

研究创造价值

姓名：陈栋

电话：0571-89715220

邮箱：generalcd@163.com

报告日期2021年3月24日

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。此外，作者薪酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

多空力量暂时平衡 原油转入高位区间振荡

摘要

1、随着中东地缘因素以及 OPEC+产油国供应端削减的利多效应边际递减以后，在需求预期受挫以及流动性趋紧预期下，3月中旬末，国内外原油期货价格出现高位调整的走势。

2、今年以来，美债收益率快速上行，引发全球投资者担忧。步入3月以后，美国10年期国债收益率更是升破1.6%，高估值资产回调，外汇市场、商品市场及股市也受到不同程度的影响。在美债收益率升高的背后，是市场对全球新冠疫情显著好转、美国经济复苏和通胀上升的强烈预期。

3、在今年两会期间，我国政府在报告中指出，今年要保持宏观政策连续性稳定性可持续性，促进经济运行在合理区间。总体上，在海外疫情得到控制、经济展望改善、国内出口形势乐观，预计未来我国经济料保持积极向好态势发展。

4、最新的 OPEC+部长级会议结果超出预期，非但沙特未取消额外减产，其他国家增产也不及预期，超预期的利好已经推动油价连续上涨。沙特宣布会继续执行100万桶/日的额外减产，并将期限延续至4月底。

5、2021年3-4月全球原油供应依然偏紧，而需求有所增加，全球原油供需呈紧平衡状态，将继续推动原油陆地库存去化。从静态平衡表来看，二季度供应缺口扩大28万桶/日，至100万桶/日左右。二季度起原油去库速度将明显回升，有望带动油价中枢进一步上行。

6、2021年3月7日，沙特最大的油库之一——石油重镇港口宰赫兰市的拉斯坦努拉港口遭遇袭击，所幸此次遇袭事件并未造成人员伤亡或者石油设施损失。对于原油期货市场而言，地缘冲突对油价的冲击多半为短期脉冲效应。可以看到，原油价格的长期走向取决于其供求关系，但作为一种战略性能源，其短期价格易受地缘政治因素的扰动。战争、石油禁运、限产、恐怖袭击等事件会严重扰动石油价格。

7、步入2021年以来，1-2月份，我国原油进口小幅增长，国际原油价格持续上涨。进口原油8957万吨，同比增长4.1%。1-2月生产原油3208万吨，同比增长0.4%，加工原油11424万吨，同比增长15.0%。

8、据美国商品期货交易委员会(CFTC)的数据显示，截至2021年3月16日当周，WTI原油非商业净多持仓量为525442张，净多头寸周环比回落，表明投机市场看多油价的信心有所回落。截止3月24日，Brent-WTI价差维持在2.85美元/桶。

9、随着原油市场多空力量逐渐趋于平衡以后，预计后市国内外原油期货价格料将维持高位区间振荡整理的模式。其中，美国WTI原油期货价格料在60-68美元/桶区间，布伦特原油期货价格料维持在65-73美元/桶区间，国内原油期货主力合约期价料维持在400-450元/桶区间。

一、3月国内外原油走势回顾

步入3月以来，随着美国顺利通过拜登总统提出的1.9万亿美元财政刺激政策以后，利多预期逐渐兑现。在全球疫情持续好转，经济稳步复苏以及通胀预期增强的背景下，美债10年期收益率步入上升通道。流动性或提前收紧的负面因素令全球大宗商品资产价格备受承压。随着中东地缘因素以及OPEC+产油国供应端削减的利多效应边际递减以后，在需求预期受挫以及流动性趋紧预期下，3月中旬末，国内外原油期货价格出现高位调整的走势。其中，美国WTI原油期货价格自66美元/桶一线回落至60美元/桶附近；而布伦特原油期货也从70美元/桶一线回落至64美元/桶附近。受国际油价高位回落带动，国内原油期货2105合约也从435元/桶一线快速走低至380元/桶附近。

图1、美国WTI原油期货2021年3月行情走势图



数据来源：博易大师、宝城期货

图2、北海布伦特原油2021年3月行情走势图



数据来源：博易大师、宝城期货

图 3、国内原油 2105 合约 2021 年 3 月行情走势图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

二、美债收益率攀升 扰动全球资产价格

今年以来，美债收益率快速上行，引发全球投资者担忧。步入3月以后，美国10年期国债收益率更是升破1.6%，高估值资产回调，外汇市场、商品市场及股市也受到不同程度的影响。在美债收益率升高的背后，是市场对全球新冠疫情显著好转、美国经济复苏和通胀上升的强烈预期。据美国约翰斯·霍普金斯大学发布的数据，全球范围内的新冠疫苗接种总量已超过3.55亿剂次。其中美国接种量位居世界第一，超过1.07亿剂次，中国接种量位列次席，已接种疫苗6498万剂次。欧盟国家、印度、英国、巴西与土耳其的接种量也突破千万剂次。就接种覆盖率而言，以色列已有59.3%的人口至少接种了1剂次的疫苗，英国和美国则分别有34.9%和20.6%的人口完成了至少1剂次的疫苗接种。随着疫苗接种速度加快，美国疫情形势有望加快好转，经济复苏显著提速。鉴于乐观情绪推动，投资者担忧未来全球货币宽松政策可能提前结束，这对全球资产价格产生更大范围和更加深刻的影响。当前，中国市场利率水平仍处于相对高位，美债收益率上行对人民币资产的影响总体有限。

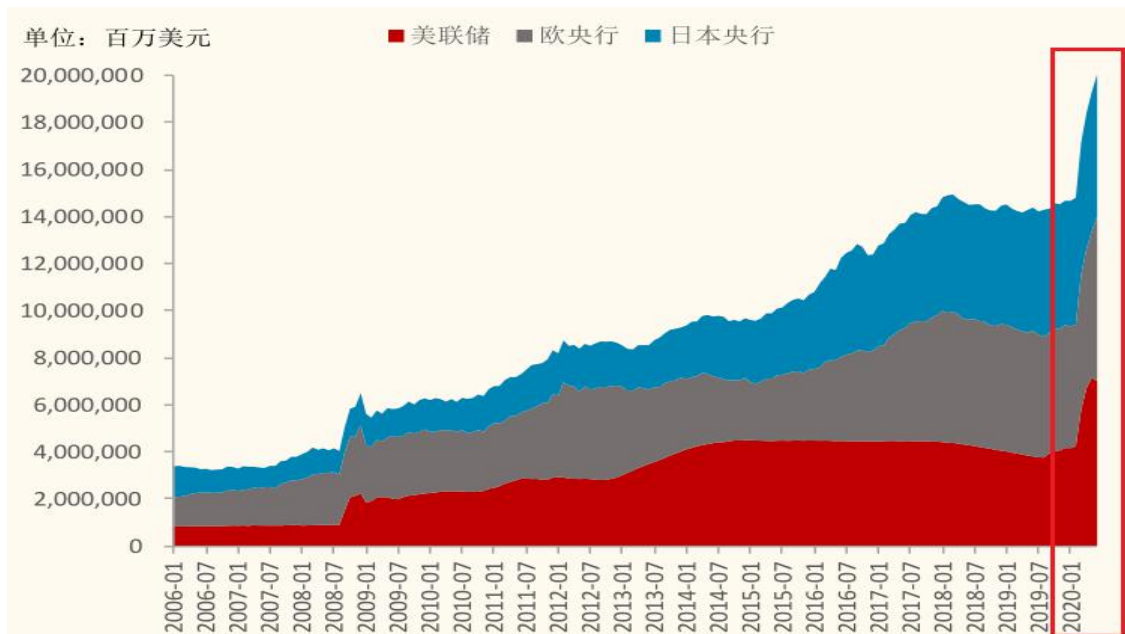
美债收益率走势主要由经济表现、通胀走势、货币政策等三大因素共同决定，短期还受市场交易情绪影响。需注意的是，美债走势反映的是经济的边际变化，而非同比增速；此外，美债反映的是市场对于未来通胀的预期，因此美债收益率往往领先通胀变化。具体来看，美债收益率与美国制造业PMI、美国通胀预期的走势均高度一致，而在美国PMI抬升叠加通胀预期回升时，美债收益率往往快速上行，这也是过去几个月对应的情形。

今年以来，10年期美国国债收益率接连升破关键位置，从年初的不到1%升至目前的约1.6%。近期长期限美债收益率持续上行反映了通胀预期不断升温。美国大规模财政刺激预期持续发酵，叠加疫苗接种进展良好，市场预期美国经济尤其是服务业将加快复苏进程。

虽然最新公布的美国2月CPI和PPI数据基本符合市场预期，但由于去年疫情封锁造成“低基数”效应，投资者担忧美国后续月份的通胀数据同比或会显著增长态势，这一担忧推升美债收益率上行。与此同时，3月中旬，美国公布的PPI数据超出市场预期，显示通胀压力增大。而美国拜登总统推行的1.9万亿美元的纾困救助法案正式颁布实施，不仅将助力美国经济复苏、推升通胀，也意味着美国国债供给压力增大。此外，去年美联储放宽银行补充杠杆率（SLR）的政策有效期将于3月底截止，机构或不得不抛售美债以满足指标要求。未来美债收益率或将进一步上行。笔者认为，在美国经济复苏加快及通胀压力加大的背景下，预计今年二季度美国10年期国债收益率可能升破2%。

持续上行的美债收益率及其所代表的宏观经济预期生变，已引起多种资产价格调整。不过，比起美债收益率上行本身而言，其反映的实体经济复苏、通胀升温以及可能由此引发的货币政策调整，对全球资产的影响或许更大。从根本上看，对于美债收益率的关注源自对全球美元流动性和国际资本流动的关注。通胀预期，油价上涨带来的潜在滞涨风险，美联储货币政策潜在的收紧预期，美国加码财政刺激的边际挤压，都成为美债收益率上升以及引发更广泛资本市场担忧的重要诱因。

图4、2020年美联储、欧央行和日本央行总资产呈现快速增长态势



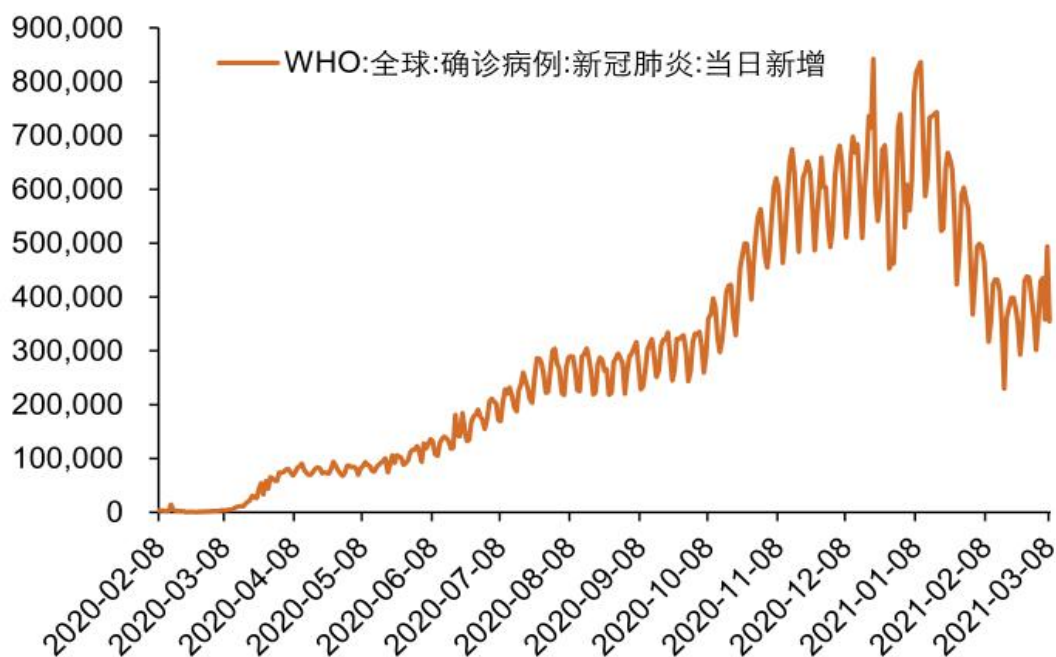
数据来源：宝城期货

图 5、2016-2021 年美国 10 年期国债收益率走势图



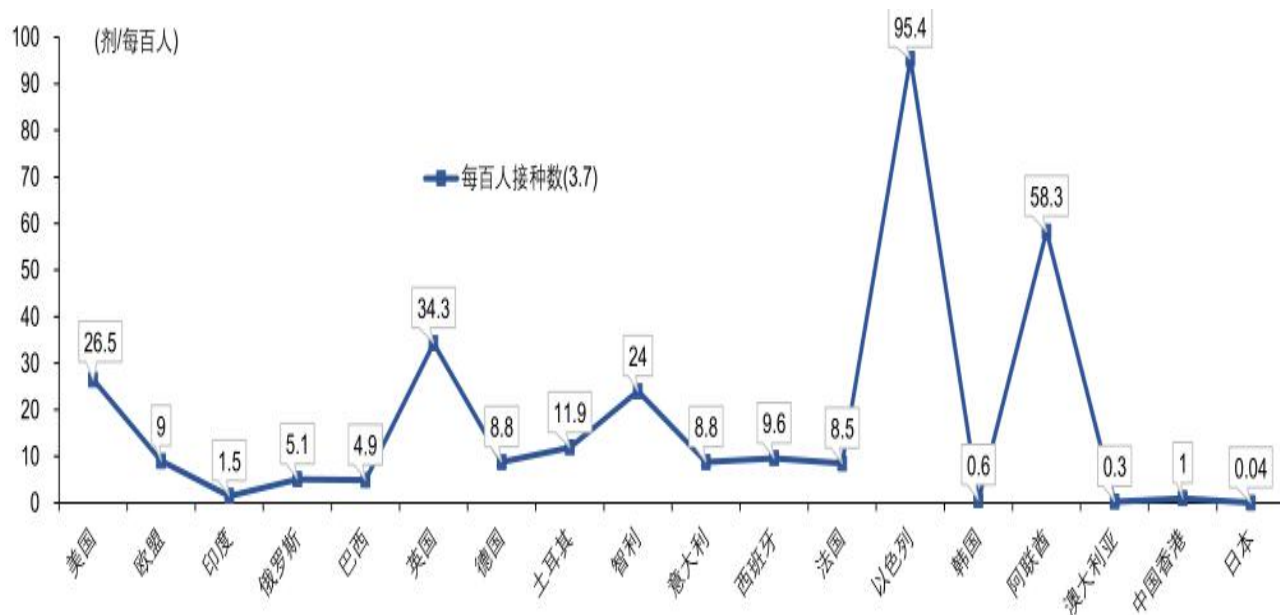
数据来源：宝城期货

图 6、步入 2021 年以来，全球新冠疫情迎来拐点，确诊人数显著下滑



数据来源：宝城期货

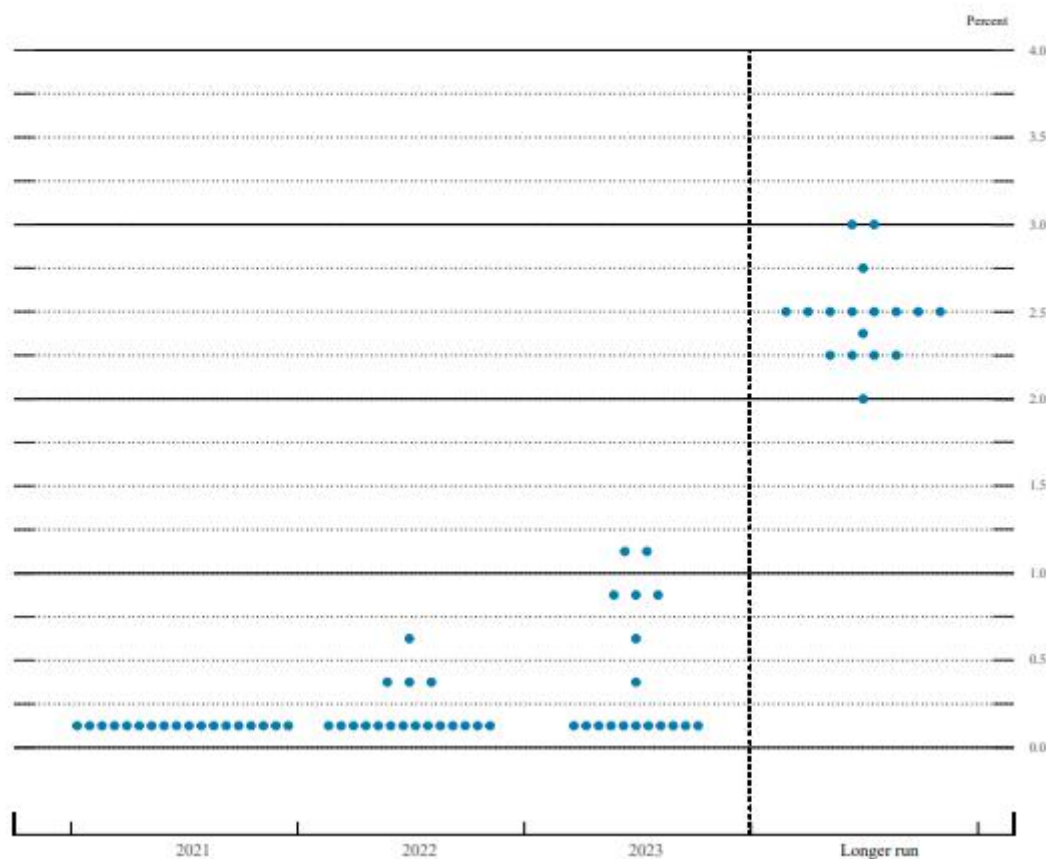
图 7、截至 3 月 8 日，全球 111 个国家接种了近 3 亿剂疫苗，平均每天接种 765 万剂



数据来源：宝城期货

图 8、2021 年三季度发达经济体经济水平或仍不及 2019 年四季度

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



数据来源：美联储官网、宝城期货

三、我国经济料保持积极向好态势发展

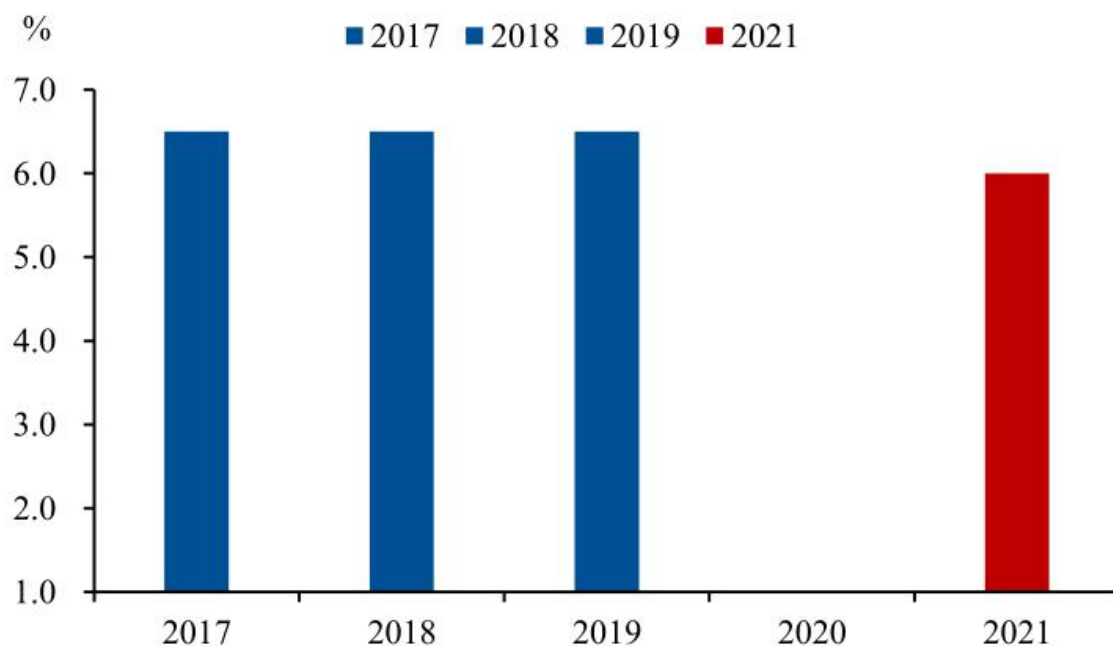
尽管当前国际环境依然复杂严峻，不稳定不确定的因素还比较多，同时国内疫情防控的压力犹存，经济恢复的基础还不牢固，但是支撑经济稳定恢复的有利因素是比较多的，经济有基础也有条件继续恢复的态势。可以看到，虽然国内 2 月官方制造业 PMI 降至 50.6%，财新制造业 PMI 也有所下降，均低于市场预期，主要是受春节假期影响。不过今年 1-2 月，全国规模以上工业增加值同比增长 35.1%，较 2019 年同期增长 16.9%，两年平均增长 8.1%，为近年来同期较高水平；全国服务业生产指数同比增长 31.1%，较 2019 年同期增长 14.1%。需求方面，1-2 月，社会消费品零售总额 69737 亿元，同比增长 33.8%，比 2019 年同期增长 6.4%。今年前 2 个月，我国进出口总值 5.44 万亿元，比去年同期增长 32.2%，其中出口 3.06 万亿元，增长 50.1%。前 2 个月外贸进出口增幅明显，延续了持续向好的态势，主要是欧美等主要经济体生产、消费景气度回升，外需增加带动我国出口增长。即使考虑 2020 年基数较低影响，与 2018、2019 年同期相比，我国进出口增速也有 20% 左右。总体来说，今年 1-2 月，我国工业和出口增长较快，投资和消费稳步恢复，就业和物价总体稳定，基本民生保障有力，国民经济持续稳定恢复。从同比数据看，受 2020 年同期基数较低等因素影响，主要指标同比增速较高，扣除基数影响，主要指标增势平稳，宏观指标处于合理区间。

在今年两会期间，我国政府在报告中指出，今年要保持宏观政策连续性稳定性可持续性，促进经济运行在

合理区间。考虑到疫情得到有效控制和经济逐步恢复，今年赤字率拟按 3.2% 左右安排，比去年低 0.4 个百分点，赤字额 3.57 万亿元，比去年减少 1900 亿元，且不再发行抗疫特别国债。随着新增 7.22 万亿元国债和地方政府债券陆续下达，政府债券发行将处于高位，对市场产生一定的供给压力，且专项项目资金到位后，交通、能源、水利等重大工程项目将陆续开工，将有效扩大投资，支持实体经济增长。

总体上，在海外疫情得到控制、经济展望改善、国内出口形势乐观，预计未来我国经济料保持积极向好态势发展。

图 9、2021 年我国经济增长目标相比 2019 年有所下降



数据来源：宝城期货

表 1、近三年政府工作报告相关经济重点表达比较

近三年政府工作报告相关经济工作重点表述比较

	2019年	2020年	2021年
GDP增速目标	国内生产总值增长6%—6.5%	没有提出全年经济增速具体目标	预期目标设定为6%以上
财政政策	积极的财政政策要加力提效。赤字率拟按2.8%安排，财政赤字2.76万亿元。拟安排地方政府专项债券2.15万亿元。	积极的财政政策要更加积极有为。赤字率拟按3.6%以上安排，财政赤字规模比2019年增加1万亿元，同时发行1万亿元抗疫特别国债。拟安排地方政府专项债券3.75万亿元。	积极的财政政策要提质增效、更可持续。赤字率拟按3.2%左右安排、比去年有所下调，不再发行抗疫特别国债。拟安排地方政府专项债券3.65万亿元。
货币政策	稳健的货币政策要松紧适度。广义货币M2和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配。降低实际利率水平。	稳健的货币政策要更加灵活适度。引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年。创新直达实体经济的货币政策工具。推动利率持续下行。	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。把服务实体经济放到更加突出的位置，处理好恢复经济与防范风险的关系。
减税降费	“放水养鱼”。实施更大规模的减税。深化增值税改革，将制造业等行业税率由16%降至13%，将交通运输业、建筑业等行业税率由10%降至9%；保持6%一档的税率不变，但通过采取增加税收抵扣等配套措施，确保所有行业税负只减不增。明显降低企业社保缴费负担。下调城镇职工基本养老保险单位缴费比例，各地可降至16%。	“留得青山，赢得未来”。加大减税降费力度。前期出台的2020年6月前到期的减税降费政策，执行期限全部延长到年底。小微企业、个体工商户所得税缴纳一律延缓到2021年。预计全年为企业新增减负超过2.5万亿元。	优化和落实减税政策。继续执行制度性减税政策，延长小规模纳税人增值税优惠等部分阶段性政策执行期限，实施新的结构性减税举措，对冲部分政策调整带来的影响。
资本市场	改革完善资本市场基础制度，促进多层次资本市场健康稳定发展，提高直接融资特别是股权融资比重。设立科创板并试点注册制，鼓励发行双创金融债券，扩大知识产权质押融资，支持发展创业投资。	改革创业板并试点注册制，发展多层次资本市场。	稳步推进注册制改革，完善常态化退市机制，加强债券市场建设，更好发挥多层次资本市场作用，拓展市场主体融资渠道。
扩大有效投资	合理扩大有效投资。紧扣国家发展战略，加快实施一批重点项目。再开工一批重大水利工程，加快川藏铁路规划建设，加大城际交通、物流、市政、灾害防治、民用和通用航空等基础设施投资力度，加强新一代信息基础设施建设。	扩大有效投资。重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设，主要是：加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络，拓展5G应用，建设数据中心，增加充电桩、换电站等设施，推广新能源汽车。加强新型城镇化建设。加强交通、水利等重大工程建设。	扩大有效投资。继续支持促进区域协调发展的重大工程，推进“两新一重”建设，实施一批交通、能源、水利等重大工程项目，建设信息网络等新型基础设施，发展现代物流体系。
科技创新	提升科技支撑能力。加大基础研究和应用基础研究支持力度，强化原始创新，加强关键核心技术攻关。抓紧布局国家实验室，重组国家重点实验室体系。完善重大科技项目组织管理。健全以企业为主体的产学研一体化创新机制。	提高科技创新支撑能力。稳定支持基础研究和应用基础研究，引导企业增加研发投入，促进产学研融通创新。加快建设国家实验室，重组国家重点实验室体系，发展社会研发机构，加强关键核心技术攻关。	提升科技创新能力。实施好关键核心技术攻关工程，深入谋划推进“科技创新2030—重大项目”，改革科技重大专项实施方式，推广“揭榜挂帅”等机制。
乡村振兴	坚持农业农村优先发展，加强脱贫攻坚与乡村振兴统筹衔接，确保如期实现脱贫攻坚目标、农民生活达到全面小康水平。	确保实现脱贫攻坚目标，促进农业丰收农民增收。落实脱贫攻坚和乡村振兴举措，保障重要农产品供给，提高农民生活水平。	全面实施乡村振兴战略。做好巩固拓展脱贫攻坚成果同乡村振兴有效衔接
房地产	更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求。	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难。
碳达峰、碳中和	加强污染防治和生态建设，大力推动绿色发展。巩固扩大蓝天保卫战成果。加快火电、钢铁行业超低排放改造，实施重污染行业达标排放改造。	提高生态环境治理成效。深化重点地区大气污染治理攻坚。壮大节能环保产业。保障能源安全。推动煤炭清洁高效利用，发展可再生能源。	扎实做好碳达峰、碳中和各项工作。制定2030年前碳排放达峰行动方案。优化产业结构和能源结构。加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度。实施金融支持绿色低碳发展专项政策，设立碳减排支持工具。

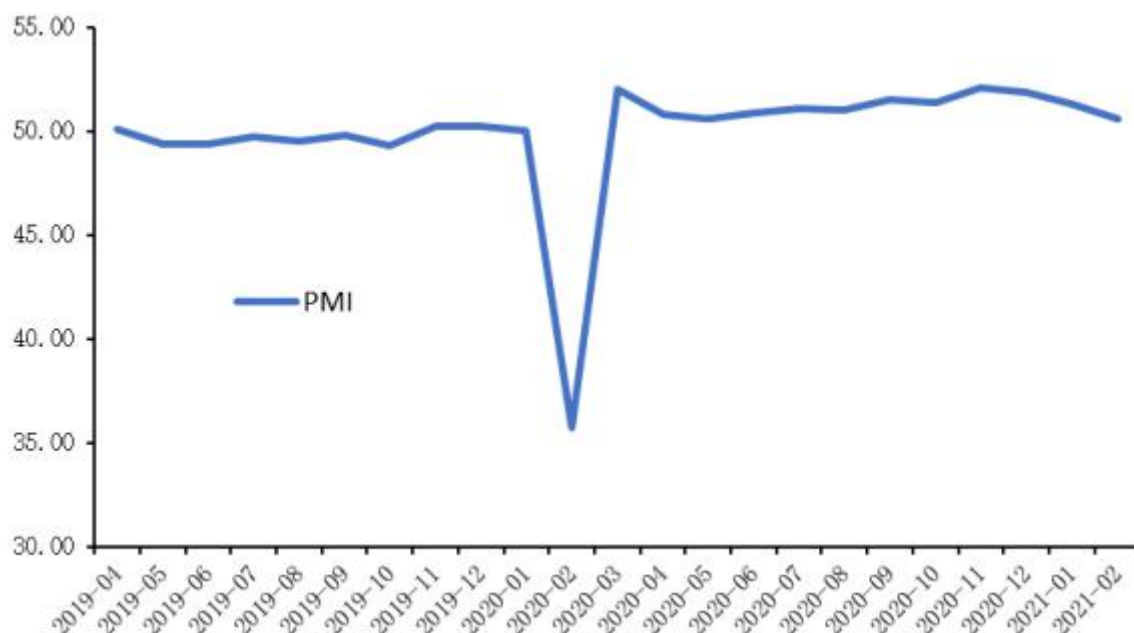
数据来源：中国证券报、宝城期货

图 10、预计 2021 年我国 GDP 增速料呈现前高后低的走势



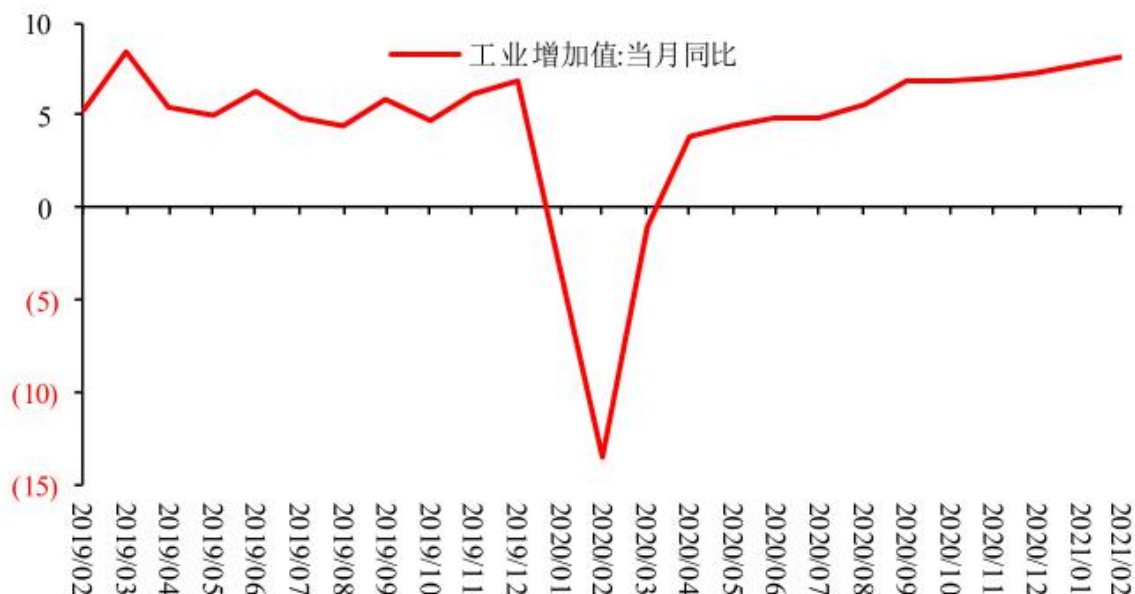
数据来源：宝城期货

图 11、2021 年 2 月我国制造业 PMI 指数走势图



数据来源：宝城期货

图 12、2021 年 2 月我国工业增加值同比增速进一步提高



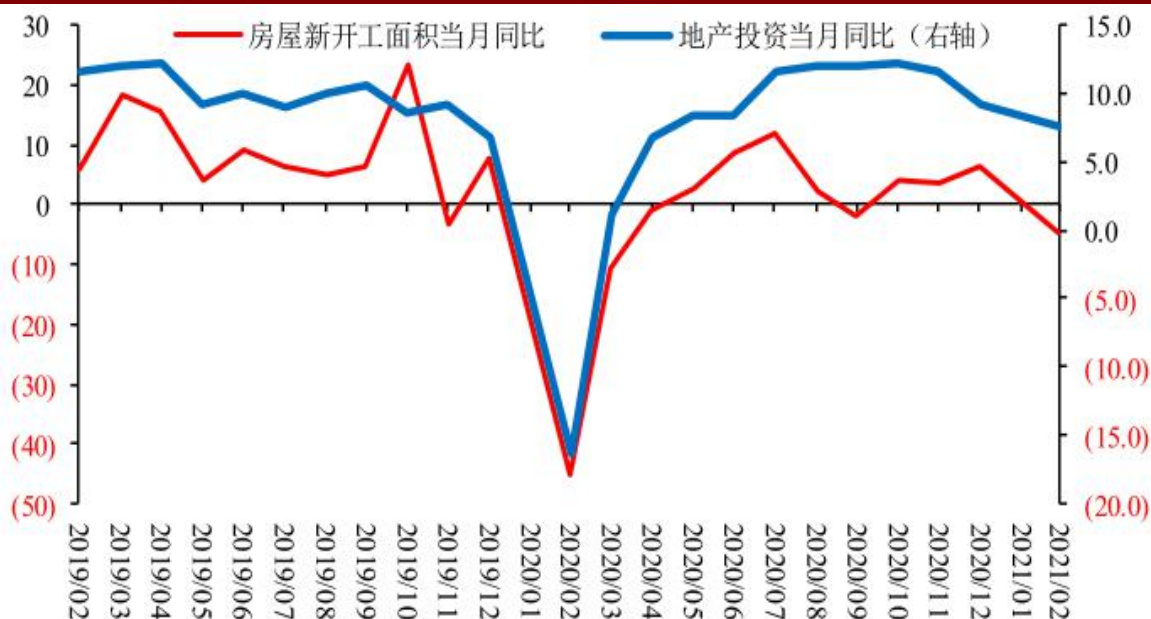
数据来源：宝城期货

图 13、2021 年 2 月我国制造业投资和民间投资同比增速走势图 (%)



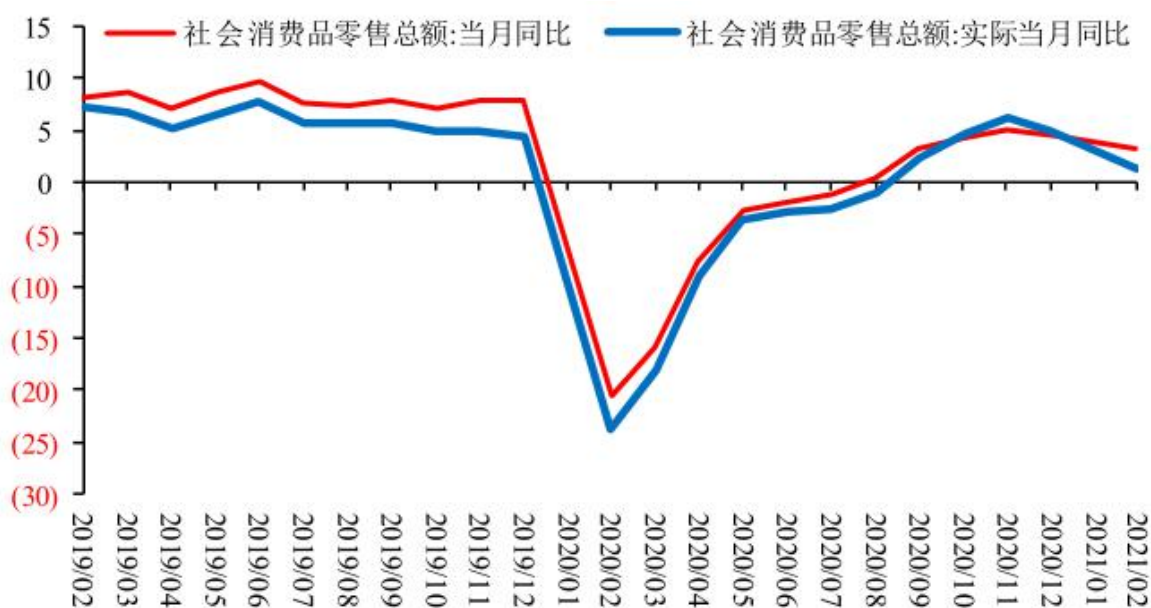
数据来源：宝城期货

图 14、2021 年 2 月我国房屋新开工面积和地产投资当月同比增速走势图 (%)



数据来源：宝城期货

图 15、2021 年 2 月我国社会消费品零售实际和名义同比增速走势图 (%)



数据来源：宝城期货

四、OPEC+产油国意外延长额外减产期限

随着国际原油价格稳步上涨，市场担忧 OPEC+产油国可能会加快复产进程——此前普遍预期 4 月沙特将取消额外 100 万桶的减产，同时 OPEC+产油国还将增产 50 万桶。但在 3 月 4 日的 OPEC+部长级会议结果却超出预期，非但沙特未取消额外减产，其他国家增产也不及预期，超预期的利好已经推动油价连续上涨。据显示，多数产油国认为，受疫情的影响全球经济仍然非常脆弱，所以将延续此前的减产力度。其中沙特宣布会继续执行 100 万桶/日的额外减产，并将期限延续至 4 月底。与此同时，虽然俄罗斯和哈萨克斯坦获准增产，但额

度仅为 13 万桶/日和 2 万桶/日，相较于 700 万桶的减产额度可以忽略不计，并且这部分额度主要用于满足两国国内需求。需要注意的是，沙特将在未来几个月逐步取消其 100 万桶/日的自愿额外减产，但并不急于这样做。说明以沙特为代表的 OPEC+ 认为当前市场需求复苏仍然脆弱。

消息传出后国际油价短期内出现快速拉升，WTI 原油价格和布伦特原油价格均创出一年多以来的最高水平。尽管沙特跟俄罗斯之间对产量管理是有明显分歧的，但是基于沙特额外减产 100 万桶/日，俄罗斯也只是按照规则内的配额幅度增产，以配合沙特维持原油市场供需偏紧的决定。受益于 OPEC+ 产油国继续控制产量，强化对油价的预期管理，沙特提高了 4 月销往亚洲和美国的原油价格，表明现货市场供应趋紧。作为全球最大的原油出口国，沙特向亚洲出口的原油价格达到了去年 3 月以来的最高水平，此前将售价维持 2 个月不变。这表明了沙特认为原油需求将继续增长。

本次 OPEC3 月会议部长级会议的产量调整符合年内减产量递进式下调的趋势，是欧佩克+循序渐进增产进程中的一小步。需求好转不及预期、美国放松对伊朗制裁、流动性趋紧预期形成的风险偏好集体走弱是本轮油价走强的三个主要原因。由于欧佩克+目前增产原则基本遵循了循序渐进、紧盯需求，通过高频率的开会及政策微调管理市场预期，大幅降低了原油市场供应过剩的风险，单次会议前后市场波动放大但难以对长期趋势产生逆转。后疫情时代，全球需求逐步恢复，交通用油需求逐渐增加，市场最近几个月来对原油供需平衡的预期呈现出“远月紧平衡但近月供需矛盾相对突出”的特点，原油价格的波动主要反映了远月合约向近月合约转换过程中的预期偏差。欧佩克+将在 4 月份再次开会，决定 5 月份及以后的产量水平。沙特倾向于从 5 月开始逐步取消 100 万桶/日的自愿性减产计划，逐步增产的数量将取决于违反配额规定的成员国的补偿性减产速度。后期伊朗石油是否提前重返市场是需要关注的风险因素，若在 6 月之前提前重返，将对国际油价带来较大冲击。中期来看，原油虽然易涨难跌，仍需谨慎。需要重点关注美国原油产量恢复进展、OPEC+ 减产执行情况、美国新版财政刺激政策、伊朗石油是否提前重返市场等因素。

表 2、2021 年 OPEC 产油国减产执行情况汇总表

2021年OPEC减产执行情况汇总表									
单位：千桶		2020.8-2020.12	2021.1-2021.4	当前协议下	月度产量			减产执行率	超额减产量
国家	基准	第二阶段减产量	第三阶段减产量	减产后的产量	Nov-20	Dec-20	Jan-21		
阿尔及利亚	1057	193	145	912	857	856	864	133%	48
安哥拉	1527	278	209	1318	1179	1168	1174	169%	144
赤道几内亚	127	23	17	110	103	126	116	65%	-6
加蓬	187	34	26	161	183	182	173	54%	-12
伊拉克	4653	849	637	4016	3772	3852	3839	128%	177
科威特	2809	513	385	2424	2293	2297	2319	127%	105
尼日利亚	1829	334	250	1579	1448	1373	1342	195%	237
沙特	11000	2006	1505	9495	8966	8965	9054	129%	441
阿联酋	3168	578	433	2735	2515	2576	2612	128%	123
刚果	325	59	44	281	283	269	267	132%	14
利比亚					1982	2022	2084		
伊朗					1088	1215	1164		
委内瑞拉					414	415	487		
OPEC合计					25083	25316	25495		
OPEC减产国合计	26682	4867	3651	23031	21599	21664	21760	135%	1271

数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 16、欧佩克、沙特、俄罗斯原油产量走势图（百万桶/天）



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

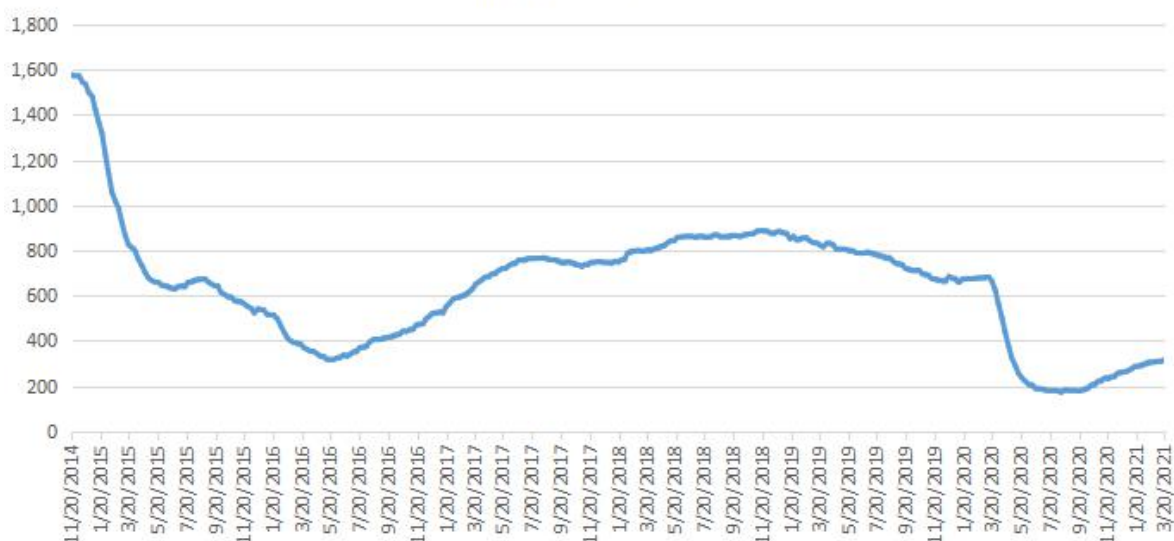
图 17、美国原油产量走势图（千桶/日）



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

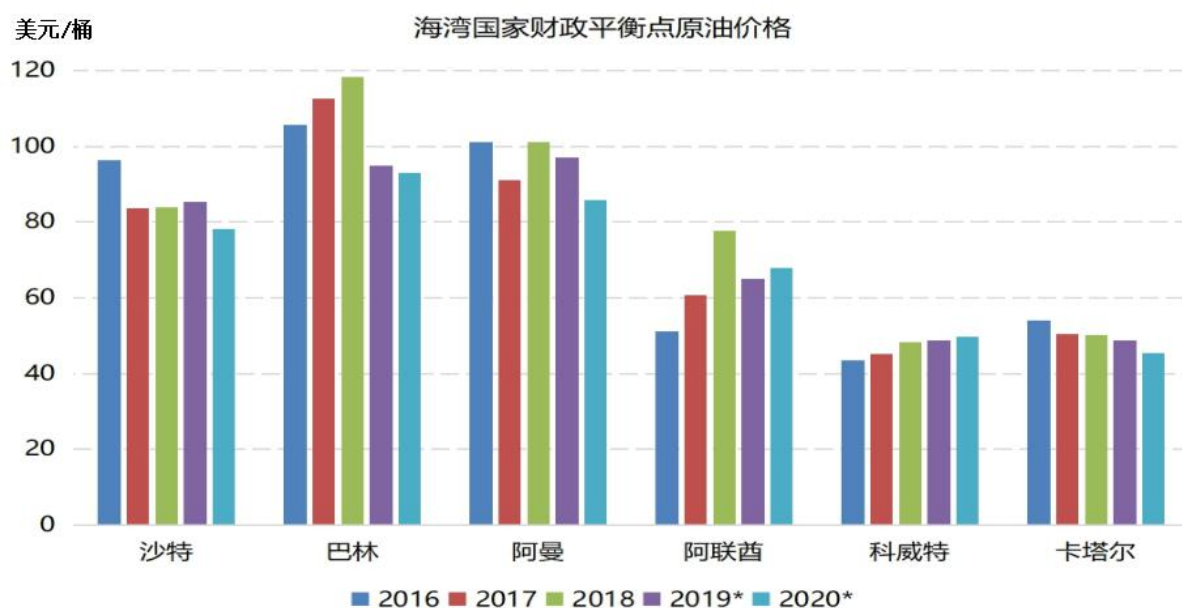
图 18、2014-2020 年美国活跃石油钻井平台数量走势图

美国油企活跃钻井机数（座）



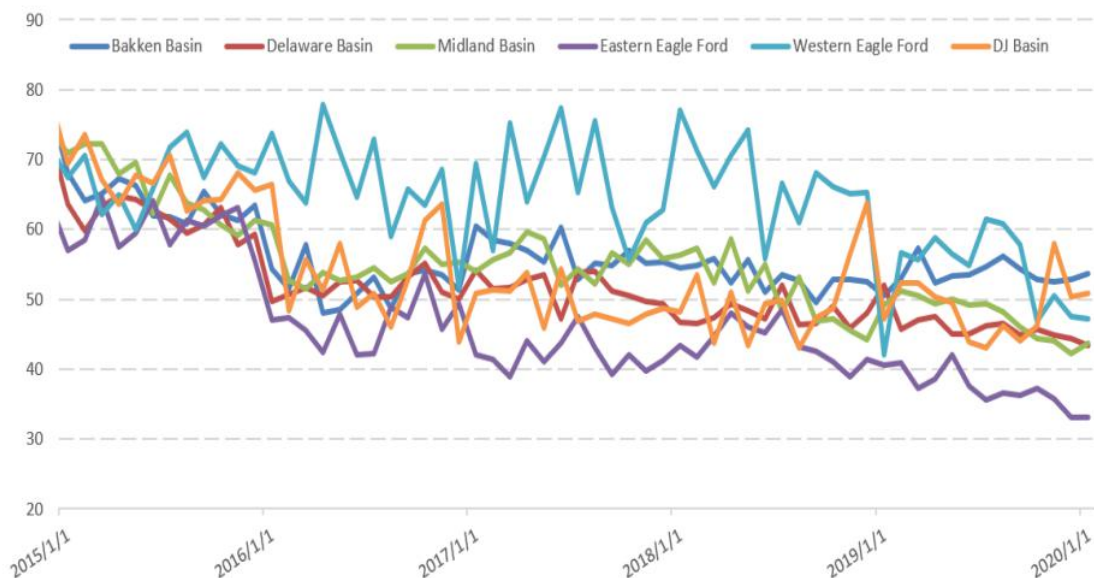
数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 19、2016-2020 年海湾国家财政平衡点的原油价格



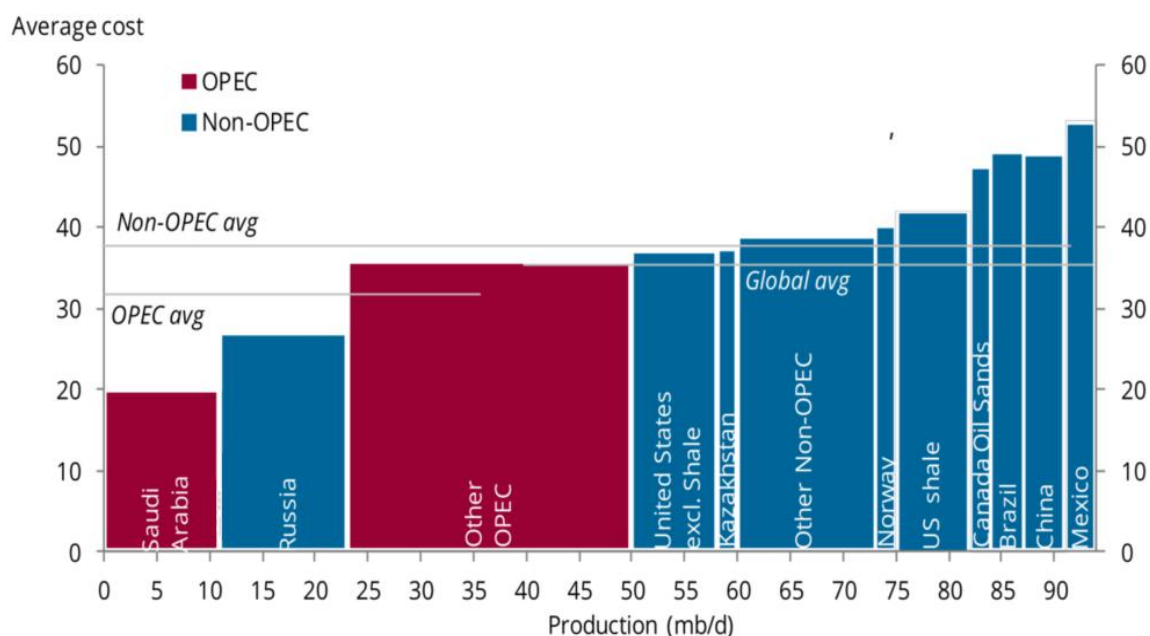
数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 20、美国各地区页岩油开采成本图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 21、全球主要产油国原油生产成本对比图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

五、全球原油需求缓慢复苏 库存去化预期增强

从全球每日新增确诊新冠肺炎病例来看，疫情拐点已经于 1 月上旬得以确认。据显示，全球每日新增新冠确诊数在 1 月中旬达到 74 万人峰值后便快速回落，截至 3 月中旬，全球新增确诊（7 日平均）回落至 38.5 万人，较 1 月初下降 34.6%；其中美国确诊数 6.1 万人，较年初减少 68.9%；欧盟确诊 10.1 万人，较年初减少 13.7%。

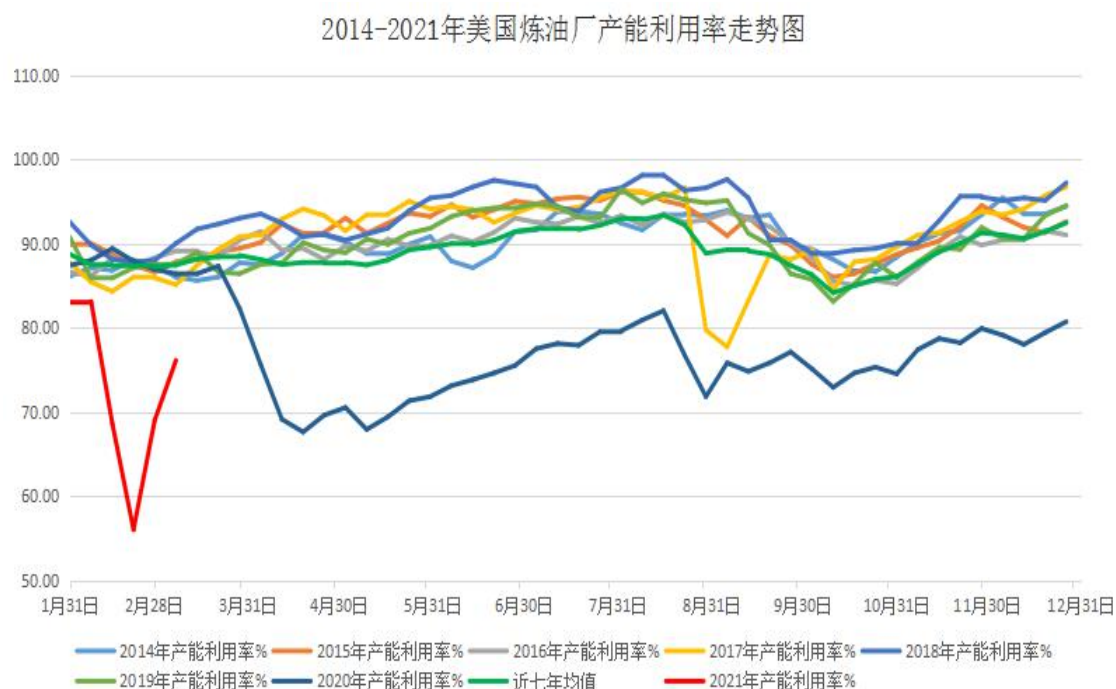
疫情拐点基本确认，市场对后期经济复苏预期较为强烈。疫苗注射持续推进，全球主要国家疫苗接种人数继续增长，截至3月中旬，美国每百人累计注射人数达到25.68人，较2月同期增长130.9%，过去7天日均新注射人数达到216万人，月环比增长69%；英国百人注射人数33.71人，月环比增长91%；欧盟8.93人，增长139%。原油需求高频数据有所回暖，航空方面，截至3月中旬，美国航空旅客吞吐量5日均值95.82万人次，月环比回升38.3%。截至3月初，全球订餐数据环比回升30%。此外，全球主要国家和地区路面交通拥堵指数均有所回升。

随着美国德州极寒天气结束，该国此前受影响而暂时关闭的炼油产能重新开启运营。据统计，截止3月12日当周，美国炼厂开工率稳步回升至76.10%，周环比回升7.10%，较去年同期下跌11.92%。截止3月12日当周，美国商业原油库存量为5.008亿桶，较去年同期增长17.72%。全球主要原油需求国的疫苗接种也在持续推进，接种速度仍有上升空间，需求恢复预期较强，高频数据显示终端需求正在有序恢复。预计4-5月全球原油需求将稳步恢复，预计全球原油需求将环比增加373万桶/天。在对供需进行调整后，预计2021年4个季度全球均处于去库的格局中，从静态平衡表来看，二季度供应缺口扩大28万桶/日，至100万桶/日左右。二季度起原油去库速度将明显回升，有望带动油价中枢进一步上行。

从长远来看，结合疫苗接种数量逐渐增加、成品油裂解价差逐渐走高来看，炼油厂原油加工意愿较前期有所增强。笔者认为，原油需求继续恢复是大势所趋，各大机构对于未来原油市场还是保持着谨慎的乐观。预计2021年原油市场大概率维持小幅的供需缺口结构，有利于逐步消化存量库存。

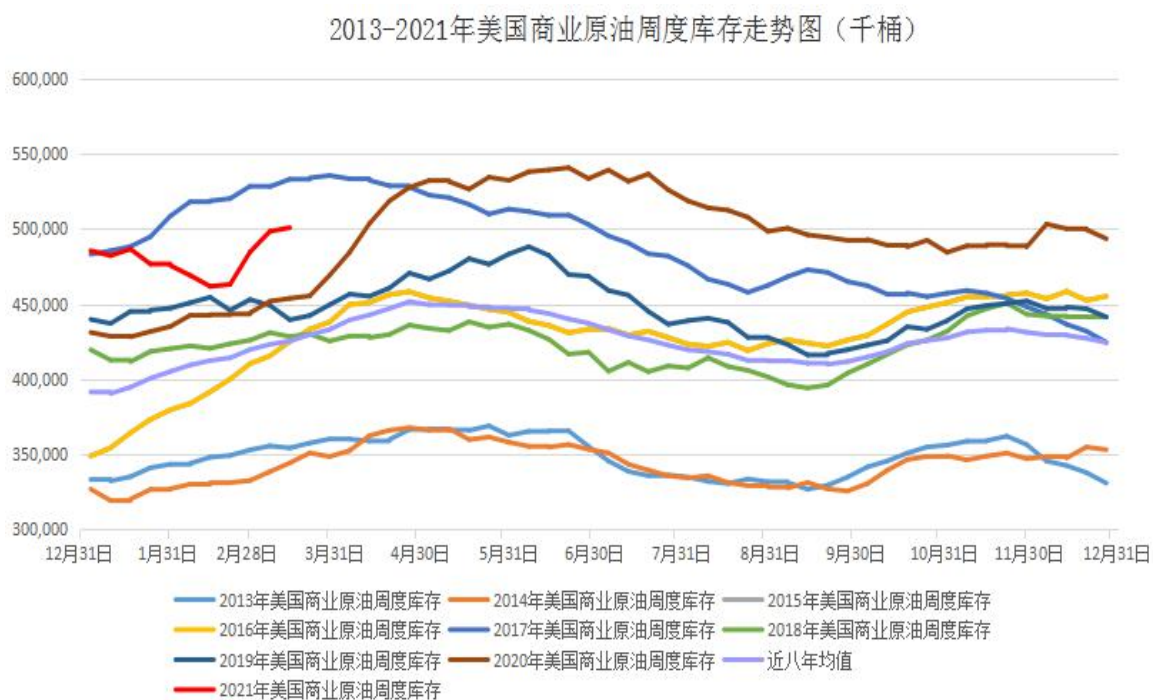
自2020年下半年以来，全球原油库存去化部分体现在海上在途原油库存与海上浮仓库存。其中在途库存较去年高点去化约2.7亿桶，海上浮仓库存较去年高点去化约1.6亿桶，两者合计去化超过4亿桶。陆上原油库存去化较为缓慢，因为海上储油成本要远高于陆上岸罐或者地下盐穴囤油。目前海上原油库存已经去库到位，如果去库顺畅，预计2021年将转为陆上原油库存去化，观测指标为美国石油库存和OECD石油库存。其中美国石油库存占比较大，因此可以作为观测基本面是否健康的高频指标。2021年3-4月全球原油供应依然偏紧，而需求有所增加，全球原油供需呈紧平衡状态，将继续推动原油陆地库存去化。

图 22、2014-2021 年美国炼油厂产能利用率走势图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 23、2013-2021 年美国商业原油周度库存走势图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

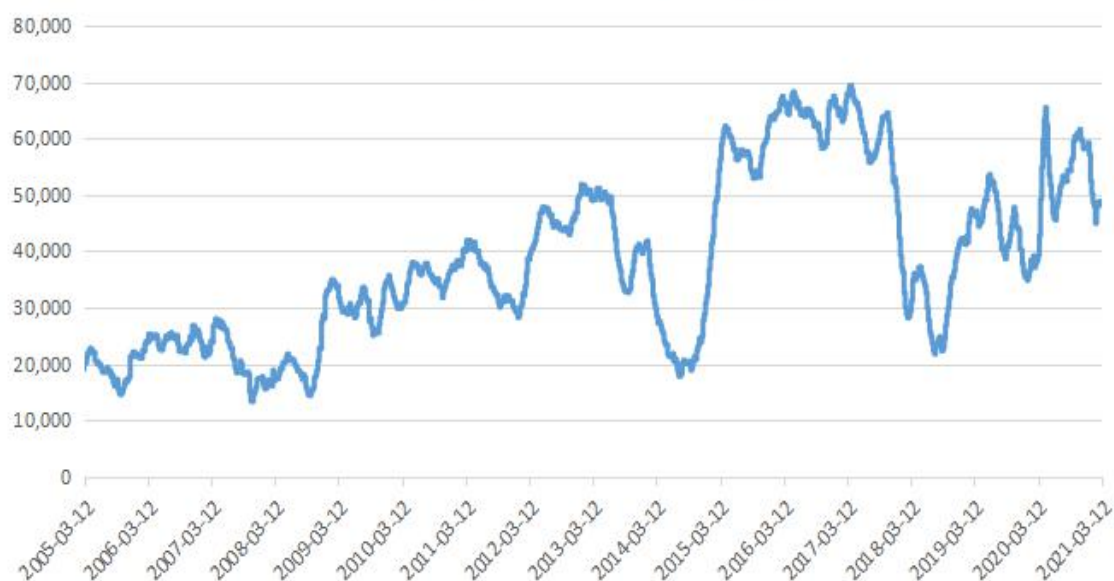
图 24、2014-2021 年美国战略石油储备库存量（千桶）



数据来源：WIND 资讯

图 25、2005-2021 年美国库欣地区原油库存量走势图（千桶）

美国库欣地区原油库存量（千桶）



数据来源：WIND 资讯

图 26、2021 年全球原油供需平衡表（百万桶/日）OPEC 版本

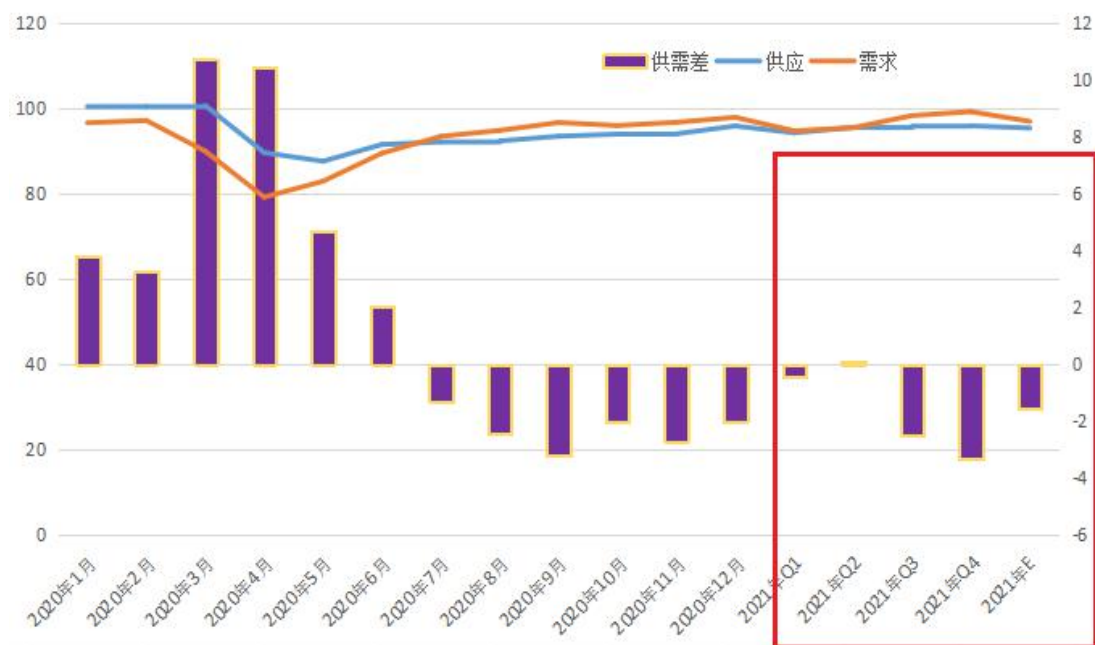
2020年全球原油供需平衡表（单位：百万桶/日）OPEC版本



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 27、2021 年全球原油供需平衡表（百万桶/日）IEA 版本

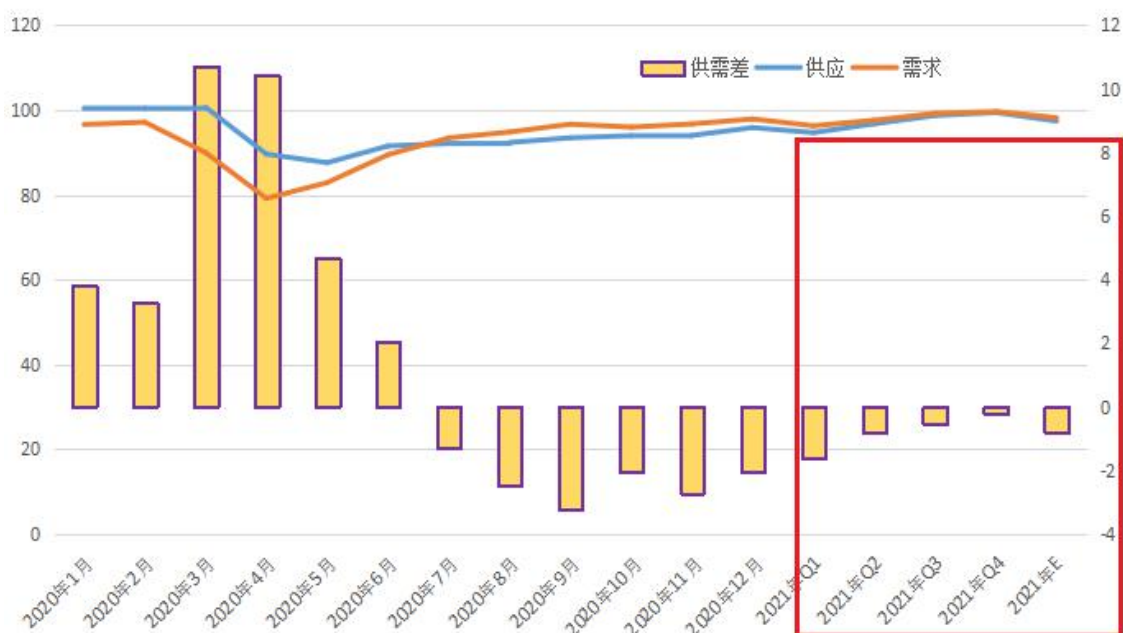
2020-2021年全球原油供需平衡表（单位：百万桶/日）IEA版本



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 28、2021 年全球原油供需平衡表（百万桶/日）EIA 版本

2020-2021年全球原油供需平衡表（单位：百万桶/日）EIA版本



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

六、2021 年 3 月中东地缘局势再度紧张

一直以来，原油市场地缘政治因素就未能停歇过，而步入 2021 年以来中东地区局势再度紧张。据显示，2021 年 3 月开始，沙特境内频繁遭遇也门胡塞武装的无人机和导弹袭扰，其中沙特最大的油库之一——石油重镇港口宰赫兰市的拉斯坦努拉港口在 3 月 7 日遭遇袭击，所幸此次遇袭事件并未造成人员伤亡或者石油设施损失，但可能会影响到当地石油的生产。要知道，拉斯坦努拉港是全球范围内最重要的石油港口之一，沙特东部产油区生产的原油及其衍生产品大部分都在此地短暂储存后装船对外出口。同时宰赫兰是沙特 Aramco 总部的所在地，该公司是世界上最大的石油公司，也是世界上石油储存量最高的公司，每日约生产 1000 万桶石油，大部分石油均作出口用，沙特本身只用总生产石油量的 12%。沙特能源部发布声明谴责称，该地区遇袭，可能会影响世界能源供应的安全和稳定。因此，拉斯坦努拉港口遇袭消息一出，截至 3 月 8 日上午，市场的紧张情绪推动着布伦特原油一举突破 70 美元关口，达 71.06 美元/桶，再创近 14 个月新高。这使得高盛的预测有望成真。据高盛预测，布伦特原油将在二季度突破 75 美元/桶，并在第三季度站上每桶 80 美元关口。

对于原油期货市场而言，地缘冲突对油价的冲击多半为短期脉冲效应。可以看到，原油价格的长期走向取决于其供求关系，但作为一种战略性能源，其短期价格易受地缘政治因素的扰动。战争、石油禁运、限产、恐怖袭击等事件会严重扰动石油价格。从 1990 年以来的国家地缘政治冲突事件来看，不同类型和时期的事件对油价的冲击力度和持续时间有所差异。国际地缘冲突对油价的影响程度主要取决于事件本身是否能够对原油的供给需求产生实际且具有持续性的影响。

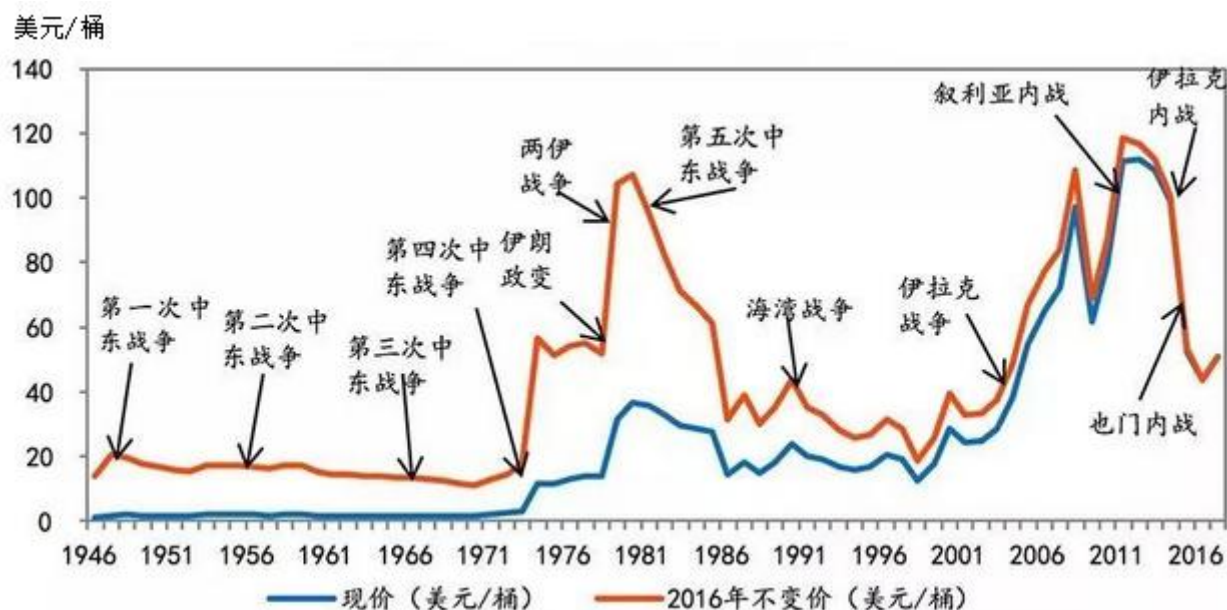
一方面，这与地缘冲突对于石油生产的影响以及市场后续情绪的发酵有关，发生在主要产油国和主要战略国的地缘冲突事件的影响程度较大，如伊拉克、伊朗、利比亚、叙利亚等国；另一方面，也与当时油价的基本面及美元走势有关，当石油需求较强时，如 1990 年的科威特战争、2003 年的伊拉克战争以及 2011 年“阿拉伯之春”，表现为催化剂效应，都对当时油价带来较大冲击。而发生在石油弱需求时期，如 2013 年利比亚罢工事件、2014 年伊拉克内战扩大，则对油价影响程度有限。

图 29、也门胡塞武装控制也门北部地区形势图



数据来源：宝城期货

图 30、二战后重要战事与油价表现关系图



数据来源：宝城期货

图 31、1970 年以来中东战乱与油价表现关系图

战争名称	开始时间	后 1 个月	后 3 个月	后半年	后 1 年	后 3 年
<u>第四次中东战争</u> (赎罪日战争)	1973 年 10 月	1.17%	101.54%	117.14%	127.54%	141.80%
<u>伊朗政变</u>	1978 年 12 月	4.98%	4.98%	41.65%	88.95%	150.73%
<u>两伊战争</u> (第一次波斯湾战争)	1980 年 9 月	0.00%	5.66%	5.01%	6.66%	-5.92%
<u>第五次中东战争</u> (黎巴嫩战争)	1982 年 6 月	-3.98%	0.92%	-8.26%	-4.13%	-17.89%
<u>海湾战争</u>	1990 年 8 月	45.16%	13.27%	-29.91%	-18.40%	-32.95%
<u>伊拉克战争</u> (第二次海湾战争)	2003 年 3 月	-16.88%	-2.74%	-5.93%	15.21%	114.66%
<u>叙利亚内战</u>	2011 年 3 月	6.76%	-10.59%	-25.79%	-3.47%	-4.82%
<u>伊拉克内战</u>	2014 年 1 月	5.23%	2.31%	0.70%	-50.52%	-45.83%
<u>也门内战</u>	2015 年 1 月	3.15%	23.61%	-2.32%	-30.31%	/

数据来源：宝城期货

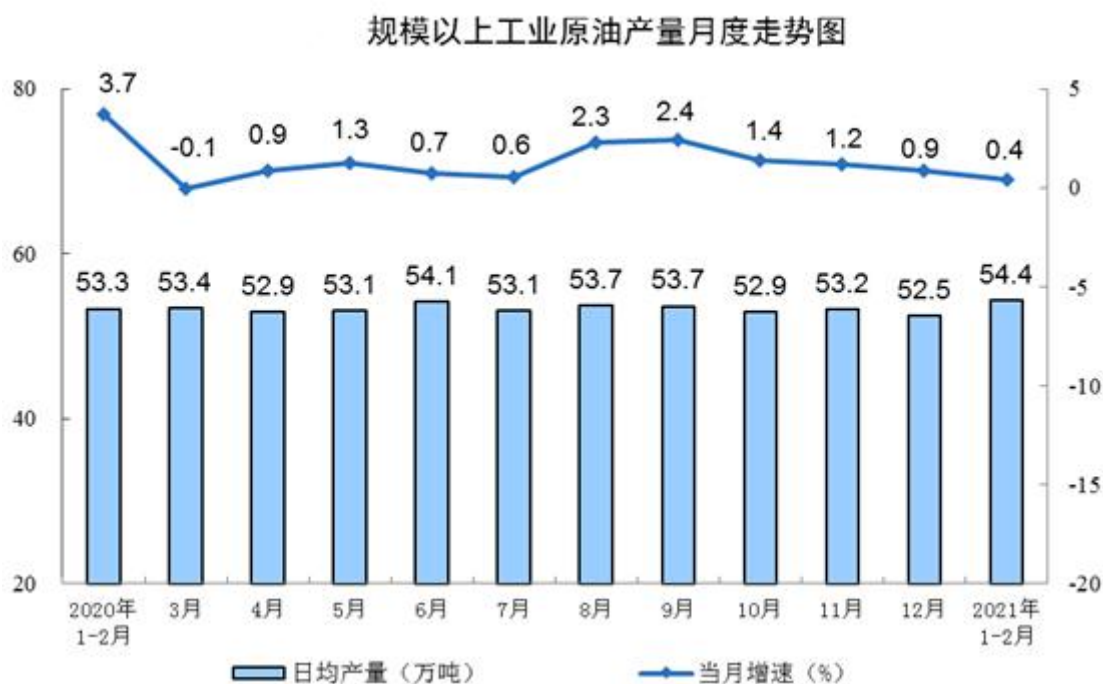
七、2021 年 1-2 月我国原油进口量平稳增长

在油价大跌的 2020 年，中国原油进口量再创新高，总金额同比却减少近三成。据中国海关发布的数据显示，作为全球最大的石油进口国，中国在 2020 年总计进口了约 5.424 亿吨原油，相当于约每日 1085 万桶，较 2019 年同期增长 7.3%，再创纪录高位。2020 年中国进口原油累计金额为 1.22 万亿元，较去年同期的 1.67 万亿元减少 26.8%。以此计算，中国在 2020 年进口的原油量较上年增加近 4000 万吨，总金额减少 4484 亿元。据了解，2021 年原油非国营贸易进口允许量为 2.43 亿吨，较去年大涨 20.3%，也意味着 2021 年我国进口量或将进一步上升。步入 2021 年以来，1-2 月份，我国原油进口小幅增长，国际原油价格持续上涨。进口原油 8957 万吨，同比增长 4.1%；进口均价为每吨 2470.5 元，下跌 27.5%；

在原油生产方面，原油生产同比保持稳定增长，日均环比增产。1-2 月份，生产原油 3208 万吨，同比增长 0.4%，比 2019 年 1-2 月份增长 4.1%，两年平均增长 2.0%；日均产量 54.4 万吨，比上年 12 月份增加 1.9 万吨。加工原油 11424 万吨，同比增长 15.0%，比 2019 年 1-2 月份增长 10.6%，两年平均增长 5.2%；日均加工 193.6 万吨，比上年 12 月份增加 0.1 万吨。

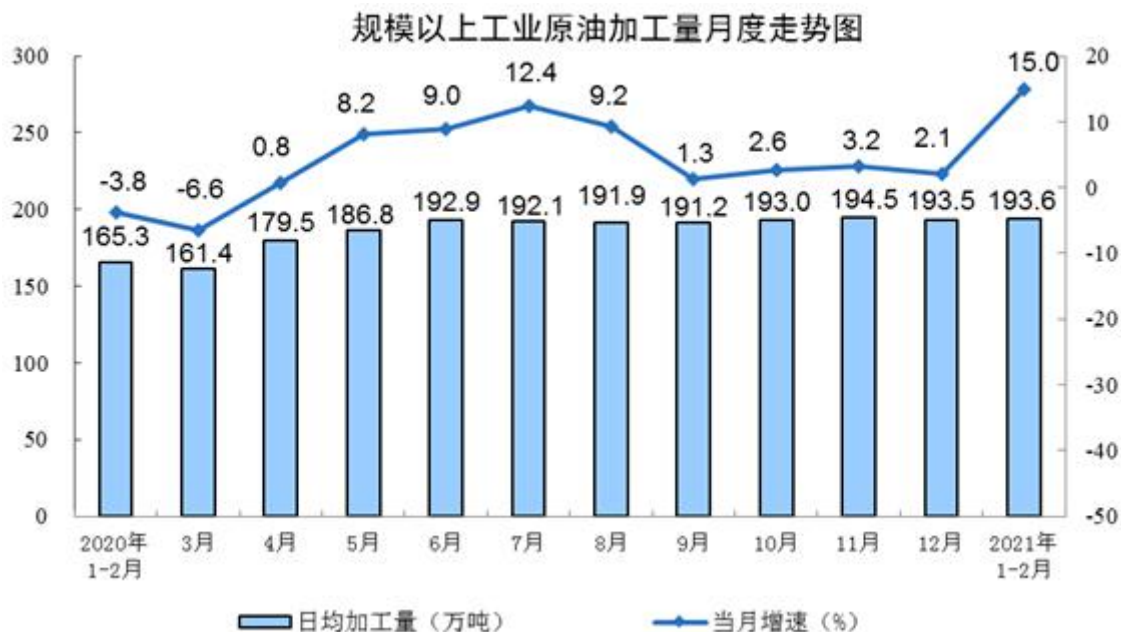
2021 年，中国原油进口或仍将保持稳定增长的情况，一方面，市场对于疫情防控已经有经验，当前中国国内疫情影响较轻，经济受到的影响较小，原油需求不会出现明显下降。但另一方面，考虑到当前原油价格已经自低点反弹，原油进口成本会出现一定的增加。因此预计 2021 年中国原油进口可能将保持稳中有增的形势。

图 32、2021 年 1-2 月国内规模以上工业原油产量月度走势图



数据来源：国家统计局

图 33、2021 年 1-2 月中国规模以上工业原油加工量月度走势图



数据来源：国家统计局

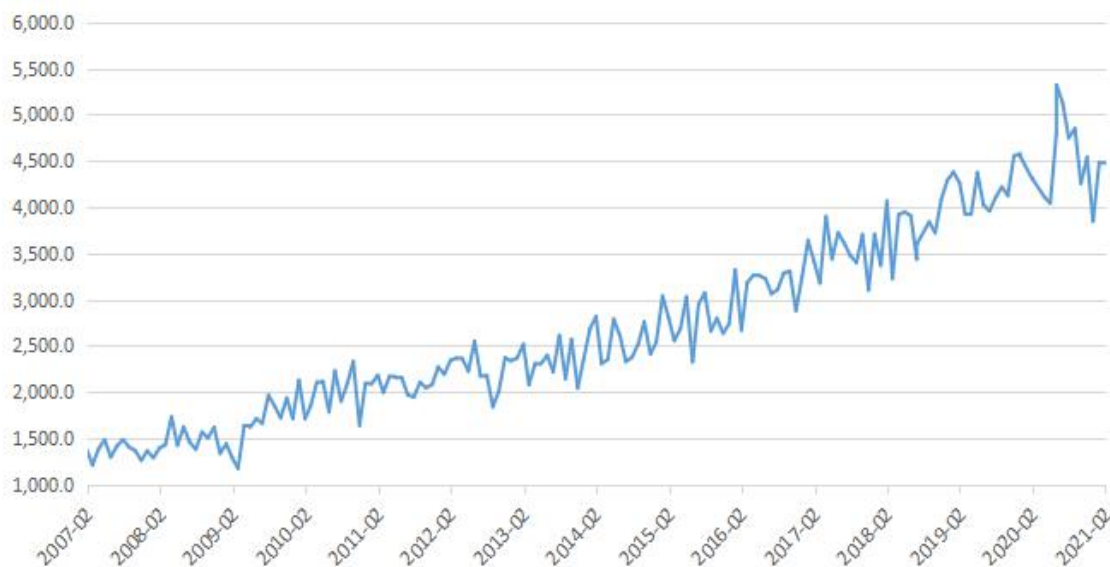
图 34、2021 年 1-2 月中国原油进口月度走势图



数据来源：国家统计局

图 35、2006-2021 年中国原油月度进口量走势图

我国原油月度进口量（万吨）



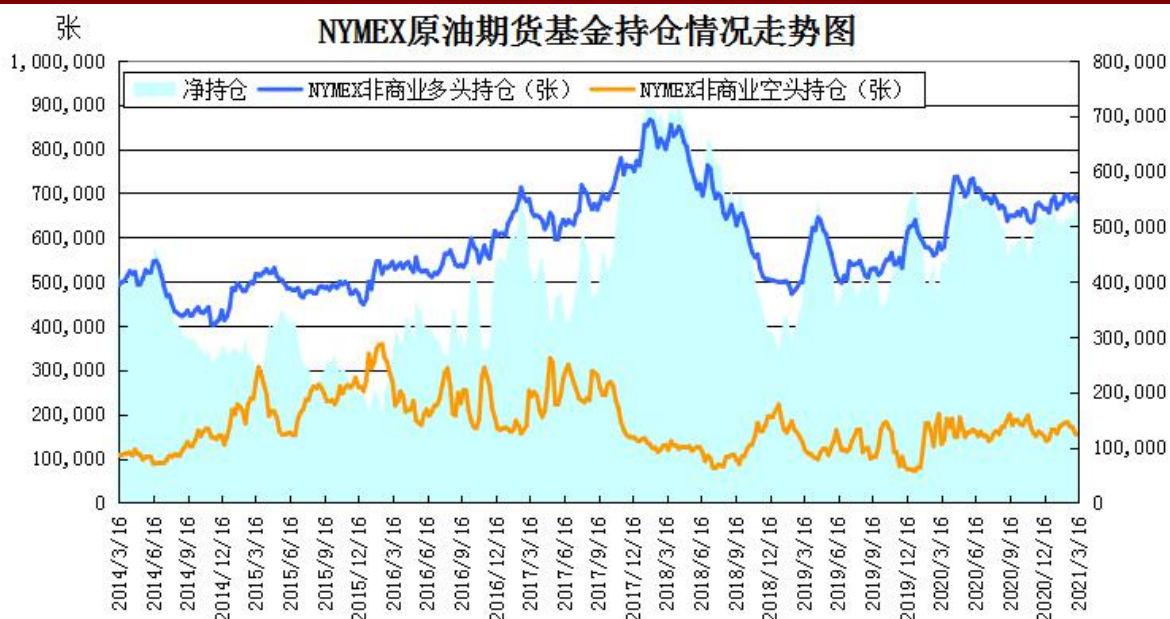
数据来源：宝城期货

八、油市非商业净多头寸出现回落

步入 2021 年 3 月以来，国际原油市场依然维持偏多氛围。在美国两院通过 2021 年财年财政预算决议以后，3 月初再度顺利通过美国总统提出的 1.9 万亿美元新一轮财政刺激法案。同时美联储在 3 月的议息会议中继续维持 0%-0.25% 的基准利率在 2023 年前将保持不变，同时延续每月至少 800 亿美元的速度增持美国国债，并以每月不低于 400 亿美元的速度购买机构抵押贷款支持证券的宽松的货币政策。

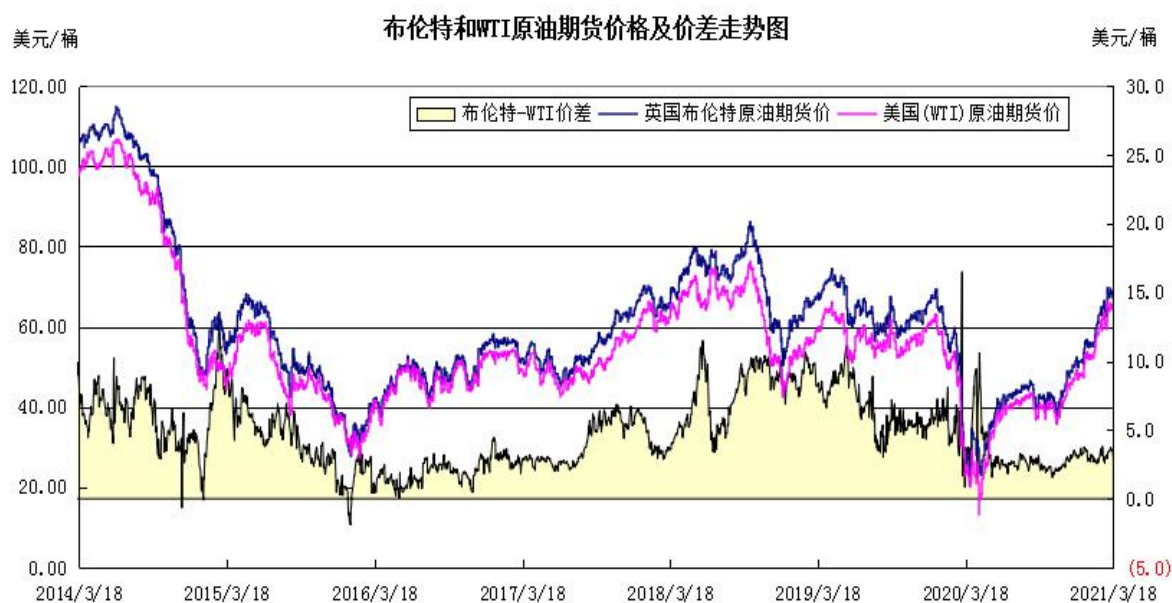
在全球流动性充裕的背景下，OPEC+ 产油国继续履行减产协议，推迟额外减产期限，叠加疫苗陆续接种带来的远期原油需求修复，油市供需前景保持乐观趋势，鼓舞市场资金积极做多国际原油期货，导致美国非商业原油净多头寸回升。据美国商品期货交易委员会(CFTC)的数据显示，截至 2021 年 3 月 16 日当周，WTI 原油非商业净多持仓量为 525442 张，净多头寸周环比回落，表明投机市场看多油价的信心有所回落。截止 3 月 24 日，Brent-WTI 价差维持在 2.85 美元/桶。

图 36、WTI 原油期货基金持仓情况走势图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

图 37、布伦特-WTI 原油期货价差走势图



数据来源：WIND 资讯、宝城期货

九、4 月原油走势展望

综合来看,对于2021年4月国内原油期货市场而言,在美国1.9万亿美元新一轮财政刺激政策兑现,OPEC+产油国延长额外减产期限至4月底,同时地缘因素也得到充分体现以后,后市原油价格继续上行缺乏新增动力,至少在需求端要有新的利多因素出现,完成供应驱动向需求驱动转变和衔接,油价才有新的动力再度上行,否则,后市原油价格料转入多空分歧加剧的局面:一方面高油价将削弱OPEC+产油国继续减产的信心,同时也会诱发美国页岩油大规模投产,供应驱动力量正在减弱;另一方面,如果后疫情时代,原油需求迟迟未能恢复,

也会令油价上行缺乏长期动力。

因此笔者认为，国际原油市场处在供应端驱动切换至需求端驱动的换挡期，油价继续单边上涨缺乏足够动力，存在高位回调的需要，等待驱动因素换挡结束以后，才能进一步抬升价格重心。眼下国内外原油期货价格陷入高位振荡整理的状态。其中，美国 WTI 原油期货价格料在 55-65 美元/桶区间内宽幅整理，而布伦特原油期货价格在 60-70 美元/桶区间内宽幅整理，国内原油期货主力合约期价料维持在 360-420 元/桶区间内宽幅整理。

表 3、2021 年全球原油供需平衡表（百万桶/日）OPEC 版本

2020-2021年全球原油供需平衡表 (单位: 百万桶/日) OPEC			
日期	供应	需求	供需差
2020年1月	100.39	96.58	3.81
2020年2月	100.38	97.11	3.28
2020年3月	100.64	89.93	10.72
2020年4月	89.58	79.15	10.43
2020年5月	87.56	82.87	4.69
2020年6月	91.50	89.45	2.05
2020年7月	92.09	93.40	-1.31
2020年8月	92.32	94.79	-2.46
2020年9月	93.43	96.64	-3.22
2020年10月	93.92	95.94	-2.02
2020年11月	93.99	96.70	-2.71
2020年12月	95.84	97.86	-2.02
2021年Q1	93.83	93.97	-0.14
2021年Q2	94.73	95.68	-0.95
2021年Q3	95.46	96.57	-1.11
2021年Q4	96.77	97.29	-0.52
2021年E	95.20	95.89	-0.69

数据来源: WIND 资讯、宝城期货

宝城期货各地营业部

宝城期货嘉兴营业部

地址：嘉兴市南湖区竹园路 100 号环球金融中心 1408 室

电话：0573-82689030

宝城期货武汉营业部

地址：武汉市武昌区昙华林路 202 号泛悦中心 A 座 0708 室

电话：027-88221981

宝城期货南宁营业部

地址：南宁市青秀区东葛路延长线 118 号青秀万达西 3 栋 13 楼 1306 室

电话：0771-5532168

宝城期货沈阳营业部

地址：沈阳市和平区南五马路 3 号中驰国际大厦 21 层 2104、2105、2106

电话：024-31257633

宝城期货邯郸营业部

地址：邯郸市丛台区人民路 408 号锦林大厦十八层 1805 室

电话：0310-2076686

宝城期货郑州营业部

地址：郑州市未来大道 69 号未来大厦 1201 室

电话：0371-65612648

宝城期货昆明营业部

地址：昆明市五华区科普路与王筇路交叉口绿地创海大厦办公楼 19 楼 11 号

电话：0871-65732801

宝城期货青岛营业部

地址：青岛市西海岸新区井冈山路 157 号金石国际广场 A 座 1602 室

电话：0532-81111856

宝城期货长沙营业部

地址：长沙市芙蓉区五一大道 618 号银华大酒店 22 楼 2222 室

电话：0731-85239858

宝城期货温州营业部

地址：温州市鹿城区瓯江路鹿港大厦 1 幢 901 室-1

电话：0577-89999719

宝城期货北京营业部

地址：北京市朝阳区望京西路甲 50 号 1 号楼 7 层 1-09 内 701 单元

电话：010-64795128

宝城期货深圳营业部

地址：深圳市福田区滨河路与彩田路交汇处联合广场 A 栋塔楼 A2803

电话：0755-83209976

宝城期货大连营业部

地址：大连市沙河口区会展路 129 号期货大厦 2010 室

电话：0411-84807260

免责条款

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。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引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

