

2020 年原油报告·年度

进退维谷，柳暗花明

——2020 年原油年报

研究员： 郑梦琦
电 话： 021-60281622
邮 箱： zhengmq@zhqh.com.cn
执业证号： F3063364

报告要点

供给端：美国原油产量高居不下，OPEC+减产执行率存疑，2020 年全球原油供应相对充足。由于页岩油开采技术的提升，美国原油产量呈现爆发式增长，美国原油产量持续创新高至 1290 万桶/天，但增速由去年的 23.26%放缓至 10.26%。随着 2019、2020 年原油管道的逐步投入使用，原油运力有所缓解，预计 2020 年将新增运能 75.9 万桶/天，运输方面将对美国原油产量有所助力。美国原油产量 2020 年最大的阻碍是能源企业削减开支，油价短期内很难有较大突破，油企利润下滑，油气行业面临洗牌，小企业出清，原油产量增速逐步放缓。OPEC 占全球原油市场份额已连续两年下滑，2019 年 OPEC 原油产量继续下滑。OPEC+大会最新决议，深化减产至 210 万桶/天。从目前的减产执行率来看，未来能否有效执行仍然落在伊拉克、尼日利亚、阿联酋等国，而从这些国家现有的减产执行情况来看，100%的减产值得怀疑。如果 OPEC 遵守 100%遵守新减产协议，预计较目前来看至少可以再减少 46.5 万桶/天的产量，关注 2020 年一季度原油减产执行情况。

需求端：2019 年受全球经济增长放缓担忧的影响，欧美原油需求较弱，中国原油需求表现较强，成品油呈“汽弱柴强”格局，2020 年全球原油需求预期转暖。2019 年欧洲经济下滑相对严重，制造业萎靡，2019 年炼油厂加工量不仅低于去年同期水平，更是低于五年均值，美国炼油厂加工量除 1 月份略高于去年，其余月份炼油厂加工量均低于去年同期、略高于五年均值，欧美炼油厂原油需求相对较弱。2019 年 1-11 月原油累计加工量 4.88 亿吨，同比增长 6.68%，且山东地炼常减压装置开工率不断上升，创历史新高至 69.88%，国内炼油厂原油需求相对较强。受新能源汽车对燃油车的替代效应、出行方式多元化、绿色清洁能源推广以及燃油效率提升的影响，汽油需求增速放缓。柴油则受 IMO2020 新规的影响，对中间馏分油需求形成支撑，IMO2020 规定，自 2020 年 1 月 1 日起，全球范围内将开始实施船用燃料硫含量不得高于 0.5%的排放标准，增加燃料油和中间馏分油调混需求。展望 2020 年原油需求，三大机构近几次月报对原油需求增速预测变动不大，2020 年上半年全球原油需求相对较弱，尤其是一季度，下半年原油需求有望提升。

金融属性：2019 年经济增速放缓，油价上行乏力，随着中美贸易利好消息释放，经济放缓担忧有所缓解，资产风险偏好上升。全球经济增长放缓，各大机构均下调经济增速预期。IMF 将 2019 年全球 GDP 增速自 3.2%下调至 3%，将 2020 年全球 GDP 增速预期从 3.5%下调至 3.4%，为金融危机之后的新低。从资产配置角度来看，与 2018 年相比，2019 年美股走高，标普 500 指数创新高至 3247.93；6 月份，随着中美贸易的利空消息影响，避险需求增加，黄金价格一度上涨至 1566.2 美元/盎司；2019 年美元指数涨势弱于 2018 年；8 月份，10 年期美债与 2 年期美债收益率倒挂，从历史上十年期和两年期美债收益率倒挂后大类资产表现来看，美元指数和黄金表现均无一致性规律，10Y 美债收益率、标普 500 指数和原油价格则多数上涨。

整体来看，2020 年原油产量保持相对充足，疲弱的需求和 OPEC+具体减产执行情况将是制约一季度油价的重要因素，随着中美贸易利好消息的释放以及降息带来刺激经济效果显现，预计 2020 年下半年原油需求将有所转暖，油价重心上移，但疲弱的全球经济仍然是制约油价的关键因素，因此，2020 年油价仍将维持维持区间震荡。

关注点：地缘政治、中美贸易、英国脱欧。

目 录

一、原油年度行情回顾及事件梳理.....	3
二、原油的商品属性：供给.....	4
1、美国.....	4
2、OPEC.....	7
3、俄罗斯.....	11
三、原油的商品属性：需求.....	12
1、炼油厂加工.....	12
2、成品油需求.....	13
3、机构预期.....	15
四、原油的金融属性.....	16
1、全球经济.....	16
2、资产配置.....	18
五、原油的政治属性：地缘.....	19
1、沙特石油设施遇袭.....	19
2、美伊局势紧张.....	20
3、伊拉克国内抗议.....	21
4、土耳其叙利亚短暂和平.....	21
5、委内瑞拉危机.....	21
六、2020 年投资策略及展望	22

一、原油年度行情回顾及事件梳理

2019 年原油价格呈震荡上行走势，截至 2019 年 12 月 31 日，WTI 上涨 15.8 美元/桶至 61.21 美元/桶，涨幅 34.79%；Brent 上涨 12.23 美元/桶至 66.03 美元/桶，涨幅 22.73%；INE 上涨 105.6 元/桶至 483.5 元/桶，涨幅 27.94%。Brent 与 WTI 价差由年初的 8-10 美元/桶缩窄至 2-3 美元/桶后再次走扩并稳定在 5 美元/桶左右。

表 1：2019 年原油行情回顾

	年收盘	年最高	年最低	年开盘	年结算	年涨跌	年涨跌幅	年振幅	年成交量	年持仓量
WTI	61.21	66.60	44.35	45.22	61.06	15.80	34.79%	48.57%	145,459,116	411,296
Brent	66.03	74.75	52.51	53.00	66.00	12.23	22.73%	41.07%	69,071,076	655,512
INE	483.5	521.5	369.4	378.2	488.1	105.6	27.94%	40.12%	61,299,484	23,718

数据来源：wind，中辉期货研发中心

原油价格在经历 2018 年四季度的大幅下跌后，2019 年年初原油止跌企稳并振荡上行，由于受全球经济增长放缓担忧的影响，油价上行乏力，四大因素驱使原油价格区间震荡，分别是中美贸易、美联储降息、地缘冲突、OPEC+减产。

2019 年 IMF 多次下调全球经济增长预期，经济放缓担忧加剧，油价承压。10 月，IMF 再次下调全球经济增长，将 2019 年全球 GDP 增速自 3.2%下调至 3%，将 2020 年全球 GDP 增速预期从 3.5%下调至 3.4%，为金融危机之后的新低。而此前 7 月份，IMF 已较 4 月将两年的经济增长预期均下调了 0.1 个百分点。另外，标普将 2019 财年美国经济增长预期从 2.5%下调至 2.3%，将 2020 年经济增长预期从 1.8%下调至 1.7%；惠誉预计全球经济增长将在今年跌至 2.6%，预计 2020 年全球经济增长将降至 2.5%，全球 GDP 增速将在 2020 年触及八年新低，明年全球经济增长将降至 2012 年以来的最低水平。多家机构纷纷下调全球经济增长预期，经济增长放缓担忧加剧，致使原油需求疲弱，油价承压。

中美贸易增加了 2019 年的全球经济增长的不确定性。8 月 2 日，特朗普表示，将从 9 月 1 日起对 3000 亿美元的中国进口商品征收 10%的关税，美股下行，标普 500 指数最低下探至 2822.12，波动率指数上冲至 24.59。8 月 23 日，中国针对美国对自华进口约 3000 亿美元商品加征 10%的关税提出反制措施，油价再次承压下跌。12 月 12 日，特朗普推特官宣中美贸易磋商进展较好，13 日中美贸易第一阶段经贸协议文本达成一致。受中美贸易不确定性的影响，加深了对全球经济增长放缓的担忧，同时，中美贸易的具体进展也成为今年原油价格的巨大扰动因素。

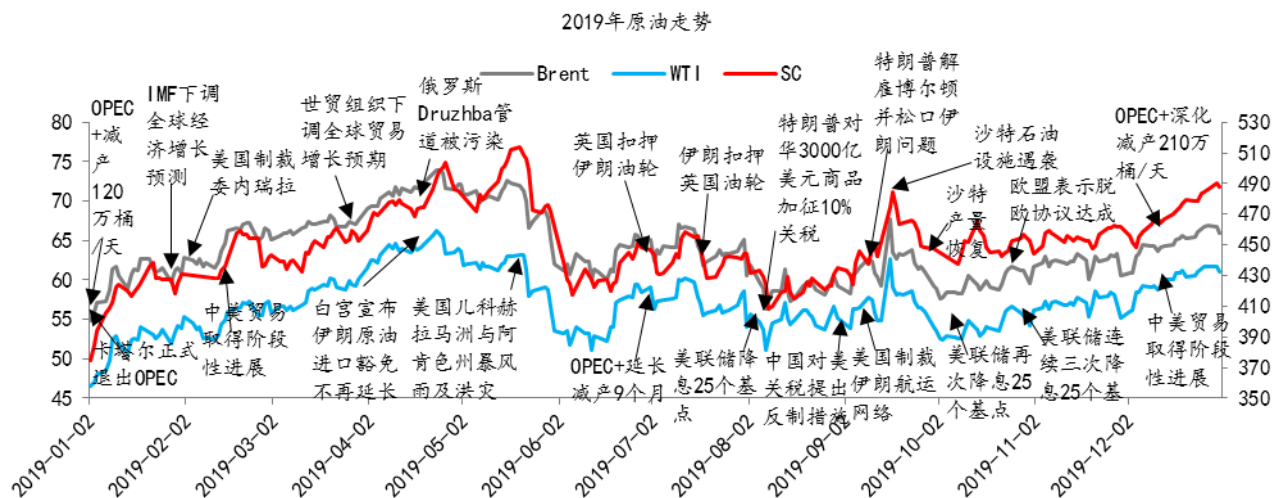
美联储自 2008 年金融危机开启的 9 轮加息后，2019 年连续三次降息。2019 年，美联储开启降息模式，分别于 7 月 31 日、9 月 19 日、10 月 30 日，连续三次降息，每次降息 25 个基点，均符合市场预期，市场解读为应对全球经济增长下滑的担忧，通过降息刺激经济增长，由于三次降息均符合市场预期，油价波动不大，反而加深市场对全球经济增长放缓的担忧。

地缘冲突小矛盾不断，沙特石油设施遇袭将 2019 年地缘风险推向高潮。由于美国退出伊核协议，且对伊朗实施制裁，欲将伊朗原油出口打压至零，美伊矛盾升级，但整体影响不大。7 月 4 日英国扣押伊朗“Grace 1”号油轮，7 月 19 日伊朗扣押英国“Stena Impero”油轮，8 月 15 日，直布罗陀当局释放伊朗油轮，美国司法部发出拘捕令，但最终伊朗仍将油轮开往叙利亚，美国对伊朗的制裁不断升级。直至 9 月 14 日，地缘问题爆发至本季度高点，沙特 ABQAIQ 炼油厂和 KHURAI 油田的石油设施遭胡塞武装无人机袭击，影响产量 570 万桶/天，占沙特原油产量的一半，占全球原油产量的 5%。随后 9 月 16 日（周一）原油跳空高开，WTI、Brent、INE 跳空高开至 61.48 美元/桶、66.45 美元/桶、477.5 元/桶，Brent 开盘大涨的 19%创下 1991 年以来单日最大涨幅，9 月底沙特原油产量恢复至遇袭前水平，油价回落至遇袭前水平。12 月底，美国对伊朗支持的“人民动员组织”实施了攻击，由于攻击区域为伊拉克和叙利亚，引发伊拉克不满。

OPEC+减产对油价影响较为短暂。2019 年年初，OPEC+决议减产 120 万桶/天，7 月 1 日，OPEC+决定将现有的减产 120 万桶/日的政策延期 9 个月至明年 3 月 31 日，这一减产幅度约相当于全球需求量的 1.2%，但由

于全球经济预期下滑，原油价格承压下跌。在12月减产会议召开前，关于是否深化减产等消息对2019年油价形成扰动。12月6日，OPEC+决议再次深化减产50万桶/天，减产执行率改善后，沙特自愿延续减产40万桶/天，减产幅度达210万桶/天。受减产消息利好影响，油价短期内上涨，但考虑到伊拉克、俄罗斯、尼日利亚等国，减产执行率堪忧，仅对油价形成支撑，整体波动不大。

图1：2019年原油事件梳理



数据来源：wind, 中辉期货研发中心

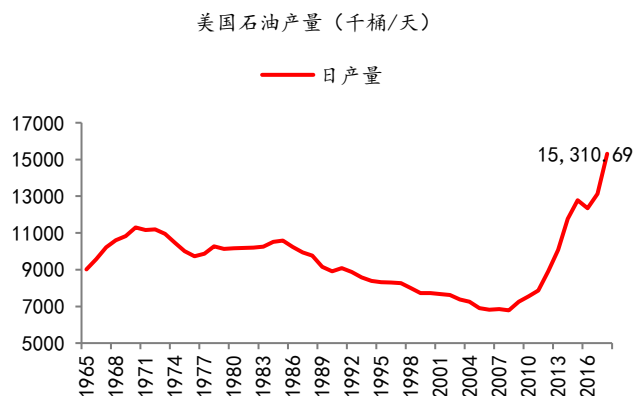
二、原油的商品属性：供给

1、美国

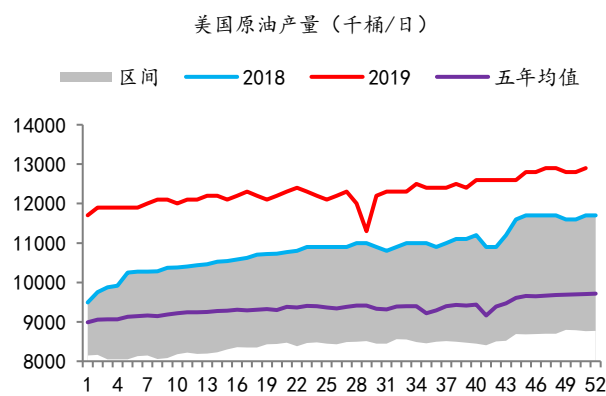
美国原油产量居高不下，但增速有所放缓。自2008年美国石油产量跌至谷底后，后续随着页岩油开采技术的提升，美国原油产量呈现爆发式增长，截至2019年12月20日，美国原油产量1290万桶/天，较去年同期增加120万桶/天，美国原油产量持续创新高。对比去年增速来看，2019年原油产量增速为10.26%，低于2018年的原油产量增速23.26%，页岩油产量虽不断增长，但增速有所放缓。

图2：美国石油产量

图3：美国原油产量



数据来源：wind, 中辉期货研发中心

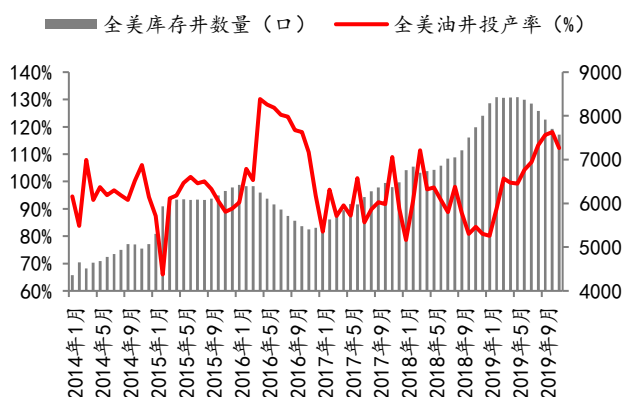


数据来源：wind, 中辉期货研发中心

随着2019、2020年原油管道的逐步投入使用，原油运力有所缓解。从二叠纪的油井投产率及库存井可以看出，自8月份起，二叠纪油井投产率为105.71%，为2018年4月份后，首次消耗库存井及油井投产率大

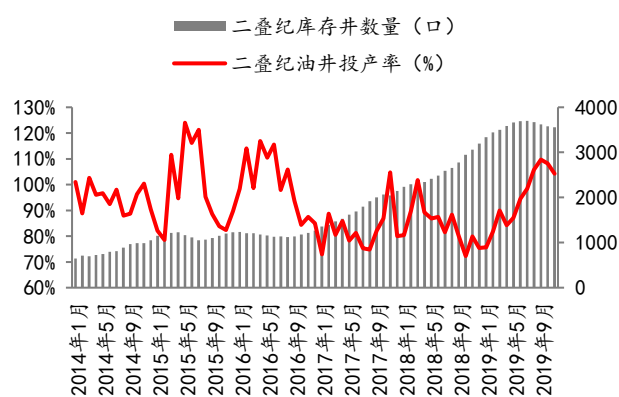
于 100%。原油管道运力不足为制约 2019 年美国原油产量的主要因素之一，随着新建管道的逐步投入使用，美国原油运输瓶颈得以解决，运输成本下滑，支撑原油产量，因此 2019 年美国原油产量持续创新高。2020 年，原油运输管道持续新建和扩容，预计将新增运能 75.9 万桶/天，美国原油供给仍然保持充足。

图 4：美国油井投产率及库存井数量



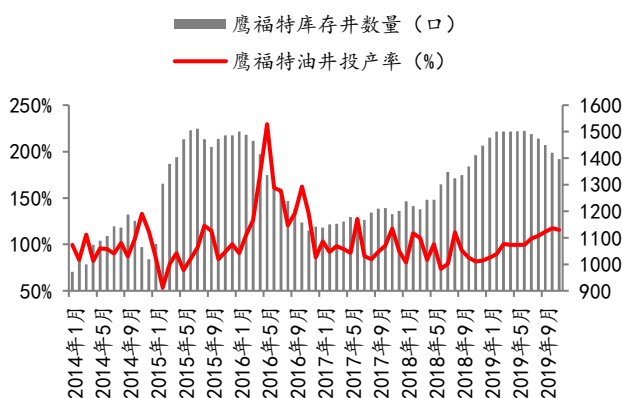
数据来源：wind, 中辉期货研发中心

图 5：美国二叠纪油井投产率及库存井数量



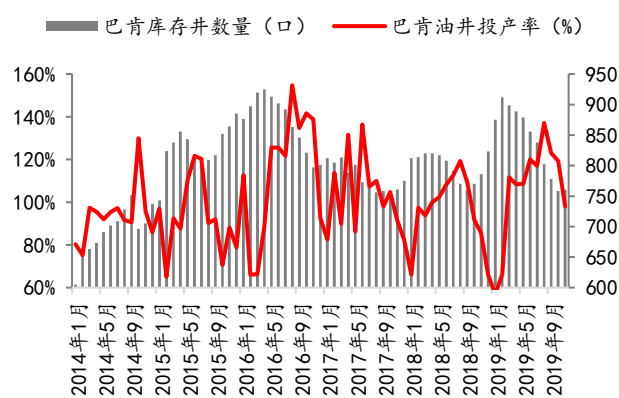
数据来源：wind, 中辉期货研发中心

图 6：美国鹰福特油井投产率及库存井数量



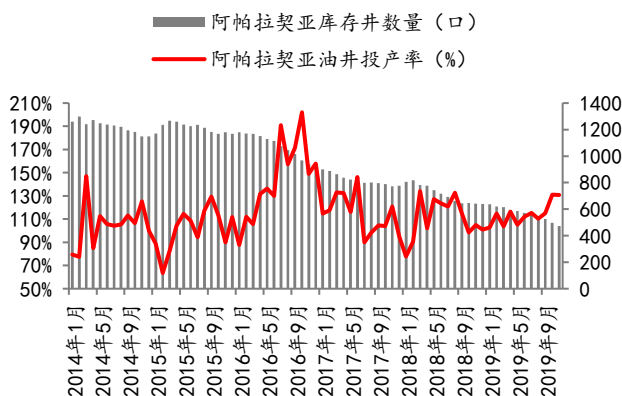
数据来源：wind, 中辉期货研发中心

图 7：美国巴肯油井投产率及库存井数量



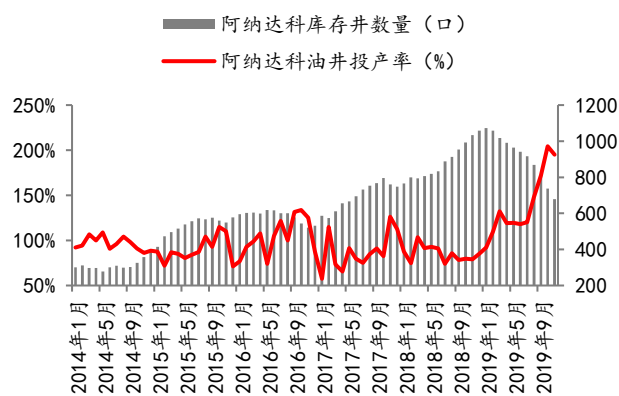
数据来源：wind, 中辉期货研发中心

图 8：美国阿帕拉契亚油井投产率及库存井数量



数据来源：wind, 中辉期货研发中心

图 9：美国阿纳达科油井投产率及库存井数量



数据来源：wind, 中辉期货研发中心

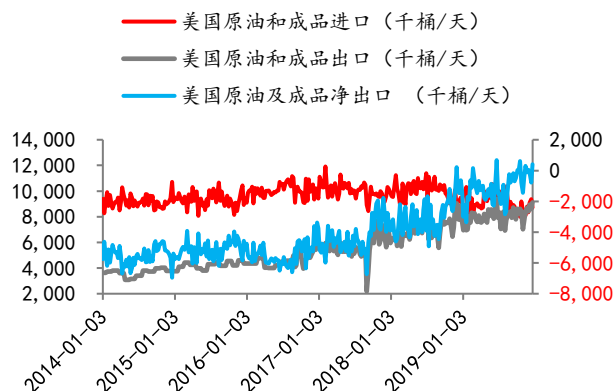
图 10: 美国原油管道建设

项目名称	项目类型	状态	开始年份	开始季度	英里	管道直径	新增容量 (万桶/天)
Revolution System	新建	在建	2019	Q4	15	12	6
Front Range Pipeline expansion	延伸	在建	2019	Q4	435	16	10
Texas Express Pipeline expansion	延伸	在建	2019	Q4	580	20	9
Cherry Creek Pipeline	转换	在建	2019	Q4	45	12	5
Elk Creek Pipeline phase 1	新建	在建	2019	Q4	300	20	24
Gray Oak Pipeline	新建	在建	2019	Q4	850		90
Gray Wolf Crude Connector	新建	在建	2019	Q4	55	16	12
Matador Pipeline	新建	在建	2019	Q4	38		22
Shin Oak Pipeline expansion	延伸	在建	2019	Q4	624	24	30
White Cliffs conversion	转换	在建	2019	Q4	564	12	9
New Burgos Pipeline	新建	已宣布	2019		47	10	10.8
Red Wolf Crude Connector	新建	在建	2019		40	16	12
EPIC Crude Pipeline	新建	在建	2020	Q1	730	30	60
Diamondback Pipeline	转换	已宣布	2020	Q1	16	8, 6	3.2
Arbuckle II Pipeline	新建	在建	2020	Q1	530	30, 24	40
Elk Creek Pipeline phase 2	新建	在建	2020	Q1	600	20	24
West Texas LPG Delaware Basin expansion 2	延伸	在建	2020	Q1	240	16	8
EPIC NGL Pipeline—Crane to Corpus Christi	转换	在建	2020	Q1	430	24	22
Ingleside Pipeline	新建	在建	2020	Q1	24	24	60
Plantation Pipeline Roanoke Expansion	延伸	已宣布	2020	Q2			2.1
Sand Hills NGL Pipeline expansion 6	延伸	在建	2020	Q2	400	20	10
Mariner East 2 Pipeline (Bypass)	新建	在建	2020	Q2	350	20	12.5
Mariner East 2X	新建	在建	2020	Q3	350	16	25
EPIC Purity Pipeline	新建	在建	2020	Q3	131	12	12
Diamond Pipeline expansion	延伸	已宣布	2020	Q3	440	20	20
Pony Express Pipeline expansion	延伸	已宣布	2020	Q3	760		30
Baymark Pipeline	延伸	在建	2020	Q3	90.5	12.75	10
Equality Pipeline	新建	已宣布	2020	Q3	190	24	20
Midland-to-ECHO 3 pipeline system	新建	已宣布	2020	Q3			45
Falcon Ethane Pipeline Project	新建	在建	2020	Q4	98	16, 12, 10	10.7
Bluestem Pipeline	新建	已宣布	2020	Q4	188	16	12
Compañero Pipeline	新建	已宣布	2020	Q4	510	24	30
Jupiter Pipeline	新建	已宣布	2020	Q4	650	36	100
Lone Star Express Pipeline expansion	延伸	已宣布	2020	Q4	352	24	40
Voyager Pipeline	新建	已宣布	2020	Q4	500	20	25
Saddlehorn Pipeline expansion	延伸	已宣布	2020	Q4	538		10
Ace Pipeline System	新建	已宣布	2020				40
Enbridge Line 3 Replacement Project	延伸	在建	2020		1031	36	37
Southern Access (Line 61) Upgrade Project expansion 4	延伸	在建	2020		454	42	25
Swordfish Pipeline	其他	已宣布	2020		60	30, 20, 16	17
Red River Pipeline	延伸	已宣布	2020			16	8.5

数据来源: EIA, 中辉期货研发中心

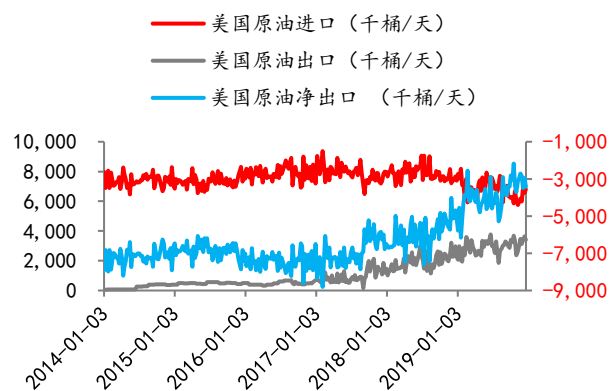
页岩油产量爆发式增长, 美国原油进口下滑, 出口不断增加。截至 12 月 20 日, 美国原油和成品进口 871.8 万桶/天, 出口 912.6 万桶/天, 净出口 40.8 万桶/天, 较去年年底增加 105 万桶/天, 其中, 原油进口 680.9 万桶/天, 出口 339.7 万桶/天, 净进口 341.2 万桶/天, 较去年年底减少 127.5 万桶/天。随着美国页岩油产量不断刷新纪录, 美国 2019 年 9 月份出现石油贸易顺差 2.52 亿美元, 而 8 月为逆差 2.68 亿美元, 这是自 1978 年以来首次顺差, 美国原油净进口数量大幅减少, 出口数量增加, 国际原油供给应增加, 从而造成与以沙特和俄罗斯为首的 OPEC+ 之间全球市场份额的博弈。

图 11: 美国原油和成品进出口



数据来源: wind, 中辉期货研发中心

图 12: 美国原油进出口



数据来源: wind, 中辉期货研发中心

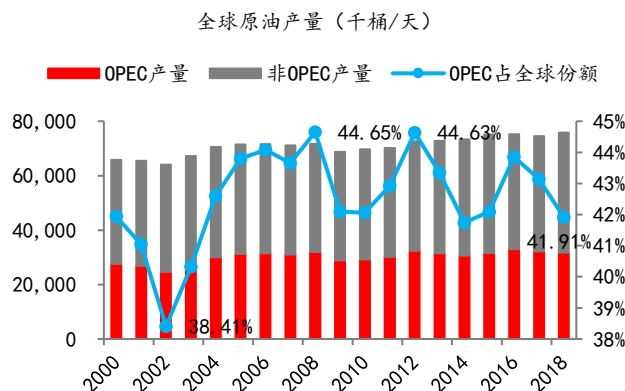
油价低迷, 美国油气企业破产数量增加, 2020 年美国大部分能源企业削减开支。根据美国海恩斯和布恩律师事务所公布的统计数据显示, 截至 2019 年前 9 个月, 美国有 50 家油气公司申请破产, 其中包括 33 家油气生产公司、15 家油田服务公司和两家中游公司, 美国今年前 9 个月的油气公司破产数量已经高于 2018 年全年。美国达拉斯联邦储备银行四季度能源行业调查报告显示, 近半数受访的美国油田服务商预期市场前景欠佳, 并计划于 2020 年削减开支, 该调查访问了得克萨斯州、路易斯安那州北部和新墨西哥州南部的 170 家能源公司, 其中包含 111 家能源勘探及生产企业和 59 家石油和天然气服务商。调查显示, 36% 的受访油气开发商和 49% 的受访油田服务商计划于 2020 年削减开支, 受访企业对 2020 年原油价格的预期从每桶 48 美元到 75 美元不等, 平均预期值为每桶 58.54 美元。另外, 衡量达拉斯联邦储备区的能源行业商业活动的密集程度的商业活动指数第四季度为 -4.2, 这意味着该地区的石油、天然气行业活动与招聘数量在下滑。由于 2019 年大部分时间里原油价格都保持在每桶 65 美元以下, 油田服务商利润率正在下滑, 许多投资者已经撤出能源业。根据 Rystad Energy 预测, 到 2020 年, 全球石油行业上游板块投资总额将减少约 4%, 页岩油/致密油的投资预计将缩水近 12%, 油价下跌和现金流走弱将迫使页岩油公司减少投资活动。

2020 年, 美国原油供应量仍将保持相对充足, 由于油价短期内很难有较大突破, 油企利润下滑, 油气行业面临洗牌, 小企业出清, 原油产量增速逐步放缓。

2、OPEC

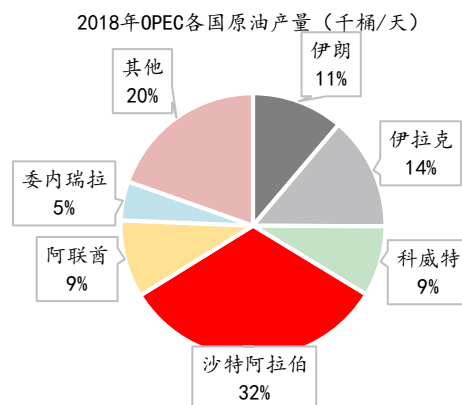
全球原油产量不断小幅增加, OPEC 占全球原油市场份额却不断下滑。2018 年 OPEC 原油产量为 31.76 百万桶/天, 非 OPEC 原油产量为 44.02 百万桶/天, OPEC 占全球原油市场份额为 41.91%, 且连续两年下滑, 沙特阿拉伯为 OPEC 原油主力生产国, 其份额占 OPEC 的 32%。

图 13: OPEC 及非 OPEC 原油产量



数据来源: wind, 中辉期货研发中心

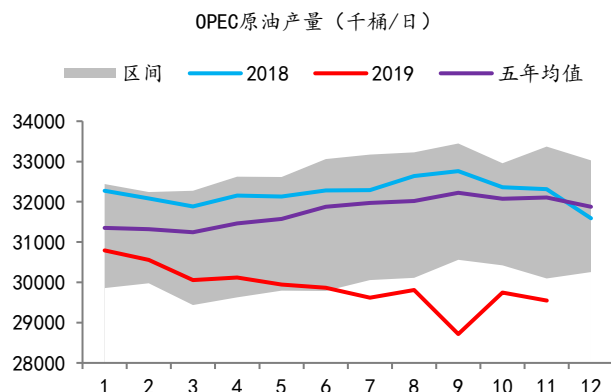
图 14: 2018 年 OPEC 各国原油产量



数据来源: wind, 中辉期货研发中心

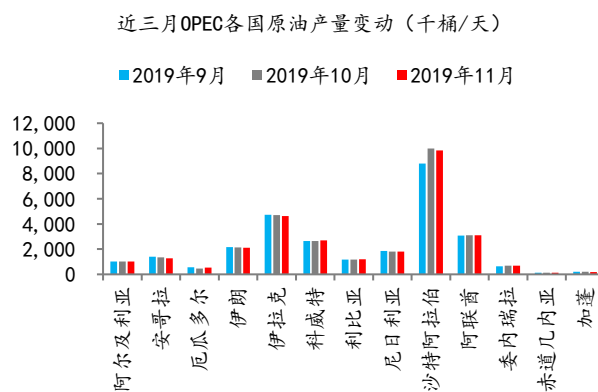
从 2019 年 OPEC 公布的各月月报来看，OPEC 原油产量持续下滑。2019 年 9 月，由于沙特石油设施遭受胡塞武装无人机袭击，影响沙特 570 万桶/天的原油产量，占沙特原油供应的一半以上，占全球原油供应的 5% 左右，后沙特于 9 月底将原油产量恢复至遇袭前水平，因此，9 月份 OPEC 原油产量较前月大幅下滑 109.3 万桶/天，其中，沙特贡献了 105.5 万桶/天。剔除 9 月极端情况，OPEC 原油产量仍然是保持平稳下滑的态势，产量更是接近 5 年历史低点。但即使是 OPEC 产量下滑，在美国保持原油高产及全球需求疲软的情况下，油价上行乏力，OPEC 加大减产力度迫在眉睫。

图 15: OPEC 原油产量



数据来源: wind, 中辉期货研发中心

图 16: 近三月 OPEC 各国原油产量变动



数据来源: wind, 中辉期货研发中心

12 月 5 日至 6 日召开的 OPEC 及非 OPEC 产油国部长级监督委员会 (JMMC) 会议已落幕。新的减产协议下，阿联酋再减产 6 万桶/天至 301.2 万桶/天，伊拉克再减产 5 万桶/天至 446.2 万桶/天，尼日利亚再减产 2.1 万桶/天至 175.3 万桶/天，科威特再减产 5.5 万桶/天至 266.9 万桶/天，阿曼再减产 0.9 万桶/天至 96.1 万桶/天，安哥拉无需新增减产。俄罗斯将承担 50 万桶/日减产配额中的 7 万桶/日，排除凝析油，俄罗斯的新产量上限将为 1039.8 万桶/日。沙特承担额外减产配额中的 16.7 万桶/日并继续自愿减产 40 万桶/日，减产后的配额将为 970 万桶/日。按可持续性衡量，沙特的产量将是该国 2014 年以来最低水平。在减产执行率改善以后，OPEC+ 的有效减产规模将为 210 万桶/日。另外，明年 3 月 6 日和 6 月 10 日分别将再次举行 OPEC 与非 OPEC 产油国部长级监督委员会 (JMMC) 会议。

表 2: OPEC 及非 OPEC 减产目标 (万桶/天)

	减产	再减产	共计减产	备注
阿尔及利亚	-3.2	-1.2	-4.4	
安哥拉	-4.7		-4.7	
刚果	-1	-0.4	-1.4	
厄瓜多尔	-1.6		-1.6	2020 年 1 月退出 OPEC
赤道几内亚	-0.4	-0.1	-0.5	
加蓬	-0.6	-0.2	-0.8	
伊拉克	-14.1	-5	-19.1	
科威特	-8.5	-5.5	-14	
尼日利亚	-5.3	-2.1	-7.4	
沙特阿拉伯	-32.2	-16.7	-48.9	减产执行率改善后, 自愿减产 40 万桶/天
阿联酋	-9.6	-6	-15.6	
OPEC	-81.2	-37.2	-118.4	
阿塞拜疆	-2	-0.7	-2.7	
巴林	-0.5	-0.2	-0.7	
文莱	-0.3	-0.1	-0.4	
哈萨克斯坦	-4	-1.7	-5.7	
马来西亚	-1.5	-0.5	-2	
墨西哥	-4	-1.8	-5.8	
阿曼	-2.5	-0.9	-3.4	
俄罗斯	-23	-7	-30	剔除凝析油
苏丹	-0.2	-0.1	-0.3	
南苏丹	-0.3	-0.1	-0.4	
非 OPEC	-38.3	-13.1	-51.4	
总计	-119.5	-50.3	-169.8	OPEC+有效减产规模将为 210 万桶/日

数据来源: OPEC, 公开信息整理, 中辉期货研发中心

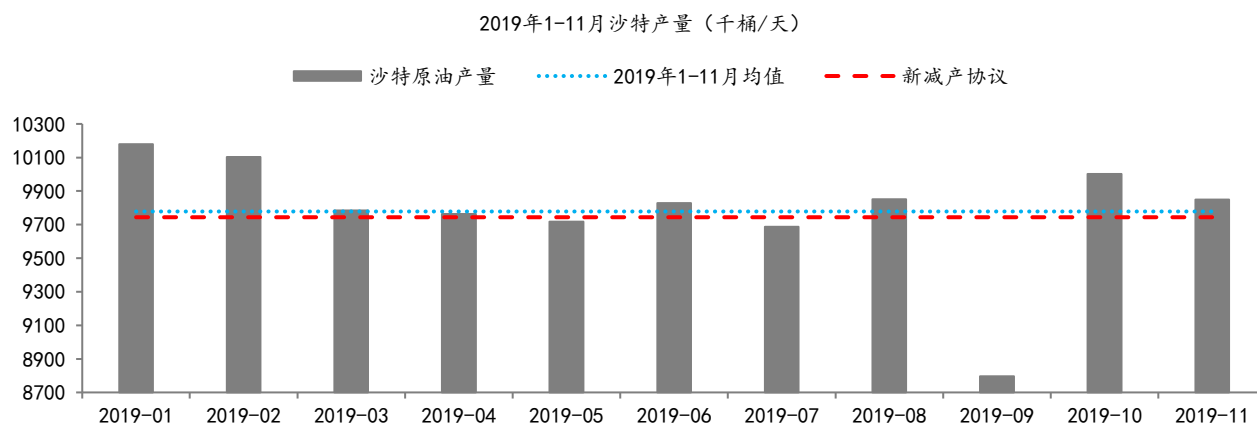
沙特未牺牲市场份额。此次新减产协议中, 沙特除了承担 50 万桶/天中的 16.7 万桶/天, 另外再延续 40 万桶/天的自愿减产, 沙特能源部长阿齐兹表示将降到 970 万桶/天。旧减产协议要求沙特产量限额为 1031.1 万桶/天, 而 2019 年 1-11 月沙特平均产量为 977.8 万桶/天, 其中, 从今年 3 月开始, 沙特原油产量始终保持在 1000 万桶/天以下, 根据新减产协议减产配额计算, 沙特最新原油产量限额为 974.4 万桶/天, 处于今年原油产量均值附近, 因此, 即使沙特减产执行率为 100%, 沙特产量较前期也没有太大变动, 沙特仍然维持之前的市场份额, 只是将现有的超额减产落实到新减产协议的纸面上。

沙特阿美上市交易, 沙特抬升油价意图明显。在 OPEC+大会结束后, 沙特能源部长阿齐兹公开唱多沙特阿美, 称确信几个月后沙特阿美市值将超过 2 万亿美元。沙特阿美最终 IPO 定价为 32 里亚尔/股, 估值约为 1.7 万亿美元, 远低于沙特王储穆罕默德最初提出的 2 万亿美元的目标, 海外投资者更是对沙特阿美的 IPO 的反应较为冷淡。目前, 沙特阿美已上市交易, 沙特抬升油价从而提升阿美市值的意愿较为强烈, 此次通过再减产 40 万桶/天和深化减产以求达到油价上行效果, 油价受 OPEC+深化减产支撑, 沙特阿美则在上市第二日市值超 2 万亿美元。

沙特阿拉伯公布 2020 年财政预算案, 支出预计为 1.02 万亿里亚尔 (约合 2720 亿美元); 财政收入预计为 8330 亿里亚尔 (约合 2221 亿美元); 财政赤字预计为 1870 亿里亚尔 (约合 499 亿美元, 连续第七年赤字); 石油收入预计为 5130 亿里亚尔 (约合 1370 亿美元, 比今年下降近 15%); 经济增长预计为 2.3%。根据彭博计算, 沙特最新预算案的设计是基于明年布油均价为 65 美元/桶左右, 而沙特 2019 年的公共财政案的设计还是基于 80 美元/桶, 相较去年, 沙特今年预算案的设计显得尤为谨慎。但如果沙特想要平衡 2020 年的预算, 石油价格则需维持在 89 美元/桶的水平。结合沙特阿美 IPO、沙特财政预算推导油价悲观的情况来看, 一季

度油市不太乐观，因此深化减产力度、督促减产未达标国家提高减产执行率成为沙特当务之急。

图 17：新减产协议对沙特影响不大

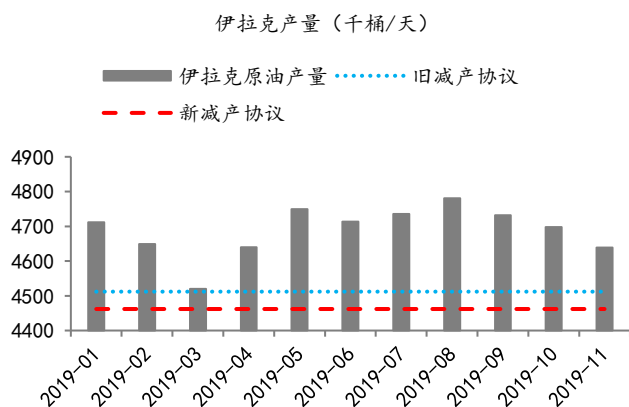


数据来源：wind, 中辉期货研发中心

伊拉克为 OPEC 成员国中第二大原油生产国，但今年无任何月份完成减产目标。2019 年 1 月至 11 月，伊拉克 3 月原油产量最低，为 452 万桶/天，仍高于旧减产协议规定的产量上限 451.2 万桶/天，月均产量 468.8 万桶/天，高于旧减产协议 17.6 万桶/天。此次新减产协议要求伊拉克再深化减产 5 万桶/天，如果伊拉克遵守新减产协议，那么未来伊拉克方面相对目前至少可以削减 22.6 万桶/天的原油产量；但根据前期的减产协议执行情况来看，后续伊拉克能否完成减产目标仍存在较大的怀疑。

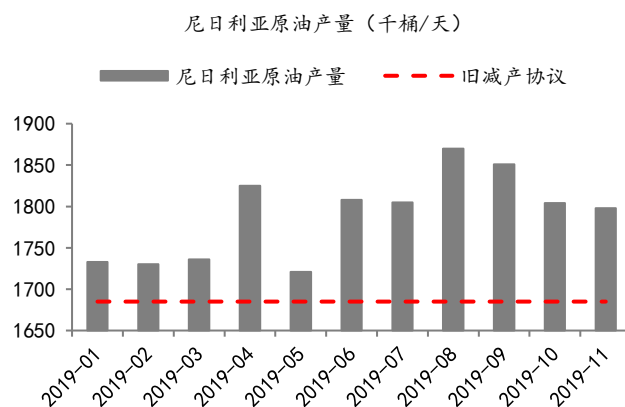
与伊拉克一样，尼日利亚也是完全未遵守减产协议的国家之一。根据旧减产协议，尼日利亚需要将原油产量降至 168.5 万桶/天，此次新减产协议要求尼日利亚再次深化减产 2.1 万桶/天。之前减产从未达标，再次深化减产，尼日利亚能否实现减产目标也值得怀疑。

图 18：伊拉克减产执行未达标（千桶/天）



数据来源：wind, 中辉期货研发中心

图 19：尼日利亚减产执行未达标（千桶/天）



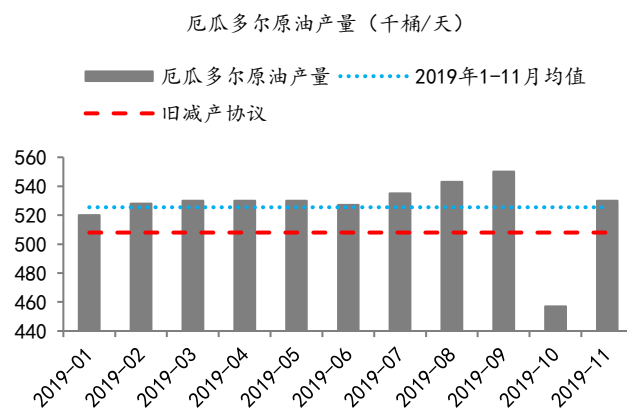
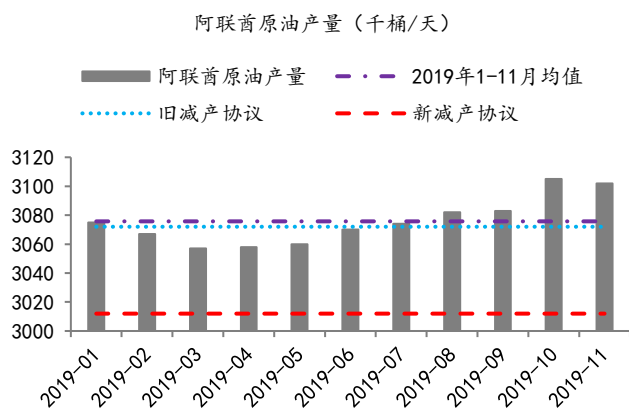
数据来源：wind, 中辉期货研发中心

近月来阿联酋减产执行率不足 100%。2019 年 1 月至 11 月，阿联酋原油月均产量为 307.6 万桶/天，与旧减产协议 307.2 万桶/天相差不大，主要是由于阿联酋从 7 月-10 月原油产量逐步增加，且超出了旧减产协议的上限。另外，之前洲际交易所集团（ICE）宣布，阿布扎比国家石油公司（ADNOC）以及世界上最大的 9 家能源企业与 ICE 合作成立阿布扎比原油期货交易所（ICE Futures Abu Dhabi），并将在这家新交易所推出世界上首批 Murban 原油期货合约，ICE Murban Futures 将以 FOB 方式在阿联酋富查伊拉进行实物交割。且 Murban 原油是 ADNOC 生产的轻质低硫原油，ADNOC 每天生产约 300 万桶石油，其中每天约有 170 万桶是 Murban 原油。此次新减产协议要求阿联酋再次深化减产 6 万桶/天，如果是今年上半年，则相对伊拉克和尼日利亚而言，阿联酋认真完成减产协议的可能相对较大，但结合之前 ADNOC 执行官表示希望提供 Murban 期货来替代布伦特原油期货，虽后来撤销相关评论，不难看出阿联酋也希望提高 Murban 国际定价权的地位，因而阿联酋大幅降低原油产量的可能性有所削弱。

厄瓜多尔减产未达标，且将于明年1月正式退出 OPEC。根据旧减产协议，厄瓜多尔原油产量上限为 50.8 万桶/天，厄瓜多尔大多数月份没有 100% 遵守减产协议。10 月由于厄瓜多尔取消国内燃油补贴而引发民众抗议，影响油田原油产量和输油管道的运营，最终厄瓜多尔总统莫雷诺废除终止燃油补贴的法令。另外，厄瓜多尔将于明年 1 月退出 OPEC，因此，厄瓜多尔原油产量将不再受 50.8 万桶/天的限制以及 OPEC 成员国的施压，预计将保持在 53 万桶/天以上。

图 20：阿联酋减产执行未达标（千桶/天）

图 21：厄瓜多尔减产执行未达标（千桶/天）



数据来源：wind，中辉期货研发中心

数据来源：wind，中辉期货研发中心

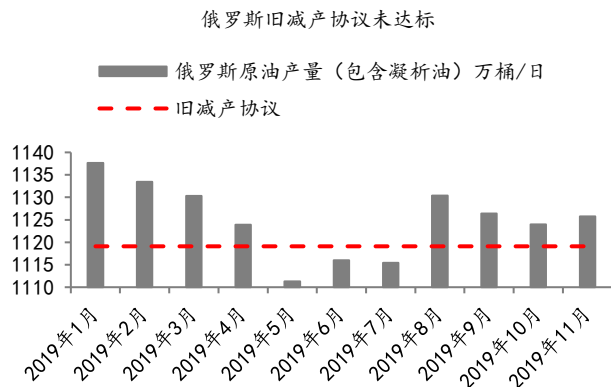
OPEC+加大减产力度，更多的是为了应对明年原油需求下滑的担忧。从目前的减产执行率来看，沙特的大幅自愿减产对现有产量并没有太大影响，未来能否有效执行这一问题仍然落在伊拉克、尼日利亚、阿联酋等国，从现有的执行情况来看，100%的减产值得怀疑。如果 OPEC 遵守 100% 遵守新减产协议，预计较目前来看至少可以再减少 46.5 万桶/天的产量，12 月 OPEC 减产情况延续前期，并未出现较大突破，关注 2020 年一季度原油减产执行情况。

3、俄罗斯

2019 年俄罗斯保持高产，旧减产协议执行经常未达标。按照旧减产协议，俄罗斯原油产量（包含凝析油）不能超过 1119.1 万桶/天，2019 年俄罗斯仅 5-7 月减产达标，其余月份减产执行率均不及 100%，2019 年 1-11 月月均产量为 1124.95 万桶/天。最新减产协议中，要求俄罗斯承担 50 万桶/天的中 7 万桶/天，剔除凝析油后，俄罗斯原油产量上限为 1039.8 万桶/天。

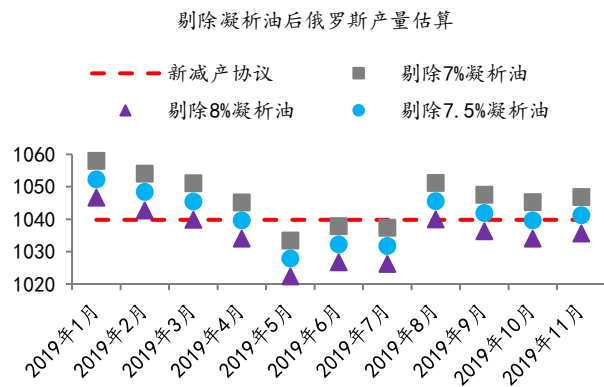
新减产协议下俄罗斯亦未让步，且俄罗斯淡化减产协议引发减产执行效果担忧。按先前俄罗斯包含凝析油的统计数据计算，我们测算，若凝析油占原油产量 7%，则俄罗斯剔除凝析油后 2019 年 1-11 月月均产量为 1046.9 万桶/天，深化减产 7 万桶/天可达到 1039.8 万桶/天的目标；若凝析油占原油产量 8%，则俄罗斯剔除凝析油后 2019 年 1-11 月月均产量为 1035.66 万桶/天，俄罗斯无需深化减产原油即可实现新协议中的产量目标；若凝析油占原油产量 7.5%，则俄罗斯剔除凝析油后 2019 年 1-11 月月均产量为 1041.29 万桶/天，与新协议中俄罗斯产量上限 1039.8 万桶/天接近。因此，我们认为新减产协议对俄罗斯之前的原油产量并无太大影响，俄罗斯还是可以维持先前原油产量和市场份额。

图 22：俄罗斯旧减产协议未达标



数据来源：俄罗斯能源部，中辉期货研发中心

图 23：剔除凝析油后俄罗斯产量估算



数据来源：俄罗斯能源部，中辉期货研发中心

从目前的减产执行率来看，俄罗斯剔除凝析油后减产 7 万桶/天也并未影响其现有产量。

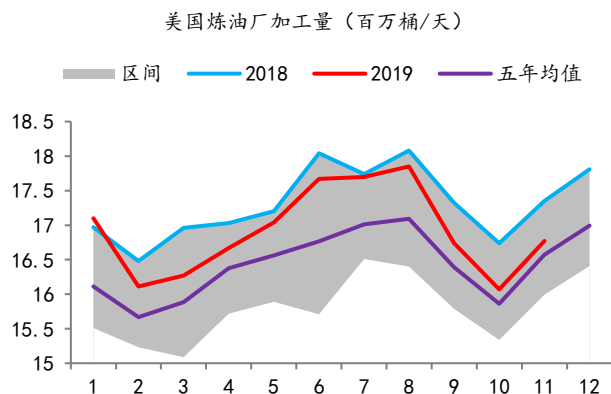
短期来看，虽然 OPEC+ 深化减产并没有对油价产生趋势性上涨，但更多的对油价形成支撑；中长期来看，在 OPEC+ 未做出实质减产的情况下，市场将仍然对 OPEC+ 收紧供给端从而影响原油价格持保留意见，具体仍然看明年一季度 OPEC+ 减产执行情况，尤其是减产未达标国家的最新减产情况。另外，从 OPEC+ 在明年三月和六月都将召开会议来看，一方面是希望适时督促产油国提高执行率，另一方面也是针对明年油价走势和美国页岩油扩张侵吞 OPEC+ 份额可以做出相应的调整。

三、原油的商品属性：需求

1、炼油厂加工

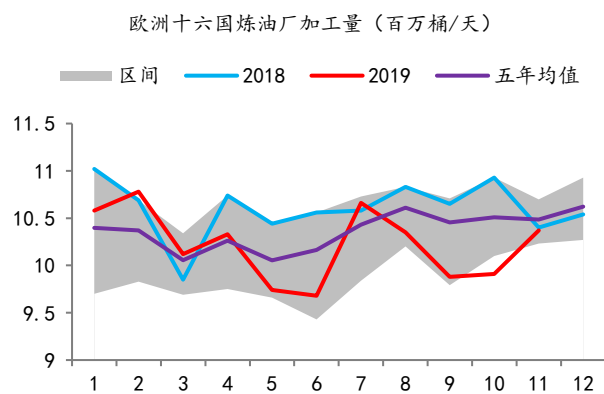
受全球经济增长放缓担忧的影响，2019 年欧美炼油厂加工量明显低于去年。欧洲经济下滑相对严重，制造业萎靡，2019 年炼油厂加工量不仅低于去年同期水平，更是低于五年均值，10 月加工量创历史同期水平新低。美国炼油厂加工量也在 2019 年有所下滑，除 1 月份略高于去年，其余月份炼油厂加工量均低于去年同期、略高于五年均值，2019 年欧美炼油厂加工量走低，从而欧美原油需求相对较弱，尤其是欧洲。

图 24：美国炼油厂加工量



数据来源：wind，中辉期货研发中心

图 25：欧洲十六国炼油厂加工量

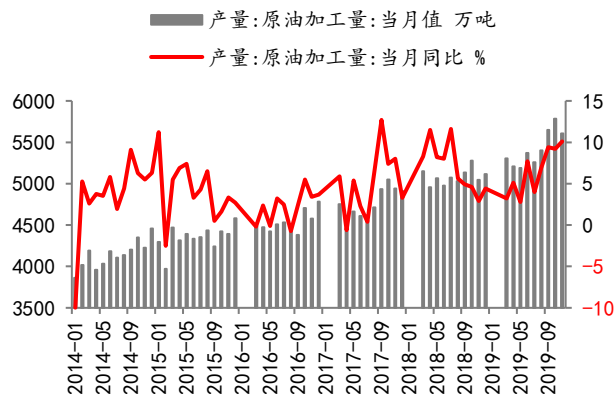


数据来源：wind，中辉期货研发中心

中国炼油厂加工量稳步提升，地炼开工率保持历史高位，原油需求相对较强，但炼油能力增速放缓。2019 年 11 月，中国原油加工量 5608 万吨，同比增长 10.1%，1-11 月原油累计加工量 4.88 亿吨，同比增长 6.68%，

且山东地炼常减压装置开工率不断上升，创历史新高至 69.88%，国内炼油厂原油需求相对较强。2019 年原油非国营贸易进口允许量计划为 20200 万吨，三批原油非国营贸易进口累计下放配额总量 16600 万吨，占进口允许量的 82%，较 2018 年原油非国营贸易进口允许量计划 14242 万吨有较大增长。2018 年，我国新增炼能 1200 万吨，国内炼油能力达 8.38 亿吨，同比增长 1.5%，增速放缓。

图 26：中国原油加工量



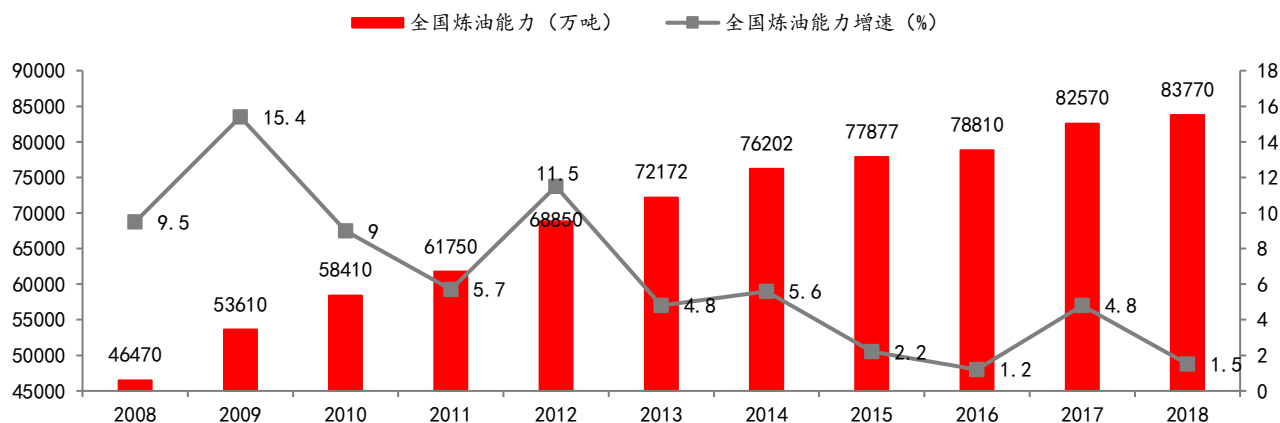
数据来源：wind，中辉期货研发中心

图 27：中国地炼开工率



数据来源：wind，中辉期货研发中心

图 28：中国炼油能力及增速



数据来源：中石化经济技术研究院，中辉期货研发中心

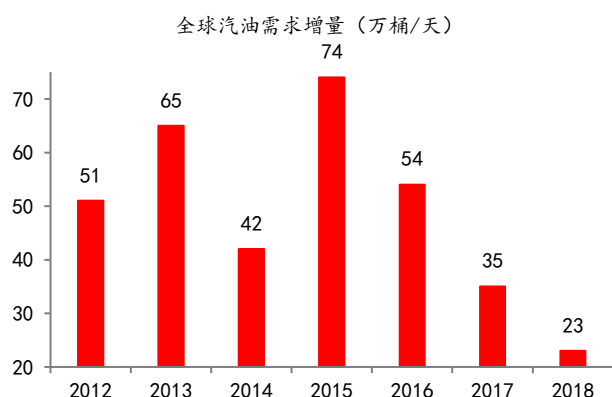
欧美炼油厂 2019 年加工量均大幅下滑，欧洲受制造业萎靡的拖累，加工量下滑的更为严重，中国炼油厂加工量及开工率均表现较好，炼油能力增速放缓。

2、成品油需求

全球汽油需求增速逐年下滑，柴油需求增速相对平稳。2018 年，全球汽油需求为 2604 万桶/天，同比增加 23 万桶/天，增速逐年减少，其中，美国汽油需求为 930 万桶/天，同比减少 2 万桶/天；欧洲汽油需求为 203 万桶/天，与上年持平；中国汽油表观需求为 296 万桶/天，同比增加 9 万桶/天；印度汽油需求为 64 万桶/天，同比增加 5 万桶/天。2018 年，全球柴油需求 2882 万桶/天，同比增加 50 万桶/天，其中，美国馏分油需求为 415 万桶/天，同比增加 21 万桶/天，占全球柴油需求增量的 40%；欧洲柴油需求为 681 万桶/天，与上年持平；中国柴油表观需求 325 万桶/天，同比大幅减少 19 万桶/天，印度柴油需求为 170 万桶/天，同比增加 7 万桶/天。受新能源汽车对燃油车的替代效应、出行方式多元化、绿色清洁能源推广以及燃油效率提升的影响，汽油需求增速放缓。柴油则受 IMO2020 新规的影响，对中间馏分油需求形成支撑，IMO2020 规定，

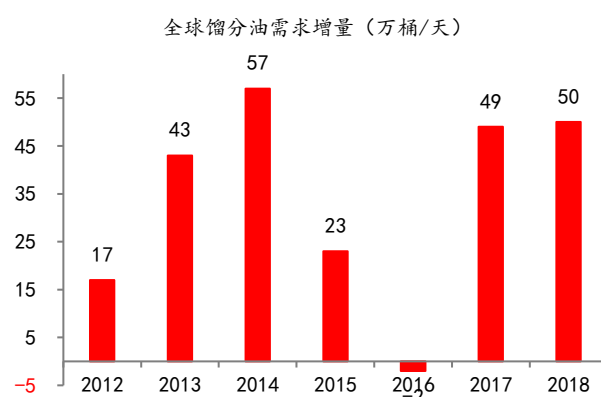
自 2020 年 1 月 1 日起，全球范围内将开始实施船用燃料硫含量不得高于 0.5% 的排放标准，增加燃料油和中间馏分油调混需求。

图 29：全球汽油需求增量



数据来源：IEA、路透、URS，中辉期货研发中心

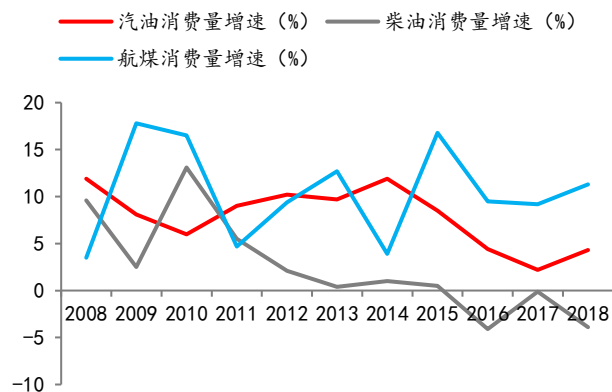
图 30：全球馏分油需求增量



数据来源：IEA、路透、URS，中辉期货研发中心

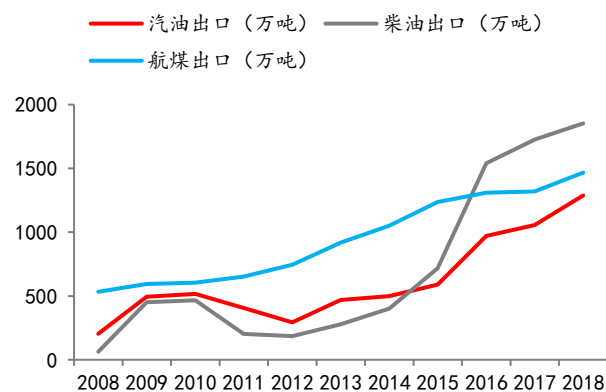
从中国来看，汽油消费增速明显下滑，柴油消费持续负增长，航煤表现相对较好。2018 年，汽油消费增速 4.3%，较上年提高 2.1%，但较 2016 年以前均出现大幅回落；柴油消费增速-3.9%，较上年回落 3.8%，自 2016 年以来持续处于负增长区间；航煤消费量 3651 万吨，同比增长 11.3%，较上年提高 2.1%，国内机场建设加速、旅行出行需求旺盛、物流产业发展迅速，航煤消费需求保持较好势头。由于我国炼油能力逐步提升，成品油需求增速放缓，成品油出口逐年增加，2018 年，我国汽油、柴油、航煤分别出口 1288 万吨、1853 万吨、1467 万吨，分别同比增长 22%、7.4%、11.2%。

图 31：中国成品油消费量增速



数据来源：2019 中国石油产业发展报告，中辉期货研发中心

图 32：中国成品油出口量



数据来源：2019 中国石油产业发展报告，中辉期货研发中心

绿色清洁能源的倡导，汽油和柴油均出现不同程度的替代。2019 年，预计各类替代能源替代汽柴油 3120 万吨，较上年增长 316 万吨，同比增长 11%，其中，替代汽油 1780 万吨，同比增长 14%；替代柴油 1340 万吨，同比增长 7%。

表 3：我国汽柴油替代能源情况（万吨，%）

年份	项目	汽油替代						柴油替代					汽柴合计
		天然气	电动汽车	燃料乙醇	甲醇	煤制油	汽油合计	天然气	电动汽车	生物柴油	煤制油	柴油合计	
2018 年	替代量同比变化	1001	140	260	55	99	1556	720	104	59	365	1248	2804
		6	92	8	7	14	15	10	41	5	83	27	20
2019 年	替代量同比变化	1050	170	400	55	105	1780	780	120	60	380	1340	3120
		5	21	54	-1	6	14	8	15	2	4	7	11

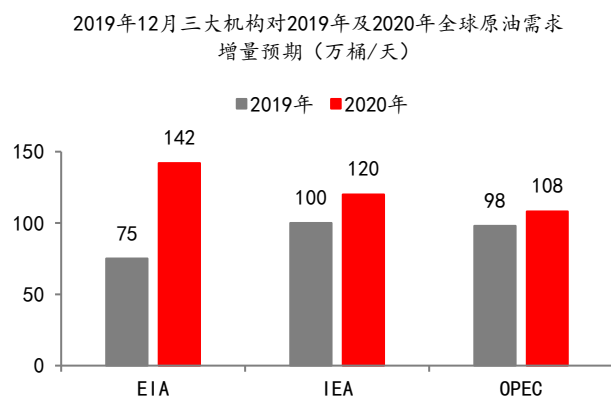
数据来源：中石化经济技术研究院，中石化销售公司，中辉期货研发中心

全球成品油需求走弱，尤其是汽油，在绿色环保观念的倡导下，汽油需求增速大幅下滑，受 IMO2020 新规的支撑，柴油需求增速相对强于汽油。

3、机构预期

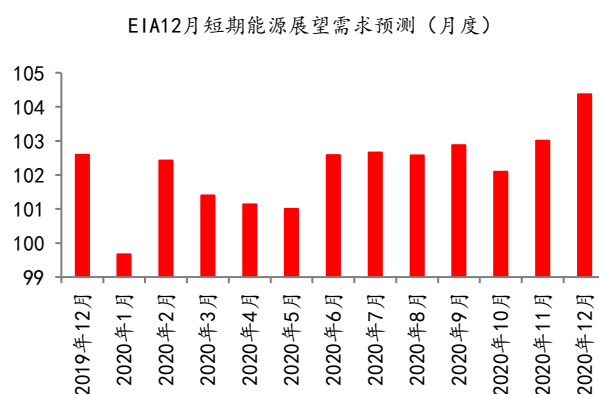
展望 2020 年原油需求，从 EIA、IEA、OPEC 三大机构 12 月月报中可以看出，经过 2019 年数次下调原油需求增速后，随着国际宏观环境的逐渐转暖，近几次三大机构对原油需求增速预测变动不大。EIA 在其 12 月短期能源展望报告中，维持 2019 年全球原油需求增速预期不变为 75 万桶/日；将 2020 年全球原油需求增速预期上调 5 万桶/日至 142 万桶/日。IEA 在其 12 月月报中，预计 2019 年原油需求增长预期为 100 万桶/日，2020 年原油需求增长预期为 120 万桶/日，也均与此前持平。OPEC 在其 12 月月报中，预计 2019 年全球原油需求增长为 98 万桶/日，2020 年全球原油需求增速预期为 108 万桶/日，也均与此前预期一致。

图 33：三大机构全球原油需求增速预测（万桶/天）



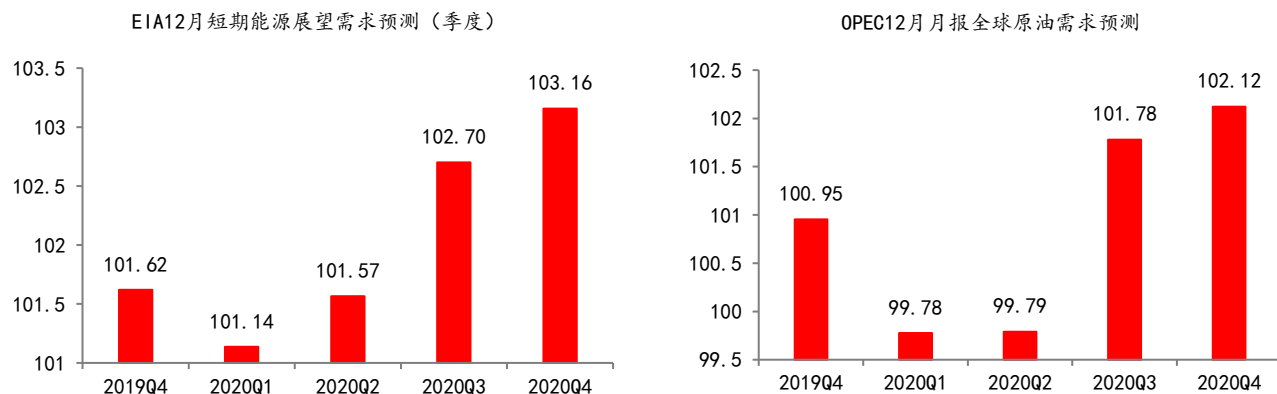
数据来源：EIA、IEA、OPEC，中辉期货研发中心

图 34：EIA 月 STEO 全球原油需求预测（百万桶/天）



数据来源：EIA，中辉期货研发中心

图 35: EIA 季度 STEO 全球原油需求预测 (百万桶/天) 图 36: OPEC 月报全球原油需求预测 (百万桶/天)



数据来源: EIA, 中辉期货研发中心

数据来源: OPEC, 中辉期货研发中心

从三大机构的全球原油需求增长预期来看, 2020 年的原油需求明显好于 2019 年。从机构预期来看, 上半年全球原油需求相对较弱, 尤其是一季度, 因此, OPEC+ 的减产深化成为当务之急。

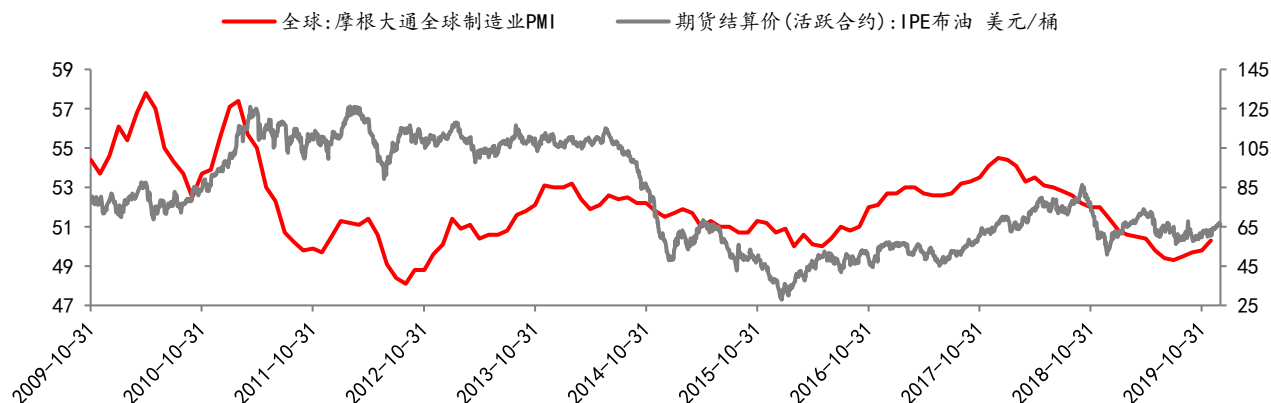
四、原油的金融属性

1、全球经济

全球经济增长放缓, 各大机构均下调经济增速预期。IMF 再次下调全球经济增长, 将 2019 年全球 GDP 增速自 3.2% 下调至 3%, 将 2020 年全球 GDP 增速预期从 3.5% 下调至 3.4%, 为金融危机之后的新低。另外, 世贸组织将 2019 年全球贸易增速自 2.6% 下调至 1.2%, 将 2020 年全球贸易增速由 3% 下调至 2.7%。标普将 2019 财年美国经济增长预期从 2.5% 下调至 2.3%, 将 2020 年经济增长预期从 1.8% 下调至 1.7%; 惠誉预计全球经济增长将在今年跌至 2.6%, 预计 2020 年全球经济增长将降至 2.5%, 全球 GDP 增速将在 2020 年触及八年新低, 明年全球经济增长将降至 2012 年以来的最低水平。

从摩根大通全球制造业 PMI 和 Brent 油价走势来看, 二者走势相关性较强, 2019 年摩根大通全球制造业 PMI 从 5 月开始不断走低至荣枯线下方, 7 月降至最低 49.3 后逐步回升, 11 月再次上升至 50.3, 处于荣枯线上方。随着中美贸易利好消息的释放, 全球经济增长放缓担忧有所缓解。

图 37: 摩根大通全球制造业 PMI 和 Brent 价格走势

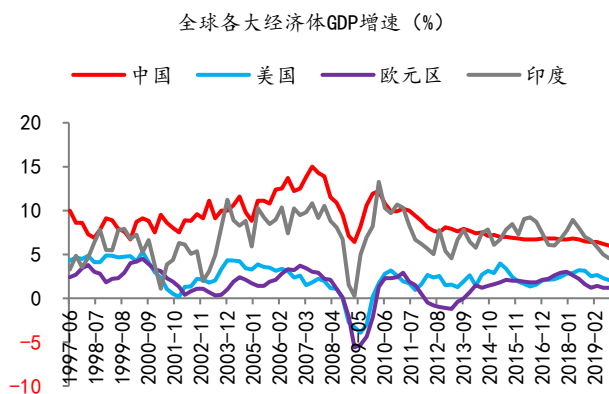


数据来源: wind, 中辉期货研发中心

全球各大经济体经济增速放缓, PMI 荣枯线上下波动。2019 年第三季度, 美国 GDP 增速为 2.07%, 增速

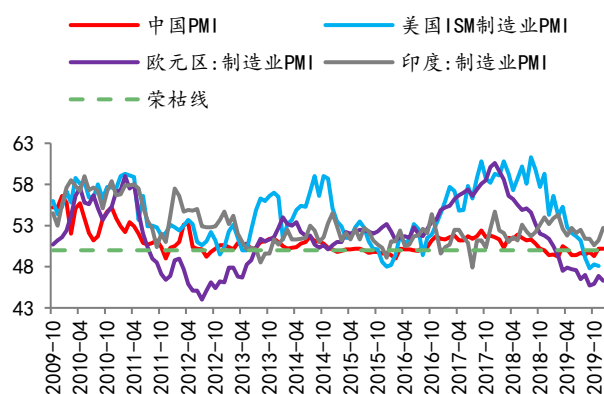
较去年同期下滑 1.06%；欧元区 GDP 增速为 1.2%，增速较去年同期下滑 0.4%；印度 GDP 增速为 4.55%，增速较去年同期下滑 2.45%；中国 GDP 增速为 6%，增速较去年同期下滑 0.5%；各大经济体的增速均逐步放缓。从各国的 PMI 来看，12 月，中国 PMI 为 50.2，较年初的 49.5 小幅回升 0.7；印度制造业 PMI 为 52.7，较年初的 53.9 小幅下降 1.2；美国 11 月 ISM 制造业 PMI 为 48.1，较年初的 56.6 大幅下降 8.5；欧元区制造业 PMI 为 46.3，较年初的 50.5 大幅下降 4.2，中国和印度 PMI 围绕荣枯线上下波动，欧美制造业下滑幅度较大，尤以德国下滑最为严重，2019 年 9 月和 10 月甚至跌破其欧债危机时的低点 43。

图 38：全球各大经济体 GDP 增速



数据来源：wind, 中辉期货研发中心

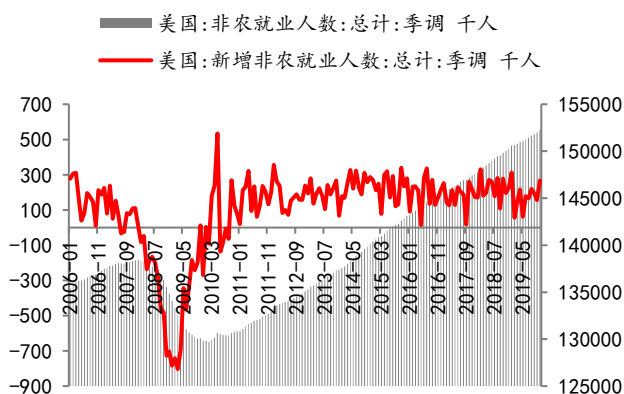
图 39：全国各大经济体 PMI



数据来源：wind, 中辉期货研发中心

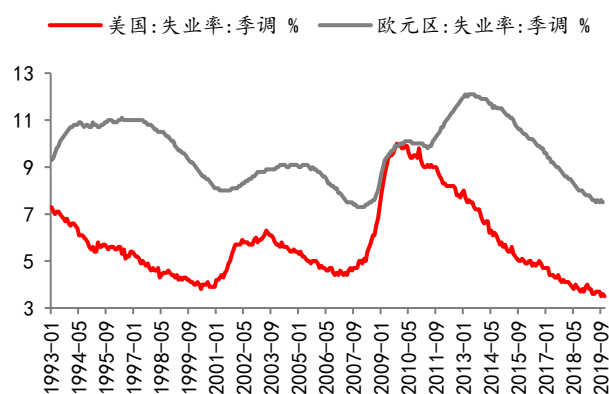
虽然 2019 年欧美经济有所放缓，制造业大幅下滑，但就业市场均表现强劲。11 月，美国新增非农就业 26.6 万人至 1.52 亿人，失业率为 3.5%，10 月，欧元区失业率为 7.5%，二者失业率均处于各自的历史低位，尤其是美国，非农就业人数和失业率不断刷新历史记录，欧美就业市场表现强劲。

图 40：美国非农就业



数据来源：wind, 中辉期货研发中心

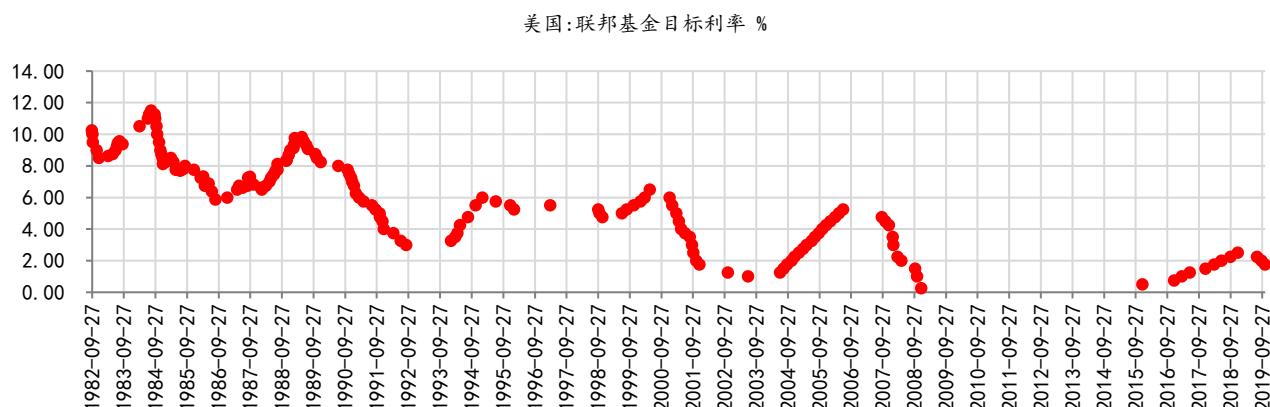
图 41：欧美失业率



数据来源：wind, 中辉期货研发中心

2019 年美联储三次降息，为金融危机以来首次，加深全球经济增长放缓担忧。8 月 1 日，美联储宣布降息 25 个基点，这是自 2015 年 12 月 17 日开启的 9 轮加息后的首次降息。9 月 19 日，美联储宣布再次降息 25 个基点，随后降息概率大幅下降，点阵图显示年内不会降息，但 10 月初全球经济数据的不乐观，使得美联储降息概率大大增加，10 月 31 日，美联储再次降息 25 个基点，为年内第三次降息，符合市场预期，美联储连续三次降息也加深了市场对全球经济增长的疲软的担忧。

图 42: 2019 年美联储连续三次降息

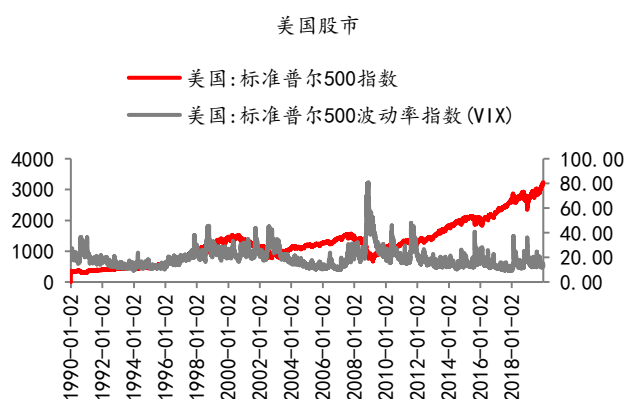


数据来源: wind, 中辉期货研发中心

2、资产配置

资产风险偏好上升。从资产配置角度来看, 与 2018 年相比, 2019 年美股走高, 标普 500 指数创新高至 3247.93, 资产风险偏好上升; 6 月份, 随着中美贸易的利空消息影响, 避险需求增加, 黄金价格一度上涨至 1566.2 美元/盎司; 受欧元区经济放缓拖累以及英国脱欧等不确定性因素的影响, 美元指数涨势弱于 2018 年; 8 月份, 10 年期美债与 2 年期美债收益率倒挂, 全球经济担忧再次放大, 从历史上十年期和两年期美债收益率倒挂后大类资产表现来看, 美元指数和黄金表现均无一致性规律, 10Y 美债收益率、标普 500 指数和原油价格则多数上涨。

图 43: 美国股市



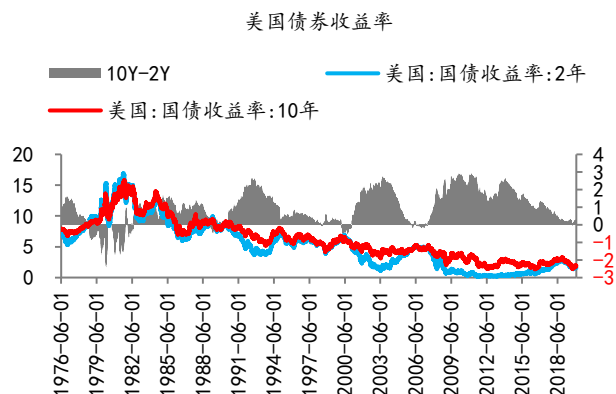
数据来源: wind, 中辉期货研发中心

图 44: 大宗商品价格



数据来源: wind, 中辉期货研发中心

图 45: 美债收益率



数据来源: wind, 中辉期货研发中心

图 46: 美元指数及人民币汇率



数据来源: wind, 中辉期货研发中心

美债收益率倒挂后大类资产表现

10Y-2Y 首次倒挂时点	观察期	美元指数	10Y 美债	标普 500	黄金	原油
2005/12/27	后 1 个月	-2.5	0.2	1.9	12.4	10.7
	后 3 个月	-1.6	0.5	3	14.5	8
	后 6 个月	-6.6	0.8	1.1	21.3	21
	后 12 个月	-8.2	0.4	12.9	25.6	8.1
1998/5/26	后 1 个月	1.4	-0.1	3.6	0.8	-11
	后 3 个月	0.5	-0.5	-12.5	-6.5	-11
	后 6 个月	-3.6	-0.9	6.4	-1	-15.3
	后 12 个月	2.6	0	19	-8.5	14.5
1988/12/13	后 1 个月	5.6	-0.1	7.7	-6.7	12.5
	后 3 个月	7.1	0.2	6.7	-8.3	23.1
	后 6 个月	11.3	-1.1	15.1	-10.1	20.3
	后 12 个月	1.7	-1.2	27.9	-3.5	32.1
1980/9/12	后 1 个月	3.9	1.1	1.5	-6.4	13.8
	后 3 个月	6.2	1.1	8.1	-12.6	21.1
	后 6 个月	13.7	1.8	8.3	-25.1	14.5
	后 12 个月	26.6	4.5	-7.5	-36.9	3.5
1978/8/18	后 1 个月	-1	0.1	-2.1	4.8	0.1
	后 3 个月	0.5	0.4	-9.6	-7.1	3.2
	后 6 个月	-1.7	0.7	-8.1	21.6	62.2
	后 12 个月	-2.8	0.8	4.4	53.9	165

数据来源: 公开信息整理, 中辉期货研发中心

五、原油的政治属性：地缘

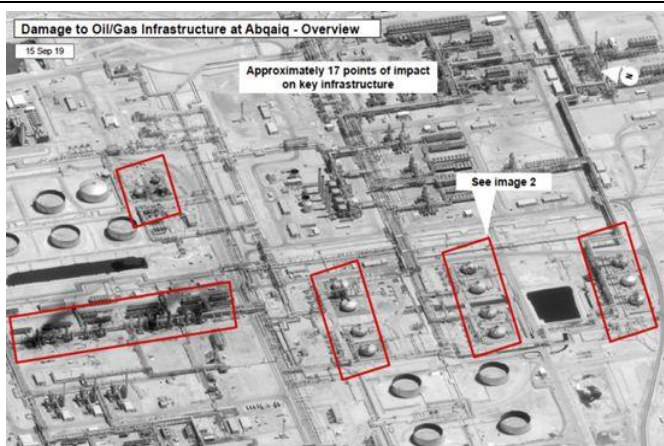
1、沙特石油设施遇袭

2019 年 9 月 14 日, 沙特石油设施遭受胡塞武装无人机袭击, 影响沙特产量 570 万桶/天, 占沙特产量的

一半，占全球产量的 5%，地缘风险升级，WTI、Brent、INE 跳空高开至 61.48 美元/桶、66.45 美元/桶、477.5 元/桶，Brent 开盘大涨的 19% 创下 1991 年以来单日最大涨幅，随后沙特新任能源大臣阿卜杜勒·阿齐兹表示原油产量恢复较好，原油价格再次大幅跌落至前期水平，9 月底沙特表示原油产量恢复至遇袭前水平，油价再次回归基本面。

沙特与也门胡塞武装势力曾多次引发局势紧张，在 9 月中旬沙特石油设施遇袭前，曾也发生过胡塞武装袭击沙特石油，但最终未对石油产生影响。且此次袭击过后，美国直指幕后黑手为伊朗，伊朗否认。在一份调查的临时报告中，美国评估称，在击中目标之前，其中一架无人机穿越了攻击点西北约 200 公里处，再加上经评估的无人机最大射程为 900 公里，这极有可能表明，袭击源自遇袭的沙特 Abqaiq 炼油厂北方。报告补充说，美国已经确认了袭击中使用的无人机与伊朗设计生产的 IRN-05 无人机有几个相似之处。然而，目前美国情报机构还没有确认任何信息揭示攻击的来源。据悉，美国将在联合国安理会的一次闭门会议上公布调查结果。

图 47: Abqaiq 炼油厂遇袭



数据来源：公开信息整理, 中辉期货研发中心

图 48: Khurais 油田遇袭



数据来源：公开信息整理, 中辉期货研发中心

沙特石油遇袭将 2019 年的地缘政治冲突推向高点，在高油价和市场份额中，沙特选择了后者，短期内通过消耗库存来弥补对外出口，从而油价回落，原油产量逐步恢复以弥补前期库存消耗。此次袭击影响浩大，短期内又回归平静，地缘风险溢价走低，小规模的地缘局势紧张更不能对油价产生较大影响。

2、美伊局势紧张

2018 年 5 月 8 日，美国总统特朗普宣布美国将退出伊朗核协议，并重启已对伊朗豁免的制裁。2018 年 11 月重启对伊朗能源和金融等领域制裁，但为稳定国际原油市场供应，美国当时给予中国大陆、印度、日本、韩国、中国台湾、土耳其、意大利和希腊等 8 个伊朗原油进口国家和地区暂时性制裁豁免。2019 年 4 月，白宫宣布开启针对伊朗的全面制裁行动，对中国、印度、日本、韩国以及土耳其的豁免将于 5 月 2 日终止，届时，这 5 个国家或将因继续进口伊朗石油遭到美国的制裁。这一决定旨在将伊朗的石油出口量将至零，切断其政府收入来源。

7 月 4 日英国扣押伊朗“Grace 1”号油轮，原油价格小幅回升，然后伊朗于 7 月 19 日扣押英国“Stena Impero”油轮，8 月 15 日，直布罗陀当局释放伊朗油轮，美国司法部发出拘捕令，但最终伊朗仍将油轮开往叙利亚，加上伊朗削减核协议承诺，美国加大对伊朗航运和金属方面的制裁。12 月 29 日，美国军方对活跃在伊拉克和叙利亚境内伊朗支持的伊拉克组织“人民动员组织”5 个地点进行了“精确的防御打击”，包括武器储存地点和指挥控制基地。伊朗则不断通过威胁封锁霍尔木兹海峡以及提高浓缩铀丰度来对抗美国制裁，并提出减少对石油出口收入的依赖，以抵制美国的制裁。

1 月 3 日，三枚火箭弹落在伊拉克首都巴格达国际机场附近，爆炸造成至少 8 人死亡，12 名伊拉克军人受伤。巴格达火箭弹袭击中攻击美国大使馆的什叶派民兵武装副领导人阿布·马赫迪·穆罕迪斯死亡。伊朗伊斯兰

革命卫队下属特种部队“圣城旅”旅长卡西姆·苏莱曼尼将军在巴格达袭击中遇害。伊朗最高领袖哈梅内伊表示，“严厉的报复”正在等待着杀死伊斯兰革命卫队苏雷曼尼少将的凶手，伊斯兰革命卫队苏雷曼尼少将遇害，这将会双倍增加伊朗抵抗美国与以色列的决心。伊朗总统鲁哈尼表示，在袭击事件后，伊朗将会进行报复。WTI、Brent、SC 当日分别最高拉涨至 63.84 美元/桶、69.16 美元/桶、502.9 美元/桶，均高于 9 月沙特石油设施遇袭后的高点，地缘风险再次升级，后续演化则需静待伊朗报复措施。

美国和伊朗之间的紧张局势预计将在 2020 年延续，考虑到 2020 年美国大选，美伊之间仍将是没有大矛盾爆发，小冲突不断的格局。

3、伊拉克国内抗议

自 10 月初以来，伊拉克爆发了持续性的抗议示威活动，在亲伊朗当政者领导下，目前伊拉克的经济基本被伊朗所裹挟，市场 70% 的商品都是伊朗进口的，由于美国对伊朗的制裁，为缓解经济压力，伊朗更是加大对伊拉克倾销力度，使得伊拉克本土制造业和农业受到冲击，大批年轻人失业。抗议者主要诉求就是进行政治改革，并且消除亲伊朗政治势力。11 月 29 日，伊拉克总理阿卜杜勒·迈赫迪宣布将向议会递交辞职申请，正式辞去总理职务；12 月 1 日，议会批准；12 月 26 日，伊拉克总统巴尔哈姆·萨利赫向议会提出辞职。

在伊拉克抗议示威活动持续期间，伊拉克抗议者曾阻止油罐车进入纳西里耶炼厂，导致提卡省出现燃料供应短缺；示威者也曾堵塞伊拉克最大商港 UMM QASR 油港的入口以及伊拉克南部的两处炼油厂等等，虽未对伊拉克原油产量产生较大影响，但仍然是地缘风险的一项不确定性因素。

4、土耳其叙利亚短暂和平

10 月 9 日，土耳其总统埃尔多安宣布，土耳其军队已经跨过边境进入叙利亚展开“和平之泉”的作战行动，目的是消灭土耳其南部边境的“恐怖走廊”，使在土耳其的叙利亚难民能够重返家园，军事行动针对的是“伊斯兰国”极端组织、库尔德军事组织 YPG 和库尔德工人党，这是继 2016 和 2018 年后，土耳其第三次越境叙利亚展开军事行动。美国国务卿蓬佩奥称，美国没有为土耳其进攻叙利亚“开绿灯”。最终，土耳其同意将在撤军后永久停火，但土耳其外长表示，与美国达成一致意见，土耳其军队将控制在叙利亚的安全区，这只是暂时停止在叙利亚的军事行动，并不是停火。

5、委内瑞拉危机

为逼迫委内瑞拉总统尼古拉斯·马杜罗下台，美国支持反对派领袖瓜伊多为“临时总统”，委内瑞拉宣布与美国断交，但美国拒绝从委内瑞拉首都加拉加斯撤离外交官，不承认马杜罗政府，将同“瓜伊多政府”建立外交关系。8 月 5 日起，美国冻结委内瑞拉政府在美国的全部资产，禁止美国企业和个人与委内瑞拉政府发生商业往来，与委内瑞拉继续商业往来的他国企业将面临遭遇美方连带制裁的风险。委内瑞拉政府强烈谴责美国政府对委方实施“全面经济禁运”，指认美方制裁是“经济恐怖主义”。

在国内危机和美国的经济制裁下，委内瑞拉原油产量大幅下滑，2018 年委内瑞拉原油产量 151 万桶/天，创历史新低，2019 年 3 月起，委内瑞拉原油产量跌至 100 万桶/天以下，截至 11 月，原油产量仅为 69.7 万桶/天，远低于 2017 年以前的 200-300 万桶/天的原油产量。

六、2020 年投资策略及展望

供给端：美国原油产量高居不下，OPEC+减产执行率存疑，2020 年全球原油供应相对充足。由于页岩油开采技术的提升，美国原油产量呈现爆发式增长，截至 2019 年 12 月 20 日，美国原油产量 1290 万桶/天，较去年同期增加 120 万桶/天，美国原油产量持续创新高，但增速有所放缓，2019 年原油产量增速由去年的 23.26% 下滑至 10.26%。随着 2019、2020 年原油管道的逐步投入使用，原油运力有所缓解，预计 2020 年将新增运能 75.9 万桶/天，运输方面将对美国原油产量有所助力。美国原油产量 2020 年最大的阻碍是能源企业削减开支，油价短期内很难有较大突破，油企利润下滑，油气行业面临洗牌，小企业出清，原油产量增速逐步放缓。OPEC 占全球原油市场份额已连续两年下滑，从 2019 年 OPEC 公布的各月月报来看，OPEC 原油产量继续下滑。12 月 5 日至 6 日召开的 OPEC+会议最新决议，俄罗斯承担 50 万桶/日减产配额中的 7 万桶/日，排除凝析油，俄罗斯的新产量上限将为 1039.8 万桶/日；沙特承担额外减产配额中的 16.7 万桶/日并继续自愿减产 40 万桶/日，在减产执行率改善以后，OPEC+的有效减产规模将为 210 万桶/日。从目前的减产执行率来看，沙特的大幅自愿减产对现有产量并没有太大影响，未来能否有效执行这一问题仍然落在伊拉克、尼日利亚、阿联酋等国，而从这些国家现有的减产执行情况来看，100%的减产值得怀疑。如果 OPEC 遵守 100%遵守新减产协议，预计较目前来看至少可以再减少 46.5 万桶/天的产量，关注 2020 年一季度原油减产执行情况。

需求端：2019 年受全球经济增长放缓担忧的影响，欧美原油需求较弱，中国原油需求表现较强，成品油呈“汽弱柴强”格局，2020 年全球原油需求预期转暖。2019 年欧洲经济下滑相对严重，制造业萎靡，2019 年炼油厂加工量不仅低于去年同期水平，更是低于五年均值，美国炼油厂加工量除 1 月份略高于去年，其余月份炼油厂加工量均低于去年同期、略高于五年均值，欧美炼油厂原油需求相对较弱。2019 年 1-11 月原油累计加工量 4.88 亿吨，同比增长 6.68%，且山东地炼常减压装置开工率不断上升，创历史新高至 69.88%，国内炼油厂原油需求相对较强。全球汽油需求增速逐年下滑，2018 年，全球汽油需求为 2604 万桶/天，同比增加 23 万桶/天，增速逐年减少。柴油需求增速相对平稳，2018 年，全球柴油需求 2882 万桶/天，同比增加 50 万桶/天。受新能源汽车对燃油车的替代效应、出行方式多元化、绿色清洁能源推广以及燃油效率提升的影响，汽油需求增速放缓。柴油则受 IMO2020 新规的影响，对中间馏分油需求形成支撑，IMO2020 规定，自 2020 年 1 月 1 日起，全球范围内将开始实施船用燃料硫含量不得高于 0.5%的排放标准，增加燃料油和中间馏分油调混需求。展望 2020 年原油需求，从 EIA、IEA、OPEC 三大机构 12 月月报中可以看出，经过 2019 年数次下调原油需求增速后，随着国际宏观环境的逐渐转暖，近几次三大机构对原油需求增速预测变动不大，2020 年上半年全球原油需求相对较弱，尤其是一季度，下半年原油需求有望提升。

全球经济：2019 年经济增速放缓，油价上行乏力，随着中美贸易利好消息释放，经济放缓担忧有所缓解。全球经济增长放缓，各大机构均下调经济增速预期。IMF 将 2019 年全球 GDP 增速自 3.2%下调至 3%，将 2020 年全球 GDP 增速预期从 3.5%下调至 3.4%，为金融危机之后的新低。惠誉预计全球经济增速将在今年跌至 2.6%，预计 2020 年全球经济增速将降至 2.5%，全球 GDP 增速将在 2020 年触及八年新低，明年全球经济增速将降至 2012 年以来的最低水平。从各国的 PMI 来看，12 月，中国 PMI 为 50.2，较年初的 49.5 小幅回升 0.7；印度制造业 PMI 为 52.7，较年初的 53.9 小幅下降 1.2；美国 11 月 ISM 制造业 PMI 为 48.1，较年初的 56.6 大幅下降 8.5；欧元区制造业 PMI 为 45.9，较年初的 50.5 大幅下降 4.6，中国和印度 PMI 围绕荣枯线上下波动，欧美制造业下滑幅度较大，尤以德国下滑最为严重，2019 年 9 月和 10 月甚至跌破其欧债危机时的低点 43。2019 年美联储三次降息，为金融危机以来首次，加深全球经济增长放缓担忧。随着中美贸易利好消息的释放，美联储降息产生的作用逐步消化后，全球经济增长放缓担忧有所缓解。

资产配置：资产风险偏好上升。从资产配置角度来看，与 2018 年相比，2019 年美股走高，标普 500 指数创新高至 3247.93，资产风险偏好上升；6 月份，随着中美贸易的利空消息影响，避险需求增加，黄金价格一度上涨至 1566.2 美元/盎司；受欧元区经济放缓拖累以及英国脱欧等不确定性因素的影响，美元指数涨势弱于 2018 年；8 月份，10 年期美债与 2 年期美债收益率倒挂，全球经济担忧再次放大，从历史上十年期和两年期美债收益率倒挂后大类资产表现来看，美元指数和黄金表现均无一致性规律，10Y 美债收益率、标普 500 指数和原油价格则多数上涨。

政治属性：地缘风险四起，小冲突不断，无大矛盾爆发点。2019 年 9 月 14 日，沙特石油设施遭受胡塞

武装无人机袭击，影响沙特产量 570 万桶/天，占沙特产量的一半，占全球产量的 5%，地缘政治冲突推向高点，在高油价和市场份额中，沙特选择了后者，短期内通过消耗库存来弥补对外出口，油价回落。小冲突不断包括：美伊紧张局势、伊拉克国内抗议、土耳其叙利亚短暂和平、委内瑞拉国内危机及被美国制裁等等，沙特石油设施遇袭影响浩大，但短期内又回归平静，表明地缘风险溢价走低，小规模的地缘局势紧张并不能对油价产生较大影响。

整体来看，2020 年原油产量保持相对充足，疲弱的需求和 OPEC+ 具体减产执行情况将是制约一季度油价的重要因素，随着中美贸易利好消息的释放以及降息带来刺激经济效果显现，预计 2020 年下半年原油需求将有所转暖，油价重心上移，但疲弱的全球经济仍然是制约油价的关键因素，因此，2020 年油价仍将维持维持区间震荡。

免责声明

本报告由中辉期货研发中心编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉期货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。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

期货有风险，投资需谨慎！

中辉期货有限公司

<http://www.zhqh.com.cn>

中辉期货客户服务电话 400-006-6688