



智慧 <sup>创</sup> 造 奇迹

一流的咨询, 卓越的服务  
First class consultancy Excellent services

南华期货研究所

杨光明能源化工高级总监

yanggm@nawaa.com

0755-82777915

助理研究员:

袁铭

ym@nawaa.com

0571-87830532

## 延续低波动特点

### 摘要

- 上半年原油市场窄幅波动,以北美为代表的非欧佩克国家原油持续增产抵消了一些欧佩克国家出现的供应中断,从而对稳定国际油价起到了至关重要的作用。下半年,国际原油市场仍将延续低波动态势,而油价年内高点或会出现在三季度。

# 第一章 基本观点与策略

## 1、基本观点

非欧佩克国家原油产量的稳定增长大大缓解了因地缘政治以及突发事件等因素造成的全球原油供应中断的风险，表现在油价上，笔者预计今年将是即 2013 年后第二个油价相对波动较平静的年份。

同时，随着全球经济的逐步企稳，需求得以恢复性增长。因此，全球原油市场未来更多地会表现为供需相对平衡的状态。尽管笔者预计下半年油价不会出现大涨大跌的行情，不过原油的季节性特征仍将推动油价在下半年走出年内高点，不过上方空间不会太大。

## 2、策略

单边：三季度，多 WTI ,上方目标位 110 美元；多布伦特，上方目标位 118 美元。

跨品种套利：笔者预计今年 WTI-布伦特原油正常价差区间维持在 5-10 美元区间，价差超过 10 美元，多 WTI，空布伦特；价差低于 5 美元，多布伦特，空 WTI。

## 3、风险提示

- 1) 伊拉克局势的发展
- 2) 美元未来走势

## 第二章 油价波动有收窄趋势

近年，北美地区尤其是美国原油产量的稳定增长，对平抑国际油价起到了较大的稳定作用。换言之，市场短期一些对供应的扰动因素对油价的影响力被大大削弱。从下图中我们可以看到 2013 年国际油价的波动是自 2006 年以来波动最小的一年。

图 1：国际油价波动区间收窄

单位：美元/桶

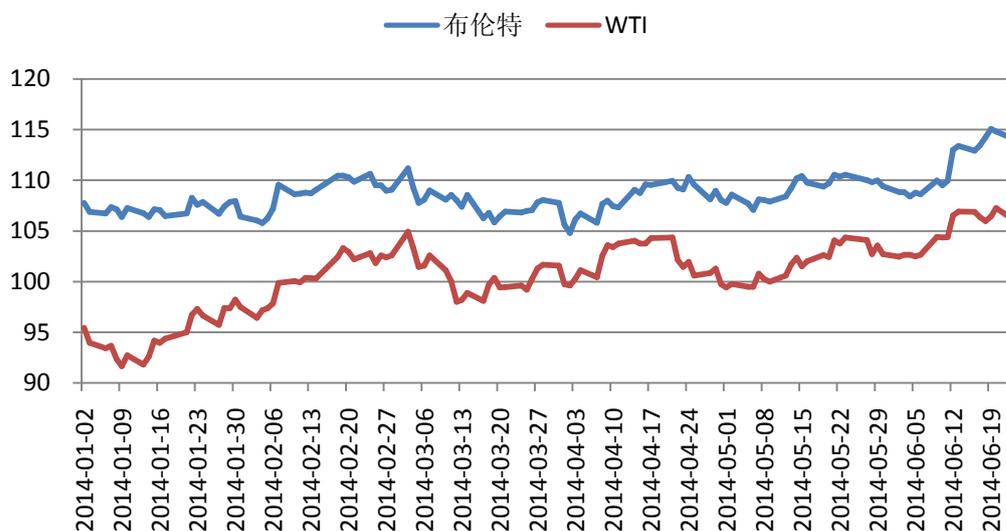


数据来源：EIA 南华研究

在 2014 年国际原油即将走完上半年行情之时，这样的趋势还在延续吗？数据显示，2014 年截至目前，WTI 期货价格最大波幅 17%，布伦特原油期货价格最大波幅 10%，而作为近年以来原油市场波动最小年份的 2013 年，WTI 原油价格波幅 28%，布伦特原油波幅 22%。这就意味着，随着以美国为代表的北美地区产量的不断提高，大大缓解了此前国际油价的巨幅波动情况，为国际原油市场稳定运行创造了条件，因此，笔者预计 2014 年国际油价仍将延续低波动。

图 2：国际油价上半年走势

单位：美元/桶



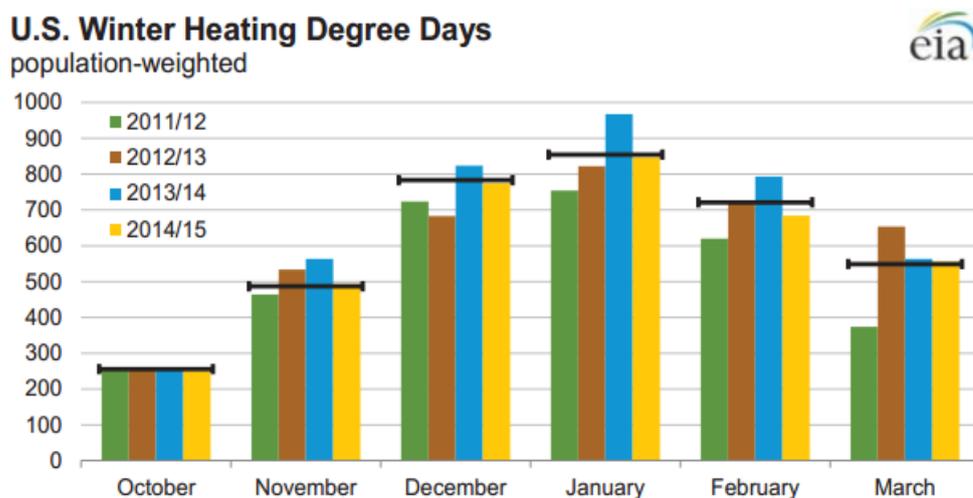
数据来源: Wind 南华研究

既然美国原油产量持续大幅提高稳定了国际油价,但是为什么今年以来油价整体保持强势,即使在二季度供应相对宽松的季节,油价仍为出现近几年下跌的行情呢?笔者认为主要由下列因素支撑走高。

## 1、美国异常严寒天气导致需求增长

今年美国冬季遭遇了有史以来较为严寒的天气,美国多地出现了极寒天气。从 EIA 数据来看,今年美国冬季的取暖天数明显高于黑线的十年均值,且明显高于前几年同期水平。

图 3: 美国冬季取暖天数

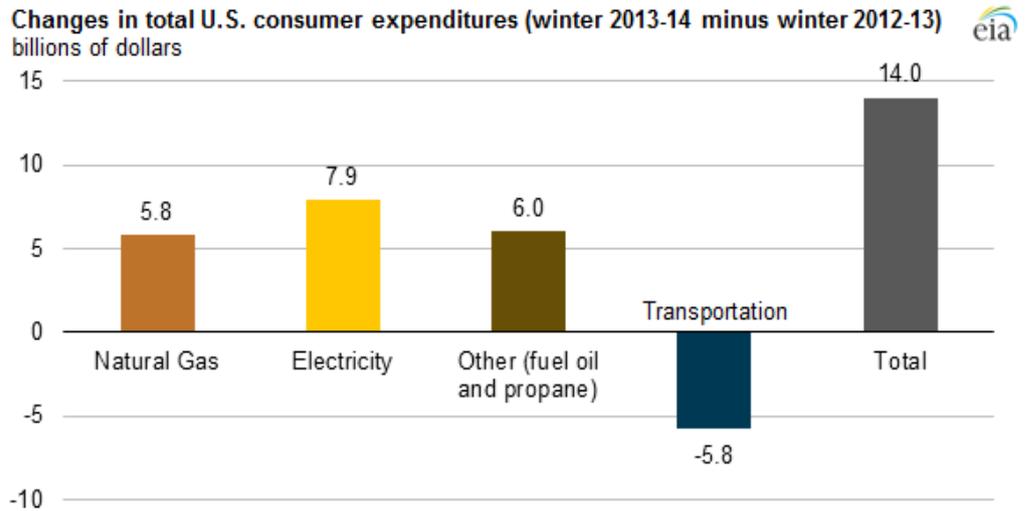


数据来源: EIA 南华研究

从冬季美国消费者对各能源的消费支出情况来看,天然气支出较去年同期增加 58 亿美元 (16%); 电力支出增加 79 亿美元 (10%); 取暖油支出同比增加 60 亿美元 (27%)。

图 4: 美国冬季消费者能源消费支出

单位: 10 亿美元

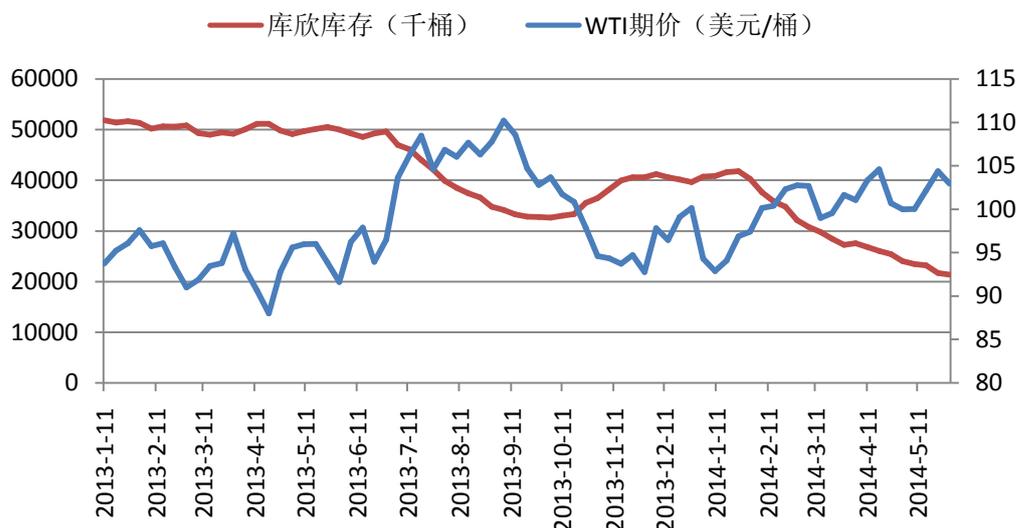


数据来源: EIA 南华研究

## 2、美国库欣库存持续下滑

今年以来, 作为美国原油期货交割地的库欣地区, 其原油库存的大幅下滑对油价形成了较强的支撑。从数据来看, 库欣地区原油库存已经从 1 月份的 4183 万桶下降到了目前的 2137 万桶, 减少了 2046 万桶, 库存水平下降了 49%, 而距 2013 年 4 月的历史最高库存水平 5118 万桶更是减少了 2981 万桶, 降幅 58%。库欣库存的减少源于原油管道运输能力的提升, 美国炼厂尤其是墨西哥湾地区炼厂可以更便捷的吸纳来自库欣的原油库存。

图 5: 库欣库存与油价走势



数据来源：美国能源部 南华研究

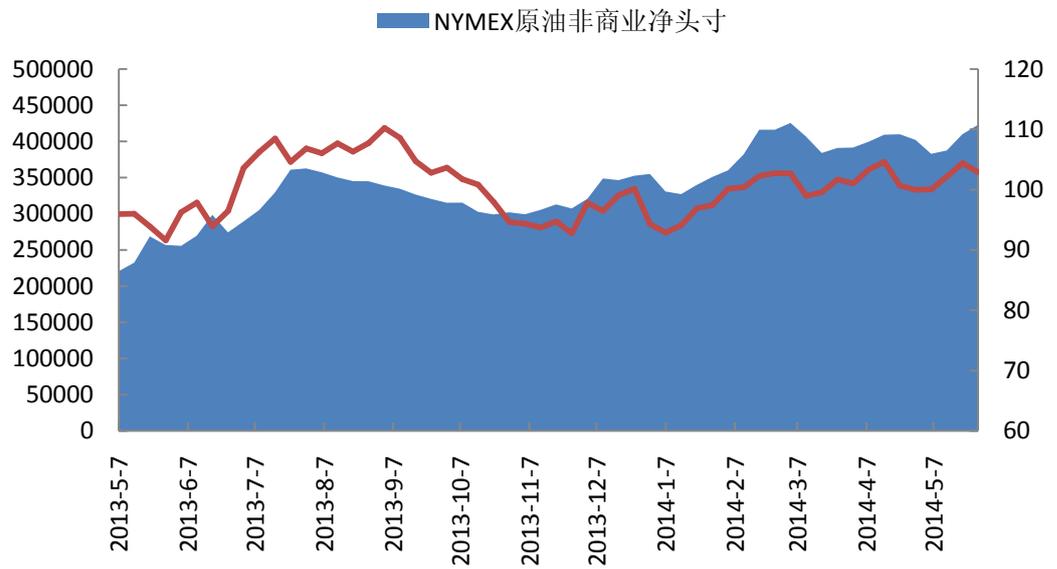
### 3、地缘政治局势推升原油溢价

3月初，乌克兰局势爆发，俄罗斯入侵乌克兰克里米亚半岛，导致地区局势升级。给美国和俄罗斯，欧洲和俄罗斯之间的关系带来严重影响。由于俄罗斯是全球非常重要的包括原油在内的能源出口国，而乌克兰又是俄罗斯能源出口至欧洲的主要过境国，因此两国之间发生如此重大的政治事件，给市场对原油供应问题进行炒作提供契机，导致原油价格居高不下。

### 4、美原油期货投机仓位处于历史高位

原油作为市场的龙头商品，其价格影响因素错综复杂。大体上可以分为商品属性和金融属性两大类影响因素。以上提到的天气、库存和地缘政治风险等因素通过影响原油的供需基本面影响其价格变化，反映出原油作为资源的商品属性；而投机因素则通过对基于供需基本面各类题材的“炒作”影响油价，更多地反映了原油作为大宗商品的金融属性。今年以来，美原油非商业净多持仓一直处于历史高位，在3月4日达到42.5万手的历史最高水平，远超2013年7月30日创下的36.5万手的历史记录。

图 6: 投机仓位处于历史高位



数据来源：Bloomberg 南华研究

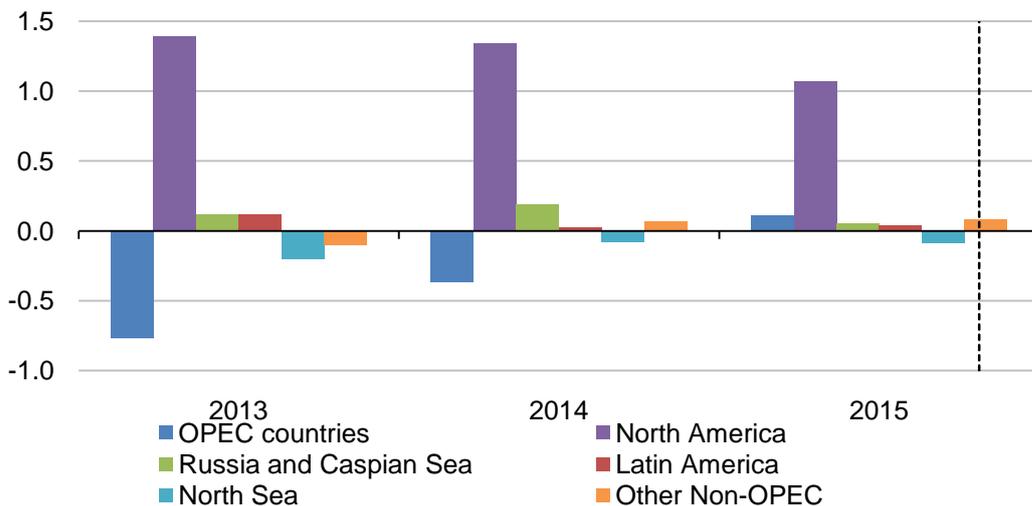
## 第三章 下半年原油基本面梳理

### 1、美国产量继续保持高速增长

近两年以来，以北美为代表的非欧佩克国家的石油供应大幅增长。其中美国页岩油气产量在近两年大幅增产，且这种趋势保持良好。美国非常规油气资源的大规模生产开发已经给全球带来了示范效应以及产生了溢出效应，势必会推升市场对供应宽松的心里预期。从 EIA 数据来看，2013 年美国原油产量 744 万桶/天，较 2012 年增长 96 万桶/天，2014 年预计原油产量 842 万桶/天，同比增长 98 万桶/天，可见美国原油产量仍保持着较好的增长态势。

图 7：各地区原油和液体燃料产量增长

单位：百万桶/天



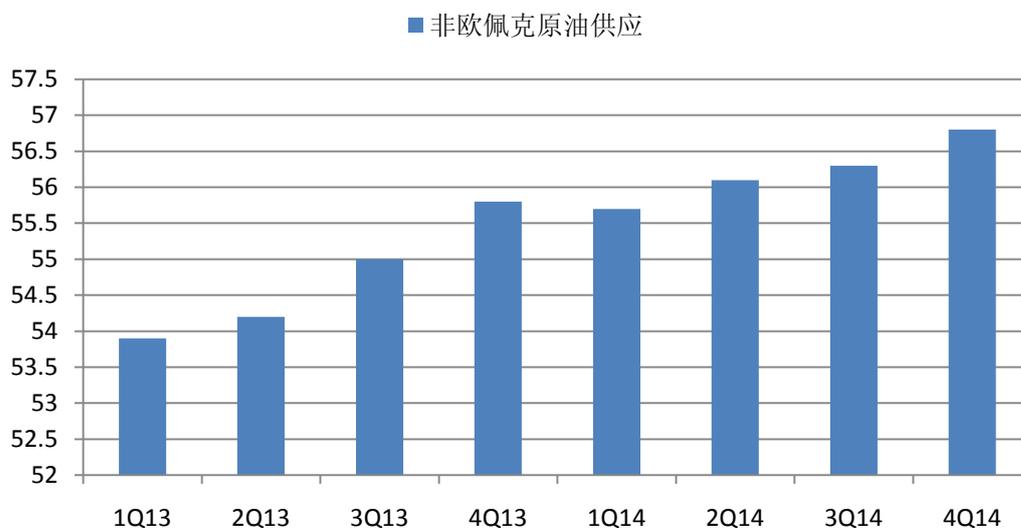
数据来源: EIA 南华研究

## 2、下半年非欧佩克原油供应小幅增长

今年下半年原油供应将继续保持小幅增长。据国际能源署 (IEA) 数据预测, 3 季度环比小幅增长 20 万桶/日, 同比增长 50 万桶/日; 4 季度环比增长 50 万桶/日, 同比增长 100 万桶/日。

图 8: 非欧佩克原油供应

单位: 百万桶/天



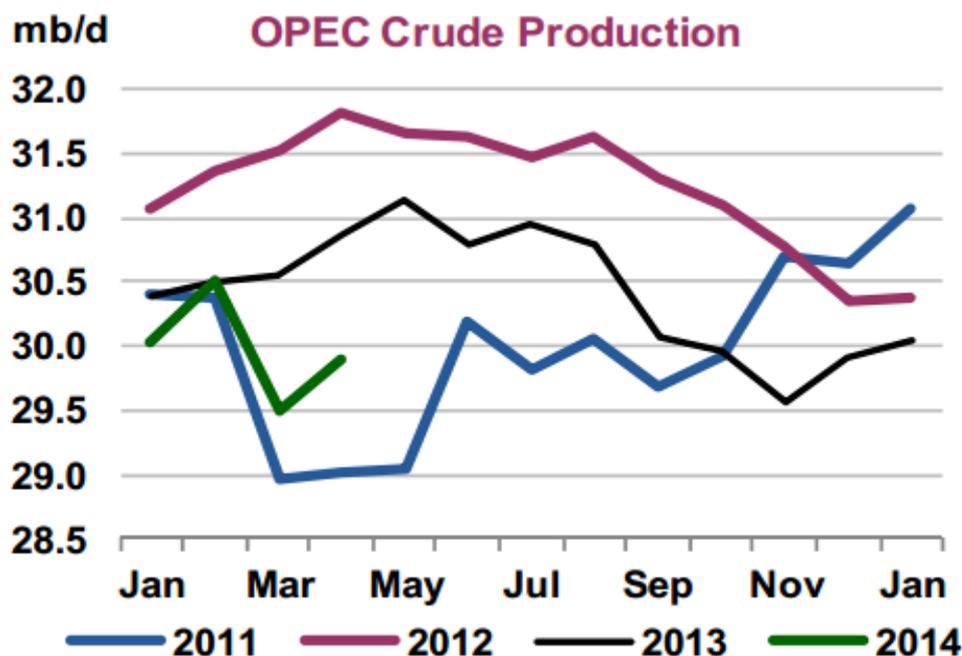
数据来源: IEA 南华研究

### 3、欧佩克产量政策稳定

6月11日在维也纳欧佩克总部举行的会议决定，继续维持目前每天3000万桶的原油产量配额不变。这个产量配额从2011年以来就没有变过，目前实际产量相当接近配额。欧佩克认为，2014年以来，石油价格相对稳固，这预示着市场供应充足，石油价格周期性波动更多的是市场对地缘政治紧张局势的反应，而非基本面引起。今年前4个月，欧佩克月均产量为2998万桶/日，非常接近配额上限。

图 9：非欧佩克原油产量

单位：百万桶/天



数据来源：IEA 南华研究

### 4、欧佩克剩余产能小幅上升

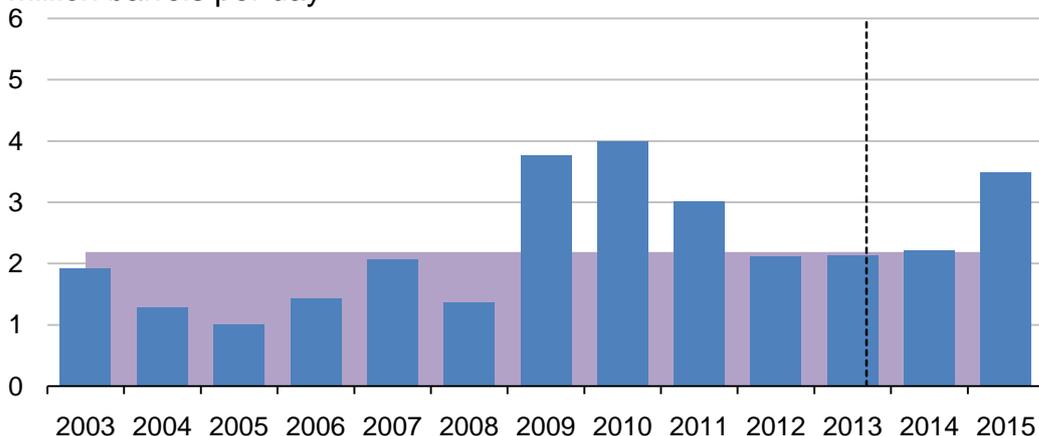
欧佩克剩余产能是评估全球原油市场对潜在原油供应减少应对能力的重要指标。如果某些地缘政治事件导致某一地区原油供应中断，假若此时市场有足够的剩余产能来抵消可能减少的供应，那么事件对原油价格的影响会比剩余产能处于较低位时期的影响要小，反之亦然。根据EIA的数据显示，2013年欧佩克剩余产能为214万桶/日，略低于10年均值的219万桶/日，2014年剩余产能小幅增加至221万桶/日，略高于10年平均水平。

图 10：欧佩克剩余产能

单位：百万桶/天

## OPEC surplus crude oil production capacity

million barrels per day



数据来源：IEA 南华研究

## 5、今年石油需求增长将高于去年

OPEC 预测 2014 年全球经济增长 3.4%，2013 年为 2.9%。经合组织国家中较大经济体的复苏，将会引领 2014 年经合组织经济增长 2.0%，去年为 1.3%。欧元区经济增长由负转正，不过该机构将中国今年经济增长从 7.7% 下调到 7.5%。整体来看，全球经济增长的恢复有利于石油需求的改善。

表 1：全球经济增长预测

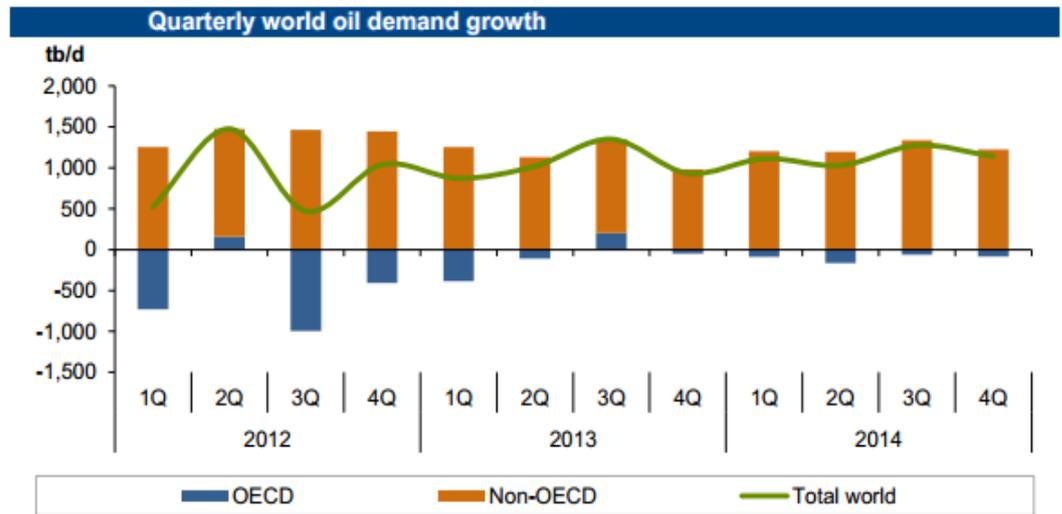
Economic growth rate and revision, 2013-14, %									
	World	OECD	US	Japan	Euro-zone	China	India	Brazil	Russia
<b>2013E*</b>	<b>2.9</b>	<b>1.3</b>	<b>1.9</b>	<b>1.5</b>	<b>-0.4</b>	<b>7.7</b>	<b>4.7</b>	<b>2.3</b>	<b>1.3</b>
Change from previous month	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>2014F*</b>	<b>3.4</b>	<b>2.0</b>	<b>2.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.0</b>	<b>7.5</b>	<b>5.6</b>	<b>2.0</b>	<b>0.9</b>
Change from previous month	0.0	0.0	-0.3	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0	-0.1

数据来源：OPEC 南华研究

分区域来看，发达国家中美国经济的复苏将带动美国石油需求增长，而欧洲石油需求下降幅度也将大幅收窄。此外，尽管中国经济增长步伐确实有所放缓，但是并未对石油需求带来实质的影响。欧佩克表示，今年全球石油需求增长的贡献仍将来自以中国为代表的发展中国家。同时，从中国海关总署的数据来看，中国 1-5 月原油进口量 12869 万吨，同比增长 11.1%。

图 11: 全球石油需求季度增长

单位: 千桶/天



数据来源: OPEC 南华研究

## 6、下半年全球液态燃料供需紧平衡

表 2: 全球液态燃料供需平衡表

单位: 百万桶/天

季度	全球产量	全球消费	平衡
1Q13	89.13	89.39	-0.26
2Q13	90.24	90.00	0.24
3Q13	90.74	91.16	-0.41
4Q13	90.86	91.35	-0.48
1Q14	90.86	90.95	-0.09
2Q14	91.46	91.35	0.11
3Q14	92.45	92.42	0.02
4Q14	92.34	92.41	-0.06
1Q15	91.99	92.32	-0.34
2Q15	92.95	92.60	0.35
3Q15	93.99	93.78	0.20
4Q15	93.77	93.74	0.03

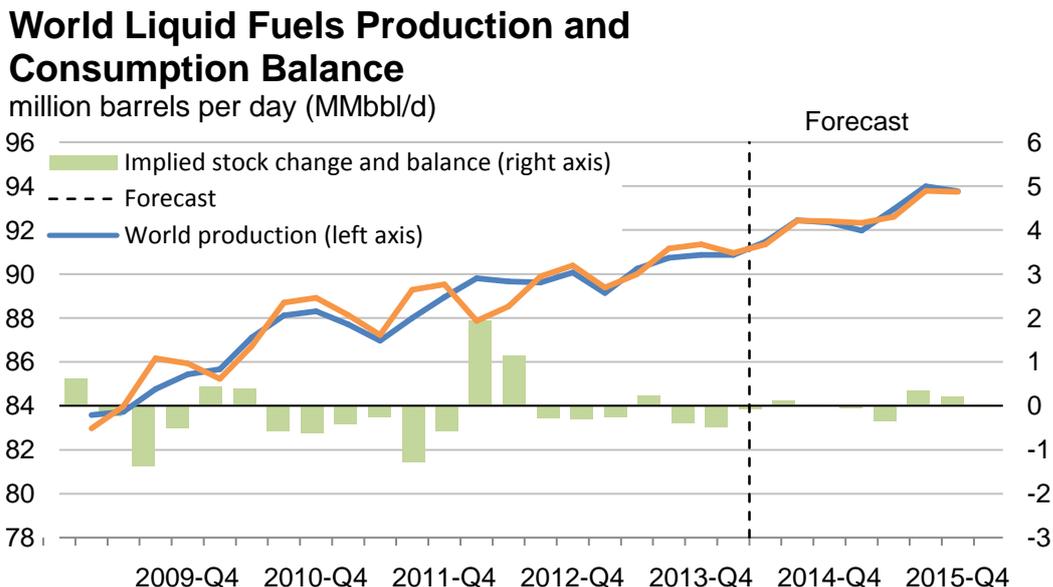
数据来源: EIA 南华研究

从 EIA 6 月短期能源展望报告数据来看, 今年全球石油供需基本达到紧平衡。该机构预测, 3 季度全球液态燃料供应略超需求约 2 万桶/日, 4 季度需求略超供应 6 万桶/日。从全年的预测数据来看, 2014 年全球石油需求增长 131 万桶/日, 供应增长 153 万桶/日,

供应富余 22 万桶/日。此次报告，EIA 将需求增长上调了 13 万桶/日，主要是基于对全球石油需求改善的预期。

图 12: 全球液态燃料产需平衡

单位: 百万桶/天



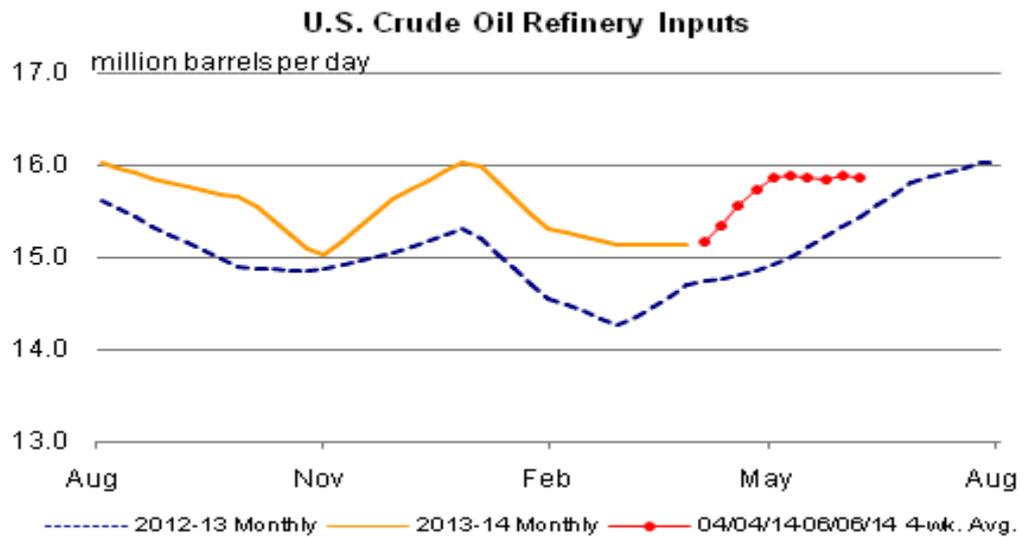
数据来源: EIA 南华研究

## 7、原油季节性需求

通常情况下，原油需求具有较明显的季节性需求特征，一般出现在夏季和冬季。夏季是汽油消费高峰，炼厂开工率以及原油加工量在此阶段会达到高峰。今年年初，受美国异常天气的影响，国际油价从 1 月中旬启动，到 3 月初到达阶段性高位，基本走出了一波季节性趋势。相似的，夏季是汽油用油高峰，而 3 季度则是汽油需求最旺盛的季节。截止目前，美国原油加工量接近 1600 万桶/日，高于去年同期水平，表明整体需求有所改善。

图 13: 美国原油加工量

单位: 百万桶/天

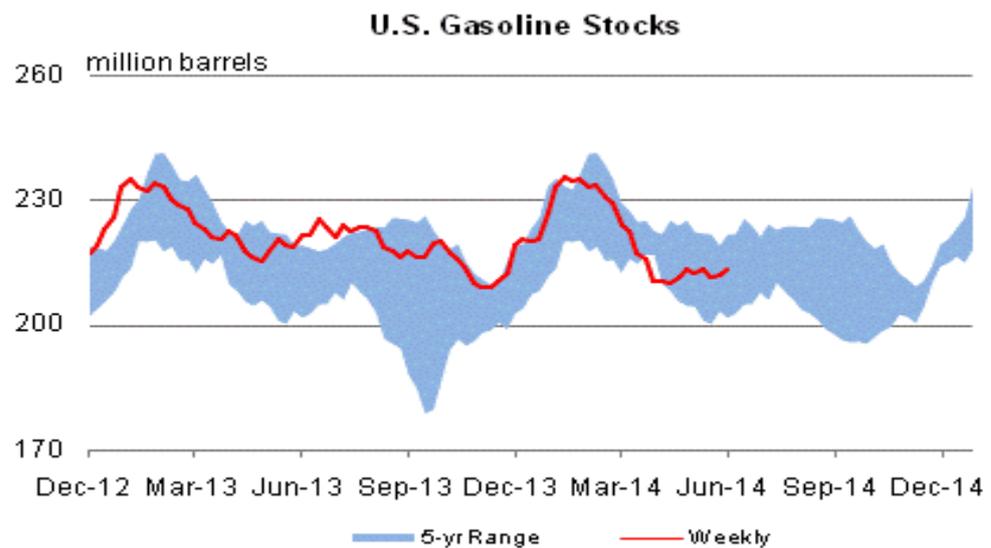


数据来源：EIA 南华研究

此外，美国汽油库存以及夏季多发的飓风季也是需要加以关注的因素。从美国目前汽油库存水平来看，整体处于 5 年均值的中游水平。因此，笔者认为，即使夏季汽油需求高峰到来，适中的库存水平不会令油价出现大涨。

图 14：美国汽油库存

单位：百万桶/天

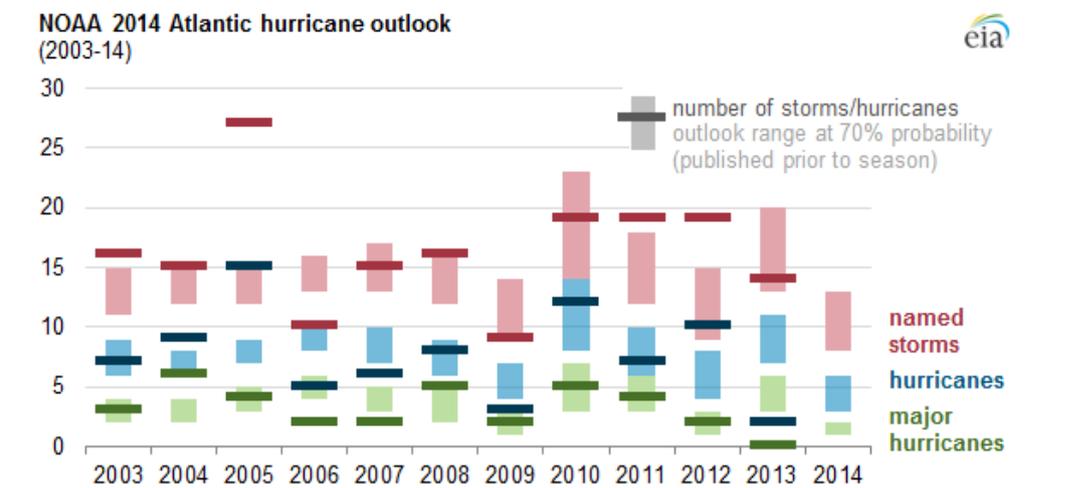


数据来源：EIA 南华研究

从天气方面的预测来看，根据美国国家海洋与大气管理局(NOAA)的预测显示，今年 6-11 月飓风季较往年将会表现的相对不活跃。该机构预计，今年飓风季 70% 的可能性，有 8-13 个被命名的风暴，其中 3-6 个将会增强至飓风，其中 1-2 个成为强飓风。而在过去 10 年，大西洋飓风季中，平均有 16.3 个被命名的风暴，7.7 个飓风和 3.2 个强飓风。

如果 NOAA 的预测能够兑现，对墨西哥湾地区的原油、炼油生产的影响会很小，因此不会对油价造成较大的影响。

图 15: 大西洋飓风展望



数据来源: EIA 南华研究

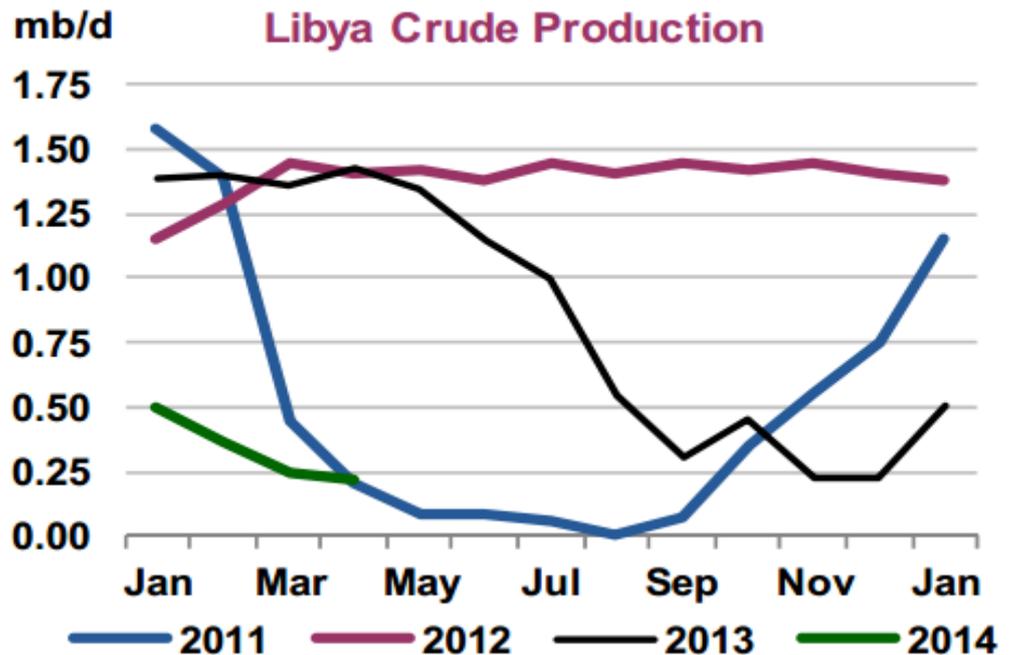
## 第四章 地缘政治仍是影响原油供应稳定的重要因素

### 1、利比亚

该国持续动荡不安的局势，已经使其国内原油产量降至非常低的水平。根据 IEA 的数据显示，利比亚今年原油产量已经从 50 万桶/日减少至 4 月的 22 万桶/日，而去年上半年，利比亚原油产量接近 150 万桶/日水平。鉴于利比亚国内局势的不稳定，产量的恢复还有待时日。不过，笔者认为，利比亚长时间的减产已经被市场消化，且目前该国产量几乎见底，因此，虽然短期利比亚局势难以看到和平解决的曙光，不过只要问题不在继续恶化，对石油市场的影响不大。

图 16: 利比亚原油产量降至低位

单位: 百万桶/日



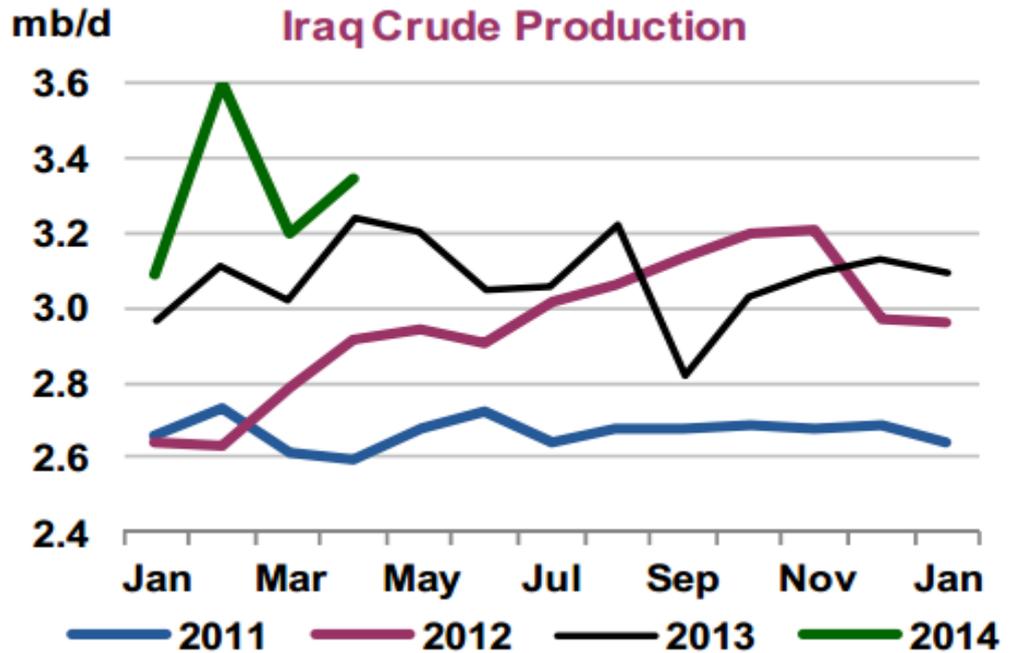
数据来源：IEA 南华研究

## 2、伊拉克

截止今年 4 月，伊拉克的原油产量已达到 334 万桶/日，出口达到 250 万桶/日。由于伊拉克目前不受欧佩克配额的限制，因此，该国目前是最具潜力增产的国家之一，且会成为欧佩克最为重要的产油国之一。但是产量的稳定增长需要国内政治环境的稳定作为保障。近期，伊拉克国内动荡局势升级。反政府武装已经占领了北部两个重要城市摩苏尔和提克里特。尽管伊拉克原油产量和出口多集中在南部地区，但是市场对该国中央政府保护该国大型港口的能力有所质疑，这将会加剧未来市场对原油供应中断的担忧。

图 17：伊拉克产量稳步增长

单位：百万桶/日



数据来源：IEA 南华研究

此外，地缘政治风险还要考虑伊朗、乌克兰、叙利亚和苏丹等国家。尽管伊核问题暂时缓解，但伊朗问题并非单纯的核问题，当中涉及到复杂的美伊关系，因此，伊核问题的彻底解决还需时日。而乌克兰局势目前已经出现缓和，从各方的利益出发，发生战争的可能性不大，对原油市场的影响正在减弱。此外，叙利亚以及南北苏丹等国内局势也存在不断反复的可能性，但总体可控。因此，笔者认为，今年下半年爆发大的地缘政治风险的可能性不大，因此，油价料会保持相对平稳走势，当然，伊拉克局势的升级或是下半年油市的一个风险点。

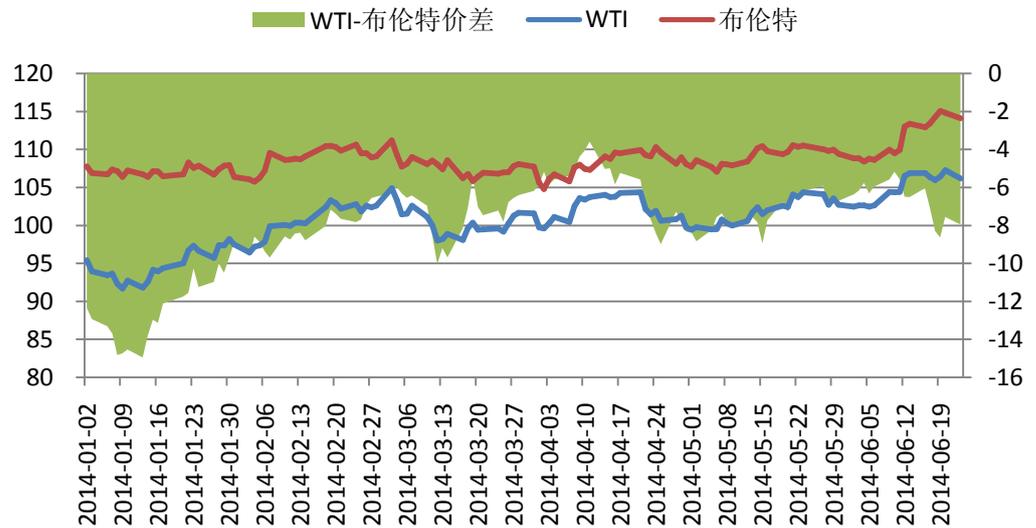
整体来看，随着全球经济的逐渐恢复，石油市场需求有所改善，下半年原油市场供需趋向平衡，油价将延续去年以来的低波动，大涨大跌的可能性不大。笔者预计，受季节性需求的推动，油价将会在下半年出现年内高点。同时，伊拉克局势或会成为下半年市场的一个焦点。此外，如果美元继续保持强势，也会对油价造成影响。

## 第五章 WTI-布伦特价差分析

从 WTI 和布伦特之间的价格走势变化来看，美原油从 1 月中旬便开始从 90 美元左右低位开始拉升，而布伦特原油价格则从 2 月 5 日才开始启动上涨，但涨势不及 WTI，导致两者今年最窄价差收至 3.59 美元，但之后随着乌克兰局势以及伊拉克国内动荡等地缘政治事件的爆发，布伦特油价出现了补涨，此后价差再次走扩至 8.63 美元，截止 6 月 23 日，两油价差均值-8.01 美元，最高价差-14.95 美元，最低价差-3.59 美元，今年大部分时间两油价差在 10 美元以内波动，因此，笔者预计下半年 WTI-布伦特原油常态价差区间料维持在 5-10 美元区间。

图 18: WTI-布伦特原油价差

单位: 美元/桶



数据来源: Wind 南华研究

究其两油价差收窄的背后原因,笔者认为最主要是得益于近年来美国中西部地区包括铁路以及输油管道等基础设施的建设,提高了原油从中西部地区被运往墨西哥湾地区炼厂的运能。其中管道扩容以及管道逆向对原油运力的贡献较大,毕竟原油管道运输占内陆原油运输运力的 90%以上。尽管美国原油产量增长较快,但是我们看到,今年以来,美国原油集散地库欣地区的原油库存大幅下滑,这正是运路畅通的最好表现。随着美国原油运输体系的进一步改善,中西部地区原油产量能更顺畅地向美国东海岸和墨西哥湾地区输出,WTI 相对于布伦特的成本优势得以体现。因此,如果不考虑地缘因素,两油价差在目前的基础上或会进一步收窄。

# 南华期货分支机构

**南华期货股份有限公司**

杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层  
客服电话: 4008888910 www.nanhua.net

**萧山营业部**

杭州市萧山区金城路 429 号天汇园一幢 B 座 3 层  
电话: 0571-83869588

**台州营业部**

台州市椒江区耀达路 99 号 4 楼  
电话: 0576-88539900

**温州营业部**

温州市府路新益大厦 1 幢 1401 室  
电话: 0577-89971820

**宁波营业部**

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼  
电话: 0574-87273868

**慈溪营业部**

慈溪市浒山街道开发大道 1277 号香格大厦 7 楼  
电话: 0574-63925104

**嘉兴营业部**

嘉兴市中山路 751 号粮食大厦五楼  
电话: 0573-82158136

**绍兴营业部**

绍兴市中兴南路 95 号中兴商务楼 1 幢(南楼)5-6 层  
电话: 0575-85095800

**成都营业部**

成都市锦江区东大街紫东楼段 35 号 17 层 1706 号房  
电话: 028-86532693

**兰州营业部**

兰州市庆阳路 488 号万盛商务大厦 26 楼(胜利宾馆斜对面)  
电话: 0931-8805310

**大连营业部**

大连市沙河口区中山路 554D-6 号和平现代城 B 座 3 层 4 号  
电话: 0411-84378378

**北京营业部**

北京市宣武门外大街 28 号 2 幢  
电话: 010-63556906

**太原营业部**

太原市迎泽区解放南路 2 号景峰国际商务大厦 25 层  
电话: 0351-2118016

**余姚营业部**

余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601  
电话: 0574-62509001

**哈尔滨营业部**

哈尔滨市香坊区中山路 93 号保利大厦二层、八层  
电话: 0451-82345618

**郑州营业部**

郑州市未来路 73 号锦江国际花园 9 号楼 14 层

**青岛营业部**

青岛市闽江路 2 号国华大厦 B 座 2501 室  
电话: 0532-85803555

**沈阳营业部**

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室  
电话: 024-22566878

**天津营业部**

天津市河西区友谊路 41 号大安大厦 A 座 8 层  
电话: 022-88371080

**上海世纪大道营业部**

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 26 层  
电话: 021-50431979

**上海虹桥路营业部**

上海市虹桥路 663 号 1 楼、3 楼、7 楼  
电话: 021-52585211

**深圳营业部**

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703 室  
电话: 0755-82577529

**广州营业部**

广州市天河区河北路 28 号时代广场东座 717 房、718 房  
电话: 020-38806542

**芜湖营业部**

安徽芜湖市中山北路 77 号侨鸿国际商城 904、906、908 室  
电话: 0553-3880212

**重庆营业部**

重庆市南岸区亚太路 1 号 1 幢 1 层 1-2  
电话: 023-62611588

**永康营业部**

永康市丽州中路 63 号 11 楼  
电话: 0579-89292777

**南通营业部**

江苏省南通市南大街 89 号总部大厦 89 号六层  
电话: 0513-89011160

**厦门营业部**

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 幢 2104-2107 室  
电话: 0592-2120370

**普宁营业部**

广东省普宁市中信华府南向门市东起 3 至 8 间首层至二层  
电话: 0663-2663886

**海宁营业部**

海宁市钱江西路 238 号广隆财富中心 301  
电话: 0573-80703000

**南华期货(香港)有限公司**

中国香港上环德辅道中 232 号嘉华银行中心九楼  
电话: 00852-28052658

**浙江南华资本管理有限公司**

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)