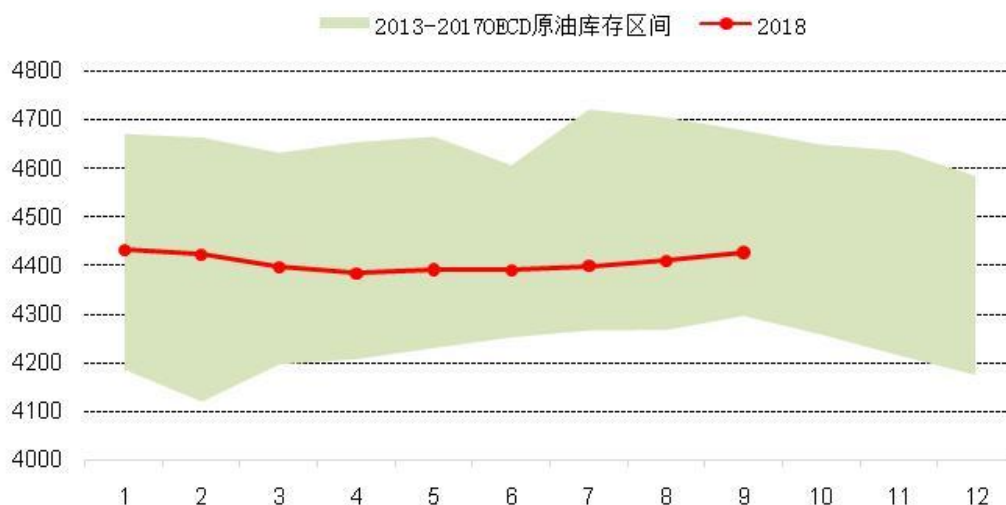


数据来源：EIA、IEA，中信建投证券研究发展部

从库存数据来看，虽然美国近期原油库存数据有所累积，但是 OECD（经济合作与发展组织）的库存仍位于五年均值下方。

图 12: OECD 库存数据

单位: 百万桶



数据来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

从政治博弈角度而言, 根据 IMF 和俄罗斯的财政盈余对应油价关系, 如果两者没有相应的其他策略, 要实现国内的财政收支平衡, 对应的油价基本在 70 美元/桶水平; 而美国特朗普总统已经明确发声不希望油价过高, 而美油 50 美元/桶以下的水平明显会降低美国国内原油厂商的增产动力, 若以简单估算, 对应布油 60 美元/桶。

图 13: 俄罗斯财政盈余对应油价

单位: 亿美元

图 14: 沙特财政盈余对应油价

单位: 亿美元



数据来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

综上所述, 我们认为 2019 年的原油价格中枢会有所降低, 60-70 美元/桶的原油 (布油) 价格中枢是各方均可以接受的价格区间, 区间之外的波动幅度主要视减产力度而定。

鉴于后续维也纳会议以及伊朗制裁豁免期之后的不确定性, 我们进行三个情景假设: 1) 假设后续没有减产情况, 美国继续按照计划推进管道铺设, 我们预计 2019 年布油价格区间在 55-65 美元/桶; 2) 假设 OPEC 以及俄罗斯减产 100 万桶/天, 美国 2019 年扩产到 1200 万桶/天, 暂不考虑伊朗的后续变化, 布油价格中枢在 60-70 美元/桶; 3) 假设 OPEC 以及俄罗斯减产、伊朗制裁回归到 0 出口, 美国扩产到 1200 万桶, 布油中枢价格有望提高到 65-75 美元/桶。

## 分析师介绍

**郑勇**：北京大学地质专业硕士、经济学双学位，基础化工行业研究员，2年石油行业工作经验，2年基础化工研究经验。2017年新财富基础化工入围团队成员、2017年首届中国证券分析师金翼奖第一名团队成员、万得金牌分析师第二名团队成员。

**于洋**：香港大学工学硕士，4年化工行业工作经验，16年开始从事卖方研究工作，2017年新财富环保行业入围团队成员。

**研究助理 胡世超**：北京大学化学博士，曾获国家奖学金、校长奖学金等，在《Chemical Science》等一区期刊发表多篇论文；2018年7月加入中信建投化工组。

## 研究服务

### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

### 私募业务组

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

### 深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

## 中信建投证券研究发展部

### 北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B  
座 12 层（邮编：100010）  
电话：(8610) 8513-0588  
传真：(8610) 6560-8446

### 上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大  
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）  
电话：(8621) 6882-1612  
传真：(8621) 6882-1622

### 深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心  
B 座 22 层（邮编：518035）  
电话：(0755) 8252-1369  
传真：(0755) 2395-3859