

## 预期与现实的博弈

2020/06/06

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

### 市场展望：

OPEC+决定将当前减产规模延长一个月，油价创近期新高。中美关系虽然降温，但美国制裁措施不及预期，反而推升了风险资产。在 OPEC+决定落地之后，油价走势在于预期与现实之间的博弈。预计油价短期将进入区间震荡，布油可能围绕 40 美元/桶波动。一方面供给收缩预期还需要得到验证，另一方面美国库欣原油库存可能转为增长，可能扭转投资者对于去库存的预期。

### 核心因素：

- (1) 库欣库存可能重新增长。
- (2) 市场继续 risk on 模式。

### 预期偏差：

- (1) 中美发生新一轮贸易战。
- (2) 中东地缘政治。

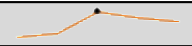


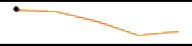
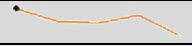





### 免责声明

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 周度行情回顾和市场展望

### 一、行情回顾

**表：市场相关指标近期走势**

INE	282.2	7.0	2.5%	5.6%	
Brent	42.30	6.97	19.7%	42.3%	
WTI	39.55	4.06	11.4%	64.9%	
美元指数	96.94	-1.33	-1.4%	-3.2%	
美元兑人民币	7.0866	-0.0589	-0.8%	-0.1%	
上证综合指数	2,931	78	2.8%	1.8%	
SP500	3,194	150	4.9%	12.1%	
10年美债收益率	0.91	0.26	40.0%	26.4%	
COMEX铜	2.56	0.11	4.4%	8.6%	
COMEX黄金	1,683	-69	-3.9%	-0.3%	

数据源：Reuters Eikon, WIND, 中粮期货研究院

本周油价继续上涨。尽管美国抗议活动高涨，并可能引发新冠疫情的新一轮爆发，但市场普遍预期复工将带来原油需求端的改善，OPEC+可能延长当前减产计划令多头兴奋，加之美股近期的暴涨，也让大量投机资金涌入原油市场。然而，周三传出 OPEC+并未就延长当前减产计划达成一致，EIA 全美原油库存小幅下降 208 万桶，油价冲高回落。周五油价继续走高，布油再次突破 40 美元/桶的关口。

### 二、市场展望

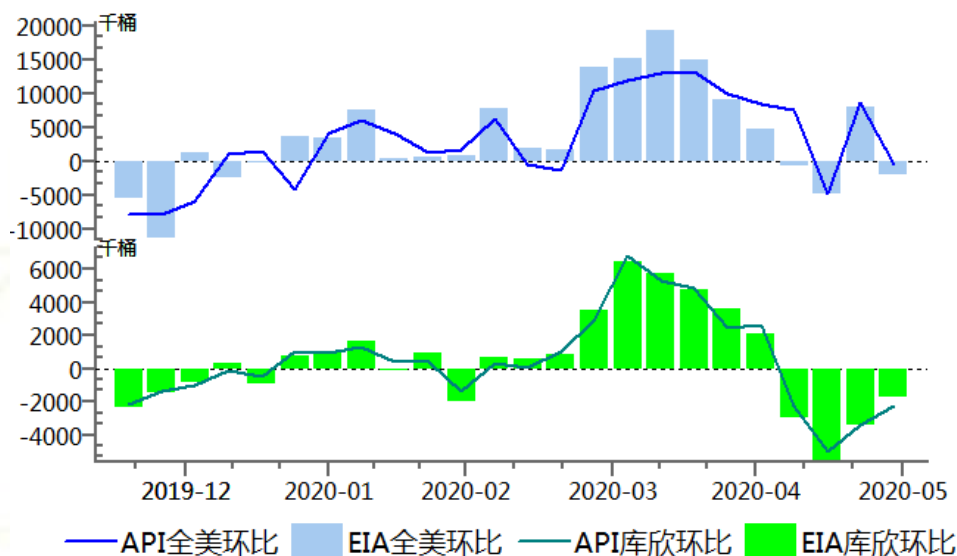
展望 6 月中旬，预计油价将进入调整区间，布油可能在 40 美元/桶迎来阻力。一方面，当前支撑投机性多头的最主要因素在于 OPEC+可能延长目前 970 万桶/日的减产份额一个月，然而市场对于该消息的炒作已经较为充分，即使达成减产协议也可能出现卖事实的情况；另一方面，美国原油库存可能转为上升，尤其是库欣地区的原油库存可能重新增长，这源于美国成品油消费低迷拖累炼厂开工率，同时美湾库存创同期新高将压制库欣库存南下。

#### 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。

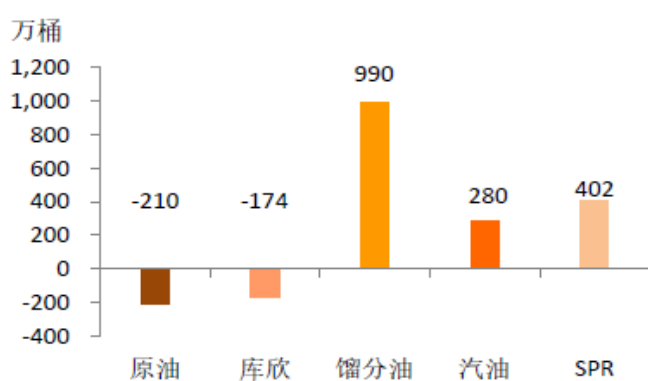
### 三、核心因素分析

#### 1. 短期去库存难以持续。

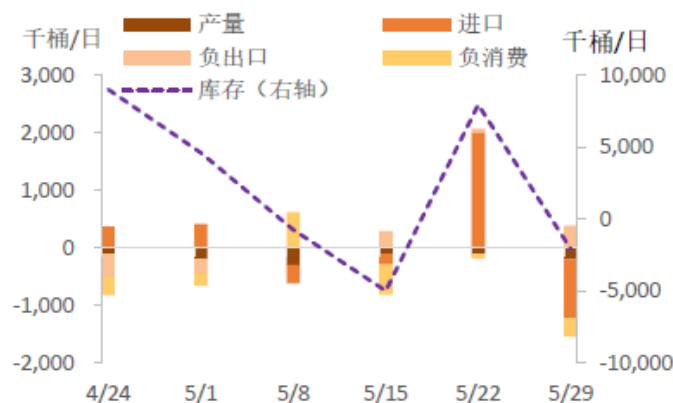


从近期的 EIA 和 API 库存来看，全美原油库存下降的趋势还不能确认，反而是库欣地区的周度库存环比降幅开始收窄。我们认为，未来数周的美国原油库存可能转为增长，尤其是库欣地区的原油库存的增速可能更快，这将导致投资者重新担心 WTI 交割地的库存问题。

#### EIA 库存环比变动



#### 美国原油库存分项环比

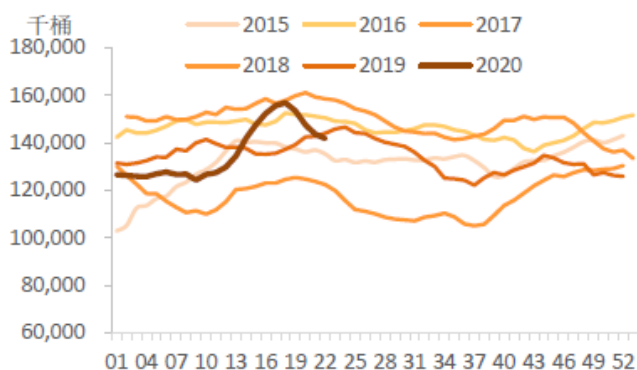
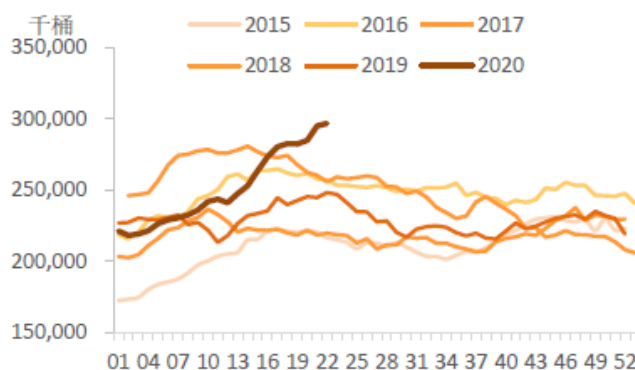


从本周 EIA 公布的库存环比各项来看，商业库原油存下降 210 万桶，而馏分油和汽油库存分别增长 990 和 280 万桶，SPR 则环比增长 402 万桶。这表明商业原油库存的下降主要源于 SPR 的收储，实际商业库存是在增长，尤其是成品油消费出现了疲软的迹象，尽管我们认可美国逐步复工，但并未

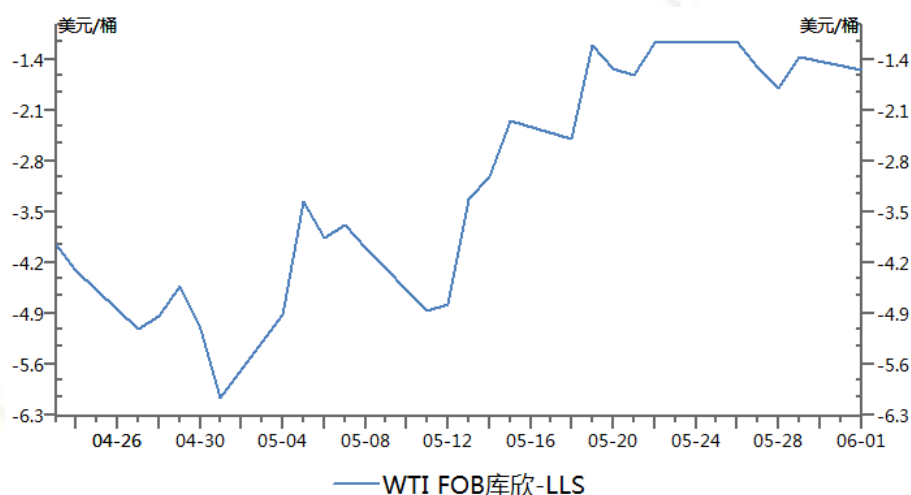
#### 免责声明

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。

反映到成品油的消费上来，尤其是近期美国各地爆发抗议活动叠加新冠疫情，正常的季节性汽油消费旺季可能滞后或大幅弱化。

**PADD2 原油库存季节性图**

**PADD3 原油库存季节性图**


尽管全美原油库存出现下降，但 PADD2 和 PADD3 地区的原油库存仍在分化，一边是以库欣为主的 PADD2 地区原油库存下降，另一边是以美湾为主的 PADD3 地区原油库存创同期新高。这主要是因为 4 月中下旬库欣库存快速后库欣与美湾地区之间的巨大套利价差，大量原油从库欣运往美湾地区，导致 5 月 PADD2 与 PADD3 地区之间的库存开始分化。

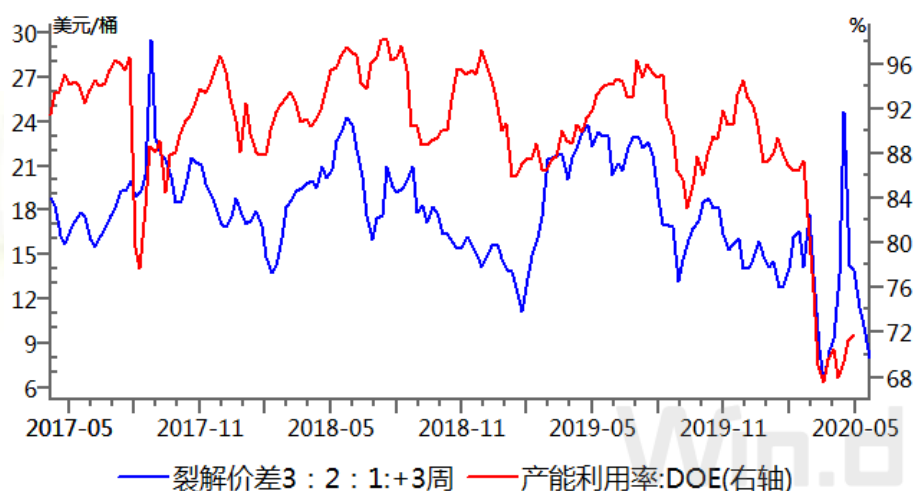


从 WTI FOB 库欣与 LLS (美湾原油) 的现货价差来看，从 4 月中下旬以来，二者价差大幅收窄，从 -5 美元/桶收缩到 -1.5 美元/桶。一般来说，WTI 库欣-LLS 的价差至少需要在 (-2, -1.5) 美元/桶以下，才能覆盖从库欣运往美湾的管道运费，目前的价差已经使得库欣南下套利窗口基本关闭。考虑到 WTI 库欣-LLS 价差从 5 月中旬开始关闭，加上 3-4 周左右的套利滞后时间，预计将在 6 月中下旬开

**免责声明**

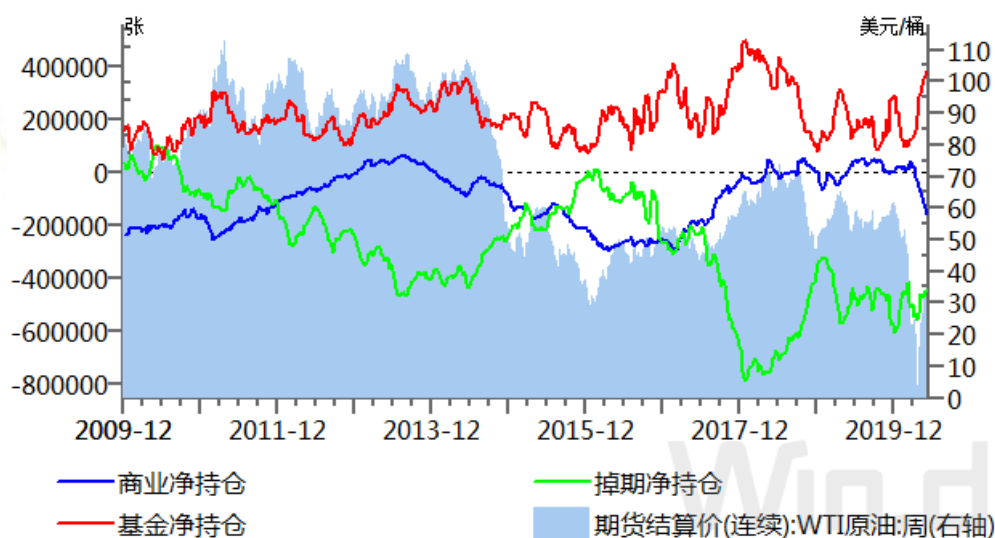
本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

始逐步验证库欣重新累库的过程。如果库欣套利窗口继续关闭，累库的速度关键在于成品油消费的恢复。



然而,我们看到的是依然疲软的美国成品油消费,创新高的馏分油库存,以及再次回到低点的 WTI 裂解价差。尽管美国已经进入驾驶季,但新冠疫情和各地抗议活动将严重打击民众的出行计划,预计汽油消费继续低迷,馏分油需求也尚未看到拐点。因此,我们预计美国炼厂的短期开工率维持低位,甚至再度下降,进而推动库存增长。

## 2. 市场继续 risk on 模式。

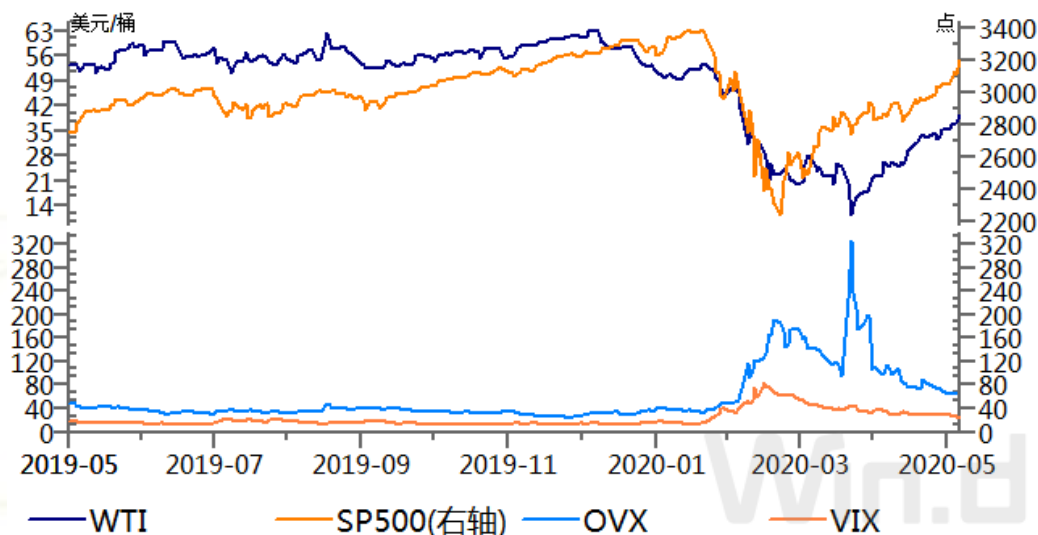


除了 OPEC+ 将当前 970 万桶/日的减产配额期限延长一个月外,全球金融市场继续 risk on 模式带

### 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。

来的风险资产价格普涨也是推动近期油价上涨的重要原因之一。一般情况下，当对冲基金预计系统性风险 VIX 下降时，会加大对股市、原油、铜等风险资产的配置，具体表现为 WTI 期货持仓上的管理基金净多头寸快速增长。



在 3 月 24 日美联储宣布无限量 QE 之后，VIX 就开始了持续下降的路程。由于库存紧张的原因，4 月 20 日 WTI 出现了负油价，OVX 创出历史极值 280，但随后也跟着 VIX 一起下降，市场明显转向 risk on 模式。

在过去的几周内，笔者一直偏执的认为中美关系紧张将导致 VIX 重新上升，引起美股、原油短期暴跌，但实际情况却是一次次被上涨的油价打脸。从近期的中美对抗消息来看，尽管大方向是在往降温的趋势发展，但由于美国国内民众对于“黑人生命同样重要”的抗议，美国并不想同时面临内忧外患的局面，因此也就导致了特朗普的做法是“雷声大雨点小”，仅仅是口头上的强硬。

6 月 4 日，莱特希泽在纽约经济俱乐部举办的线上活动中称，“在结构性变化上，中国做得还不错”，还称在 6 月 1 日和 2 日，中国购买了价值 1.85 亿美元的美国大豆，否认此前中国未兑现购买承诺的一些报道。然而，6 月 1 日彭博社援引知情人士的话报道称，在这次围绕“香港敏感问题”的背景下，中国要求大型国有农业企业停止购买美国某些农产品，包括大豆。这两则消息似乎是互相矛盾的，但实际上反映了美方短期内不希望将中美关系弄的太僵，尤其是在香港问题上，否则会直接影响到美股和特朗普支持率。

#### 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。

原本市场预期特朗普将宣布对中国开展新一轮贸易战，然而实际情况却是打了个哈哈，取消香港特殊待遇地位也仅仅是提了一句，甚至连记者问答都没有参加就匆匆离席。因此，市场对于中美关系发展好于预期，也就有了近期的风险资产狂欢。但我们仍需要对于中美关系的中长期降温保持警惕，尤其是在美国新冠疫情退潮、失业率回暖和美股反弹之后，无论是特朗普还是其他总统候选人，对中国的战略方针不会改变，或许美国总统选举落定之时，就是中美新一轮对抗的开始。

#### 四、预期偏差

- (1) 中美发生新一轮贸易战。
- (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

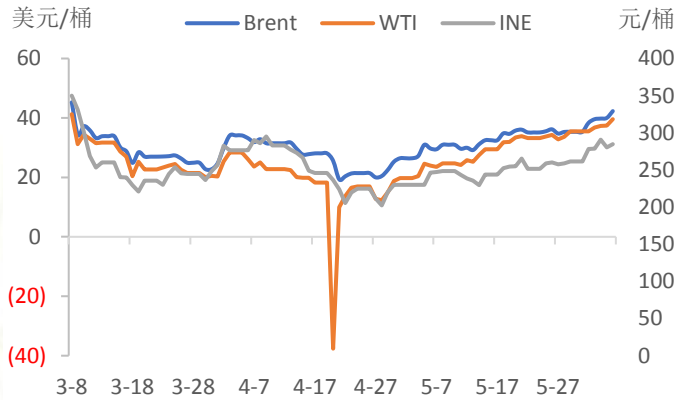


图 2: 原油价格波动

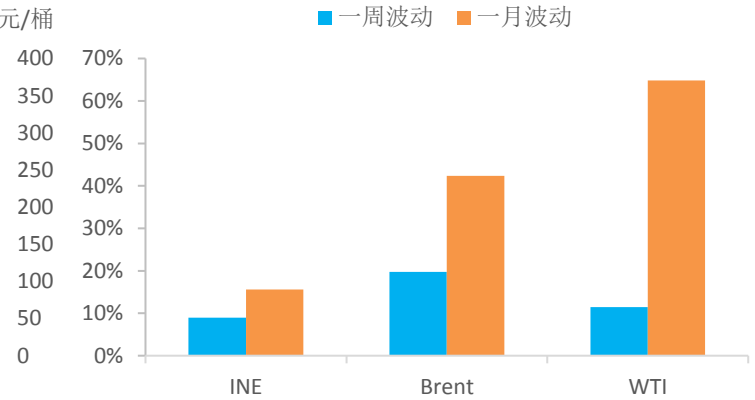


图 3: WTI-Brent 价差

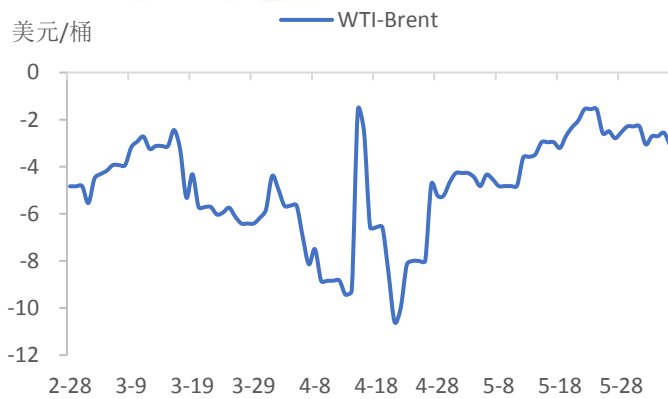


图 4: Brent-Dubai 价差

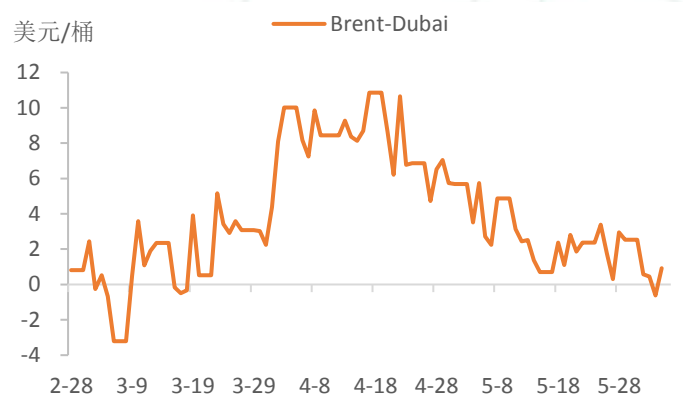


图 5: WTI-LLS 价差

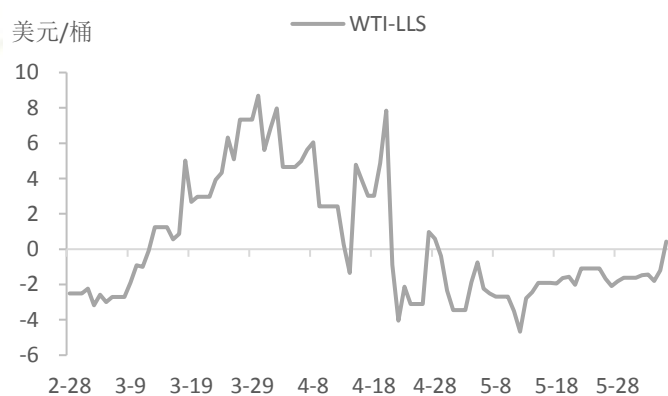
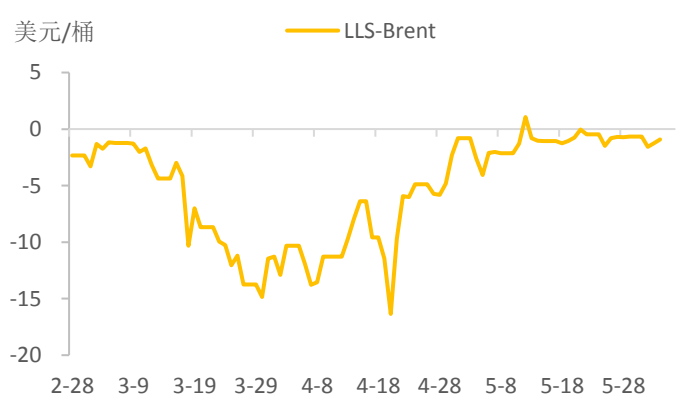


图 6: LLS-Brent 价差



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

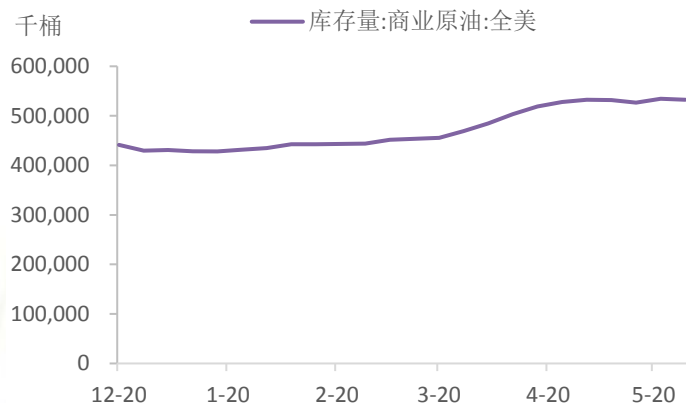


图 8：库欣原油库存

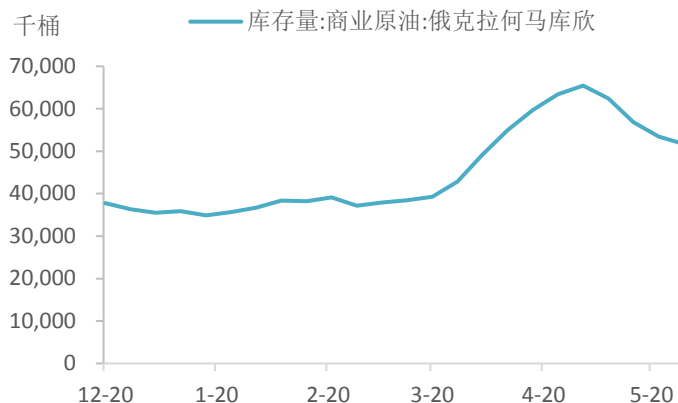


图 9：美国汽油库存

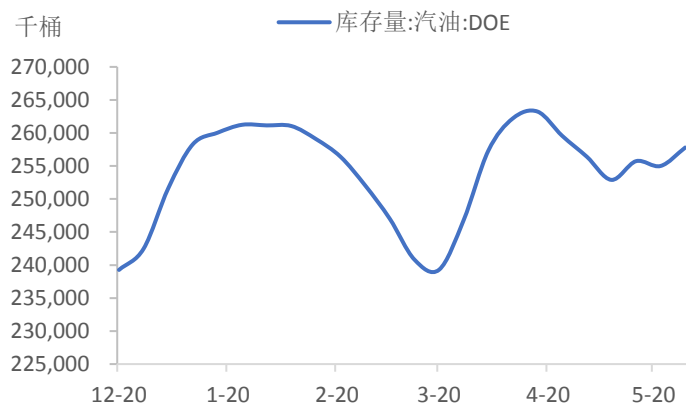


图 10：美国馏分燃料油库存

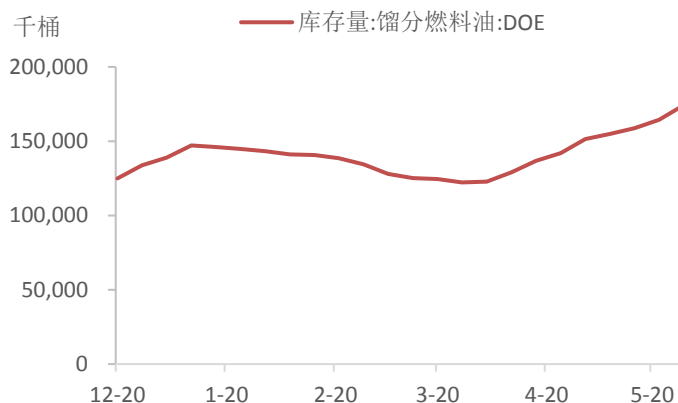


图 11：美国取暖油库存

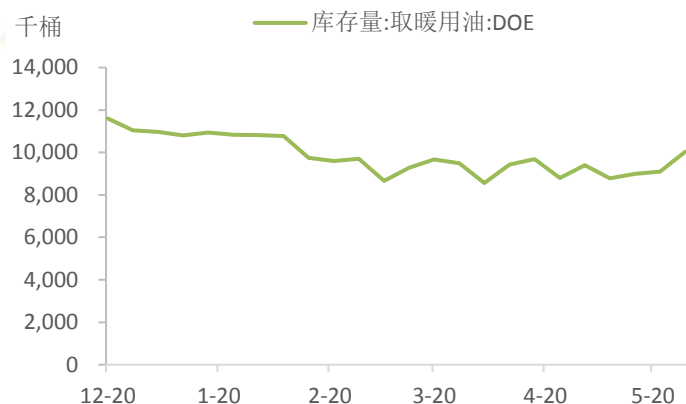
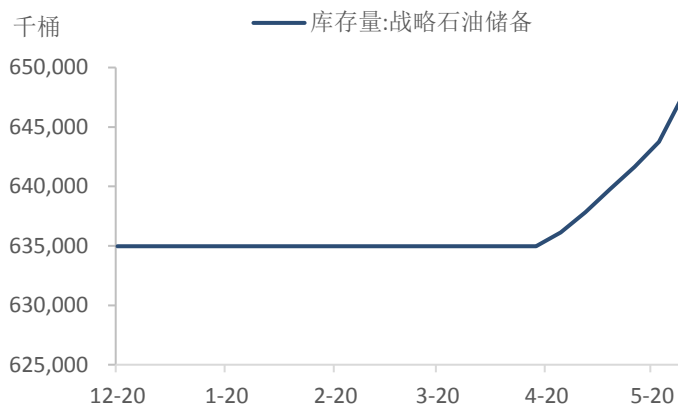


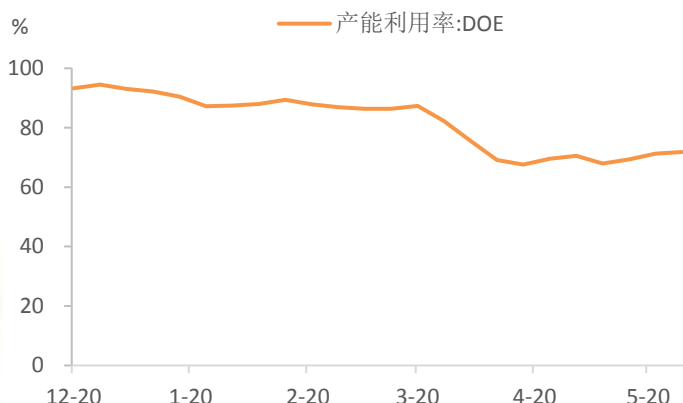
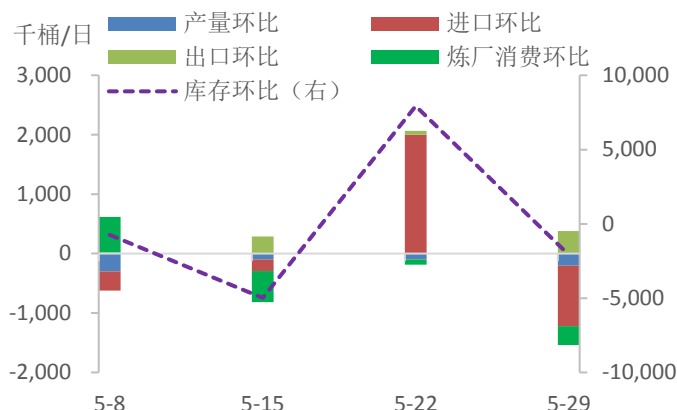
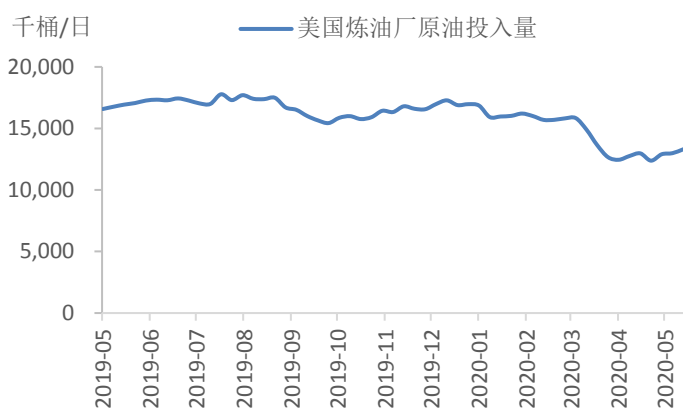
图 12：美国 SPR 库存

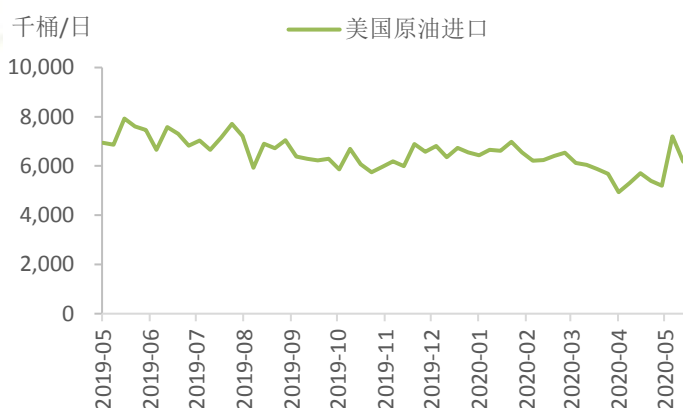
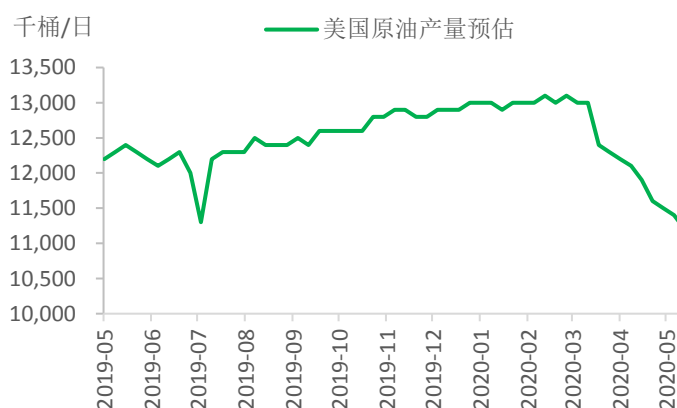


数据来源:WIND, Reuters Eikon, 中粮期货研究院

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

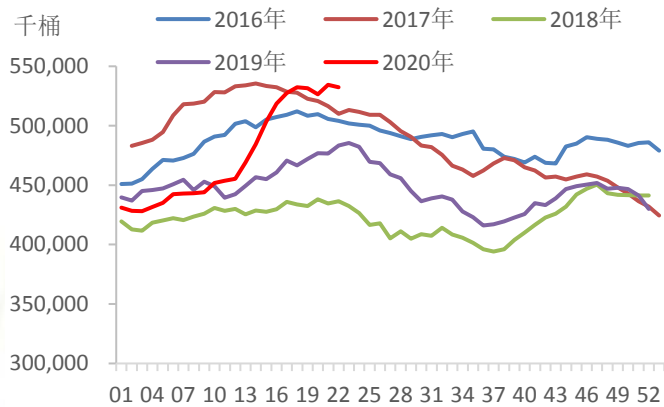


图 20: 库欣原油库存季节性

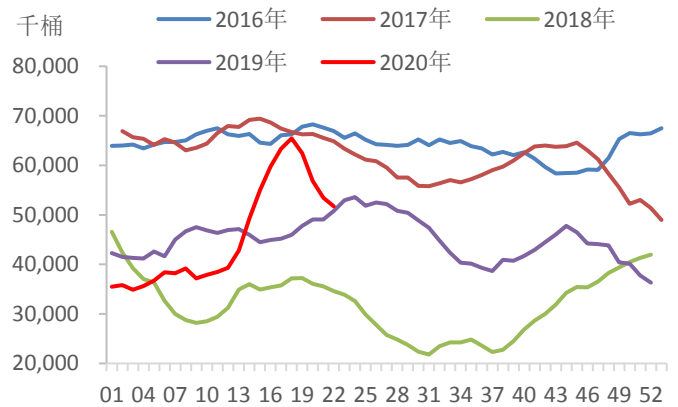


图 21: 美国汽油库存季节性

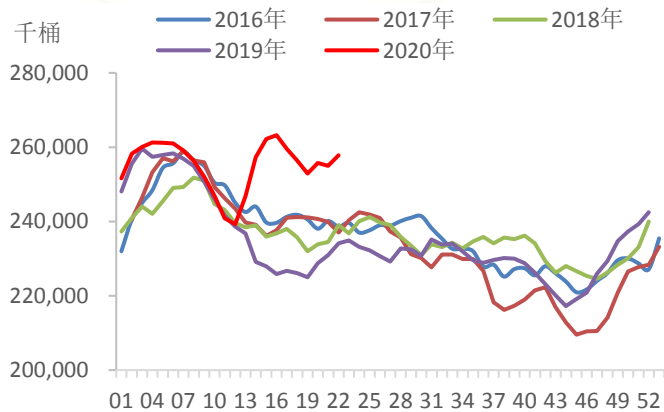


图 22: 美国燃料油库存季节性

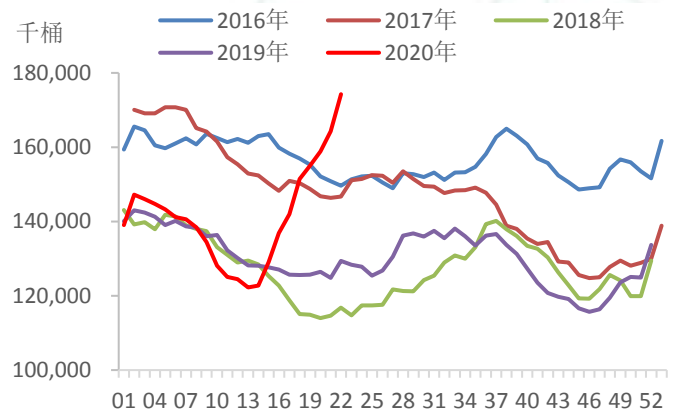


图 23: 美国取暖油库存季节性

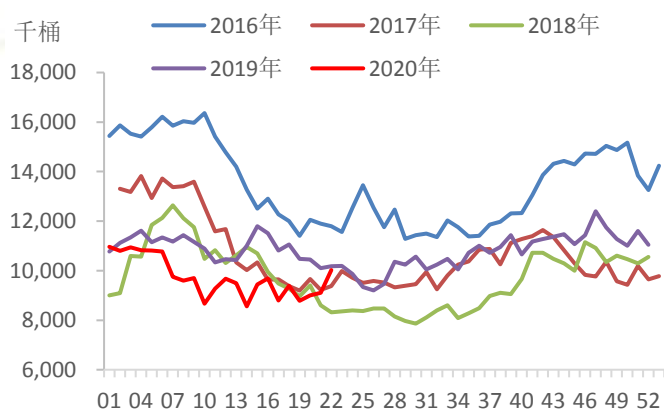
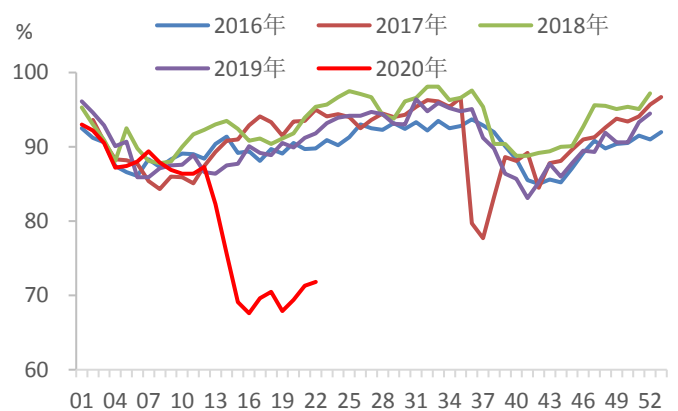


图 24: 美国炼厂开工率季节性



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

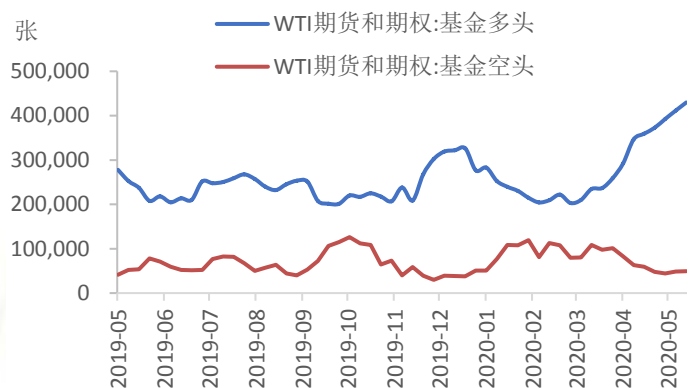


图 26: Brent 基金持仓

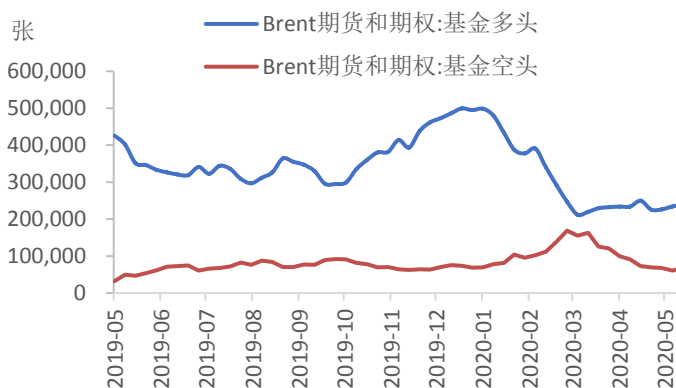


图 27: 美国总钻机数

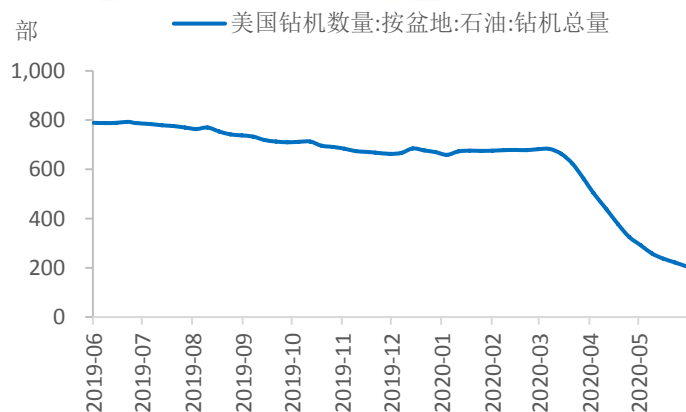


图 28: 二叠纪盆地钻机数

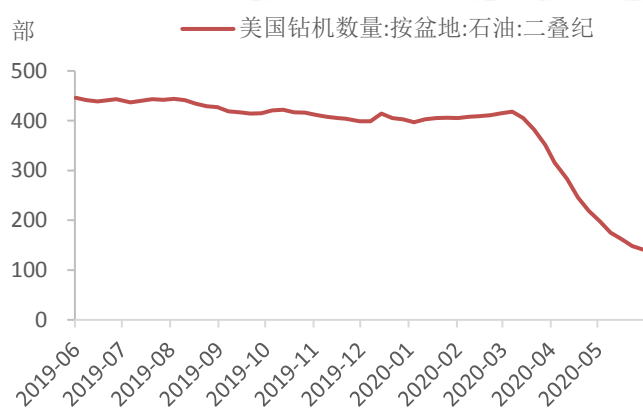
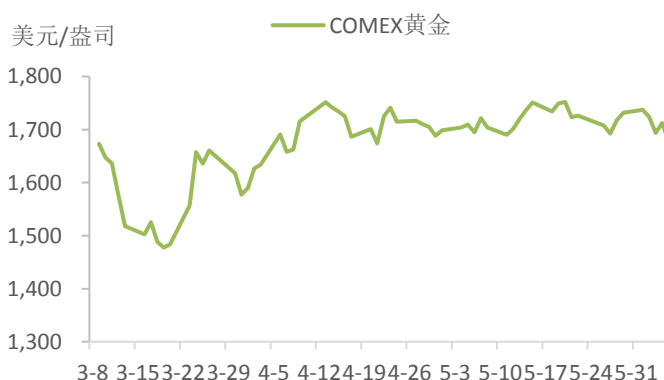


图 29: 美元指数



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

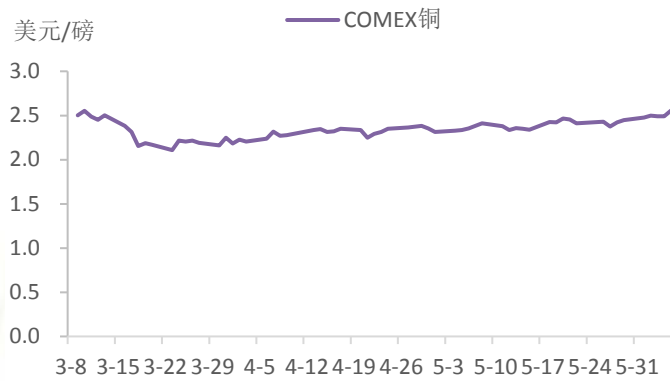


图 32: 美国 10 债收益率

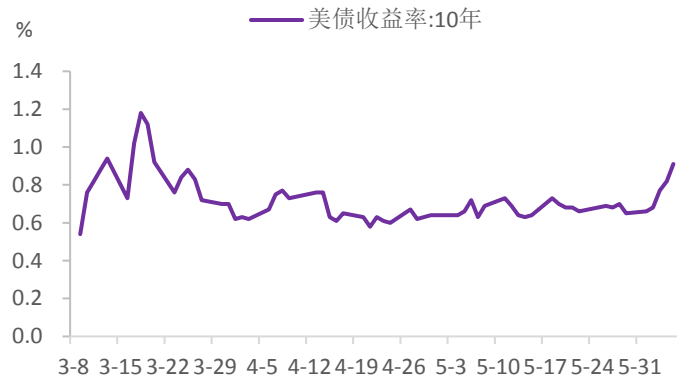


图 33: 标准普尔 50 指数

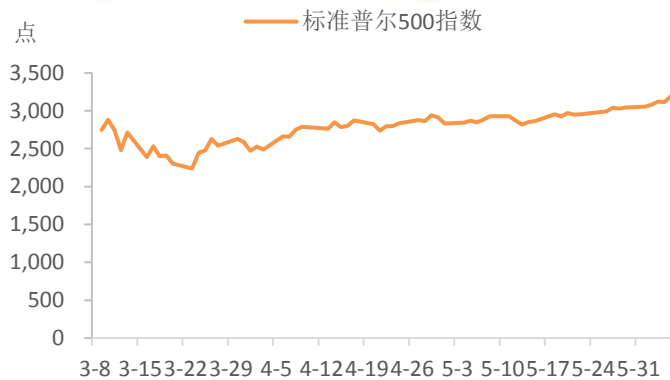


图 34: 美元兑人民币汇率

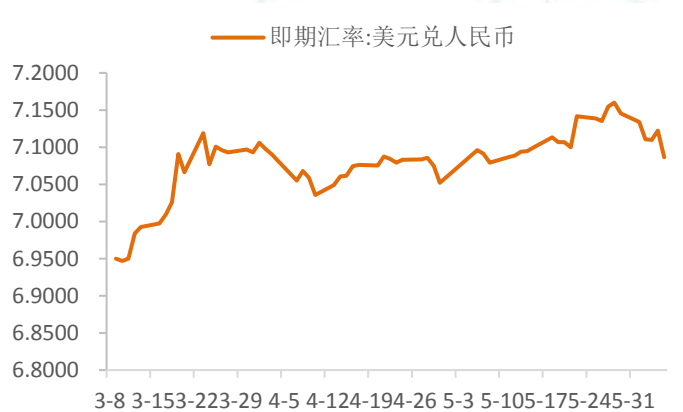


图 35: 美元指数

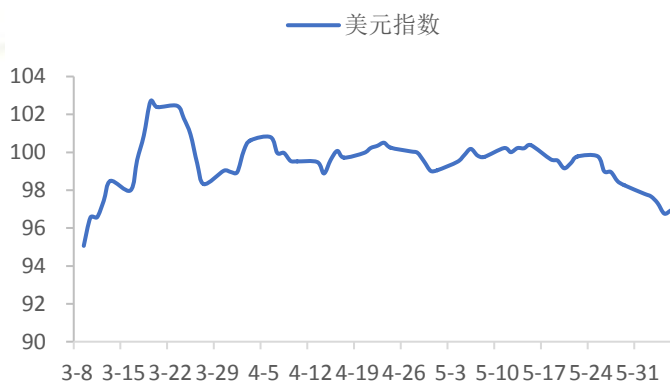
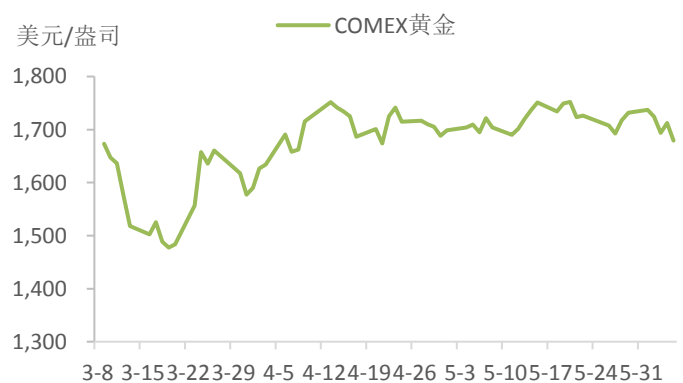


图 36: COMEX 黄金价格



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

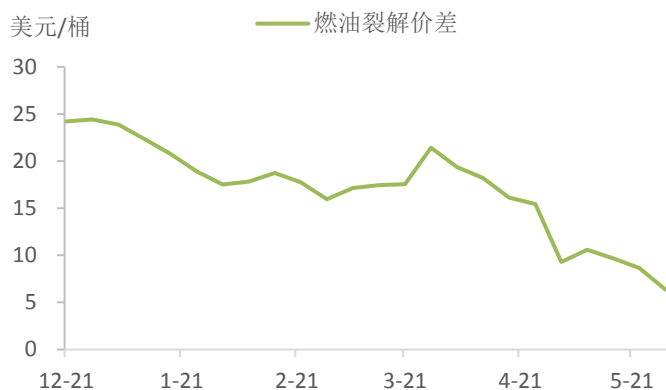


图 40: 燃油-RBOB 价差

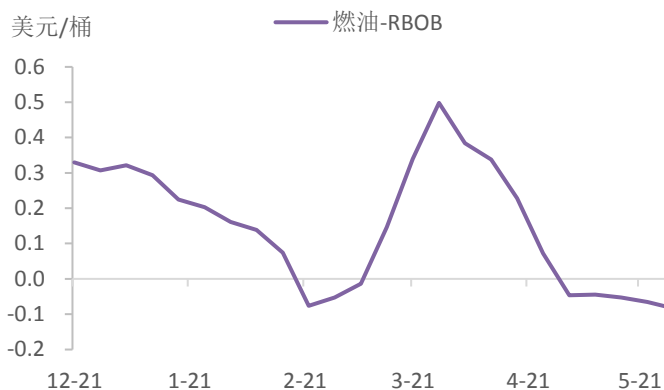


图 41: WTI 3:2:1 裂解价差季节性

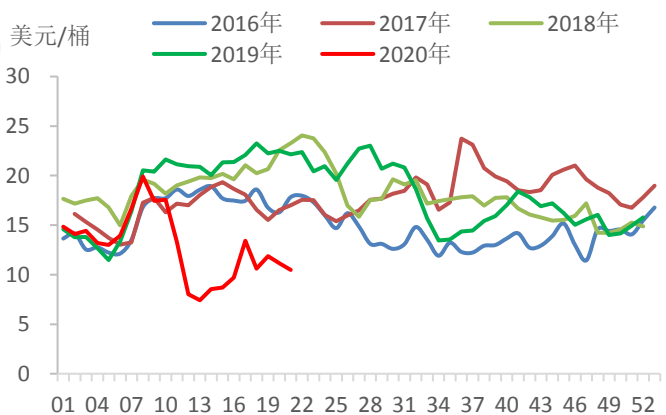
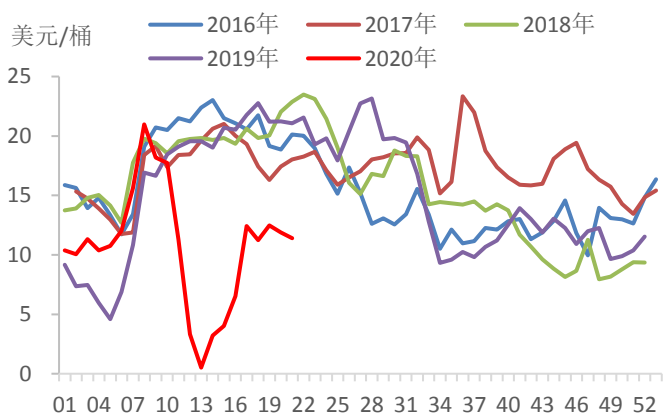


图 42: RBOB 裂解价差季节性



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

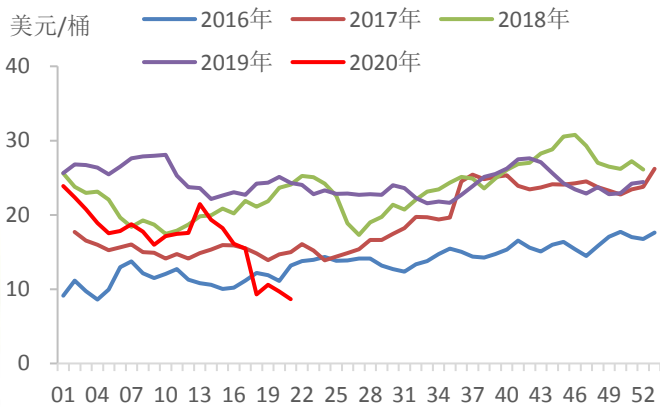


图 44: HO-RBOB 价差季节性

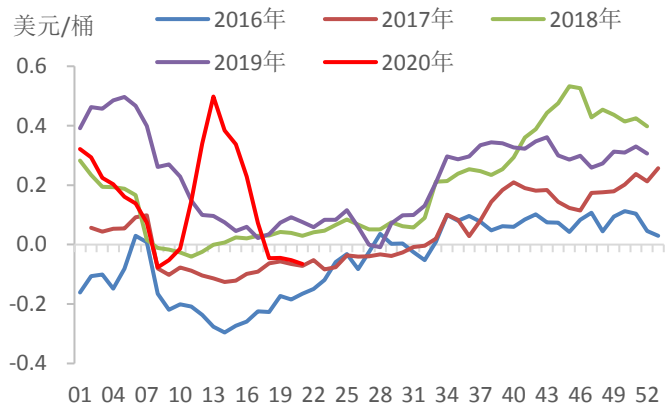


图 45: 波动率指标

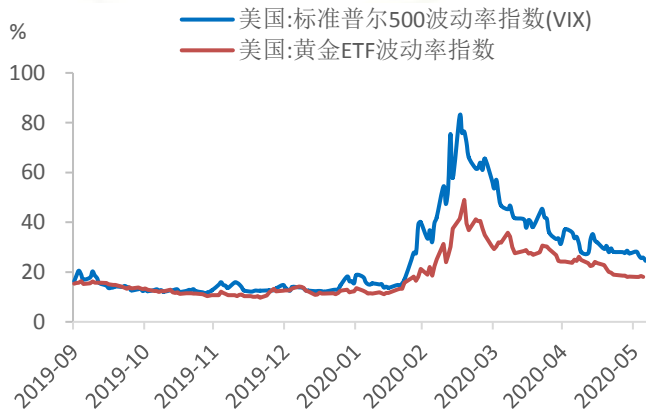


图 46: 波动率指标



图 47: 波动率指标

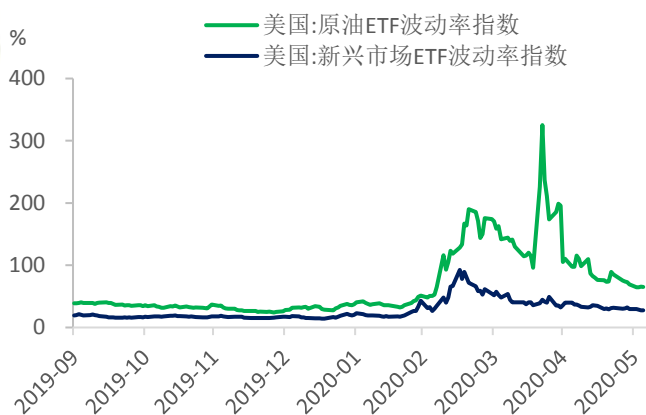
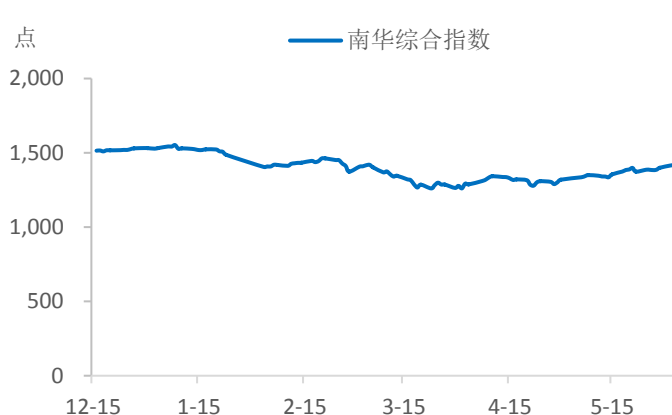


图 48: 南华综合指数



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。