

长安期货有限公司

投资咨询业务资格（陕证监许可字[2012]101号）

# 欧美加息落地后续预期降低 油价连续上行或仍持续偏强 ——原油月评

长安期货 投资咨询部

刘琳（Z0014306）

范磊（F03101876） 助理分析师

2023年7月31日

# 目录/Contents

---

01

操作建议

02

行情回顾

03

基本面分析

04

观点小结

01

# 操作建议

---

## 操作建议:

SC原油主力合约7月份连续偏强运行，预计8月份或仍存持续上行动力，建议可围绕估值偏多布局；  
期权方面建议以牛市价差组合布局为主，激进者可谨慎持有看涨期权。



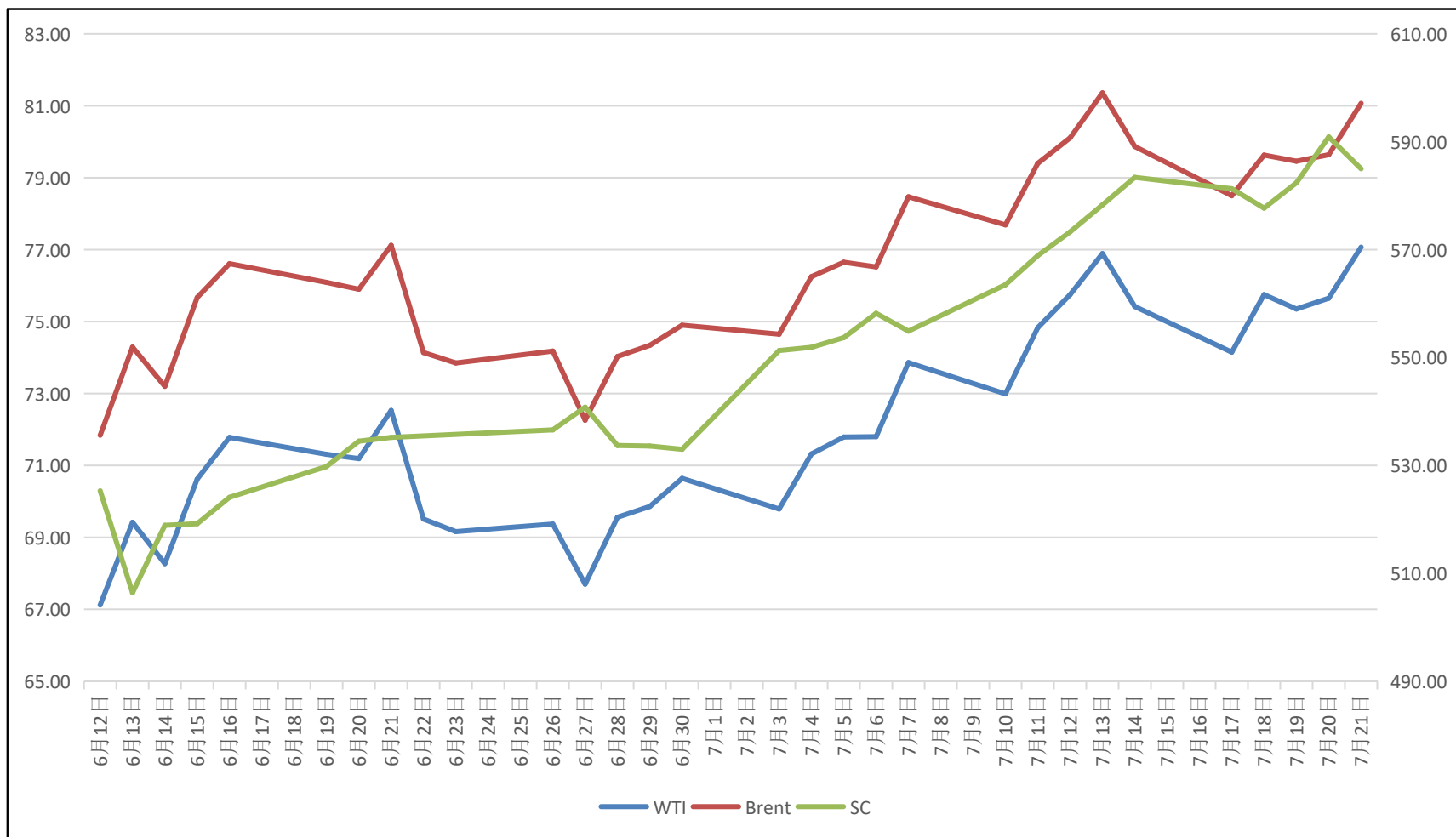
(SC主力合约月度K线走势图)

02

# 行情回顾

---

- 三大原油期货在7月份整体偏强运行，价格一度突破至三个月以来的高位，周线也录得连续五周的上涨走势。上行的主要原因一方面在于供给侧产油国的减产策略于7月落地实施且将在8月延续，另一方面则在于需求端市场对夏季出行消费与发电需求存在偏强预期。



(WTI、Brent、SC(右)主力合约月度K线走势图)

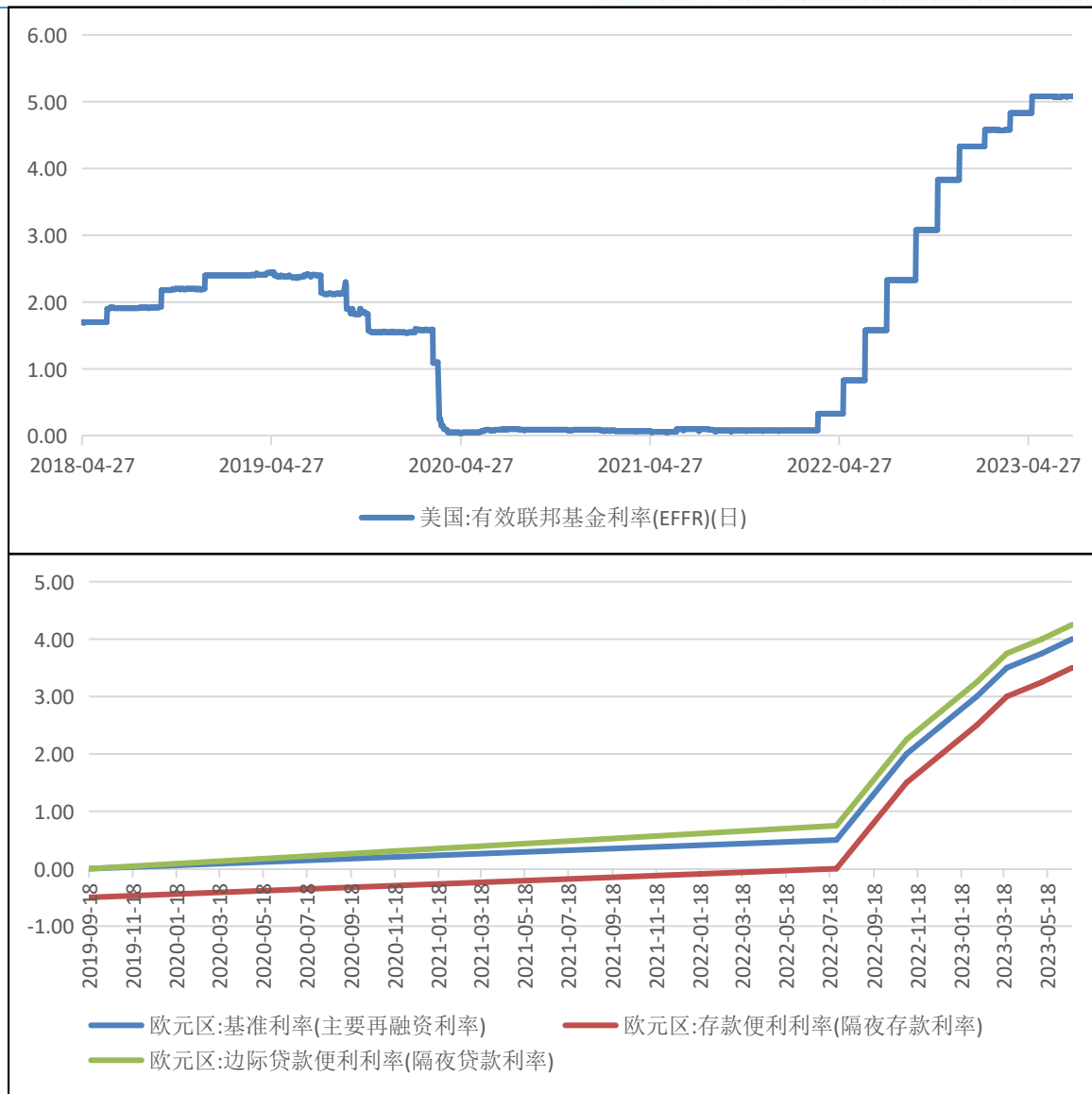
03

# 基本面分析

---

# (1.1) 宏观——欧美后续加息预期降低

- 7月最后一周美联储与欧洲央行分别加息25个基点，基本符合了此前市场对于本轮利率决议的预期。对于美联储而言，本轮加息之后美国联邦基金利率已经达到了22年以来的最高水平，同时美联储决定将继续按照此前的计划进行缩表，而鲍威尔在会后的发言中表示，接下来的利率决策将会根据最新数据作出，特别关注通胀的表现，尤其是核心通胀。虽然从目前的通胀水平来看，美国的通货膨胀距离预期通胀区间的2%仍具有一定的距离，但前期货币政策的发力周期并没有完全展现，同时考虑到从7月底开始到下一轮议息会议期间将会有连续两个月的空窗期，期间的通胀数据仍旧具有一定的下行趋势，这或将有效抑制后续的加息步伐；

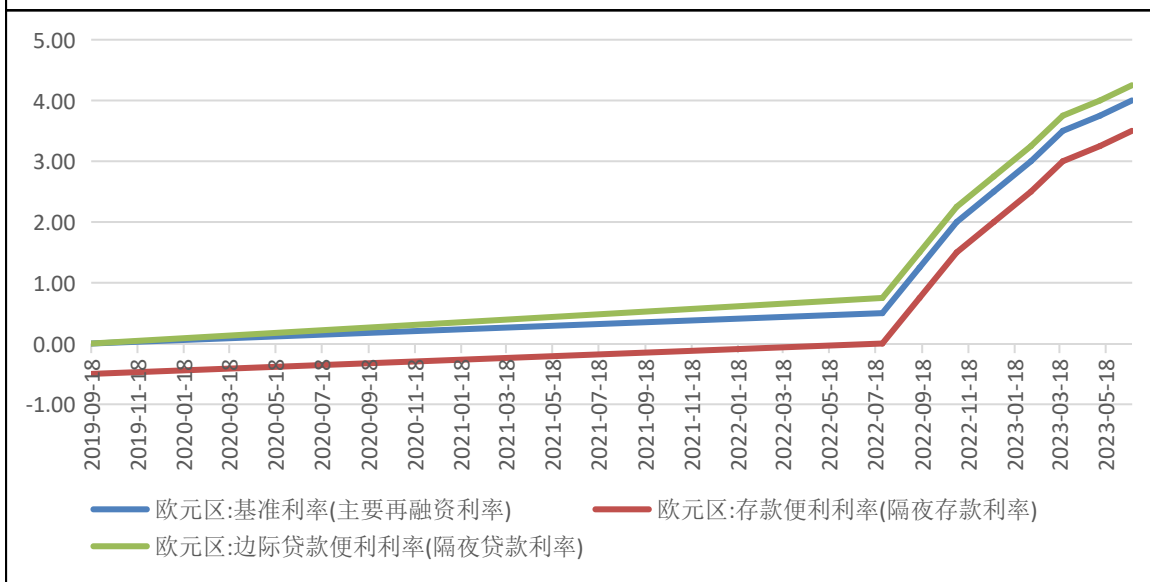
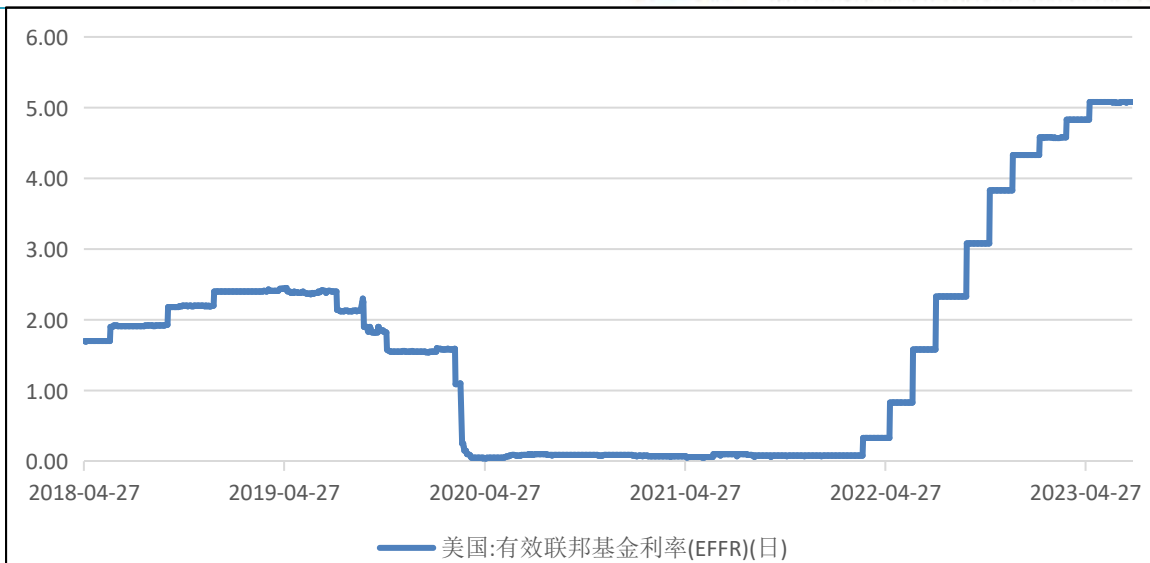


(美国联邦基金利率变化(上)欧元区基准利率变化(下))



## (1.2) 宏观——欧美后续加息预期降低

- 而对于欧洲来说，虽然本轮加息周欧洲的基准利率来到了2008年9月以来的最高水平，但欧洲央行从政策声明中删除了进一步加息的明确暗示，这意味着欧洲央行在9月份的下一次会议上再次加息不应被视为板上钉钉，同时欧洲央行也表示目前尚未讨论削减资产负债表的问题，但欧洲大量官员与经济学家认为欧洲可能会加快缩表进程，这可能导致后续欧洲政策的调整路径将继续与美联储保持一致。而从欧洲的通胀角度来看，尽管从去年欧元区历史高位的通货膨胀截至目前已经下降了接近一半达到5.5%，虽然仍旧远高于通胀目标的2%，但欧元区信贷创造、贷款需求和经济活动都急剧放缓，表明欧洲央行稳步加息的政策已经对经济造成了影响，这些因素都将成为欧洲央行后续持续收紧货币政策的绊脚石，因此从这个角度来看，后续欧美国家的货币政策紧缩程度可能都不会再度有所收缩。



(美国联邦基金利率变化(上)欧元区基准利率变化(下))

# (1.3) 宏观——银行业危机或仍延续

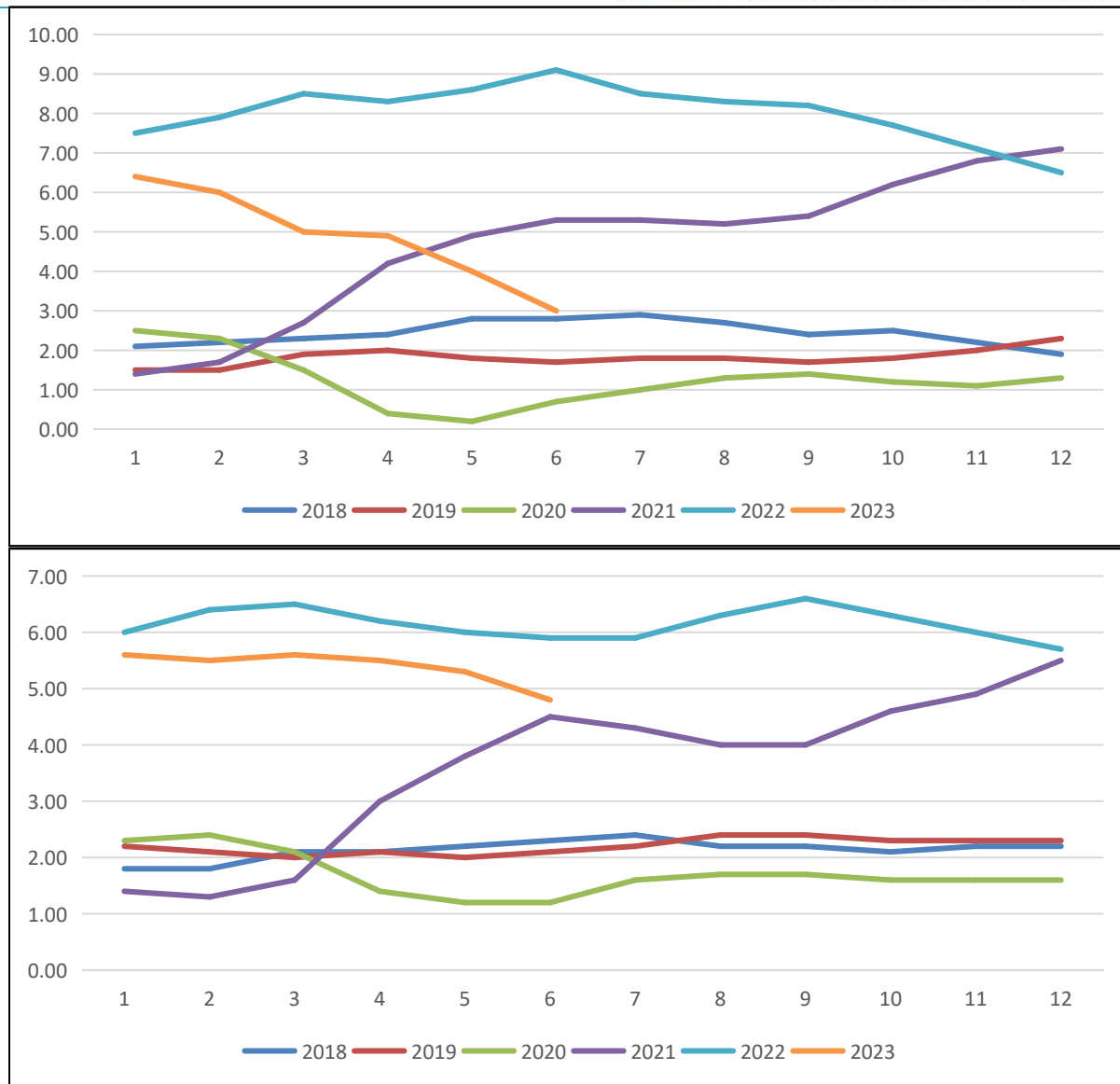
- 此前在3、4月份引起市场剧烈动荡的美国银行业危机在近期或在重新回到谈判桌上。一方面，美联储、联邦存款保险公司（FDIC）和货币监理署（OCC）等美国银行监管机构周四公布新规要求资产规模在1000亿美元以上的银行的资本金要求提高16%，这将导致部分中型银行将面临此前仅有大型银行才会面对的严格资金管控要求，且中型银行现在必须将某些证券的未实现损益计入其资本充足率，尽管这一方案短期之内不会彻底落地实施，但后续或导致银行业的增长速度持续放缓；另一方面，上周二时间有美国媒体报道加利福尼亚银行正在收购西太平洋合众银行，虽然前者规模此前持续小于后者，但3月份银行业危机之后后者的股价从28美元曾一度暴跌至2.5美元，如此以小吞大的银行间收购在美国的银行业历史上也属实罕见，从此也不难看出此前曾一度席卷全球金融市场的银行业危机似乎并没有完全平息，而这或将成为后续整个金融行业仍需面对的一大不确定性因素。



(西太平洋合众银行股价(上)加州银行股价(下))

# (1.4) 宏观——美国经济数据依旧强劲

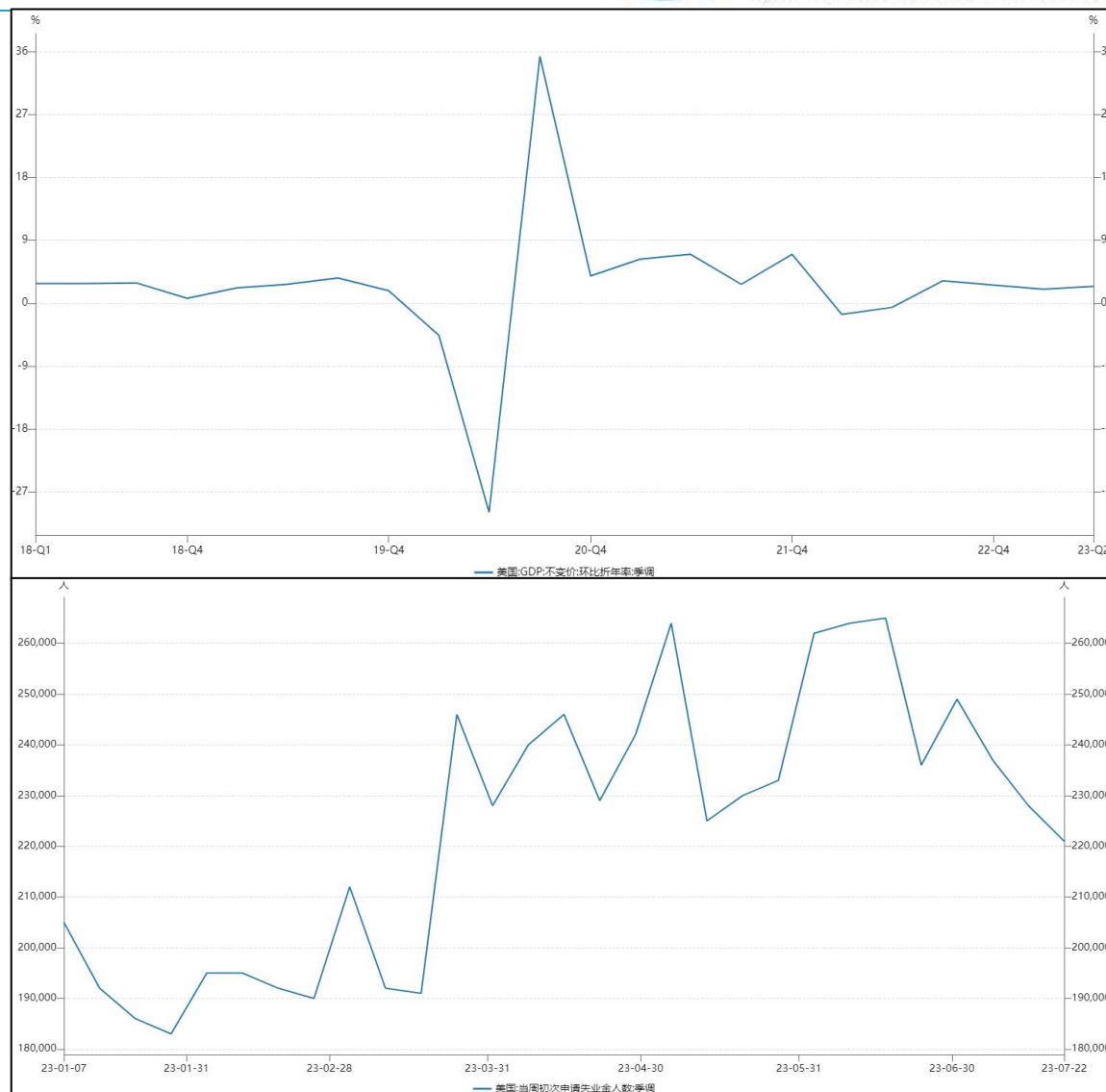
- 7月中旬时间美国劳工部公布的6月末季调CPI年率录得3.0%，为2021年3月以来最小增幅，回到“3时代”；核心CPI则重回“4字头”，未季调核心CPI年率录得4.8%，为2021年11月以来新低。虽然本轮CPI数据的下降主要是由于去年同期的高基数效应，但公布之后仍旧是引起了市场的剧烈震荡，黄金价格短线拉升15美元，油价受之影响连续上行，美元指数迅速下跌，美债也短线下跌超过15个基点。从细分项目来看，6月上涨的分项包括住房、汽车保险、服装、娱乐和个人护理，这是核心通胀仍旧具有黏滞性的代表，同时这也说明服务业通胀仍然非常棘手，其中住房一直是价格上涨的最大贡献者，在过去几个月里该分项没有太大变化，租金上个月上涨了0.5%，比去年同期上涨了8.3%，同时汽车保险价格在过去一年增长了16.9%，上个月增长了1.7%。



(美国CPI(上)美国核心CPI(下))

# (1.5) 宏观——美国经济数据依旧强劲

- 7月最后一周公布的一系列美国经济数据再度表明美国经济仍旧具有较强的弹性。其中美国二季度GDP数据完全超出了市场预期，初值录得2.4%，大超预期的1.80%和前值的2%；美国6月耐用品订单月率录得4.7%，创下去年12月以来的最大增幅；同时美国上周初请失业金人数录得22.1万人，大幅低于预期的23.5万人，为2023年2月25日当周以来的新低。从表面看，GDP的大幅增长反映出美国经济非常具有弹性，这为美国经济的软着陆提供了强力支撑，但同时这从另一层面也表明至今累计525个基点的货币紧缩政策并没有为市场带来过度的降温，鲍威尔也指出随着时间的推移，更强劲的增长可能会导致通胀上升，而这极有可能成为后续美联储继续加息的支撑因素之一。。



(美国季度GDP(上)美国初领失业金人数(下))



## (2.1) 供给——OPEC+6月产量小幅增加

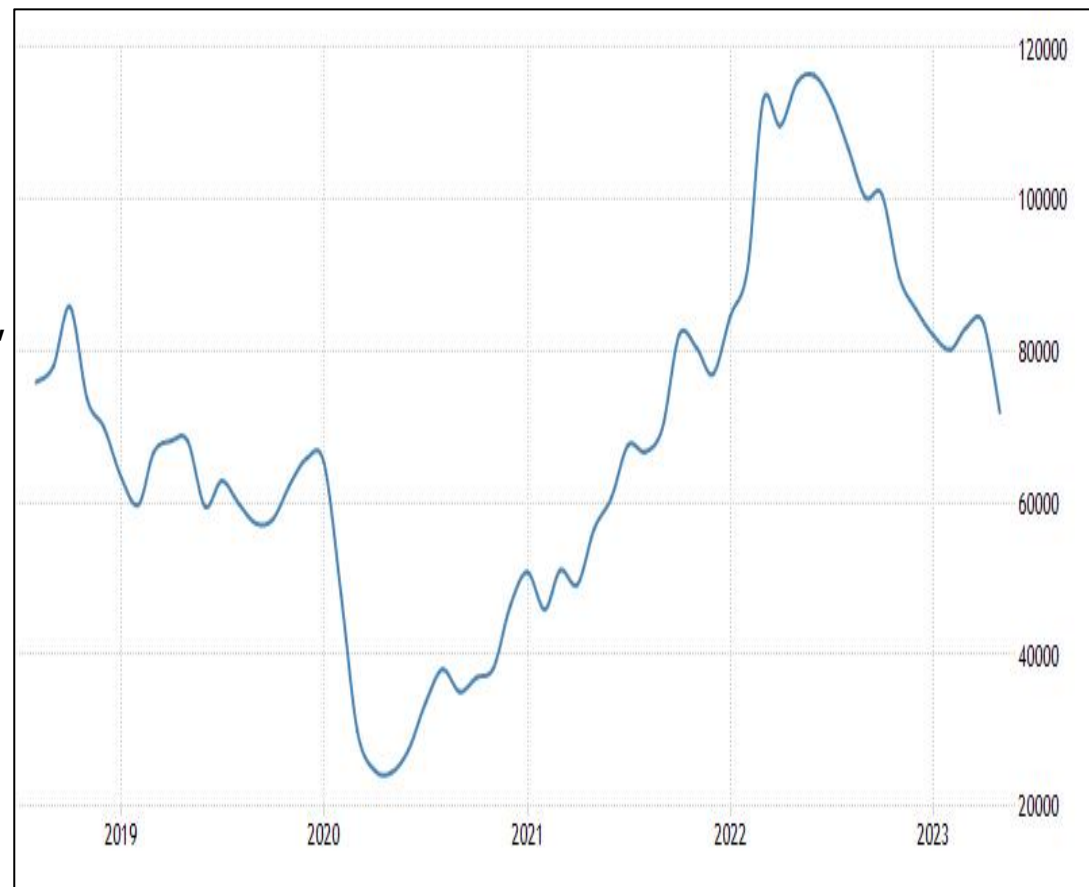
- 7月份OPEC公布的最新月度市场报告之中，在产量方面，该组织6月份产量上升了9.1万桶/日至2819万桶/日，整体较此前有所增长。增量方面，尼日利亚产量为129.8万桶/天，较上月**增加22.1万桶/天**；沙特阿拉伯产量为999.8万桶/天，较上月**增加2.2万桶/天**；伊朗产量为275.4万桶/天，较上月**增加5.6万桶/天**；伊拉克产量为418.1万桶/天，较上月**增加5.4万桶/天**；而减量方面，安哥拉产量为110.2万干桶/天，较上月**减少4.6万桶/天**；阿尔及利亚产量为95.7万桶/天，较上月**减少1.6万桶/天**。从产量变化来看，各国减产幅度不及预期，而产量的增加主要集中在沙特、伊朗以及伊拉克之间。

(千桶/天)	5月产量	6月产量	减产幅度
阿尔及利亚	973	957	-16
安哥拉	1148	1102	-46
刚果	266	262	-4
赤道几内亚	58	65	4
加蓬	212	207	-5
伊朗	2698	2754	56
伊拉克	4127	4181	54
科威特	2555	2551	-3
利比亚	1169	1156	-13
尼日利亚	1277	1298	221
沙特阿拉伯	9976	9998	22
阿联酋	2895	2894	-1
委内瑞拉	743	767	23
合计	28099	28189	91

(OPEC产量)

## (2.2) 供给——沙特出口大降支撑油价

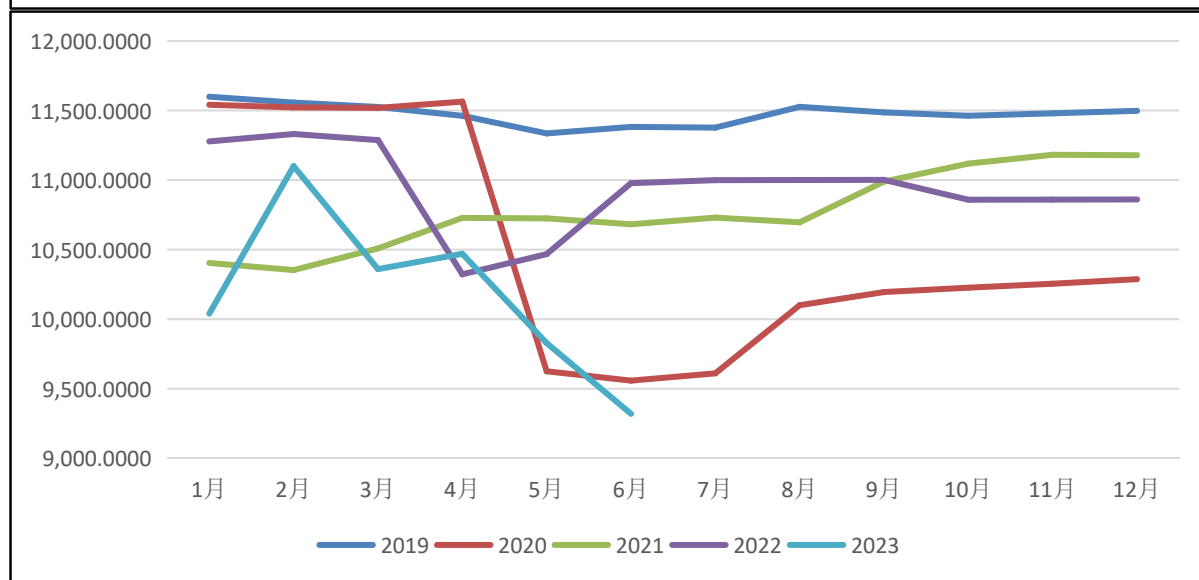
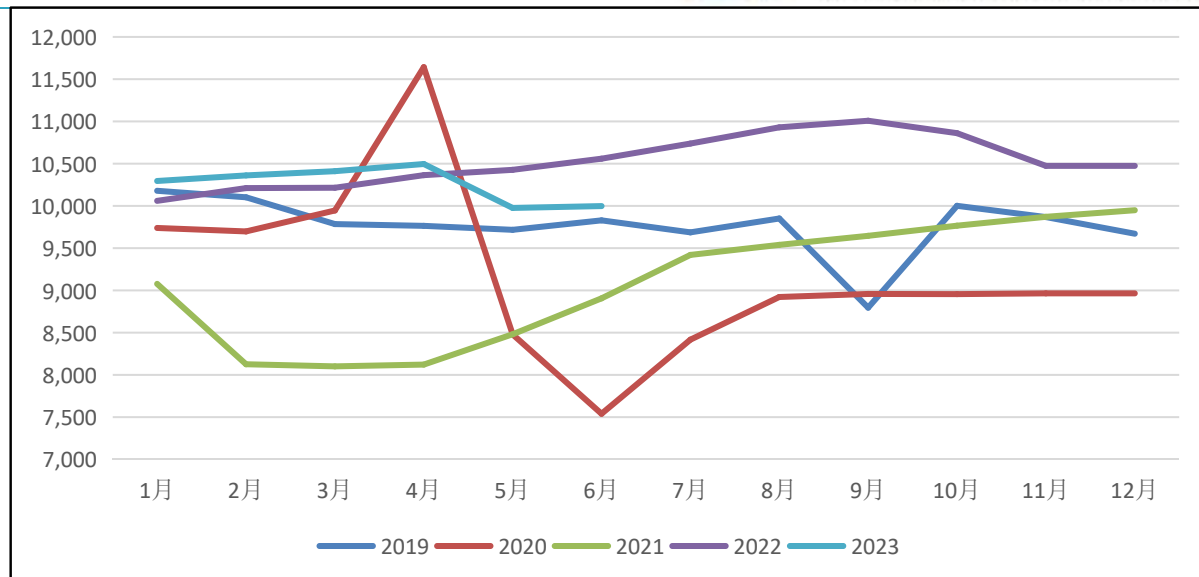
- 据沙特统计局公布的数据，5月份石油出口额从去年的1155亿里亚尔降至720亿里亚尔（约合192亿美元），下降37.7%至2021年以来的最低水平，且石油出口占总出口的比例从2022年5月的80.8%降至74.1%。该出口数据的降低一方面符合沙特此前提到的在未来五年之内逐步降低能源出口以来的政策，另一方面也符合沙特从今年以来就维持的以减产来托底油价的核心态度。从油价的角度来看，IMF此前曾预估为满足沙特国内奢侈的基建项目的收支平衡，国际油价需维持在81美元/桶附近，但该数据是基于沙特此前约1050万桶/日产量的预估的，但从近期沙特的产量数据来看，从6月份到7月份的产量基本维持在900万桶/日附近，这是沙特作为全球最大的原油产能国之一近十年以来的最低水平，而基于此，彭博对维持沙特国内收支平衡的油价预估则为100美元/桶，这对于国际油价的托底作用将是毋庸置疑的。同时，考虑到沙特在本月初延长减产周期时曾提及，后续将根据国际市场的变化灵活调整产量，这意味着沙特极有可能在8月份的会议上再度延长减产周期，而这也极有可能成为油价后续的上行驱动力量之一。



(沙特石油出口)

## (2.3) 供给——沙特俄罗斯减产落地

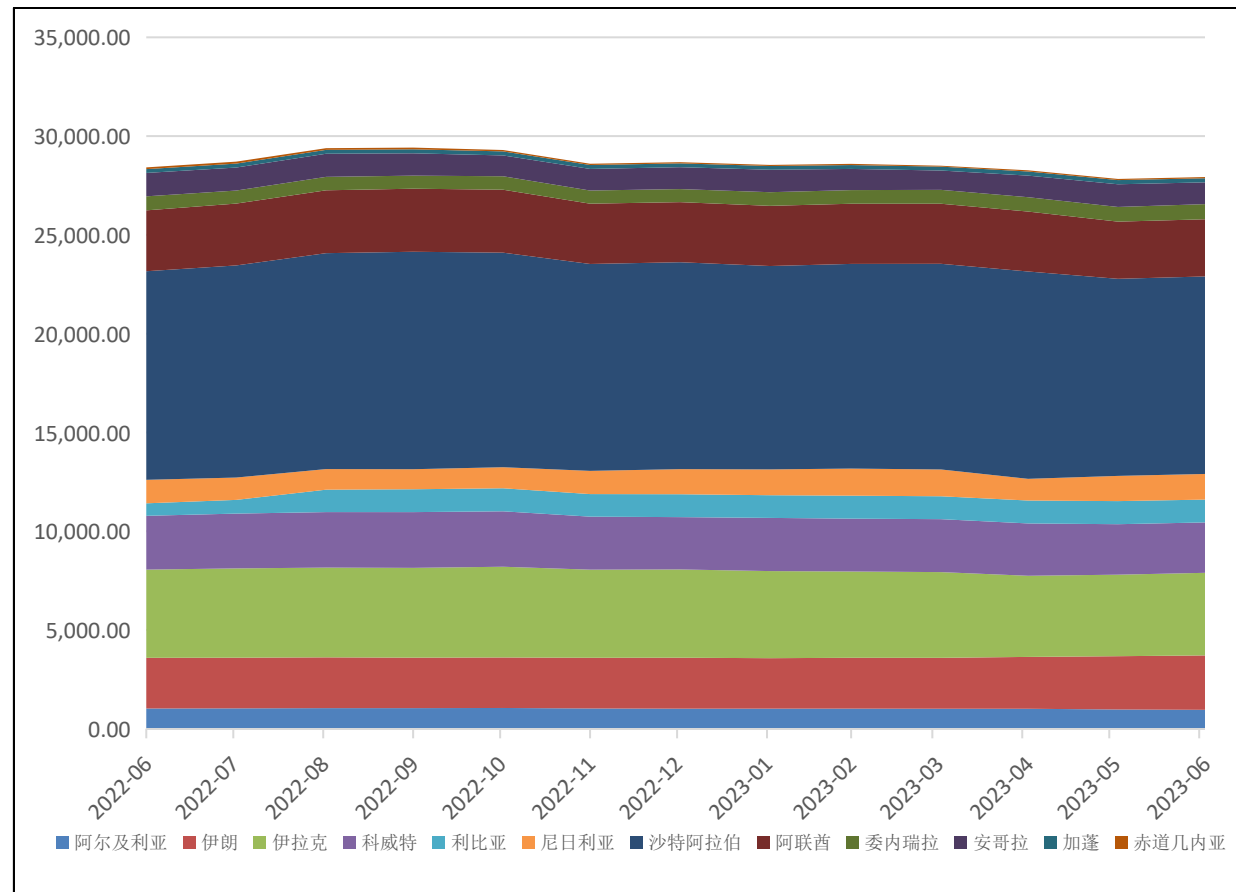
- 在此前的OPEC会议之上，沙特与俄罗斯联手延长额外减产周期，共计150万桶/日至8月底的减产对油价形成了不俗的提振，如果二者全面实施减产，到8月底，全球产量和预期库存将减少多达4500万桶，而沙特已经在7月减少了3000万桶的产量，若累计起来，这恐将扭转之前的全球原油库存积累；俄罗斯方面，根据贸易商与Refinitiv Eikon的数据显示，俄罗斯目前减少出口的量已经达到了该标准，同时有市场消息称俄罗斯已指示石油公司减少下个月的供应计划，下月从西方港口出口的石油将较7月水平减少约10-20万桶/日，但考虑到俄罗斯8月份的脱机初级炼油能力预计将比7月份增长40%，这意味着俄罗斯内部的企业可能会将一些计划中的工程推迟到秋季，以增加国内石油消费，或者削减石油产量，但这同时也将对俄罗斯内部的经济恢复形成一定的冲击，考虑到目前俄乌冲突仍旧没有明显的缓和迹象，未来俄罗斯减产与减少出口的



(沙特产量(上)俄罗斯产量(下))

## (2.4) 供给——OPEC新一轮会议举行

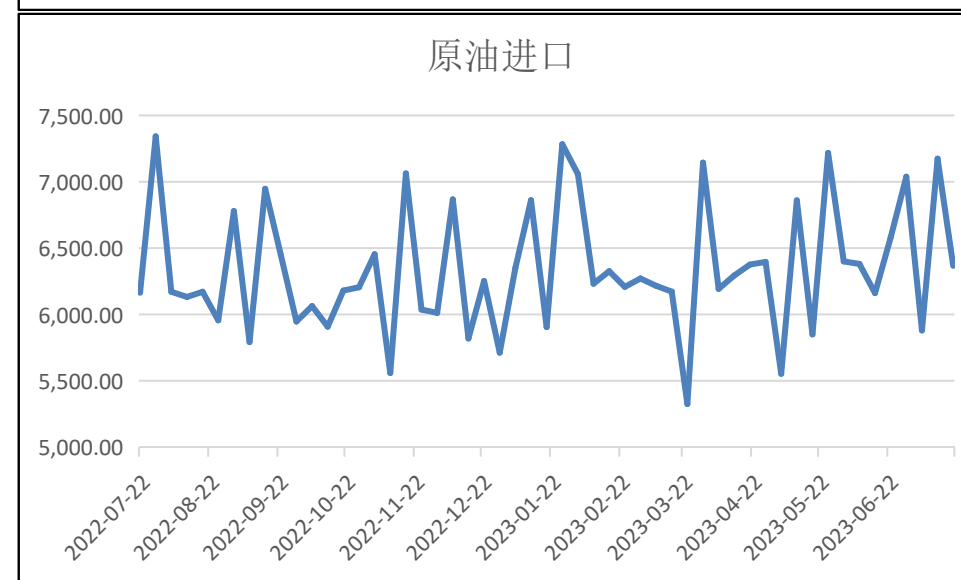
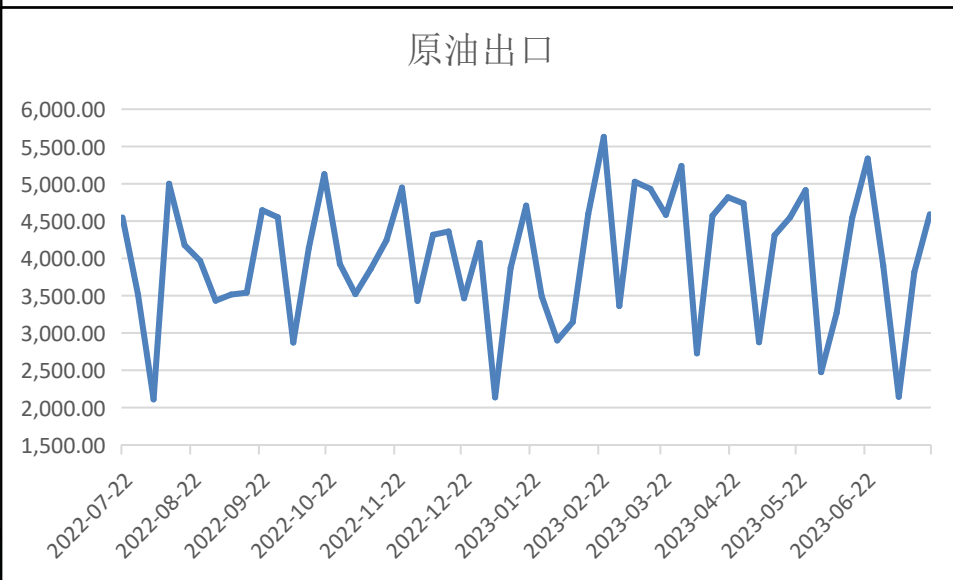
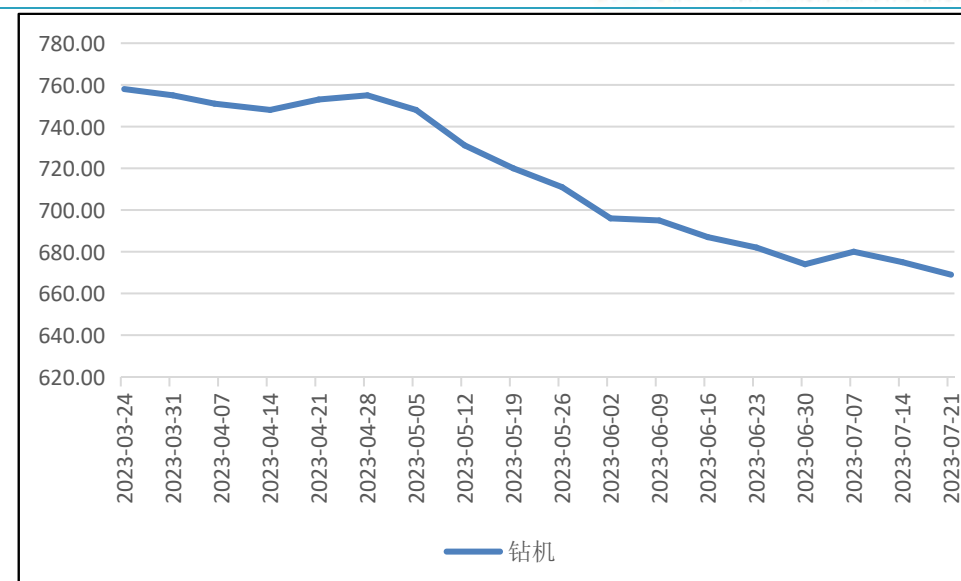
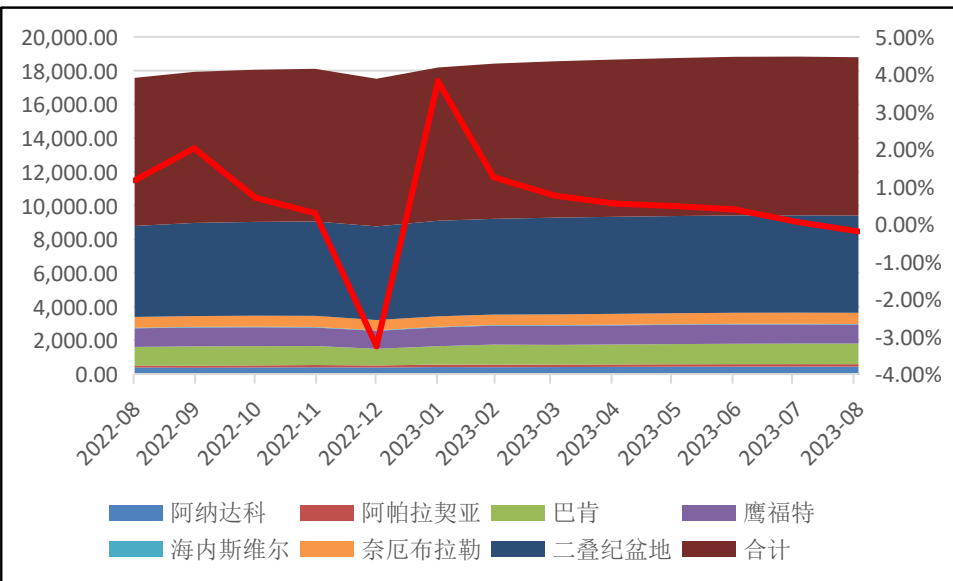
- 8月3日将举行新一轮的OPEC会议，本次会议市场的焦点集中在沙特与俄罗斯是否会如大量交易商预期一般延长此前的减产周期。前文中曾提及，沙特与俄罗斯此前将额外减产的周期延长至8月底，但从产量于油价的关系来看，目前的国际油价仍然不足以满足沙特国际基建项目的收支平衡，因此沙特极有可能在本轮会议上再度延长减产周期的持续时间。同时，此前OPEC+也表示下半年国际原油市场将面临到更加紧张的局面，这意味着不论从预期角度还是从现行减产政策的角度来看，后续的油价都极有可能具有较强的上行动力。但从西方国家的角度来看，油价的持续上行极有可能为后续的经济修复带来极大的阻力，这意味着西方国家可能在本轮会议过后采取新的措施来应对减产周期的延长。



(OPEC产量)

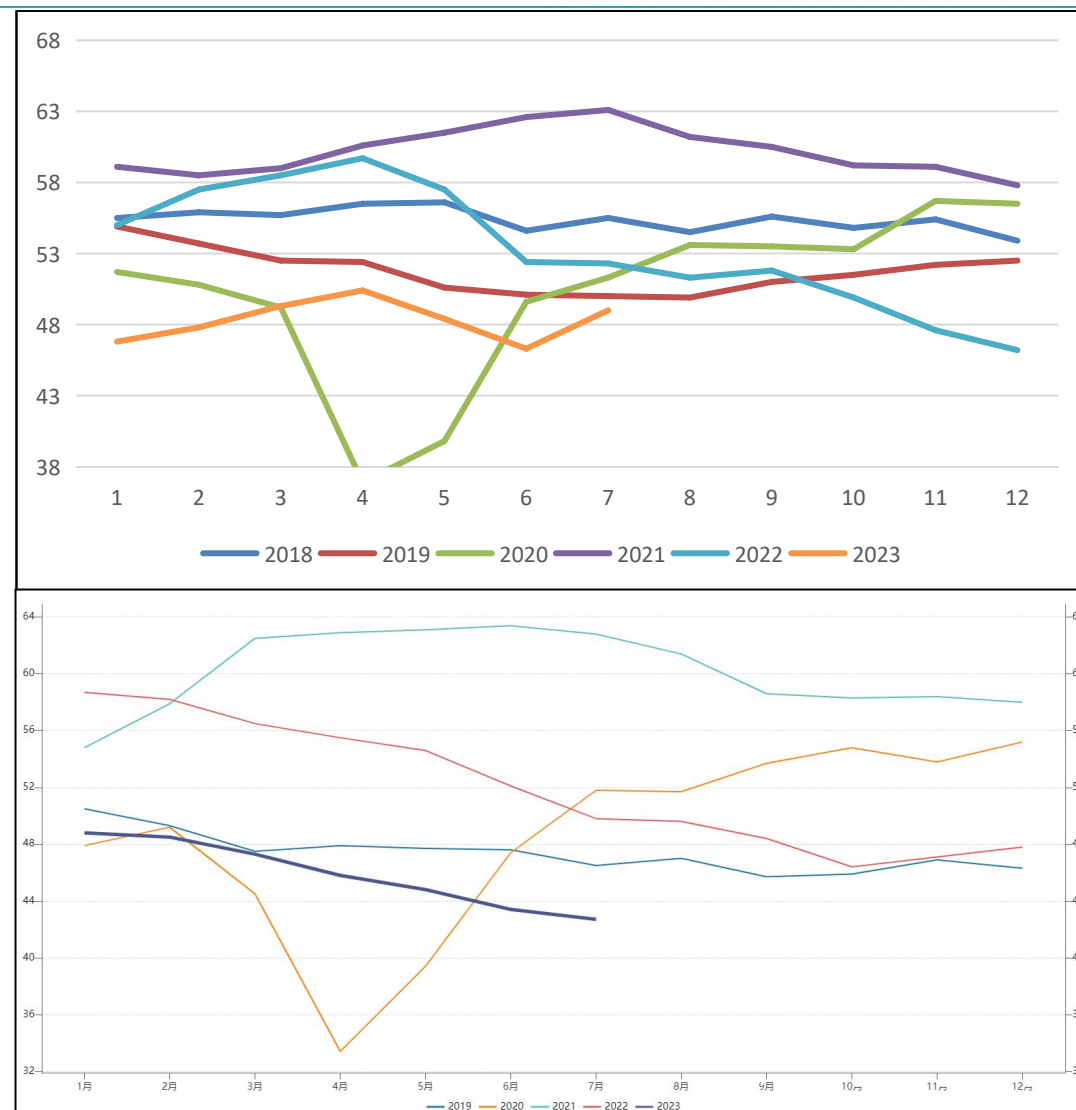


# (2.5) 供给——美国产量持稳出口增加



## (3.1) 需求——美国制造业或回暖欧洲仍处颓势

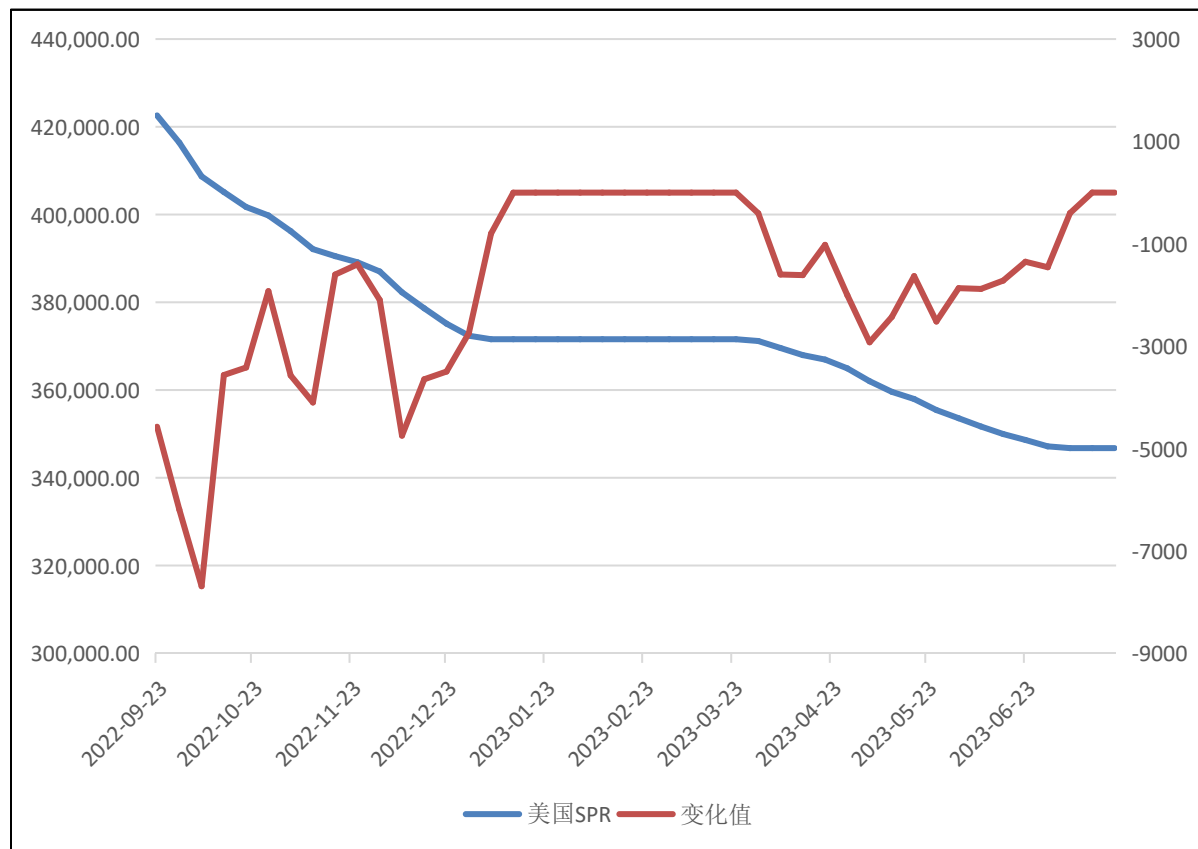
- 7月底时间欧美经济体纷纷公布了最新的PMI数据，其中引起市场广泛关注的则是美国Markit制造业PMI数据的表现，数据显示美国7月Markit制造业PMI录得初值49，高于预期的46.4，同时高于前值的46.3。虽然初值仍旧低于50的荣枯线水平，但明显高于市场预期与前值水平，且录得了近3个月以来的最高水平，这表明美国的制造业衰退速度正在大幅放缓，且极有可能出现回暖，这对于原油下方的需求提振将是显著的；但同时，反观欧洲方面，法国7月制造业PMI初值录得44.5，为38个月以来新低；德国7月制造业PMI初值录得38.8，续刷2020年7月以来新低；英国7月制造业PMI录得45，为纪录低位；且整体而言，欧元区7月制造业PMI初值录得42.7，续刷2020年6月以来新低。不难发现整个欧元区的制造业水平仍旧处在严重的衰退当中，作为欧元区经济代表中心与制造业代表的德国制造业PMI更是低至40以下，这表明欧元区的整体原油消费水平仍旧处在低位，这对于市场来说是一大拖累因素。



(美国制造业PMI(上) 欧元区制造业PMI(下))

## (3.2) 需求——美国SPR支撑力量或下降

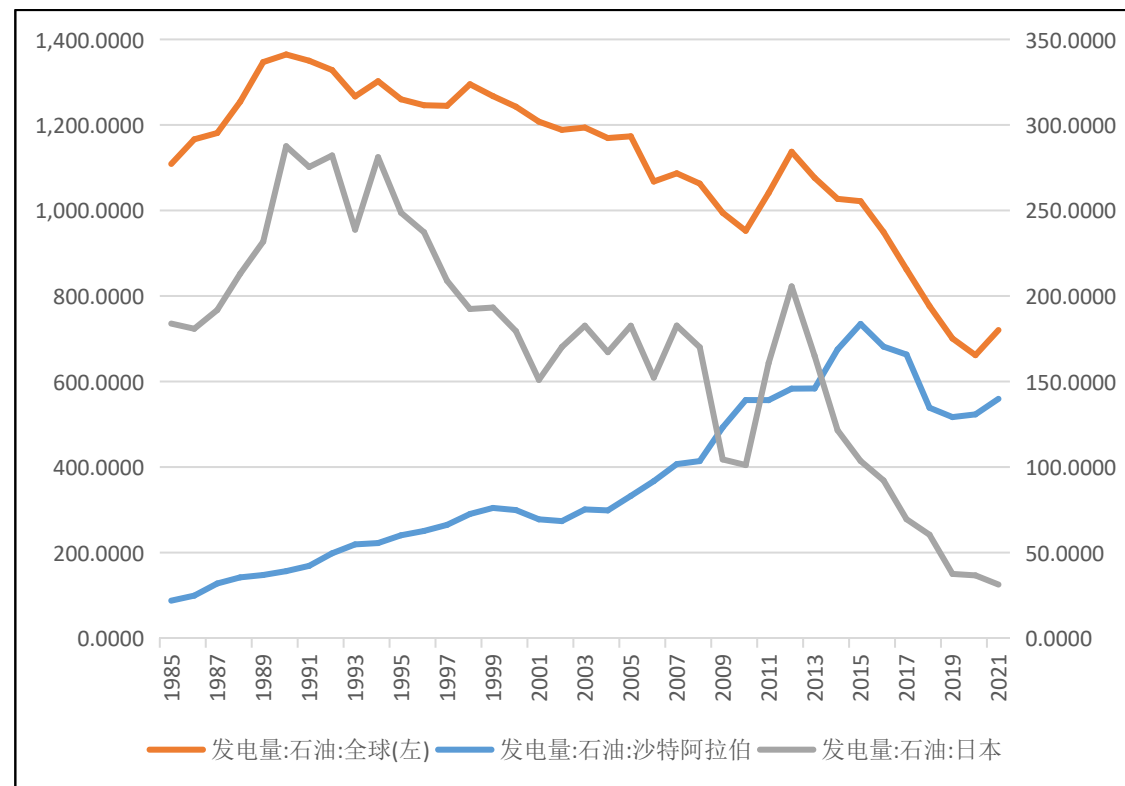
- 作为此前油价下方主要价格支撑力量的美国收储在近期又出现了一定的变化，虽然此前由于拜登连续大规模的释储，美国的SPR已经逼近了40年以来的冰点，但市场始终认为美国将在后续的时间内致力于重新收购战略原油储备，此前达到1200万桶的收储规模似乎也在印证市场的猜想。而7月中旬美国能源部部长格兰霍姆表示美国能源部“绝对有可能”加快购买SPR的步伐，但她也承认，短期内完全补充SPR的可能性不大，同时当被问及是否目标是在拜登现任任期内补充特别储备时，格兰霍姆表示这不太可能。该言论的表达可能在短期之内缓解市场对于美国收储的观察热度，而此前油价下方的65-72美元可能也将失去支撑的力量。但同时，考虑到美国战略原油储备的补充不论时间周期延长的如何，客观事实上一定会逐步发生，同时目前美国收购的630万桶原油均价为72.63美元/桶，这意味着未来油价下方的72美元支撑或依然存在，但对于油价上方空间的提振效果或整体有限。



(美国SPR与增速)

### (3.3) 需求——夏季发电需求仍可预期

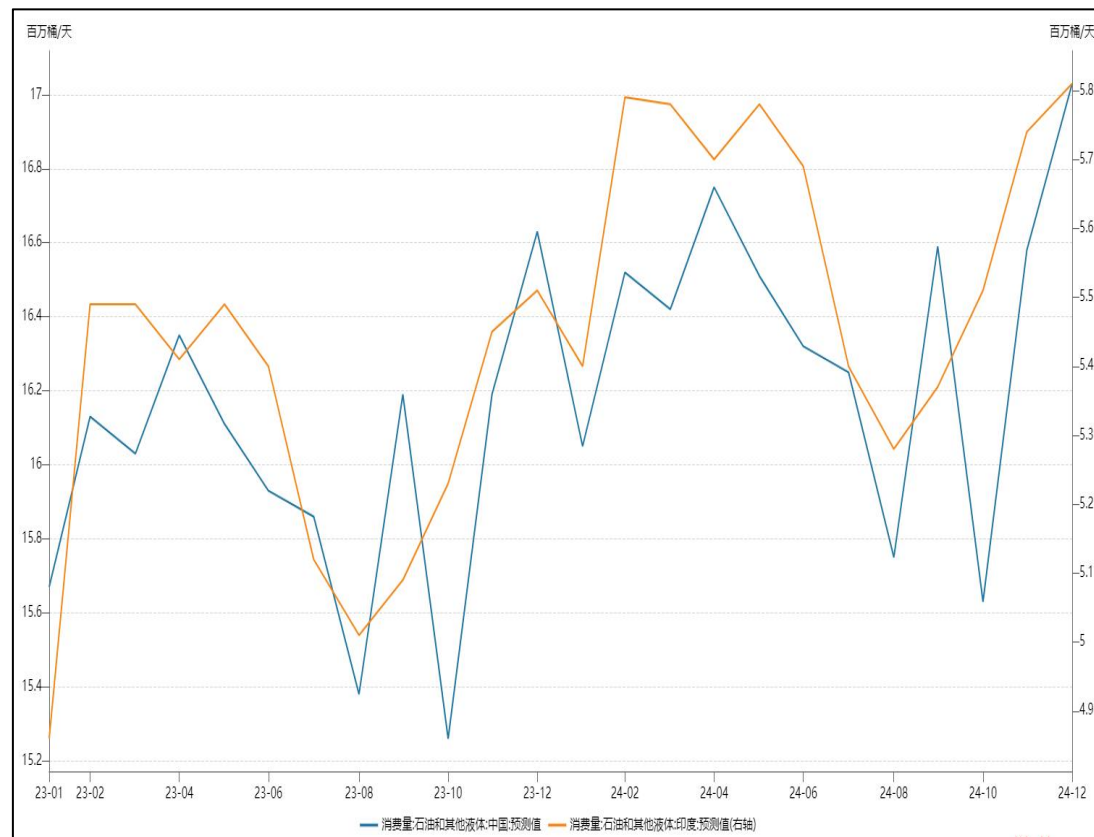
- 从季节性的角度来看，夏季中东地区的燃油发电需求或成为后续支撑油价上行的另一主要驱动力，从Kpler数据来看，沙特6月份进口的折扣俄罗斯燃料油量创历史新高，同比增长近10倍，以满足夏季发电需求，整体达到了91万吨的幅度，即19.3万桶/天。在欧盟禁止进口俄罗斯成品油产品之后，作为燃油发电大户的沙特对俄罗斯燃料油的进口便持续增加，仅今年上半年以来的进口量就高达286万吨，已经超过了2022年全年的163万吨。这一方面是由于今年以来罕见的高温天气迫使沙特大量进口燃油来满足国内的发电需求，另一方面则是由于今年成品油裂解价差的高位也促使沙特大量进口低价成品油来通过出口实现盈利，而不论根本原因是哪一点，目前沙特的消费对于市场的提振都是显而易见的，随着俄罗斯7月后半程以及8月国内消费水平的再度回暖，后续成品油的价格或也受到提振，进而逆向传导至原油，对油价形成提振。



(沙特及日本石油发电量)

## (3.4) 需求——供需平衡表收紧提振油价

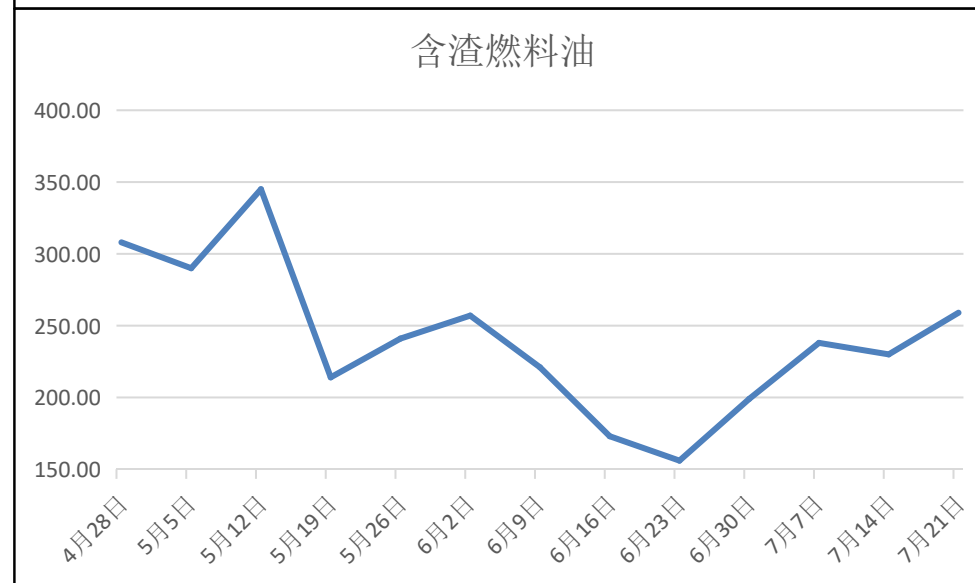
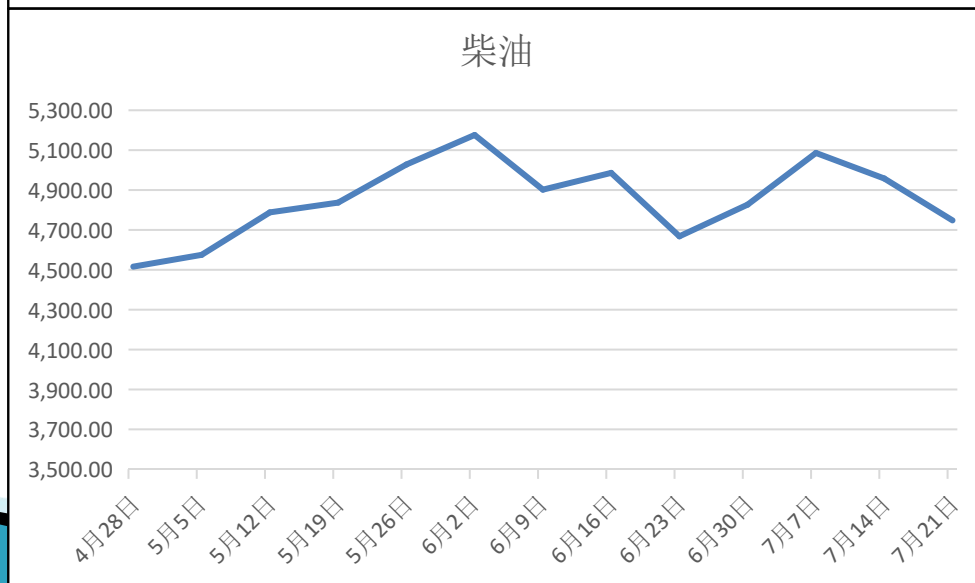
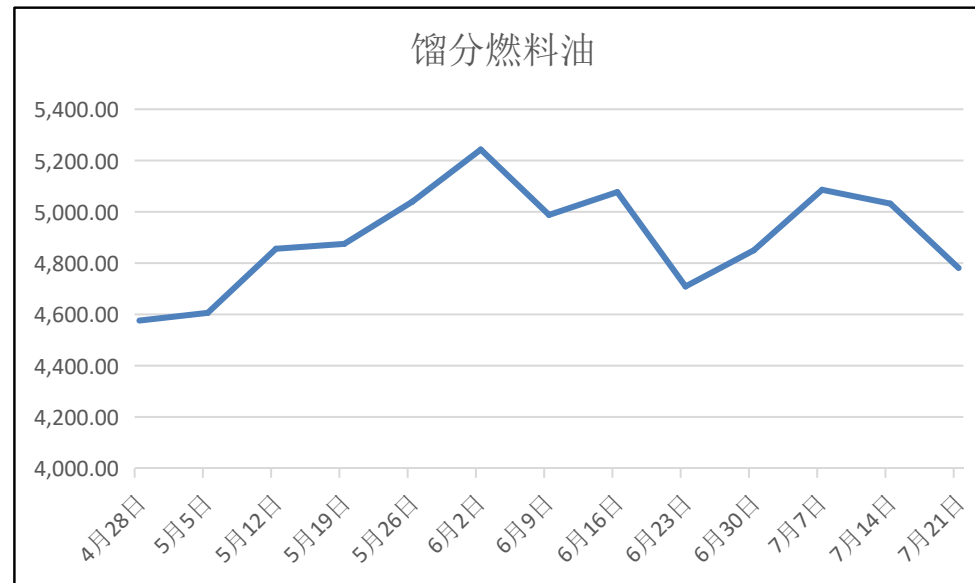
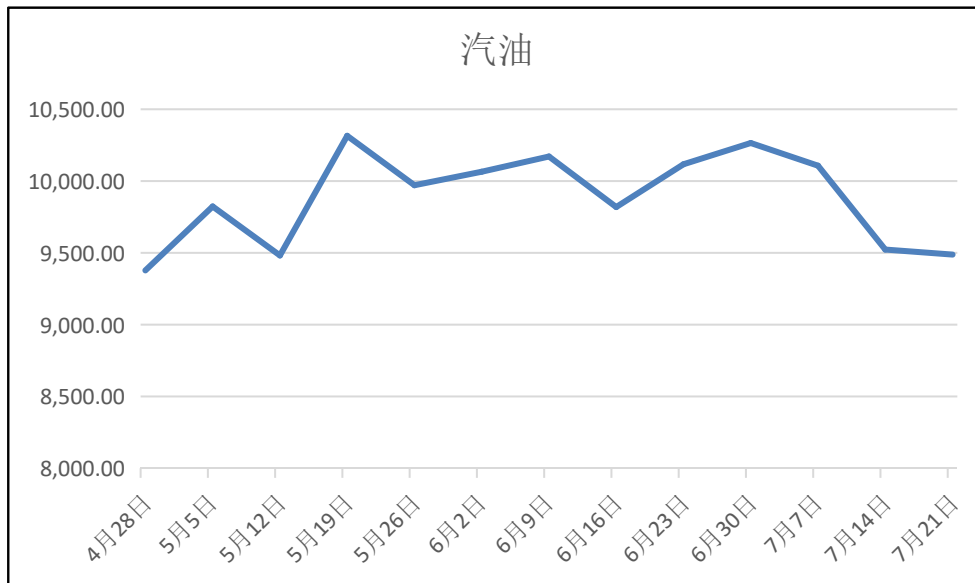
- EIA7月公布的全球原油市场供需平衡表之中表示将出现供应下调且需求上调的情况，其中供给方面EIA预计今年供给将存在紧缩情况，2023年全年供给将同比增长125万桶/日至10110万桶/日，但增速下调27万桶/日，这基本符合市场对于后续供给持续紧缩的预期，地区之内OPEC与俄罗斯的供给在EIA的预期之中将分别同比下降64万桶/日与25万桶/日，而美国的产量则将同比增加68万桶/日；需求方面EIA预计2023年全球油品需求将同比增加175万桶/日达到10116万桶/日，但增速上调14万桶/日，这也符合油品季节性消费以及下半年经济缓慢复苏的预期，其中地区之内我国、美国、欧洲、俄罗斯与印度的需求将分别同比上涨83、15、1、1、25万桶/日，且我国、美国与欧洲的增速将分别上调2、1、3万桶/日。从数据中不难发现，随着下半年产能国供应的持续收缩以及美国产量的逐渐见顶，全球供给趋紧的格局将成为油价的主要支撑力量，同时需求端虽然主要经济体工业消费水平仍旧相对疲软，但夏季出行与发电需求的提振同样将对油价形成提振。



(EIA预测中印原油消费)

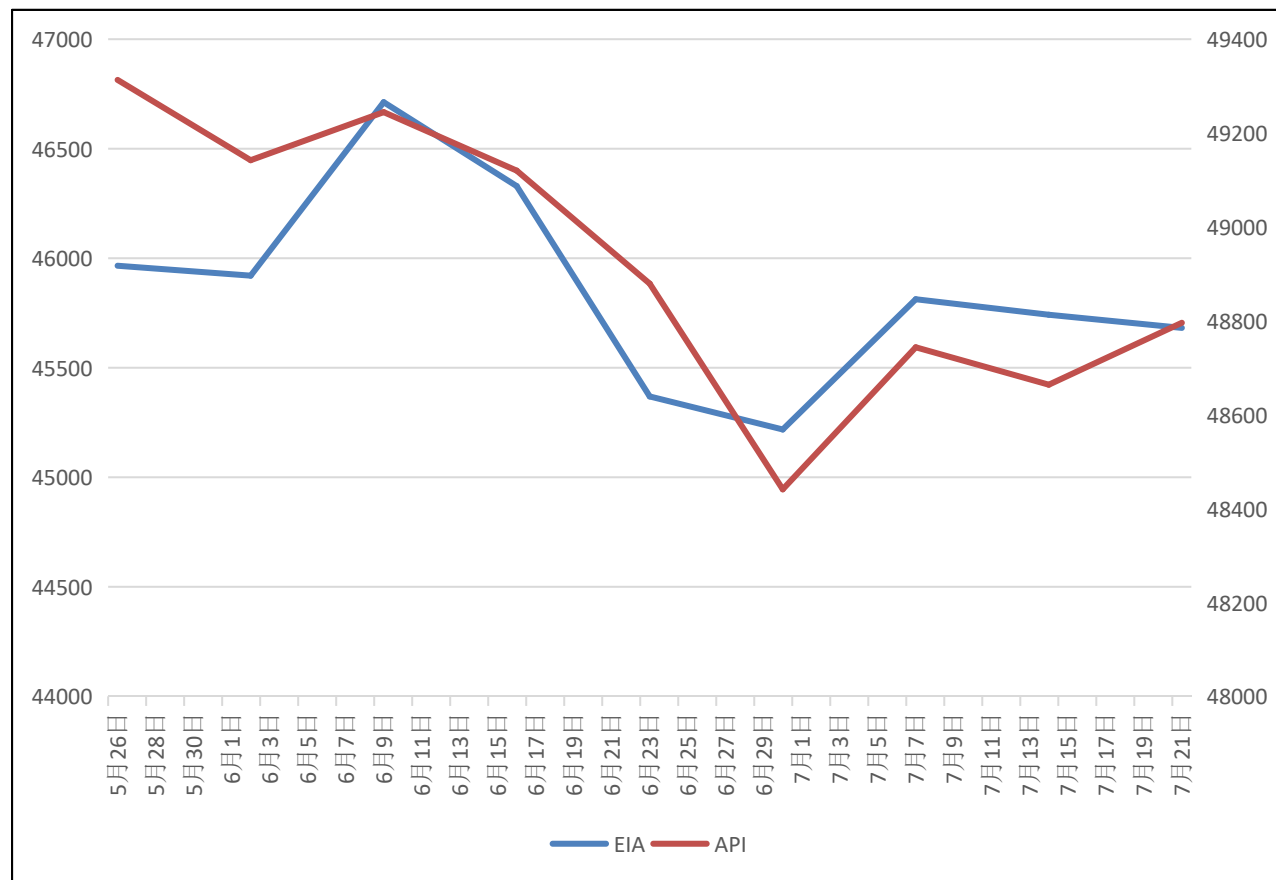


# (3.5) 需求——美国成品油产量下滑



## (4.1) 库存——原油库存去化不及预期

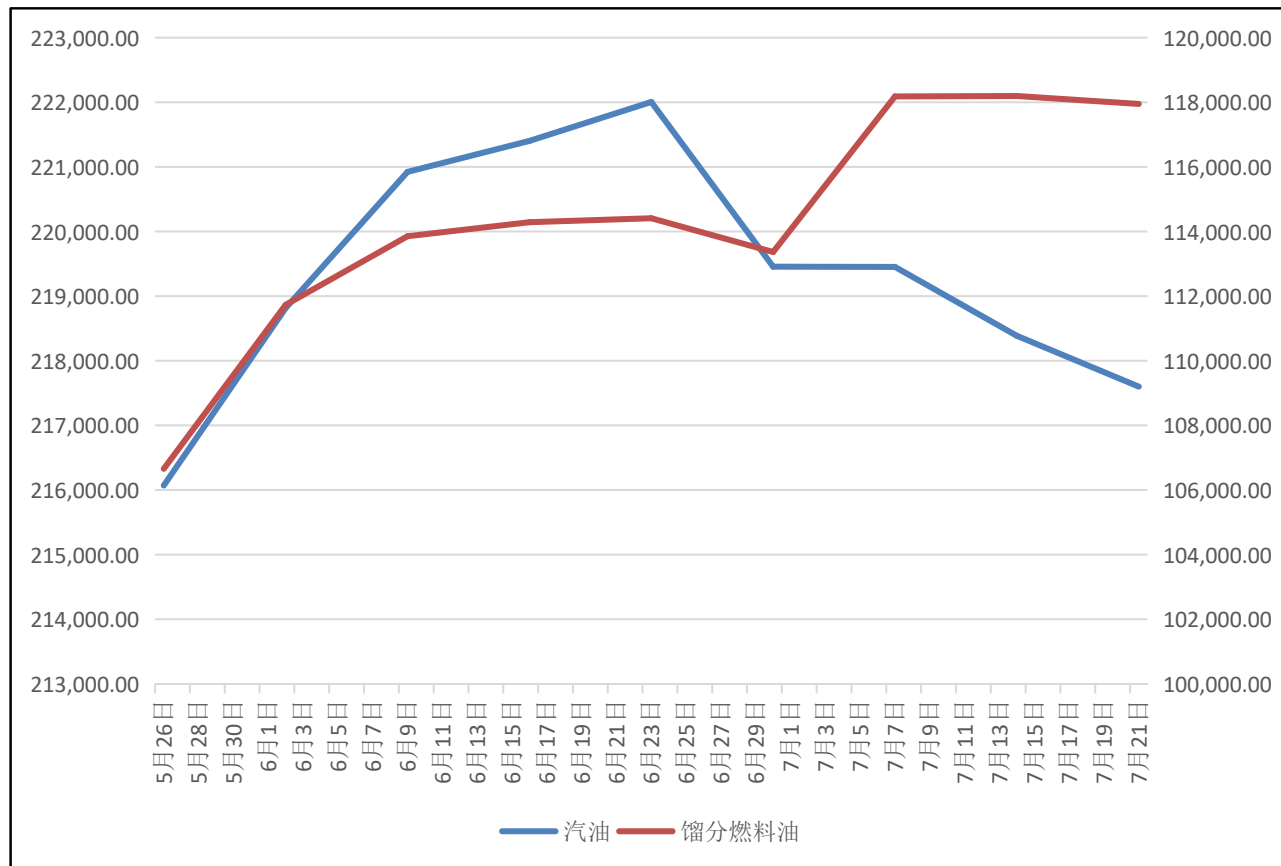
- 原油库存方面，截至7月21日当周，API数据录得原油库存录得意外增加131.9万桶，预期为减少196.9万桶，前值为减少79.7万桶，变化水平超出市场预期；而EIA原油库存则录得截至7月21日当周则录得下降60万桶，预期为下降234.8万桶，前值为减少70.8万桶，EIA库存与API库存走势相反录得有所下降，但下降幅度却低于市场预期，仍旧对油价形成了一定的压制。虽然本轮原油库存整体的去化速度低于市场预期，对油价形成了一定的压制，但整体仍旧存在去化的趋势，这对于油价的提振效果虽然不及此前预期但依然存在。



(EIA/API原油库存)

## (4.2) 库存——成品油库存整体下降

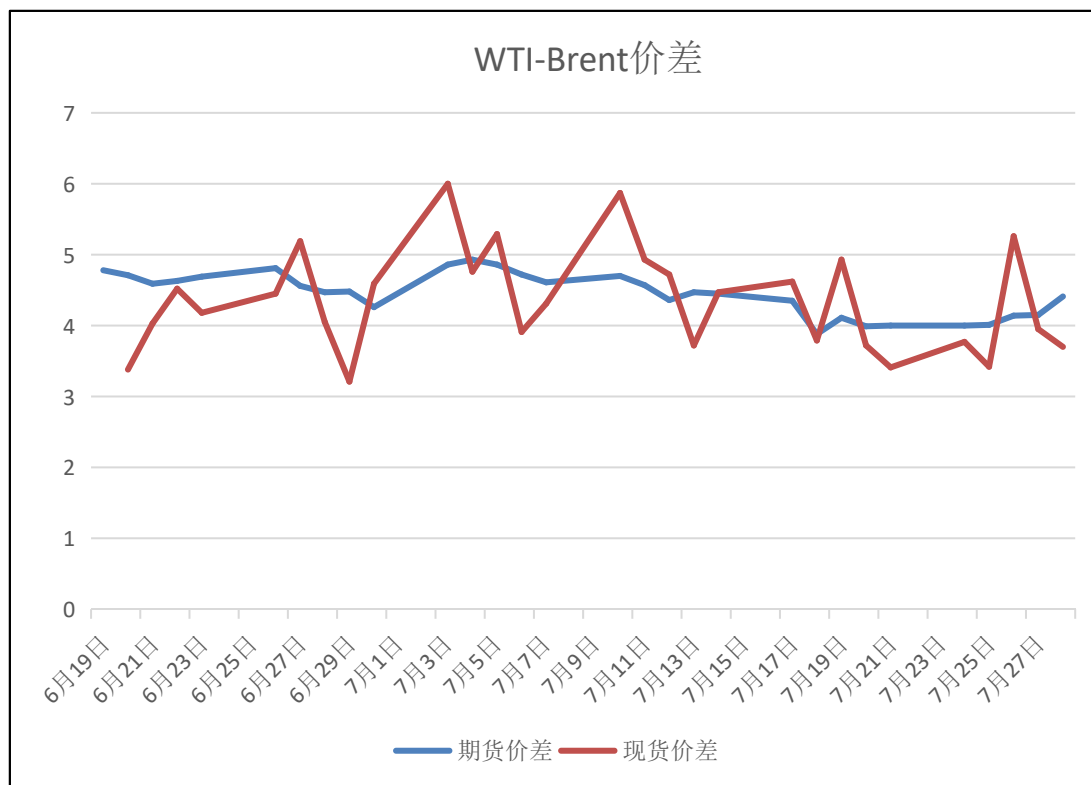
- 而在成品油库存方面，EIA数据显示截至7月21日当周，汽油库存实际公布减少78.6万桶，预期为减少167.8万桶，前值为减少106.6万桶，汽油库存虽然下降幅度不及市场预期，但整个仍旧存在一定水平的去化；精炼油库存实际公布结果减少24.5万桶，预期为降低30.1万桶，前值为增加1.3万桶，变化程度基本符合预期。成品油库存的变化在上周依然基本符合市场预期方向，但幅度仍旧略低于市场预期，这也是上周库存数据公布之后油价受到压制的另一原因，但整体依旧存在一定的去化水平，叠加原油库存的下降，对油价的提振效果依然存在。



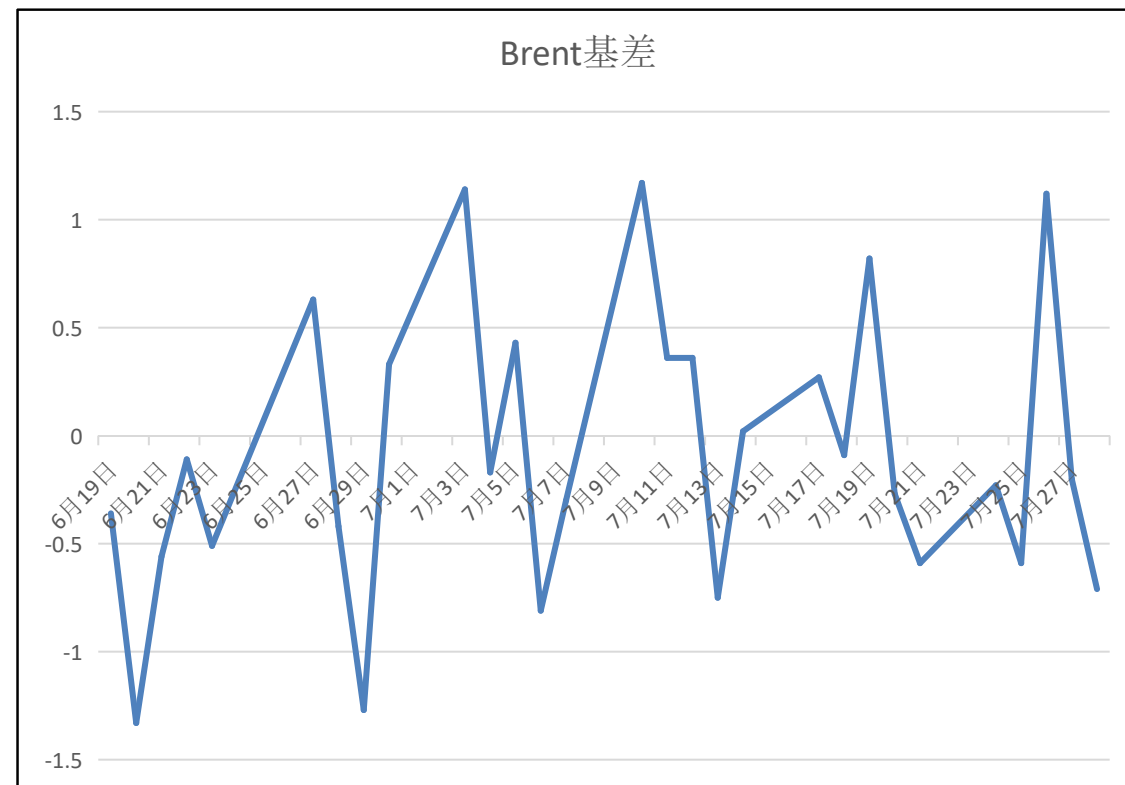
(成品油库存)



# (5.1) 价差——国际期现价差



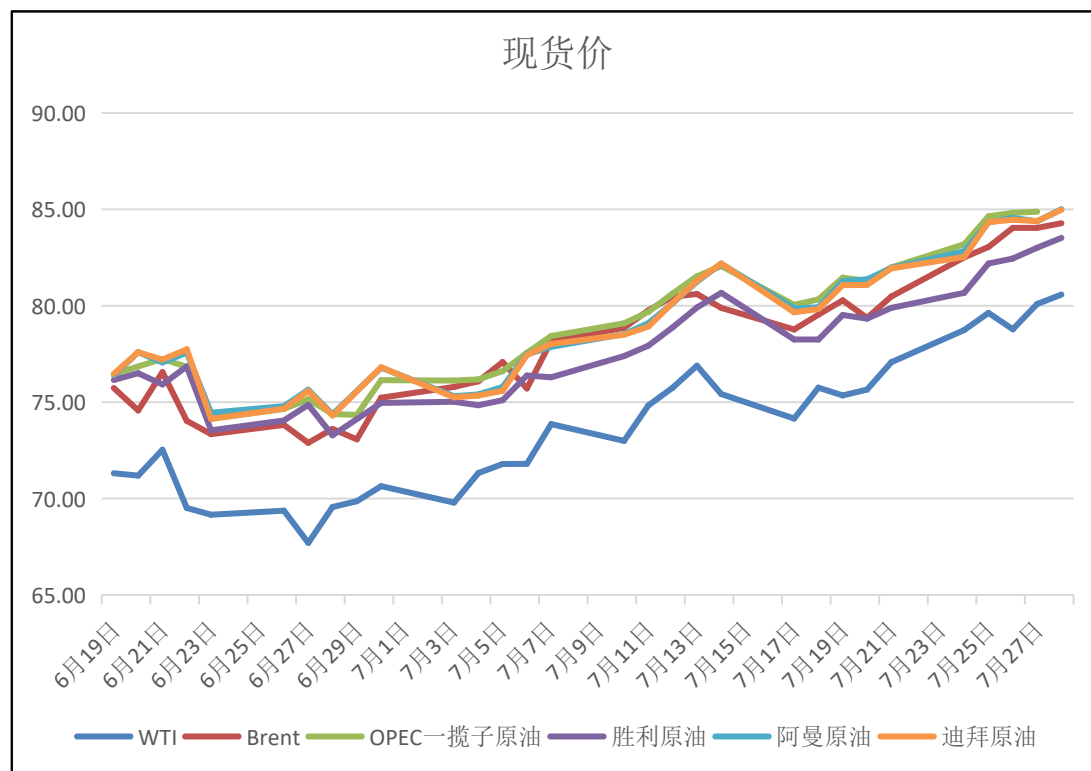
(WTI/Brent 期现价差)



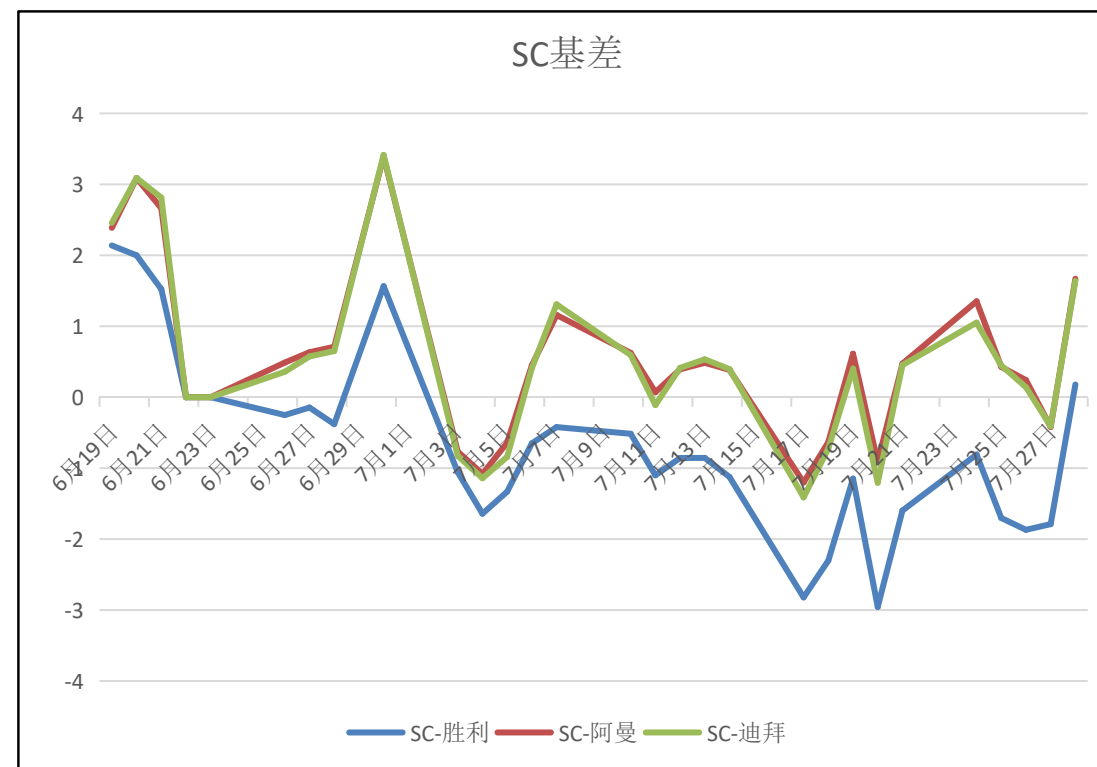
(Brent基差)

- 7月WTI与Brent期限价差依旧维持震荡走势，一方面是由于WTI现货已经加入Brent现货定价体系，另一方面则是由于两者期货近期受到的价格影响因素近似；而Brent基差方面在近期则依然维持窄幅震荡的走势，基差维持在 $\pm 1$ 美元/桶之内，预计期现价差与布油基差在未来一个月内均有较低可能出现大幅波动的情况。

## (5.2) 价差——国内期现价差



(现货价格)

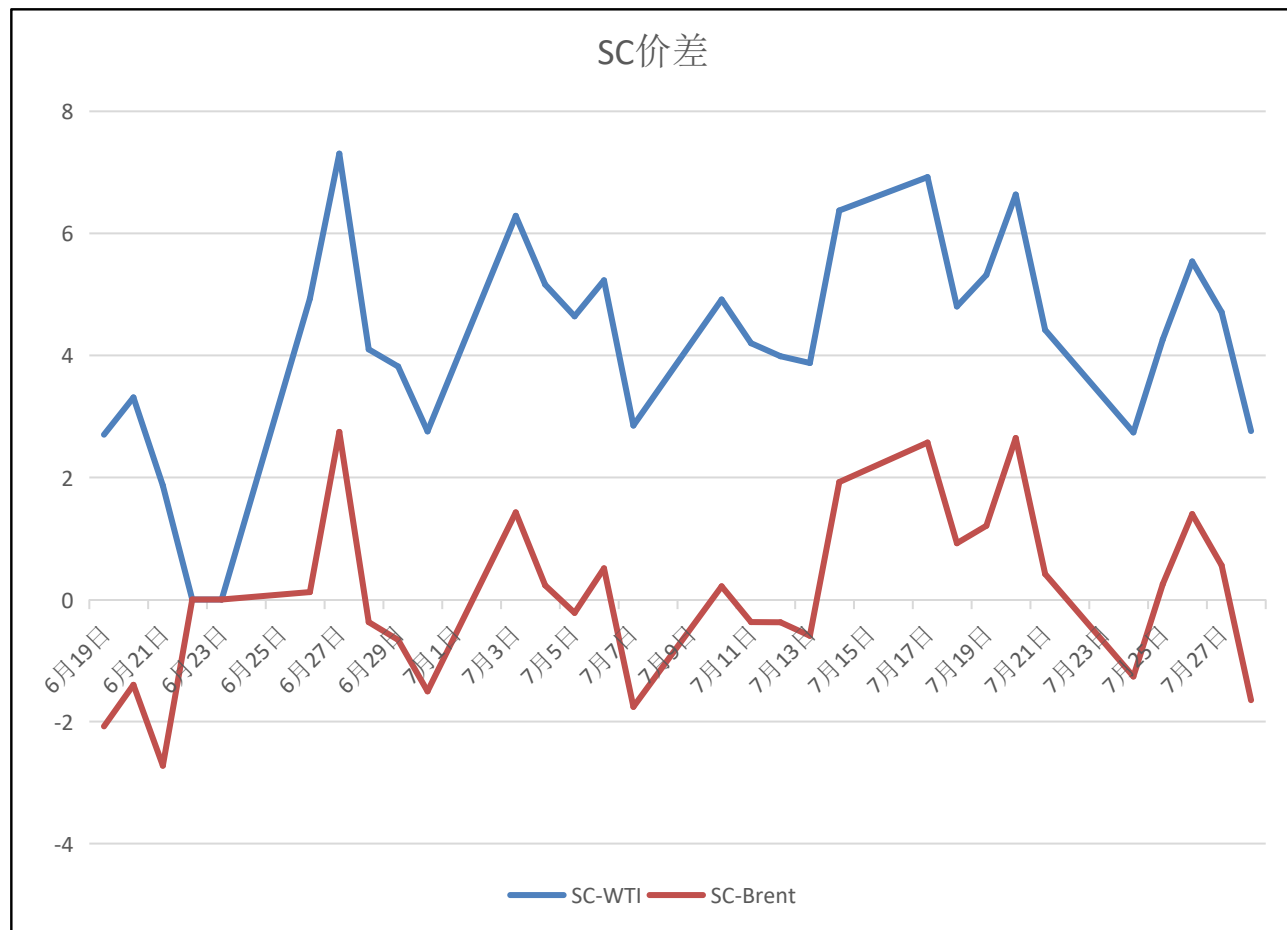


(SC基差)

- 内盘品种方面，SC基差在7月后半程时间出现小幅重心上移的走势，一方面是由于主要参考现货价格在7月整体存在较强的涨势，同时SC期货价格的强势程度较前期有所降低。预计本月时间内盘品种基差或仍维持在2美元/桶附近震荡，较难走出更强的行情。

## (5.3) 价差——内外盘价差

- 内外盘品种联系来看，SC原油期货与外盘品种的差距在7月份整体宽幅震荡，价格高点较6月份存在小幅度的下跌，表明内盘的强势水平有所下降。
- 预计8月之内随着国内下游消费需求的缓步修复，内盘的强势水平或进一步得到提振，同时随着内盘注册仓单数量的缓慢下行，内外价差或在8月存在小幅度再度走阔的可能。



(内外盘价差)

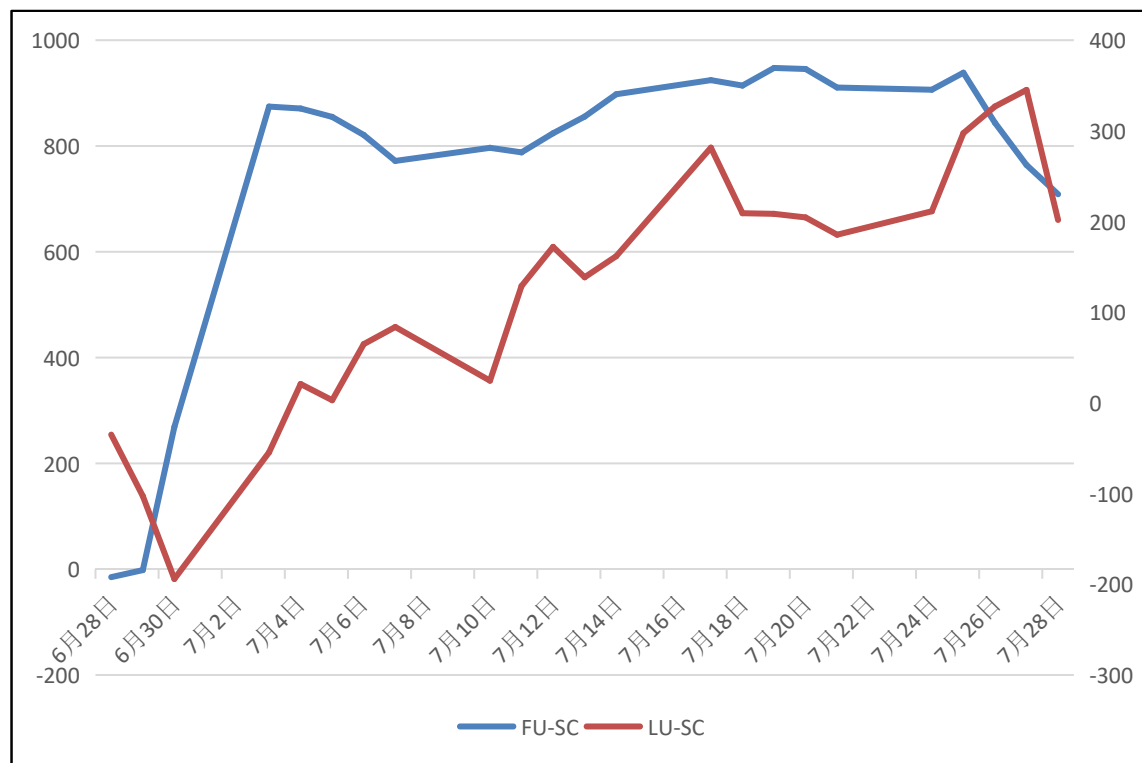
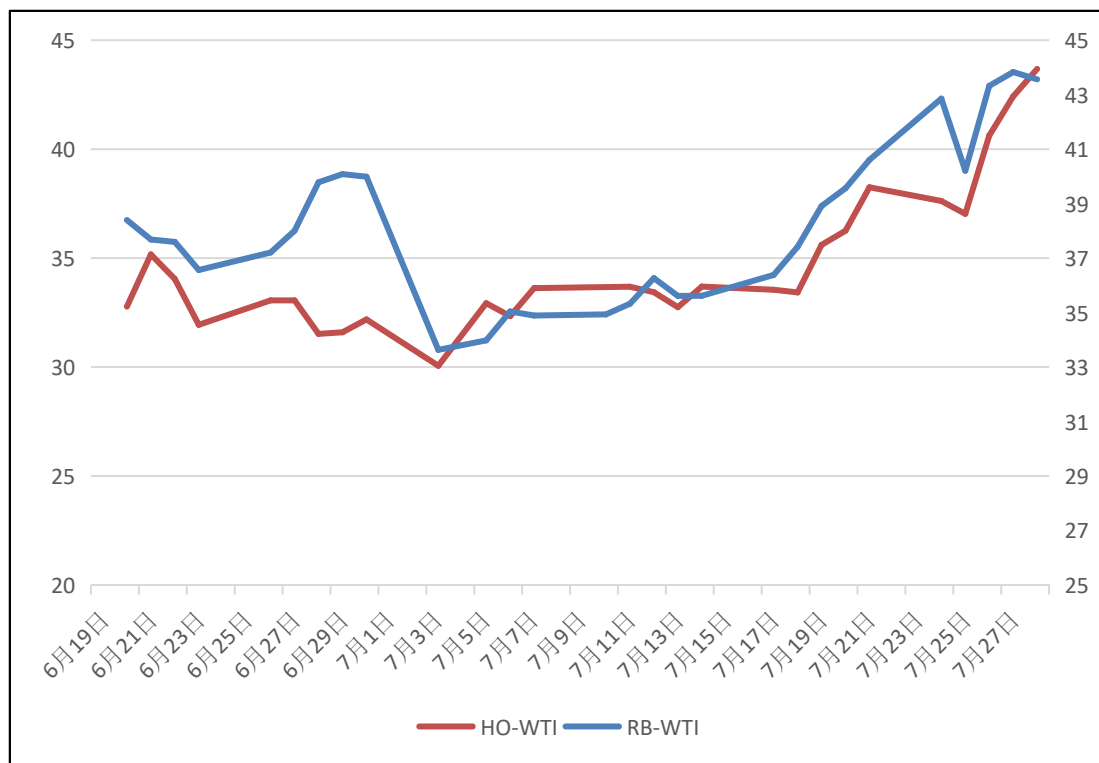
## (5.4) 价差——SC月差

- SC原油期货月差结构在7月期间整体触顶回落。其中M1价差在7月中下旬时间触及将近5元/桶的高点之后回归至3元/桶附近，而M2价差则在同期触及近似高点之后有所回落，但在7月底时间再度有所走强。两者价差结构在7月底的分化走势一方面表明内盘月差结构依然处于远月合约相对较弱的状态之中，同时也表明市场对于3季度末4季度初的市场消费仍旧具有信心。预计本月时间M1与M2月差仍具有再度上行的动力，其中M1或存更多的偏多布局机会。



(08-09、09-10月差)

## (5.5) 价差——裂解价差



(成品油裂解价差)

- 6月国际汽柴油裂解价差月初时平稳震荡，后续时间则持续走强；而内盘燃油裂解价差则整月维持相对高位震荡运行。从北美汽柴油的裂解利润不难看出，两者近期对于炼厂的生产吸引力都相对较强，而这将导致炼厂对于高低硫燃油的生产积极性受到相对打压，叠加夏季船燃市场虽然处在消费淡季但仍存修复预期，且全球燃油发电需求或随季节出现修复，因此后续燃油市场或将持续受到提振，进而出现多FU/LU空SC的投资机会。

04

# 观点小结

---

7月以来油价整体偏强运行，虽然月中时间出现回调整理，但整月依然录得相对较强的上涨走势。其中美油月线上涨14.01%最终稳固在80美元/桶上方，布油同样上涨11.84%并逼近85美元/桶的关口，SC原油则上涨11.63%并徘徊在610元/桶附近。

就近期的市场局势来看，基本面方面供给侧产能国的持续减产将为油价下方提供托底力量，且沙特极有可能延长减产周期，后续或仍存上行动力；需求端虽然欧美制造业仍不理性，但季节性出行消费与发电需求将成为另一提振因素；金融属性方面欧美央行加息如期而至，但对于后续的加息预期均有所放松，这将导致整体宏观经济下行压力有所缓解，而同时考虑到高利率或在下半年持续一段时间，金融属性对油价的压力缓解程度或有限；政治属性方面，国际地缘政治冲突近期不见明显的降温可能，俄乌局势、伊核谈判、苏丹动乱等因素依旧充满不确定性。因此综合以上因素整体看来，短期之内油价或仍存一定的上行动力，或在当前位置小幅偏强震荡，操作上建议围绕估值谨慎偏多短差操作，而中长期基本面的托底作用持续存在，油价或在第三季度末尾攀至年内价格高点，建议可偏多布局，或做多期权方面的牛市价差组合或多持看涨期权。

上行风险：国际地缘政治冲突加剧、OPEC延长减产周期、欧美消费数据回暖、欧美降息预期高涨等

下行风险：夏季消费难以验证、银行业危机再现、俄罗斯沙特减产不及预期等



- 本报告基于已公开的信息编制，但对信息的准确性及完整性不作任何保证。本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成个人投资建议。投资者应当充分考虑自身投资经历及习惯、风险承受能力等实际情况，并完整理解和使用本报告内容，不能依靠本报告以取代独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。
- 本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。
- 长安期货有限公司版权所有并保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长安期货投资咨询部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。





长安期货  
CHANG-AN FUTURES

# 精诚合作 携手共赢



敬畏



卓越

忠诚



创新

