



原油：涅槃重生 原油再起航

-2020 年原油市场回顾与 2021 年展望

方正中期期货研究院 隋晓影

目录

第一部分 行情回顾	3
一、原油历史走势回顾	3
二、2020 年原油走势回顾	5
第二部分 宏观环境	6
第三部分 原油供给	8
一、上游勘探投资较弱 2021 年全球供给增长有限	8
二、OPEC+在减产框架下 2021 年将逐步增产	9
三、美国新任总统上台后 页岩油或面临极限打压	11
第四部分 原油需求	14
一、2021 年全球原油需求仍难恢复至疫情前水平	14
二、美国需求进一步恢复的空间预计有限	16
三、中国原油进口需求将重启 成品油市场过剩将加剧	18
第五部分 供需平衡表	20
第六部分 地缘政治	22
一、美国对中东事务的干涉令中东局势更加复杂	22
二、沙特石油设施频繁遭遇袭击加剧了供应的不稳定性	23
三、美国大选后 对伊朗、委内瑞拉的制裁有望现转机	23
第七部分 基金持仓	24
第八部分 套利机会分析	26
第九部分 技术分析	27
一、原油期货价格技术分析	27
二、原油期货价格季节性分析	28
第十部分 后市展望与操作建议	29
附：原油相关股票涨跌幅度	30

摘要:

1、**全球经济:** 疫情的不断反复对全球经济形成持续冲击,但疫苗研发速度的加快以及部分疫苗将在 2021 年投入使用有望减缓疫情对全球经济的冲击,全球经济环比将进一步修复,同时在货币宽松预期下,美元长周期走弱的预期不会发生变化。

2、**原油供给:** 2020 年 OPEC+达成的历史性减产协议对油市的复苏起到了关键性作用,随着需求的逐步恢复,2021 年 OPEC+会在减产框架下进行供给的上调,但油价重心的抬升以及利比亚、伊朗、委内瑞拉的潜在产能恢复可能增加 OPEC+内部在减产问题上的矛盾,此外美国页岩油将会进一步复苏,页岩油行业景气度将持续提升。

3、**原油需求:** 全球经济弱复苏以及疫情防控常态化下,2021 年全球原油需求仍很难恢复到疫情前的水平,航空煤油的恢复缓慢仍是最大的拖累,若疫苗能在 2021 年中后期对疫情发挥作用,或将加快原油需求的恢复。

4、**原油库存:** OPEC+减产以及原油需求边际修复带动全球原油市场持续去库,但目前海上原油浮仓、OECD 库存、美国和中国等主要国家原油绝对库存量仍偏高,预计 2021 年在原油供需平衡表进一步修复预期下,全球原油市场去库有望延续。

5、**2021 年原油运行逻辑:** 2021 年疫苗有望逐步投入使用并将减缓疫情对市场的冲击,全球经济环比修复以及美元走弱的预期不会发生变化,市场风险偏好整体将进一步回升;而在 OPEC+减产以及原油需求恢复下,全球原油市场有望延续去库;因此无论是宏观逻辑还是原油供需面逻辑均支持油价向上运行,但疫情的不确定性以及疫苗大规模使用后的效果与预期的差仍是主要的风险点,这可能会抑制油价上行的高度。

6、**原油价格预估:** 2021 年预计原油运行重心将进一步抬升,同时我们认为 SC 原油估值有望随着国内库存压力的缓解而有所上升,进而缩小与外盘原油的价差,2021 年全年 WTI 原油、Brent 原油以及 SC 原油波动区间预计在 40-70 美元、45-75 美元以及 270-450 元。

7、**操作建议:** 在预期原油整体运行方向向上的背景下,2021 年操作上建议以多头思路为主,可中长线持有多单,短线逢回调低点做多。炼厂及贸易商等原油采购方可逢低点进行买入套保的建仓操作,同时年初在 SC 原油上买交割具有较高的性价比。

8、**风险点:** 疫苗有效性低于预期;OPEC+内部在减产上出现分歧;

第一部分 行情回顾

一、原油历史走势回顾

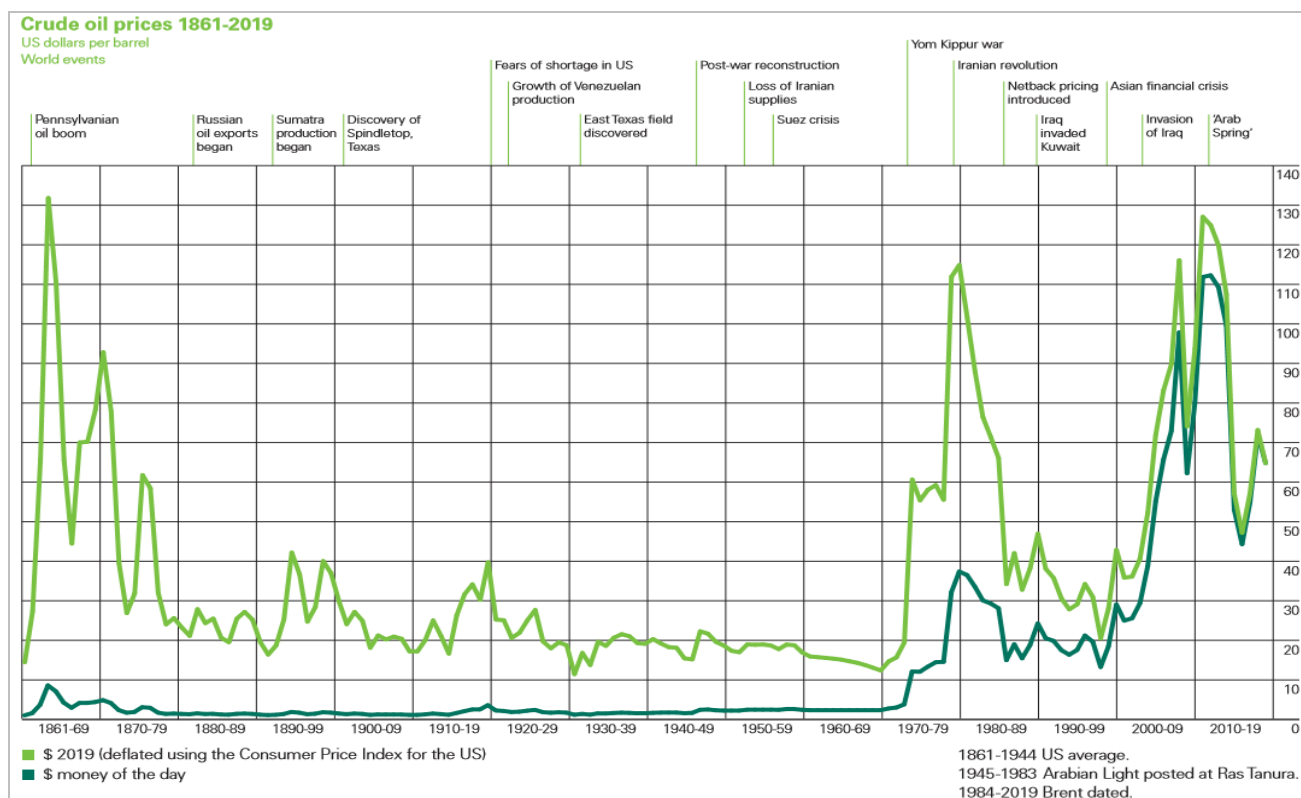


图 1-1：国际油价历史走势图

数据来源：BP、方正中期研究院

第一阶段（1861 年-1972 年）：石油生产和需求受西方国家控制，油价处于 1.5-1.8 美元/桶的低水平，1960 年 9 月，OPEC 成立并围绕石油的生产权和定价权不断与西方跨国公司进行斗争，但在此期间 OPEC 的地位仍微不足道，1970 年-1973 年随着 OPEC 在一系列谈判中取得胜利，原油的定价权开始发生变化，国际油价也出现上升趋势。

第二阶段（1973 年-1978 年）：1973 年 10 月第四次中东战争爆发，OPEC 宣布石油禁运，造成油价急剧上涨，从 3 美元/桶涨至超过 13 美元/桶，被称为第一次石油危机。与此同时，OPEC 国际地位迅速上升，1974 年-1978 年国际油价稳定在 10-12 美元/桶的水平。

请务必阅读最后重要事项

第三阶段（1978 年-1986 年）：1978 年底，伊朗政局动荡，之后又爆发两伊战争，伊朗的石油产量从 580 万桶/日骤降到 100 万桶/日以下，打破了当时全球原油市场上供求关系的脆弱平衡。随着产量剧减，全球市场上每天都有 560 万桶的缺口，油价从 1979 年开始暴涨，从 13 美元/桶猛增至 1981 年的 34 美元/桶，导致了第二次石油危机的出现。

第四阶段（1986 年-2003 年）：1986 年国际油价一度跌至 10 美元/桶以下，使国际石油市场出现混乱，对世界经济和金融体系产生猛烈冲击，第三次石油危机爆发，中东国家的石油权力几乎完全丧失，西方国家在国际权力争夺战中重新获得主动权，原油定价权从 OPEC 单方面决定转向由 OPEC、石油需求和国际石油资本共同决定的局面，国际油价基本实现市场定价。

第五阶段（2004 年-2008 年）：伊拉克战争爆发，油价突破 40 美元/桶，同时全球经济尤其是新兴经济体进入新的增长期，石油市场维持紧平衡，油价持续上涨，至 2008 年年中，国际油价最高涨至 149 美元/桶，创历史最高水平。

第六阶段（2008 年-2014 年）：全球金融危机爆发，国际油价在半年时间里从 140 多美元暴跌至 40 美元，随后各国接连推出规模空前的刺激政策，市场流动性恢复，全球经济也逐渐摆脱金融危机的阴霾，油价重返 100 美元上方。

第七阶段（2014 年-至今）：全球原油供给过剩矛盾突出，国际油价在 2014 年年中出现暴跌，至 2016 年年初，油价从 100 多美元跌至 29 美元左右，此后随着产油国实施新一轮减产，市场供需矛盾逐步修复，加之地缘政治问题频发，油价重心不断抬升，但 2020 年全球疫情爆发叠加产油国价格战，油价跌至极端位置，美原油一度出现负值。

二、2020 年原油走势回顾

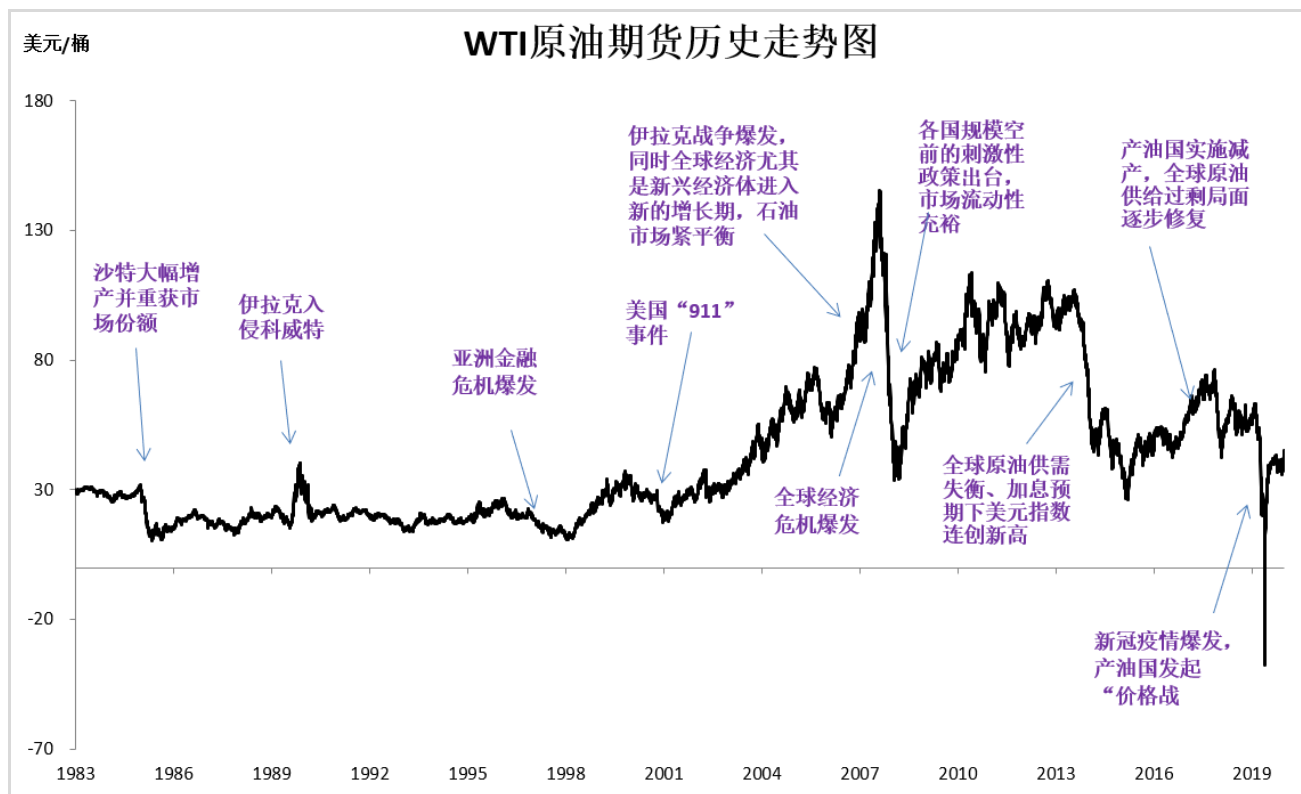


图 1-2：WTI 原油历史走势图

数据来源：Wind、方正中期研究院

受疫情影响，2020 年原油市场波动十分剧烈，且刷新了我们对油价的认知。2020 年上半年，新冠疫情叠加石油市场“价格战”，原油市场进入“至暗时刻”，油价频频跳水，欧美原油跌回 20 年前的水平，而由于库容达到上限，美原油 05 合约发生逼仓并出现罕见的“负油价”，美原油最低出现-40.32 美元的价格，而 Brent 原油最低跌至 16 美元附近，国内 SC 原油最低跌至 200 元附近。5 月份以后，在产油国实施新一轮减产以及疫情缓和之下需求有所恢复，原油供需平衡表开始修复，油价自低位反弹，虽然在美国大选以及美元阶段性反弹的影响下，油价一度出现回调，但年底前再度回升，整体运行重心不断上移。

从价差来看，由于油价的极端波动，2020 年上半年各区域油价之间也出现极端价差，Brent-WTI 原油价差最高升至 11 美元左右，创近十几年来新高，而 Brent-SC 价差也大幅走弱，Brent 原油较 SC 原油贴水一度达到 13 美元左右，而反应轻重油价差的 EFS 也跌至负值区间，最低跌至-6.58 美元，而在 5 月份以后，随着油价偏离极端位置后的逐步修复，各区域价差也跟随修复。但下半年，由于国内原油高库存、中东到中国油轮运费下跌以及人民币持续升值，国内 SC 原油估值持续偏低，并推动 SC 原油与欧美原油价差再度向另一个极端方向运行，Brent-SC 原油价差大幅走阔，最高达到 7 美元左右。

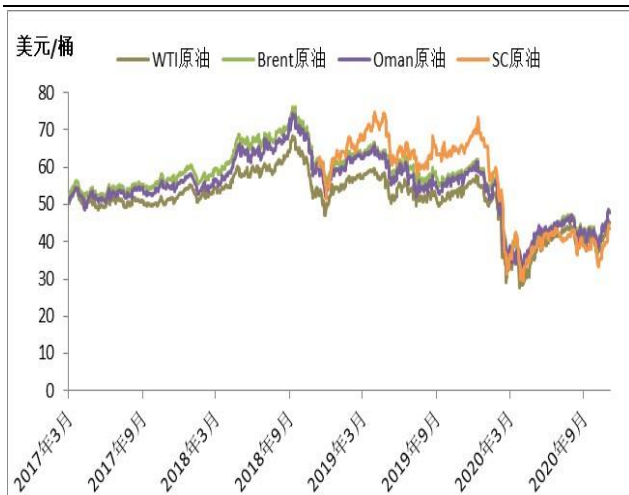


图 1-3: 四大基准原油价格走势

数据来源: Bloomberg、方正中期研究院

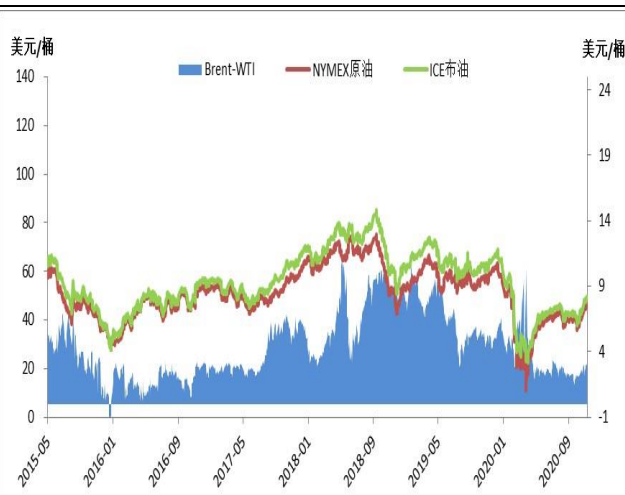


图 1-4: WTI 与 Brent 原油走势及价差

数据来源: Bloomberg、方正中期研究院

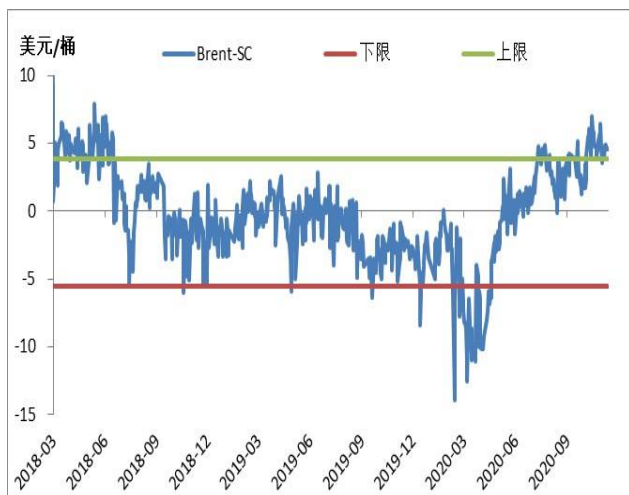


图 1-5: SC 原油与 Brent 原油价差

数据来源: Bloomberg、方正中期研究院

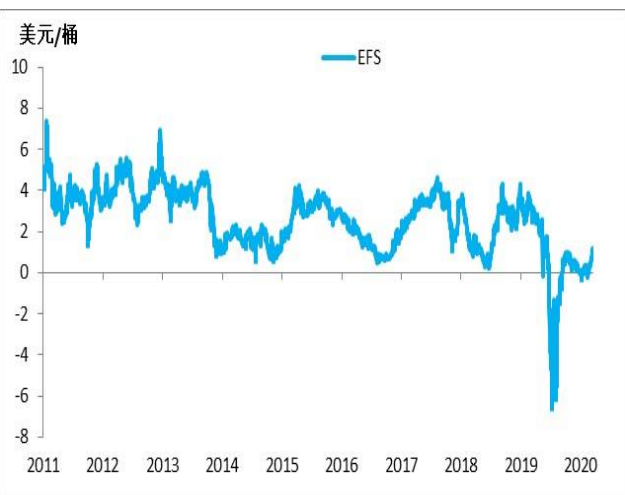


图 1-6: EFS 走势

数据来源: Bloomberg、方正中期研究院

第二部分 宏观环境

表 1: 2018-2021 年全球和主要经济体 GDP 及预测值

年度	全球	欧元区	美国	日本	中国	巴西	印度	俄罗斯
2017	3.8%	2.5%	2.4%	2.0%	6.9%	1.1%	8.2%	1.6%
2018	3.6%	1.9%	2.9%	0.3%	6.6%	1.3%	6.8%	2.3%
2019	2.8%	1.3%	2.2%	0.7%	6.1%	1.1%	4.2%	1.3%
2020E	-4.4%	-8.3%	-4.3%	-5.3%	1.9%	-5.8%	-10.3%	-4.1%
2021E	5.2%	5.2%	3.1%	2.3%	8.2%	2.8%	8.8%	2.8%

数据来源: IMF、方正中期研究院

全球经济缓慢修复，疫苗有望减缓疫情冲击。2020 年以来，疫情在全球各国蔓延对世界经济产生巨大

请务必阅读最后重要事项

的冲击，除中国以外，大部分国家均陷入严重的经济衰退，根据 IMF 在 9 月底的预测，2020 年全球 GDP 将萎缩 4.4%，欧元区 GDP 将萎缩 8.3%，包括美国、日本、巴西、印度、俄罗斯在内的主要经济体 GDP 均会出现严重的萎缩，中国成为唯一经济正增长的国家，预计 2020 年 GDP 将增长 1.9%。2020 年上半年由于疫情的影响，各国采取严格的防控措施，大部分国家经济均遭遇严重的打击，而随着二季度中后期一些主要经济体重启经济的步伐逐步推进，市场需求有所恢复，经济环比走势出现修复。根据 IMF 的预计，2021 年全球经济将重回增长，增速预计在 5.2%，中国、印度等国家的加快复苏步伐，而美国、俄罗斯等国复苏势头预计仍然较弱。2020 年底，疫苗在部分国家逐步投入使用，未来如果能真正对疫情起到效果，有望进一步缓解疫情对全球经济的冲击，但目前尚无法验证疫苗的有效性。

全球制造业环比持续恢复。在疫情冲击下，2020 年 2 月份全球制造业 PMI 再度陷入萎缩区间，4 月份全球制造业 PMI 降至 39.6，为有记录以来新低，而 5 月份以后在持续反弹，至 10 月份全球制造业 PMI 已回升至 53，创 2018 年 7 月份以来新高。而中国、美国以及欧元区等主要经济体制造业 PMI 在下半年均重回扩张区间。目前来看，疫情对经济冲击的力度有进一步减弱的预期，因此全球制造业有望进一步恢复。

美元长周期仍将走弱。今年以来，在疫情对全球经济造成巨大冲击的背景下，全球货币持续宽松，这推动了美元的持续下行，但 9 月份之后，由于美国财政刺激措施迟迟不能落地，同时美国大选存在不确定性，这令美元下行预期有所减弱，并阶段性反弹。然而，我们认为，当前全球经济复苏仍然较弱，且仍然需要财政、货币政策的支持，未来各国大概率会维持宽松的资金环境以支撑经济的恢复，这意味着美元长周期仍将走弱。



图 2-1：2018-2021 年全球主要经济体经济增长及预测
数据来源：IMF、方正中期研究院

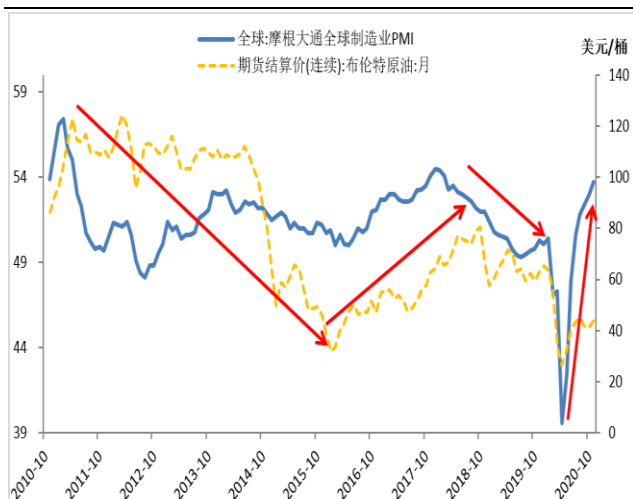


图 2-2: 摩根大通全球制造业 PMI 与油价走势
数据来源: Bloomberg、方正中期研究院



图 2-3: 美元指数与 WTI 原油走势
数据来源: Bloomberg、方正中期研究院

第三部分 原油供给

一、上游勘探投资较弱 2021 年全球供给增长有限

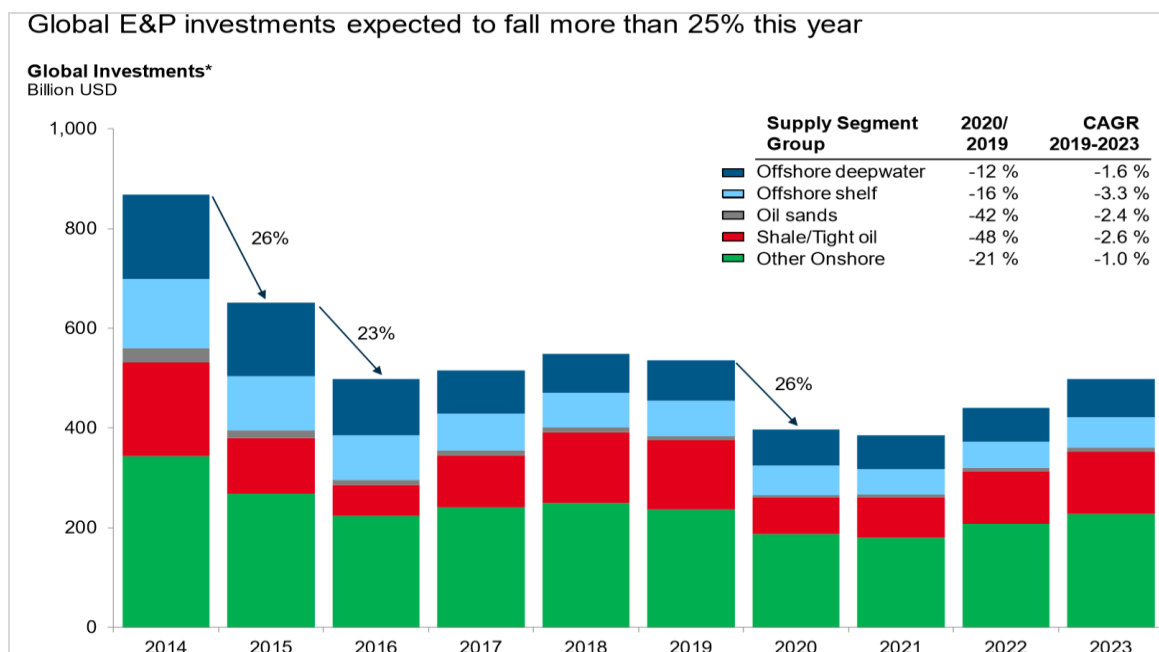


图 3-1: 全球石油勘探企业资本支出
数据来源: Rystad Energy、方正中期研究院

2020 年由于油价的下跌，全球大部分石油勘探企业均削减了投资，根据 Rystad Energy 的统计，2020 请务必阅读最后重要事项

年全球勘探投资较 2019 年下降了 26%，其中，成本相对较高的致密油、油砂等勘探区块的资本支出下降幅度超过 40%，深海的石油勘探资本支出下降幅度相对较小。而石油上游勘探企业削减投资必然会带来石油产出的下滑，再加上各主要产油国的主动性减产，2020 年全球原油供应大幅下降，根据 EIA 的统计，2020 年全球原油供给将降至 9442 万桶/日，同比下降 8.5%，OPEC 产油国以及美国贡献了大部分降幅，5 月份以后，OPEC+ 执行新一轮减产，而油价的下跌也令美国页岩油企业被动减产，但进入下半年，产油国减产幅度收缩，同时油价的回升令美国页岩油减产放缓，供应端环比出现增长。

根据 Rystad Energy 的预测，2021 年来自全球勘探和生产公司 (E&P) 的投资预计将达到 3800 亿美元左右，几乎与 2020 年同期持平。2021 年原油供应端的两大变量仍然是 OPEC+ 减产联盟和美国页岩油，预计 OPEC+ 将继续实施减产政策，但减产幅度预计将随着需求的恢复而收缩，而美国页岩油在 2020 年底已经出现复苏迹象，预计 2021 年将延续弱复苏，页岩油产量有望出现小幅度增长。整体上，我们预计 2021 年全球原油供给将出现增长，但 OPEC+ 在减产框架下的增产会依据需求的复苏而调整，美国页岩油产出增长也不会太大，全球供应增量相对有限。

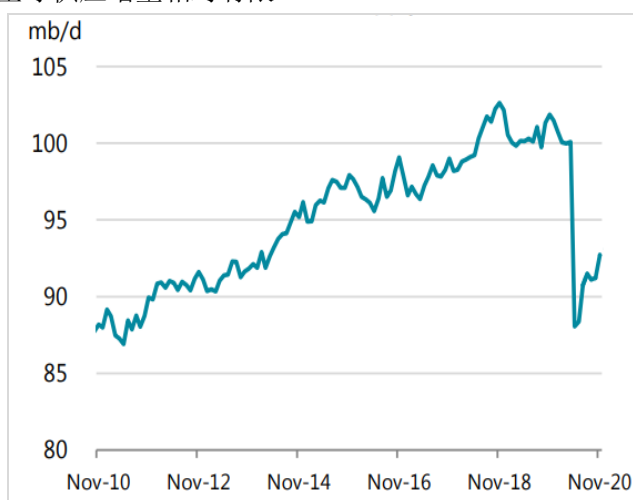


图 3-2: 全球原油供应
数据来源: IEA、方正中期研究院

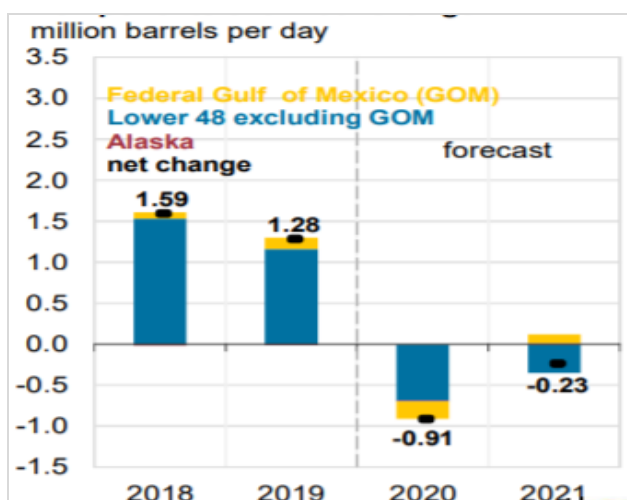


图 3-3: 全球原油产量变化
数据来源: EIA、方正中期研究院

二、OPEC+在减产框架下渐进增产 潜在产能增量加大其压力

OPEC+实施史上最大规模减产，对油价形成托底。2020 年新冠疫情以及石油市场“价格战”的影响下，国际油价连续暴跌，并至近 20 年来的低位水平，这损害了大多数产油国的利益。在此背景下，产油国就新一轮减产协议达成共识，根据协议，2020 年 5、6 月份 OPEC+ 合计减产 970 万桶/日，自 2020 年 7 月至 12 月减产 770 万桶/日，2021 年 1 月-4 月减产 580 万桶/日，此后将 970 万桶/日的减产幅度延长至 7 月底。从各国减产情况来看，OPEC+ 整体的减产执行率基本维持在 100% 上下，沙特、俄罗斯、科威特等主要产油国均超额减产或接近 100% 的减产执行率，伊拉克、阿联酋以及几个较小产油国减产执行率偏低，但整体减产效果较好，在疫情影响下原油需求受到严重打压的情况下，产油国的减产对油价的回升起到了至关重要的作用。

OPEC+自 2021 年起将温和增产。2020 年 12 月初，产油国会议达成了新的增产协议，OPEC+ 产油国同意自 2021 年 1 月开始，自愿将减产数目自 770 万桶/日调整至 720 万桶/日，增加 50 万桶/日，同时将每月举行一次部长级会议，以评估市场状况并决定下个月的产量调整规模，每月调整不超过 50 万桶/日。此外，补偿减产期限将延长至 2021 年 3 月底。而 2021 年产油国减产幅度大概率会持续收缩，一方面，随着疫苗

研发速度的加快，疫情对原油需求的冲击有望逐步减弱，在需求恢复的同时产油国供给策略也会随之调整；另外一方面，2020年11月下旬原油经历了一波上涨，在这轮上涨后，欧美原油均将步入40-50美元的运行中枢中，该水平的油价将推动北美页岩油的复苏，若产油国继续大幅度减产来提振油价，可谓是给页岩油“做了嫁衣”。因此，无论是从需求恢复的角度考虑还是从页岩油复苏的角度考虑，2021年产油国减产幅度预计会持续收缩。

利比亚、伊朗、委内瑞拉将带来潜在的供给增量。2020年四季度，由于利比亚国内局势的缓解，利比亚原油供给快速恢复，官方的数据显示，10月份利比亚原油产量已达到45万桶/日，在二、三季度该国原油产量不足10万桶/日，而在年底利比亚原油产量预计已经接近100万桶/日。此外，近几年由于美国的制裁，伊朗及委内瑞拉原油供给大幅下降，而美国新任总统上台后，两国的制裁有望放松甚至解除，这可能在未来给市场带来300-400万桶/日的潜在供给增量，并会给OPEC+减产带来较大的压力，一定程度上可能会加大OPEC+减产联盟的内部矛盾。

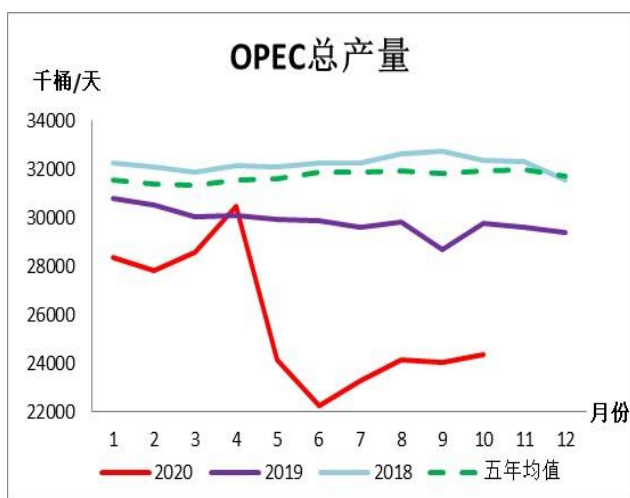


图 3-4：OPEC 原油产量

数据来源：Wind、方正中期研究院

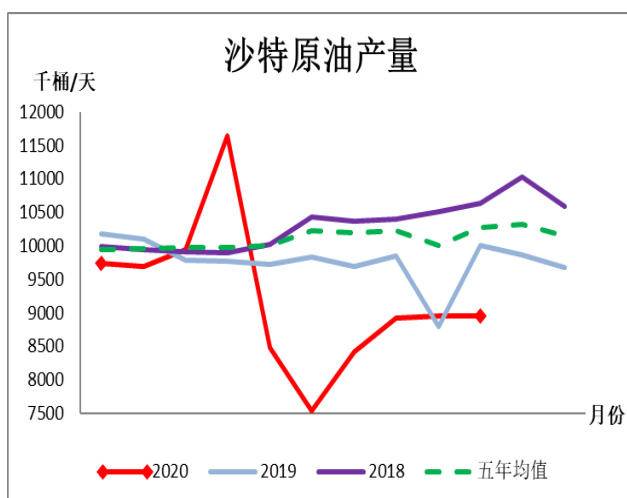


图 3-5：沙特原油产量

数据来源：Wind、方正中期研究院

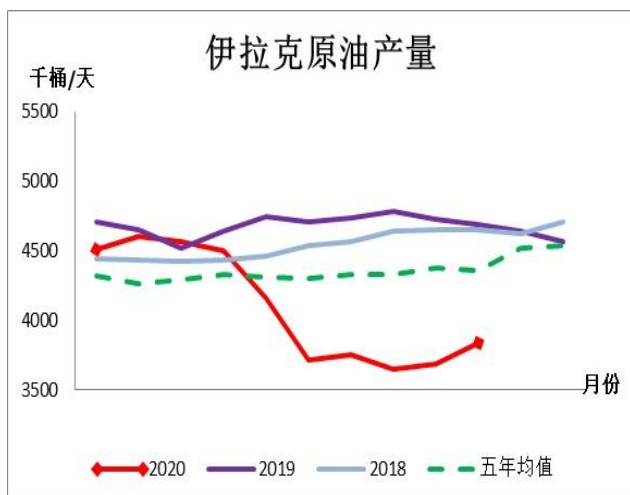


图 3-6：伊拉克原油产量

数据来源：Wind、方正中期研究院

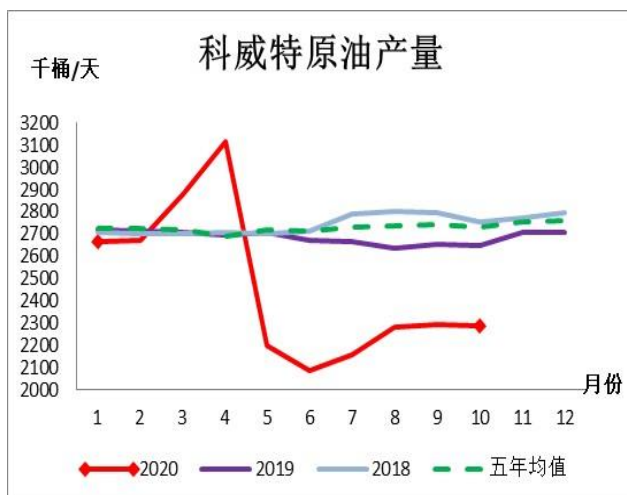


图 3-7：科威特原油产量

数据来源：Wind、方正中期研究院

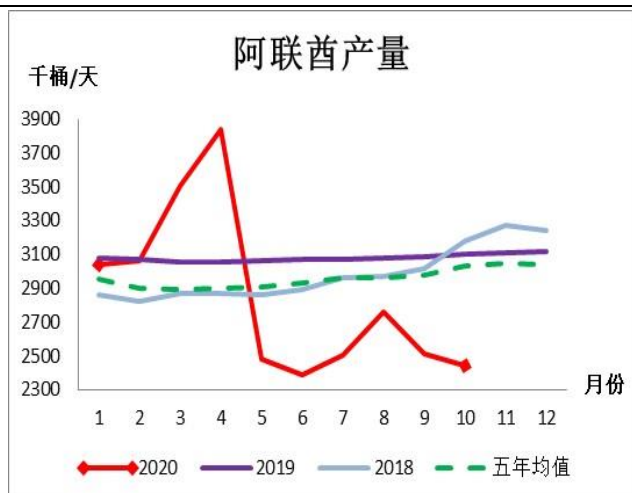


图 3-8：阿联酋原油产量
数据来源：Wind、方正中期研究院

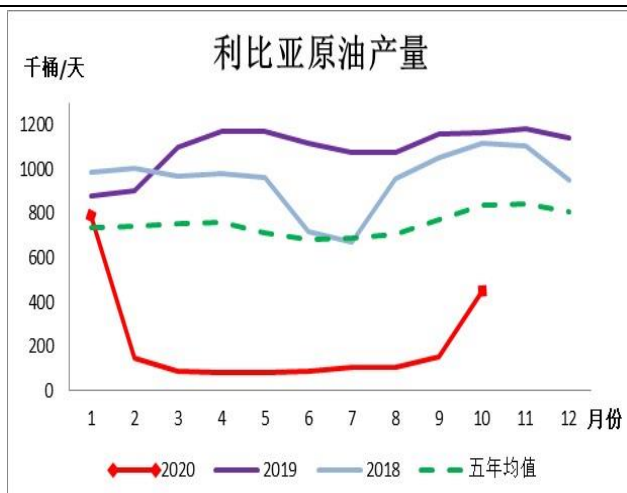


图 3-9：利比亚原油产量
数据来源：Wind、方正中期研究院

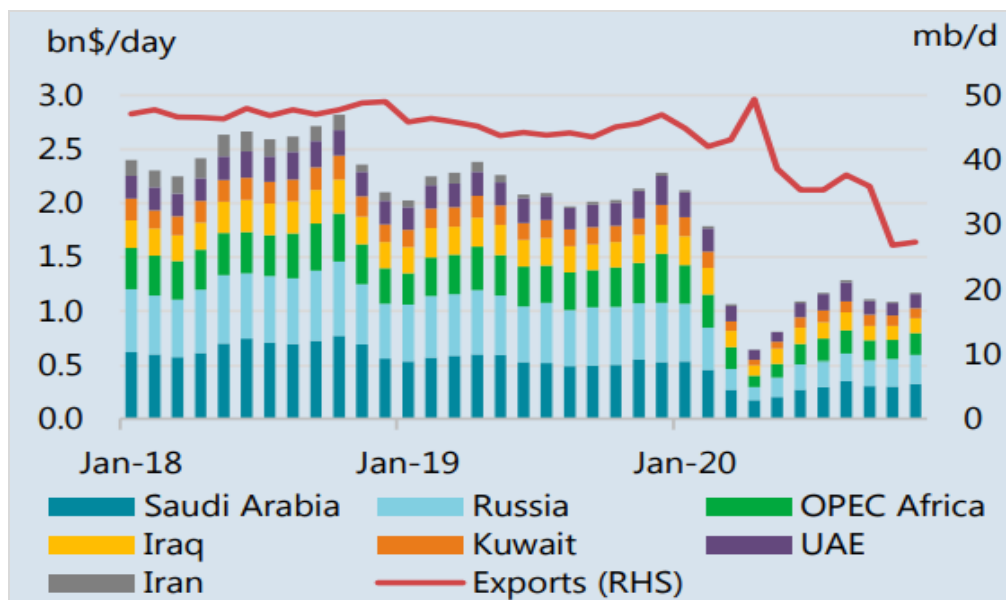


图 3-10：中东等主要产油国原油出口量
数据来源：IEA、方正中期研究院

三、页岩油弱复苏 美国新任总统上台或令其遭遇打压

美国页岩油上游投资低位反弹。北美页岩油产出高度依赖上游投资，而2020年上半年油价的持续下跌并跌至极端位置对页岩油生产企业形成巨大冲击，在资金压力下，页岩油企业大幅削减上游投资，反应页岩油上游投资活动的钻机数据从683座降至最低179座，降幅超过70%，钻机数量达到有记录以来的最低水平。随着油价的低位回升，下半年页岩油上游投资活动出现一定程度的复苏，至12月初，钻机数回升至246座。而从历史相关数据来看，油价与美国石油钻机数以及产量之间都有着紧密的联系，往往表现为油价出

现趋势变化的 4-5 个月后钻机数会做出相应反应，而钻机数出现趋势变化的 2 个月后产量会做出相应反应，但当油价低于或没有显著高于页岩油生产成本时，油价的变化难以推动钻机数以及产量做出相应反应。比如 2020 年原油价格的大幅下跌并跌至极端位置对页岩油生产企业造成极大的打击，大幅削减上游投资、减少完井，从而带来页岩油产出的下降，而油价在 4 月下旬企稳反弹后，整体反弹的高度有限，且没有显著高于页岩油的生产成本，因此我们看到虽然油价自历史低点持续反弹，但上升高度有限，并没有显著推升页岩油企业的投资意愿。而在预期 2021 年油价运行区间进一步上移但幅度有限的情况下，我们预计美国页岩油上游景气度有望继续呈现弱复苏态势。

美国页岩油钻井、完井活动出现复苏迹象。2020 年下半年以来，在油价的回升以及上游投资活动有所增强的情况下，美国七大页岩油产区钻井及完井数据出现增长，由于钻机数增量有限导致钻井增量也不多，但完井数据增长较为明显，与此同时，库存井自 7 月份以来下降明显，美国七大页岩油产区投产率显著回升，反应了油价的复苏下页岩油企业完井的意愿增强。根据美国达拉斯联储在 2020 年三季度对美国第十一区 160 家石油企业的调查显示，超过 80% 的企业在油价超过 45 美元/桶时才愿意将大量的库存井进行完井，同时接近 90% 的受访企业认为，当油价超过 50 美元/桶时才愿意大幅增加石油钻机。从 2020 年底的油价水平来看，已经可以满足大部分企业对库存井进行完井的意愿，同时接近满足页岩油企业增加钻机的意愿，而在预计 2021 年油价仍将进一步上行的情况下，美国页岩油完井活动有望继续增强。从产量方面来看，EIA 预计，2021 年上半年传统井产量的下降将抵消新井的产量，从而导致美国原油产量下降，而随着油价回升下更多的新井将在 2021 年晚些时候投产，2021 年下半年美国原油产量将上升。

美国新任总统上台或令页岩油遭遇极限打压。美国大选结果逐渐明朗，民主党候选人拜登成为新一任美国总统。而拜登在能源方面的政策与特朗普却截然不同。拜登更加注重环境保护，提倡发展清洁能源，对化石能源的扩张持反对态度。在环境问题上，拜登的最终目标是到 2035 年让美国实现零碳排放，并计划让美国重新加入《巴黎协定》；在化石能源的发展方面，拜登计划将“绿色新政”作为对抗气候变化的重要组成部分，强调“禁止在公共土地和水域进行新的石油和天然气开采”，而该政策受影响最大的将是美国新墨西哥州，也是美国主要的页岩油产区，该区域有 65% 的原油产量来自联邦土地，其他可能受到影响的州还有怀俄明州和科罗拉多州，这两个州的原油产量分别有 37% 和 11% 来自于联邦土地，另外，位于巴肯地区的北达科他州有 16% 的原油产量来自联邦土地。显然，在拜登成为新一任总统后，美国将更加关注环境问题以及清洁能源的发展，不利于页岩油行业的扩张。但是鉴于目前行业的大环境，即当前低油价限制了页岩油的投资及开采，因此即便拜登就职并实施开采禁令，也不会立刻对美国的原油开采产生较大的影响，但长期对页岩油的影响不容忽视。

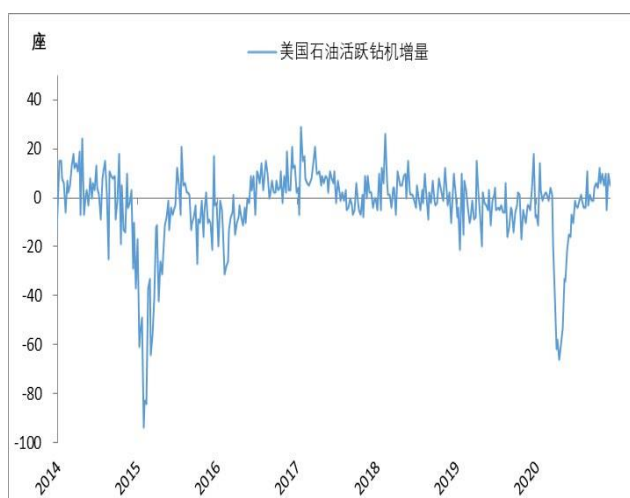


图 3-11：美国石油活跃钻机数增量

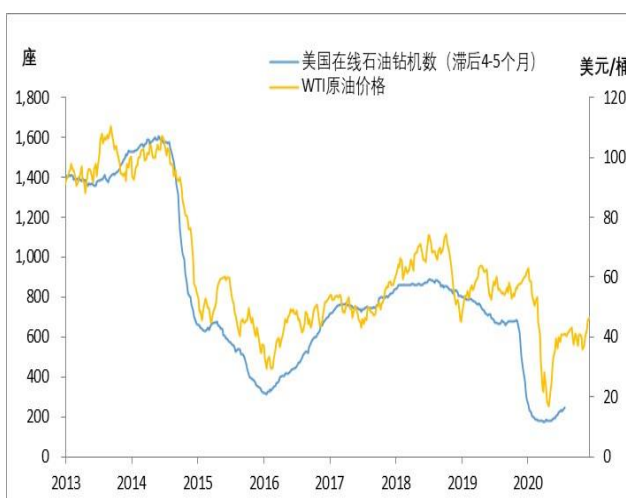


图 3-12：美国石油钻机数与 WTI 价格

数据来源：Wind、方正中期研究院



图 3-13: 美国石油钻机数与产量同比

数据来源：Bloomberg、方正中期研究院

数据来源：Wind、方正中期研究院

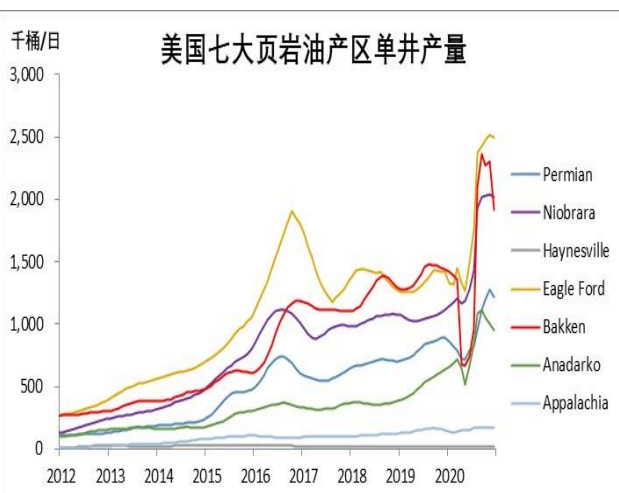


图 3-14: 美国七大页岩油产区单井产量

数据来源：Bloomberg、方正中期研究院

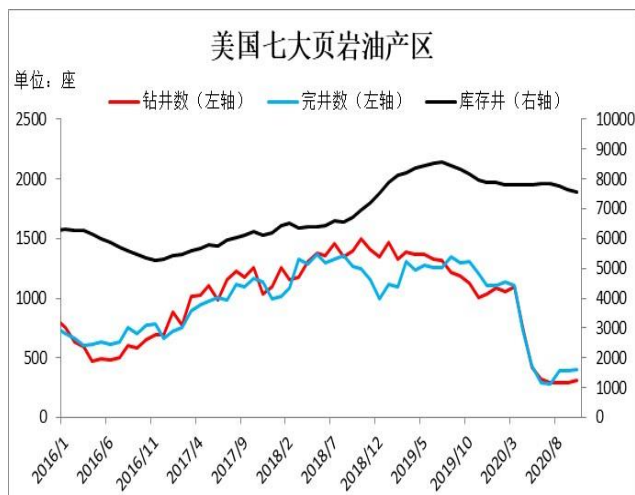


图 3-15: 美国七大页岩油产区钻井、完井及库存井数

数据来源：EIA、方正中期研究院

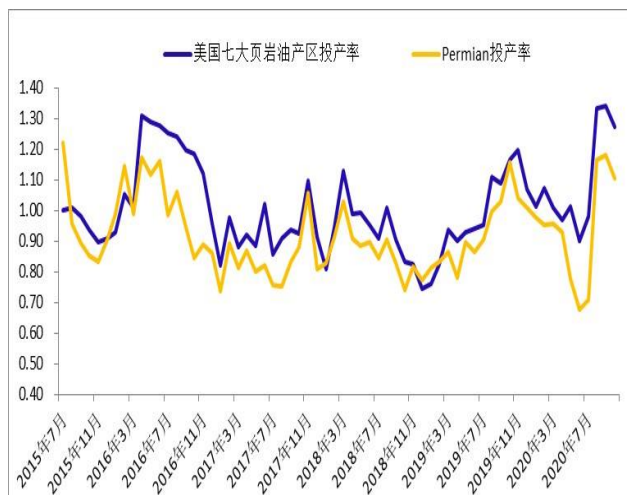


图 3-16: 美国七大页岩油产区及 Permian 投产率

数据来源：EIA、方正中期研究院

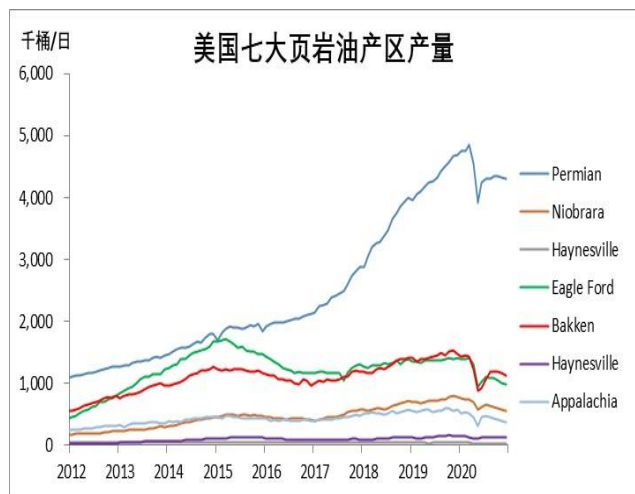


图 3-17: 美国七大页岩油产区产量

数据来源：Bloomberg、方正中期研究院

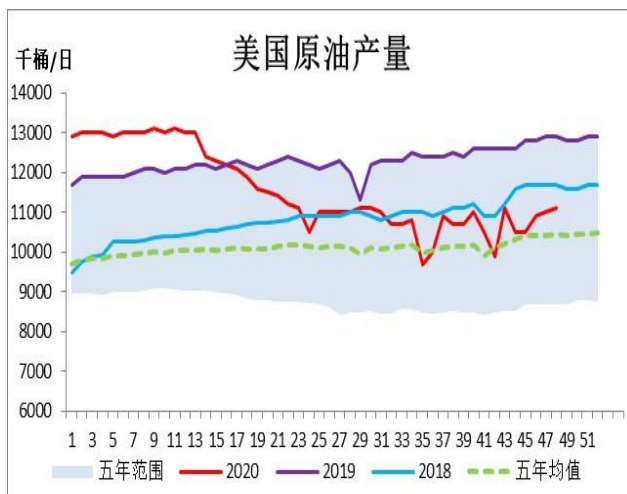


图 3-18: 美国原油产量

数据来源：Bloomberg、方正中期研究院

请务必阅读最后重要事项

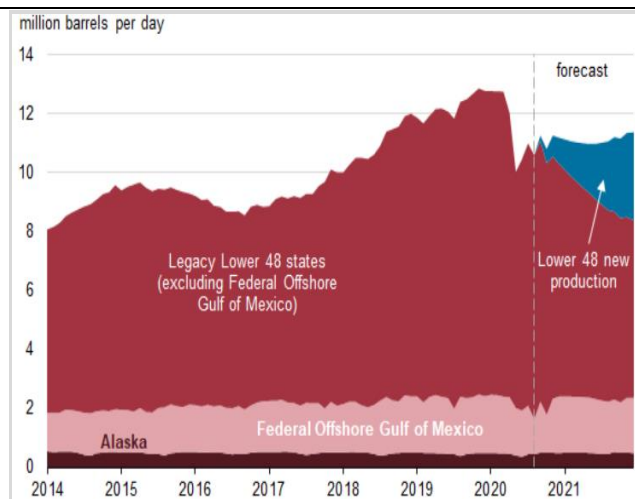


图 3-19: 美国原油产量及预估
数据来源: EIA、方正中期研究院

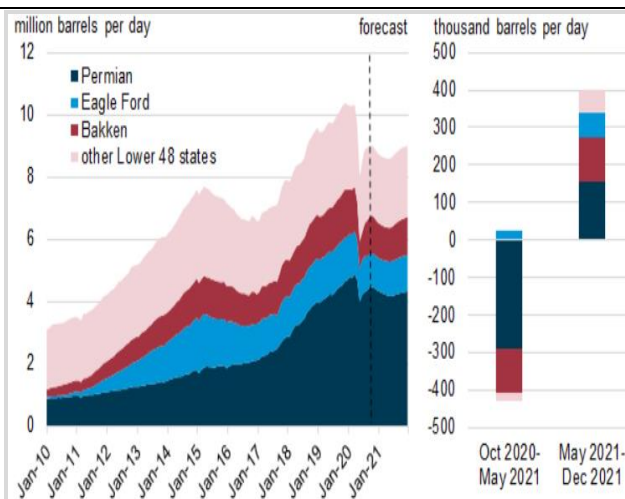


图 3-20: 美国各产区原油产量及预估
数据来源: EIA、方正中期研究院

第四部分 原油需求

一、2021 年全球原油需求仍难恢复至疫情前水平

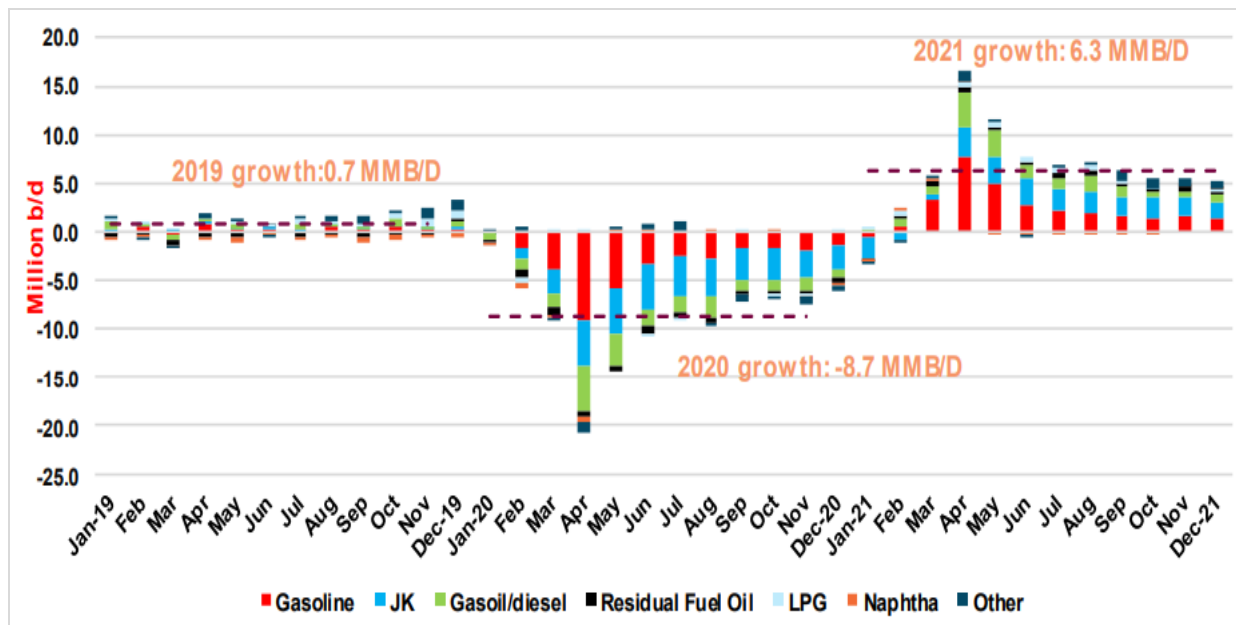


图 4-1: 全球石油需求
数据来源: S&P Global Platts、方正中期研究院

疫情对全球石油消费产生巨大冲击。2020 年突发的疫情对全球石油消费产生巨大影响，疫情期间各国都采取了相应的防控措施，居民出行、交通物流以及企业生产等均受到了不同程度的限制，与此同时，疫情令全球大部分国家经济陷入衰退，这进一步制约石油消费的增长。目前机构的普遍预计，2020 年二季度全球原油需求损失量高达 20%左右，全年原油需求损失量也达到 10%左右。根据 EIA、IEA、OPEC 的最新预测，今年全球原油需求降幅分别将达到 861、877、975 万桶/日，而根据普氏的预计，2020 年全球原油需求降幅为 870 万桶/日，2021 年将增长 630 万桶/日。

后疫情时期石油需求恢复缓慢。2020 年 4 月中下旬以后，随着疫情缓和之下部分国家复产复工的逐步推进，全球石油消费触底回升，但由于疫情在个别国家仍处在高速发展期，同时各国疫情防控趋于常态化，这令居民出行需求受到持续影响，尤其是长途出行需求恢复缓慢制约了航空煤油的消费。此外，由于疫情导致的居家办公的盛行可能令一部分石油消费无法恢复。

航空煤油消费的恢复仍受明显制约。由于疫情在部分国家持续反复，这导致长途出差和旅行的需求大幅下降，同时各国间航班数量也相应大幅减少，这导致航空煤油消费锐减。OAG 的数据显示，2020 年 10 月全球飞行里程同比降幅仍然高达 59%，2020 年四季度欧洲由于疫情加剧开始实施新的封锁措施，或将持续到 2020 年一季度。未来疫情的影响仍难消除，长途出行需求的下降将继续令航空煤油消费受制约。根据国际航空运输协会（IATA）的预计，2020 年航空飞行里程同比将下降 66%，同时预计 2021 年航空公司的收入仍将比疫情前低 46%。

2021 年疫情对石油消费的影响仍不能消除。2020 年四季度，疫情在欧美国家继续发酵，虽然 2020 年底不断有疫苗方面的利好消息出现，但疫苗在短时间内很难大规模投入使用，至少在 2021 年上半年我们很难看到疫苗对疫情防控起到实质效果，因此，疫情对石油消费的影响仍不会消除。在此背景下，全球石油消费会继续受到制约，尤其是欧美等疫情防控不积极的国家受影响较大，预计 2021 年全球石油消费很难恢复到疫情前的水平。

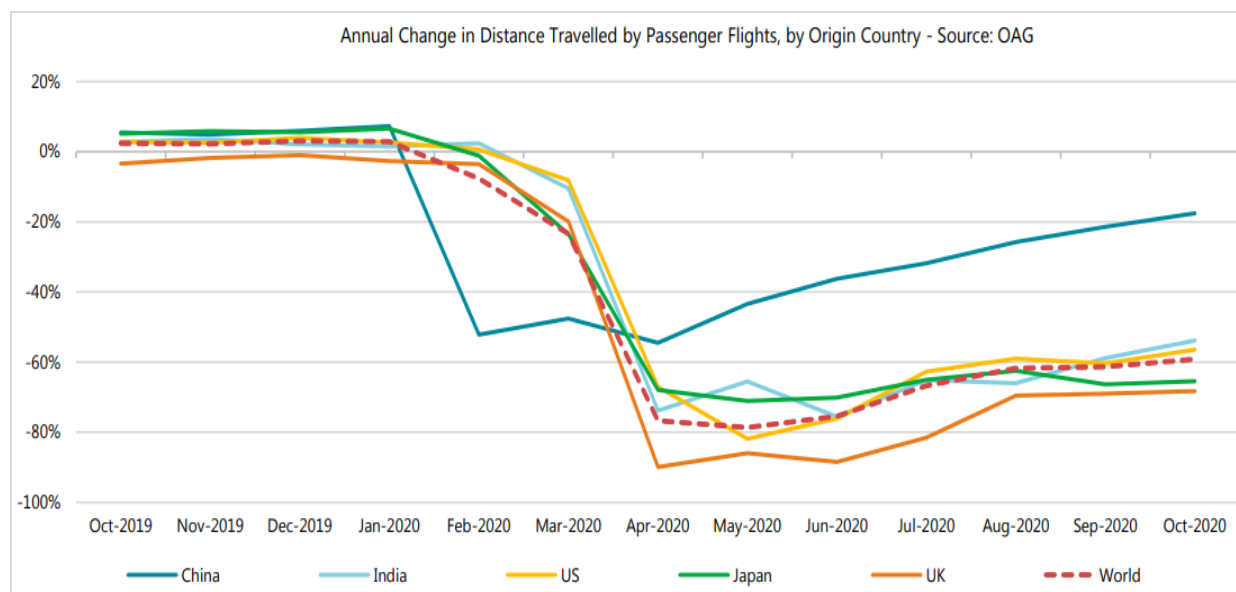


图 4-4：全球主要国家飞行里程同比变化率
数据来源：IEA、方正中期研究院

二、美国需求进一步恢复的空间预计有限

2020 年疫情对美国冲击从未停止，到 2020 年四季度美国进入到第三波疫情中，每日新增病例数接近 20 万人，这对美国石油消费的恢复形成明显制约。数据显示，4 月中旬以来，美国石油表观消费自历史低点逐步回升，汽油消费的恢复相对较快，这与疫情期间自驾出行需求增加有直接关系，而柴油及航空煤油需求恢复缓慢，主要由于公共交通出行需求以及航空出行需求恢复有限，工业生产仍未完全恢复。整体表现为 2020 年上半年恢复较快，下半年进入瓶颈期，恢复速度显著放缓。到 2020 年 11 月底，美国油品总需求已恢复了 90%，馏分油表观需求基本与疫情前持平，汽油表观需求恢复了 90% 左右，而航空煤油表观需求仍有近 40% 没有恢复。从炼厂需求角度看，2020 年 11 月底炼厂开工率及原油加工量较疫情前仍有较大差距，75% 左右的开工率水平仍远低于历史同期 95% 左右的开工率水平。而从终端消费市场来看，裂解价差一定程度上能反应终端需求情况，目前美国汽、柴油裂解价差仍低于疫情前的水平，尤其是柴油裂解价差远低于历史同期水平。

目前来看，美国石油消费已恢复了差不多 90%，而剩下的 10% 能否恢复存疑。一方面源于疫情的影响短时间内可能不能完全消除，另外一方面源于疫情导致美国居家办公盛行，且长途出差需求大幅下降，即便疫情结束后这种工作方式的变化有可能成为永久性的变化，这意味着美国的一部分石油需求可能永远都无法恢复如前。当前美国航空煤油需求较疫情前仍有较大差距，这部分需求未来可能会有一定的恢复空间，但也很难达到疫情前的水平，而汽、柴油需求恢复的空间可能就比较有限了，整体上，未来美国石油需求进一步增长的空间不会太大。

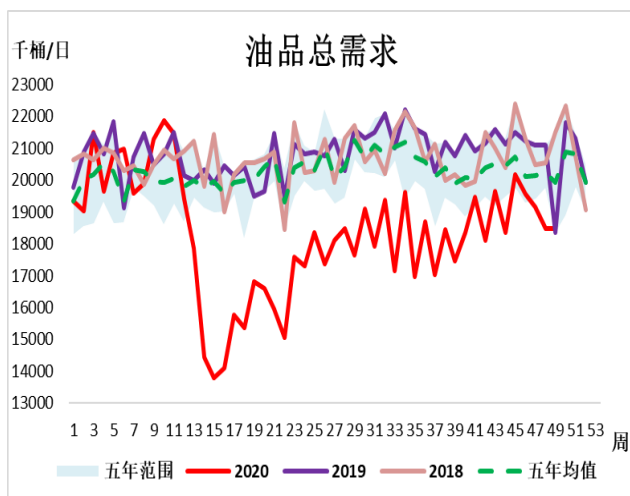


图 4-5：美国油品总需求

数据来源：Bloomberg、方正中期研究院

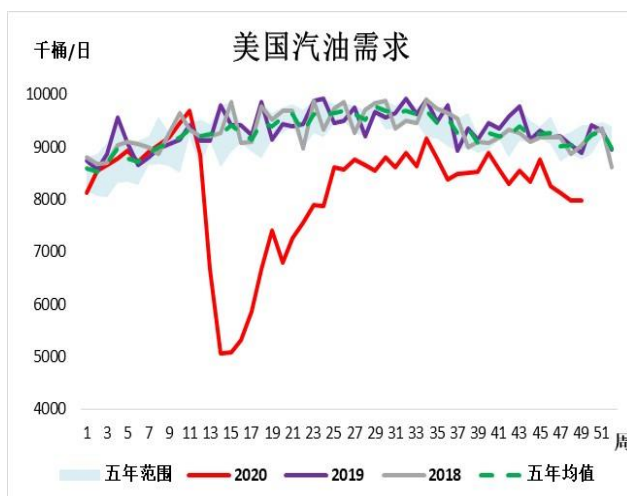


图 4-6：美国汽油需求

数据来源：Bloomberg、方正中期研究院

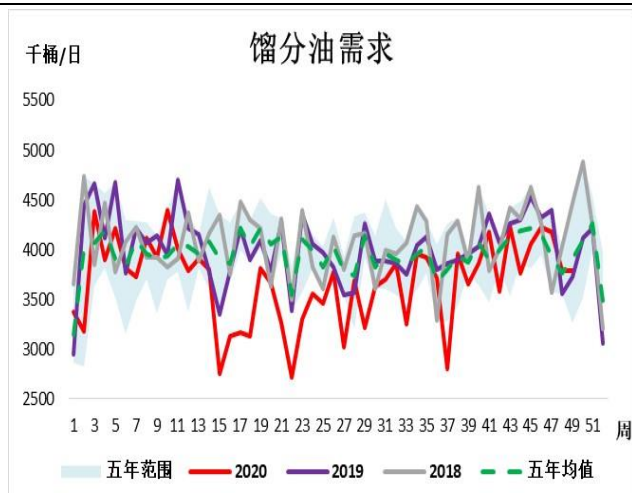


图 4-7：美国馏分油需求

数据来源：Bloomberg、方正中期研究院

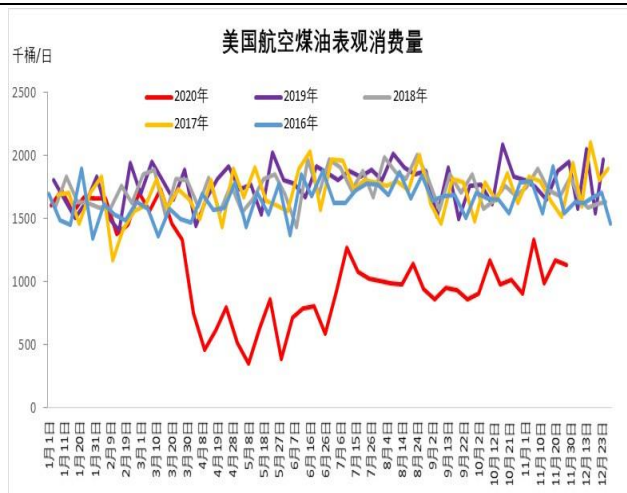


图 4-8：美国航空煤油需求

数据来源：Bloomberg、方正中期研究院

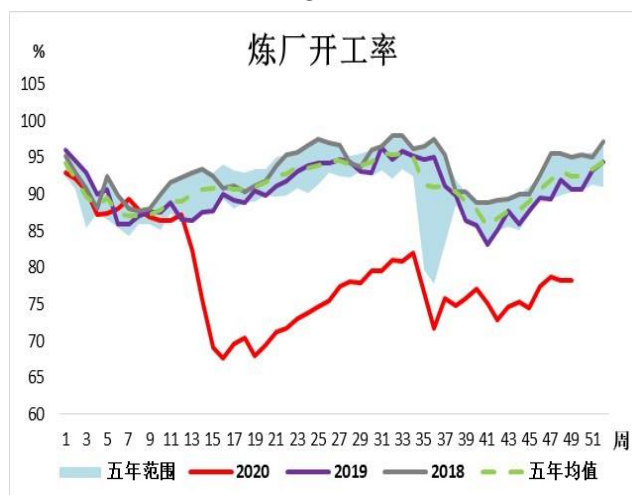


图 4-9：美国炼厂开工率

数据来源：Bloomberg、方正中期研究院

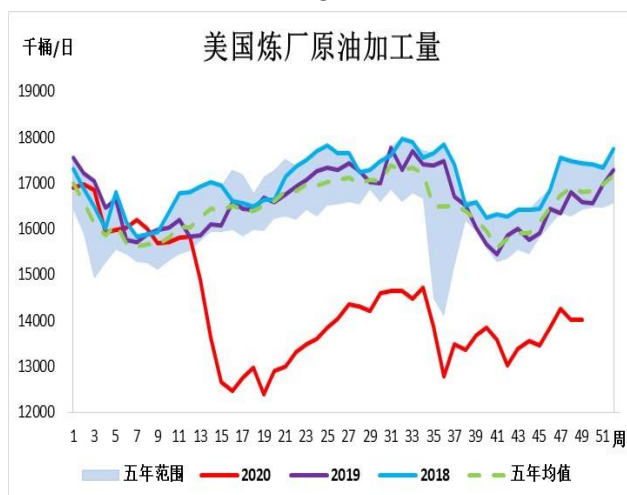


图 4-10：美国炼厂原油加工量

数据来源：Bloomberg、方正中期研究院

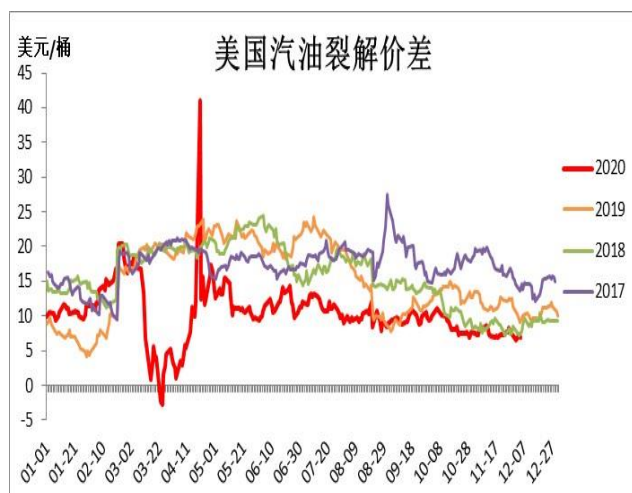


图 4-11：美国汽油裂解价差

数据来源：Bloomberg、方正中期研究院

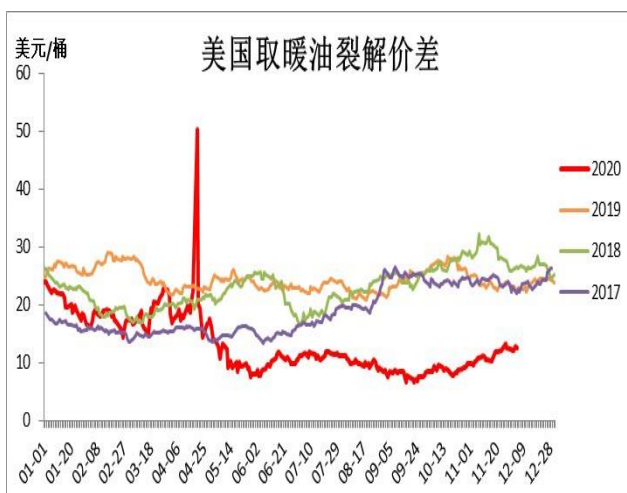


图 4-12：美国取暖油裂解价差

数据来源：Bloomberg、方正中期研究院

请务必阅读最后重要事项

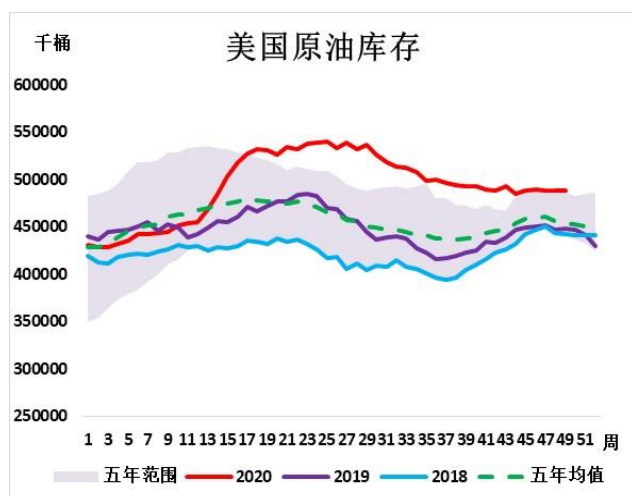


图 4-13: 美国原油库存

数据来源: Bloomberg、方正中期研究院

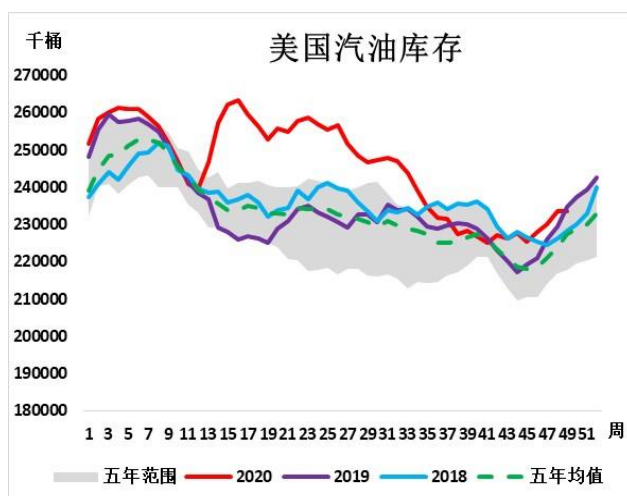


图 4-14: 美国汽油库存

数据来源: Bloomberg、方正中期研究院

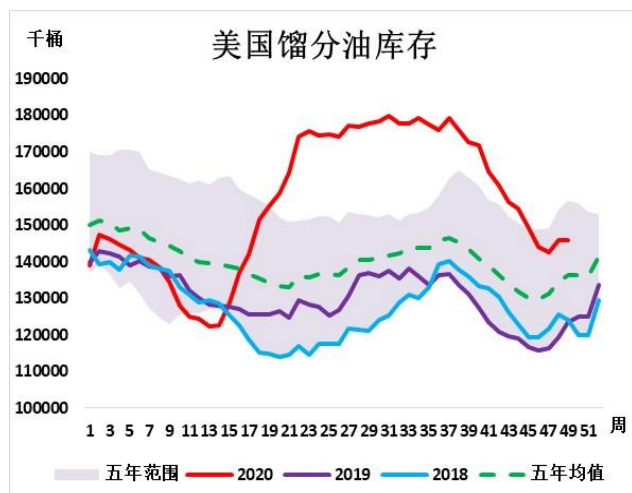


图 4-15: 美国馏分油库存

数据来源: Bloomberg、方正中期研究院

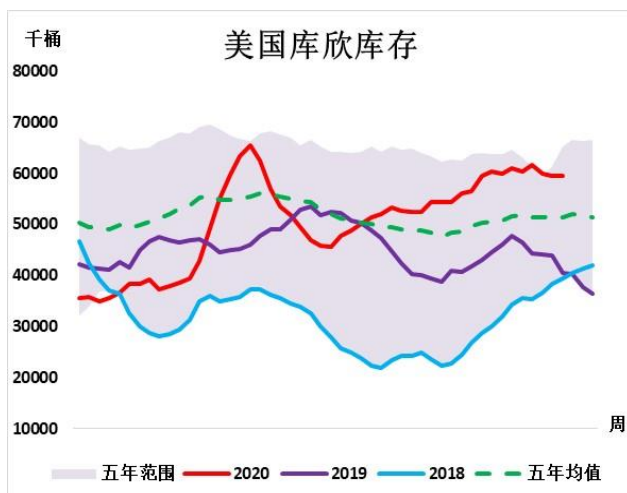


图 4-16: 美国库欣地区原油库存

数据来源: Bloomberg、方正中期研究院

三、中国原油进口需求将重启 成品油市场过剩将加剧

今年以来，中国石油消费同样受到疫情的巨大冲击，但由于中国的疫情防控力度较大，疫情防控效果明显，二季度中后期，中国的原油需求基本已经恢复到疫情前的水平。从进口方面看，由于低油价提振了国内原油进口需求，二季度国内原油进口量大幅增长，6月单月进口量达到5318万吨，创历史纪录，而正常月份的进口量维持在4000-4500万吨，但下半年由于油价的回升以及非国营进口配额的逐步消耗，国内原油进口步伐显著放缓。根据路透的船期数据，今年1-10月份全球发往中国的原油船货量累积同比增长了12%，1-10月份国内原油进口量累积同比增长10.6%。而国内原油进口的增长也使得国内原油库存大幅增长，虽然三季度国内港口商业原油库存自历史纪录高位有所下降，但整体仍远高于历史同期水平。而从国内的加工需求来看，地炼的地板价政策提升了炼厂的加工积极性，随着国内疫情的缓和，3月份以后国内地炼开

工率持续回升至 70%以上，此后一直维持在该水平上下，但这在一定程度上也加大了终端市场供给的压力。

在疫情影响下，2020 年国内成品油消费仍然不尽如人意。2020 年 1-10 月份成品油累计表观消费量（汽、柴、煤合计）达到 2.4 亿吨，同比下降 7.2%，其中，1-10 月份汽油、柴油、煤油累计同比变化分别为+1.49%、-0.66%、-7.85%，除汽油外，柴油及煤油表观消费仍呈现负增长。我国汽油消费状况与乘用车销量有直接关系，2020 年 1-10 月份，我国乘用车销量累计同比下降了 10%，在一定程度上拖累了汽油消费的增长，再叠加疫情的影响以及新能源汽车销量的增长，汽油消费受到明显抑制；而柴油消费陷入负增长与我国经济增长下滑以及工业状况低迷有直接关系，2020 年 1-10 月份，我国固定资产投资完成额累计同比下降了 5.4%，而物流业景气指数在上半年也有所下滑，这导致我国柴油消费增长受限；另外，由于疫情的影响，国内民航周转量也出现大幅下滑，2020 年 1-9 月份国内民航总周转量同比下降了 43.3%，令航空煤油消费大幅下滑。

2021 年国内原油非国营进口配额增至 2.43 亿元，同比增长了 20%，而低油价下，2021 年初非国营原油进口配额的释放有望推动进口需求再度启动，但国内成品油市场仍然会受到疫情以及经济增长偏低的影响，整体表现低迷，而随着炼油产能的进一步扩张，未来成品油市场供应过剩的格局将会加剧。

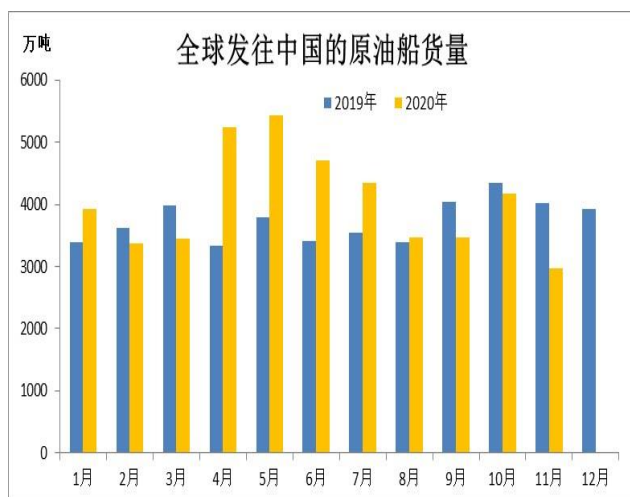


图 4-17：全球发往中国的原油船货量
数据来源：路透、方正中期研究院

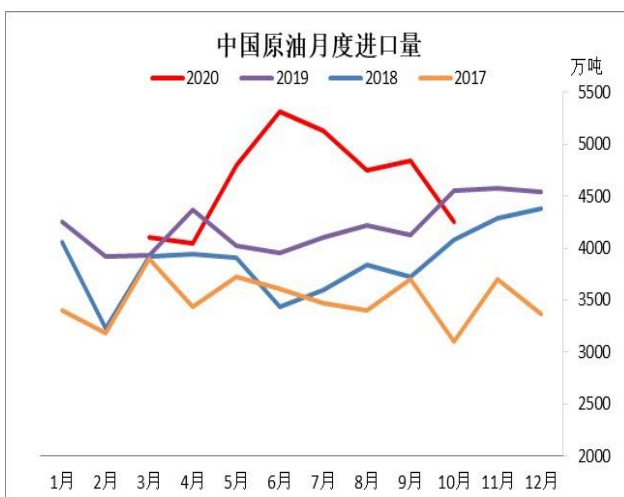


图 4-18：中国原油进口量
数据来源：Wind、方正中期研究院

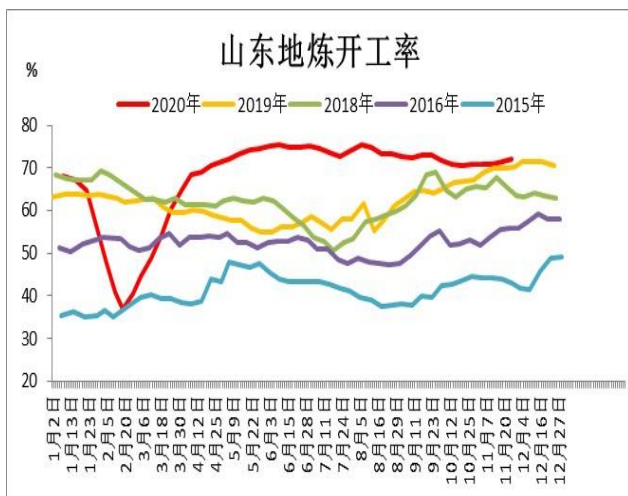


图 4-19：山东地炼开工率
数据来源：Wind、方正中期研究院



图 4-20：中国汽油表观消费及乘用车销量
数据来源：Wind、方正中期研究院

请务必阅读最后重要事项



图 4-21：物流景气指数与柴油表观消费累积同比
数据来源：Wind、方正中期研究院

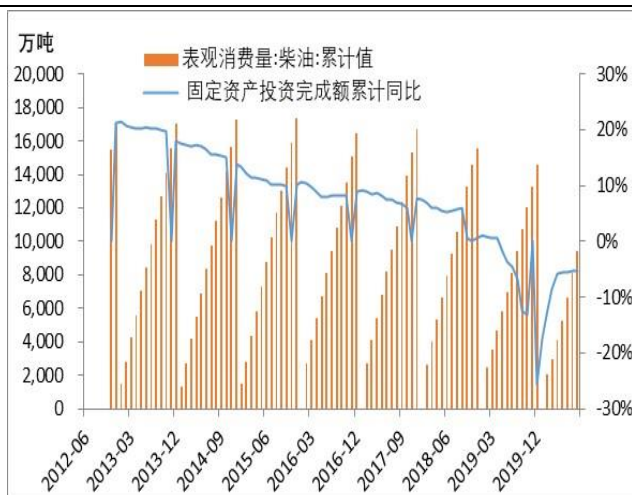


图 4-22：固定资产投资与柴油表观消费累积同比
数据来源：Wind、方正中期研究院

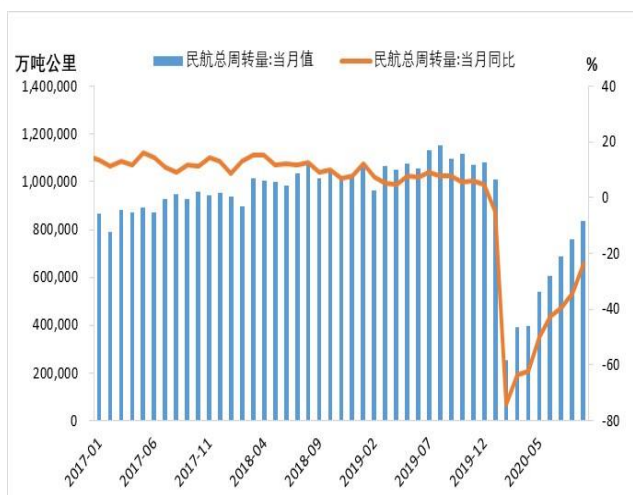


图 4-23：中国民航周转量与当月同比
数据来源：Wind、方正中期研究院

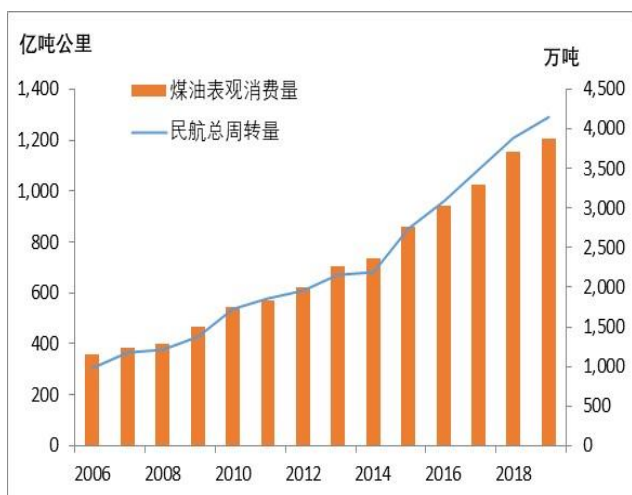


图 4-24：中国民航周转量与煤油表观消费量
数据来源：Wind、方正中期研究院

第五部分 供需平衡表

表 2：原油供需平衡数据

EIA/OPEC/IEA原油供需平衡数据（单位：百万桶/日）

EIA															
	2019				2020				2021				Year		
	1st	2nd	3rd	4th	1st	2nd	3rd	4th	1st	2nd	3rd	4th	2019	2020	2021
总供给	100.28	100.42	100.1	101.63	100.69	92.45	90.91	93	94.46	96.92	98.79	99.45	100.61	94.25	97.42
总需求	100.28	100.84	102.1	101.68	95.11	84.94	93.53	95.89	96.26	97.56	99.19	99.61	101.23	92.38	98.17
供需差	0	-0.42	-2	-0.05	5.58	7.51	-2.62	-2.89	-1.8	-0.64	-0.4	-0.16	-0.62	1.87	-0.75

OPEC															
	2019				2020				2021				Year		
	1st	2nd	3rd	4th	1st	2nd	3rd	4th	1st	2nd	3rd	4th	2019	2020	2021
总供给	99.54	99.19	98.93	100.84	100.18	91.5	90.32						99.76		
总需求	98.75	98.56	100.53	100.79	92.71	82.6	90.99	93.67	94.96	96.3	96.61	97.09	99.76	90.01	96.26
供需差	0.79	0.63	-1.6	0.05	7.47	8.9	-0.67						0		

IEA															
	2019				2020				2021				Year		
	1st	2nd	3rd	4th	1st	2nd	3rd	4th	1st	2nd	3rd	4th	2019	2020	2021
总供给	100.1	100.2	100.3	101.6	100.18	91.5	90.14						100.6		
总需求	99.1	99.3	100.8	100.9	92.71	82.57	91.16	93.47	93.97	95.68	96.57	97.29	100	89.99	95.89
供需差	1	0.9	-0.5	0.7	7.47	8.93	-1.02						0.6		

数据来源：EIA/IEA/OPEC、方正中期研究院

供需关系是油价周期性变动的决定性因素，而库存是供需关系变化的结果。2020 年受到疫情的冲击，原油供需基本面急剧恶化，产油国发起的“价格战”以及疫情影响下的原油需求“崩塌”令原油市场出现严重的过剩，海上及岸上原油库存大幅累积，OECD 原油库存不断走高，美国商业原油库容使用率超过 80%，美国原油期货交割地库欣地区原油库容不足一度令美原油跌至负值，而由于低价囤油需求的增加，中国港口及炼厂原油库存在上半年也呈现上升趋势，整体库容水平接近满罐，全球原油库存不断逼近库容上限。但下半年随着原油需求的恢复以及产油国的减产，全球原油库存有所消耗，海上及岸上库存逐步去化，截止 10 月底，OECD 商业石油库存降至 31.29 亿桶，存储成本相对较高的海上原油存储降幅明显，12 月初全球原油浮仓存储量降至不足 1 亿桶，较最高值下降了 50%。

根据 IEA 的统计和预估，2020 年全球原油过剩量达到 187 万桶/日，而随着需求的恢复以及产油国的持续减产，2021 年全球原油总需求预计将超过总供给，供需差将达到 75 万桶/日。

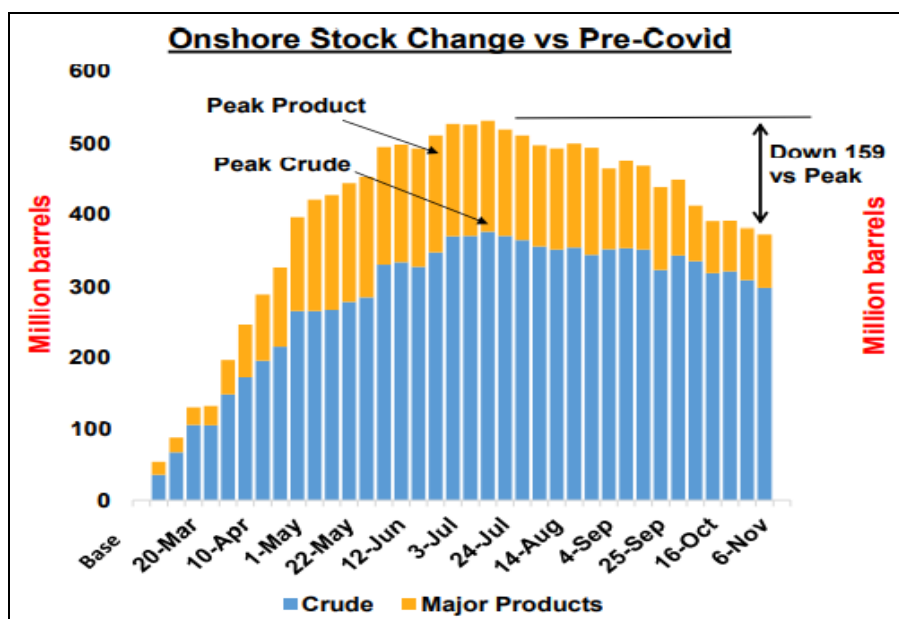


图 5-1：全球岸上原油及石油产品库存较疫情前的变化

数据来源：S&P Global Platts、方正中期研究院



图 5-2: OECD 商业石油库存
数据来源: EIA、方正中期研究院

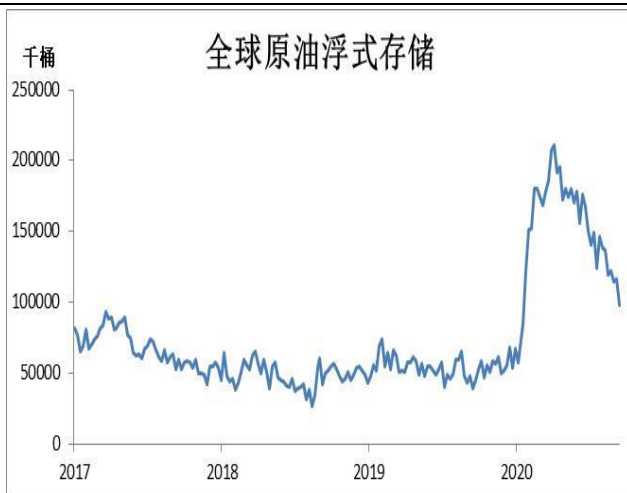


图 5-3: 全球原油浮式存储
数据来源: IEA、方正中期研究院

第六部分 地缘政治

近几年，世界原油供给层面发生了巨变，美国超越沙特、俄罗斯成为世界前三大产油国，美国页岩油的崛起在一定程度上挤压了中东产油国的市场份额，而经历了本轮疫情之后，中东产油国开始大规模减产，但在油价逐步回升下，美国页岩油出现了复苏的迹象，中东传统产油国与美国页岩油之间的矛盾将再现。另外，基于政治地位、能源独立等方面的考虑，即便美国新任总统上台后，可能也不会停止美国对中东事务的干涉，这将令中东问题进一步复杂化，此外，中东国家内部的不和谐也加剧了中东石油供应的不稳定性。

一、美国对中东事务的干涉令中东局势更加复杂

长期以来，美国在政治、经济、军事等多方面对中东国家进行干涉，尤其是在军事方面的干涉令伊朗、伊拉克等国与美国之间的摩擦不断加剧。2019 年底，伊拉克北部基尔库克附近一处军事基地遭火箭弹袭击，多名美国军人和伊拉克人员受伤，美方称该袭击是什叶派武装组织“真主旅”所为，并指该组织与伊朗伊斯兰卫队下属“圣城旅”关系密切，多次获得伊朗援助，作为报复，两天后美军空袭“真主旅”位于伊拉克和叙利亚境内的多处设施，导致大量人员伤亡。2020 年初，伊拉克首都巴格达国际机场遭 3 枚火箭弹袭击，伊朗伊斯兰卫队下属“圣城旅”指挥官卡西姆·苏莱马尼和伊拉克什叶派民兵团体“人民动员组织”副指挥官阿布·迈赫迪·穆汉迪斯等多人身亡。随后，伊拉克方面宣布结束美国等外国军队在伊拉克驻扎的决议，同一天伊朗政府宣布完全中止履行伊朗核问题全面协议，并扬言报复美国。

伊拉克和伊朗是欧佩克第二和第三大产油国和石油出口国，而且伊朗扼守霍尔木兹海峡这一世界上最为重要的石油运输要道，全球石油运输有五分之一经由该海峡，如果地缘政治危机导致供应中断，全球石油供应将紧缺。另外，美国对中东地区军事的干预也令中东局势更加复杂，加剧了中东局势的不稳定性，而美国新任总统上台后，这种局面可能也很难改变，中东局势的动荡局面仍然会持续。

二、沙特石油设施频繁遭遇袭击加剧了供应的不稳定性

沙特与伊朗的恩怨由来已久，背后实际上是逊尼派和什叶派之间的斗争。近两年，在伊朗的支持下，也门胡塞武装频繁地对沙特石油设施发动袭击。2019年9月份，沙特两处石油设施所在地 Abqaiq 和 Khurais 被 10 架无人机袭击，导致沙特 58% 的石油产能（约 570 万桶/日左右）、18% 的天然气产能以及 50% 的乙烷产能被迫关闭，损失的原油产能创历次地缘政治事件造成的原油供应损失之最，但损失产能很快得到恢复；2020 年 3 月底，也门胡塞武装发表声明，称其对沙特境内的首都利雅得，南部的吉赞、奈季兰、阿赛尔等地区的政治和经济目标发动了弹道导弹和无人机袭击；2020 年底，也门胡塞武装再次向沙特阿美的石油设施发动了袭击，目的是回应沙特领导的多国部队对也门实施封锁，但未对沙特石油供应造成损失。

中东局势变化牵动市场神经，而沙特与伊朗均是中东地区重要的产油国，沙特的原油产量占据中东第一位，沙特石油设施频繁遭到袭击也加剧了中东石油供应的不稳定性，对油价波动来说也是重要的潜在风险因素。

三、美国大选后 对伊朗、委内瑞拉的制裁有望现转机

美国总统特朗普上台以后，对伊朗、委内瑞拉实施全方位制裁，从政治、经济、石油出口等多方面对这两个国家及与这两国有合作、贸易往来的企业或个人实施制裁，这导致两国的石油产出受到巨大影响。伊朗原油产量自 2018 年二季度的 380 万桶/日降至 2020 年下半年的不足 200 万桶/日，而出口量更是骤降，而自 2017 年初以来委内瑞拉原油产量便开始下滑，美国的制裁也加剧了该国原油产出的下滑趋势，到 2020 年下半年，该国原油产量降至不足 40 万桶/日，而正常渠道也已统计不到该国的出口量。

2020 年底美国大选结果逐渐明朗，拜登将成为新一任美国总统，而从其竞选的主张来看，他希望重启伊朗核问题谈判，这意味着对伊朗的制裁有可能逐步放松，伊朗的原油供应也有望重回市场，而未来在对委内瑞拉制裁问题上也有可能出现转机。

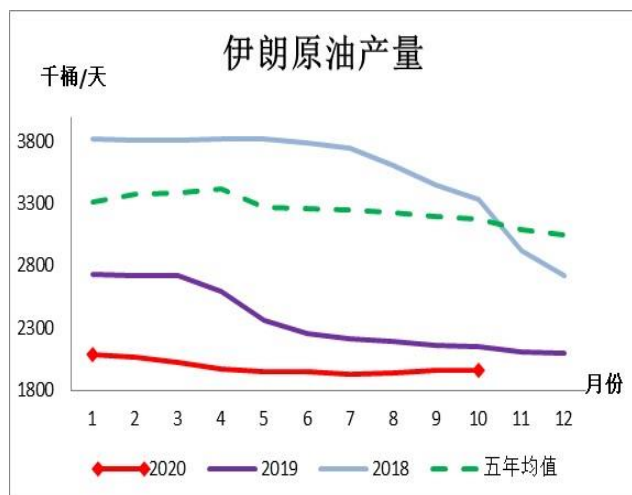


图 6-1：伊朗原油产量
数据来源：OPEC、方正中期研究院

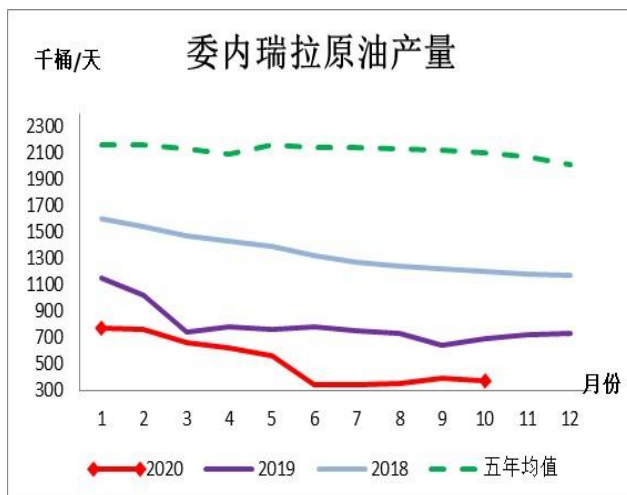


图 6-2：委内瑞拉原油产量
数据来源：OPEC、方正中期研究院

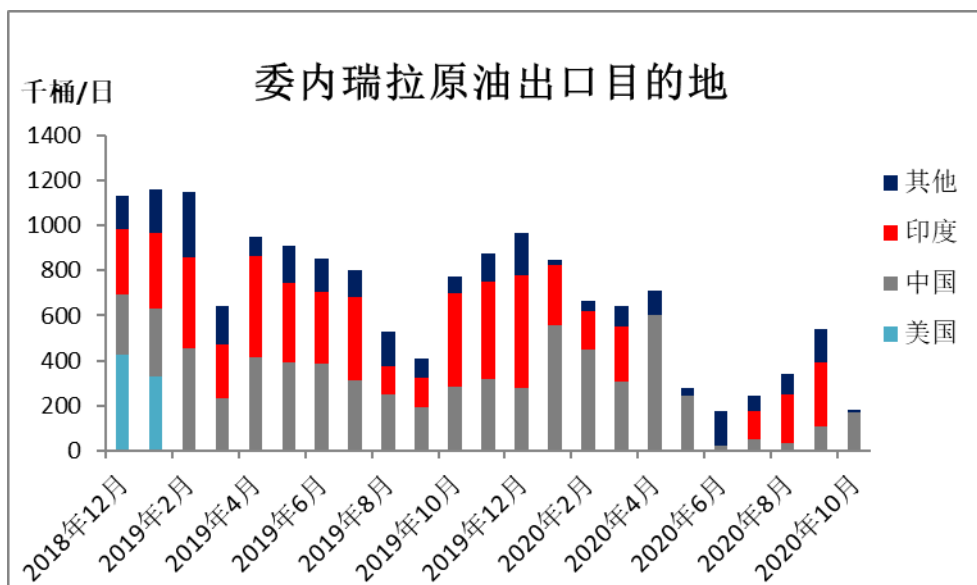


图 6-3: 委内瑞拉原油出口
数据来源: Bloomberg、方正中期研究院

第七部分 基金持仓

基金净多头持仓与油价之间有着较强的正相关性，我们统计了 CME 和 ICE 两大交易所上市的五大油品的持仓数据，一季度五大油基金净多头持仓量持续下滑，二季度显著回升，但下半年未有明显增长，至年底五大油净多头持仓量仍然低于年初的水平，但从美原油净多头持仓数据来看，年底高于年初的水平，另外五大油基金持仓多空比仍处在历史最低水平上。

整体来看，随着油价的低位回升，基金显著增加了多头持仓头寸，但美原油与布油基金持仓结构上也有显著的区别，美原油上多头仓位的增加明显多于布油。在预期 2021 年油价整体运行区间进一步抬升的背景下，基金做多热情也有望进一步提升。

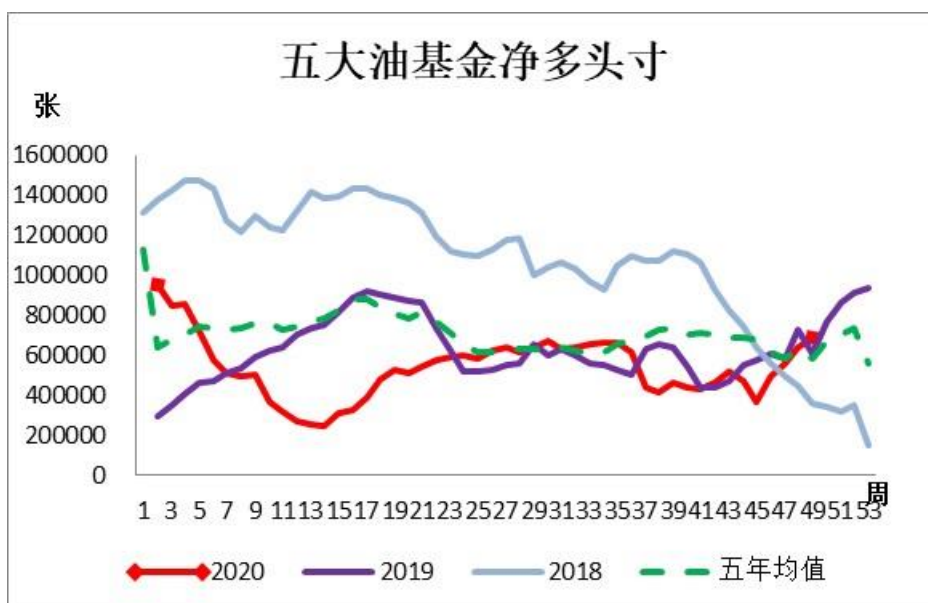


图 7-1：五大油基金净多头寸
数据来源：Wind、方正中期研究院

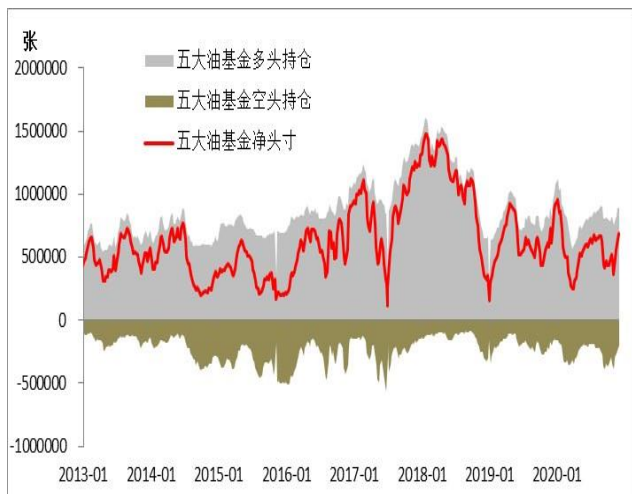


图 7-2：五大油基金多头、空头及净多头持仓
数据来源：Wind、方正中期研究院

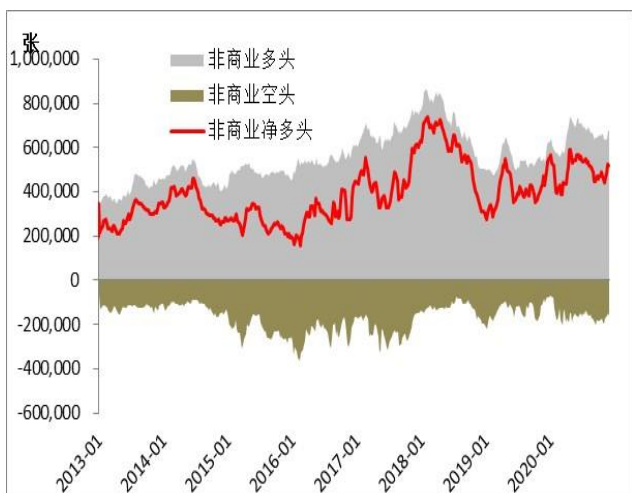


图 7-4：WTI 原油多头、空头及净多头持仓
数据来源：Wind、方正中期研究院

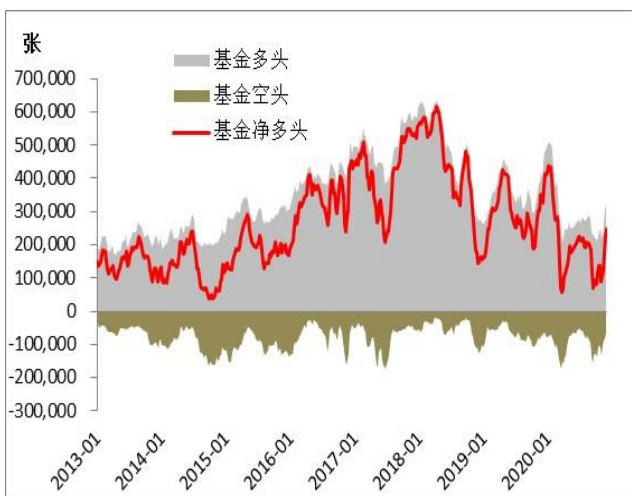


图 7-6：Brent 原油多头、空头及净多头持仓

请务必阅读最后重要事项

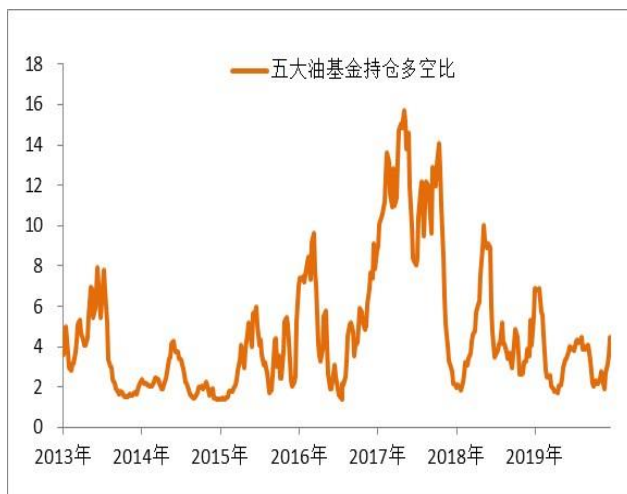


图 7-3：五大油基金持仓多空比
数据来源：Wind、方正中期研究院



图 7-5：WTI 原油非商业持仓多空比
数据来源：Wind、方正中期研究院



图 7-7：Brent 原油非商业持仓多空比

数据来源：Wind、方正中期研究院

数据来源：Wind、方正中期研究院

第八部分 套利机会分析

跨期套利方面，国内 SC 原油期货合约连续活跃，主力交易均集中在近月 4-5 个合约上，远月合约流动性匮乏。今年以来，由于近端基本面恶化导致 SC 原油近月合约一度大跌，SC 原油月差也在 3、4 月份经历了大幅跌的过程，但随着 5 月份以后近月的回暖，SC 原油月差也在逐步修复，11 月份 SC 原油仓储费从 4 元/桶/天调整至 3 元/桶/天，SC 原油月差又经历了新一轮的收缩。目前 SC 原油 1 个月的仓储费用在 9 元/桶，加上少量的资金成本，1 个月的仓单持有成本大概在 10 元/桶左右，当前 SC 原油期货各合约呈现近低远高的结构，CL1-CL2 在 -12 元/桶左右，略低于仓单持有成本。当前来看，由于近端市场情绪的改善，Brent 原油已经转为 Backwardation 结构，同时在 2021 年初 SC 原油仓单有望释放的情况下，SC 原油近端有望走强，因此预计 SC 月差结构有望逐步转强，建议考虑正套。

跨市场套利方面，国内 SC 原油价格反映中东可交割油种到岸价，今年 3 月底-4 月份，由于国内 SC 原油较外盘原油出现明显溢价，使得跨市场套利窗口持续开启，根据我们的测算，在此期间，中东阿曼原油运到中国的卖交割套利理论利润一度达到 60-70 元/桶，且套利窗口一直持续到 4 月底，而 5 月份以后随着原油近月合约的上涨，套利窗口关闭。进入下半年，由于国内市场高库存、中东到中国油轮运费下跌以及人民币持续升值，SC 原油估值远低于外盘原油，使得买 SC 原油具有较高的性价比，但由于 2020 年原油非国营贸易进口配额提前消化，没有更多的配额供地炼进口，同时 SC 原油期货库存中以巴士拉轻油为主，占比超过 60%，该油种不适用大部分地炼炼制，只能掺炼，导致 SC 原油买兴不足，SC 原油走势持续弱于外盘原油。但我们认为，随着 2021 年初非国营贸易进口配额的释放以及 SC 原油接仓单具有较高的性价比，届时 SC 原油买兴有望增强，并将推动 SC 原油仓单的释放，进而推动 SC 原油估值的上升，操作上建议做多 SC 原油与外盘原油的价差。



图 8-1：国内 SC 原油月差

数据来源：Wind、方正中期研究院

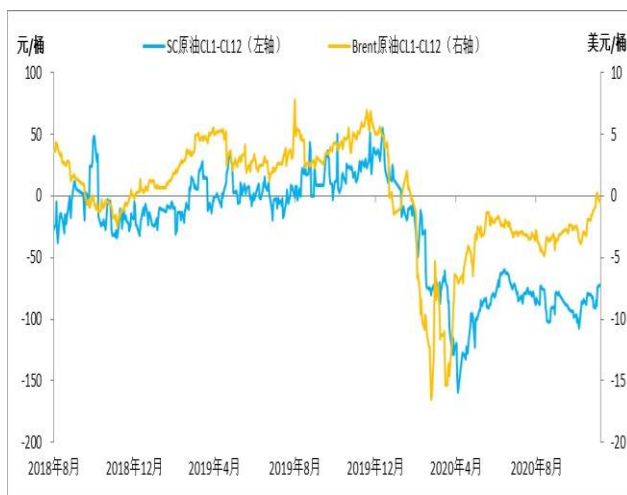


图 8-2：SC 原油与 Brent 原油月差

数据来源：Wind、方正中期研究院

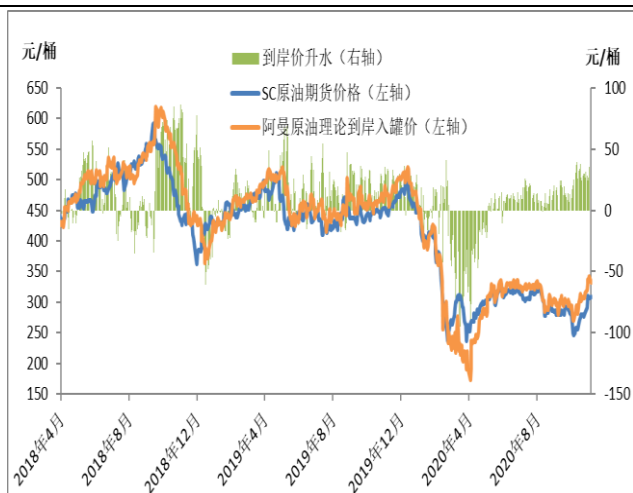


图 8-3: SC 原油理论到岸入罐价及升水
数据来源: Bloomberg、方正中期研究院

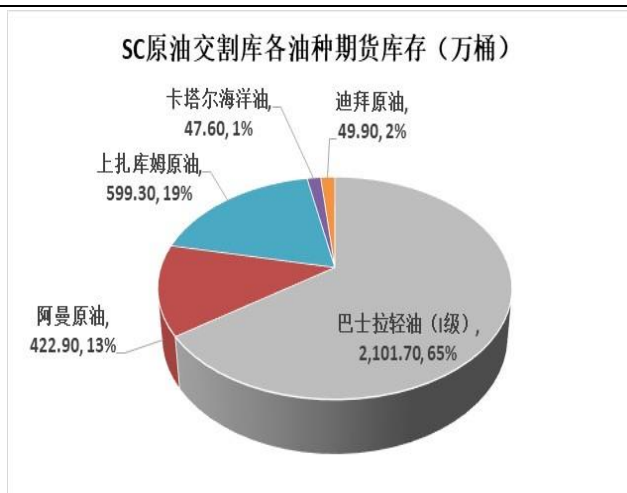


图 8-4: SC 原油交割库各油种期货库存
数据来源: Wind、方正中期研究院

第九部分 技术与季节性分析

一、原油期货价格技术分析

原油期货价格自 2016 年初启动上涨行情，至 2018 年 10 月份达到 86.74 的高点，此后运行重心逐步下移，并遭遇极端行情，最低跌至 15.98，到 2020 年 4 月底，基本完成了完整的 8 浪结构，并启动了新一轮的上涨行情，目前仍处在上行的初期。



图 9-1: 原油技术分析图

请务必阅读最后重要事项

数据来源：文华财经、方正中期研究院

二、原油期货价格季节性分析

由于石油消费具有一定的季节性特点，因此炼厂会根据下游成品油市场的需求特点进行生产及检修的调整，进而给油价的季节性波动提供了理论支撑。我们从近 10 年的统计结果来看，油价在 2、4、8、11 月份上涨概率较大，5、9 月份油价下跌概率较大，但整体表现出来的季节性特点并不十分明显。从近 5 年的统计结果来看，油价在 4、6、8、9、11 月份上涨概率较大，1、7、10 月份下跌概率较大，近 5 年的数据表现出的季节性特点相对于近 10 年的数据更加明显。8 月份是夏季驾车出行的高峰时期，汽油需求相应增长，对油价有一定支撑，而年底到年初一般为油品消费的淡季，油价往往缺乏有效支持。但由于原油作为大宗商品的龙头品种，受到宏观经济、地缘政治等因素的影响较为明显，一定程度上弱化了油价走势的季节性特点，尤其是今年突发的疫情对原油市场造成巨大冲击，其季节性特点表现的并不明显。

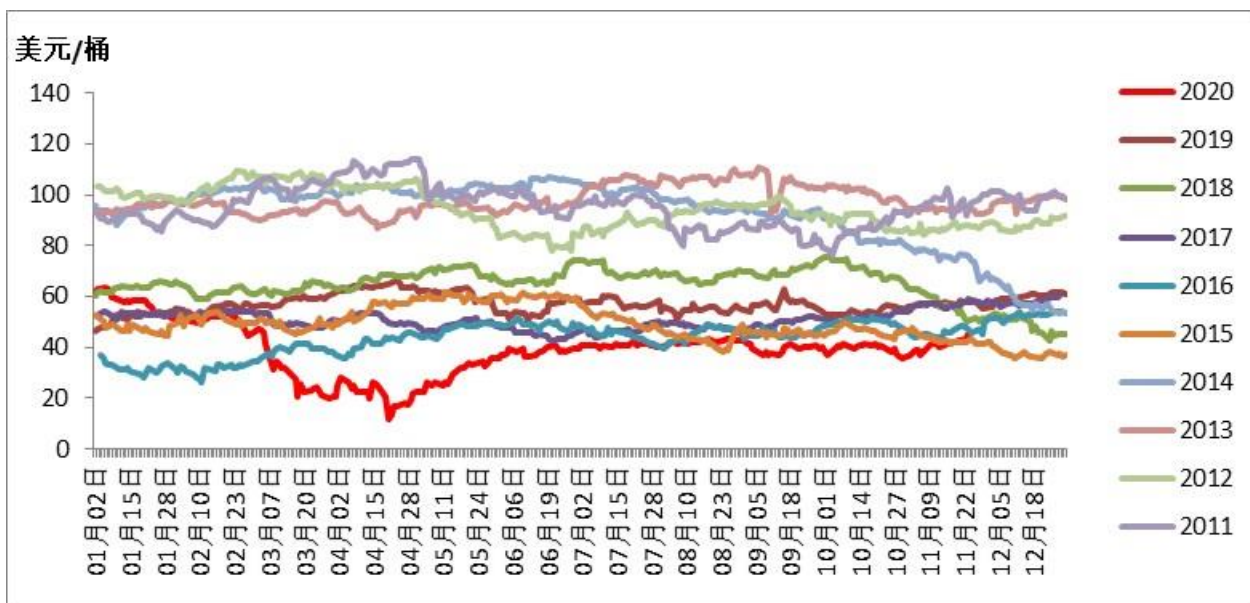


图 9-2：原油近 10 年季节性走势图

数据来源：Wind、方正中期研究院

	1月	2-3	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	11.93
2020	-15.65%	-12.34%	-55.59%	9.45%	60.55%	12.74%	1.53%	5.91%	-6.49%	-10.79%	24.66%		2020
2019	17.92%	5.98%	5.12%	5.47%	-15.93%	9.07%	-0.53%	-4.72%	-1.67%	-0.18%	2.36%	10.45%	2019
2018	7.77%	-4.97%	5.46%	5.64%	-2.14%	10.72%	-7.90%	2.13%	5.25%	-11.82%	-21.80%	-9.68%	2018
2017	-2.02%	2.27%	-5.83%	-3.26%	-1.14%	-4.73%	8.29%	-6.14%	9.66%	5.81%	5.09%	4.67%	2017
2016	-8.98%	0.47%	12.42%	20.68%	6.20%	-0.90%	-14.50%	8.41%	7.11%	-2.68%	4.75%	10.02%	2016
2015	-10.91%	3.49%	-4.10%	25.50%	1.06%	-1.38%	-21.26%	2.97%	-5.86%	2.32%	-10.15%	-11.06%	2015
2014	-1.31%	5.28%	-0.97%	-1.84%	3.25%	2.51%	-6.98%	-2.35%	-5.05%	-11.32%	-18.23%	-18.61%	2014
2013	6.14%	-5.76%	5.86%	-4.22%	-1.63%	5.33%	9.15%	2.32%	-5.08%	-5.91%	-3.66%	6.45%	2013
2012	-0.44%	8.60%	-3.71%	1.93%	-17.50%	-1.98%	3.82%	9.55%	-4.44%	-6.63%	3.04%	3.52%	2012
2011	0.08%	5.18%	10.05%	6.76%	-9.86%	-7.09%	0.29%	-7.20%	-10.82%	17.66%	7.69%	-1.52%	2011
均值	-0.74%	0.82%	-3.13%	6.61%	2.28%	2.43%	-2.81%	1.09%	-1.74%	-2.35%	-0.62%	-0.64%	均值

-55.59% 60.55%

请务必阅读最后重要事项

图 9-3：原油近 10 年季节性走势图

数据来源：Wind、方正中期研究院

第十部分 后市展望与操作建议

1、**全球经济**：疫情的不断反复对全球经济形成持续影响，但疫苗逐步投入使用有望减缓疫情对经济的冲击，全球经济环比有望进一步修复，同时在货币宽松预期下，美元长周期走弱的预期不会发生变化。

2、**原油供给**：2020 年 OPEC+达成的历史性减产协议对油市的复苏起到了关键性作用，随着需求的逐步恢复，2021 年 OPEC+减产联盟将渐进增产，但油价重心的抬升以及利比亚、伊朗、委内瑞拉的潜在产能恢复可能增加 OPEC+内部在减产问题上的矛盾，此外美国页岩油将会进一步复苏，页岩油行业景气度将持续提升。

3、**原油需求**：全球经济弱复苏以及疫情防控常态化下，2021 年全球原油需求仍很难恢复到疫情前的水平，航空煤油的恢复缓慢仍是最大的拖累，若疫苗能在 2021 年中后期对疫情发挥作用，或将加快原油需求的恢复。

4、**原油库存**：OPEC+减产以及原油需求边际修复带动全球原油市场持续去库，但目前海上原油浮仓、OECD 库存、美国和中国等主要国家原油绝对库存量仍偏高，预计 2021 年在原油供需平衡表进一步修复预期下，全球原油市场去库有望延续。

5、**2021 年原油运行逻辑**：2021 年疫苗有望逐步投入使用并将减缓疫情对市场的冲击，全球经济环比修复以及美元走弱的预期不会发生变化，市场风险偏好整体将进一步回升；而在 OPEC+减产以及原油需求恢复下，全球原油市场有望延续去库，原油供需平衡表将进一步修复；因此无论是宏观逻辑还是原油供需面逻辑均支持油价向上运行，但疫苗大规模使用后的效果与预期的偏差将是主要的风险点，需求的不确定性可能会抑制油价上行的高度。

6、**原油价格预估**：2021 年预计原油运行重心将进一步抬升，同时我们认为 SC 原油估值有望随着国内库存压力的缓解而有所上升，进而缩小与外盘原油的价差，2021 年全年 WTI 原油、Brent 原油以及 SC 原油波动区间预计在 40-70 美元、45-75 美元以及 270-450 元。

7、**操作建议**：在预期原油整体运行方向向上的背景下，2021 年操作上建议以多头思路为主，可中长线持有多单，短线逢回调低点做多。炼厂及贸易商等原油采购方可逢低点进行买入套保的建仓操作，同时年初在 SC 原油上买交割具有较高的性价比。

8、**风险点**：疫苗有效性低于预期；OPEC+内部在减产上出现分歧；

附：原油相关股票涨跌幅度

表：原油相关股票及年度涨跌幅（截止 12 月中旬）

股票简称	股票代码	股票最新价格	股票年内涨跌幅（%）
华锦股份	000059. SZ	5. 72	-1. 55
广聚能源	000096. SZ	10. 20	-10. 38
茂化实华	000637. SZ	4. 38	-0. 05
沈阳化工	000698. SZ	5. 11	52. 08
岳阳兴长	000819. SZ	7. 39	-3. 82
石化机械	000852. SZ	4. 83	-23. 82
航天科技	000901. SZ	10. 37	10. 74
蓝焰控股	000968. SZ	8. 04	-21. 14
大庆华科	000985. SZ	14. 60	-10. 06
南京港	002040. SZ	6. 85	-1. 67
ST 准油	002207. SZ	7. 34	27. 65
浙富控股	002266. SZ	4. 56	10. 91
神开股份	002278. SZ	6. 03	-3. 81
久立特材	002318. SZ	10. 12	12. 59
山东墨龙	002490. SZ	3. 55	-6. 33
中化岩土	002542. SZ	3. 45	-7. 24
惠博普	002554. SZ	2. 57	-15. 13
宜昌交运	002627. SZ	5. 47	-6. 66
*ST 仁智	002629. SZ	2. 29	-11. 92
龙洲股份	002682. SZ	4. 54	4. 29
佛燃股份	002911. SZ	17. 17	14. 65
宝德股份	300023. SZ	11. 46	56. 99
合康新能	300048. SZ	5. 23	117. 01
宝利国际	300135. SZ	3. 09	17. 09
潜能恒信	300191. SZ	19. 88	-7. 98
吉艾科技	300309. SZ	3. 36	-28. 66
中密控股	300470. SZ	39. 81	48. 22
中科信息	300678. SZ	25. 49	18. 50
中远海能	600026. SH	7. 01	10. 46
中国石化	600028. SH	4. 18	-12. 85
美都能源	600175. SH	0. 21	-88. 46

请务必阅读最后重要事项

中油工程	600339. SH	3. 09	-7. 39
申能股份	600642. SH	5. 52	-1. 39
上海石化	600688. SH	3. 60	-4. 05
新潮能源	600777. SH	1. 72	-18. 10
宁波港	601018. SH	3. 95	6. 61
深圳燃气	601139. SH	7. 82	2. 63
中国石油	601857. SH	4. 29	-23. 56
金能科技	603113. SH	14. 65	35. 77
上海洗霸	603200. SH	27. 36	42. 20
康普顿	603798. SH	10. 58	-22. 84
胜利股份	000407. SZ	4. 75	34. 66
泰山石油	000554. SZ	4. 77	-2. 65

行方正以致远

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，仅作参考之用。方正中期研究院力求准确可靠，但对于信息的准确性及完备性不作任何保证，不管在何种情况下，本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目的、财务状况或需要，不能当作购买或出售报告中所提及的商品的依据。本报告未经方正中期研究院许可，不得转给其他人员，且任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权归方正中期所有。

联系方式:

方正中期期货研究院

地址：北京市西城区展览馆路 48 号新联写字楼 4 楼

北京市朝阳区东三环北路 38 号院 1 号楼泰康金融大厦 22 层

电话：010-68578010、68578867、85881117

传真：010-68578687

邮编：100037