



2020年12月31日 星期四

供应转强需求不起

油价反弹或受制约

联系人 吴晨曦
电子邮箱 wu.chenxi@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

要点

- 供应方面，OPEC的减产受到各国财政约束以及较高油价的诱惑，难以长久维持，美国页岩油的油井此前被大量削减，产量会滞后于油井的减少。总体而言，供应难以持续下降，反而可能增产。
- 需求方面，目前看来疫情极有可能长久化，并且各国复苏乏力同时还受到疫情二次爆发的困扰。虽然疫苗正在普及，但是进展未必乐观。需求难以在短期有所起色。
- 投资策略建议：试空
- 风险因素：经济复苏情况好于预期，OPEC再度大幅减产

目录

一、原油行情回顾.....	5
二、原油的供需基本面分析.....	6
1、 全球原油供需.....	6
2、 中国原油供需.....	7
3、 美国页岩油情况.....	11
4、 OPEC 减产执行情况.....	15
三、宏观因素分析.....	18
1、 欧美或维持货币宽松至后疫情经济复苏阶段.....	18
2、 全球经济活跃度将趋势回升.....	19
3、 全球补库存周期开启，但节奏不同.....	19
四、 市场结构分析.....	21
1、 原油价差结构变化.....	20
2、 原油库存变化.....	21
五、行情展望及操作策略：.....	23

图表目录

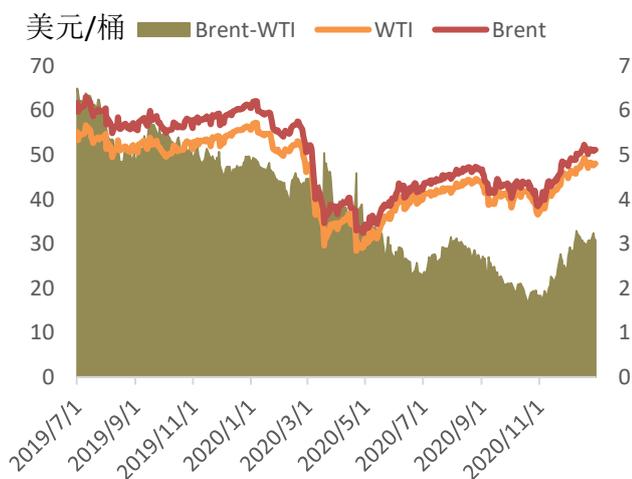
图表 1 WTI、布伦特原油及价差	5
图表 2 原油现货价格.....	5
图表 3 SC 主力连续.....	6
图表 4 国内外原油价差.....	6
图表 5 全球原油供需.....	7
图表 6 中国原油月度产量.....	8
图表 7 中国原油累计进口量.....	8
图表 8 中国汽油月度产量.....	8
图表 9 中国柴油月度产量.....	8
图表 10 中国汽油出口数量.....	9
图表 11 中国柴油出口产量.....	9
图表 12 中国煤油出口数量.....	9
图表 13 中国燃料油出口产量.....	9
图表 14 中国汽油进口数量.....	10
图表 15 中国柴油进口数量.....	10
图表 16 中国煤油进口数量.....	10
图表 17 中国燃料油进口数量.....	10
图表 18 中国原油加工量.....	11
图表 19 美国原油库存.....	12
图表 20 美国汽油库存.....	12
图表 21 美国原油库存情况.....	12
图表 22 美国原油进出口情况.....	12
图表 23 美国原油及活跃钻井数.....	13
图表 24 美国炼厂开工情况.....	13
图表 25 页岩油生产成本.....	13
图表 26 页岩油已完工的井数.....	14

图表 27 页岩油已开工但未完工的井数 (DUC)	15
图表 28 OPEC 原油月度产量	16
图表 29 俄罗斯月度产量.....	16
图表 30 中东各国原油产量变化.....	16
图表 31 委内瑞拉原油产量变化.....	16
图表 32 加拿大原油产量变化.....	17
图表 33 尼日利亚、利比亚原油产量变化.....	17
图表 34 主要经济体 GDP 增速变化.....	19
图表 35 全球主要经济体经济意外指数.....	19
图表 36 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化.....	19
图表 37 欧元区制造业 PMI 增速变化.....	19
图表 38 美国就业情况变化.....	20
图表 40 主要经济体 CPI 变化	20
图表 41 WTI 跨月价差结构	20
图表 42 Brent 跨月价差结构.....	21
图表 43 WTI 与净持仓的关系	21

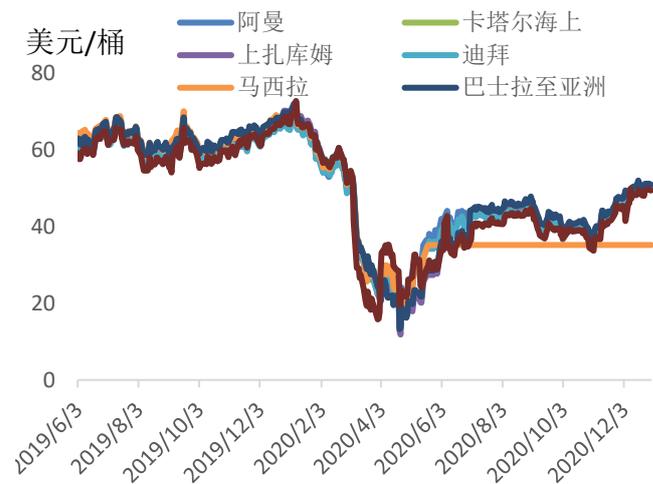
一、原油行情回顾

原油市场全年呈现触底反弹修复行情。年初美伊冲突导致油价来到全年高点，不过随着1月底及2月底国内外疫情的相继爆发，油价开启下跌走势，进入3月，面对油价显著回落，OPEC+产油国未能达成一致继续减产，反而采取保量不保价的措施，竞相实施低价促销手段，同时疫情在海外扩散令居民出行受阻，用油消费陷入低谷引发油市供需极度失衡，导致油价持续大幅下跌，并跌破美国页岩油产油成本以及中东一些国家的财政平衡线和生产成本线。这期间，美国WTI原油价格运行区间自年初60-65美元/桶暴跌至10-20美元/桶，而布伦特原油价格运行区间也由年初的64-71美元桶暴跌至20-30美元/桶。国内原油期货主力合约也由年初的450-500元/桶区间暴跌至210-250元/桶区间。4月虽OPEC+达成新的应对需求塌陷的史上最大规模应急性减产，但减产协议在下一个月才正式开启，4月整体还是维持供增需减格局，WTI更是因为美国库欣地区交割问题出现负油价。在负油价后，随着OPEC+减产协议的正式执行以及全球逐步复工复产，市场开始走需求复苏逻辑，油价大幅反弹，过低估值的油价逐步修复，经历过前期旺季消费阶段以后，秋冬季到来引发全球疫情二次爆发，需求前景再度转弱令油价重心一度承压下行。所幸OPEC+产油国时刻关注油价走向，并积极释放偏多言论干预油价预期，同时新冠疫苗研制进程加快，接种时间点提前令全球经济复苏预期增强并带动原油消费前景改观。油市供需格局向好的一面发展令油价止跌企稳再度抬升。这期间，美国WTI原油价格运行区间自33.6-36美元/桶稳步回升至45-47美元/桶，而布伦特原油价格运行区间也由36-39美元/桶稳步上涨至48-50美元/桶。国内原油期货主力合约也由底部的215-230元/桶区间大幅反弹至290-300元/桶。从布伦特远期价格曲线也可以发现，价差结构逐步完成从升水向贴水转变，很好的体现了市场对于需求恢复的强预期。

图表1 WTI、布伦特原油及价差

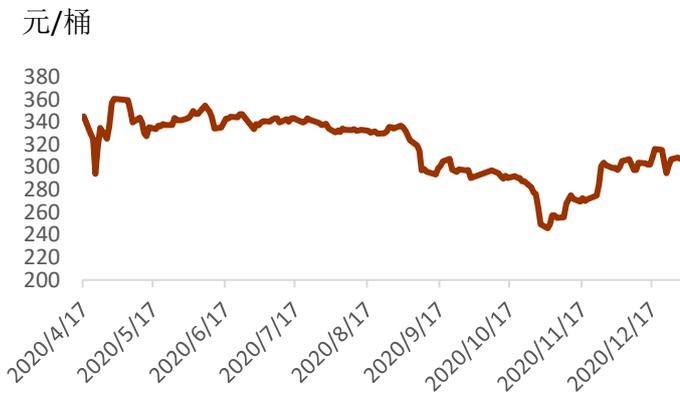


图表2 原油现货价格

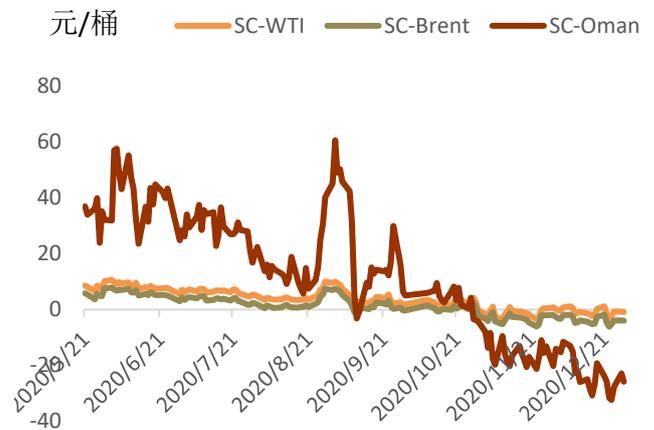


数据来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 3 SC 主力连续



图表 4 国内外原油价差



数据来源：Wind，Bloomberg，铜冠金源期货

二、原油的供需基本面分析

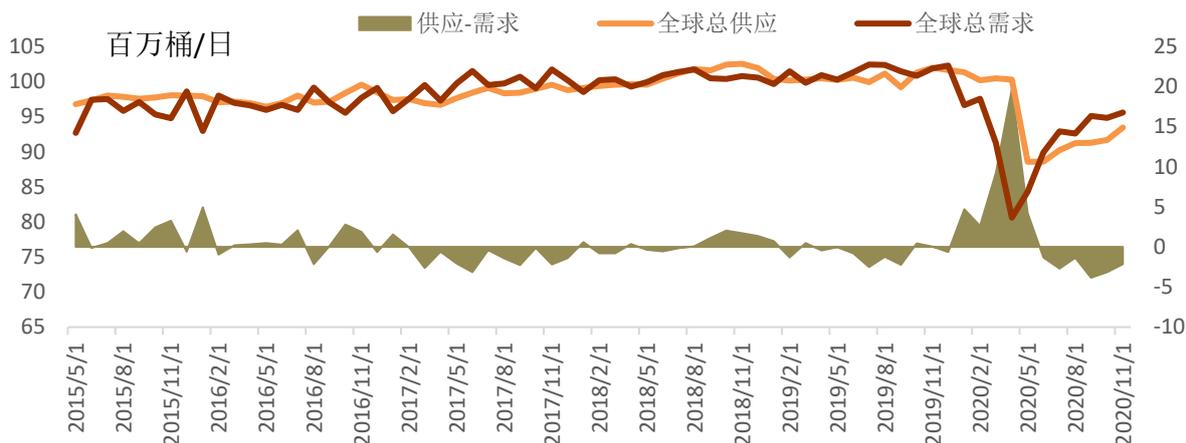
1、全球原油供需

供应方面：2016 年 12 月欧佩克与俄罗斯等部分非欧佩克产油国达成减产协议以来，欧佩克产量自 2016 年 12 月 3410 万桶/日历史高位逐年降至 2019 年 12 月 2940 万桶/日，同期美国产量由 8850 万桶/日增至 1286 万桶/日的历史高位。三年间欧佩克缩减市场份额基本全部让位美国。2020 年 4 月为对冲疫情带来的需求降幅，欧佩克推出史上最大规模主动减产，4-6 月产量下降约 800 万桶/日；美国因油价下行同期产量被动减少 270 万桶/日。下半年欧佩克产量逐渐回升，美国产量则因前期积累的资本市场等压力回升乏力。2021 年美国产量低位全球需求回升，是欧佩克重夺市场份额最佳窗口期；产量回升节奏将根据需求情况灵活调整。欧佩克主动减产、美国制裁导致伊朗和委内瑞拉被动减产、利比亚等内战导致供应间歇中断、疫情导致全球供应下滑，使全球原油供应中断量以及欧佩克剩余产能均增至历史高位。2021 年除欧佩克主动复产外，重点关注拜登执政后，伊朗和委内瑞拉等地缘减产国供应能否回归。按照 IEA11 月平衡表中的预测，2021 年非 OPEC 供应同比增加 50 万桶/日。EIA 与 OPEC 对 2021 年非 OPEC 供应增长比 IEA 更乐观，但也就在 100 万桶/日左右，因此 2021 年是相对较为确定的非 OPEC 增产小年，总供应的增长将会相对依赖 OPEC 以及其他限产联盟成员国的产量增长。

需求方面：综合看来，IEA 预计 2021 年石油需求将增加 580 万桶/日至 9710 万桶/日；

EIA 预测需求增幅为 590 万桶/日；OPEC 最为乐观，认为需求有望增加 625 万桶/天，均低于此前的年度增量。疫情得控需求回升的基准情形下，EIA 预计 2021 年库存继续下降 2.8 亿桶；OECD 库存下降 1 亿桶至 29 亿桶，剩余库存增量主要集中非 OECD 国家。按照 OECD 库存 29-30 亿桶区间，对应过去十年油价与库存关系区间约 40-60 美元/桶。EIA 预计 2021 年 WTI 均价约 45 美元，月均区间 44-47 美元/桶。2021 年，整体原油消费有望从底部反弹，但整体增幅仍旧有限，较难恢复至疫情发生以前的正常水平。

图表 5 全球原油供需



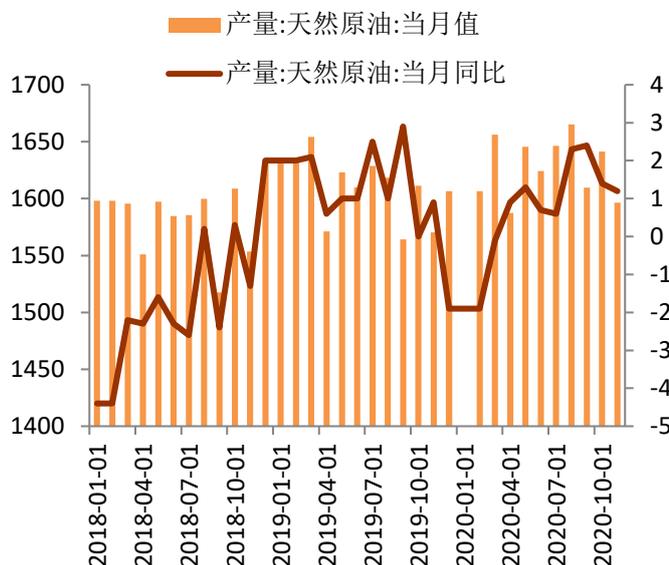
资料来源：Bloomberg，Wind，铜冠金源期货

2、中国原油供需

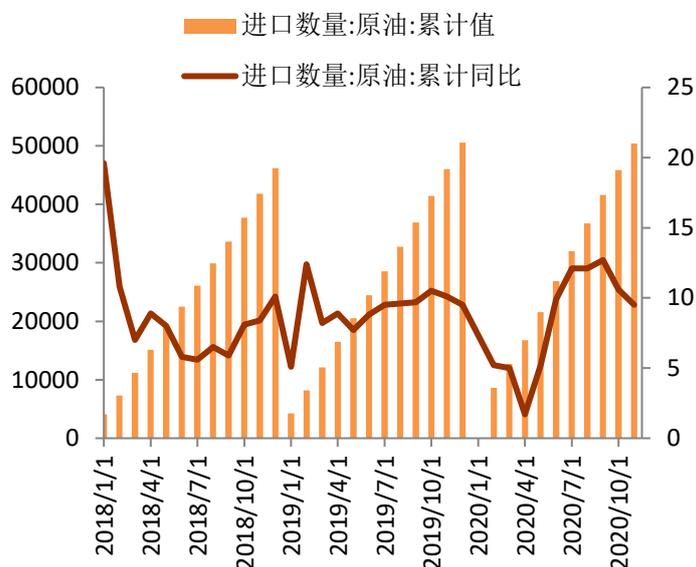
国内原油需求不及去年，但供应略超去年。今年以来，中国原油消费同样受到疫情的巨大冲击，但由于中国的疫情防控效果明显，二季度中后期，原油需求基本已经恢复到疫情前的水平。从进口方面看，由于低油价提振了国内原油进口需求，今年 1—10 月全球发往中国的原油船货量累计同比增长了 12%，国内原油进口量累计同比增长 10.6%。原油进口的增长也使得国内原油库存大幅增长，虽然三季度国内港口商业原油库存自历史纪录高位有所下降，但整体仍远高于历史同期水平。据《中国石油天然气开发行业市场前景与投资战略规划分析报告》，今年我国原油生产增速由负转正，产量 1.91 亿吨，增长 1%，扭转了 2016 年以来产量连续下滑的态势。天然气产量保持在 1300-1800 亿立方米之间，增长速度加快，今年我国天然气产量达到 1761.74 亿立方米，同比增长 10%。在疫情影响下，2020 年国内成品油消费仍然不尽如人意。2020 年 1—10 月成品油累计表观消费量（汽、柴、煤合计）达到 2.4 亿吨，同比下降 7.2%，其中，汽油、柴油、煤油累计同比变化分别为+1.49%、-0.66%、-7.85%，除汽油外，柴油及煤油表观消费仍呈现负增长。2021 年国内原油非国营进口配额增至 2.43 亿元，同比增长 20%。低油价下，2021 年非国营原油进口配额的释放有望

推动进口需求再度启动，但国内成品油市场仍然会受到疫情的影响，而随着炼油产能的进一步扩张，未来成品油市场供应过剩的格局将会加剧。

图表 6 中国原油月度产量

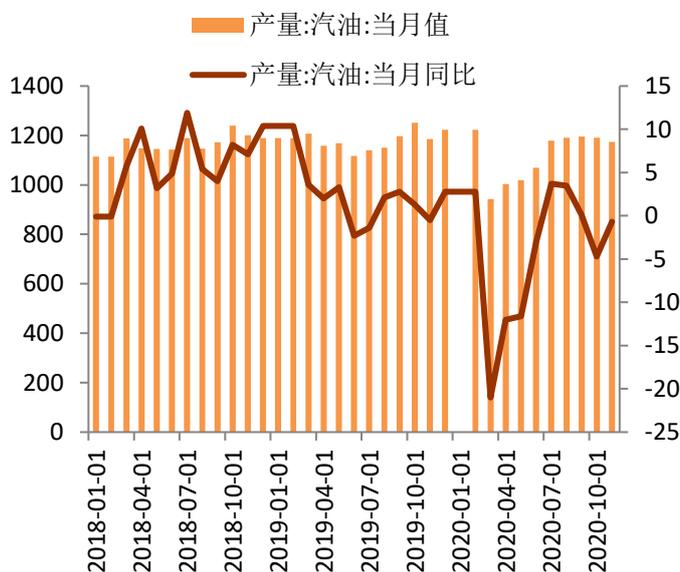


图表 7 中国原油累计进口量

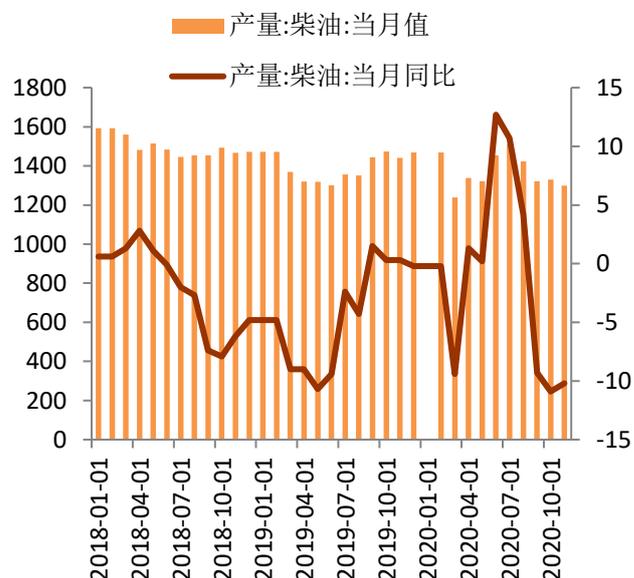


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 8 中国汽油月度产量



图表 9 中国柴油月度产量



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 10 中国汽油出口数量



图表 11 中国柴油出口产量



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 12 中国煤油出口数量



图表 13 中国燃料油出口产量

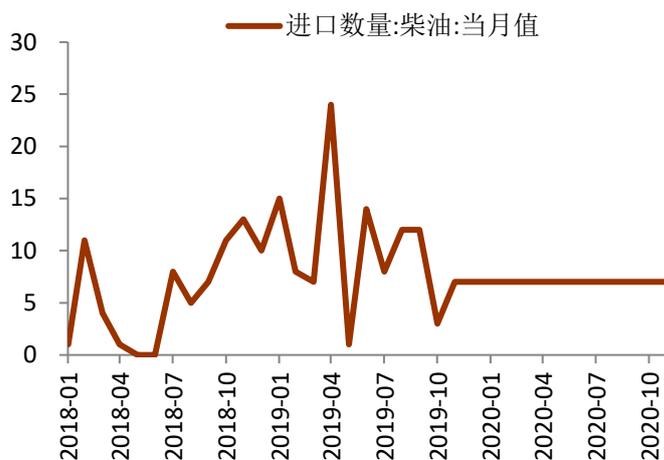


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 14 中国汽油进口数量



图表 15 中国柴油进口数量

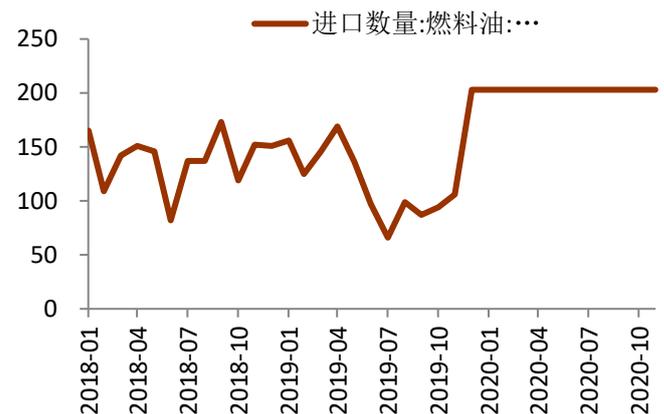


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 16 中国煤油进口数量

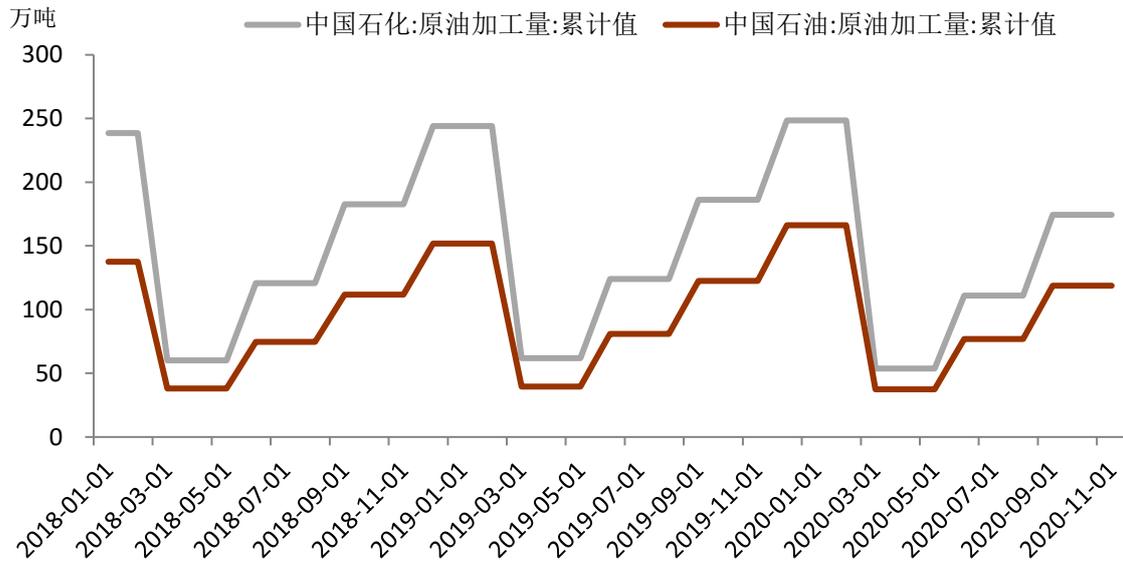


图表 17 中国燃料油进口数量



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 18 中国原油加工量



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

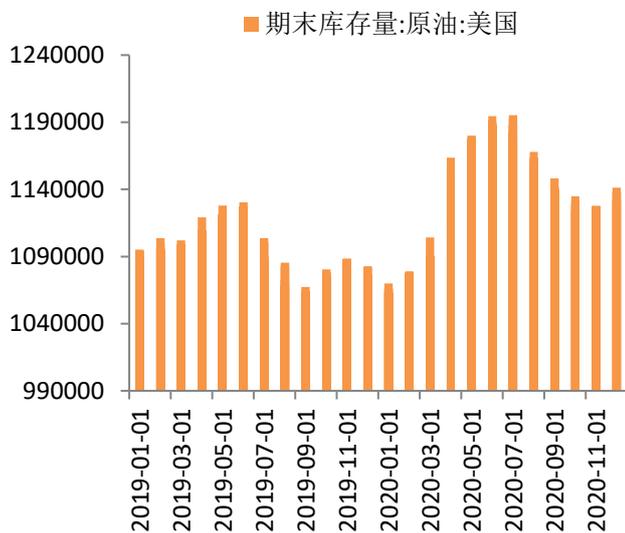
3、美国页岩油情况

美国原油产量在 2019 年 11 月达到峰值 1286 万桶/天, 此后呈现回落趋势, 叠加新冠疫情和油价暴跌造成全球性的减产, 2020 年 5 月美国原油产量降至低点 1000 万桶/天。随着油价回升, 因经济性关停的油井陆续重启导致产量在 6-7 月间回升, 但 8 月至 11 月间美国墨西哥湾地区接连遭遇飓风, 对供应造成一定干扰, 与此同时, 由于新钻井活动仍然维持在较低水平, 不足以维持产量持续回升, 页岩油产量自 9 月起再度转入下行的趋势中, 预计 2020 全年美国原油产量约 1135 万桶/天, 同比下滑约 90 万桶/天。压裂设备数量和钻机数量先后在 5 月下旬和 8 月中旬触底回升, 但幅度仍不显著, 截止 11 月末钻机数量较 3 月的峰值仍下降 64%, 压裂设备降幅约 58%。完井活动的恢复主要集中在成本较低的 Permian 地区, 其他地区回升幅度明显滞后。由于资本开支被大幅削减, 生产商选择消化 DUC 库存维持产量, 压裂活动的复苏很大程度上归功于大量的 DUC 库存, Permian 地区截止 10 月末仍然有 3,565 个 DUC。Dallas 联储三季度调查显示生产商预期 WTI 到达 46-50 美元/桶区间后将完井速度将显著回升, 11 月以来油价持续回升有助于完井数量增加, 但即便如此距离 2020 年一季度的峰值仍有较大差距。DUC 能够缓冲在新钻井活动较低的情况下产量下滑程度, 但不足以完全扭转供应下滑的趋势, 页岩井在第一年的产量衰减就能达到 60%。如果按照 2020 年一季度较高的完井速度静态测算, Permian 地区 DUC 库存足够消化 8 个月左右, 在此期间如果新钻井速度没有显著恢复, 那么页岩油产出将面临显著下滑风险。根据调查, 新钻井大幅增加需要 WTI 回升至 50 美元/桶以上。

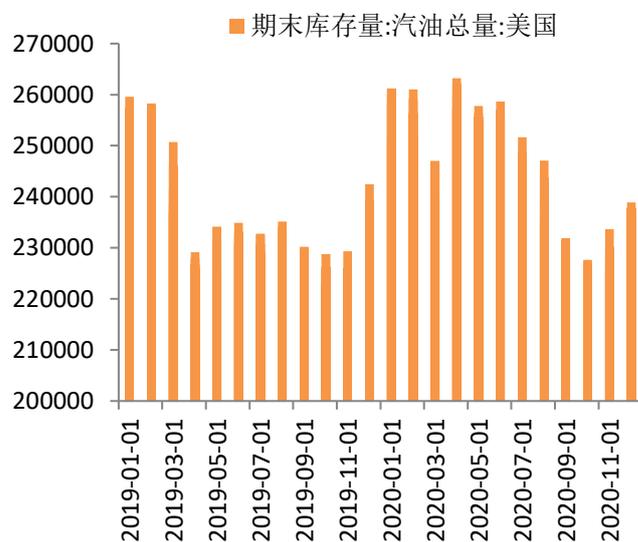
低油价和新冠疫情使得页岩油行业经历前所未有的危机，2020 年前三个季度无论是独立页岩油企业还是石油巨头均净利润均为负，特别是石油巨头持续亏损在上一轮熊市中都不曾出现。为了维持现金流，生产商不得不大幅削减资本开支，2020 年前三个季度，独立页岩油商和石油巨头资本开支分别同比下滑 42.5%和 23.6%。2020 年虽然 E&P 破产数量比 2016 年大幅下降，但破产负债规模已经接近 2016 年水平。申请破产虽然不意味着这部分页岩油产能退出市场，但已经申请破产保护的 E&P 企业在完成债务重组之前，绝大多数都无法很快恢复到正常的资本支出和钻探活动水平，而债务重组通常需要大约 6 至 12 个月的时间，因此也将在一定程度上抑制 2021 年的资本开支。

当前，束缚页岩油供应回升的关键是资本开支的欠缺。上两轮页岩油的蓬勃兴起都离不开资本的支持，2010-2014 年低廉的融资成本使得生产商能够大幅负债扩张，在上一轮 2014-2016 年低油价环境中，开采成本被大幅压缩，石油巨头率先从熊市中恢复，依靠集中在“SweetSpot”区域开采，技术进步和产出效率的提升，页岩油产量在 2017-2019 年间实现翻倍的增长。目前开采成本虽仍有下滑但空间已经有限，页岩油在新冠疫情出现前已经显露出产出效率提升瓶颈，想要维持增产必然需要大量的新开井，这需要足够的资本开支，而股东回报率低迷已经让页岩油生产商面临着筹资难度不断上升的问题。2020 年超过一半的 E&P 交易溢价仅有不到 10%，垃圾债发行规模也降至 2010 年以来新低。投资者信心和融资环境需要时间来修复，短期页岩油商想要再大幅举债扩张的难度较大，因此在油价显著回升以前，大多数页岩油商的首要任务是在尽可能降低成本，控制资本开支的情况下兑现投资者回报、偿还债务并维持产出。从 23 家独立页岩油商（约占 2020 年页岩油产量 41%）的初步资本开支计划来看，将在 2020 年计划基础上再削减 13.1%，基本维持产量目标不变。不过，页岩油在过去已经证明了它的韧性，若油价在 2021 年持续反弹，资本开支也有望逐步恢复，预计 2021 年美国原油产量将维持在 1100 万桶/天水平。

图表 19 美国原油库存

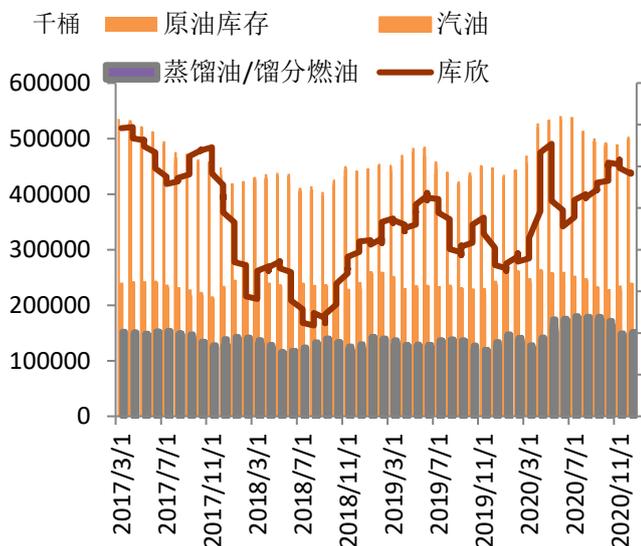


图表 20 美国汽油库存

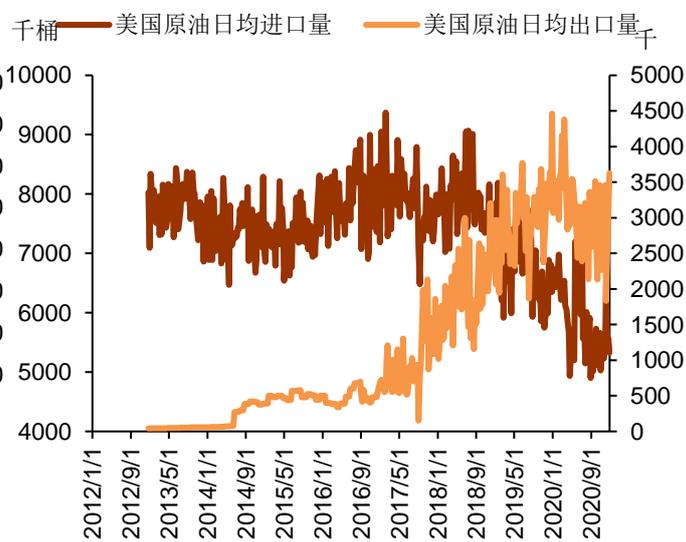


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 21 美国原油库存情况

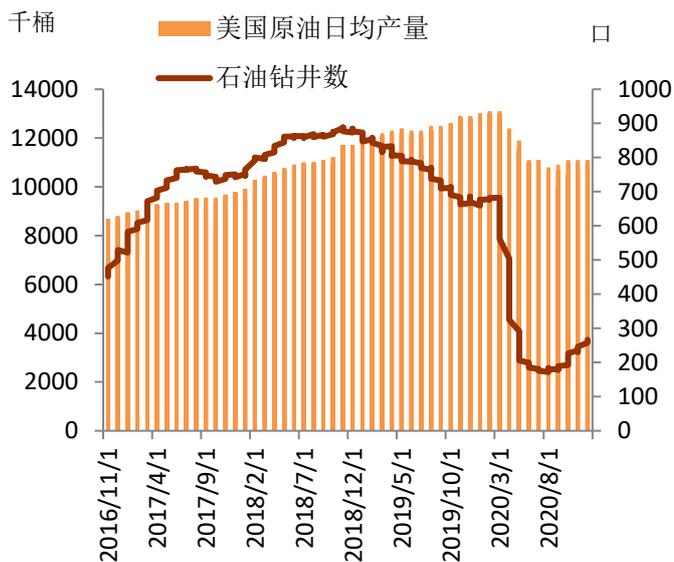


图表 22 美国原油进出口情况



数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 23 美国原油及活跃钻井数

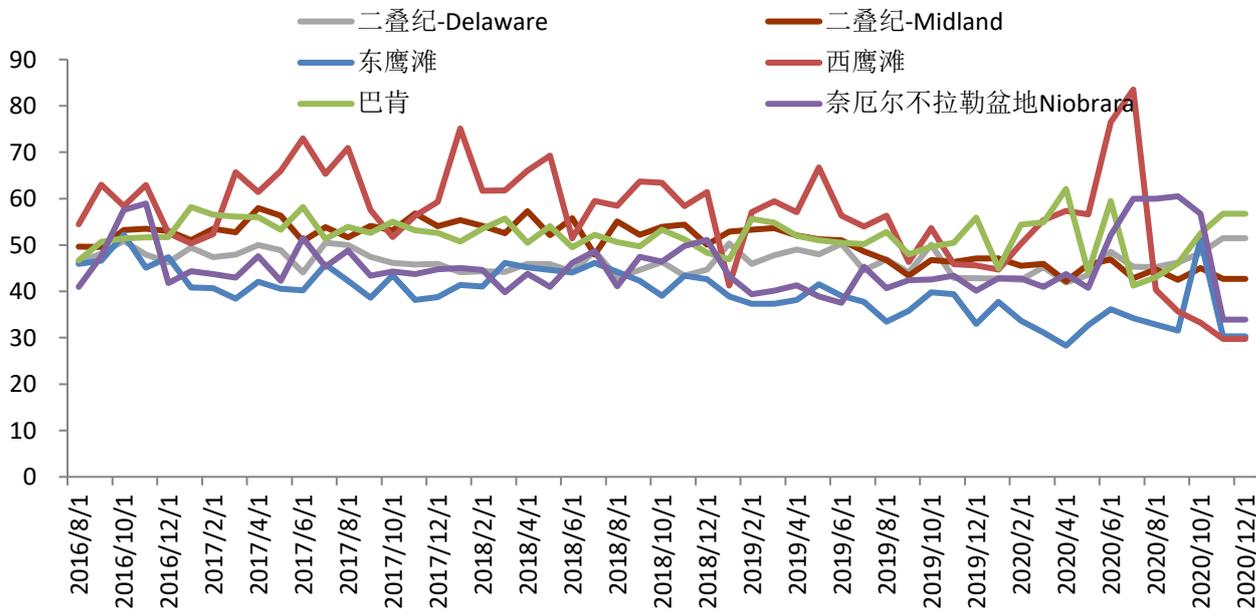


图表 24 美国炼厂开工情况



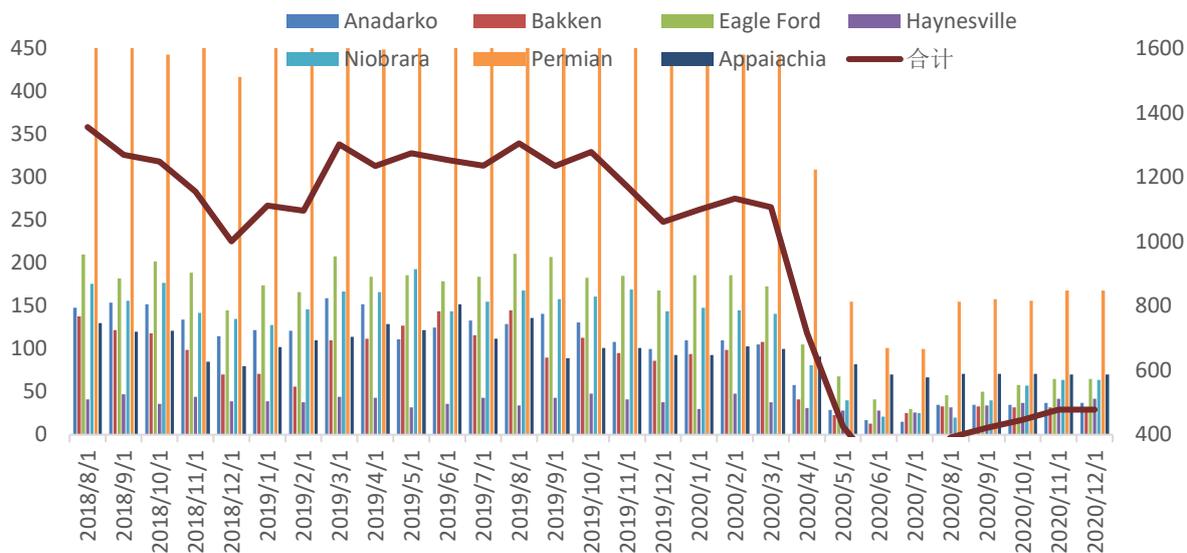
数据来源：Wind，铜冠金源期货

图表 25 页岩油生产成本



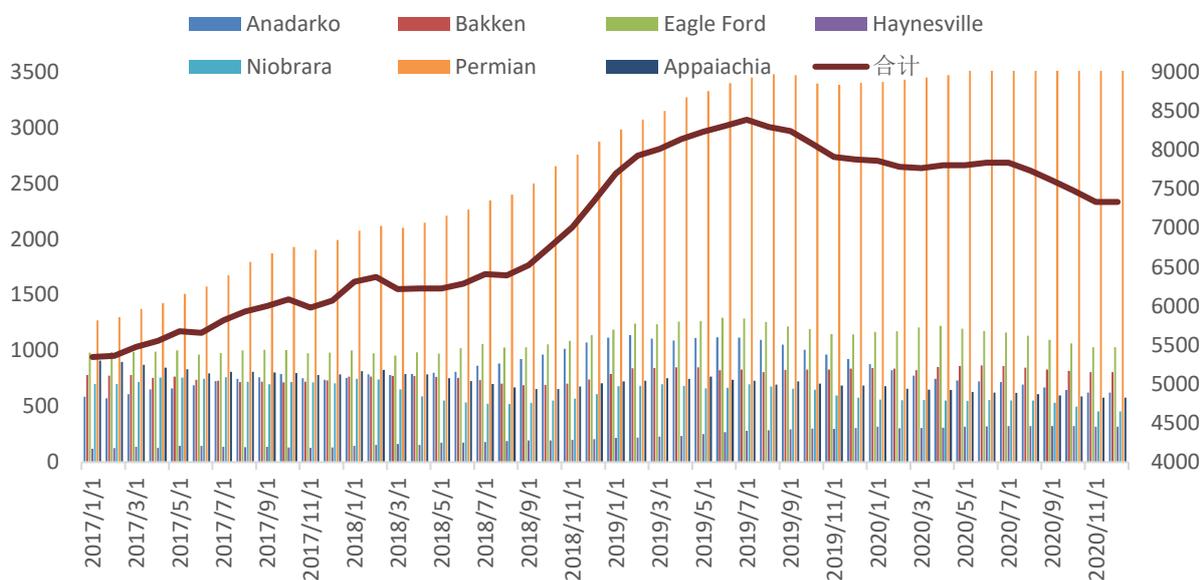
资料来源：Wind，铜冠金源期货

图表 26 页岩油已完工的井数



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 27 页岩油已开工但未完工的井数 (DUC)



资料来源: Wind, 铜冠金源期货

4、OPEC 减产执行情况

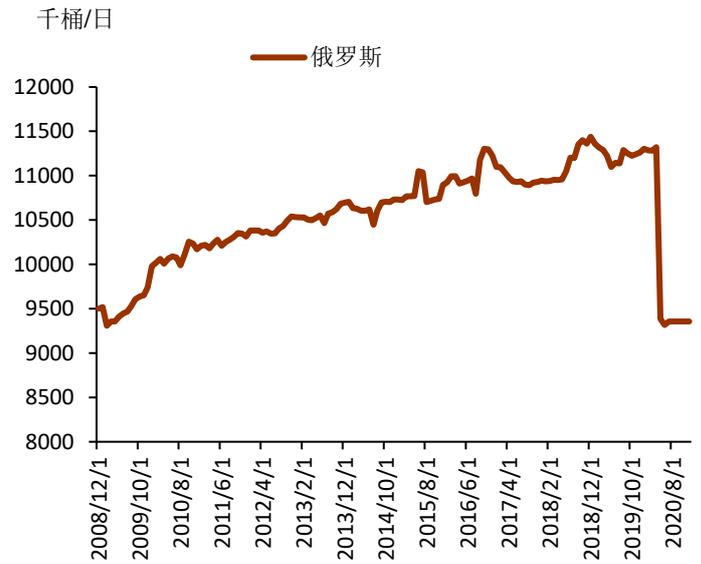
2020 年年初，新冠疫情在全球范围内肆虐，需求端遭受严重打击；而后沙特一度发起“增产价格战”，油价加速下行。为了缓解供过于求的主要矛盾，OPEC 率先开展主动减产。回顾历史，法利赫时期以来，减产成为 OPEC 的主基调，为了让油价脱离十几美金的困局，OPEC 不惜通过贡献一部分出口份额来推动油市供需再平衡。此前美国迎来页岩油革命，这对原油历史而言不仅仅是技术的革命，更是原油产出国地位的革命，2015 年沙特最终只能通过控制产量来缓解长期压力。2020 年 5 月以来，欧佩克及其减产同盟国创纪录地将原油日产量削减了 970 万桶(约占全球产量的 10%)；8 月份开始，欧佩克的石油日产量减产力度降至 770 万桶，其中欧佩克减产份额为每日 486.8 万桶。近日欧佩克+联合部长级监督委员会成员(JMMC)举行视频会议，会议没有就延长减产计划达成一致。包括俄罗斯在内的大多数与会者都支持将当前的减产幅度延长至 2021 年第一季度，但阿联酋和哈萨克斯坦持反对意见，随后的 OPEC 会议也被推迟，并有消息称沙特考虑辞任减产监督委主席。我们认为，对沙特来说，推动减产是其维持 OPEC 主导原油话语权的重要手段之一。假设沙特宣布退出减产，我们认为减产联盟将迅速瓦解。OPEC 减产国陷入“囚徒困境”，客观而言，全球原油疲弱需求的完全恢复仍旧需要 1-2 年的时间，中东一些国家财政对原油出口的依赖性极强，减产协议一旦破裂，这些国家大概率会加紧生产出口以抢夺市场，届时局面失控，油价将重回 20 美金水平，这也是大部分产油国不愿意看到的；但高标准长时间的减产则意味着出口份额的出让，因此 2021 年对于 OPEC 而言，在油价长期保持 45-50 美金以上的情况下，减产推动较为困难，实际影响呈现边际递减。

后续市场将更为关注余下减产规模的缩减进度有多快，OPEC+将从明年 1 月起每个月召开会议，决定石油产量政策，每月增产数量不会超过 50 万桶/日，后续放松节奏还要看下游实际需求以及库存去化情况，考虑到目前高位的库存，可能放松节奏将比原先计划更为缓慢。加之 OPEC+的增产是靠人为月度会议决定，由于无法完全预判疫情恢复情况下需求的回归强度，因此 2021 年可以给到更大增产空间的 OPEC+产量恢复节奏或许会滞后于需求增速。

图表 28 OPEC 原油月度产量

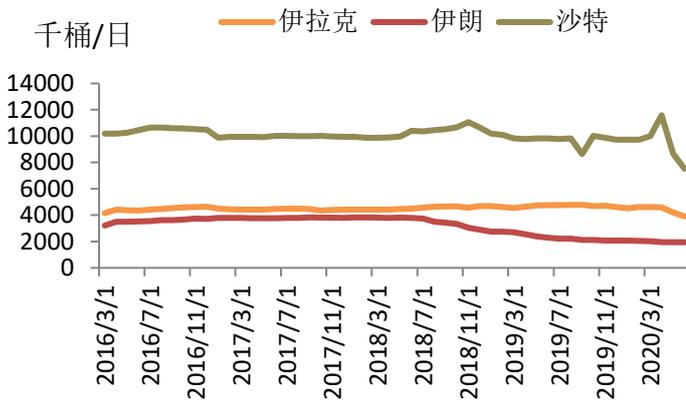


图表 29 俄罗斯月度产量



数据来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 30 中东各国原油产量变化

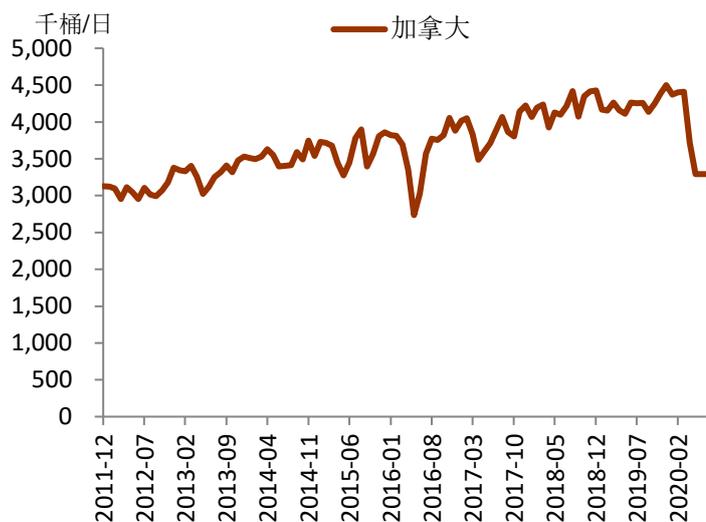


图表 31 委内瑞拉原油产量变化

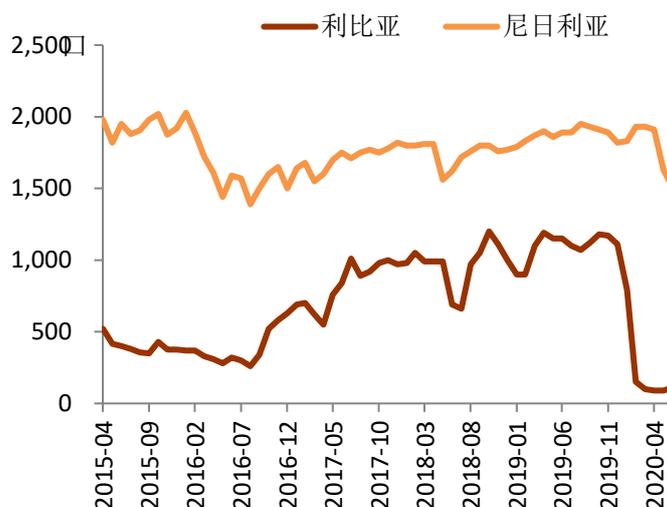


数据来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 32 加拿大原油产量变化



图表 33 尼日利亚、利比亚原油产量变化



数据来源：Wind，铜冠金源期货

三、宏观因素分析

IMF 预计 2020 年全球/发达国家/发展中国家 GDP 增速下降-4.4%/-5.8%/-3.3%；中国是主要经济体中唯一正增长国家(+1.9%)。本轮衰退模式有别以往。过去经济危机对制造业冲击通常大于服务业，而本轮公共卫生危机隔离封锁措施使密切接触型服务业受挫更为严重。2021 年的复苏和补库存进程会主导油价的节奏。

1、欧美或维持货币宽松至后疫情经济复苏阶段

美国 3 月以来实施了有史以来最宽松的货币政策，降息 150BP 使利率区间为 0%-0.25%，无限量 QE。当地时间 12 月 16 日，美联储宣布维持联邦基金利率在接近零的目标区间不变，并表示将继续为经济提供强力支持。美联储重申其使用货币政策工具支持遭受病毒疫情打击的经济的承诺。美联储官员表示，他们将按目前的速度继续执行美联储的资产购买计划，“直到委员会在实现最大就业和价格稳定这两个目标方面取得实质性进展为止”，这意味着美联储的量化宽松（QE）政策将继续执行，并可能延续到后疫情的经济复苏阶段。

欧洲央行公布利率决议，维持三大关键利率水平不变。不过，欧洲央行将目前规模已达 1.35 万亿欧元的欧洲紧急抗疫购债计划（PEPP）再增加 5000 亿欧元。欧洲央行称，PEPP 将至少持续至 2022 年 3 月底，此前为持续至 2021 年 6 月底。这意味着 PEPP 将至少延长 9 个月。上一次欧洲央行扩大 PEPP 规模是在 6 月的议息会议后，当时增加了 6000 亿欧元，将 PEPP 规模推高至 1.35 万亿欧元。此外，本次议息会议后，欧洲央行将依据资产购买计划每

月购债 200 亿欧元，与此前一致，低于市场预期的可能将这一计划调高至 400 亿欧元/月。欧洲央行称，PEPP 将持续到危机阶段结束。

2、全球经济活跃度将趋势回升

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，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。虽然明年一季度疫情大概率仍快速蔓延，全球经济活跃度提升或缓慢，因疫苗接种有序推进，剧烈的疫情管控措施或难再现。一季度后疫情大概率逐步受控减轻，全球经济活跃度或趋势较快速的回升。

全球疫情快速蔓延，部分国家加大疫情管控措施，全球复工复产或转慢，我国工业增加值同比仍承压。9-12 月全球（中国之外）新冠肺炎每日新增确诊人数持续攀升，12 月 16 日录得新增确诊人数最高值。我们认为，当前处秋冬季正是呼吸道疾病高发期，气温降低也有利于病毒在空气中更长时间保持活性，疫情快速蔓延或仍持续，疫情反弹国家经济活动或转慢，全球需求回暖料疲弱。近期虽然全球部分大城市经济活跃度有所回升，但随着疫情的快速蔓延，部分国家和地区已经加大疫情管控措施，全球经济活跃度回升幅度或减小甚至转跌。

3、全球补库存周期开启，但节奏不同

美国、欧盟、日本和韩国工业生产 2020 年 4 月、5 月大幅下滑，6-8 月趋势回升，显示疫情对全球企业生产的影响渐小。

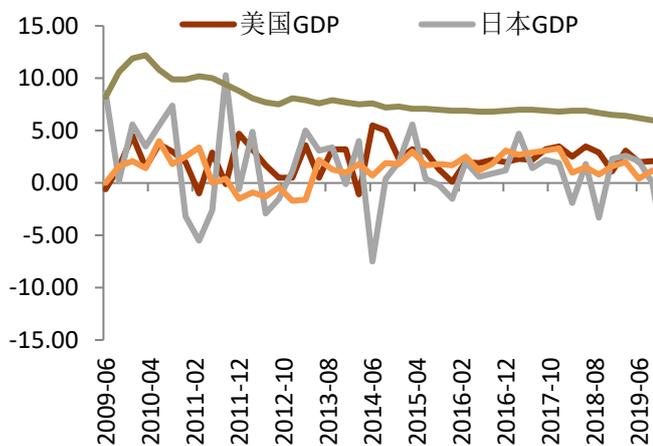
因为全球疫情在 2020 年 9 月开始大幅反弹，部分国家和地区疫情对经济的拖累在 2020 年 10-12 月加大，需求恢复有所放缓。

2021 年欧美将加快疫苗的接种，疫情管控措施大概率趋势放松直至取消，全球工业产能将较快速有序释放。

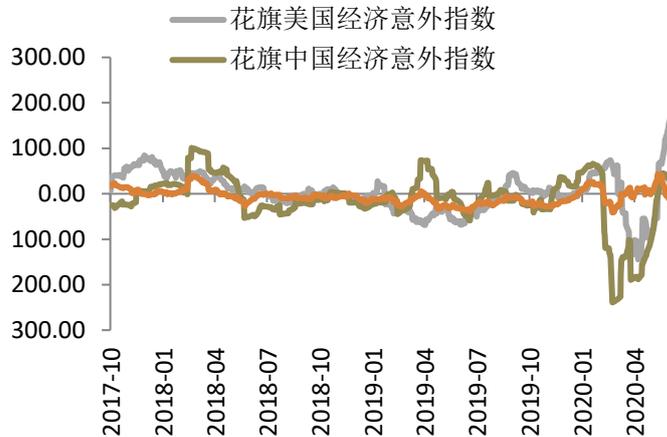
由于 2020 年欧美生产恢复大幅低于消费，使得欧美的库存去化较快。当前美国已经有开启补库存的迹象，根据美国 PPI 同比走势判断，需求的走高使企业产品价格同比攀升，企业产成品库存明显去化后，有望开启一轮补库存周期；日本产成品库存同比仍在去化中，当前处于同比的历史低位，生产同比在 9-10 月回升，预计 2020 年年底 2021 年年初逐步开启库存回补；中国与欧美国家的不同在于，2020 年中国生产明显强于消费，中国进出口占全球的比例快速攀升，随着明年国外产能的恢复，中国企业产能提升幅度或明显小于欧美，中国补库存的力度或小于欧美，大致节奏或是 2021 年上半年中国产能较明显强于欧美，

2021年下半年中国产能强过欧美的程度较明显减弱。

图表 34 主要经济体 GDP 增速变化



图表 35 全球主要经济体经济意外指数

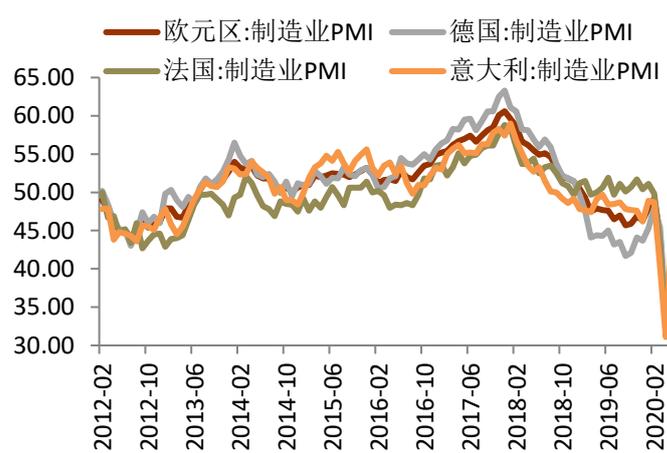


资料来源: Wind, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 36 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

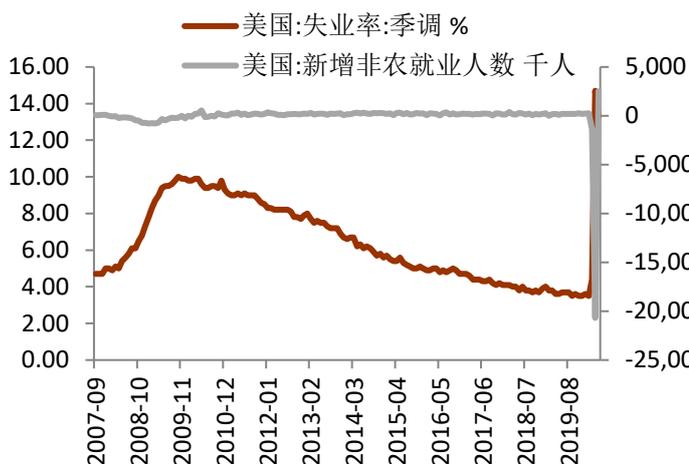


图表 37 欧元区制造业 PMI 增速变化

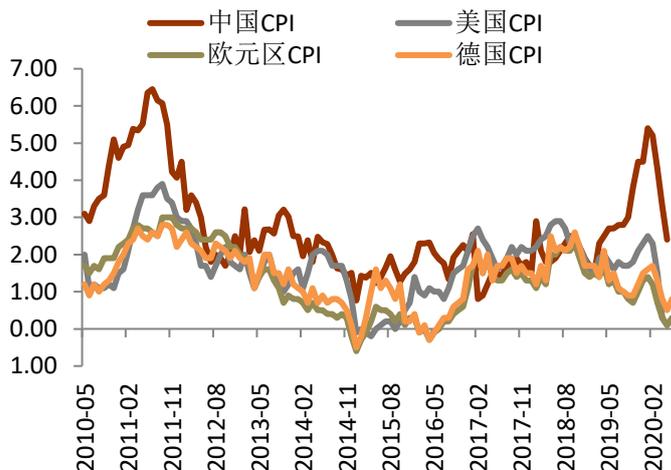


资料来源: Wind, 铜冠金源期货

图表 38 美国就业情况变化



图表 39 主要经济体 CPI 变化



资料来源：Wind，铜冠金源期货

四、市场结构分析

1、原油价差结构变化

此前在三月，西德克萨斯中质油价格自 2002 年以来首次跌破了 20 美元每桶的水平。美国市场对汽油的需求大幅萎缩的同时，汽油的裂解价差罕见地降至负值。（汽油是炼油厂得到的原油主要产成品，相应比例产成品与原油的价差即为裂解价差。裂解价差为负说明产成品的需求相对原油需求更加萎靡，原油价格几无上涨空间）。之后，价差结构由 Contango 向 Back 转换。这表明近几个月来推动油价不断走低的供给过剩问题可能正在减轻。

步入今年 11 月开始，油市利多因素陆续增多。在美国总统大选结果落地以后，宏观面风险得到释放。同时疫苗研制进程加快提振了油市风险偏好并改善原油需求前景，令做多热情上升。同时 OPEC+产油国积极释放限产信号，叠加中东地缘因素再度燃起，原油市场看涨意愿明显增加，从而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 2020 年 12 月 21 日当周，WTI 原油非商业净多持仓量为 525702 张，回升幅度较为明显。表明投机市场看多油价的信心正在逐渐回升。截止 12 月 30 日，Brent-WTI 价差维持在 3.30 美元/桶附近。

图 40 WTI 跨月价差结构

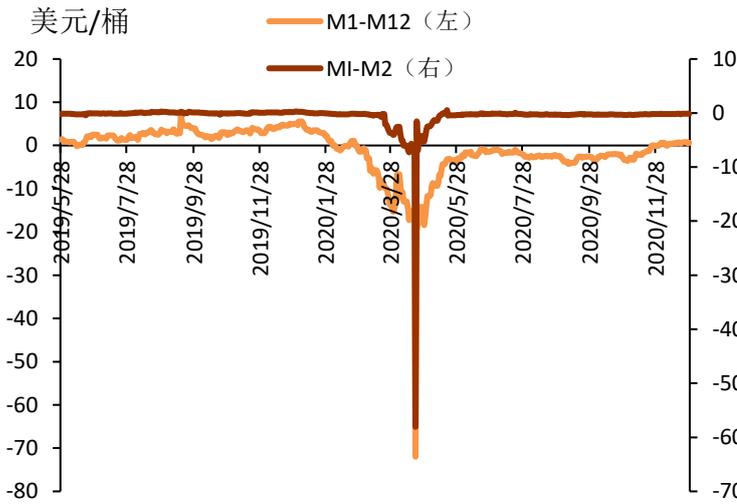
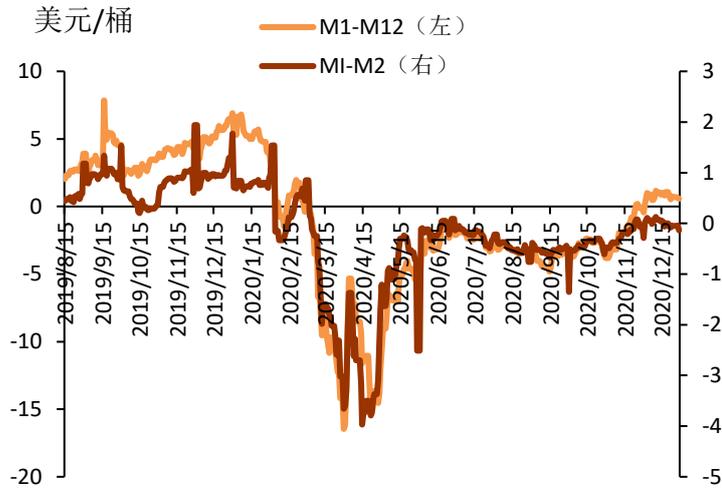


图 41 Brent 跨月价差结构



数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

2、原油库存变化

主要累库集中 3-4 月疫情高峰，需求下降供应回升；5-6 月供应下降需求回升，累库幅度逐渐放缓；下半年供应需求双双回升，油品转为小幅去库。EIA 预计 2020 上半年油品累库 12 亿桶，其中 OECD 库存由 29 亿桶增至 32 亿桶；下半年油品去库 5 亿桶，OECD 库存降至 30 亿桶。疫情得控需求回升的基准情形下，EIA 预计 2021 年库存继续下降 2.8 亿桶；OECD 库存下降 1 亿桶至 29 亿桶，剩余库存增量主要集中非 OECD 国家。按照 OECD 库存 29-30 亿桶区间，对应过去十年油价与库存关系区间约 40-60 美元/桶。EIA 预计 2021 年 WTI 均价约 45 美元，月均区间 44-47 美元/桶。

图 42 WTI 非商业持仓

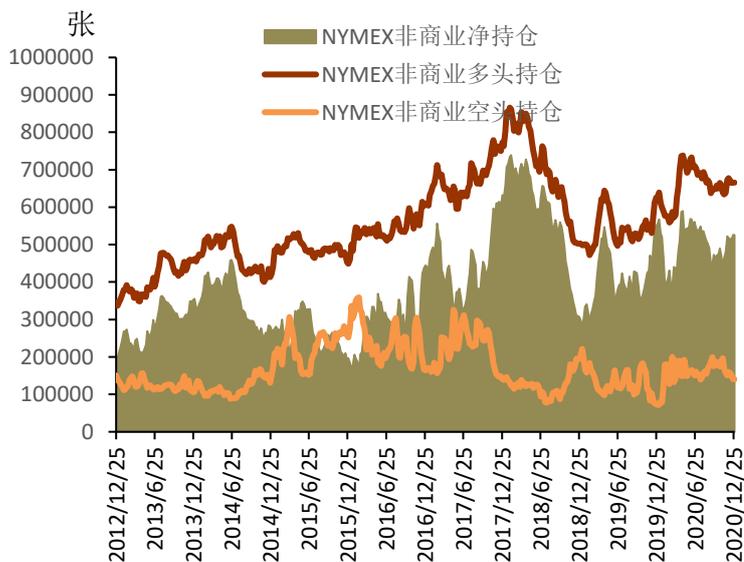
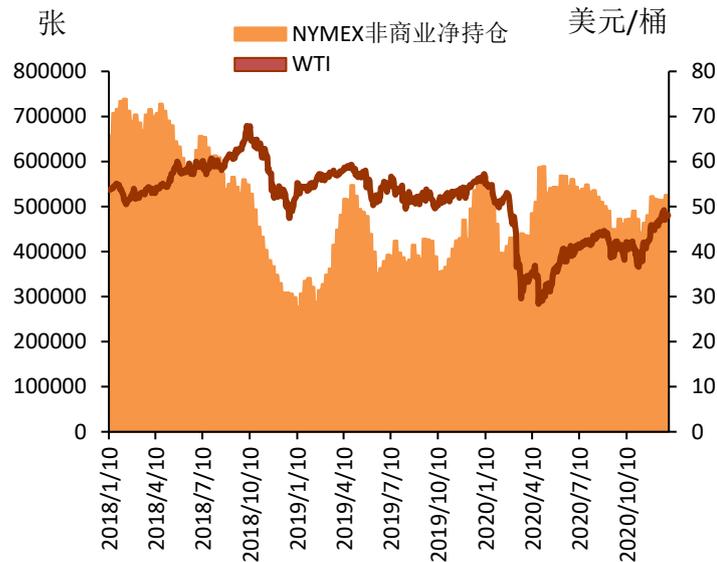


图 43 WTI 与净持仓的关系



数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

五、行情展望及操作策略：

供应方面，OPEC 的减产受到各国财政约束以及较高油价的诱惑，难以长久维持，美国页岩油的油井此前被大量削减，产量会滞后于油井的减少。总体而言，供应难以持续下降，反而可能增产。

需求方面，目前看来疫情极有可能长久化，并且各国复苏乏力同时还受到疫情二次爆发的困扰。虽然疫苗正在普及，但是进展未必乐观。需求难以在短期有所起色。

投资策略建议：试空

风险因素：经济复苏情况好于预期，OPEC 再度大幅减产

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号
电话：021-68559999（总机）
传真：021-68550055

上海期货大厦营业部

上海市浦东新区松林路 300 号
1803、2104B 室
电话：021-68400688



深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方
广场 2104A、2105 室
电话：0755-82874655

大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号
期货大厦 2506B
电话：0411-84803386

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号
伟星时代金融中心 1002 室
电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来
公寓 1201 室
电话：0371-65613449

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财
富广场 A2506 室
电话：0562-5819717

免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，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。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，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。