中粮期货 增您所托
WE GROW WHAT YOU ENTRUST

中粮期货
COFCO FUTURES

宏观预期支撑，等待基本面驱动

2020/07/27 原油周报 中粮期货研究院

柳瑾
010-59137364
liujin@cofco.com
投资咨询资格证号：
Z0012424

执笔：陈心仪
010-59137072
chenxinyi01@cofco.com
从业资格号：F3064683

市场展望：

展望后市，在疫情背景下，宏观方面变化依旧会带动油价，但宏观利好难以突破基本面带来的阻力，原油上涨前景不够明朗，预期震荡走势不变。除疫情外还需要关注的是中美关系的走向，可能增加市场避险情绪，以及美国产量恢复情况。目前来看，我们认为基本面改善是缓慢的，油价在当前区间继续波动等待供需平衡或新的逻辑出现。

核心因素：

（1）宏观经济预期支撑风险偏好

（2）中美关系不确定性增加

（3）供需改善速度放缓

预期偏差：

（1）美国页岩油超预期增产

（2）中东地缘政治和中美关系进一步恶化

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

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	298.9	-3.5	-1.2%	0.1%	
Brent	43.34	0.20	0.5%	7.5%	
WTI	41.29	0.70	1.7%	8.6%	
美元指数	94.35	-1.67	-1.7%	-3.0%	
美元兑人民币	7.0162	0.0160	0.2%	-0.8%	
上证综合指数	3,197	-17	-0.5%	7.3%	
SP500	3,236	11	0.3%	6.1%	
10年美债收益率	0.59	-0.05	-7.8%	-14.5%	
COMEX铜	2.88	-0.01	-0.3%	8.5%	
COMEX黄金	1,898	88	4.8%	6.9%	

数据源：Reuters Eikon, WIND,中粮期货研究院

本周油市依然较为平静，国际油价窄幅震荡，两度上涨和回调，重心较前一周有所上升，盘中最高点再创新高，整体是在缓慢攀升。主要受到宏观预期的支撑，在全球经济复苏的大环境下，投资者情绪升温，出现美股原油共振的趋势。但基本面依旧压低油价，本周美国炼厂投入和需求增长速度都有放缓迹象，以及中美关系等宏观事件也降低了风险偏好，原油短线拉升后紧跟回调，涨势并不强劲。

二、市场展望

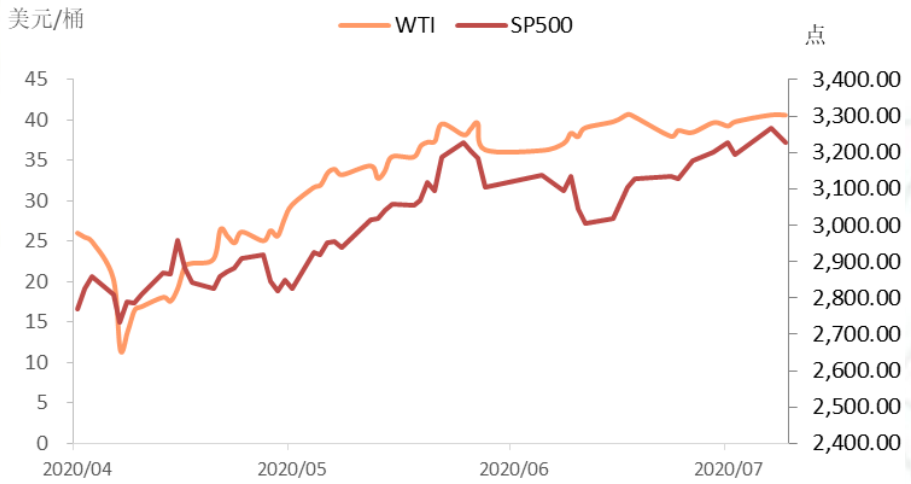
展望后市，在疫情背景下，宏观方面变化依旧会带动油价，但宏观利好难以突破基本面带来的阻力，原油上涨前景不够明朗，预期震荡走势不变。除疫情外还需要关注的是中美关系的走向，可能增加市场避险情绪，以及美国产量恢复情况。目前来看，我们认为基本面改善是缓慢的，油价在当前区间继续波动等待供需平衡或新的逻辑出现。

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。

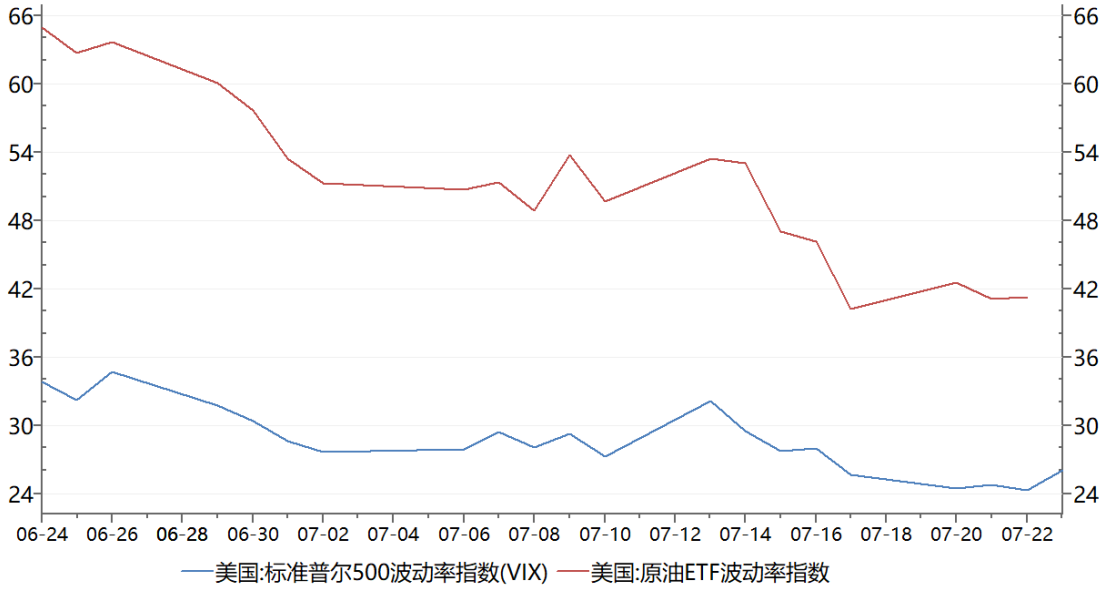
1. 宏观经济预期支撑风险偏好

作为金融属性较强的商品，原油一直以来和宏观联系紧密，且近期因基本面预期变化不大，油价受到美股影响更加明显。从二者走势上观察，自 OPEC+宣布降低减产额度以来，油价走势与美股越发接近，因原油的供给和需求恢复都在预期之中，基本面调整速度较慢，且未来是否还会受到疫情冲击、冲击力度又会有多大，都是难以预测的，市场当前更多的是在交易宏观的预期。



宏观上预期全球经济逐步恢复，波动率已大幅回落，相应地原油波动率也同步下滑，二者目前都稳定在低位。随着市场情绪升温，通胀预期上行，风险偏好增加，以及全球经济整体复苏的预期提振，对原油价格也利多。

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。



但由于美国产量和库存都是国际油价走向的重要影响因素和参照标准，因此美国疫情格外严重，很大程度上对油价形成压力。短期宏观的情绪变化更容易反映在油价上，而中长期展望来看预期的影响会逐渐减小，市场的关注点会回到实际的基本面上。

2. 中美关系不确定性增加

本周三美方传来消息，要求 72 小时内关闭中国驻休斯顿总领事馆，美股和原油应声小幅下挫，随后中方发表声明强烈谴责，消息称中方也将关闭某处美国领事馆作为回应，很快消息得到证实，加上特朗普近日表现又有反复迹象，中美关系再度降温成为市场又一担忧的风险点。

中美摩擦分长短期影响来看，短期内对市场可能产生一定的脉冲式影响，而原油跟随美股走势可能发生暂时的急涨急跌，但目前市场普遍认识到，中美之间的摩擦如今还是在斗而不破状态，并且特朗普在美国大选之前反复无常已经不出乎意料，所以本次摩擦尚未引起对远期的忧虑，原油受到的影响也不大。但中美问题容易引发对宏观情绪冲击，因此还需要持续关注。

3.供需改善速度放缓

尽管包括 IEA 在内的多方都在不断上调需求预期，但就美国而言，对原油及成品油需求回升的预

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。

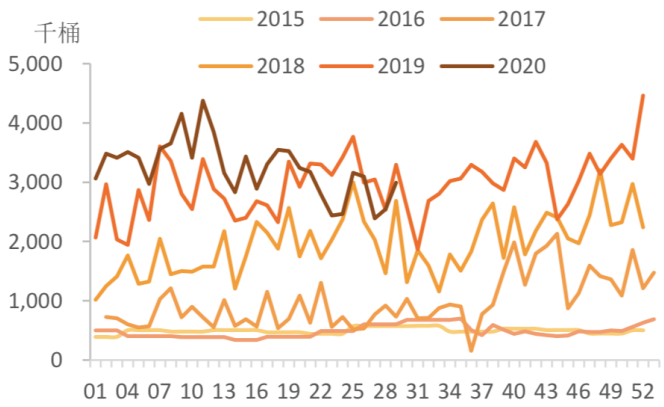
期主要针对于中长期，而短期内基本面压力是油价迟迟难以突破的关键因素。

除需求预测值之外，从已有历史数据来看，EIA 数据显示，上周美国原油炼厂加工量较前一周小幅减少，且投产也有所下滑，炼厂的利润依然承压，且汽油和燃油库存位于高位，抑制裂解价差的回升，表示成品油的需求回升仍然困难，因而炼厂加工动力不足，导致上游原油需求恢复也受限。

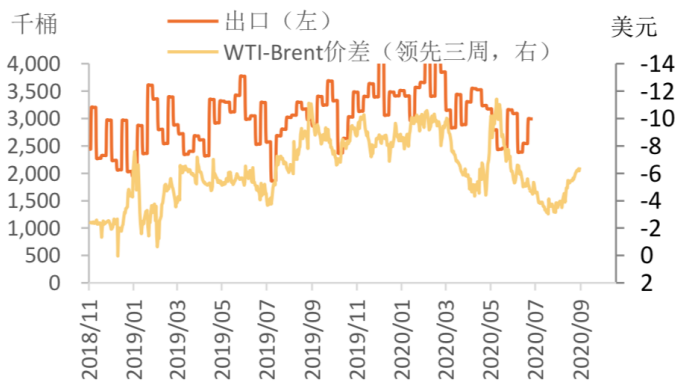
Data Series / Area	Clear	06/12/20	06/19/20	06/26/20	07/03/20	07/10/20	07/17/20
Refiner Inputs and Utilization							
Crude Oil Inputs		13,600	13,840	14,033	14,347	14,309	14,206
Gross Inputs		13,999	14,162	14,320	14,698	14,826	14,777
Operable Capacity (Calendar Day)		18,976	18,976	18,976	18,976	18,976	18,976
Percent Operable Utilization		73.8	74.6	75.5	77.5	78.1	77.9

美国国内的消费需求不足，而出口变化对 WTI-Brent 价差扩大的反应有一定滞后，且美国出口与历史同期对比也不算低位，短期很难依赖出口增加。SPR 方面，增长也逐渐告一段落，综合来看，美国原油还没有找到一个显著的去库存途径。

美国原油出口季节性图



WTI-Brent 价差与出口



另外值得关注的是，根据本周五油服贝克休斯周报，上周美国活跃钻机数增加 1 座，是自 3 月以来的首次增长。油价从低谷攀升上来后，市场也在等待美国页岩油开始复产，本周可能会成为钻机数反弹的一个开始，而一旦页岩油企业大批复产，供给端会继续给基本面带来压力。

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）美国页岩油超预期增产

（2）中东地缘政治和中美关系进一步恶化

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

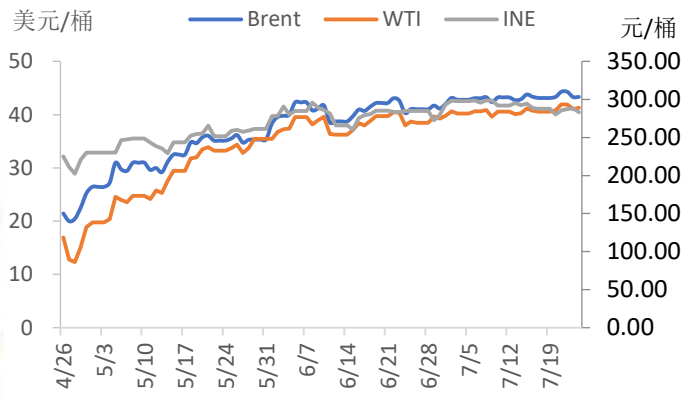


图 2：原油价格波动

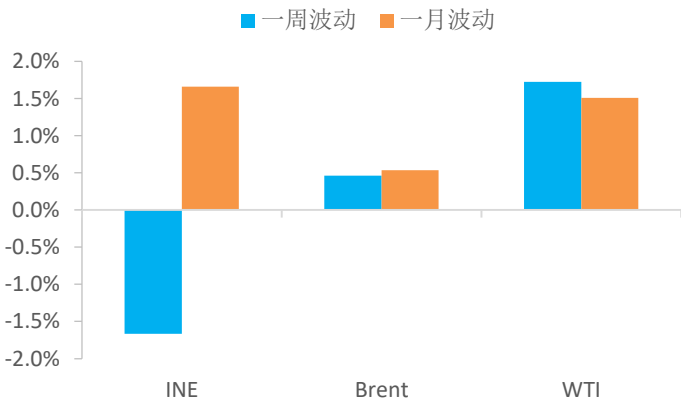


图 3：WTI-Brent 价差

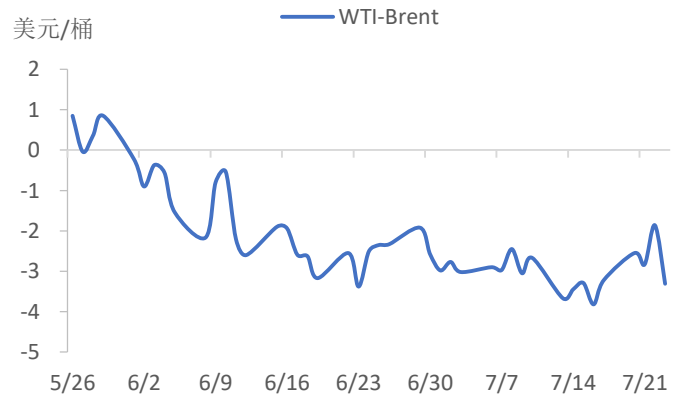


图 4：Brent-Dubai 价差

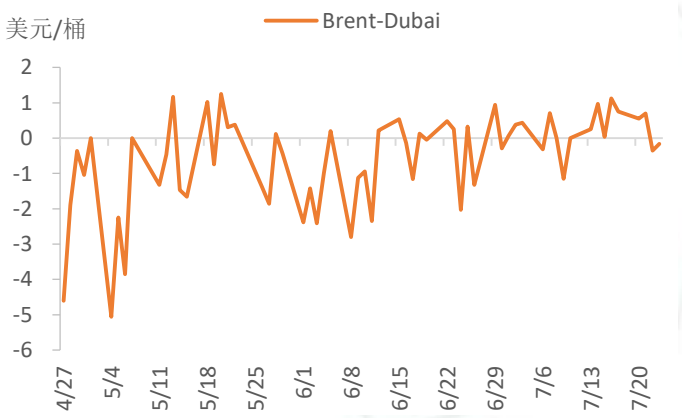


图 5：WTI-LLS 价差

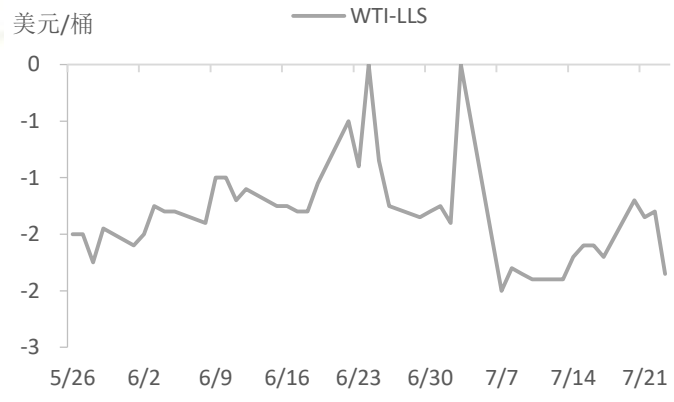
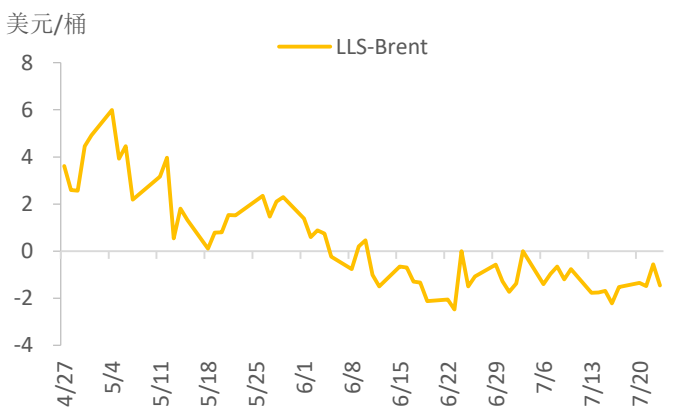


图 6：LLS-Brent 价差



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

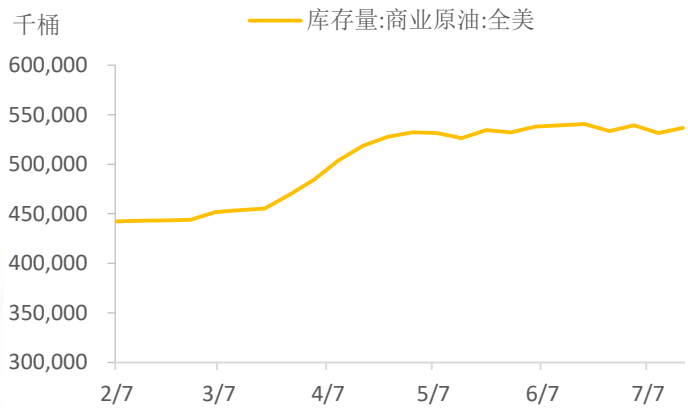


图 8：库欣原油库存

图 9：美国汽油库存

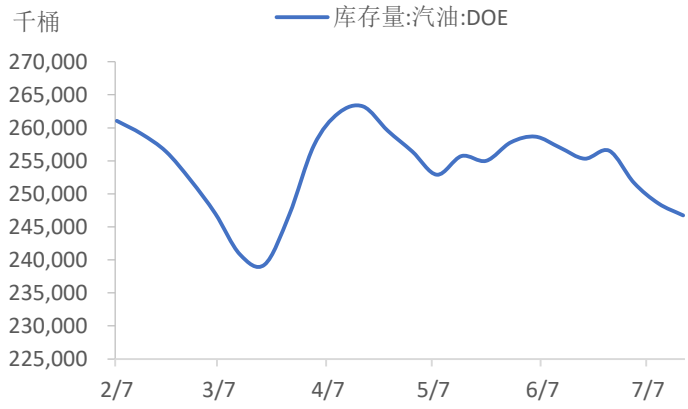


图 10：美国馏分燃料油库存

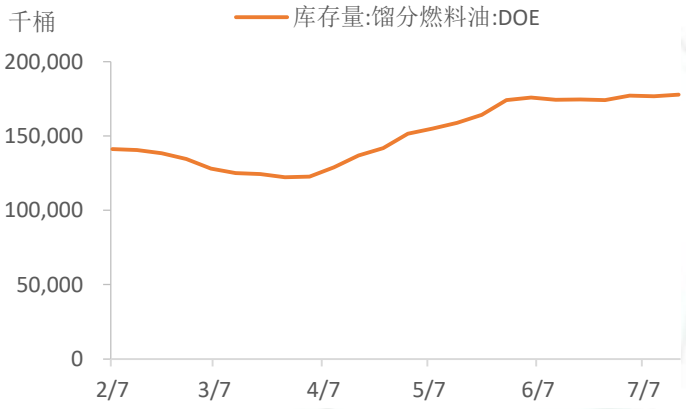


图 11：美国取暖油库存

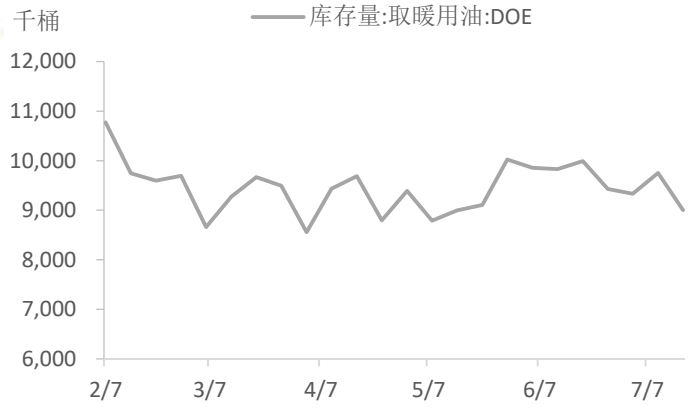
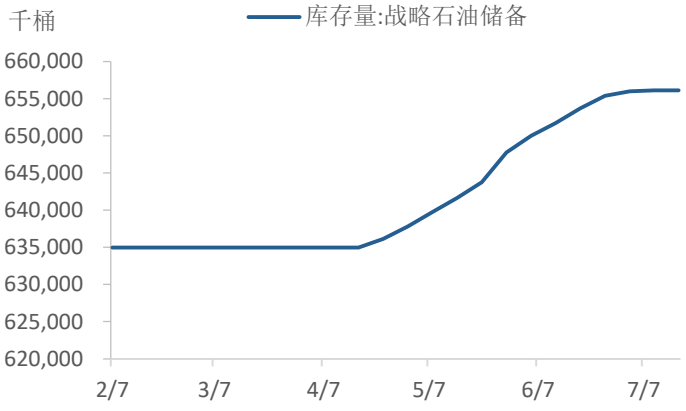


图 12：美国 SPR 库存



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

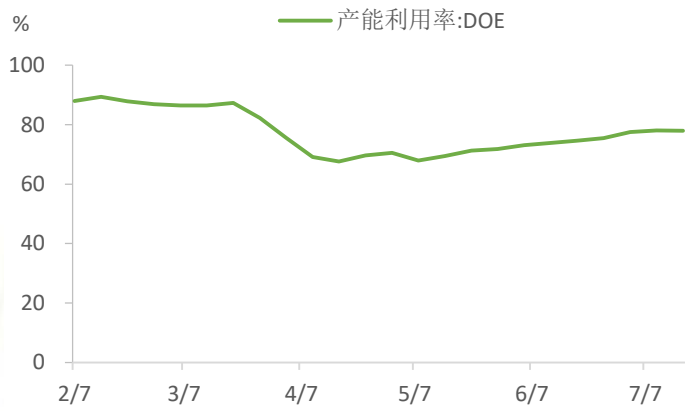


图 14：美国原油库存分项环比

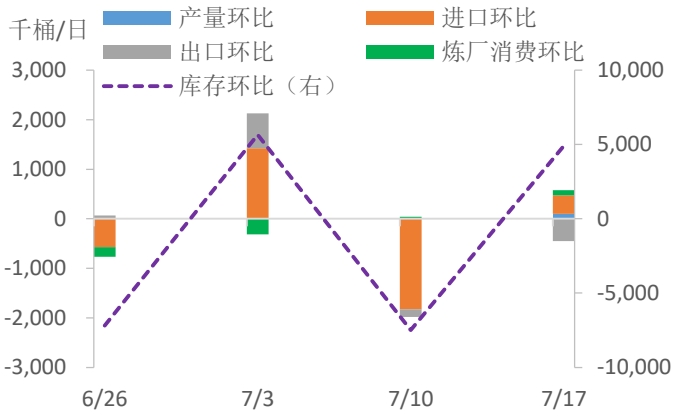


图 15：美国炼厂原油消费

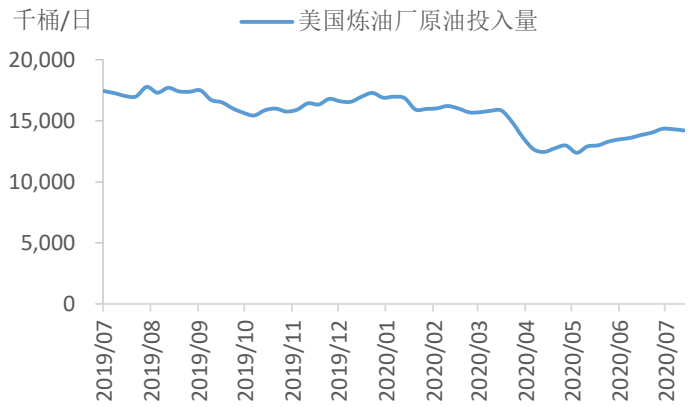
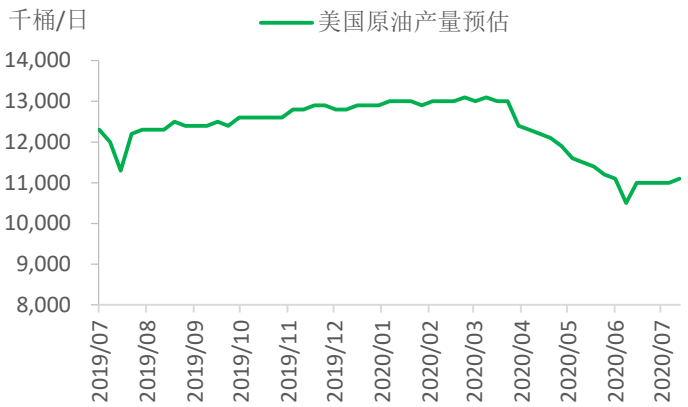


图 16：美国原油出口

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

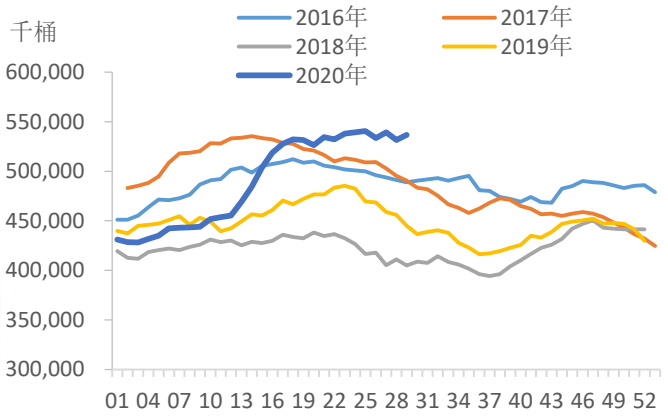


图 20：库欣原油库存季节性

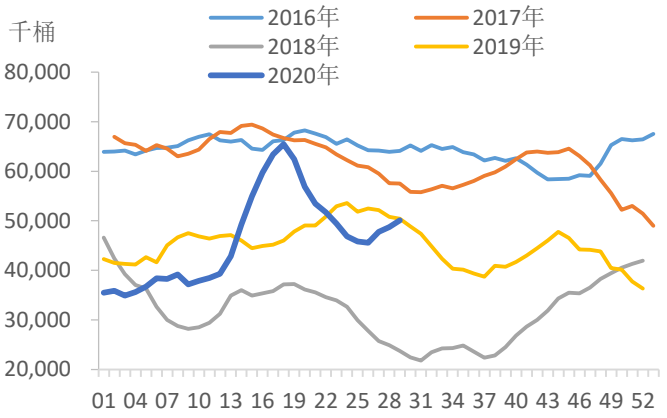


图 21：美国汽油库存季节性

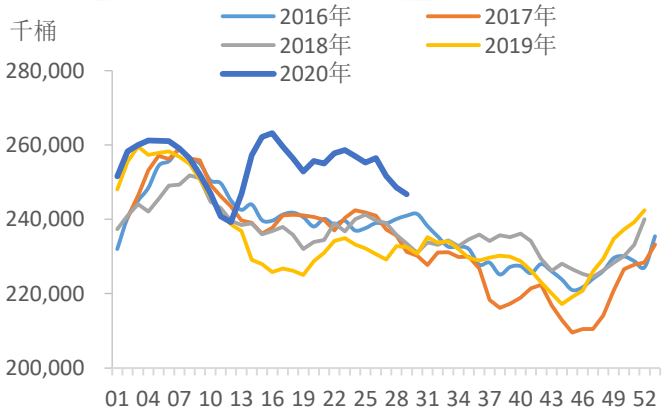


图 22：美国馏分油库存季节性

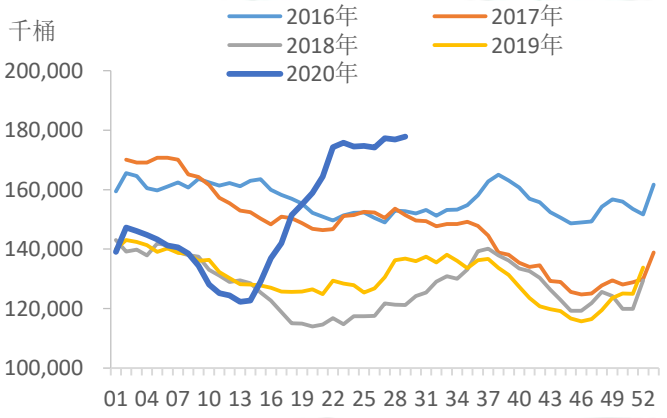


图 23：美国取暖油库存季节性

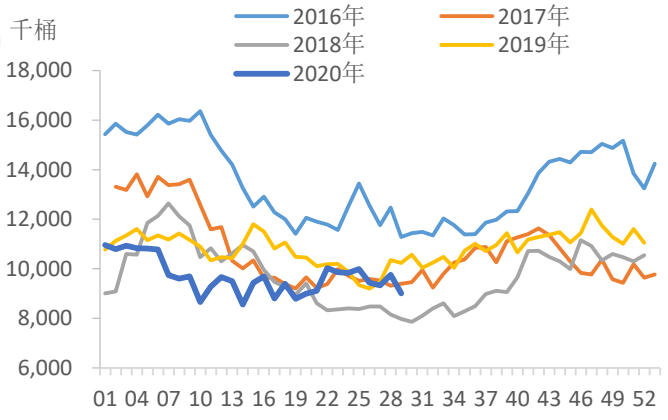
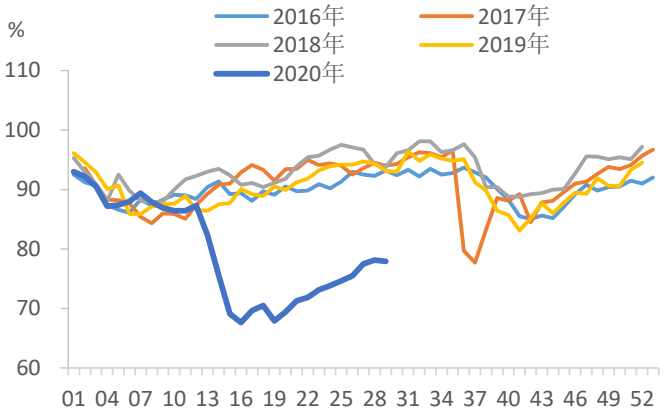


图 24：美国炼厂开工率季节性



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

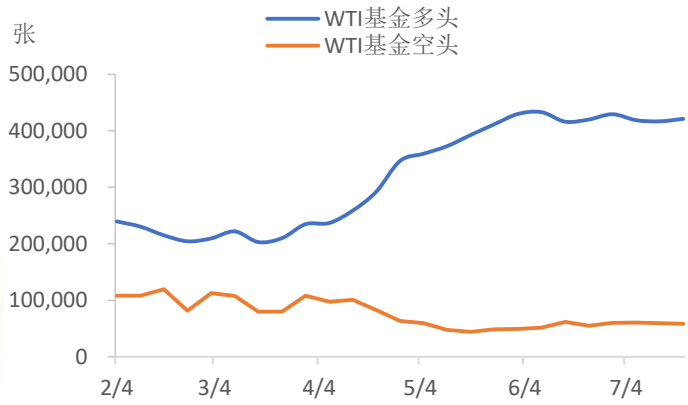


图 26：Brent 基金持仓

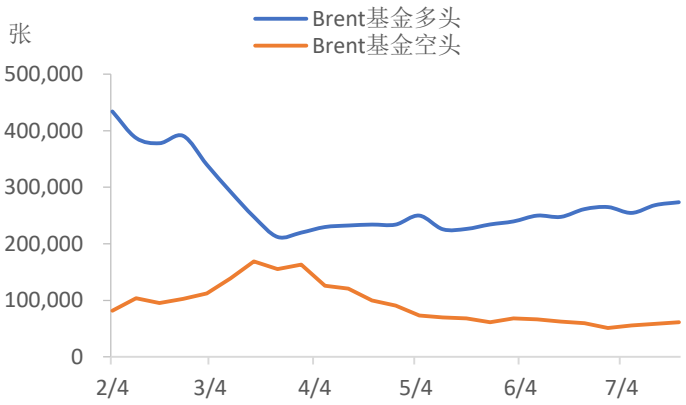


图 27：美国总钻机数

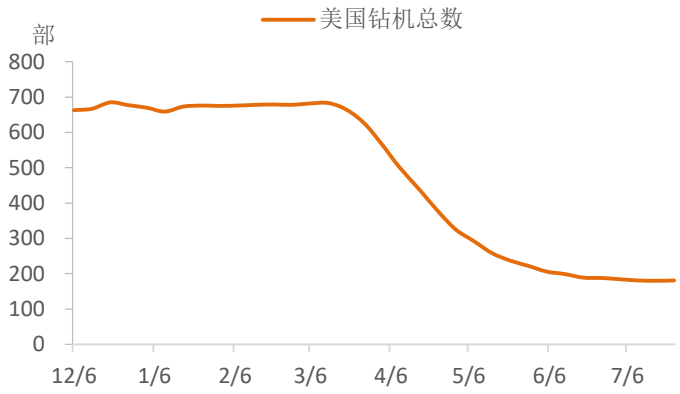


图 28：二叠纪盆地钻机数

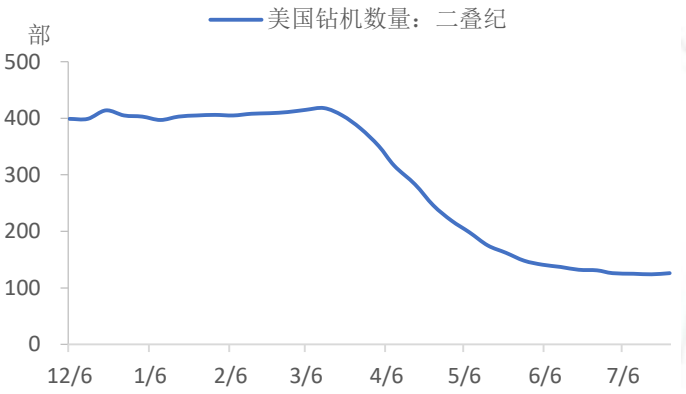


图 29：美元指数

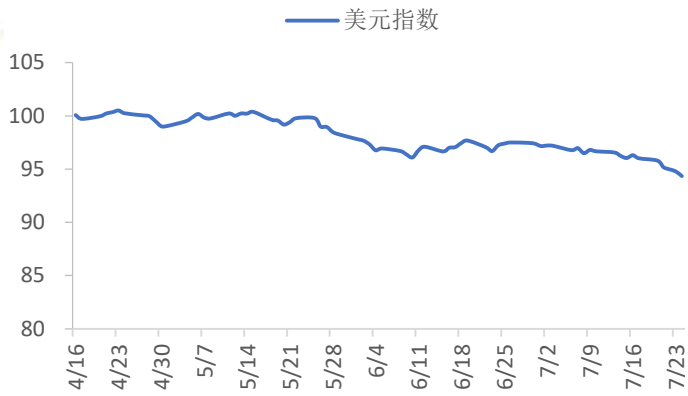
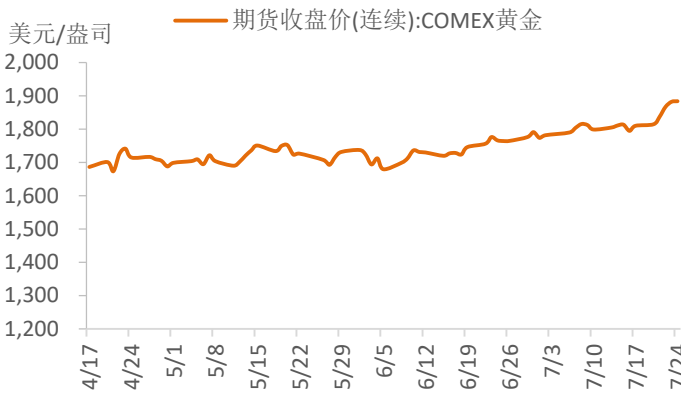


图 30：COMEX 黄金价格



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

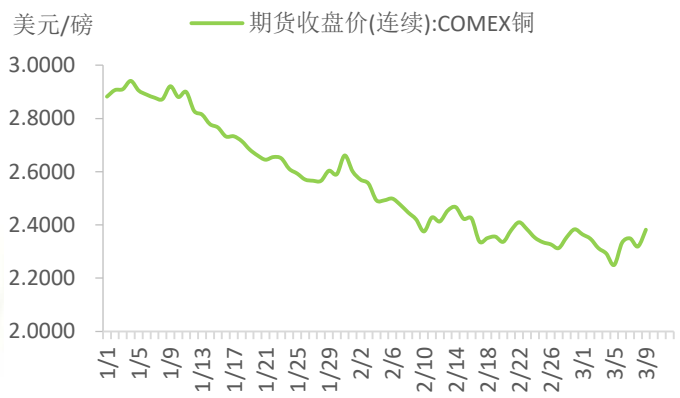


图 32：美国 10 债收益率

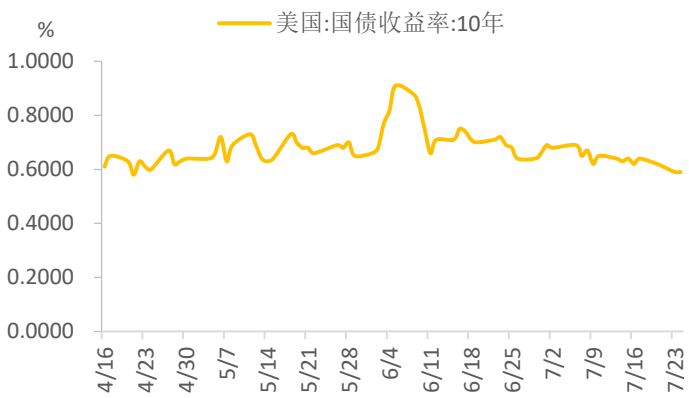


图 33：标准普尔 50 指数

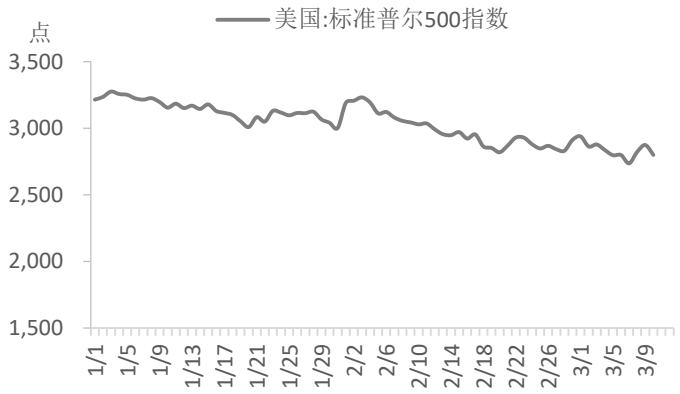


图 34：美元兑人民币汇率

图 35：美元指数

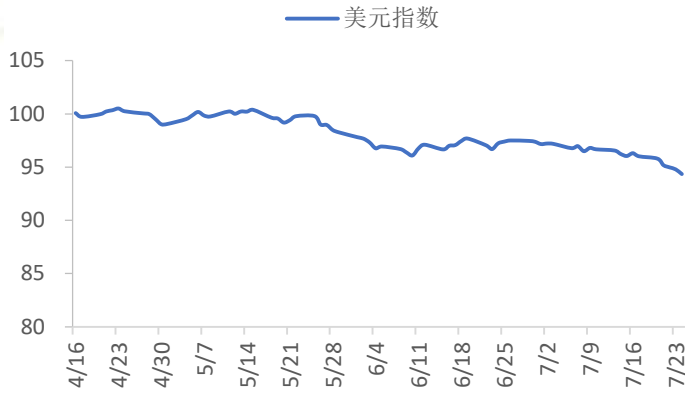
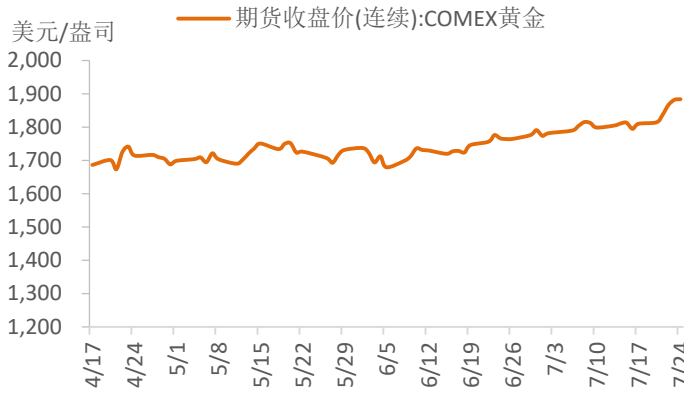


图 36：COMEX 黄金价格



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

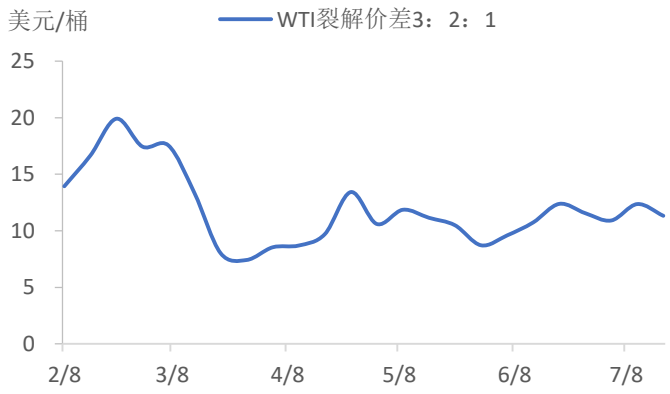


图 38：RBOB 裂解价差

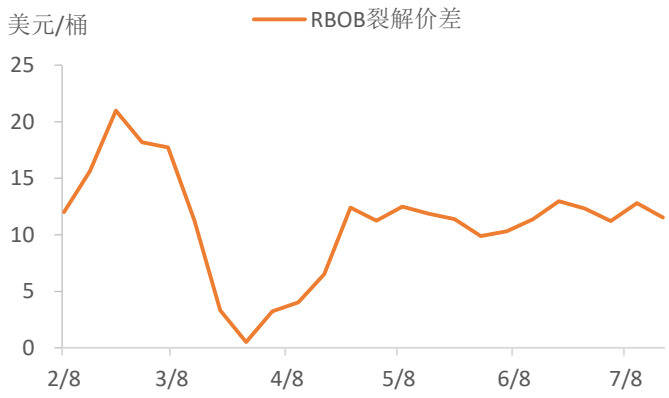


图 39：燃油裂解价差

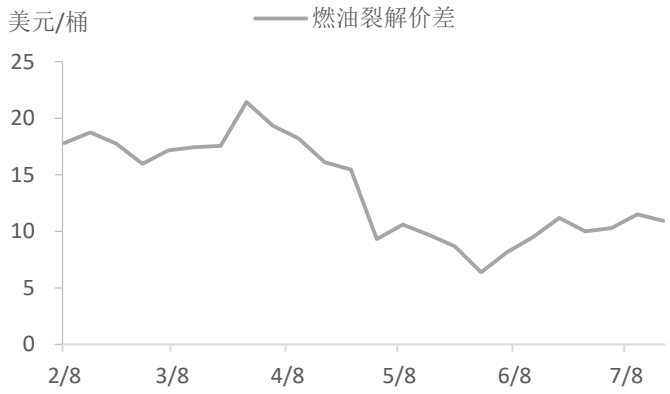


图 40：燃油-RBOB 价差

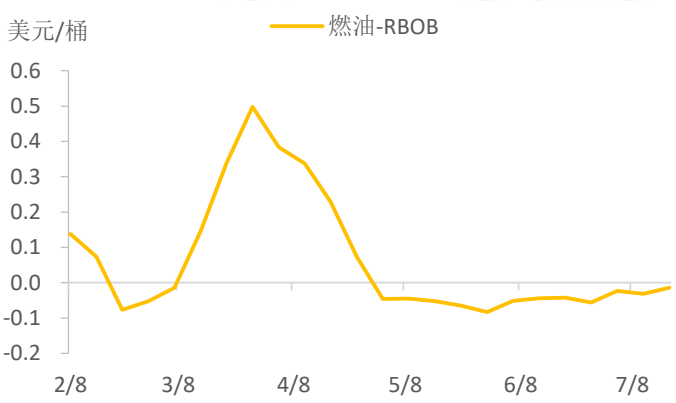


图 41：WTI 3:2:1 裂解价差季节性

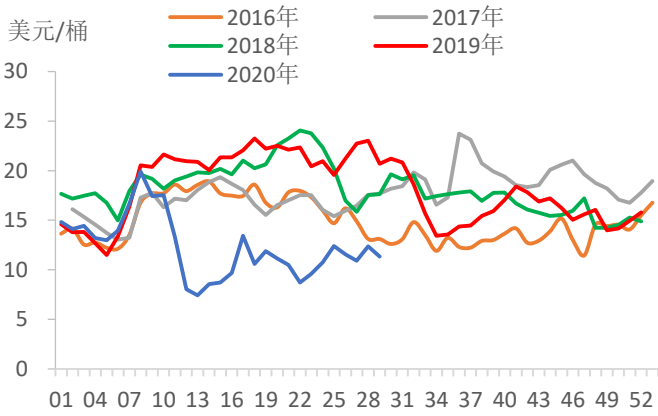
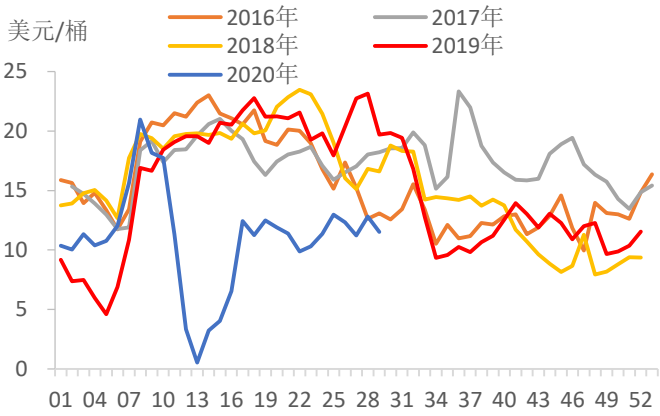


图 42：RBOB 裂解价差季节性



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

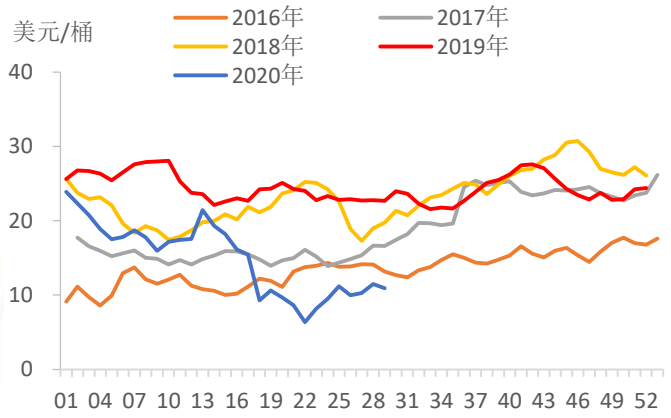


图 44：HO-RBOB 价差季节性

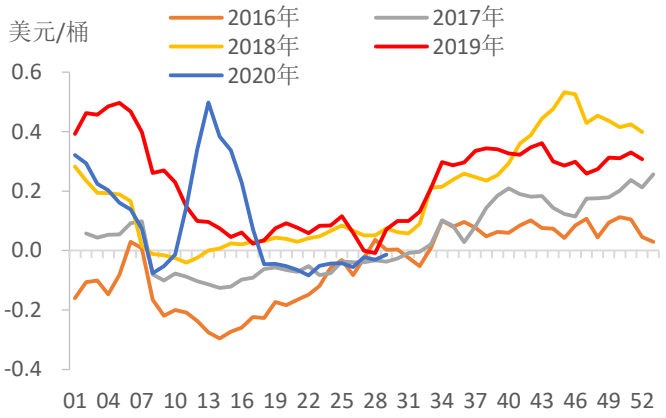


图 45：波动率指标

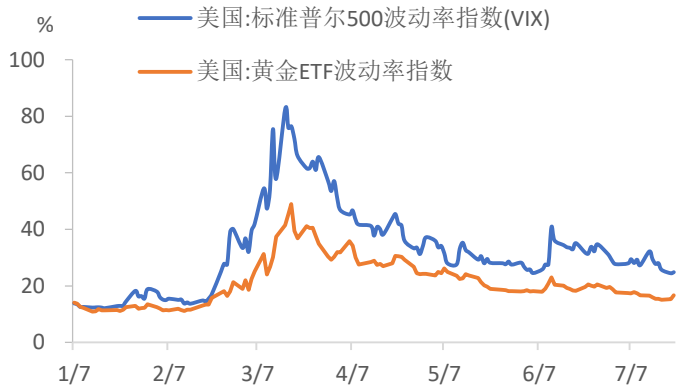


图 46：波动率指标

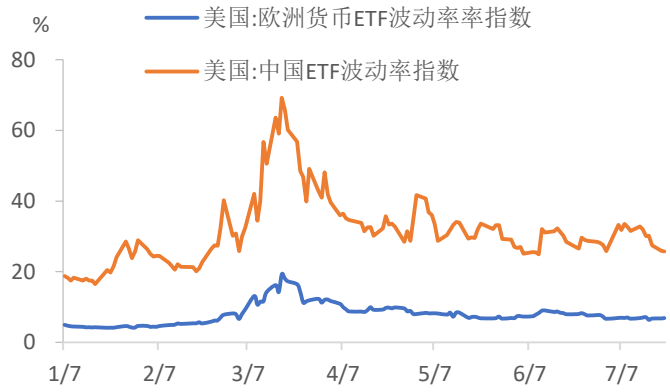


图 47：波动率指标

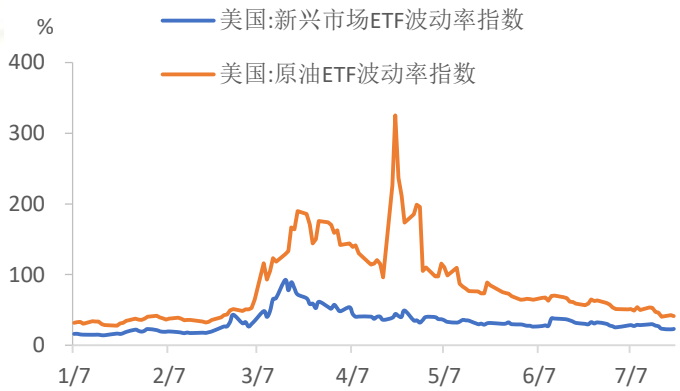


图 48：南华综合指数

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。