

美国页岩油企业未来路在何方

行业并购重组、产能优化将成为常态

■ 杨安 张馨元

时间进入2021年4月,原油市场时刻关注伊朗核协议谈判的进展,因为一旦美国开始取消伊朗制裁,那么伊朗原油重新回归市场对油价的影响不可小觑。而对于油价来说,另一个让市场非常好奇的潜在利空是美国原油产量的变化,因为油价在过去10年中饱受美国页岩油不断增产带来的压力。



目前页岩油产量主要依靠消耗库存井支撑

页岩油在美国石油行业中拥有举足轻重的地位,21世纪它的粉墨登场支撑着美国实现了能源独立,也巩固了美国在能源地缘政治博弈中的有利地位。2020年,油价受新冠肺炎疫情打击大幅下降并跌至负值,美国在一众石油主产国中受伤最深。油价跌至盈亏平衡价格以下,页岩油企业入不敷出、资不抵债,大部分企业被迫削减资本开支,甚至因流动性中断而申请破产保护,行业并购浪潮涌现。

在需求主导、供给辅导原油行情的现阶段,原油需求虽受疫情扰动,但复苏节奏明显;OPEC+在美国页岩油恢复缓慢的前提下,给市场清晰的逐步增产计划,消除不确定性,继续挺价意愿明显。随着油价中枢上行,覆盖盈亏平衡价格,为美国页岩油生产商提供了运营所需的增量现金。目前,美国原油产量已恢复至疫情前近80%的水平,但复产节奏为何仍稍显疲态?当2021年原油产量恢复至以前的1300万桶/日的水平后,美国页岩油生产商是会大幅提高产量,还是保持纪律,致力于提升自由现金流?

随着油价中枢上行,覆盖盈亏平衡价格,为美国页岩油生产商提供了运营所需的增量现金,目前美国原油产量已恢复至疫情前近80%的水平。然而在上游资本开支扩张有限的情况下,上游勘探开发活动缩减,美国原油钻机数量回升缓慢,目前页岩油产量主要依靠消耗库存井支撑。美国原油活跃钻机数量自2020年3月骤减,到8月时减少至178个,同比减少76.6%。8月后随着油价升高,原油活跃钻机也企稳回升,截至2021年3月,原油活跃钻机数量较去年8月回升约77%,但速度稍缓,较去年同比仍少28%左右。

目前页岩油产量主要依靠库存井的消耗,2021年2

月美国油井完井率(即投产率)约为1.27,意味着当期完井数超过了钻井数,即DUC井的产能在不断释放。油井完井率在2020年10月达到峰值,后随着油价回暖、钻机数量回升而逐渐下滑,但仍处于历史高位。DUC井的数量毕竟有限,且由于油田的衰减效应,DUC井的产能释放对后期页岩油的增量效应将逐步递减。

债务危机与新产能投放使页岩油企业进退两难

页岩油的复产仍然需要依靠钻机的回升带动,这与上游资本开支计划密切相关。在探讨资本计划如何影响美国页岩油复产节奏时,我们需要关注美国页岩油行业的商业模式,以及该行业对资本支出的纪律性约束、自由现金流的生成、去杠杆化和投资者对现金回报的要求。债务是美国页岩油行业资本的主要来源,页岩油企业基本依靠债权融资、股权和资产变卖来进行融资以支撑其勘探活动,杠杆水平高。基于以上特征,页岩油企业需要不断融资来确保新产能所需的资本支出,同时需要偿还债务和与之相随的巨额利息。然而2020年的低油价严重影响着美国页岩油企业的现金流表现,债务雪球越滚越大,债务危机与新产能投放成了当前使美国页岩油企业进退两难的两座大山。

2020年美国油企负债水平大幅上升,偿债能力大幅减弱。我们选取了14家原油产量占其总石油产量50%以上的美国油企作为样本进行观察,从其债务数据分析负债水平,同时通过利息保障倍数(EBIT/利息支出)来衡量其偿债能力。从数据表现来看,样本企业的资产负债率上行趋势明显,油企债务规模扩大。同时利息保障倍数出现明显下滑走势,债务违约风险高。2020年样本公司的平均资产负债率为48.65%,较2019年同比上升23.23个百分点。而同样是油价低迷时期的2014—2015年,样本油企的资产负债率为38%左

右。样本公司的利息保障倍数的中位数在2020年为-5.86,较2019年同比下降了297.1%。页岩油气企业负债水平高,偿债能力明显减弱。

页岩油行业不仅债务规模持续扩大,而且近期的债券到期偿付压力较大。美国能源行业的企业债规模持续扩大,是高收益债(评级BB及以下的“垃圾债”)占最重要的发行主体之一。其中,97.17%的企业债与石油行业相关,石油行业中又有27.95%与E&P企业有关。美国油企总债务中有6.5%左右需要在今年偿付,共有51.53%的总债务需要在2025年之前偿付。

据Rystad数据显示,在2020—2026年期间美国上游油气企业共有1330亿美元的债务和利息需要偿还。以美国石油最大生产企业之一墨菲石油为例,目前该公司债存量规模为33.6亿美元,其中近6亿美元需要在2022年之前偿付,16.67亿美元需要在2025年之前偿付,占比近50%,其偿债压力可想而知。

面对巨额债务、股息分红要求和自由现金流目标的实现,预计2021年资本支出谨慎扩张。经历了破产重组浪潮后,投资者对油企所提供的回报的要求比过去更高了,各大油气企业对上游的投资支出持更加谨慎的态度,停止了更多的支出计划,以保证优先将分红股息返还给股东,以及还债和保持资产负债表的可持续性。

据RystadEnergy数据,33家最大的上市页岩油公司表示(产量合计占美国页岩油产量的39%)将努力回报股东,同时削减债务。其中,西方、先锋和德文等均表示将遵守资本约束,对于扩大资本支出持谨慎态度;大陆资源CLR明确提出将有限的自由现金流优先用于分红和偿债;美国两大石油巨头埃克森美孚和雪佛兰也表示将盈利优先用于偿债而不是投资于勘探开发。

据彭博对美国各大油企调查显示,2021年资本开支预计增速为6.5%,不考虑低油价导致的资本支出负增长,2021年的资本支出扩张速度明显谨慎许多。各油企的所预计的资本支出与其资本约束大致一致,显示各公司以股东利益优先和保持可持续稳定发展的目标。样

本公司中的大部分2021年预期资本支出规模基本持平或小幅增加,但其谨慎扩张后的资本支出规模也在10年平均水平以下。

据美国石油企业的意见调查,2021年美国油气企业的经营现金将增加256.36亿美元,资本开支预计仅将小幅增长22.51亿美元(+6.5%),而剩余的269.3亿美元将作为新增的自由现金流,这也将是近5年以来自由现金流的峰值。再投资率也在大幅下降,2021年的再投资率预计为55%,同比减少36.8个百分点,为近8年最低水平,同样表明了上游油企的谨慎投资扩产态度。因此对于美国页岩油企业来说,短期内油企会把资本支出集中在恢复和维持页岩油生产、偿还债务、股东分红以及实现自由现金流目标,而不是加速新产能投放。如果各大油企能够完全遵循资本支出纪律,那么页岩油增产节奏预计缓慢,对油价的利空作用显现时间将后移。

短期页岩油企业最大的危机来自金融市场

页岩油未来的路在哪里呢?据EIA预测,2021年二季度美国原油产量约保持在1090万桶/日的水平,在四季度有望增长至1140万桶/日,在2022年预计可恢复至1190万桶/日。美国新总统拜登的清洁能源政策在长期发展上助推着清洁能源的崛起,石油消费峰值将要来临,能源转型势在必行。但清洁能源对于传统石油行业的影响仍较为长期,短期来看,页岩油企业最大的危机来自金融市场的投资者。

随着油价回升,产量逐步恢复,前期由于产量骤降而猛增的边际成本拉高了平均成本,使得前期主动关闭油井甚至被动申请破产保护的油企难以复产,也因此未来可能会有更多的油企陷入债务危机中,债务违约风险攀升,再融资变得举步维艰,页岩油行业并购重组、产能优化将成为常态。

(作者单位:海通期货)

芝商所投资教育专栏

供需矛盾不突出 铜价短期仍有上行空间吗?

■ 程小勇

4月2日,国内外铜价逆转调整势头一度大幅上涨之后,后续涨势没能持续。当前铜市场呈现全球流动性宽松拐点和通胀攀升,供应收缩和需求扩张不及预期的两大矛盾的博弈,短期这两大矛盾的博弈支撑铜价在高位运行。

从中期逻辑来看,我们暂时看不到引发铜价大幅下跌的矛盾,但也很难看到进一步大幅上涨的新的驱动力,主要的原因在于以下几个方面:

一是近期铜价短期反弹的驱动力来自美债收益率此前的短期汇率,然而从中期来看,我们认为美债收益率继续上行的空间还是存在的,因此铜价并不能以此判断再次获得金融属性层面的助力。4月上旬,美债收益率出现一定的回落,这可能是铜价阶段性反弹的一个重要原因。近期美债收益率回落可能与美债发行量放缓有很大关系。数据显示,现在美国财政部账上有1.4万亿美元现金,债务上限要求7月底之前TGA账户余额必须缩减到1200亿美元,这就表示,接下来只需将账上的钱加快支出就可以实现财政支出,无需短时间内大量发债。尽管第二轮1.9万亿美元刺激计划已经落地,但是从资金缺口来看,美债发行需求还是很小的。

截至4月12日,衡量美元实际利率的1年期TIPS收

益率为-0.64%,此前一度升至-0.56%,这表明美元实际利率从前期的-1%以上回升之后的势头有所放缓。在美元实际利率回升势头放缓的情况下,美元汇率短期回落也提振铜价反弹。



图为铜价和美元实际利率走势对比

然而,美元名义利率可能构建长期底部,未来还有上行空间。一方面美国制造业、服务业和劳动力市场在全面复苏。数据显示,3月的美国制造业ISM采购经理人指数从60.8涨至64.7,创下1983年以来的新高。另一方面美国通胀预期尚未降温,且二季度美国通胀上行压力较大。数据显示,美国3月的消费者未来1年通胀预期升至4.8%,未来3年通胀预期升至3.1%,均创2014年来的近七年新高,当月消费者家庭开支增速预期也创2014年新高。

二是尽管欧洲、巴西和印度等地区新增确诊病例在近期出现明显反弹,但是制造业都在复苏,这意味着只要全球没有陷入“流动性收紧+通胀预期降温”的组合,那么铜需求不大可能出现失速性的下滑。

三是智利等国家新冠肺炎疫情再度严重,封锁措施

导致铜矿供应缩减的预期驱动铜价反弹。最近,智利的新冠肺炎确诊病例数和住院人数都跃升到了纪录的水平。尽管政府表示,新的封锁措施不会波及采矿业或海运业,但关于供应紧张的担忧仍在市场弥漫,铜期货价格升至两周高点。从铜矿加工费来看,进口铜矿供应尚未出现明显恢复。据亚洲金属网统计,25%Min进口铜精矿加工费跌至28—33美元/吨,这意味着进口铜精矿很紧张,铜冶炼企业面临较大的亏损压力。

四是需求层面同样也看不到急剧攀升的痕迹,“碳中和”带来的新能源需求增长我们认为是渐进的,不同于2003—2009年中国城镇化和工业化带来的需求快速攀升而供应跟不上的窘境。从新能源汽车来看,国际铜业协会显示新能源汽车耗铜是传统燃油车的2—3倍,但是新能源汽车产销占比依旧较小。中国汽车工业协会数据显示,2020年中国新能源汽车产量约为136.61万辆,占全部汽车产量的比重也只有5.4%。新能源发电方面,补贴退出也意味着新能源发电进入新阶段,粗放式高增长模式也会改变,光伏和风电带来的铜消费增长还会挤掉一部分火力发电的消费。

最后我们认为拜登政府基建计划带来铜消费增量很小。3月31日,白宫公布了拜登政府基建的详细计划,该计划包含基建和征税两部分。能够带来铜消费的领域包括:修缮高速公路,重建桥梁,升级港口、机场,支出约6710亿美元;建造、维护和翻新200多万套住宅和商业建筑;更新电网,铺设输电线路。然而,据我们测算,8年2.3万亿美元基建计划带来的铜消费增量很小,每年可能约为1.5万吨,并且2019年,美国铜消费占全球的比重仅有7.8%。

综上所述,我们认为当前在美国经济复苏和疫苗接种率加快的情况下,美债收益率上升势头不改,这既有

经济复苏的原因驱动也有美国通胀预期和财政赤字率回落的利好,甚至不排除美联储提前实施货币紧缩的可能,这意味着铜的金融属性会逐步减弱。商品属性层面,短期铜矿供应偏紧对铜价继续有支撑,但是需求端很难有超预期表现。



图为美元/离岸人民币(CNH)汇率的波动,导致美元和离岸人民币定价的铜市场存在价格差异

因此对于铜市场而言,短期很难有趋势性机会,投资者的机会在于COMEX铜期货的月间价差机会,以及COMEX铜和上期所铜的内外套利机会。关于铜交易另一个值得注意的问题是人民币对美元汇率的变动,因为国际间的铜交易主要以美元进行,所以如何对冲当中涉及的外汇风险是关键。市场目前的普遍做法是运用期货合约来管理铜和外汇市场的风险,芝商所在两个市场之间提供保证金冲销,持有COMEX铜期货头寸的交易商,如需要进行人民币对冲,可以通过芝商所美元/离岸人民币(CNH)期货合约管理外汇风险,有机会节省高达50%的保证金,提高对冲策略的效率。

(作者单位:宝城期货)