广州金控期货有限公司
GUANGZHOU FINANCE HOLDINGS FUTURES CO., LTD.

真诚赢得客户
专业体现价值

投资咨询研究部

研究员：张时阳
电话：020-22827808
邮箱：zsy@gzjkqh.com
证书编码：F3035455

2018 年 8 月原油期货月度操作策略

- 重点回顾：

由于 2017 年下半年以来原油市场的再平衡主要是 OPEC+限产所致，因此当限产协议打破后，增产必然会导致油价再次走低，长期利空油价。只是现阶段低库存对油价仍有较强的支撑，另外地缘政治紧张，尤其是美国制裁伊朗可能导致伊朗原油出口下降的预期十分强烈，随着 11 月 4 日制裁实施日期临近，预期将会逐渐兑现。因此目前油价在增产和供应中断担忧支撑下或整体以高位震荡行情为主，操作上观望或者以波段为主。

- 核心观点:

中国原油进口需求强劲支撑油价。国际局部政治经济动荡利好油价。OPEC 延长石油减产协议至 2018 年底。美国 EIA 原油库存库情况。美国加息进程和贸易战影响。美国国内原油产量增至 1090 万桶/日，活跃油井数增至 859 口，后期有望继续创造新高。

- 未来关注：

1、中国原油消费是否被过度高估。2、局部政治紧张动荡后的降温利空油价。3、美国、俄罗斯、沙特产量持续增加超预期。4、中国国际原油期货上市后持续而广泛的影响。整体而言，目前主要的焦点还是整个 OPEC 减产与美国原油产量增加的博弈。近期原油受诸多宏观因素的影响而激烈波动，建议投资者注意把控风险，冲突不断联合减产不止长期看多思路不变。

独立性声明：
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、宏观环境

1. 贸易战引发经济忧虑

国际货币基金组织（IMF）在 7 月中旬发布《世界经济展望》报告指出，预计 2018 年和 2019 年全球经济增长将达到 3.9% ，与此同时，报告继续维持对美国经济今明两年增长 2.9%和 2.7%的预测，但下调了欧元区国家以及英国和日本的增长预期，维持中国明后年经济增长预期。但经济下行风险正在增加，而最大的威胁来自于美国引起的全球贸易紧张局势，美国最近宣布的提高关税政策以及来自贸易伙伴的反制措施，有可能使紧张局势持续升级，从而对资源配置和生产率产生直接影响，也将导致全球经济增长下降。

2. 美元利多支撑高位震荡

近两个月，美元指数整体维持高位运行。美国经济数据整体表现强劲，二季度 GDP 年化季环比初值增 4.1%，为 2014 年以来最佳，虽然贸易摩擦存在不确定性，但整体格局支持联储加息。8 月初的美联储议息会议上维持 1.75%-2%基准利率水平不变，截至目前，今年美联储已分别于 3 月和 6 月各加息 25 个基点，而下半年 9 月及 11 月两次议息会议加息预期也比较强烈。此外，在中美贸易摩擦不断升级的背景下，人民币持续大幅贬值，国际资本更愿意将人民币兑换成美元，进一步提振美元。

图 1：美元指数与 WTI 原油走势对比

二、基本面状况概述

关注点：两油周度先扬后抑，连续下跌后于周四触底反弹，周线收十字星继续宽幅震荡。因美国二季度 GDP 数据非常乐观，油价一度刷新近两周高点，但随着美国原油库存的意外增加和对国际贸易摩擦的升温，油价一度跌创两周新低，再随下周库存下降预期的利好帮助油价收复跌幅。另外中国对美采取强烈反制，公布对美加征关税清单，金额约 600 亿美元。美国 7 月新增非农就业 15.7 万人远不及预期，失业率降至 3.9%，非农数据相对稳健抵消担忧，美股收涨。据悉沙特宣布恢复经曼德海峡石油出口，原油运输供给担忧有所缓解。投资者需持续关注国际贸易局势的进展和 EIA 原油库存数据的变化，重点关注每周 IEA 原油市场月度报告。

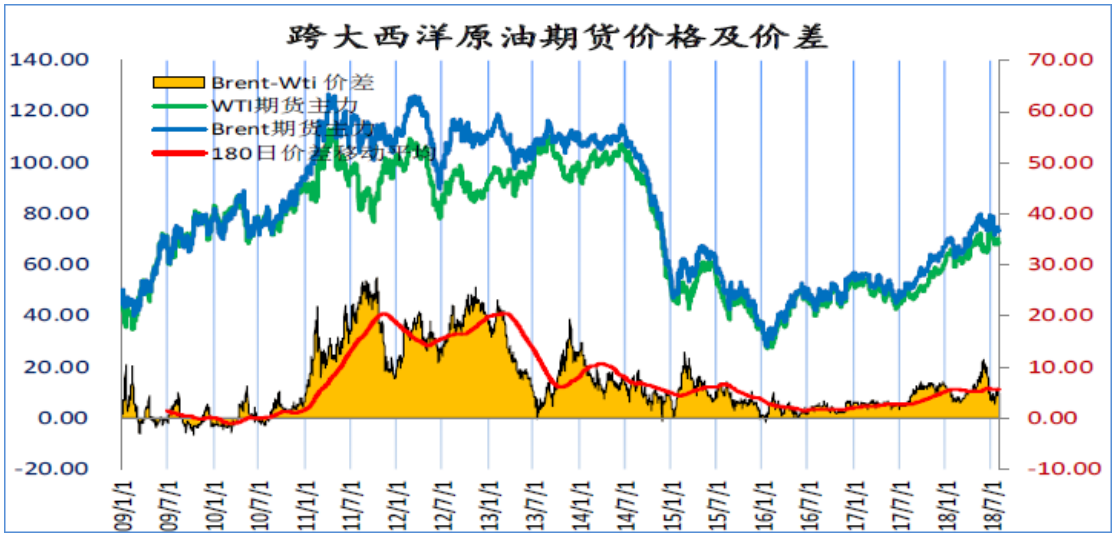

图 2：Brent-WTI 原油期货及价差

虽然一些因素支撑油价继续上涨，但仍然能够找出限制油价上涨的很多因素，可以说当前原油市场是利多和利空的因素交织。市场料在盘整中寻找新的基本面信号来指引方向。随着油价的逐步上涨又转为下跌再报复性反弹，投机多头的增加和地缘政治紧张的风险溢价得到一定程度的释放，中期回调对未来油价的上涨可能会变得更加有利。中国国际原油期货上市带来了更丰富的流动性。

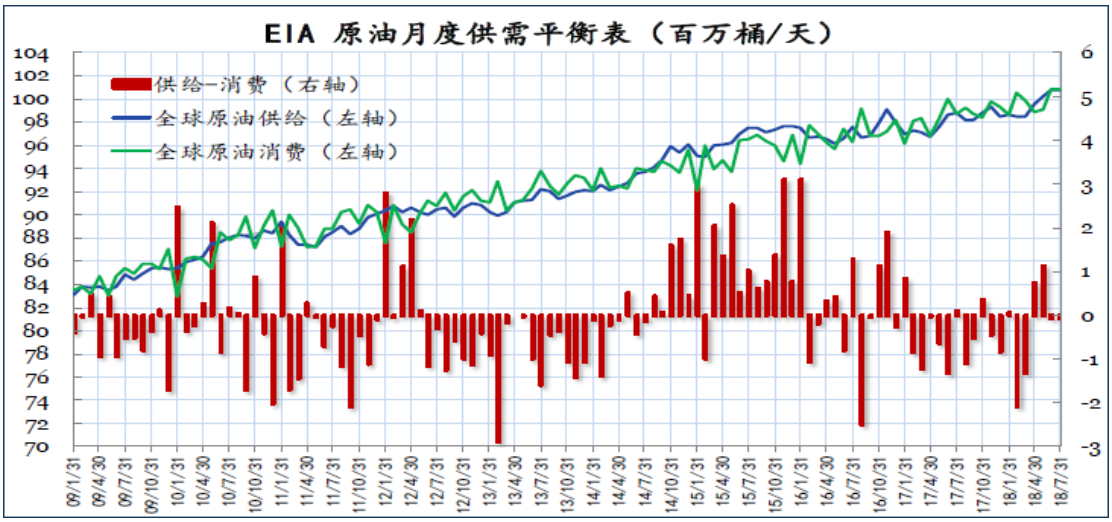

图 3：EIA 原油月度供需平衡表

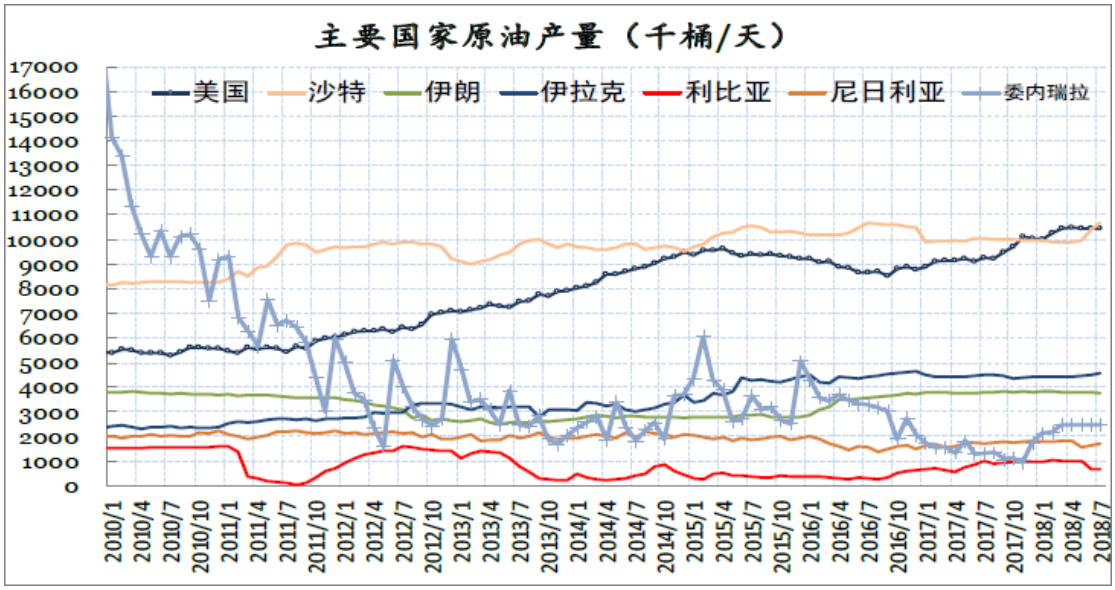

图 4：主要国家原油产量

三、供需因素分析

1. 美国原油产量增长趋缓

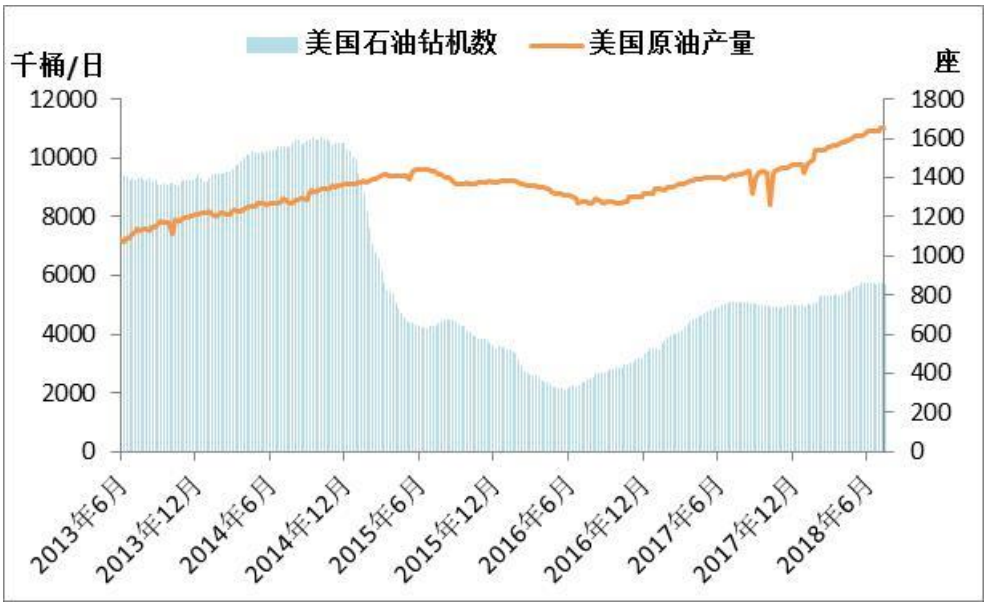

图 5：WTI 油价与钻机数对比图

美国原油产量增长近期出现明显放缓，截止 7 月 20 日当周，美国原油产量达到 1100 万桶/日，为有记录以来最高水平，而代表油气行业领先指标的钻机数量近期增长也在放缓，虽然油价在今年以来处于高位，但由于美国主要产区输油管道运力不足短时间内难以解决，这也限制了油气企业的投资意愿以及原油的产出。另外，我们看到美国 7 大页岩油产区库存井数在持续增长，而完井数增幅有限，这意味着实际上石油公司钻出的油井大多并未形成完井，而单井效率基本都

在大幅提高，这也支撑了产量的增长。整体来看，在管道运力限制下，美国原油产量增长有进一步放缓的迹象。

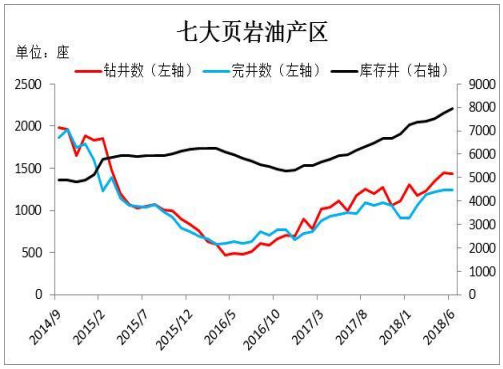

图 6：美国 7 大页岩油产区钻井、完井及库存井数

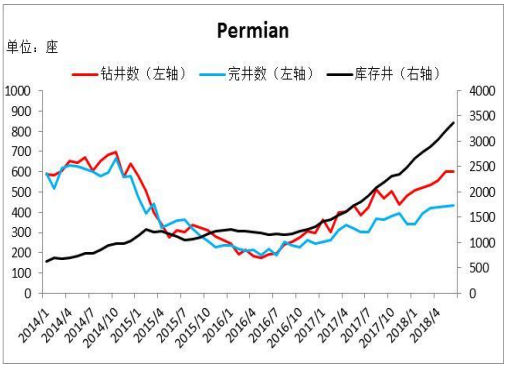

图 7：二叠纪盆地钻井、完井及库存井数

2. 全球原油库存去化 库欣库存骤降

从显性库存来看，美国原油库存及成品油库存持续去化，原油库存降至 4 亿桶，创近 3 年半来新低，汽油库存持稳，馏分油库存居于低位，而库欣地区原油库存已远远低于5年均值水平。加拿大 Syncrude 油砂项目设备故障于上月停产，此前预计 7 月将恢复部分生产，9 月将全面复产，但目前来看不能很快恢复生产。这导致流向美国库欣地区的原油减少，供应出现局部紧张，截至 7 月 20 日当周，库欣原油库存降至 2370 万桶，为 2014 年 11 月以来最低，这将提振 WTI 原油走势，并令欧美原油价格进一步收窄。

OECD 石油库存在 5 月份降至 28.23 亿桶/日，低于去年同期及近五年均值水平，同时原油库存及成品油库存均处于下降趋势中。从隐性库存来看，全球原油浮式库存处于低位，目前与五年均值水平相当，但低于去年同期水平，东南亚原油及成品油浮式库存相对较低，也反映了亚洲地区需求相对旺盛。

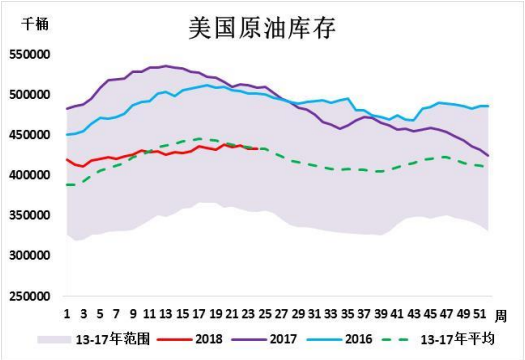

图 8：美国原油库存

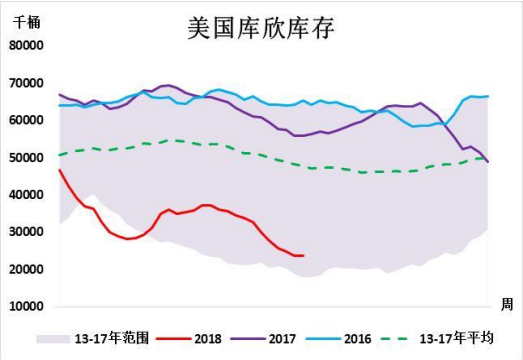

图 9：美国库欣地区原油库存

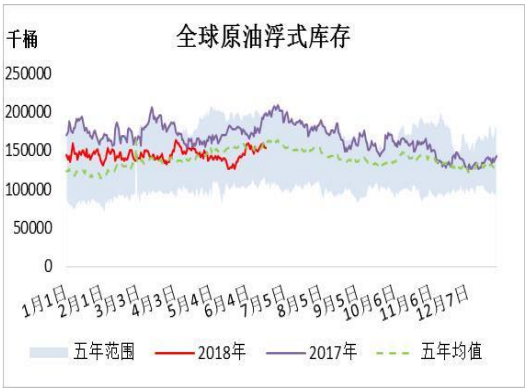

图 10：美国原油库存

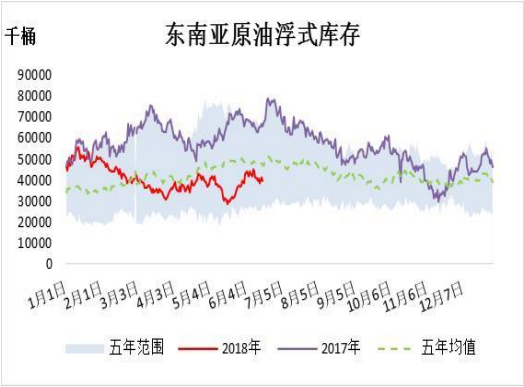

图 11：美国库欣地区原油库存

3. 国内地炼开工偏低 美国炼厂维持高开工水平

目前国内 50 多家主营炼厂一次加工装置开工负荷达到 80%左右，较前期有所增长，但地炼开工负荷下滑明显，当前仅为 55%左右，主要由于地方炼厂检修装置较多，6-8 月份炼厂装置大面积检修。此外今年以来下游需求整体不佳，炼厂利润萎缩，且税收趋严，均令炼厂开工维持低位。而美国方面，裂解利润高于去年同期水平，炼厂开工持续处于 90%以上，原油加工量处于高位，也在为旺季消费做准备。

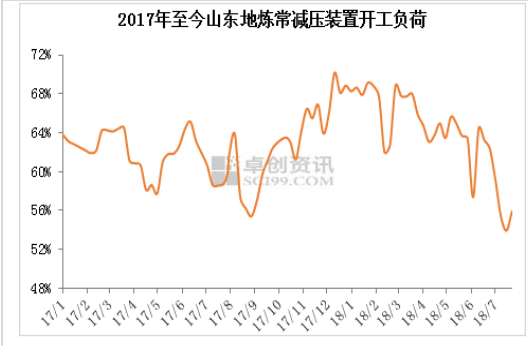

图 12：国内山东地炼开工负荷

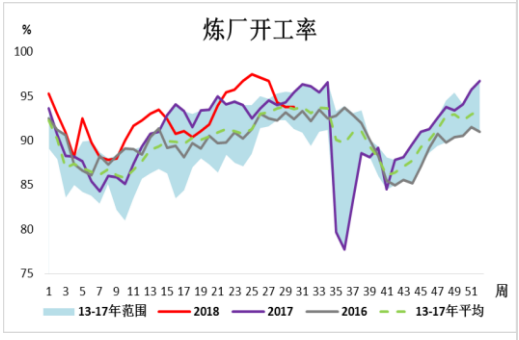

图 13：美国炼厂开工率

四、地缘政治

1. 两大重要海上石油运输通道受威胁

近期沙特宣称停止途径红海南口曼德海峡的所有石油运输，起因是胡赛反政府武装袭击了沙特两艘油轮。曼德海峡位于阿拉伯半岛西南端与非洲大陆东北端、即也门与吉布提之间，连接红海和亚丁湾，是从地中海、苏伊士运河到印度洋的主要海上通道之一。美国能源信息局数据显示，2016 年，每天大约 480 万桶原油和精炼石油产品经由曼德海峡运输。路透社报道，由于这处海峡宽度仅 20 公里，数以百计船只容易成为潜在攻击目标。而曼德海峡关闭后，所有船只必须绕道南非好望角，这将大大增加运输成本。此外，另一个重要的石油运输通道也受到威胁，伊朗近期威胁要封锁霍尔木兹海峡，该海峡是中东原油运往亚洲和欧美市场的重要咽喉，2016 年该海峡的石油贸易量达到 1850 万桶/日，全球近 30%的海上石油贸易需要通过该海峡运输，其中 80%是流向亚洲地区。世界两大重要的石油

运输通道均受到威胁，若对全球供应产生实质影响，或引发油价再度暴涨，尤其是亚洲地区作为重要的石油需求方，严重依赖于中东的石油供给，亚洲溢价或表现的更加明显。

2.伊朗态度强硬 美伊和平对话难

美国对伊朗的部分经济制裁正式生效，涉及伊朗黄金和其他贵金属、石墨、铝、钢铁的交易，以及飞机零部件的进口贸易。对此，伊朗政府总统鲁哈尼已发出威胁，要封锁海湾地区的“石油咽喉”霍尔木兹海峡。但此前美国总统特朗普之前表示愿意在“不设前提”的情况下会晤鲁哈尼，依旧为美伊谈判留下了一扇门。稍早前披露的数据显示，伊朗方面目前产量及出口量仍未出现断崖式下滑，一方面是由于此前部分国家趁着制裁生效前提前采购，另一方面是由于部分国家也在采取观望的态度。目前伊朗已有40%左右的出口量受到了限制，相当于100万桶/日的级别，这部分出口量的下滑或将在8月分的数据中得到体现。

五、后市研判

由于2017年下半年以来原油市场的再平衡主要是OPEC+限产所致，因此当限产协议打破后，增产必然会导致油价再次走低，长期利空油价。只是现阶段低库存对油价仍有较强的支撑，另外地缘政治紧张，尤其是美国制裁伊朗可能导致伊朗原油出口下降的预期十分强烈，随着11月4日制裁实施日期临近，预期将会逐渐兑现。因此目前油价在增产和供应中断担忧支撑下或整体以高位震荡行情为主，操作上观望或者以波段为主。期货盘面上，布伦特承压于80美元/桶，支撑在70美元/桶，关注支撑的有效性。SC受人民币贬值影响相对强劲，但是资金迟迟不肯移仓远月，后期能否顺利交割需要保持关注，从当前资金表现来看，可能直接移仓1812合约，即季度合约。

免责申明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的更改，在任何情况下，我公司报告的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写过程中融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与广州金控期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表广州金控期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映广州金控期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经广州金控期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的资料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“广州金控期货公司”，并保留我公司的一切权利。

总部地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 25 层 2501-2524 单元
联系电话：400-930-7770
公司官网：www.gzjkqh.com

广州金控期货有限公司分支机构

广州营业部

地址：广州市海珠区新港东路 1088 号中洲交易中心 1105 单元

电话：020-38298555

顺德营业部

地址:佛山市顺德区容桂街道办事处德胜居委会桥东路 10 号首层(528305)

电话：0757-28606588

佛山营业部

地址：佛山市禅城区汾江中路 148 号华美大厦 11 楼

电话：0757-88352866

大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路 129 号期货大厦 2311 房

电话：0411-84806645

山东分公司

地址：山东省济南市市中区英雄山路 129 号祥泰广场 1 号楼 2403 室、2406 室

电话：0531-58762272

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口会展路 129 号 1909、1910、2012 房间

电话：0411-84995079

杭州分公司

地址：浙江省杭州市下城区绍兴路 161 号野风现代中心北楼 903 室

联系电话：0571-85231387

成都分公司

地址：四川省成都市高新区天府大道中段 530 号东方希望天祥广场 A 座 2706 室

电话：028-61320595

深圳营业部

地址：深圳市福田区福田街道福田区中心区 23-1-6 卓越大厦 2003-2005A

电话：0755-82549070

梅州营业部

地址：广东省梅州市梅江区江南正兴路和兴花园店铺 2-19

电话：0753-2185061

清河营业部

地址：河北省邢台市清河县长江东街 156 号（原济华路东、长江街南侧）

电话：0531-58766302

福州营业部

地址：福建省福州市鼓楼区五凤街道铜盘路 29 号左海综合楼 2 楼 B 区 201 室

电话：0591-87219989