

原油月报：70 刀触手可及（附：关于 SC 的一些思考）

核心观点

2018年4月23日

王存响

能化研究员

执业编号：F3030742

电话：0571-28132632

邮箱：wangcunxiang@cindasc.com

徐林

能化研究员

投资咨询编号：Z0012867

电话：0571-28132638

邮箱：xulin@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO., LTD

杭州市文晖路108号浙江出版物资大厦

1125室、1127室、12楼和16楼

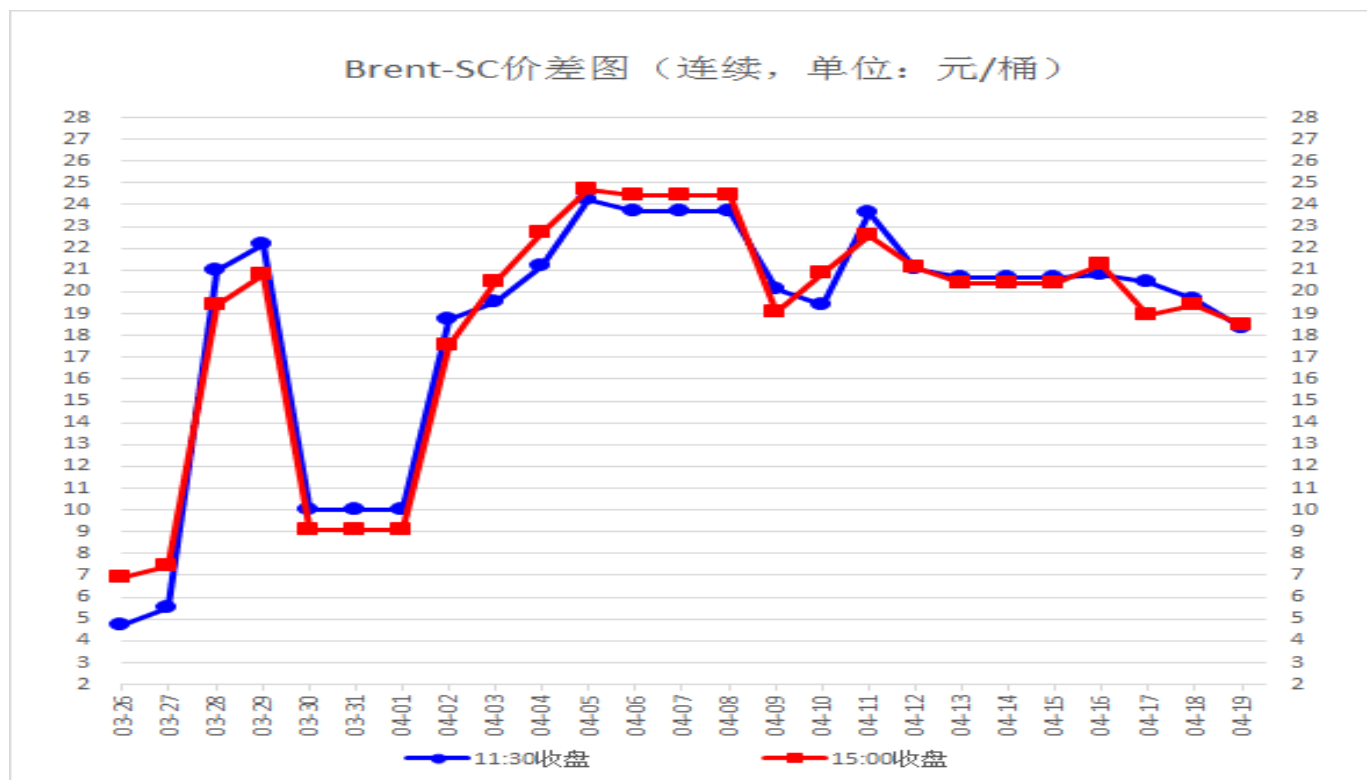
全国统一服务电话：

4006-728-728

信达期货网址：www.cindaqh.com

- 热点驱动来看，叙利亚局势有所降温，朝鲜半岛局势不断转好，贸易战忧虑也已大幅缓解。热点事件容易导致买消息行情（即盘面急速拉涨），市场亢奋的情绪一旦终止，盘面将理性回调。且当下的拉涨是否是对于下半年去库的集中体现，不得而知，如果利多在基本面数据上无法验证，那么回调风险加大。
- 短期来看，美国产量攀升的忧虑亦然严重，钻机数增至 820 口，未来产量大概率突破 1100 万桶/日；CFTC 非商业净多持仓处于绝对高位，大幅高于往年均值，多头面临减仓集中踩踏的风险，每一次的下行都是多单滚仓良机；但考虑到持仓水平已经非常高，再度冲高的难度加大，意味着油价大幅上行空间受限。
- 中长期来看，我们认为市场关注点正从供应过剩慢慢向经济复苏对于消费的拉动转变，从一个更大的周期，油价中枢将逐步上移，预计 WTI 将达 70 美金/桶，布伦特将达到 75 美金/桶，目前来看，油价走势基本达到我们的预期。
- 策略方面，单边建议回调买入；等待做扩裂解价差机会

● 核心提要：国内原油期货 SC 的思考



我们的思路是：选择能跟踪的价差，理论上国内原油与 Oman 油联动是最高的（交割品，且无升贴水；DME 对于 Oman 油也不设置升贴水），但是由于 Oman 原油期货交易时间较短，集中于北京时间下午 4:00 至 4:30，首先交易量受限，其次无法监测。此外，考虑到中东油种与 Brent 存在场外交易的 EFS 价差，因此中东与 Brent 联动紧密，故我们采用 Brent 与 SC 进行监测。

理论上：布伦特与中东油种价差在 3-4 美元左右，中东至国内的程运费+其他大概在 3 美元左右，也就是说，国内 SC 与 Brent 价格基本平水，或者价差在 5-10 元/桶较为合适。但是我们从上图来看，价差显然偏离理论价差较大，但考虑到 SC 上市时间较短，各市场参与者参与度受限，因此价格有被低估的可能。

但从近期表现来看，国内原油 SC 走势强于国际原油，Brent 与 SC 价差由最高 24.7 元/桶收敛至当下的 18.4 元/桶，符合我们前期对于国内被低估的判断。随着 SC 市场参与度的不断提升，价格的权威性越来越高，预计未来与国际原油的联动性将不断提升，与此同时，与 Brent 的价差中枢维持在特定区间内波动将成为常态化。

一、2018 年 4 月 WTI 原油行情回顾

2018 年 4 月，油价呈现先抑后扬走势。4 月上旬，中美贸易战引发的经济衰退忧虑依然严重，油价高位回落至 62 美元/桶关口；4 月中下旬，油价在战争预期与沙特言论的主导下，强势录得上涨，WTI 最高涨至 69.55 美元/桶，布伦特最高涨至 74.75 美元/桶。

图 1：WTI 主力行情走势图



资料来源：文华财经，信达期货研发中心

二、宏观面分析

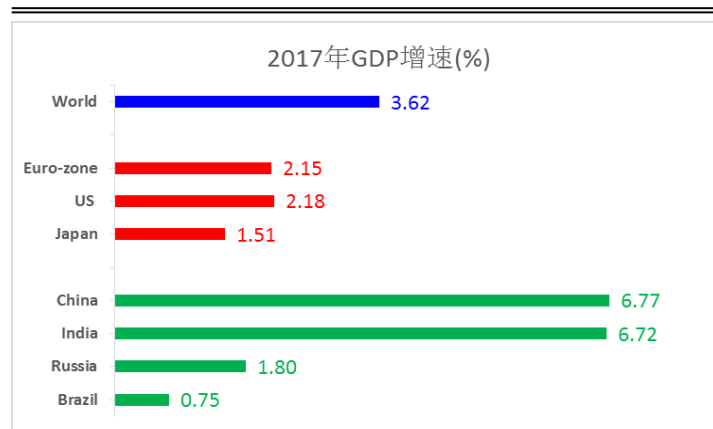
1. 全球经济持续复苏，需求回暖

2017 年以来，放眼全球经济，正走在持续复苏的轨道上，各国经济走势均有不同程度好转，通缩压力有所缓解，市场信心有所增强。随着全球经贸活动回暖，市场对于 2018 年全球经济的走势依旧保持乐观。

国际货币基金组织（IMF）在其最新的《世界经济展望报告》中，将 2018 年全球经济增长预期大幅上调 0.19 个百分点至 3.9%（如图 3 所示）。同时也上调了包括美国和印度在内的主要经济体增长预期。IMF 预计，今年全球四分之三的经济体增速都将加快，这也是全球经济近 10 年来最大范围的增长提速。同样地，经济合作与发展组织（OECD）在日前发布的《全球经济展望报告》中，对 2018 年全球经济增长的预期是 3.7%，比 2017 年全球经济增长 3.6% 高 0.1 个百分点。3.7% 这一经济增速接近 1990 年至 2007 年全球经济的平均增速。

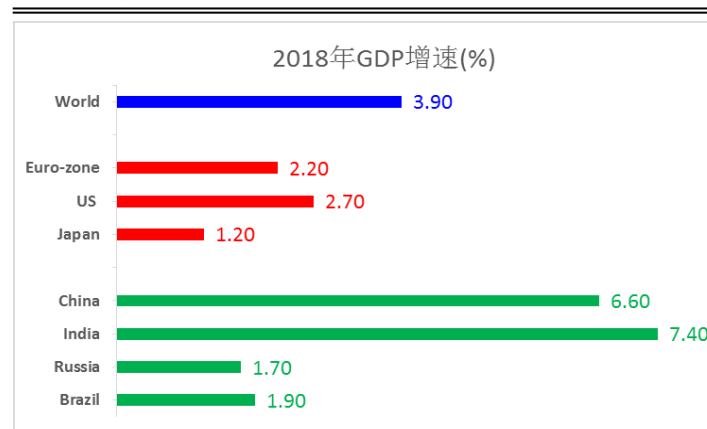
从制造业 PMI 来看（如图 4 所示），经济平稳增长的特征更加明显。2017 年美国、欧元区、德国、法国、英国的制造业 PMI 指数分别为 57.4、57.1、59.1、54.9 和 55.9，同比增幅分别为 5.9、4.7、5.9、5.0 和 3.6，绝对水平和增速均创近 5 年新高。从最新的制造业 PMI 指数来看，2018 年 3 月美国、欧元区、德国、法国、英国的制造业 PMI 指数分别为 59.3、56.6、58.2、53.7 和 55.1，虽然环比有所回落，但同比增幅依旧较为明显，制造业整体呈现稳中向好的发展态势。

图 2：2017 年各国家区域 GDP 增速



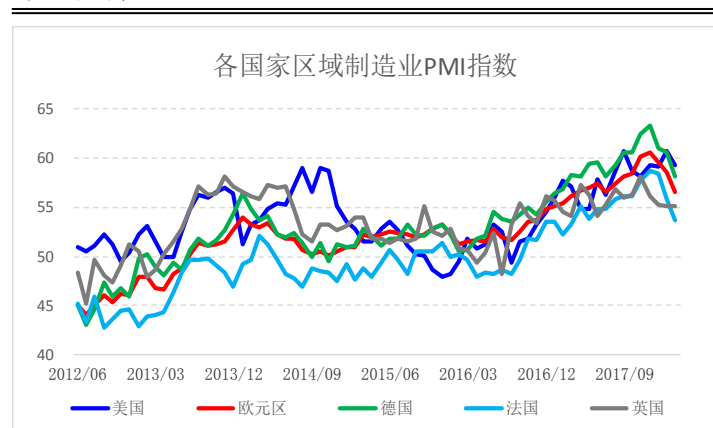
资料来源：IMF，信达期货研发中心

图 3：2018 年各国家区域 GDP 预计增速



资料来源：IMF，信达期货研发中心

图 4：各国家区域制造业 PMI



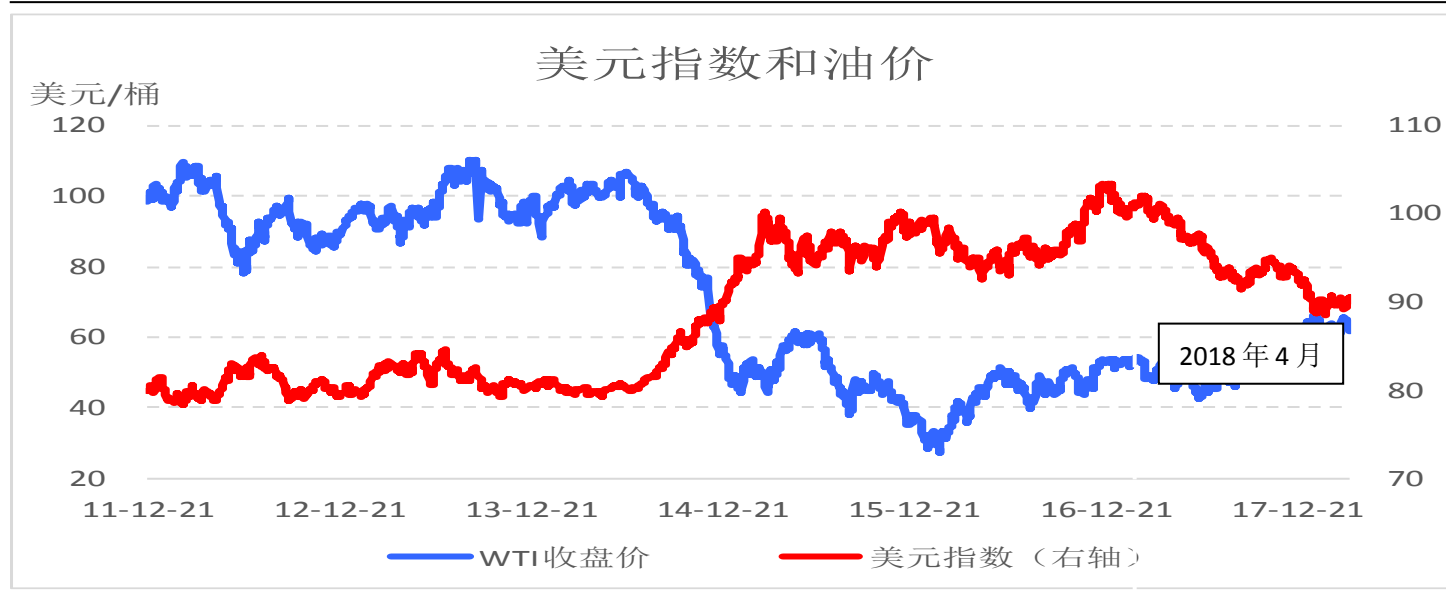
资料来源：新闻整理，信达期货研发中心

2. 弱美元格局维持

从历史数据来看，美元和大宗商品之间大部分时间都呈现非常明显的负相关性。对此一个常用的解释是大宗商品用美元计价，所以美元指数上涨会造成大宗商品价格下跌。而原油作为宏观属性偏强的商品，从一个更长的周期来看，与美元指数的走势也呈现明显的反向关系。根据相关性分析，2012-2017 年美元

指数与原油的相关系数达到了 0.94（如图 6 所示），因此，通过对美元指数走势的判断来预测原油是完全可行的。

图 5：美元指数与油价



资料来源：文华财经，信达期货研发中心

进入 21 世纪以来，美元一共有 5 次比较明显反弹(图 5)。第 1 次是 2004 年底至 2005 年 11 月，美元指数从 80 反弹至 92 左右。当时美国经济从 2000 年 IT 泡沫中恢复，经济复苏、通胀上升，美联储从 2004 年 6 月开始了加息周期；第 2 次是 2008 年 7 月雷曼兄弟倒闭引发全球金融危机，美元指数从 71 反弹至 88 左右；第 3 次是 2009 年 11 月迪拜债务危机爆发，美元指数从 74 反弹至 88 左右；第 4 次是 2011 年 8 月欧债危机扩散、标普下调美国主权评级，美元指数从 73 反弹至 83 左右；第 5 次是 2014 年下半年起，美联储退出量化宽松、收紧货币政策的预期引发美元反弹，美元指数从 80 反弹至 100 左右。

梳理历史，美元在下跌走势形成后，如果要反弹，往往需要具备以下条件：一是周期不同步，美国相对于其他主要经济体表现强势，特别是与欧洲的经济对比，成为影响美元指数变动的重要因素；二是利差，美国相对于其他经济体利差变化，货币政策分化，会进一步作用于美元资产收益率以及美元指数；三是避险效应，无论在美国还是其他地区发生金融动荡，美元都将是避险中心选项之一，助推美元指数上升。由此来看，2018 年，美元指数不具备强劲回升的基础。

基于以上分析，我们预计 2018 年美元指数大概率维持震荡走弱局面，触发美元趋势性反弹的可能性小，但会出现阶段性回调行情，预计美元指数核心波动区间为 85-95，可能在 2018 年上半年见顶。基于

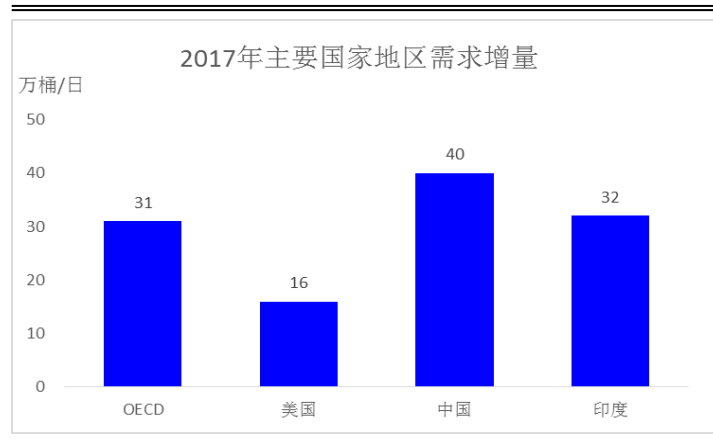
此，WTI 和 Brent 原油则维持震荡偏强格局。

三、基本面分析

1. 需求有望超预期释放

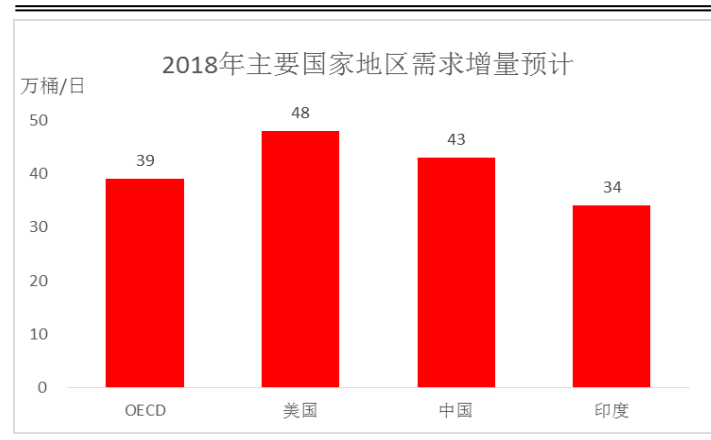
根据 EIA 统计，2018 年全球原油需求预期达 10019 万桶/日，增幅为 169 万桶/日，2018 年下半年需求预期为 10081 万桶/日，较上半年增幅为 130 万桶/日，需求增量主要来自于美国和亚太地区。分国家区域来看，2018 年 OECD 国家原油需求预计为 4759 万桶/日，增幅为 39 万桶/日，2018 年下半年需求预期为 4807 万桶/日，较上半年增幅为 95 万桶/日，增量主要来源于汽油消费的拉动。

图 6：2017 年全球主要国家区域原油需求增量



资料来源：EIA，信达期货研发中心

图 7：2018 年全球主要国家区域原油需求增量预计



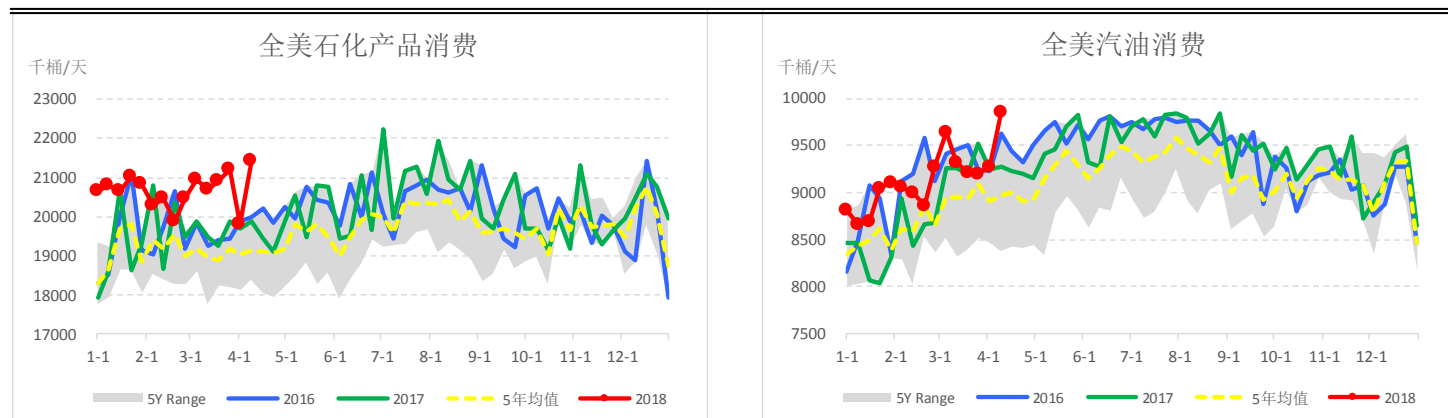
资料来源：EIA，信达期货研发中心

美国是全球第一大原油消费国，占全球原油消费的 20% 以上，但是由于 2017 年美国市场成品油消费为 1985 万桶/日，同比增加 16 万桶/日。汽油依旧牢牢占据成品油消费市场的半壁江山，2017 年平均消费 921.85 万桶/日，同比增加 10 万桶/日（如图 7 所示）。IMF 在最新的报告中上调 2018 年美国经济增长至 2.7%，比 2017 年高 0.52 个百分点，基于对于美国经济的乐观预期，EIA 预计 2018 年美国市场原油需求将大幅增加 48 万桶/日至 2035 万桶/日（如图 8 所示）。随着季节性需求高峰期的到来，2018 年下半年原油需求将达到 2055 万桶/日，较上半年增加 41 万桶/日。美国市场需求的回暖以及下半年需求的强劲带动也会对油价形成支撑。

EIA 预计 2018 年国内原油需求将达到 1369 万桶/日，增幅为 43 万桶/日（如图 8 所示）。其中 2018 年下半年需求预期为 1352 万桶/日，较上半年减少 34 万桶/日。进口方面，据统计，2017 年国内原油进口量 41957 万吨，折 844 万桶/日（按照 1 吨=7.35 桶换算），同比增长 11.8%，超越美国成为全球第一大原油进口国。此外，商务部在《商务部公告第 2017 年 76 号发布 2018 年原油非国营贸易进口允许量总量、

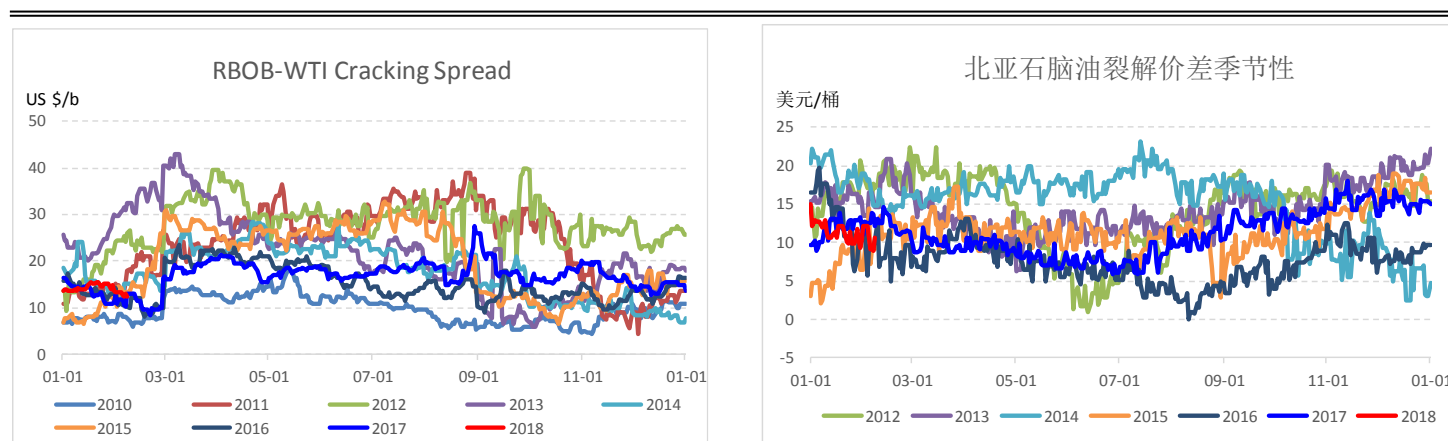
申请条件和申请程序》中表示，2018 年原油非国营贸易进口配额为 14242 万吨，比起 2017 年实际审批的 9181 万吨，增加了 5062 万吨，增幅 55.1%。随着地炼进口配额的增加，未来国内对于原油的消费将进一步提高。

图 8：全美石化产品消费（单位：千桶/天）



资料来源：EIA，信达期货研发中心

图 9：Cracking Spread（单位：美元/桶）



资料来源：NYMEX，Wind，信达期货研发中心

2. 供应端

2.1 OPEC 成员国

OPEC 4 月月报显示，OPEC 成员国 3 月份原油产量为 3195.8 万桶/日，环比减少 20.1 万桶/日。其中沙特 993.4 万桶/日，环比降 4.7 万桶/日；伊拉克 442.6 万桶/日，环比减少 1.4 万桶/日；利比亚 96.8

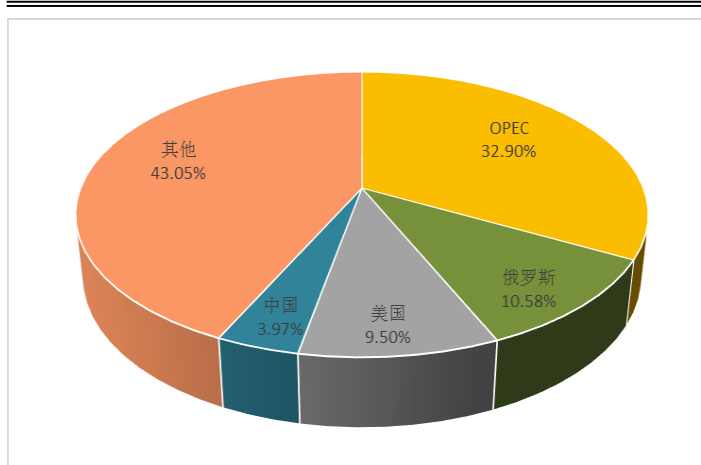
万桶/日，环比减少 3.7 万桶/日，尼日利亚 181 万桶/日，环比增加 1.8 万桶/日。

图 10: OPEC 原油产量



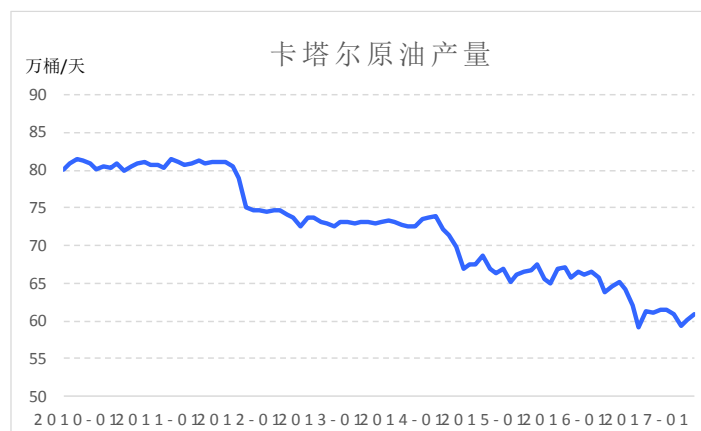
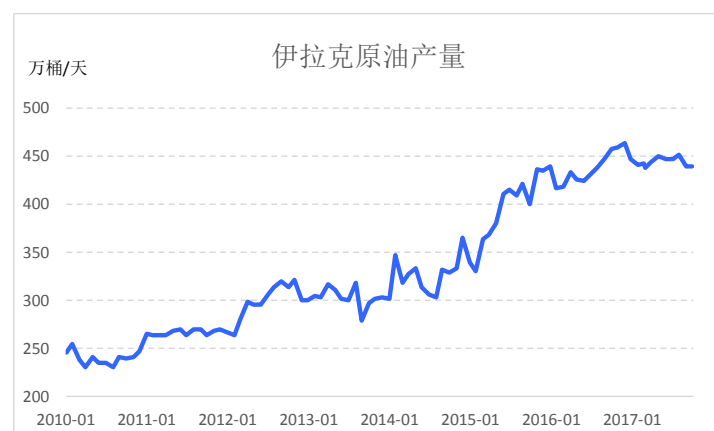
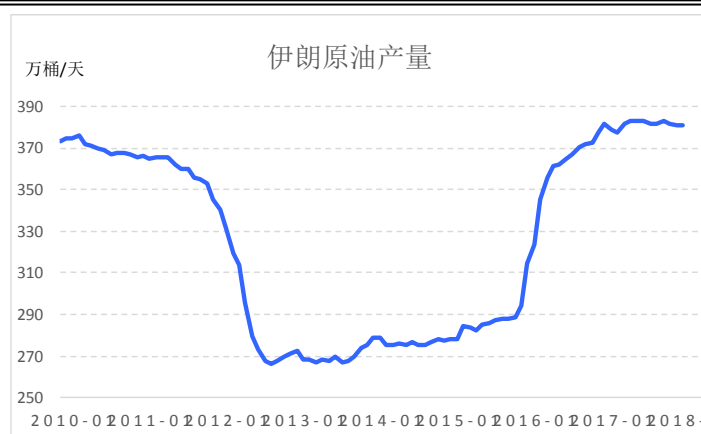
资料来源: OPEC, 信达期货研发中心

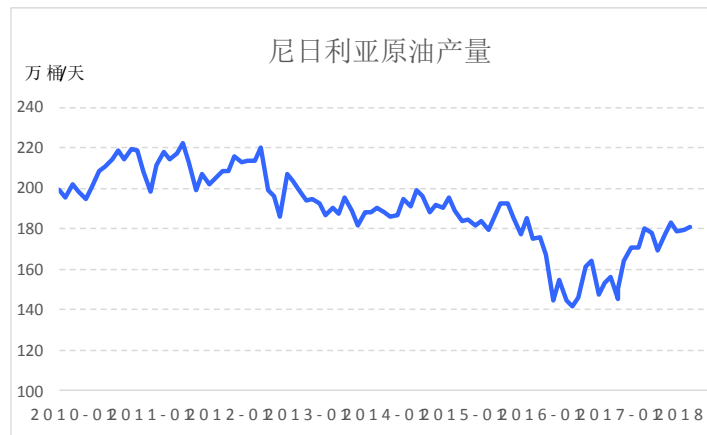
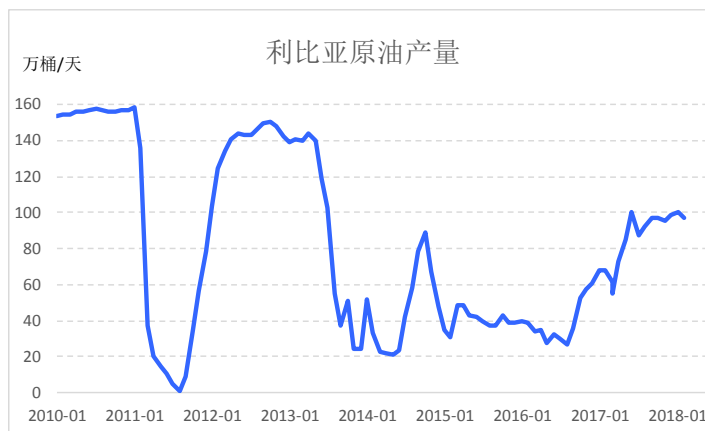
图 11: 2017 年 OPEC 产量占比全球



资料来源: OPEC, EIA, JODI, Bloomberg, 信达期货研发中心

图 12: OPEC 成员国原油产量 (单位: 万桶/天)





资料来源：OPEC，信达期货研发中心

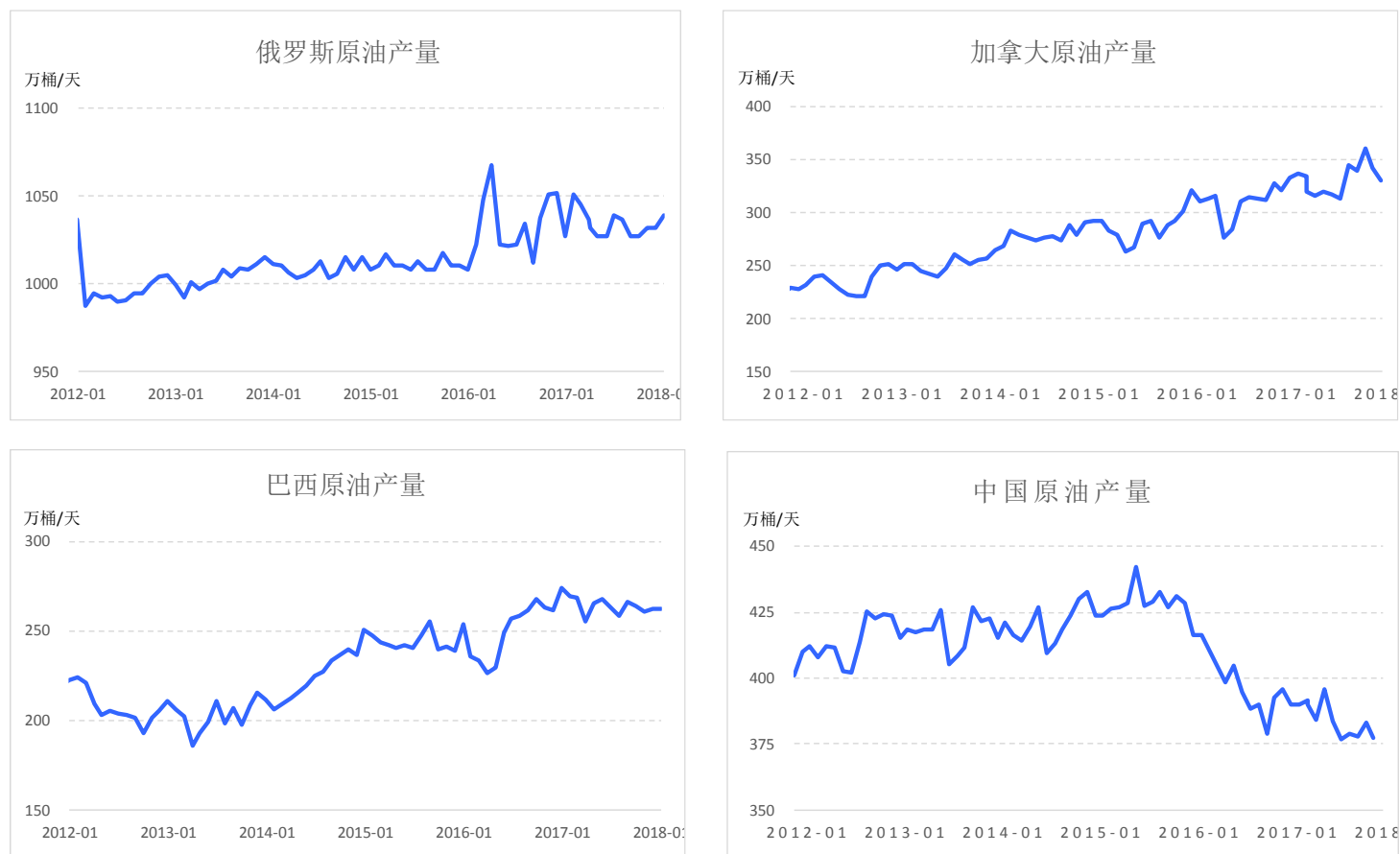
2.2 非 OPEC 成员国

JODI 数据显示俄罗斯 1 月份产量为 1039.3 万桶/日，环比增加 7.1 万桶/日。据相关资料，由于低油价和克里米亚的制裁，俄罗斯北极地区的石油勘探一直停滞不前，但是当地的基础设施却在不断完善，原油产量也在增长，这或许或成为未来俄罗斯减产协议执行的最大威胁。

加拿大和巴西的产量是容易被市场忽略的因素。这两个国家在高油价时期都在通过项目扩张和勘探投资增加各自产量，其中加拿大主要是油砂项目，根据 OPEC 统计，2017 年加拿大原油产量增加 32 万桶/日；预计 2018 年将继续增加 25 万桶/日；而巴西主要是深海大陆架项目，此前壳牌已经与巴西国有石油公司 Petrobras，法国道达尔，中海油和中石油组成财团，集中开发巴西 Libra 深海油田。而巴西 65% 以上的原油都是中质低硫原油，而多国的新标准也是降低燃料中的硫含量，因此市场对于巴西的中质低硫原油需求十分强劲。根据 OPEC 统计，2017 年巴西原油产量增加 16 万桶/日，预计 2018 年将增加 20 万桶/日。

低迷的油价环境使得国内的油气勘探投资收紧，国内原油产量连续录得下滑，并长期维持 400 万桶关口下方。国内石油产量的下滑一定程度上会支撑国际油价。但是由于国内 2017 年增加了原油使用权配额，共地炼 32 家，那么在淘汰落后产能，地炼面临大洗牌的同时，成品油增量也无可避免。

图 13：非 OPEC 成员国原油产量（单位：万桶/天）



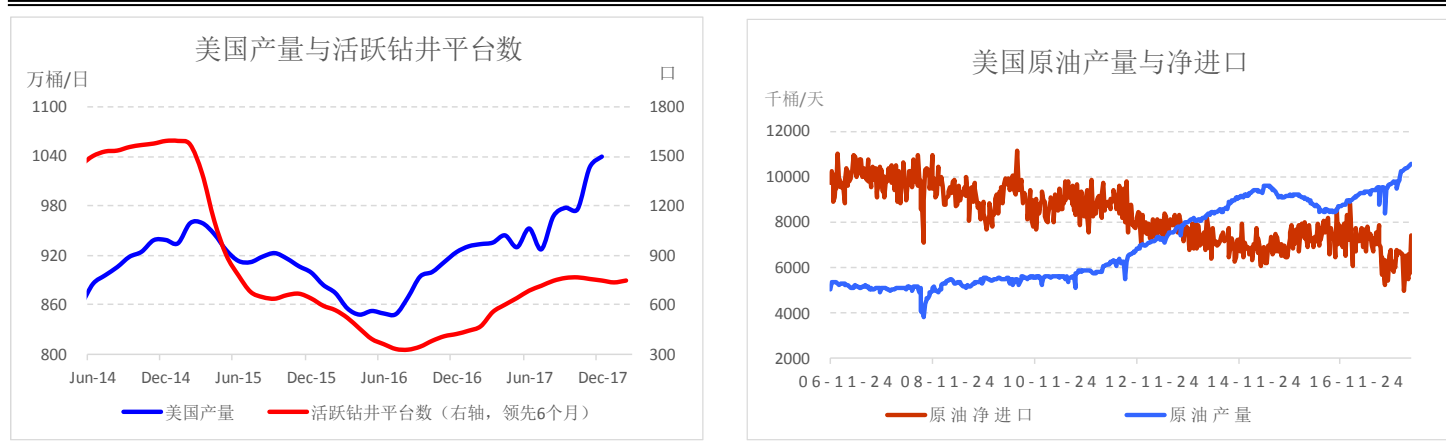
资料来源：JODI, OPEC, Wood Mackenzie, 信达期货研发中心

2.3 美国市场

美国活跃钻机数继续增加，现值 820 口，同比增 200 口，环比上月增加 16 口。截止 4 月 20 日的当周原油产量大幅增加至 1054 万桶/日，美国产量继续创历史新高。

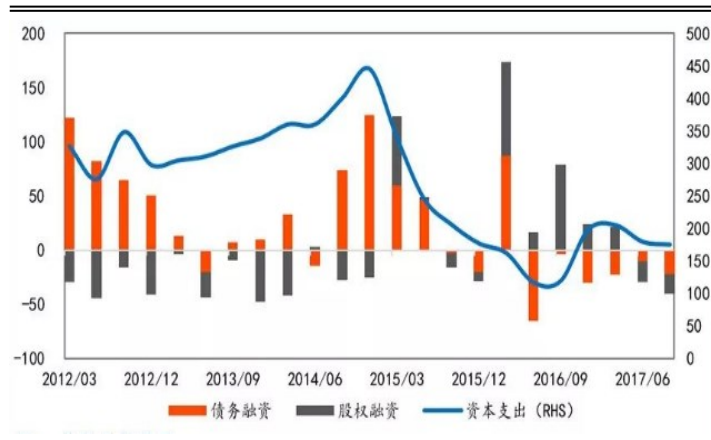
但是有数据显示，在过去的几年内，页岩油厂商的生存状况日益拮据，甚至很多企业都陷入破产窘境。近期油价的上升更是大大增加了它们的勘探和生产成本，美国页岩油商的收益率开始“缩水”，财务状况更是陷入了“死循环”。从最新公布的第三季度财报来看，页岩油企业的股权融资和债券融资延续了今年第二季度开始的净下滑趋势，同时也加强了对于资本支出的控制。从另一个层面，美联储将在 2018 年加息 3-4 次，利率端的抬升表明页岩油生产商发债和融资的成本将进一步提高。成本的提高以及资本支出的控制将影响活跃钻机数的增长，从一个更长的周期来看，美国原油产量将受到抑制。

图 14: 美油原油产量与钻机数 (单位: 千桶/天 单位: 口)



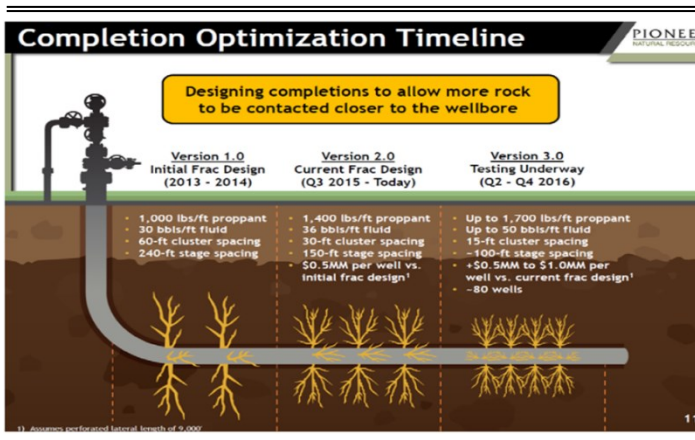
资料来源: EIA, Baker Hughes, 信达期货研发中心

图 15: 57 家页岩油上市企业净融资和资本支出统计 (单位: 亿美元)



资料来源: Wind, 兴业研究, 信达期货研发中心

图 16: 页岩油井技术进步图



资料来源: ClearView Energy Partners, 信达期货研发中心

4. 库存表现

根据最新统计, OECD 库存在 2018 年 2 月份下滑 1740 万桶至 28.54 亿桶, 同比去年下降 2.07 亿桶, 但是依旧高于 5 年均值 4300 万桶。第一季度是原油季节性累库期, 未来看, 随着原油需求保持强劲增长, OECD 库存将持续降低, 预计 2018 年上半年将小幅累库, 下半年集中去库。

受国内需求强劲以及出口增多的影响, 美国商业原油库存也在 2017 年下半年开始了集中去库, 目前美国原油库存 42756.7 万桶, 同比大幅下滑 10477.6 万桶, 低于 5 年均值 1436 万桶。

图 17: OECD 库存 (单位: 百万桶)

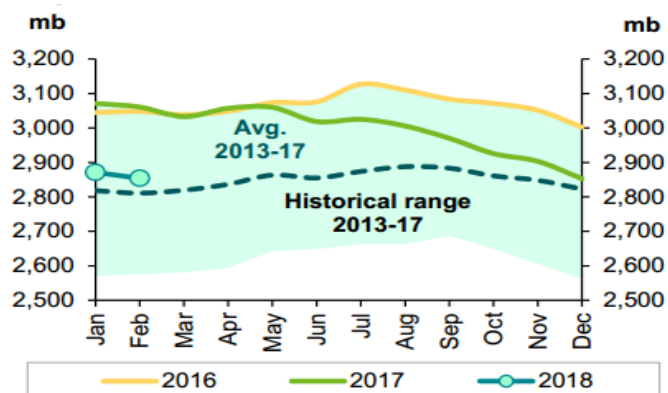
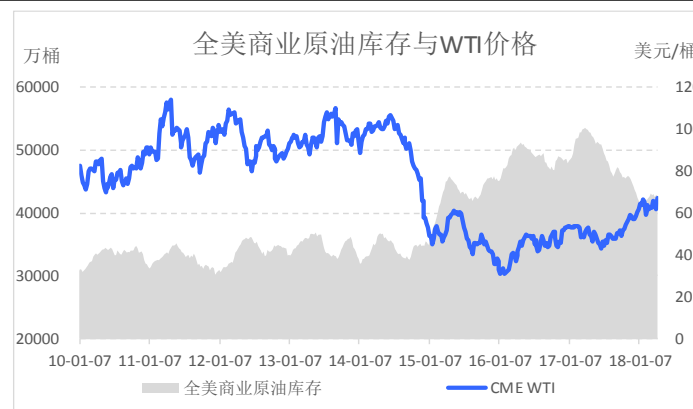
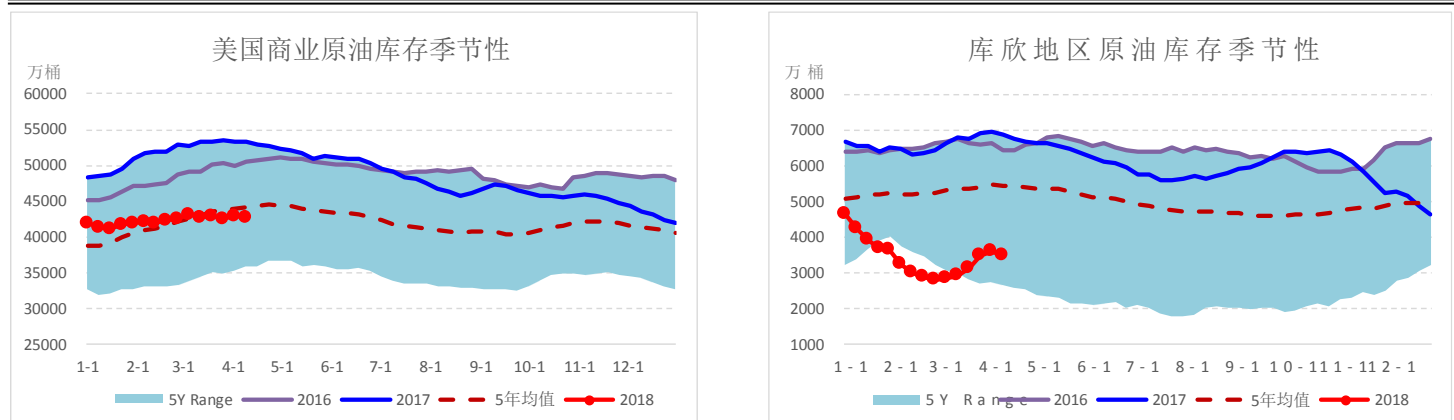


图 18: 全美商业原油库存与 WTI 价格 (单位: 万桶 单位: 美元/桶)



资料来源: Argus Media, OPEC, EIA, NYMEX, 信达期货研发中心

图 19: EIA 原油汽油库存季节性 (单位: 百万桶)

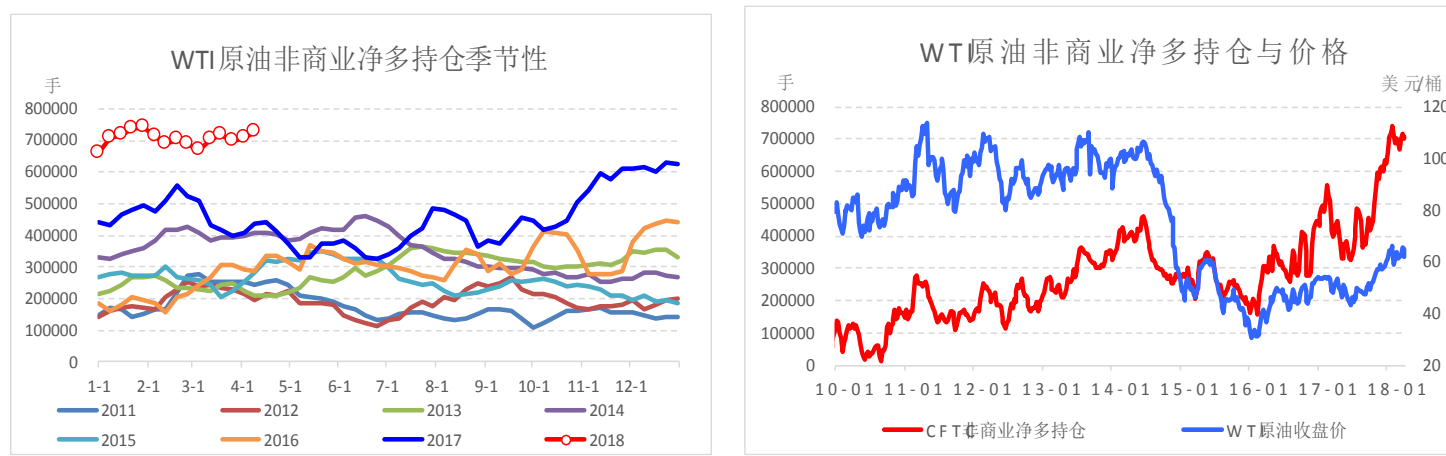


资料来源: EIA, 信达期货研发中心

四、非商业持仓

CFTC 非商业净多持仓处于历史同期高位。CFTC 持仓报告中包括商业持仓、非商业持仓和多空净持仓等。从传统意义上来说，所谓的商业头寸是指那些利用期货或期权来进行套期保值的商业实体所持有的头寸，这些商业性实体进入期货以及期权市场是以为其商业活动服务为目的。非商业头寸则是指以投机盈利为目的而进入期货以及期权市场的相关头寸，商业头寸和非商业头寸可以理解为互为对手盘的关系。根据历史数据显示，非商业净多持仓变化价格走势基本同步，且具有一定的超前性。

图 20: CFTC 非商业净多持仓 (单位: 张)



资料来源: CFTC, ICE, 信达期货研发中心

CFTC 公布的最新数据显示,截至 4 月 17 日,WTI 原油非商业净多持仓 728131 张,环比 21051 张,同比增 162708 张,大幅高于 5 年均值水平。非商业净多持仓规模达到相对高位且维持较长时间,这表明从一个长周期来看,对冲基金对于原油市场保持乐观。但是我们也需关注净持仓处于极值点的情况,即顶部风险或底部风险,目前非商业持仓已经连续两周下滑,因此需注意持仓集中带来的多头减仓,对应于价格突如其来的反转。

综上所述,2018 年随着全球经济的持续复苏,原油需求也呈现稳步增长的态势。我们认为市场交易的核心逻辑正从供给过剩慢慢转向经济复苏对于消费的拉动,国际原油价格中枢将继续上移。预计 2018 年 WTI 油价重心在 65-70 美元/桶附近。

公司简介

信达期货有限公司是专营国内期货经纪业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会批准成立，核发《期货经纪业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（注册号 3300000000014832），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本 5 亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货经纪公司之一。公司全新改版后的新网站 www.cindaqh.com 将以更快捷、更丰富的信息竭诚为您的交易提供最优的服务。

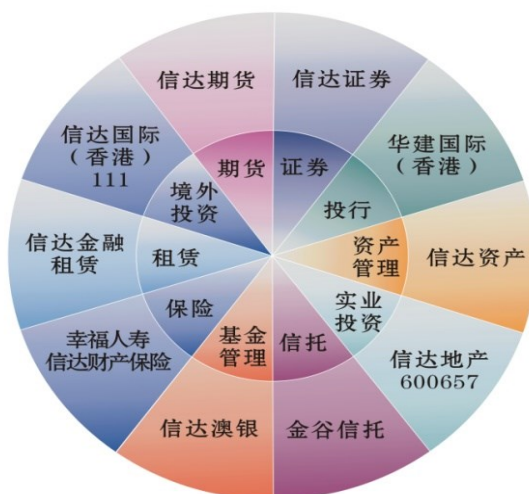
公司总部设在杭州，下设浙江金华分公司、台州分公司、北京营业部、上海营业部、沈阳营业部、哈尔滨营业部、大连营业部、石家庄营业部、广州营业部、深圳营业部、乐清营业部、富阳营业部、温州营业部、宁波营业部、绍兴营业部、临安营业部 16 家分支机构，公司将以合理的地域布局和快捷的网络系统竭诚为各地期货投资者服务。

雄厚金融央企背景

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司是经国务院批准，由财政部采取独家发起的方式，将原中国信达资产管理公司整体改制而成立，注册资本 362.57 亿元人民币。

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司，成立于 1999 年 4 月 19 日，是经国务院批准，为化解金融风险，支持国企改革，由财政部独家出资 100 亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010 年 6 月，在大型金融资产管理公司中，中国信达率先进行股份制改造，2012 年 4 月，首家引进战略投资者，注册资本 365.57 亿元人民币。2013 年 12 月 12 日，中国信达在香港联交所主板挂牌上市，成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

信达资产拥有全牌照金融服务平台



全国分支机构

- 金华分公司 浙江省金华市中山路 331 号海洋大厦 8 楼 801-810 （咨询电话：0579-82328735）
- 台州分公司 台州市路桥区银安街 679 号耀江广场商务楼 501-510 室 （咨询电话：0576-82921160）
- 北京营业部 北京市朝阳区和平街东土城路 12 号院 3 号楼怡和阳光大厦 C 座 1606 室 （咨询电话：010-64101771）
- 上海营业部 上海市静安区北京西路 1399 号信达大厦 11 楼 E 座 （咨询电话：021-50819373）
- 广州营业部 广州市天河区体育西路 189 号 20A2 （咨询电话：020-28862306）
- 沈阳营业部 沈阳市皇姑区黑龙江街 25 号 4 层 （咨询电话：024-31061919）
- 哈尔滨营业部 黑龙江省哈尔滨南岗集中区长江路 157 号欧倍德中心 4 层 18 号 （咨询电话：0451-87222486）
- 石家庄营业部 河北省石家庄市平安南大街 30 号万隆大厦 5 层 （咨询电话：0311-89691998）
- 大连营业部 辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2408 房间
（咨询电话：0411-84807776）
- 乐清营业部 温州市乐清市双雁路 432 号七楼 （咨询电话：0577-27857766）
- 富阳营业部 浙江省杭州市富阳区富春街道江滨西大道 57 号 1002 室 （咨询电话：0571-23255888）
- 温州营业部 浙江省温州市鹿城区锦绣路 1067 号置信中心 1 幢 616 室 （咨询电话：0577-88881881）
- 宁波营业部 宁波市江东区姚隘路 792 号东城国际 212-217 室 （咨询电话：0574-28839998）
- 绍兴营业部 绍兴市凤林西路 300 号环宇大厦 1402、1403 （咨询电话：0575-88122652）
- 临安营业部 浙江省临安市钱王大街 392 号钱王商务大厦 8 楼 （咨询电话：0571-63708006）
- 深圳营业部 深圳市福田区福田街道深南大道 4001 号时代金融中心 4 楼 402-2 （咨询电话：0755-83739096）

重要声明

报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财政状况或需要。

客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

期市有风险，入市需谨慎。