

低油价不可持续，反弹终将到来

2020 年 3 月 11 日 星期三

中州期货·研发中心

能化研究团队

孙振宇

从业资格编号：F3084133

联系人

孙振宇

邮箱：sunzhenyu@zzfco.net

内容提要

● 我们的观点

在俄罗斯与 OPEC 谈判破裂之后，作为回应，沙特阿美宣布大幅下调出口原油的官价，导致国际油价在 3 月 9 日历史性暴跌 30%，油价一度跌破 30 美元/桶。尽管当前并未有明确的利好消息被披露，但我们认为，目前的低油价很难长时间维持，反弹不会太远。

● 我们的逻辑

油价的暴跌，始于预期供应大幅过剩，也将终于供应收缩，在当前的环境下，美国和沙特等 OPEC 国家的对低油价的承受能力有限，大概率将撮合出新的减产行动，并且，这个减产行动的到来不会太晚。

1. 自减产以来，俄罗斯在的市场份额略有减少，尤其是欧洲和中国作为俄罗斯的两大主要出口地区，都被美国渗透。这是俄罗斯拒绝深化减产的主要原因。同时，由于俄罗斯的经济偏向多元化，且俄罗斯的油田开采成本也极低，大约不到 20 美元/桶，可以长时间承受低油价，这是其态度较为坚决的底气。
2. 沙特虽与俄罗斯决裂，但主要是由于对长期额外减产造成的市场份额损失的不满，但由于中东各国的经济较为单一，原油收入即是各国命脉，长期低油价将严重损害各国经济。
3. 这次美国页岩油的动作可能与 2015-2016 年截然相反，各大公司债务到期，油价崩溃后，各页岩油商纷纷迅速削减开支，短期页岩油的产量大概率被动下降。另外，适逢美国大选，若页岩油商集中破产，将对特朗普的连任极为不利。

目录

1. 事件回顾：俄罗斯与沙特决裂，油价历史性低开.....	3
2. 俄罗斯 VS 沙特：因市场份额而决裂.....	3
2.1 俄罗斯经济可承受低油价，但沙特不行	3
2.2 份额问题是俄罗斯与 OPEC 决裂的本质原因	5
3. 城门失火，殃及池鱼——页岩油面临被动减产	7
3.1 页岩油商对低油价的承受能力已今非昔比	7
3.2 油价过低不利于特朗普连任选举	9
4. 后市展望：短期继续承压，耐心等待联合减产到来	10

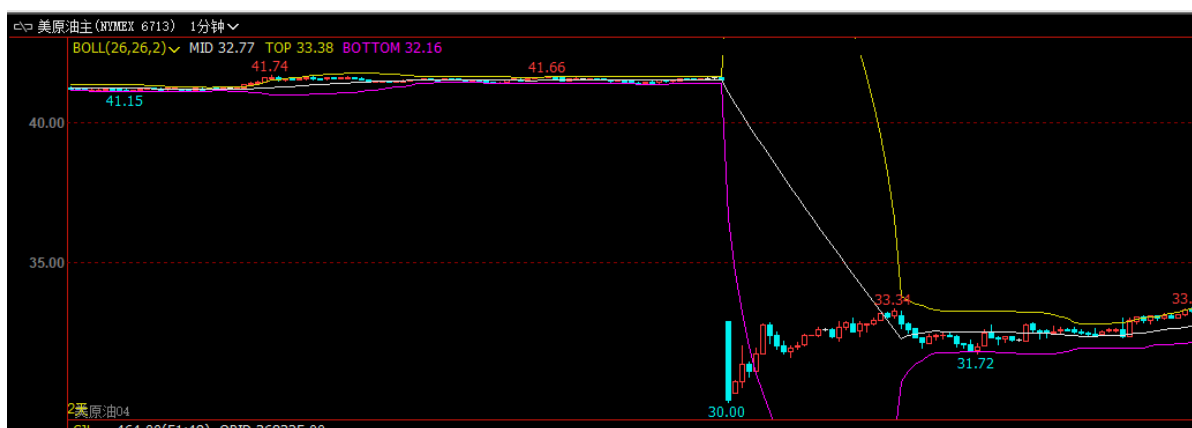
图目录

图 1：原油期货价格历史性低开	3
图 2：美国、俄罗斯、沙特合计产出占全球比例超 40%	3
图 3：石油收入对俄罗斯的财政影响相对较小	4
图 4：主要产油国的成本结构	4
图 5：俄罗斯近 2 年产出水平持续位于减产要求上限	5
图 6：欧洲和中国是俄罗斯油品的的主要出口地	5
图 7：美国出口至欧洲和中国的油品呈明显上涨趋势	6
图 8：持续的超额减产令沙特市场份额不断丧失	7
图 9：美国页岩油平均成本在 50 美元附近	8
图 10：页岩油公司偿债能力降低	8
图 11：美债收益率大跌，市场避险情绪较重	9
图 12：低油价降低穷人生活成本，有利于特朗普获取对应选票	10
图 13：特朗普上台以来，美国就业持续向好	10

1. 事件回顾：俄罗斯与沙特决裂，油价历史性低开

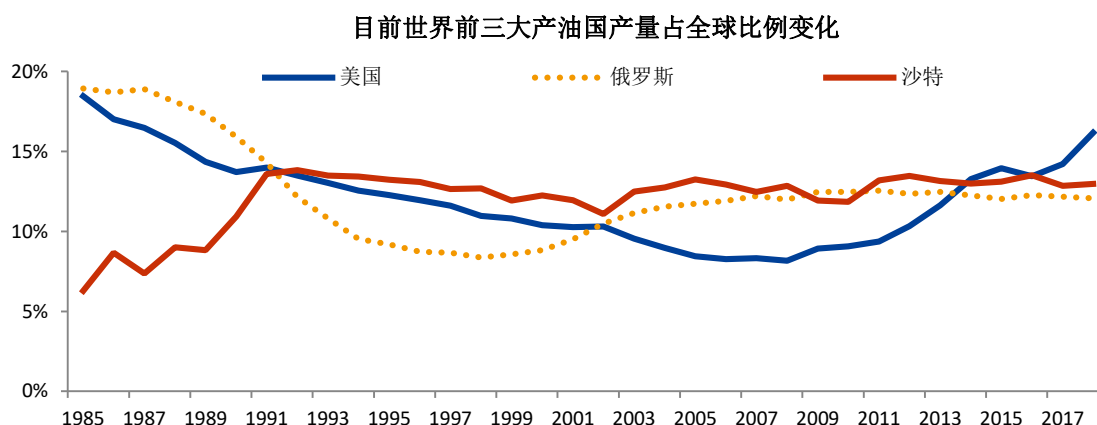
3月5日-6日，OPEC+部长级会议召开，俄罗斯最终表达了反对深化减产，随后沙特宣布大幅下调出口官价，市场担忧沙特大幅增产，导致3月9日，油价历史性低开30%。面对低油价，世界主要产油国的能源部长和油企巨头将进行为期5天的深入讨论，以商讨如何应对当前局面。从当前的情况来看，美国和沙特均对油价的修复具有强烈的意愿，基于二国的产出水平，我们认为，若二者可达成一定的妥协，无论届时俄罗斯的表态如何，都将对挽回油价有巨大帮助。

图 1：原油期货价格历史性低开



数据来源：Wind，中州期货研发部

图 2：美国、俄罗斯、沙特合计产出占全球比例超 40%



数据来源：Wind，BP，中州期货研发部

2. 俄罗斯 VS 沙特：因市场份额而决裂

2.1 俄罗斯经济可承受低油价，但沙特不行

据俄罗斯最大石油公司 Rosneft Oil 财报显示，其 2018 年纳税 1830 亿卢布，占当年俄罗斯财政收入的 0.18%，而同期沙特阿美贡献了沙特财政收入的 65.91%。与 OPEC 国家相比，

石油收入对俄罗斯的影响并不致命，OPEC 国家考虑油价很大程度上从其财政平衡的角度，比如，沙特的原油开采成本可能只有不足 10 美元/桶，但这对沙特并没有实际意义，中东各国真正看重的是财政平衡点。市场机构对沙特财政平衡点的预期大都在 80 美元/桶以上的水平，其他 OPEC 国家也大都在 65 美元/桶以上。因此，若长期维持 30 美元/桶的油价，中东各国经济必将崩溃。但俄罗斯由于财政收入的多元化，俄罗斯的财政平衡油价要远低于中东各国，甚至可以忽略财政平衡点，仅需考虑企业的生产成本。这是俄罗斯主动决裂的底气所在。

图 3：石油收入对俄罗斯的财政影响相对较小

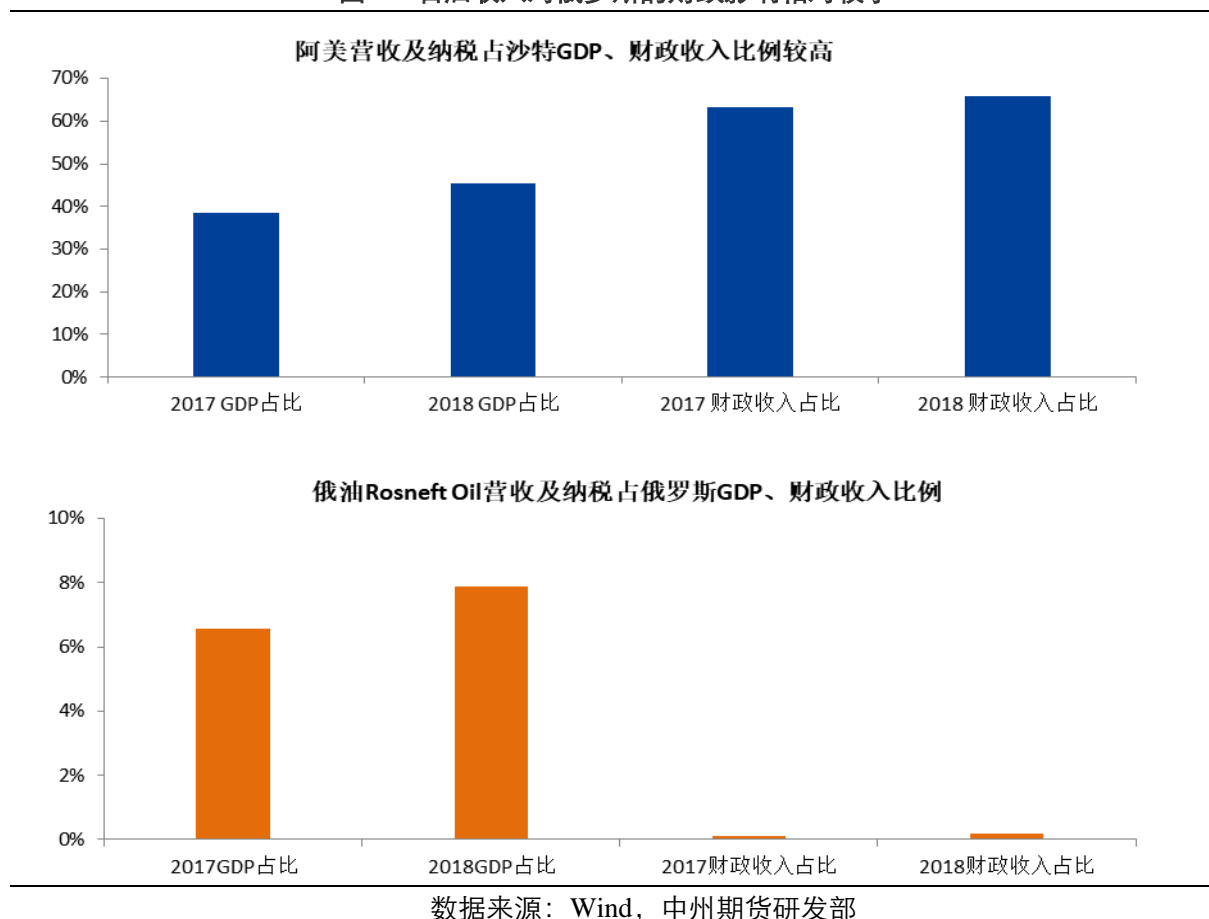
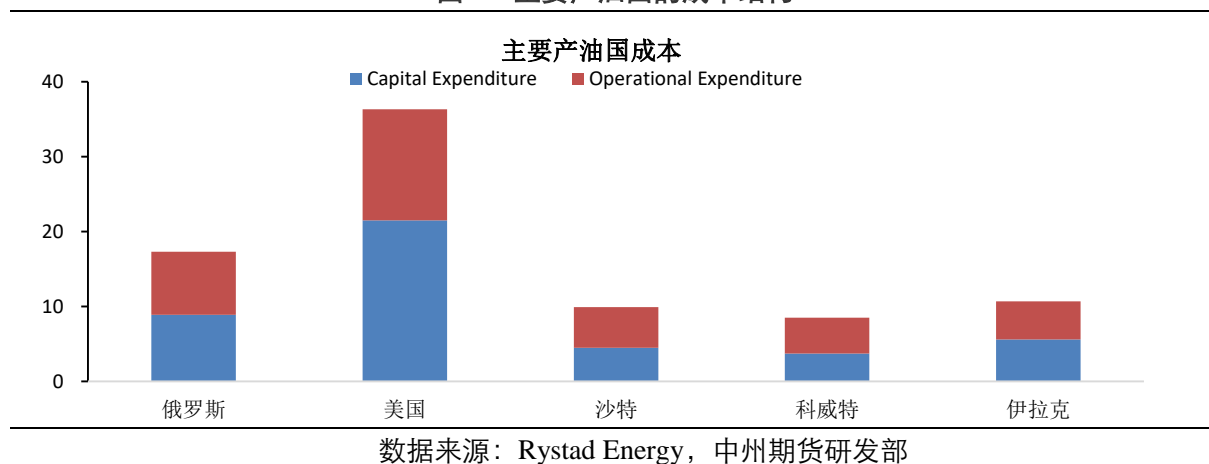


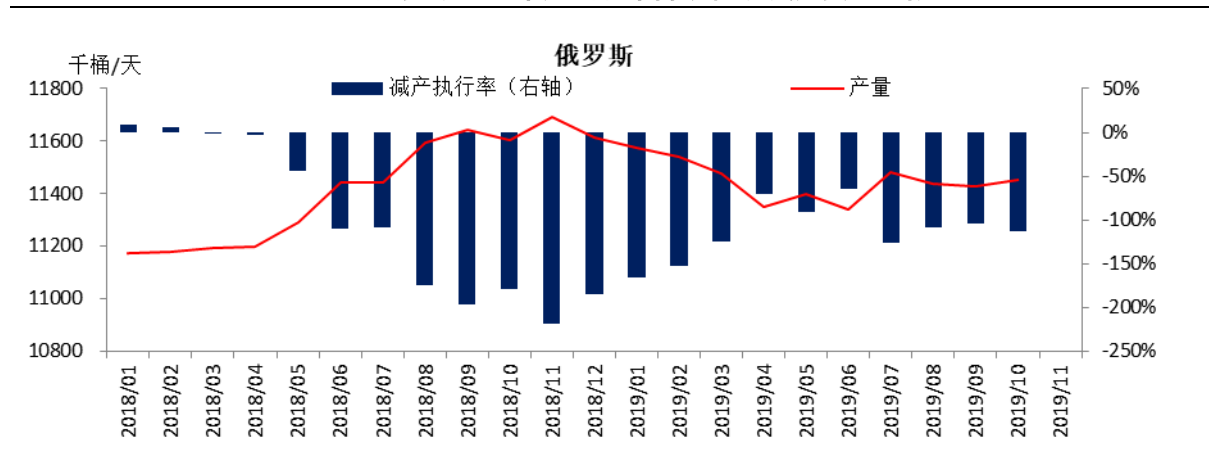
图 4：主要产油国的成本结构



2.2 份额问题是俄罗斯与 OPEC 决裂的本质原因

作为重要战略资源，俄罗斯的主要出口阵地——欧洲和中国被美国逐渐渗透，是本次俄罗斯拒绝沙特提出的深化减产提议的根本原因。实际上，自本轮减产协议以来，俄罗斯的减产执行率一直没有达标，甚至自 2018 年 4 月以来产出水平持续位于减产要求上限。

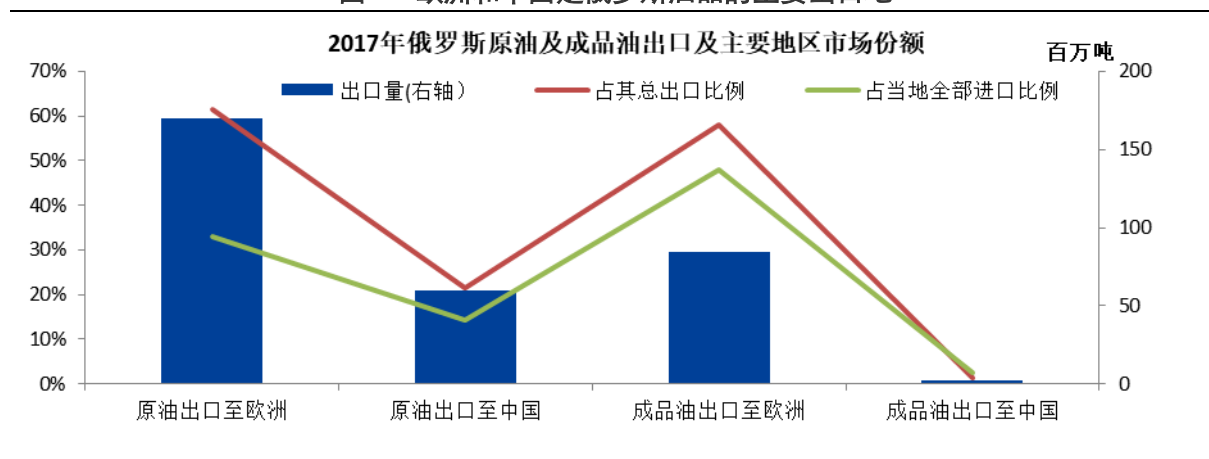
图 5：俄罗斯近 2 年产出水平持续位于减产要求上限

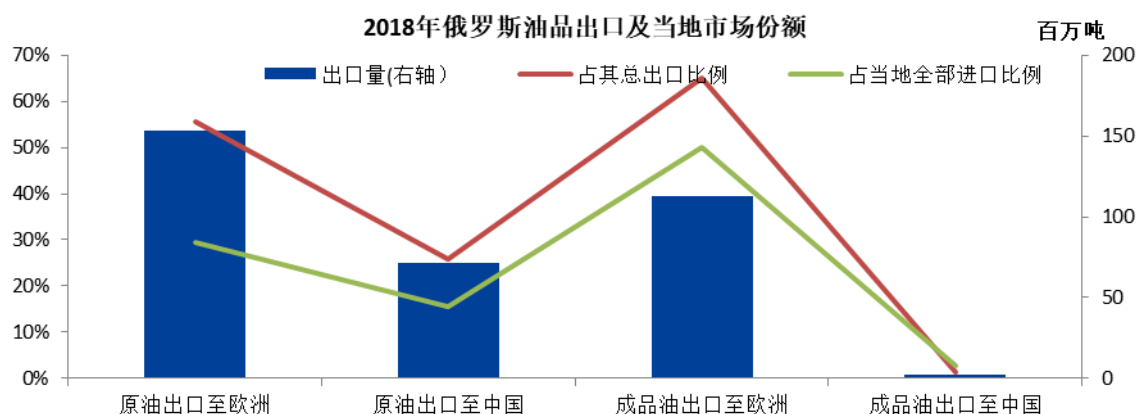


数据来源：Wind，中州期货研发部

欧洲是俄罗斯最重要的出口地区，该国 60% 左右的原油和成品油销往欧洲，并且在欧洲的总进口中分别占比约 30% 和 50%。中国是其第二大出口地区，2018 年俄罗斯出口至中国的原油为 112.5 百万吨，占俄罗斯总出口的 25.95%，成品油出口 2.3 百万吨，占俄罗斯总出口的 1.32%，分别占中国进口的 15.41% 和 2.80%。相比较之下，出口至中国的数量要远低于欧洲地区，但是俄罗斯的天然气大量出口至中国，因此，无论是从原油的角度还是从天然气的角度，中国市场对俄罗斯都极其重要。

图 6：欧洲和中国是俄罗斯油品的主要出口地

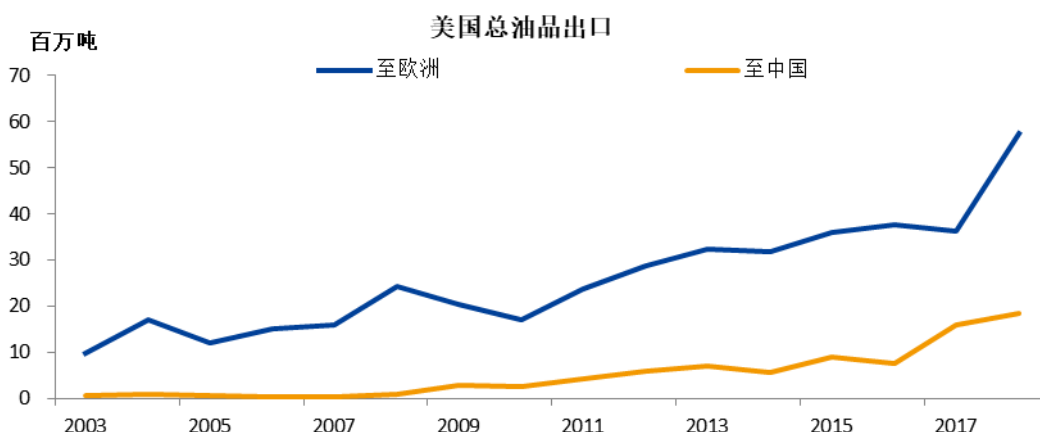




数据来源：Wind，中州期货研发部

但不幸的是，欧洲和中国的市场都在被美国逐渐渗透。首先是中国，在过去几年，美国自中国的原油出口量相对较少，但根据中美第一阶段协议内容，在 2020 年中国自美国进口的原油将大约增加 25 百万吨至 32.7 百万吨，2021 年增加 46 百万吨至 53.7 百万吨，至 2021 年这已水平将与俄罗斯的出口量相持平，这将势必挤压俄罗斯在中国的市场份额。这也是俄罗斯在中美达成第一阶段协议以后对减产态度转变的关键原因。

图 7：美国出口至欧洲和中国的油品呈明显上涨趋势

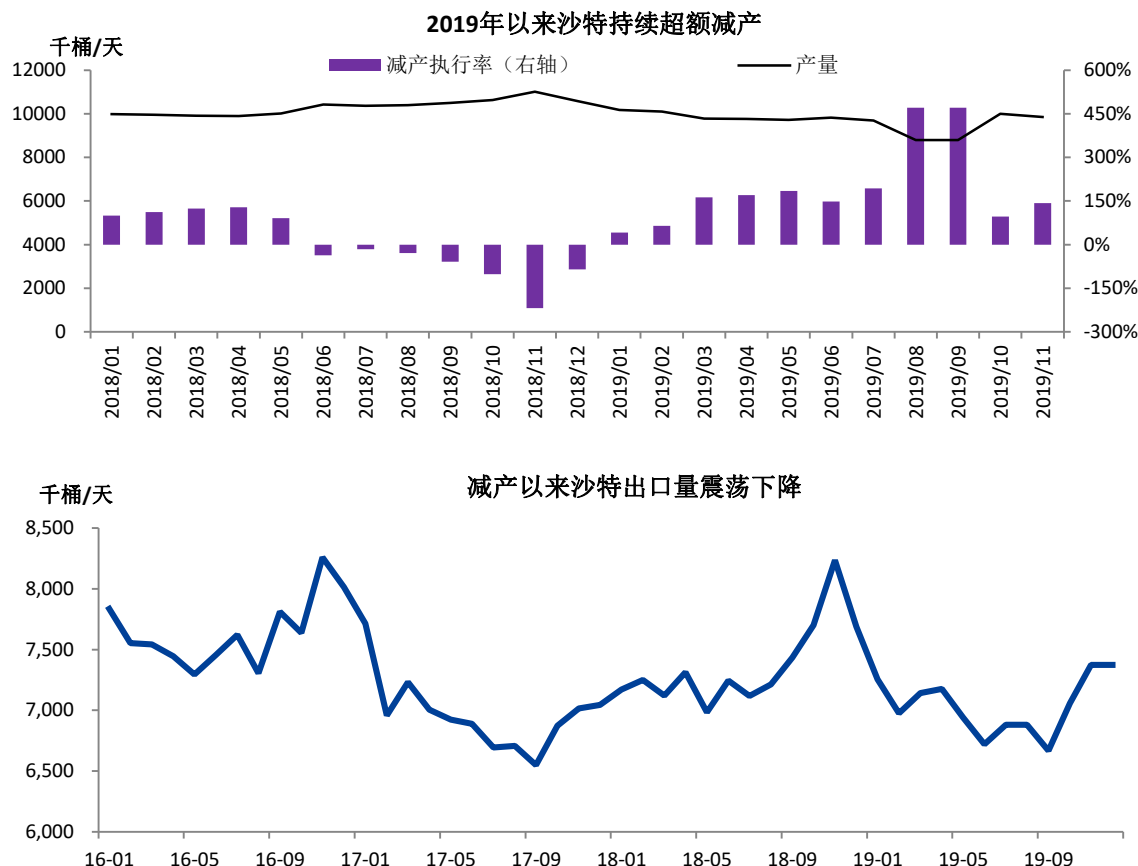


数据来源：Wind，BP，中州期货研发部

综上，我们认为，俄罗斯拒绝深化减产的主要原因是担心其市场份额被美国进一步抢夺，而结合其过往的减产表现，我们有理由怀疑俄罗斯有可能会进行增产，在保市场的同时，还可以尝试逼迫美国页岩油亏损而进行一定程度的减产与对外扩张。

而沙特这一次并未继续妥协的主要原因，也是市场份额问题。自本轮减产协议以来，沙特一直处于超额减产的状态，并且在上一轮深化减产协议中，独自承担了额外的减产份额，这直接导致了其市场份额不断丧失。自 2016 年达成减产协议以来，沙特的出口量震荡下降，在全球范围内的贸易量不断增加的情况下，其市场份额不断缩小。根据沙特提议，若 OPEC+再度深化减产 150 万桶/天，根据以往的配额分布，预计沙特将承担其中超 80 万桶/天以上的水平，届时沙特总产量将下降至 900 万桶/以下，这将严重限制其出口能力，市场份额的丢失将更加严重。

图 8：持续的超额减产令沙特市场份额不断丧失



数据来源：Wind, JODI, 中州期货研发部

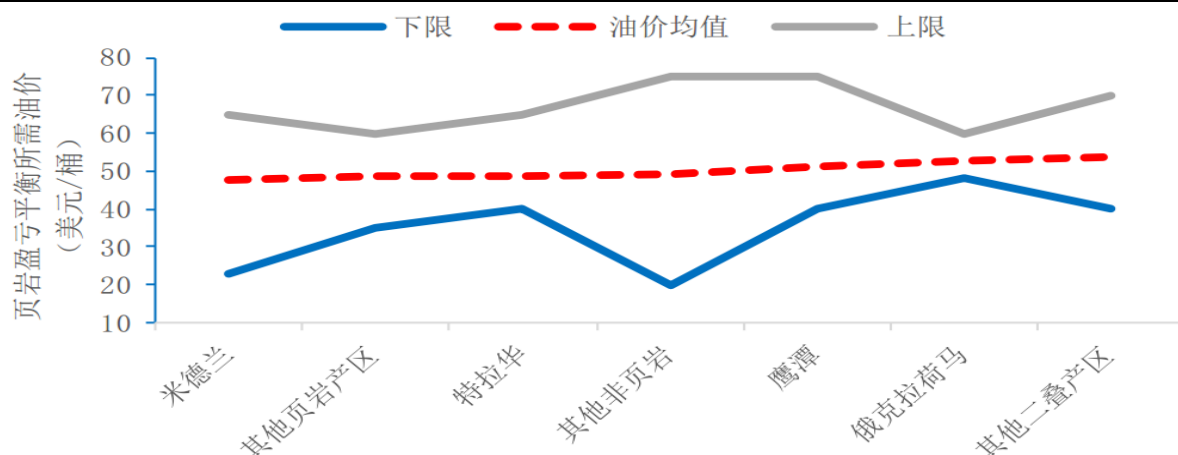
因此，在俄罗斯拒绝深化减产之后，担忧市场份额进一步丢失的沙特再次冒险自毁油价，试图通过低油价倒逼俄罗斯参与减产，甚至有可能倒逼美国页岩油减产，因当前美国页岩油状况与 2015 年-2016 年不同，对低油价的抵抗能力大幅下降。沙特的目的应该是希望联合全球主要产油国进行减产，来维稳油价。

3.城门失火，殃及池鱼——页岩油面临被动减产

3.1 页岩油商对低油价的承受能力已今非昔比

回顾 2015-2016 年的油价大底形成过程，沙特等 OPEC 国家希望通过自毁油价来遏制美国页岩油的产出增速，而后发现并无任何效果，最终以 OPEC 达成减产协议而终结，但当前的情况并不相同。当时页岩油的产出并未受到明显遏制的主要原因可以归结为页岩油商通过债务展期来稳定现金流，但这一手段，在目前并不适用。根据达拉斯联储的调研发现，美国主要页岩油商的平均成本大约在 50 美元/桶，以此为参考，当前的油价已使得绝大多数页岩油商处于亏损状态。这也导致各大页岩油商的偿债能力出现问题，尤其是部分头部页岩油商近期的偿债能力急剧下降。

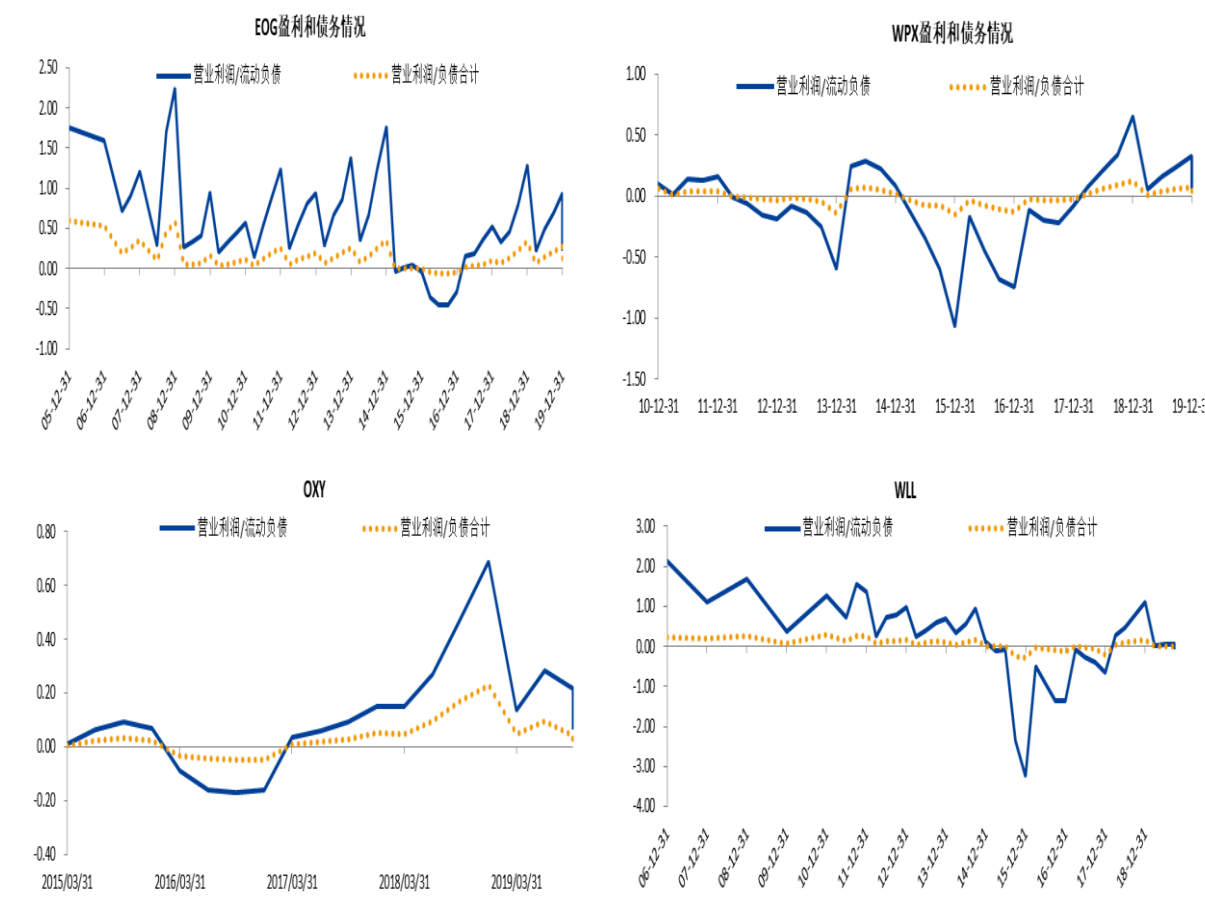
图 9：美国页岩油平均成本在 50 美元附近



数据来源：达拉斯联储，隆众资讯，中州期货研发部

根据部分页岩油公司财报显示，2019 年第四季度，企业营业利润与负债的比值环比普遍出现大幅下滑，根据当前的油价推算，2020 年一季度，EOG、WPX、OXY、WLL 的营业利润/流动负债的比值可能分别大幅下降到-0.35、-0.57、-0.27、-0.43。因此，削减高成本油井开支将会是各页岩油商的首要任务，这将对收紧全球供应有所帮助。

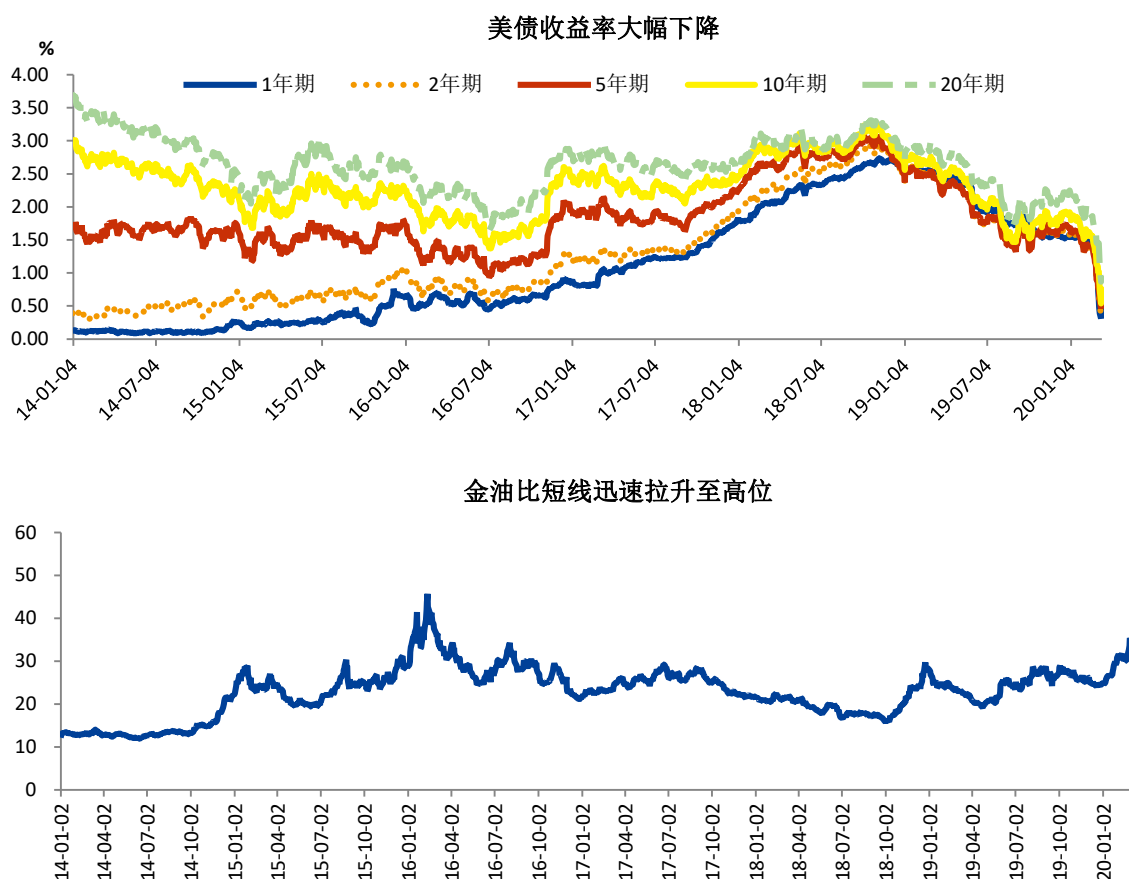
图 10：页岩油公司近期偿债能力降低



数据来源：Wind，中州期货研发部

尽管当下偿债能力好于 2015-2016 年，但宏观环境有所改变，美债长期收益率快速下滑至 1% 以下，市场的避险情绪也高涨，金油比短线迅速拉升至高位。这种情况下，页岩油企业发行新的债券将十分困难。尤其是此前发行的页岩油相关债券中垃圾债的占比极高，市场风险情绪偏好极差的情况下，页岩油将难上加难。

图 11：美债收益率大跌，市场避险情绪较重



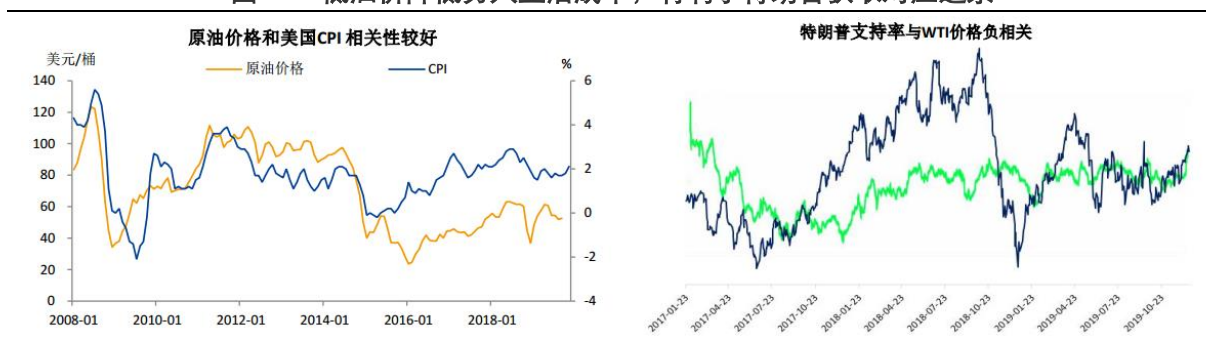
数据来源：Wind，中州期货研发部

3.2 油价过低不利于特朗普连任选举

尽管低油价有利于特朗普获得穷人区选票，但油价过低在当前的政治环境下对特朗普的负面影响更高。主要原因是：

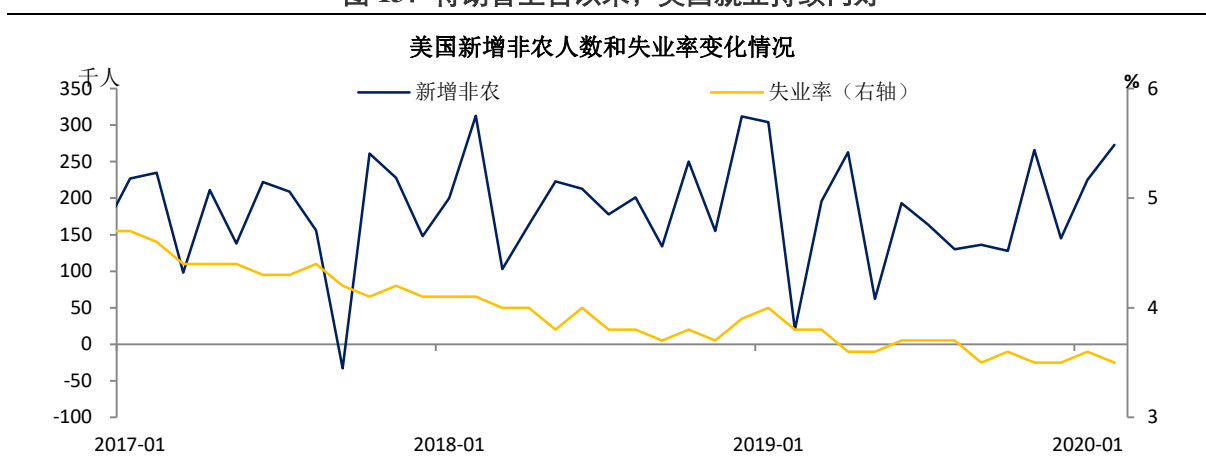
- 尽管过去几年页岩油公司破产接近 400 家，由于时间上并不集中，并未对美国的就业和经济造成明显冲击。但是由于经济环境、政治环境、企业环境的改变，若油价持续位于 30 美元/桶附近，可以预计在夏季消费高峰到来之前，页岩油商有可能面临大批的集中破产；
- 一旦页岩油公司集中破产，很可能导致美国就业情况迅速恶化，而特朗普上台以来，主要政绩之一就是不断改善的就业，若失业率在竞选关键阶段大增，将对连任产生严重的负面影响；
- 以商人起家的特朗普在 2016 年意外赢得大选，石油寡头贡献了很大力量，从资本的角度讲，特朗普也有责任去帮助油企脱离亏损状态。

图 12：低油价降低穷人生活成本，有利于特朗普获取对应选票



数据来源：Wind，Five Thirty Eight，中州期货研发部

图 13：特朗普上台以来，美国就业持续向好



数据来源：Wind，Five Thirty Eight，中州期货研发部

综上，我们认为，在页岩油商难以较长时间承受低油价的情况下，与其被动减产，主动联合沙特等 OPEC 国家进行联合减产保油价可能是更加优质的选择。

4.后市展望：短期继续承压，耐心等待联合减产到来

根据目前的市场消息来看，美国页岩油已经迅速的削减了开支，这令油价有一定的反弹。预计以沙特为首的 OPEC 产油国也很难坐视油价进一步下穿。因为无论是从 JTC 会议中的提议深化 60 万桶/天还是 3 月 5 日提议的 150 万桶/天的减产水平，均是在当时节点下，疫情造成的需求实质受损的上限附近，沙特寻求减少供应过剩水平的态度十分坚决，而根据历史上多次 OPEC 减产经历，可以发现，无论其他国家前期如何表态，最终都会以沙特的态度为准。鉴于油价对中东各国财政收入的重要性，我们认为，即使俄罗斯方面执意增产，OPEC 也大概率会在一段时间之后采取行动，来平复油价。而美国页岩油也将大概率出现利好油价的动作，并且时间上可能处于领先地位。

综上，在主要产油国并没有能力长期承受低油价的情况下，建议等待各产油国的最终官方表态后再进行操作，短期观望为上。但鉴于油价已处于历史低位区间，且页岩油削减开支迹象十分明显，激进者可试多远月合约。

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。本报告清晰准确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。中州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，中州期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为中州期货有限公司所有，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，需注明出处中州期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。