

# 研究创造价值

姓名：陈栋

电话：0571-89715220

邮箱：generalcd@163.com

报告日期2021年6月22日

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。此外，作者薪酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

## 黄沙百战穿金甲 不破楼兰终不还

### 摘要

1、回顾 2021 上半年国内外原油期货价格走势，总体可以归纳为以下一句话：原油期货价格呈现振荡上行的走势，期价重心稳步上移。由此可以分为三个阶段运行模式。

2、受益于欧美国家经历几轮大规模经济刺激以及新冠疫苗接种率持续回升，经济活跃度稳步修复。而随着经济复苏，通胀上行的确定性进一步升温。在全民免疫、经济复苏、货币政策收紧的逻辑路径越来越清晰的背景下，未来美联储讨论并启动缩减 QE 将成为市场最为关心的事件，全球金融市场风险偏好也将随之降低。

3、从下半年情况看，当前宏观经济尚在恢复进程中，大宗商品价格快速上涨的负面影响在可控范围内。在这种情况下，下半年经济会更多依靠内生动力修复实现稳中加固。2021 年 GDP 增速将呈现“高开后一路下行”态势，二季度后经济增长会逐渐恢复正常。

4、虽然 OPEC+产油国实施有序小幅增产计划，但基于乐观经济复苏前景，原油消费增量将超过原油供应增量，增产对油价的影响有限。总体来看，2021 年下半年原油市场供应端依然有望维持偏紧优势。

5、随着欧美各国疫苗接种速度加快，欧美各国开始逐步解封，人们的出行量开始增加，原油的需求开始逐步攀升。从美国炼厂开工率来看，截止 5 月 14 日当周，美国炼厂开工率稳步回升至 86.3%，较去年同期大幅增加 24.35%。后期即使恢复到正常水平，参照中国 2020 年下半年的情况，欧美还会有补偿性消费，这将继续支撑油价。

6、印度的变种病毒也开始向东南亚国家不断渗透，导致泰国、缅甸、老挝、越南和柬埔寨等国家也遭到疫情冲击，同时威胁我国广东输入型病例的增加。由于印度防控疫情失控，接种率低下，成为新冠病毒的巨大培养皿，并不断产生传播力和感染力更强的变异病毒。

7.一直以来，原油市场地缘政治因素就未能停歇过，而步入 2021 年以来中东地区局势持续紧张。对于原油期货市场而言，地缘冲突对油价的冲击多半为短期脉冲效应。

8、2021 年 5 月我国进口原油 4097 万吨，同比下降 14.6%；1-5 月进口原油 22054 万吨，同比增长 2.3%。1-5 月生产原油 8265 万吨，同比增长 2.2%，加工原油 29274 万吨，同比增长 12.0%。

9、2021 年一季度，WTI 原油非商业净多持仓量周度平均为 51.83 万，二季度以来周度平均为 49.84 万张，季度环比回落了 3.84%。净多头寸季度环比小幅回落，表明投机市场看多油价的信心受到削弱。

10、全球原油库存消费比下降，供需平衡表进一步修复。反映体现到油价上，仍处于供应驱动向需求驱动切换的过程中。国内外原油期货价格走势料将呈现进三退二，重心缓慢抬升，整体以高位振荡整理的走势为主。预计下半年美国 WTI 油价料维持在 65-80 美元/桶，布伦特油价料维持在 70-85 美元/桶，国内原油主力合约价格料维持在 400-500 元/桶。

## 一、2021 上半年原油走势回顾

时光荏苒，我国原油期货在告别 2021 上半年走势后，开启了 2020 下半年新的征途。2020 上半年我国原油期货成交量和持仓量继续呈现稳步增长的趋势，与布伦特原油期货的成交量差距越来越小，不过距离美国 WTI 原油的成交量仍有一段距离。目前我国原油期货已经成为世界排名第三的，具有一定影响力的大宗商品期货。回顾 2021 上半年国内外原油期货价格走势，总体可以归纳为以下一句话：原油期货价格呈现振荡上行的走势，期价重心稳步上移。“期价重心上移”和“振荡走高”成为 2021 年上半年国内外原油期货运行的核心字眼。由此可以分为三个阶段运行模式：第一阶段（2021 年初至 3 月上旬）：随着全球主要经济体相继研制出新冠疫苗以后并开始陆续接种，原油市场乐观预期抬头，叠加宏观面经济数据改善，流动性继续保持宽松基调，原油供应端仍维持偏紧状态，国内外原油期货价格重心稳步抬升。这期间，美国 WTI 原油价格运行区间自年初 50-51 美元/桶快速回升至 65-66 美元/桶，而布伦特原油价格运行区间也由年初的 55-57 美元桶回升至 67-70 美元/桶。国内原油期货主力合约也由年初的 320-350 元/桶区间稳步攀升至 420-450 元/桶区间。

第二阶段（3 月上旬至 5 月中旬）：随着 OPEC+ 产油国逐步松绑减产措施，美伊开启和谈诱发伊朗原油解禁预期出现，原油市场供应端偏紧优势开始松动。同时印度和东南亚地区出现变种新冠病毒，给全球疫情防控带来严峻考验，原油需求前景一度受挫，叠加通胀风险增加，欧美国家宽松政策边际效应递减，国内外原油期货价格转入高位振荡整理的走势。其中美国 WTI 原油期货价格维持在 57-67 美元/桶区间内运行，而布伦特原油期货价格也维持在 60-70 美元/桶区间内运行，国内原油期货主力合约则维持在 375-445 元/桶区间内运行。

第三阶段（5 月中旬至 6 月中旬）：在 OPEC+ 产油国维持有序小幅增产，同时美伊和谈进展缓慢，伊朗原油投放市场预期降低和时间节点延后给予油市暂时性的偏紧优势。叠加全球经济延续稳步复苏态势，原油消费前景改善和季节性旺季到来，油市供需结构好转并推动库存去化加速，令油价重新开启一轮上涨行情。其中 WTI 原油期价自 62-67 美元/桶区间稳步走高至 72.83 美元/桶；布伦特原油期价自 65-70 美元/桶区间稳步走高至 74.33 美元/桶一线；我国原油期货主力合约自 375-445 元/桶区间稳步走高至 463 元/桶一线，三者再创 2020 年以来新高。未来油价能否延续反弹行情，笔者认为未来油价有望迈入新的运行阶段。

图 1、国内原油期货主力合约在 2021 年上半年呈现振荡上行的趋势



数据来源：博易大师、宝城期货

图 2、美国 WTI 原油期货连续合约在 2021 年上半年呈现振荡上行的趋势



数据来源：博易大师、宝城期货

图 3、布伦特原油期货连续合约在 2021 年上半年呈现振荡上行的趋势



数据来源：博易大师、宝城期货



图 4、三大原油期货价格走势相关性分析走势图



数据来源：WIND、宝城期货

## 二、欧美经济修复良好 全球货币紧缩预期加重

步入 2021 年以来，在疫情得到较好控制的情况下，美国新总统拜登上任以后，先后通过 1.9 万亿美元财政纾困法案、高达 2 万亿美元（后来扩张为 3.25 万亿美元）的新基建计划以及 2022 年 6 万亿美元财政支出预算方案，无限量 QE 以及以上提振市场的消息的确促进了美国经济的快速增长。数据显示，美国一季度 GDP 环比折年率修正值为 6.40%，其中消费对 GDP 增长的拉动占据主导地位，而个人消费支出拉动贡献了 7.40 个百分点。在美国经济强劲复苏带动下，其他主要经济体也是不甘示弱，均交出亮丽的一季度增长答卷：欧元区一季度 GDP 季调同比增长-1.80%，较上季走高 3.10 个百分点；日本 GDP 同比增长-1.90%，较上季度上升 0.80 个百分点；而中国 GDP 因为去年同期低基数导致当季同比增长 18.30%。世界银行发布最新一期《全球经济展望》报告。报告预计，2021 年全球经济增速为 5.6%。其中，新兴市场和发展中经济体的经济增速将温和反弹至 6%。预计中国 2021 年经济增速将反弹至 8.5%，较此前 7.9% 的预期上调了 0.6 个百分点。

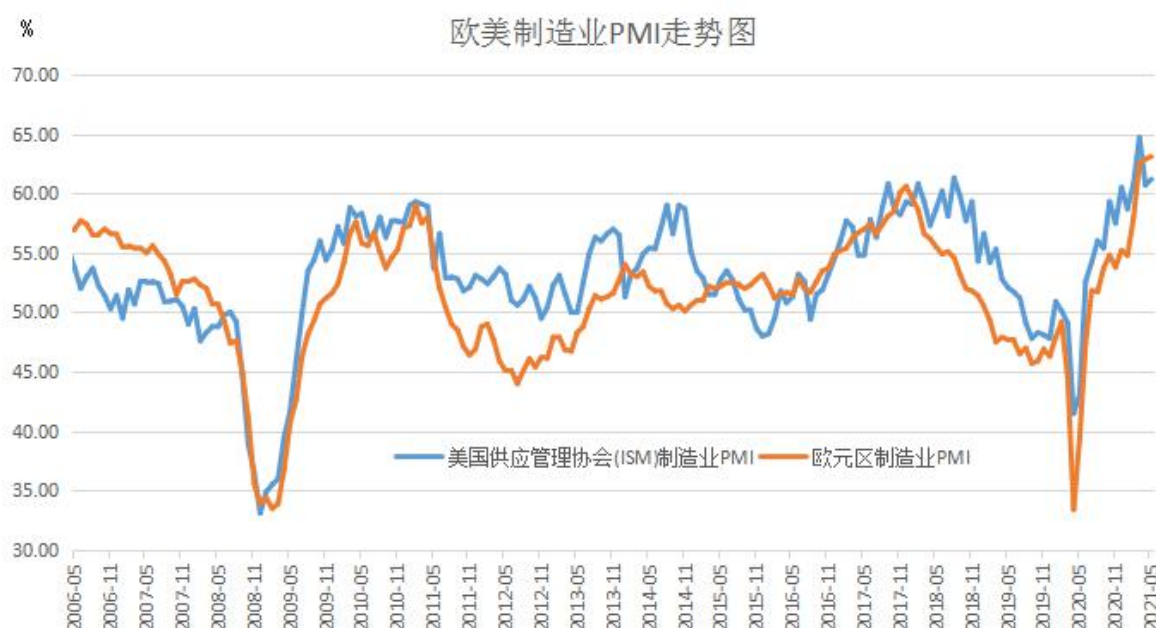
受益于欧美国家经历几轮大规模经济刺激以及新冠疫苗接种率持续回升，经济活跃度稳步修复。据统计，欧元区 5 月 IHS Markit 综合采购经理人指数 PMI 攀升至 56.9，创自 2018 年 2 月以来的最高水平。同时美国 5 月 ISM 制造业 PMI 录得 61.2，也显著高于市场预期。随着欧美发达经济体陆续发布强劲的宏观数据以后，经济向好的乐观预期得到进一步强化。而随着美国不断推出超预期的财政刺激政策以后，市场对于经济复苏和通胀上行的确定性进一步升温。据美国劳工部显示，4 月和 5 月 CPI 年率分别为 4.2% 和 5%，均创 2008 年夏季以来最大同比增幅，剔除食品和能源价格的 5 月核心 CPI 环比上升 0.7%，为 1992 年 6 月以来的最大同比增幅。与此同时，美国初请失业金人数也降至近 15 个月来最低，显示出疫情对美国的影响正在缓解。尽管年初至今，美联储主席鲍威尔和其他联储官员都在试图说服市场，目前物价上涨是由暂时性因素造成的，这些因素会随着时间的推移而减弱，不太可能意味着持续高通胀，承诺不会轻易收紧超常规宽松措施。但值得注意的是，6 月以来美联储隔夜逆回购工具使用量连续创历史新高，达到 5349 亿美元，也在凸显美联储接下来讨论并启动缩减 QE 仍是大概率事件。据显示，在为期两日（6 月 15-16 日）的货币政策会议之后，尽管美联储宣布维持利率不变，并在 2021 年继续维持每月增持至少 800 亿美元的国债和至少 400 亿美元的住房抵押贷款支持证券，直到委员会的充分就业和物价稳定目标取得实质性进展。不过上调了对今明两年的通胀预期，并暗示 2023 年

前将加息两次，预计第一次加息可能会比预期更早。据季度预测显示，18位美联储官员中的13位预计2023年末前将至少加息一次，3月抱有同样预测的官员有7位。11位官员预计2023年末前将至少加息两次。此外，7位官员预测最早加息的时间可能在2022年，多于3月时的4位。而据美联储点阵图显示，到2023年底，美联储将加息两次。

与美联储货币政策基调稍有差异的是欧洲央行。据显示，欧洲央行公布6月利率决议，维持三大关键利率不变，并承诺将在6-9月显著加快紧急抗疫购债计划（PEPP）的购买速度，重申PEPP将至少持续到2022年3月底，以及维持1.85万亿欧元总规模不变。对比来看，4月以来欧洲央行与美联储资产规模差距显著缩窄，未来PEPP购债速度继续加快，欧元兑美元可能出现一定贬值压力。同时，欧央行上调了2021-2022年欧元区GDP增速和CPI指数预测，预计2021年欧元区GDP增长4.6%，此前预计增长4%；预计2021年欧元区CPI为1.9%，此前预计为1.5%。欧洲央行行长拉加德整体发言偏鸽，强调了过早收紧货币和财政双重刺激将对经济增长和通胀构成风险，称2021年下半年通胀上行压力有限，但通胀背后的临时因素有所抬升。

在全民免疫、经济复苏、货币政策收紧的逻辑路径越来越清晰的背景下，未来美联储讨论并启动缩减QE将成为市场最为关心的事件，全球金融市场风险偏好也将随之降低。经济发展与合作组织预计，2021-2022年全球经济增速将分别达到5.8%和4.4%，比3月的预测值高出0.2和0.4个百分点。该组织表示，调高经济预测的原因是疫苗接种加快以及主要经济体实施大规模经济刺激政策。

图 5、2021 年美国 and 欧元区国家制造业 PMI 走势图



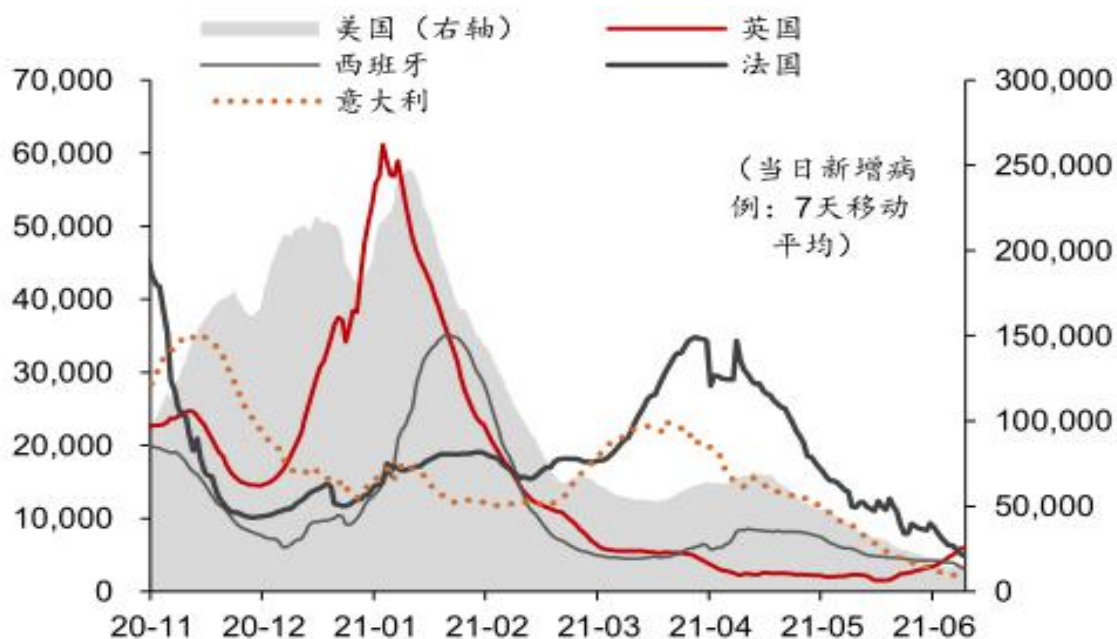
数据来源：宝城期货

图 6、2016-2021 年美国 10 年期国债收益率走势图



数据来源：宝城期货

图 7、欧美国家新增新冠病例数量继续回落走势图



数据来源：宝城期货

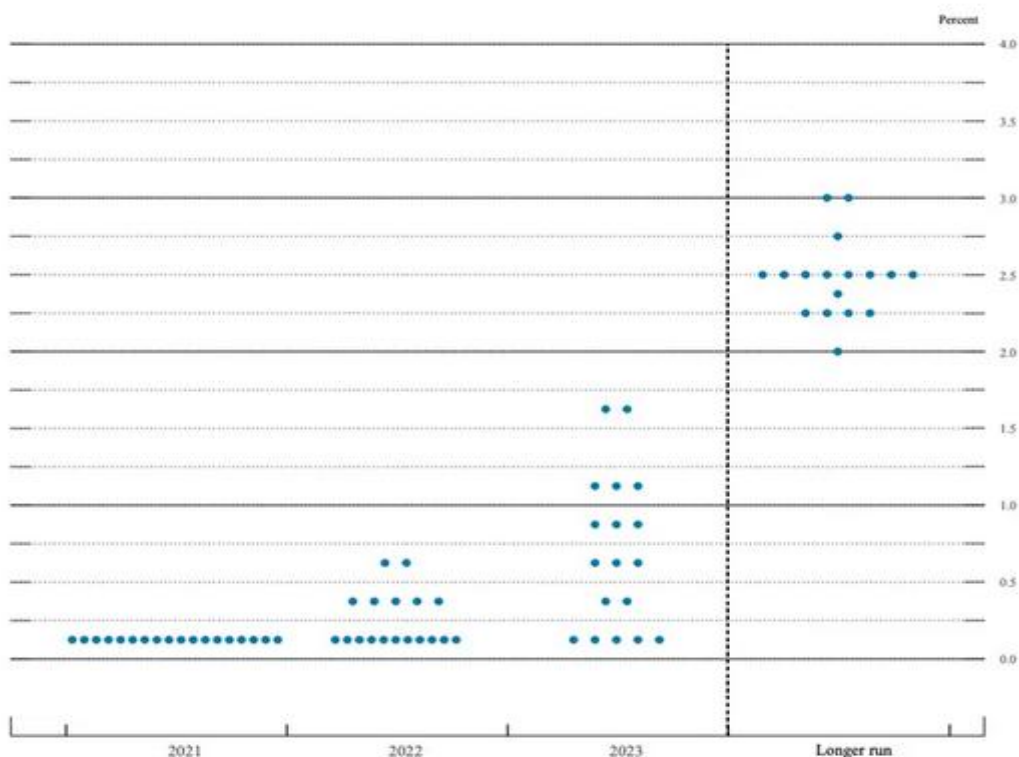
图 8、2021 年美联储扩表速度有所加快



数据来源：宝城期货

图 9、美联储大幅上调通胀率增长预期至 3.4%，并预期 2023 年或会加息两次性

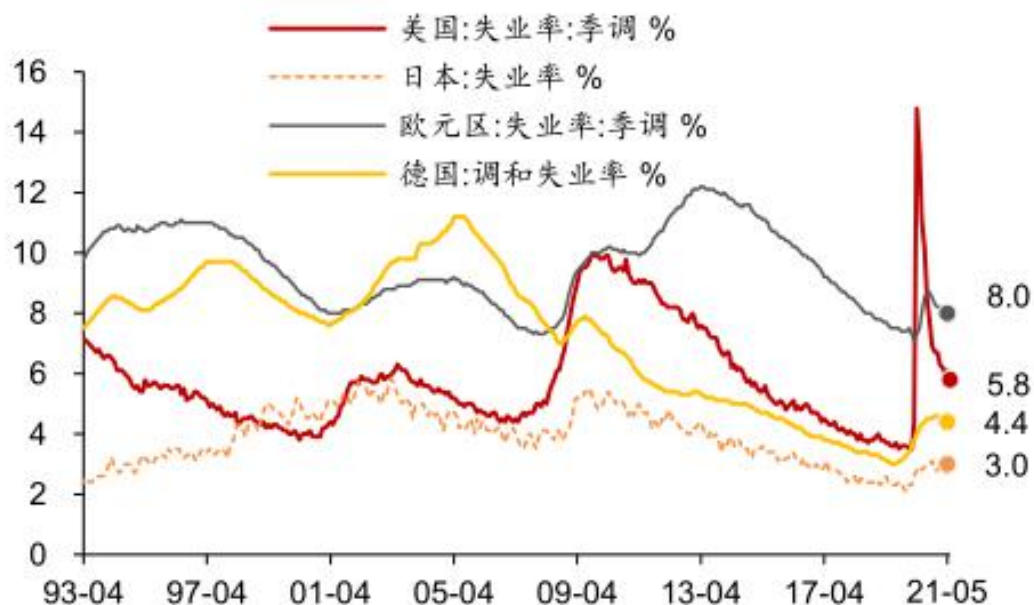
Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



数据来源：宝城期货

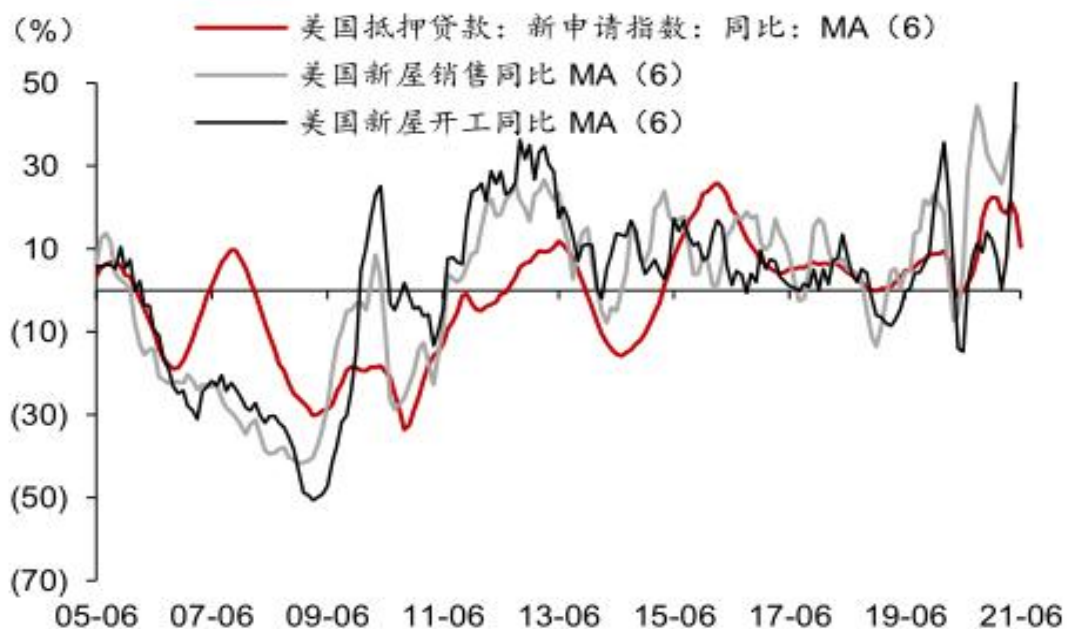


图 10、2021 年 5 月全球主要经济体失业率继续下行



数据来源：宝城期货

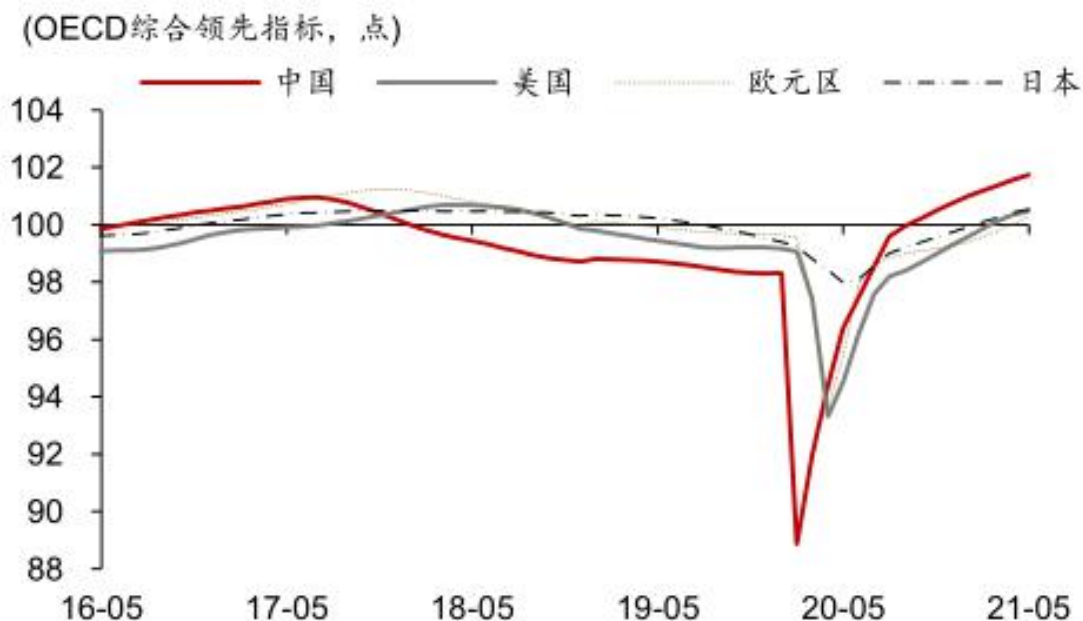
图 11、2021 年 5 月美国新屋销售和开工同比回升



数据来源：宝城期货

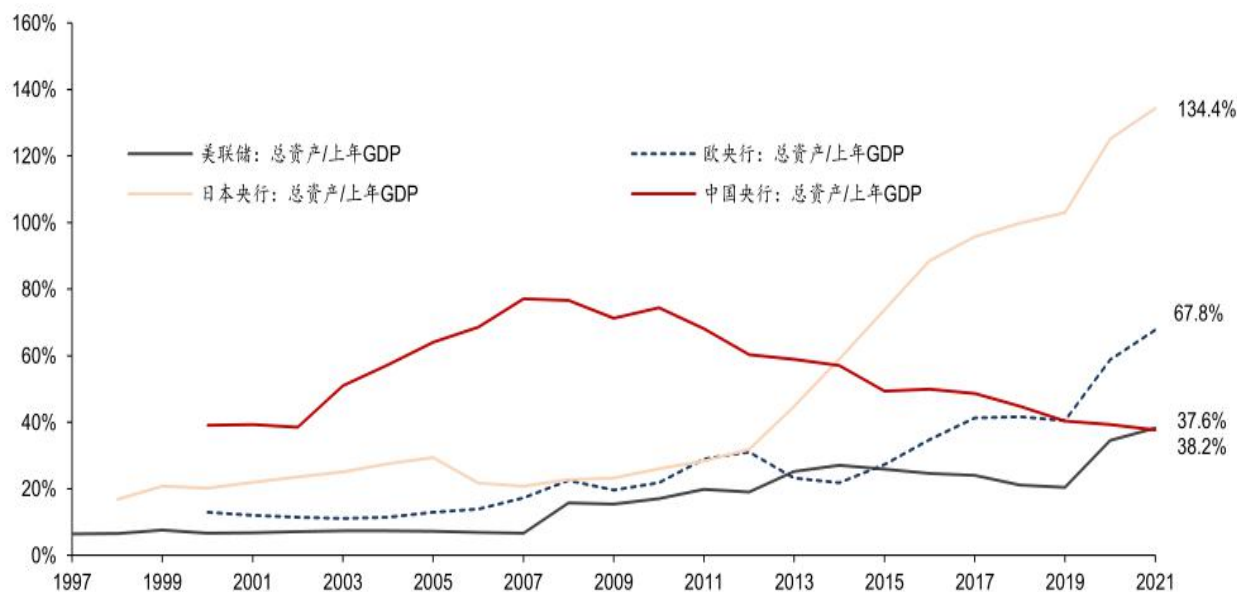
图 12、今年以来中美日欧 OECD 综合领先指标已经回升至荣枯线上方





数据来源：宝城期货

图 13、主要央行年末资产负债表规模和本国/本地区上年 GDP 之比 (%)



数据来源：宝城期货

### 三、下半年我国经济增长有望继续平稳运行

步入 2021 年上半年以来，在国内新冠疫苗陆续接种以及严防控制下，国内经济受到疫情的影响逐渐消退。不仅如此，承接海外旺盛的需求，消费品出口维持在高位，我国出口进一步增长。作为“十四五”开局首季，我国经济延续复苏态势。在经历一季度国内经济高速增长以后，随着 2020 年同期基数逐步抬高，二季度开始主要宏观指标增速均有所回落，显示经济运行正逐渐回归常态。据统计，2021 年 4 月和 5 月，官方制造业采购

经理人指数为 51.1 和 51，其均值 51.05 较一季度的均值 51.27 小幅回落。与此同时，据我国海关署数据统计，今年前 5 个月，我国进出口总值 14.76 万亿元人民币，同比增长 28.2%，比 2019 年同期增长 21.6%。其中，出口 8.04 万亿元，同比增长 30.1%，比 2019 年同期增长 23.6%；进口 6.72 万亿元，同比增长 25.9%，比 2019 年同期增长 19.2%；贸易顺差 1.32 万亿元，同比增加 56.2%，整体延续进出口稳中向好态势。与此同时，生产端稳中加固趋势继续保持。据国家统计局公布数据显示，2021 年前 5 个月，全国规模以上工业增加值同比增长 17.8%，两年平均增长 7.0%，其中 5 月份环比增长 0.52%；全国固定资产投资（不含农户）同比增长 15.4%，两年平均增长 4.2%，其中 5 月份环比增长 0.17%。值得注意的是，前 5 个月，制造业投资同比增长 20.4%，两年平均增速由 1 至 4 月份的下降转为增长 0.6%，表明市场主体投资信心增强。此外，消费保持较好恢复态势。5 月份，社会消费品零售总额 35945 亿元，同比增长 12.4%，两年平均增长 4.5%；环比增长 0.81%。虽然随着低基数效应减弱，5 月份主要宏观数据同比增速放缓，但从剔除基数影响的两年平均增速来看，消费、投资、服务业生产指数均有所加快，制造业投资两年平均增速年内首次转正，调查失业率降至两年多新低，这些都表明经济持续恢复，继续呈现稳中加固、稳中向好态势。

中国经济稳健复苏及对全球经济增长的贡献得到了世行的高度肯定。2021 年东亚和太平洋地区的复苏将最为强劲，这主要得益于中国的强劲增长。预计 2021 年中国对全球经济增长的贡献将超过 1/4。整体来看，我国投资恢复性增长的趋势不会改变，投资动能不断增强，但仍需注意输入性通胀风险。据显示，2021 年 5 月份，全国居民消费价格同比上涨 1.3%。1-5 月平均，全国居民消费价格比去年同期上涨 0.4%。2021 年 5 月份，全国工业生产者出厂价格同比上涨 9.0%，环比上涨 1.6%。1-5 月平均，工业生产者出厂价格比去年同期上涨 4.4%。

从下半年情况看，当前宏观经济尚在恢复进程中，大宗商品价格快速上涨的负面影响在可控范围内，预计二季度之后 PPI 上升压力将有所减轻，PPI 向 CPI 的全面传导较难发生。“三驾马车”方面，年内消费或难以恢复至疫情前水平，出口依然有较强支撑，基建类支出持续低迷局面有望缓和，但房地产投资上行空间有限。预计三季度 PPI 将维持相对高位，四季度回落幅度加快；CPI 延续温和回升，同比高点有望出现在四季度。在这种情况下，下半年经济会更多依靠内生动力修复实现稳中加固。制造业投资、服务性消费、商品出口可能会成为结构性亮点。2021 年 GDP 增速将呈现“高开后一路下行”态势，二季度后经济增长会逐渐恢复正常。目前对于 2021 年剩下三个季度的 GDP 增速预期分别为 8.2%、6.0% 和 5.3%。对于 2022 年四个季度 GDP 增速预期也全部低于 6%。总结而言，市场对下半年以及明年的经济强度预期并不高。

图 14、2021 年一季度我国 GDP 增速达到 18.3%



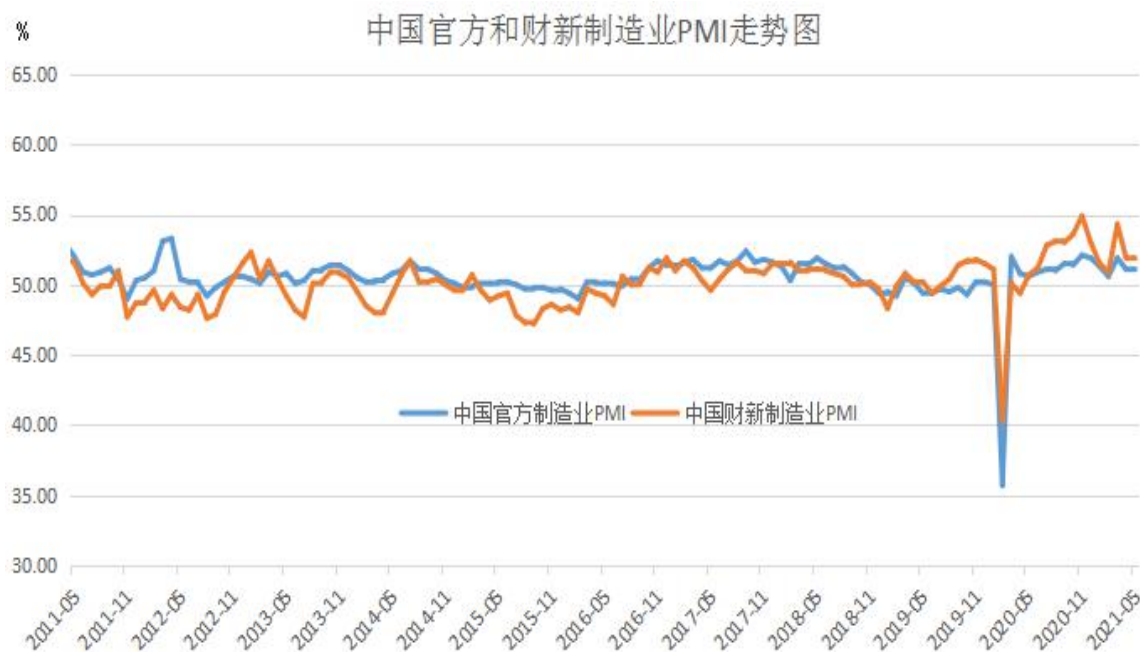
数据来源：宝城期货

图 15、预计 2021 年我国 GDP 增速料呈现前高后低的走势



数据来源：宝城期货

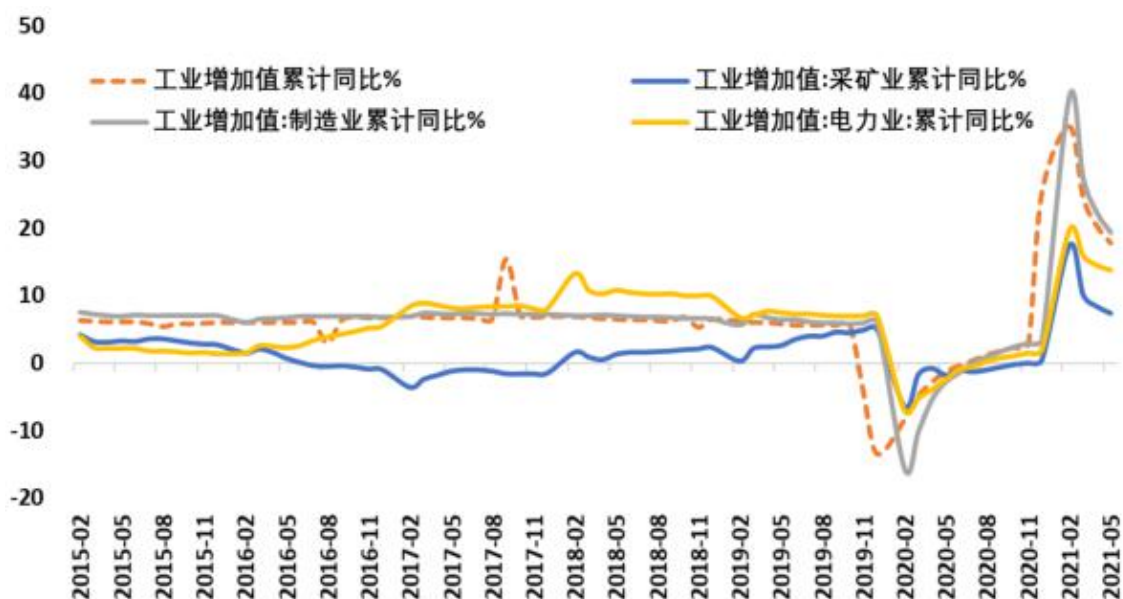
图 16、2021 年 5 月我国官方和财新制造业 PMI 走势图



数据来源：宝城期货



图 17、2021 年 1-5 月我国工业增加值增速呈现前高后低的态势



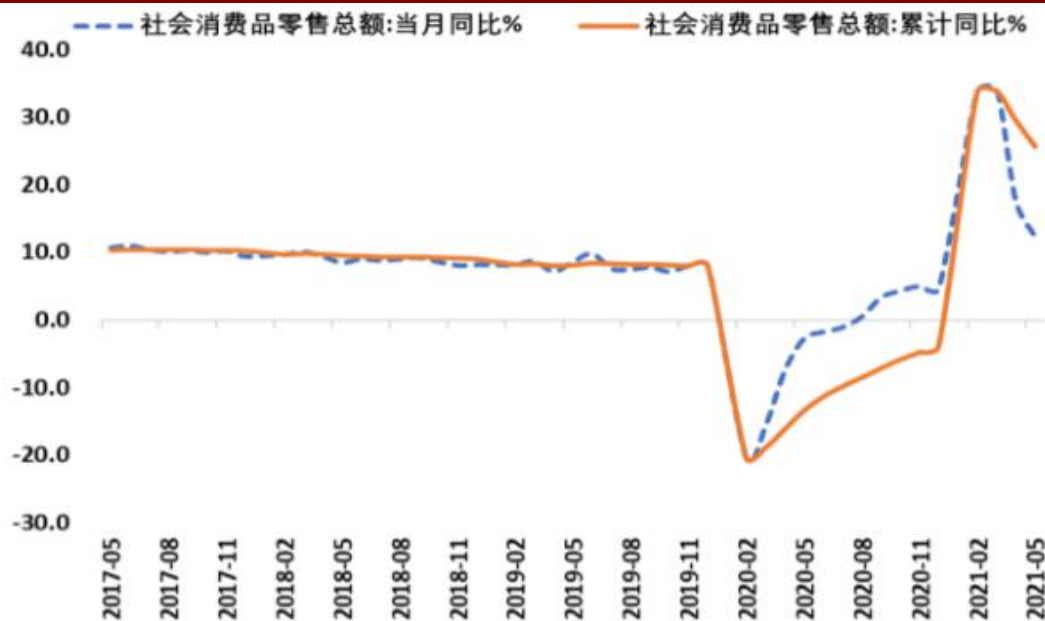
数据来源：宝城期货

图 18、2021 年 1-5 月我国固定资产投资、基建投资及房地产投资同比增速走势图



数据来源：宝城期货

图 19、2021 年 5 月我国社会消费品零售总额及增速走势图



数据来源：宝城期货

图 20、2021 年 1-5 月我国 CPI 和 PPI 增速走势图



数据来源：宝城期货

图 21、2021 年 1-5 月我国社会融资规模存量同比走势图



数据来源：宝城期货

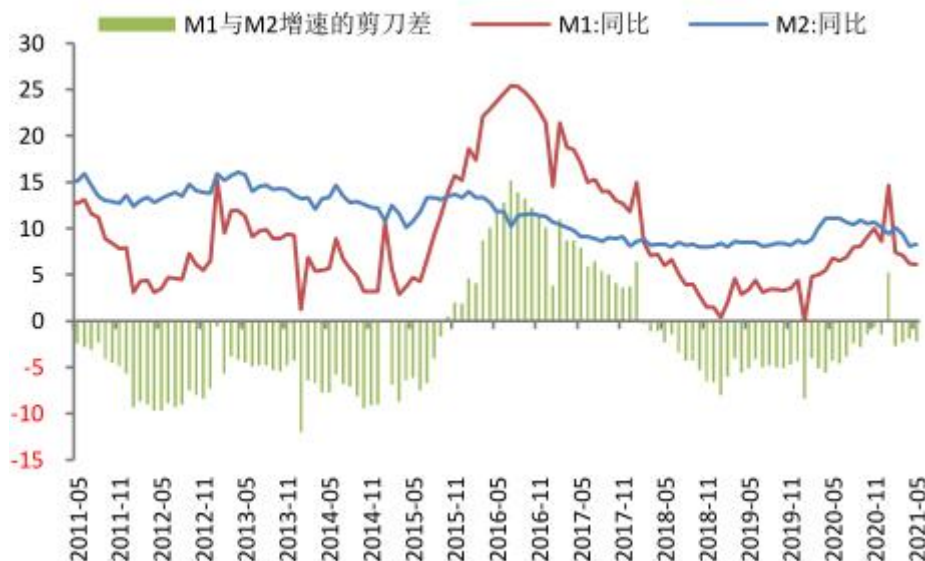
图 22、2021 年 5 月我国新增社会融资规模结构



数据来源：宝城期货

图 23、2021 年 1-5 月我国 M1 和 M2 货币增速走势图





数据来源：宝城期货

#### 四、OPEC+产油国有序小幅增产 供应压力有限

步入 2021 年以来，随着原油消费大国陆续接种新冠疫苗以后，全球经济稳步回暖，原油需求前景改善，国际油价重心持续上移，OPEC 增产意愿趋于上升。因此在今年 4 月初，OPEC+产油国决定在 5-7 月份施行温和增产措施，即有计划和小规模地放松减产力度。据显示，欧佩克+在 5 月、6 月和 7 月分别提高原油日产量 35 万桶、35 万桶和 44.1 万桶，同时沙特逐步取消自 1 月以来自愿减产的 100 万桶/日，5 月减少 25 万桶/日，6 月减少 35 万桶/日，7 月减少 40 万桶/日。此外，俄罗斯在 OPEC+减产协议范围内不按比例增产，未来 3 个月内每个月增产幅度限制在 3.9 万桶/天。这意味着 5-7 月 OPEC+将累计增产逾 200 万桶/日。由于欧佩克+目前增产原则基本遵循了循序渐进、紧盯需求，通过高频率的开会及政策微调管理市场预期，大幅降低了原油市场供应过剩的风险，单次会议前后市场波动放大但难以对长期趋势产生逆转。

据 OPEC 在 6 月月度报告中显示，5 月 OPEC 产量 2546.3 万桶/日，环比增长 1.56%。OPEC+产油国减产同盟对全球经济和需求将在下半年加快复苏持乐观态度，继 5 月和 6 月增产之后，OPEC+将推进 7 月份日增产 84.1 万桶的计划，自 2020 年 5 月以来，OPEC+主动减产令全球石油供应减少了 29 亿桶，OPEC+致力于达成去库存目标，加速原油市场供需再平衡，同时拉升国际疫情环境下的原油价格。整体来看，随着原油需求端逐步复苏，第三季度油市供需紧平衡的预期较高。据 OPEC+产油国预计，今年全球 GDP 增长率为 5.5%，高于上次会议的 5.4%。因此，未来逐步增产符合经济和石油需求回暖的需要，全球经济延续复苏的态势不会改变。如果 7 月后依然维持当前产量不变，2021 年全球原油库存将每日平均下降 140 万桶，并从 9 月开始加速下降，预计 9-12 月全球原油库存将至少每日下降 200 万桶。换言之，以目前油市供应增量规模将无法满足不同下半年逐渐增长的需求预期，OPEC+产油国增产威胁有限。

尽管从二季度开始，市场一直担忧随着美伊谈判持续进行，伊朗石油重回市场只是时间问题。但从近几个月的美伊谈判过程来看，前景依然曲折。伊朗和欧美大国将于 6 月 10 日在维也纳举行第五轮会谈。伊核协议的重启并不会改变美国对于伊朗的制裁。伊核协议谈判依然存在较高的不确定性，若伊朗受到的制裁延续，伊朗原油回归国际原油市场的时间将延后，国际原油供给不会出现大幅增长。目前伊朗核谈判进展慢于预期，此次会议并未涉及伊朗石油重回市场的讨论。即使未来伊朗与美国在核议程的某些方面达成初步协议，伊朗石油得到解禁豁免，初期重返油市的规模也仅可能在 50 万桶/日左右，毕竟真正回归全球油市会是一个渐进的过程。预计二季度末各国能够达成框架协议，可能先期豁免伊朗原油出口 50 万桶/日，9 月末制裁完全解除。如果伊朗石油重回市场，2021 年 OPEC 的原油供应将增加 80 万桶/天，2022 年将增加 210 万桶/天。

美国方面，今年以来，随着国际原油价格持续上涨，令美国页岩油企业盈亏继续改善，刺激油企加大马力开采，美国原油产量稳步回升。截至 6 月 11 日，美国石油活跃钻井平台数量 359 座，较去年 8 月 14 日低点 172 座，大幅增加 108.72%。美国国内原油产量上涨 10 万桶/日至 1100 万桶/日，与年初持平；由于美国页岩油生产商会在未来几个月内持续进行完井，来对冲老井产量的衰减，此外美湾地区 13 个新项目能够在 2022 年底前带来额外 20 万桶日的产量。EIA 预计今年 4 季度美国原油产量增长至 1135 万桶日，预计 2022 年美国原油产量为 1180 万桶/日。

整体来看，虽然 OPEC+产油国实施有序小幅增产计划，但基于乐观经济复苏前景，原油消费增量将超过原油供应增量，增产对油价的影响有限。同时伊核协议谈判依然存在较高不确定性，伊朗原油豁免并重返油市的时间点料将延续，预计三季度国际原油市场供应压力不大，四季度存在小幅增量风险。与此同时，美国原油产量维持小幅增产势头，不过增量空间有限，原油偏乐观的消费预期尚能化解。总体来看，2021 年下半年原油市场供应端依然有望维持偏紧优势。

表 1、2021 年 OPEC 产油国减产执行情况汇总表

2021年OPEC减产执行情况汇总表									
单位：千桶		2020.8-2020.12	2021.1-2021.4	当前协议下	月度产量			减产执行率	超额减产量
国家	基准	第二阶段减产量	第三阶段减产量	减产产量	Nov-20	Dec-20	Jan-21		
阿尔及利亚	1057	193	145	912	857	856	864	133%	48
安哥拉	1527	278	209	1318	1179	1168	1174	169%	144
赤道几内亚	127	23	17	110	103	126	116	65%	-6
加蓬	187	34	26	161	183	182	173	54%	-12
伊拉克	4653	849	637	4016	3772	3852	3839	128%	177
科威特	2809	513	385	2424	2293	2297	2319	127%	105
尼日利亚	1829	334	250	1579	1448	1373	1342	195%	237
沙特	11000	2006	1505	9495	8966	8965	9054	129%	441
阿联酋	3168	578	433	2735	2515	2576	2612	128%	123
刚果	325	59	44	281	283	269	267	132%	14
利比亚					1982	2022	2084		
伊朗					1088	1215	1164		
委内瑞拉					414	415	487		
OPEC合计					25083	25316	25495		
OPEC减产国合计	26682	4867	3651	23031	21599	21664	21760	135%	1271

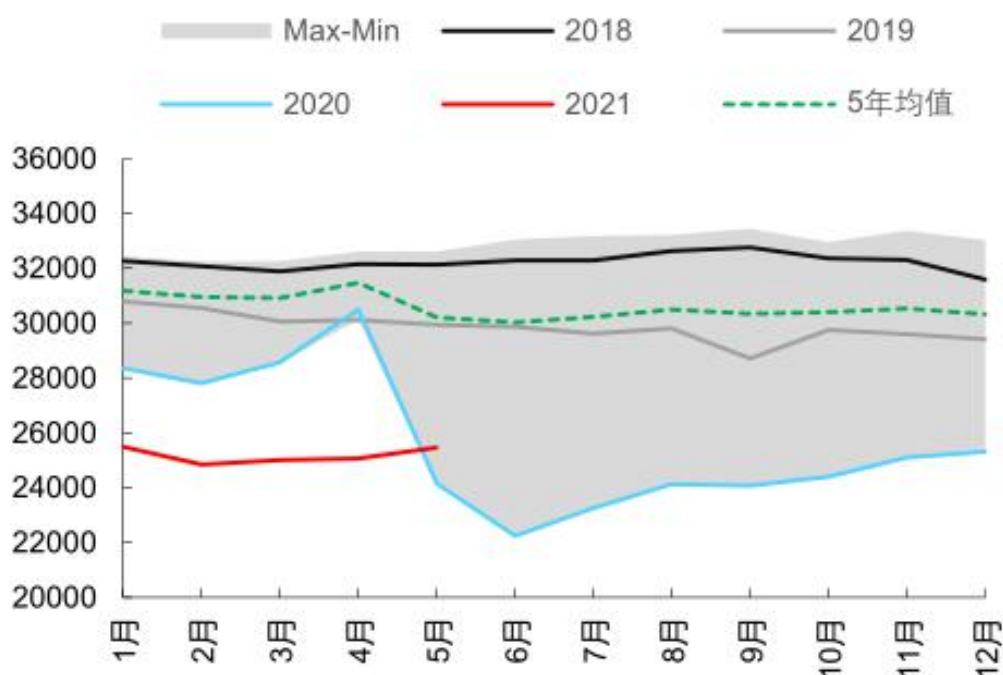
数据来源：WIND 资讯、宝城期货

表 2、2021 年 4 月 OPEC 减产配额（千桶/天）不包括沙特额外减产

国家	参照水平	目标减产 量	产量目标	3月产量	4月产量	月环比	实际减产 量	减产执 行率
阿尔及利亚	1057	-181	876	873	867	-6	-190	104.97%
安哥拉	1528	-261	1267	1156	1140	-16	-388	148.66%
刚果	325	-56	269	271	270	-1	-55	98.21%
赤道几内亚	127	-22	105	107	112	5	-15	68.18%
加蓬	187	-32	155	185	185	0	-2	6.25%
伊朗	-	-	-	2320	2393	73		
伊拉克	4653	-796	3857	3714	3920	206	-733	92.09%
科威特	2809	-480	2329	2328	2326	-2	-483	100.63%
利比亚	-	-		1197	1130	-67		
尼日利亚	1829	-313	1516	1473	1548	75	-281	89.78%
沙特阿拉伯	11000	-2881	8119	8098	8132	34	-2868	99.55%
阿联酋	3168	-542	2626	2609	2614	5	-554	102.21%
委内瑞拉	-	-	-	526	445	-81		
OPEC-10	26683	-5564	21119	20814	21114	300	-5569	100.09%
OPEC-13				24857	25082	225		
剔除沙特执行率								100.67%

数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 24、2018-2021 年 OPEC 原油产量走势图（千桶/日）

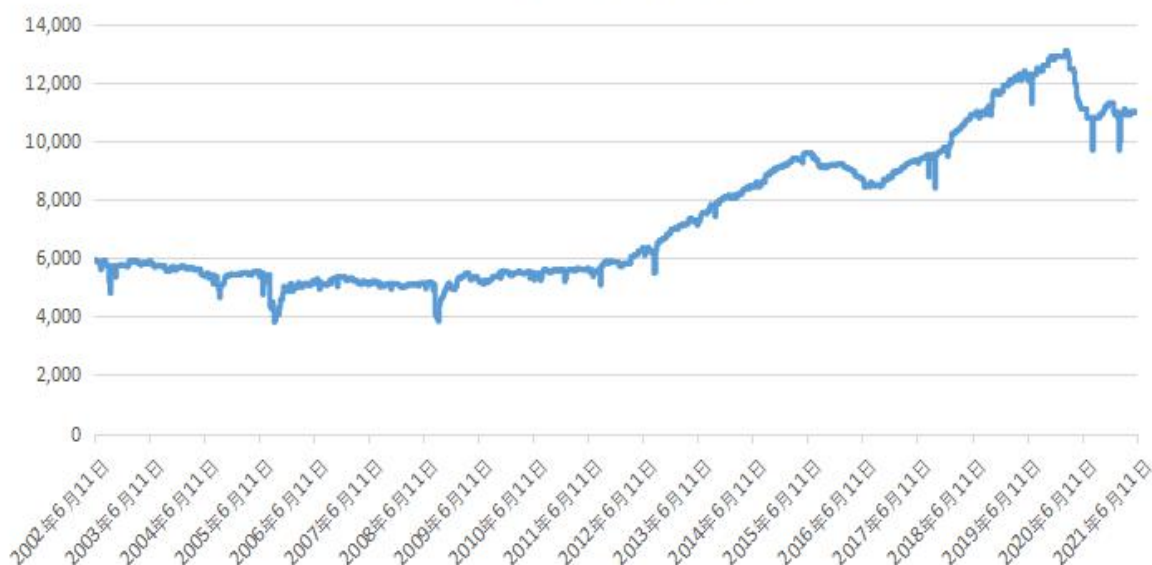


数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 25、美国原油产量走势图（千桶/日）



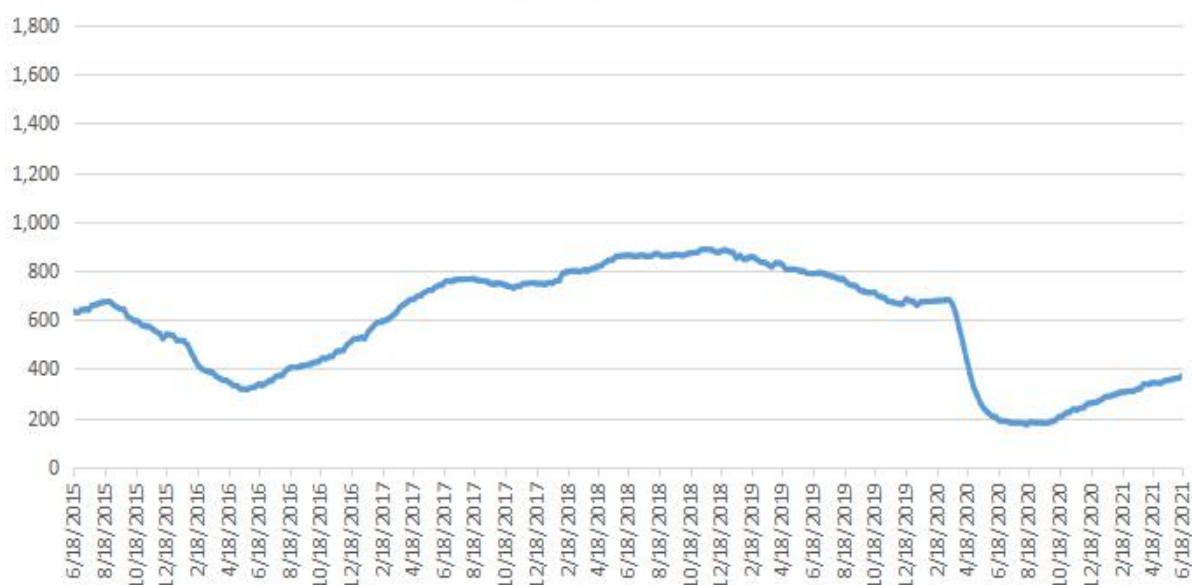
美国原油产量走势图（千桶/日）



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

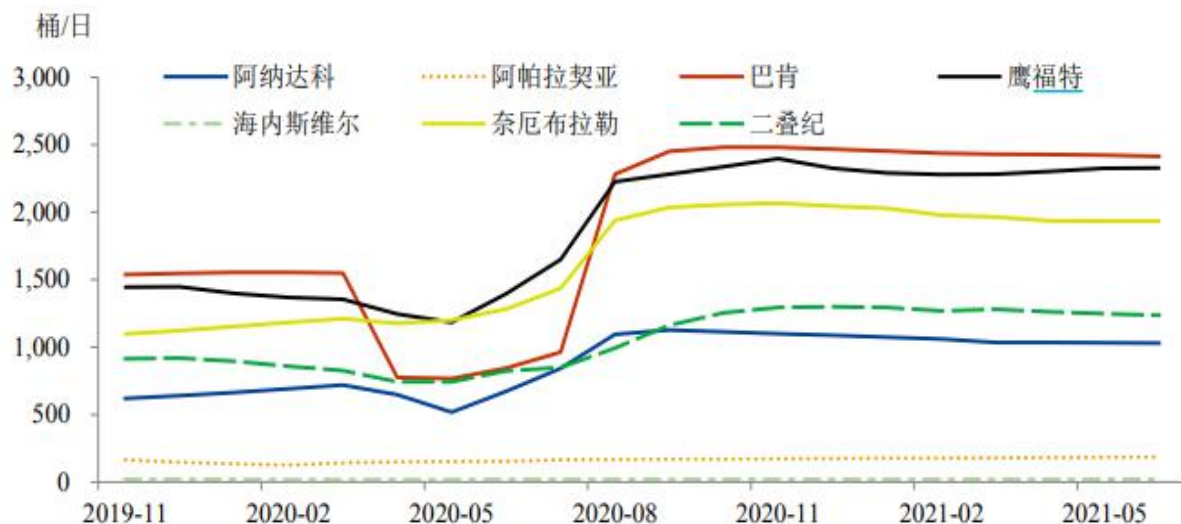
图 26、2014-2021 年美国活跃石油钻井平台数量走势图

美国油企活跃钻井机数（座）



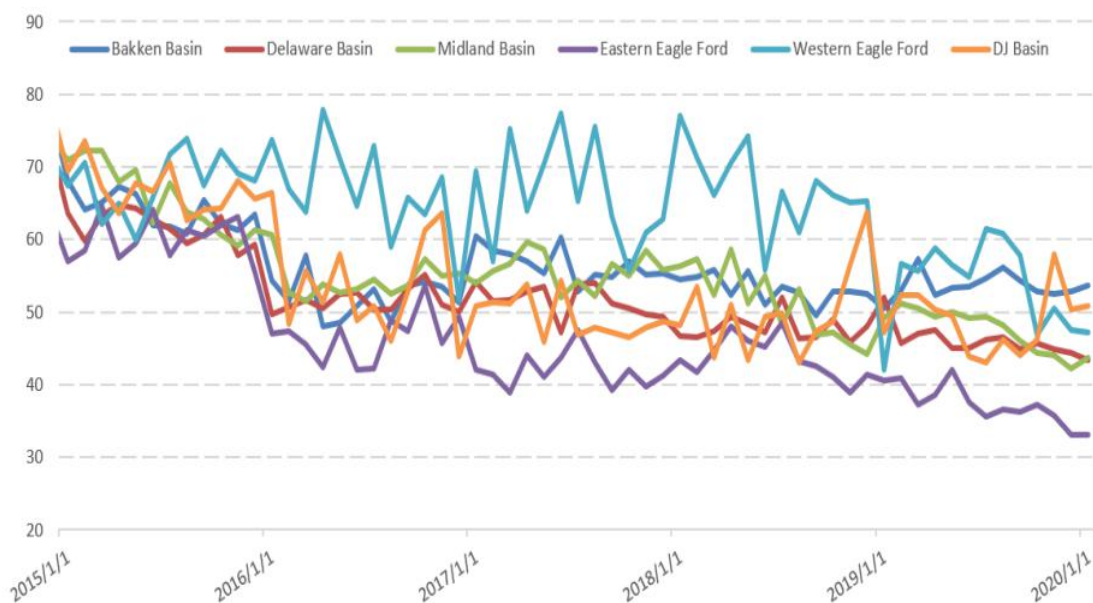
数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 27、2017-2021 年美国七大产区新井单井产出走势图



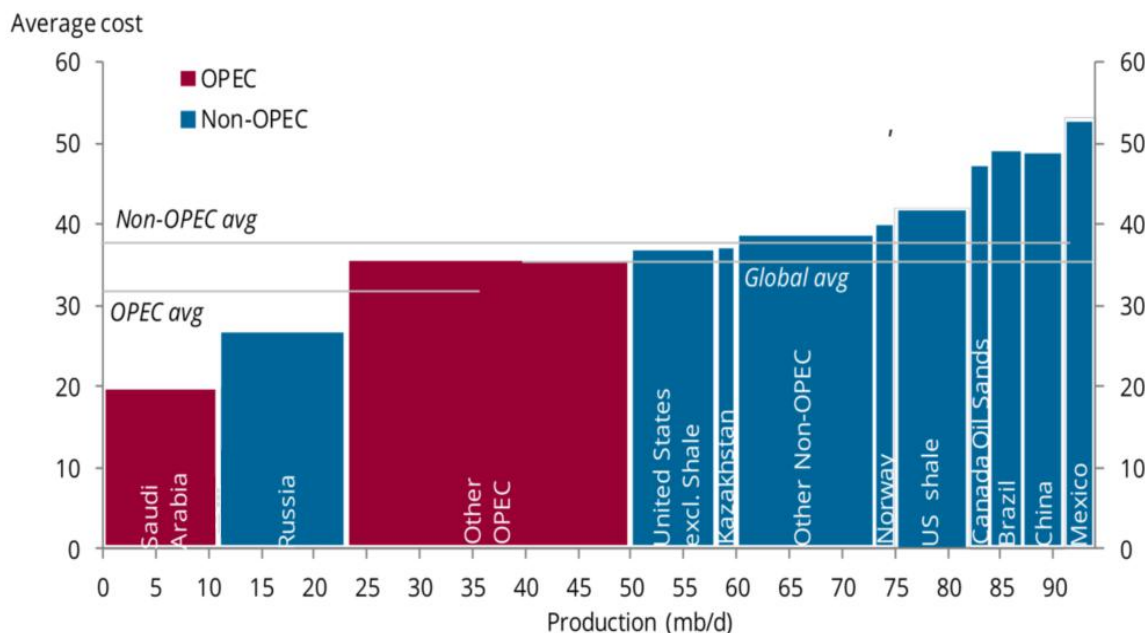
数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 28、美国各地区页岩油开采成本图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 29、全球主要产油国原油生产成本对比图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

## 五、全球原油需求持续复苏 库存去化良好

今年一季度开始，全球疫苗逐步投入使用并对疫情防控起到了一定效果，但从接种疫苗的人群覆盖程度看，疫苗接种在国家分布上极不平衡。其中，欧美等发达经济体疫苗覆盖程度相对较高，而发展中国家及新兴市场则疫苗覆盖人口比例偏低。

源于欧美多国放松管制举措，道路出行增加，跨境流动增强、航空需求也在逐渐复苏。欧美陆续解除封锁，放松接种过疫苗的外国人旅游限制，欧美主要城市的活动指数开始大幅回升，后期随着天气回暖，夏季驾车旺季来临前炼厂将继续增加炼油活动。据显示，美国陆上交通已经接近疫情前的水平，美国的空中交通量距疫情前仍有 35% 的回升空间。欧洲 15 个主要城市的交投拥堵程度已回升至疫情以来的最高点，且随着多国放松疫情管制，欧美航班数量呈现持续上升态势。截至 2021 年 6 月上旬末，全球航班数量环比下降 0.04%，同比增长 69.26%。

每年 5-9 月是传统的出行旺季，随着疫苗接种速度的加快，预计欧美的油品需求可能进入加速阶段。据统计，从美国炼厂开工率来看，截止 6 月 11 日当周，美国炼厂开工率稳步回升至 92.60%，不仅较去年同期大幅增加 25.47%，而且高于近 7 年均值 3.04%。根据过去 7 年美国炼厂开工率走势规律来看，需求回暖态势有望延续至 7 月底至 8 月初，这意味着未来原油需求有望进一步改善。后期即使恢复到正常水平，参照中国 2020 年下半年的情况，欧美还会有补偿性消费，这将继续支撑油价。

5 月全球三大能源机构在月度报告中纷纷修改对未来全球原油需求展望预期。首先、石油输出国组织（OPEC）发布 5 月报告，2021 年石油需求将增加 595 万桶/天，增幅为 6.6%，与上月预测持平。OPEC 第 3 季度的需求预测上调了 15 万桶/天，将 2021 年第 4 季度的需求预测上调了 29 万桶/天。预计 2020、2021 年全球对 OPEC 国家原油需求量分别为 2250 万桶/日和 2770 万桶/日，分别较 2019、2020 年变化约 -680 万桶/日和 +520 万桶/日。其次、国际能源署（IEA）发布 5 月报告，预计 2021 年全球石油需求增速预期下调 27 万桶/日，至 540 万桶/日。即使伊朗增加出口并下调对印度的需求预测，石油供应过剩的情况也不再出现，下半年需求的复苏将较为显著。最后、美国能源信息署（EIA）发布 5 月报告，EIA 下调了 2021 年上半年全球需求预期并上调下半年需求预期。考虑到印度疫情持续发酵，EIA 将 2 季度原油需求下调至 9696 万桶/日，EIA 预计印度将对 2 季度原油需求造成 30 万桶/日的影响。而下半年需求则在疫苗的推动下继续上调。



受益于原油需求好转，全球库存去化得到了保障。可以看到，自 2020 年下半年以来，全球原油库存去化主要体现在海上在途原油库存与海上浮仓库存。而步入 2021 年以来，海上原油库存已经去库到位，陆上原油库存去化开始提速。一般来讲，观测指标为美国石油库存和经合组织商业石油库存。其中，美国石油库存占比较大，可以作为观测原油库存去化是否顺畅的高频指标。数据显示，经合组织 4 月商业石油库存已经比 5 年平均水平低了 2%，从 2020 年中期 32 亿桶的峰值下降了 2.5 亿桶，库存周期为 66 天，比 2020 年 4 月下降 12 天。同时，美国能源信息署最新发布的数据显示，截至 6 月 11 日当周，美国原油库存为 4.67 亿桶，周环比回落 700 万桶，较去年同期大幅下滑 13.46%，并低于 2019 年同期 1569 万桶左右。根据过去 8 年库存走势规律来看，接下来的北半球用油消费旺季有望推动原油库存延续去化节奏。

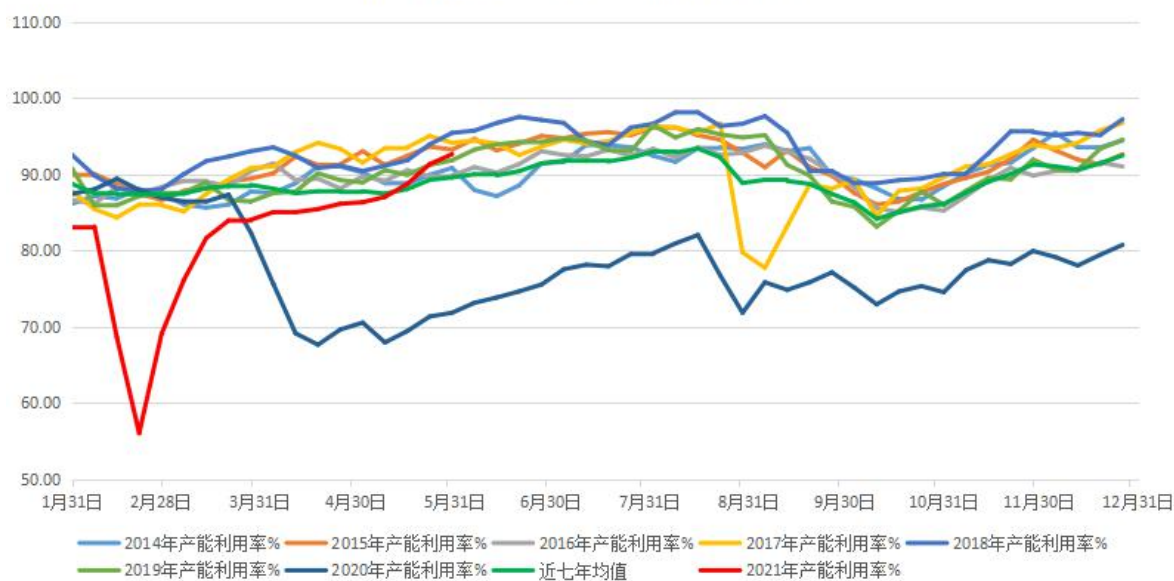
图 30、2021 年以来每日全球航班数量稳步回升走势图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 31、2014-2021 年美国炼油厂产能利用率走势图

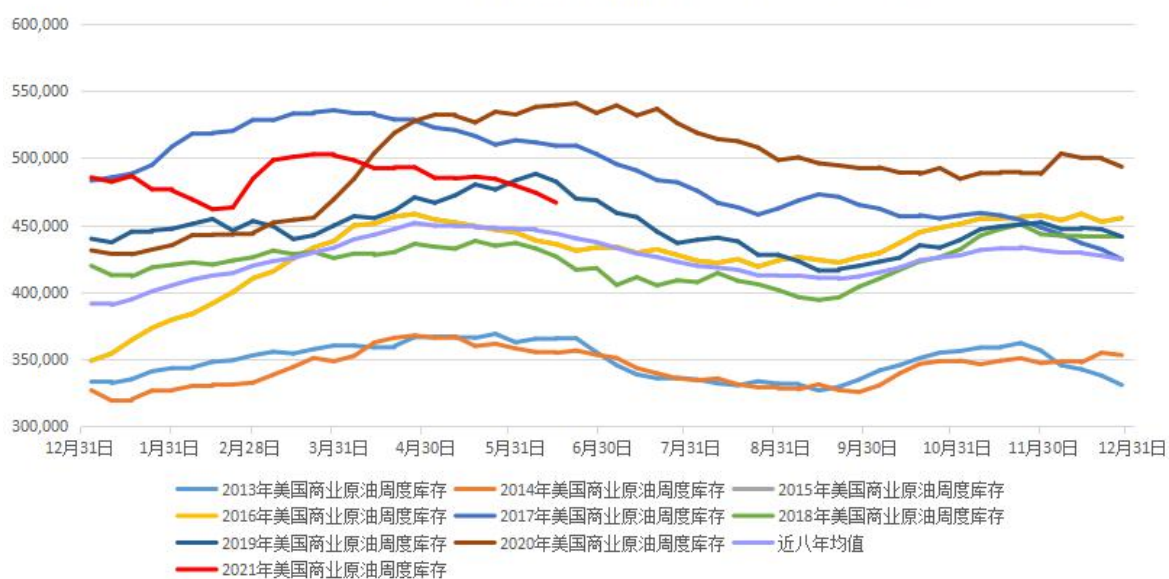
2014-2021年美国炼油厂产能利用率走势图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 32、2013-2021 年美国商业原油周度库存走势图

2013-2021年美国商业原油周度库存走势图（千桶）



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 33、2014-2021 年美国战略石油储备库存量（千桶）

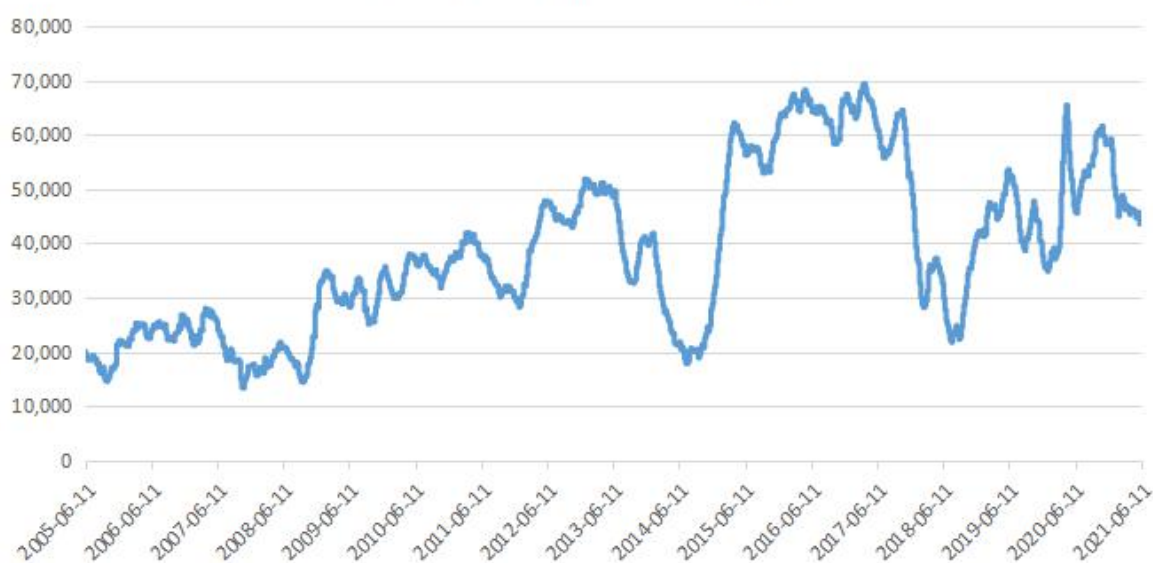
美国战略石油储备库存量（千桶）



数据来源：WIND 资讯

图 34、2005-2021 年美国库欣地区原油库存量走势图（千桶）

美国库欣地区原油库存量（千桶）



数据来源：WIND 资讯

图 35、2013-2021 年美国原油与汽油裂解价差走势图

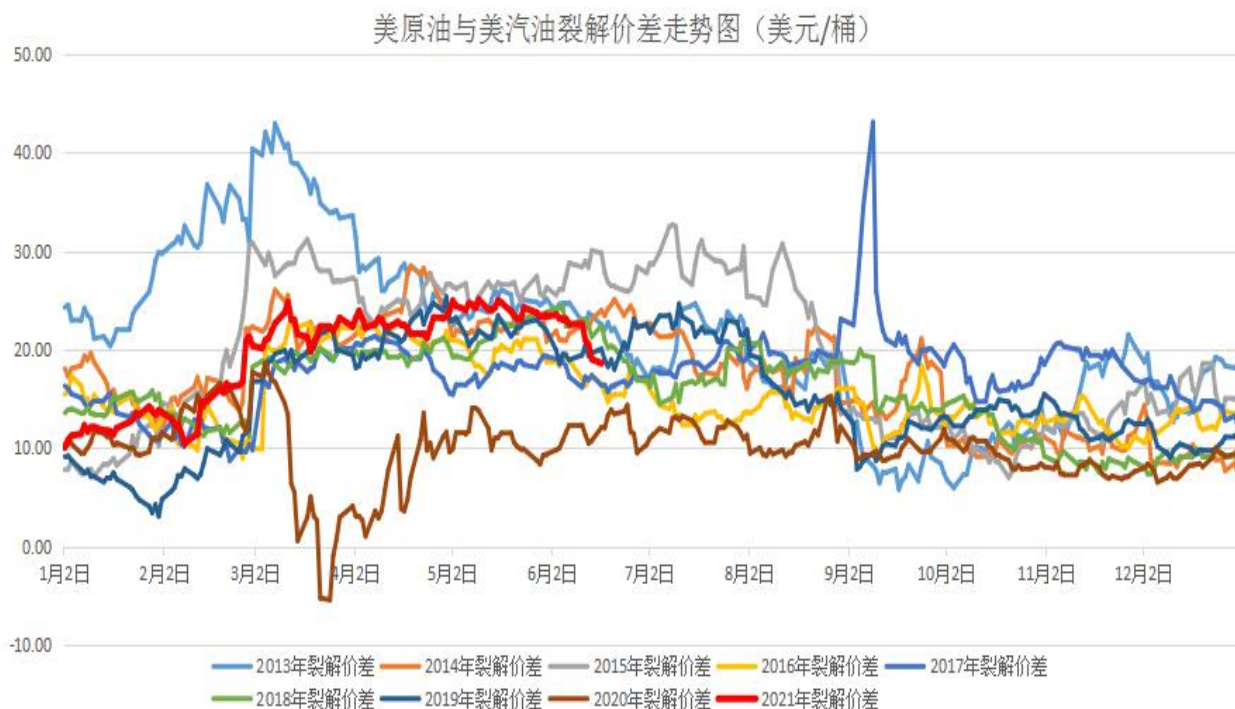


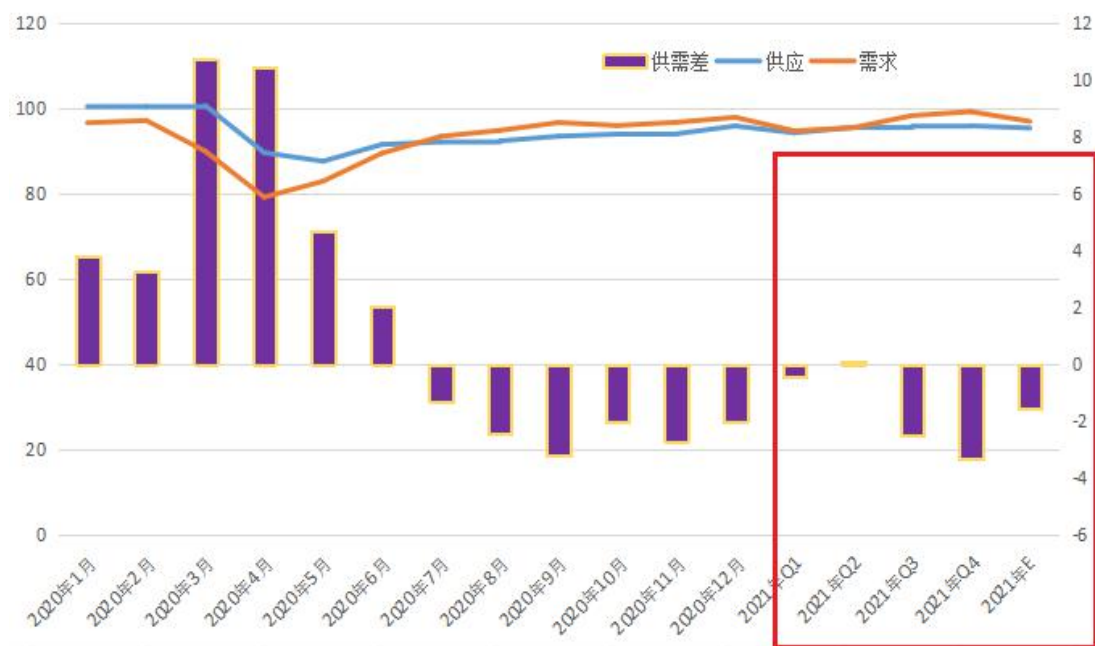
图 36、2021 年全球原油供需平衡表（百万桶/日）OPEC 版本



图 37、2021 年全球原油供需平衡表（百万桶/日）IEA 版本



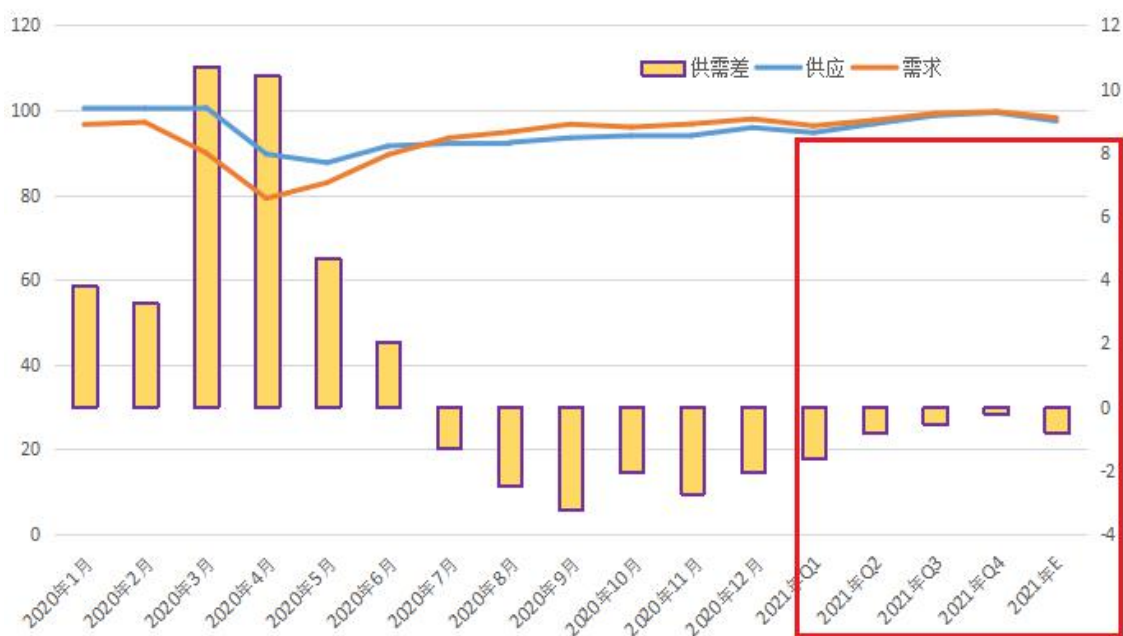
2020-2021年全球原油供需平衡表（单位：百万桶/日）IEA版本



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 38、2021 年全球原油供需平衡表（百万桶/日）EIA 版本

2020-2021年全球原油供需平衡表（单位：百万桶/日）EIA版本



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

## 六、印度疫情爆发对原油需求构成潜在利空风险冲击

虽然步入 2021 年以来，欧美等发达国家接种新冠疫苗率持续上升，全球疫情得到一定控制，但作为新兴经济体的印度由于防控措施不当以及接种疫苗缓慢，新冠变异病毒正在该国肆虐，快速传播并引起剧变。与此同时，印度的变种病毒也开始向东南亚国家不断渗透，导致泰国、缅甸、老挝、越南和柬埔寨等国家也遭到疫情冲击，同时威胁我国广东输入型病例的增加。据显示，4 月以来，印度新冠疫情持续恶化，引发全球高度关注。截止 5 月 19 日，印度新冠肺炎确诊病例升至 2522.90 万例，印度单日新增确诊病例 26.35 万例，系近 28 天以来最小增幅印度人口约 13.24 亿，目前完成两剂疫苗接种的人群占总人口比例仍然较低。由于新冠疫苗短缺，印度多地接种疫苗缓慢。印度防控疫情失控，接种率低下，成为新冠病毒的巨大培养皿，并不断产生传播力和感染力更强的变异病毒。

全球第三大石油消费国印度因防控措施不当、疫苗接种过程受阻、新冠变异病毒爆发影响，疫情迅速蔓延并持续恶化。印度这一轮疫情的病毒传染性明显增强。虽说目前印度的疫苗接种总数很高，但由于人口基数大，实际接种率仍然很低。受疫情冲击，2020 年 3-7 月印度原油净进口量大幅下降，去年 8 月后开始逐渐上升。随着新疫情爆发，印度原油消费再度下滑，印度 5 月原油需求减少 82.5 万桶/日。目前主流机构估计，2021 年二季度印度原油消费量将下降 100 万桶/天，甚至可能超过第一次疫情时的 220 万桶/天。近些年印度对原油的需求将继续快速增长，2019 年平均日需求量为 527 万桶，仅占全球总消费量的 5.36%。

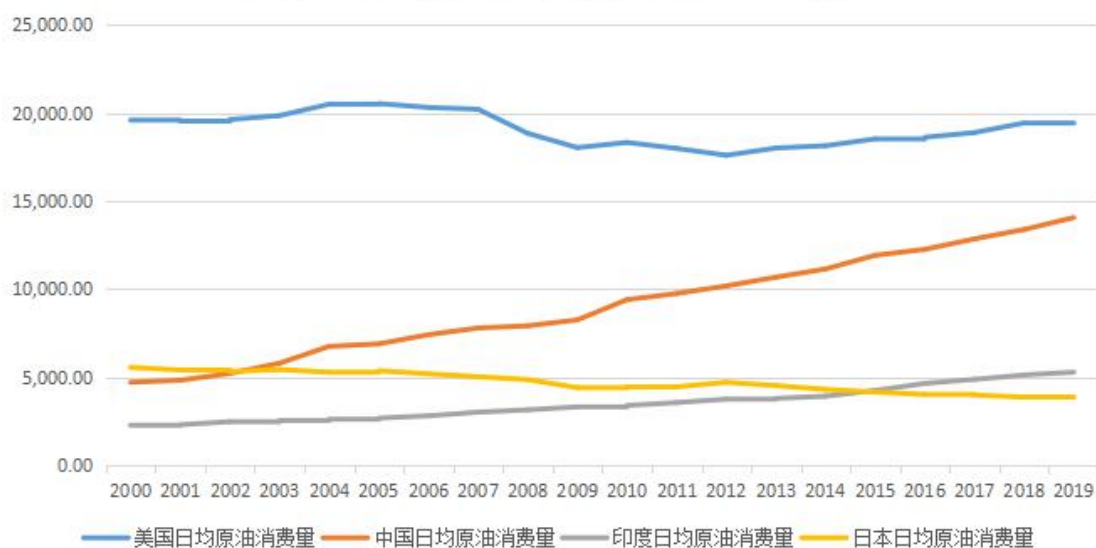
自 2008 年以来，印度一直都是亚洲第二大能源消费国，在 2015 年印度超过日本成为全球第三大原油消费国，仅次于美国和中国。随着印度经济快速发展，民众生活水平不断提高，印度人购车需求大幅增加。据印度汽车制造商协会发布的数据显示，2020 年 12 月，印度汽车销售量达 322,703 辆，同比增长 16.0%。其中，乘用车零售销量为 271,249 辆，同比增长 24.0%，连续两个月实现正增长；商用车零售销量为 51,454 辆，同比下降 13.5%，降幅较上月收窄 17.7 个百分点。2020 年 1~12 月，印度汽车销售量为 2,593,706 辆，同比下降 30.8%，降幅较 1-11 月收窄 3.8 个百分点。步入 2021 年以后，印度新车销量继续呈现井喷态势。据显示，2021 年一季度印度的新车销量增长了 36.3%，印度的强劲复苏使今年一季度的销量高于 2019 年一季度的销量，成为全球唯一一个销量超过疫情流行前的国家。目前印度汽车市场销量已超过韩国成为全球第五大汽车市场。据英国石油公司(BP)全球能源数据展望显示，到 2030 年印度将超过中国成为全球最大的能源消费市场。到 2035 年，印度原油的消费增幅将会跃居全球首位。印度原油对外依存度高达 80%，因此印度也开始和中国一样。

据国际能源署(IEA)的预测数据显示，印度对原油的需求将持续快速增长，2019 年该国日均需求量 500 万桶/日。到 2040 年，印度石油需求将较目前用量翻番至 1000 万桶/天，将超过中国。印度政府的目标是在 2022 年之前将印度的制造业在 GDP 中占比从 2014 年的 18%提高到 25%，印度总理莫迪的“印度制造”策略将持续刺激原油消费需求。

由此可见，印度疫情“全面失控”无疑将对油价形成负面拖累，断送印度成为全球原油消费第二大国的愿景。目前印度是全球第三大原油消费国，2019 年日均需求量 500 万桶/日。近期印度疫情形势严峻，引发市场对石油需求前景的担忧。受此影响，原油市场需求端面临萎缩的压力，利空油价。未来一旦印度疫情全面失控并重新蔓延至全球，不但印度原油需求会沦陷，其他欧美等发达国家的原油需求也将转弱，油市潜在风险正在酝酿之中，后市国内外原油期货价格面临下行压力。对于本轮印度疫情的二次反扑，作为原油期货的投资者不应该轻视，需要时刻关注该国疫情的发展，对做多原油的观点转向谨慎心态，未来国内外原油期货价格上涨之路荆棘遍布。

图 39、印度在 2016 年原油消费量超过日本成为全球第三消费大国

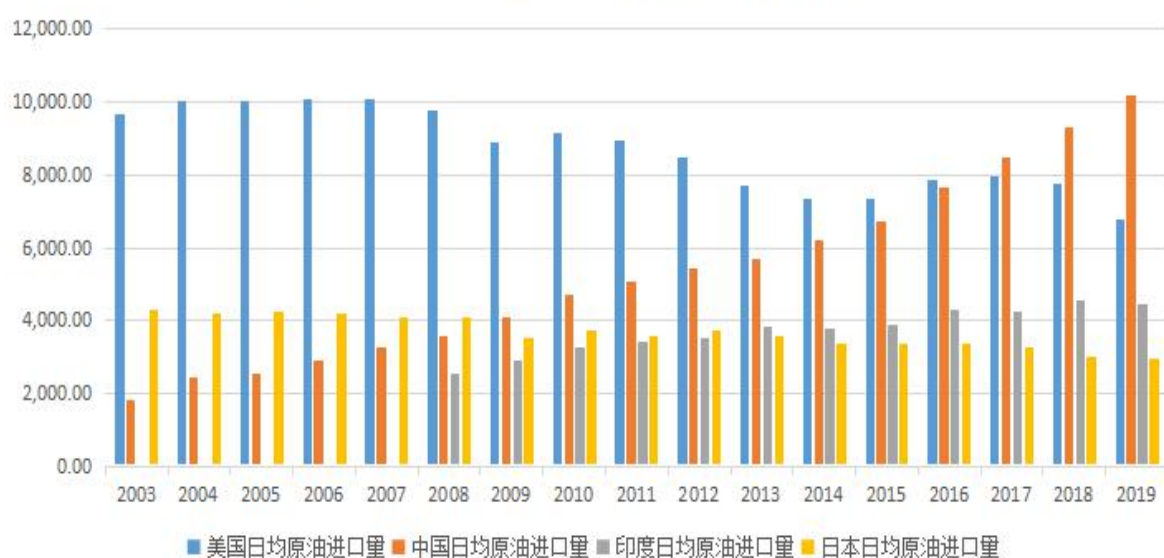
全球四大原油消费国日均消费量走势图（千桶/日）



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 40、印度在 2016 年原油消费量超过日本成为全球第三消费大国

全球主要国家原油进口量走势图（千桶/日）



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 41、2021 年一季度印度的新车销量增长了 36.3%

地区	Q1/2021	Q1/2020	% 21/20	Q1/2019	% 21/19
中国	5,009,000	2,832,900	75.6	5,164,100	-3.2
EU+EFTA+UK	3,080,000	3,054,700	0.9	4,146,200	-25.5
俄罗斯	387,300	390,000	-2.8	391,700	-1.1
美国	3,869,900	3,476,500	11.3	4,008,200	-2.9
日本	1,196,800	1,148,500	4.2	1,276,400	-6.2
巴西	498,500	534,300	-6.7	581,500	-14.3
印度	848,900	657,200	36.3	844,200	0.6

数据来源：WIND 资讯、宝城期货

## 七、2021 年上半年中东地缘局势持续紧张

一直以来，原油市场地缘政治因素就未能停歇过，而步入 2021 年以来中东地区局势持续紧张。据显示，2021 年 3 月开始，沙特境内频繁遭遇也门胡塞武装的无人机和导弹袭扰，其中沙特最大的油库之一——石油重镇港口宰赫兰市的拉斯坦努拉港口在 3 月 7 日遭遇袭击，所幸此次遇袭事件并未造成人员伤亡或者石油设施损失。4 月 15 日，也门胡塞武装再度使用载有爆炸物的无人机和 11 枚导弹打击沙特境内目标，所幸由于袭击并未造成沙特输油管道和产油设施破坏，因此对油价的正向积极作用有限。

与此同时，巴以冲突意外升级。从 2021 年 5 月 11 日晚，巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动哈马斯开始向以色列境内发射了大量火箭弹，除了距离加沙较近的以南部城市阿什克伦等地外，特拉维夫等城市也遭到火箭弹袭击。自 10 日以来，加沙地带武装已向以色列发射了 1000 多枚火箭弹，大部分被以军“铁穹”防御系统拦截。

为报复巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动下属武装向以色列境内发射火箭弹，以色列国防军联合以色列安全局，对位于加沙和汗尤尼斯的与哈马斯军事领袖穆罕默德·德伊夫关系密切的哈马斯高级指挥官发动了一次有针对性的空袭。哈马斯下属武装卡萨姆旅指挥官巴塞姆·伊萨在空袭中死亡。这是自 2014 年加沙战争以来以色列和哈马斯之间最猛烈的交火。联合国中东问题特使文内斯兰警告称，巴以冲突“正在向全面战争升级”。

对于原油期货市场而言，地缘冲突对油价的冲击多半为短期脉冲效应。可以看到，原油价格的长期走向取决于其供求关系，但作为一种战略性能源，其短期价格易受地缘政治因素的扰动。战争、石油禁运、限产、恐怖袭击等事件会严重扰动石油价格。从 1990 年以来的国家地缘政治冲突事件来看，不同类型和时期的事件对油价的冲击力度和持续时间有所差异。国际地缘冲突对油价的影响程度主要取决于事件本身是否能够对原油的供给需求产生实际且具有持续性的影响。

一方面，这与地缘冲突对于石油生产的影响以及市场后续情绪的发酵有关，发生在主要产油国和主要战略国的地缘冲突事件的影响程度较大，如伊拉克、伊朗、利比亚、叙利亚等国；另一方面，也与当时油价的基本面及美元走势有关，当石油需求较强时，如 1990 年的科威特战争、2003 年的伊拉克战争以及 2011 年“阿拉伯之春”，表现为催化剂效应，都对当时油价带来较大冲击。而发生在石油弱需求时期，如 2013 年利比亚罢工事件、2014 年伊拉克内战扩大，则对油价影响程度有限。

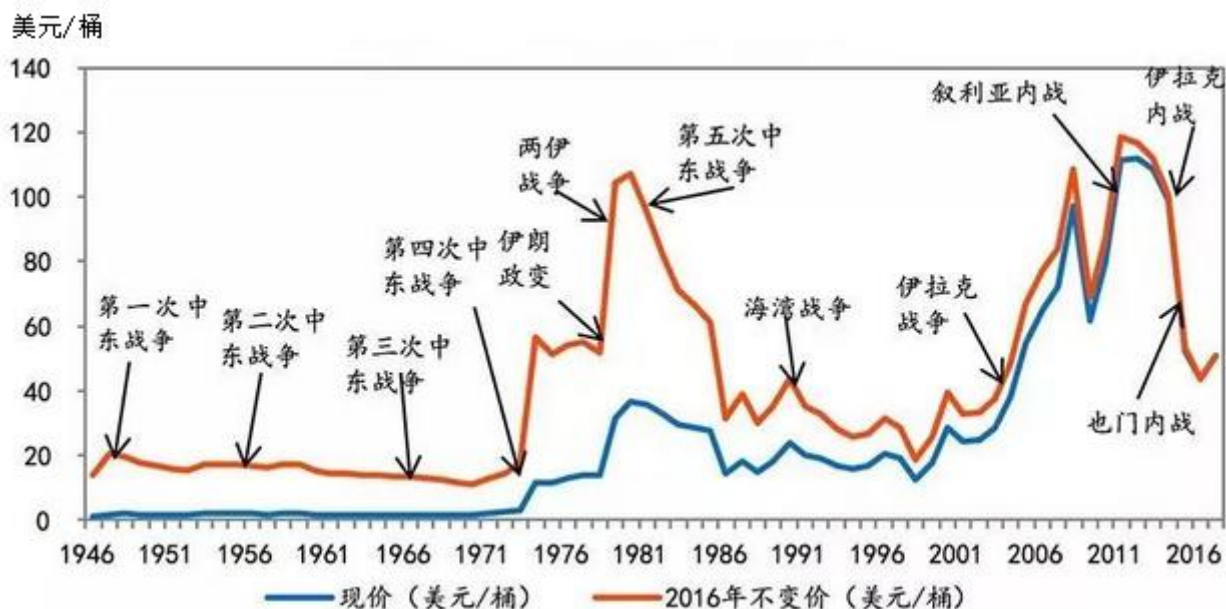
图 42、也门胡塞武装控制也门北部地区形势图





数据来源：宝城期货

图 43、二战后重要战事与油价表现关系图



数据来源：宝城期货

图 44、1970 年以来中东战乱与油价表现关系图

战争名称	开始时间	后 1 个月	后 3 个月	后半年	后 1 年	后 3 年
<u>第四次中东战争</u> (赎罪日战争)	1973 年 10 月	1.17%	101.54%	117.14%	127.54%	141.80%
<u>伊朗政变</u>	1978 年 12 月	4.98%	4.98%	41.65%	88.95%	150.73%
<u>两伊战争</u> (第一次波斯湾战争)	1980 年 9 月	0.00%	5.66%	5.01%	6.66%	-5.92%
<u>第五次中东战争</u> (黎巴嫩战争)	1982 年 6 月	-3.98%	0.92%	-8.26%	-4.13%	-17.89%
<u>海湾战争</u>	1990 年 8 月	45.16%	13.27%	-29.91%	-18.40%	-32.95%
<u>伊拉克战争</u> (第二次海湾战争)	2003 年 3 月	-16.88%	-2.74%	-5.93%	15.21%	114.66%
<u>叙利亚内战</u>	2011 年 3 月	6.76%	-10.59%	-25.79%	-3.47%	-4.82%
<u>伊拉克内战</u>	2014 年 1 月	5.23%	2.31%	0.70%	-50.52%	-45.83%
<u>也门内战</u>	2015 年 1 月	3.15%	23.61%	-2.32%	-30.31%	/

数据来源：宝城期货

## 八、2021 年我国原油进口持续增长

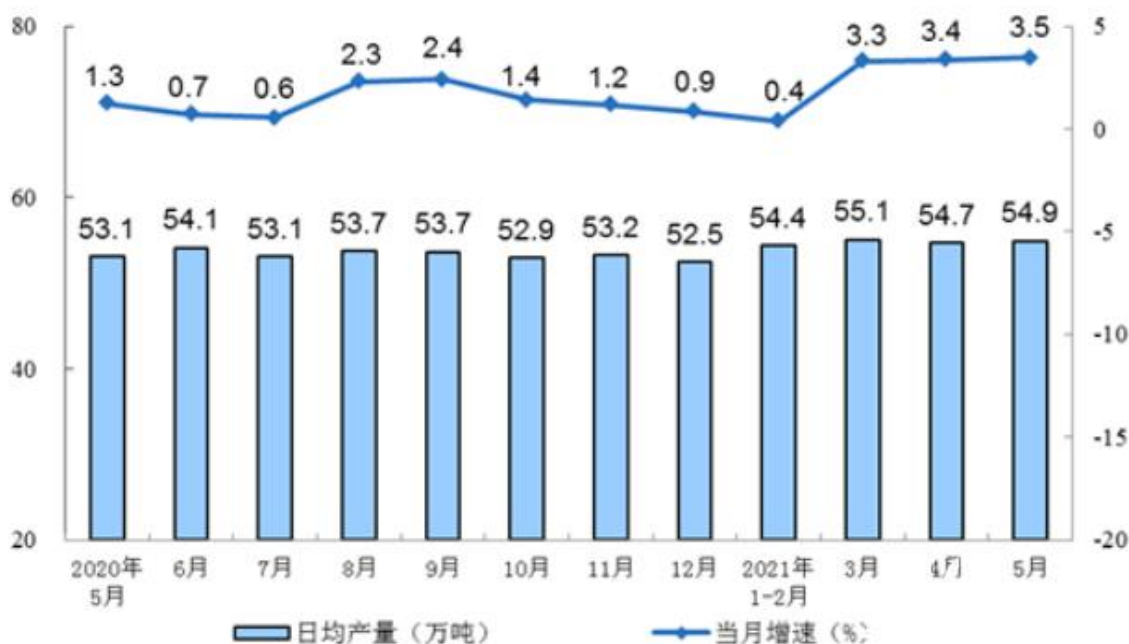
在油价大跌的 2020 年，中国原油进口量再创新高，总金额同比却减少近三成。据中国海关发布的数据显示，作为全球最大的石油进口国，中国在 2020 年总计进口了约 5.424 亿吨原油，相当于约每日 1085 万桶，较 2019 年同期增长 7.3%，再创纪录高位。2020 年中国进口原油累计金额为 1.22 万亿元，较去年同期的 1.67 万亿元减少 26.8%。以此计算，中国在 2020 年进口的原油量较上年增加近 4000 万吨，总金额减少 4484 亿元。据了解，2021 年原油非国营贸易进口允许量为 2.43 亿吨，较去年大涨 20.3%，也意味着 2021 年我国进口量或将进一步上升。

步入 2021 年以来，1-5 月份，国际原油价格持续上涨，我国原油进口量稳步增长。中国海关统计数据显示，5 月我国进口原油 4097 万吨，同比下降 14.6%；1-5 月我国进口原油 22054 万吨，同比增长 2.3%。从金额方面来看，2021 年 5 月中国原油进口金额 19419 百万美元，同比增长 8.9%。在国内原油生产方面，我国原油生产平稳，加工量保持增长。5 月份，生产原油 1703 万吨，同比增长 3.5%，比 2019 年同期增长 4.8%，两年平均增长 2.4%，日均产量 54.9 万吨。加工原油 6050 万吨，同比增长 4.4%，比 2019 年同期增长 12.9%，两年平均增长 6.2%，日均加工 195.2 万吨。1-5 月份，生产原油 8265 万吨，同比增长 2.2%，比 2019 年同期增长 4.1%，两年平均增长 2.0%；加工原油 29274 万吨，同比增长 12.0%，比 2019 年同期增长 10.8%，两年平均增长 5.3%。

2021 年，中国原油进口或仍将保持稳定增长的情况，一方面，市场对于疫情防控已经有经验，当前中国国内疫情影响较轻，经济受到的影响较小，原油需求不会出现明显下降。但另一方面，考虑到当前原油价格已经自低点反弹，原油进口成本会出现一定的增加。因此预计 2021 年中国原油进口可能将保持稳中有增的形势。

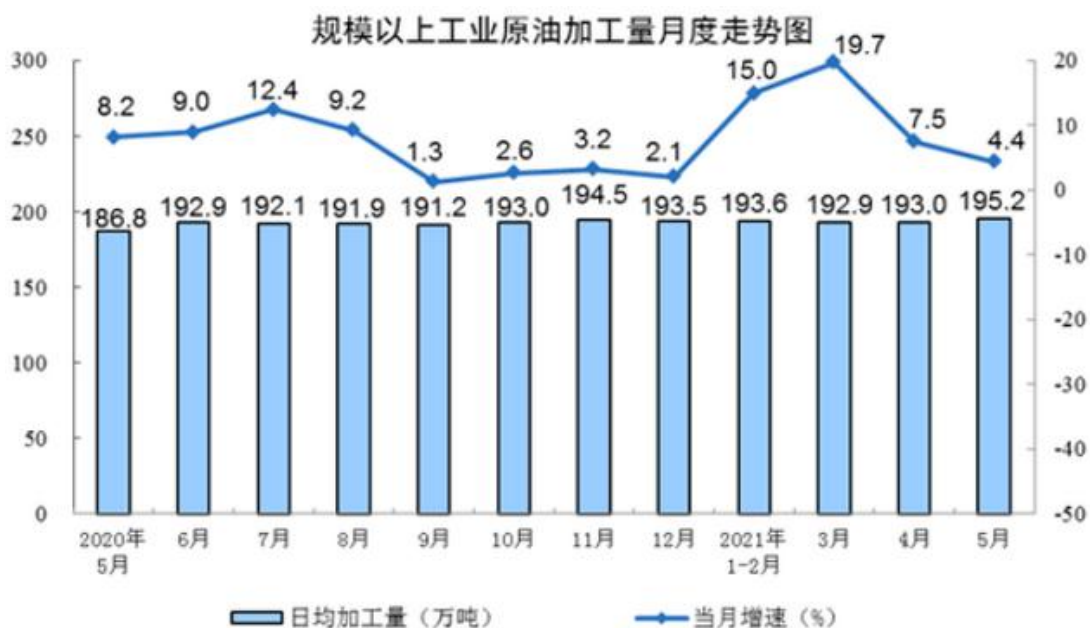
图 45、2021 年 1-5 月国内规模以上工业原油产量月度走势图

规模以上工业原油产量月度走势图



数据来源：国家统计局

图 46、2021 年 1-5 月中国规模以上工业原油加工量月度走势图



数据来源：国家统计局

图 47、2021 年 1-5 月中国原油进口月度走势图

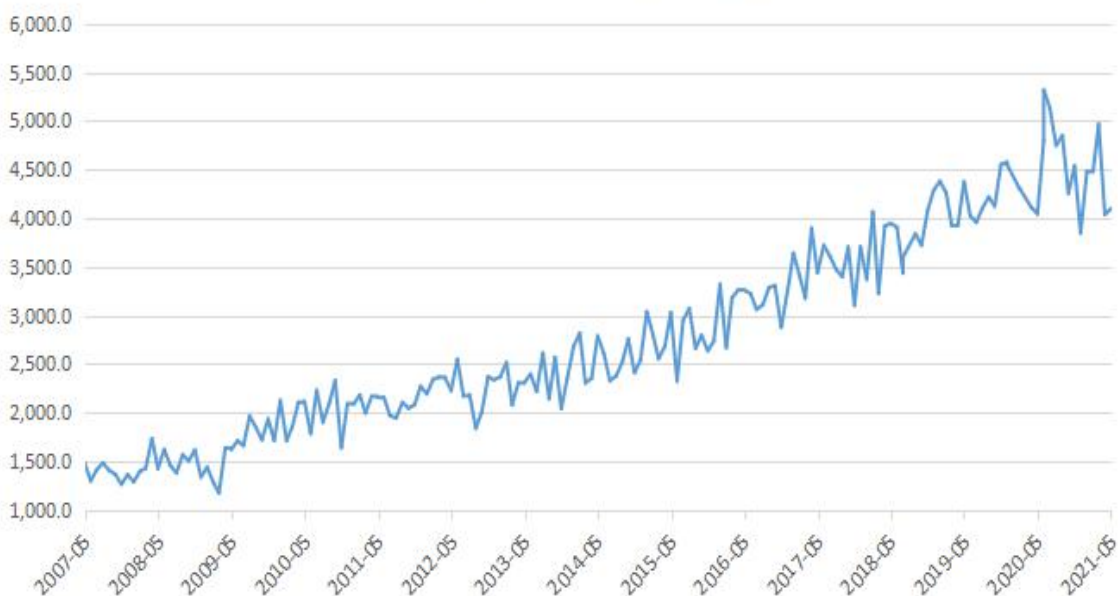
原油进口月度走势图



数据来源：国家统计局

图 48、2007-2021 年中国原油月度进口量走势图

我国原油月度进口量 (万吨)



数据来源：宝城期货

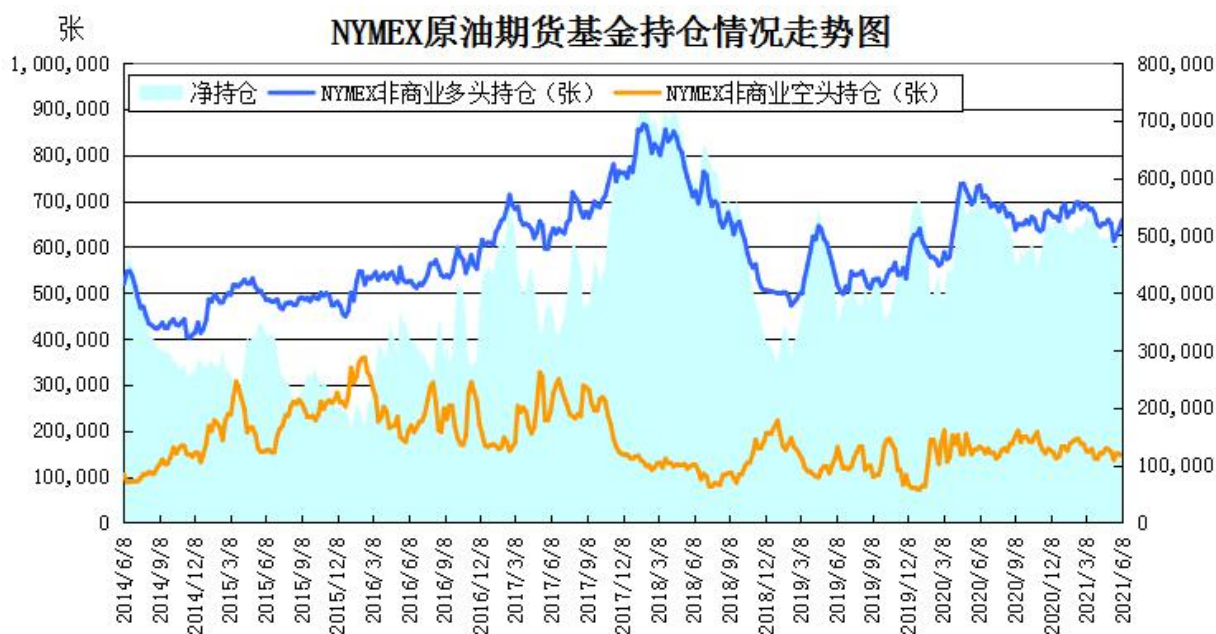
## 九、油市非商业净多头寸逐步回升

步入 2021 年以来，国际原油期货价格继续维持稳步上涨的走势，价格重心振荡上移。由于原油供给端驱



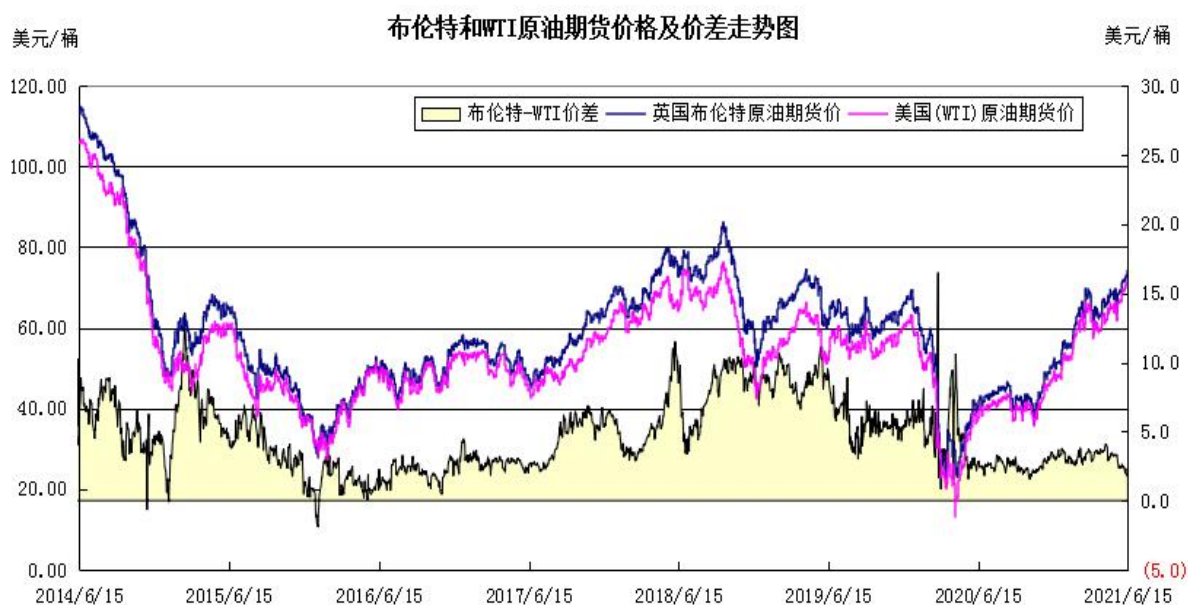
动向需求端驱动的换挡虽较为坎坷，但仍维持向好趋势，供需结构继续向好运行，导致市场看涨热情呈现进三退二的状态。据美国商品期货交易委员会(CFTC)的数据显示，2021年一季度，WTI原油非商业净多持仓量周度平均为51.81万，二季度以来周度平均为49.44万张，季度环比回落了4.57%，年度同比回落了9.68%。截至2021年6月8日当周，WTI原油非商业净多持仓量为510499张，净多头寸周环比连续两周回升，表明投机市场看多油价的信心正在稳步修复。截止6月22日，Brent-WTI价差维持在1.62美元/桶。

图 49、WTI 原油期货基金持仓情况走势图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 50、布伦特-WTI 原油期货价差走势图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

## 十、2021 年下半年原油走势展望

综合来看，对于 2021 年下半年国内外原油期货市场而言，笔者认为，全球通胀压力增加，货币宽松政策或提前结束，下半年流动性收紧拐点可能出现，同时我国经济增速放缓，经济回归平稳增长，高通胀输入风险加大。在原油基本面方面，OPEC+产油国维系产量有序小幅增长，美伊和谈进展慢于预期，伊朗经济制裁全面松绑恐一波三折，豁免伊朗石油出口额料在四季度才能出现，初期或在 50 万桶/日。同时美国页岩油产量回升，产出增加，供应端整体呈现小幅回升态势。不过面对持续恢复的全球经济，乐观预期改善提振原油消费增量将覆盖供应增量，继续维持油市供需结构偏紧的态势，这有助于促进原油库存去化进程加快。全球原油库存消费比下降，供需平衡表进一步修复。反映体现到油价上，仍处于供应驱动向需求驱动切换的过程中。国内外原油期货价格走势料将呈现进三退二，重心缓慢抬升，整体以振荡上行的趋势为主。预计下半年美国 WTI 油价料维持在 65-80 美元/桶，布伦特油价料维持在 70-85 美元/桶，国内原油主力合约价格料维持在 400-500 元/桶。风险点：1、全球流动性收紧拐点提前到来；2、疫情变异并失控导致原油需求恢复弱于预期；3、美伊关系缓解，伊朗原油出口完全豁免，OPEC 减产执行率降低。

表 3、2021 年全球原油供需平衡表（百万桶/日）OPEC 版本

2020-2021 年全球原油供需平衡表 (单位：百万桶/日) OPEC			
日期	供应	需求	供需差
2020年1月	100.39	96.58	3.81
2020年2月	100.38	97.11	3.28
2020年3月	100.64	89.93	10.72
2020年4月	89.58	79.15	10.43
2020年5月	87.56	82.87	4.69
2020年6月	91.50	89.45	2.05
2020年7月	92.09	93.40	-1.31
2020年8月	92.32	94.79	-2.46
2020年9月	93.43	96.64	-3.22
2020年10月	93.92	95.94	-2.02
2020年11月	93.99	96.70	-2.71
2020年12月	95.84	97.86	-2.02
2021年Q1	93.83	93.97	-0.14
2021年Q2	94.73	95.68	-0.95
2021年Q3	95.46	96.57	-1.11
2021年Q4	96.77	97.29	-0.52
2021年E	95.20	95.89	-0.69

数据来源：WIND 资讯、宝城期货

## 宝城期货各地营业部

### 宝城期货北京营业部

地址：北京市朝阳区望京西路甲 50 号 1 号楼 7 层 1-09 内 701 单元

电话：010-64795128

### 宝城期货长沙营业部

地址：长沙市芙蓉区五一大道 618 号银华大酒店 22 楼 2222 室

电话：0731-85239858

### 宝城期货大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路 129 号期货大厦 2010 室

电话：0411-84807260

### 宝城期货邯郸营业部

地址：邯郸市丛台区人民路 408 号锦林大厦十八层 1805 室

电话：0310-2076686

### 宝城期货嘉兴营业部

地址：嘉兴市南湖区竹园路 100 号环球金融中心 1408 室

电话：0573-82689030

### 宝城期货昆明营业部

地址：昆明市五华区科普路与王筇路交叉口绿地创海大厦办公楼 19 楼 11 号

电话：0871-65732801

### 宝城期货南宁营业部

地址：南宁市青秀区东葛路延长线 118 号青秀万达西 3 栋 13 楼 1306 室

电话：0771-5532168

### 宝城期货青岛营业部

地址：青岛市西海岸新区井冈山路 157 号金石国际广场 A 座 1602 室

电话：0532-81111856

### 宝城期货沈阳营业部

地址：沈阳市和平区南五马路 3 号中驰国际大厦 21 层 2104、2105、2106

电话：024-31257633

### 宝城期货深圳营业部

地址：深圳市福田区滨河路与彩田路交汇处联合广场 A 栋塔楼 A2803

电话：0755-83209976

### 宝城期货武汉营业部

地址：武汉市武昌区昙华林路 202 号泛悦中心 A 座 0708 室

电话：027-88221981

### 宝城期货温州营业部

地址：温州市鹿城区瓯江路鹿港大厦 1 幢 901 室-1

电话：0577-89999719

### 宝城期货郑州营业部

地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 1201 室

电话：0371-65612648

## 免责声明

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任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

