

## 拨开黑天鹅的迷雾

2019/09/30

原油季报

中粮期货研究院

张峥

010-59137351

zhangzheng2@cofco.com

从业资格号：F3036581

投资咨询号：Z0014717

### 走势研判：

随着美联储降息和欧央行宣布再次 QE，全球货币流动性进一步宽松以对冲经济下行，有利于大宗商品中长期上涨。但从短期来看，沙特在油田遇袭事件后逐步复产，美国原油库存累库压力较大，全球经济增速进一步放缓，短期油价可能继续下跌。预计 10 月油价以震荡寻底为主，11-12 月开始反弹，布油波动区间 55-70 美元/桶。

### 核心因素：

- (1) 流动性宽松对冲全球经济下行。
- (2) 沙特袭击后的复产。
- (3) 页岩油产量增速拐点。

### 预期偏差：

- (1) OPEC 意外增产。
- (2) 美元流动性风险。

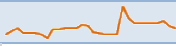
### 免责声明

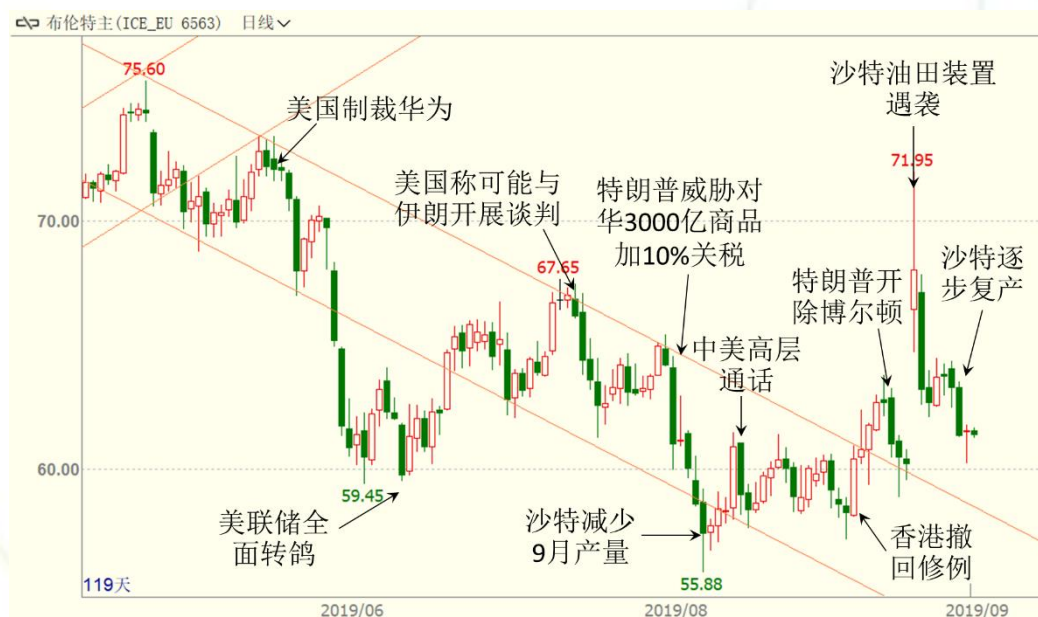
本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

## 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期走势

| 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      | 458.2  | -5.9   | -1.3% | 37.3    | 8.9%  |  |
| Brent    | 62.39  | -1.89  | -2.9% | 3.69    | 6.3%  |  |
| WTI      | 56.49  | -1.60  | -2.8% | 2.85    | 5.3%  |  |
| 美元指数     | 99.04  | 0.57   | 0.6%  | 1.00    | 1.0%  |  |
| 美元兑人民币   | 7.1238 | 0.0337 | 0.5%  | -0.0290 | -0.4% |  |
| 上证综合指数   | 2,955  | -51    | -1.7% | 92      | 3.2%  |  |
| SP500    | 2,985  | -7     | -0.2% | 106     | 3.7%  |  |
| 10年美债收益率 | 1.73   | -0.01  | -0.6% | 0.19    | 12.3% |  |
| COMEX铜   | 2.59   | 0.02   | 0.7%  | 0.06    | 2.4%  |  |
| COMEX黄金  | 1,512  | -3     | -0.2% | -25     | -1.6% |  |



数据源：Reuters Eikon, WIND, 文华财经, 中粮期货研究院

三季度油价整体呈现宽幅震荡，布油波动区间（55.88，71.95）美元/桶。7-8月，油价以寻底为主，尽管美联储全面转鸽对大宗商品有所刺激，但美国可能与伊朗开展谈判以及特朗普威胁对华3000亿商品加征关税让油价承压，布油跌破支撑位和60美元/桶，整个8月基本围绕60美元/桶去博弈。

9月4日，香港撤回修例提案，全球风险资产大涨，油价突破下行区间阻力位。9月11日，特朗

#### 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。

普开除博尔顿，美伊关系有所缓解，油价重新下行。9月14日，油市遭遇黑天鹅，沙特油田处理装置遇袭，570万桶/日的产能受损，布油暴涨19%，但随后沙特产能快速恢复，加上主要国家制造业PMI继续下行，油价逐步回落。

## 二、市场展望

笔者在9月月报中曾经提到，“预计9月油价表现要强于8月，布油波动区间（58，65）美元/桶，关键在于中美关系缓和的程度，进而修复市场情绪”。回头来看，中美关系缓和确实一定程度上对油价有所提振，但更多的是沙特遇袭带来的供给缺口和复产，并非笔者所预计的基本面改善下的油价上涨。短期供给缺口容易弥补，更重要的是中长期供需趋势。

展望四季度，笔者认为在OPEC继续坚持的大背景下，页岩油产量迎来拐点，基本面以利多为主，加上主要央行扩表释放货币流动性，油价中长期看涨。但短期沙特复产、特朗普遭弹劾以及英国脱欧的不确定性，加大了短期风险资产的波动率，短期油价可能继续探底。预计10月油价以震荡寻底为主，11-12月开始反弹，布油波动区间55-70美元/桶。

## 三、核心因素分析

### 1. 流动性宽松对冲全球经济下行

9月12日，欧洲央行理事会推出了一揽子宽松政策。首先，下调存款便利利率（商业银行存在欧元体系的隔夜利率）10个基点至-0.5%，同时维持主要再融资操作利率（向银行体系投入主要流动性的利率）和边际借贷便利利率（银行从欧元体系获得贷款的隔夜利率）不变，分别为0.00%和0.25%。上述3个利率为欧洲央行决定的主要利率。欧洲央行预计，主要利率将维持在目前或更低水平，直到通胀预期足够接近但低于2%。其次，重启量化宽松，从11月1日开始重启净购买，节奏为每月200亿欧元。

9月19日，美联储宣布将其基准利率下调25个基点至1.75%到2%的目标区间，将超额准备金利

### 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。

率下调 30 个基点至 1.8%。尽管市场有少许失望，但鲍威尔在随后召开的新闻发布会上表示，未来美联储将评估何时适合恢复资产负债表的有机增长。当周美国隔夜回购利率飙升至 10%，美联储近 10 年来首次逆回购以避免流动性危机，但商业银行超储的下降和美国国债的不断发行让短期流动性风险上升。鲍威尔称未来资产负债表扩张或早于预期，推动 QE 预期升温。

除页岩油革命这类颠覆性的供给变化外，油市基本面主要影响中短期的油价节奏和拐点，而油价乃至全部大宗商品的长期“水位”高低却是由宏观经济增速和全球“水量”所决定的，与四大主要央行的总资产同比变化高度相关。短期来看，流动性风险仍在，尽管美联储离全面 QE 尚早，但一旦市场出现更大的流动性风险导致短期风险资产价格大幅下跌，美联储将进一步转鸽，四大央行全部扩表，以油价为首的大宗商品价格中枢将出现抬升。

## 2. 沙特袭击后的复产

9 月 14 日凌晨，有数架无人机袭击了沙特国家石油公司（阿美石油公司）的两处石油设施并引发火灾，袭击分别发生在沙特东部城市达曼附近的布盖格工厂以及胡赖斯油田。沙特能源大臣阿卜杜勒-阿齐兹·本·萨勒曼 15 日证实，袭击导致沙特的原油供应减少 570 万桶/日，大约占沙特石油日产量的 50%，占国际市场每日原油供应量的 5%。

但沙特阿美在 9 月 16 日表示能够恢复 200 万桶/日的产量，油价快速下跌。一般来说，如果是供不应求背景下的产量缺口，其对油价带来的冲击远大于供过于求背景下的产量缺口。而当下正是需求下滑搭配主动减产的供大于求，因此，随着沙特复产，油价快速回落也是必然。

另外，本次黑天鹅带来的产量缺口和油价跳涨是否会导致 OPEC+其他国家快速增产，违背之前的减产约定，挤占沙特的原油市场份额，才是沙特值得关心的主要问题。如果各国竞争性增产，支撑油价的中长期基本面也将不复存在。

本次事件表面上是也门侯赛武装针对沙特油田装置的袭击，背后是伊朗和美国在军事实力与意志

### 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。

上的较量。在所有的大国谈判中，唯有拳头才能决定谈判的筹码，而在整个中东地区，只有以色列的军事实力能与伊朗抗衡。侯赛武装的无人机能够突破美国军事力量赞助的沙特防线，表明了伊朗的军事实力和辐射范围，美国和沙特也必将进一步考虑对伊朗是战是和。

正如中国在中美贸易摩擦上表现出的判断与决心一样，伊朗也笃定特朗普不敢在中东问题上直接派兵参与。一方面，特朗普面临选举和预算压力，解聘博尔顿也证明了特朗普不愿意军事上介入中东；另一方面，伊朗通过代理人（也门侯赛武装）在中东制造混乱，美国和沙特难以找到足够的证据。因此，本次袭击事件或加速美伊和谈的进程，美国在未来几个月内或将放松对伊朗原油出口的制裁，油市基本面和中期油价面临考验。

### 3. 页岩油产量增速拐点

从油价-钻机-7 大区页岩油产量来看，尽管油价在 2019 年初大幅反弹，但新增钻机数连续 7 个月下滑，油价的反弹并未传递到页岩油企业的中期投资，未来半年的页岩油产量增长接近拐点。由于二叠纪盆地的单井产量增长和管道条件的改善，产量下滑的可能性较小，但增速大概率迎来放缓。

一方面，页岩油企业中长期投资在减少；另一方面，企业的短期融资条件在不断改善。DUC（开钻未完钻井数）滞后于 1-3 年企业债利率 2.5 个月，随着 2019 年年初美联储转鸽和降息，美国 1-3 年企业债利率从 3.5% 以上下降至 2.2% 附近，页岩油企业的融资成本大幅降低，七大区的 DUC 数量也开始下降，短期供给有所增长。

从中长期来看，无风险利率大概率继续下降，但随着经济下行和民粹主义风险上升，宏观波动率和企业风险利差可能上升。如果风险利差的增长超过无风险利率的降幅，页岩油的短期融资条件也会相应面临恶化，届时页岩油产量可能正式迎来极值点而非拐点。

## 四、预期偏差

### 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。

(1) OPEC 意外增产。我们对于油市基本面的判断是建立在 OPEC 继续减产的基础上，是因为目前油价水平下 OPEC 维持减产的收益对减产国最大，但在沙特遇袭事件后，OPEC 其他国家是否会短期增产将影响油价反弹节奏。

(2) 美元流动性风险。尽管美联储通过逆回购的方式抑制了隔夜回购利率达到 10% 的恐慌，但在全球经济下行、特朗普遭弹劾、英国脱欧等风险下，流动性风险可能随时发生，超过美联储的反应速度，进而导致风险资产短期快速下跌。

## 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

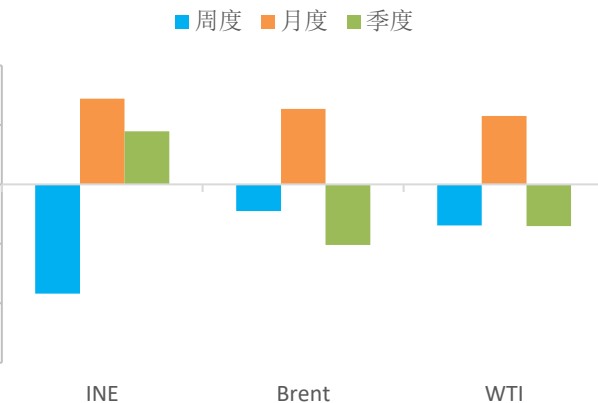
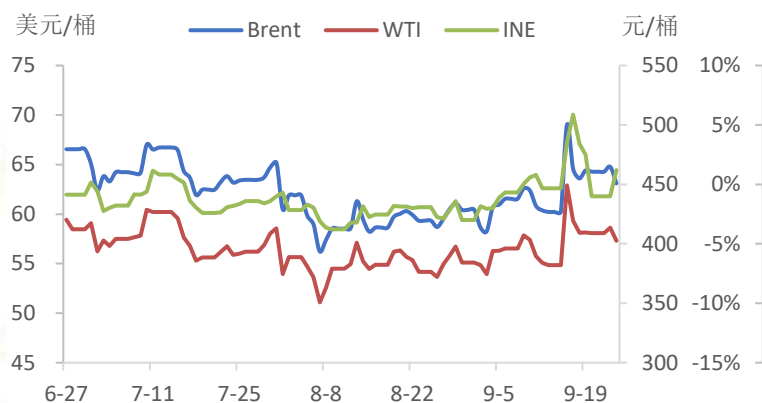


图 3：WTI-Brent 价差

图 4：Brent-Dubai 价差

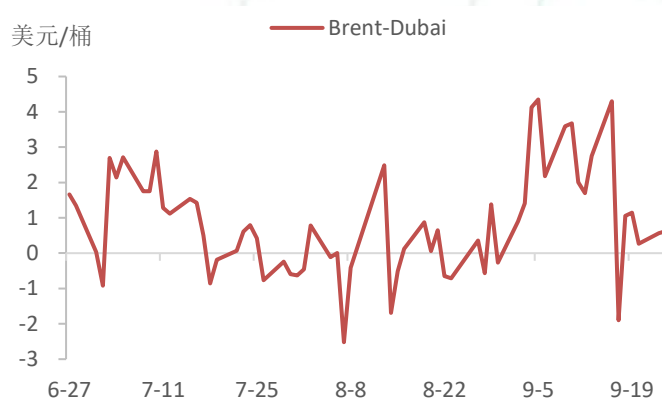
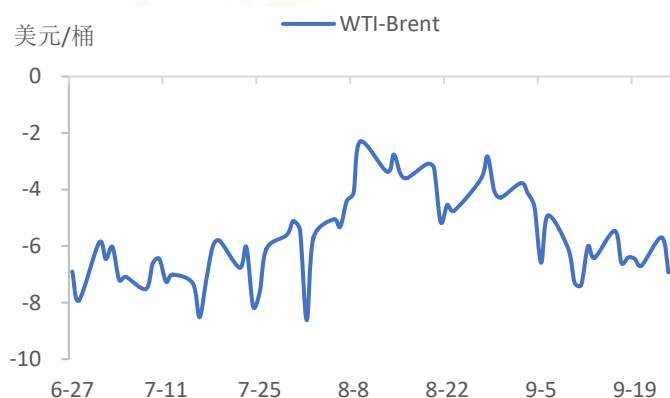
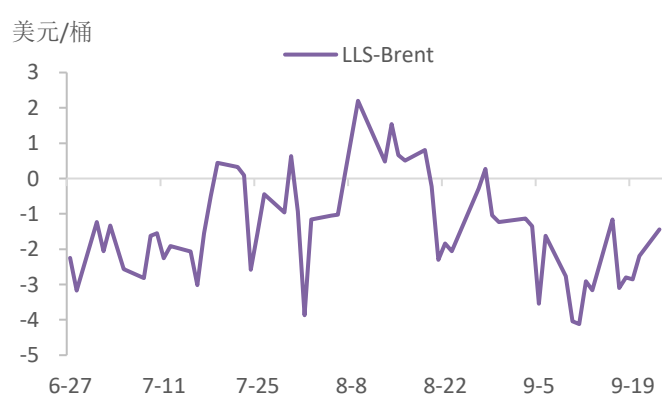
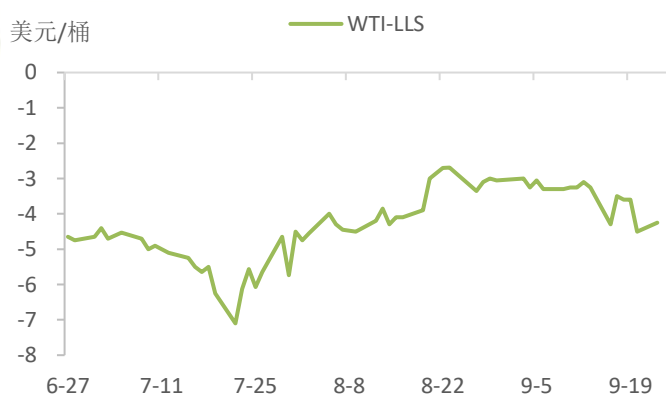


图 5：WTI-LLS 价差

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

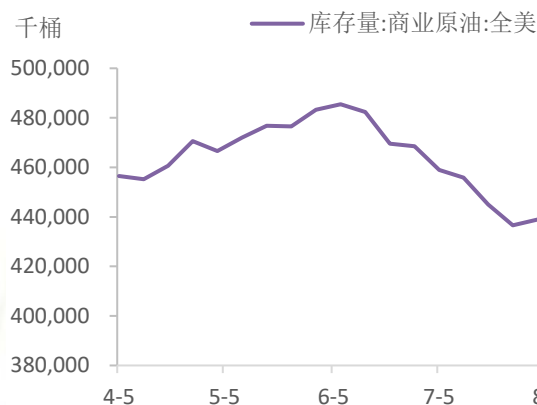


图 8：库欣原油库存

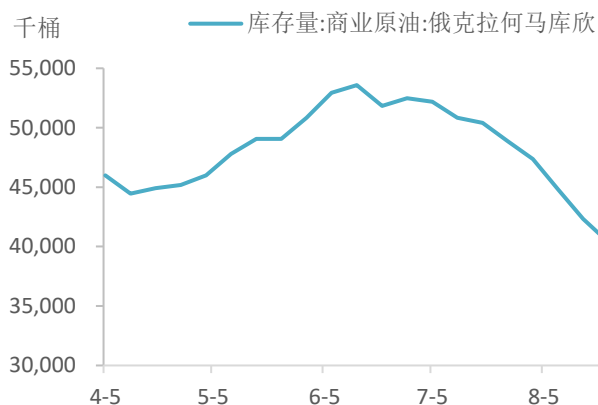


图 9：美国汽油库存

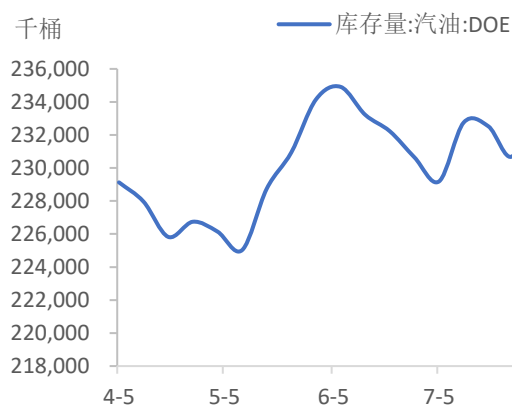


图 10：美国馏分燃料油库存

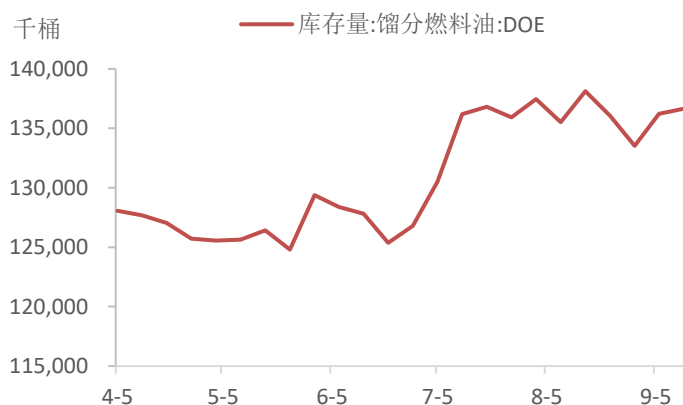


图 11：美国取暖油库存

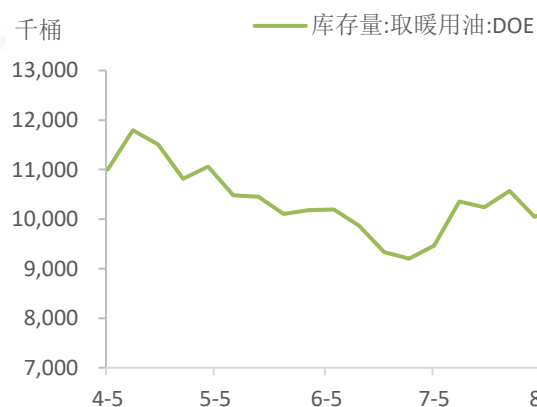
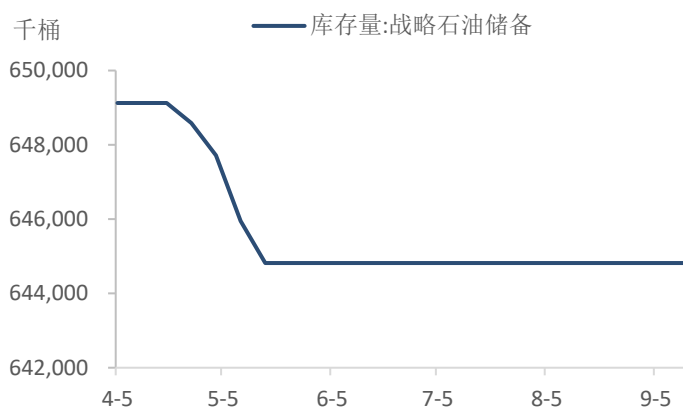


图 12：美国 SPR 库存



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

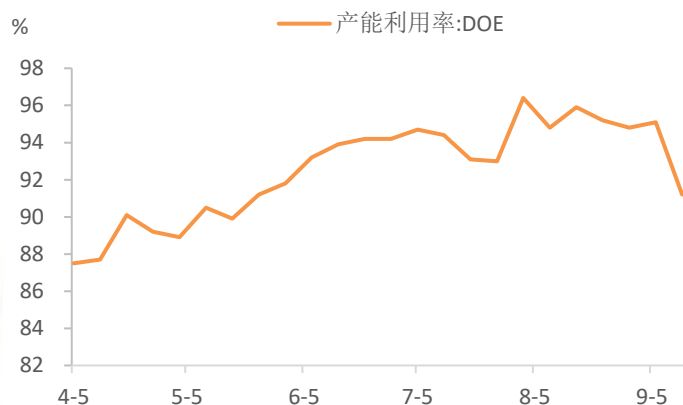


图 14: 美国原油库存分项环比

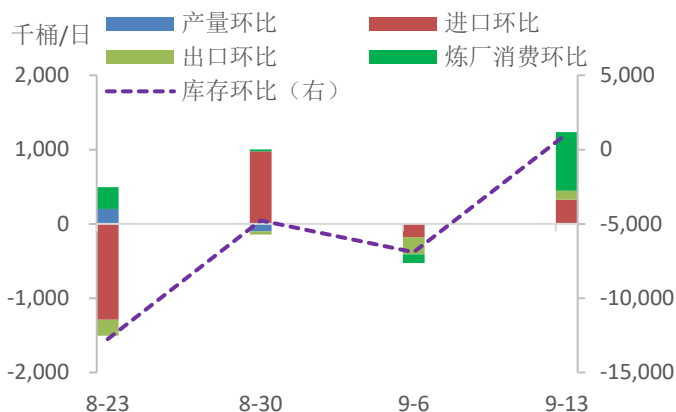


图 15: 美国炼厂原油消费



图 16: 美国原油出口

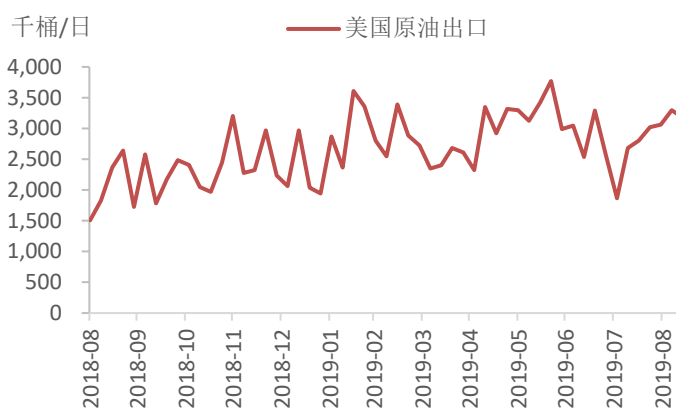
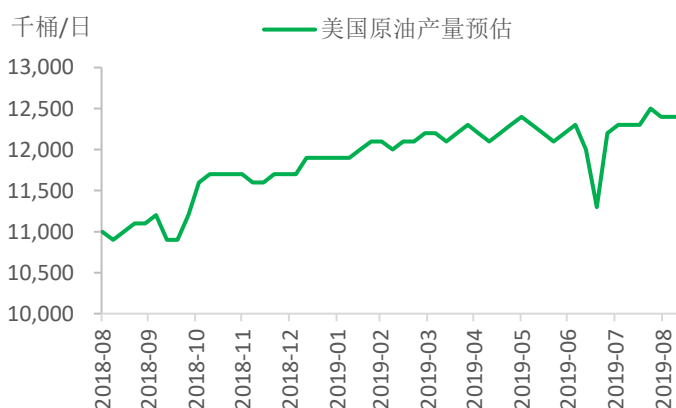


图 17: 美国原油进口



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

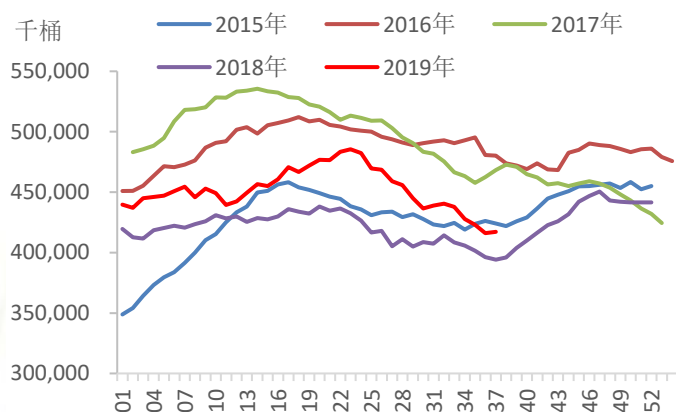


图 20：库欣原油库存季节性

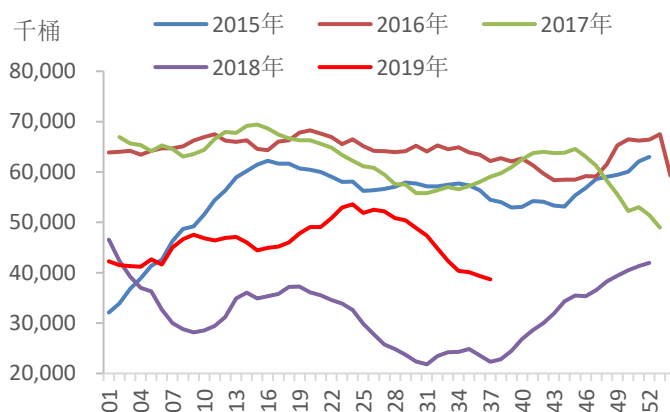


图 21：美国汽油库存季节性

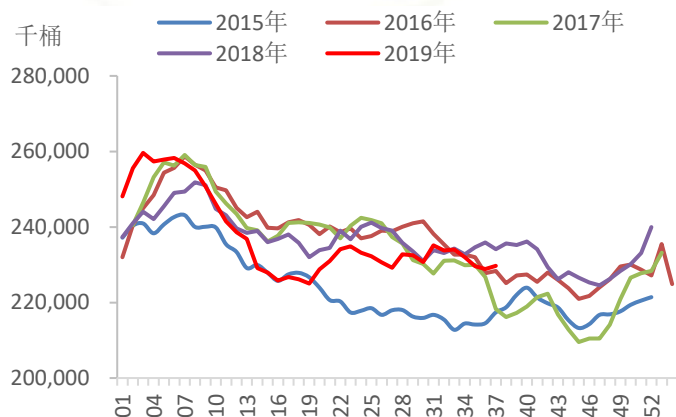


图 22：美国燃料油库存季节性

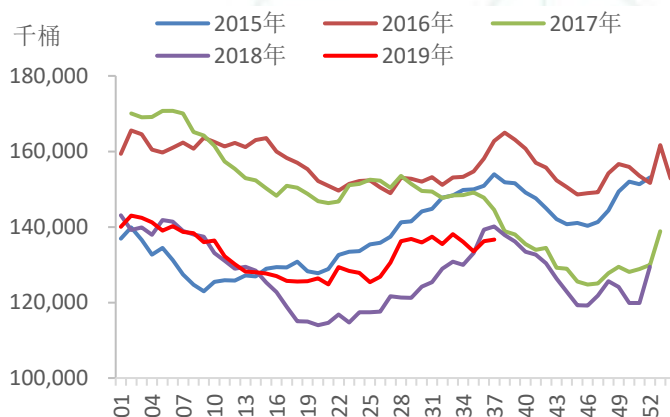


图 23：美国取暖油库存季节性

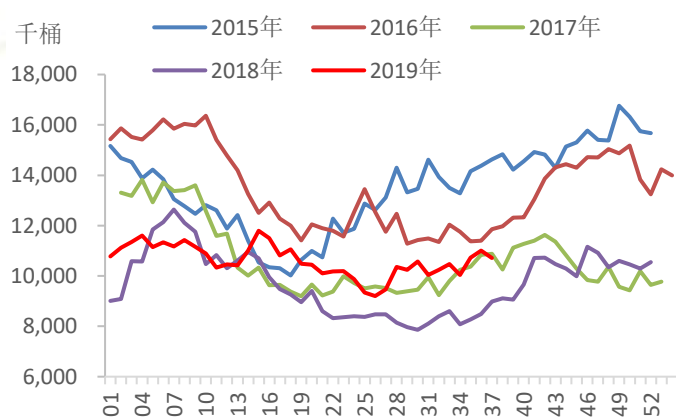
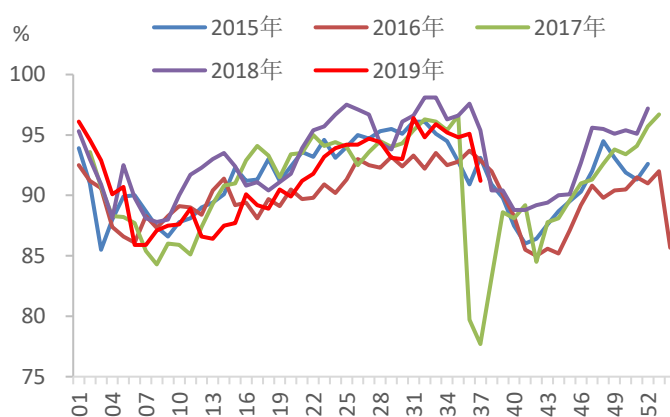


图 24：美国炼厂开工率季节性



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

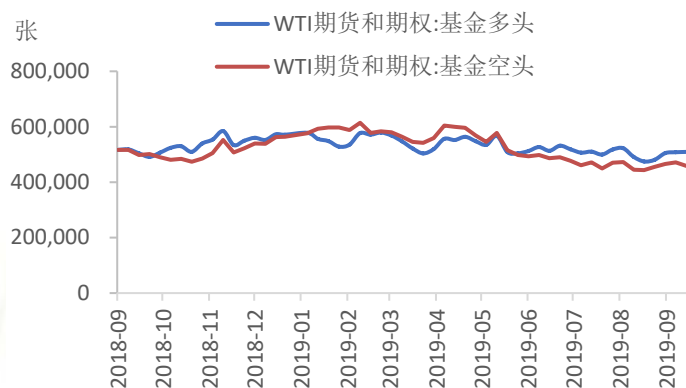


图 26: Brent 基金持仓

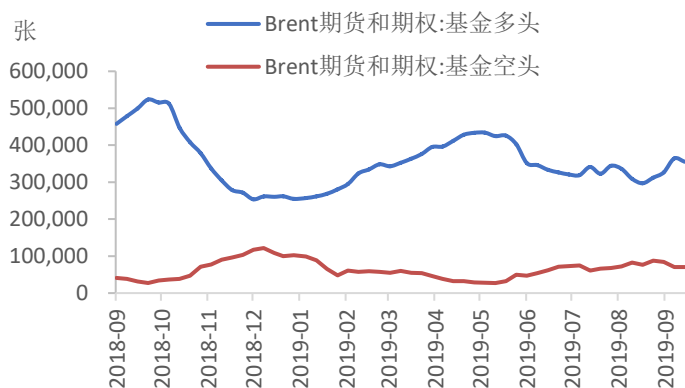


图 27: 美国总钻机数

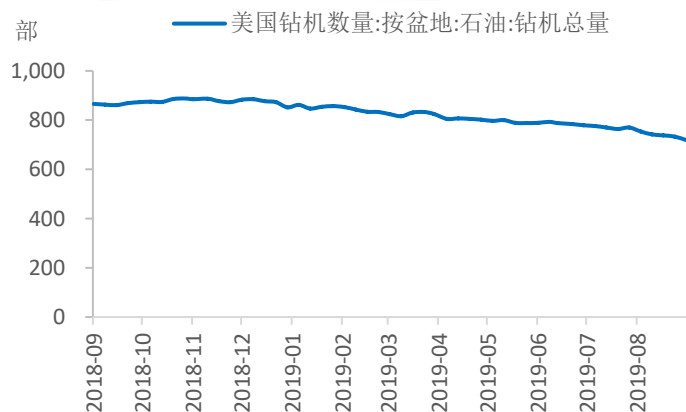


图 28: 二叠纪盆地钻机数

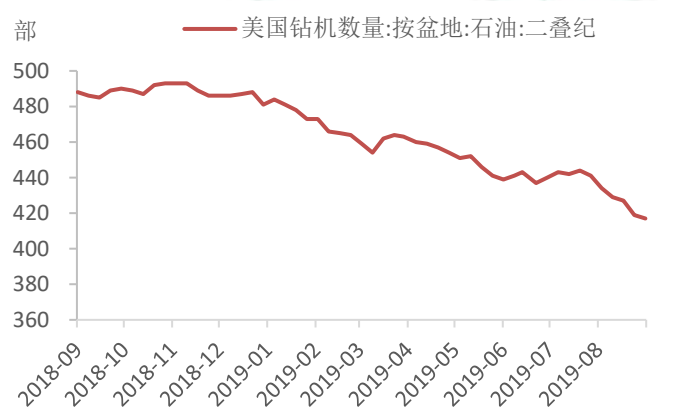
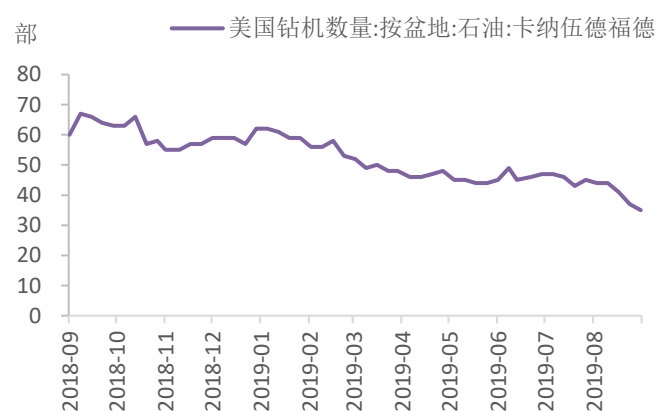


图 29: 鹰福特钻机数



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

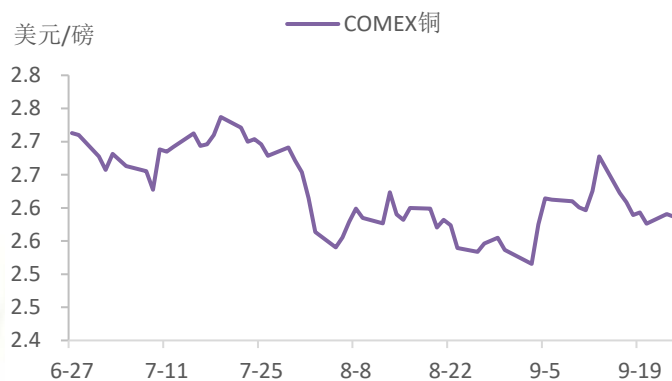


图 32: 美国 10 债收益率

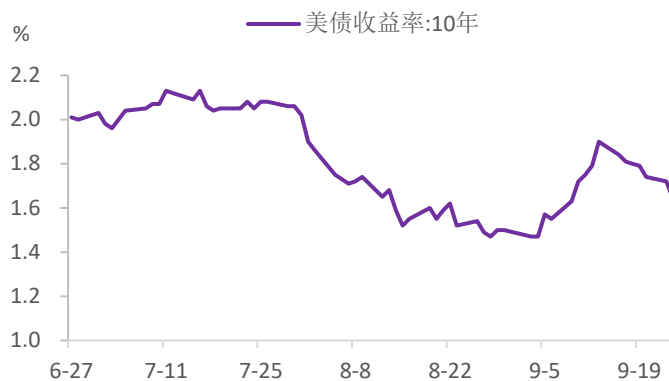


图 33: 标准普尔 500 指数



图 34: 美元兑人民币汇率



图 35: 美元指数

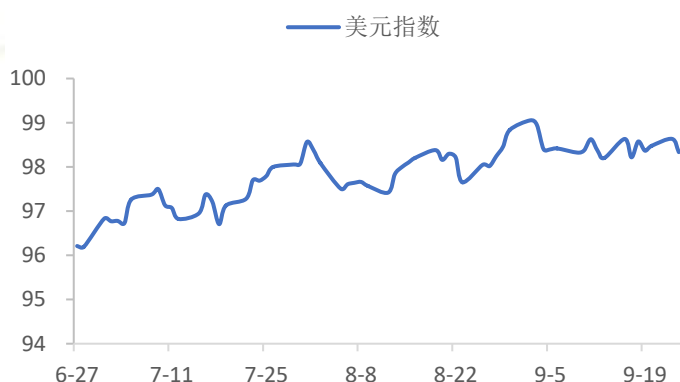


图 36: COMEX 黄金价格



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

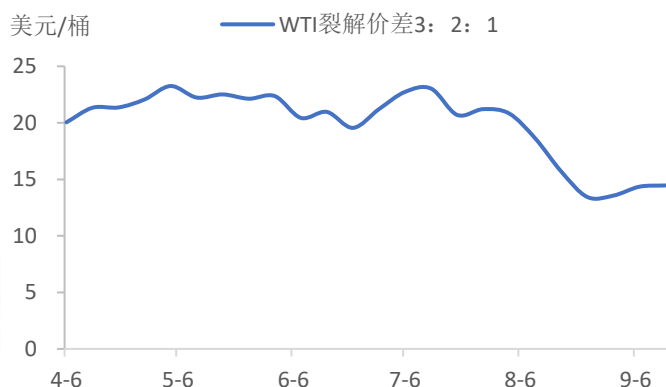


图 38: RBOB 裂解价差

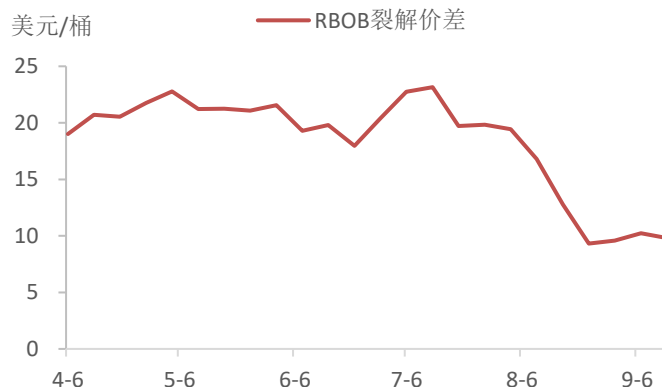


图 39: 燃油裂解价差

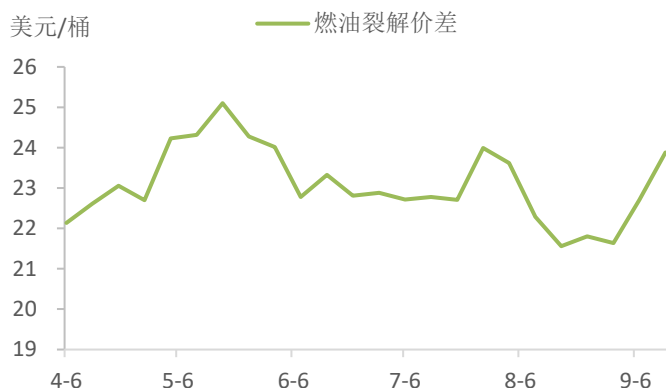


图 40: 燃油-RBOB 价差

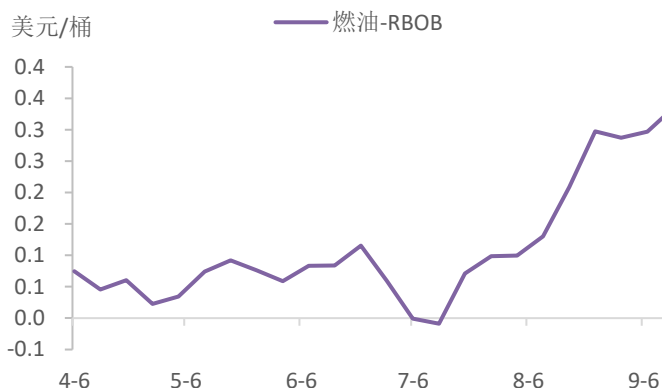


图 41: WTI 3:2:1 裂解价差季节性

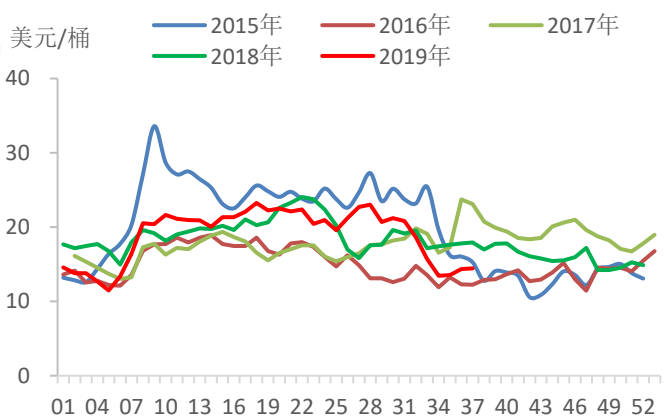
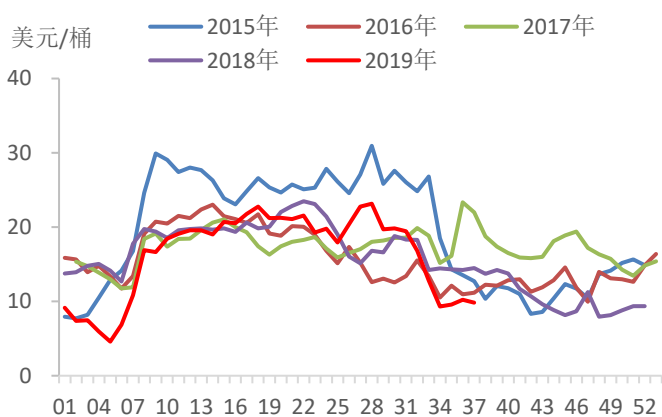


图 42: RBOB 裂解价差季节性



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

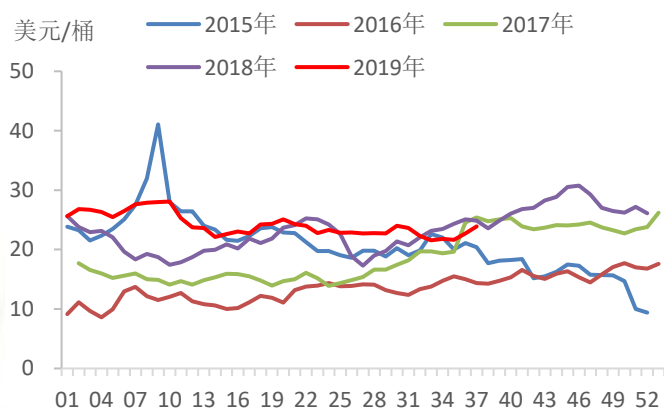


图 44: HO-RBOB 价差季节性

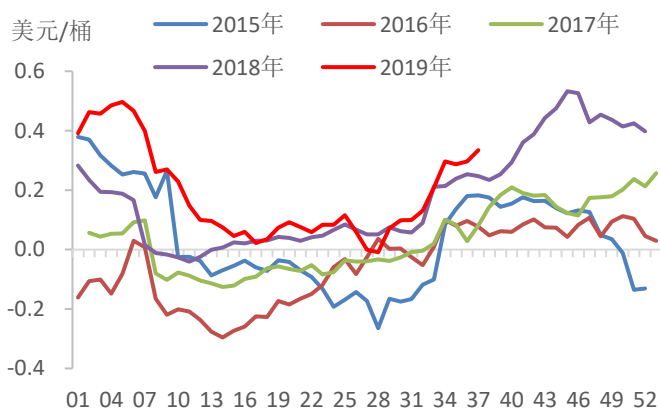


图 45: 波动率指标

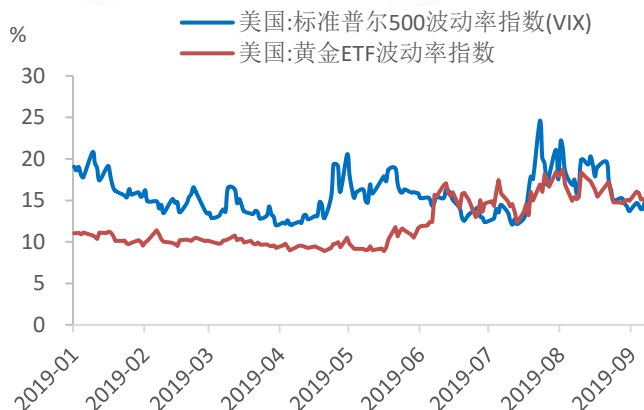


图 46: 波动率指标

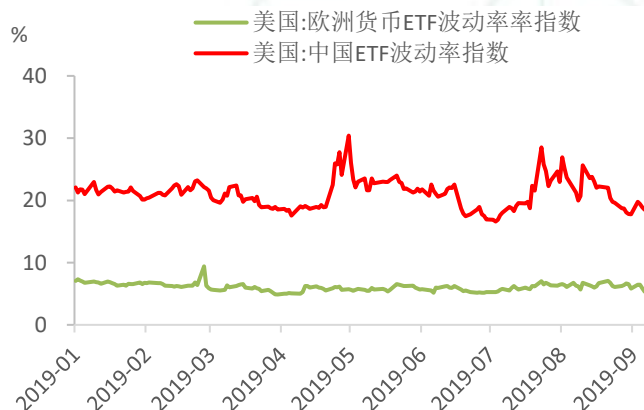


图 47: 波动率指标

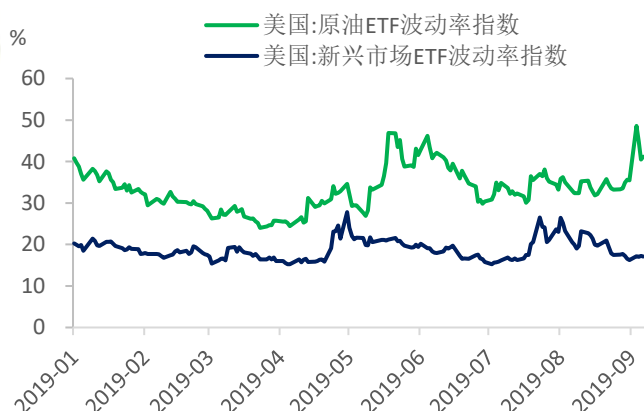
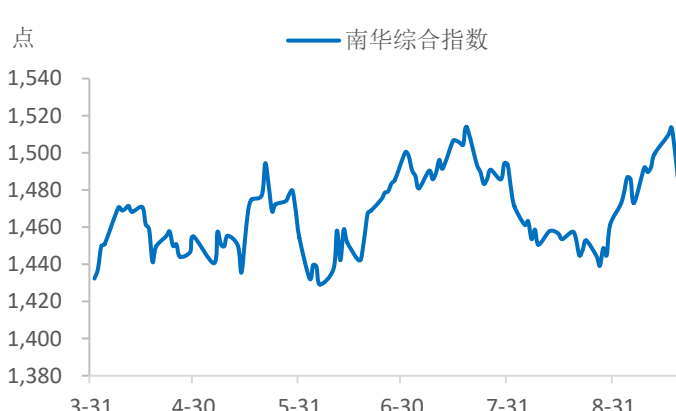


图 48: 南华综合指数



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

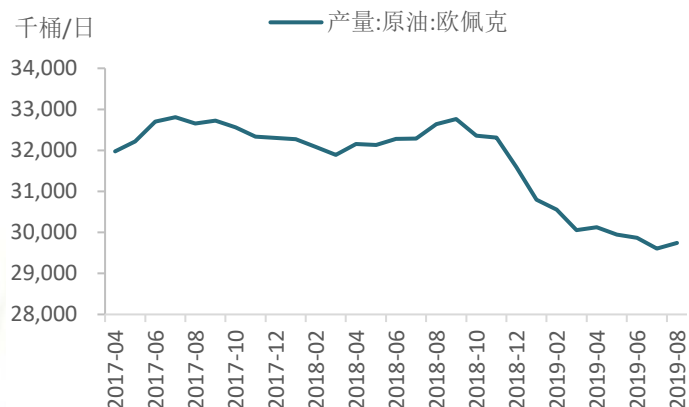


图 50: 沙特原油产量

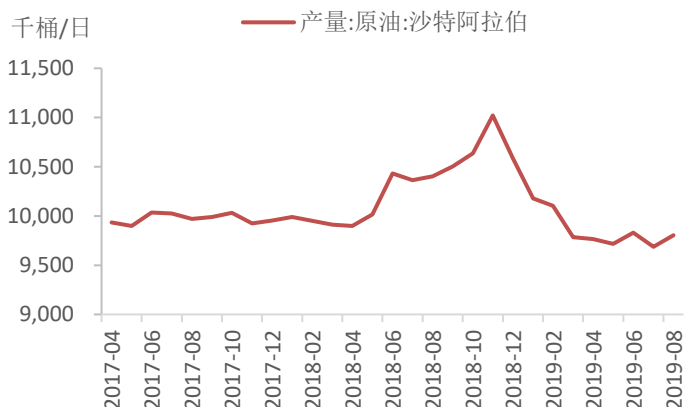


图 51: 伊拉克原油产量



图 52: 科威特原油产量

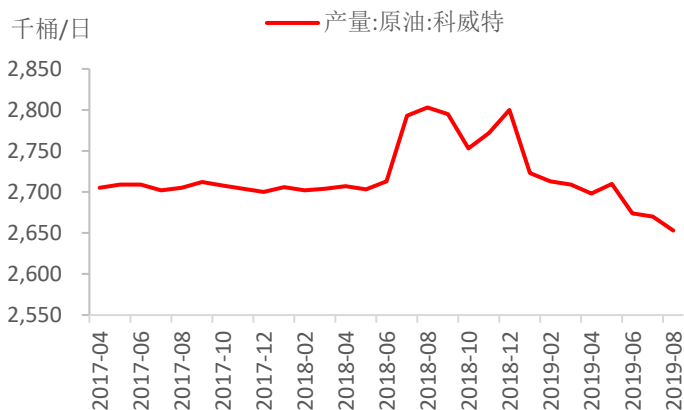


图 53: 委内瑞拉原油产量

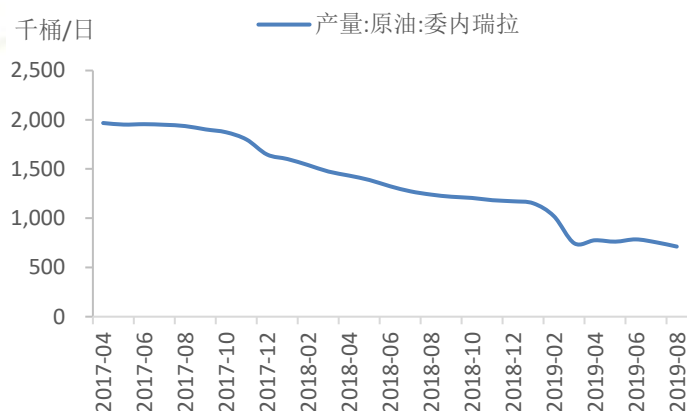
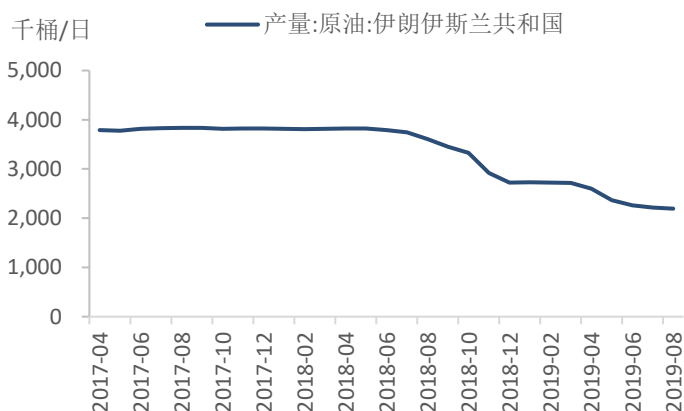


图 54: 伊朗原油产量



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

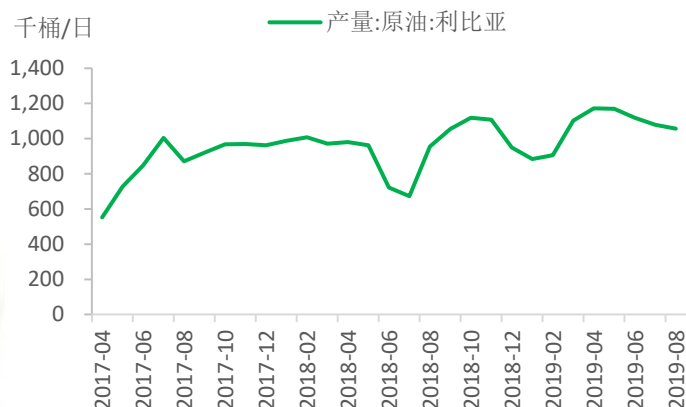


图 56: 尼日利亚原油产量

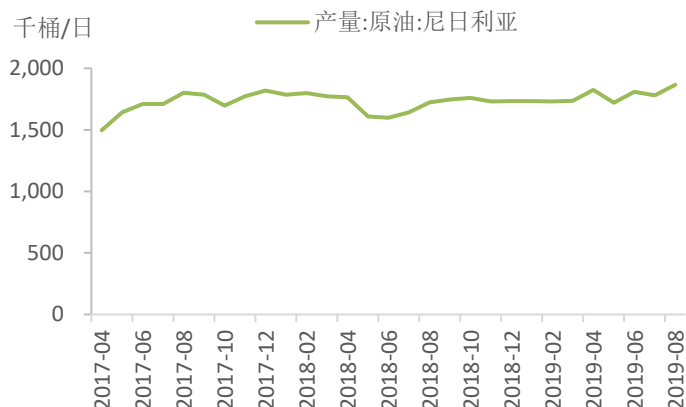


图 57: 安哥拉原油产量



图 58: 阿尔及利亚原油产量

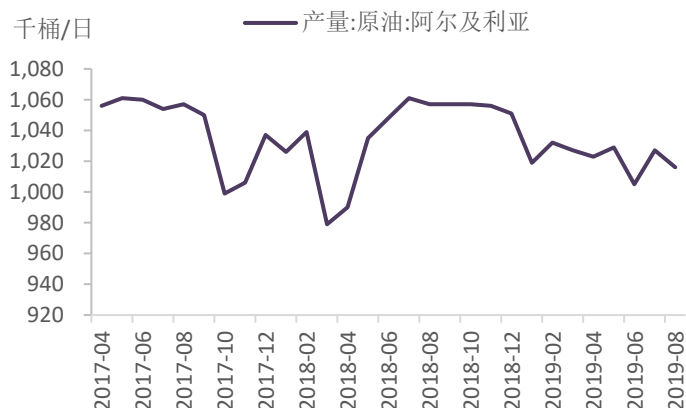


图 59: 中国原油产量

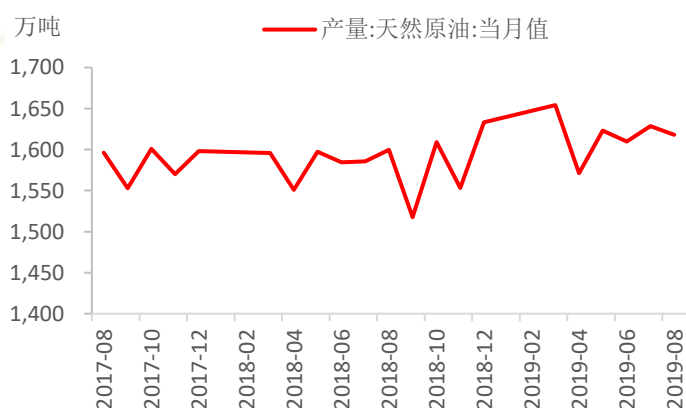
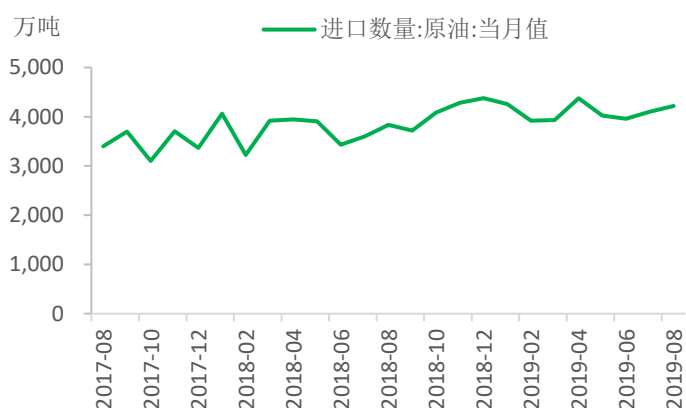


图 60: 中国原油进口量



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

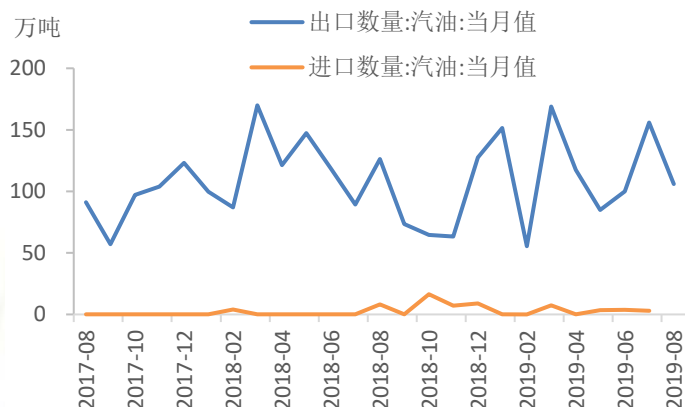


图 62: 中国柴油进出口

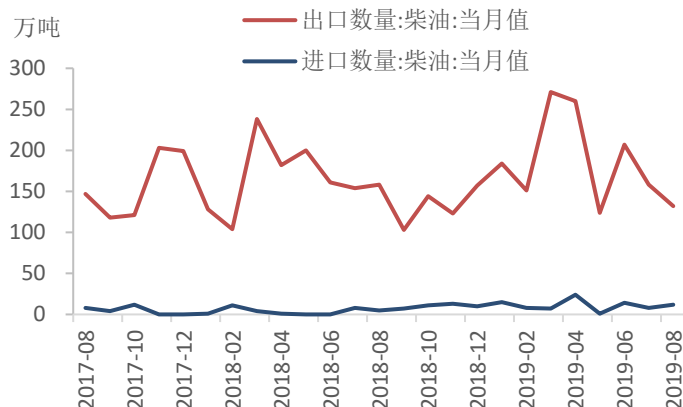


图 63: 中国航煤进出口

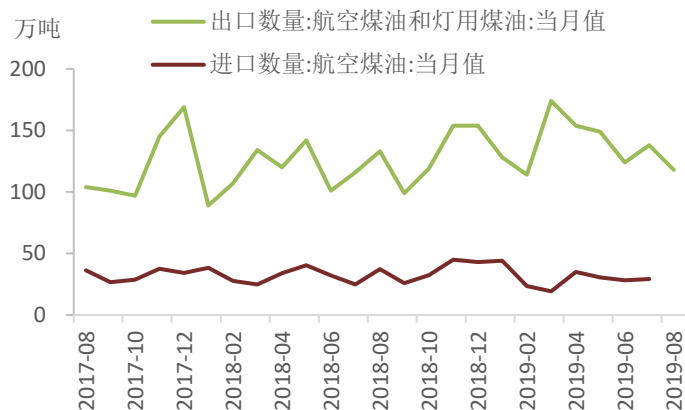


图 64: 山东地炼开工率

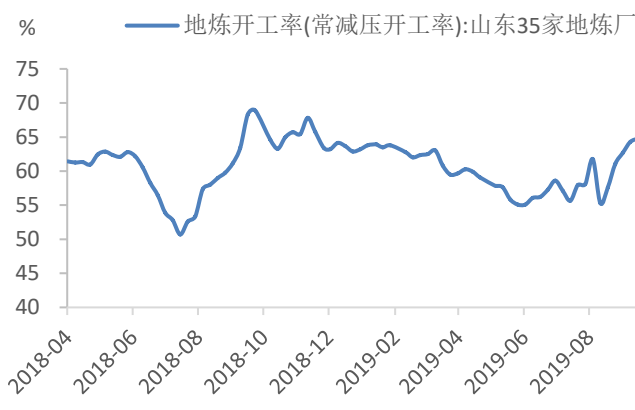


图 65: 全球制造业 PMI

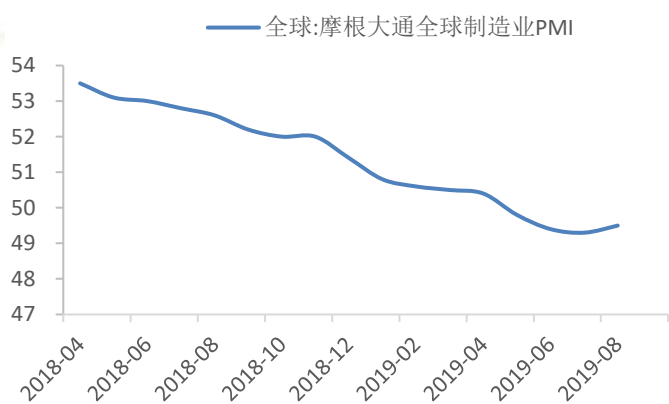
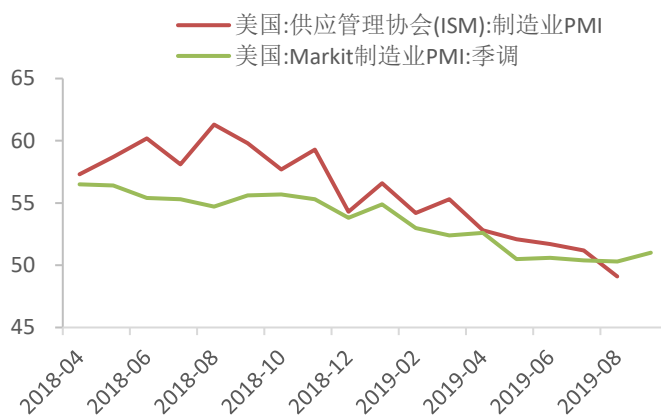


图 66: 美国 PMI



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

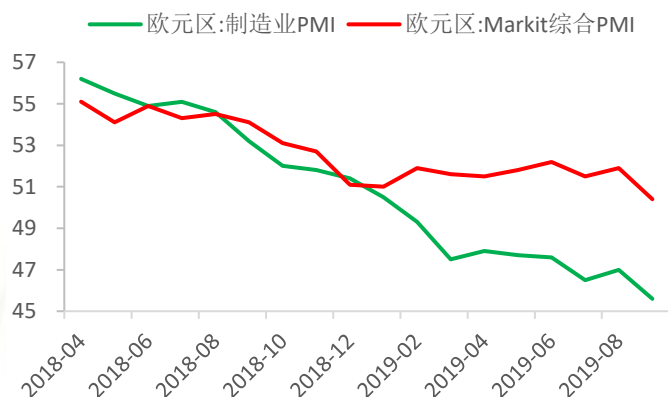


图 68: 德国 PMI

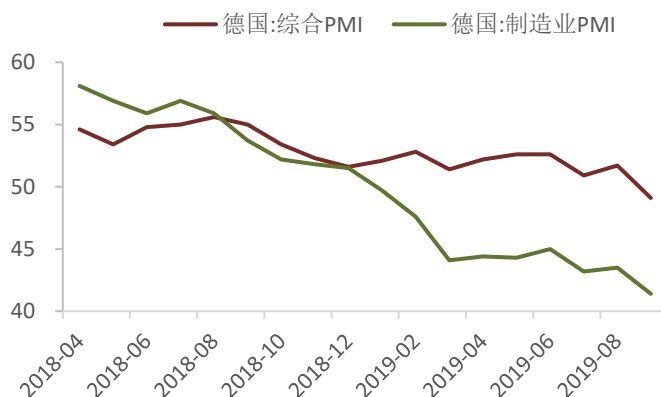


图 69: 中国 PMI

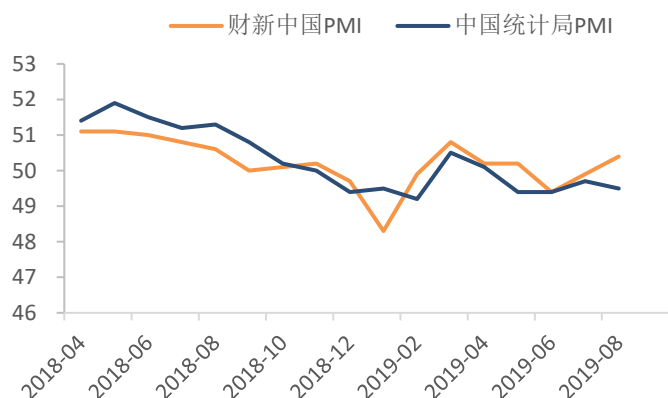


图 70: 日本制造业 PMI

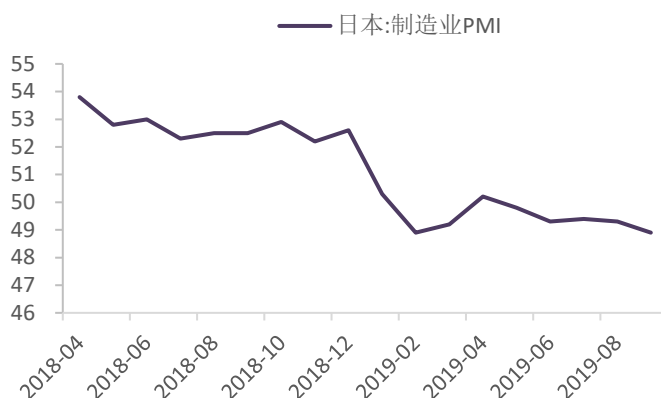


图 71: 花旗经济意外指数

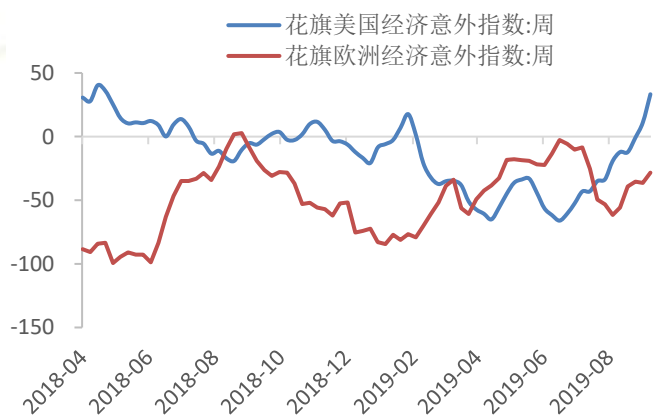
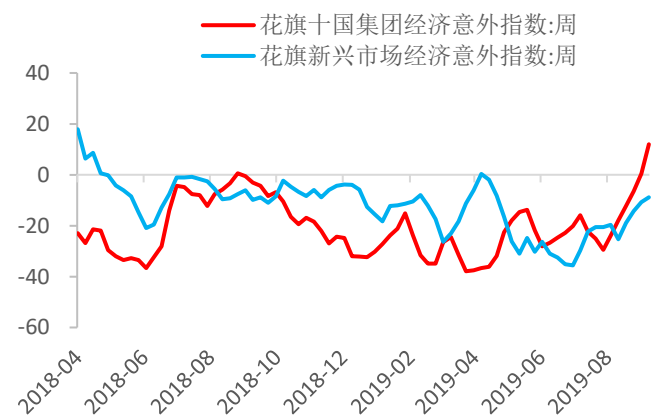


图 72: 花旗经济意外指数



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

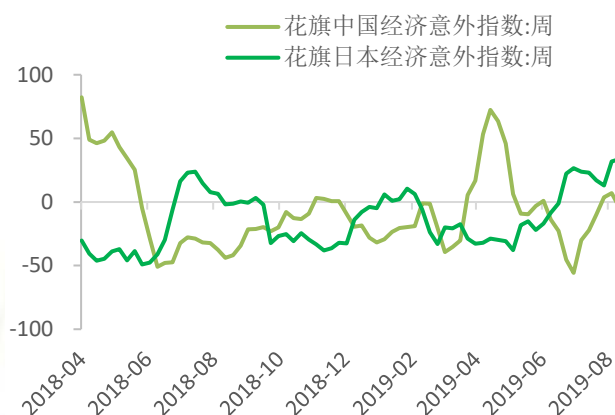


图 74: 韩国和德国出口同比

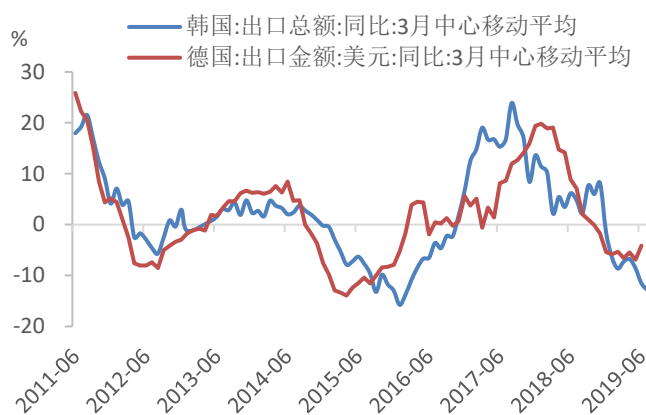


图 75: 七大区页岩油产量

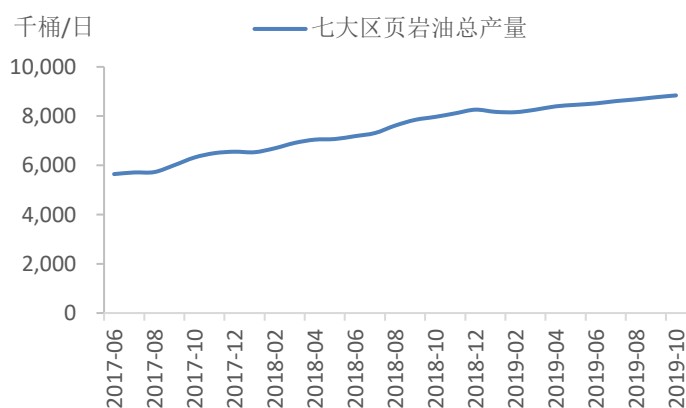


图 76: 二叠纪盆地页岩油产量

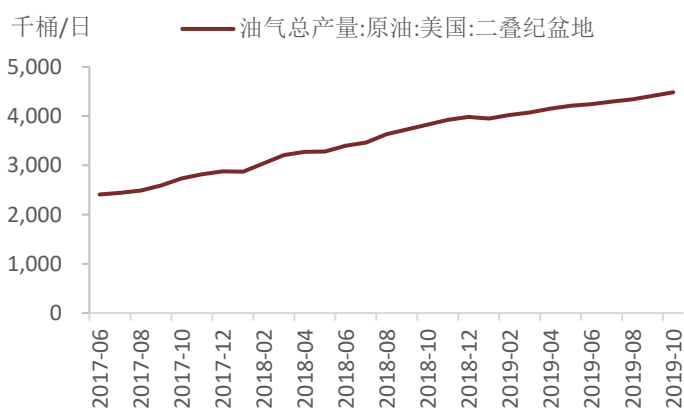


图 77: 鹰福特页岩油产量

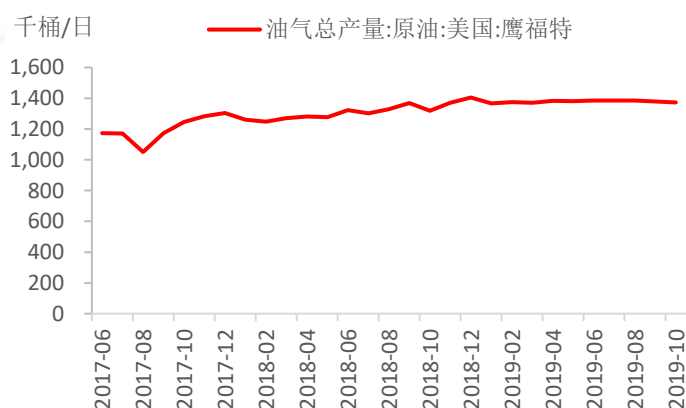
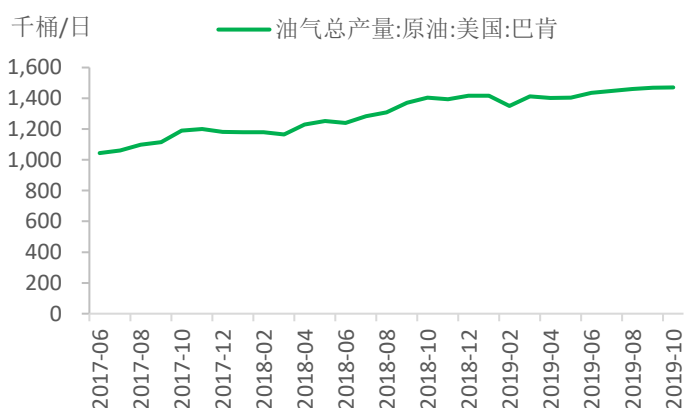


图 78: 巴肯页岩油产量



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

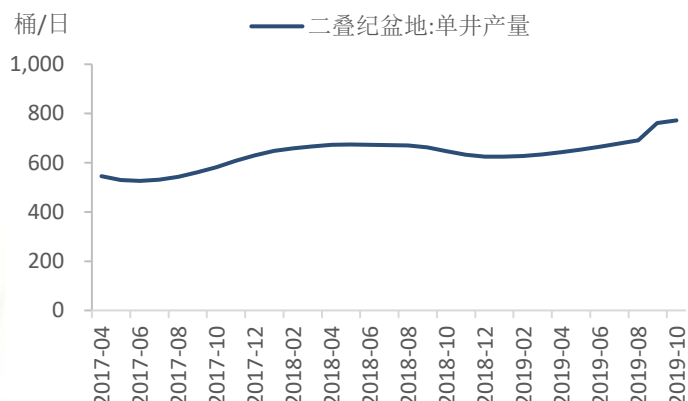


图 80：鹰福特单井产量

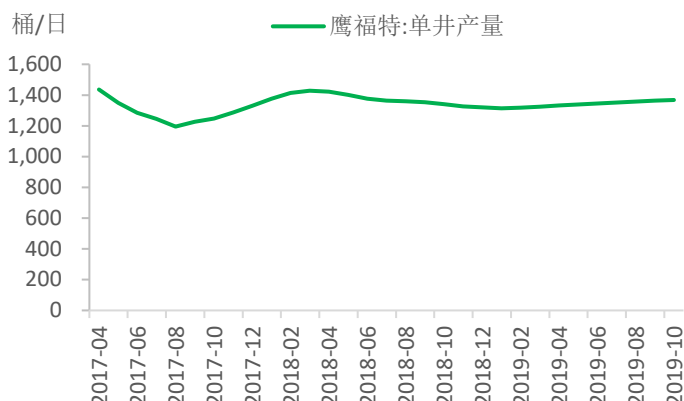


图 81：巴肯单井产量



图 82：七大区 DUC

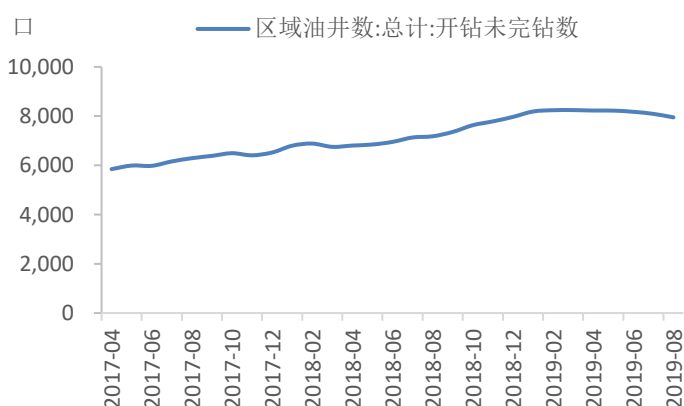


图 83：二叠纪盆地 DUC

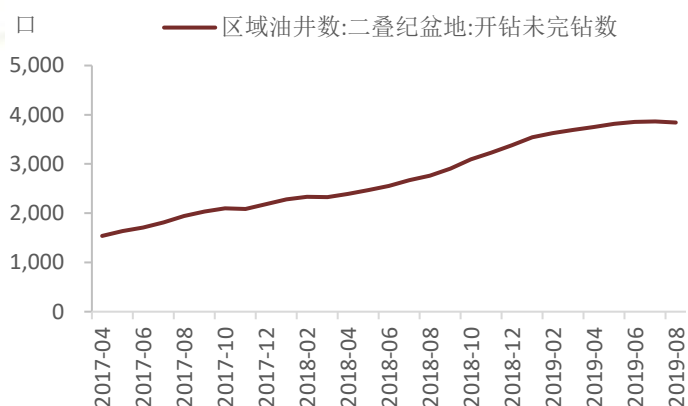
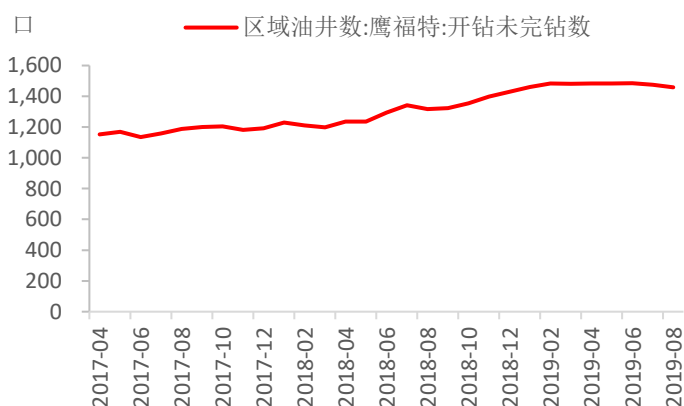


图 84：鹰福特 DUC



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

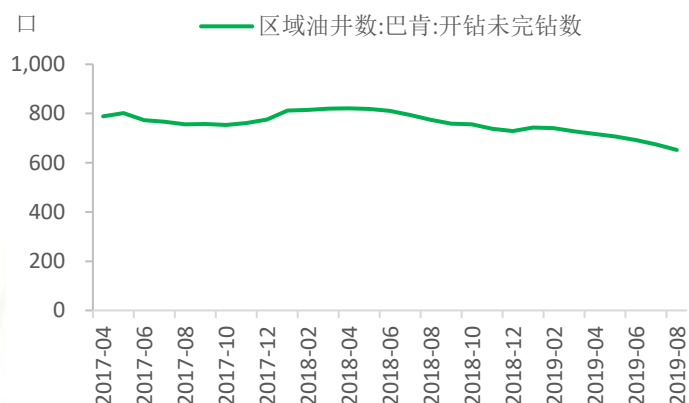
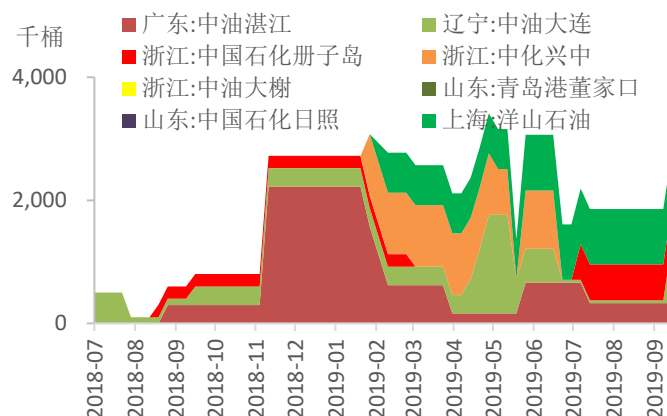


图 86: INE 仓单



## 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。