



美国原油短期产量与价格关系

联系人 吴晨曦
电子邮箱 chenxi.wu@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

主要观点

大多数石油生产国通过对冲来保护自己免受低油价的风险。虽然有几种策略，但最简单的套期保值发生在当石油生产商确认期货市场(也称为期货曲线)的价格时,生产商认为该价格超过了可能发生的价格。生产商通过今天出售期货合约来对冲,以“锁定”未来某个特定日期可能更高的价格。考虑到只有少数生产商会在油价上涨的情况下维持较高的生产活动水平,而且钻探和生产之间存在固有的滞后,美国供应对更多供应中断和油价上涨的反应至少在未来两个季度不会出现。也就是说,美国短期石油产量未必会持续上升。

9月14日，沙特阿拉伯 Abqaiq 原油加工设施和 Khurais 油田遭受袭击后，基准布伦特原油价格在海外市场飙升了19%。自那以来，油价回落后起起伏伏，但投资者现在对可能推高油价的紧张局势升级保持警惕。

如果未来几个月油价进一步攀升，政策制定者、消费者和市场参与者可能会怀疑，美国页岩勘探和生产公司是否会以提高石油产量作为回应。但是这篇报告试图得到的结论是，“并不会”。

投资者的需求迫使勘探与生产行业将重点放在回报上，而非产量增长上。如果年底前油价上涨成为现实，那么页岩气公司就有机会对冲2020年的产量(锁定更高的价格)，提前实现自由现金流目标，而不是提高产量目标。

由于油价前景走强，一些私营石油生产商未来几个月可能会加大开采量，但近期油价上涨对美国石油产量增长的总体影响应该是微乎其微的。研究表明，油价上涨在短期未必推动产量上涨。进而我们可以了解到，产量上涨带来的油价下跌的负反馈也会滞后。

一、套期保值环境改善

大多数石油生产国通过对冲来保护自己免受低油价的风险。虽然有几种策略，但最简单的套期保值发生在当石油生产商确认期货市场(也称为期货曲线)的价格时，生产商认为该价格超过了可能发生的价格。生产商通过今天出售期货合约来对冲，以“锁定”未来某个特定日期可能更高的价格。

截至第二季末，美国石油生产商的远期对冲合约较上年同期水准减少25%。据说估计，2020年只有8%的产量是由大型勘探和生产企业(市值超过100亿美元的企业)进行对冲。

根据第二季度的盈利电话会议和投资者报告，大多数页岩油公司都要求基准WTI原油价格在每桶50美元至55美元之间，才能在2020年实现盈利，即实现正的自由现金流。如果市场开始对明年恶化的经济环境进行定价(在此期间，WTI价格可能会低于这一区间)，那么在2020年锁定这一区间将变得至关重要。

在2019年第三季度的大部分时间里，问题是2020年的期货曲线只短暂突破了50美元至55美元的区间。随着9月中旬油价的飙升，页岩气公司获得了为明年对冲风险的另一个机会。根据达拉斯联储的研究，许多勘探开发公司似乎就是这么做的(图1)。

图表1 2020年预期期货平均价格



数据来源: Bloomberg, 铜冠金源期货整理

达拉斯联储认为, 如果一些页岩气企业能够通过 60 美元左右的美元的对冲, 从而保护 2020 年的产量和现金流, 那么美国页岩气产量在明年每天增长 60 万桶以内的产量是可以得到保障的。这个角度看来, 原油在中长期产量的增长是可以确定的。

二、增加现金流

另一方面, 自 2017 年底以来, 勘探开发行业已转向以回报为中心的商业模式, 更多强调利润等财务指标, 而不是加速产量增长以寻求更多融资。在此之前, 即使页岩气公司的支出超过了现金流, 投资者也会因为它们增加了产量而给予奖励——就像投资者对待一些互联网初创企业那样。现在, Wework 等公司融资泡沫破灭以来, 投资者要求勘探开发公司表现出更多的支出克制, 并产生正的自由现金流; 产量增长不像以前那样是优先考虑的事情。

面对如果油价飙升将如何应对的问题, 过去一年多数勘探开发管理团队表示, 他们不会增加支出或提高产量目标, 而是更愿意获得更高的收入。

这可能是大多数大型上市页岩气公司的反应; 投资者会抛售大多数宣布增加支出的公司。更高的收入可能将用于偿还债务, 并通过支付(或增加)股息和股票回购向投资者返还资金。

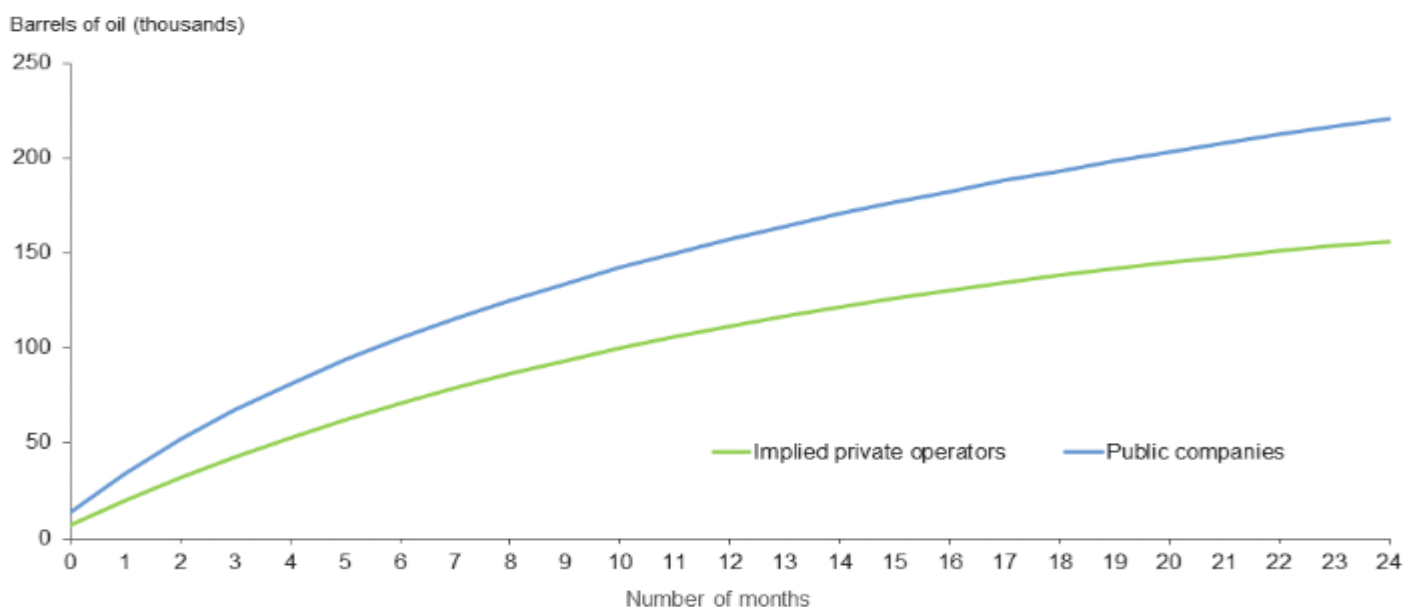
假设页岩气公司持有更大的对冲组合, 油价在年底前一路攀升, 那么到 2020 年, 在自由现金流的基础上, 大多数公司的处境应该会比此前预期的要好。此外, 随着页岩气公司提高派息, 要兑现这些承诺, 就需要更稳定、更不易受油价波动影响的现金流。在市场上激进的对冲有助于实现这一目标。

三、规模较小的运营商进行更多的钻探

尽管大型勘探开发公司面临投资者压力,但一些小型和私营公司更有可能通过提高产量目标来应对价格上涨。它们不受公开股票市场的约束,将石油储备作为获得信贷的抵押品;这迫使许多公司通过产量实现增长,这是页岩油运营商的传统做法。

其中一些公司可能将价格上涨(如果持续下去)视为提高产量的机会。然而,它们对美国供应的贡献在未来几年将会下降,因为它们通常拥有较少的面积,而且与典型的大型运营商相比,它们的资金更加有限(见图 2)。

图表 2 二叠纪水平井平均累计产量



数据来源: Barclays, 铜冠金源期货整理

即使一些公司决定增加钻探支出,也需要几个月的时间才能对供应产生影响。数据表明,二叠纪盆地的水平井从钻井开始到投产平均需要 4 到 6 个月的时间。一个尚未完成的油井可能需要一到三个月的时间才能投入生产。

虽然有部分公司会随着油价上涨而增加勘探从而可能增加未来的产量,但主要都是小公司,难以对市场产生较大影响。

四、小结

如果不相信在可预见的未来油价将继续上涨,没有哪家公司会加快支出和生产活动。考虑到只有少数生产商会在油价上涨的情况下维持较高的生产活动水平,而且钻探和生产之间存在固有的滞后,美国供应对更多供应中断和油价上涨的反应至少在未来两个季度不会出现。换言之,油价上涨可能在远期带来产量的增长,在短期不会带来产量的额外增长。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海期货大厦营业部

上海市浦东新区松林路 300 号
1803、2104B 室
电话：021-68400688



深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。