

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）

多空消息博弈但基本面托底 油价震荡重心仍存上行可能 ——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3日



长安期货
CHANG-AN.FUTURES

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6月前半程时间宽幅震荡运行，后半程时间偏强震荡，最终稳固于550元/桶上方。预计本月时间国内原油期货价格或仍存重心上移可能，建议可谨慎偏多布局，但在宏观经济下行压力的影响下整体涨幅或有限，因此不宜过度追涨。

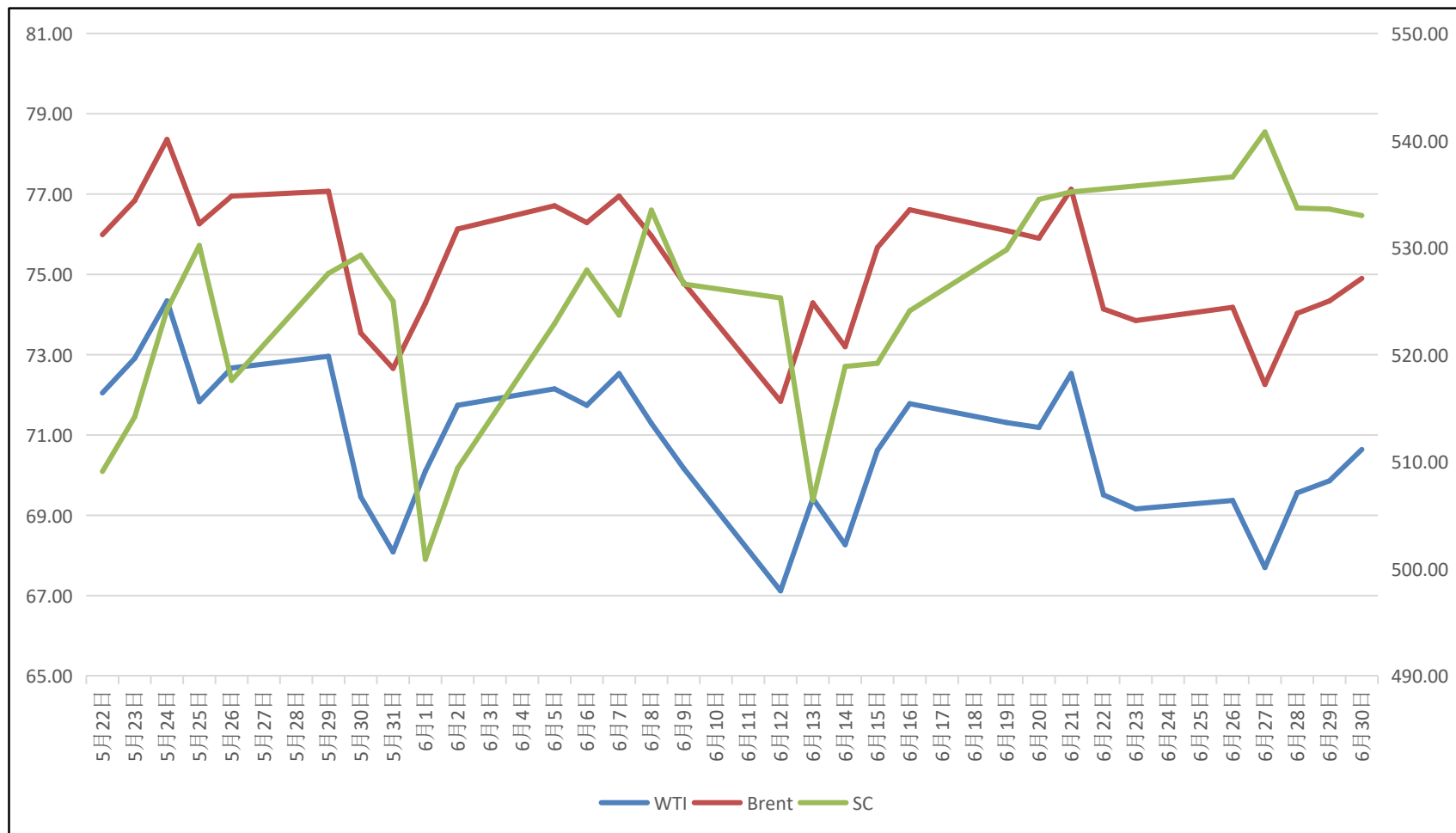


(SC主力合约月度K线走势图)

02

行情回顾

- 三大原油期货在6月份整体宽幅震荡，虽然前半程时间价格依然有所下移，但后半程时间有所发力，最终月线录得有所上涨。6月期间国际原油市场上基本面仍未出现明显变化，油价在连续上探无果的情况下供需托底作用明显，但宏观经济下行压力依然存在，导致上方涨幅整体有限。



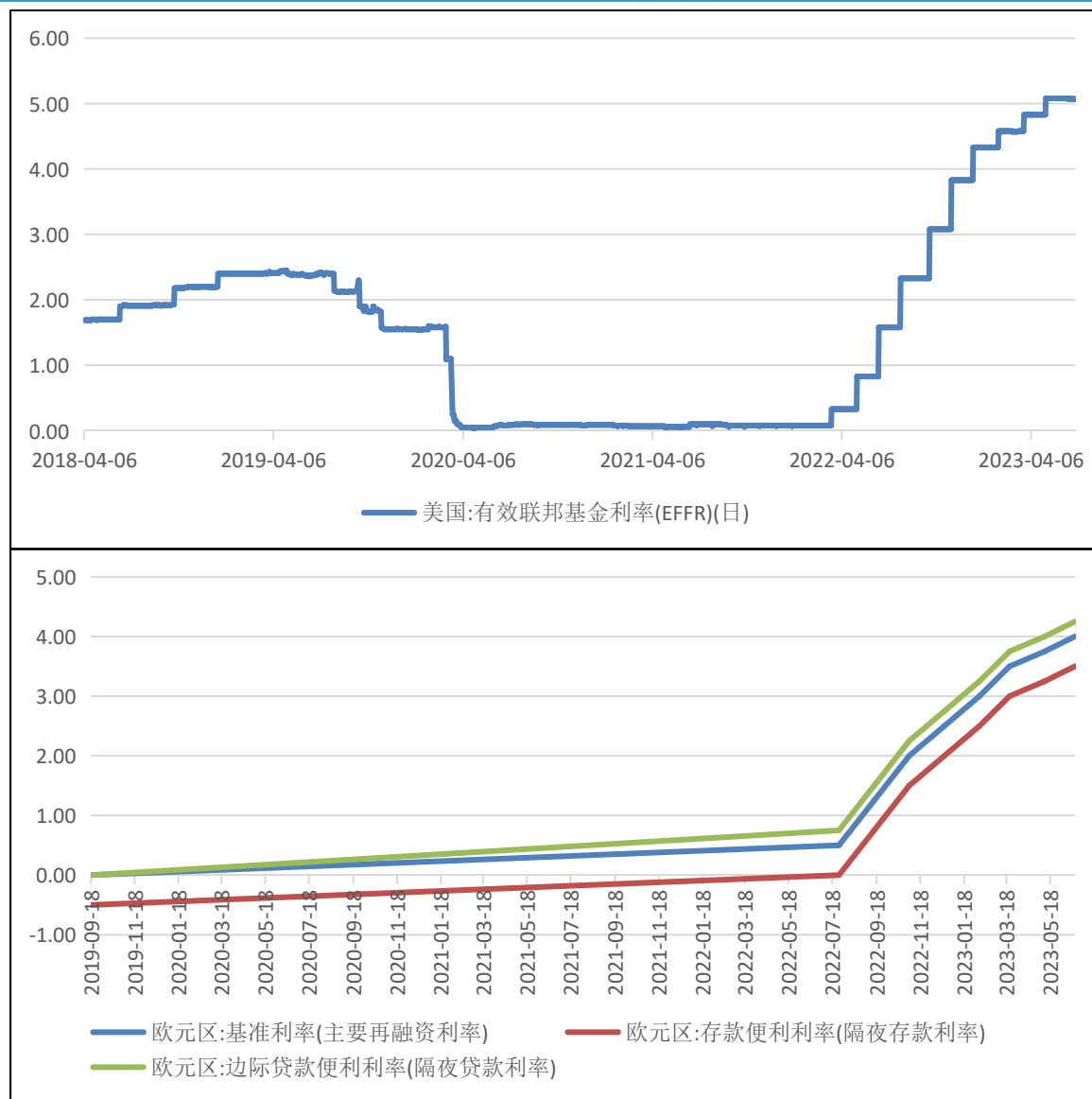
(WTI、Brent、SC(右)主力合约月度K线走势图)

03

基本面分析

(1.1) 宏观——欧美加息分化

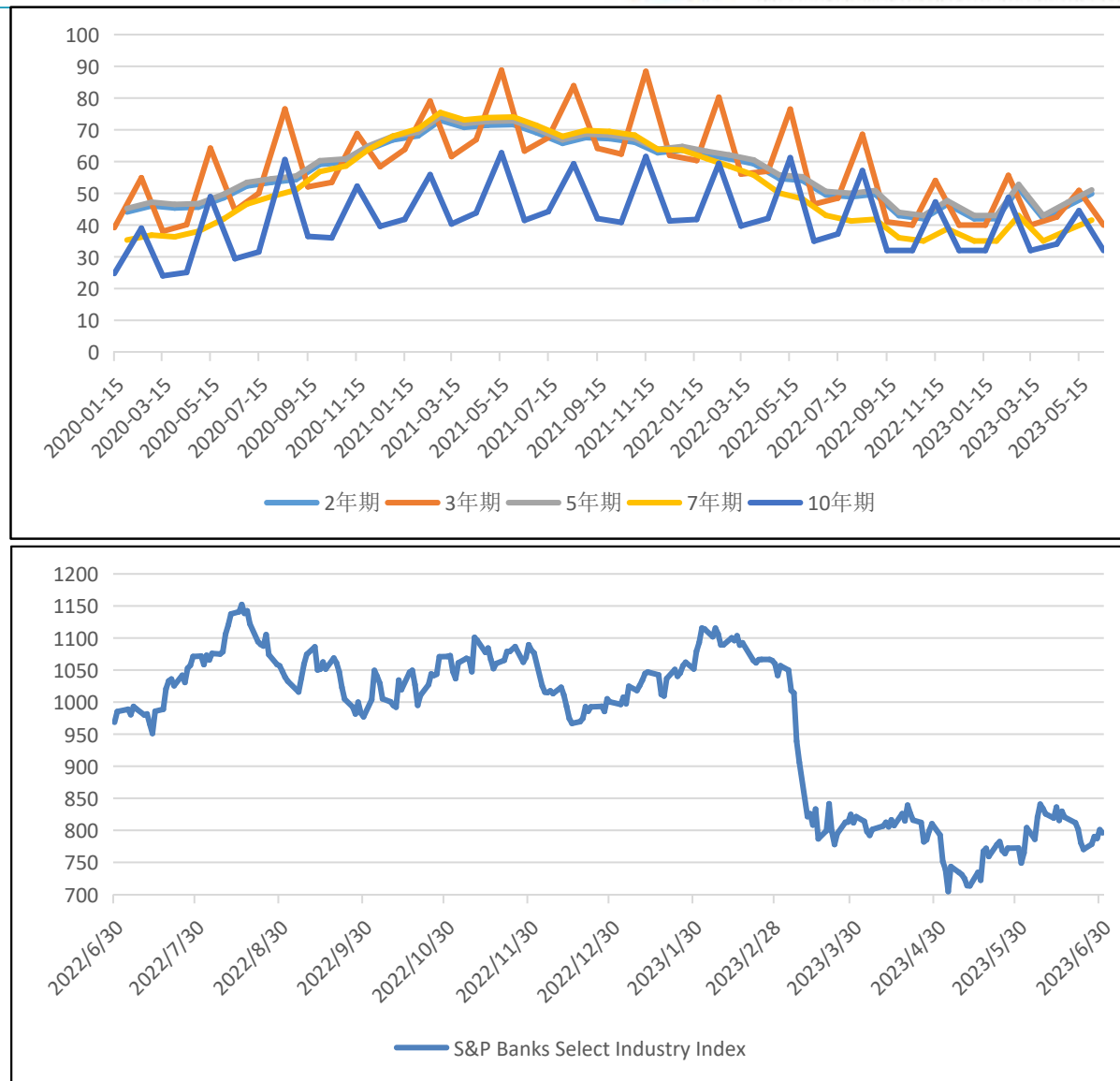
- 6月中旬欧美央行再度迎来了新一轮的货币政策调整周期，其中美联储本轮以暂停加息通过，而欧洲央行则以再度加息25个基点落幕。就美国市场而言，会议结果虽然基本符合市场的预期，但同时会议内容在向市场暗示了本次停止加息只是暂时的，更加紧缩的货币政策可能会在未来某个时刻恢复，这也导致尽管6月会议以暂停加息告一段落，但市场对于7月会议上再度加息的预期逐步高涨；就欧洲而言，这是自欧洲采取紧缩性货币政策之后的连续第8次加息，会议结果导致欧洲借贷成本自此升至22年高位。两大会议结束之后美元指数明显受到压制，而以欧元为主的非美货币则在连续疲软之后迎来了短暂的反弹。对于市场来说，更为关心的是在7月底时间再度举行的议息会议结果，目前普遍预期为7月份美联储将再度加息25个基点，虽然对于至年底时间的加息周期与幅度的预期仍存分歧，但短期之内货币政策对油价的压制作用或持续存在。



(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——美国银行业危机暂平

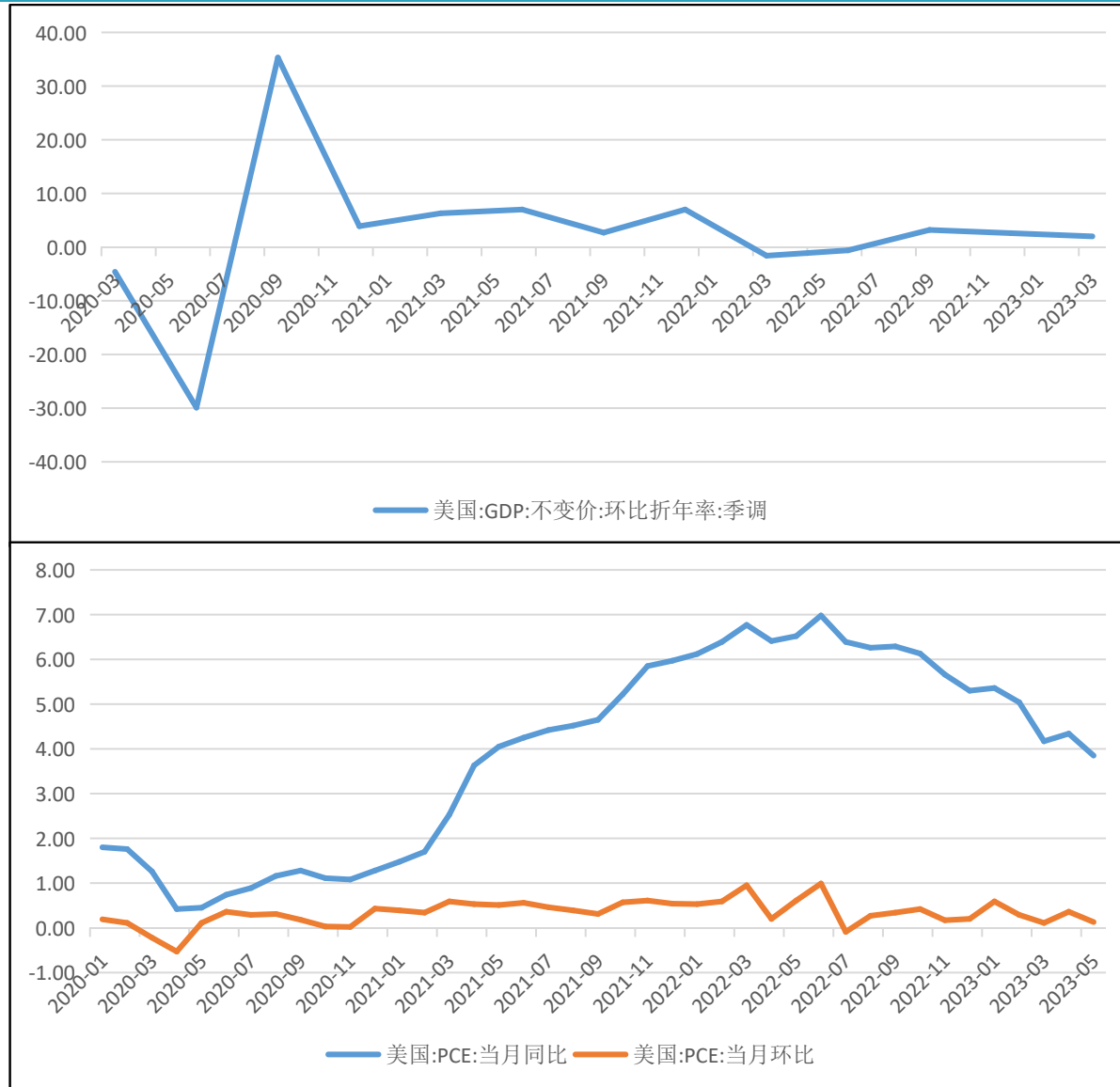
- 6月初时间美国债务上限法案由白宫签署正式通过。虽然法案的通过暂缓了美债违约的风险，但后续美国发债的问题引起了市场担忧：摩根大通此前曾预计，到2023年底，美国政府将需要借入1.1万亿美元短期国库券，未来4个月将净发行8500亿美元国库券，庞大的新债规模或严重冲击美国中小银行的生存条件；同时，6月中旬有市场消息称，美国银行业正推动软化一项提高银行资本金要求的重大监管提案，让更严格的资本规则适用于资产超过1000亿美元的小型银行，其中主要冲击的将是在近年银行业危机中遇到流动性危险的银行。以上信息虽然短期之内并不会引发市场明显的动荡，但结合3、4月份由银行业危机引发的大宗商品价格下跌，若未来美国银行业再度面临流动性危机，那么油价或承压受挫。



(美国国债发行额(上) S&P银行业指数(下))

(1.3) 宏观——美国经济数据“强劲”

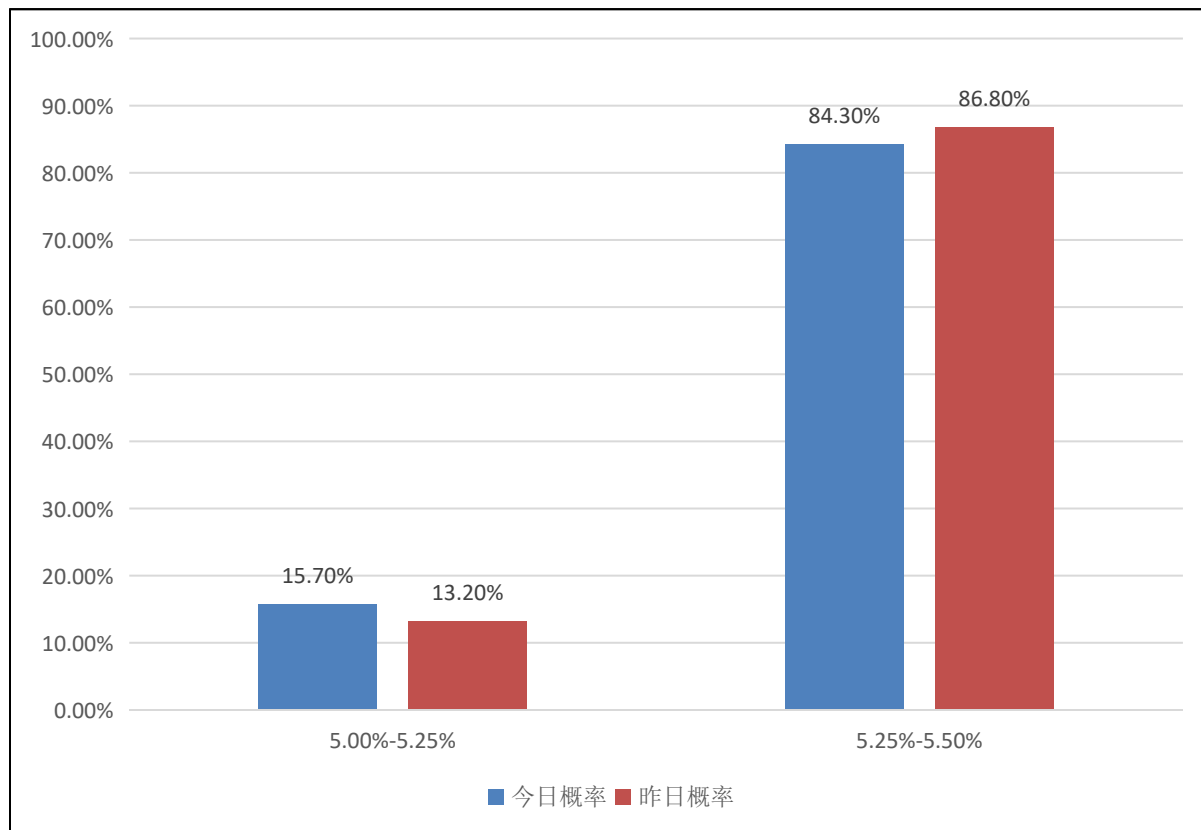
- 6月最后一周时间，美国公布了一系列强于市场预期的经济数据，其中美国今年一季度GDP年化数据大幅上修至2%，比1.4%的普遍预期多出两个标准修正差，为美国GDP十多年历史以来的最大修正值，主要变化得益于进出口数据的贡献有所增长；虽然美国5月个人消费支出月率数据录得0%，但一季度PCE数据终值录得4.2%，远超出市场预期与前值的3.8%，是近两年以来最强劲的增长步伐；同时截至6月24日周度的美国初领失业金人数录得23.9万，大幅下降了2.6万人，分别低于市场预期和前值的26.5万与26.4万人，创下了自2021年10月以来的最大降幅。除此以外，美国5月新屋销售总数年化录得76.3万户，为2022年2月以来新高；5月耐用品订单月率1.7%，远超出前值的1.1%与预期的-1.0%；6月谘商会消费者信心指数录得终值64.4，超出预期与前值的63.9，为2022年初以来的最高水平。虽然部分数据从月度角度来看与市场预期水平大致相似，但更多的市场数据表明美国市场仍旧处在相对强劲的阶段，同时以上数据的强劲极大程度上缓解了市场对于未来美国经济陷入衰退的担忧情绪，导致投资者再度押注未来美联储将在年底之前再度进行加息。



(美国季调GDP(上) 美国PCE变化(下))

(1.4) 宏观——7月加息预期高涨

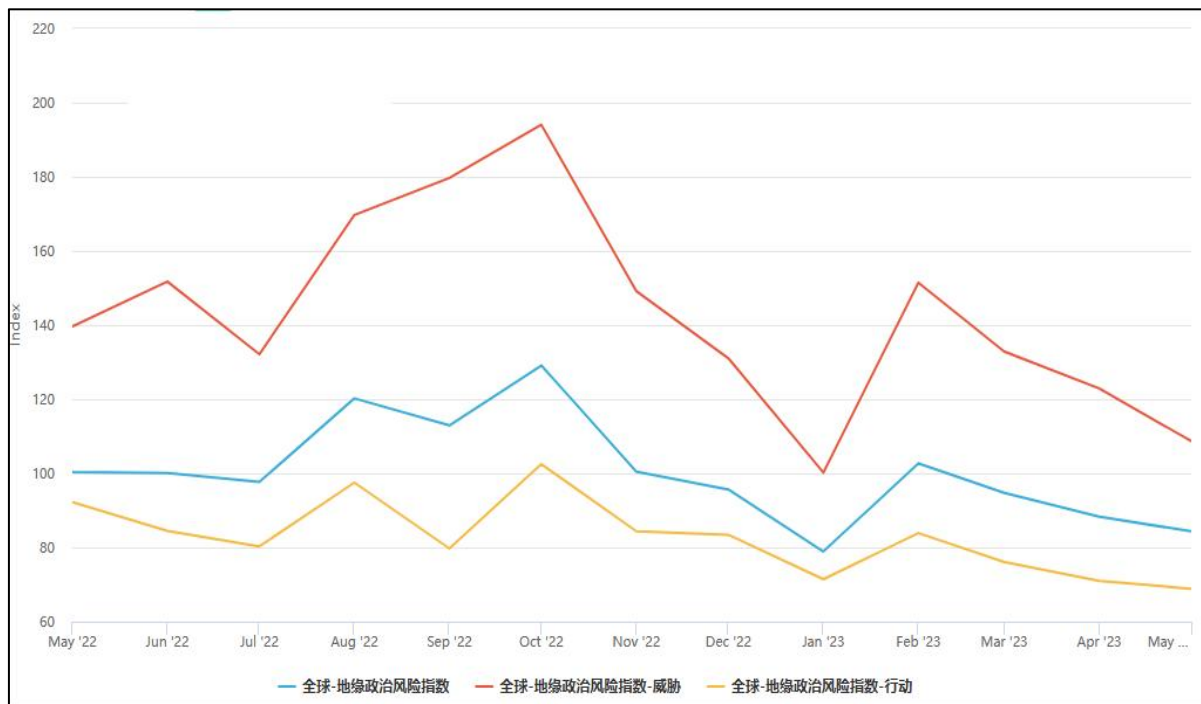
- 而提及加息，6月最后一周时间美联储主席鲍威尔、欧洲央行行长拉加德、英国央行行长贝利以及日本央行行长植田和男共同在葡萄牙辛特拉出席小组讨论。其中鲍威尔维持了6月FOMC会议以后新闻发布会上的表态，预计年内可能还会进行两次但间断的加息，但也不排除连续加息的可能性。在提及美联储最为关心的控制通胀时，鲍威尔表示，过去六个月商品价格通胀一直在下降，但非住房服务方面还没有真正看到太大进展，并认为劳动力成本确实是服务业通胀持续存在的“罪魁祸首”，需要就业市场恢复供需平衡，因此也再次强调不会修改通胀目标。此后可以看到美联储利率掉期显示市场预计年内将会进行第二次加息的可能性已经上升至50%，CME观察工具也显示7月加息25个基点的概率上升至88%。若后市中美联储如期加息，那么可以预见的是，随着欧美央行紧缩性货币政策的延续，大宗商品价格或再度承压。



(CME加息概率预期)

(1.5) 宏观——地缘仍存不确定性

- 地缘政治问题在近期依旧是困扰原油市场的一大不确定性因素。其中，俄罗斯内部的瓦格纳兵变虽然在6月最后一周时间迅速降温，但后续的发展并没有出现明显的消息指示，市场仍在观察俄罗斯方面的态度；乌克兰表示将会在7月举办全球和平峰会，讨论乌方为化解俄乌冲突所提出的和平方案，但此前乌克兰领导人泽连斯基曾表示将不会接受任何条件下俄方提出的谈判，结合克里姆林宫始终延续的强硬外交态度，会谈结果同样充满不确定性；同时，欧洲国家内部的动荡愈演愈烈，截止上周末时间法国已经连续5天发生内部骚乱，毗邻的比利时与瑞士也出现了骚乱的迹象，欧洲社交媒体上已经开始担忧荷兰与德国也岌岌可危。欧洲大量国家虽然目前正在从去年以来经济的衰退中逐步恢复，但此时的内部动荡或大大延后经济的修复水平，若内部骚乱在未来进一步扩散至更多的国家与更大的范围，那么欧洲地区的经济将再度承受较大的压力，进而对原油价格形成较大的影响。



(地缘风险指数GPR)

(2.1) 供给——OPEC+减产托底油价

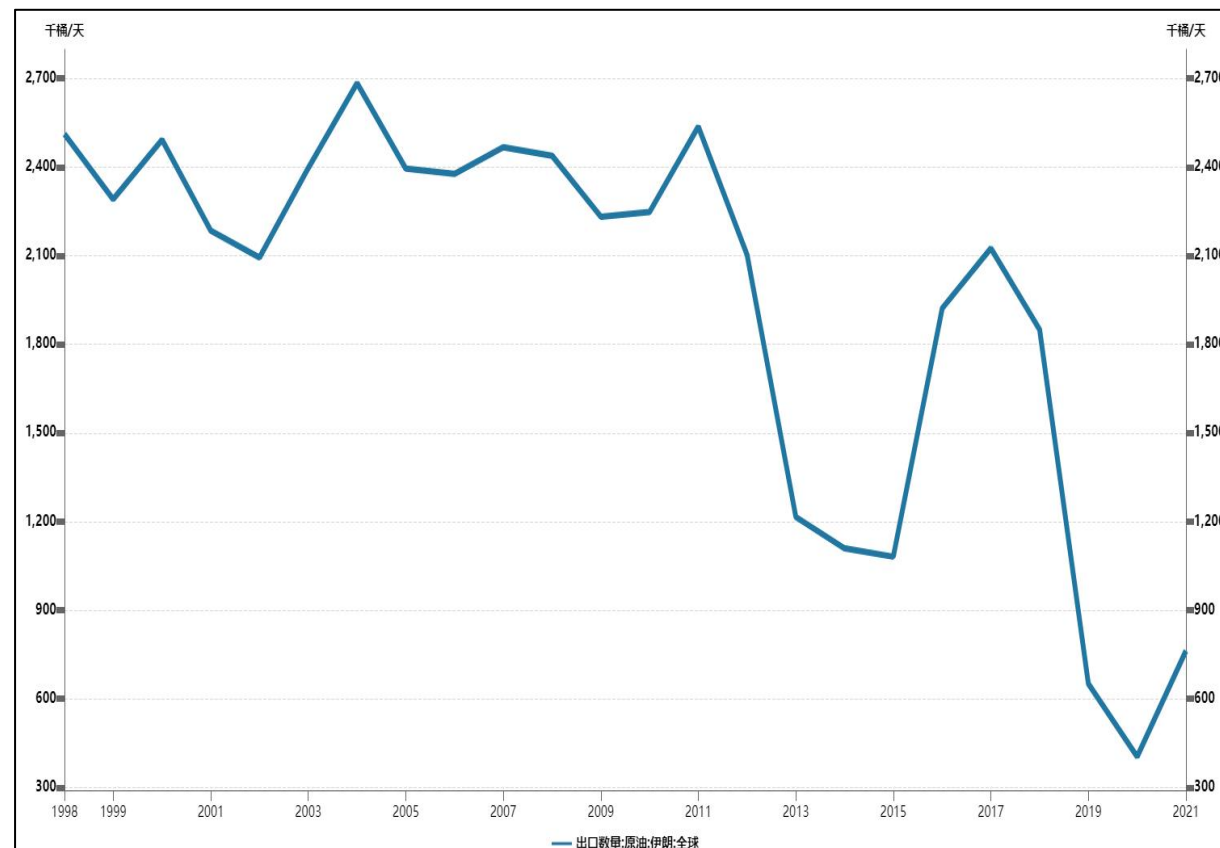
- 6月份OPEC公布了最新的月度市场报告，在产量方面，该组织5月份产量下降了46.4万桶/日至2806万桶/日，主要减产原因在于沙特以及其余成员国此前承诺的自愿减产正在生效。其中沙特阿拉伯产量为997.7万桶/天，较上月减少51.9万桶/天；阿联酋产量为289.4万桶/天，较上月减少14万桶/天；科威特产量为255.5万桶/天，较上月减少9.5万桶/天；伊拉克产量为413.7万桶/天，较上月增加2.2万桶/天；伊朗产量为267.9万桶/天，较上月增加6万桶/天；尼日利亚产量为126.9万桶/天，较上月增加17.1万桶/天。从产量变化来看，主要减产集中在沙特、阿联酋、科威特之间，而产量的增加主要集中在尼日利亚、伊朗以及伊拉克之间，其中尼日利亚产量的恢复主要由于该国此前政治动荡导致产量存在大幅下滑所致。

(千桶/天)	4月产量	5月产量	减产幅度
阿尔及利亚	1010	973	-36
安哥拉	1091	1145	54
刚果	261	265	4
赤道几内亚	60	56	-3
加蓬	209	210	1
伊朗	2619	2679	61
伊拉克	4115	4137	22
科威特	2650	2555	-95
利比亚	1160	1169	8
尼日利亚	1098	1269	171
沙特阿拉伯	10496	9977	-519
阿联酋	3034	2894	-140
委内瑞拉	726	735	9
合计	28529	28065	-464

(OPEC产量)

(2.2) 供给——沙特减产影响不及美伊谣言

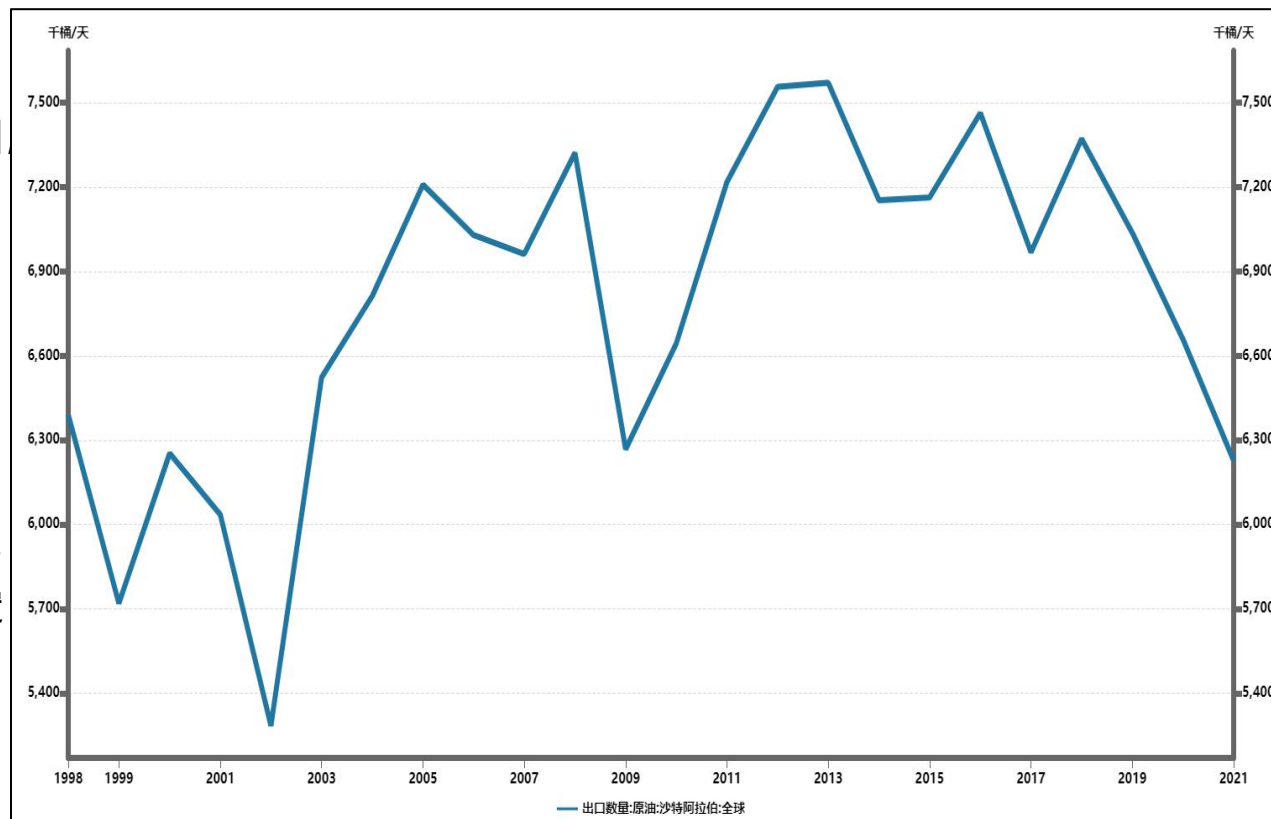
- 6月初OPEC+第35届部长级会议落幕，各成员国同意将此前的减产周期延长至2024年底，同时沙特表示将从7月份开始额外减产100万桶/日，减产期限一个月，如有必要，沙特可能将该减产措施延长至7月以后；而此后一则市场消息引发了市场的剧烈震荡：根据外媒报道，伊朗和美国即将达成一项临时协议，以减轻对伊朗的一些制裁来换取伊朗减少铀浓缩活动，而根据该协议内容，伊朗将被允许每天出口至多100万桶石油，并可以动用其在国外收入和资金，虽然随后此项消息便被白宫出面证伪澄清，但油价在盘中仍旧一度大幅暴跌超过4%。这项虚假消息的影响虽然在此后的交易中被逐步抹平，但从中不难看出的是伊朗原油的回归与否对于市场的冲击依然巨大，作为坐拥全球第四大原油储备的生产国，从伊核协议进入停摆之后市场就始终在关心伊朗原油正式回归的契机。



(伊朗原油出口)

(2.3) 供给——OPEC新一轮会议举行

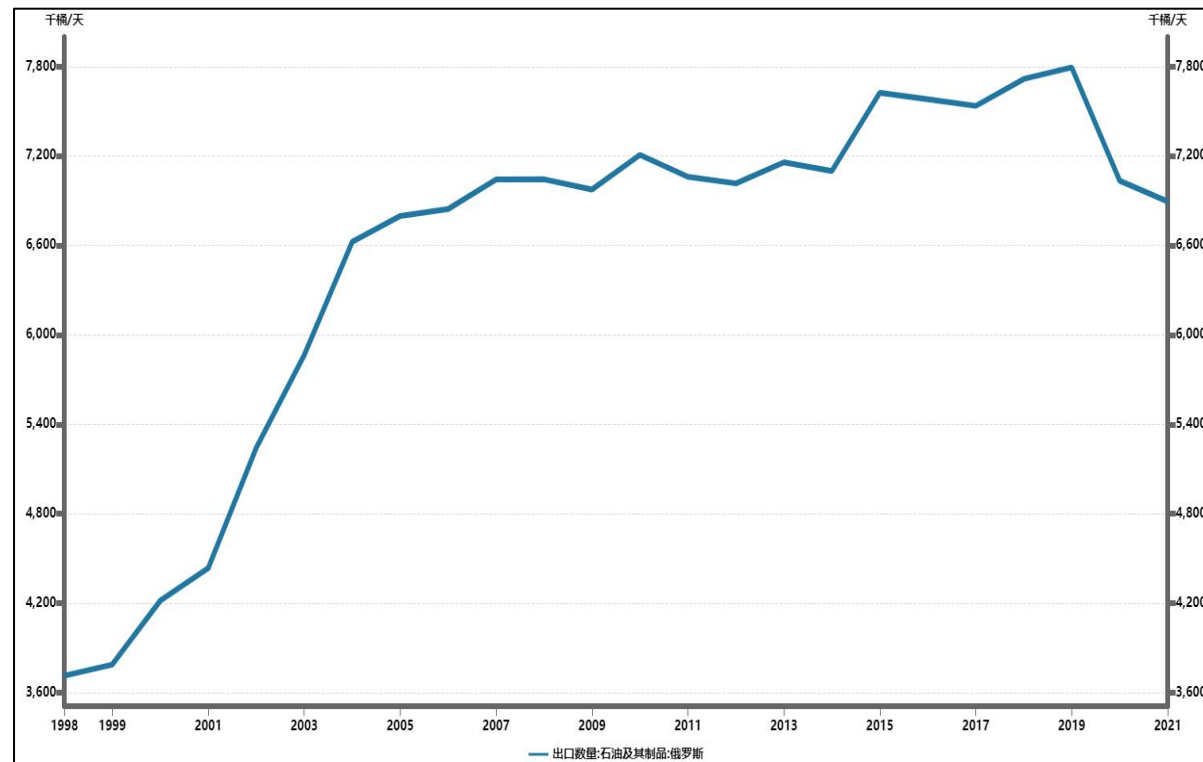
- 7月5日至7月6日OPEC将在维也纳的霍夫堡宫召开新一轮会议，但据市场消息称本轮会议上OPEC将再度拒绝路透社、彭博社和华尔街日报的记者参与，而据英国金融时报称，该禁令由沙特能源部长提出。值得注意的是，沙特作为OPEC中握有绝对话语权的石油输出国在上轮OPEC+会议上曾一度提到为了稳定后续的油价发展，将从7月份展开为期30天规模为100万桶/日的额外减产，该减产规模占到目前沙特整体产量的10%，根据国际货币基金组织IMF的测算，沙特目前需要接近每桶81美元的油价才能实现收支平衡，而这个水平远高于目前的Brent与WTI原油价格，也因此目前有市场参与者担忧为了实现高油价的再度出现，沙特极有可能在7月份之后再度宣布延长额外减产的周期，这一观点也将为本周时间的OPEC会议增加一定的不确定性。同时值得关注的是，虽然沙特作为全球主要的石油输出国，但随着美国页岩油革命的成功，美国对于沙特原油的依赖水平已经得到了极大程度的缓解，且伴随着今年以来美国原油产量水平的不断攀升，在原油传统消费旺季的主动减产极有可能导致沙特的市场份额遭到冲击，届时可能导致沙特再度衡量减产的可行性。



(沙特原油出口)

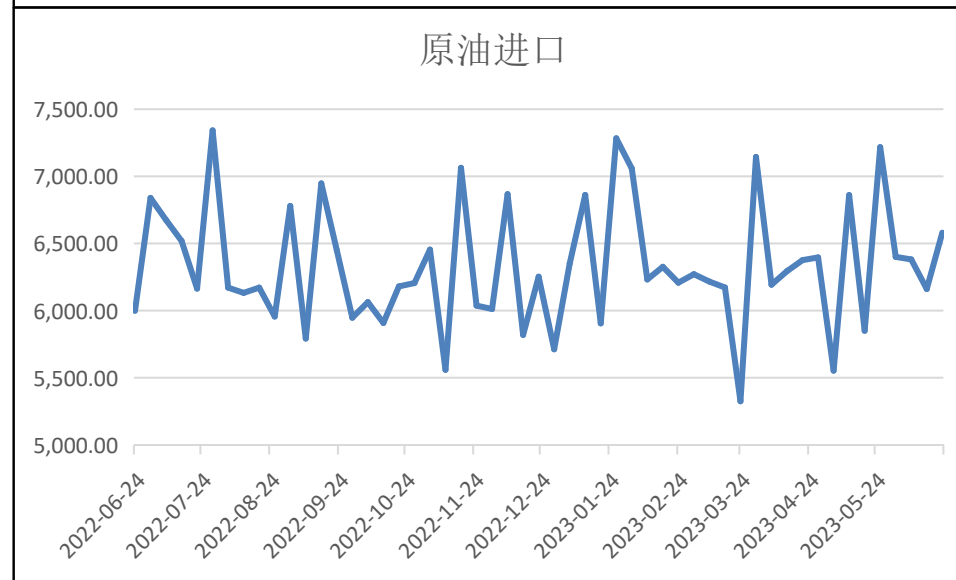
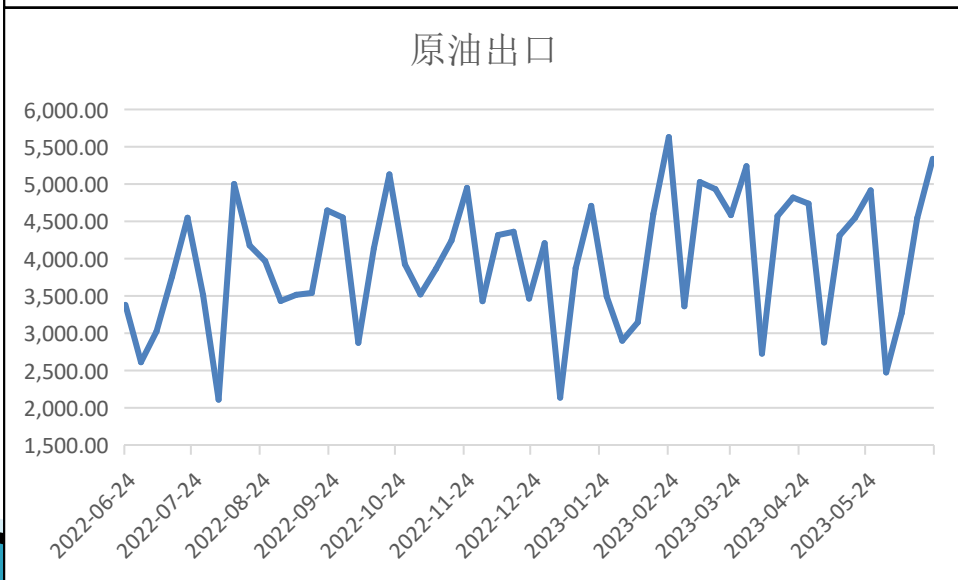
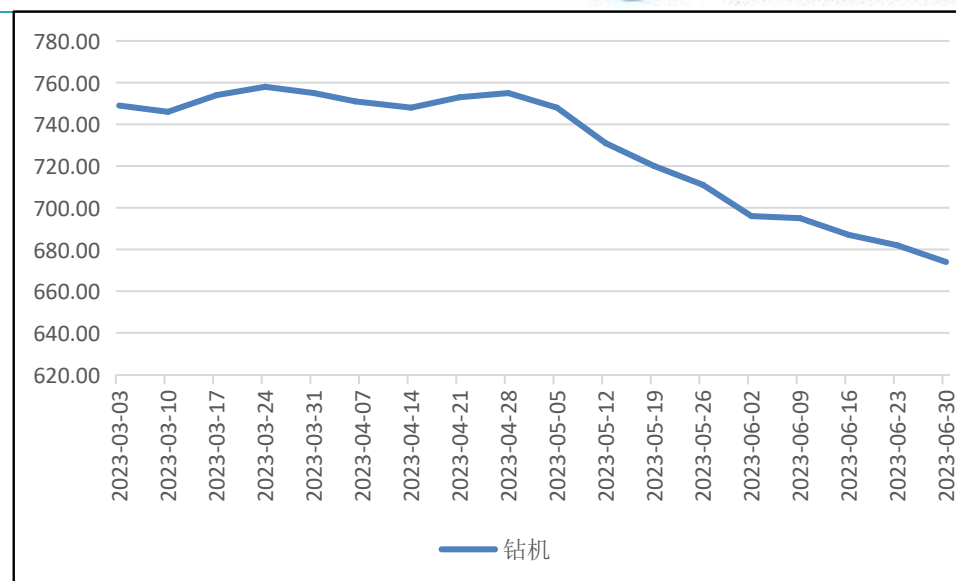
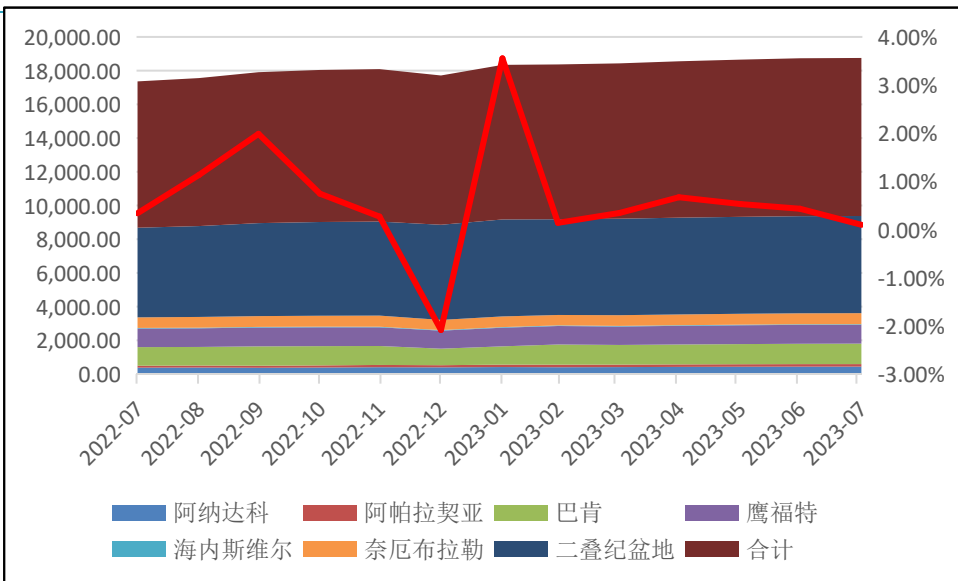
(2.4) 供给——俄罗斯海运锐减

- 俄罗斯方面近期海运数量的下降也引起了市场关注，但海运输量的减少并非由于此前提及的主动减产50万桶/日，而是由于俄罗斯本国炼化水平的攀升。随着炼厂维护期的结束，虽然截至6月25日当周，从俄罗斯港口出口的原油流量每天减少约98万桶，但俄罗斯炼油厂将原油加工量提高至10周来的最高水平，根据市场消息，在截至6月21日的一周内，俄罗斯每天加工逾560万桶原油，较前一周增加了11.5万桶/日。以上两大数据的变化导致市场对于俄罗斯维持减产的决心产生了一定的疑问，而作为俄乌冲突以来绝对的油价影响因素核心，该国的原油出口与炼化水平值得持续的关注。



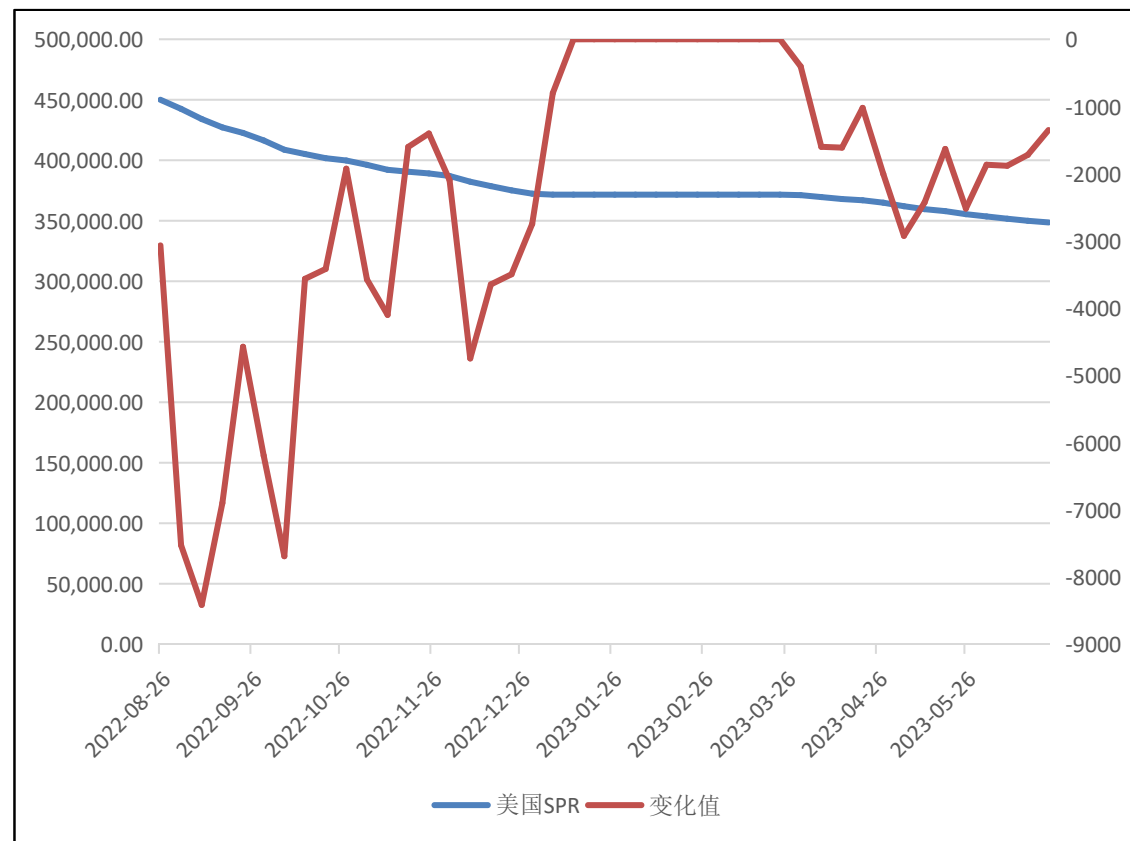
(俄罗斯出口)

(2.5) 供给——美国产量持稳出口增加



(3.1) 需求——美国展开收储

- 6月初时间，在油价受到美伊假消息影响闪崩4%之后，美国能源部表示已与五家公司签订供应合同，将在8月以平均每桶73美元的价格为战略石油储备（SPR）补充310万桶石油，这五家公司包括大西洋贸易与营销公司的100万桶、埃克森美孚的90万桶、贡沃尔美国公司的60万桶、麦格理商品集团的30万桶以及太阳石油公司的30万桶，同时美国能源部还表示已开始征求另外300万桶原油的订单，投标将在6月20日之前收到，并在月底前授予合同，此轮美国收储的规模是多年以来的最大规模，也终于是兑现了此前在低油价时期收储的承诺。从俄乌冲突之后，美国为了应对由高油价引发的高通货膨胀，创纪录的大规模释放了1.8亿桶的战略原油储备，并在此之后承诺将在油价进入68-72美元/桶之时大规模收购原油来补充储备，虽然在前期油价连续重心下行之际美国政府并未出手，一度引发了市场对于收储意愿的怀疑，但本轮的收储意味着战略原油储备的重新建立依然是美国政府的考虑，即便整体600万桶的规模相较于去年至今1.8亿桶的释放规模来说依然有限，但正式收储的开端意味着市场后续将持续受到影响。



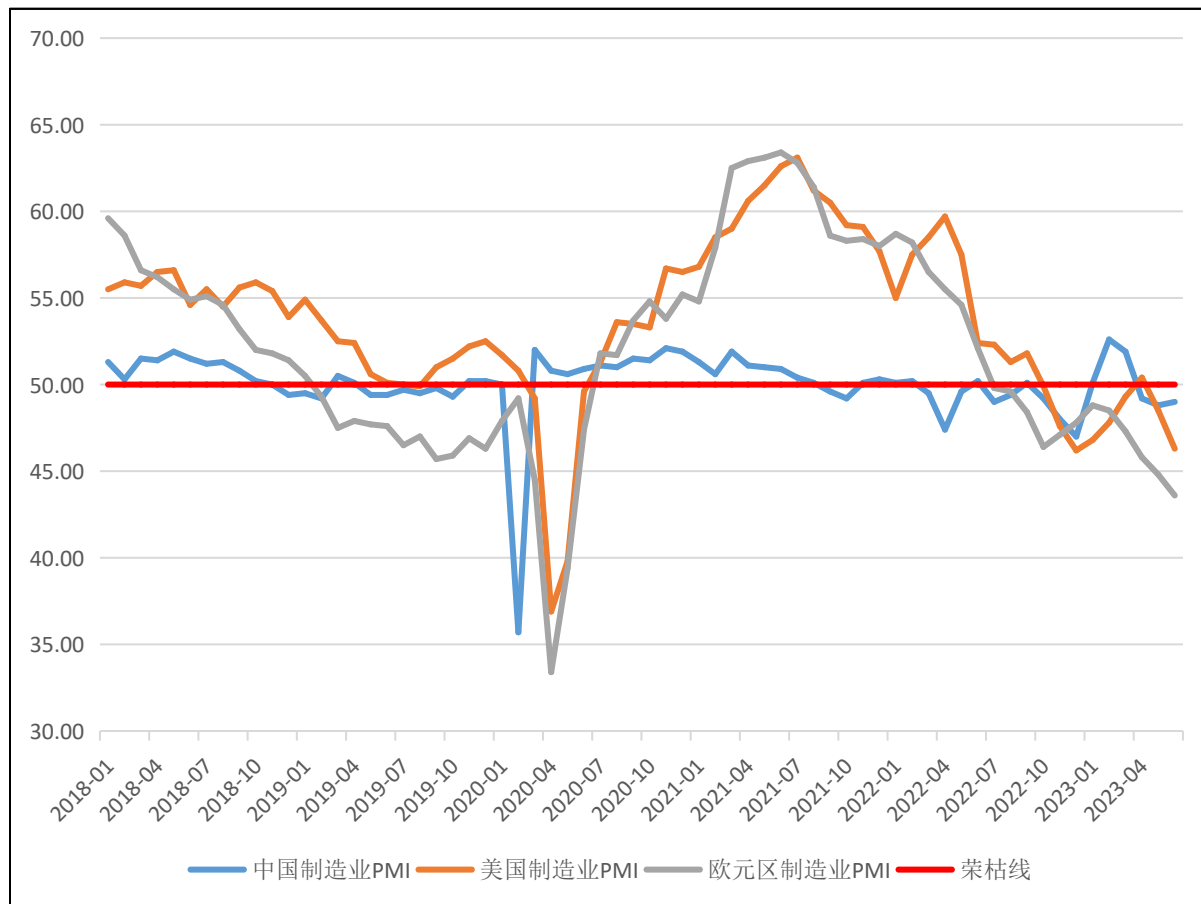
(美国SPR变化)

(3.2) 需求——机构观点分化

- EIA月报当中，在需求方面，EIA的观点与此前基本保持一致，需求的增加主要来自于成品油消费的回暖，将2023年全球原油需求增速预期上调3万桶/日至159万桶/日，此前预计为156万桶/日，将2024年全球原油需求增速预期下调2万桶/日至170万桶/日，此前预计为172万桶/日，EIA对全球原油和液体燃料总消费量的预测总体保持不变，2023年为1.0101亿桶/日，2024年为1.0271亿桶/日；
- OPEC原油市场月度报告当中，OPEC连续第四个月维持对2023年全球石油需求增长的预期不变，尽管该组织警告称，今年下半年全球经济面临不确定性上升和增长放缓。报告之中OPEC表示，今年全球石油需求将增加235万桶/日，增幅为2.4%，这与上个月预测的233万桶/日基本持平；同时也表示，在持续的高通胀、已经升高的关键利率和紧张的劳动力市场中，2023年下半年经济增长的不确定性越来越大，此外，目前还不清楚的地缘政治冲突可能如何以及何时得到解决；
- 6月最后一周时间OPEC秘书长曾表示到2045年，原油需求将增加到1.1亿桶/日，比目前的水平增加23%，但前一周时间IEA曾预测未来几年的原油需求增速将放缓，将从今年的240万桶/日减少到2028年的40万桶/日，且需求峰值即将到来。双方的观点虽然出现了一定水平的背离，但对于近数年时间全球原油消费水平的增长则是保持一致，其中均表示对于亚洲，尤其以我国与印度为代表的，将会推动全球原油需求的增长。

(3.3) 需求——制造业消费仍需验证

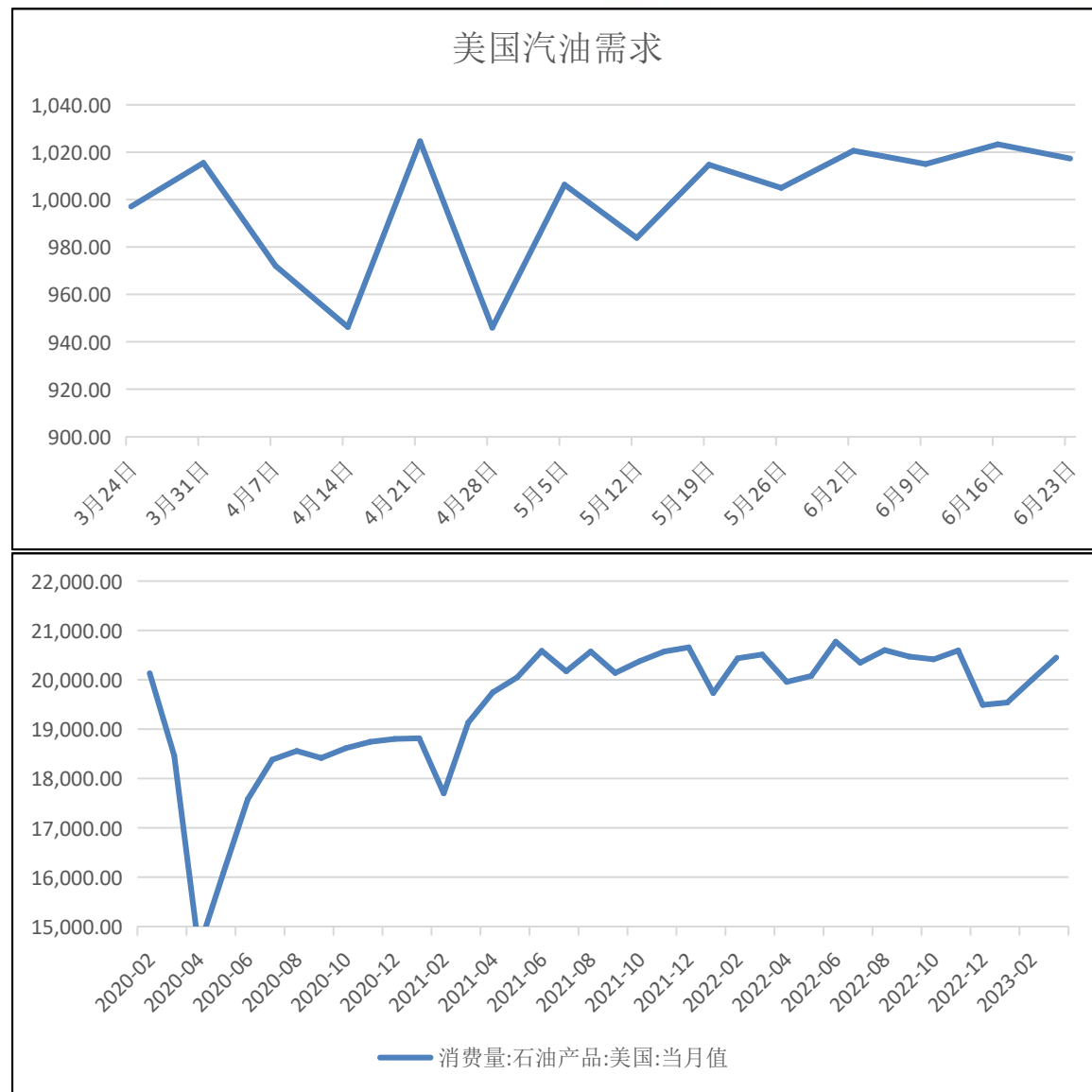
- 虽然长期角度原油消费依然乐观，但短期市场的表现仍旧需要一定数据的验证。其中，我国6月制造业PMI数据最新录得49，略高于前值的48.9，虽然仍处在荣枯线水平以下，但整体呈现出触底回升的态势，基本符合全球机构对于我国工业消费逐步恢复的预期。但欧美方面，英国6月制造业PMI 46.2，再度低于前值的47.1；欧元区6月制造业PMI初值录得43.6，法国6月制造业PMI初值录得45.5，德国6月制造业PMI初值录得41，均为37个月新低，数据公布后欧洲央行行长拉加德也表示制造业数据并没有为经济复苏提供希望；并且美国6月Markit制造业PMI录得初值 46.3，创6个多月新低，同样处在较低水平。纵观全球主要经济体的制造业数据不难发现，今年以来基本均处在荣枯线水平以下，且仍旧存在偏向衰退的迹象，这对于下方需求的提振效果明显有限，也因此，短期之内或难言欧美市场的工业消费可以对油价起到有效支撑，更多的应该将目光聚焦在夏季出行旺季的燃料消费之上。



(各国制造业PMI)

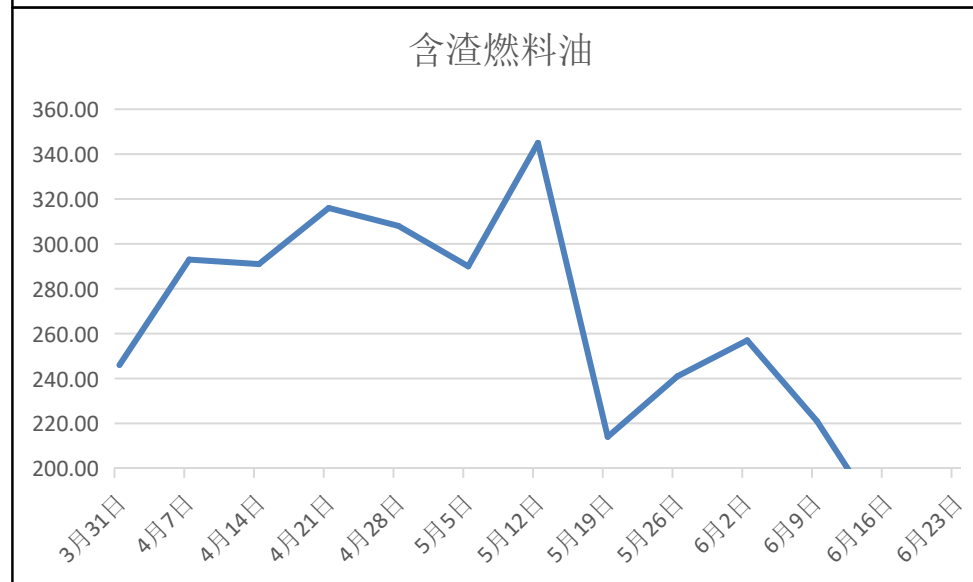
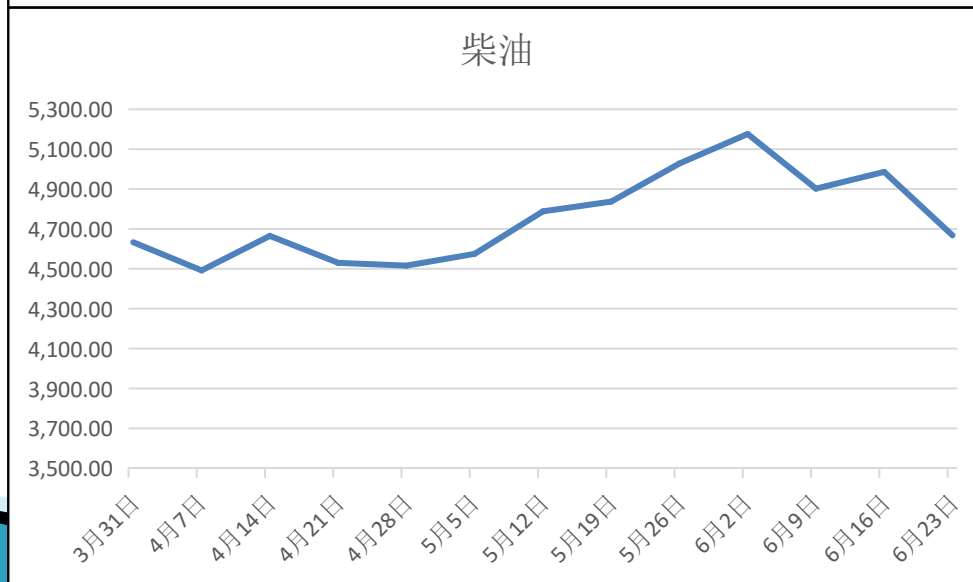
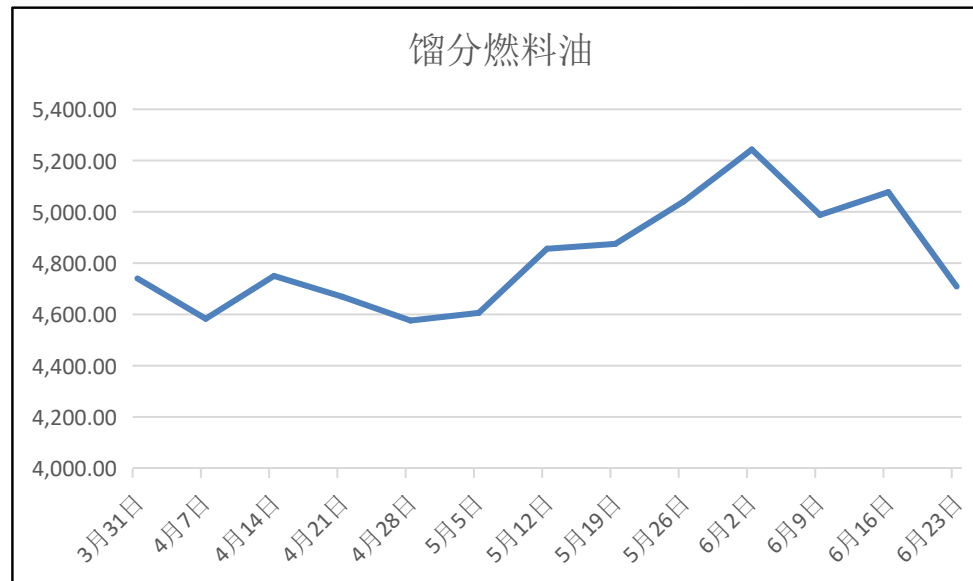
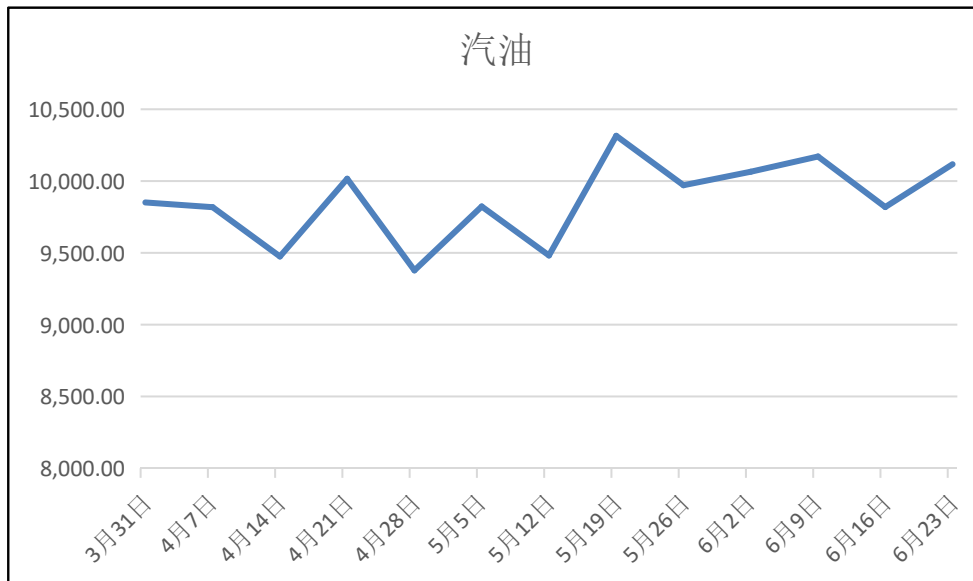
(3.4) 需求——季节性消费尚未兑现

- 虽然从6月份开始北半球将正式进入传统意义上的原油消费季节性旺季，但今年的消费恢复目前看来似乎并不乐观。尽管根据EIA的数据，截至6月初一周，驾车者对汽油价格疲软的反应是更频繁地上路，每天购买约920万桶燃料，比去年同期增加10万桶，但汽油使用量仍落后于疫情前的水平。根据咨询公司RBN Energy的数据，从2016年到2019年，美国平均每天消耗超过930万桶汽车和航空汽油，这一消费量在2020年下降至每天约810万桶，2022年反弹仅至每天约880万桶，而今年目前为920万桶的水平。这一数据虽然目前不具备完全的代表性，但从中可见的是目前的消费水平确实低于疫情前水平，同时考虑到EIA公布的5月份汽油的平均价格为每加仑3.66美元，虽然低于疫情时期的5美元/加仑的历史高点，但3.66依然是九年以来同期的第二高水平，高油价对于消费的抑制也同样不可忽视。因此，尽管需求方面整体预期向好，但今年剩余的时间内依然需求一定数据的验证

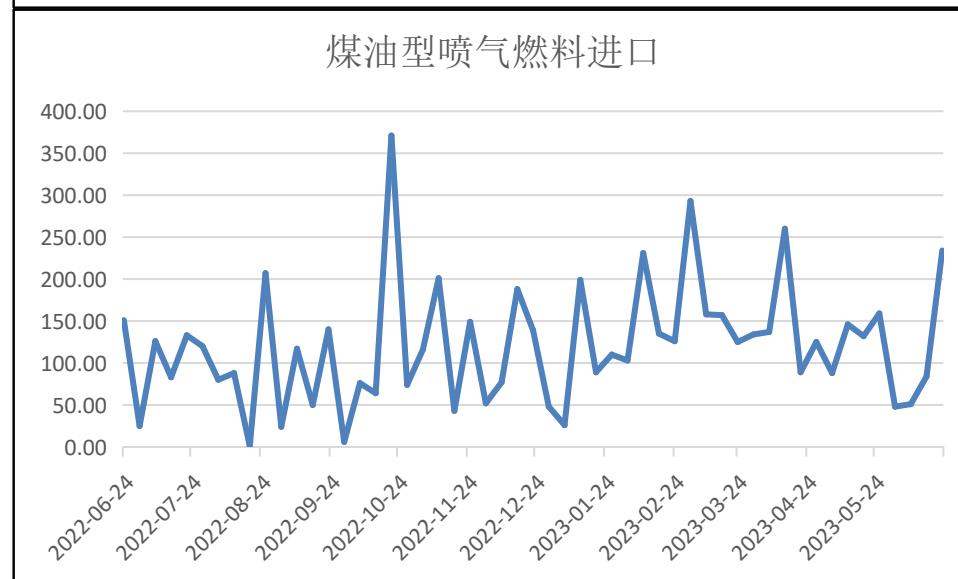
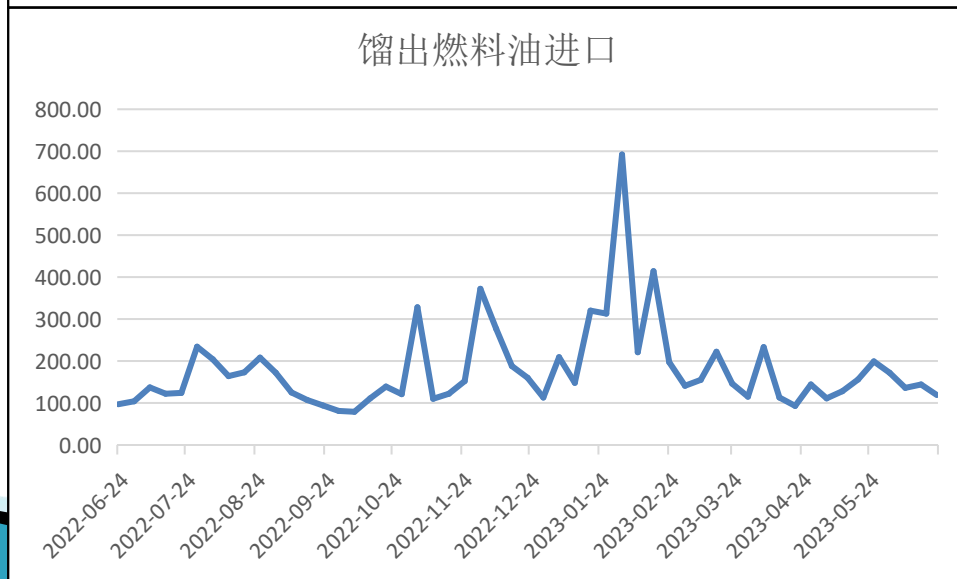
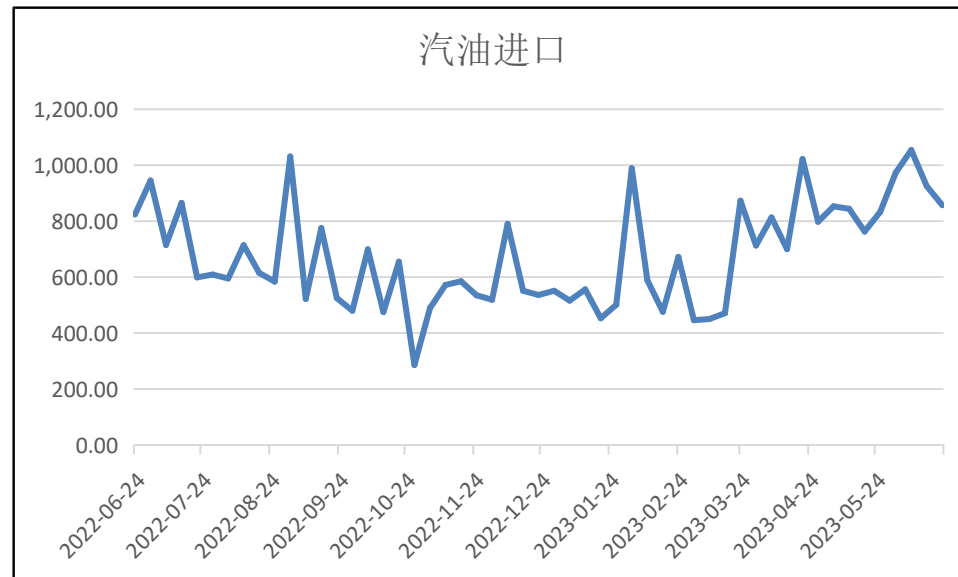
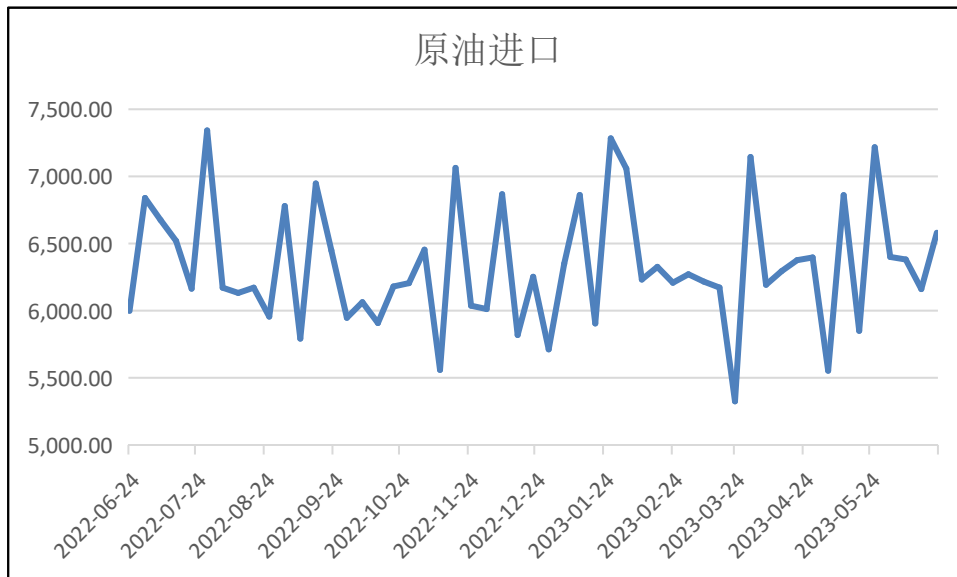


(美国汽油需求 (上) 原油引伸需求 (下))

(3.5) 需求——美国成品油产量分化

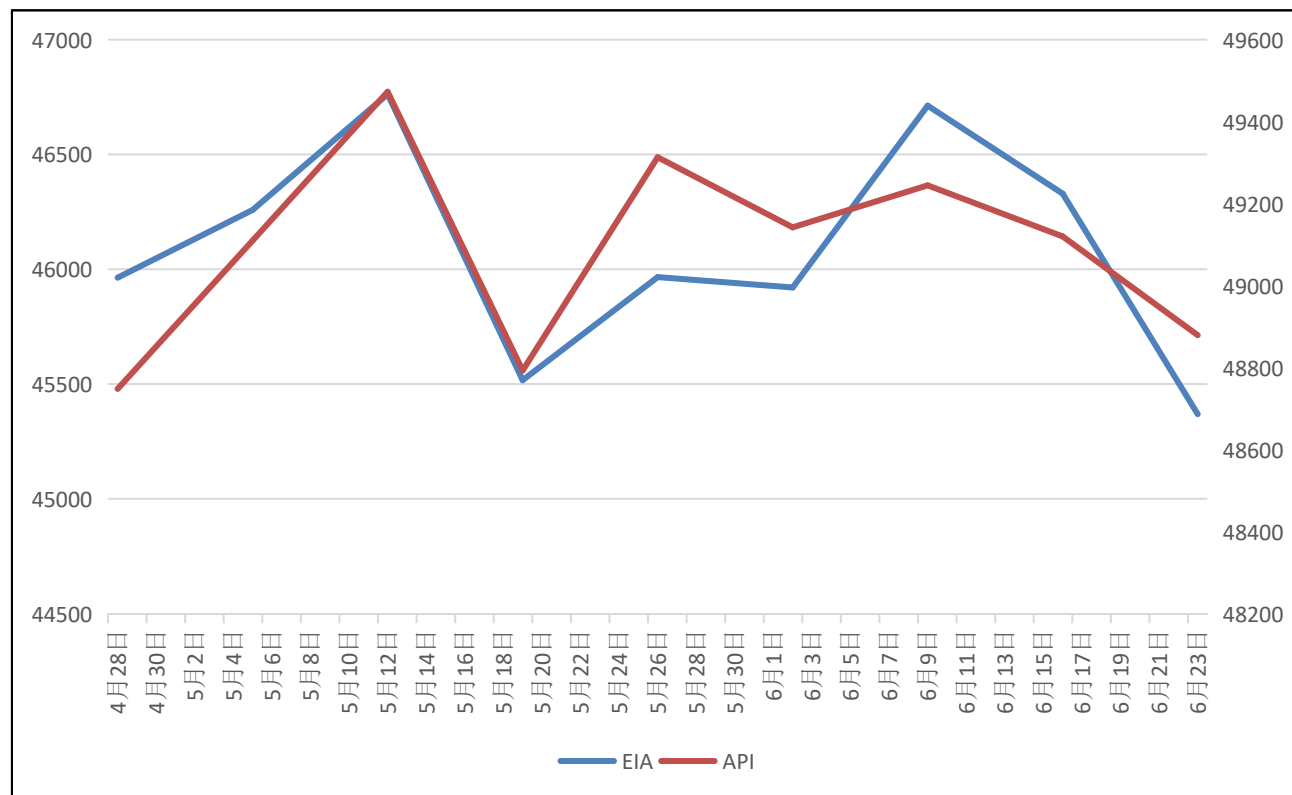


(3.6) 需求——美国进口减少



(4.1) 库存——原油库存再度去化

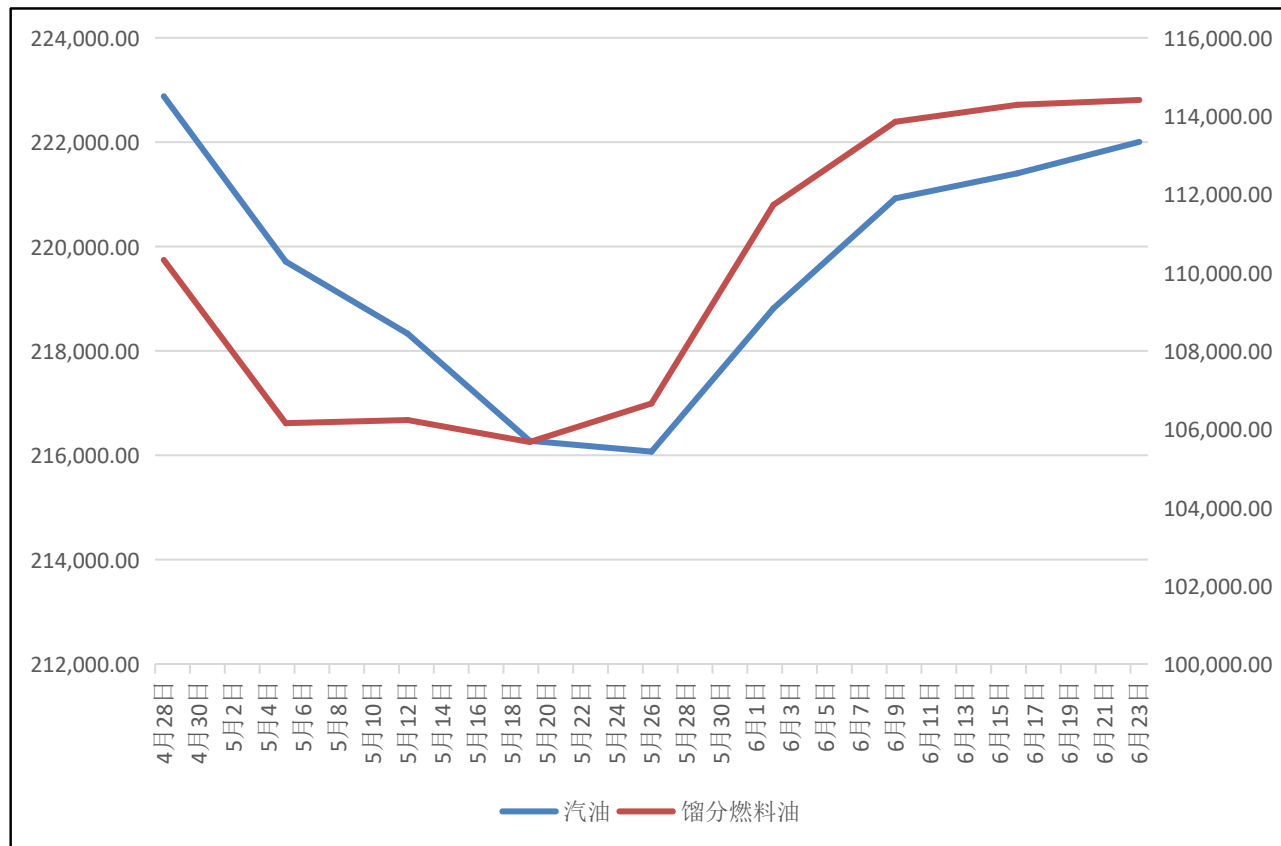
- 原油库存方面，截至6月23日当周，API数据录得原油库存下降240.8万桶，预期为下降146.7万桶，前值为下降124.6万桶，API数据再度出现连续去库；而EIA原油库存则录得截至6月23日当周则录得下降960.3万桶，预期为下降175.7万桶，前值为下降383.1万桶，降幅达到2.07%，为2023年5月19日当周以来最大降幅水平。本轮原油库存延续此前去库走势，而这一方面得益于美国目前炼厂的开工水平仍旧处在高位，另一方面则是得益于美国进口数量的连续下降以及出口数量的连续增长。



(EIA/API原油库存)

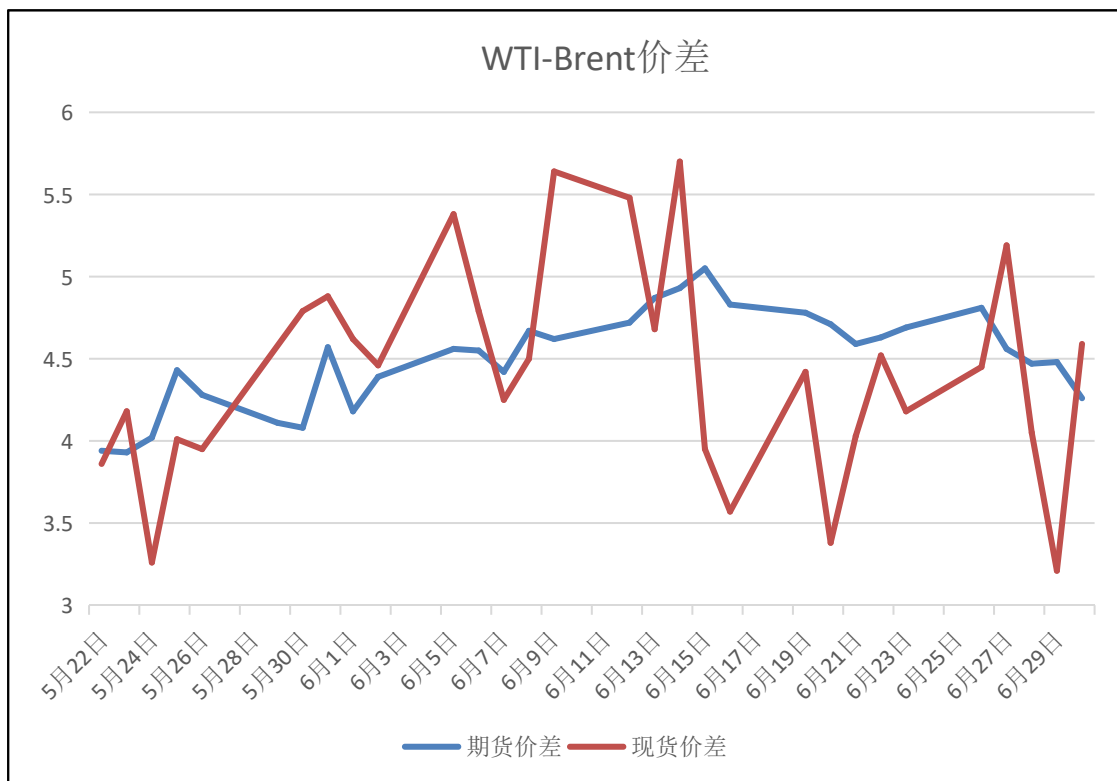
(4.2) 库存——成品油库存得以积累

- 而在成品油库存方面，EIA数据显示截至6月23日当周，汽油库存实际公布增加60.3万桶，预期为减少12.6万桶，前值为增加47.9万桶；精炼油库存实际公布结果增加12.3万桶，预期78.2万桶，前值43.4万桶。成品油库存的增加同样受益于原油库存的下降所致，在美国市场增加出口且减少进口的当下，炼厂的高开工率导致成品油的库存出现了一定水平的积累。

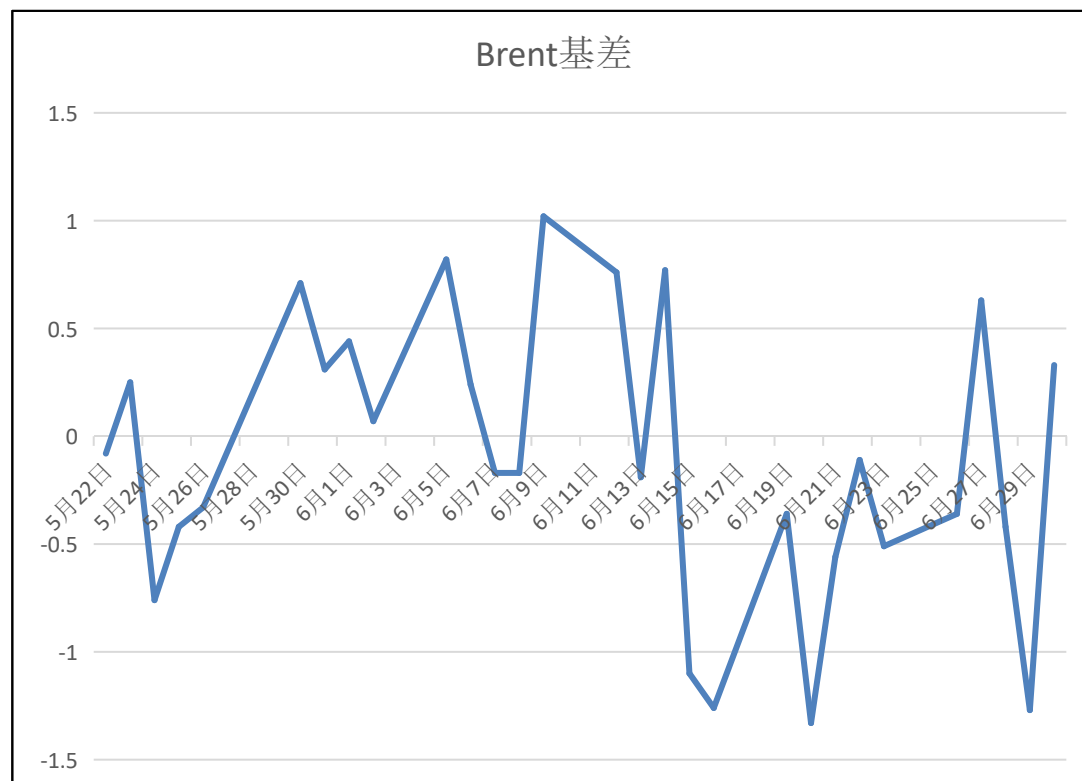


(成品油库存)

(5.1) 价差——国际期现价差



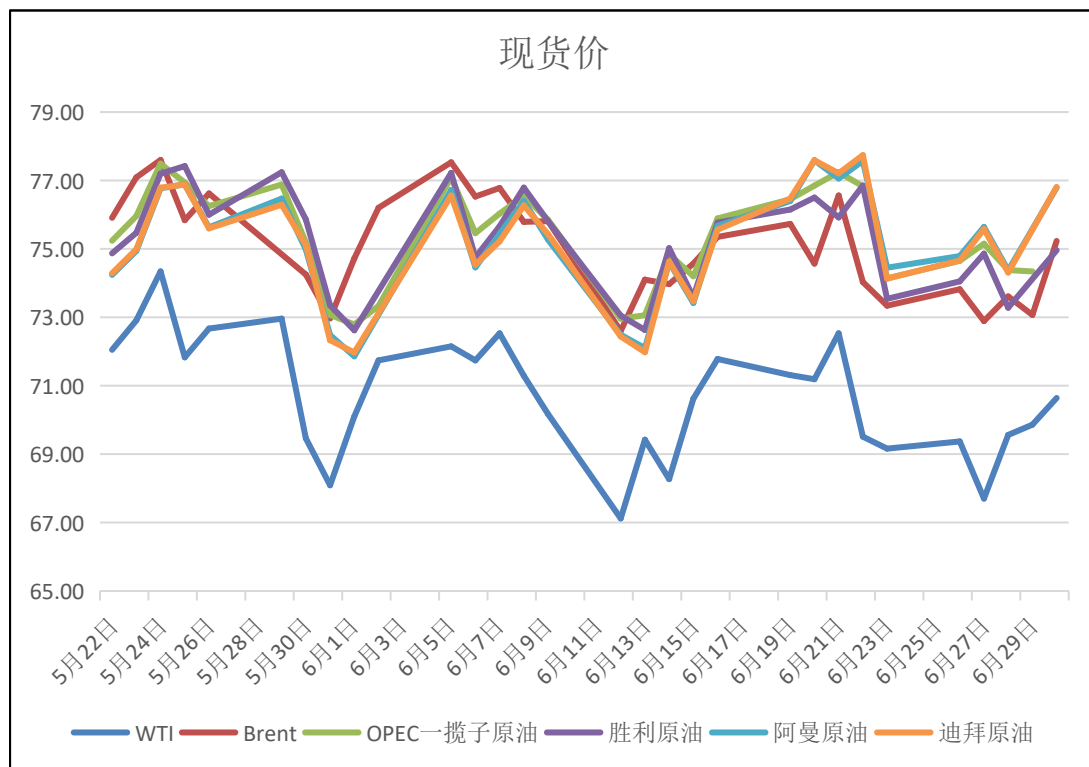
(WTI/Brent 期现价差)



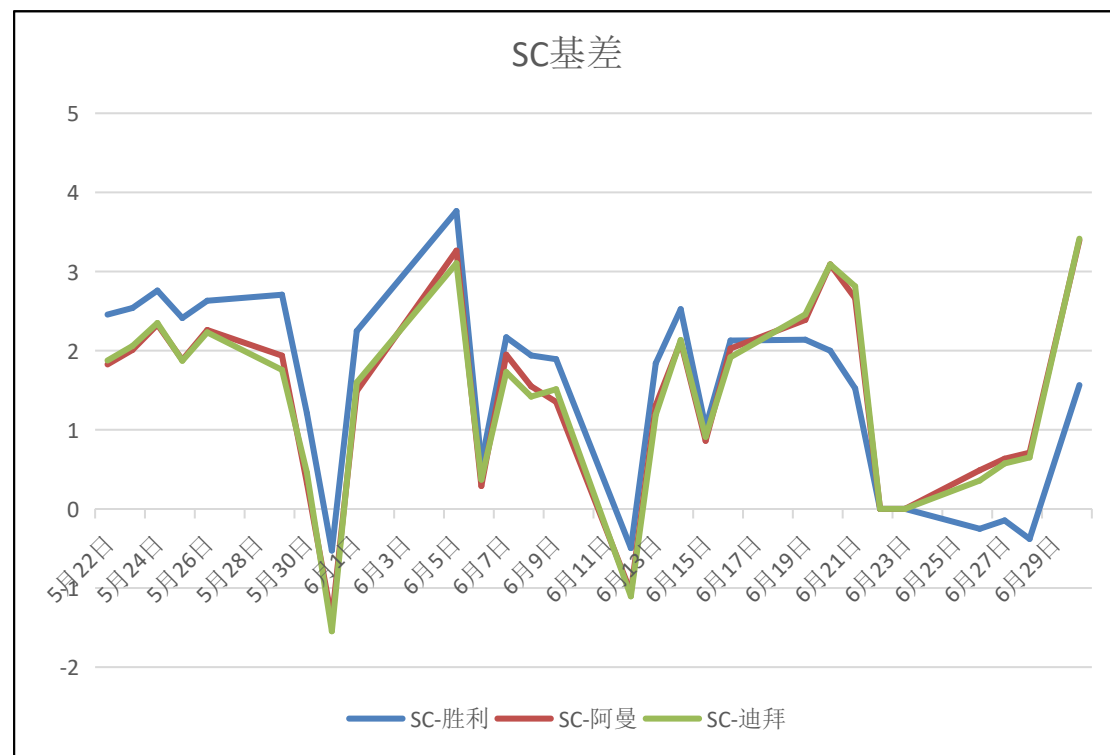
(Brent基差)

- 6月WTI与Brent期限价差走势依然相近整体震荡，其中期货价差基本保持平稳，运行区间在1美元之内；而现货价差则振幅较大，运行区间在2美元附近。虽然WTI现货已经加入了Brent定价体系当中，但受到地区性差异的影响，两者价差仍旧相对持稳，并未出现明显变化。预计本月时间价差或维持此前走势，继续震荡。

(5.2) 价差——国内期现价差



(现货价格)

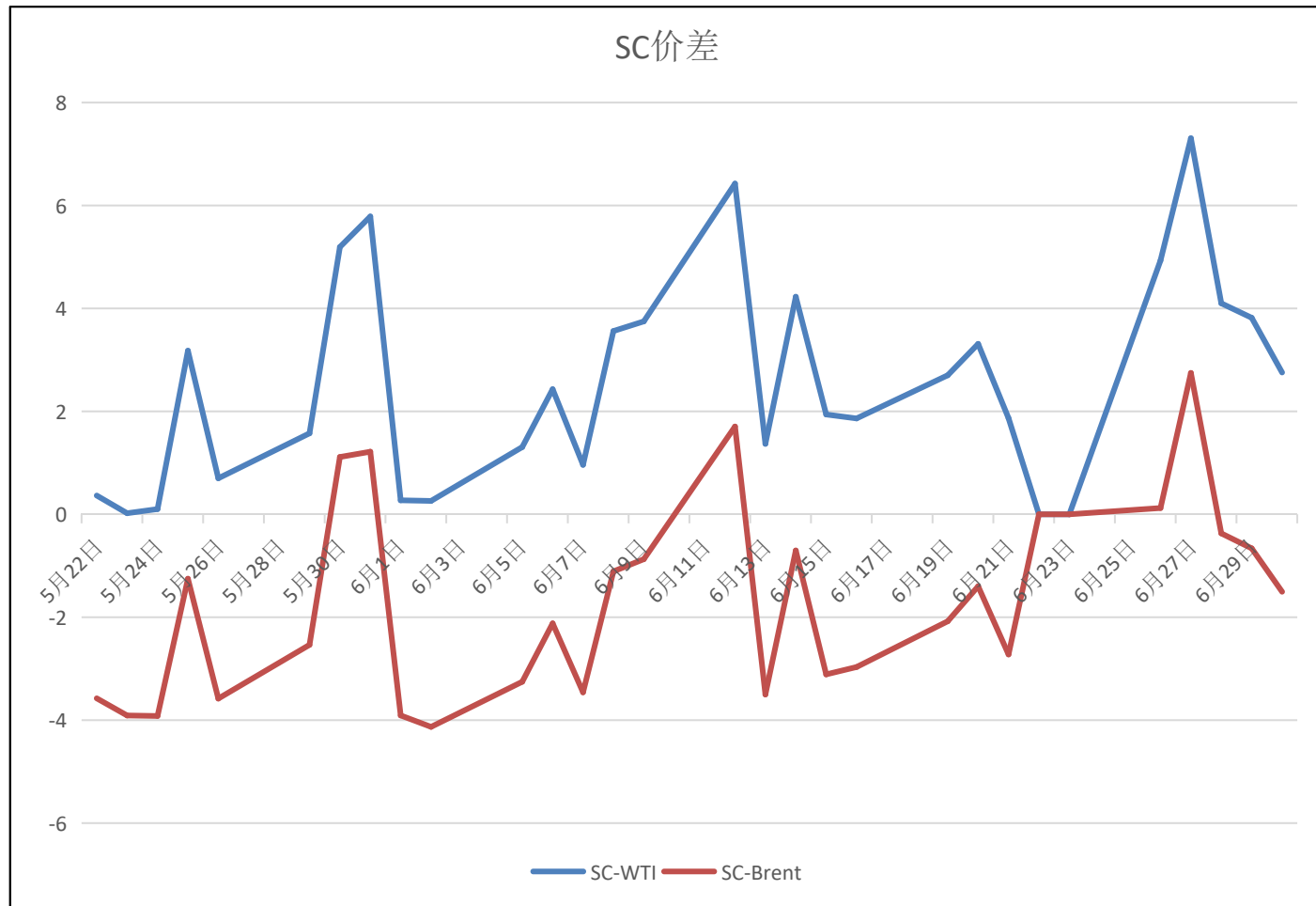


(SC基差)

- 内盘品种方面，SC基差在6月基本平稳运行，虽然有所震荡，但振幅整体有限。其中可以明显看到6月底时期基差有明显走强，主要得益于国际油价在6月底的上行带动内盘原油价格上行，而现货价格虽然同步也有上涨但涨幅整体有限，预计本月基差或继续维持在3美元/桶以内。

(5.3) 价差——内外盘价差

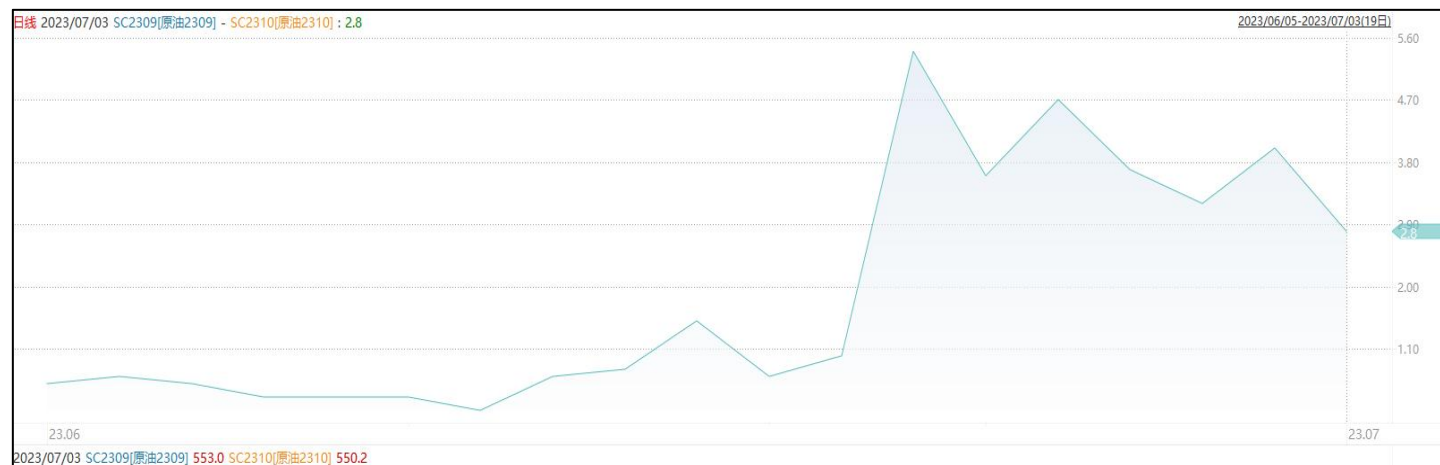
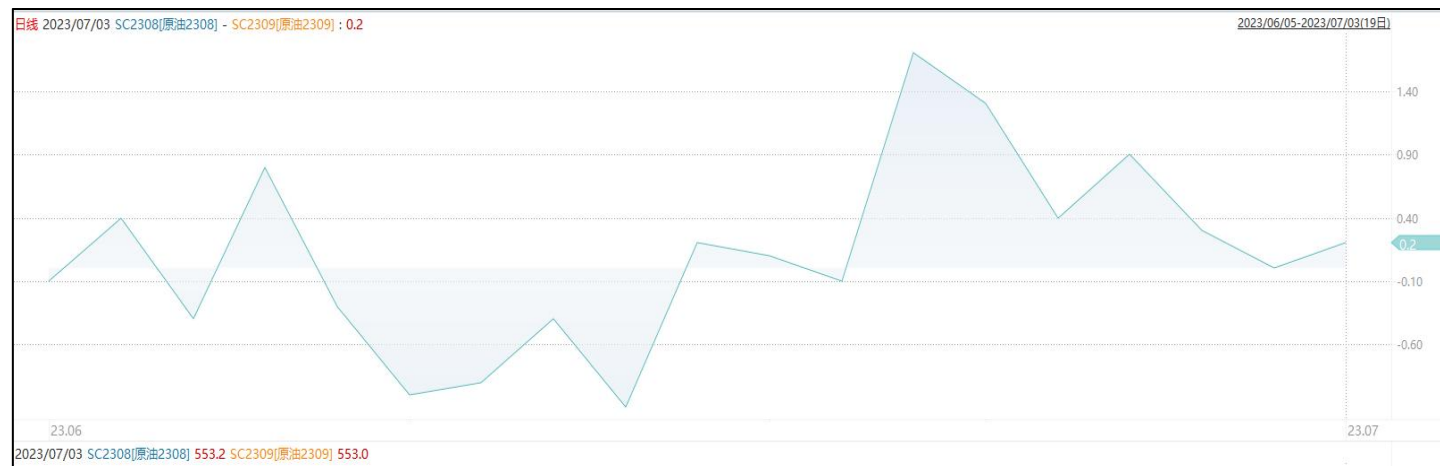
- 内外盘品种联系来看，SC原油期货与外盘品种的差距在6月份持续走强，内盘品种的强势水平再度有所体现。从波动幅度来看，内外价差在6月仍处在相对正常波动区间之内，虽然重心有所上移但在突破高点之后迅速回落。预计本月时间随着内盘主力合约进入交割月前最后一个交易月份，内外价差或存进一步走强可能，但仍难突破前高，存在一定的套利区间。



(内外盘价差)

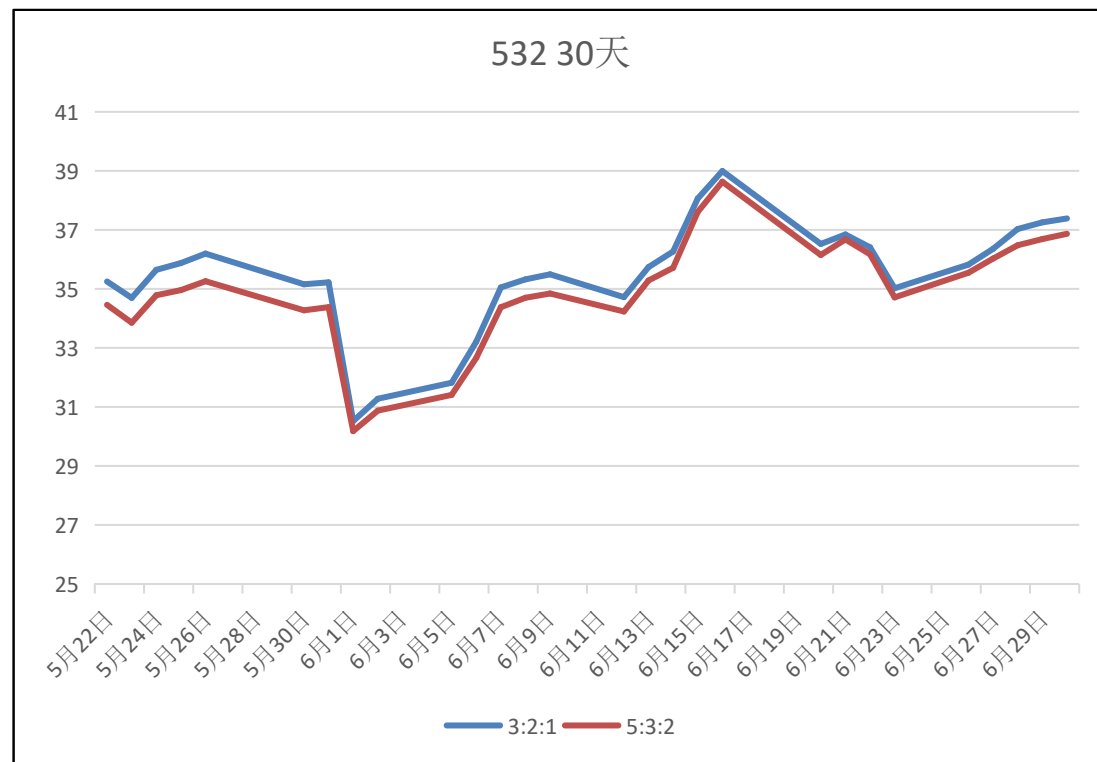
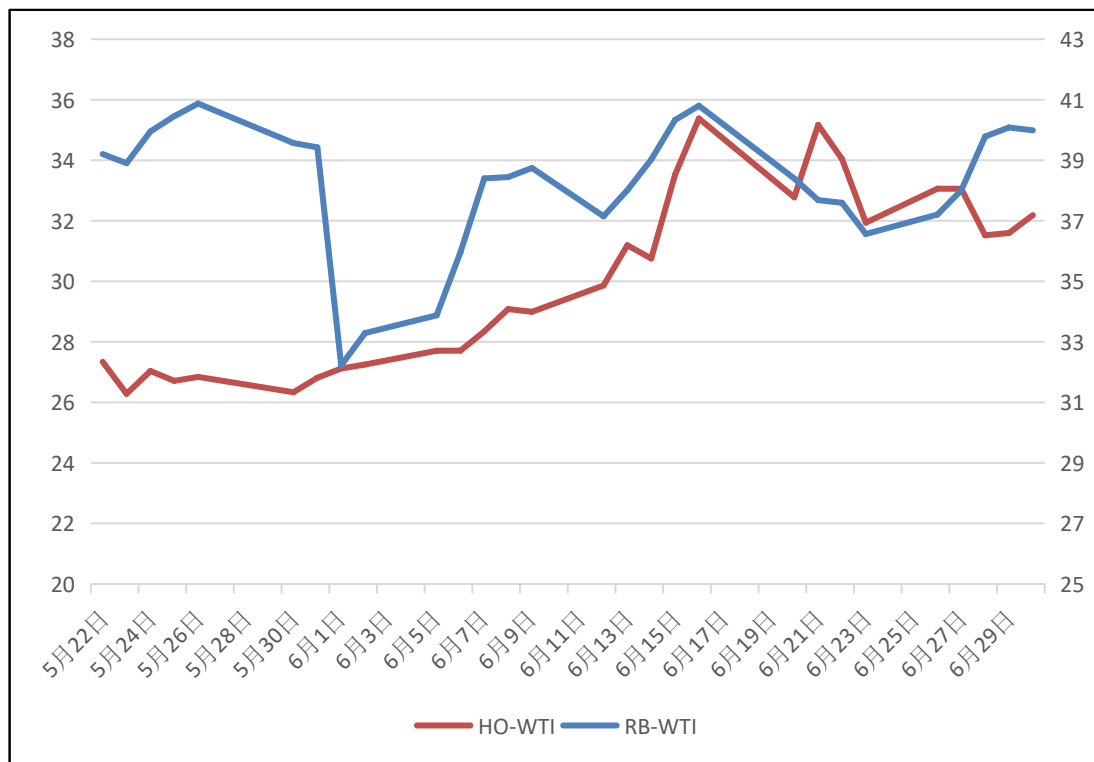
(5.4) 价差——SC月差

- SC原油期货月差结构在6月期间走势相对偏强。其中M1月差结构在月初时偏弱震荡运行，但月中突破1.4元/桶的高点之后出现回落；而M2月差结构则在月中时间同步走强之后出现小幅回落。整体来看，月差结构的分化走势说明市场对于后市需求的预期出现了一定分化，M2月差的强势表明国内远期需求预期仍然相对悲观，但考虑到前文所述需求回暖预期的影响因素，预计本月时间M2月差或进一步回落，而远月月差或存走强可能，届时可考虑跨期套利的操作性。



(08-09、09-10月差)

(5.5) 价差——裂解价差



(美汽柴油裂解价差)

- 国际汽柴油裂解价差虽然在5月底时间明显回落，但6月份重心再度重新上移，存在走强迹象。汽柴油利润的走强表明北美市场的消费正在逐步回暖，虽然制造业数据依然是工业消费的拖累因素之一，但夏季出行需求始终在提振市场信心；同时考虑到北美炼厂开工率处在相对高位，汽柴油裂解价差后续或存进一步走强可能，传导至国内下游品种之中或对高低硫存在提振效果，届时或存一定的上下游跨品种套利操作区间。

04

观点小结

6月以来油价整体宽幅震荡，尽管在月初突破高点后连续下跌，但后半程稳住颓势依然有所收涨。其中美油月线上涨4.26%最终恢复在70美元/桶上方，布油同样上涨4.24%至75美元/桶上方，SC原油则涨幅相对明显达到了8.37%。

就目前的原油市场形势来看，基本面对于油价的中期托底作用将持续存在，7月份沙特以及OPEC+的减产导致全球供应趋紧格局持续存在，需求端虽然欧美市场工业消费依旧疲软但夏季出行的旺季预期将对油价形成一定的提振；金融属性方面虽然市场对于全球紧缩性货币政策的延续预期依然存在，但随着欧美银行业危机的平稳以及美国经济数据的强劲，金融压力较前期有所降低；而政治属性方面全球地缘政治冲突的不确定性依然存在，俄乌冲突、美伊谈判、欧洲内部动乱等因素都将对油价形成不可控影响。整体看来，基本面托底与金融压力的下降将导致此前对于油价中期存偏强运行可能的判断不变，而地缘属性的不可控将扩大油价的波动幅度，因此综合以上因素油价未来或仍存重心上移的可能，建议依然以谨慎的偏多布局为主，激进者可多持看涨期权，但在地缘因素的扰动下不宜过度追涨。

上行风险：国际地缘政治冲突加剧、OPEC扩大减产幅度、欧美消费数据回暖、美联储降息预期升温等

下行风险：国内消费仍难验证、欧美经济陷入衰退、银行业危机再现、产能国供给仍处高位等

- 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

