



中粮期货有限公司
中粮集团成员企业

中粮期货 增您所托⁺
WE GROW WHAT YOU ENTRUST

原油季报：多空因素均边际减弱 拐点或在下季出现

2019/03/29

原油季报

研究院

- 本季市场要闻回顾：（1）OPEC 总产量每天已经减少至 3050 万桶/天。由于遭到多国制裁，委内瑞拉目前产量略高于 100 万桶/日，约为两年前的一半。沙特 2 月产量 1010 万桶/日。（2）1 月 23 日，委内瑞拉国内发生动乱。反对派领导人、议会主席瓜伊多自封“总统”并获得美及多数西方国家承认。（3）美国一季度产量预估由 1170 万桶/日升至 1210 万桶/日，创出新高。
- 核心因素：（1）OPEC+组织减产执行情况。虽然一季度权威报告产量数据频现利多，但目前市场对减产的交易已经接近尾声，难以出现超预期因素，关注油价高位后减产的执行情况。（2）委内瑞拉、伊朗地缘问题。委内瑞拉局势摇摆，产量的减少已经在近期数据开始体现，如果国内局势彻底失控，对油价短期刺激力度可能较大。另需关注接近豁免期限时美国是否可能改变对伊朗制裁相关豁免条款带来多头炒作机会。（3）美国基本面利空的边际好转。3 月的季节性累库没有出现，前期油价下跌对美国产量的影响开始显现，产量同比增速将逐步下降，利空效应大幅减弱。
- 走势研判：目前供应端对减产的交易逐步淡化，多空博弈点主要集中在美国基本面转好与宏观预期的悲观，加之价格处于区间高位，资金仍旧较为谨慎等待方向选择。进入二季度后，随着高油价下美国产量预期回归叠加 OPEC 产量进入平稳期，在宏观预期偏弱的背景下，油价可能在最后一段上涨后迎来中期拐点。

柳瑾

010-59137364

liujin@cofco.com

投资咨询资格证号：

Z0012424

李云旭

010- 59137072

liyunxu@cofco.com

投资咨询资格证号：

Z0013666

张峥

010-59137351

zhangzheng2@cofco.com

第一部分 季度行情回顾

一季度国际油价触底反弹，INE 原油涨幅 69.9 元/桶，BRENT 涨幅 14.21 美元/桶，WTI 涨幅 14.08 美元/桶，WTI-BRENT 价差一度拉阔至 10 美元/桶以上，最终收缩至 8.52 美元/桶。炼化利润整体走高为主。

表：原油市场重要价格指标一览（美元/桶）

期货价格及价差本季波动						
项目	首行	涨跌	次行	涨跌	三行	涨跌
INE(人民币)	450.00	▲ 69.90	456.30	▲ 83.20	454.30	▲ 76.40
WTI	59.49	▲ 14.08	59.68	▲ 13.96	59.83	▲ 13.75
BRENT	68.01	▲ 14.21	67.33	▲ 13.31	66.96	▲ 12.65
Oman	66.97	▲ 13.46	66.82	▲ 13.63	66.43	▲ 13.44
现货价格本季波动						
项目	价格	涨跌	项目	价格	涨跌	
Dated BRENT	67.03	▲ 16.46	Dubai Swap	66.97	▲ 14.31	
跨市场价差本季波动						
项目	价格	涨跌	项目	价格	涨跌	
WTI-BRENT	-8.52	▼ -0.13	Dubai Asia EFS	1.40	▲ 0.14	
INE-Oman(M-2)	1.55					
精炼利润本季波动						
项目	价格	涨跌	项目	价格	涨跌	
WTI-USG	18.16	▲ 6.08	DUB-SIN	5.12	▲ 2.28	
BRT-ROT	5.62	▼ -0.03				

数据来源：Wind, Reuters, 中粮期货研究院

第二部分 核心因素与行情展望

一、OPEC 确认进入减产期 对油价形成强支撑

我们在年初开始指出，从 OPEC 端来看，沙特和 OPEC 产量都在 11 月创出半年高点，1 月月报显示 12 月产量已经明显拐头，前期市场主要担忧在于减产不能达成或者不被实施，对于沙特主导的 OPEC+ 减产来说，实施的态度主要取决于油价到底低到什么位置，因徒困境的解决最终需要低油价倒逼，这个倒逼的底或者说 OPEC 的政策底到底在哪里需要沙特产量和

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

油价的反复动态平衡来识别，而 1 月上旬沙特的持续表态以及 OPEC 产量数据都在为前期低点成为 OPEC 政策底提供依据。

随着 2 月产量数据一步步证实减产，油价如期持续上探，从最新的 OPEC 月报来看 2 月 OPEC 总产量每天已经减少至 3050 万桶/天。由于遭到多国制裁，委内瑞拉产量大降 14.2 万桶/日，目前产量略高于 100 万桶/日，约为两年前的一半。沙特阿拉伯的产量下降了 8.5 万桶/日，2 月产量 1010 万桶/日。沙特曾称，将在 3 月份进一步减产。

从 IEA 月报公布的数据来看，报告显示 OPEC 二月份减产计划执行率为 94%，非 OPEC 为 51%。全球 2 月份原油产量因 OPEC+ 减产下降 34 万桶/日。市场对减产仍然保持较为充足的信心，我们在近期的报告中连续指出，在 OPEC 保持减产这一事实的预期支撑下，油价大环

境上仍然乐观。

图：OPEC 与沙特产量走势



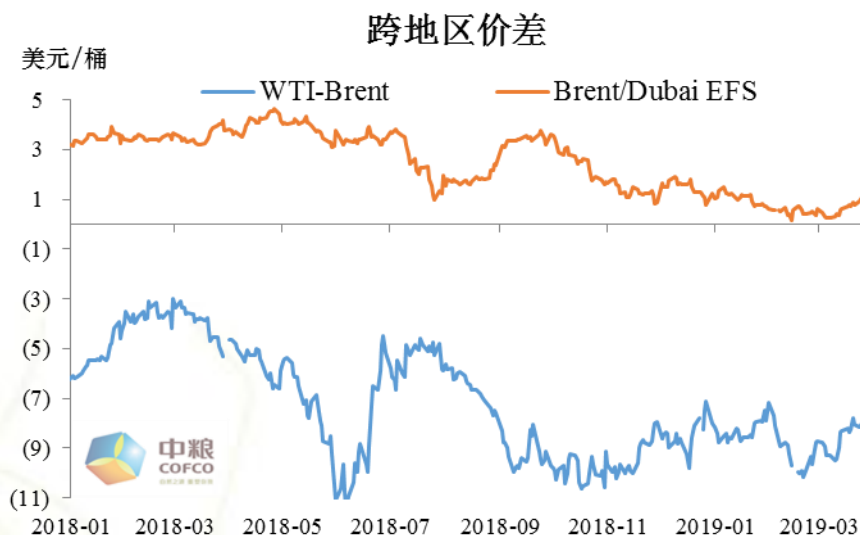
数据源：Wind, Reuters, 中粮期货研究院

但是进入二季度后，应该注意到对减产的交易情绪已经大幅降低，今年三月之前，Brent/Dubai EFS 连续下降充分说明了中东油的相对强势，OMAN 原油与布伦特的月差结构都明显强于 WTI（见第三部分图 1-图 3），因此东区受减产提振的基本面强势是被市场充分认知和交易的，利多的边际效应正在递减。

图：跨市场价差走势

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。



数据源: Wind, Reuters, 中粮期货研究院

另一方面，近期特朗普表示油价过高曾喊话 OPEC 放松减产，但沙特方面未有任何回应，去年沙特的增产主要源于对伊朗受制裁后产量减少的弥补，当时特朗普也曾多次喊话油价，但喊话最终灵验是在多方面背景下造成，当时特朗普面临中期选举，且油价位于绝对高位，不利于其获取支持率，特朗普有希望油价下跌的真实动力，再者当时基本面供应端的压力已经有所体现，油价本身具有下跌驱动。但对于当前来说，各方面条件都还不具备，特朗普的喊话难以造成实质影响。

二、关注美国基本面的好转

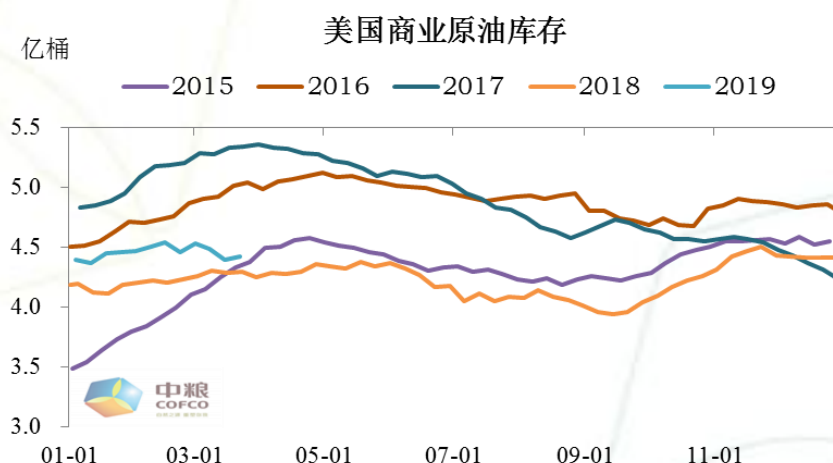
在边际利多减弱的同时，目前更应该关注到的是边际利空的大幅削减。去年下半年以来，美国产量的快速增加进而带动美国基本面的走弱成为常态，随着油价的暴跌和活跃钻机数的平稳，美国产量逐步在高位形成震荡走势，接下来的产量同比或将有所放缓。近期 WTI 与 BRENT 价差有所收缩，与美国基本面预期的边际转好完全对应，EIA3 月公布的月报显示下调 2019 年全球原油需求增速预期 4 万桶/日，至同比增长 145 万桶/日；下调 2020 年全球原油需求增速预期 2 万桶/日，至同比增长 146 万桶/日。下调美国 2019 年原油产出预期至 1230 万桶/日，预计 2020 年将产出 1300 万桶/日，增幅主要来自得克萨斯州和新墨西哥州的 Permian 产区。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

从3月公布的EIA数据来看，最大的看点在于美国逆季节性去库的进程，在产量同比增速逐步放缓叠加出口旺盛的情况下，今年上半年的库存走势如果能够继续复制2018年，那么美国基本面的转好可能进一步带动国际油价继续上扬，从目前WTI的价格结构来看，市场的去库预期在大幅转好，但并未完全形成，因此目前对美国基本面持谨慎乐观的态度。

图：美国原油商业库存走势



数据源：Wind, Reuters, 中粮期货研究院

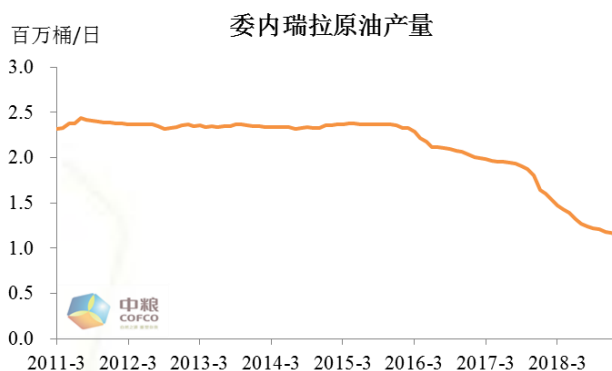
三、地缘政治重点关注委内瑞拉与伊朗制裁问题

一季度委内瑞拉成为地缘关注的重点，委内瑞拉对原油市场来说关注路径仍然是以下两条，其一是美国如果进一步制裁委内瑞拉，加紧制约他国进口委内瑞拉石油，那么可能会对轻重油价差进一步造成较大冲击，同时委内瑞拉的原油流向可能短期冲击其他市场。其二是委内瑞拉国内的动乱如果持续升级可能进一步影响石油生产进而对全球供应造成短期影响。后续进展需持续关注。此外，进入二季度后地缘方面还需注意接近豁免期限时美国是否可能改变对伊朗制裁相关豁免条款带来多头炒作机会。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图：委内瑞拉原油产量走势



数据源：Wind, Reuters, 中粮期货研究院

四、结论

因此，目前原油市场的多空驱动仍然不够强劲，前期的利多与利空因素均在边际减弱，但近期美国基本面数据的明显转好，出现逆季节性去库的可能性大大增加，美国产量压力利空的边际减弱程度明显得到加强，在此背景下，美油由弱转强仍将持续。但对于全球市场来说，目前供应端对减产的交易逐步淡化，多空博弈点主要集中在美国基本面转好与宏观预期的悲观，加之价格处于区间高位，资金仍旧较为谨慎等待方向选择。进入二季度后，随着高油价下美国产量预期回归叠加 OPEC 产量进入平稳期，在宏观预期偏弱的背景下，油价可能在最后一段上涨后迎来中期拐点。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

第三部分 本月重要指标走势一览

图 1: WTI 价差结构

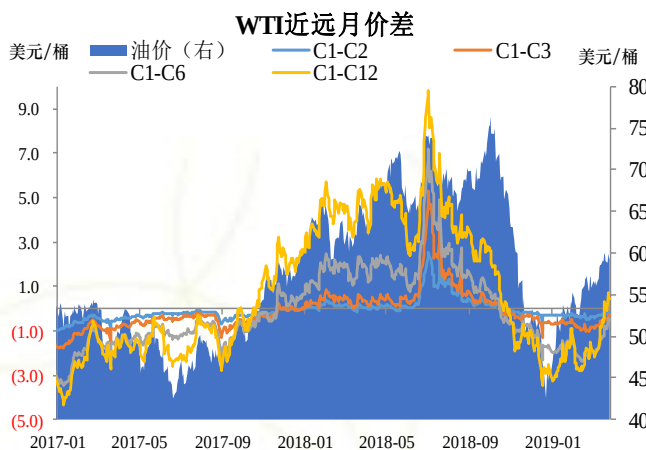


图 2: BRENT 价差结构

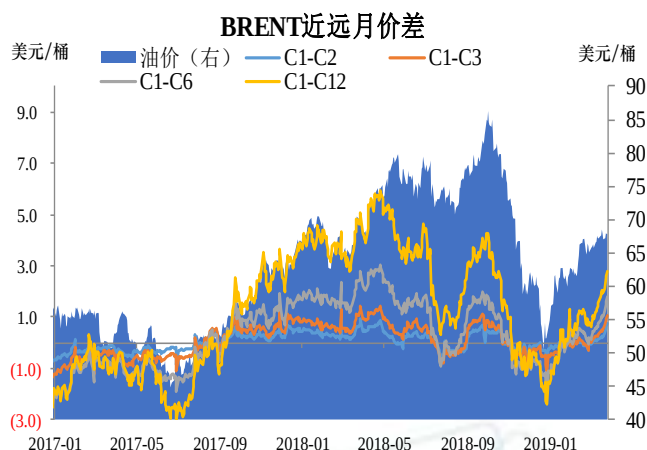


图 3: Oman 价差结构

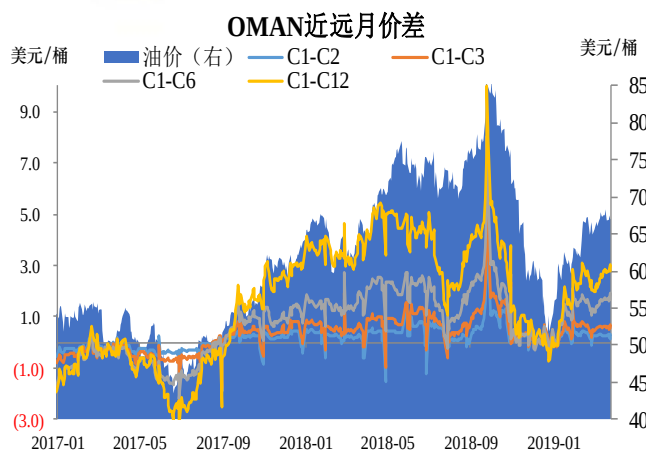


图 4: 跨市场价差

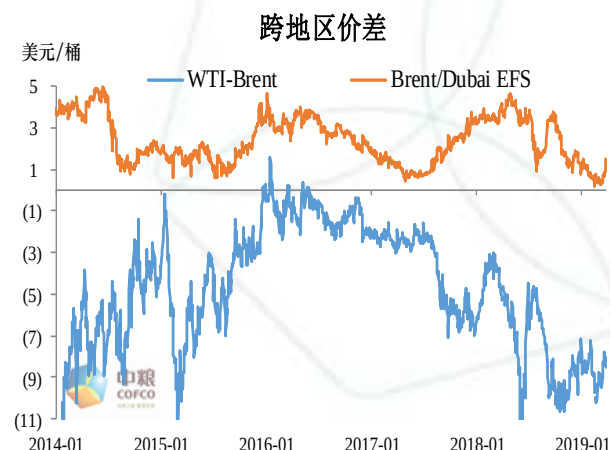


图 5: 精炼利润

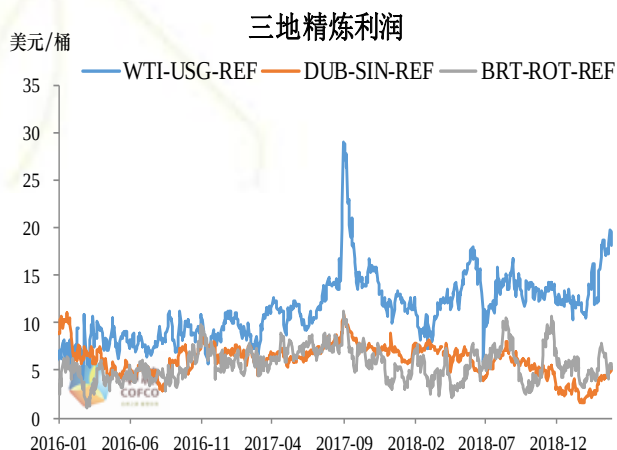
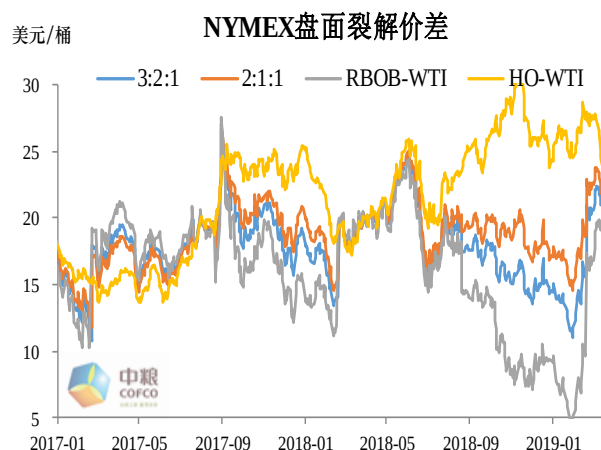


图 6: 美国盘面裂解价差



免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 7：美国原油产量增加

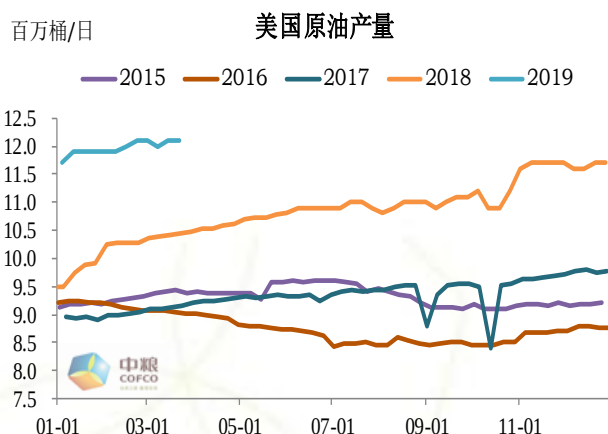


图 8：活跃钻机数趋势不改



图 9：BFOE 现货贴水走势

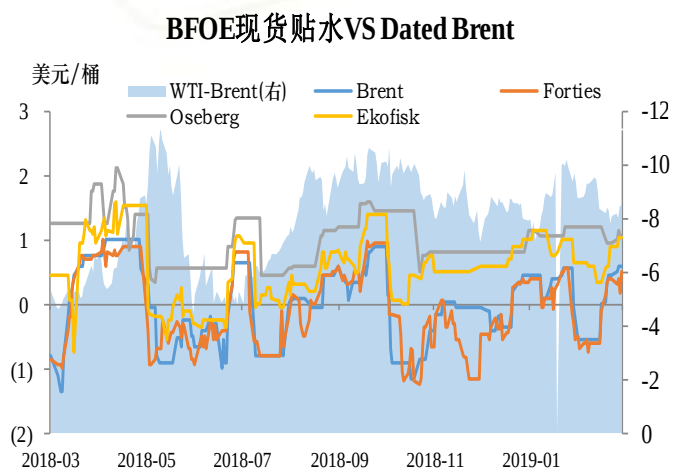


图 10：西非现货贴水走势

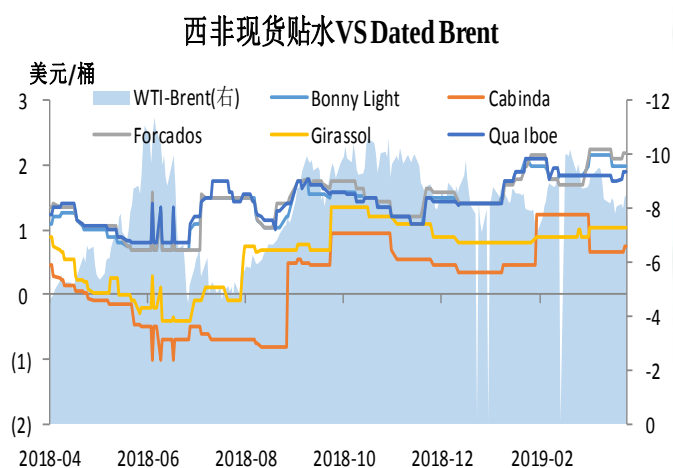


图 11：俄罗斯现货贴水走势

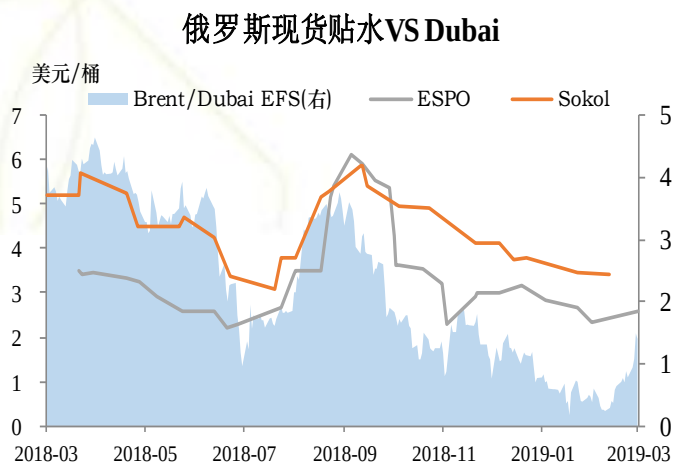
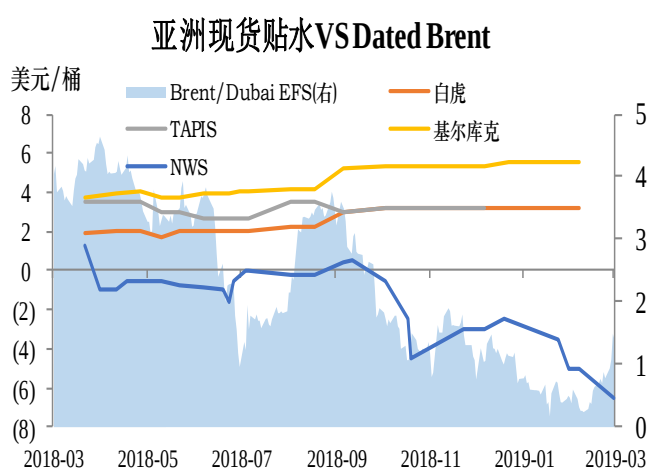


图 12：亚洲现货贴水走势



免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 13: 美国炼厂净流入居于高位

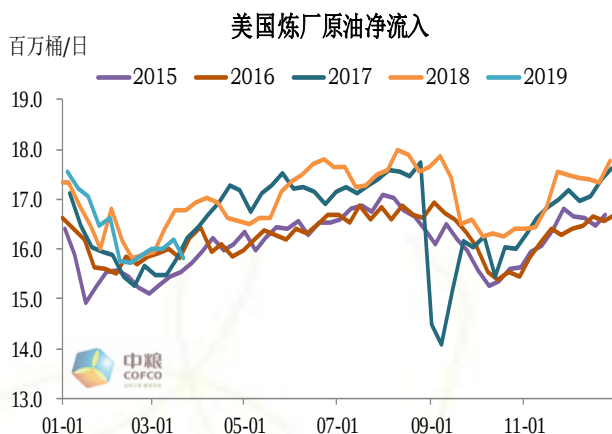


图 14: 产能利用率位于正常范围

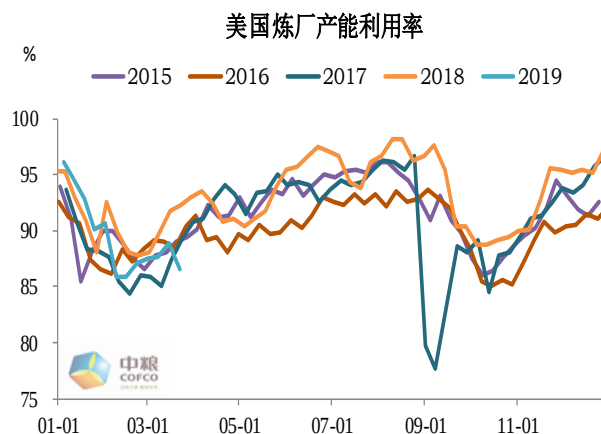


图 15: 美国原油库存季节性走势

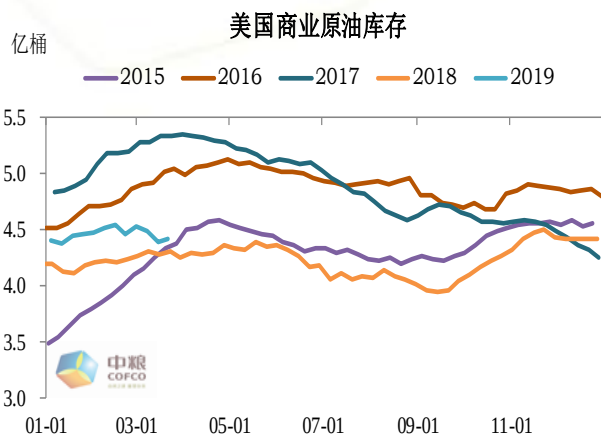


图 16: 美国汽油库存位于高位

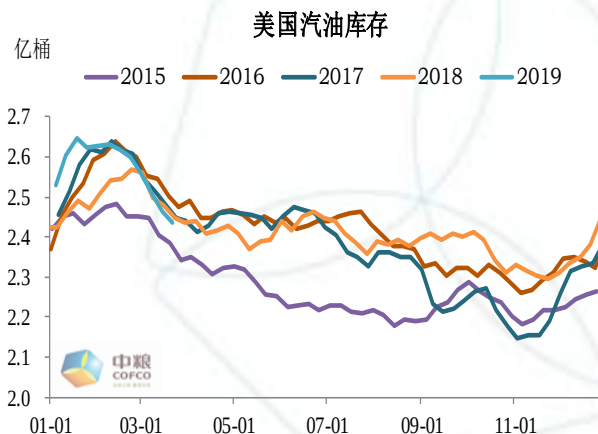


图 17: WTI 持仓结构

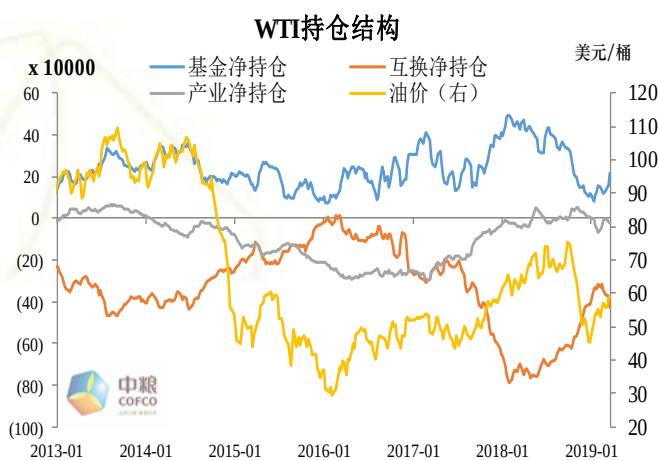
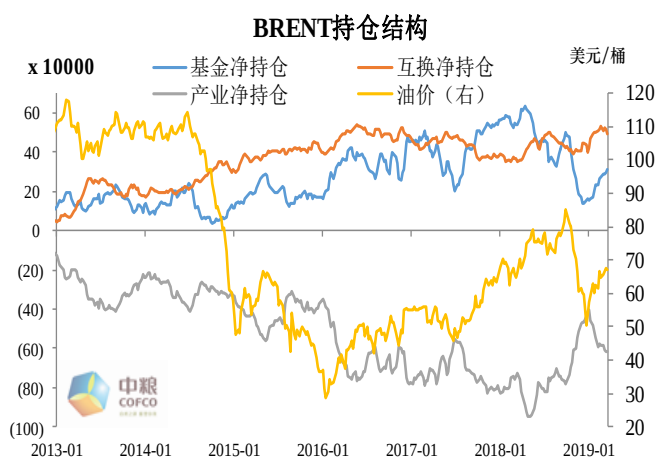


图 18: BRENT 基金持仓结构



数据来源: Wind, Reuters, EIA, OPEC, 中粮期货研究院

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

风险提示

1. 本策略观点系研究员依据掌握的资料做出，因条件所限实际结果可能有很大不同。请投资者务必独立进行交易决策。公司不对交易结果做任何保证。
2. 市场具有不确定性，过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同的意见。
3. 在法律范围内，公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易，或可能为其他公司交易提供服务。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

更多资讯，欢迎扫描二维码！

**中粮期货研究院(Institute of COFCO Futures Co., Ltd)**

地址(address): 北京市东城区东直门南大街 5 号中青旅大厦 15 层 邮政编码: 10007

15th Floor, CYTS Plaza No.5 Dongzhimen South Ave, Beijing P.C: 100007

电话(phone): 010-59137331 传真(fax): 010-59137088

中粮期货研究院是隶属于总部的研究部门，负责公司的基础研发工作，服务前台业务部门和中粮集团实业部门，承担维护公司品牌和提升公司形象的职责，同时从事高端产业客户和机构客户开发、维护和增值服务。研究领域覆盖宏观经济，农产品，化工品，金属，建材，能源等方面，拥有一只高素质的专业团队，具备丰富的行业经验，国际化的视野和积极向上的精神。研究院依托中粮集团强大的现货和期货背景，运用基本面分析和宏观分析，为高端产业客户和机构客户提供套期保值，基差套利，价差交易等咨询服务；在公司原有的经纪服务基础上，强化对客户的纵深服务和专业服务。

The Futures Research Institution is attached to COFCO Futures headquarters. It is responsible for business related research and development. Moreover, it is also engaged in high-end industrial and institutional clients' maintenance and provides them with value-added services. Macro-economy and bulk commodities, including primary products, chemicals, metals, building materials, energy, etc. are all covered in its routine. Based on COFCO Group's strong background in physical commodities and futures markets, the Futures Research Institution provides advices and reports of hedging, basis arbitrage, spread trading as well as other consulting services to our valued customers through fundamental and macro analysis. Despite of the elementary brokerage business, the Research Institution is more focused on providing specific and professional services.

【法律声明】

中粮期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监会批文号：证监许可[2011]1453）。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道，中粮期货分析师力求报告内容和引用资料和数据的客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性做出保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日对市场的判断，仅供阅读者参考。阅读者根据本报告做出的任何投资决策及其所引致的任何后果，概与本公司及分析师无关。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权归本公司所有，为非公开资料，仅供本公司咨询业务的客户使用。未经本公司书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。本公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。