

## 结构改善 油价六连阳

2019/12/21

原油周报

中粮期货研究院

张峥

010-59137351

zhangzheng2@cofc.com

从业资格号：F3036581

投资咨询号：Z0014717

### 走势研判：

在 OPEC+确定继续减产后，本周并没有更多的新闻，但本周的油价却是表现最抢眼的大类资产，连续的六连阳。基本面和宏观面的支撑仍在，月差结构改善，除了技术面的调整需求外，短期看不到大幅下跌的驱动。修正之前报告的观点，上调 12 月下旬布油主要波动区间至 64-69 美元/桶，下方支撑相对坚实，重心继续上移。

### 核心因素：

- (1) OPEC+减产执行率。
- (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	479.6	12.9	2.8%	7.1%	
Brent	66.14	0.92	1.4%	6.0%	
WTI	60.44	0.37	0.6%	5.8%	
美元指数	97.69	0.51	0.5%	-0.2%	
美元兑人民币	7.0115	0.0276	0.4%	-0.4%	
上证综合指数	3,005	37	1.3%	3.2%	
SP500	3,221	52	1.7%	3.6%	
10年美债收益率	1.92	0.10	5.5%	11.0%	
COMEX铜	2.81	0.03	1.0%	6.0%	
COMEX黄金	1,481	0	0.0%	0.5%	

数据源：Wind, 中粮期货研究院

继上周油价震荡走强后，本周油价继续强势上涨，且斜率上升，出现六连阳，这是自今年4月以来首次出现的情况。横向对比其他资产价格，除了国内股市表现抢眼外，铜、美股、美元等其他资产价格并未大幅波动，反映的是中美和谈带来的宏观利好基本出尽，油价更多的是受自身基本面的好转而走强。当一个品种的价格在没有宏观消息支撑、同时没有更多基本面数据验证的情况下能够连续走强的话，多半是自身供需结构的好转开始，即月差带动价格上涨，而产量、库存这类滞后数据是供分析师进行事后解释行情。

### 二、市场展望和策略

展望12月下旬，我们继续维持之前的判断，油价以震荡偏强为主，主要支撑来自OPEC减产带动的去库存、中美贸易关系缓和以及全球经济在宽货币政策下迎来短期反弹，但在六连阳后，油价可能面临技术上的调整需要。基本面决定中期趋势，在中美重大利好之后，油市的焦点更多在于OPEC+减产执行率与去库存被证实。整体来说，基本面偏多，宏观面中性，上调布油波动区间至(64, 69)

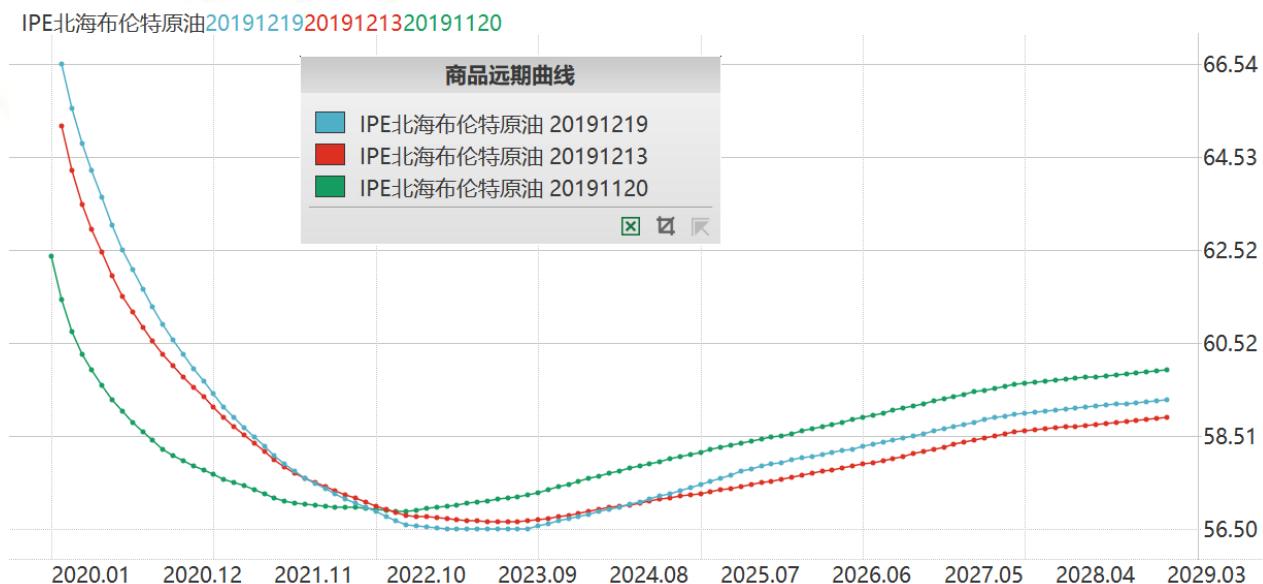
#### 免责声明

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。

美元/桶，以做多和正套为主，64 美元/桶附近坚决止损。

### 三、核心因素分析

(1) OPEC+减产执行率。尽管我们一直在强调 OPEC+的减产执行率是原油市场的最大基本面，但实际上无论是产量还是坚持执行率的数据严重滞后，路透和彭博会在本月 1 日公布上一月的 OPEC 产量，而 OPEC 自己的月报公布的产量更是滞后 10-15 天。当我们看到所谓的 OPEC 减产增加或减产执行率上升的时候，油价上涨已经走出大半。



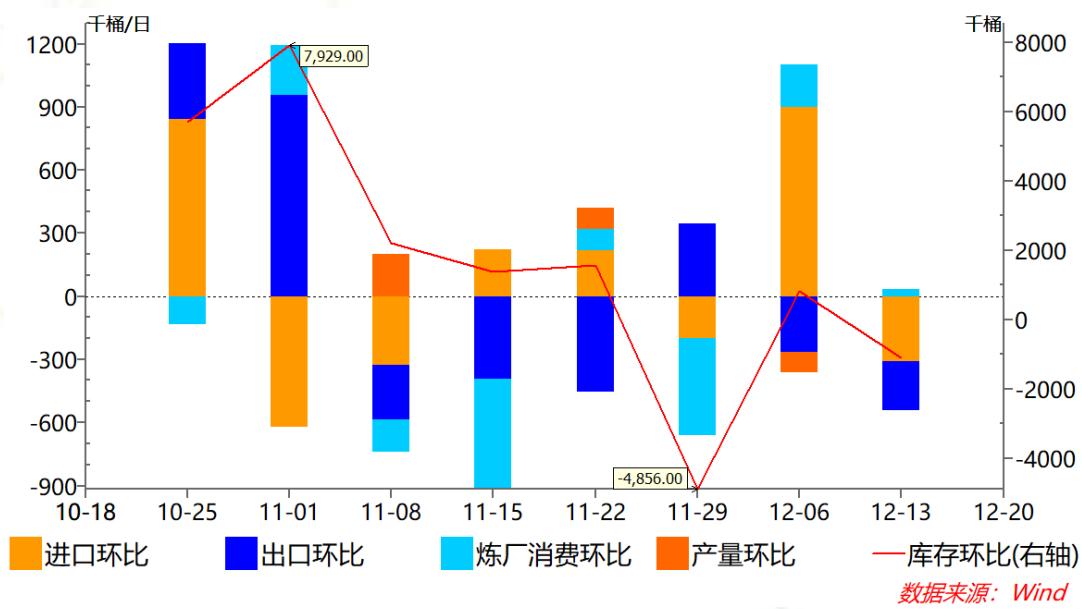
因此，当我们通过定性判断 OPEC 在当前油价下会继续减产滞后，最好的办法就是通过月差、现货贴水去进行验证。在 OPEC+会议之后，Brent 月差明显走强，进而带动近月绝对价格和 WTI 走强，表明近月的原油供需偏紧，而且笔者认为至少未来 1-2 月这种 back 的结构可能进一步加深，月差、产量、库存、资金、油价之间形成正反馈，不断上涨的油价+陆续被证实的产量和库存+唱多的报告会吸引更多资金来推高油价，如果按篮球比赛时间进行划分，当前的原油行情仅是第二节上半节，远未到投资者一致预期和头寸拥挤情况。

(2) 美国原油库存。12 月 18 日，EIA 公布 12 月 13 日当周美国原油库存。美国原油库存减少

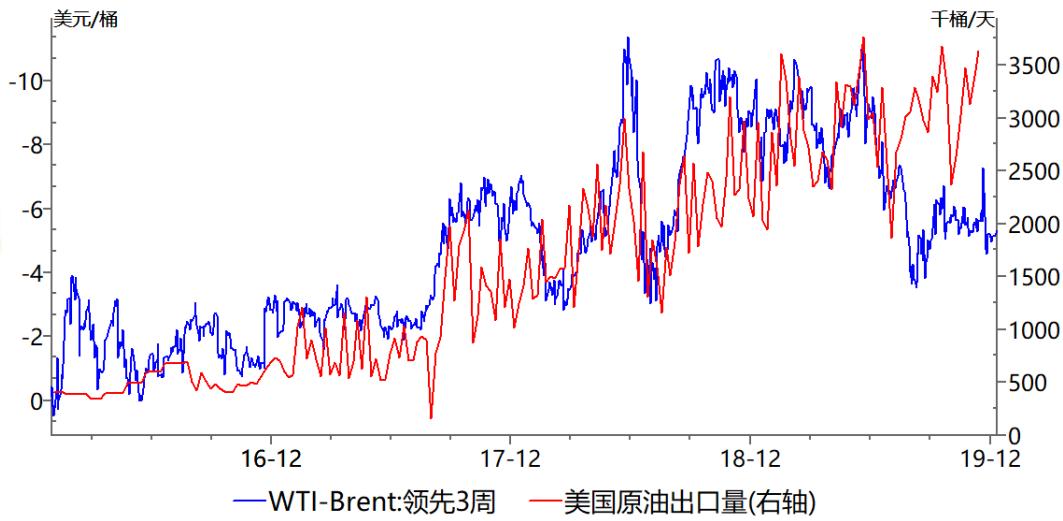
#### 免责声明

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。

108.5 万桶至 4.468 亿桶，市场预估为减少 128.8 万桶。俄克拉荷马州库欣原油库存减少 26.5 万桶，连续 6 周录得下滑。精炼油库存增加 150.9 万桶，连续 4 周录得增长，市场预估为减少 31.4 万桶。汽油库存增加 252.9 万桶，连续 6 周录得增长，市场预估为增加 190 万桶。尽管原油和成品油库存降幅不及预期，但是与之前的 API 库存数据相比较为乐观。15 分钟内，WTI 主力合约成交超过 60000 手，完全收复了 API 库存消息带来的跌幅。



### WTI-Brent价差和美国原油出口量



分项来看，进口减少和出口增长是库存下降的最主要原因，且 SPR 已经停止释放。从 WTI-Brent 价差来看，未来 1-3 周仍看不到出口大幅增长的驱动力，但同时产量增长基本稳定，预计美国原油库

### 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。

存呈现正常的季节性。在库欣地区库存反季节性下降，WTI-LLS 价差有所收窄，库欣南下美湾货量减少，未来可能见到库存累库和美湾去库存。

(3) 中美贸易磋商进展。本周四，国务院关税税则委员会公布第一批对美加征关税商品第二次排除清单，自 2019 年 12 月 26 日至 2020 年 12 月 25 日，不再加征我为反制美 301 措施所加征的关税，已加征关税不予退还。第一批对美加征关税的其余商品，暂不予以排除。国务院关税税则委员会将继续开展对美加征关税商品排除工作，适时公布第二批对美加征关税商品排除清单。但从棉花、人民币等资产价格来看，前期的利多已经大部分被 price in，目前市场已经转向第二阶段的可能性。

笔者认为，虽然中美已经达成第一阶段协议，但具体文本内容并未完全确定，而且，从中美双方表达的内容来看并不完全一致，美方更多的在强调 enforcement 和中方加大采购。之后开始的第二阶段谈判才是双方的重点，而在本周众议院通过对特朗普的弹劾之后，美国国内近期对特朗普的支持率反而有所上升，且最终参议院必然通不过弹劾，最终反而可能有利于特朗普的竞选。如果特朗普连任成功，可能对于第二阶段谈判制造较大麻烦，这也是未来交易的焦点所在。

#### 四、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

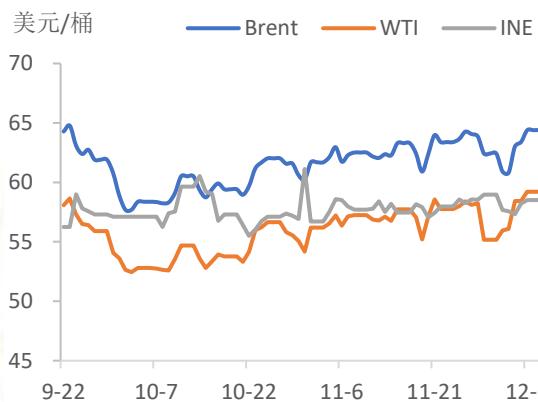


图 2：原油价格波动

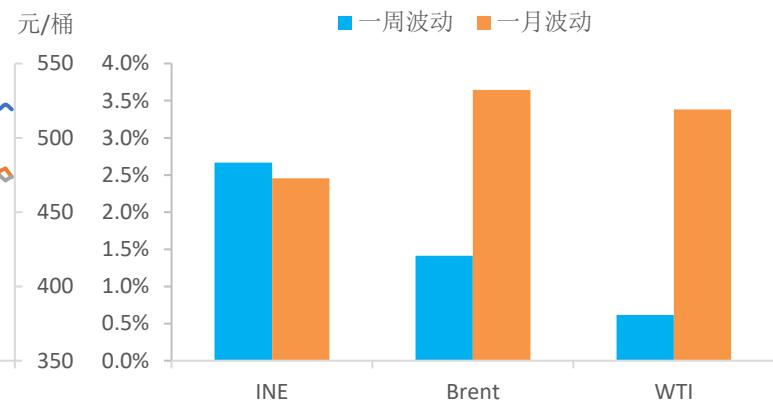


图 3：WTI-Brent 价差

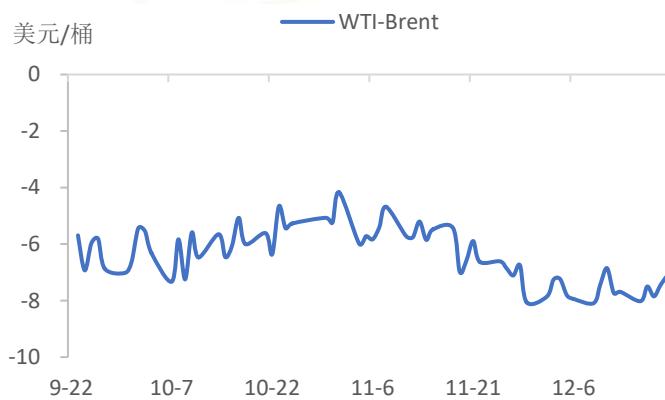


图 4：Brent-Dubai 价差

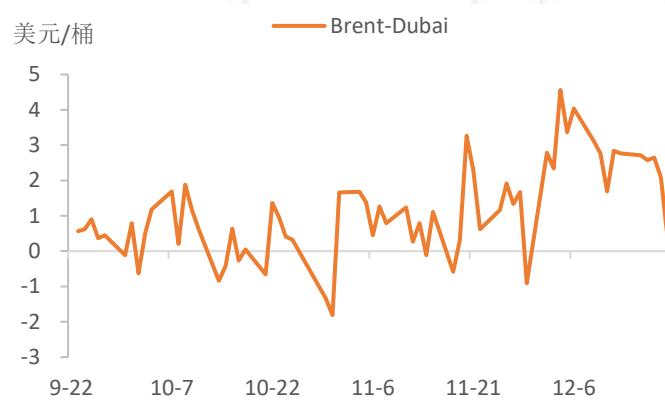


图 5：WTI-LLS 价差

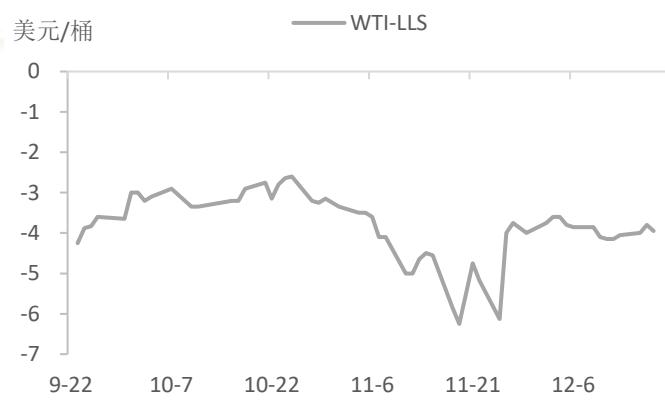
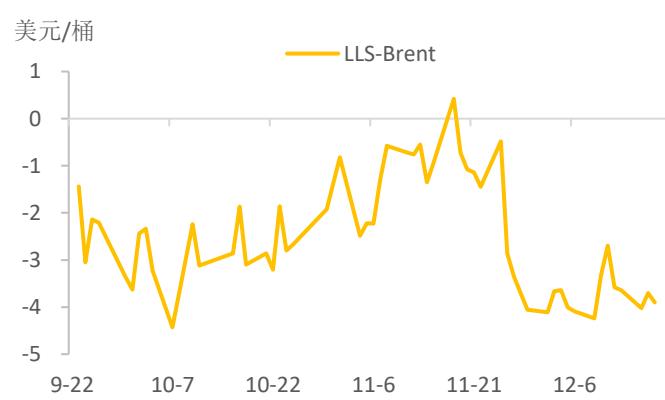


图 6：LLS-Brent 价差



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

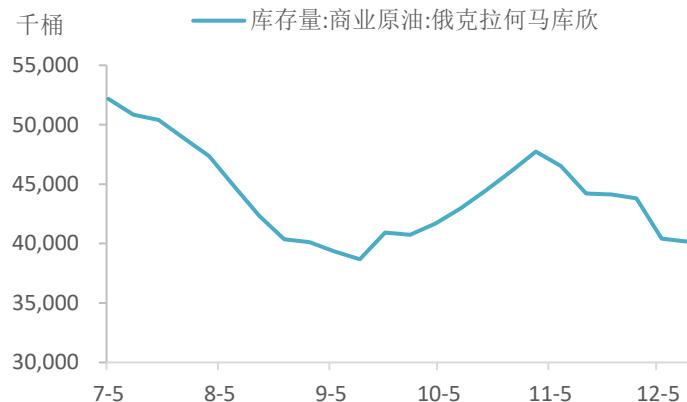


图 9：美国汽油库存

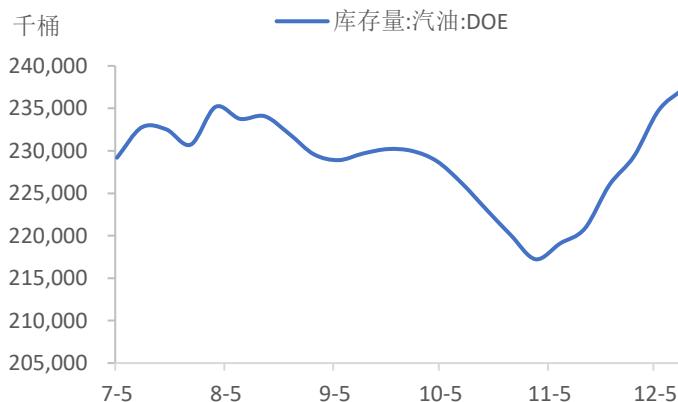


图 10：美国馏分燃料油库存

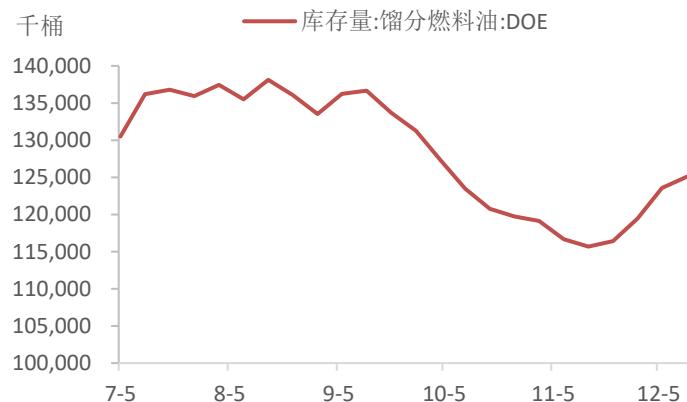


图 11：美国取暖油库存

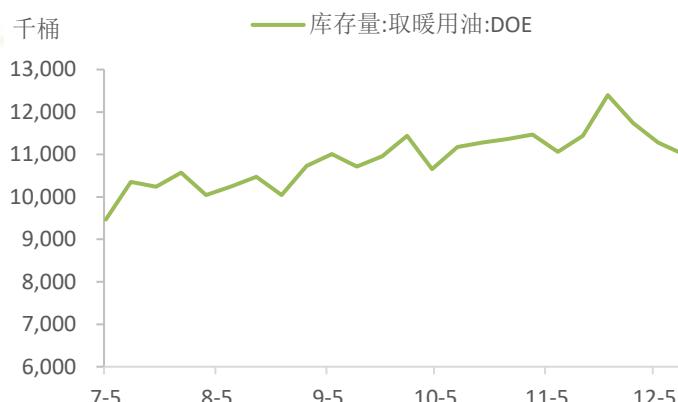
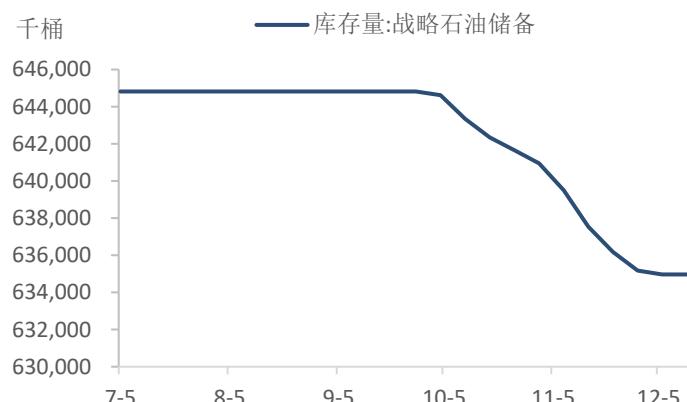


图 12：美国 SPR 库存



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

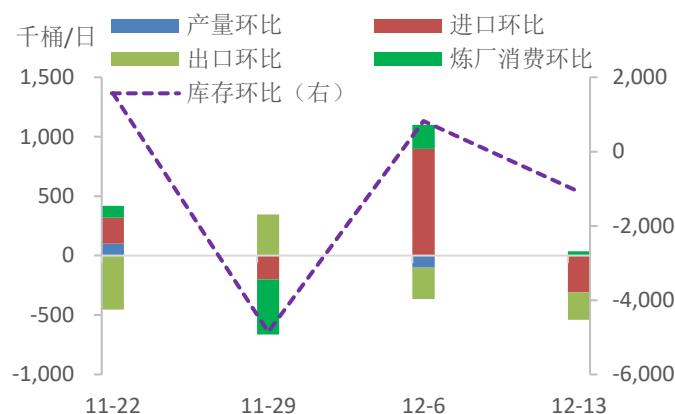


图 15：美国炼厂原油消费



图 16：美国原油出口



图 17：美国原油进口



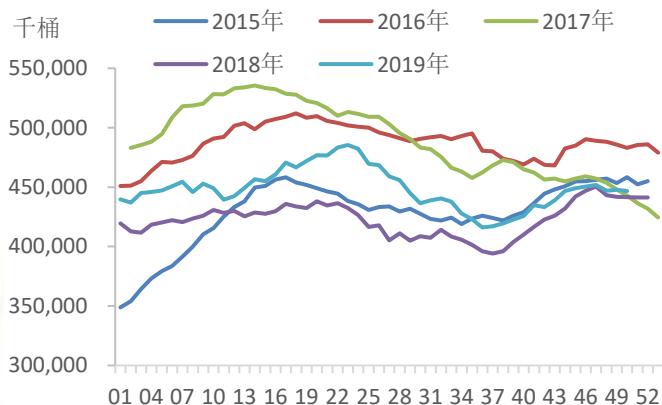
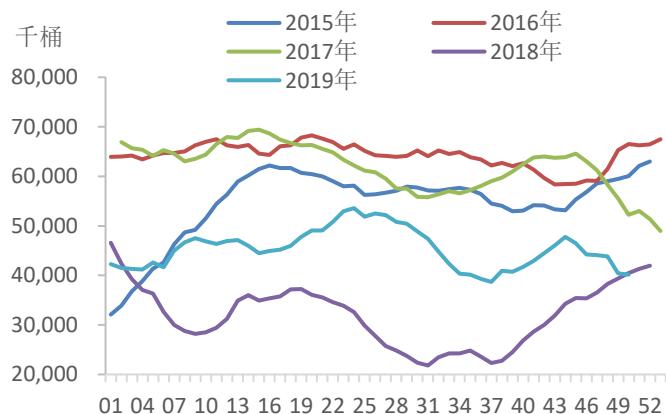
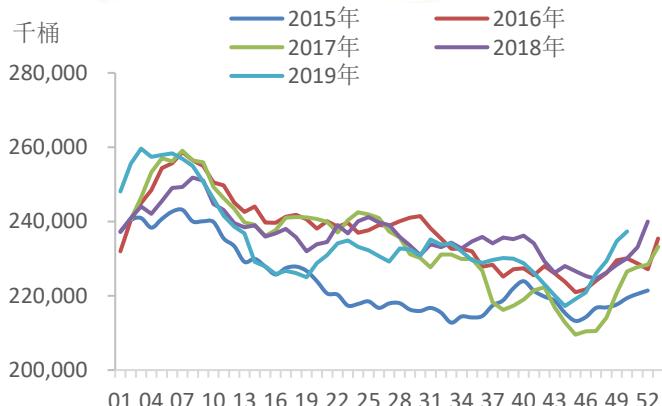
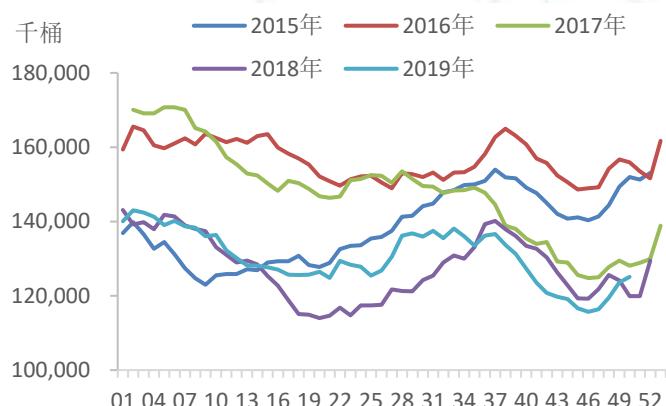
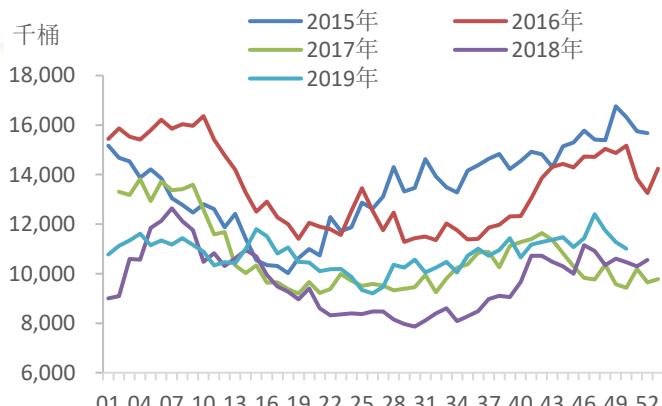
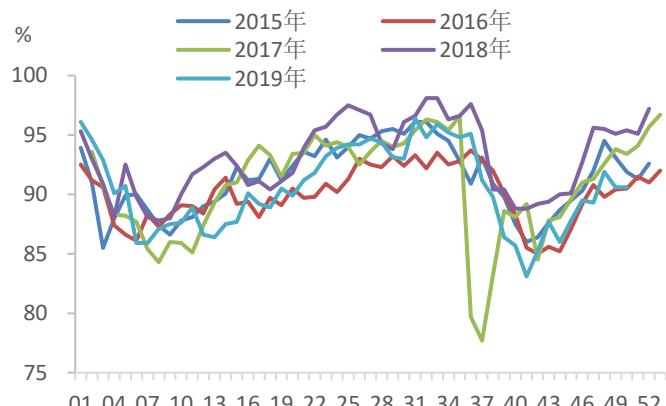
图 18：美国原油产量预估



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

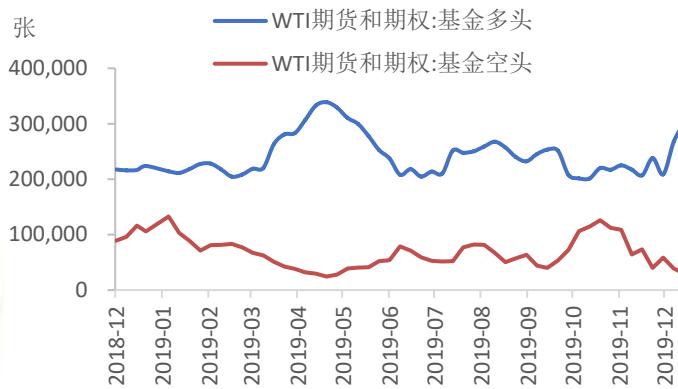


图 26: Brent 基金持仓

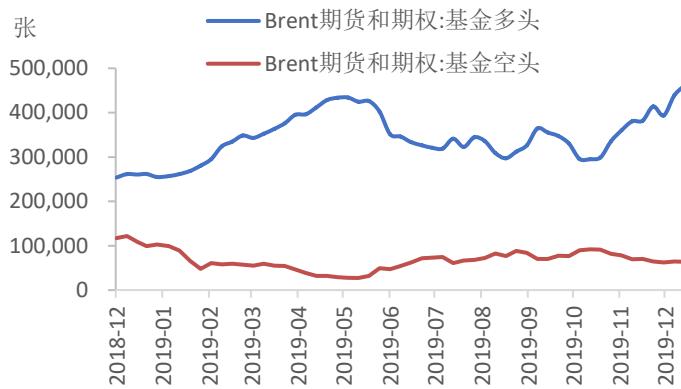


图 27: 美国总钻机数



图 28: 二叠纪盆地钻机数

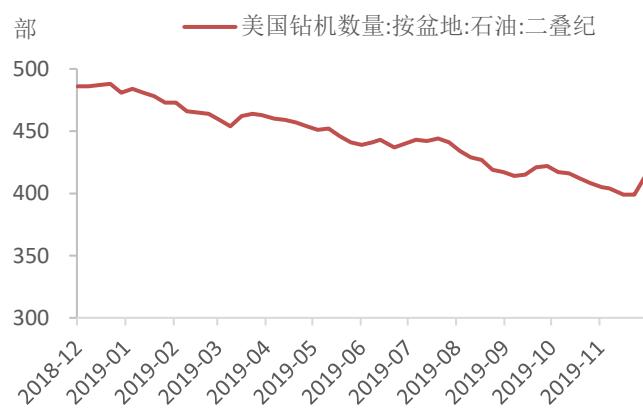
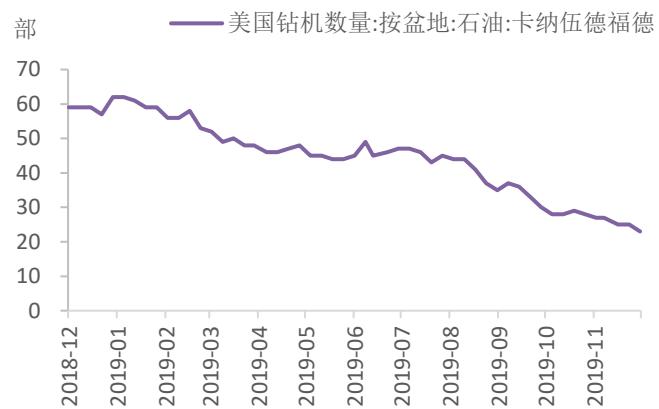


图 29: 鹰福特钻机数



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

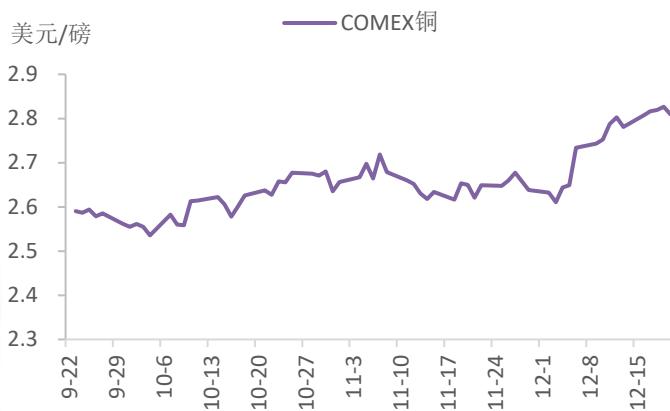


图 32: 美国 10 债收益率

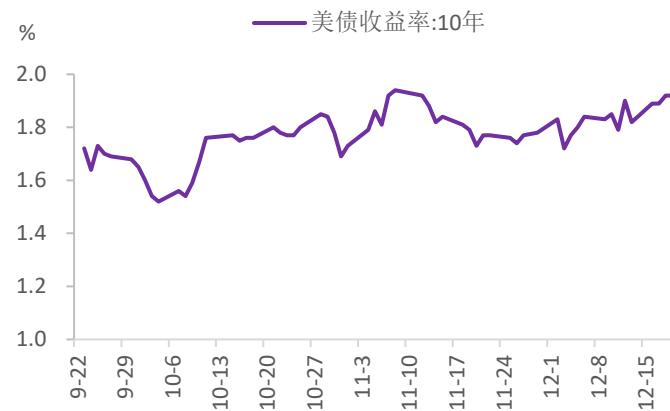


图 33: 标准普尔 500 指数



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

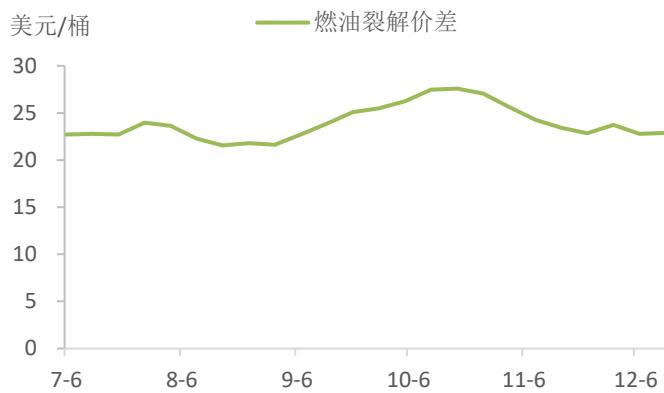


图 40: 燃油-RBOB 价差

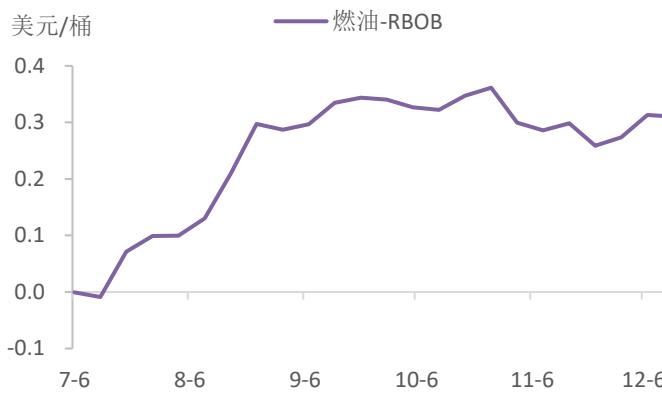


图 41: WTI 3:2:1 裂解价差季节性

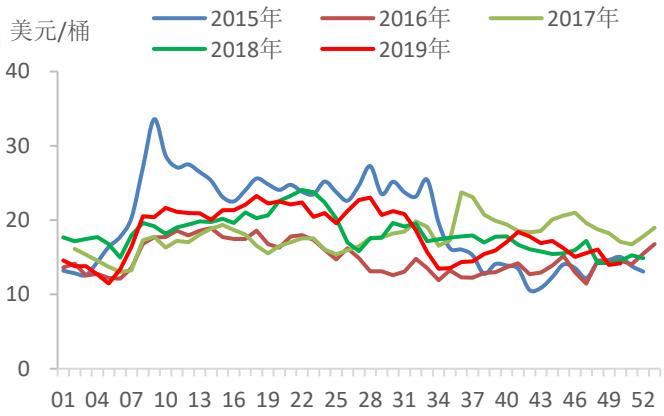
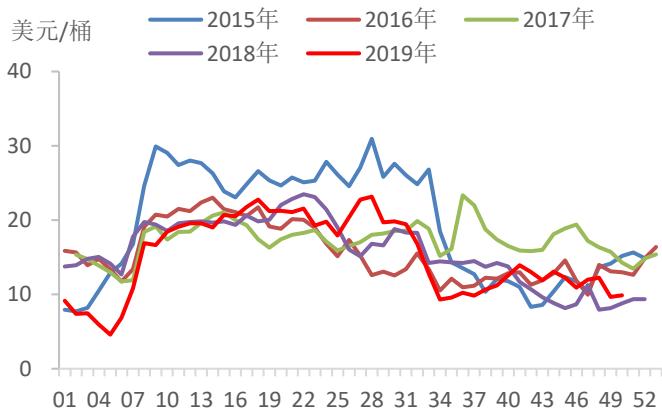


图 42: RBOB 裂解价差季节性



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

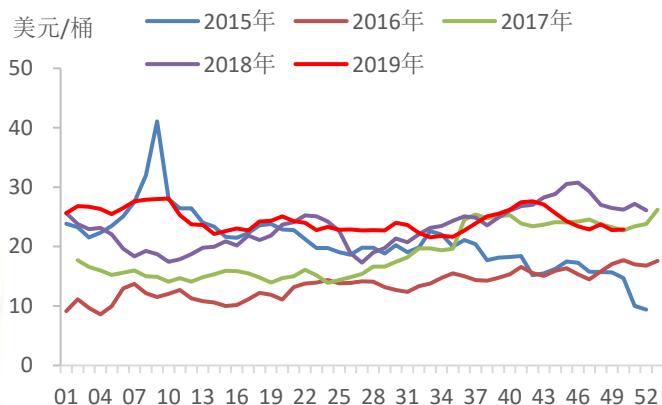


图 44：HO-RBOB 价差季节性

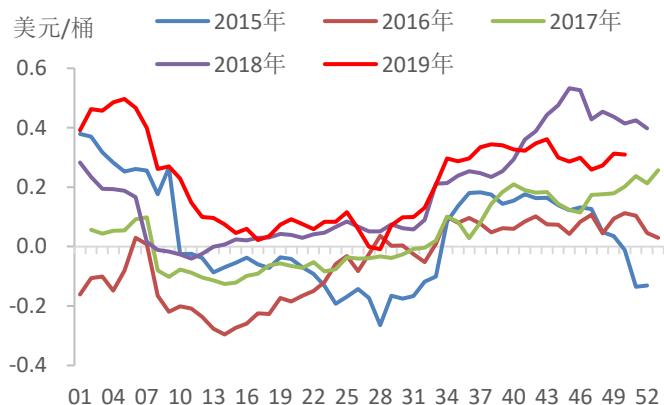


图 45：波动率指标



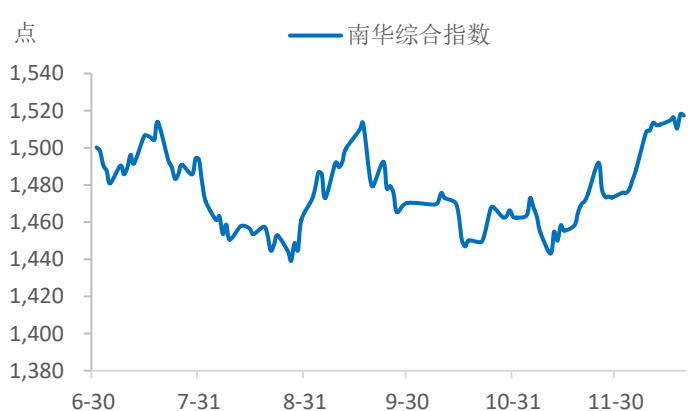
图 46：波动率指标



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。