

降息告一段落 库存未现拐点

2019/11/16

原油周报

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：

随着美联储降息告一段落和中美第一阶段谈判进入中后期，市场已大幅消化宏观利多情绪。美国原油库存未现拐点，OPEC 月报提示未来供大于求风险，主要产油国可能在 12 月 5 日的 OPEC 会议前支持进一步减产，基本面能否改善仍是 11 月中下旬油价走强的焦点。维持上周报告的观点，布油主要波动区间 60-65 美元/桶，下方支撑相对坚实，重心逐步上移。

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) 中东地缘政治。
- (2) 中美谈判恶化。

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 周度行情回顾和市场展望

一、行情回顾

表：原油市场相关价格指标一览

指标名称	最新价	周度涨跌	周度涨跌幅	月度涨跌幅	近5日走势
INE	454.8	-1.3	-0.3%	-0.2%	
Brent	63.30	0.79	1.3%	6.5%	
WTI	57.72	0.48	0.8%	8.2%	
美元指数	98.00	-0.39	-0.4%	0.0%	
美元兑人民币	7.0121	0.0237	0.3%	-1.3%	
上证综合指数	2,891	-73	-2.5%	-2.9%	
SP500	3,120	27	0.9%	4.4%	
10年美债收益率	1.84	-0.10	-5.2%	-5.1%	
COMEX铜	2.63	-0.05	-1.7%	-2.2%	
COMEX黄金	1,469	6	0.4%	-1.7%	

数据源：Wind, 中粮期货研究院

本周油价窄幅波动，宏观利多基本出尽和基本面疲弱是主要原因。国际上，美国 10 月 CPI 和核心 CPI 均高于预期，美联储主席表示美国当前经济数据稳健，暗示降息告一段落，市场预期下次 FED 会议联邦基金利率走平的概率达到 97%，降息对经济的利好或许需要数月才能显现。周四公布的 EIA 库存和美国原油产量预估有所增长，但对油价影响有限。OPEC 月报警示供给过剩风险，可能影响到 12 月 5-6 日的 OPEC+会议决议。周四中国商务部表示中美双方在继续探讨取消加征关税，由于并未更新进展，市场波澜不惊。周五，中美双方再次表达谈判进展顺利，美股、油价走高。

二、市场展望

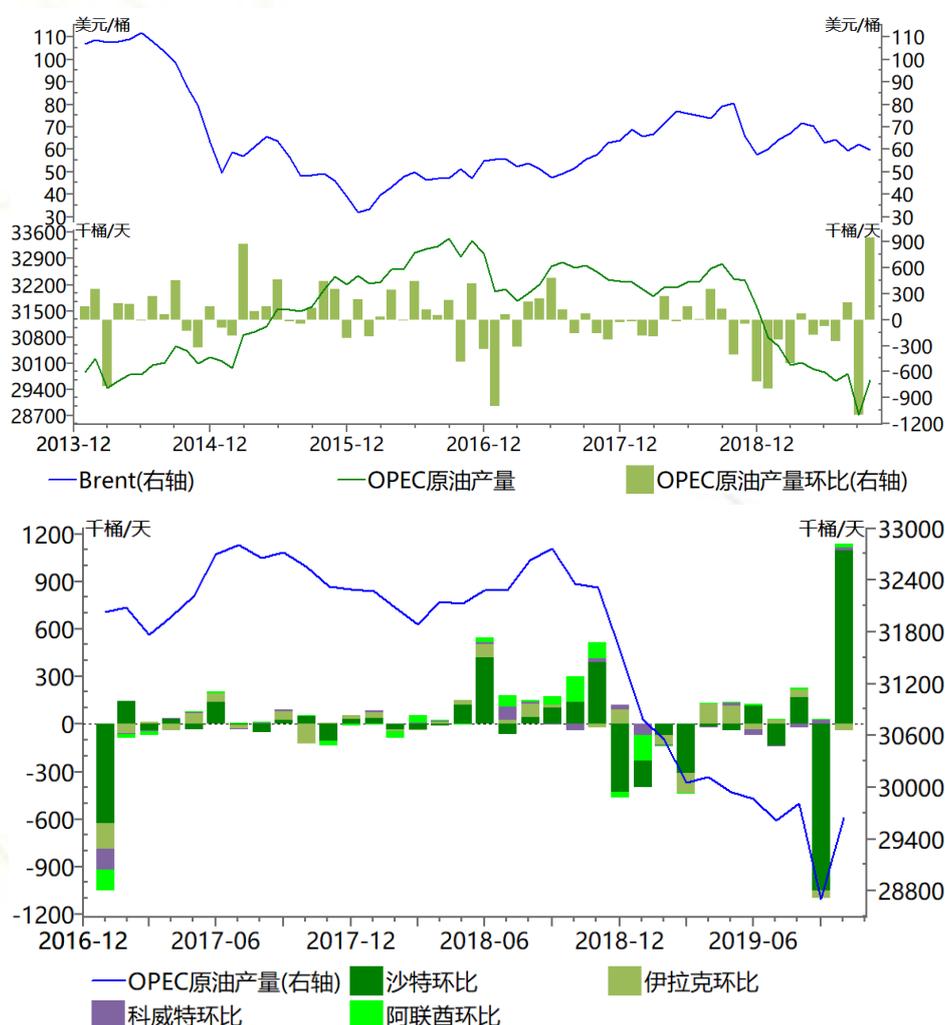
展望 11 月中下旬，我们维持之前的判断，油价以震荡偏强为主。基本上，OPEC 会议临近，主要产油国以减产挺油价为主，美国原油库存拐点可能仍有数周时间。宏观面上，VIX 已降至 14 以下，不确定性继续下降，中美关系缓和有利于风险资产，但需要注意美国议会弹劾特朗普是否会有意外的结果。布油整体波动区间（60，65）美元/桶，以做多和正套为主，60 美元/桶附近坚决止损。

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。

三、核心因素分析

(1) OPEC+会议决议。11月14日公布的欧佩克月报显示，欧佩克10月原油产量增加94.3万桶/日至2965万桶/日。沙特10月上报的原油产量为1030.3万桶/日，9月为856.4万桶/日。预计2020年非OPEC石油供应量将增加217万桶/日，比先前预测下降4万桶/日；2020年全球原油需求增速预期为108万桶/日，与此前预期持平；2020年欧佩克原油需求预期为2958万桶/日，此前预期为2957万桶/日。若欧佩克维持当前产量，2020年上半年全球供应将较需求高出64.5万桶/日。



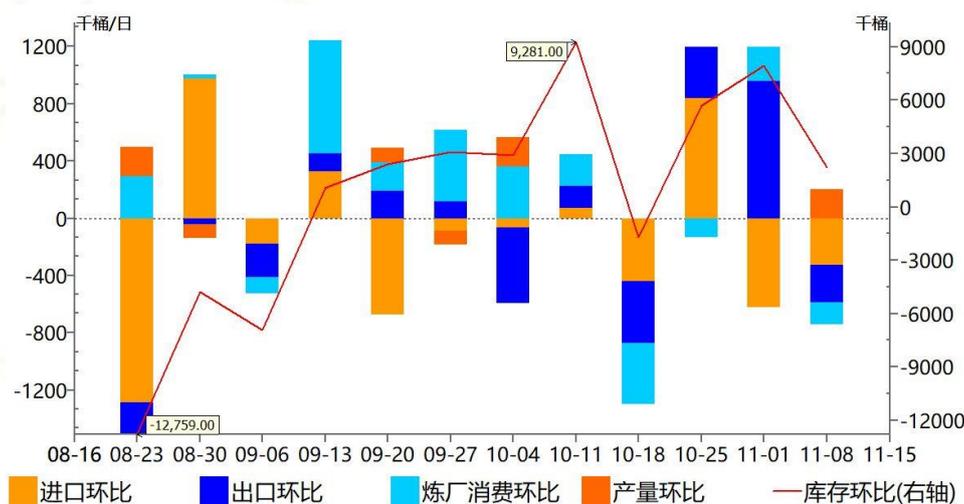
OPEC10月产量大幅反弹主要是受沙特油田复产的影响，并不是OPEC内部分化的表现。我们认为这份报告最重要的观点是警告未来的供给过剩风险，尽管美国页岩油产量增速放缓，但OPEC需要更加团结让出更多市场份额或者延长减产时间才能支撑油价。虽然主要产油国可能不太情愿，但在长

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。

期利益前，临时的妥协可能是最佳选择，而非囚徒困境般恶性增产。

(2) 美国原油库存。美国至 11 月 8 日当周 EIA 原油库存增加 221.9 万桶，预期增加 164.9 万桶，前值增加 792.9 万桶。俄克拉荷马州库欣原油库存-120 万桶。馏分油库存-250 万桶，预期-95 万桶。汽油库存+190 万桶，预期-120 万桶。



分项来看，上周 SPR 环比减少 144 万桶是推动库存增长最主要原因，目前本轮 SPR 轮出已释放近一半，剩余 500 万桶 SPR 可能影响未来 4-5 周的商业库存。产量预估环比增长 20 万桶/日，但该数据由于是预估，可靠性一般，进口大幅减少和出口增长均有利于去库存。但分进口国家来看，美国从加拿大进口环比减少 50 万桶/日是主要原因，这是因为 KEYSTONE 管道临时关闭影响到加拿大原油南下，但进口将随着管道修复而反弹。由于 WTI-Brent 价差仍在-5~-6 美元/桶附近窄幅波动，出口持续增长乏力。预计未来 3-4 周库存以季节性波动为主，SPR 和产量抵消出口波动，库存难现拐点。

(3) 中美谈判协议进展。商务部周四表示，中方多次强调贸易战由加征关税起，也应该由取消加征关税止；取消加征关税幅度应充分体现中美第一阶段协议的重要性，这一重要性应由双方共同估量，现在双方正就此进行深入讨论。同天，海关总署和农业农村部 14 日联合发布公告，解除美国禽肉进口限制。

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。



从离岸人民币的走势就能看出市场对于中美贸易谈判的情绪。10月至11月第一周，随着中美双方互相释放善意，人民币汇率走高。但从11月8日开始，随着美方表态出现其他迹象，人民币又回到7以上。而在本周四之后，随着中方继续示好，人民币汇率继续走强。笔者认为市场对于中美谈判的乐观情绪有所修正，前期的利多基本出尽，未来的关键在于美国国会对于特朗普的弹劾是否会影响中美第一阶段谈判的结果和签订时间。

四、预期偏差

(1) 中东地缘政治。伊朗-沙特-也门和叙利亚-土耳其这两大地区的地缘政治仍不定期影响油价，虽然之前的沙特遇袭对油价的冲击已经随着沙特复产而完全退去，但导火线仍在，只缺火星。

(2) 中美谈判恶化。尽管中美双方官方表态以乐观为主，但不排除特朗普在国内鹰派压力下转而寻求其他平衡，那样将令风险资产重新定价。

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

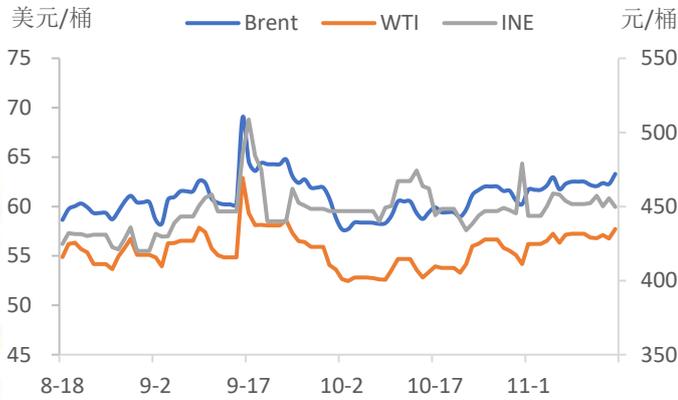


图 2: 原油价格波动

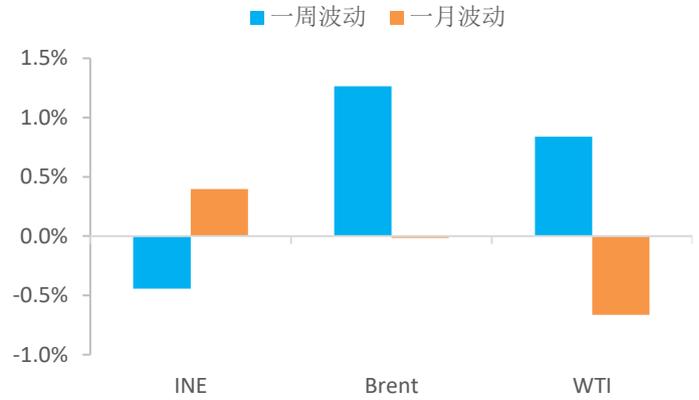


图 3: WTI-Brent 价差

图 4: Brent-Dubai 价差

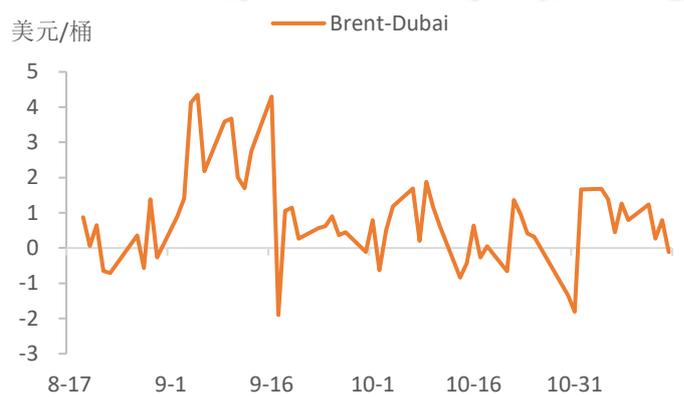
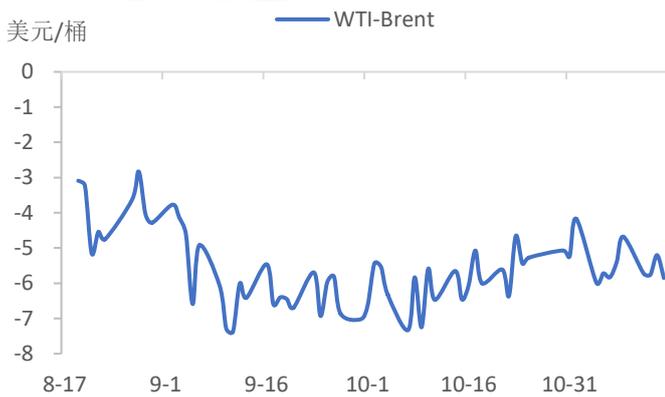
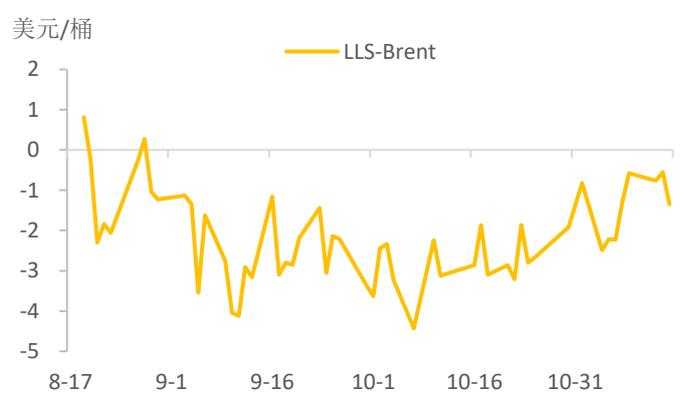
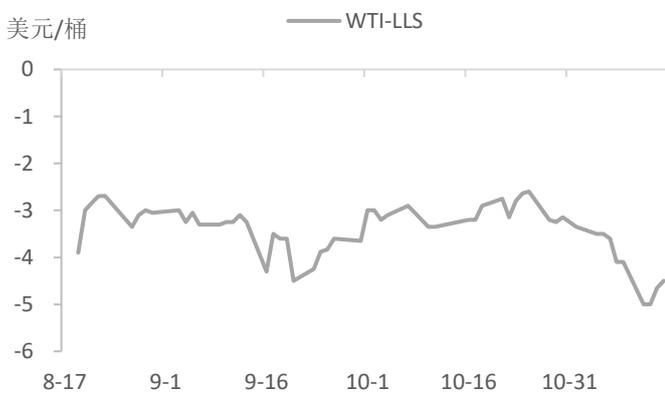


图 5: WTI-LLS 价差

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。

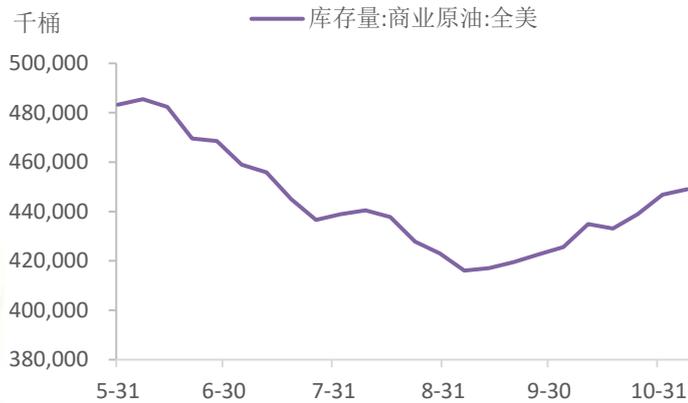
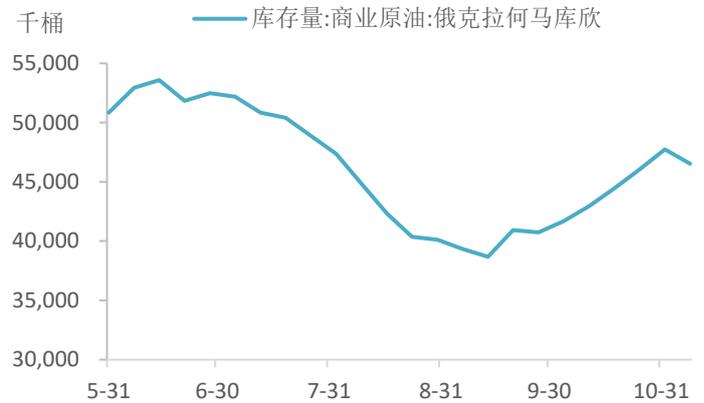
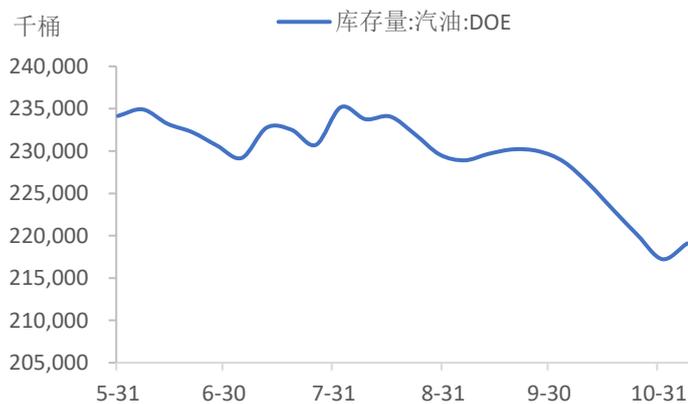
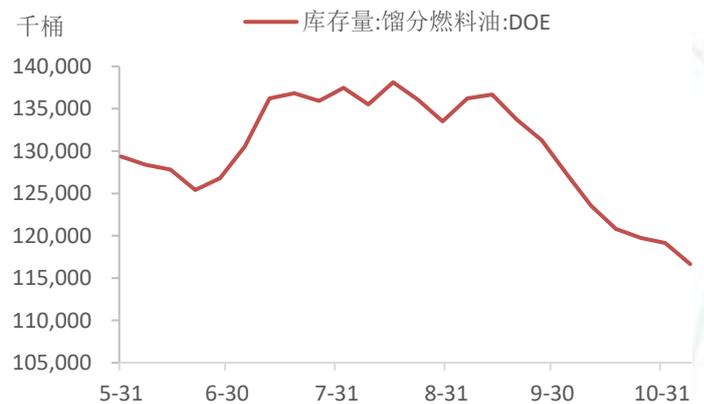
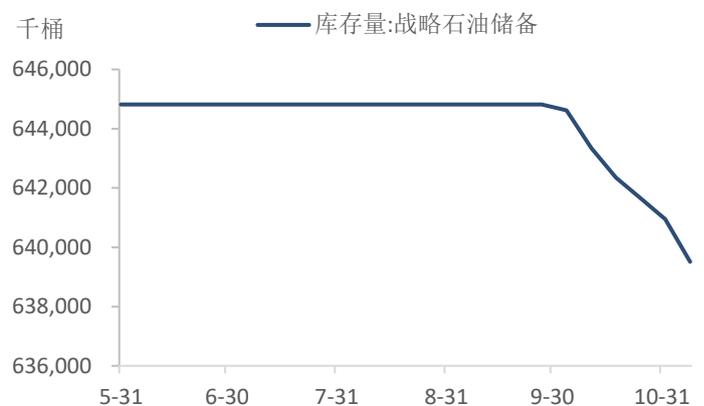
图 7：美国商业原油库存

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。

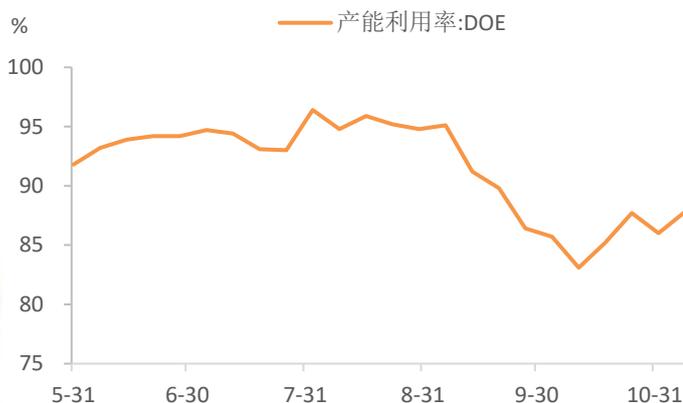
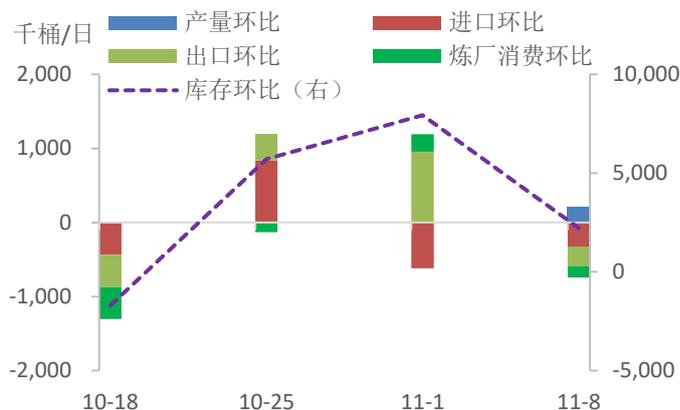
图 13: 美国炼厂开工率

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

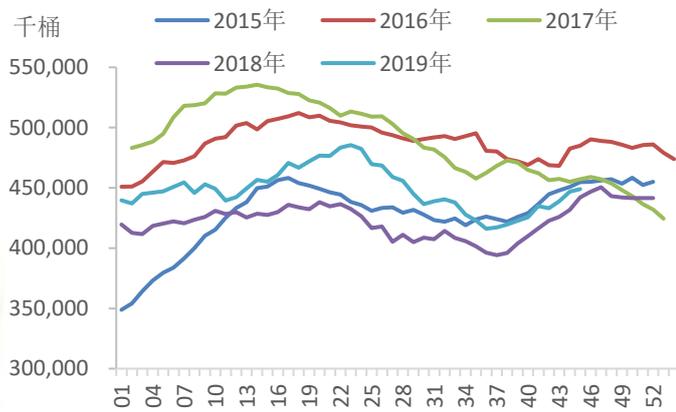


图 20: 库欣原油库存季节性

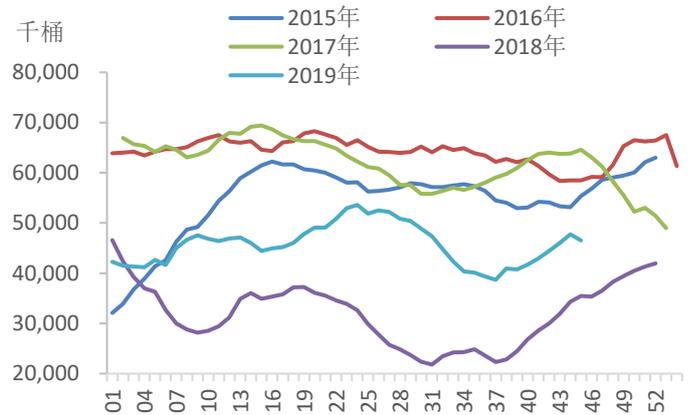


图 21: 美国汽油库存季节性

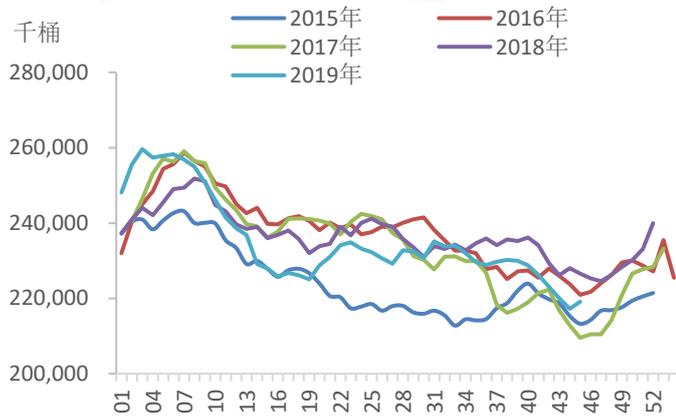


图 22: 美国燃料油库存季节性

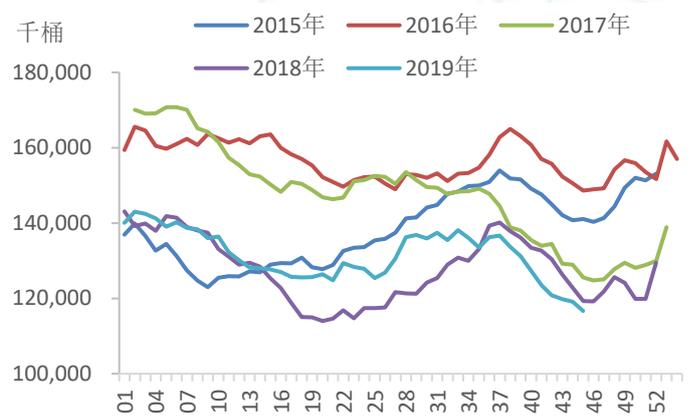


图 23: 美国取暖油库存季节性

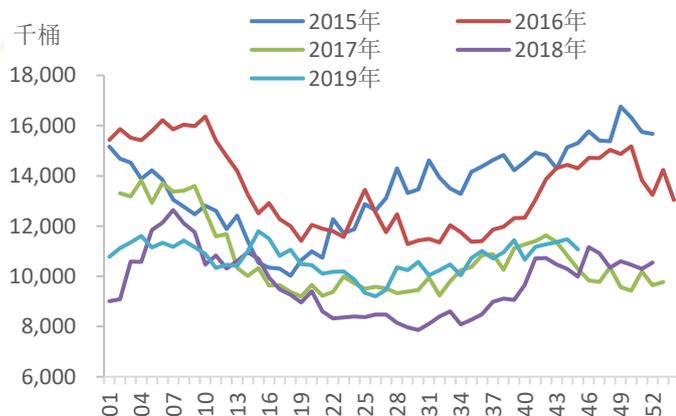
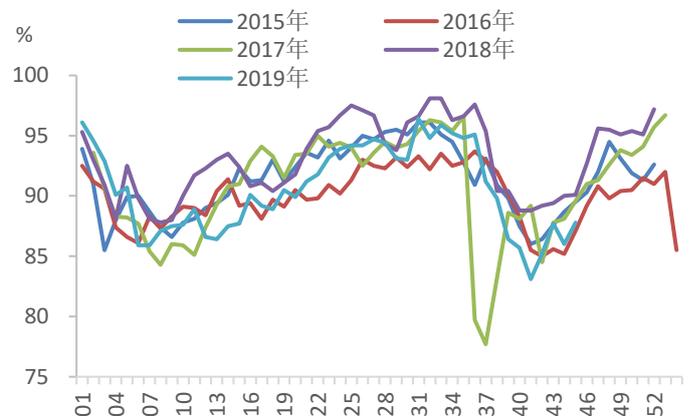


图 24: 美国炼厂开工率季节性



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。

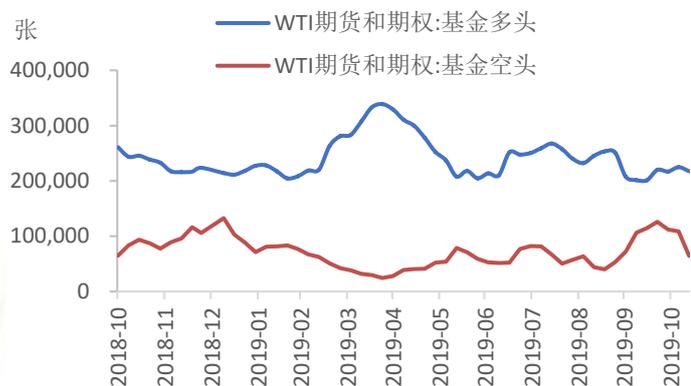
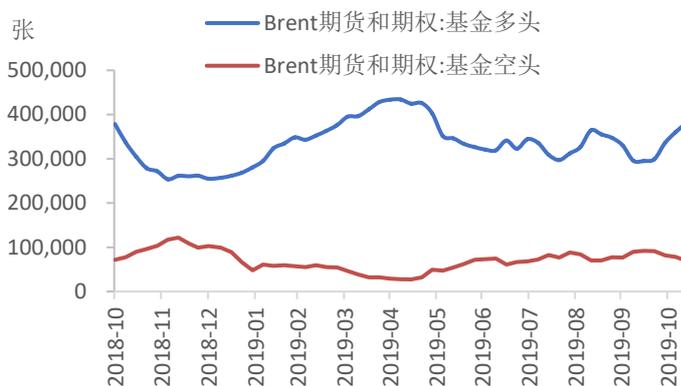
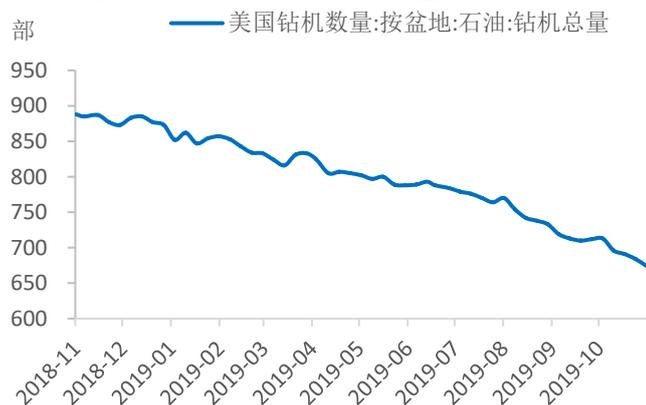
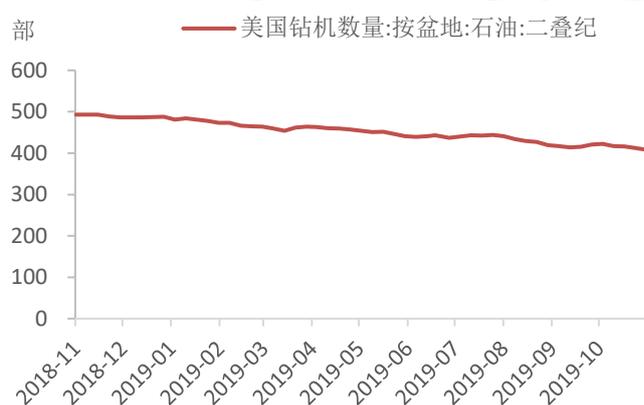
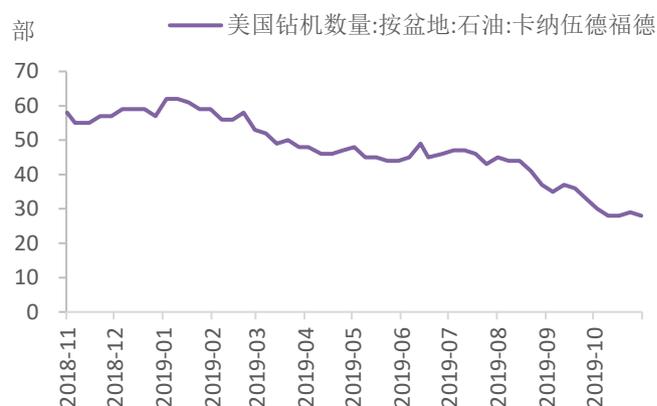
图 25: WTI 基金持仓

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

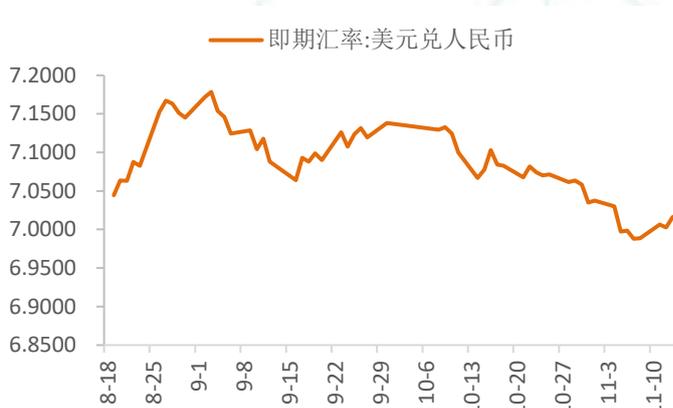


图 35: 美元指数

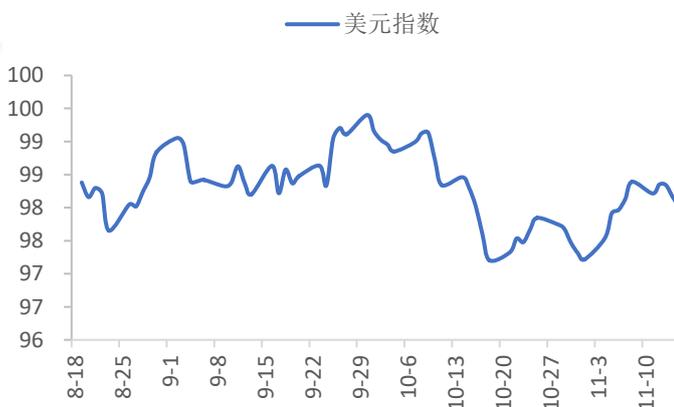


图 36: COMEX 黄金价格



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

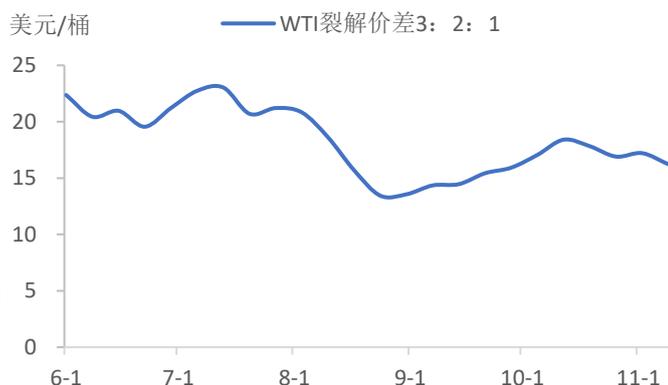


图 38: RBOB 裂解价差



图 39: 燃油裂解价差

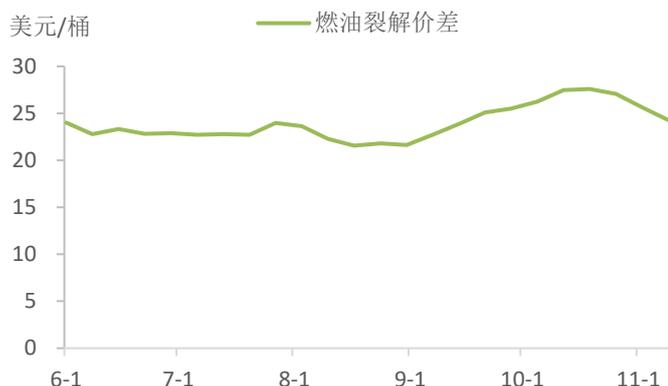


图 40: 燃油-RBOB 价差

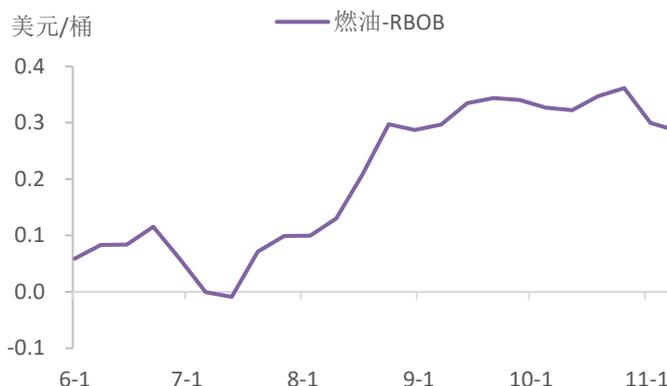


图 41: WTI 3:2:1 裂解价差季节性

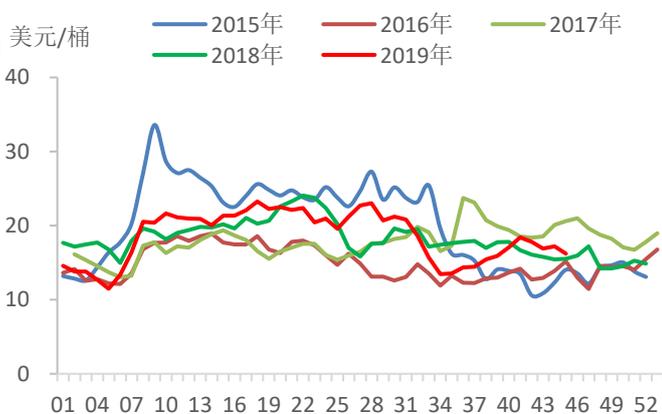
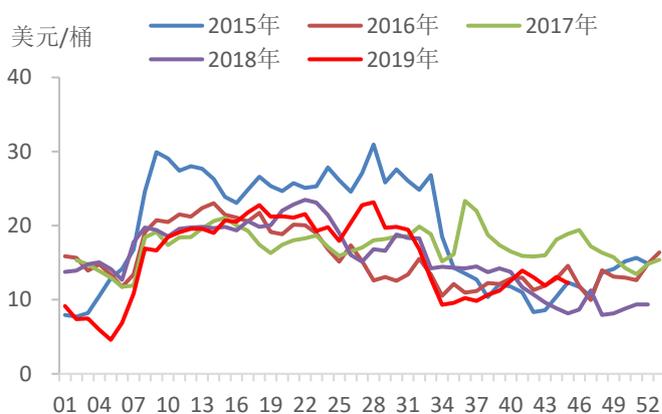


图 42: RBOB 裂解价差季节性



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

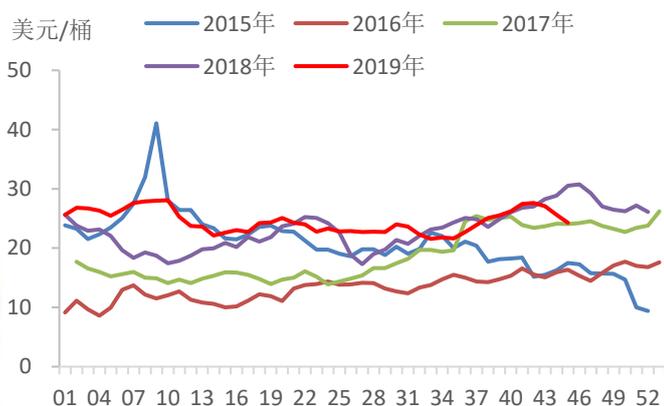


图 44: HO-RBOB 价差季节性

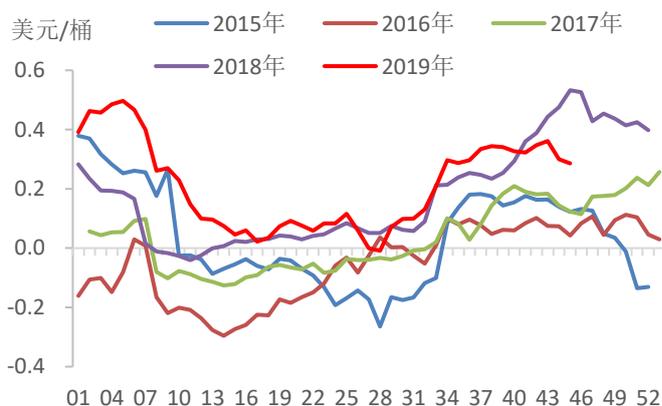


图 45: 波动率指标



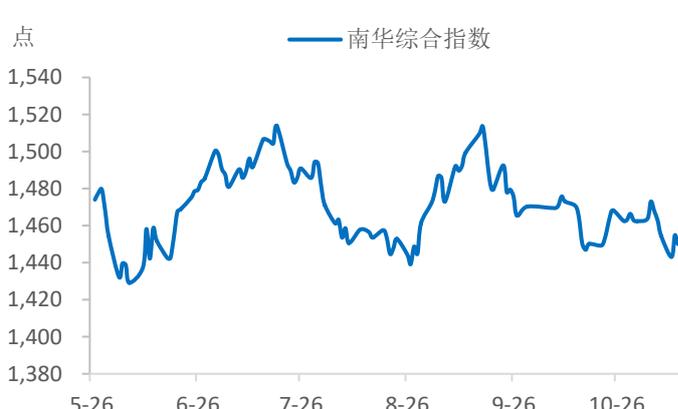
图 46: 波动率指标



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。

【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。