



中粮期货有限公司  
中粮集团成员企业

中粮期货 增您所托<sup>+</sup>  
WE GROW WHAT YOU ENTRUST

# 原油月报：地缘风险已至 关注预期兑现

2019/04/26

原油月报

研究院

- 本月市场要闻回顾：（1）美国总统特朗普宣布美国将伊朗伊斯兰革命卫队列为恐怖组织。美国白宫声明称，总统特朗普决定不会更新针对伊朗的原定于5月份到期的原油豁免政策，目的是将伊朗原油出口降至零。  
（2）IEA月报显示OECD商业原油库存2月下滑2170万桶至28.7亿桶。全球精炼产能3月下降250万桶/日。预计OPEC2019年二季度原油产量增加至3090万桶/日。（2）OPEC月报显示3月OPEC成员国减产执行率为155%，2月经合组织原油库存环比下降1830万桶，维持750万桶高于近五年均值。（3）美国4月产量预估由1210万桶/日升至1220万桶/日，继续创出新高。
- 核心因素：（1）美国对伊朗制裁的豁免情况。关注临近5月2日豁免到期美国对伊朗制裁的细节情况，在确定豁免前，消息面仍对油价形成支撑。（2）OPEC+减产执行持续性。目前油价已经处于绝对高位，无论从库存端还是油价端来看减产动力都大幅下降，减产的利多效应大幅消退。（3）美国库存与产量压力。新一轮油价上涨带来的美国产量增加将在油价高位时逐步释放利空。
- 走势研判：短期内地缘风险已至，油价进入不确定性与波动率大幅增大的地缘炒作阶段。5月2日美国对伊朗的前期豁免到期后如何限定伊朗原油出口将在短期内对油价起到决定性作用。从可能的路径演化来看，如果进一步加大制裁力度，油价将跟随消息面再度冲高，不排除Brent突破80美元/桶的可能，后期更大概率随着伊朗出口量减少叠加其他产油国增产弥补的事实印证后转跌；如果美国最终达成保持大部分豁免，油价大概率回调进行情绪修复。

柳瑾

010-59137364

[liujin@cofco.com](mailto:liujin@cofco.com)

投资咨询资格证号：

Z0012424

李云旭

010-59137072

[liyunxu@cofco.com](mailto:liyunxu@cofco.com)

投资咨询资格证号：

Z0013666

张峥

010-59137351

[zhangzheng2@cofco.com](mailto:zhangzheng2@cofco.com)

## 第一部分 月度行情回顾

本月国际油价继续走高，INE 原油月度上涨 39.3 元/桶，BRENT 月度涨幅 5.71 美元/桶，WTI 月度涨幅 4.71 美元/桶，WTI-BRENT 价差一度拉阔至 8 美元/桶以下，最终收缩至 9.25 美元/桶。炼化利润走低。

**表：原油市场重要价格指标一览（美元/桶）**

期货价格及价差本月波动						
项目	首行	涨跌	次行	涨跌	三行	涨跌
<b>INE (人民币)</b>	494.50	▲ 39.30	498.10	▲ 45.30	496.10	▲ 43.40
<b>WTI</b>	64.85	▲ 4.71	64.95	▲ 4.67	64.91	▲ 4.51
<b>BRENT</b>	74.10	▲ 5.71	73.36	▲ 5.78	72.72	▲ 5.51
<b>Oman</b>	73.60	▲ 6.18	73.00	▲ 5.65	72.30	▲ 5.34
现货价格本月波动						
项目	价格	涨跌	项目	价格	涨跌	
<b>Dated BRENT</b>	73.88	▲ 5.49	<b>Dubai Swap</b>	72.53	▲ 5.61	
跨市场价差本月波动						
项目	价格	涨跌	项目	价格	涨跌	
<b>WTI-BRENT</b>	-9.25	▼ -1.00	<b>Dubai Asia EFS</b>	2.46	▲ 0.84	
<b>INE-Oman(M-2)</b>	-0.35	▲ 0.13				
精炼利润本月波动						
项目	价格	涨跌	项目	价格	涨跌	
<b>WTI-USG</b>	17.24	▼ -0.18	<b>DUB-SIN</b>	3.40	▼ -1.38	
<b>BRT-ROT</b>	5.03	▼ -0.91				

数据源：Wind, Reuters, 中粮期货研究院

## 第二部分 核心因素与行情展望

### 一、美伊关系重回焦点 关注 5 月预期兑现程度

前期的报告中我们连续指出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。本月初美国与伊朗本周互相认定恐怖主义，美伊关系持续僵持，直至本月下旬美国白宫声明称“总统特朗普决定不会更新针对伊朗的原定于 5 月份到期的原油豁免政策，目的是将伊朗原油出口降至零”，我们认为地缘风险已至，油价短期进入不确定性与

### 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。

波动率大幅增大的地缘炒作阶段。

图：伊朗原油产量



数据源：Wind, Reuters, 中粮期货研究院

伊朗原油产量在去年制裁后已经大幅下降，目前仅维持在 270 万桶/日水平，原油出口量为 100 万桶/日水平，与 2012 年制裁时所受影响相当。如果最终美国真的取消豁免，继续打压伊朗原油供应，那么制裁程度将比 2012 年更加严重，仅从全球原油供应的平衡来说，伊朗出口就算彻底清零，100 万桶/日的缺口也很容易被其他产油国弥补。更关键的问题在于如果彻底切断伊朗石油收入，伊朗可能过激反应，中东地区的地缘局势可能进一步升级。

根据美国之前的言论来看，2012 年 3 月，美国宣布豁免英、法、德、日本、意大利、西班牙、比利时、荷兰、希腊、波兰及捷克，2012 年 6 月又宣布豁免中国、新加坡、印度、马来西亚、韩国、南非、斯里兰卡、土耳其等。2018 年制裁前，美国对将伊朗原油出口“清零”的言论曾让市场一度紧张，但美国在“清零”和豁免部分国家之间也经常出现反复，最终也是以给予部分豁免以达到相对平衡。5 月 2 日将迎来豁免到期，美国方面近期的变数还需密切关注。从前两轮行情的发展来看，伊朗产量下降前基金多头持仓都曾达到最高位，而伊朗产量下滑初期绝对价格达到最高位且基金多头持仓达到次高位，因此如果事态进一步升级，油价可能再度创出新高。

#### 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。

## 二、OPEC+减产执行率面临考验

4月10日公布的OPEC月报显示3月份其产量下降534万桶/日至3022万桶/日，沙特产量继续下降至979.4万桶/日。除了主动减产外，委内瑞拉产量的被动大幅下滑为产量的减少贡献了绝大部分。

图：OPEC及沙特原油产量走势



数据来源：Wind, Reuters, 中粮期货研究院

一季度OPEC产量的连续快速下滑是推升原油上涨的最核心因素，沙特带领的主动减产与委内瑞拉的被动减产叠加导致产量超预期下滑，将OPEC总产量减少至4年新低。目前油价已经处于绝对高位，无论从库存端还是油价端来看减产动力都大幅下降。另一个角度来说，目前恰逢美国再提制裁伊朗的时点，相关减产国很可能以此为契机进入增产周期，但演化路径主要还将依赖于美国对伊政策的发展。

## 三、两市价差收窄 美油重回累库周期

4月上旬EIA公布月度短期能源展望，将2019年美国原油产量预期上调9万桶/日至1239万桶/日，重回历史高位，将2020年美国原油产量预期上调7万桶/日至1310万桶/日。需求方面，EIA预计2019年美国原油需求增速保持在36万桶/日，将2020年美国原油需求增速预期上调3万桶/日至25万桶/日，将2019年全球原油需求增速预期下调5万桶/日至140万桶/日，将2020年全球原油需求增速预期下调1万桶/日至145万桶/日。整体来看EIA月报的亮

### 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。

点不多，但需关注随着油价上升后对产量预期的再次调高。

美国基本面在前期经历了由前期的高产量下基本面偏弱逐步转化为产量同比增速减缓下的利空边际改善，但目前油价高于 70 美元/桶关口后美油的产量增加又将使利空得到加强。3 月美国库存的逆季节走低曾给予了美油较为强劲的支撑，也将两市价差在 4 月重新一度拉回 8 美元/桶以下，在此背景下出口增速难以继续增长，叠加炼化利润的相对低位，4 月炼厂整体开工并不高，近期 EIA 周度数据显示不断累库。进出口与价差的动态平衡会相互制约，相对来说真正的库存压力需要等高油价重新刺激产量快速增加后才可能得以显现，美国市场对油价的影响短期将以中性为主。

#### 四、结论

短期内地缘风险已至，油价进入不确定性与波动率大幅增大的地缘炒作阶段。5 月 2 日美国对伊朗的前期豁免到期后如何限定伊朗原油出口将在短期内对油价起到决定性作用。从可能的路径演化来看，如果进一步加大制裁力度，油价将跟随消息面再度冲高，不排除 Brent 突破 80 美元/桶的可能，后期更大概率随着伊朗出口量减少叠加其他产油国增产弥补的事实印证后转跌；如果美国最终达成保持大部分豁免，油价大概率回调进行情绪修复。

#### 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

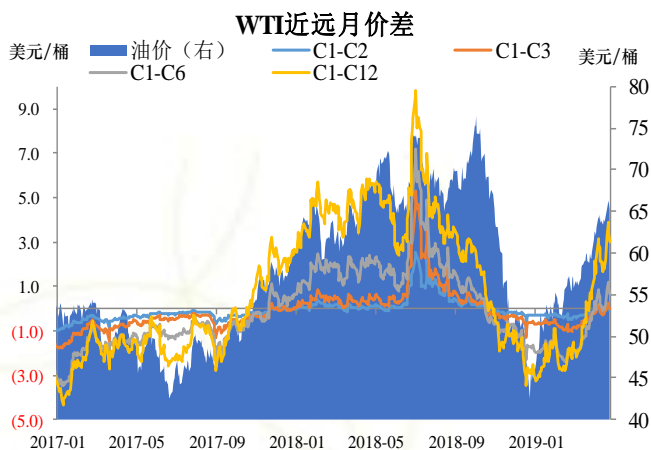


图 2: BRENT 价差结构

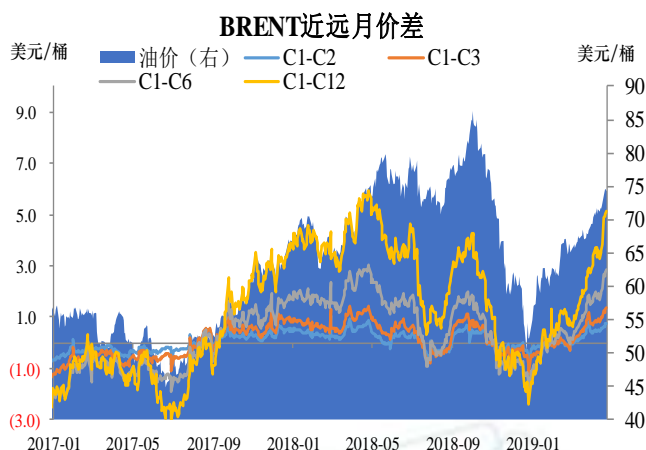


图 3: Oman 价差结构

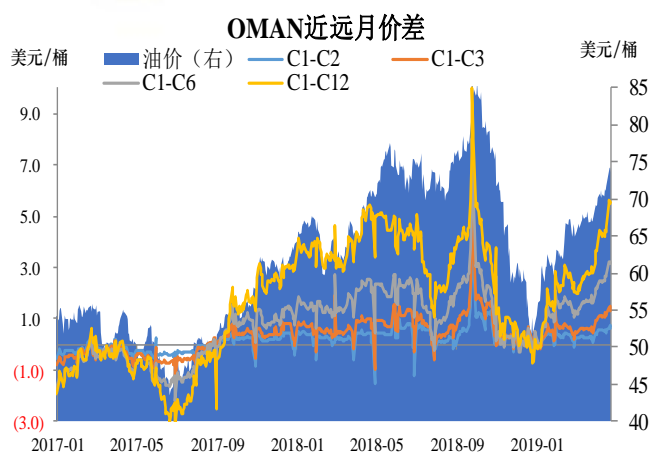


图 4: 跨市场价差

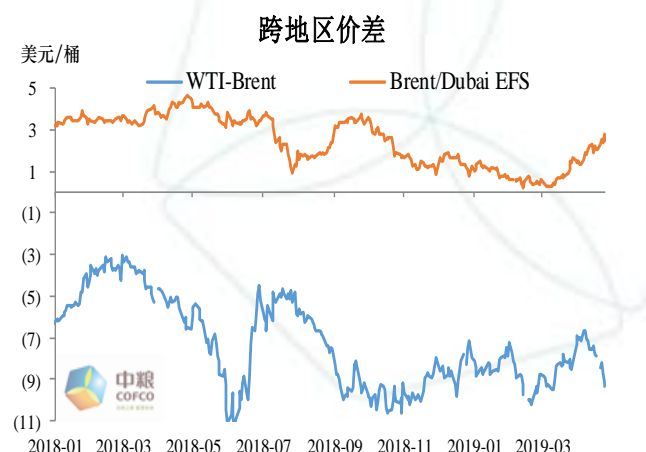


图 5: 精炼利润

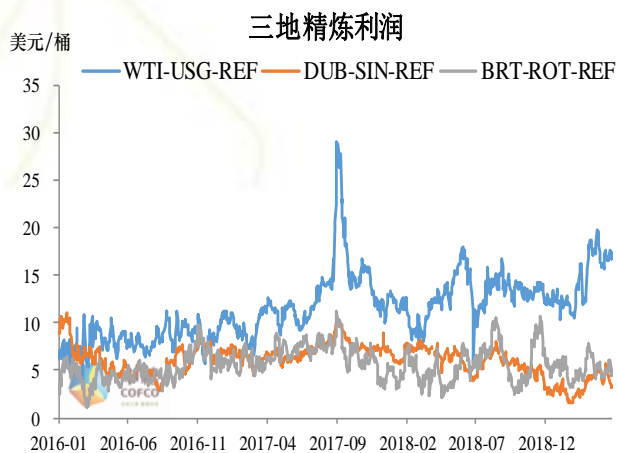
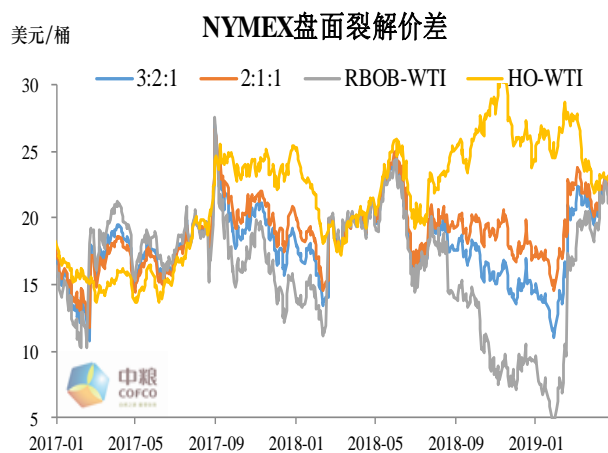


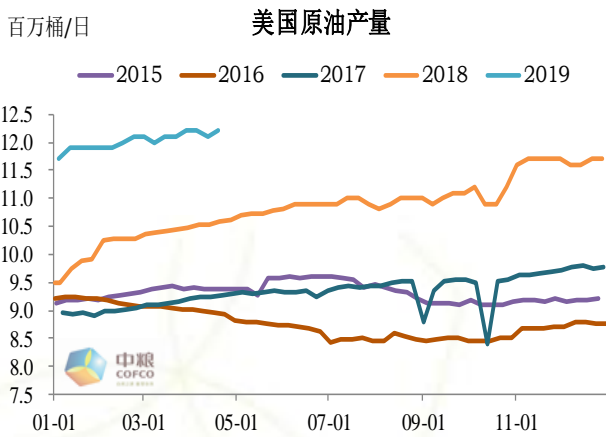
图 6: 美国盘面裂解价差



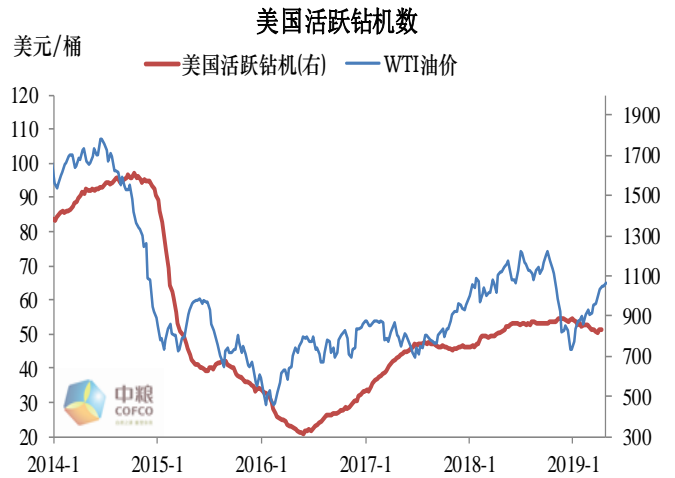
免责声明

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。

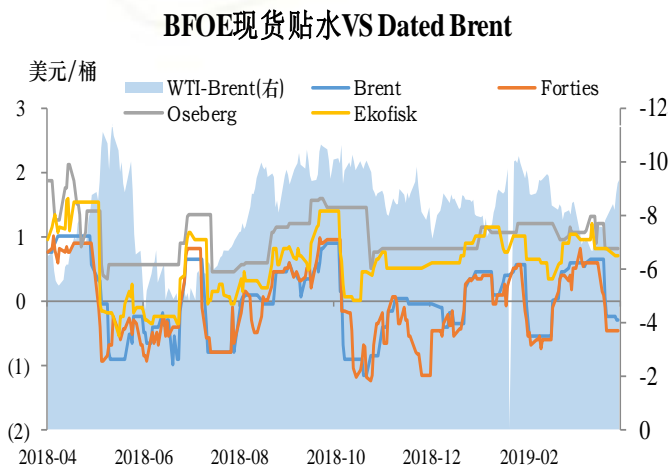
**图 7：美国原油产量**



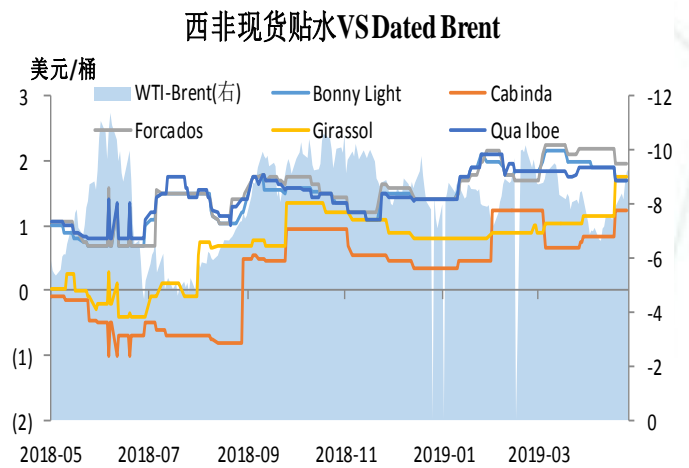
**图 8：活跃钻机数**



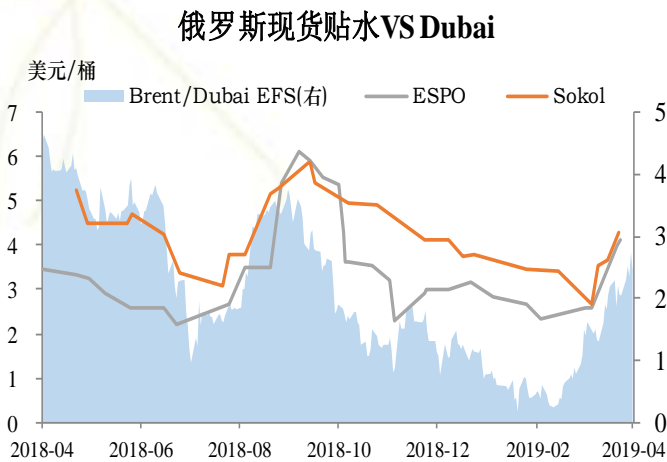
**图 9：BFOE 现货贴水走势**



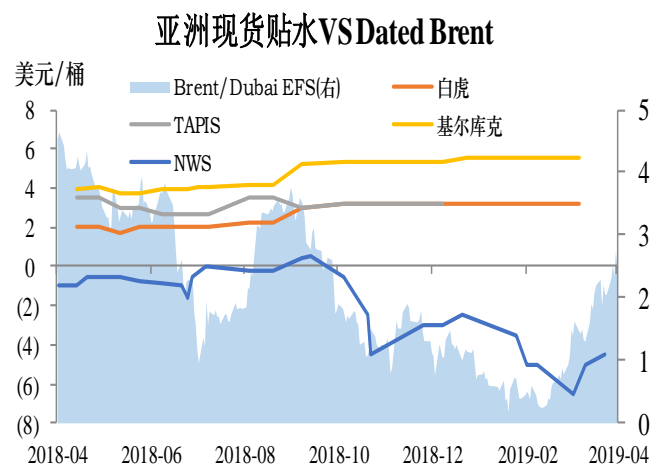
**图 10：西非现货贴水走势**



**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

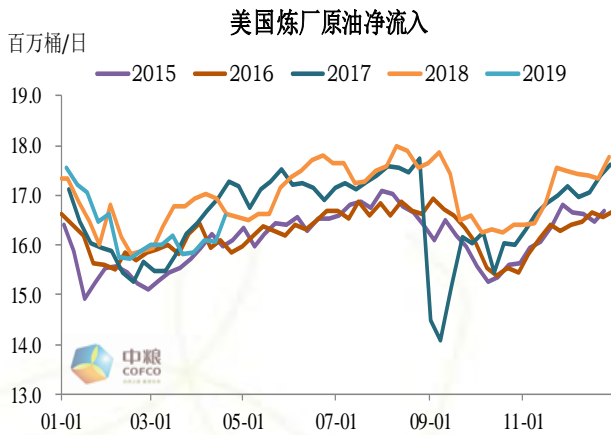


图 14: 产能利用率

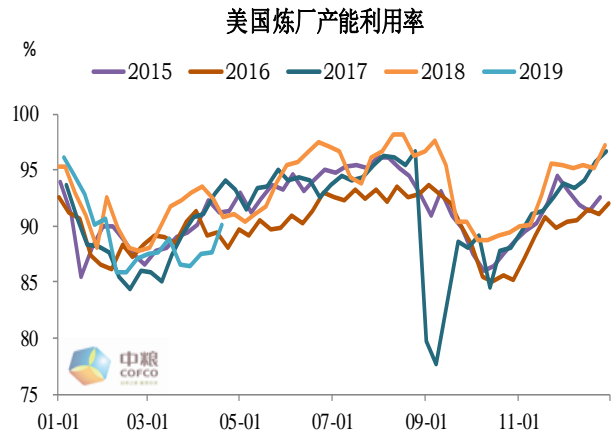


图 15: 美国原油库存季节性走势

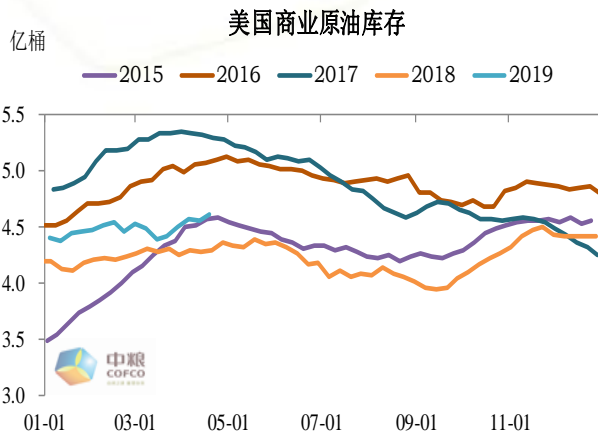


图 16: 美国汽油库存

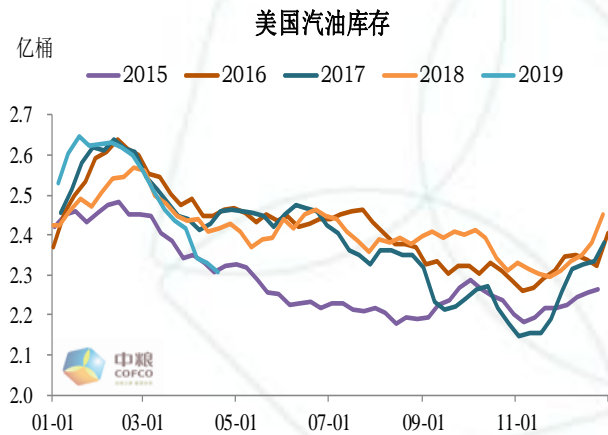


图 17: WTI 持仓结构

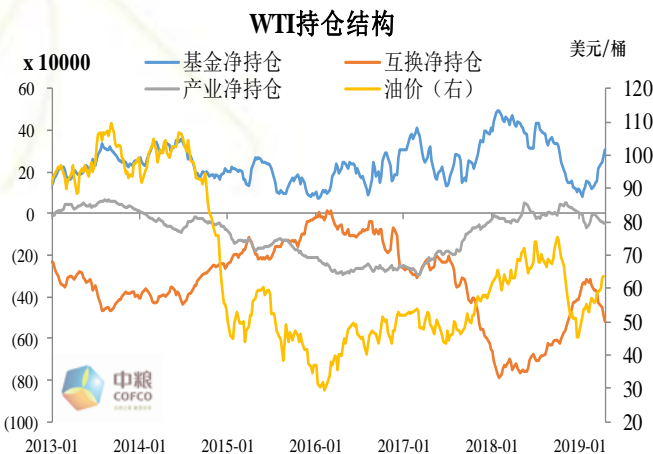
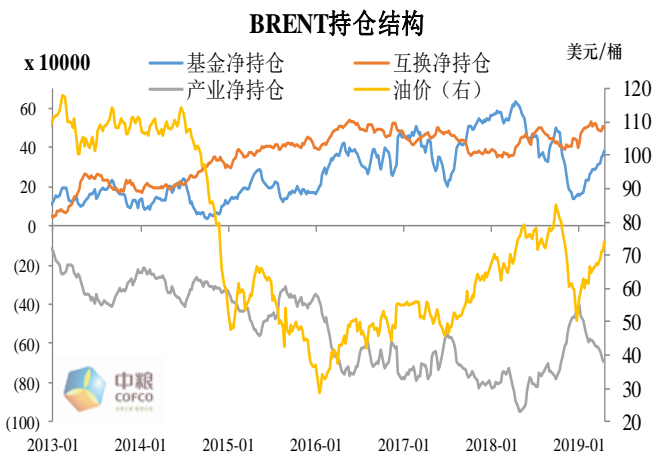


图 18: BRENT 基金持仓结构



**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, EIA, OPEC, 中粮期货研究院

## 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。