

# 金瑞期货原油半年报告



金瑞期货  
JINRUI FUTURES

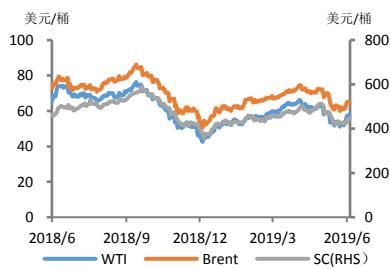
——需求阴云下的辗转腾挪

2019年6月26日

金瑞网站：[www.jrqh.com.cn](http://www.jrqh.com.cn)

客服热线：400-888-8208

## 核心观点：



资料来源：Wind，金瑞期货

## 金瑞期货研究所

撰写人：胡明

电话：0755-88605629

邮箱：[huangzhiming@jrqh.com.cn](mailto:huangzhiming@jrqh.com.cn)

期货从业资格号：F0276668

投资咨询资格号：Z00117488

## 相关研究

《供应国政治局势动荡，油价影响几何》\_20190422

《轮动机制重启，油价运行区间重塑——2019 年原油市场展望》  
\_20181203

《限产会议后转瞬晴，然阴霾未散》\_20180702

- **从偏紧预期到过剩阴云笼罩。**2019年初，虽然美国对伊朗石油制裁豁免结束引发的供应担忧为油价提供了支撑，但是，当前原油市场主题已经由频发的地缘政治风险引发的供应偏紧预期，向全球经济增速放缓导致的需求增速下降预期转换。供应端需要新的故事方能为油价提供强力支撑。
- **限产协议需要更为详细的细节方能给予市场信心。**当前限产协议已经成为一个内部成员相互填补产量缺口的松散的协议，主要产量减量仅集中于少数几个产油国，这一松散的协议一方面能够“打包”地为市场提供一个总产量标准；但另一方面这种相互侵蚀份额的执行方式将加大市场对于其难以持续的担忧。
- **全球产能依然充裕。**OPEC+国家中，虽然伊朗和委内瑞拉仍将进一步为市场提供供应缺口，但仅其内部便能提供充裕的产能填补。加之我们对于美国、加拿大等国的产量增长预期，全球充裕的产能将长时间限制油价上行空间。
- **需求阴云下供应端孤木难支。**今年全球经济数据表现不佳、贸易摩擦加剧市场恐慌，全球经济增长放缓担忧引发的原油需求增长担忧在短时间内难以改善，加之限产协议延长的效用已经边际递减，在地缘政治没有出现大规模恶化蔓延的前提下，来自于供应端的推动作用将明显受限。油价总体仍将呈现WTI 45-62, Brent 50-70, SC 350-500的核心区域运行，可以持续关注Brent-WTI价差收窄机会。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

## 正文目录

一、 上半年油价回顾：焦点转换，油价先扬后抑.....	5
二、 供应依旧充裕.....	6
2.1    限产协议预计达成延长，协议细节成为关键.....	6
2.2.1    当前协议目标已经转变.....	6
2.1.2    伊朗问题引发地缘政治担忧.....	7
2.1.3    委内瑞拉供应下滑空间有限.....	9
2.1.4    沙特产量持续收缩缺乏动力.....	10
2.1.5    其他非 OPEC 限产参与国限产执行情况并不理想 .....	10
2.1.6    限产协议隐藏的信息.....	11
2.2    美国产量维持增长预期.....	12
2.3    加拿大产量增长或有所恢复.....	14
三、 季节性因素支撑.....	17
四、 全球需求预期.....	19
五、 总结：供应支撑有限，需求悲观预期能否改善成为关键 .....	21

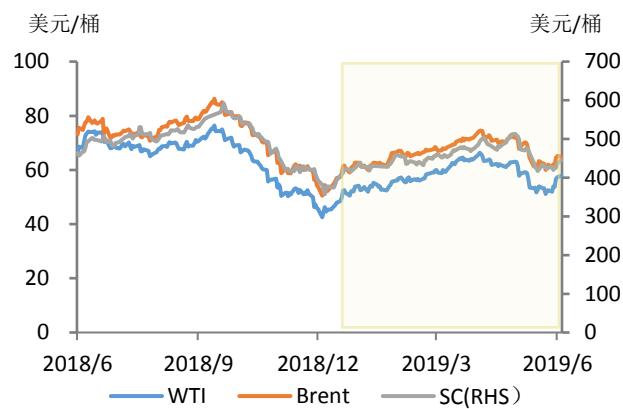
图表 1 上半年油价先扬后抑.....	5
图表 2 上半年油价先扬后抑（环比涨跌）.....	5
图表 3 限产协议各国需承担一部分减产份额 .....	6
图表 4 OPEC 实现了 100%甚至更高的限产执行率.....	7
图表 5 执行率达标倚仗于少数国家承担的减量 .....	7
图表 6 制裁压力下伊朗出口量下滑 .....	8
图表 7 制裁压力下伊朗产量下滑 .....	8
图表 8 霍尔木茨海峡是石油海运咽喉要道 .....	9
图表 9 伊朗地缘风险引发的担忧不仅限于其自身产量 .....	9
图表 10 委内瑞拉产量持续下滑 .....	9
图表 11 委内瑞拉出口出现回升 .....	9
图表 12 从产量来看，沙特是积极的限产执行者 .....	10
图表 13 沙特原油出口预计在三季度有所下滑 .....	10
图表 14 非 OPEC 执行情况不佳 .....	11
图表 15 进入 2019 年俄罗斯产量方才重回目标值附近 .....	11
图表 16 剩余产能充裕 .....	12
图表 17 执行率达标倚仗于少数国家承担的减量 .....	12
图表 18 美国原油产量维持增长预期 .....	12
图表 19 美国主要产区盈亏平衡情况 .....	12
图表 20 美国主要产区盈亏平衡情况 .....	13
图表 21 美国主要产区盈亏平衡情况 .....	13
图表 22 管道计划 .....	13
图表 23 出口瓶颈可能随之而来 .....	13
图表 24 加拿大产量增速有所放缓 .....	14
图表 25 WCS 对 WTI 贴水曾高达 50 美元/桶 .....	14
图表 26 我国原油产量迎来增长 .....	15
图表 27 原油对外依存度出现小幅回落 .....	15
图表 28 巴西原油产量维持增长 .....	15
图表 29 巴西对我国出口逐年攀升 .....	15
图表 30 非 OPEC 产油国增产预期 .....	15
图表 31 非美非 OPEC 增产预期 .....	15
图表 32 美国地区汽油需求已季节性转强 .....	17
图表 33 迟到的炼厂开工率恢复已经开启 .....	17
图表 34 美国地区库存压力开始缓解 .....	17

图表 35 美国地区库存压力开始缓解 .....	17
图表 36 全球商业库存水平需预计能够稳定在五年均值附近 .....	18
图表 37 全球宏观预期不佳引发原油需求担忧 .....	19
图表 38 全球宏观预期不佳引发原油需求担忧 .....	19
图表 39 全球经济放缓担忧加重需求担忧情绪 .....	20
图表 40 短期原油市场呈现库存压力缓解，但中长期需求增长隐忧仍存 .....	21

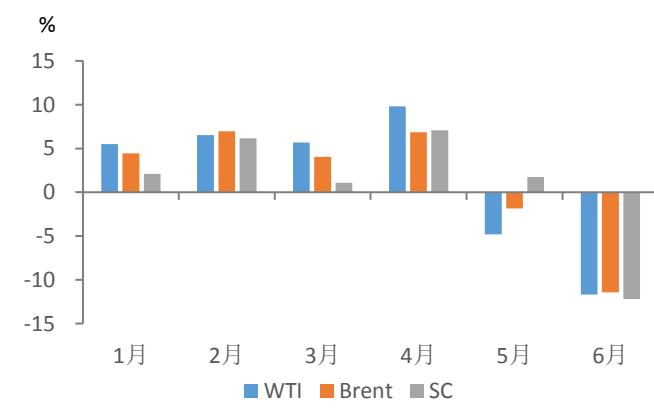
## 一、上半年油价回顾：焦点转换，油价先扬后抑

从偏紧预期到过剩阴云笼罩。自2018年年底至2019年一季度，OPEC+产油国在限产协议100%执行率目标下表现良好，并且在伊朗和委内瑞拉等国产量持续下滑作用下，限产协议得到超额完成。墨西哥、加拿大等国减产预期加持，美国地区管道瓶颈问题体现于其内部价差，加之美国对伊朗石油制裁给予的豁免权即将到期，供应端为油价提供推升动力。同时，整体经济增长担忧虽然存在，但是届时中美贸易谈判预期有好转迹象，市场担忧有所缓解，OECD库存稳定在5年均值水平，供需平衡偏紧预期为油价上升提供了良好环境，叠加地缘因素加持，油价得以持续攀升。但进入二季度后，对伊制裁豁免结束“靴子落地”，而持续走高的油价引发市场对于即将到期的限产协议产生松动预期，加之美国炼厂开工低迷加剧原油库存积累，原油面临过剩阴云笼罩市场，同时宏观经济表现不佳，中美贸易摩擦走向变化，油价明显承压快速走低。在进入六月后，OPEC+在OECD库存积累、过剩担忧甚嚣尘上的背景下开始炒作限产延长，巩固市场信心，加上近期中美贸易摩擦出现好转迹象，油价面临的压力得到削弱，进入了震荡调整。

图表 1 上半年油价先扬后抑



图表 2 上半年油价先扬后抑（环比涨跌）



资料来源：Wind, 金瑞期货

资料来源：Wind, 金瑞期货

## 二、供应依旧充裕

### 2.1 限产协议预计达成延长，协议细节成为关键

#### 2.2.1 当前协议目标已经转变

最初限产协议包含了各国配额。限产协议经过两年半的运行，虽然其间不断地达成原协议的延长，但实际上当前遵循的限产实质上已经改变。2016年11月30日的维也纳会议上，OPEC与非OPEC国家最终达成减产协议，自2017年1月1日起施行的限产协议约定OPEC国家将减产1.2百万桶天至32.5万桶天的上限水平，包括俄罗斯在内的非OPEC产油国将配合减产60万桶天。协议还约定了OPEC各国需要承担的调整量以及需要遵循的产量上限。

**图表 3 限产协议各国需承担一部分减产份额**

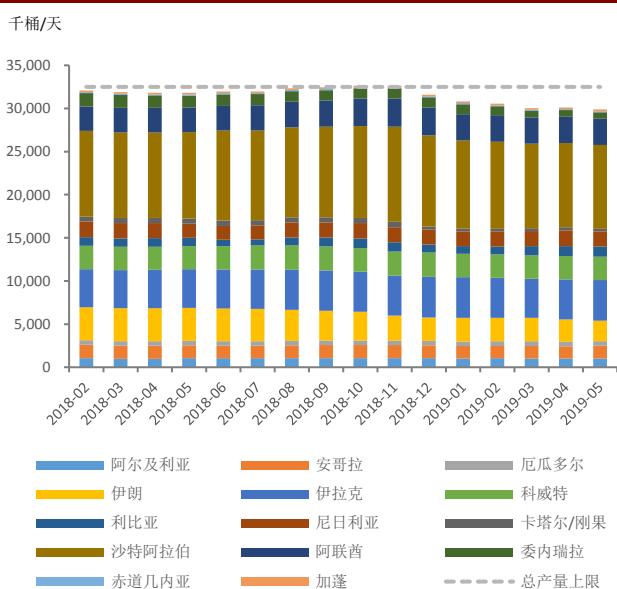
	参考产量水平 (千桶/天)	调整	产量上限
			(2017年1月生效)
阿尔及利亚	1089	-50	1039
安哥拉	1751	-78	1673
厄瓜多尔	548	-26	522
加蓬	202	-9	193
<b>印度尼西亚 (剔除)</b>			
伊朗	3975	90	3797
伊拉克	4561	-210	4351
科威特	2838	-131	2707
<b>利比亚 (豁免)</b>			
尼日利亚 (豁免)	1628		
卡塔尔	648	-30	618
沙特	10544	-486	10058
阿联酋	3013	-139	2874
委内瑞拉	2067	-95	1972

资料来源：OPEC, 金瑞期货

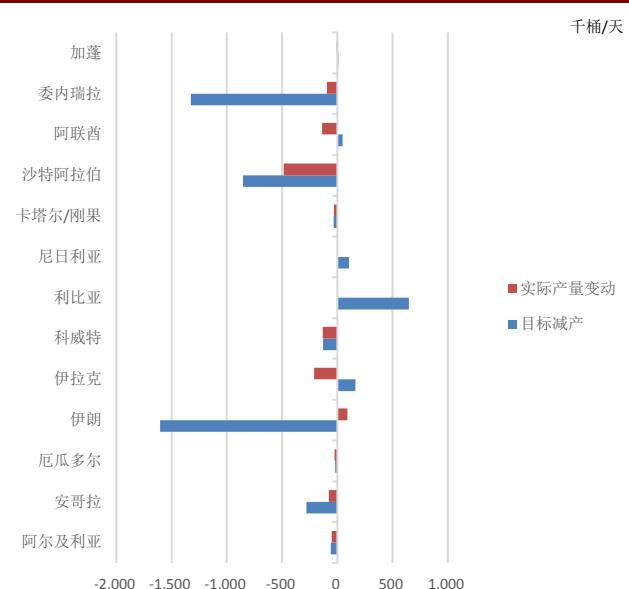
当前限产协议已以总产量为衡量标准。但是，在实际施行过程中，由于来自于伊朗和委内瑞拉的原油产量大幅下降，限产协议虽然仍旧逐期延长，但是，其关注点已经转变。市场由限产之初对于限产能否得到有效执行以及尼日利亚、利比亚和伊朗增产是否能够保持总产量不超过上限限制的担忧，转换为伊朗和委内瑞拉产量快速下滑预期下其他产油国能否填补产量缺口降低限产执行率至100%的担忧。所以，当前情况是，一方面是当前限产协议周期中，“以身作则”的沙特和被动减产的伊朗与委内瑞拉承担了主要的产量减量，限产协议已经由早前具体到各国份额的具有细节的限产，转变为了只关注原限产协议的产量上限以100%执行率为目标的松散的缺乏细节的协议。

OPEC成员变动更意味着原油限产协议细节的失效。在限产监督委员会提出以产量上限作为衡量标准的100%限产执行率为目 标之外，OPEC自身成员的变动也对限产形成挑战。在限产周期中，卡塔尔产量下降约3.3万桶/天，严格完成了其限产目标。但是，卡塔尔退出OPEC，同时加入了赤道几内亚和刚果（最新产量分别为11.4万桶/天和32万桶/天），两国总产量水平不及卡塔尔（62万桶/天）。

图表4 OPEC实现了100%甚至更高的限产执行率



图表5 执行率达标倚仗于少数国家承担的减量



资料来源：Wind, 金瑞期货

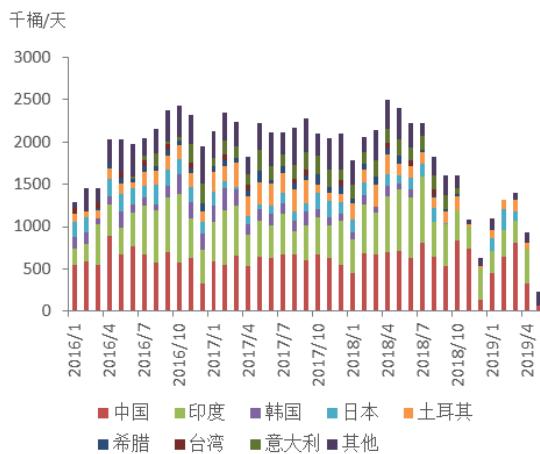
资料来源：Wind, 金瑞期货

### 2.1.2 伊朗问题引发地缘政治担忧

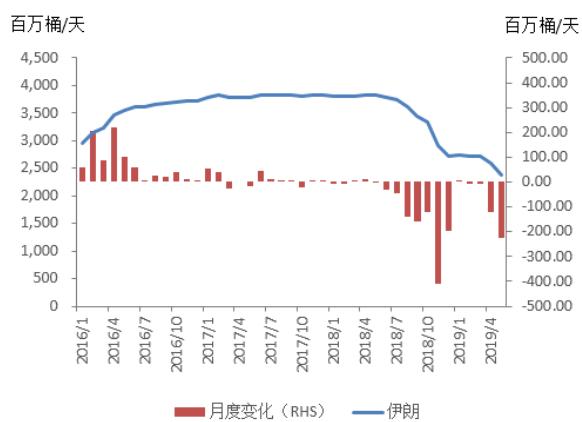
伊朗供应缩减预期强化。6月初，美国财政部7日宣布对伊朗最大石化企业“波斯湾石化工业公司”(PGPIC)及其子公司和境外销售网络实施制裁。PGPIC及其子公司占伊朗石

化总产能 40%，占伊朗石化总出口的 50%。这一举动一定程度消除市场早前对于美国对伊政策摇摆顾虑，进一步强化制裁豁免到期后，伊朗供应继续缩减的预期。

图表 6 制裁压力下伊朗出口量下滑



图表 7 制裁压力下伊朗产量下滑



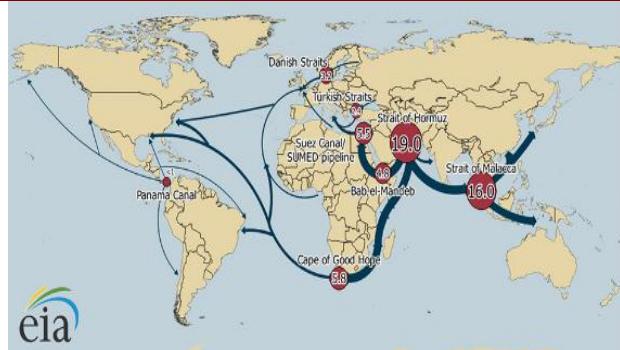
资料来源：Bloomberg, 金瑞期货

资料来源：Wind, 金瑞期货

**美伊冲突紧张加剧，地缘政治担忧上升。**而六月中，阿曼湾两艘油轮遇袭，美国指责伊朗应对此事负责，仅一周后伊朗在霍尔木茨海峡击落美国无人机，美伊局势紧张升级。虽然之后特朗普取消军事打击的消息对于地缘风险支撑有所削弱，但是冲突不断，以及伊朗继表示将于 5 月 8 日开始撤销其在 2015 年伊核协议中的部分承诺，以及有关向其他国家出售浓缩铀和重水的承诺后，有在 6 月 17 日宣称将突破伊核协议当中对于浓缩铀 300 公斤的存量上限限制。美伊关系的紧张升级以及核协议威胁不断强化伊朗产量进一步下滑预期。

**伊朗问题引发担忧并非局限于其自身产量。**总体而言单论伊朗供应量缺口，我们认为是能够得到填补（后文详述），但是由于霍尔木茨海峡石油流量约占石油海运贸易的 30%，近期美伊冲突不断以及伊朗对于退出和协议的担忧，叠加早前伊朗遭受美国制裁时对于关闭霍尔木茨海峡威胁，将引发市场对于原油供应受阻忧虑，“战险保费”快速攀升也增加了运输成本，从而使得 SC 对 Dubai/Oman 升水扩大。

图表 8 霍尔木茨海峡是石油海运咽喉要道



资料来源：EIA, 金瑞期货

图表 9 伊朗地缘风险引发的担忧不仅限于其自身产量

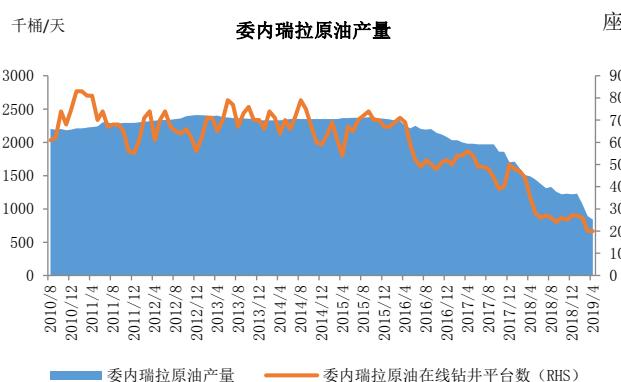


资料来源：EIA, 金瑞期货

### 2.1.3 委内瑞拉供应下滑空间有限

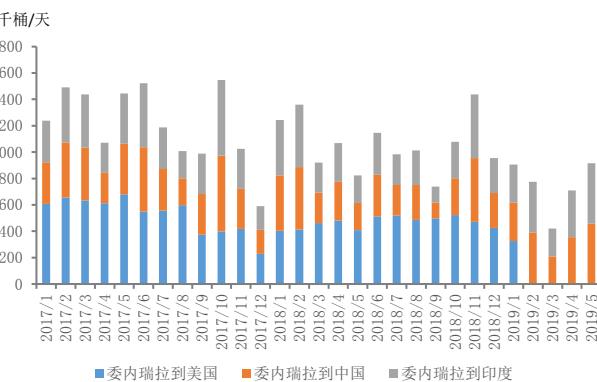
**委内瑞拉供应进一步下滑速度放缓。**委内瑞拉自身经济模式以及恰逢 15 年油价暴跌，经济衰退、恶性通胀接踵而至，陷入严重的政治、经济和社会危机的委内瑞拉，其石油部门也难以独善其身。而 2019 年马杜罗在选举中获得连任，但反对派成员瓜伊多自封“临时总统”，美国、加拿大及多个欧洲与拉美国家相继承认瓜伊多的同时，对马杜罗政府要员以及委内瑞拉实施多项制裁，其中包括冻结委内瑞拉国家银行在国外黄金储备、截留委国家石油公司石油出口收入等，这一背景下委内瑞拉原油产量及出口持续下滑。对于委内瑞拉，未来的不确定性来自于政权更迭以及之后是否会出现美国对其制裁解除。而就目前来看，经历了早前产量快速下降后，未来中短期来看其产量将在原有老旧油田缺乏维护的背景下维持下滑，但下降速度将有所放缓。

图表 10 委内瑞拉产量持续下滑



资料来源：WIND, 金瑞期货

图表 11 委内瑞拉出口出现回升

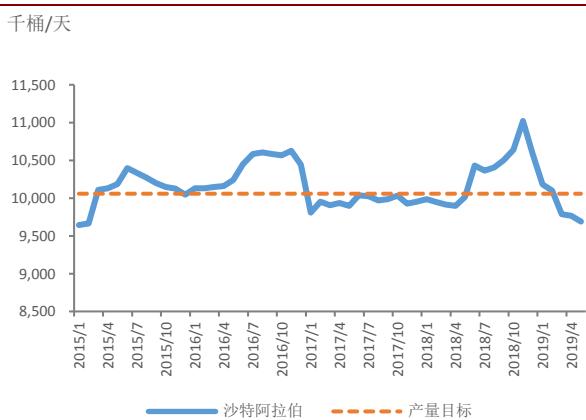


资料来源：Bloomberg, 金瑞期货

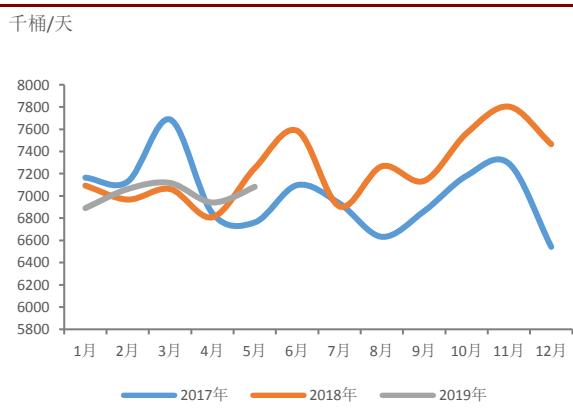
### 2.1.4 沙特产量持续收缩缺乏动力

短期沙特产量仍将维持低位，但持续承担超额减产份额难度较大。沙特作为限产的倡导者，其在限产协议实施过程中承担着超额的产量减量。5月至8月中东地区处于夏季用油旺季，高温将刺激燃料油发电需求，沙特原油的对外供应有所收紧。但是，在三季度末季节因素影响减弱后，经过持续承担过大的限产份额，而同时份额缺口被其他产油国填补——今年五月印度对美国原油进口量相较18年11月翻番——沙特难以寻求更大的动力单方面承担更多的份额，预计未来沙特产量基本稳定并有所回升，主要取决于本次限产会议如何对协议进行调整。

图表 12 从产量来看，沙特是积极的限产执行者



图表 13 沙特原油出口预计在三季度有所下滑



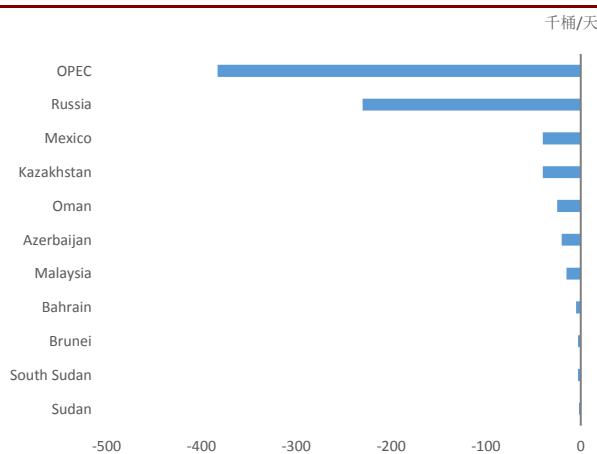
资料来源：Wind, 金瑞期货

资料来源：Wind, 金瑞期货

### 2.1.5 其他非 OPEC 限产参与国限产执行情况并不理想

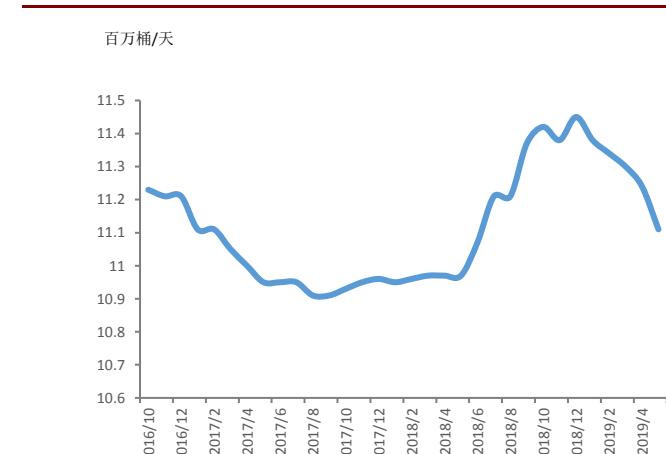
俄罗斯并非限产协议的严格遵守者。虽然俄罗斯是非 OPEC 产油国对限产协议积极拥护的代表，但事实上，自限产协议生效两年半来，其仅在 5 月份今年首次基本实现 OPEC+ 产量减少目标，而这一减少存在部分来自于“友谊”管道 (Druzhba) 污染导致通向东欧和中欧炼油厂运输受阻的原因。俄罗斯正在针对这一高浓度有机氯化物引发的管道污染进行清理和补救，五月底部分恢复输油，管道污染因素消散后，俄罗斯产量变动仍需聚焦于限产协议。哈萨克斯坦早前由于 Kashagan 油田的维护关停，使得其产量表现为下降，但六月该油田生产已经逐渐恢复，这可能意味着依靠油田维护实现的减产即将结束。

图表 14 非 OPEC 执行情况不佳



资料来源：Bloomberg, 金瑞期货

图表 15 进入 2019 年俄罗斯产量方才重回目标值附近

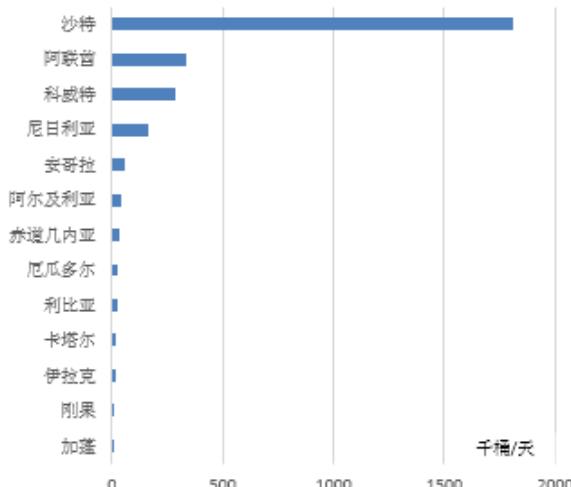


资料来源：Bloomberg, 金瑞期货

### 2.1.6 限产协议隐藏的信息

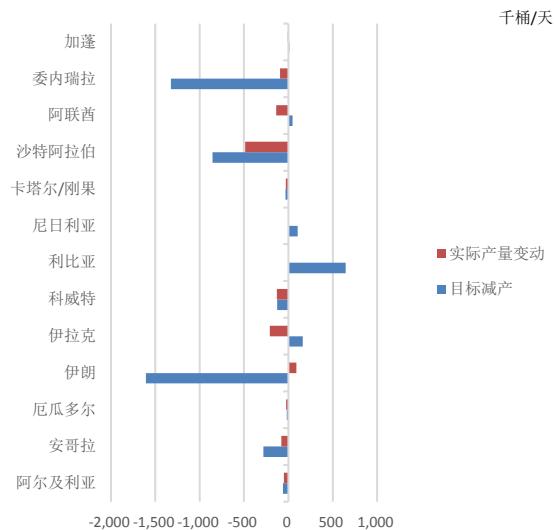
限产大概率达成延长，但市场将关注具体方案。而从目前来看，在需求忧虑背景下，OPEC+倘若放弃限产将面临承担油价大幅走低的风险，加之当前主要产油国均表态支撑协议延长，预计 7 月初会议大概率能够实现限产协议至少覆盖 2019 年全年的目标。但是，如前文提及，当前限产协议已经成为一个依靠少数几个产油国承担减产任务的缺乏细节的松散的模糊协议，仅有一个产量上限一定程度缓解市场对于 OPEC+产油国的增产担忧。但是，一方面成员调整后需要进行一个产量上限的重新规划方才能够使得限产水平持平；另一方面这样一个依赖于少数产油国的协议将恶化囚徒困境中各方利益的不均衡程度，加速未来协议的进一步松散。故而，倘若此次协议仍旧仅仅是宽泛地表示延长原有协议以及以 100% 执行率为目，对于市场的提振作用将会边际效用递减，并且加大市场对于限产前景的担忧。倘若此次会议能够对限产目标进行一个调整或对于各国配额进行一个重新分配，则将为市场带来惊喜。就目前来看，OPEC+的目标应该旨在于防止油价进一步走低而非大幅推升油价，因此预计此次会议对产量上限进行大幅下修的可能性较小。

图表 16 剩余产能充裕



资料来源: Bloomberg, 金瑞期货

图表 17 执行率达标倚仗于少数国家承担的减量



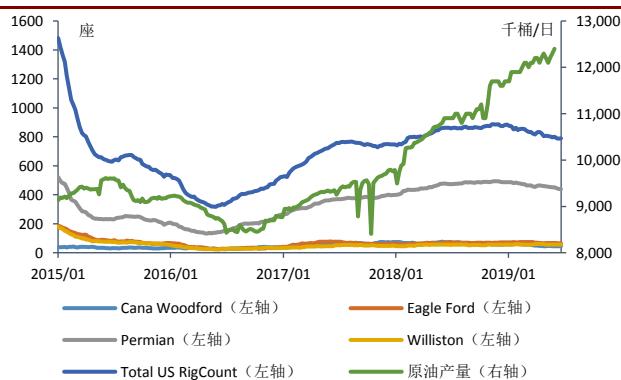
资料来源: Bloomberg, 金瑞期货

资料来源: Bloomberg, 金瑞期货

## 2.2 美国产量维持增长预期

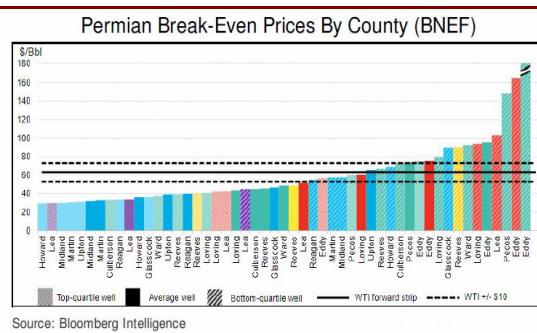
**美国原油产量维持增长预期。**虽然页岩油生产商在投资者压力下持续削减资本支出，钻机数也出现回落，不过，当前页岩油基本能够实现 45 美元附近维持盈利，产能挤出没有到来，虽然产量增长可能放缓，但是在开采效率提升背景下，对于页岩油产量的持续下滑的预期的时机尚未到来。而具体来看，Permian 地区产量仍然保持强劲增长，EIA 数据显示，其 5 月产量超过 412 万桶/天新高，而考虑到水力压裂活动的持续复苏，预计未来该地区产量仍将维持增长趋势，或在下半年达到 500 万桶/天水平。

图表 18 美国原油产量维持增长预期



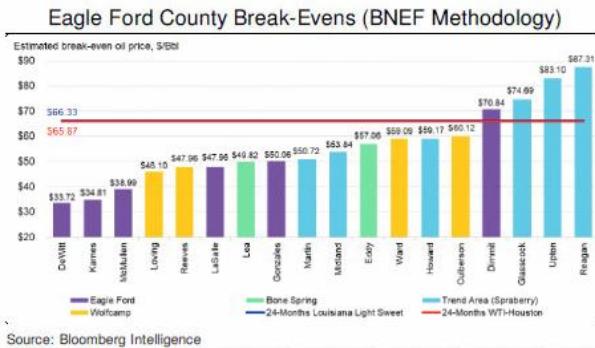
资料来源: Rystad Energy, 金瑞期货

图表 19 美国主要产区盈亏平衡情况



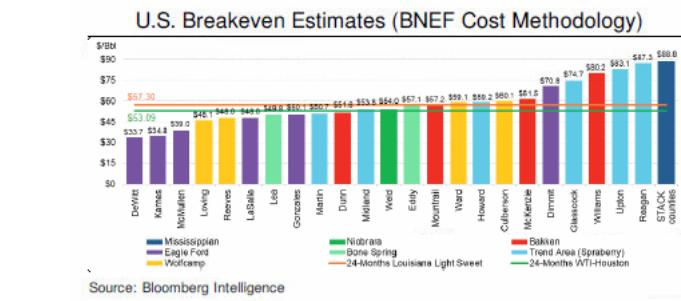
资料来源: Bloomberg, 金瑞期货

图表 20 美国主要产区盈亏平衡情况



资料来源：Bloomberg，金瑞期货

图表 21 美国主要产区盈亏平衡情况



资料来源：Bloomberg，金瑞期货

下半年管线投入或伴随出口增加。未来近两年时间，美国原油运输管道将相继完工投产，早前的管道瓶颈问题将得到解决。今年 Plains All American Pipeline 和 Phillips 66 宣布建设 Red Oak 系统更意味着未来库欣到墨西哥湾沿岸的运输顺畅。预计到 2020 年后，瓶颈问题将基本消除。产区外输以及出口受限问题得到解决后，预计美国原油出口将有进一步的增长，不过受限于当前港口出口能力，预计短期内在出口难以超过 400 万桶/天水平。Corpus Christi 相对于美国最大的出口枢纽 Houston 港用油更深、拥堵更少、雾更少等特点，根据彭博数据，预计其出口能力在今年末能够翻倍至 240 万桶/天，在 2021 年增加值 320 万桶/天。未来随着各港口的升级，当前港口拥堵情况将迎来明显改善，出口能力得到提升。

图表 22 管道计划

管道	所有者	当前运力	2019	新增运力	2020	2021
Basin Pipeline (包括 Sunrise Expansion)	Plains (87%) Enterprise (13k)	570000				
Cactus Pipeline	Plains	390000				
West Texas Gulf	Energy Transfer	300000				
Bridge Tex Pipeline	Several	400000	40000			
Longview Extension	Energy Transfer	100000				
Centurion Pipeline	Lotus Midstream	175000				
Wink Pipeline	Kinder Morgan	145000				
Andel	Energy Transfer	27000				
Longhorn	Magellan	275000				
Persian Express 2	Energy Transfer	200000				
Midland-to-Sealy	Enterprise Products	575000				
Persian Express 3	Energy Transfer	140000				
新管道						
Enterprise Conversion	Enterprise Products		200000			
Cactus II*	Plains	335000	335000			
EPIC	Several			600000		
Gray Oak**	Several			900000		
PGC Pipeline***	Several			1000000		
Plains/Exxon JV	Exxon, Plains			1000000		
Total Takeaway Capacity		3297000	3872000	5707000	7707000	

资料来源：Bloomberg，金瑞期货

图表 23 出口瓶颈可能随之而来

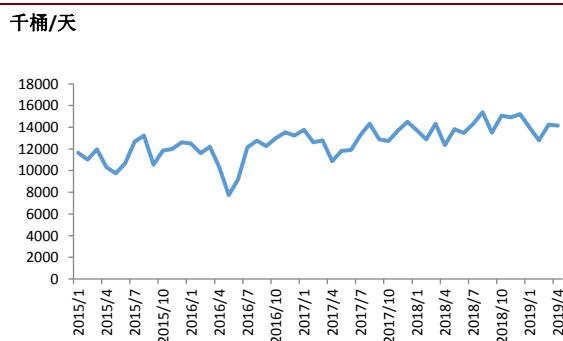
公司	地点	出口能力 (万桶/天)	储存能力 (万桶)	完工工期
Trafigura	Corpus Christi	50	600	2021年中期
Enterprise Product Partners	Houston	200	还未决定	还未决定
Jupiter MLP	Brownsville	100	600-1000	2020年全面投入使用
Tallgrass Energy	New Orleans	200	2000	2021年第3季度
Carlyle Group Lone Star Ports Port of Corpus Christi	Corpus Christi	140	400	2020年10月
Enbridge Kinder Morgan	Houston	200	还未决定	2021年末-2022年初
Oiltanking				
Magellan Midstream Partners	Corpus Christi	150	2000	还未决定

资料来源：Bloomberg，网络信息整理，金瑞期货

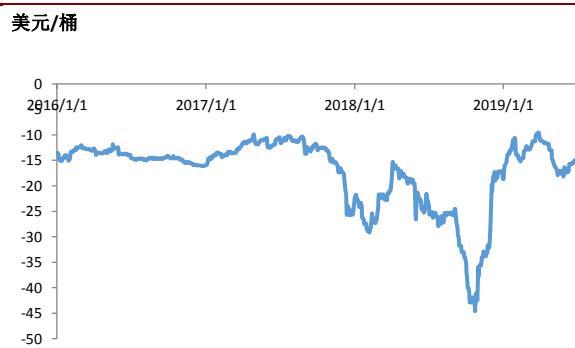
### 2.3 加拿大产量增长或有所恢复

外输瓶颈压力缓解，加拿大产量增长或有所恢复。由于面临管道瓶颈问题，加拿大 WCS 对 WTI 贴水搞起，导致阿尔伯塔省在 2018 年底达成主动减产。不过近期 Enbridge 表示，虽然缺少新管道投产，但是 Enbridge 表示计划在年底实现 13.5 万桶/天的管道运力增加，从而部分缓解加拿大运力压力，管道瓶颈问题缓解后，随着价格压力减弱预计将带来加拿大原油产量的恢复。

图表 24 加拿大产量增速有所放缓



图表 25 WCS 对 WTI 贴水曾高达 50 美元/桶

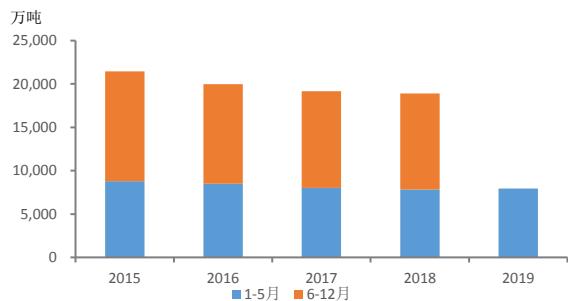


资料来源：Bloomberg, 金瑞期货

资料来源：EIA, 金瑞期货

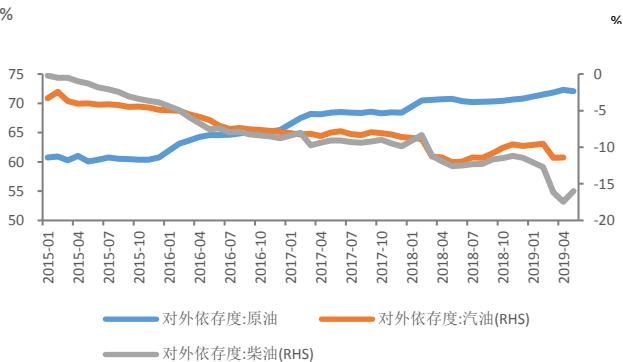
中国巴西原油产量呈现增长。最新数据显示，截至 5 月，2019 年我国累计原油产量达到 7928.9 万吨，较 2018 年同比增长 1.36%，这也是自 2016 年来的首度增长，而 4 月则达到了日均 1268 万桶的历史最高水平，根据彭博数据，2019 年上游投入还将增加 85 亿美元，符合我国炼能不断增产同时面临伊朗、委内瑞拉等国面临供应风险的背景，有利于提高能源安全。而巴西方面，近年来巴西积极加深与我国合作，成为我国前五大原油进口来源国，根据卓创数据，巴西在 6 月到港船货来源国中以 150 万吨水平排在第四。而生产能力方面，如我们在 2019 年年报中指出，其盐层下石油为其提供了增产能力，新法规吸引资金投入的同时，其增产能力也大大提升。

图表 26 我国原油产量迎来增长



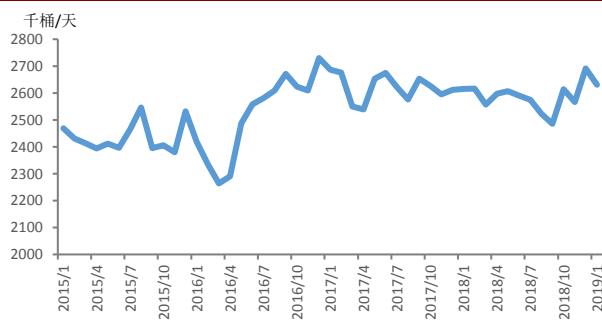
资料来源：WIND, 金瑞期货

图表 27 原油对外依存度出现小幅回落



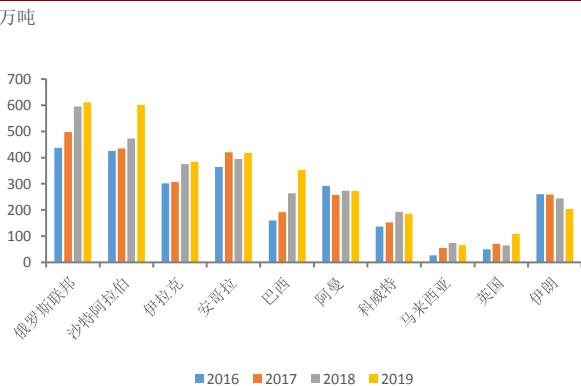
资料来源：EIA, 金瑞期货

图表 28 巴西原油产量维持增长



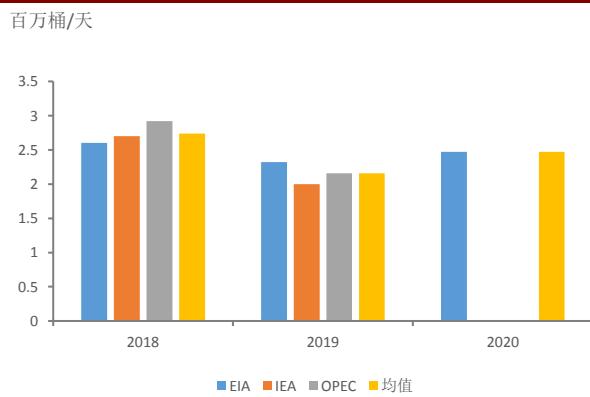
资料来源：Bloomberg, 金瑞期货

图表 29 巴西对我国出口逐年攀升



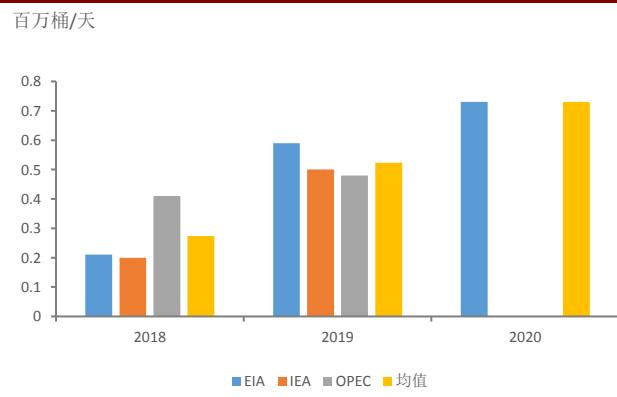
资料来源：WIND, 金瑞期货

图表 30 非 OPEC 产油国增产预期



资料来源：Bloomberg, EIA, IEA, OPEC, 金瑞期货

图表 31 非美非 OPEC 增产预期



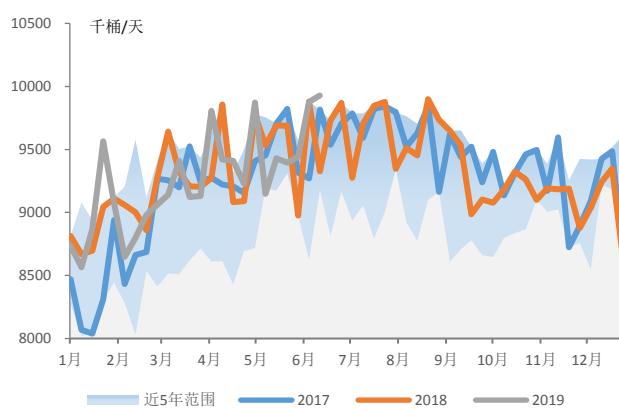
资料来源：Bloomberg, EIA, IEA, OPEC, 金瑞期货

**供应端产能充裕，限制油价上行空间。**总体而言，限产协议大概率原规模水平延长至明年，短期消除市场对于限产放松担忧，但是越来越松散的协议难以持续依靠沙特和伊朗、委内瑞拉持续太久，未来对于限产协议的质疑将愈来愈强，长期难以期待。美国地区的页岩油随着资本投入下降，产量增速或放缓，但当前油价水平下并不会出现产量的持续下滑，加之未来两年不断有管线投入运力充足，港口基础建设持续，美国地区原油出口仍具备有增长潜力。来自伊朗和委内瑞拉的产量减量经过 2018 年对于供应缺口的证伪后，市场已经对于其他产油国缺口填补能力拥有信心，单纯的减产炒作对于油价的推升空间有限。需要警惕的则是伊朗局势不确定升级后，引发的对于霍尔木茨海峡运输风险的担忧。

### 三、季节性因素支撑

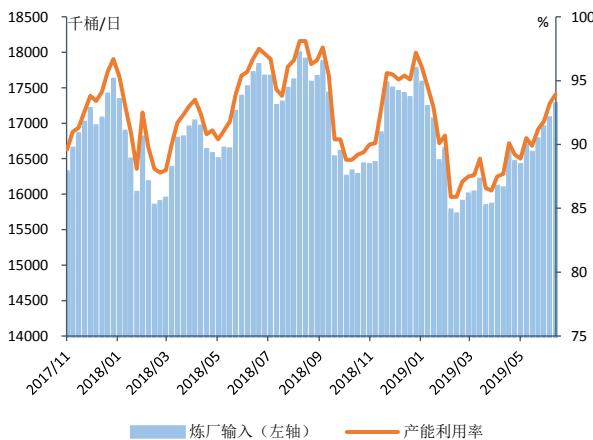
**需求季节性转强，库存压力得以缓解。**美国产量增长同时，受到洪水因素影响，今年炼厂开工率较往年同期明显下滑，加重库存积累压力。而当地汽油季节性需求正在显现，作为传统用油旺季，炼厂开工率得到回升，库存压力将有所缓解。虽然短期来看可能会受到东海岸 PES 炼厂大火影响导致炼厂开工率表现出现反复，但总体而言，对于原油消耗能力影响有限，预计三季度初能够实现原油库存压力的缓解。

图表 32 美国地区汽油需求已季节性转强



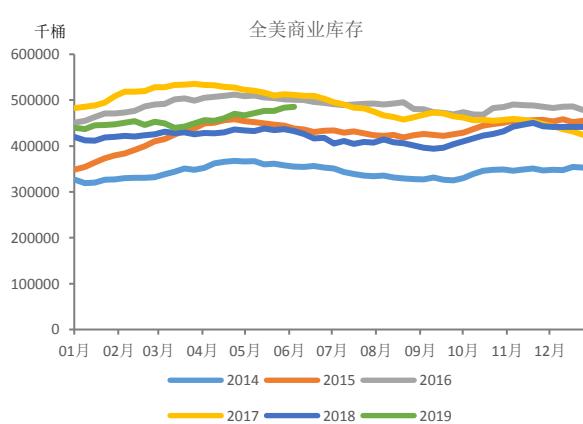
资料来源：EIA, 金瑞期货

图表 33 迟到的炼厂开工率恢复已经开启



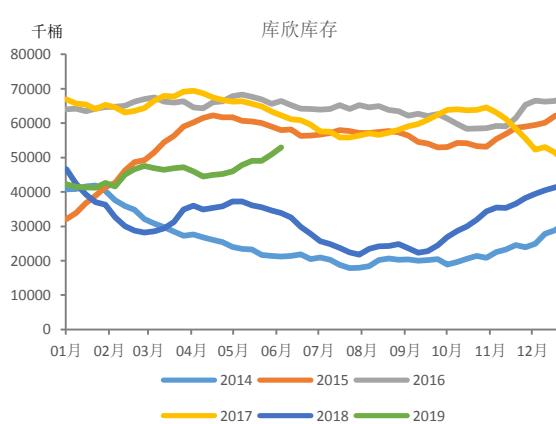
资料来源：EIA, 金瑞期货

图表 34 美国地区库存压力开始缓解



资料来源：EIA, 金瑞期货

图表 35 美国地区库存压力开始缓解

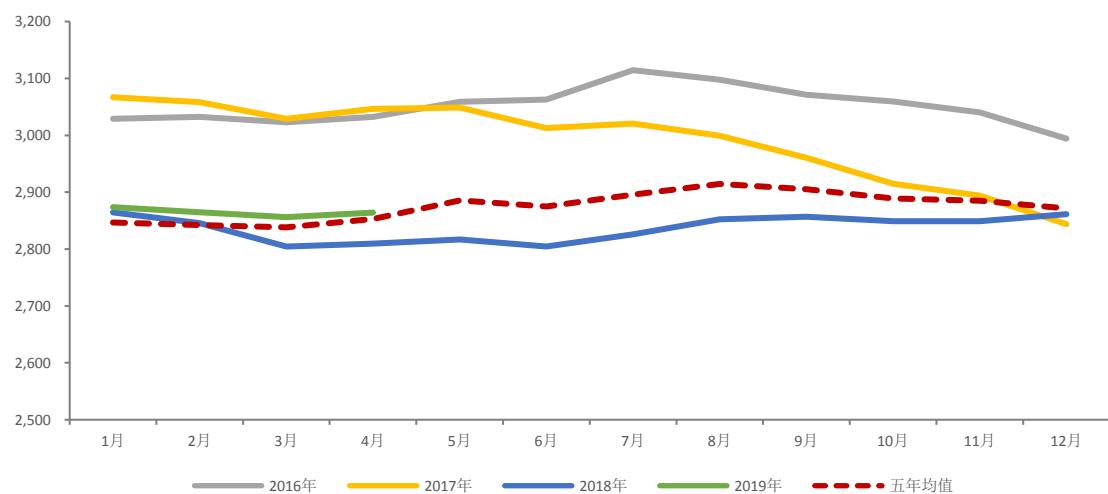


资料来源：EIA, 金瑞期货

全球原油库存重回五年均值仍是限产目标。全球原油库存水平的五年均值水平是限产协议反复提及的目标，进入 2019 年 OECD 库存处于五年均值水平之上（其中一部分原因来自于 OPEC 提及的五年均值水平是滚动的五年，进入 2019 年后，收到 2018 年低库存水平影响，均值水平下降），成为本次沙特等国再次提出维持限产协议的理由，我们预计在三季度限产协议延长叠加需求季节性走强作用下，OECD 库存能够重回五年均值水平，原油库存表现能够一定程度缓解过剩担忧。

图表 36 全球商业库存水平需预计能够稳定在五年均值附近

百万桶

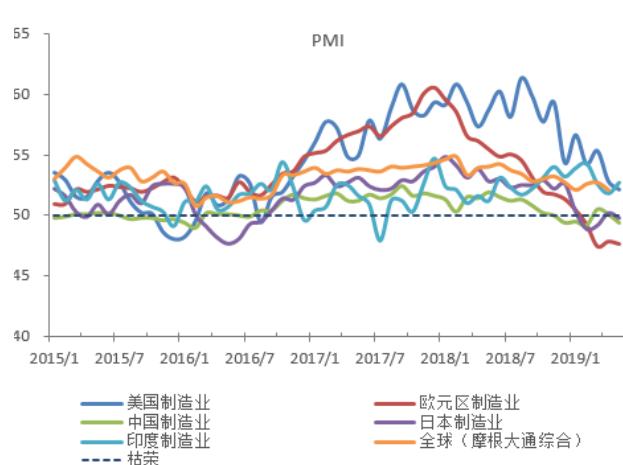


资料来源：Bloomberg, 金瑞期货

## 四、全球需求预期

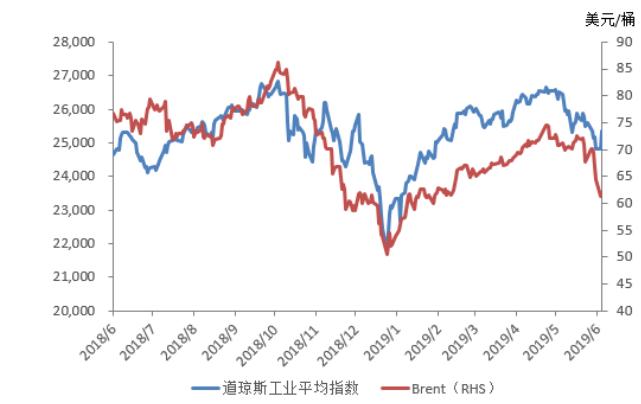
宏观因素强化市场避险情绪。五月宏观因素加重市场恐慌情绪，中美贸易摩擦悬而未决、特朗普政府对墨西哥加征关税、包括美国在内的全球经济数据表现不佳，全球经济放缓导致原油需求放缓担忧甚嚣尘上，市场避险情绪奠定了大宗商品承压背景，6月底的G20峰会释放的预期将成为关键。不过需要警惕的是，经济下行压力、全球贸易争端的改善无法一蹴而就，经济增速放缓这一基调恐难以在短期逆转。

图表 37 全球宏观预期不佳引发原油需求担忧



资料来源：WIND, 金瑞期货

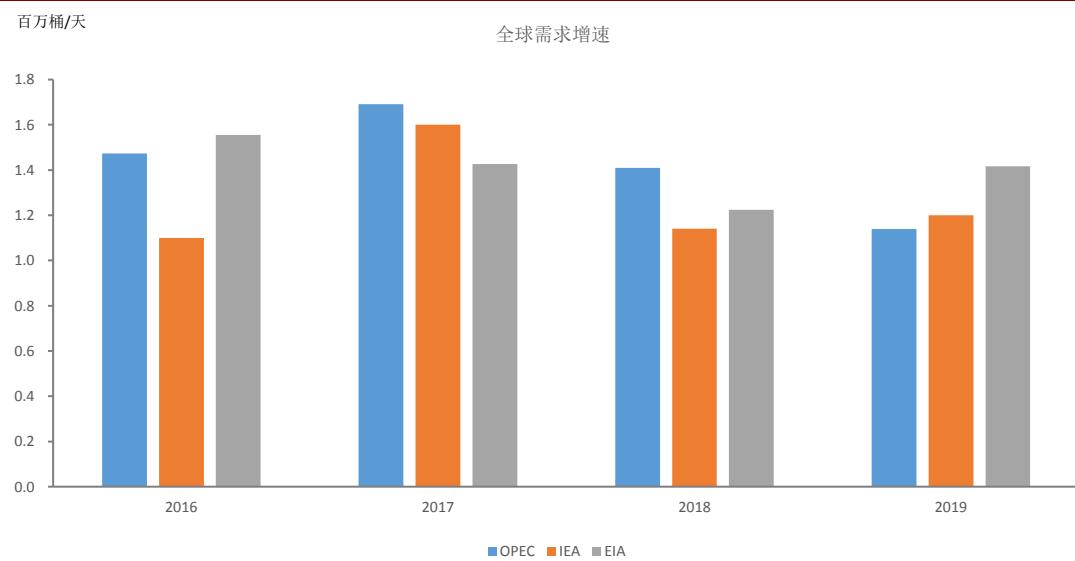
图表 38 全球宏观预期不佳引发原油需求担忧



资料来源：WIND, 金瑞期货

中国需求短期仍可期，新兴经济体需求增长仍存放缓风险。在委内瑞拉、伊朗遭受制裁背景下，我国原油进口量明显回升，虽然在终端需求预期不乐观背景下，炼厂利润恐被压缩，但短期来看，随着恒力石化全面投产，以及4月原油进口补充配额发放，我国对于原油的进口需求仍存增长潜力。而印度方面，虽然早前莫迪依靠着改善基础设施、加快经济增长以及降低失业率，但今年占GDP六成的消费指数急剧下降，新增投资受到牵连，GDP增速很可能降至6.6%，市场对于印度经济增速放缓担忧加剧，未来能否担负起石油需求增长的重要动力来源面临挑战。总体而言，中长期来看，一方面全球经济增长、贸易摩擦走向成为需求预期能否迎来改善的前提；另一方面，随着亚洲地区炼能过剩加剧，炼厂利润压缩，长期来看必将迎来炼能洗牌，当前仍较旺盛的需求增长或出现压缩。

图表 39 全球经济放缓担忧加重需求担忧情绪

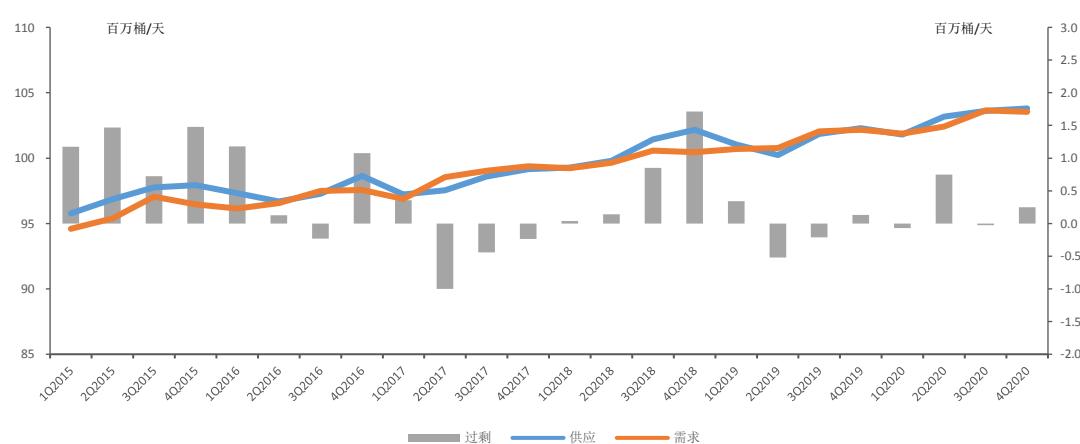


资料来源：OPEC, IEA, EIA, 金瑞期货

## 五、总结：供应支撑有限，需求悲观预期能否改善成为关键

总体而言，对于供应端，限产协议大概率原规模水平延长至明年，短期消除市场对于限产放松担忧，但是越来越松散的协议难以持续依靠沙特和伊朗、委内瑞拉持续太久，未来对于限产协议的质疑将愈来愈强，长期或难以期待。美国地区的页岩油产量或增速放缓，但当前油价水平下并不会出现持续下滑，加之未来两年不断有管线投入运力充足，美国地区原油出口仍有增长潜力，炼厂开工率恢复高位，下一轮检修前美国原油库存预计将表现良好，美国库存作为高频库存数据，将缓解市场对于过剩的担忧。而全球来看，虽然产能充裕，但是三季度旺季需求支撑，加上沙特国内的夏季发电需求将抑制其对外原油供应，总体而言大概率能够实现全球库存的回落目标，所以预计短期来说，过剩担忧将得到缓解，油价能够呈现一个偏强运行，并且美国地区出口增加，Brent-WTI 价差略有回落。而这需要一个重要前提是，宏观预期不发生严重恶化。虽然我们认为短期油价或能够偏强运行，但是中长期来看，如我们提及的，一方面来说，剩余产能充裕，对于短时间的供应缺口能够有效填补，并且限产协议愈发松散、页岩油产量维持增长预期，供应端总体仍旧充裕，在油价走高过程中对价格的压制作用将愈发明显，另一方面，需求端全球经济增长放缓预期强化，需求增速不断下调，这一背景下油价上方压力仍旧明显，故而预计下半年油价总体仍将在 WTI 45-62, Brent 50-70, SC 350-500 的核心区域运行，可以持续关注 Brent-WTI 价差收窄机会。

**图表 40 短期原油市场呈现库存压力缓解，但中长期需求增长隐忧仍存**



资料来源：OPEC, IEA, EIA, 金瑞期货

## 分析师声明

负责撰写本研究报告的研究分析师，在此申明，报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正。作者薪酬的任何部分不会与本报告中的具体建议或观点直接或间接相联系。

## 免责声明

本报告仅供金瑞期货股份有限公司（以下统称“金瑞期货”）的客户使用。本公司不会因为接收人受到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告由金瑞期货制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开的资料，但金瑞期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。金瑞期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，并非作为或被视为实际投资标的交易的邀请。投资者应该根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或者间接损失负任何责任。

本报告版权归金瑞期货所有。未获得金瑞期货事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道。

## 金瑞期货研究所

地址：广东省深圳市彩田路东方新天地广场 A 座 32 层

电话：400-888-8208