

2022年7月8日 星期五



供应偏紧需求走弱

油价或延续震荡

联系人 吴晨曦

电子邮箱 wu.chenxi@jyqh.com.cn

电话 021-68555105

要点

●供应端

OPEC 延续原有的框架，即保持相对稳定的增产。同时美国主要页岩油产量依然保持稳定，随着油价上涨产量缓慢增加。但地缘政治的影响占据主导，俄罗斯受到欧盟第六轮的制裁。短期来看，原油供应有着较高的不确定性，总体来看供应处在偏紧状态。

●需求端

欧美经济复苏势头放缓，中国需求在上海解封之后逐步恢复。需求总体企稳，同时也受到美联储加息的压制。

●整体来看，油价当前基本处在供应偏紧且存在较大不确定性，需求企稳的状况。OPEC 在中短期内的供应不多，欧盟对俄制裁效果有待观察。中期看，油价或有大幅震荡的可能。短期看油价或延续震荡。

投资策略建议：做多原油波动率

风险提示：地缘政治风险

目录

一、原油行情回顾.....	5
二、原油的供需基本面分析.....	6
1、 全球原油供需	6
2、 中国原油供需	7
3、 美国页岩油情况	9
4、 俄乌局势与 OPEC 增产情况	14
三、宏观因素分析.....	16
1、 上半年全球经济增长压力增加	16
2、 海外政策全面收紧，衰退风险逐步增加	16
3、 国内财政货币政策仍有空间	17
四、 价差结构、持仓、库存分析	20
1、 原油价差结构变化	20
2、 原油持仓变化	21
3、 原油库存变化	21
五、行情展望及操作策略：	22

图表目录

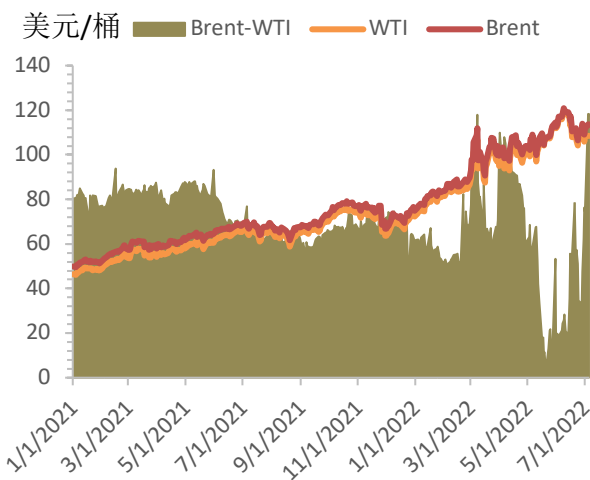
图表 1 WTI、布伦特原油及价差	5
图表 2 原油现货价格	5
图表 3 SC 主力连续	6
图表 4 国内外原油价差	6
图表 5 全球原油供需	9
图表 6 中国原油月度产量	11
图表 7 中国原油累计进口量	11
图表 8 中国汽油月度产量	11
图表 9 中国柴油月度产量	11
图表 10 中国汽油出口数量	12
图表 11 中国柴油出口产量	12
图表 12 房地产开发投资额增速	12
图表 13 居民中长期新增人民币贷款增速	12
图表 14 房屋新开工、施工面积累计同比	13
图表 15 房屋新开工、施工面积当月同比	13
图表 16 固定资产投资三大分项累计同比增速	13
图表 17 固定资产投资完成额累计同比增速	13
图表 18 中国原油加工量	14
图表 19 美国原油库存	16
图表 20 美国汽油库存	16
图表 21 美国原油库存情况	16
图表 22 美国原油进出口情况	16
图表 23 美国原油及活跃钻井数	17
图表 24 美国炼厂开工情况	17
图表 25 页岩油生产成本	17
图表 26 页岩油已完工的井数	18

图表 27 页岩油已开工但未完工的井数 (DUC)	18
图表 28 OPEC 原油月度产量.....	20
图表 29 俄罗斯月度产量.....	20
图表 30 中东各国原油产量变化.....	20
图表 31 委内瑞拉原油产量变化.....	20
图表 32 加拿大原油产量变化.....	21
图表 33 尼日利亚、利比亚原油产量变化.....	21
图表 34 主要经济体 GDP 增速变化.....	22
图表 35 全球主要经济体经济意外指数.....	22
图表 36 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化.....	23
图表 37 欧元区制造业 PMI 增速变化.....	23
图表 38 美国就业情况变化.....	23
图表 39 主要经济体 CPI 变化.....	23
图表 40 WTI 跨月价差结构	24
图表 41 Brent 跨月价差结构.....	24
图表 42 WTI 非商业持仓	25
图表 43 WTI 与净持仓的关系	25

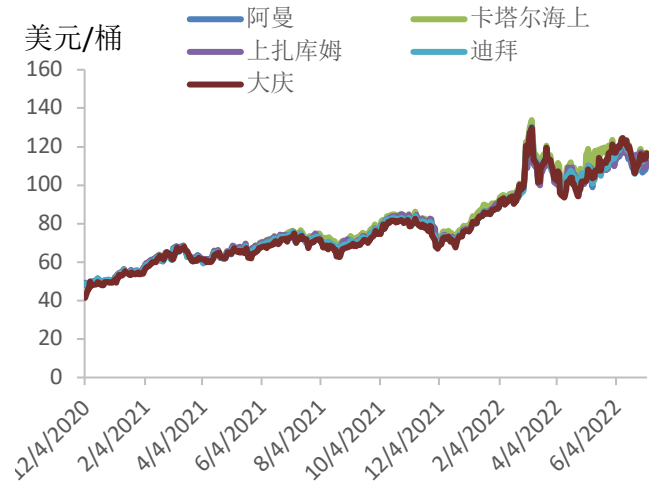
一、原油行情回顾

上半年原油价格持续上涨为主，以超 40% 大涨收官，总体表现为年初到 3 月上旬单边上涨，随后高位宽幅震荡。1 月份东欧和中东地区的紧张局势加剧，市场担心原油供应中断，俄媒有报道称，乌克兰军队已经在乌东部地区部署了多管火箭炮等武器装备。OPEC+ 逐月增产 40 万桶的目标举步维艰，而全球原油需求可能会稳步复苏，国际油价持续上涨。2 月份俄乌地缘冲突开始发酵。随后欧美开始讨论对俄制裁，直接涉及能源领域，导致市场对全球供应端产生恐慌性担忧，原油攀升至 2008 年 8 月以来的新高，几近历史最高位。3 月份油价冲高回落，主要受地缘因素和国内疫情因素影响。其中，俄乌冲突带来俄罗斯供应中断问题未有缓解，且低库存支撑油价高位运行，而国内疫情蔓延、地缘紧张局势有所缓和以及美国释放原油战略储备的计划均使得油价承压。4 月份美国加大力度释放石油储备，国内疫情防控升级，油价震荡调整。5 月份油价震荡上行，市场反复交易欧盟对俄罗斯石油制裁和宏观经济衰退风险，且油价围绕欧盟对俄制裁态度和经济下行担忧反复交易，但整体而言，燃料的供应紧张持续推升燃料价格，进而支撑油价坚挺上扬。进入 6 月份后，美联储超预期加息 75 个基点，宏观利空风险渐显。美国持续干预油价，美国汽油价格快速下行，成品油裂解价差迅速收窄。市场对 OPEC+ 对后期减产协议到期后可能产量回升。原油冲顶年内次高后出现较大幅度调整，月线级别首次收阴。

图表 1 WTI、布伦特原油及价差

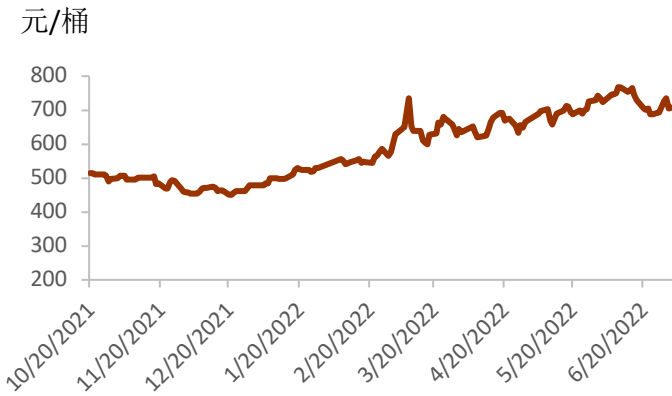


图表 2 原油现货价格

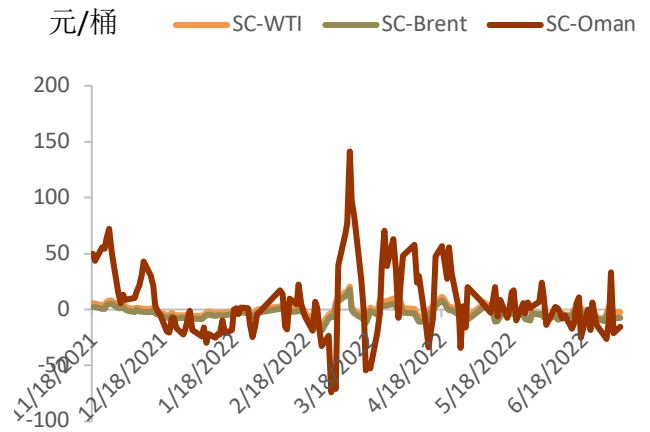


数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

图表 3 SC 主力连续



图表 4 国内外原油价差



数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

二、原油的供需基本面分析

1、全球原油供需

供应方面：

IEA 6 月报将 2022 年全球石油供应预测上调 60 万桶/日至 9980 万桶/日，OPEC+产量今年可能增加 260 万桶/日，但 2023 年可能收缩 52 万桶/日。欧佩克月报将 2022 年俄罗斯石油产量预测下调 25 万桶/日至 1063 万桶/日，将 2022 年非欧佩克石油供应增长预测下调 25 万桶/日至 210 万桶/日。EIA 短期能源展望预计 2022 年美国原油产量将增加 73 万桶/日，此前为 72 万桶/日；预计 2023 年美国原油产量将增加 105 万桶/日，此前为 94 万桶/日。

具体来看，《石油市场月度报告》认为，今年到明年，欧佩克及其减产同盟国以外的地区将引领世界供应增长，2022 年该地区供应日均增长 190 万桶，2023 年日均供应将增加 180 万桶。欧佩克及其减产同盟国，预计 2023 年全球石油总产量可能会下降，中东以外地区产量可能进一步减少。假设利比亚石油产量从急剧下降中反弹，该联盟今年的原油日产量可能会增加 260 万桶，但是会削弱其闲置产能缓冲。

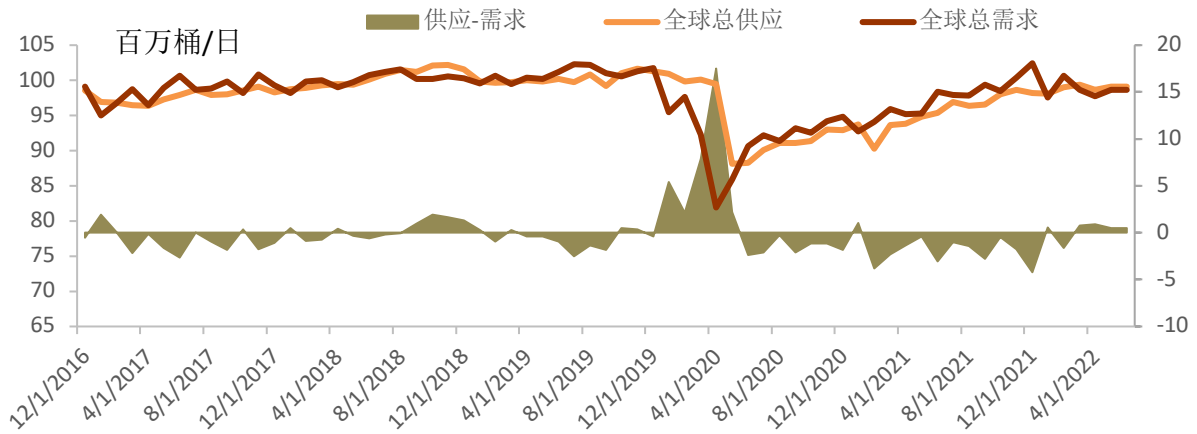
需求方面：

IEA 月报维持 2022 年全球石油需求预测为 9940 万桶/日不变。将 2022 年第一季度的需求预测提高 50 万桶/日至 9930 万桶/日，将 2022 年第三季度需求预测下调 30 万桶/日至 9980 万桶/日，将 2022 年第四季度需求预测下调 10 万桶/日至 1.004 亿桶/日。欧佩克月报认为由于俄乌冲突，以及 2022 年下半年疫情的不确定性，预测石油需求将恢复到疫情前水平存在“相当大的风险”。2022 年全球原油需求增速预测为 336 万桶/日至 1.0029 亿桶/日，与此前持平。EIA 短期能源展望预计 2022 年美国原油需求增速为 75 万桶/日，此前为 73 万

桶/日。2022 年全球原油需求增速预期为 228 万桶/日，此前预计为 222 万桶/日。

具体来看，《石油市场月度报告》预计 2023 年世界石油日均需求将达到 1.016 亿桶，将超过大流行前的水平。尽管油价居高不下同时疲软的经济前景正在减缓需求增长，但复苏的中国将推动明年需求增长，预计中国 2023 年石油日均需求增长将从 2022 年的 180 万桶加速到 220 万桶；与 2022 年经济合作与发展组织引领的需求增长成鲜明对比，明年非经合组织经济体石油需求增长将占全球石油增长的近 80%。

图表 5 全球原油供需



资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

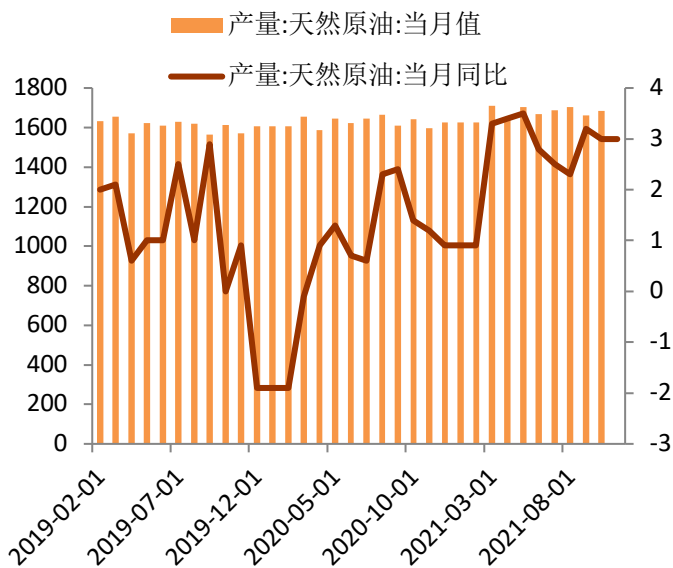
2、中国原油供需

中国是世界上最大的石油进口国。2022 年 1-5 月我国原油累计产量达到 8569 万吨，累计同比增长 4.1%。基于国家能源安全的考虑，近年来增加原油自产量、减少进口量已成为主流趋势。但由于自身资源禀赋的限制，我国自产原油的增量有限。为了匹配日益增长的国内需求，它仍然需要进口资源的大力支持。我国原油消费量有近 70%需要通过国际市场进口。海关总署数据显示，2022 年 5 月中国原油进口 4582 万吨，环比增加 6.5%。2022 年 1-5 月中国原油累计进口 21671 万吨，较去年同期减少 1.7%。2022 年，中国原油进口量预计将达到 5.3 亿吨。

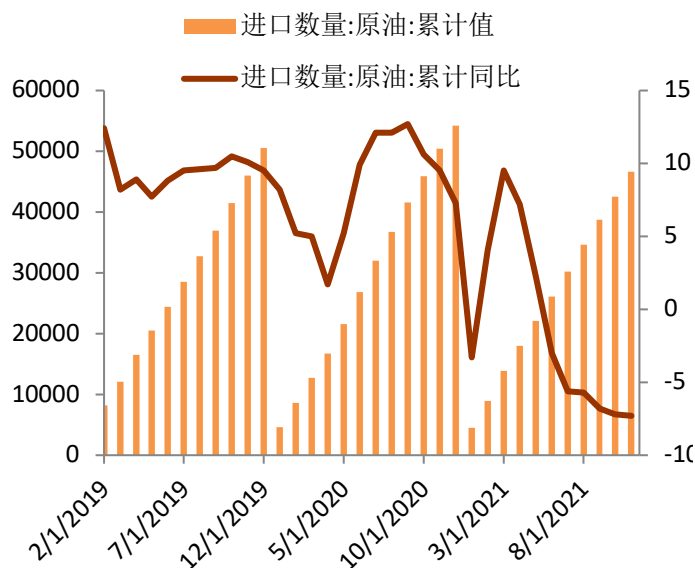
从供需总量来看，近年来我国原油供需稳步增长，2017-2021 年五年间，平均供给增长 4.0%，平均需求增长 5.8%。中国经济稳步发展，能源需求不断改善。2021 年，为了发挥储备市场的调节作用。国家粮食和物资储备局将首次组织分阶段、分批投放国家储备原油，主要面向国内炼化一体化企业，缓解生产企业原材料涨价压力。随着经济的稳步发展，国内炼油产能的持续增加带动加工消费的持续增加，以及国家战略和商业库存的补充作用，未来中国原油需求增量仍将是全球石油需求增量的主力军。截至 6 月 22 日，山东地炼一次常减

压装置平均开工负荷 66.38%，较上周上涨 3.11%。上周开工的昌邑、奥星、金诚新厂装置负荷逐步提升，其他炼厂负荷保持平稳，且暂无新增加的检修炼厂。短期内山东地炼暂无新增加的检修或开工炼厂，多数炼厂一次负荷保持平稳运行，少数炼厂或小幅灵活调整。综合分析，预计山东地炼一次常减压开工负荷或基本平稳，汽、柴油等产品供应保持充足态势。随着我国一些大型炼化项目的持续投资建设，预计未来几年我国原油加工消费增速将保持在 3% 以上，预计 2024 年将达到 7.6 亿吨。

图表 6 中国原油月度产量

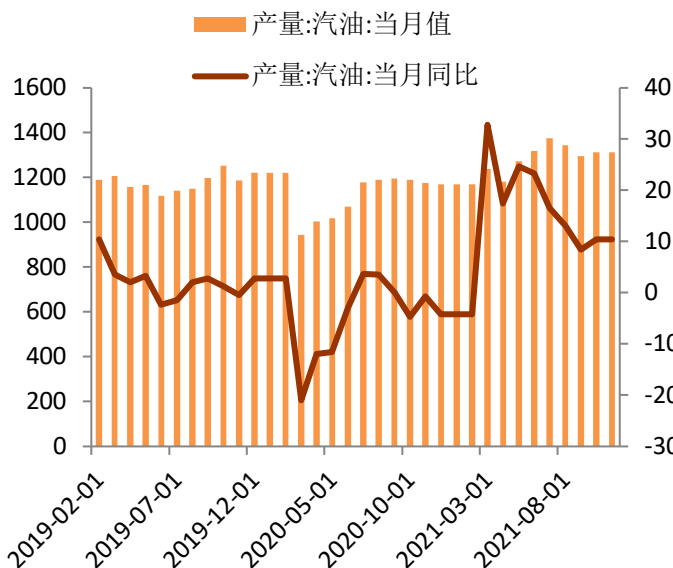


图表 7 中国原油累计进口量

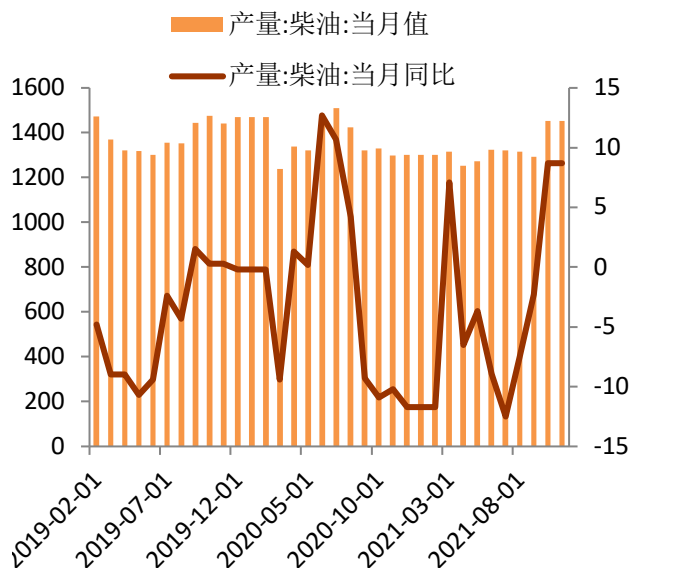


数据来源：iFind，铜冠金源期货

图表 8 中国汽油月度产量

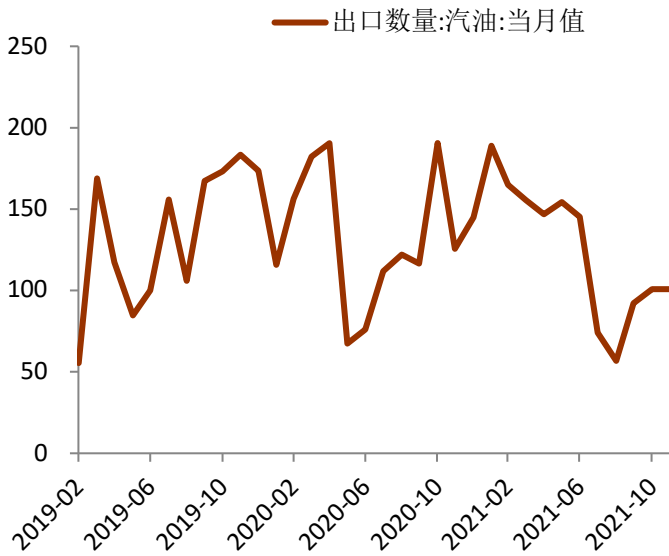


图表 9 中国柴油月度产量



数据来源：iFind，铜冠金源期货

图表 10 中国汽油出口数量

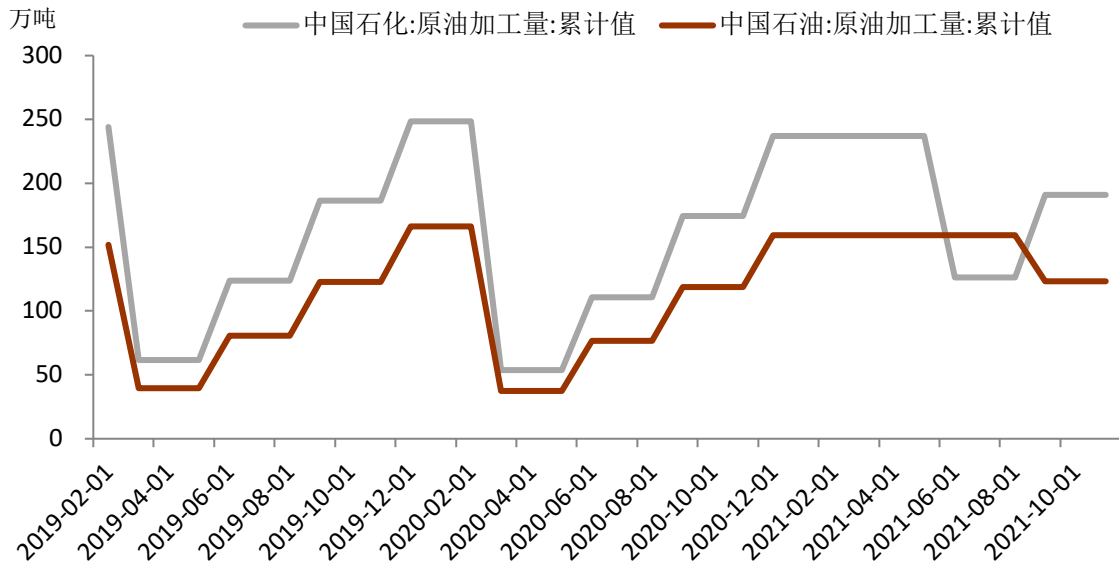


图表 11 中国柴油出口产量



数据来源: iFind, 铜冠金源期货

图表 12 中国原油加工量



资料来源: iFind, 铜冠金源期货

3、美国页岩油情况

美国原油产量从 2021 年四季度以来出现回升的趋势, 截止今年 6 月底, 美国原油产量达到 1190 万桶/日, 与疫情前的峰值水平相比仍然低约 110 万桶/日, EIA 预计 2022 年美国原油产量将增加 85 万桶/日至 1201 万桶/日; 由于全球原油供给不足, 美国政府宣布结束长达 15 个月的租赁禁令, 恢复在联邦土地上进行油气钻探开采的租契销售, 将提供约 582 平

方公里的土地用于石油和天然气钻探租赁，与禁令前的审批规模相比，土地面积减少了 80%，此外，开采公司还将被要求支付开采价值 18.75% 的特许权使用费，高于此前的 12.5%。过去的 2021 年，美国页岩油产区原油开采成本基本保持在 35-45 美元/桶的区间，目前平均开采成本约为 42 美元/桶。当 WTI 原油加工低于 40 美元/桶时，大多数页岩油企业可能已经处于亏损状态。当 WTI 原油价格低于 30 美元/桶时，一些页岩油企业因无法承受严重损失而被迫减产甚至破产。然而，如果 WTI 原油价格长期保持在 60 美元以上，页岩油公司可能会在利润的刺激下增加投资，释放新的产能，进一步增产。以上是分析美国页岩油后续产量的重要前提逻辑。在这个逻辑下，因俄乌冲突在 100 美元以上高位震荡的油价将成为页岩油增产的最重要动力。

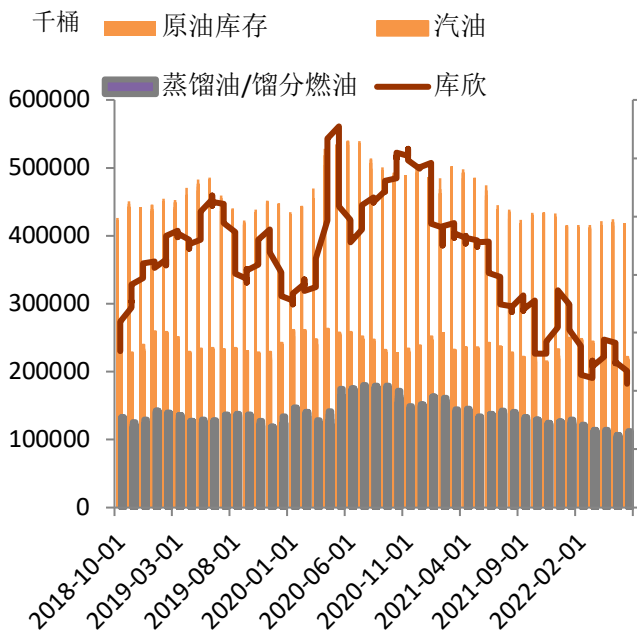
近两年资本支出约束大幅限制了生产商的资本支出规模，2021 年平均资本支出占经营性现金流比例(Capex/CFO)仅 50%左右，较疫情前近 100%的比例已显著收缩。根据达拉斯联储最新调查，新井的盈亏平衡对应 WTI 价格平均 50-70 美元/桶，因此限制生产商增产的最大阻力并不是价格，根据调查来看，资本支出约束是生产商不愿增产的最主要因素。经过一轮低油价周期和在持续的能源转型压力之下，生产商有更强烈的意愿维持目前高利润的格局。从市场份额的角度，美国能源独立使得生产商已没有最初急于通过增产来竞争市场份额的迫切意愿。但是，从价格角度，由于地缘冲突所导致的油价上涨主要表现为近端价格的飙升，油价远期曲线变得更加陡峭，对生产商而言，远期价格的上涨远不及近月价格。这也制约了页岩油产量急剧飙升的可能。

资本市场此前有所顾虑的重要原因在于，页岩油一直在和中东的原油竞争。中东主要产油国原油开采成本很低，基本保持在 10 美元/桶左右，俄罗斯和沙特作为原油的主要生产国，近年来一直在努力调整经济结构，降低对原油出口的依赖。天然气价格的上涨增加了俄罗斯的出口收入，使得俄罗斯和沙特更加理性地控制原油生产节奏，没有特别的紧迫性。但是俄罗斯因为受到越来越强的制裁，使得资本市场减少了这方面的担心。但是美国和伊朗谈判结果始终不能确定。如果中东的原油供给突然增加，那么油价被冲击之后，投入页岩油开采的资本也可能受到影响。在发生了疫情的过去几年，上游企业对大规模资本支出更加谨慎，美国页岩油产量增速对油价的敏感度大幅下降。上游投资方面，随着油价的上涨、行业景气度恢复以及疫情带来的不确定性逐步减弱，据 RystadEnergy，预计 2022 年美国页岩油上游资本资产将跃升至 834 亿美元，较 2021 年增长近 20%。

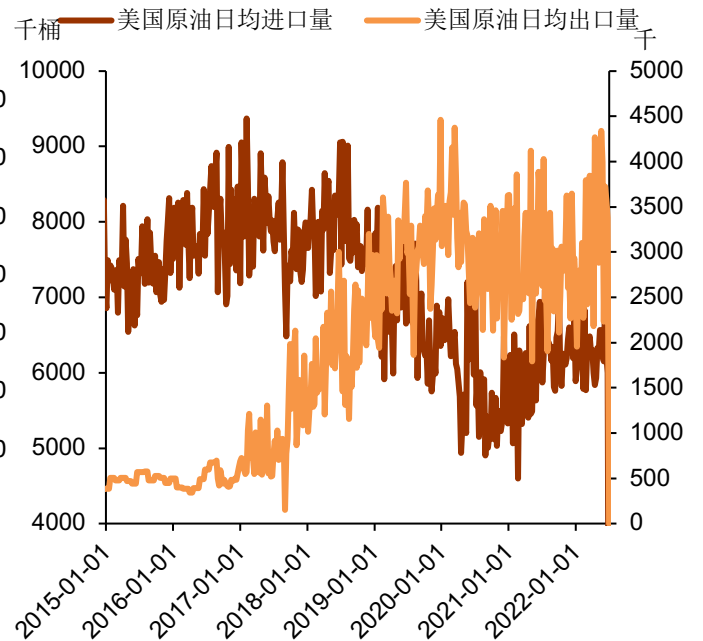
由于美国许多能源公司继续决心保持股息增长，而不是为额外的勘探提供资金。据美国能源服务公司贝克休斯公布的数据显示，截至 2022 年 6 月 20 日，美国石油活跃钻井平台数量周环比小幅增加 13 座至 576 座，维持在 2020 年 4 月以来的最高水平，并较去年 8 月 14 日低点 172 座，大幅增加 234.88%。尽管北美石油钻井数据继续录得攀升，但原油产量仍然停滞不前。据统计，截止 6 月 20 日当周，美国原油产量月环比回升 10 万桶/日，维持在 1190 万桶/日，为 2022 年 1 月 14 日当周以来次高。整体来看，当前美国页岩油行业恢复仍然缓慢，加之近期恶劣天气的影响，美国页岩油产量增量仍受限。

从 EIA 的预测来看，到 2023 年，美国石油日均产量将达到 1260 万桶，高于此前估计的 1241 万桶。目前 1230 万桶/天的年度历史最高纪录是在 2019 年创下的。当前不断刷新新高，甚至长期保持 100 美元关口上方的油价也支持这一看法，预计 2022 年页岩油产量增速将小幅提升，但增速仍较慢。在上一轮页岩油增产周期中，大量中小型页岩油企业依靠债券或资本市场融资，以产量为导向进行大规模扩张。但是在这一轮，美国其他主要页岩油生产保持稳定或处于衰退。从这个角度来看，即使美国二叠纪盆地的石油产量急剧增加，也很难迅速恢复到页岩油繁荣的水平。总体而言，俄乌战争带来的利好会增加页岩油的投资，因审批规模有限且收取高昂的特许权使用费，因此该政策的放松对美国页岩油企业上游勘探投资的促进作用相对有限。我们并不认为页岩油的产能会迅速大幅增加，而是认为页岩油会缓慢增加产能。

图表 13 美国原油库存情况

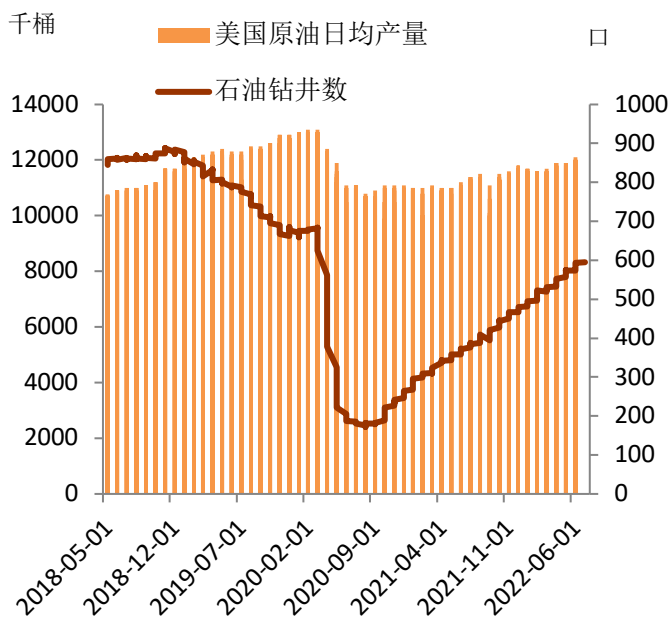


图表 14 美国原油进出口情况



数据来源：iFind，铜冠金源期货

图表 15 美国原油及活跃钻井数

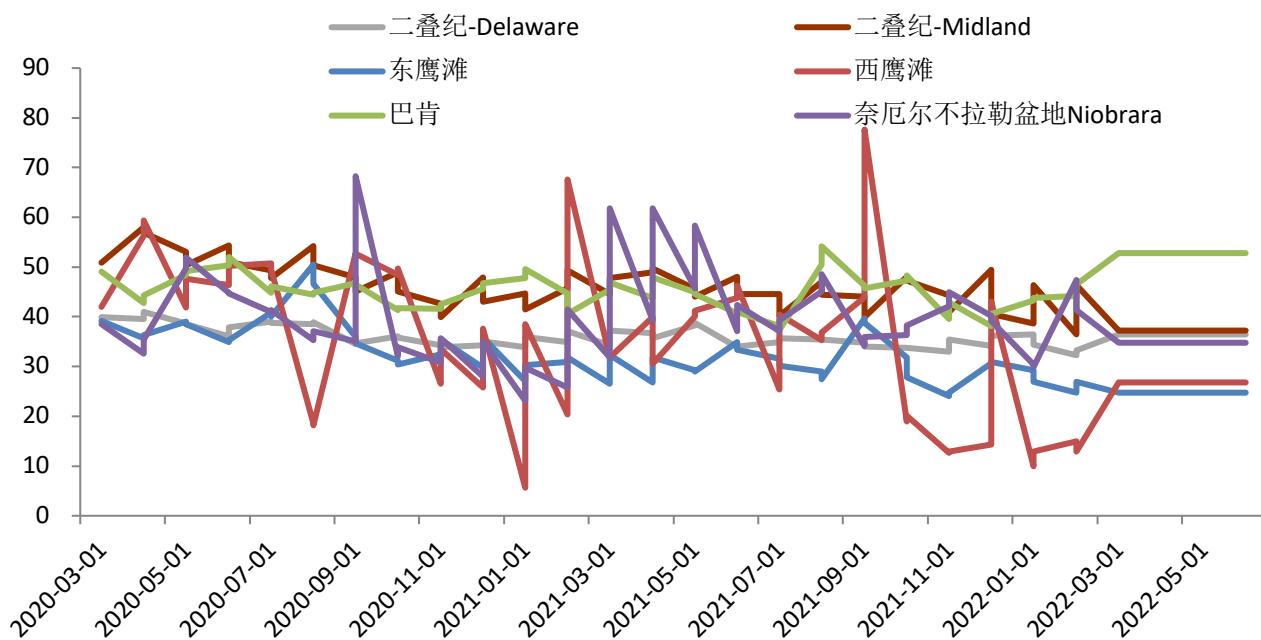


图表 16 美国炼厂开工情况



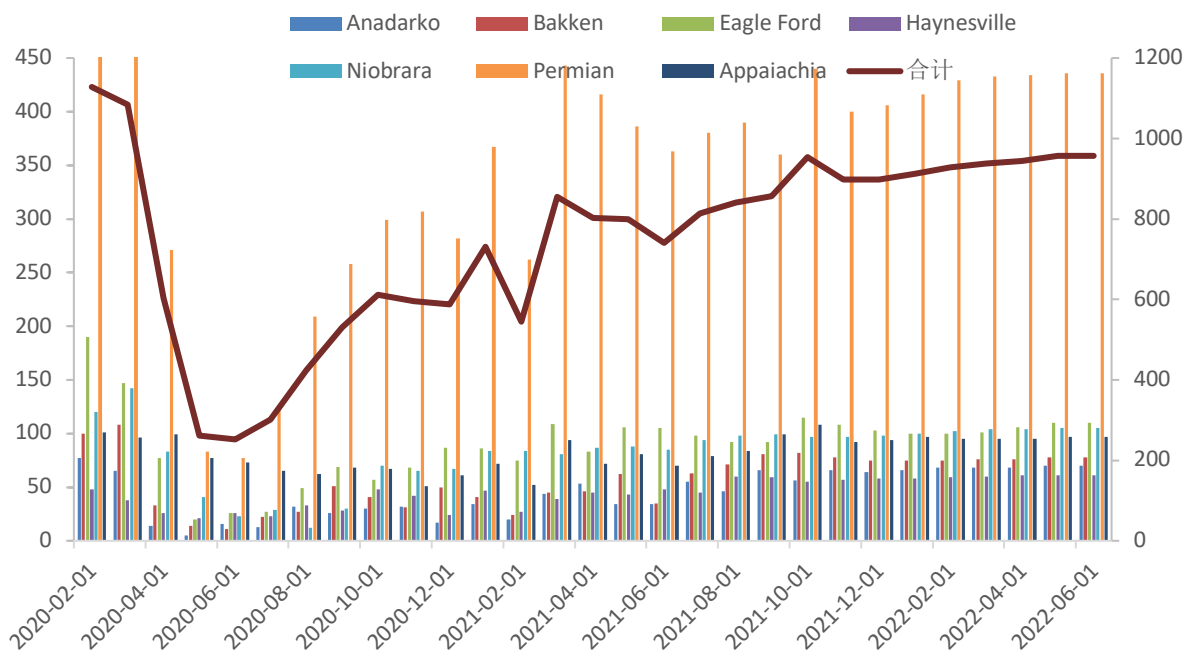
数据来源: iFind, 铜冠金源期货

图表 17 页岩油生产成本



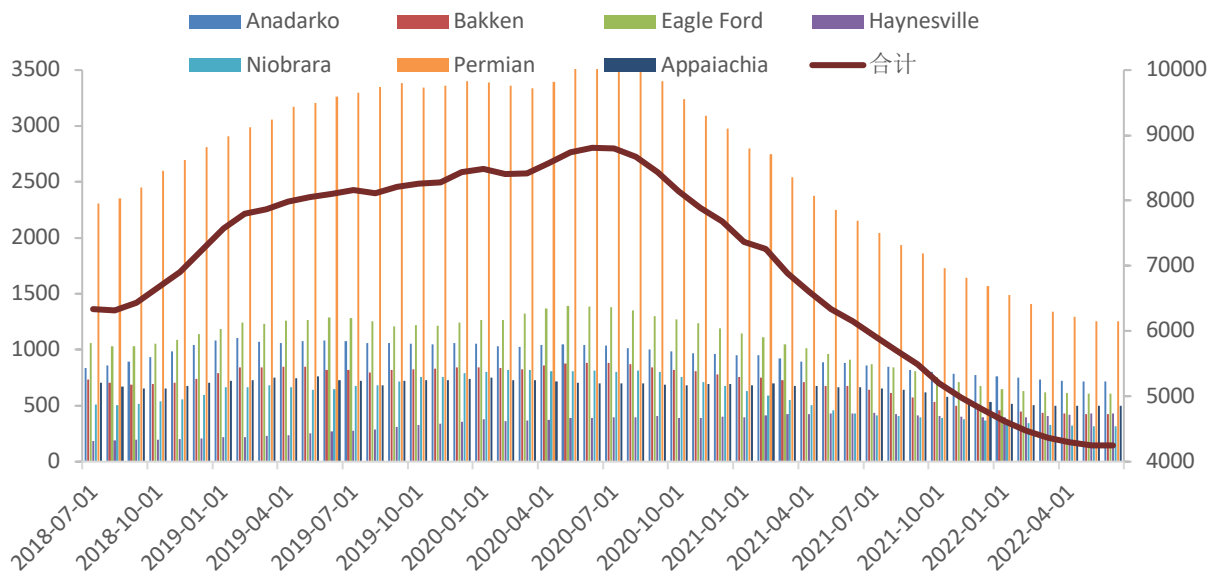
资料来源: iFind, 铜冠金源期货

图表 18 页岩油已完工的井数



资料来源：IFind，铜冠金源期货

图表 19 页岩油已开工但未完工的井数 (DUC)



资料来源：iFind，铜冠金源期货

4、俄乌局势与 OPEC 增产情况

从俄乌局势与制裁的情况来看，俄乌之间仍旧处于继续博弈的状态，局势没有出现明显缓和，俄罗斯用天然气作为地缘政治反击武器，提出让欧洲用卢布结算天然气，欧洲方面六月宣布了对俄罗斯第六轮制裁措施，石油领域也包括在内。俄罗斯与欧美双方仍旧在互相出牌阶段，局势仍有可能进一步升级。欧盟在今年年底前对俄罗斯原油进行禁运，但对匈牙利等国进行豁免，类似此前川普对伊朗实施的石油制裁措施。这一制裁力度某种程度上看，要低于此前市场预期。这也体现了能源依赖依然是欧盟的软肋，由于欧盟对俄罗斯石油的进口依赖程度较大（约 30%），无法在短期内寻找到替代进口来源，德国甚至考虑重启燃煤发电。

在制裁俄罗斯之后，对于欧洲来说最为紧要的是寻找替代俄罗斯的原油进口来源，我们认为未来或许主要来自欧佩克和美国，一方面，俄罗斯加大对亚洲出口力度之后，会挤出部分欧佩克与美国供应，这部分通过全球贸易再平衡的方式流向欧洲；另一方面，欧佩克在 6 月初的会议上承诺将每月增产计划提高至约 65 万桶/日，而如果伊朗制裁解除，未来能够极大缓和欧盟供应缺口，但总体而言，俄罗斯总出口量下滑部分将代表着全球原油供应的实际缺口增量，在欧佩克现有增产计划以及伊朗制裁不解除的情况下，全球原油供应偏紧的局面将会加剧，而欧洲可能将会取代亚洲成为全球原油进口成本最高的地区，Brent-WTI 以及 BrentDubaiEFS 价差均要拉宽，以保证套利船货能够流入欧洲，而苏伊士河以西的原油要尽可能少的流向亚太。

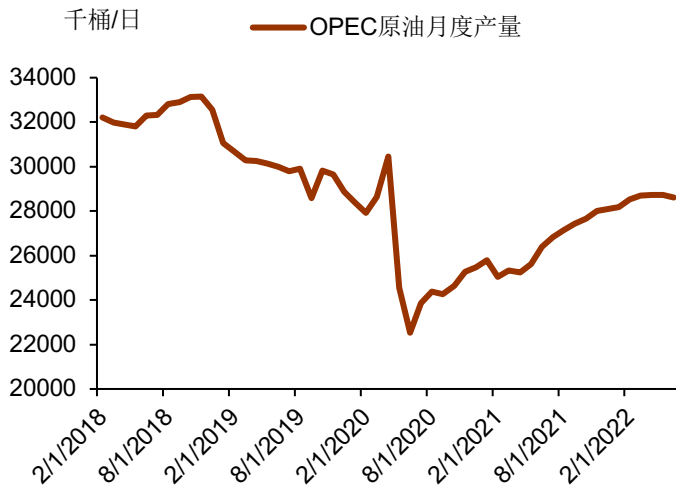
伊朗方面，由于东欧危机加剧，导致俄罗斯原油出口面临中断风险。鉴于欧美国家面临持续攀升的高通胀，为了缓解这种不利局面，适度缓和与美国与伊朗的分歧和矛盾，通过释放伊朗原油来填补俄罗斯原油出口中断的风险，这可能是两权相害取其轻的最有利的做法。据 IEA 的预计，伊朗的原油产量在今年年底预计达到 315 万桶/日，同时目前油轮上还储存着来自伊朗的约 7500 万桶原油和凝析油，浮仓水平超过 6000 万桶，在岸库存也有约 6000 万桶。若以美国为首的西方国家宣布解除对伊朗的制裁，伊朗将向市场释放大量供给。

6 月初，以沙特阿拉伯为首的 OPEC+ 组织决定在 7 月和 8 月均增产近 65 万桶/日，远超此前 43.2 万桶/日的增产幅度。产油国组织考虑增产来弥补俄罗斯因制裁所减少的原油产量，但市场上的原油期货交易者与机构对此举的实际效果并不看好；大部分都认为沙特的实际增产幅度会比较温和，而不是声明中的 65 万桶。事实上，即使 OPEC+ 的增产速度增加到 65 万桶/日，该水平仍不足以弥补今年因制裁导致的 200 万桶/日俄油供给缺口。若沙特与阿联酋这两大主力产油国考虑增产，目前来看上述两国下半年能够额外释放的最大极限产量为 209 万桶/日，叠加印度的俄罗斯原油进口增加，仍无法弥补俄罗斯原油出口下降的额度；加之石油需求旺季到来，预计全球原油供需格局短期内大概率仍旧处于偏紧状态。

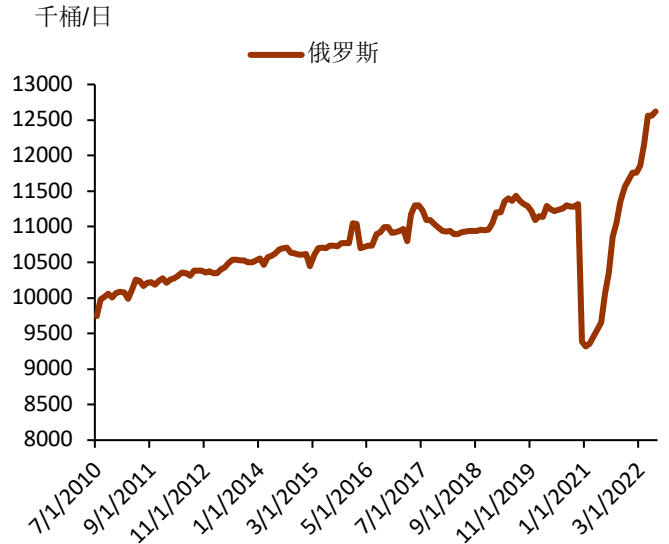
综合来看，OPEC+ 产油国稳步增产，且在调增产油基准线的背景下，原油供应量有望加快增长，不过在俄罗斯受欧美国家能源制裁导致出口下降的拖累下，二季度油市整体供

应依然面临较大的缺口，对原油期货价格形成利多支撑。

图表 20 OPEC 原油月度产量

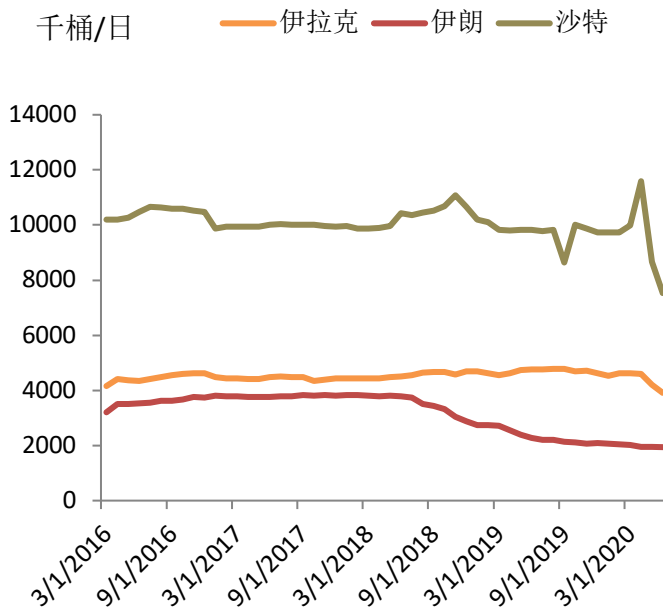


图表 21 俄罗斯月度产量



数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

图表 22 中东各国原油产量变化



图表 23 委内瑞拉原油产量变化

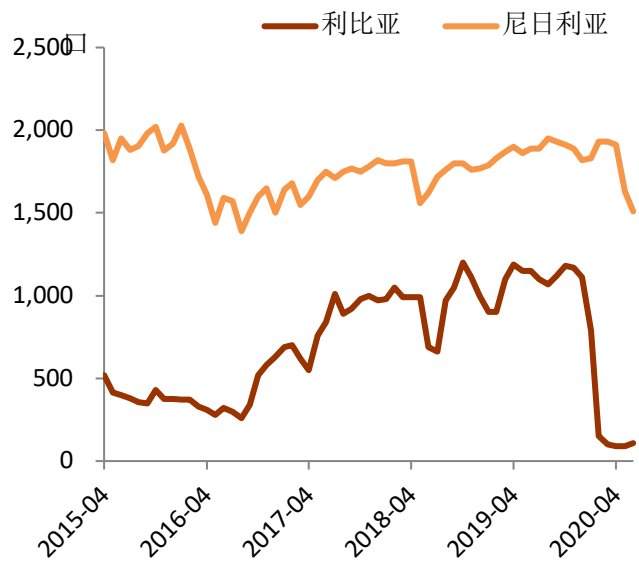


数据来源：IFind，铜冠金源期货

图表 24 加拿大原油产量变化



图表 25 尼日利亚、利比亚原油产量变化



数据来源：iFind，铜冠金源期货

三、宏观因素分析

1、上半年全球经济增长压力增加

2022 年上半年全球主要经济体的经济增长都遇到了不同程度的压力。海外方面，在史无前例的刺激政策之后，海外遭遇了高通胀难题。5 月份，美国 CPI 同比上涨 8.6%，刷新 40 年来的最高值。同样，欧元区 5 月份的通胀率按年率计算达 8.1%，创历史新高。高通胀对于经济的负面影响也是逐渐显现，从美国和欧元区的制造业 PMI 也可以看出，上半年虽然仍处于 50 临界点之上，但是数据整体趋势震荡回落，经济持续增长的压力也是与日俱增。

国内方面，由于疫情防控的节奏不同，国内在去年下半年就逐步退出刺激政策，因此通胀数据控制较好。但是 3、4 月份国内疫情的爆发，各地都推行了严格的防疫政策，造成了物流运输效率的大幅回落，终端需求的断崖下滑。特别是房地产市场在去年调控政策之下，叠加今年上半年的疫情影响，各项数据都出现了同比大幅下降，也对整体经济需求形成了较大拖累。因此，二季度 GDP 增速也是遭遇重大挑战。

2、海外政策全面收紧，衰退风险逐步增加

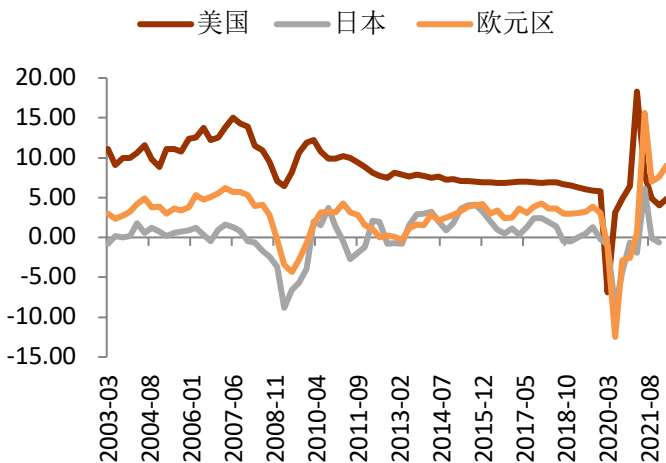
为了应对高通胀，美联储在 3 月开始加息，以及在 6 月份启动缩表政策。但是美国的

通胀数据并没有出现缓和迹象，反而是继续创出新高，因此美联储也是在 6 月份的利率决议上加息 75 个 BP。美联储多位官员也是相继表态，在回到 2% 的通胀目标之前，未来将继续保持收紧政策。市场也预期下半年美联储还将继续多次加息 75BP。欧洲方面，欧元区的通胀数据同样高企，特别是俄乌冲突更是加剧了欧洲地区的能源价格上涨势。欧央行也是决定在自 7 月 1 日起停止净资产购买，并计划在 7 月份的货币政策会议上将关键利率上调 25 个基点。在欧美全面收紧政策之后，我们看到欧美的经济数据也在不断回落，美联储将 GDP 增速从 3 月份预估的 2.8% 下修至 1.7%。欧洲央行对 2022 年年欧元区经济增长的预测为 2.8%，较今年 3 月的预测值均有大幅降低。市场对于未来欧美经济可能出现衰退的预期也大幅提升。

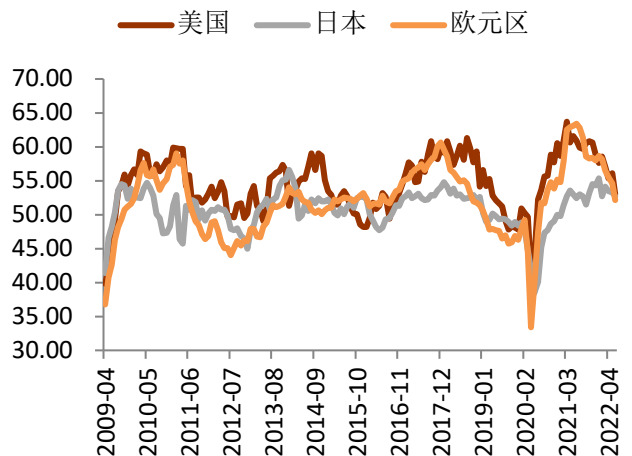
3、国内财政货币政策仍有空间

上半年，国内经济在二季度疫情的影响之下，出现了剧烈波动，而房地产更是在严监管和需求遭遇打压的双重压力之下，产销双弱，对于整体需求产生拖累。二季度，随着国内疫情的改善，政府也开始出台一系列的政策来维稳经济，政府也是表态未来会将加大宏观政策调节力度，采取更加有效的举措，努力实现全年经济社会发展目标，最大程度减少疫情影响。目前来看，国家已经开始放松房地产的限制，但是政策效果还不明显，我们预计下半年，特别是四季度，房地产数据有望企稳回升；同时，央行将继续在货币政策方面实施更加宽松的政策。但是需要关注国内通胀数据可能对宽松政策的影响。整体而言，我们认为下半年国内仍有较大的政策空间来支撑经济回暖。

图表 26 主要经济体 GDP 增速变化



图表 27 发达国家制造业 PMI 指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 28 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

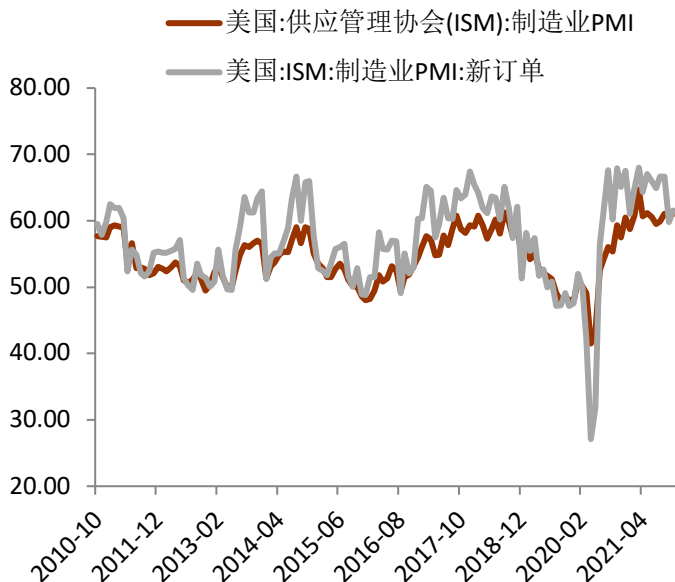
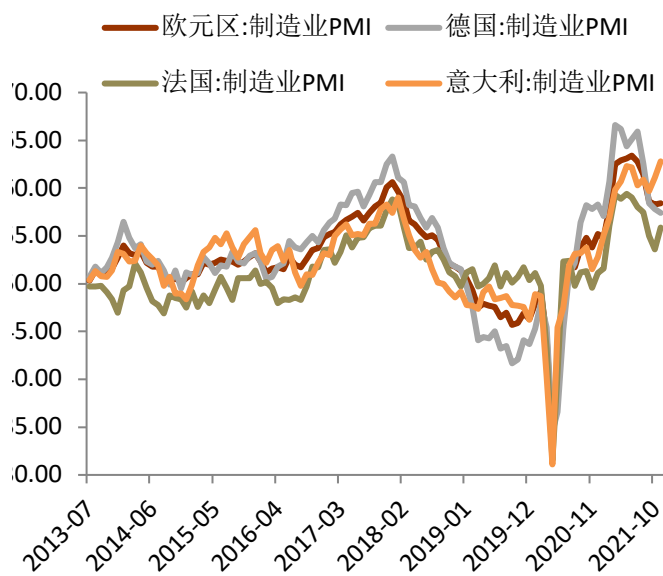
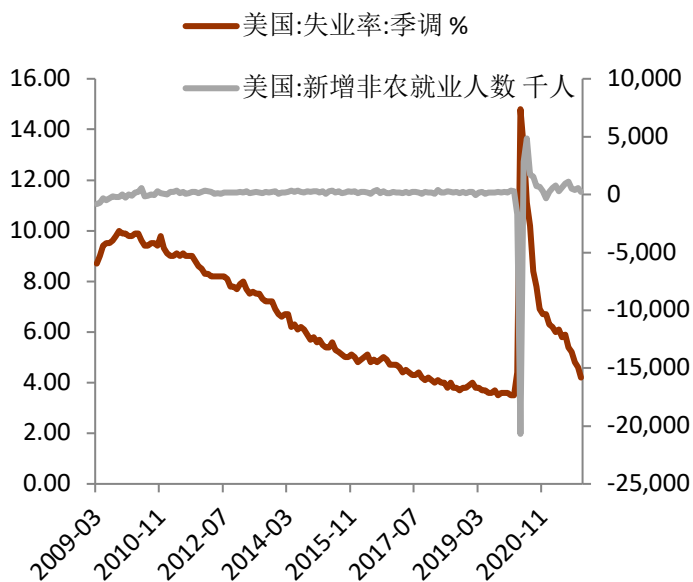


图 29 欧元区制造业 PMI 增速变化

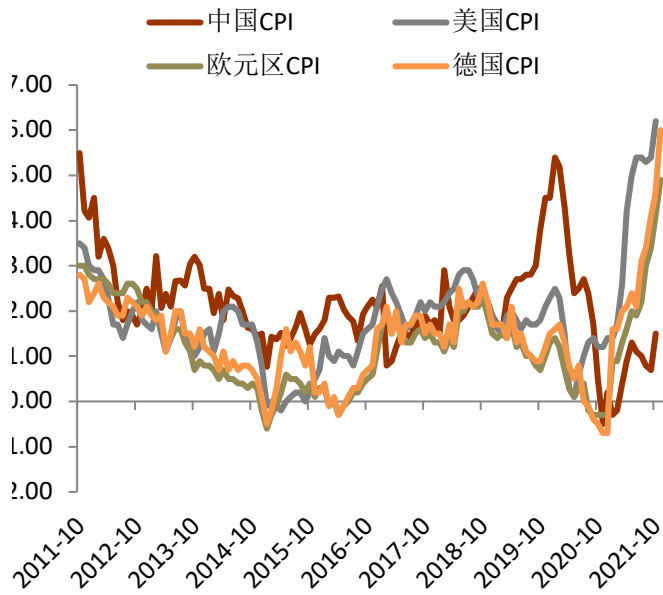


资料来源: IFind, 铜冠金源期货

图表 30 美国就业情况变化



图表 31 主要经济体 CPI 变化

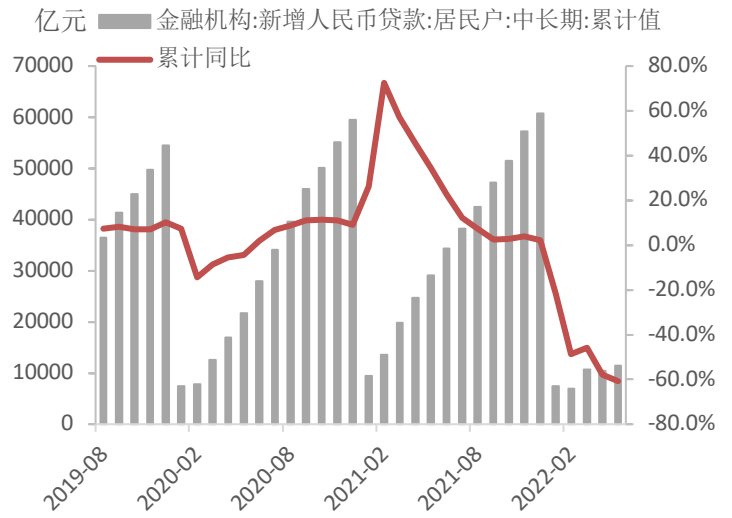


资料来源: IFind, 铜冠金源期货

图表 32 房地产开放投资额增速



图表 33 居民中长期新增人民币贷款增速



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 34 房屋新开工、施工面积累计同比

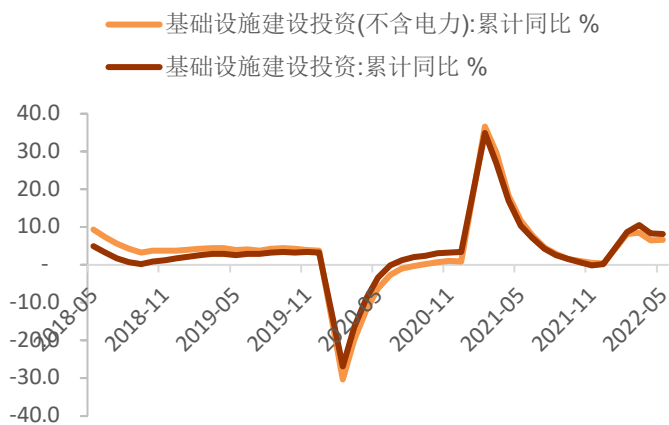


图表 35 房屋新开工、施工面积当月同比

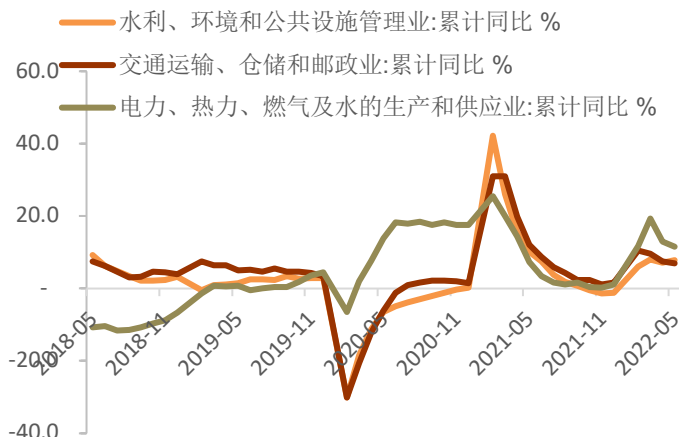


数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 36 基础设施建设投资累计同比增速



图表 37 基础设施投资三大分项累计同比增速



数据来源: iFinD, 铜冠金源期货

四、价差结构、持仓、库存分析

1、原油价差结构变化

本轮因俄乌冲突冲击造成价差冲击大概率难以延续, 原油价差未来都有趋势收窄、波动收敛的可能。这种情况在三季度发生的概率较大, 或驱动 Brent-WTI 价差波动范围逐渐收敛。从更长的时间维度来看, 考虑到老旧型船舶拆解的刚性需求以及新订单比例过低, 全球油运运价中枢在四季度乃至 2023 年完全有可能因为运力增速的下滑而出现趋势转强, 届时对 Brent-WTI 价差将提供有力支撑。而在具体价差方面, 当前的墨西哥湾运输至欧洲运费已经由之前的平均 1.5-2 美元/桶上涨至 6-8 美元/桶, 或意味着 Brent-WTI 的价差极限走阔 4.5-6.5 美元/桶。

图 38 WTI 跨月价差结构

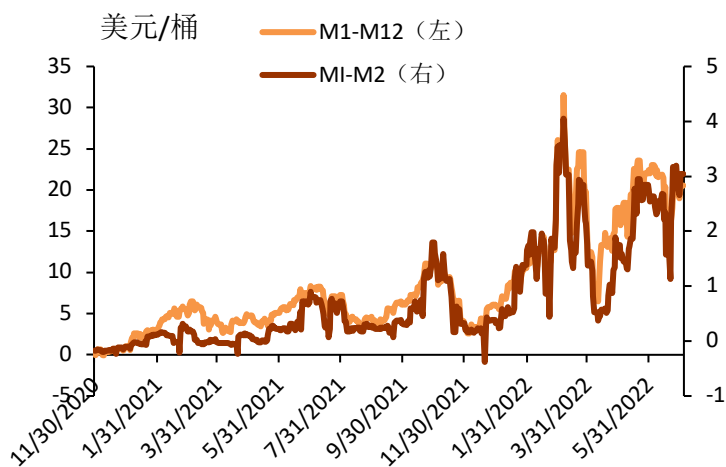
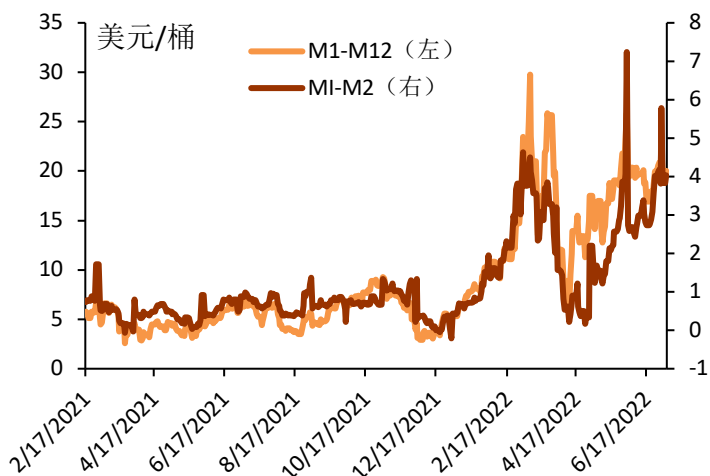


图 39 Brent 跨月价差结构



数据来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

2、原油持仓变化

原油期货非商业净持仓及非商业净多持仓自 2021 年四季度至 2022 年二季度大幅下行，伴随经济增速放缓，油价波动加剧，持仓也随之走低。二季度经济增速加速放缓，美联储一度加息 75 基点，净持仓和多头持仓持续回落；二季度末降至多年低位。

图 40 WTI 非商业持仓

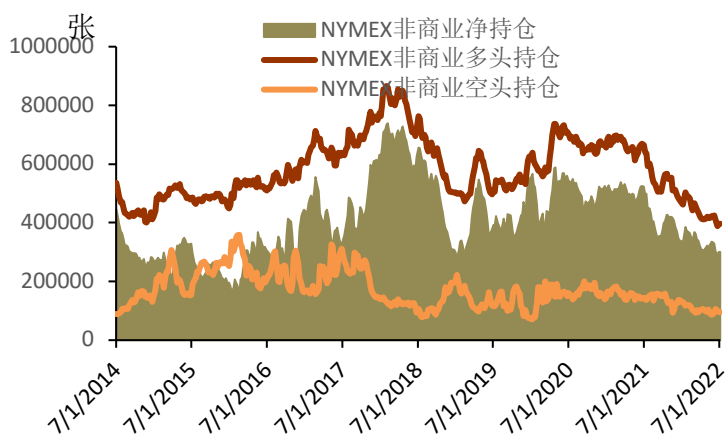
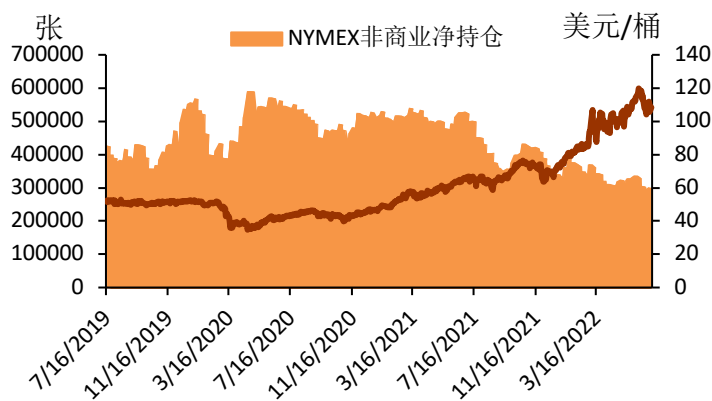


图 41 WTI 与净持仓的关系

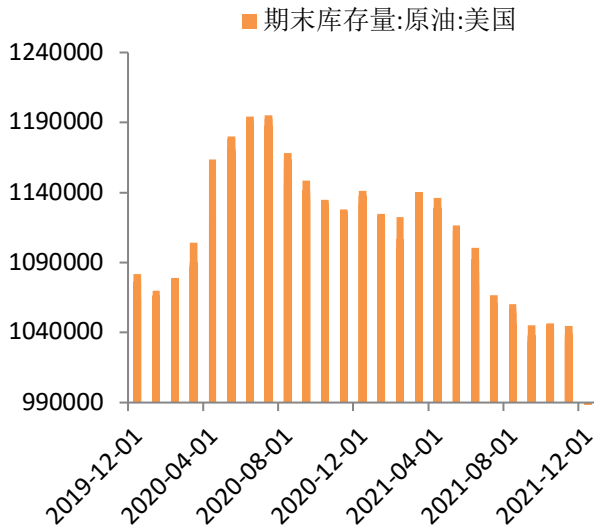


数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

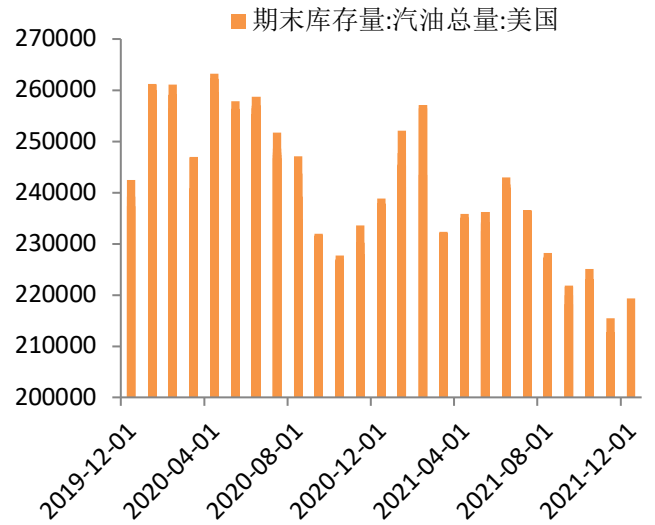
3、原油库存变化

原油库存在 2022 年上半年总体呈下降趋势。原油及成品油库存均处于历史同期低位。截至 6 月 24 日当周，包括战略储备在内的美国原油库存总量 9.13434 亿桶。其中美国石油战略储备 4.97868 亿桶，为 1986 年以来最低。美国原油商业库存水平为 4.15566 亿桶，美国汽油库存总量 2.21608 亿桶，馏分油库存量为 1.12401 亿桶。2022 年年初，商业原油库存水平为 4.13298 亿桶；汽油库存为 2.40748 亿桶，馏分油库存为 1.29383 亿桶，战略储备库存为 5.93382 亿桶，其中战略石油储备下降 9551 万桶（降幅 16.1%）、汽油库存下降 1914 万桶（降幅为 8%）、馏分库存下降 1698 万桶（降幅为 17%），而商业原油库存较年初有小幅增加。值得注意的是，随着美国战略石油储备的不断释放，美国炼厂开工率创下疫情以来新高，而产品的库存则出现有效的去化，说明需求韧性较强。从矛盾点来看，主要因素是制裁因素后，油种品味变化，导致国外炼厂产出结构较往年有所变化，因而造成了成品油供需的结构性错配。预计随着油价的回落，原油库存将有所增加。

图表 42 美国原油库存



图表 43 美国汽油库存



数据来源: IFind, 铜冠金源期货

五、行情展望及操作策略:

供应方面, OPEC 延续原有的框架, 即保持相对稳定的增产。同时美国主要页岩油产量依然保持稳定, 随着油价上涨产量缓慢增加。但地缘政治的影响占据主导, 俄罗斯受到欧盟第六轮的制裁。短期来看, 原油供应有着较高的不确定性, 总体来看供应处在偏紧状态。

需求方面, 欧美经济复苏势头放缓, 中国需求在上海解封之后逐步恢复。需求总体企稳, 同时也受到美联储加息的压制。

整体来看, 油价当前基本处在供应偏紧且存在较大不确定性, 需求企稳的状况。OPEC 在中短期内的供应不多, 欧盟对俄制裁效果有待观察。中期看, 油价或有大幅震荡的可能。短期看油价或延续震荡。

投资策略建议: 做多原油波动率

风险提示: 地缘政治风险

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 室
电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762



铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。