

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）

银行业风波扩大油价波幅 OPEC减产助力油价反弹 ——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4月3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3月份大幅回落之后又强势触底反弹，预计4月份或在当前位置中性偏多运行，因此可考虑谨慎偏多布局；关注区间[510,585]，接近上方时可考虑偏空布局，SC及下游品种可伺机卖保入场。

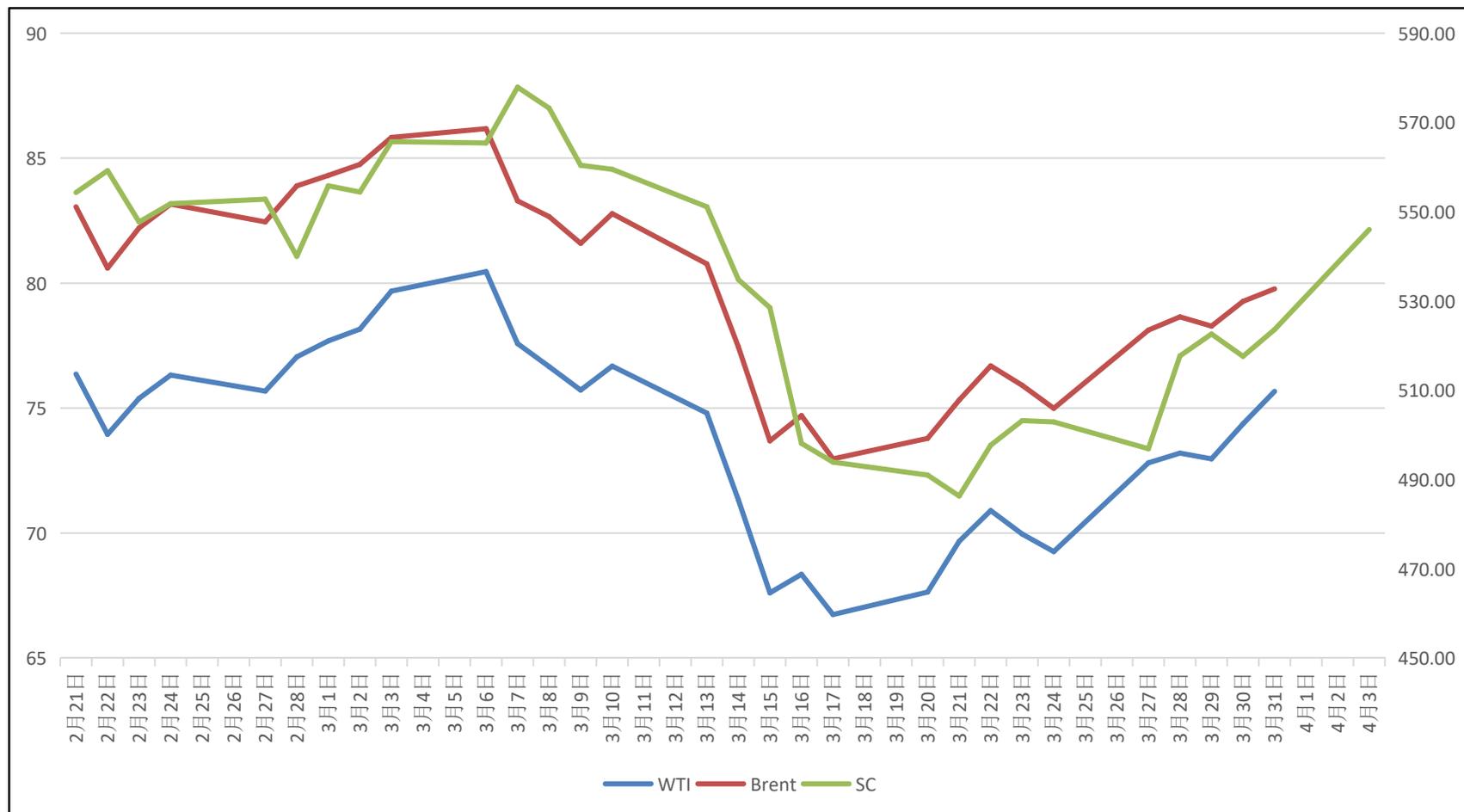


(SC主力合约月度K线走势图)

02

行情回顾

三大原油期货在3月份的运行均呈现出大幅受挫之后的强势反弹走势，月中时间受欧美银行业事件影响价格一度触及俄乌冲突前的最低点，但后半程时间随着银行业风险缓解以及美联储加息预期的降低，价格均有所反弹，月线整体跌幅有所收窄。



(WTI、Brent、SC(右)主力合约月度K线走势图)

03

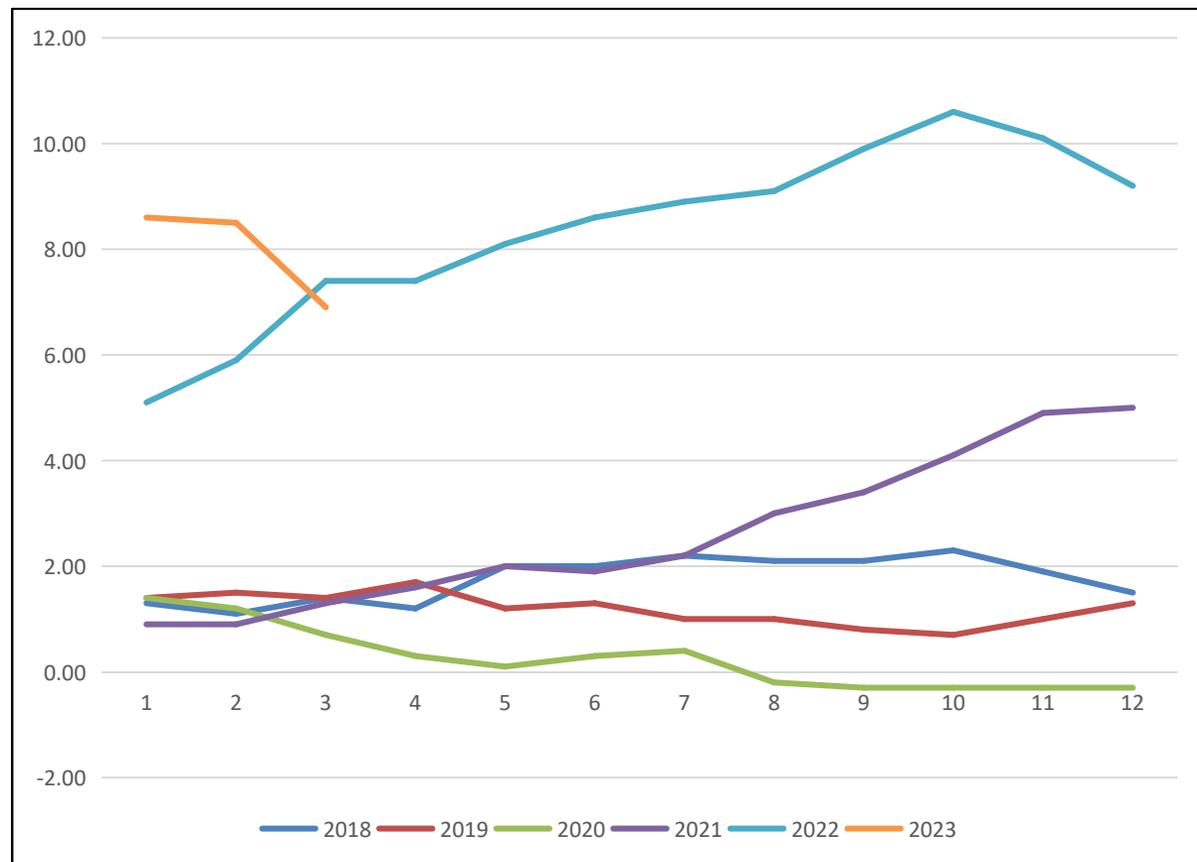
基本面分析

(1.1) 宏观——欧洲央行再度50基点暴力加息



长安期货
CHANG-AN.FUTURES

- 欧洲方面，今年以来欧洲地区的需求修复依然是原油下方的支撑力量强弱的一大影响因素，3月初时间，欧洲央行行长拉加德加息之前重申，在3月份的会议上，欧洲央行很有可能将借款成本再提高50个基点，这将使欧洲央行自去年7月以来的加息幅度达到350个基点。不出意外的是，欧洲央行再度在3月的货币政策调整方面加息了50个基点。目前欧元区通胀率仍然是欧洲央行2%目标的四倍多，而且基本利率处于创纪录水平，同时一些官员表示，5月份可能需要再次加息50个基点，若欧洲连续采取紧缩的货币政策，那么可以预见的是今年欧洲依旧将面临着较大的衰退压力，同时欧洲银行业可能面临更大的流动性风险，但后续结果究竟如何仍旧需要进一步地观察。

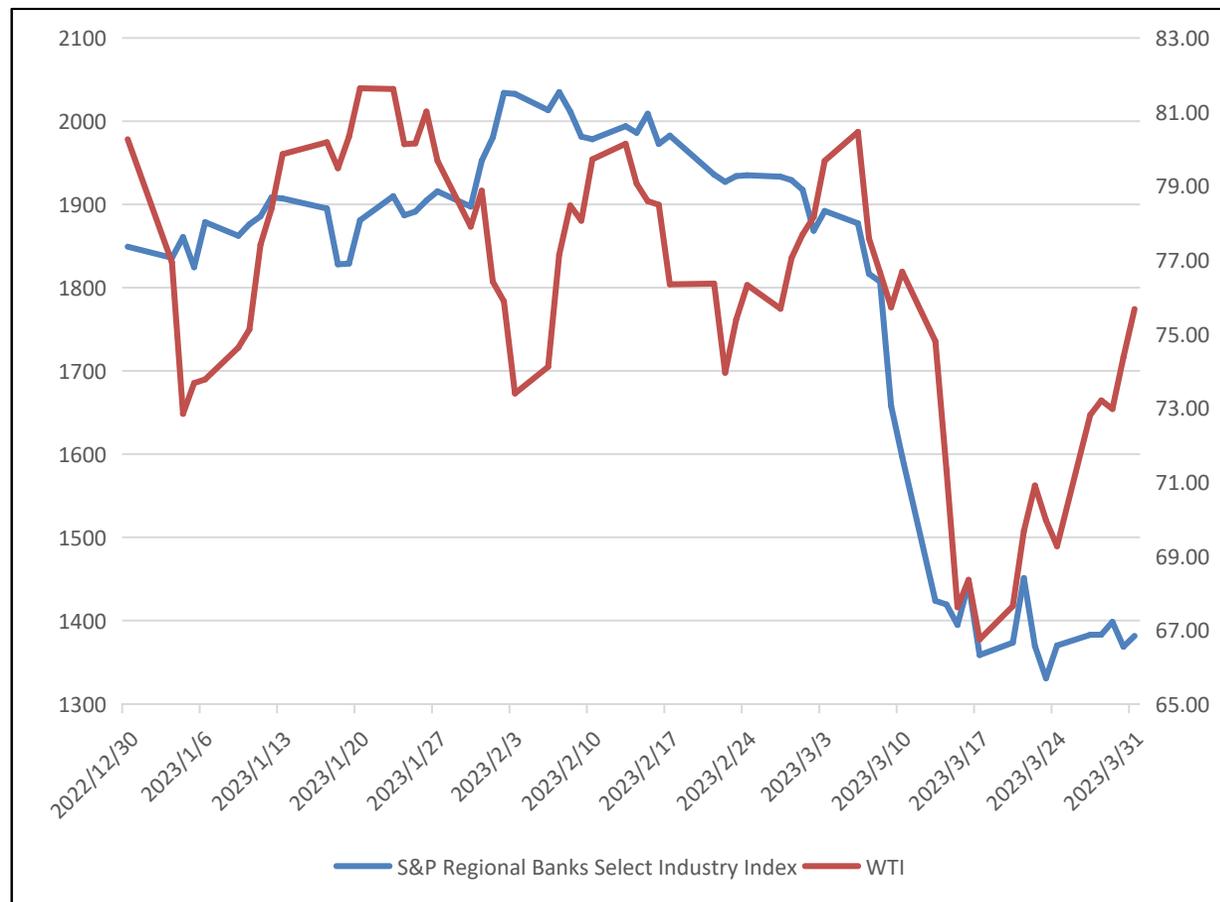


(欧元区5年HICP同比)

察。

(1.2) 宏观——欧美银行业风险持续发酵

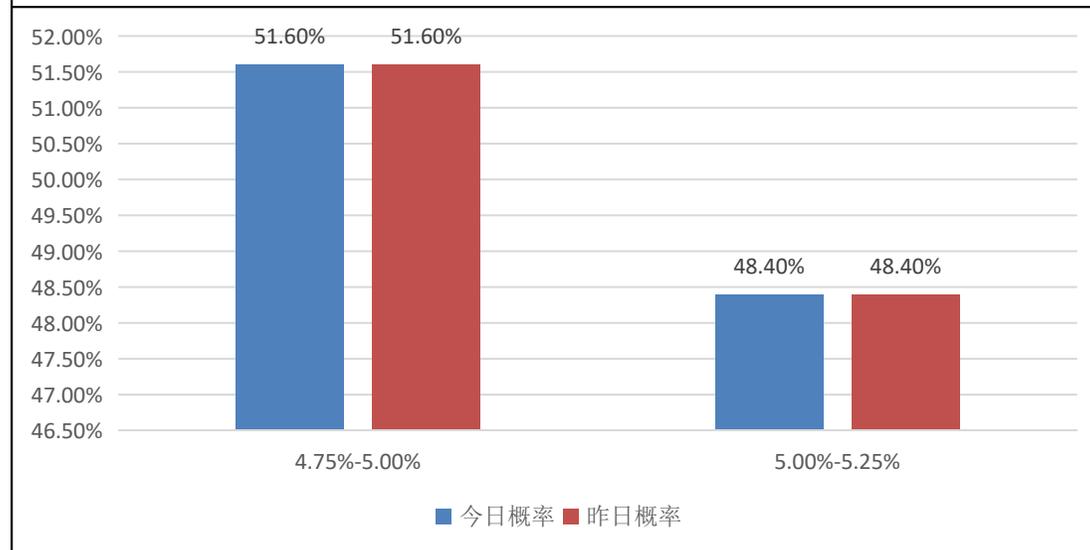
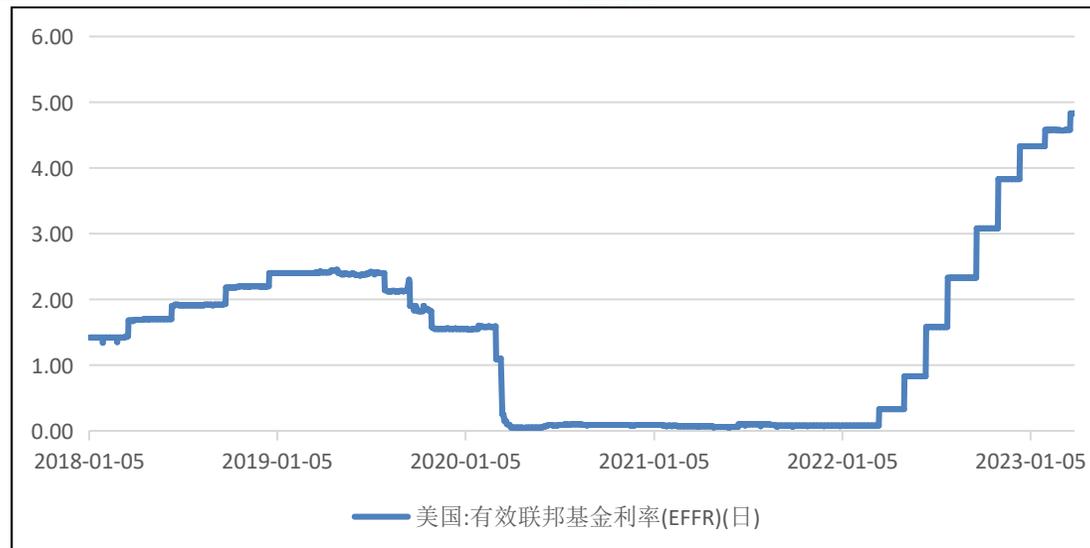
- 从3月8日美国硅谷银行因流动性紧缩而导致其持有的长期国债票面价值大幅低于公允价值引发挤兑事件最终导致破产被收购开始，国际金融市场便彻底陷入了对银行业暴雷的担忧之中，而后续除了美国硅谷银行之外，瑞士信贷也在此之后被爆出存在大量的内部管理问题。这两家代表性银行虽然各自都有其破产被收购的独特性，但毫无疑问的是他们都是全球货币流动性紧缩情况下的第一批牺牲品。虽然随后有美联储迅速就是退出BFTP兜底北美银行业，瑞士银行也出手收购瑞信并得到央行注资，但银行业的风险担忧似乎并没有被彻底消灭，尤其是在3月底时间德国德意志银行的CDS价格飙升导致其股价暴跌之后，市场的担忧情绪再度被煽动而起，而未来银行业是何走向也将影响大宗商品价格的绝对走势。若银行业如欧美发言人所言不会持续扩散，那么大宗商品价格的稳固运行将是可预期的情况；若银行业风险再度爆发，那么大宗商品价格将再度承压大幅下跌。



(标普银行业指数与WTI结算价对比)

(1.3) 宏观——美联储25基点加息落地

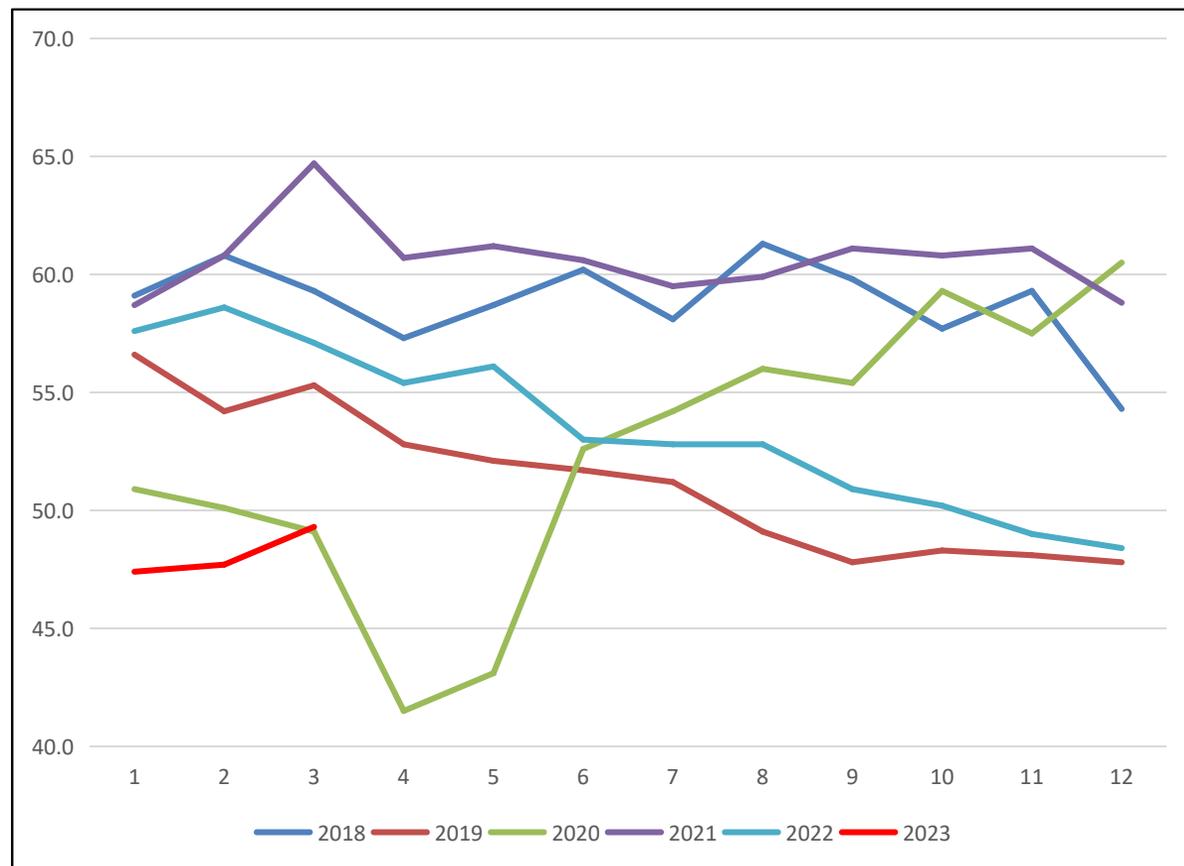
- 3月中旬时间美联储新一轮的议息会议以加息25基点再度告一段落，本轮加息25个基点的幅度基本处在市场的预期之内，也因此市场关注的焦点在于会议后美联储主席鲍威尔的发言之上。本次议息会议的主题从加息路径的速度 (how fast)、高度 (how high) 和时长 (how long) 三要素转向了通货膨胀和金融风险的平衡问题，声明中的表述也由“持续提高目标区间” (ongoing increases) 转变为了“一些增量巩固性政策” (some additional policy firming)，这表明美联储在加息问题上的立场开始实质性软化。市场在会后对于5月美联储加息预期的概率虽然有所下降，但随着宏观经济压力的缓解，25基点加息预期仍有所反复，而对于美联储来说，未来加息幅度的大小与加息与否或许仍然与美国目前的通胀情况严格挂钩。若4月宏观经济持续好转，且银行业风险不再升级，那么美联储极有可能选择暂停加息；而若通胀仍未达到预期目标，那么25个基点的操作或再度施压宏观经济的下行预期。



(美国5联邦基金利率变化(上)CME加息预期(下))

(1.4) 宏观——美国3月PMI回暖

- 3月第三周美国公布了3月份的PMI数据，美国3月Markit制造业PMI初值 49.3，仍低于荣枯线 50，但好于预期47和前值47.3，数据录得2022年10月以来新高；美国3月Markit服务业PMI初值 53.8，好于预期50.5和前值50.6，数据录得2022年4月以来新高。整体PMI与接近2%的年化GDP增长基本一致，给市场描绘了一幅比去年下半年和2023年初的下滑更为积极的经济弹性图，数据公布之后美元指数也出现了短暂的上涨，美债价格走低。



(美国PMI同比)

(1.5) 宏观——沙特伊朗恢复外交

- 北京时间3月10日晚，由中华人民共和国、沙特阿拉伯王国、伊朗伊斯兰共和国三方共同发布联合声明，核心要义是：沙特和伊朗将达成一份协议，包括同意恢复双方外交关系，在至多两个月内重开双方使馆和代表机构，安排互派大使，并探讨加强双边关系。三国表示愿尽一切努力，加强国际地区和平与安全。从政治角度来看，沙特自也门内战全面爆发之后便积极寻求与周边阿拉伯国家的重新建交与坚固关系，而伊朗则是作为全球政治动荡中心的“明星国家”，对和平的诉求也是该国人民一直以来的绝对希望，因此两国建交在政治层面上是必然且有利于国际局势和平发展的；而从原油方面来看，伊朗坐落于波斯湾北岸，掌管着阿曼湾出口的海峡，而沙特作为波斯湾南岸海合会的绝对领导人，其出口的大量原油也是通过波斯湾流向其他国家，因此两国的重新建交将极度的有利于阿拉伯国家化石资源的出口，进而在油价动荡的局面中提供稳定的支撑力量；而从长期来看，两国恢复建交由我国牵头举行，不论是后续沙特入股我国石油企业前述长协合同还是我国与伊朗原油的进出口贸易，都将对亚太地区的原油流向重新塑局提供新的动力，而随着内盘品种的强势运行在3月持续，预计后续此状态也将得以延续。

(2.1) 供给——OPEC+爆发自愿减产

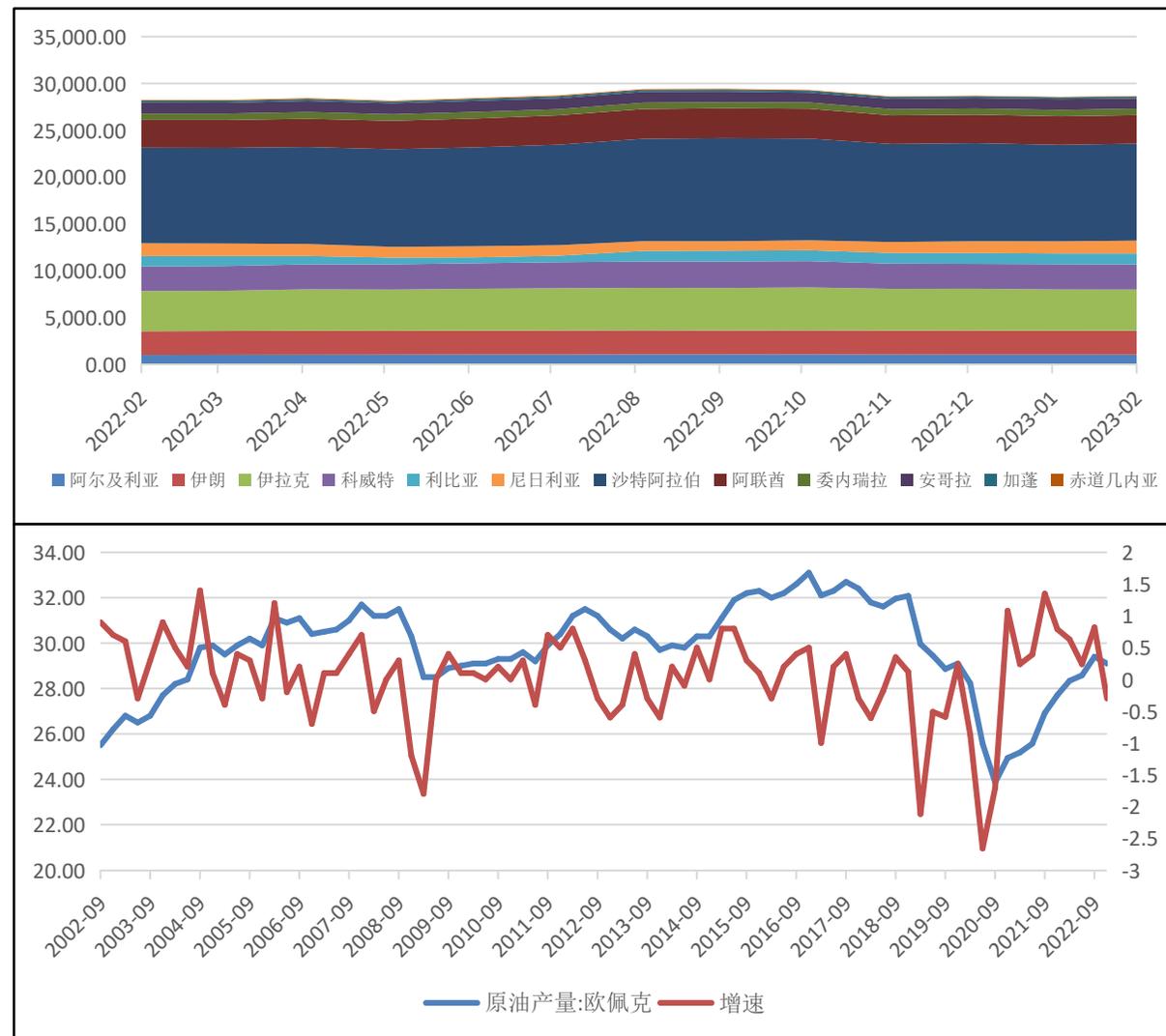
- 3月期间，OPEC+之中以沙特、阿联酋为代表的的产能国持续向市场释放将在4月3日的线上部长级会议维持减产的消息。而在4月2日晚间，沙特：实施自愿减产50万桶/日的计划，将从5月起实施，直到2023年底；阿联酋：将从5月到2023年底自愿将石油产量降低14.4万桶/日；哈萨克斯坦能源部：哈萨克斯坦将为欧佩克+减产贡献7.8万桶/日；阿尔及利亚：将从5月起至2023年底削减4.8万桶/日的石油产量；科威特：将自愿从5月开始削减12.8万桶/日的石油产量，持续到2023年底；阿曼：自愿从5月开始，减少4万桶/日的石油产量，持续到2023年底；伊拉克：自愿从5月开始削减21.1万桶/日的石油产量，持续到2023年底；同时还有俄罗斯将自愿减产50万桶/日的石油产量，直到2023年底。整体来看，除俄罗斯之外，OPEC成员国将自愿减产110万桶/日至年底，其作用也相当明显，4月3日美油开盘跳涨7%，完美符合了OPEC成员国对于高油价的诉求。

	1月产量	2月产量	减产幅度
阿尔及利亚	1016	1017	1
安哥拉	1136	1084	-52
刚果	255	276	21
赤道几内亚	54	63	9
加蓬	186	196	9
伊朗	2554	2571	17
伊拉克	4412	4387	-25
科威特	2694	2683	-11
利比亚	1148	1164	16
尼日利亚	1308	1380	72
沙特阿拉伯	10302	10361	59
阿联酋	3046	3042	-4
委内瑞拉	696	700	4
合计	28807	28924	117

(OPEC产量变化)

(2.2) 供给——OPEC+爆发边际作用减弱

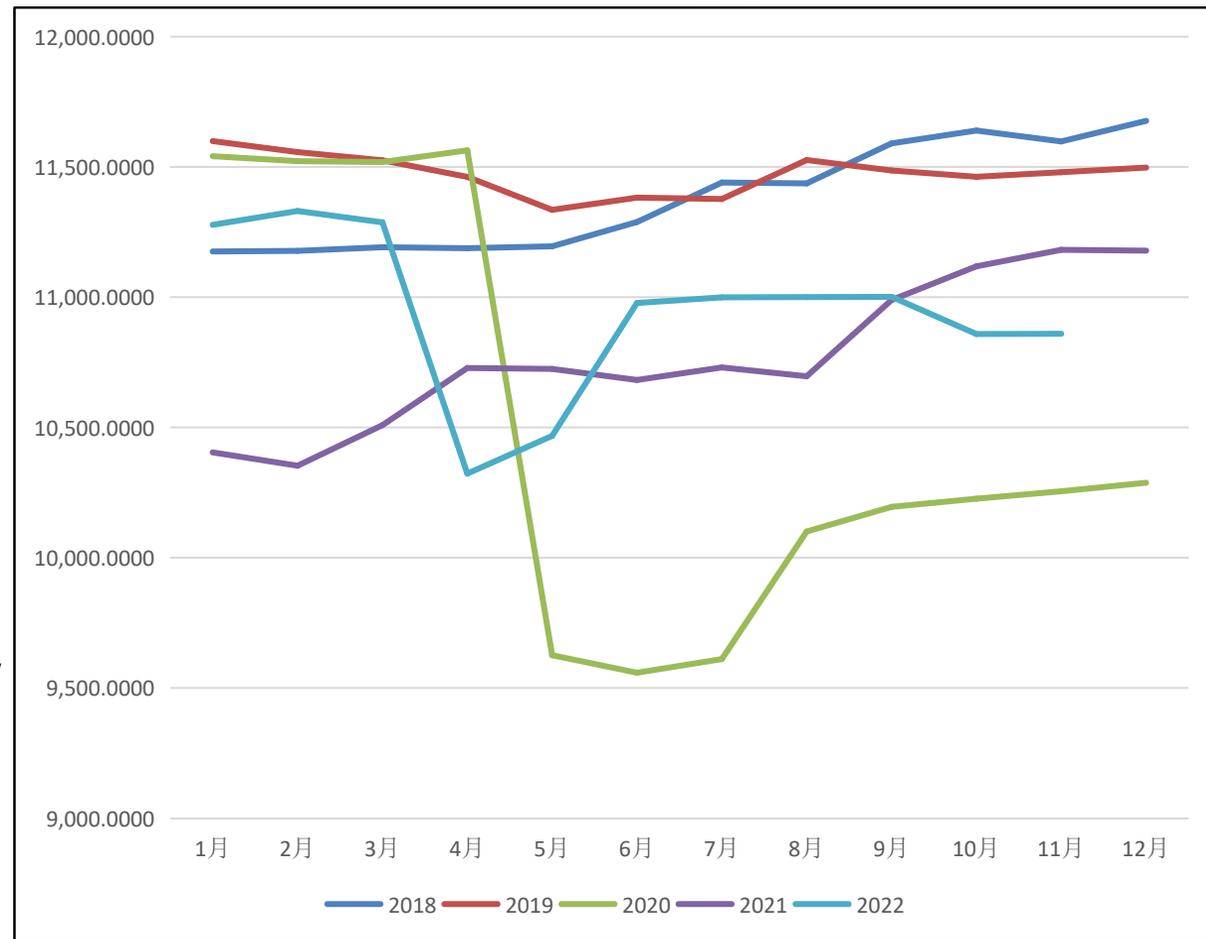
- 从去年年底以来，OPEC便始终强调该组织将落实此前承诺的减产200万桶/日的生产政策，虽然前期由于部分国家未达生产目标的产量逐步恢复导致整体产量仍有小量增加，但从今年油价开启下行通道之后OPEC仍在重申坚持政策的表态上不难看出OPEC对于控制产量的决心，而上周时间内也陆续有来自OPEC官员的消息传出，于4月3日举行的线上部长级会议或再度延续此前的减产政策。从OPEC油价的角度来看，2023年OPEC和中东主要产油国的财政平衡油价在50-70 美金/桶区间，这意味着当油价在70 美元/桶以上运行时，OPEC的主动减产对于推涨价格的边际作用将逐步有限，反而可能会因为减产而导致自身的市场份额有所下滑；同时，从时间节点上来看，此前大量表示维持减产政策的言论基本都是在油价大幅度下跌之际发布而出，但近期油价已经恢复至80美元的附近，布油甚至一度逼近过85美元的高点。



(OPEC成员国产量(上) OPEC产量变化增速(下))

(2.3) 供给——俄罗斯减产50万桶延续

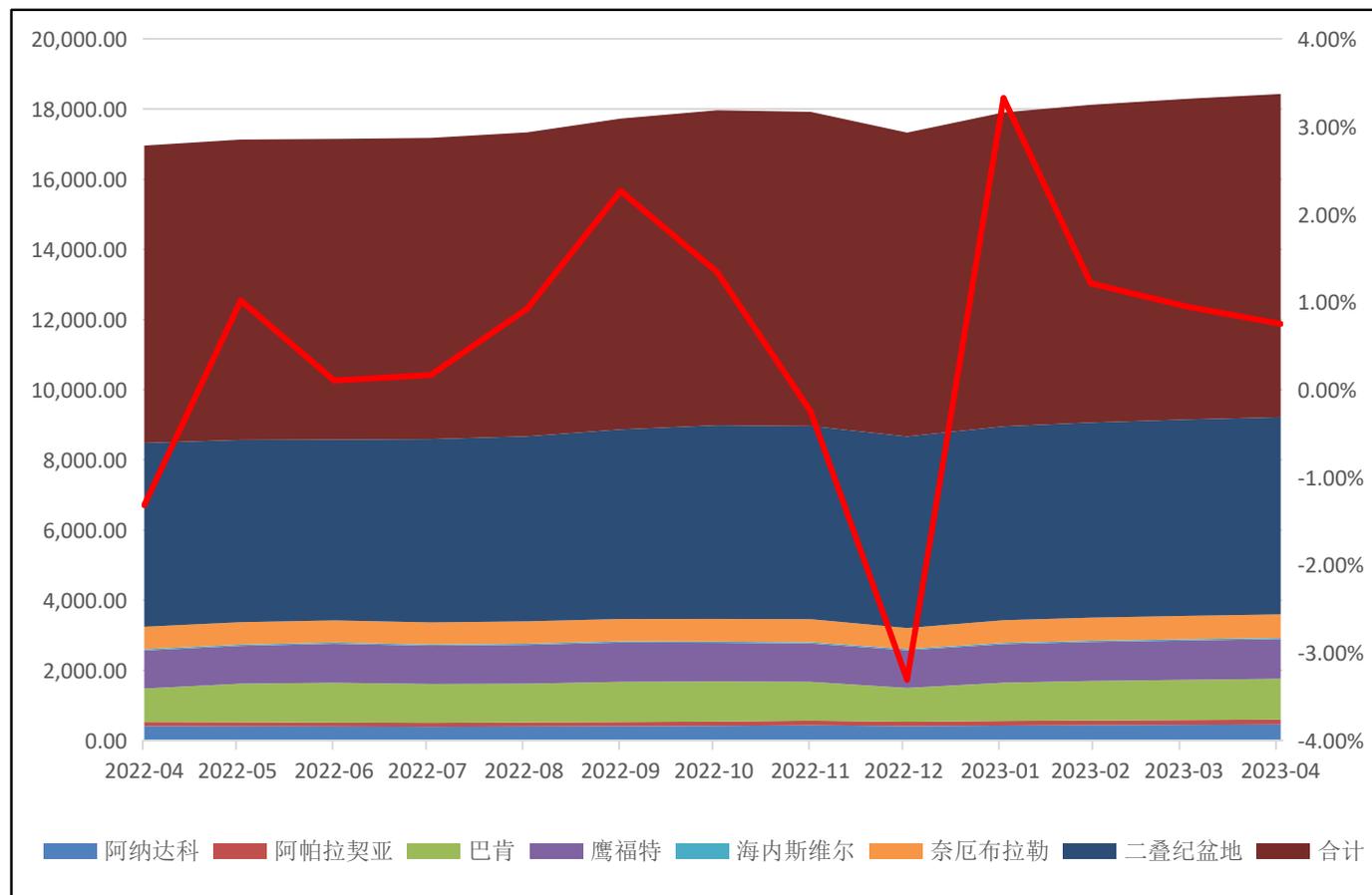
- 2月11日，俄罗斯副总理表示，俄罗斯3月将把每日原油产量下调50万桶，减产大约5%；2月下旬，俄罗斯方面再度发声表示，此次减产将仅持续3月一个月的时间；3月26日，经过一个月的减产周期，俄罗斯再度表示，减产将延续至6月底；而4月2日晚间，在OPEC国家连续发布资源减产声明的同时，俄罗斯再度发文表示，将自愿减产50万桶/天，并将持续至2023年底。对于俄罗斯来说，俄油的矛盾主要在于该国对于出口量以及油价之间的矛盾，俄油若想如果维持此前的出口量便不得不遵守欧美国家的价格制裁按低价出售，但出口量的维持并没有为俄罗斯带来等量的经济收入，因此在不得已的情况下俄罗斯才选择以减产来回复国际限价。而次轮的大规模减产基本符合OPEC此前的声明，因此在短暂提振油价之后，预计后续的边际影响将持续缩减。



(俄罗斯产量同比变化)

(2.4) 供给——美页岩油产量增速持续放缓

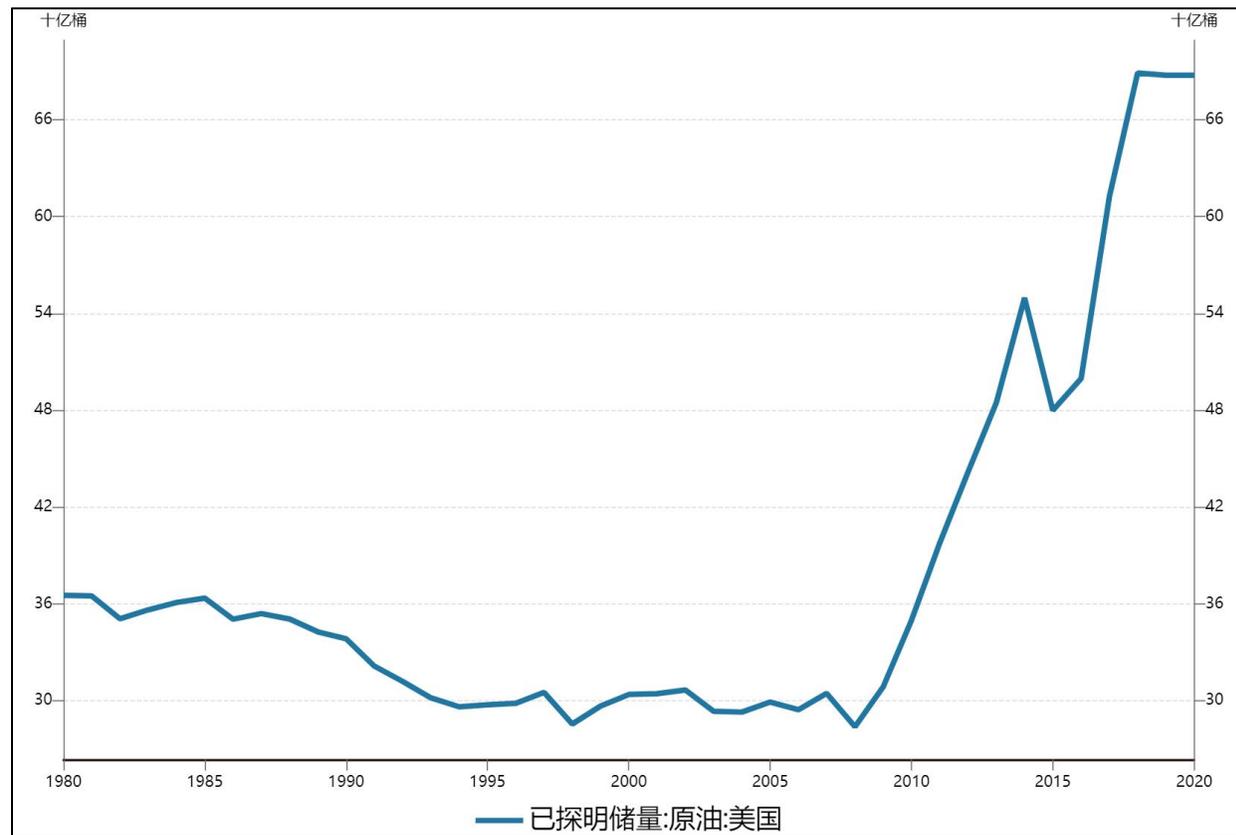
- 在美国页岩油方面，虽然从去年开始美国页岩油的产量就始终处在恢复阶段，且目前仍旧有所增加，但受限于美国通货膨胀高企问题的影响以及页岩油企业削减资本开支的客观事实，美国页岩油产量的增速也在近期持续的下降，目前增速已经落至低点的0.75%，虽然相较于去年年底的负增长仍有较大的运行空间，但市场目前已经广泛认为美页岩油的额外增量空间已经不足，未来或存在进一步增速下滑的情况。



(美国页岩油产量及增速)

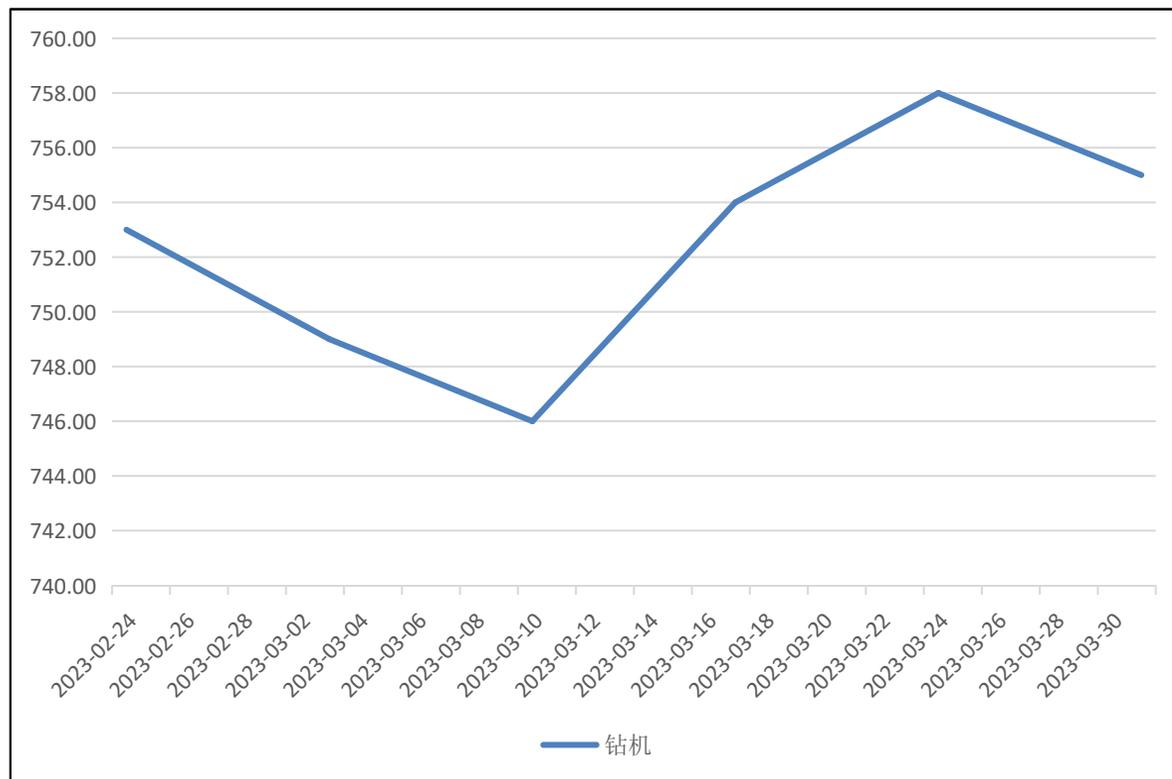
(2.5) 供给——北极石油项目或重回美国桌面

- 此前由美国前任总统特朗普积极推进的北极石油项目虽然在拜登正式上台之后为了保护北极动物保护区被叫停，但上周时间有消息传出，拜登政府极有可能正在考虑重启北极石油项目的开发。北极石油项目的主要开发地点位于美国阿拉斯加州地区，该地区大部分处在北极圈内范围之内，作用超过数十亿桶的原油资源，若项目启动，可以在30年内为美国提供超过6亿桶的石油供给，但此前出于保护环境与野生动物资源的目的一度被拜登政府叫停。此次该项目的重新回归谈判桌面，一方面说明美国目前仍旧在面临着较大的原油供给担忧，页岩油在不断地资本开支减少以及产量增速连续下滑的情况下，可能难以在长周期内维持美国的运转，另一方面则说明美国仍旧握有超量的原油资源来面对未来可能出现的情况，但不论白宫最终如何北极石油项目的相关内容，短期内对于油价的影响相对有限，仍需长期观察项目的进展。

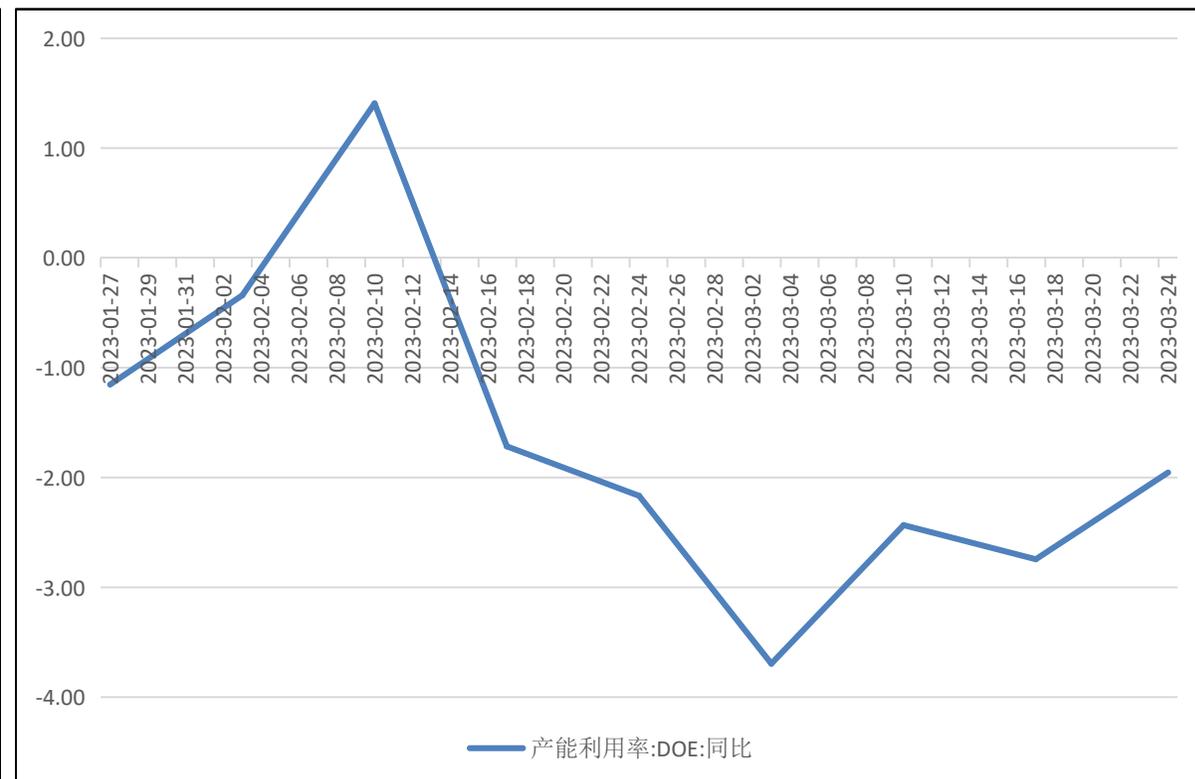


(美国原油储量)

(2.6) 供给——美国钻井反弹炼厂总工



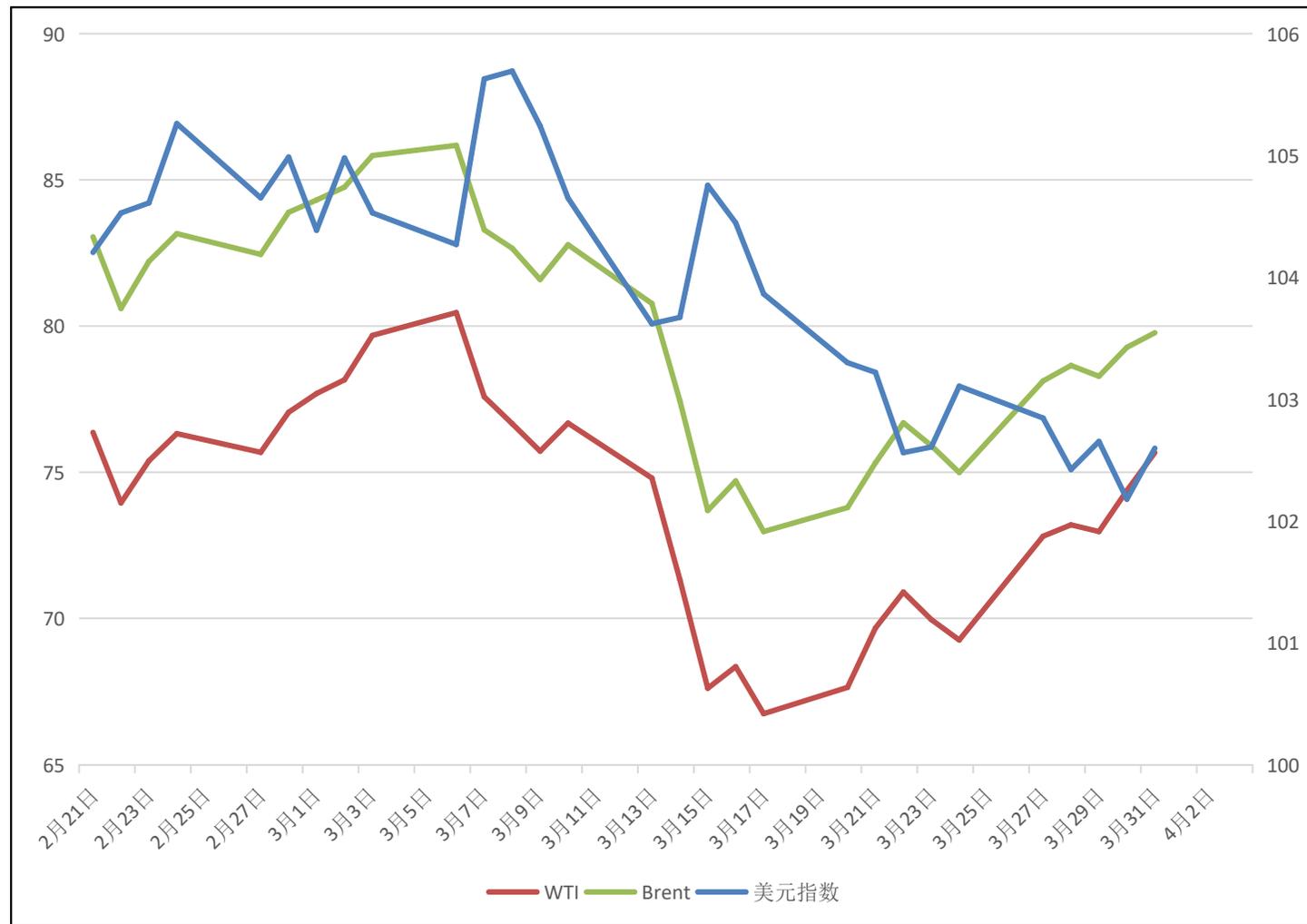
(北美钻井数量)



(美国炼厂产能利用率)

(3.1) 需求——美元指数震荡上行

- 美元指数在3月份的时间内连续下行，主要原因也是由于欧美银行业风险事件的暴雷导致市场对于美联储加息的预期进一步弱化，进而导致美元指数的持续震荡下行，虽然3月底时间有反弹的走势，但原油价格的绝对强势目前对美元指数已经形成了有效的反向压力，预计本月时间美元指数或再难重现3月初的高点，但具体走向仍需关注本月时间的美国宏观数据与货币政策相关消息。



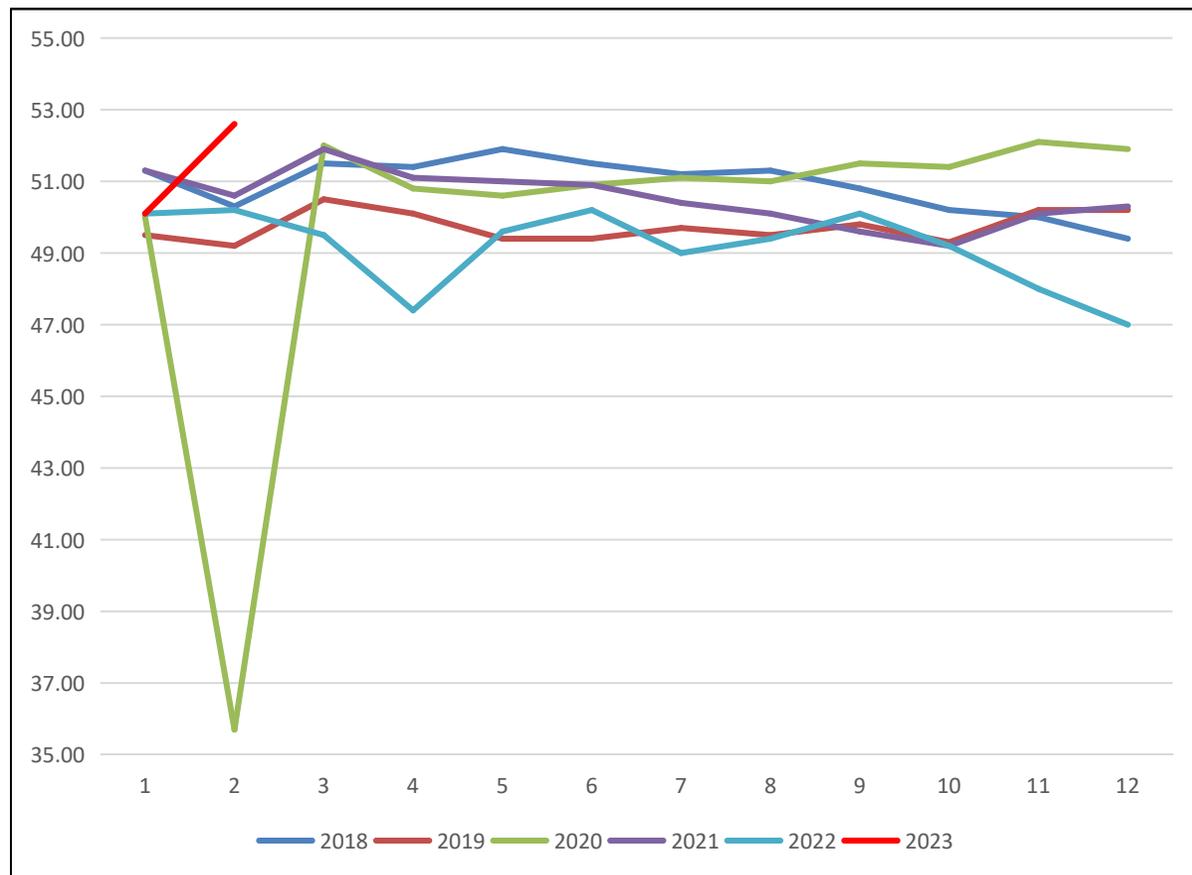
(美元指数/原油期货价格)

(3.2) 需求——3大组织月报需求预期分歧

- 3月初时间，EIA最新一轮的月报内容中下调了年内对于原油价格的预期，同时大幅上调了年内对于原油需求增速。其中，EIA预计2023年布伦特原油价格为82.95美元/桶，此前的预期值为83.63美元/桶；同时预计2024年布伦特价格为77.57美元/桶，此前预期为77.57美元/桶，相对持稳。需求增速预期方面，EIA将2023年全球原油需求增速预期为148万桶/日，此前预计为111万桶/日，大幅上调了37万桶/日，而给出的理由是由于国内需求将在下半年时间迅速回暖；同时将2024年全球原油需求增速预期调整为178万桶/日，此前预计为179万桶/日，有1万桶/日的下调。
- 而在3月中旬时间，IEA与OPEC月报均对未来的原油需求增速预期做出了一定调整，其中IEA方面表示，受欧盟限制，俄罗斯2月份石油日出口量下降50万桶，至750万桶，俄罗斯2月份石油出口收入下降27亿美元，至116亿美元，接近俄乌冲突前水平的一半，并且2023年石油需求增速将从2022年的230万桶/日放缓至200万桶/日；而OPEC方面则表示该组织目前日产量较第二季度预期日产量高出约30万桶，全球石油消费通常在这个时候——即在冬季结束和夏季驾驶季节开始之间有所放缓，如果事实证明，俄罗斯的石油产量受西方制裁的影响不大（具有弹性），那么第二季度的盈余可能会更多，因为OPEC的展望建立在俄罗斯下个季度产量会大幅下降的假设之上。因此从需求方面来看，两大组织均对于下半年全球范围内的消费持有相对偏弱的观点，这与此前连续上调原油增速预期的做法相左，而若未来全球范围内的原油需求难以覆盖当下的供给情况，即全球消费不及预期，那么未来的油价或持续承压下降。

(3.3) 需求——国内需求修复为主要支撑

- 从今年以来，全球原油消费需求回暖的主要重担似乎全然落在了我国的肩膀之上，而从我国公布的2月份的PMI数据来看，2月份制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合PMI产出指数分别为52.6%、56.3%和56.4%，高于上月2.5、1.9和3.5个百分点，三大指数均连续两个月位于扩张区间，超预期的增长也证实了复苏的判断，高频的国内出行数据已经验证了需求端复苏的推测，国内经济活动恢复活力，旅客出行活动增多，成品油消费恢复增长，中国原油消费有望全面复苏。同时从各大投行的预测当中也不难看出，全球范围内各大组织对于我国的需求修复都是十分看好的，因此在未来我国的消费将成为油价下游的主要支撑力量。



(国内PMI变化)

(3.4) 需求——油价突破收储区间

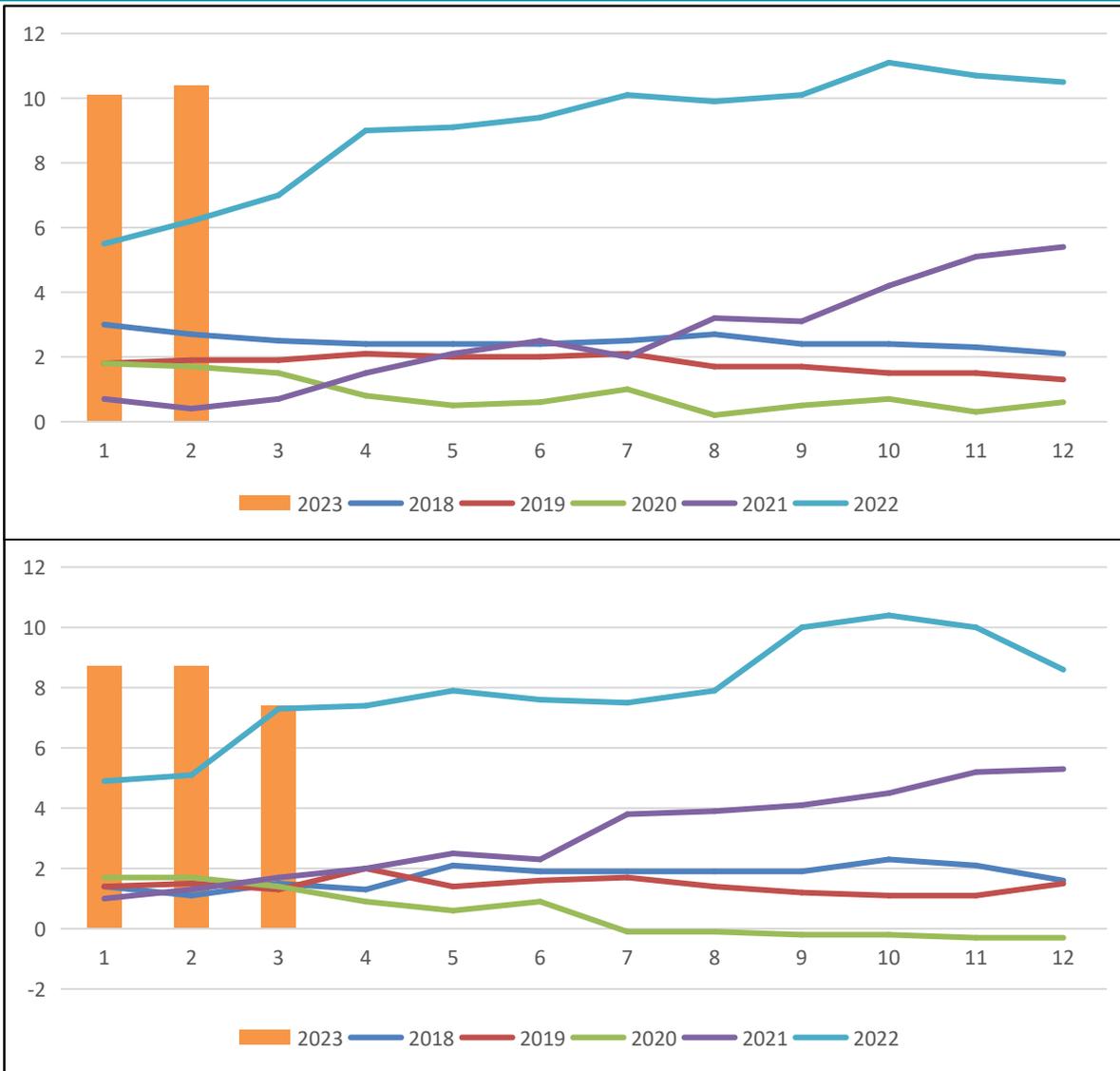
- 从油价的角度来看，WTI原油在3月中下旬已经完全突破了美国此前所提及的65-72美元的收储区间。上周之前美国能源部曾一度表态，认为近期原油价格波动剧烈，虽然油价已经运行在此前提到的收储价格区间65-72美元之内，但出于节省成本以及保全纳税人资产的角度来说，美国将推迟收储行动的展开；而在上周时间美国则再度作出表态，美国此前经历了较长周期以及较大幅度的释储，因此即便需要收储，也会选择在未来油价相对更为稳定的时间通过长周期的运作来达成，而市场也普遍预计收储行为或将于下半年展开。从前期的油价运行可以看出，美油一度在美国收储价格区间的65美元与70美元上下获得较强的支撑力量，若未来美国进一步公布收储价格区间，那么油价可能再次在下方收获支撑。



(美国SPR变化值)

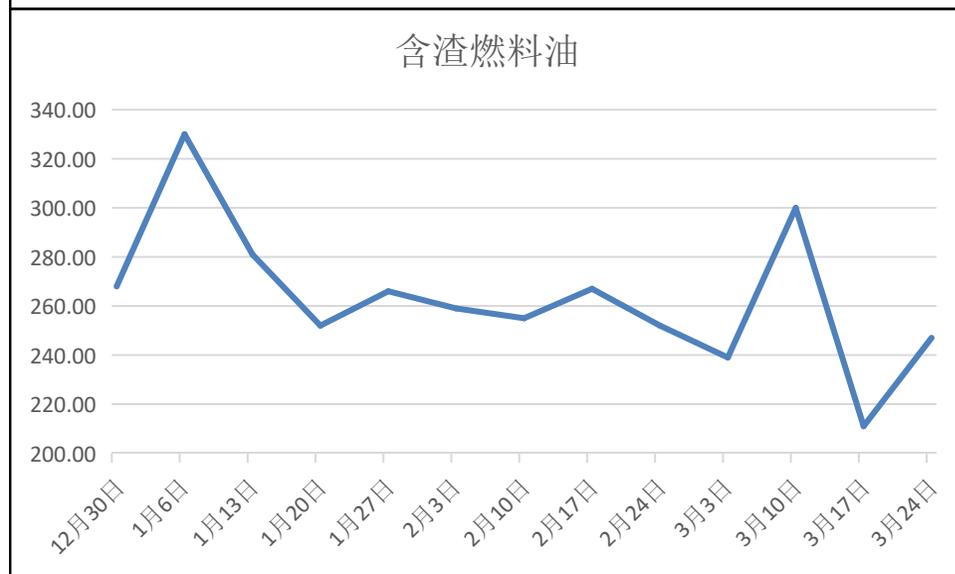
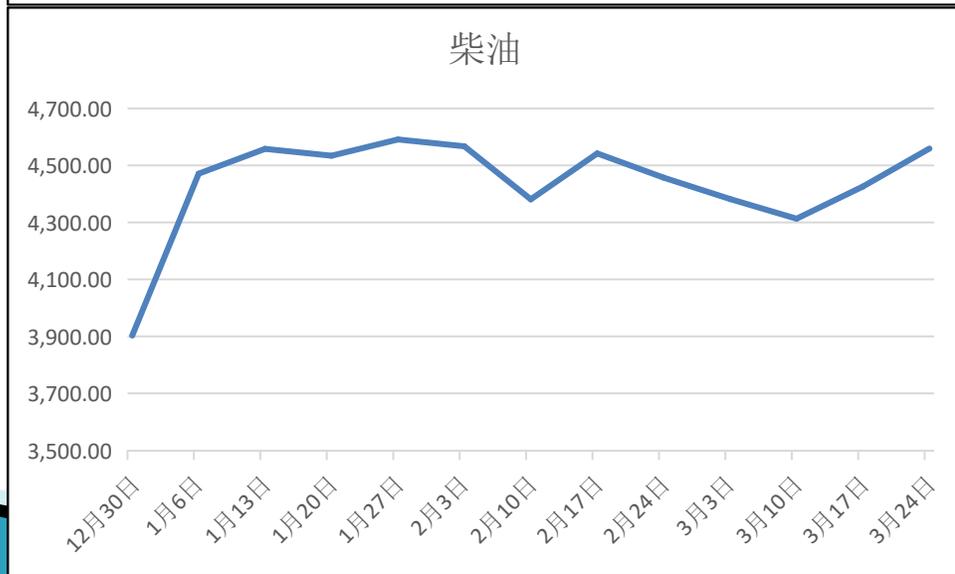
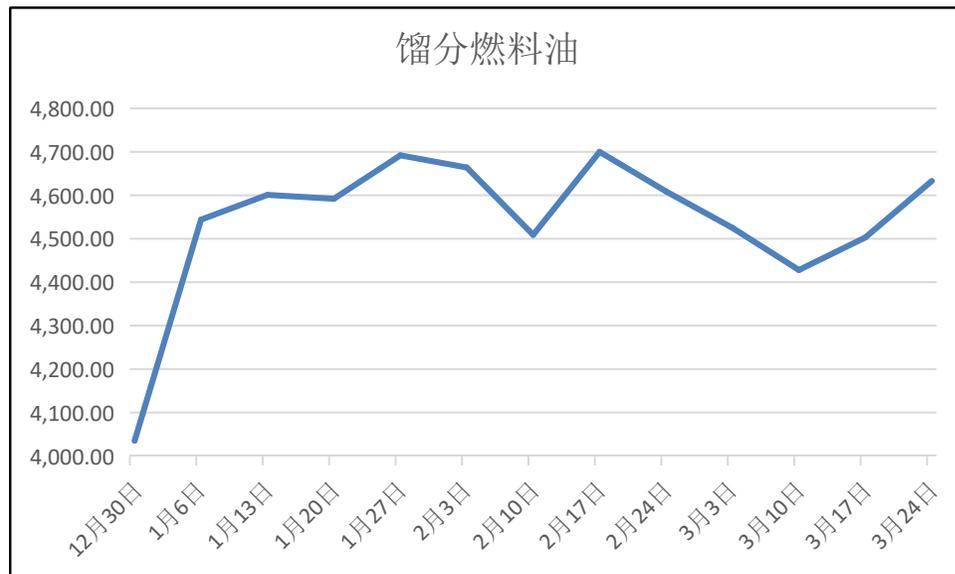
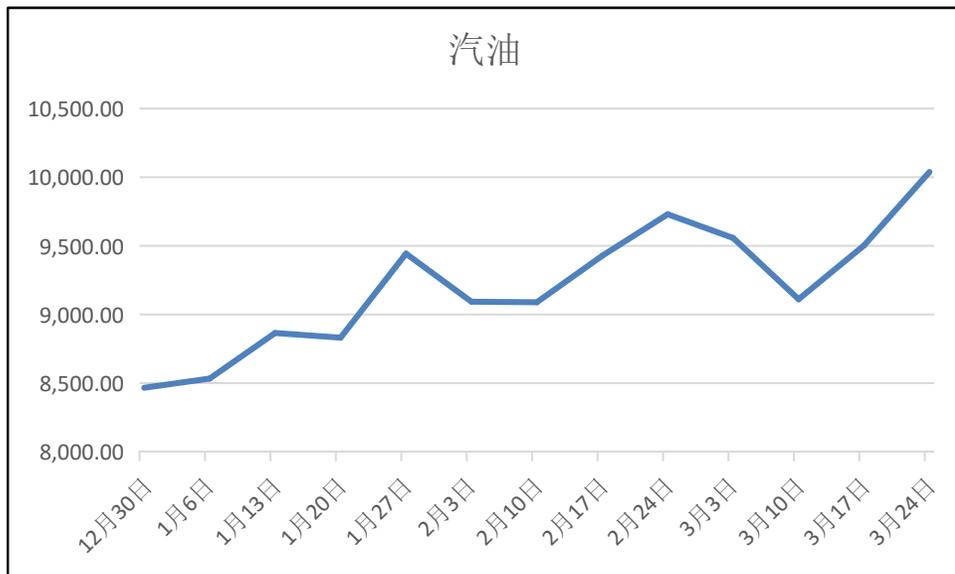
(3.5) 需求——欧洲经济或难软着陆

- 3月份的欧洲依然处在紧缩性的货币政策当中，尤其是欧洲央行不惧银行业风险暴雷的可能，继续依然选择暴力加息50个基点，市场不得不重新考虑欧洲经济软着陆的可能性是否还存在。从目前欧洲主要经济体的宏观数据来看，英国CPI目前仍旧处在10%以上的绝对高位，而作为欧元区绝对核心国家的德国，其CPI虽然较前两个月有所回落，但依然处在7%以上，同样在欧洲央行的目标区间之外，因此从这个角度来看，欧洲央行对于紧缩性货币政策的延续或仍然势在必得；同时考虑到上周时间德国德意志银行业相继爆出存在一定的风险因素，因此整体看来欧元区的经济状况似乎并不如此前预期的理想，若进一步恶化，极有可能对油价下方的支撑形成破坏，导致油价进一步下跌。



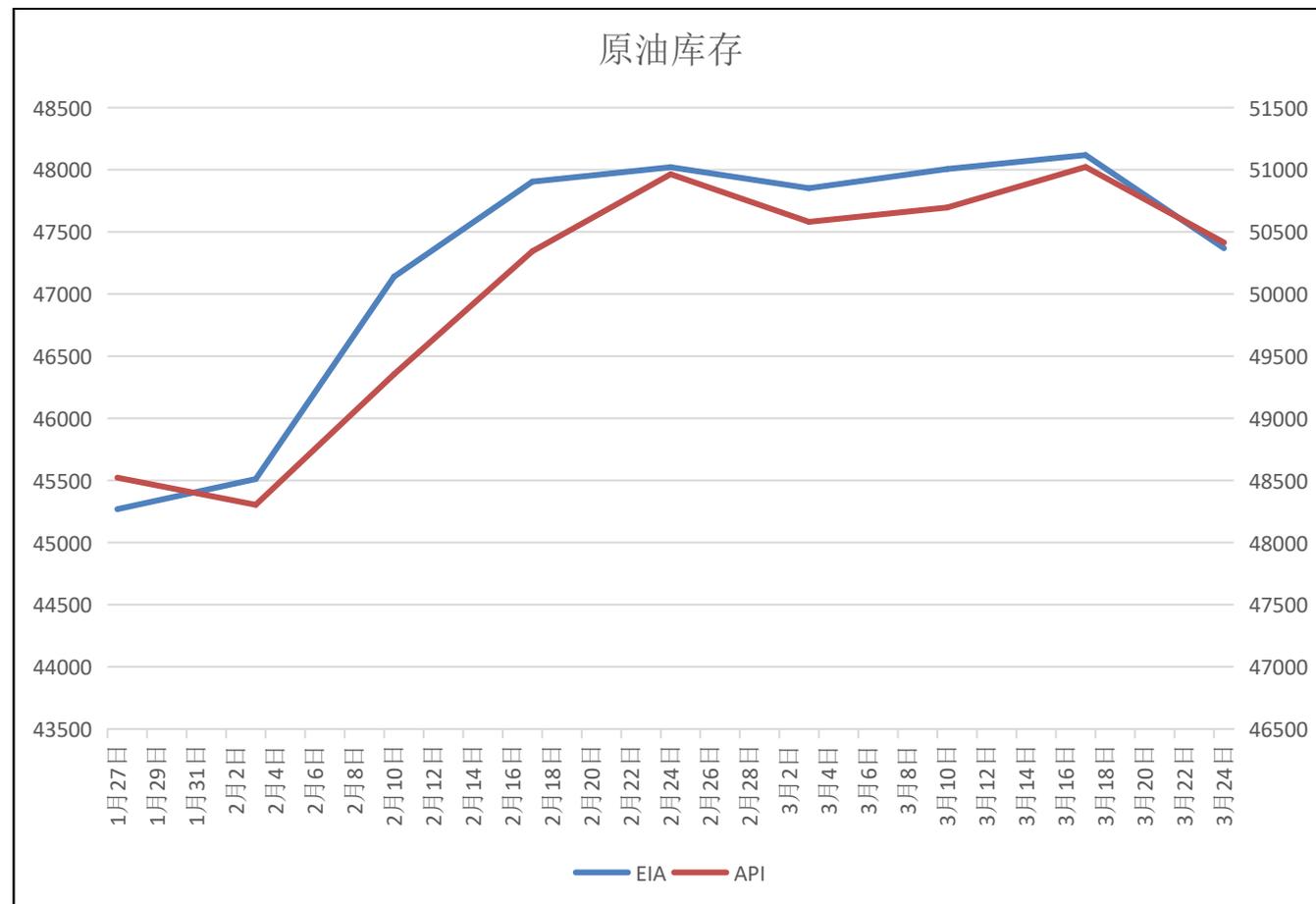
(英国5年CPI同比(上)德国5年CPI同比(下))

(3.6) 需求——成品油产量震荡回暖



(4.1) 库存——原油库存高位回落

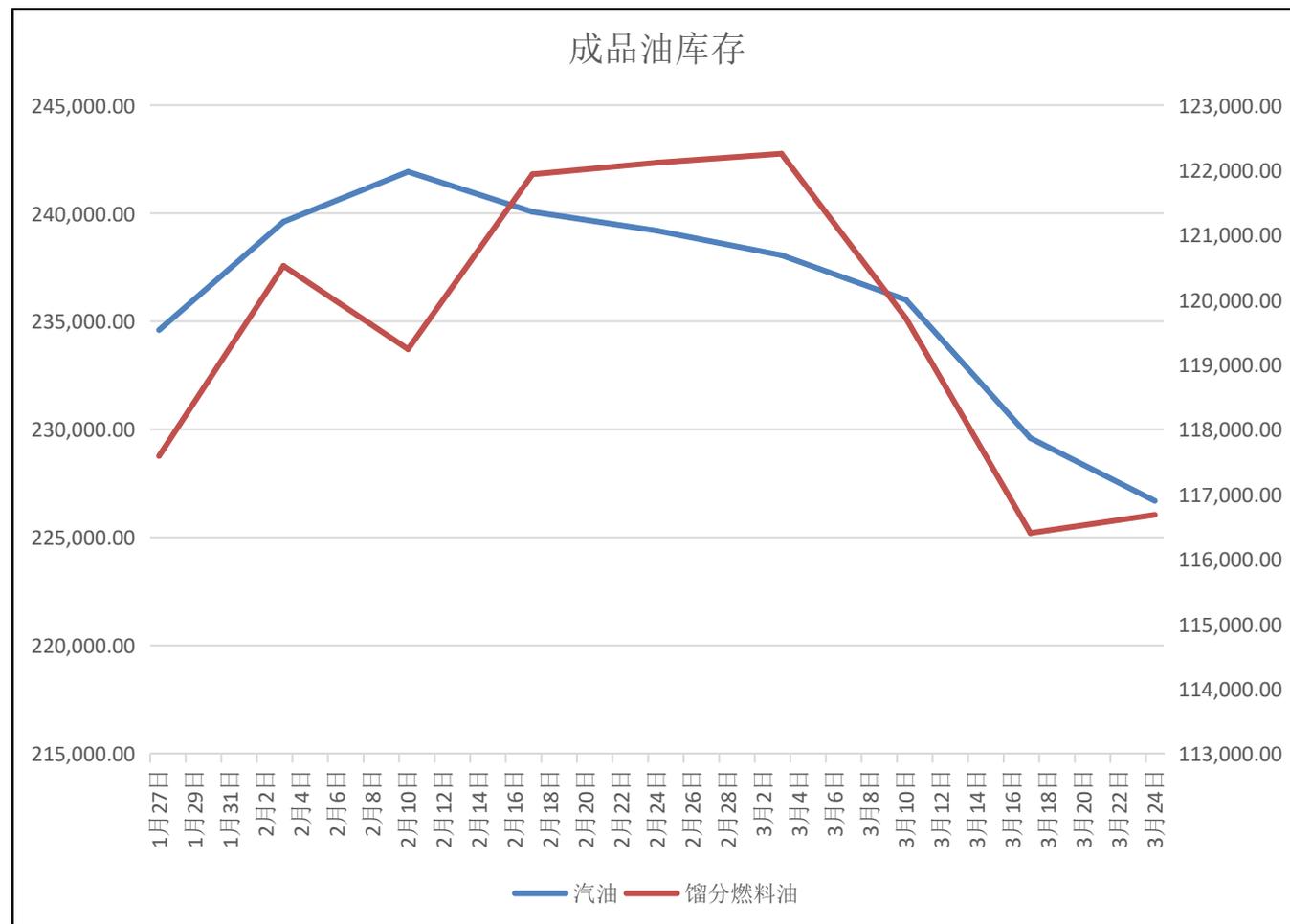
- 原油库存方面，截至3月24日当周，API数据录得原油库存下降607.6万桶，预期增加18.7万桶，前值为增加326.2万桶，数据录得远超市场预期；而EIA原油库存则录得截至3月24日当周大幅下降748.9万桶，预期为增加9.2万桶，前值为增加111.7万桶，降幅录得2022年11月25日当周以来最大，两大原油库存数据在最新一周的更新之中均有所下降，并且均远超出市场预期，对油价形成了一定的提振作用。



(EIA/API原油库存)

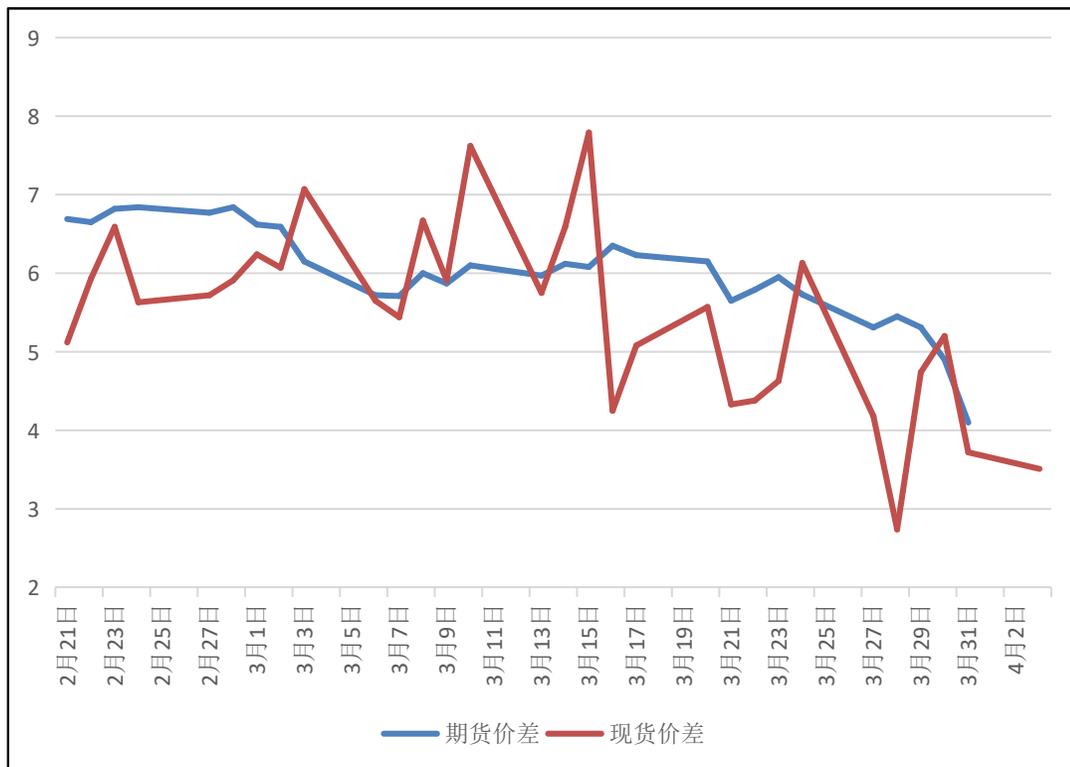
(4.2) 库存——汽油连续去库拖累油价

- 在成品油库存方面，EIA数据显示截至3月24日当周，汽油库存实际公布下降290.4万桶，预期下降161.7万桶，前值为下降639.9万桶，虽然降幅有所缩小，但汽油库存已经出现连续六周的下降；精炼油库存实际公布增加28.1万桶，预期下降145.5万桶，前值为下降331.3万桶。成品油库存上周时间走出了反向趋势，但市场的关注焦点集中在了汽油库存连续六周的去库之上，成品油的连续去库也成为了周四时间拖累油价的主要因素之一。

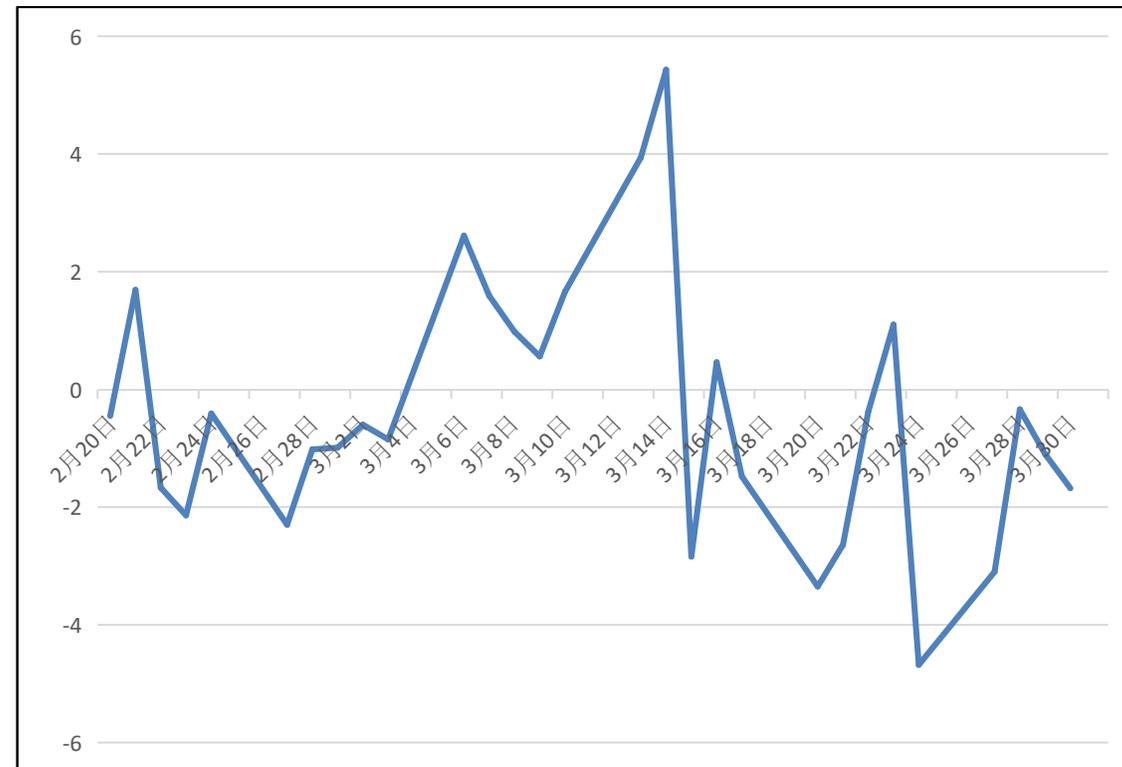


(成品油库存)

(5.1) 价差——国际期现价差



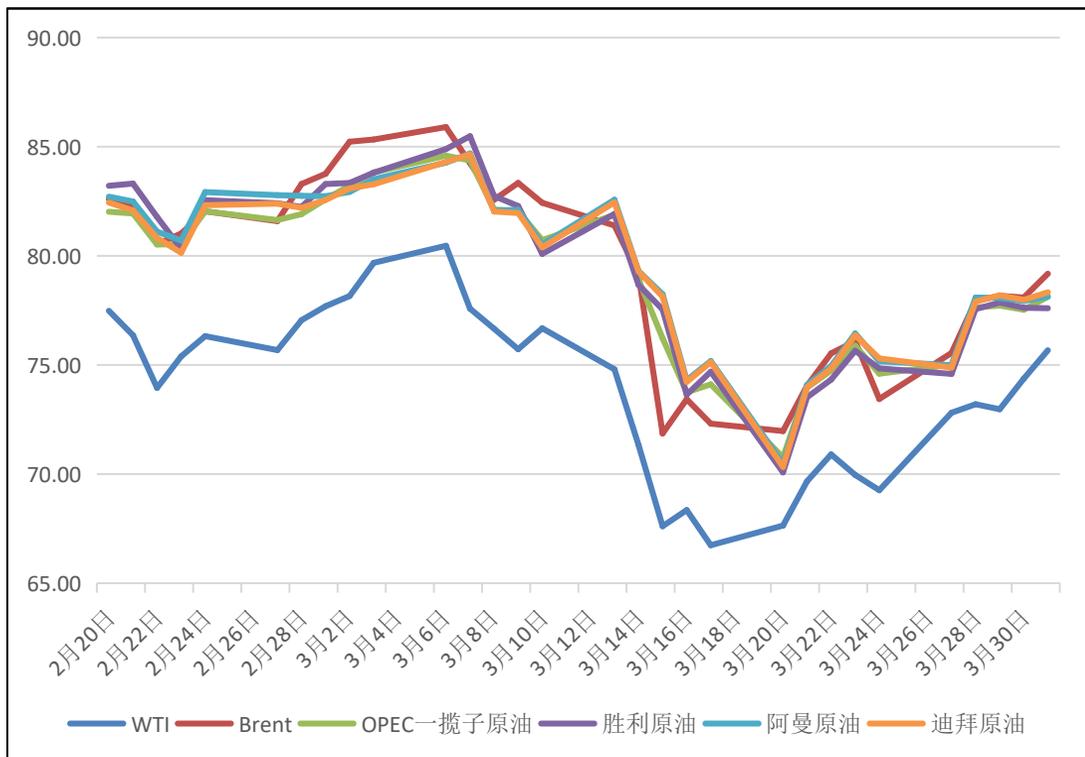
(WTI/Brent 期现价差)



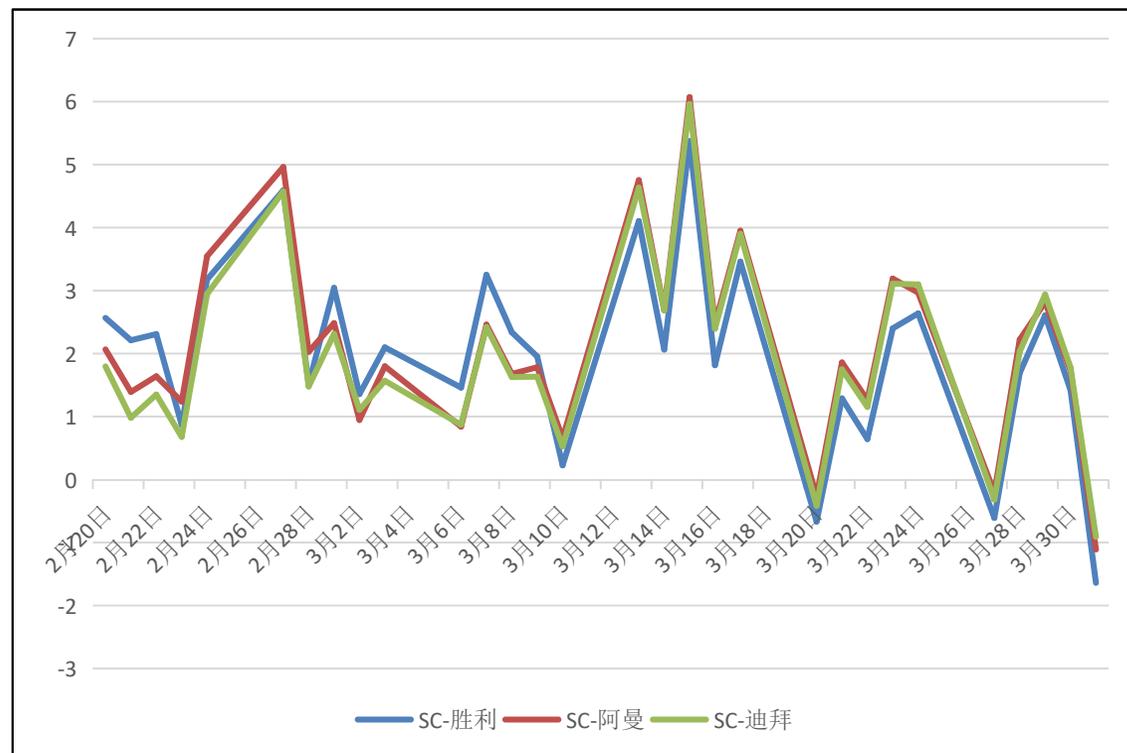
(Brent基差)

- 3月WTI与Brent期限价差基本维持了同步运行的走势，主要由于两者所受的价格影响因素并未出现较大区别，其中期货价差在3月中连续缩小，主要是由于美联储加息预期的反复以及美国产量增速的下降导致WTI相对强势，预计本月时间期货价差将维持在[3-5]美元之间，现货价差同样维持此区间。

(5.2) 价差——国内期现价差



(现货价格)

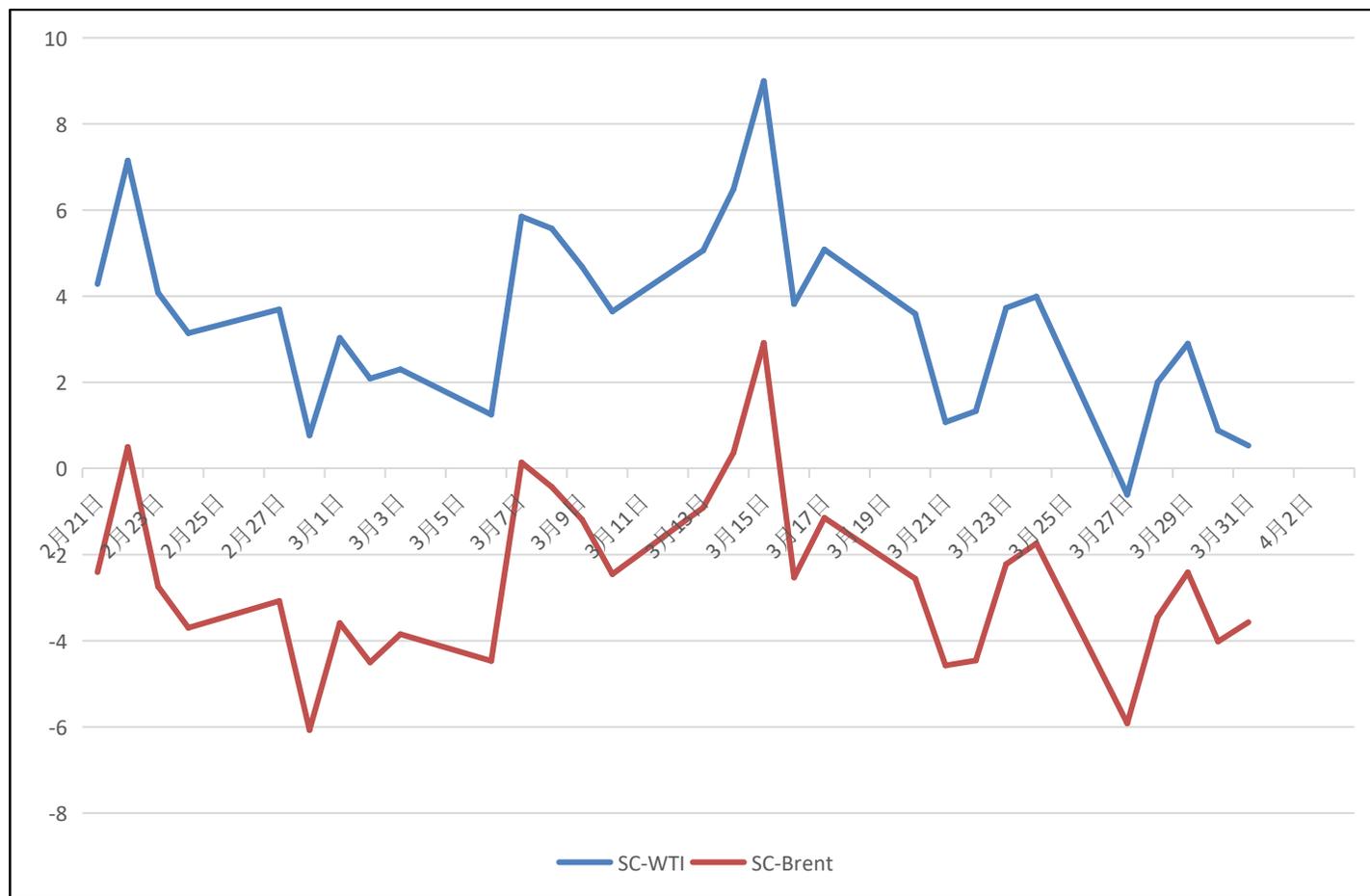


(SC基差)

- SC原油方面，3月各大现货品种价格基本触底反弹，其中依然以Brent价格相对最为强势，而本月随着海湾国家现货报价的进一步更新，预计还有上行空间；而基差方面，3月急产基本震荡在[-2, 2]美元之间，相较2月水平有所回落，本月预计随着现货价格的进一步走强有一定的反弹可能。

(5.3) 价差——内外盘价差

- 内外盘品种联系来看，SC原油期货依旧表现强势，与外盘两大基准原油的价格差走势持续缩窄，经实时汇率换算之后价差维持在[0, 3]美元之间，基本符合我们此前对于内外盘价差走势的判断。而在4月当中，预计内盘品种的强势格局将进一步延续，这将导致内盘成品油及下游能化品种的利润持续高涨，进一步导致存在一定的跨品种套利机会，可考虑空SC多成品油的套利机会。



(内外盘价差)

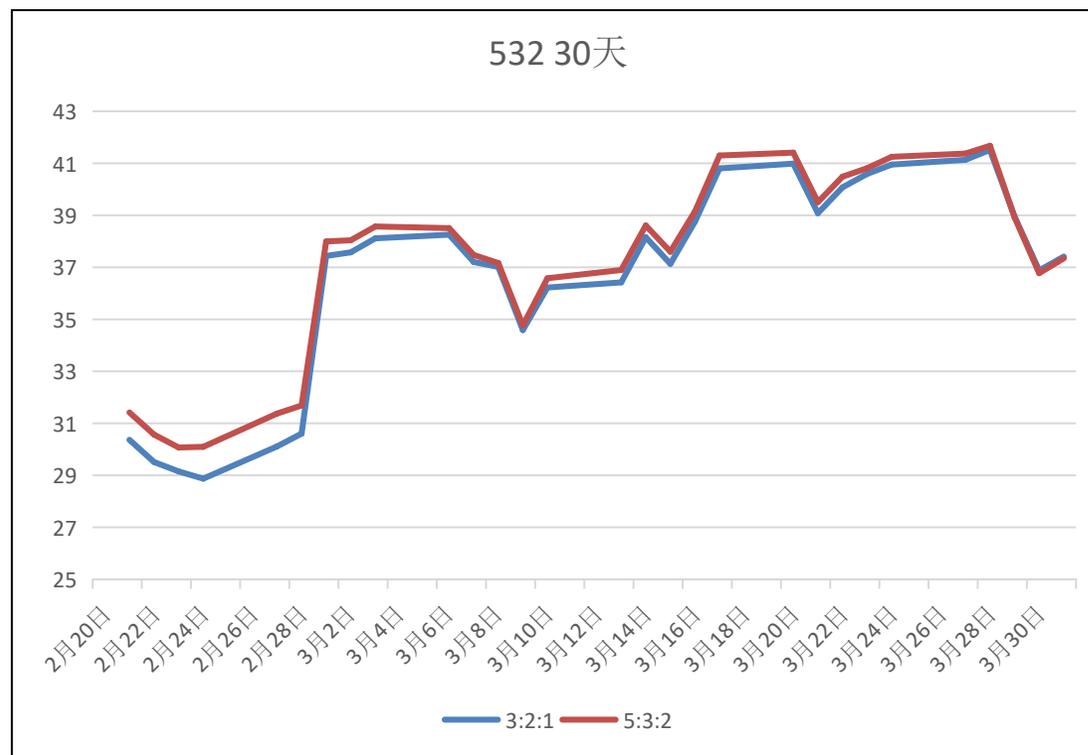
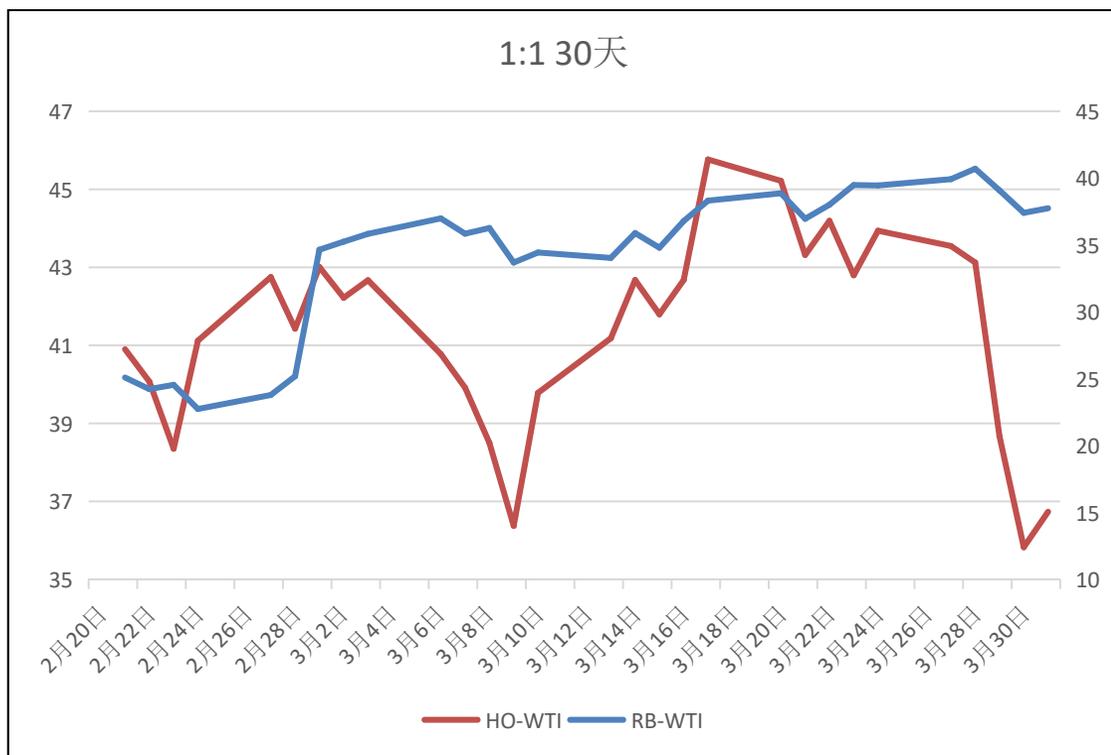
(5.4) 价差——SC月差

- SC原油期货月差结构在3月份同样出现了触底小幅反弹的走势，不过与期货盘面不同的是反弹力度相对有限。其中M1价差结构在3月份一度下跌至-3以下，但3月底有所恢复，但最终依然稳固在负值区间之内；而M2价差结构在3月中最低触及-2，并在3月底时间反弹至0值以上。造成这种现象的原因一方面是由于内盘近月的强势导致价差逐步缩小，另一方面则是市场对于远月需求的修复提振了远月合约的价格。因此4月当中预计这种价差结构将持续存在，届时或存一定的反套机会。



(05-06、06-07月差)

(5.5) 价差——裂解价差



(美汽柴油裂解价差)

- 3月份国际汽柴油裂解价差走势明显分化，其中汽油裂解价差依然处在绝对高位，一方面是由于美国炼厂的低开工率导致汽油产量难以跟上市场消费的复苏，另一方面则是由于后半程时间原油价格的反弹导致成品油利润的高涨。从高比例裂解价差可以看出，虽然柴油利润在3月有所下滑，但整体影响有限，因此可以遇见的是4月裂解价差或存进一步的震荡走强机会，进而导致内盘存在多配成品油空原油的套利机会。

04

观点小结

3月国际油价整体大幅下跌之后触底反弹，虽然整体月线录得均有一定幅度的下跌，但月内波动幅度剧烈，其中美油月线录得下跌1.48%但月中波动幅度达到16美元之多，布油月线录得3.83%但波动幅度同样达到16美元，SC月线则录得下跌3.79%且波动幅度达到了47元/桶。

就目前的局势来看，金融属性随着银行业事件的降温以及美联储加息的暂时告一段落，在近期或有所缓解，对油价影响有限；而商品属性方面，供给端OPEC维持减产与俄罗斯减产延续，以及需求端全球消费回暖等因素或在近期导致油价尚存3-5美元/桶的反弹空间。因此综合来看，油价短线之内仍存一定的上行动力，但缺乏大涨驱动，所以操作上建议内盘依然以短差为主，谨慎偏多为辅，前多可及时止盈离场，同时下游品种中可考虑多配裂解价差；在目前国内产业链上下游价格处在高位之际，由于下行的风险仍未完全消除，近期或为套保进场的良好时机。

上行风险：国际地缘政治冲突加剧、欧美经济迅速缓解降温加息预期

下行风险：国际需求修复不及预期、全球经济衰退预期加剧、银行业风险持续发酵

- 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

