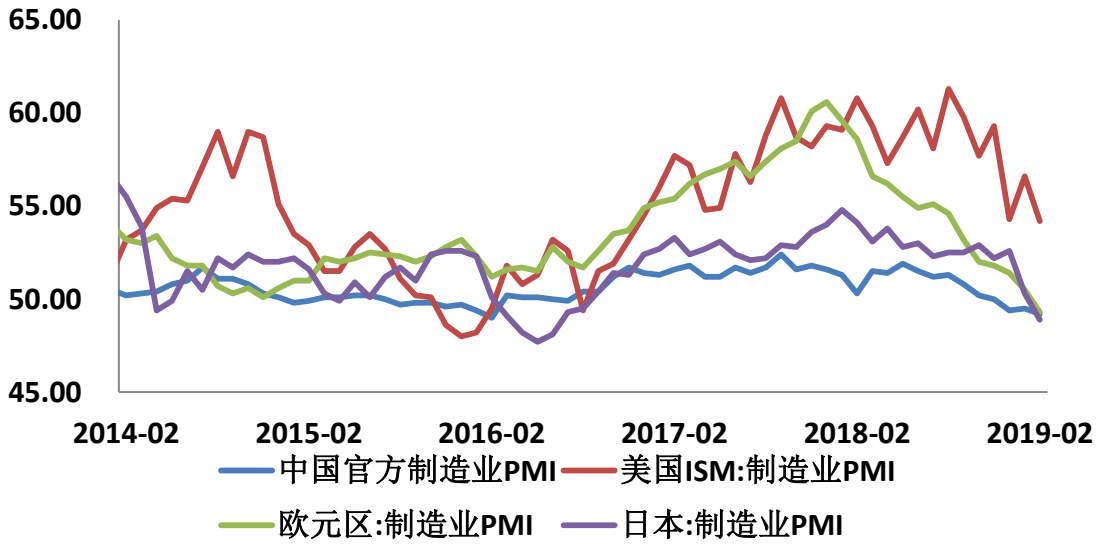
原油短期或面临调整

今年以来原油市场震荡上行，我们认为主要是受到市场风险偏好提升以及 OPEC 坚决执行减产两方面提振。但目前市场风险偏好存在转向可能，并且美国增产，利比亚、加拿大等国恢复生产一定程度削弱 OPEC 减产效果，原油短期或面临调整。

市场风险偏好提升的效果体现为原油、欧美股市等风险类资产展开反弹，去年四季度以来原油与标普 500 指数走势高度相关。市场风险偏好提升主要是由于中美经贸磋商进展顺利以及美联储货币政策边际宽松。中美第七轮经贸高级别磋商取得实质性进展，美方已延后对华加征关税，未来双方在技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、服务业、农业以及汇率等方面的具体问题上或将达成协议。3 月底的“习特会”或将是中美贸易谈判的下一个重要时间窗口。另一方面美联储货币政策明显转鸽。最新的 FOMC 会议纪要显示，“几乎所有的与会者都同意宣布美联储的缩表计划将在年内不久之后停止”，并承诺对进一步加息有耐心，大超市场预期。市场此前对于加息的忧虑已完全化解。“美联储观察”显示，全年维持利率不变的概率为 82.9%，降息一次的概率为 16.1%。此外，3 月初欧央行也发表超预期鸽派利率决议，标志着全球货币政策正式转向。

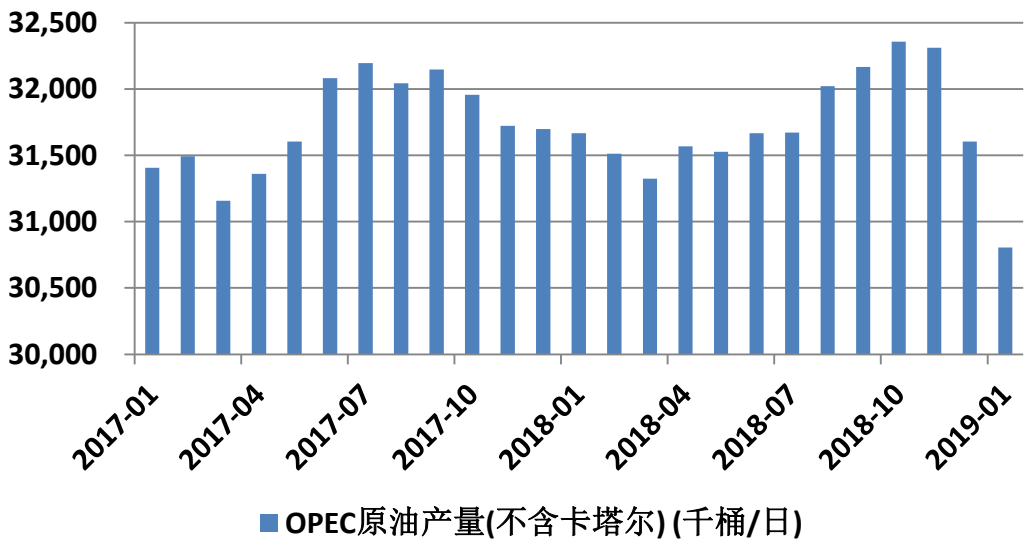
图 1 全球主要经济体制造业 PMI



数据来源：WIND 国元期货

但是我们认为市场风险偏好存在阶段性转向可能，从而拖累原油短期价格。一方面中美经贸磋商进展顺利已基本被市场消化，后续难以进一步提振市场，中美经贸达成协议后市场可能出现“买预期，卖事实”的表现。另一方面，全球主要经济体制造业 PMI 今年以来显著下行，经济放缓预期或将延续。美国 2 月 ISM 制造业指数 54.2，大幅不及预期及前值，创 2 年新低，且新订单指数和就业指数均下降明显，最新非农数据也大幅不及预期，美国经济出现拐点是大概率事件。欧元区、日本与中国制造业 PMI 已下滑至荣枯线以下。美国欲征汽车关税和本月英国脱欧高度不确定性正在加大欧元区经济下行风险。船舶和半导体生产设备出口下降，国内外订单减少则是日本出口和制造业 PMI 下滑的主要原因。中国 2 月官方制造业 PMI 49.2，连续第三个月位于枯荣线下方，其中生产指数和新出口订单指数双双创下 2009 年以来的新低，这里有春节扰动的因素，但更重要的则是在全球经济增长势头减弱和贸易保护主义加剧的影响下，对外贸易压力较大。全球经济放缓的进一步确认也将改变市场风险偏好，美股近期反弹趋势已有终结迹象值得警惕。经济放缓也将拖累原油需求，粗略估计全球经济每调降 0.1 个百分点，将影响原油需求 10 万桶/日。

图 2 OPEC 原油产量

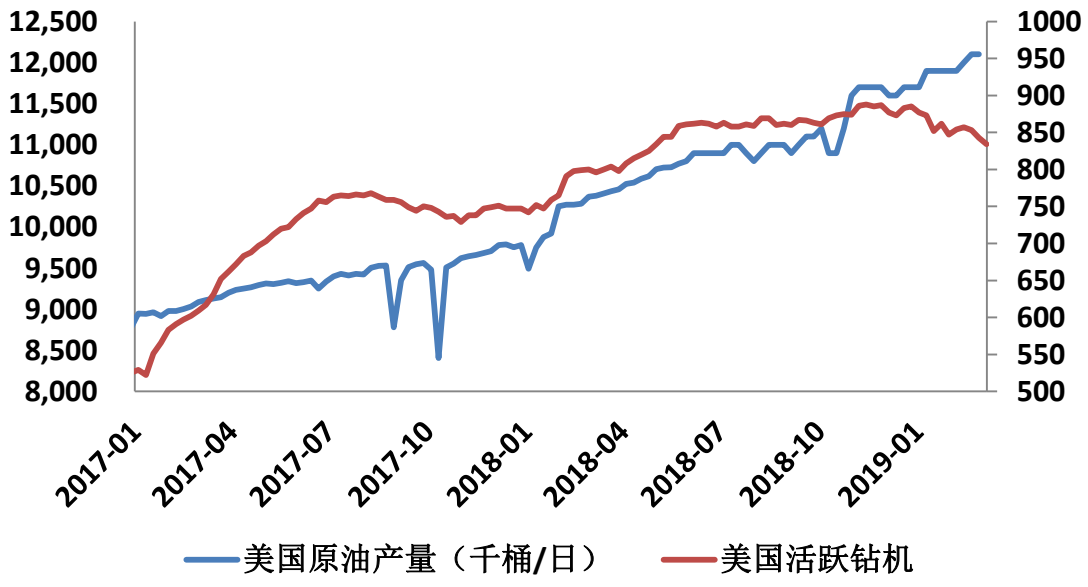


数据来源：OPEC 国元期货

原油供应端来看，OPEC 减产非常积极，沙特贡献巨大，委内瑞拉、伊朗后续供应不确定性较大。OPEC 1 月产量环比减少 80 万桶/日至 3081 万桶/日。其中沙特贡献了 35 万桶/日的减产幅度，其产量降至 1021 万桶/日，此前沙特能源部长表示将在 3 月份继续减产至 980 万桶/日。阿联酋、科威

特等OPEC重要成员国此次减产执行效率也接近100%。彭博的初步统计显示，14个OPEC产油国2月合计产量进一步降至3050万桶/日，已经低于承诺减产目标3060万桶/日，其中参与减产的11个成员国减产执行率为108%。此外委内瑞拉由于美国对其实施经济制裁，其难以获得石脑油等重油稀释剂将影响原油产出，并且交易支付、租船等贸易环节受阻使其出口大幅下滑。目前委内瑞拉浮仓快速增加，仓储接近极限后将进一步倒逼产量下滑。委内瑞拉原油产量已经在2月下降16万桶/日至107万桶/日，为2003年大罢工以来的最低水平。伊朗同样是受到美国的经济制裁影响，其2月产量环比下降9万桶/日至265万桶/日，为2013年以来最低水平。5月初缓冲期结束后美国是否继续豁免印度等国对伊朗原油的进口以及额度是关键问题，据悉印度正与美国就此事进行商谈。另据路透社报道，OPEC不会在4月会议上做出任何产油政策的决定，更有可能6月决定，并且最有可能的决定是将OPEC+减产延长到今年末，但如果委内瑞拉、伊朗等国产出下降，OPEC也可能讨论放宽减产限制。总体而言，根据EIA、IEA、OPEC等机构预估，OPEC 3050万桶/日的产量将使全球供需达到相对平衡。但OPEC在此基础上进一步降低产量概率较小，为了保价而失去份额难以平衡各减产成员国之间的利益分配，并不是长久之计。

图 3 美国原油产量与活跃钻机数



数据来源：WIND 贝克休斯 国元期货

美国页岩油继续保持快速增产。EIA 2月短期能源展望将美国2019年原油产量预估调增至1240万桶/日，较去年增加150万桶/日。IEA、OPEC

也在 2 月份月报中上调了美国今年产量预估，显示了美国页岩油产量增长的韧性。EIA 周报显示，截至 3 月 1 日当周，美国国内原油产量持平于 1210 万桶/日的历史高位。去年美国已超越沙特、俄罗斯成为最大的原油生产国。3 月 5 日，雪佛龙表示在未来 5 年其在二叠纪盆地的油气产量将增加一倍至 90 万桶/日，比之前的计划增加了 40%；埃克森美孚也在同日表示，计划最早在 2024 年之前将其二叠纪盆地油气产量提高至 100 万桶/日。BP、壳牌等国际石油巨头也在重点关注这一美国页岩油最重要产区。然而近期美国石油活跃钻机数连续 3 周下降，需持续关注，可能预示着未来产量增速不及预期。美国对原油的影响还体现在地缘政治方面，比如对委内瑞拉和伊朗的制裁，不过不久前在推特上抱怨油价太高的特朗普并不希望这些制裁造成供需过紧，一方面其可以寻求沙特的帮助，另一方面可以通过某种程度的豁免降低影响。

其他方面，利比亚最大油田沙拉拉油田正在逐步恢复生产；库存下滑后加拿大阿尔伯塔省也于 2 月开始增加产量，这都将一定程度削弱 OPEC 减产效果。俄罗斯表示将于 3 月加快减产步伐，不过以往其渐进式减产的步伐都偏缓慢。

我们认为当前市场情绪偏乐观，但中美经贸达成协议后市场可能出现“买预期，卖事实”的表现，尤其当市场重新关注经济下行压力之时。中长期来看委内瑞拉、伊朗供应的不确定性是最大的上行风险，不过美国、OPEC+有能力动态调节市场平衡。以目前 OPEC 的减产幅度来看全球供需相对平衡，但其进一步减产空间已较为有限，俄罗斯方面则有搭便车的可能。我们认为原油市场短期或面临调整，中长期相对平衡，但仍要看各方博弈具体结果。