

原油：往者不谏，来者可追

—原油 2020 年年度策略报告

东海期货 2020 年年度策略报告 | 能源化工篇

研究所 能化策略组

投资要点

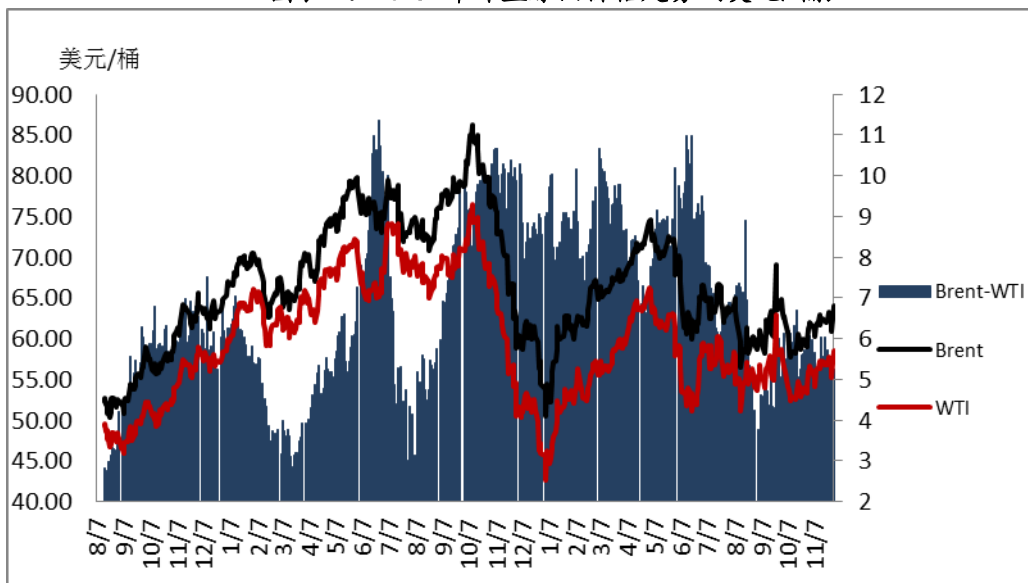
李婉莹 研究员

从业资格证号：F3032043
投资分析证号：Z0014314
联系电话：021-68757827
邮箱：liwy@qh168.com.cn

- 2019 年，布油基本维持在【55，68】美金/桶的区间内运行。上海油则跟随外盘市场走势，主力合约震荡区间为【369，521】。2019 年全球原油市场受到增产以及消费增速疲软的综合影响，年内油价未能突破 2018 年纪录。OPEC 减产总体表现顺利，全球原油供需平衡表有所修复，但对油市的拉动效果呈现边际递减。美国页岩油产量维持高位成为悬在油价头上的达摩克利斯之剑。
- 2020 年，需求端增速预计保持在历史平均水平，约在 110 万桶/日，受到经济环境面临诸多挑战的因素限制，预计不会有亮眼表现。供应方面，目前美国原油产量接近 1300 万桶/日，页岩油企业出于对市场环境的悲观预期可能会调降勘探支出；同时技术问题也将限制该国供应的爆发式增长势头；而 OPEC 方面，沙特阿美为了推动 IPO 主导深化减产，但该计划在下半年可能会面临较大阻力。
- 宏观方面，中东地缘政治问题预计在 2020 年仍旧会对油市形成扰动；建议继续关注美国国债收益率变化与经济调控策略实施情况。IMO2020 政策的落地也将在一定程度上重塑世界用油格局。
- 2020 年布伦特均价为 62 美金/桶。上半年炼厂季节性检修，美国继续增产将使得 OPEC 减产效果打折，预计油价将 55-65 美金/桶的区间内震荡。下半年油价重心能否上移则取决于 OPEC 会议关于进一步减产的最终决定。预计全年运行区间将保持在 55-75 美金，下半年表现有望强于上半年。
- 上海油方面，将继续跟随外盘，特别是布伦特走势，预计全年价格运行区间在 380-520 元/桶。建议投资者关注阿曼现货油价与航运费用变动。
- 风险因素：我们以上推测基于几个基本假设（1）OPEC 成员国继续减产；（2）全球经济复苏以及原油需求增量符合预期；（3）美元走势符合预期。由于原油市场干扰因素较多，一旦有重大地缘政治事件爆发或者经济不景气，油价则会受到较大影响。

一 2019 年原油价格走势回顾

图表 1: 2019 年外盘原油价格走势 (美元/桶)



图表 2: 2019 年内盘原油价格走势 (元/桶)



2019 年一季度, 受到 OPEC+ 减产推进良好的持续性影响, 油价偏强运行。地缘政治方面, 美伊关系紧张, 美国对委内瑞拉以及伊朗的经济制裁收紧, 原油市场供给端收缩超出市场预期。需求端方面, 全球经济环境相对恢复, 资金情绪乐观。布油与 WTI 在三个月内的涨幅均超过 20%, 三个月内布伦特原油期货结算价均价 63.83 美元/桶, WTI 原油期货结算价均价 54.90 美元/桶, 内盘跟随外盘走势也有良好表现。

二季度油价加剧震荡。4 月份, 原油市场延续上行势头, 美国对伊朗制裁的豁免期结束, 资金普遍担忧供应, 进而拉涨油价。然而, 5 月到来后, 美国原油大幅累库, 基本面表现较差; 另外宏观局势动荡, 贸易摩擦扰动市场, 市场聚焦需求矛盾, 油价随后下跌。布伦特原油期货结算价均价 68.95 美元/桶, WTI 原油期货结算价均价 60.23 美元/桶, 整体重心有所上移。

在三季度到来后, 宏观消息扰动整个原油市场。中美就贸易问题继续展开谈判, 资金担忧情绪加重, 多空双方围绕布油 60 美金/桶展开博弈。OPEC 方面继续深化减产, 会议决定将现有的减产 120 万桶/日的政策延续至 2020 年 3 月底, 在一定程度上提振市场氛围。九月份, 沙特遭遇黑天鹅, 影响产能涉及 570 万桶/日, 引起油市剧震。国际油价纷纷暴涨, 而后情绪逐步消化, 价格回落。截至 9 月

30日，布油与WTI共同下跌至60至55美金/桶的水平。

四季度，总体而言油价波动区间缩窄。一方面，沙特阿美IPO持续推进，从沙特的角度并不希望油价跌的过快，因此以其为中心继续释放深化减产言论。会议再减少每日50万桶的原油供应量，达到每日共计减产170万桶。此外，沙特阿拉伯为主的几个参与减产国将继续自愿额外减产，将整体减产幅度调整到超过210万桶。以上调整将于2020年1月1日生效。受此消息提振，布油中心上移2-3美金/桶。另一方面，全球宏观环境动荡，市场心态趋于谨慎。

上海原油期货顺利上市至今已超过一年时间。可以看到，内盘与外盘走势相关性较高，与布油、美油的相关系数高达0.73与0.6。同时，考虑到可交割油种，阿曼原油现货价格对盘面的参考意义较大。我国原油期货采取人民币计价，保税交割，目前成交量已经超过阿曼原油跻身世界前三。从年初至今，上海油主力在【369.4, 521.5】的区间内波动，价格波动频发，交易活跃度明显增加。2020年，我们预计上海油将保持与外盘的密切联动，同时，其价格波动也会受到汇率的影响，预计全年将呈现倒V走势。

总体而言，2019年全球原油市场受到增产以及消费增速疲软的综合影响，年内油价未能突破2018年纪录。OPEC减产总体表现顺利，全球原油供需平衡表有所修复，但对油市的拉动效果呈现边际递减。美国页岩油产量维持高位成为悬在油价头上的达摩克利斯之剑。

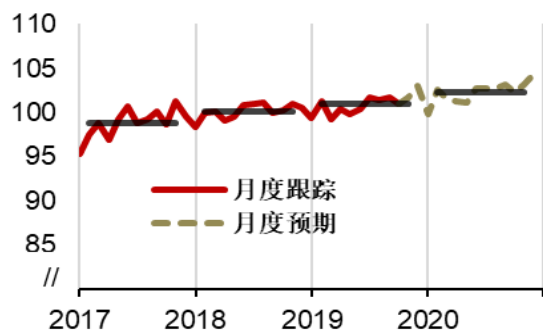
二、基本面分析

1 全球原油需求2020年展望：

原油消费与经济发展变动密不可分。回顾2019年，由于整体宏观环境较为动荡，二季度与三季度包括EIA, OPEC和IEA在内的权威机构从年初至今数次下调需求增速预期。目前来看，从经济增速的角度出发，欧元区增长率略有下调，非OECD国家的相关预测数据较为亮眼。与贸易相关的不确定性问题仍旧成为压制原油消费动力的主要因素。

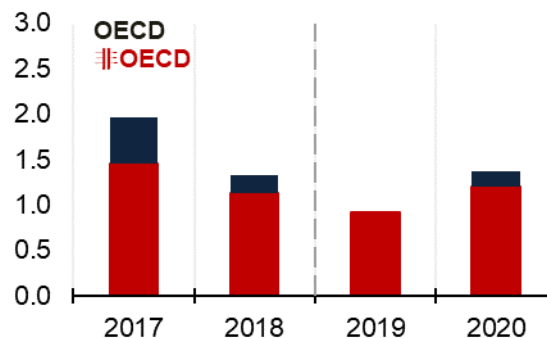
2020年，我们认为，原油需求有望与今年持平。综合对比各大机构近期发表的言论，路透社调查结果显示2020年原油消费增幅仅有80万桶/日。而IEA与OPEC则相对乐观，分别表示新的一年消费增量将达到120万桶/日与140万桶/日。我们认为，2020年原油需求增速处于历史中位水平。包括中国，印度在内的新兴经济体将持续作出大部分的能源消费增速贡献。

图表3 全球原油需求增量(百万桶)



资料来源：WIND;东海期货研究所整理

图表4 OECD与非OECD原油需求增量(百万桶)



资料来源：EIA;东海期货研究所整理

1.1 新兴经济体与OECD

1.1.1 新兴经济体

与2019年类似，新兴经济体在2020年依旧是石油需求市场的主要驱动力。市场重点关注中国，印度等金砖国家的经济增长情况。中国方面，客观而言近日由于外部贸易环境较为动荡，内需表现亦不佳。综合考虑19年三季度与四季度中国国内GDP增速放缓，预计这一趋势将在2020年继续。不过，政府已经出台多项经济刺激政策，我们对新的一年GDP增长预期为6.0%，并不过度悲观。从乘用车销售的角度看，预计2019年内汽车销量2500万辆左右，而2020年销量仅为2250万辆左右，同比下滑10%，而消费者的购车意愿减少一方面是由于经济因素限制，而另一方面则是因为中国的乘用车市场正

不断走向成熟。所以，我们对中国原油消费的增长维持中性乐观态度，预计将贡献 30 万桶/日的增量。

图表 5 全球宏观数据预测 (百万桶)

	GDP 增速 (%)		GPI 变动 (%)	
	2019 年	2020 年	2019 年	2020 年
巴西	0.8	1.6	3.8	3.7
俄罗斯	1.0	1.2	4.5	4.2
印度	6.1	6.7	3.6	4.2
中国	6.2	5.9	2.7	3.1

数据来源：OPEC，东海期货研究所

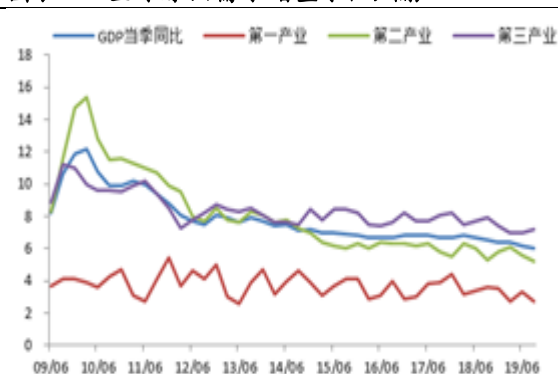
从上表中不难看出，另一个亚洲人口大国印度的 GDP 增速预测值非常亮眼。在 19 年第 4 季度和 2020 年，印度的 GDP 增长将得到货币政策刺激以及政府已经宣布的企业所得税减免的支持。印度储备银行 (RBI) 10 月份将基准回购利率下调 25 个基点，至 5.15%。这是 2019 年连续第五次降息，旨在提振印度放缓的消费和 GDP 增长。考虑到该国人口众多，且将长期处于快速发展状态，我们预计其在新的一年中原油需求增量为 11 万桶/日。

图表 6 各地区原油需求情况 (百万桶/日)

	2016	2017	2018	2019	2020
中国	13.04	13.57	14.02	14.52	14.82
美国	19.69	19.96	20.50	20.58	20.75
印度	4.24	4.34	4.60	4.85	4.96
中东	8.31	8.59	8.46	8.62	8.66
OECD	46.91	47.42	47.62	47.45	47.62
非 OECD	49.96	51.40	52.53	53.45	54.65
其他 OECD	27.22	27.47	27.11	26.88	26.87
其他非 OECD	24.37	24.91	25.45	25.46	26.21

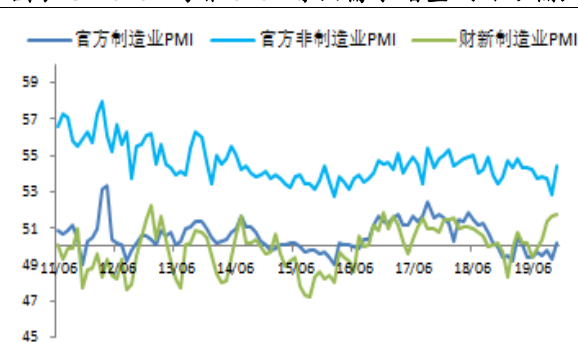
数据来源：EIA，东海期货研究所

图表 7 全球原油需求增量(百万桶)



资料来源：WIND;东海期货研究所整理

图表 8 OECD 与非 OECD 原油需求增量 (百万桶)



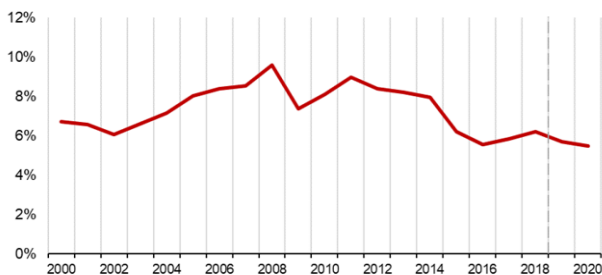
资料来源：WIND;东海期货研究所整理

1.1.2 OECD

从区域角度来看，我们将 OECD 主要分为美国与欧元区进行讨论。美国方面，自从页岩油革命之后，美国的原油贸易格局不断发生变化。原油消费国的定位也逐渐演变为原油供应国。根据 EIA 最新消息，2019 年 9 月，美国石油（原油和石油产品）日出口量比进口量高 8.9 万桶，这是自 1973 年开始有月度记录以来第一个月出现这样的情况。回望十年前，美国每天进口的石油比出口的多 1000 万桶。美国原油和石油产品贸易格局的长期变化导致美国石油净进口总量稳步下降。我们从两个角度作出解读，首先，美国自身的原油产量不断提高，自给自足的水平也相应提升，因此不需要像过去那样大量进口国外原油资源。第二，作为全球领先的发达国家，经济增速放缓在所难免。同时，受到贸易问题

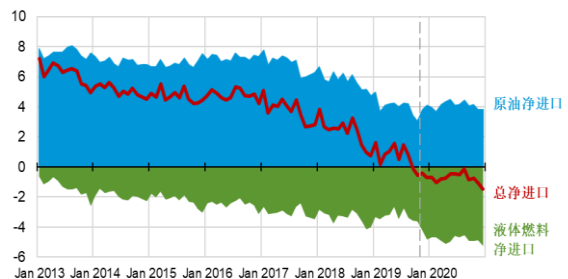
困扰，我们谨慎预计该国的原油消费增量为 15 万桶/日。

图表 9 美国年度能源支出占 GDP 百分比



资料来源: EIA; 东海期货研究所整理

图表 10 OECD 与非 OECD 原油需求增量(百万桶)



资料来源: EIA; 东海期货研究所整理

欧洲在新的一年里原油消费可能不增反降。近期该地区政治局势较为动荡，援引相关媒体报道，英国首相约翰逊在距离大选还有一周之际公布了他的任职头 100 天计划，包括制定预算报告，1 月 31 日前“完成”脱欧等。以英国脱欧为导火索，欧元区经济大环境也受到牵连。对此，欧洲央行 (ECB) 持续对于宽松货币政策的支持，希望能够以此稳定发展；但考虑到欧盟领头国德国经济数据不佳，银行业表现低迷，欧元区在来年的发展前景不明，权威机构将该地区 2020 年的 GDP 增长预期从上个月的 1.1% 下调至 1.0%，我们认为原油消费也将相应收缩 5 万桶/日。

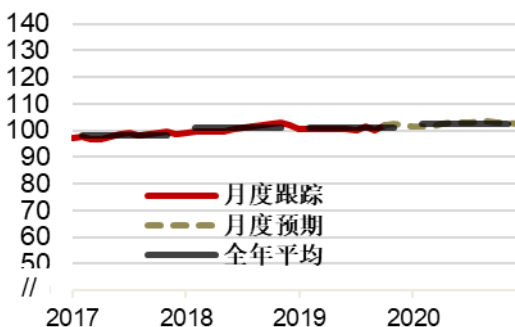
综合看来，2020 年全球经济环境面临较大挑战。包括欧洲，美国在内的大部分发达国家面临较多不确定性因素。与 2019 年类似，中国，印度等新兴经济体将带动超半数的原油消费增量，不过，受到的阻力也较大，因此我们对新的一年原油需求增长保持谨慎中性态度，相对下调 19 年约 120 万桶/日的水平至 110 万桶/日。

2 全球原油供应 2020 年展望:

2019 年，全球原油供应在 OPEC 减产与美国页岩油继续增产的大背景下，与原油消费同步上升。实际上，按照最早 OPEC 的计划，供过于求的局面根本难以改变；然而，为了沙特阿美 IPO 与诸多复杂原因，以沙特为首的 OPEC 组织超额完成减产，使得全球供需平衡表有所修复。

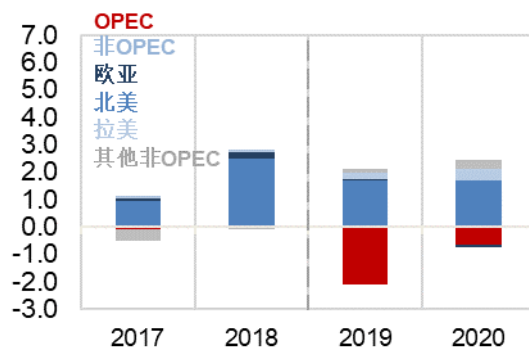
新一年，我们认为，OPEC 减产的边际效力递减，这主要是参考当前 OPEC 的限产水平以及减产计划进一步深化的可能性。不过，美国方面，生产商上游融资较为困难，因此计划缩减勘探方面的财务支出，页岩油的增产速度有望放缓。

图表 11 全球原油供应增量(百万桶)



资料来源: WIND; 东海期货研究所整理

图表 12 OECD 与非 OECD 原油供应增量(百万桶)



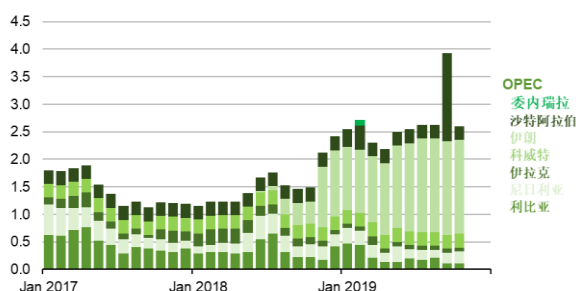
资料来源: EIA; 东海期货研究所整理

2.1 OPEC

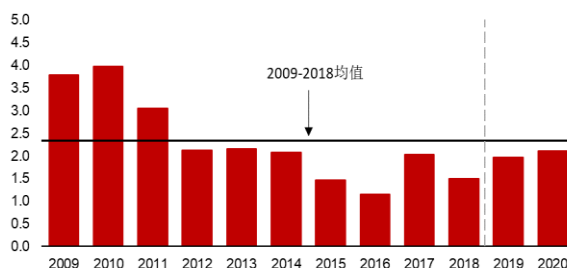
中东片区向来是世界原油生产的集中地之一。第 7 次欧佩克和非欧佩克部长级会议于 2019 年 12 月 6 日在奥地利首都维也纳举行。会议最终决定，在欧佩克第 175 次会议、欧佩克和非欧佩克第 5 次部长级会议协议的基础上，再减少每日 50 万桶的原油供应量，每日共计减产 170 万桶。此外，沙特阿

拉伯为主的几个参与减产国将继续自愿额外减产,将整体减产幅度调整到超过210万桶,创有史以来最大自愿检查幅度。该项决议将于2020年1月1日生效,并得到参与共同声明的每个国家完全遵守。从以沙特为首的OPEC成员国提出限产口号至今,该组织可以说交出了令人满意的成绩单。沙特在整个减产过程中占据主导地位,话语权较强,自身也超额完成减产任务。从当前的形势看,沙特方面倾向于继续减产。沙特新王储上任后,推动沙特阿美IPO,希望将石油资源与股价捆绑,以此来改变沙特作为单一资源出售型国家的被动地位。相关报道称沙特阿拉伯国家石油公司宣布,企业首次公开募股(IPO)的最终定价为每股32沙特里亚尔(约合8.53美元)。至此,沙特阿美将募集256亿美元资金,创下全球IPO最高纪录。企业对应市值达到1.7万亿美元。对IPO来说,高油价环境是帮助突破其前期困境的关键点。另外,综合对比其他产油大国,美国页岩油产量不断创新高,俄罗斯方面态度模棱两可,因此中东国家只能选择牺牲一部分市场份额来推动供需平衡,拉涨油价重心。

图表13 OPEC计划外原油产量(百万桶/天)



图表14 OPEC剩余产能(百万桶/天)



资料来源: OPEC;东海期货研究所整理

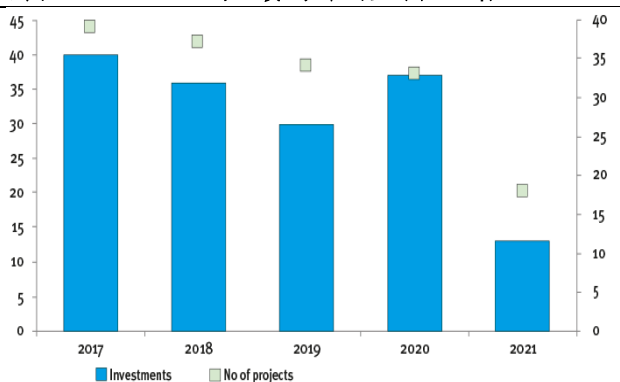
资料来源: EIA;东海期货研究所整理

图表15 OPEC钻井数量

	2016	2017	2018	2018/17	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
阿尔及利亚	54	54	50	-4	47	47	49	42
安哥拉	6	3	4	1	5	5	5	4
刚果	2	2	3	1	4	4	4	3
厄瓜多尔	4	6	8	2	11	9	8	9
赤道几内亚	1	1	1	0	1	1	1	1
加蓬	1	1	3	3	4	7	6	7
伊朗	143	156	157	2	157	157	157	157
伊拉克	43	49	59	10	61	65	75	77
科威特	44	54	51	-3	45	44	44	46
利比亚	1	1	5	4	9	11	15	16
尼日利亚	6	9	13	5	12	14	14	16
沙特阿拉伯	125	118	117	-1	123	118	115	118
UAE	51	52	55	4	57	58	59	64
委内瑞拉	58	49	32	-17	26	25	23	25
OPEC	537	553	558	5	563	565	576	585

资料来源: OPEC;东海期货研究所整理

图表 16 OPEC 上游投资与计划数(十亿/\$)



资料来源: OPEC;东海期货研究所整理

图表 17 OPEC 一揽子油价(美元/桶)



资料来源: WIND;东海期货研究所整理

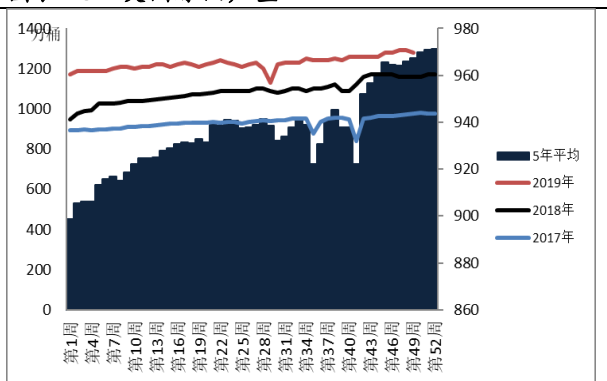
2020 年,全球原油市场再平衡的推动可以说 90%取决于减产能否顺利推进。从会议结果来看,深化减产符合市场此前的乐观预期,但 OPEC 与非 OPEC 部长级特别会议将于 2020 年 3 月 6 日举行,会议还决定 2020 年 6 月 10 日在维也纳举行正式部长级会议,换言之,如同俄罗斯能源部长 Novak 所透露的那样,减产措施目前只计划持续到 2020 年一季度,这可能比一些 OPEC 部长呼吁的减产至 2020 年 6 月或 12 月的时间期限要短得多。

简而言之,由于当前布油基本围绕 60-65 美金/桶的区间波动,未达到大部分中东国家的心理价位,OPEC 将在短期内延续减产。不过,考虑到较为紧张的美伊关系,以及一直以来并不配合的伊拉克等国,一旦布油稳定突破 70 美金/桶,OPEC 将重新陷入“囚徒困境”,届时将难以保证限产计划的顺利推进。以全年平均来看,我们认为,2020 年 OPEC 的原油产量将于 2019 年持平,难有进一步下降。

2.2 美国

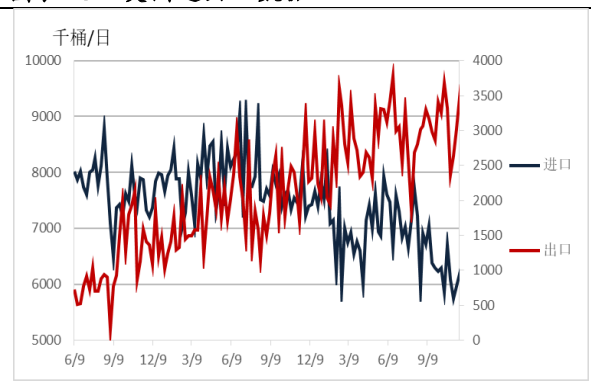
美国当前的原油日产量基本稳定在 1290 万桶。众所周知,页岩油技术前期投入较大,2-19 年伴随着 OPEC 减产的持续推进,油价重心明显上移至 50-60 美金/桶。因此,该国能源企业的季报较过去有了很大改善,相对的,企业也增加了勘探投入预算。EIA 近期修正了 48 个周的跟踪产量,并上调了 Permian 地区的产量预期。去年至今,运输瓶颈成为限制美国的原油生产的因素之一,而这个问题在 2019 年有所缓解。同时,Permian 地区的油价相对较高,19 年 3 月,埃克森美孚公司宣布将该地区的桶油成本降低至 15 美金,技术革新带来的盈利也在一定程度上鼓励了油田开采。出口方面,此前所受制于港口基础设施的情况预计也将迎来改善,例如科珀斯克里斯蒂的出口能力预计能够从当前的 100 万桶/日增加至 300 万桶/日。

图表 18 美国原油产量



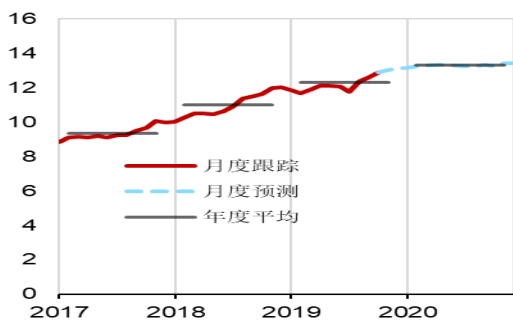
资料来源: EIA;东海期货研究所整理

图表 19 美国进出口数据



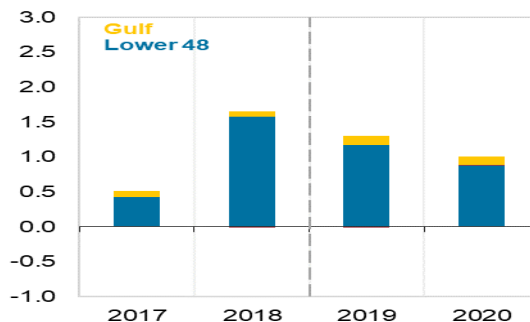
资料来源: EIA;东海期货研究所整理

图表 20 美国原油产量预测 (百万桶/天)



资料来源: EIA; 东海期货研究所整理

图表 21 区域产量变动预测 (百万桶/天)



资料来源: EIA; 东海期货研究所整理

展望 2020 年, 我们依旧认为该国的原油产量有望继续增加, 但整体增速可能会有所放缓。贝克休斯数据显示, 活跃的钻井平台数量从 2019 年年初的 877 个下降至当前 674 个。二叠纪地区的钻机数量也有所下降也从 487 台降至 408 台。考虑到该国现有生产技术大, 2020 年如果油价未能保持强劲上行势头, 则能源公司会相对调降资本支出来改善财务报表。目前西方石油公司已经表示由于盈利未达预期, 将在新一年的新勘探项目上削减 40% 的开支。

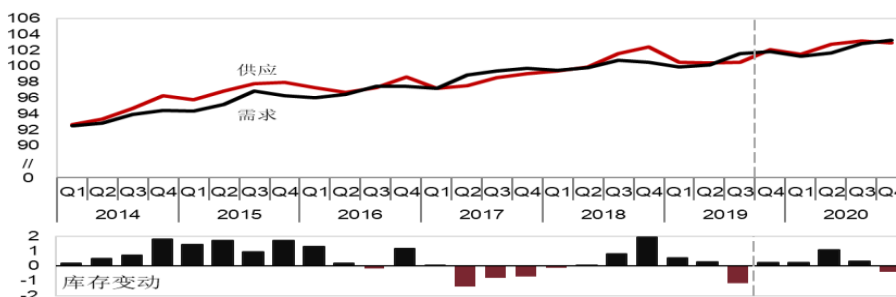
目前页岩油生产也实际存在较多问题。第一个就是自然衰减, 页岩油井具有自然衰减的特性。一般来说, 页岩油井的高产持续时间一般在 2 年左右, 单井半年后产量衰减高达 40%, 1 年后衰减高达 70%, 2 年后进入超低产量。用这个时间去换算, 2020 年可能会面临一部分钻井效率下降的现实。从 DUC 来看, 最新数据显示, 一个月内各大页岩油产区的半完井数量下降了 225 做至 7642 座, 而在一年内则下降了 8%。这么快的速度反映出当前替补井作业的频率越来越高, 而一旦企业认为油价预期差, 就会控制新的资金投入 DUC 开发, 因此会对美国产量的继续增长空间造成限制。油田服务公司 Halliburton 也在 10 月底表示, 预计 19 年最后几个月的钻井和完井活动将进一步减速。第二“母子井”问题。实际上, 为了提高油田产油率, 厂商相应提高了钻井密度, 例如将原本相聚 600 英尺的井口距离缩窄 1/3。然而, 事实证明, 这种做法并未有效提高产量。由于距离国金, 反而使得原本的钻井产油量下滑 40%。目前这个问题还没有得到很好解决, 所以后续看来, 从投入产出的经济角度来看, 我们不认为页岩油企业还会继续大面积推广“母子井”技术。Pioneer Natural Resources 的负责人表示, 第三, 除了 Permian 主产区之外, Anadarko 地区的地址为题将削弱其未来增产的可能性。

综合来看, 我们认为, 美国在 2020 年原油产量将进一步提高, 但考虑到放量生产的客观技术限制与对全球油价的负面作用, 预计油企更倾向于选择稳步提高产能的生产计划。我们预计, 全年美国的平均产量将保持在 1350 万桶/日。

3 原油供需格局分析

从全球宏观角度来看, 2020 年经济大环境仍旧面临诸多挑战。部分发达国家受限于动荡的政治局势对消费端的支撑有限。供应端方面, 我们认为上半年 OPEC 会继续坚定减产, 但在年中会议后, 减产能否深化取决于油价整体水平, 进一步深化难度大。美国的增产也将抵消大部分中东国家的限产成果。考虑到炼厂检修的季节性特征, 我们认为供需平衡方面下半年表现或好于上半年。

图表 22 全球原油供需平衡表



资料来源: EIA; 东海期货研究所整理

4 内盘

上海原油期货顺利上市至今已超过一年时间。可以看到，内盘与外盘走势相关性较高，与布油，美油的相关系数高达 0.73 与 0.6。同时，考虑到可交割油种，阿曼原油现货价格对盘面的参考意义较大。我国原油期货采取人民币计价，保税交割，目前成交量已经超过阿曼原油跻身世界前三。从年初至今，上海油主力在【369.4, 521.5】的区间内波动，价格波动频发，交易活跃度明显增加。2020 年，我们预计上海油将保持与外盘的密切联动，同时，其价格波动也会受到汇率的影响。

三 其他风险因素分析

3.1 宏观环境动荡，关注美债收益率变动情况

美国在原油市场的地位非常特殊，它既是产油大国同时也是原油消费大国。不论从哪种角度来说，其经济发展水平平均会对原油市场供需格局及价格产生深远影响。页岩油企业需要较大的融资与财务支出才能够维持勘探钻井等初级需求，一旦资金链断裂，则会引发行业剧震，曾经出现过大批厂商倒闭的情况，美国多家公司面临融资渠道收窄的困境。同时，经济衰退，居民消费支出下滑均会负面作用于用油需求总量。

美国国债收益率向来被认为是判断经济环境变动的风向标，近年美国发生过数次长短期国债收益率倒挂的现象。一般来说，收益率倒挂往往预示着经济衰退。国债收益率回落反映出市场对于未来的悲观态度。从纯理论角度看，第一种，纯预期理论，如果市场对年化收益率的预期偏强，则长周期利率一定大于短周期，反之，出现倒挂说明市场预期偏弱。第二种，流动性溢价理论，即市场更加倾向于短线投资而引发长短周期债券收益率不匹配。第三种，市场分割理论，由于投资者对长短期限的需求不同，短期投资的占比缩减也会引发收益率倒挂。众所周知，原油价格与全球经济发展密切相关，主要体现在社会需求上。不论出于上述哪种理论，均反映出整体投资心态不佳，不利于油价抬升。

当然，倒挂不能作为短期指标来指导大类资产配置的唯一指标，真正的衰退到来需要经历较长的时间周期。不过，包括摩根史坦利，汇丰在内的权威机构对 2020 年美债收益率的预期偏向悲观，新的一年建议投资者谨慎关注美国宏观环境变动并以此带来的全球蝴蝶效应。

3.2 IMO2020: 或将重塑用油格局

国际海事组织（IMO）于 2016 年国际海事组织海洋环境保护委员会第 70 次会议上通过的决定。要求自 2020 年 1 月 1 日起，全球船舶使用的燃料油硫含量标准从低于 3.5% 调整至低于 0.5%。全球每年近 40 亿吨的原油消费中，船用油约占 3 亿吨，即 7%。

为了响应政策，一般来说船东有三种措施可以选择。第一，安装洗涤器，继续使用原本硫含量 3.5% 的燃料油。根据船舶尺寸区别，一般来说半年左右可以收回装置成本；第二，使用 MGO 作为原料，即轻柴油，粘度比 MDO 小，适用于高速柴油机使用。第三，则是使用液化天然气等新型清洁能源，包括 VLSFO。实际上，裂解价差变动很好的反映出船东的燃料选择倾向。19 年四季度爆发中东黑天鹅事件，裂解价差一度冲高，而后伴随炼厂复工回落。另外，这也反映出船东更佳倾向于使用更加经济的 VLSFO。

我们认为，由于传统油种选择的原因，中东及亚洲受到此政策的影响相对美欧更大一些。从油种上分析，IMO2020 政策必定会推动市场对于轻质原油的需求。轻质与重质油之间的价差必定将会重新走强；同时，炼厂也会因为裂解价差的上涨而扩大盈利。建议继续跟踪政策实际落地情况。

3.3 关注中东局势变动

美国在一年半前推出伊核协议之后，中东局势愈加不稳定。2019 年，多次发生油轮被劫持，油厂爆炸等突发事件。尽管从事件影响的时间窗口来看有所收窄，但毋庸置疑短期对油价的影响仍旧较大。从 VLCC 航运费的角度，每当出现“黑天

鹅事件”，保险费上涨，也会相对拉高油价。中东地理位置敏感，包括沙特等国的政治诉求也对 OPEC 限产计划能否顺利推进起到关键作用。

当前伊朗，伊拉克与委内瑞拉这些国家的原油产量实际上已经处于历史低位。以伊朗为例，连续多年的产量下滑也使其出口量下降。不过以史为鉴，在制裁时期伊朗的出口也从未出现过完全等于 0 的情况，因此我们认为，2020 年中东地区的地缘政治格局依旧动荡，这也是一个长期难以解决的问题，但对于原油产量与出口的进一步影响存疑，预计由此带来进一步的供应缺口不会超过 60-80 万桶/日。

四 结论

2019 年，OPEC 继续推进减产，但美国页岩油产量增长迅速，国际油价未能突破前期高点，布油基本维持在【55,68】美金/桶的区间内运行。上海油则跟随外盘市场走势，主力合约震荡区间为【369,521】。元/桶

2019 年，需求端增速预计保持在历史平均水平，约在 110 万桶/日，受到经济环境面临诸多挑战的因素限制，预计不会有亮眼表现。供应方面，目前美国原油产量接近 1300 万桶/日，页岩油企业出于对市场环境的悲观预期可能会调降勘探支出；同时技术问题也将限制该国供应的爆发式增长势头；而 OPEC 方面，沙特阿美为了推动 IPO 主导深化减产，但该计划在下半年可能会面临较大阻力。

宏观方面，中东地缘政治问题预计在 2020 年仍旧会对油市形成扰动；建议继续关注美国国债收益率变化与经济调控策略实施情况。IM02020 政策的落地也将在一定程度上重塑世界用油格局。

综合来看，我们认为，2020 年布伦特均价为 62 美金/桶。上半年炼厂季节性检修，美国继续增产将使得 OPEC 减产效果打折，预计油价将 55-65 美金/桶的区间内震荡。下半年油价重心能否上移则取决于 OPEC 会议关于进一步减产的最终决定。预计全年运行区间将保持在 55-75 美金，下半年表现有望强于上半年。

上海油方面，将继续跟随外盘，特别是布伦特与阿曼油价走势，预计全年价格运行区间在 380-520 元/桶。建议投资者更多的参考阿曼现货油价。相信内盘原油期货将在新的一年更加成熟，给投资者带来更多盈利机会。

风险提示：我们以上推测基于几个基本假设（1）OPEC 成员国继续减产；（2）全球经济复苏以及原油需求增量符合预期；（3）美元走势符合预期。由于原油市场干扰因素较多，一旦有重大地缘政治事件爆发或者经济不景气，油价则会受到较大影响。

免责声明：

本报告立足于结合基本面及技术面对市场价格运行趋势及轮廓进行整体判断，提示可能存在的投资风险与投资机会。报告中的信息均源自于公开材料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告仅作参考之用，在任何情况下均不构成对所述期货品种的买卖建议，我们也不承担因根据本报告操作而导致的损失。

联系方式：

公司地址：上海浦东新区东方路 1928 号东海证券大厦 8 层
邮政编码：200125
公司网址：[www. qh168. com. cn](http://www.qh168.com.cn)