

柳暗花明，更上层楼

国投安信期货 2021 年原油年度策略

SDIC ESSENCE FUTURES

目录

1. 2020 年行情回顾 3
2. 2021 年需求端展望 4
 - 2.1.需求复苏已在路上，疫苗有望缓解结构性矛盾 4
 - 2.2.亚洲炼能持续扩张，中国增量稳步释放 7
3. 2021 年供给端展望 9
 - 3.1.OPEC+相继抉择提升市场份额，伊朗复产节奏仍有不确定性 9
 - 3.2.页岩油投资更加审慎，美油增产预期不断延后 11
 - 3.3.低油价抑制上游投资，非美非 OPEC+增产受限 13
4. 行情展望及策略建议 14

高明宇

首席分析师

从业资格证号：F0302201

投资咨询号：Z0012038

李云旭

高级分析师

从业资格证号：F3063210

投资咨询号：Z0013666

个人简介：

高明宇，中国科学院研究生院毕业，金融学硕士学位，现任国投安信期货研究院能源组负责人兼首席分析师。2015 年获中期协金融衍生品高级研修班第 1 名；2016-2018 年连续 3 年被评为“郑商所高级分析师”，2019 年获首届“郑商所资深高级分析师”；2019 年带领团队获上期能源“优秀产业服务团队”；2017-2019 年连续 3 年获期货日报&证券时报最佳工业品分析师。

李云旭，能源金融硕士，负责原油、燃料油、低硫燃料油期货研究工作，5 年以上油品市场研究经验，长期服务国内外大型油企。2019 年上期能源“优秀产业服务团队”成员，中国石油企业协会《中国油气产业发展分析与展望报告蓝皮书》编委会成员，观点评论常见于《期货日报》、《中国证券报》、《经济日报》等媒体。

近期相关报告：

- 1) 20201020 能源四季度策略报告《颠簸中前行，留意美国大选尾部风险》
- 2) 20200713 能源下半年策略报告《夏至已至，谨慎乐观》
- 3) 20200414 能源二季度策略报告《底部区间陆续探明》

摘要

2020 年行情回顾：受新冠疫情对能源系商品需求冲击及疫情后经济恢复的影响，2020 年能源等工业品期货行情波澜壮阔。在 2020 年度能源策略展望《跌势驱缓，守望春来》中，我们认为与 18 年以来的下跌趋势不同，临近成本支撑后能源系商品的价格弹性也会放大；新冠疫情所造成的需求历史级坍塌无疑加速了这一见底过程，与消费型需求关联度更高的原油跌幅最大，布伦特、WTI 人民币计价跌幅分别达 31%、30%，仓单压力凸显的 INE 原油跌幅更是达 39%。

2021 年需求端展望：疫后需求恢复的第二阶段或主要依靠 21 年疫苗普及进而解决终端油品消费的结构性矛盾，航空煤油及汽油需求的增长空间值得期待，二季度或是全球原油需求环比增长最快的窗口。此外，全球炼化格局的演化已和能源清洁化的大趋势融为一体，呈现出阶段性的区域特征，欧美发达国家与中国等亚太地区的炼化产能此消彼长，中国增量需求有望在经济韧性及大炼化产能释放的支撑下得以保持。

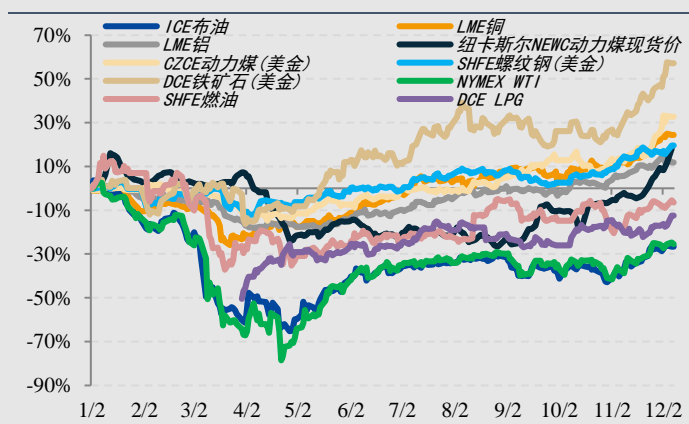
2021 年供给端展望：总体来看，21 年原油产量释放空间相对有限。1) 低油价对上游油气投资的抑制作用已在陆续显现，非美非 OPEC+ 供应增长受限；2) 维也纳阵营更倾向于采取相对克制、相机抉择的方式陆续提升市场份额，21 年利比亚、委内瑞拉边际增量有限，伊朗原油回归亦面临节奏的不确定性；3) 美国页岩油已经历过两轮低油价冲击，投融资意愿和产量释放更加谨慎，增产预期不断延后。

行情展望及策略建议：我们预估明年供需双增格局下的原油市场将呈现 31 万桶/天左右的供需缺口，且集中体现在一季度供应短缺 112.3 万桶/天。今年下半年以来浮仓及岸罐库存陆续去化，原油库存的常态化意味着 2021 年供需紧平衡的原油市场具备被动去库存和主动补库存的涨价基础。我们预估明年布伦特原油均价 55 美元/桶左右，波动范围大体在 45-65 美元/桶之间。油市一季度或面临短期回调压力，维持去库背景下逢低做多的思路不变；随着国内原油期货仓单压力的陆续缓解，SC 多单的配置价值也将共振性出现。

1. 2020 年行情回顾

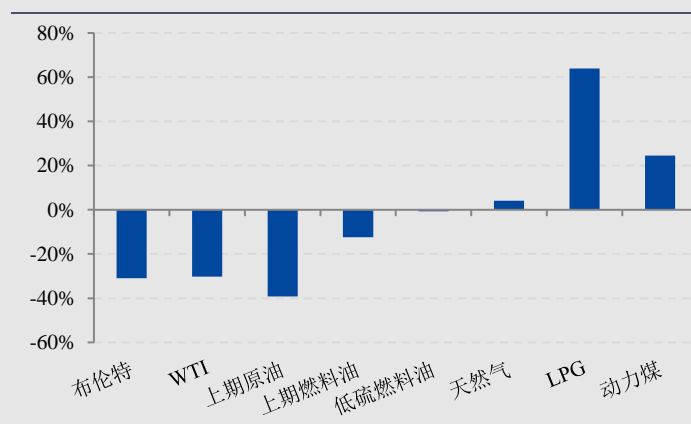
受新冠疫情对能源系商品需求冲击及疫情后经济恢复的影响，2020 年能源等工业品期货行情波澜壮阔。在 2020 年度能源策略展望《跌势驱缓，守望春来》中，我们认为与 18 年以来的下跌趋势不同，临近成本支撑后能源系商品的价格弹性也会放大，新冠疫情所造成的需求历史级坍塌无疑加速了这一见底过程，4 月 20 日 WTI2005 合约一度录得-37.63 美元/桶的破纪录负值结算价。4 月 14 日我们发布二季度策略展望《底部区间陆续探明》，与当时市场极度悲观的情绪不同，我们认为政策托底以时间换空间相较于低价倒逼上游行业产能出清或许是面对疫情冲击概率更高的底部走出方式，能源等工业品价格的中期底部已陆续出现，二季度市场出现 V 型反转走势；在 7 月 13 日的下半年策略展望《夏至已至，谨慎乐观》中，我们认为鉴于疫情仍在海外呈现此起彼伏的态势，全球央行宽松力度也出现边际减弱，疫情后经济动能恢复最快的时期已接近尾声，能源系商品价格上涨的空间和速度亦随之放缓，三季度市场进入震荡期；10 月 20 日我们发布四季度策略展望《颠簸中前行，留意美国大选尾部风险》，在美国大选政治风险及秋冬欧美疫情复燃对需求端的冲击陆续明朗后，能源系商品先抑后扬，价格中枢在颠簸中明显上移。

图 1：2020 年能源及主要工业品价格涨跌幅



资料来源：Wind，国投安信期货

图 2：2020 年能源期货累计涨跌幅



资料来源：Wind，国投安信期货

注：图 2 中涨跌幅均以人民币计价，低硫燃料油和 LPG 为上市以来涨跌幅

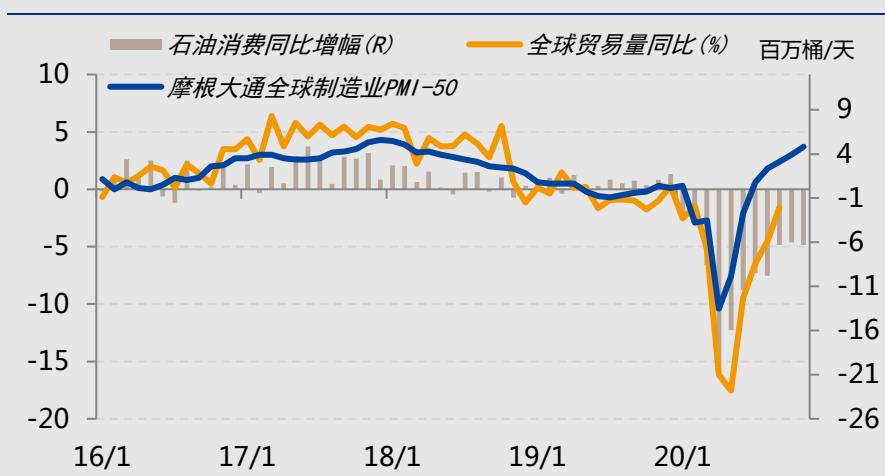
总体来看，2020 年与消费型需求关联度更高的原油跌幅最大，布伦特、WTI 人民币计价跌幅分别达 31%、30%，仓单压力凸显的 INE 原油跌幅更是达 39%。下游船运需求受冲击相对较小的上期燃料油年度跌幅为 12%；于底部区间上市的国内首个气体能源品种 LPG 一路风摩，涨幅达 64%；与国内需求关联度更高的动力煤亦录得 25% 的年度涨幅。

2. 2021 年需求端展望

2.1. 需求复苏已在路上，疫苗有望缓解结构性矛盾

新冠疫情带来的全球经济活动摇摆是 20 年主导原油需求的主线，年均需求量创下史上最大降幅。站在新一轮复苏周期的底部，21 年的关注点将集中在终端需求的修复及疫苗对封锁措施的改善效果。从宏观周期对石油消费的传导来看，主要经济体复工复产推动下经济指标自底部持续回暖，石油消费增幅跟随全球 PMI 及全球贸易量的回升逐步走高，20 年四季度虽受欧美疫情恶化有所止步，但 21 年经济活动的惯性上冲势必对需求端形成周期性的提振。

图 3：全球经济活动指标与原油需求增速



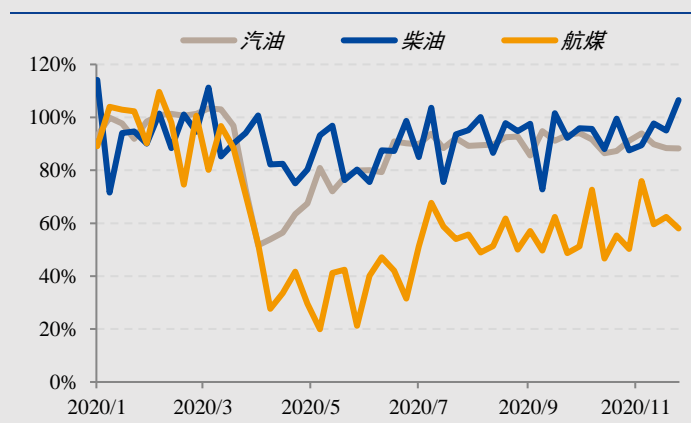
资料来源：路透，Wind，EIA，国投安信期货

全球原油需求的恢复节奏主要分为两个阶段，第一阶段为 20 年 5-7 月中国需求的快速反转叠加欧美解除国内极端封锁措施，该阶段大幅缓解了汽油需求的疲态，原油需求同比降幅

由 2000 万桶/日快速回升至 1000 万桶/日以内。相比之下，疫情常态化防控政策下国家之间严格的隔离封锁以及部分办公及商务出行需求的持续缺失在 20 年下半年并没有得到解决，这也就使得汽油消费恢复的“最后一公里”以及航煤需求的恢复显得格外艰难。

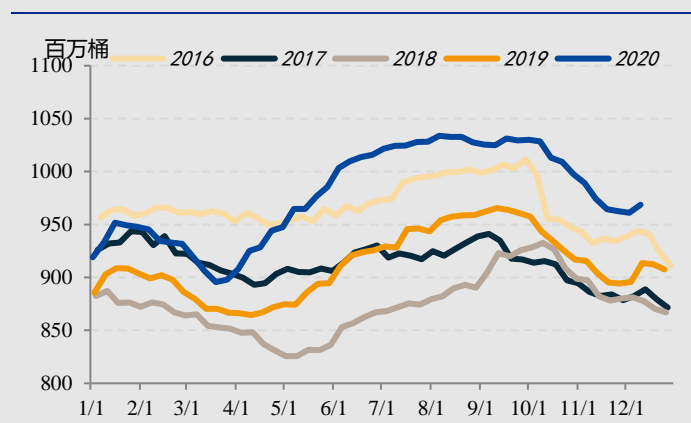
美国作为全球第一大原油消费国，同时也是受疫情影响最为严重的国家之一，其成品油表观消费的差异反映了这种结构性矛盾。美国柴油消费已基本恢复至正常时期水平，汽油消费恢复至同期 90% 以上后停滞不前，而航煤消费仅在同期 60% 左右徘徊。全球维度来看，汽油与航煤需求修复的停滞使成品油库存持续处于同期高位，也使得 20 年末原油需求较 19 年仍有 6% 以上的降幅，需求恢复的第二阶段或主要依靠 21 年疫苗逐步普及进而解决终端油品需求的结构性矛盾。

图 4：美国成品油消费同比变化



资料来源：EIA，国投安信期货

图 5：美国、新加坡、西北欧港口成品油总库存



资料来源：PJK，IES，EIA，国投安信期货

表 1：全球处于或结束三期试验阶段的疫苗上市时间及订单情况概览

研制国	公司	类型	(预计)上市时间	21 年产能	已有订单量	订单主要流向
德美	辉瑞/BioNTech	mRNA 疫苗	20 年 12 月	20 亿	10 亿以上	美国(6 亿)、欧盟(3 亿)等
美国	Novavax	重组蛋白	21 年初	20 亿	20 亿以上	美国(1 亿)、日本(2.5 亿)等
美国	强生	病毒载体	21 年初	10 亿	6 亿以上	美国(2 亿)、欧盟(4 亿)等
美国	Moderna	mRNA 疫苗	20 年 12 月	5-10 亿	4 亿以上	美国(1 亿)、欧盟(1.6 亿)等

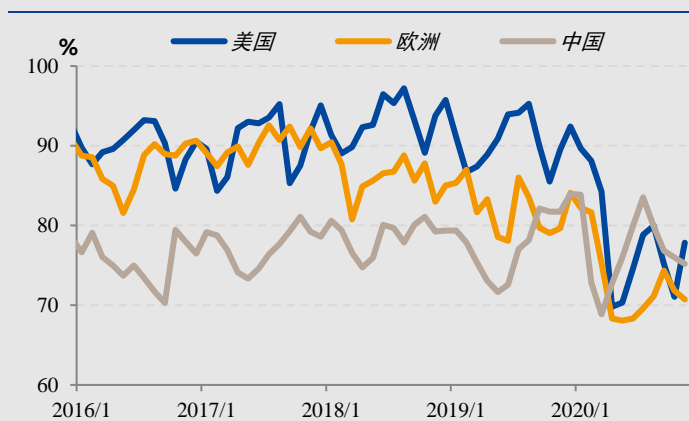
英国	阿斯利康/牛津	病毒载体	21 年 3 月	30 亿	20 亿以上	美国(3 亿)、欧盟(7 亿)等
俄罗斯	Gamaleya	病毒载体	-	-	12 亿以上	-
中国	中生集团/武汉所	灭活疫苗	20 年底	10 亿	5 亿以上	-
中国	中生集团/北京所	灭活疫苗	20 年底	1.2 亿		-
中国	科兴生物	灭活疫苗	20 年底	3 亿		-
中国	康希诺	病毒载体	-	3 亿		-
中国	智飞生物	重组蛋白	-	3 亿		-

资料来源：公开资料整理，国投安信期货

20 年末开始多个新冠疫苗迎来三期实验数据公布，多国已陆续进行使用授权，目前处于或结束三期试验阶段的疫苗 21 年产能已达 70 亿剂，研发进度以及目前公布的有效性都偏向于乐观。由于目前主要的研发国及订单流向集中在发达国家与中国，加上首批大规模开始应用的辉瑞、Moderna 疫苗均属 mRNA 疫苗，对储运条件与冷链配套要求较高，预计明年上半年疫苗的普及将仅限于欧美日为代表的发达国家。另一方面，世卫组织及各国公布的接种优先级较高的主要为医护人员、老年人或基础病患者，即使英美这样人均疫苗量较高的国家要达到普通民众接种进而群体免疫最快也需 21 年二季度。

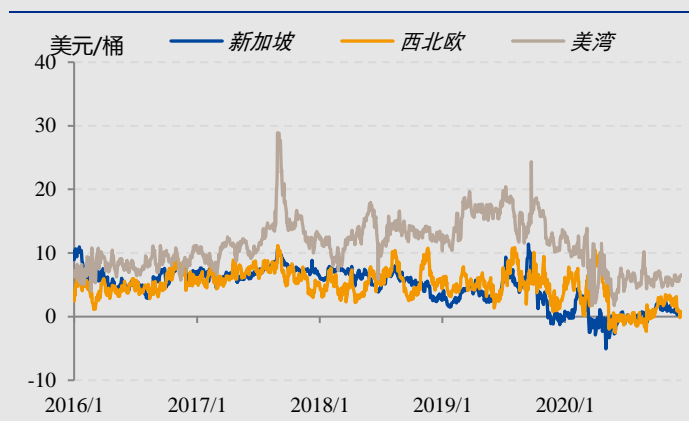
因此，基于疫苗有效性偏向乐观的预估，21 年二季度开始主要发达经济体有望迎来其国内社交隔离的放开，部分国家间也可能通过提供疫苗证明等方式增加人员流通及航班往来。21 年下半年疫苗有望在中低收入国家开始规模化接种，但受制于配套措施及接种积极性等方面的制约，至 21 年底仍难以形成全球范围的群体免疫。在疫苗逐步取代隔离成为全球主流的防疫措施的情境下，预计至 21 年中及 21 年末全球原油需求较正常时期（参照 19 年）降幅分别缩窄至 3%及 2%以内，二季度或是全球原油需求环比增速最快的时间窗口。

图 6：主要地区炼厂开工率



资料来源：路透，WIND，国投安信期货

图 7：主要地区综合炼油利润



资料来源：路透，国投安信期货

对全球炼厂来说，航煤需求修复进而改善中间馏分利润是提高开工率的重要条件，20 年末欧美炼厂开工率均处近年来绝对低位，21 年或将成为原油需求修复的主要力量。同时也应注意到，由于新冠疫情研发时间偏短且 mRNA、病毒载体等疫苗的持续有效性仍面临病毒变异等多重考验，需求最终能否证实疫苗有效的基准预期需要在 21 年持续进行跟踪。

2.2. 亚洲炼能持续扩张，中国增量稳步释放

近期中国宣布“碳中和”承诺以及美国大概率重返“巴黎协定”将环境约束下的能源转型再次推向风口浪尖。虽然 21 年环境政策还很难对原油需求形成实质性影响，但全球炼化格局的演化已经和能源清洁化的大趋势融为一体，呈现出阶段性的区域特征。

表 2：新冠疫情以来炼厂宣布永久关停的炼能

国家	炼厂	所有者	退出时间	关停炼能（万桶/日）
美国	Cheyenne	HollyFrontier	2020 年 Q3	5.2
美国	Convent	Shell	2021 年 Q1	24
美国	Gallup	Marathon	2020 年 Q4	2.6
美国	Martinez	Marathon	2020 年 Q4	16.1
美国	Paulsboro	PBF Energy	2020 年 Q4	8
美国	San Francisco	Phillips 66	2023 年	12
菲律宾	Tabangao	Shell	2020 年 Q3	11
新加坡	Pulau Bukom	Shell	2022 年	25
澳大利亚	Kwinana	BP	2021 年 Q2	13.87

日本	Osaka	JXTG & PetroChina	2020 年 Q3	11.5
法国	Grandpuits	TOTAL	2021 年 Q2	9.9
英国	Grangemouth	Petroineos	2020 年 Q4	6.5
总计				145.67

资料来源：公开资料整理，国投安信期货

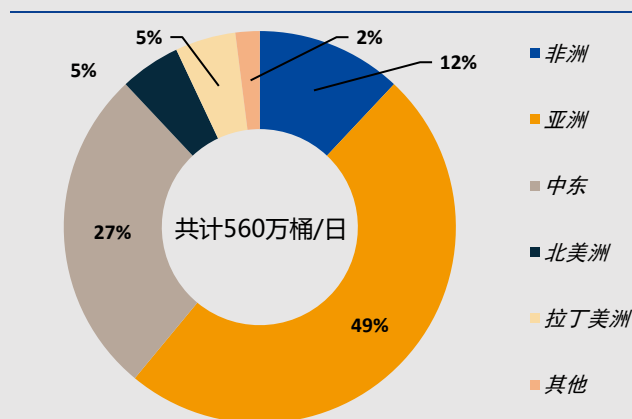
新冠疫情以来已有多家炼厂宣布永久性关停部分炼能的计划，需求不足导致利润承压固然是关停的重要导火索，但其中也有很多是石油公司推动低碳化转型的一部分。目前收集到的 145.67 万桶/日主动关停计划主要集中在欧美发达国家，同时以中国为首的亚洲国家正通过先进产能的大规模投产来实现更加高效的能源利用与老旧装置被动淘汰。19 至 22 年间中国确定新投产炼能将达到 239 万桶/日，20 年中国原油进口增速保持了同比 80 万桶/日以上的强劲增长，曾同为亚洲增长引擎的印度在疫情背景下进口增量已尽显疲态，但从更长远的 5 年周期来看，中国、印度以及中东炼厂仍是炼能净增加的主力军。21 年在海外原油需求增速触底反弹的同时，中国增量需求在经济韧性及大炼化产能释放的支撑下有望得以保持。

表 3：2019-2022 年中国主要新增一次炼能及投产情况

项目名称	新增炼能（万桶/日）	（预计）投产时间
恒力石化 2000 万吨/年炼化一体化	40	2019
浙石化 4000 万吨/年炼化一体化一期	40	2019
中石油华北石化 500 万吨/年扩建	10	2019
中科炼化 1000 万吨/年炼化一体化	20	2020
中化泉州 300 万吨/年扩建	6	2020
中石化洛阳 200 万吨/年扩建	4	2020
中石油大庆 350 万吨/年扩建	7	2020
浙石化 4000 万吨/年炼化一体化二期	40	2020-2021
盛虹炼化 1600 万吨/年炼化一体化	32	2021-2022
中石油广东 2000 万吨/年炼油扩建	40	2021-2022
总计	239	

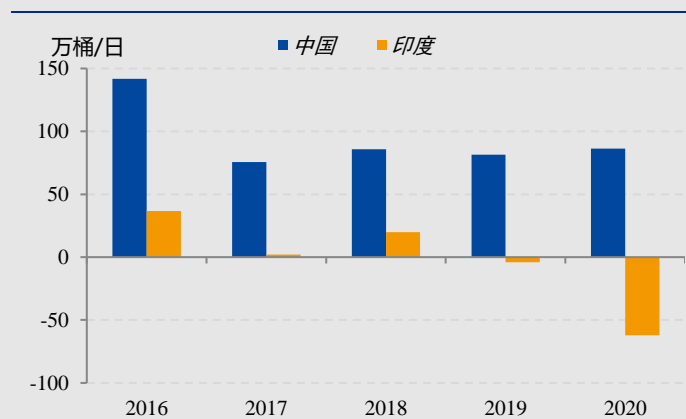
资料来源：公开资料整理，国投安信期货

图 8：未来五年内全球炼能净增加情况



资料来源：IHS，公开资料整理，国投安信期货

图 9：近五年中国及印度原油进口同比增量



资料来源：路透，国投安信期货

3. 2021 年供给端展望

3.1.OPEC+相继抉择提升市场份额，伊朗复产节奏仍有不确定性

为应对新冠疫情对原油需求的历史级冲击及油价的决堤式下跌，4月12日OPEC+达成了最高规模达970万桶/天的破纪录减产协议。20年6月包括OPEC10国和俄罗斯在内的维也纳阵营一度较4月产量峰值减产1029.7万桶/天（26.5%），有效避免了原油胀库，用以时间换空间的救市方式避免了油价继续暴跌对能源产业的伤害。受沙特等国额外减产承诺退出的影响，7月维也纳阵营开启增产周期，但总体仍在减产框架的产量目标内表现出较高兑现率，IEA评估11月OPEC+减产兑现率达到99.7%。根据12月3日OPEC+部长级会议公报，原定于1月起增加的200万桶/天产量额度将改为渐进式增产---首先在1月增加50万桶/天，并于每月召开的部长级会议上根据市场情况讨论是否在次月调整产量，且调整幅度不超过50万桶/天。特别值得注意的是，6月会议中针对伊拉克、尼日利亚等国提出的未兑现减产弥补计划被再次延期至2021年3月底。总体来看，尽管减产过程中俄罗斯、阿联酋等国持续释放增产意愿，但OPEC+总体更为关注减产纪律的遵守，在页岩油等非常规能源经历2016年、2020年两次低油价冲击后已更为谨慎的背景下更倾向于采取相机抉择的路径陆续提升市场份

额。

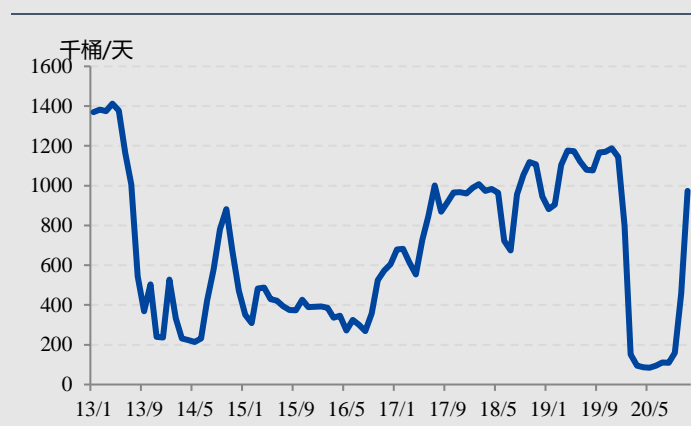
在 OPEC+ 减产豁免国中，20 年 10 月利比亚内战双方达成历史性停火协议，上半年因内战造成的产量缺口在四季度快速回归市场。即使受到利比亚原油快速回归海运市场的影响，10 月和 11 月 OPEC 海运原油出口仍仅为 5.8 亿桶和 5.65 亿桶，分别较 9 月增长 2.2% 和下降 0.4%，可见其他 OPEC 国家的出口和发运总体保持相对克制。考虑到 11 月利比亚原油产量 97.3 万桶/天已接近去年四季度减产前 116.7 万桶/天的产量水平，2021 年对原油市场的边际冲击或有限。

图 10：维也纳阵营/大美湾地区产量博弈



资料来源：Rystad Energy，国投安信期货

图 11：利比亚原油产量

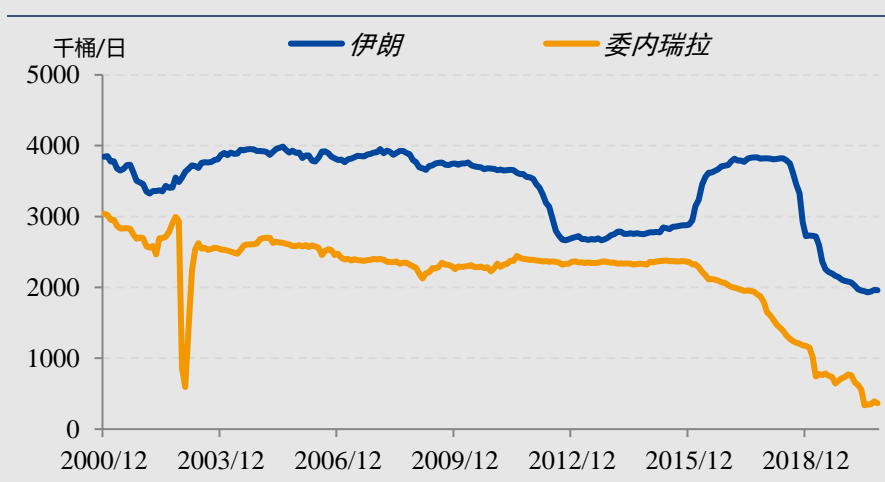


资料来源：Rystad Energy，国投安信期货

除此之外，伊朗及委内瑞拉目前产量均已处本世纪以来的最低水平，拜登执政使得美国对伊委态度缓和进而放松制裁的可能性增加，后期产量回归风险偏大。但在复产节奏方面，并不能简单地将拜登上任与委伊增产相对应。委内瑞拉近年来的产量下滑更多是西方持续制裁下国内政治经济危机及投资不足导致的石油公司经营困境的结果，即使没有特朗普近一年来的极限施压，其产量恢复亦非常困难，21 年增产潜力或难超 50 万桶/日。对伊核问题来说，一方面，伊朗近两年来浓缩铀丰度及储量激增，美国已不太可能在原有框架下重返伊核协议，拜登上台初期的重点工作或很难放在新协议的推进上；另一方面，伊朗将在 21 年中迎来总统大选，近

年来温和派政府支持率有所下滑，国内抗议活动不断且反美情绪高涨，若强硬派总统当选，美伊谈判的进程将更加漫长。因此，预计拜登上台初期市场对伊朗复产的担忧不会过大，但一旦美国释放对伊朗原油出口实质性放松的政策预期，伊朗 200 万桶/日以上的快速复产能力将对原油市场形成冲击。

图 12：伊朗与委内瑞拉原油产量

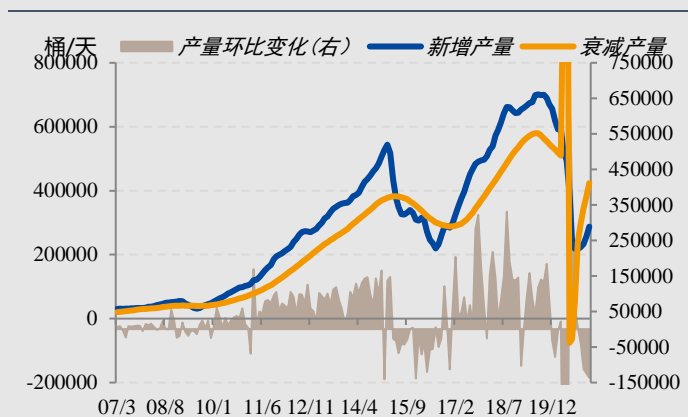


资料来源：OPEC，国投安信期货

3.2.页岩油投资更加审慎，美油增产预期不断延后

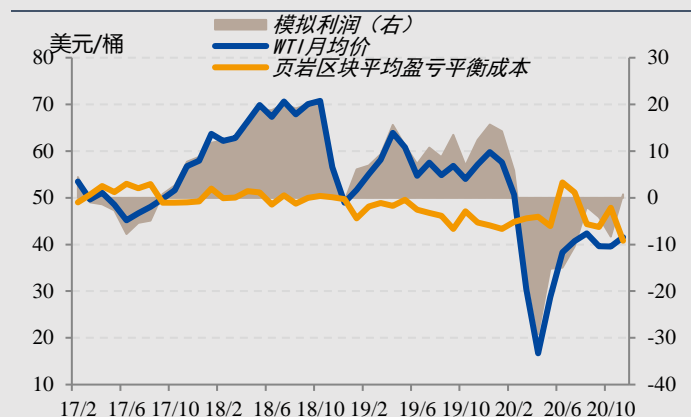
受完井量增长缓慢的影响，9 月以来美国页岩油单月衰减产量再次超越新增产量，且按照目前的钻井情况和新井单产预测，这一裂口或持续扩大至明年 1 月，美油产量增长仍将受到掣肘。究其原因，一方面尽管 11 月美国页岩油区块平均盈亏平衡成本已下滑至 40.8 美元/桶，但年内页岩油仍未有效摆脱亏损区间，以 12 月以来的 WTI 均价来计单桶盈利也仅 5.6 美元，页岩油企业的经营活动现金流暂不支持其资本开支扩张。

图 13：美国页岩油产量环比变化分解



资料来源：EIA，国投安信期货

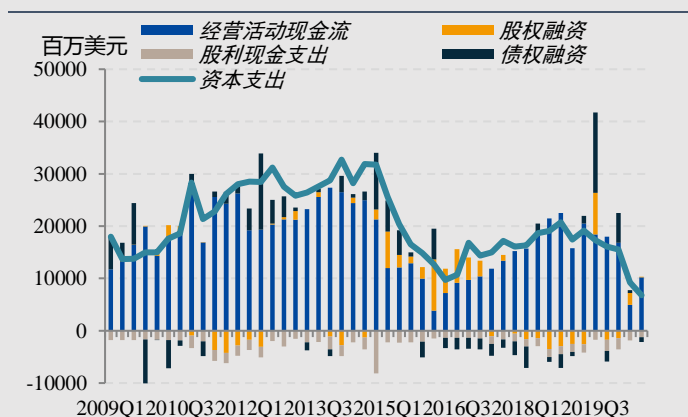
图 14：美国页岩油模拟利润



资料来源：彭博，国投安信期货

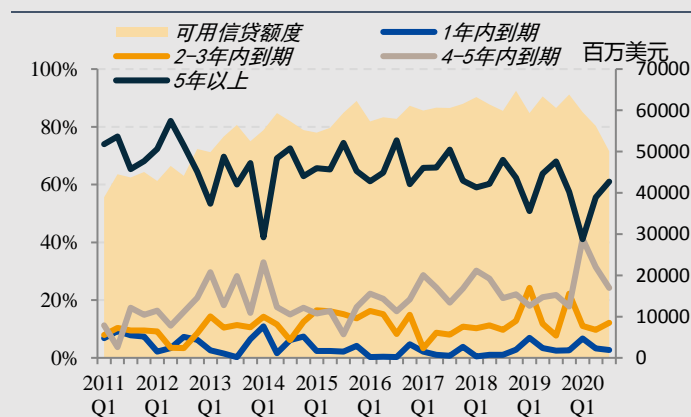
另一方面，16年、20年两次低油价冲击令页岩油企业的投资意愿更加审慎，尽管今年二季度以来的经营活动现金流远好于16年上半年，但受股权融资更加谨慎、股利现金支出保持稳定的影响，三季度38家北美独立油气公司的资本开支创近10年来最低水平。尽管美联储的宽松货币政策令页岩油企业的债务融资不再艰难，但从剩余债务期限结构的变化来看被消耗的信贷额度主要用于借新还旧、以5年以上的长期债务置换中短期到期债务，而不是通过债权融资来支撑页岩油企业的资本开支和新井投放。

图 15：38家北美独立油气公司资本开支



资料来源：彭博，国投安信期货

图 16：38家北美独立油气公司债务期限结构

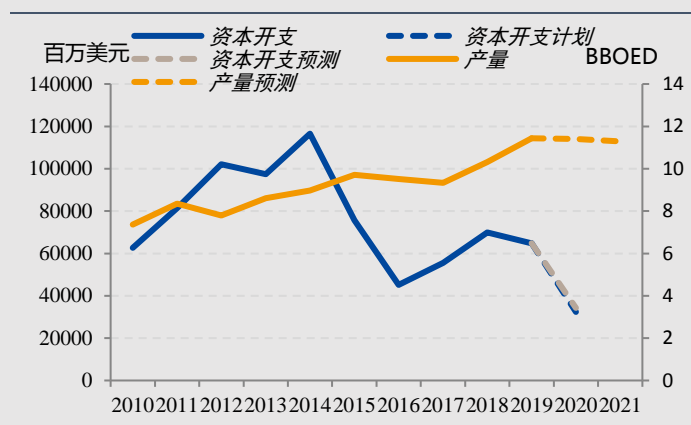


资料来源：彭博，国投安信期货

根据最新季度财报，2020年北美38家独立油气公司计划将资本开支同比削减50%，彭

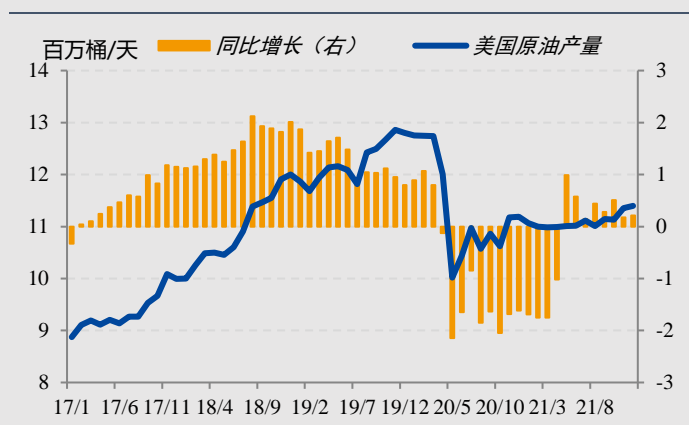
博也预测其资本开支降幅将达到 47.1%左右。受此影响，预估 2020 年其油气产量同比微降 0.3%，2021 年产量降幅或进一步扩大至 1%。根据美国能源部的最新预测，2021 年美国原油产量大体保持当前水平，增量主要将在四季度陆续体现，全年产量或较 2020 年进一步下滑 24 万桶/天（2.1%）至 1110 万桶/天，美油增产预期被不断延后。

图 17：北美独立油气公司资本支出&产量预测



资料来源：彭博，国投安信期货

图 18：美国原油产量预测



资料来源：EIA，国投安信期货

3.3.低油价抑制上游投资，非美非 OPEC+增产受限

年初以来布伦特均价 42.9 美元/桶创 2005 年以来新低，3-5 月的超低油价更是让上游企业竞相缩减资本开支。根据三季度最新财报，18 家大型石油公司计划 2020 年资本开支同比削减 43.8%，彭博也预计这一降幅将达到 20.6%左右。受此影响，已有 89 万桶/天以上的非美非 OPEC 待投放产能面临推迟。

表 4:非美非 OPEC 存在推迟风险的待投项目

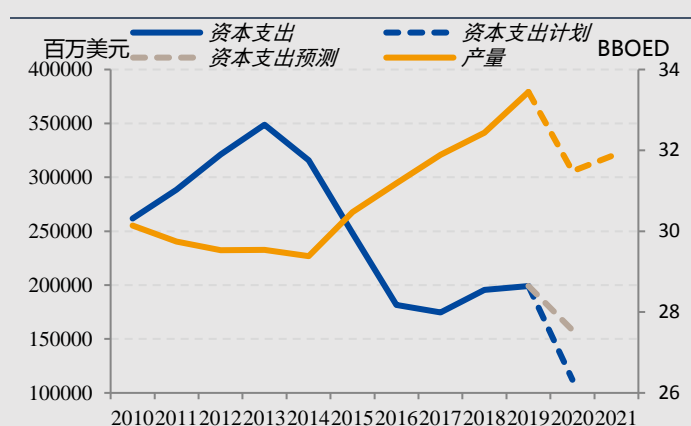
国家	油田	运营商	产能（千桶/天）	盈亏平衡油价（美元/桶）
圭亚那	Payara	埃克森美孚	180	51
巴西	Bacalhau	挪威国家石油	160	56
墨西哥	Zama	Talos 能源	125	33
加拿大	Bay du Nord	挪威国家石油	120	43
加纳	Pecan	Aker 能源	100	48
塞内加尔	Sangomar	伍德赛德	100	51
英国	Cambo	Siccar Point	60	35

英国	Penguins	壳牌	45	29
----	----------	----	----	----

数据来源：IEA，国投安信期货

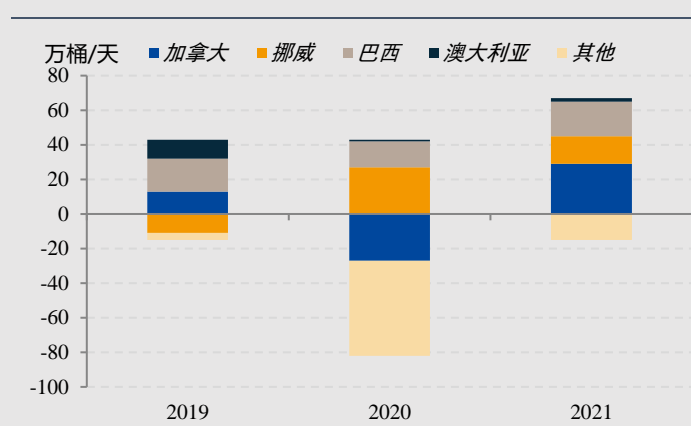
2020 年受疫情及低油价冲击，非美非 OPEC+ 产量合计下降 39 万桶/天，预计 2021 年加拿大、巴西、挪威的产量增量将弥补其他国家的供应减量，预估总体非美非 OPEC+ 产量将增加 52 万桶/天，较 19 年疫情前产出水平仅增加 13 万桶/天；根据彭博预测，18 家大型石油公司 2021 年的产量增速也仅为 1.3% 左右。特别值得注意的是，巴西石油最新的五年投资计划显示其在勘探和生产领域的投资额将较一年前的计划下调 180 亿美元（28.1%），公司将更加聚焦 Santos 盆地丰产的深海油井开发，并限制盈亏平衡成本高于 35 美元/桶的新项目投资。

图 19：18 家大型石油公司资本支出&产量预测



资料来源：彭博，国投安信期货

图 20：非美非 OPEC 产量增量



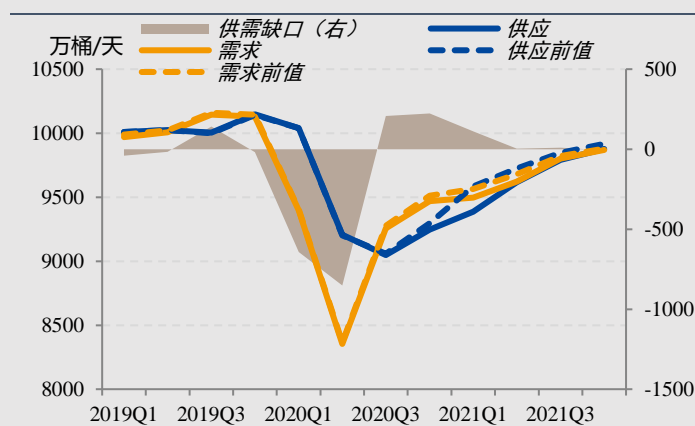
资料来源：IEA，国投安信期货

4. 行情展望及策略建议

作为下游消费属性更强的能源商品，2020 上半年原油在新冠疫情对工业品需求的冲击中首当其冲，二季度需求同比降幅一度达到 1653.3 万桶/天（16.5%）；受供应端主动性减产及低油价倒逼的被动性减产相对滞后的影响，阶段性供需错配的原油市场供需平衡状况在过去的一年发生较大摇摆，上半年供需盈余 747.2 万桶/天、下半年供需缺口 215.8 万桶/天，全年供需盈余 263.3 万桶/天左右。展望 2021 年，尽管年末总体原油需求或仍难以回归到疫情前水

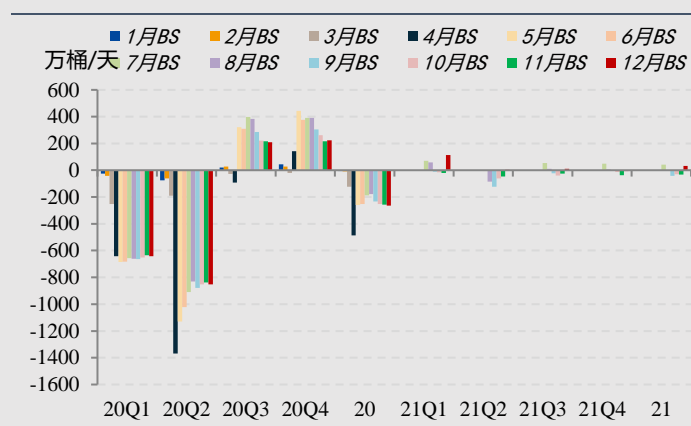
平，但疫苗上市对下游航空煤油及汽油的需求拉动依然值得期待，处在大炼化产能扩张期的中国亦将持续贡献需求增量；另一方面，低油价对上游油气投资的抑制作用已在陆续显现，维也纳阵营更倾向于采取相对克制、相机抉择的方式陆续提升市场份额，已经历过两轮极端行情冲击的美国页岩油投资和产量释放亦更加谨慎，原油供给端释放幅度相对有限。总体来看，我们预估明年供需双增格局下的原油市场将呈现 31 万桶/天左右的供需缺口，且集中体现在一季度供应短缺 112.3 万桶/天，剩余三个季度供需大体均衡，今年下半年开启的去库存周期大概率延续至 2021 年。

图 21：全球原油市场供需平衡状况



资料来源：IEA/DOE/OPEC，国投安信期货

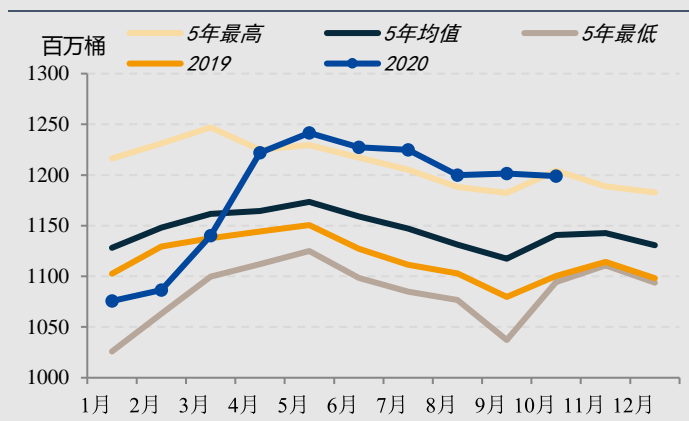
图 22：全球原油市场供需缺口动态调整



资料来源：IEA/DOE/OPEC，国投安信期货

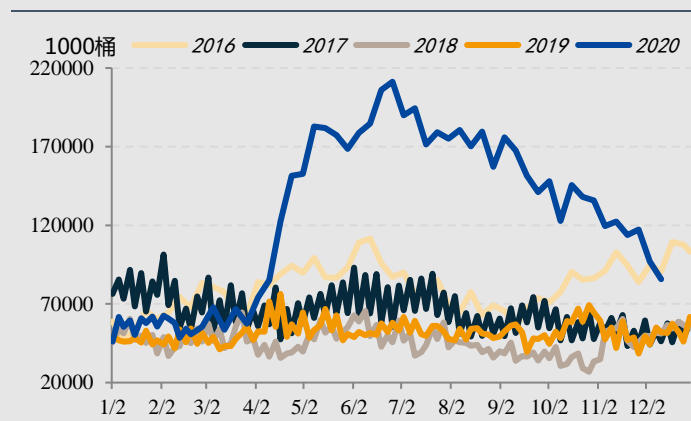
今年下半年以来浮仓及岸罐库存陆续去化，目前欧洲、亚太及美国原油库存已陆续回落至过去 5 年范围之内，原油库存的常态化意味着 2021 年供需紧平衡的原油市场具备被动去库存和主动补库存的涨价基础，我们预估明年布伦特原油均价或自今年的 43 美元/桶上移至 55 美元/桶左右，波动范围大体在 45-65 美元/桶之间。目前布伦特、WTI 基金持仓相对净多头已临近前期区间高点，现货升贴水走弱后一季度或面临短期回调压力，我们维持去库背景下逢低做多的思路不变；随着国内原油期货市场仓单压力的陆续缓解，SC 多单的配置价值也将共振性出现。

图 23 : OECD 工业原油库存



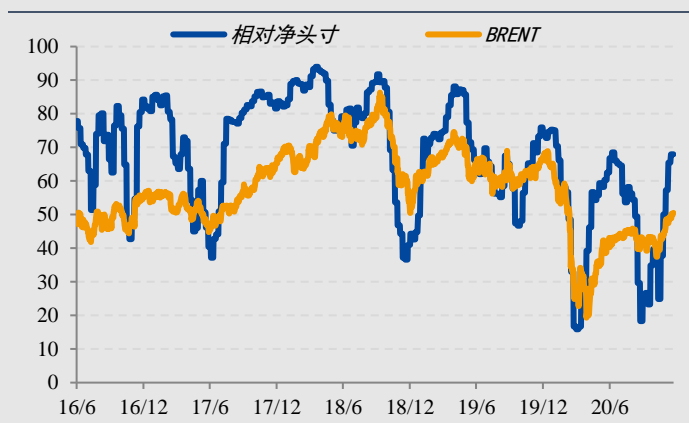
资料来源：IEA，国投安信期货

图 24 : 全球浮仓库存



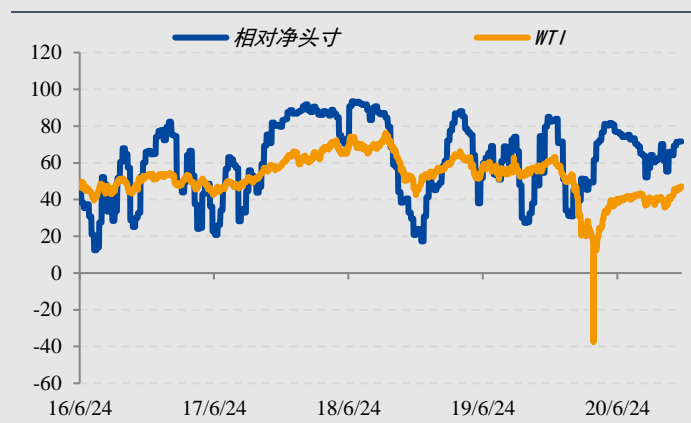
资料来源：彭博，国投安信期货

图 25 : ICE 布伦特管理基金持仓



资料来源：彭博，国投安信期货

图 26 : NYMEX WTI 管理基金持仓



资料来源：彭博，国投安信期货

【免责声明】

本研究报告由国投安信期货有限公司撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。国投安信期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为国投安信期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为国投安信期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国投安信期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

国投安信期货研究院

北京市

地 址：北京市西城区广安门外南滨河路 1 号高新大厦 9 层

上海市

地 址：上海市虹口区杨树浦路 168 号 17 楼

公共邮箱：gtaxinstitute@essence.com.cn

国投安信期货官方微信



国投安信期货 APP

