

减产利好短期油价，需求疲软涨势难存

兴证期货·研发中心

2018年12月13日 星期四

能化研究团队

林惠

从业资格编号：F0306148

投资咨询编号：Z0012671

施海

从业资格编号：F0273014

投资咨询编号：Z0011937

刘倡

从业资格编号：F3024149

黄韵之

从业资格编号：F3048897

联系人

黄韵之

021-20370972

huangyz@xzfutures.com

内容提要

2018年，国际油价呈现先扬后抑的趋势。上半年因OPEC+减产、中东地缘危机频发、美国退出伊核协议、亚太需求稳健增长及美元低位等因素，油价一度单边上行。三季度油价较为动荡，先因OPEC+增产及全球贸易摩擦加剧而暴跌，又因伊朗制裁带来的供给忧虑而回稳，之后因美、沙、俄增产及美股重挫再度下行。10月3日国际油价因伊朗制裁热度高涨而达到全年高点。但主要产油国提前增产，伊朗制裁因豁免权而被证伪，加之经济预期下行拉低原油需求，美、布两油连续七周下跌，创2017年10月以来新低，这也是2014年油价暴跌以来的最大跌幅之一。12月7日，OPEC+达成减产120万桶/日的协议，为期6个月，油价因利好而企稳。上期所SC走势与国际油价趋同，但略为滞后于美、布两油，且波动较大。在经过近9个月的运行后，SC市场交投逐步活跃，交易量和持仓量已迈入世界第三。

供给方面：伊朗制裁豁免期将于明年上半年结束，各豁免国均在寻求方法应对豁免到期，因此制裁带来的供给缺口或仍不及预期。OPEC决定减产80万桶/日，或可缓解当前的供给过剩，但OPEC也同时认为因需求不振，2019年上半年或仍供大于求，并将于2019年4月再度评估减产计划。美国增产能力富足，且未参与任何减产协议，又为降低通胀、提振经济、抢夺市场份额而有意打压油价，因此可能小幅减产，或将增产幅度控制在42-55美元/桶的区间。俄罗斯目前同意减产23万桶/日，低于预期的30万桶/日，这样既能保证出口不致大量下滑，又能维稳油价，保证财政收入。

需求方面：全球经济预期下滑，各大机构均下调2019年全球原油需求预期。美国2018年下半年股市、债市及经济数据表现不佳，美联储有放缓加息的可能，均显示美国未来经济走势不明朗。中国因中美贸易摩擦、



GDP 增长预期走弱及汽车销量负增长等因素，原油需求增长受打压，即使 G20 峰会与美会谈势头良好，但短期经济势头难以快速好转。印度因美元升值，原油进口开支增多，导致经济形势恶化，GDP 增长预期也在下行，原油需求同样不容乐观。全球三大原油需求国的未来预期皆在下行，预计需求端对油价难以形成有力支撑。

综上，OPEC+ 尽管达成减产协议，但明年上半年油市或将延续供过于求的态势。油价短期可能因 OPEC+ 减产的利好而走高，但热度消退后，中长期仍将回归基本面，视 OPEC+ 实际减产幅度及需求是否改善而定，因此 2019 年的油价中枢较 2018 年会有所下移。

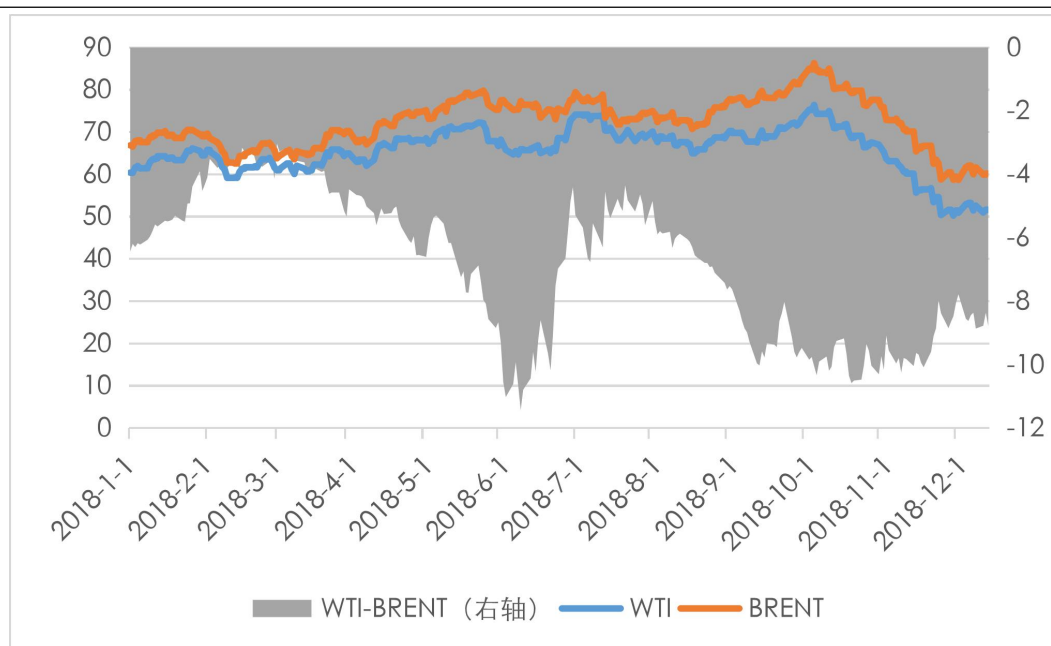
风险提示：中东地缘危机导致伊朗供应缺口或沙特减产不利；美国意外减产；美联储暂缓加息；全球经济不景气，美股持续动荡；俄罗斯消极减产。仅供参考。

1. 行情回顾

1.1 期货端年度走势

2018年，WTI与BRENT在走势上大致趋同，整体呈先涨后跌的趋势。2018年上半年美、布两油因OPEC+减产、叙利亚化武事件及美国退出伊核协议而延续了2017年下半年以来的涨势。5月底，OPEC考虑放宽减产份额，国际油价重挫。但OPEC+放松减产的幅度并不及预期，油价至年中继续上行。2018年三季度，因利比亚复产、美国释放伊朗制裁豁免意图，加之全球贸易摩擦加剧，美股重挫，国际油价下挫。10月3日，因市场对补足伊朗供给缺口的能力存疑，导致油价飙升至2015年以来历史新高。但各主要产油国大幅增产、伊朗制裁不及预期、经济形势恶化，油价进入偏空走势。美、布两油连续七周下跌，创2017年10月以来新低，这也是2014年油价暴跌以来的最大跌幅之一。11月，美油跌22.34%，布油跌21.28%，两油均创逾10年来最大单月跌幅。12月7日，OPEC+达成减产120万桶/日的协议，为期6个月，油价因利好而企稳，但因市场仍对经济走势悲观，需求不见提振，限制了油价涨幅。

图1：2018年WTI及BRENT走势（美元/桶）



数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

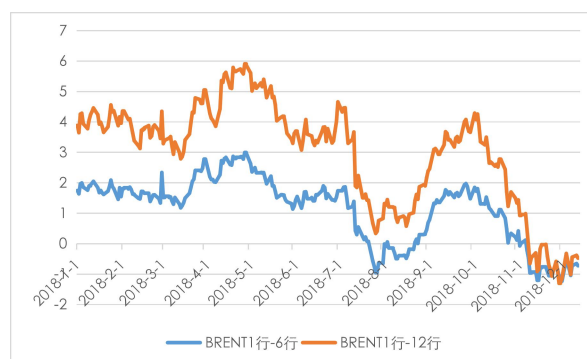
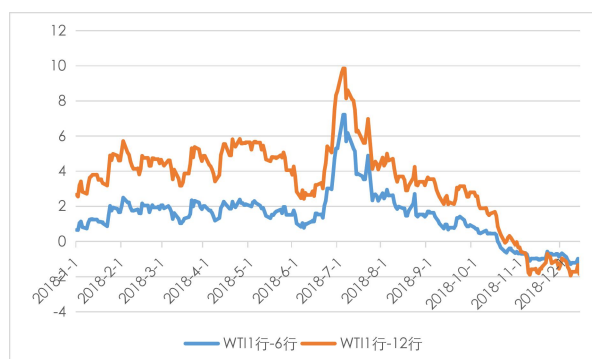
WTI跨期价差在10月以前一直处于远期贴水的结构，说明在前三季度美油现货端偏强，对远端需求看空，市场处于主动去库状态。4、5两月的近端大涨来自于美国退出伊核协议，7月的近端大涨来自于伊朗制裁的第一轮重启。10月以后转为远端升水，因美国为应对伊朗第二轮制裁重启造成的供给短缺而提前增产，现货走弱，且经济预期下滑，拉低未来原油需求，美油连续9周累库，市场开始进入被动补库状态。

BRENT跨期价差至11月以前一直处于远期贴水的结构，说明布油始终处于现货端偏强的去库状态。布油还比美油多了10月的一次近端大涨，显然布油对伊朗原油出口依赖更大，因此受伊核问题的扰动比美油更多。但近期跨期价差转为远期升水，一是因为伊朗制裁的供给短缺

并未发生，欧佩克、美国及俄罗斯提前增产还造成了供应过剩；二是由于经济预期恶化太快，原油需求始终未见利好导致的。可见油市供过于求已成共识。

图 2：2018 年 WTI 跨期价差（美元/桶）

图 3：2018 年 BRENT 跨期价差（美元/桶）

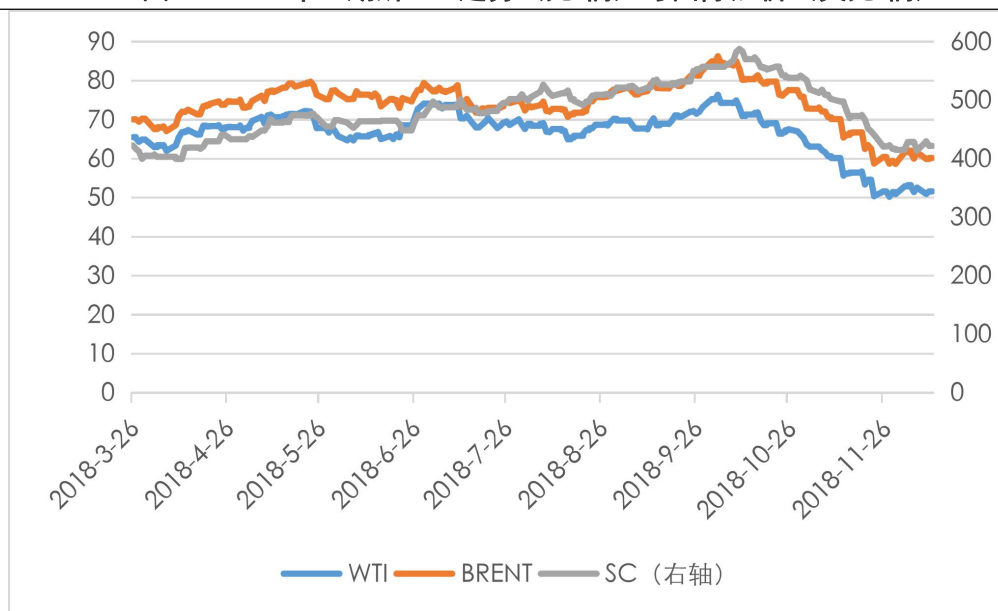


数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

2018 年 3 月 26 日，上海能源期货交易中心挂牌上市了上海原油期货合约 SC。2018 年 SC 的走势略为滞后于美、布两油，整体也呈先涨后跌的趋势，跟外盘联动性较强。10 月 10 日，外盘在国庆假期期间因伊朗制裁问题涨至年度高点，SC 在节后补涨至年度高点。在经过近 9 个月的运行后，市场交投逐步活跃，目前 SC 的日均成交已由上市初期的 5 万手左右上升至 56 万手以上，交易量和持仓量已迈入世界第三。上期所近日也已将交易保证金上调至 10%，涨跌停板幅度调整为 8%。

图 4：2018 年上期所 SC 走势（元/桶）与国际油价（美元/桶）



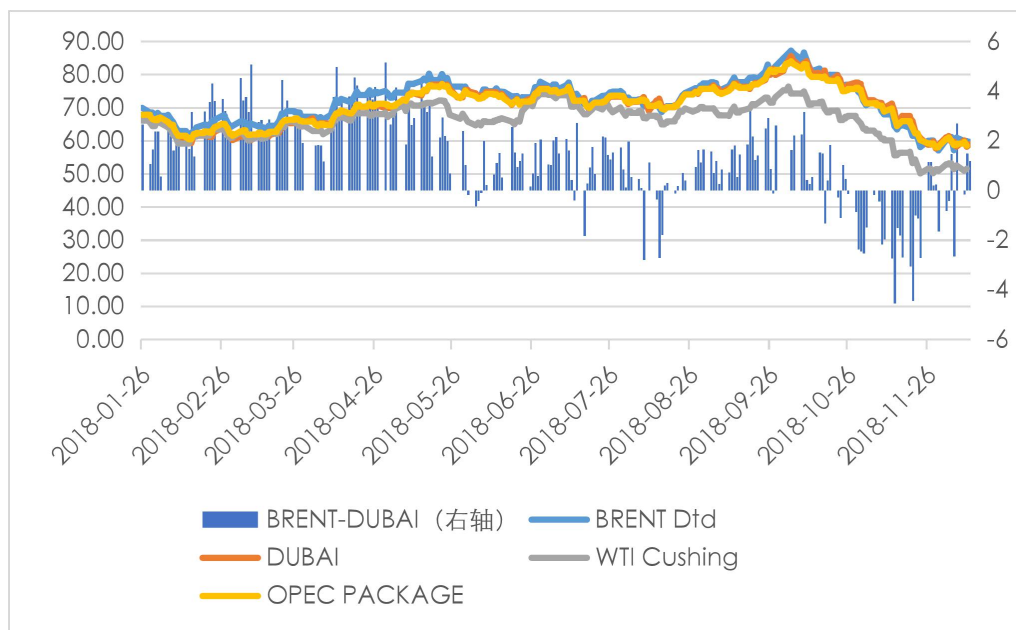
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

1.2 现货端年度走势

BRENT Dtd、迪拜及欧佩克一揽子原油现货价格基本走势趋同。美国库欣原油现货价在 5、6 两月明显较低，显示美国在 5 月退出伊核协议之后已提前增加其国内的产量；9 月以后库欣现

货又明显下滑，这是美国为应对伊朗第二轮制裁重启及特朗普为赢得中期选举而继续增产所导致的。布迪价差在今年上半年一直保持正值，显示中东原油供给较为充足；6月-10月受美国退出伊核协议，伊朗制裁重启等因素扰动，布迪价差开始走弱，时有走负，显示中东原油的供应在下半年出现不稳定的态势，甚至略有短缺。10月下旬以来，布迪价差走负扩大，这一方面是伊朗原油供给有下滑态势，推升中东现货，另一方面是全球其他产油国提前增产，供给过剩导致布油现货走弱，价差走负进一步拉大。12月7日，OPEC+达成减产协议后，布油现货受提振，价差重新回正。

图 5：2018 年主要现货走势及布迪价差（美元/桶）



数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

2. 宏观及金融

全球 GDP 增速反映的经济预期可预判原油需求。自 2018 年下半年起，全球各机构纷纷下调未来经济增速预期，加之中美贸易摩擦、英国脱欧等风险因素，宏观经济不确定性上升，至 2020 年 GDP 同比增速都没有明显好转，这预示着原油需求增量也会放缓。

股市走势反映了市场对经济的预期，2018 年上升势头较强的美国经济有高位回落的担忧，下半年接连出现美股与全球股市同步大跌，使市场担忧全球经济下滑，影响原油的需求，进而使油价承压。10-12 月，油价多次与股市同步下跌，都是两者互相影响，引发恐慌性抛售的结果。

图 6: 全球 GDP 同比增速 (%)

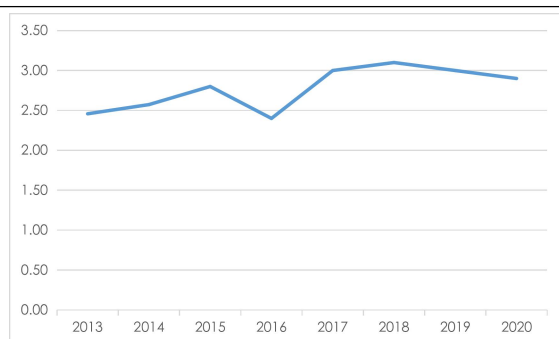
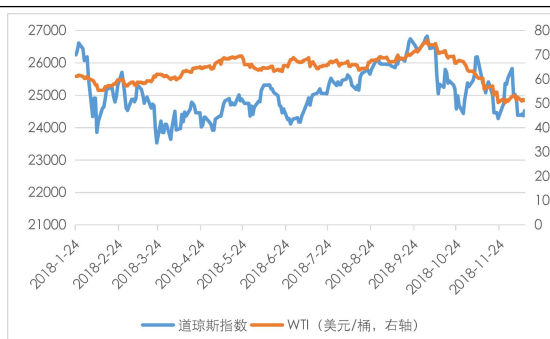


图 7: 道琼斯指数与 WTI

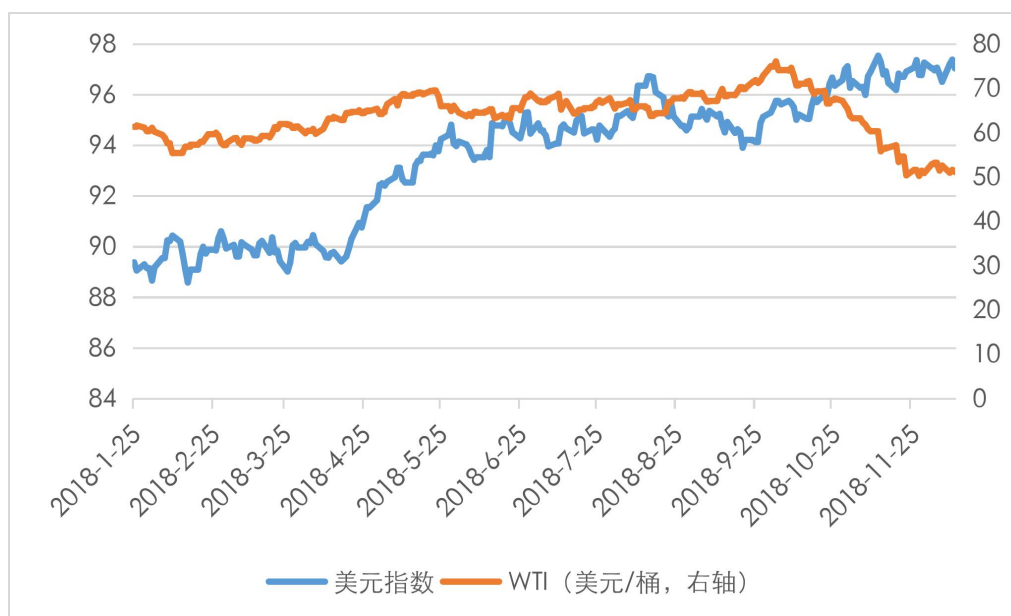


数据来源: WIND, 兴证期货研发部

数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

2018 年 4 月以前, 美元指数始终处于低位, 对油价起到了支撑作用。美联储 5-6 两月连续加息后, 美元一路上行。8-9 两月继续加息后, 美元指数保持高位震荡, 使美油于 65-70 美元/桶的区间内徘徊。11 月美联储再度加息, 美元指数突破 96 点, 油价因此大幅承压, 连跌 7 周, 创 2014 年油价暴跌以来的最大跌幅。12 月因美国经济震荡较大, 非农就业数据及美债收益率倒挂引发经济衰退的担忧, 因此美联储释放了暂缓加息的信号, 这可能使美元承压, 油价上行。

图 8: 美元指数与 WTI



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

3. 供给端

全球主要的原油储量分布变化不大, 仍集中于中东、中南美洲、北美洲、独联体, 占比达 89% 以上。全球原油钻井数虽然自 2015 年 5 月以来进入低位运行, 但全球原油产量却稳定在较高位置, 这说明钻井效率有显著的提升。且钻井数在 2018 年处于稳中有升的趋势, 显示全球原油产量保持在高位产出。沙特、俄罗斯及美国今年的产量已超越了伊朗及委内瑞拉的产量减少。2018 年全球原油供应量增长了 2.41 百万桶/日, 预计 2019 年全球原油供应量将增长 2.34 百万桶

/日。目前油市供给过剩，OPEC+已决定从2019年1月起逐步减产，因此2019年的原油供应增速会有所放缓。

图 9：2017 年全球已探明储量

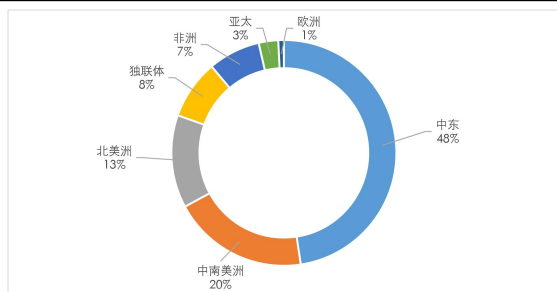
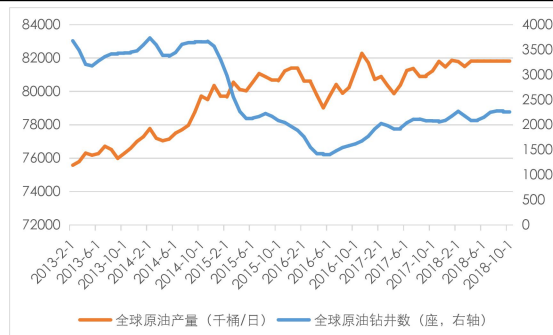


图 10：2018 年全球原油钻井数及产量



数据来源：BP 统计年鉴，兴证期货研发部

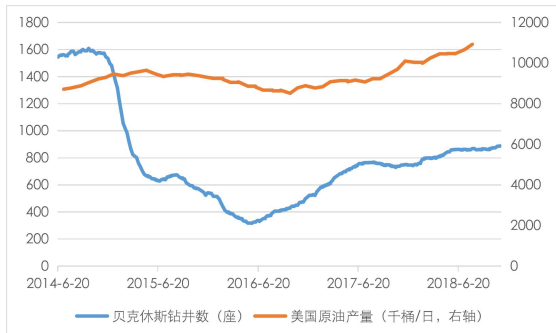
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

3.1 美国供应情况

2018 年美国原油产量增速迅猛，截至 11 月 23 日已达 1170 万桶/日，一年内增产了 200 万桶/日。目前，美国已超越沙特和俄罗斯，成为全球第一大产油国。EIA 预测 2019 年美国原油产量将达 12.06 百万桶/日。贝克休斯钻井数年内增加了 15.4%，增速不及 2017 年同期水平。12 月 7 日当周钻井数大降 10 座，至 877 台，创 2016 年 5 月以来最大周度降幅。可见美国增产的边际效应在递减，增产态度趋于谨慎。2018 年美国原油出口量为 188.8 万桶/日，比去年同期增加 104.4%。美国 10 月首次成为原油和成品油净出口国。主要增长量来自于出口禁令解除后，美国对亚洲的出口增量。美国目前向亚洲输出原油约 40.7 万桶/日。随着中国、印度等 8 个国家及地区豁免期结束，美国原油出口量有望继续上涨。美国页岩油钻井数增长了 35.26%，页岩油产量也达到 800 万桶/日以上。2018 年 11 月，二叠纪盆地提前投产的 Sunrise 石油管道增加了约 50 万桶/日的运力，页岩油再次扩容，也从而导致了油价下跌。页岩油未完井的增速远超目前页岩油的钻井数及产量，这显示技术革新使页岩油生产效率继续提高，现有的钻井数已经能满足当前美国的增产需求，且页岩油未来增产能力富足，美国有打价格战的基础。

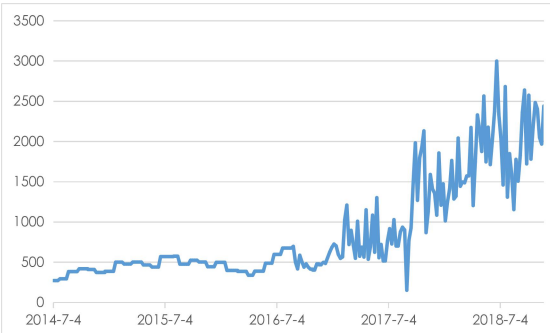
美国并未参与任何减产协议。特朗普为提振美国经济，有意增加原油出口，换取石油美元，压低油价以降低通胀，间接给美国企业减负，因此不断口头打压油价。根据彭博调查，美国三大页岩油主产区（PERMIAN, EAGLE FORD, BAKKEN）的加权平均成本约为 41.71 美元/桶。根据达拉斯联储调查，维持现有钻井运行所需的 WTI 价格为 25-40 美元/桶，建造新钻井所需的 WTI 价格为 47-55 美元/桶。因此美国所希望的油价区间应在页岩油成本线以上至可建造新钻井所需的最高价格之间，即 42-55 美元/桶。这个区间技能平衡本国的产油盈利，又能依靠相对低价以抢占市场份额。

图 11: 美国原油钻井数及产量



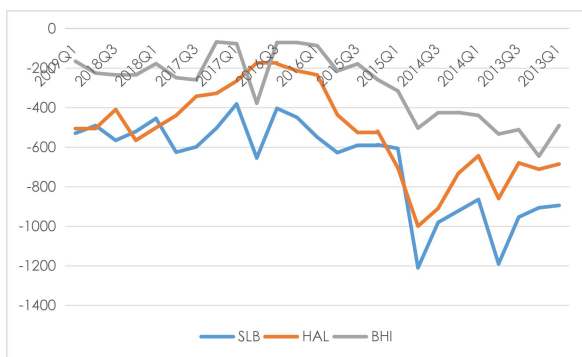
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 12: 美国原油出口量 (千桶/日)



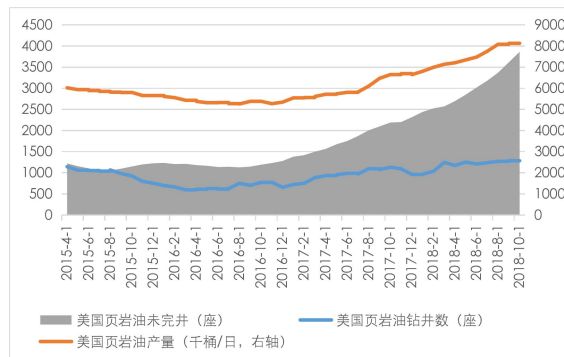
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 13: 综合油服资本支出 (百万美元)



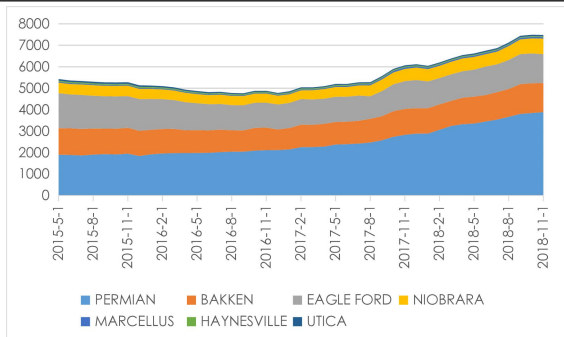
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 14: 美国页岩油钻井数、未完井及产量



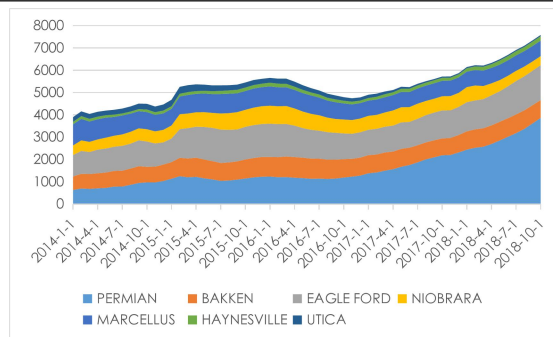
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 15: 美国 7 大盆地原油产量 (千桶/日)



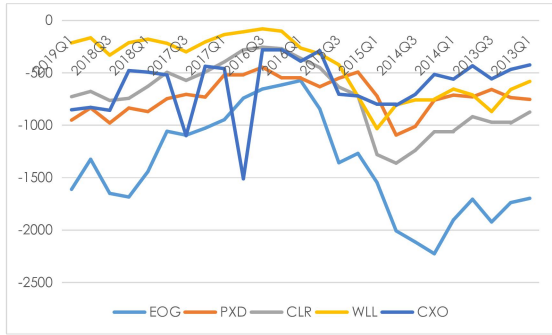
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 16: 美国 7 大盆地未完井 DUC (座)



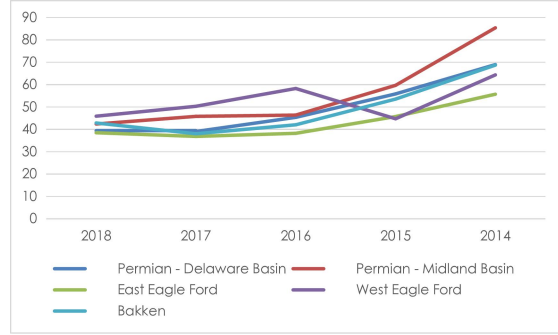
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 17: 美国页岩油公司资本支出 (百万美元)



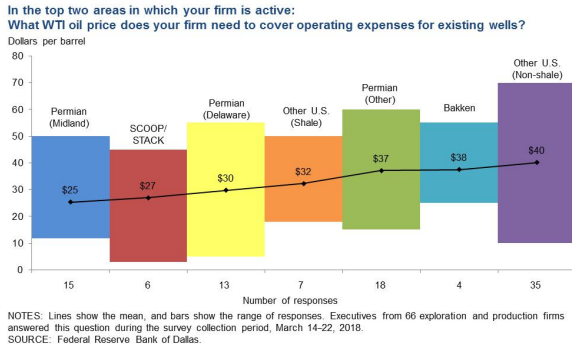
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 18: 美国页岩油主产区盈亏平衡价格 (美元/桶)



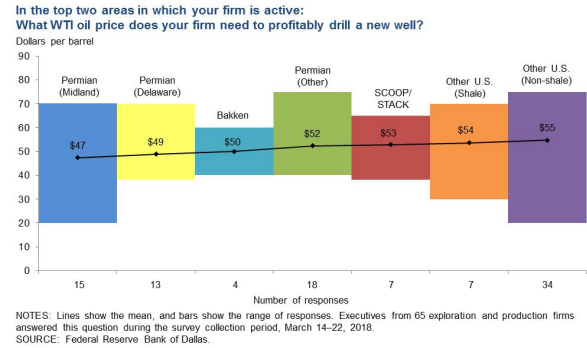
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 19: 达拉斯联储现有井盈亏平衡价格 (美元/桶)



数据来源: FRBD, 兴证期货研发部

图 20: 达拉斯联储新钻井盈亏平衡价格 (美元/桶)



数据来源: FRBD, 兴证期货研发部

3.2 OPEC+供应情况

2018 年上半年 OPEC+ 的减产执行率一直维持在 120% 以上。但考虑委内瑞拉及伊朗可能减产, OPEC+ 自 7 月起将减产执行率调整至 100%, 下半年实际的减产执行率缩减至 100%-110% 的区间内。OPEC+ 产量迅速恢复导致了供应过剩, 其剩余产能也处于一个较低的水平。自今年 10 月 3 日达到年度高点后, 国际油价连续七周下跌, 创 2017 年 10 月以来新低, 这也是 2014 年油价暴跌以来的最大跌幅之一。12 月 7 日, OPEC+ 达成减产 120 万桶/日的协议, 为期 6 个月, 油价因利好而企稳, 但未来还需密切关注减产协议的具体执行率。如 12 月 OPEC+ (特别是沙特及俄罗斯) 减产计划顺利执行, 2019 年上半年供给过剩的情况将有所好转, 市场情绪也会受到提振。

图 21: OPEC 产量及波斯湾原油出口量

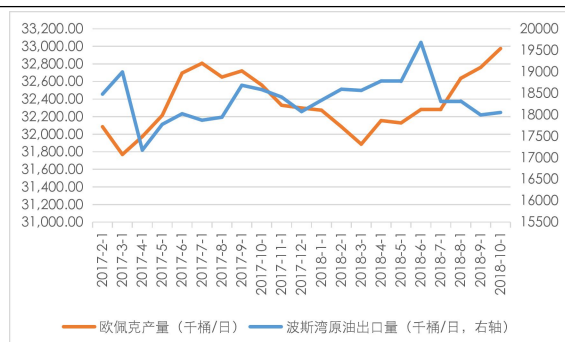
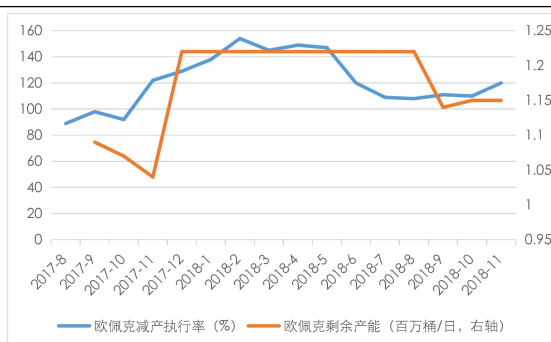


图 22: OPEC 剩余产能及减产执行率



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

数据来源: BLOOMBERG, WIND, 兴证期货研发部

沙特在今年年初至 5 月一直都维持着较高的减产力度,产量延续了 2017 年 11 月以来的 1000 万桶/日以下的水平。自 6 月以来,为弥补伊朗可能带来的供给缺口,沙特不断增产至 10 月的 1130 万桶/日,创纪录新高;出口量提高至 11 月的 830 万桶/日,达到 20 个月以来的高点,创下 2017 年 1 月以来的最高纪录。沙特阿美将与中国客户签订 5 份新的原油供应协议,上述协议将 2019 年对中国长期原油销售合约(COSA)总量提升至 167 万桶/日。未来伊朗制裁豁免期结束后,沙特原油出口量还会有进一步提升。因伊朗制裁不及预期,市场供给过剩,油价接连下挫,12 月 7 日沙特已暗示了 2019 年 1 月份将在 2018 年 12 月份的基础上减产 50 万桶/日,出口预计将在 2018 年 11 月份的基础上下降 100 万桶/日,为 730 万桶/日。沙特在 OPEC 影响渐弱的情况下,已成为左右油市供给的力量之一,其是否减产得力将决定 2019 年上半年是否延续油市供大于求的状态。沙特与美国的关系成为减产执行的风险点,如美国为打压油价向沙特失压,可能出现沙特减产不力的情况。

伊朗的产量及出口量在今年 8 月以前保持着 2016 年解除制裁以来恢复的高位。随第二轮制裁来临,伊朗 8-11 月的原油出口量明显下滑,但因有豁免国家及地区而未及预期。不过伊朗原油的最大买家中国已开始在豁免期内寻找新的进口来源,与沙特及科威特等产油国签订了 2019 年的新进口协议。日本则在寻求延长豁免期。未来制裁豁免期结束后,伊朗原油产量及出口量会有进一步下降,产量可能低于 300 万桶/日,出口量可能降至 150 万桶/日。不过伊朗在 12 月 7 日的 OPEC+ 减产会议上获得了减产豁免权。未来还要关注美国是否在 2019 年上半年全面取消伊朗制裁的豁免权。

图 23: 沙特产量及出口量 (万桶/日)

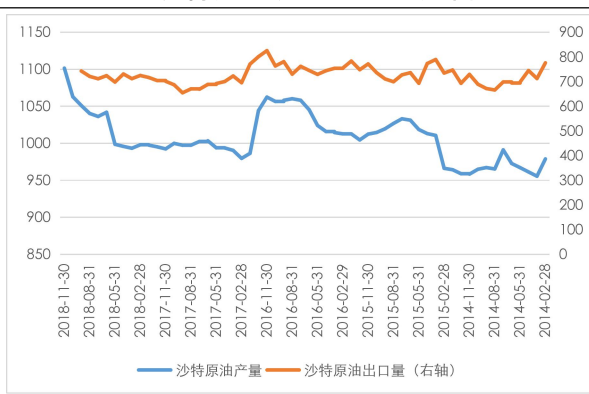
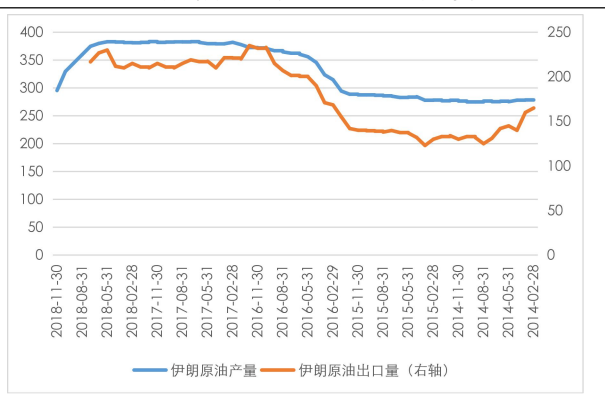


图 24: 伊朗产量及出口量 (万桶/日)



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

俄罗斯今年上半年的产量基本稳定在 1095 万桶/日左右, 虽然与其承诺的 1089 万桶/日仍有差距, 但是减产幅度较为稳定。自今年 6 月起, 俄罗斯为应对伊朗制裁可能带来的供给缺口, 提前增产, 产量至 10 月已升至 1140 万桶/日, 接近前苏联时代 1987 年创下的历史纪录。原油出口占俄罗斯出口收入的 45% 左右, 受 2018 年上半年油价提振的作用, 俄罗斯的财政情况好转, 盈余转正, 原油收入同比增加 40%。因此俄罗斯目前同意减产 23 万桶/日, 低于预期的 30 万桶/日, 这样既能保证出口不至于大量下滑, 又能维稳油价, 保证财政收入。不过俄罗斯开采原油的成本较低, 即使油价跌至 40 美元/桶也能满足财政平衡, 因此风险点在于俄罗斯可能消极减产。

图 25: 俄罗斯原油产量及出口量 (万桶/日)

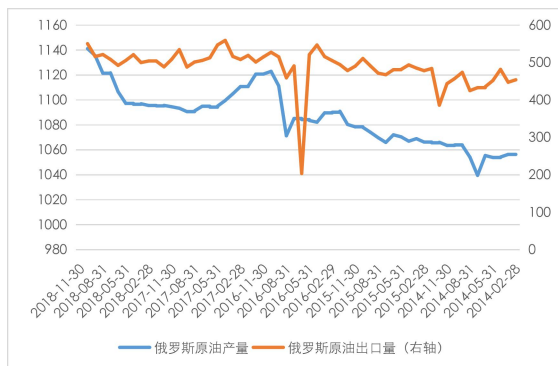
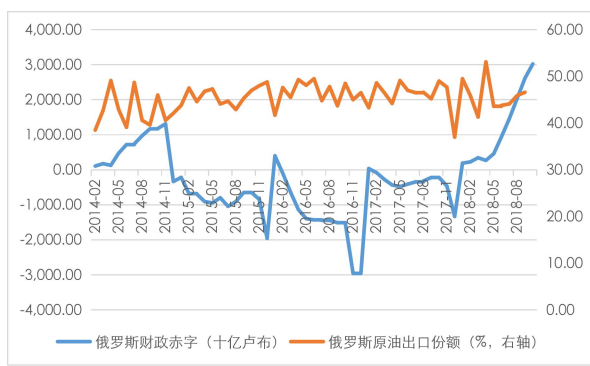


图 26: 俄罗斯财政赤字及原油出口份额



数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

数据来源: WIND, 兴证期货研发部

4. 需求端

2018 年全球原油需求增量 1.3 百万桶/日, 2019 年为 1.4 百万桶/日。2019 年的增长来自于低油价抵消了经济走弱的影响。由于全球经济预期不佳及货币贬值, 一些非 OECD 国家的需求量在放缓, 明年将缩减约 165 千桶/日。总体而言, 明年上半年需求增量可能延续今年下半年的弱势, 要至明年下半年才会好转。

从三大机构的最新月报来看, EIA 及 IEA 对原油需求及非 OPEC 供应量的预测均高于 OPEC, 因此这两个机构的 CALL ON OPEC 都低于 OPEC 的预测量。三大机构对明年 CALL ON OPEC 分歧较大, 从 38.15-40.22 百万桶/日不等, 均值为 38.89 百万桶/日。

图 27: 2019 年全球原油需求量 (百万桶/日)

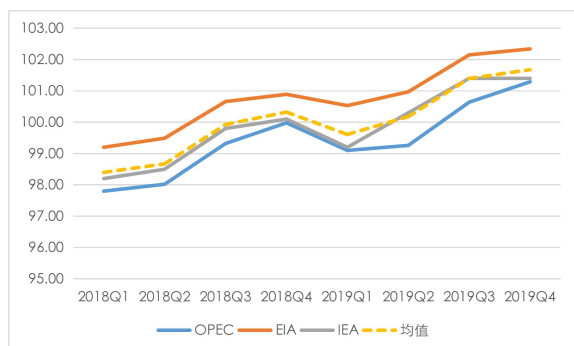
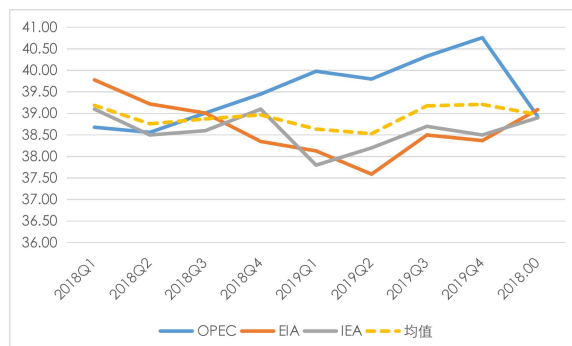


图 28: CALL ON OPEC (百万桶/日)



数据来源: OPEC, EIA, IEA, 兴证期货研发部

数据来源: OPEC, EIA, IEA, 兴证期货研发部

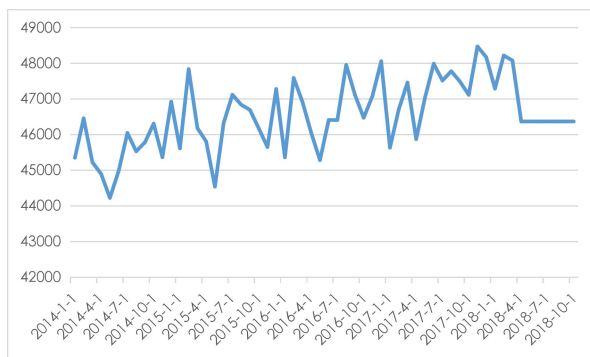
4.1 OECD、美国需求

2018年,OECD 欧洲国家的原油需求较往年同期温和增长月 0.1 百万桶/日,增速较 2015-2017 年有所放缓。OECD 国家经济稳定,交通运输业需求稳固,原油需求增量主要来自于汽油、航空煤油及居民液体燃料需求。2019 年,OECD 欧洲国家的原油需求将因为经济的不确定性面临下行风险。OECD 亚太国家 2018 年原油需求下滑了 10 千桶/日,2019 年预计下滑 30 千桶/日,主要受日本经济不景气拖累了原油的需求。

美国一季度因季节性淡季,炼厂输入量及开工率下滑,原本应该增长的 4、5 月份也因炼厂检修及意外停产而保持在低位。直至夏季用油高峰来临后,炼厂需求才升至高点。自 8 月夏季旺季过后,进入飓风高发期,9 月又面临炼厂秋季检修,炼厂需求量又陷低迷。随着冬季用油高峰来临,北美成品油消费季节性增多。截至 11 月,美国成品油需求量为 2075 万桶/日,同比升 2.1%,美国炼厂产能利用率为 88.4%,同比升 3.4%。

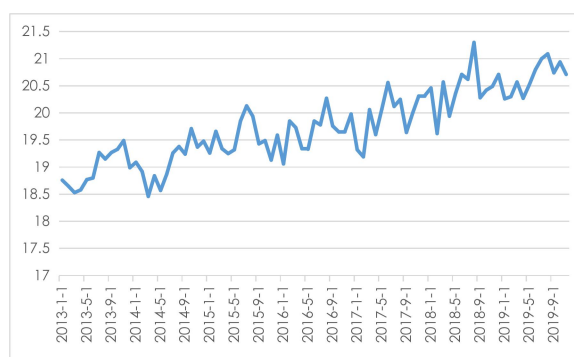
从裂解价差上看,整体成品油的利润还是处于收缩状态,尤其是汽油(RBOB)利润的收缩对炼厂的利润造成较大的影响。自页岩油革命以来,轻油供给过剩,汽油裂解价差出现旺季不旺的趋势,因此目前主要利润来自于柴油(取暖油)。柴油需求的回落一般会滞后于汽油约两个月,目前柴油裂解价差也开始回落,WTI 3:2:1 裂解价差也较往年同期偏弱,显示成品油需求的拐点已经到来。

图 29: OECD 原油消费量 (千桶/日)



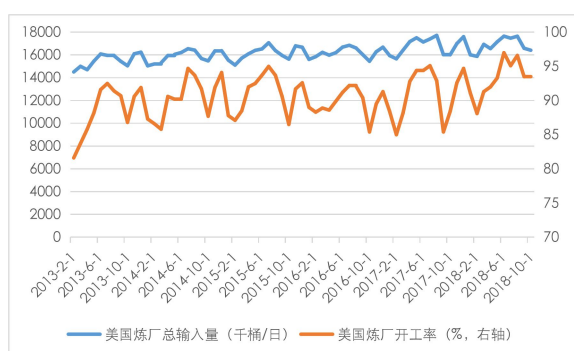
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 30: 美国原油需求量 (百万吨)



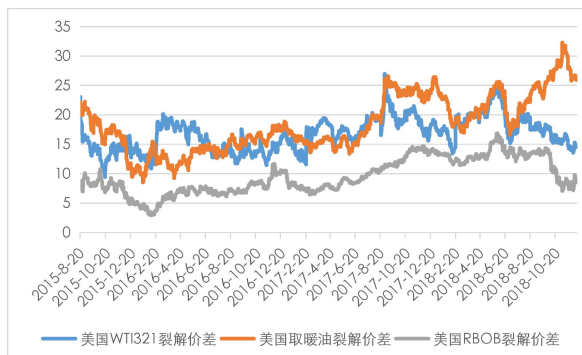
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 31: 美国炼厂总输入量及开工率



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 32: 美国 WTI 各类裂解价差 (美元/桶)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

4.2 中国需求

2018 年上半年中国原油进口量高于历史同期, 对外依存度仍在 70%以上, 炼厂开工率也始终在高位, 拉动了原油需求。三季度因炼厂检修期、下游需求不佳及税收趋严, 原油需求偏弱。四季度前期柴油需求季节性回升, 原油需求有所好转。但 11 月底柴油旺季结束, 原油需求至年底恐难提振。需要注意的是, 中国原油进口的增长很大一部分是将炼制好的成品油出口给东南亚地区, 而非自身需求的增长。今年 1-10 月, 中国汽车销量出现负增长, 原因之一在于中国老龄化加速, 用车主力的 50 岁以下年轻人口下降速度很快, 用车减少也对终端需求造成打压。加之 2018 年中国 GDP 增速有所放缓, 加之中美之间贸易摩擦, 人民币贬值, 进口原油成本增加, 也对中国的原油需求增长造成打压。如经济形势未见好转, 未来中国原油需求预期不容乐观。作为需求大国, 中国需求增长放缓, 也会对全球原油需求造成重大影响。

伊朗制裁方面, 中国是伊朗原油的最大买家, 在 2018 年 7 月以前, 中国自伊朗进口量保持在高位, 且从 7 月开始中国进口伊朗原油均使用伊朗国家油轮公司 (NITC), 并自离岸交货 (FOB) 改为目的港船上交货 (DES) 的贸易条款, 并使用人民币作为支付结算货币, 减少汇率变动带来的损失。中国也正在通过中缅原油管道进口伊朗原油来取代海上进口。这些举措能从一定程

度上减轻美国对中国进口伊朗原油的干涉。8月以后中国自伊朗的原油进口量开始下滑，但因获得制裁豁免权，进口量未受显著影响。目前中国已与沙特、科威特等产油国签订了2019年的供应协议，与最大进口国俄罗斯也有跟进意愿，以弥补豁免期结束后造成的进口短缺。未来豁免期结束后，中国原油进口量预计不会形成太大的缺口。

图 33：中国原油需求量及进口量

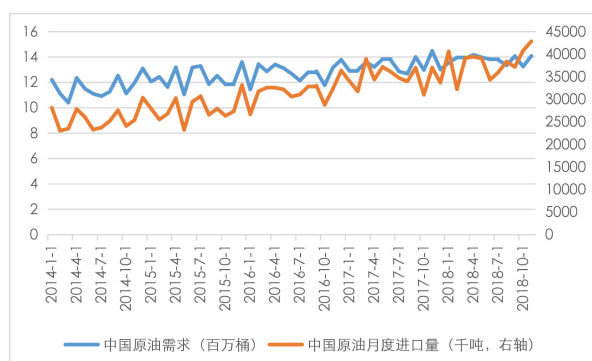
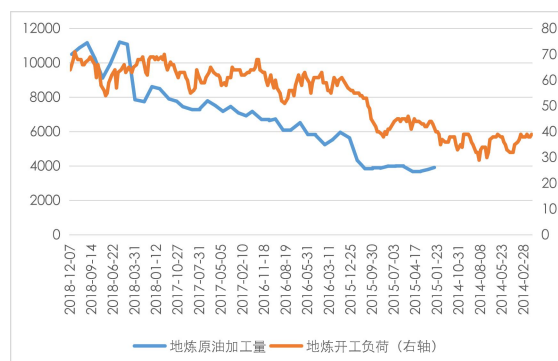


图 34：中国地炼原油加工量及开工率



数据来源：BLOOMBERG，卓创资讯，兴证期货研发部

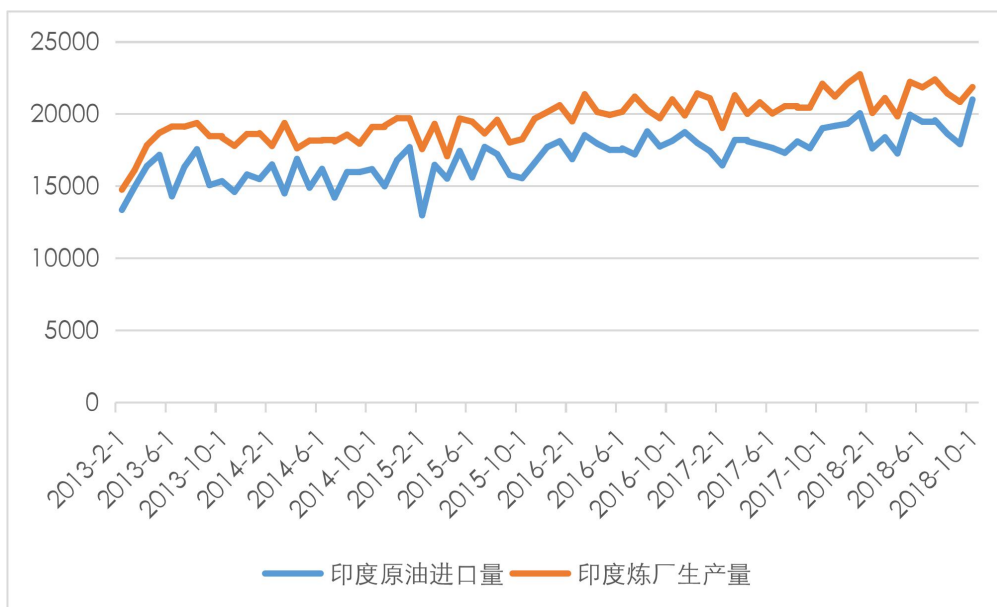
数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

4.3 印度需求

2018年7月以前，印度GDP仍处于高速增长阶段，原油进口量及炼厂生产量都较往年同期增长，原油总需求为430万桶/日，同比增加30万桶/日。10月以来印度汽油价格屡创新高，加之四季度为汽油消费淡季，成品油终端消费走弱，拉低了印度原油需求。印度原油进口率高达80%，而2018年美元升值则会使原油进口开支增多，进而导致经济形势恶化。印度明年的经济增长预期被下调0.2%，作为全球原油需求大国，印度原油需求走弱及经济预期不景气都将使油价承压。

伊朗制裁方面，印度是伊朗原油的第二大进口国。2018年上半年印度平均进口伊朗原油达到60万桶/日，占伊朗原油出口量的23%，占印度国内总进口量的11%。但8月印度受气候不佳及伊朗制裁影响，自伊朗的进口环比骤降95%。11月印度获得了制裁豁免权，自伊朗进口的原油也恢复至900万桶/日。预计印度未来也会积极寻求解决豁免期结束后的进口短缺，或是跟随日本请求美国延长豁免期。

图 35：印度原油进口量及炼厂生产量（千吨）



数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

5. 库存

美国库存方面，一季度美国因气候寒冷，原油累库情况低于预期，仅为往年同期及五年均值的 10%左右，库欣库存增幅也不足往年同期的 60%。4、5 月份原本是备货旺季，但因炼厂需求不振及国内增产，累库状况未见好转。这种情况自炼厂产能恢复及夏季用油高峰来临后好转，三季度 EIA 原油库存下滑至低位。自 10 月 EIA 原油库存大幅累库，主因是汽油的低利润和炼厂的检修。11 月 EIA 原油库存延续上月趋势，连续十周累库，并未因炼厂检修期结束及冬季用油高峰来临而好转，显示美国快速增产，而整体需求恶化却快，构成了限制油价涨幅的重要因素。12 月 EIA 原油库存降幅不及预期，呈现旺季不旺的趋势，再对油价形成打压。

图 36：美国商业原油及库欣库存（千桶/日）

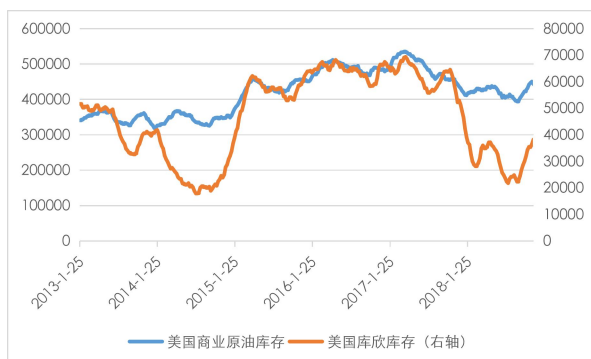
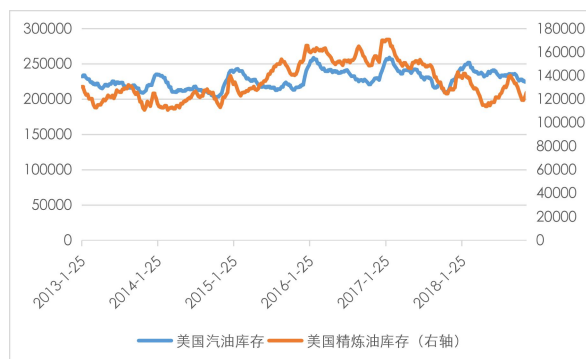


图 37：美国汽油及精炼油库存（千桶/日）



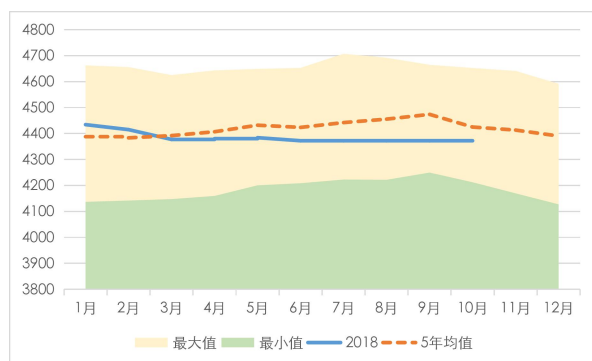
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

一季度欧洲炼厂集体进入检修季，原油库存持续增长。3 月因委内瑞拉及安哥拉产能持续下降，OECD 库存创 3 年以来同期最低，也是 2014 年以来 OECD 库存首次低于五年均值。二季

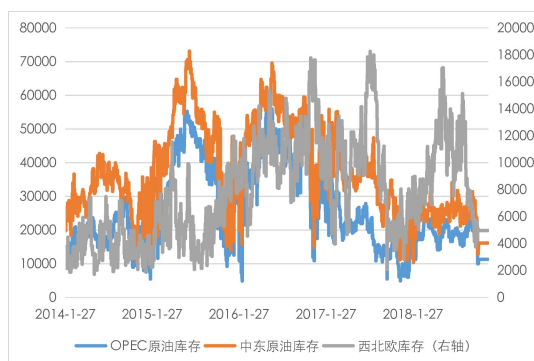
度全球主要原油库存去化速度放缓，主因是美国炼厂开工增长不及预期及装置意外停产所导致的。6-7月各大原油库存回升，与中国炼厂需求大降、西北欧炼厂检修及OPEC降低减产执行率有关。随着炼厂检修季结束，开工率回升，加之夏季交通运输用油高峰来临，三季度库存均有所回落。四季度前期用油高峰结束，库存也随之回升，但11月临近冬季采暖及用油高峰，下游有提前备货的需求，会有一些的去库情况。

图 38: OECD 原油库存 (百万桶)



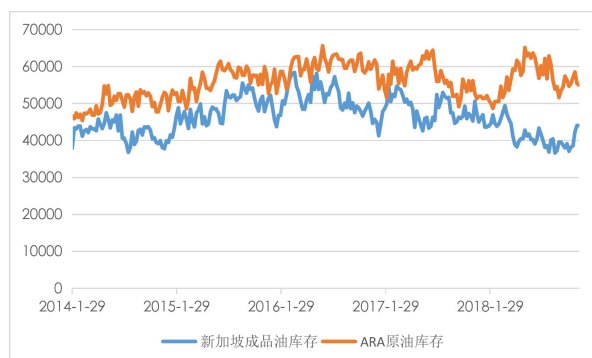
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 39: OPEC、中东、西北欧原油库存 (千桶)



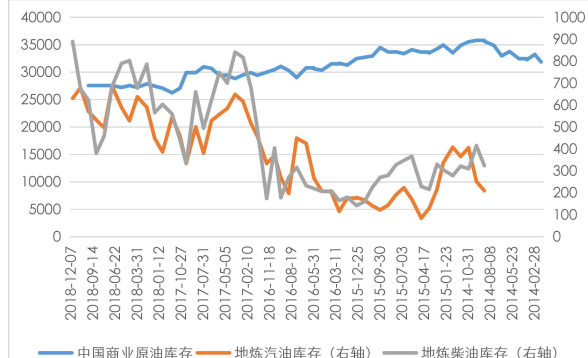
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 40: 新加坡成品油、ARA 原油库存 (千桶)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 41: 中国商业原油及地炼汽柴油库存 (千吨)

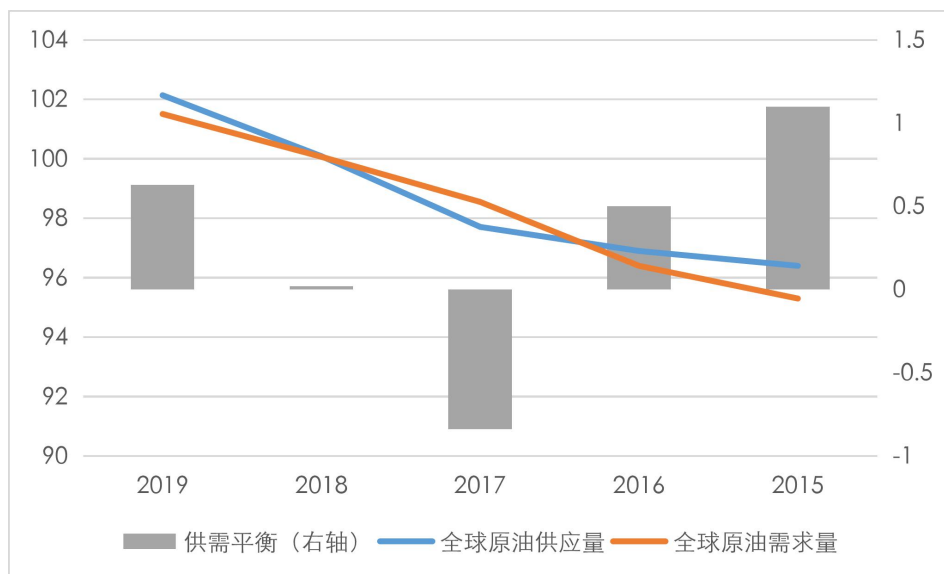


数据来源: 卓创资讯, 兴证期货研发部

6. 结论

2018年上半年全球原油供需处于紧平衡状态，亚太新兴市场需求增长强劲，OPEC减产执行率较高，加之伊朗及委内瑞拉因政治动荡引发供给担忧，导致油价上行。2018年下半年伊朗造成的供给缺口不及预期，OPEC、美国、俄罗斯快速增产，紧平衡转变为供给过剩。未来经济预期拉低原油需求，OPEC+若没有严格执行减产计划，预计2019年上半年供需基本面仍将处于偏宽松的状态。油价短期可能因OPEC+减产的利好而走高，但热度消退后，中长期仍将回归基本面，视OPEC+实际减产幅度及需求是否改善而定，因此2019年的油价中枢较2018年会有所下移。

图 42：全球原油供需平衡表（百万桶/日）



数据来源：IEA，EIA，兴证期货研发部

主要风险可能来自于以下 5 方面：1.需注意中东可能发生的地缘危机，如美伊关系继续恶化，美国加大制裁力度，叠加 OPEC+减产执行有力，可能会出现供给缺口，或短期内提振油价；如美国为打压油价，施压沙特，导致减产力度不佳，油价恐短期内大幅下行；2.应密切关注美国原油产量，如美国意外减产，WTI 涨幅将加快，缩小与布伦特之间的价差；3.美联储如暂缓加息，美元走弱，将对油价形成支撑；4.美股如持续动荡，对能源板块的外溢影响将使油价承压；5.俄罗斯开采原油成本低，低油价对其影响较小，需谨防其消极减产对油价带来的打压。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因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接收到任何形式的报酬。

免责声明

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作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。