

## 利空因素逐渐显现，油价拐点临近

2021/07/05

原油季报

中粮期货研究院

柳瑾

010-59137364

liujin@cofco.com

投资咨询资格证号：

Z0012424

执笔：陈心仪

010-59137072

chenxinyi01@cofco.com

从业资格号：F3064683

### 走势研判：

第三季度的油市存在较大不确定性，并且整体来看利空预期将逐步增强或兑现，油价很难再维持二季度这样的牛市。疫情没有继续恶化的话，需求将继续呈现缓慢上升趋势，基本面情况主要取决于供给方面，OPEC+大概率逐步增加产量，控制产量恢复的速度，但伊朗属于减产计划外的变量，大概率伊朗出口会给市场带来压力，且可能破坏OPEC+现有的联盟关系，因此我们预期供给加速增长会抑制油价上行。除此之外美联储大概率会在三季度开始逐步减码，因而油价下半年的拐点或将在未来三个月显现。

### 核心因素：

- (1) 宏观：收紧信号已经出现
- (2) 供给：稳定中有不确定性
- (3) 需求：继续恢复

### 预期偏差：

- (1) 伊朗供给增长超预期
- (2) 美联储提前开始收紧或淡化减码预期

### 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。

## 第一部分 季度行情回顾和市场展望

### 一、行情回顾

表：原油市场重要价格指标一览

WTI	最新价	周度涨跌	周度涨跌幅	月度涨跌	月度涨跌幅	近1月走势
美元指数	468.10	1.9	0.4%	27.3	6.2%	
美元兑人民币	76.17	-0.01	0.0%	4.82	6.8%	
上证综合指数	75.16	1.11	1.5%	6.33	9.2%	
SP500	92.24	0.44	0.5%	2.35	2.6%	
10年美债收益率	6.48	0.0272	0.4%	0.0953	1.5%	
COMEX铜	3,518.76	-89	-2.5%	-78	-2.2%	
COMEX黄金	4,352.34	72	1.7%	144	3.4%	
10年美债收益率	1.44	-0.10	-6.5%	-0.15	-9.4%	
COMEX铜	4.29	0.00	0.1%	-0.33	-7.2%	
COMEX黄金	1,783	6	0.3%	-127	-6.6%	

数据来源：Reuters Eikon, 中粮期货研究院

2021 年第二季度油价在复苏和乐观预期的推动下持续走高突破，在年中达到了我们的目标价位 75 美元，并且继续向上突破。宽松政策为油价提供了环境温度，供给收缩是基本面的最大利好，OPEC+ 持续控制产量略小于需求，供需偏紧给多头更大的信心，目前 WTI 高点达到 76.22 美元，Brent 高点达到 76.74 美元，为约三年来的最高点，两大基准油价价差加速收窄。

### 二、市场展望

第三季度的油市存在较大不确定性，并且整体来看利空预期将逐步增强或兑现，油价很难再维持二季度这样的牛市。疫情没有继续恶化的话，需求将继续呈现缓慢上升趋势，基本面情况主要取决于供给方面，OPEC+ 大概率逐步增加产量，控制产量恢复的速度，但伊朗属于减产计划外的变量，大概率伊朗出口会给市场带来压力，且可能破坏 OPEC+ 现有的联盟关系，因此我们预期供给加速增长会

#### 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。

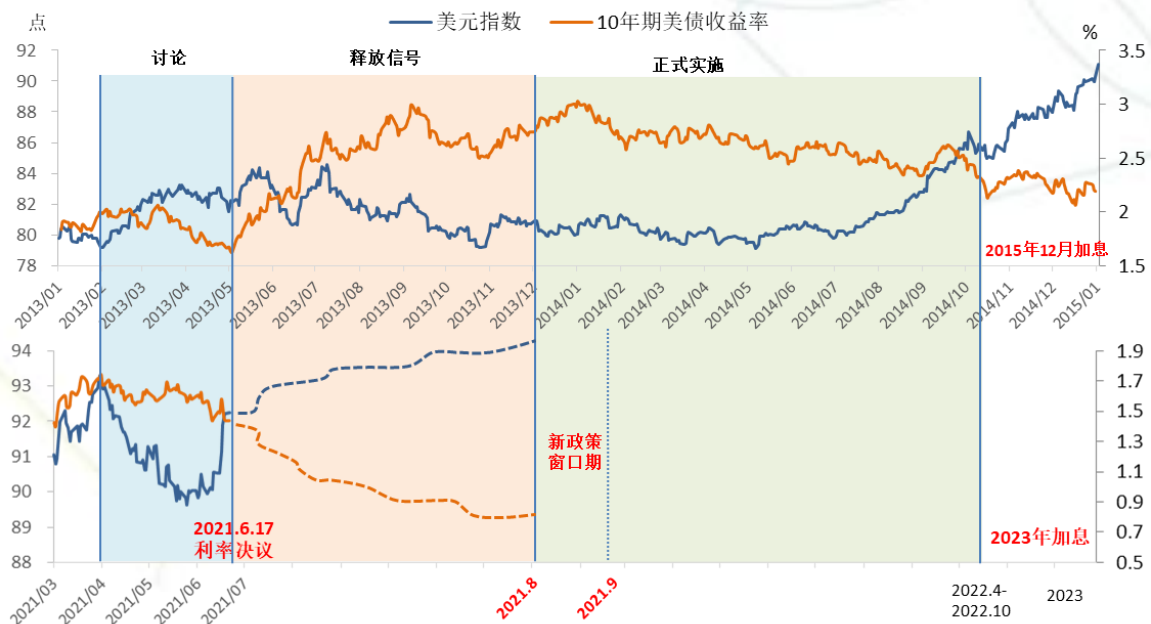
抑制油价上行。除此之外美联储大概率会在三季度开始逐步减码，因而油价下半年的拐点或将在未来三个月显现。

### 三、核心因素分析

#### (1) 宏观：收紧信号已经出现

在6月17日的利率决议上，美联储首次透露出鹰派信号，收紧和加息的可能性大大提高，部分官员认为在2023年之前将迎来一次加息，而在上周非农数据公布后，超预期利好的就业数据更增加了收紧提前的可能性。

在原油价格大涨的推动下，通胀水平也大幅提高，美国通胀预期快速攀升，伴随着美联储逆回购金额也不断增长至历史高点，市场对减码和加息的预期越发强烈，预期第三季度大概率将看到缩表兑现，美联储缩减购债规模，至释放的流动性被全部收回后，预计于2023年加息。



在美联储信号释放后，美元指数就已经开始快速拉升，随后因淡化通胀风险，市场情绪有所平复，但我们预计八月和九月可能会真正开始减码，在那之前市场预期就会给油价带来压力。从第三季度开始，宏观环境将不再像上半年一样宽松，进而包括原油在内的风险资产价格受到抑制。

#### 免责声明

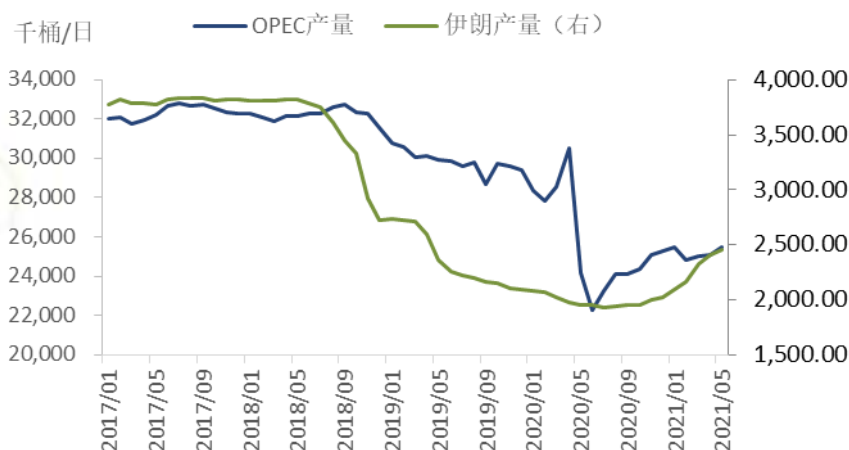
本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

## (2) 供给：稳定中有不确定性

暂时供给端依然是稳定的，因疫情使美国页岩油企业面临压力甚至是破产，在疫情后复苏的过程中，虽然油价大幅升高带来了利润增长，但页岩油公司更倾向于将利润用于偿债和发放股利以留住股东，用于投资开采的资金并不多，因此美国产量一直以很缓慢的速度增长，整体在疫情后的低位维持。



因此供给端的主要控制者只有 OPEC+，其自 2020 年以来一直以产量控制支撑着原油价格，但在 7 月会议我们也看到，高油价驱使产油国进一步增加供给，本次会议被一拖再拖，即便沙特和俄罗斯已经基本达成一致，阿联酋的反对还是令协议很难达成。目前沙特希望从 8 月开始每月增产 40 万桶直到年底，同时将减产协议延长至明年以便应对油市风险。阿联酋提出希望再增加产量，使得会议尚未达成结果，但根据 OPEC+ 以往的手段，大概率会允许阿联酋独自放松减产，以维持协议的稳定。



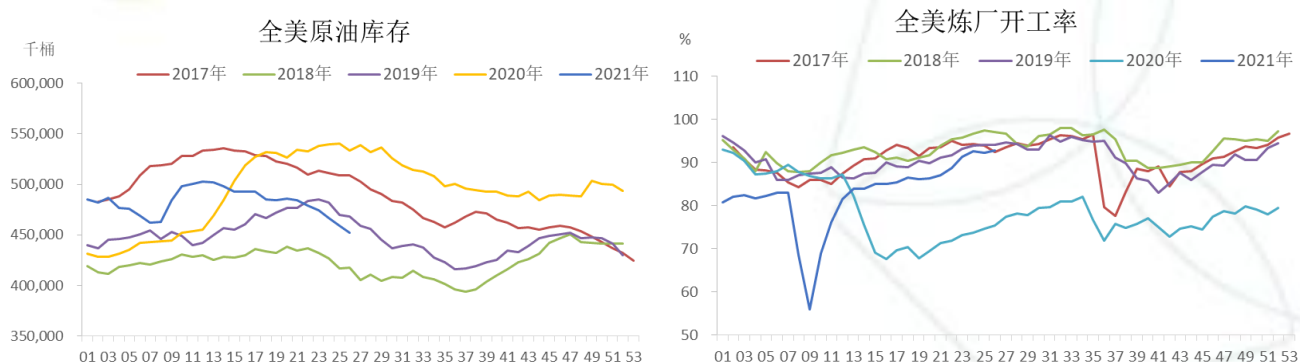
### 免责声明

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。

但这也说明增产的意图越发明显，另一方面供给不确定因素在于伊朗，伊核协议谈判暂时进入僵局，美伊关系紧张令谈判达成的预期降温，但长期来看出于争夺伊朗的考虑，美国大概率会重返伊核协议，进而伊朗供给将开始释放。市场预期伊朗有超过 200 万桶/日的供给增量，这部分增量不但会弥补供应缺口，还会对 OPEC+ 已有的联盟造成破坏，届时产油国可能变为加速增产的趋势，供给增长会超过市场预期。

### (3) 需求：继续恢复

根据 EIA 数据，二季度原油基本面同样利好，因经济恢复和需求复苏，成品油消费上升，原油消费（炼厂开工）稳定增长，美国原油维持去库存的状态。



并且在夏季需求旺盛的阶段，只要疫情不发生恶化，出行增加和用电需求上升会进一步对需求产生支撑，但在此后需求复苏将会进入减缓阶段，伴随着全球经济修复放缓，需求端将不及供给端的增速。

同时需要注意的是，由于美国自身需求高速复苏，而欧洲国家疫情还在反复，复苏速度相对更慢，加上美国自身产量迟迟没有跟上，美国原油的基本面较全球而言更紧一些，这也是 WTI 和 Brent 价差收窄的原因。如果未来页岩油仍不增加产量，而伊朗和 OPEC+ 的供给加速进入欧洲等国家，则两者价差还有继续收缩的趋势，甚至 WTI 可能会重新高于 Brent。

## 四、预期偏差

### 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。

- (1) 伊朗供给增长超预期
- (2) 美联储提前开始收紧或淡化减码预期



#### 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。

## 第二部分 主要数据图表

图 1: 原油价格

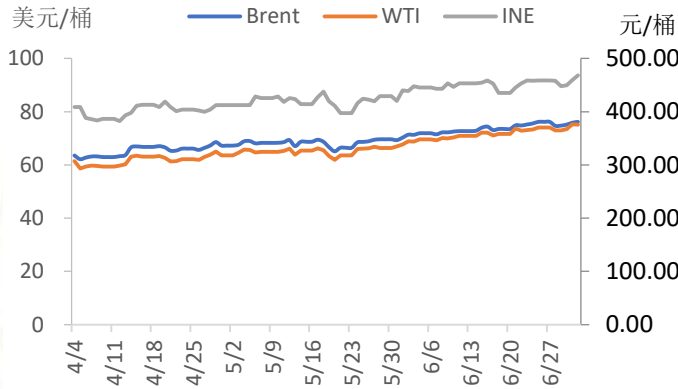


图 2: 原油价格波动

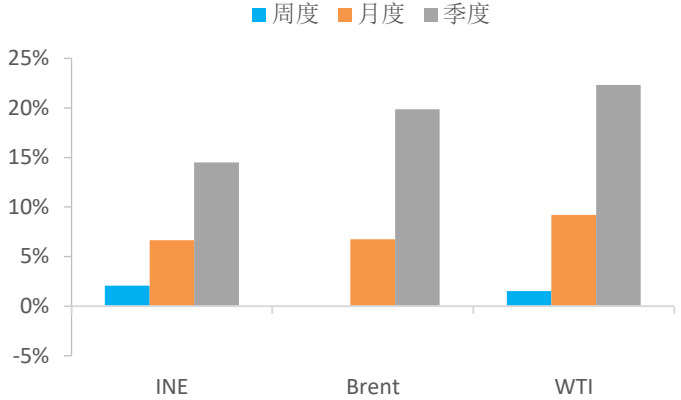


图 3: WTI-Brent 价差

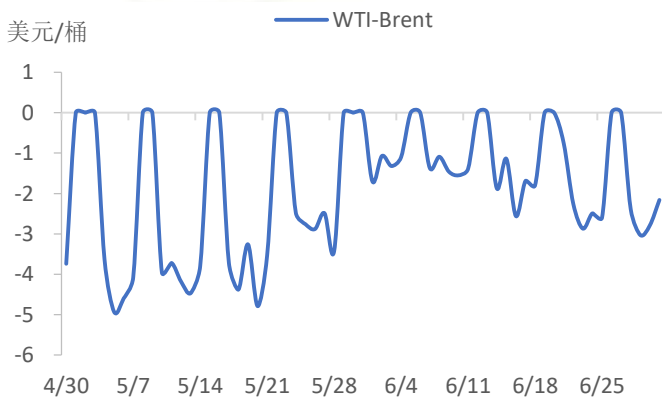


图 4: Brent-Dubai 价差

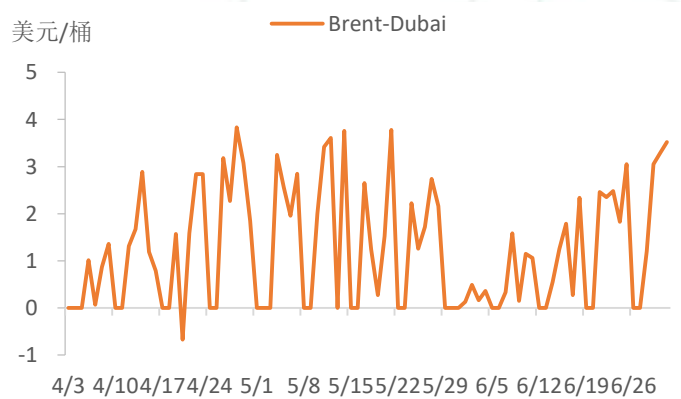


图 5: WTI-LLS 价差

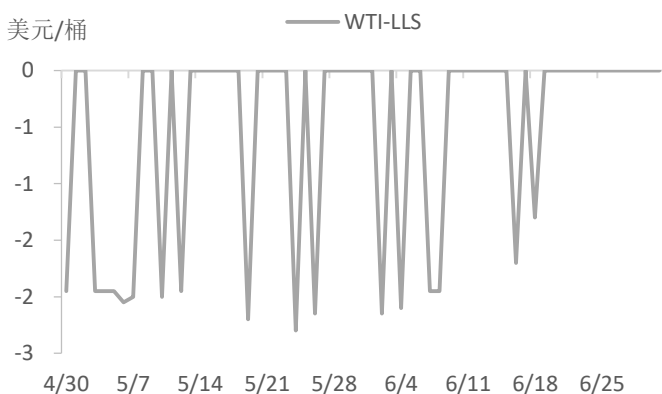
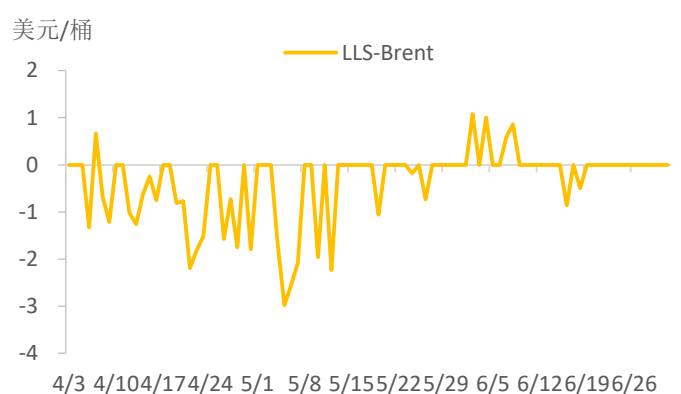


图 6: LLS-Brent 价差



数据来源: WIND, Reuters Eikon, 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。

图 7: 美国商业原油库存

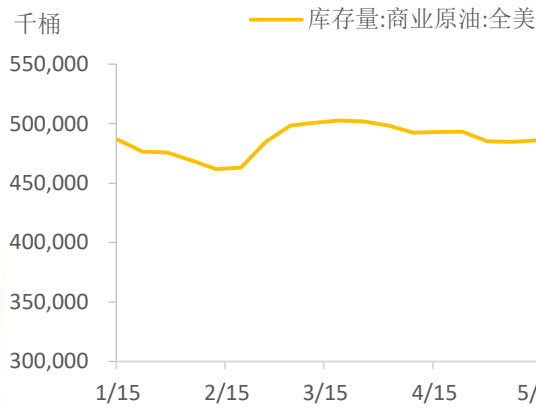


图 8: 库欣原油库存

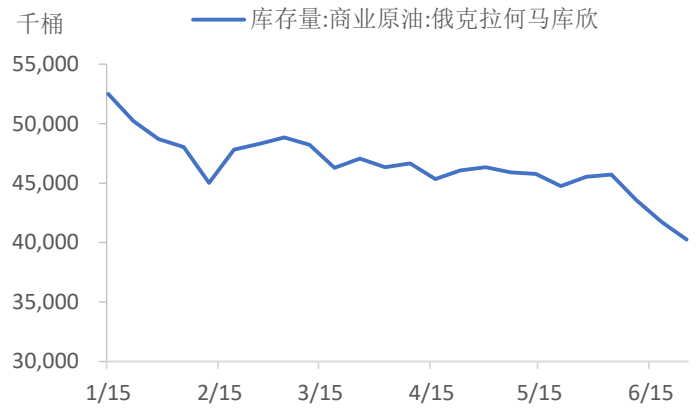


图 9: 美国汽油库存

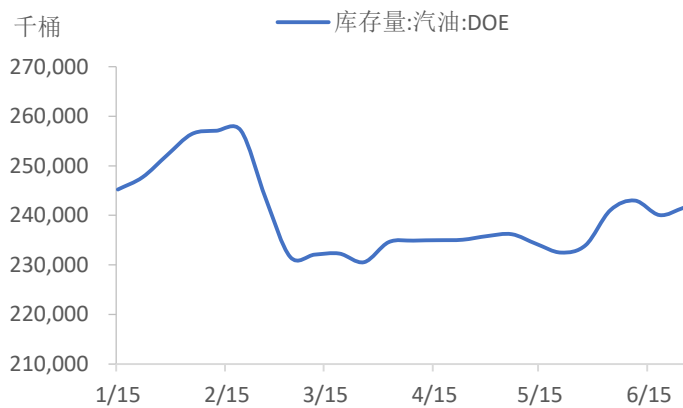


图 10: 美国馏分燃料油库存

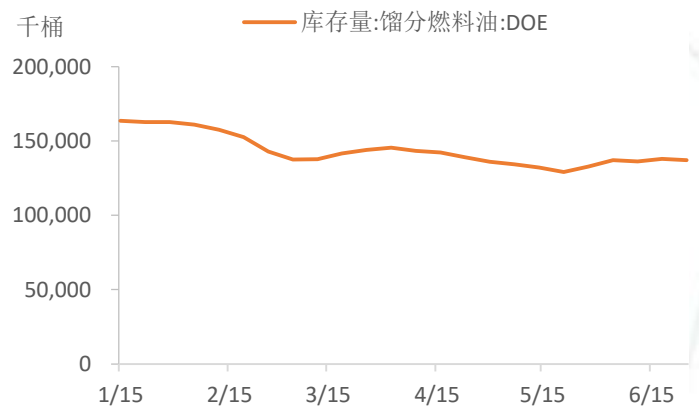


图 11: 美国取暖油库存

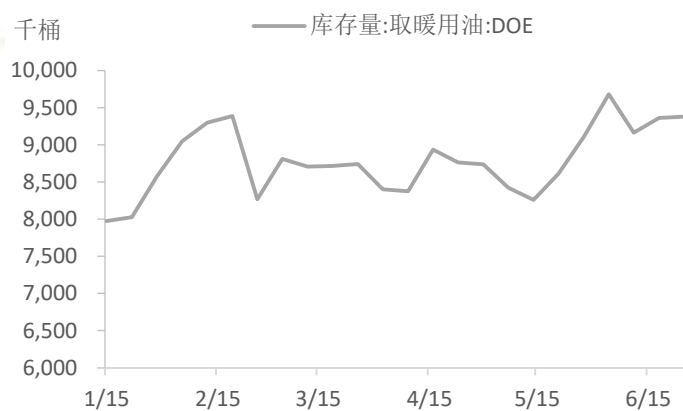
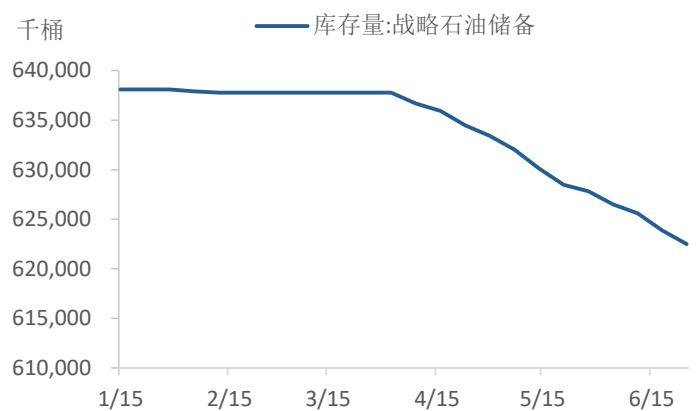


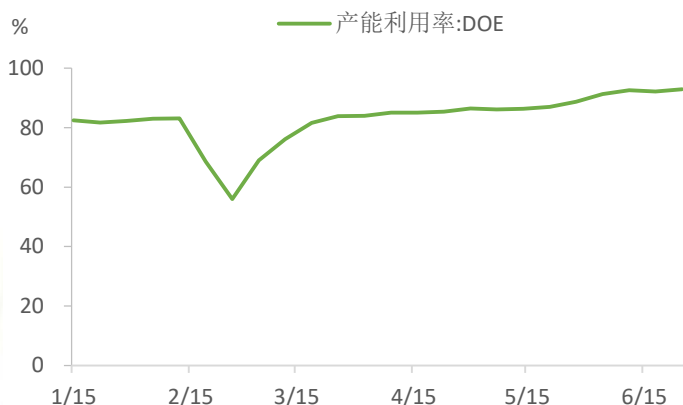
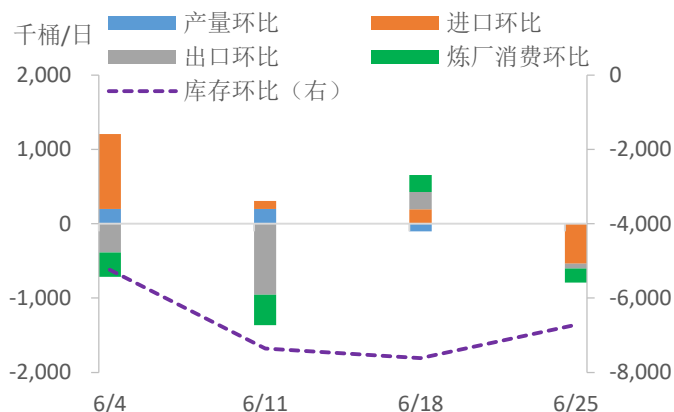
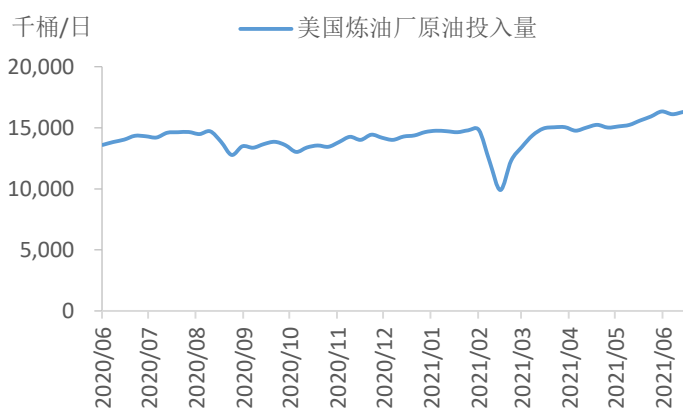
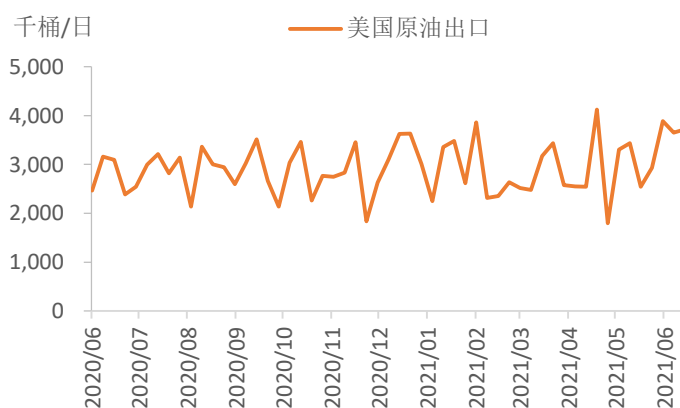
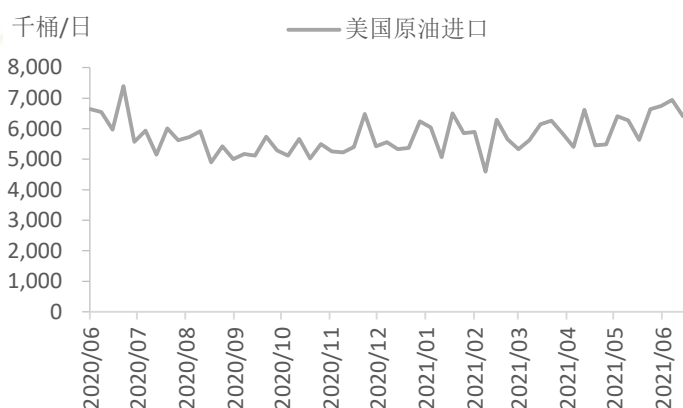
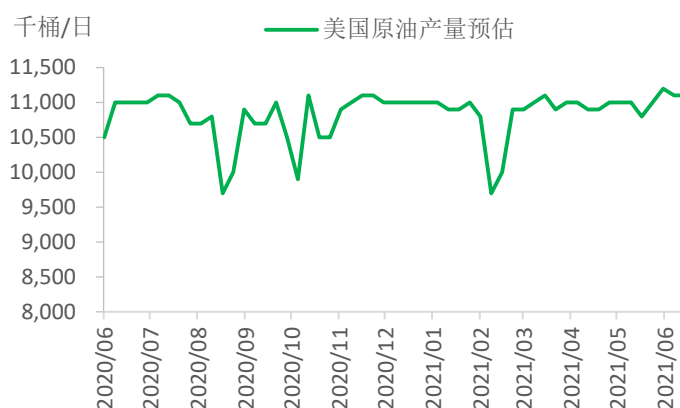
图 12: 美国 SPR 库存



数据来源:WIND, Reuters Eikon, 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。

**图 13: 美国炼厂开工率**

**图 14: 美国原油库存分项环比**

**图 15: 美国炼厂原油消费**

**图 16: 美国原油出口**

**图 17: 美国原油进口**

**图 18: 美国原油产量预估**


数据来源: WIND, Reuters Eikon, 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。

图 19: 全美商业原油库存季节性

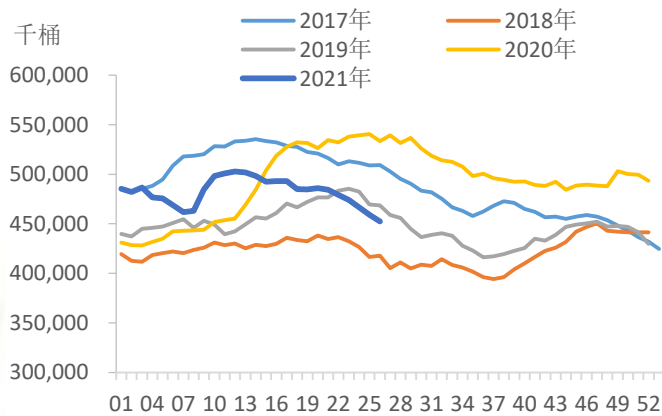


图 20: 库欣原油库存季节性

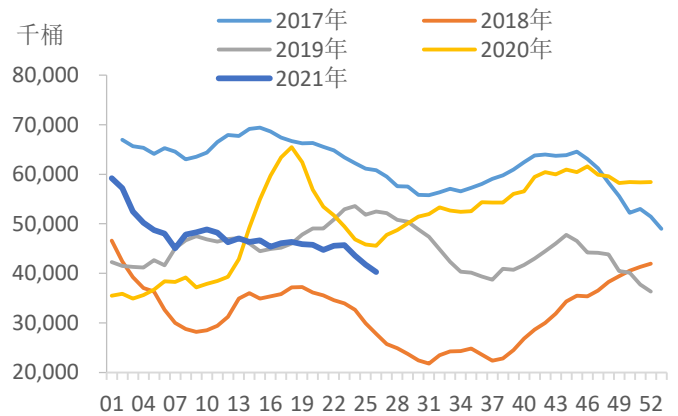


图 21: 美国汽油库存季节性

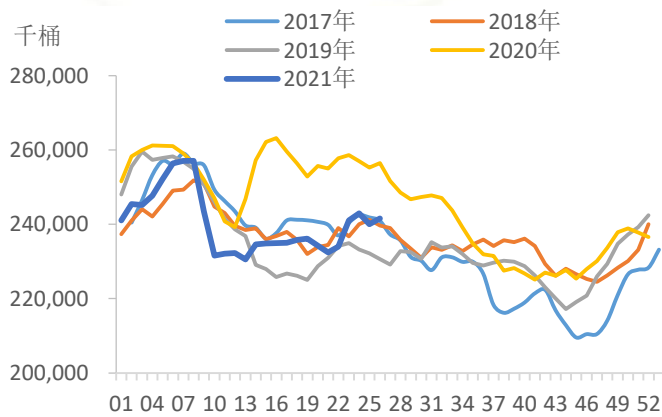


图 22: 美国燃料油库存季节性

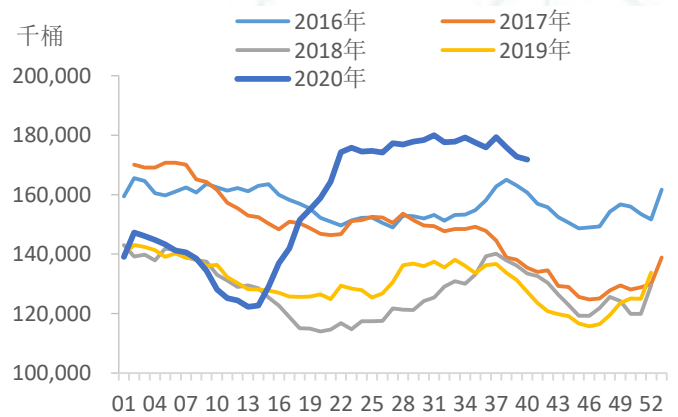


图 23: 美国取暖油库存季节性

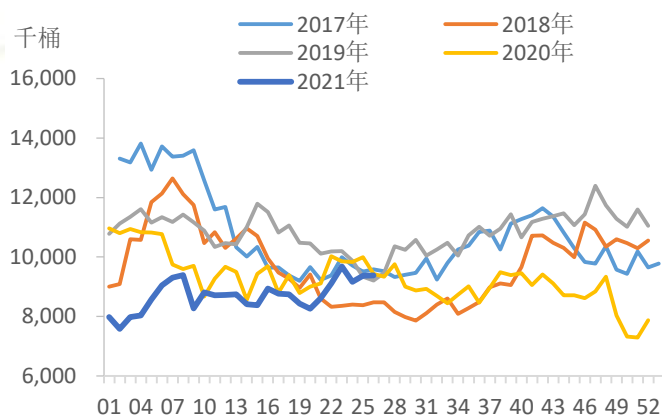
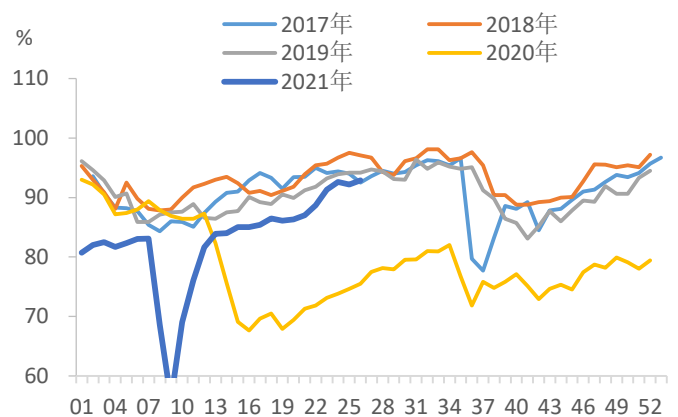


图 24: 美国炼厂开工率季节性



数据来源: WIND, Reuters Eikon, 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。

图 25: WTI 基金持仓

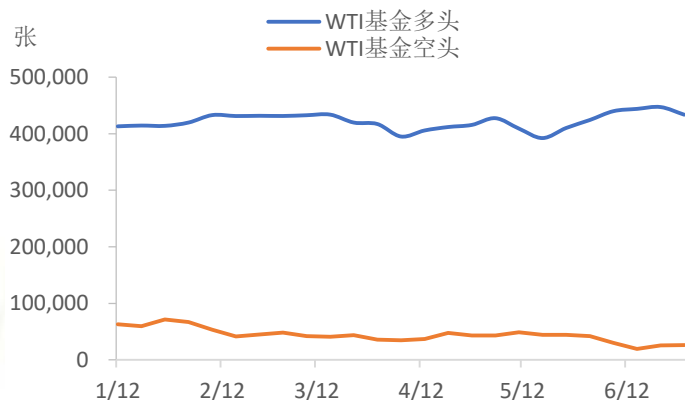


图 26: Brent 基金持仓

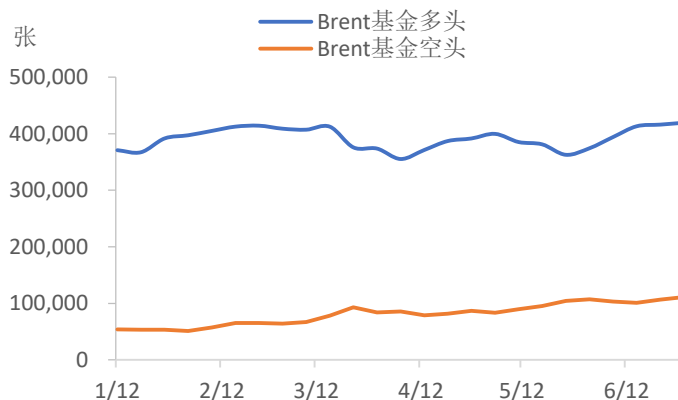


图 27: 美国总钻机数

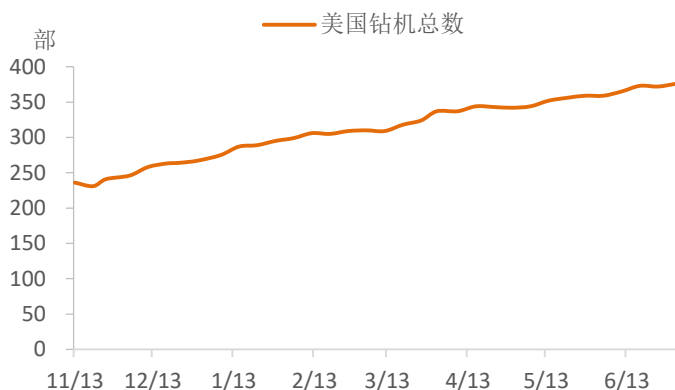


图 28: 二叠纪盆地钻机数

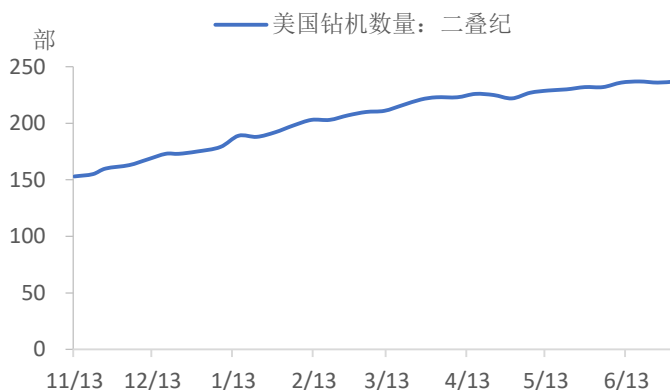


图 29: 美元指数

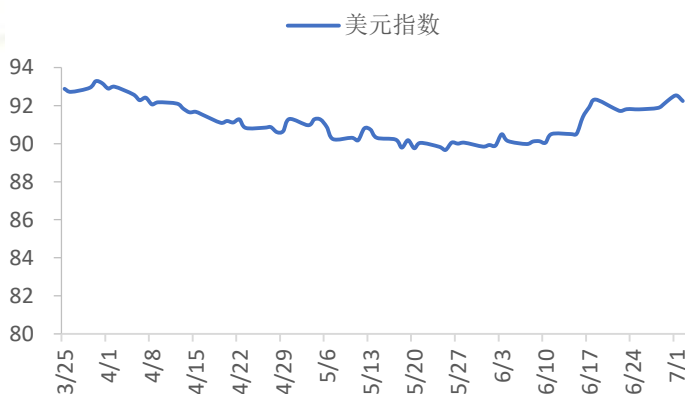


图 30: COMEX 黄金价格



数据来源: WIND, Reuters Eikon, 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。

图 31: COMEX 铜价



图 32: 美国 10 债收益率

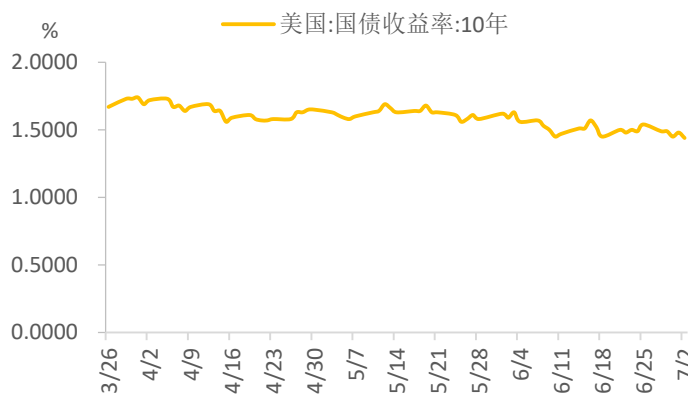


图 33: 标准普尔 500 指数

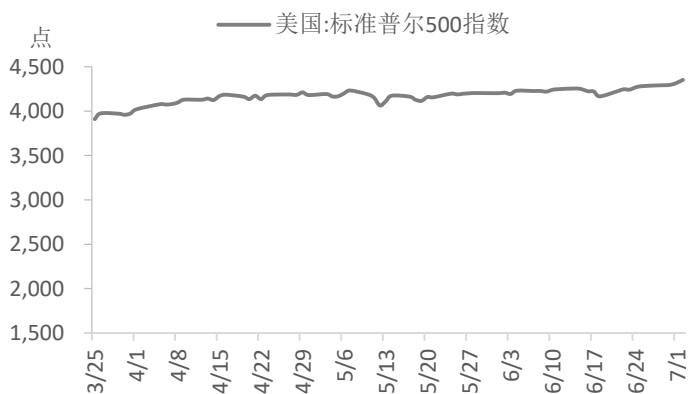


图 34: 美元兑人民币汇率



图 35: 美元指数

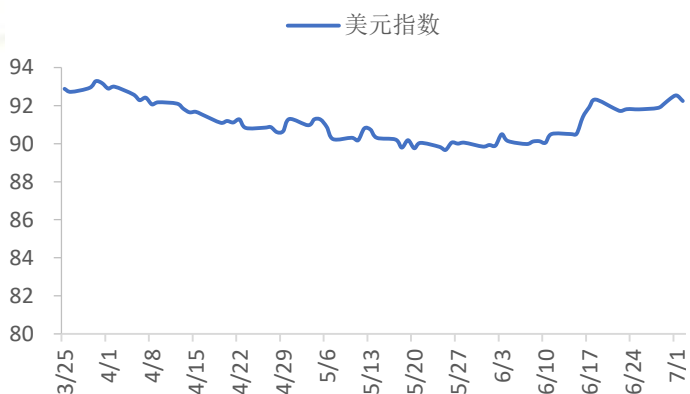


图 36: COMEX 黄金价格



数据来源:WIND, Reuters Eikon, 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。

图 37: WTI 3:2:1 裂解价差

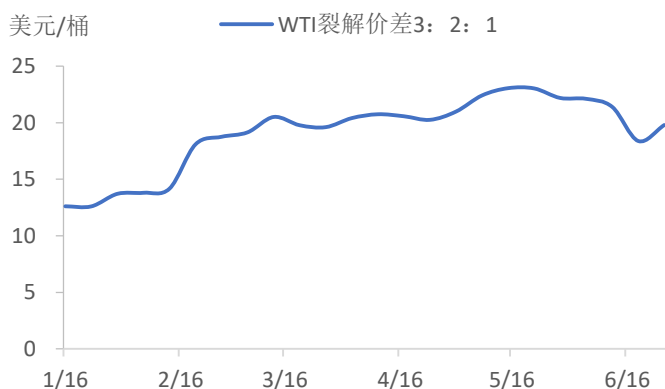


图 38: RBOB 裂解价差

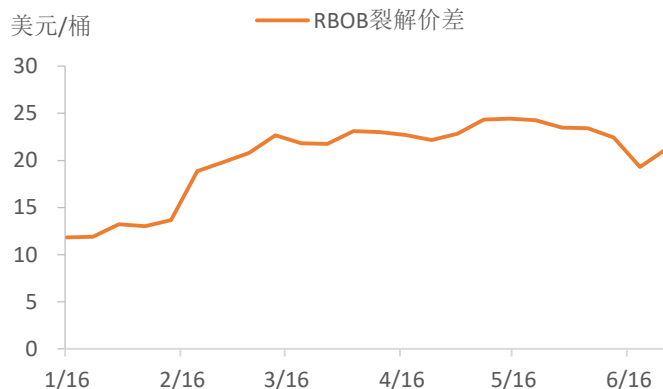


图 39: 燃油裂解价差

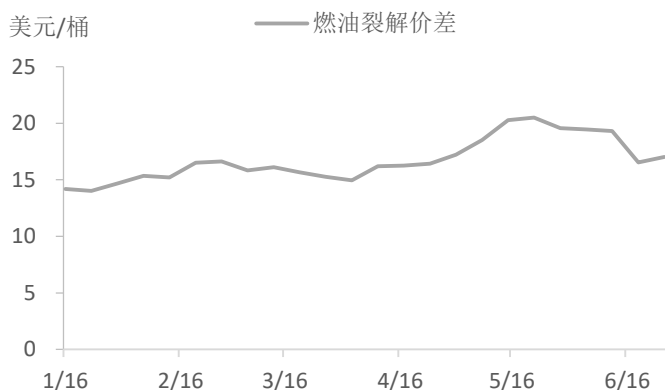


图 40: 燃油-RBOB 价差

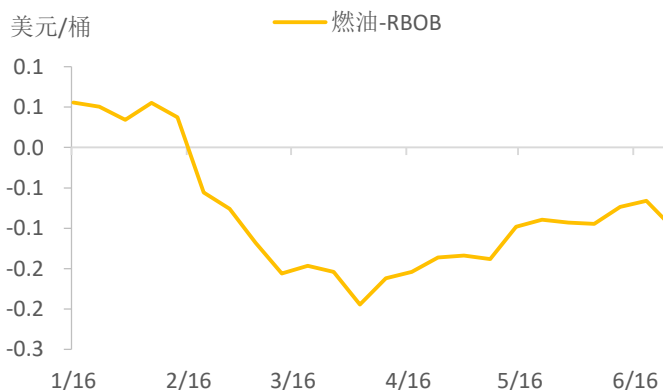
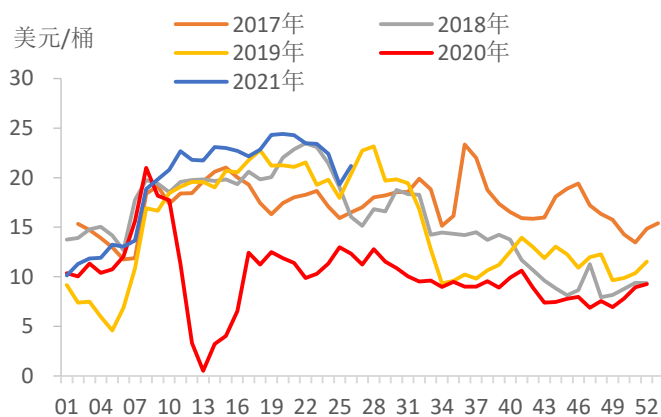
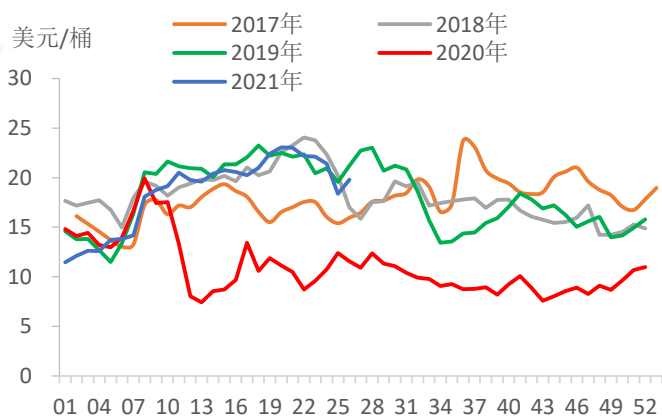


图 41: WTI 3:2:1 裂解价差季节性

图 42: RBOB 裂解价差季节性



数据来源: WIND, Reuters Eikon, 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。

图 43: 取暖油裂解价差季节性

图 44: HO-RBOB 价差季节性

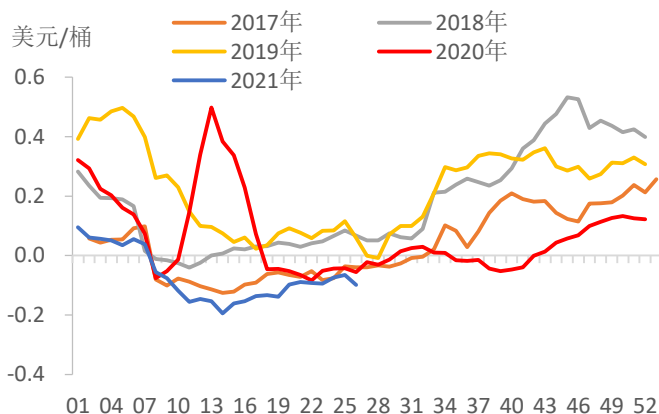
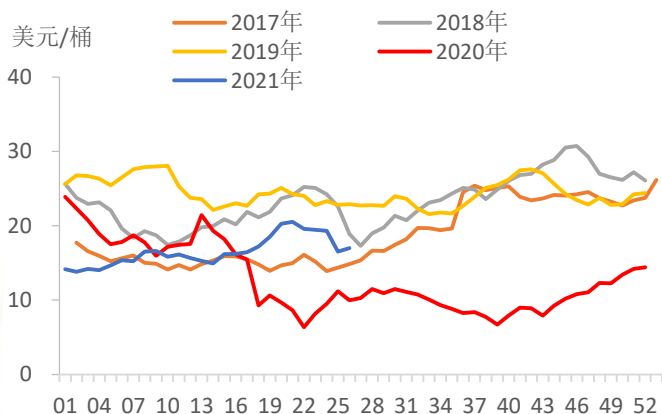


图 45: 波动率指标

图 46: 波动率指标

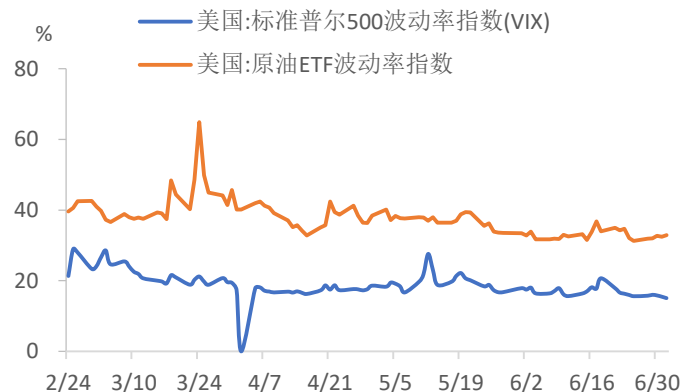
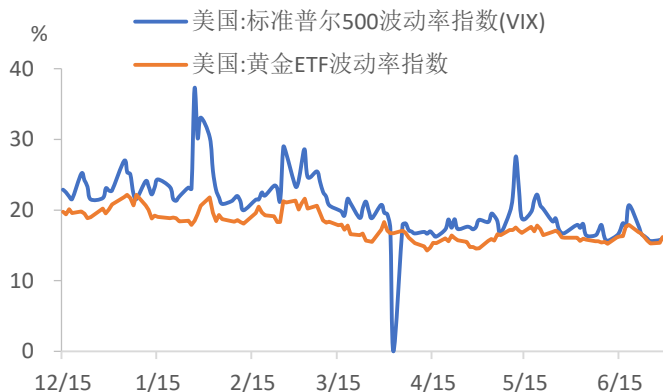
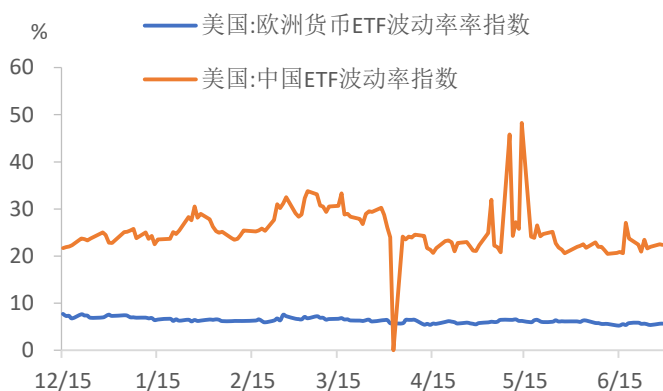


图 47: 波动率指标

图 48: 南华综合指数

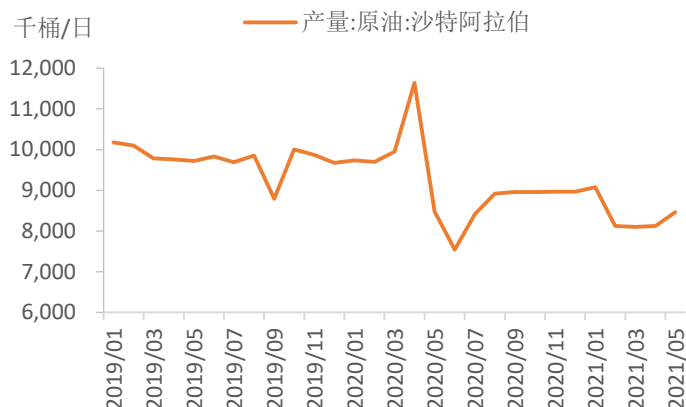
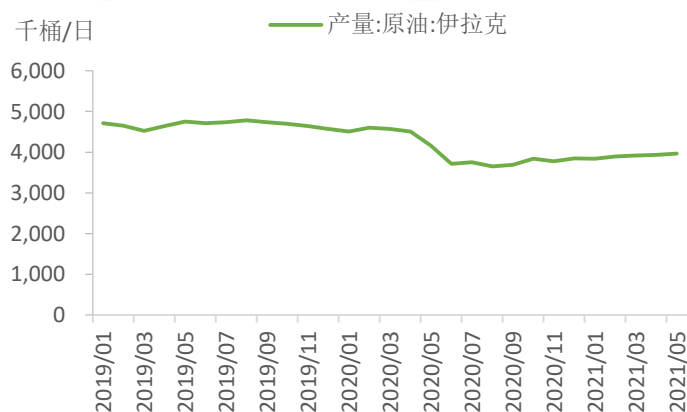


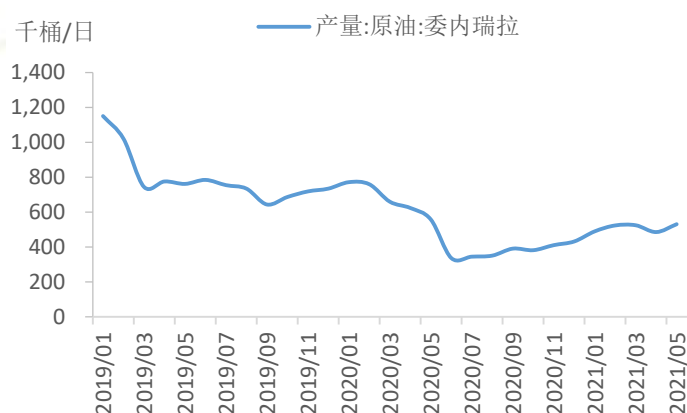
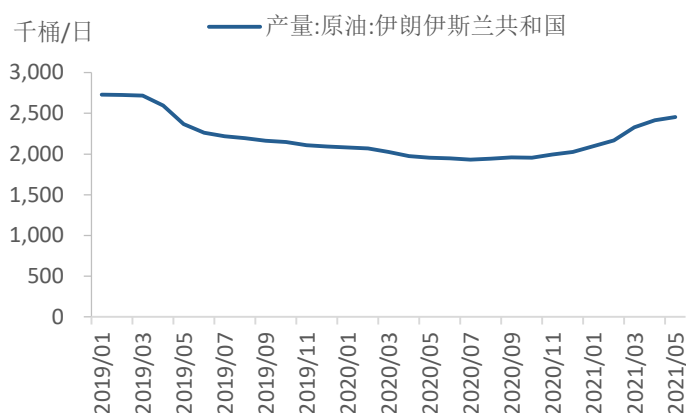
数据来源: WIND, Reuters Eikon, 中粮期货研究院

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。

**图 49: OPEC 原油产量**

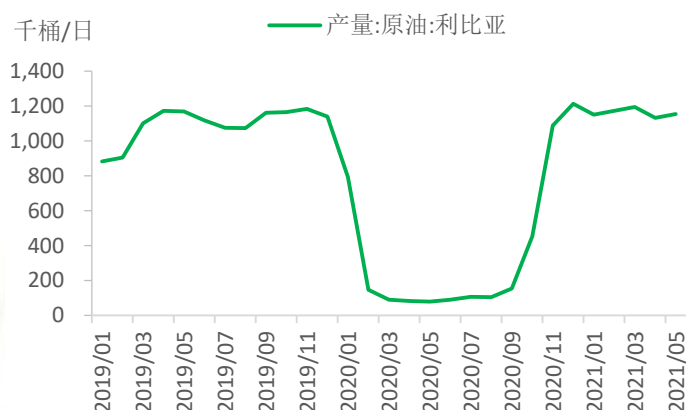
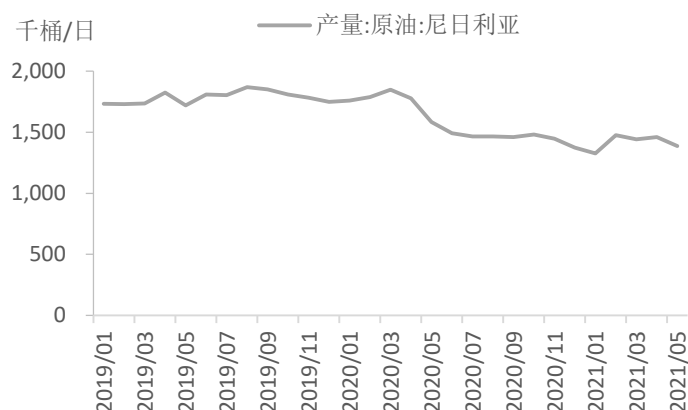
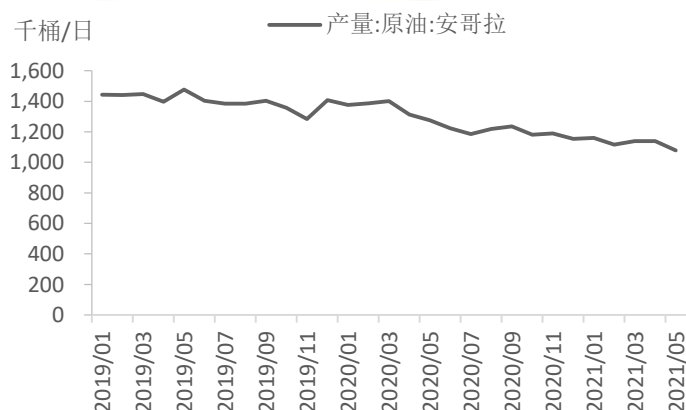
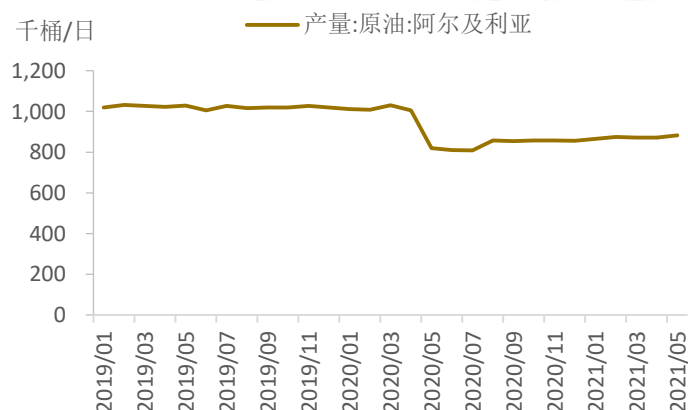
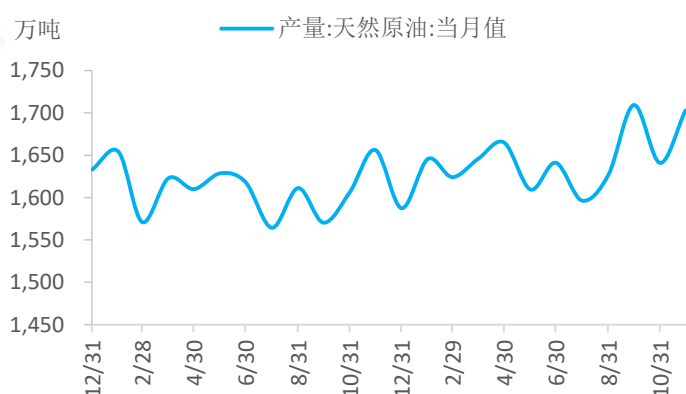
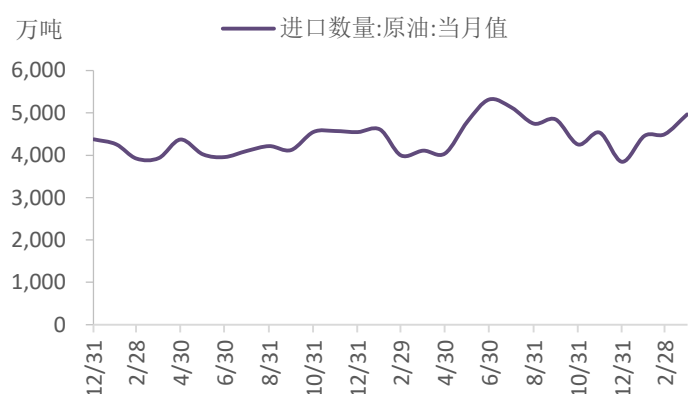
**图 50: 沙特原油产量**

**图 51: 伊拉克原油产量**

**图 52: 科威特原油产量**

**图 53: 委内瑞拉原油产量**

**图 54: 伊朗原油产量**


数据来源: WIND, Reuters Eikon, 中粮期货研究院

**免责声明**

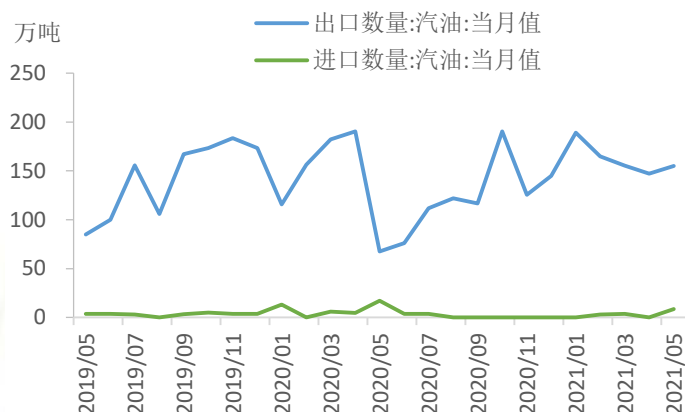
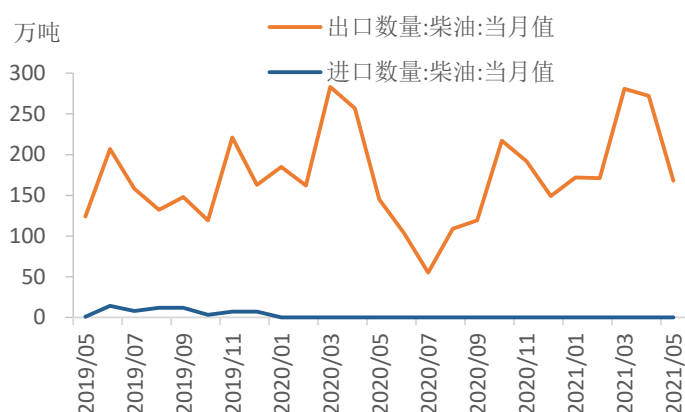
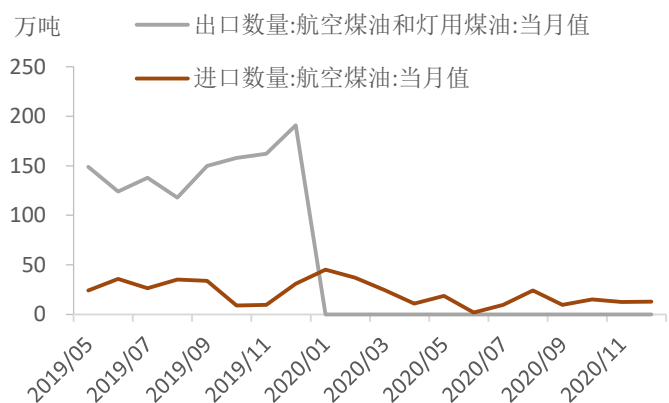
本报告信息全部来源于公开性资料, 本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧, 本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

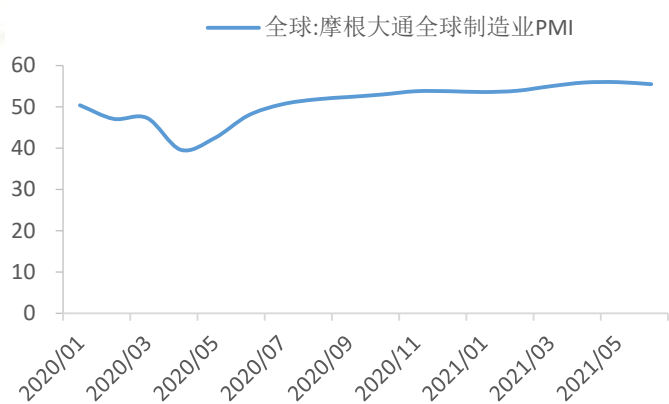
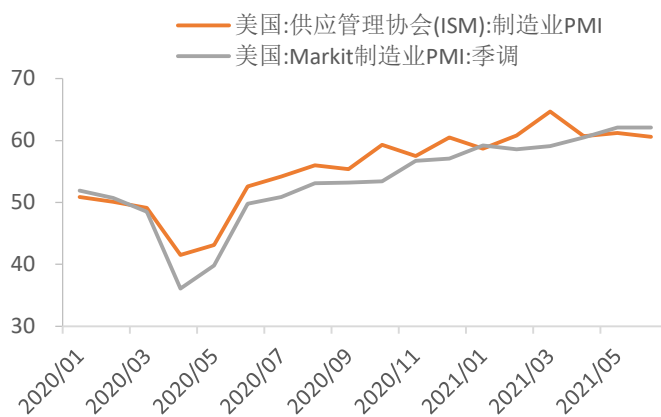
**图 55: 利比亚原油产量**

**图 56: 尼日利亚原油产量**

**图 57: 安哥拉原油产量**

**图 58: 阿尔及利亚原油产量**

**图 59: 中国原油产量**

**图 60: 中国原油进口量**


数据来源:WIND, Reuters Eikon, 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。

**图 61: 中国汽油进出口**

**图 62: 中国柴油进出口**

**图 63: 中国航煤进出口**

**图 64: 山东地炼开工率**

**图 65: 全球制造业 PMI**

**图 66: 美国 PMI**


数据来源: WIND, Reuters Eikon, 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。

图 67: 欧元区 PMI

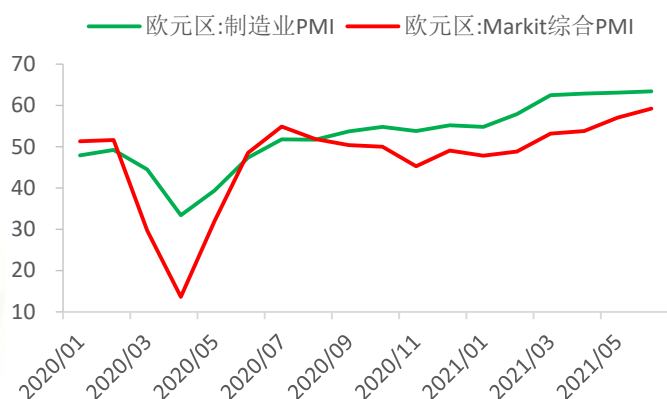


图 68: 德国 PMI

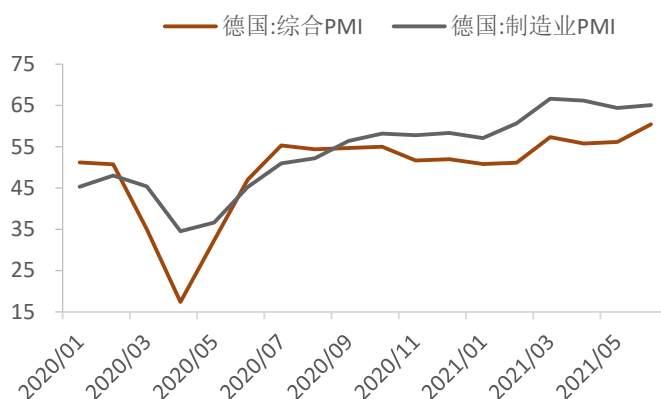


图 69: 中国 PMI

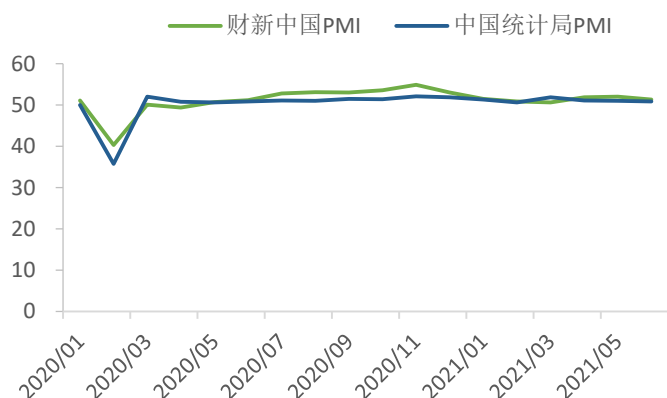


图 70: 日本制造业 PMI

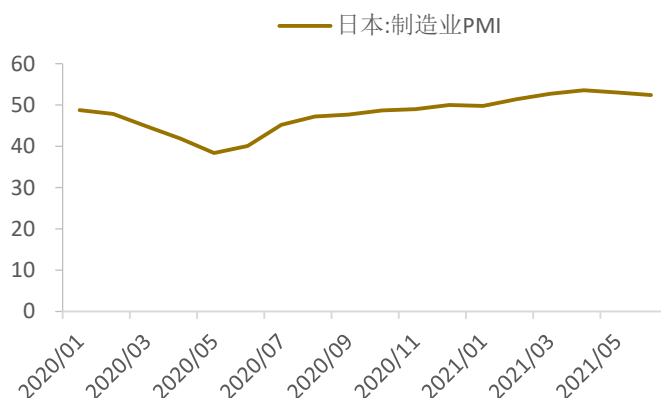


图 71: 花旗经济意外指数

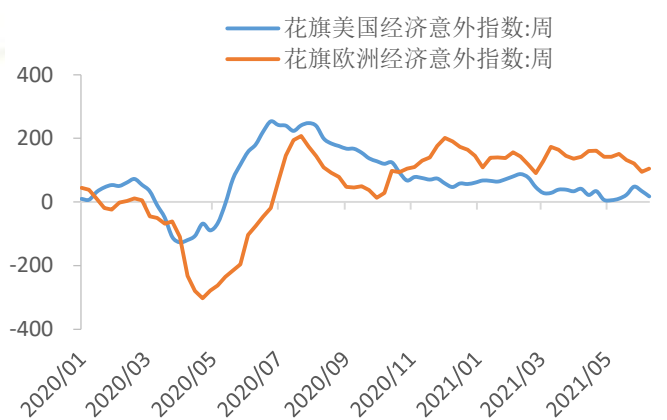
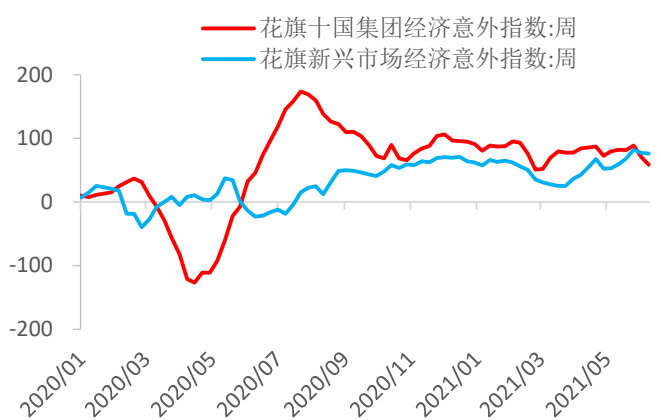


图 72: 花旗经济意外指数



数据来源:WIND, Reuters Eikon, 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。

图 73: 花旗经济意外指数

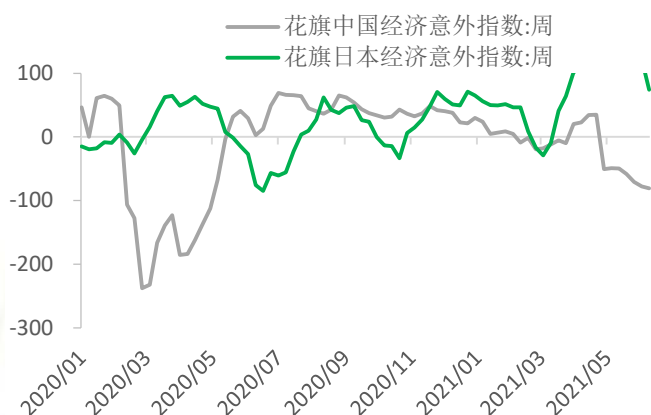


图 74: 韩国和德国出口同比

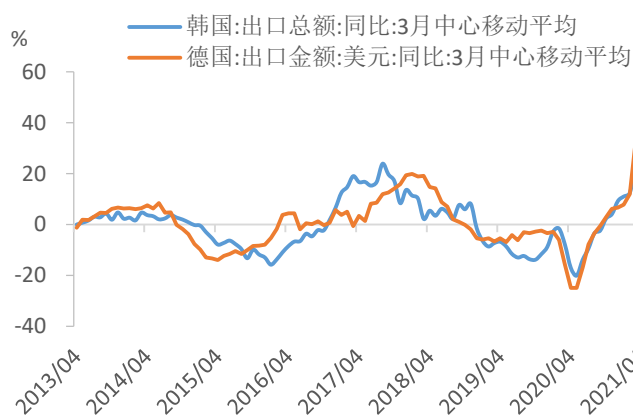


图 75: 七大区页岩油产量

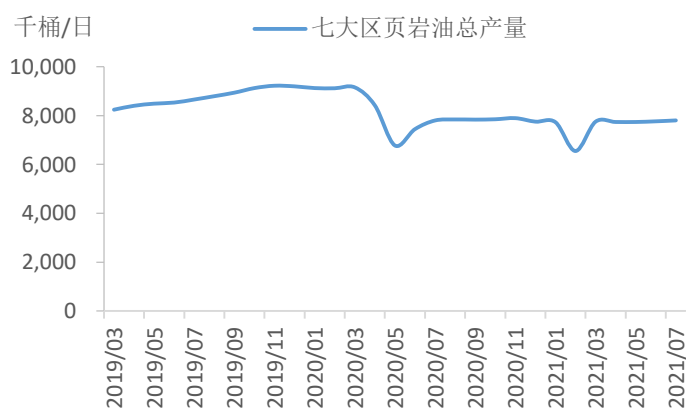


图 76: 二叠纪盆地页岩油产量

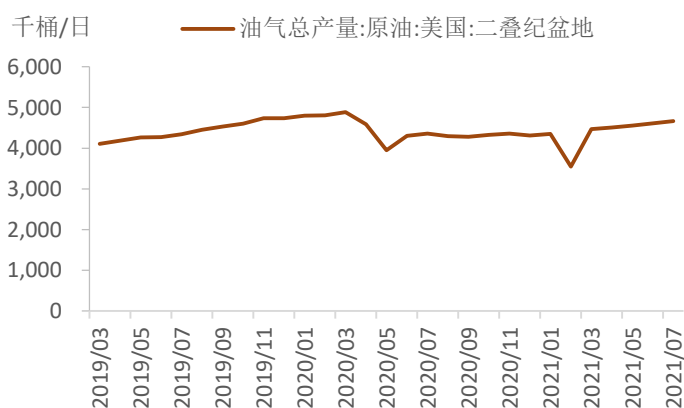


图 77: 鹰福特页岩油产量

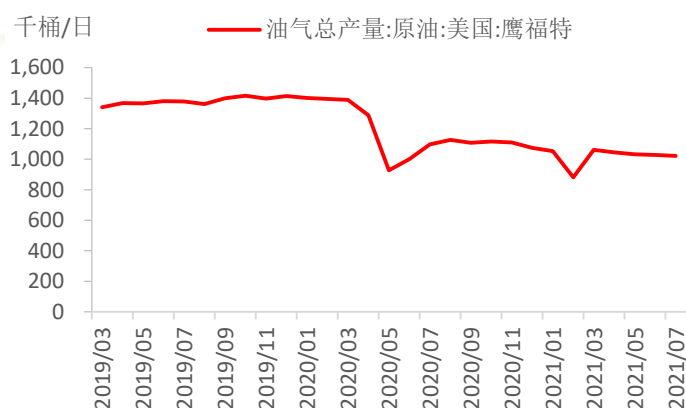
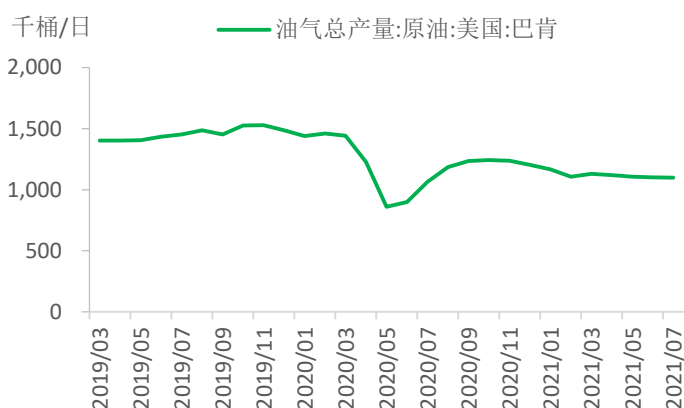


图 78: 巴肯页岩油产量



数据来源:WIND, Reuters Eikon, 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。

图 79：二叠纪盆地单井产量

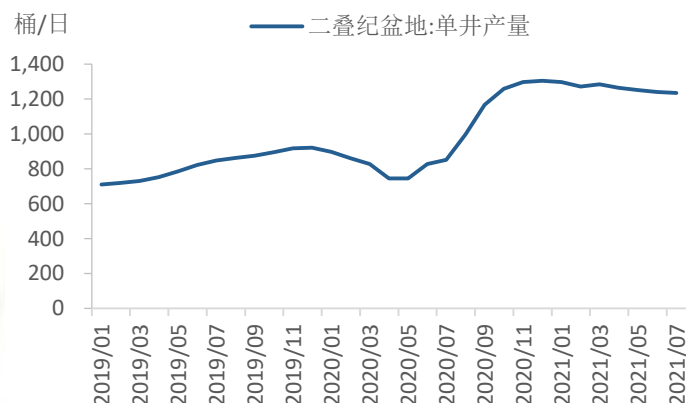


图 80：鹰福特单井产量

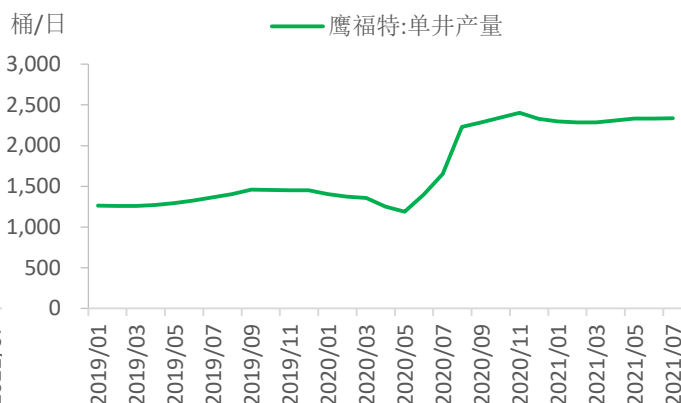


图 81：巴肯单井产量

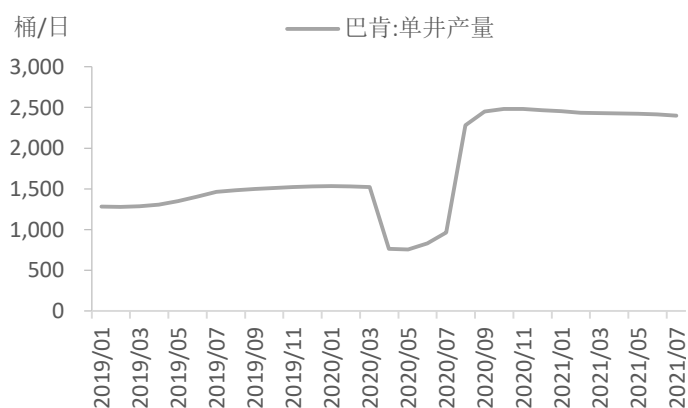


图 82：七大区 DUC

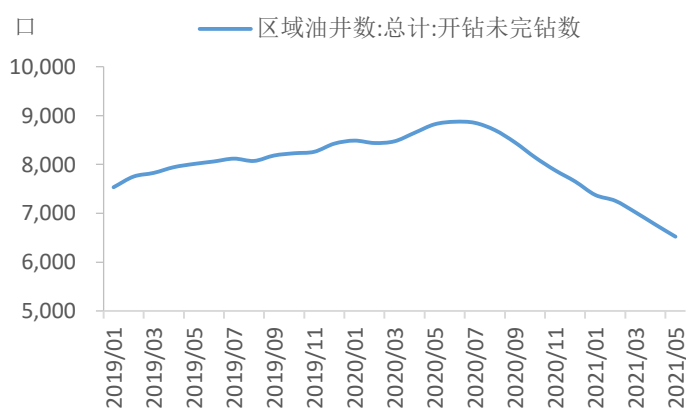


图 83：二叠纪盆地 DUC

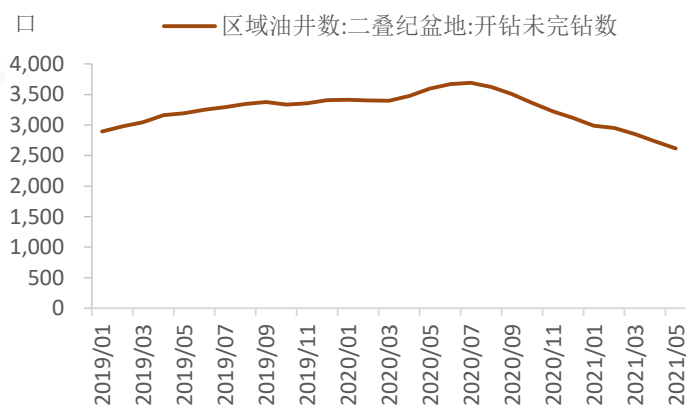
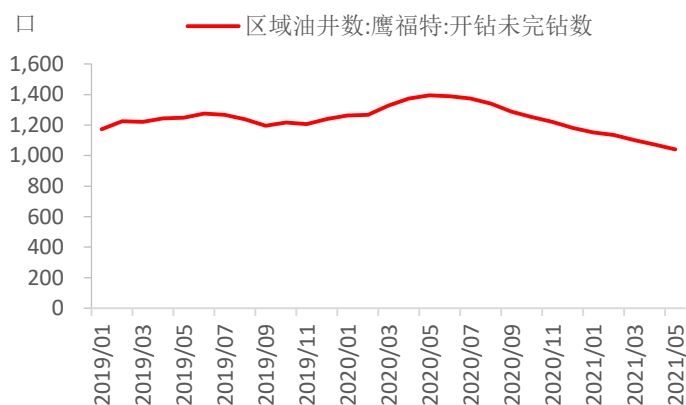


图 84：鹰福特 DUC



数据来源: WIND, Reuters Eikon, 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。

图 85: 巴肯 DUC

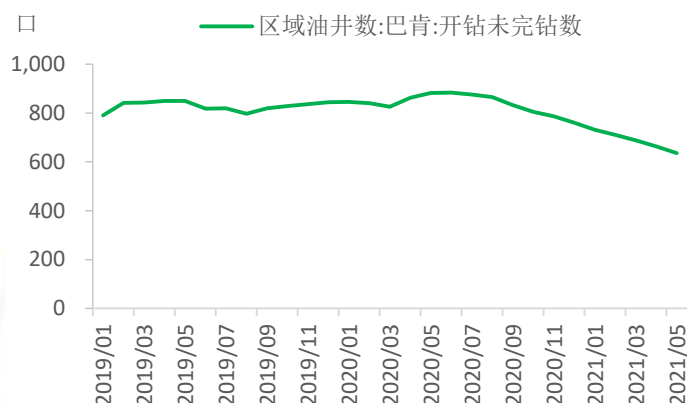
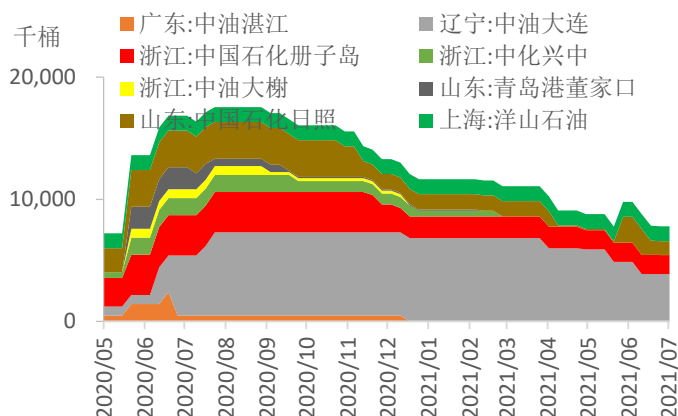


图 86: INE 仓单



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。

### 【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。