



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

疫苗推动需求，油价缓步向上 ——2021年原油投资策略展望

分析师： 董超（F3030150，Z0012596）

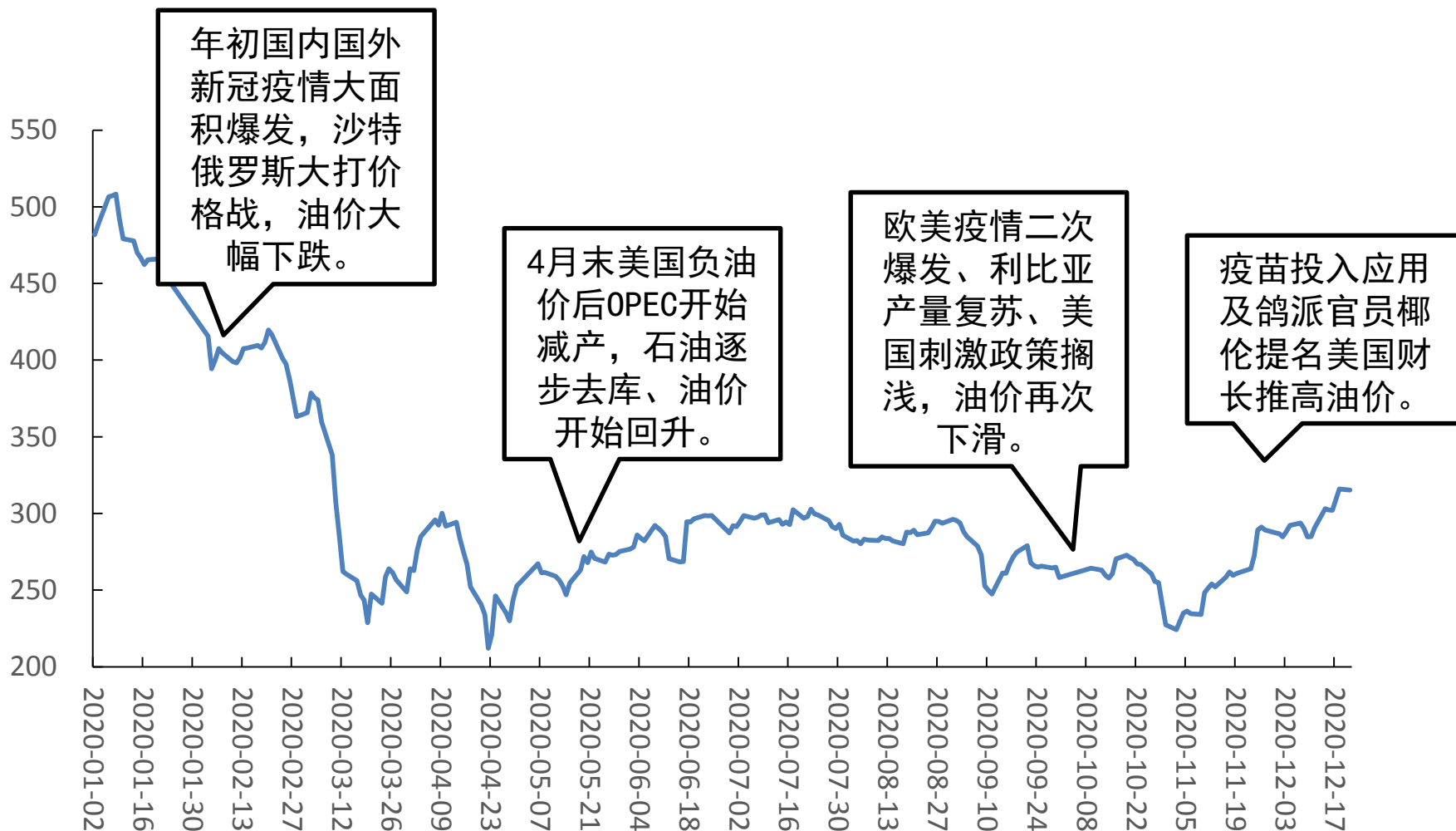
2020. 12. 28

疫苗推动需求、油价缓步向上

——2021年原油投资策略展望

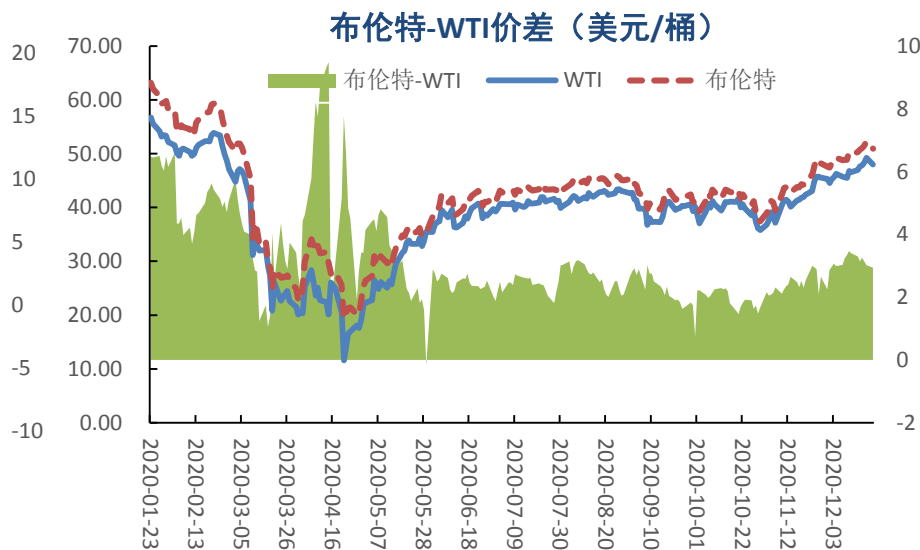
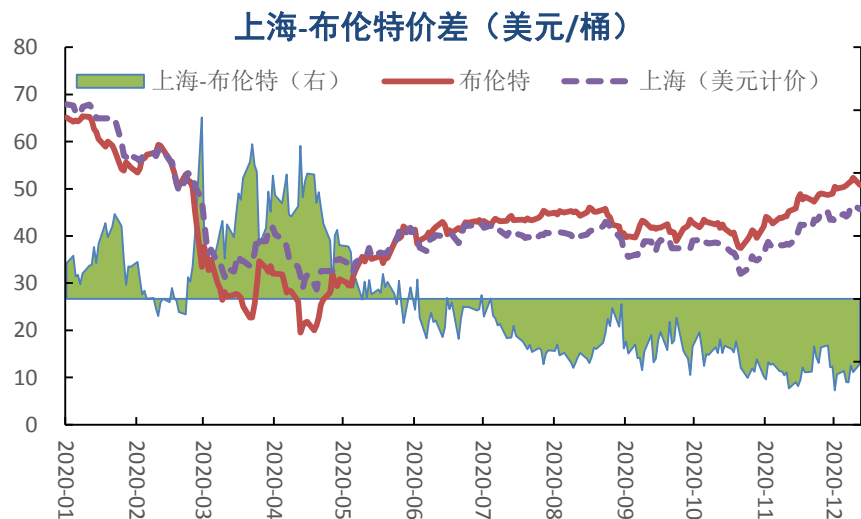
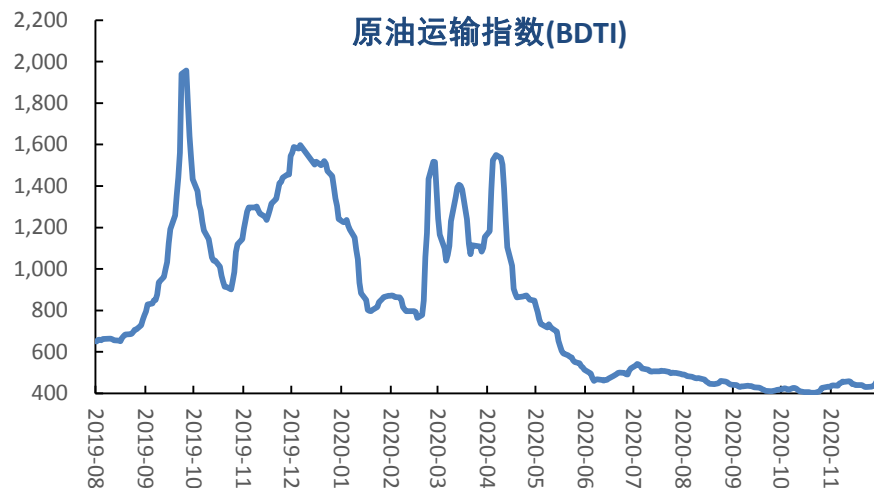
- **主要驱动因素：**疫情蔓延趋势、OPEC+减产、地缘政治紧张、各国刺激政策
- **市场状况：**今年原油市场的主要矛盾就是疫情、OPEC超级减产和各国推出的刺激政策。原油是一个需求极为刚性的品种，往年几十万桶的产量损失也会造成5%左右的波动，但是今年疫情的影响导致了千万级别的需求损失，随后OPEC再不得已的情况下减产20%以上，美国等其他国家也同步减产；加之各国推出的各种刺激政策和疫苗对疫情的缓解，油价在年末才有所起色。2021年对原油影响最大的将是疫苗的推进过程、耶伦将要推出的宽松计划会多大程度上打压美元、以及美伊关系和利比亚等地缘政治问题。考虑到目前OPEC对产量的绝对把控，预计明年原油的整体趋势向上，但幅度有限。内外价差上，随着国内逐步去库，布伦特-SC价差会逐步缩小。
- **核心波动区间：**SC【270-400】，WTI【42-60】，布伦特【45-65】。

走势回顾：疫情阴霾下的全年走势



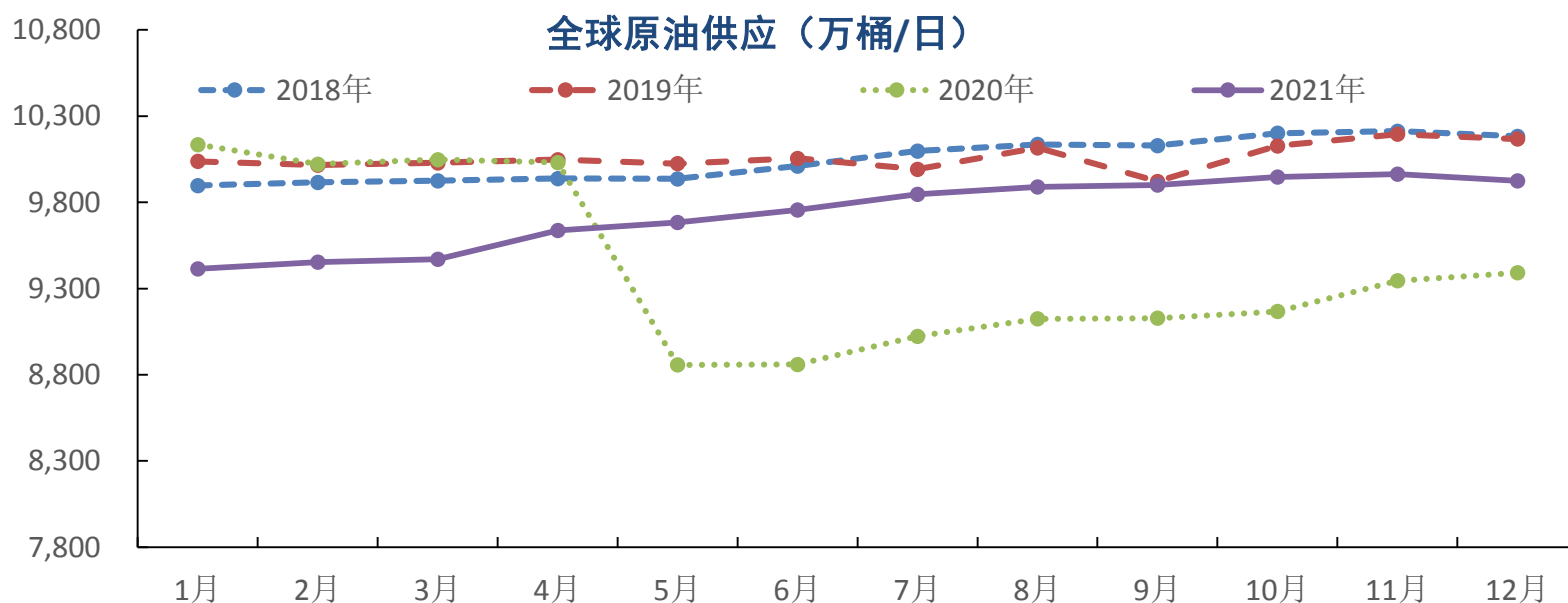
走势回顾：运费继续回落

- 原油需求持续低位，运费连续创下多年新低。BDTI指数下滑至439低位。
- 受运费下滑影响，上海-布伦特、布伦特-WTI价差都在缩窄。



全球产量逐步回升

- 4月下旬OPEC+在需求大幅下滑的压力下开始减产，5月全球产量骤降1174万桶/日，随后逐步抬升。预计2020全年日产9428万桶。
- 2021年，OPEC将逐步放松产量，同时随着油价重回50美元上方，其他国家的产量也将逐步释放，根据EIA的预测，2021年的产量将逐步释放，从目前9400万桶/日的水平上涨到年末的9924万桶/日，全年平均9740万桶/日。



OPEC达成史诗级减产协议

2020年4月9日，达成史诗级减产协议。5-6月减产970万桶/天，7-12月减产770万桶/日，2021年1月-4月减产580万桶/日。

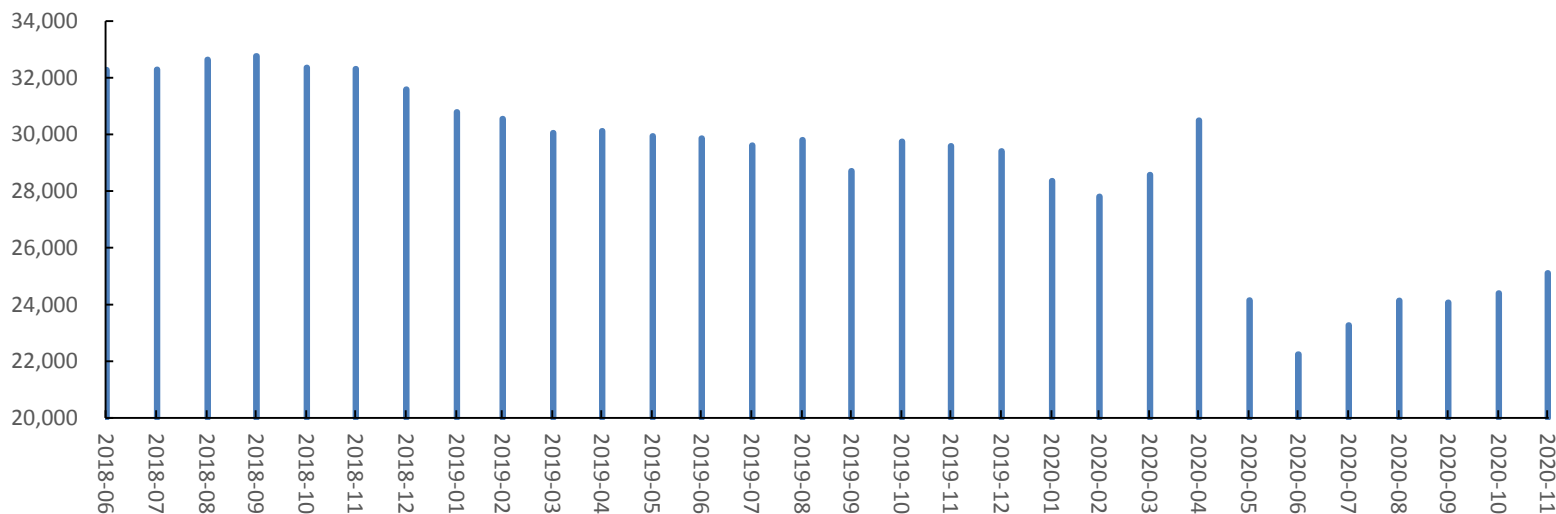
2020年7月，延长减产970万桶/天一个月。

2021年1月增产石油50万桶/日，即将减产额度从770万桶/日调整为720万桶/日，随后将逐月举行部长级会议讨论后续产油协议。

2020年5月，开始执行减产970万桶/日的协议，沙特额外减产100万桶/日。

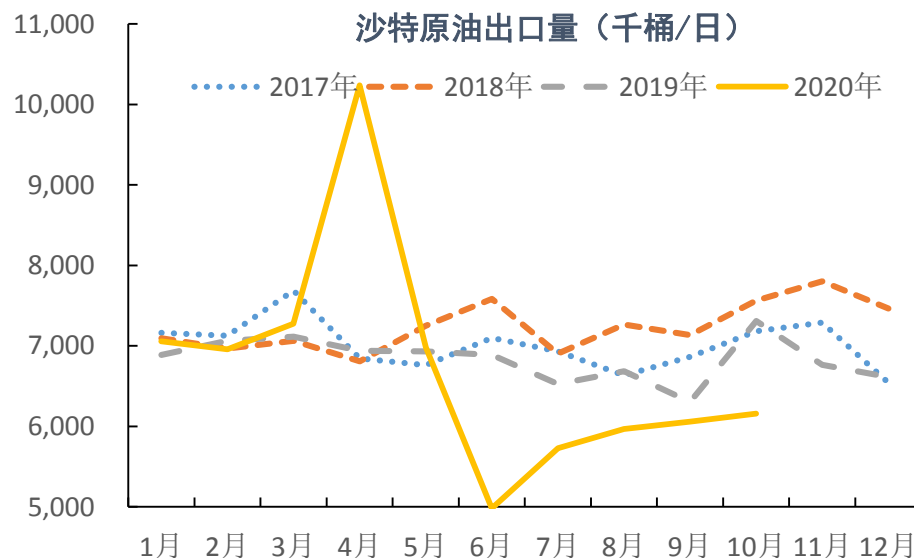
2020年8月，按协议内容减产770万桶至12月

OPEC产量（千桶/日）



沙特产量大幅波动

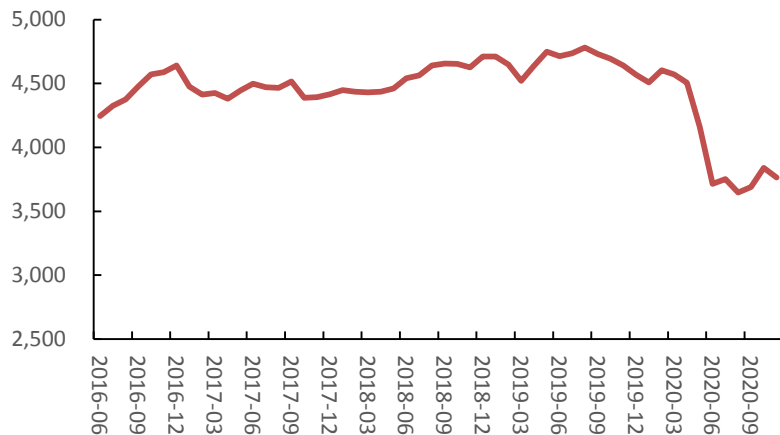
- 由于俄罗斯的不配合，沙特无奈在4月份祭出价格战大旗。产量飙升150万桶/日，出口更是飙涨300万桶/日。4月末达成协议后产量和出口迅速回落，在6月份达到最低值，显示出沙特超人一等控制原油市场的能力。
- 目前沙特基本维持100%的减产执行率，产量维持在895万桶/日附近。出口方面，由于中东地区夏季炎热、空调用电需求高，7、8月份出口大幅下滑。随着天气转冷出口缓步上扬，目前出口在615万桶/日。



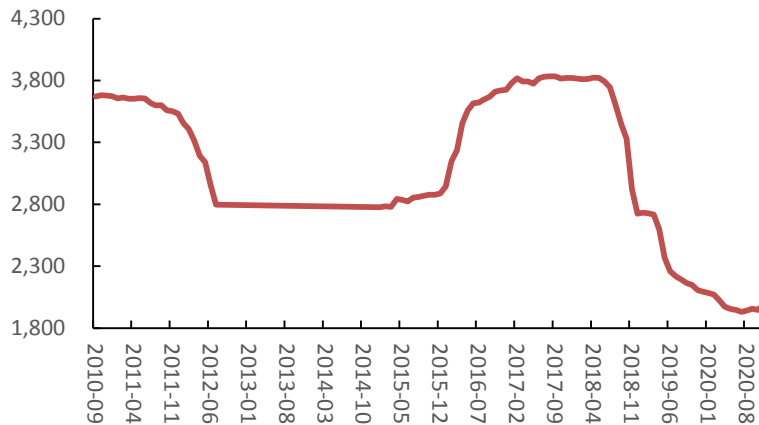
资料来源：Wind，申万期货研究所

OPEC+产量逐步上涨

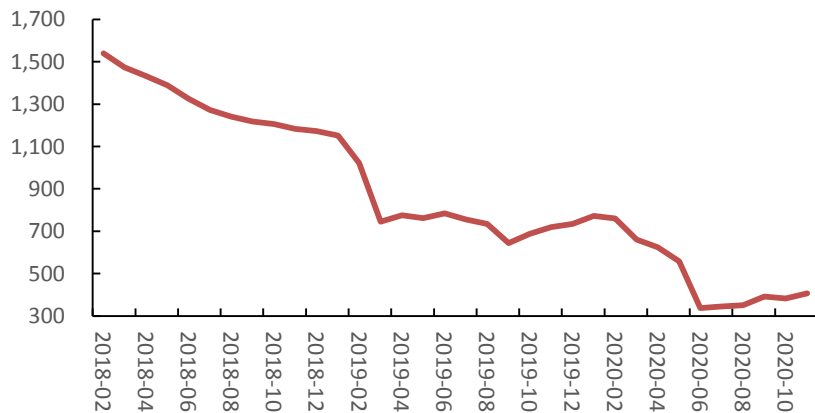
伊拉克产量（千桶/日）



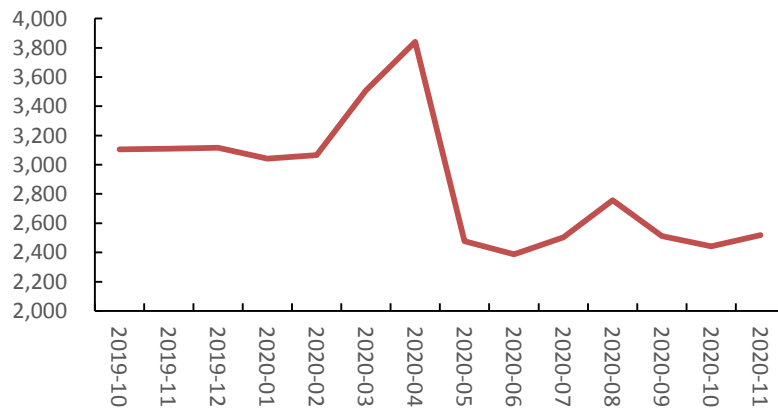
伊朗产量（千桶/日）



委内瑞拉产量（千桶/日）



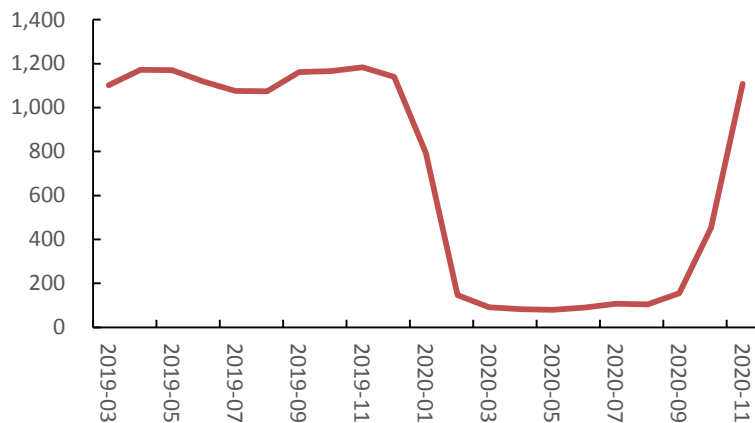
阿联酋产量（千桶/日）



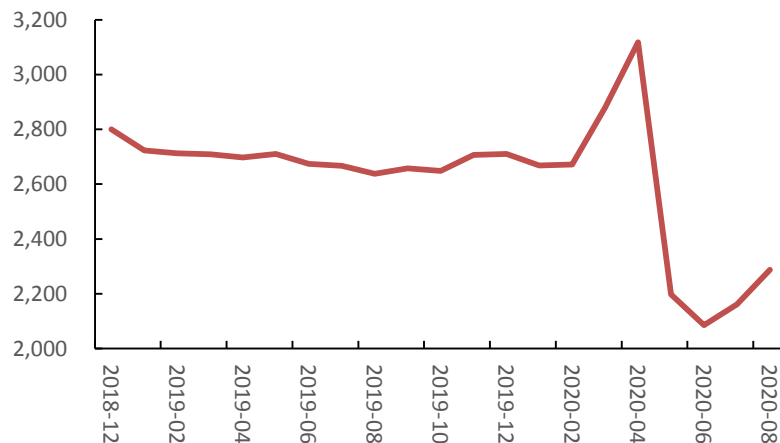
资料来源：Wind，申万期货研究所

OPEC+产量逐步上涨

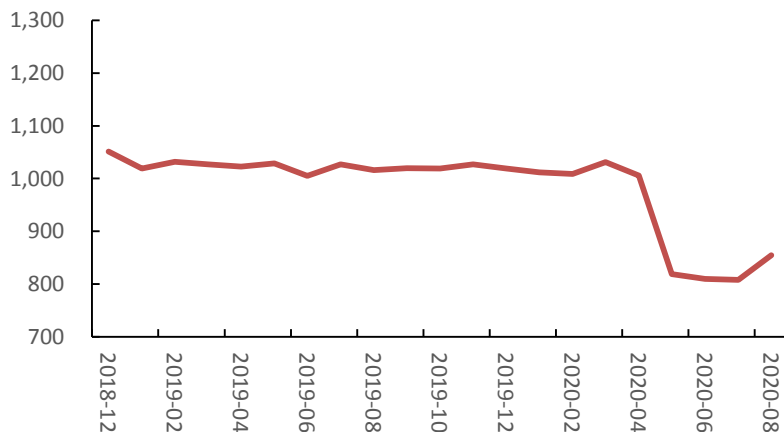
利比亚产量（千桶/日）



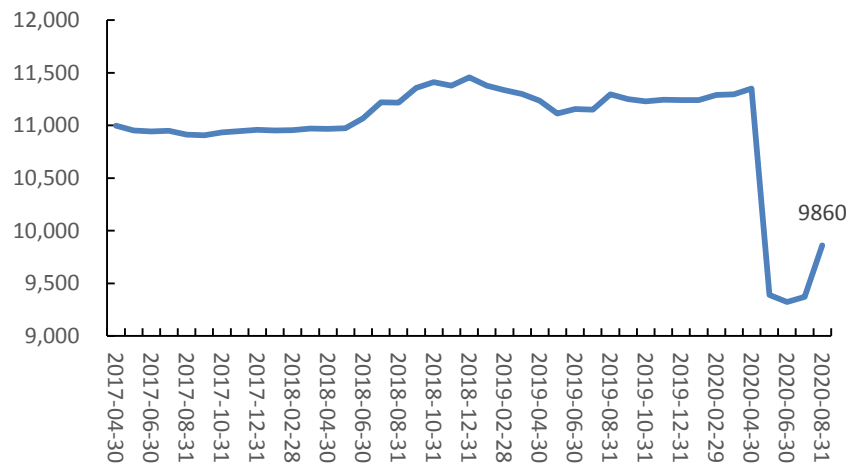
科威特产量（千桶/日）



阿尔及利亚产量（千桶/日）



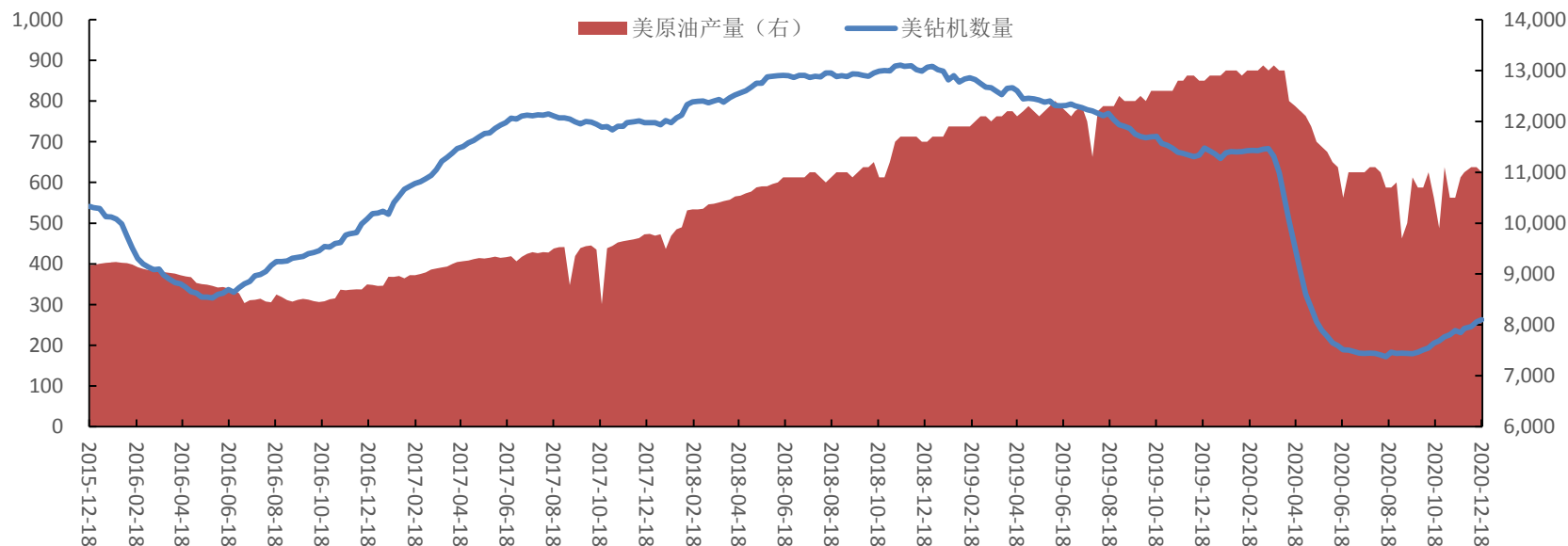
俄罗斯产量（千桶/日）



美国原油产量逐步稳定

- 2020年美国原油产量大跌至1154万桶/日，目前基本维持在1100万桶/日一线。
- 主要受到两方面的影响：飓风和需求下滑。今年由于拉尼娜现象北美飓风高发，影响墨西哥湾产油区的飓风也更多；往年一般2年才有一次大型飓风影响墨西哥湾，但今年共有5个飓风袭击墨西哥湾沿岸，一个飓风周期大约为2周，其中2个造成了50万桶/日左右的影响，3个造成了150万桶/日的影响。
- 美国活跃钻井平台数量今年从接近700座迅速跌至172座，目前随着油价的上涨逐步反弹中，12月18日达到了263座。

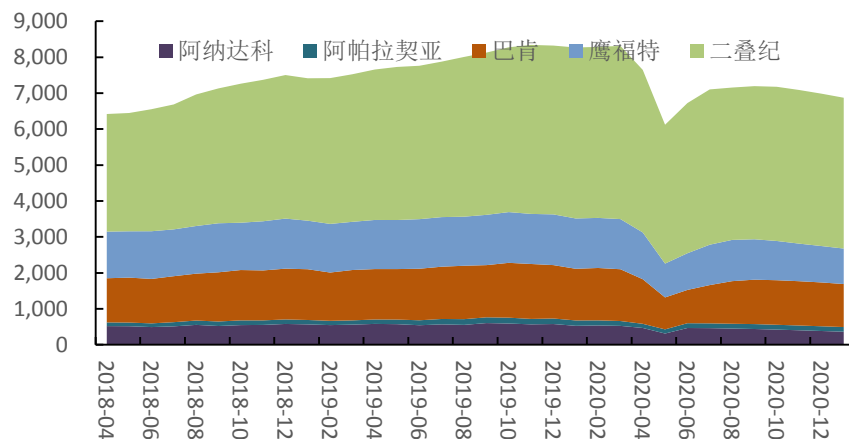
美国原油产量及钻机数（千桶/日、座）



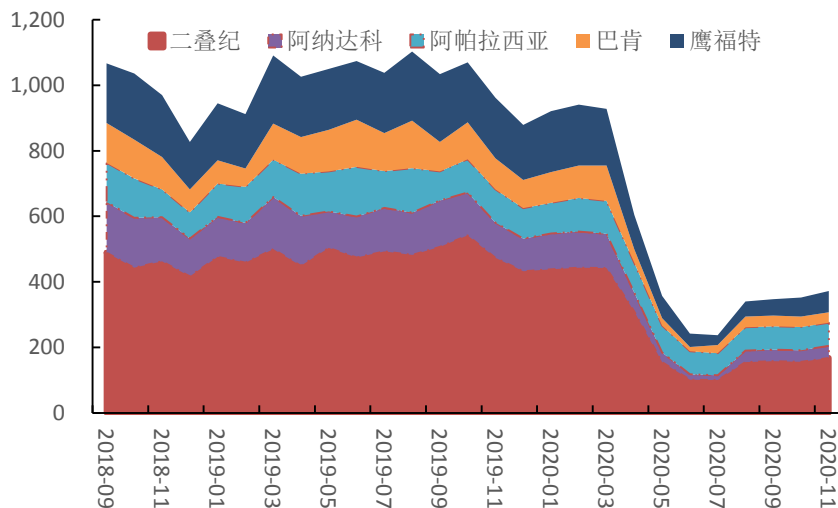
页岩油厂商削减资本支出

- 疫情条件下，各页岩油商纷纷降低投入，2020年总支出预计减少20%-25%。
- 银行对页岩油生产商政策发生转变，银行将在一年内进行两次年度审查，以进一步限制这些公司的借贷能力。据Portillo估计，这种转变可能会导致2020年银行向生产商提供的贷款额度减少10%-25%。
- 油井新钻数和完工数大幅下降后完工数目前开始回升，但主要依赖消耗开钻未完数，显示页岩油企业仍较为谨慎。

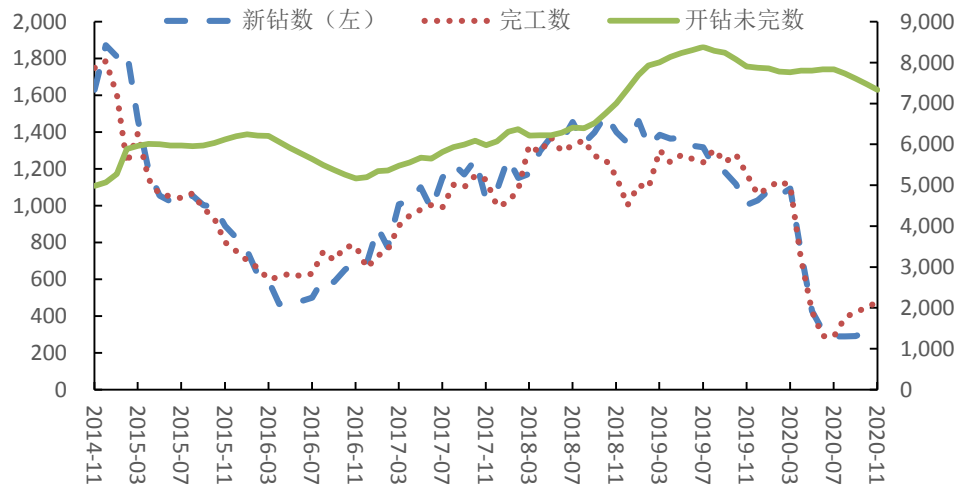
美国油气总产量（千桶/日）



美国各产区油井完工数（座）

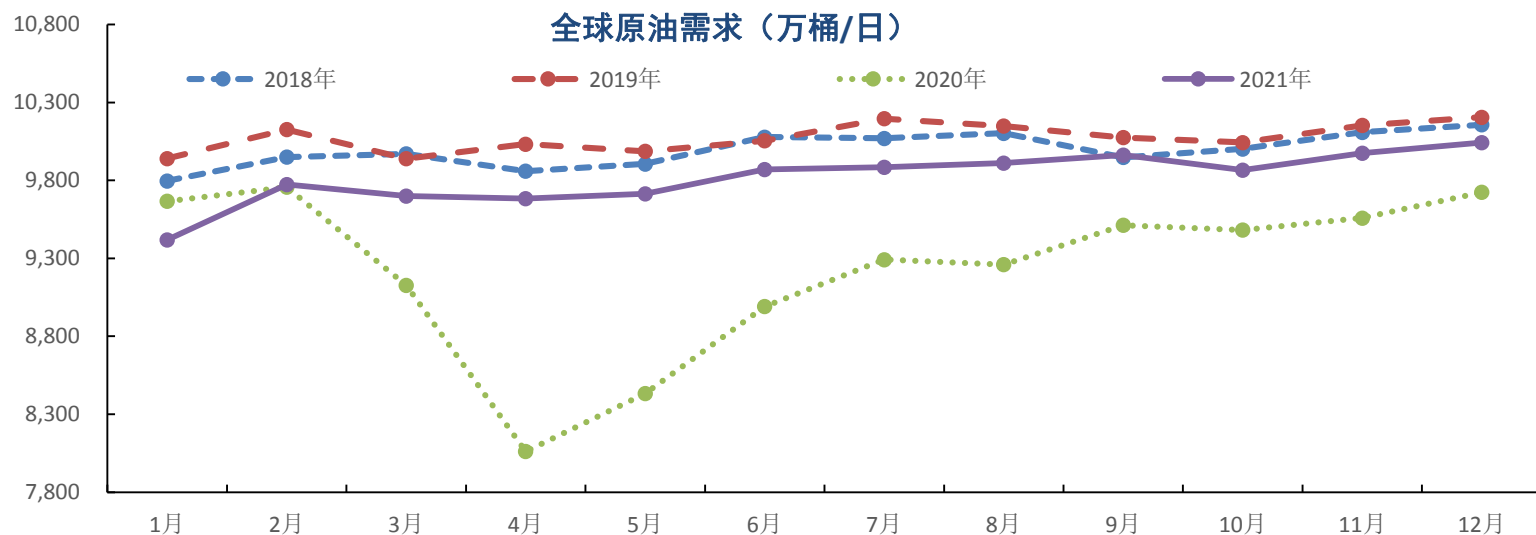


美国油井情况（座）



三大机构纷纷下调明年原油需求

- 美国能源信息署12月份将2020年全球原油需求增速预期调整至缩减885万桶/日，此前为缩减861万桶/日；将2021年全球原油需求增速预期调整至578万桶/日，
- 国际能源署同样下调了全球石油需求预测。预计今年全球石油日均需求比去年日均减少880万桶，比上次报告下调了5万桶；并对2021年全球石油日均需求预测下调了17万桶。主要是因为国际能源署再次下调了航煤/煤油需求预测。
- OPEC将2020年全球原油需求增速预期从-975万桶/日调整至-977万桶/日，将2021年全球原油需求增速预期从625万桶/日调整至590万桶/日。



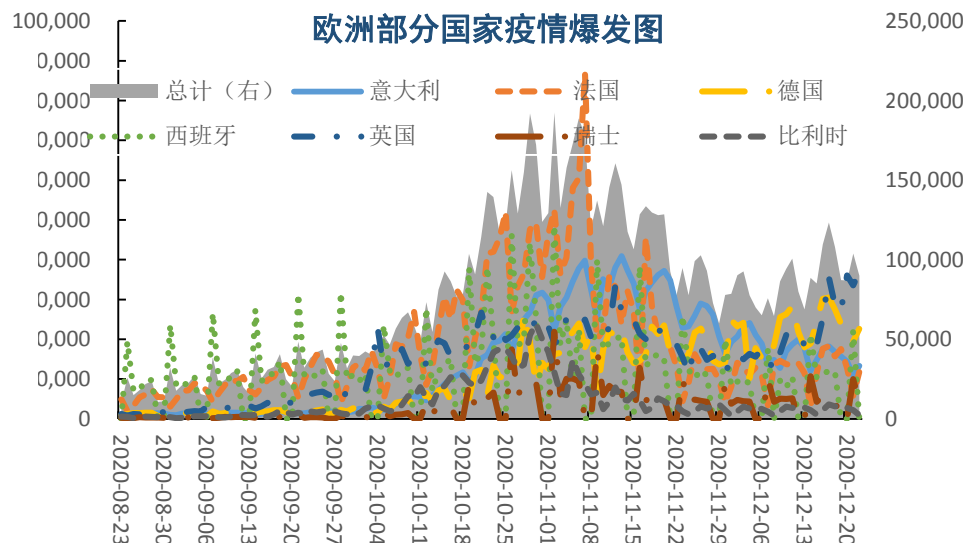
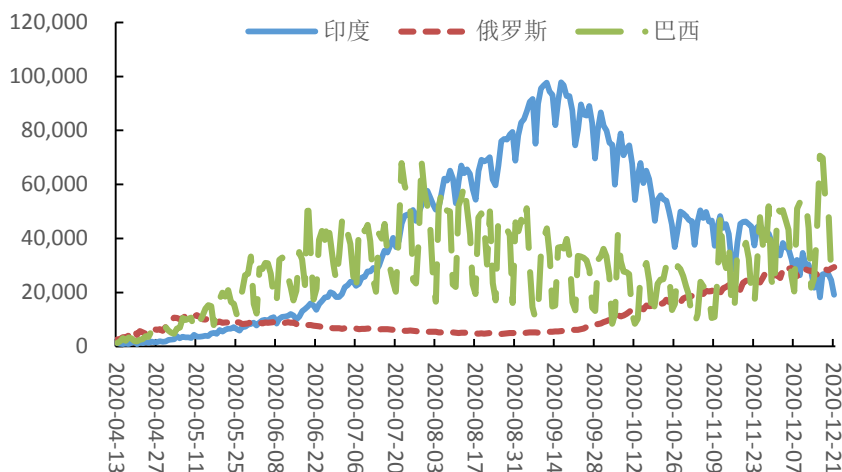
全球患病人数维持高位

■截止12月22日，全球累计确诊7840万人，累计死亡172万人，每日新增人数继续增加，目前每日新增约60万人。

■目前疫情主要集中在欧美国家爆发。



印度、俄罗斯、巴西每日感染人数(人)



美国经济逐步复苏

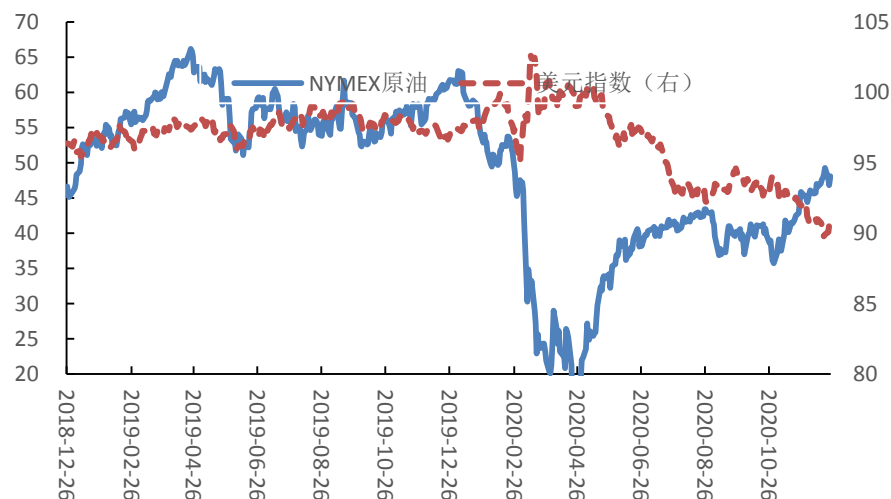
■ 截止12月22日，美国新冠累计确诊1864万人，累计死亡33万人，位列全球第一。

■ 受疫情影响，美国经济全面下滑。二季度GDP下滑31%，失业人数大幅增加，4月最高达到14.7%，随着刺激政策出台及情绪放缓，失业率逐步下降至11月的6.7%。

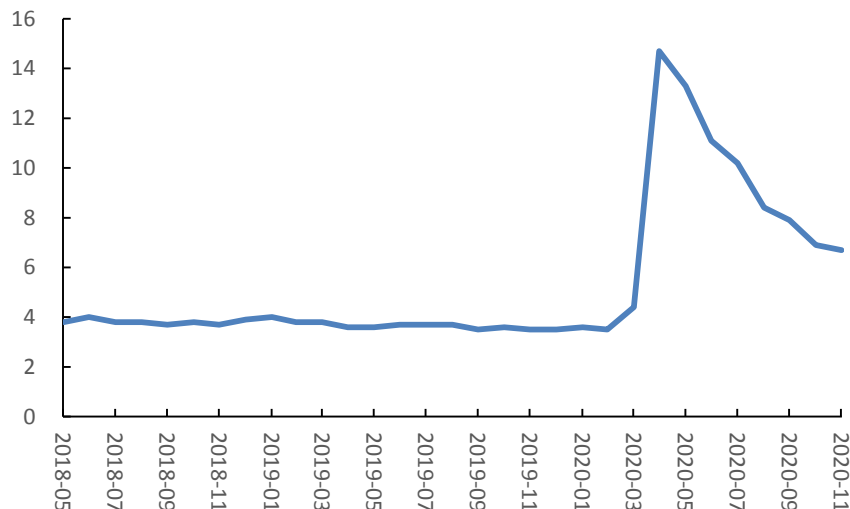
美国新冠肺炎当日新增（人）



油价与美元指数



美国失业率（%）

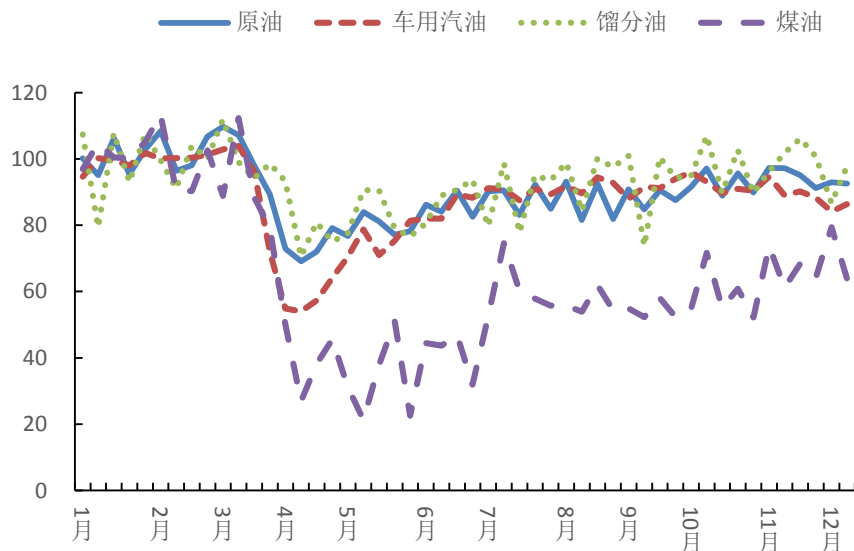


美国需求复苏遇到瓶颈

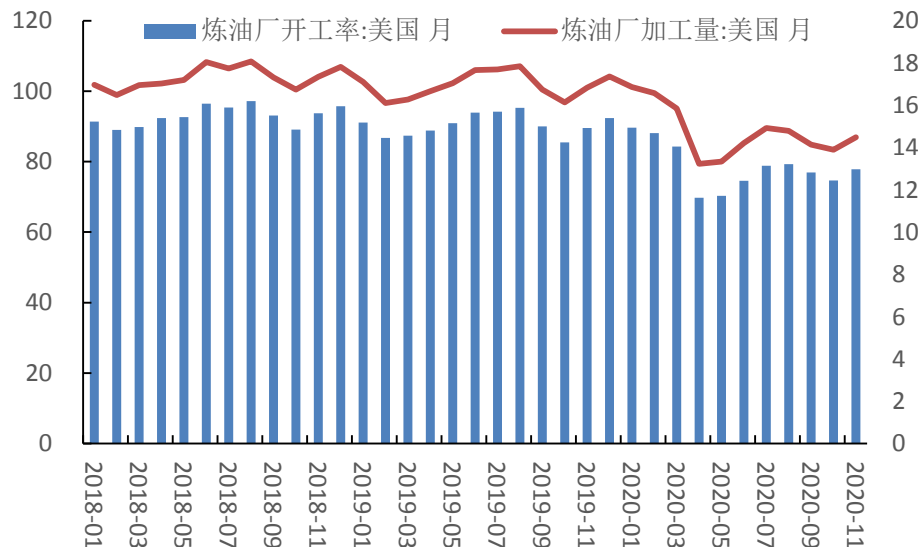
■美国原油整体需求最低出现在4月初，仅13797万桶/日，仅相当19年的69%。随后逐步复苏。目前原油整体需求维持在去年的92%左右。其中由于航空业仍未恢复煤油消费最差，仅维持去年65%附近，汽油消费在出行限制下维持89%附近，馏分油（柴油、取暖油）消费恢复最好，达到97%。

■今年由于下游需求疲软，美国炼厂开工弱于去年，全年平均开工78.57%，低于去年的90%。

美国原油需求（与5年均值相比）（%）



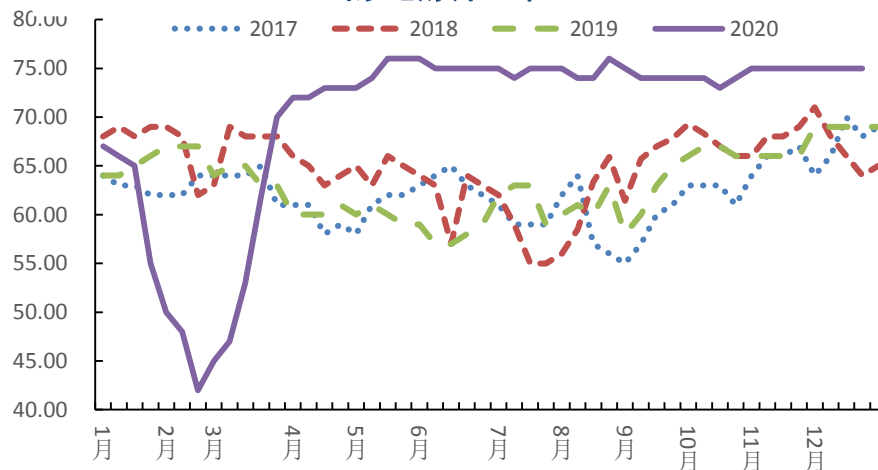
美国炼厂开工率及加工量（%、百万桶/日）



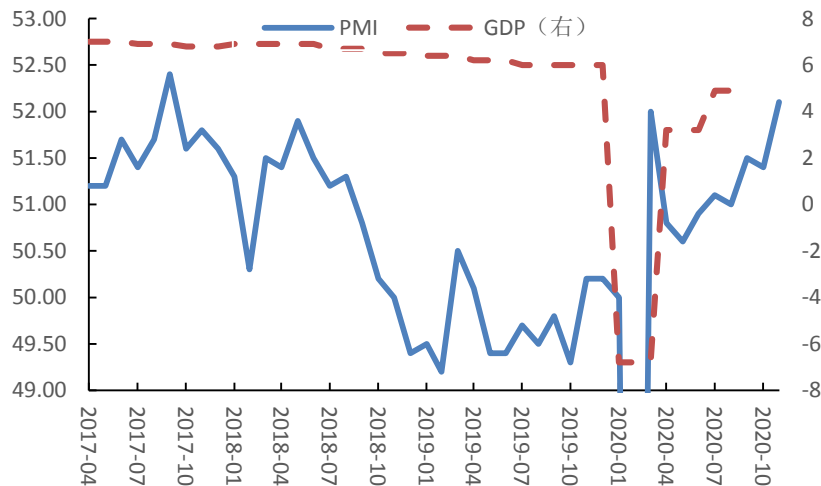
中国需求维持稳定

- 山东地炼常减压装置开工负荷3月份后维持高位。主要原因在于炼油利润较好及大量的原油库存。
- 今年1-11月中国累计进口原油5.04亿吨，同比增长9.5%，比去年9.0%的增速略有提高，下半年进口增速放缓。

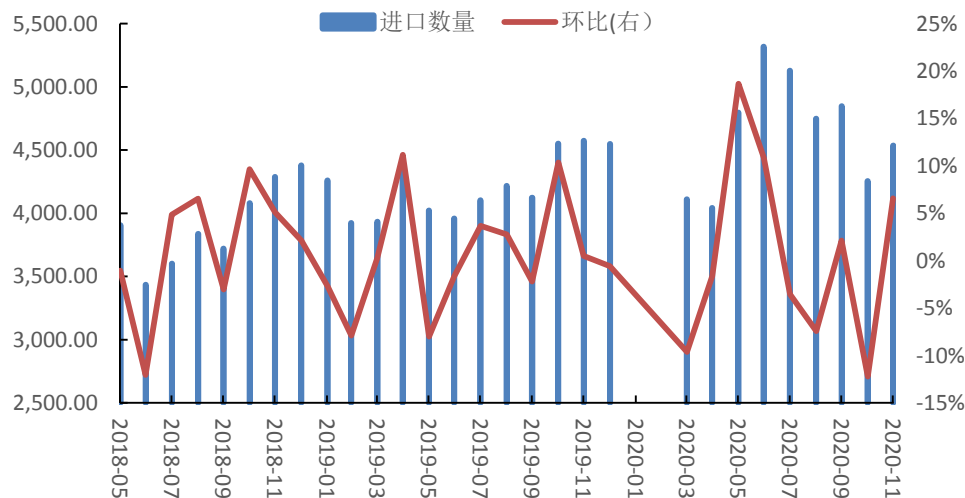
山东地炼开工率 (%)



中国PMI及GDP (%)



中国原油进口及环比 (万吨/月, %)

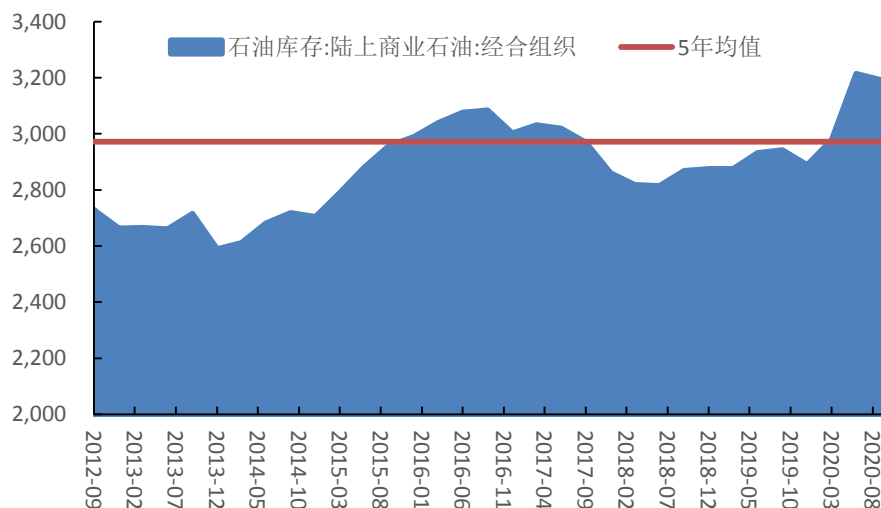


资料来源: Wind, 申万期货研究所

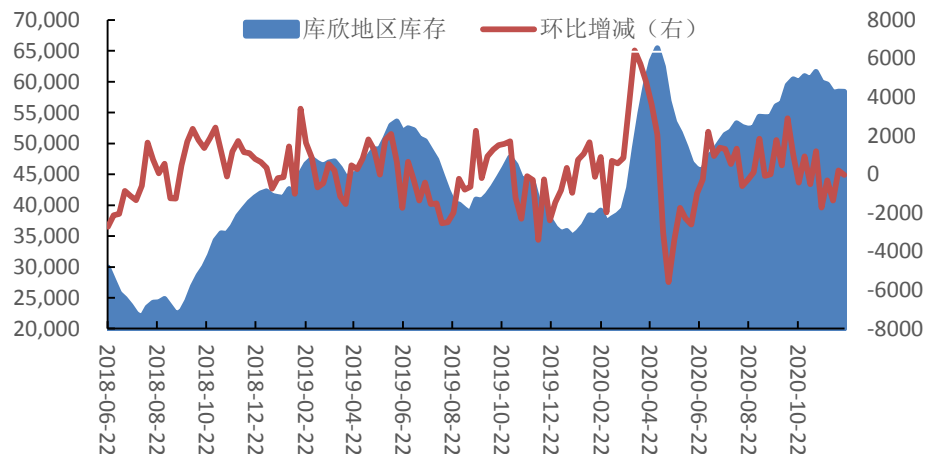
平衡：全球库存维持高位

- OECD库存年初大幅增长，在3季度出现回落，但仍高于5年均值2.2亿桶至31.92亿桶。
- 虽然今年美国产量大降，但需求疲软压力下库存维持5亿桶高位，比5年均值高12%。
- 交割地库欣地区库存逐步增加，存在一定隐患。目前库存为5838万桶，比5月高点少700万桶。

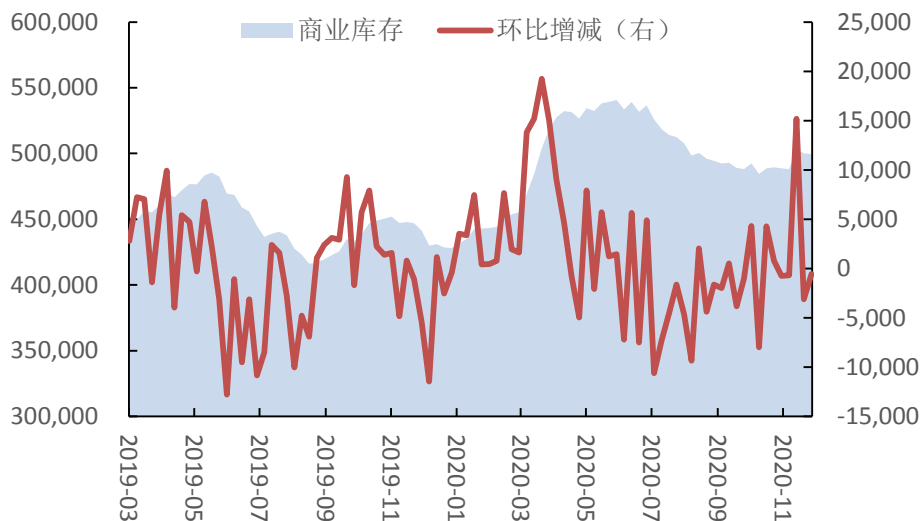
OECD库存（百万桶）



美国库欣库存（千桶）



美国商业库存（千桶）

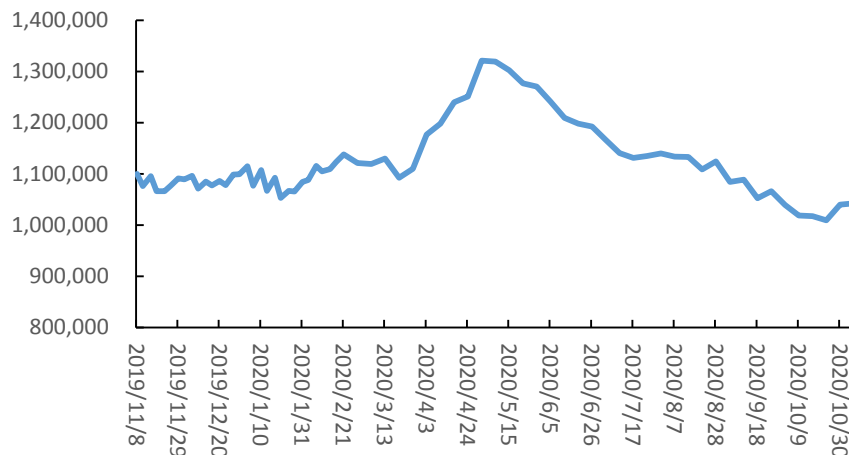


资料来源：Wind，申万期货研究所

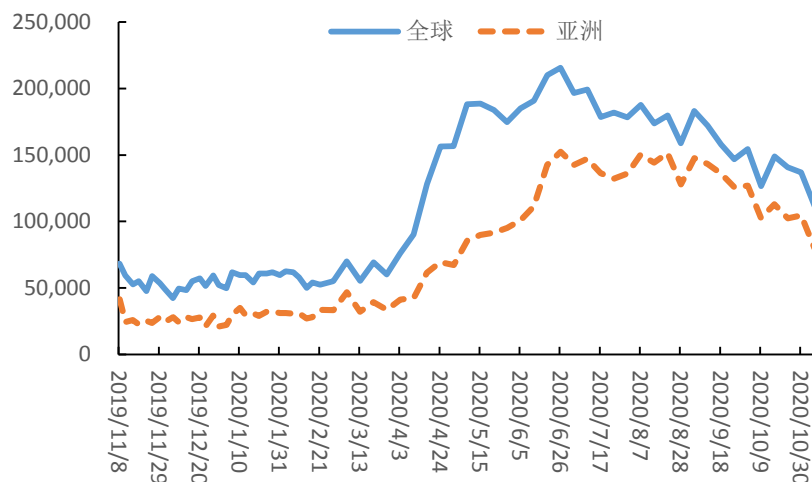
平衡：海上库存大幅下滑

- 目前全球在途原油10.4亿桶，维持19年水平。较5月高点下降3亿桶左右。
- 浮仓数据同步大幅下滑，目前全球浮仓1.1亿桶，亚洲浮仓8000万桶。中国山东港区去库较快，前期滞港油轮迅速卸货。
- 上期能源仓单同步下滑，目前库存3000万桶，较前期4500万桶高点下降1100万桶。

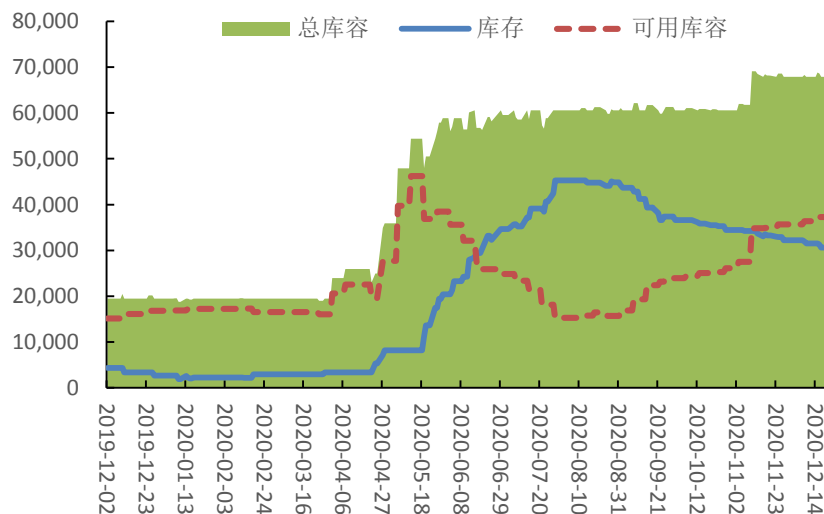
全球在途原油（千桶）



海上浮仓库存（千桶）



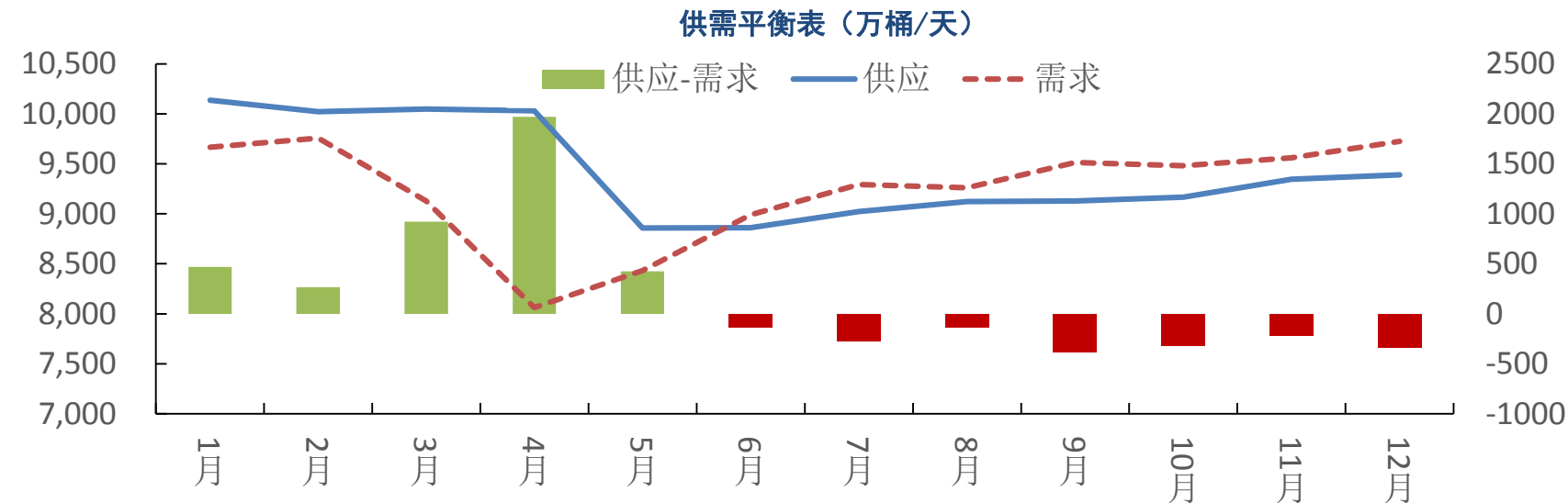
上期能源仓单（千桶）



资料来源：Wind，申万期货研究所

平衡表：2020年供需平衡表

■ 2020年原油全球日均供应9428万桶，日均需求9239万桶，日均供应大于需求189万桶。

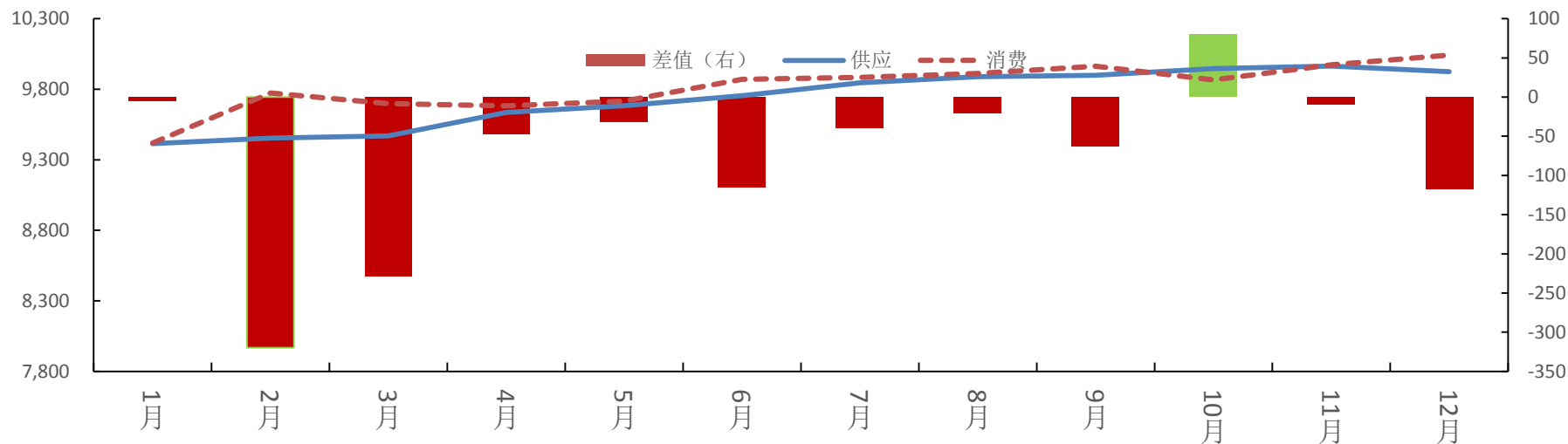


时间	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
供应	10135	10022	10048	10031	8857	8860	9023	9124	9128	9167	9345	9391
需求	9666	9757	9127	8061	8433	8991	9292	9260	9512	9482	9559	9724
供应-需求	469	265	921	1970	424	-131	-269	-136	-384	-315	-214	-333

平衡表：2021年供需平衡表

■ 2021年原油全球日均供应9740万桶，日均需求9817万桶，日均供应小于需求77万桶。

供需平衡表（万桶/天）



时间	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
供应	10135	10022	10048	10031	8857	8860	9023	9124	9128	9167	9345	9391
需求	9666	9757	9127	8061	8433	8991	9292	9260	9512	9482	9559	9724
供应-需求	469	265	921	1970	424	-131	-269	-136	-384	-315	-214	-333

预测：2021年油价整体向上

市场状况：今年原油市场的主要矛盾就是疫情、OPEC超级减产和各国推出的刺激政策。原油是一个需求极为刚性的品种，往年几十万桶的产量损失也会造成5%左右的波动，但是今年疫情的影响导致了千万级别的需求损失，随后OPEC再不得已的情况下减产20%以上，美国等其他国家也同步减产；加之各国推出的各种刺激政策和疫苗对疫情的缓解，油价在年末才有所起色。2021年对原油影响最大的将是疫苗的推进过程、耶伦将要推出的宽松计划会多大程度上打压美元、以及美伊关系和利比亚等地缘政治问题。考虑到目前OPEC对产量的绝对把控，预计明年原油的整体趋势向上，但幅度有限。内外价差上，随着国内逐步去库，布伦特-SC价差会逐步缩小。

核心波动区间：SC【270-400】，WTI【42-60】，布伦特【45-65】。

疫苗

全球经济体政策刺激

地缘政治危机

多

空

疫情影响需求

利比亚、伊朗、委内瑞拉增产

2021年原油期货操作建议

波段操作

- 260-270区间轻仓做多，结合疫情形势止损止盈

套利操作

- 布伦特-SC价差大于4美元时入场卖布伦特买SC

风险因素

- OPEC减产出现变化
- 疫情发生重大变化
- 中美、美欧贸易战升级
- 伊朗核问题出现大幅变化
- 美国产量大幅增加

免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。