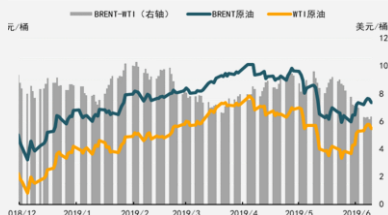


原油：峰回路转，豁然开朗

板块 油化工

国际原油价格走势：



前海期货有限公司

投资咨询业务资格

期货分析师：唐伟

电话：0532-80990901

邮箱：tangwei@qhfc.com

从业资格号：F3032926

投资咨询号：Z0012738

报告摘要

- 多数 OPEC+产油国从上半年的减产协议中受益，俄罗斯国际储备突破 5000 亿美元，尼日利亚逐渐走出经济危机。
 - 部分非 OPEC+国家原油产量增加，美国原油产量创纪录新高，中国原油产量回升。
 - 地缘政治风险一直存在，不确定性高。伊朗和美国的对峙将霍尔木兹海峡这一原油运输咽喉置于风险当中。
 - OPEC+延长减产协议至明年 3 月，以减少供应支撑油价。
 - 中美经贸磋商重启，避免了贸易摩擦短期内急剧恶化的风险，增强了全球经济的稳定性。
 - 下半年，原油价格可能走出一波上涨行情，WTI 原油有望测试 75 美元/桶，INE 原油有望挑战 600 元/桶。
- 2019 年上半年原油市场回顾
 - 原油市场走势判断
 - 2019 年下半年油价展望

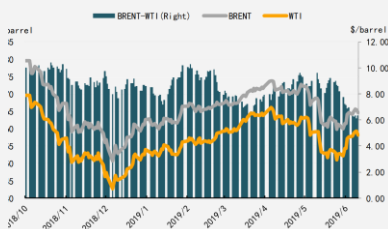


Crude Oil

The Road Is Long, The Direction Is Clear

Sector Crude Oil

The Price Trend of Crude Oil



QIANHAI FUTURES CO., LTD

Investment consulting qualification

Analyst: Tang Wei

Tel: 0532-80990901

E-mail: tangwei@qhfc.net

Qualification certificate No.: F3032926

Investment consulting certificate No.:

Z0012738

Abstract

- Many OPEC+ countries benefited from the production cuts in the first half of this year. Russia's international reserves exceeded \$500 billion, and Nigeria exited the economic crisis gradually.
 - Crude oil production of some non-OPEC+ increased, US reached a record high, and China rebounded.
 - Geopolitical risks are always present and uncertainty is high, the confrontation between Iran and the United States puts the Strait of Hormuz at risk, a major throat of transportation.
 - OPEC+ agreed to extend crude output cuts until the next March in efforts to keep supplies tight and bolster prices.
 - The resumption of Sino-US economic and trade negotiations has avoided the risk of sharp deterioration of trade frictions in the short term and enhanced the stability of the global economy.
 - In the next half year, Crude oil maybe walk in to a bull market, WTI crude oil is expected to test \$75 a barrel, INE crude oil is expected to test ¥600 a barrel.
-
- Review of Crude Oil Market in 2018
 - Judgment of Crude Oil Market Trend
 - Oil Price Outlook for 2019

一、2019 年上半年原油市场回顾

（一）原油价格宽幅震荡

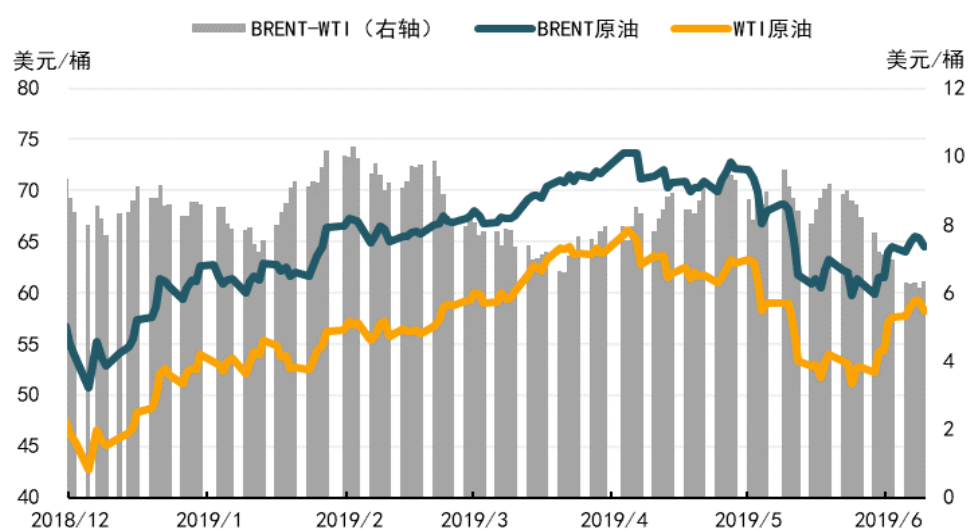
2019 年初始，在供应端，OPEC+严格执行 120 万桶/日的减产协议；美国对委内瑞拉的制裁不断加码，导致委内瑞拉国内局势动荡，原油产量受到极大影响；美国在 4 月份宣布完全取消伊朗石油出口豁免，对伊朗的制裁导致伊朗的原油产量、出口大幅萎缩。在需求端，中美经贸磋商在一片满意、和谐的气氛中不断推进，似乎双方离达成协议只剩临门一脚，原油的需求预期也偏向正面。

在这样的供需背景下，原油价格走出了一波流畅的反弹行情。WTI 原油从年初的 45 美元/桶上涨至 66 美元/桶，国内 INE 从 350 元/桶的低点上冲至 521 元/桶，涨幅高达 48%。

5 月下旬开始，形势急转直下。中美经贸磋商出现波折，美方的漫天要价令谈判陷入困境；美国原油产量创出新高，为了应对地缘形势，还释放了部分战略储备；OPEC+在 5 月份也出现了修复性的产量增加，减产执行率有所回落。

6 月以来，波斯湾再度出现油轮遇袭事件，伊朗在霍尔木兹海峡附近击落美国无人机，地缘政治风险迅速上升，油价从 5 月份的跌势中逐渐企稳，但反弹乏力，市场在震荡中等待 OPEC+对减产协议延期的决定以及经济大环境的明朗。

图 1 BRENT 与 WTI 走势

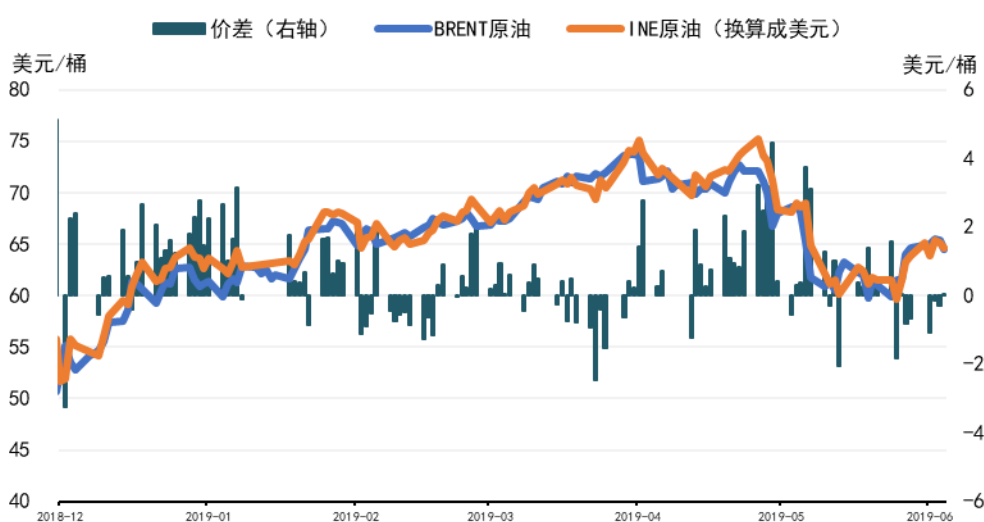


数据来源：wind 资讯，前海期货

INE 原油在上半年的表现可圈可点，价格走势与 WTI、BRENT 保持了很强的相关性，又体现出了区域特色，人民币汇率波动以及国内经济表现都能对 INE 价格带来一定的影响。

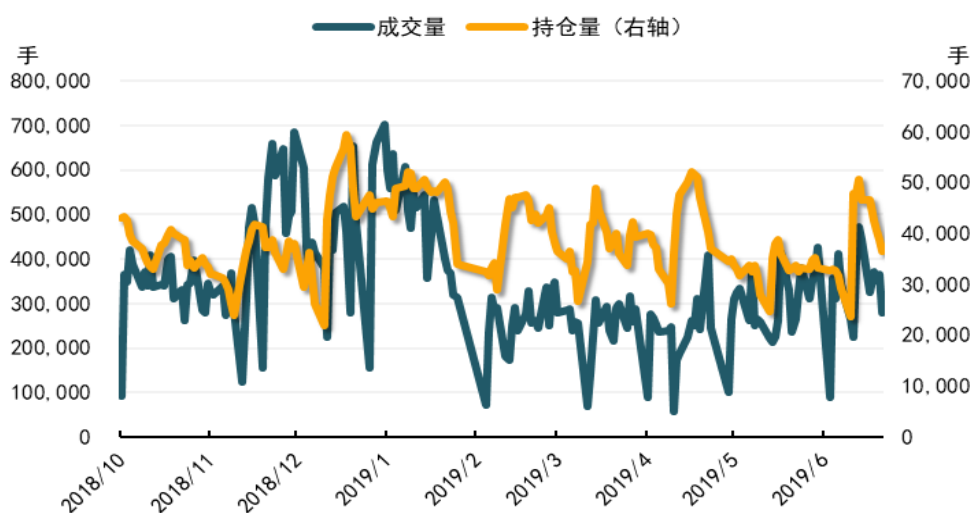
INE 原油的成交量和持仓量保持了相对的稳定，坐稳了全球三大原油期货交易所之一的位置。随着市场的日益完善和成熟，后期还有很大的发展空间。

图 2 INE 与 BRENT 价差



数据来源：wind 资讯，前海期货

图 3 INE 原油的成交量与持仓量



数据来源：wind 资讯，前海期货

（二）OPEC+再次尝到减产甜头

在 OPEC+年初开始新一轮减产，国际油价一度反弹超过 40%，多数产油国从中受益。

从公布的数据来看，俄罗斯的官方储备资产到 5 月份已经非常接近 5000 亿美元，去年底的数据为 4600 亿美元；沙特的国际收支情况也出现了改善，官方储备资产从年初的 1837 亿沙特里亚尔增加到 5 月份的 1937 亿沙特里亚尔，一举扭转了该数据从 2014 年开始的下滑势头。不过，由于沙特减产力度远超预期，虽然油价涨了，GDP 增速却出现了明显的下滑。

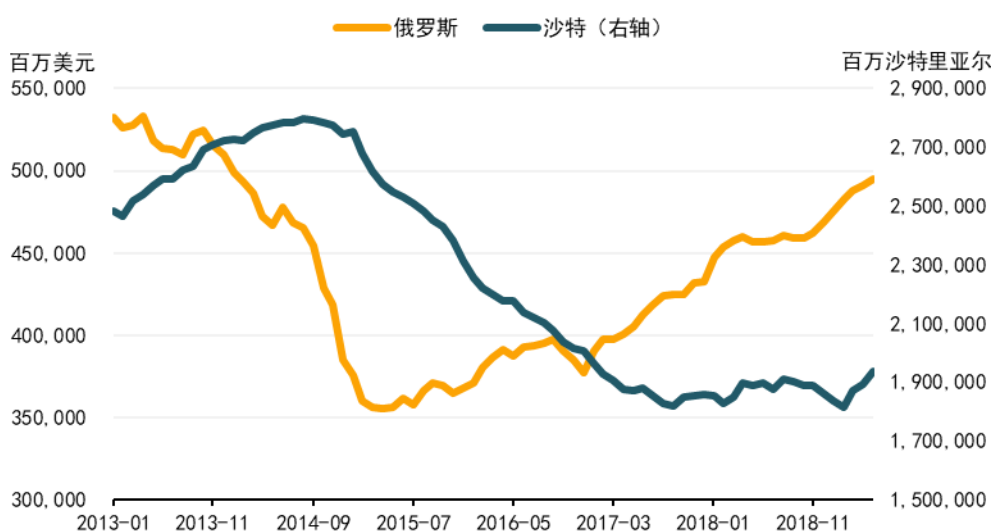
非洲国家尼日利亚走出了经济危机，通胀率已由高峰时的 18.7% 降至 11.4%，外汇储备持续增加，货币奈拉汇率也保持了稳定。

南美洲国家厄瓜多尔经济陷入困境，多个行业面临衰退或停滞，石油开采行业是少数保持正增长的行业。

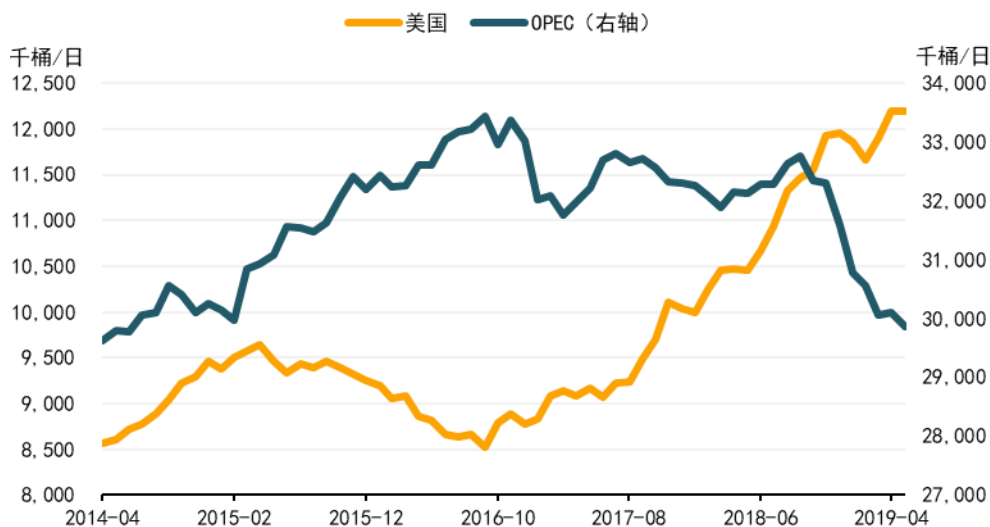
伊朗和委内瑞拉则是这场减产协议大餐中的失落者。在美国的制裁下，伊朗的原油生产下降到 230 万桶/日，原油出口估计更下降到 40 万桶/日的水准；委内瑞拉在制裁和国内政局动荡的夹击下，5 月份原油产量估计下降到 80 万桶/日，原油出口估计低于 90 万桶/日。

美国、加拿大、挪威等非 OPEC+ 国家不仅石油收益增加，市场份额也有所提高。美国 4 月份的原油产量达到 1220 万桶/日的创纪录水平，一个德克萨斯州的产量就超过 500 万桶/日。

图 2 俄罗斯和沙特的官方储备资产变动情况



数据来源：wind 资讯，前海期货

图 3 美国与 OPEC 原油产量


数据来源：wind 资讯，前海期货

二、原油市场走势判断

(一) 地缘政治风险处于高位

伊朗和美国的的关系在今年以来持续紧张，美国在 4 月份就宣布要完全停止对伊朗石油进口的豁免，还不断升级制裁措施。

连接波斯湾和阿曼湾的霍尔木兹海峡地理位置非常重要，每天近 1900 万桶原油经过此地，约占全球海运原油量的 30%，是全球的原油运输咽喉。如果霍尔木兹海峡的原油运输被中断，对原油市场将是一场灾难。

从美国制裁加码以及增派军舰、轰炸机到波斯湾地区，到两次油轮遇袭，再到如今的美军无人机被击落，事件正在逐步升级。虽然美国在最后时刻按下了对伊朗军事打击的暂停键，局势却并未缓和，矛盾还在积累。

至少在表面上，双方目前都不愿发生直接的武装冲突，但局势却处在战争爆发的临界点上，也许一小点火星都可能引爆这个火药桶。如何迅速的摆脱临界状态，减少偶发因素，成为当前局势演变的关键。

委内瑞拉局势在经过 5 月份的混乱后逐渐归于平静，但问题远未结束。美国的制裁不见松动，社会和解还需要做大量的工作，原油产量仍然保持在低位。

利比亚局势也是一波三折，目前仍处于内战状态，原油供应并不稳定。

地缘政治对原油供应和运输带来不确定性，推升风险溢价。

（二）OPEC+或延长减产协议

6月底的日本大阪 G20 峰会期间，俄罗斯和沙特领导人就延长减产协议达成了共识，还需讨论的是协议将被延长 6 个月还是 9 个月。

在此之前的一系列表态中，OPEC 产油国已多数表达了对延长减产协议的支持，如今俄罗斯态度确定，减产协议延长基本板上钉钉。

OPEC+国家通过减产收获了很多，但也失去了不少。

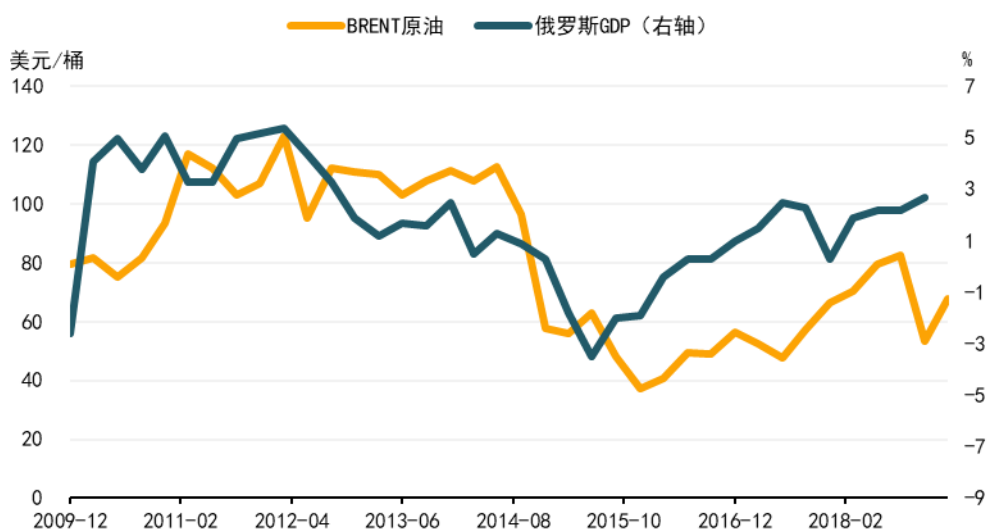
有机构预计，随着欧佩克计划延长减产至今年年底甚至 2020 年一季度，该组织在石油市场的份额几乎会降至 30% 以下。

沙特是减产最积极的国家。在新形势下，原有的“福利换稳定”模式难以维系，沙特提出“2030 愿景”及一系列后续改革措施，旨在实现产业多元化和经济转型升级。市场预计，沙特需要 80 美元/桶以上的油价才能为经济转型提供良好的财力支撑。同时，如果经济成功转型，市场份额上沙特可能并不会太在意。

俄罗斯有所不同，50 美元/桶的油价就能让俄罗斯感到舒适，它对市场份额也更敏感。虽然俄罗斯很早就希望摆脱对石油的依赖，但近 20 年的经济数据显示，俄罗斯的经济状况和国际油价息息相关。

长期的减产会对俄罗斯的市场份额产生冲击，还有可能造成经济过热，带来卢布升值，抑制其他产业的成长，进一步加大俄罗斯对石油的依赖。历史的教训证明，过高的油价对俄罗斯并不是一件好事。

图 8 俄罗斯经济表现与油价



数据来源：wind 资讯，前海期货

（三）非 OPEC+国家原油产量保持增长

EIA 数据显示，4 月份美国原油产量达到创纪录的 1220 万桶/日，同期俄罗斯原油产量 1123 万桶/日，沙特原油产量 981 万桶/日。美国成为全球最大的原油生产国。

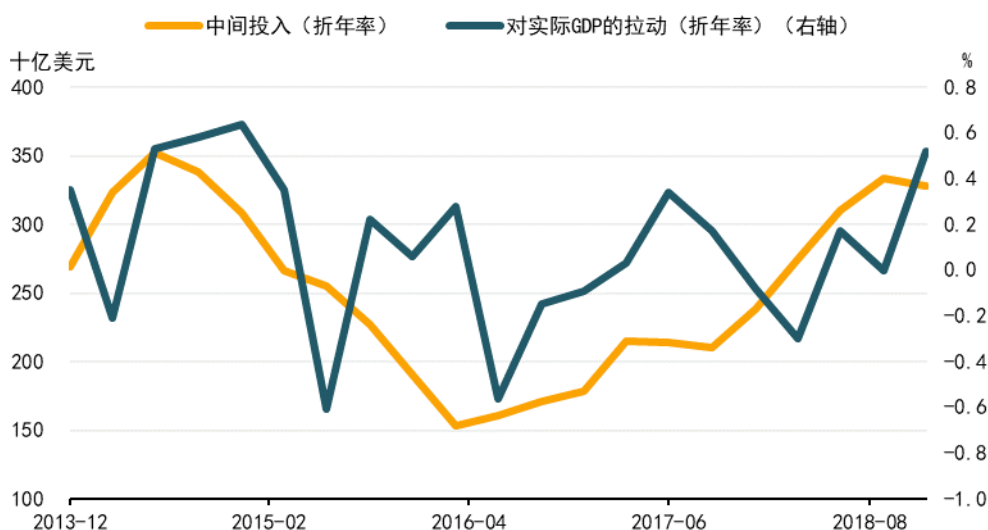
美国原油的产量增量主要来自于页岩油，页岩油井本身的高产、稳产周期短，需要有持续的勘探、开发投入来维持产量。根据 Bloomberg 统计数据，2019 年综合性国际能源巨头将在美国本土投资近 1240 亿美元，油价的良好表现，提升了能源巨头配置页岩油资产的信心。

由于美国当前的页岩油生产地区相对集中，管道运输能力的限制一度制约了产量的提升。去年四季度以来，主产区多条输油管道建成投产，基础设施进一步完善，为增产创造了条件。

增产的并不止美国，国家统计局的数据显示，5 月份中国生产原油 1623 万吨，约 382 万桶/日，同比增长 1%，1-5 月份，中国石油产量 7929 万吨，同比增长 0.7%。巴西随着 7 个新的海上生产单元的增加，原油产量有望在下半年出现快速增长。

OPEC+产油国严格执行减产协议，通过减少自身供应来努力维持油价，不惜让出市场份额。部分非 OPEC+产油国则增加产量，分享油价上涨带来的利益，可谓“苦恨年年压金线，为他人作嫁衣裳”。

图 13 美国采掘业 GDP 贡献及中间投入



数据来源：wind 资讯，前海期货

（四）需求前景或有改善

中国是重要的原油进口国和消费国，美国既是重要的原油生产国又是重要的原油消费国，中美两国经济的表现对原油市场影响重大。

6 月底，中美领导人决定重启经贸磋商，改善了全球经济增长的前景预期。

经贸磋商的重启并不必然导致双方达成协议，但却成功避免了贸易摩擦短期内急剧恶化的风险，显著增强了全球经济的稳定性。

中美经贸磋商虽然重启，但结局依然难料。有了此前的 11 轮谈判基础，双方后续的会谈会更有针对性。相比于一年之前的突袭，双方经济体对贸易摩擦的适应性和韧性也会显著增强。

除了贸易问题，货币政策方面也出现了一定的变化。年初的时候，市场仍普遍预期美联储将在年内继续沿着加息的路径前行，到了年中，市场的预期已经发生了调整，美联储将在年内降息的可能性上升。考虑到当前的经济环境以及明年的美国大选，美联储有保持一种总体宽松货币政策环境的动力。

三、下半年油价展望

展望下半年，原油市场仍面临着多空交织的局面，利多因素正逐渐占据上风。

供应端，OPEC+减产协议延期板上钉钉，非 OPEC+国家原油产量增加对冲部分影响；需求端，中美经贸磋商重启，成功避免贸易摩擦急剧恶化风险，但磋商结果仍难预料；地缘政治风险仍然较高，伊朗、委内瑞拉以及利比亚等产油国的供应存在较大的不确定性。

下半年，原油价格可能在供需共振、地缘政治加码的情形下走出一波上涨行情，高度取决于多因素共振的契合程度，WTI 原油价格有望测试 75 美元/桶，INE 原油有望挑战 600 元/桶。

不过，OPEC+国家如今长时间的进行减产协同正在为市场带来隐患，无异于饮鸩止渴。减产为产油国带来了有限的短期利益，却间接培养了更多的竞争对手。当油价提升所带来的收益不足以弥补减产的损失时，再度增产并与已经壮大的竞争对手争夺被蚕食的市场份额将不可避免。

免责声明

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。前海期货有限公司力求准确可靠，但对于信息的准确性、完整性不作任何保证。不管在何种情况下，此报告所载的全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议，且前海期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，因根据本报告及所载材料操作而造成的损失不承担任何责任，敬请投资者注意可能存在的交易风险。

本报告版权归前海期货有限公司所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，或投入商业使用。

如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处为前海期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并保留我公司一切权利。

关于我们

总部地址：深圳市前海深港合作区梦海大道 5033 号卓越前海壹号 A 栋 26 楼 08 单元

邮政编码：518052

全国统一客服电话：400-686-9368

网址：<http://www.qhfc.net>