

## 原油年度报告

# 供需双增，油市在平衡中寻求新方向

**原油市场主要逻辑：**2021 年油品需求不断复苏促使油品库存持续去化，而供应 OPEC 上半年延长减产，下半年约束性增产；美国受寒潮及飓风天气扰动，页岩油上市企业受资本开支限制影响增产不及预期。金融属性伴随着全球央行量化宽松导致流动性泛滥，推升以原油为代表的一系列商品价格，原油商品属性与金融属性共振，造就了 2021 年油市波澜壮阔的上涨行情。

**原油未来行情展望：**2022 年油市面对供应的稳步增加，实现更加稳定的供需平衡将成为原油市场的主旋律，油价的运行驱动主要来源于三个方面，首先是疫情，后疫情时代油价的运行趋势和疫情的发展高度相关，后续疫情消退后，全球航空跨境运营将恢复，航煤消费作为目前唯一尚未完全恢复的油品，乐观预估 2022 年上半年 Omicron 的影响将消退，变异病毒的生命周期一般在 3~4 个月，如果没有新变异病毒的入侵，同时伴随着疫苗接种率的提升，全球跨境出行或将在 2022 年下半年实现互联互通，届时航煤消费恢复将提振油品需求。其次是 OPEC+ 及美国的产量政策，2022 年 OPEC+ 仍有 592 万桶/日的剩余产能，OPEC+ 会在低价时适当调整产量政策，我们倾向于 60 美元是 OPEC 产量调节的触发点；根据美国页岩油公司的资本开支增速和开采效率，预计 2022 年增产 140 万桶/日的概率较高，其他产油国的增产相对有限。最后是欧美的通胀率走势，伴随着天气转冷，能源趋紧的情况时有发生，能源价格大幅攀升是通胀走高的主要推手，由于 2021 年能源价格基数偏高的影响，预计 2022 年欧美通胀压力将同比减轻，美联储上半年逐月缩减购债规模，宽松程度边际收窄；下半年预期将启动首次加息，美元流动性收紧后将对前期金融溢价偏高的资产价格产生抑制作用。总体来看，2022 年一季度油品市场供需格局将从偏紧转向宽松，二季度疫情影响消退伴随着夏季出行旺季来临，油市有望再度出现阶段性供需缺口从而推升油价，下半年逐渐迎来美联储加息、伊朗供应可能回流等问题，预计油价存在下行风险。

**上行风险：**中东地缘冲突爆发、极端前提导致供应中断、经济增速超预期

**下行风险：**变异病毒大范围传播、伊核协议达成、美联储加息提前、债务风险

投资咨询业务资格号：

新证监许可【2020】3 号

能源化工研究团队

研究员：

吕世伟

lvshiwei@cloudfutures.cn

从业资格号：F3083371

投资咨询号：Z0016240

研究员：

府华

fuhua@cloudfutures.cn

从业资格号：F3060619

投资咨询号：Z0014538

联系人：

魏子骥

weiziji@cloudfutures.cn

从业资格号：F03087297



## 正文目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 一、原油逻辑及行情展望.....                  | 5  |
| 1.1 全球原油需求.....                   | 7  |
| 1.1.1 全球 GDP 与原油需求增速高度相关.....     | 7  |
| 1.1.2 下行风险：全球疫情频繁复发.....          | 8  |
| 1.1.3 上行风险：“拉尼娜”天气，引发能源紧缺.....    | 10 |
| 1.1.4 油品消费：柴汽消费强势，航煤表现脆弱.....     | 12 |
| 1.1.5 国内外炼厂开工情况.....              | 14 |
| 1.2 原油供应.....                     | 15 |
| 1.2.1 OPEC：维持稳步增产，成本定价依旧有效.....   | 15 |
| 1.2.2 美国：受制于页岩油投资不足，产量增速低于预期..... | 17 |
| 1.2.3 非 OPEC：产量稳步回升.....          | 19 |
| 1.3 库存结构.....                     | 20 |
| 1.3.1 美国原油及成品油库存.....             | 20 |
| 1.3.2 OECD 及海上浮仓库存.....           | 22 |
| 1.3.3 INE 原油库存期货及可用库容量.....       | 22 |
| 1.4 价差结构.....                     | 23 |
| 1.4.1 跨品种价差.....                  | 23 |
| 1.4.2 跨期价差.....                   | 24 |
| 1.4.3 跨市场价差.....                  | 24 |
| 1.5 金融：宏观因素及 CFTC 持仓结构.....       | 25 |
| 1.5.1 宏观因素及货币政策.....              | 25 |
| 1.5.2 持仓资金回归存量.....               | 27 |
| 1.6 行情展望及策略建议.....                | 29 |
| 1.6.1 行情展望.....                   | 29 |
| 1.6.2 策略建议.....                   | 29 |

## 图表目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图表 1: 全球原油供需平衡图 (百万桶/日)           | 6  |
| 图表 2: 全球原油供需平衡表 (百万桶/日)           | 6  |
| 图表 3: 原油期货价格 (美元/桶、元/桶)           | 7  |
| 图表 4: WTI 涨跌季节性 (美元/桶)            | 7  |
| 图表 5: 全球 GDP&原油需求 (%、百万桶/日)       | 8  |
| 图表 6: 石油需求同比变化 (%)                | 8  |
| 图表 7: 全球油品需求占比 (%)                | 8  |
| 图表 8: 全球主要国家原油消费占比 (%)            | 8  |
| 图表 9: 主要国家新冠肺炎新增确诊人数 (例)          | 9  |
| 图表 10: 主要国家日新增疫苗接种量 (剂/每百人)       | 9  |
| 图表 11: 欧洲六国新冠肺炎新增确诊人数 (例)         | 9  |
| 图表 12: 欧洲各国消费量占比 (%)              | 9  |
| 图表 13: CPC/IRI 概率 ENSO 展望 (%)     | 10 |
| 图表 14: ONI 指数 (°C)                | 10 |
| 图表 15: 纽约气温 (°C)                  | 11 |
| 图表 16: 洛杉矶气温 (°C)                 | 11 |
| 图表 17: 巴黎气温 (°C)                  | 11 |
| 图表 18: 伦敦气温 (°C)                  | 11 |
| 图表 19: 德国 MALLNOW 站点天然气流量 (GWH/D) | 11 |
| 图表 20: IPE 英国天然气 (便士/色姆)          | 11 |
| 图表 21: 美国原油需求量 (万桶/日)             | 12 |
| 图表 22: 主要国家原油消费占比 (%)             | 12 |
| 图表 23: 美国燃料油需求量 (万桶/日)            | 13 |
| 图表 24: 美国汽油需求量 (万桶/日)             | 13 |
| 图表 25: 美国原油供需平衡表 (千桶/日)           | 13 |
| 图表 26: 美国消费者信心指数 & WTI (%、美元/桶)   | 13 |
| 图表 27: 全球出行活动指数 (%)               | 13 |
| 图表 28: 全球客货载运率 (%)                | 14 |
| 图表 29: BDI 指数 & WTI (点、美元/桶)      | 14 |
| 图表 30: 美国重卡销量 (百万辆)               | 14 |
| 图表 31: 美国航空 ETF (美元)              | 14 |
| 图表 32: 美国炼油厂开工率 (%)               | 15 |
| 图表 33: 山东地炼开工率 (%)                | 15 |
| 图表 34: OPEC 原油产能 (万桶/日)           | 16 |
| 图表 35: OPEC 原油剩余产能 (万桶/日)         | 16 |
| 图表 36: OPEC 原油产量 (千桶/日)           | 16 |
| 图表 37: 伊朗原油产量 (千桶/日)              | 16 |

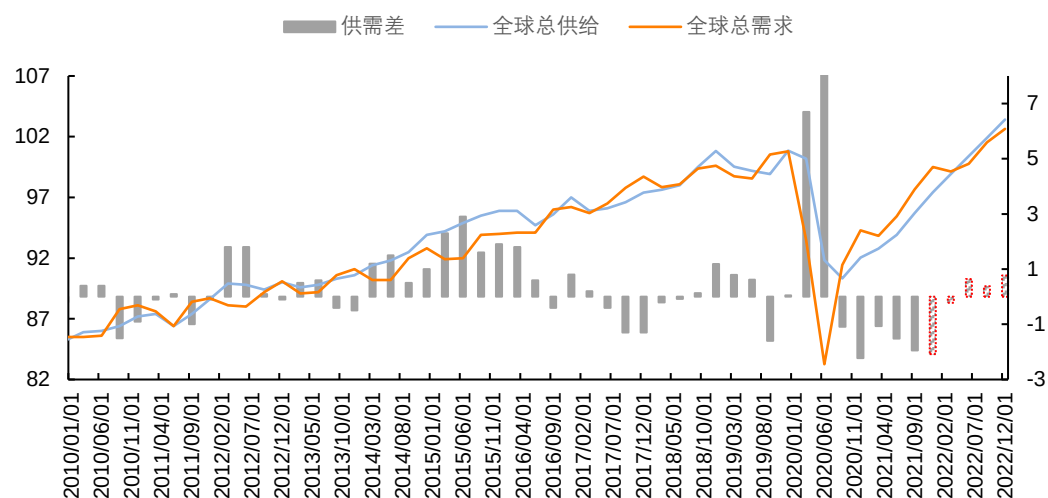
|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 图表 38: 俄罗斯原油产量 (千桶/日)             | 16 |
| 图表 39: 沙特原油产量 (千桶/日)              | 16 |
| 图表 40: 俄罗斯外汇储备和油价 (百万美元、美元/桶)     | 17 |
| 图表 41: 沙特外汇储备和油价 (百万美元、美元/桶)      | 17 |
| 图表 42: 美国原油产量 (千桶/日)              | 18 |
| 图表 43: 美国钻机数量 (部)                 | 18 |
| 图表 44: 美国页岩油钻井数量各项指标变化对比 (部)      | 18 |
| 图表 45: 美国页岩油钻井状况 (部)              | 18 |
| 图表 46: 美国页岩油产量 (千桶/日)             | 19 |
| 图表 47: 美国页岩油单产 (桶/日)              | 19 |
| 图表 48: 非 OPEC&美原油产量 (千桶/日)        | 20 |
| 图表 49: 非 OPEC&美原油产量 (千桶/日)        | 20 |
| 图表 50: 美国商业原油库存 (千桶)              | 20 |
| 图表 51: 美国库欣原油库存 (千桶)              | 20 |
| 图表 52: 美国汽油库存 (千桶)                | 21 |
| 图表 53: 美国馏分燃料油库存 (千桶)             | 21 |
| 图表 54: 美国航空煤油库存 (千桶)              | 21 |
| 图表 55: 美国取暖用油库存 (千桶)              | 21 |
| 图表 56: 美国战略储备原油库存 (千桶)            | 21 |
| 图表 57: 美国 API 原油库存 (千桶)           | 21 |
| 图表 58: OECD 原油库存 (百万桶)            | 22 |
| 图表 59: 海上浮仓库存 (千桶)                | 22 |
| 图表 60: INE 原油期货库存 (桶)             | 23 |
| 图表 61: INE 原油可用库容量 (桶)            | 23 |
| 图表 62: RB UL TI 3:2:1 裂解价差 (美元)   | 23 |
| 图表 63: 柴汽油裂解价差 (美元)               | 23 |
| 图表 64: WTI 远期曲线 (美元)              | 24 |
| 图表 65: BRENT 远期曲线 (美元)            | 24 |
| 图表 66: BRENT-WTI (美元)             | 25 |
| 图表 67: SC- BRENT (美元)             | 25 |
| 图表 68: 美国 CPI 当月同比 (%)            | 26 |
| 图表 69: 美国失业率&美国非农就业人数 (%、千人)      | 26 |
| 图表 70: 美国制造业及服务业 PMI (%)          | 26 |
| 图表 71: 欧元区制造业及服务业 PMI (%)         | 26 |
| 图表 72: 美国原油 ETF 波动率& WTI (%、美元/桶) | 27 |
| 图表 73: 美元指数& WTI (%、美元/桶)         | 27 |
| 图表 74: LME 铜 & WTI (美元/吨、美元/桶)    | 27 |
| 图表 75: COMEX 黄金& WTI (美元/盎司、美元/桶) | 27 |
| 图表 76: 国际原油期货&期权总持仓 (张)           | 28 |
| 图表 77: WTI&BRENT 期权&期货净多持仓 (张)    | 28 |
| 图表 78: CFTC 非商业多空持仓 (张)           | 28 |
| 图表 79: CFTC 非商业净多持仓变动 (张)         | 28 |

## 一、原油逻辑及行情展望

2021 年油品需求不断复苏促使油品库存持续去化，而供应 OPEC 上半年延长减产，下半年约束性增产；美国受寒潮及飓风天气扰动，页岩油上市企业受资本开支限制影响增产不及预期。金融属性伴随着全球央行量化宽松导致流动性泛滥，推升以原油为代表的一系列商品价格，原油商品属性与金融属性共振，造就了 2021 年油市波澜壮阔的上涨行情。

2022 年油市面对供应的稳步增加，实现更加稳定的供需平衡将成为原油市场的主旋律，油价的运行驱动主要来源于三个方面，首先是疫情，后疫情时代油价的运行趋势和疫情的发展高度相关，后续疫情消退后，全球航空跨境运营将恢复，航煤消费作为目前唯一尚未完全恢复的油品，乐观预估 2022 年上半年 Omicron 的影响将消退，变异病毒的生命周期一般在 3~4 个月，如果没有新变异病毒的入侵，同时伴随着疫苗接种率的提升，全球跨境出行或将在 2022 年下半年实现互联互通，届时航煤消费恢复将提振油品需求。其次是 OPEC+ 及美国的产量政策，2022 年 OPEC+ 仍有 592 万桶/日的剩余产能，OPEC+ 会在低价时适当调整产量政策，我们倾向于 60 美元是 OPEC 产量调节的触发点；根据美国页岩油公司的资本开支增速和开采效率，预计 2022 年增产 140 万桶/日的概率较高，其他产油国的增产相对有限。最后是欧美的通胀率走势，伴随着天气转冷，能源趋紧的情况时有发生，能源价格大幅攀升是通胀走高的主要推手，由于 2021 年能源价格基数偏高的影响，预计 2022 年欧美通胀压力将同比减轻，美联储上半年逐月缩减购债规模，宽松程度边际收窄；下半年预期将启动首次加息，美元流动性收紧后将对前期金融溢价偏高的资产价格产生抑制作用。总体来看，2022 年一季度油品市场供需格局将从偏紧转向宽松，二季度疫情影响消退伴随着夏季出行旺季来临，油市有望再度出现阶段性供需缺口从而推升油价，下半年逐渐迎来美联储加息、伊朗供应可能回流等问题，预计油价存在下行风险。

图表 1：全球原油供需平衡图（百万桶/日）



资料来源：Wind Bloomberg 云财富期货投资咨询部

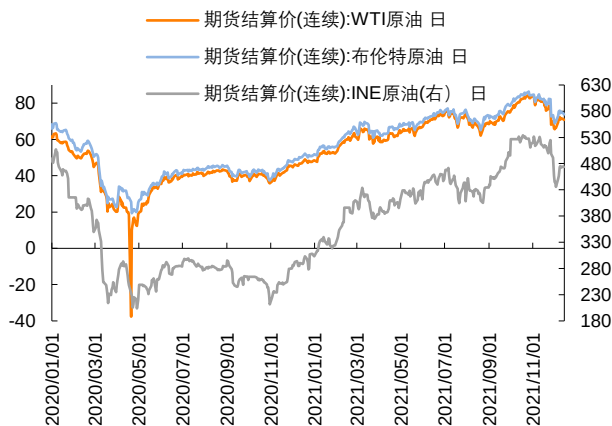
图表 2：全球原油供需平衡表（百万桶/日）

| 日期       | 全球原油供给 | 供给增速   | 全球原油需求 | 需求增速    | 原油供需差 |
|----------|--------|--------|--------|---------|-------|
| 2022-12E | 103.41 | 1.47%  | 102.64 | 1.09%   | 0.77  |
| 2022-9E  | 101.91 | 1.49%  | 101.53 | 1.76%   | 0.38  |
| 2022-6E  | 100.41 | 1.52%  | 99.77  | 0.65%   | 0.64  |
| 2022-3E  | 98.91  | 1.54%  | 99.13  | -0.36%  | -0.22 |
| 2021-12E | 97.41  | 1.78%  | 99.49  | 1.87%   | -2.08 |
| 2021-09  | 95.71  | 1.91%  | 97.66  | 2.32%   | -1.95 |
| 2021-06  | 93.92  | 1.24%  | 95.45  | 1.73%   | -1.52 |
| 2021-03  | 92.77  | 0.79%  | 93.83  | -0.48%  | -1.06 |
| 2020-12  | 92.04  | 1.88%  | 94.28  | 3.12%   | -2.23 |
| 2020-09  | 90.34  | -1.61% | 91.43  | 9.80%   | -1.09 |
| 2020-06  | 91.82  | -8.34% | 83.27  | -10.92% | 8.55  |
| 2020-03  | 100.18 | -0.65% | 93.48  | -7.25%  | 6.7   |

资料来源：Wind Bloomberg 云财富期货投资咨询部

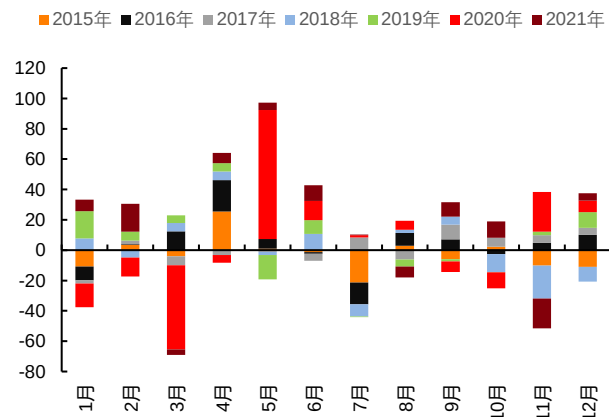


图表 3：原油期货价格（美元/桶、元/桶）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 4：WTI 涨跌季节性（美元/桶）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

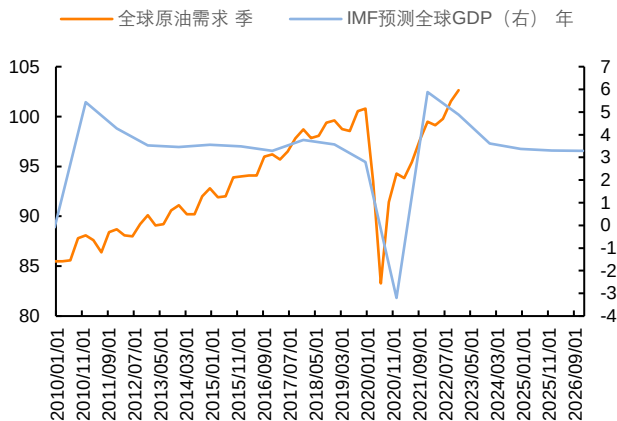
## 1.1 全球原油需求

### 1.1.1 全球 GDP 与原油需求增速高度相关

全球油品需求增幅与经济增速高度相关，相对差异主要源于不同油品间的切换。2020 年疫情导致全球经济增速下降 3.1%，油品需求同比大幅下降 7.9%，其中航空煤、汽油、柴油、航空煤油、燃料油需求同比分别下降 40%、13%、7%、6%。成品油需求中，交通出行约占六成，汽、柴、煤油约占 25%、28%、8%；疫情导致的出行限制促使交通油品需求降幅远大于整体经济。后疫情时代油品需求伴随经济快速修复，2021 年全球经济增速及油品需求预计同比+5.9%、+5.4%。油品需求增幅低于年初预期的 6.3%，主要是由于年内疫情频繁复发，导致油品需求复苏不及预期。

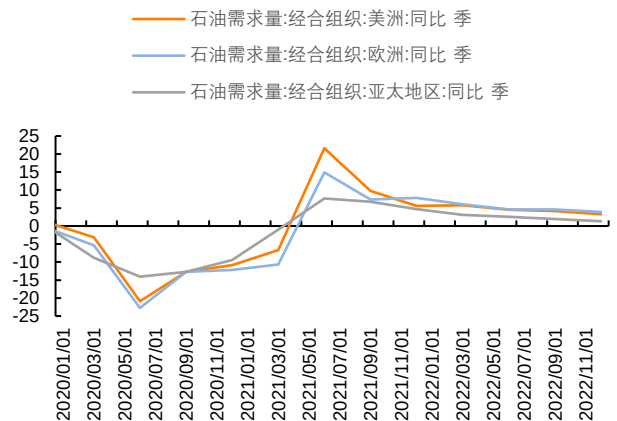
2022 年原油需求增幅预期回落，高盛将 2022 年美国第一季度实际 GDP 预期从 3%下调至 2%，第二季度实际 GDP 预期从 3.5%下调至 3%。油品需求增幅放缓部分来自经济增速放缓、高价对需求的抑制作用、疫情后出行习惯的永久性改变、净零排放政策对油品需求抑制作用等。需求上行风险来自极端天气干扰和不确定的地缘政治扰动；下行风险来自疫情持续复发频繁干扰经济活动和油品需求等。

图表 5：全球 GDP&原油需求（%、百万桶/日）



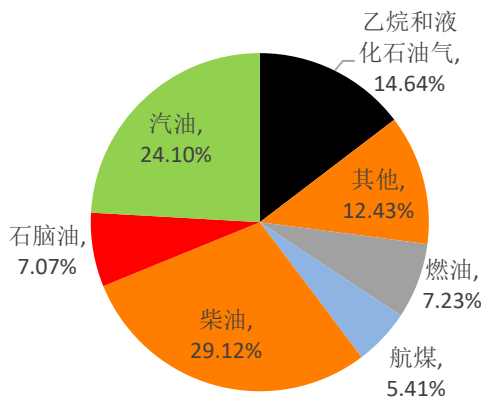
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 6：石油需求同比变化（%）



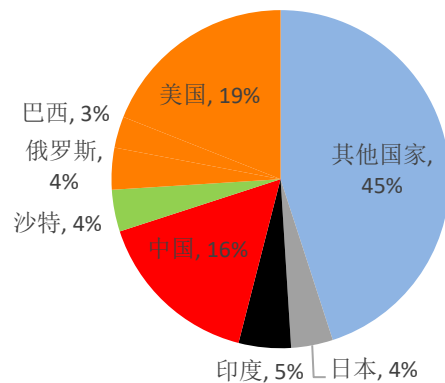
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 7：全球油品需求占比（%）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 8：全球主要国家原油消费占比（%）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

### 1.1.2 下行风险：全球疫情频繁复发

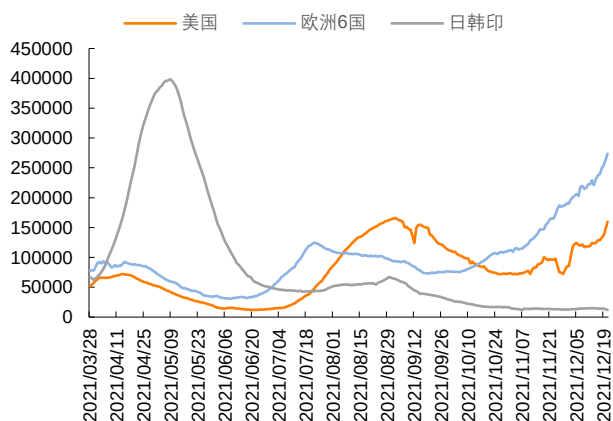
2020 年疫情初发导致油品需求大幅下降，2021 年夏季德尔塔变异病毒全球传播，对三季度经济增长造成一定负面影响；冬季再度出现突变程度及抗药性更高的变异毒株 Omicron，一旦该病毒大面积传播或对经济复苏干扰，从而对油品需求形成下行风险，世卫组织总干事谭德塞表示，奥密克戎变异株正以前所未有的速度传播，人们认为该变异株导致的症状较为轻微，低估了其危害。奥密克戎的传播速率是我们在之前的变异株中从未见过的，目前已经有 77 个国家/地区报告检出该变异株。事实上奥密克戎已经在绝大多数国家现身，只不过一些国家还未发现而已。市场对于 Omicron 变异毒株的影响仍存担忧，临近圣诞节欧美多地封锁政策陆续出台



限制燃油消费，预计短期油价偏弱运行。本周起美国及欧洲新增 Omicron 病例激增，市场担忧欧美国家可能在圣诞节和新年假期之前实施更多限制措施，抑制油品需求前景。

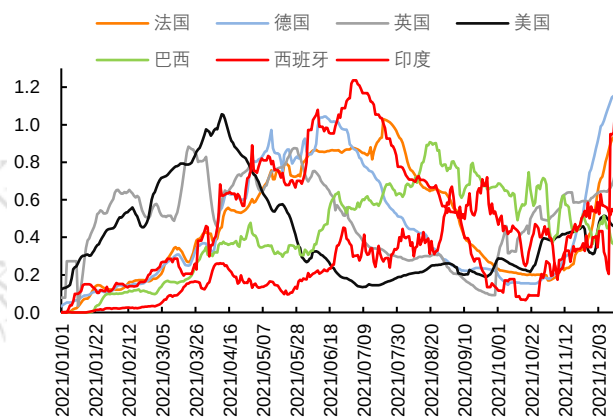
从之前的 Delta 变异病毒来看，第一波病毒的生命周期普遍在 3-4 个月。如果没有新的变异病毒，随着疫苗接种率的提升，乐观预估 2022 年上半年 Omicron 的冲击将过去，全球陆续解除封锁将在 2022 年下半年实现，陆上交通甚至可能出现补偿性增加。

图表 9：主要国家新冠肺炎新增确诊人数（例）



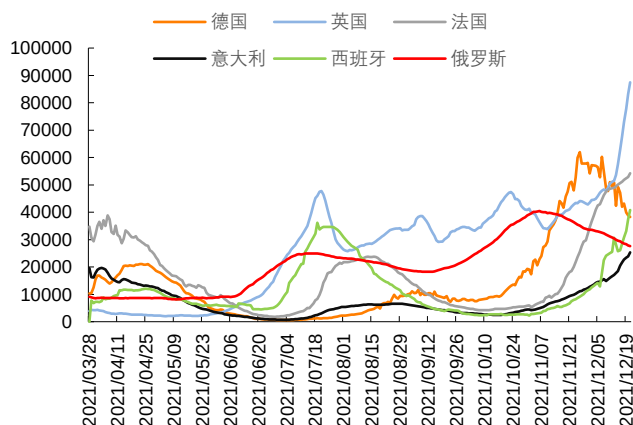
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 10：主要国家日新增疫苗接种量（剂/每百人）



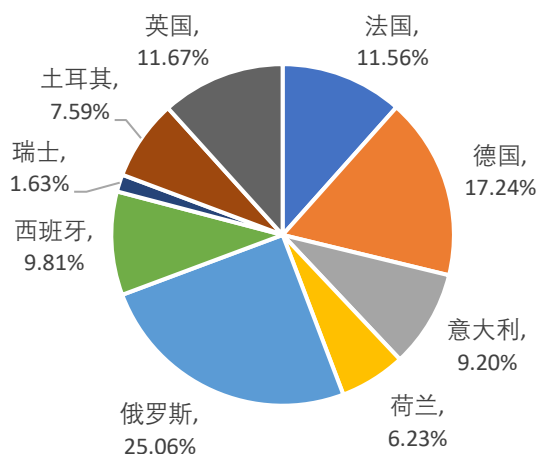
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 11：欧洲六国新冠肺炎新增确诊人数（例）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 12：欧洲各国消费量占比（%）



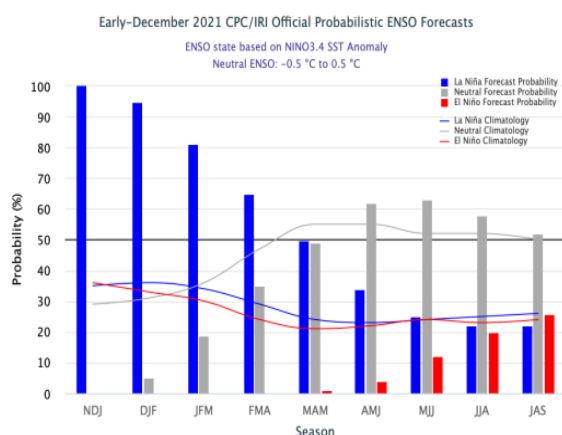
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

### 1.1.3 上行风险：“拉尼娜”天气，引发能源紧缺

根据 ENSO 警报系统的预测，2021 年冬季，赤道海平面温度低于平均水平，“拉尼娜”天气更可能在北半球的冬季持续发生，其中 2021 年-2022 年冬季发生拉尼娜的概率为 95%，2022 年 4-6 月过渡到 ENSO 中性的概率为 60%。

除东亚部分地区出现冷冬天气外，欧美初冬气温相对正常。年末预计西欧国家气温低于同期，最低气温在 0℃左右，衡量加热取暖需求的 HDD 指数也略高于往年平均水平，天然气消耗量维持较高水平。元旦过后，受大西洋暖湿气流影响气温有所回升，加热取暖需求也有显著下降。美国东西部气温分化较大，西部沿海特别是西北部受雨雪天气影响，气温显著偏低，HDD 指数居高不下；而东部地区气温略高于往年平均水平，采暖需求与往年相近。若后期发生极端冷冬等异常天气，在欧洲天然气紧缺的情况下，原油的替代需求有望增加从而对油品消费形成阶段提振。

图表 13: CPC/IRI 概率 ENSO 展望 (%)



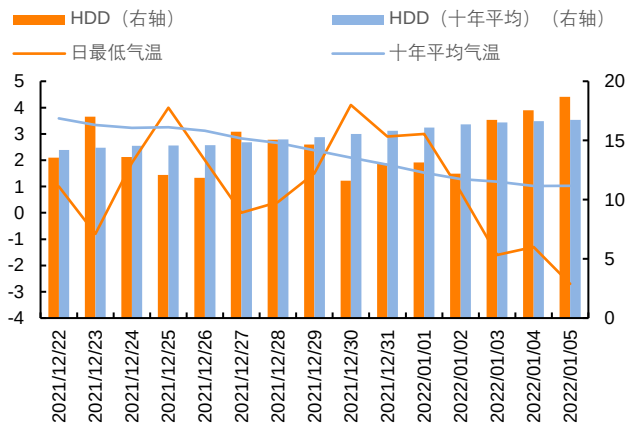
资料来源: CPC 云财富期货投资咨询部

图表 14: ONI 指数 (°C)

| Year | DJF  | JFM  | FMA  | MAM  | AMJ  | MJJ  | JJA  | JAS  | ASO  | SON  | OND  | NDJ  |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 2009 | -0.8 | -0.8 | -0.6 | -0.3 | 0.0  | 0.3  | 0.5  | 0.6  | 0.7  | 1.0  | 1.4  | 1.6  |
| 2010 | 1.5  | 1.2  | 0.8  | 0.4  | -0.2 | -0.7 | -1.0 | -1.3 | -1.6 | -1.6 | -1.6 | -1.6 |
| 2011 | -1.4 | -1.2 | -0.9 | -0.7 | -0.6 | -0.4 | -0.5 | -0.6 | -0.8 | -1.0 | -1.1 | -1.0 |
| 2012 | -0.9 | -0.7 | -0.6 | -0.5 | -0.3 | 0.0  | 0.2  | 0.4  | 0.4  | 0.3  | 0.1  | -0.2 |
| 2013 | -0.4 | -0.4 | -0.3 | -0.3 | -0.4 | -0.4 | -0.4 | -0.3 | -0.3 | -0.2 | -0.2 | -0.3 |
| 2014 | -0.4 | -0.5 | -0.3 | 0.0  | 0.2  | 0.2  | 0.0  | 0.1  | 0.2  | 0.5  | 0.6  | 0.7  |
| 2015 | 0.5  | 0.5  | 0.5  | 0.7  | 0.9  | 1.2  | 1.5  | 1.9  | 2.2  | 2.4  | 2.6  | 2.6  |
| 2016 | 2.5  | 2.1  | 1.6  | 0.9  | 0.4  | -0.1 | -0.4 | -0.5 | -0.6 | -0.7 | -0.7 | -0.6 |
| 2017 | -0.3 | -0.2 | 0.1  | 0.2  | 0.3  | 0.3  | 0.1  | -0.1 | -0.4 | -0.7 | -0.8 | -1.0 |
| 2018 | -0.9 | -0.9 | -0.7 | -0.5 | -0.2 | 0.0  | 0.1  | 0.2  | 0.5  | 0.8  | 0.9  | 0.8  |
| 2019 | 0.7  | 0.7  | 0.7  | 0.7  | 0.5  | 0.5  | 0.3  | 0.1  | 0.2  | 0.3  | 0.5  | 0.5  |
| 2020 | 0.5  | 0.5  | 0.4  | 0.2  | -0.1 | -0.3 | -0.4 | -0.6 | -0.9 | -1.2 | -1.3 | -1.2 |
| 2021 | -1.0 | -0.9 | -0.8 | -0.7 | -0.5 | -0.4 | -0.4 | -0.5 | -0.7 | -0.8 |      |      |

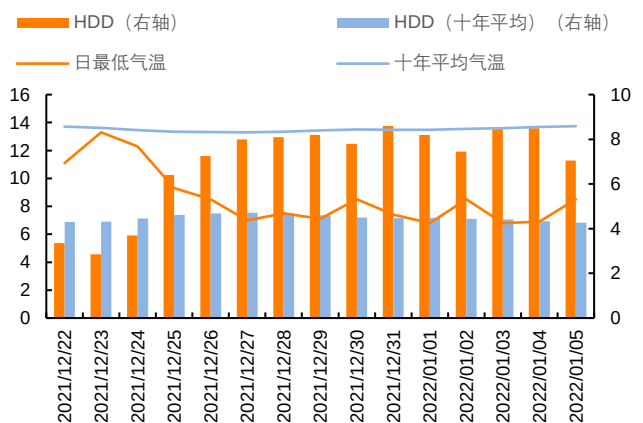
资料来源: CPC 云财富期货投资咨询部

图表 15: 纽约气温 (°C)



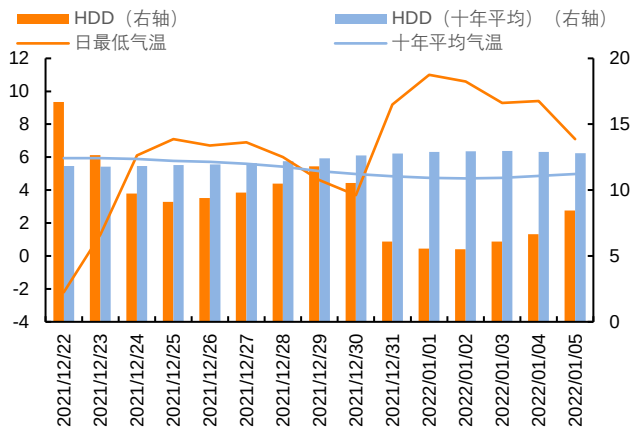
资料来源: CPC 云财富期货投资咨询部

图表 16: 洛杉矶气温 (°C)



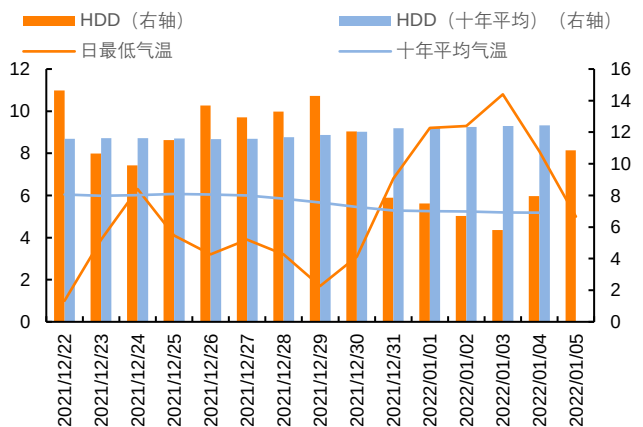
资料来源: CPC 云财富期货投资咨询部

图表 17: 巴黎气温 (°C)



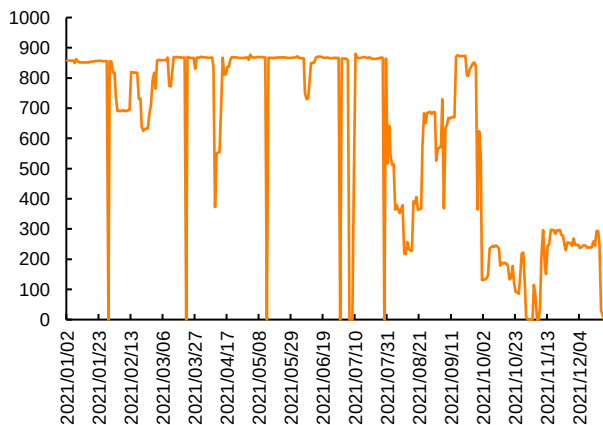
资料来源: CPC 云财富期货投资咨询部

图表 18: 伦敦气温 (°C)



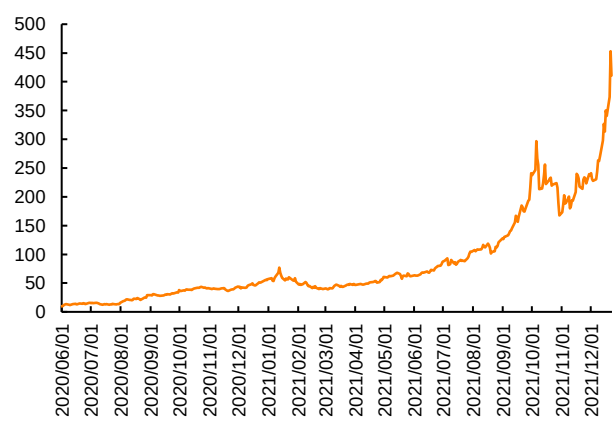
资料来源: CPC 云财富期货投资咨询部

图表 19: 德国 Mallnow 站点天然气流量 (Gwh/d)



资料来源: CPC 云财富期货投资咨询部

图表 20: IPE 英国天然气 (便士/色姆)



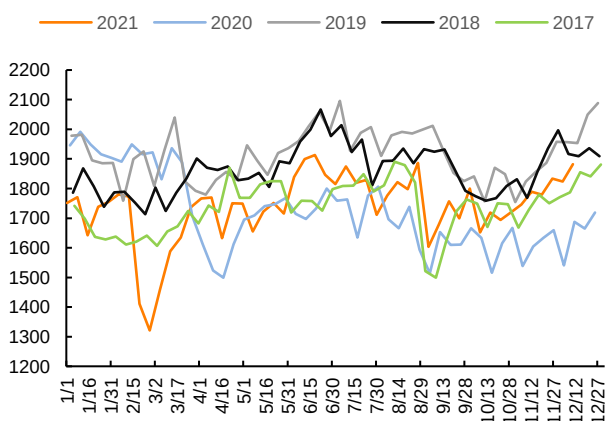
资料来源: CPC 云财富期货投资咨询部

#### 1.1.4 油品消费：柴汽消费强势，航煤表现脆弱

高盛将 2022 年美国第一季度实际 GDP 预期从 3% 下调至 2%，第二季度实际 GDP 预期从 3.5% 下调至 3%。近日三大能源机构发布原油需求预测，对需求预测做出了调整。EIA 认为 Omicron 变异株增加石油需求在短期内下跌的可能性；OPEC 月报则对油市复苏表示乐观；IEA 月报认为 Omicron 变异株会放缓石油需求复苏，却不会破坏复苏进程。总体来看，除 IEA 下调了预测外，其他两大机构均未改变需求预测，认为全球经济虽受奥密克戎变异株的拖累，但影响较为短暂，整体的复苏进程不会改变。目前来看，短期内奥密克戎变异株仍将给油价带来利空抑制，油价反弹复苏之路依然存在阻力。

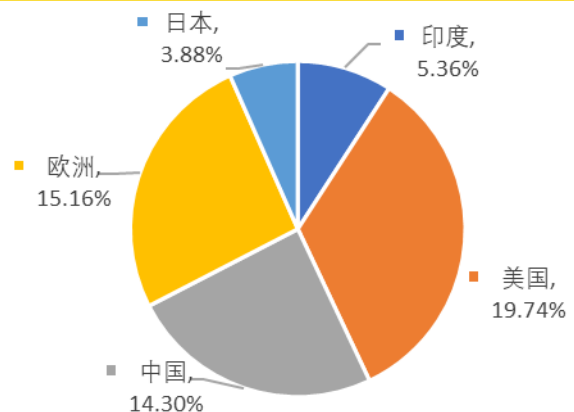
近期全球出行活动指数高位回落，截至 12 月 15 日，全球航班数量较 12 月 9 日增长 0.03%，同比增长 19.77%。疫情仍持续抑制终端需求，本周跨境出行数量维持持续下降态势。总体来看，成品油中柴汽消费已恢复至疫情前的水平，且 2022 年将维持强势；而航煤消费受制于疫情的阻碍，预计 2022 年只能恢复到疫情前的 85% 的水平，完全回归预计要到 2023 年。航煤消费在后疫情时代的修复路径显得最为脆弱，变异毒株的反复入侵导致国家入境政策不断趋严，从而不断后置航煤消费的回归时间，后续可重点关注国际航班放松政策对于航煤消费的提振。

图表 21：美国原油需求量（万桶/日）



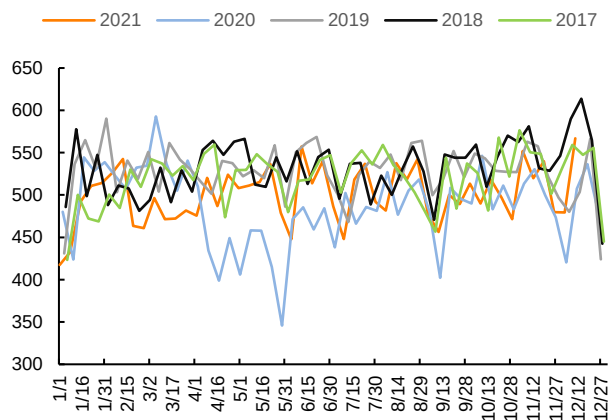
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 22：主要国家原油消费占比（%）



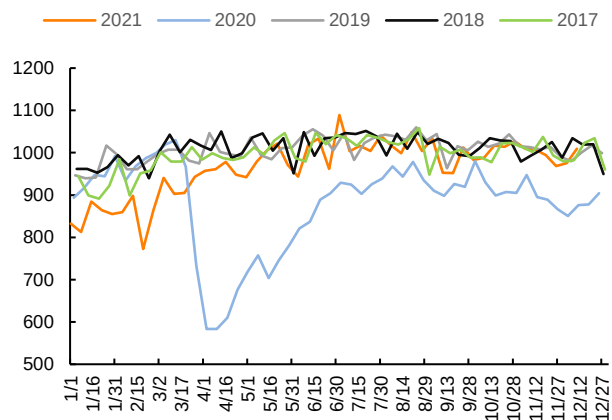
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 23: 美国燃料油需求量 (万桶/日)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 24: 美国汽油需求量 (万桶/日)



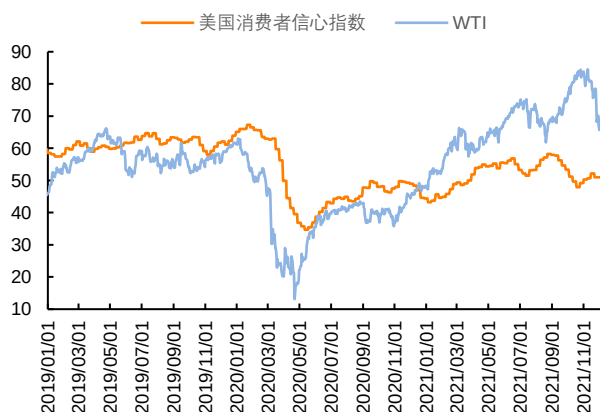
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 25: 美国原油供需平衡表 (千桶/日)

| 品种           | 指标        | 2021-11-12 | 2021-11-19 | 2021-11-26 | 2021-12-03 | 2021-12-10 | 周涨幅   | 幅度      | 5周折线图 | 驱动 |
|--------------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|-------|---------|-------|----|
| 美国原油<br>供需状况 | 产量        | 11400      | 11500      | 11600      | 11700      | 11700      | 0     | 0.00%   |       | 中性 |
|              | 炼厂加工量     | 15397      | 15640      | 15631      | 15785      | 15670      | -115  | -0.73%  |       | 偏空 |
|              | 炼厂开工率 (%) | 87.90      | 88.60      | 88.80      | 89.80      | 89.80      | 0.00  | 0.00%   |       | 中性 |
|              | 进口量       | 6191       | 6436       | 6604       | 6499       | 6471       | -28   | -0.43%  |       | 偏多 |
|              | 出口量       | 3626       | 2605       | 2704       | 2270       | 3645       | 1375  | 60.57%  |       | 偏多 |
|              | 净进口量      | 2565       | 3831       | 3900       | 4229       | 2826       | -1403 | -33.18% |       | 偏多 |
|              | 商业原油库存    | 433003     | 434020     | 433111     | 432870     | 428286     | -4584 | -1.06%  |       | 偏多 |
|              | 库欣原油库存    | 26598      | 27385      | 28544      | 30917      | 32211      | 1294  | 4.19%   |       | 偏空 |

资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 26: 美国消费者信心指数 & WTI (%、美元/桶)



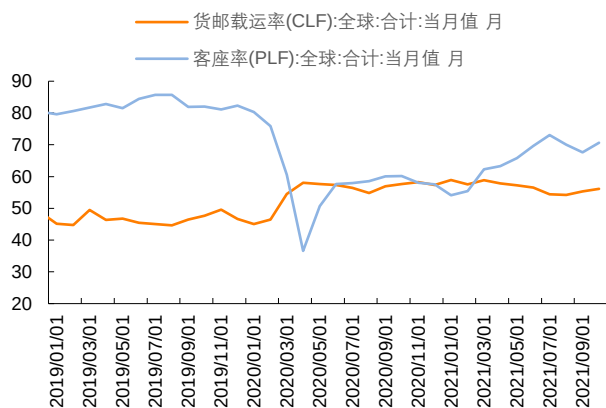
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 27: 全球出行活动指数 (%)



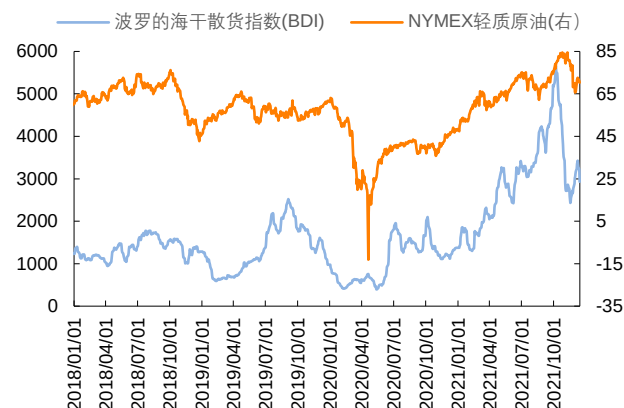
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 28: 全球客货载运率 (%)



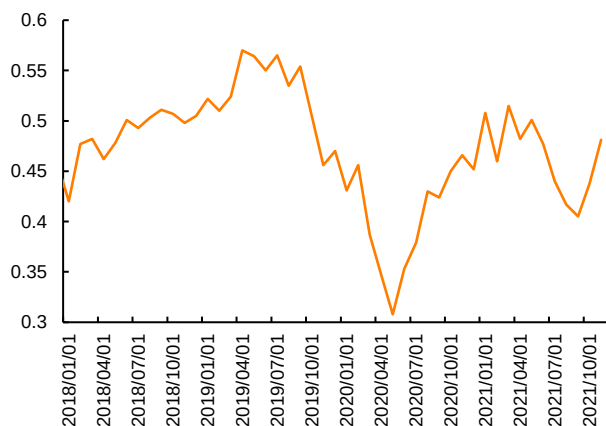
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 29: BDI 指数 & WTI (点、美元/桶)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 30: 美国重卡销量 (百万辆)



资料来源: Bloomberg 云财富期货投资咨询部

图表 31: 美国航空 ETF (美元)



资料来源: Bloomberg 云财富期货投资咨询部

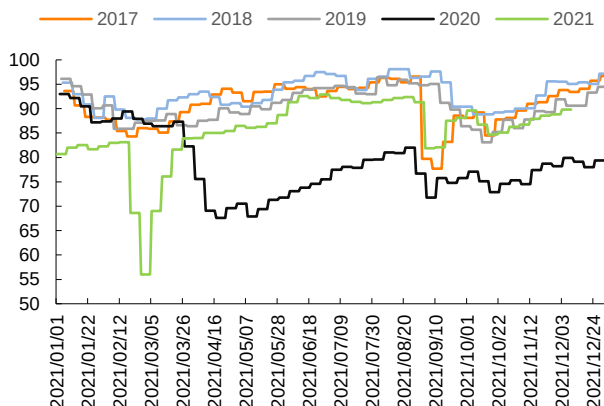
### 1.1.5 国内外炼厂开工情况

截至 12 月 17 日当周, 美国炼厂开工率 89.60%, 较上周下降 0.20%。美国炼厂原油加工量 15818 千桶/日, 较上周增长 0.94%, 同比增长 12.87%。

截至 2021 年 12 月 9 日, 山东独立炼厂常减压产能利用率为 65.78%, 环比上涨 0.83 %, 同比下跌 10.55 %。

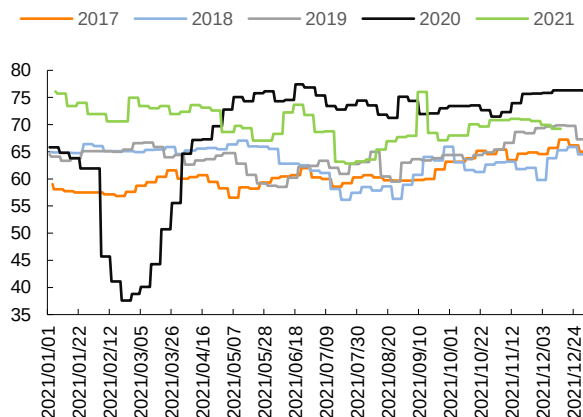


图表 32: 美国炼油厂开工率 (%)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 33: 山东地炼开工率 (%)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

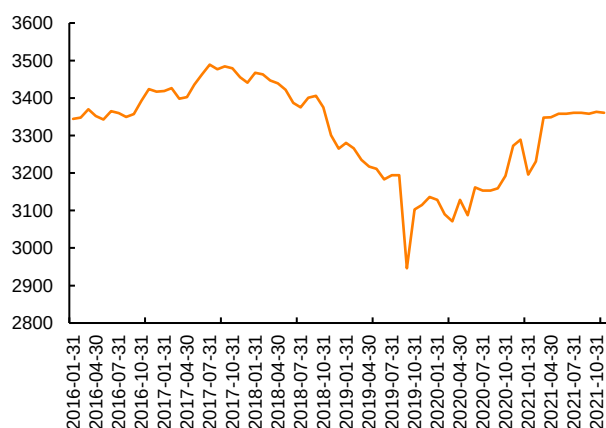
## 1.2 原油供应

### 1.2.1 OPEC: 维持稳步增产, 成本定价依旧有效

OPEC 作为全球原油市场的重要调节者, 2020 年疫情期间油价大幅下挫, OPEC+ 启动史上最大规模的减产, 有效维稳油市托底油价。2021 年产量回升缓慢, 2022 年 OPEC+ 剩余产能仍较为充足, 剩余产能大约为 592 万桶/日, 主要集中在沙特 (150)、阿联酋 (90)、科威特 (60)、伊拉克 (50) 这几个国家, 受制裁的伊朗和委内瑞拉分别还有 130 万桶和 20 万桶的闲置产能, 能释放的有效产能大约在 420 万桶/日。

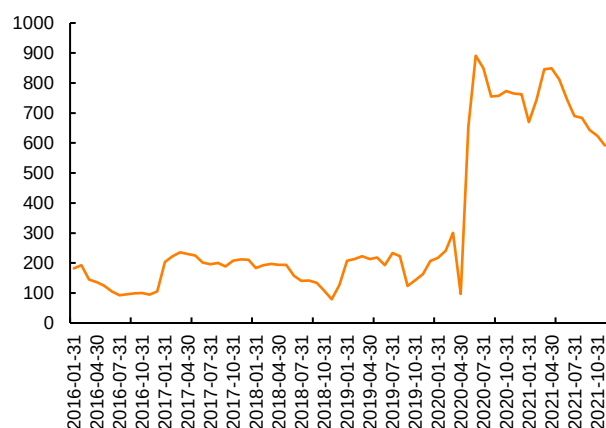
2020 年下半年随疫情好转需求回升, OPEC 产量逐渐恢复; 2021 年上半年疫情复发压力下, OPEC 再度延长减产。2021 年 7 月 OPEC+ 决定启动渐进复产, 每月增产 40 万桶/日, 直到恢复 580 万桶/日的减产量; 并自 2022 年 5 月将产量基准进一步上调 160 万桶/日。2021 年 11 月欧佩克产量 2771.7 万桶/日, 较 2022 年底目标产量仍有约 420 万桶/日增量空间。若能完全兑现增幅将为市场提供充足的保供能力, 避免短缺风险。当前的 Omicron 变种病毒并没有中断 OPEC 月增 40 万桶/日的计划, 但 OPEC 仍然保留随时监控市场并及时响应的能力, 实际增产节奏仍需关注每月 OPEC 产量会议政策动态调整。

图表 34: OPEC 原油产能 (万桶/日)



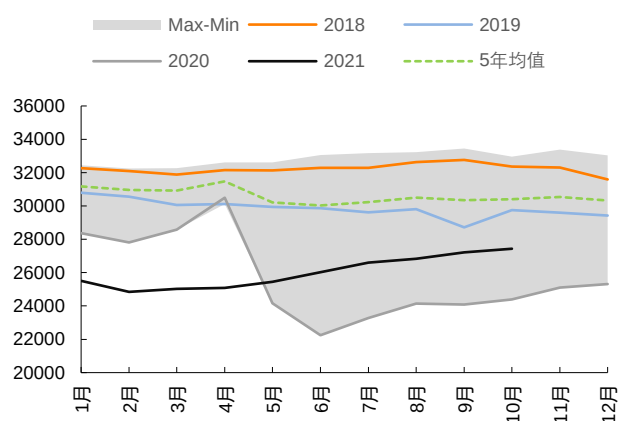
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 35: OPEC 原油剩余产能 (万桶/日)



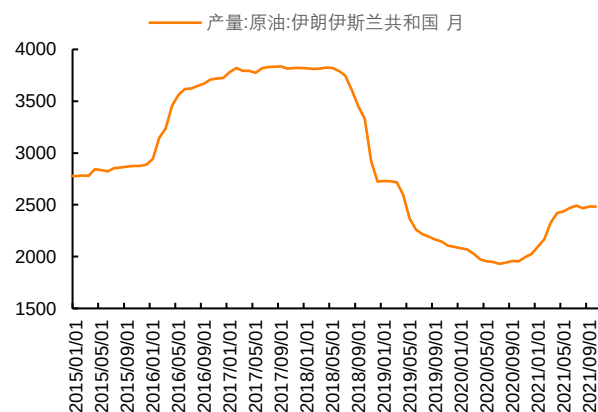
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 36: OPEC 原油产量 (千桶/日)



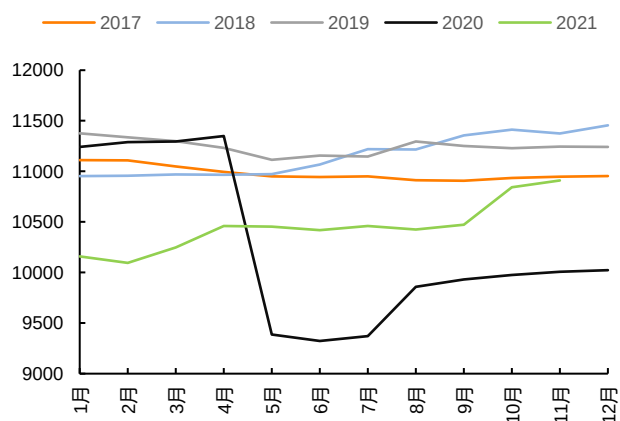
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 37: 伊朗原油产量 (千桶/日)



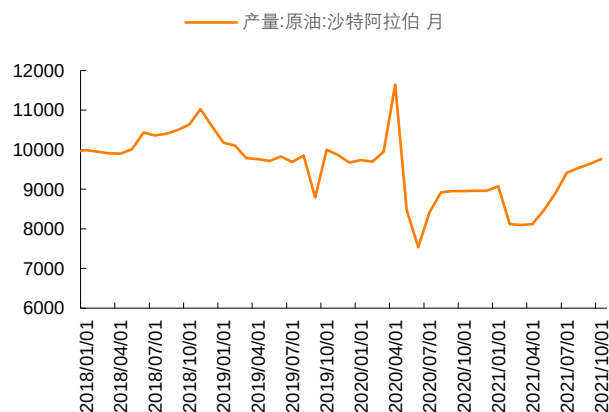
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 38: 俄罗斯原油产量 (千桶/日)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 39: 沙特原油产量 (千桶/日)



资料来源: EIA 云财富期货投资咨询部

图表 40: 俄罗斯外汇储备和油价 (百万美元、美元/桶)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 41: 沙特外汇储备和油价 (百万美元、美元/桶)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

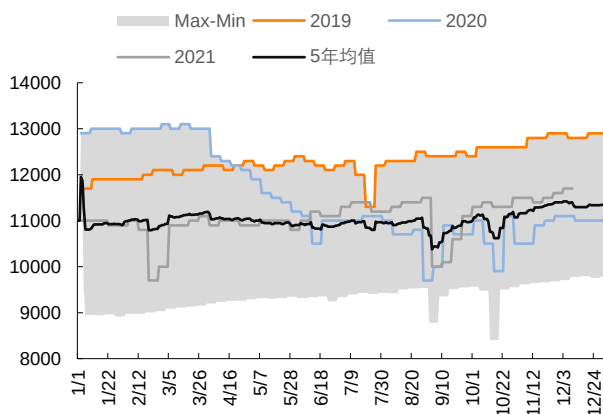
### 1.2.2 美国：受制于页岩油投资不足，产量增速低于预期

美国原油产量在今年油价水涨船高的环境下，表现的却惊人的平稳。虽然目前与年初相比出现小幅增长，但增幅仅为 6.36%，完全无法匹配今年油价的强劲涨势。回顾近两年，2020 年 5 月是转折点，国际原油价格自此开始进入复苏阶段，从上图也可以看出，美国页岩油完井数也探底回升，但回升速度却较为缓慢，同时新钻井数量更是明显小于完井数。而另一方面，未完井总数却出现了大幅滑坡，因此答案浮出水面，从去年 5 月至今，美国页岩油完井数和新钻井数的增长，都是消耗此前积累的未完井为主，折射出上游勘探领域投资推动的乏力。去年 7 月之后，美国页岩油未完井数开始持续快速下滑，截至今年 10 月，1 年多的时间跌幅已超 42%。背后的原因，除去 2020 年 1-4 月的深跌影响外，新冠疫情对于需求的骤然吞噬及投资方对上游领域的看衰是主要原因。

美国页岩油成本有四大类构成。第一项是矿权购置费，根据进入页岩行业的先后成本不同；第二项是钻井和完井费用，这一项占比最高，通常需要 650-850 万美元/井；第三项和第四项是油田基础设施建设和运营成本，运营成本具体指油气的采集和处理、运输、污水处理等过程。页岩油成本的变动正是由这四项目的变动引发。近两年美国页岩油完全成本位于 26-75 美元/桶之间，成本最低的就是 Permian 的 Delaware 地区，这也是 2021 年和未来几年产量增长最多的地区。

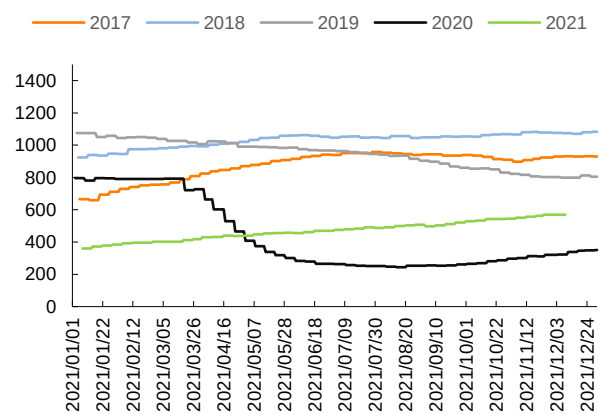
综上所述，虽然美国页岩油完井数从 2020 年 5 月至今增长明显，但过于依赖此前积累的未完井，并非真正的强劲增长。此外钻井数量的变化通常是美国未来原油产量的风向标，当下页岩油新钻井数和完井数的趋势已经对未来美国原油产量形成制约，明显延滞了美国原油产量回升的幅度和时间，间接降低了对国际油价的利空冲击。

图表 42：美国原油产量（千桶/日）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 43：美国钻机数量（部）



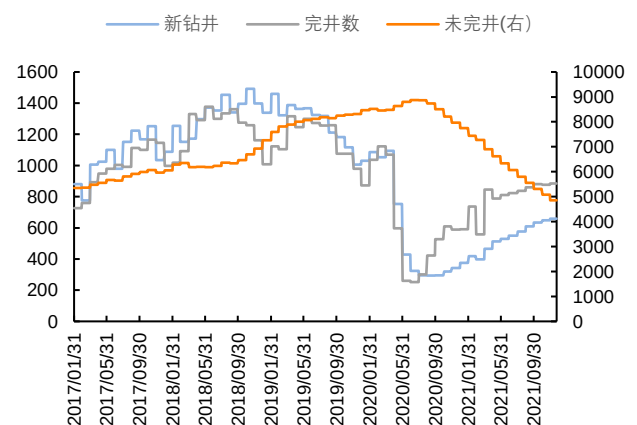
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 44：美国页岩油钻井数量各项指标变化对比（部）

|      | 2020年5月 | 2021年10月 | 变化    | 增幅      |
|------|---------|----------|-------|---------|
| 完井数  | 260     | 871      | 611   | 235.00% |
| 新钻井数 | 428     | 649      | 221   | 51.64%  |
| 未完井数 | 8822    | 5104     | -3718 | -42.14% |

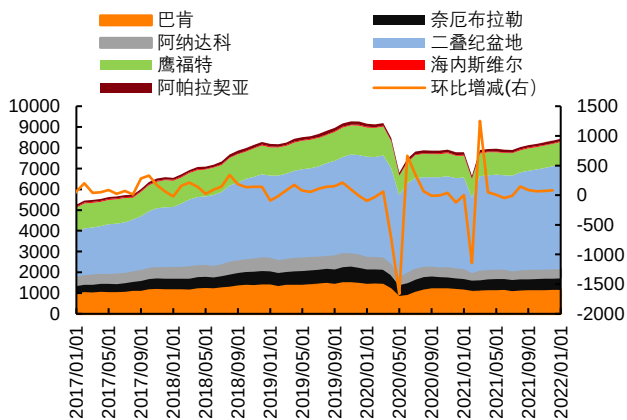
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 45：美国页岩油钻井状况（部）



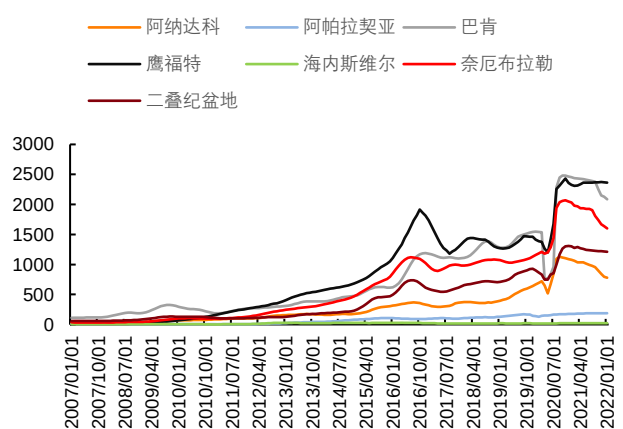
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 46: 美国页岩油产量 (千桶/日)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 47: 美国页岩油单产 (桶/日)



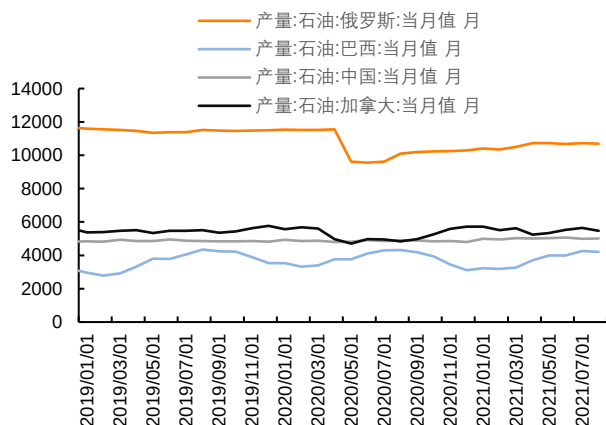
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

### 1.2.3 非 OPEC: 产量稳步回升

2021 非 OPEC 非美产量稳步恢复。全球前六大产油国为美国、俄罗斯、沙特、加拿大、中国、巴西。2020 年全球产量同比降 645 万桶/日, 欧佩克/美国/其他国家分别下降 366/92/188 万桶/日。2021 年非 OPEC 非美国家产量同比增加 94 万桶/日, 主要增量来自加拿大(+34)、俄罗斯(+27)、中国(+13)、巴西(+8)。加拿大自 2021 年 1 月取消限产措施, 产量基本恢复疫情前水平。中国在大力提升油气勘探开发力度政策指引下, 勘探开采投资维持高位, 新增探明储量大幅增加, 石油产量稳步增长。

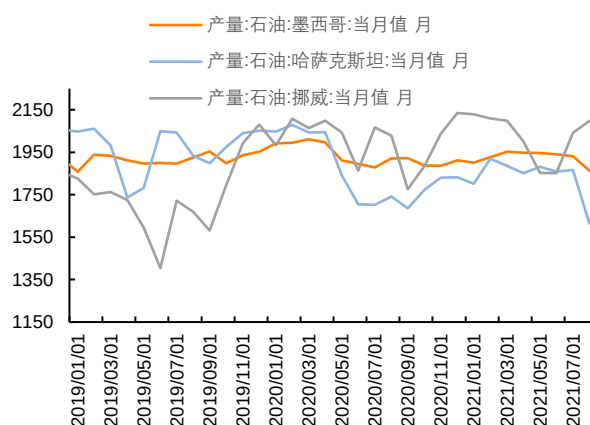
2022 非 OPEC 或将是主要增量贡献者, 预计 2022 年非 OPEC 非美国家产量同比增加 94 万桶/日, 主要增量来自俄罗斯(+80)、巴西(+28)、加拿大(+23)、哈萨克斯坦(+13)、挪威 (+12)。巴西因疫情等原因持续推迟的海上油田项目投产预计在 2022 年将带来的较大增量。挪威 2020 年实施的石油行业减税方案有助提升油气行业投资, 2022 年产量增幅来自包括 Johan Sverdrup 二期在内的多个海上项目投产。英国则预计延续数年来的产量下滑趋势。

图表 48: 非 OPEC&美原油产量 (千桶/日)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 49: 非 OPEC&美原油产量 (千桶/日)



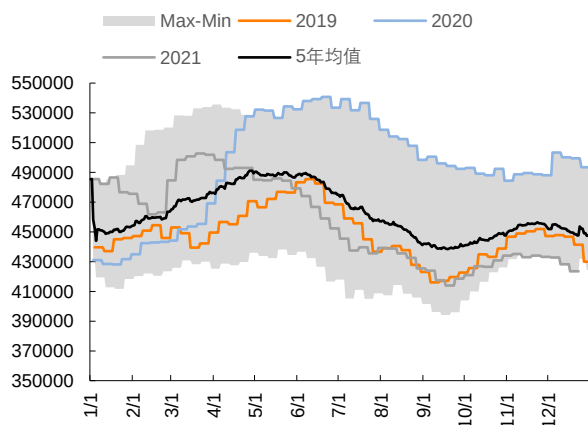
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

## 1.3 库存结构

### 1.3.1 美国原油及成品油库存

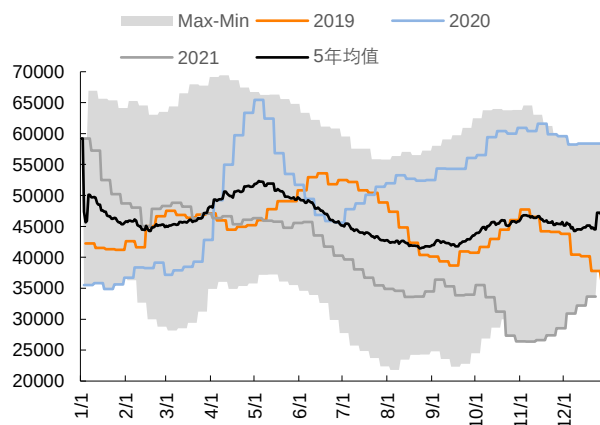
EIA 库存周报显示, 截至 12 月 17 美国商业原油库存(不含石油战略储备) 4.23571 亿桶, 比前一周下降 471 万桶, 原油库存比过去五年同期低约 8%; 美国汽油库存总量 2.24118 亿桶, 比前一周增加 553 万桶, 汽油库存比过去五年同期低约 4%; 馏分油库存 1.24154 亿桶, 比前一周增加 40 万桶, 库存量比过去五年同期低约 8%, 其中取暖油库存下降 3 万桶。美国石油战略储备 5.96381 亿桶, 下降了 254 万桶。

图表 50: 美国商业原油库存 (千桶)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

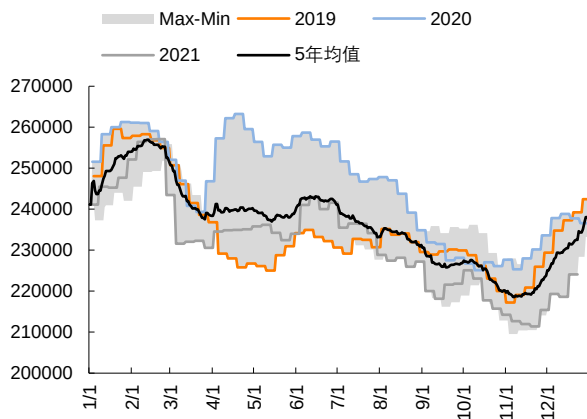
图表 51: 美国库欣原油库存 (千桶)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

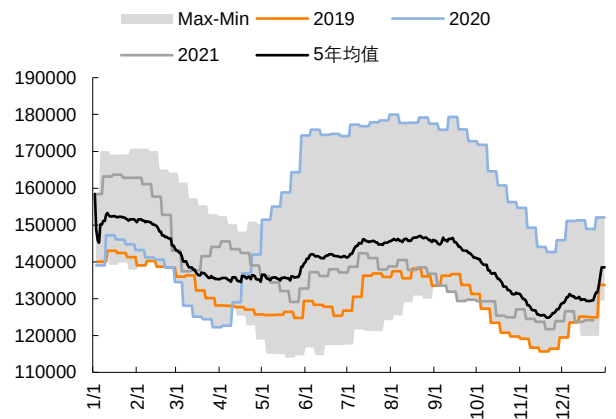


图表 52: 美国汽油库存 (千桶)



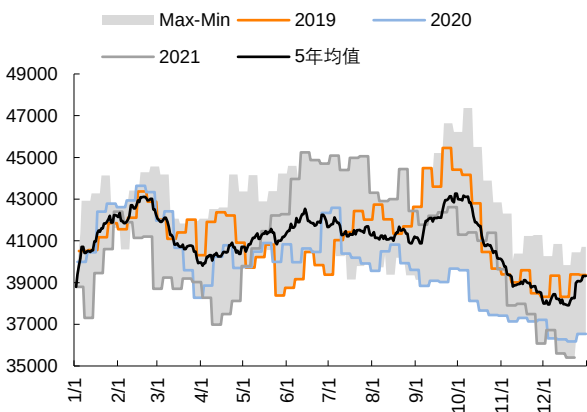
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 53: 美国馏分燃料油库存 (千桶)



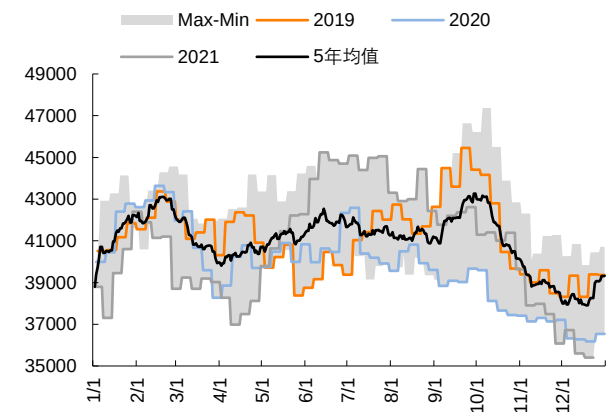
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 54: 美国航空煤油库存 (千桶)



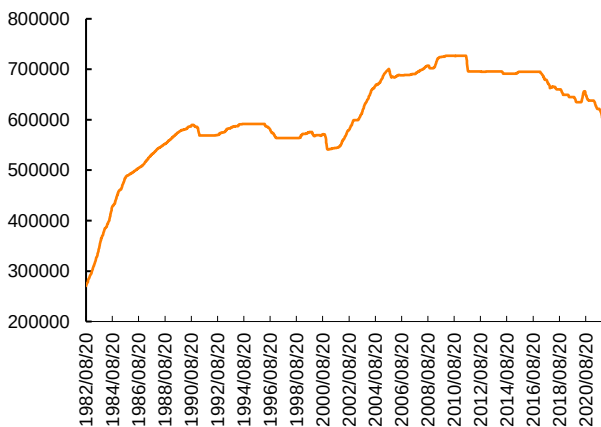
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 55: 美国取暖用油库存 (千桶)



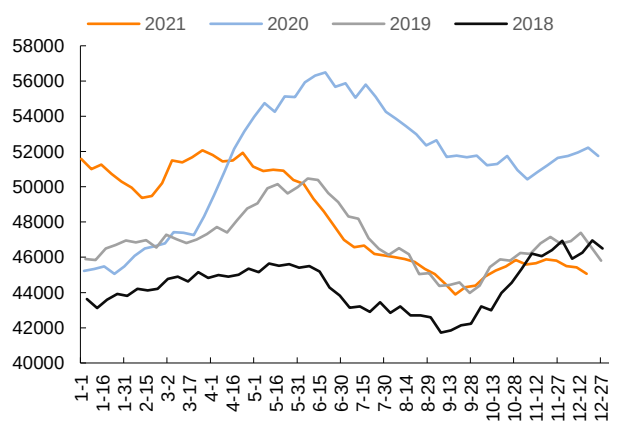
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 56: 美国战略储备原油库存 (千桶)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 57: 美国 API 原油库存 (千桶)

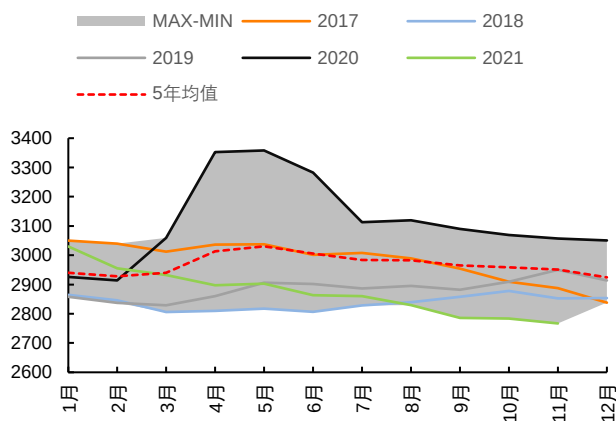


资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

### 1.3.2 OECD 及海上浮仓库存

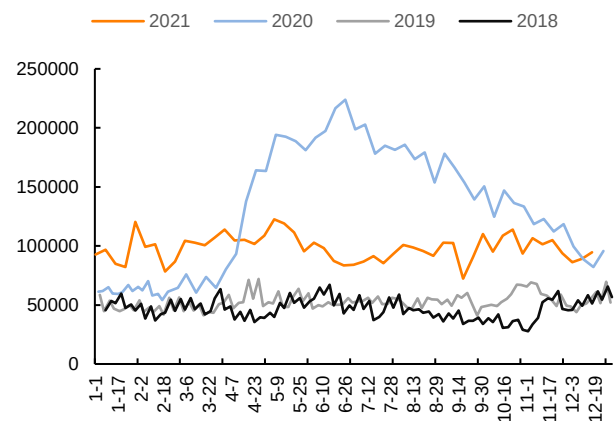
OECD 的原油库存在 2020 年大幅上升，随着原油减产和全球经济恢复的开启，2021 年 OECD 库存已经远低于 2019 年的水平，截至 11 月 OECD 原油库存为 27.67 亿桶。截至 11 月 24 日，全球海上浮仓库存为 94728 万桶，处于偏低水平。海上原油浮仓库存主要和基差有关，目前低位维稳，预计 2022 年海上浮仓库存会延续下降，将降至较低水平。

图表 58：OECD 原油库存（百万桶）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 59：海上浮仓库存（千桶）

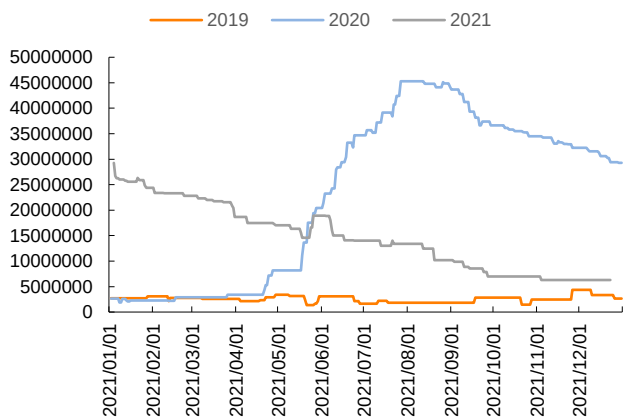


资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

### 1.3.3 INE 原油库存期货及可用库容量

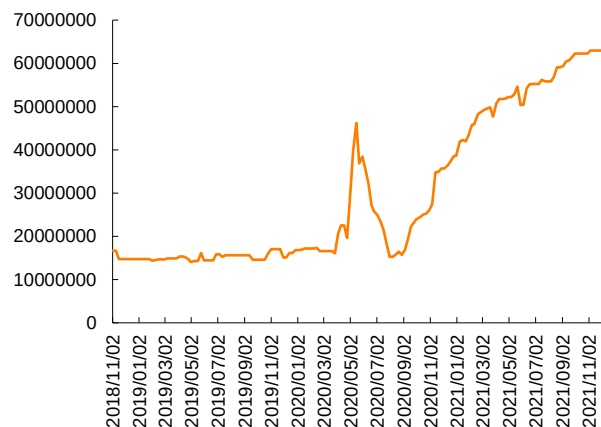
截至 12 月 23 日，INE 原油期货库存为 628.7 万桶，可用库容量为 6296.3 万桶。2021 年以来，在内外套利空间关闭的情况下，SC 无新仓单生成，旧仓单逐步去化只是时间问题，在 2021 年下半年仓单数量有望恢复正常，随着国内库存的持续去化，叠加人民币汇率升值放缓后，国内原油价格趋势将强于外盘，可阶段性做多内外盘价差（即：多 SC,空 Brent）。

图表 60: INE 原油期货库存 (桶)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 61: INE 原油可用库容量 (桶)



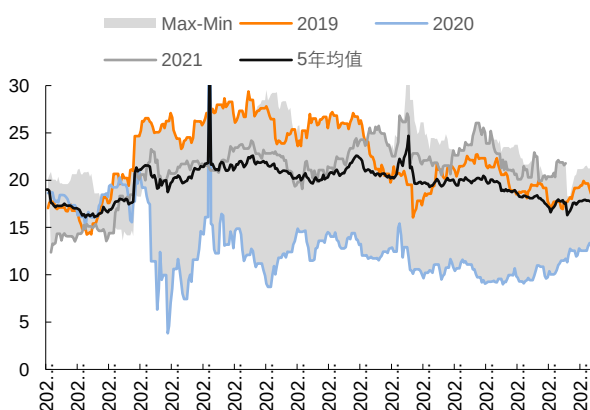
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

## 1.4 价差结构

### 1.4.1 跨品种价差

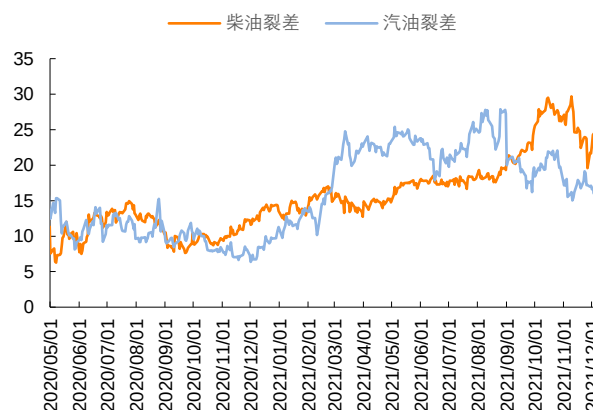
裂解价差作为炼厂开工率的领先指标, 近期 RB UL TI 3:2:1 裂解价差维持高位, 主要是由于柴油裂解利润大幅回升所致, 汽油裂解利润也同步回升, 短期来看, 炼油利润总体尚可, 短期炼厂开工仍将维持高位运行。

图表 62: RB UL TI 3:2:1 裂解价差 (美元)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 63: 柴汽油裂解价差 (美元)

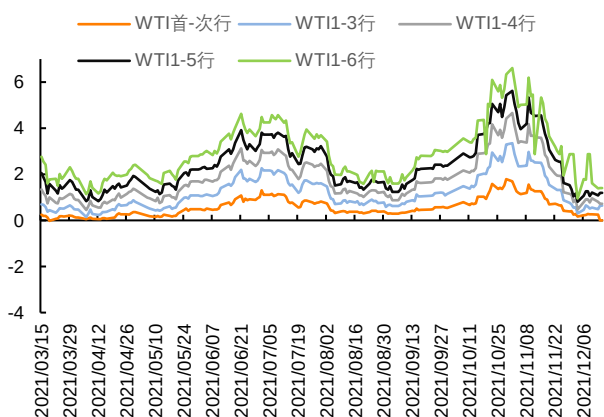


资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

### 1.4.2 跨期价差

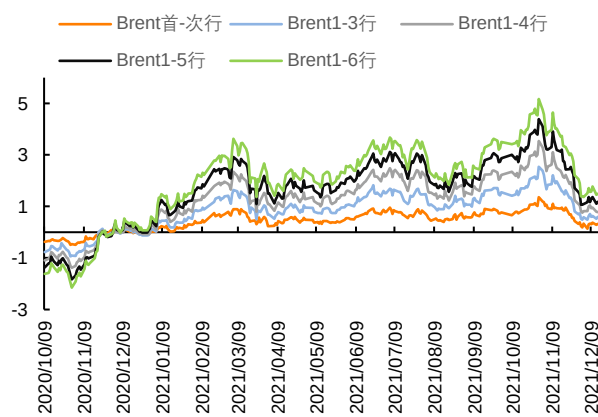
国际油价自年初以来涨幅超过 40%，而原油 WTI 和 Brent 远期曲线结构同步从 Contango 转向 Back 结构，从近期的期限结构来看，当前国际原油的 Back 结构再度走弱，主要是由于 Omicron 变异毒株蔓延迅速引发市场对于原油需求恢复的担忧，但近期 Omicron 变异毒株影响趋缓叠加原油库存维持季节性去化，对油价存在一定支撑。

图表 64：WTI 远期曲线（美元）



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 65：Brent 远期曲线（美元）



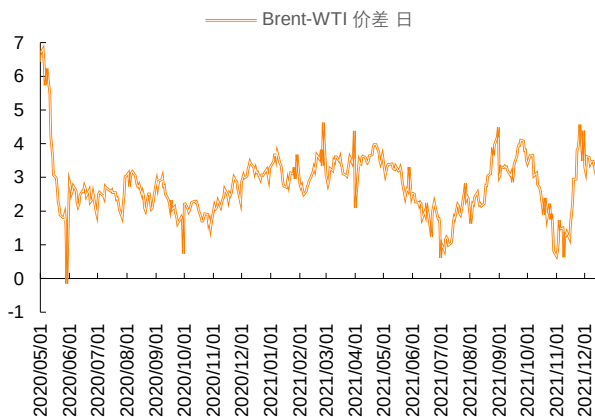
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

### 1.4.3 跨市场价差

2015 年美国废除原油出口禁令后，Brent-WTI 价差与美国原油出口量高度相关，一般领先出口量 3 周时间。近期价差回落至 3.06 美元，处于相对正常水平，后期重点关注价差扩大对美国原油出口增加的持续性指引。

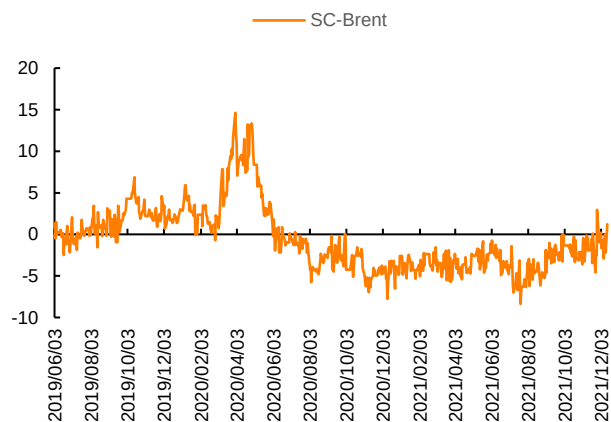
从 2021 年来看，在内外套利空间关闭的情况下，SC 无新仓单生成，旧仓单逐步去化只是时间问题，在 2021 年中以后仓单数量有望恢复正常，有利于内外价差的走强，2021 年 SC-Brent 价差并无较强的趋势性行情，可关注仓单注销以及人民币汇率升值放缓带来的阶段性做多内外价差机会（即：多 SC,空 Brent）。

图表 66: Brent-WTI (美元)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 67: SC- Brent (美元)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

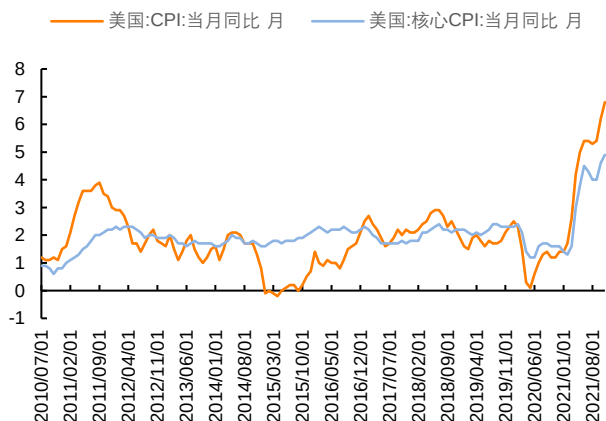
## 1.5 金融：宏观因素及 CFTC 持仓结构

### 1.5.1 宏观因素及货币政策

各国经济再后疫情时代纷纷走出低迷，并在 2021 年实现高速增长，各国持续实施宽松货币政策的必要性降低，与此同时，供应链瓶颈下的通胀压力大幅攀升，也促使部分国家收紧货币政策的呼声渐长，部分新兴经济体率先进入加息周期，并多次上调基准利率，12 月 12 日美联储议息会议公布宣布加快 Taper，符合市场预期。美联储选择“加倍”目前的减码节奏，即从 2022 年 1 月开始，每月减少资产购买的金额由 150 亿美元提高至 300 亿美元，并于 2022 年 3 月完成 Taper。与不改变节奏相比，美联储将总共减少购买资产 1350 亿美元。不过，由于最终结束资产购买前仍有两次 FOMC 会议（2022 年 1 月和 3 月），本次美联储仍未充分讨论最大就业问题，但鲍威尔多次提到美国就业恢复迅速（rapid），暗示首次加息不会太远。我们预计首次加息时点可能在 2022 年 5 月。单纯的流动性拐点并不能很好的刻画资产表现决定变量，因此需要叠加增长环境。我们叠加 Markit 全球制造业 PMI，预测 2022 年在流动性增速下降+PMI 下行背景下的资产表现。历史来看，历次流动性收紧叠加全球 PMI 下行时期为 2011 年 3 月~2011 年 11 月、2013 年 1 月~2013 年 5 月、2014 年 7 月~2015 年 9 月、2017 年 12 月~2019 年 7 月。这一阶段整体来看，美元指数往往偏强，但农产品、原油、工业金属表现最差。由此可见，随着经

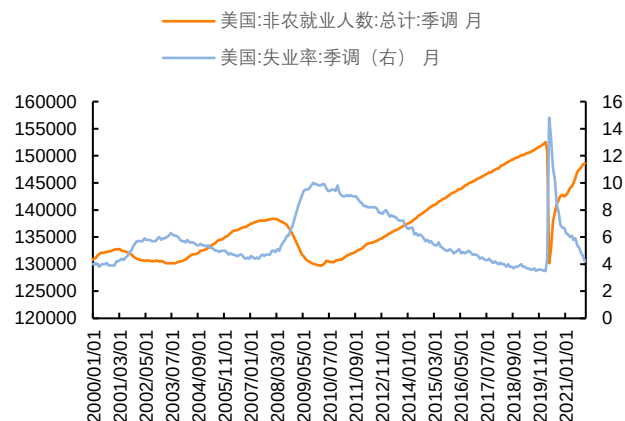
济增速放缓和 PMI 下行，风险偏好开始转变，而流动性的收紧强化了风险偏好下行的影响，包括原油在内的大宗商品在 2022 年不具备资产配置价值。

图表 68：美国 CPI 当月同比 (%)



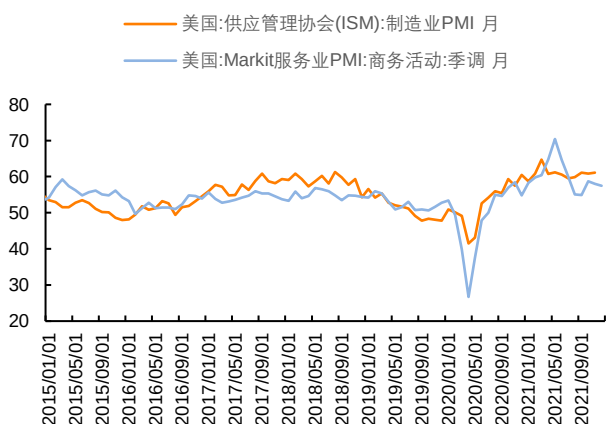
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 69：美国失业率&美国非农就业人数 (%、千人)



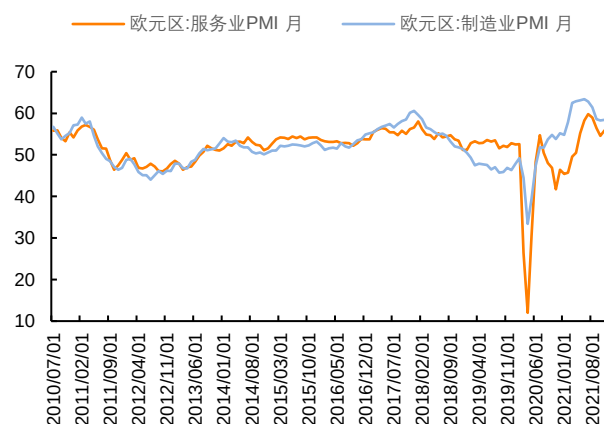
资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

图表 70：美国制造业及服务业 PMI (%)



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

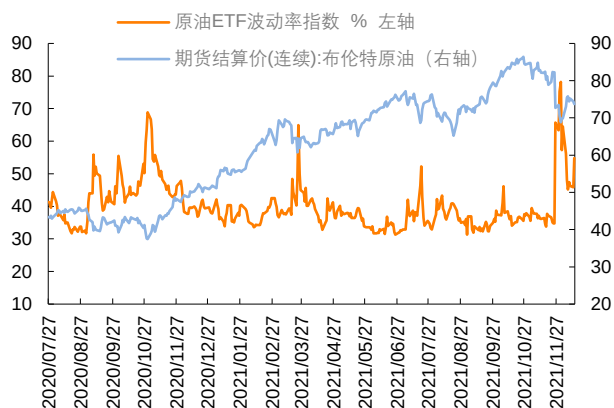
图表 71：欧元区制造业及服务业 PMI (%)



资料来源：Wind 云财富期货投资咨询部

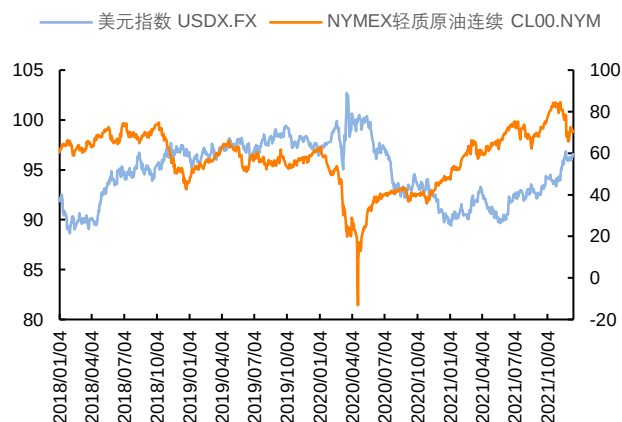


图表 72: 美国原油 ETF 波动率& WTI (%、美元/桶)



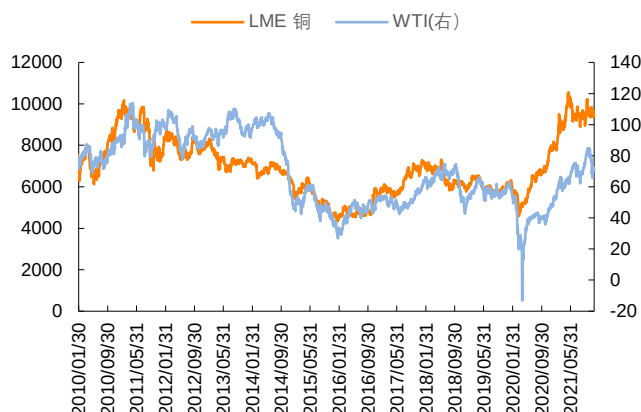
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 73: 美元指数& WTI (%、美元/桶)



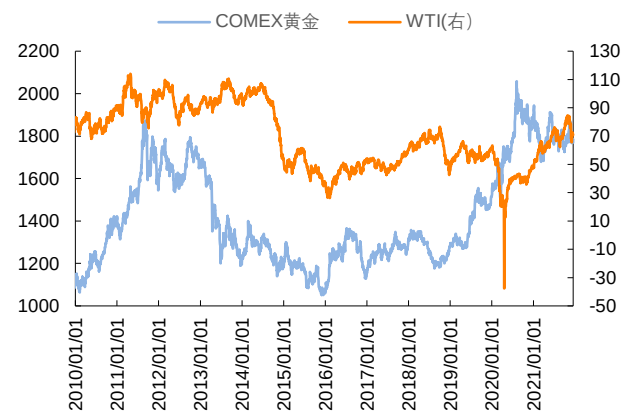
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 74: LME 铜 & WTI (美元/吨、美元/桶)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 75: COMEX 黄金& WTI (美元/盎司、美元/桶)



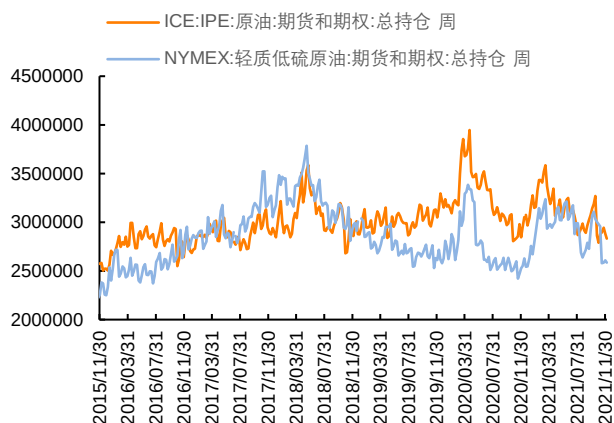
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

### 1.5.2 持仓资金回归存量

2022 年原油对宏观资金配置价值减弱, 宏观资金对原油的周期性配置对阶段涨跌具有助推效应。2021 年底美联储货币政策边际收紧, 金融市场流动性溢价逐渐回落; 2022 年下半年若美联储正式加息开启, 流动性回流将对大宗商品价格形成负面影响, 原油的金融溢价部分将逐渐消退。配置角度, 原油作为顺周期资产的大宗商品, 在经济上行周期表现相对较强, 经济下行周期表现通常较弱。经过 2021 年大幅推升, 油价预期收益率收窄; 若 2022 年经济增速继续放缓, 目前的高位油价或难以维系。

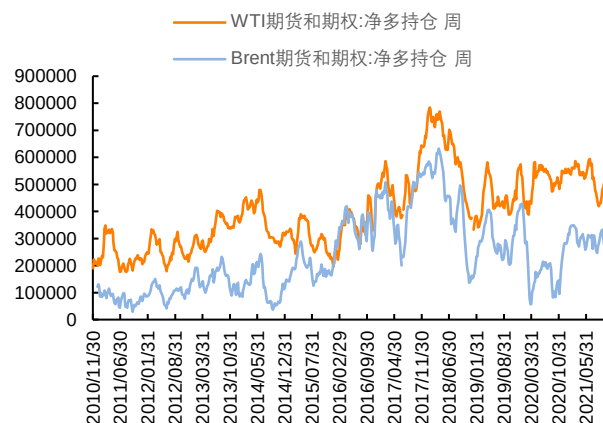
截至 12 月 14 日, CFTC 非商业多头持仓 483233 张, 环比减少 9352 张;  
CFTC 非商业空头持仓 136096 张, 环比增加 10743 张; 非商业净多持仓 347137  
张, 环比减少 20095 张。基金持仓可以看出投机盘多空均减, 净多头寸周环比减少,  
表明上周投机者仍对油价持有谨慎态度。截至 12 月 23 日, 美国原油 ETF 波动率  
指数再度回升至 43.71%, 表明短期油价波动有所回落。

图表 76: 国际原油期货&期权总持仓 (张)



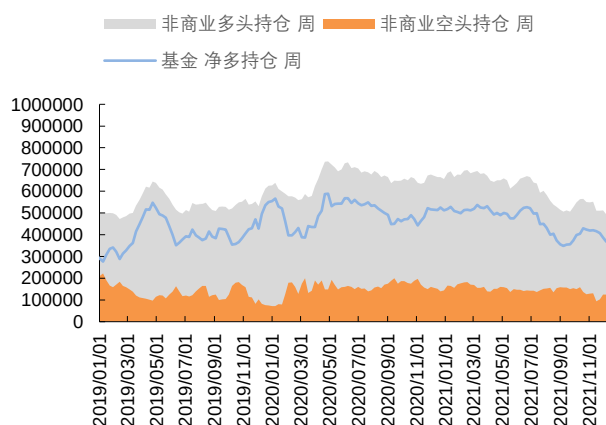
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 77: WTI&Brent 期权&期货净多持仓 (张)



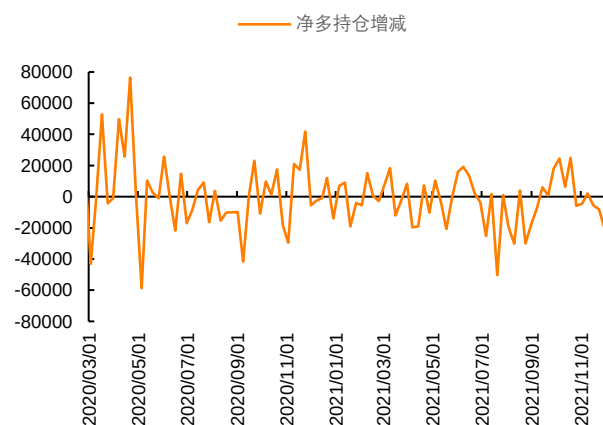
资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 78: CFTC 非商业多空持仓 (张)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

图表 79: CFTC 非商业净多持仓变动 (张)



资料来源: Wind 云财富期货投资咨询部

## 1.6 行情展望及策略建议

### 1.6.1 行情展望

2022 年油市面对供应的稳步增加，实现更加稳定的供需平衡将成为原油市场的主旋律，油价的运行驱动主要来源于三个方面，首先是疫情，后疫情时代油价的运行趋势和疫情的发展高度相关，后续疫情消退后，全球航空跨境运营将恢复，航煤消费作为目前唯一尚未完全恢复的油品，乐观预估 2022 年上半年 Omicron 的影响将消退，变异病毒的生命周期一般在 3~4 个月，如果没有新变异病毒的入侵，同时伴随着疫苗接种率的提升，全球跨境出行或将在 2022 年下半年实现互联互通，届时航煤消费恢复将提振油品需求。其次是 OPEC+ 及美国的产量政策，2022 年 OPEC+ 仍有 592 万桶/日的剩余产能，OPEC+ 会在低价时适当调整产量政策，我们倾向于 60 美元是 OPEC 产量调节的触发点；根据美国页岩油公司的资本开支增速和开采效率，预计 2022 年增产 140 万桶/日的概率较高，其他产油国的增产相对有限。最后是欧美的通胀率走势，伴随着天气转冷，能源趋紧的情况时有发生，能源价格大幅攀升是通胀走高的主要推手，由于 2021 年能源价格基数偏高的影响，预计 2022 年欧美通胀压力将同比减轻，美联储上半年逐月缩减购债规模，宽松程度边际收窄；下半年预期将启动首次加息，美元流动性收紧后将对前期金融溢价偏高的资产价格产生抑制作用。

总体来看，2022 年一季度油品市场供需格局将从偏紧转向宽松，二季度疫情影响消退伴随着夏季出行旺季来临，油市有望再度出现阶段性供需缺口从而推升油价，下半年逐渐迎来美联储加息、伊朗供应可能回流等问题，预计油价存在下行风险。

### 1.6.2 策略建议

我们预计 2022 年国际油价将在震荡中寻求新的突破，上半年价格趋势强于下半年，WTI 运行区间在[ 60, 80]美元/桶；Brent 运行区间在[ 63 , 83]美元/桶；国内 SC 主力运行区间在[ 400 , 520]元/桶。

## 法律声明

■本报告由云财富期货有限公司制作，本报告所载资料的来源及观点的出处皆被云财富期货有限公司认为可靠，但云财富期货有限公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，云财富期货有限公司不对因使用本报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。本报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使云财富期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使云财富期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有本报告中的材料的版权均属云财富期货有限公司。未经云财富期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本予任何其他人。

■本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述投资标的买卖的出价或征价。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，云财富期货有限公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，云财富期货有限公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而云财富期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

■本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，云财富期货有限公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，投资者并不能依靠本报告以取代独立判断。本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

■本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。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。本报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

## 云财富期货有限公司

总部地址：

新疆乌鲁木齐市天山区西河坝后街 137 号瑞达国际大厦 7 楼

上海分公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 3002 室

伊犁分公司

地址：新疆伊犁州伊宁市新市政府片区南环路以南伊宁机场商务写字楼 2003 号

喀什分公司

地址：新疆喀什地区喀什经济开发区空港产业物流区产业服务中心 A 段三楼 301, 302, 303, 304 室

山东分公司

地址：山东省济南市高新区汉峪金谷 A3-4-907 室

深圳分公司

地址：深圳市福田区福田街道福安社区益田路 4068 号卓越时代广场 3904、3905 室

河南分公司

地址：河南自贸试验区郑州片区（郑东）金水东路 88 号楷林 IFC 1 号楼 8 层 812、813 号

浙江分公司

地址：浙江省杭州市上城区财富金融中心 2 幢 2004 室