

## 减产会议临近 警惕中美关系冲击

2019/11/30

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：

12月影响油价的关键在于12月5-6日的OPEC+会议，以及美国定于12月15日对从中国进口的3000亿美元商品加征关税如何发展。我们认为OPEC+会延迟减产时间但不会加大减产配额，美国SPR释放完后以温和去库存为主，整体利多油价，而中美贸易关系缓和在被市场price in大半后，美国通过香港法案可能带来负面影响，以脉冲式利空为主。预计12月油价继续上行，波动率放大，布油波动区间（60，67）美元/桶，策略以单边做多近月合约或正套为主，但需警惕中美关系恶化带来的风险资产下跌。

### 核心因素：

- （1）OPEC+会议决议。
- （2）中美贸易磋商进展。
- （3）美国原油库存。

### 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	462.1	5.4	1.2%	7.9	1.7%	
Brent	62.43	-0.96	-1.5%	1.82	3.0%	
WTI	55.17	-2.60	-4.5%	0.11	0.2%	
美元指数	98.28	0.00	0.0%	0.81	0.8%	
美元兑人民币	7.0261	-0.0095	-0.1%	-0.0323	-0.5%	
上证综合指数	2,872	-13	-0.5%	-67	-2.3%	
SP500	3,141	31	1.0%	94	3.1%	
10年美债收益率	1.78	0.01	0.6%	0.00	0.0%	
COMEX铜	2.64	-0.01	-0.4%	-0.04	-1.6%	
COMEX黄金	1,473	2	0.1%	-24	-1.6%	



数据来源：Reuters Eikon, WIND, 中粮期货研究院

11月以来，中美贸易沟通继续稳步推进，双方不定期释放交流信息，加上全球主要国家制造业PMI有所反弹，中国央行降息，投资者信心有所恢复，VIX继续下降，美股、油价等风险资产稳定反弹，黄金下跌。基本上，普京表示愿继续与OPEC合作，OPEC内部也没有表现出强烈反对的态度，

#### 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。

市场对于 OPEC 延迟减产抱有信心，加上美国原油库存不温不火，从同比来看仍是去库存阶段，同样有利于油价反弹。

从技术面来看，从 10 月初起油价便开始了 2 个月的稳步反弹趋势，尽管上周五晚上的一根阴线让最近 2 月的涨幅跌去一半，但并未跌破 60 美元/桶，即我们认为的重要支撑位。月差上是 Back 结构，基本是 Brent 上涨带着 WTI 走，只要 OPEC 不出大问题油价基本能够继续维持上升趋势，问题在于香港问题带来的中美关系紧张会给油价制造多大的阴线。

## 二、市场展望

笔者在 10 月月报中曾经提到，“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”。回顾来看，11 月的油价上涨更多的来自宏观利好带来的情绪修复，基本上更多的是预期利多为主。

展望 12 月，笔者认为油价仍将继续反弹，但波动率会相对放大，布油主要波动区间（60，67）美元/桶。OPEC+ 减产会议可能延迟减产时间，基本面仍看涨油价。但特朗普签署对香港的法案已经引发中国的强烈抗议，可能影响未来双方贸易谈判进展，尤其是在临近 12 月 15 日美国对华 3000 亿美元加征关税的日期之前，中国可能会采取更多的反制措施，进而冲击投资者风险偏好和资产价格。

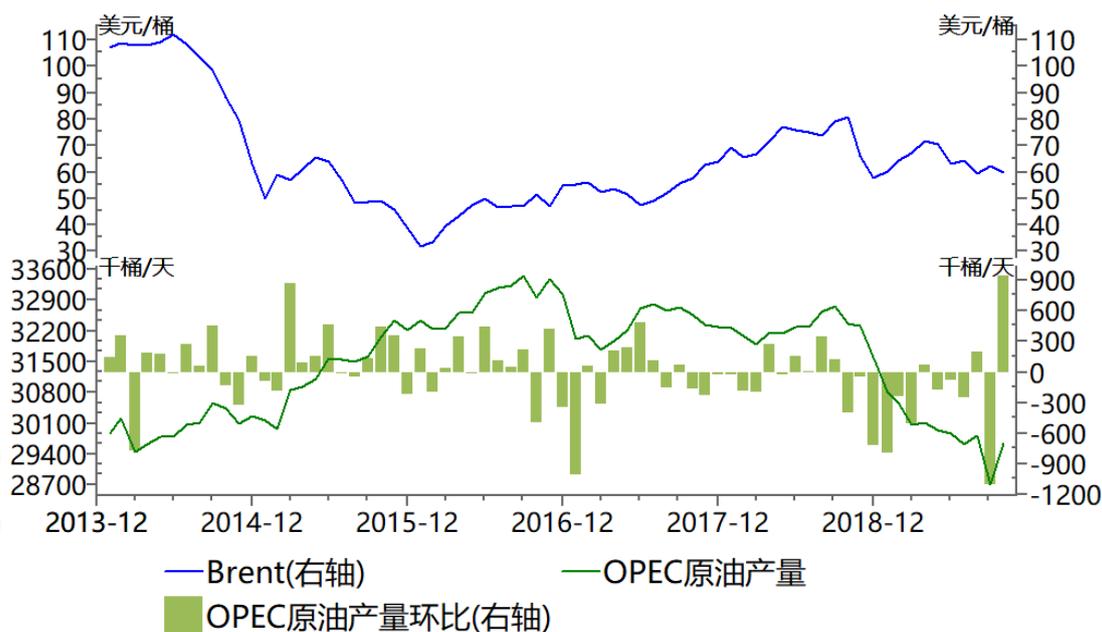
## 三、核心因素分析

### 1. OPEC+ 会议决议

OPEC 和非 OPEC 产油国定于 12 月 5-6 日在维也纳举行会议，将讨论 OPEC+ 减产国的执行率和未来继续减产问题。本周有消息指出，随着俄罗斯大量天然气田投运，伴随凝析油产量不断上升，导致俄罗斯的石油产量超过了减产协议中规定的产量配额。俄罗斯可能在即将到来的 OPEC+ 会议上呼吁其他产油国调整计算该国石油产量的方法。

### 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。



笔者在之前的报告中多次提到，当前油价下 OPEC+ 的最优选择就是继续减产稳定并温和推高油价，既达到自身利益的最大化，以时间换空间来恢复产量，同时避免页岩油产量的反弹。如果 OPEC+ 在这方面不能达成共识的话，那油价基本面将失去支撑，油价、月差和库存形成螺旋式下跌，布油可能下跌至前低 55 美元/桶。

因此，笔者倾向于认为 OPEC+ 将在本次会议上延长减产时间，从 2020 年 3 月延长至 6 月或者 12 月底，油价小幅上涨。加大减产配额和油价大涨的可能性不大，首先是 OPEC 各国产量已降至 2014 年以来最低水平，另外大幅推高油价可能扭转页岩油产量增速放缓的趋势，影响 OPEC+ 各国的长期利益。

## 2. 中美贸易磋商进展

10 月 15 日，美国国会众议院不顾中国政府多次强烈反对，大张旗鼓的通过了由部分议员提出的《2019 年香港人权与民主法案》。11 月 19 日，美国参议院审议通过该法案。11 月 28 日，特朗普正式签署该法案。中国外交部发表声明：美方将所谓“香港人权与民主法案”签署成法，此举严重干预香港事务，严重干涉中国内政，严重违反国际法和国际关系基本准则，是赤裸裸的霸权行径，中国政府

### 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。

和人民坚决反对。受此影响，VIX、美债上涨，人民币、股市、原油、有色下跌。

笔者在11月23日当周的周报中曾经提到，“在美国众议院和参议院分别通过香港法案后，特朗普面临两种选择：一是直接签署生效，中美关系面临重大考验，风险资产、棉花大跌，避险资产、豆类上涨；二是不签署，打回国会重审，如果再获2/3的人数通过，则不需要总统签署直接生效，特朗普虽然不能改变结果，但态度可能令中国和市场反应的不那么激烈，资产价格波动弱于第一种情况”。显然，特朗普并没有将中美谈判的利益置于国内政治博弈之上，也再一次让中国看清了美国政治阶层的态度。

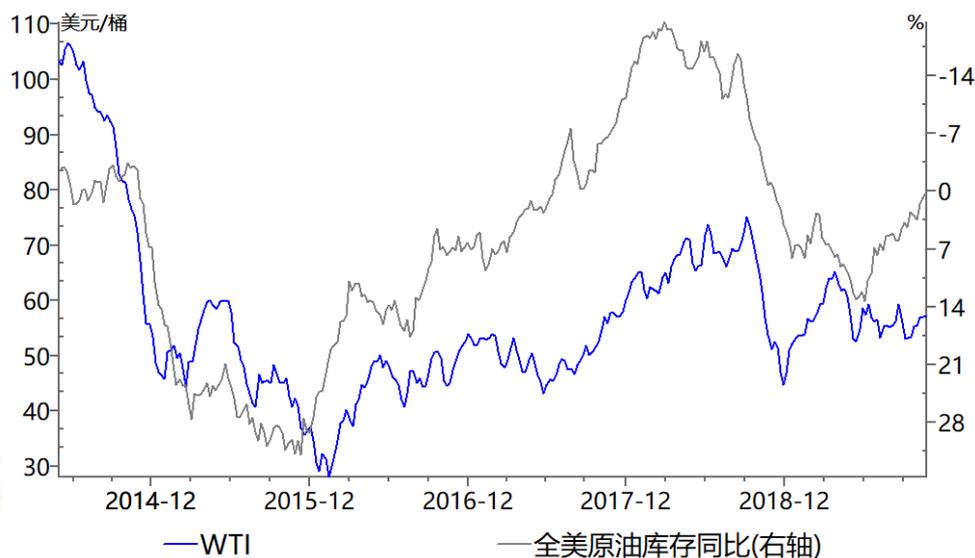


对于中方何时对美签署“香港人权与民主法案”采取反制措施，中国外交部发言人的原话是，“我们强烈敦促美方不得实施该法，以免影响中美关系和两国在重要领域的合作。至于你关心的中方反制措施有哪些、何时出台，请你持续关注，该来的早晚都会来”，这意味着后续中国将有相应反制措施。而笔者判断市场并未充分将后续措施对中美关系的影响纳入资产价格中去，VIX 仍在 14 左右，在中国反制措施出台之前，注意保护原油多头头寸，可以减仓或利用期权进行保护，预计对油价的负面冲击可能在 2-3% 左右。

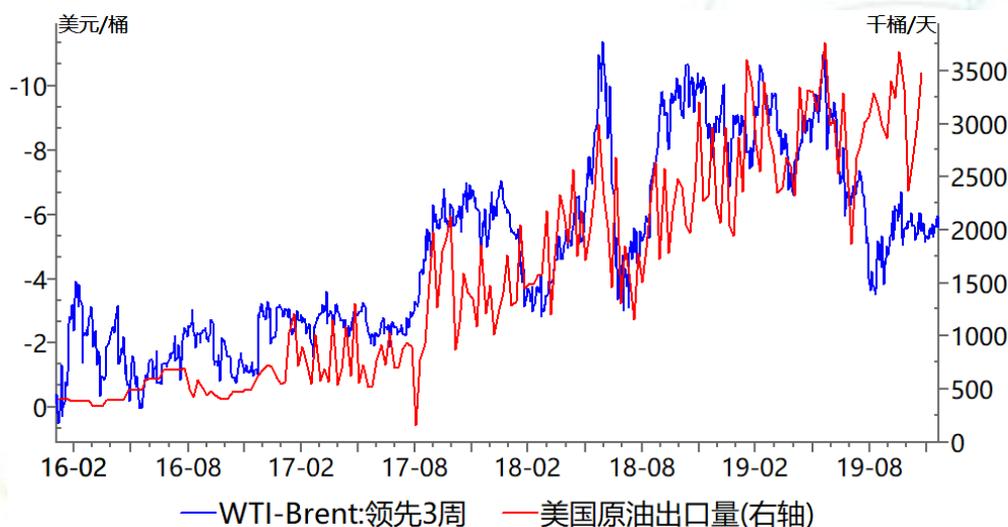
### 3. 美国原油库存

#### 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。



从美国原油库存同比与油价的走势来看，二者之间缺口仍在小幅放大，基本面的好转并未带动油价向上修复。这一方面是由于 OPEC+对于后续减产的决议未定，另一方面是中美贸易协议可能出现反复，在第一阶段协议未签署之前，香港问题还可能造成反复。



未来美国原油库存走势的关键第一在于出口，第二在于产量。由于美国原油产量变动较慢，且增速放缓是大概率事件，我们重在讨论未来出口的变动。出口表面上是受 WTI-Brent 价差的影响，实际上是受大西洋两岸供需均衡的影响，也就是看 OPEC+的产量决议。该价差目前已经连续 2 个月在 (-6, -5) 美元/桶区间窄幅波动，并未继续扩大，如果 OPEC+能够延长减产，那么将带动 WTI-Brent 价差拉宽，美国原油出口增长，继而美国原油进入去库存阶段。

### 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。

#### 四、预期偏差

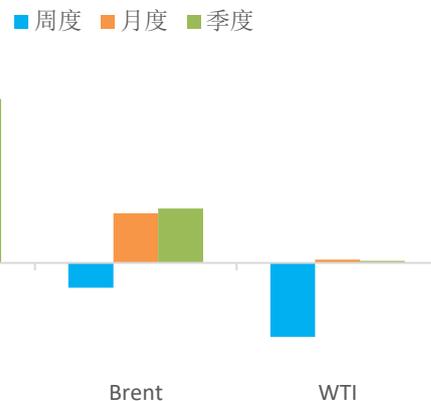
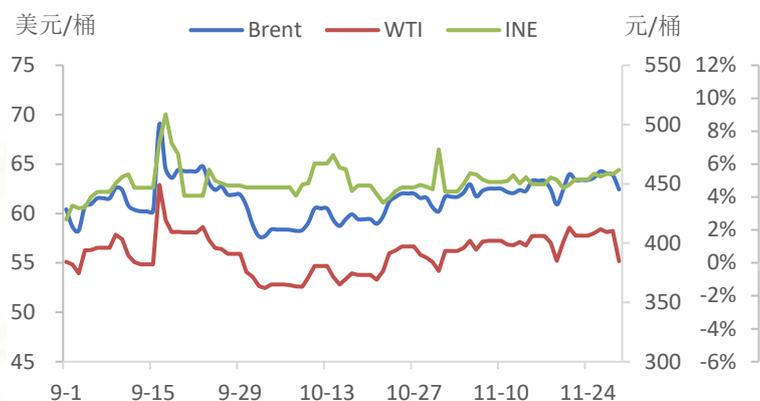
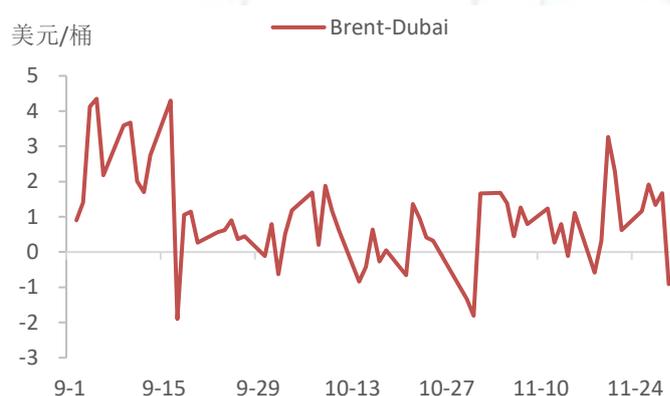
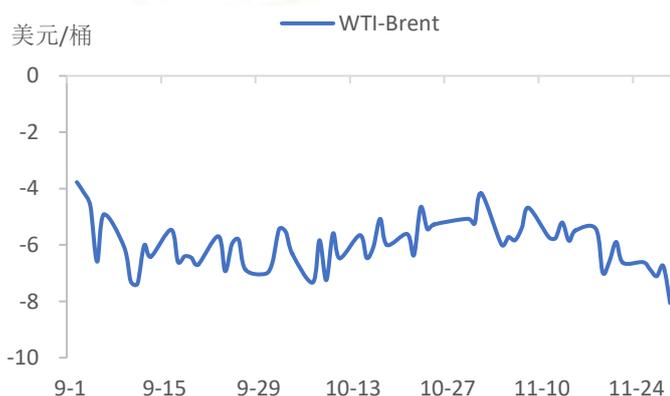
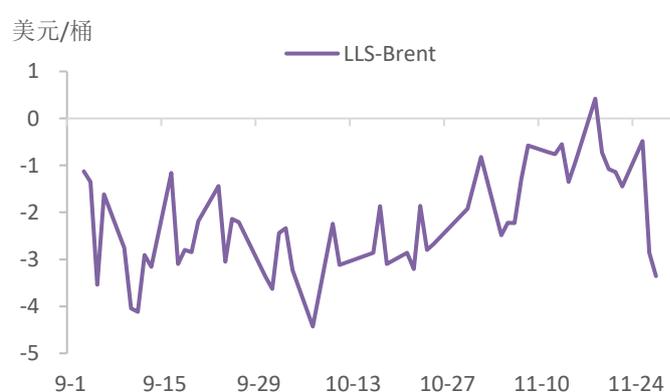
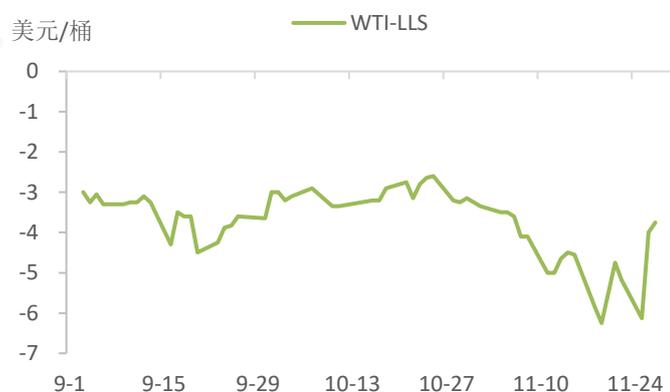
(1) 中美贸易磋商不及预期。中美贸易措施的当前关键在于香港，美国已经触动了中国的底线，在中方的反制措施出台之前，避免过度乐观，第二个时间点是12月15日的关税加征日。

(2) 中东地缘政治。目前中东地缘政治风险较大的是伊朗和伊拉克，伊朗由于国内汽油涨价导致民众抗议，伊朗可能将国内矛盾转向国外，引发波斯湾局势不稳，伊拉克则是国内腐败和高失业导致民众反对，可能影响南部港口原油出口。

#### 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。

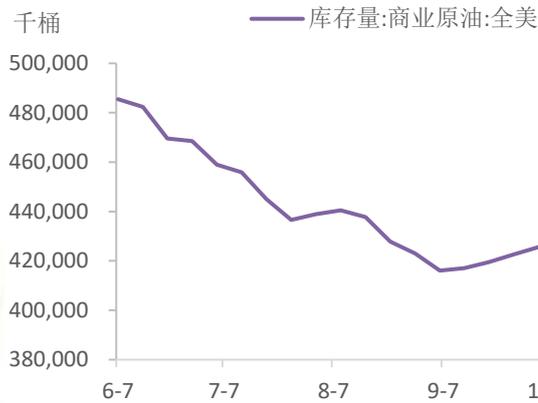
## 第二部分 主要数据图表

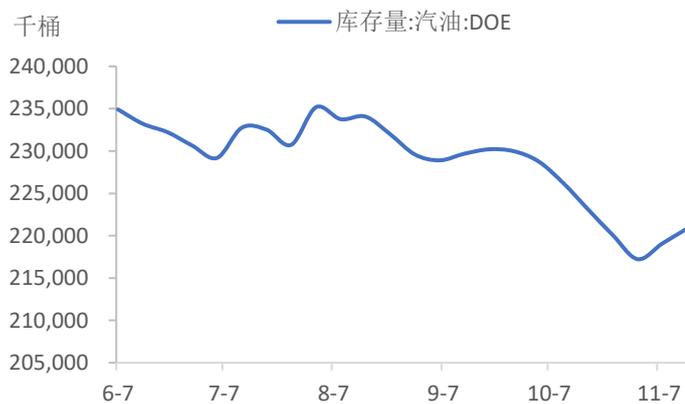
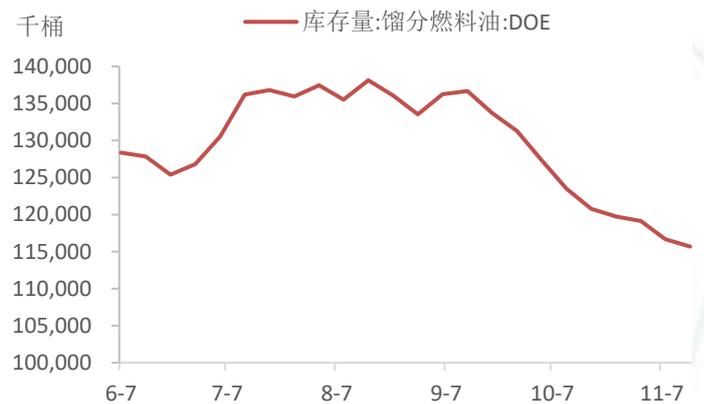
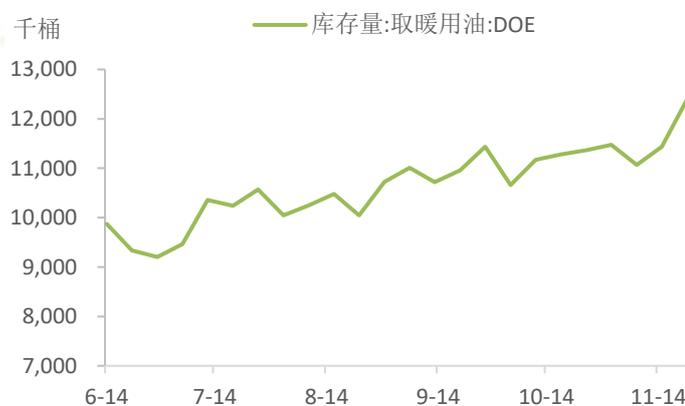
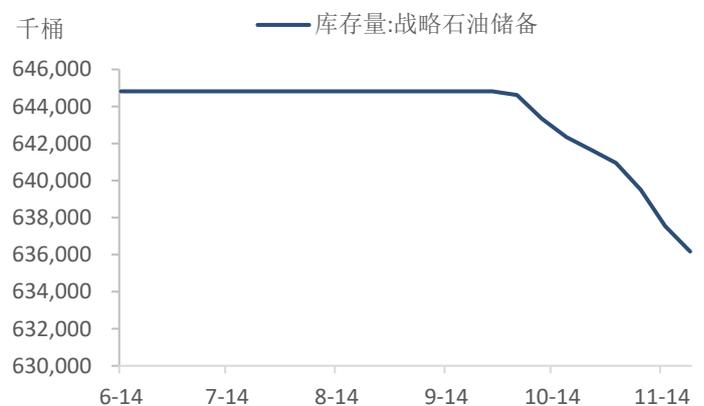
**图 1: 原油价格**
**图 2: 原油价格波动**

**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。

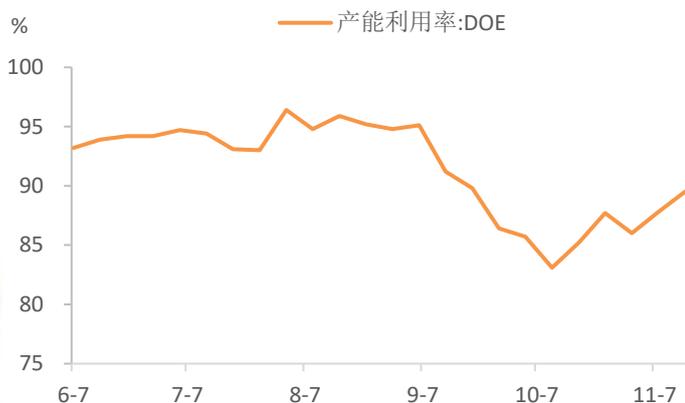
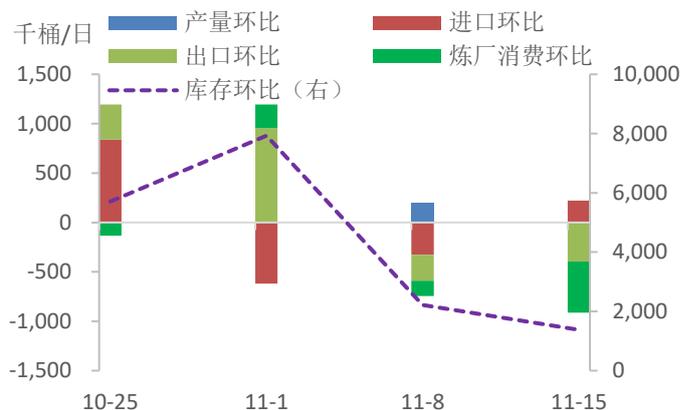
**图 7：美国商业原油库存**

**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**

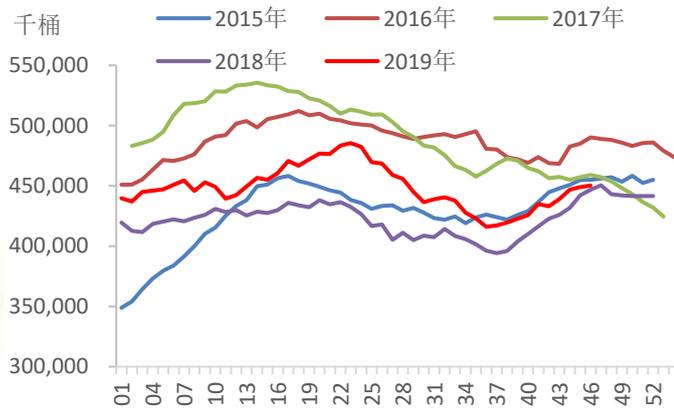
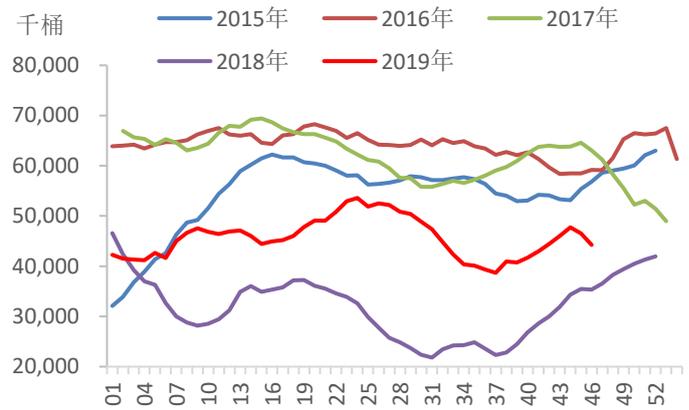
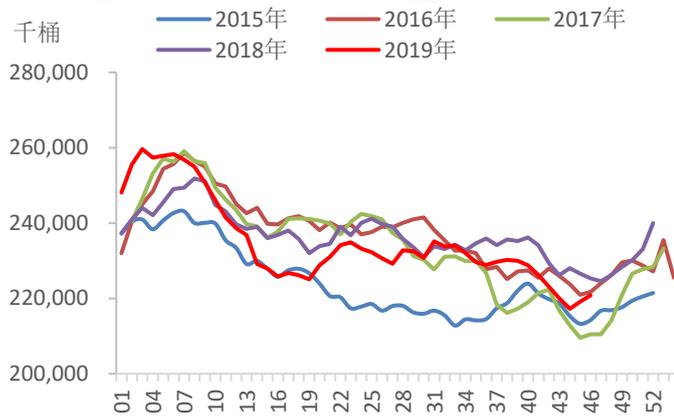
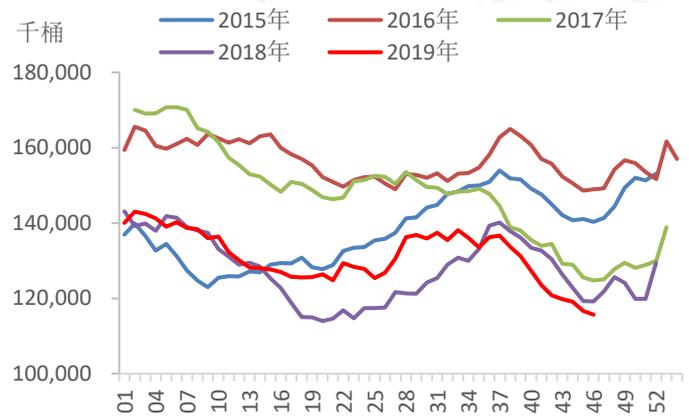
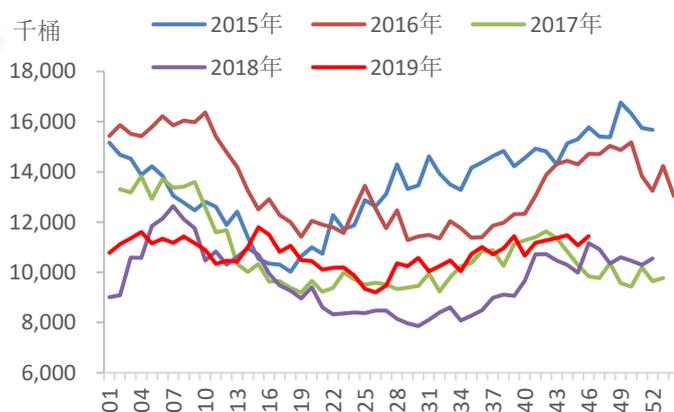
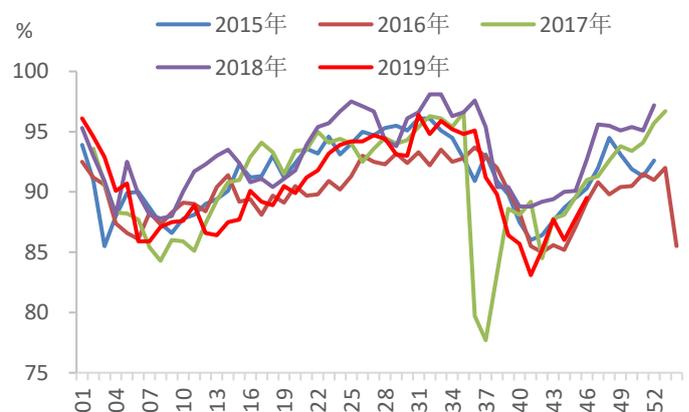
**图 17: 美国原油进口**

**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**

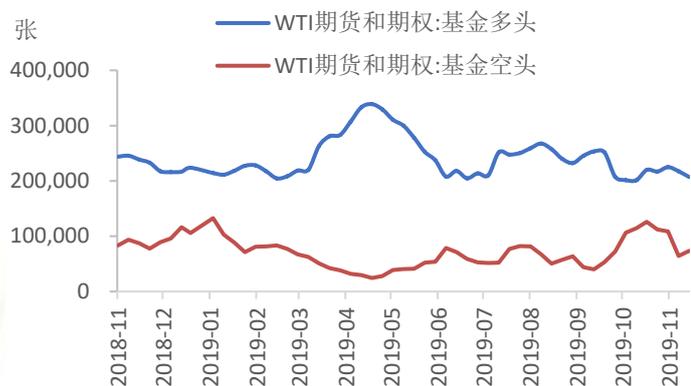
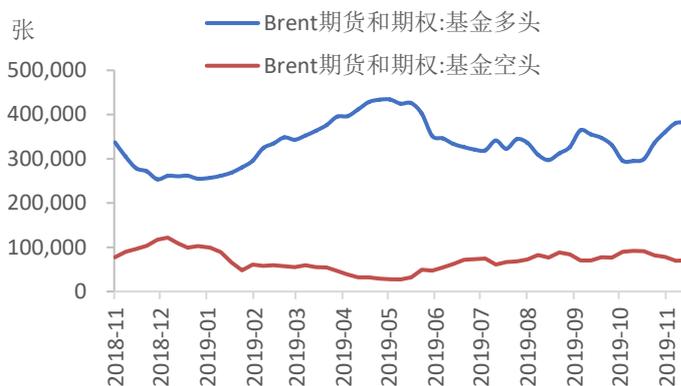
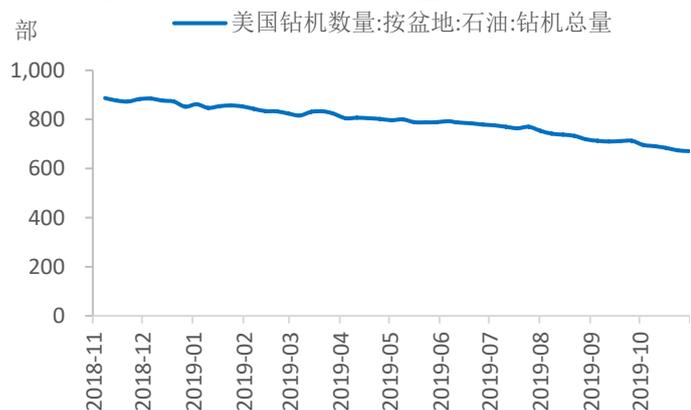
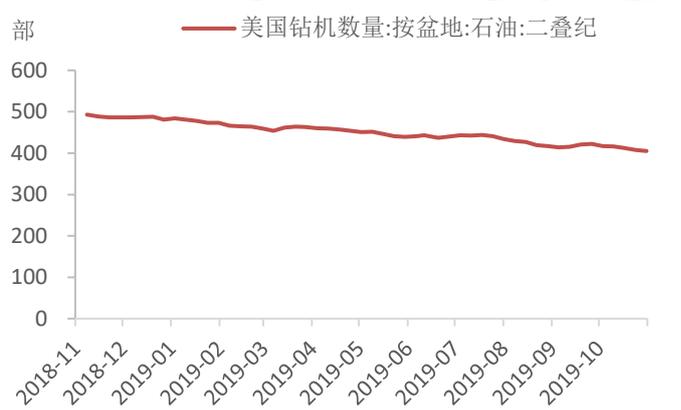
本报告信息全部来源于公开性资料, 本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧, 本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

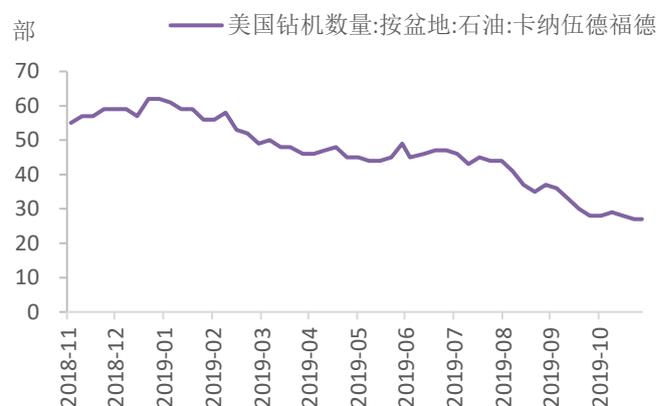
**图 19: 全美商业原油库存季节性**

**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

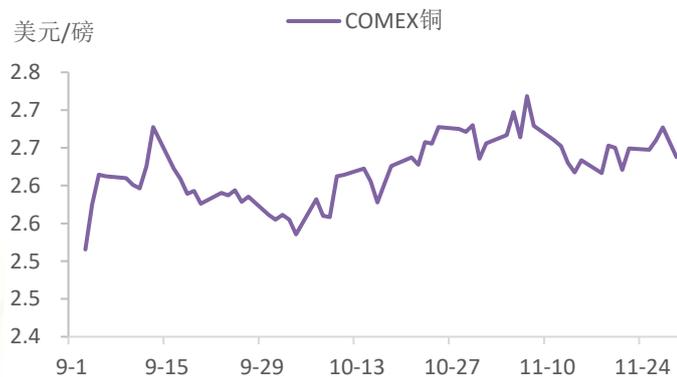


图 32: 美国 10 债收益率



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

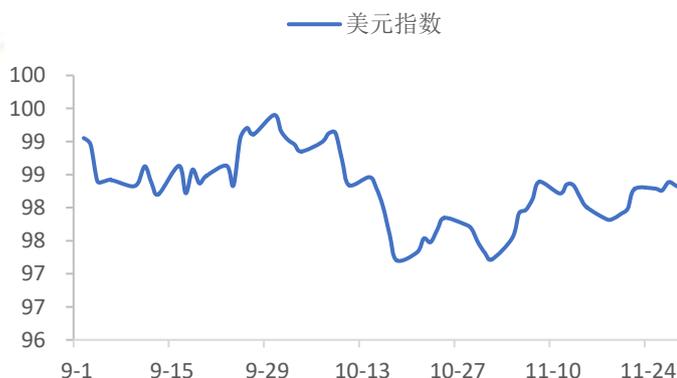


图 36: COMEX 黄金价格



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

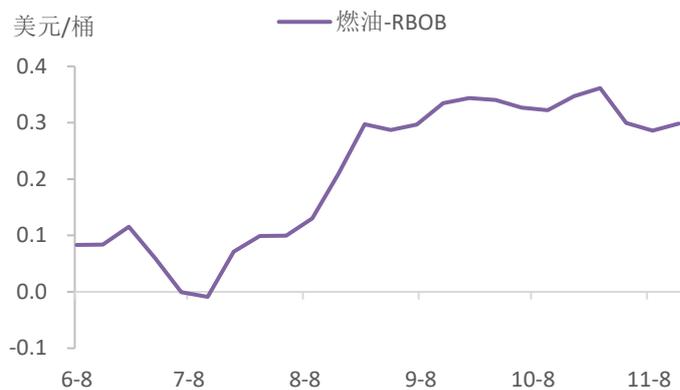


图 41: WTI 3:2:1 裂解价差季节性

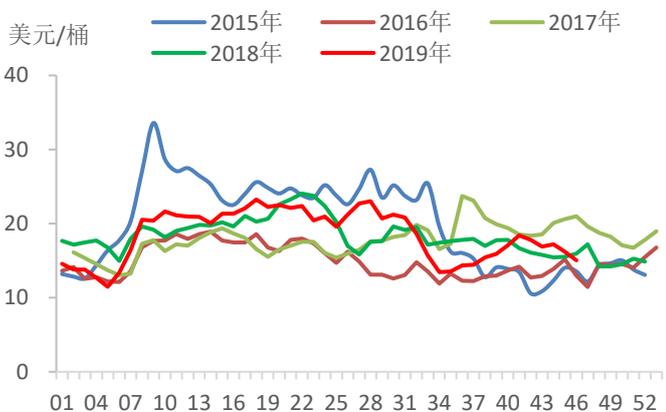
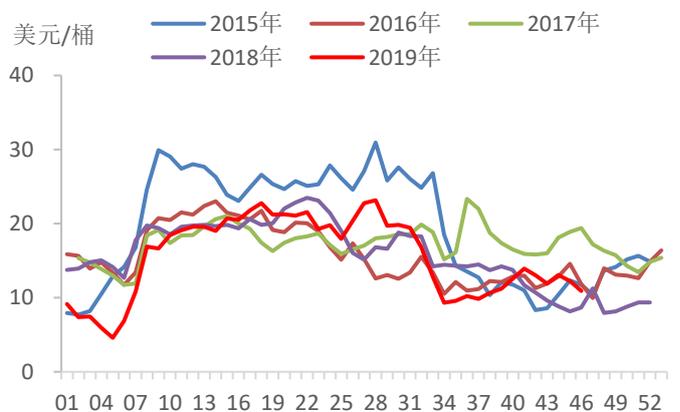


图 42: RBOB 裂解价差季节性



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

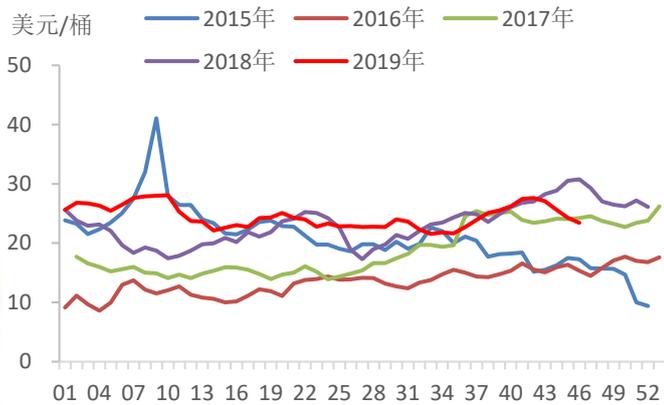


图 44: HO-RBOB 价差季节性

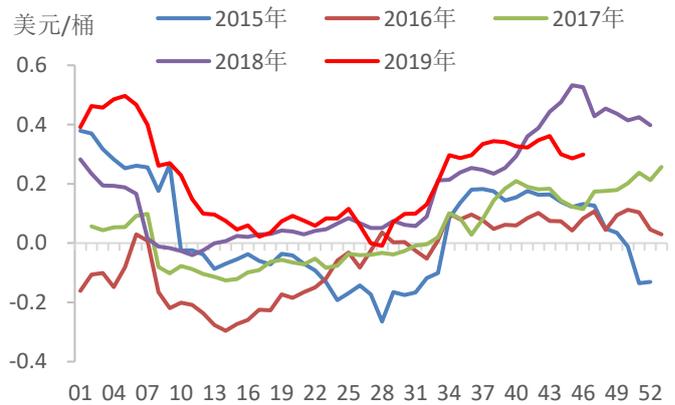


图 45: 波动率指标



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

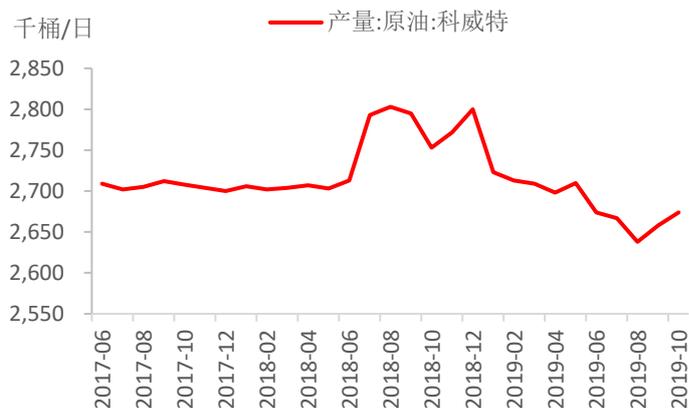
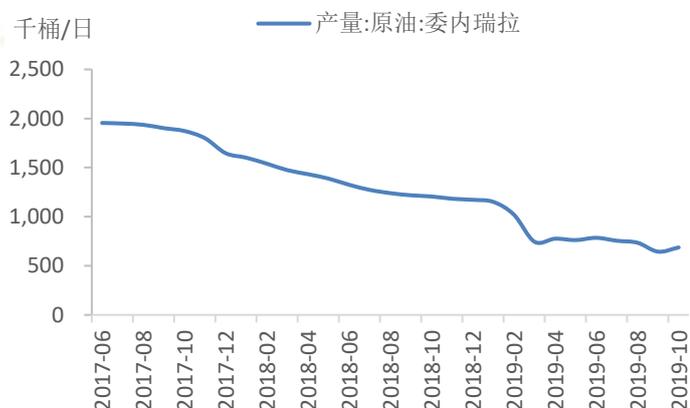
免责声明

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**

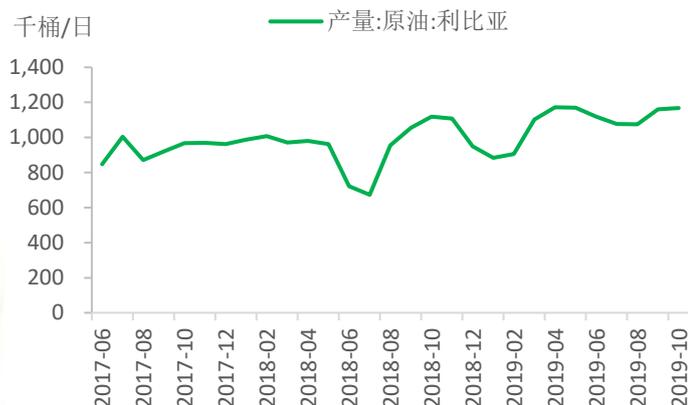
**图 51: 伊拉克原油产量**

**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**

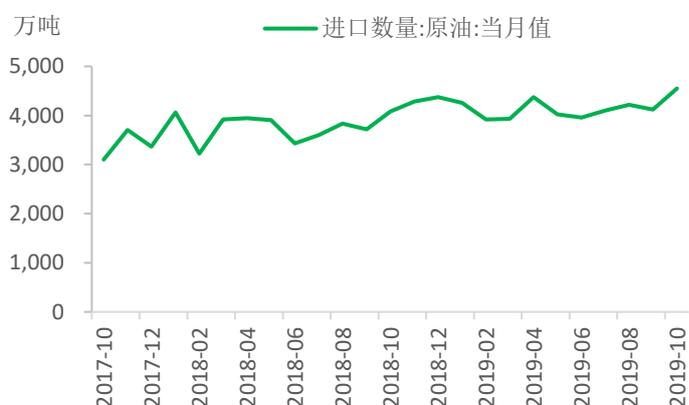
本报告信息全部来源于公开性资料, 本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧, 本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

**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**

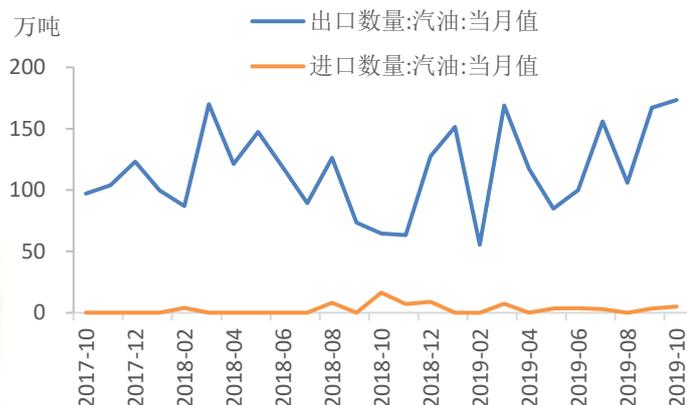
**图 59: 中国原油产量**

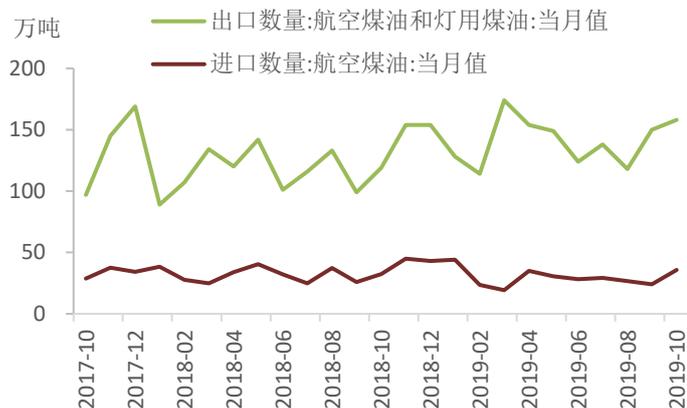
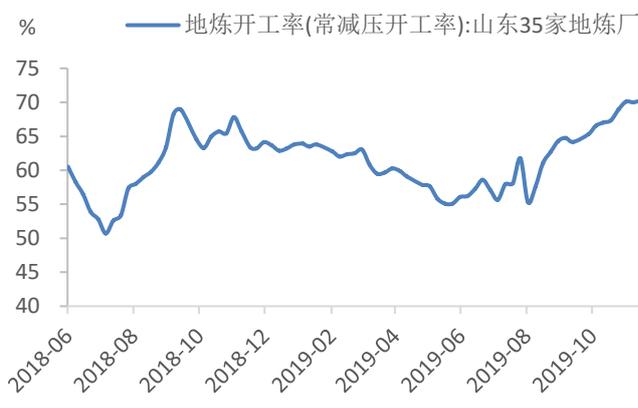
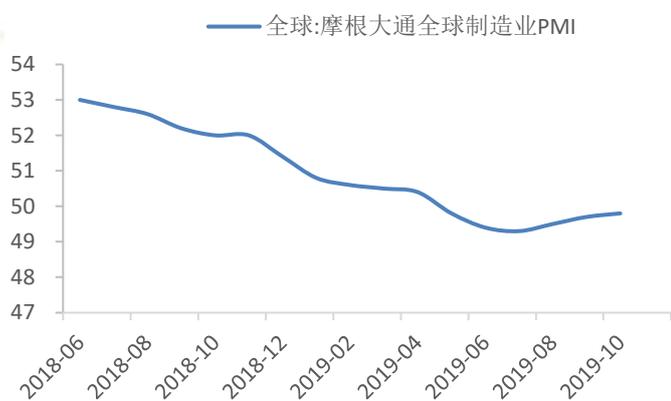
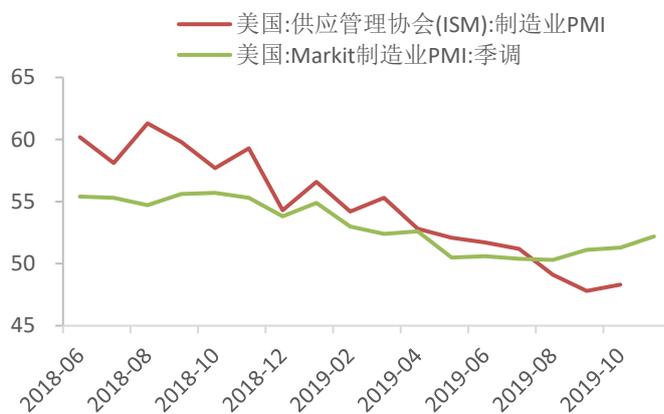
**图 60: 中国原油进口量**


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

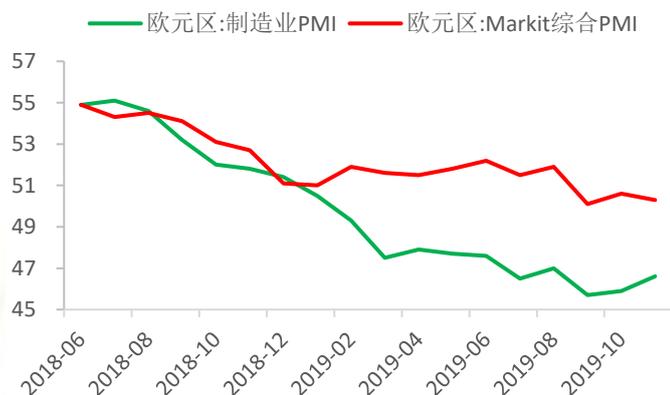


图 68: 德国 PMI



图 69: 中国 PMI

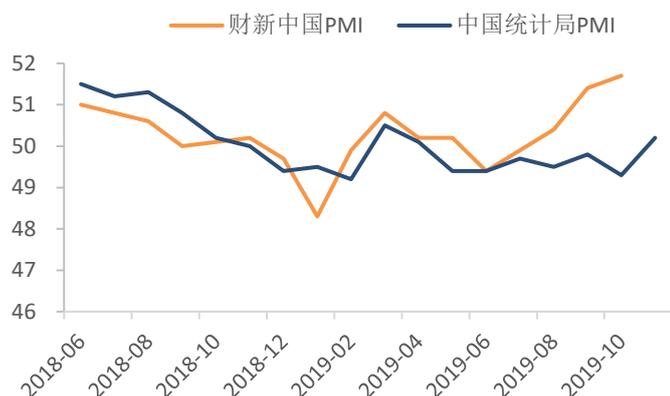


图 70: 日本制造业 PMI



图 71: 花旗经济意外指数

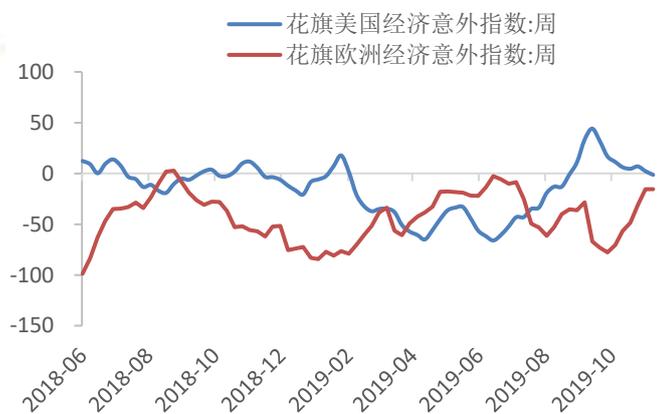
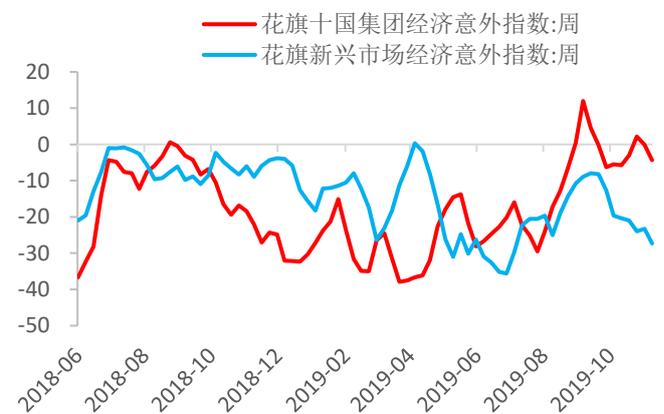


图 72: 花旗经济意外指数



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

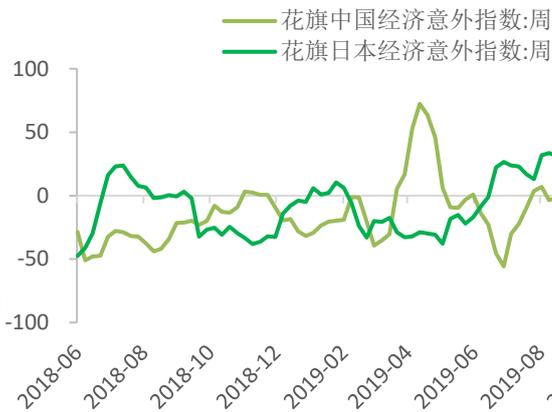


图 74: 韩国和德国出口同比

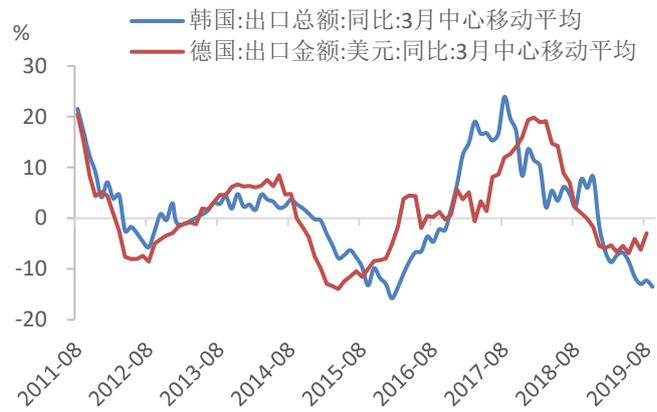


图 75: 七大区页岩油产量



图 76: 二叠纪盆地页岩油产量

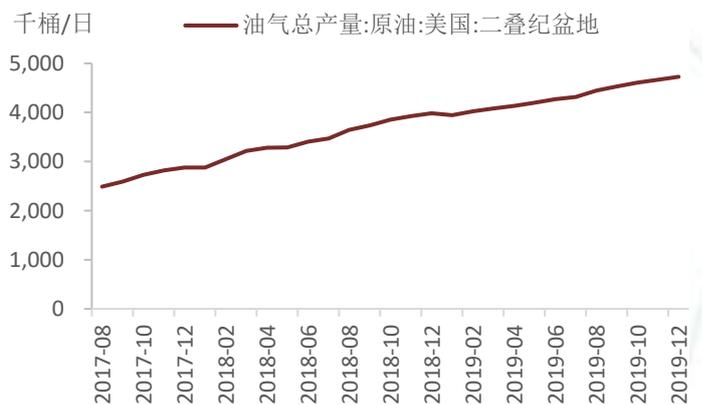
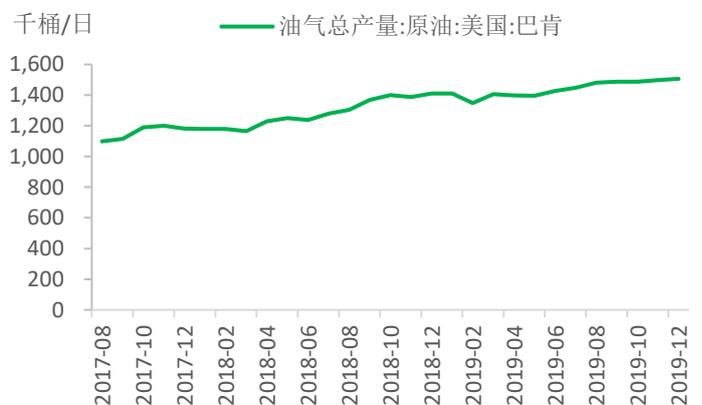


图 77: 鹰福特页岩油产量



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

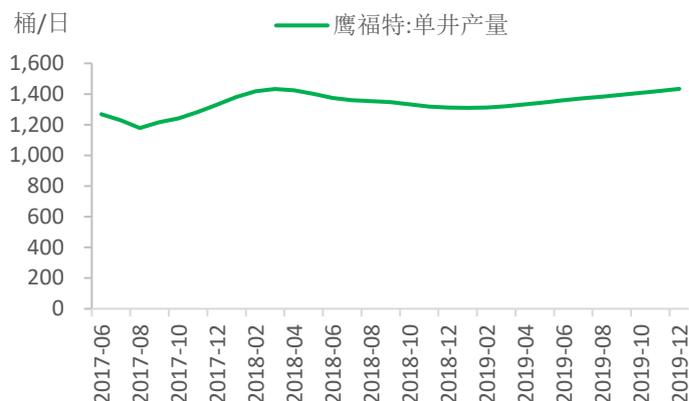


图 81：巴肯单井产量



图 82：七大区 DUC

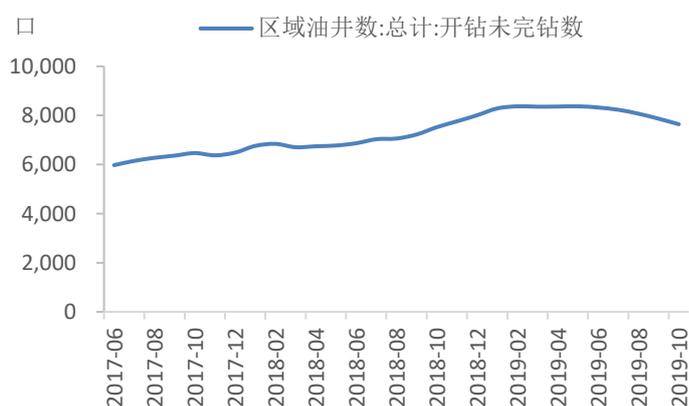
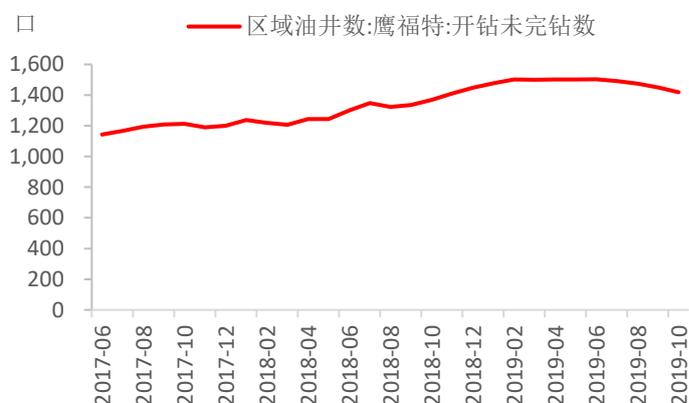


图 83：二叠纪盆地 DUC



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

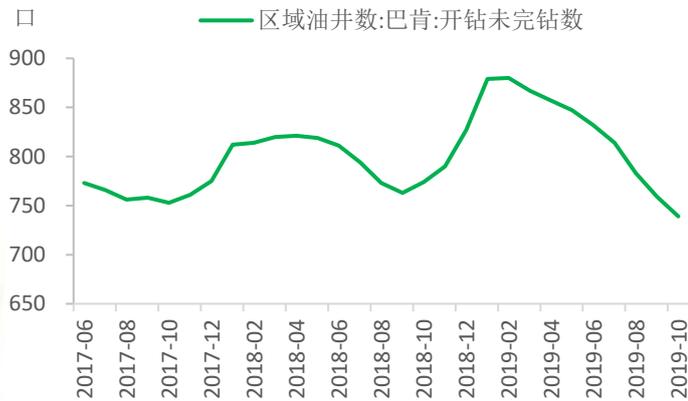
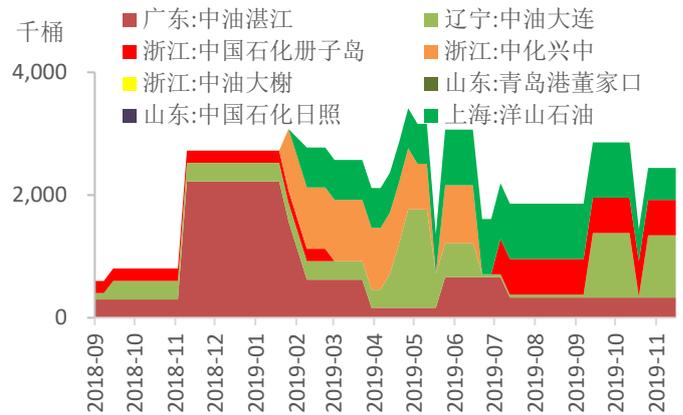


图 86: INE 仓单



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。