

## 伊朗制裁生效后，11月油价可能短期上行后回调

兴证期货·研发中心

2018年11月5日 星期一

能化研究团队

施海

从业资格编号：F0273014

投资咨询编号：Z0011937

刘倡

从业资格编号：F3024149

黄韵之

从业资格编号：F3048897

联系人

黄韵之

021-20370972

huangyz@xzfutures.com

### 内容提要

#### ● 行情回顾

10月初油价逻辑集中于伊朗制裁生效带来的供应担忧，加之美国飓风季导致供应减少，油价一路攀升。国庆假期期间，美、布两油于10月3日达到10月高点。WTI报76.41美元/桶；布伦特报86.29美元/桶。但10月中下旬沙特增产消息频传，伊朗制裁的影响逐渐消退。地缘焦点转向沙特记者失踪案引发的地缘紧张局势。同时，经济预期普遍走弱，原油未来需求下行，全球股市多次普跌，金融市场避险情绪导致风险资金撤离原油市场，进入避险资产，油价出现震荡调整。美、布两油双双下挫，均于10月31日达到10月低点，WTI报65.31美元/桶；布伦特报75.47美元/桶。WTI月跌11.45%，布伦特月跌9.84%，两者均创2016年7月以来最差月度表现。

#### ● 后市展望及策略建议

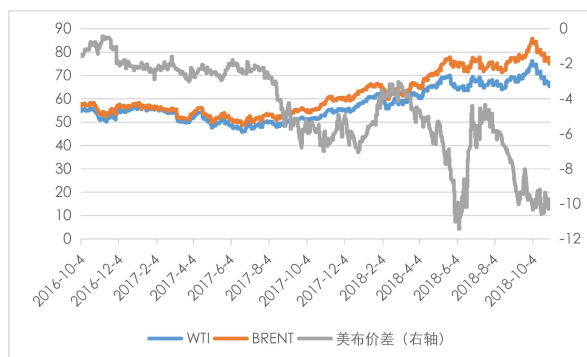
11月4日伊朗制裁即将生效，短期内出口量可能下滑，引发供应担忧，推动油价上行，这一影响可能持续一月至数月。虽然各产油国都表示会增产以弥补制裁造成的缺口，美国也称会给予某些国家豁免权，但这些举措是否能平衡供需还要看基本面的变动情况。美国成品油库存连续下滑预示冬季消费旺季即将到来，未来美国原油库存可能进入去库存阶段。但这些因素都来自于供给端。需求端因全球经济预期下滑而疲软，各大机构也分别下调对原油需求的预期，因此目前油价不具备长期增长的动力。预计11月油价短期上行后回调，仅供参考。

## 1. 月度行情回顾

期货端：美、布两油均于10月3日达到本月高点。WTI报76.41美元/桶，创2018年7月4日以来新高；布伦特报86.29美元/桶，创2018年9月28日以来新高。主因是月初伊朗制裁引发的供应担忧及美国飓风季导致的产量下滑推升了油价。美、布两油均于10月31日达到本月低点，WTI报65.31美元/桶，创2018年8月16日以来新低；布伦特报75.47美元/桶，创2018年8月24日以来新低。WTI月跌11.45%，布伦特月跌9.84%，两者均创2016年7月以来最差月度表现。主因是市场关注点从伊朗制裁带来的供应危机转变至对需求的担忧。10月中下旬沙特一直声称会增产以弥补供应缺口，抵消伊朗制裁的影响，且沙特、美国、俄罗斯等主要产油国的产量持续增加，导致油价承压。同时，经济预期普遍走弱，原油未来需求下行，全球股市多次普跌，金融市场避险情绪导致风险资金撤离原油市场，进入避险资产，都使得偏空情绪占上风。利多面主要是沙特记者失踪案引发沙特与美国及西方国家的地缘危机，于是油价出现震荡调整。10月布油因未来供应担忧受支撑，美油受美国飓风季影响，原油产量在月中一度下滑，价格上行，导致美、布两油价差缩小；但美国原油库存因季节性需求下滑连续录得增长，美油10月下旬走势减弱，美、布两油价差拉大。阿曼原油于10月3日达到本月高点，报85.79美元/桶，于10月29日达到本月低点，报76.0美元/桶，整体走势于美、布两油趋同。上期所SC于10月10日达到本月高点，报592.4元/桶，于10月25日达到本月低点，报531.3元/桶。由于上期所因国庆假期休市，SC原油出现了节后补涨，因此涨势滞后于美、布、阿曼等国际原油期货。

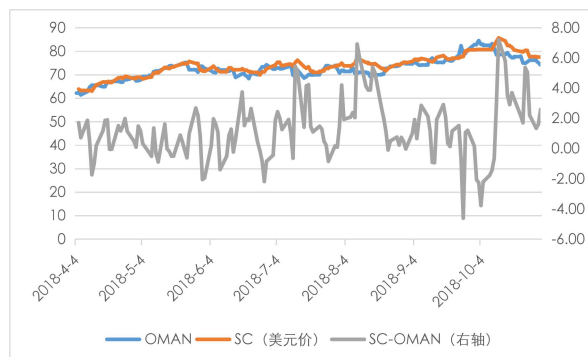
现货端：10月OPEC一揽子原油现货价跌7.66%，报75.24美元/桶。布伦特Dtd跌10.14%，报74.20美元/桶；WTI库欣交割跌10.84%，报65.31美元/桶。全球原油现货价格普跌7%以上显示目前现货市场需求明显走弱，供给相对过剩。

图1：WTI及BRENT走势与价差（美元/桶）



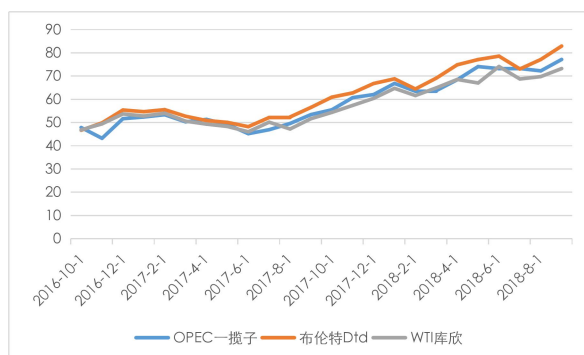
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图2：OMAN及SC走势与价差（美元/桶）



数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 3：国际主要原油现货价格走势（美元/桶）



数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

## 2. 月度市场要闻

### 2.1 利多

1.10月第一周，伊朗石油出口跌至110万桶/日。这低于4月时的出口至少250万桶/日。伊朗石油部长：未来几个月预计将出现严重的石油短缺。这一消息导致美、布两油在10月第一周连续上涨，达到本月高点。

2.10月第二周，受飓风Michael影响，美国墨西哥湾生产商因飓风而削减32%的石油生产，这加剧了供应担忧，导致油价保持高位。

3.10月第三周，沙特记者失踪案持续发酵，沙特与美国及西方国家关系紧张，引发市场对沙特的供应担忧，对油价形成支撑。

4.10月第四周，OPEC透露再度实施减产的计划，支撑了油价。

5.俄罗斯没有计划在2018年底之前将原油产出提高至1200万桶/日，淡化增产的说法支撑了油价。

### 2.2 利空

1.国际货币基金组织(IMF)将2018年、2019年全球经济增速预期下调至3.7%，均比4月的预测低0.2个百分点。经济疲软是拉低原油需求的重要原因，原油未来需求可能恶化。

2.IEA下调全球原油需求预期，且认为2019年原油供应可能会十分充足，油价展望偏向下行。

3.10月全球股市多次集体下跌，显示对经济预期下行。股市的外溢作用导致油价随之下跌数日。

4.OPEC和非OPEC国家9月减产执行率为111%，8月为129%，9月原油产量较5月增加72.4万桶/日。

5.沙特阿拉伯在10月中旬表示，将每天增产30万桶，以帮助抵消伊朗下月原油出口骤降造成的供应缺口；10月下旬又声称有能力在3个月内达到1200万桶/日的产量，一度引发油价

大跌。

6.美国石油钻井总数在 10 月共增加了 12 个，为今年 5 月以来最大的月度涨幅；美国石油钻井总数连续 3 周录得增加。这表明美国原油产量继续增加，供给端较为充足，使油价承压。

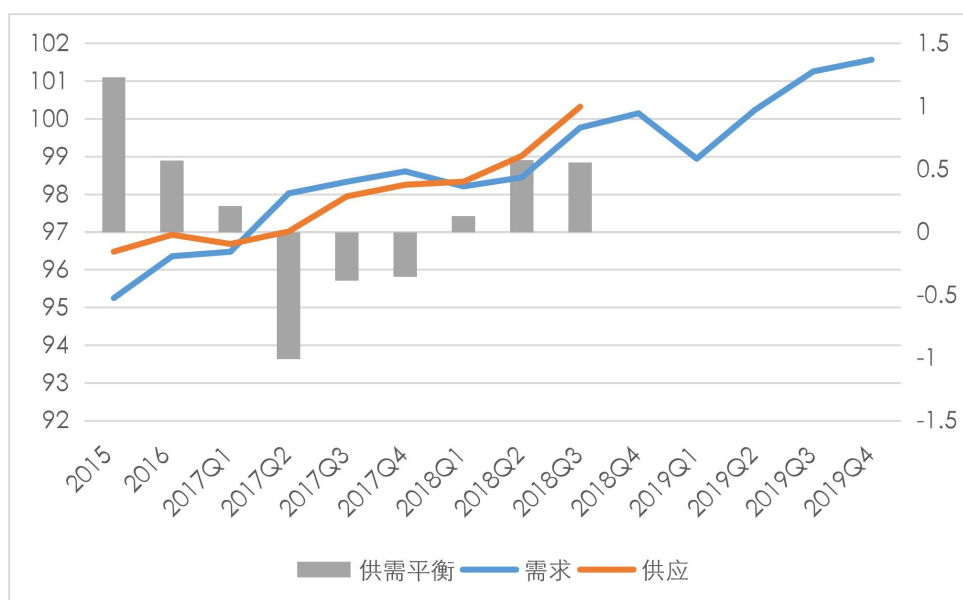
7.10 月美国 EIA 原油库存连续四周录得增长，显示美国原油供应充足，下游季节性萎缩尚未结束，使油价承压。

8.路透社数据显示，9 月份俄罗斯、美国和沙特三个主要产油国日均总产量达到 3300 万桶，这是这三国历史上最高产量水平，意味着这三个国家原油日产量将满足全球三分之一需求。路透社说，2010 年以来，这三国原油日产量共计增加了 1000 万桶。

### 3. IEA、EIA、OPEC 月度预测

IEA 月报预计 2018 年及 2019 年的原油需求增长均下滑 110 万桶/日，分别下调至 1.3 百万桶/日及 1.4 百万桶/日。这是由于经济预期走弱、贸易摩擦及高油价对中国需求产生的不利影响。OECD 需求受 2018 年第一季度需求及美国需求强势增长的支撑，预计 2018 年的需求量会扩张 300 万桶/日，但在 2019 年会放缓至 130 万桶/日。非 OECD 国家 2018 年的需求将增长 1 百万桶/日，主要来自于中国及印度，这两个国家占据了全球原油需求增长量的 60%。全球原油的供应量正在快速上升。2018 年 9 月世界原油的产量约为 100 百万桶/日，比 2017 年同期增加了 2.6 百万桶/日。OPEC 的原油产量在 2018 年 9 月增加了 100 万桶/日，达 32.78 百万桶/日，为今年至今为止的最高值。自今年 5 月以来，OPEC 产量就增加了 735 万桶/日，增量主要来自于尼日利亚及利比亚，抵消了伊朗及委内瑞拉的供应缺口。随着产能激增，炼厂自目前至 2019 年年底都将面临着日益增长的竞争压力。炼厂开工率在 2018 年增长了 0.9 百万桶/日，在 2019 年将增加 1.3 百万桶/日，但是炼油产品的需求增长仅为 1 百万桶/日。

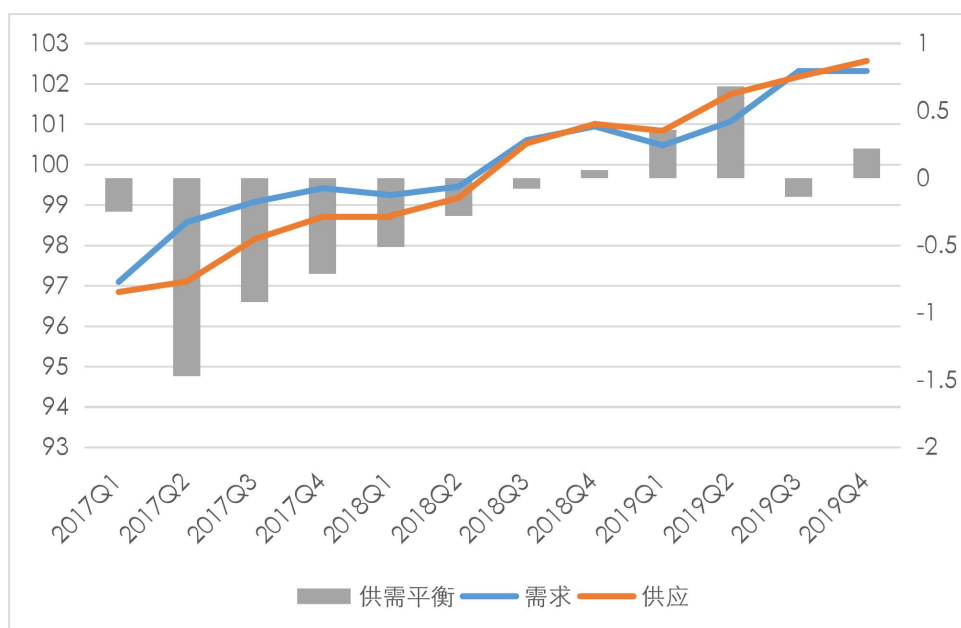
图 4：IEA 全球石油供需平衡表（百万桶/日）



数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

EIA 月报预计 2019 年的世界原油供需会因油价下行而趋于平衡。至 2019 年下半年，美国二叠纪盆地的运输能力将得到解决，美国原油的产量及潜在出口量将增加，这能使油价稳定在 70 美元/桶中段的区间。2018 年 12 月的 WTI 期货价格可能上涨至 70 美元/桶。布伦特原油价格的均价在 2018 年第四季度达到 81 美元/桶，较之 9 月预测的 76 美元/桶上涨了 5 美元/桶。OPEC 剩余产能在 9 月将降至 1.4 百万桶/日，这是至 2016 年 12 月以来的低点。

图 5：EIA 全球石油供需平衡表（百万桶/日）

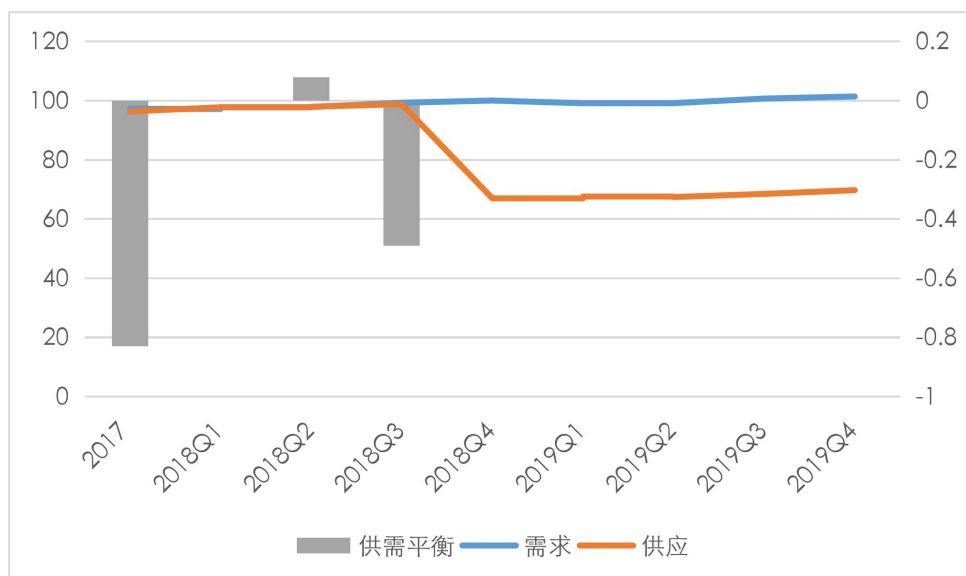


数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

OPEC 月报预计 2018 年世界原油需求将增长 1.54 百万桶/日，较上月下调了 80 千桶/日。2018 年全球原油总消费量将达 98.79 百万桶/日。2019 年世界原油需求将增长 1.36 百万桶/日，至 100.15 百万桶/日，较上月下调了 50 千桶/日。OECD 的欧洲国家及拉美的需求分别下调了 20 千桶/日和 30 千桶/日，这是由于这两个地区明年的经济有放缓的迹象。主要的需求增长来自于印度、中国等亚洲国家，以及 OECD 的美洲国家。OECD 国家总体需求会上升 0.25 百万桶/日；非 OECD 国家将主导需求增长，预计增加 1.11 百万桶/日。供给端方面，OPEC 国家产量达 32.76 百万桶/日，较上月增长了 132 千桶/日。非 OPEC 国家 2018 年原油供应量较上月增加了 0.22 百万桶/日，至 59.77 百万桶/日。非 OPEC 国家 2019 年原油供应量将上调 0.18 百万桶/日，至 61.89 百万桶/日。OECD 国家 2018 年原油需求量上调 2.09 百万桶/日至 27.80 百万桶/日，较上月增加了 157 千桶/日。OECD 国家 2019 年原油需求量将增加 1.64 百万桶/日至 29.43 百万桶/日。至 2040 年全球原油需求将增长 14.5 百万桶/日，至 111.7 百万桶/日，高于 2017 年时的预测。需求增长主要来自于非 OECD 国家，增长值为 23 百万桶/日。供给端方面，非 OPEC 国家供应量下降了 4 百万桶/日。因此长期来看，对 OPEC 原油的需求量至 2040 年可能增长至 40 百万桶/日，相较于 2018 年的 32 百万桶/日增长了 8 百万桶/日。OPEC 在世界原油供应量的占比从 2018 年的 34% 提高至 2040 年的 36%。



图 6: OPEC 全球石油供需平衡表 (百万桶/日)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

## 4. 宏观影响

OPEC 对 2018 年世界经济增长预期下调为 0.1%至 3.7%，下调原因主要来自于新兴工业国家及发展中国家经济增长缓慢。比如美国及中国 2019 年的经济增长率都下降了 0.4%，印度下降了 0.2%。这三个国家都是世界原油需求的主要国家，此三者经济增长率下滑，意味着明年世界原油需求也很可能下行。EIA 对 2019 年 OECD 经济增长率由 2.2%下调至 2.0%，2019 年非 OECD 经济增长率由 4.3%下调至 3.8%。经济预期的下行会将 2019 年全球原油需求拉低至 1.5 百万桶/日，而 2018 年 4 月时预计的 2019 年需求是 1.8 百万桶/日。

表 1: 2018 年及 2019 年世界主要经济体 GDP 增长率 (%)

|       | 2018 GDP 增长率 | 2019 GDP 增长率 |
|-------|--------------|--------------|
| 全球    |              | 3.7          |
| 经合组织  |              | 2.0          |
| 美国    | 2.9          | 2.5          |
| 欧元区   | 2.0          | 1.9          |
| 日本    | 1.1          | 1.1          |
| 非经合组织 |              | 3.8          |
| 中国    | 6.6          | 6.2          |
| 印度    | 7.6          | 7.4          |
| 巴西    | 1.1          | 1.8          |
| 俄罗斯   | 1.6          | 1.7          |

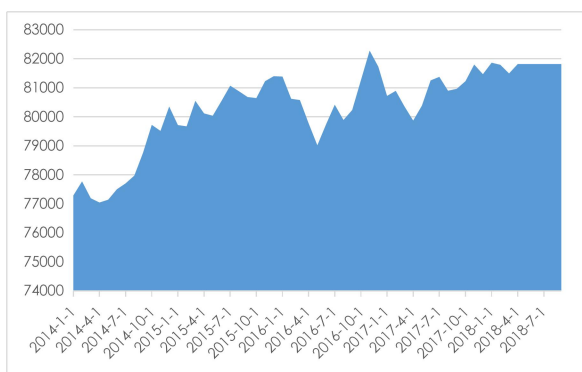
数据来源: EIA, OPEC, 兴证期货研发部

## 5. 基本面情况

### 5.1 供给端

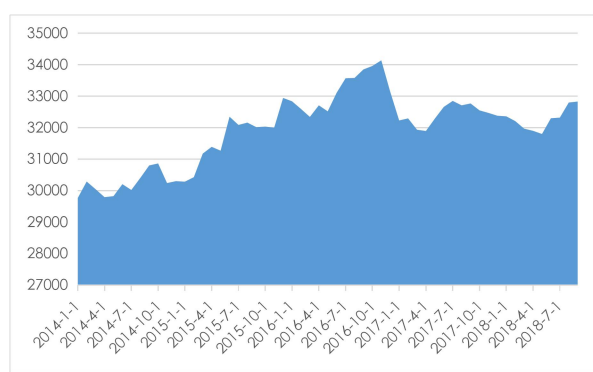
目前供给端的最大忧虑来自于 11 月 4 日美国启动对伊朗的制裁。自伊朗进口原油的主要国家有：日本、韩国、中国、印度。韩国海关数据显示：9 月韩国自伊朗进口原油量已经为零。道达尔公司也于 7 月暂停购买伊朗石油。去年道达尔购买了 15.8 万桶/日的伊朗原油，相当于伊朗当前原油出口总量的 10%左右。道达尔准备以沙特原油或其他原油代替伊朗原油。印度油长普拉丹虽然在月初声称印度自主决定继续进口伊朗原油，但同时也表达了希望沙特这样的产油国能够增加产量。美国财长努钦本月表示，各国必须将从伊朗购买的石油减少 20%以上，才能有资格获得美国制裁的豁免；并不期待进口伊朗石油的国家在 11 月将购买量降至零，但最终不得不降至零。由于美国不断要求其盟友停止自伊朗进口原油，伊朗原油的出口量显然会在制裁生效后急剧下滑。EIA 预测伊朗原油产量下降幅度将会超过 0.4 百万桶/日。OPEC 在 10 月下旬以前都声称会提升产量以弥补制裁带来的供应缺口，但之后转变态度表示考虑减产，俄罗斯也淡化了增产意愿，因此市场对 OPEC+是否能弥补供应缺口仍然持怀疑态度。但 9 月份俄罗斯、美国和沙特三个主要产油国日均总产量达到 3300 万桶，这是这三国历史上最高产量水平，意味着这三个国家原油日产量将满足全球三分之一需求，因此当前的供给面确实是偏宽松的。同时美国原油钻井数、产量及库存在 10 月都还在连续增加，因此 WTI 的价格涨势可能会小于布伦特，两者价差将拉大。

图 7：全球原油产量（千桶/日）



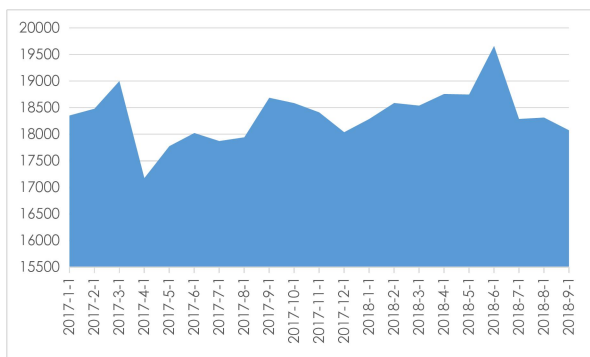
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 8：OPEC 原油产量（千桶/日）



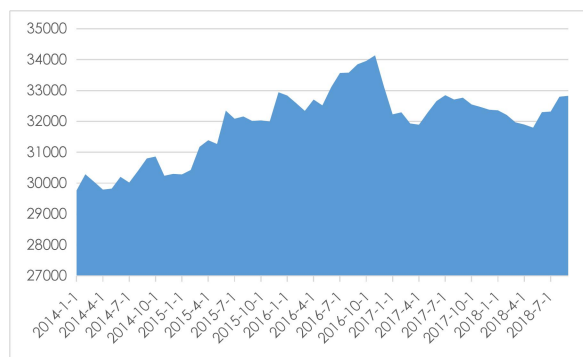
数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 9: OPEC 波斯湾原油总出货量 (千桶/日)



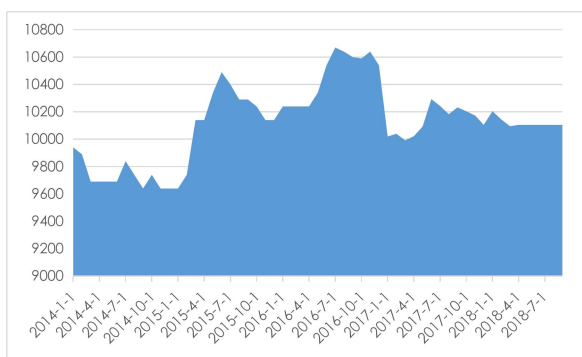
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 10: 沙特原油产量 (千桶/日)



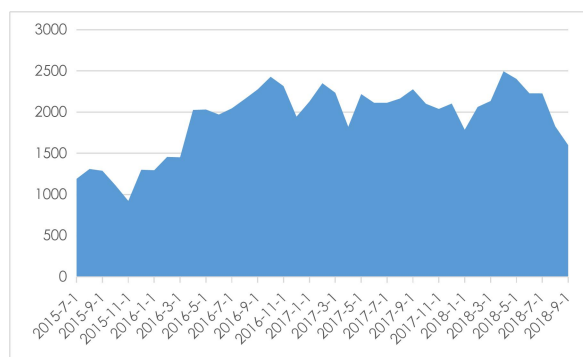
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 11: 伊朗原油产量 (千桶/日)



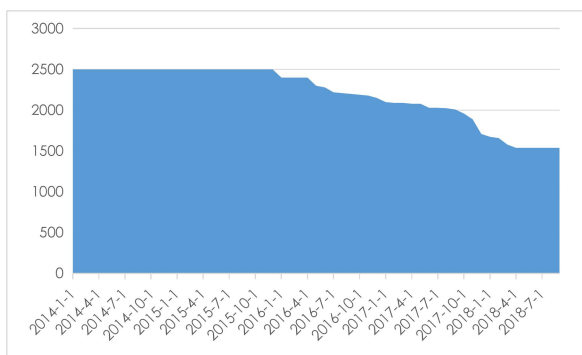
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 12: 伊朗原油出口量 (千桶/日)



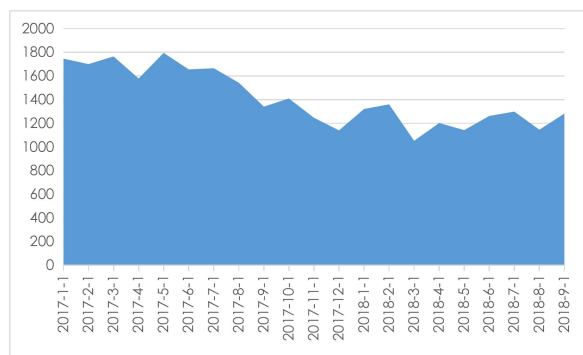
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 13: 委内瑞拉原油产量 (千桶/日)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

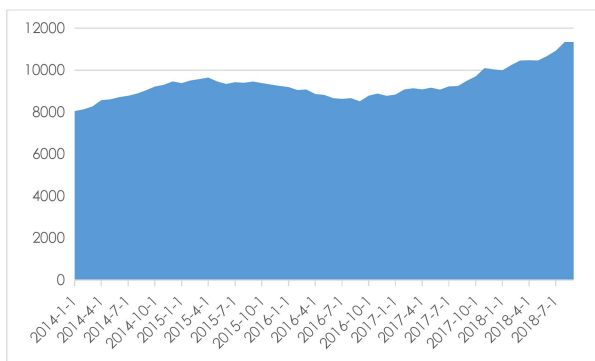
图 14: 委内瑞拉原油出口量 (千桶/日)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

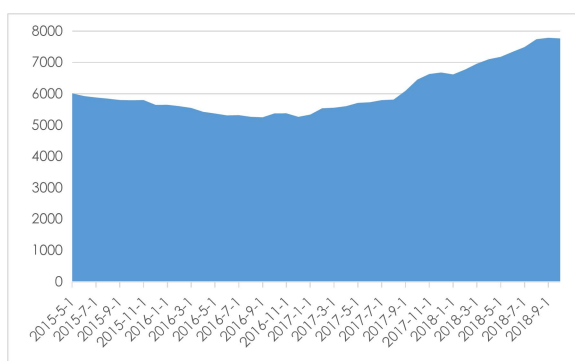


图 15: 美国原油产量 (千桶/日)



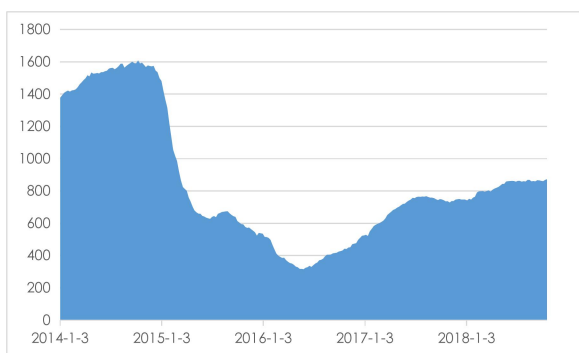
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 16: 美国页岩油产量 (千桶/日)



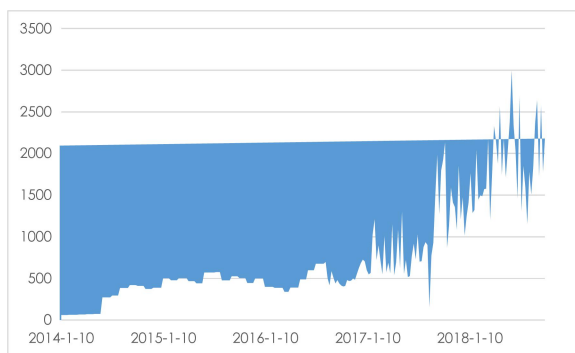
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 17: 美国贝克休斯钻井数 (座)



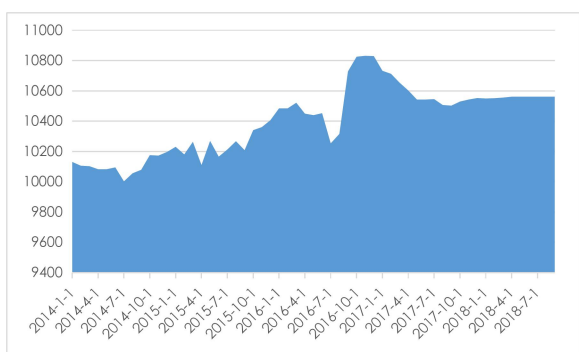
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 18: 美国原油出口量 (千桶/日)



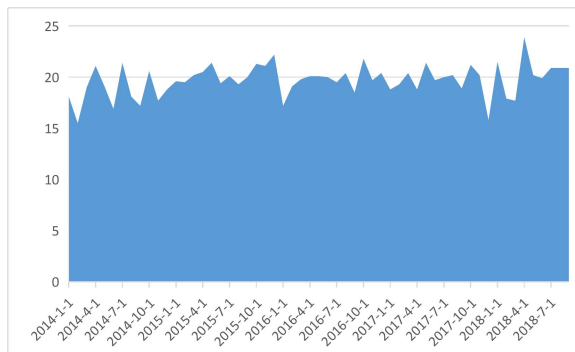
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 19: 俄罗斯原油产量 (千桶/日)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 20: 俄罗斯原油出口量 (百万吨)



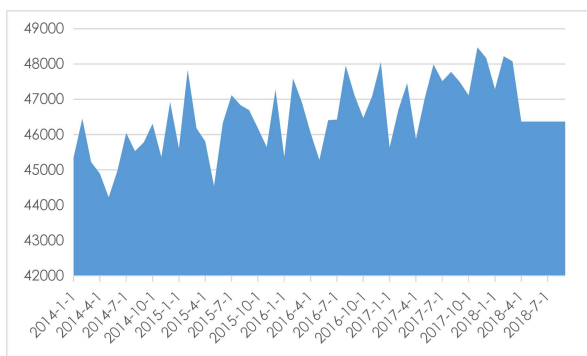
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

## 5.2 需求端

OECD2018年的原油需求增长下降了30千桶/日，这是因为OECD在欧洲和亚太地区的原油需求增长不及预期。比如德国和法国在车用柴油及取暖油的缓慢增长导致需求减少20千桶/日，日韩地区需求的持续疲软导致需求减少20千桶/日。但OECD的美洲国家需求上升了10千桶/日。总体而言，OECD的原油需求还是处于下滑的态势。非OECD的需求主要来自于中国及印度，但两国的需求量并未有很显著的增长。中国的需求量在高位浮动，印度需求量则已下滑至2018年5月以来的低位。加之两国明年的经济预期都在下调，这显示新兴国家未来的原油需求预期并不乐观。这可能无法支撑油价的长期走势。

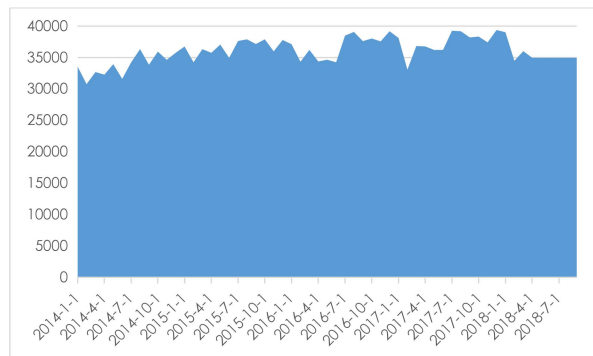
欧盟的炼厂需求量比较稳定，基本在35000-40000千桶/日的区间浮动，目前处于季节低位。未来冬季用油高峰来临，可能会上升至区间高点。美国的炼厂开工率及需求量有很强的季节性，10月初期处于炼厂淡季，但接下来即将进入冬季需求旺季，炼厂开工率及需求量都在止降回稳。

图 21: OECD 原油消费量 (千桶/日)



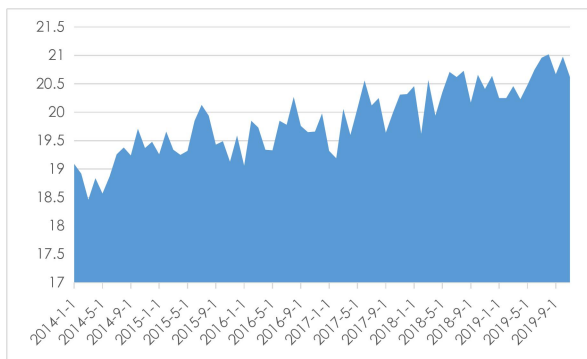
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 22: 欧盟炼厂需求量 (千吨)



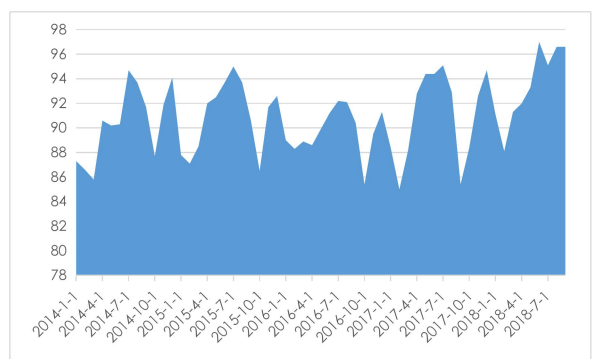
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 23: 美国原油需求量 (百万桶)



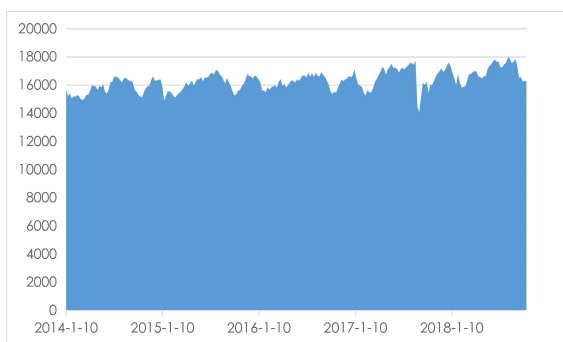
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 24: 美国炼厂开工率 (%)



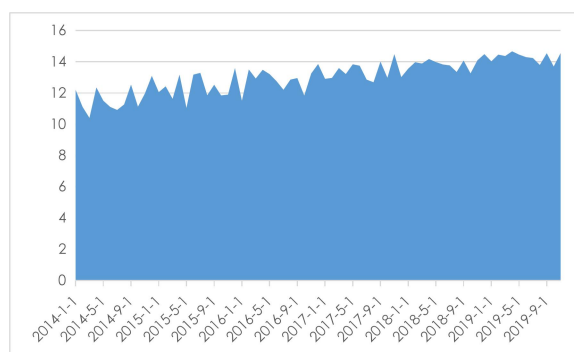
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 25: 美国炼厂需求量 (千桶/日)



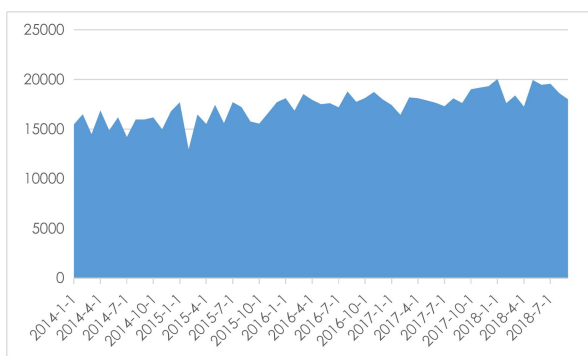
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 26: 中国原油需求量 (百万桶)



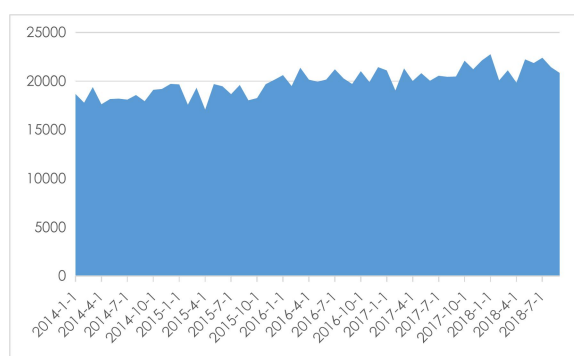
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 27: 印度原油进口量 (千吨)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

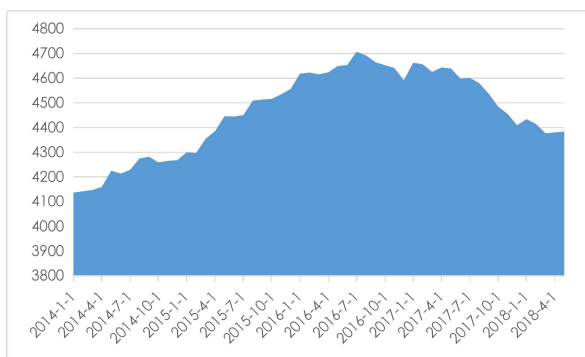
图 28: 印度炼厂生产量 (千吨)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

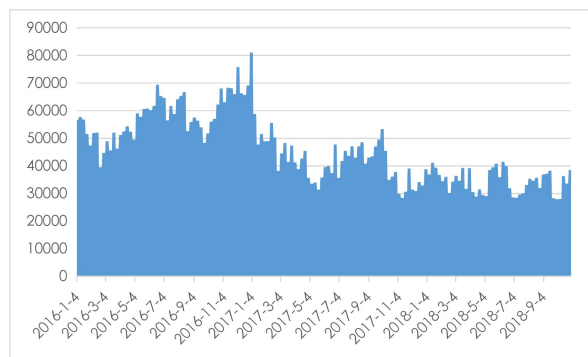
库存方面,OECD 库存目前处于 2015 年 3 月以来的低位,显示 OECD 的总需求量目前较好。全球原油浮式库存处于 2018 年 9 月 21 日以来的高位,这显示了目前全球原油的需求量没有明显的增加。中东地区浮式库存处于下降的趋势,表明中东各产油国有释放库存弥补伊朗供应缺口的意愿,但库存下滑并不能保证其他产油国有能力平衡供应短缺,因此具体情况还有待制裁生效后观察。西北欧库存进入全年中的低位,这表明西北欧的冬季需求旺季来临,采暖需求导致了去库存的情况。新加坡成品油库存也处于下降趋势,显示亚太地区成品油需求好转,这会对油价形成一定的支撑。美国的汽油及精炼油库存于本月连续下降四周,说明原油下游需求开始好转,即将进入消费旺季,对下月油价有一定的利好。

图 29: OECD 原油库存 (百万桶)



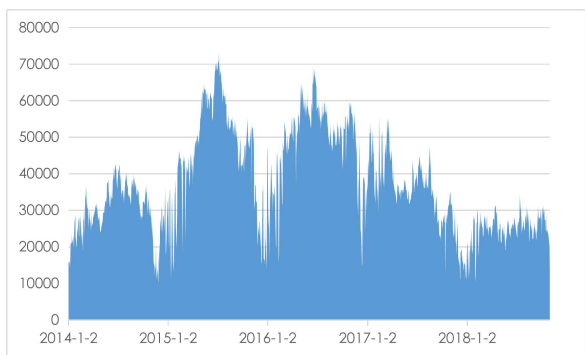
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 30: 全球浮式库存 (千桶)



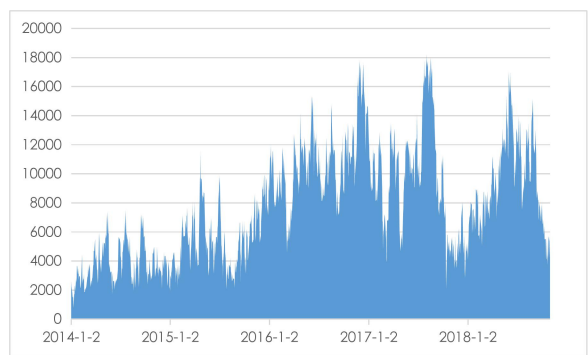
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 31: 中东浮式库存 (千桶)



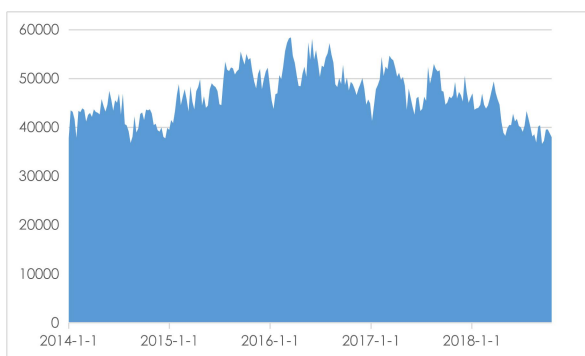
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 32: 西北欧库存 (千桶)



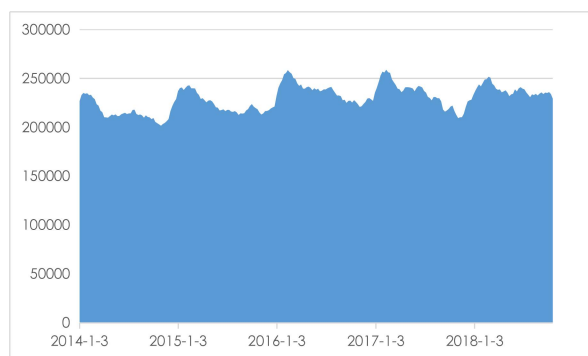
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 33: 新加坡成品油库存 (千桶)



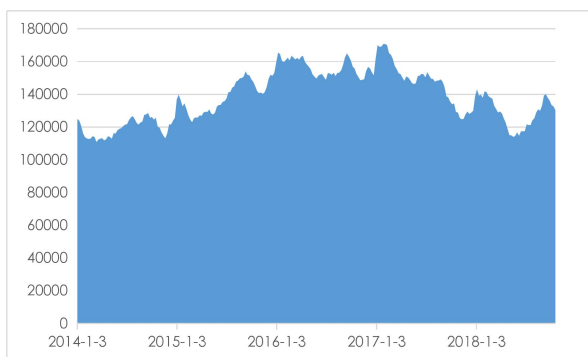
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 34: 美国汽油库存产量 (千桶/日)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

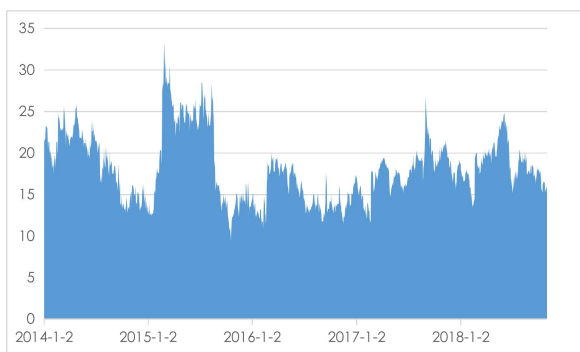
图 35: 美国精炼油库存产量 (千桶/日)



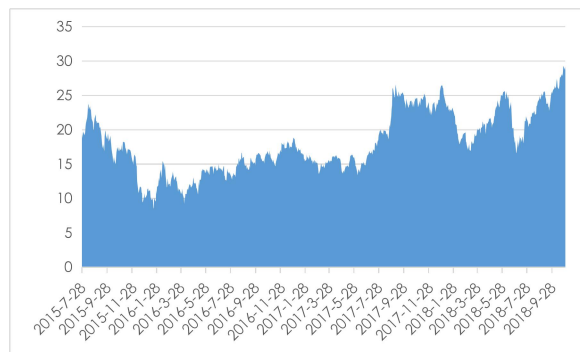
数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

裂解价差方面, 本月初原油价格快速上行, 成品油又处于消费淡季, 因此 321 裂解价差及汽油裂解价差都在缩小。但取暖油裂解价差却在拉大, 说明冬季取暖季即将来临, 取暖油利润上升, 这也会提高炼厂开工率, 提高原油需求量。

图 36: WTI 库欣首月 321 裂解价差 (美元/桶)    图 37: 取暖油裂解价差 (美元/桶)

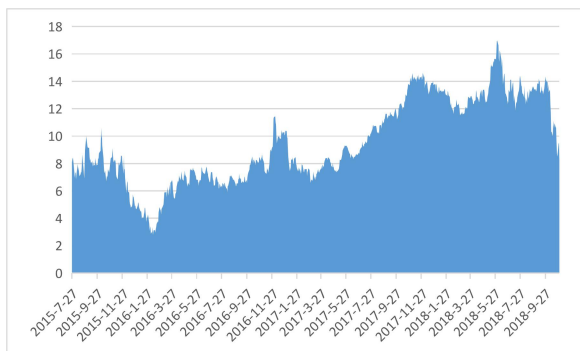


数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 38: RBOB 裂解价差 (美元/桶)

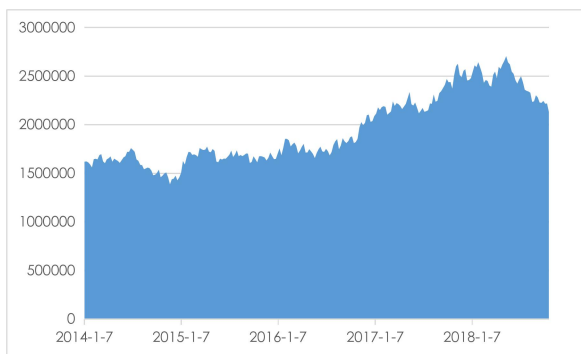


数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

### 5.3 机构持仓

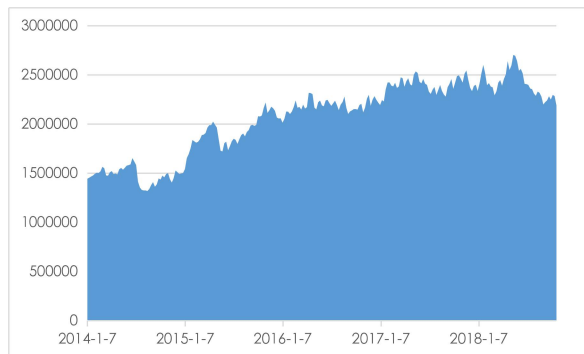
10 月机构持仓者对原油的看多意愿持续降温, CFTC WTI 及 ICE BRENT 的净多头持仓量都持续下降。这表明本月初对伊朗制裁的供给担忧基本已经为市场所接受, 情绪释放完毕。10 月中下旬欧佩克、美国、俄罗斯等主要产油国都不断释放增产意图, 产量及库存也确实持续增加, 引发了供给过剩的担忧; 全球经济预期不景气, 可能拉低原油未来需求; 股市动荡, 对油市产生外溢影响, 多重因素导致机构持仓者对原油的看多意愿下降。11 月伊朗制裁生效后, 短期内可能会使看多情绪复苏, 但是长期并没有有力的支撑点。

图 39: CFTC WTI 总持仓 (张)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部

图 40: ICE BRENT 总持仓 (张)



数据来源: BLOOMBERG, 兴证期货研发部



### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

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作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。