

WTI-BRENT 至两年最低，继续推荐做多价差组合

原油周度策略报告

2017-10-09

交易逻辑：

- 在 OPEC 主导的去库存结束之前、原油市场再平衡进行之际，原油的逆向价差结构，即现货升水结构将持续；
- 目前市场的关注焦点在于 OPEC 的行动上，是否延长减产协议，将成为决定油价走势的重要因素，近日俄罗斯与沙特对于延长减产态度的动摇则成为了油价近期大跌的元凶；
- 另一飓风“奈特”袭击墨西哥湾，令美国炼厂产能的 3% 停滞，也令美国原油产量日停产 160 万桶，供需均受到影响的前提下，其对油价的提振有限，而反映到库存上即原油的库存去化将持续，成品油因处需求淡季，库存出现大幅下滑的概率较小；
- 同时，WTI 与 BRENT 的价差已处于两年来最低，低位继续维持概率不大，因此建议继续介入做多价差组合；
- 因此在原油下有飓风影响生产支撑，上有炼厂同样受限、OPEC 政策不确定性以及对于美国原油出口增加担忧的阻力下，将维持震荡直至 OPEC 方面最新消息出炉，单边不宜追空，建议观望。
- **组合策略：**买 WTI1711、卖 Brent1711 组合继续介入。
- **产业策略：**在 WTI 与 BRENT 的 Backwardation 结构下，卖现买期存套利空间，生产商宜于近月卖出保值锁定最大利润空间；
- **套保比例：**在油价可能维持震荡的背景下，套保比例直控制在 50% 左右。

操作策略跟踪

类型	合约/组合	方向	入场价格(差)	首次推荐日	评级	目标价格(差)	止损价格(差)	涨跌幅(%)
组合	买 WTI1711- 卖布油 1711		-6.25	10-9	3 星	-2.6	-6.5	/

评级说明：星级越高，推荐评级越高。3 星表示谨慎推荐；4 星表示推荐；5 星表示强烈推荐。

兴业期货研究部

能化组

贾舒畅

021-80220213

jjasc@cifutures.com.cn

更多资讯内容

请关注本司网站

<http://www.cifutures.com.cn/>

正文目录

1、原油周度行情回顾	6
2、机构持仓一览	7
3、原油与美元相关性	8
4、原油的供需格局	9
4.1、原油供给	9
4.1.1、OPEC 产量概览	9
4.1.2、美国及非 OPEC 国家原油产量概况.....	10
4.2、原油需求	12
4.2.1、美国原油需求.....	12
4.2.2、中国原油需求.....	14
4.2.3、全球炼厂利润纵览	14
4.3、库存数据	15
4.3.1、OECD 库存水平纵览.....	15
4.3.1、美国库存水平概况	17

图表目录

图 1 油价涨势汹汹.....	6
图 2 WTI-BRENT 仍处历史低位	6
图 3 WTI 合约间价差.....	6
图 4 WTI 远期曲线	6
图 5 Brent 合约间价差	7
图 6 Brent 远期曲线.....	7
图 7 WTI 管理基金净多持仓止跌回升	7
图 8 WTI 工业净多持仓继续上扬.....	7
图 9 Brent 管理基金净多持仓处于高位	8
图 10 Brent 工业净多持仓继续下滑	8
图 11 WTI 与美元指数	8
图 12 OPEC 总产量略有下滑	9
图 13 沙特原油产量稳中有降	9
图 14 尼日利亚原油产量继续上升.....	10
图 15 利比亚原油产量有所下滑	10
图 16 美国原油产量续创新高	10
图 17 美国周度钻机总数环降	10
图 18 Cana Woodford 钻机数.....	11
图 19 Permian 钻机数	11
图 20 Eagle Ford 钻机数.....	11
图 21 Williston 钻机数.....	11
图 22 主产区 DUC 数量.....	11



图 23 非 OPEC 国际产量纵览	12
图 24 美国炼厂开工	13
图 25 美国炼厂加工量.....	13
图 26 美国汽油产量	13
图 27 美国柴油产量	13
图 28 美国馏分燃料油产量	13
图 29 我国原油加工量有所回升	14
图 30 炼厂开工率持稳.....	14
图 31 HLS/LLS 与 Mars 裂解利润-美洲.....	14
图 32 HLS/LLS 焦化与 ASCI 裂解利润-美洲.....	14
图 33 布伦特裂解与 HS 利润-欧洲	15
图 34 Urals 裂解与 HS 利润-欧洲.....	15
图 35 迪拜原油裂解与 HS 利润-亚洲.....	15
图 36 Tapis 原油裂解与 HS 利润-亚洲	15
图 37 OECD 商业原油库存	16
图 38 OECD 商业成品油库存.....	16
图 39 美洲商业原油库存.....	16
图 40 美洲商业成品油库存	16
图 41 欧洲商业原油库存.....	16
图 42 欧洲商业成品油库存	16
图 43 亚洲商业原油库存.....	16
图 44 亚洲商业成品油库存	16



图 45 全美商业原油库存.....	17
图 46 库欣地区原油库存.....	17
图 47 美国馏分油库存.....	17
图 48 美国汽油库存.....	17
图 49 美国航空煤油库存.....	18
图 50 美国取暖油库存.....	18

1、原油周度行情回顾

国庆假日期间，国际原油价格一路走低，假日期间，WTI 大幅跌落 5.08%或 2.64 美元/桶，报收 49.25 美元/桶，再次回落至 50 美元/桶下方，布伦特则同样大幅下滑 3.18%或 1.83 美元/桶，收于 55.68 美元/桶；

节日期间，俄罗斯与沙特方面对于此前其延长减产协议的坚定表态有所动摇，市场对于减产协议延长的预期大幅削弱，此前支撑油价的主要因素开始减弱，因此原油在此期间出现了大幅回落；

而从 WTI-BRENT 价差来看，其继续下行，低至两年以来的最低位，这也引发了市场对于美国原油由于低价竞争力较强而增加出口扰乱国际市场再平衡的担忧，这也进一步施压 WTI，令其走势继续弱于 BRENT，价差持续扩大，从统计套利的角度看，我们继续推荐持有做多价差组合；

从合约间价差和期限结构来看，WTI 与 BRENT 均出现现货升水，即即期合约价格高于远期合约价格的现象，此前我们预计的“反向结构重回正向”的结果并没有发生，反而其反向结构在不断的加重，甚至 WTI 也出现此状况；

这或与 OPEC 的努力密不可分，在现货升水的状况下，去库存是生产商较为合理的选择，因随着时间推移，按照反向结构，油价会逐步降低，持有库存将产生亏损，而 OPEC 则持续的努力推行去库存，从结果的角度反向传导至成因，即推升即期价格，改变原油的期限结构，令现货出现升水，从而再度加速助推库存的去化，达到原油市场再平衡，油价上涨的目的；

因此，只要全球市场去库存未出现明显停滞，原油市场的再平衡进程未达成，OPEC 会继续令油价的逆价差结构持续。

图 1 油价大幅回落

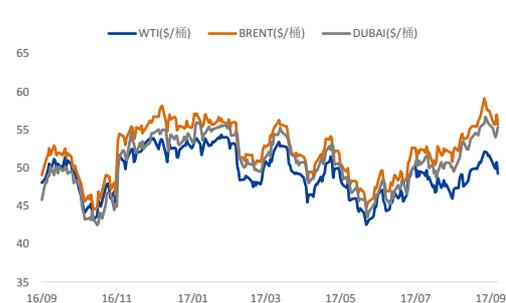
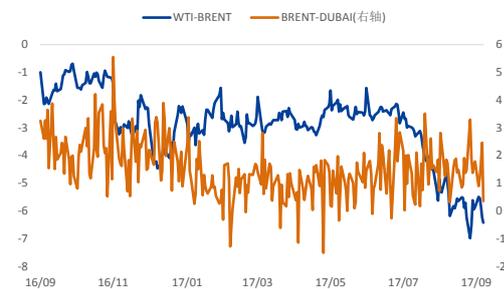


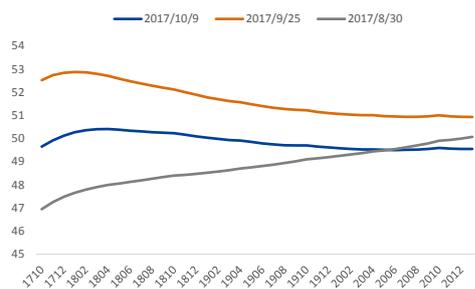
图 2 WTI-BRENT 至两年最低



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

图 3 WTI 合约间价差

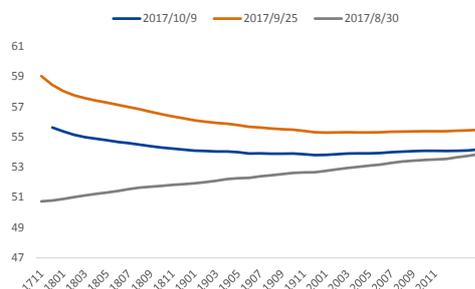
图 4 WTI 远期曲线



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

图 5 Brent 合约间价差

图 6 Brent 远期曲线



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

2、机构持仓一览

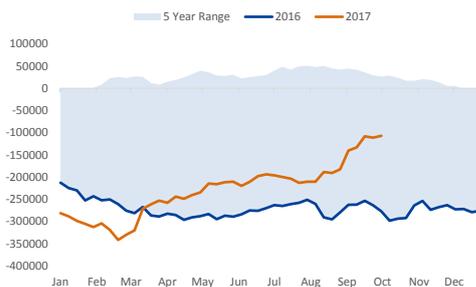
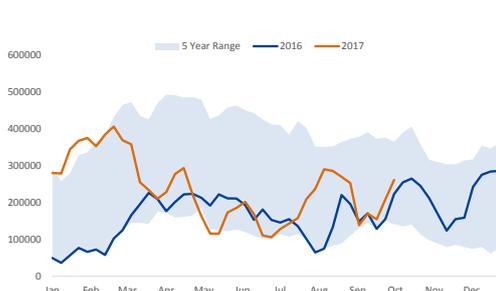
从机构持仓看,截止 2017 年 9 月 26 日,WTI 管理基金净多仓 26.11 万手,环增 5.26 万手,Brent 管理基金净多仓 52.37 万手,环增 3.68 万手;

持仓数据为低频数据,具有一定的滞后性,但对行情有较强的解释作用,可以看到 Brent 基金净多仓已超出 5 年区间上沿,这也是布油相对 WTI 更加强势的主要原因之一,两者同期的大幅增加也是前期驱动油价大涨的因素;

随着油价的回落,预计后市的净多仓也将回落,而相对于 WTI,BRENT 的下滑空间显然更大,因此,我们维持此前的 BRENT 净多仓即将从高位回落,且幅度大于 WTI 净多仓降幅的预期,仍推荐做多 WTI-做空 BRENT 价差组合。

图 7 WTI 管理基金净多持仓大幅回升

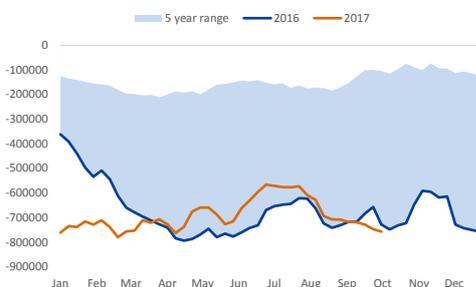
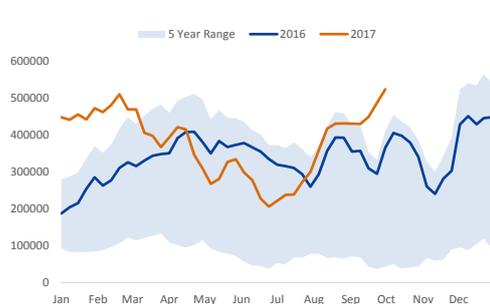
图 8 WTI 工业净多持仓继续上扬



数据来源：Wind、兴业有限公司研究咨询部

图 9 Brent 管理基金净多持仓超出五年区间

图 10 Brent 工业净多持仓继续下滑



数据来源：Wind、兴业有限公司研究咨询部

3、原油与美元相关性

节日期间美元指数延续此前强势，盘中节节攀升，上周涨幅超 0.7%，上周非农首次出现负增长 3.3 万，但失业率继续下降，而时薪持续攀升，以及市场已对两大飓风对就业的影响早有预期，令本次非农就业人口数据未对美元产生影响，失业率与时薪的超预期表现则进一步提振了市场对于 12 月美联储的加息预期，目前已攀升至 93%；

对于 12 月加息的高度预期，以及特朗普税改的期待，以及非美货币的弱势表现，将在本周继续推升美元指数，且从技术面看，其上涨通道基本形成，对油价影响偏空。

图 11 WTI 与美元指数



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

4、原油的供需格局

4.1、原油供给

4.1.1、OPEC 产量概览

截止 2017 年 8 月，OPEC 总体原油当月产量约 3275.5 万桶/天，环降 7.9 万桶/天，主产国沙特原油产量 1002.2 万桶/天，环降 1 万桶/天；尼日利亚产量 186.1 万桶/天，环增 13.8 万桶/天；利比亚产量 89 万桶/天，环降 11.3 万桶/天；

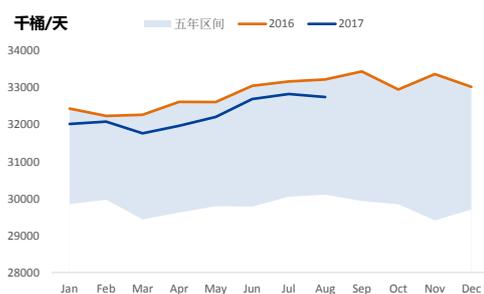
OPEC 原油产量从年内高点略有下滑，但仍处在五年产量区间上沿，沙特产量保持平稳，尼日利亚产量则延续涨势，成为 OPEC 原油的主要增量，而利比亚则因政局动荡而出现产量下滑；

利比亚与尼日利亚迟迟未有限产协议达成，仍为豁免国，这令两国成为 OPEC 产量增量驱动的主要因素，目前利比亚虽因政局动荡产量有所下滑，但这并非主动降产量，其仍为较大的不确定因素，尼日利亚产量更是节节攀升，若此后仍有限产协议，该两国仍将是 OPEC 减产的最大阻力；

近日俄罗斯与沙特对于延长减产协议的模糊表态，则令原本高度被期待的减产延长概率大降，且近几次的会晤均无实质性结果达成，从 OPEC 本身的目的来看，推动减产协议的延长势在必行，但近期还需注意各方的表态，类似俄罗斯与沙特的对于延长减产协议态度的动摇或成为较大的阻力，对油价的影响也不容小觑。

图 12 OPEC 总产量略有下滑

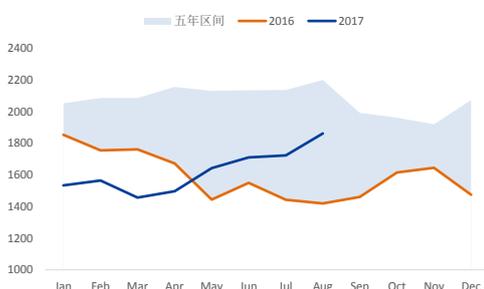
图 13 沙特原油产量稳中有降



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

图 14 尼日利亚原油产量继续上升

图 15 利比亚原油产量有所下滑



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

4.1.2、美国及非 OPEC 国家原油产量概况

截止 2017 年 9 月 29 日当周，美国原油产量约合 956.1 万桶/天，环增 14 万桶/天，另一飓风“奈特”又袭击美国墨西哥湾，该地原油开采作业密集，160 万桶/日原油产量受限，未来美国原油产量有望回落；截止 10 月 6 日当周美国原油钻机总数 748 座，环降 2 座；

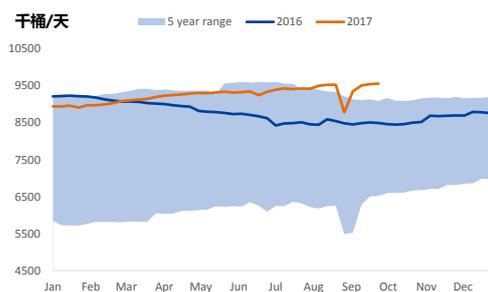
周末公布的美国原油钻井数再度下滑，但值得注意的是，钻井数的变化滞后于油价，今年 8 月的油企季报中显示，在彼时的低油价环境中，勘探开采方面的投资将被限制，这也显示在近期连续下降的钻井数中；

而近期的油价大幅回落也令生产商开始减少产出，在节前油价大涨时钻井数增加 6 座之后，上周钻井数再出现回落，叠加飓风对原油生产的影响，短期内，美国原油钻井数或产量的回落可以预见；

但更应考虑到飓风同样也令炼油厂整体产能的 3% 停摆，并且目前处于用油淡季，这也将令未来可能的原油产量回落对油价的提振被抵消。

图 16 美国原油产量续创新高

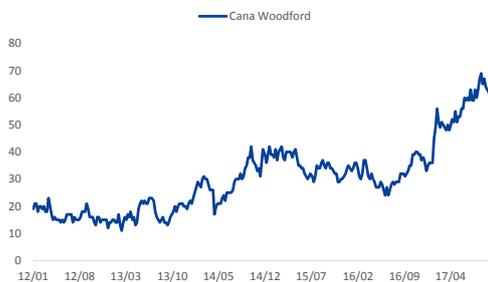
图 17 美国周度钻机总数环降



数据来源：Wind、BH、兴业期货研究咨询部

图 18 Cana Woodford 钻机数

图 19 Permian 钻机数



数据来源：BH、兴业期货研究咨询部

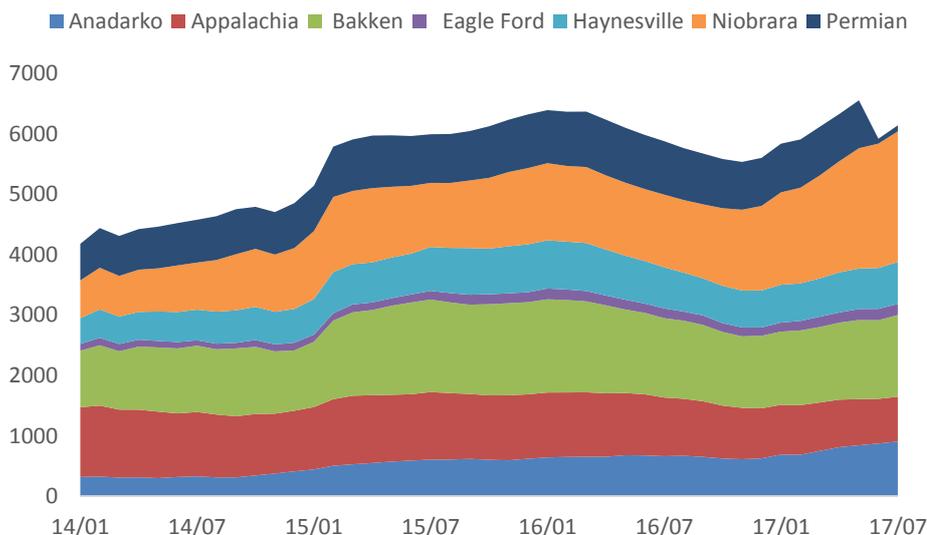
图 20 Eagle Ford 钻机数

图 21 Williston 钻机数



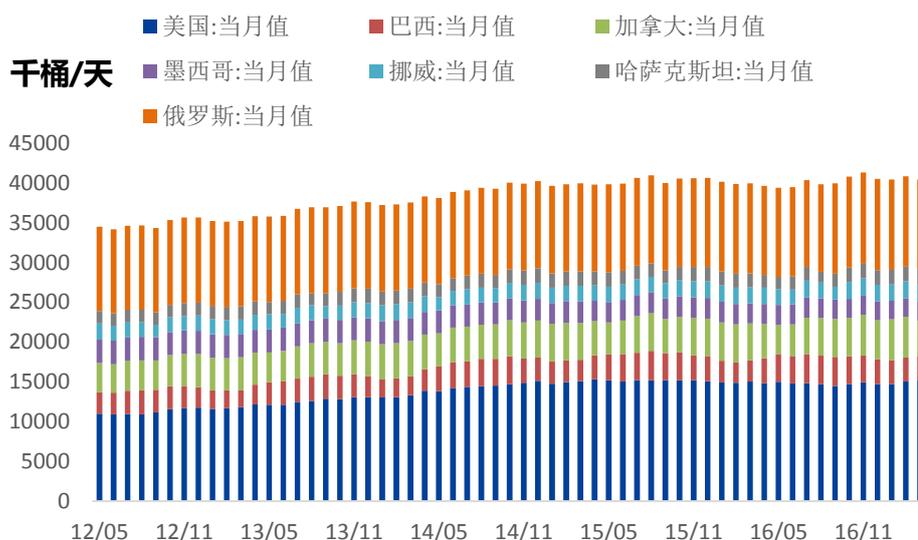
数据来源：BH、兴业期货研究咨询部

图 22 主产区 DUC 数量



数据来源：EIA、兴业期货研究咨询部

图 23 非 OPEC 国际产量纵览



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

4.2、原油需求

4.2.1、美国原油需求

截止 2017 年 8 月，美国原油炼厂开工率 95.24%，环比继续上升，炼厂原油输入量 17.58 万桶/天，环比同样上升，月度数据较为滞后，彼时正处北美驾驶出行高峰期，从炼厂开工季节性看，其在 7、8 月达到年内高点，9、10 月将面临季节性回落的压力，叠加飓风哈维的影响，9 月炼厂数据将加速回落；

截止 2017 年 9 月 29 日当周，美国的汽油、柴油、馏分燃料油产量分别为 985.3 万桶/天（-2000 桶/天）、473.3 万桶/天（+32.4 万桶/天）与 492.9 万桶/天（+29 万桶/天），

从产量数据看，除汽油以外，其余炼厂在飓风后均有恢复，而目前处于出行淡季，汽油的回落也在预期之中，建议持续关注最新飓风奈特对于墨西哥湾炼厂的影响。

图 24 美国炼厂开工

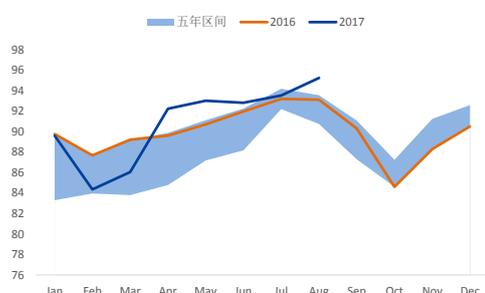
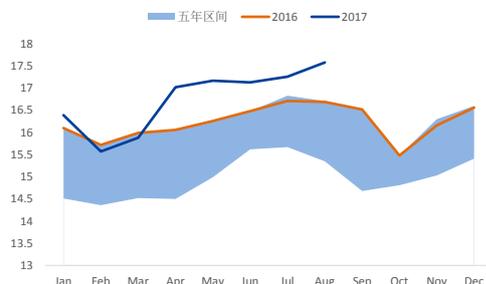


图 25 美国炼厂加工量



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

图 26 美国汽油产量

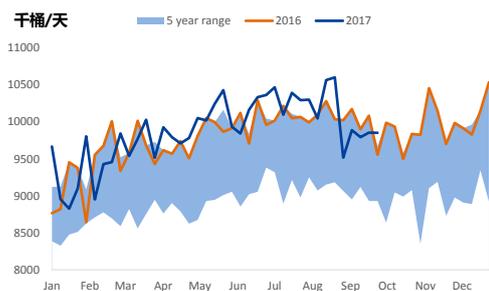
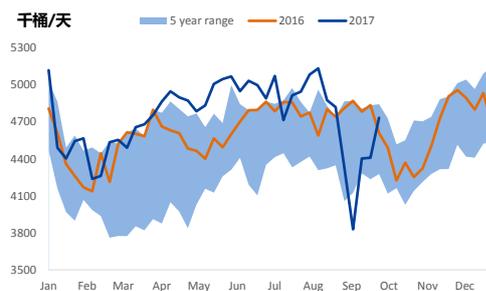
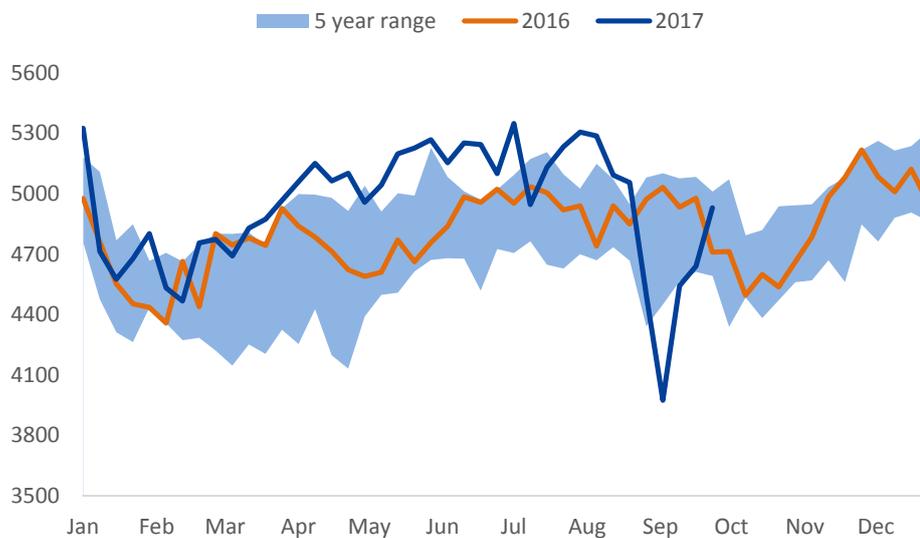


图 27 美国柴油产量



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

图 28 美国馏分燃料油产量



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

4.2.2、中国原油需求

截止 2017 年 8 月，我国原油进口累计 2.81 亿吨，累计同比+12.2%，较上月有所回落，原油加工量 4712 万吨，环增 162.3 万吨；

截止 2017 年 9 月 28 日当周，山东地炼常减压装置开工率至 63.14%，较上周继续抬升；

目前来看，中国原油需求停止回落，具体还应关注宏观经济数据，但短期来看，中国需求数据对于油价的影响有限。

图 29 我国原油加工量有所回升



图 30 炼厂开工率持稳



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

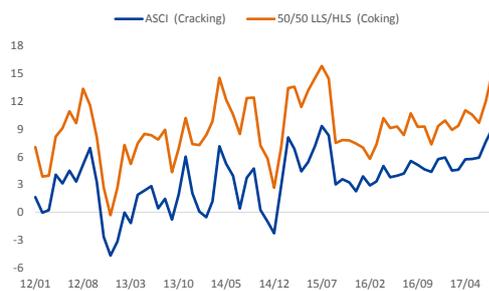
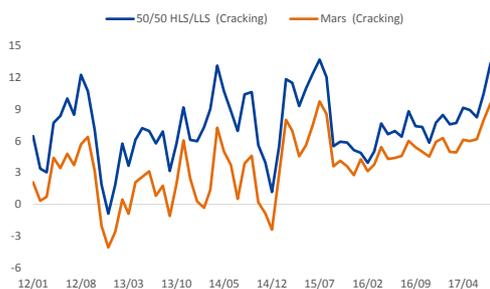
4.2.3、全球炼厂利润纵览

纵观美洲、欧洲、与亚洲地区主流炼厂使用原料情况及利润来看，三地炼厂利润依旧维持在正值，且普遍出现上升；

相比而言，美洲炼厂利润继续大幅上升，飓风影响下，原油价格偏弱，而成品油正值需求旺季，炼厂的停摆也导致了汽油等成品油价格的大涨，符合我们此前对于 8、9 月美洲炼厂利润仍将快速上升的预期，但时至 10 月，出行淡季叠加飓风奈特将显著影响到成品油的需求，以及炼厂的加工量，10 月之后美洲炼厂利润将收窄，不利于原油的需求。

图 31 HLS/LLS 与 Mars 裂解利润-美洲

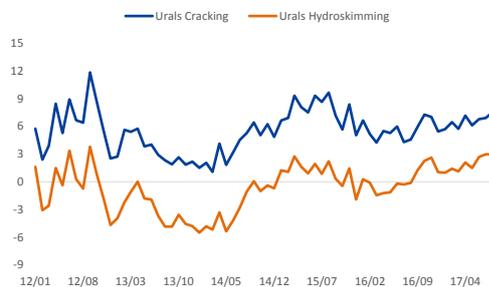
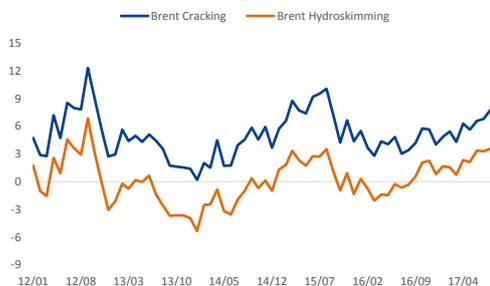
图 32 HLS/LLS 焦化与 ASCI 裂解利润-美洲



数据来源：IEA、兴业期货研究咨询部

图 33 布伦特裂解与 HS 利润-欧洲

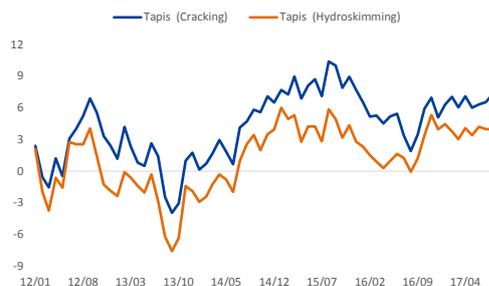
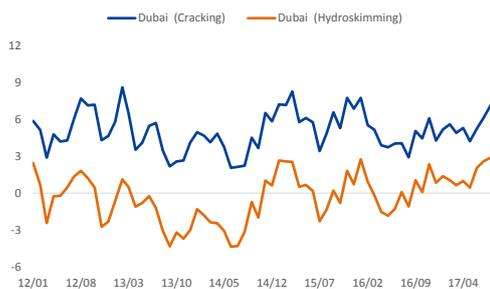
图 34 Urals 裂解与 HS 利润-欧洲



数据来源：IEA、兴业期货研究咨询部

图 35 迪拜原油裂解与 HS 利润-亚洲

图 36 Tapis 原油裂解与 HS 利润-亚洲



数据来源：IEA、兴业期货研究咨询部

4.3、库存数据

4.3.1、OECD 库存水平纵览

从 OECD 国家的整体原油、成品油库存水平来看，7 月 OECD 商业原油、成品油库存均继续下滑，其中，美洲地区（炼厂在出行高峰期的高开工以及下降的原油进口）以及亚太地区的原油库存去化是导致 OECD 商业原油库存下降的主要原因，而欧洲地区原油库存不



降反升；

而驾驶出行高峰期也令美洲、欧洲及亚太地区均出现了成品油库存的去化，这也导致了 OECD 整体成品油库存水平的下降。

图 37 OECD 商业原油库存

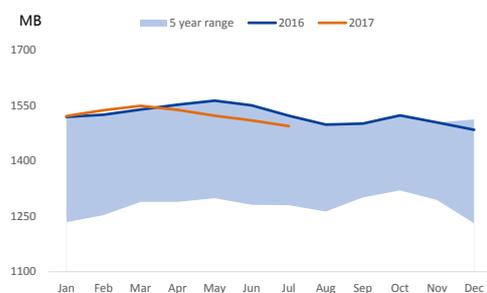
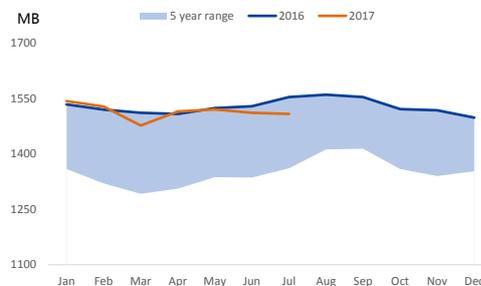


图 38 OECD 商业成品油库存



数据来源：OPEC、兴业期货研究咨询部

图 39 美洲商业原油库存

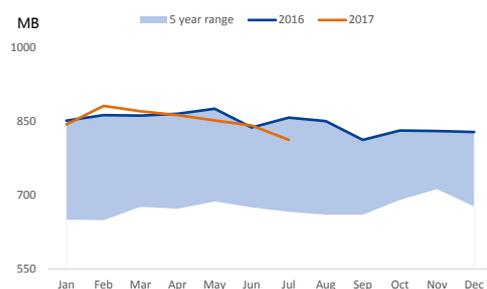
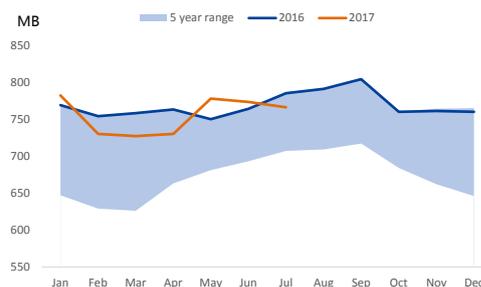


图 40 美洲商业成品油库存



数据来源：OPEC、兴业期货研究咨询部

图 41 欧洲商业原油库存

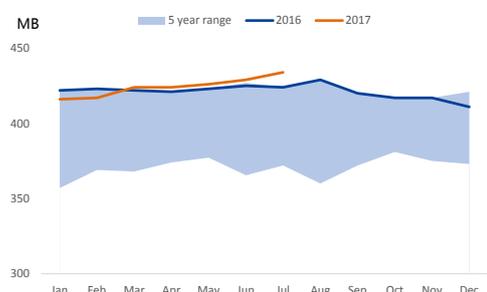
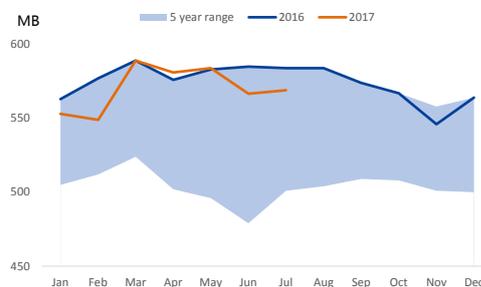


图 42 欧洲商业成品油库存



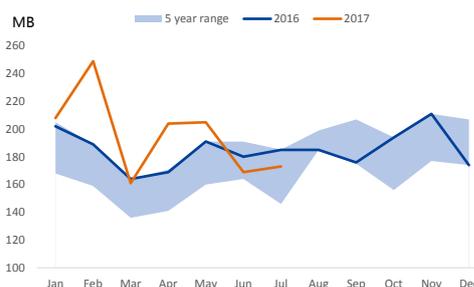
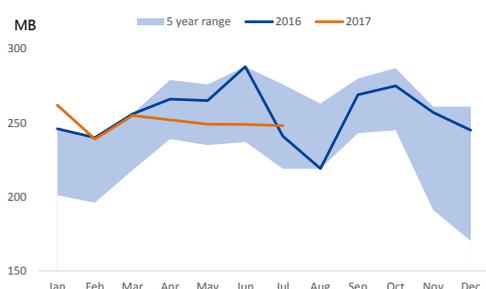
数据来源：OPEC、兴业期货研究咨询部

图 43 亚洲商业原油库存



图 44 亚洲商业成品油库存





数据来源：OPEC、兴业期货研究咨询部

4.3.1、美国库存水平概况

截止 2017 年 9 月 29 日当周，全美商业原油库存约 46496.3 万桶，环降 602.3 万桶，库欣地区原油库存约 6246.2 万桶，环增 152.5 万桶；

出行淡季如期而至，而不论是从 API 或是 EIA 库存数据看，均出现了汽油库存大幅增加、原油库存大幅下滑的局面，主要原因在于，前期飓风后炼厂生产持续恢复，对原油的使用量不断增加，同时汽油等成品油的产出也在不断增长，但恰逢需求淡季，以及炼厂有在飓风停产时消耗成品油库存后的补库需求，令得成品油库存大幅上升；

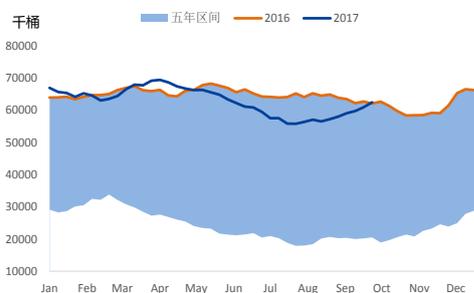
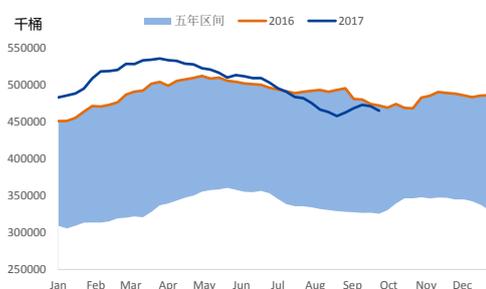
展望后市，另一飓风奈特的来袭，令原油生产受限，因此，原油的库存去化将持续，而飓风同样也限制了炼厂的开工，但成品油本身已处需求淡季，因此其库存不会出现大幅下滑，更大概率出现边际增长的收窄；

反映到价格上而言，库存去化对原油价格形成一定支撑，但目前市场关注焦点在于 OPEC 的减产协议是否延长等政策面上，因此原油库存的下滑在目前阶段对油价的影响处在次要地位，成品油库存的回升则是明显压制汽油期货价格的主要阻力；

另外，原油库存的持续去化将进一步巩固油价的逆价差结构。

图 45 全美商业原油库存

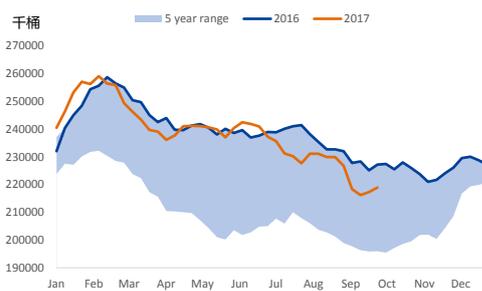
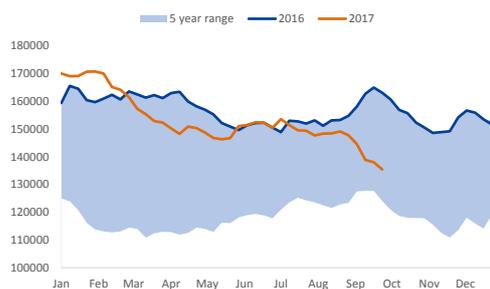
图 46 库欣地区原油库存



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

图 47 美国馏分油库存

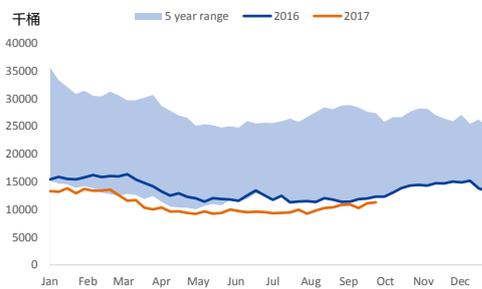
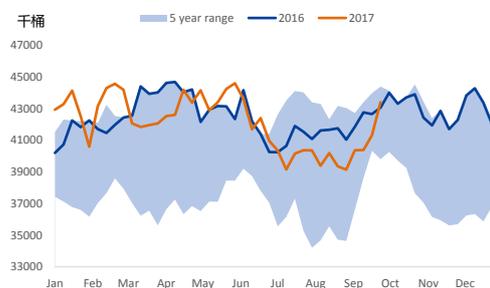
图 48 美国汽油库存



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部

图 49 美国航空煤油库存

图 50 美国取暖油库存



数据来源：Wind、兴业期货研究咨询部



免责条款

负责本研究报告内容的期货分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

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做任何保证，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证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何形式的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面授权，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为兴业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

公司总部及分支机构

总部

地址：浙江省宁波市中山东路 796 号东航大厦 11 楼 邮编：315040

联系电话：0574-87716560

上海分公司

上海市浦电路 500 号上海期货大厦 1501A 室

联系电话：021—68401108

浙江分公司

宁波市中山东路 796 号东航大厦 11 楼

联系电话：0574-87703291

北京营业部

北京市朝阳区朝阳门北大街 20 号兴业银行大厦
25 层

联系电话：010-69000863

广州营业部

广州市天河区天河路 101 号兴业银行大厦 8 楼 801
自编 802 室

联系电话：020-38894240

杭州营业部

杭州市下城区庆春路 42 路兴业银行大厦 1002 室

联系电话：0571-85828718

福州营业部

福州市鼓楼区五四路 137 号信和广场 25 层 2501 室

联系电话：0591—88507863

南京营业部

江苏省南京市长江路 2 号兴业银行大厦 10 楼

联系电话：025-84766990

深圳营业部

深圳市福田区深南大道 4013 号兴业银行大厦 3A 层

联系电话：0755—33320775



温州营业部

温州市汤家桥路大自然家园 1 幢 1504 室

联系电话：0577—88980635

台州营业部

浙江省台州市椒江区云西路 399 号金茂中心 24 楼

联系电话：0576-88210778

济南营业部

济南市市中区纬二路 51 号山东商会大厦 A 座 23 层 2301-2 单元

联系电话：0531-86123800