



**期货研究报告·年度视野**  
**油价弱势震荡，关注一季度上扬机会**  
**——2020 年原油期货投资策略**

研究所

2019-12-15



期货研究报告·年度视野

## 油价弱势震荡，关注一季度上扬机会

——2020年原油期货投资策略

### 宏观背景：全球经济增长放缓

尽管全球主要央行货币政策趋向宽松，但受累于全球贸易摩擦持续，2019年以来全球经济增长持续放缓，全球贸易、制造业、投资、商业及消费者信心均被削弱。JP Morgan 全球制造业 PMI 和服务业 PMI 指数在2019年前十个月明显回落，显示全球经济增长放缓。

### 运行态势：前四月趋势上扬，此后区间震荡

国际油价在2018年四季度经历了高台跳水行情后，2019年1-4月份，因受到美股大涨、欧佩克减产效应、美国对伊朗制裁加剧、利比亚内战等因素影响，油价持续走高，WTI原油从年初46.54美元/桶反弹至年内高点66.60美元/桶；受到炼厂春季检修、美原油库存累库等季节性因素影响，油价在上半年的剩余时间从高位回落；进入三季度，油价呈现区间震荡行情；四季度国际油价在中美贸易谈判取得积极进展、美联储持续降息的宏观利好下呈现震荡上扬行情。

### 行情展望：油价弱势震荡，一季度或存上扬机会

全球石油供应在2020年一季度将面临偏紧张状态，因欧佩克实施深化减产、美国原油产量面临阶段性见顶风险、IMO政策实施，在春季检修前，油价有望出现趋势上扬行情。进入二季度，随着欧佩克结束减产、炼厂进入春季检修、石油消费增长仍不如预期，油价将出现回调。由于全球经济复苏、中美贸易后续谈判仍存在不确定性，加之明年美国总统大选，油价持续上涨动力不强，每桶55-65美金是WTI常态化的运行区间。

请参阅最后一页的重要声明

## WTI/Brent

### 弱势震荡

马琛

ma.chen@gzf2010.com.cn

020-23382623

执业证书编号：F3039125

发布日期：2019年12月15日

### 市场表现

#### WTI 原油主连



#### Brent 原油主连



## 目录

一、2019 年行情回顾	4
1.1、2019 年国际油价走势	4
二、影响因素分析	5
2.1、宏观	5
2.2、石油供应	6
2.2.1、欧佩克	6
2.2.2、美国	10
2.2.3、非 OPEC 非美	13
2.3、石油需求	13
2.4、库存	16
2.5、价差	17
2.6、地缘政治	18
2.7 SC 运行情况	19
三、油市展望	21

## 一、2019 年行情回顾

### 1.1、2019 年国际油价走势

图 1：美原油主力合约 2019 年价格走势



数据来源：文华财经

国际油价在 2018 年四季度经历了高台跳水行情后，2019 年 1-4 月份，因受到美股大涨、欧佩克减产效应、美国对伊朗制裁加剧、利比亚内战等因素影响，油价持续走高，WTI 原油从年初 46.54 美元/桶反弹至年内高点 66.60 美元/桶，此后，受到炼厂春季检修、美原油库存累库等季节性因素影响，油价在上半年的剩余时间从高位回落；进入三季度，油价呈现区间震荡行情，区间下方 WTI 维持在 50 美元/桶水平，上方在 63 美元/桶水平，三季度为石油产品传统需求旺季，期间美原油持续降库、波斯湾地区地缘政治风险、美联储降息、欧佩克延长减产协议均支撑油价，但中美贸易争端、全球制造业数据不佳，引发市场对于全球石油需求增长减缓的担忧，油价在石油产品消费旺季并未走出趋势行情；四季度国际油价在中美贸易谈判取得积极进展、美联储继续降息的宏观利好下，呈现震荡上扬行情，且随着炼厂秋季检修结束，加之 IMO 政策实施期限临近，油价至年底仍存上涨动力。

## 二、影响因素分析

### 2.1、宏观

尽管全球主要央行货币政策趋向宽松，但受累于全球贸易摩擦持续，2019 年以来全球经济增长持续放缓，全球贸易、制造业、投资、商业及消费者信心均被削弱。JP Morgan 全球制造业 PMI 和服务业 PMI 指数在 2019 年前十个月明显回落，显示全球经济增长放缓。

受制于减税刺激政策效果消退，2019 年前 3 季度美国经济年增长 2.3%，大幅低于 2018 年全年 2.9% 的增速。中国、欧元区、日本及英国经济分别增长 6.2%、1.2%、1.0%以及 1.5%，而去年分别增长 6.6%、1.9%、0.8%以及 1.4%。许多新兴市场经济体经济增长低于预期，包括印度、墨西哥、俄罗斯等。

由于全球经济增长放缓，全球主要央行基本采取宽松的货币政策。美联储今年将联邦基金目标利率连续下调三次至 1.50%-1.75% 区间，美联储亦结束资产负债表的缩减。欧洲央行在今年 9 月的货币政策会议上，将存款利率下调 10 个基点，并宣布重启量化宽松政策。中国央行亦放松了货币政策，降低 OMO、MLF 和 LPR 利率。

根据国家统计局公布数据显示，我国前三季度 GDP 增速为 6.2%，国民经济运行总体平稳。我国在经济刺激手段方面，和以往经济下行时期采用的宽松政策相比更加谨慎。高盛预测中国 2019 年实际 GDP 增速为 6.1%，2020 年是 5.9%，仍将保持稳定的增长态势。随着中美贸易摩擦持续、工业产出增速疲弱以及房地产限制措施难于放松，中国经济料维持放缓态势。货币政策方面，央行或将继续维持中性偏松的货币政策以稳定经济增长。预期中央政府将采用更为积极的财政政策来稳定增长，政策措施主要集中于减税降费、加速基建投资以及出台鼓励消费的政策。

展望未来，2020 年全球经济增长或保持疲弱态势。根据国际货币基金组织 2019 年 10 月发表的最新

《世界经济展望》，2019 年及 2020 年全球经济预计分别增长 3.0%及 3.4%，预期 IMF 在下一期《世界经济展望》进一步下调 2020 年全球经济增长预测。经济合作与发展组织在 11 月发表的《经济展望》里将 2019 年及 2020 年全球经济增长预测从 5 月预计 3.2%及 3.4%下调至 2.9%及 3.0%。

## 2.2、石油供应

### 2.2.1、欧佩克

支撑今年油价波段性上涨行情，主要来自于欧佩克积极减产，据欧佩克月报最新数据显示，2019 年 10 月份，欧佩克原油产量在 2965 万桶/天，环比 9 月份增加 94.3 万桶/天，主要由于沙特逐渐从油田遇袭事件中恢复，同比 2018 年 10 月份下滑 270.8 万桶/天。从欧佩克+减产效果上看，自从 2018 年第四度油价从高位“跳水”后，欧佩克+产油国开始感受到了危机，于是纷纷加大了减产力度，表现在具体产量上可以看到，从 2018 年底开始欧佩克原油产量快速下滑，为维护本国收益，不惜牺牲产量换价格。

图 2：欧佩克原油产量

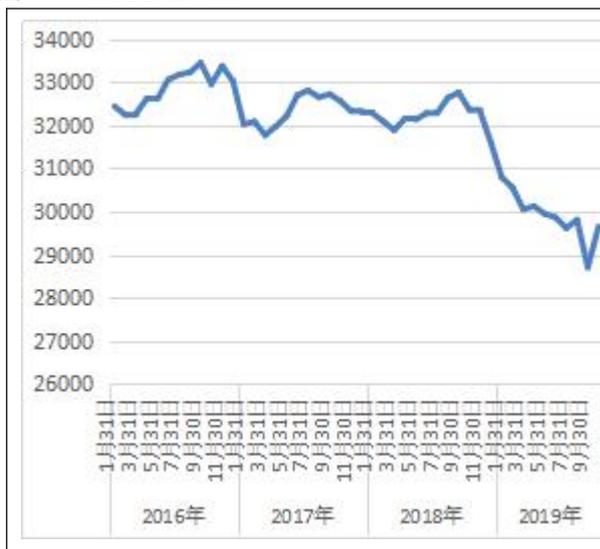
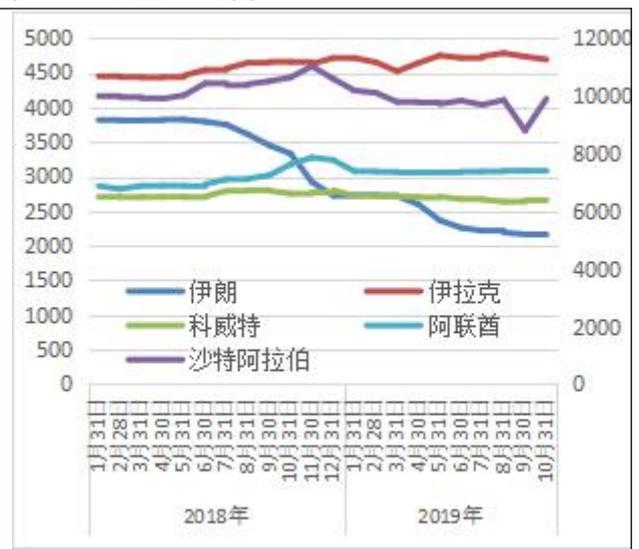


图 3：欧佩克主要产油国产量



数据来源：OPEC

从减产政策来看，年初欧佩克+的减产目标是 120 万桶/天，其中欧佩克减产 80 万桶/天，非欧佩克减

产 40 万桶/天，减产期限延长至 2020 年 3 月，2019 年全年欧佩克+均保持较高的减产执行率，一方面因地缘政治等不可抗力因素影响，美国对伊朗、委内瑞拉制裁导致两国产量下滑明显，另一方面，沙特也经历了主动或被动减产，特别是今年 9 月份下旬，沙特油田遭到袭击，沙特 9 月原油产量受到显著影响，据 IEA 数据显示，9 月份，欧佩克 11 国减产执行率达 242%，非欧佩克减产执行率达 116%，欧佩克+减产执行率达 202%。从今年 3 月份至 9 月份，欧佩克 11 国平均减产执行率接近 150%，非欧佩克减产执行率在 120%。2019 年 12 月 6 日，欧佩克和非欧佩克主要产油国在维也纳举行部长级会议后宣布，把减产额度从现在的每日 120 万桶上调至每日 170 万桶，沙特等国仍将继续自愿实施额外减产，此外，产油国并未如市场预期把减产协议延长至 2020 年中或年末，而仅是在 2020 年第一季度把每日减产额提高 50 万桶。

表 1：OPEC+ 减产执行率

	2019 年 2 月	2019 年 3 月	2019 年 4 月	2019 年 5 月	2019 年 6 月	2019 年 7 月	2019 年 8 月	2019 年 9 月
OPEC 11	94%	153%	131%	133%	128%	134%	120%	242%
Non-OPEC	51%	64%	151%	169%	98%	133%	110%	116%
OPEC+	/	/	/	/	/	134%	116%	202%

数据来源：IEA

欧佩克产油国分为三大派系，分别为积极减产派、消极应对派、中立派。其中积极减产派的代表为沙特阿拉伯，欧佩克月报显示，2019 年 10 月，沙特原油产量在 989.0 万桶/天，环比增加 109.4 万桶/天，同比减少 74.7 万桶/天，除了伊朗、委内瑞拉的非自愿减产外，减产主要贡献来自于沙特。

沙特积极减产的动力来自于沙特阿美上市，油价水平将直接影响公司估值水平。2019 年 12 月 5 日，据外媒报道，沙特阿美公司通过 IPO 筹集了 256 亿美元，使其市值达到 1.7 万亿美元，将成为世界上最具价值的上市公司。其 IPO 发行价为每股 32 里亚尔（约合 8.53 美元），位于定价区间（30 至 32 里亚尔）的最高端。沙特新王储推行的“2030 年愿景”与经济多元化转型无疑需要沙特阿美上市实现。

消极应对派的代表是伊拉克，自从 2017 年 1 月 1 日欧佩克减产协议生效后，伊拉克原油产量不降反

增，据欧佩克月报数据显示，2019年10月伊拉克原油产量在469万桶/年，较2017年1月增加21.5万桶/天，自第一份减产协议签署以来，伊拉克一直未能履行其减产义务。伊拉克自2017年底宣布击败极端组织“伊斯兰国”之后，正式进入战后修复期，国内勘探活动、管道建设得到显著改善，产量、出口量双增长，2019年8月伊拉克原油产量更是创下有史以来最高纪录。伊拉克目前能够日产500万桶原油，同时计划未来增产更多原油。一直以来，伊拉克都以经济低迷和安全问题寻求减产豁免权，但仍承担着欧佩克第二大减产任务，伊拉克产量持续增长将加剧欧佩克内部矛盾。

图4：沙特原油产量

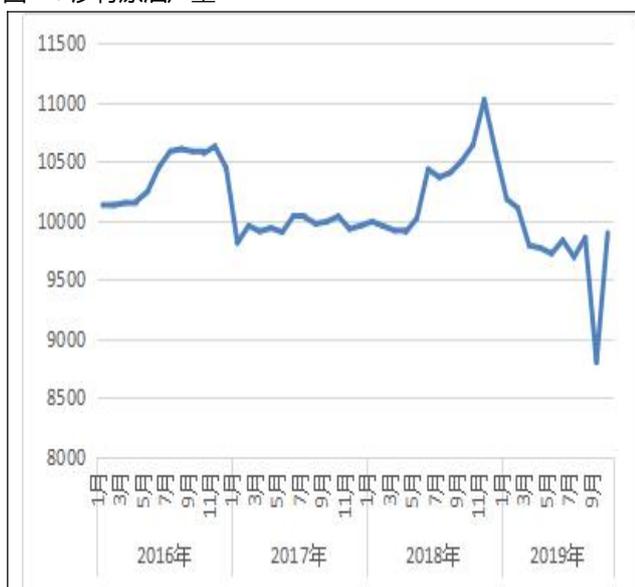
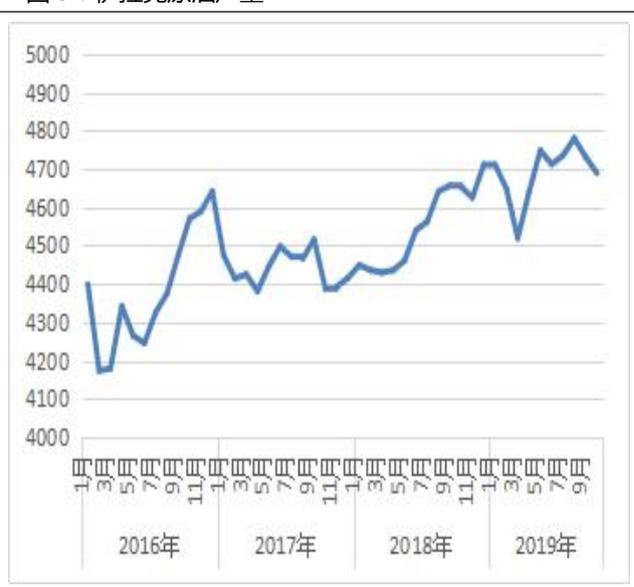


图5：伊拉克原油产量



数据来源：OPEC

在积极减产派中，有一些产油国为非自愿减产，伊朗、委内瑞拉是非自愿减产的代表，因受到美国经济制裁，两国原油产量快速下滑。据欧佩克月报数据显示，2019年10月伊朗原油产量在214.6万桶/天，连续九个月出现下滑，同比下滑118.4万桶/天。2018年5月8日，美国总统特朗普宣布美国退出伊核协议，同年11月初美国政府宣布重启对伊朗能源和银行等领域制裁，不过暂时允许8个国家或地区继续从伊朗进口石油。尽管有豁免政策，我们发现伊朗原油产量自2018年6月已经开始进入下滑通道。2019年4月22日，美国升级对伊朗制裁，宣布伊朗石油的所有进口者必须尽快终止进口，否则将面临美国制裁，彻

底结束豁免政策，自此伊朗原油产量加速下滑。

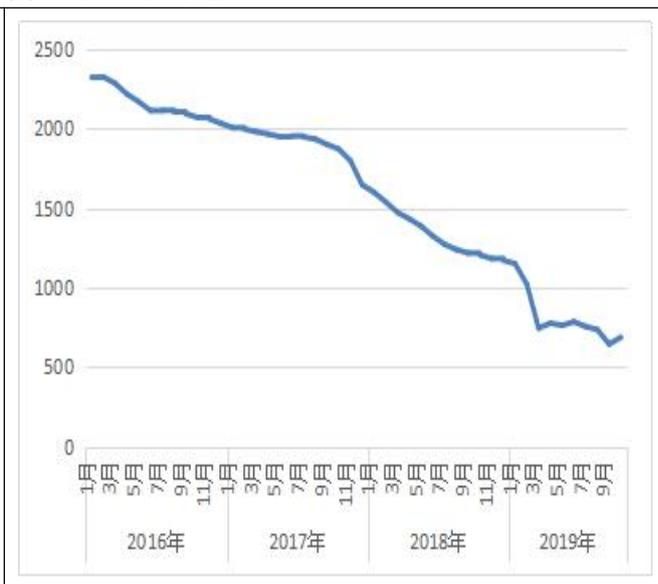
坐拥世界第一原油储备的委内瑞拉，由于深陷经济危机，原油产量直线下降，从 2017 年底开始下滑速度加快，2018 年 5 月 21 日，美国总统特朗普签署一项新的行政命令，禁止与委内瑞拉进行某些石油交易，此后，美国于委内瑞拉制裁不断升级，据欧佩克最新数据显示，2019 年 10 月委内瑞拉原油产量仅在 68.7 万桶/天，同比去年下滑 51.9 万桶/天，或者 43.04%。当前委内瑞拉的石油工业陷入了多重困境，包括资金不足、管理不善等，油价的低迷会拖垮委内瑞拉的石油产业，未来委内瑞拉可能面临无油可卖的尴尬境地。

由于伊朗、委内瑞拉产量的快速下滑，导致全球重质油供应面临缺乏。对炼厂而言，加工重质原油更为经济，如改为加工轻质原油，导致成品油等轻质油品产量增加，在全球经济低迷的背景下，将导致成品油供应过剩加剧。另外，受到 2020 年 IMO（国际海事组织）新政影响，炼厂将寻求更多伊朗和委内瑞拉的重质低硫原油来生产低硫燃料油，伊朗和委内瑞拉产量的急剧下跌将缩短重质与轻质原油价差，反映这种价差的 Brent-Dubai 原油价差曾一度收窄至近 9 年低点。

图 6：伊朗原油产量



图 7：委内瑞拉原油产量



数据来源：OPEC

### 2.2.2、美国

2019 年美国原油产量保持上涨趋势，据美国能源信息署数据显示，截至 2019 年 11 月 29 日，美国原油产量在 1290 万桶/天，同比去年同期增加 120 万桶/天。虽然美国原油产量仍然维持上升趋势，但产量增长相比于去年明显放缓，今年年初 EIA 预测美国原油产量至年底可达 1300-1400 万桶/天，现在来看较难实现。主要原因在于 2019 年美国在线钻井平台数量持续下滑，据贝克休斯公布的数据显示，截止 12 月 6 日的一周，美国在线钻探油井数量 663 座，比前周减少 5 座，比去年同期减少 214 座。

得益于单井产量增长迅速以及库存井数量下滑，美原油产量并未出现下滑迹象。特别是二叠纪地区页岩油产量增长迅速，据 EIA 预测数据显示，2019 年 12 月美国二叠纪产区页岩油产量在 472.7 万桶/天，占美国总页岩油产量的 51.8%，其 12 月份预期数据同比去年同期增长 18.7%，为七大页岩油产区增长最为迅速的地区。此外，由于库存井投产的增加，暂时弥补了当前钻井平台数量下滑的影响。据 EIA 月报数据显示，自 2019 年 5 月份，美国在线开钻而未完钻井数（DUC 井）数量达到 8374 口的纪录高位后，DUC 井数量已经连续五个月出现下滑。截至 2019 年 10 月，美国 DUC 井数量在 7642 口，较 2019 年 5 月下滑 732 口。

图 8：美国原油产量

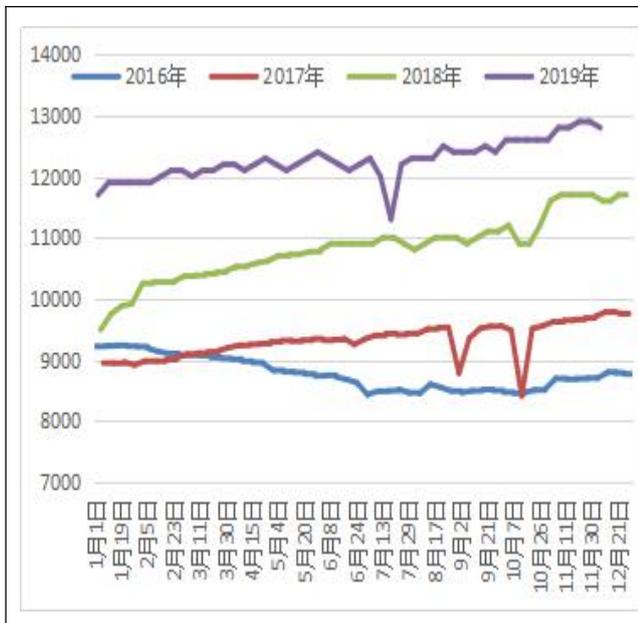
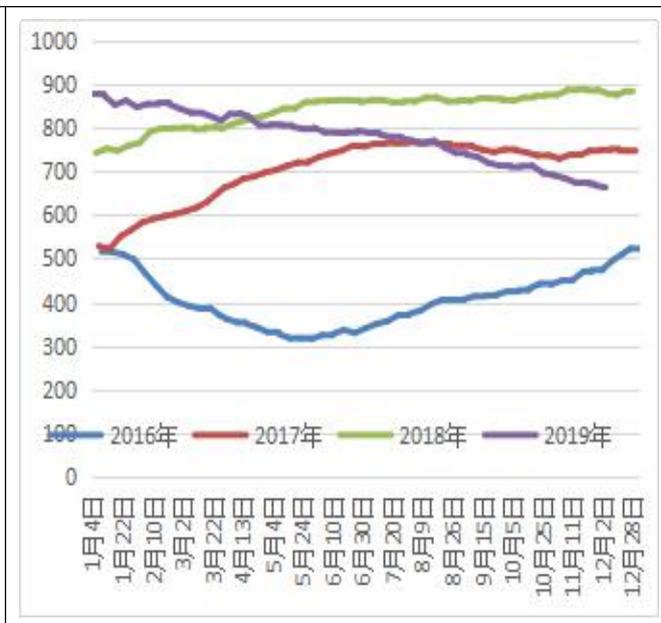


图 9：美钻井平台数量



数据来源：EIA

按照美国在线钻井平台的下滑趋势，美国产量何时见顶也是市场关注的话题，这将直接影响明年石油供应。钻机生产效率是影响页岩油产量的重要因素，该指标可拆分成单台钻机月均钻井数、油井完井率、单井页岩油产量三项，而推动近期钻机效率上升的原因是油井完井率的提升，即 DUC 井产能开始不断释放。但 DUC 井数量有限，由于油田的衰减效应，DUC 井的产能释放对后期页岩油的增量效应将递减。当前新井新增产量高于老井衰减量，后期随着页岩油增量效应递减，预计 2020 年一季度美国原油产量或将出现下滑。

图 10：美国七大页岩油产区产量

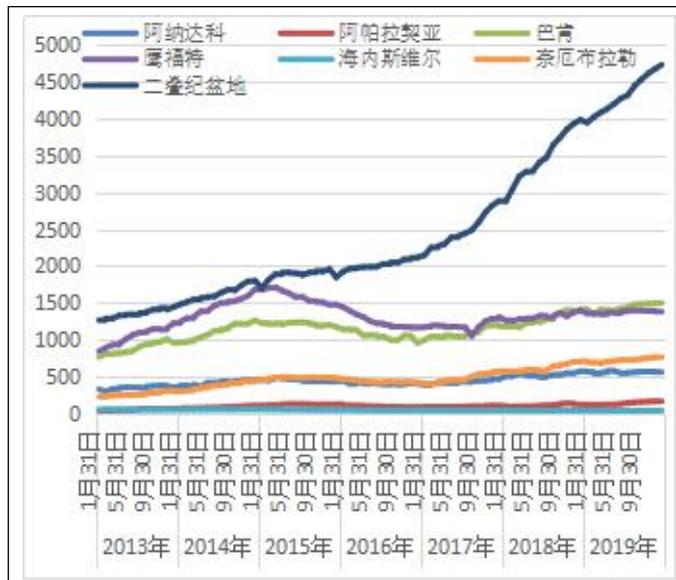
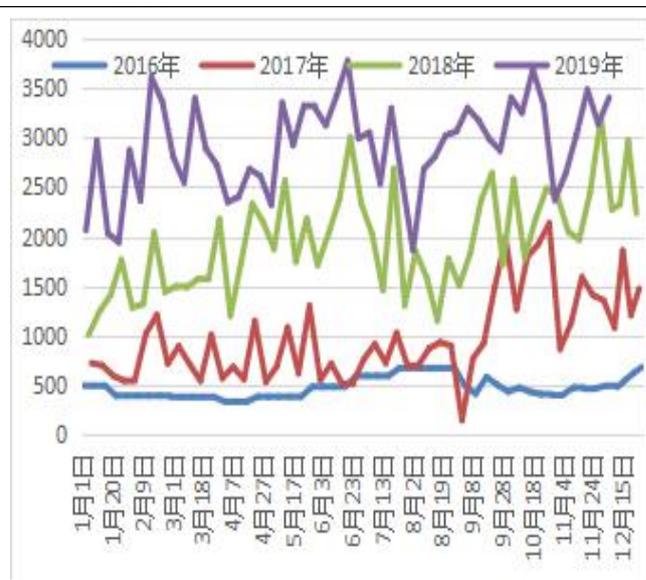


图 11：美原油出口量



数据来源：EIA

另一个影响美国原油产量增速的因素是页岩油的销售渠道问题。美国自从 2015 年底对原油出口解禁后，原油出口量逐步增加，至 2017 年美国原油出口量得以快速增长，从 2015 年底的 40-50 万桶/天，增加至 2017 年底的约 140 万桶/天，截至 2019 年 12 月美国原油出口量已经增长至约 300 万桶/天水平，相当于阿联酋的原油产量，美国原油出口对世界原油贸易格局的影响日益彰显。对于美国来说，此前影响其原油出口的因素来自于物流运输瓶颈，而美国近几年积极投入到原油运输管道的建设，石油运输瓶颈问题得到了极大的缓解，但另一个主要问题就是销售渠道。中国是全球第二、亚洲第一的石油消费大国，且原油进口量世界第一，原油进口依存度近 70%，此前美国原油出口近四分之一销往中国。中国是美国原油出口的首选地，但随着中美贸易争端的不确定性，美国原油出口至中国或将受到阻碍。美国如果失去中国市场，将市场份额拱手让给西非、中东，对于美国贸易商来说损失巨大，美国将重新考虑其原油出口地区，这将极大影响美国原油产量的增长。据美国能源信息署数据显示，截至 2019 年 12 月，美国原油产量约在 1290 万桶/天，其原油出口量占产量约 23-25%水平。

### 2.2.3、非 OPEC 非美

俄罗斯一直是减产联盟中“风险因子”，本身不是欧佩克成员国，欧佩克对其约束力有限。从其历史产量数据来看，俄罗斯对减产并不积极，增产却十分积极。在 2017 年减产协议达成之初，俄罗斯象征性的减少产量，此后相当长的一段时间维持在 1110-1130 万桶/日水平，直至 2018 年 6 月欧佩克与非欧佩克成员国达成减产执行率降至 100% 的决定，俄罗斯产量快速提升至 1160 万桶/天。进入 2019 年，俄罗斯原油产量从 1160 万桶/日高位回落，据俄罗斯能源部数据显示，俄罗斯 10 月原油产量下降至 1123 万桶/日，但依然未能履行减产承诺，若要达成减产目标，俄罗斯产量应该下降至 1117 至 1118 万桶/日之间。

俄罗斯如此肆无忌惮与其多条销售路线有关，由于地理位置的原因，俄罗斯有东、西两个销售市场，东线通过海参威销往亚洲市场，西线通过黑海销往欧洲市场，所谓“东边不亮西边亮”。此外随着近几年俄罗斯本国石油开采生产效率的提升，俄罗斯原油生产成本一直在下降，2019 年乌拉尔原油生产成本可下降至每桶 40 美金。

受到 IMO（国际海事组织）2020 年新规实施的影响，加拿大和墨西哥的石油产量或将因 IMO 新排放标准而减少；不过，巴西将成为非欧佩克、非美国石油产量增长的主要贡献者之一，巴西已有 7 个新的浮式产油储油和卸油(FPSO)项目受到了关注；挪威石油产量增长也值得关注，巨型油田 JohanSverdrup 2019 年 10 月提前投产，推动挪威原油产量环比增长 16.6%，同比增长 2.4%。

## 2.3、石油需求

受全球经济低迷影响，石油消费首当其冲，全球石油消费增长速度明显放缓，各大石油机构纷纷下调石油消费增长预测。据 IEA 最新月度报告显示，预计 2019 年全球石油消费在 100.3 百万桶/天，较 2018 年石油消费增长 100 万桶/天，较 9 月份预测数据增长 110 万桶/天，下滑 10 万桶/天，而我们观察这一数

据今年以来一直呈现下滑趋势，在今年 1 月份预测石油消费增长 150 万桶/天。

石油产品消费有明显的淡旺季，通常炼厂在春季检修后夏季到来时，石油产品（特别是汽油）迎来消费旺季，直至 9 月份炼厂进入秋季检修，但我们观察油价历史数据，淡旺季对油价的影响并不显著，全球经济下滑对石油消费总体格局的影响以及地缘等不确定因素更能指引油价方向。

表 2：2019 年全球石油需求增长

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
2019 年石油需求（百万桶/天）	100.7	100.6	100.6	100.6	100.4	100.3	100.3	100.4	100.4	100.3
2018 年石油需求（百万桶/天）	99.2	99.2	99.2	99.2	99.1	99.2	99.1	99.3	99.3	99.3
2019 年增长（万桶/天）	150	140	140	140	130	110	120	110	110	100

数据来源：IEA

今年美国炼厂整体开工率水平在去年运行水平之下，这与全球石油消费增长放缓有关，据 EIA 数据显示，截至 2019 年 11 月底，美国炼厂平均开工率在 90.49%，较 2018 年平均开工率 93.1% 下滑 2.61 个百分点。从秋季检修后的状况来看，2019 年美国炼厂秋季检修恢复开车时间晚于去年，主要由于炼厂在检修期间进行装置工艺改造，以适应生产更多燃料油、取暖油。不过随着炼厂从秋季检修中恢复，炼厂原油加工量将提升较为明显，一方面是受到冬季取暖油需求旺盛利好的影响，另一方面，也是最为重要的原因，受到 IMO 新规的影响。

IMO 新规规定从 2020 年 1 月 1 日开始全球船舶燃料含硫从 3.5% 降低至 0.5%，全球船用燃料油消费在 2.8 亿吨水平，但当前可供应的低硫燃料油仅在 5000 万吨水平，尽管仍有部分船只加装脱硫塔，但占比相对较小。低硫燃油较大的供需差使得高、低燃油价格巨幅拉阔，加工低硫燃油较好的利润或将激励部分炼厂提升开工率。

图 12：美国炼厂原油加工量

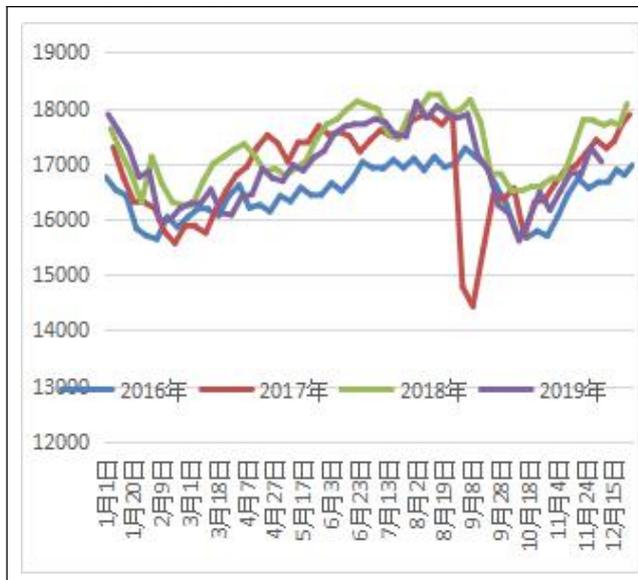
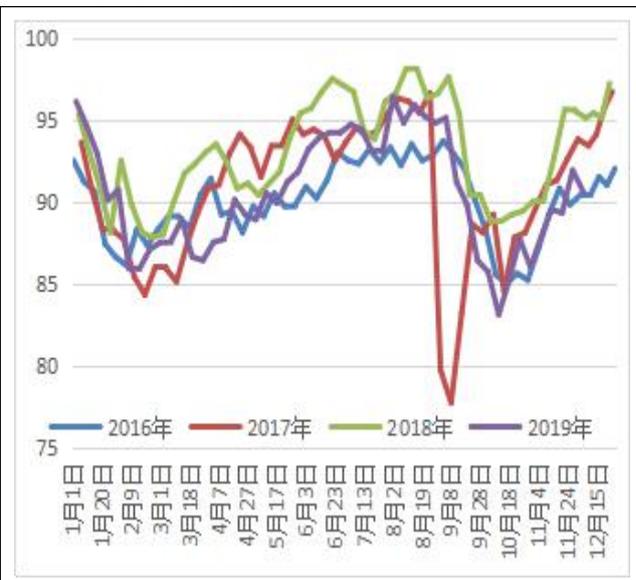


图 13：美国炼厂开工率



数据来源：EIA

据欧佩克最新月度报告显示，2019 年三季度全球石油供应在 98.28 百万桶/天，石油需求在 100.69 百万桶/天，供应短缺在 241 万桶/天，全球石油供需差在 2018 全年、2019 年一季度均为正值状态，即供应大于需求。2019 年二季度供需差呈现负值，供应短缺在 16 万桶/天，直至 2019 年三季度全球石油供应短缺加剧。主要原因在于欧佩克全年维持减产政策，美国制裁伊朗、委内瑞拉升级，令供应出现短缺迹象，特别是重质原油。

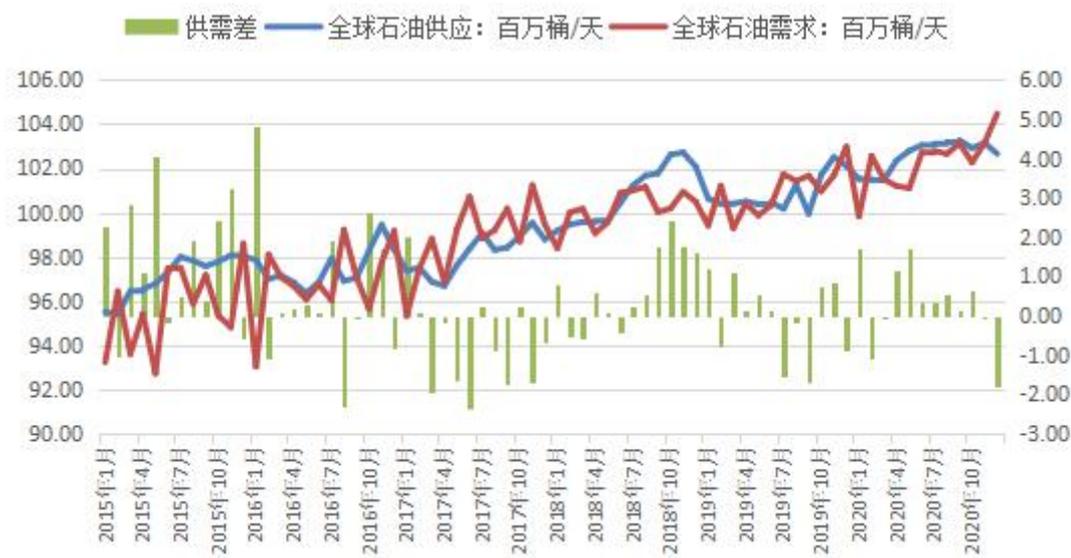
表 3：全球石油供需差

	2016	2017	2018	2019Q1	2019Q2	2019Q3
Demand	95.69	97.41	98.82	98.76	98.76	100.69
Supply	95.47	96.13	99.1	99.08	98.6	98.28
Balance	-0.22	-1.28	0.28	0.32	-0.16	-2.41

数据来源：OPEC

尽管 2019 年全球石油供应紧张，但由于全球经济衰退，石油需求增长同样放缓，油价并未得到石油供需差的支撑。石油机构预测 2020 年全球石油重新呈现供大于需格局，因非欧佩克国家石油供应增加将弥补欧佩克产油国减产的损失。据 EIA 月度报告预测，2020 年大多数时间全球石油维持在供大于需格局，二季度石油供应大于需求 106.4 万桶/天，三季度石油供应大于需求 33.02 万桶/天。

图 14：全球石油供需平衡表



数据来源：EIA

## 2.4、库存

库存是供应与需求差的最直接的反映，表现较强的季节性特征。2019 年美国原油商业库存季节性较明显。据 EIA 数据显示，自 2019 年 6 月 14 日开始，美国原油商业库存连续七周降库，昭示着夏季汽油需求高峰开启，对此国际油价给予直接反映，油价在上半年经历了“倒 V”行情后，从每桶 51 美金位置反弹，趋势性上涨至每桶 60 美金水位。进入 9 月中旬，石油季节性消费旺季过去，炼油厂进入秋季检修，美国原油商业库存开始“累库”之旅，排除 10 月下旬意外下降，美原油库存持续十周上涨。截至 2019 年 11 月 29 日，美国原油商业库存在 4.47 亿桶，环比下滑 485.6 万桶，同比增加 393.4 万桶。2019 全年美商业原油库存整体在 2018 年库存水平之上运行，欧美原油期货呈现 Contango 结构，相对来说，交易商更愿意积累手中库存，并在远期去交易；另外，全球经济增长减缓，影响石油消费需求，令整体原油库存增长。

经合组织石油库存方面，欧佩克最新月度报告显示，2019 年经合组织石油库存一直维持上扬态势，已

经连续三个季度增长。2019年第三季度经合组织商业石油库存（陆上商业石油及战略储备）44.90 亿桶，比第二季度增加 0.12 亿桶，比去年同期增加 0.66 亿桶。如果当原油期货近远月合约处于深度远期溢价结构，对于交易商而言买入现货在远期卖出是不错的选择，此时存储在全球各地浮仓内的原油库存将增加。

图 15：经合组织石油库存

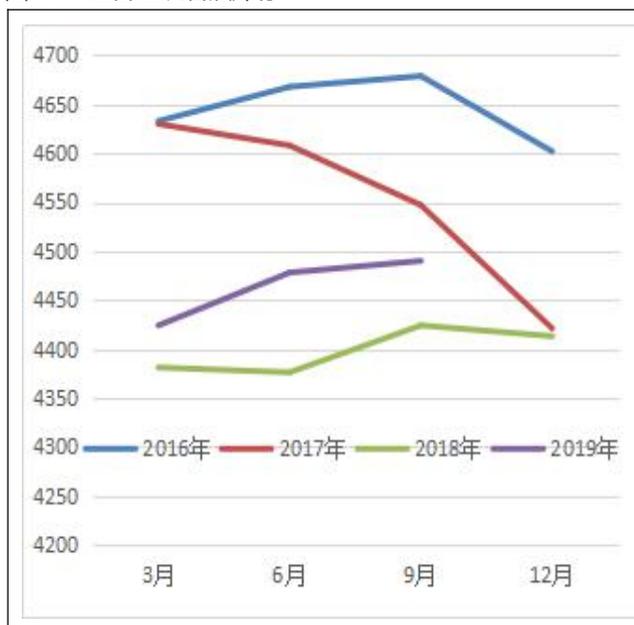


图 16：美原油库存



数据来源：IEA、EIA

## 2.5、价差

Brent-WTI 价差分析的逻辑在于：当价差缩窄，交易商将更倾向于采购 Brent，减少采购 WTI，并导致美原油库存增加，利空油价；反之，当价差拉阔，交易商核算 WTI+运费，将减少采购 Brent，更倾向于采购 WTI，并导致美原油库存减少，利多油价。

2019 年大部分时间跨区价差与油价表现正相关性，只有两个时间点走势出现分歧。2019 年 3-4 月份，中东地缘政治问题凸显，美国宣布结束对伊朗制裁的豁免，加之委内瑞拉原油产量宽幅下滑，欧佩克产油国供应趋紧，美原油成为了较好的替代品，抢占中东品质的份额；2019 年 6 月下旬至 7 月下旬，伊、美局

势升级，欧佩克减产协议延长至 2020 年 3 月，同样带动了 WTI 原油的阶段上扬趋势。

近期 Brent/WTI 价差基本维持在每桶 5 美金，处于历史中位水平，当前中东地区地缘政治风险趋于缓和，并未使得 Brent 与 WTI 价差拉阔。我们观察历史数据显示，当中东地缘政治风险加剧或供应紧缺，Brent 上涨幅度往往大于 WTI，并使得两者价差拉阔。

当前 WTI、Brent 原油期货月间价差均有所走强，一方面表现了较为明显的季节性，进入 12 月份，市场对于冬季取暖油行情较为期待、炼厂提升开工率生产更多取暖油以满足冬季需求；另外，IMO 新规对近月市场的支撑亦反映在了月间价差上。

图 17：Brent-WTI 价差

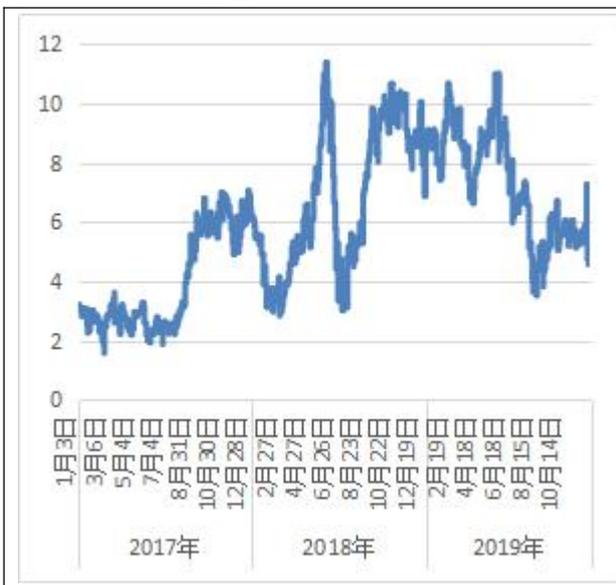


图 18：WTI 月间价差



数据来源：Wind

## 2.6、地缘政治

地缘政治风险贯穿全年，今年 4 月 22 日美国政府宣布升级对伊朗制裁，中东地缘风险升级；5 月中旬，沙特原油管道遭遇袭击；6 月份伊、美局势升级；8 月下旬沙特油田遭遇袭击，9 月 17 日沙特油田再次遭袭，以至影响 500 万桶/日产能；10 月份伊朗邮轮爆炸、土耳其袭击叙利亚，厄瓜多尔局势动荡，油价的

风险溢价抬升，以及美国制裁中远海运全资子公司大连油运，使得全球油轮陷入紧张，运费大涨；11月份两伊局势不稳，伊朗国内对于汽油价格上涨的抗议以及伊拉克国内的反政府抗议；临近年底，地缘政治风险有所缓解。

## 2.7 SC 运行情况

上海原油期货（SC）自上市以来，成交和持仓不断走高，已成为全球第三大原油期货合约。当前 SC 原油持仓成交比在 0.20-0.25 左右水平，持仓成交比相较于年初有较为明显提升，表明产业客户持仓占比有所提升。

SC 原油期货以人民币计价，一般来说，人民币贬值，对于原油卖方来说，卖出意愿降低，而对于买方来说，购买意愿增加，会推升 SC 原油走强。自上海原油期货上市以来，更多地表现出了与外盘美元的相关性。

理论上来说，全年大多数时间，买入套利交割窗口均处于开启状态。当前 SC 与 WTI 价差处于自 SC 上市以来的中位水平，SC 与 Brent 价差处于自 SC 上市以来的中位水平。2019 年 9 月下旬，受到美国制裁中远事件的影响，VLCC 船运费大涨，特别是中东-亚洲、美国-亚洲的运费大幅飙升，从而支撑 SC 原油价格，期间 SC 原油价格涨幅超过外盘，内外盘套利空间出现。

图 19 : SC-WTI 价差

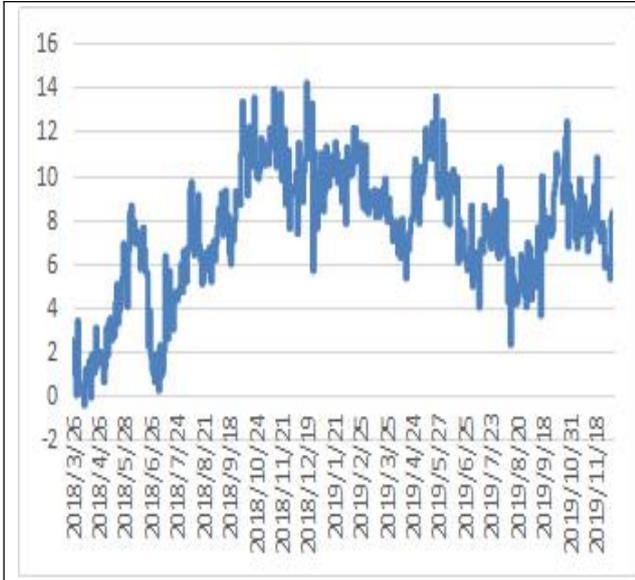
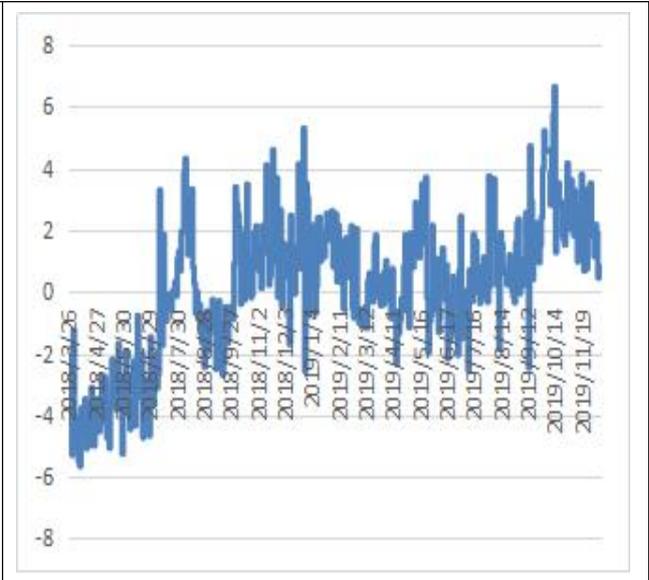


图 20 : SC-Brent 价差



数据来源 : Wind

图 21 : SC 持仓与成交

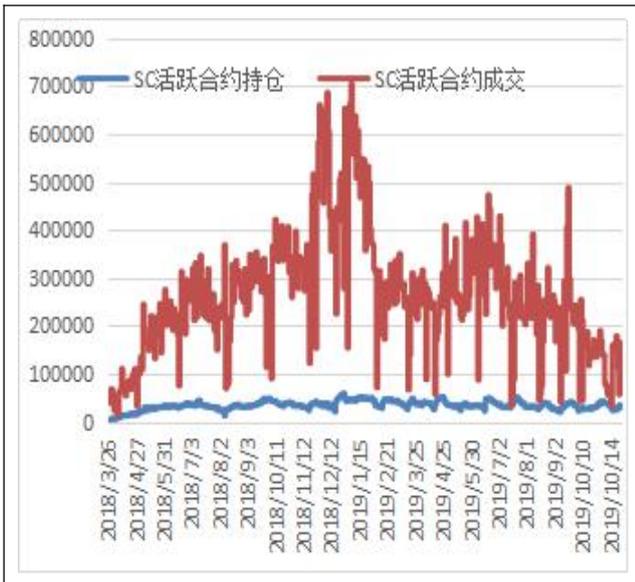
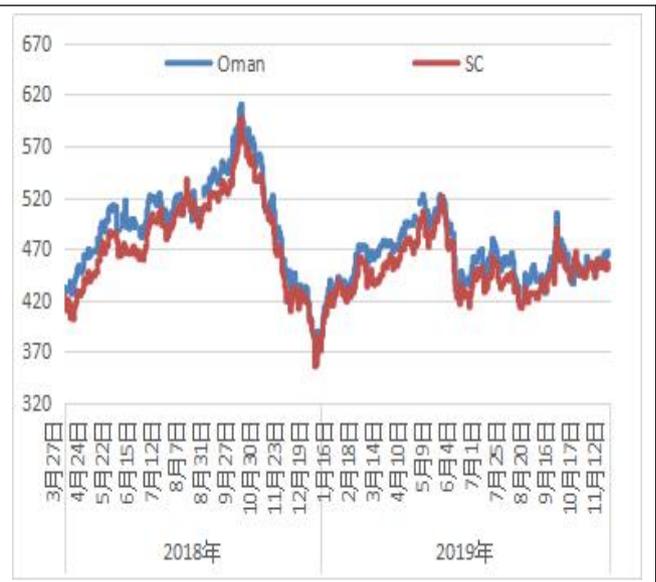


图 22 : SC 与 Oman 价差



数据来源 : Wind

### 三、油市展望

**2020 年供应：**随着今年以来美国钻井平台数量持续下降，美国原油产量增速明显放缓，市场关注的焦点在于美国原油产量何时见顶，按照目前美国钻井平台下降趋势、美国 DUC 井释放速度、老油田衰减的速度，美国原油产量可能在 2020 年遭遇见顶危机，但同时也需要关注美国在线钻井平台数量是否延续下滑趋势，由于页岩油生产开关较常规油井更为容易，美国原油生产可调节性较大，产量的不确定性也较强。欧佩克方面，欧佩克+在今年 12 月 5 日会议上决定继续深化减产 170 万桶/天，加上沙特的额外减产，减产将达到 210 万桶/天，不过这份深化的减产协议将持续至 2020 年 3 月份，期限并未延长，在影响上已经打了折扣。在美国的制裁下，委内瑞拉、伊朗原油产量仍有继续下滑危险，全球重质油资源紧张，在即将到来的 IMO 政策下，可能加剧资源紧张的形势。非欧非美方面，重点关注到挪威、巴西产能的扩张，俄罗斯仍是不确定的风险因子，减产协议对俄罗斯的约束较小。

**2020 年需求：**2019 年全球石油增长不断放缓，2020 年上半年全球石油需求增长仍将受到拖累，2019 年“开闸放水”货币宽松政策的效果预计到 2020 年下半年才能充分显现，石油需求增速有望得到复苏。中美谈判达成第一阶段协议，为以后中美之间后续谈判的顺利进行打下根基，全球贸易环境得到改善，也将直接反映在大宗商品贸易上。值得关注的是 2020 年 IMO 政策的支撑效应，当前低硫品质燃油缺乏，良好的利润可能刺激炼厂开工积极性，支撑原油需求。

明年石油市场供需格局可能发生改变，美国打压委内瑞拉、伊朗，重质原油产出减产，美国轻质原油弥补市场缺口，美原油出口得以增加，抢占欧佩克份额，但随着美国可能会阶段性的面临产量见顶的风险，地缘政治事件可能更易激发油价的大幅动荡。

**综合以上，**全球石油供应在 2020 年一季度将面临偏紧张状态，因欧佩克实施深化减产、美国原油产

量面临阶段性见顶风险、IMO 政策实施，在春季检修前，油价有望出现趋势上扬行情。进入二季度，随着欧佩克结束减产、炼厂进入春季检修、石油消费增长仍不如预期，油价将出现回调。由于全球经济复苏、中美贸易后续谈判仍存在不确定性，加之明年美国总统大选，油价持续上涨动力不强，每桶 55-65 美金是 WTI 常态化的运行区间。

## 研究所

公司研究所具有一批资深优秀的产业服务、策略实战经验的分析师，具有齐全的期货投询、衍生品、金属、能化、农产品、宏观研究等一体化研究职能。

研究致力于为客户提供中国资本市场前瞻性、可操作性的投资策略及各类型市场的研究报告，通过对市场进行深度挖掘，提示投资机会和市场风险，完成对资本市场现象、规律的研究探索，为辖区乃至全国的实体经营和机构运作保驾护航。

研究范围涉及目前所有商品期货以及金融衍生品；我们推崇产业链的研究；我们看重数量分析法；我们提倡研究的独立性，鼓励分析师在纷繁复杂的环境下保持清醒，保持市场观点的一致与顺延。

我们将积极依托越秀金控在宏观经济、产业领域的高端研究资源优势，以“宏观、产业和行情策略分析”为主要核心，大力推进研究市场化和标准化运作，逐步完善研究产品体系，打造具有特色品牌影响力的现代产业与金融行业的资深研究所。

核心理念：**研究创造价值，深入带来远见**

## 联系方式



金融研究

020-22139858



农产品研究

020-22139813



金属研究

020-22139817



能源化工

020-22139824

地址：广东省广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心主塔写字楼第1007-1012房 邮编：510623

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。