



邵运文

研究员，期货执业证书编号 F3007274

shaoyw@dxqh.net

潜在风险利空，原油仍有下探空间

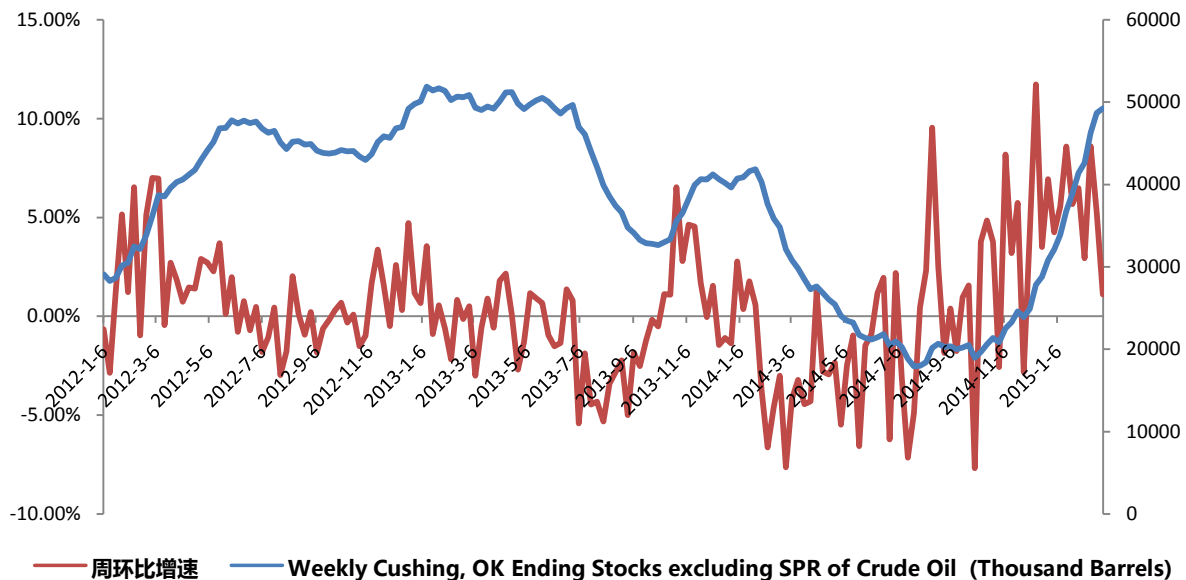
2015 年伊始至今，国际原油价格由去年的持续下跌转而进入了低位震荡期。早前 2 月份 OPEC 官方月报中，其上调了 2015 年需求预期且下调了供给预期，主要变化在于非 OPEC 国家原油供给部分，缩减幅度达 32.8%，需求的上调和供应的下调都集中在美国。此报告数据和钻井平台锐减均短期提振市场情绪，然而，原油的基本面实际数据至今仍未跟上，美国产量及库存数据均在高位。本文将就近期数据进行相关基本面讨论及风险提示。

美国方面：

关于库欣剩余库容的讨论：

目前库欣地区库存持续增加，已逼近历史上 2013 年 1 月 11 日高位。根据 Genscape 公司的数据，2015 年 3 月初美国库欣地区的储油量已经达满储量的 2/3。如果我们按照最近 3 个月和最近半年的周库存增速估算，库欣地区里库满约为 8 到 12 周时间。那么，这意味着，如果库欣库存按当下速度，持续性增加，将会在 2015 年 5 月份至 6 月份逼近库满，这将会对 WTI 价格造成巨大打压，也会对美国放松原油出口产生一定压力。

图 1：库欣库存及周环比增速



来源：EIA, 东兴期货研发中心

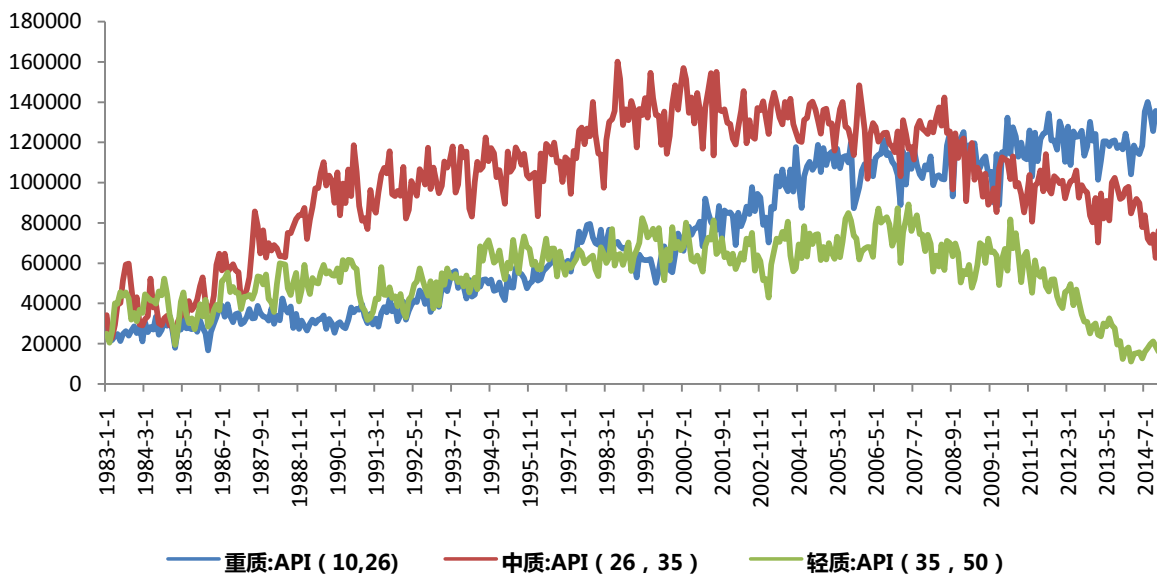
关于美国出口放松的可能性讨论:

自从2010年美国页岩革命开始星星之火，美国原油进口依存度不断下降，美国也在2010年从原油产品净进口国转为净出口国，我们认为原油产品出口是原油出口的间接形式。外界对美国能源独立议论纷纷，美国商务部也时常释放相关信号，扰动市场预期。

那么，如果我们细看美国原油供应，美国能源独立意味着原油供应完全依赖自产，如果我们分解美国的原油进口油品，我们会发现重质油在美国原油进口不断减少的今天，仍持续不断增加，而轻质、中质油近几年持续减少，其中轻质油在2010年之后明显减少。众所周知，炼厂生产原油产品需要不同油品互相混调，美国原油产量不断攀升，但美国本土主要生产轻质原油，所以，美国需要进口重质原油。所以，重质油品是美国能源独立的短板，在未来仍需要进口，但是美国目前轻质油的对外依存度已经非常之低，2014年在进口油品中的相对比例仅在5.57%至9.58%之间波动，在2014年6月美国打破40年原油出口禁令，首单出口韩国，出口油品为超轻凝析油。

综上，关于能源独立的讨论，重质油品是美国的短板，美国在未来仍需要进口重油，能源独立仍需时日。而对于美国原油出口的放松，主要为轻质油品的出口。美国去年6月出口韩国时，轻质油品的进口依存度约为2.7%，为历史第二低点。美国轻质油品距离独立仅一步之遥，随着库欣库容日益趋满，美国原油出口压力攀升，我们认为2.7%的进口依存度可适当设为参考值，低于此数，美国随后放松出口限制的可能性较高。且在美国适当放松出口限制时，将有可能在短期内提高WTI价格，压低Brent价格，缩小此二者价差。

图2: 美国历年进口原油品质



来源: EIA, 东兴期货研发中心

关于炼厂开工率及油品质量的陈述:

2014年1月至今，美国炼厂开工率最低值85.5%，最高值95.4%，而目前最新一周开工率为86.6%，所以，较低的开工率显示出美国炼厂需求不佳。

原油根据含硫量分为低硫、含硫、高硫，美国炼厂油品质量数据显示，所炼原油的含硫量一直处于“含硫原油分类”（0.5%-2%）。而API度在持续升高，目前处于中质原油分类（26-35），API度越高，代表油品越轻质。

图 3: 美国炼厂开工率

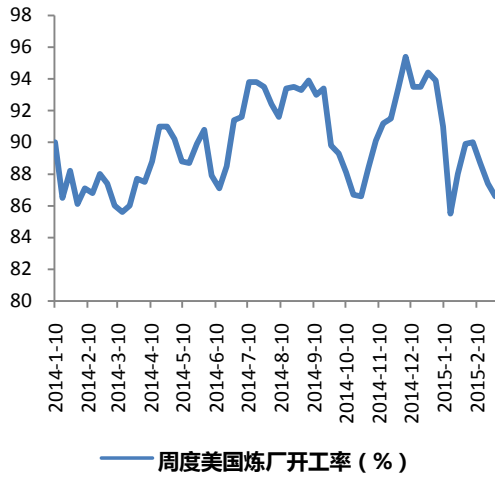
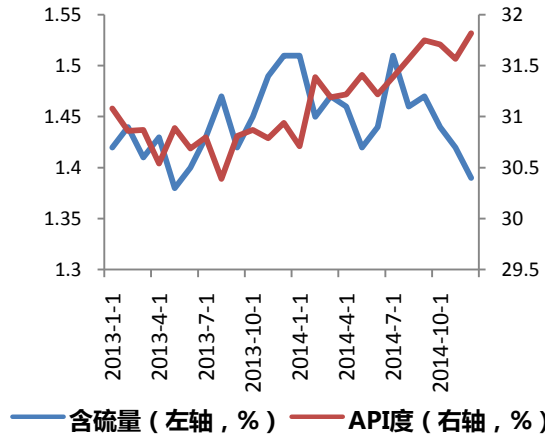


图 4: 美国炼厂加工油品质量变化



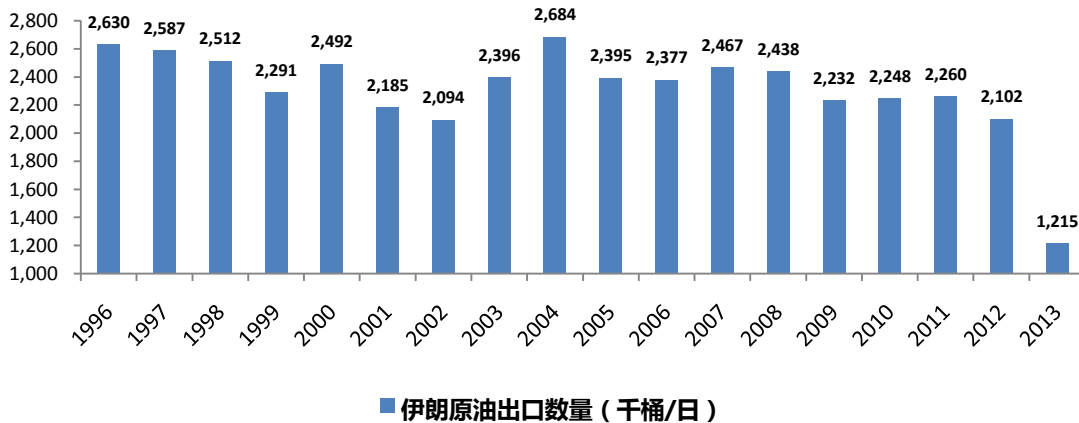
来源: EIA, 东兴期货研发中心

中东方面:

关于伊朗核谈判的风险点:

伊朗核谈判在 3 月拉开序幕, 市场普遍预期 2015 年西方对伊朗原油出口的制裁将放松, 这意味着伊朗原油出口量将增加。根据 OPEC 以往数据, 如果西方放松对伊朗的出口禁运, 世界原油供给将会有约 100 万桶/日的风险增量。伊朗核谈判预计将在 3 月 31 日出台一项框架性文件, 预计于今年 6 月底谈判结束。

图 5: 伊朗历年原油出口量



来源: EIA, 东兴期货研发中心

观点总结:

基本面而言, 全球原油基本面目前仍然维持原样, 美国产量不断增加, 库存不断创出新高, OPEC 方面也未有减产迹象, 供应依旧过剩, 需求未见明确好转。本文中分别讨论了如下问题: 库欣库容在目前增速不变的情况下, 预计 5 月份-6 月份逼近满储, 这对于价格有一定打压; 美国放松出口限制, 在轻质油不断囤积的情况下, 会存在增加出口轻质油品的可能, 这在短期内会缩小 Brent-WTI 价差; 美国炼厂需求疲弱, 油品质量提高, 间接显示轻质油供应过剩; 西方如果放松伊朗出口禁运, 原油供应将会有 100 万桶/日的风险增量, 关注 3 月底和 6 月底。

综上所述, 基本面仍不支持原油趋势性反转, 其次, 无论是库欣库容风险, 还是伊朗解禁风险, 亦或是 OPEC

组织 6 月会议风险，以及美国加息风险，均集中在年中，且市场预期对价格的反应将先于年中，届时需密切关注。

操作建议：震荡偏空思路，美原油关注 52、55 阻力位，可适当背靠前期高点做空，下方寻底关注 45 美元/桶。

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价。本报告版权归东兴期货研发中心所有。未获得东兴期货研发中心书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东兴期货研发中心”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。