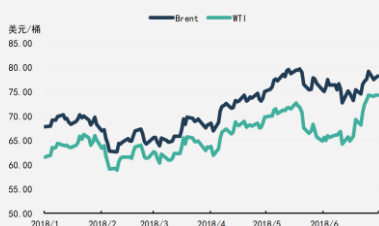



 板块  原油

国际原油价格走势：



前海期货有限公司

投资咨询业务资格

投资研究中心

期货分析师：黄笑凡

电话：021-68770092

邮箱：huangxiaofan@qhfc.com.net

从业资格号：F3037570

投资咨询号：Z0013258

期货分析师：张蕾

电话：021-68770057

邮箱：zhanglei@qhfc.com.net

从业资格号：F3033523

投资咨询号：Z0012812

## 油价中枢上移 事件决定预期

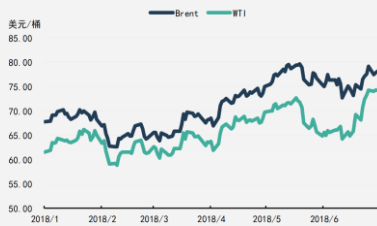
### 报告摘要

- 2018年上半年WTI期货价格继续单边涨势，最高升至74美元之上，涨幅最高时超过24%。
  - 如果美国对伊朗的制裁生效并且被严格实施，原油价格往往会在短期内飙涨；如果制裁得不到执行，则会使原油直接回吐此前因为美国退出伊核协议并提出制裁带来的上涨。
  - 如果中美贸易战的情况继续恶化，那么区域性甚至全球性的经济下滑将在所难免，这种悲观预期会直接反应在市场对原油需求的担忧上，导致原油下挫。
- 2018年上半年原油价格回顾
  - 伊核问题：中东势力制衡的关键
  - 中美贸易战：国内矛盾在国际事务上的延伸
  - 全球供需格局回顾与展望：多方博弈，扑朔迷离
  - 国内贸易与需求展望：贸易结构改变，炼油发展迅猛
  - 2018年下半年展望：上升压力持续，波动幅度较大



Sector  Crude Oil

WTI & Brent price curve:



**QIANHAI FUTURES CO., LTD**

Investment consulting qualification

Investment research center

Analyst: Huang Xiaofan

Tel: 021- 68770092

E-mail: huangxiaofan@qhfc.net

Qualification certificate No.: F3037570

Investment consulting certificate No.:

Z0013258

Analyst: Zhang Lei

Tel: 021- 68770057

E-mail: zhanglei@qhfc.net

Qualification certificate No.: F3033523

Investment consulting certificate No.:

Z0012812

## Petroleum Price Center Moving Up Global Events Being in the Charge

### Abstract

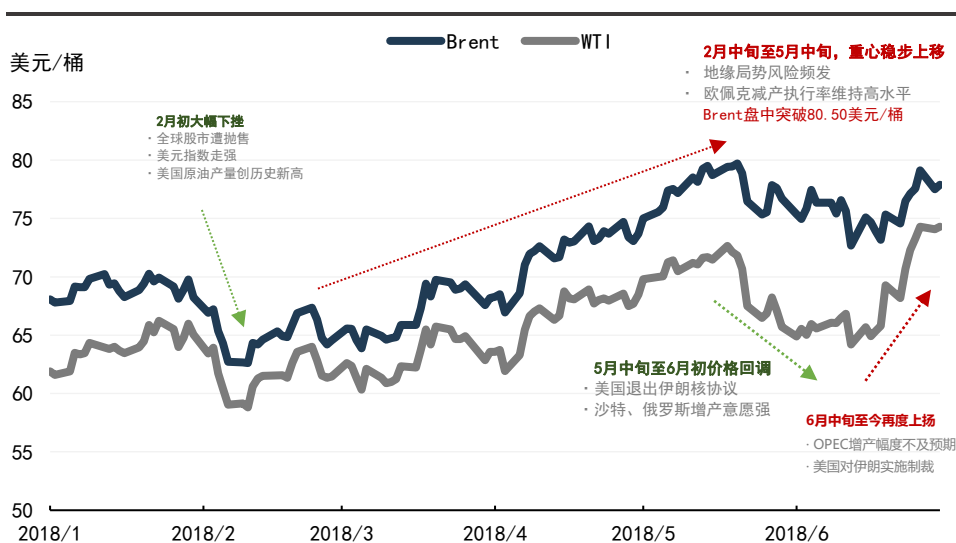
- WTI price rose more than 24% in 1H18, up to USD74/ bbl.
  - If the US sanctions against Iran come into force and are strictly enforced, the price of crude oil would tend to surge in the short term. If the sanctions are not implemented well, crude oil would be sent back to the price level before the US withdrew the nuclear agreement and announced the sanctions.
  - If the situation of the Sino US trade war continues to deteriorate, a regional or even global economic downturn will be unavoidable, and this pessimistic expectation would directly increase the market concern about a loss in oil demand, leading to a decline in oil price.
- 
- Market review of oil price in 1H18
  - Iran nuclear issue: the key of power balance in middle east
  - The Sino US trade war: domestic affairs stretched to international relations
  - Review and prospect of global supply-demand structure: a multi-game
  - Domestic trade and demand outlook: change of trade structure & Rapid development of oil refining industry
  - Outlook for 2H18: rising pressure & high volatility

## 一、2018 年上半年原油价格回顾

### （一）地缘政治风险推动价格中枢上移

2018 年上半年 WTI 期货价格承接去年下半年的单边涨势，从开年伊始的约 60 美元/桶，到 2 月上旬探低 58 美元/桶，创上半年的最低价。之后在地缘局势风险支撑下一路上扬，最高升至 74 美元之上，最多上涨幅度超过 24%。同期 Brent 原油期货 5 月中旬盘中一度突破 80.50 美元/桶，涨幅超过 20%。

图 1 2018 年上半年国际原油价格走势



数据来源：wind 资讯，前海期货

### （二）供需平衡分歧加大 Brent-WTI 价差先抑后扬

WTI 倾向于反映美国市场的供需情况。而 Brent 仍是全球原油基准价，反映全球市场供需情况。5 月全球原油供需平衡出现了较大的分歧，最明显表现在 WTI-Brent 原油价差扩大至 11 美元每桶，创 2015 年 3 月以来最大。主要原因在于地缘政治的原因推动中东地区油价上涨，而美国原油产量在不断飙升，但因为 Permian 地区管道运输遭遇运输瓶颈、当地炼油厂加工轻质油品能力有限、同时受到港口基础设施制约，无法完全装载超大型油轮，短期内出口量难有明显改善，无法对 Brent 原油造成显著冲击。但近期因美国原油增产放缓，以及原油和成品油库存减少，利好 WTI 原油，OPEC 增产预期导致 Brent 原油有所下跌，两者价差大幅收窄。

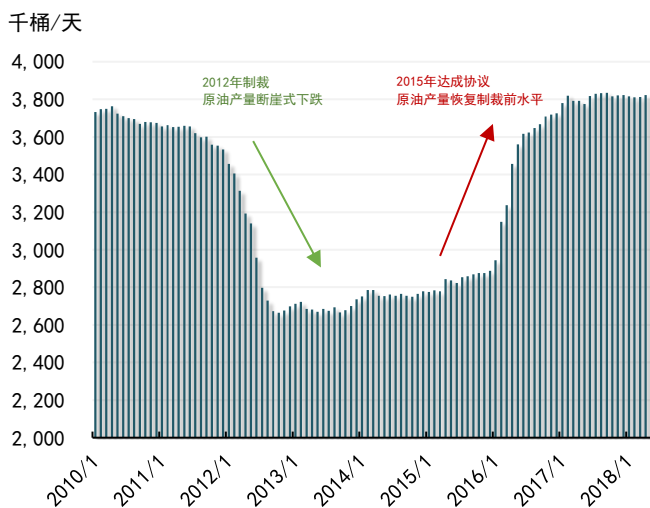
## 二、伊核问题：中东势力制衡的关键

### （一）石油是伊朗的经济命脉

伊朗为 OPEC 第三大产油国，其石油储量位列世界第三，2017 年石油产量排在世界第五，同时也是中东地区的军事强国。在 2006 年伊朗宣布成功生产低纯度浓缩铀之后，在未能达成暂停与铀浓缩有关活动的协议后，受到联合国针对性的包括和计划和弹道导弹禁运、境外资产冻结和限制相关人员出国旅行等措施的制裁。自 2011 年年底，欧美开始对伊朗的原油出口和金融业进行制裁，直接导致伊朗货币里亚尔大幅贬值，以及石油出口骤降，从 254 万桶/天大幅下滑至 108 万桶/天，每月损失估计在 50 亿美元左右。

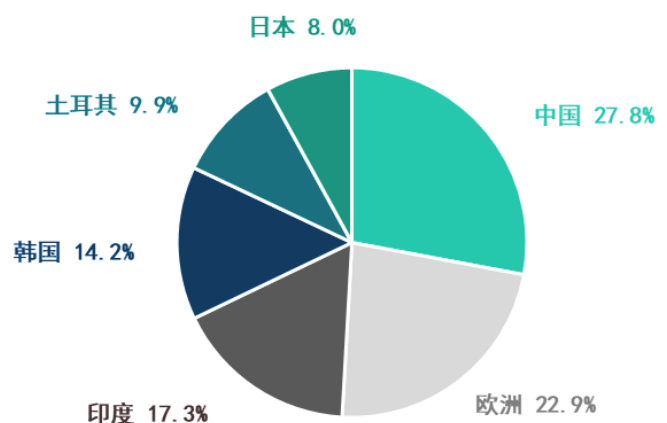
在伊朗新总统鲁哈尼上任后，开始积极参与与六国的会谈，并于 2015 年达成协议，2016 年美国宣布取消对伊朗的经济制裁。之后，伊朗原油产量和出口量持续回暖，产量在当年就超过了 2011 年的水平，出口量恢复到 200 万桶/天，伊朗国内经济情况也有所好转。目前从出口量来看，伊朗出口量前三的地区分别为东亚、南亚和欧洲，其中中国、印度、韩国、土耳其、意大利、日本、西班牙、法国等国是伊朗石油的主要买家。

图 2 伊朗原油月度产量



数据来源：wind 资讯，前海期货

图 3 目前伊朗原油出口结构

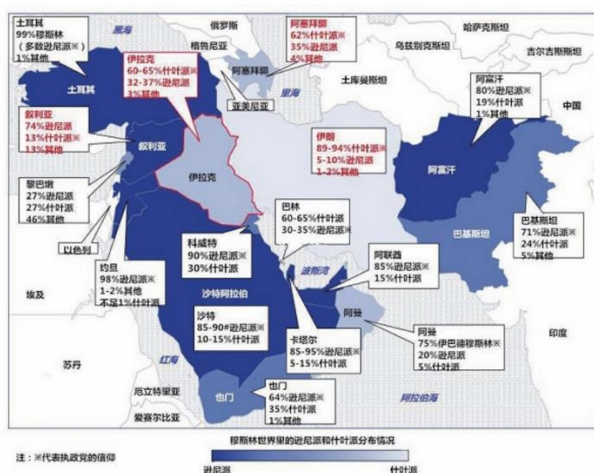


数据来源：wind 资讯，前海期货

## （二）中东地区政局错综复杂：剑拔弩张，你来我往

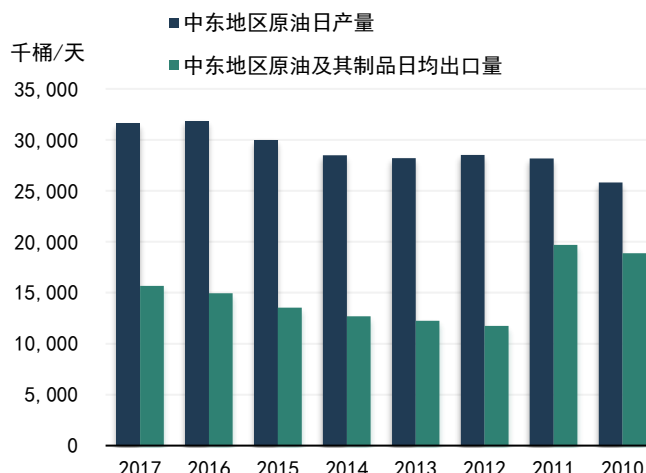
伊朗发展核武器首先会破坏中东地区的制衡关系，直接提升本国在该地区的影响力，同时使以色列不再是中东唯一拥有核打击能力的国家（以色列为隐核国家）。从拥核角度来看，使中东地区由单极转为两极，可以与以色列展开对抗，也会损害其背后的英美国家的利益。作为美国势力在中东的最大的眼中钉，伊朗的战略力量提升是不可容忍的。伊朗宣称其待实验的弹道导弹射程在 2000 公里，可以完全覆盖阿拉伯半岛、土耳其、巴尔干半岛部分地区、红海以及亚丁湾沿岸等地区，基本可以对中东的关键设施、关卡和人口密集地区实施有效打击，因此针对伊朗的军事行动，无论来自于宗教对立的以沙特为首的逊尼派伊斯兰国家，还是有英美支持的以色列，都不得不对伊朗的核威慑力有所顾忌。

图 4 中东地区穆斯林派系分布



数据来源：金十新闻，前海期货

图 5 中东地区原油日产量及出口量



数据来源：wind 资讯，前海期货

在无法直接针对伊朗采取军事行动的情况下，陷于内战泥潭的叙利亚就成了各方力量的角力场，在伊朗和俄罗斯支持的叙利亚政府军获得优势时，美国为首的多国集团不再仅仅进行军事援助，而是打着反化学武器的大旗，明目张胆地加入到叙利亚战局中，支持此前颇为弱势的反对派武装。

伊朗的利益在于，叙利亚政府与伊朗境内多数派同为什叶派穆斯林，而反对派与其支持者沙特阿拉伯等均为逊尼派，两者天然对立，而一旦叙利亚被逊尼派统治，那么会直接威胁伊朗什叶派政府的存亡；而如果叙利亚政府得以重新以什

叶派政府立国，则会成为伊朗的有力盟友，加上伊拉克，三者将成为盘踞从地中海一直到中亚的通道，其战略的重要性不仅仅是对于沙特乃至美国来说增加了一个敌人，更是使得伊朗及其盟友占据了从欧洲通往亚洲的唯一通道，而这条通道又恰恰是中东原油输出至东亚以及欧洲的运输通路。这将极大挑战美国在中东的地位，进而松动石油美元的根基，甚至加速美元定价石油体系的崩解。

### （三）美国重启制裁伊朗原因与影响

因此，美国在实质参与到叙利亚战场之外，也必然动用其他手段制约伊朗，一方面施压于伊朗本国利益，另一方面希望迫使伊朗中断，至少是减少对叙利亚政府军的支持。如此一来，退出伊核协议并重启经济制裁就成了最优方案。2018年5月8号，特朗普正式宣布退出伊核协议，对伊朗实施“最高级别的经济制裁”。随后对部分伊朗个人和实体进行制裁，冻结其在美国的资产，禁止美国公民与其进行交易等。6月26日又要求其盟友在11月4日为期180天的制裁宽限期结束后将伊朗石油进口量降至0，否则将遭受美国制裁。因此此次堪称是历次制裁中最严厉的，原因有四点：

第一、美国一次性激活自1979年以来对伊朗的所有制裁手段。

第二、自2016年1月伊核协议生效后签署的合作协议全部需要停止。

第三、美国明确此次制裁将不给予包括欧洲在内的国家或者公司豁免权。

第四、本次制裁的目的在于从经济方面压垮伊朗，并明显削弱伊朗的地缘政治影响力。

对能源方面的影响主要集中于两点：

第一、制裁法案直接限制伊朗原油出口。

第二、将进一步限制外国对伊朗能源领域的投资活动。

如果制裁目标实现，将同时致使部分国家减少从伊朗进口原油，那么伊朗每天的原油出口量将下降150万桶左右，那么就会造成全球原油总产量月1.5%的供给缺口。在美国宣布之后，直接导致WTI原油大涨3%至70美元/桶之上，即市场表现出对原油供给的担忧。

### （四）反应不一 制裁实际效果有待确认

然而，美国并不希望油价维持在当前的高位，早在4月，特朗普通过推特对

OPEC 减产表示不满，认为油价过高且不应被市场接受。因此，美国在一边制裁伊朗的同时，一边前往多个产油国协调增产立场，确保在伊朗石油被挤出市场之后仍然能保持充足的供应，以稳定油价。6 月 30 日特朗普推特称已经向沙特国王提出增产的要求增产 200 万桶/天，并称获得积极回应。另外在美国特使出访印度希望印度减少自伊朗的原油进口时，称美国能够满足印度的能源需求。作为原油供应国，可见美国正计划扩大原油出口。

自从伊核协议生效之后，欧洲企业增加了对伊朗石油行业的投资，美国突然退出协议并实施制裁必然伤害欧洲企业利益，而美国与欧盟的贸易争端还未达成一致，如果欧盟最终无法从美国获得豁免待遇，那么将会启动“阻断法令”，依照此法令，如果美国对伊朗的制裁伤及欧盟企业，那么涉事企业则可以无视美国的制裁规定。美国亚洲盟友日本，其驻伊朗大使认为禁止进口伊朗石油对日本经济不利；而印度石油部也发声，称印度不承认单边制裁，只承认联合国制裁。因此，美国想要携盟友共同制裁的目的将不能完全达成。

#### （五）伊朗应对措施及制裁结果展望

面对美国制裁，伊朗表示美国无权阻挠伊朗石油出口，伊朗不会屈服于来自美国的任何制裁压力。因此伊朗正在商讨如何保持出口和制定新的反制措施。7 月 1 日伊朗表示可以通过私人企业作为贸易途径，意味着伊朗原油将在交易所出售，私有部门可以透明的方式出口。同时伊朗也提醒 OPEC 成员国遵守其承诺，不要采取任何破坏 OPEC 团结的单方面措施。

另外，伊朗也正在积极地开展外交活动，希望各方维护并挽救伊核协议。在上一次制裁期间，印度和中国是为数不多继续从伊朗进口石油的国家，此次伊朗势必也将继续寻求中国帮助，希望可以从其购买更多原油。

不过，一旦制裁生效并且被严格实施，必定导致伊朗本国经济更加疲软，外汇储备大幅缩减，物价飞涨、民怨爆发，加剧中东局势不稳定，中东地区是全球原油重要的供给方，一旦政局出现动荡或者发生战乱，就会激化市场对原油供给中断的担忧，原油价格往往会在短期内飙涨。

另一方面也会直接加剧沙特与伊朗的对立，并且因为敦促 OPEC 成员国增产而激化彼此之间的矛盾，进而增加中东政治的不稳定性，从而快速且持续地推升油价。高油价将推升通货膨胀率，可能导致全球经济增速放缓。如果制裁得不到

执行，则会使原油直接回吐此前因为美国退出伊核协议并提出制裁带来的上涨。

### 三、中美贸易战：国内矛盾在国际事务上的延伸

#### （一）美国挑起贸易战历史

纵观历史，美国挑起贸易战来争取本国利益已经不是第一次了，20 世纪 30 年代的经济“大萧条”前期，希望借以提高进口关税来组织“大萧条”的发生，但是没有奏效；70 年代石油危机带来的经济“滞涨”时期，美国通过对农产品和钢铁施加“反倾销税”与“反补贴税”希望能提振本国经济，最后双边贸易状况得到改善，但第三方市场受损，同时财政赤字明显上升；到了 20 世纪 90 年代，美国及欧洲多国经济下行，美国采用对公共采购领域的商品对自产比例进行限制，并且规定自产商品的采购优先权，两种方式希望提高国内生产商的销售，最终美国和欧洲多国都受到了一定的经济损害，然而美国的损失相对较小，算是取得了一定的效果；到了 21 世纪初，全球钢铁产能过剩，美国针对钢铁施行了根据贸易法条款的调查并实施包括制裁、提高关税、设置进口配额、发放进口许可证以及想 WTO 申诉等措施来设置贸易壁垒，导致欧盟及亚洲钢铁生产企业受损严重，而美国钢铁企业获益。

#### （二）美国挑起贸易战原因分析

本次的贸易战美国的目标很多，从中国、俄罗斯到邻居墨西哥，连传统盟友欧盟和加拿大都没放过，更是中国的 500 亿商品加征 25% 的关税，同时拟对另外 2000 亿商品加征 10% 的关税，这些举动受到了中国商务部的强硬反制。贸易战无论对于全球经济还是美国国内的经济状况都有不可忽视的重大影响，而且这种经济上的影响完全是弊大于利的，那么美国不惜牺牲其国际形象、经济发展以及国内大企业的利益，发起广泛的贸易战，其目的值得深思。

特朗普一心挑起贸易战原因：

- 1) 为了其本人的政治生涯，即是以支持率与中期选举为目的
- 回溯特朗普在竞选期间承诺，可以看到与贸易战有关的内容主要有两个部分，第一、使美国再次伟大；第二、美国将退出多个国际合作协议。

由此可见，特朗普一开始就打算以反全球化来完成其对美国再次伟大的建设。



## 2) 根本上还是出于更多地为本国利益考虑

现在美国已经退出了 TPP、巴黎协定以及伊核协议，出现较大规模的战略收缩，不再积极地为了影响力的输出而进行利益上的妥协。退出 TPP，结束多方贸易关系，转而经营双边贸易机会，这将增加美国的获益，毕竟多边关系更多变、更难以达成且需要美国做出更多妥协；退出“巴黎协定”也就是不再为气候变暖买单，可以自上而下的降低国家的环保成本，直接降低国内企业的环保压力；退出“伊核协议”，单独对伊朗进行经济制裁，同时呼吁其盟友减少伊朗原油进口，符合美国希望遏制伊朗发展并维护自身在中东影响力的长期目标。

由此可见，所谓的“退群”是在为谋取更大的自身利益做铺垫，那么使用贸易战这种“伤敌一千自损八百”的招数也就在情理之中了。对于多国的高额钢铝关税会部分作用于使美国对基础工业品的需求流回国内，通过抑制进口，来扩大对国内制造业的支持，这也符合特朗普的支持选区——“铁锈带”的利益，虽然会部分抬高采购成本，但是这种损耗相对于国外生产商的损失要小的多，同时也能一定程度上对国内制造业提供相对更多的机会。

对中国提出的大规模征税的产品清单中，一方面为了遏制中国的科技产业与制造业的发展，并为国内制造业带来大量订单，另一方面，如果最后达成某种协议而中止贸易战，也一定是为了获取更大的利益，而远不只是知识产权和商品出口那么简单，况且之前的妥协中出了少数明确了的条件，更多的是模糊的宽泛的描述，这也可能直接导致国内势力的不满。这一点似乎也可以说明为什么 5 月时已经达成了初步协议后，美国又出尔反尔、再出奇招挑起争端。有直接证据支持以上推论：特朗普的支持率于上周回升至 45% 的高位，为其上任以来的历史最高位。可见，尽管民间似乎不断冒出反对贸易战的声音，但是支持率的调查却是诚实的，这种行为显然得到了部分选民的认可。

### (三) 贸易战对全球原油市场的影响

如果贸易战的情况继续恶化，即中美以及美国对多个国家开始你来我往的互设壁垒，那么区域性甚至全球性的经济下滑将在所难免，这种悲观预期会直接反应在市场对原油需求的担忧上，导致原油下挫；如果中国对美国原油进口征收 25% 的关税，中国买家将从其他地方寻求进口，从而影响美国原油出口量。而如果贸易战情况逐渐转好，中美及美国与多国之间达成一定条件下的贸易协定，那么市

场的担忧将有多缓解，另外如果中国实质上提高了来自美国原油的进口，那么这将会增加 WTI 与 INE 的 SC 合约的相关性与关联度。

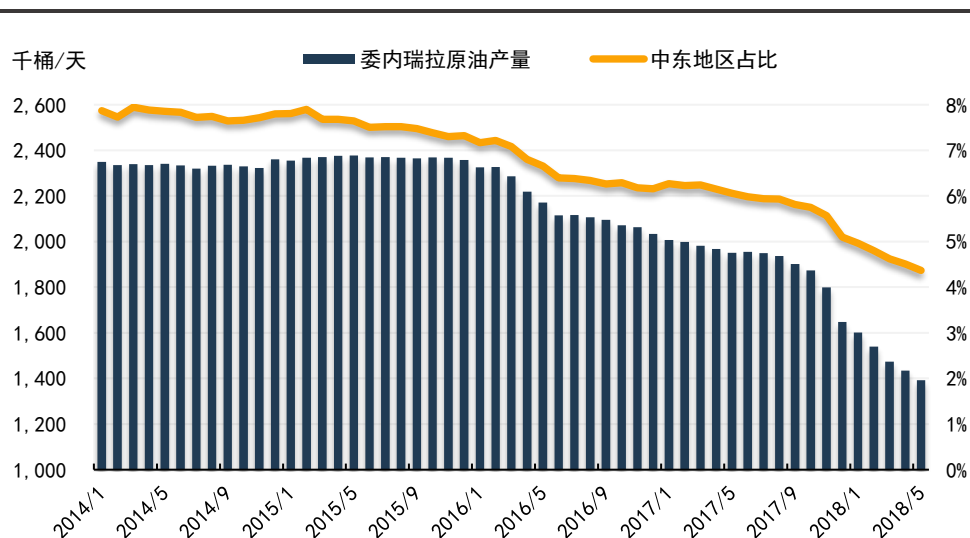
#### 四、全球供需格局回顾与展望：多方博弈，扑朔迷离

##### （一）伊朗和委内瑞拉政局不稳 供应缺口风险加大

OPEC 成员国中，伊朗与委内瑞拉的原油产量下降预期较为强烈，伊朗问题在前文已经有所描述，美国的制裁和呼吁是否能够贯彻执行非常关键。此轮制裁如果的得以实施，预计将导致伊朗原油出口量将下降 150 万桶左右，造成全球原油总产量约 1.5% 的供给缺口。

委内瑞拉方面，2018 年 4 月通货膨胀率达到 13779%。根据 EIA 统计 2016 年委内瑞拉的原油储量为 3009 亿桶位列全球第一，有效产能约有 260 万桶/天，但从 2017 年初开始原油产量从 200 万桶/天一路下滑，截止到 2018 年 4 月已跌至 143.6 万桶/天。5 月 20 日总统马杜罗再次赢得六年任期，但该国选举结果遭到了美国以及周边加勒比海地区国家的抵制。认为国内选民投票率仅 30%，结果被少数势力操纵。5 月 21 日美国宣布对其追加经济制裁，禁止美国公民和在美国常住居民购买任何关联委内瑞拉国有企业的债权，涉及委石油出口应收账款，阻止其借助变现国家资产缓解经济危机。

图 6 委内瑞拉原油产量及中东占比



数据来源：wind 资讯，前海期货

EIA 预测今年委内瑞拉原油产量将降至 100 万桶/天, 或在 2019 年年底才能结束下滑态势。而且因为投资减少、油田管理懈怠、工人罢工等因素, 导致原油质量不佳。现在主要港口油轮又面临瓶颈, 委内瑞拉对主要客户的原油交货滞后了一个月, 目前在委内瑞拉等待卸货和装船的油轮已经出现大量滞留的现象。拖延交货和产量下降可能很快影响委内瑞拉国家石油公司供应合同的履行, 如果无法及时解决, 其国家石油公司 PDVSA 将不能履行合约, 预计短期内该国原油生产困难加大、产量和出口量或将维持继续下滑态势。

## (二) OPEC 产油国下半年增产幅度有限

原油市场在 OPEC 等产油国坚持执行减产协议情况下, 目前已经处于紧平衡状态。OPEC 成员国会议于 6 月 22 日顺利落幕, 减产协议维持到 2018 年底, 但减产执行率下调至 100%, 并未明确具体执行方案和到底增产多少, 成员国如何分摊等, 预计实际增产量在 60-80 万桶/天, 增产幅度不及预期, 油价反弹。

表 1 OPEC 成员国减产执行情况和闲置产能 (除尼日利亚和利比亚)

国家	减产目标 (千桶/天)	2018 年 4 月减产执行	2018 年 5 月减产执行	闲置产能 (千桶/天)
委内瑞拉	1977	666. 32%	710. 53%	0
安哥拉	1673	307. 69%	289. 74%	5
赤道几内亚	148	275. 00%	250. 00%	1
卡塔尔	615	180. 00%	210. 00%	2
加蓬	193	166. 67%	144. 44%	4
伊朗	3800	125. 56%	132. 22%	3
阿尔及利亚	1039	194. 00%	116. 00%	4
沙特阿拉伯	10058	132. 30%	114. 61%	202
厄瓜多尔	517	115. 38%	111. 54%	1
阿联酋	2874	102. 16%	106. 47%	33
科威特	2717	100. 00%	104. 58%	22
伊拉克	4361	63. 81%	50. 48%	33
12 国合计	29972	173. 38%	163. 52%	310

数据来源: wind 资讯, 前海期货

目前沙特、阿联酋、科威特、伊拉克等产油国有能力在短期内提高产量，其中沙特有大约 200 万桶/天的闲置产能。6 月 30 日特朗普推特称已经向沙特国王提出增产的要求增产 200 万桶/天并称获得积极回应。对于沙特本身而言，如果动用全部闲置产能将会存在很大风险，任何供应意外中断都会导致国际油价飙升。因此沙特回应称会谨慎使用这些产能，以确保市场的平衡和稳定。

另据路透社消息，6 月 OPEC 原油日产量增加 32 万桶至 3232 万桶，创下今年 1 月以来的最高水平，减产执行率从 5 月份的 167% 下降至 110%。这将大大减轻因减产而带来的高油价压力。

### （三）非 OPEC 产油大国

进入 2018 年，美国的原油产量保持稳定增长，不断刷新产量高点。2 月初，美国原油总产量首次突破 1000 万桶/天，而到了 6 月下旬，美国原油产量达到了 1090 万桶/天，其中本土 48 州产量为 1040 万桶/天，阿拉斯加产量为 48.5 万桶/天。无论总产量还是本土产量都刷新了历史峰值。其中大部分可归因于油价高企带来较高的页岩油生产积极性，据测算，目前美国页岩油的完全生产成本在 55 美元/桶左右，鉴于目前的油价高于完全成本——包含勘探、开发和开采的成本，无论是勘探开发作业量还是产量方面都将继续保持增长。

美国页岩油主产区——二叠纪盆地的原油产量也在不断提升，但基础设施建设相对滞后，导致目前该地区的外输管道、铁库和公路运输能力都处于饱和状态，限制了其生产能力进一步扩张。主产区米德兰次盆地较库欣地区的贴水达到 10 美元/桶以上。

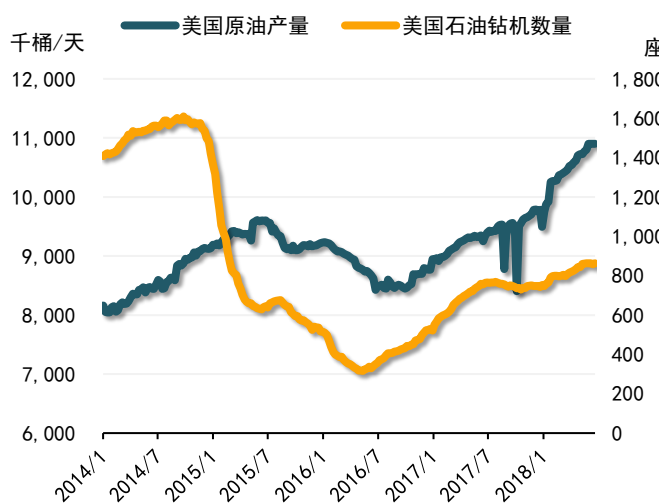
据统计，今年 5 月二叠纪盆地的平均产量为 319 万桶/天，扣除月 40 万桶的当地炼油消耗，剩下绝大部分原油需要输送至俄克拉荷马州库欣地区以及得克萨斯州休斯顿地区，而当前二叠纪盆地连接两者的管道运力分别为 60 万桶/天和 250 万桶/天。由于库欣地区价格贴水比休斯顿地区严重，导致原油更愿意被运往休斯顿来获取溢价，这也造成原油产量与管道运力不匹配。管道的建设将在 18-19 年度增长预计 160 万桶/天的运力，因此年内供给偏紧的情况基本不会有显著改变。

美国油服公司贝克休斯数据显示，截至 7 月 6 日当周，美国石油活跃钻井数为 863 座，比前一周增加 5 座，较去年同期增加 100 座，扭转之前连续两周下

滑态势，然而油价不断攀升对钻井数量的带动作用已经减缓，下半年产量和投产钻井的增速可能随油价震荡而趋缓。过去两年美国的产量增长了近 30%，截至 6 月 29 日当周，美国原油产量连续第三周维持在 1090 万桶/天。

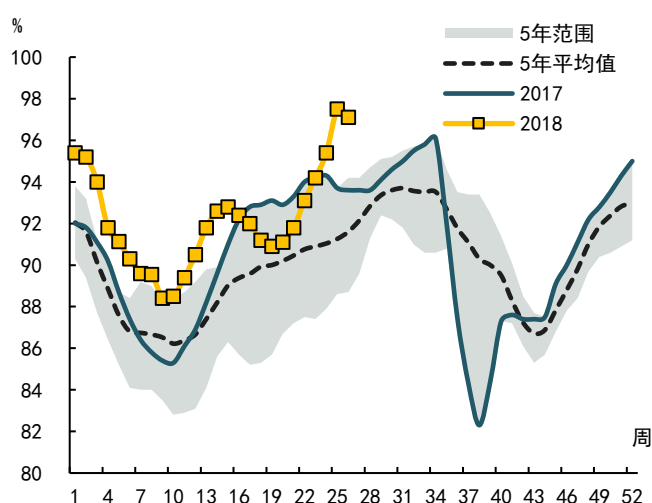
EIA 数据显示，截至 6 月 29 日当周，美国原油库存意外增长 124.5 万桶，而库欣地区减少 211.3 万桶降至 2014 年 2 月以来最低水平。目前北美正处于夏季用油高峰期，美国炼油厂开工率维持高位，对于原油的需求量较大。

图 7 美国石油钻机数量及周度原油产量



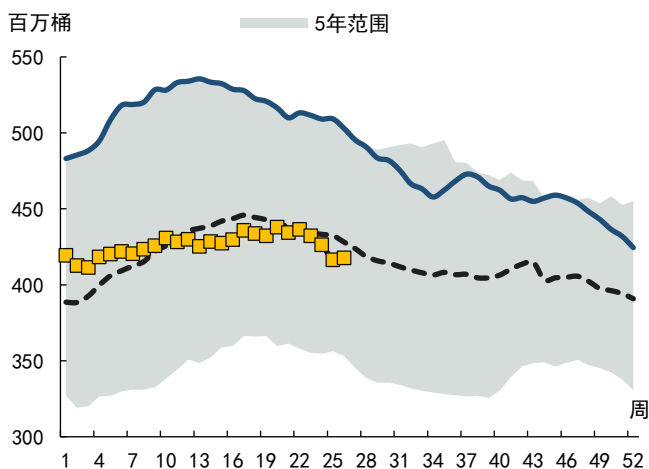
数据来源：wind 资讯，前海期货

图 8 美国炼厂开工率



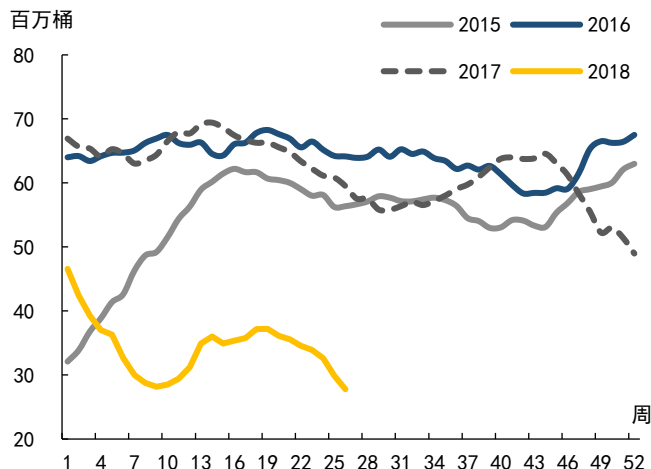
数据来源：wind 资讯，前海期货

图 9 美国商业原油库存



数据来源：wind 资讯，前海期货

图 10 美国库欣原油库存



数据来源：wind 资讯，前海期货

加拿大一座油砂开采设施由于停电而关闭，直接减少约 36 万桶/天产量，停产或将延续至 7 月，直接导致该国 7 月原油供应减少约 10%。该地区生产的原油会输送至美国俄克拉荷马州库欣地区，停产或导致美国原油供给出现缺口。

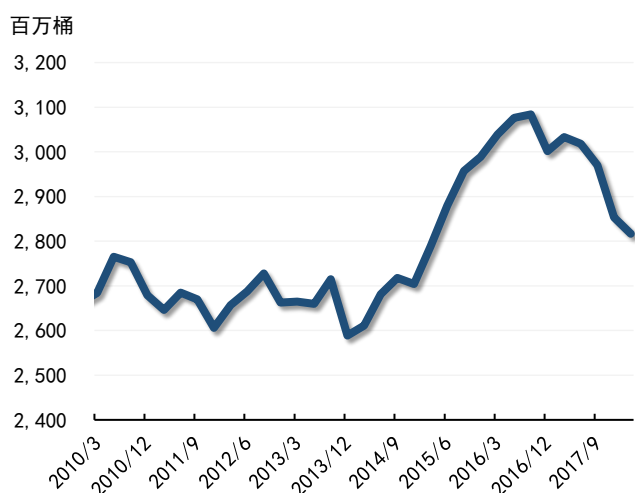
俄罗斯能源部宣布 5 月原油产量增加至 1106 万桶/天，6 月产量为 1097 万桶/天，该国的原油产量已经连续三个月超过与 OPEC 达成的目标，并表示为了应对油价上涨将会在今年下半年继续增加原油产量。市场估计俄罗斯的限制产能仍有较大空间，可以在 6 个月内增产 50 万桶/天，该估计基于俄罗斯第一大石油巨头（占俄罗斯总产量 40%以上），在达成减产协议之后，通过放缓新项目的开发来减少石油产出。因此一旦 OPEC 决定开始增产，那么该公司可以在短时间内迅速提高产量，因此下半年俄罗斯的增产幅度也值得关注。

#### （四）预期汇总

EIA 预计 2018 年对 OPEC 原油需求为 3190 万桶/天；2019 年对 OPEC 原油需求为 3160 万桶/天。2018 年非 OPEC 国家供应增长 200 万桶/天；2019 年增长 170 万桶/天。2018 及 2019 年经济环境仍旧有利于石油需求，但风险正在增加。

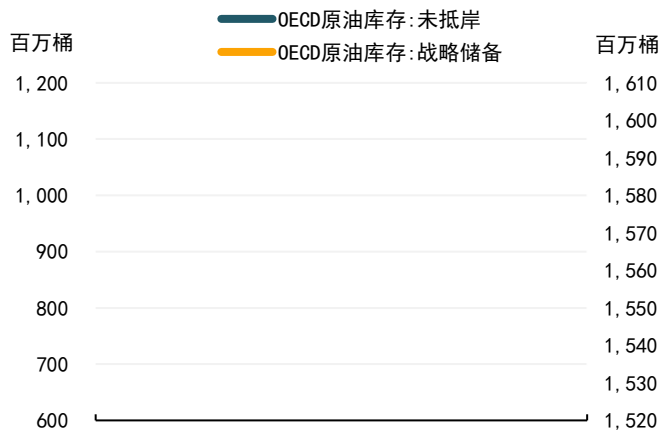
经合组织（OECD）统计的商业原油库存在近两年持续回落，4 月库存继续下跌 310 万桶至 28.09 亿桶，为三年来新低。而未抵岸原油库存虽然也出现为期两年的回落，但最近出现已经出现反弹。

图 11 OECD 商业原油库存大幅回落



数据来源：wind 资讯，前海期货

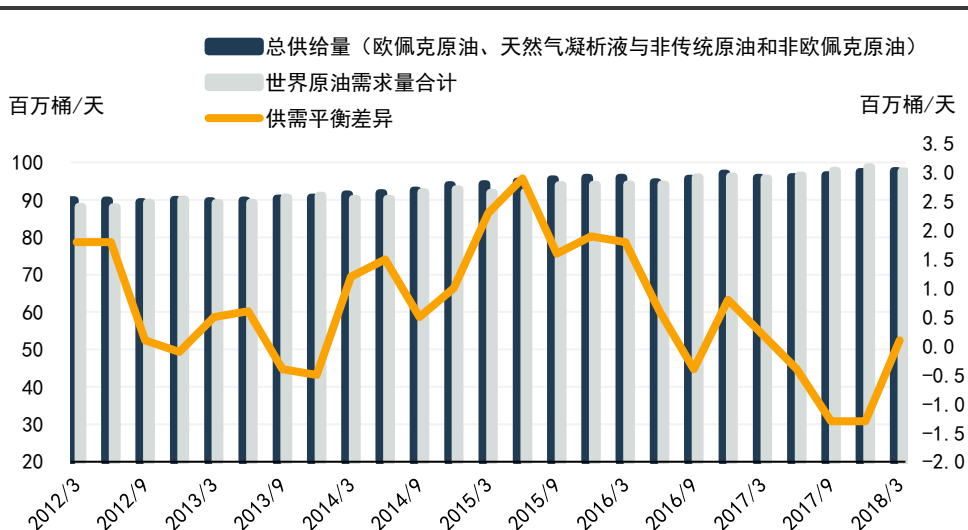
图 12 OECD 战略储备平稳 在途库存反弹



数据来源：wind 资讯，前海期货

OPEC 全球原油供需数据显示，2017 年三四季度出现的远超以往的原油供需缺口已经得到修复，接近平衡状态，这也许预示着大周期上可能迎来新一轮的供过于求，油价进一步上涨的压力可能有所缓解，但短期失衡风险仍然存在。

**图 13 全球原油供需平衡表**



数据来源：wind 资讯，前海期货

## 五、国内贸易与需求展望：贸易结构改变，炼油发展迅猛

### （一）原油贸易格局

2017 年中国从中东进口原油连续第四年下降（17 年占中国进口原油总量的 43%，较 16 年下降 4.7%），从美洲（占 16%）和前苏联地区（占 15%）等地区进口原油快速增长。俄罗斯连续两年成为我国最大原油进口来源国，占进口总量的 14%。地方炼厂的进口原油大幅增加，使我国原油贸易格局出现较大变化。

从 2018 年以及中长期来看，中国经济总体保持稳定增长，2020 年之前，大量新增炼油能力的投产和补库存需求有望带动原油进口持续快速增长。2020 年之后，中国原油贸易量仍将继续增长，但增速会有所放缓。

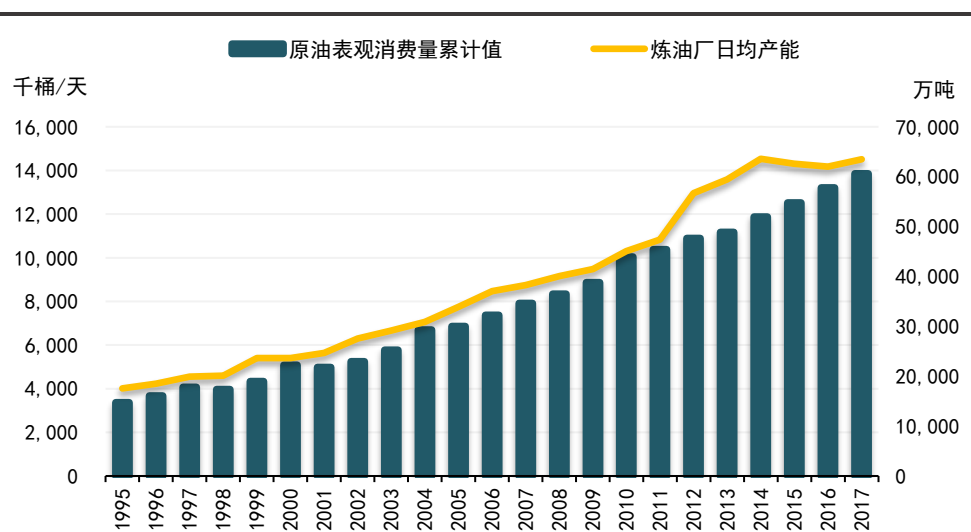
进口来源方面，中东地区仍将是我国最主要的原油进口来源地，其进口比重会在中长期保持在 40% 以上。中美两国在能源领域的合作正在不断加深，如果未来贸易战可以达成某种协议，那么未来中美之间的原油贸易合作还会更进一步，那么依此推演，美洲原油产区将成为我国原油进口增量的主要来源地，而到了

2020 年来自美洲的原油进口有可能会达到 20%，那么美洲就会取代非洲成为中国第二大原油来源地，而非洲地区的原油占比会降到 20% 以下。中俄原油管道二线在今年年初实现商业运输，俄罗斯作为中国最大原油进口来源国的地位得到进一步巩固。

## （二）炼油产业发展

中国是全球第一大原油进口国，2017 年中国原油进口量环比大涨 19.67%，进口量达到了 4.20 亿吨，而且 2018 年开始我国原油对外依存度超过 70%，中国已经成为了炼油生产与石油消费大国。从生产规模看，2017 年原油一次加工能力继续增加，达到 8.15 亿吨/年，较 2016 年增加 2980 万吨/年，同比增加 3.9%，占全球炼油能力 17%，位居世界第二。国内炼油厂日均产能达到 14512 千桶/天。从消费规模上看，2017 年的原油表观消费达到 6.1 亿吨左右，同比增长 5%。

图 14 中国炼油厂日均产能及中国原油表观消费量



数据来源：wind 资讯，前海期货

从供应主体来看，2017 年中石油、中石化和中海油的炼油能力占比由 2007 年的 83% 降至 66%；其他国企占比为 9%；民营炼厂占比持续提高，由 11% 上升至 24%。国内成品油市场供应主体的多元竞争格局已经形成。据统计，获得进口原油使用权的民营联产合计配额发放超过 1.1 亿吨。

去年三季度，中石油昆明炼厂（1300 万吨/年）和中海油惠州炼厂（1000 万



吨/年) 分别投产, 今年两座炼厂将会完全实现达产。昆明炼厂的成品油资源将辐射云南全省以及四川、重庆、贵州、广西等西南省份。西南地区的以往格局是: 以华南炼厂、沿江炼厂、广西石化和四川石化资源为主, 西北炼厂和山东地炼资源补充。现在的地区需求将由外部资源调入转向内部资源满足。则西北炼厂资源在后期将逐步丧失竞争力, 山东地炼以及调油商也将失去部分西南地区的市场份额。

随着进口原油使用全的放开, 民营资本进入炼油行业的积极性也逐步提高, 民营企业已经宣布的千万吨级炼化一体化新建项目合计产能已经超过 1.3 亿吨/年。大连恒力(2000 万吨/年) 预计将在今年 10 月正式投产, 浙江石化一期(2000 万吨/年) 则将于今年年底建成投产, 然后滚动建设二期(2000 万吨/年)。

表 2 未来部分炼化一体项目

企业名称	所属集团	新增产能 (万吨/年)
中科湛江	中石化、科威特石油	1000
恒力石化	恒力	2000
一泓石化	浅海	1500
盛虹石化	盛虹	1600
舟山一期	荣盛等	2000
唐山旭阳	旭阳集团	1500
揭阳石化	中石油、委内瑞拉国家石油	2000
古雷石化	中石化	1600
<b>合计</b>	/	<b>13200</b>

数据来源: wind 资讯, 前海期货

## 六、2018 年下半年展望: 上升压力持续, 波动幅度较大

2018 年上半年的油价已经大大高出去年年底市场对于油价的预期——Brent 原油的均价预测为 62 美元/桶, WTI 原油的均价在 57.5 美元/桶。主要原因还是减产力度超预期以及产油国政治经济问题超过市场的估计。其中减产问题可能会在增产达成并实施的过程中缓解部分供给趋紧的情绪, 缓和油价进一

步上涨的压力；而产油国问题，包括伊朗受到制裁的实施情况、叙利亚内战如何发展、委内瑞拉所受制裁的消化等问题则更多受到后续的情景演化影响，以及突发事件指引，这将使原油市场变得过分敏感，因此可以预见下半年油价的波动性仍然保持在较高水平。增产预期中，利比亚与加拿大暂时中断的矿区和油田重新投产、俄罗斯和沙特积极促成的增产意向、美国国内的页岩油生产积极性都会在下半年逐一得到释放，尽管这些产能产量可以一定程度上缓解油价上升压力，但是要促使油价大幅下跌就有点不切实际了。

另外从全球经济上看，美国对多国发起的贸易战会增加市场对全球经济陷入滞胀的担忧，这可以从此前美国重启对华贸易关税时油价跳水中可见一斑。然而，在没有实际的伤害产生之前，预期并不会过多拖累处于高位运行状态的油价。与此相比，市场对全球经济增长所带来的普遍的通胀高企更为担心，无论是美联储对高于 2% 的通胀表示容忍、还是欧洲央行对欧洲通胀表达出的信心、以及大宗商品年内亮眼表现，都表明了市场有充分的理由对通胀持续上涨保持警惕。而这也会从很大程度上对油价形成支撑。

总体而言，油价高位运行的状态大概率会成为下半年的主基调，而不稳定的地缘政治和贸易冲突增加市场的不确定性从而使油价的波动性保持在较高水平。

## 免责声明

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。前海期货有限公司力求准确可靠，但对于信息的准确性、完整性不作任何保证。不管在何种情况下，此报告所载的全部内容仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议，且前海期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户，因根据本报告及所载材料操作而造成的损失不承担任何责任，敬请投资者注意可能存在的交易风险。

本报告版权归前海期货有限公司所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，或投入商业使用。

如遵循原文本义的引用、刊发，需注明出处为前海期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并保留我公司一切权利。

## 关于我们

**总部地址：**深圳市前海深港合作区梦海大道 5033 号卓越前海壹号 A 栋 26 楼 08 单元

**邮政编码：**518052

**全国统一客服电话：**400-686-9368

**网址：**<http://www.qhfco.net.cn>