



**中信期货有限公司**  
CITIC Futures Company Limited

投资咨询业务资格：证监许可【2012】669号

# 油价政治博弈加剧 关注地缘事件进展

原油周报 2022/07/03

撰写人：中信期货研究所 原油研究负责人 桂晨曦 CFA 从业资格号：F3023159 投资咨询号：Z0013632

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户，市场有风险，投资需谨慎。

## 一、短期进展

1.1 周度评论

油价政治博弈加剧，关注地缘事件进展

如时间有限只看此部分即可

1.2 重点关注

欧佩克/俄罗斯/美国

## 二、中期逻辑

2.1 商品属性

供需库存提供估值参考

2.2 地缘属性

地缘政治影响原油供应

三重属性重点进展滚动更新

2.3 金融属性

经济金融影响油品需求

## 三、高频数据

3.1 期货量价

油价高位持仓降至低位

3.2 库存利润

汽柴裂解价差短期回落

更多详情请参考数据报告系列

3.3 交通需求

中国交通回升海外放缓

### Brent 原油期货 (美元/桶)



### SP500 标普指数



撰写人：中信期货研究所 桂晨曦 CFA 从业资格号：F3023159 投资咨询号：Z0013632

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户，市场有风险，投资需谨慎。

# 1

## 第一章节

# 短期进展

# 油价政治博弈加剧，关注地缘事件进展

## 原油周度评论（2022/07/03）

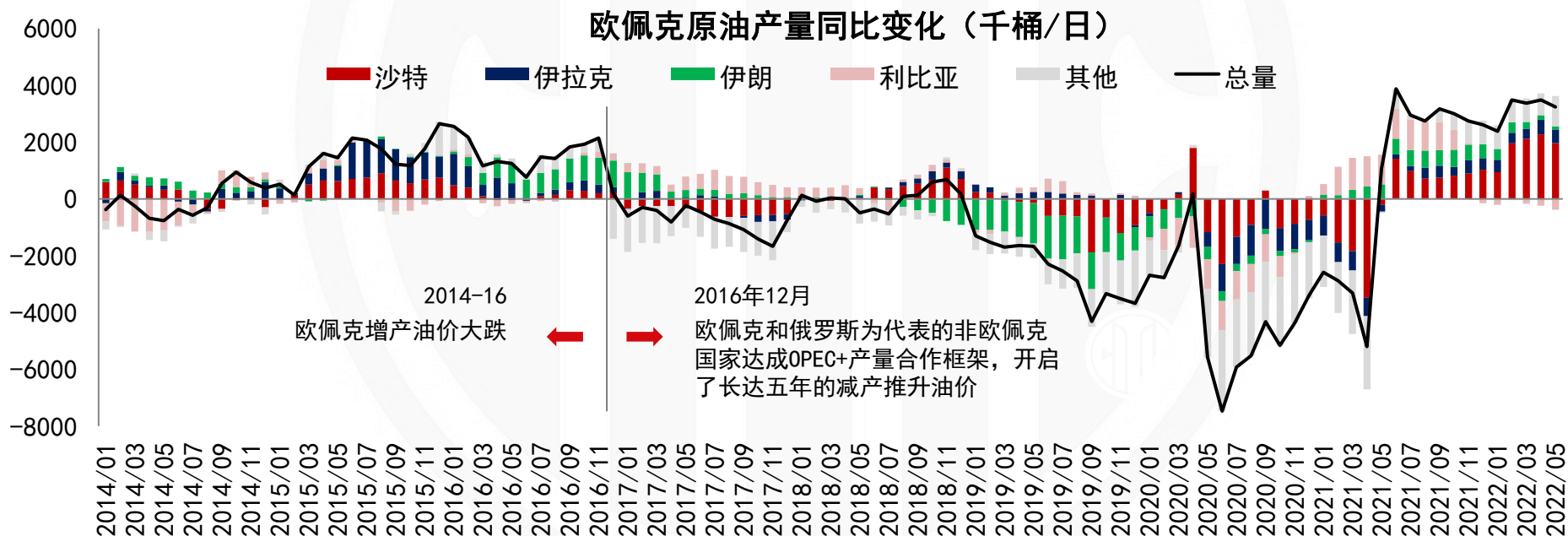
（一）**走势回顾**：布伦特原油期货周五收盘111.5美元/桶，周跌幅-1.5%。

（二）**逻辑分析**：上周原油政治事件密集推进，核心来自拜登为压制油价和通胀采取的系列措施，以及俄罗斯为维持油价高位的相应举措。1) 拜登面临11月8日中期选举前高通胀带来的民意压力。5月通胀升至8.6%四十年高位，其中有2.4%的增幅来自汽油价格，是通胀贡献最大单项。今年以来美国汽油涨幅远大于原油，按照高峰期5美元/加仑折算约210美元/桶。因此打压原油和汽油价格是拜登的优先目标。2) 内政方面，已经实施措施包括：投放战略储备原油库存、加快钻探许可发放、取消乙醇汽油销售限制。考虑中措施包括：暂免汽油税、禁止油品出口、实施价格管制、重启关停炼厂等。外交方面，推动欧佩克、伊朗、委内瑞拉加快增产等。3) 前周G7峰会的重点议题之一是如何应对能源和粮食价格上涨。周末拜登提议通过对俄罗斯石油设定价格上限取代出口数量制裁。周一欧盟宣布与伊朗重启搁置三个月的伊核协议谈判。周四北约峰会拜登表示将在7月访问沙特时向海合会提出增产建议。同日欧佩克会议决定维持八月增产计划，暂未决定九月后的新产量政策。4) 所有政策目的都是降低油价；实施程度越高，对油价压力越大。目前都受到了不同程度阻力：国会反对减税、油企反对限价格和限出口、重启关停炼厂技术可行性较低；俄罗斯反对价格上限、伊核谈判暂未有明确进展、沙特暂未表态新产量政策等。5) 政治博弈背后是美国和俄罗斯的对立诉求：拜登希望低油价，普京希望高油价。两国都在试图影响油价，关注最终博弈结果。

（三）**油价展望**：1) 驱动：金融属性压力增大、供需属性边际走弱。地缘属性存不确定性；如果俄罗斯和欧佩克产量高于预期，将导致支撑油价高位的地缘风险溢价回落。2) 油价：短期维持高位震荡。在欧佩克确认大幅增产和拜登政策得以实施前，100美元对仍有较强支撑。中期金融压力增至高位后，支撑价位将逐渐下移。另外随中国经济复苏，关注前期大幅贴水的内外盘价差修复。

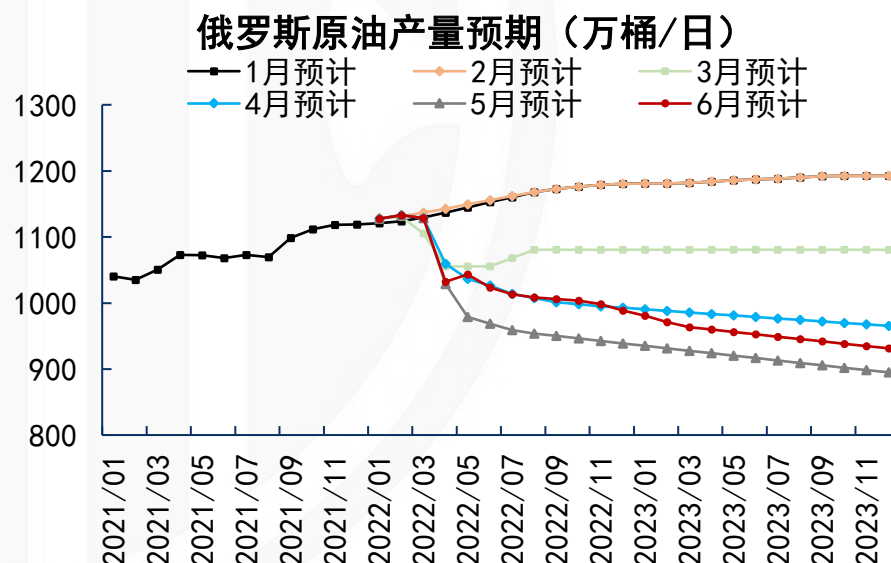
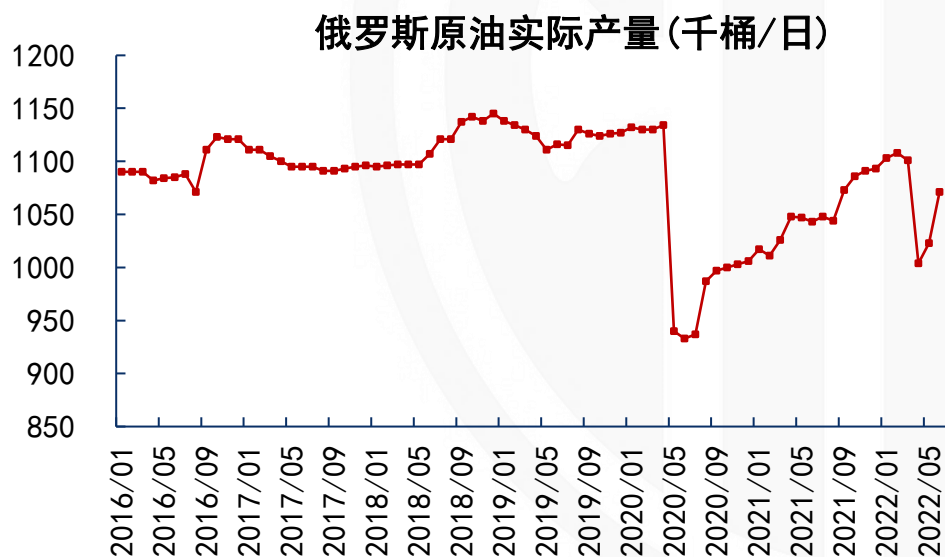
# 地缘：欧佩克八月维持原定增产计划

- 6月30日第30次OPEC和NOPEC会议决定，维持6月2日会议增产计划，8月产量环比增幅目标设定为65万桶/日。代表称暂未讨论9月以后的产量计划。下次会议将于8月3日召开。
- 点评：8月底本轮减产协议即将到期，意味着8月3日会议必须决定9月之后新产量政策。拜登7月15-16日出访沙特后，是否能推动欧佩克加快增产，对后期油价节奏非常重要。周四在北约峰会的新闻发布会上，拜登表示将在出访沙特时建议海合会增产，而不是单独要求沙特增产。未来两周需要持续关注相关进展。



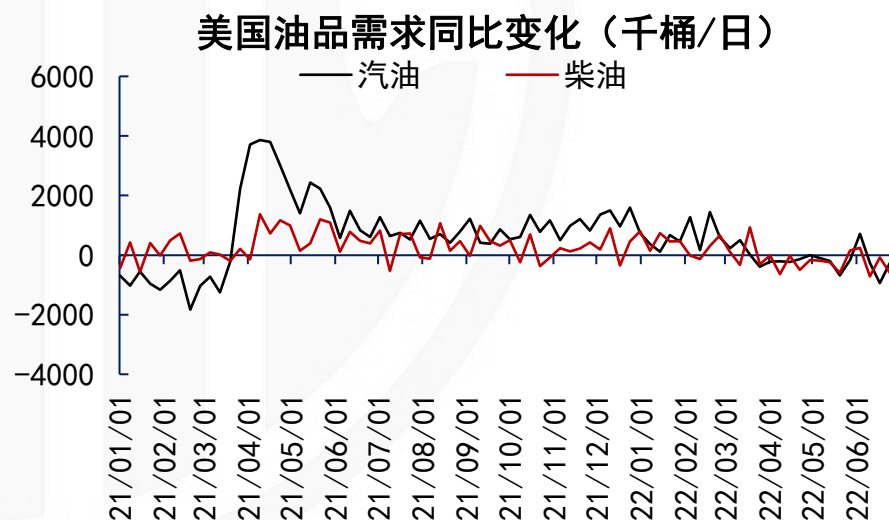
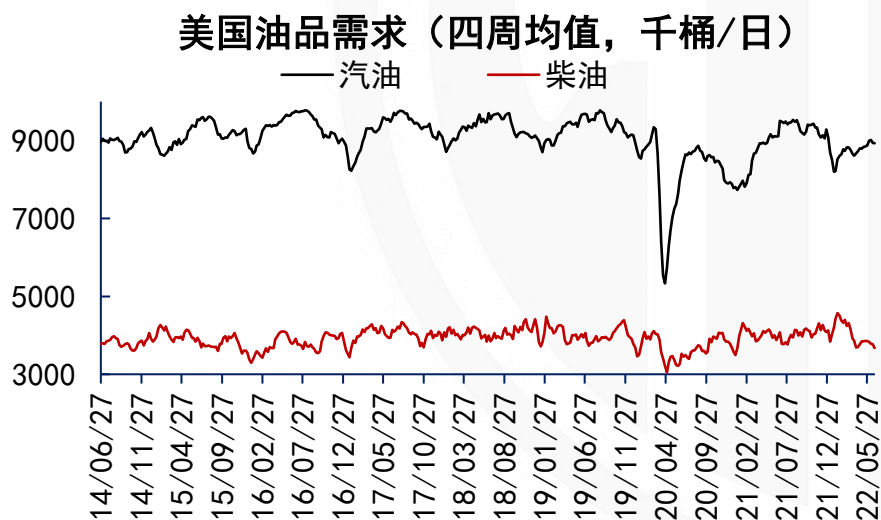
# 供应：俄罗斯产量接近恢复年初水平

- 1) 根据俄罗斯统计机构数据估算，6月俄罗斯原油产量约为1071万桶/日，环比增加4.7%；相比3月产量仍有30万桶/日差距。俄罗斯副总理称有信心夏季产量恢复至冲突前水平。2) 6月炼厂原油加工量约542万桶/日，环比增加8.2%；较4月低点约500万桶/日大幅回升。原油出口量451万桶/日，环比下降2.7%；国内需求增加使出口小幅回落。
- 点评：俄罗斯四月因国内炼厂检修，原油产量短期回落后，目前已经进入持续回升通道。如果下半年俄罗斯产量能够恢复并稳定在年初水平，此前因欧盟制裁导致俄罗斯大幅减产预期推升的地缘风险溢价或面临修正。



# 需求：美国汽油需求半年同期次低位

- 上周EIA周度数据因系统原因推迟发布，昨日补发数据显示两周内美国原油/汽油/柴油库存分别-315/+413/+269万桶/日。美国汽油需求四周均值降至893万桶/日以下，是2014年以来同期次低值（仅高于2020年）；相比2015-19年均值减少约60万桶/日。与此同时汽油出口同比翻倍至97万桶/日，是1993年以来最高值。
- 点评：在美国汽油平均价格超过5美元/加仑之际，对需求的负面影响也逐渐显现。调研显示有36%的居民在未来半年有假期计划，是四十年以来的最低值；其中仅有23%计划自驾出行。5月美国汽油/柴油需求分别同比下降 -2%/-6%；后期若美国成品油价格维持高位以及经济进一步放缓，对汽柴需求相对压力或将继续增大。





# 金融：全球股市创三十年最大半年跌幅

- 在刚刚结束的上半年里，金融资产价格大幅波动。年初至今美股标普500指数下跌20%，是1970年以来最大同期跌幅。十年期美债价格创下1788年以来最大同期跌幅。
- 点评：股债双跌反映目前全球面临经济放缓和紧缩周期双重压力。如果高通胀持续，下半年美欧货币政策或将加速收紧，可能导致局部经济进入衰退状态。金融属性角度不利油价。



第二章

三重属性

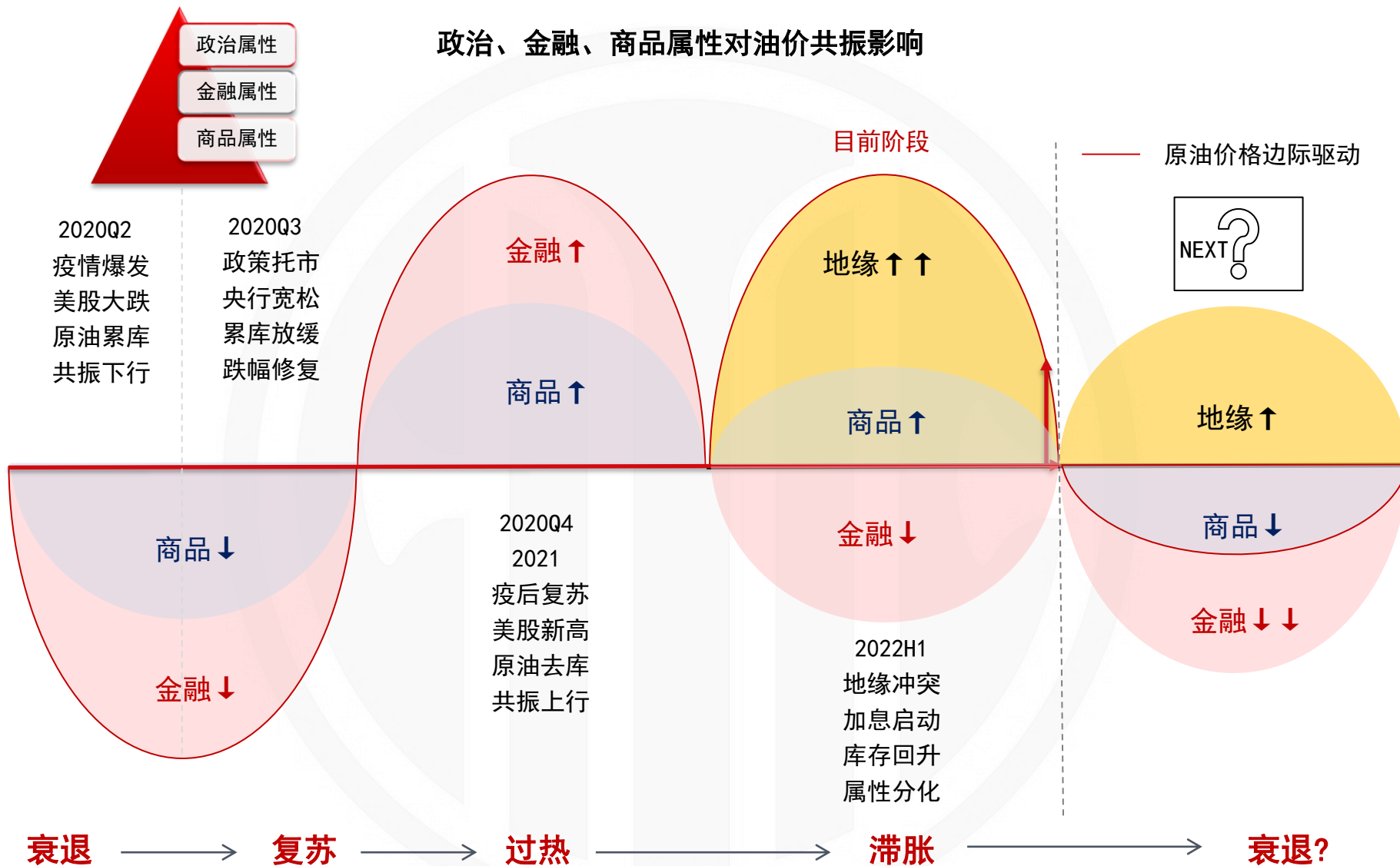
2

# 中期逻辑

撰写人：中信期货研究所 桂晨曦 CFA 从业资格号：F3023159 投资咨询号：Z0013632

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户，市场有风险，投资需谨慎。

# 三重属性影响由共振走向分化



## 原油下半年展望

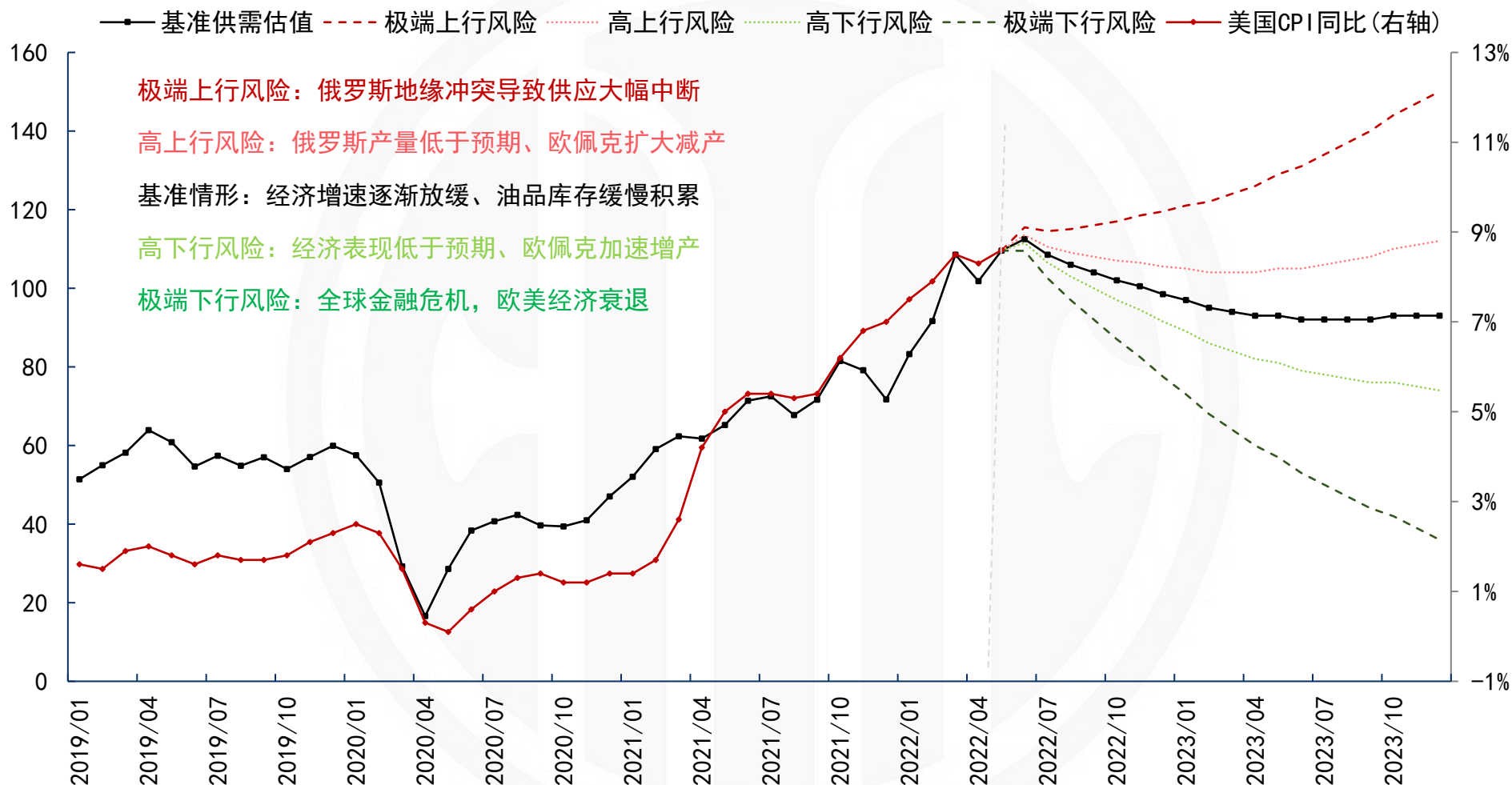
(一) 回顾：政治、金融、供需三重属性来看：1) 2020年上半年，商品属性与金融属性共振下行。全球疫情爆发后油品需求下降大幅累库，经济停摆金融恐慌美股大跌。原油价格急速下挫，WTI创下负油价历史记录。2) 2020年下半年至2021年底，商品属性与金融属性共振上行。欧佩克大规模减产以及疫后需求复苏，推动油品库存逐渐下降。美欧超常规经济刺激计划推动经济复苏，美股再创新高；超宽松货币政策释放大量金融流动性，资产价格普涨。3) 2022年上半年三重属性分化。地缘支撑向上。一季度俄罗斯冲突引发金融避险交易，二季度美欧对俄罗斯制裁导致供应减产预期，推升原油风险溢价高企。金融压力向下。全球经济放缓，海外通胀高企，美国加息缩表。美股回落美元走强，金融溢价转为折价。供需属性居中。全球油品库存止跌回升，供需估值支撑转弱。

(二) 展望：2022下半年综合动能趋弱。1) 地缘影响供应，关注前期利多情绪向利空事件的潜在转移。包括：俄罗斯减产预期兑现程度、欧佩克产量政策的可能变化、拜登打压油价措施进展等。2) 金融影响需求，经济放缓与货币紧缩压力增大。美欧已逐渐进入低增长和高通胀的滞胀状态；海外央行加速紧缩抑制通胀，导致经济衰退概率上行。从实货需求和投机需求角度均不利于油价。3) 供需属性边际走弱。原油库存处于从去库到累库的过渡期。如果下半年供应高于预期，或需求低于预期，均可能导致累库预期上调，供需估值下移。

(三) 油价：1) 国际原油期货：金融属性和供需属性均已转弱，如果地缘利空事件兑现导致风险溢价回落，原油价格下行压力逐渐增大。2) 中国原油期货：上半年中国疫情复发需求回落，导致国内原油期货大幅贴水国际。下半年随国内经济企稳回升和海外经济继续放缓，内外盘贴水或存在修复空间。3) 上行风险来自地缘冲突升级、下行风险来自金融系统危机。

# 原油价格基准预期及风险情形

## WTI原油价格基准预期与风险路径（美元/桶）



第二章

中期逻辑之

2.1

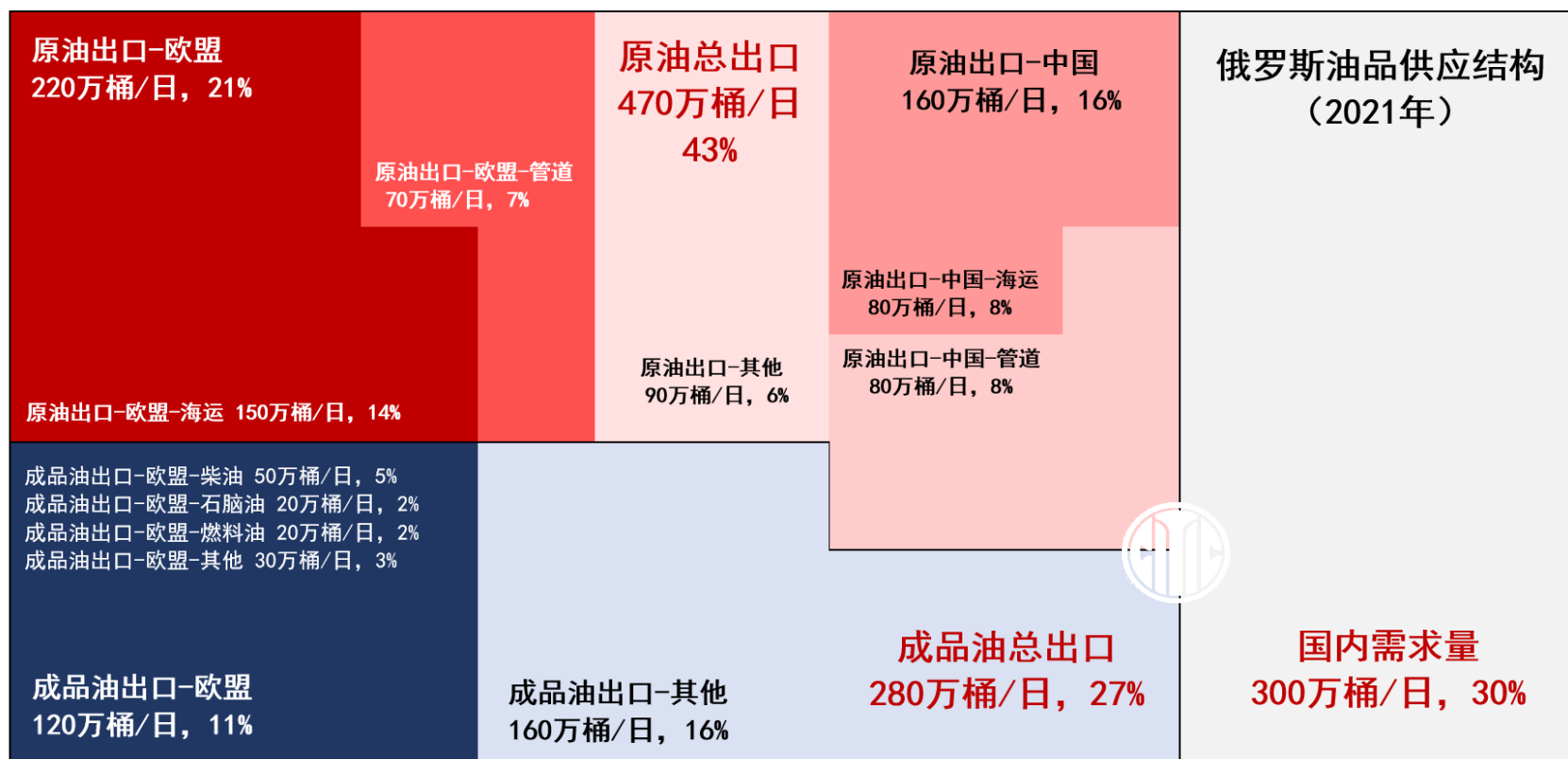
# 地缘属性

# 2.1.1

## 上半年俄罗斯地缘冲突 原油提供高风险溢价

# 美欧制裁导致俄罗斯减产预期

俄罗斯地缘冲突对油价提振主要体现在两个方面：首先，军事行动引发金融避险交易行为。其次，美国和欧盟对俄罗斯制裁引发俄罗斯原油大幅减产预期。3月8日拜登宣布禁止美国从俄罗斯进口石油；6月3日欧盟宣布禁止成员国从俄罗斯进口海运原油和成品油。以2021年俄罗斯供应结构来看，在欧盟制裁范围内占到俄罗斯石油总供应约25%。



数据来源：IEA 中信期货研究所

撰写人：中信期货研究所 桂晨曦 CFA 从业资格号：F3023159 投资咨询号：Z0013632

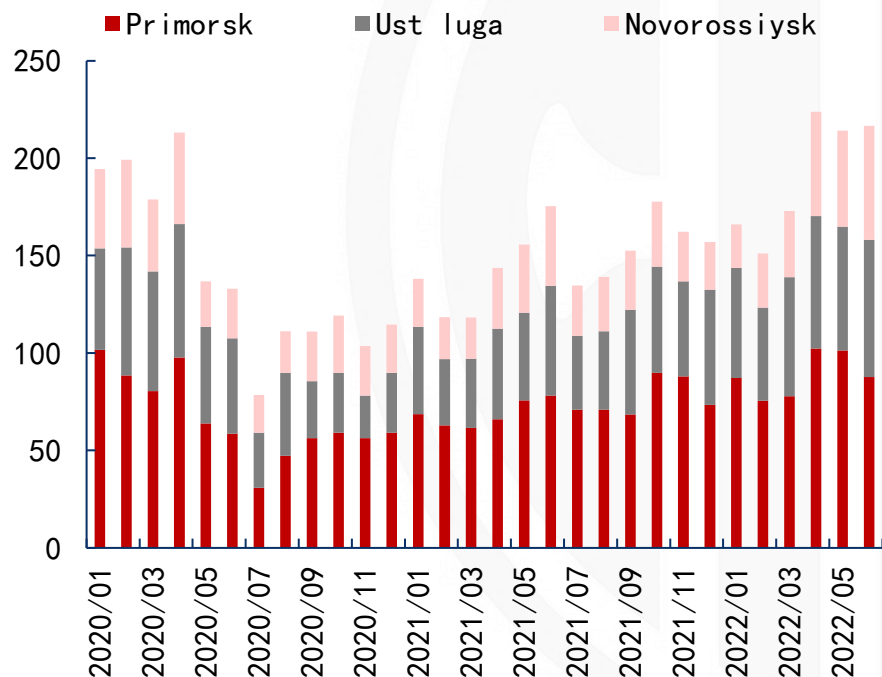
重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户，市场有风险，投资需谨慎。



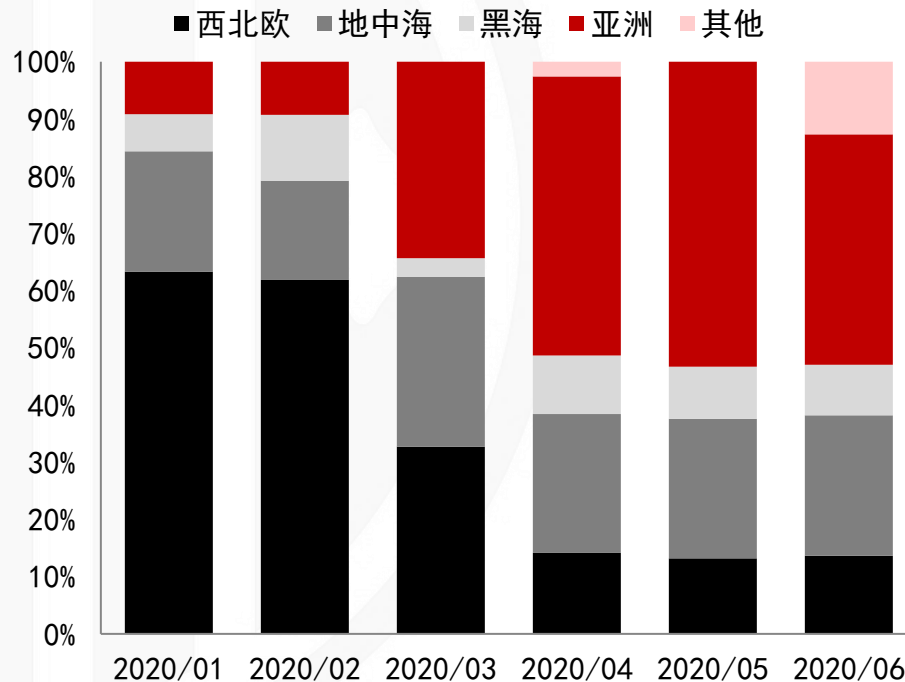
# 俄罗斯已经较大幅度对冲制裁影响

虽然欧盟制裁12月才开始正式实施，但欧盟国家已经开始自发减少俄油进口；与此同时，俄罗斯大幅增加对亚洲出口，使3-5月俄罗斯成为全球海运原油出口增幅最大国家。对欧洲出口占比由1月83%大幅下降至35%，亚洲占比由9%增至56%。相比于年初，对欧洲海运出口有过半已经转移至亚洲。

### 乌拉尔原油海运出口量（千桶/日）

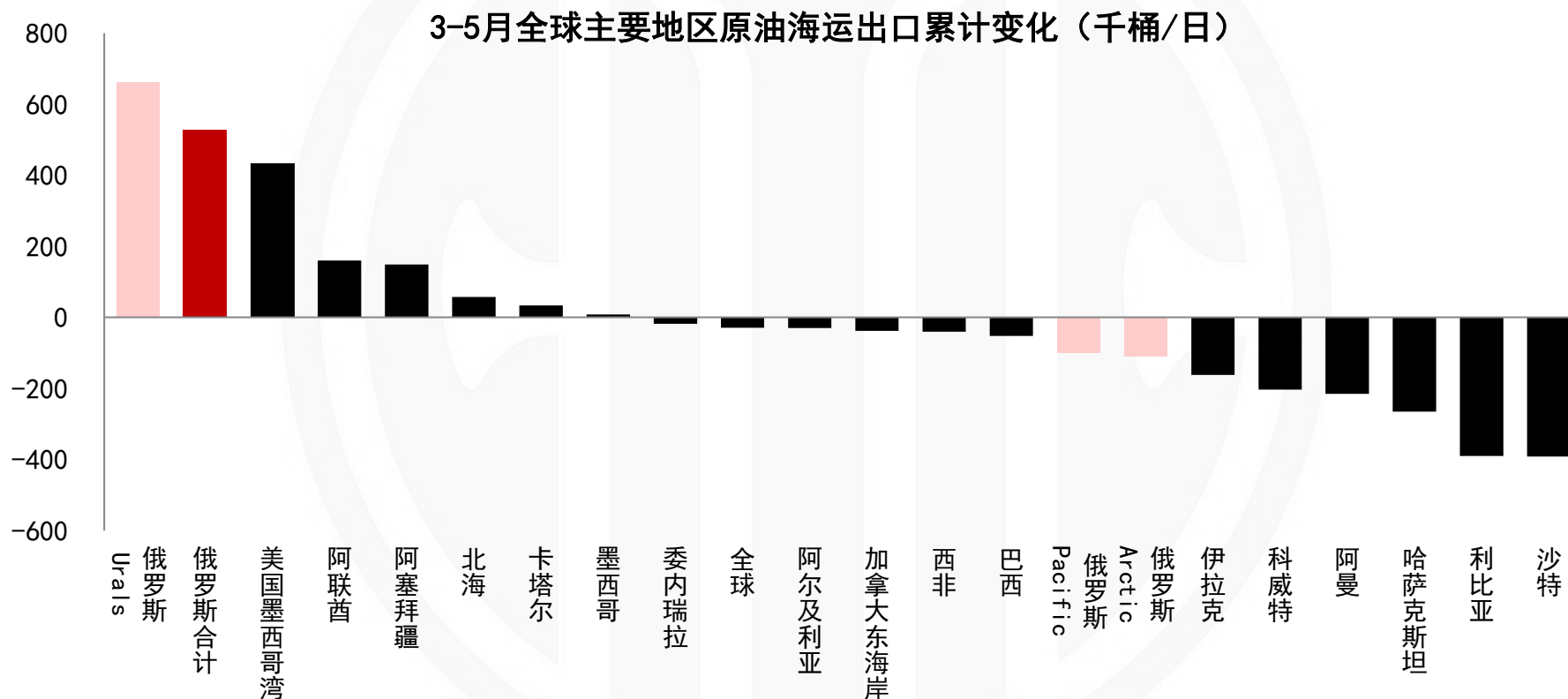


### 乌拉尔原油海运出口目的地（%）



# 三月以来俄罗斯原油出口大幅增加

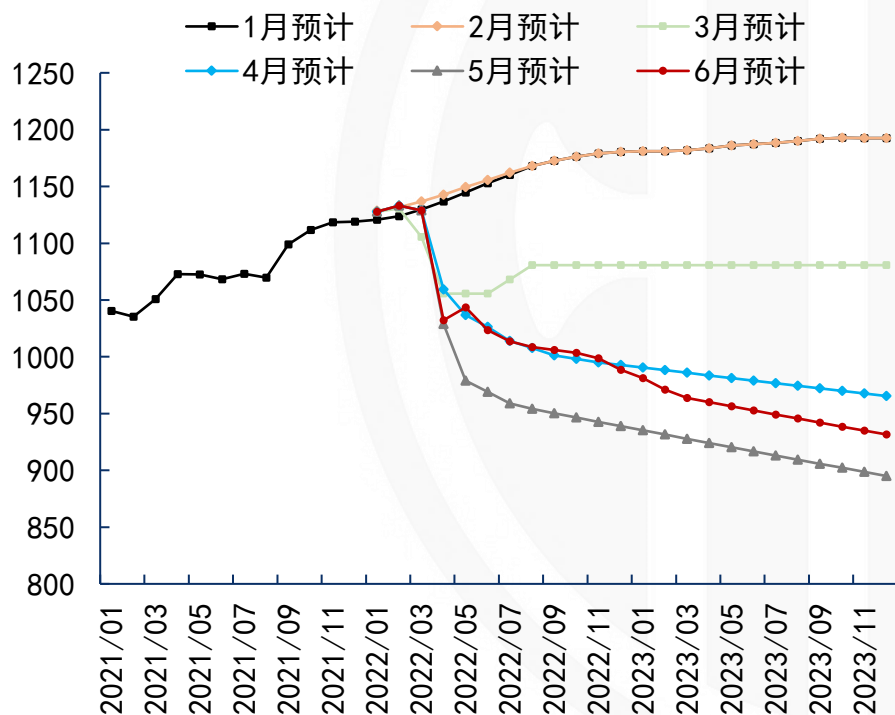
自地缘冲突爆发以来，俄罗斯欧洲港口是原油海运出口增量最大地区；3-5月累计增加约66万桶/日。俄罗斯以外出口增幅最大为美国（+43万桶/日），部分来自对欧洲出口增加；降幅最大的是沙特（-52万桶），部分来自对亚洲出口减少。



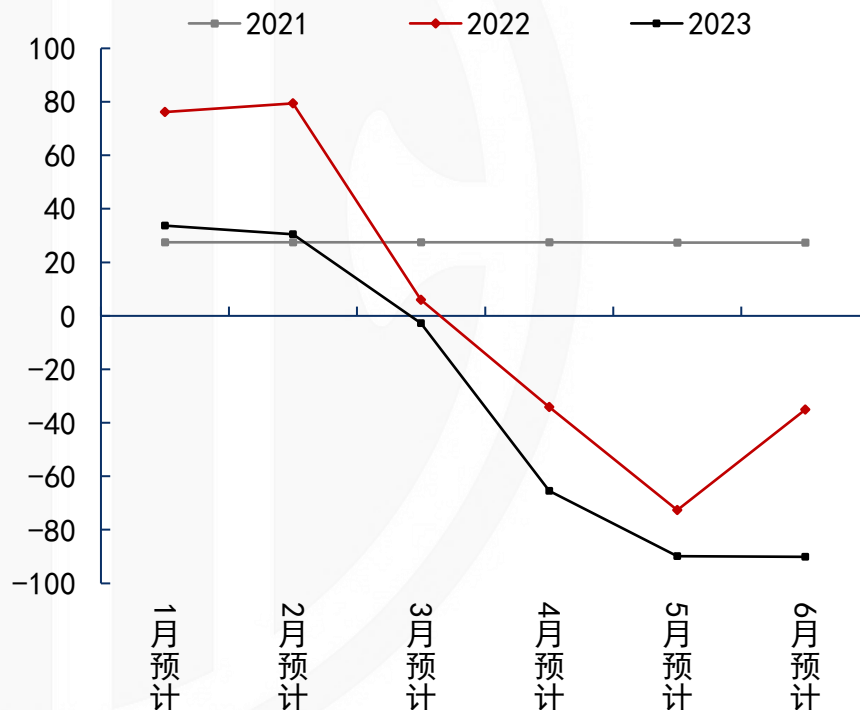
# 关注俄罗斯产量的预期和现实

地缘冲突爆发后IEA预计俄罗斯产量或减少超300万桶/日；EIA将产量预期下调150万桶/日。2月俄罗斯产量1105万桶/日；4月因炼厂检修降至1005万桶/日，5月回升至1020万桶/日；初步数据显示6月上半月产量环比增加5%至约1066万桶/日，7月或继续上行。俄罗斯能源部长预计今年原油出口同比增加，产量同比持平或略微下降。

### 俄罗斯原油产量预期调整（万桶/日）



### 俄罗斯供应同比预期调整（万桶/日）



# 2.1.2

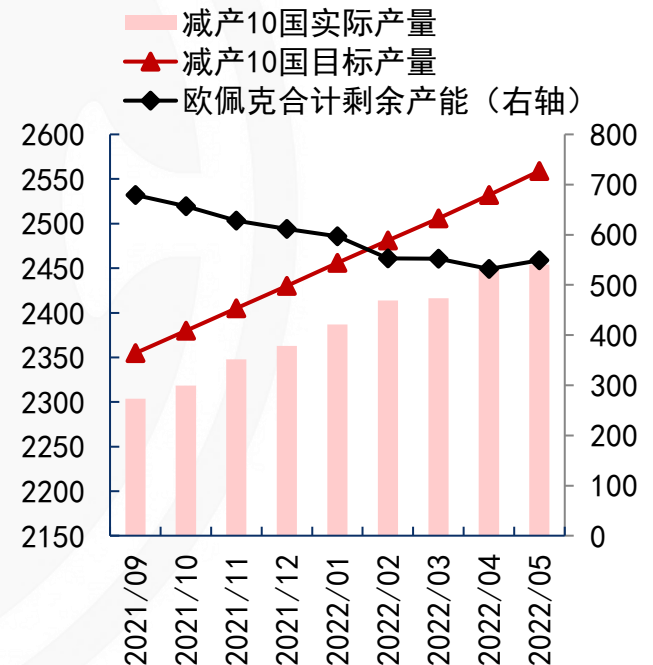
## 下半年欧佩克产量政策 或成为地缘新关注焦点

# 欧佩克产量政策对库存和油价具有重要影响

2020年4月全球疫情爆发使油价跌至20美元/桶以下，5月OPEC+推出史上最大规模联合减产，成功托底油价企稳回升。欧佩克、俄罗斯、美国的联合减产是从供应端推升油价重要因素；一旦其中一方放开增产，都可能引发市场份额竞争，导致减产联盟瓦解。2022年5月欧佩克产量2850万桶/日；IEA估算目前欧佩克剩余产能约550万桶/日，其中减产十国370万桶/日。

| 2022年<br>万桶/日   | (a)         |            | (b)                         |                 | 6月<br>目标    | 7月<br>目标    | 8月<br>目标    | (c)<br>可持续<br>产能 | c-a<br>剩余<br>产能 | (d)<br>减产前<br>产量 | d-a<br>复产<br>空间 |
|-----------------|-------------|------------|-----------------------------|-----------------|-------------|-------------|-------------|------------------|-----------------|------------------|-----------------|
|                 | 5月<br>产量    | 环比         | 5月<br>目标                    | a-b<br>增产<br>差距 |             |             |             |                  |                 |                  |                 |
| <b>沙特</b>       | <b>1042</b> | <b>6</b>   | <b>1055</b>                 | <b>-13</b>      | <b>1066</b> | <b>1083</b> | <b>1100</b> | <b>1224</b>      | <b>182</b>      | <b>1150</b>      | <b>108</b>      |
| 伊拉克             | 441         | -2         | 446                         | -5              | 451         | 458         | 465         | 482              | 41              | 480              | 39              |
| 阿联酋             | 305         | 3          | 304                         | 1               | 308         | 313         | 318         | 412              | 107             | 350              | 45              |
| 科威特             | 269         | 3          | 269                         | 0               | 272         | 277         | 282         | 279              | 10              | 296              | 27              |
| 尼日利亚            | 126         | -5         | 175                         | -49             | 177         | 180         | 183         | 152              | 26              | 183              | 57              |
| 安哥拉             | 118         | 0          | 147                         | -29             | 148         | 150         | 152         | 115              | -3              | 153              | 35              |
| 阿尔及利亚           | 101         | 1          | 101                         | 0               | 102         | 104         | 106         | 100              | -1              | 106              | 5               |
| 刚果              | 27          | 1          | 31                          | -4              | 32          | 32          | 32          | 29               | 2               | 33               | 6               |
| 加蓬              | 17          | -3         | 18                          | -1              | 18          | 18          | 18          | 20               | 3               | 18               | 1               |
| 赤道几内亚           | 9           | 0          | 12                          | -3              | 12          | 13          | 14          | 11               | 2               | 13               | 4               |
| <b>OPEC-10国</b> | <b>2455</b> | <b>4</b>   | <b>2559</b>                 | <b>-104</b>     | <b>2586</b> | <b>2628</b> | <b>2670</b> | <b>2826</b>      | <b>371</b>      | <b>2782</b>      | <b>327</b>      |
| 伊朗              | 254         | -2         | 注：此处可持续产能定义为可在90天内达到并维持的产能。 |                 |             |             |             | 380              | 126             |                  |                 |
| 委内瑞拉            | 72          | 0          |                             |                 |             |             |             | 75               | 3               |                  |                 |
| 利比亚             | 71          | -19        |                             |                 |             |             |             | 120              | 49              |                  |                 |
| <b>OPEC合计</b>   | <b>2851</b> | <b>-18</b> |                             |                 |             |             |             | <b>3400</b>      | <b>549</b>      |                  |                 |

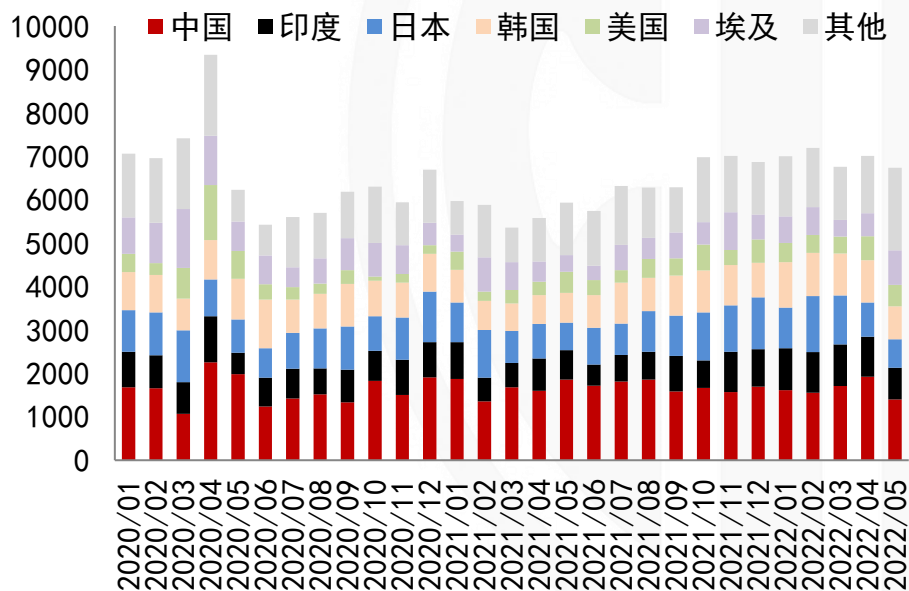
### 欧佩克产能产量(万桶/日)



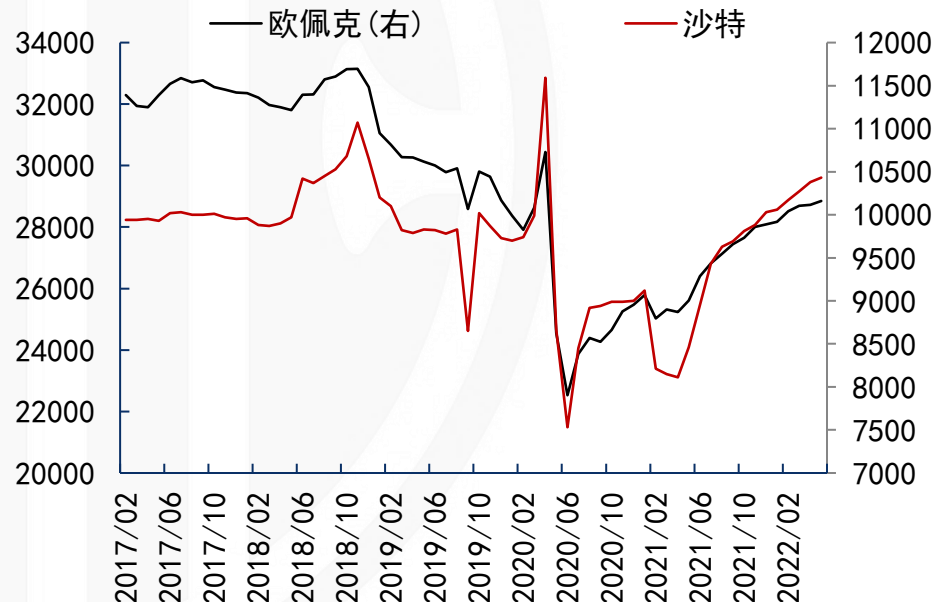
# 沙特克制增产态度逐渐发生变化

拜登去年以来持续施压沙特要求加快增产。前期沙特响应相对消极，近期态度开始转变。6月2日欧盟宣布对俄罗斯石油制裁当日；欧佩克宣布将加快7月和8月增产幅度。6月14日拜登宣布将于7月15-16日进行上任以来首次出访沙特；6月17日欧佩克代表称正在考虑或于8月后结束2016年以来的OPEC+产量配额政策，转为自由增产。如果确认进入增产周期或对油价形成较大地缘利空压力。

### 沙特原油出口（千桶/日）



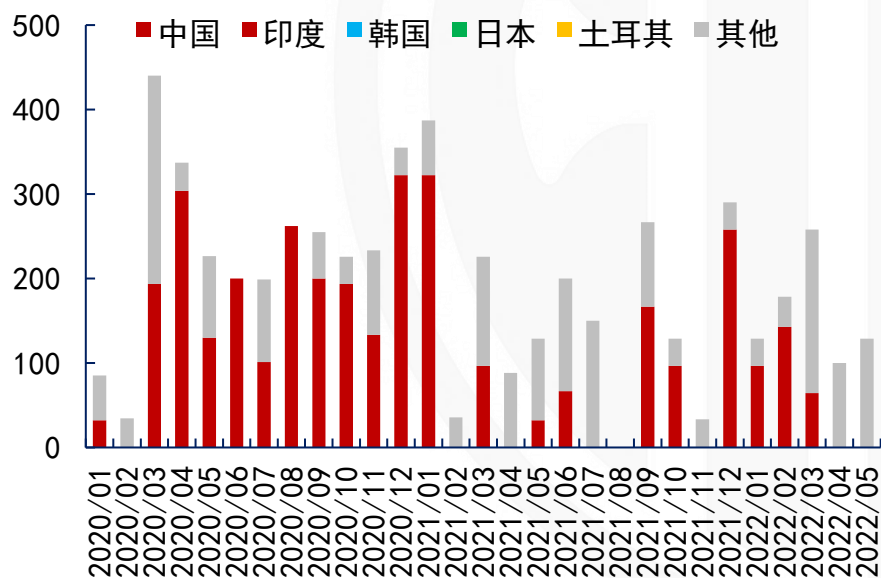
### 沙特原油产量（千桶/日）



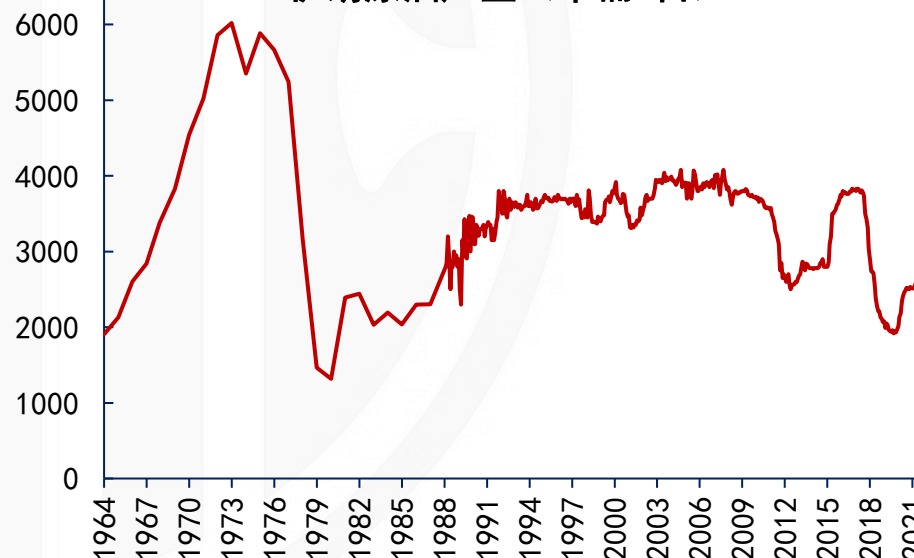
# 伊朗核协议谈判再度重启

5月伊朗原油产量254万桶/日，原油出口129万桶/日。伊朗石油部长表示原油产能接近400万桶/日；如果恢复伊核协议取消制裁，至少有130-150万桶/日可增空间。伊核协议谈判自三月中旬因地缘冲突中断后持续处于搁置状态。在拜登回应无法将伊朗伊斯兰革命卫队剔除恐怖组织名单后，5月底两艘伊朗油轮在希腊海域被美国要求扣押。6月8日国际原子能机构通过决议意图加强对伊朗核活动限制；6月9日伊朗表示计划断开该机构对伊朗核设施的监控设备。6月27日在G7领导人峰会过后，伊朗和欧盟宣布谈判重启。

### 伊朗原油出口



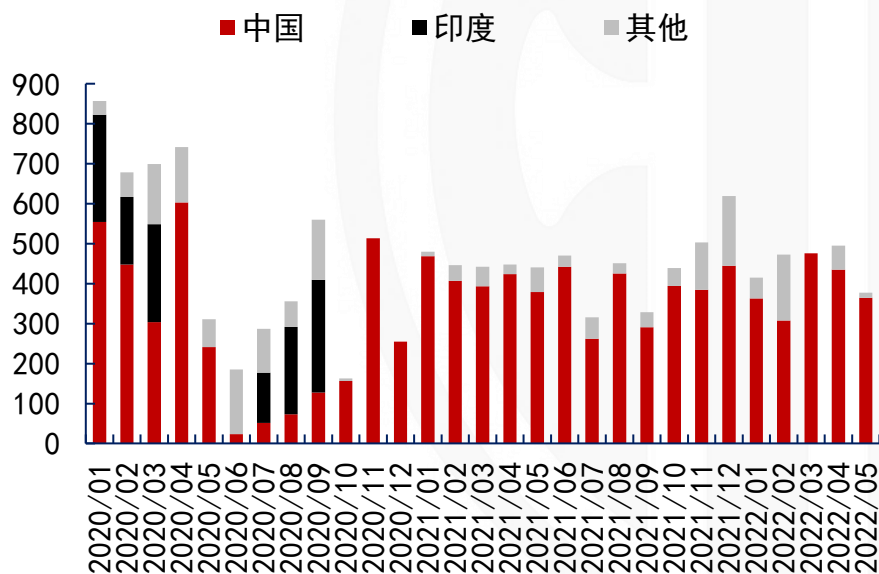
### 伊朗原油产量（千桶/日）



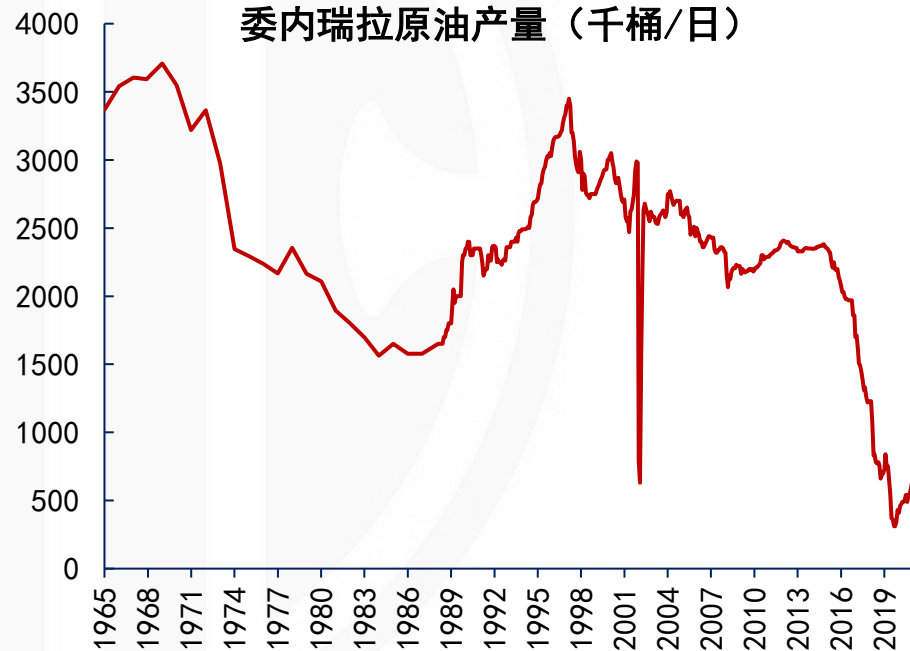
# 委内瑞拉出口或将逐渐回升

5月委内瑞拉原油产量72万桶/日，原油出口37万桶/日。委内瑞拉在2019年由于美国制裁导致产量出口大幅回落。高通胀压力下拜登希望委内瑞拉能增加对美欧原油出口。3月派出高级别代表团与马杜罗政府会谈；5月允许雪佛龙等公司恢复在委经营活动；6月允许ENI，Repsol等将委原油出口至欧洲，部分油轮已经到港准备装运。委内瑞拉原油在过去两年主要出口至中国，未来对美欧出口或将继续回升。

### 委内瑞拉原油出口



### 委内瑞拉原油产量 (千桶/日)





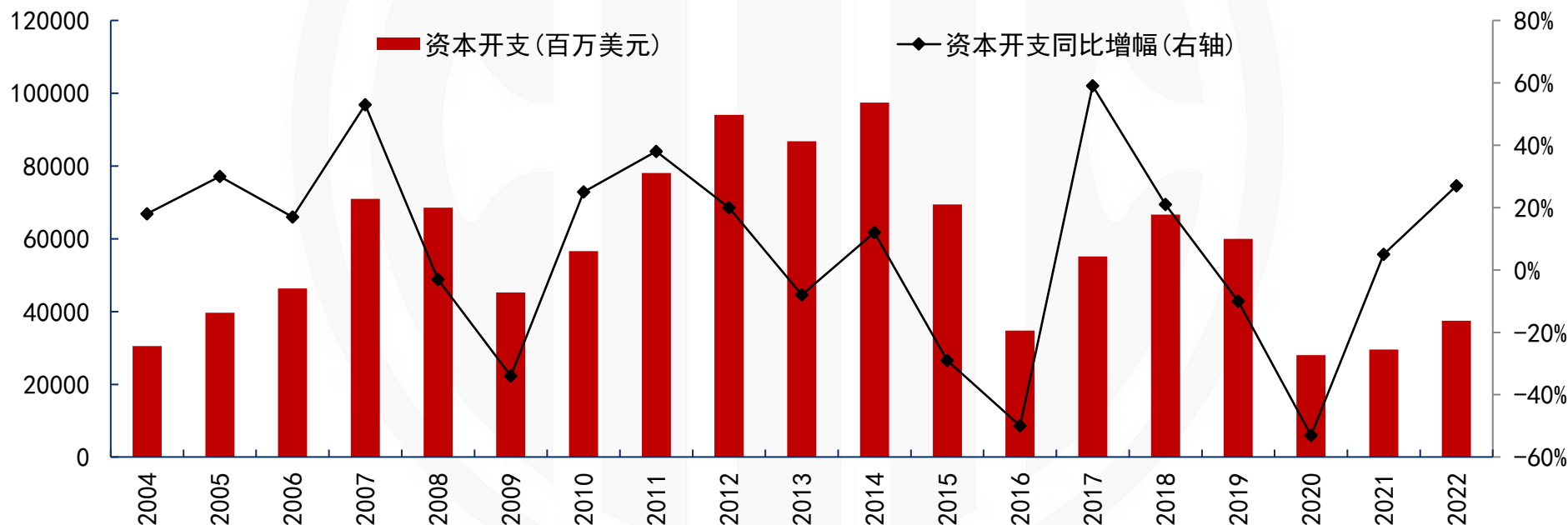
# 2.1.3

## 关注拜登油价政策 对美国供应潜在影响

# 美国页岩油企资本开支逐渐回归

2022年一季度地缘冲突和制裁导致俄罗斯原油供应中断风险高位，推升国际油价大幅上行。与传统成熟油田3-5年的投产周期相比，美国页岩油井在6-9个月内即可实现从资本开支到产量兑现，是可以相对快速填补潜在供应缺口的重要增量来源。因此页岩油企资本开支对美国产量变化具有重要指导意义。根据对80家美国页岩油上市公司统计显示，2022年合计资本开支同比增幅约为27%，较2021年5%有所回升。

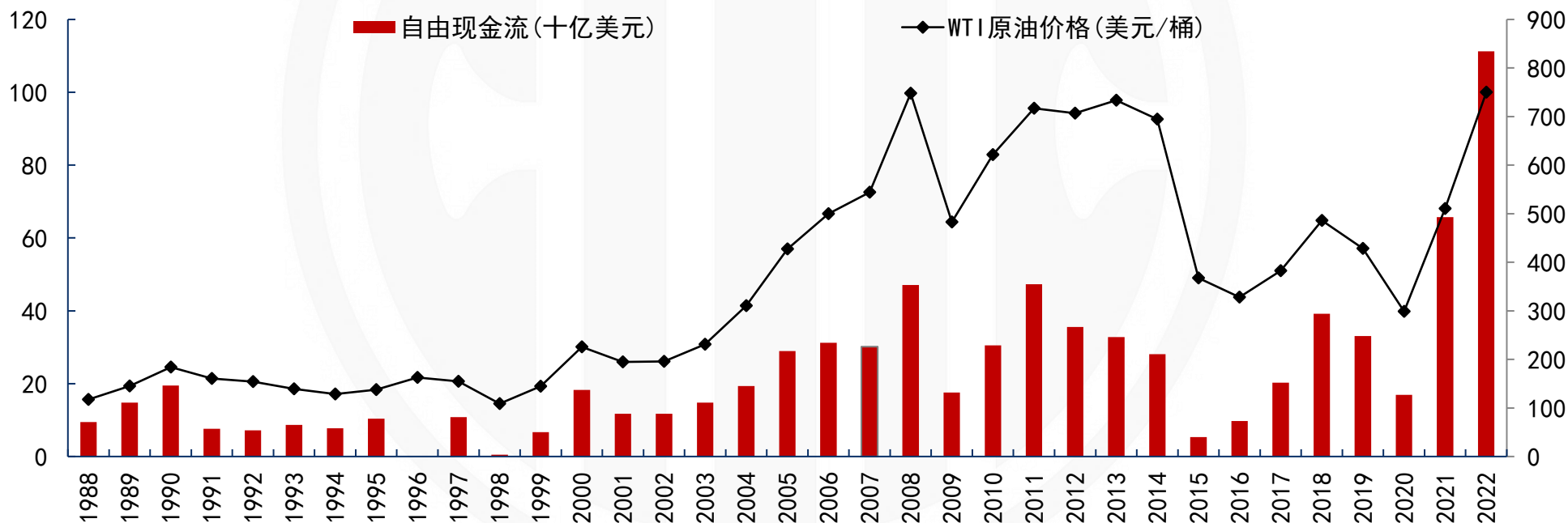
### 美国页岩油上市公司资本开支



# 上游油企自由现金流历史高位

从全球范围看，2021年油价上涨推升全球石油生产与勘探企业自由现金流达到接近5000亿美元的历史高位。2022年根据目前油价初步预计，自由现金流或将进一步增至8300亿美元。上游资本开支增速相对滞后于盈利增长，现金再投资比率（资本开支/经营活动现金流）降至约26%，远低于过去十年约72%平均水平。丰厚现金流使油企有充裕能力进行债务偿还，企业财务报表健康程度大幅改善。

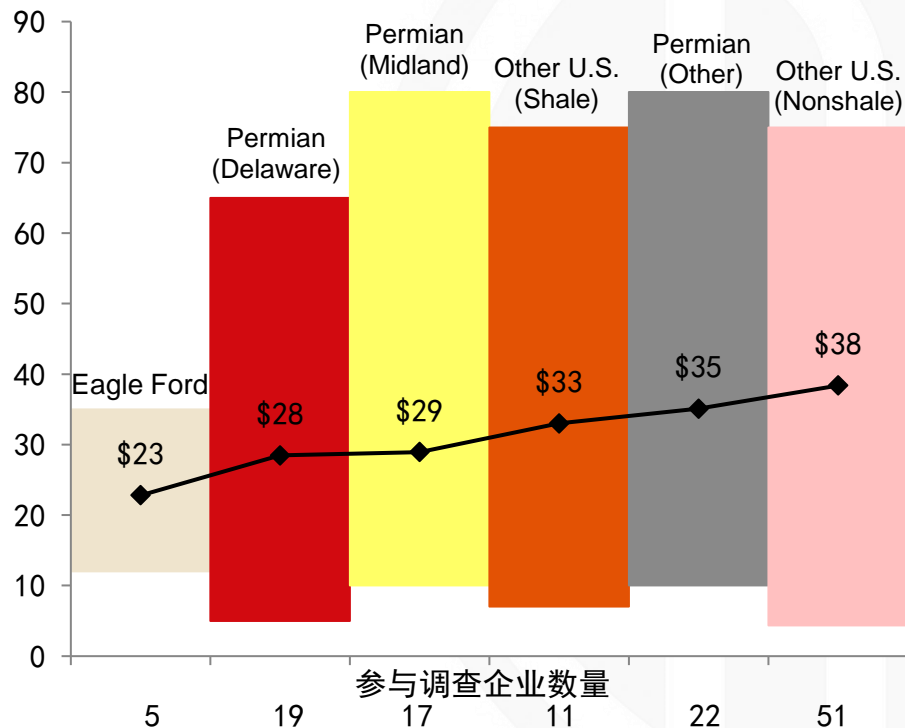
### 全球上市石油公司自由现金流



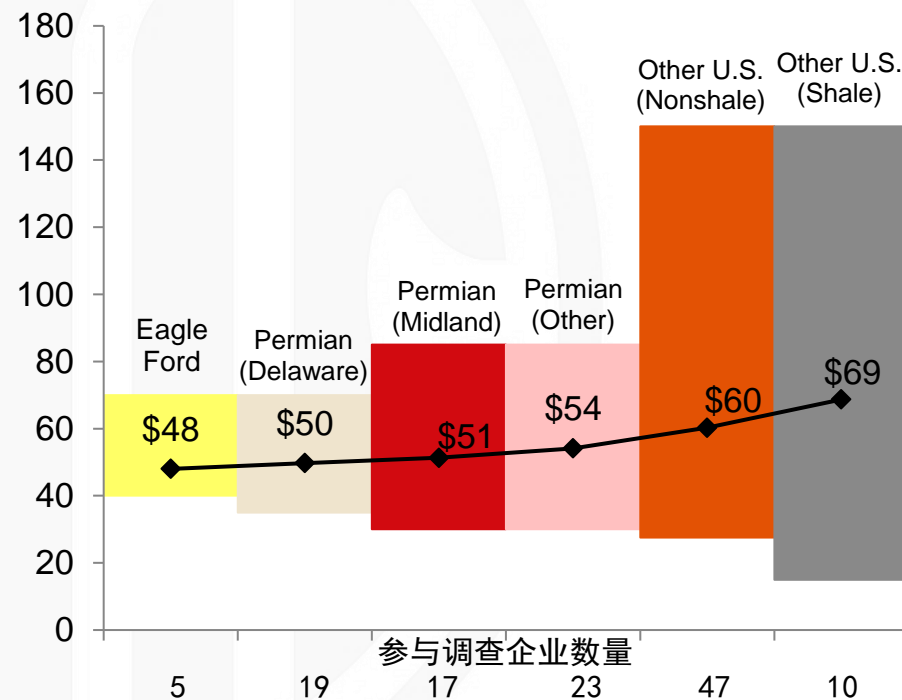
# 目前油价足以使页岩油企业盈利高位

对美国83家页岩油企业调研显示，可覆盖运营成本的WTI油价均值为34美元/桶，略高于去年的31美元/桶。可使新增钻井石油盈利的WTI油价均值为56美元/桶，略高于去年的52美元/桶。几乎所有调查者认为目前油价足以使新增钻井有较好盈利。

### 可覆盖运营成本的WTI油价（美元/桶）



### 可使新钻井盈利的WTI油价（美元/桶）

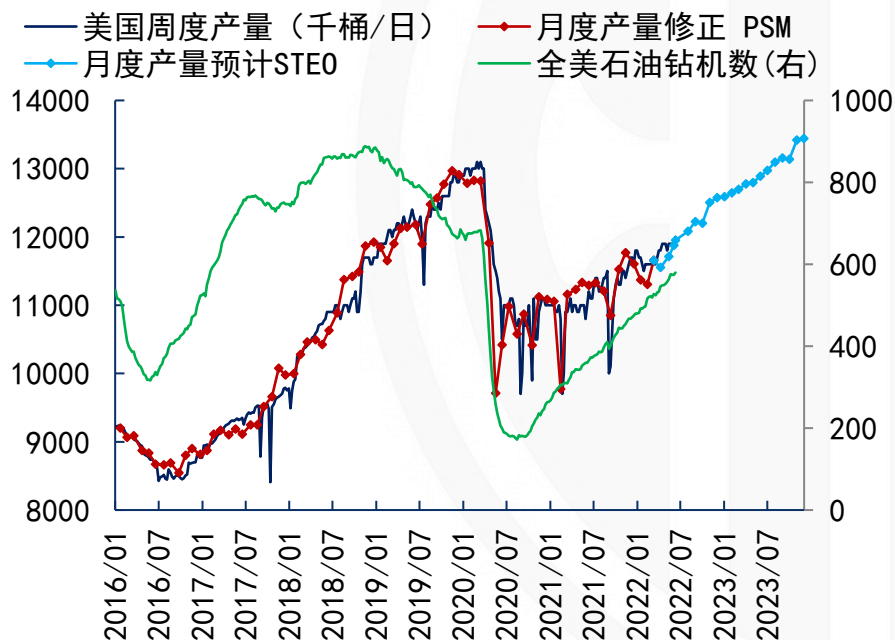


注：样本统计范围为83家石油生产企业高管，调查时间3月9-17日。线图为平均成本，柱图为高低范围；下方数字为各区块参与调查的企业数量。

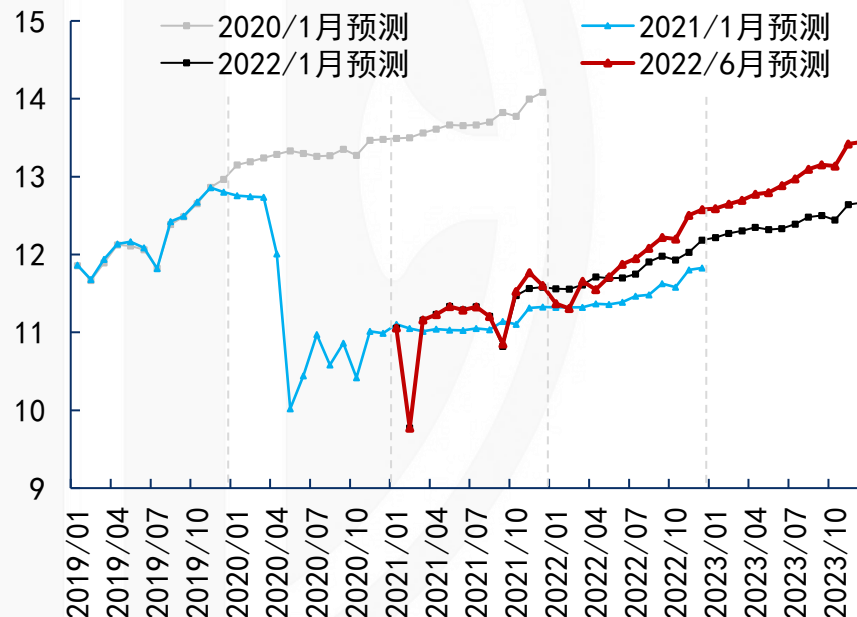
# 美国产量具有较大增长潜能

美国原油产量在2020年1月达到1280万桶/日的历史高位。疫情爆发油价大跌，导致2020年4月产量降至1000万桶/日。2021年因财务投资者约束资本开支受限，产量回升相对缓慢。为了压制油价与通胀，拜登努力推动增加国内供应。3月Permian地区钻探许可证发放增至创纪录的904处，此前均值为400-500之间，如果投入生产可能推动四季度产量加快上行。EIA预计2022/23年美国原油产量同比+73/+94万桶/日至1191/1285万桶/日

### 美国原油产量（千桶/日）



### 美国原油产量预期调整（百万桶/日）



第二章

中期逻辑之

2.2

# 金融属性

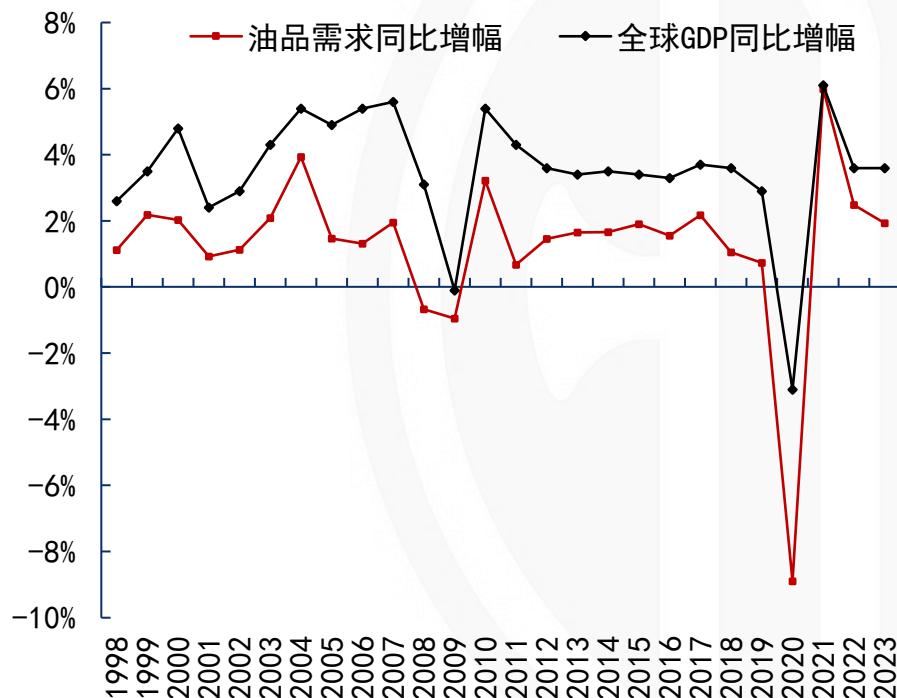
# 2.2.1

## 全球经济放缓不利于 原油实货消费需求

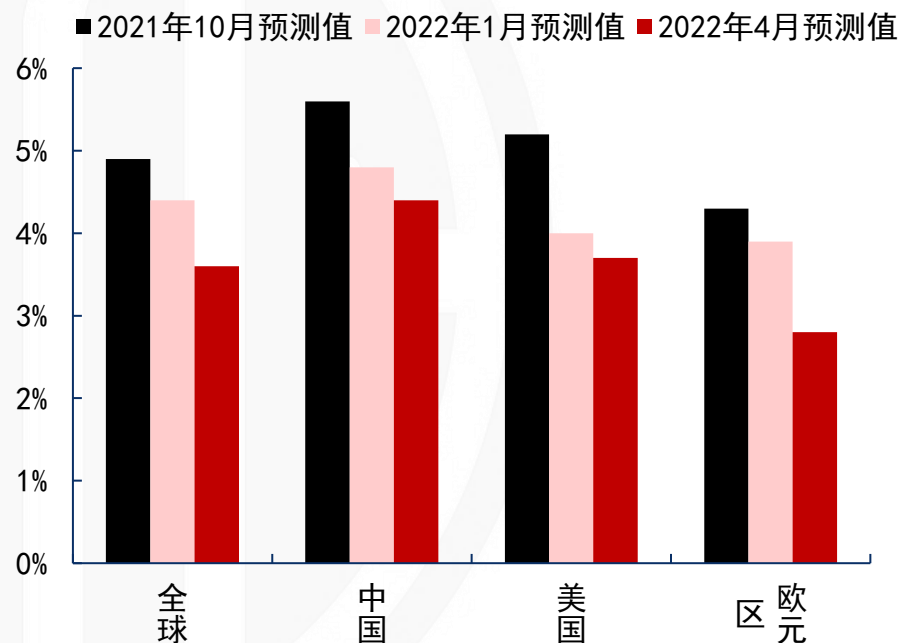
# 油品需求和经济增速密切相关

过去20年间，全球GDP与油品需求同比增幅相关性高达0.89；平均GDP每增长1%，油品需求增长0.5%。美国季度GDP与油品需求同比增幅相关性0.87。从地区来看，油品需求分布与经济体量分布也基本一致。美国/中国/欧洲分别占到全球油品需求的20%/15%/14%。

### 全球经济与油品需求



### 2022年全球GDP增速预期

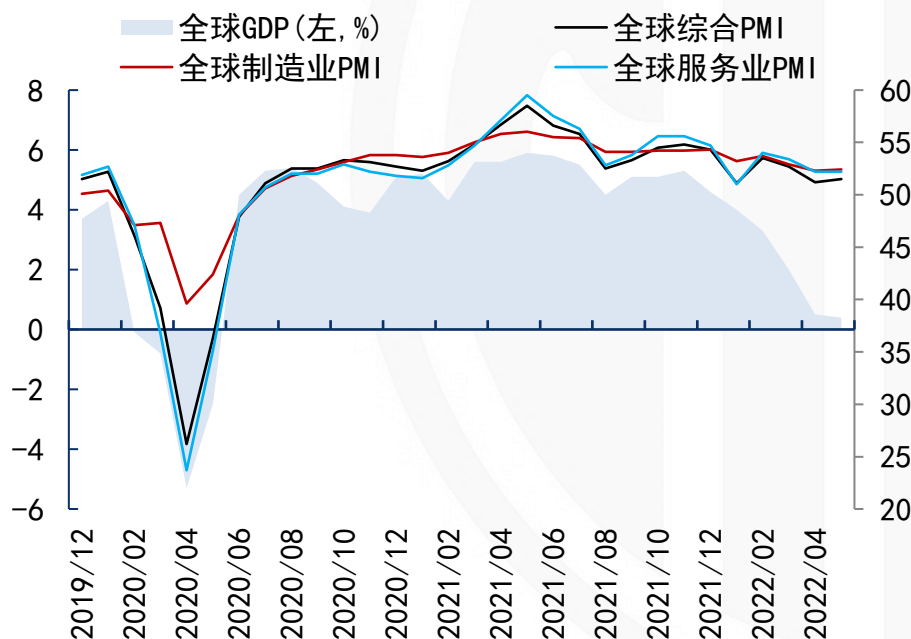




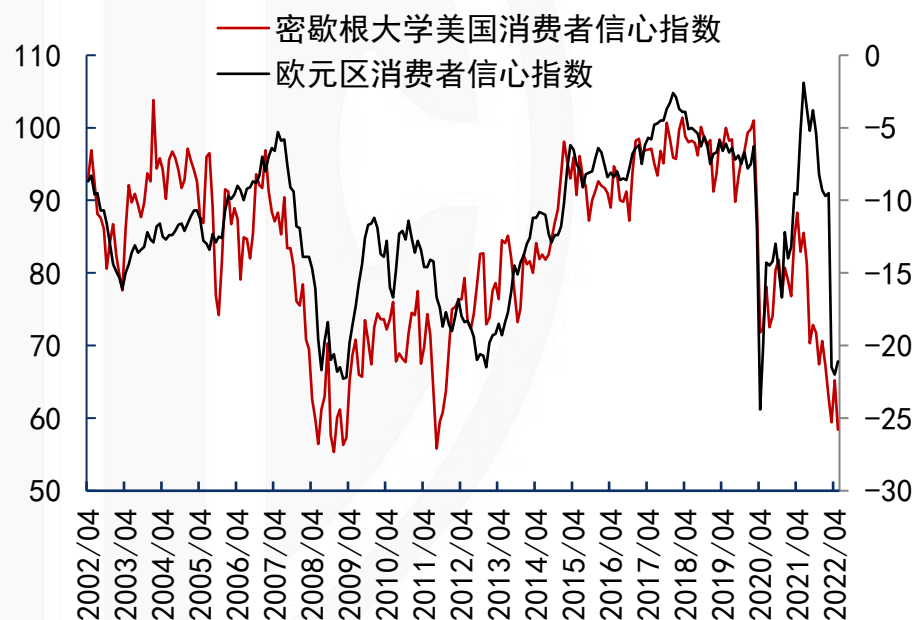
# 全球经济大幅增速放缓

全球经济自2021年中达到高峰后增速持续放缓。2022年4/5月全球GDP降至同比仅增加0.5%/0.4%，是2020年5月以来的最低值；制造业PMI指数52.3/52.4，是2020年9月以来的最低值。国际货币基金组织IMF在4月预计2022年全球GDP同比增加3.6%，较1月预期下调0.3%；世界银行6月预计2022年GDP增长2.6%，较1月预期值下调1.1%。全球财政和货币政策收紧压力、地缘冲突直接和衍生冲击、疫情对中国经济影响等，导致增长预期持续下调。

### 全球GDP增速与PMI指数

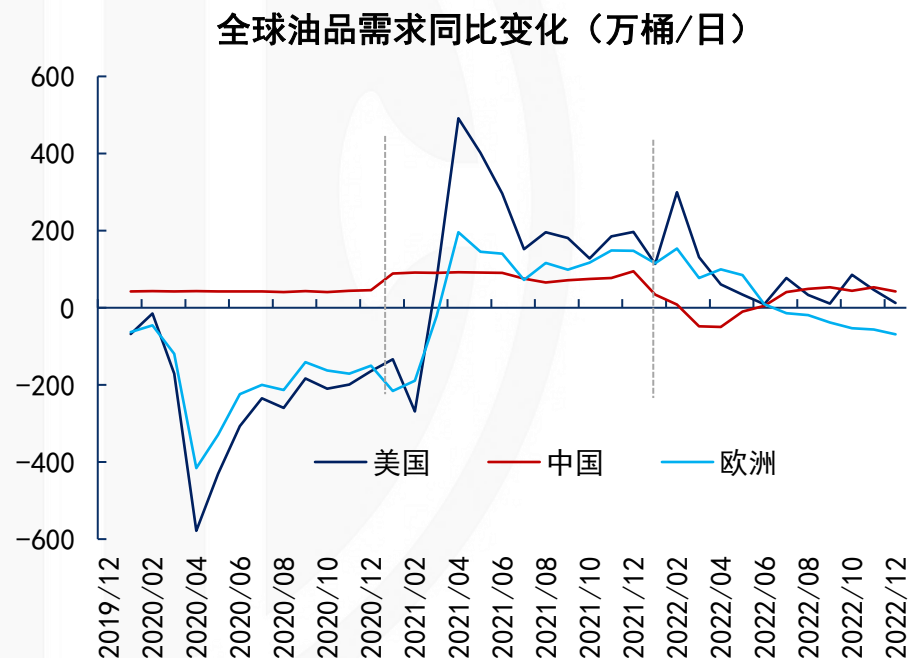
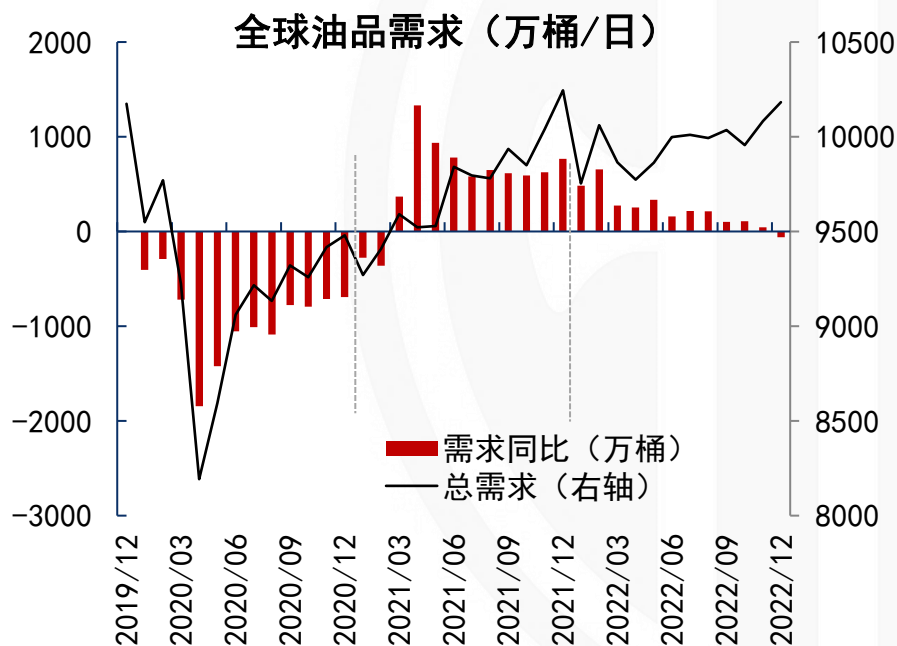


### 欧美消费者信心指数



# 油品需求预期同步下调

EIA 6月预计2020/21/22/23年全球油品需求同比  $-8.8\%/+6\%/+2.4\%/+2\%$ ；2022年增幅预期较1月下调1.2%。预计今年美国需求同比增76万桶/日(+3.8%)；1季度疫情防疫政策放开拉动需求同比增+10%，预计2-4季度放缓至2%左右。中国需求同比增加18万桶/日(+1.2%)；2季度局部疫情复发导致需求同比降-1.2%，预计下半年回升至3%左右。欧洲需求同比增加24万桶/日(+1.8%)；上半年+7%，下半年-3%。



# 全球经济面临多重风险

IMF认为全球经济面临多重不确定性，整体风险偏向下行：

- **俄罗斯冲突升级**。如果贸易制裁扩大加剧供应风险，或推升全球商品价格和通胀压力。如果俄罗斯债务违约将冲击全球金融市场，导致新兴市场风险重新定价等。
- **社会民生动荡加剧**。能源和食品价格上涨，对进口依赖度较高和财政空间有限的发展中国家，可能引发民生问题。欧洲大量难民涌入可能引发人道主义危机，加剧社会冲突。
- **全球疫情再度复发**。尽管全球疫情改善，但局部地区仍在复发。如果未来出现传播率和致死率双高的变异病毒，可能再度造成严重冲击。
- **中国经济进一步放缓**。如果中国疫情扩大导致防控升级，可能对全球供应链造成冲击。商业活动放缓可能对国内外经济产生联动影响。
- **中期通胀预期继续推升**。虽然短期通胀大幅上行，市场预期中期通胀将逐渐回落。如果工资-物价螺旋上涨推升长期通胀预期，将可能需要货币政策加速紧缩，增大经济压力。
- **高利率引发债务风险**。疫后超常规复苏政策推升全球公共债务规模高企。货币政策紧缩推升利率，诱发新兴市场资金外流，导致债务负担较重的中低收入国家或面临违约风险。
- **全球地缘政治环境恶化**。二战后建立的国际合作体系面临分化风险，可能加重政治极化、放缓科技进步、升级贸易壁垒、损害长期繁荣。

数据来源：IMF 中信期货研究所

撰写人：中信期货研究所 桂晨曦 CFA 从业资格号：F3023159 投资咨询号：Z0013632

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户，市场有风险，投资需谨慎。

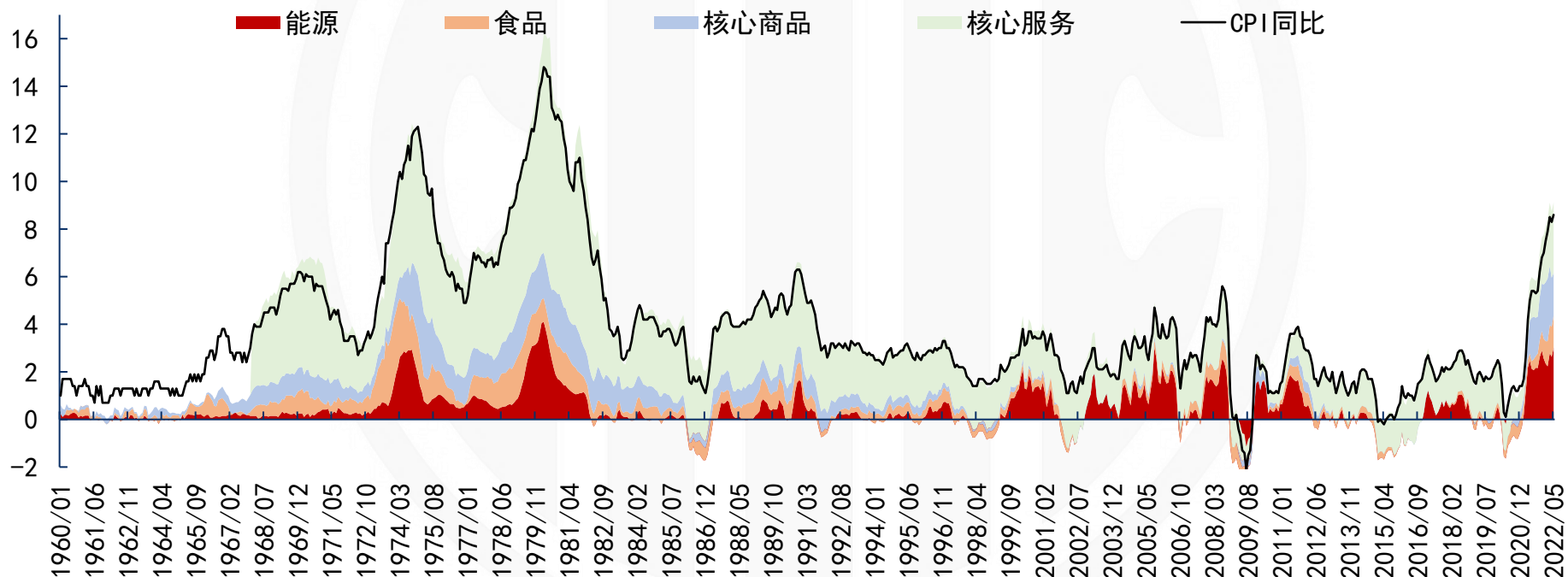
# 2.2.2

## 美欧央行紧缩不利于 原油期货投机需求

# 海外通胀压力高企

2020年下半年以来美欧超常规刺激政策推动需求快速复苏；同时供应端受到疫情导致的人工短缺、海运等物流瓶颈、芯片等供应链缺口、以及地缘冲突导致能源和粮食供应风险等共同因素作用下，推升海外物价上行通胀高企。2022年5月美国消费者物价指数CPI同比上涨8.6%至40年高位；其中能源商品同比上涨50%，对CPI贡献高达2.4%。

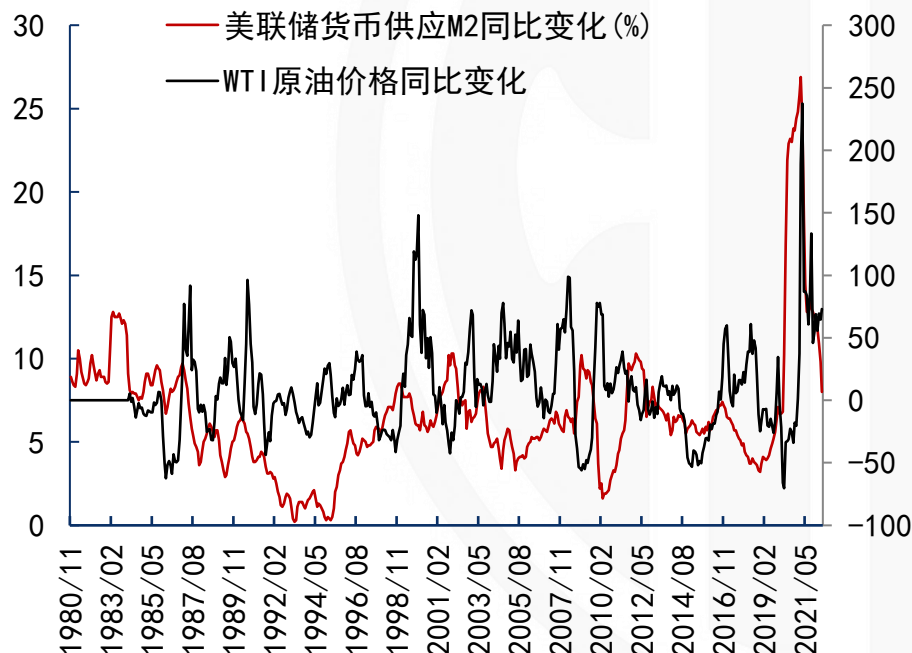
### 美国CPI同比贡献 (%)



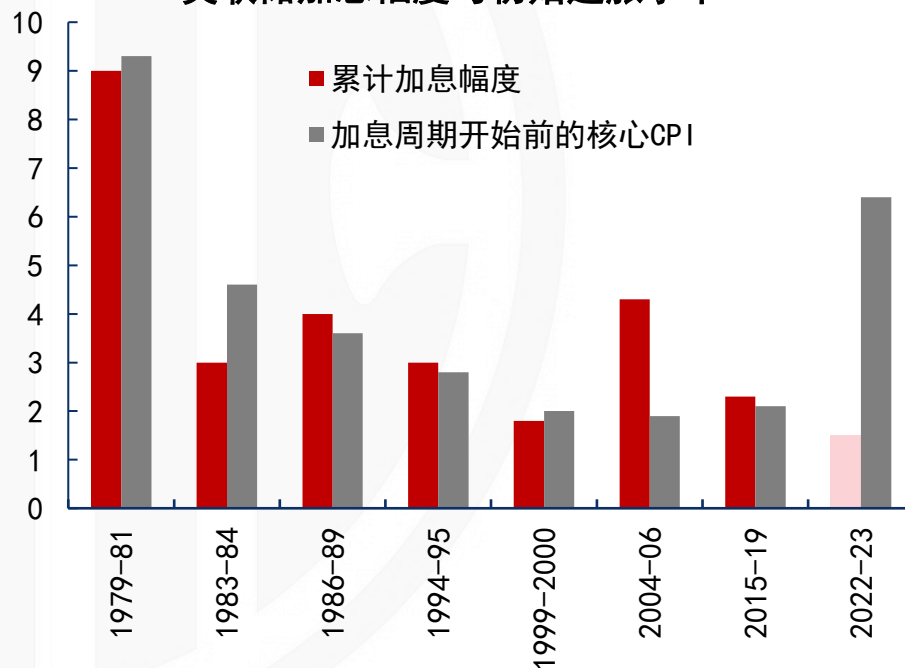
# 欧美央行加速紧缩

2022年3月美联储宣布首次加息25基点；5月宣布加息50个基点并于6月启动缩表；6月加息75个基点，是三十年来最高幅度。英国央行已连续五次加息；欧央行表示七月将开始首次加息50个基点，不排除后续加快节奏。墨西哥、巴西、阿根廷、秘鲁等新兴市场也已进入持续加息周期。

### 货币供应与原油价格



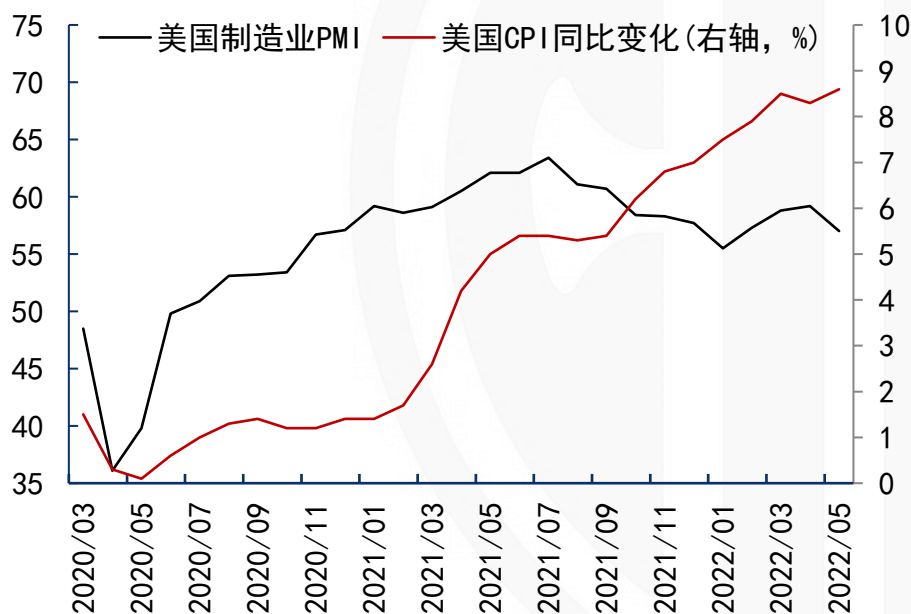
### 美联储加息幅度与初始通胀水平



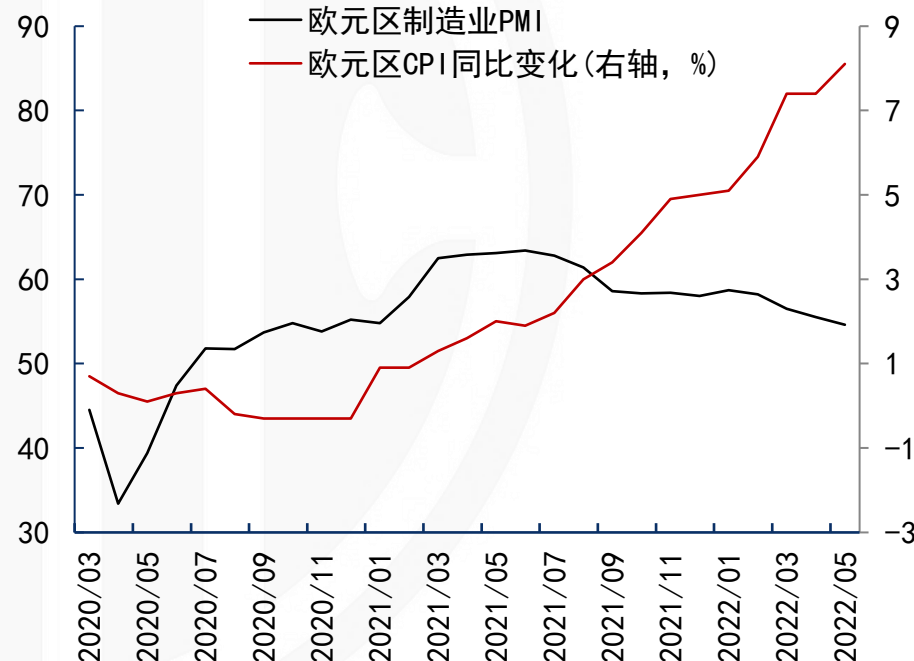
# 欧美滞胀压力加剧

在经济增速已经逐渐放缓背景下，美欧加速紧缩将进一步加剧经济压力；衰退预期逐渐上行，油品需求增速承压。金融条件收紧对资产价格影响也逐渐显现：美股大跌至一年半低位，美元上涨至二十年高位，美油持仓降至八年低位。下半年如果油价和通胀维持高位，将驱动美欧货币政策和行政调控加剧，直至通胀回归可接受水平。

### 美国经济增长与通胀水平



### 欧洲经济增长与通胀水平



# 原油期货持仓回落

- 原油期货持仓结构对价格具有一定指引作用。当期货总持仓和基金净多持仓与原油价格同向波动时，说明油价走势与主流资金押注方向较为一致，当前趋势具有较强的可持续性。当油价与持仓呈现反向波动时，则需关注趋势转折风险。2021年下半年以来，原油期货总持仓与基金净多持仓持续回落，与背离走势明显背离，一定程度反映原油期货的金融压力。

### WTI+Brent原油期货总持仓（手）



### WTI+Brent 基金净多持仓（手）



数据来源：CFTC 中信期货研究所

撰写人：中信期货研究所 桂晨曦 CFA 从业资格号：F3023159 投资咨询号：Z0013632

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户，市场有风险，投资需谨慎。



第二章

中期逻辑之

2.3

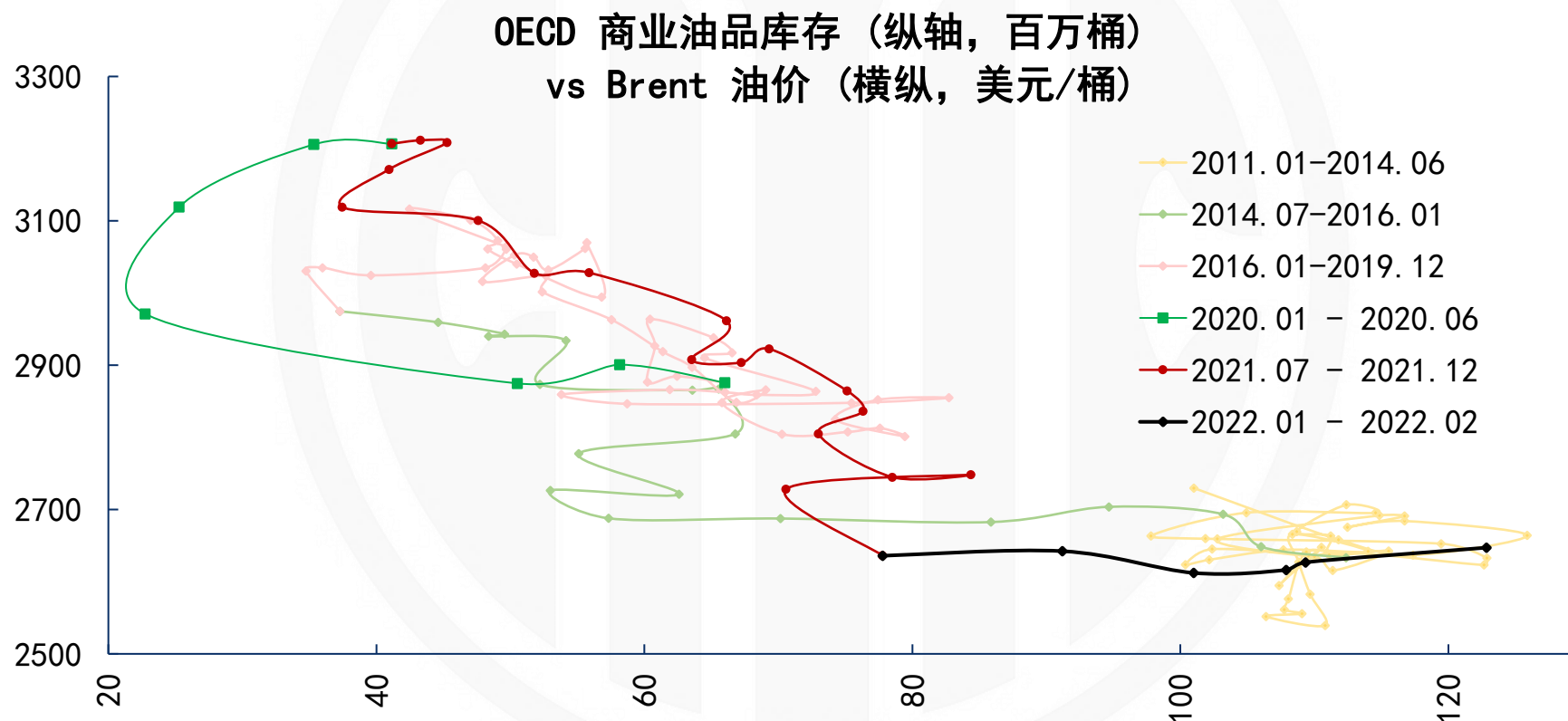
# 供需属性

# 2.3.1

## 油品库存止跌回升 供需估值逐渐下移

# 库存可以作为油价的估值参考

过去十年里油价周期与库存周期基本匹配；2022年上半年库存与价格逐渐分化。2022年1到5月OECD商业库存止跌回升，从26.36亿桶增加至26.47亿桶，同期油价从80上涨至120美元/桶。在原油库存小幅积累同时，原油价格大幅上行；部分反映上半年推动油价上行更多来自地缘属性驱动的风险溢价，而商品属性已经开始边际走弱。



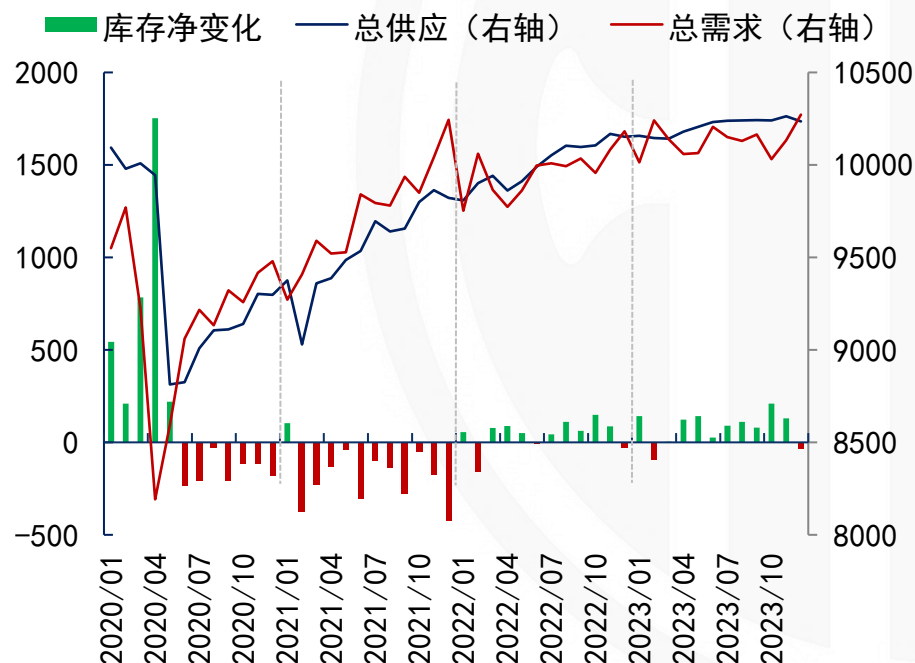
# 下半年初步预计全球小幅累库

- EIA预计2021/22/23年全球油品库存同比-180/+44/+77万桶/日。2022年3-5月全球库存估算增加约72万桶/日，其中OECD商业/非OECD商业库存增加38/34万桶/日。

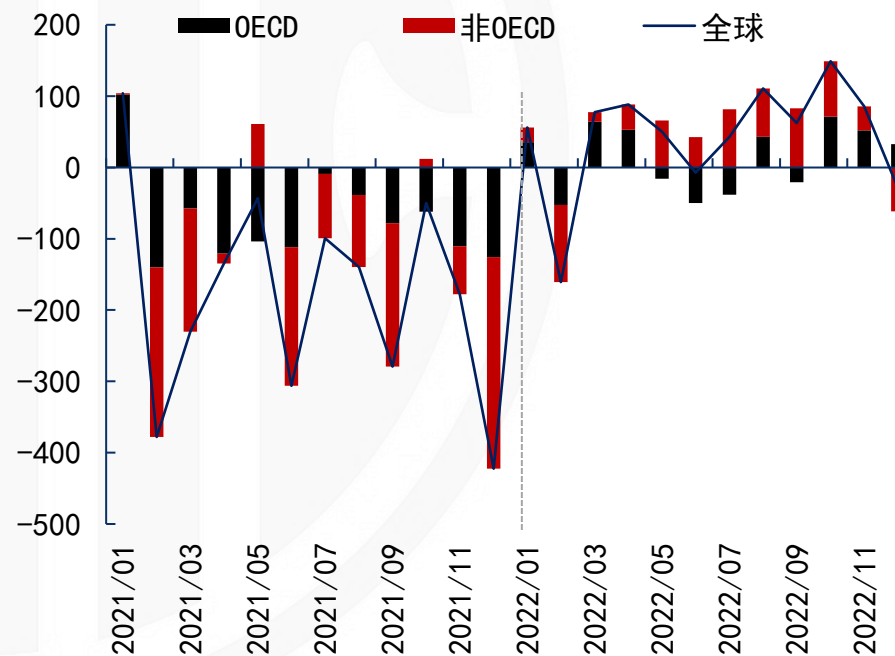
万桶/日

| 库存环比  | 1月  | 2月   | 3月 | 4月  | 5月  | 6月 | 7月 | 8月  | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 |
|-------|-----|------|----|-----|-----|----|----|-----|----|-----|-----|-----|
| 2022年 | 56  | -161 | 77 | 88  | 50  | -8 | 43 | 111 | 62 | 149 | 86  | -29 |
| 2023年 | 142 | -95  | 4  | 122 | 142 | 25 | 90 | 111 | 79 | 209 | 129 | -36 |

### 全球原油供需平衡（万桶/日）



### 全球油品库存变化（万桶/日）



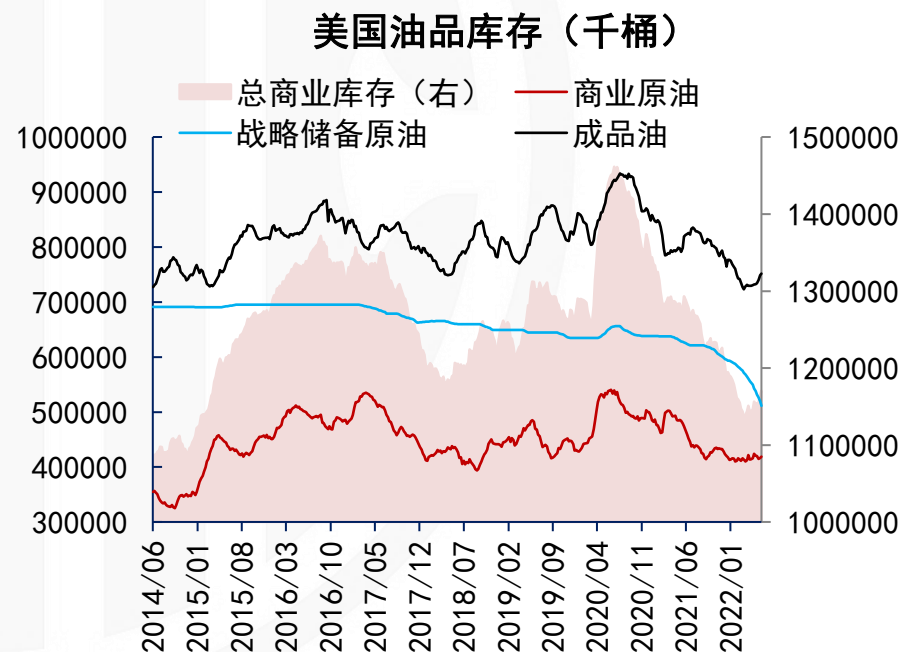
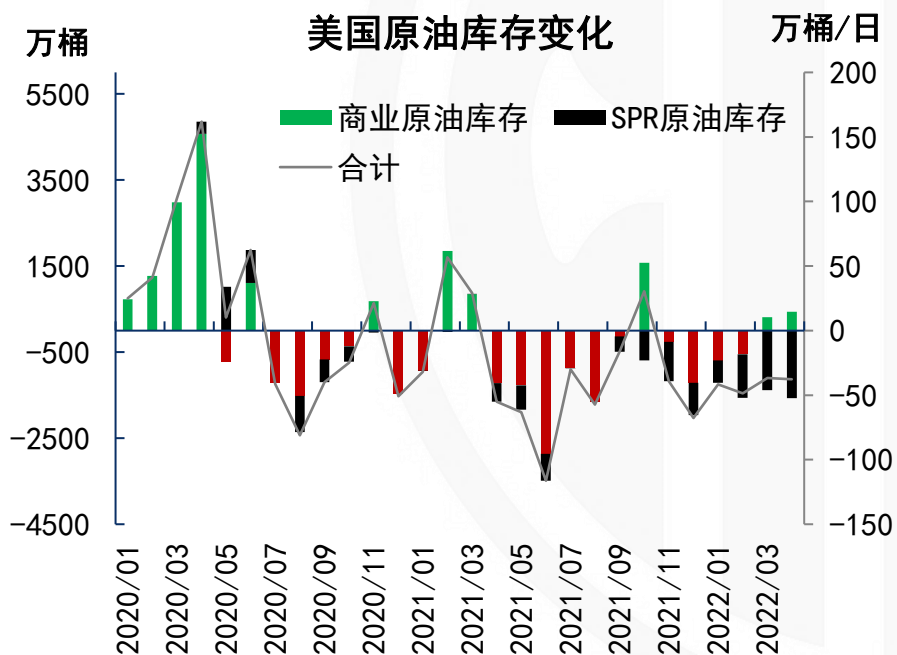
撰写人：中信期货研究所 桂晨曦 CFA 从业资格号：F3023159 投资咨询号：Z0013632

数据来源：EIA 中信期货研究所

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户，市场有风险，投资需谨慎。

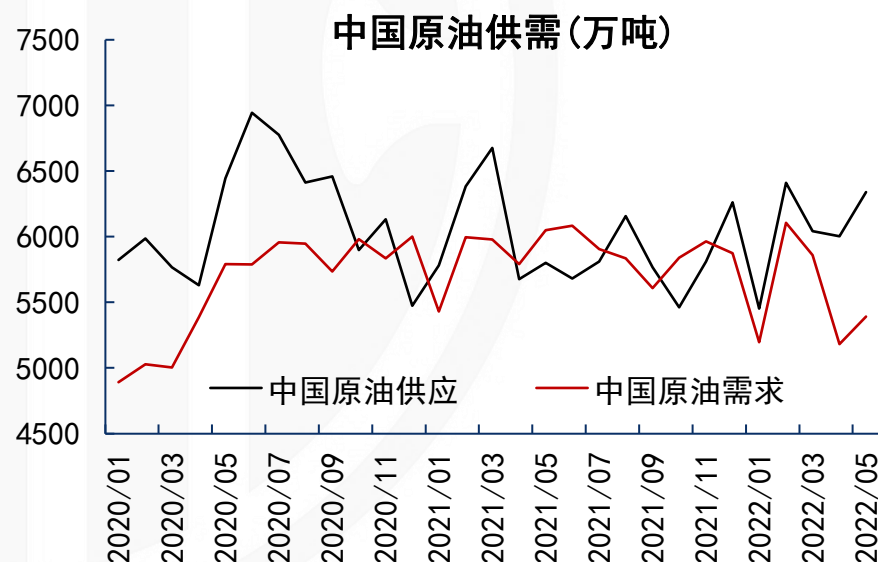
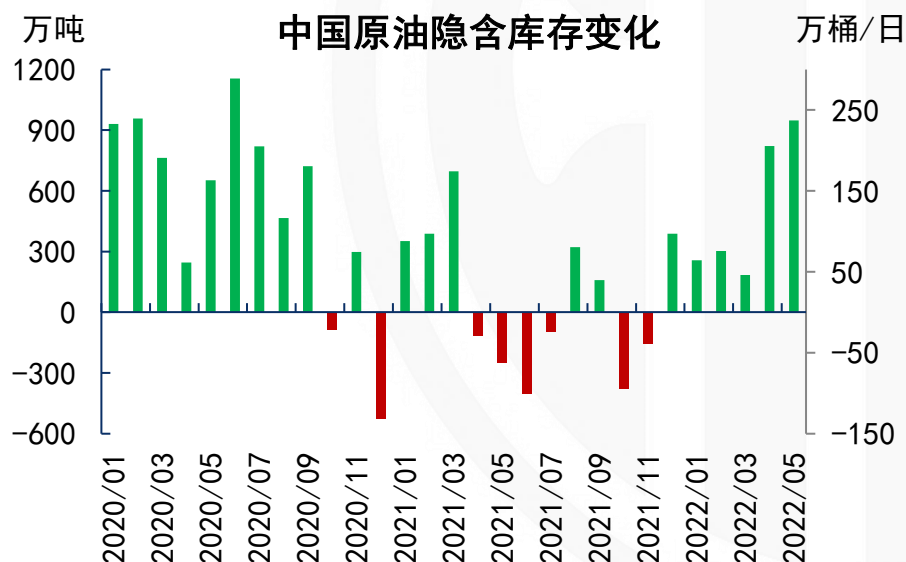
# 美国油品库存大幅下降

- 疫情后美国超常规经济刺激计划，拉动油品需求快速恢复；而原油产量增长缓慢，油品库存持续回落至七年低位；推升美国汽柴油价格创历史新高，通胀水平升至四十年高位。
- 为控制通胀压力，拜登连续三次宣布战略储备原油库存投放。2021年11月宣布投放5000万桶，2022年3月初宣布投放3000万桶；3月31日拜登宣布史上最大规模1.8亿桶库存投放，6个月每天释放100万桶。截至6月10日，美国战略原油库存5.12亿桶，是1987年来最低值；商业原油/成品油库存4.2/7.5亿桶。战略/商业库存较2020年初减少1.2/1.1亿桶。



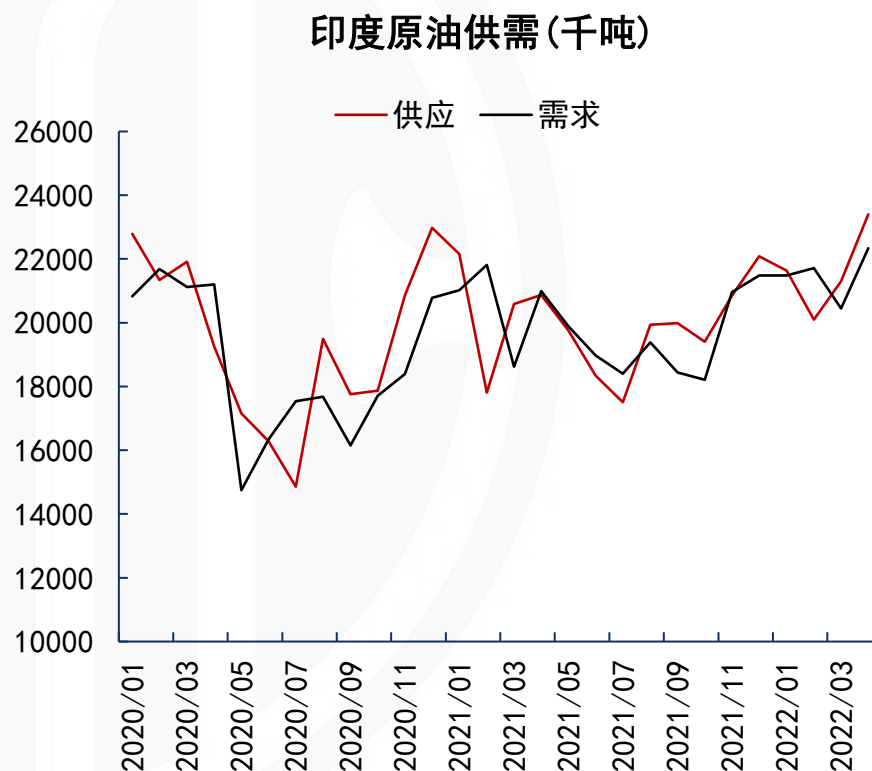
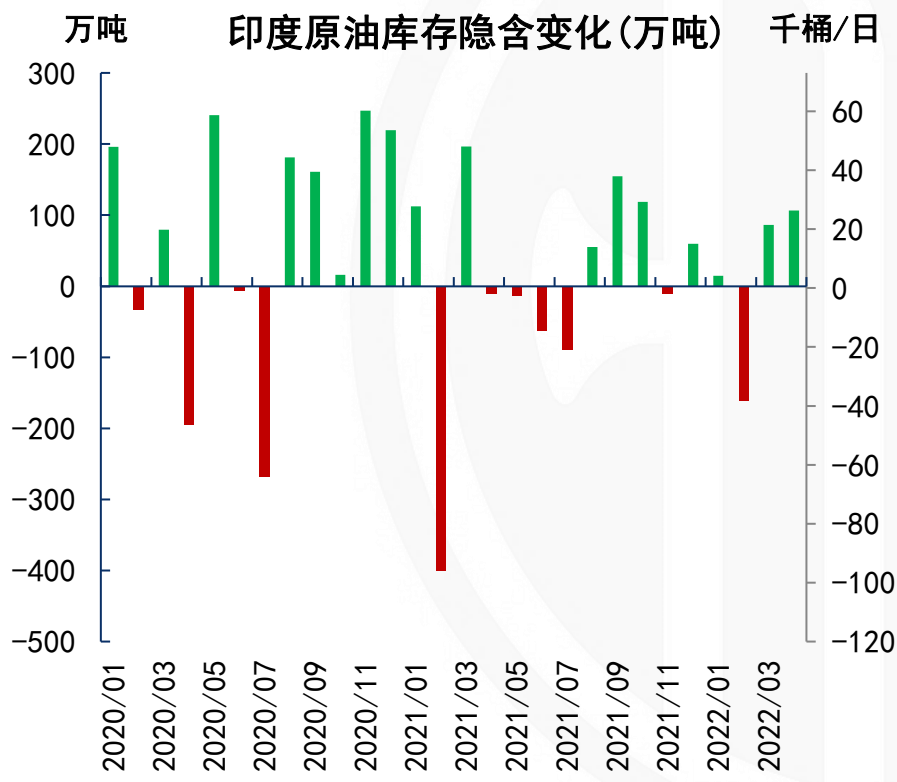
# 中国原油库存大幅积累

- 2020年低油价期间中国大举增加原油进口，全年库存增加约6400万吨（4.7亿桶），约相当于128万桶/日。2021年油价回升后原油进口减少，但仍然高于国内需求，库存增加约912万吨（6660万桶），约相当于18万桶/日。2022年春季国内局部疫情复发，交通油品需求减少，炼厂原油加工量大幅回落；原油进口维持相对高位，差值主要用来补充库存。
- 1-5月中国库存增加约2513万吨（约1.8亿桶，相当于121万桶/日）；其中4/5月累库200/223万桶/日。从2020年1月以来，中国原油库存累计增加约9828万吨，即7.2亿桶；约为60天进口量。两年库存增量已经超过全美战略库存总量。



# 印度原油库存小幅积累

- 印度近年来原油产量持续回落（4月约250万吨），进口依赖度高达90%以上；有充足进口来源对印度石油安全非常重要。二季度印度原油进口与炼厂加工量双双上行，进口增量略高于需求，隐含原油库存小幅积累；3/4月库存分别增加约26/20万桶/日。2020年1月以来库存累计增加约1000万吨。库存增加有助于在目前高动荡地缘环境下加强供应安全。



# 2.3.2

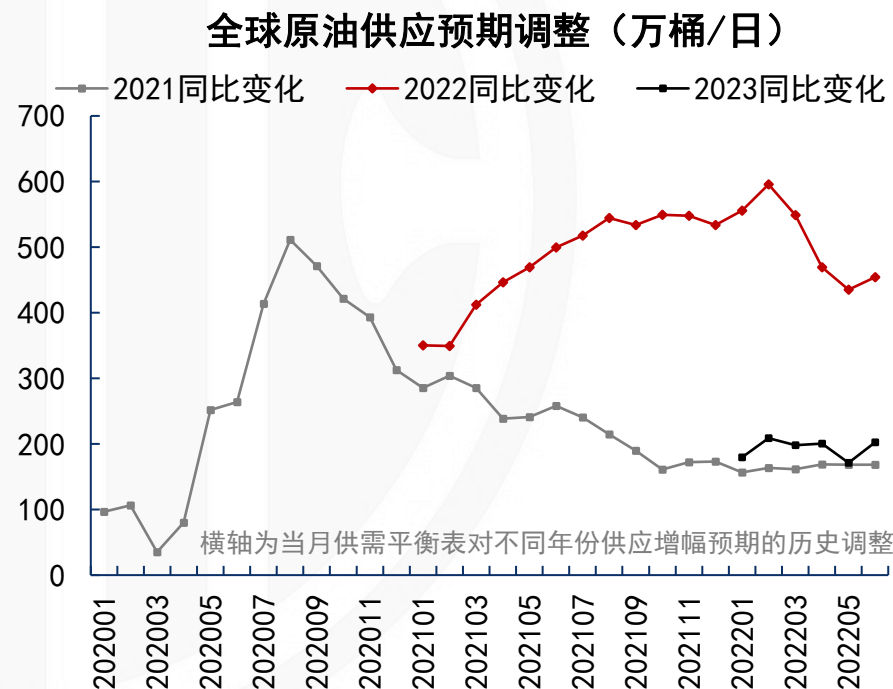
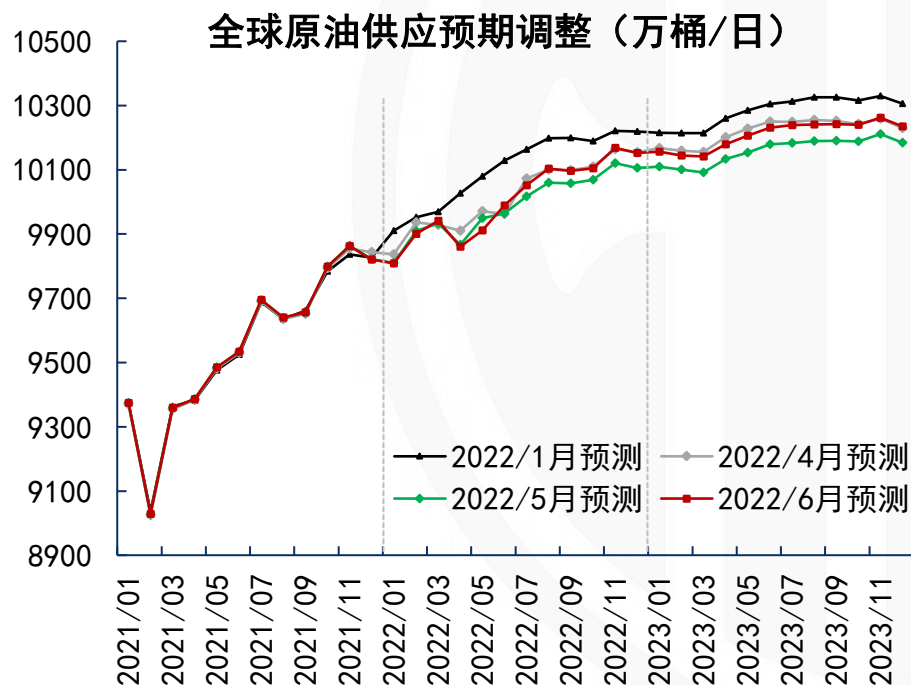
## 关注强预期的兑现程度



# 供应：2022年预计同比增加454万桶/日

预计2021/22/23年全球原油供应同比+168/+454/+202万桶/日至9553/10007/10210万桶/日，较上月预期值调整 +0/+19/+31 万桶/日。

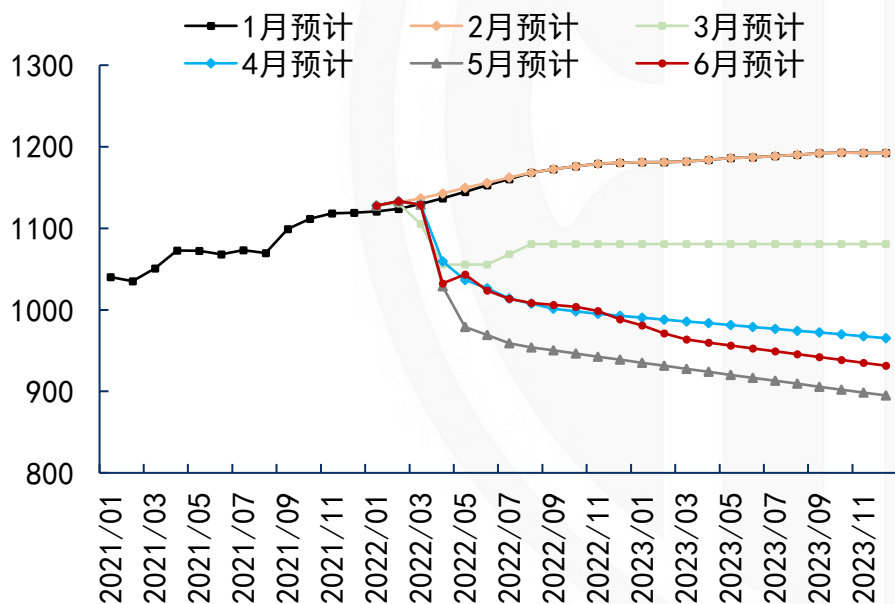
| 万桶/日 | 22/01 | 22/02 | 22/03 | 22/04 | 22/05 | 22/06 | 22/07 | 22/08 | 22/09 | 22/10 | 22/11 | 22/12 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 供应   | 9808  | 9900  | 9941  | 9861  | 9912  | 9989  | 10052 | 10104 | 10096 | 10105 | 10168 | 10152 |
| 环比   | -13   | 92    | 41    | -80   | 51    | 78    | 63    | 52    | -7    | 9     | 63    | -16   |
| 同比   | 434   | 871   | 581   | 474   | 427   | 455   | 357   | 464   | 440   | 307   | 306   | 331   |



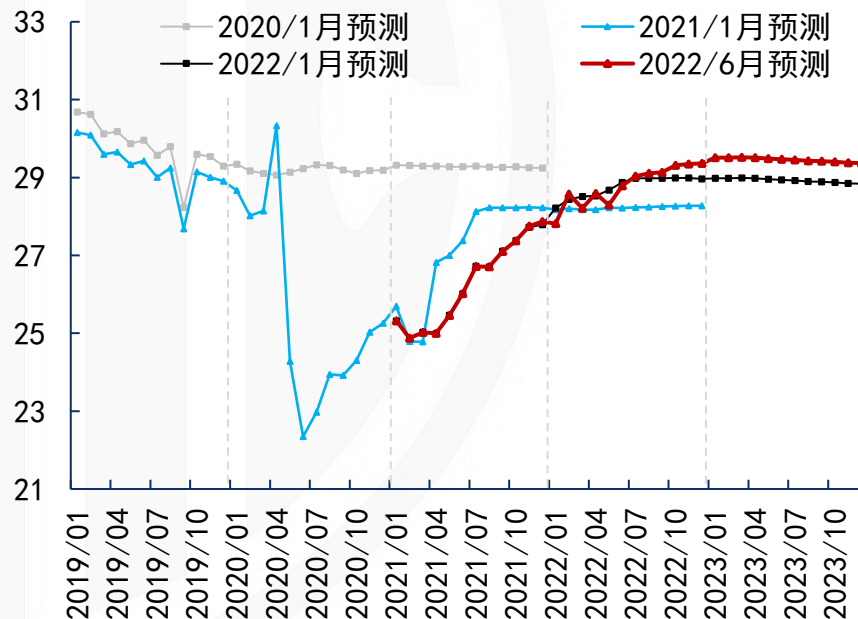
# 供应端关注俄罗斯实际产量及欧佩克和美国潜在增量

2-5月全球供应增幅预期大幅下调160万桶/日，主要来自俄罗斯产量预期三个月内下调150万桶/日。5月EIA预计俄罗斯原油产量6月降至970万桶/日并持续回落。从目前实际情况来看，2月俄罗斯产量1105万桶/日，4月因国内炼厂检修降至1005万桶/日，5月回升至1020万桶/日。初步数据显示6月上半月产量环比增5%至约1066万桶/日，俄罗斯预计7月产量将继续增加。若产量能恢复稳定，那么此前市场对俄罗斯大幅减产预期可能会逐渐上修。此外欧佩克和美国在拜登的持续压力下，后期产量也存在上调可能，需要持续关注进展。

### 俄罗斯原油产量预期（万桶/日）



### 欧佩克原油产量预期调整（百万桶/日）

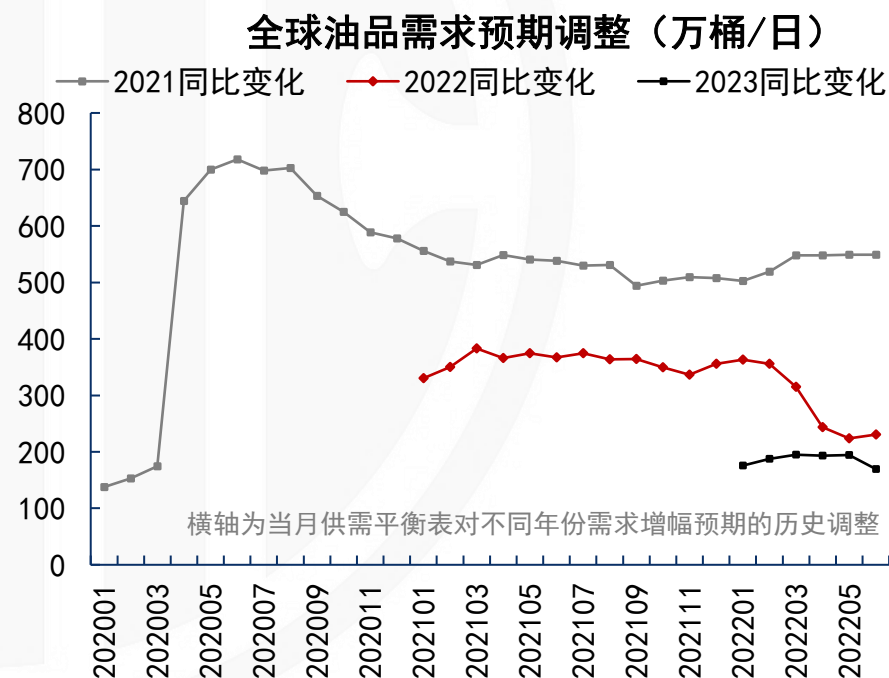
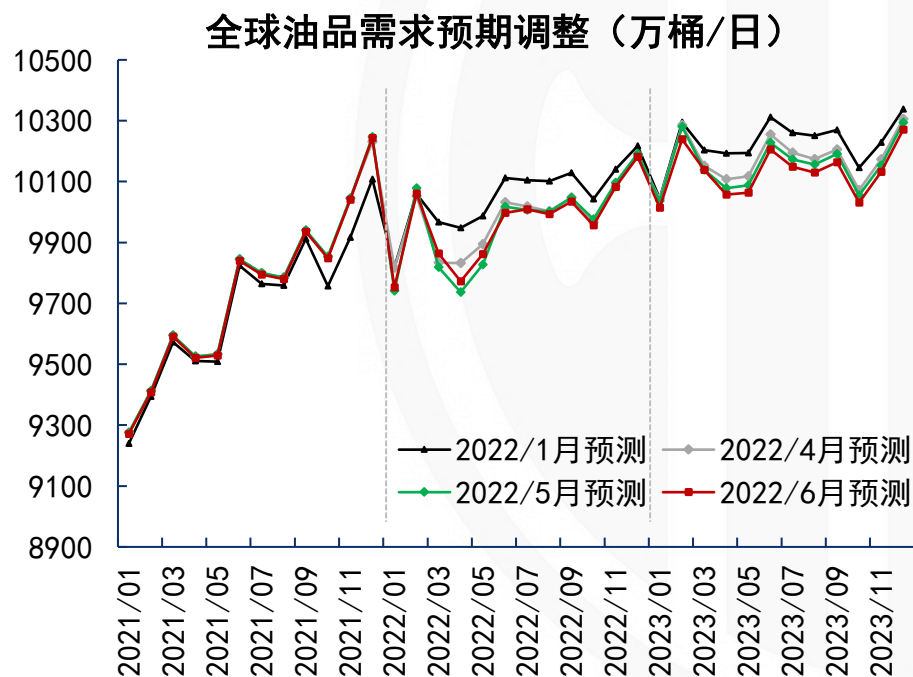


# 需求：2022年预计同比增加230万桶/日

预计2021/22/23年全球油品需求同比+549/+230/+169万桶/日至9733/9964/10133万桶/日，较上月调整 +0/+7/-25 万桶/日。

| 万桶/日 | 22/01 | 22/02 | 22/03 | 22/04 | 22/05 | 22/06 | 22/07 | 22/08 | 22/09 | 22/10 | 22/11 | 22/12 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 需求   | 9752  | 10061 | 9864  | 9773  | 9862  | 9997  | 10009 | 9993  | 10034 | 9956  | 10082 | 10181 |
| 环比   | -491  | 308   | -197  | -91   | 89    | 135   | 12    | -16   | 41    | -78   | 126   | 99    |
| 同比   | 482   | 654   | 274   | 252   | 334   | 157   | 215   | 213   | 99    | 108   | 42    | -62   |

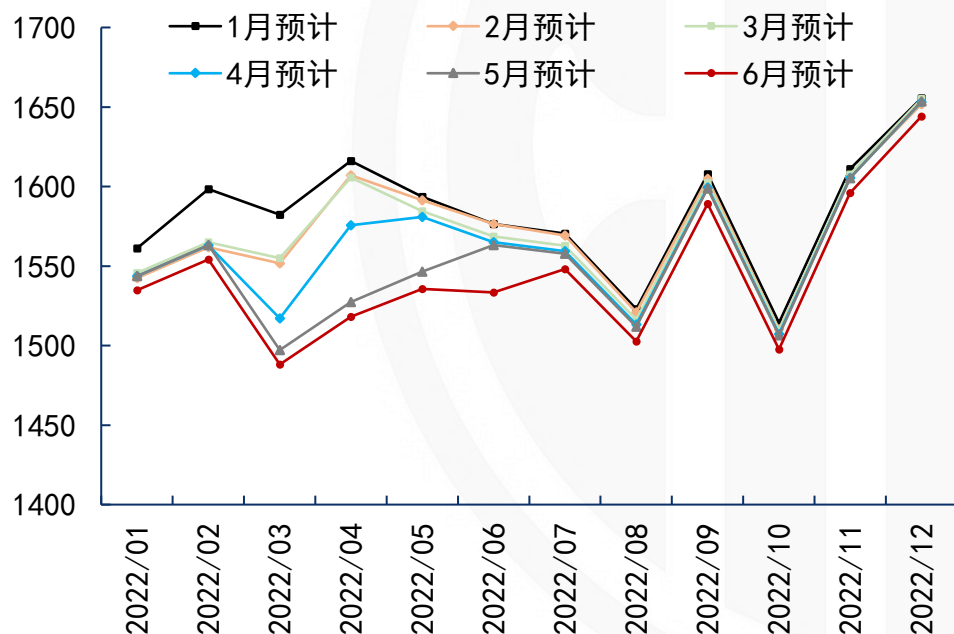
万桶/日



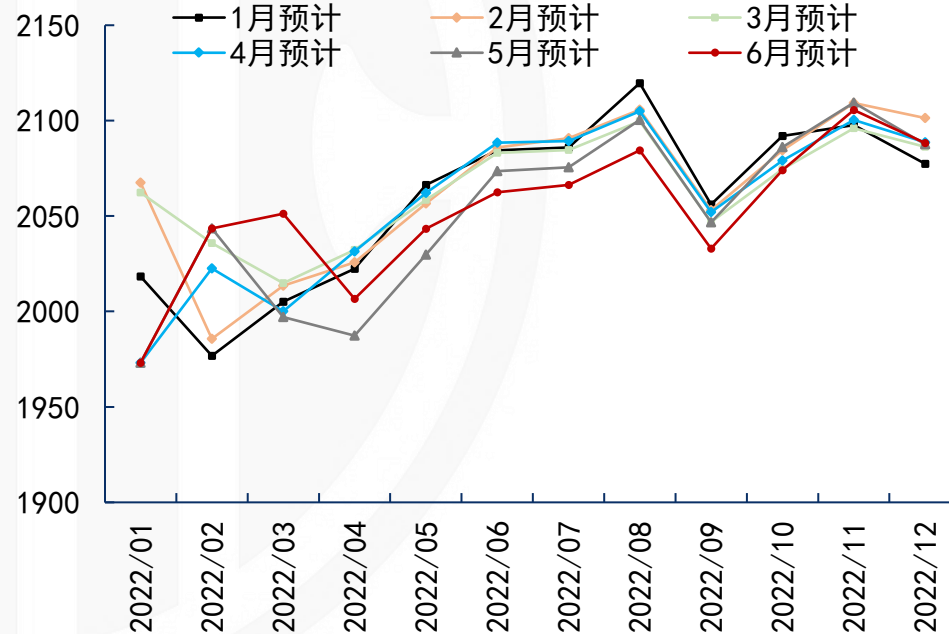
# 需求端关注夏季需求的回升程度

2-5月全球需求增幅预期下调132万桶/日；中国/美国/欧洲/俄罗斯下调-19/-15/-23/-43万桶/日。下调主要来自上半年实际需求不及预期；下半年增量预期暂未做出太大调整。后续关注：1. 中国需求二季度因疫情导致大幅回落后，下半年能否回到年初预计的水平。2. 美国油品需求五月同比下降-2%/-6%，高油价和经济放缓对需求不利影响已开始显现。目前夏季出行旺季对美国出行提振仍有较强预期，关注实际回升程度。

### 中国油品需求预期调整（万桶/日）



### 美国油品需求预期调整（万桶/日）



第三章

图观油市

# 高频数据

3

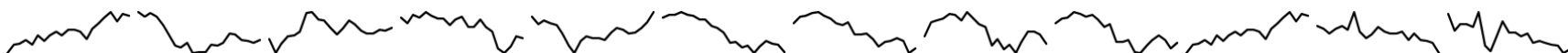
第三章

高频数据之

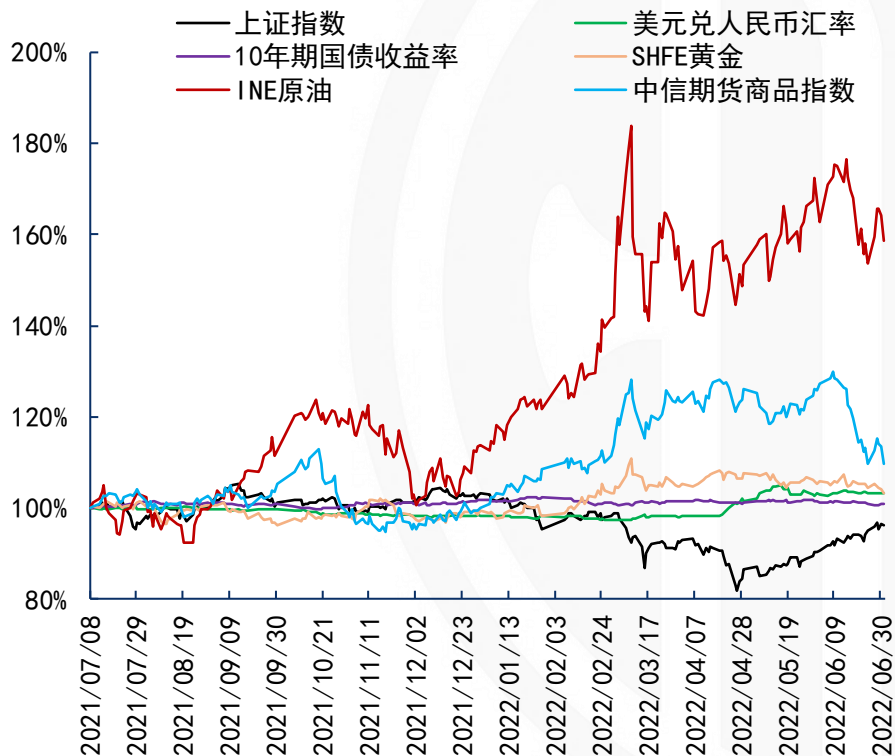
3.1

# 期货价量

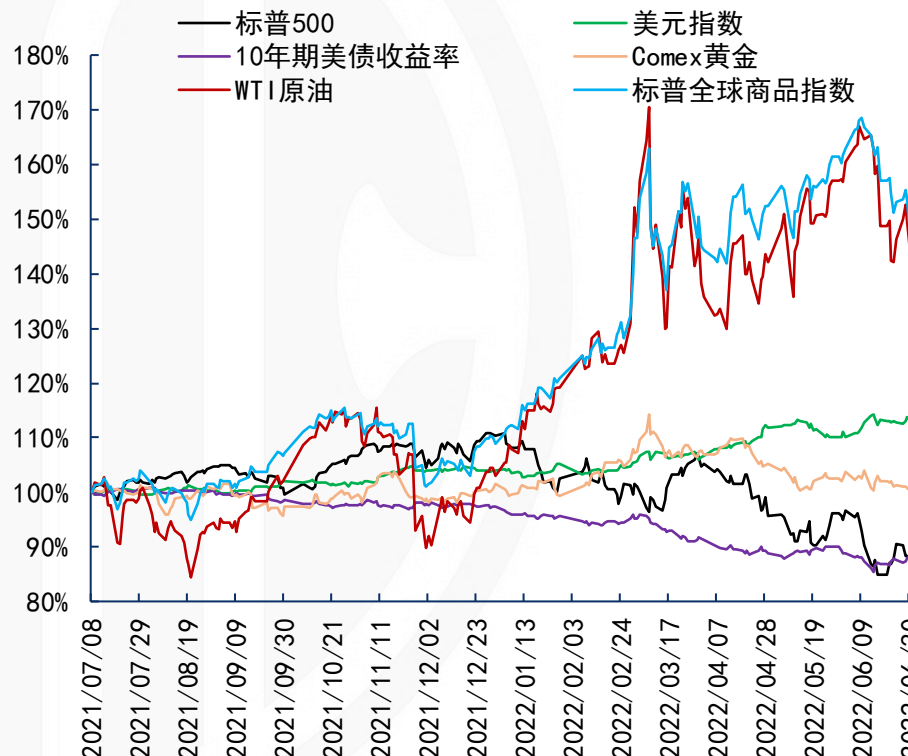
# 大类资产价格

|     | 上证指数   | 标普500  | 美元兑人民币<br>人民币汇率 | 中国10年<br>期国债 | 美国10年<br>期国债 | 中信期货<br>商品指数 | 标普全球<br>商品指数 | INE原油 | WTI原油  | 上证指数 | SHFE黄金 | Comex黄金 |
|-----|--|--------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------|--------|------|--------|---------|
| 现值  | 3399   | 3819   | 6.69            | 100          | 118          | 202          | 3916         | 721   | 109.6  | 3399 | 393    | 1819    |
| 周涨跌 | 2.4%   | 101.5% | -0.2%           | -0.2%        | 100.8%       | 0.3%         | 98.6%        | 3.8%  | 102.0% | 2.4% | -1.0%  | 99.3%   |
| 月走势 |  |        |                 |              |              |              |              |       |        |      |        |         |

### 中国大类资产价格涨跌



### 美国大类资产价格涨跌




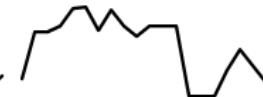



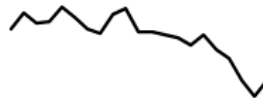






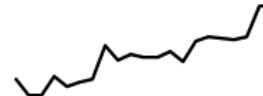





撰写人：中信期货研究所 桂晨曦 CFA 从业资格号：F3023159 投资咨询号：Z0013632

数据来源：ICE Nymex 中信期货研究所

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户，市场有风险，投资需谨慎。

# 油品期货价格

| 原油期货  | INE SC 原油<br>元/桶  | ICE Brent 原油<br>美元/桶  | Nymex WTI 原油<br>美元/桶   | DME Oman 原油<br>美元/桶   | SC/汇率-Brent<br>美元/桶   | Brent-WTI<br>美元/桶   |
|-------|---|---|--|---|---|---|
| 现值    | 697   | 111.5   | 108.5  | 108.6   | -7.5  | 3.0   |
| 周涨跌   | 3.3%  | -1.5%   | 1.3%   | 1.9%  | 5.0   | -0.5  |
| 月走势   |    |    |    |    |    |    |
| 成品油期货 | Nymex RBOB汽油<br>美元/加仑   | Nymex HO取暖油<br>美元/加仑  | NymexHH天然气<br>美元/百万英热  | SHFE BU沥青<br>元/吨  | SHFE FU燃料油<br>元/吨   | INE LU低硫燃油<br>元/吨   |
| 现值    | 3.6   | 3.9   | 5.5  | 4608  | 3846.0  | 6041.0  |
| 周涨跌   | -2.2%   | -7.7%   | -11.3%   | 4.5%  | 2.0%  | 1.9%  |
| 月走势   |    |    |    |    |    |    |
| 期货价差  | RBOB*42-WTI<br>美元/桶   | HO*42-WTI<br>美元/加仑  | WTI/HH   | BU-SC*7.3<br>元/吨  | FU-SC*7.3<br>元/吨  | LU-SC*7.3<br>元/吨  |
| 现值    | 45.4  | 57.8  | 19.3   | 61  | -707  | 1486  |
| 周涨跌   | -3.6  | -11.3   | 2.5  | 16  | -116  | -81   |
| 月走势   |  |  |  |  |  |  |



# 期货持仓

详情参考【中信期货原油】油品期货持仓周报



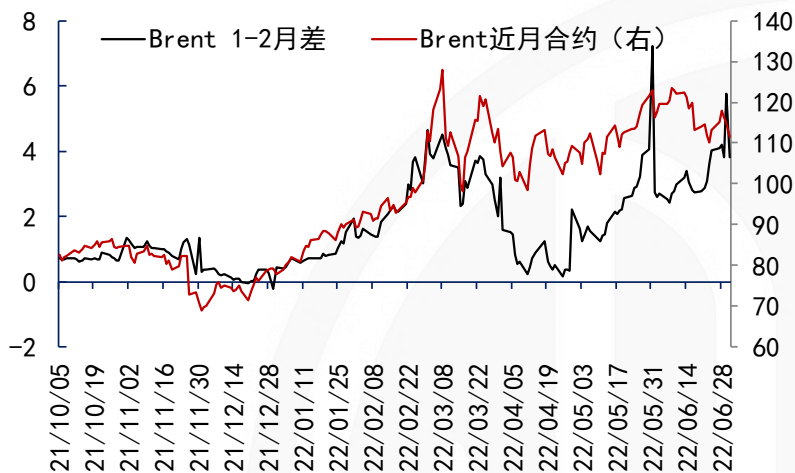
|               |     | 管理基金持仓 |       |        | 生产商/贸易商/消费者持仓 |        |         | 总持仓<br>(单边) |
|---------------|-----|--------|-------|--------|---------------|--------|---------|-------------|
|               |     | 多单     | 空单    | 净多     | 多单            | 空单     | 净多      |             |
| ICE<br>Brent  | 现值  | 271708 | 47434 | 224274 | 660229        | 967875 | -307646 | 1869824     |
|               | 周变化 | 5226   | -5355 | 10581  | -11539        | -7329  | -4210   | 12854       |
|               | 季度值 |        |       |        |               |        |         |             |
| Nymex<br>WTI  | 现值  | 282212 | 32372 | 249840 | 431209        | 375268 | 55941   | 1715674     |
|               | 周变化 | -7962  | 5679  | -13641 | -13700        | -23732 | 10032   | -74944      |
|               | 季度值 |        |       |        |               |        |         |             |
| Nymex<br>RBOB | 现值  | 62552  | 3211  | 59341  | 112270        | 192257 | -79987  | 308890      |
|               | 周变化 | 1254   | 660   | 594    | 853           | 4491   | -3638   | 645         |
|               | 季度值 |        |       |        |               |        |         |             |
| Nymex<br>ULSD | 现值  | 36373  | 17419 | 18954  | 61248         | 152107 | -90859  | 268199      |
|               | 周变化 | 822    | 414   | 408    | -869          | 3584   | -4453   | 6548        |
|               | 季度值 |        |       |        |               |        |         |             |
| ICE<br>Gasoil | 现值  | 82253  | 2848  | 79405  | 173339        | 247945 | -74606  | 512945      |
|               | 周变化 | 295    | -2670 | 2965   | -4593         | 1797   | -6390   | -28912      |
|               | 季度值 |        |       |        |               |        |         |             |

撰写人：中信期货研究所 桂晨曦 CFA 从业资格号：F3023159 投资咨询号：Z0013632

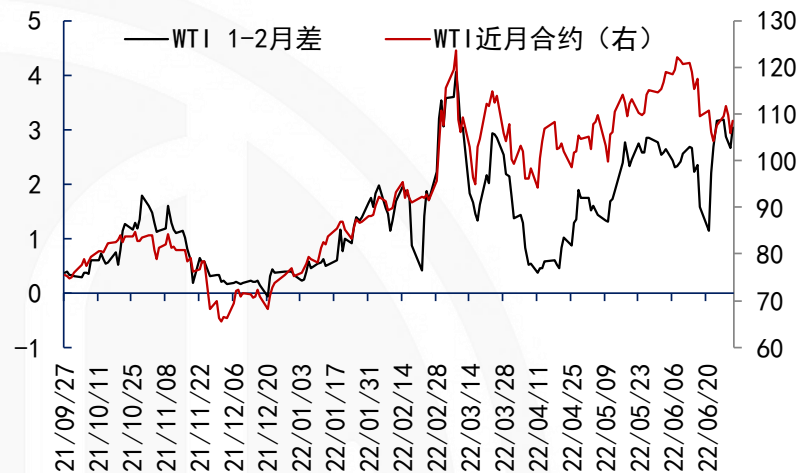
数据来源：ICE Nymex 中信期货研究所

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户，市场有风险，投资需谨慎。

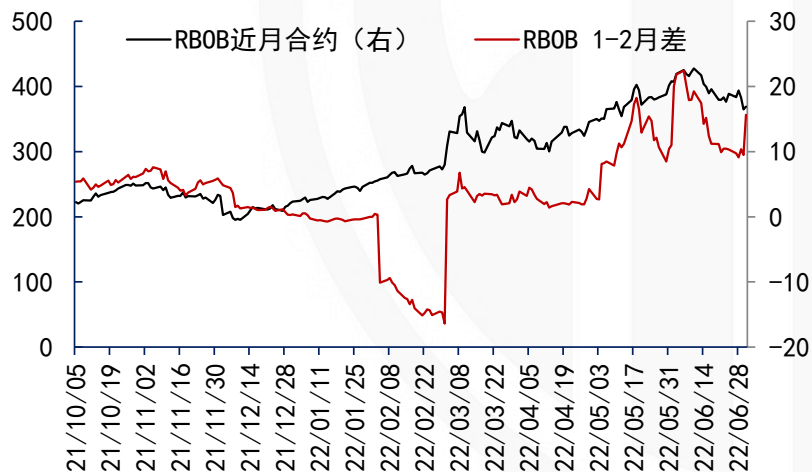
### 原油期货与月差走势（美元/桶）



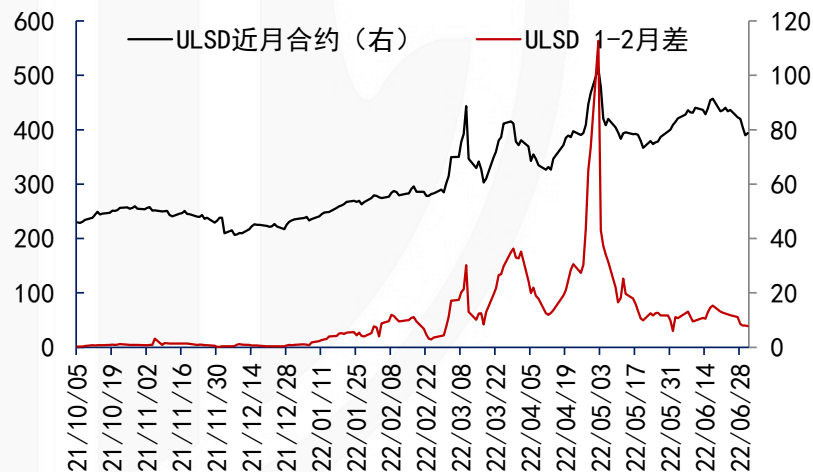
### 原油期货与月差走势（美元/桶）



### 汽油期货与月差走势（美分/加仑）



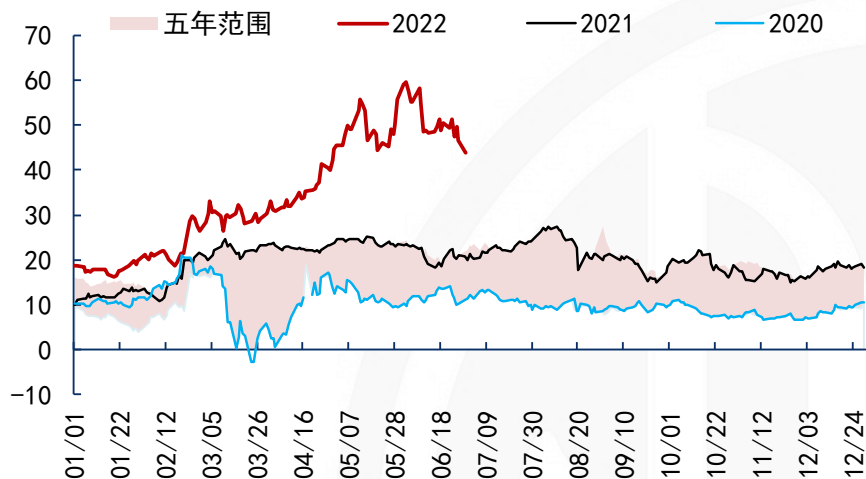
### 柴油期货与月差走势（美分/加仑）



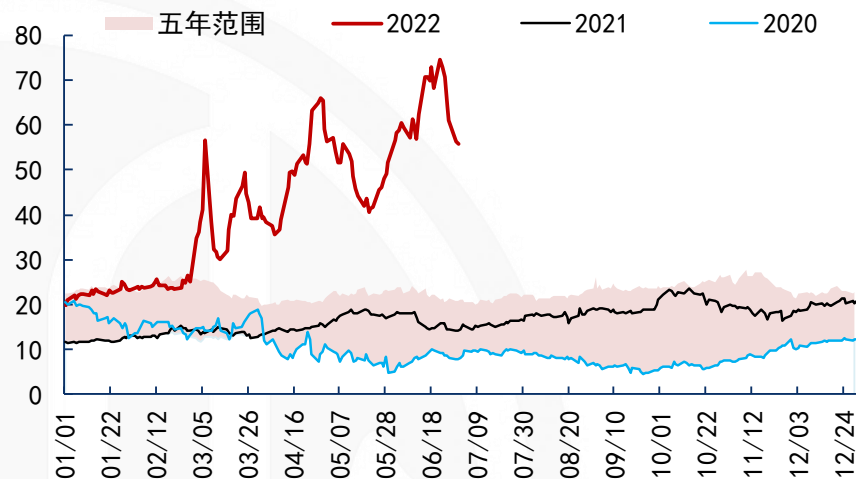
# 裂解价差

详情参考【中信期货原油】全球炼厂利润周报

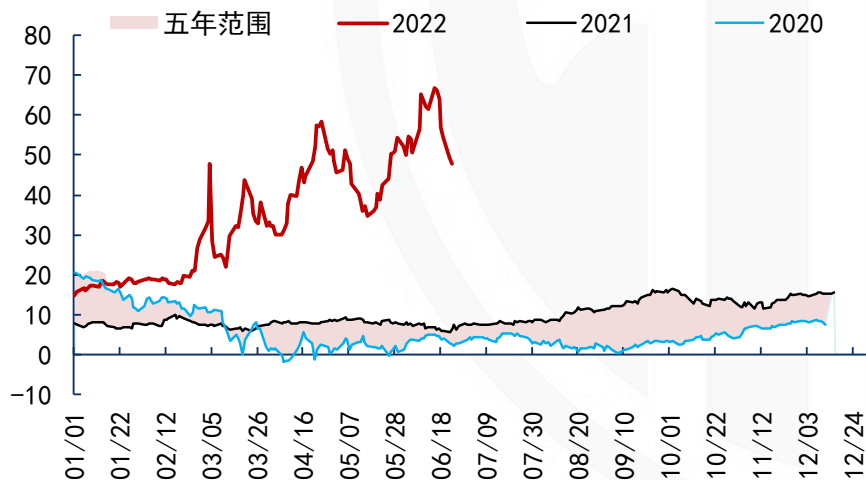
### 美国 RBOB - WTI (美元/桶)



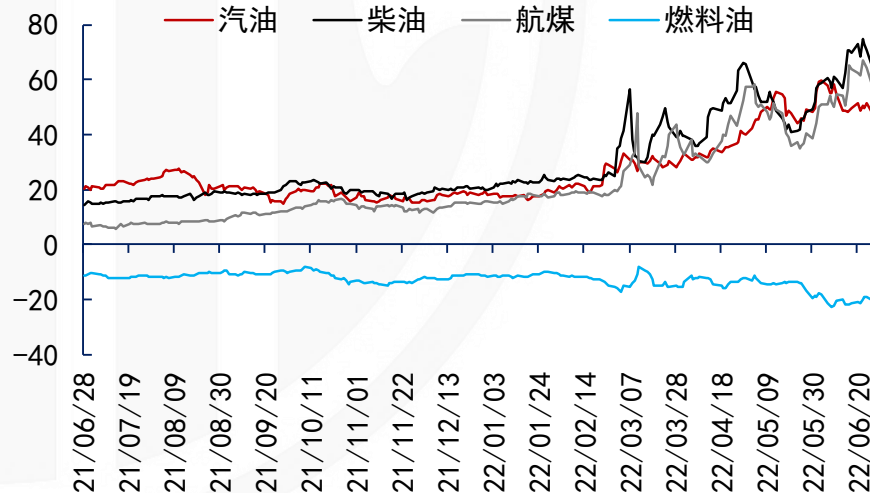
### 美国 ULSD - WTI (美元/桶)



### 美国 JET - WTI (美元/桶)



### 成品油裂解价差 (vs WTI, 美元/桶)

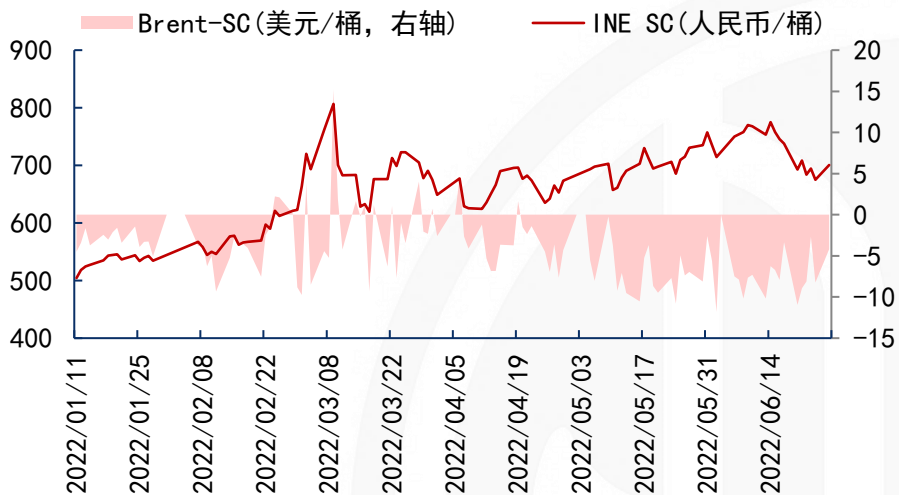


撰写人：中信期货研究所 桂晨曦 CFA 从业资格号：F3023159 投资咨询号：Z0013632

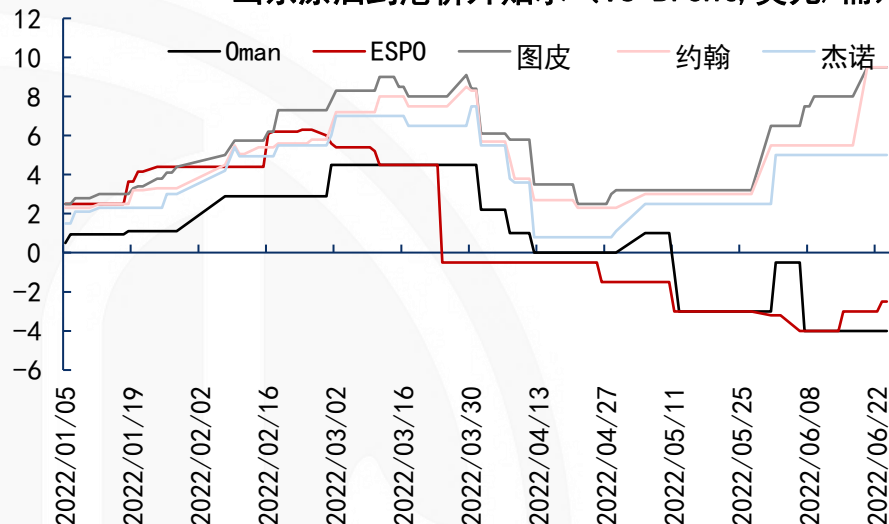
数据来源：Nymex ICE 中信期货研究所

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户，市场有风险，投资需谨慎。

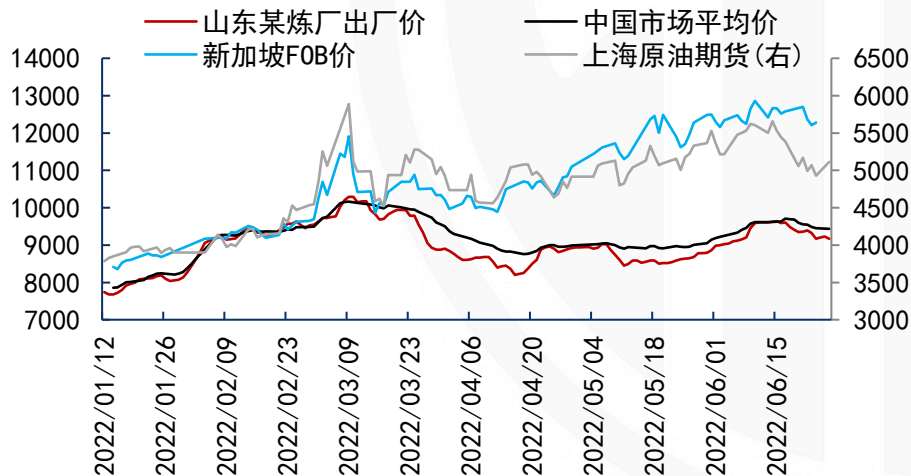
### 国内外原油期货价格比较 (SC vs Brent)



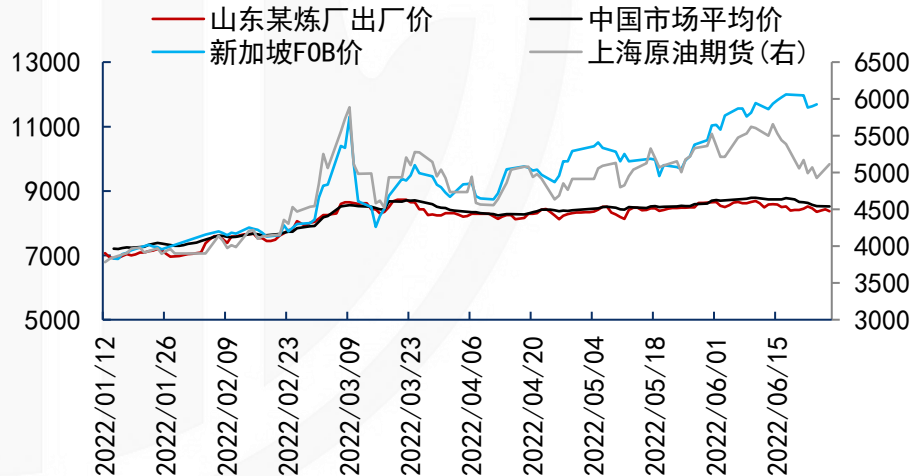
### 山东原油到港价升贴水 (vs Brent, 美元/桶)



### 92#汽油价格 (元/吨)



### 0#柴油价格 (元/吨)



第三章

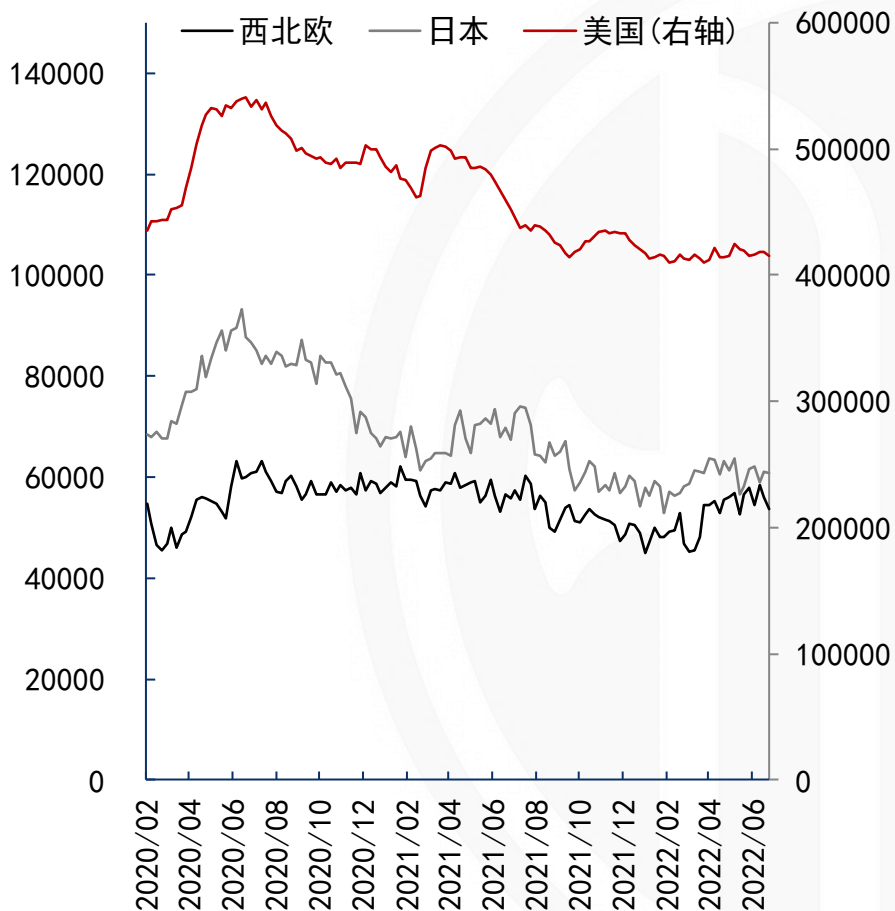
高频数据之

3.2

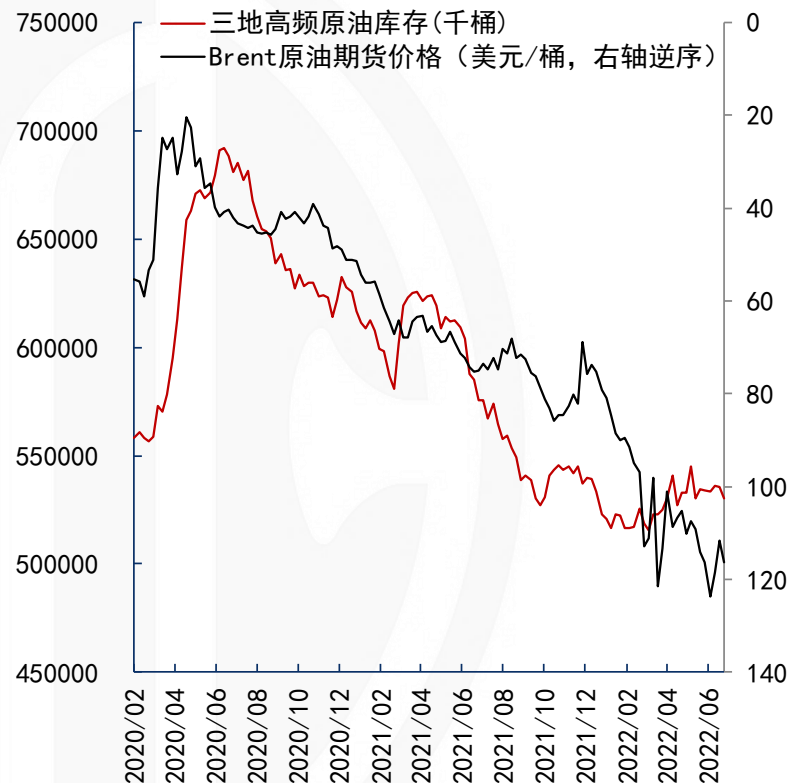
# 库存利润

# 原油库存与原油价格

## 高频原油库存(千桶)

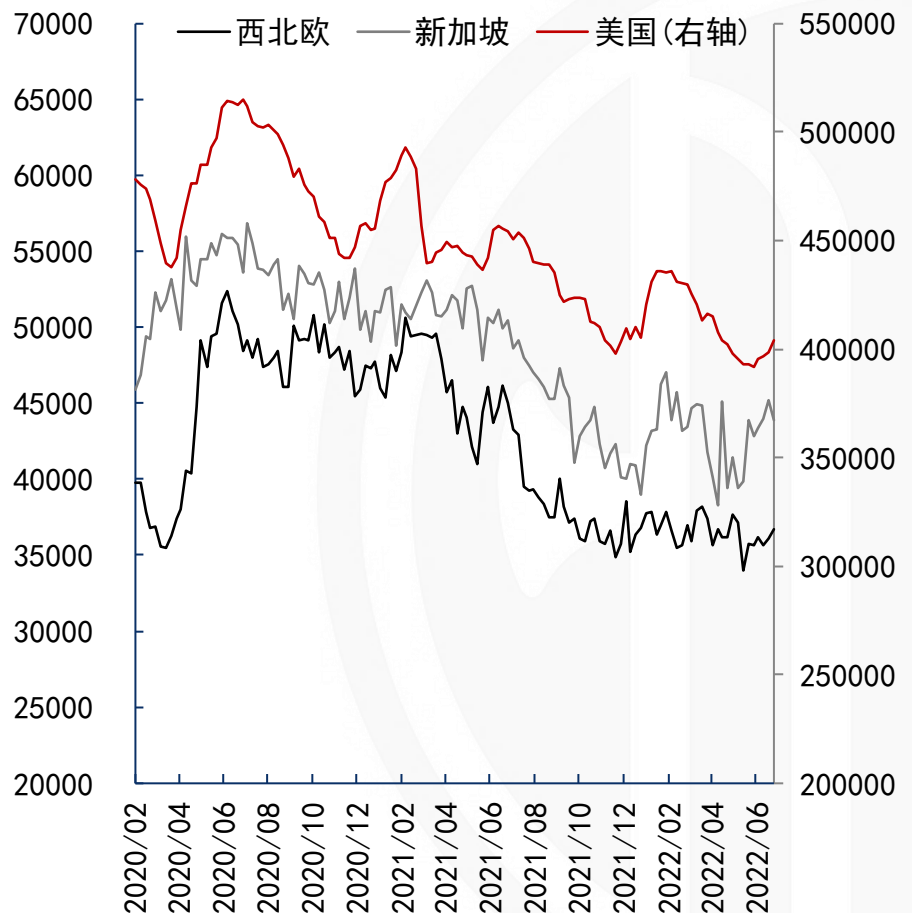


## 原油库存与期货价格



# 成品库存与炼厂利润

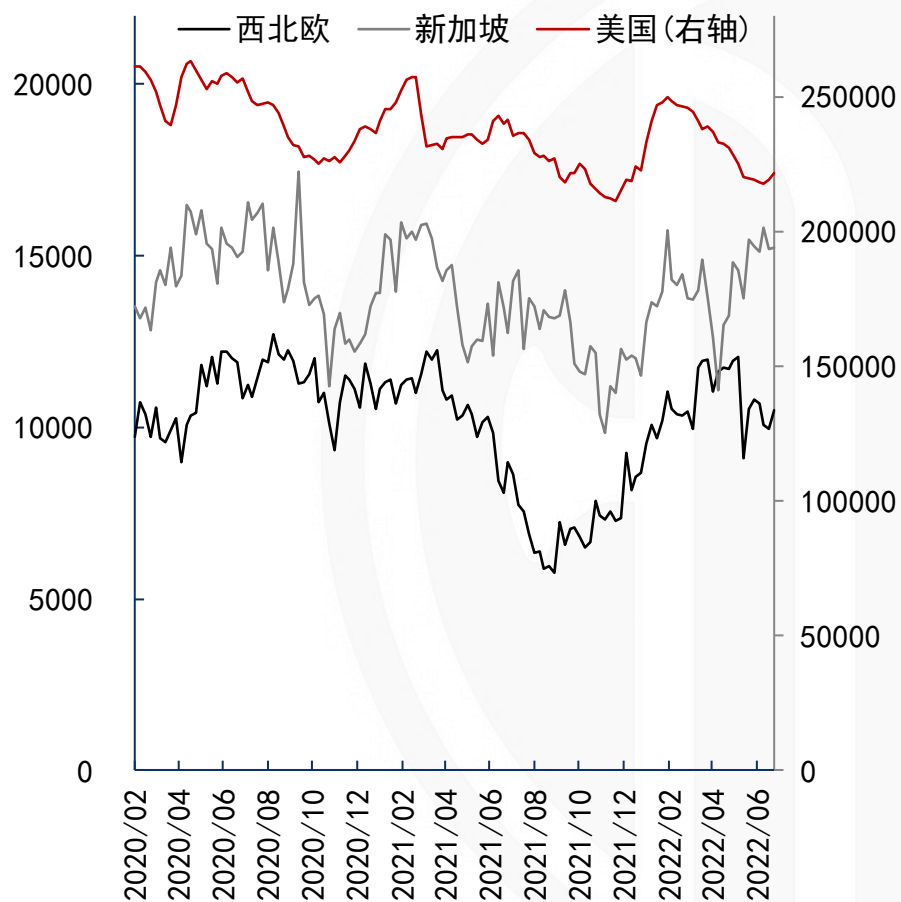
## 高频成品油库存(千桶)



## 成品库存与炼厂利润



### 高频汽油库存(千桶)



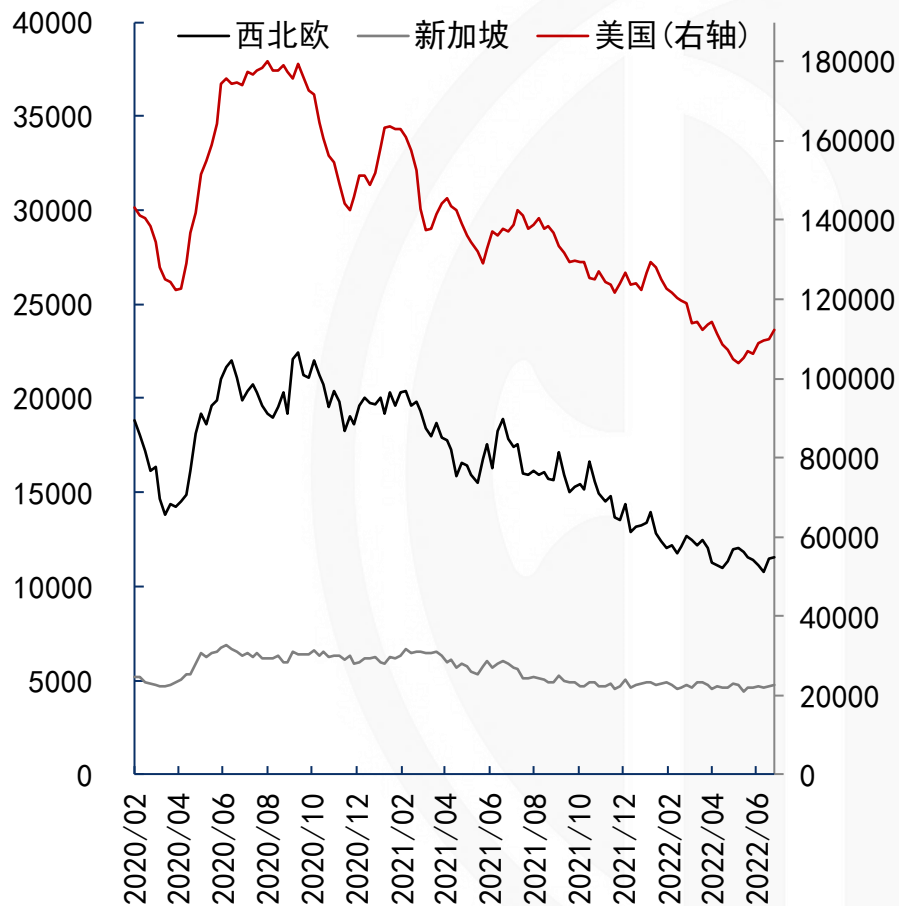
### 汽油库存与裂解价差



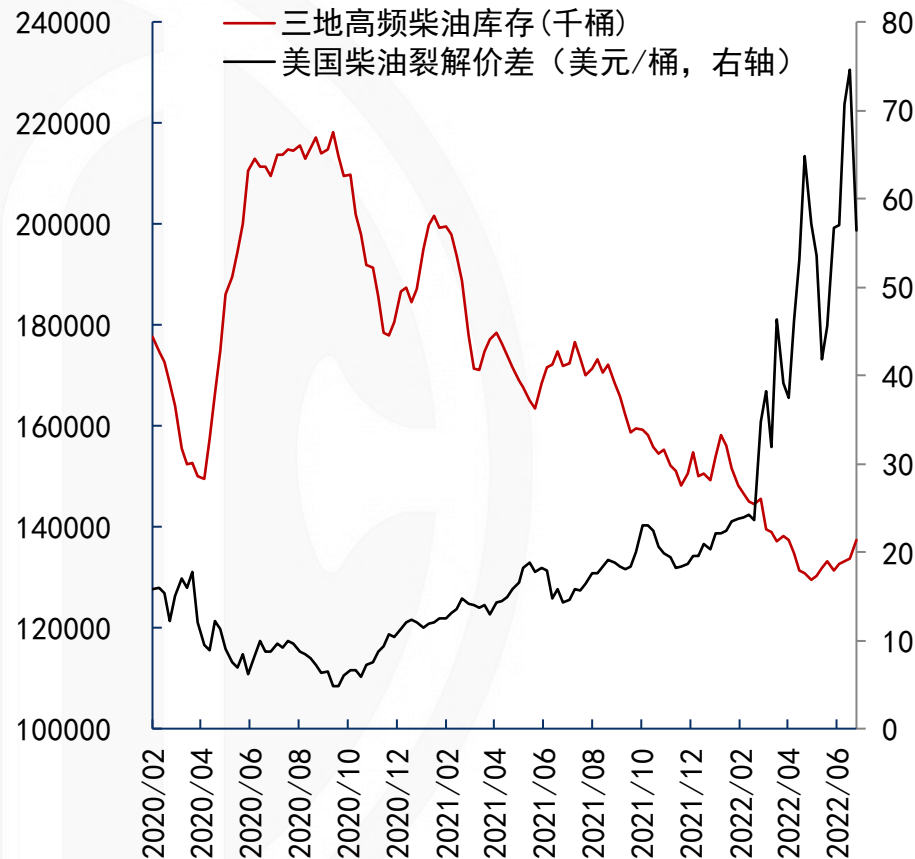


# 柴油库存与柴油裂差

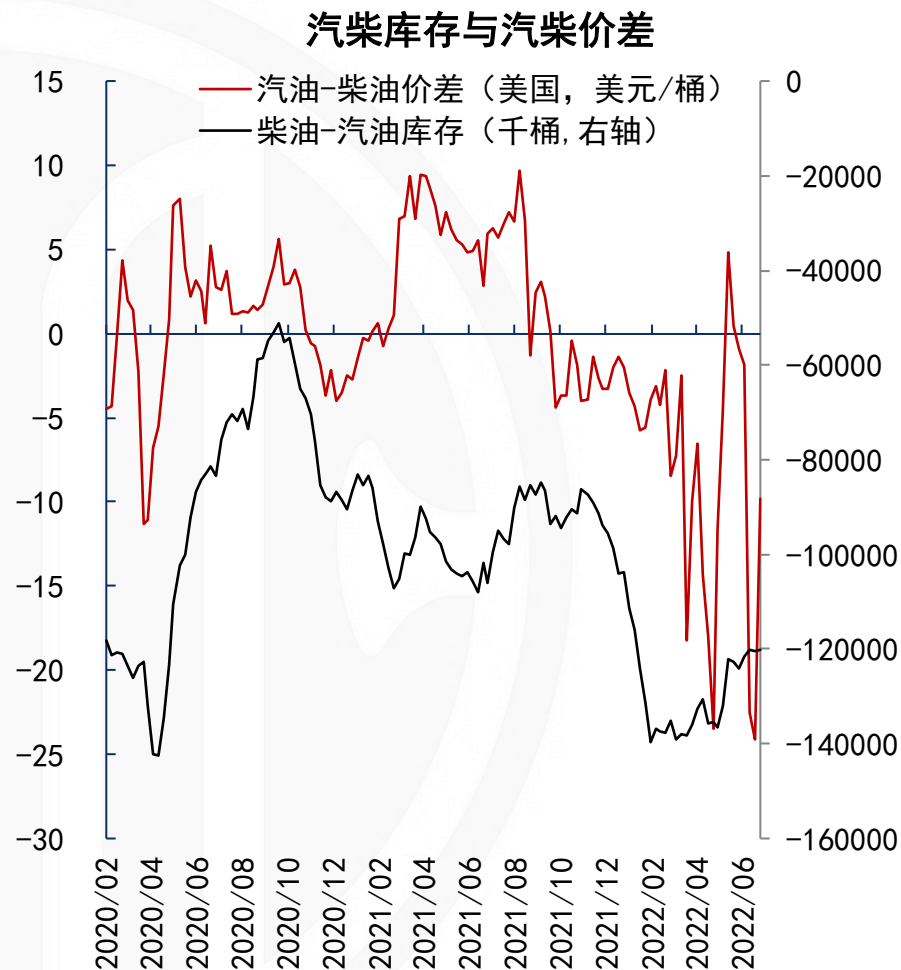
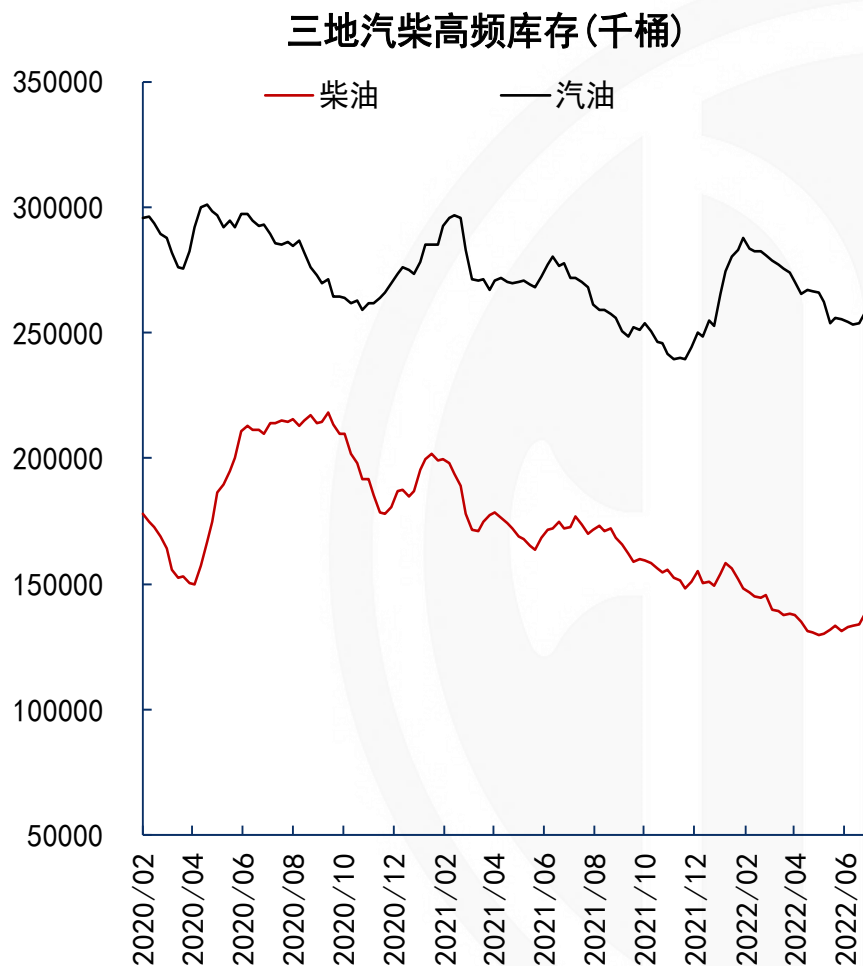
## 高频柴油库存(千桶)



## 柴油库存与裂解价差



# 汽柴库存与汽柴价差



第三章

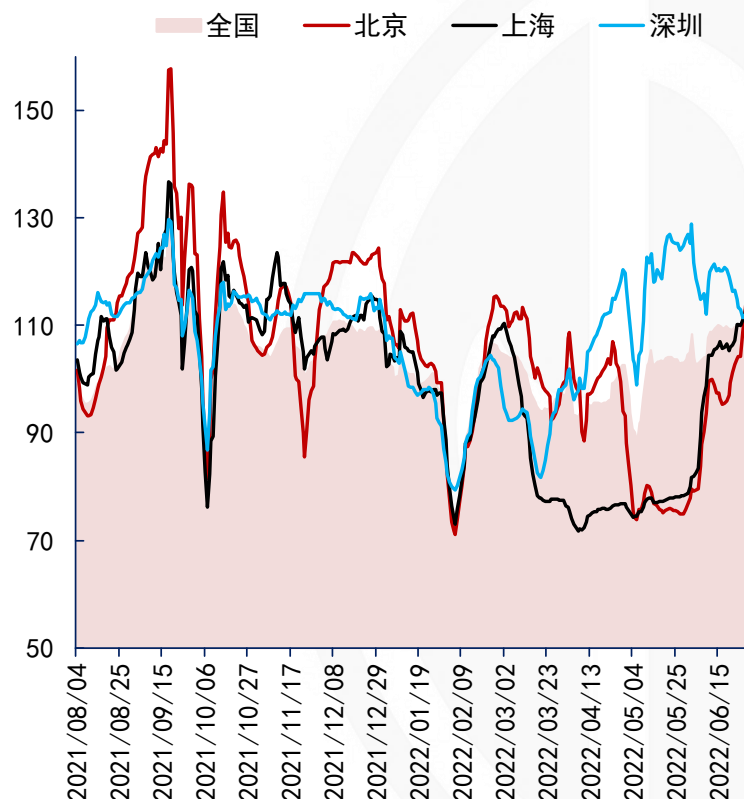
高频数据之

3.3

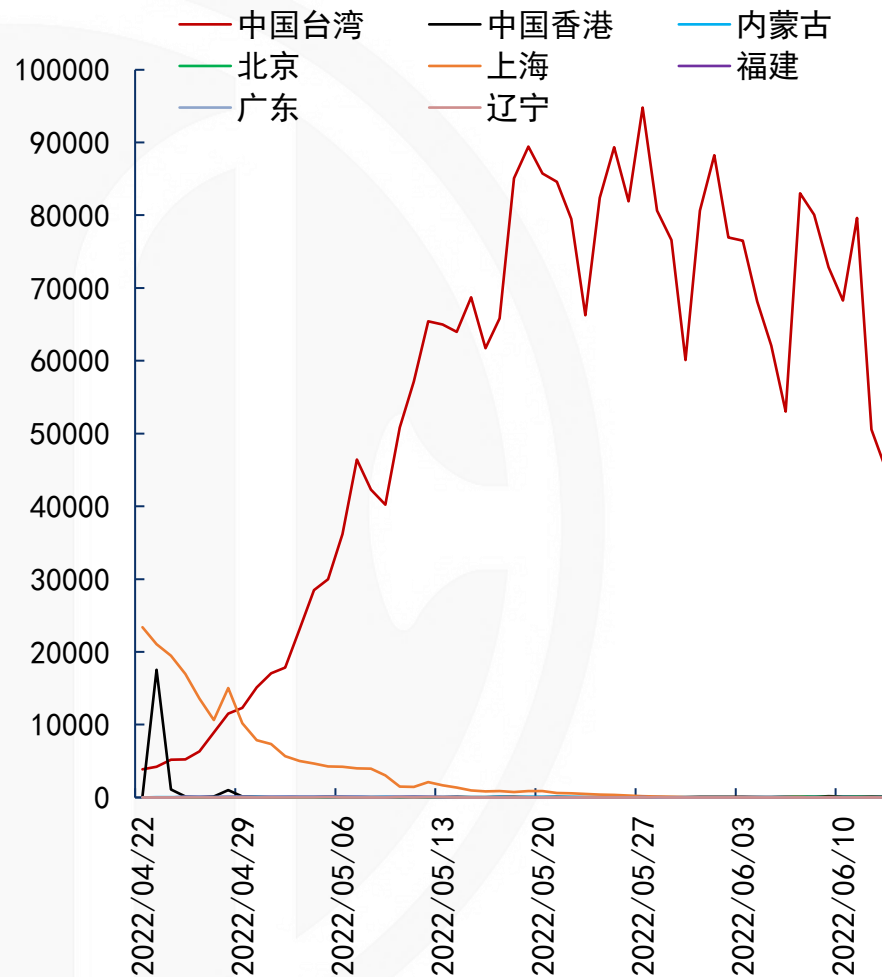
# 交通需求

# 中国交通继续回升

### 中国道路交通指数



### 中国新增病例（确诊+无症状）



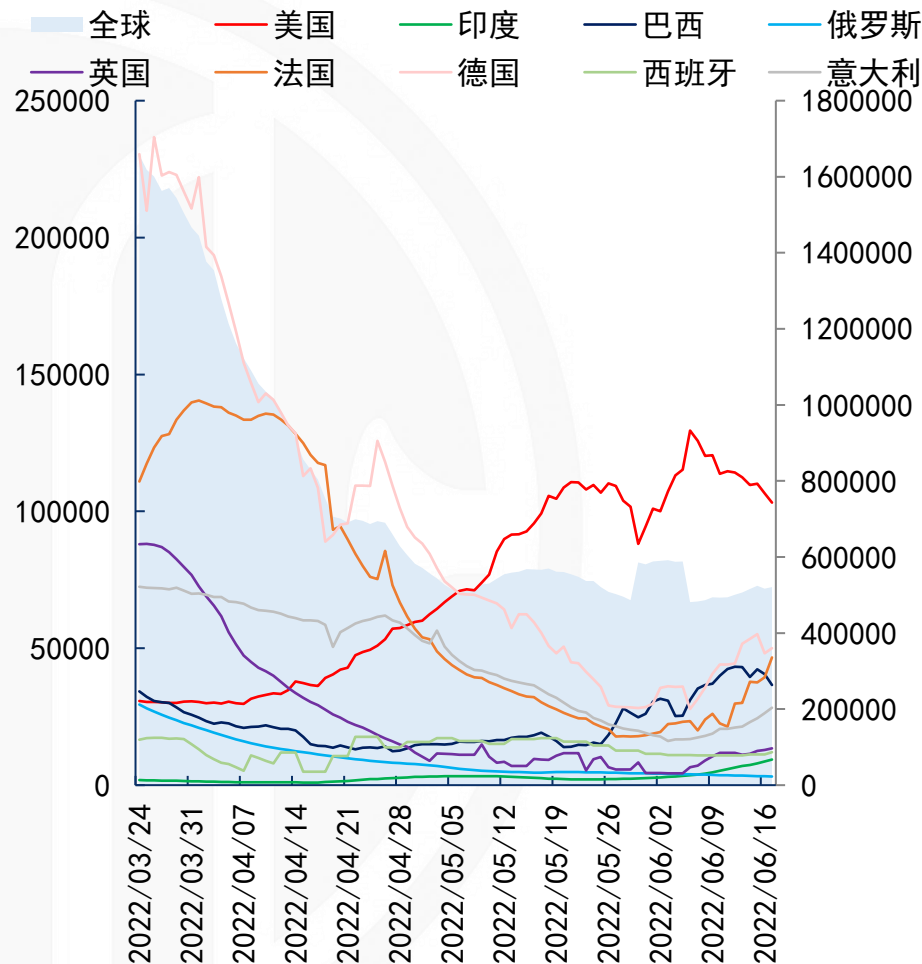
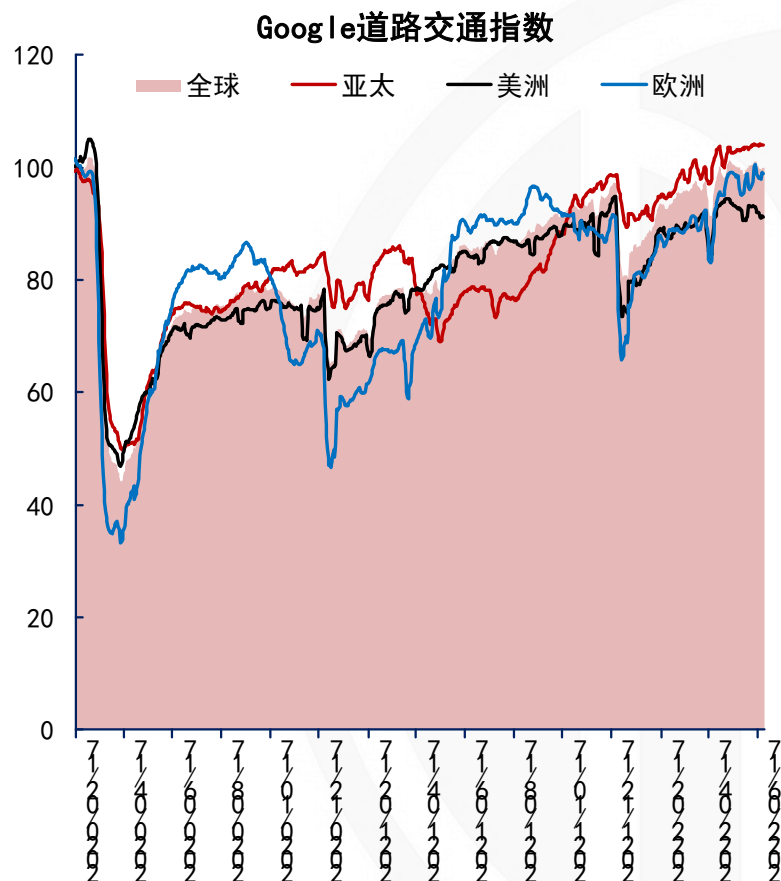
撰写人：中信期货研究所 桂晨曦 CFA 从业资格号：F3023159 投资咨询号：Z0013632

数据来源：百度 中信期货研究部

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户，市场有风险，投资需谨慎。

# 海外交通短期回落

### 全球新增确诊病例（七日均值）



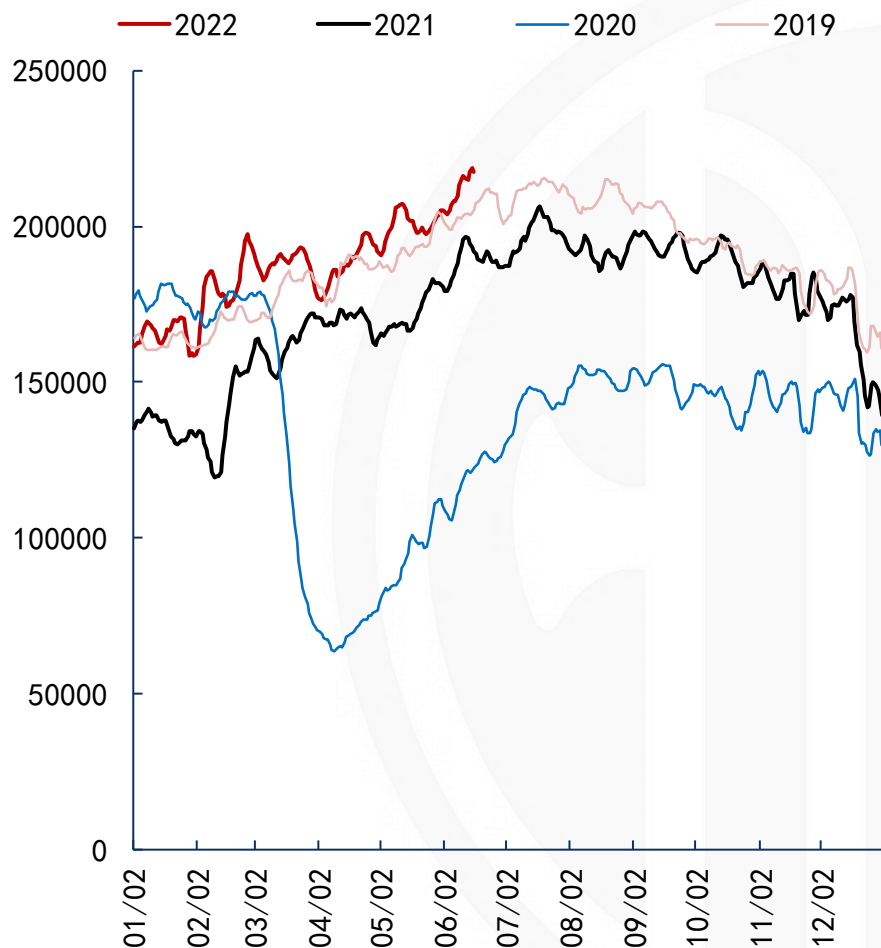
撰写人：中信期货研究所 桂晨曦 CFA 从业资格号：F3023159 投资咨询号：Z0013632

数据来源：谷歌 中信期货研究部

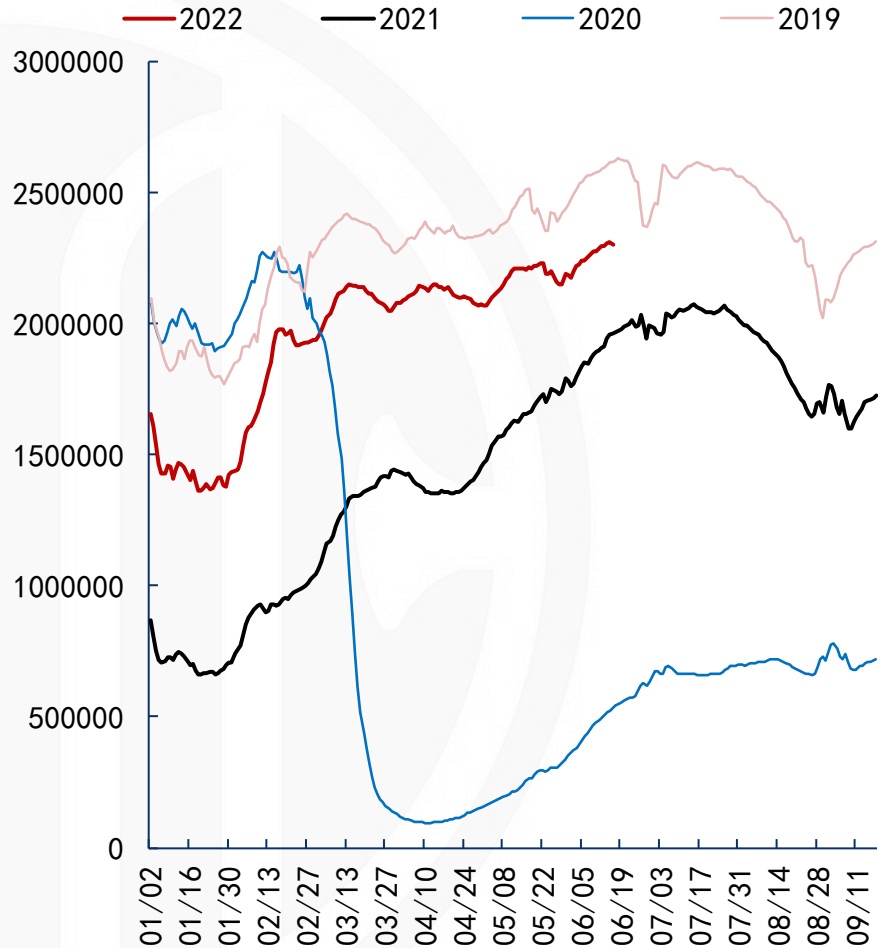
重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户，市场有风险，投资需谨慎。

# 航空出行渐入高峰

### 全球航班数量



### 美国航班出行人数



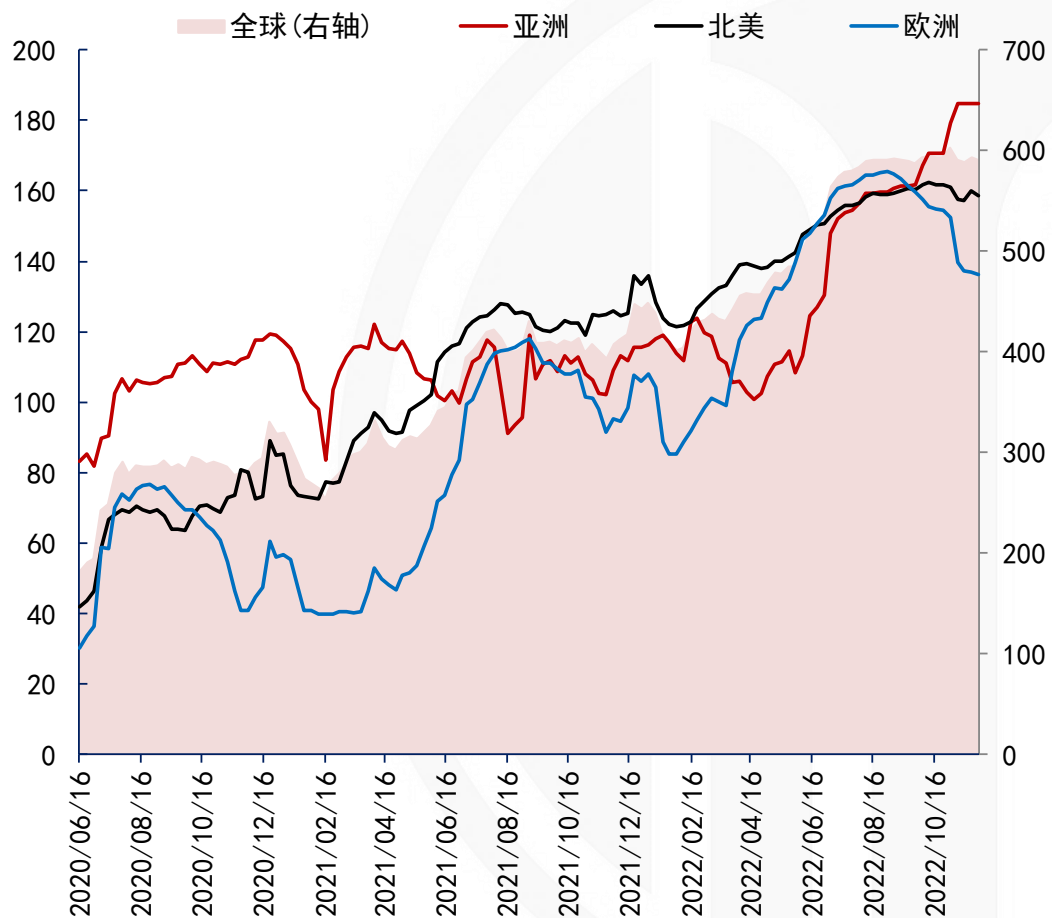
撰写人：中信期货研究所 桂晨曦 CFA 从业资格号：F3023159 投资咨询号：Z0013632

数据来源：Bloomberg 中信期货研究所

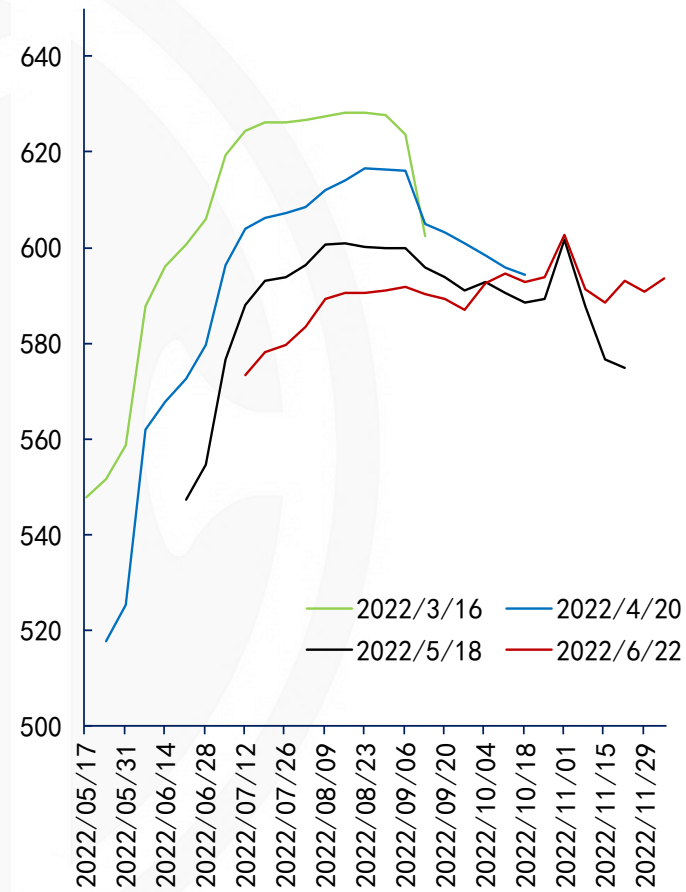
重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户，市场有风险，投资需谨慎。

# 航煤需求短期暂稳

### 全球航班估算航煤需求（万桶/日）



### 全球航煤需求预期调整（万桶/日）



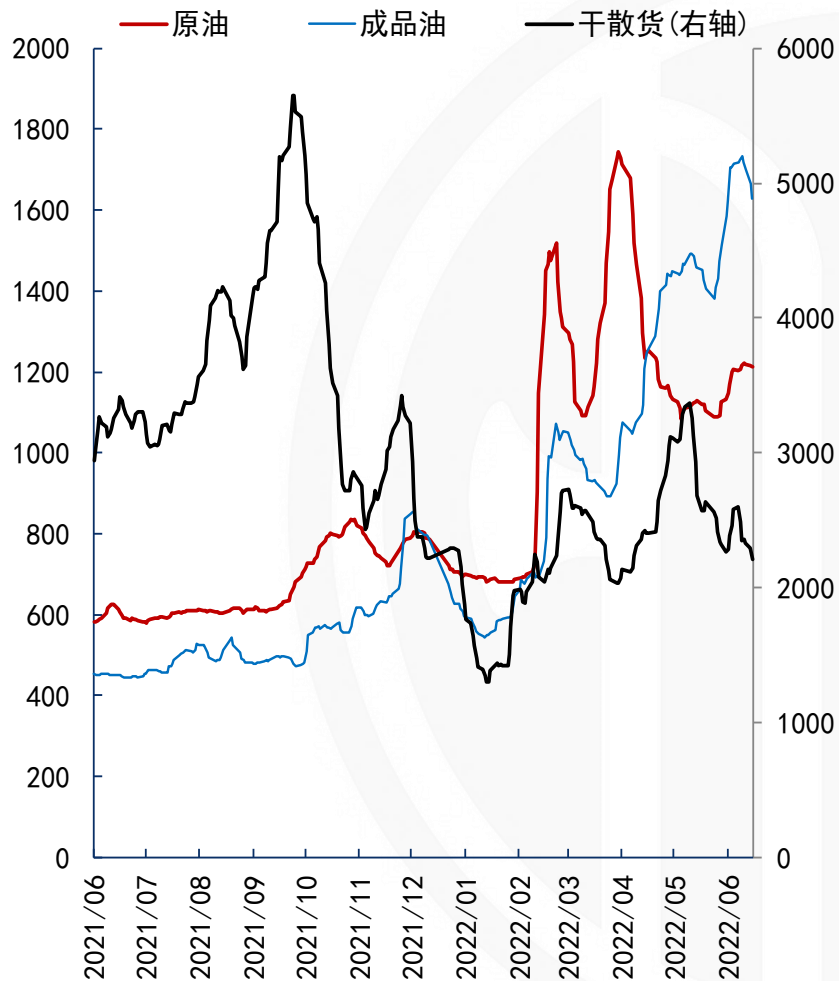
撰写人：中信期货研究所 桂晨曦 CFA 从业资格号：F3023159 投资咨询号：Z0013632

数据来源：Bloomberg 中信期货研究所

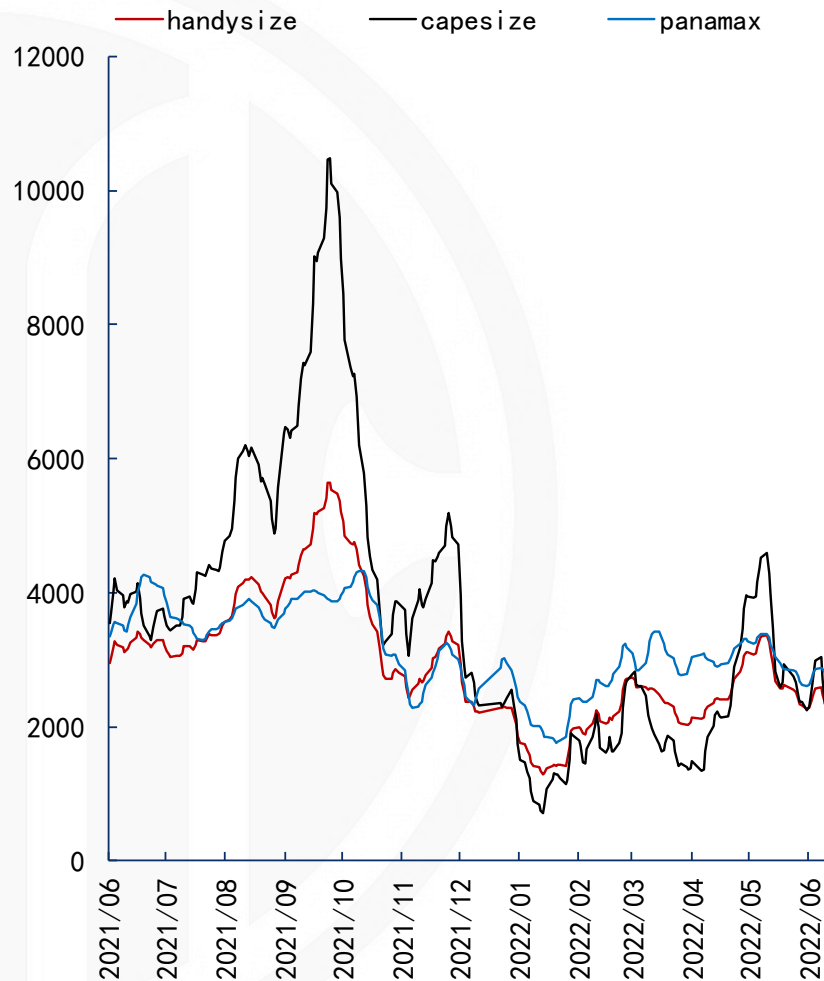
重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户，市场有风险，投资需谨慎。

# 原油运费小幅回升

## 波罗的海海运价指数



## 干散货运价指数



撰写人：中信期货研究所 桂晨曦 CFA 从业资格号：F3023159 投资咨询号：Z0013632

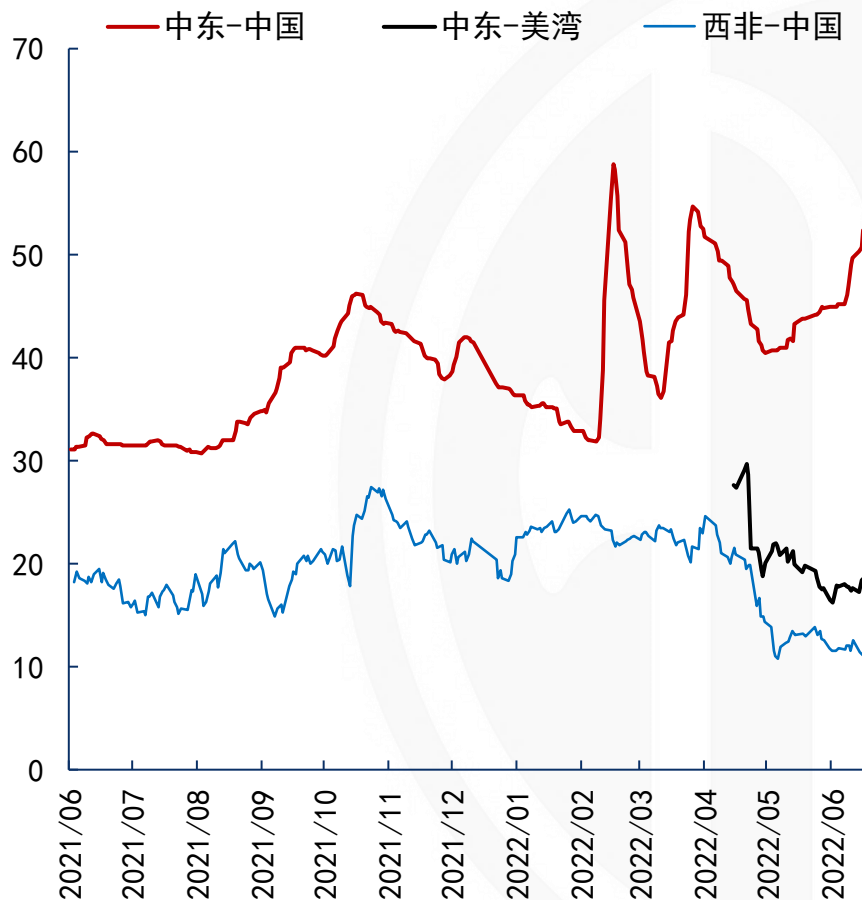
数据来源：Baltic Exchange 中信期货研究部

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户，市场有风险，投资需谨慎。

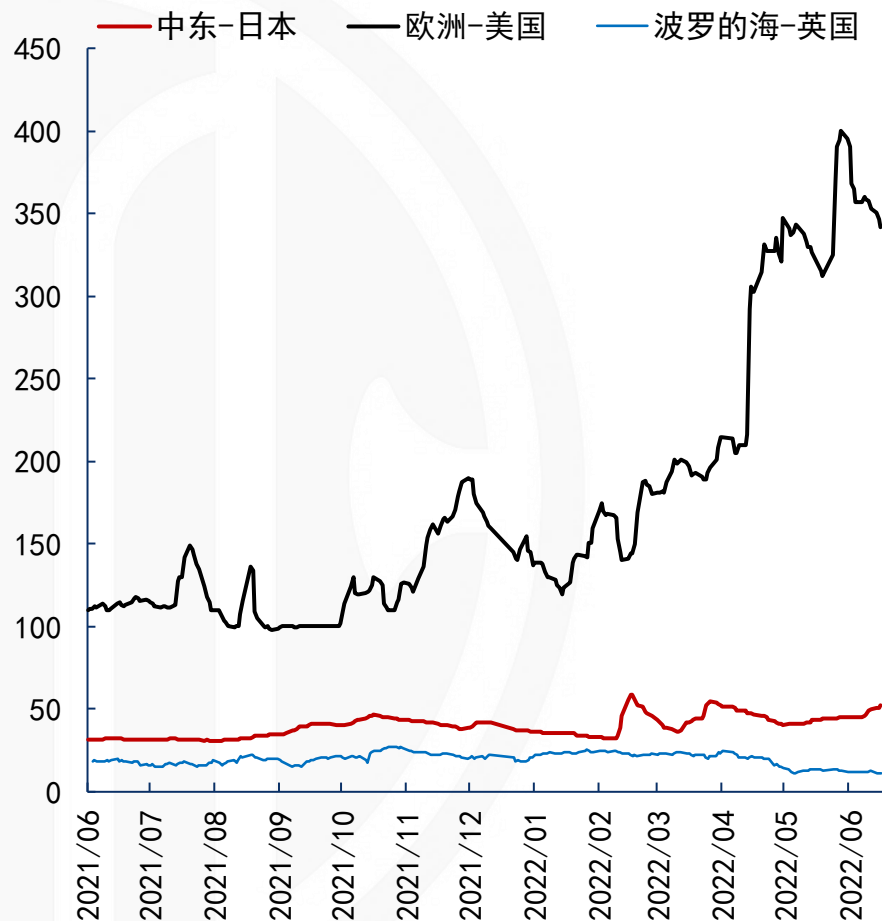


# 成品运费短期回落

## 原油运价指数



## 成品油运价指数



撰写人：中信期货研究所 桂晨曦 CFA 从业资格号：F3023159 投资咨询号：Z0013632

数据来源：Baltic Exchange 中信期货研究部

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户，市场有风险，投资需谨慎。

# 【中信期货原油】系列研究报告

|   |  |
|---|--|
| <b>【原油日评】</b> 每日要闻油价点评  | <b>【商品属性】</b> 油品供需详细进展   |
| 欧佩克九月产量政策悬而未决 0701<br>美国汽油需求降至八年同期低位 0630<br>G7推动对俄石油设定价格上限 0629<br>伊核谈判今日重启 0628<br>地缘和金融压力双双增大 0624<br>拜登多措施打压油价 0623 | #全球# 全球原油供需平衡表（六月）0609<br>#欧佩克# 欧佩克供应进展：出口亚洲大幅回落 0616<br>#俄罗斯# 俄罗斯原油出口进展 0505<br>制裁阴影中的俄罗斯原油出口进展 0408<br>#美国# 美国页岩油企业资本开支及产量进展 0518<br>美国石油公司问卷调研统计0331<br>#中国# 中国原油供需进展 0519<br>中国原油进口来源分析 0429<br>中国成品油市场进展 0427<br>China Oil Market Report 0506 |
| <b>【周报季报】</b> 原油周度回顾展望  | <b>【地缘属性】</b> 地缘政治影响供应   |
| 强预期向下修正，本周关注欧佩克会议 0626<br>欧佩克考虑结束限产，油价高位回落 0619<br>半年报：三重属性分化，综合动能趋弱 0627   | 欧盟对俄制裁增强印度石油供应安全 0601<br>欧盟对俄罗斯石油进口依赖度详解 0511<br>欧美出口制裁对俄罗斯原油供应影响 0309   |
| <b>【研究通讯】</b> 特定主题重点探讨  | <b>【金融属性】</b> 经济金融影响需求   |
| 从汽油视角看美国通胀 0613<br>欧盟对俄罗斯石油制裁影响分析 0606<br>中美油品安全比较之库存变化 0530<br>供应风险缓解的五种可能路径 0523<br>如何理解供需平衡表 0516<br>高位震荡下的结构分化 0509 | 世界银行：全球大滞胀 0630<br>世界银行：能源冲击对全球经济影响 0629<br>WTO：全球贸易展望-增速放缓 0426<br>IMF： 全球经济热点解读-多重风险 0421<br>从经济增长看油品需求 0420   |
| <b>【数据报告】</b> 高频数据定期更新  | <b>【基础知识】</b> 原油研究框架介绍   |
| 中国油品供需周报（周二）、美国油品供需周报（周四）<br>全球炼厂利润周报（周三）、高频油品库存周报（周五）<br>原油期货持仓周报（周六）、原油期货月差周报（周六）                                     | 原油研究方法论（上）：研究框架 0325<br>原油研究方法论（下）：分析案例 0325<br>原油简史：石油市场如何演变至今 0322<br>原油简史（二）：石油编年大事记 0323   |

撰写人：中信期货研究所 桂晨曦 CFA 从业资格号：F3023159 投资咨询号：Z0013632

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户，市场有风险，投资需谨慎。



桂晨曦，中信期货原油研究负责人，特许金融分析师（CFA）。留英硕士、工科博士。研究方向碳基材料在能源和环境领域应用，获得博士生国家奖学金。建立较为完善的原油研究体系，服务多家重点产业与金融机构。主笔中国期货业协会投教书籍《原油期货》（修订版），获中期协联合研究课题一类优秀奖、上海国际能源交易中心首届首位优秀分析师。参与上海原油期货筹备、【信油汇】微信公众号创立者及系列报告撰写人。

# 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部 地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826



**中信期货有限公司**  
CITIC Futures Company Limited

投资咨询业务资格：证监许可【2012】669号

**致谢！**

撰写人：中信期货研究所 原油研究负责人 桂晨曦 CFA 从业资格号：F3023159 投资咨询号：Z0013632

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户，市场有风险，投资需谨慎。