

2020 年原油市场年度展望

供需预期趋好，油市重心或继续上移

摘要

- 展望后市，目前 60 美元附近的油价接近或低于各个主要产油国的财政盈亏成本，也处在页岩油的新井开发盈亏平衡成本附近，在成本支撑和 OPEC 减产意愿较强的前提下，国际原油长时间下跌的可能性也较小。短期内 50-60 美元/桶或将成为油价新的底部震荡区间。
- 总体来说，我们认为油价在“OPEC 供给控制+页岩油成本上行”的背景下底部支撑相对稳固，若 2020 年全球贸易环境缓和，主要经济体不出现超预期下滑，加之地缘推波助澜，国际油价有望继续维持区间宽幅震荡运行，整体重心小幅上移的格局。WTI 油价预测全年波动区间在 50-70 美元/桶。对应 SC 主力合约区间 400-550 元/桶。

研究 创造价值

用心、诚心、专心、贴心

锦泰期货研发部

陈捷 025-83116158

cjie314@gmail.com

投资咨询证号：Z0002863

供需预期趋好，油市重心或继续上移

——2020 年原油市场年度展望

一、2019 年原油行情回顾

2019 国际原油价格在基本面因素多空交织下盘整运行。OPEC 国家和俄罗斯等产油国的减产计划仍促使油价强势反弹，但宏观经济不景气和美国页岩油增产促使油价回落。年初，国际油价强势反弹；从 3-4 月份开始在经济数据不佳、贸易摩擦发酵和美国原油产量增长等背景下，国际油价整体下行，三季度沙特遇袭事件导致油价短暂暴涨，但随即快速回落，年末受到宏观面数据回暖和 OPEC 继续减产消息提振价格震荡偏强。总体 2019 年 WTI 原油波动区间 40-65 美元/桶，与我们在去年年报中的预测基本一致。

图 1 2019 年原油现货走势



图 2 2019 上海 INE 原油期货指数走势



数据来源：文华财经，锦泰期货研发

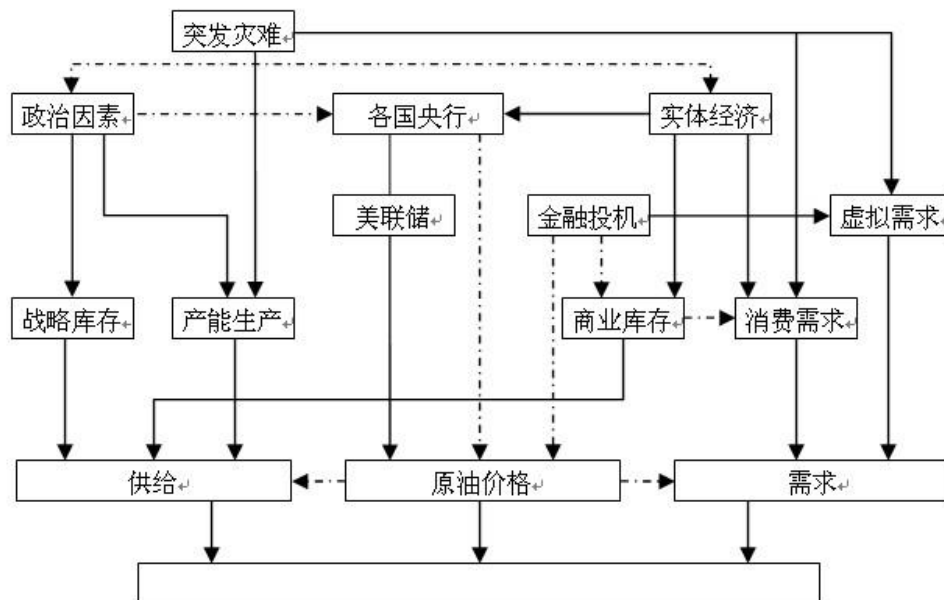
内盘原油方面，上海 INE 原油期货上市一年有余，主力合约价格基本跟随国际市场波动；年初最低 369 元/桶，5 月下旬一度升至 521 元/桶，回落后年末再度攀升至 490 元/桶。

二、原油价格影响因素分析框架

原油被称为“大宗商品之王”，即意味着其走势对整个工业品市场乃至世界经济影响巨大。随着地缘政局的变迁和基本面的变化，原油市场近十年来走势大起大落，说明原油市场自身也处在一个从“平衡-失衡-再平衡”的博弈过程当中，其影响因素复杂多变，牵一发而动全身。

我们可以将原油定义为一种政治金融商品。原油本质上是一种商品，金融属性是影响油价的主要决定因素，而政治属性则来源于原油是一种重要的战略资源。如果追溯当前原油定价体系的诞生，那么这一定义可能更容易理解：1975 年，美国以提供保护为交换条件，要求海湾合作组织以后进行原油贸易结算只能使用美元，这里美国的安全保护是一个典型的政治交换砝码，美元结算直接决定了它的金融属性，原油贸易及实体工业供需表明原油的商品特征。

图 3 原油价格影响因素简示：地缘、汇率、供需



（注：虚线表示为间接、非主要影响；所有关联关系间均是如政治和经济之间的相互作用关系，限于篇幅未以图形表示。）

资料来源：锦泰期货研发

如图 3 所示，我们认为原油价格主要由供需、投机、汇率、地缘政治、突发因素、

储备等多种因素决定，但最终以上因素都可以汇集到供给、需求和汇率上来。但对地缘冲突、自然灾害等突发事件的炒作和预期变化也会加剧油价短期的波动。从近期走势看，随着美元主导地位的削弱和页岩油增产、清洁能源普及等基本面新格局的出现，由 OPEC、中东政局和美元主导的传统石油分析框架正在向多极化因素主导的新兴石油市场价格体系转变。

三、2020 原油市场基本面分析

（1）宏观面：贸易战谈而不崩，地缘冲突暗流汹涌

回顾前三季度，前期主导需求悲观预期最大的利空因素来自于贸易战。5 月份中美贸易谈判破裂，贸易战进一步升级，原油价格冲高见顶后快速回落。不过今年 9 月-10 月，中美两国高级别经贸磋商继续进行，双方在贸易逆差、知识产权、汇率、服务业开放等诸多领域达成阶段性成果，随着下半年中美谈判维持谈而不崩的节奏，贸易战冲击缓和，市场悲观预期有所消化；12 月份中美贸易谈判终于达成第一阶段协议，刺激油价持续走高。

除了贸易战这一新兴突发因素，地缘政治影响油价的传统重要因素，往往造成短时间油价的暴涨或者暴跌。2019 年 9 月 14 日凌晨，沙特阿美石油公司旗下的 Khurais 油田和 Abqaiq 原油处理设施遭遇无人机袭击，现场发生猛烈爆炸并起火。随后，也门胡塞武装宣布对此事件负责。事件短时间造成沙特约 100 万桶/天原油产能和 500 万桶/天分离产能下线，国际原油市场遭遇近年来最大黑天鹅事件。9 月 16 日开盘布伦特原油即上涨 19% 左右，WTI 暴涨 15% 以上，创下了近 30 年来最大单交易日百分比涨幅。许久未出现的中东局势突然爆发，而且直接针对石油生产设施，导致地缘一举成为近期影响石油市场波动的主导因素。

图 4 OPEC 和沙特原油产量



数据来源：OPEC、锦泰期货研发部

中东地区另一不确定性因素来自伊朗。美国重启伊朗制裁以来，伊朗原油产量和出口量呈整体降低趋势。2019 年 5 月，美国给与中国等国家的 6 个月伊朗进口豁免期到期并终止对豁免延期。2020 年又恰逢美国大选之年，美国政府为了提升支持率，不排除给伊朗制裁加码或给伊朗当局政权施加压力，这容易导致伊朗问题的升级。

果不其然，2020 年 1 月 3 日，伊朗“圣城旅”指挥官卡西姆·苏莱曼尼遭遇美军无人机“奇袭斩首”身亡。随后伊朗方面宣布中止履行伊核协议并誓言报复。美驻伊拉克使馆附近及伊空军基地遭火箭弹袭击，美军在肯尼亚基地也遭到袭击，伊朗问题在 2020 开年就再度升级，这对 2020 年的油价显然将带来重要影响。

不过遇袭事件爆发之后，由于沙特阿美快速修复受损下线产能，沙特与也门胡塞武装有意达成全面停火协议，遇袭事件的冲击快速消弭，油价甚至跌回遇袭事件前价格水平。但是需要关注的是遇袭事件的调查结果尚未明朗，不排除这一事件的余威仍足够再一次引发中东地缘局势的震荡。

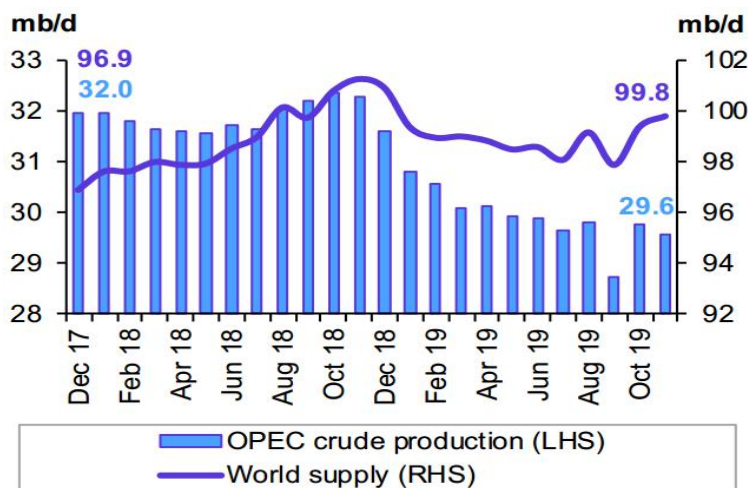
供给端：OPEC 减产延续，页岩油增产或迎来拐点

自 2016 年底 OPEC+ 达成减产协议以来，全球供需再平衡迅速推进，这也是主导 Brent 在此轮由 55 美元涨至 80 美元的主要基本面因素之一。自 2017 年 1 月减产协议正式生效以来，OPEC 与部分非 OPEC 国家组成的减产联盟维持着较高的减产执行率。从减产力度上看，自 3 月份以来，OPEC11 国减产执行率呈现下降趋势。不过 9 月由于沙特油田遇袭，OPEC 组织的减产执行率被动地提升至 274%。

在 2019 年 12 月刚刚结束的 OPEC+ 会议上，OPEC 最终决定扩大 50 万桶/日的减产规模，由于第五届 OPEC+ 会议的决定为减产 120 万桶，所以新的减产规模为 170 万桶/日；另外，在一定条件下沙特自愿超额减产，最终减产规模约为 210 万桶/日。

沙特之所以在减产问题上态度这么坚决，除了油价影响其财政收入之外，沙特阿美 IPO 也是重要的因素。虽然 OPEC 在 2020 年减产仍存在执行率不确定的问题，但 210 万桶/天的减产幅度还是远超市场预期，预计对 2020 年的油价起到较大的支撑作用。

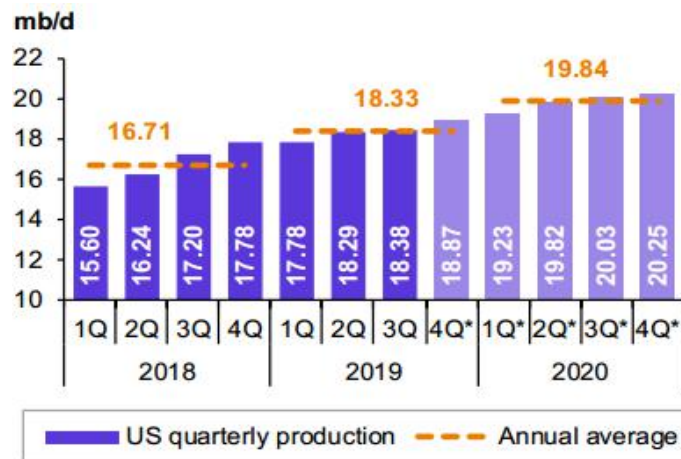
图 5 OPEC 与世界原油产量（2016-2018，单位：百万桶/天）



数据来源：OPEC 月报、锦泰期货研发部

另一方面，随着页岩油技术的成熟，美国原油供给已经成为世界石油市场中一股不可忽视的力量。2019 年美国已成为世界上第一大原油生产国；其增产节奏继续保持稳定增长态势。自今年年初以来，美国七大页岩油产区的投产率在显著回升，但受到生产技术成本等因素限制，美国页岩油的生产面临着较大挑战。水压裂法在近年不断增产的过程中提高了环境处理成本。

图 6 美国原油季度产量和供给预测（单位:百万桶/天）



数据来源：OPEC 月报、锦泰期货研发部

随着页岩油开采成本提升，美国原油产量增速拐点已现。美国页岩油厂商从资本市场融资成本越来越高，油价相对较低的情形下，为满足投资者资本回报要求，厂商不得不削减资本开支，这将使得未来美国产量增速逐步放缓。今年二季度美国 43 家能源石化企业资本支出同比下滑 4.6%，全年同比下滑幅度或达 10%以上。

不过总体看来，页岩油后期投资的下降传导到产量上尚需时日。美国原油产量总体仍在上升态势，2019 年增幅超过 150 万桶，2020 年美国产量增幅预计仍然将超过 100 多万桶。加上未来巴西、挪威、加拿大产量也会增长，从非 OPEC 国家供给端的增长和 OPEC 的减产效果叠加来看，在不发生重大地缘冲击因素前提下，2020 的原油市场供给面仍将呈现平衡略宽松格局。

需求端：贸易战边际影响减弱，石油需求趋稳

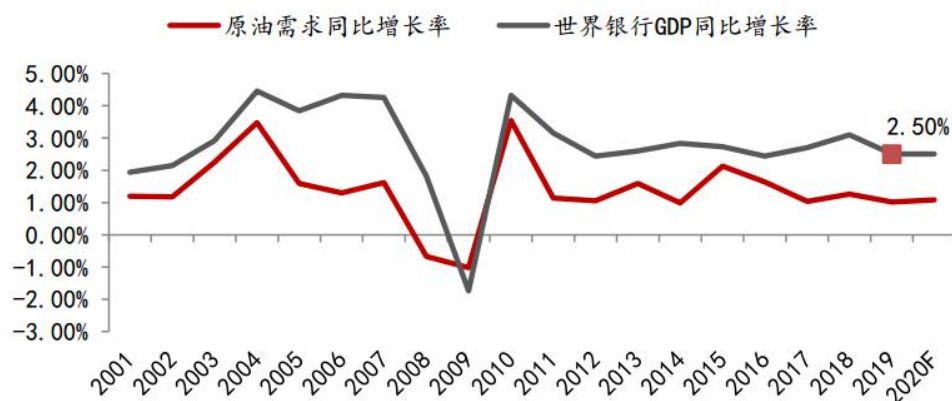
从宏观方面看，2019 主导油市动荡的主要因素逐渐由供给侧切换到需求侧因素。特别是自 5 月份以来贸易战升温，带来全球经济增长放缓的悲观预期抬头。总体看今年需求侧消息和宏观经济数据对油价影响大于 2018 年，相比之下供给侧减产对油价的边际影响正逐步减弱。

数据上看，近年来全球宏观经济疲软影响了原油消费，全球原油需求增速从 2015 年的阶段性高点 1.9% 回落至 2018 年的 1.2%，预计 2019 年的全球原油需求大概率回落至 1% 以内。在最近的一次预测中，IMF 继续调低 2019 年和 2020 年的 GDP 增速为

3.0%和 3.4%。同时 OPEC 对全球主要国家的经济预测也偏谨慎。

在 OPEC 最新发布 12 月份月报显示，2019 年全球原油需求同比增 98 万桶/日；非 OECD 国家贡献 96 万桶/日。美国工业需求和印度交通需求均大幅不及预期。预计明年化工及交通需求支撑同比增速回升至 108 万桶/日。2020 年全球原油需求预计增长 1.08mb/d，其中 OECD 需求增长 0.07mb/d。

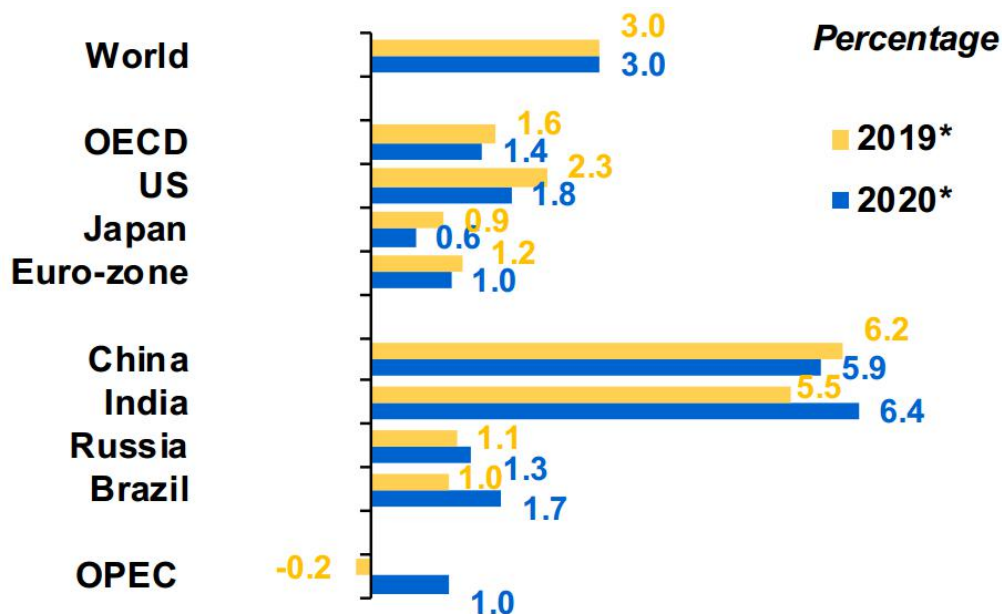
图 7 原油需求与 GDP 增速



数据来源：OPEC 报告，锦泰期货研发部

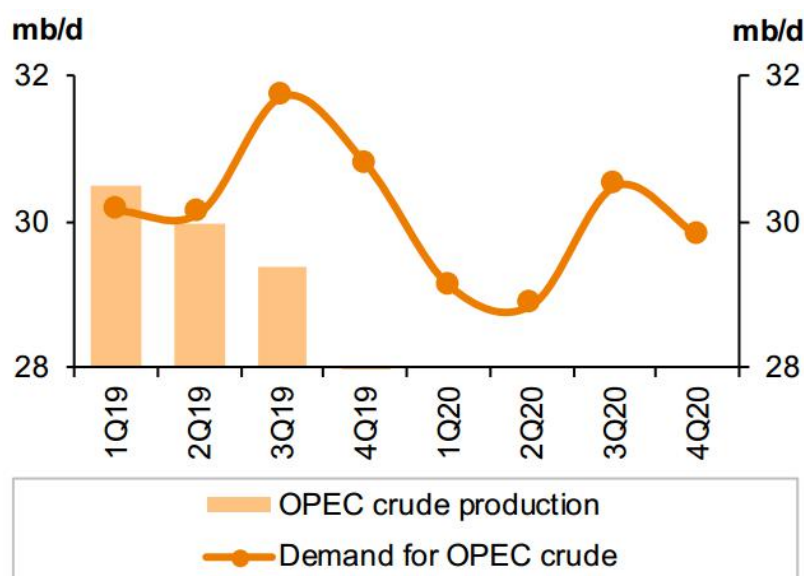
OPEC 预计 2020 第一季度对 OPEC 原油需求为 2913 万桶/日，考虑到 12 月初 OPEC+协议的 50 万桶/日的减产以及沙特 40 万桶/日的有条件减产后(最乐观的情况)，明年 1 季度全球供需已经可以达到紧平衡，但 2 季度仍然存在近 30 万桶日的供应过剩，这个问题仍待 OPEC+在明年 3 月的部长级会议上去解决。考虑到 30 万桶的过剩量并不太大，总体看原油需求再明年年初可能倾向紧平衡。

图 8 2019-2020 年主要经济体 GDP 真实增速统计



数据来源：OPEC 月报、锦泰期货研发部

图9 2019-2020年OPEC原油供需平衡预测（单位：百万桶/日）



数据来源：OPEC 报告、锦泰期货研发部

库存和持仓：美国运输瓶颈消除，累库状况缓解

最新库存报告显示，截止至2019年12月27日，美国原油和石油产品（含战略储备）合计库存为1,902,036千桶，较上周减少2,887千桶；其中战略石油储备为634,967千桶，较上周无变化；商业原油库存为429,896千桶，较上周减少11,463千桶，库存环比下降2.6%，同比下降2.61%；库欣地区商业原油库存为36,322千桶，较上周减少1,449千桶。

由于管道运力限制，2018年以来美国内陆产区到港口的运费飙升，压制页岩油产能释放。自2018年11月到2019年以来，美国5个输油管道相继投产（合计运力250万桶/日），预计到2020年美国原油的管道运输瓶颈将彻底解除，库欣地区原油库存有望持续走低。

图10 美国商业原油库存变化走势（单位：百万桶）



数据来源：OPEC、锦泰期货研发部

图 11 CFTC 原油持仓变化 (WTI)



数据来源: Wind 资讯、锦泰期货研发部

从 CFCT 投机和基金持仓来看,截止至 2019 年 12 月 24 日,WTI 原油 CFTC 报告头寸中非报告多头持仓为 83,531 张,较上一周减少 4,417 张,非报告多头持仓处于过去三年的较低水平;空头持仓为 74,739 张,较上一周减少 7,623 张,非报告空头持仓处于过去三年的较低水平;净持仓为 8,792 张,较上一周增加 3,206 张,非报告净持仓处于过去三年的较低水平。

四、2020 年原油市场走势展望

展望后市,目前 60 美元附近的油价接近或低于各个主要产油国的财政盈亏成本,也处在页岩油的新井开发盈亏平衡成本附近,在成本支撑和 OPEC 减产意愿较强的前提下,国际原油长时间下跌的可能性也较小。短期内 50-60 美元/桶或将成为油价新的底部震荡区间。影响 2020 油市的利多因素包括 OPEC 减产、成本支撑、中东地缘局势尤其是伊朗局势的后续发酵情况,利空因素依然来自于宏观经济低迷风险和贸易战、美国大选等阶段性事件打压。

总体来说,我们认为油价在“OPEC 供给控制+页岩油成本上行”的背景下底部支撑相对稳固,若 2020 年全球贸易环境缓和,主要经济体不出现超预期下滑,加之地缘推波助澜,国际油价有望继续维持区间宽幅震荡运行,整体重心小幅上移的格局。WTI 油价预测全年波动区间在 50-70 美元/桶。对应 SC 主力合约区间 400-550 元/桶。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，锦泰期货研发部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。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标、财务状况或需要。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。本报告仅向特定客户传送，未经锦泰期货研发部授权许可，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。