



华泰期货有限公司
HUATAI FUTURES CO., LTD.



委内瑞拉债务违约风险上升，油市持续升温

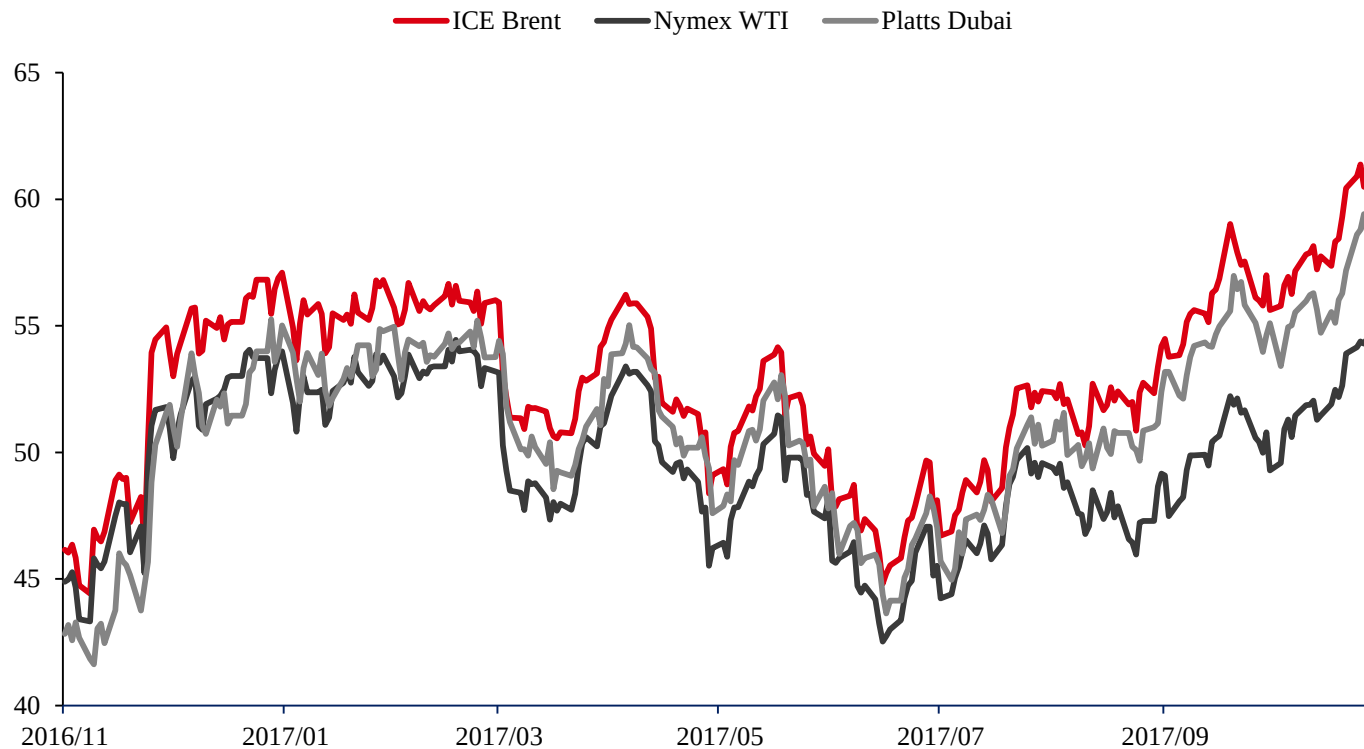
2017年11月5日

华泰期货 原油策略部 潘翔

受地缘政治局势影响，油价延续上涨

三大基准原油近一年走势

单位：美元/桶



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

评级遭下调，委内瑞拉债务危机升温

- ◆ 本周五，国际信用评级机构惠誉宣布，将已属垃圾级的委内瑞拉长期本外币发行人违约评级（IDR）降至C。今年8月末，惠誉才将委内瑞拉评级降至CC。惠誉称，下调委内瑞拉长期外币违约评级体现出，委内瑞拉可以追求重新谈判主权外部债务义务。本周五该国所宣布的立场加大了债务违约的可能性。
- ◆ 惠誉公布决定后不久，还是在美国时间周五，另一国际评级机构标准普尔也宣布，将垃圾级的委内瑞拉主权信用评级由CCC降至CC，并将其前景展望纳入负面观察名单。标准普尔称，纳入负面观察名单体现出，委内瑞拉未来三个月发生债务违约的概率为50%。过去几年来，受石油价格崩溃和美国制裁影响，委内瑞拉靠借债度日，该国政府和国有石油巨头“委内瑞拉石油公司”（PDVSA）累计欠下了约1000亿美元的债务。
- ◆ 当地时间周四，PDVSA偿还了一笔11亿美元的债务，以避免违约。当天，委内瑞拉总统马杜罗(Nicolas Maduro)在一场电视演讲中表示，这笔还款对于一个只有100亿美元现金储备的国家来说是一笔巨款，“但是在这笔付款之后，从今天起，我命令再融资并重组外债。”

未来委内瑞拉发生债务违约的概率仍大

Table 3: Venezuela and PDVSA interest and principal coming due by date and source bond

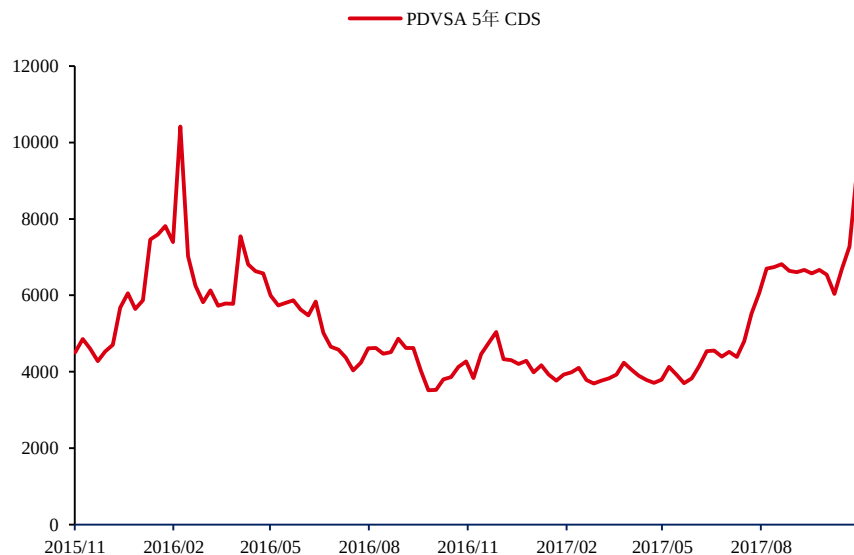
	Date	Venz (US\$ mn)	PDVSA (US\$ mn)	By month	Bond
October	10/10/2017	0	0		Elecar 18s
	10/12/2017	0	122		PDV27, PDV37
	10/13/2017	200	0		Rep 19s, Rep 24s
	10/21/2017	237	0		Rep 25s, Rep 26s
	10/27/2017	0	985		PDV20 (Amort)
	10/28/2017	0	90	1634	PDV22N
November	11/2/2017	0	1169		PDV17N (Principal)
	11/7/2017	183	0		Rep 23s, Rep 28s
	11/15/2017	0	135		PDV26
	11/16/2017	0	150		PDV24
	11/17/2017	0	254	1891	PDV21, PDV35
December	12/1/2017	35	0		Rep 18Ns
	12/9/2017	45	0		Rep 20s
	12/20/2017				CDS maturity
	12/29/2017	163	0	243	Rep 36s
January	1/13/2018	70	0	70	Rep 34s
February	2/5/2018	251	0		Rep 31s
	2/15/2018	72	0		Rep 18s
	2/17/2018	0	191		PDV22
	2/23/2018	191	0		Rep 22s
March	3/15/2018	185	0		Rep 27s
	3/20/2018				CDS maturity
	3/30/2018	44	0	229	Rep 38s
April	4/10/2018	0	0		Elecar 18s (Principal)
	4/12/2018	0	122		PDV27, PDV37
	4/13/2018	200	0		Rep 19s, Rep 24s
	4/21/2018	237	0		Rep 25s, Rep 26s
	4/27/2018	0	107		PDV20
	4/28/2018	0	90	756	PDV22N
May	5/7/2018	183	0		Rep 23s, Rep 28s
	5/15/2018	0	135		PDV26
	5/16/2018	0	150		PDV24
	5/17/2018	0	254	721	PDV21, PDV35
June	6/1/2018	35	0		Rep 18Ns
	6/9/2018	45	0		Rep 20s
	6/20/2018				CDS maturity
	6/29/2018	163	0	243	Rep 36s

- ◆ 虽然委内瑞拉目前已经在10月28日以及11月2日到期以前分别偿还了8.42亿以及11.7亿美元的外债本金，但目前仍有8亿美元的利息逾期
- ◆ 11月委国政府以及国家石油公司PDVSA仍有近7亿美元的债务到期
- ◆ 据测算，目前委内瑞拉政府以及PDVSA总计仍有1430亿美元的外债，其中约520亿美元的债券就，目前委内瑞拉的外汇储备仅100亿美元
- ◆ 中国与俄罗斯表示不愿意提供进一步贷款
- ◆ 美国金融制裁将限制委国与债权人进行债务重组的空间，加剧债务违约的风险

委内瑞拉信用违约掉期（CDS）飙升

PDVSA 5年CDS表现

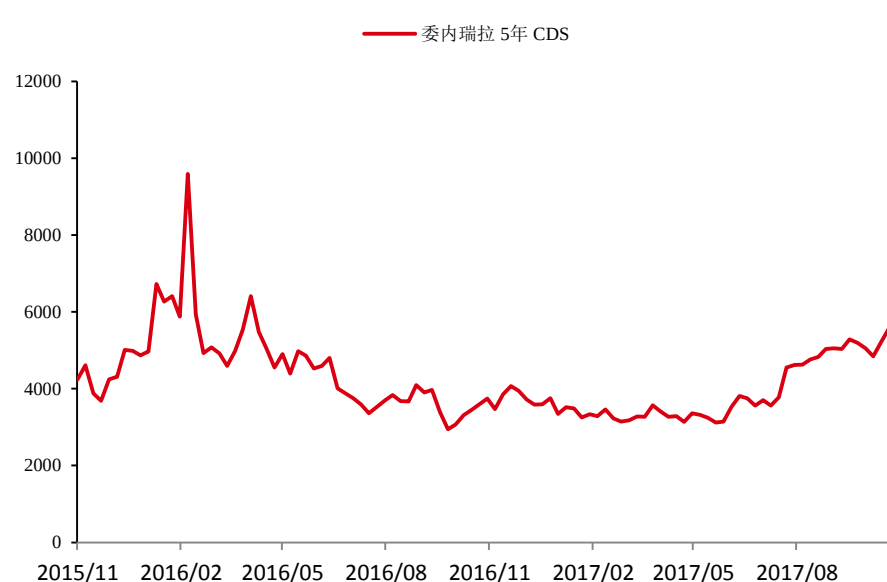
单位：基点



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

委内瑞拉政府5年CDS表现

单位：基点



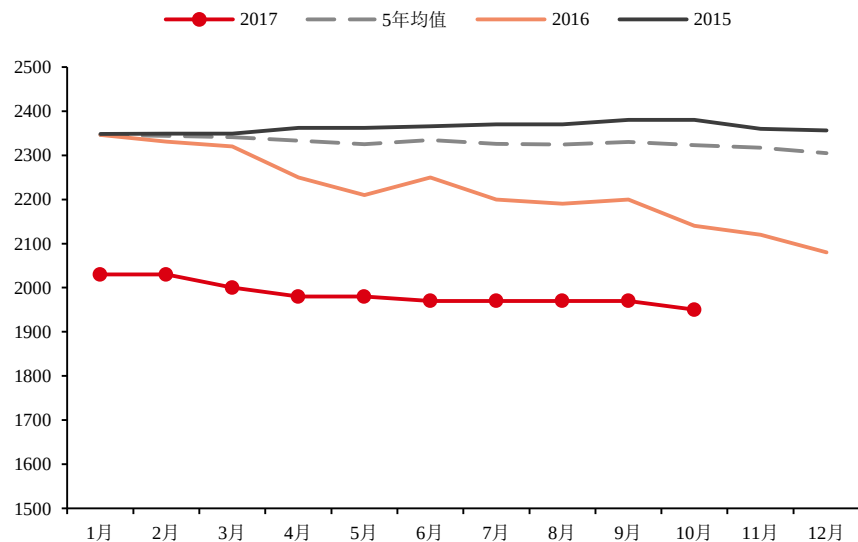
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

- ◆ **对石油贸易的影响**：如果发生实际债务违约，债权人可能会尝试扣押委国的原油货物，因此与委国进行原油贸易将面临极大的风险，由于面临损失货权的风险，因此预计买家获得银行信用证也变得极为困难，此外，在美国司法管辖区以内的港口停留也有可能受到法律制裁，因此如果正式违约，预计石油贸易将转移到一些可以承担风险的中介机构上面。
- ◆ **对原油产量的影响**：即使发生债务违约，预计产量受影响有限，因为目前委国近60%的产量已被中国和俄罗斯控制，以支付其石油还贷款协议，但由于缺乏新投资以及老油田减产，10月委国原油产量持续下滑至180万桶/日，预计明年继续下降至165万桶/日，对于出口来说，对美出口首当其冲，自7月以来已经下滑25万桶/日至30万桶/日，对中国和印度出口维持稳定，如果债务违约，预计对美出口还会进一步下降。
- ◆ **对成品油的影响**：由于委瑞内拉国内炼厂设备缺乏维护导致其需要进口美国成品油，而违约与制裁将导致贸易受阻，不排除后期马杜罗将采取成品油市场价格管制，同时违约可能导致其国内需求下滑。

委内瑞拉原油产量与出口量

委内瑞拉原油产量

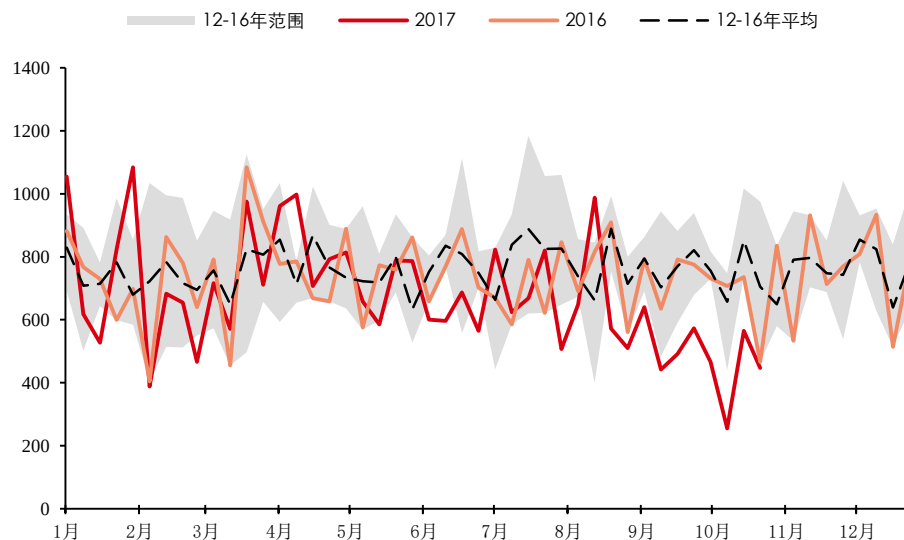
单位：万桶/日



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

委内瑞拉对美国原油出口量

单位：万桶/日

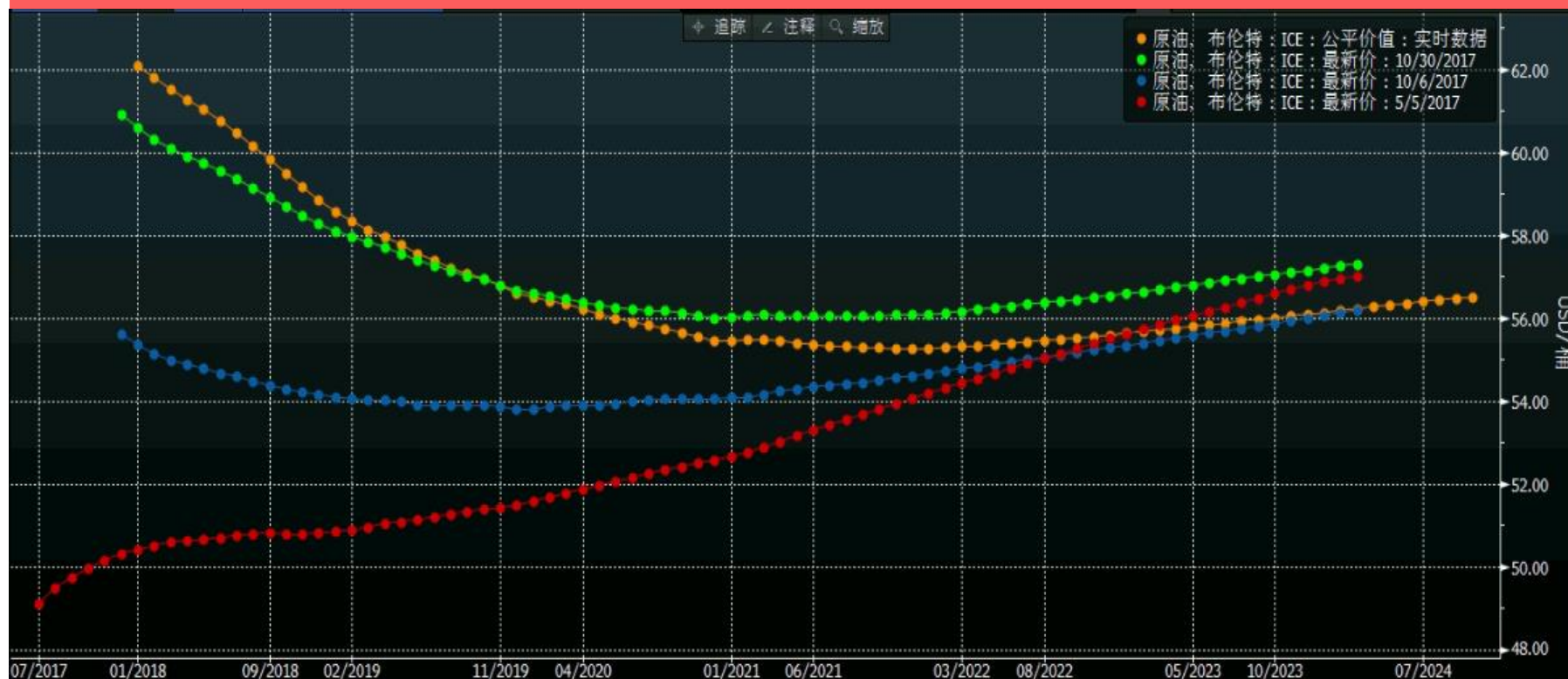


数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

布伦特近月升水继续扩大

ICE Brent远期曲线

单位：美元/桶

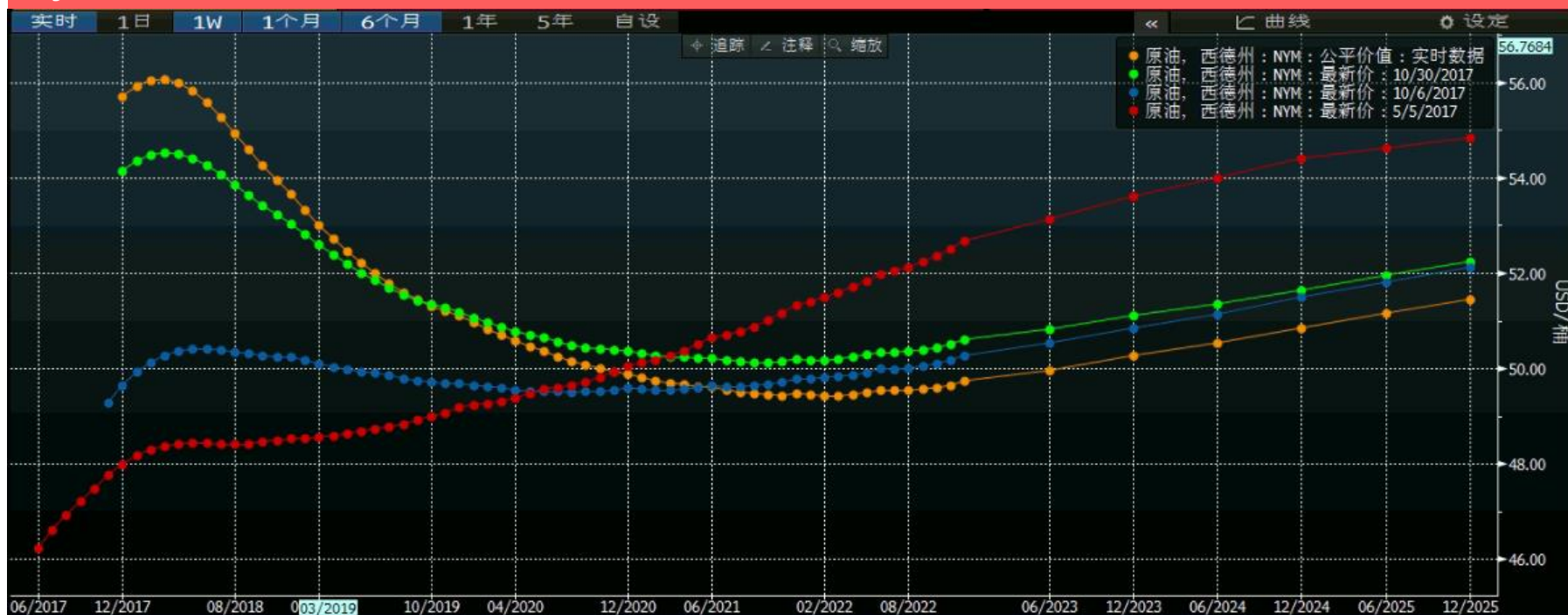


数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

WTI远期曲线近端仍维持贴水

Nymex WTI远期曲线

单位：美元/桶



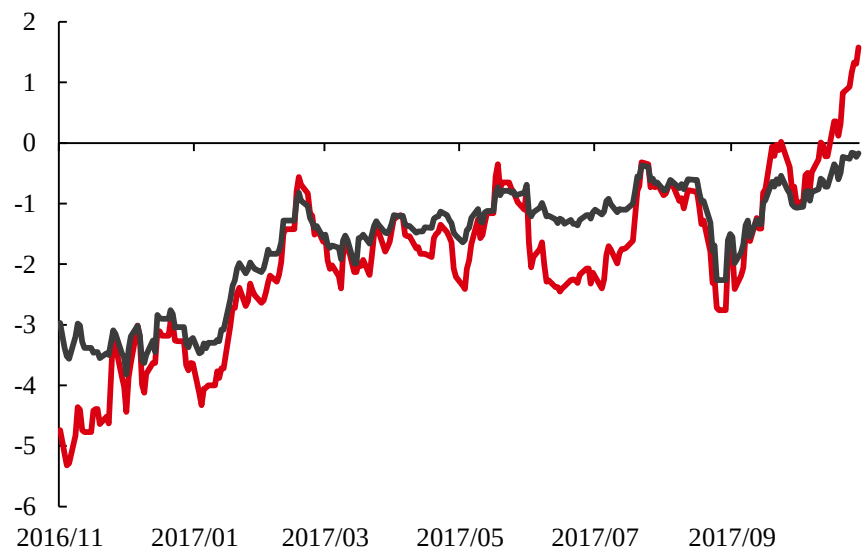
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

原油远月跨期价差持续飙升

WTI跨月价差

单位：美元/桶

— WTI1-12行价差 — WTI1-6行价差

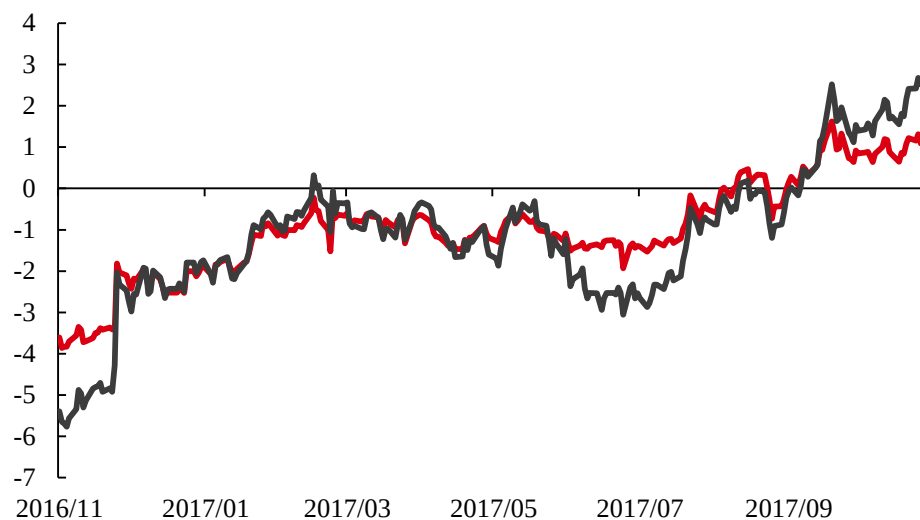


数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

Brent跨月价差

单位：美元/桶

— Brent1-6行价差

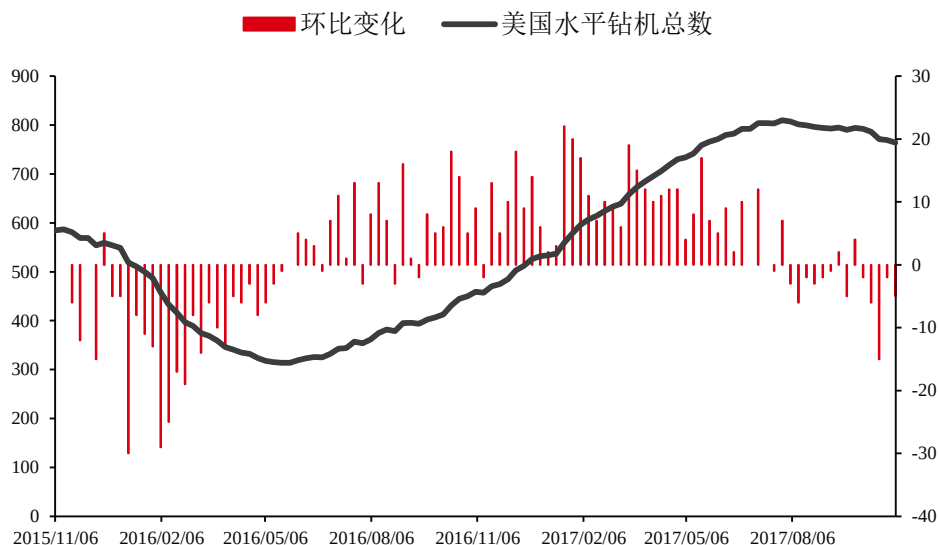


数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

钻机数量增速放缓

美国水平钻机数量

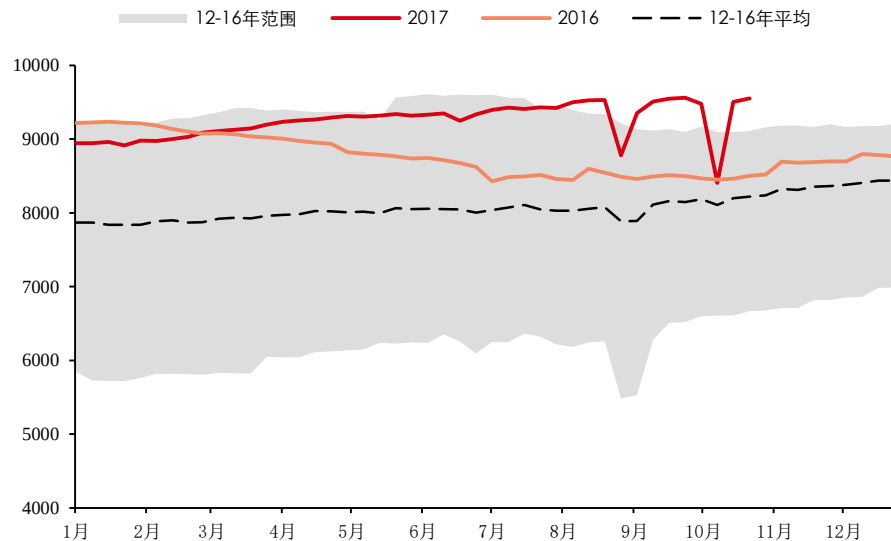
单位：台



数据来源：贝克休斯 华泰期货研究院

美国原油产量

单位：千桶/日



数据来源：EIA 华泰期货研究院

谢谢！