

2019年4月

## 原油價格回升至四個月高位,但進一步上升潛力有限

原油期貨3月下旬連續創下四個月以來的新高位,但上升勢頭跌跌撞撞,每次價格上升之後,隨之而來的便是一輪拋售。

一方面,全球增長前景依舊令人擔心,另一方面石油輸出國組織(OPEC)及其盟友收緊供應,形成有利的供應基本面,兩方面因素導致原油價格起落不定。

中美貿易談判的走勢繼續牽動投資者的情緒,但從日漸增長的樂觀情緒來看,市場認為兩國很快就會達成協議,這已經在原油價格中得到反映。

在撰寫此報告時,兩國定於3月28-29日在北京以及4月1日在華盛頓再舉行兩輪高層對話,預期4月下旬簽署最終協議。

據稱華盛頓和北京都希望盡快達成協議,但即使在談判的最後階段,仍有許多障礙需要掃清。其中一個重要障礙是執行機制,據說兩國之間對此有很大分歧。川普(Trump)在3月20日警告,即使簽署協議,美國仍會保留對價值2500億美元的中國貨物徵收的部分或大部分年度關稅,以確保中國履行其承諾,若果真如此,難免會挫傷兩國恢復友好關係對市場帶來的振奮情緒。

即使兩國同意取消所有關稅,為股市和原油帶來短暫的繁榮,但市場關注點可能很快就會轉移到中國經濟所受到的影響上,假如協議執行不順,市場將密切關注兩國關係是否會再度惡化。

宏觀經濟數據在幾個月內可能繼續令人失望,尤其是中國和歐洲的數據,逃離風險資產的情緒蔚然成風。總而言之,即使中美達成貿易協議,投資者可能仍會保持謹慎,甚至略帶緊張。

美國聯儲局立場陡然轉向溫和,令市場大感意外,主席包威爾(Jerome Powell)在3月20日稱聯儲局將在2019年之前保持利率穩定,同時今年逐步放緩和停止縮減其資產組合。

但市場並未如釋重負,反而哀聲四起,因為聯儲局同時還下調了對美國經濟增長前景的預測。10年美國公債收益率跌破三個月收益率,這種反轉通常被視為美國經濟衰退的預兆。投資者紛紛拋售風險資產,轉投安全港,導致美元反彈升值。

美元最近幾週波動劇烈,但並未對原油造成直接的影響。自今年初以來,美元與原油價格之間一直以來的負相關關係被打破。2019年,美元指數與布倫特原油之間到目前為止實際呈現溫和的正相關關係。

原定於4月17-18日舉行的OPEC/非OPEC產油國組織部長級特別會議被取消。這個決定是在沙烏地和俄羅斯能源部長3月18日於亞塞拜然首都巴庫(Baku)主持的聯合會議上做出,雖然出乎意料,卻又在情理之中。產油國原本有可能在會議上確認將減產持續到6月底,但當時不會有充分的資訊可以對下半年的行動做出決定。下次部長級會議定於6月25-26日在維也納舉行。

沙烏地能源部長法利赫(Khalid al-Falih)最近轉向強硬立場,聲稱石油市場供應過剩,庫存上升,因此OPEC/非OPEC產油國可能繼續每天減產120萬桶,並持續到2019年下半年。

不過,俄羅斯能源部長諾瓦克(Alexander Novak)的立場與之不同,甚至可以說與之相左,他在巴庫對媒體說今年下半年的前景尚難斷言,因為委內瑞拉和伊朗的局勢可能影響石油供應。

3月,美國能源情報署下調了2月份報告中對2019年和2020年國內原油產量的預測。鑑於美國石油鑽井數量自年初以來持續銳減,我們預期還會進一步下調產量預測。

### 本期要點

- 沙烏地阿拉伯強硬立場與俄羅斯溫和立場的博弈。
- OPEC實際減產量比承諾減產量高一倍。
- 美國官員對伊朗制裁豁免問題爭論不休。
- 委內瑞拉產量岌岌可危。
- 能源情報署下調美國產量預測。
- 二疊紀油井數量減少。
- 我們為休斯敦原油提供新的銷售方式。
- 加拿大再次放寬石油減產。
- 圖:原油價格回升來到十字路口。

2019年4月

### 沙烏地阿拉伯強硬立場與俄羅斯溫和立場的博弈

在OPEC內部，沙烏地向來不是「價格強硬派」。這個標籤通常應該貼到委內瑞拉、伊朗、利比亞和阿爾及利亞身上。對於進一步削減產量和提高價格，沙烏地的立場原本一直較為溫和。

沙烏地能源部長法利赫近期轉為強硬立場或許是為了平衡俄羅斯對於減產的溫和立場。它亦說明在這個24個產油國組成的龐大聯盟中，權力格局不斷變化，莫斯科如今成為重要的權力中心。

沙烏地阿拉伯擁有該組織大約三分之一的產能，也是世界唯一的主要調節產油國，很難想象有誰能撼動其作為OPEC事實領導者的地位，但如果在OPEC和非OPEC產油國聯盟內部造成其將控制權拱手讓給俄羅斯的印象，沙烏地無法接受。

這種印象在去年12月尤為明顯，儘管減產已是當時的普遍共識，但OPEC在12月6日的會議上卻無法就減產達成一致，直到翌日俄羅斯帶著其減產提議赴會才一錘定音。

值得一提的是，據稱法利赫希望莫斯科每天減產300,000桶，而俄羅斯部長參加維也納會議時只準備每天減產150,000桶。經過幾小時激辯，法利赫揚言準備退會，不達成任何協議，此時俄羅斯讓步，同意每天減產大約230,000桶，這是一個折衷的中位數。

另外值得一提的是，川普總統已與沙烏地國王沙爾曼(Salman)通電話，而且在勸說OPEC開放產量時，他在推特中單單提到沙烏地，這讓俄羅斯陷入孤立。

沙烏地現時面臨兩股勢力的影響，或打或拉，目的都是要求增加市場的石油供應量，這可能削弱該國作為OPEC領導者的地位，而該國能否掌控2017年1月以來實施的供應管理策略也將受到質疑。

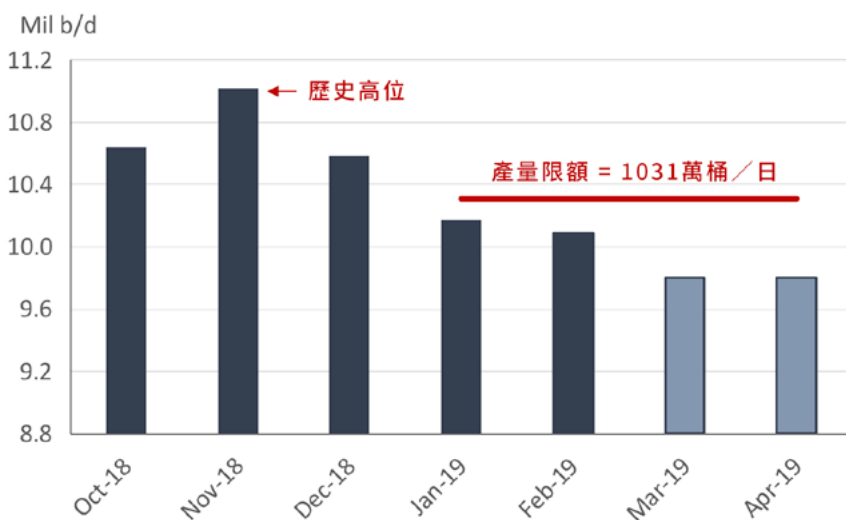
最後，對沙烏地阿拉伯和俄羅斯而言，石油收入對政府預算的重要性有很大不同。

莫斯科2019年對其基準含硫原油烏拉爾(Urals)的平均預算價格為每桶63.40美元，與2018年平均每桶70美元的價格相比有所下降。今年俄聯邦預算盈餘預期為國內生產毛額(GDP)的1.8%。

沙烏地阿拉伯未披露預算石油價格的預測，但據國際貨幣基金估算，原油價格需要達到每桶80-85美元\*，該國才能保持2019年預算平衡。

去年12月，沙爾曼國王公佈2019年的支出計劃為1.11萬億沙烏地里亞爾(合2300億美元)，為史上最高，一舉打破2018年1.03萬億沙烏地里亞爾的記錄。沙烏地阿拉伯的預算赤字預期佔GDP的4.2%，這將是連續第六年保持預算赤字。

### 沙烏地實際減產額高於承諾的減產額



來源：OPEC 10月至2月產量的每月石油市場報告。  
能源部長提到的2019年3月至4月計劃產量。

預算期計2019年石油收入將增長到6620億沙烏地里亞爾，而2018年為6070億沙烏地里亞爾。沙烏地阿拉伯新的生產配額為每天1031萬桶，恰好與2018年的實際平均產量相同。但由於2019年原油價格預期低於2018年，沙烏地今年似乎很難實現更高的石油收入。如果沙烏地阿拉伯保持1月初以來的做法，使產量繼續低於配額，其石油收入更是雪上加霜。

(\*國際貨幣基金採用布倫特、杜拜和WTI原油的簡單平均價格。)

2019年4月

雖然Saudi Aramco的首次公開發售計劃推遲到2021年,但該公司正在準備其首次國際債券發售,目標是在今年第2季度籌資大約100億至150億美元。這筆資金預期可為Aramco收購國內石化巨頭Sabic提供部分資金。和首次公開發售一樣,石油價格將是決定債券發行成敗的關鍵因素。

對於今年下半年的前景,法利赫與諾瓦克的想法相左,這與他們在去年12月的分歧一脈相承,但不表示聯盟內部出現分裂。

如果沒有誠意,俄羅斯不會堅持合作減產如此之久,而且到最後,合作供應管理策略還是得到了總統普丁(Vladimir Putin)和國王沙魯曼的支持。今後雖然難免有意見相左的時候,但他們可以透過談判和折衷來解決。

### OPEC實際減產量比承諾減產量高一倍

去年10月以來的減產量為每天812,000桶,這也是該組織在12月的協定中承諾的減產量,但14個OPEC成員國2月份的減產量遠遠高於該水準。

這是因為伊朗、利比亞和委內瑞拉這個免於減產的國家的產量全部銳減。與去年10月相比,這三個國家的累計減產量為每天100萬桶。

換句話說,與去年10月相比,14個月OPEC成員國2月的減產量為大約每天180萬桶。

12月9日被武裝入侵人員強行關閉的沙拉拉(Sharara)油田3月初重新開工,恢復到每天315,000桶的產量,因此利比亞的產量有望回升,但伊朗和委內瑞拉的產量前景不容樂觀。如果美國從5月開始減少制裁豁免國可向伊朗購買的原油量,同時美國對委內瑞拉的石油制裁重創該國石油行業,則伊朗原油供應量可能顯著減少。

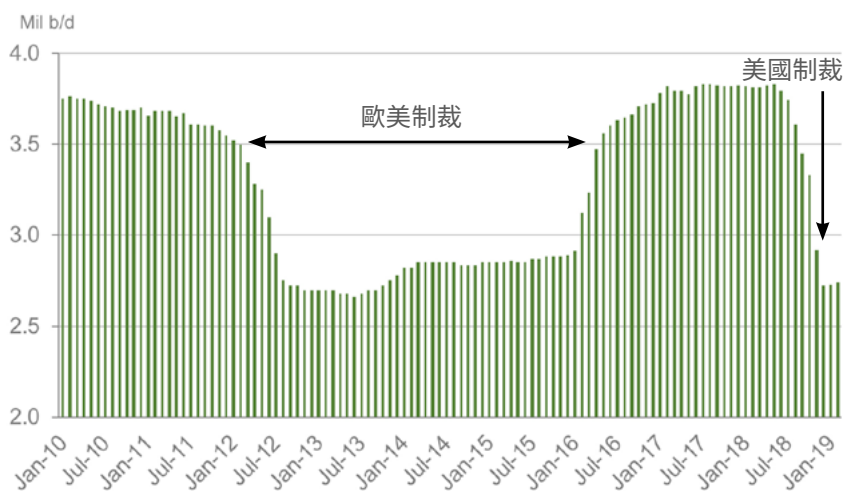
### 美國官員對伊朗制裁豁免問題爭論不休

OPEC要小心行事,避免象去年上半年那樣過度收緊市場,前者曾最終導致其在六個月內兩次採取一百八十度的政策大轉彎。就此而言,它需要格外密切留意委內瑞拉和伊朗的局勢變化。

美國給予伊朗原油進口國的180天豁免將在5月初到期,據稱美國政府已經開始討論展期事宜。中國和印度仍然是伊朗原油最大的買方。

自從美國去年11月對伊朗石油和船運行業實施制裁以來,在八個獲得豁免的國家中,台灣、意大利和希臘這三個地區並未使用該豁免。

### 西方制裁導致伊朗產量處於歷史低位



來源: OPEC每月報告、普氏

與此同時,制裁豁免問題有可能在川普團隊內部引起激烈爭論。據媒體報道,一些強硬派催促美國政府兌現承諾,將伊朗的出口量壓縮為零。這種姿態似乎主要來自美國國家安全顧問波頓(Michael Bolton),他是一位著名的對伊強硬派。

2019年4月

蓬佩奧(Michael Pompeo)領導的國務院警告稱，雖然目前原油價格相對溫和，但如果市場上每天減少100萬桶伊朗石油，可能導致價格暴漲。伊朗問題特別代表胡克(Brian Hook)也在國務院中。

川普政府無法迫使伊朗坐到談判桌前，商討關於伊斯蘭共和國導彈開發和被指資助中東軍事集團的問題，這可能導致華盛頓採取更強硬的姿態，但美國總統顯然也不願意看到國內汽油零售價格暴漲。

OPEC/非OPEC產油國聯盟取消4月的部長級會議說明產油國需要觀望目前對伊制裁豁免失效後會有什麼影響，然後再決定今下半年的產量政策。

### 委內瑞拉產量岌岌可危

在此期間，1月份委內瑞拉政治危機愈演愈烈，已陷入僵局。

加拉加斯(Caracas)的局勢可能繼續拖延幾個月，但隨著該國石油收入萎縮，總統馬杜洛(Nicolas Maduro)四面楚歌，其對權力的掌控可能逐漸削弱。

1月28日受到美國制裁後，國有石油公司PDVSA美國煉油子公司Citgo的資金遭凍結。

與此同時，PDVSA原油出口量日逐萎縮。自實施制裁以來，美國進口的委內瑞拉原油一路銳減，到3月15日這個星期已降至零。根據能源情報署的數據，自2010年中期以來，一個星期沒有進口委內瑞拉石油至少在九年內還是第一次。

委內瑞拉石油部長克維多(Manuel Quevedo)出席了在巴庫舉行的OPEC/非OPEC產油國部長級聯合監督委員會會議，他在3月19日對記者說，該國將努力增加對Rosneft的石油出口量，將原本應該出口到美國的原油出口到俄羅斯。

同時，克維多稱委內瑞拉已暫停對印度出口原油，並補充說他將俄羅斯和中國視為主要市場。克維多部長是OPEC現任主席，他說美國已開始「迫害」和「威脅」委內瑞拉的長期商業合作夥伴。

Rosneft將委內瑞拉的原油和石油產品看成是「貸款換石油」合約的還款，並將其中的部分原油轉讓給印度私營煉油公司Nayara Energy。

據報道，截至2018年底，PDVSA對Rosneft的欠債是23億美元。

Rosneft將如何處置其餘的石油尚不清楚，因為歐洲的精煉廠和交易商也開始抵制委內瑞拉石油。

俄羅斯、中國、土耳其和古巴繼續承認馬杜洛是委內瑞拉的總統，但大部分西方國家均支持反對派領袖和馬杜洛的主要挑戰者瓜伊多(Juan Guaido)。

委內瑞拉2月向OPEC秘書處報告的平均原油產量為每天143萬桶，但獨立的「二手消息來源」認為其產量是每天100萬桶，而OPEC傾向於相信後者。美國已停止對該國供應關鍵的稀釋劑，該國需要這種稀釋劑才能讓濃厚、黏稠的原油在管道中流動。

隨著市場迅速萎縮，委內瑞拉原油無路可銷，庫存不斷積壓增長，彭博(Bloomberg)估計其截至3月21日的庫存為1480萬桶。

2019年4月

### 能源情報署下調美國產量預測, 未來是否會進一步下調?

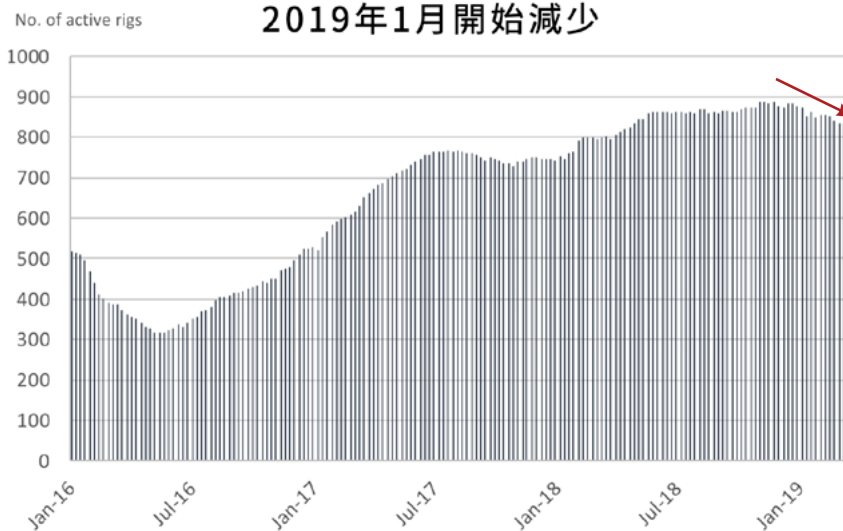
能源情報署下調2019年和2020年美國原油預計產量, 令部分石油市場參與者感到意外。但我們的讀者應該不會感到意外——因為我們已經預測到了這種情況。

貝克休斯(Baker Hughes)每週五發佈的數據幾乎一直在預示美國鑽井數量將減少, 如今這個趨勢已經十分明顯。

我們對該公司每週數據的統計顯示, 美國生產商從今年初到3月22日已經減少61個鑽井, 而去年同期是淨增57個鑽井。

能源情報署在3月的「短期能源前景展望」中稱, 2019年美國平均原油產量將是每天1229萬桶, 與2018年相比每天增長134萬桶。與該機構2月預測的每天1241萬桶產量和每天增長146萬桶相比, 這次預測有所下降。

### 美國鑽井數量: 2018年中期達到高位, 2019年1月開始減少



來源: 貝克休斯每週數據

能源情報署報告稱2月原油產量為每天1188萬桶, 月比每天下降40,000桶, 這使看好頁岩油的人為之一振, 並引起他們的注意。在此之前, 月產量在一年之內只下降過兩次: 2018年12月和5月。

雖然美國頁岩油廠商向來看好其行業前景, 但也不乏冷靜之士一直指出其隱藏的短板。

頁岩油先驅帕帕(Mark Papa)便是其中一位, 他目前是中型生產商Centennial Resource Development的執行長。在3月於休斯敦舉行的CERAWeek大會上, 帕帕強調了妨礙頁岩油增長的主要障礙: 在2015-2016年油價低迷期間, 大多數鑽探商只開採了優質的「1級」地質點, 剩下的是成本效益較低的區域; 導致石油整體回收量減少的父子油井干擾(parent-child well interference)問題仍未解決; 以及投資者需要更高的回報率, 導致中間觀望人士捂緊錢袋。

### 二疊紀油井數量減少

二疊紀地層是推動美國頁岩油和整體原油產量增長的核心, 據能源情報署數據顯示, 在連續31個月高速增長之後, 該地層的鑽井數量在12月首次減少。鑽井數量從11月底的490個減少到12月底的485個。

1月鑽井數量保持穩定, 但2月底降至475個。據我們對每週數據的估算, 3月底可能再次下降。

原油價格在10月第二週暴跌, 鑽井數量隨後在12個月減少。作為美國頁岩油生產商的基準, WTI原油期貨結算價格10月3日從每桶76.41美元的三年高位暴跌, 12月24日跌至每桶42.53美元的18個月低位。

能源情報署的數據顯示, 美國活躍鑽井數量通常會在四個月內對原油價格變動做出反應。鑽井數量變化大約在兩個月內會在產量中得到反映。關鍵是, 美國頁岩油生產商能夠預測原油價格的重大變動, 並迅速做出反應。

2019年4月

### 我們為休斯敦原油提供新的銷售方式

作為紐約商品期貨交易所(NYMEX) WTI原油期貨的大本營,芝加哥商品交易所3月首次舉行WTI米德蘭(Midland)原油貨物的現貨拍賣,這是一種輕質低硫原油,產自巨大的二疊紀盆地。

3月5日舉行電子拍賣,17家國際參與者競拍美國中游廠商Enterprise Product Partners的原油,貨物在休斯敦航道(Houston Ship Channel)碼頭裝船。

嘉能可(Glencore)買到了這批貨物,拍賣價格比4月WTI休斯敦原油期貨(HCL)平均報價溢價每桶46美分。

Enterprise已提供650,000-850,000桶WTI米德蘭原油,並允許買方選擇該範圍之內交易量。有了這項選擇權,買方可靈活選擇在阿芙拉(Aframax)型油輪上裝運貨物,或者與最高可裝運200萬桶原油的極大型油輪(VLCC)進行聯運。極大型油輪需要透過反向過駁進行裝運,因為休斯敦碼頭能夠裝運的最大油輪是阿芙拉型。

WTI原油現貨第二次線上拍賣已定於4月4日舉行。

大多數原油現貨通常在國際現貨市場透過私下雙邊協商進行買賣。少部分現貨透過「採購招標」(buy tender)的方式進行交易,亞洲國有石油公司經常採用這種交易方式,其他銷售方式還有在杜拜商品交易所之類期貨交易所對合約進行現貨結算以及透過普氏收盤價(MOC)程序進行交易。

在期貨交易所拍賣原油現貨相對少見。芝商所擁有杜拜商品交易所的部分股權,後者於2017年首次舉行原油現貨拍賣,此後伊拉克國家石油市場組織(State Oil Marketing Organisation)曾幾次使用這種方式在國際市場銷售伊拉克石油。

### 加拿大再次放寬石油減產

加拿大亞伯達省再次放寬強制性減產,將5月的產量上限提高到每天368萬桶,6月的產量上限提高到每天371萬桶。

由於出口管道容量已達極限,導致庫存積壓,價格下跌,亞伯達省從2019年1月開始對未處理原油和瀝青每天減產325,000桶。

5月和6月每天的減產量分別下調25,000桶,原因是天氣變暖,不再需要那麼多稀釋劑使濃厚、黏稠的原油在管道中流動,釋放了一定的空間。

經過之前幾次下調減產計劃後,總減產量將在6月降至每天減產175,000桶。

這種策略對加拿大來說尚屬首次,在當地生產商中間引起許多爭議。不過,該策略確實導致加拿大原油價格上漲。加拿大國家能源委員會的數據顯示,2月亞伯達省基準加拿大西部精選原油(Western Canadian Select)的平均價格為每桶43.10美元,與美國基準WTI原油的價差縮小到每桶11.91美元,是15個月以來的最窄價格。

去年11月,加拿大西部精選原油創下與WTI原油的史上最大價差,達每桶45.57美元。

國家能源委員會的數據顯示,去年12年,加拿大經由鐵路運輸到美國原油達到每天354,000桶的歷史高位,1月略有下降,為每天325,500桶。儘管鐵路運輸量激增,但在運輸到美國的加拿大原油總量中,鐵路出口量僅佔大約9%。

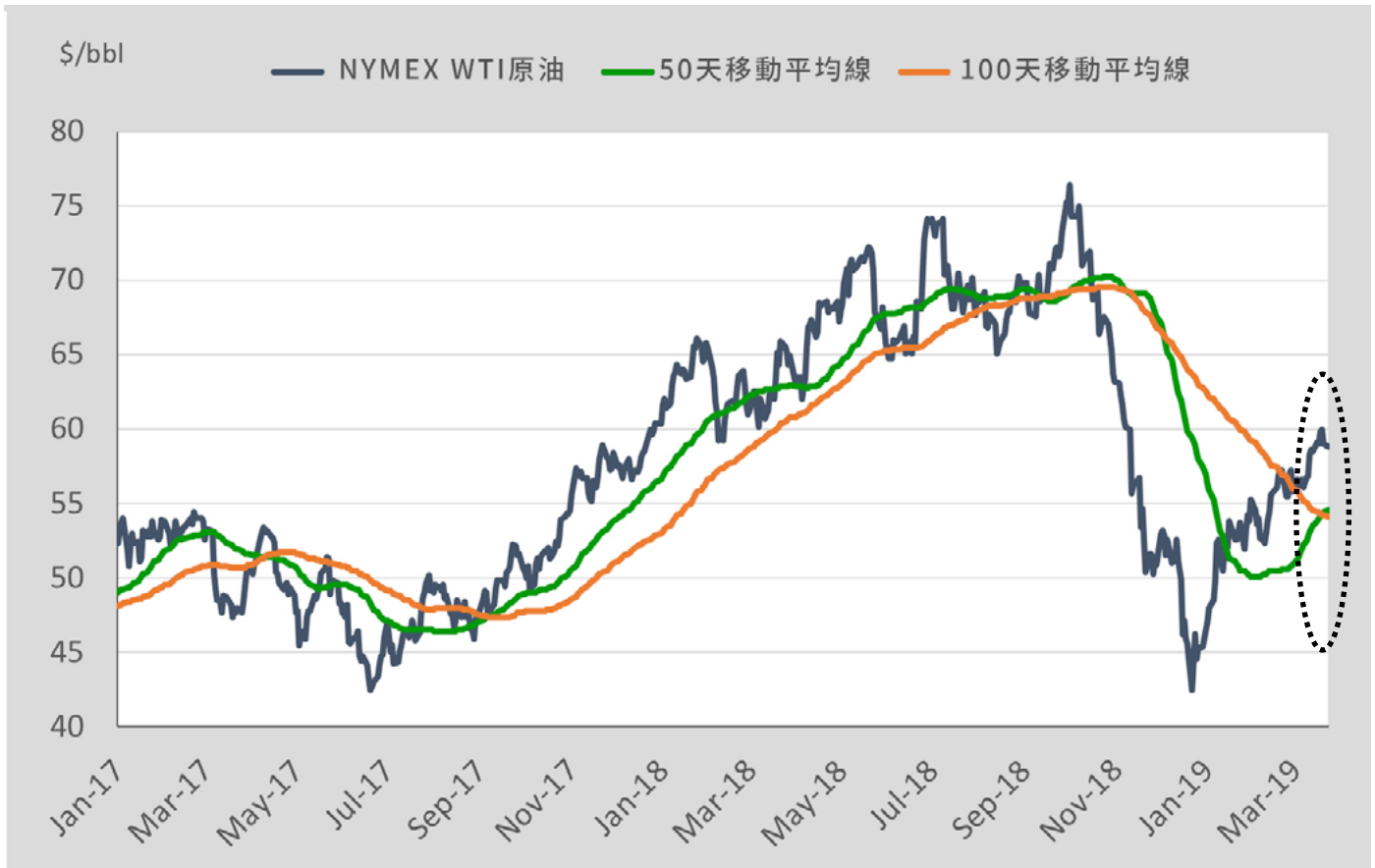
亞伯達省政府已租賃4,400個鐵路車廂,以協助將該省原油運送到美國的煉油廠。該計劃的鐵路運輸定於7月開始,運輸量為每天20,000桶,到2020年上升到每天120,000桶。

2019年4月

### 原油價格回升來到十字路口

原油價格回升，連續創下四個月以來的高位，從我們對移動平均線的分析來看（移動平均線通常用來評估價格走向和動量的變化），目前已來到不進則退的拐點。3月21日，即月NYMEX WTI原油期貨的50天移動平均線已高於100天移動平均線，自12月6日兩者關係反轉以來這還是第一次。這種關係稱為「黃金交叉」(golden cross)，對市場來說通常是買入訊號，但有時並不靈驗。當價格呈上行趨勢時，50天移動平均線或100天移動平均線也可以在下跌時起到支撐作用。對WTI原油而言，50天移動平均線的支撐位為大約每桶54.33美元。

圖表數據來源：芝商所(NYMEX WTI)



[@VandanaHari\\_SG](#)

反饋

<http://vandainsights.com/>

[Vanda Insights](#)

免責聲明：此處表達的觀點和意見僅供參考，並非出售或購買任何實物商品或金融工具的要約或招攬。觀點及分析是以撰寫本文時可獲得的可靠公共訊息為依據。未經Vanda Insights事先書面許可，本報告及其內容的部分或全部均不得複印，重新分發或複製。