

寒雪梅中尽，春风柳上归

——原油 2021 年年度策略

2020-12-01

能化策略组

高级研究员：

李婉莹

从业资格证号：F3032043

投资咨询证号：Z0014314

电话：021-68757827

邮箱：liwy@qh168.com.cn

联系人：

赵飞

从业资格证号：F3048506

电话：021-68757827

邮箱：zhaof@qh168.com.cn

相关研究报告

◎投资要点：

◆2020 年全球原油市场受到新冠疫情的冲击，价格波动剧烈，与 2019 年相比油价重心明显下移。全球主要产油国减产对冲了一部分需求萎缩带来的负面影响，但供需平衡表的完全修复仍旧需要较长时间。

◆需求端，整体原油消费有望从底部反弹，但增幅仍旧有限，较难恢复至疫情发生以前的正常水平。未来一年中国和美国将成为原油消费的主要贡献国，其他国家和地区需求整体变动幅度并不是很大。总体需求增幅或在 600 万桶/天。

◆供应端，伴随原油消费的增长预期以及产业的缓慢复苏，原油产量将触底回升。分国家和地区来看，预计 2021 年美国产量均值大概在 1100 万桶/天，OPEC 各生产国产量总体将逐步恢复，我们预计全球原油供应均值整体略低于 2019 年的水平。

◆结论：我们认为 2021 年布伦特原油均价为 55 美金/桶。上半年疫苗问世后，预计油价有望加速上行；下半年油价上行空间主要取决于整体需求的恢复程度，油价上涨速度预计有所放缓。预计布伦特大概率在【40，65】美金/桶区间内震荡。上海油将继续跟随外盘走势，SC 主力参考区间【250，430】元/桶。

◆风险因素：以上推测基于几个基本假设：（1）有效疫苗按照计划大面积推广，全球疫情得到逐步控制；（2）宏观环境平稳，经济复苏符合预期。

正文目录

1. 2020 年油价走势回顾	3
2. 基本面分析	4
2.1. 全球原油需求 2021 年展望	4
2.1.1 OECD	5
2.1.2 新兴国家经济体	7
2.2 全球原油供应 2021 年展望	8
2.2.1 OPEC	9
2.2.2 美国	10
2.3 全球原油供需平衡总结	12
3 其他重点关注	13
4 结论及风险提示	14

图表目录

图 1 布伦特-WTI 价格走势：美元/桶	4
图 2 上海油 SC 价格走势：元/桶	4
图 3 全球原油需求增量：百万桶/天	5
图 4 OECD 与非 OECD 需求增量：百万桶/天	5
图 5 OECD 各国家及地区需求增幅预估：百万桶/天	6
图 6 美欧经济增速：GDP 同比季调	6
图 7 非 OECD 国家原油需求增量预估：百万桶/天	8
图 8 中国经济增速：GDP 同比季调	8
图 9 中国分行业原油需求分布：百万桶/天	8
图 10 印度原油净进口量：千桶/天	8
图 11 全球原油产量：百万桶/天	9
图 12 全球原油产量分地区：百万桶/天	9
图 13 OPEC 原油产量：百万桶/天	10
图 14 沙特原油产量：千桶/天	10
图 15 OPEC 上游项目投资情况：十亿美金/年	10
图 16 OPEC 剩余产能：百万桶/天	10
图 17 美国原油产量：百万桶/天	12
图 18 Pre-FID 和美国 L48 原油成本：美元/桶	12
图 19 贝克休斯钻井数	12
图 20 美各地区原油产量预估：百万桶/天	12
图 21 全球原油供需平衡：百万桶/天	13
图 22 全球原油库存变动：百万桶/天	13
图 23 美元兑人民币中间价	14
图 24 全球疫情地图	14

1. 2020 年油价走势回顾

2020 年年初 OPEC 减产推进顺利，中美贸易氛围转暖，油价整体延续了 19 年四季度以来的偏强走势，布油一度涨至 70 美金，上海油跟随外盘保持上行势头。随后因为地缘政治方面美伊紧张关系暂缓，油价出现回落。2 月初，国内新冠疫情快速蔓延，油市剧震，而油价也在多地实施封城之后大跌，春节假期后首个交易日 SC 跌幅超过 8%。3 月到来后，疫情逐步向全球扩散，市场恐慌情绪进一步加深，而俄罗斯却在 OPEC 部长级会议上反对深化减产，油价继续下挫，截至一季度末布伦特已跌至 20 多美金的低位，SC 跟跌至近 220 元/桶。

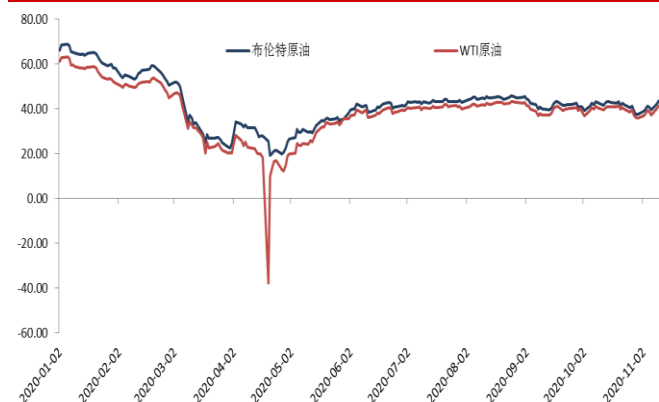
二季度，油价波动加剧。由沙特开启增产模式，“价格战”引发供需矛盾恶化，美国原油累库严重，美油跌至负值。5 月到来后，市场情绪有所缓和，OPEC 开启的联合减产正式生效，部分国家开始有序复工复产，油价出现反弹，截至 6 月底布伦特价格修复至 40 美金的水平，较年初以已有较大改善，SC 也跟随上行至 280 元/桶左右。

三季度到来后，市场情绪趋向谨慎，盘面在 7-8 月整体保持窄幅震荡，OPEC 减产与美国的被动减产对价格形成一定支撑。不过，油价价格重心上移后，来自亚洲的订单明显减少，浮库囤油的趋势也出现拐头，导致价格上行乏力，市场仍旧在等待疫苗等利好消息指引未来方向。截至季末，布伦特保持在 40 美金/桶附近震荡，SC 谨慎修复至 300 元/桶左右。

四季度，宏观消息扰动市场情绪。一方面，OPEC 减产推进出现不确定性，尽管这一点在随后几次的 OPEC 会议中并未被证实，但对油价而言，减产带来的利好被充分消化，正面影响边际递减。另一方面，宏观消息繁杂，北半球进入秋冬季节后，不少欧美国家疫情再度蔓延，确诊人数屡创新高，而根据 WHO 预测全球宏观环境动荡，美国大选等消息对资金情绪造成较大扰动，目前布伦特价格基本稳定在 45 美金左右，SC 主力同步跟涨震荡运行。

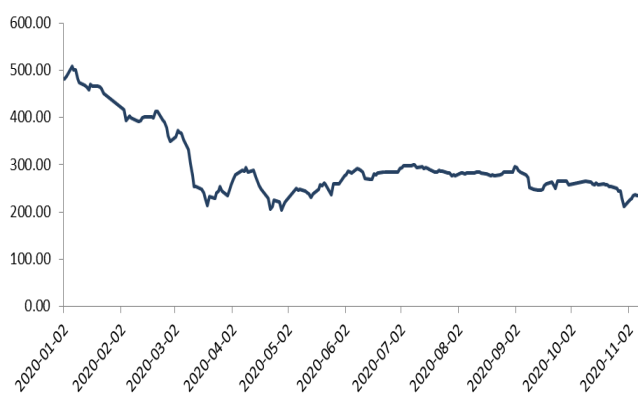
总体而言，2020 年全球原油市场受到新冠疫情的冲击，价格波动剧烈，另外因为需求恢复较为缓慢，与 2019 年相比油价重心明显下移。截至发稿，布油运行区间【19.99, 71.75】美金/桶；SC 主力运行区间【205.3, 529.8】元/桶。全球主要产油国减产对冲了一部分需求萎缩带来的负面影响，但全球原油供需平衡表的完全修复仍旧需要较长时间。宏观环境不稳定因素较多，因此资金对于原油等风险资产配置上也较为谨慎。

图 1 布伦特-WTI 价格走势：美元/桶



资料来源：WIND；东海期货研究所整理

图 2 上海油 SC 价格走势：元/桶



资料来源：WIND；东海期货研究所整理

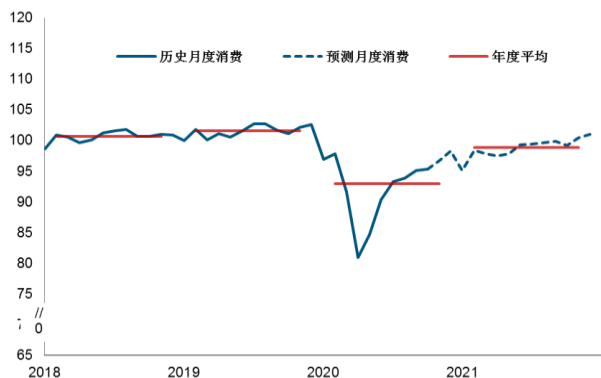
2. 基本面分析

2.1. 全球原油需求 2021 年展望

全球原油需求一直以来受到宏观与经济环境的共同影响，而 2020 年显然是特殊的一年。受到新冠疫情的严重影响，各国采取的阶段性封闭措施导致原油及成品油消费明显下滑。

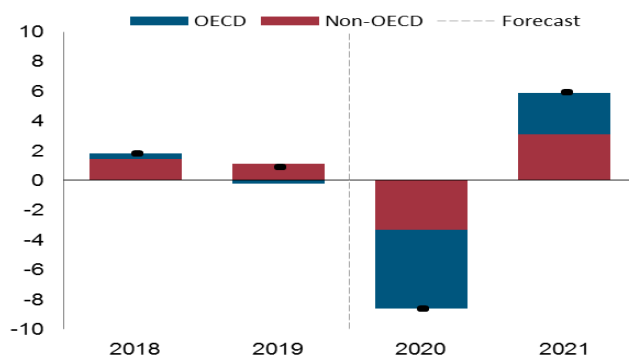
2021 年，整体原油消费有望从底部反弹，但整体增幅仍旧有限，较难恢复至疫情发生以前的正常水平。综合看来，IEA 预计 2021 年石油需求将增加 580 万桶/日至 9710 万桶/日；EIA 预测需求增幅为 590 万桶/日；OPEC 最为乐观，认为需求有望增加 625 万桶/天，均低于此前的年度增量。我们认为，未来一年中国和美国将成为原油消费的主要贡献国，其他国家和地区需求整体变动幅度并不是很大。

图 3 全球原油需求增量：百万桶/天



资料来源：EIA；东海期货研究所整理

图 4 OECD 与非 OECD 需求增量：百万桶/天

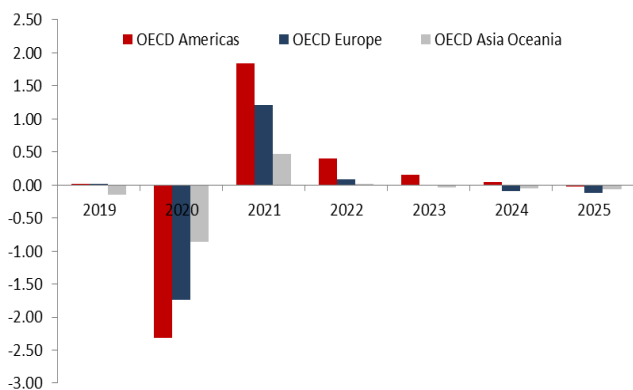


资料来源：EIA；东海期货研究所整理

2.1.1 OECD

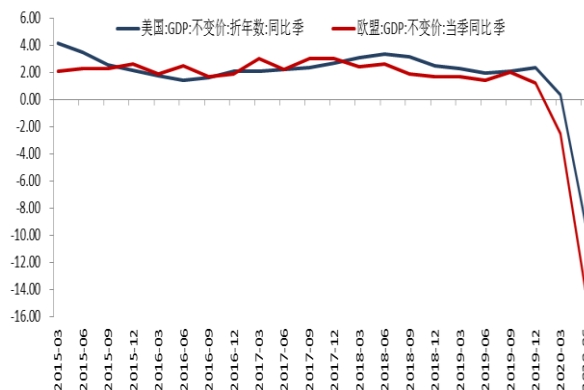
OECD 的原油需求主要集中在美国与欧元区。美国方面，此次新冠疫情对该国能源消费市场影响巨大。据美国约翰霍普金斯大学全球疫情统计，截至 11 月 16 日上午 9 时，美国新冠肺炎死亡人数达 24.6 万人。路透社的统计数据也显示，美国疫情正在加速恶化，这次仅花 8 天就新增 100 万新病例，从 1000 万例迈向 1100 万例，刷新疫情爆发以来最快纪录。换言之，目前我们仍旧没有看到美国疫情得到根本控制的迹象。即便特朗普政府并未提前采取严格管控，区域阶段封锁的措施，但宏观经济环境的恶化明显制约了成品油消费复苏空间。从下游开工的角度看，不难发现在成品油裂解价差走弱的前提下，炼厂开工率一度压缩，成品油累库趋势直到近期才出现相对改善。我们预计，美国的原油需求变化主要取决于疫情的发展节奏。从经济环境恢复的角度看，援引摩根大通展望，2021 年一季度美国经济将同比萎缩 1%，主要原因是疫情反弹和美国财政刺激谈判进展僵持。随后在疫苗逐渐分发到位的刺激下，美国经济二、三季度将分别增长 4.5% 和 6.5%。值得关注的是，此次拜登赢得美国大选，我们预计后拜登上台后，可能会支持可再生能源的发展，承诺将在十年内投资 4000 亿美元用于清洁能源领域，将通过增加税收来加强对甲烷排放标准的限制、通过限制联邦政府的土地钻探配额和配套管道的审批来减少对页岩的可采资源。客观来说，拜登政府的配套措施中长期并不利于原油等传统能源消费市场的发展；不过短期来看，考虑到拜登所承诺的“组建新冠疫情工作组，遵循科学指导，带领美国人民战胜疫情”，因此未来一年美国原油消费存在好转预期。

图 5 OECD 各国家及地区需求增幅预估：百万桶/天



资料来源：OPEC；东海期货研究所整理

图 6 美欧经济增速：GDP 同比季调



资料来源：WIND；东海期货研究所整理

欧洲方面，我们认为新的一年该地区的原油消费增量预计有限。一方面，与美国类似，欧洲大部分国家当下仍旧受到疫情蔓延的负面影响，而当地政府在吸取了之前的经验教训后，开始逐步收紧管控措施。近期法国政府就新冠肺炎疫情举行国防会议，法国政府发言人表示，12月1日第二次封锁措施到期后，政府会根据疫情调整政策，但不会解除封锁措施，英国也采取了阶段性的区域封闭措施，不少国家的圣诞集市取消，也反映出疫情对于节假日出行及成品油消费的扰动。我们认为，只有当有效疫苗大规模投入使用，方可改善欧洲的成品油消费环境，据此或可认为2021年三季度之前原油需求复苏进度难以提速。另一方面，从宏观经济环境的角度看，目前距离英国脱欧过渡期结束仅剩6周左右的时间，但双方对于贸易协议等问题仍未达成共识。英国在2020年1月31日退出欧盟，根据规定，有11个月过渡期，即到2020年底前原来的各项规定仍然有效。我们认为，未来一年受到英国脱欧过程的影响，欧洲的整体宏观氛围较为动荡。除此以外，近期欧洲央行公布了最新的货币政策决议，维持三大利率不变，客观来说，对于已经负利率的欧洲央行而言，降息空间实在有限，而欧元区接下来两个季度“W形衰退”风险仍在，不利于原油市场的回暖。

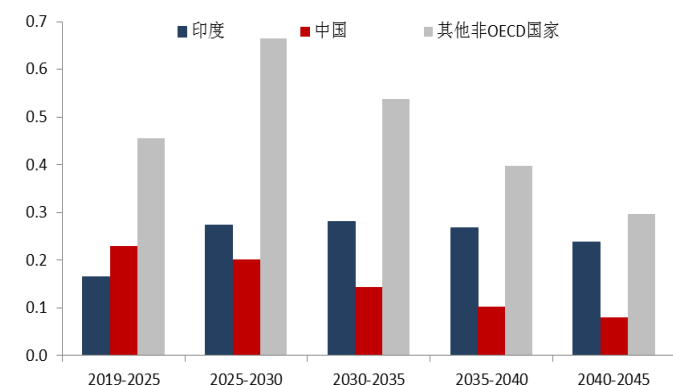
2.1.2 新兴国家经济体

2021 年预计新兴国家经济体的整体需求增量主要来源于中国。中国在经历了 2020 年新冠疫情的考验后，通过积极正确的抗疫决策，实现了经济环境的良好修复。中国目前是世界上最重要的原油消费国之一，且消费增速一直以来保持较高水平。援引《中国能源发展报告 2020》数据，我国全年原油表观消费量达 6.96 亿吨，同比增长 7.3%。2020 年上半年，受到“价格战”以及疫情冲击，国际油价大幅下滑，我国石油进口量同比增长 12.7%。低油价固然是我国囤油的理由之一，但社会经济环境复苏则是根本原因。从宏观角度看，2021 年将是中国实施“十四五”规划的元年，通过构建“双循环”战略，我国将加快推动经济增长，实现高质量社会发展。根据 IMF 预测，疫情期间中国是世界主要经济体中唯一保持正增长的国家，预计 2020 年增长为 1.9%，2021 年将达到 8.2%。宏观经济增速与原油消费密不可分，因此从这个角度看，我们对于新一年中国原油需求的增长保持乐观。另外，从成品油消费的角度看，根据最新数据，10 月份我国汽车产销分别完成 255.2 万辆和 257.3 万辆，环比分别增长 0.9%和 0.1%，同比分别增长 11%和 12.5%。我国汽车产销量已连续 7 个月呈现增长，其中销量已连续 6 个月增速保持在 10%以上。近期由工业和信息化部、农业农村部、商务部三部门主导，中汽协组织行业企业，启动开展新能源汽车下乡活动，相关企业积极响应。我国国务院常务会议同样提出，要稳定和扩大汽车消费，鼓励各地调整优化限购措施，增加号牌指标投放。通过分析我国分行业原油需求情况不难发现，道路交通在未来数年中仍旧占据消费主力，因此，汽车产销数据的向好发展也支撑了新一年度国内原油需求进一步修复性走强的逻辑。

另一亚洲人口大国印度，从长远角度我们依旧认为该国原油需求能够实现快速增长。不过，新冠疫情仍旧对印度的原油消费造成了巨大影响。2020 年一二季度，由于当时印度处于一级封锁状态，该国原油消费暴跌，相当于每天减少 310 万桶/日。目前情况相对改善，印度石油部规划及分析小组的数据显示，2020 年 10 月工业石油总需求同比增长 2.7%达到 1780 万吨，实现了 2 月以来的首次增长。未来一年，我们认为在有效疫苗得到推广后，印度成品油市场将逐步恢复正常，因此新一年的原油消费增速有望与前几年均值持平。

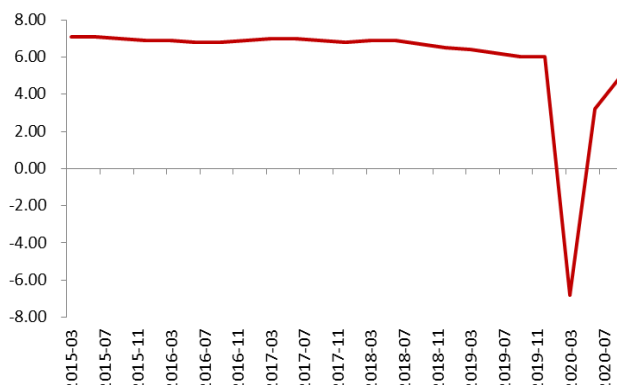
综上所述，2021 年全球宏观市场的恢复节奏大概率取决于疫情的受控程度。欧洲与部分亚洲经济体受到的冲击较大，相较而言抗疫水平与医疗综合水平较高的中美或成为原油消费的主要贡献国。考虑到疫苗投放的可能时间节点，全球原油消费市场下半年表现或优于上半年。我们对新的一年原油需求增长保持谨慎态度，预计全球原油消费增量约为 600 万桶/日。

图 7 非 OECD 国家原油需求增量预估：百万桶/天



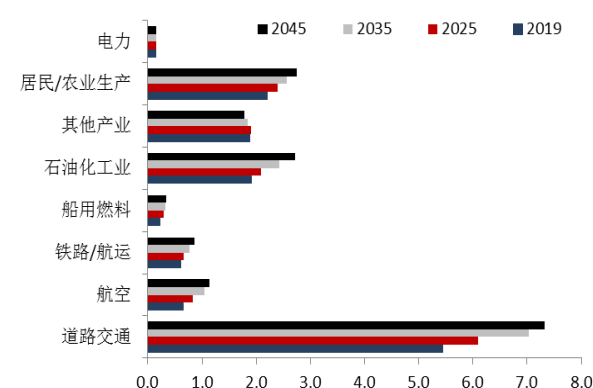
资料来源：OPEC；东海期货研究所整理

图 8 中国经济增速：GDP 同比季调



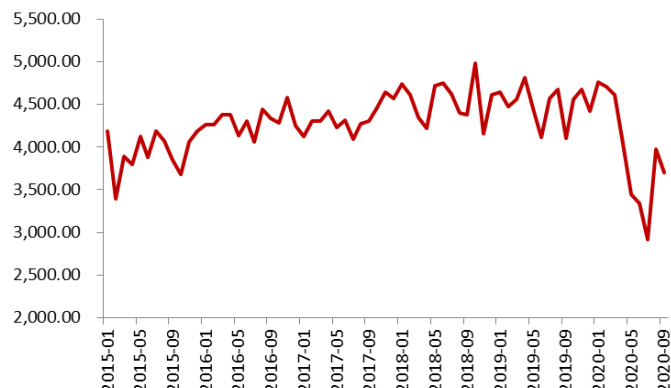
资料来源：WIND；东海期货研究所整理

图 9 中国分行业原油需求分布：百万桶/天



资料来源：EIA；OPEC；东海期货研究所整理

图 10 印度原油净进口量：千桶/天



资料来源：WIND；东海期货研究所整理

2.2 全球原油供应 2021 年展望

2020 年疫情这一“黑天鹅”因素同样引发了全球原油供应端的连锁效应。在油价大幅下跌后，沙特经历了从引发价格战的“增产”再到推动 OPEC 主动减产；美国也因上游投资计划的萎缩与部分企业的倒逼而展开被动去产能，截至年底，与去年同期相比各大产油国的实际产量均有不同程度的下降。

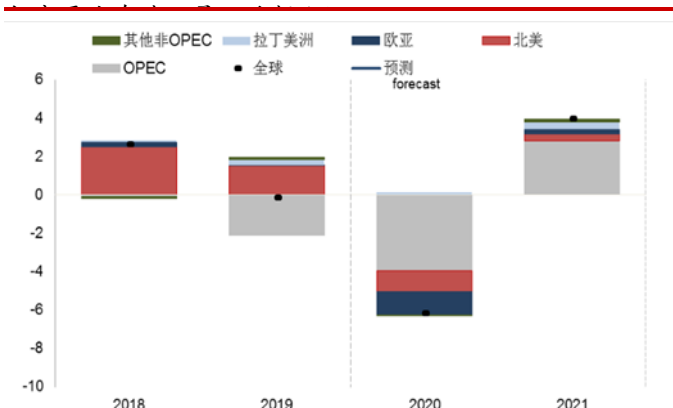
2021 年，我们认为伴随原油消费的增长预期以及产业的缓慢恢复，原油产量将触底回升，具体反弹高度则与油价重心水平密切相关。对于包括 OPEC，美国，俄罗斯在内的产油国来说，维持利益最大化的目标需要通过实现全球原油市场的供需平衡来解决。分国家和地区来看，预计 2021 年美国产量均值大概在 1100 万桶/天，OPEC 各生产国产量总体将逐步恢复，全球原油供应均值整体略低于 2019 年的水平，但与 2020 年相比有明显提高。

图 11 全球原油产量：百万桶/天



资料来源：EIA；东海期货研究所整理

图 12 全球原油产量分地区：百万桶/天



资料来源：EIA；东海期货研究所整理

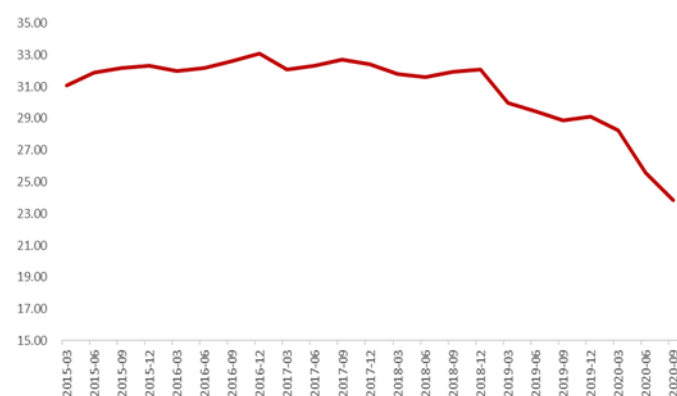
2.2.1 OPEC

2020 年年初，新冠疫情在全球范围内肆虐，需求端遭受严重打击；而后沙特一度发起“增产价格战”，油价加速下行。为了缓解供过于求的主要矛盾，OPEC 率先开展主动减产。回顾历史，法利赫时期以来，减产成为 OPEC 的主基调，为了让油价脱离十几美金的困局，OPEC 不惜通过贡献一部分出口份额来推动油市供需再平衡。此前美国迎来页岩油革命，这对原油历史而言不仅仅是技术的革命，更是原油产出国地位的革命，2015 年沙特最终只能通过控制产量来缓解长期压力。2020 年 5 月以来，欧佩克及其减产同盟国创纪录地将原油日产量削减了 970 万桶(约占全球产量的 10%)；8 月份开始，欧佩克的石油日产量减产力度降至 770 万桶，其中欧佩克减产份额为每日 486.8 万桶。近日欧佩克+联合部长级监督委员会成员（JMMC）举行视频会议，会议没有就延长减产计划达成一致。包括俄罗斯在内的大多数与会者都支持将当前的减产幅度延长至 2021 年第一季度，但阿联酋和哈萨克斯坦持反对意见，随后的 OPEC 会议也被推迟，并有消息称沙特考虑辞任减产监督委主席。我们认为，对沙特来说，推动减产是其维持 OPEC 主导原油话语权的重要手段之一。假设沙特宣布退出减产，我们认为减产联盟将迅速瓦解。OPEC 减产国陷入“囚徒困境”，客观而言，全球原油疲弱需求的完全恢复仍旧需要 1-2 年的时间，中东一些国家财政对原油出口的依赖性极强，减产协议一旦破裂，这些国家大概率会加紧生产出口以抢夺市场，届时局面失控，油价将重回 20 美金水平，这也是大部分产油国不愿意看到的；但高标准长时间的减产则意味着出口份额的出让，因此 2021 年对于 OPEC 而言，在油价长期保持 45-50 美金以上的情况下，减产推动较为困难，实际影响呈现边际递减。

从上游项目投资与备用产能的角度看，我们认为受到减产趋势的影响，2021 年 OPEC 上游新增投资数量较为有限；中期来看，欧佩克成员国正在实施约 160 个项目，总估计费

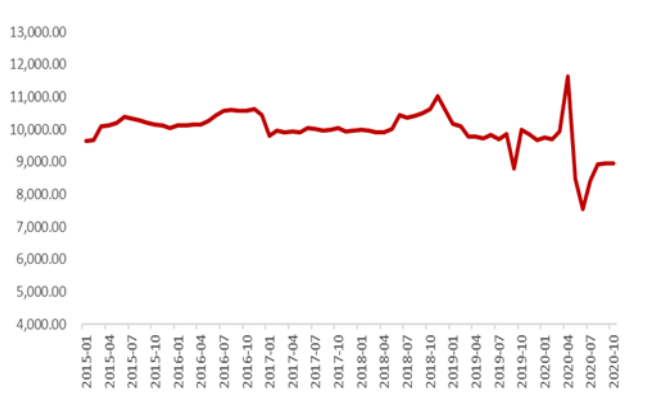
用约为 1560 亿美元。从备用产能与下游配套设施的角度看，解除对伊朗的国际制裁以及加蓬重返 OPEC 需要重点关注。假设拜登上台后相对环节美伊关系，则下游或将迎来新一轮产能投放高峰，只是未来一年我们认为实现完全放松制裁的可能性不高。OPEC 成员国的潜在炼油项目将达到 800 万桶/日，而伊朗的新增炼厂产能也会相对增加；实际原油剩余产能约为 375 万桶/天，尽管较 2020 年有所缩减，但仍旧高于历史平均水平。因此不排除当油价恢复至较高水平后，OPEC 产量加速恢复。

图 13 OPEC 原油产量：百万桶/天



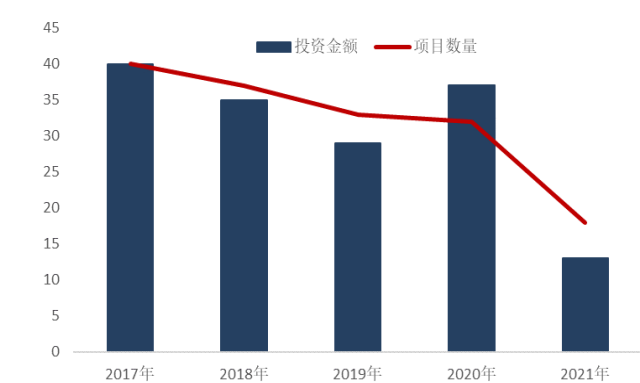
资料来源：WIND；东海期货研究所整理

图 14 沙特原油产量：千桶/天



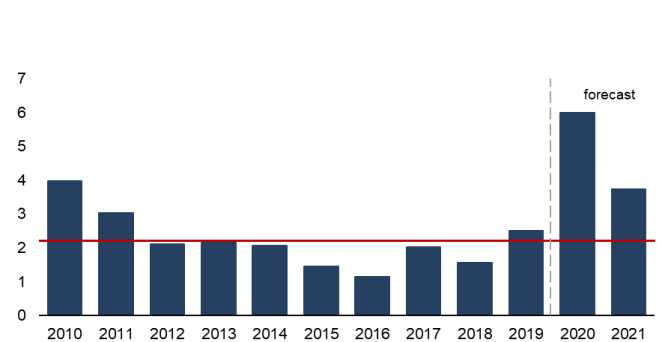
资料来源：EIA；东海期货研究所整理

图 15 OPEC 上游项目投资情况：十亿美元/年



资料来源：OPEC；东海期货研究所整理

图 16 OPEC 剩余产能：百万桶/天



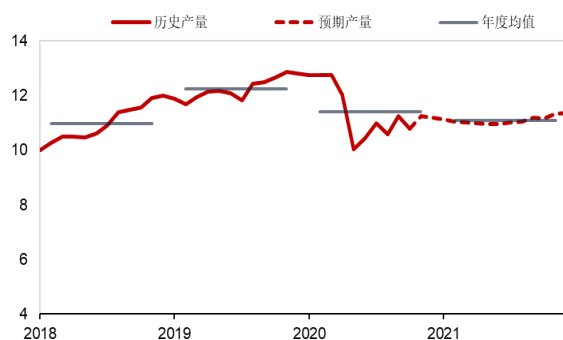
资料来源：EIA；东海期货研究所整理

2.2.2 美国

尽管一直以来美国从未表态参与 OPEC 的主动减产，但显然疫情同样使得页岩油行业陷入危机。援引 EIA 数据截止 11 月 14 日当周，美国原油日均产量 1090 万桶，比去年同期低 15.4%。站在当前这一特殊的时间节点，我们认为，页岩油行业格局面临重塑。美国页岩油行业向来被认为是一个泡沫型行业，这与其对高额资本投入的要求，高负债率分不开。各家公司 CAPEX 与 OPEX 都在说明着 40 美金成本红线的重要性。油价一旦长期低于该线，意味着现金流断裂，融资困难的现实问题。从现金流的角度看，页岩油企业的 FCF 长期维持负值，与其营收模式息息相关。油价偏高，公司增加 CAPEX 扩张，FCF 为负；而低油价时期，即便 CAPEX 压缩，但 FCF 仍旧为负。从融资角度看，页岩油行业的息税折旧勘探前利润估值表现平平，且在 2016 年之后银行等上游投资趋向谨慎，油企融资难度提升。根据相关企业财报，美国页岩油企业在 2020 年上半年亏损幅度在 30%-60% 左右占据大多数；而且由于部分公司采用水力压裂与水平钻井等新兴技术，其投入资金要求较高，上游投资预算压缩也进一步加剧了页岩油行业困局。大部分的油企及油服公司在面临此次价格波动风险，主要采取两种应对措施，即降薪裁员以及缩减支出。类似谢伦贝斯的大量裁员的举动在其他油企中也很常见；而在勘探新井方面，我们同样看到不少公司调整了未来开采计划，以保证公司在低油价环境中维持正常运作，这也解释了为何最近一段时间贝克休斯钻井数量明显下降。页岩油井存在衰减特性，2020 年旧井的衰退量为 280 万桶/日。一年需要平均 6000 口新增完井才能够弥补缺口，即每月 500 口，因此目前美国页岩油产业仍旧处于小幅衰退状态，综合预计新一年美国原油产量难以突破疫情发生前的高点，均值或保持在 1100 万桶/日。

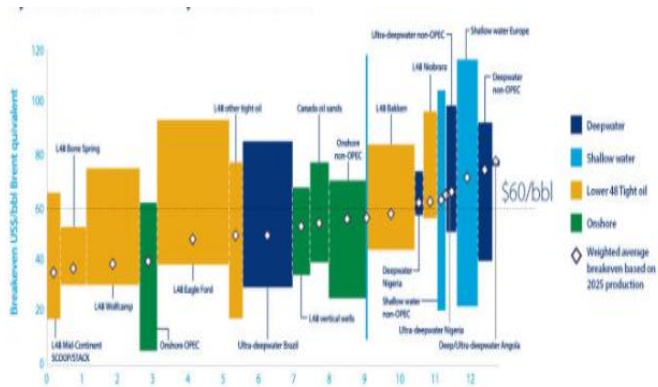
对页岩油产业而言，我们可以将近 10 年划分为 5 个不同阶段。第一阶段即为 2012 年，伴随产业技术革新，页岩油行业初现繁荣，供需同步上行。随后进入第二阶段，行业融资便利性进一步提高，热钱涌入；而第三和第四阶段，页岩油产业链则经历了过热到迅速降温的全过程，来自中东的激烈价格竞争，曾一度使得小型能源公司大面积倒闭，从此页岩油行业经历了第一轮“洗牌”。我们认为，目前页岩油行业处于产业朱拉格周期的第五阶段，即在需求难以继续支撑虚假繁荣的前提下，行业面临再一次调整。不论是此次疫情抑或是沙特发起的“价格战”，都只是推动了行业潜在矛盾的集中爆发。从中长期的角度，我们认为美国页岩油行业具备一定韧性，目前油价逐步覆盖美国页岩油生产成本，预计该国原油产量也将伴随疫情逐步受控而缓慢恢复。

图 17 美国原油产量：百万桶/天



资料来源：EIA；东海期货研究所整理

图 18 Pre-FID 和美国 L48 原油成本：美元/桶



资料来源：EIA；东海期货研究所整理

图 19 贝克休斯钻井数



资料来源：Baker Hughes；东海期货研究所整理

图 20 美各地区原油产量预估：百万桶/天

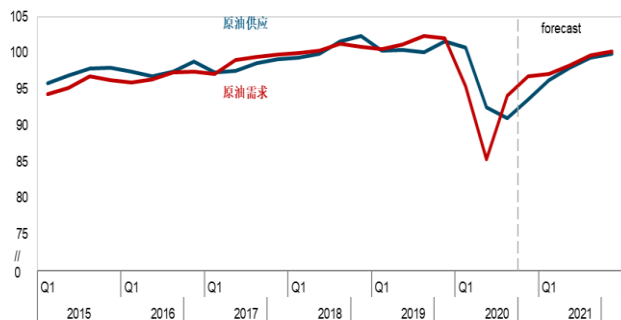


资料来源：EIA；东海期货研究所整理

2.3 全球原油供需平衡总结

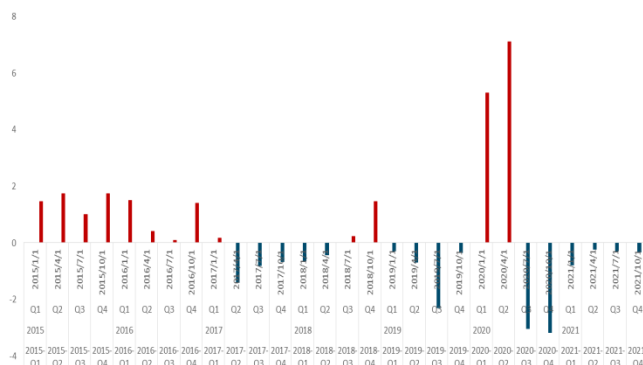
综上所述，我们认为在各国主动及被动减产的推动下，伴随有效抗疫措施的落地，全球原油供需平衡将缓慢改善。值得注意的是，做出以上推论的前提在于疫苗可以在 2021 年上半年实现大面积接种，从根本上抑制疫情的进一步扩散，降低对于社会经济环境的影响。我们预计乐观条件下，2021 年二三季度将实现供需平衡。从库存变动的角度看，前期疫情积累的库存将以 150 万桶/日-220 万桶/日的速度去化，不过当前仍旧以主动去库为主，在宏观环境转好后才能逐步向被动去库转化。

图 21 全球原油供需平衡：百万桶/天



资料来源：EIA；东海期货研究所整理

图 22 全球原油库存变动：百万桶/天



资料来源：EIA；东海期货研究所整理

3 其他重点关注

美国总统大选靴子落地，市场重点关注拜登政府上台后对能源行业带来的潜在影响。我们认为，拜登上台，将会带来：（1）量化宽松政策将收窄债券收益率，美元相对承压，利多油价。（2）支持可再生能源的发展，通过增加税收来加强对甲烷排放标准的限制、通过限制联邦政府的土地钻探配额和配套管道的审批来减少对页岩的可采资源。页岩油开采成本提升，利多油价。（3）针对伊朗的一些经济制裁、原油出口限制等制裁或将得到解除，并且美国很有可能会重新加入伊核协议，长期而言利空油价。当然，拜登接棒总统一职后的具体举措仍旧需要等待时间验证。

地缘政治方面，中东政局依旧不太平。年底，援引伊朗伊斯兰共和国通讯社报道，59岁的伊朗国防部研究和创新机构负责人、首席核科学家穆赫森·法赫里扎德在德黑兰附近的一个城镇被暗杀。随后，伊朗国防部发布声明称，法赫里扎德的汽车遭到不明恐怖分子的自杀式爆炸袭击，并遭到开枪射击，法赫里扎德在被送到医院后不治身亡。伊朗最高领袖哈梅内伊当地时间 28 日誓言将对杀害该国首席核科学家穆赫森·法赫里扎德的幕后黑手进行报复。我们认为此次伊科学家遇刺事件存在进一步升级的可能性，但在特朗普与拜登进行美国总统交接之前发生的可能性并不大。伊核问题在短期内将引发各方关注，因此 2021 年预计小型冲突频率或有所提升，不排除对油价造成阶段性影响。考虑到地缘政治问题的不可测性，我们依旧建议投资者关注中东局势发展。

市场同样关注英国脱欧进展。援引 BBC 中文网相关报道，英国在 2020 年 1 月 31 日退出欧盟。根据规定，有 11 个月过渡期，到 2020 年底前原来的各项规定仍然有效，在这段时间里就脱欧后的各项协议展开谈判。目前双方对于贸易协议等问题仍未达成共识。假设 2020 年 12 月 31 日前双方仍旧不能达成双边贸易协定，这意味着英国将不再享受欧洲单一市场和关税联盟的各项特权。汇率市场或因此产生较大波动，进而对原油定价造成间接影响。

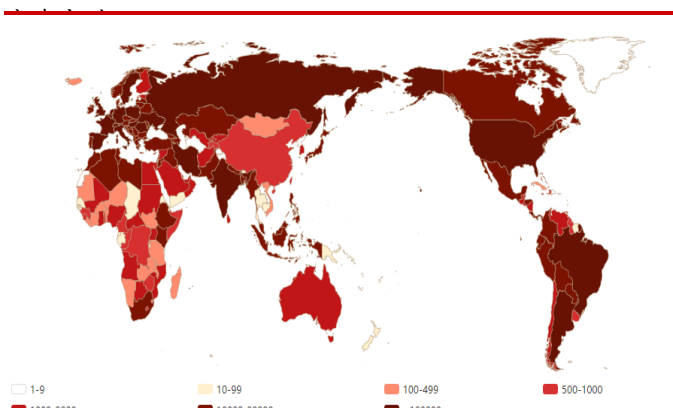
疫情方面，近期各国疫苗传来新进展，在一定程度上提振了市场信心。辉瑞(Pfizer)及其德国合作企业 BioNTech 于 2020 年 11 月 20 日申请紧急批准在 12 月底前开始交付新冠病毒肺炎疫苗，不过大规模应用将拖到 2021 年。他们说持续大量研究证明疫苗预防轻微到严重的新冠病毒肺炎有效性达到 95%。与此同时，现代公司的类似疫苗也在取得进展，声称有将近 95% 的效果。根据 WHO 的判断，新冠疫苗的大规模接种可能在 2021 年中才能开始。对于原油市场来说，疫苗的顺利投放意味着成品油消费的回暖，因此建议关注疫苗的实际投放进展。

图 23 美元兑人民币中间价



资料来源：WIND；东海期货研究所整理

图 24 全球疫情地图



资料来源：WIND；东海期货研究所整理

4 结论及风险提示

综合看来，我们认为 2021 年布伦特原油均价为 55 美金/桶。上半年疫苗问世后，预计油价有望加速上行；下半年油价上行空间主要取决于整体需求的恢复程度，油价上涨速度预计有所放缓。整体预计布伦特将在 40-65 美金/桶区间内震荡。上海油将继续跟随外盘走势，SC 主力参考区间【250, 430】元/桶。

风险提示：以上推测基于几个基本假设：（1）有效疫苗按照计划大面积推广，全球疫情得到逐步控制；（2）宏观环境平稳，经济复苏符合预期。

分析师承诺:

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海期货有限责任公司，或任何其附属公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

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，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应征求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何作用，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“东海期货有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn