

INVESTMENT STRATEGY

# 投资策略



瑞达期货  
RUIDA FUTURES



金尝发

金融投资专业理财  
JINRONGTOUZI ZHUANYELICAI

部门：瑞达期货

化工小组

咨询电话：059586778969

咨询微信号：Rdqhyjy

网 址：[www.rdqh.com](http://www.rdqh.com)

扫码关注微信公众号

了解更多资讯



## 原油：地缘局势支撑市场 呈现震荡回升格局

内容提要：

### 1、欧佩克超额执行减产协议 关注下半年产量政策

上半年欧佩克超额完成减产协议，沙特主动大幅减产，委内瑞拉及伊朗在美国制裁下产量出现下降，前五个月执行率均值为124%。欧佩克会议将于7月初举行，目前沙特与俄罗斯对于产量政策有所分歧，预计下半年有望延续减产协议，但减产幅度可能面临缩窄。

### 2、全球经济放缓及贸易局势忧虑犹存

上半年全球经济增长趋于放缓，中国、美国、欧元区制造业数据表现不佳，贸易局势再掀波澜，全球金融市场避险情绪升温，波动率上升。

### 3、货币政策转鸽 流动性拐点

下半年全球主要央行货币政策转鸽，标志着全球流动性拐点已至，在未来的一段时间内，货币宽松会重启，但本轮全球货币宽松的作用将弱于以往。

### 4、美国产量增至新高 库存继续回升

上半年美国原油产量刷新1240万桶/日的记录高点，美国商业原油库存增至2017年7月以来高位，美国供应继续增加对油市呈利空影响；下半年美国原油增幅趋于放缓，炼厂开工回升有望带动原油去库存。

### 5、美国加强制裁 地缘局势动荡

美国加强对伊朗及委内瑞拉的制裁力度，美伊紧张关系升级，中东地区局势动荡，这加剧地缘局势紧张氛围以及原油供应中断风险。

## 一、行情回顾

1 月中上旬，沙特表示将联合欧佩克加大减产力度，提振原油市场信心，加之美联储加息步伐放缓，欧美股市回暖，原油期货价出现探低回升。中旬，中美贸易磋商的乐观预期减弱，加之经济数据欠佳令需求忧虑再起，原油期货价短暂下跌，但随后美国石油钻井数量创近三年来最大降幅，中美贸易磋商再现曙光，加之俄罗斯表示将积极配合欧佩克减产，原油期货价震荡上行。下旬，中国 GDP 增速偏低拖累需求预期，但欧佩克积极落实减产协议及美国活跃钻井数量下滑带来利好，原油期货价震荡趋稳。月末，沙特表示计划 2 月将继续减产且未来半年内将加大减产力度，同时委内瑞拉局势动荡带来供应收缩忧虑，原油期货价维持涨势收官。

2 月，受到全球供应紧缺和美国强劲经济数据的提振，原油期货价继续上行，欧佩克减产幅度为两年来最大，原油市场获得支撑。中旬，尽管美国原油库存增长，然而沙特计划 3 月份进一步减产，对中美贸易谈判期待以及美国政府再次关门可能性降低，美国股市上涨，原油期货价继续上涨。下旬，美国原油产量创历史新高，库存连续五周增长，原油期货高位回落。月末，美国总统特朗普批评高油价将伤及全球经济，该言论打压市场氛围，导致原油期价快速回调；但沙特能源部长称欧佩克下半年可能继续减产，美国原油库存意外大幅度下降，原油期货价呈现震荡回升。

3 月，中美 PMI 数据表现不佳令市场担忧经济放缓，EIA 数据显示美国原油库存大幅增加，美国产量维持记录高位，加剧原油期货价高位震荡；OPEC 及沙特回应将坚定减产，俄罗斯能源部长诺瓦克称计划本月加快原油减产步伐；沙特计划将 3 月原油产量进一步降至 980 万桶/日；委内瑞拉局势动荡，OPEC 逐步推进减产对油市构成支撑；原油期货价呈现震荡回升走势；月末，中美贸易磋商的不确定性、全球经济放缓忧虑及美国原油供应处于高位对上行空间有所压制，原油期货价呈现区间震荡走势。

4 月初，美国和中国公布的制造业数据强劲，缓解了对全球经济增长放缓的担忧，提振市场风险情绪；俄罗斯重申将积极支持减产；委内瑞拉电力仍未恢复，局势动荡导致出口下降，美国寻求 5 月进一步降低伊朗原油销售；OPEC 逐步推进减产及地缘局势对油市构成支撑；而美国原油产量增至新高 1220 万桶/日，俄罗斯恢复产量意愿上升令市场担忧 OPEC+减产前景，美国对伊朗石油禁运的豁免方案有不确定性，加剧原油期货价高位震荡。

5 月上旬，美国原油产量创历史新高，库存增长至 2017 年 9 月份以来最高水平；美国取消对进口伊朗原油豁免加剧市场紧张，原油期货震荡上行。中旬，特朗普威胁对中国进口商品加征关税，贸易局势紧张打压市场氛围，而阿联酋海域油轮遭遇攻击，沙特阿美石油设施遭到无人机攻击，市场担忧中东原油供应安全问题，这提振油价走势。下旬，经合组织下调今年全球经济预测，全球贸易风险的忧虑加剧，市场避险情绪升温；美国原油库存增长至 2017 年 7 月以来的最高水平，抵消了欧佩克减产和中东形势紧张的影响，对供应过剩和经济减缓担忧导致交易商抛售，原油期货价呈现剧烈调整。

6 月初，全球制造业数据表现不佳，贸易紧张局势及全球经济放缓抑制需求前景，这打压原油期货价继续调整；中旬，美联储降息预期升温，美国股市出现反弹，市场风险情绪有所改善，沙特称 OPEC+将在下半年继续稳定油市，这限制油价跌幅；下旬，美联储维持利率不变，政策声明基调转鸽；沙特称 OPEC 及其他非 OPEC 产油国应该延长减产协议，OPEC 内部就延长减产协议接近达成一致；美国与伊朗紧张关系加剧，伊朗击落一架美国军用无人机，市场担忧军事冲突风险，地缘紧张局势升温推动原油期货价出现反弹。

## 二、基本面分析



## （一）宏观因素

### 1、国际经济因素

上半年全球经济增长趋于放缓。美国一季度 GDP 虽大超预期，但结构不佳：消费疲软，增长主要靠存货与净出口拉动，而这两个因素都难以维持。目前多个经济指标显示出美国经济已现高位回落态势，下半年会进入下行通道。欧元区经济在短期内将延续疲软态势，但总体下行空间有限，日本与英国的经济前景亦存在明显压力；新兴经济体较去年出现好转迹象。经合组织经济（OECD）展望报告显示，预期 2019 年全球经济增速为 3.2%，2020 年维持在 3.4% 不变。2019 年欧元区经济增速预期为 1.2%。预计 2019 年美国经济增长录得 2.8%。经合组织表示，贸易紧张态势下全球增长仍然“低于正常水平”。

年初至今，全球已有 16 个经济体实行了降息，美国、欧元区、日本三大央行虽未降息，但态度上也均转向鸽派。美联储下半年降息概率较大，但加征关税对美国通胀的潜在影响巨大，这将压缩美联储的政策空间；与此前两轮的降息周期相比，本轮降息起点较低，可操作空间较小。美联储降息的节奏将受贸易谈判进展影响，如果贸易谈判进展不顺利，则 7 月份美联储可能采取降息举措；若谈判进展顺利，则仍需观察美国经济数据的具体表现。下半年全球主要央行货币政策转鸽，标志着全球流动性拐点已至，在未来的一段时间内，货币宽松会重启，但本轮全球货币宽松的作用将弱于以往。

### 2、地缘局势

2018 年美国退出伊朗核协议以来，不断升级对伊朗出口原油的打压，试图将伊朗原油出口降低至零。今年 5 月份取消八个地区对进口伊朗原油的豁免权。伴随着美国对伊朗加大制裁力度，美国对伊朗军事威慑也在步步升级；继派遣“林肯号”航母战斗群、轰炸机部队、两栖攻击舰及部署“爱国者”防空导弹后，5 月 24 日，白宫又以应对“伊朗威胁”为由，宣布将向中东增兵 1500 人；与此同时，特朗普宣布国家进入“紧急状态”，美国政府因此得以绕过国会审议程序，向沙特和阿联酋等国紧急出售价值 81 亿美元的武器和服务。

伊朗方面态度也表现强硬。伊朗总统鲁哈尼表示，伊朗不会屈服于美国的压力，“即使遭到轰炸也不会向美国投降”。伊朗外长扎里夫称，美军增兵决定是对“国际和平与安全的威胁”，再次证明了对伊朗的敌视政策，以及“使海湾地区紧张局势进一步升级”的意图。伊朗多次扬言，如果因受到美国制裁而无法出口原油，将采取封锁霍尔木兹海峡。

霍尔木兹海峡是重要的石油运输通道，全球超过三分之一的原油运输经过霍尔木兹海峡。今年 5 月 12 日阿联酋宣称，4 艘商船当天在阿联酋附近海域“遭蓄意破坏”，13 日沙特阿拉伯宣称被破坏的商船其中两艘是沙特油轮。5 月 14 日沙特能源部长法利赫说，该国一条主要石油管道的两座泵站遭武装无人机袭击，导致泵站起火。胡塞武装通过官方媒体马西拉电视台证实，胡塞武装出动 7 架无人机，对“沙特关键的石油设施进行打击”。6 月 13 日两艘油轮在阿曼湾再度遭到袭击。

中东地区连续出现油轮被袭击事件，中东地区原油运输风险加剧，船东、船舶经纪人、保险公司和再保险公司已经提高了经过该地区油轮的保险费，并且对中东运出的原油征收了更高的运费，从而导致油价上涨。当前美国继续加大对伊朗及委内瑞拉的制裁力度，美国与伊朗的紧张关系持续升级，地缘局势紧张氛围及原油供应中断风险对油市构成支撑。

## （二）原油供需状况

### 1、世界供需情况

供应方面，欧佩克发布的月度报告显示，根据第三方数据源，5 月欧佩克原油产量较上月减少 23.5 万桶/日至 2987.6 万桶/日，环比降幅为 0.78%，伊朗、沙特、尼日利亚等国产量减幅居前。预

计 2019 年非欧佩克原油供应量为 6452 万桶/日，较 2018 年增长 214 万桶/日，较上月预估下调 4 万桶/日，美国、巴西、俄罗斯、英国和澳大利亚是主要增长点。

国际能源署（IEA）月报数据显示，5 月份全球原油产量为 9950 万桶/日左右，环比减少 10 万桶/日。受美国制裁伊朗以及沙特产量下降影响，欧佩克原油产量为 3010 万桶/日，降至 2014 年以来最低水平。预计 2019 年非欧佩克供应增速为 190 万桶/日。

需求方面，欧佩克预计 2019 年全球原油需求量为 9994 万桶/日，较 2018 年需求量增加 120 万桶/日；预计 2019 年全球对欧佩克原油需求量为 3052 万桶/日，较 2018 年下降 108 万桶/日。国际能源署将 2019 年全球原油需求增长预估下调 10 万桶/日至 120 万桶/日。IEA 表示，原油需求的放缓主要是，一是今年全球贸易增速放缓至十年来最疲软水平；二是受温暖冬季的影响日本的原油需求下降；三是欧洲石化行业走弱导致欧洲原油需求的下降。由于政府采取措施缓解经济放缓和发展中国家的强劲消费，下半年全球原油需求增长可能会达到 160 万桶/日。

库存方面，欧佩克统计的数据显示，4 月经合组织（OECD）商业石油库存环比增至 28.51 亿桶，较五年均值高出约 760 桶。其中原油库存比五年同期高 2030 万桶，成品油库存比过去五年同期低 250 万桶。

图 1：欧佩克原油产量

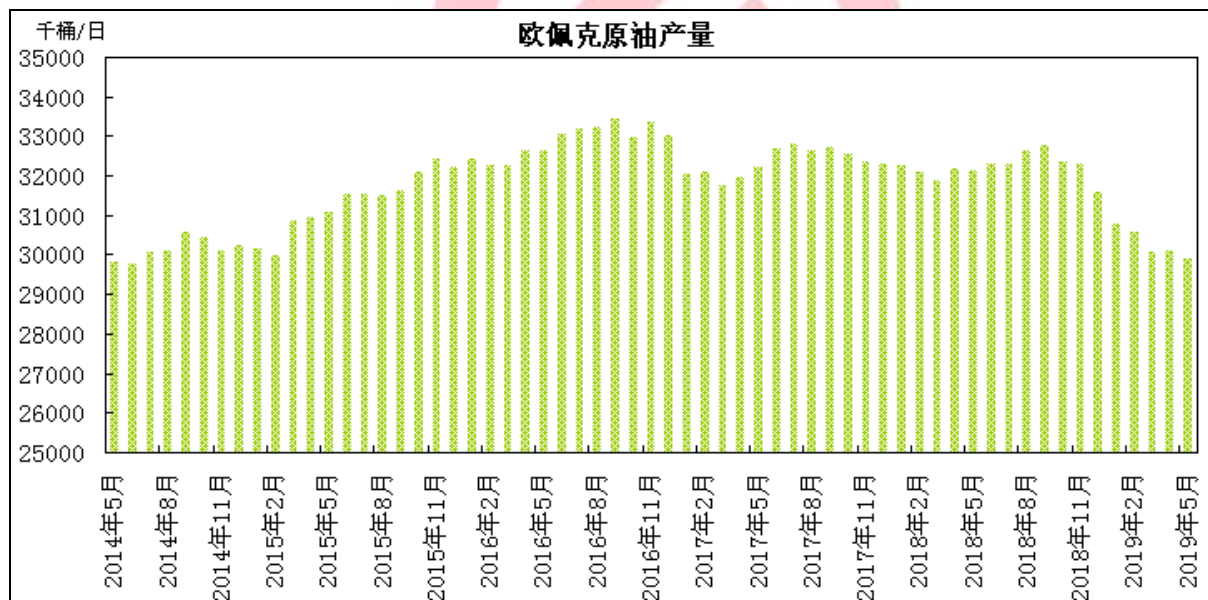


图 2：沙特原油产量

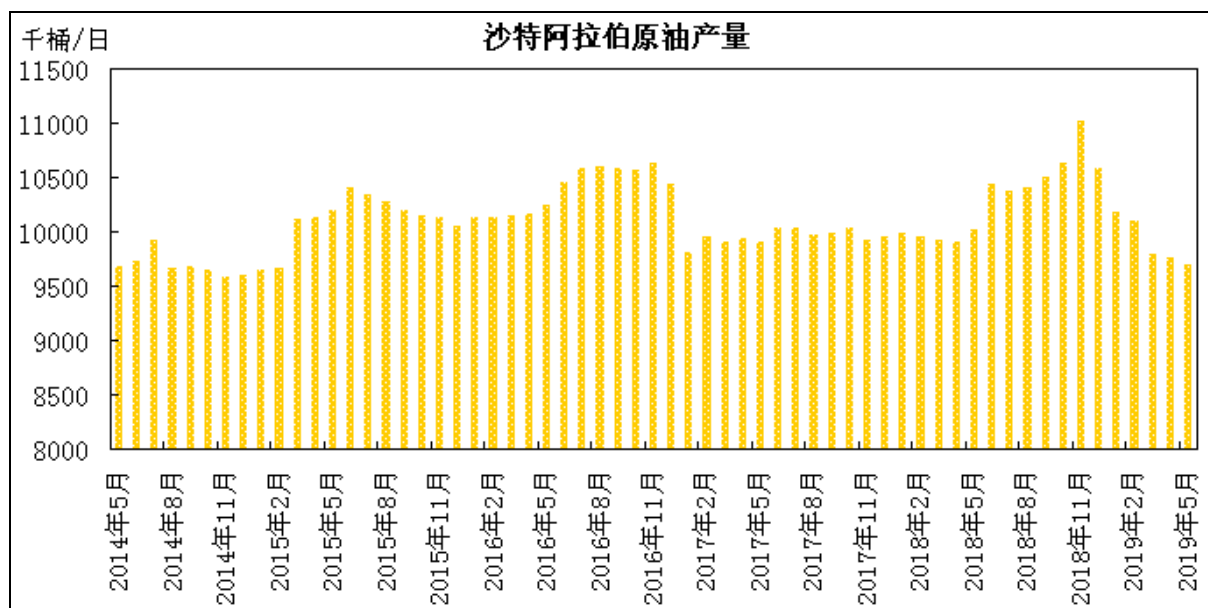


图 3：委内瑞拉原油产量

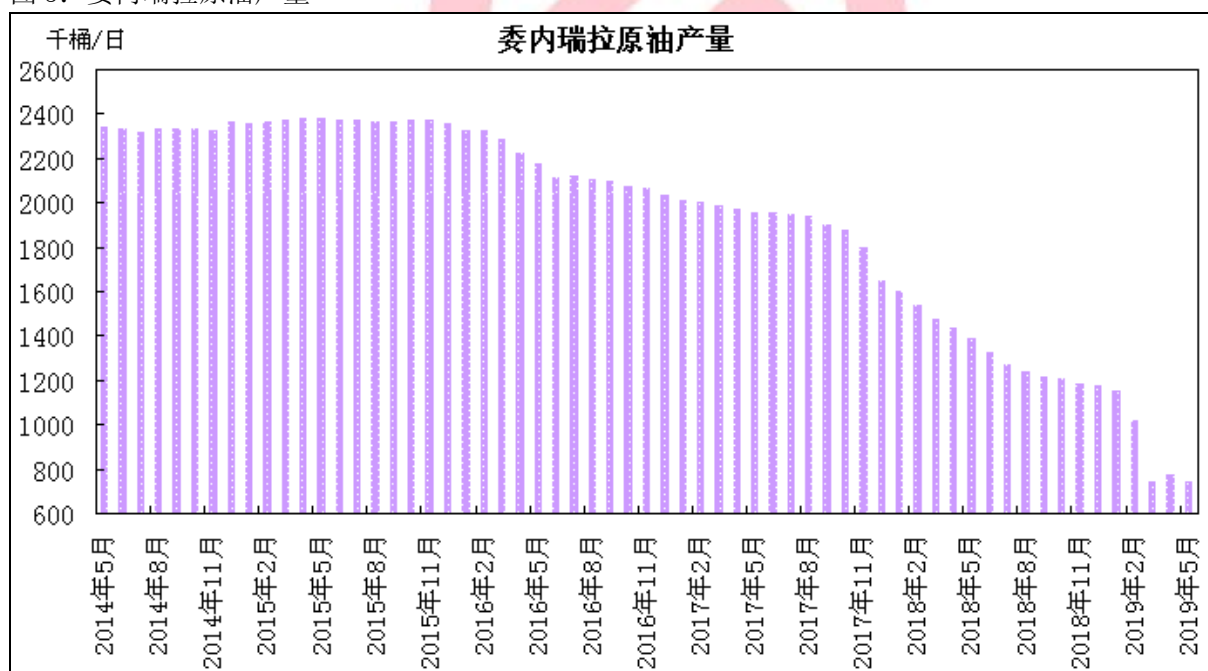
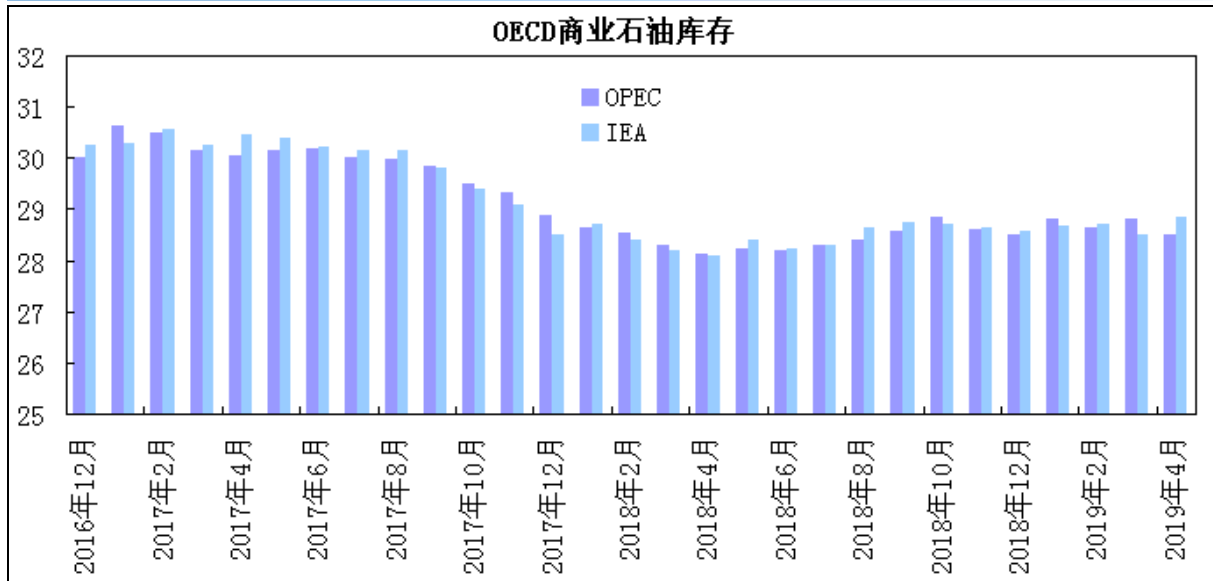


图 4：OECD 商业石油库存



## 2、美国供应情况

美国油服公司贝克休斯（Baker Hughes）公布数据显示，截至6月21日当周美国石油活跃钻井数为787座，较年初减少90座，较去年同期减少73座。美国天然气活跃钻井数为177座，比去年同期减少11座。美国石油和天然气活跃钻井总数为967座，较去年同期减少85座。

美国能源情报署（EIA）的数据显示，截止6月14日当周的美国原油日均产量1220万桶，比上年同期日均产量增加130万桶，增幅为11.9%。截止6月14日的四周，美国原油日均产量1230万桶，比去年同期增长13.4%。美国成品油需求总量均值为2070.9万桶/日，比去年同期增长1.8%；车用汽油需求四周日均量为966万桶，比去年同期增长2%；馏分油需求四周日均量为402.5万桶，比去年同期增长0.3%。截止6月14日的四周，美国原油日均进口量为746.7万桶，较年初的766万桶呈现小幅回落；美国原油日均出口量为322.1万桶，较年初的225万桶显著增长。

美国能源信息署（EIA）报告显示，预计7月美国页岩油产量将增加7万桶/日至852万桶/日。同时EIA预计2019年美国原油产量将增加136万桶/日至1232万桶/日，预计2020年原油产量将增加94万桶/日至1326万桶/日。

整体上，上半年美国原油产量触及1240万桶/日的记录高位；而美国活跃钻井数量逐步回落至2018年2月以来低位；预计下半年美国原油产量延续增长态势，但增幅将趋于放缓。

图5：美国活跃钻井

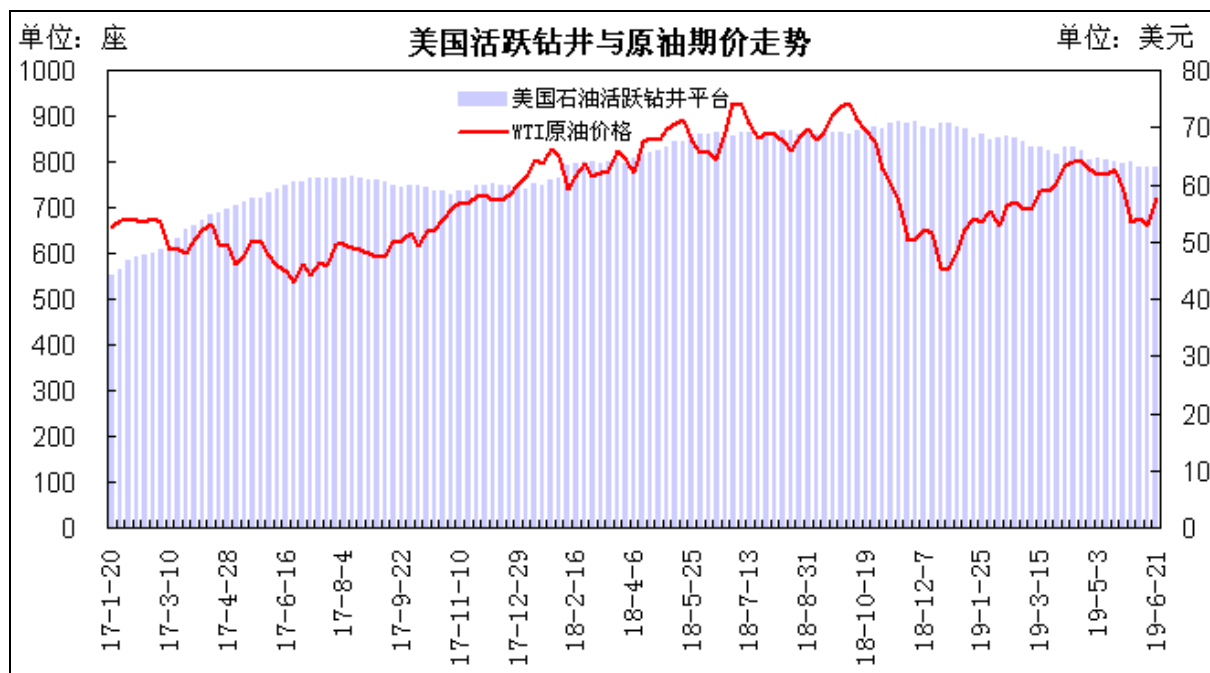
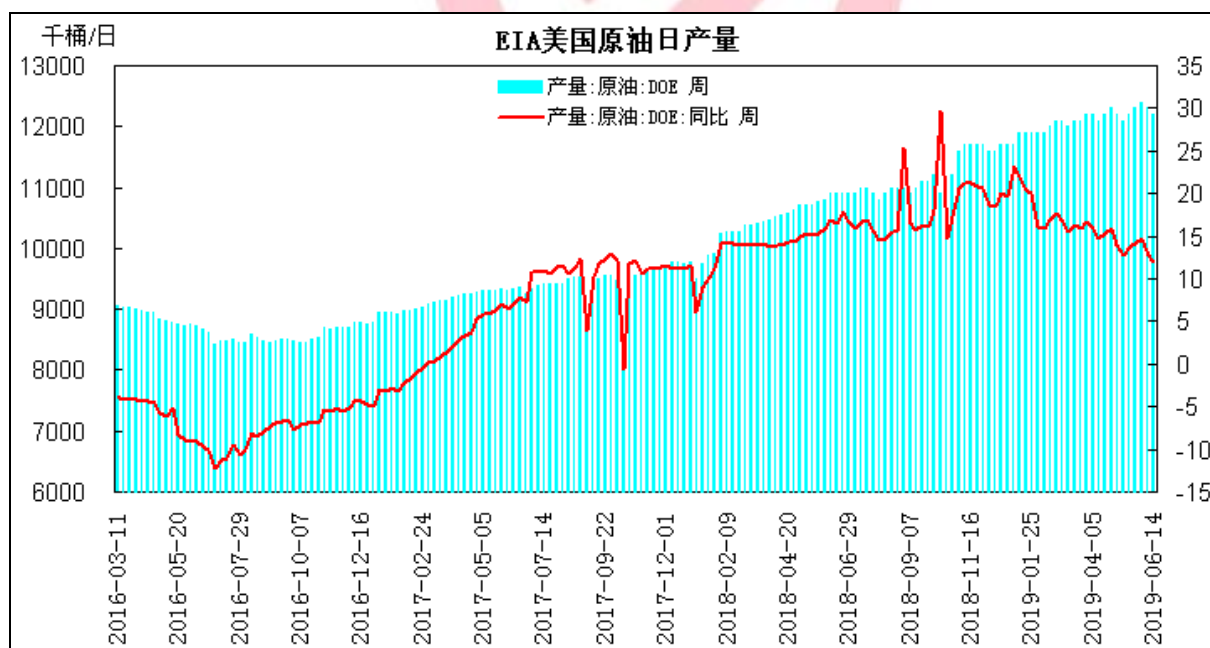


图6：美国原油产量



### 3、中国供需状况

中国统计局数据显示，5月份国内原油产量为1623万吨，同比增长1%；1-5月原油产量为7928.9万吨，同比增长0.7%。5月份原油加工量为5189.9万吨，同比增长2.8%，日均加工167.4万吨，比上月减少6.3万吨；1-5月原油加工量为25948.9万吨，同比增长4.4%；增幅比上年同期缩窄4.5个百分点。主要成品油中，汽油、煤油和柴油产量分别同比增长4%、6.4%和-7.6%。

中国海关公布的数据显示，5月份中国原油进口量为4022.8万吨，较上月下降350.2万吨，环比降幅为8%，同比增长3%；月度平均进口单价为523.8美元/吨，较上月上涨32.45美元/吨，环比



涨幅为 6.6%。1-5 月累计原油进口量为 2.05 亿吨，同比增长 7.7%。

前 5 月原油产量小幅增长，原油进口保持较快增长；由于二季度部分炼厂进行维护检修及上年基数较高影响，原油加工量增幅缩窄；上半年恒力石化 2000 万吨/年炼化一体化项目全面投产，下半年浙江石化一期 2000 万吨/年炼油项目也计划投产，原油加工量有望保持增长。

图 7：中国原油产量

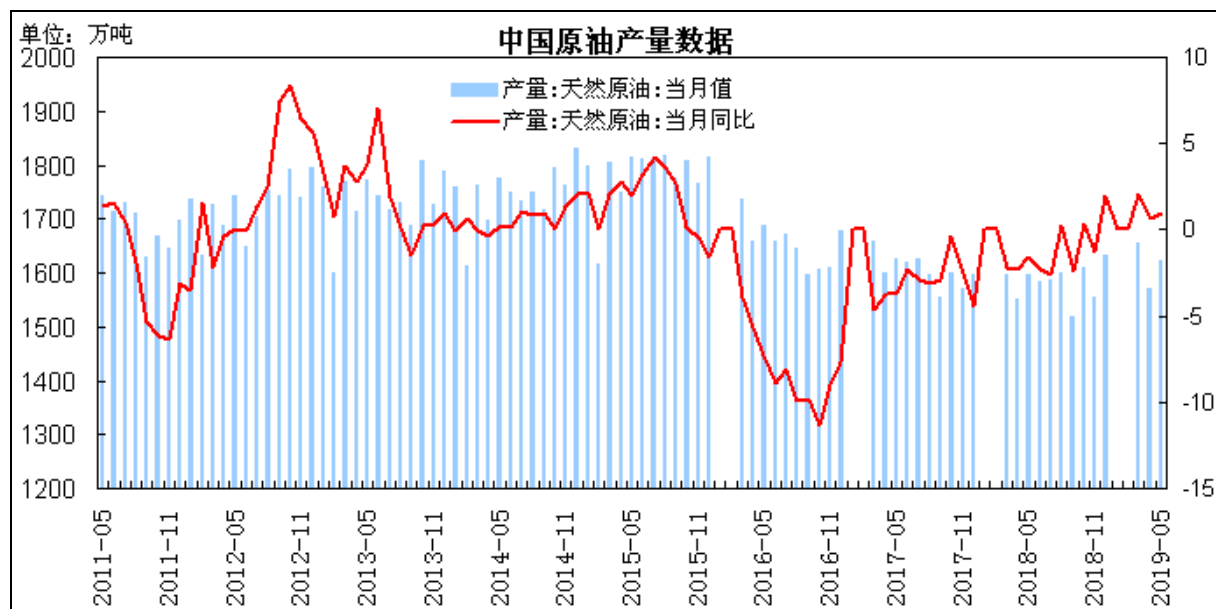


图 8：中国原油进口量

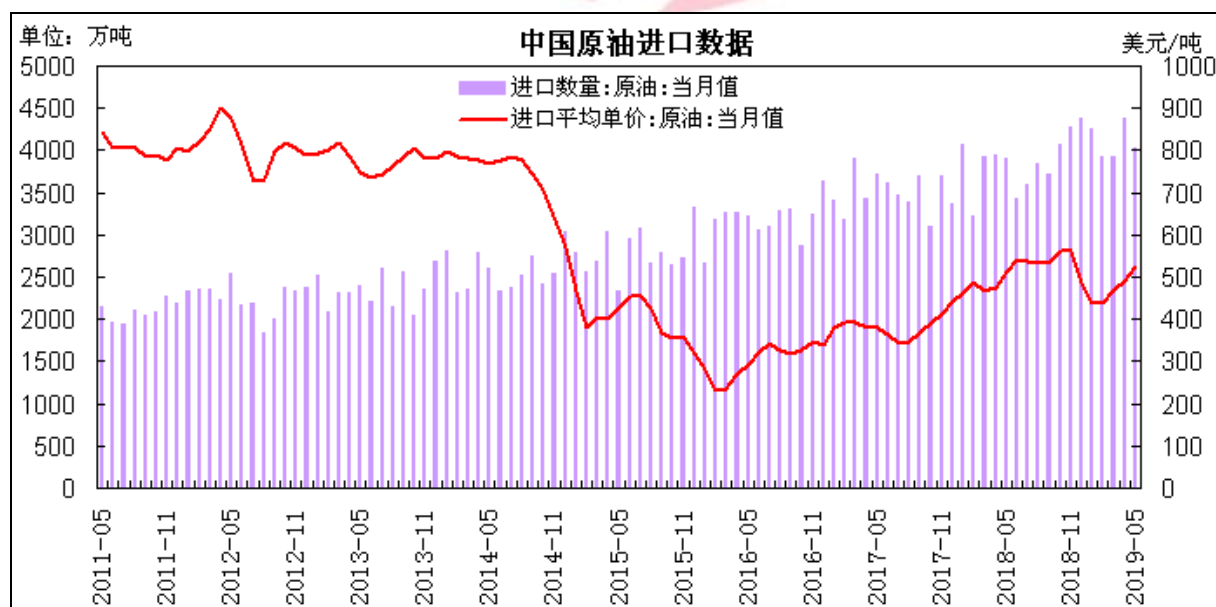
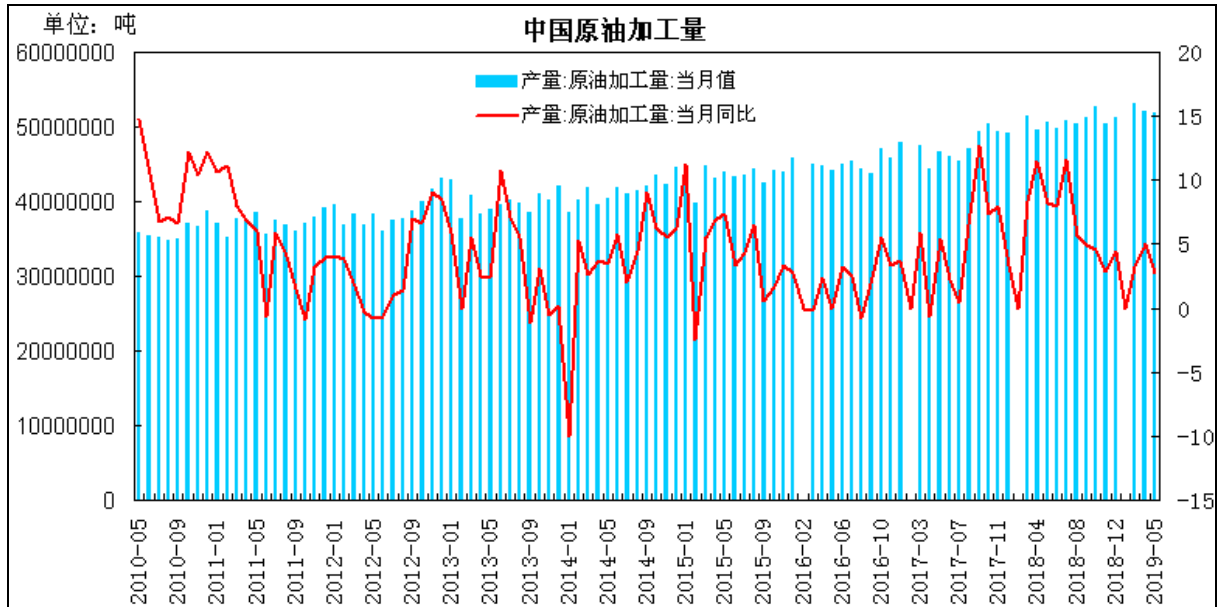


图 9：中国原油加工量



#### 4、欧佩克及非欧佩克政策

欧佩克公布的月报显示,援引独立数据源,5月份欧佩克原油产量2987.6万桶/日,较去年12月减少171.5万桶/日。根据独立数据源显示,沙特产量减少89.6万桶/日至969万桶/日;委内瑞拉产量减少43.1万桶/日至76.8万桶/日;伊朗产量减少35.4万桶/日至237万桶/日;阿联酋产量减少17.7万桶/日至306.1万桶/日;科威特产量减少9万桶/日至271万桶/日;安哥拉产量减少1.3万桶/日至147.1万桶/日;阿尔及利亚产量减少2.2万桶/日至102.9万桶/日;利比亚产量增加22.5万桶/日至117.4万桶/日;伊拉克产量增加1.2万桶/日至472.4万桶/日;厄瓜多尔产量增加1.1万桶/日至52.9万桶/日;尼日利亚产量维持至173.3万桶/日。上半年,沙特主动大幅减产,委内瑞拉及伊朗在美国制裁下产量出现下降,而利比亚、伊拉克的产量出现回升。5月11个参与减产的欧佩克成员国减产执行率为143%,今年前五个月执行率均值为124%。

欧佩克网站正式发布了会议公告,欧佩克第176次会议将于7月1日在奥地利首都维也纳举行,欧佩克与非欧佩克部长会议将于7月2日在维也纳举行。欧佩克与非欧佩克在去年年末达成一项全球性减产协议,在今年上半年每日减产约120万桶/日,产油国将评估全球原油市场供应情况,并做出是否延长减产时间的决定。路透社援引沙特阿拉伯能源部长法利赫的言论称,全球石油库存仍然未降低至五年平均水平,主要产油国正在接近达成延长减产期限的共识。有迹象显示,欧佩克可能会延长减产协议执行时间至今年年底,因对原油供应猛增的担忧超过中东紧张局势带来的供应中断忧虑。与此同时,欧佩克也在考虑一系列可能放松减产限制的情形。

#### 5、美国原油库存状况

美国能源信息署(EIA)数据显示,截至6月14日当周美国商业原油库存为4.82亿桶,较年初增加4262.6万桶,增幅为9.7%,较上年同期增加5583.7万桶,同比增幅为13.1%;WTI原油交割地库欣地区库存为5358.2万桶,较年初增加1132万桶,增幅为26.8%,较上年同期增加2097.6万桶,同比增长64.3%。美国EIA精炼厂设备利用率为93.9%,较年初的96.1%下滑了2.2个百分点,较上年同期低了2.8个百分点。

上半年美国原油产量继续刷新纪录高位,美国炼厂季节性检修,开工率探低回升,但整体低于往年水平,美国商业原油库存逐步增至2017年7月以来高位,库欣地区原油库存也明显回升;下半年,随着夏季用油旺季来临,三季度美国炼厂开工逐步提升,预计美国原油库存将趋于季节性回落。

图 10: EIA 美国原油库存

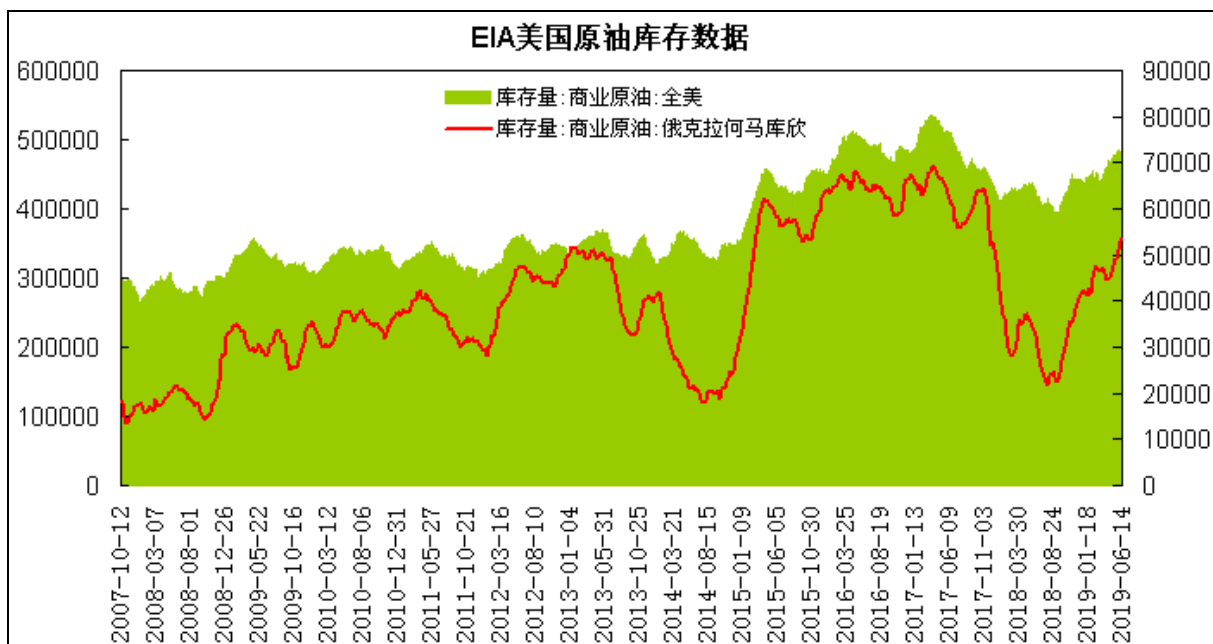
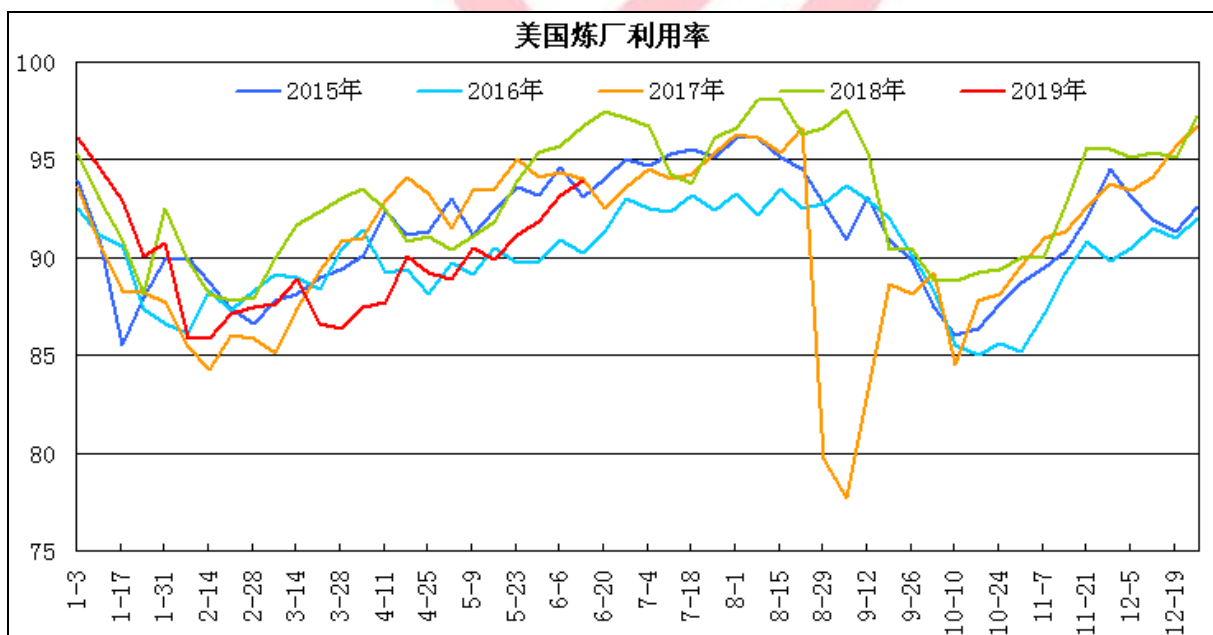


图 11: EIA 美国炼厂产能利用率



## 6、原油持仓

据洲际交易所公布的数据显示，截至 6 月 18 日当周，Brent 原油期货和期权商业性多头持仓为 82.59 万手，较年初增加 1.8 万手，商业性空头持仓为 137.91 万手，较年初增加 11.38 万手，商业性净空持仓为 55.32 万手，较年初增加 9.58 万手，上半年增幅为 20.9%，同比下降 31.5%。管理基金的多头持仓为 33.35 万手，较年初增加 7.65 万手，管理基金的空头持仓为 6.2 万手，较年初减少 3.69 万手，基金净多持仓为 27.15 万手，较年初增加 11.34 万手，上半年增幅为 71.7%，同比则下

降 40.8%。

上半年，管理基金在 Brent 原油期货和期权的多头仓位呈现增持，5 月份触及 43.4 万手的年内高点，空头仓位则呈现减仓，一度降至 2.7 万手的低位，基金净多持仓呈现探低回升，这也带动原油期价出现震荡回升，6 月份基金净多持仓出现明显回落，原油期价也出现深幅回调；商业性持仓方面，商业性空头持仓增幅高于多头持仓，商业性净空持仓呈现增加。

图 12: Brent 原油商业性持仓

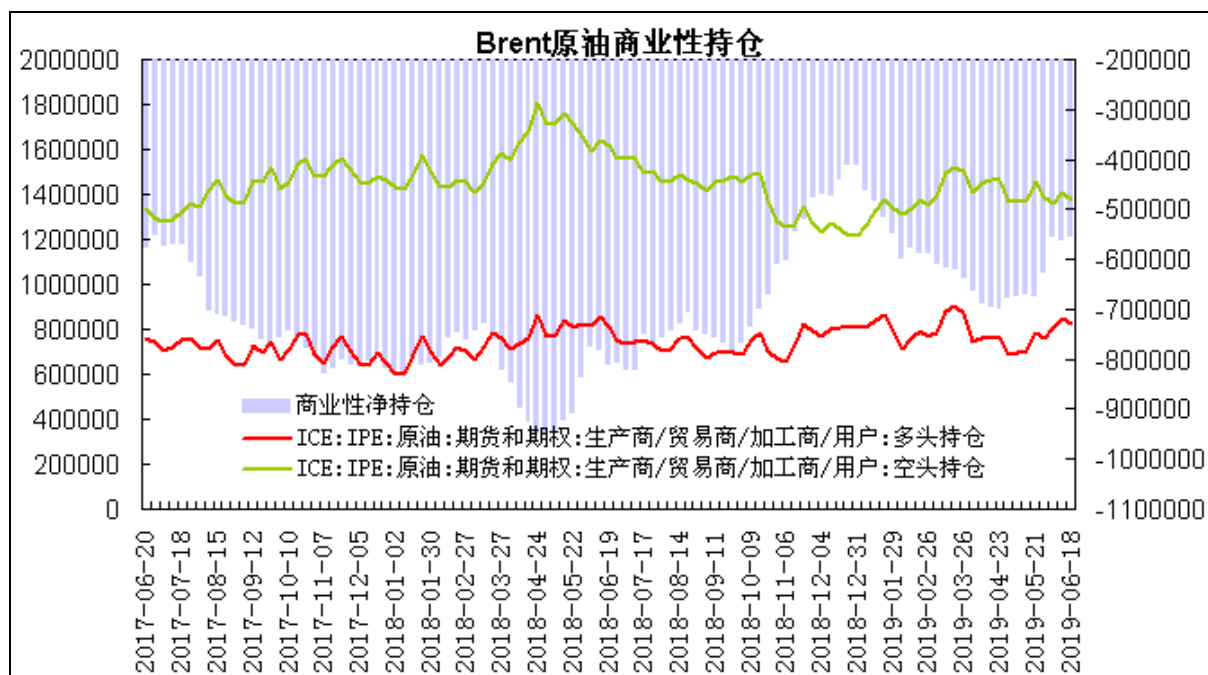
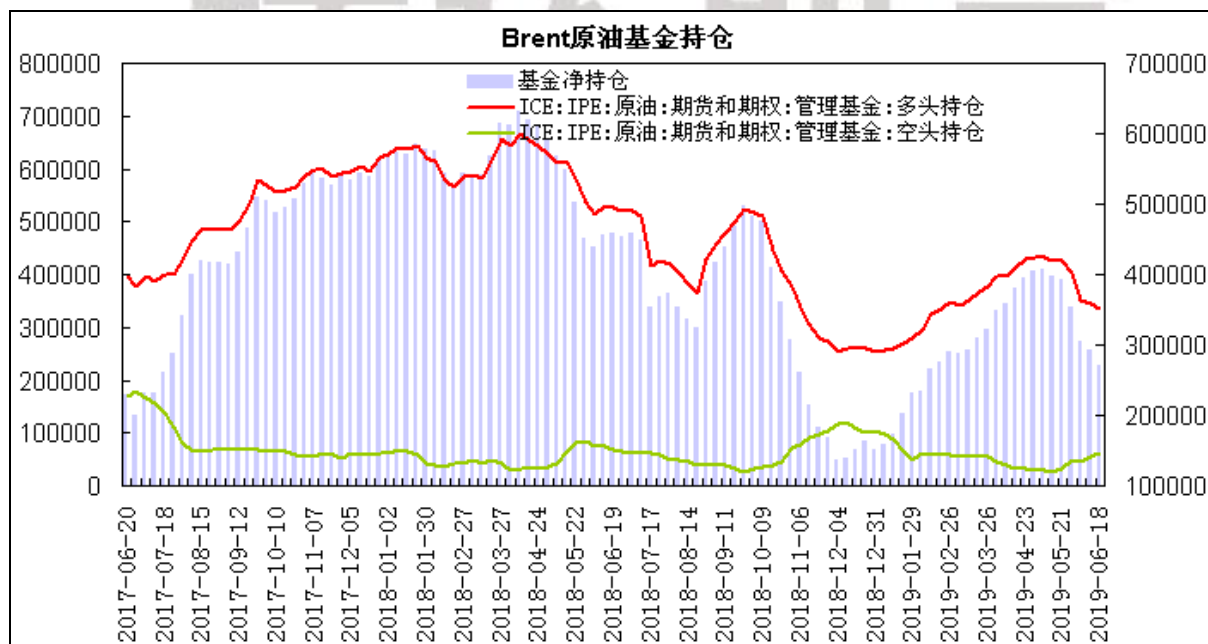


图 13: Brent 原油基金持仓





### 三、观点总结

综上所述，上半年全球经济趋于放缓态势，贸易紧张局势增加下行风险，OECD 下调今年全球经济增长预期；美联储中止加息进程，政策基调转向鸽派，重申以耐心的方式确定未来利率调整，美元指数呈现高位回落，人民币贬值压力缓和；全球主要央行货币政策转向鸽派，下半年流动性趋于宽松。贸易局势仍是下半年主要风险，影响金融市场避险情绪。需求端，中国原油进口量保持增长，二季度炼厂检修增加，原油加工量增幅缩窄，但新增炼厂产能投产有望拉动需求增长；美国进口量呈现回落，出口量则显著增长，冲击全球原油市场格局；上半年美国炼厂开工率探低回升，下半年处于消费旺季，炼厂需求有望提升。供给端，欧佩克产油国减产执行率维持高位，预计下半年有望延续减产协议，但美国制裁伊朗及委内瑞拉引发的供应缺口将决定减产幅度；美国原油产量继续刷新纪录高位，但钻井平台数量呈现回落，产量增幅放缓；美国原油库存回升至两年高位，下半年炼厂开工回升有望带动原油去库存。地缘局势方面，美国加强对伊朗及委内瑞拉实施制裁措施，中东地区油轮及产油设施屡遭袭击，中东局势动荡使得供应中断风险上升，地缘局势因素提升原油风险溢价。

整体上，美国加强制裁伊朗及委内瑞拉，中东局势紧张加剧供应端的不确定性，地缘局势动荡对原油市场构成较强支撑，欧佩克有望延续减产协议，下半年炼厂开工回升有助于改善需求；而贸易局势及全球经济放缓忧虑加剧油价震荡幅度；预计下半年原油期货呈现震荡回升走势，WTI 原油价格处于 52 美元/桶至 70 美元/桶区间波动，布伦特原油价格处于 60 美元/桶至 80 美元/桶区间运行，美国原油与布伦特原油价差处于 6-10 美元区间波动。预计上海原油期货合约处于 400-560 元/桶区间运行。

图 14: Brent 原油主力合约走势



图 15: 美国原油主力合约走势



图 16: 上海原油主力合约走势



## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料,瑞达期货股份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,客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,

任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。