

原油梦回 2009 年的大牛市？重现 100 美元的油价？

2021 年 3 月 2 日星期二

2 月最后一周，原油价格出现反复，前半周继续上行，后半周有所回落，各个机构的市场预期已经出奇的一致了，尤其是包括高盛、美银、摩根、巴克莱等各大投行纷纷上调原油价格的预期，更有机构已经预测未来一段时间油价将会重现 100 美元的情景，这些机构预测原油市场的大牛市依然没有结束，并且将会持续很长一段时间。

高盛表示，由于预期库存减少、边际成本上升以重启上游活动，预计油价将很快回升。将 2021 年一至四季度的布伦特原油价格预测分别从 55、60、65、65 美元/桶上调至 60、70、75、70 美元/桶。高盛分析师表示，油价上涨将受到现货溢价过高的推动，今年仍受到基本面因素的推动，需求好于预期，而供应依然低迷，再次造成了比我们预期更大的供应缺口。今年春季供需缺口将扩大，因为尽管油价上涨，但欧佩克成员国及包括俄罗斯在内的盟国需要更长的时间来平衡产量。

摩根士丹利表示，现在或将迎来 2000 年以来原油供应最紧张的季节。今年以来，全球油市供应缺口处于 280 万桶/日的水平，未来或将进入至少是 2000 年以来石油供应最紧缺的一个季度，预计油市的行动比此前预期的还要更快。目前全球新冠肺炎新增病例数字正在下降，出行数字的下降趋势将要见底，而目前新兴市场经济体的炼厂正在以疫情前的水平运作中。故此上调第三季度布伦特原油价格预期至 70 美元/桶，第四季度为 65 美元/桶。

美国银行预计今年的油价上限为 70 美元，美银分析师在一份报告中写道，油价今年可能会在 70 美元见顶。将 2021 年布伦特原油价格预期从此前的 50 美元上调至 60 美元。欧佩克将减产措施延长至第一季度，令市场供应减少 1.8 亿桶。美国得州的寒冷天气干扰将使全球石油库存额外减少 5000 万桶。在 2026 年之前，油价平均将在 50-70 美元/桶之间，不过在此期间，由于全球货币和财政刺激，以及石油基本面改善，油价可能飙升至 100 美元/桶。主要有三大因素继续支

投资咨询业务资格：

证监许可[2011]1294 号

投资咨询部 能源化工组

杨安

能源化工研究组长

yangan@htfutures.com

从业资格证号：F0237290

投资咨询号：Z0013382

分析师承诺：

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确

性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

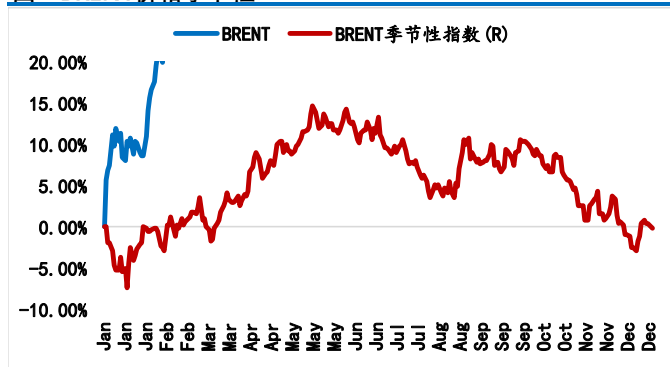
持能源价格复苏:(1)石油供需基本面的改善(2)前所未有的全球财政和货币刺激(3)以中国为首的全球大宗商品进口国持续发力。

巴克莱银行态度相比其他三家稍显悲观,巴克莱预计第二季度 OPEC+ 将增加石油总供应 150 万桶/日。因 OPEC+ 放松减产政策、更多更具传染性的变种新冠病毒的风险以及较高的看多仓位,近期仍持谨慎态度。将 2021 年布伦特原油价格预期上调 7 美元/桶,WTI 原油价格预期上调 6 美元/桶。预计 2021 年布伦特原油价格为 62 美元/桶,WTI 原油为 58 美元/桶。

从投行的观点可以看出,大部分投行对于未来油价的预期比较有信心,美银甚至喊出了 100 美元的目标位,在当前宏观经济刺激不断,供给端相对紧缺的情况下油价确实有继续强势的基础,但如果考虑上基本面,油价想站稳 70 美元之上仍需要需求端的强力配合。当然如果油价短期乐观程度超乎想象,不再重点考虑其商品属性而更多的反映乐观预期的金融属性,油价短期突破 70 美元也并不是不可能,毕竟作为经济晴雨表的美国股市已经长时间脱离当前的经济情况,更多的体现未来的经济预期,这就是乐观情绪下的大牛市。

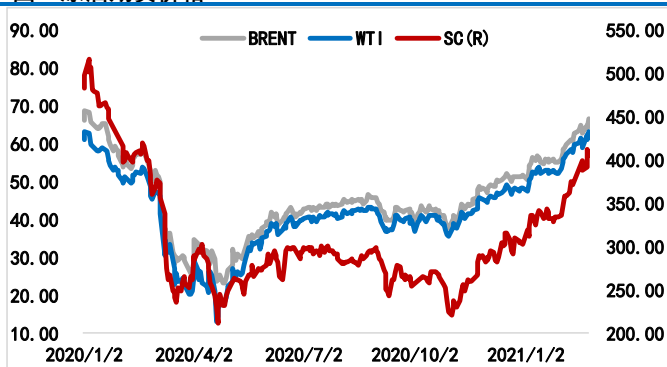
但是短期而言,市场在 65-66 美元之间徘徊,目前市场表现越发的令人不安。供给端的紧缺程度有所缓解,多头手中供给武器威力大不如从前。美债收益率突然性的攀升,导致美股出现较大幅度的回调,种种迹象都表明近期市场我们应该谨慎对待!尤其我们需要警惕,2020 年的 3 月正是油价崩盘的时间点!

图: BRENT 价格季节性



数据来源: WIND 海通期货投资咨询部

图: 原油期货价格



数据来源: WIND 海通期货投资咨询部

一、供给紧张有所缓解

在中国春节假期期间,油价之所以能够如此迅猛的突破压力位达到一个新的高度,主要原因就在于美国的极端天气导致原油产量大幅下滑,在本期的 EIA 数据中,美国原油产量大幅下滑 110 万桶/天,产量降至了近几年以来同期最低值。当然极端天气不仅仅影响到了美国的产量,更影响到了美国的需求,本期的美国炼油输入甚至已经跌至疫情最严重的时期,因此单纯从美国的角度来看似乎原油的产量和需求同步下滑并不会对油价产生较大的影响。

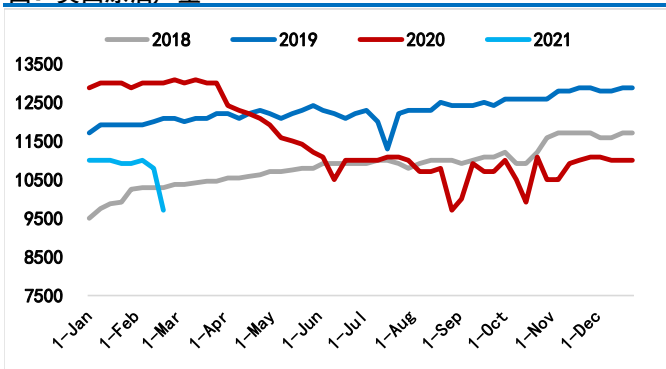
但问题在于,美国的终端需求受到的影响没有那么大,炼厂产能的降低导致美国不得不寻求从其他国家进行进口成品油,尤其是从欧洲地区进口成品油,甚至亚洲销往美国的成品油套利窗口都被一度打开。美国的极端天气使得美国之外的原油需求短期迎来一波小利好,这也使得全球原油供应紧缺在短时间内被放大,原油价格再次受到供给端的推动上行。

不过最新的消息显示，美国因为极端天气断供的原油产量已经恢复了80%以上，缺口的产能也会在未来一段时间内逐渐恢复，因此不排除未来两周美国原油产量开始回升的可能。美国断供的缺口弥补，市场的供应紧张程度就会大幅缓解。

另一方面，今年价格开局如此强势的原因也在于库存水平上，从美国的角度来看，随着需求的恢复和全球供应端的持续紧缺，今年美国原油库存基本处于下行趋势，目前已经接近五年以来的均值水平。从美国原油库存年增幅上来看，今年的库存表现是近四年以来最好的年份，在以往的年份，美国原油库存年增幅往往处于上行的过程中，但今年整体处于下行的趋势，这也能间接反映当前市场供应偏紧这一事实，那么油价自然也就有了强势的基础。从OECD的库存表现上来看，似乎也是如此，目前OECD库存水平已经下滑至五年均值附近，未来随着供给端持续作用，仍有继续下滑的空间，尤其是在需求端恢复之后。

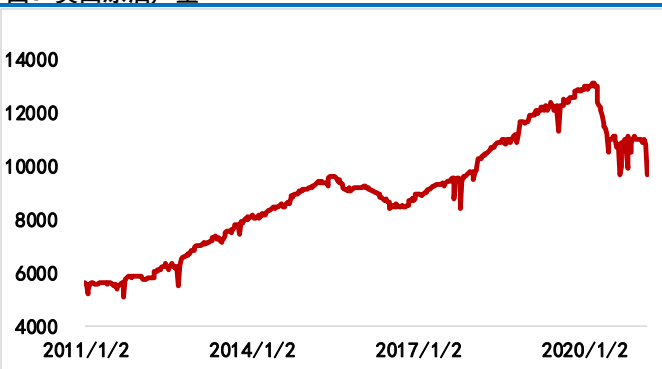
另外一个供给端的重要事件就是下周的OPEC会议，会前已经有消息称沙特将会放弃执行自愿减产的100万桶，OPEC+将会放松减产50万桶，因此将会有150万桶的原油产能投放到市场。另外伊朗的问题也是值得关注的对象，虽然短期之内伊朗并无解禁的可能，但市场的预期足够影响到短期油价的走势，因此在如此高位之后，供给端的变量值得我们密切关注，毕竟经历了痛苦的2020年，产油国急需大量出口以增加外汇储备。

图：美国原油产量



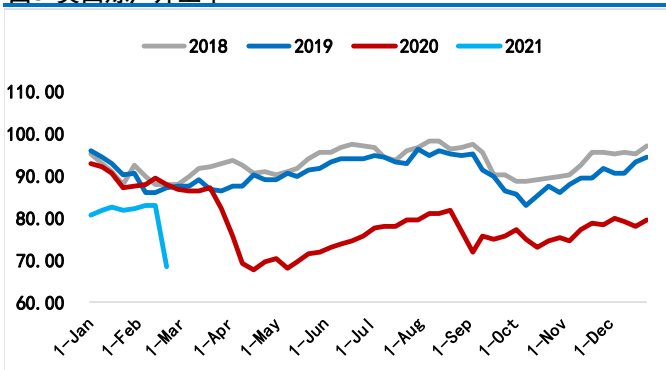
数据来源：EIA 海通期货投资咨询部

图：美国原油产量



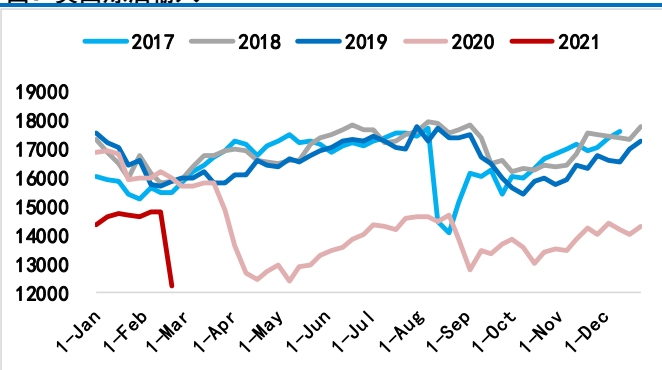
数据来源：EIA 海通期货投资咨询部

图：美国炼厂开工率



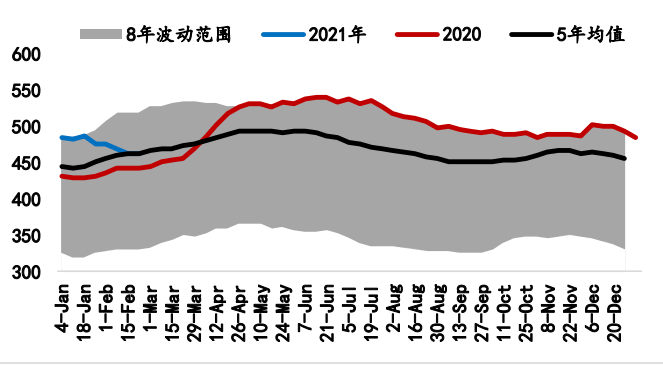
数据来源：EIA 海通期货投资咨询部

图：美国炼油输入



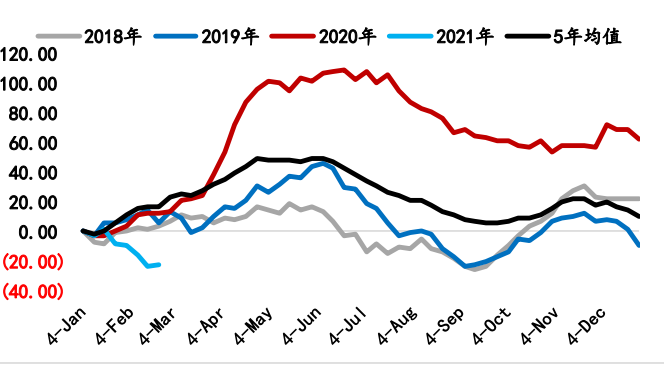
数据来源：EIA 海通期货投资咨询部

图：美国原油库存



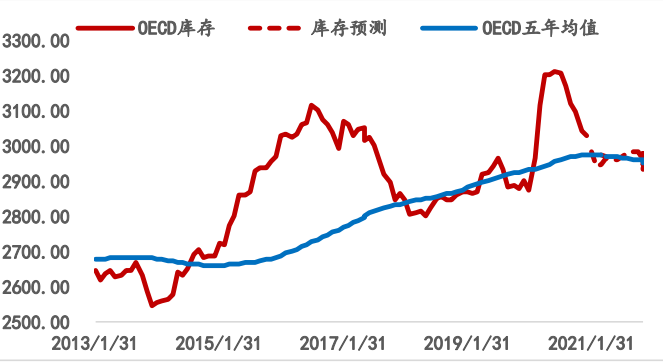
数据来源：EIA 海通期货投资咨询部

图：美国原油库存年增幅



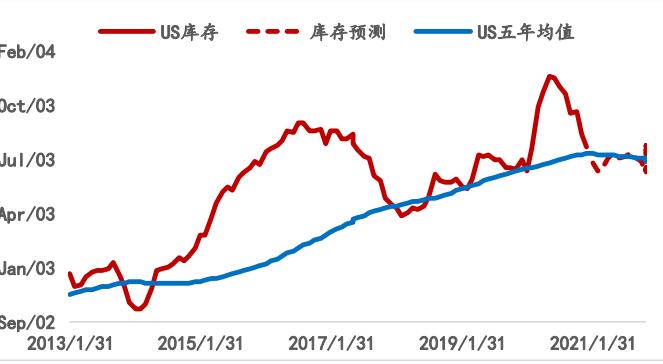
数据来源：EIA 海通期货投资咨询部

图：OECD原油库存



数据来源：EIA 海通期货投资咨询部

图：US原油库存



数据来源：EIA 海通期货投资咨询部

表：2021年OPEC减产执行情况								
千桶/日	基准	2020.8-2020.12		当前协议下 减产产量	月度产量		减产执行率	超额减产产量
		第二阶段减产产量	第三阶段减产产量		Dec-20	Jan-21		
阿尔及利亚	1057.00	193.00	145.00	912.00	856.00	864.00	133%	48.00
安哥拉	1527.00	278.00	209.00	1318.00	1168.00	1174.00	169%	144.00
赤道几内亚	127.00	23.00	17.00	110.00	126.00	116.00	65%	(6.00)
加蓬	187.00	34.00	26.00	161.00	182.00	173.00	54%	(12.00)
伊拉克	4653.00	849.00	637.00	4016.00	3852.00	3839.00	128%	177.00
科威特	2809.00	513.00	385.00	2424.00	2297.00	2319.00	127%	105.00
尼日利亚	1829.00	334.00	250.00	1579.00	1373.00	1342.00	195%	237.00
沙特	11000.00	2006.00	1505.00	9495.00	8965.00	9054.00	129%	441.00
阿联酋	3168.00	578.00	433.00	2735.00	2576.00	2612.00	128%	123.00
刚果	325.00	59.00	44.00	281.00	269.00	267.00	132%	14.00
利比亚					2022.00	2084.00		
伊朗					1215.00	1164.00		
委内瑞拉					415.00	487.00		
OPEC合计					25316.00	25495.00		
OPEC减产国合计	26682.00	4867.00	3651.00	23031.00	21664.00	21760.00	135%	1271.00

数据来源：海通期货投资咨询部

二、2021 年的历史参考

我们将 2021 年开局行情与历史年份进行对比发现，目前的市场分别与 2019/2011/2009/2005 年比较类似，从年初至今，2021 年的布伦特价格涨幅已经超过 30%，而 2019 年价格一鼓作气涨了超过 45%，2011 年价格涨幅与今年类似。2009/2005 年全年基本上都呈现强势格局，全年最大涨幅均超过了 60%。

具体来看 2019 年价格涨幅在四月份超过 45%之后，市场在接下来的时间里呈现了宽幅盘整的姿态，具体表现为前半段强势，后面 2/3 的年份相对弱势，也可以理解为四个月走完了全年的行情，导

致后半年表现平平。2011 年的价格走势与 19 年类似，也是在一季度走完了全年的涨幅，导致接下来的三个季度整体维持震荡下行的格局。

但是如果考虑到基本面和宏观市场的情况，今年的价格又和 2009 年之后的价格有所类似。2009 年是经济危机之后开始逐步企稳回升的一年，2008 年油价经历了 147 美元到 36 美元的巨大跌幅，2020 年油价经历了 70 美元到 16 美元的巨大跌幅。2009 年开始，全球市场开始救市，需求稳步回升，全球的经济刺激也使得大宗商品快速上行，油价在短期之内很快回升，最终用了 2 年的时间再度回到 100 美元之上。2020 年，全球疫情同样导致需求端的快速下行，随后疫苗的逐渐普及和全球大范围的救市操作，2020 年油价也有不俗的表现，如果需求继续恢复，全球放水刺激不停，那么 2021 年的油价很有可能会重复 2010 年的行情，这也是美银喊出油价 100 的关键因素。

对比这两次价格从最低点反弹之后的表现，09 年价格用了一年的时间反弹超过 100%，随后又用了一年的时间涨幅达到 200% 以上。2020 年低点至今尚没有一年的时间，但涨幅已经接近 200%，除了供给端和宏观的双重刺激以外，起点绝对价格的低位也是油价有如此表现的重要原因。如果考虑到需求的逐步恢复，加上宏观经济刺激的不停，那么油价在未来一段时间内仍有可能重复 2009 年之后出现两年大牛市的可能，因此从长期来看，原油价格的牛市行情或许并未终结。

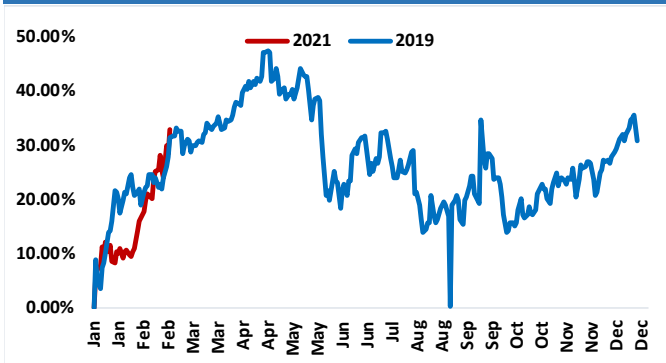
但是短期来看，美国供给已经大部分恢复，OPEC 的供给政策需要等到下周才能真正明朗，但在如此高位之下，OPEC 国家还有多大的决心继续减产？从目前已知的消息来看，OPEC 在 4 月份将至少增加 150 万桶/天的产能，倘若谈判过程中分歧较大，不排除会超过 150 万桶的可能，短期市场供应端的支撑作用可能会减弱。

宏观层面，周四美债收益率的突然性飙升让市场感觉到一丝寒意，作为回应，道琼斯指数当天大跌 500 点。从资金的角度而言，美债收益率的大幅飙升对市场起到了抽血的作用，尤其是 10 年期美债收益率周四一度升破 1.6%，2 年和 10 年期美债息差一度扩大到将近 142 个基点，为 2015 年 11 月以来最大息差。

美债收益率的大幅走强反映出市场对于美国通胀预期的乐观，更是体现出未来收紧货币政策的可能性，对于靠着资金推涨起来的大宗商品来说，美元收紧将极大的打压资产价格。一般而言，缓慢回升的美债收益率对于市场的影响并不会很大，但继续飙升之下就会对市场造成一定的恐慌效应，尤其是对近期涨幅巨大的资产来说，因此短期之内我们仍需要关注美债收益率对于原油的打压作用。

对于当前的油价而言，虽然中长期依然看多，但短期价格下行的风险依然比较大，不排除油价在短期徘徊之后与其他大宗商品以及美股同步下跌的可能，因此建议有多单的投资者注意利润保护，持有现货的投资者密切注意库存价值的保护。

图：BRENT 2021年与2019年走势



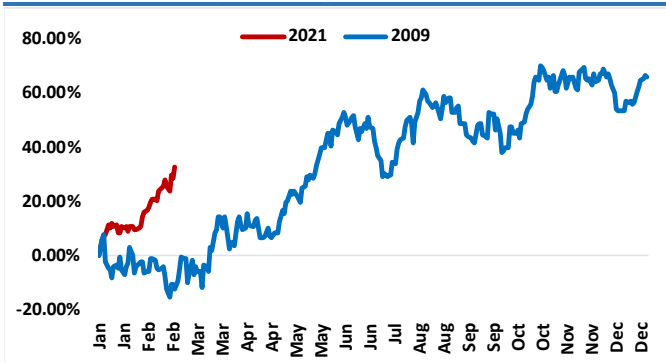
数据来源：海通期货投资咨询部

图：BRENT 2021年与2011年走势



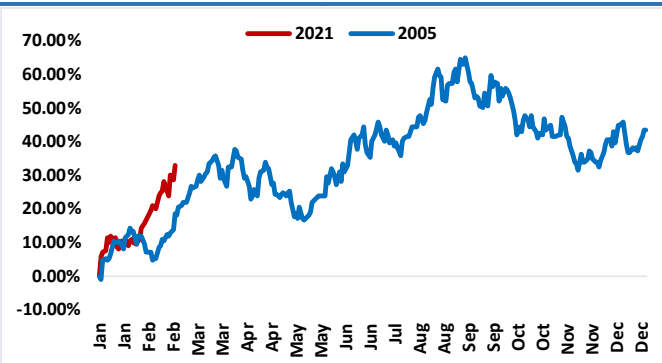
数据来源：海通期货投资咨询部

图：BRENT 2021年与2009年走势



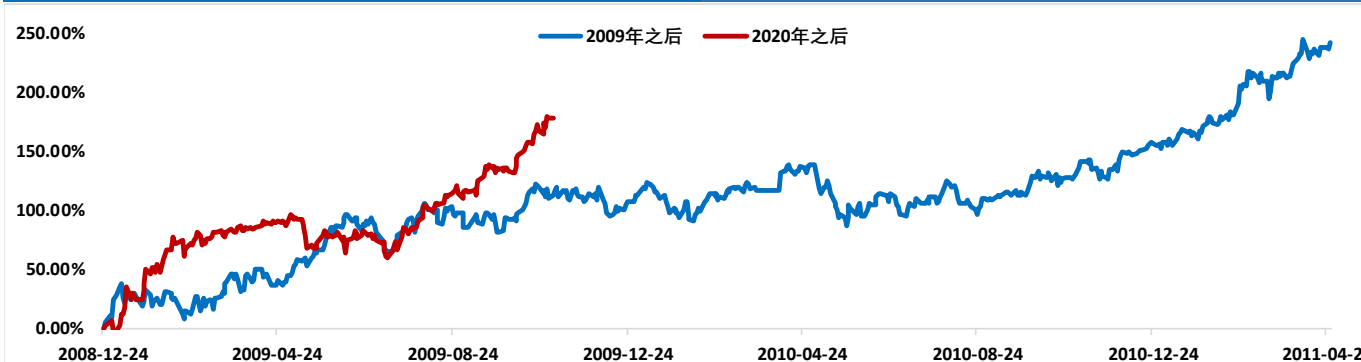
数据来源：海通期货投资咨询部

图：BRENT 2021年与2005年走势



数据来源：海通期货投资咨询部

图：两次历史性暴跌之后油价走势



数据来源：海通期货投资咨询部

法律声明：

本报告仅供海通期货股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因本报告中的任何内容所引致任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可能发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资须谨慎。本报告所载的信息、材料及结论仅供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

郑重声明：

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则均构成对本公司合法权利的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通期货投资咨询部并获得许可，并须注明出处为海通期货投资咨询部，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。