

## 静悄悄的上涨

2019/12/28

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：

没有新的消息就是最好的消息，无论从月差、波动率还是盘面来看都在印证我们之前判断的逻辑，市场开始对基本面和宏观面双轮驱动的油市充满信仰。维持之前报告的观点，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) 月差继续走强。
- (2) 波动率下降。

### 预期偏差：

- (1) 中东地缘政治。
- (2) 中美谈判恶化。

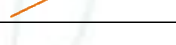
### 免责声明

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      | 486.5  | 6.9     | 1.4%  | 5.2%  |    |
| Brent    | 68.16  | 2.02    | 3.1%  | 6.4%  |    |
| WTI      | 61.72  | 1.28    | 2.1%  | 6.2%  |    |
| 美元指数     | 97.00  | -0.69   | -0.7% | -1.4% |    |
| 美元兑人民币   | 6.9992 | -0.0123 | -0.2% | -0.4% |    |
| 上证综合指数   | 3,005  | 0       | 0.0%  | 3.5%  |    |
| SP500    | 3,240  | 19      | 0.6%  | 2.7%  |    |
| 10年美债收益率 | 1.88   | -0.04   | -2.1% | 6.2%  |    |
| COMEX铜   | 2.82   | 0.01    | 0.4%  | 5.3%  |    |
| COMEX黄金  | 1,518  | 37      | 2.5%  | 3.9%  |  |

数据源：Wind, 中粮期货研究院

继之前油价六连阳后，上周五油价出现技术性调整，但本周油价继续走强，WTI 更是创出新高。由于本周有西方圣诞节假期，国外新闻报道和数据报告时间相应减少或推迟。从新闻上看，表面上的原因一是美国原油去库存，API 美国原油库存减少 790 万桶，EIA 库存减少 547 万桶，二是中国表示中美双方正在进行签署前的准备程序，离正式签署协议更近了一步。

### 二、市场展望和策略

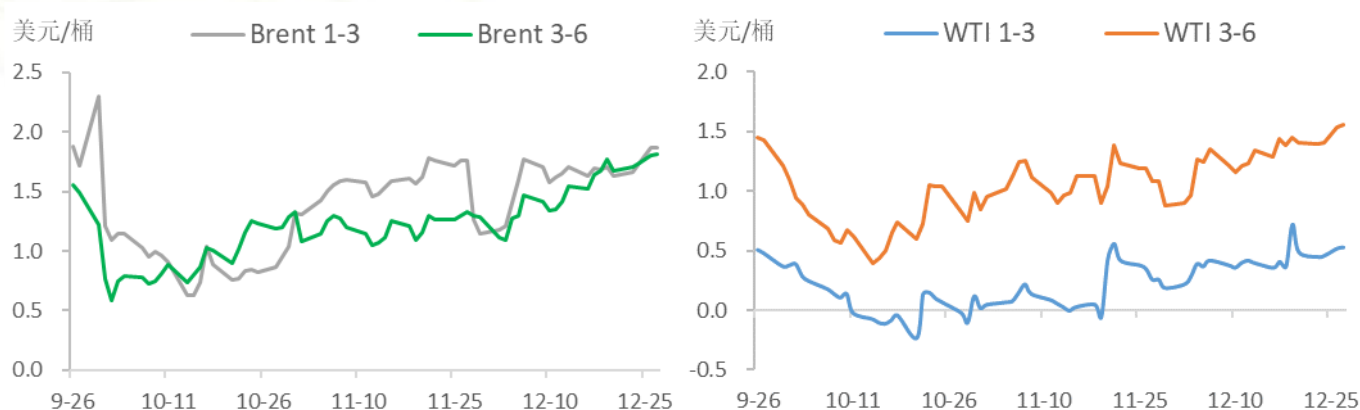
展望 1 月中上旬，我们继续维持之前的判断，油价以震荡偏强为主，主要支撑来自 OPEC 减产带动的去库存、中美贸易关系缓和以及全球经济在宽货币政策下迎来短期反弹，技术上的调整或者过度预期的自我修正唯一可能解释油价下跌的原因。基本面决定中期趋势，在中美第一阶段协议正式签署之前，油市的焦点更多在于 OPEC+ 减产执行率与去库存被证实。整体来说，基本面偏多，宏观面中性，上调布油波动区间至（64，69）美元/桶，以做多和正套为主，64 美元/桶附近坚决止损。

### 三、核心因素分析

#### 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) 月差继续走强。我们在前期的许多报告中多次解释 OPEC+ 减产的重要性和目前状况，而在以周度为单位的频率中由于缺乏相应数据，以及产量和库存数据的相对滞后，一般投资者或研究员无法解读当前市场，我们一般倾向于通过价差来观察现货市场的供需情况。与国内大多数商品不同，原油市场并没有公认的现货和基差一说，北美、欧洲、西非等主要地区的原油买卖主要以期货合约价格加减一定的贴水来进行定价，因此能够观察原油现货市场供需紧张情况的最佳指标就是月间价差或者远期曲线。



对于月差这一个指标，市场中的投资者也有许多不同的观察角度，有的是看连续合约 1-5 月价差，有的是看 1-6 月价差。而笔者更倾向于同时观察 1-3 月和 3-6 月价差，这是因为笔者希望将月差划分为短期预期和中期预期，6 个月以外的长期预期对于油价的影响较弱因而不参考。选择 3-6 月价差而非 3-5 月价差的原因是期货远期曲线的收敛性，近月价差波动弹性大，因而需要适当放宽中期预期的期限以获得与近月预期相匹配的效果。

由于 1-3 月价差的短期预期受即期供需影响较大，可能与 3-6 月价差发生较大偏差，例如北海某个大油田出现检修、美湾遭受飓风等影响、加拿大原油管道泄漏时，这些事件会对近月油价和短期月差产生较大冲击，但对于中期月差的影响较小，当事件平息或供给恢复之后，近月油价和短期月差会向远月回归。

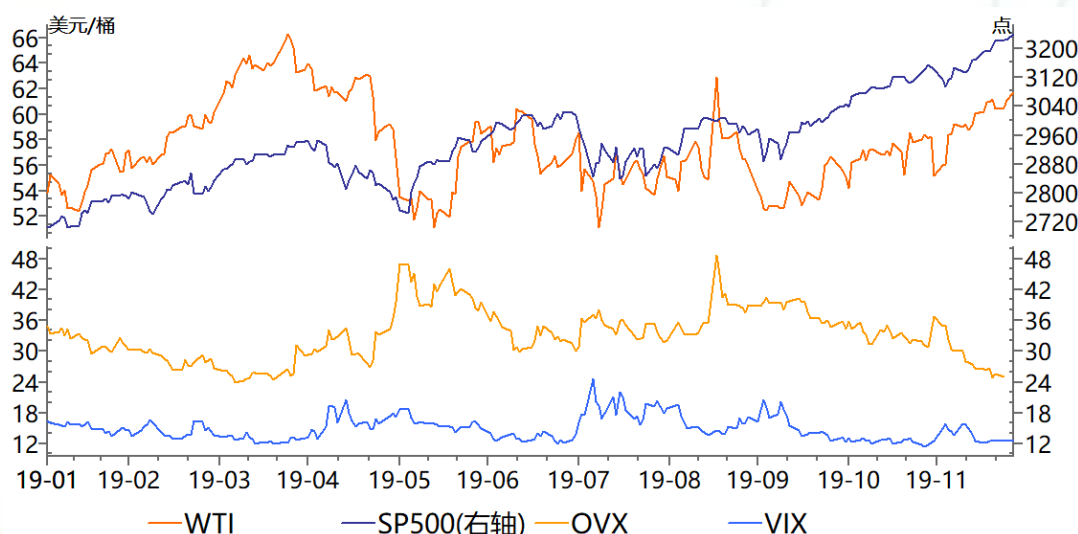
从最近 3 个月 Brent 和 WTI 的月差来看，Brent 在 10 月初即开始走强，而 WTI 在 10 月中下旬才

## 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。

开始走强，WTI 的 1-3 月价差在 10 月中旬之后才正式由负转正，且 Brent 月差上升的幅度高于 WTI，表明是 Brent 带着 WTI 走强。而且在 12 月上旬之后，3-6 月价差的上升幅度高于 1-3 月价差，市场对于中期油市供给紧张的预期更强。由于月差已经充分反映了原油市场供需和库存，只要月差未出现掉头，我们就认为基本面偏乐观，没有理由去做空油价。

(2) 波动率下降。除了当前市场的供需状况外，市场对于未来一段时间油价的预期更加重要。月差是观察市场预期的一个角度，而波动率大小或期权价格的高低是另一个角度。资产价格有历史波动率和隐含波动率，由于历史波动率只反映过往的行情，我们更加关注隐含波动率，即市场对于未来的预期。OVX 虽然不是期权价格，但却和 VIX 一样是可以直接交易的资产，反映投资者对于未来 30 天油价的观点，因而也可以作为隐含波动率或者预期。



从 12 月初开始，随着油价持续走强，OVX 快速下降，从 30 以上降至 24 附近，接近年内最低值，表明市场对未来油价发生大幅波动的概率下降，主要是下跌的概率。一般来说，低波动率是常规模式，适合做多，而高波动率是非常规模式，适合做空。高波动率主要受减产会议、地缘政治、宏观事件等影响，当 VIX 大幅波动率时会带动 OVX 波动，而 OVX 由于原油市场供需的波动却不会影响 VIX。我们需要关注的是当 OVX 降至较低水平时，这种情况会持续多久，一种情况是市场预期继续保持一致，OVX 低位甚至继续下降，油价走强；另一种情况是市场预期开始分化，OVX 上升，油价下跌。

## 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。

可惜的是，OVX 通常是用来证实我们的预期，预测 OVX 何时上涨和预测油价何时下跌一样困难。但至少通过关注 OVX 的涨跌，我们可以从另一个角度来观察市场参与者的预期是否发生变化，进而提示自己市场已经发生变化并做出相应的反应。

#### 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

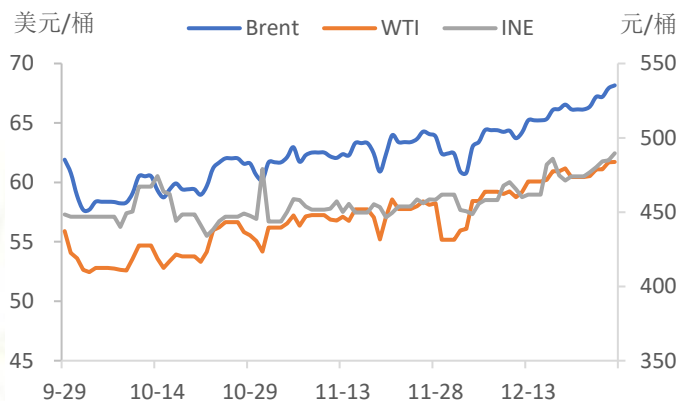


图 2：原油价格波动

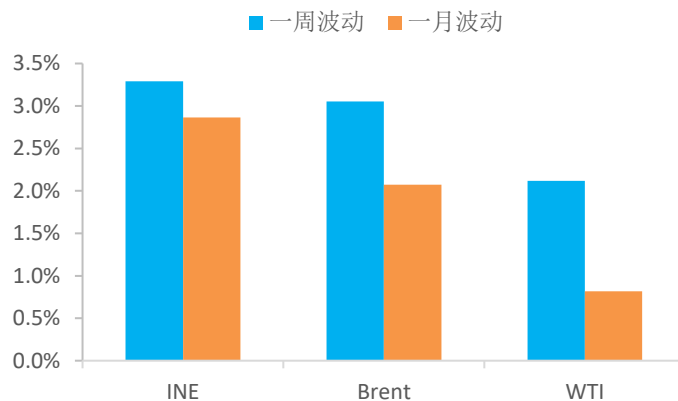


图 3：WTI-Brent 价差

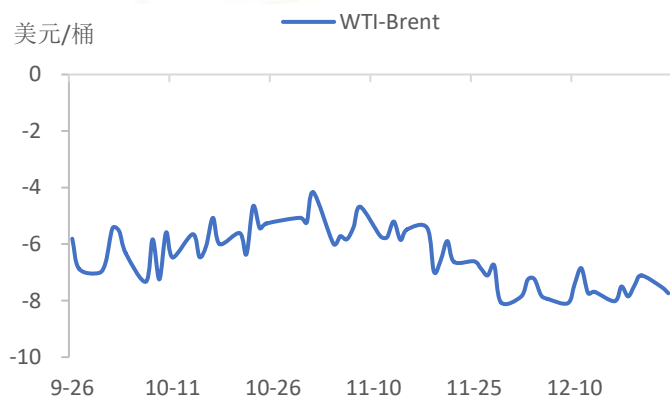


图 4：Brent-Dubai 价差

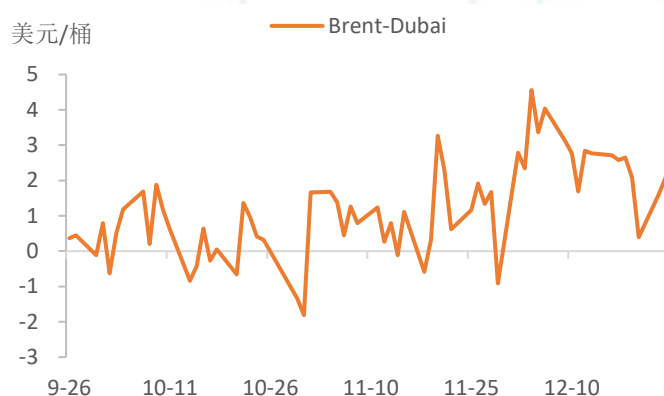


图 5：WTI-LLS 价差

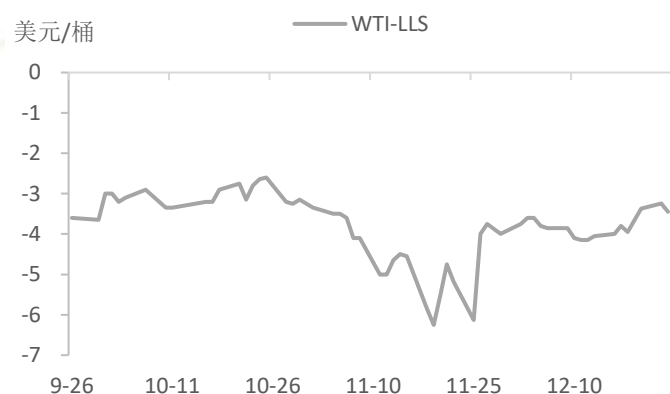
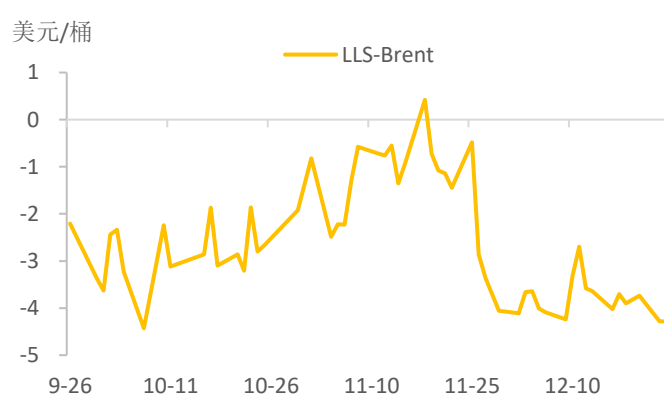


图 6：LLS-Brent 价差



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

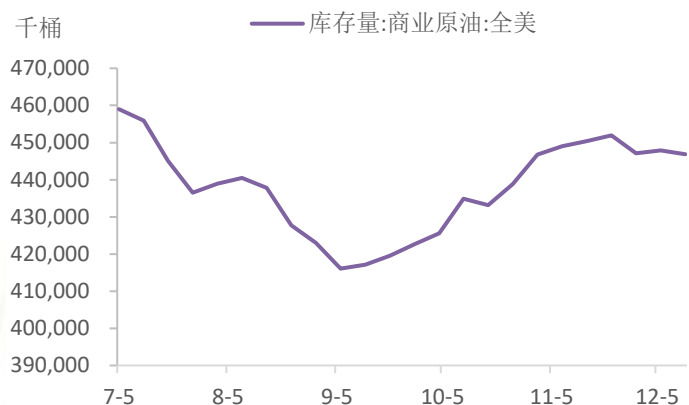


图 8：库欣原油库存

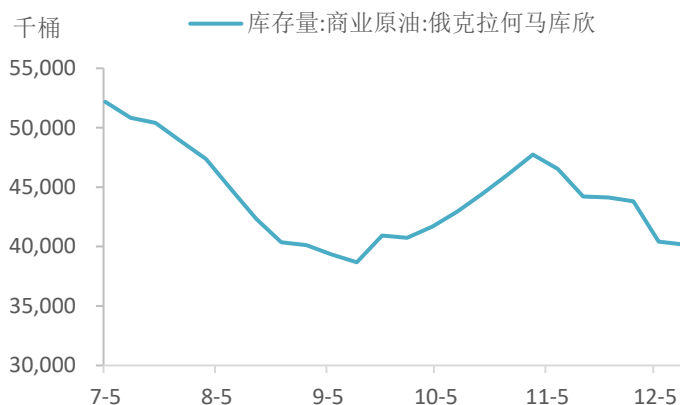


图 9：美国汽油库存

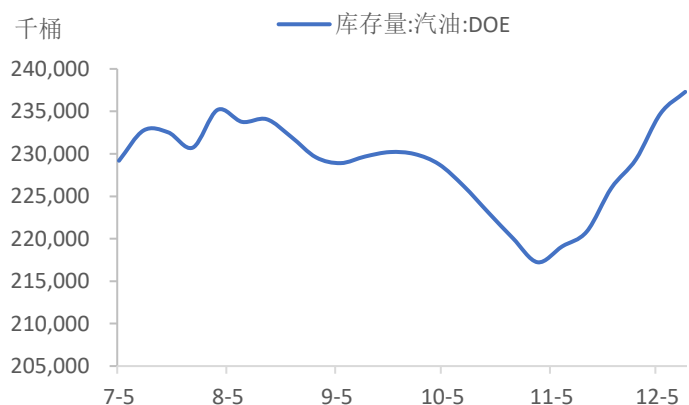


图 10：美国馏分燃料油库存

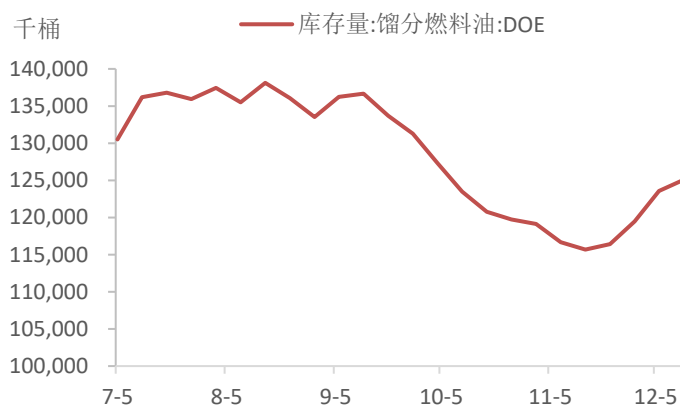


图 11：美国取暖油库存

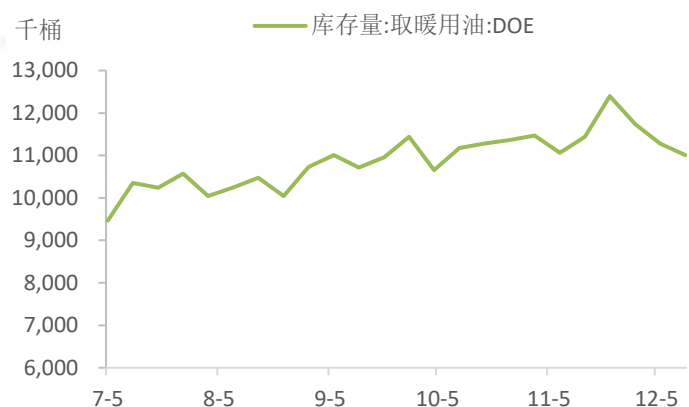
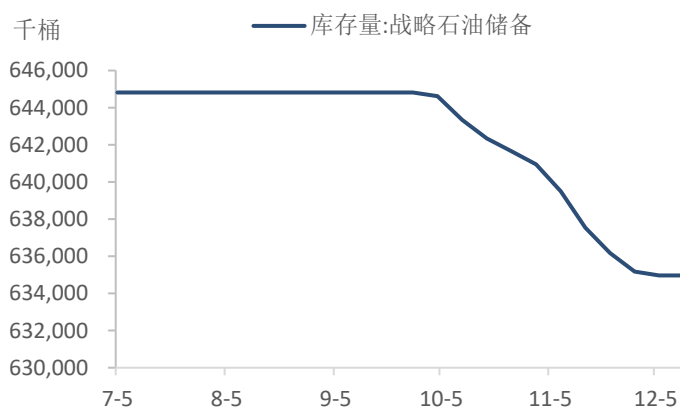


图 12：美国 SPR 库存



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

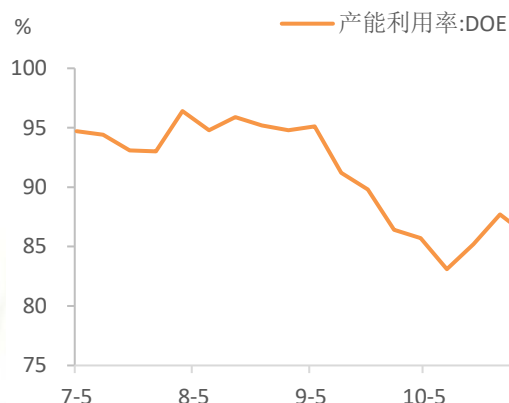


图 14: 美国原油库存分项环比

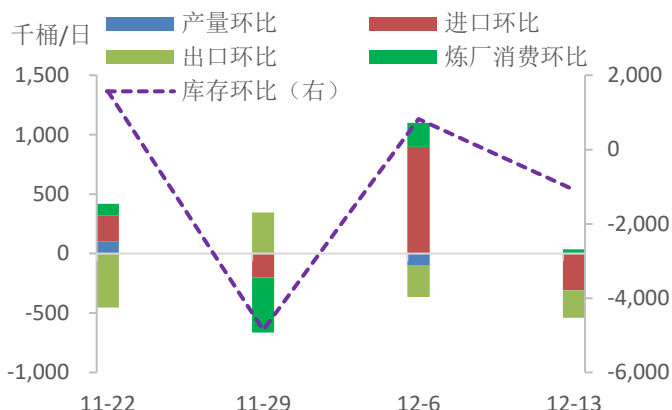


图 15: 美国炼厂原油消费



图 16: 美国原油出口

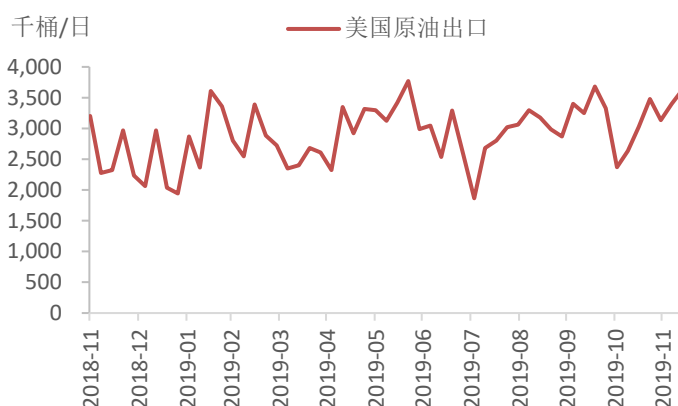
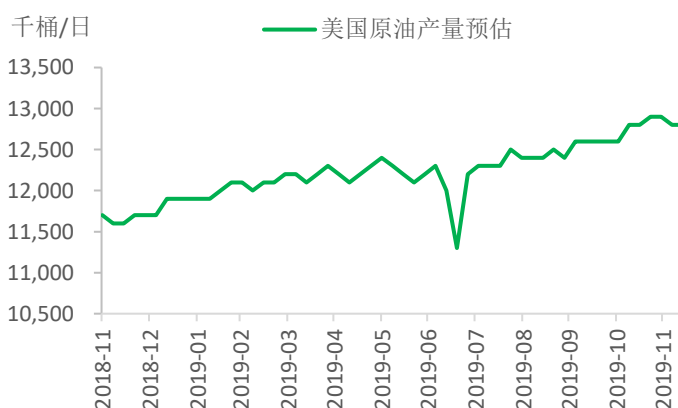


图 17: 美国原油进口



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

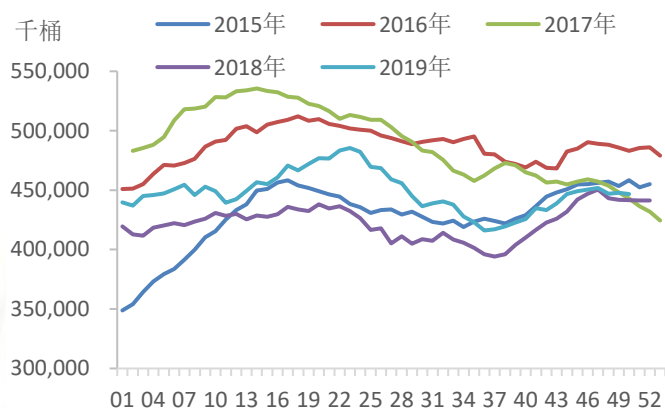


图 20：库欣原油库存季节性

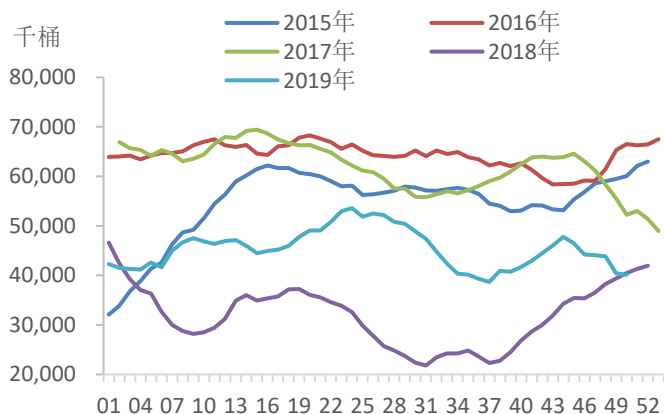


图 21：美国汽油库存季节性

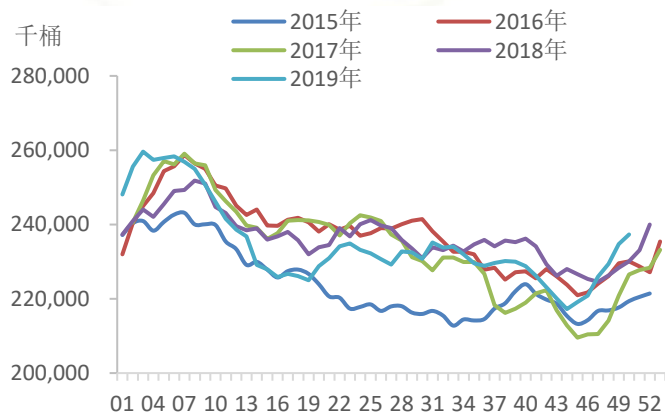


图 22：美国燃料油库存季节性

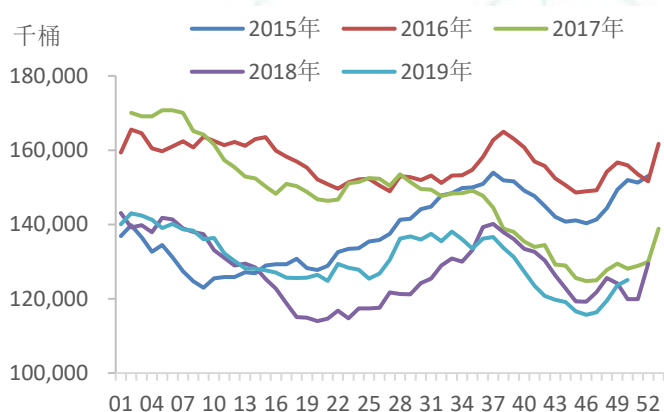


图 23：美国取暖油库存季节性

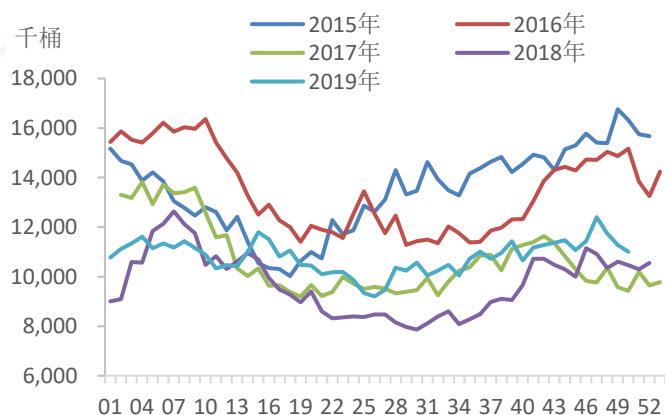
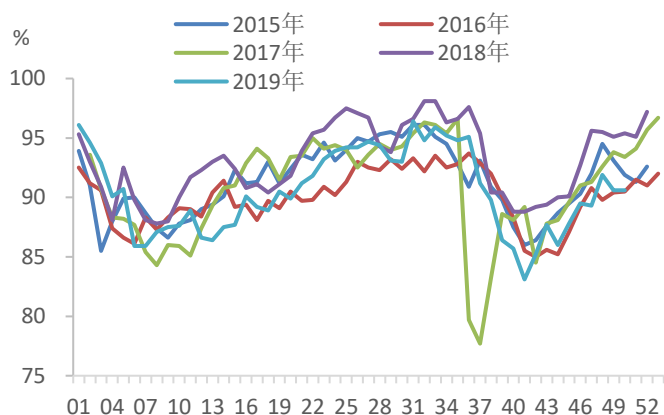


图 24：美国炼厂开工率季节性



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

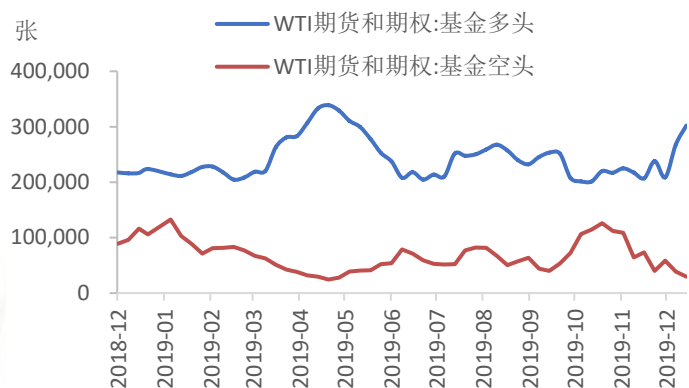


图 26: Brent 基金持仓

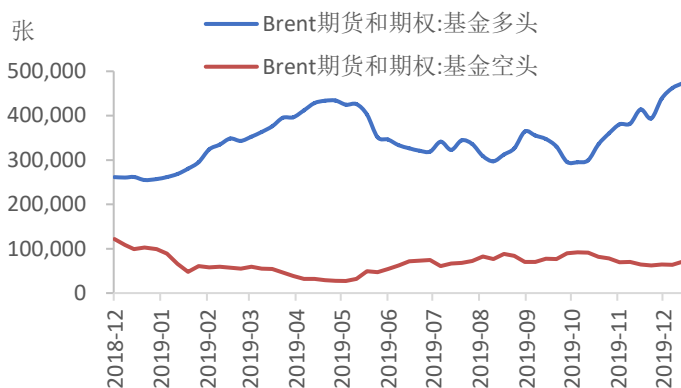


图 27: 美国总钻机数

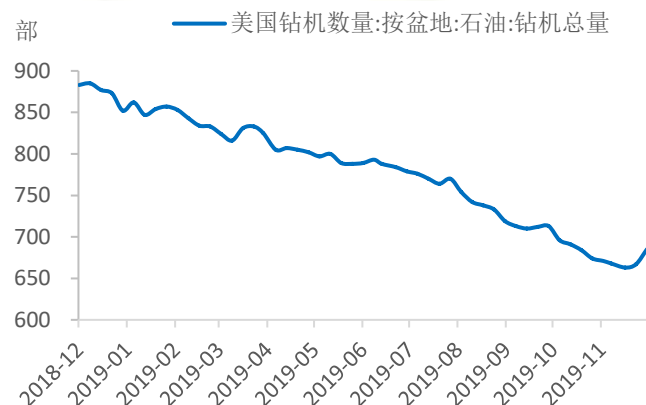


图 28: 二叠纪盆地钻机数

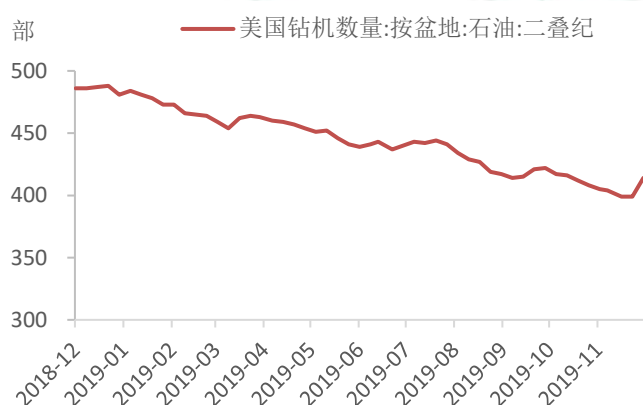


图 29: 鹰福特钻机数

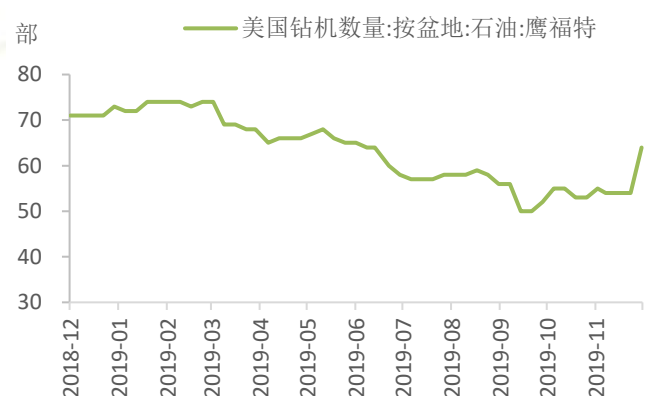
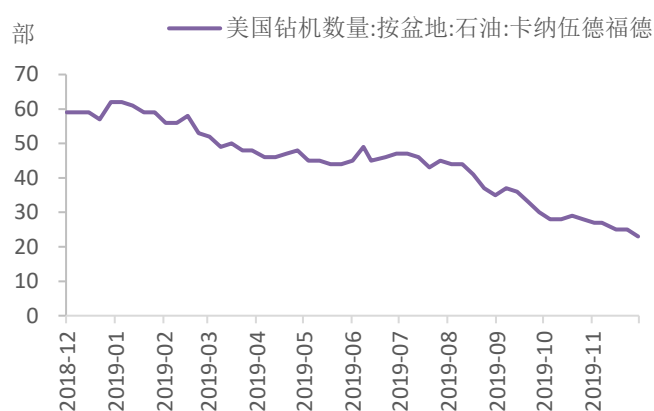


图 30: 卡纳伍德福德钻机数



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

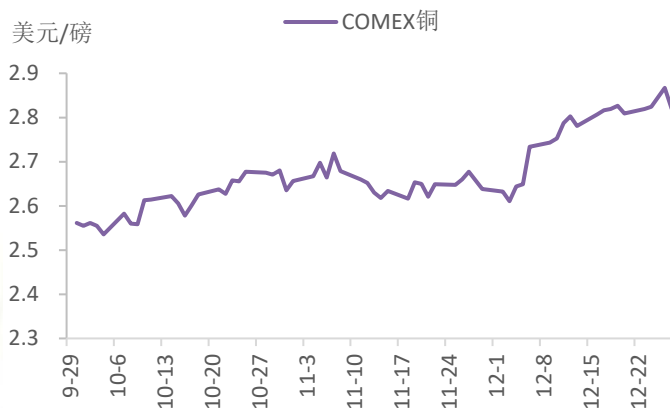


图 32: 美国 10 债收益率

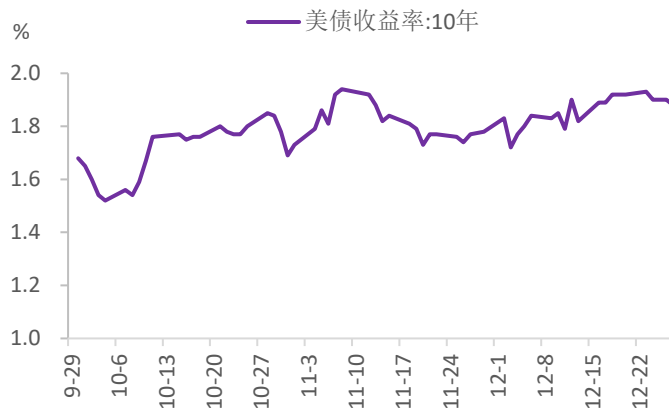


图 33: 标准普尔 500 指数



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

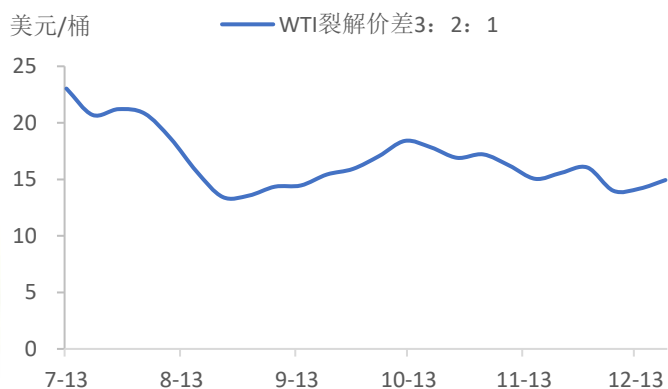


图 38: RBOB 裂解价差

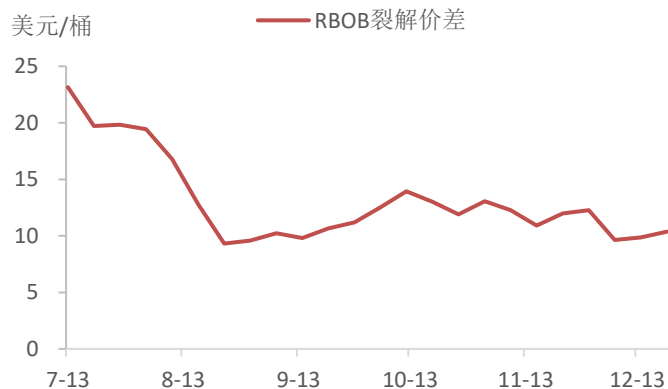


图 39: 燃油裂解价差

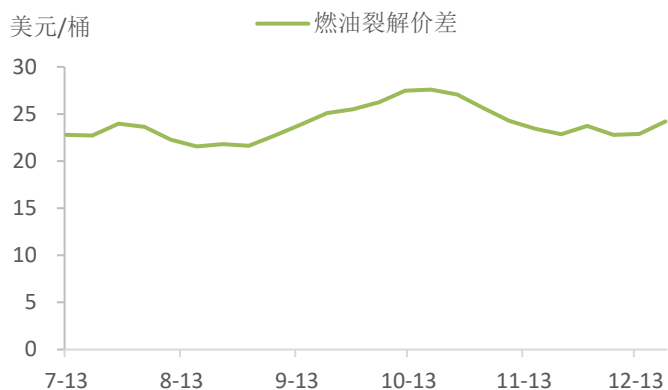


图 40: 燃油-RBOB 价差

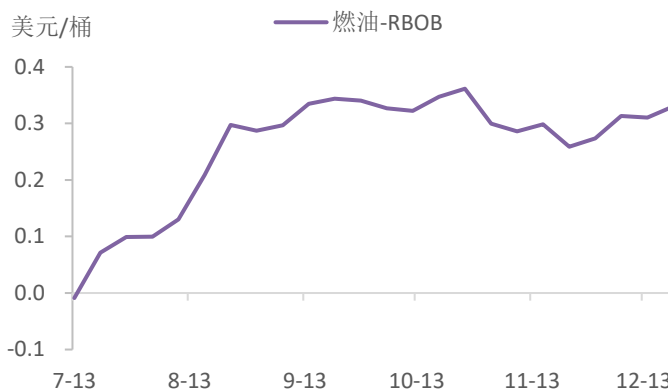


图 41: WTI 3:2:1 裂解价差季节性

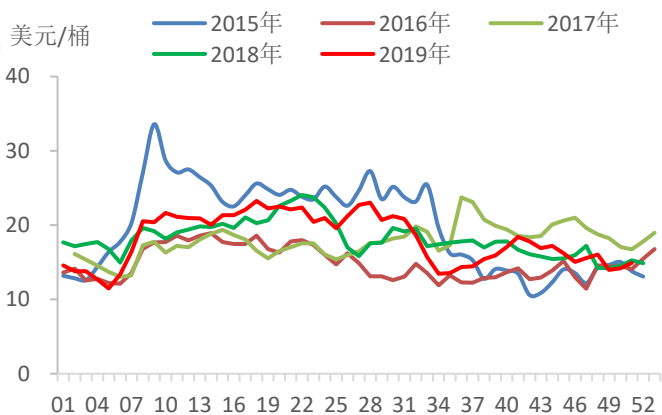
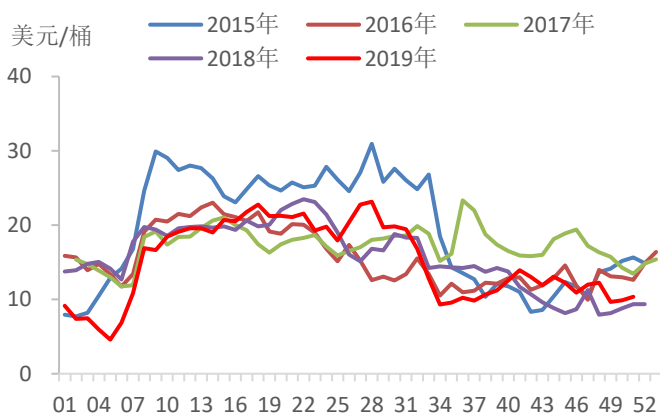


图 42: RBOB 裂解价差季节性



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

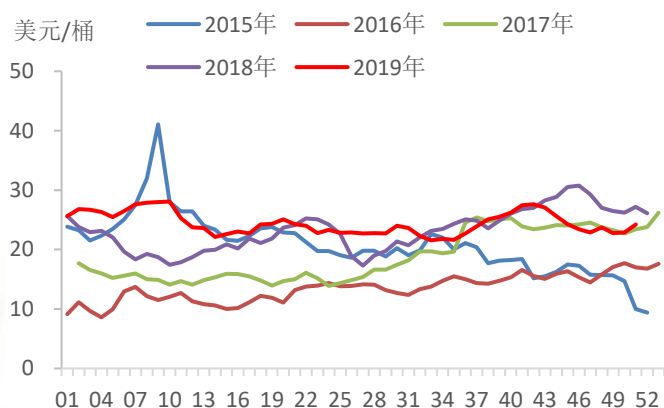


图 44: HO-RBOB 价差季节性

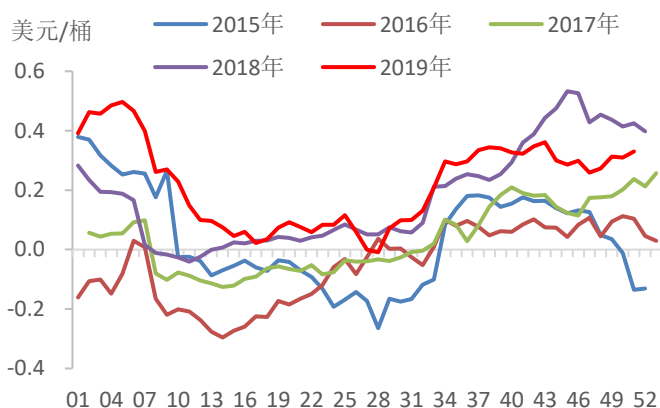


图 45: 波动率指标

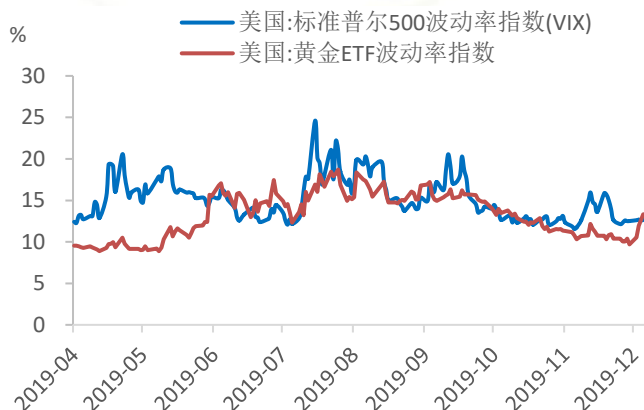


图 46: 波动率指标

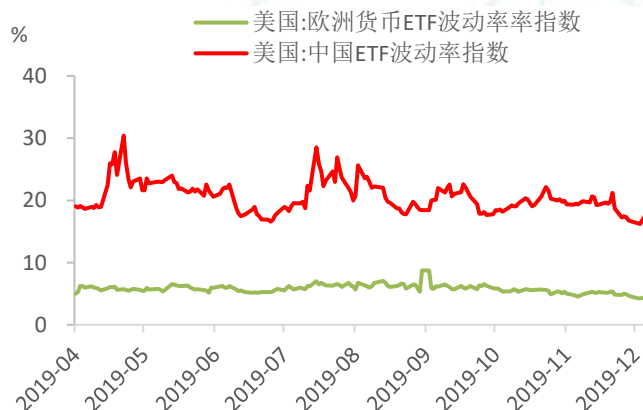


图 47: 波动率指标

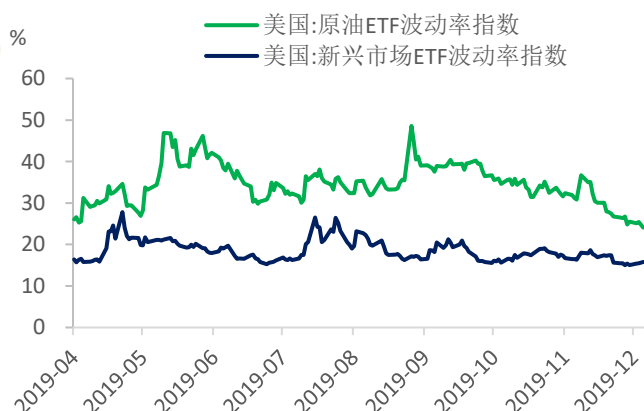
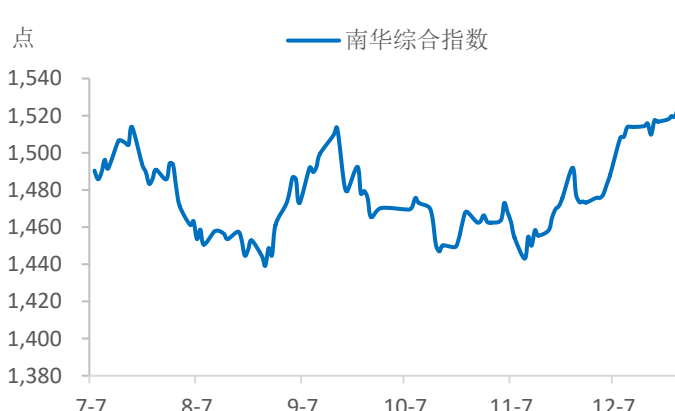


图 48: 南华综合指数



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。