

宏观波动率与基本面的背离

2019/08/04

原油月报

中粮期货研究院

柳瑾

010-59137364

liujin@cofco.com

投资咨询资格证号：

Z0012424

执笔：张峥

010-59137351

zhangzheng2@cofco.com

从业资格号：F3036581

走势研判：

美联储如期降息但表现分歧，特朗普再次威胁将在9月1日起对中国剩余3000亿美元商品加征10%关税，宏观风险利空在7月的最后一周完全释放。但基本面持续向好，OPEC继续减产，美国原油库存持续去化。预计油价短期短期仍有下行风险，关键看中国的反击态度，布油可能下探60美元/桶，但中长期拐点已经接近，美联储大概率继续向市场妥协，建议在宏观波动率回落后再考虑布局原油多单。

核心因素：

- (1) 中美贸易纠纷。
- (2) 美联储后续降息态度。
- (3) OPEC减产下的美国去库存。

预期偏差：

- (1) 中美摩擦放缓。
- (2) 美国超预期累库存。

免责声明

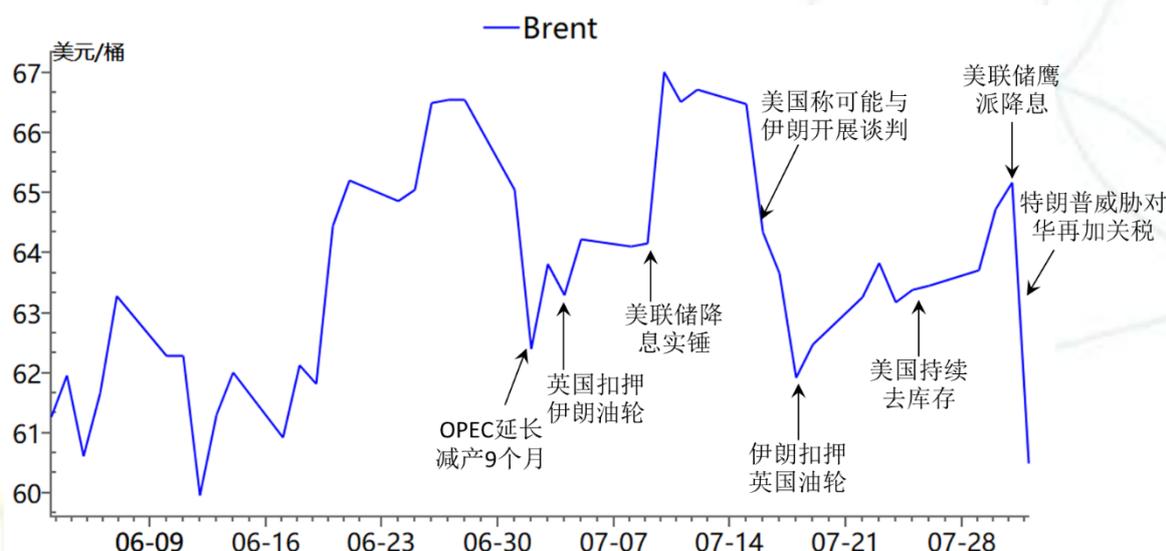
本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

第一部分 季度行情回顾和市场展望

一、行情回顾

表：市场相关指标和油价近一月走势

指标名称	最新价	周度涨跌	周度涨跌幅	月度涨跌	月度涨跌幅	近1月走势
INE	431.5	-11.0	-2.5%	-0.5	-0.1%	
Brent	60.50	-2.96	-4.7%	-3.32	-5.2%	
WTI	53.95	-2.25	-4.0%	-3.39	-5.9%	
美元指数	98.08	0.08	0.1%	1.31	1.3%	
美元兑人民币	6.9416	0.0618	0.9%	0.0583	0.8%	
上证综合指数	2,868	-77	-2.6%	-147	-4.9%	
SP500	2,932	-94	-3.1%	-64	-2.1%	
10年美债收益率	1.86	-0.22	-10.6%	-0.10	-5.1%	
COMEX铜	2.56	-0.12	-4.3%	-0.12	-4.4%	
COMEX黄金	1,458	25	1.8%	37	2.6%	



数据来源: Reuters Eikon, WIND, 中粮期货研究院

7月油价整体呈现M形走势，先是上旬基本面和宏观面一同发力，OPEC延长减产9个月，英国扣押伊朗油轮，美联储主席在国会听证会上表示美联储将在一定程度上放松货币政策，基本确定7月降息，油价强势上涨超过5美元/桶。但从中旬开始，美国突然表示可能与伊朗开展谈判，油价暴跌。之后，随着伊朗扣押英国油轮，美国库存超预期下降，布油重新站上65美元/桶。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

重头戏在月底最后一周，美联储宣布降息 25 个基点，基本符合市场之前的预期，但是委员会有两人投了反对票，而且美联储主席表示并非长降息周期的开端，不排除未来经济向好而重新加息，表态基本是鹰派态度，油价美股下跌。8 月 1 日特朗普在推特中表示对中美谈判不满，将在 9 月 1 日对中国进口的剩余 3000 亿美元商品加征关税 10%，市场完全恐慌，美股、原油、美元暴跌，黄金上涨创新高。

二、市场展望

“这是最坏的时代，也是最好的时代”。用《双城记》的这句话形容当前市场再适当不过，在经历两个月的平平无奇之后，宏观波动率整体大幅抬升，风险资产价格暴跌，债券、黄金上涨，有波动率才有机会。

尽管短期油价还有下行风险，但我们认为离中长期的上涨趋势已经不远，在宏观波动率回落之后，布局原油多单值得关注。如果中方对美方予以强势反击（这也是大概率的），短期风险资产可能还有一波跌势，布油可能下跌挑战 60 美元/桶的下限。在波动率上升之后，美联储大概率继续向市场妥协，受市场压力而转向鸽派，进而平抑波动率，而油价则在此之后回归基本面，稳步进入上涨通道。

三、核心因素分析

1. 中美贸易纠纷

美国时间 8 月 1 日，美国总统特朗普突然在推特宣布升级对华贸易战，自 9 月 1 日开始对 3000 亿美元中国输美的商品加征 10% 的关税，并威胁称，如果美中谈判继续陷入僵局，新关税的税率可能提高到 25% 以上。目前美国已对约 2500 亿美元的中国商品实施 25% 的关税。据悉，特朗普认为美方代表本周上海磋商空手而归，并拒绝了财长姆努钦提出的在宣布新关税之前先通知北京的建议。特朗普的新关税措施搅动全球金融市场，导致美股、美元、美债收益率、原油下跌；离岸人民币创下 9 个

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

月新低；避险需求推动日元和黄金大涨；市场对美联储年内降息幅度的预期提高至约 50 个基点。

美方这是典型的霸权主义，周三才在上海谈完，周四就单方面宣布加征关税，而且将全部责任推到中方身上。市场刚开始消化美联储降息的影响，转头一切都变了天，基本面靠边站，全部聚焦在中美贸易问题的后续发展上。

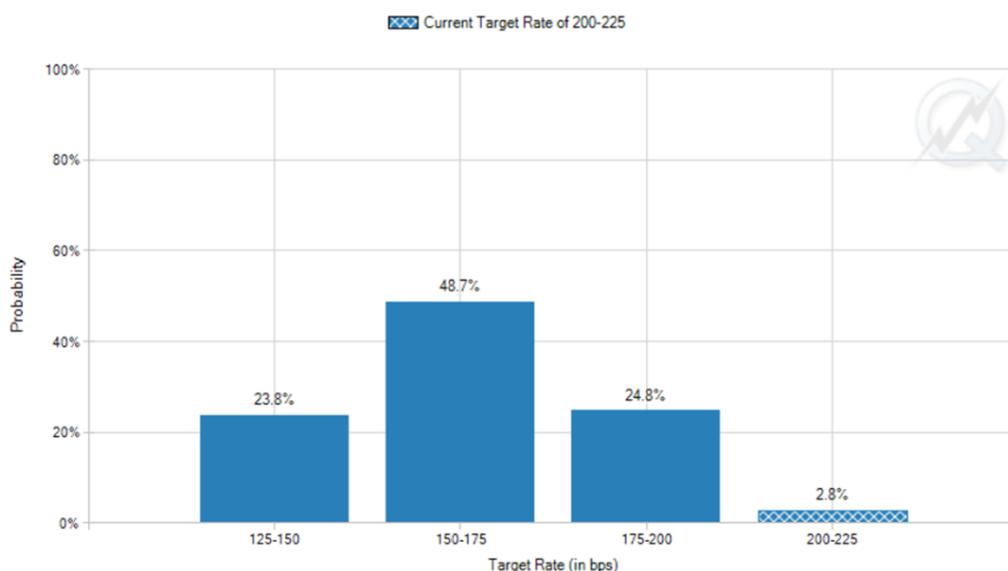
我们曾在 7 月月报中提到，“在当前的民粹主义和保护主义下，贸易摩擦、英国脱欧等事件会加剧市场情绪的恐慌，不排除由此带来的短期波动率快速上升。习惯做多的投资者应该在此环境下严格设定止损，避免赚取最后一个铜板”。短期来看，在中方宣布反制措施和美方服软之前，波动率就不算完，原油、美股、铜等风险资产就还有向下的可能。

2. 美联储后续降息态度。

7 月 31 日，美联储如期降息 25 个基点，但美联储主席否认这是长降息周期的开始，后续将视宏观数据和经济发展来决定。而且本次降息有 2 个委员投了否定票，显示美联储内部对于本次降息有所分歧，尽管缩表提前到 8 月 1 日，但投资者认为本次会议结果不及预期，各类风险资产价格遭到抛售，美股、原油领跌，黄金也有所回调。关键是本次会议之后，投资者需要重新锚定后续利息的预期，而这是美联储未指明方向的。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

Target Rate Probabilities for 11 十二月 2019 Fed Meeting


TARGET RATE (BPS)	PROBABILITY(%)			
	NOW*	1 DAY 31 七月 2019	1 WEEK 25 七月 2019	1 MONTH 1 七月 2019
100-125	0.0%	0.3%	2.1%	1.7%
125-150	23.8%	7.8%	16.1%	13.6%
150-175	48.7%	31.3%	37.9%	35.6%
175-200	24.8%	42.2%	34.1%	36.8%
200-225 (Current)	2.8%	18.4%	9.8%	12.4%

* Data as of 1 八月 2019 10:12:02 CT

根据 CME 的 FED WATCH 数据，在特朗普翻脸再次制造全球混乱之后，市场预期的美联储今年降息 50 个基点的概率再次上升，从降息当天的 31% 快速上升至 48.7%，而这是美联储不能忽视的市场因素。在格林斯潘年代之后，美联储就不再过于模糊表述，并致力于目标明确化，当联储目标与市场预期差异过大时，联储一般会选择向市场妥协。因此，需要等待的就是波动率继续上升，上升到联储不能忽视的时候，联储就会重新转鸽，宏观波动率下降，市场继续消化降息预期，宏观波动率就不再对油价上涨构成阻力。

3.OPEC 减产下的美国去库存。

OPEC 减产是支撑油价上涨的最大基本面，在此基础上讨论美国原油库存才有意义。根据第三方统计的数据显示，欧佩克 7 月原油产量跌至 2942 万桶/日，较 6 月减少 28 万桶/日，创 2011 年以来的最低产量。7 月沙特减少原油供应，科威特和阿联酋增加供应。委内瑞拉、尼日利亚、利比亚以及伊

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

拉克的原油产量均有所下降。从今年的产量数据来看，OPEC 在减产方面的执行率较高，并未出现 18 年下半年的说一套做一套的情况。而在目前的油价下，我们认为 OPEC 不太可能出现囚徒困境和竞争性增产，继续减产直到布油站上 70 美元/桶之后 OPEC 才会考虑增产的问题。

在出口的带动下，美国原油已经连续一个月超预期去库存，预计去库存将持续 1-3 个月。近期 WTI-Brent 价差重新拉宽到-7 美元/桶，后续出口可能反弹。页岩油产量则已经进入减产期，尽管 EIA 的周度产量预估并未显示产量已经出现下滑，但从库存数据的表现上来看，当前的产量预估应该已经被高估，未来将逐步下调。在油价受贸易情绪影响大跌之后，油价与基本面之间已经产生了偏差，如果基本面继续走强，只需要时间去平抑市场波动率和风险偏好，油价就会向基本面去回归。

四、预期偏差

(1) 中美摩擦放缓。如果美国再次翻脸，否认将加征关税或推迟加征关税，尽管再次自打耳光，但仍将在一定程度上带动风险资产上涨。

(2) 美国超预期累库存。如果页岩油产量并未如我们预期的出现明显下滑，DUC 的投产抵消了活跃钻机数的减少，而净进口超预期增加，美国原油超预期累库，基本面短期利空油价。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

第二部分 主要数据图表

图 1: 原油价格

图 2: 原油价格波动

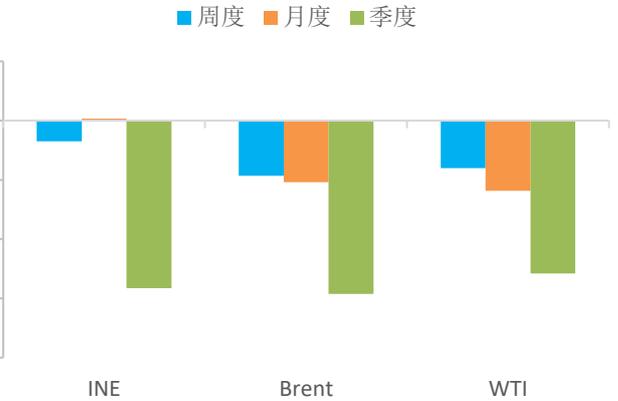
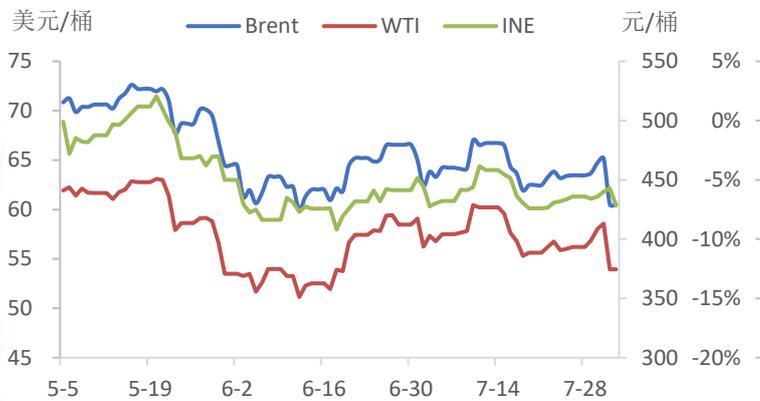


图 3: WTI-Brent 价差

图 4: Brent-Dubai 价差

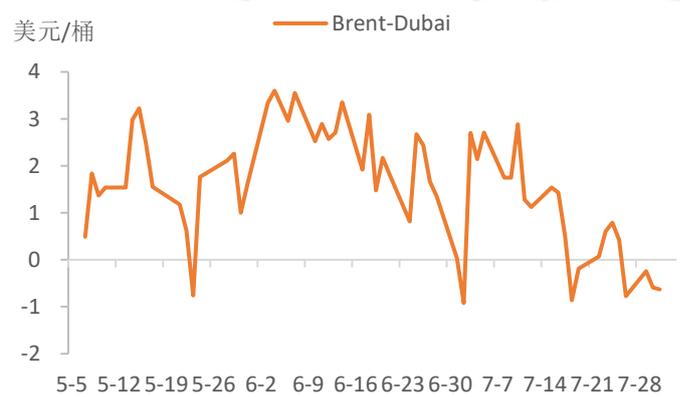
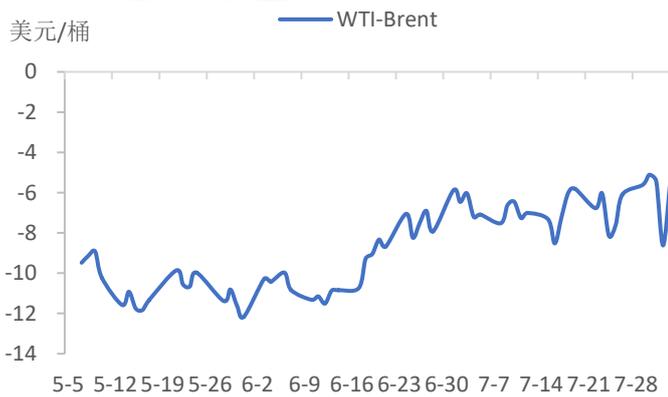
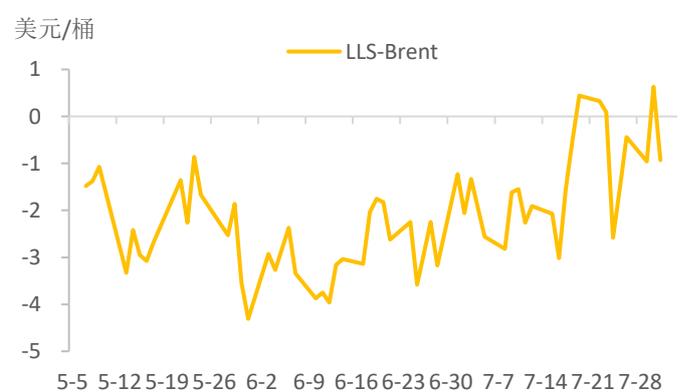
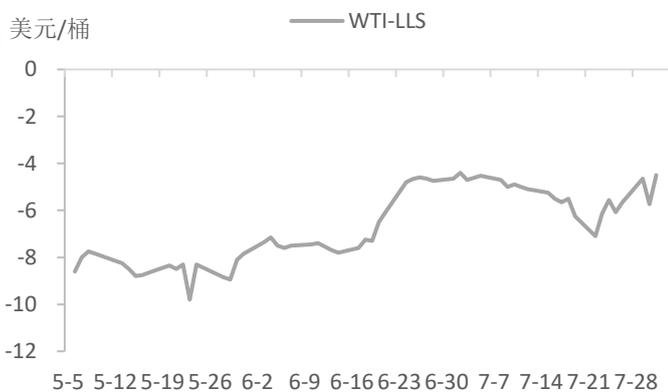


图 5: WTI-LLS 价差

图 6: LLS-Brent 价差



数据来源: WIND, Reuters Eikon, 中粮期货研究院

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 7：美国商业原油库存

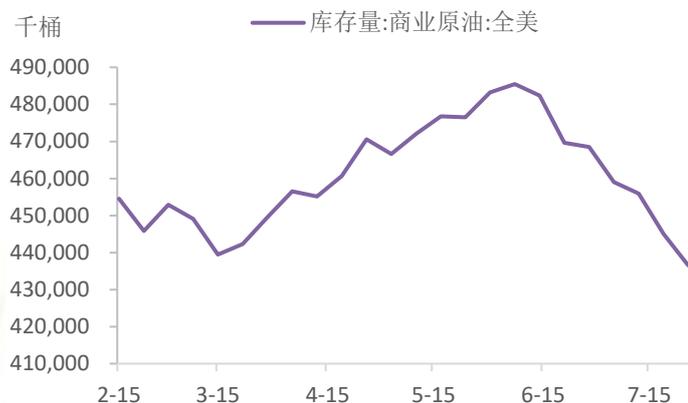


图 8：库欣原油库存

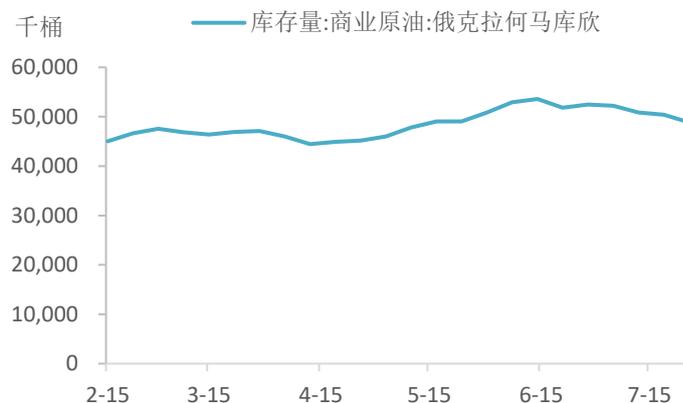


图 9：美国汽油库存

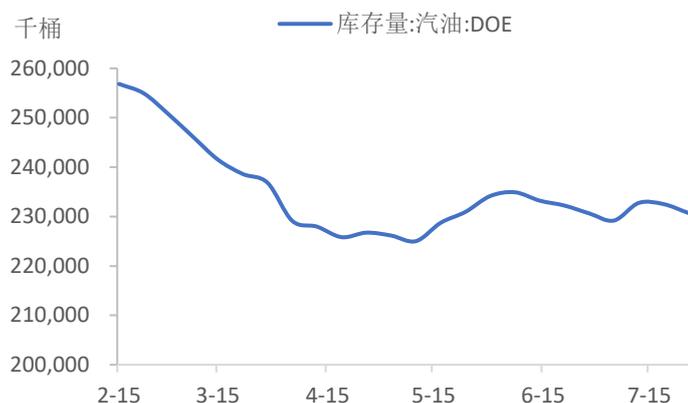


图 10：美国馏分燃料油库存

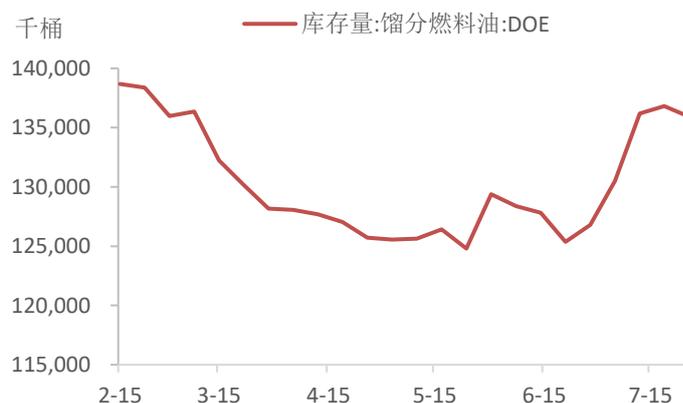


图 11：美国取暖油库存

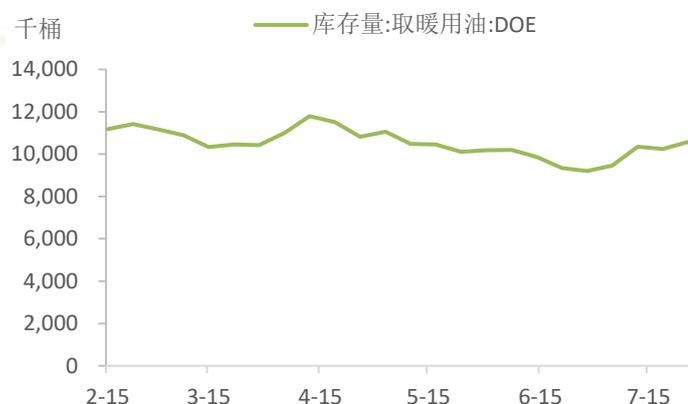
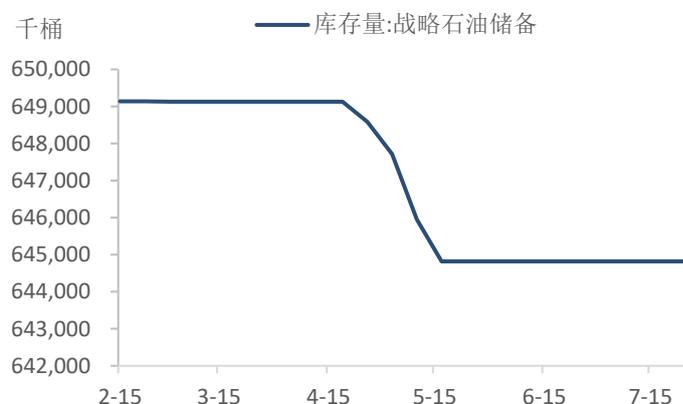


图 12：美国 SPR 库存



数据来源:WIND, Reuters Eikon, 中粮期货研究院

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 13: 美国炼厂开工率

图 14: 美国原油库存分项环比

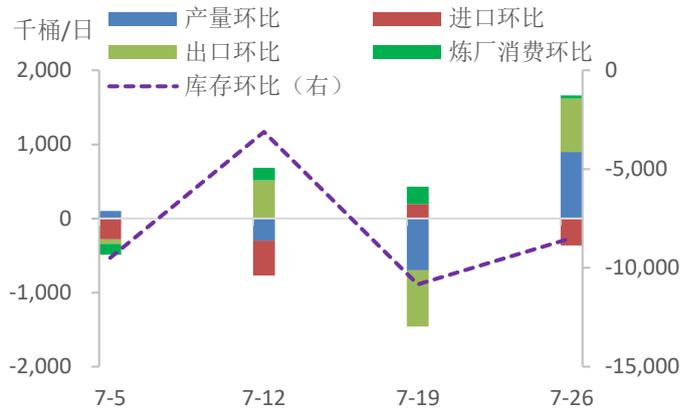
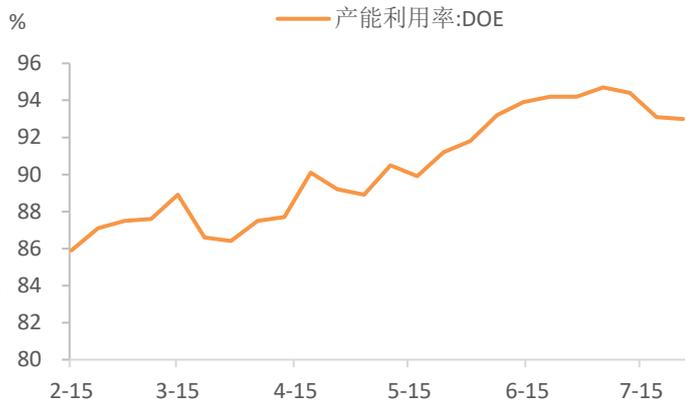


图 15: 美国炼厂原油消费

图 16: 美国原油出口



图 17: 美国原油进口

图 18: 美国原油产量预估



数据来源: WIND, Reuters Eikon, 中粮期货研究院

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 19: 全美商业原油库存季节性

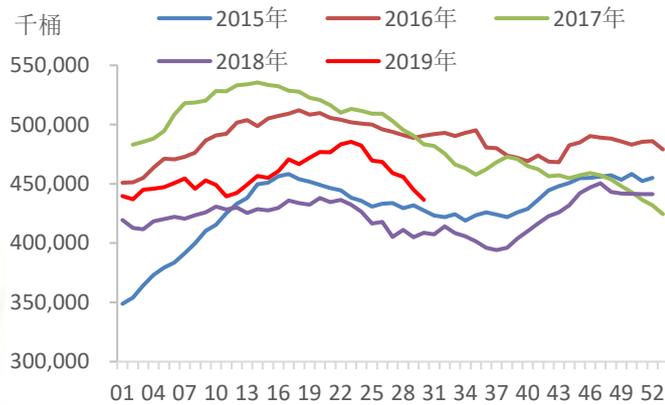


图 20: 库欣原油库存季节性

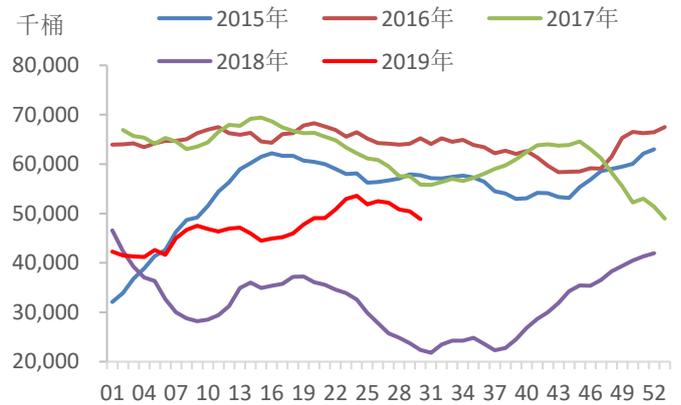


图 21: 美国汽油库存季节性

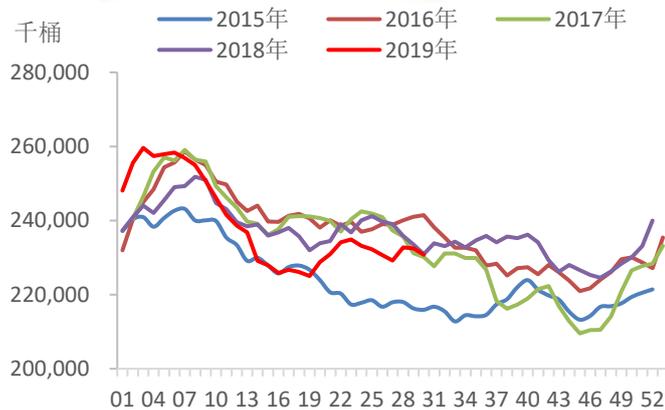


图 22: 美国燃料油库存季节性

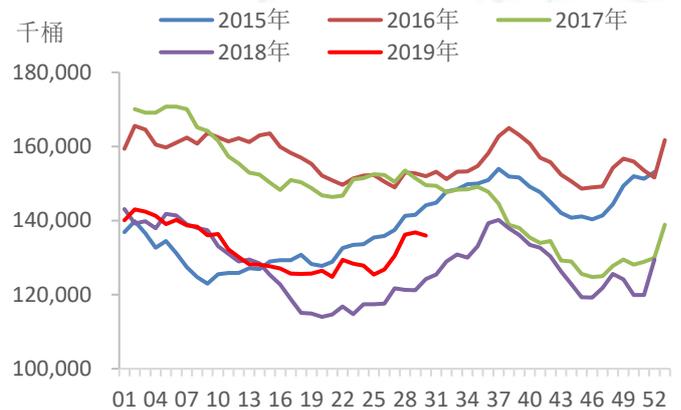


图 23: 美国取暖油库存季节性

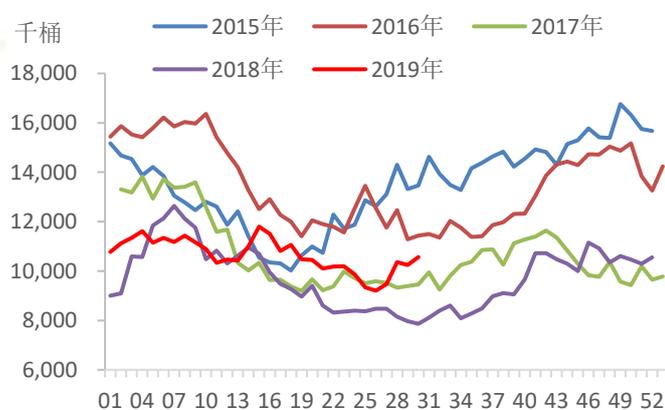
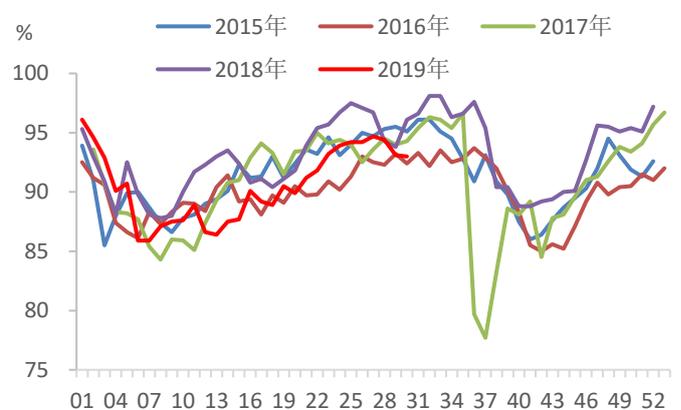


图 24: 美国炼厂开工率季节性



数据来源: WIND, Reuters Eikon, 中粮期货研究院

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料, 本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧, 本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

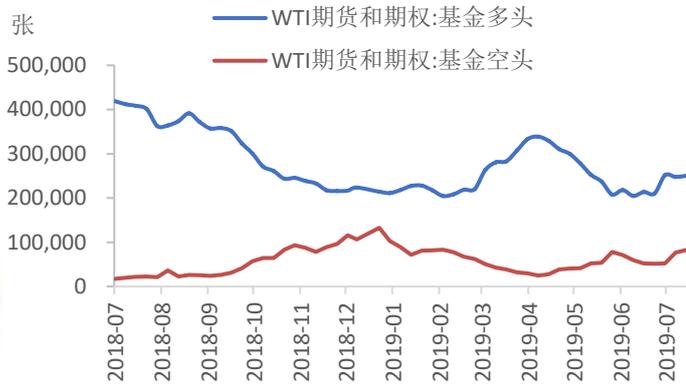
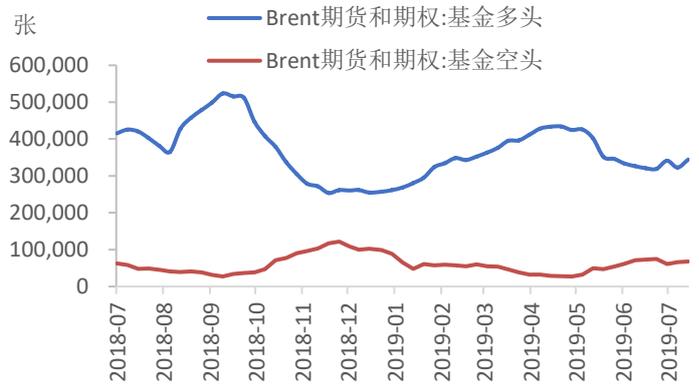
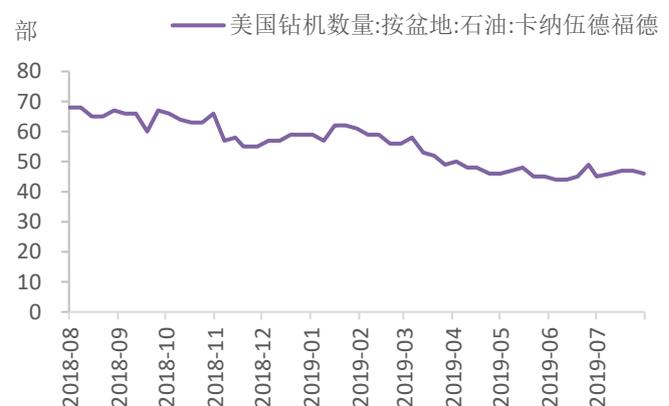
图 25: WTI 基金持仓

图 26: Brent 基金持仓

图 27: 美国总钻机数

图 28: 二叠纪盆地钻机数

图 29: 鹰福特钻机数

图 30: 卡纳伍德福德钻机数


数据来源:WIND, Reuters Eikon, 中粮期货研究院

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料,本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧,本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 31: COMEX 铜价

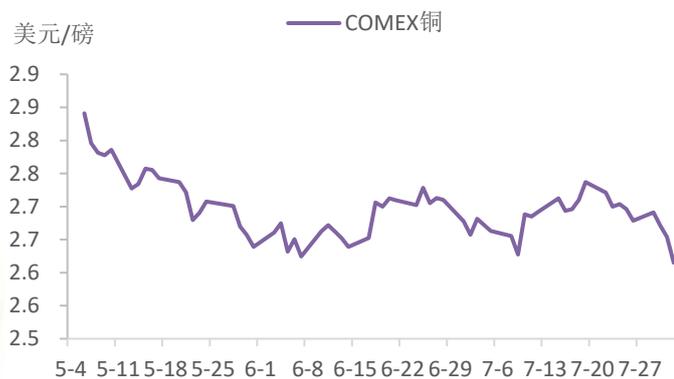


图 32: 美国 10 债收益率

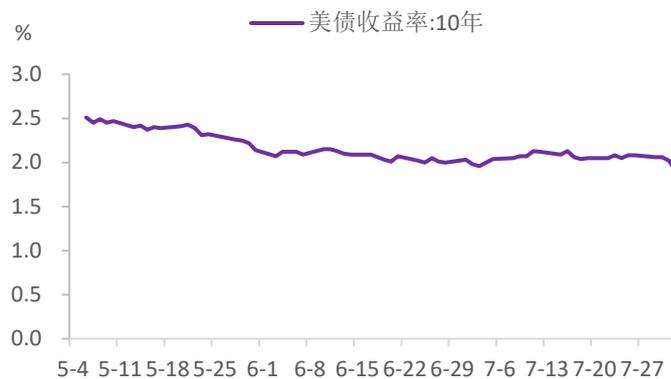


图 33: 标准普尔 500 指数



图 34: 美元兑人民币汇率



图 35: 美元指数

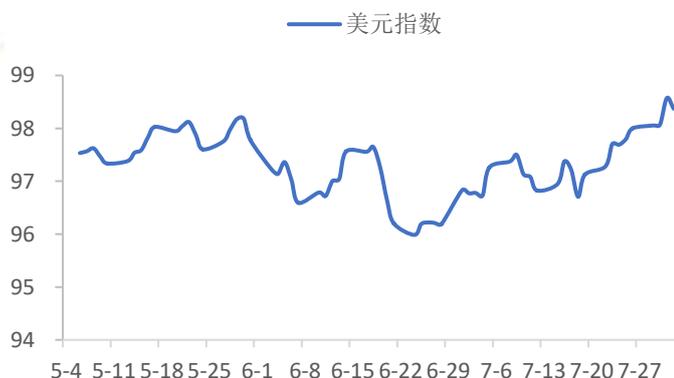


图 36: COMEX 黄金价格



数据来源: WIND, Reuters Eikon, 中粮期货研究院

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料, 本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧, 本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 37: WTI 3:2:1 裂解价差

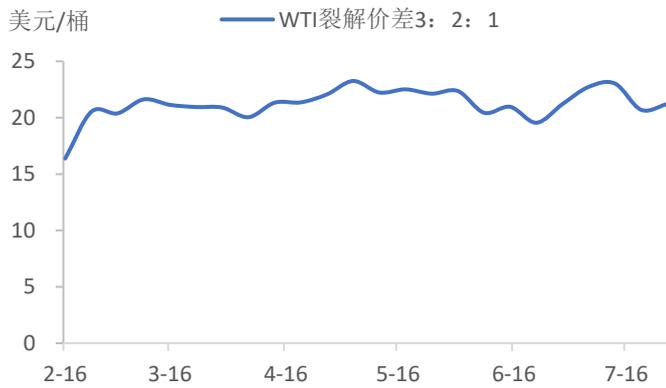


图 38: RBOB 裂解价差

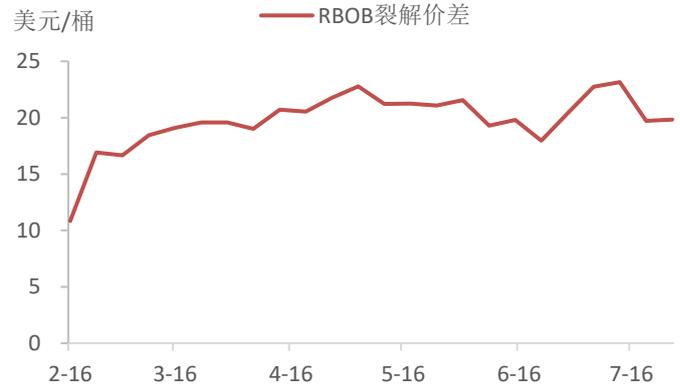


图 39: 燃油裂解价差

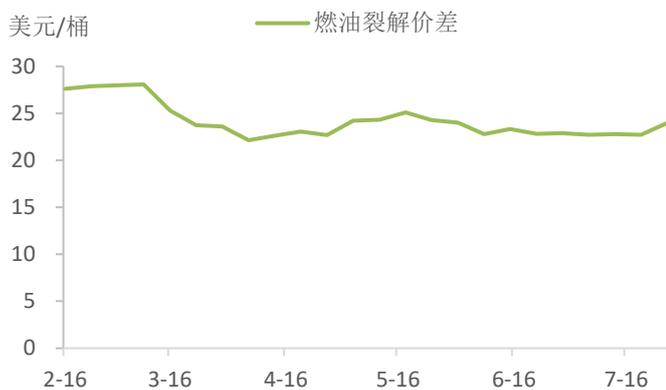


图 40: 燃油-RBOB 价差

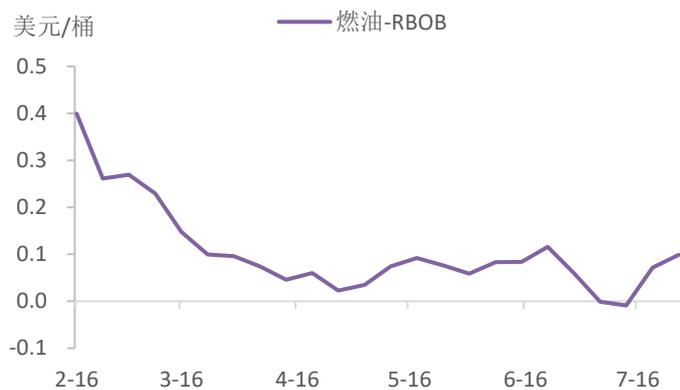


图 41: WTI 3:2:1 裂解价差季节性

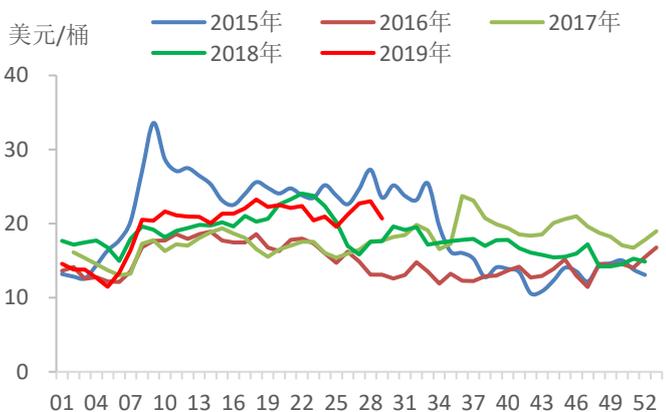
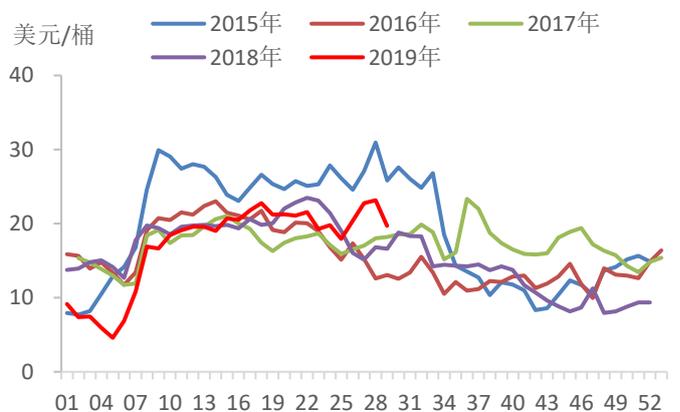


图 42: RBOB 裂解价差季节性



数据来源: WIND, Reuters Eikon, 中粮期货研究院

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料, 本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧, 本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 43: 取暖油裂解价差季节性

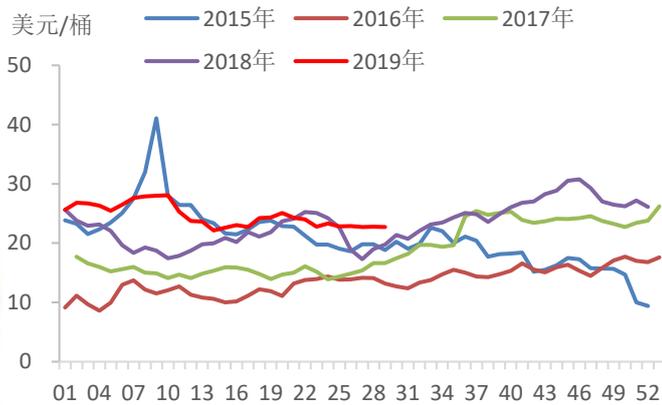


图 44: HO-RBOB 价差季节性

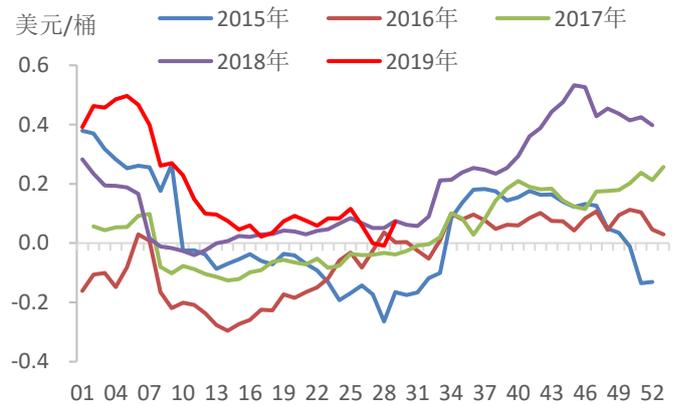


图 45: 波动率指标



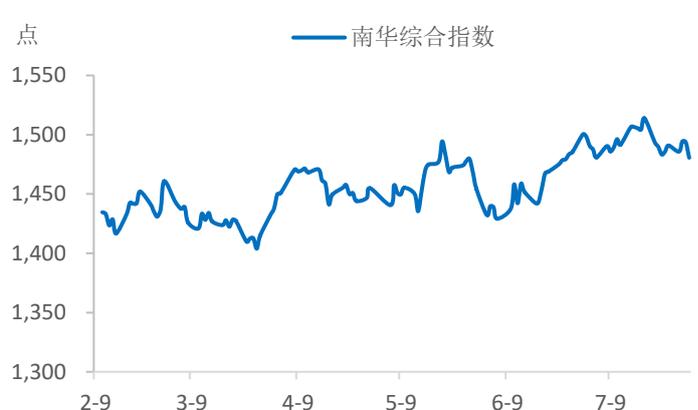
图 46: 波动率指标



图 47: 波动率指标



图 48: 南华综合指数



数据来源: WIND, Reuters Eikon, 中粮期货研究院

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料, 本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧, 本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 49: OPEC 原油产量



图 50: 沙特原油产量



图 51: 伊拉克原油产量



图 52: 科威特原油产量



图 53: 委内瑞拉原油产量

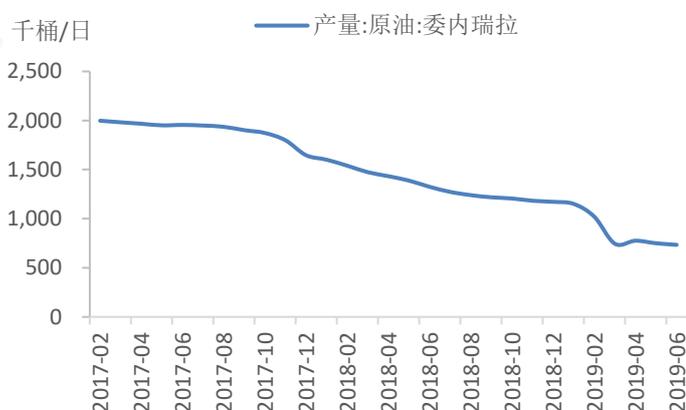
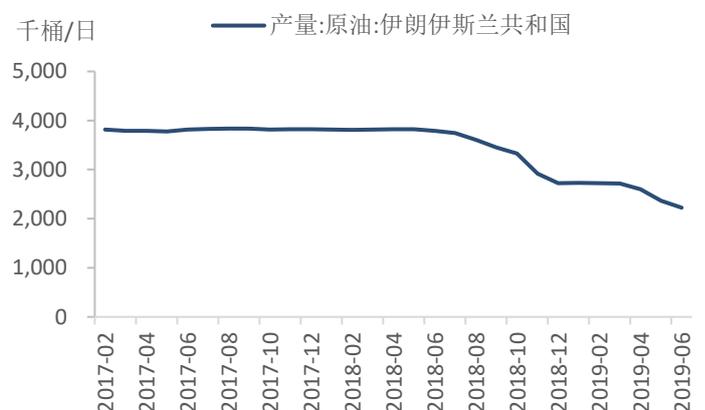


图 54: 伊朗原油产量



数据来源: WIND, Reuters Eikon, 中粮期货研究院

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料, 本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧, 本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

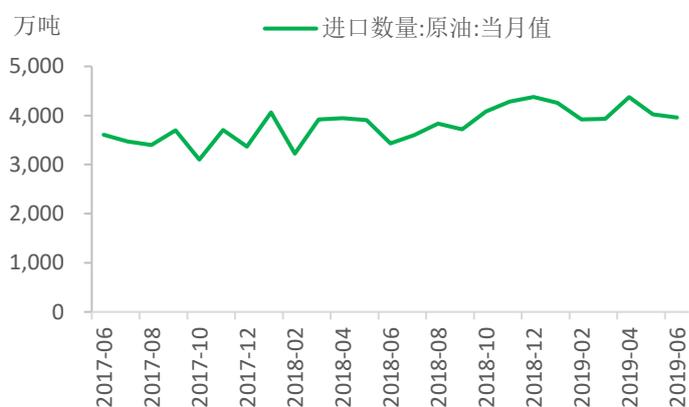
图 55: 利比亚原油产量

图 56: 尼日利亚原油产量

图 57: 安哥拉原油产量

图 58: 阿尔及利亚原油产量

图 59: 中国原油产量

图 60: 中国原油进口量


数据来源: WIND, Reuters Eikon, 中粮期货研究院

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料, 本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧, 本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 61: 中国汽油进出口



图 62: 中国柴油进出口



图 63: 中国航煤进出口

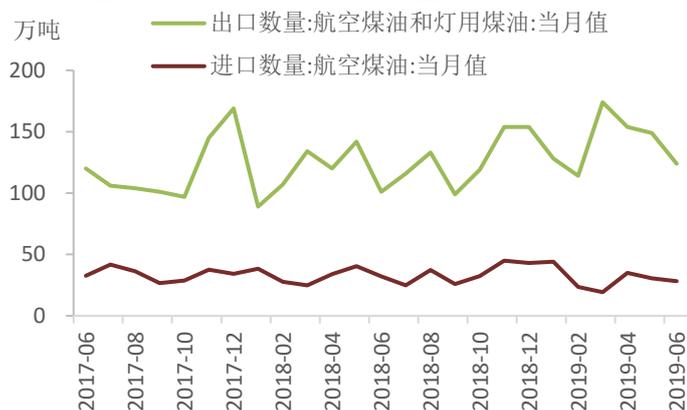


图 64: 山东地炼开工率

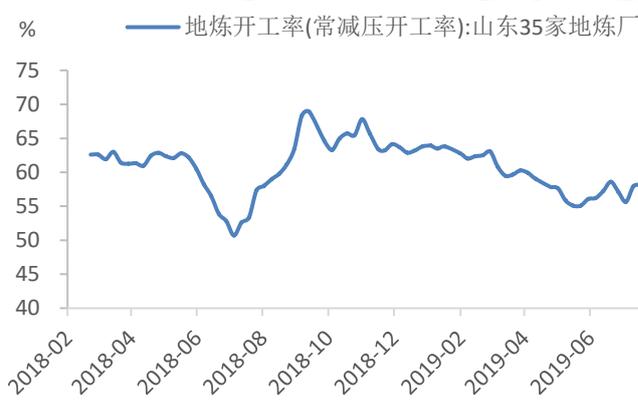


图 65: 全球制造业 PMI

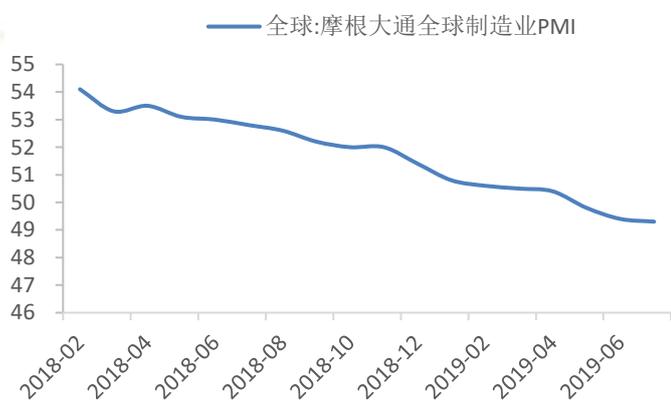
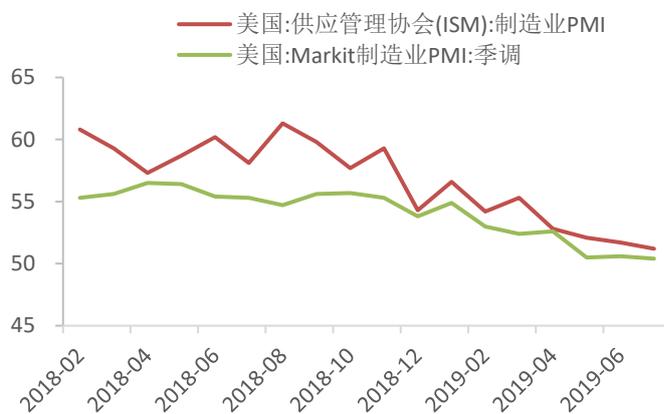


图 66: 美国 PMI



数据来源:WIND, Reuters Eikon, 中粮期货研究院

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料, 本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧, 本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 67: 欧元区 PMI

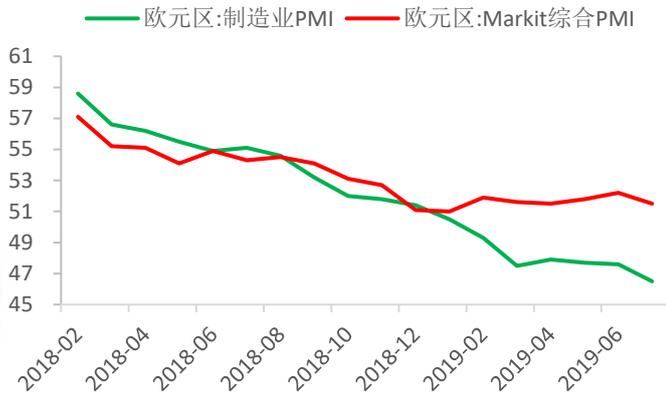


图 68: 德国 PMI

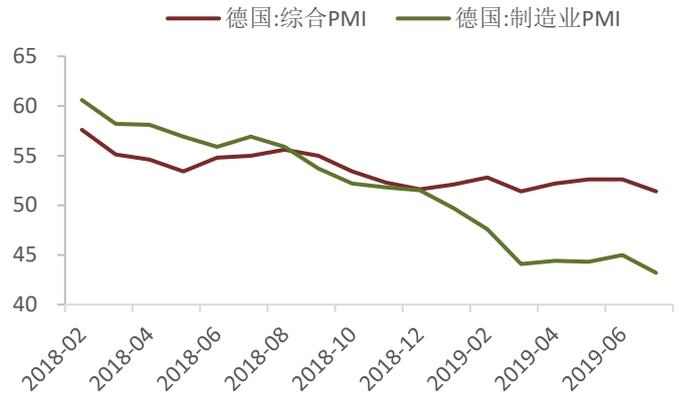


图 69: 中国 PMI

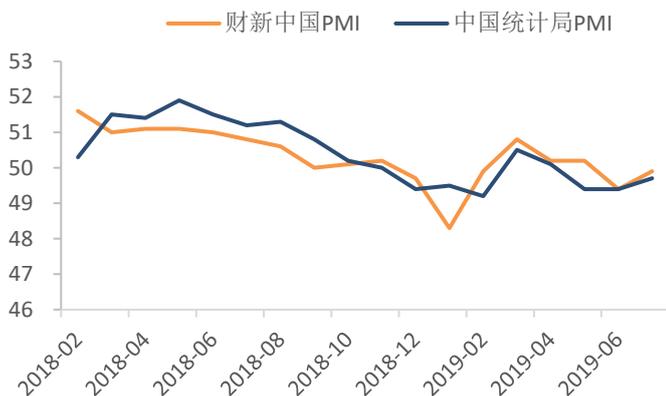


图 70: 日本制造业 PMI

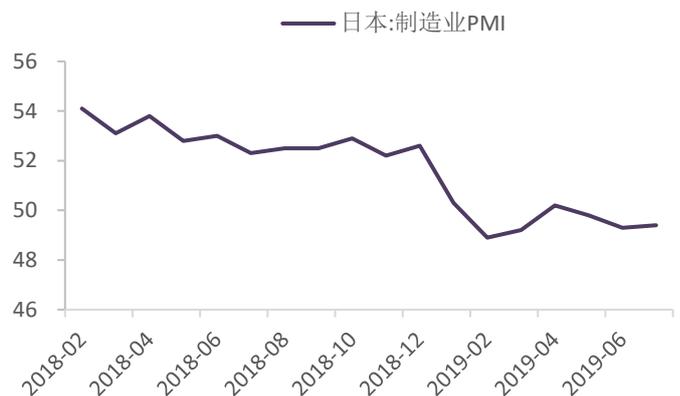


图 71: 花旗经济意外指数

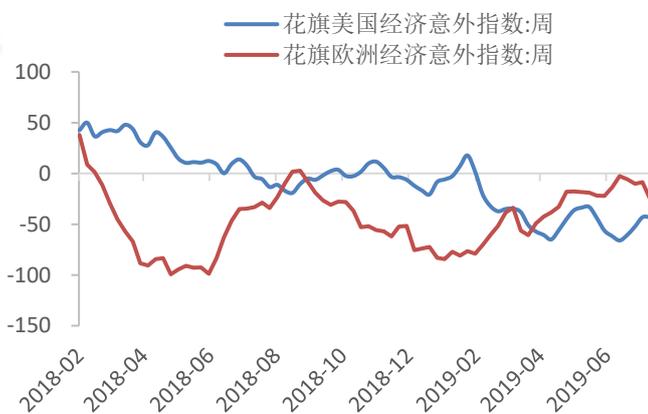
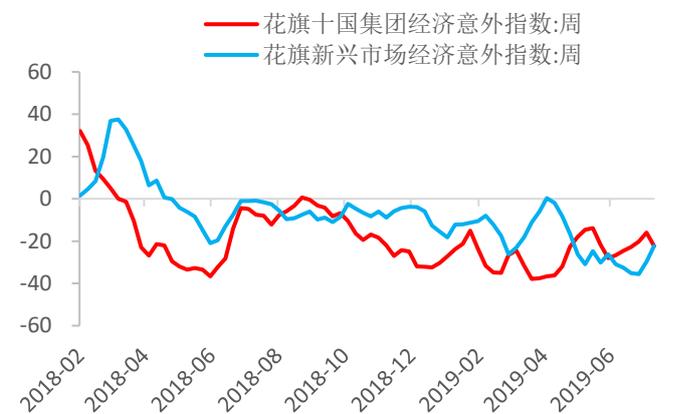


图 72: 花旗经济意外指数



数据来源: WIND, Reuters Eikon, 中粮期货研究院

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料, 本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧, 本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 73: 花旗经济意外指数

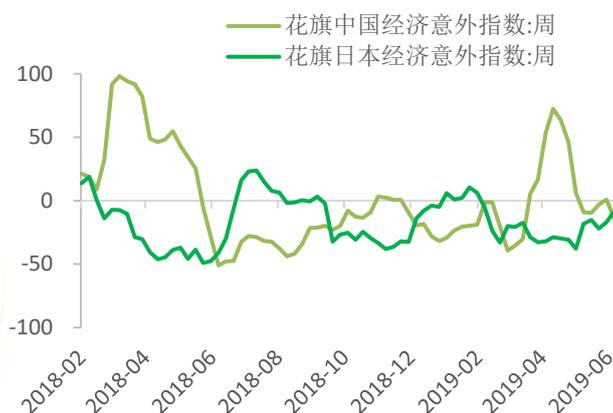


图 74: 韩国和德国出口同比

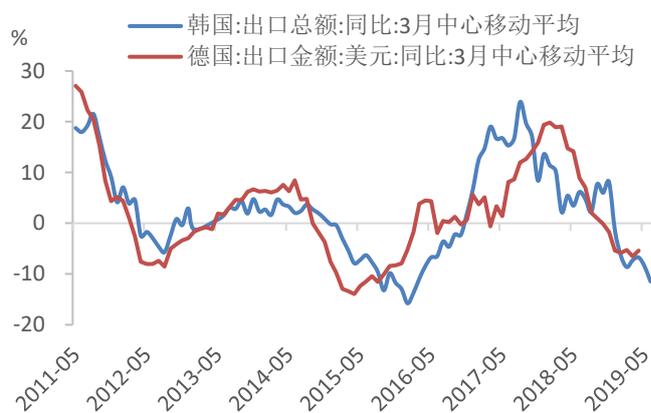


图 75: 七大区页岩油产量



图 76: 二叠纪盆地页岩油产量



图 77: 鹰福特页岩油产量

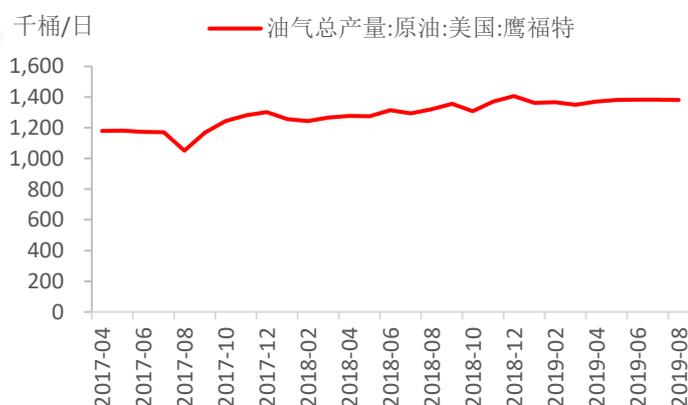
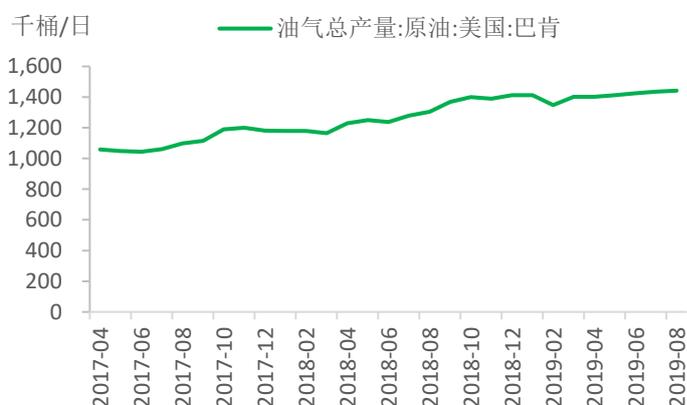


图 78: 巴肯页岩油产量



数据来源: WIND, Reuters Eikon, 中粮期货研究院

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料, 本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧, 本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 79：二叠纪盆地单井产量

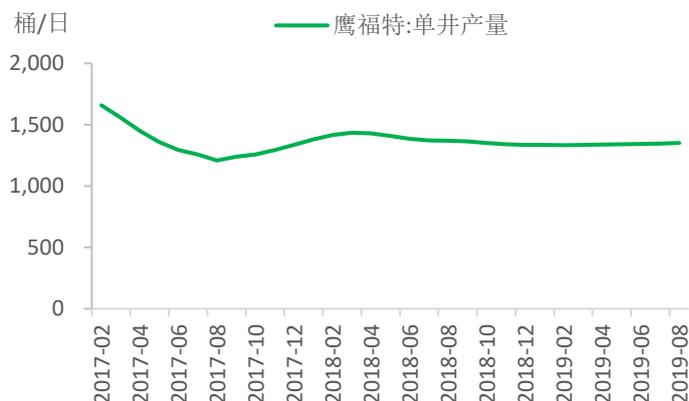
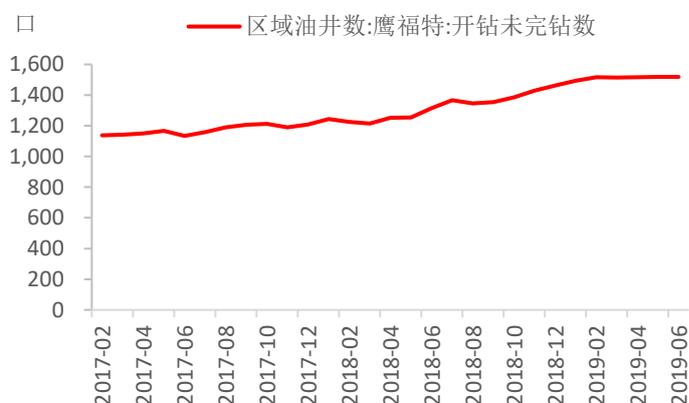
图 80：鹰福特单井产量

图 81：巴肯单井产量

图 82：七大区 DUC

图 83：二叠纪盆地 DUC

图 84：鹰福特 DUC


数据来源: WIND, Reuters Eikon, 中粮期货研究院

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料, 本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧, 本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 85: 巴肯 DUC

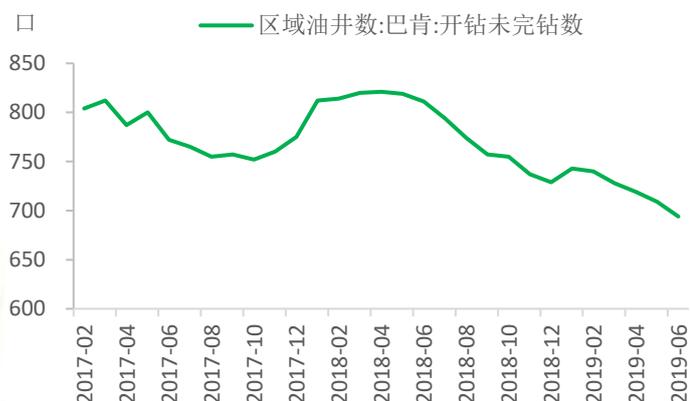
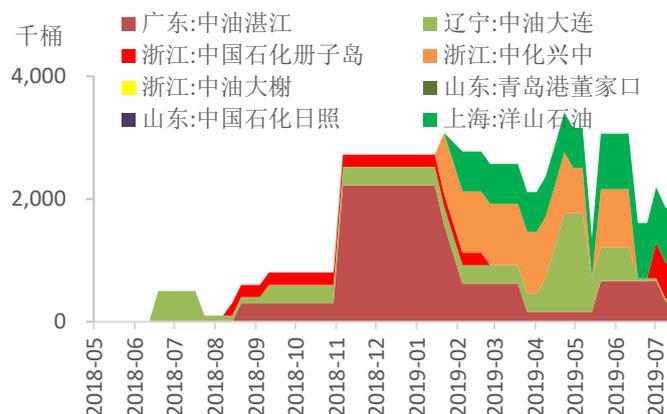


图 86: INE 仓单



免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

【法律声明】

中粮期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监会批文号：证监许可[2011]1453）。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道，中粮期货分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性做出保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日对市场的判断，仅供阅读者参考。阅读者根据本报告做出的任何投资决策及其所引致的任何后果，概与本公司及分析师无关。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权归本公司所有，为非公开资料，仅供本公司咨询业务的客户使用。未经本公司书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。本公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。