中粮期货 增您所托
WE GROW WHAT YOU ENTRUST

中粮期货
COFCO FUTURES

宏观风险大幅下降 油价中枢上移

2019/11/02 原油月报 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：

美联储在 10 月如期降息，中美双方继续释放友好信息，VIX 降至 15 左右，宏观不确定性大幅下降，尽管智利取消 APEC 峰会，但预计不影响中美贸易磋商进程。离 OPEC 的 12 月会议只剩 1 个月，预计各国将在会前不断放风，可能考虑进一步减产以支撑油价。预计 11 月油价以上行为主，布油主要波动区间 60-65 美元/桶。在国际油轮运费大幅下降后，INE SC 相对于国际原油溢价回落，同样具备多头配置机会。

核心因素：

（1）OPEC+会议决议。

（2）美国原油库存。

（3）中美贸易磋商进展。

预期偏差：

（1）中美贸易磋商不及预期。

（2）中东地缘政治。

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	452.2	-0.4	-0.1%	4.3	1.0%	
Brent	60.23	-1.79	-2.9%	1.34	2.3%	
WTI	54.18	-2.48	-4.4%	0.56	1.0%	
美元指数	97.31	-0.53	-0.5%	-1.85	-1.9%	
美元兑人民币	7.0350	-0.0366	-0.5%	-0.1031	-1.4%	
上证综合指数	2,929	-26	-0.9%	24	0.8%	
SP500	3,038	15	0.5%	97	3.3%	
10年美债收益率	1.69	-0.11	-6.1%	0.04	2.4%	
COMEX铜	2.64	-0.04	-1.6%	0.08	3.2%	
COMEX黄金	1,515	10	0.6%	26	1.7%	

数据源：Reuters Eikon, WIND,中粮期货研究院

10 月油价整体呈现窄幅震荡，布油主要在（57，62）美元/桶的区间波动，受中美贸易磋商利好、美联储降息、OPEC 可能考虑进一步减产以及美国去库存的影响，油价整体重心有所上移，但布油在月底突破 62 美元/桶后重新回落至 60 美元/桶以下。

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。

从技术面来看，油价反弹一波三折，市场更多的是在炒作宏观与基本面利好下的预期，但智利意外取消 APEC 峰会，美国众议院通过弹劾特朗普议案，中美贸易磋商，以及美国释放 SPR 不利于去库存，这些都为油价稳步反弹造成了阻力，油价继续反弹需要得到现实的验证。

二、市场展望

笔者在三季度报中曾经提到，“**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**”。回头来看，布油的底基本已经确定，即在 10 月 3 日下探至 56 美元/桶的位置，而尽管目前宏观面和基本面的利好并未完全得到证实，但不确定性在不断降低，VIX 已经从 10 月初的 19 降至月底的 15 左右，这意味着投资者对于未来风险资产价格大幅波动的预期下降，风险偏好可能推动价格进一步上涨。

展望 11 月，笔者倾向于之前预期的利好将逐步兑现，油价继续反弹，布油主要波动区间（60，65）美元/桶。基本面上，OPEC 会议临近，沙特阿美计划 IPO，供需双弱的情况下需要供给进一步收缩才能支撑油价上涨，美国页岩油产量临近拐点，出口可能带动美国去库存。宏观面上，智利取消 APEC 峰会不改中美贸易磋商进展，宏观不确定性的下降提升风险偏好，风险资产有望继续上涨。

三、核心因素分析

1. OPEC 会议决议

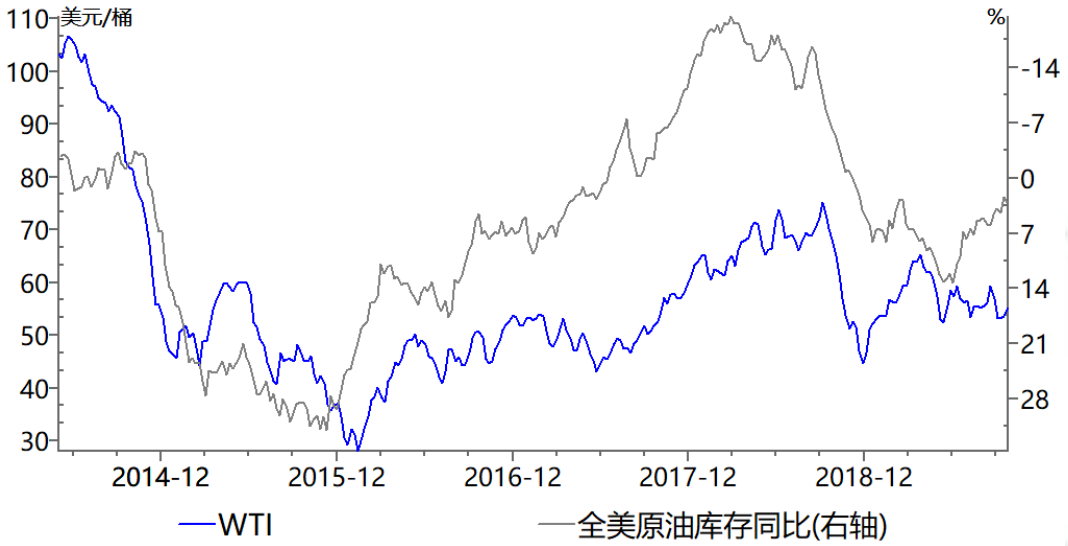
12 月 5 日，OPEC 将举行第 177 届会议，将讨论 OPEC 减产国的执行率和未来继续减产问题。尽管会议时间是在 12 月，但一般在会议之前 OPEC 各国石油部长都会不断放风与市场通气，避免市场与会议结果出现过大偏差。此外，沙特在 11 月 3 日通过决定重启沙特阿美在沙特交易所上市，也为市场对于油价增添了信心，毕竟油价决定沙特阿美的市值。

通过对 OPEC 减产的总收益测算，油价越低，OPEC 的减产收益越大，且减产带来的价格涨幅远

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。

远超过产量降幅，因此OPEC各国仍有较大动力去执行当前减产，甚至加大减产数量以提高油价。在供需双弱的大背景下，由于短期供给弹性更大，供给主动收缩将带来油价上涨。关注11-12月OPEC会议之前各国石油部长的表态，市场将逐渐围绕减产的预期进行炒作。

2. 美国原油库存



10月25日EIA全美原油库存的意外增长，导致油价有所回落。但从趋势上看，美国原油库存处于去库存阶段。油价与美国原油库存同比的走势已经出现小幅背离。随着宏观不确定性的下降，我们认为油价可能回归库存进而反弹。

分项来看，美国原油产量增速放缓，出口持续高增长的推动，炼厂消费在高裂解利润下有望快速上升，美国原油库存有望继续去化。10-11月份美国释放1000万桶SPR，可能给美国原油去库存带来一定的阻力，但由于每周释放SPR的量只有100万桶左右，影响相对较小。在SPR释放结束后，如果OPEC减产数据增加，美国原油去库存速度将加速。

3. 中美贸易磋商进展

10月30日，智利政府突然宣布放弃主办APEC峰会，优先应对国内局势。一时之下，谣言四起，有传言中美贸易磋商签订第一阶段协议延后的，有传言中美将在澳门举办APEC峰会的，原油、有色

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。

等价格也有所下跌。但在 31 日，美方表态期待在同一时间范围内敲定与中国的历史性贸易协议的第一阶段，中国商务部发出声明称中美双方经贸团队一直保持密切沟通，目前磋商工作进展顺利。

我们认为智利取消 APEC 峰会影响不大，新华社一天内连续发出 3 篇关于“中美磋商进展顺利”的报道，说明智利取消 APEC 峰会并不会影响中美谈判进程。尽管目前风险资产价格已经将中美达成第一阶段协议的利好大部分 price in，但如果协议真正签订，将推动宏观数据、市场信心与资产价格的进一步正反馈，市场可能进而预期第二阶段谈判进程的发展。

四、预期偏差

（1）中美贸易磋商不及预期。市场主流预期都假设中美将在 11 月达成第一阶段协议，但智利取消 APEC 会议可能导致协议前述时间延后，加上美国众议院通过弹劾特朗普的决议，特朗普受国内其他势力影响也可能改变对华态度。

（2）中东地缘政治。沙特遇袭事件后，随着沙特产量的逐步恢复，油价也快速回落，伊朗油轮遇袭同样很快被市场遗忘。但不可忽视的是伊朗原油产量降幅超过 40%，沙特-也门-伊朗的三角以及土耳其-叙利亚的战争都将不定期对油价产生冲击，另外也要关注美伊关系是否会出现缓和，伊朗原油大量进入国际市场导致油价暴跌。

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

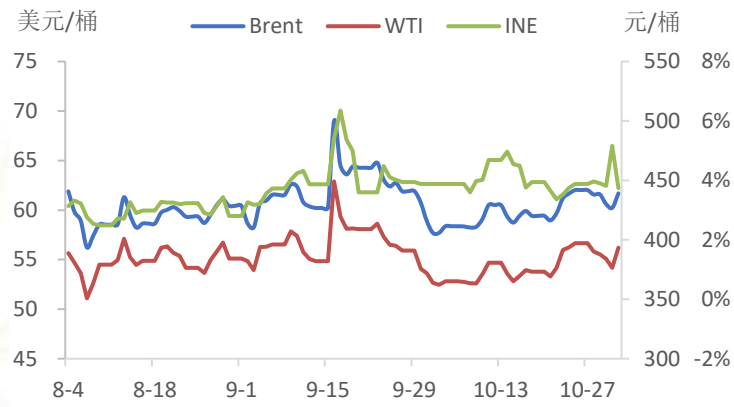


图 2：原油价格波动

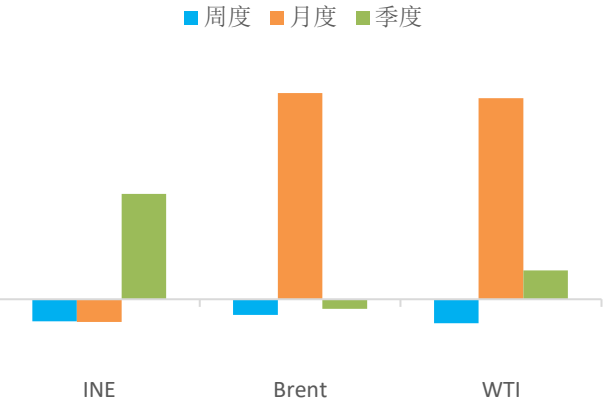


图 3：WTI-Brent 价差

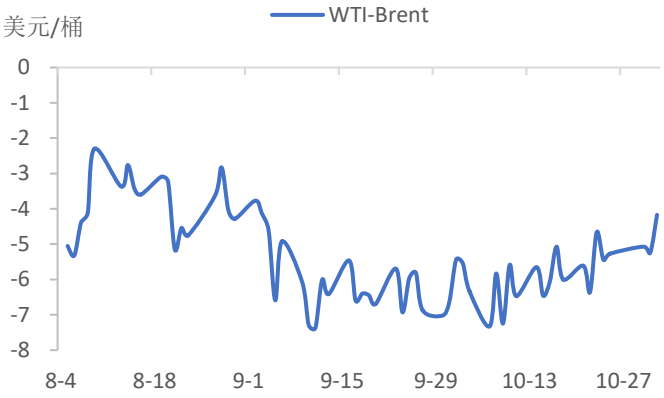


图 4：Brent-Dubai 价差

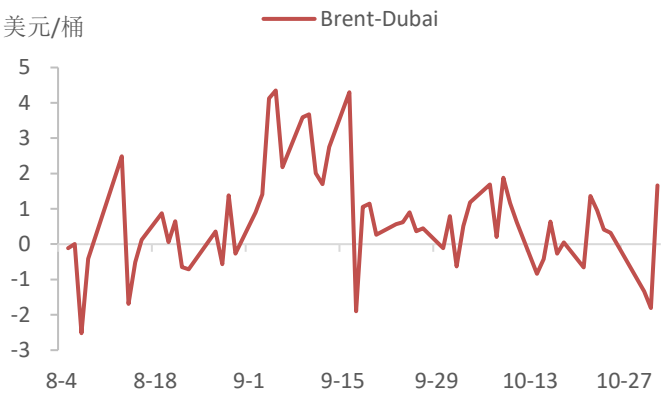


图 5：WTI-LLS 价差

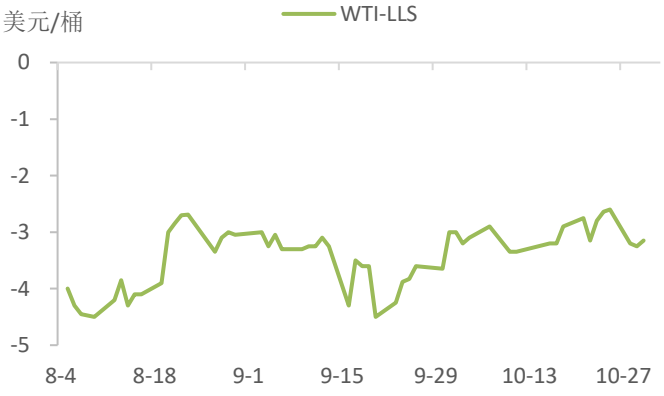
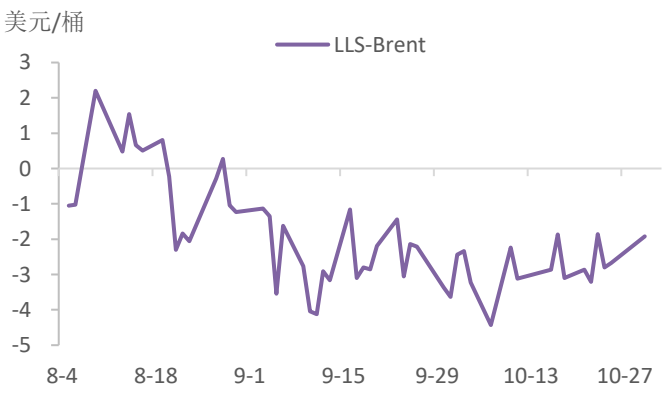


图 6：LLS-Brent 价差



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

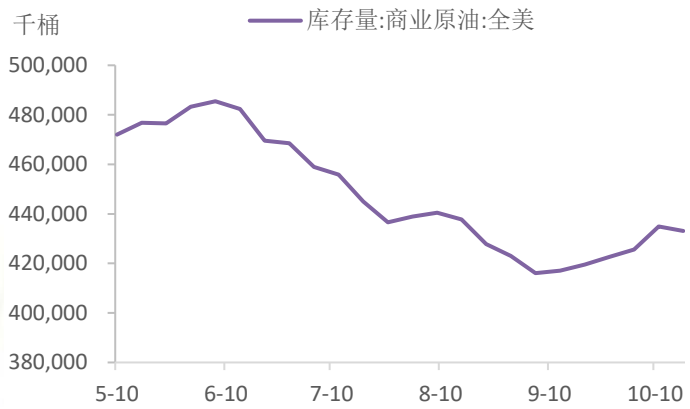


图 8：库欣原油库存

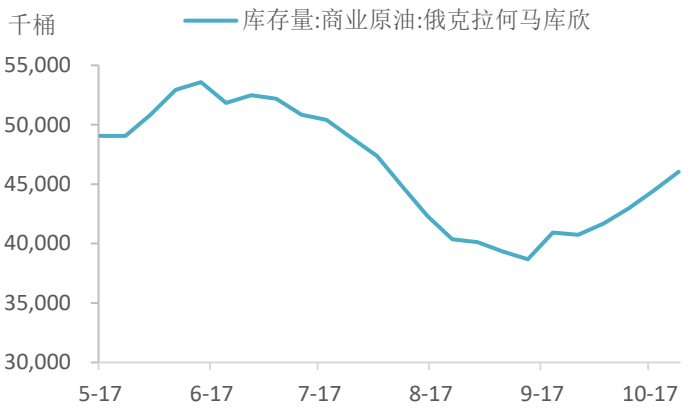


图 9：美国汽油库存

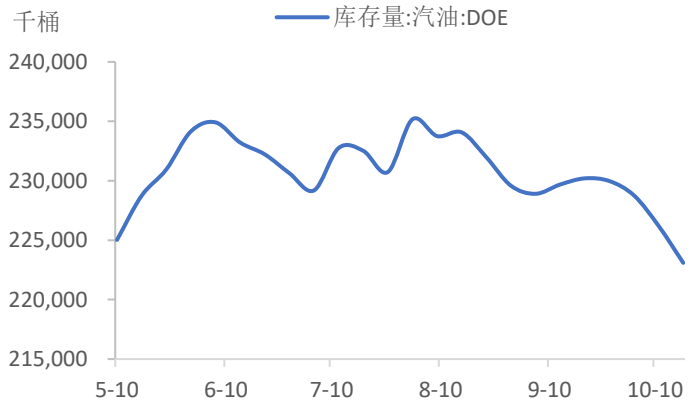


图 10：美国馏分燃料油库存

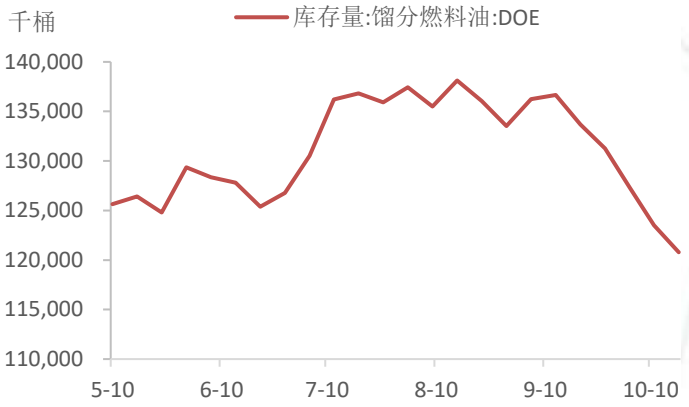


图 11：美国取暖油库存

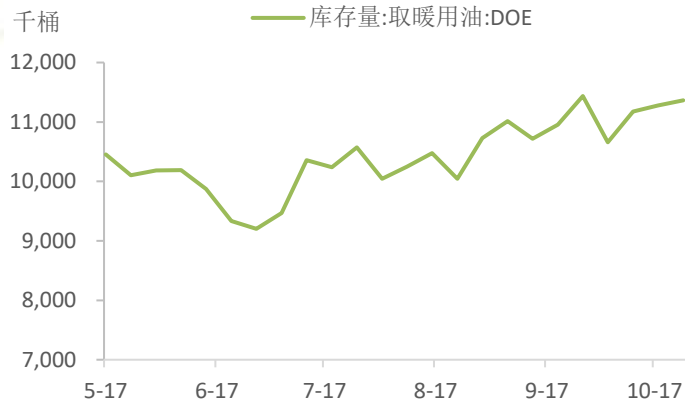
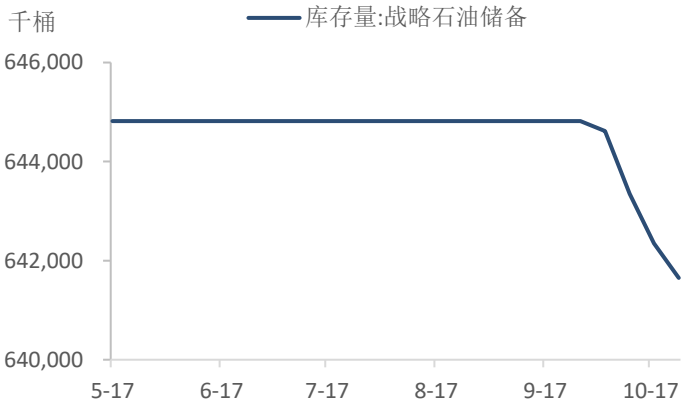


图 12：美国 SPR 库存



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

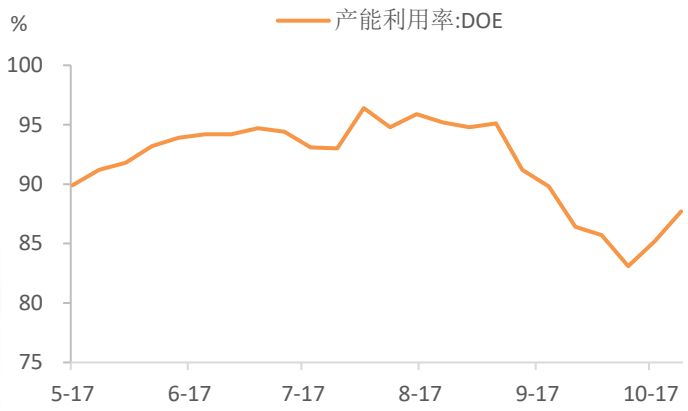


图 14：美国原油库存分项环比

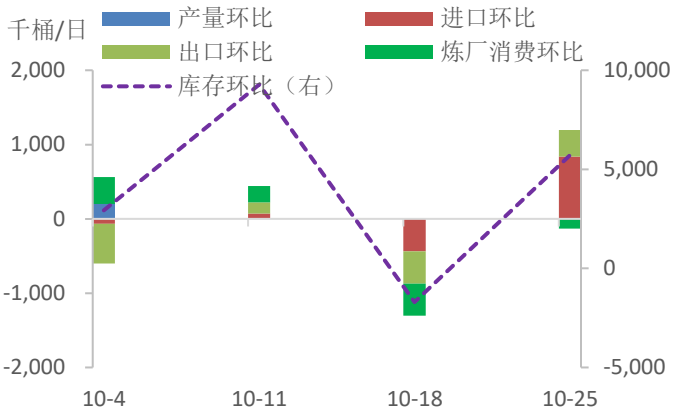


图 15：美国炼厂原油消费

图 16：美国原油出口

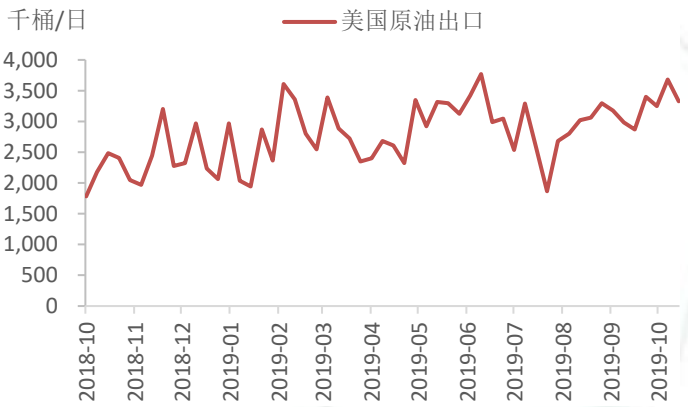


图 17：美国原油进口

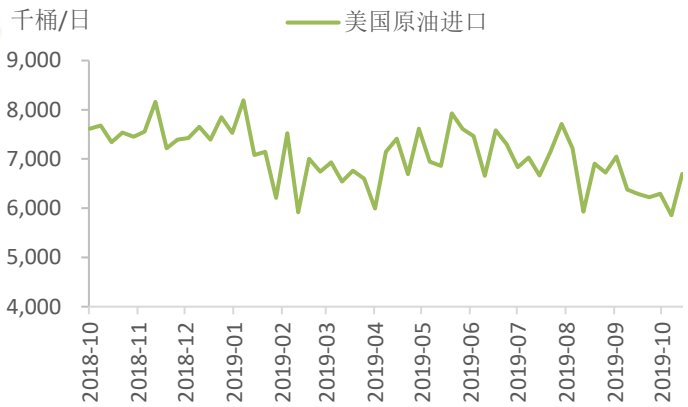
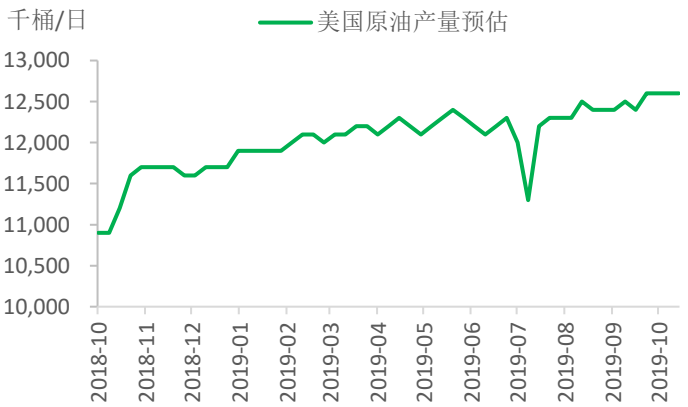


图 18：美国原油产量预估



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

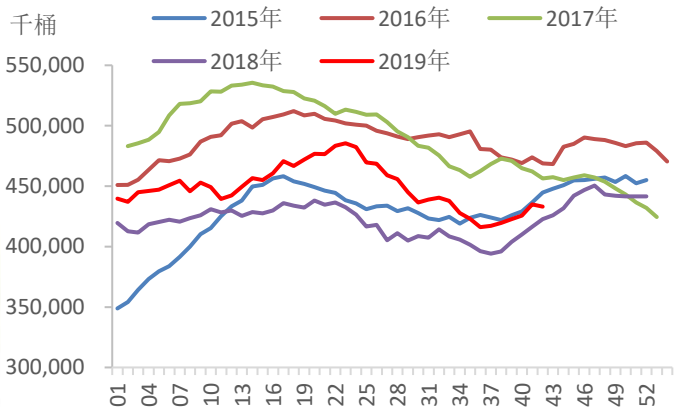


图 20：库欣原油库存季节性

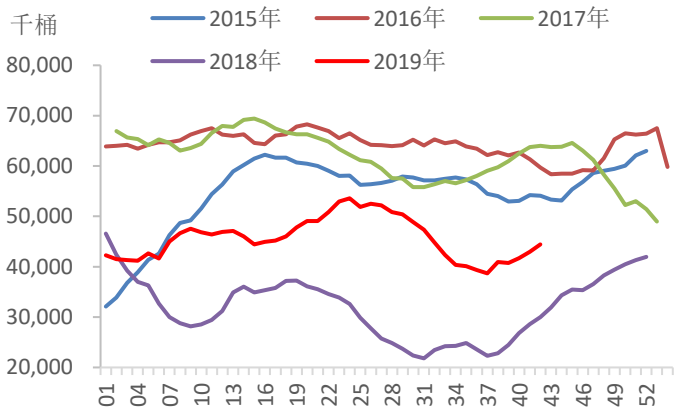


图 21：美国汽油库存季节性

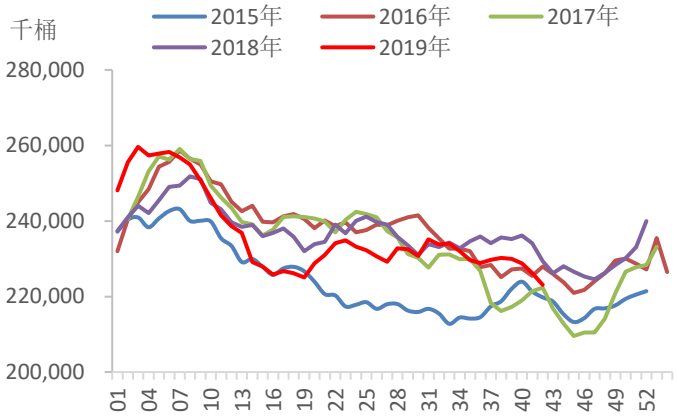


图 22：美国燃料油库存季节性

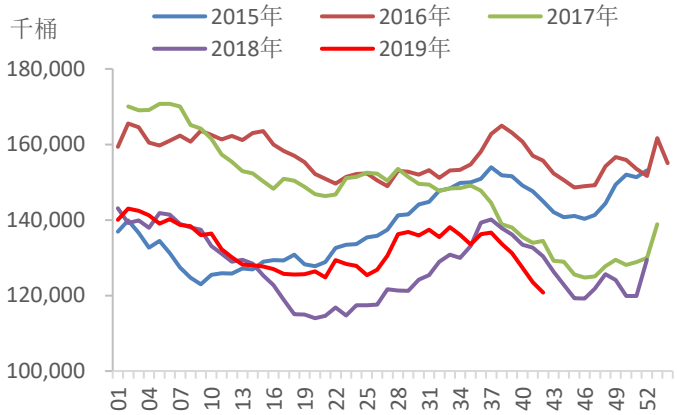


图 23：美国取暖油库存季节性

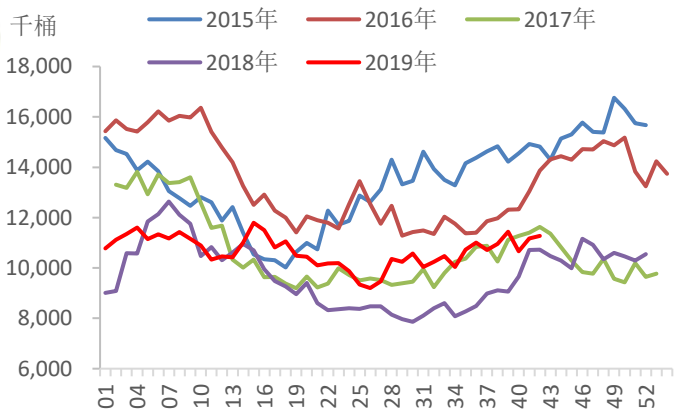
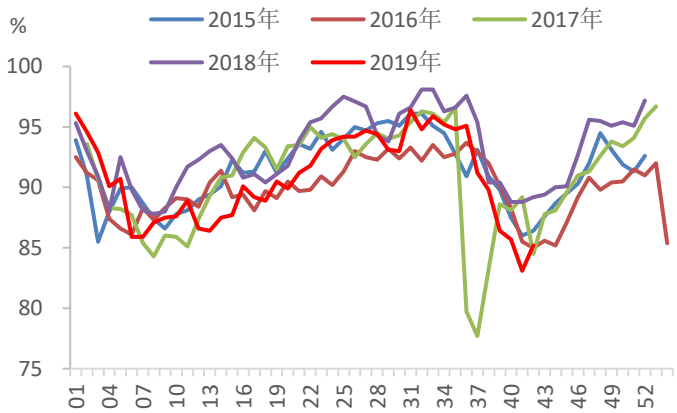


图 24：美国炼厂开工率季节性



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

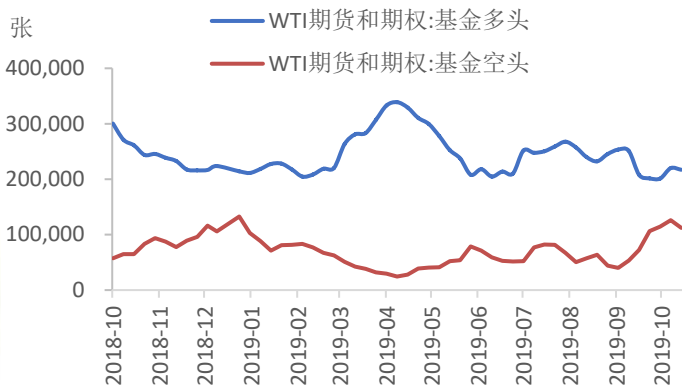


图 26：Brent 基金持仓

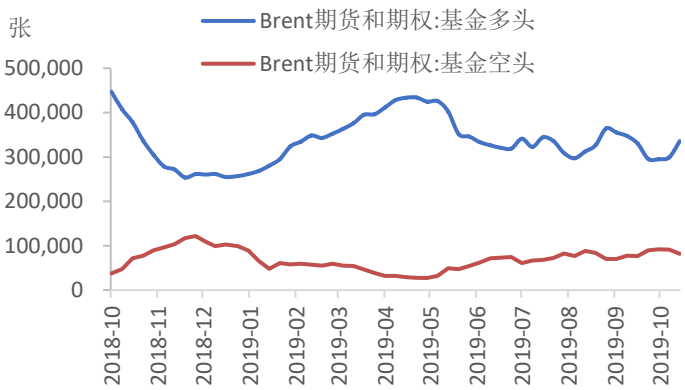


图 27：美国总钻机数

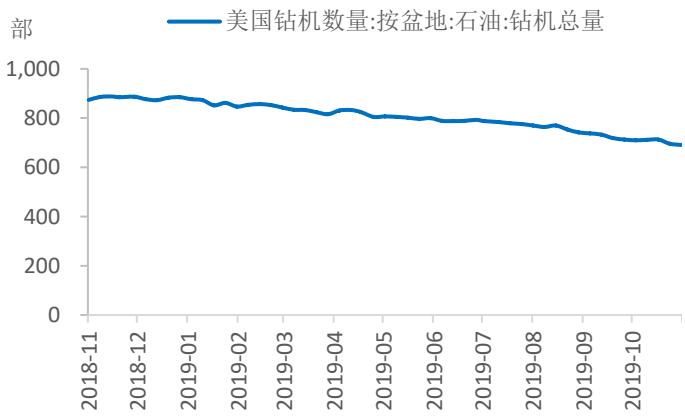


图 28：二叠纪盆地钻机数

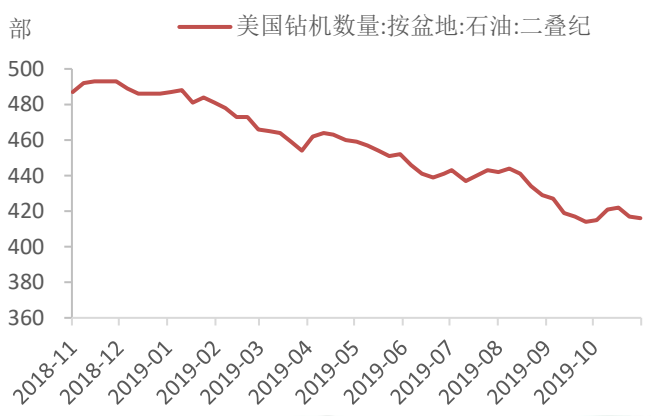


图 29：鹰福特钻机数

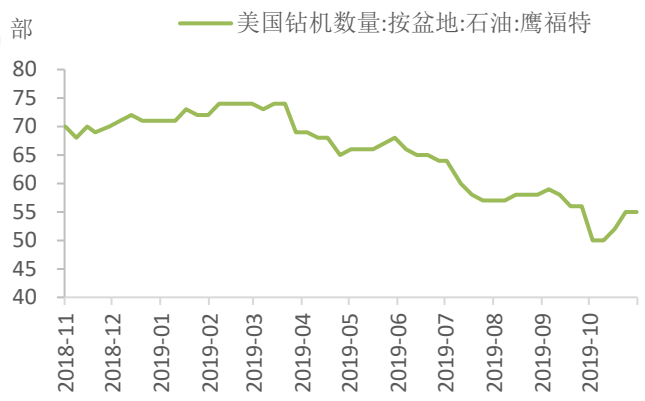
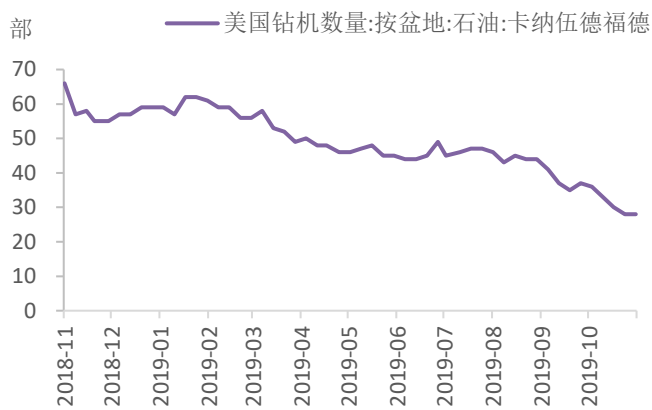


图 30：卡纳伍德福德钻机数



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

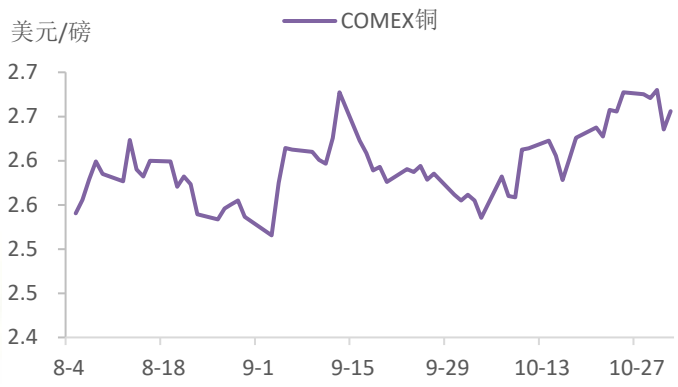


图 32：美国 10 债收益率

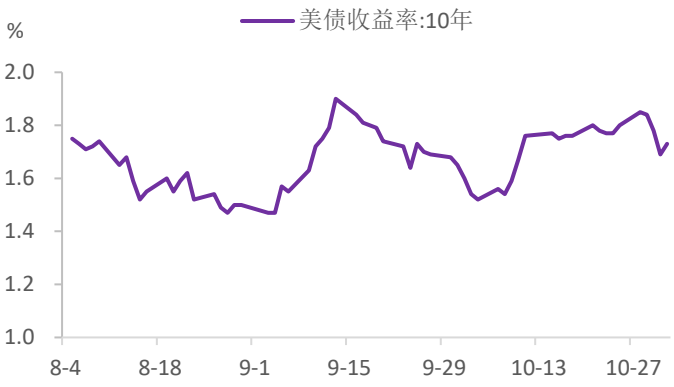
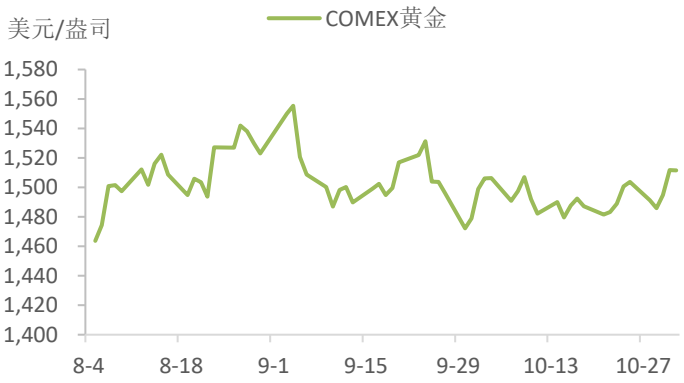


图 33：标准普尔 500 指数

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

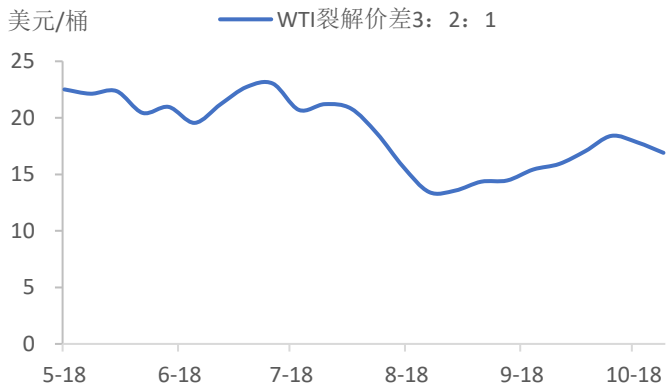


图 38：RBOB 裂解价差

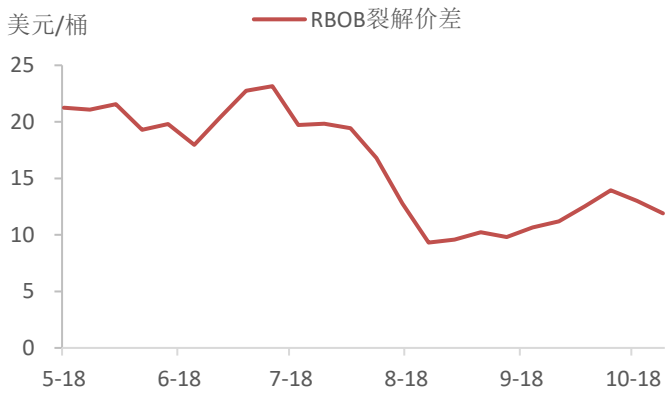


图 39：燃油裂解价差

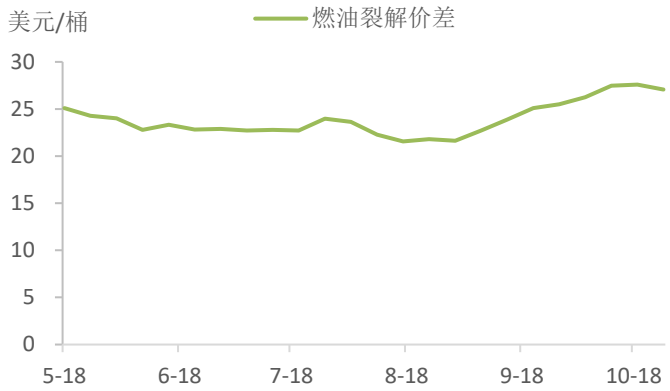


图 40：燃油-RBOB 价差

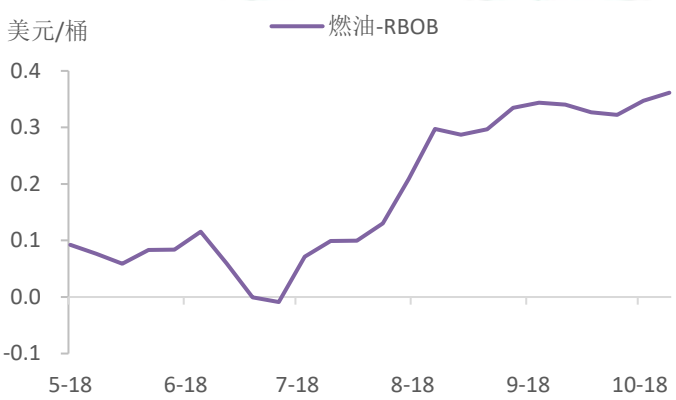


图 41：WTI 3:2:1 裂解价差季节性

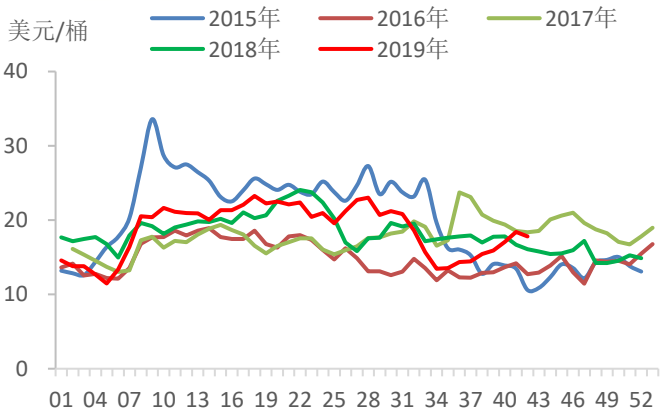
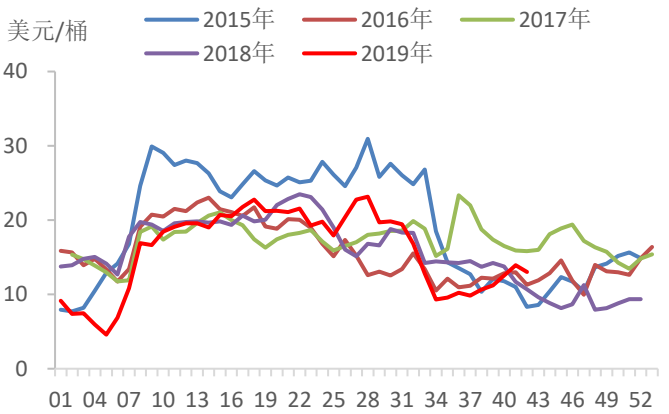


图 42：RBOB 裂解价差季节性



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

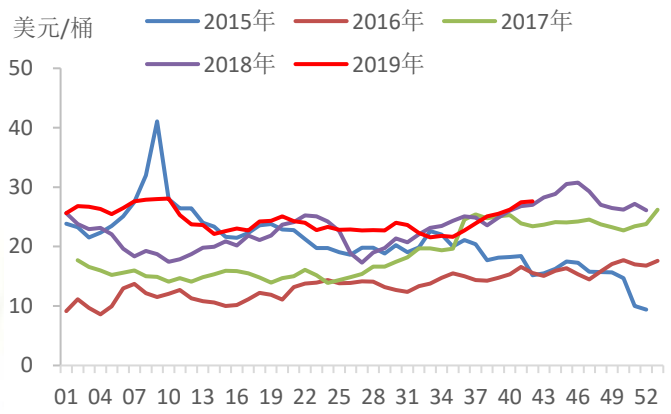


图 44：HO-RBOB 价差季节性

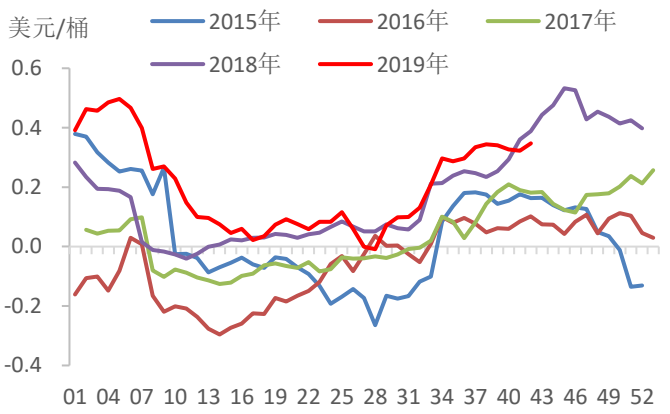


图 45：波动率指标

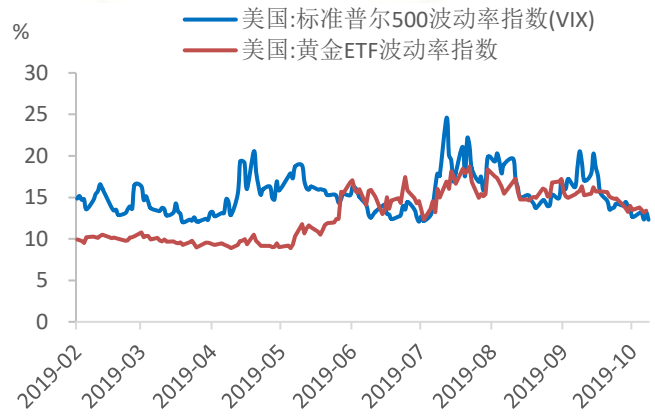


图 46：波动率指标

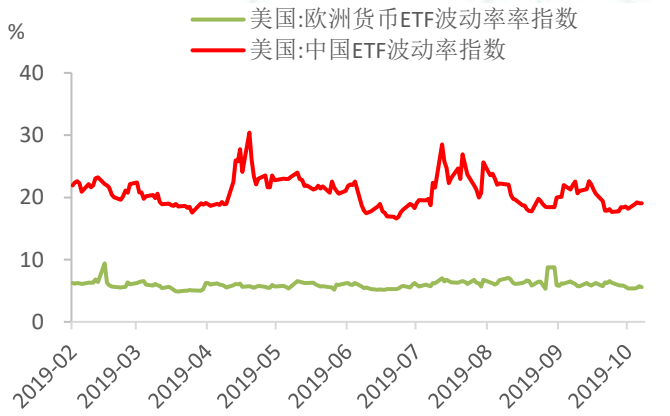


图 47：波动率指标

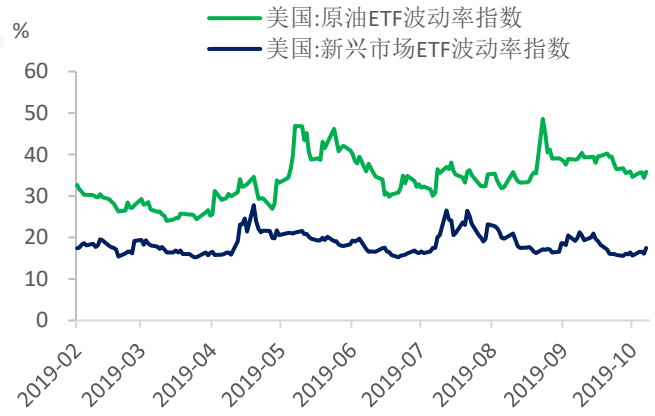
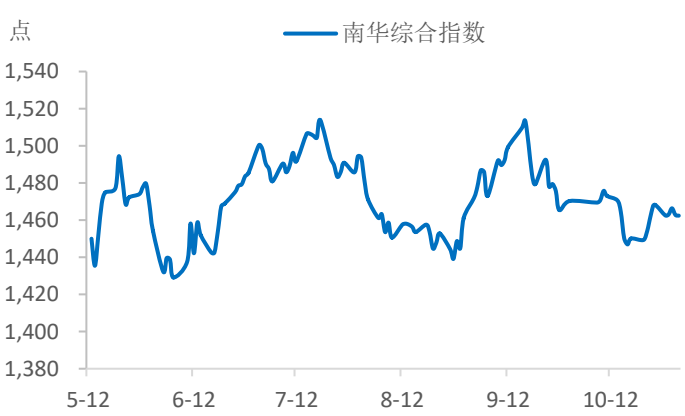


图 48：南华综合指数



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

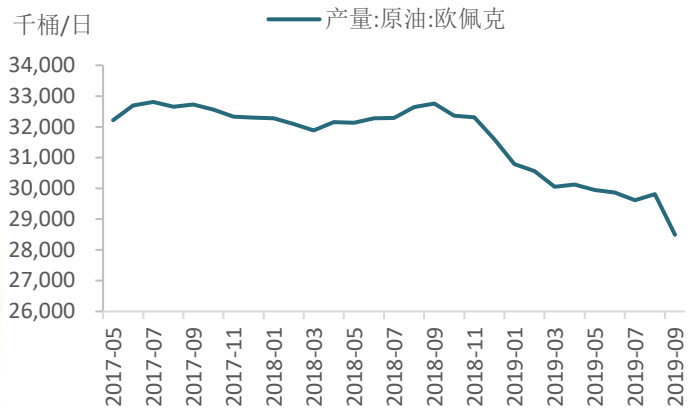


图 50：沙特原油产量

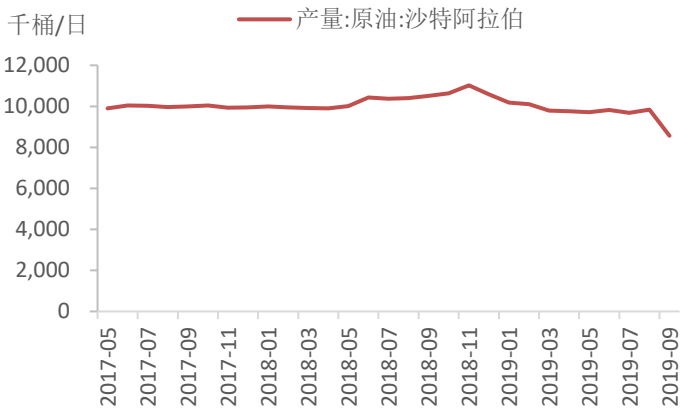


图 51：伊拉克原油产量

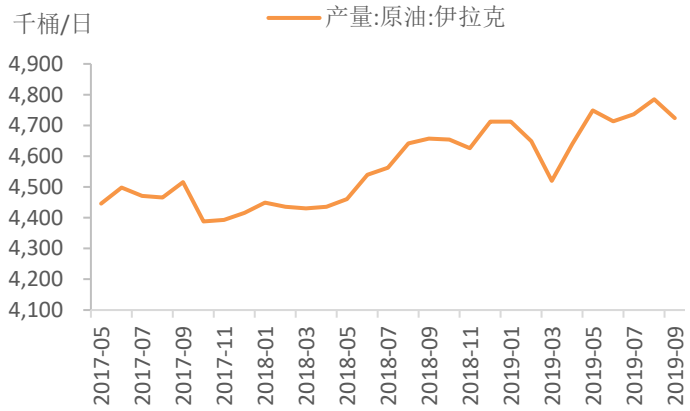


图 52：科威特原油产量

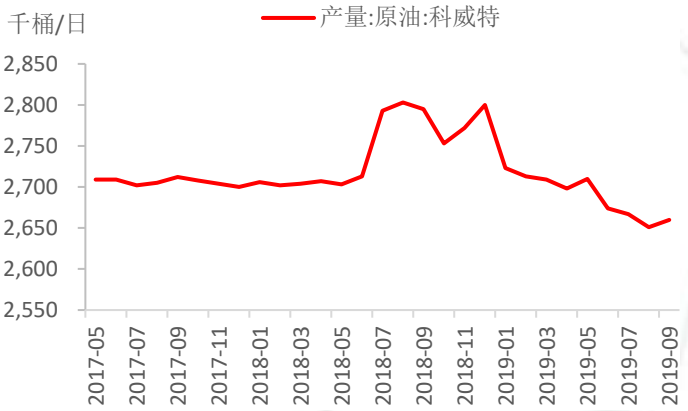


图 53：委内瑞拉原油产量

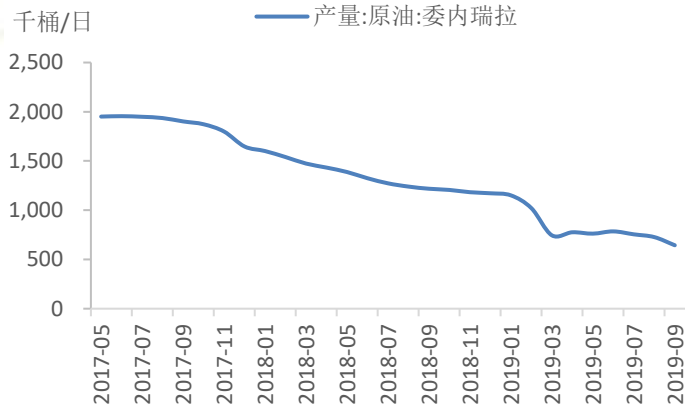
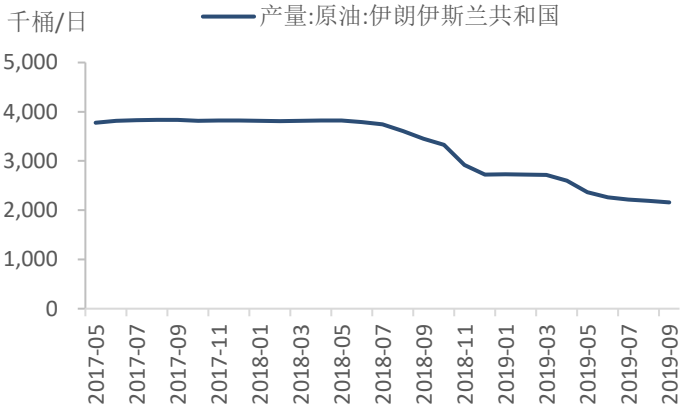


图 54：伊朗原油产量



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

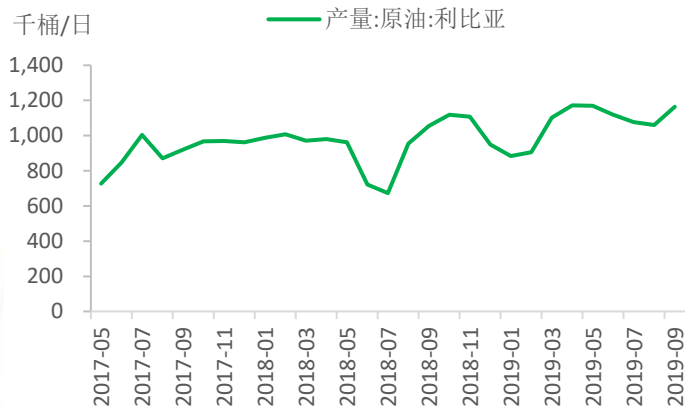


图 56：尼日利亚原油产量

图 57：安哥拉原油产量

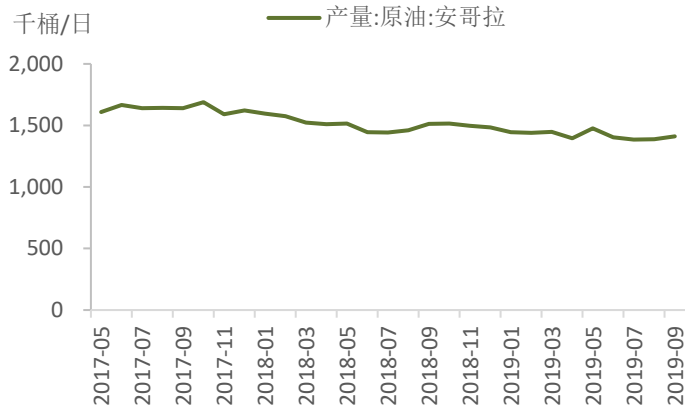


图 58：阿尔及利亚原油产量

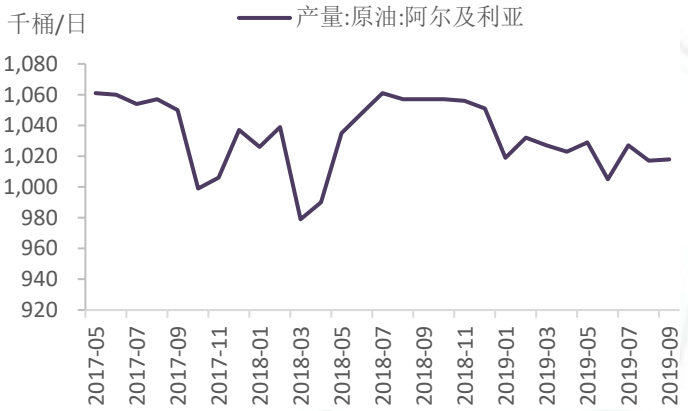


图 59：中国原油产量

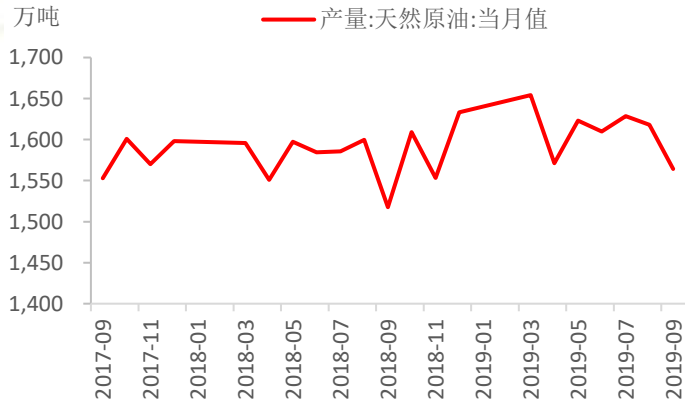
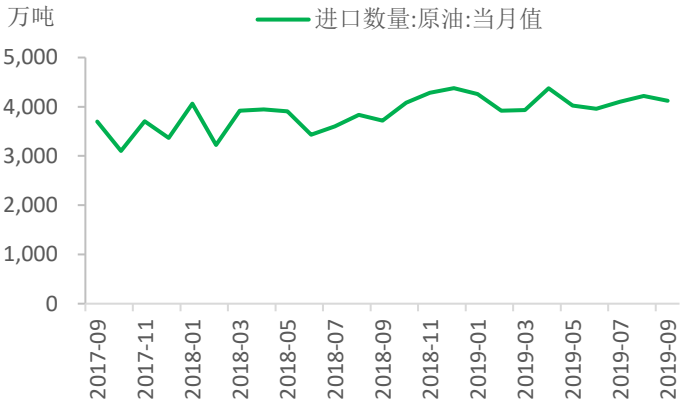


图 60：中国原油进口量



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

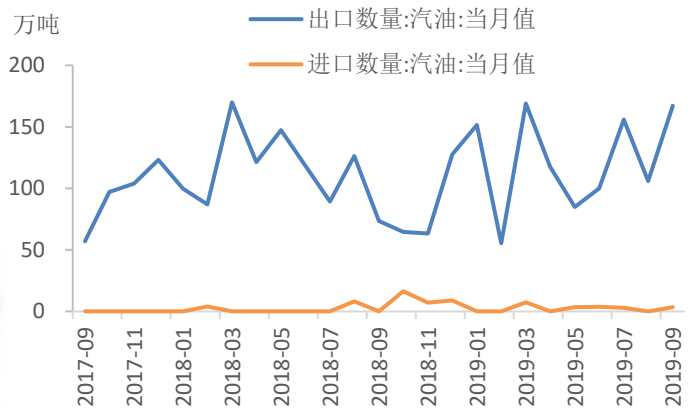


图 62：中国柴油进出口

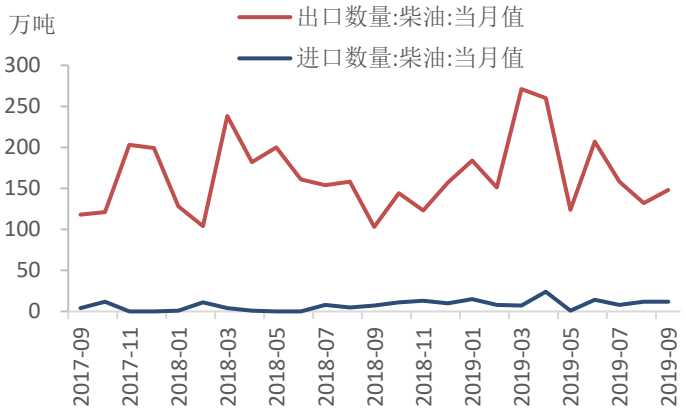


图 63：中国航煤进出口

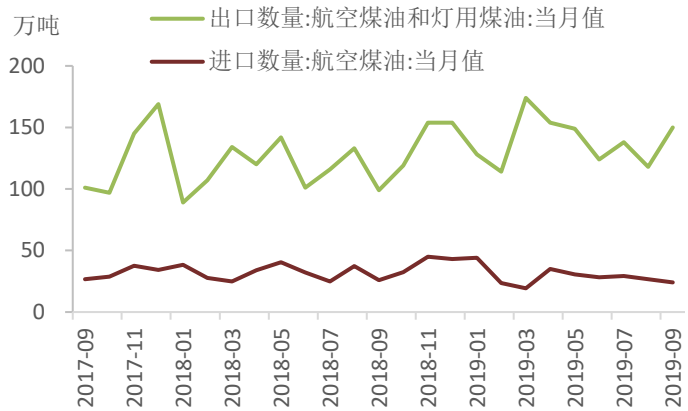


图 64：山东地炼开工率

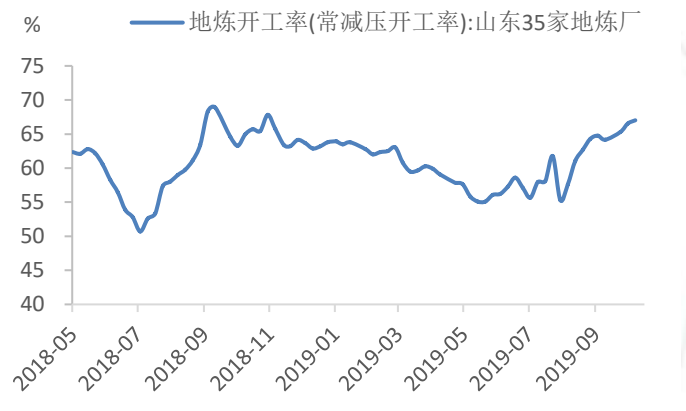


图 65：全球制造业 PMI

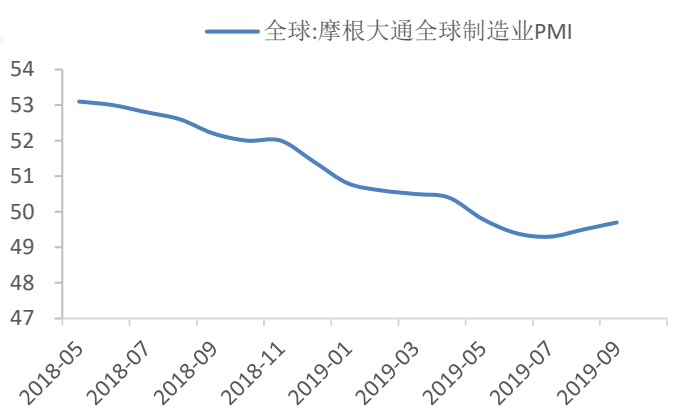
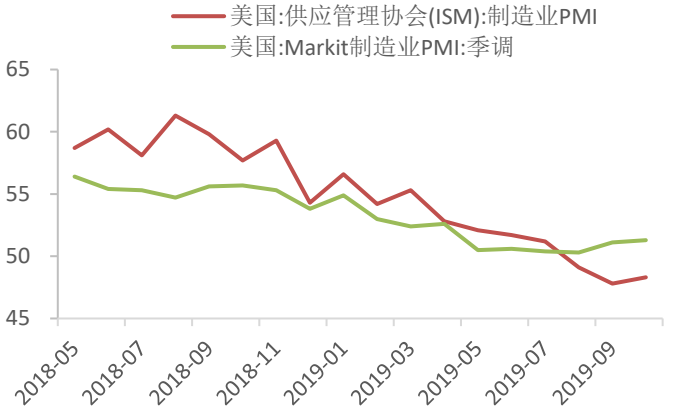


图 66：美国 PMI



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

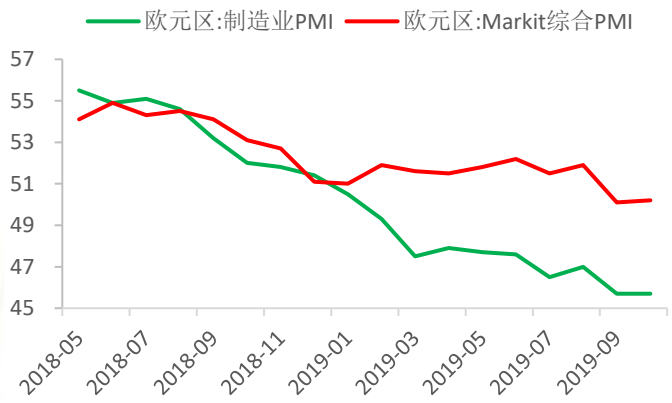


图 68：德国 PMI

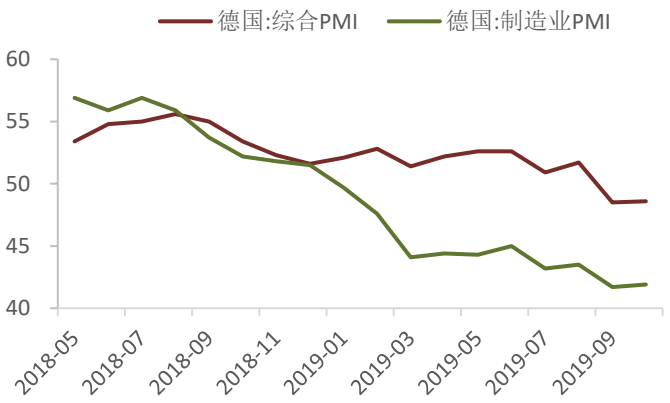


图 69：中国 PMI

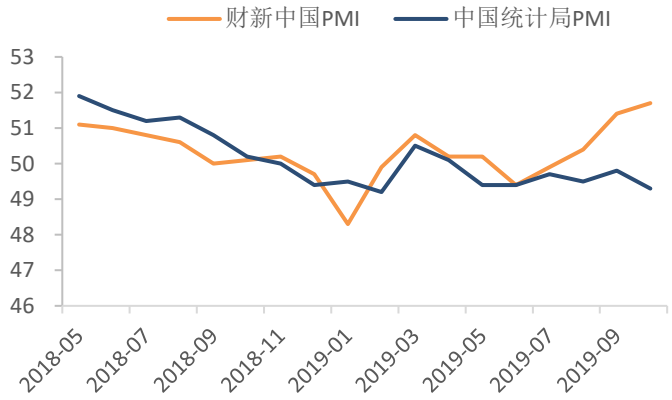


图 70：日本制造业 PMI

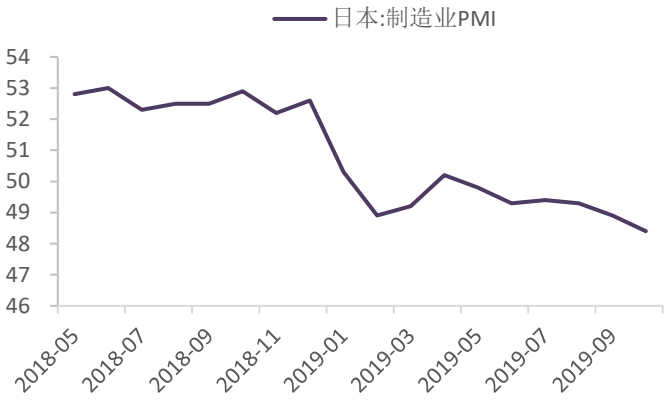


图 71：花旗经济意外指数

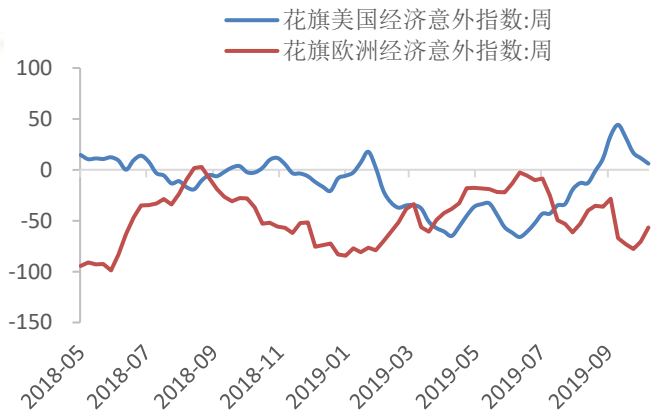
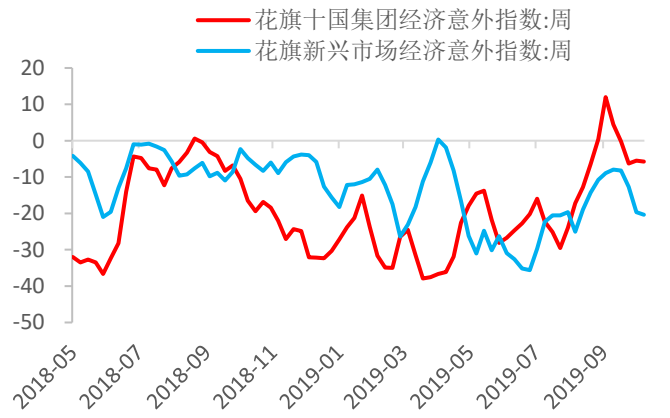


图 72：花旗经济意外指数



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

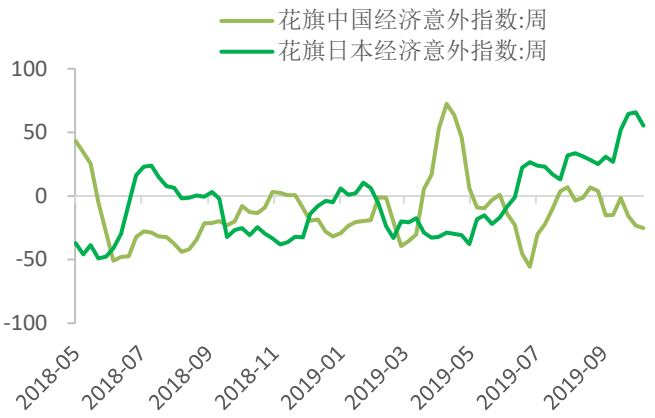


图 74：韩国和德国出口同比

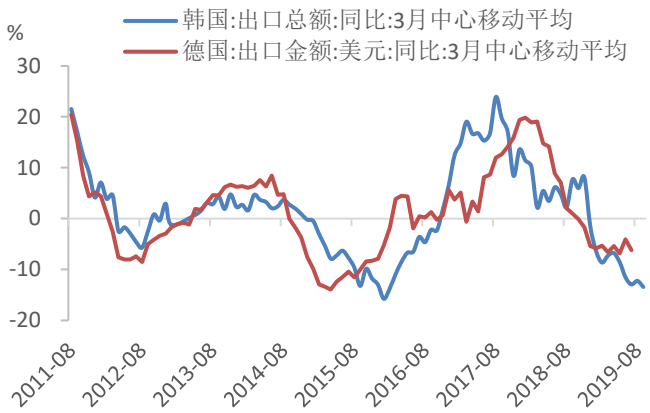


图 75：七大区页岩油产量

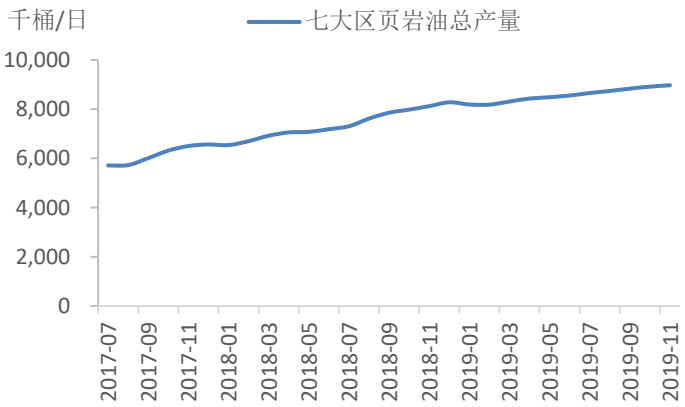


图 76：二叠纪盆地页岩油产量

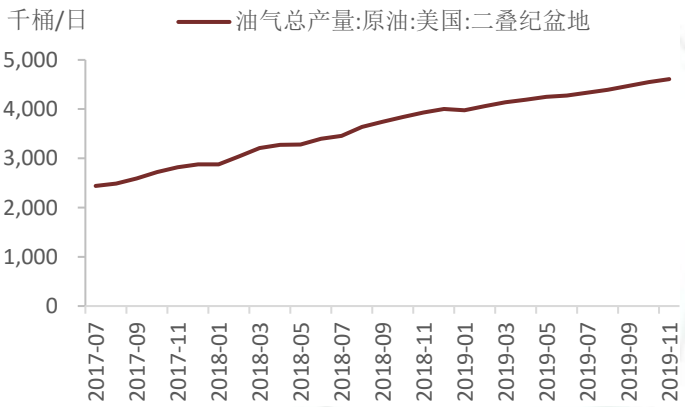


图 77：鹰福特页岩油产量

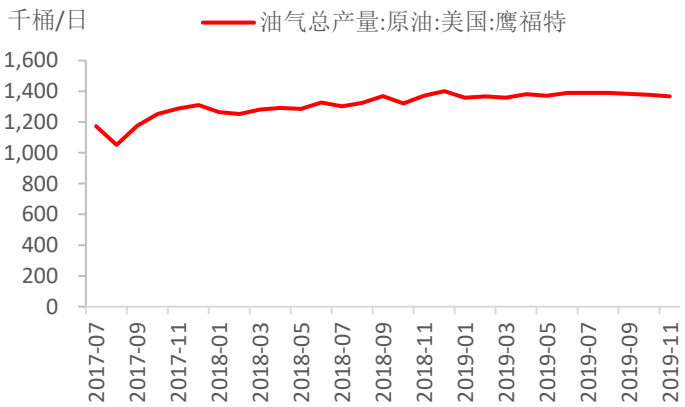
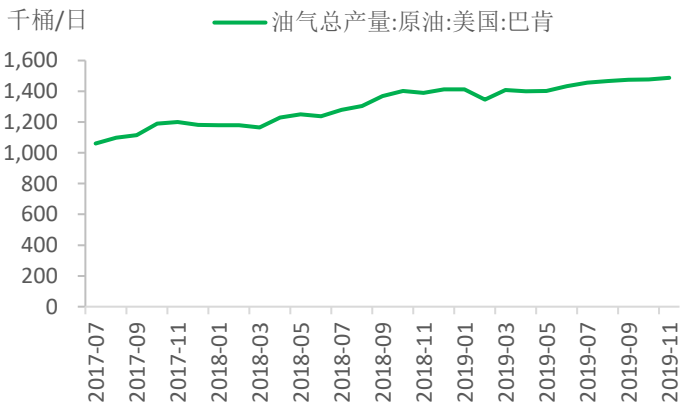


图 78：巴肯页岩油产量



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

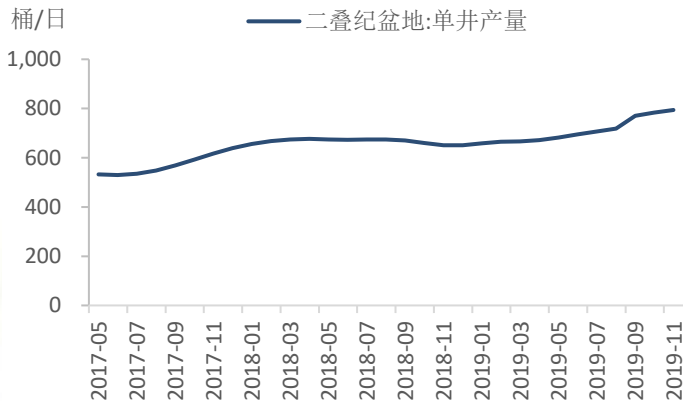


图 80：鹰福特单井产量

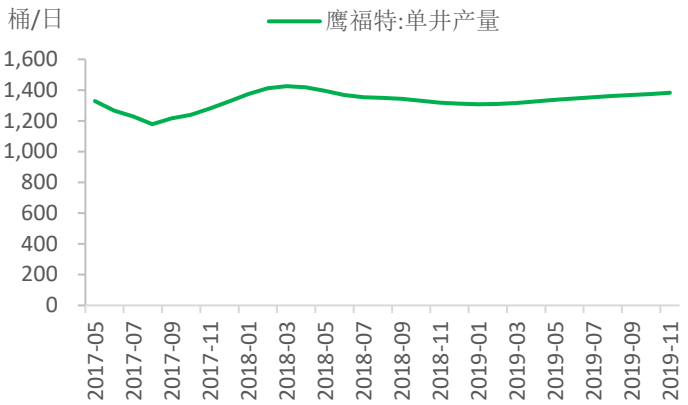


图 81：巴肯单井产量

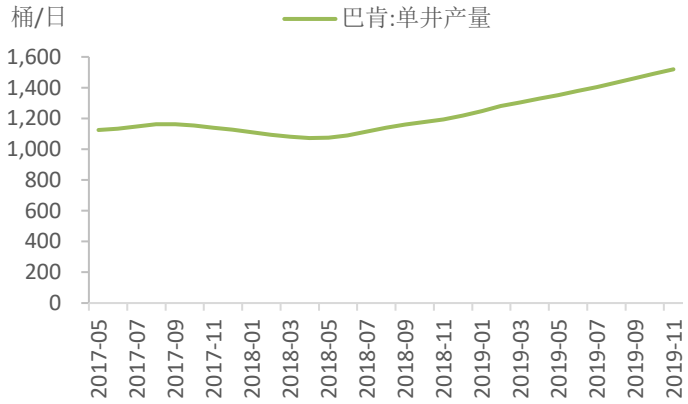


图 82：七大区 DUC

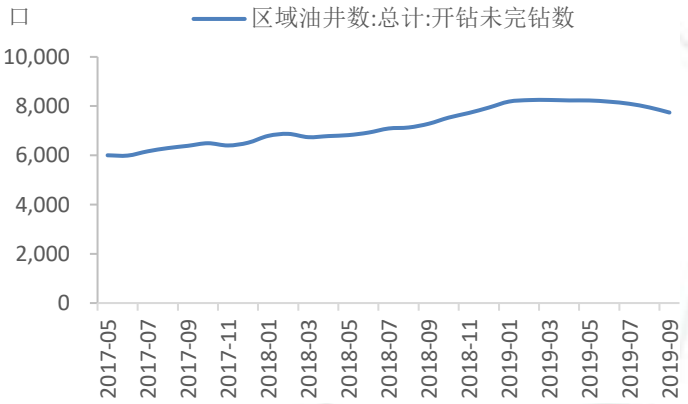


图 83：二叠纪盆地 DUC

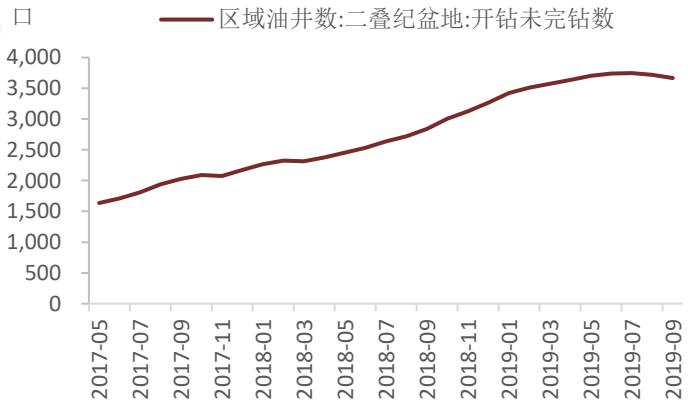
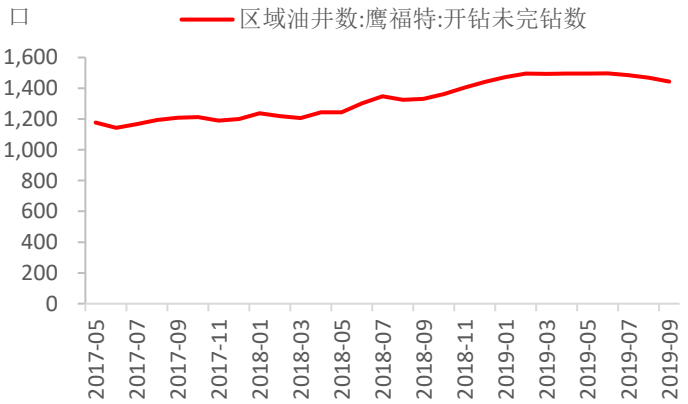


图 84：鹰福特 DUC



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

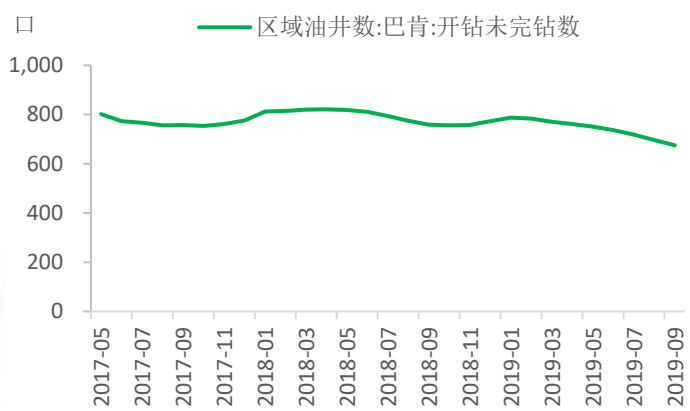
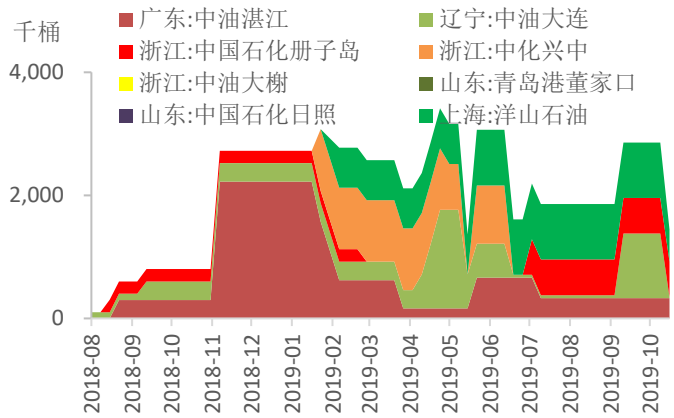


图 86：INE 仓单



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的客观与公正，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。