

中国平安 PING AN

金融 · 科技

平安期货

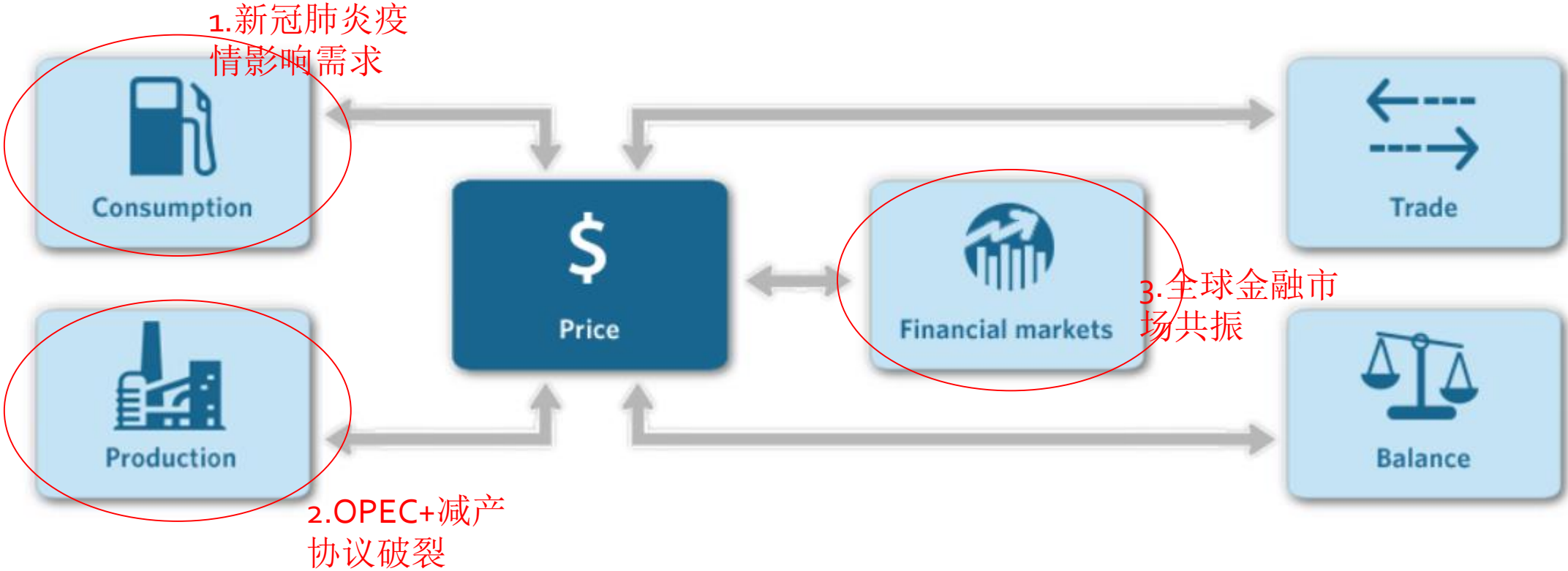
油价新低，产油国博弈将把市场推向何方

平安期货销售交易部 王开河(F3059822) | 2020年3月

风险提示：投资有风险，入市需谨慎。以上观点仅供参考，平安期货不为此承担交易

目 录

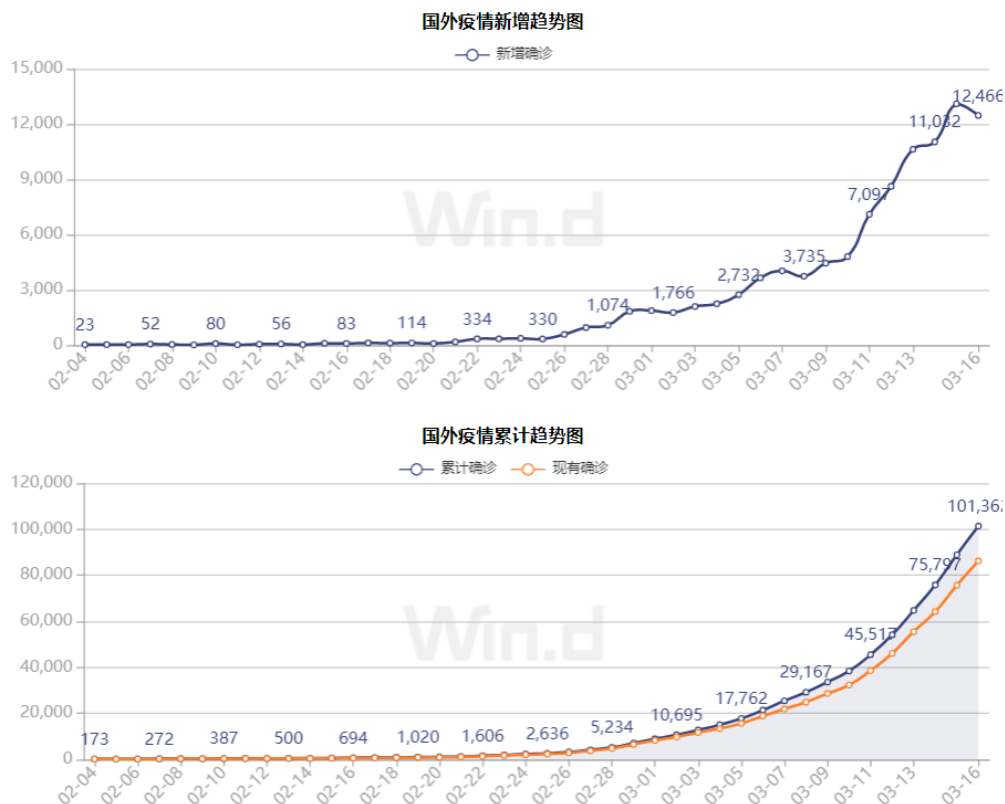
- 
- 
- 1 宏观需求分析
 - 2 产油国博弈分析
 - 3 原油市场展望



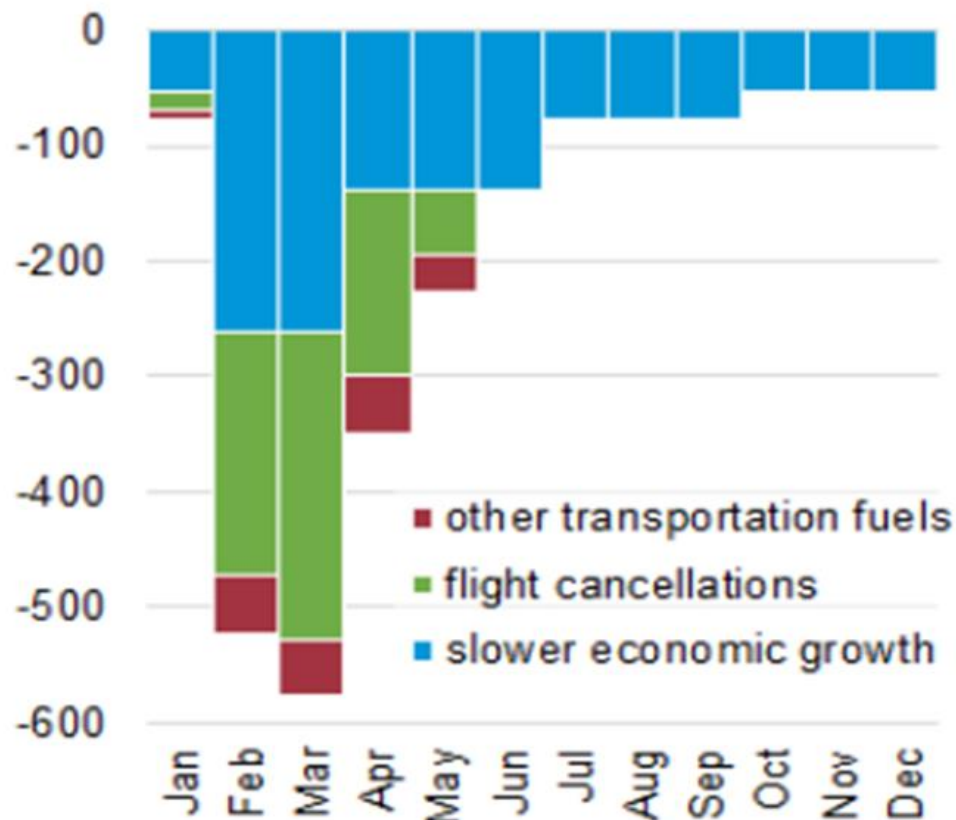


- ◆ 新冠肺炎持续的爆发，特别是欧洲经济本就糟糕的背景下变成了二次重灾区，各国之间的流动将大大减少，对经济的冲击难以避免。

国外疫情趋势图



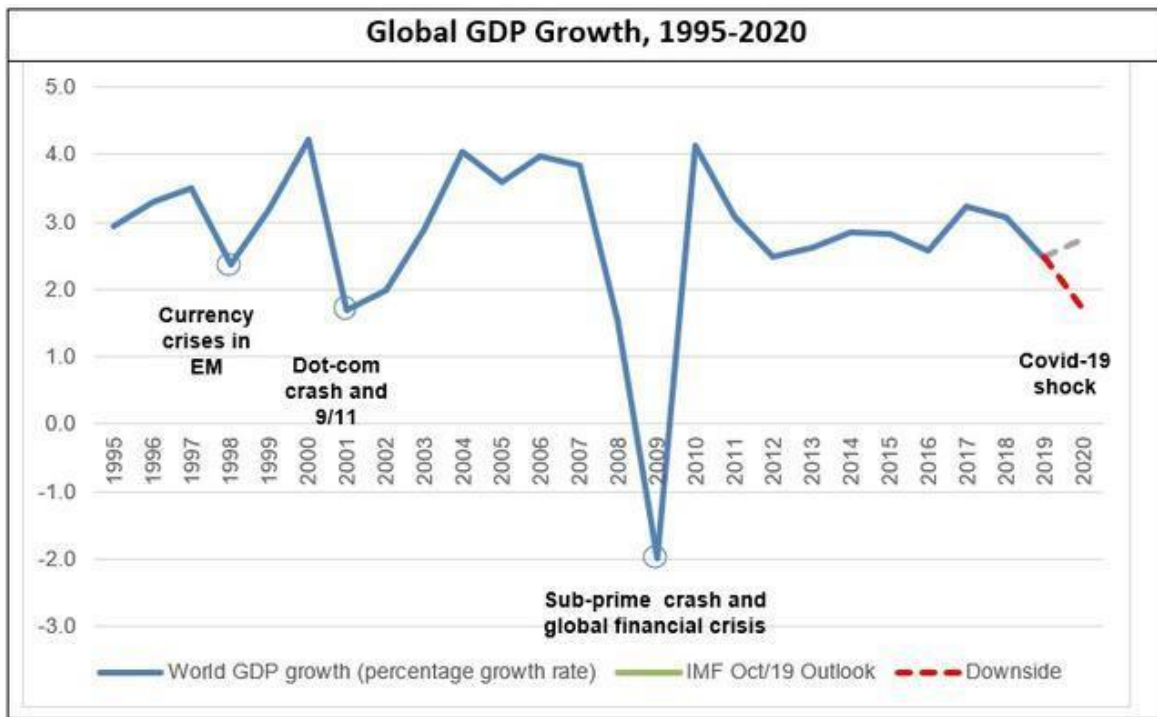
数据来源：EIA、wind、平安期货研究所



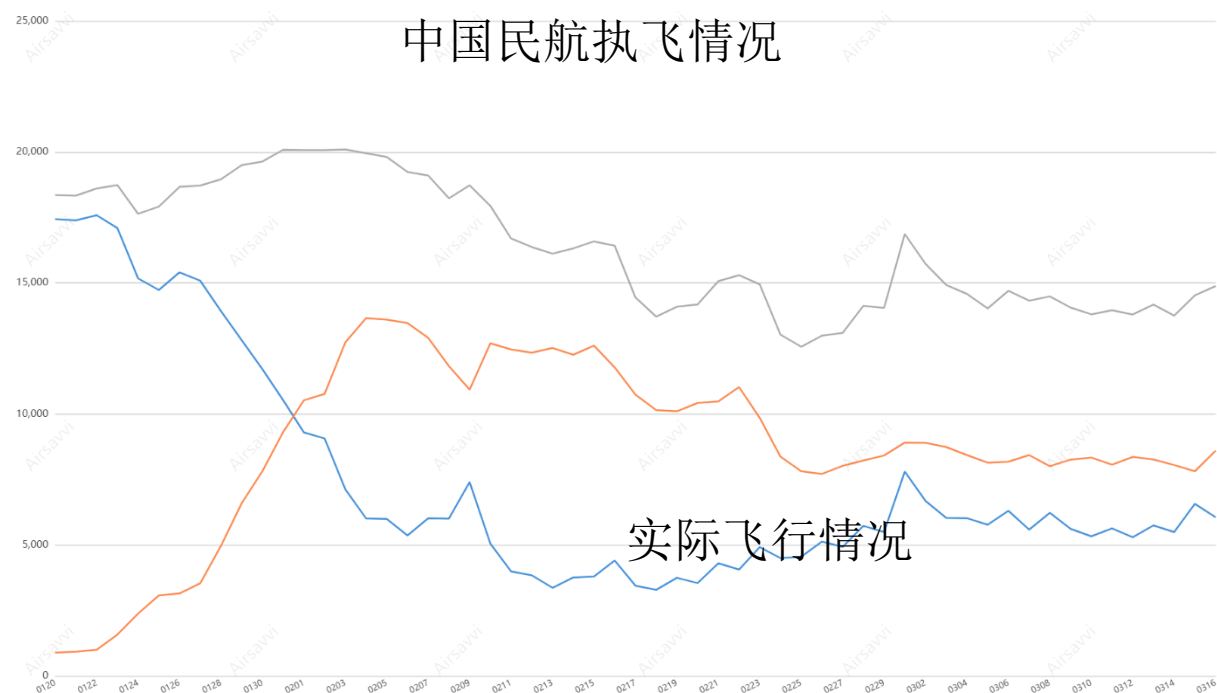
风险提示：投资有风险，入市需谨慎。以下观点仅供参考，平安期货不为此承担交易风险。



- ◆ 受冲击最大的航空业数据显示，现有国内的飞行情况为正常水平30%左右。国外的大幅蔓延，可以推测全球航空的水平应该低于30%的水平，以美国2019年航空燃油的消费量1.74bb/d看，短期航空燃油的减少就将超过120万桶/日。
- ◆ IMF最新的经济预测也可以看到2020年的经济增速将会低于2%，短期将陷入萎缩。



数据来源：IMF、airsavvi、平安期货研究所



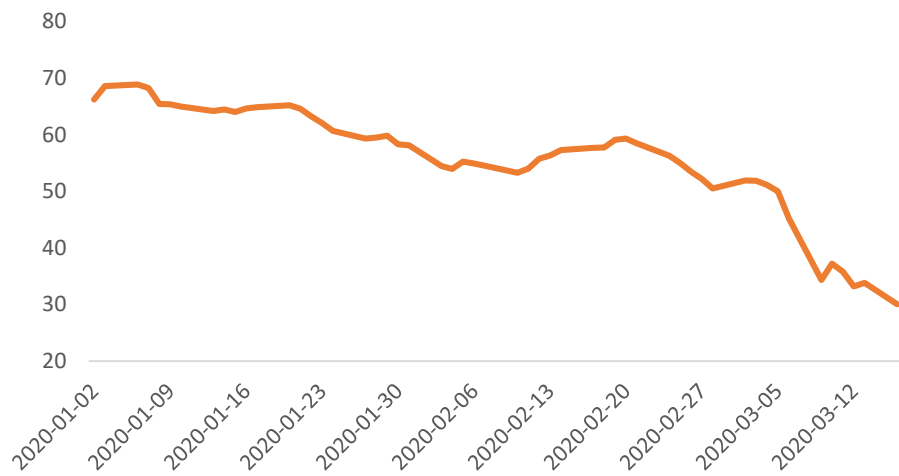
风险提示：投资有风险，入市需谨慎。以下观点仅供参考，平安期货不为此承担交易风险。



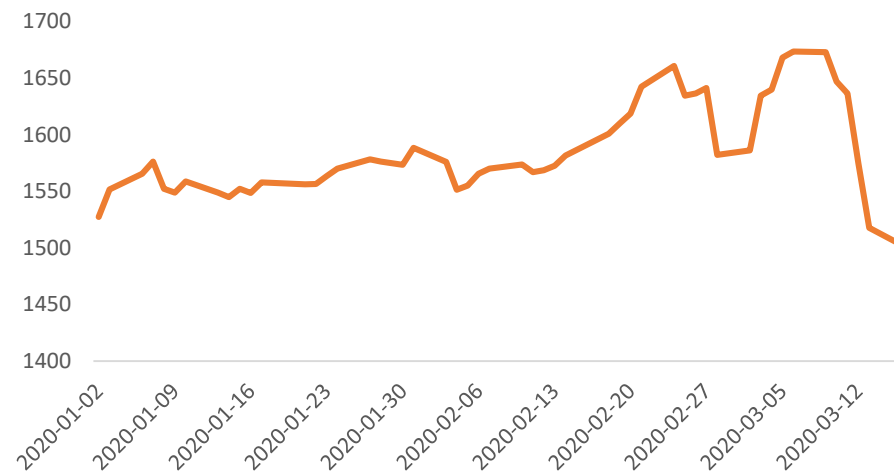
金融市场集体进入避险模式

平安期货

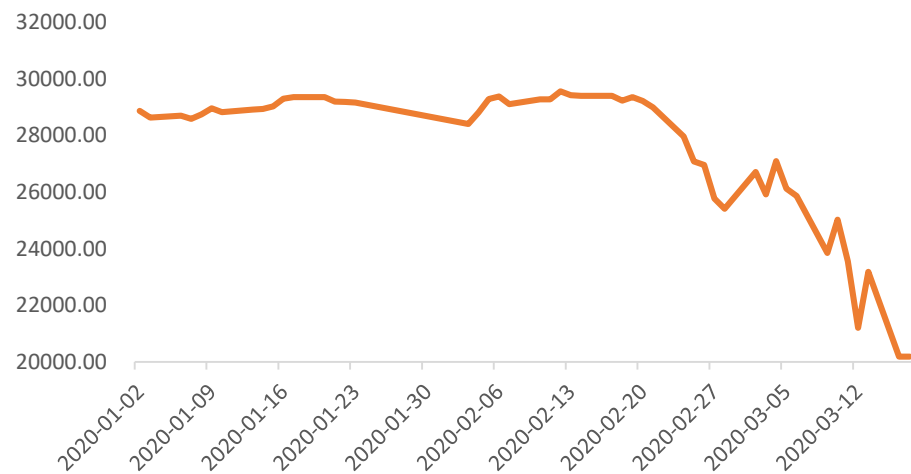
布伦特连续



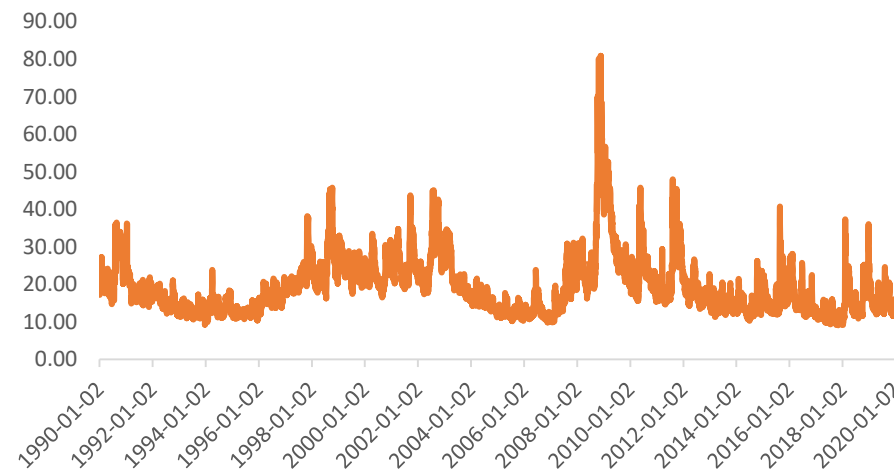
COMEX黄金



道琼斯指数



VIX指数



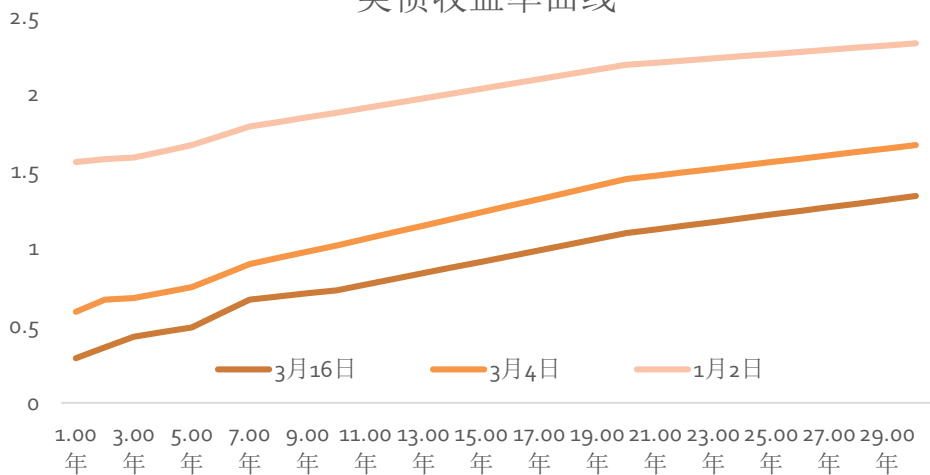


美债收益率历史新低，经济前景不确定性增加

平安期货

- ◆ 美国10年期国债收益率降到历史最低水平，3月9日触及到在0.54%的低点，2020年初为1.88%两个月下降了134个基点。
- ◆ 长债收益率的下行，为了保证收益率曲线扁平化问题，直接加大了美联储的降息动力，3月份罕见的出现了两次紧急降息，把美联储的基准利率直接打到了0-0.25%。

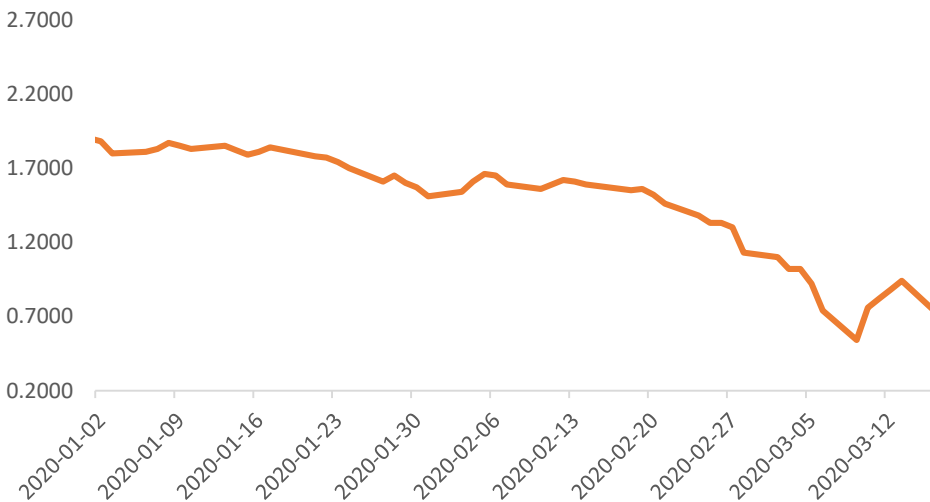
美债收益率曲线



美债十年期收益率



美债十年期收益率





金油比快速创出历史新高

平安期货

- ◆ 作为风险指标之一的金油比已经到了历史最高的水平，从历次金油比高值来看，对油市或者经济都有较大的冲击。



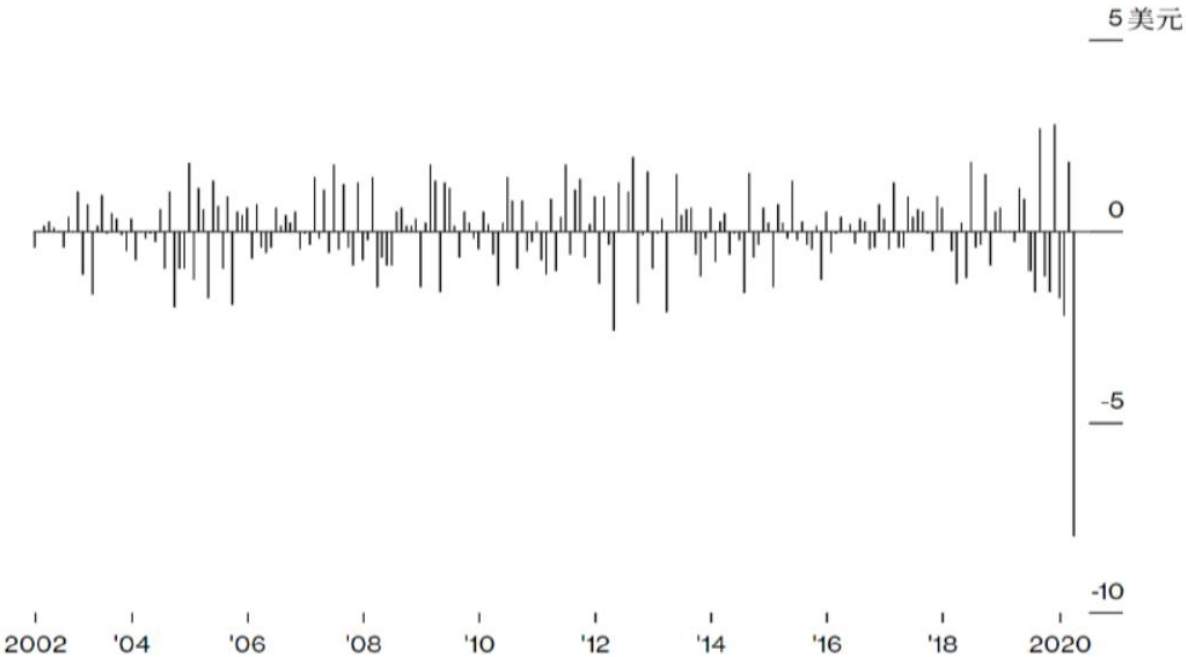
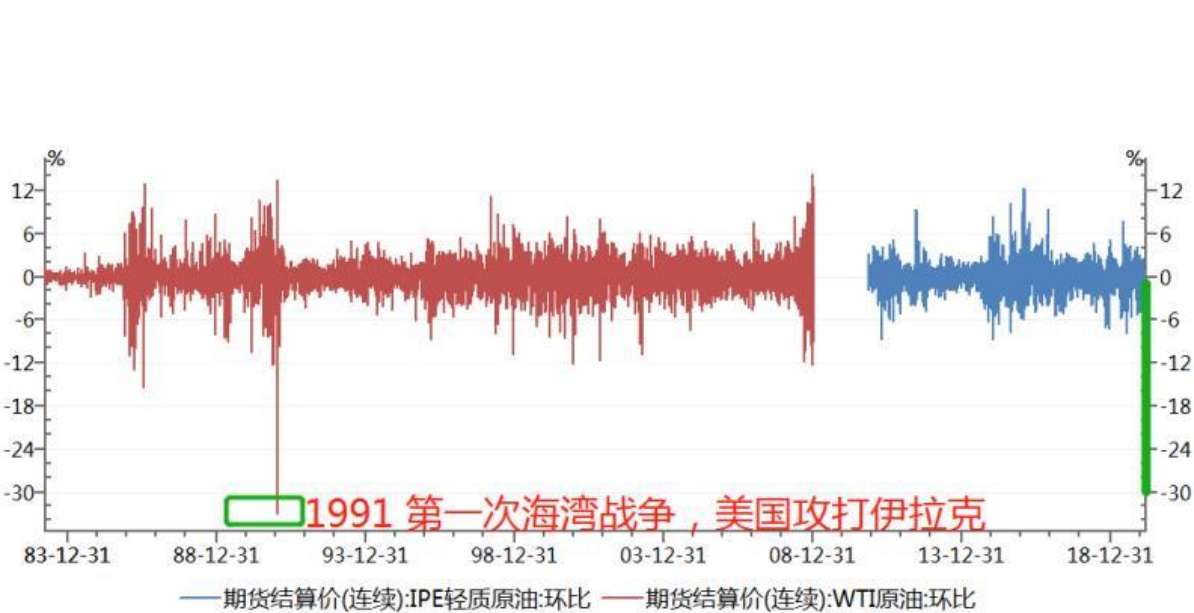
数据来源：wind、平安期货研究所

风险提示：投资有风险，入市需谨慎。以下观点仅供参考，平安期货不为此承担交易风险。

目 录

- 
- 
- 1 宏观需求分析
 - 2 产油国博弈分析
 - 3 原油市场展望

- ◆ 在OPEC内部会议达成150万桶/日的初步计划之后，市场寄希望于扩大会议能够得到俄罗斯的同意，但是事与愿违，在沙特与俄罗斯两国单独谈判不成导致会议推迟之后，这次opec+会议堪称最糟糕的一次会议。会议草草结束，没有达成任何协议，意味着4月开始产油国将可以不再受到减产的限制，自主决定产量。
- ◆ 会议结束后沙特马上发动“全面油价战争”：大幅调低其不同级别，下调欧洲方向贴水8美元/桶，亚洲方向4-6美元/桶，美国方向7美元/桶。

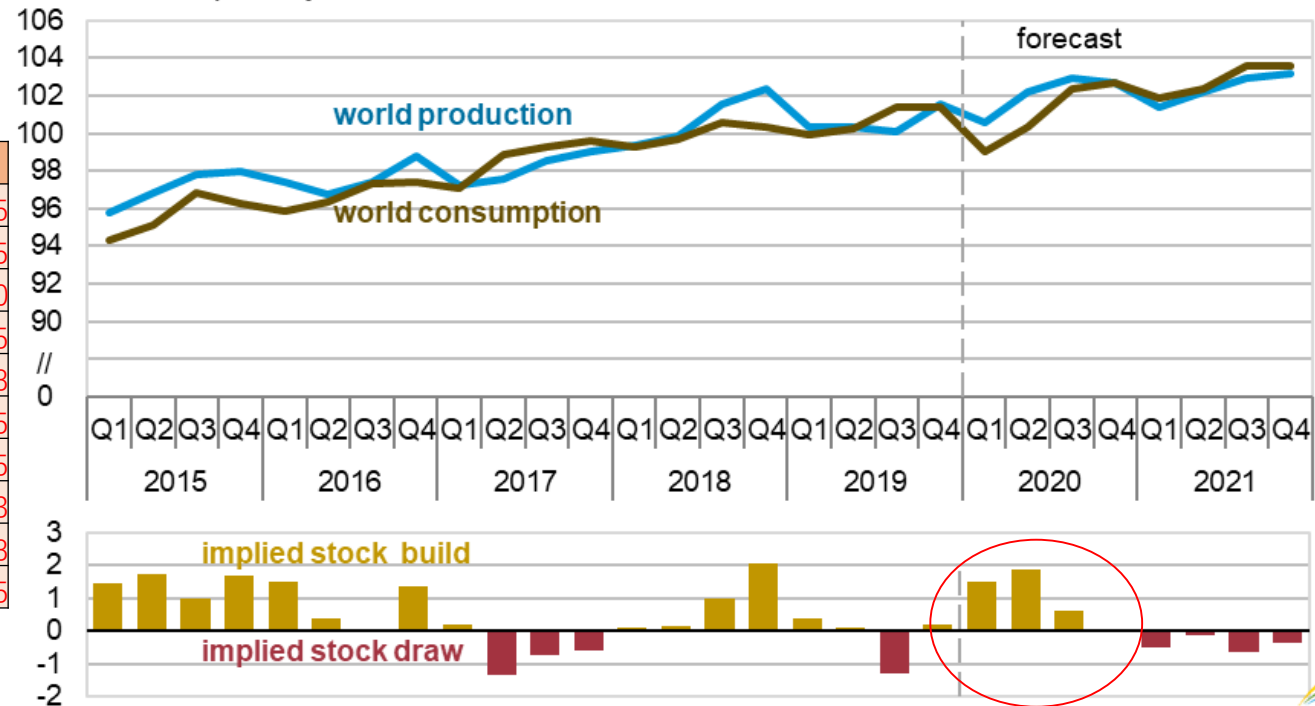




- ◆ OPEC+减产协议破裂，沙特已经较为明确的将会大幅提高原油产能，沙特阿美的年报发布会上CEO称将会大幅提高最大产能到1300万桶/日，俄罗斯预计将会在4月份增产20万桶/日。
- ◆ 从EIA的平衡表估算来看，2季度原油过剩产量达到186万桶/日，比上个月展望增加了近100万桶/日。如果加上近期各国对于疫情的管控，供需平衡将会更加失衡。

千桶/日	2020Q1E	2020Q2E	2020Q3E	2020Q4E	2020E
供应（旧）	100677	101438	102303	102880	101824.5
沙特	0	2300	2300	2300	1725
俄罗斯	0	200	200	200	150
其他地区	-414	-1013	-1200	-1339	-991.5
供应（新）	100263	102925	103603	104041	102708
需求（旧）	100941	100709	102203	102573	101606.5
变化	-2416	-1814	-868	-36	-1283.5
需求（新）	98525	98895	101335	102537	100323
平衡（旧）	-264	729	100	307	218
平衡（新）	1738	4030	2268	1504	2385

World liquid fuels production and consumption balance
million barrels per day

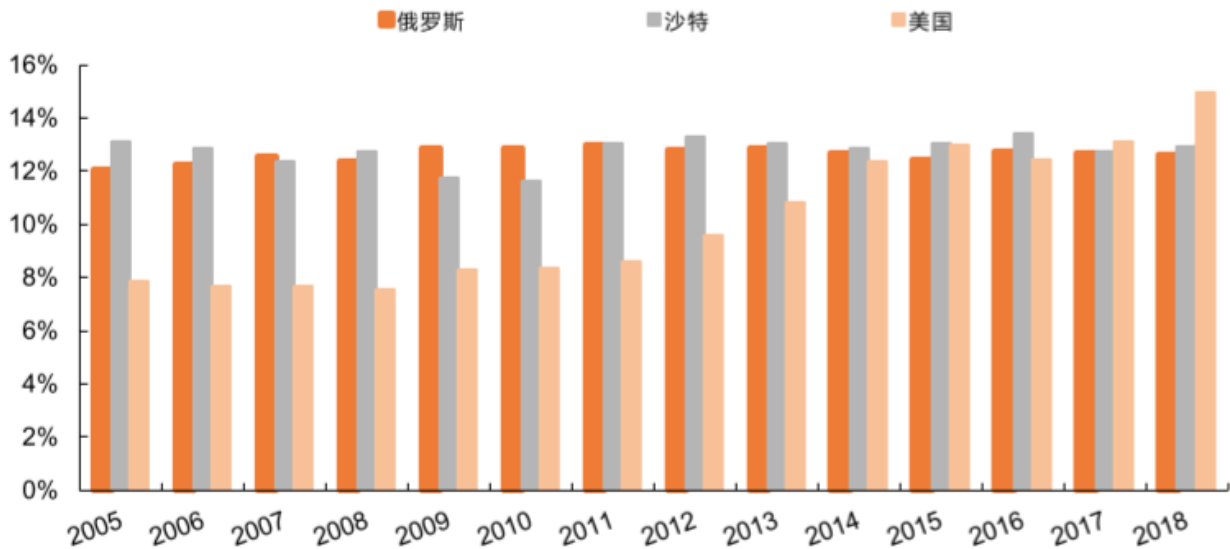
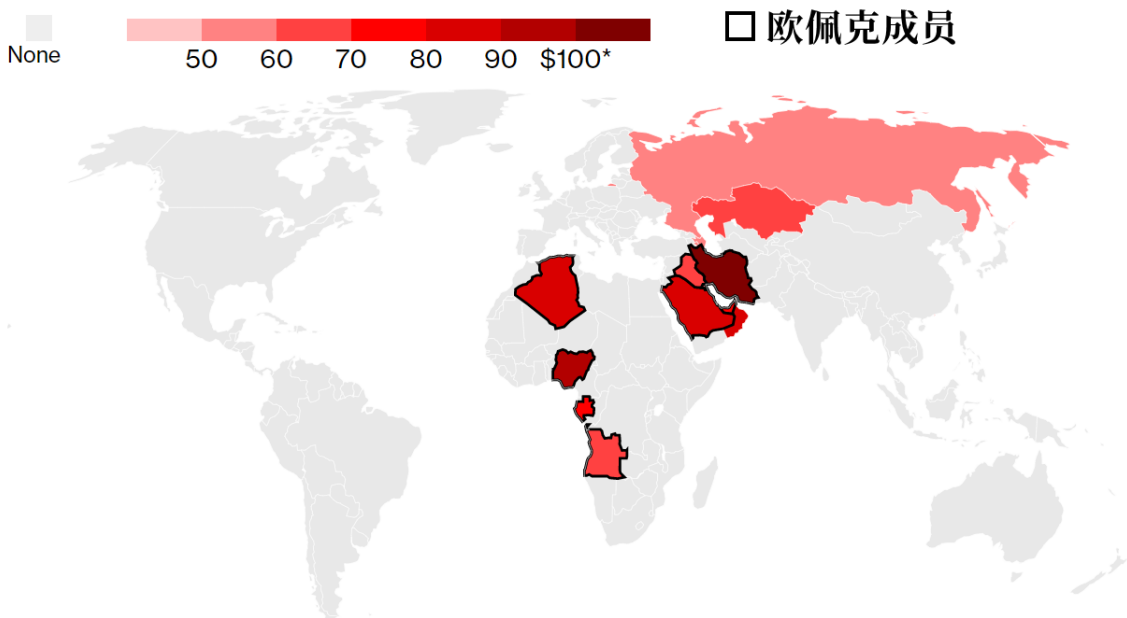




沙特-减产的最大牺牲者

平安期货

- ◆ OPEC+共同减产以来，OPEC的市场份额不断被美国侵蚀，俄罗斯却并没有出现大幅的下降。
- ◆ 从OPEC各国财政平衡的油价看，依然处于被动情况。



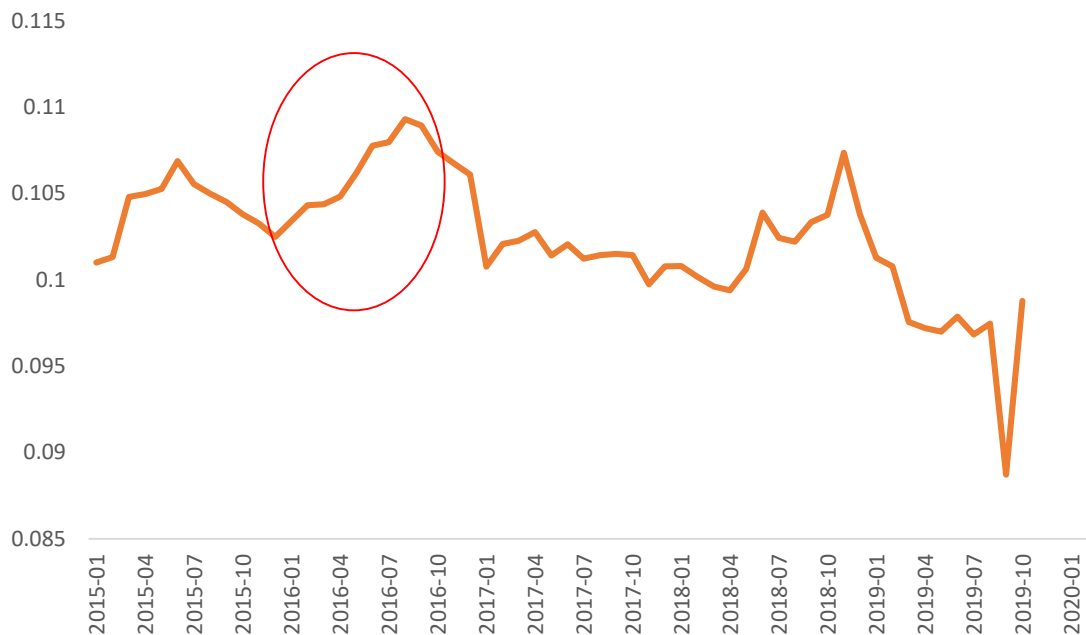


沙特-市场份额是最重要筹码

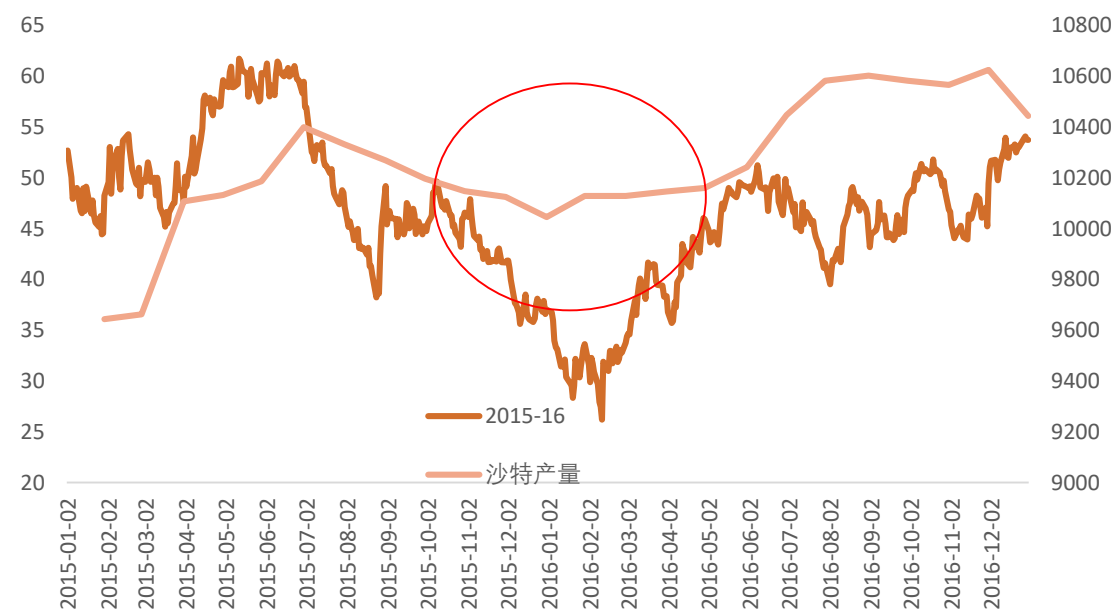
平安期货

- ◆ 从上一次减产协议谈判之前，沙特为了迫使俄罗斯加入产油联盟，快速增加产量来提高市场份额。
- ◆ 从价格和产量的相关性来看，沙特对于份额更为看重，价格大跌最大减产幅度只有40万桶，即使是在减产的过程中，沙特的市场份额依然在提高。

沙特市场份额

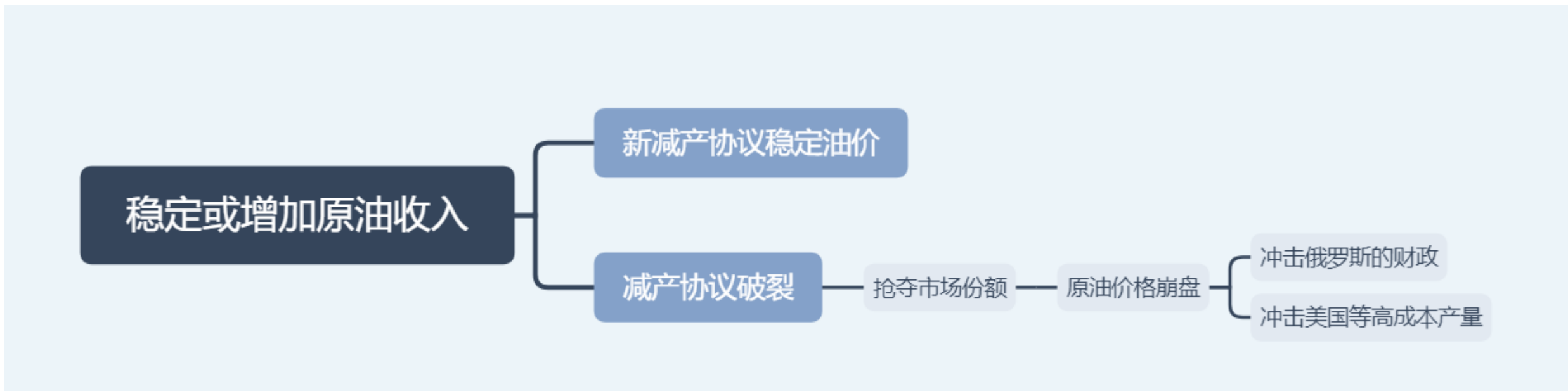


油价与沙特产量





- ◆ 沙特最大的诉求就是稳定或者增加原油的收入。
- ◆ 现有已经协议破裂的情况下，沙特只能通过争夺失去的原油市场份额，一部分弥补价格下跌的损失，同时最终将俄罗斯拉回谈判桌。



◆ 减产协议之后，俄罗斯是产油联盟中的最大受益者，2018年以来财政盈余不断提高，加上俄罗斯的产油成本仅次于几个OPEC国家，增加了这次减产协议谈判的筹码。



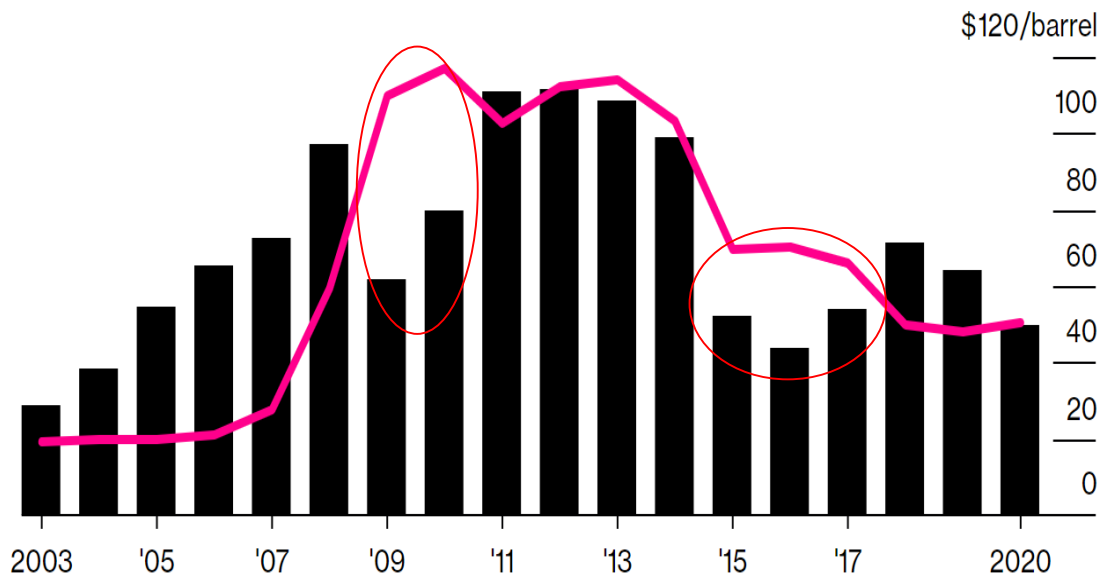


俄罗斯的市场份额不稳

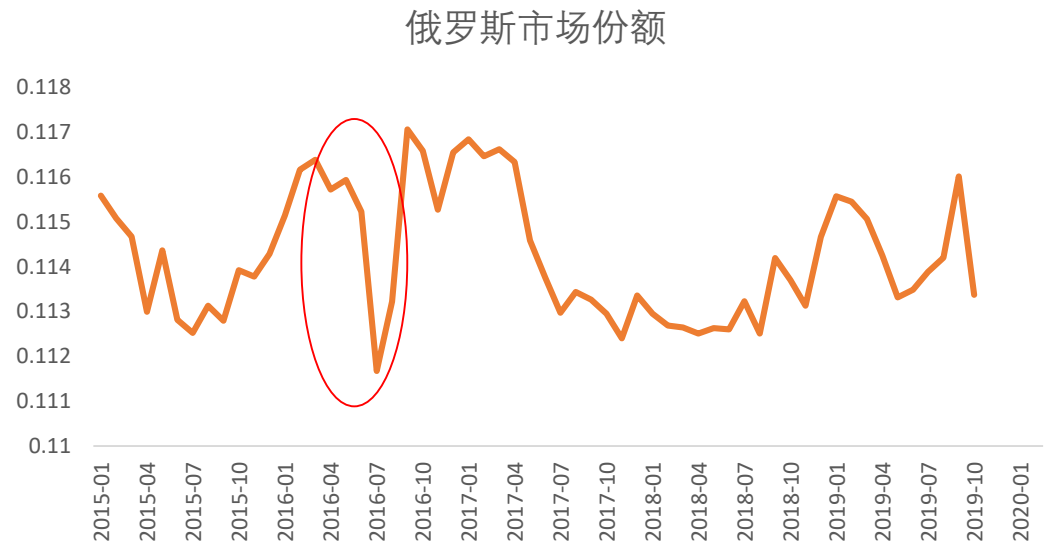
平安期货

- ◆ 减产协议之后，特别是2018年以来收支平衡油价不断下行，现在已经低至42.4美元/桶。从卢布汇率和油价的关系，以及平衡油价与实际油价的差值对汇率的影响，低油价会逐渐冲击汇率和财政盈余。
- ◆ 当沙特强力抢夺市场份额和价格极端情况下，俄罗斯的市场份额是会受到冲击的。

■ 实际油价 / 收支平衡油价

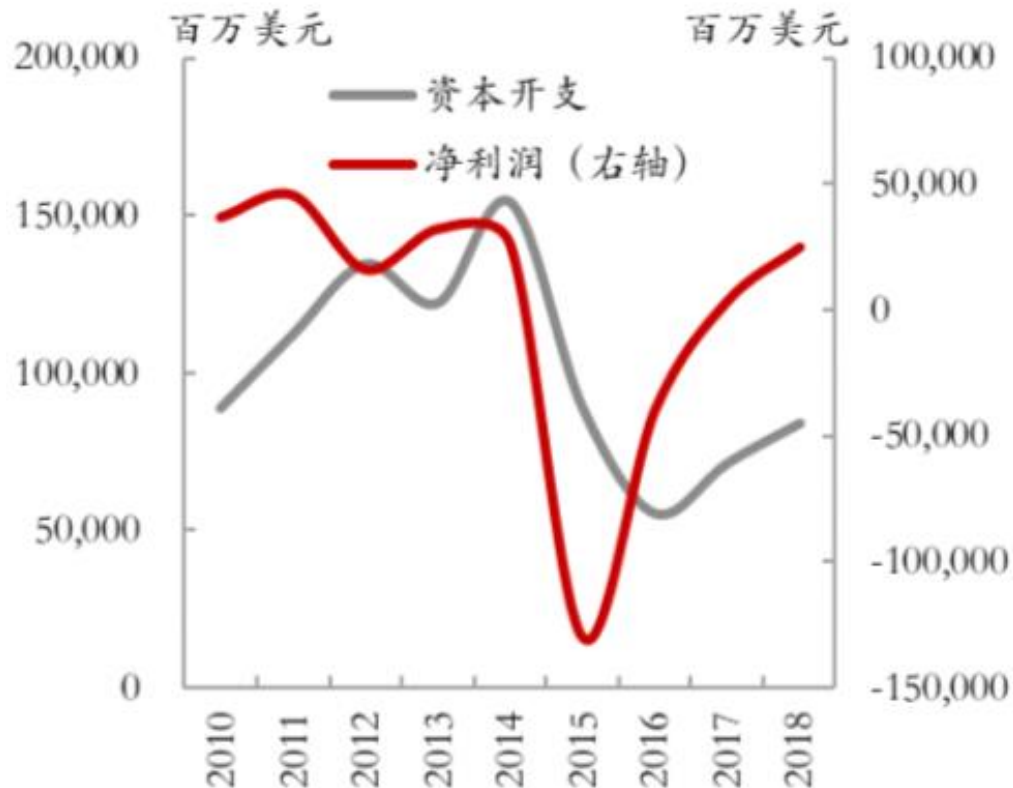
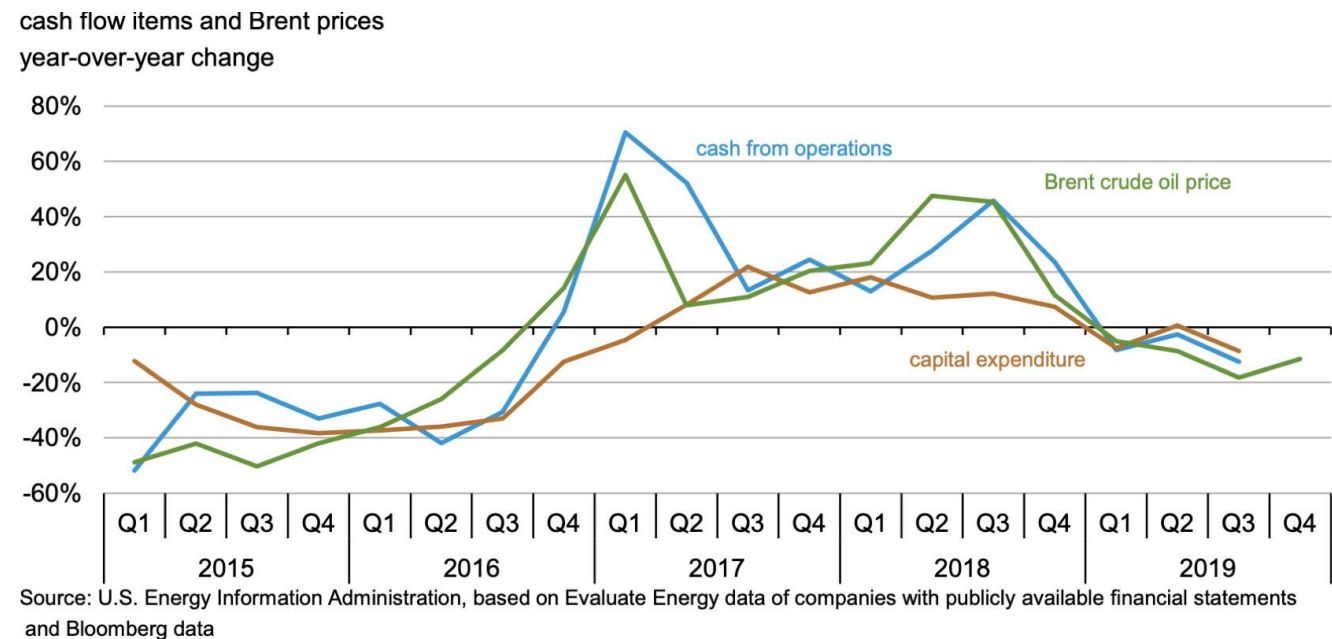


数据来源：俄罗斯财政部、Rystad、wind、平安期货研究所



风险提示：投资有风险，入市需谨慎。以下观点仅供参考，平安期货不为此承担交易风险。

- ◆ 美国页岩油的资本支出对价格的敏感程度较高。
- ◆ 独立产油商的支本开支与净利润直接相关，现有的油价低位将会大大压缩页岩油的利润水平，资本开支预计会持续下行。

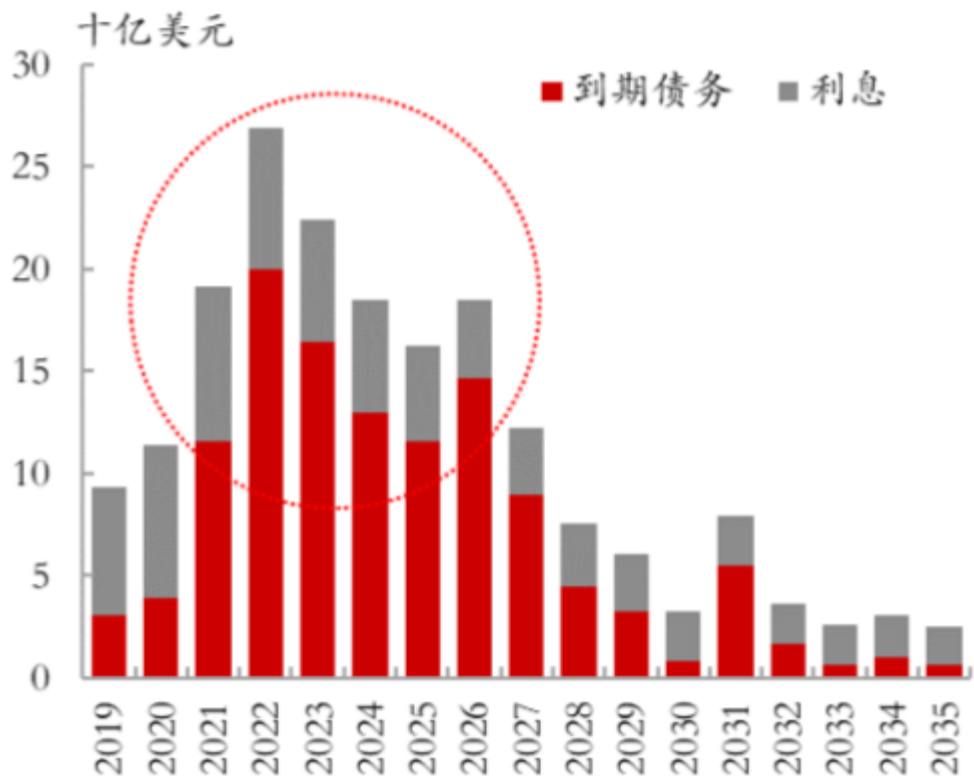




债务压力加速边际产能出清

平安期货

◆ 2020年独立页岩油生产商的到期债务超过100亿美元，价格下降带动下，钻机数和产量预计会重演2015年之后的历史。

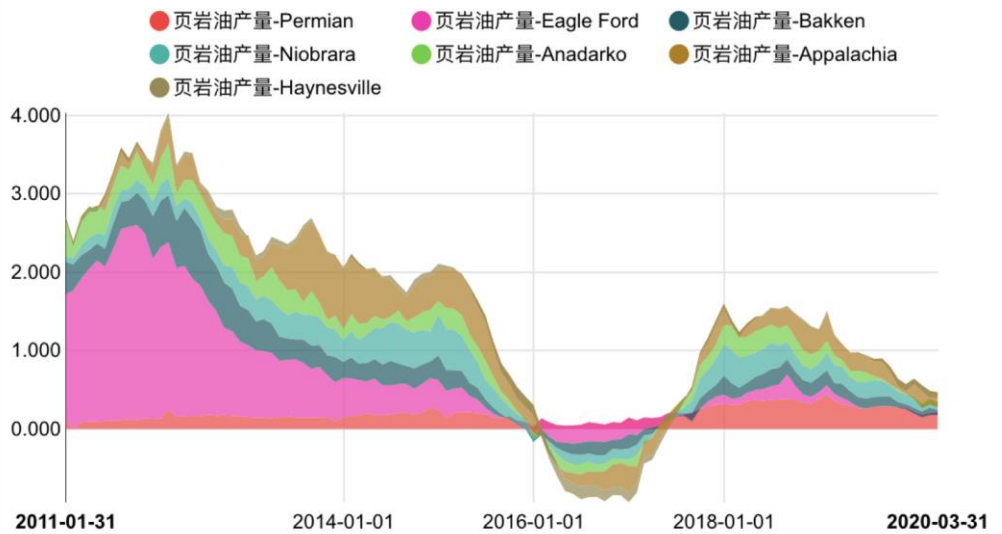


数据来源：EIA、Rystad、平安期货研究所

油价与美国活跃钻机



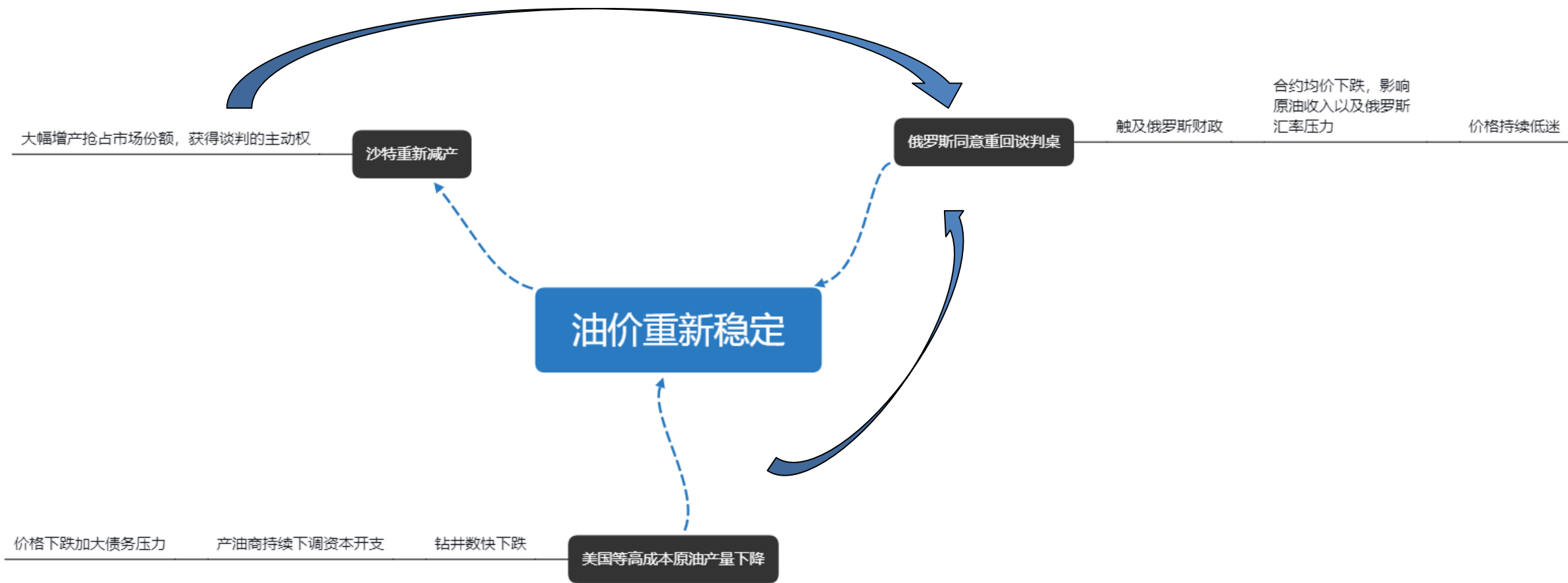
【SC】各产区页岩油产量同比增量



风险提示：投资有风险，入市需谨慎。以下观点仅供参考，平安期货不为此承担交易风险。



◆ 油市三国杀拉开大幕，OPEC、俄罗斯、美国等将会如何应对市场下跌将会直接影响市场的走势



目 录

- 
- 1 宏观需求分析
 - 2 产油国博弈分析
 - 3 原油市场展望
- 

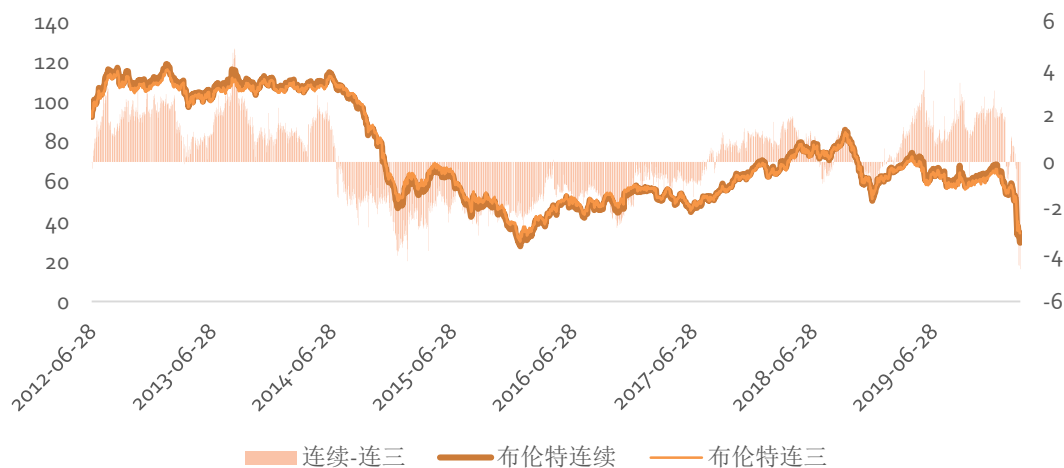


原油价格结构

平安期货

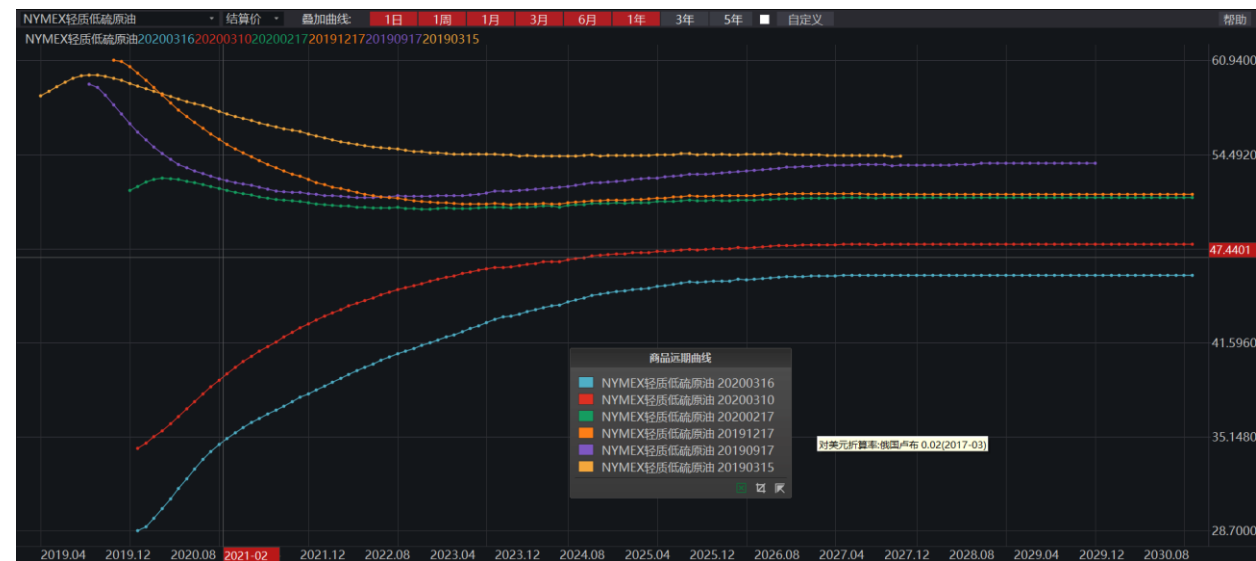
- ◆ 随着原油平衡的恶化，原油的远期曲线已经进入深度contango结构，以连续和连三的价差来看已经是2012年以来最大的贴水。
- ◆ WTI对布伦特的贴水快速缩窄，沙特对西北欧的贴水下调已经开始出现反应。

布伦特价格



数据来源：EIA、平安期货研究所

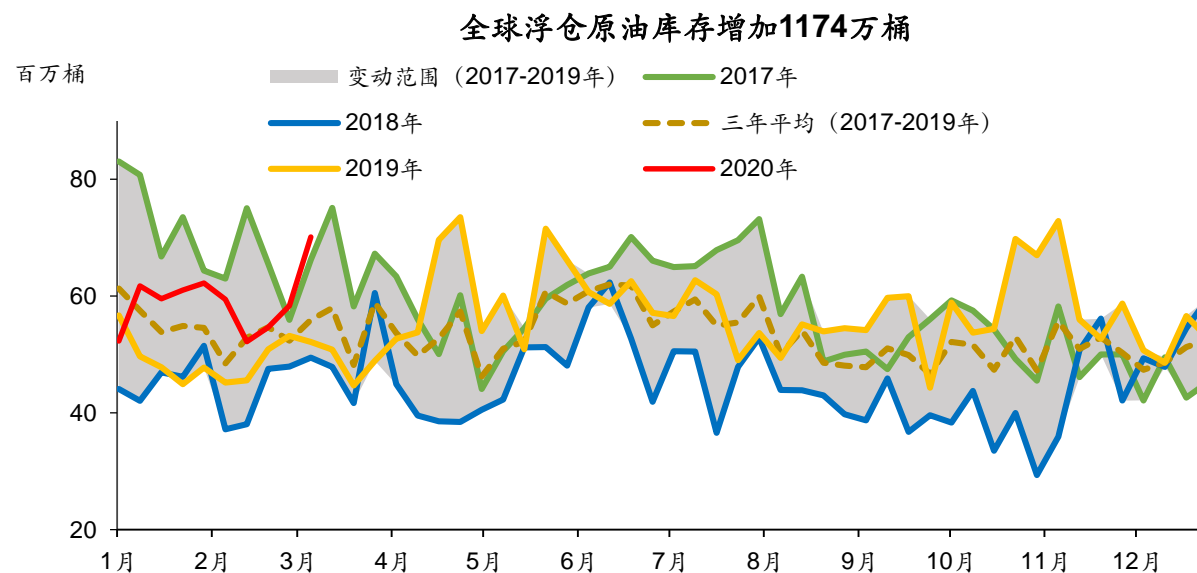
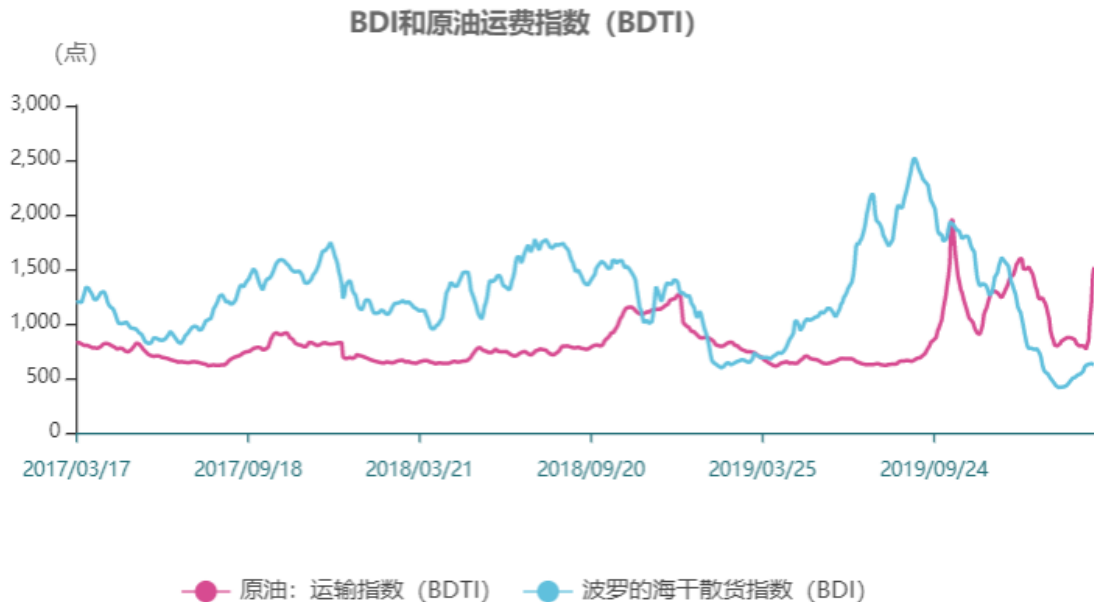
WTI与Brent原油期货价差



风险提示：投资有风险，入市需谨慎。以下观点仅供参考，平安期货不为此承担交易风险。



- ◆ 原油价差结构进入深度contango，浮仓库存反应迅速，原油运价指数快上升，超前于BDI。
- ◆ 现在国内炼厂都在抢购低价原油，VLCC从中东到中国的运费达到24万美金/天，一桶成本增加6—7美金/桶；来个比较，原来的运费不到4万美金/天，大致一桶成本只增加1—2美金/桶。



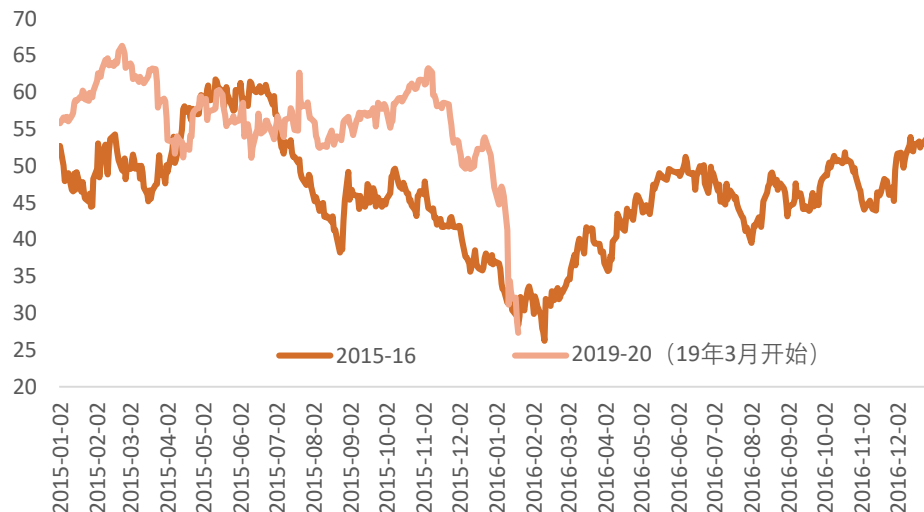


2015-2016年行情重现？

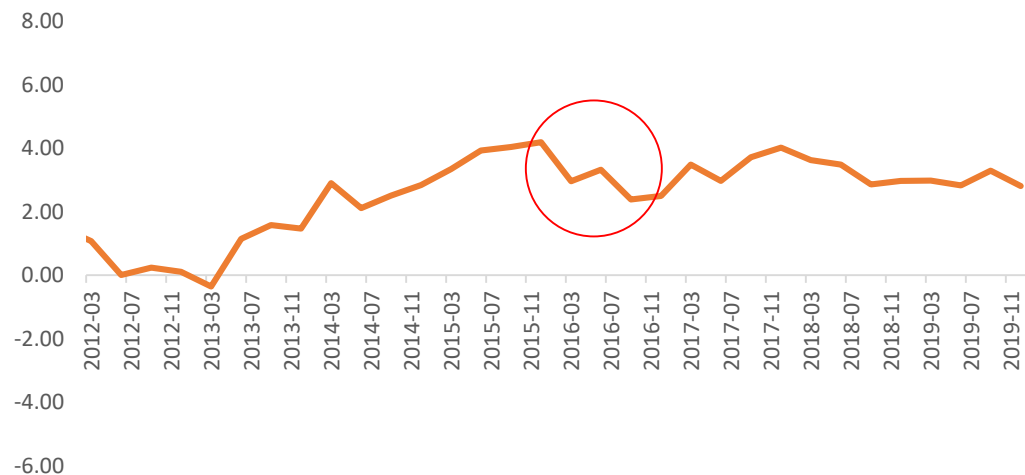
平安期货

- ◆ 对比金油比和油价的水平，现在的价格和15-16年非常相似，都在不断的探底。
- ◆ 相似性：1、需求端都处于较弱的预期之中，15-16年欧债危机余韵未消，经济处于缓慢复苏志之中，而今新冠肺炎带来的是对需求的直接冲击，各国都在为此制定不同的财政货币政策应对措施；2、供应端当时减产联盟尚未达成，还有美国页岩油的冲击，而今减产协议破裂，各国都有增产以抢夺曾经主动放弃的市场份额的动力。

油价对比



欧元区GDP增速

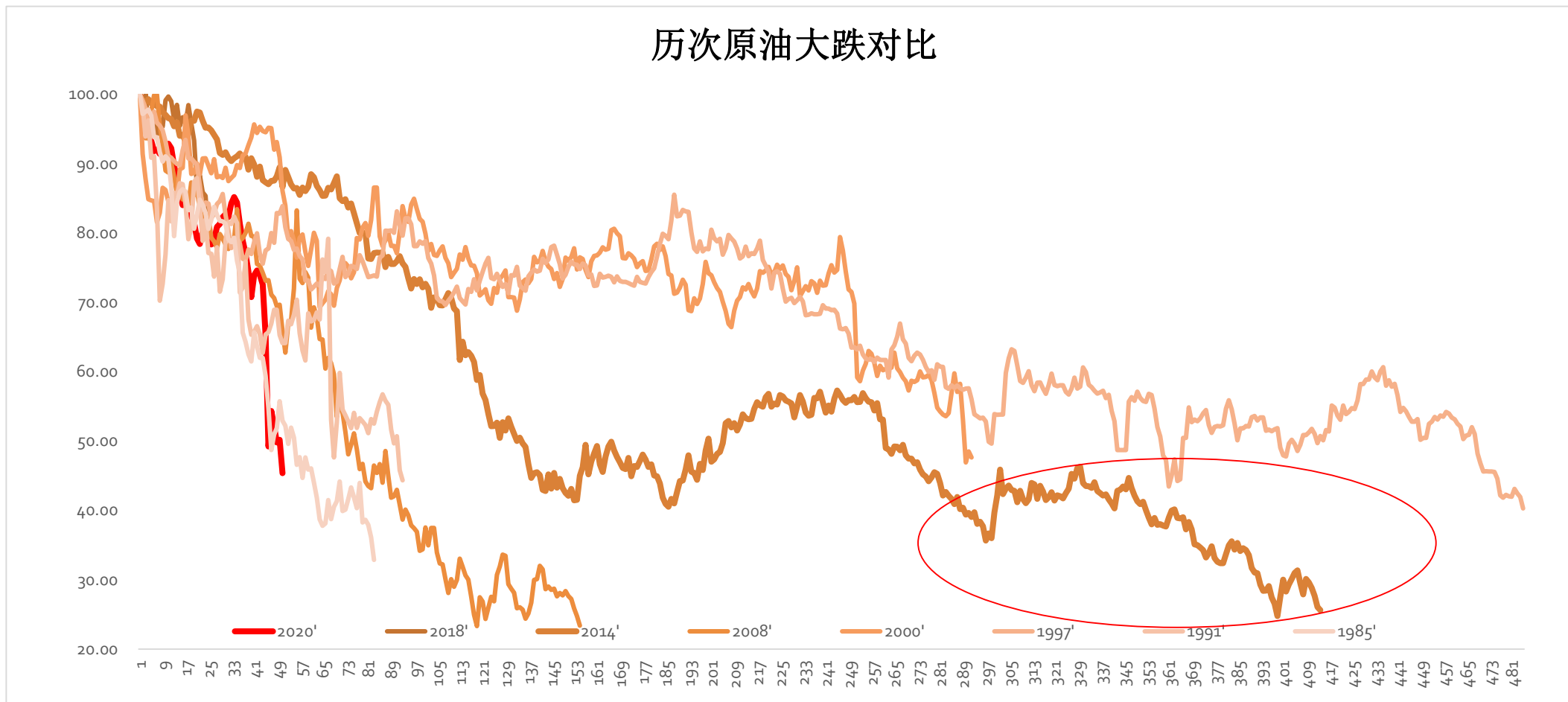




均衡价格思考-历史大跌对比

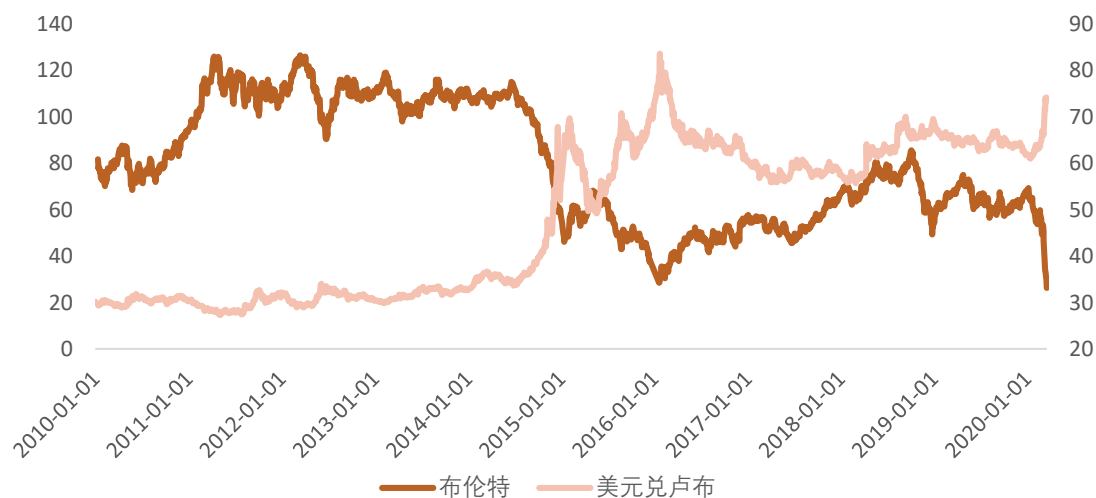
平安期货

- ◆ 对比历次原油价格大跌，这次油价下跌速度较快，冲击性强。
- ◆ 主要对比2014年高点下来第二波的情况，产油国回到谈判桌或者美国页岩油出清仍需时间。

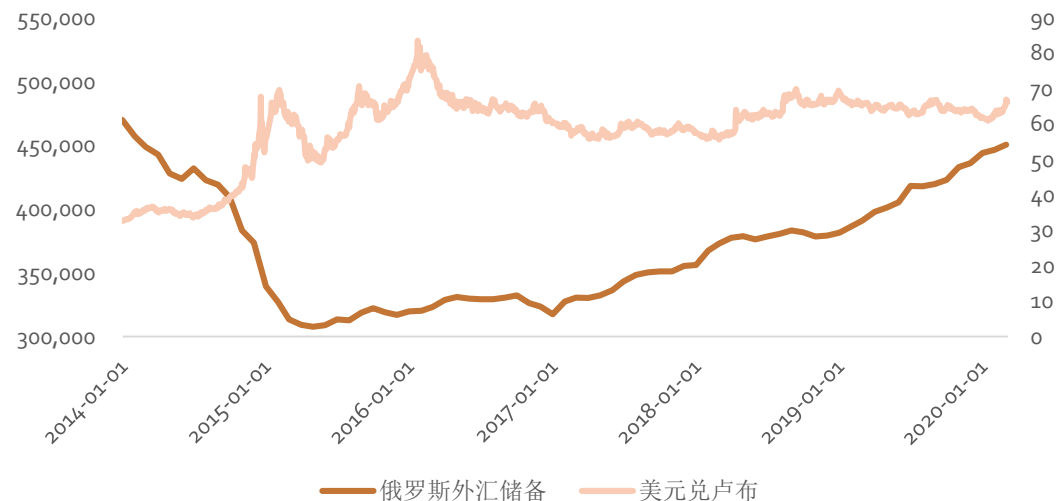


- ◆ 俄罗斯筹码缩减速度分析：一、平衡油价与实际油价差值带来的财政盈余减值 $(42.4-30) \times 1163 = 1.442$ 亿美元/日；二、汇率带来的外汇储备流出:对比2014年油价下跌带来卢布贬值来看2014年10月到15年2月，五个月外汇储备流出近750亿美元。
- ◆ 从以上两个方面看，俄罗斯能忍受的极限可能会高达半年时间。

卢布汇率与油价

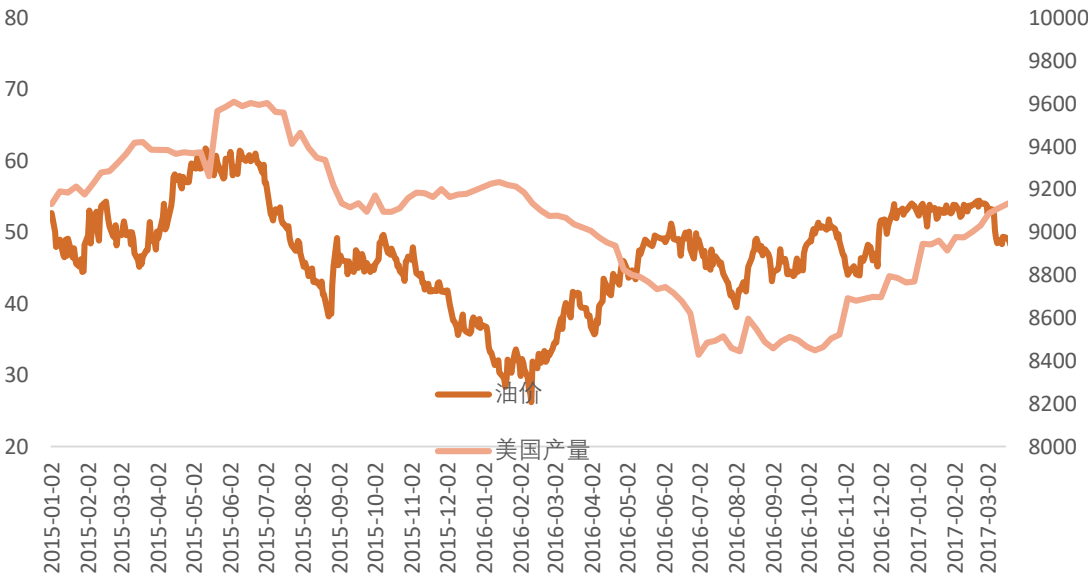


卢布汇率与外汇储备



◆ 从过往的历史看，原油开始下跌两个月左右活跃钻井就会做出反应，钻井数已经出现近一年的下降，但是产量受到单井产量提升产量并未出现下降，通过查阅页岩油钻井研究文献可以知道，现有的产量增加主要依靠资本开支来提振，现有的油价已经低位下，预计两个月左右没有产量就会出现持续的出清。

油价与美国产量

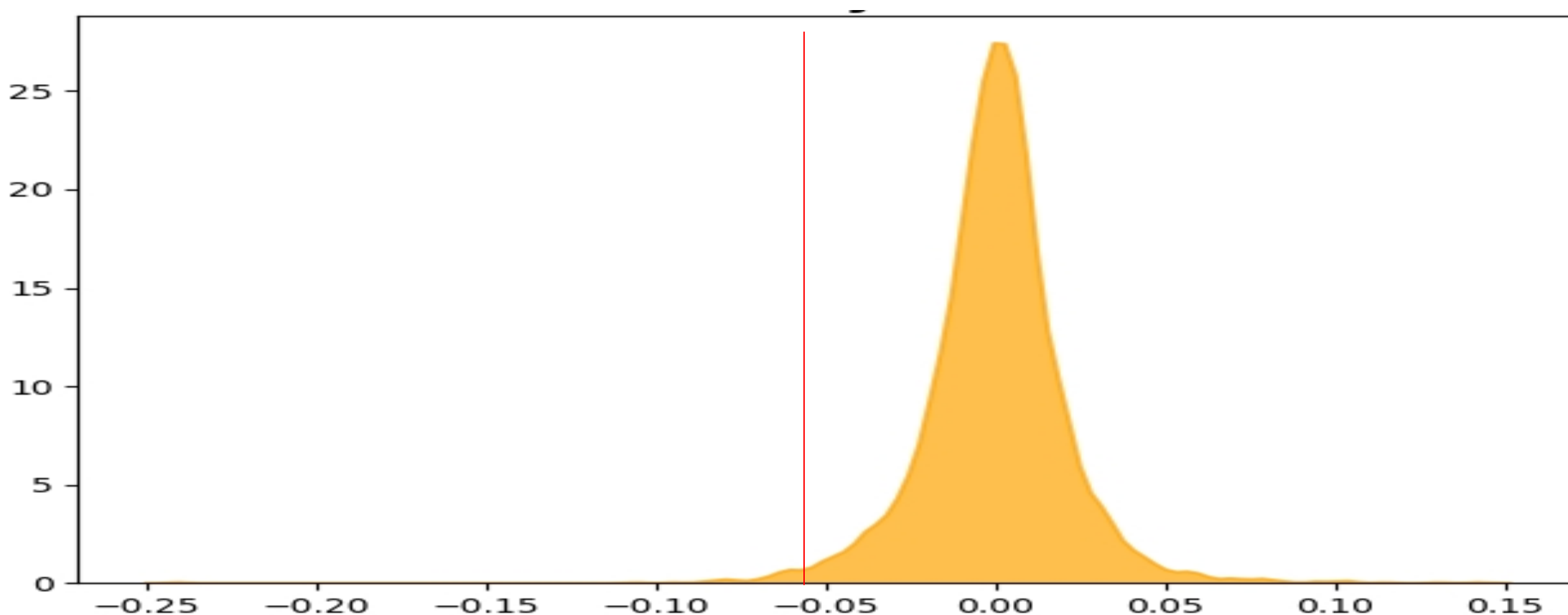


油价与美国活跃钻机





- ◆ 面对低价的原油价格，以风险角度考虑交易来看，历史模拟法计算日度的99%VaR为-5.68%（-1.728美元/桶）但是从历史变动的概率密度来看左偏拖尾的尾部风险，99%的ES为-7.28%（-2.215美元/桶）。





□ 主要结论:

- 新冠肺炎的蔓延带动了整个金融市场对经济的担忧，流动性已经到了特别短缺的时候，OPEC+减产协议破裂为下行的金融市场火上浇油，形成了负向螺旋，对于原油市场的需求也是产生了实质的影响，未来好转的关注点包括：美股波动率下降，海外PMI好转。
- 原油供应的三国杀格局已经形成，短期的供应冲击不可避免，从各国历史的策略分析看，美国是出现转机的先行指标，从价格和钻井数量看预计一到两个月就有可能出现转机，关注产量开始出清的时点，俄罗斯主要关注卢布汇率贬值速度和俄罗斯主权CDS的变化，沙特则最重要的是市场份额达到满意为止。

□ 策略建议:

- **OPEC+的减产协议破裂直接点燃了市场，原油已经跌破2016年的低点，从现有的宏观市场变化和产油国的博弈推演来看，影响更大的可能是时间，在时间转化到一定的程度之前，短期原油市场预计还会在低位筑底，有价格处于油价分位值较低的水平，未来上行空间巨大，短期不建议急于抄底，准备布局交易更应当成重点。**



关注微信公众号
把平安期货的研究团队带身边~

咨询电话：**400-8888-933**

风险提示：投资有风险，入市需谨慎。以上观点仅供参考，平安期货不为此承担交易风险。