

商品研究策略

布伦特原油价格能维持在 70 美元/桶上方吗？

2018 年 04 月 19 日，星期四

王君豪, CAIA

Heng.KoonHow@uobgroup.com

郭志良

Quek.SerLeang@uobgroup.com

- 过去几周内，在两个主要因素的推动下，布伦特原油价格最终升至 70 美元/桶以上。第一个因素是中东地区逐渐升级的地理政治危机，其次是当前石油输出国组织削减原油生产量导致全球原油库存大幅降低。
- 然而，美国原油产量的强劲增长可能会引发新的原油市场供应不平衡。美国的原油运行钻机数已超过 800 口，原油库存已经开始重新增长，同时原油出口也在猛烈增长。另外，纽约商业交易所原油期货净多头头寸已达 10 年新高。
- 总而言之，我们相信当前的地理政治危机一旦平息，布伦特原油价格将很可能降至 60 美元/桶至 70 美元/桶的浮动区间。鉴于美国原油产量的猛烈增长，西德克萨斯原油很可能将继续以布伦特原油明确的折扣后的价格交易。
- 我们对布伦特原油价格的技术分析表明尽管已破除了一个强大的阻力，布伦特原油价格在当前期间很难持续上涨。很有可能，它会滑落至上升趋势线支撑位，目前为 68.5 美元/桶。

原油地理政治风险溢价重现

过去两周内，西德克萨斯和布伦特原油价格都猛涨了约 5 美元/桶。布伦特原油的交易价格从 67 美元涨至 72 美元/桶，而西德克萨斯原油价格也从 62 美元涨至 67 美元/桶。原油价格猛涨 5 美元/桶的根源在于美国、法国和英国对叙利亚化学武器设备的联合导弹袭击导致的叙利亚危机扩大。同时，我们也可以说这 5 美元/桶的上涨是原油的地缘政治风险溢价。到目前为止，随着美国政府预备制裁对所谓化学武器提供支持的组织，这种地缘政治风险也在不断升级扩大。

图表 1：愈演愈烈的中东地理政治局势下，布伦特原油价格超过 70 美元/桶



石油输出国组织削减原油生产量卓有成效

除了上述的地理政治风险溢价重现外，石油输出国组织的原油生产量削减也颇有影响。2017 年 1 月，石油输出国组织联合俄罗斯及其他 9 个石油生产国（OPEC、俄罗斯+9）共同削减原油生产量。在 2016 年 10 月的产量水平上，石油输出国组织同意减少 120 万桶/天，俄罗斯和其他 9 国同意减少 60 万桶/天，联合起来将产量削减了 180 万桶/天。这份协议有效期在 2017 年 12 月延长了一年，即至 2018 年底。

此后，石油输出国组织遵守产量削减约定超过 100%。据石油输出国组织 2 月份最新消息称，尽管其削减目标为 120 万桶/天，其实际削减量已逾 150 万桶/天。换言之，石油输出国组织以生产量削减目标的 125%来执行协议。除此之外，石油输出国组织表示 2018 年全球原油需求量预计升至 3,260 万桶/天，而其合计产量已降至 3,200 万桶/天。

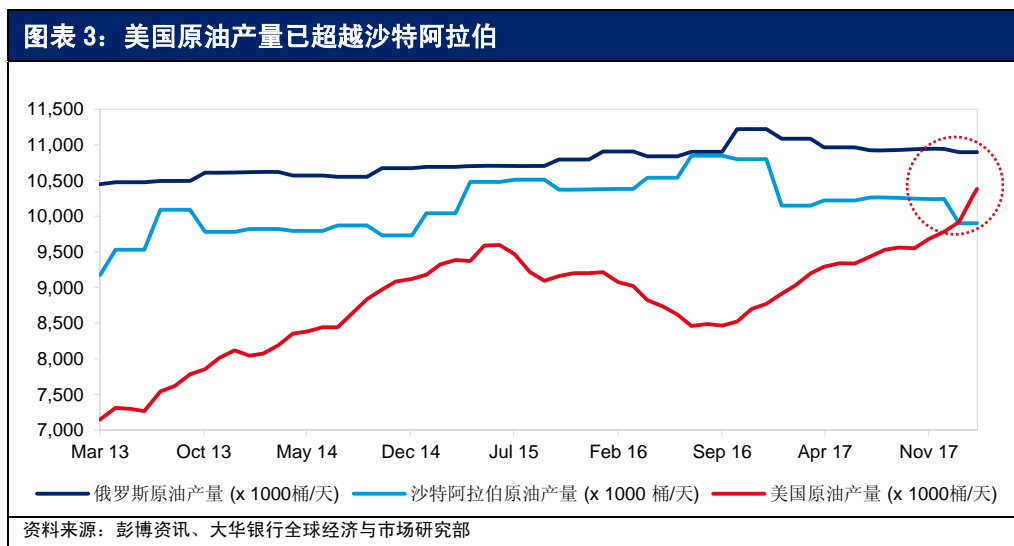
图表 2：石油输出国组织总生产量已降至 3,200 万桶/天



因此，据世界能源组织报道，在持续一年半的削减生产量，加上全球原油需求量增长的情况下，经济合作与发展组织预料全球原油库存已从超出 5 年平均值以上的约 4 亿桶的峰值降落至仅超出 5 年平均值以上的 4 千万桶。世界能源组织称下一季度中，全球过量的原油库存将被完全消费。

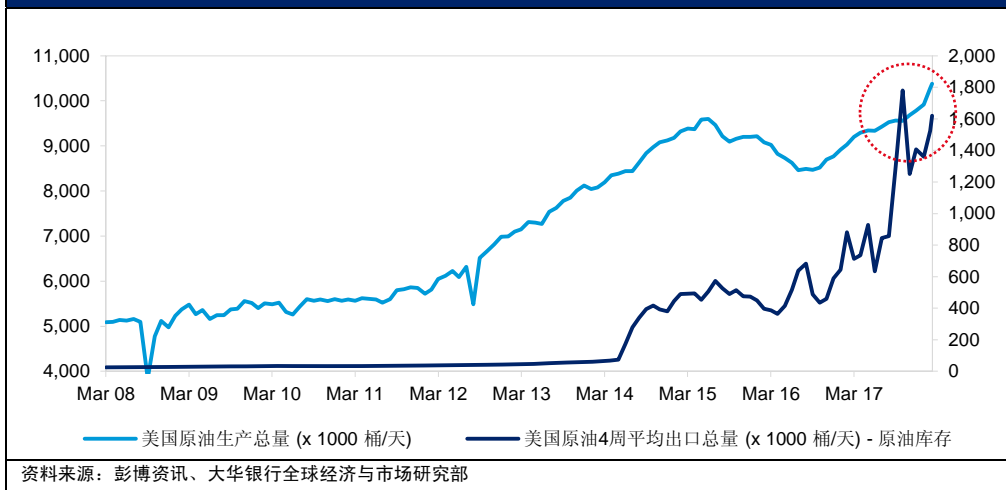
然而美国石油生产量仍快速增长

石油输出国组织成功削减石油产量对于石油多头来说无疑是个好消息。然而，另一方面，美国的原油生产量持续大幅增长。页岩油生产猛增的后果就是美国原油生产量已超过 1 千万桶/天，达到 1,030 万桶/天，已超过沙特阿拉伯。后者原油生产量锐减，如今日产量已不到 1 千万桶，只有 990 万桶。事实上，根据产业估算，按照美国这种原油生产增长速度，美国将在年底超过俄罗斯，成为世界最大的原油生产国。俄罗斯目前的原油生产量约为 1,090 万桶/天。



美国原油生产的猛烈增长将导致原油市场新的不平衡。经过两年的矫正后，美国库欣原油库存现已开始再次堆积。美国的原油出口已经以指数方式增长到约 150 万桶/天。另外，美国的原油运行钻井机数以比 2014 年翻倍的速度猛然增加至最新的超过 800 口达到 815 口。以上所有情况对原油市场来说都不容乐观。

图表 4：美国原油生产量的增加带动原油出口的猛增



图表 5：美国运行钻机数已再次超过 800 口



纽约商业交易所原油净多头部位已创 20 年未见之新高

最终出于对原油生产适时恢复增长的乐观情绪以及规避地理政治风险的需要，纽约商业交易所的西德克萨斯石油净多头部位已冲击到 10 年未见之新高。换言之，若基础环境有变，升高的净多头部位将使原油市场经受利润赚取带来的风险。

图表 6：纽约商业交易所原油净值多头寸升至 10 年新高



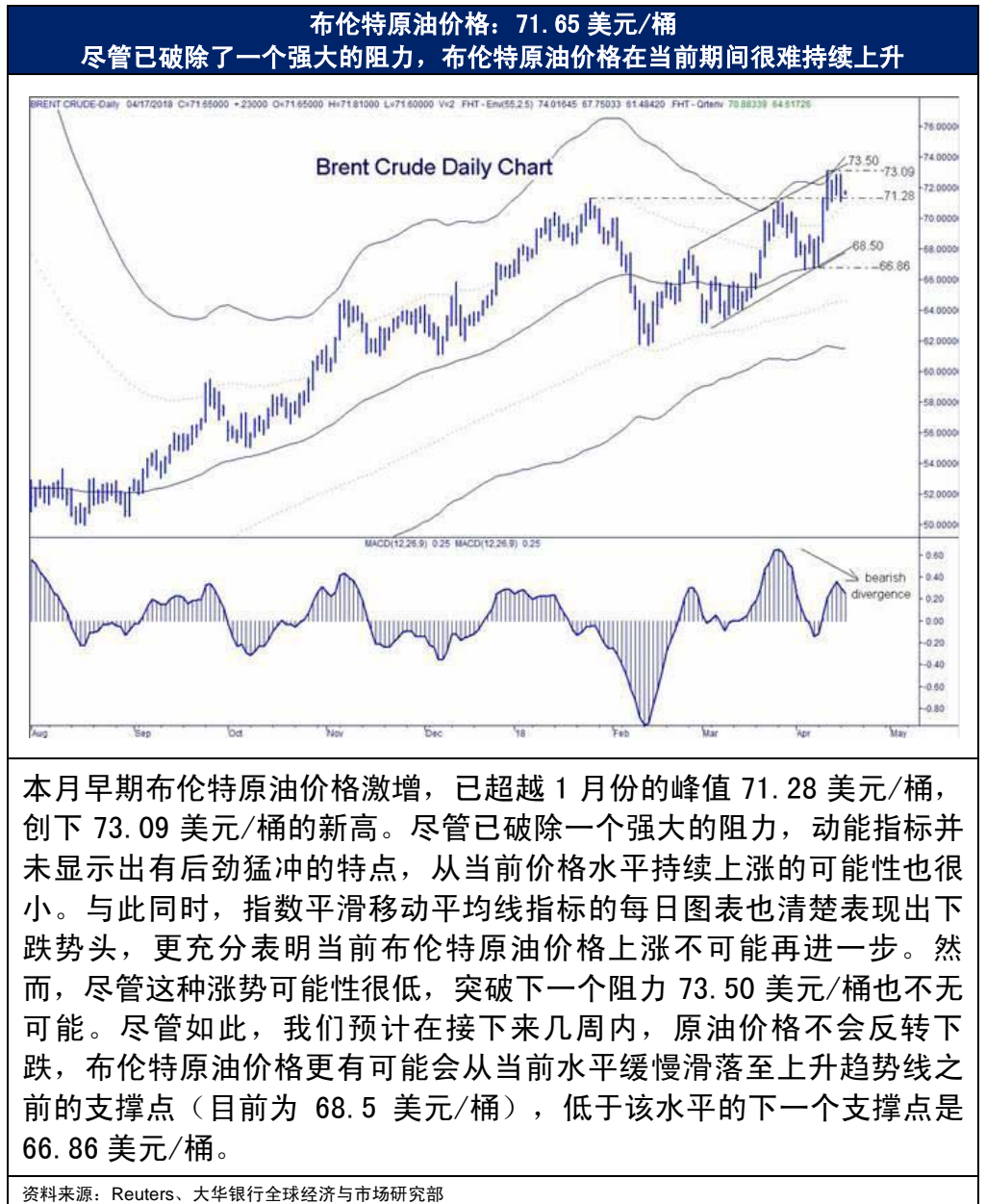
全面考虑之后，我们认为布伦特原油价格将维持在 60 到 70 美元/桶

正面来看，中东地区近期内的地理政治危机很可能使布伦特原油价格在近期内保持 70 美元/桶上方。全球原油库存的减少是另一个关键的正面因素。然而，随着美国原油生产量的持续猛烈增加，石油输出国组织将不再热衷于削减原油产量。值得注意的是，石油输出国组织被要求遵守生产量削减的约定很大一部分缘故在于委内瑞拉原油生产的忽然崩溃。另外，俄罗斯和非石油出口国组织成员并不如石油输出国组织那样服从协议，他们很难实现所提议的生产量削减指标。

总而言之，我们相信当前的地理政治危机一旦平息，布伦特原油价格将很可能降至 70 美元/桶以下，回归到 60 美元/桶至 70 美元/桶之间。达到新高的净多头部位也说明了赚取利润对原油价格带来的潜在风险。鉴于美国原油生产量的猛烈增长，西德克萨斯原油很可能将继续以布伦特原油明确折扣后的价格交易。

对于布伦特原油价格的判断，有两个主要的风险使布伦特原油价格可能会涨至 75 美元/桶左右。首先是中东的地理政治危机进一步扩大升级。5 月中旬，美国应当考虑对伊朗是否实施的制裁。随着叙利亚危机的扩大升级，美国对伊朗实施制裁的可能性也在增长。

其次是即将到来的石油输出国组织 6 月会议，以重审当前原油生产量削减的协议。迄今为止，沙特阿拉伯已通过沙特能源部部长 Khalid al-Falih 最近讲话表态，他们不会“坐视另一次供过于求危机再现”，他们会在会议中提议将削减生产量协定延伸至 2019 年。如果石油输出国组织决定通过这项提议，全球石油库存量将进一步回缩，这对于长远的石油价格无疑有利。



免责声明

本文件来源于大华银行环球经济与市场研究部。大华银行（中国）有限公司（“本行”）经授权予以发布。大华银行（中国）有限公司对本文所含信息的准确性及完整性不作任何保证也不承担任何法律责任。

本文件仅供一般参考之用，研究部和本行不对此承担任何法律责任。本文件不构成针对任何投资产品或者保险产品的要约或者要约邀请，亦不应被视为针对任何投资产品或者保险产品的推荐或建议。

本文件只是基于研究部所获得的且认为可以依赖之信息（研究部和本行并未对其进行核实）而编制的，对于本文件及其内容的完整性和正确性，研究部和本行不作任何陈述或保证。研究部和本行不能保证就任何特定目的而言，本文件内所含信息是准确的、充分的、及时的或者完整的。研究部和本行不应对本文件中所含信息或者观点可能存在的错误、瑕疵或遗漏（无论由于何种原因引起）负责，亦不对您因基于该等信息或者观点而作出的任何决定或行为负责。

本文件中所含任何观点、预测或者针对任何特定事项（包括但不限于国家、市场或者公司）未来事件或者表现的具有预测性质的言论并不具有指导性，并且可能与实际事件或者结果不符。过往业绩不代表其未来表现，不得视为对未来表现的任何承诺或者保证。

本文件所含信息并未考虑任何特定人士的具体投资目的、财务状况或者特定需求。在购买任何投资产品或者保险产品前，请向您的法律、管理、税务、商业、投资、财务及会计顾问咨询。如果您决定不征求该等顾问的意见，您应自行考虑该等投资产品或者保险产品是否适合于您。

本行及附属机构、关联公司、董事、雇员或客户在本文件所述产品或其相关产品、其它金融投资工具或衍生投资产品（“产品”）中可能享有权益，包括进行行销、交易、持有、作为造市者行事、提供金融或咨询服务，或在有关产品公开献售中担任经理或联席经理。本行及附属机构、关联公司、董事或雇员也可能与本文件所述的任何产品提供者拥有联盟或合约的关系，或提供经纪、投资理财或金融服务的其它关系。

未经本行事先书面同意，本文件及其所含任何信息不得被转发或者以其他方式向任何其他人士提供，亦不得被用于其它用途。

公司注册编号 193500026Z

商品研究策略

2018 年 04 月 19 日，星期四