

大炼化陆续投产,原油补缺口逻辑将会持续

报告要点:

原油供需总量矛盾不大: 按照三大机构 11 月平衡表的预估, 以及 Energy Aspect、高盛的供需平衡表预估来看, 市场目前的共识是明年石油市场整体的供需总量矛盾不会太突出。目前 OPEC 尚未召开产量会议, 但目前市场主流预期是会继续延长减产并且维持减产幅度不变, 10 月份 OPEC 原油产量在 2960 万桶/日, 我们假设明年全年 OPEC 产量与维持在 2960 万桶/日, 对应下来 EIA、OPEC、IEA、EA、高盛五家机构的供需平衡表预估, 供需差值分别为 40 万桶/日、0 万桶/日、70 万桶/日、-10 万桶/日、37 万桶/日, 5 家平均过剩 27 万桶/日, 也就是明年总体的基本面格局是供需小幅过剩, 但过剩幅度很小, 市场预期总量矛盾不突出。

贸易再平衡, 市场补缺口: 今年前三季度的三大进口区域欧美亚太原油进口同比下滑 120 万桶/日, 对于美欧亚三大进口区域是一个补缺口的逻辑, 从结果上来看, 进口占比最大的亚太今年整体进口增长持稳实现完美补缺口, 欧洲略有缺口, 进口下降的绝大部分体现在美国地区。从亚太进口来源分布来看, 亚太地区是通过增加美国、俄罗斯、拉美地区的原油进口来抵消中东以及东南亚出口的下滑。欧洲地区则是通过增加美国、俄罗斯以及地中海原油的进口来弥补中东与北海的出口下滑, 然而美国自己却成为了补缺口大战的输家, 中东和拉美地区是美国第二大以及第三大进口来源地, 两大区域对美出口均出现大幅下滑, 然而美国却无法找到可以大量替代中东与拉美中重质原油进口的来源地, 目前加拿大似乎成为唯一的希望, 但由于受制于管道与火车运力所限, 叠加加拿大自去年开始实施限产, 能够提供的进口增量十分有限。

明年补缺口的逻辑将会继续: 随着更多亚太大炼化项目的陆续投产, 我们认为亚太进口需求依然坚挺, 而另一方面, OPEC 继续维持限产叠加伊朗、委内瑞拉依然受到制裁的前提下, 市场“补缺口的”的逻辑可能越演越烈, 不排除发展为“抢油”逻辑, 尤其是在炼厂开工旺季。结合明年主要增产的三个国家美国、挪威(含北海)、巴西的情况来看, 预计美国以及拉美对亚太地区的出口有望进一步增加, 而欧洲可能通过吸收更多的北海或者美国轻质低硫原油并释放一部分的中东或者俄罗斯中高硫原油供应给亚太炼厂来实现再平衡(考虑到 IMO2020 的影响, 欧洲简单型炼厂需要原料的低硫化切换), 但不管是哪种路径, 最终的表现则为亚太炼厂将会进口更多的西区资源来补足原油缺口。

综上, 我们认为 2020 年原油供需总体矛盾不突出, 市场主要矛盾体现在区域贸易平衡以及炼化平衡, 我们认为布伦特的单边价格中枢在 60~70 美元/桶, 在“补缺口”的逻辑之下, 三大基准油依然会维持近月升水结构。

策略: 单边中性, 我们依然推荐布伦特与 WTI 的正套策略(买首行抛六行或者买首行抛 12 行), 尤其是在明年第三季度的炼厂开工旺季。

风险点: 大炼化投产进度不及预期, 中东地缘政治冲突加剧

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289 号

研究院 能源化工组

研究员

潘翔

☎ 0755-82767160

✉ panxiang@htfc.com

从业资格号: F3023104

投资咨询号: Z0013188

余永俊

☎ 021-60827969

✉ yuyongjun@htfc.com

从业资格号: F3047633

投资咨询号: Z0013688

陈莉

☎ 020-83901030

✉ cl@htfc.com

从业资格号: F0233775

投资咨询号: Z0000421

联系人

张津圣

☎ 021-68757985

✉ zhangjinsheng@htfc.com

从业资格号: F3049514

梁宗泰

☎ 020-83901005

✉ liangzongtai@htfc.com

从业资格号: F3056198

康远宁

☎ 0755-23991175

✉ kangyuanning@htfc.com

从业资格号: F3049404

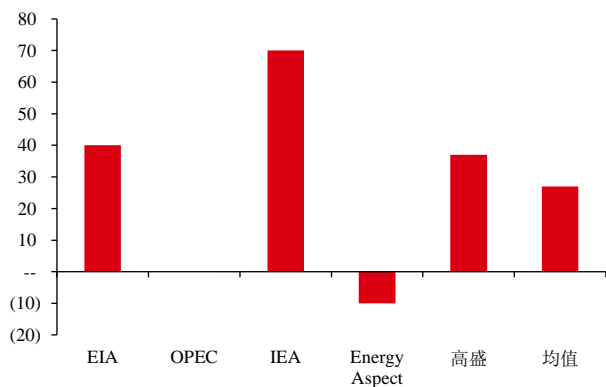
2020 年维持供需两弱，油市总量矛盾不突出

按照三大机构 11 月平衡表的预估，以及 Energy Aspect、高盛的供需平衡表预估来看，市场目前的共识是明年石油市场整体的供需总量矛盾不会太突出。目前 OPEC 尚未召开产量会议，但目前市场主流预期是会继续延长减产并且维持减产力度不变，10 月份 OPEC 原油产量在 2960 万桶/日，我们假设明年全年 OPEC 产量与维持在 2960 万桶/日，对应下来 EIA、OPEC、IEA、EA、高盛五家机构的供需平衡表预估，供需差值分别为 40 万桶/日、0 万桶/日、70 万桶/日、-10 万桶/日、37 万桶/日，5 家平均过剩 27 万桶/日，也就是明年总体的基本面格局是供需小幅过剩，但过剩幅度很小，市场预期总量矛盾不突出。

之所以供需矛盾不大，主要的逻辑在于虽然需求将会维持弱增长（市场预期在 100~120 万桶/日之间），但供给增长速度也在放缓：OPEC 维持限产、委内瑞拉以及伊朗受到制裁产量维持低位、美国产量增长放缓（钻机数量下滑、老井衰减率高、子母井等问题），明年供给侧为数不多的供给增长亮点来自挪威和巴西，分别预计增长 30 万桶/日（主要来自海上油田项目陆续投产）。此外，还需要额外关注天然气液体 NGLs 产量增长对平衡表的影响，随着美国 NGLs 产量的持续增长，NGLs 在石油液体总产量以及 OECD 石油库存中占比逐渐增加，因此如果考虑剔除 NGLs 以及其他非原油液体的影响，原油平衡表比石油平衡表会更加偏紧，剔除 NGLs 之后，全球石油库存也相对更低。因此明年相对平衡的供需格局使得 OPEC 调控产量政策的难度下降，不像 2018 年年底时还需要同时考虑伊朗制裁以及需求增长不及预期等诸多不确定因素，因此在明年供需两侧不出现黑天鹅事件的前提之下，OECD 石油库存不太可能出现持续的大幅累库或者去库，我们预计全年布伦特的价格运行中枢在 60~70 美元/桶。

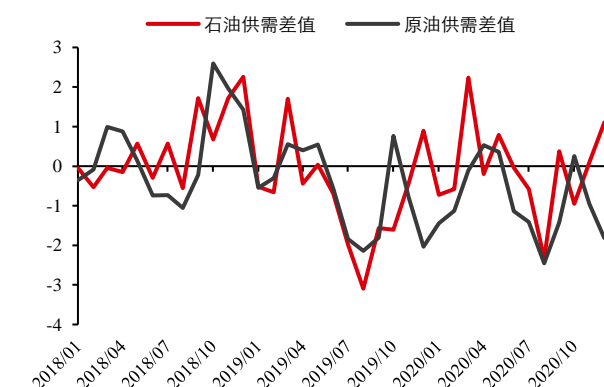
油市潜在的黑天鹅事件有：中东地缘政治冲突加剧（伊朗、伊拉克、叙利亚局势以及主产国石油基础设施遇袭），对原油供给端的扰动可能带来油价上行风险、需求增长大幅不及预期（取决于明年全球宏观经济增长）。

图 1：主要机构对明年的供需差预测 单位：万桶/日



数据来源：IEA OPEC EIA EA 高盛 华泰期货研究院

图 2：石油供需差与原油供需差 单位：万桶/日



数据来源：IEA Energy Aspect 华泰期货研究院

原油出口收缩，美国、俄罗斯增长难抵中东、拉美下滑

受到 OPEC 限产、伊朗制裁以及中美贸易战等因素的影响，全球原油贸易发生深刻变化。

从原油出口上来看，2019 年全球原油出口总量明显下滑，自 2014 年以来，全球原油出口持续增加，截至 2018 年年底出口量增加至 4600 万桶/日以上，但从 2019 年开始出现明显下滑，截至 2019 年 9 月份，全球原油出口下滑至 4300 万桶/日，自高点下滑了近 300 万桶/日，虽然 10 月份总体出现强劲反弹，但全年来看 2019 年同比出口下滑幅度超过 100 万桶/日，这也意味着 2019 年成为了近 5 年以来全球原油出口首次收缩的年份，这与我们在现货市场中的感受较为一致，即布伦特全年处于近月升水状态，且实货贴水全年整体偏强，不管是贸易商还是炼厂都在今年感受到了实实在在的资源偏紧的压力。从出口区域来看，中东、拉美是出口同比下滑最为明显的两个地区，中东地区受到 OPEC 限产叠加伊朗制裁出口下滑的因素，而拉美则是受累于委内瑞拉被美国制裁出口下滑，从数据来看，前三个季度中东出口同比下滑近 160 万桶/日，而拉美出口同比下滑 40 万桶/日，两者累计同比下滑达到 200 万桶/日，即便是今年美国+俄罗斯出口同比增长达到 140 万桶/日，但也无法弥补前者的出口下滑。

图 3：全球原油出口量

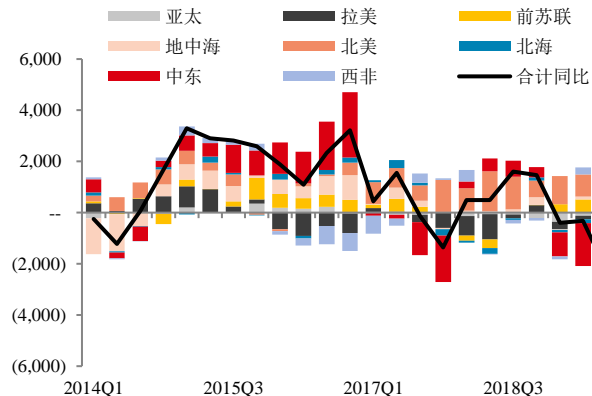
单位：千桶/日



数据来源：JODI Energy Aspect 华泰期货研究院

图 4：各地区原油出口量同比

单位：千桶/日

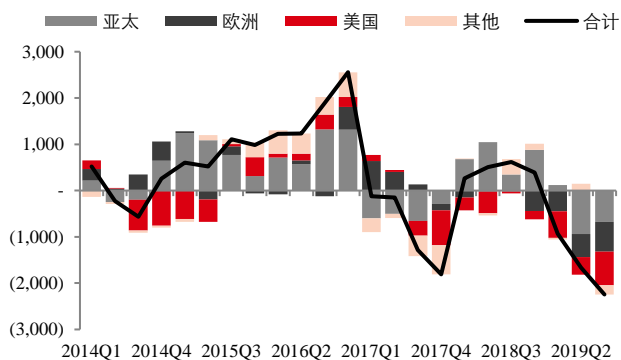


数据来源：JODI Energy Aspect 华泰期货研究院

从具体区域的出口来看，中东地区前三季度原油出口量同比下滑近 150 万桶/日，其中对美欧亚三地的出口分别下降 50 万桶/日，虽然从总量上看绝对数字基本一样，但由于欧美进口基数低，因此下滑幅度明显更大。拉美地区前三季度出口同比下滑 40 万桶/日，但对亚太出口增加 24 万桶/日（巴西原油对地炼出口显著增加）、对美国出口下降近 50 万桶/日。北海前三季度出口同比下降 20 万桶/日，主要体现在对欧洲地区出口下降上。地中海原油出口持稳，但今年对欧洲出口增加 20 万桶/日，对美国出口下降 20 万桶/日。北美出口方面，三季度美国出口同比增近 90 万桶/日，其中对亚太增 40 万桶/日、对欧洲增 26 万桶/日，对其他地区增 30 万桶/日（也包含转口）。俄罗斯方面，今年前三季度出口同比增 40 万桶/日，其

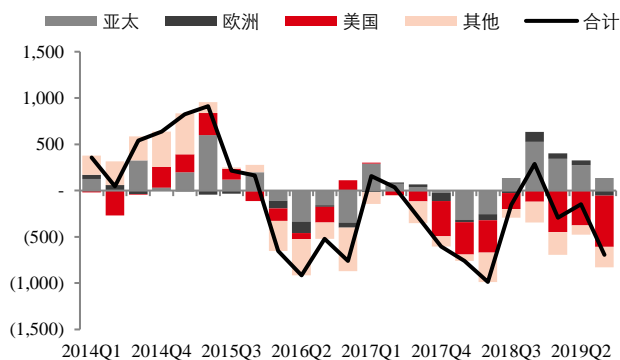
中对亚太增 16 万桶/日，对欧洲增 18 万桶，对美国增 10 万桶/日。西非今年出口量与出口份额基本稳定。

图 5：中东原油出口分目的地同比 单位：千桶/日



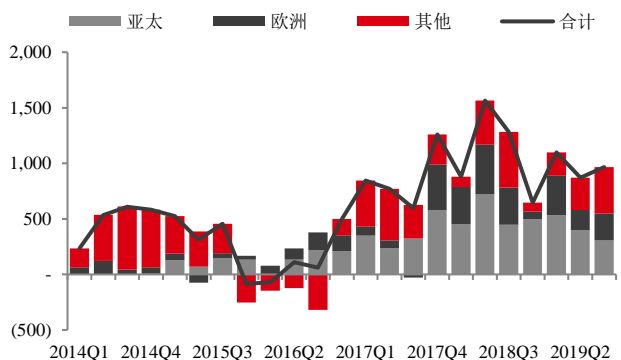
数据来源：Kpler Energy Aspect 华泰期货研究院

图 6：拉美原油出口分目的地同比 单位：千桶/日



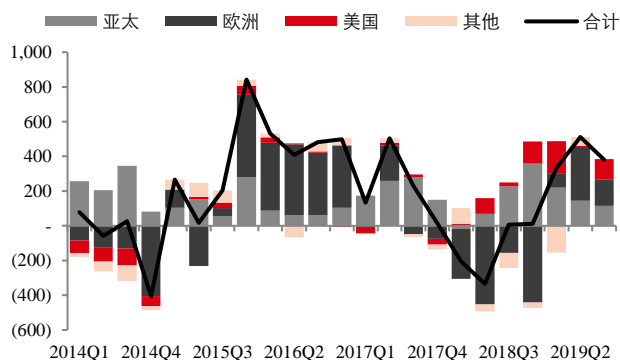
数据来源：Kpler Energy Aspect 华泰期货研究院

图 7：美国原油出口分目的地同比 单位：千桶/日



数据来源：Kpler Energy Aspect 华泰期货研究院

图 8：FSU 原油出口分目的地同比 单位：千桶/日



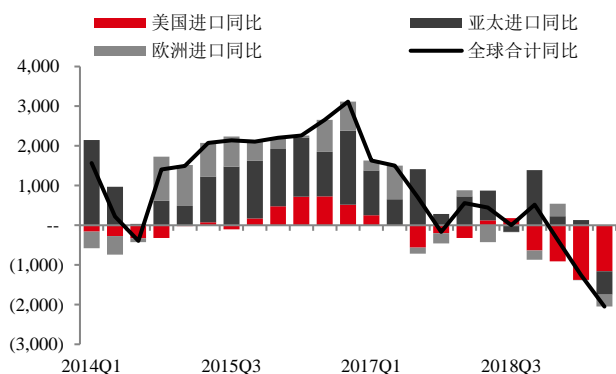
数据来源：Kpler Energy Aspect 华泰期货研究院

“补缺口”的逻辑下，美国牺牲了自己，成全了他人

从进口格局上来看，今年前三季度的三大进口区域欧美亚太原油进口同比下滑 120 万桶/日，对于美欧亚三大进口区域是一个补缺口的逻辑，从结果上来看，进口占比最大的亚太今年整体进口增长持稳实现完美补缺口，欧洲略有缺口，进口下降的绝大部分体现在美国地区。从亚太进口来源分布来看，亚太地区是通过增加美国、俄罗斯、拉美地区的原油进口来抵消中东以及东南亚出口的下滑。欧洲地区则是通过增加美国、俄罗斯以及地中海原油的进口来弥补中东与北海的出口下滑，然而美国自己却成为了补缺口大战的输家，中东和拉美地区是美国第二大以及第三大进口来源地，两大区域对美出口均出现大幅下滑，然而美国却无法找到可以大量替代中东与拉美中重质原油进口的来源地，目前加拿大似乎成为唯一的希望，但由于受制于管道与火车运力所限，叠加加拿大自去年开始实施限产，能够提供

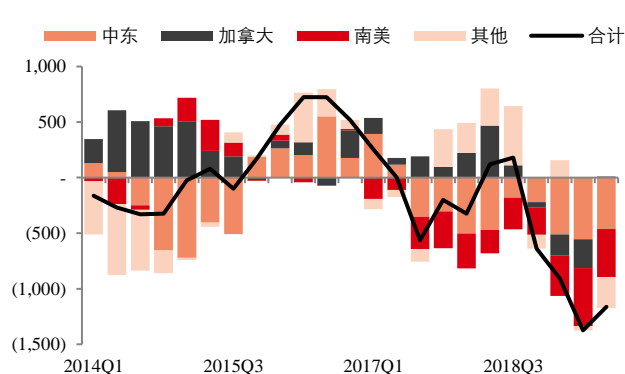
的进口增量十分有限，而美国炼厂原料已经逼近轻质化瓶颈，难以吸收国内生产的轻质原油，因此美国可谓是“牺牲了自己、成全了他人”。值得注意的是，由于缺乏合适的加工原料，今年美国炼厂的加工负荷较去年同期明显下降（部分有 PES 炼厂破产的原因，但原料瓶颈是最主要的原因），此外其二次加工装置催化裂化以及延迟焦化装置均由于原料过于轻质化的原因导致负荷下降（今年美国炼厂加工原油的平均 API 达到 33 以上），不过在 IMO2020 来临至今，美国可能通过进口更多高硫直馏燃料油（HSSR）掺炼原油的方式来解决原料数量以及品质上的问题，根据 Vortexa 数据，美国从俄罗斯进口直馏燃料油的船货数量在今年四季度明显增加，这或许是一个短期的解决方案，因为俄罗斯炼厂自身也在进行二次加工装置的升级改造。长期来看，美国依然需要加拿大新建更多的长输管道来彻底解决原料瓶颈。

图 9：全球原油进口量同比 单位：千桶/日



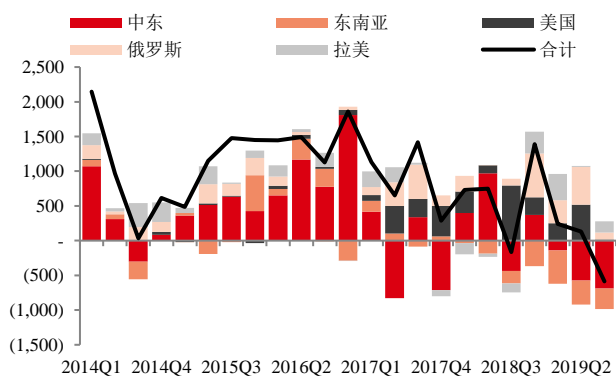
数据来源：Kpler Energy Aspect 华泰期货研究院

图 10：美国原油进口分来源地同比 单位：千桶/日



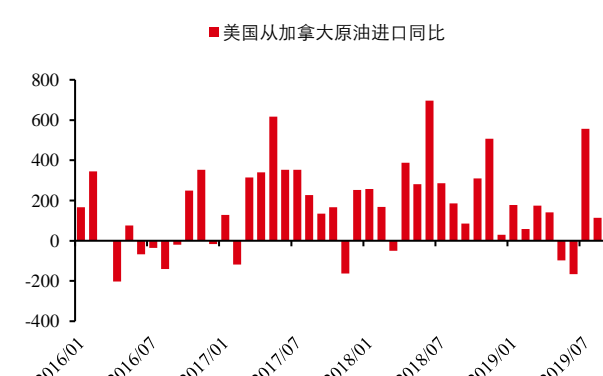
数据来源：Kpler Energy Aspect 华泰期货研究院

图 11：亚太原油进口分来源地同比 单位：千桶/日



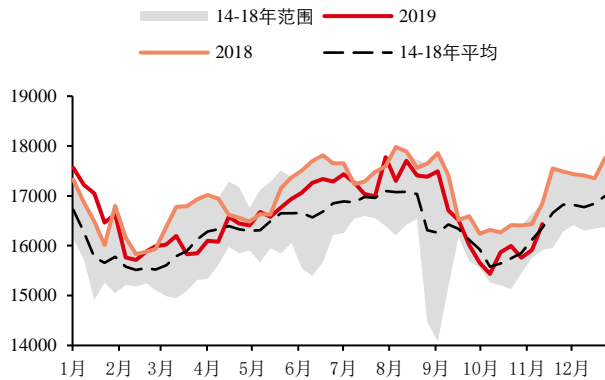
数据来源：Kpler Energy Aspect 华泰期货研究院

图 12：美国从加拿大原油进口同比 单位：千桶/日



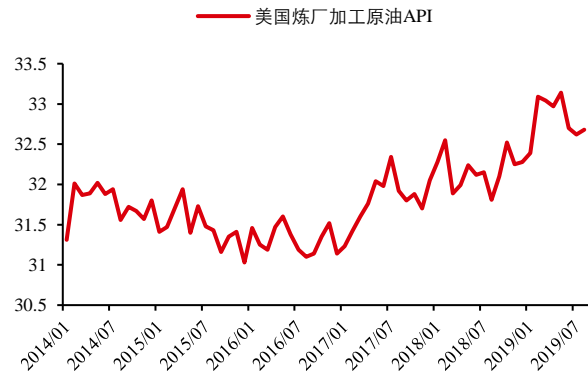
数据来源：EIA 华泰期货研究院

图 13: 美国原油炼厂原油加工量 单位: 千桶/日



数据来源: EIA 华泰期货研究院

图 14: 美国炼厂加工原油 API 单位: 无



数据来源: EIA 华泰期货研究院

2020 是炼化投产大年，亚太原油区域平衡将继续收紧

根据 Energy Aspect 统计，明年是全球炼厂新增产能投放的大年，全年新增炼厂的常减压装置投放预估，2020 年新增产能投放将会达到 220 万桶/日，其中 150 万桶/日的产能将来自亚太与中东（其中著名的沙特吉赞炼厂预计在上半年正式投产），我们认为这一总投产数据可能相对乐观，因为部分炼厂的产能投放节奏可能由于项目建设进度推后，如中国的中科大炼油、旭阳石化等项目，能否在明年内顺利投产具有较大的不确定性，与其他一些机构如高盛、伍德麦肯兹的预估投产对比之后，我们预计明年炼厂 CDU 的保守投产力度可能在 130~150 万桶/日，但即便如此，这一数据在近年的水平来看已经处于相对偏高水平。此外，需要考虑 2019 年新投产的太四大炼厂（恒力、马来西亚 RAPID、浙石化、恒逸文莱）的情况，由于后两家近年投产时间偏晚，预计明年才开始发力，因此 2019 年与 2020 年投产的亚太新炼厂将会支撑亚太炼厂原油加工与进口量，如果沙特吉赞炼厂能够顺利投产，40 万桶/日的加工量预计会进一步收紧中东原油出口。

表 1: 全球炼厂常减压新投产量

单位: 百万桶/日

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
非洲	0.01	(0.17)	--	--	--	--	--
亚太	0.01	0.95	0.04	0.13	0.22	0.68	1.07
欧洲	0.06	0.22	--	--	0.00	--	0.00
前苏联	--	0.16	--	0.17	--	0.06	0.23
中东	--	0.05	--	--	0.49	--	0.49
拉美	--	--	0.18	--	0.11	0.06	0.34
北美	0.09	(0.20)	--	--	0.04	0.04	0.08
全球合计	0.17	1.00	0.22	0.30	0.86	0.84	2.21

数据来源: Energy Aspect 华泰期货研究院

图 15: 近年全球 CDU 装置新增投产/改建/淘汰量

单位: 千桶/日

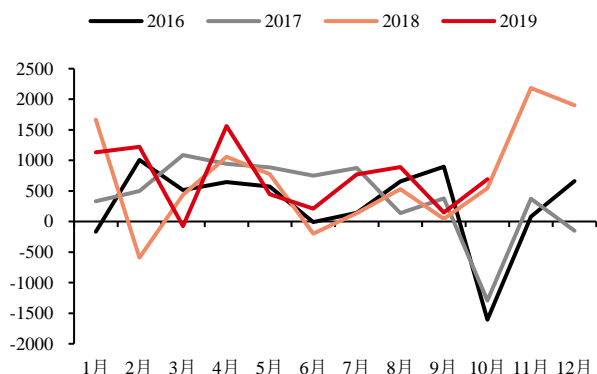
Refinery	Owner	Country	Region	Status	Capacity	GS Startup Assumption
Bandar Abbas (Persian Gulf Star) III	NIORD	Iran	Middle East	Operational	120	Jan-19
Algiers Refinery	Sonatrach	Algeria	Africa	Operational	20	Mar-19
Changxing Dalian Refinery	Hengli Petrochemical Dalian Company Limited	China	Asia	Operational	200	Mar-19
Aegean Aliaga (Star Edge) Refinery	SOCAR	Turkey	Europe	Operational	214	Mar-19
Renqiu Refinery	CNPC Huabei Petrochemical Company Limited	China	Asia	Operational	100	Apr-19
Changxing Dalian Refinery	Hengli Petrochemical Dalian Company Limited	China	Asia	Operational	200	May-19
TANECO Refinery	TANECO OJSC	Russia	Europe	Operational	50	Jun-19
Philadelphia (Point Breeze/Girard Point)	PES	U.S.A.	North America	Operational	-340	Jul-19
Mostorod Refinery	Egyptian Refining Company	Egypt	Africa	Under Construction	100	Oct-19
Pulau Muara Besar Refinery	Hengyi Industries Sendirian Berhad	Brunei	Asia	Under Construction	175	Oct-19
Talara Refinery	Petroperu	Peru	Latam	Operational	-65	Nov-19
Mina Abdulla Refinery	Kuwait National Petroleum Company	Kuwait	Middle East	Under Construction	100	Nov-19
Pengerang Refinery	Pengerang Refining and Petrochemical	Malaysia	Asia	Under Construction	150	Nov-19
St Croix	Limetree Bay Terminals	U.S.A.	North America	Under Construction	200	Dec-19
Wilhelmshaven	HES	Germany	Europe	Under Construction	150	Dec-19
Zhoushan (Daishan) Refinery	Zhejiang Petrochemical Company Limited	China	Asia	Operational	200	Dec-19
Bandar Abbas (Persian Gulf Star) IV	NIORD	Iran	Middle East	Under Construction	40	Dec-19
Bongaigaon Refinery	IOC	India	Asia	Planned	7	Jan-20
Jazan Refinery	Saudi Aramco	Saudi Arabia	Middle East	Under Construction	400	Jan-20
Zhoushan (Daishan) Refinery	Zhejiang Petrochemical Company Limited	China	Asia	Under Construction	200	Feb-20
Jebel Ali expansion	ENOC	UAE	Middle East	Under Construction	70	Mar-20
Lanaz Refinery	Lanaz Bitumen and Oil Refinery Company	Iraq	Middle East	Under Construction	20	Jun-20
Lanaz Refinery	Lanaz Bitumen and Oil Refinery Company	Iraq	Middle East	Under Construction	20	Jun-20
Mumbai Refinery (HPCL)	Hindustan Petroleum Corporation Limited	India	Asia	Under Construction	60	Jun-20
Rakovski Refinery	Insa Oil	Bulgaria	Europe	Under Construction	4	Jun-20
TANECO Refinery	TANECO OJSC	Russia	Europe	Operational	50	Jun-20
Quanzhou Refinery	Sinochem Quanzhou Petrochemical Company Limited	China	Asia	Planned	60	Aug-20
Fort Stockton Refinery	MMEX Resources Corporation	U.S.A.	North America	Planned	10	Sep-20
Ibigwe Refinery	Waltersmith Refining & Petrochemical Company Limited	Nigeria	Africa	Under Construction	5	Sep-20
Moscow Refinery	Gazprom Neft PAO	Russia	Europe	Under Construction	40	Sep-20
Jubail Refinery debottlenecking	SATORP	Saudi Arabia	Middle East	Planned	75	Sep-20
Luoyang Refinery	SINOPEC Luoyang Company	China	Asia	Under Construction	40	Oct-20
Osaka refinery	JXTG	Japan	Asia	Operational	-115	Nov-20
Pengerang Refinery	Pengerang Refining and Petrochemical	Malaysia	Asia	Under Construction	150	Nov-20
Visakhapatnam Refinery	Hindustan Petroleum Corporation Limited	India	Asia	Under Construction	150	Dec-20
Afipskiy Refinery	SAFMAR	Russia	Europe	Under Construction	60	Dec-20
Zhanjiang Donghai Refinery	Zhongke (Guangdong) Refinery & Petrochemical Company Limited	China	Asia	Under Construction	200	Jan-21
Omsk Refinery	Gazprom Neft PAO	Russia	Europe	Under Construction	10	Feb-21
Talara Refinery	Petroperu	Peru	Latam	Under Construction	95	Mar-21
Heydar Aliyev Refinery	SOCAR	Azerbaijan	Asia	Under Construction	30	Mar-21
Esfahan Refinery	Esfahan Oil Refining Company	Iran	Middle East	Under Construction	120	Mar-21
Mina Al Zour Refinery	Kuwait Integrated Petroleum Industries Company	Kuwait	Middle East	Under Construction	205	May-21
Kipi Malay Refinery	PT Continental Hilir Indonesia	Indonesia	Asia	Planned	10	Jun-21

数据来源: 高盛 华泰期货研究院

此外, 还需要考虑中国与印度的战储、商储的注油节奏, 2019 年前 9 个月, 中国以 70 万桶/日的速度向 SPR 与 CPR 中注油, 这一速度大致与 2018 年持平, 从中国官方公布的战略储备库的建设进度来看, 目前国储二期项目基本已经完成或者进入到收尾阶段, 但三期工程仍处于项目初步建设的过程中, 三期工程原本计划在十三五也就是 2020 年年底之前建设完成, 但目前计划可能将会推后两年, 而商储方面, 由于恒力与浙石化等民营大炼化项目的投产, 其配套的商储也需要注油, 而未来新炼化项目投产也势必存在商储注油需求, 我们预计中国 2020 年的囤油速度大致在 70~100 万桶/日。印度也在建设自己的原油战略储备, 不过注油力度要低得多, 2019 年的注油速度在 10 万桶/日, 考虑到明年印度也有新炼厂项目投产, 我们预计其注油的速度大致在 15 万桶/日。

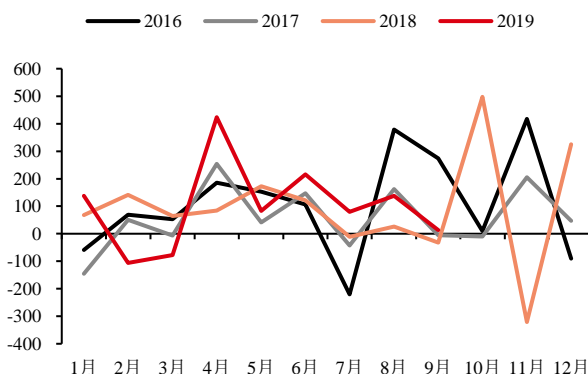
根据 JBC 的测算, 目前苏伊士河以东地区, 及中东亚太的区域原油缺口在 2019 年四季度超过了 500 万桶/日, 即东区市场需要在西区进口 500 万桶/日的原油来补足自己的供需缺口, 而预计到了 2020 年, 这一缺口将会放大至 550~600 万桶/日。

图 16: 中国战储与商储注油速度 单位: 千桶/日



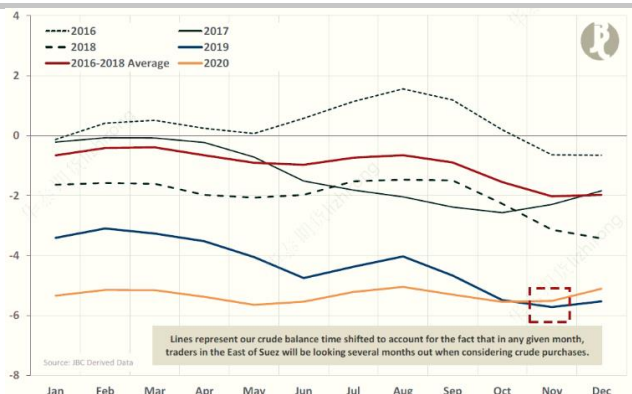
数据来源: Energy Aspect 华泰期货研究院

图 17: 印度战储与商储注油速度 单位: 千桶/日



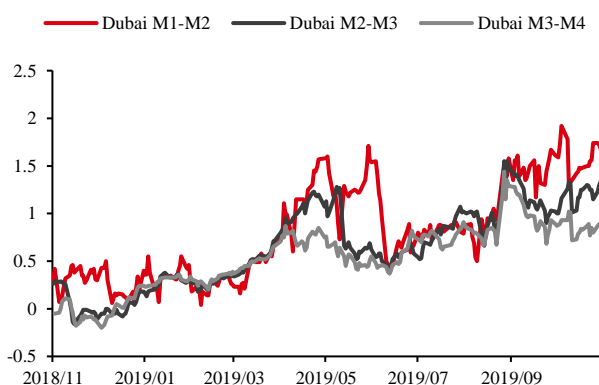
数据来源: Energy Aspect 华泰期货研究院

图 18: 苏伊士以东的原油区域平衡 单位: 百万桶/日



数据来源: JBC 华泰期货研究院

图 19: Dubai 原油近远月价差 单位: 美元/桶



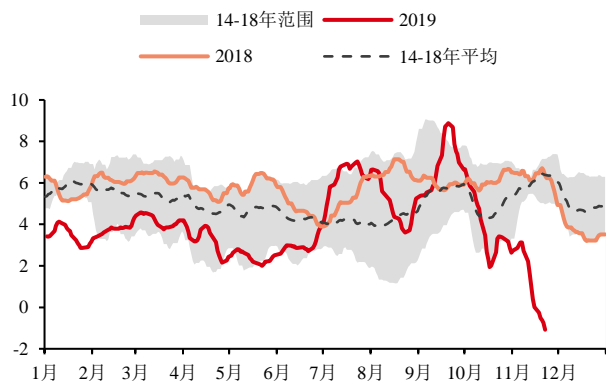
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

炼厂利润下滑是加工量回升的隐忧

近期全球炼厂炼油利润明显下滑, 亚太炼厂尤甚, 主要是原油近月升水以及实货贴水太强, 此外汽油、柴油、燃料油裂解价差明显下滑, 根据 JBC 等机构的测算目前新加坡简单型与复杂性炼厂的利润均处于多年来低位, 即便是目前 VLCC 运费已经回落。我们认为当前亚太炼厂利润的疲弱主要是区域炼化能力的增加以及终端成品油需求增长疲弱 (印度、韩国等消费数据偏弱), 此外, IMO2020 的临近导致高硫燃料油需求断崖式下跌。目前恒力、浙石化以及恒逸文莱已经投产, 加剧亚太地区的原油供需缺口, 从而支撑 Dubai 原油呈现超级近月升水结构, 但另一方面目前亚太地区自身的需求增长难以消化新增的成品油供应, 但就目前来看, 利润走低导致炼厂减产还为时尚早, 一方面全球炼厂刚从秋检当中复产, 加工量处于上升周期, 此外新投产的大炼化项目关注自身的商业化运行情况, 对短期利润不敏感; 另一方面, 目前处于 IMO2020 到来之际, 炼厂依然寄希望于柴油以及 VLSFO 等产品利润的反弹, 因此短期在炼厂不发生减产的背景下, 目前原油市场紧成品油松的局面

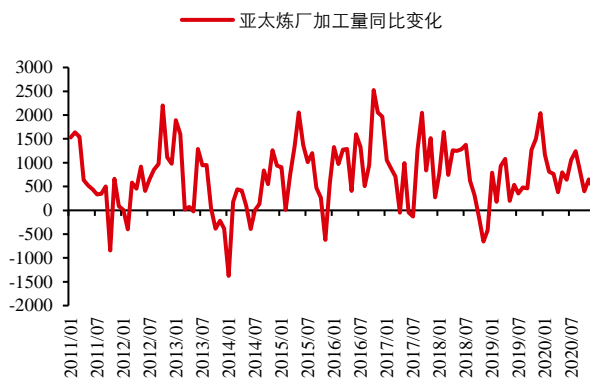
将会继续维持。我们认为炼厂利润是目前亚太原油进口增加的隐忧，但目前时间点的下滑更多来自于燃料油裂解利润，是否会看到炼厂出现大幅度减产依然存在较大的不确定性。

图 20: 新加坡 Dubai 简单加工利润 单位: 美元/日



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 21: 亚太炼厂加工量同比 (含预测) 单位: 千桶/日



数据来源: Energy Aspect 华泰期货研究院

明年市场补缺口的逻辑将继续演绎

往后看，随着更多亚太大炼化项目的陆续投产，我们认为亚太进口需求依然坚挺，而另一方面，OPEC 继续维持限产叠加伊朗、委内瑞拉依然受到制裁的前提之下，市场“补缺口的”的逻辑可能越演越烈，不排除发展为“抢油”逻辑，尤其是在炼厂开工旺季。结合明年主要增产的三个国家美国、挪威（含北海）、巴西的情况来看，预计美国以及拉美对亚太地区的出口有望进一步增加，而欧洲可能通过吸收更多的北海或者美国轻质低硫原油并释放一部分的中东或者俄罗斯中高硫原油供应给亚太炼厂来实现再平衡（考虑到 IMO2020 的影响，欧洲简单型炼厂需要原料的低硫化切换），但不管是哪种路径，最终的表现仍为亚太炼厂将会进口更多的西区原油资源来补足原油缺口。

综上，我们认为 2020 年原油供需总体矛盾不突出，市场主要矛盾体现在区域贸易平衡以及炼化平衡，我们认为布伦特的单边价格中枢在 60~70 美元/桶，在“补缺口”的逻辑之下，三大基准油依然会维持近月升水结构，策略上，我们依然推荐布伦特与 WTI 的正套策略（买首行抛六行或者买首行抛 12 行），尤其是在明年第三季度的炼厂开工旺季。

● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2017版权所有。保留一切权利。

● 公司总部

地址：广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com