



投资策略报告

2020 年 12 月 25 日

国际原油：最好的时代，最坏的时代

研究员：

刘坤

从业资格编号

F3041660

投资咨询编号

TZ014346

邮箱

liushen@tqfutures.com

逻辑观点

国际原油：我们坚定地认为，2021 年油价上涨是大概率的结果，但可以负责任地讲，全球疫情形势不确定的情况下，具体路径是无法预测的，取决于现实和预期的相互矫正。供需关系的发展必然是相生相克，市场筑底回升也并非一马平川的坦途。具体表现在盘面的特征是，短期风险情绪释放带来的快速小幅回落，与基本面长期处于修复阶段带来的缓慢震荡上涨相结合，呈现出波浪式曲折前行的态势。最后，大周期的趋势性上涨必须得到市场走势的验证。

目 录

波澜壮阔大开大合	3
减产的战争与和平	4
美国页岩油大洗牌	6
疫情重创需求疲软	8
疫苗鼓舞市场前景	10
地缘政治趋于稳定	11
客观辩证否极泰来	12
免责条款	14

波澜壮阔大开大合

2020 年是国际原油市场波澜壮阔的一年，可以说我们亲眼见证了历史。

一句话概括，全年两大基准原油 Brent 和 WTI 整体呈**深 V 反转后震荡上行**的走势，大体上可分为三个主要阶段。

阶段 I：风险情绪集中爆发，原油价格断崖式下跌

新冠疫情的全球大流行，以及后疫情时期抗疫新常态，是贯穿 2020 年乃至延伸到 2021 年的市场主要逻辑之一。1 月底疫情在国内发生，2 月疫情在全球扩散加速，各国陆续采取封锁措施，疫情在情绪和实质上导致了原油下行趋势的确立。

在市场需求堪忧之际，OPEC+减产会议谈判破裂，随后沙特主动打响原油价格战，给风雨飘摇的原油市场雪上加霜。美国油品库存飙升幅度触及纪录高位，俄克拉荷马州库欣的储油设施面临胀库风险。最终在 WTI5 月合约面临交割之际，风险情绪集中爆发，负油价一出石破天惊，原油市场迎来至暗之时。

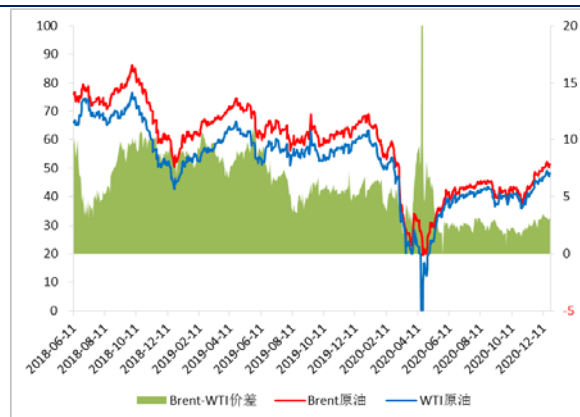
阶段 II：史上最大规模减产，原油上演绝地求生

步入二季度，国内疫情全面得到控制，欧美各国经济活动逐渐解封，基本面预期改善帮助油价走出低谷。OPEC+减产协议正式实施，主要产油国从价格战转向通力协作，原油供应过剩的狂潮逐渐止息，改写了全球原油库容告罄的命运。与此同时，中国经济和生产秩序迅速恢复，并趁低价大量囤积原油储备，为疫情后原油需求回暖贡献了主要增量。原油市场均衡较前期得到极大改善，推动油价进入复苏阶段，从冰点绝地反弹并长期震荡于 40 美元关口。至于后期疫情的变化情况，对油价的影响明显边际减弱，市场更关注供需关系的修复情况。

阶段 III：后疫情时期新常态，市场震荡中砥砺前行

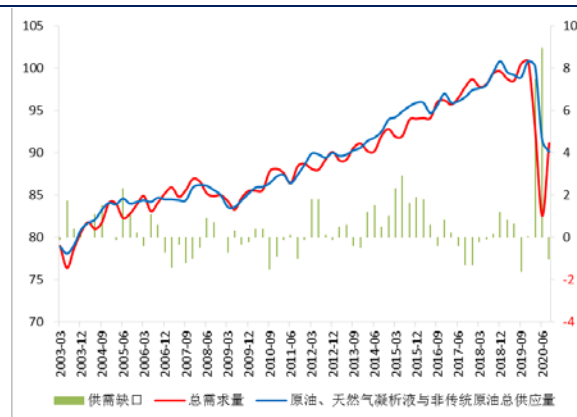
全球疫情进入动态防控阶段，虽然多国经济数据开始有限好转，但原油需求的复苏进度远不及此前的乐观预期。随着秋冬季新冠高发期到来，海外二次爆发病例激增，尤其是美国沦为疫情的重灾区。戏剧性的一幕是，10 月 2 日特朗普确诊新冠，担忧情绪令资本市场一时间陷入恐慌，油价一度重挫但很快收复失地。11 月美国大选结果降低了宏观不确定性，三款疫苗研发相继取得重大突破，疫苗有效性得以验证并在年底开始投放，利好提振油价恢复到 3 月价格战前的水平。如果人类抗疫全面走向胜利，2021 年内油价重心有望回到 55-60 美元/桶。

图表 1: 国际原油基准价格体系



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 2: 全球原油供需平衡关系



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

减产的战争与和平

灾难性的石油危机

回顾今年 3 月, 在新冠疫情开始全球流行之际, 以沙特为首的 OPEC 和以俄罗斯为代表的非 OPEC 产油国在减产问题上磋商失败, 直接导致了国际原油全线崩溃的灾难性后果。

沙特在宣布退出减产协议后, 决定大幅增产并下调原油价格, 以此向其他所有竞争对手施加压力。沙特阿美 4 月原油产量提升至 1230 万桶/日, 这一数字已经超出其最大持续产能 (1200 万桶/日), 达到历史峰的值输出水平。作为 OPEC 的核心领导者, 沙特每月报出的原油价格通常都将为其他成员国奠定基调, 中东地区各产油国定价基本与沙特保持同步。如果沙特下定决心在原油市场发动一场广泛持久的价格战, 全球所有石油输出国除了跟随效仿别无选择。事态发展出乎意料, 远超设想中最糟糕的情形, 产生了历史上最严重的石油价格危机之一。

美沙俄三国杀博弈

随着维也纳会议的不欢而散, 主要产油国的政策从稳定调控油价转向争夺市场份额, 令国际原油格局从 OPEC+ 和美国的动态博弈, 转变为美国、沙特、俄罗斯的三国杀。

沙特以其资源禀赋和产业成熟度实现了最低的平均生产成本, 理论上对低油价的耐受限度比其他产油国更高, 但由于经济模式和军费支出, 沙特需要高达 80 美元/桶的油价才能满足其财政收支基本平衡。俄罗斯使用国家主权财富基金来抗衡油价下跌的危机, 石油行业在 42 美元/桶的位置上能够正常运转, 对油价下跌的承受能力较强。后来居上的美国页岩油商此时面临最大的压力, 在新冠疫情极大抑制能源需求的背景下, 成本较高的页岩油商首当其冲。下游买家和融资渠道都对低油价产生负反馈, 迫使页岩油行业财务状况进一步收紧, 产量增长全面遭到遏制。在沙特与俄罗斯减产谈判破裂导致的原油价格战中, 第三方美国成为了最大的受害者。

史上最大规模减产

沙特、俄罗斯和美国陷入了经典 Mexican standoff 式的僵局，显然原油价格战不会有赢家。在原油市场经受一番价格战的洗礼过后，大家很快又回到谈判桌前。

4月9-10日，OPEC与非OPEC产油国线上召开部长级会议，就原油减产事宜达成一致意见。OPEC+最终达成一份为期长达两年的联合减产协议，协议条款约定：OPEC+将在2020年5—6月减产970万桶/日（后临时延长至7月）；到2020年底前减产770万桶/日；2021年1月起减产580万桶/日，并维持这一规模直到2022年4月。

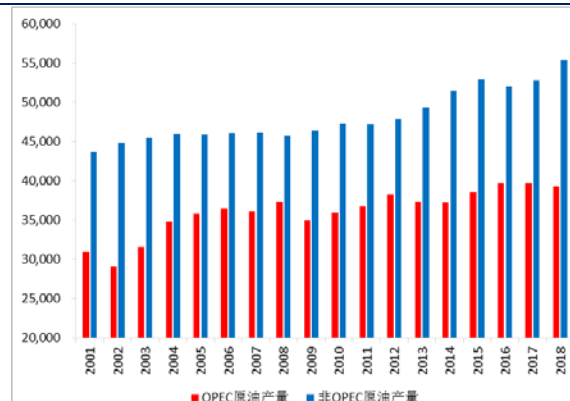
OPEC上一次超大规模减产发生在2008年，当时为应对全球金融危机导致能源需求窒息，OPEC将原油产量削减至420万桶/日。十二年后，全球石油工业迎来了历史上最大规模的减产和停产活动。以沙特为首的OPEC，与OPEC亦敌亦友的俄罗斯，甚至美国等西方产油国，都不得不成为了减产的主力。能源需求的疲软推动全球范围内前所未有的原油产能出清现象，令所有产油国受制于无情的市场规律，全球原油供应体系经历了一场减产大潮，供需再平衡的力量将产量迅速地调整到与需求匹配的较低水平。

图表 3：OPEC 原油产量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表 4：供应端 OPEC VS 非 OPEC



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

有序启动退出机制

鉴于疫情恶化令能源需求承压，OPEC+增产节奏将比原计划更为缓慢，给疲弱的市场更多时间来消化原油供应的增加。未来OPEC+的增产路径是：该组织将于2021年1月增产将近50万桶/日，此后每月举行一次联合部长级会议对政策进行调整，但产量提高幅度不超过50万桶/日，各产油国暂时保持相当的克制。该组织还延长了某些不合规成员国弥补超额生产的期限至2021年3月底。

有序可控地退出减产是一个明智的决定，选择折衷方案有利于维持OPEC+的内部团结。其实无论具体如何商谈，只要能够达成一致意见，避免混乱地退出减产协议，就大大降低了原油市场失衡的风险。这份修改后的协议意味着，1月新增的供应难以产生重大影响，明年一季度国际原油市场大体上能够保持弱平衡状态。这给了市场一个宝贵的缓冲期，不至于在最脆弱的时候遭受

致命打击，并静候疫苗推广带来拯救。

脆弱而危险的平衡

第一次石油危机发生时，沙特诸国石油禁运举世震惊，然而 2017 年以来，OPEC+通过协调产量水平来管控原油市场的做法却命途多舛且收效甚微。站在 OPEC 的立场上，通过限制产量一厢情愿地推高油价并不现实，而是需要在支撑合理价格和抑制竞争对手之间权衡最优解。OPEC 壮士断腕般地强力减产并不难，贵在像智者一样把握分寸适可而止，目前来看他们似乎找到了某种平衡。

这一策略最开始看起来有点盲目甚至疯狂，在需求被疫情破坏时沙特打响价格战，令油价进入到自由落体的状态，之后史上最大规模减产协议力挽狂澜，目前油价已经一定程度上得到恢复。在这个相对前期高企却处于历史中低的位置上，OPEC 适时适量地增产，用巧妙的手段来阻止美国页岩油行业全面复苏，同时自身始终占据着有利地位。诚然，前期破坏性的超低油价损害了所有原油生产者的利益，但设想一下，如果持续强力减产推动油价上涨至 60 美元或以上，就等于向美国广大独立产油商颁发邀请函，OPEC 还会像以前一样沦为自身成功的受害者。

OPEC 在原油市场中维持一个微妙的平衡，而在全球经济复苏进程难以预测的情况下，这种脆弱的平衡关系充满了不确定性。一方面是原油市场崩溃的危机，另一方面是打开水龙头的诱惑，而供需失衡的可能性总是存在。OPEC+稳定油价的目标不应仅局限于价格水平和市场份额，核心任务是建立一个足以应对黑天鹅事件的市场平衡机制，否则我们或将再度见证下一次系统性石油危机的到来。

美国页岩油大洗牌

疫情打破市场格局

在这场疫情导致的能源需求危机中，原油市场产生了一个令人意外的变化，OPEC 正在扭转被动挨打的局面，并逐渐重新掌握主导权，如日中天的美国页岩油行业则遭受 2014 年以来最为惨重的损失。

2017 年以来，OPEC 及其盟友一直在努力削减原油产量，以抵消全球性的供应过剩并希冀提振油价，然而长期稳定的市场环境却为美国页岩油做了嫁衣。沙特领导 OPEC 用近乎饮鸩止渴的方式不断加大减产力度，以大量市场份额丧失为代价，换来的是页岩油产能不可持续式的恶性膨胀。然而，本轮油价暴跌极大削弱了欧美在能源领域的投资计划，从石油巨头的大型项目到页岩油商的钻探活动纷纷停滞不前。今年的经济衰退导致欧美石油和天然气行业的资本性支出缩水高达三分之一。

至于当前唱衰页岩油是否空穴来风，我们认为下结论还为时尚早。2014 年油价崩盘同样来势汹汹，其后一段时间能源投资大幅减少，但美国页岩油行业表现出惊人的韧性。依靠技术瓶颈突破和灵活调整生产，页岩油企业顽强生存并发展壮大。无论如何，油价暴跌的现实已经将特朗普政府主导能源市场

的野心粉碎，美国原油产量年均百万桶/日的增速已经不复存在了。

油价反弹边际复苏

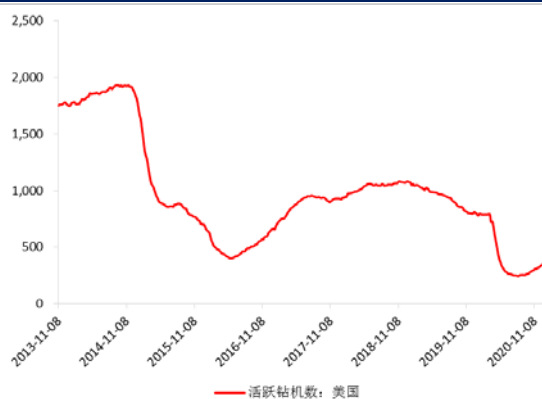
由于严重的供应过剩和需求窒息，年初油价跌破页岩油生产成本，美国石油企业早在3月陆续被迫减产。但和OPEC+不同，美国页岩油商并不受官方产量政策限制，他们只会在油价跌到无利可图时才会不情愿地减产。随着油价从历史性低点企稳回升，美国原油生产商正在扭转自然减产的现状，致使页岩油产能出清不及预期。

理论上计算，当国际油价站稳40美元大关时，美国部分石油企业能够实现平均可变成本，于是重启此前关停设施以提高原油产量。由于页岩油衰减率高的技术特性，未来美国原油产量的可持续增长水平取决于活跃钻机和完井数量。

新增产能方面，活跃石油钻井数量是美国原油产量的重要先行指标，这一数字在持续的漫长下跌过后已经跌无可跌，每周Baker Hughes统计的活跃钻机总数边际上已经变化不大。2020年内美国原油钻井活动水平持续下降，除非油价稳定在至少50美元以上，否则活跃钻机数不太可能在2021上半年反弹。

潜在存量产能方面，近年来的页岩油扩张热潮中积攒了大量已开工未完成钻井（DUC），不过它们正在被迅速消耗掉。美国页岩油产区大约有近7600座未完成钻井，虽然低于去年同期的8200座，尚有相当大的库存量。疫情全球大流行重创能源需求，美国石油盆地水平井钻探活动极大衰弱，新开钻远不及完工数量。鉴于目前钻井数和完井数都录得统计新低，DUC存货的坐吃山空也只是时间问题。

图表5：美国活跃石油钻机数量



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

图表6：美国油井建设情况



资料来源：万得资讯，中投期货研究所

尽管美国页岩油行业逐渐解冻，部分产能的恢复将无法阻止今年美国原油产量的整体下滑，曾经创下的1300万桶/日的历史纪录在未来一两年内都不太可能重现。诚然，原油绝地反弹鼓励了部分页岩油企业活动回暖，但在能源需求真正全面复苏之前，并不能支撑油价和产量的双双上涨，形成的负反馈会抑制供应水平。当前市场环境下，预计页岩油行业活跃度难有较大提升，2021年美国原油产量将表现出先降后升的规律。

行业周期发展趋势

用行业生命周期定义美国页岩油产业近 10 年来的历程，大致可分为四个阶段。初创：随着革命性新技术诞生，行业供需同步上行；成长：页岩油繁荣初现，华尔街融资的便利性极大提高，大量热钱涌入；成熟：在中东廉价货源激烈竞争下，美国石油工业从过热中迅速降温，但顽强生存下来并利用 OPEC 减产坐大；衰退：后疫情时代需求再也无力支撑虚假繁荣，前期产能野蛮扩张的恶果显现，不乏老牌油企濒临破产危机。

全球性石油危机已经对美国页岩油行业造成了实质损害。尽管单纯从数字来看，似乎美国原油产量下降并不多，然而从根本上改变了页岩油革命以来的增产趋势，提前结束了本轮产能扩张周期。疫情带来的经济衰退和消费行为改变将持续拖累能源需求，油企普遍寻求开发低成本油井来维持利润率，但行业周期是不可逆转的规律，预计 2021 年全球油服活动将较 2020 年更低。

本次美国页岩油行业的大洗牌，以更少钻井、更高单产和更低成本为核心的产能结构性优化将成为趋势。大量高成本产能虽遭到遏制和淘汰，然而头部生产商的完全成本可以控制在 35 美元左右，到 43 美元则相当一部分生产商能够实现盈亏平衡。辩证来看，美国页岩油大规模产能出清和原地满血复活的两种极端假设都是站不住脚的，但至少不应再作为原油供应端的主要利空因素来看待了。

疫情重创需求疲软

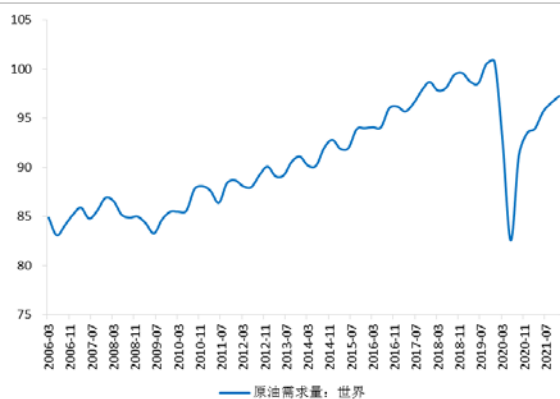
需求复苏慢于预期

供应端基本稳定的情况下，原油基本面主导逻辑从 OPEC+减产回归疫情后的经济和需求复苏。

三季度以来，原油市场主要负面因素可以归结为，需求未能得到预期应有的改善。世界各国采取封锁措施以来，疫情已经导致全球每日数百万桶燃料需求的丧失。随着主要经济体陆续重启，能源需求的确正在恢复，但并没有出现市场预期中迅速强烈地回升，而是始终处于缓慢脆弱复苏的状态。

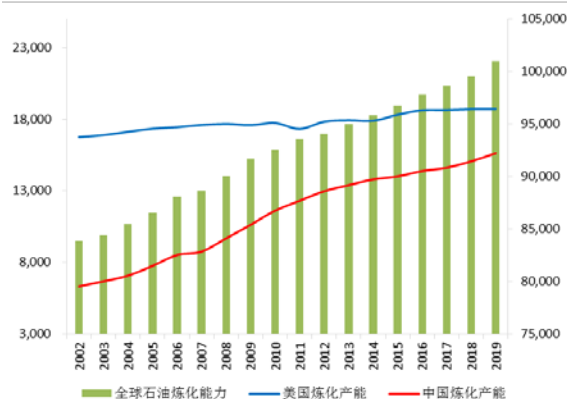
目前全球石油需求仍较危机前减少 600-700 万桶/日，而世界没有疫情的时候，石油需求约在 1 亿桶/日左右。冬季欧美疫情的二次反弹，令人们不得不正视黯淡的现实，情况虽然不像 3-4 月时那样绝望，问题是需求的恢复将花费远比想象中更长的时间。未来相当一段时间内，全球原油需求都会远低于正常的位置上徘徊，对行业长期需求前景的担忧挥之不去。

图表 7: 全球原油需求量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 8: 世界石油炼化能力



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

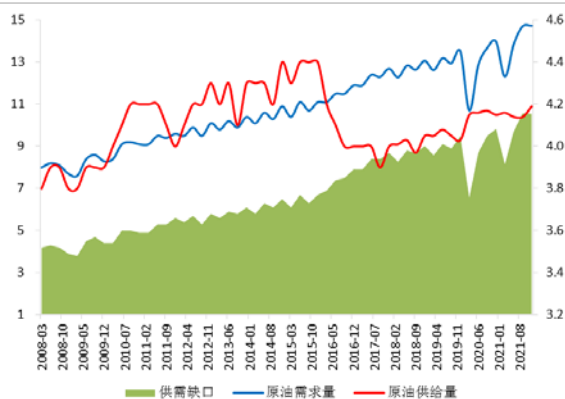
中国贡献主要增量

疫情发生前, 中国贡献了全球原油需求增量中的主要部分; 后疫情时代, 中国仍然是最早重启经济和恢复能源需求的国家。

3-4 月沙特发动的价格战为主要石油进口国提供了低成本囤积储备的窗口期, 中国是世界最大的原油净进口国, 对廉价石油货源掀起一波采买热潮, 自 5 月以来港口输入激增至历史高位。在国内成品油地板价政策的支持下, 炼厂对低价原油的投机性进口意愿极为强烈, 国营和民营炼厂均大幅增加原油采购量。6 月中国原油进口量一度创下 1294 万桶/日的纪录高位, 远高于 2019 全年 1011 万桶/日的平均水平。目前鉴于需求恢复空间已经不大, 叠加油价重心的抬升, 中国原油进口量较前期峰值有所回落。不过国内能源化工行业对原油需求仍然强劲, 中国始终是国际原油市场需求增量的主要贡献者。

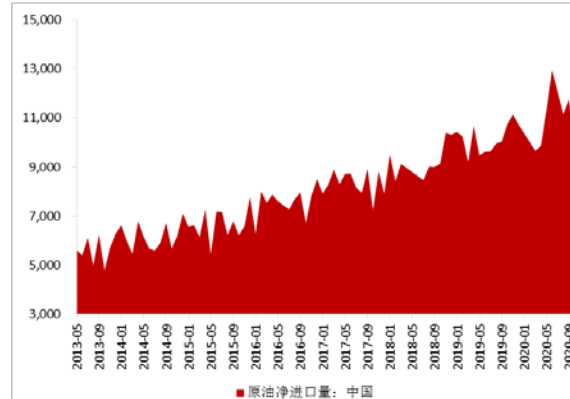
作为最早实现全面控制疫情的国家, 中国固然是原油市场复苏的亮点, 但国内需求恢复与世界其他地区是不平衡的。随着中国前期大量购买的原油交付完毕, 海外主销区需求疲弱的事实就暴露出来。OPEC 减产带来油价触底反弹, 对于国外炼厂而言, 由于成品油需求远低于疫情前水平, 原油成本上涨难以通过价格传导机制转移, 从而抑制了需求潜在的增长。除中国外主要买家并未趁价格战时上车, 因为对需求的担忧盖过了低价的诱惑。欧美日等主要经济体从疫情中复苏的程度是否足以刺激全球需求, 应是未来原油市场走向的决定性因素。

图表 9: 中国原油供需平衡



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 10: 中国原油净进口量



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

疫苗鼓舞市场前景

新冠疫苗横空出世

辉瑞公司(Pfizer)声明, 在大规模试验中, 其新冠疫苗阻止了 90% 的感染。辉瑞-BioNTech 疫苗依赖于 mRNA 技术, 该技术有效地将对病毒的免疫直接编码到人类基因中, 具有彻底战胜疫情的科学基础, 外界普遍认为这是抗击新冠肺炎的重大突破。毫无疑问, 疫情是当下阻碍全球经济和能源需求复苏的最大障碍。疫苗问世给原油、化工板块、乃至整个宏观和大宗商品市场带来黑暗中的曙光, 后续应用推广如果取得广泛成果, 将对推动原油市场回升起到决定性作用。

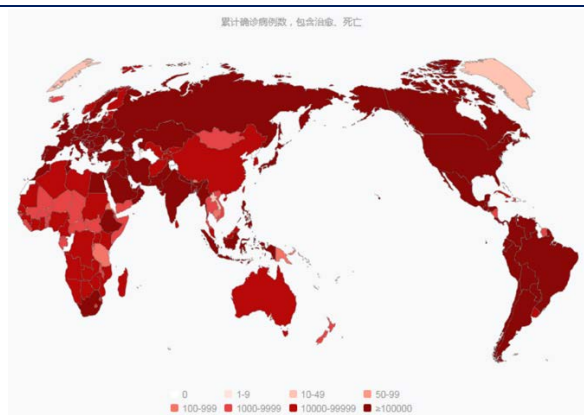
抗疫形势仍然严峻

新冠疫苗问世带来乐观憧憬, 原油市场信心得到提振, 但这并不意味着宏观经济和能源需求立即原地满血恢复。美国彻底沦为疫情重灾区, 英国变异毒株传播性更强, 西方发达经济体重新严格实行防疫管制措施。尽管英美正式开始实施新冠疫苗接种计划, 但疫苗供不应求是个不争的事实。欧美需求回升速度十分缓慢, 预计疫苗产生的重要影响要到 2021 年下半年才能被初步感受到。全球原油市场整体来看, 中短期可预见的需求前景仍然十分疲弱, 将需要相当长的时间才能好转。

现实预期相互矫正

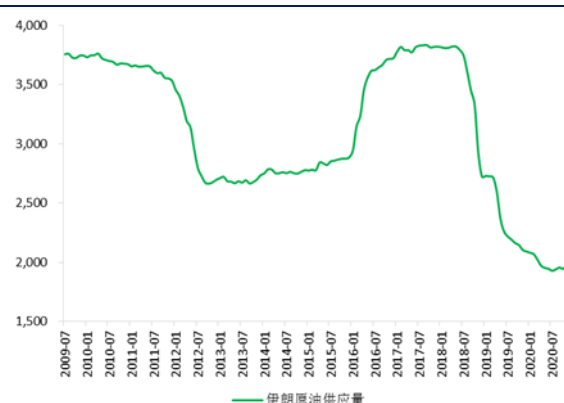
原油供应端已经没有新故事可讲, 市场需要看到经济复苏和需求恢复的证据, 而新冠疫苗就是给油价带来希望的救世主。然而, 任何事件驱动成立的条件是事件确实深远影响了基本面, 市场走势是在预期和现实的反复相互修正中螺旋式前进。疫苗投入应用确实会令未来原油需求反弹, 却难以化解当前疫情二次爆发的风险。无论如何, 疫苗都是解决原油市场困境的最大利好因素, 只有市场找到全面需求复苏的确凿证据, 油价重心才能真正稳步抬升。

图表 11: 全球公共卫生事件发展态势



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

图表 12: 伊朗原油产量滑坡后翘尾



资料来源: 万得资讯, 中投期货研究所

地缘政治趋于稳定

委伊石油出口抬头

明年原油市场再平衡面临的供应风险还需要关注伊朗和委内瑞拉。当前美国严格执行对伊朗和委内瑞拉的强力制裁, 大量原油产能无法正常进入市场, 随着国际关系预期趋于缓和, 如果两个产油大国被压抑的石油出口重启, 等待市场的可能是数百万桶原油产量的回归, 多出来的供应将令 OPEC 平衡市场的努力功亏一篑, 地缘政治的变数仍未可知。

特朗普政府对伊朗和委内瑞拉等国一向采取极限施压的政策, 主要目标瞄准石油出口国的经济命脉。石油禁售是对委伊两国实施经济制裁最严厉的手段, 美国甚至在疫情全球蔓延的时期有违人道地加大制裁力度。2018 年 5 月对伊朗制裁重启之前, 伊朗原油出口量一度达到 280 万桶/日, 目前不足 30 万桶/日。委内瑞拉石油行业则彻底陷入瘫痪, 产量降至十余万桶/日。尽管委内瑞拉与美国长期对立, 但该国出产的马瑞原油是美湾炼厂传统使用的重要原料之一, 特朗普封禁美国炼化企业购买委内瑞拉原油本身并不符合商业利益。

伊朗总统鲁哈尼表示, 伊朗计划从 2021 年 3 月 21 日的下一财政年度开始, 将原油产量提高至 450 万桶/日, 出口量提高至 230 万桶/日。统计上很难获得确切数字, 不过抵达伊朗港口的外国油轮越来越多是千真万确的。业界对委内瑞拉原油出口逐步恢复也抱有预期。在 OPEC+ 逐步放松减产的情况下, 原油供需维持着脆弱的平衡关系, 伊朗和委内瑞拉出口回升很可能让市场再次出现供大于求的场景。

利比亚内战暂时休

身为 OPEC 成员国, 长期陷入不可抗力的利比亚无疑是个异类, 然而因缘际会使得利比亚站在了全球原油增产的前沿。目前利比亚国民军和利比亚民族团结政府达成一项永久性停火协议, 迈出了解决冲突和实现和平的关键性一步。随着利比亚内战的停止, 该国油田和港口迅速解除不可抗力状态。利比

亚国家石油公司表示，当前利比亚原油产量已经恢复至 128 万桶/日，大致相当于动乱前的水平，目标是到 2021 年底达到 160 万桶/日。

和平解决方案对利比亚来说是个好消息，不过利比亚原油产能的回归客观上阻碍了 OPEC+ 平衡原油市场所做出的努力。OPEC 一向对旗下成员缺乏有效约束，何况基于国际人道主义，无法指责利比亚在原油市场面临失衡时大幅增产的行为，该国在相当大的范围内仍将得到豁免。国际原油市场的困境源自疫情造成的需求疲软，此时应警惕供应产生的边际增量成为压倒骆驼的最后一根稻草。

客观辩证否极泰来

查尔斯·狄更斯在《双城记》的扉页上写下：这是一个最好的时代，也是一个最坏的时代。

天之道，损有余而补不足

不应忘记万事万物阴晴圆缺盈亏互化的道理，行情在上涨中走向强弩之末，在下跌后应有否极泰来。国际原油市场在新冠疫情和减产中断的双重打击下，一度产生了休克性的反应。但市场各方都无法接受油价降至冰点，十年不遇的低谷亦是难得的买入良机。

供应已无新鲜事，重整河山待需求

原油市场走向将会取决于疫情防控和消费回暖的进程，上半场看供应，下半场看需求。全球产油国减产的红利逐渐边际减弱，接下来是疫情扩散和经济复苏此消彼长的博弈，而需求将决定未来原油的价格重心。长期趋势上，当前油价仍属于历史中低位置，我们需要耐心地给市场充足的时间修复。

周期叠加决定大势

跳出市场博弈的战术思维，上升到周期的战略层面，会发现原油市场在经历宏观下行周期，行业再平衡周期和疫情发展周期，三重周期叠加决定了油价大势。即便没有疫情爆发、中美关系或地缘政治，也会有其他因素令原油价格向 50 美元的中枢回归，这是 2015 年之后就逐渐浮现的市场规律。

坚定看涨，把握节奏

我们坚定地认为，2021 年油价上涨是大概率的结果，但可以负责任地讲，全球疫情形势不确定的情况下，具体路径是无法预测的，取决于现实和预期的相互矫正。供需关系的发展必然是相生相克，市场筑底回升也并非一马平川的坦途。具体表现在盘面的特征是，短期风险情绪释放带来的快速小幅回落，与基本面长期处于修复阶段带来的缓慢震荡上涨相结合，呈现出波浪式曲折前行的态势。最后，大周期的趋势性上涨必须得到市场走势的验证。

【**风险点**】外围宏观环境，人类抗疫进程，以及潜在的黑天鹅事件等因素给国际原油体系带来的不确定性。

免责声明

本报告由中投天琪期货有限公司（以下简称“中投期货”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。未经中投期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投期货认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券、期货的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中投天琪期货有限公司

公司网站:<http://www.tqfutures.com/>

地址：深圳市福田区深南大道4009号投资大厦三楼

邮编：518048

传真：0755-82912900

总机：0755-82912900