

减产药效有限，突破仍看需求

原油周报 2019.12.9

肖兰兰

从业资格证号：F3042977

投资咨询证号：Z0013951

邮箱：xiaolanlan@thanf.com

审核：肖兰兰

投资咨询证号：Z0013951

- 上周最受市场关注的就是OPEC+会议，在12月6日的OPEC+会议上，出人意料得达成扩大减产50万桶/日的协议，沙特另外自愿减产40万桶/日。该结果刺激油价在1小时内上涨2美金，涨幅达5%。
- OPEC+新闻发布会中，没有直接提到减产基准以哪个月的产量为准，但从措辞来看，OPEC+是在120万桶/日的基础上深化减产，那么减产的参考标准仍然是2018年10月。
- 因为OPEC+本身有大规模的超额减产，达成的新标准，与现在的产量（2019年11月）水平几乎持平，两者仅差8万桶/日。**也就是说深化减产规模，本身就跟今年以来的超额减产持平。**沙特威胁如果成员不严格执行减产协议，将快速增产。那么未来可能需要盯住伊拉克、尼日利亚和俄罗斯，观察这三个国家是否严格执行减产规模，**这将可能带来20万桶左右的供应收缩。**
- 扩大减产的药效比不上因需求改善而带来的平衡表内生性的修复。今年OPEC的产量损失实际有250-300万桶/日，即使在这种情况下，油价仍然在不断地测试底部，这其中最为关键的因素是需求的恶化，根据机构的估算，2019年的石油需求增速是金融危机以来的最低水平，这就造成了2019年油价难以突破的困境。需求是长期问题，OPEC通过进一步减产能抬油价，明显经济不高。另外从机构对明年需求的预估来看，明年需求会有反弹的迹象，其实OPEC可以等待平衡表内生性的修复。
- 观点及策略建议：油价震荡单边观望；关注因个别国家严格执行减产带来的结构性机会，（1）跨月正套继续持有；（2）做空EFS，或者多SC空Brent
- 风险提示：减产不达预期，贸易谈判

原油三要素强弱评估（强利多：5 强利空：-5）	库存1；利润-2；基差2
-------------------------	--------------

历史评分序列请参考天风风云-原油版块

OPEC+协议一览

OPEC+深化减产的基准产量是？

Additional adjustment volumes*, tb/d

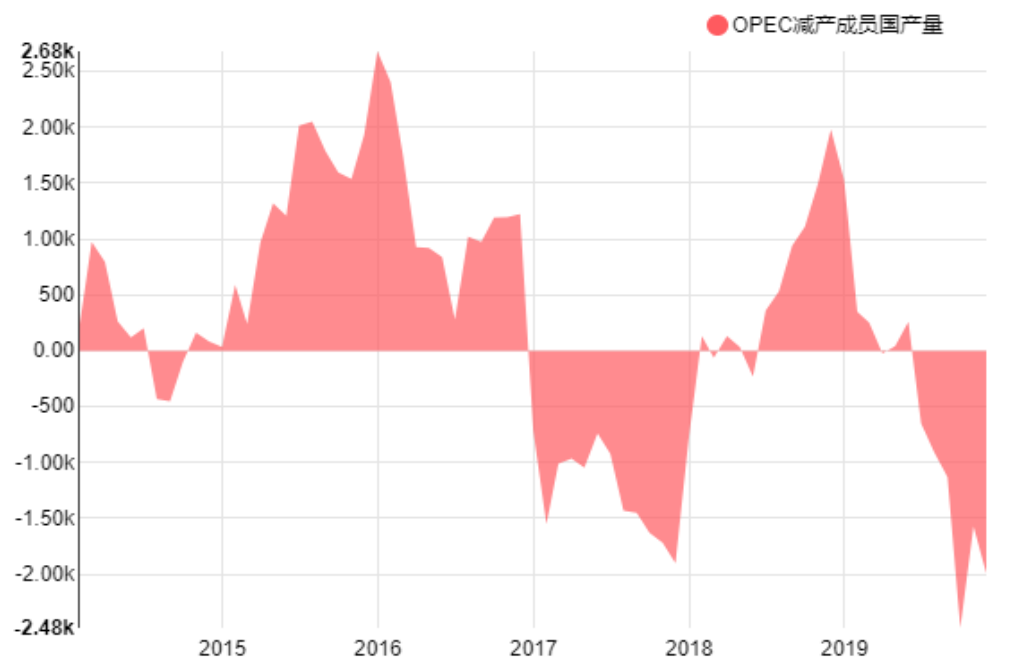
Country	Adjustment
Algeria	-12
Angola	
Congo	-4
Equatorial Guinea	-1
Gabon	-2
Iraq	-50
Kuwait	-55
Nigeria	-21
Saudi Arabia	-167
UAE	-60
OPEC Total	-372
Azerbaijan	-7
Bahrain	-2
Brunei	-1
Kazakhstan	-17
Malaysia	-5
Mexico	-18
Oman	-9
Russia	-70
Sudan	-1
South Sudan	-1
Non-OPEC Total	-131
Total	-503

The 7th OPEC and non-OPEC Ministerial Meeting, hereby decided for an additional adjustment of **500 tb/d** to the adjustment levels as agreed at the 175th Meeting of the OPEC Conference and 5th OPEC and non-OPEC Ministerial Meeting. These would lead to total adjustments of **1.7 mb/d**. In addition, several participating countries, mainly Saudi Arabia, will continue their additional voluntary contributions, leading to adjustments of more than **2.1 mb**. This additional adjustment would be effective as of **1 January 2020** and is subject to full conformity by every country participating in the **DoC**.

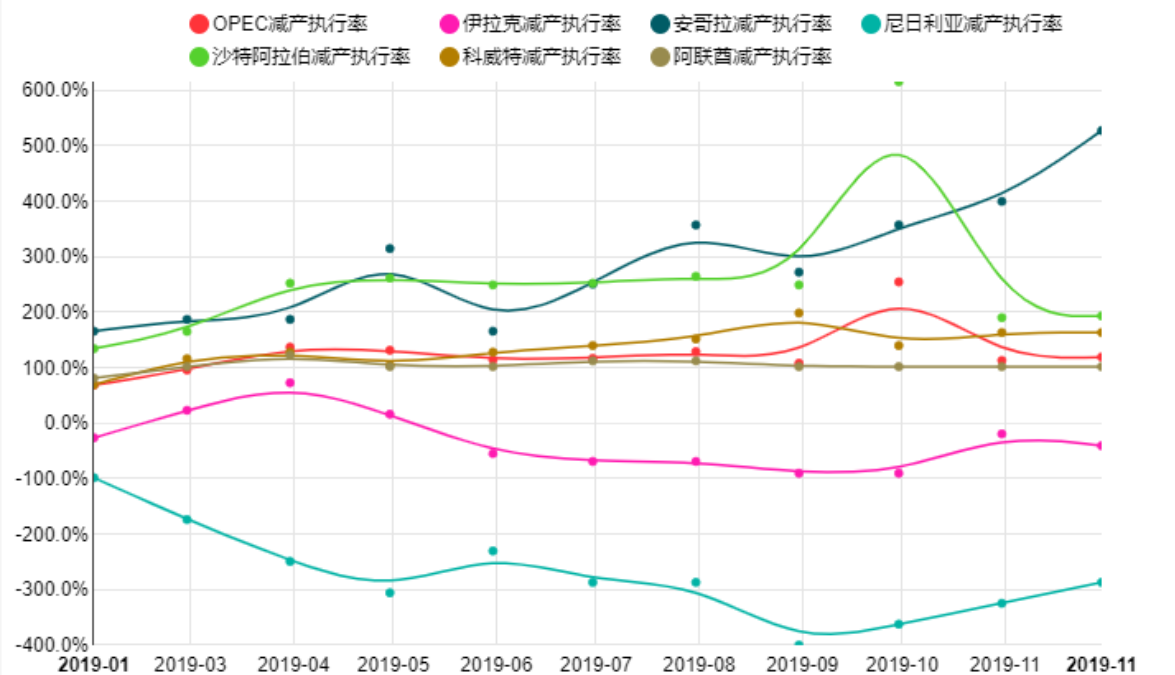
- 根据第七届OPEC+会议的最终决议，OPEC+将深化减产规模50万桶/日，至此减产量将达170万桶/日。
- 沙特将继续自愿减产40万桶/日，那么最终减产规模将达210万桶/日！
- OPEC+新闻发布会中，没有直接提到减产基准以哪个月的产量为准，但从措辞来看，OPEC+是在120万桶/日的基础上深化减产，那么减产的参考标准仍然是**2018年10月**。

OPEC+今年一直是超额减产

【SC】OPEC减产成员国产量-同比



【SC】OPEC减产成员国减产执行率



OPEC+减产基准及当前产量一览

- 下图汇总了第5次OPEC+会议决议和第7次OPEC+会议决议的减产规模和减产参考标准，可以看出达成的新标准，与现在的产量（2019年11月）水平几乎持平，两者仅差8万桶/日。**也就是说深化减产规模，本身就跟今年以来的超额减产持平。**
- **沙特深化减产40万桶/日，其实已经实现。**2018年12月，沙特的产量额度是1031万桶/日，而2019年11月该国产量9900万桶/日，**超额减产40万桶/日=本次自愿减产规模。**
- 沙特威胁如果成员不严格执行减产协议，将快速增产。那么未来可能需要盯住伊拉克、尼日利亚和俄罗斯，观察这三个国家是否严格执行减产规模，**这将可能带来20万桶左右的供应收缩。**

千桶/日	第5次OPEC+参考基准	第5次OPEC+参考减产量	第5次OPEC+产量额度	第7次OPEC+参考减产量	第7次OPEC+产量额度（含沙特自愿减40万桶/日）	2019年11月产量	目前产量-新额度
阿尔及利亚	1057.0	32.0	1041.0	1.2	1039.8	1020.0	-19.8
安哥拉	1528.0	47.0	1461.0	0.0	1461.0	1285.0	-176.0
刚果	325.0	10.0	315.0	0.4	314.6	318.0	3.4
厄瓜多尔	524.0	16.0	508.0		508.0	515.0	7.0
赤道几内亚	127.0	4.0	123.0	0.1	122.9	128.0	5.1
加蓬	187.0	6.0	181.0	0.2	180.8	196.0	15.2
伊拉克	4653.0	141.0	4512.0	5.0	4507.0	4600.0	93.0
科威特	2809.0	85.0	2724.0	5.5	2718.5	2710.0	-8.5
尼日利亚	1738.0	53.0	1685.0	2.1	1682.9	1780.0	97.1
沙特	10633.0	322.0	10311.0	16.7	9894.3	9900.0	5.7
阿联酋	3168.0	96.0	3072.0	6.0	3066.0	3120.0	54.0
OPEC减产国	26749.0	812.0	25933.0	37.2	25495.8	25572.0	76.2
俄罗斯	10691.0	23.0	10461.0	7.0	10454.0	10456.0	2.0
其他非OPEC	6255.0	15.3	6102.0	6.1	6095.9	6012.0	-83.9
非OPEC减产国	16946.0	38.3	16563.0	13.1	16549.9	16468.0	-81.9

注：第5次OPEC+会议召开于2018年12月，减产参考基准为2018年10月。

第7次OPEC+会议召开于2019年12月，减产参考基准为2018年10月。

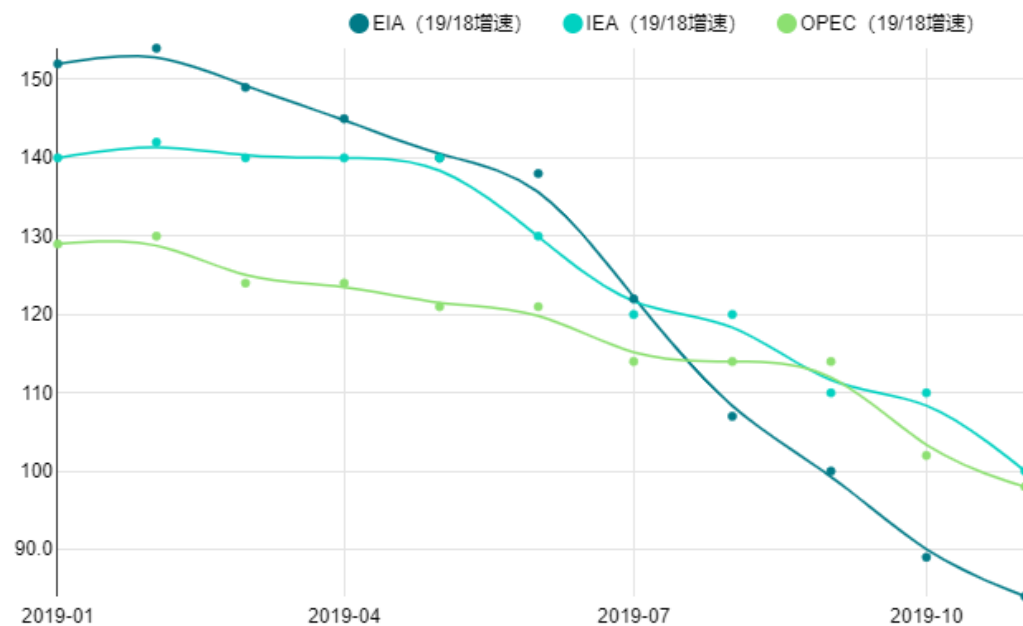
区间突破还得看需求

- 扩大减产规模只会起到短期药效作用，因为今年压制油价的关键在于需求。今年OPEC的产量损失实际有250-300万桶/日，即使在这种情况下，油价仍然在不断地测试底部，这其中最为关键的因素是需求的恶化，根据机构的估算，2019年的石油需求增速是金融危机以来的最低水平，这就造成了2019年油价难以突破的困境。需求是长期问题，OPEC通过进一步减产能抬油价，明显经济不高。另外从机构对明年需求的预估来看，明年需求会有反弹的迹象，其实OPEC可以等待平衡表内生性的修复。

【SC】全球GDP增速与原油需求增速

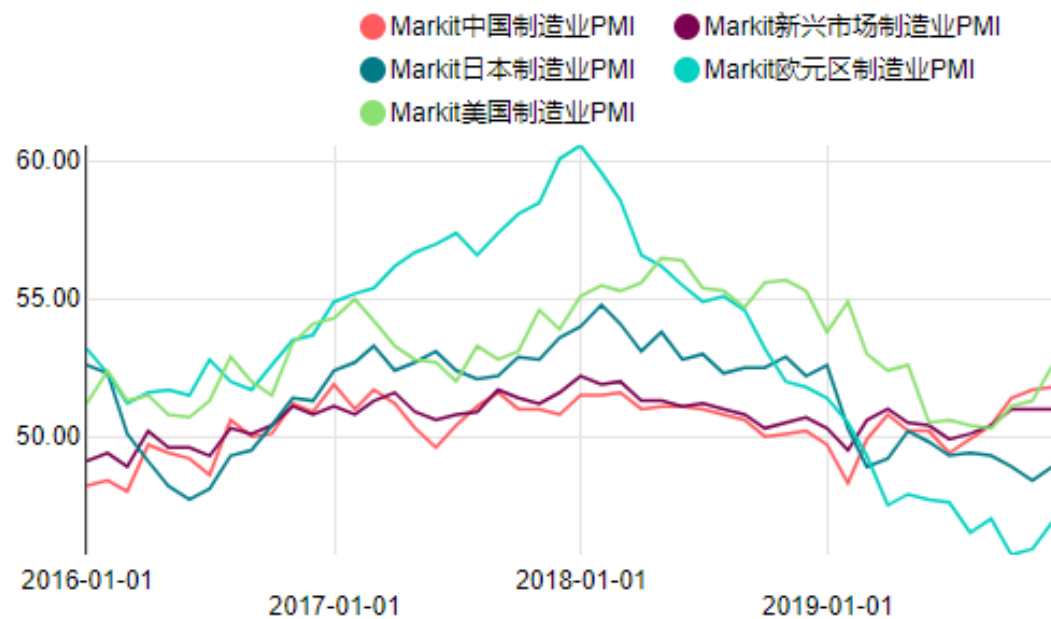


【SC】机构对19年需求增速的预估不断下调

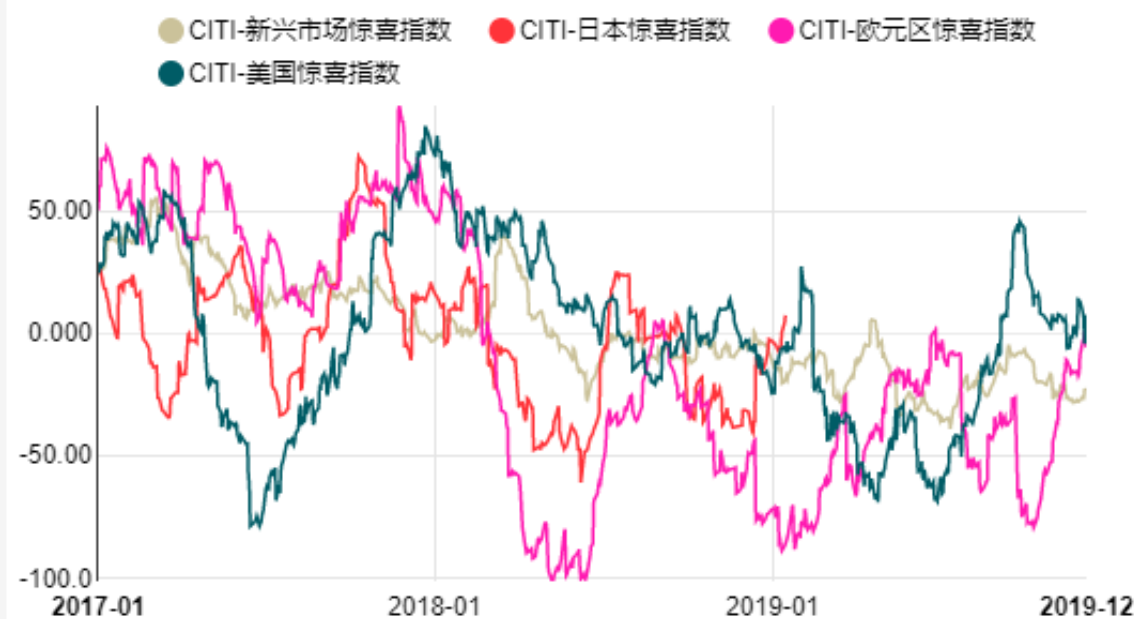


需等待需求的内生修复

【SC】Markit制造业PMI



【SC】CITI惊喜指数



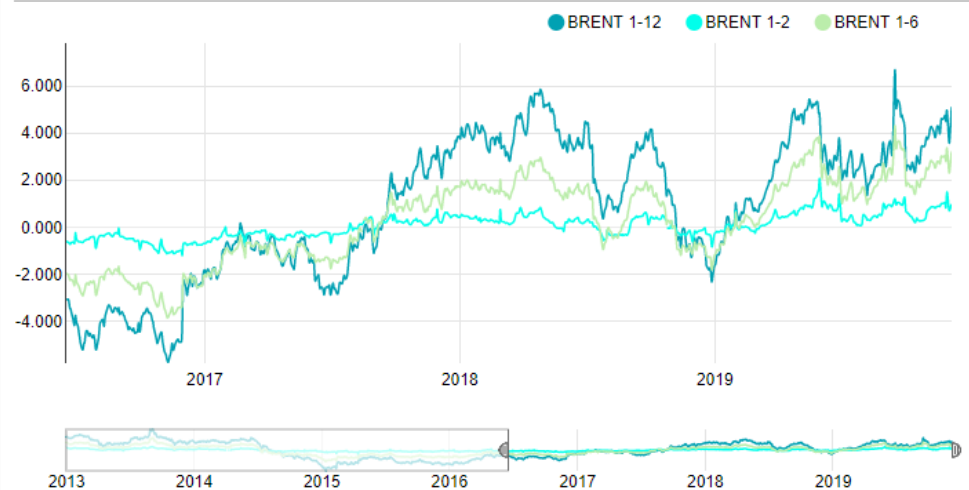
若严格执行，还是会推升近月现货紧张

■ 月差走强

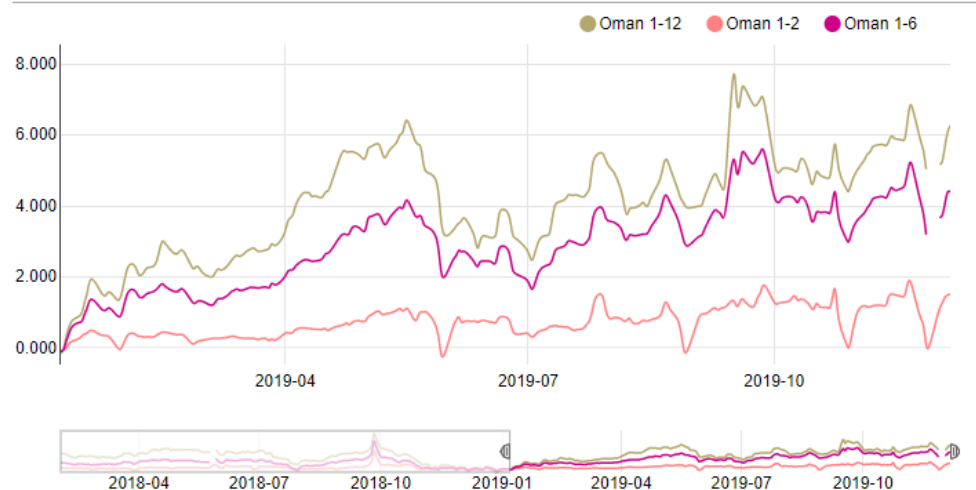
[SC]WTI月差



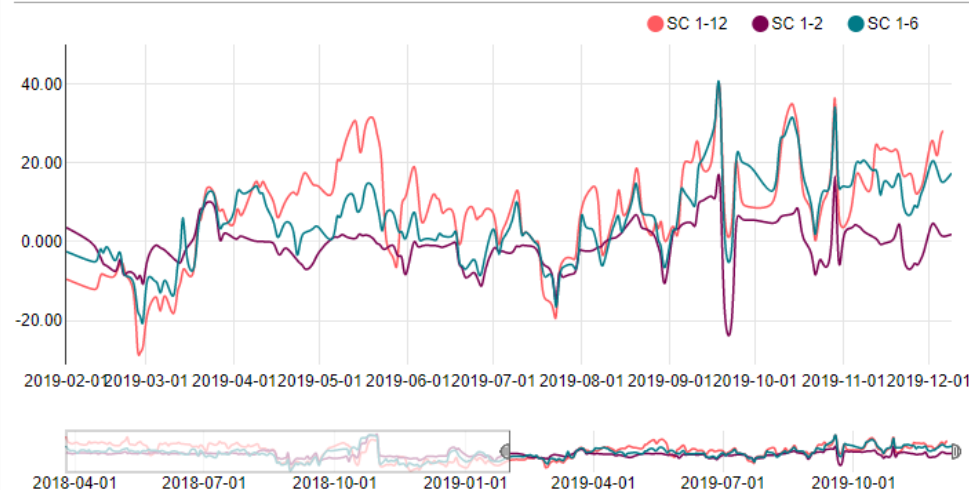
[SC]Brent月差



[SC] Oman月差



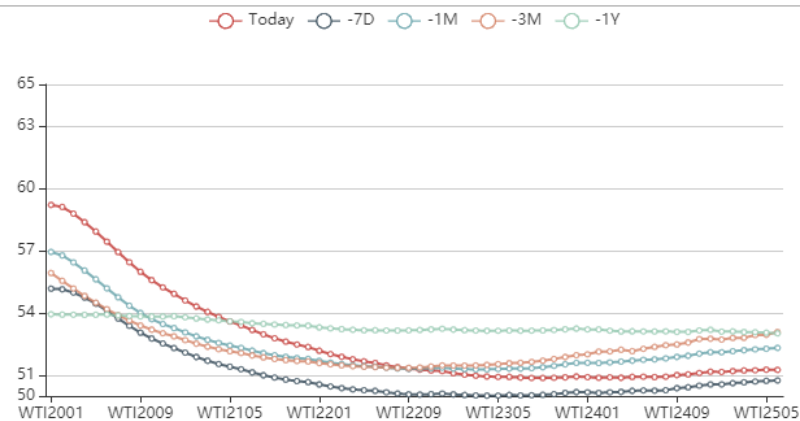
[SC] SC月差



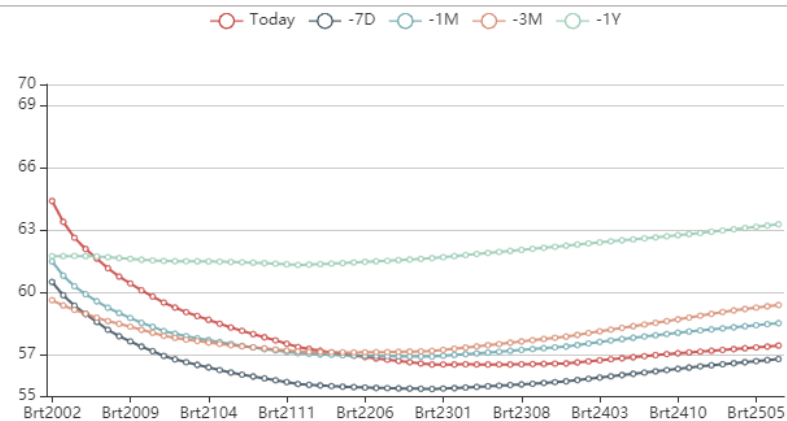
若严格执行，还是会推升近月现货紧张

- 近月定价减产执行，远月定价生产商套保对应的半周期成本
- Back结构走翘

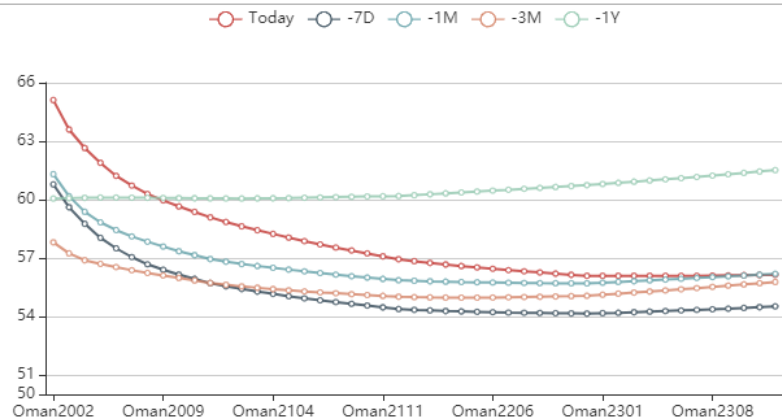
【SC】WTI远期结构



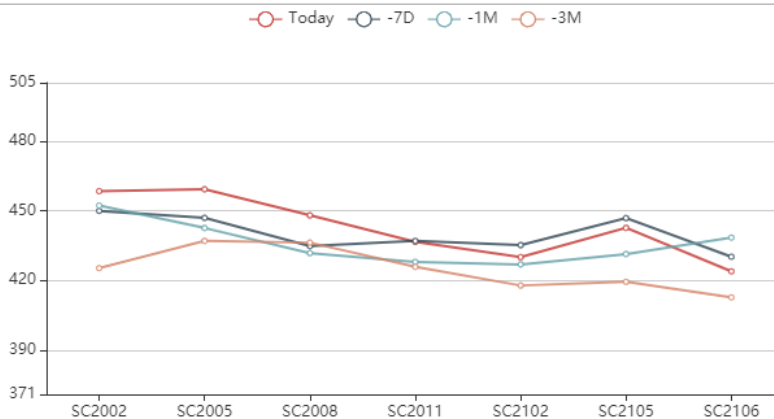
【SC】BRENT远期结构



【SC】Oman远期结构



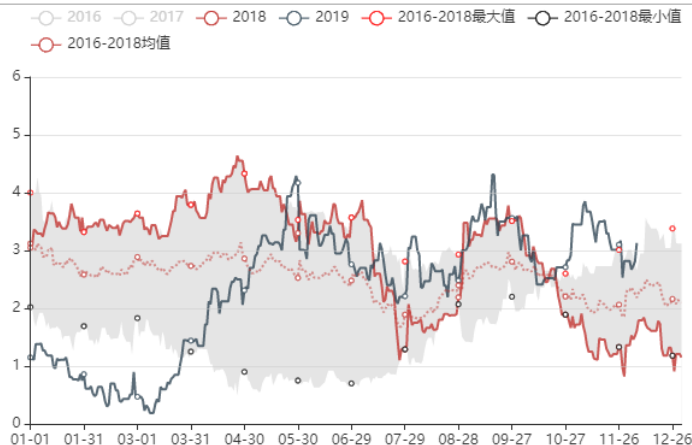
【SC】SC远期结构



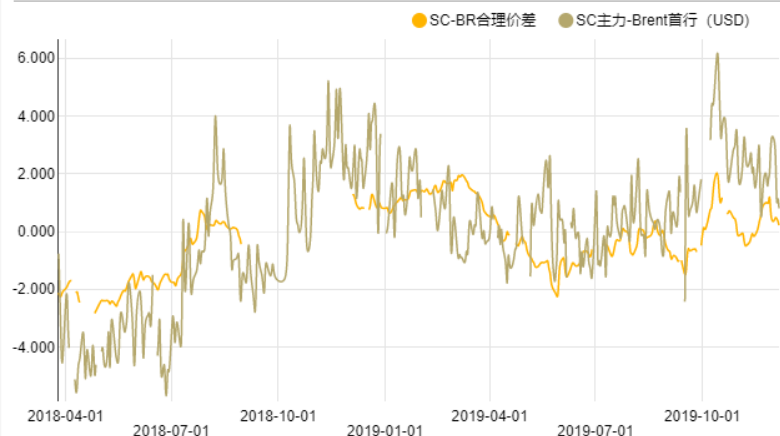
若严格执行，会再度造成东强西弱格局

- 中东减产若执行严格，从区域供需来看，东部供需会相对收紧，预计Dubai走势强于Brent，可尝试做空EFS。
- 可以用多SC空Brent来代替“做空EFS”的策略，因为SC对标中东原油。
- 从中间图可以看出，SC-BR盘面价差在合理价差附近波动，若偏离太多，会有明显回归行情。从右图三可以看出SC-BR的合理价差与EFS有很强的相关性。

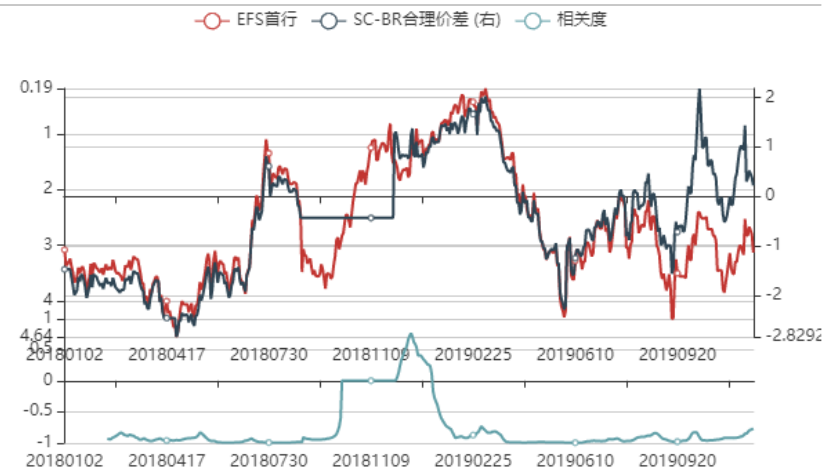
【SC】EFS季节性



【SC】SC-BR盘面价差与合理值



【SC】SC-BR合理价差与EFS



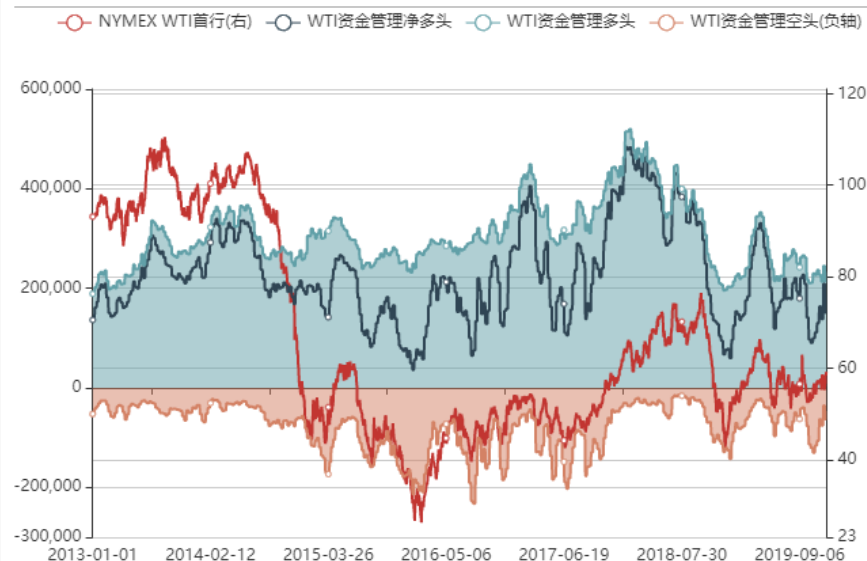
资金在OPEC+会议前大规模撤出

净多在会议前大规模撤出

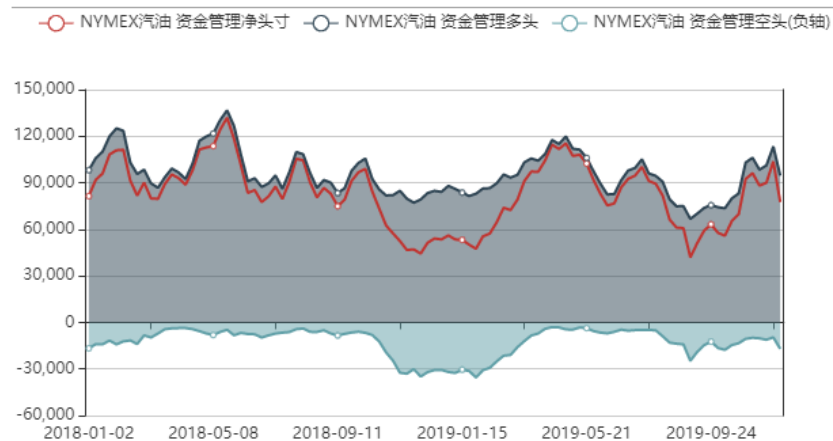
【SC】CFTC持仓-NYMEX

Metric	12-03	周变动	同比增量
WTI资金管理多头	214200	-30800	4136
WTI资金管理空头	62980	27200	-43070
WTI资金管理净多头	151200	-58000	47210
WTI资金多空比	3.401	-3.446	1.420
NYMEX汽油 资金管理多头	94610	-18740	15370
NYMEX汽油 资金管理空头	17030	7402	-17850
NYMEX汽油 资金管理净头寸	77580	-26140	33220
NYMEX取暖油 资金管理多头	35100	-6305	594.0
NYMEX取暖油 资金管理空头	30840	4268	3941
NYMEX取暖油 资金管理净头寸	4255	-10570	-3347

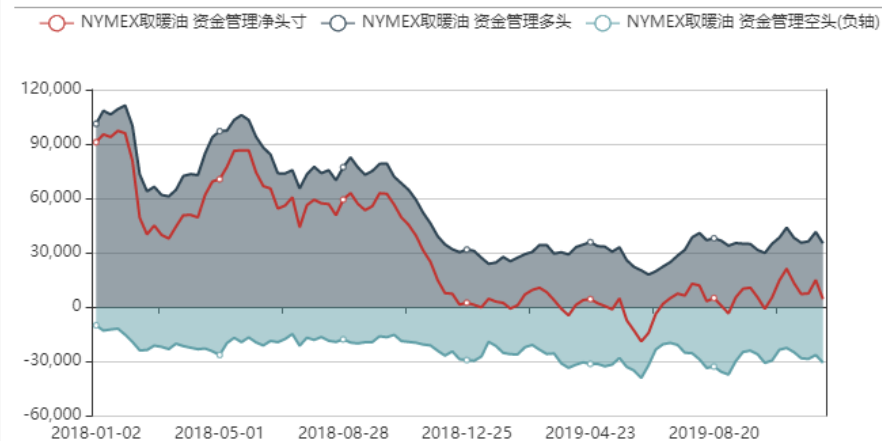
【SC】WTI油价与基金持仓



【SC】Nymex汽油 基金持仓



【SC】Nymex取暖油 基金持仓

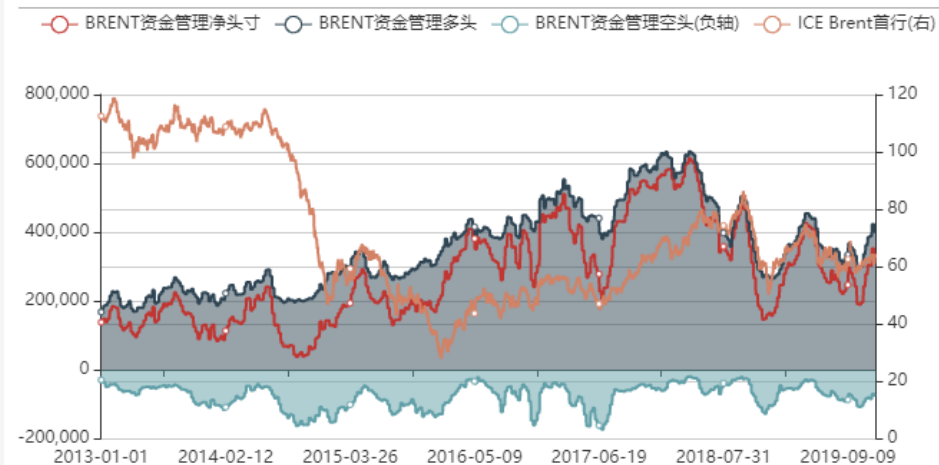


净多在会议前大规模撤出

【SC】CFTC持仓-ICE

Metric	12-03	周变动	同比增量
BRENT资金管理多头	401000	-22050	132100
BRENT资金管理空头	74880	4008	-48330
BRENT资金管理净头寸	326200	-26060	180400
BRENT资金多空比	5.355	-0.6140	3.173
ICE柴油 资金管理多头	81230	-7824	12870
ICE柴油 资金管理空头	31620	4087	3163
ICE柴油 资金管理净头寸	49620	-11910	9702

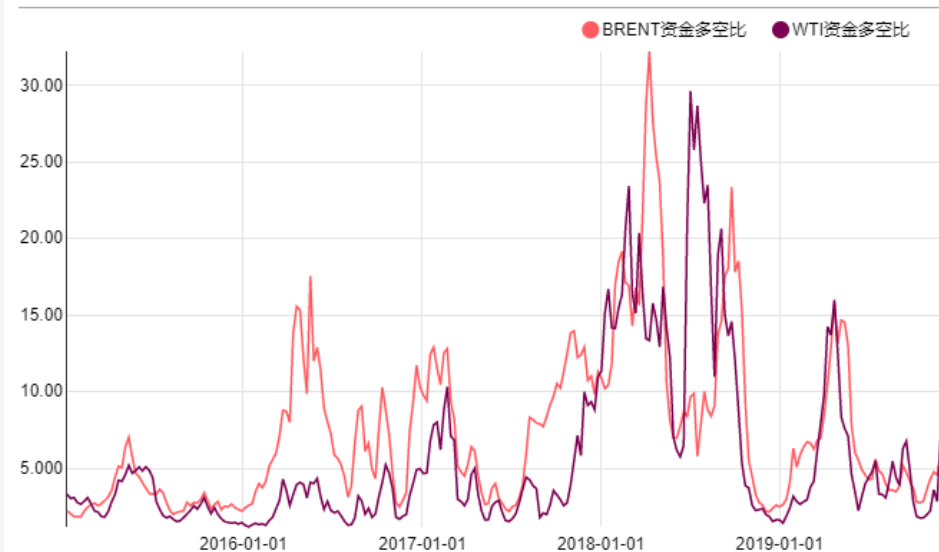
【SC】ICE Brent基金持仓



【SC】Brent油价与基金持仓



【SC】资金持仓多空比



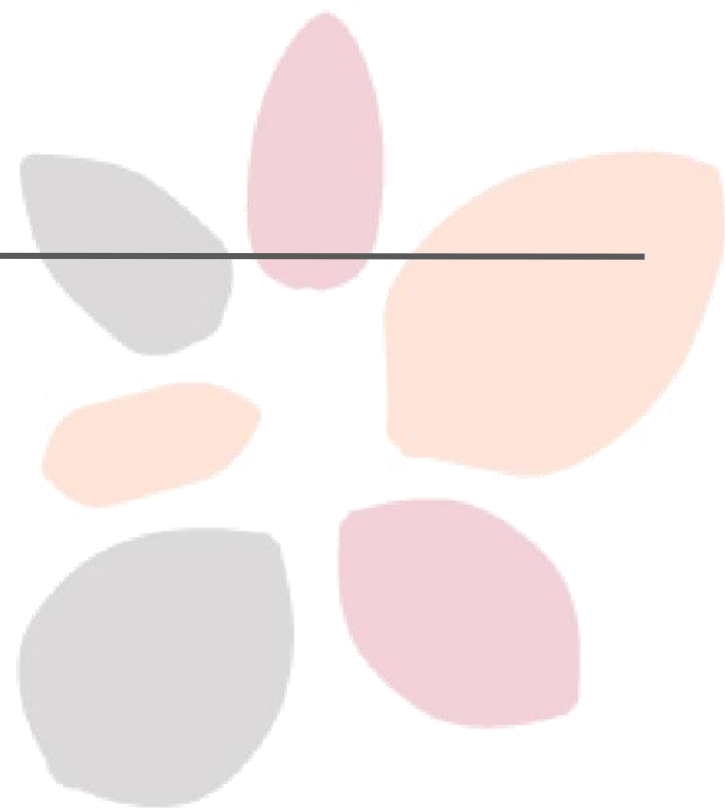
	策略名称	标的公式	提出时间	盈亏	未来建议	逻辑简述
1	原油月差正套	WTI1-2;Brent1-2	10.8	盈利	继续持有	看涨原油，规避单边波动
2	燃油月差反套	FU2001-2005	11.16	盈利	离场	近月资金博弈，不确定高
3	沥青月差反套	BU1912-BU2006	10.20	盈利	离场	近月主力接货&远月利润下沉
4	空沥青利润06	BU2006-6.6Brent	11.14	盈利	离场	估值过低
5	空EFS; 多SC空Brent	EFS(FEB); SC2001-Brent2002	12.9		开仓	个别国家深化减产

- (20191107燃料油专题报告——亚洲低硫燃料油供需及中国油品格局变化)
- 《20191028原油四季度报告——地缘在左，宏观在右》
- 《20191203原油专题报告——OPEC会议前瞻》

常规数据报告

- 《原油数据日报》
- 《全球油品月差跟踪》
- 《全球裂解价差&炼油利润跟踪》
- 《美国原油产量报告》
- 《油品CFTC基持仓报告》

***欢迎登陆天风风云进入相应版块或联系销售免费索取**



本报告的著作权属于天风期货股份有限公司。未经天风期货股份有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为天风期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于天风期货股份有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但天风期货股份有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且天风期货股份有限公司不保证所这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，天风期货股份有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与天风期货股份有限公司及本报告作者无关。





谢谢
THANK YOU