

油价回调不足惧，王者归来必可期

原油高级研究员 任宝祥

摘要

自 2017 年以来的原油上涨趋势并未被打破，近期的暴跌不是转势只是回调，80 美元/桶的价位不是 Brent 油价的顶点，只是情绪和心理上的小小阻力位。原油作为大宗商品之王，终将“王者归来”，再创新高。

一、 导读

自 5 月 22 日 Brent 原油期货二次上探 80 美元/桶，立足未稳承压回落之后，原油价格即开启了一波较大的下跌。截至 5 月 30 日，Brent 原油期货下跌了 6%，WTI 原油期货跌幅接近了 10%，INE 原油期货亦跟随外盘回调了 4%。和原油联系紧密的能源及化工板块也结束了前期的上涨势头，大幅回落。作为大宗商品的龙头，原油一跌百变生，能源化工皆失色。

请仔细阅读正文后的声明

图 1：布伦特原油走势



图 2：化工板块商品指数



请仔细阅读正文后的声明

图 3：美天然气走势



二、近期油价暴跌的主要原因

1、地缘政治紧张因素的推动熄火

以4月初美英法三国联合空袭叙利亚为起点和标志，近两个月以来的国际油价加速赶涨的主导因素就是集中爆发的一连串地缘政治风险事件的刺激，叠加供应趋紧的基本面，投机资金更是为油价上涨推波助澜；而随着美国退出伊朗核协议和委内瑞拉大选的尘埃落定，利多预期一一兑现，利好出尽即为利空，在投机资金和交易商获利回吐之下，油价中隐含的地缘政治风险溢价开始逐渐消散。

请仔细阅读正文后的声明

2、 OPEC 联合俄罗斯减产协议的松绑给了油价重磅一击

5 月 25 日传出消息，沙特和俄罗斯磋商决定松绑减产协议，沙特决定降低 OPEC 内部的减产履约执行率，俄罗斯决定增产。市场估计双方的决定将带来 100 万桶/日的增量，填补伊朗和委内瑞拉产量的空缺。油价对此重大利空迅速做出反应，Brent 当天下跌 3%，WTI 重挫 4.5%，INE 原油夜盘开盘即跳空低开，留下一个巨大的缺口。

3、 投机资金获利离场

从 CFTC（美国商品期货委员会）统计的原油期货和期权持仓来看，5 月份以来，其非商业持仓多头一直是呈净减少的趋势，显示一部分投机资金在油价连续上涨获利丰厚以后，选择落袋为安了结头寸，多头平仓造成油价挤兑下跌；同时商业持仓呈现的是稳中有升态势，说明产业客户认可 Brent 油价在 80 美元/桶附近是套期保值的安全位置，加大了套保仓位。

4、 金融市场动荡拖累油价下跌

本次油价的暴跌虽有 OPEC 减产松绑的利空因素影响，但距离利空落地还有很长的时间，消息的性质并不具备如此大的杀伤力。造成此次油价下跌的最先和最主要的诱因其实来自于 5 月 22 日美国道琼斯工业指数暴跌，恐慌情绪向大宗商品市场蔓延，叠加油价的利空因素，才造成了油价的暴跌。

请仔细阅读正文后的声明

图 4：道琼斯工业指数



三、后期油价重回上升通道的主导逻辑

此次油价的暴跌迅速且跌幅深度很大，很多的分析文章均认为油价触顶，拐点已现，并将掉头趋势向下。原油的行情会就此结束吗？

我认为自 2017 年以来原油上涨的趋势并没有被打破，这次的暴跌不是转势只是回调；Brent 原油 80 美元/桶不是油价的顶点，只是情绪和心理上的小小阻力位。后期主导原油回归上升通道的逻辑如下：

1、 供应趋紧、需求旺盛的基本面决定油价重心将持续上移

从基本面来讲，在旺盛需求的拉动之下，原油市场已经从供给再平衡迅速转

请仔细阅读正文后的声明

向了供给欠平衡。4月份的时候经合组织库存还高于五年均值水平 5000 万桶，现在已经低于了最近五年历史均值。目前全球原油供给 9800 万桶/日，而需求已经达到了 9900 万桶/日，且需求的缺口还在扩大，中国和印度两国的新增需求就占了全球需求增量的一半。

进入 2018 年，中国的原油需求呈爆发式增长，日均需求比 2017 年多了 75 万桶，目前原油日均进口已经突破了 900 万桶，进口依赖度达到了 70%，大大超出了今年年初很多观察人士的预期。也正是 3、4 月份中国原油进口超预期的增长，给了国际油价上涨带来了极大的信心。

在原油供给方面，OPEC 松绑减产协议，但各成员国因国内政治经济方面的原因，难以在短期就迅速恢复产量。原油上游的勘探开采是一个长周期的过程，一口新井从立项、评估、资本投入、钻井、完井、排采，真正形成商业产能需要很长的时间，在短期难以纾解需求的饥渴。

能迅速填补原油需求缺口的只能寄望于美国的页岩油，但当前美国原油管道运输能力已经达到了极限，产区的原油难以迅速地运往销区；同时美国墨西哥湾和西海岸油轮码头装卸能力也限制了美原油的大量出口，美国原油运输基础设施建设的滞后和快速增长的页岩油产量之间的不匹配，造成美原油也难以在短期填补全球供应的缺口。

2、 地缘政治因素将间歇助燃油价攀升

目前中东的冲突事件虽然有所减少，但宗教对立、利益纠纷以及大国在背后的纵横捭阖令中东的各方势力间的矛盾不是缓和了，而是更加尖锐了。在短期平

请仔细阅读正文后的声明

静的表象下却是暗流涌动，随时可能爆发的冲突事件依然是点燃油价的火药桶。

当前在原油供应方面具有不稳定因素的三个国家是伊朗、委内瑞拉和利比亚。

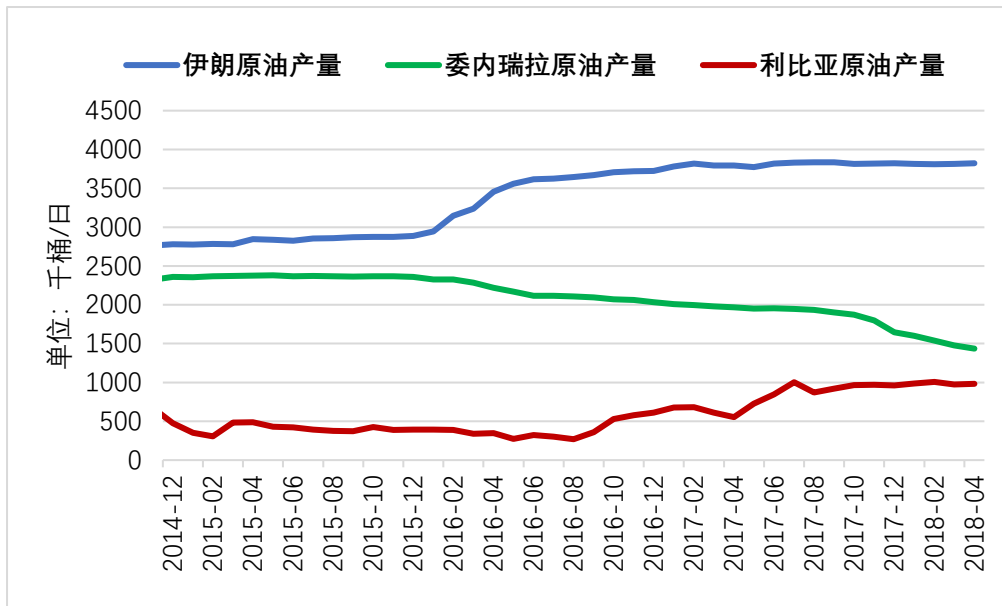
伊朗遭受美国进一步制裁的确定性极高，其 260 万桶/日的原油出口量势必在缓冲期后遭受重创。

委内瑞拉大选结束，马杜罗连任总统，美国对此结果并不满意，且已经开始限制委内瑞拉债券在美国的交易，并将在银行结算、原油贸易等方面进一步制裁。委内瑞拉原油产量已经从巅峰期的 250 万桶/日滑落到了当前不足 140 万桶/日，其国内目前仅有 40 多口油井保持生产。在政治动荡、经济萧条、社会失序三重危机叠加之下，委内瑞拉扩大资本支出提高原油产量基本属于天方夜谭，其产量进一步滑落的概率极大。

利比亚问题是目前原油市场所忽视的，利比亚作为北非的大国和重要的原油生产国，目前日产原油 100 万桶，其国内政治局势左右着原油的产量。当前利比亚国内形成了东西部两个政府、两个议会的对立形势，原卡扎菲的将领哈夫塔尔领导的武装部队控制着利比亚东部主要的油井。近期据传哈夫塔尔出现健康问题一直没有露面，而缺少了强人掌控的利比亚必将陷入社会动荡，也会给原油产量造成打击。

请仔细阅读正文后的声明

图 5：伊朗、委内瑞拉、利比亚原油产量



资料来源：Wind 先融期货研究院

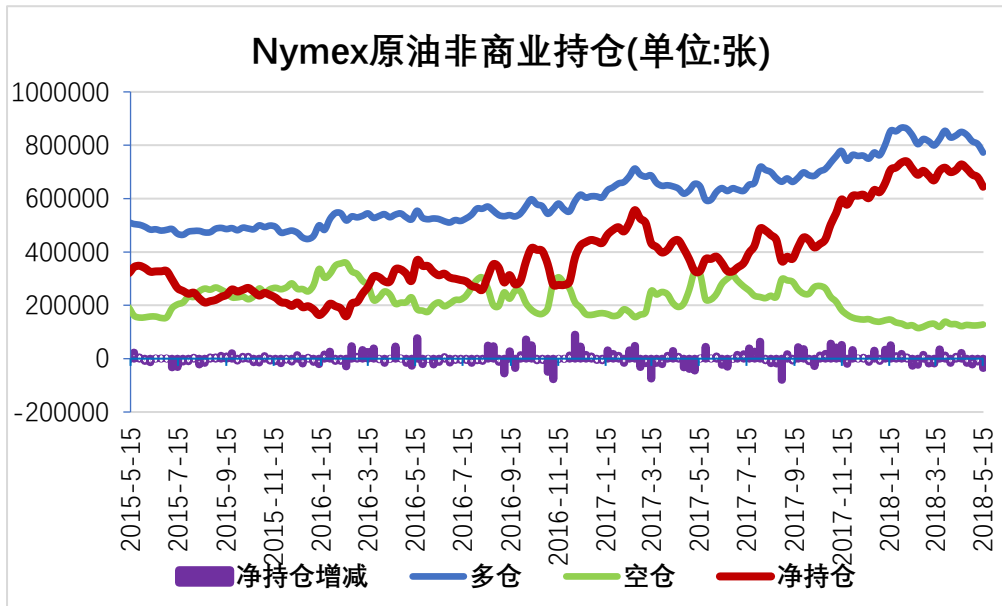
3、金融市场的避险情绪和通胀预期将令原油获得资本的青睐

虽然近期有部分投机资金的平仓离场造成了油价的下跌，但是从 CFTC 的持仓数据来看，原油的期货和期权持仓依然处于历史的绝对高位，在原油类资产上依然沉淀着巨量的资金。高盛、摩根士丹利、瑞银等投行和众多的对冲基金依然长线看多原油，当前油价的下挫仅仅是原油上升途中的小波浪。

同时在全球大类资产配置中，原油历来都是占比较高的一类配置资产。尤其是在股市债市汇市风险上行之下，可以利用原油价格与通胀、利率、汇率等宏观经济指标的相关性，通过配置原油期货、期权等原油类资产，与其他资产构建稳健的投资组合，有效分散股票、债券等资产带来的风险。某种程度来讲，在当前金融市场持续恐慌和动荡之下，具备良好基本面支撑的原油可能获得额外的风险溢价，成为资本最好的避风港。

请仔细阅读正文后的声明

图 6: Nymex 原油非商业持仓



资料来源: Wind 先融期货研究院

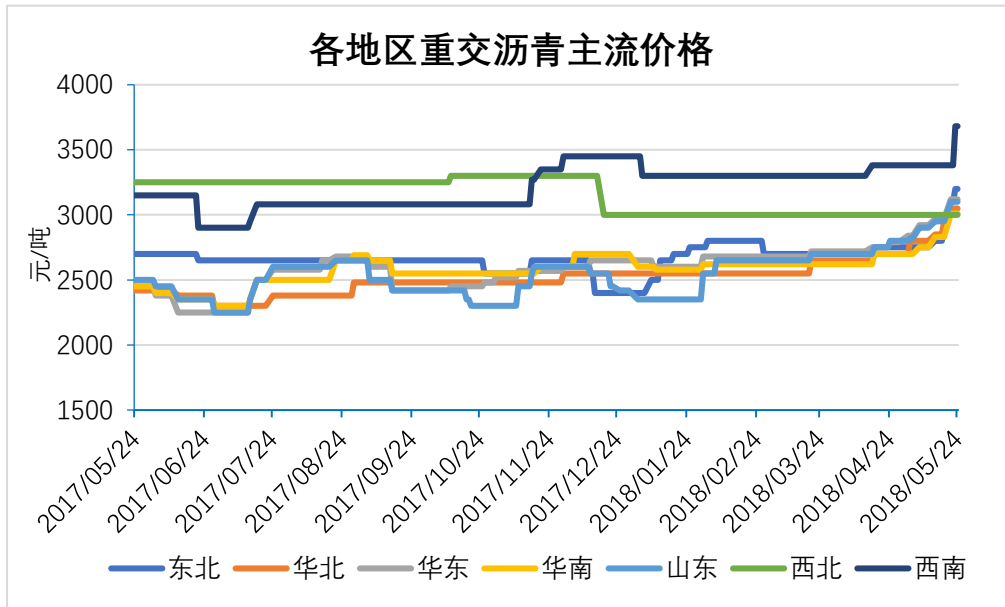
四、原油主导下的化工板块后期走势

既然现在原油的走势仅仅是上升浪中的一次回调，那么对化工板块也不宜深度看空。我们以沥青为例，随着雨季的来临，当前沥青的终端需求虽启动缓慢，但原油价格重心上移对沥青的成本端支撑明显，叠加炼厂开工负荷偏低，库存低位可控，贸易商囤货惜售等情况，使得自3月底以来，中石化、中石油及地方炼厂的沥青出厂价已经多次上调，现货和 BU1806 的基差已经走正。同时随着委内瑞拉原油产量的大幅滑坡，沥青的主要原料马瑞原油货源紧张。成本端原料的收紧，销售端价格的上调，均不支持沥青深度下跌。未来当原油结束调整向上走强时，沥青包括整个化工板块亦会跟随反弹强势补涨，甚至不排除沥青会先于油价

请仔细阅读正文后的声明

企稳反弹的可能性。

图 7：重交沥青主流价格



资料来源：Wind 先融期货研究院

五、结论

一切事物的发展均是螺旋向上，原油的走势亦不会一帆风顺；但作为大宗商品之王，原油不会缺少市场的关注和资金的青睐。尤其是在当前强烈的通胀预期之下，原油的强势反弹、再创新高是大概率事件；这个时刻也许会迟到，但绝不会缺席。让我们对未来抱有一点耐心，静静地等待——原油的“王者归来”。

请仔细阅读正文后的声明

免责声明

本报告仅提供给中电投先融期货股份有限公司（以下简称“先融期货”）的特定客户及其他专业人士。未经先融期货事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发本报告的材料、内容予任何其他人。如引用、转发，需注明其出处为先融期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告中的信息均来源于已公开资料，先融期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证报告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，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，报告中作出的任何建议不作为我公司的建议。

在任何情况下，先融期货不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此作出的任何投资决策均与本公司无关。

请仔细阅读正文后的声明