

肖斌

· 从业资格编号 F3074397  
· 投资咨询编号 Z0015476

## 内容提要

我们认为随着疫苗推出，疫情影响衰退，2021 年对原油而言是一个复苏的年份，在不出现重大风险事件的前提下，均价大概率上扬，但或多或少依然受到库存绝对高度的阻力。在供需周期上，明年将落在以需求驱动的被动去库存上，若出现加速去库存的情况，不排除原油上涨幅度会超预期。

从中性角度出发，我们预计明年 WTI 原油均价在 55 美元附近，在某一时间段的利好堆积或令油价全年高点落在 65-70 美元区间，预计明年年底 WTI 原油价格落在 60 美元附近，总体方向为温和的震荡上涨。

节奏上看，我们虽然看好油市上涨，但难以出现连续大段上涨走势，对于现在的油市而言，预期有余而现实不足，一步步兑现预期的过程中掣肘颇多，其中处于高位的库存就是一个无形的压力，总体来说更像是一个大病初愈的状态。众多的风险因素都可能使得现实不及预期，因此建议 2021 年原油总体以逢低建多，加速放缓后主动了结，破前低离场的稳健操作为主。

## 风险提示

疫苗测试周期过短导致疫苗失效或者副作用大、新冠病毒发生变异等一系列可能导致新冠疫情进一步肆虐的情况发生

油价上涨、内部裂痕等一系列可能导致 OPEC+ 减产联盟破裂的情况发生

由于美国外交政策改变导致伊朗、委内瑞拉原油大量输出的情况发生

由于拜登政府大力推行新能源政策，导致大量关闭油井或者需求大幅削减的情况发生

为了报复科学家之死伊朗采取行动、也门胡塞武装组织与沙特冲突等使得中东地缘政治冲突加剧的情况发生



## 一、宏观分析

随着全球疫情进入平台期，叠加全球逐步接种新冠疫苗，疫情对经济的影响将逐步消退，全球复工复产提升和需求趋势性回暖相对确定。

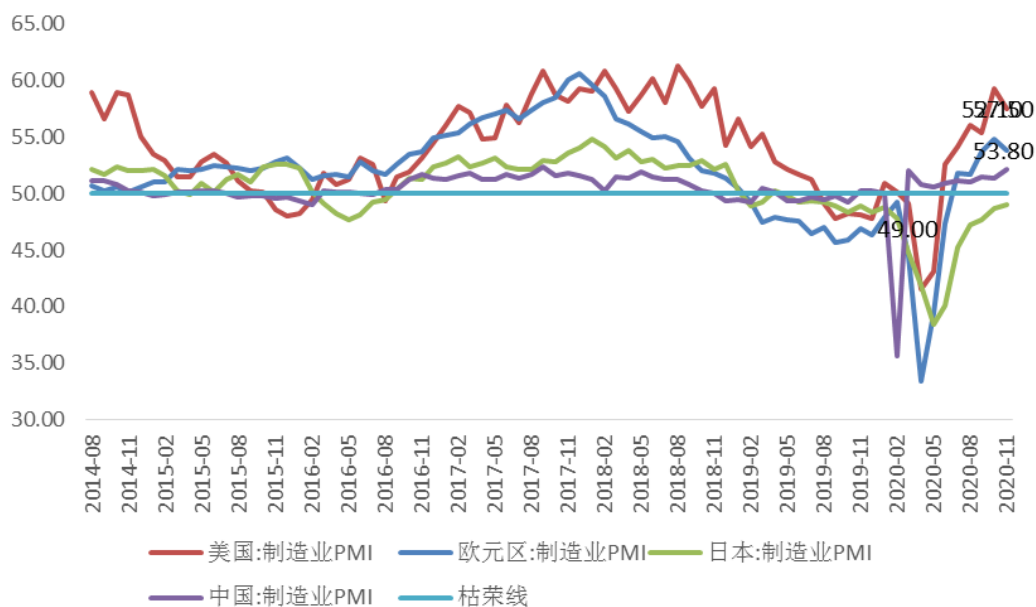
从目前的节奏看，疫苗研制投放的进展均超过预期，预计在 2021 年会逐步全面接种。预计 2021 年疫苗主要产能包括中国 9-10 亿剂，欧美 78-83 亿剂。欧美部分包括辉瑞 & BioNTech 13 亿剂，Moderna 5-10 亿剂，强生 10 亿剂，诺瓦克斯 20 亿剂，阿斯利康 & 牛津大学 20 亿剂，赛诺菲 10 亿剂。

接种进度方面，预计美国今年年底前接种 2000 万人，明年 5 月接种人口的 70% 实现“群体免疫”；预计欧洲接种进程稍慢于美国，英、法、德或率先接种，2-3 季度达到“群体免疫”，其他欧洲国家或要到明年底或后年处整体达到“群体免疫”；中国由于疫情得到有力控制，有时间筛选最佳疫苗，预计明年只有部分人群接种；其他新兴经济体预计接种节奏差异巨大，整体达到群体免疫预计要 3-5 年。其中俄罗斯、英国、美国和加拿大已经先后开始全面接种疫苗。

疫情冲击对全球工业生产造成巨大负面冲击，3 月以来中国经济逐步恢复，5 月以来全球（中国除外）主要经济体工业生产开始重启，全球尤其是欧、美 6 月复工速度加快，疫情对工业生产的冲击渐弱。

2020 年年中以来美国、欧元区、中国、日本制造业 PMI 攀升，全球经济活跃度攀升。全球制造业 PMI 已经回升至枯荣线上方。预计随着全球复工复产稳步提升，直至 2021 年年底全球经济景气度有望趋势上升，全球经济正从疫情冲击中恢复。

图 1：全球主要国家和地区制造业 PMI



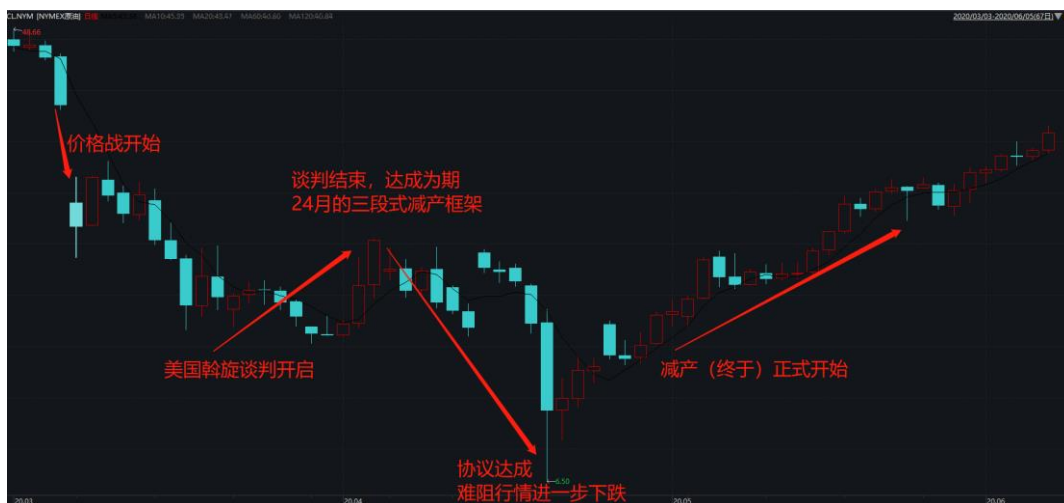
数据来源：Wind，金信期货研究院

## 二、供给分析

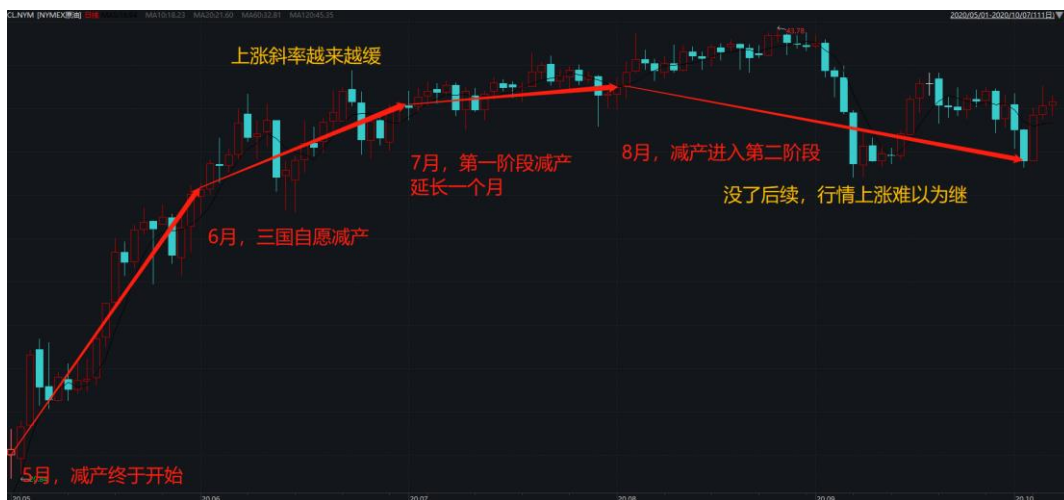
### 1、OPEC+日益精进的价格管理技术

在长期与低油价的艰苦斗争过程中，OPEC+对于油价管理的技术也日益精进。

4月份OPEC+达成了简单粗暴的三段式减产政策，分3个时间段进行不同力度的减产。优点在于减产规模大，参与国家多，包括非OPEC+国家也参与其中，缺点在于生效时间迟，4月初谈妥的协议非要到5月才开始执行，沙特俄罗斯等价格战主战国在4月剩余时间依然大量开工，于是乎油价在会议前短暂的反弹后再度下跌，其中实物交割但交割地可用库容又不够的WTI近月合约在4月底创下了历史级别的负油价。

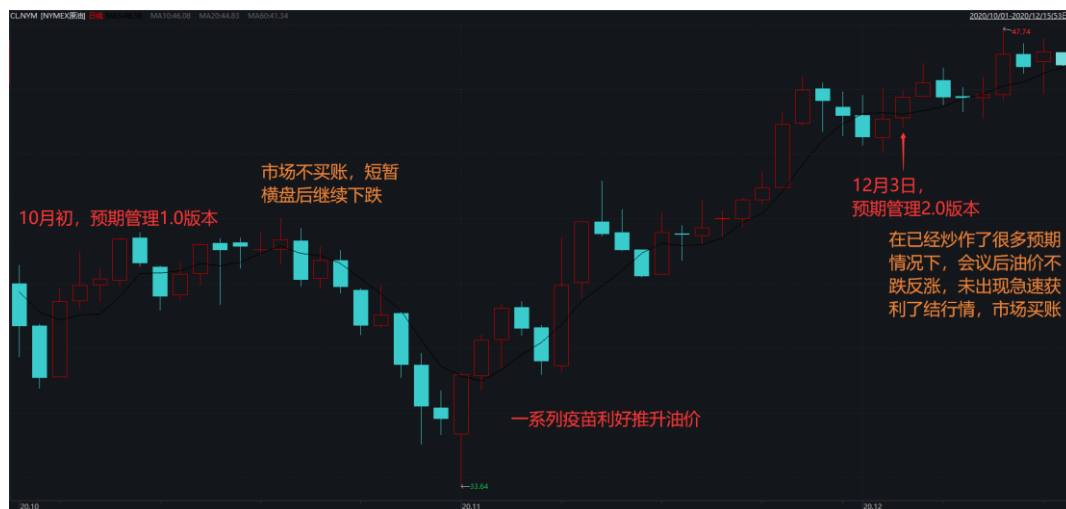


随后是坚定维护减产执行率以及零敲碎打地局部强化减产政策。较上一轮最终不欢而散的减产协议，本轮减产过程中OPEC+无疑对减产执行率更加上心，沙特等龙头国家更是放出狠话，如果有国家减产没有达标，将不会额外减产甚至退出减产协议重回价格战。除了一如既往的威胁性言论，本轮减产过程中有规定补偿性额外减产期限以及提交补偿性减产计划等更为实质的内容，对内部产生一定约束力，同时也对外产生一定信服力。此外，沙特阿联酋科威特还一度自发额外减产一个月，以及全体大会通过延长第一阶段减产力度一个月，都一度推高油价，但无论空间上还是时间上的效果都较为有限，且对油价的进一步调控增加了难度，毕竟大部分产油国的国家经济很依赖原油产业，并不能无休止地扩大减产。



在传统的调控方式屡屡吃瘪的情况下，OPEC+祭出了新的法宝——预期管理。在 10 月初的 OPEC 会议后，沙特油长例行公事地恐吓了一番市场空头后，首次提及预期管理概念：OPEC+可以随时调整减产政策，而无需等待下一次会议召开。在预期管理影响下，油价一度冲高，但沙特油长的发言实在缺乏实质性内容，听久了更像是一句空话，随后油价跟随欧洲二次疫情爆发，美国三次疫情爆发迎来了更大的下跌。

而在最新一期 OPEC+全体大会上，OPEC+推出了预期管理 2.0 版本，明年 1-3 月，每个月举行产出政策会议讨论进一步的增产计划，增产每次不超过 50 万桶/日。把原本集中在今年 11.30-12.3 的预期分摊至明年的第一季度，频繁的会议可以让市场长时间停留在预期氛围上，除非现实恶化到现有的减产力度不能支撑价格的地步。



进入 2021 年，我们有理由相信 OPEC+对于市场的把控技术会进一步提高，原油的走势会更加温和稳定。

## 2、OPEC+供应及其变数

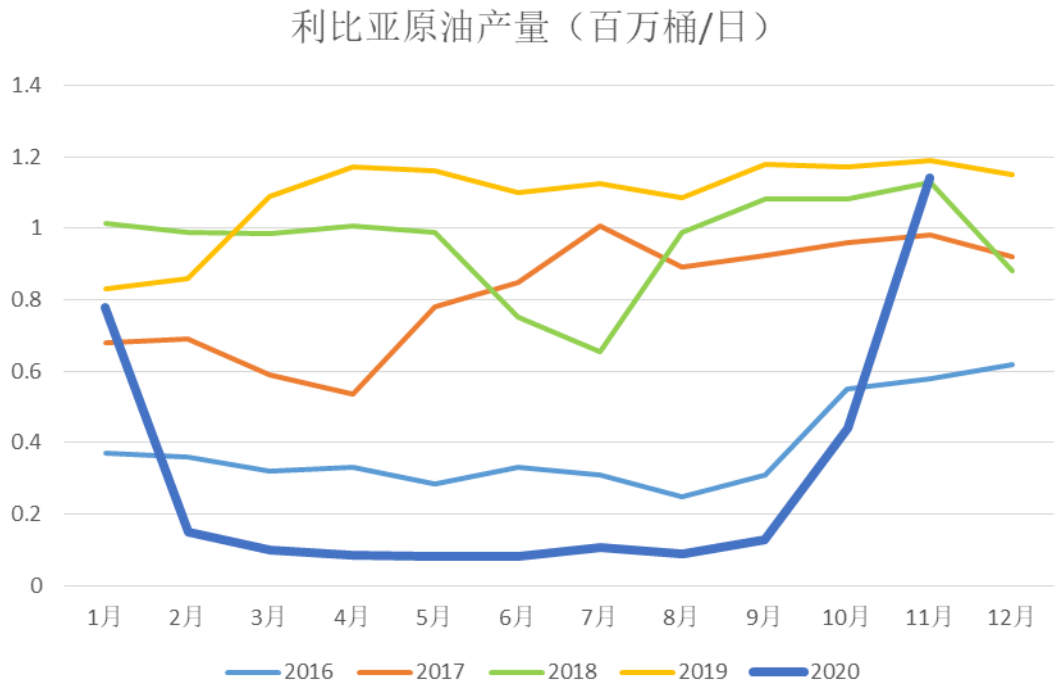
自从 12 月 3 日 OPEC+会议结束后，明年一季度的减产政策出台，相对来说总体变数不大。局部地，OPEC+供应量的变数主要来源于豁免国家利比亚、伊朗和委内瑞拉。

利比亚今年下半年结束内战，利比亚国家石油公司 NOC 解除不可抗力恢复原油生产，根据其董事长言论，NOC 将在年内恢复至 130 万桶/日的产量并向 170 万桶/日的目标进发。但 2008 年以来利比亚的产量就再也没有到达过 170 万桶/日，NOC 正与法国道达尔讨论进一步增产的方法。

伊朗官方媒体报道称，伊朗已经指示其石油部做好准备，以在三个月内全负荷生产和销售原油。将于明年 1 月 20 日就职的美国下届总统拜登在接受《纽约时报》采访时表示，如果伊朗严格遵守核协议，美国将重新加入作为后续谈判的起点，并解除对伊朗的制裁。据信伊朗官方对解除制裁较为乐观。在美国 2018 年退出伊核协议时，伊朗原油出口超过 200 万桶/日，其 2018 年出口峰值为 280 万桶/日，而目前伊朗原油出口不到 30 万桶/日。

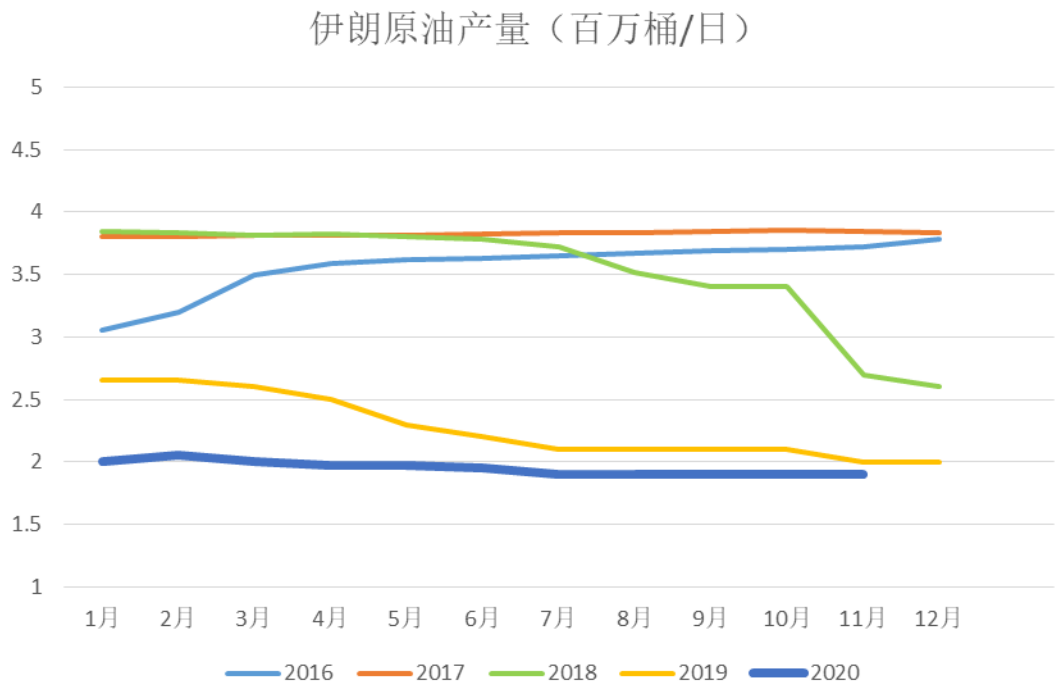
委内瑞拉也是同样的问题，市场在美国总体选举时对于选举结果对于油价影响分析中，就提到了拜登与特朗普可能在对伊朗和委内瑞拉政策上的差异，事实上委内瑞拉已经开始向中国输送石油，11 月的原油出口已经超过 50 万桶/日。

图 2: 利比亚原油产量 (百万桶/日)



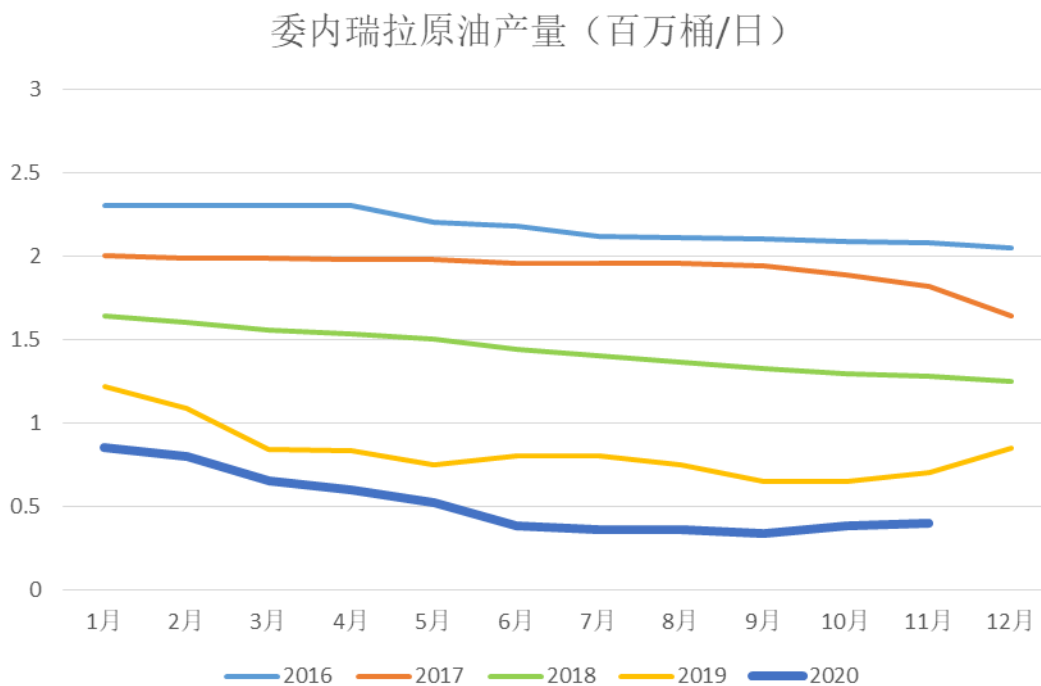
数据来源: EIA, 金信期货研究院

图 3: 伊朗原油产量 (百万桶/日)



数据来源: Wind, 金信期货研究院

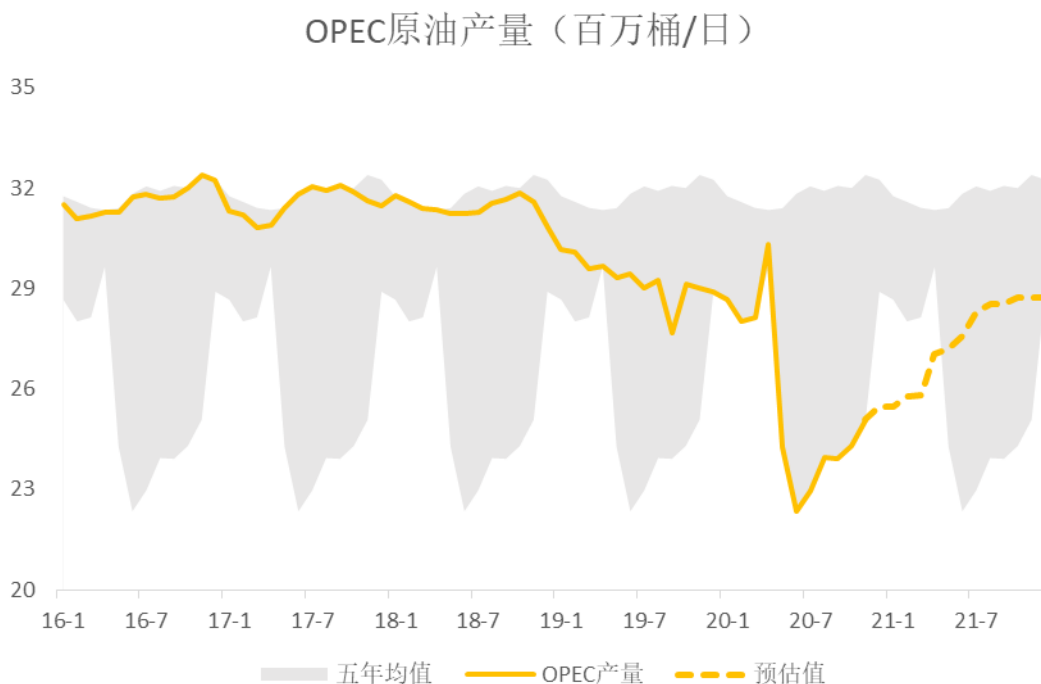
图 4: 委内瑞拉原油产量 (千桶/日)



数据来源: Wind, 金信期货研究院

总体而言, 预计 OPEC+明年总产量有序增加, 增加幅度受限, 但需要对上述 3 个减产豁免国的情况加以关注。

图 5: OPEC 原油产量 (百万桶/日)



数据来源: EIA, 金信期货研究院



**表 1: OPEC 及 OPEC+部分成员产量 (百万桶/日)**

	2017	2018	2019	2020	21Q1E	21Q2E	21Q3E	21Q4E
OPEC	31.54	31.44	29.27	25.62	25.69	27.27	28.45	28.73
阿塞拜疆	0.80	0.81	0.78	0.71	0.69	0.72	0.73	0.74
哈萨克斯坦	1.88	1.96	1.97	1.85	1.83	1.81	1.86	1.89
俄罗斯	11.22	11.40	11.49	10.50	10.42	10.65	10.74	10.82
阿曼	0.98	0.99	0.98	0.95	0.96	1.00	1.02	1.02
墨西哥	2.25	2.09	1.92	1.93	1.84	1.85	1.82	1.82
马来西亚	0.75	0.76	0.71	0.64	0.63	0.62	0.62	0.61
南苏丹	0.15	0.16	0.16	0.16	0.17	0.17	0.18	0.18

斜体字为预估值

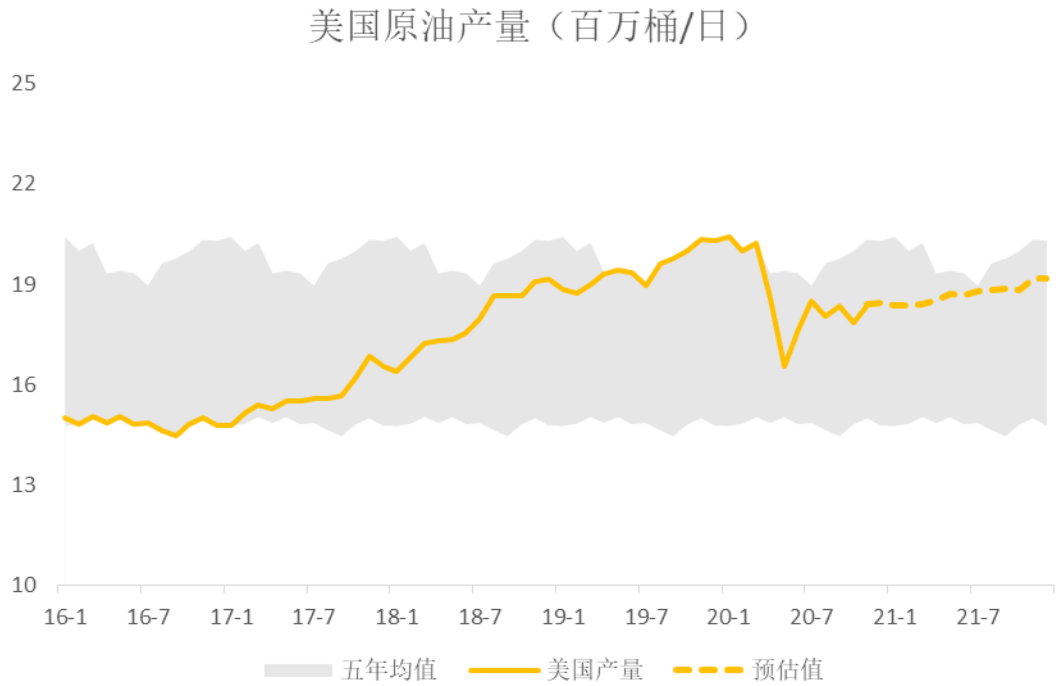
数据来源: EIA, 金信期货研究院

风险方面,本次原定于 12.1 结束的 OPEC+全体大会最终拖延至 12.3 才宣告闭幕, OPEC 会议在 11.30 顺利结束, OPEC 国家倾向于延长减产,但原定于 12.1 召开的 OPEC+会议延后了 2 天,这中间多出来的 2 天不是用来游山玩水,而是进行了激烈的讨论和磋商,凸显其内部裂痕加大。俄罗斯一心推动 2021 年原油增产,两大龙头之一的俄罗斯是除了伊拉克以外,产量超出协议规定最多的国家。OPEC+会议最终结果由延长减产改成弹性逐月增产,可以说是一次内部妥协。今年 3 月因为内部减产谈崩导致的价格战依然历历在目,而现在,伊拉克表示已经无法进一步减产(即无法对其拖欠的未完成减产份额进行补偿),俄罗斯一心增产,认为没有必要补偿减产,尼日利亚欲将其一大油田改为凝析油田以缩小其承担的减产份额(凝析油不计入减产表),阿联酋则对其他国家不严格减产表示愤怒, OPEC+国家奋力减产而油价并没有达到其期望的水平,内部裂痕扩大也值得关注。

### 3、其他主要生产国

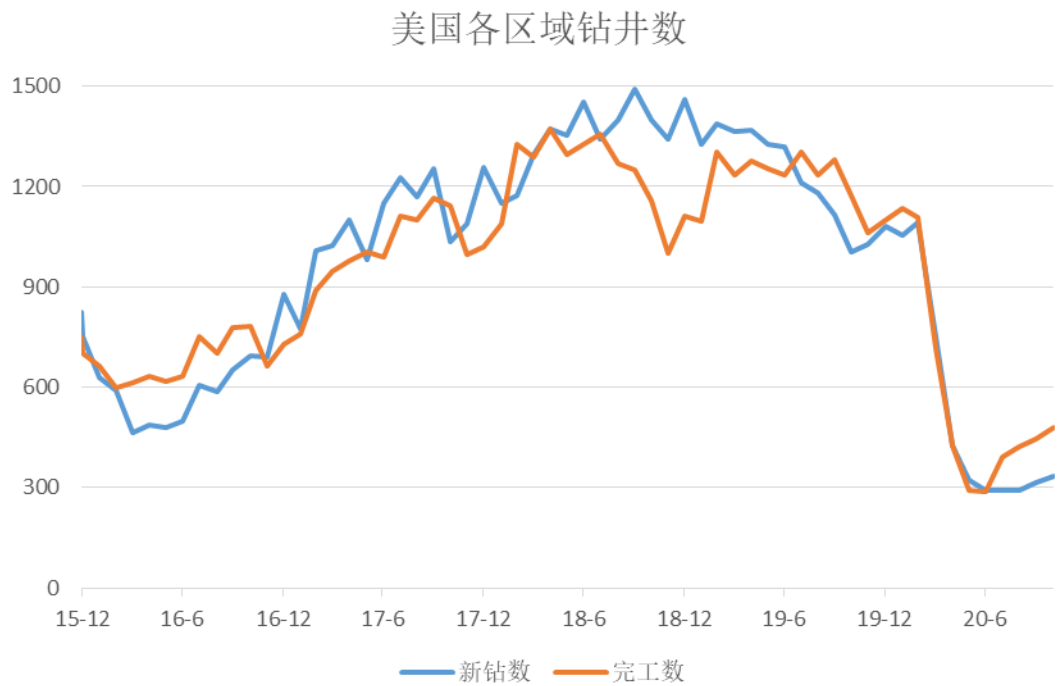
尽管油价走高,且并不受 OPEC+减产协议约束,但美国的产量未必能迅速跟上。根据 EIA 最新预计,美国原油产量将在 2021 年 3 月降至 1100 万桶/日下方,由于美国本土 48 州现有油井产量的下降将在未来几个月超过新井产量的增加,本土 48 州原油产量将减少。EIA 预计本土 48 州原油产量将从 2021 年 2 月的 870 万桶增至 12 月的 910 万桶/日,因钻井数量会随着油价走高而增加。这些增量将使得美国原油产量在 2021 年 12 月达到 1140 万桶/日。年均产量而言, EIA 预计美国 2021 年将从 19 年的 1220 万桶/日和 20 年的 1130 万桶进一步降至 1110 万桶/日。

图 6：美国原油产量



数据来源：EIA，金信期货研究院

图 7：美国原油钻井数

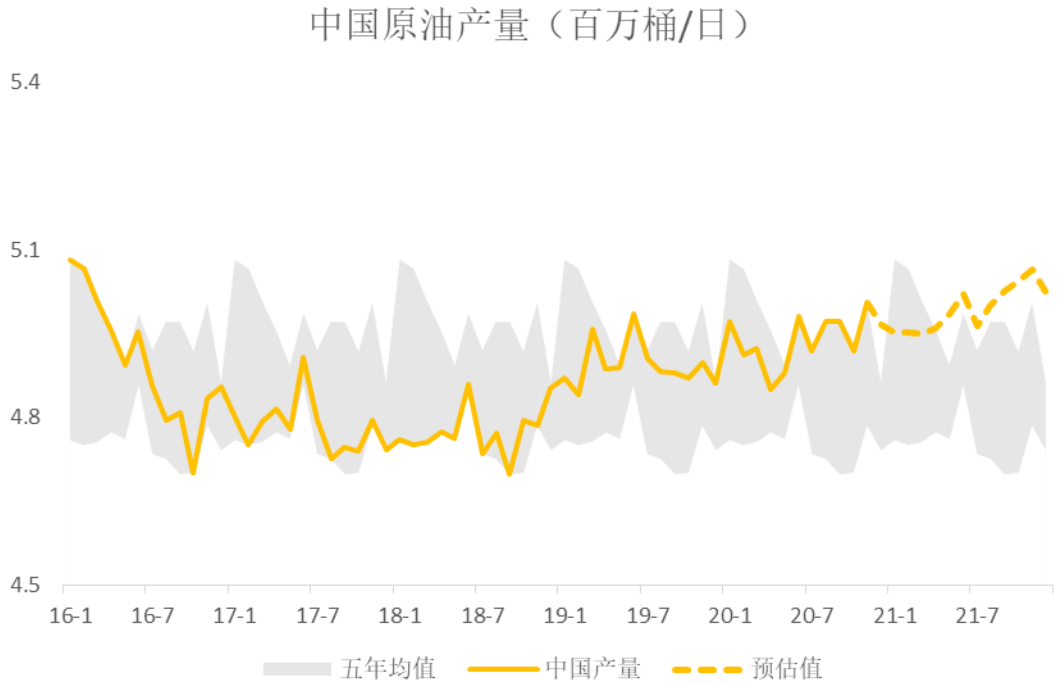


数据来源：Wind，金信期货研究院



我国原油产量并不低，甚至比许多 OPEC 成员国还要高，但由于我国原油需求远大于供给且总体供应稳定，相对来说较少被提及。今年我国经历了国内疫情后完美避开了欧美多轮疫情，从全年看，原油加工量不减反增，进口需求增加，因此我国原油产量在全球减产的 5 月份并没有削减，总体维持震荡走高状态。

图 8：中国原油产量

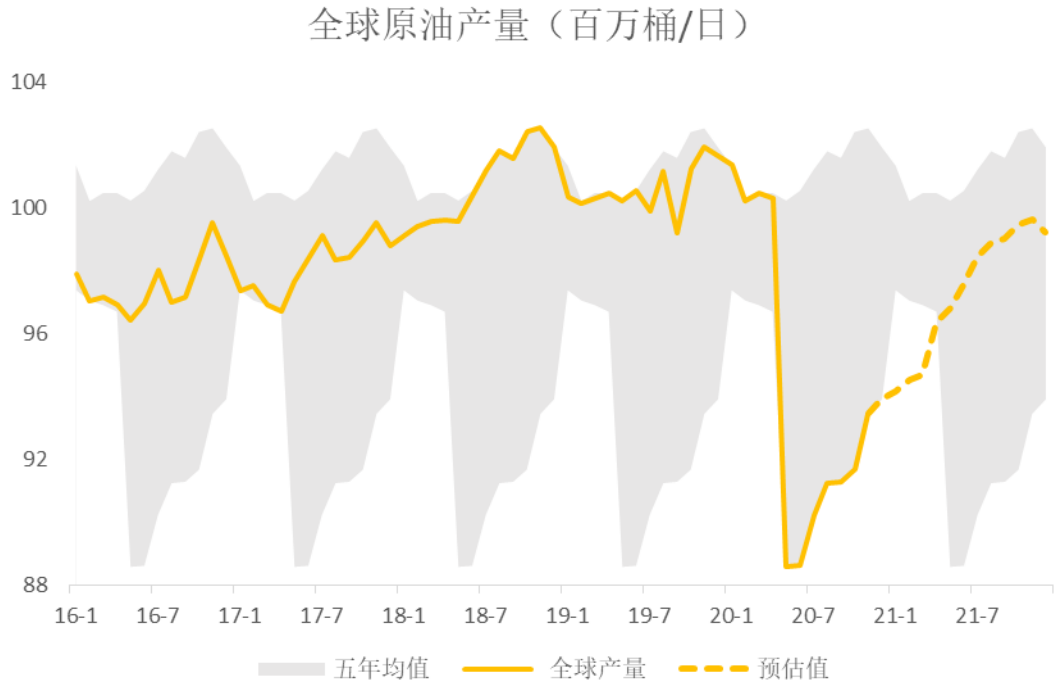


数据来源：EIA，金信期货研究院

#### 4、2021 年全球产量总体稳步增高

综上所述，全球明年产量大概率走高，OPEC+即使维持减产，其减产力度也会受限，其内部多个国家有增产可能性。OPEC+以外地区，虽然美国产量短期受限，但随着价格走高新井不断投入，明年下半年开始产量开始逐渐回升，此外挪威等国家也宣称将不再减产，总体产量料稳步走高。

图 9：EIA 月报预计全球原油产量



数据来源：EIA，金信期货研究院

表 2：全球原油产量（百万桶/日）

	2017	2018	2019	2020	2021Q1E	2021Q2E	2021Q3E	2021Q4E
全球	98.14	100.77	100.60	94.28	94.46	96.91	98.79	99.45
季度环比					+1.45	+2.45	+1.88	+0.66
OPEC	31.54	31.44	29.27	25.62	25.69	27.27	28.45	28.73
非 OPEC	66.61	69.33	71.33	68.65	68.77	69.64	70.34	70.72

斜体字为预估值

数据来源：EIA，金信期货研究院

### 三、需求分析

众所周知，今年对于原油需求打击最大的就是新冠疫情造成的一系列交通封锁措施，交通运输占原油下游消费将近 2/3，其中以航空业打击下航空煤油的需求倒退最为明显。除了交通运输以外，经济倒退下的消费降级也导致原油加工品消费减少。因此可以说，2021 年原油价格的复苏情况，将与全球摆脱新冠疫情的节奏直接挂钩，这也可以解释为何近期几起疫苗可行性试验报告良好就能在原油市场掀起那么大的波澜。

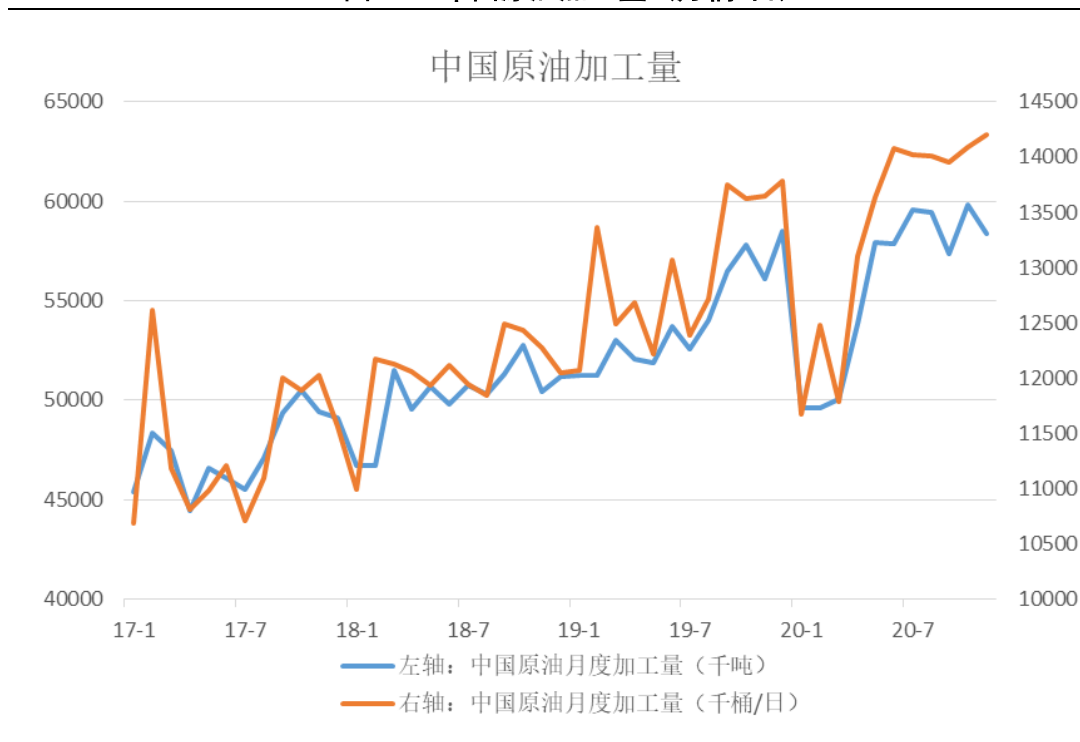
虽然我们在宏观部分对明年的经济复苏以及疫苗有了一定推测，但我们认为这份年报中，不确定性最高的部分仍然是需求分析。疫情究竟在哪个时间点真正得到控制，还是说出现持续爆发甚至变异失控等意外情况，实际上都无从精准预判，而明年原油走势最终也将主要取决于实际需求的恢复情况。在接下来的篇幅，我们将主要按区域角度讨论 2021 年的需求展望。

#### 1、中国：百尺竿头更进一步

2020 年对中国来说是先苦后甜的一年，除了年初深陷疫情外，在全年的绝大多数时间与全世界相比，简直就是一个世外桃源。复工复产后，中国原油需求迅速走高，从 4 月开始原油加工量同比止跌回升，在全球原油需求大国中为独一份，但也因为如此，缺乏复工复产红利使得明年的上行空间相对受限。

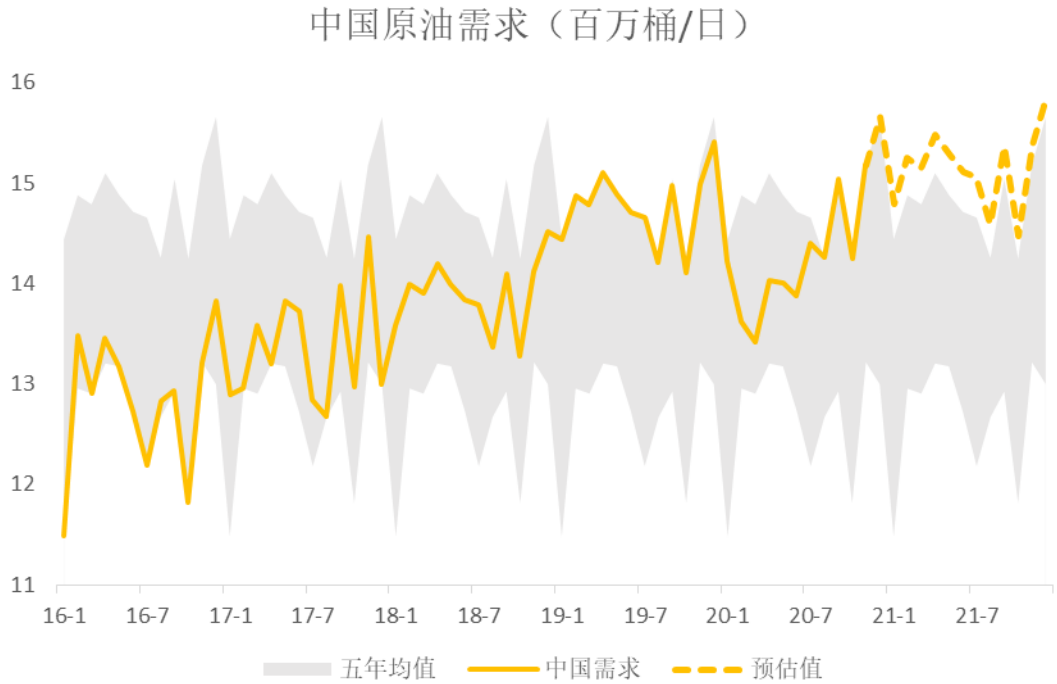
明年在不出现大规模疫情的情况下，中国原油需求大概率继续增加，但增幅或不及今年。一方面随着原油重心上移中国加工利润黄金期已过，另一方面其他国家复工复产后，对中国原油加工品的出口需求降低。根据最新 EIA 报告，预计明年中国原油消费同比增加 5.7%。

图 10：中国原油加工量（万桶/日）



数据来源：国家统计局，金信期货研究院

图 11: 中国原油需求



数据来源: EIA, 金信期货研究院

## 2、其他亚洲主要原油需求国

根据最新 EIA 报告, 其他两个亚洲主要原油需求国——印度和日本的年度需求同比均增加。其中印度明年原油消费上升预期稍强, 预计同比增长 11.3%, 而另一个主要原油需求国日本仅为 1%。

其中印度需求明显改善主要体现了疫情好转带来的需求修复预期, 印度在今年受疫情困扰较为严重, 在明年疫情改善预期结合印度本身处在经济快速成长期的情况下, 预计印度明年原油需求有大幅提升。

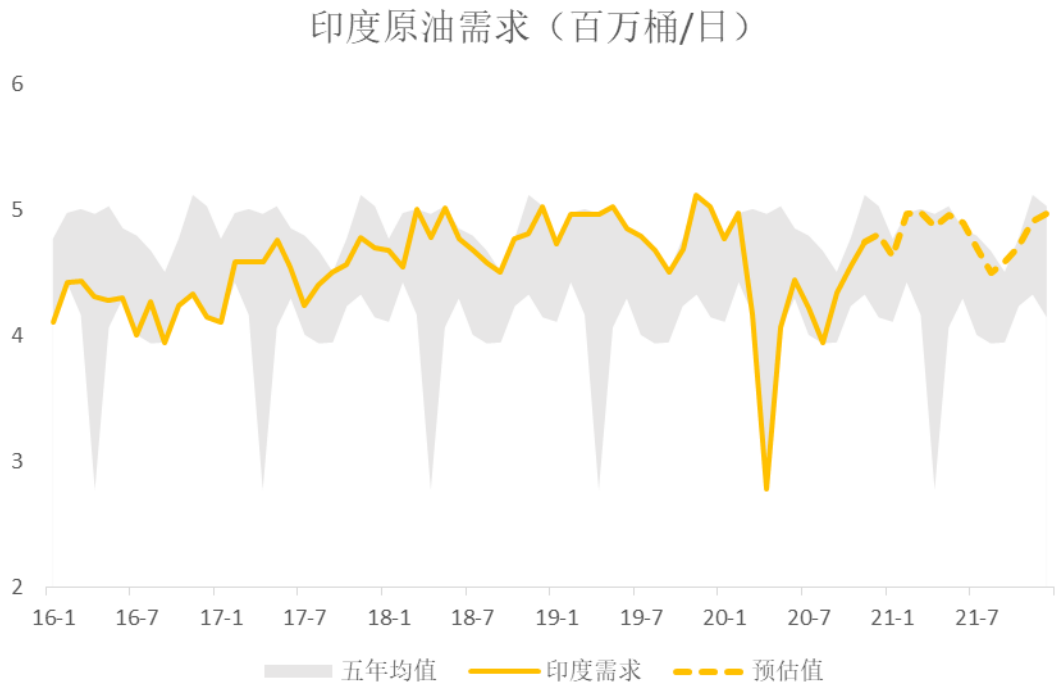
而日本原油需求在疫情发生的前几年就已经开始逐年下降, 明年在修补今年疫情带来的过多的需求损失情形下, 需求同比小幅回升。

图 12: 印度新冠病毒新增人数



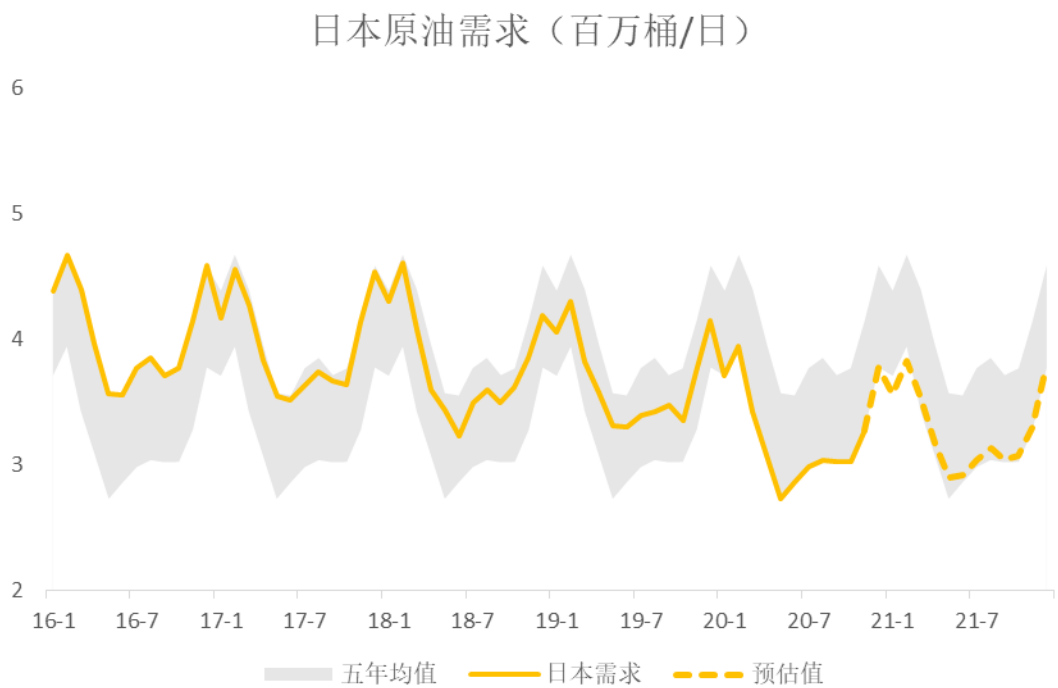
数据来源: Wind, 金信期货研究院

图 13: 印度原油需求



数据来源: EIA, 金信期货研究院

图 14: 日本原油需求

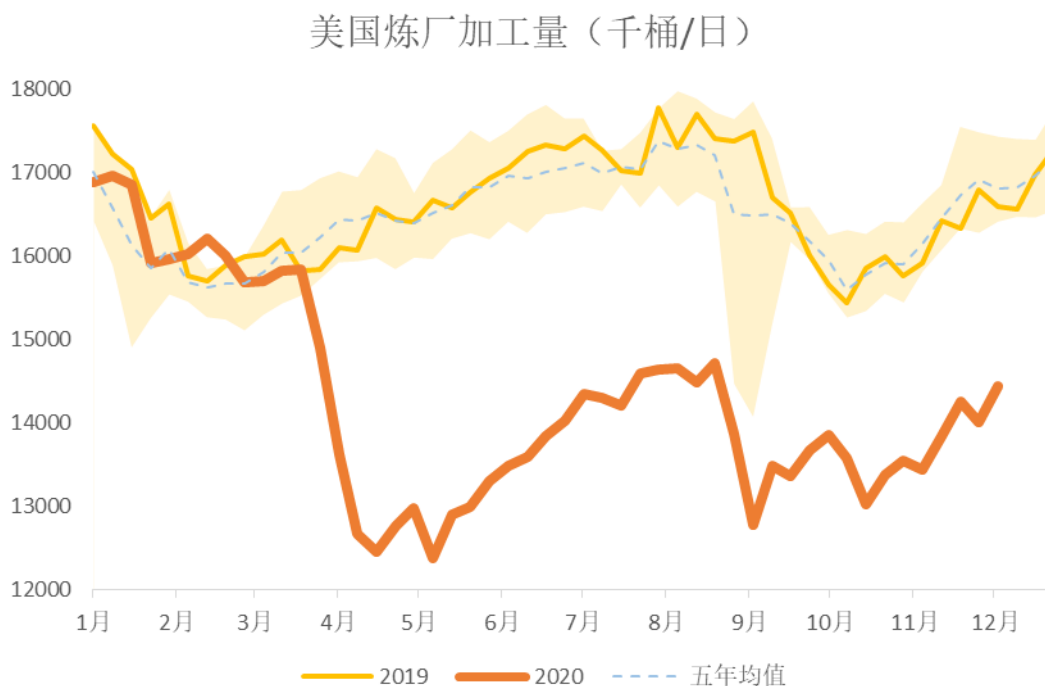


数据来源: EIA, 金信期货研究院

### 3、美国：春检压力与全年复苏并行

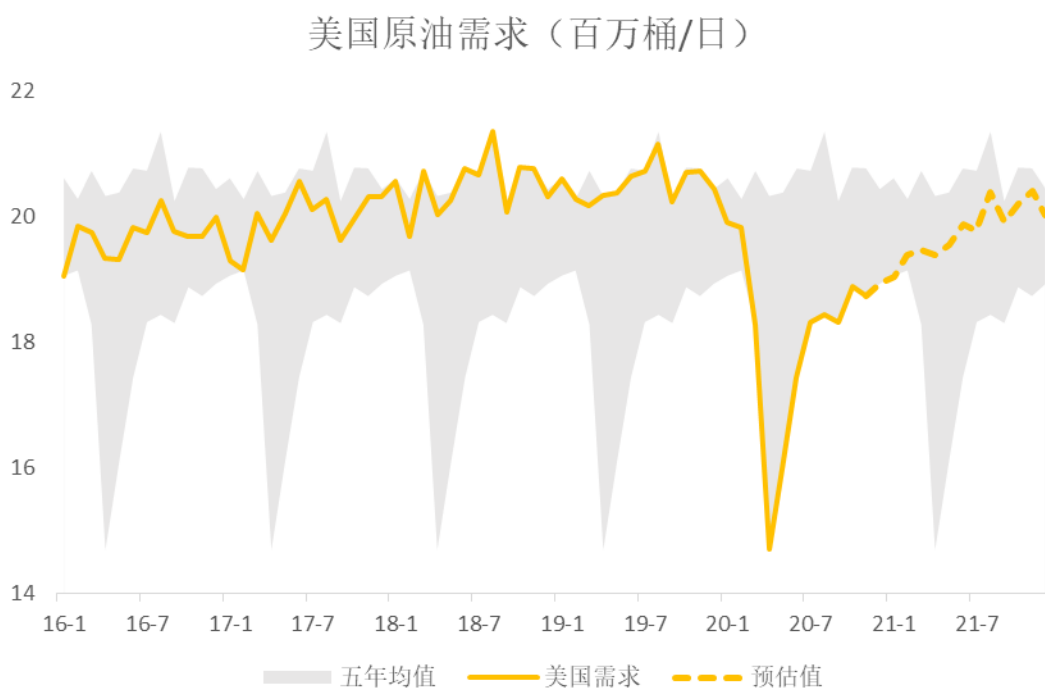
随着美国开始接种疫苗，美国疫情明年预期改善。但一季度例行的春检会令短期需求承压，这与全年美国需求复苏并不矛盾，预期美国明年原油需求同比增长 9.0%。

图 15: 美国原油加工量



数据来源：Wind，金信期货研究院

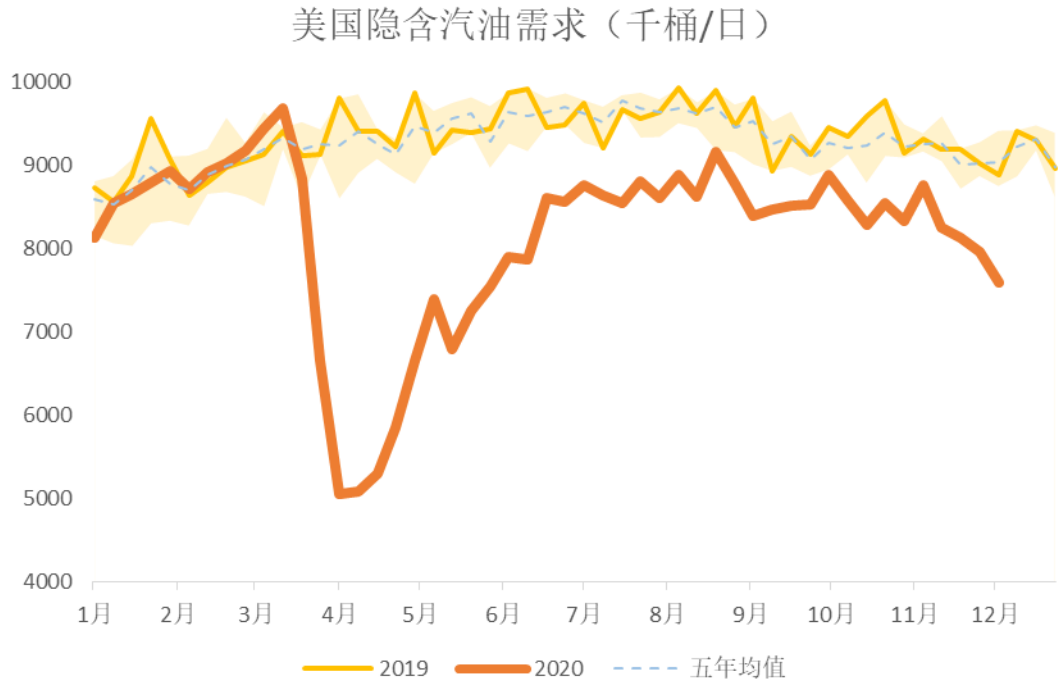
图 16: 美国原油需求



数据来源：EIA，金信期货研究院

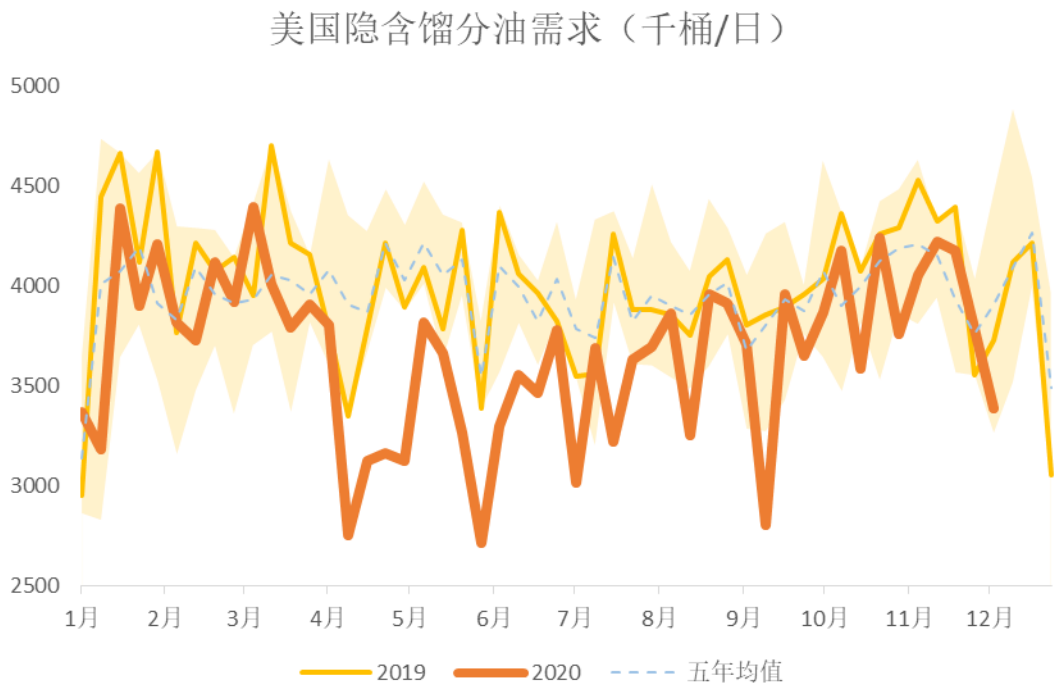
从当下看，美国依然深受疫情困扰，汽油和馏分油的隐含需求均不及往年同期，其中汽油隐含需求下降速度显著过快。因此目前原油行情中的预期成分较多，市场更加期待的是疫苗集中接种后的需求恢复前景。

**图 17: 美国汽油隐含需求**



数据来源：EIA，金信期货研究院

**图 18: 美国馏分油隐含需求**



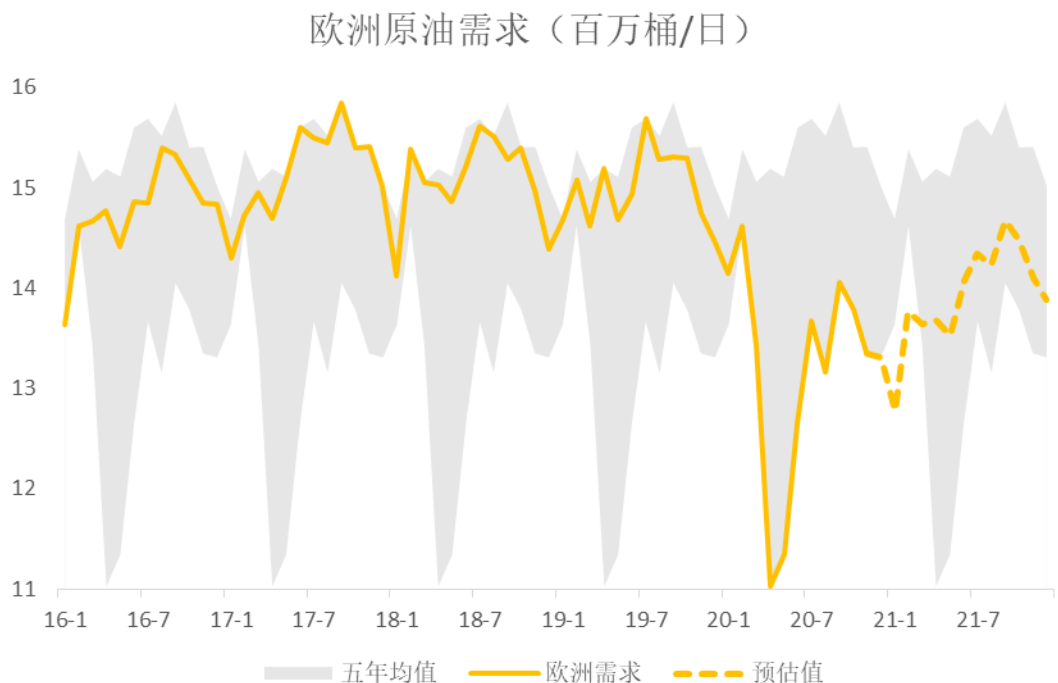
数据来源：EIA，金信期货研究院



#### 4、欧洲：一张潜在的彩票

今年在欧美同时遭受疫情冲击的情况下，欧洲的复苏节奏明显偏缓。尽管明年有疫苗改善疫情预期，EIA 对于明年欧洲的需求依然不甚看好，预期明年原油需求同比增加仅 5.4%。欧洲最近几年需求走势与日本类似，逐年小幅走低，但欧洲的降幅并不明显，2019 年较 2 年前的 2017 年总需求仅缩小 0.17 百万桶/日。然而 2021 年预期的 1393 万桶/日距离 2019 年疫情前的 1500 万桶/日依然较远，当然其中考虑到了疫情持续影响的因素。我们认为若欧洲第一批疫苗普遍接种后效果达到预期，甚至超预期，其需求增长潜力将超过 EIA 估计的 1393 万桶/日水平，上方具备一定的想象空间。

图 19：欧洲原油需求（不含俄罗斯等欧亚交界处国家）

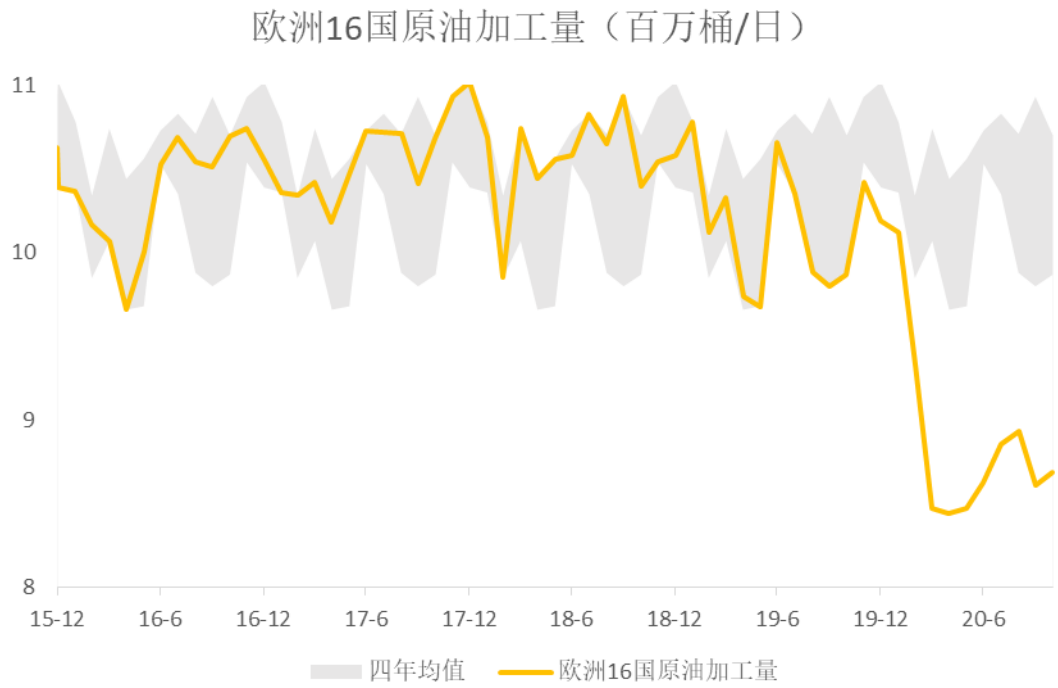


数据来源：EIA，金信期货研究院

从今年的恢复速度来看，欧洲地区明显不及美国，这主要由于欧洲执行了更严格的出行封锁措施。欧洲各国家之间的独立性大于美国内部各州，导致欧洲大陆的交流程度远不及美国，国际航班受到的影响也更加显著，航煤需求最受打压。欧洲的原油各下游裂解普遍低于美国，更遑论中国和亚太地区，导致炼厂生产意愿低下，原油加工量恢复缓慢。

但随着疫苗接种推进，欧洲反而成为原油需求复苏想象空间最大的地区。

图 20: 欧洲 16 国原油加工量

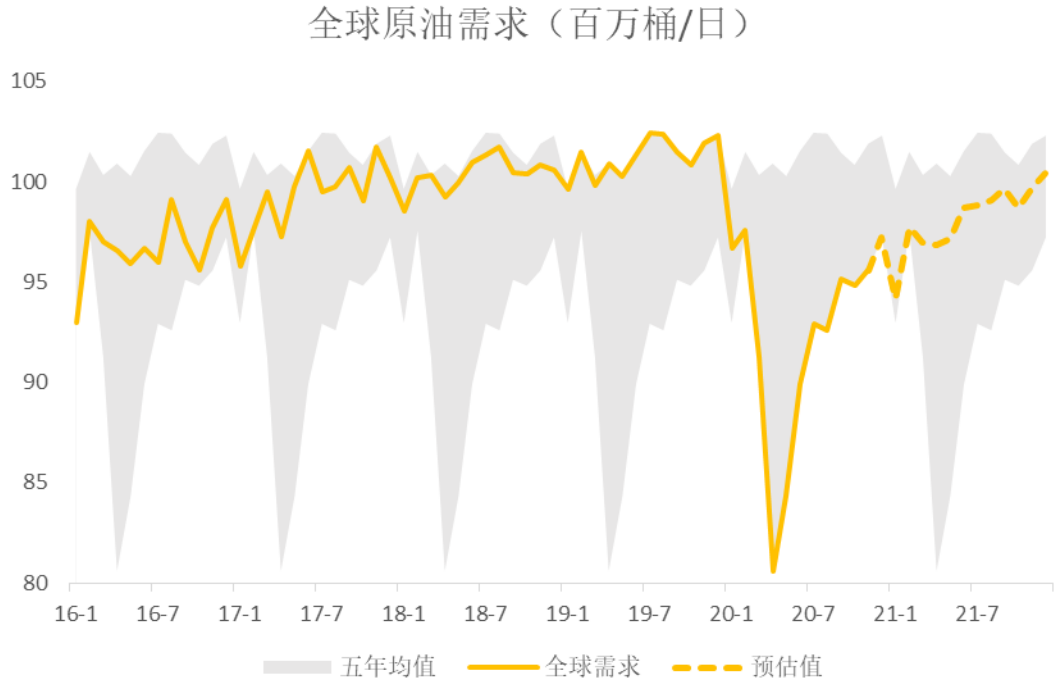


数据来源：Wind，金信期货研究院

### 5、预期以及预期中的预期

根据 EIA 最新月报数据，明年全球原油需求将稳步复苏，随着疫情影响淡化，几乎所有地区的原油需求都出现增加。其中主要增量依次来自于美国、中国、欧洲、印度，增速由高到低依次为印度、美国、非洲、巴西。

图 21：EIA 月报预计全球原油需求



数据来源：EIA，金信期货研究院

表 3：全球原油需求（百万桶/日）

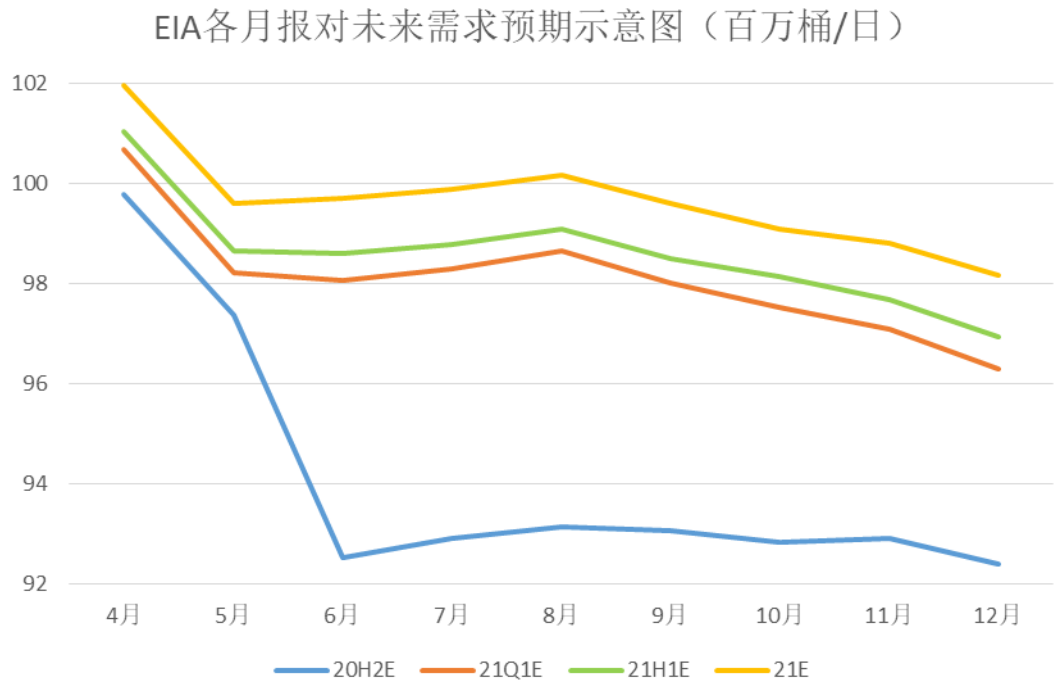
	2017	2018	2019	2020	2021Q1E	2021Q2E	2021Q3E	2021Q4E
全球	99.36	100.38	101.23	92.39	96.30	97.56	99.20	99.61
季度环比					+0.42	+1.26	+1.64	+0.41
OECD	47.50	47.83	47.56	42.09	44.16	44.05	45.39	45.75
季度环比					+0.65	-0.11	+1.34	+0.37
非 OECD	51.86	52.54	53.68	50.30	52.15	53.51	53.81	53.85
季度环比					-0.23	+1.37	+0.29	+0.05

*斜体字为预估值*

数据来源：EIA，金信期货研究院

拉长时间周期，从今年油价大跌以来 EIA 的报告可以看出，从最初的由于疫情扩散导致的连续下调预期后，在 6-8 月的报告中需求预期出现了缓冲式反弹，因为欧美从 5 月开始经济重启，带动部分需求。但是，自 9 月以来，其对于未来一段时间的需求预估都在不断下调，甚至连今年自身的需求预期也在下调，这反映了全球经济复苏速度不及预期，疫情对全球的困扰超预期。无独有偶，最新一期 OPEC 和 IEA 月报也下调了对明年全球需求的预期，在这些下调中体现了对疫情消退的不确定性以及疫情造成的部分需求永久性退出。

图 22: EIA 预期变化示意图



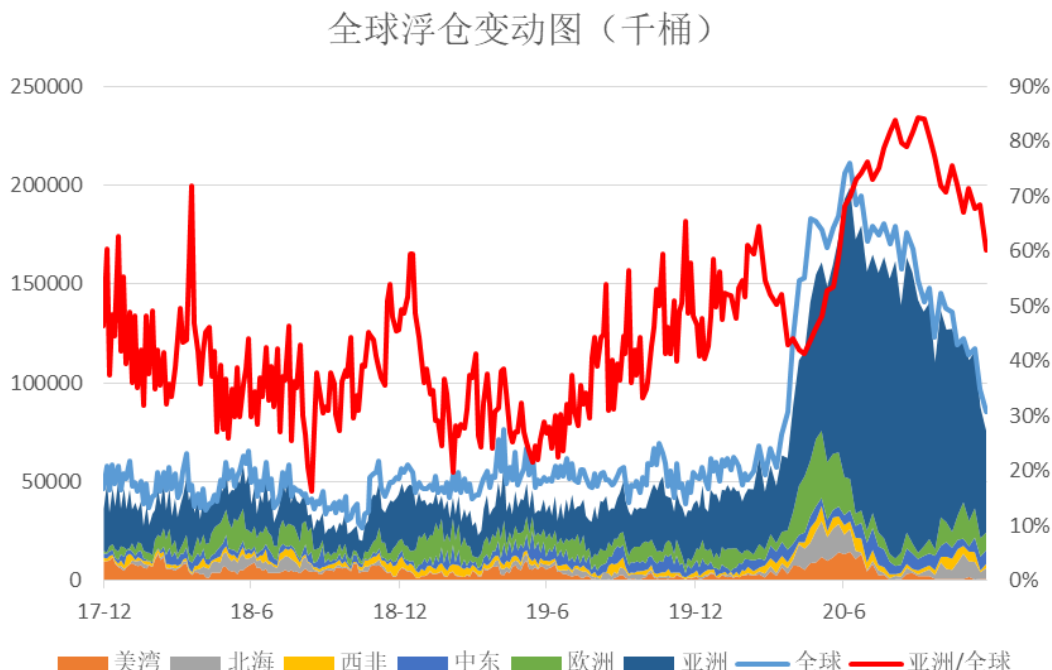
数据来源: EIA, 金信期货研究院

## 四、库存分析

库存是能够最直观反应出市场是供大于求还是供不应求的数据，然而仅仅观察库存上升还是下降依然不够，目前库存绝对位置偏高阻碍了油价的上行空间，只有当库存下降到一定程度后，市场的供不应求才会更快地在价格中体现。

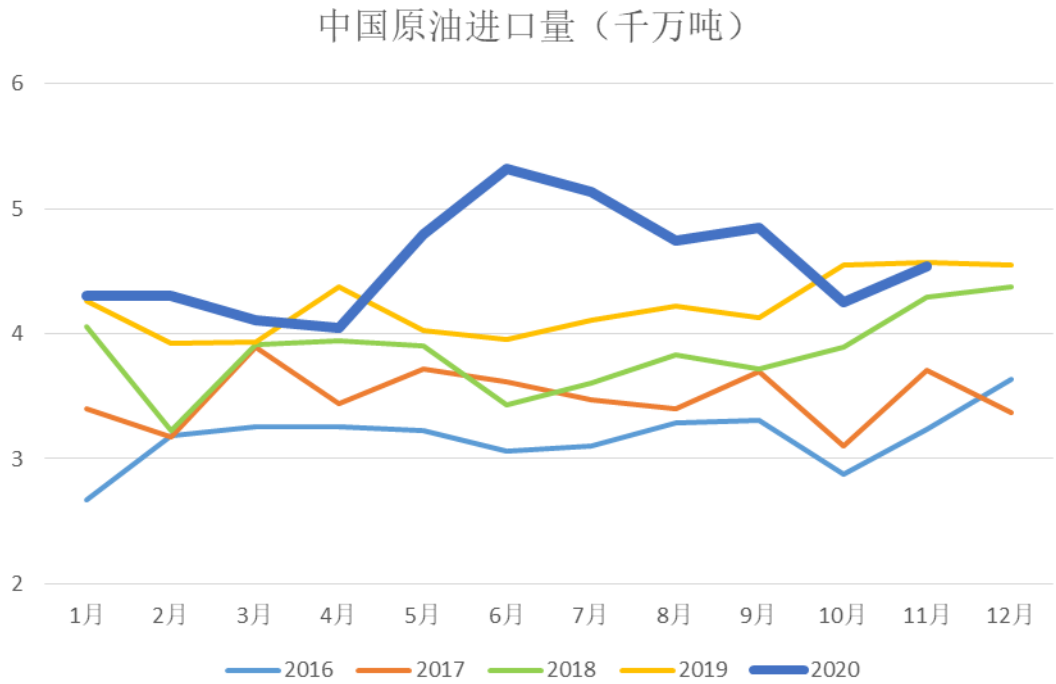
随着 OPEC+高规格减产以及全球经济逐渐从疫情中适应，全球海上浮仓下降明显，其中亚洲浮仓占比冲高回落，显示中国港口交货拥堵问题得到一定缓解。

图 23：海上浮式仓储



作为原油进口国，今年低油价是我国大好的囤油时机，随着进口量持续放大，即使国内今年原油加工量在复工复产后迅速恢复并且继续保持同比增长，国内原油库存依然水涨船高，急速增长的期货库存压制国内原油期货，使其同期走势远低于全球其他原油期货。2021 年国内原油期货价格能否赶上外盘，主要取决于国内的去库情况。

图 24: 中国原油进口量



数据来源：海关总署，金信期货研究院

图 25: 中国原油期货库存

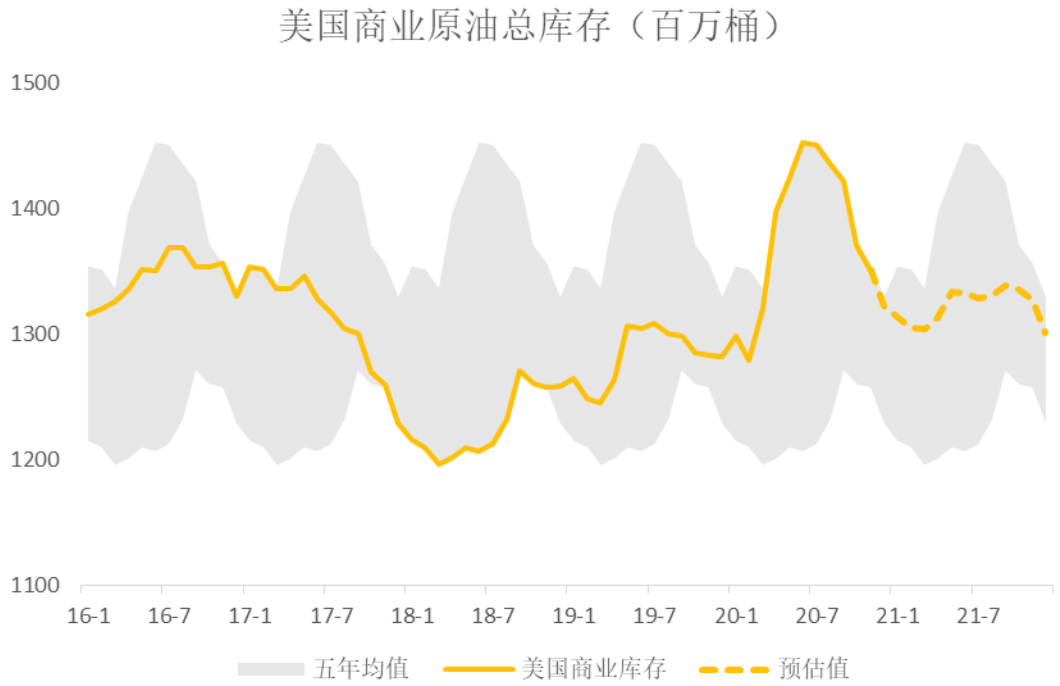


数据来源：Wind，金信期货研究院

由于采取实物交割制度，库欣地区库存急缺一度使得美原油近月出现了深度负价格的壮观景象。随着经济重启美国需求出现一定回暖，三大库存均有一定回落，但依然处于偏高的位置，且不时会出现一定反复，主要由于需求仍然处在偏低的阶段。随着美国年底开始疫苗

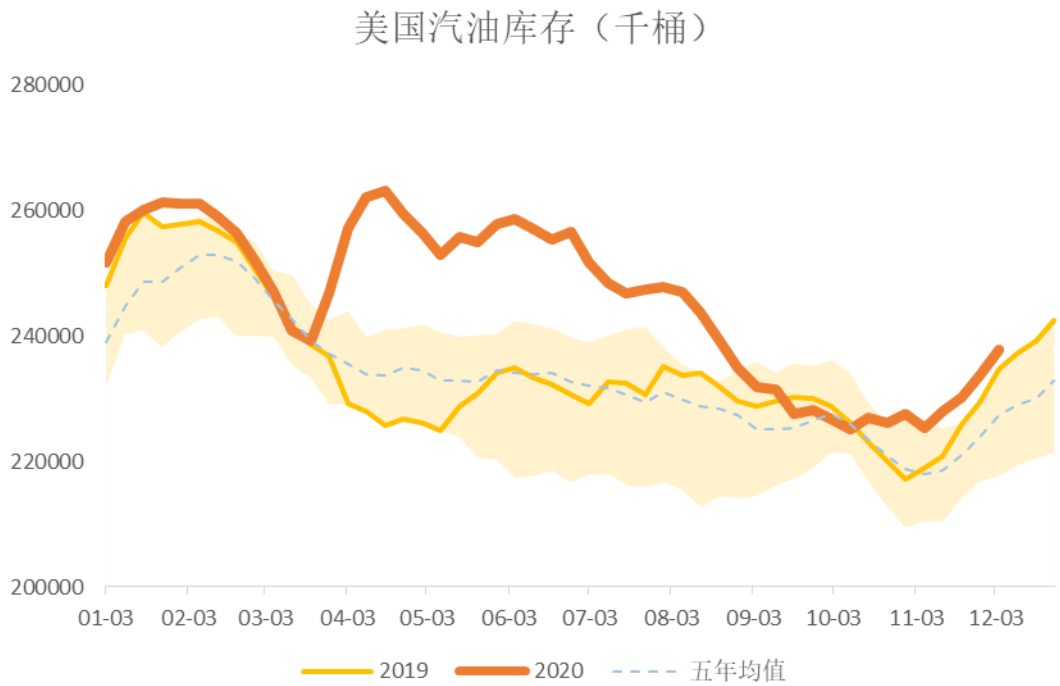
接种，预计需求会得到一定修复，库存也将回归正常水平。

**图 26: 美国原油库存**



数据来源：EIA，金信期货研究院

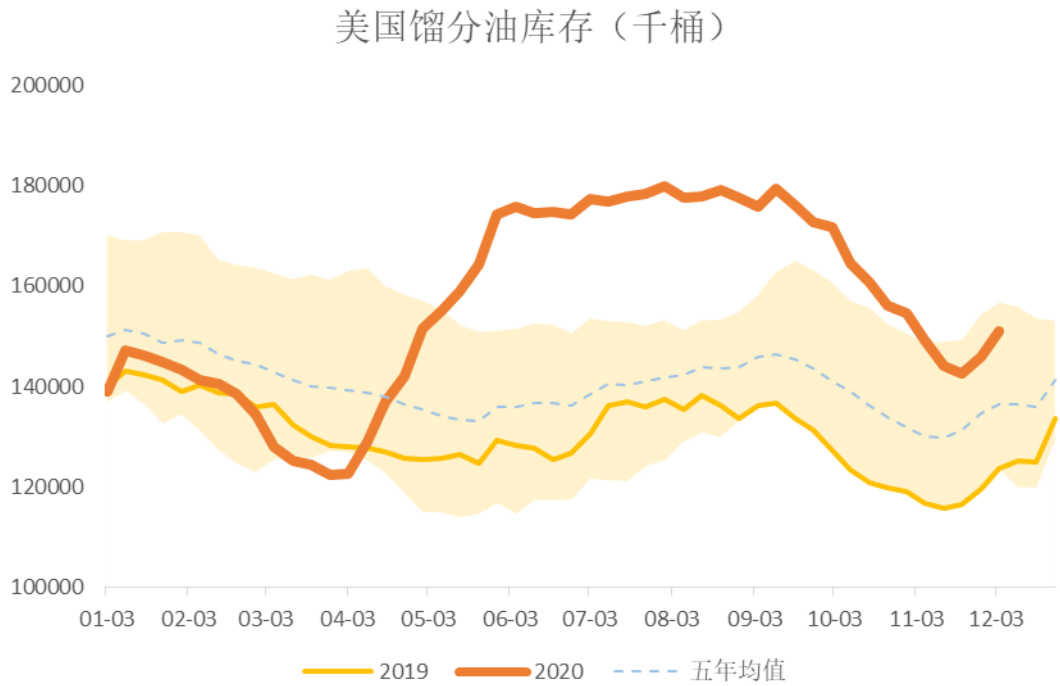
**图 27: 美国汽油库存**



数据来源：EIA，金信期货研究院



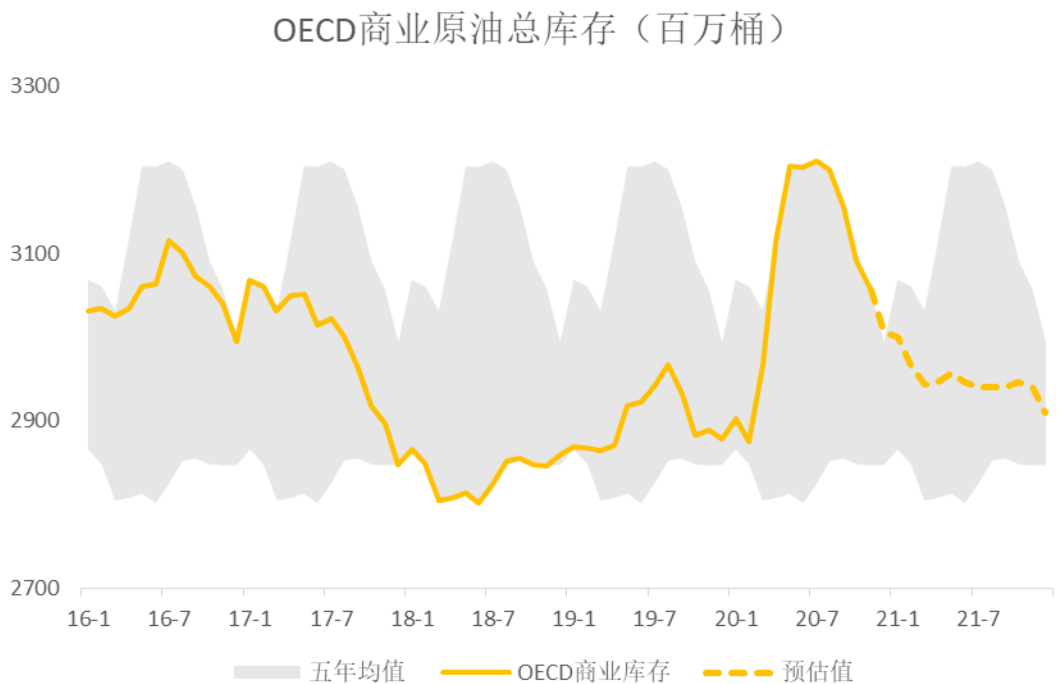
图 28: 美国馏分油库存



数据来源: EIA, 金信期货研究院

其他地区库存总体也呈现出前高后低的走势, 当然, 高点是由于疫情与石油价格战同时爆发的产物, 后续回落是正常现象。我们的关注点除了库存的方向性还在于库存的绝对值, 在全球经济体系中占据了很大体量的经合组织的库存就依然处于偏高的位置。

图 29: 经合组织原油库存



数据来源: EIA, 金信期货研究院

## 五、裂解价差

另一个对原油需求的压制来源于偏低的裂解价差，低裂解价差是低需求的结果也可以反过来成为低需求的原因。随着市场预计 2021 年原油需求恢复，裂解价差也将成为观察原油市场需求恢复进展的重要指标。

中国的裂解价差无疑最高的，相对的，中国的需求和进口量也是最高的，这符合裂解价差背后的逻辑。

图 30：中国综合炼油毛利



数据来源：卓创资讯，金信期货研究院

可以看到，无论是中国还是日本，亚洲的裂解价差回复的时间更早更快，欧洲的汽油裂解直到 4 季度才开始出现反弹，且依然处于很低的位置，更像是超跌反弹，而不是需求驱动。美国取暖油由于季节性到 4 季度才开始反弹，而汽油裂解在其传统的夏季旺季依然一路走低，旺季过后更是直接下挫一个小平台，与 97 年以来感恩节当周最低的汽油消费量相互印证，总体依然不容乐观。我们期待 2021 年能在裂解价差中找到拐点，作为油价全面牛市的先行指标。

注：所有 Nymex 裂解的异动点非数据异常，是反应的 WTI 极端负油价当天理论裂解

图 31：美国期货裂解价差



数据来源：Bloomberg，金信期货研究院

图 32：美国期货裂解价差



数据来源：Bloomberg，金信期货研究院

图 33: 美国期货裂解价差



数据来源: Bloomberg, 金信期货研究院

图 34: 欧洲期货裂解价差



数据来源: Bloomberg, 金信期货研究院

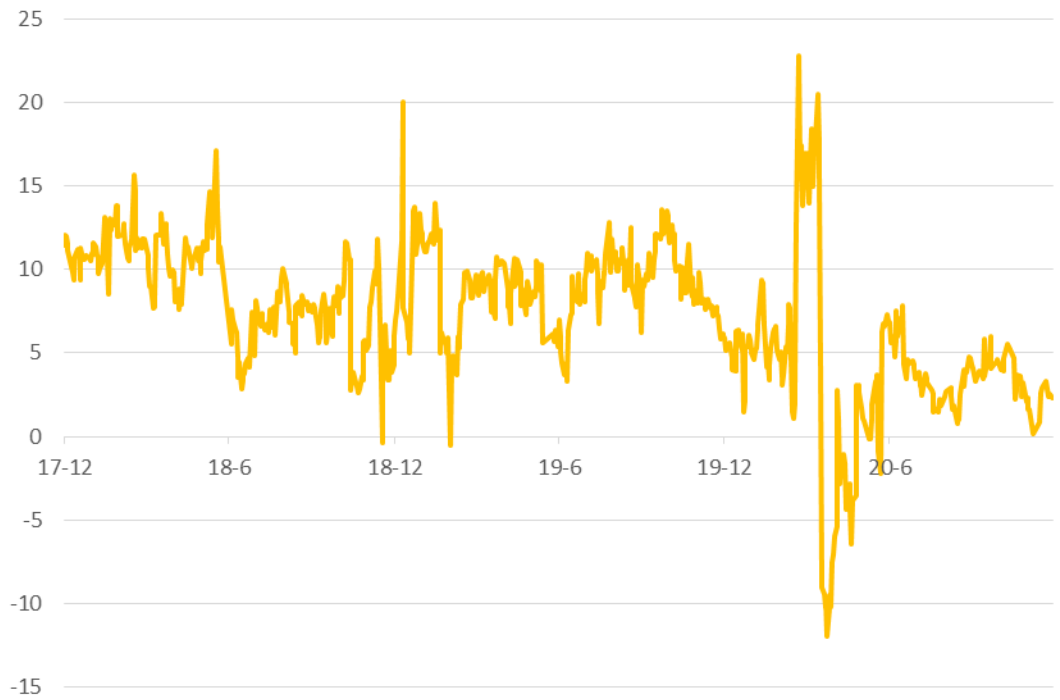
图 35: 亚洲期货裂解价差

TOCOM3: 2: 1裂解



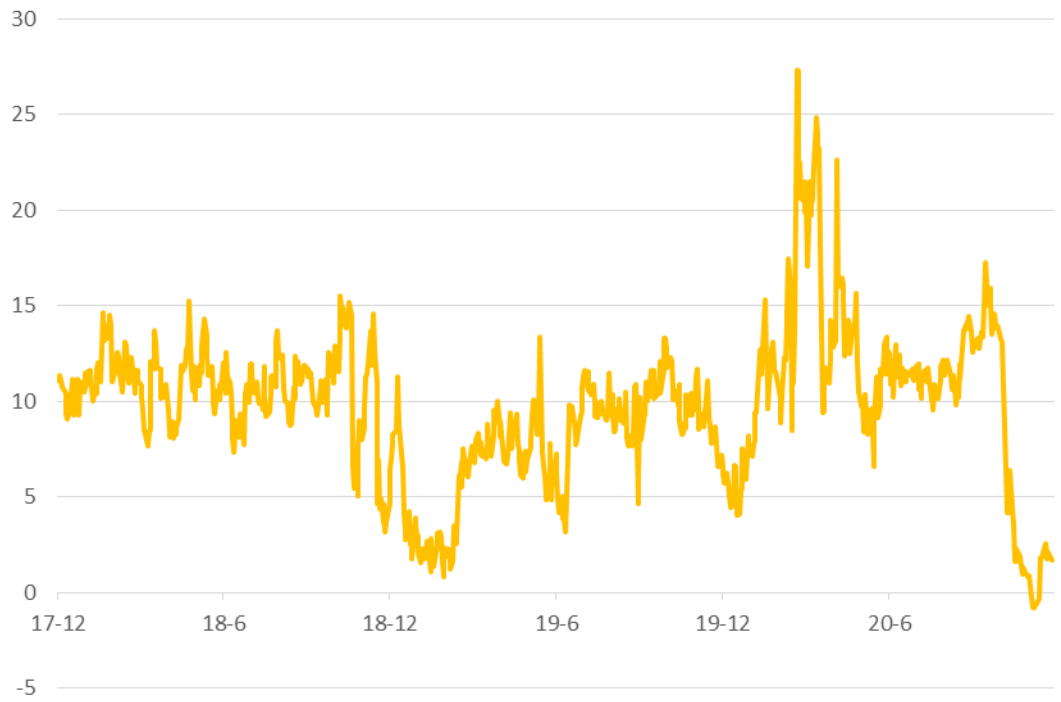
数据来源: Bloomberg, 金信期货研究院

图 36: 亚洲/Minas (印尼) 现货 3: 2: 1 裂解



数据来源: Bloomberg, 金信期货研究院

图 37: 阿拉伯湾/Dubai 现货 3: 2: 1 裂解



数据来源: Bloomberg, 金信期货研究院

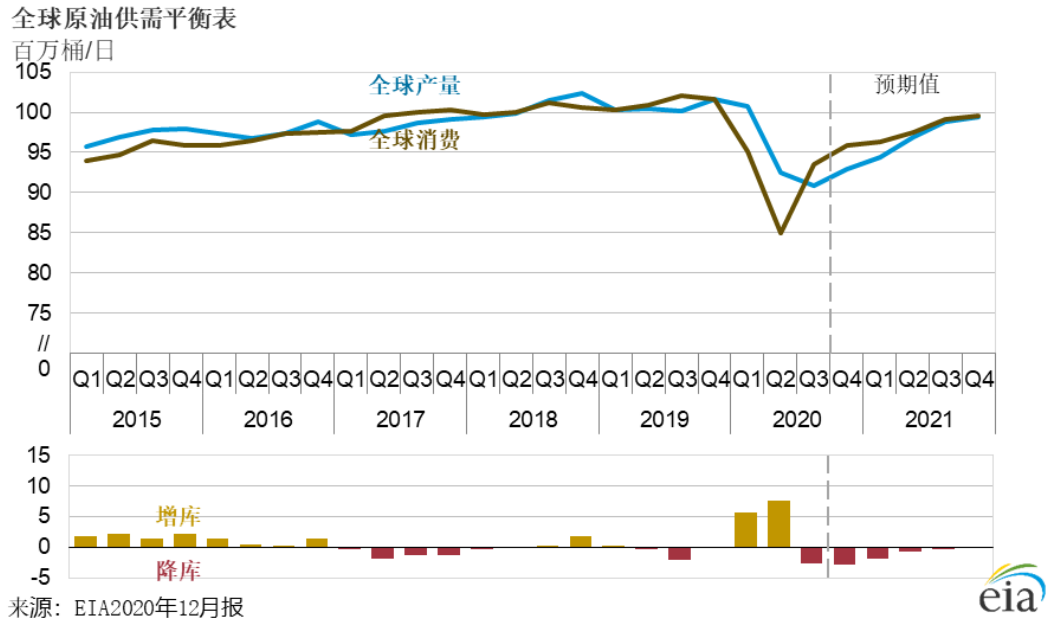
图 38: 美湾/WTI 库欣现货 3: 2: 1 裂解



数据来源: Bloomberg, 金信期货研究院

## 六、平衡表

图 39: 全球原油供需平衡表



数据来源: EIA, 金信期货研究院

表 4: 全球原油供需平衡表 (百万桶/日)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
供应	97.58	98.14	100.77	100.60	94.28	97.40
需求	96.80	99.36	100.38	101.23	92.39	98.17
库存影响	+0.78	-1.22	+0.39	-0.63	+1.89	-0.77

斜体字为预估值

数据来源: EIA, 金信期货研究院

表 5: 全球原油供需平衡表: 按季度 (百万桶/日)

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4E	21Q1E	21Q2E	21Q3E	21Q4E
供应	100.68	92.49	90.92	93.01	94.46	96.91	98.79	99.45
季度环比	-0.95	-8.19	-1.58	+2.09	+1.45	+2.45	+1.88	+0.66
需求	95.17	84.95	93.55	95.88	96.30	97.56	99.20	99.61
季度环比	-6.51	-10.22	+8.60	+2.34	+0.42	+1.26	+1.64	+0.41
库存影响	+5.52	+7.54	-2.63	-2.88	-1.84	-0.65	-0.41	-0.16

斜体字为预估值

数据来源: EIA, 金信期货研究院

从平衡表看, 2021 年主基调为降库, 但我们注意到从 20 年第三季度开始到 21 年全年, 6 个季度的降库幅度总和依然不及 2020 年前半年的增库幅度, 而全球原油总产能远大于实际需求。在减产协议持续实行下, 尽管预期油价上涨但库存绝对位置偏高依然会限制油价上涨空间。



## 七、2021 年价格展望及年度策略

综上所述，我们认为随着疫苗推出，疫情影响衰退，2021 年对原油而言是一个复苏的年份，在不出现重大风险事件的前提下，均价大概率上扬，但或多或少依然受到库存绝对高度的阻力。在供需周期上，明年将落在以需求驱动的被动去库存上，若出现加速去库存的情况，不排除原油上涨幅度会超预期。

从中性角度出发，我们预计明年 WTI 原油均价在 55 美元附近，在某一时间段的利好堆积或令油价全年高点落在 65-70 美元区间，预计明年年底 WTI 原油价格落在 60 美元附近，总体方向为温和的震荡上涨。

节奏上看，我们虽然看好油市上涨，但难以出现连续大段上涨走势，对于现在的油市而言，预期有余而现实不足，一步步兑现预期的过程中掣肘颇多，其中处于高位的库存就是一个无形的压力，总体来说更像是一个大病初愈的状态。众多的风险因素都可能使得现实不及预期，因此建议 2021 年原油总体以逢低建多，加速放缓后主动了结，破前低离场的稳健操作为主。

## 八、风险提示

疫苗测试周期过短导致疫苗失效或者副作用大、新冠病毒发生变异等一系列可能导致新冠疫情进一步肆虐的情况发生

油价上涨、内部裂痕等一系列可能导致 OPEC+ 减产联盟破裂的情况发生

由于美国外交政策改变导致伊朗、委内瑞拉原油大量输出的情况发生

由于拜登政府大力推行新能源政策，导致大量关闭油井或者需求大幅削减的情况发生

为了报复科学家之死伊朗采取行动、也门胡塞武装组织与沙特冲突等使得中东地缘政治冲突加剧的情况发生

## 重要声明

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。