

库存压力仍在 中美关系紧张

2020/05/31

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

市场展望：

欧美新增确诊病例下降，但成品油消费依然低迷，拖累炼厂开工率。美国在香港国安法上肆意指责中国，加之美国黑人被警察锁喉致死事件引发多地暴乱，美国可能进一步制裁中国以转移国内民众视线，系统性风险上升。预计6月中上旬油价以下跌为主，同时美湾库存创新高转而阻止库欣原油南下，WTI-Brent价差有望重新拉宽。

核心因素：

- (1) 短期去库存难以持续。
- (2) 中美关系紧张。

预期偏差：

- (1) 中美新一轮贸易战。
- (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 月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期走势

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	275.2	4.5	1.7%	13.0%	
Brent	35.33	0.20	0.6%	56.7%	
WTI	35.49	2.24	6.7%	135.7%	
美元指数	98.26	-1.52	-1.5%	-1.3%	
美元兑人民币	7.1455	0.0039	0.1%	1.0%	
上证综合指数	2,852	39	1.4%	1.1%	
SP500	3,044	89	3.0%	3.6%	
10年美债收益率	0.65	-0.01	-1.5%	3.2%	
COMEX铜	2.45	0.03	1.4%	2.7%	
COMEX黄金	1,752	16	0.9%	2.2%	

数据来源：Reuters Eikon, WIND, 中粮期货研究院

本月油价在快速反弹后进入区间震荡。基本面上，本周公布的 EIA 美国原油库存结束了连续两周的下降，意外增长 792.8 万桶，进口周度环比增长近 200 万桶/日，同时成品油需求持续低迷，唯一的好消息是库欣原油库存连续三周下降。宏观面上，中美关系持续紧张，美方在香港国安法上对中国指手画脚，加拿大也并未释放孟晚舟，美元对人民币连汇率接近 7.2，可能引发新一轮波动率上升。

二、市场展望

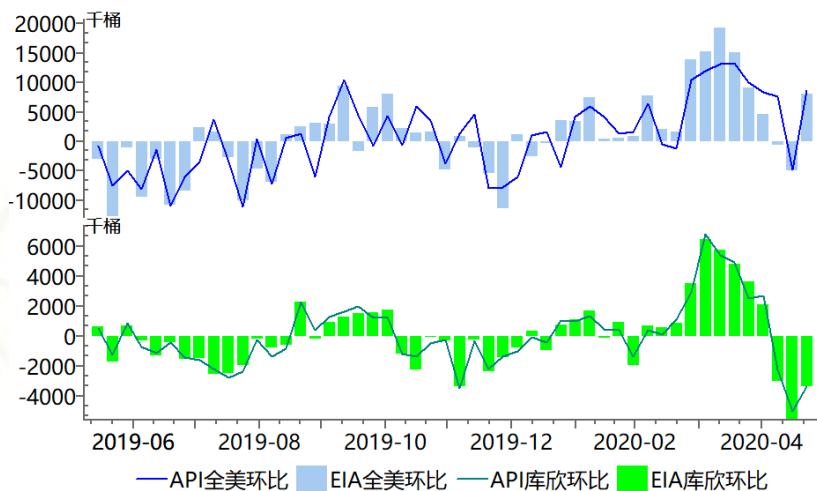
展望 6 月中上旬，预计油价以下跌为主，交易策略逢高做空，布油上方阻力位在 37 美元/桶。当前管理基金和产业客户在 WTI 上的持仓分歧较大，本周的 EIA 库存转为增长，并可能仍会持续 1-2 周，扭转投机资金的去库存预期，且中美关系紧张也会引发基金多头平仓。做多 Brent-WTI 可能是更加确定的选择，在库欣原油库存大量转移至美湾地区之后，Brent-WTI 价差已经收缩至不足 2.5 美元/桶，未来短期趋势是美湾罐容不足倒逼库欣累库，直到出口价差打开，预计 Brent-WTI 价差将重新拉开至 4 美元/桶以上。

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。

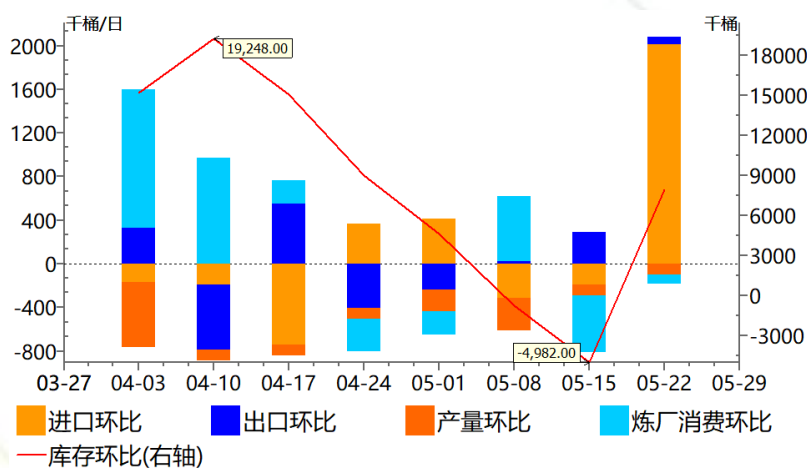
三、核心因素分析

1. 美国原油库存压力缓解。



笔者在上周的周报中提到，“至少在未来三周的时间内，可能还看不到持续拉动去库存的动力”。

然而，本周公布的 EIA 全美原油库存环比增长 792.8 万桶，预期为减少 194.4 万桶，前值为减少 498.2 万桶，美国原油库存升至 2017 年 3 月以来的最高水平，这也确实大幅超过了市场预期。

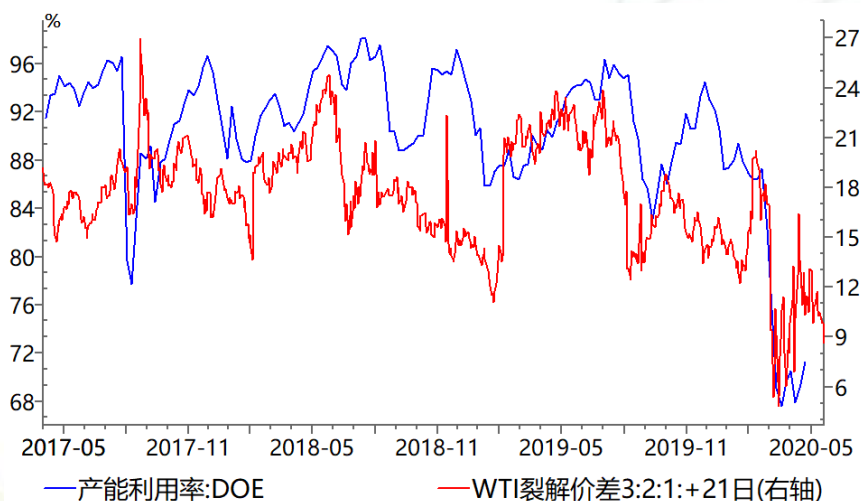


免责声明

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。

Country	Graph Clear	04/17/20	04/24/20	05/01/20	05/08/20	05/15/20	05/22/20
1- Canada		3,307	3,154	3,173	2,897	2,946	3,274
2- Saudi Arabia		268	365	579	548	644	1,590
3- Mexico		467	880	437	643	696	855
4- Iraq		188	0	251	258	133	422
5- Venezuela		0	0	0	0	0	0
6- Colombia		143	215	214	285	215	217
7- Ecuador		168	88	207	101	7	50
8- Nigeria		0	106	62	0	0	144
9- Brazil		0	261	52	43	10	0
10- Angola		0	0	130	0	50	30

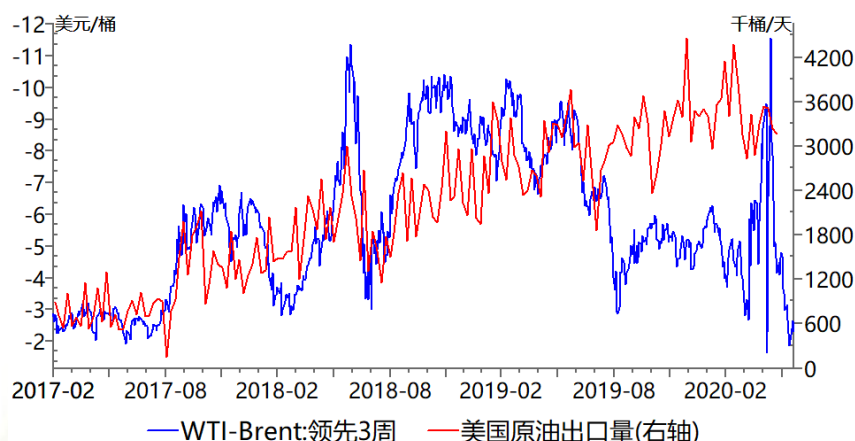
分项来看，进口的意外增长是上周美国原油库存增长的最主要原因，进口环比增长 200 万桶/日。在美国原油的前十大进口国中，沙特原油环比增长 94.6 万桶/日，加拿大原油环比增长 32.8 万桶/日，伊拉克原油环比增长 28.9 万桶/日。除了加拿大，美国从沙特和伊拉克进口的原油数量大幅增长，主要原因是沙特在 3 月 6 日之后开展的价格战，大幅下调了对美国和欧洲市场的 4 月原油官方销售贴水，导致大量中东原油流向美湾，这部分货量经过 1 个月左右航行到达美湾。由于沙特已经停止价格战并开始减产，但未来短期内可能还有部分油轮到港卸货，推高美湾库存。



尽管美国几乎全美复工，但成品油消费仍处于较低水平，WTI 裂解价差在前期反弹后，最近三周重新开始走弱，这意味着炼厂消费反弹力度较弱，甚至可能出现下降。成品油中，汽油库存高位震荡，馏分油库存则继续上升至同期历史新高。预计未来裂解价差逐步反弹，但不足以改变短期炼厂开工率下降的趋势。

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。



库欣库存下降，加上美湾库存继续增长，WTI 和 Brent 价格体系的供需结构反转，导致 WTI-Brent 价差在 4 月下旬之后快速收缩，从-10 美元/桶收窄至-3 美元/桶以内。这样的结果是美国原油出口窗口大幅收窄，至少未来 3 周的原油出口数据趋于下降，这也将推高美国原油库存。下一步的趋势可能是美湾库存紧张，WTI 库欣-美湾价差收缩，导致库欣库存难以南下，库欣库存上升，WTI-Brent 价差重新拉宽。

2. 中美关系紧张。

笔者在之前的报告中曾提到，新冠疫情的自身冲击是直接的、较为确定的，而疫情造成的伴生性影响可能才是最不确定的，其中以美国为首的逆全球化冲突有再度兴起的苗头。具体表现为欧美国家由于体制和政府控制不到位，导致疫情严重扩散，民众生活质量严重下降，对政府的不满情绪上升，政客为了转移国内矛盾，不顾事实而将病毒甩锅中国，激发民粹主义，并以此为自己赢得选票，尤以美国为盛。

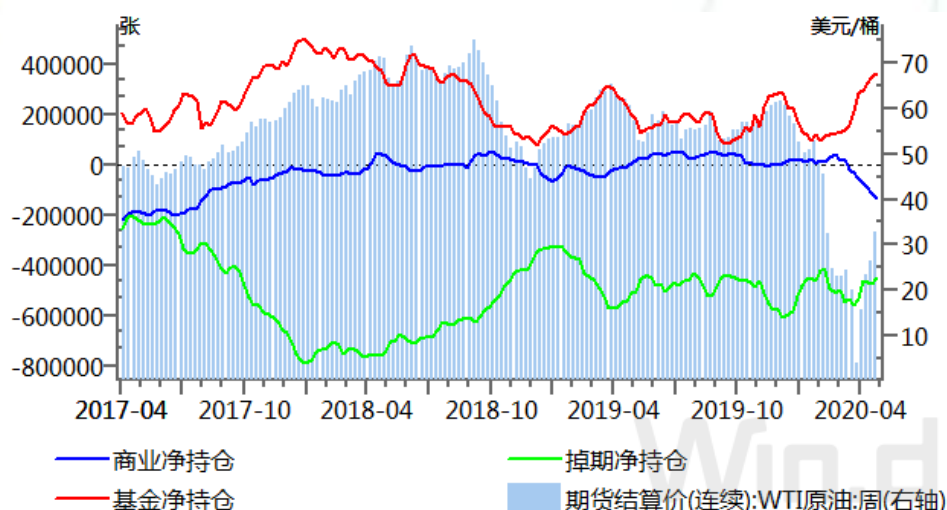
在 5 月 25 日美国发生黑人因警察暴力执法致死事件后，美国多地发生抗议活动，美国国内种族矛盾又开始上升。此外，在中国通过香港国安法之后，特朗普在周五宣布对香港撤销特殊待遇地位。尽管周五特朗普并未宣布具体对中国和香港的制裁政策，美股和油价甚至在尾盘一度走高，但我们认为中美关系继续降温是大概率事件和趋势，即使特朗普希望保留中美第一阶段贸易谈判的成果，国内选举和阶级矛盾也将导致其选择自身利益最大化，即将一切甩锅中国。

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。



从美元兑人民币的离岸汇率来看，目前距离 2019 年高点仅一步之遥。如果特朗普在近期宣布对中国的进一步制裁，这将导致 CNH 直接跌破 7.20 关口，并将导致全球避险情绪的新一轮上升，油价、美股再次迎来大跌。



根据最近一个月 CFTC 的 WTI 期货和期权持仓，商业净空头和管理基金净空头之间的分歧继续加大。一旦基本面的原油去库存预期被证伪，或者中美关系恶化引发系统性风险上升，管理基金的多头仓位将迅速下降，而产业客户的空头持仓相对稳定，直接结果的就是快速回调。

四、预期偏差

(1) 中美新一轮贸易战。

(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

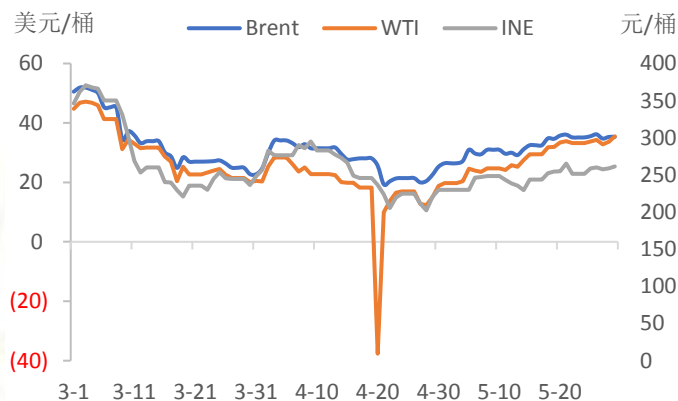


图 2：原油价格波动

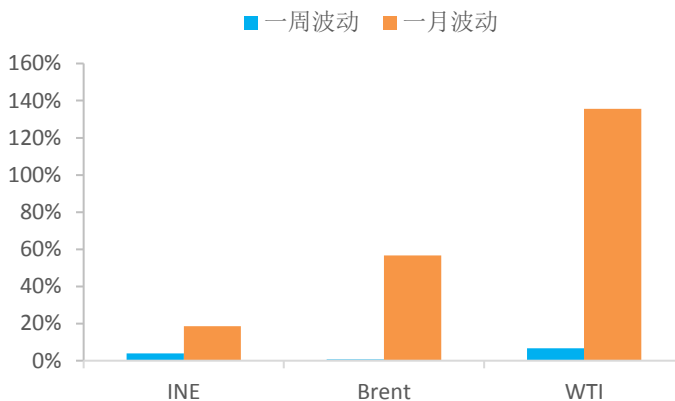


图 3：WTI-Brent 价差

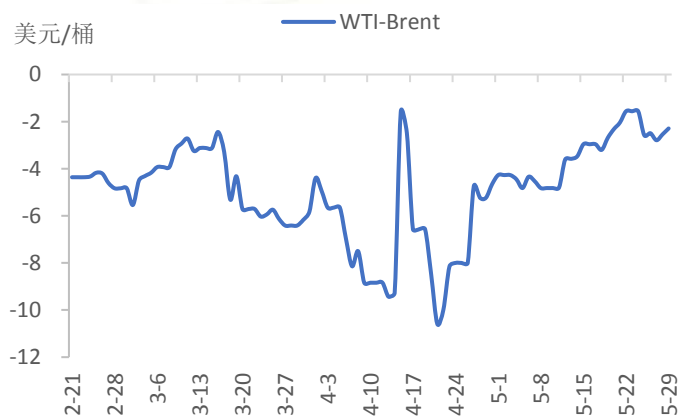


图 4：Brent-Dubai 价差

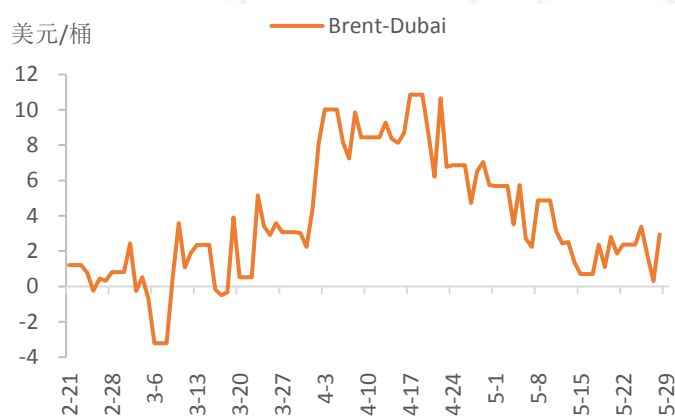


图 5：WTI-LLS 价差

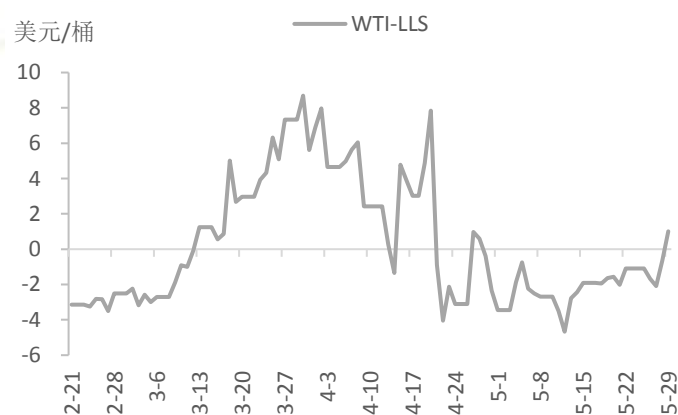
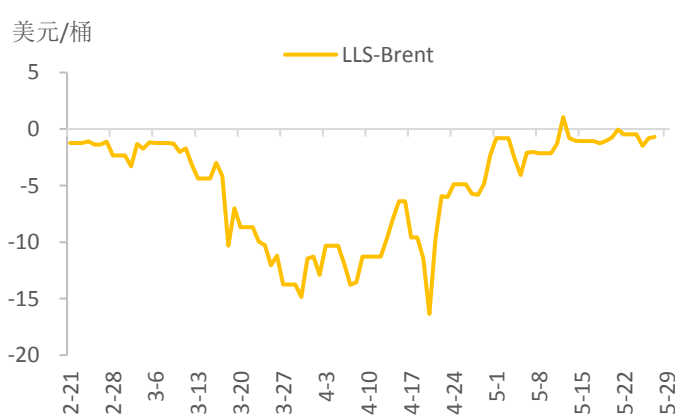


图 6：LLS-Brent 价差



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

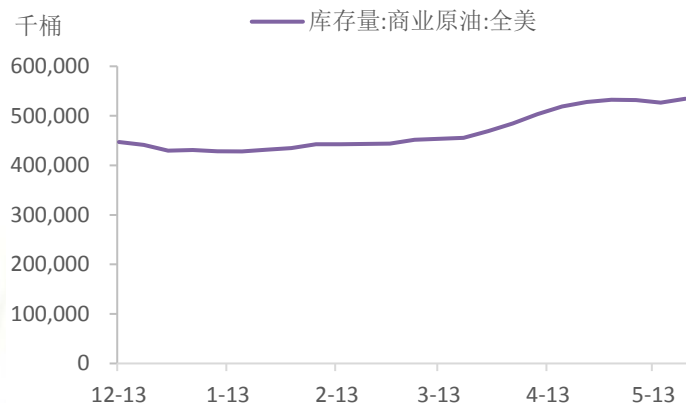


图 8：库欣原油库存

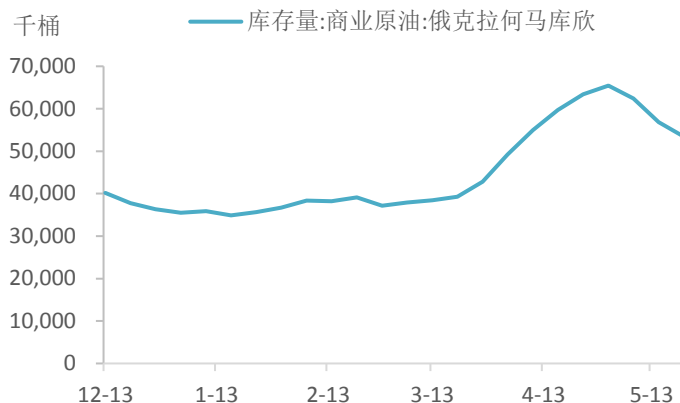


图 9：美国汽油库存

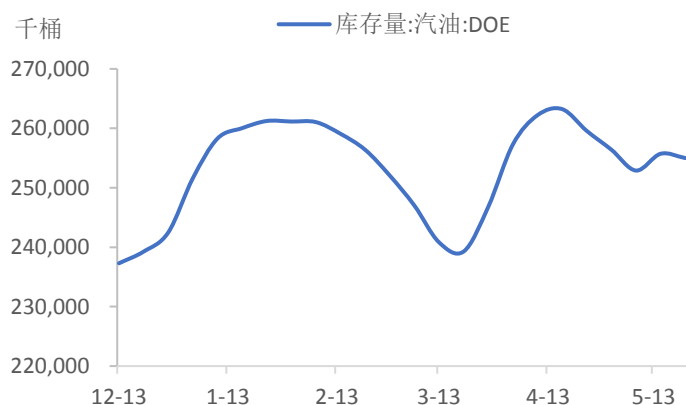


图 10：美国馏分燃料油库存

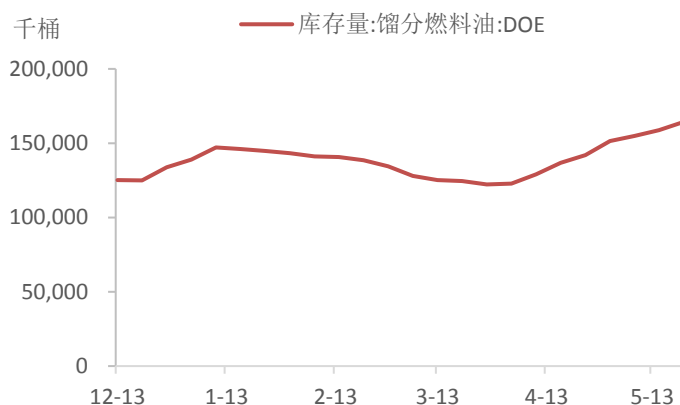


图 11：美国取暖油库存

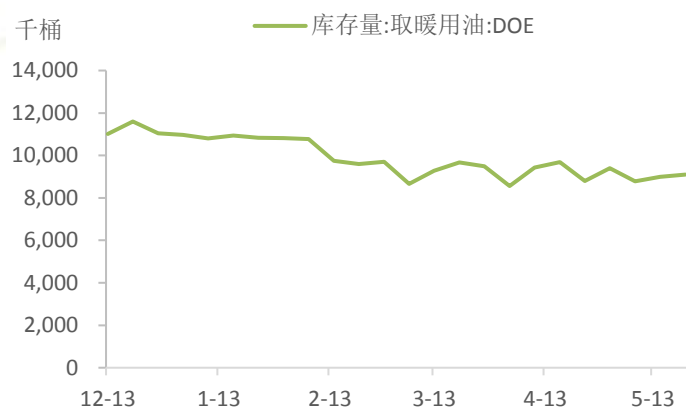
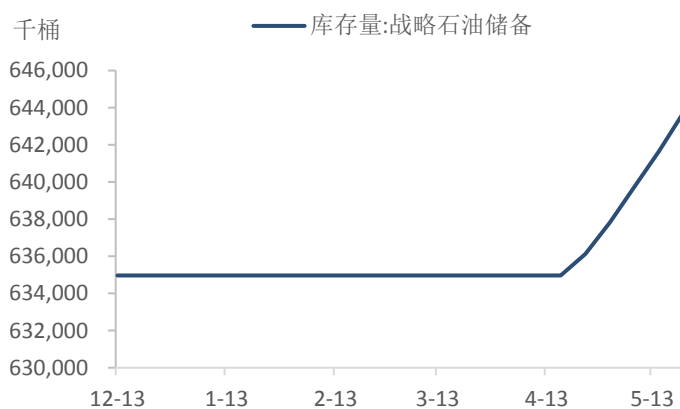


图 12：美国 SPR 库存



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

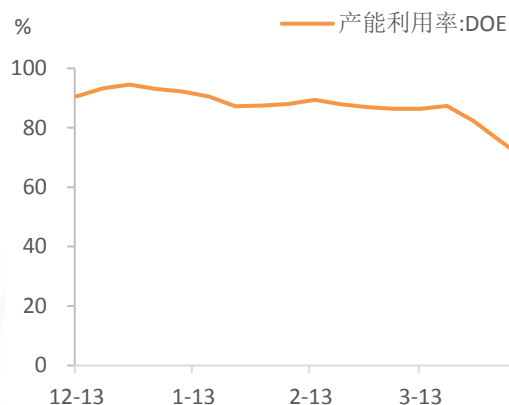


图 14: 美国原油库存分项环比

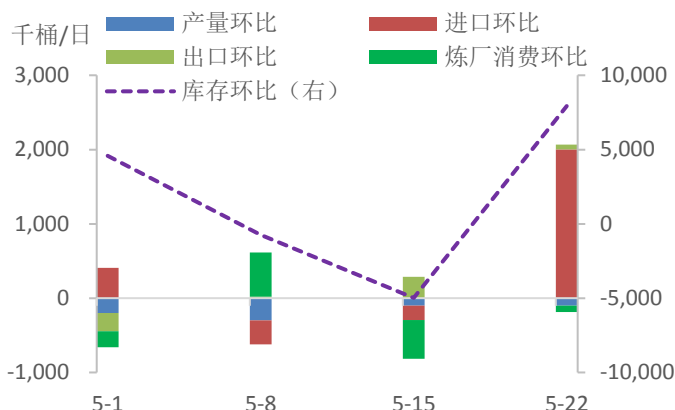


图 15: 美国炼厂原油消费

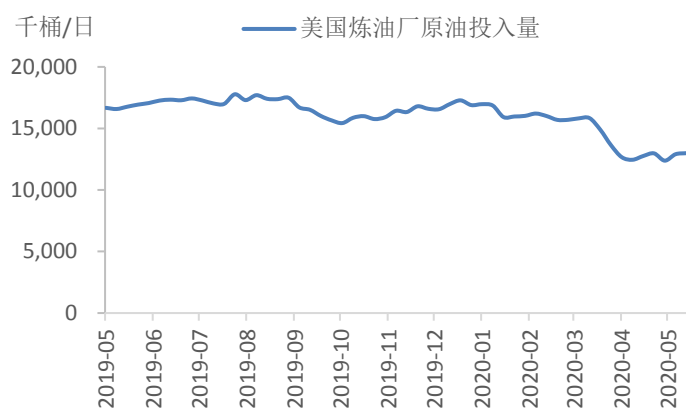


图 16: 美国原油出口



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

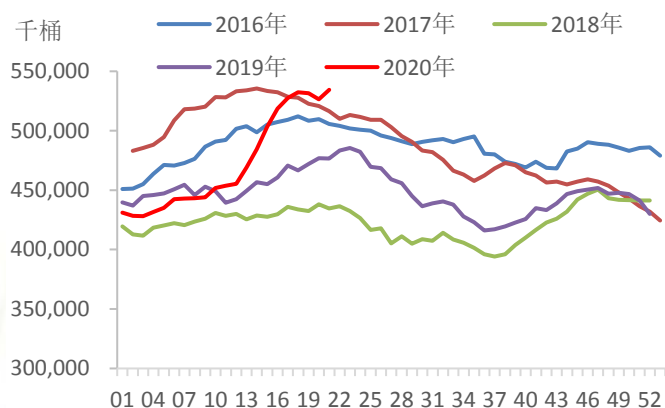


图 20：库欣原油库存季节性

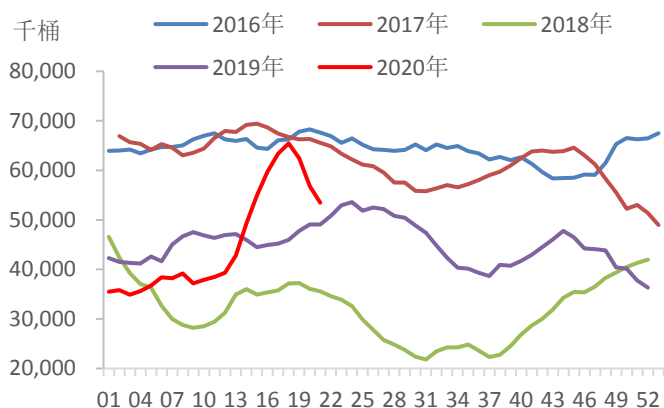


图 21：美国汽油库存季节性

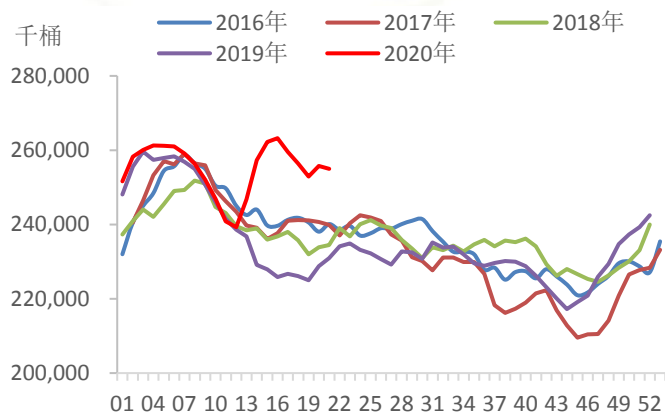


图 22：美国燃料油库存季节性

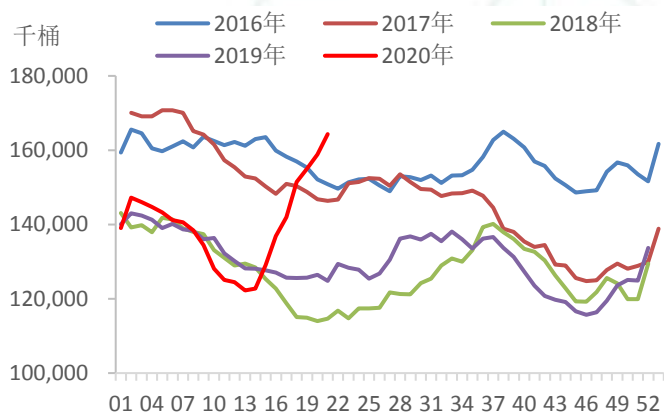


图 23：美国取暖油库存季节性

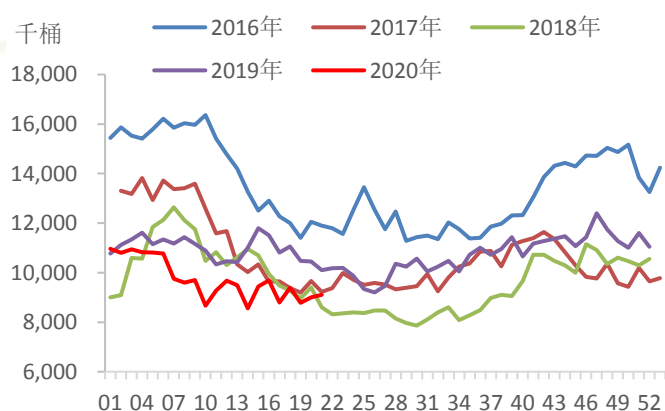
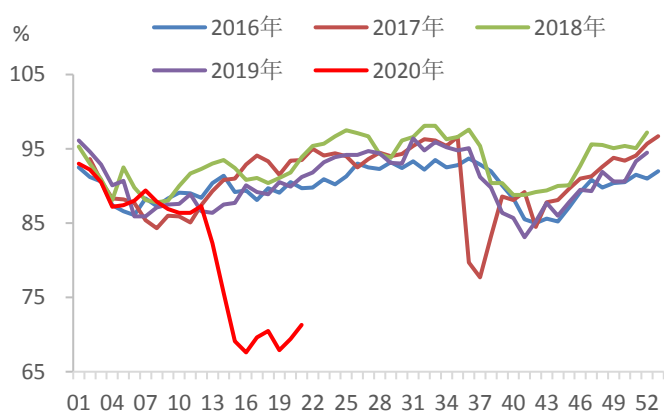


图 24：美国炼厂开工率季节性



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

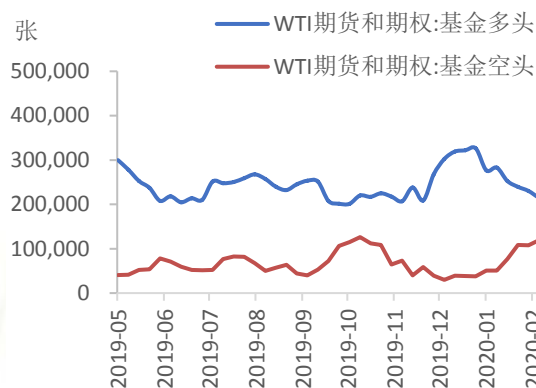


图 26: Brent 基金持仓

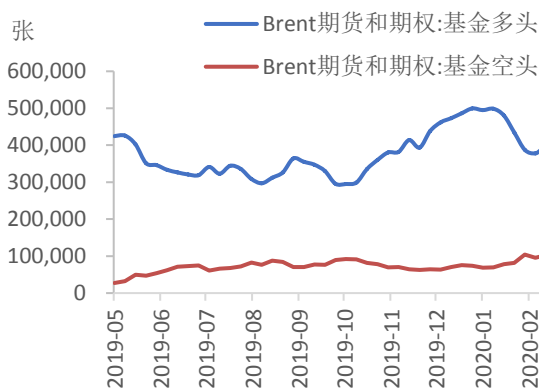


图 27: 美国总钻机数

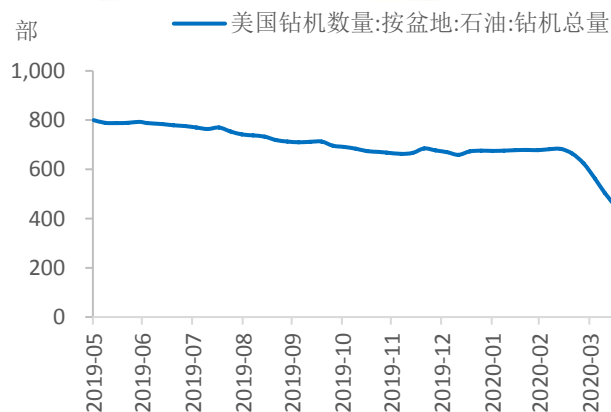


图 28: 二叠纪盆地钻机数

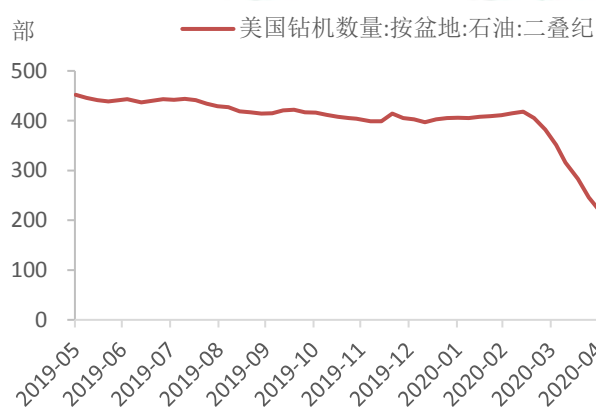
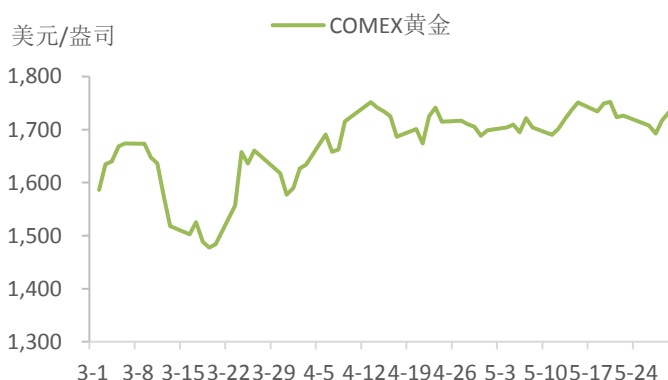


图 29: 美元指数



图 30: 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 31: COMEX 铜价

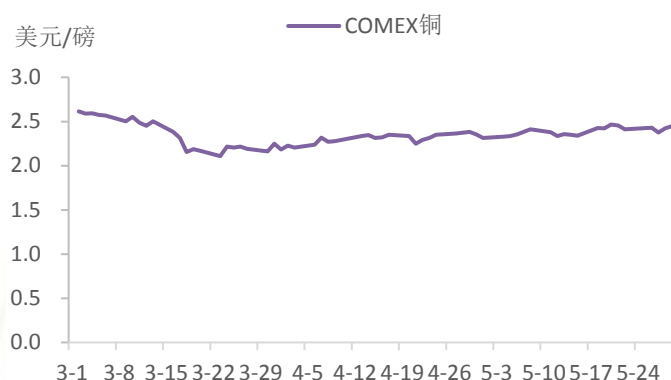


图 32: 美国 10 债收益率

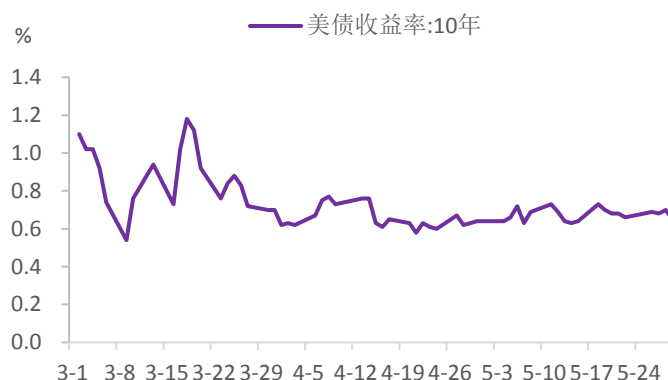


图 33: 标准普尔 50 指数

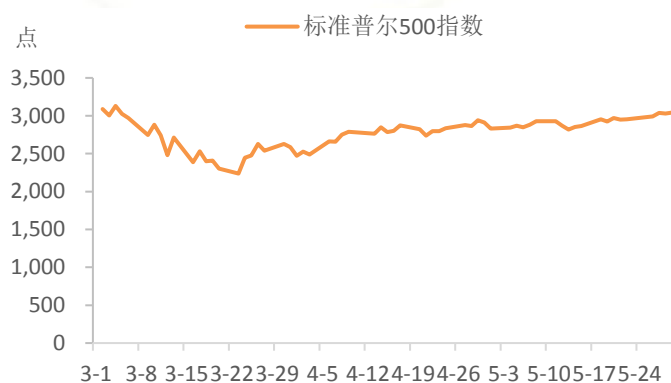


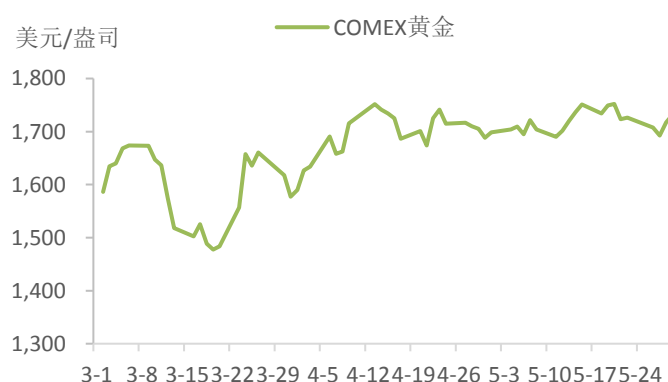
图 34: 美元兑人民币汇率



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

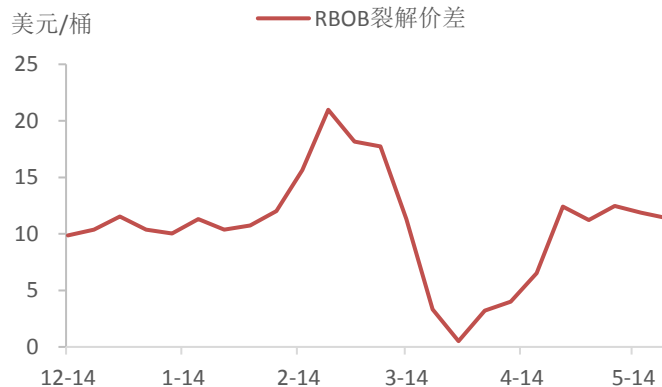


图 39: 燃油裂解价差

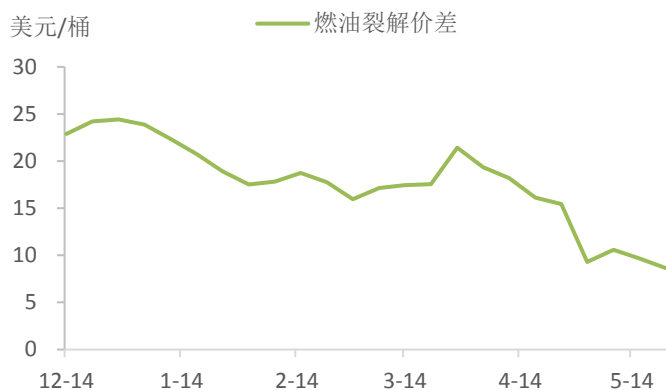


图 40: 燃油-RBOB 价差

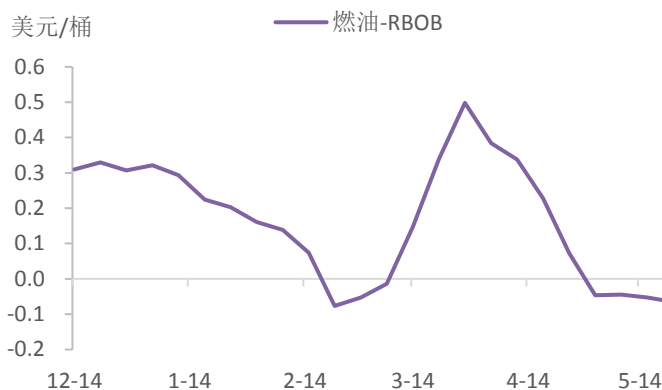


图 41: WTI 3:2:1 裂解价差季节性

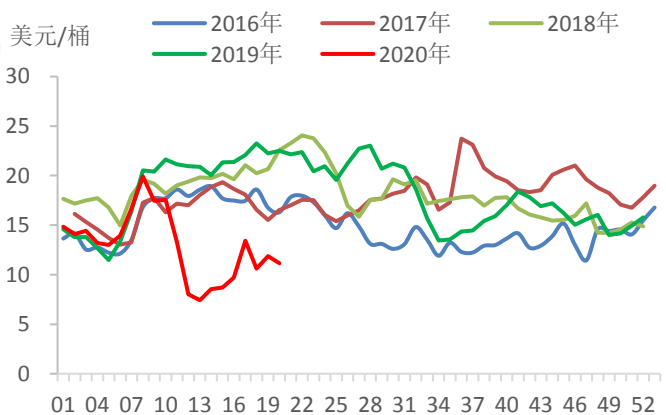
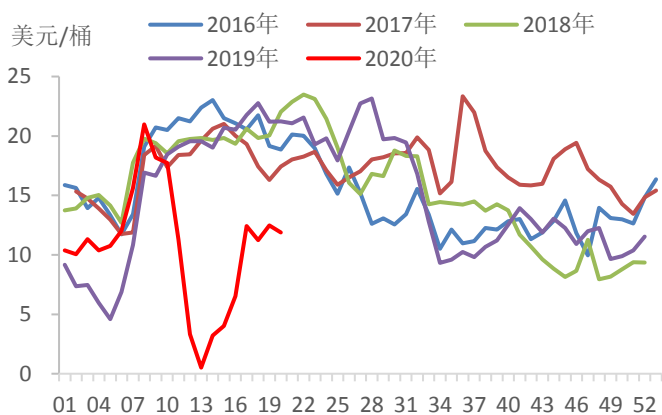


图 42: RBOB 裂解价差季节性



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

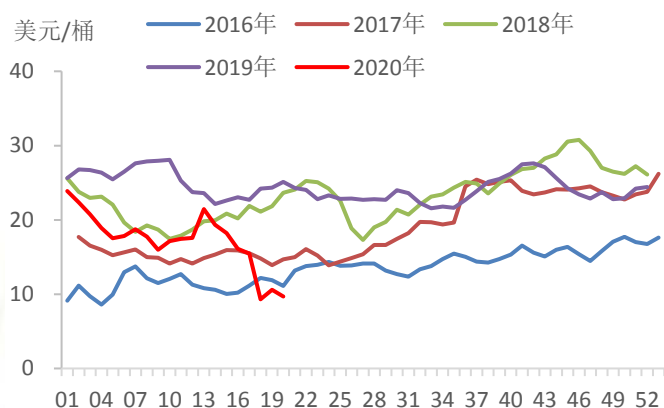


图 44: HO-RBOB 价差季节性

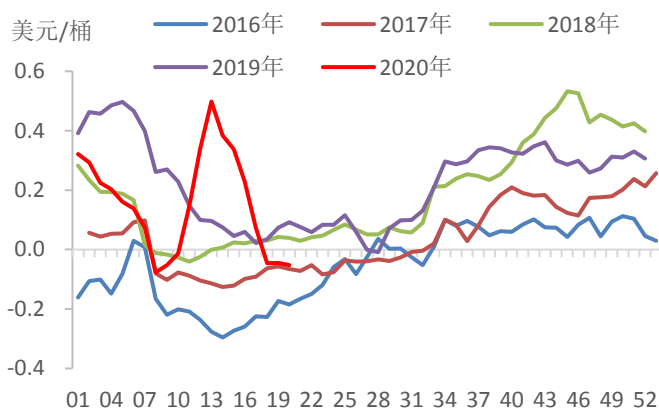


图 45: 波动率指标

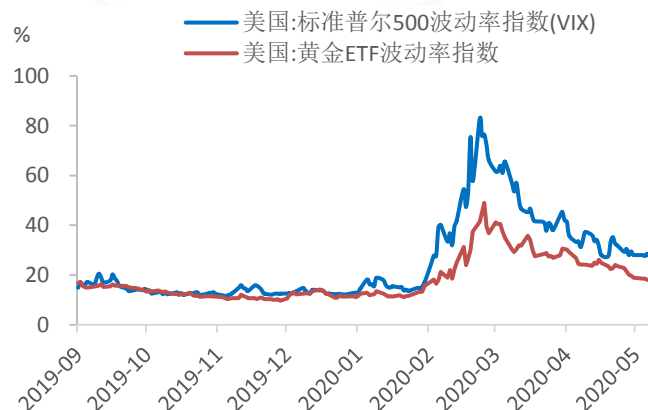


图 46: 波动率指标

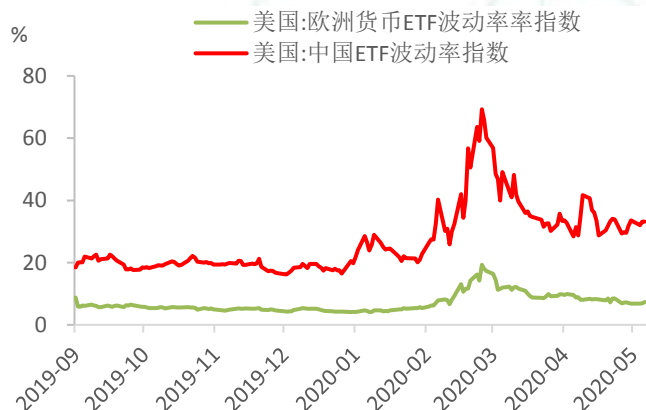


图 47: 波动率指标

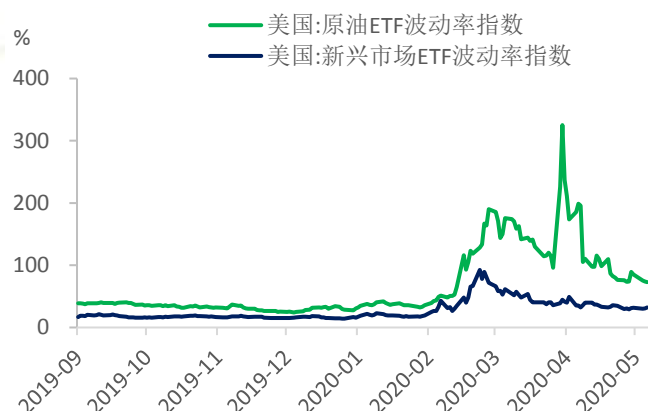
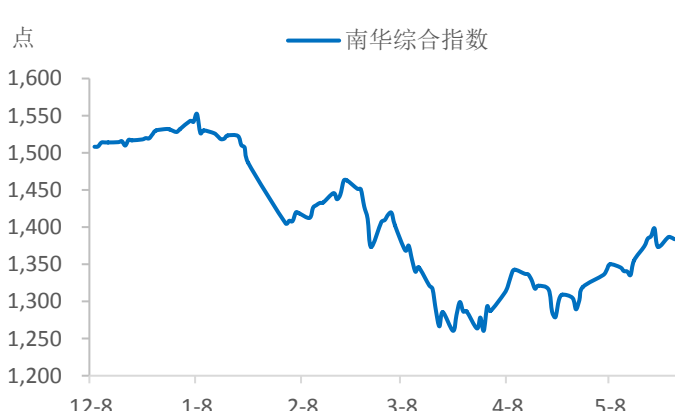


图 48: 南华综合指数



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。