



# 广州期货专题报告

## 原油期货

广州期货研究所 能源化工组



<b>冻产预期动力渐尽，油价 新震荡区间形成</b>	李友翔 原油期货研究员
	从业资格号：F3013619
	Tel:020-233826223
	Email:liyoxiang@gzf2010.com.cn
走势评级：	震荡偏强
报告日期：	2016年4月11日

国际油价自开年后延续 2014 年下跌行情，在多空双方相互博弈情况下走出小 W 底，可惜受疲软基本面限制，并未能走出持续反弹行情。目前供过于求的格局并未改变，全球产量和库存成为压制原油上涨的主要因素，当然受到宏观经济增长放缓影响，需求不振也拖了油价“后腿”。我们认为在二、三季度油价主要表现为区间震荡走势，而油价上涨时间段很有可能出现在三季度末，重点关注美国原油产量下降的程度。

### 冻产利好被消化，部分油田重启令油价承压

油价延续了年初以来的动荡局面，在短短 4 天位于 40 美元上方之后，震荡下行回落至 35.24 美元/桶，最大跌幅约 14%。主要因为市场对部分油田重启而导致供给增加以及冻产结果表现出不确定性的担忧。

3 月 30 日，科威特与沙特就联营的 Khafji 海上油田复产达成一致意见，决定少量恢复该油田产量，但具体产量并未公布；利比亚北部三座石油港口重启，目前出口量为 40 万桶/日，重启后出口量或将增长至 150 万桶/日。

另外，OPEC 及非 OPEC 成员在多哈即将召开的冻产会议还有一周就要举行，冻产利好预期是前期油价震荡上行最重要的推动因素，但会议的结果却非常不确定。沙特一度强调在伊朗、俄罗斯等 15 个与会的产油国同时达成一致意见的情况下才愿意冻结产量。伊朗则明确表明虽然会出席冻产会议，但在原油产量恢复至制裁前水平之前并不会加入冻产协议。3 月伊朗原油产量再创新高，为 320 万桶/日，而制裁前水平为 400 万桶/日，此前沙特石油部长则表示不参加此次会议。对于另外一冻产重要参与者——俄罗斯，表示愿意冻结其原油产量，但非出口量，他们不计划抑制新开石油项目的产量，而是将采取其他的方式控制。3 月份俄罗斯原油产量再度创苏联解体以来的新高，为 1091 万桶/日。

图表 1、美国 WTI 原油期货 CL1605 合约



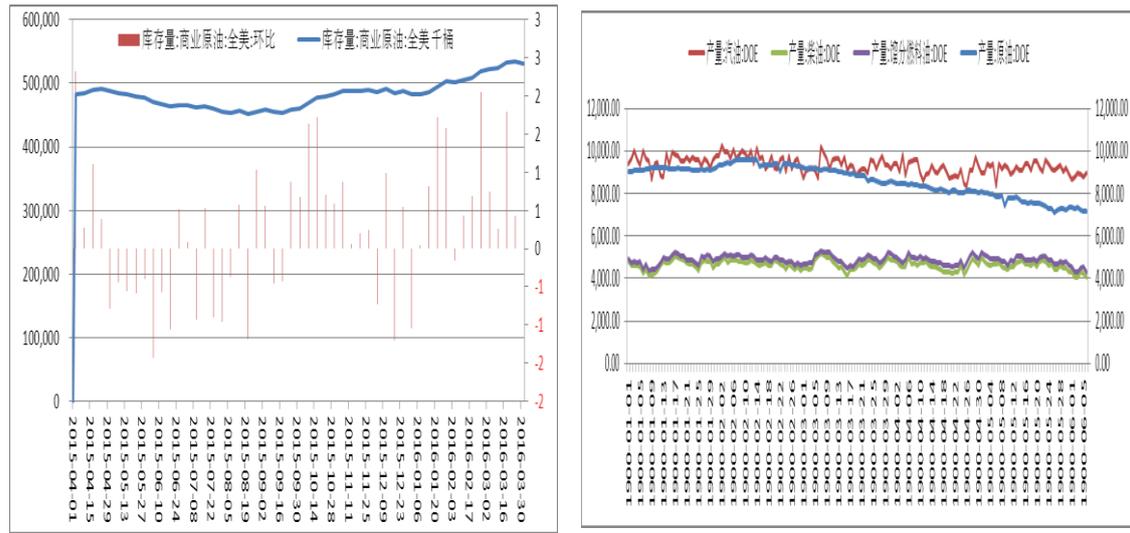
资料来源：文华财经、广州期货

### 美国原油库存意外减少、产量继续下滑，油价反弹或形成震荡区间底部

油价持续回落之后强势反弹，两日内从低点 35.5 美元/桶上涨约 7%，主要因周三晚美国能源署（EIA）公布的周度供需报告表现良好。数据显示，截止 4 月 1 日当周，美国原油库存量 5.299 亿桶，比前一周下降 494 万桶，预期增加 315 万桶。但此次库存减少与进口量下降有关，而上周美国原油进口量下降是因为休斯顿河道恶劣天气导致有大量的油轮待进航道，因而本周原油库存可能再次增长。美国库欣地区原油库存继续增长，为 6631.8 万桶，增加了 35.7 万桶。尽管由于 TransCanada 经营的 Keystone 原油管道关闭导致库欣地区截止周四的五天内减少了 48.1485 万桶原油库存，但是不足以抵消该地区库存总量增加。美国原油产量在过去 10 周内 9 周下滑，截止 4 月 1 日当周，美国原油日均产量 900.8 万桶，比前周日均产量减少 1.4 万桶，比去年同期日均产量减少 39.6 万桶。美国三大页岩油开采商均计划减少 2016 年投资计划，今年新开钻井数量将较去年大大减少，且考虑到新开钻井初产高、损耗快的特点，目前在线钻井数量持续下滑效应逐渐传导至供给侧，美国原油产量趋势性下滑或是二、季度的主旋律，这为国际油价三季度上涨至 60 美元上方奠定良好基础。虽然美国原油产量下降，但库存仍旧高企，去库存道路依然漫长，持续上涨行情难现，短期反弹之后 35.5 美元或是未来数周震荡行情的底部。

图表 2、美国商业原油库存（千桶）

图表 3、美国原油产量（千桶/日）

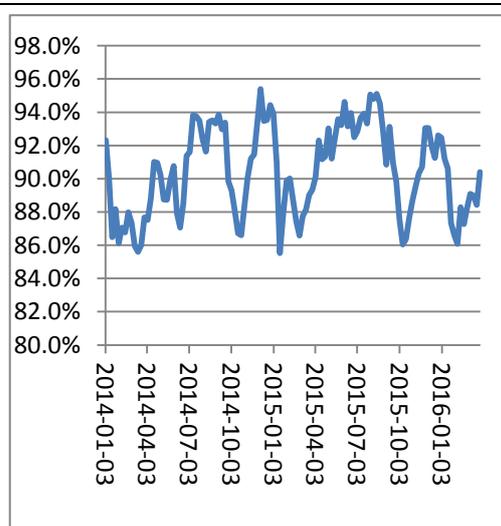


资料来源: Wind、广州期货

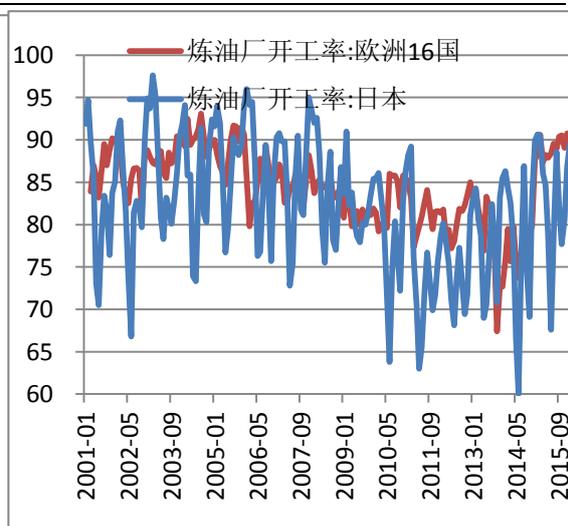
### 美炼厂检修接近尾声，但欧亚炼厂检修高峰渐尽，全球原油需求阶段性减少

每年 2、3 月为美国炼厂春季检修高峰，目前检修高峰渐尽，开工率也逐渐回暖，开工率回升表明原油需求将回升。截止 3 月 25 日，美国炼厂开工率为 90.4%，周环比上升 2%；原油需求量为 1623.4 万桶/日，周环比上升 41.4 万桶/日。但随后数月即将进入欧亚炼厂集中检修高峰，欧洲炼厂为 4、5 月份；亚洲炼厂为 5、6 月份。另外，中国炼厂更快进入检修高峰，4 月开始至二季度末，原油进口量或下降，根据历史数据显示，3 至 6 月份中国净进口量最低。虽然美炼厂开工率逐渐回暖，但考虑到欧亚炼厂检修高峰临近，二季度全球原油需求阶段性下降或是 4 至 6 月份打压国际油价不可忽视的因素之一。

图表 4、美国炼厂开工率 (%)



图表 5、欧亚炼厂开工率 (%)



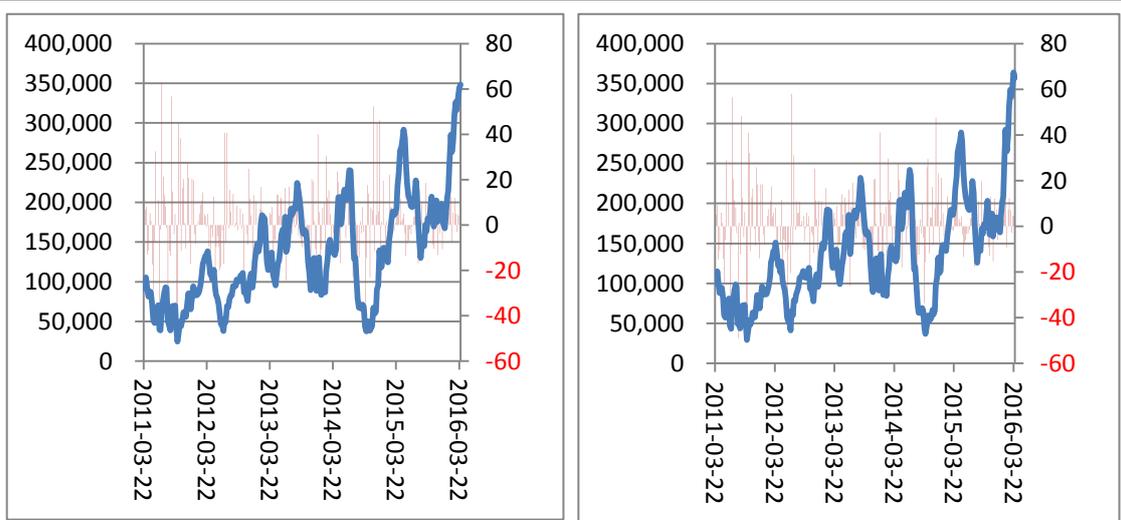
资料来源: Wind、广州期货

### 管理基金净多头首现回落，持续上涨动力恐不足

从开年至今，管理基金净多头持仓的变化不断根据油价调整持仓比例。1月初，国际油价 2013 年以来首次跌破 30 美元/桶大关，空头头寸几乎创下有记录以来的新高。现在，寄希望于冻产达成，管理基金又大幅逆转持仓方向。

图表 6、WTI 管理基金期货及期权持仓

图表 7、ICE 管理基金期货及期权持仓



资料来源：Wind、广州期货

到 3 月底，对冲基金的净多头头寸已接近历史最高水平，总量相当于超过 5 亿桶原油。但风向或许会再次变化。根据美国商品期货交易委员会(CFTC)数据表示，由 2 月初至今的 8 个星期，逾 13 万张空头头寸离场，跌幅是有纪录以来最急，而连续 7 周空头头寸骤减的现象，在过去 10 年仅出现过两次。但最新数据显示，多头有离场迹象，而空头有重新建仓的举动，导致管理基金净多头过去 8 周以来首次下滑。CFTC 最新数据显示，截至 4 月 5 日，WTI 原油期货和期权多头持仓增加 278 手，空头持仓增加 26521 手，净多头减少 26243 手，环比减少 11.87%。

### 后市展望

此前国际油价上涨是受到产油国冻产利好刺激，但并非基本面有所改善。目前，我们认为由于冻产预期推动的上涨行情已结束，外加部分油田重启导致美国 WTI 主力合约 CL1605 期价获利回吐。考虑到 2016 年第二季度总体供强需弱的格局难以改善，实现反转行情概率

较小。近日由于美国原油库存和产量下滑引起的油价反弹或将形成新的油价震荡区间底部，我们认为未来数周内油价总体在 35.5 至 41.6 美元/桶区间震荡走势。而进入第三季度，考虑到目前美国钻井数量下降和投资减少传导至产量下降的时间段约为 6 个月，三季度末美国原油产量将下降至 860 万桶/日的水平，届时油价上涨至 60 美元上方应为大概率事件。

**免责声明：**本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。