

化工品部

吴小明 (原油分析师)

Tel:010-85113250

Email:wxm@yafco.com

F3006607 Z0011585

中期关注全球原油环比累库对价格的冲击

虽然美联储周三宣布采取了十多年以来的首次降息行动，但美联储强调这次降息是一次“调整”而“不是长期降息周期的开始”。暗示该行未来可能不会像交易商此前预期的那样进一步降息。从宏观市场的情况下，对未来经济的表现仍然存在忧虑，债券 3 个月和 10 年期市场结构仍然倒挂，未来经济预期不佳的情况下，对原油的需求预期也会偏弱，需求端对油价的推升力度受抑制。同时美国中国经济数据表现不佳，印证全球经济放缓，市场忧虑原油需求面遭受冲击。并且贸易争端再起，对全球需求带来进一步的冲击。

目前市场预计三季度是全球降库最好的时间段，四季度和明年全球库存逐步累积。

EIA 短期能源展望上调了 19 年美国原油产量，下调了全球需求。OPEC 预计油市供应过剩问题仍将重新回归，2020 年非 OPEC 供应增量超过全球需求增量，油市供应过程，OPEC 被动减产。IEA 预计 2020 年全球原油市场将重归供应过剩困境，即使石油输出国组织 (OPEC) 宣布延长减产行动。

最新数据显示，美国页岩油盈亏平衡点在 43 左右，美国半周期成本市场采用 50 美元/桶为线，低于 50 美元/桶会影响投资。所以从美国页岩油角度看，下存在成本方面的支撑。

总之，下方有成本支撑，同时 OPEC 延续减产。高油价损害经济发展。目前三大机构预测明年原油供应压力大。总体维持震荡思路。要注意市场预计三季度是全球降库最好的时间段，四季度和明年全球库存逐步累积。

一、IEA 全球供需情况预估

国际能源署(IEA)周五(7月12日)发布了月度报告,预计明年原油市场将再度出现供应过剩的局面,尽管最近欧佩克主导的减产协议已经被延期。IEA表示,2019年上半年,全球原油供应超出需求90万桶/日。IEA维持2019年原油需求增幅预估在120万桶/日不变,2020年预估为140万桶/日。全球炼油量于2019年第二季度减少70万桶/日。IEA预计2019年第二季全球原油供应过剩50万桶/日,之前预估为短缺50万桶/日。

国际能源署(IEA)署长比罗尔(Fatih Birol)周四(7月18日)发表讲话称,下调2019年全球原油需求增速预期至110万桶/日,此前预期为120万桶/日,因国际贸易形势拖累全球经济增速放缓。

由于主要国家美国,加拿大,挪威,巴西等国家2019年大幅提高产量,2020年非OPEC国家的供应增加量大于全球需求量,倒逼OPEC国家减产,IEA预计2020年CALL ON OPEC产量为2910万桶/日。

而7月11日欧佩克公布的月度原油市场报告显示,随着竞争对手美国加大产量,明年将出现新的原油过剩,面临着更长期、更艰巨的挑战。欧佩克2019年6月原油产量减少6.8万桶/日至2983万桶/日。因此如果随着明年其他非OPEC国家的产量上升,需要OPEC继续加大减产力度,才能维持全球油市平衡。

目前从三大机构预估看,全球油市维持供应大于需求的状态,需要OPEC维持减产,且明年减产力度还需要加大。IEA预计19年三季度降库,四季度小幅降库,明年开始累库。

图 1：全球原油供需情况

Call On OPEC Crude Oil			May-19		Jun-19			Jul-19		
单位：百万桶/日	2016	2017	2018	2019	2018	2019	2020	2018	2019	2020
全球原油需求	96.4	98	99.1	100.4	99.16	100.34	101.74	99.16	100.3	101.7
同比变化				1.3		1.18	1.4		1.14	1.4
非OPEC原油供应	59.1	59.9	62.7	64.6	62.7	64.6	66.8	62.9	64.9	67
同比变化				1.9		1.9	2.2		2	2.1
OPEC NGLs+非传统供应	5.4	5.5	5.5	5.6	5.5	5.6	5.6	5.5	5.6	5.6
call on OPEC Crude Oil	31.90	32.60	30.9	30.2	30.96	30.14	29.34	30.76	29.8	29.1
				-0.7		-0.82	-0.8		-0.96	-0.7
OPEC原油产量	32.4	32	31.9	30.38	31.9	30.28	29.87	31.9	30.2	
同比变化		-0.23		-1.52		-1.62	-0.41		-1.7	
OPEC供应-需求	-0.60	-0.6	1.0	0.18	0.9	0.14	0.53	1.1	0.4	

	2018	2019	2020	2019同比	2020同比
北美区	22.95	24.63	25.93	1.68	1.3
美国	15.49	17.28	18.51	1.79	1.23
墨西哥	2.08	1.9	1.84	-0.18	-0.06
加拿大	5.38	5.46	5.56	0.08	0.1
OECD欧洲区	3.47	3.37	3.69	-0.1	0.32
英国	1.11	1.18	1.2	0.07	0.02
挪威	1.85	1.72	2.01	-0.13	0.29
其他欧洲地区	0.51	0.47	0.47	-0.04	0
OECD太平洋区	0.41	0.49	0.56	0.08	0.07
澳大利亚	0.34	0.41	0.49	0.07	0.08
其他太平洋地区	0.07	0.07	0.07	0	0
OECD合计	26.83	28.49	30.18	1.66	1.69
前苏联地区	14.56	14.56	14.61	0	0.05
俄罗斯	11.49	11.55	11.54	0.06	-0.01
其他苏联地区	3.07	3.01	3.07	-0.06	0.06
非OECD欧洲	0.12	0.12	0.11	0	-0.01
非OECD亚洲	7.19	7.05	7.01	-0.14	-0.04
非OECD中国	3.85	3.9	3.86	0.05	-0.04
非OECD其他亚洲国家	0.98	0.97	0.92	-0.01	-0.05
非OECD拉丁美洲	4.5	4.76	5.11	0.26	0.35
巴西	2.7	2.93	3.27	0.23	0.34
阿根廷	0.58	0.6	0.6	0.02	0
哥伦比亚	0.87	0.9	0.88	0.03	-0.02
其他拉丁美洲	0.35	0.34	0.35	-0.01	0.01
非OECD中东地区	3.27	3.26	3.27	-0.01	0.01
非OECD非洲	1.45	1.47	1.49	0.02	0.02
非OECD合计	31.09	31.33	31.6	0.24	0.27



数据来源： IEA 永安期货研究院

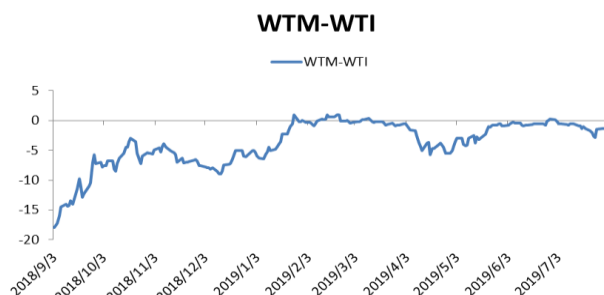
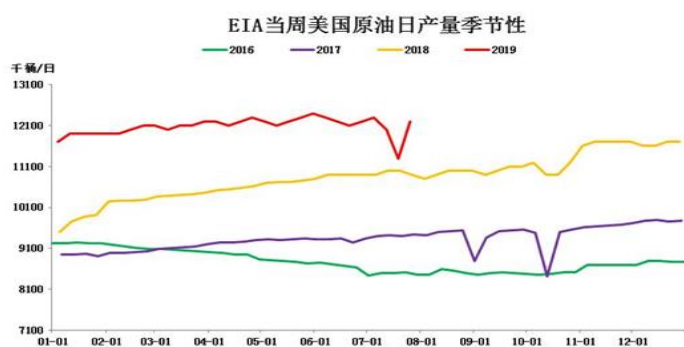
二、美国页岩油产量

根据 EIA 数据显示，截至截至 7 月 26 日该周，飓风巴里造成的影响消退，美国海上石油生产恢复运作，令原油日产量从之前一周的 1130 万桶反弹至 1220 万桶。

目前米德兰贴水 WTI 每桶 1 美元]。7 月下旬曾贴水 2.85 美元/桶，是 5 月下旬以来的最大贴水。 Plains All American Pipeline LP's Cactus II 原油管道于 8 月 1 日起全面服务. EPIC Pipeline Co LP 临时原油管道预计也将在夏季晚些时候启动。两个管道的组合将增加每天 130 万桶的外卖能力。同时四季度管道也有投放，缓解美国的原油供应压力。四季度，Gray Oak 会增加 59 万桶/日的外运能力。

图1： 美国页岩油产量

Region	Oil production thousand barrels/day			Gas production million cubic feet/day		
	July 2019	August 2019	change	July 2019	August 2019	change
Anadarko	590	585	(5)	7,565	7,511	(54)
Appalachia	138	142	4	32,573	32,969	396
Bakken	1,435	1,442	7	2,999	3,015	16
Eagle Ford	1,383	1,382	(1)	6,846	6,848	2
Haynesville	43	43	-	11,105	11,277	172
Niobrara	736	746	10	5,578	5,634	56
Permian	4,172	4,206	34	14,547	14,704	157
Total	8,497	8,546	49	81,213	81,958	745

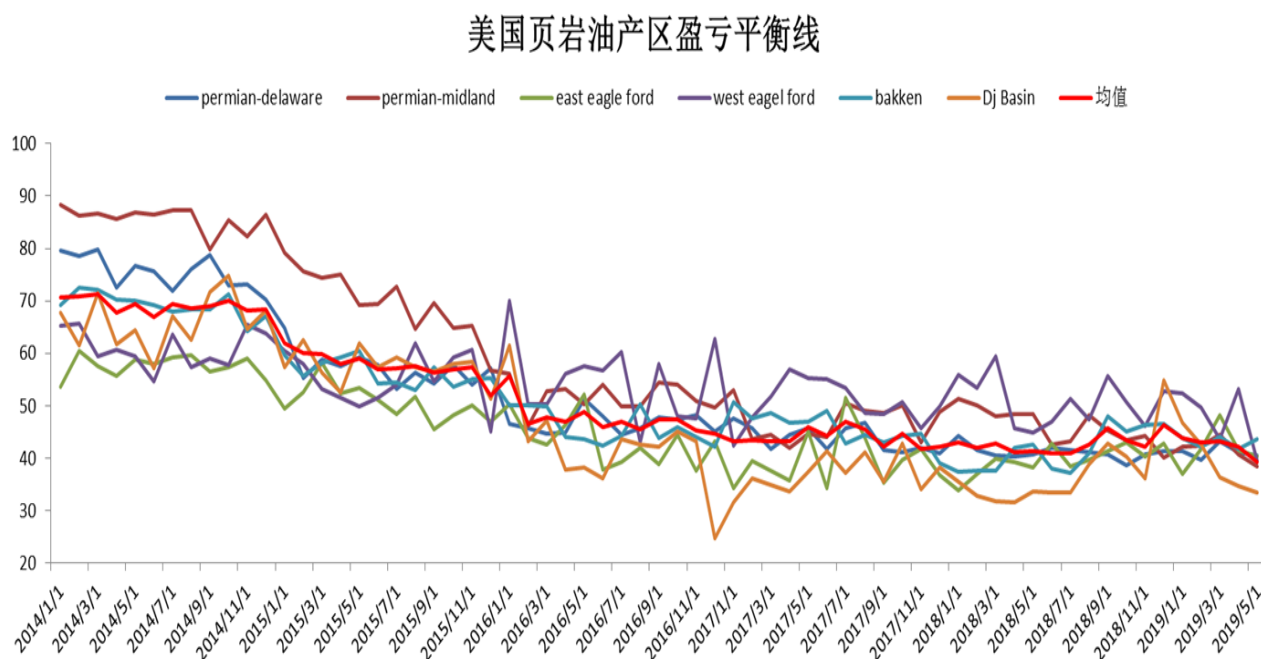


数据来源：EIA，永安北京研究院

三、美国页岩油盈亏平衡情况

截至 19 年 6 月底，美国页岩油产区盈亏平衡线均值为 43 美元/桶。美国半周期成本市场采用 50 美元/桶为线，低于 50 美元/桶会影响投资。

图2： 美国页岩油产区盈亏平衡线



数据来源：彭博，永安北京研究院

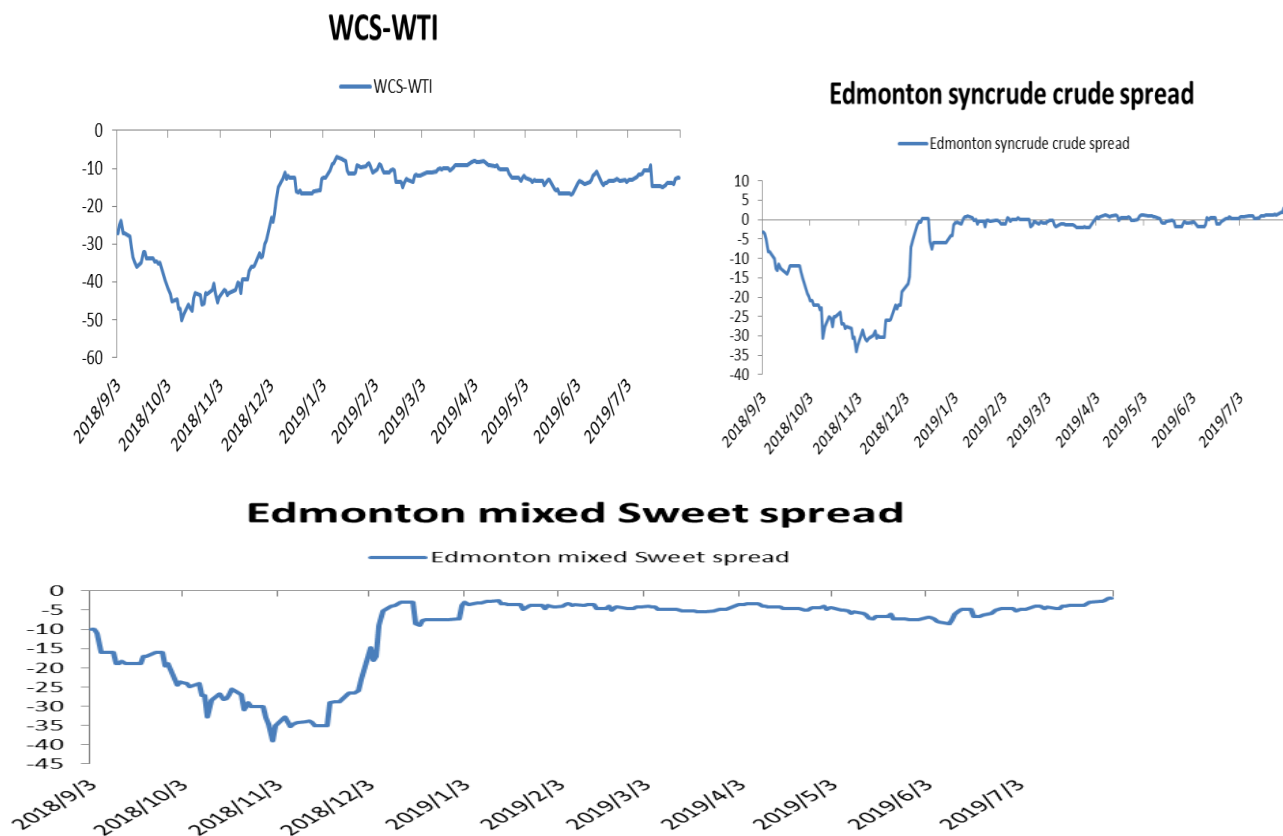
四、加拿大市场供应压力有所缓和

艾伯塔省 9 月产量限制为 376 万桶/日，比 8 月份水平增加 2.5 万桶/日，连续第二个月上涨。 由于能出口更多原油，艾伯塔省减少了石油的削减量。因为它能通过铁路和管道出口更多的石油。减少每天 25,000 桶的生产限制，意味着运营商现在每天比

去年年底之前的产量低约 175,000 桶。Canadian Pacific Railway Ltd. 预计第三季度与第二季度相比，原油出口增加 20%。国家能源委员会的数据显示，5 月份装载到轨道车上的油量总计为 285,000 桶/日，为 1 月份以来的最高水平。上个月，Enbridge 表示，即使其 3 号线出口管道延迟一年后，它也可能在明年初通过“系统改进”每天增加 135,000 桶的额外容量。

加拿大甜原油对美国基准的溢价上升至至少在年内的最高水平。加拿大自然资源公司（CNRL）生产现场计划维护，CNRL 将于 9 月中旬在其 Horizon oil-sands 生产现场开始计划维护工作，维护约 25 天。Suncor 将在 4Q 对其 U2 油砂 updaters 进行维护，这将影响 20k b/d 的产量。Syncrude Canada 将在 8 月 23 日之前关闭其中一个焦化厂进行维修。

图3： 加拿大 WCS-WTI 价差



数据来源：路透，永安北京研究院

五、OPEC+目前仍维持减产状态

今年初以来，OPEC+（OPEC 和非 OPEC 产油国）开始执行减产 120 万桶/日，为期 6 个月，其中 OPEC 的配额 80 万桶/日，非 OPEC 40 万桶/日。

欧佩克第 176 次会议于 2019 年 7 月 1 日在维也纳举行，会议注意到 2018 年 12 月 6 日和 7 日在维也纳举行会议以来石油市场的发展情况，并审议了 2019 年剩余时间和进入 2020 年的石油市场预测。鉴于当前石油市场基本面对 2019 年剩余时间预测的一致看法，欧佩克会议决定将第 175 次会议通过的自愿调整产量协议从 2019 年 7 月 1 日起延长 9 个月，到 2020 年 3 月份。此次会议的结果是 2018 年 12 月 OPEC+会议的延续，根据协议，OPEC、俄罗斯和其他非成员继续维持每日减产 120 万桶，其中 OPEC 的减产份额为每日 80 万桶，将由 11 个成员国完成——除了伊朗、利比亚和委内瑞拉。

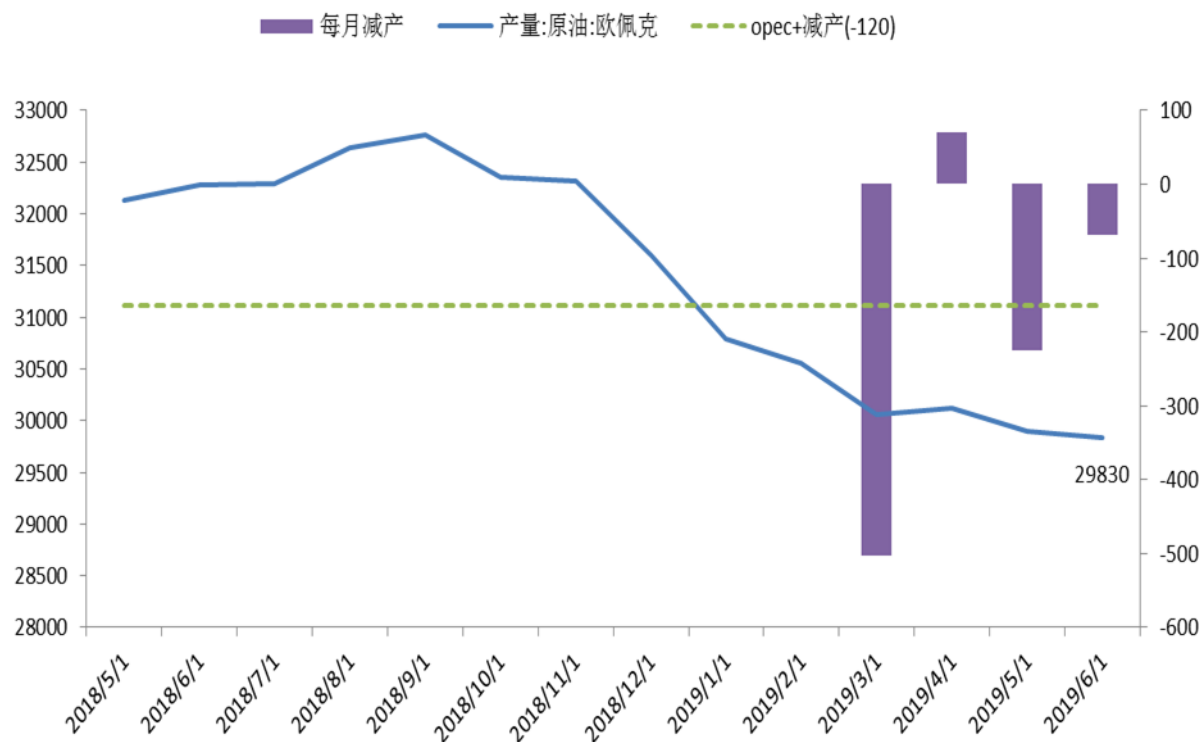
7 月 11 日欧佩克公布的月度原油市场报告显示，随着竞争对手美国加大产量，明年将出现新的原油过剩，面临着更长期、更艰巨的挑战。欧佩克 6 月原油产量减少 6.8 万桶/日至 2983 万桶/日。

目前从三大机构预估看，全球油市维持供应大于需求的状态，需要 OPEC 维持减产，且明年减产力度还需要加大。

同时科威特与沙特准备一起恢复中立区石油产量，该地区每天可生产 50 万桶原油，恢复时间表不确定。科威特表示正在与沙特阿拉伯合作，恢复已关闭至少四年的中立

区域的石油生产。目前没有给出恢复的时间表，也不清楚额外的产量是否会被其他地方的产量减少所抵消。后续需要关注中立区原油产量的进展情况。

图4： OPEC 原油产量



数据来源：OPEC，永安北京研究院

六、中东局势仍存不确定性

霍尔木兹海峡(Strait of Hormuz)是世界上最重要的交通要道，2015 年石油日流量为 1700 万桶，约占当年所有海上原油和其他液体贸易总量的 30%。2016 年，通过霍尔木兹海峡的石油流量达到最高纪录的 1850 万桶/天。霍尔木兹海峡位于阿曼和伊朗之间，连接波斯湾、阿曼湾和阿拉伯海。霍尔木兹海峡是世界上最重要的石油交通

要道，因为 2015 年霍尔木兹海峡每天的石油流量约为 1700 万桶，占有所有海上原油和其他液体贸易的 30%。2016 年，通过这一关键交通要道的原油日产量增至 1850 万桶。EIA 评估，根据劳合社 (Lloyd 's List) 油轮跟踪服务机构的数据，通过这一交通要道运输的原油中，约 80% 流向了亚洲市场。中国、日本、印度、韩国和新加坡是霍尔木兹海峡石油运输的最大目的地。英国石油公司 (BP)《世界能源统计评论 2017. 7》显示，卡塔尔 2016 年通过霍尔木兹海峡 (Strait of Hormuz) 每年出口约 3.7 万亿立方英尺液化天然气 (LNG)，占全球液化天然气贸易的 30% 以上。科威特通过霍尔木兹海峡向北进口液化天然气。霍尔木兹海峡最窄的地方有 21 英里宽，但任何方向的航道宽度只有两英里宽，中间有两英里的缓冲区。霍尔木兹海峡有足够的深度和宽度来处理世界上最大的原油油轮，超过 15 万吨载重量的油轮约有三分之二的原油通过霍尔木兹海峡。

可作为旁路选项的渠道

大多数绕过霍尔木兹的潜在选择目前都不起作用。只有沙特阿拉伯和阿拉伯联合酋长国 (UAE) 拥有可以将原油运往波斯湾以外的渠道，并拥有绕过霍尔木兹海峡的额外渠道能力。截至 2016 年年底，两国原油总容量合计约为 660 万桶/天，未使用旁路产能合计约为 390 万桶/天 (表 2)。沙特阿拉伯拥有 746 英里长的石油管道，也被称为东西向管道，从其阿布盖克 (Abqaiq) 油田到红海，横跨沙特阿拉伯。该系统由两条管道组成，总铭牌 (安装) 能力约 480 万桶/天。56 英寸管道的铭牌容量为 300 万桶/天。这条 48 英寸长的管道此前一直作为天然气管道运行，但沙特阿拉伯将其改造成石油管道。这一转变将沙特阿拉伯绕过霍尔木兹海峡的备用石油管道产能从每日 100 万桶提高至每日 280 万桶，但只有当该系统以其全部铭牌产能运行时，才能实现这一产量。2016 年，沙特阿拉伯国家石油公司 (Saudi Aramco) 宣布，计划将东西输油管道的产能

扩大至每日 700 万桶，计划在 2018 年底前完工。迄今为止，在管道扩建方面进展甚微。沙特阿拉伯还运营着 Abqaiq-Yanbu 液化天然气管道，日产能 29 万桶。阿联酋运营着阿布扎比原油管道(每日 150 万桶)，从哈布珊(阿布扎比陆上油田的采集地)到阿曼湾的 Fujairah 港，这条管道允许原油运输绕过霍尔木兹海峡。政府计划将这条管道的产能提高到 180 万桶/天。

沙特阿拉伯还有两条平行于石油管道系统的管道，绕过霍尔木兹海峡，但如果霍尔木兹海峡关闭，这两条管道都没有能力运输更多的石油。沙特阿拉伯境内的 165 万桶/天、48 英寸伊拉克管道 (IPSA) 于 1989 年建成，用于从泵站 3 (沿着输油管道的 11 个泵站) 到沙特阿拉伯 Yanbu 南部的 Mu'Ajjiz 港，与输油管道平行，从伊拉克输送 165 万桶/天的原油到红海。这条管道在 1990 年 8 月伊拉克入侵科威特后无限期关闭。2001 年 6 月，沙特阿拉伯没收了 IPSA 的所有权，作为对伊拉克所欠债务的补偿，并将其转换为向发电厂输送天然气的设施。其他管道，如从沙特阿拉伯的凯苏玛到黎巴嫩的西顿的跨阿拉伯管道 (TAPLINE)，或伊拉克和土耳其之间的一条战略石油管道，由于战争破坏、废弃或政治分歧，已经停用多年。这些管道在运输石油之前需要进行大规模的翻新。如果霍尔木兹海峡关闭，也可以用卡车运送相对少量的石油，最多每天几十万桶。

图5： 霍尔木兹海峡冲突

Strait of Hormuz - A Timeline of Events

13th June: Tankers attacked	Two oil tankers damaged in a suspected attack near the entrance to the Persian Gulf. The U.S. blamed Iran, despite denials from Tehran.
20th June: Drone shot down	Iran shot down a U.S. Navy drone, which it claimed was in Iranian airspace. Trump downplayed the incident saying a "loose and stupid" individual -- rather than Iran's top leaders -- may be culpable.
4th July: Tanker seized	British special forces seize a tanker carrying Iranian oil off the southern tip of Spain, which the U.K. says was breaching European Union sanctions against Syria. Iran says it wasn't headed to Syria, and considered it "an act of piracy."
11th July: Tanker escorted to safety	A Royal Navy frigate intervened to stop three Iranian vessels impeding a BP-operated tanker from passing through the Strait of Hormuz.
14th July: Tanker seized	Iran seized the Panamanian flagged Riah, saying it was smuggling fuel in the Persian Gulf. The U.S. demanded Iran release the ship and its crew and condemned the "continued harassment" of vessels.
18th July: Drone shot down	The USS Boxer destroyed an Iranian drone that approached the ship near the Strait of Hormuz. Iran denied it had lost a drone.
19th July: Tankers seized	Iran seizes the U.K.-flagged Stena Impero and stops another U.K.-linked tanker, the Mesdar, as they sailed through the Strait of Hormuz.

Figure 3. Map of the Strait of Hormuz



Source: U.S. Department of State

Table 2. Operating pipelines that bypass the Strait of Hormuz, 2016

Pipeline name	Country	Status	Capacity	Throughput	Unused capacity
Petroline (East-West Pipeline)	Saudi Arabia	Operating	4.8	1.9	2.9
Abu Dhabi Crude Oil Pipeline	United Arab Emirates	Operating	1.5	0.5	1.0
Abqaiq-Yanbu Natural Gas Liquids Pipeline	Saudi Arabia	Operating	0.3	0.3	0.0
Iraqi Pipeline in Saudi Arabia (IPSA)	Saudi Arabia	Converted to natural gas	0.0	--	0.0
TOTAL			6.6	2.7	3.9

Note: All estimates expressed in million barrels per day. Unused capacity is defined as pipeline capacity that is not currently used but can be readily available.

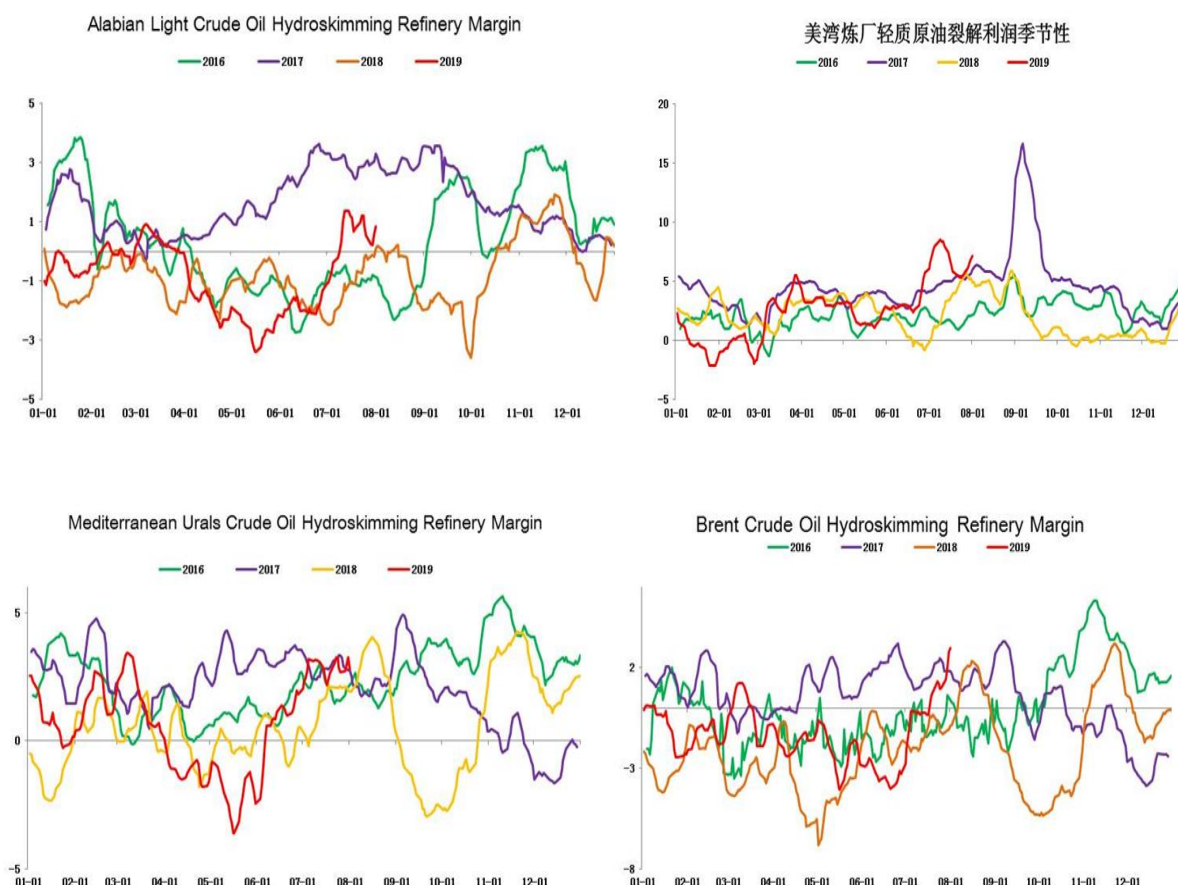
Sources: U.S. Energy Information Administration, Lloyd's List Intelligence, and Middle East Economic Survey

数据来源：彭博，永安北京研究院

七、全球炼油利润走强

近期亚洲欧洲美国的炼厂利润均好转，上游原油价格回调，炼厂利润转好，不过目前市场由于对全球经济不看好，预计下游需求疲弱，这样不利于终端产品的消耗，会拖累原油的需求。

图6： 炼厂利润



数据来源：路透，永安期货研究院

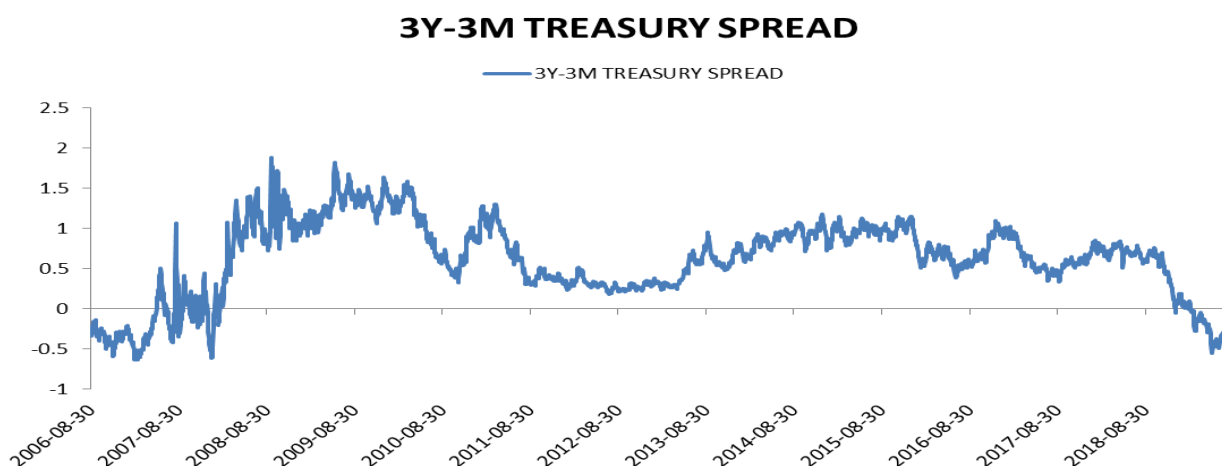
八、 美国国债价差

美国 3 个月期国债收益率与 10 年期国债收益率 8 月 1 日达到 -40bp, 息差进一步扩大, 8 月 1 日晚间, 在一则推文中, 特朗普表示 10% 的新征税将从 9 月 1 日对中国开征, 商品价值 3000 亿美元。贸易争端加剧, 导致经济放缓的担忧。

2019 年 8 月 1 日凌晨, 美联储公布利率决议, 将联邦基金利率降低 25BP 至 2%-2.25%, 符合市场预期。同时美联储表示, 将于 8 月 1 日提前结束缩表, 比原定的 9 月末的结束缩表时间提前了两个月, 超出了市场预期。市场已充分反映了美元降息的预期。

美联储议息说明中表示: “劳动力市场依然强劲, 经济活动以温和的速度增长。近几个月平均就业增长稳健, 失业率仍然在低位。”。鲍威尔在新闻发布会上表示: “此次降息并不是长期降息周期的开始, 但可能会再降息, 此举的性质本质上属于周期当中的政策调整。”这使得市场对于未来继续降息的预期没有之前那么高。从宏观市场的情况下, 对未来经济的表现仍然存在忧虑, 债券 3 个月和 10 年期市场结构仍然倒挂, 未来经济预期不佳的情况下, 对原油的需求预期也会偏弱, 需求端对油价的推升力度受抑制。

图7: 3Y-3M 美债价差



数据来源：Wind，永安北京研究院

九、结论

虽然美联储周三宣布采取了十多年以来的首次降息行动，但美联储强调这次降息是一次“调整”而“不是长期降息周期的开始”。暗示该行未来可能不会像交易商此前预期的那样进一步降息。从宏观市场的情况下，对未来经济的表现仍然存在忧虑，债券3个月和10年期市场结构仍然倒挂，未来经济预期不佳的情况下，对原油的需求预期也会偏弱，需求端对油价的推升力度受抑制。同时美国中国经济数据表现不佳，印证全球经济放缓，市场忧虑原油需求面遭受冲击。并且贸易争端再起，对全球需求带来进一步的冲击。

目前市场预计三季度是全球降库最好的时间段，四季度和明年全球库存逐步累积。

EIA 短期能源展望上调了19年美国原油产量，下调了全球需求。OPEC 预计油市供应过剩问题仍将重新回归，2020年非OPEC供应增量超过全球需求增量，油市供应过程，OPEC 被动减产。IEA 预计2020年全球原油市场将重归供应过剩困境，即使石油输出国组织(OPEC)宣布延长减产行动。

最新数据显示，美国页岩油盈亏平衡点在43左右，美国半周期成本市场采用50美元/桶为线，低于50美元/桶会影响投资。所以从美国页岩油角度看，下存在成本方面的支撑。

总之，下方有成本支撑，同时OPEC延续减产。高油价损害经济发展。目前三大机构预测明年原油供应压力大。总体维持震荡思路。要注意市场预计三季度是全球降库最好的时间段，四季度和明年全球库存逐步累积。

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做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复

制发布。如引用、刊发，须注明出处为永安期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。