

2022年1月7日

星期五



供应缓慢增加

油价或遭遇阻力

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

要点

●供应端

OPEC 继续原有的框架，即保持相对稳定的增产。这对原油供应端造成限制。同时美国主要页岩油产量依然保持稳定，如果油价上涨则产量缓慢增加。短期来看，原油供应会受到限制。

●需求端

全球能源荒程度进一步加深，冬季取暖用油消费提振。需求短期难以回落。

●整体来看，油价当前基本处在供应缓慢增加，需求不弱的状况。OPEC 在中短期内的供应不多，也需要考虑伊朗的供应随时可能回归。中期看，油价或有震荡的可能。短期看油价或得到支撑。

风险提示：中东冲突、地缘政治风险

目录

一、 原油市场行情回顾.....	4
二、 主要事件.....	4
三、 全球原油供需情况.....	5
四、 页岩油产量随油价缓慢回升.....	8
五、 OPEC 温水煮青蛙式增产	10
六、 WTI 非商业持仓情况.....	11
七、 油价市场结构	11
八、 后期展望	13

图表目录

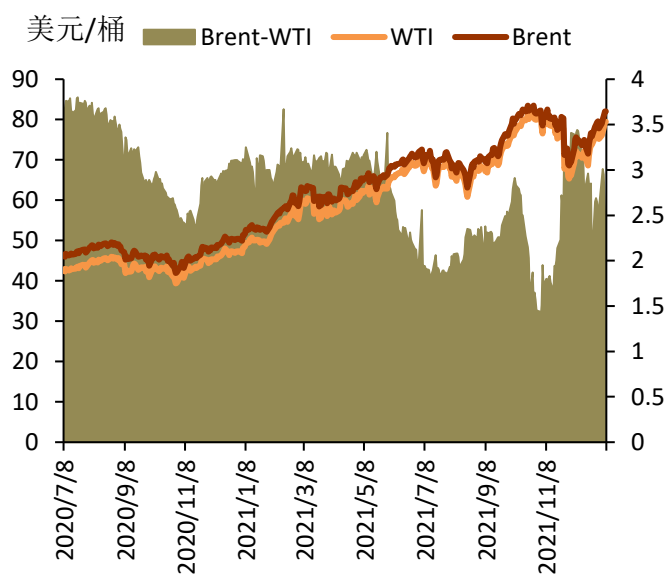
图表 1 WTI 和 Brent 油价走势	4
图表 2 SC 油价走势	4
图表 3 OECD 原油库存	7
图表 4 OPEC 原油产出明细	7
图表 5 OPEC 原油月度产量	7
图表 6 俄罗斯月度产量	7
图表 7 美国原油库存情况	10
图表 8 美国原油进出口情况	10
图表 9 美国原油及活跃钻井数	10
图表 10 美国炼厂开工情况	10
图表 11 海湾国家金融财富将逐步耗尽	12
图表 12 低油价下海湾国家财富使用情况	12
图 13 WTI 非商业持仓	13
图 14 WTI 与净持仓的关系	13
图 15 WTI 跨月价差结构	13
图 16 Brent 跨月价差结构	13

一、原油市场行情回顾

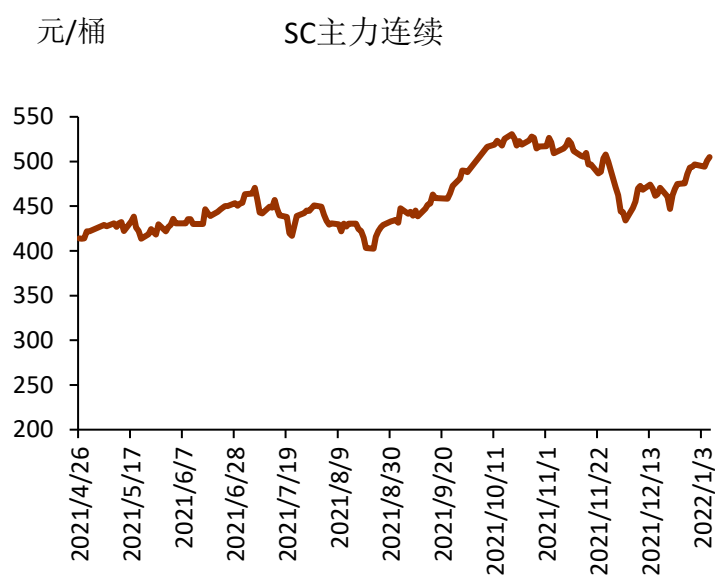
过去的 2021 年 12 月，油价整体先抑后扬。11 月底南非发现了新冠新变异株奥密克戎，市场担心新病毒影响经济复苏进程，油价因此出现持续下跌。但随着市场担忧的缓解，市场交易气氛又得到了提振，到了 12 月中旬，冬季需求以及乌克兰危机都推动了油价，原油价格得到支撑后一路上扬，美国数据显示原油库存正在下降，疫苗的普及也增加了多头的力量，最终油价攀升至高位。

美油整月涨幅达到 16.2%，自月初低点 65.38 美元/桶攀升至月中高点 77.44 美元/桶，月末回落至报收价 75.99 美元/桶；布油整月涨幅达到 15.1%，自月初低点 68.56 美元/桶.上升至月中来到 80.33 美元/桶，月末回落至 78.91 美元/桶；上海原油期货则是整月震荡下沉继而上升，整月.上涨幅度达到 12.4%，自月初 450.3 元/桶下跌之月中低点 416 元/桶，并在月末收涨至高点 499 元/桶。

图表 1 WTI 和 Brent 油价走势



图表 2 SC 油价走势



数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

二、主要事件

1、2021 年油气勘探量跌至 75 年来最低

2021 年底，挪威能源咨询公司 Rystad 发布的全球油气勘探状况报告给全年的勘探成绩打了一个低分。根据该公司的报告，如果 2021 年 12 月没有重大油气发现，那么 2021 年的油气勘探量将为 75 年来最低。截至 2021 年 11 月底，2021 年找到的油气资源量仅为 47 亿桶油

当量，这是 1946 年以来勘探所获最低的年份，即便与 2020 年相比也极低。数据还显示，勘探发现中以石油居多，约 66%；2021 年 11 月最多，共宣布了 7 个新发现，新增资源量 2.19 亿桶油当量。全年月均找到 4.24 亿桶油当量，与 2020 年相同的是，都没有特别值得一提的重大发现。

2、俄罗斯：将在 2022 年恢复 85%的石油产量

俄罗斯副总理亚历山大·诺瓦克（Alexander Novak）在周二（1 月 4 日）欧佩克和非欧佩克部长级会议后接受俄罗斯 24 新闻频道采访时表示，作为欧佩克+协议一部分，俄罗斯预计，在 2022 年将恢复 2020 年 5 月至 6 月最大减产水平的 85%。对俄罗斯来说，这意味着 2 月份产量将恢复 170 万桶/日。

3、OPEC+同意将 2 月每日石油产量提高 40 万桶

1 月 4 日消息：当日，OPEC+产油国联盟将以视频方式举行第 24 届部长级会议，同意将 2 月每日石油产量提高 40 万桶，预计 2022 年第一季度，每日将有 140 万桶的石油盈余，较一个月前的估值降低约 25%。

4、阿曼将把石油产量提高到每天 100 万桶以上

阿曼的 2022 年总预算由阿曼苏丹海瑟姆·本·塔里克以皇家法令形式批准，其中指出该国将增加石油产量，达到每天 100 万桶以上。财政部周六在一份声明中表示：“到 2022 年，阿曼将每天生产 105 万桶石油，计算价值为每桶 50 美元，这符合为应对波动而决定价格时的预防原则。”

5、印度原油进口创 10 个月来最高水平

印度 11 月原油进口扭转了下降趋势，达到 10 个月来的最高水平，因为炼油商预计会出现更高的库存，但分析师继续密切关注冠状病毒奥密克戎的发展情况，以了解其是否会影响未来几个月的进口量。随着印度所有炼油厂的平均运行率上升到 100%，炼油商正在加速原油采购，因为预计产品需求将持续增长，汽油等运输燃料的需求已恢复到疫情前的水平。印度石油规划和分析部门的最新临时数据显示，11 月印度共进口 1837 万吨原油，即平均 450 万桶/天，环比增长 7.5%。

6、韩国将在 2022 年初释放 300 万桶石油储备

韩国将在 2022 年第一季度释放 317 万桶石油储备，这是美国主导的主要石油消费国为降低油价而采取的措施之一。根据引用的贸易、工业和能源部(Motie)的数据，1 月至 3 月期间释放的石油量占韩国国家石油储量 9700 万桶的 3.3%。韩国表示，其中 200 多万桶原油将

通过贷款协议提供给当地炼油商，其余 109 万桶石油产品将通过投标程序提供给出价最高的投标者。

7、2021 年全球油气储量将创 75 年来新低

Rystad Energy 的分析显示，如果 12 月剩余时间未能有任何重大油气发现，2021 年全球油气发现量有望达到 75 年来的最低全年水平。截至 11 月底，今年全球已发现的总储量为 47 亿桶油当量，由于本月迄今没有宣布重大发现，石油行业正面临自 1946 年以来最严重的损失。这也意味着，与 2020 年发现的 125 亿桶油当量相比，产量将大幅下降。

三、全球原油供需情况

IEA:

供应方面，预计到 2022 年，全球石油供应量可能激增 640 万桶/天，除 OPEC+增产之外，非 OPEC+石油日产量可能增加 180 万桶，美国、加拿大和巴西的年石油产量可能在 2022 年达到创纪录水平。需求方面，IEA 将 2022 年平均石油需求预测下调 10 万桶/天，并将 2022 年第一季度的全球石油日需求预测下调了 60 万桶。

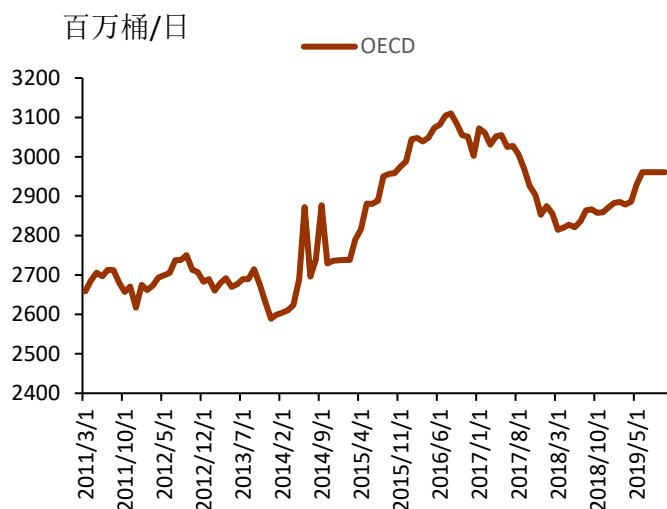
EIA:

供应方面，预计 2021 年美国原油产量将减少 10 万桶/日，此前为减少 15 万桶/日。预计 2022 年美国原油产量将增加 67 万桶/日，此前为增加 77 万桶/日。需求方面，2022 年全球原油需求增速预期为 355 万桶/日，此前预计为 335 万桶/日。2021 年全球原油需求增速预期为 511 万桶/日，此前预计为 511 万桶/日。

OPEC:

供应方面，OPEC 对 2022 年美国页岩油产量增长预期基本稳定在 60 万桶/日。对 2022 年非 OPEC 国家总供应量的增长预测保持不变。需求方面，预计 2022 年第一季度全球石油日均需求将达到 9,913 万桶，比上月的预测增加 111 万桶。维持今明两年的需求增长预测不变，称全球石油需求将在 2022 年增长 415 万桶/日。

图表 3 OECD 原油库存



数据来源: IEA, OPEC, 铜冠金源期货

图表 4 OPEC 原油产出明细

OPEC Reference Basket (ORB)	Oct 21	Nov 21	Change		Year-to-date	
			Nov/Oct	%	2020	2021
ORB	82.11	80.37	-1.74	-2.1	40.75	69.45
Arab Light	82.77	80.81	-1.96	-2.4	41.23	70.17
Basrah Light	81.48	79.62	-1.86	-2.3	40.77	69.44
Bonny Light	82.90	80.73	-2.17	-2.6	40.78	70.26
Djeno	76.09	73.92	-2.17	-2.9	35.16	63.03
Es Sider	81.59	80.32	-1.27	-1.6	39.32	68.75
Girassol	84.47	82.29	-2.18	-2.6	41.82	70.94
Iran Heavy	82.14	80.50	-1.64	-2.0	39.98	69.32
Kuwait Export	82.74	81.13	-1.61	-1.9	40.76	70.02
Merey	62.72	61.21	-1.51	-2.4	27.70	51.12
Murban	82.73	82.06	-0.67	-0.8	42.38	69.65
Rabi Light	83.08	80.91	-2.17	-2.6	39.38	70.02
Sahara Blend	83.54	81.97	-1.57	-1.9	41.38	70.44
Zafiro	84.12	82.25	-1.87	-2.2	40.71	70.77
Other Crudes						
North Sea Dated	83.54	81.37	-2.17	-2.6	40.92	70.48
Dubai	81.46	80.29	-1.17	-1.4	41.62	69.00
Isthmus	78.20	75.50	-2.70	-3.5	35.67	65.97
LLS	82.22	79.42	-2.80	-3.4	40.63	69.25
Mars	78.74	75.73	-3.01	-3.8	39.43	66.93
Minas	81.34	79.35	-1.99	-2.4	40.45	68.38
Urals	81.93	80.08	-1.85	-2.3	41.06	69.08
WTI	81.36	79.11	-2.25	-2.8	38.72	67.80
Differentials						
North Sea Dated/WTI	2.18	2.26	0.08	-	2.20	2.68
North Sea Dated/LLS	1.32	1.95	0.63	-	0.29	1.23
North Sea Dated/Dubai	2.08	1.08	-1.00	-	-0.70	1.48

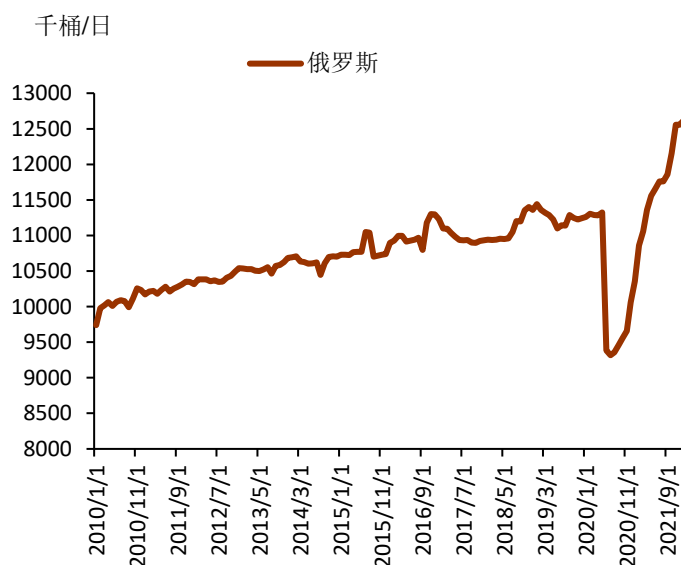
Sources: Argus, Direct Communication, OPEC and Platts.

图表 5 OPEC 原油月度产量



数据来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 6 俄罗斯月度产量



四、页岩油产量随油价缓慢回升

过去的 2021 年, 美国页岩油产区原油开采成本基本保持在 35-45 美元/桶的区间, 目前平均开采成本约为 42 美元/桶。当 WTI 原油加工低于 40 美元/桶时, 大多数页岩油企业可能已经处于亏损状态。当 WTI 原油价格低于 30 美元/桶时, 一些页岩油企业因无法承受严重损

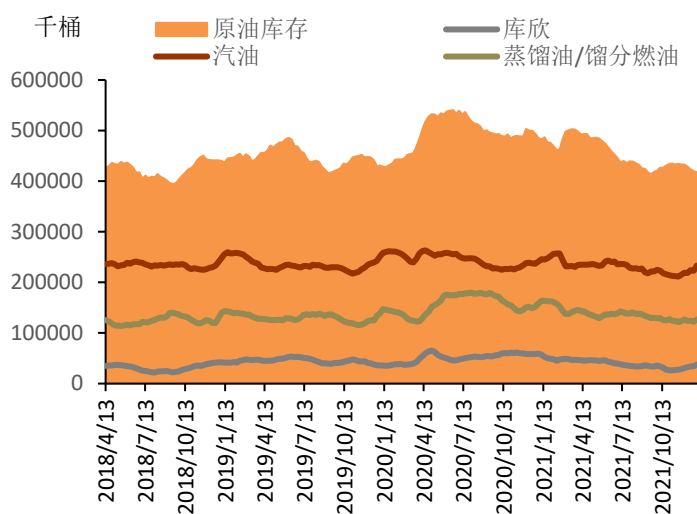
失而被迫减产甚至破产。然而，如果 WTI 原油价格长期保持在 60 美元以上，页岩油公司可能会在利润的刺激下增加投资，释放新的产能，进一步增产。以上是分析美国页岩油后续产量的重要前提逻辑。

除了价格之外，页岩油的产量还受制于另一个因素，就是美国市场提供的资本支持。因为页岩油不是马上投入就能够有产出的，而是需要在大量资本投入之后半年以上的时间才能够有产出。如果这段时间油价发生根本性的逆转，那么资本提供者也会有损失。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。过去的 2021 年美国原油产量增速大幅放缓。

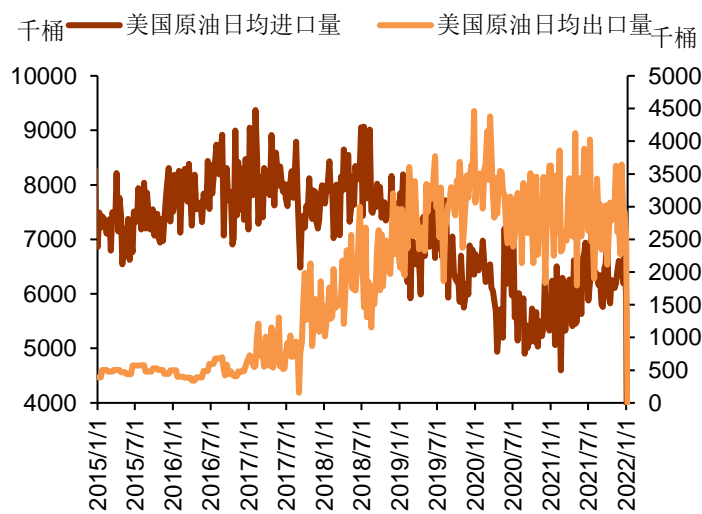
资本市场有所顾虑的重要原因在于，页岩油一直在和中东的原油竞争。中东主要产油国原油开采成本很低，基本保持在 10 美元/桶左右，俄罗斯和沙特作为原油的主要生产国，近年来一直在努力调整经济结构，降低对原油出口的依赖。天然气价格的上涨增加了俄罗斯的出口收入，使得俄罗斯和沙特更加理性地控制原油生产节奏，没有特别的紧迫性。而且伊朗谈判结果始终不能确定。如果中东的原油供给突然增加，那么油价被冲击之后，投入页岩油开采的资本也就打水漂了。尤其在发生了疫情的这几年，上游企业对大规模资本支出更加谨慎，美国页岩油产量增速对油价的敏感度大幅下降。上游投资方面，据 RystadEnergy，预计 2022 年美国油气行业上游投资同比增加 19%至 83 亿美元，较去年增速仅仅高出 2 个百分点。在 Rystad 对 21 家页岩商（预计占 2021 年原油产量近四成）的调查显示，今年三季度再投资率创下历史新低降至 46%，而去年同期为 53%、历史均值为 130%。这些数据也都支持我们的论断。

从 EIA 预测来看，预计 2022 年美国原油产量将增加 67 万桶/日，此前为增加 77 万桶/日。当前油价也支持这一看法，预计 2022 年页岩油产量增速将小幅提升，但增速仍较慢。在上一轮页岩油增产周期中，大量中小型页岩油企业依靠债券或资本市场融资，以产量为导向进行大规模扩张。但是在这一轮，美国其他主要页岩油生产保持稳定或处于衰退。从这个角度来看，即使美国二叠纪盆地的石油产量急剧增加，也很难恢复到页岩油繁荣的水平。总体而言，欧佩克+并未大幅增产，伊朗的潜在产能仍将被掩盖。我们并不认为页岩油的产能会大幅增加，而是认为页岩油会缓慢增加产能。

图表 7 美国原油库存情况

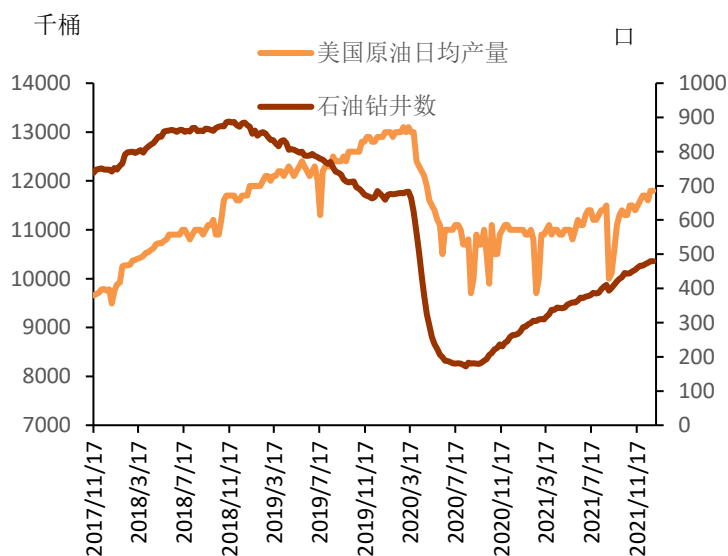


图表 8 美国原油进出口情况



数据来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 9 美国原油及活跃钻井数



图表 10 美国炼厂开工情况



数据来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

五、OPEC 温水煮青蛙式增产

OPEC 至今仍在延续半年前的策略——在 2021 年 7 月部长级会议上, 该联盟决定 2021 年 8 月起逐月增产 40 万桶/日, 直至 2022 年 9 月完全取消 580 万桶/日的主动减产, 同时将减产协议延长至 2022 年 12 月底。这个缓慢增产的温水煮青蛙的策略正在给 OPEC 带来最大

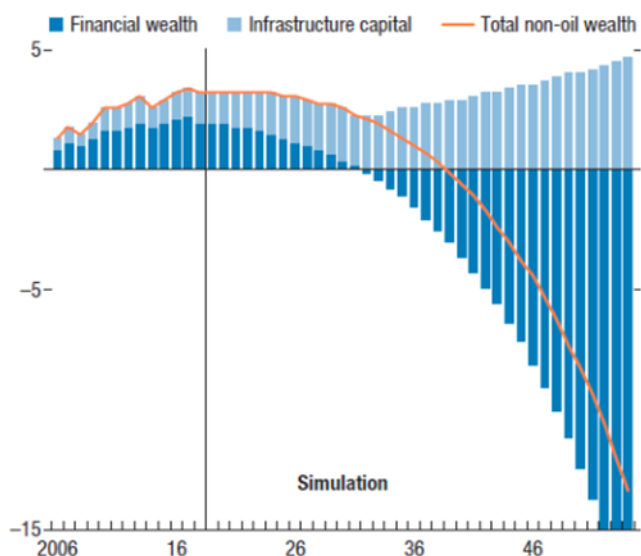
的利益。

对于 OPEC 来说，本质上大约有三种选择，一种是减产，一种是不变或缓慢增产，还有一种是大幅增产。在油价处于低位时，后两者对 OPEC 自身不利，OPEC 往往使用大幅减产来应对。而在油价处于高位时，前两者对 OPEC 自身不利，但是大幅增产可能又会破坏油价，因此缓慢增产是最有利的策略。

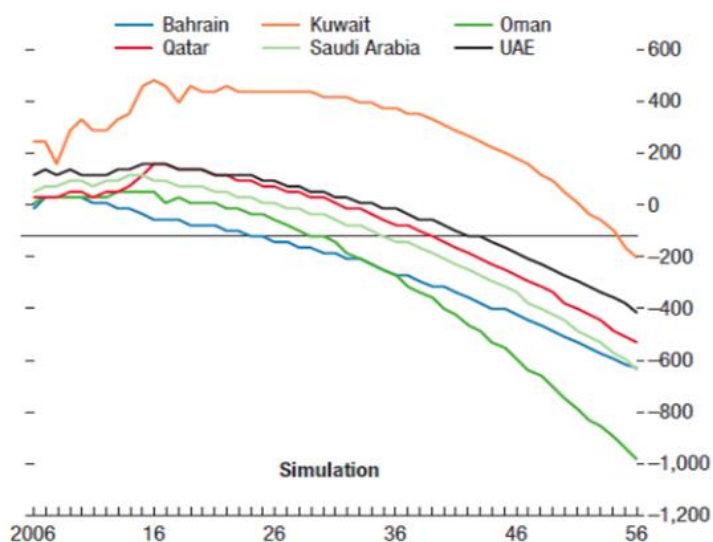
说到 OPEC 的策略，不得不考虑到 OPEC 作为国家的联盟，也面临着国家的约束。就是任何国家都需要有公共开支，用于军事、福利等方面，OPEC 也不例外。这是 OPEC 所有政策的底线。换个角度看，当国家利益和 OPEC 联盟利益冲突的时候，肯定是国家利益优先的。因此，如果 OPEC 的政策改变，极有可能是其成员国的国家利益驱动的。而 OPEC 成员国的财政水平，就可以从侧面让研究者看到 OPEC 政策的动机和倾向。数据显示海湾国家的金融财富将在未来十到二十年耗尽，也就是说，海湾国家有着强烈的在油价较高的时候多储存财富的意愿。这也就形成了现在 OPEC 的共识。

所以，自 2020 年 4 月 OPEC+ 达成历史性减产协议后，该联盟减产执行的完成率逐步提高、内部团结性也有所加强。自 2021 年第三季度以来，石油输出国组织多次无视美国的增产需求，而石油输出国组织在美国宣布释放储备后表示可能改变增产策略，也可以看出产油国与需求国之间的博弈持续升温。对于 2022 年 9 月底前，OPEC+ 计划增产路径清晰且明确，且大概率会延续谨慎且灵活的决策风格，例如 2021 年 4 月会议上给减产协议的终止时间预留调整空间，2021 年 12 月部长级会议也为 1 月增产 40 万桶/日的决定留下产量决策调整的空间，以应对变异毒株对石油市场需求端的冲击。根据已有信息，预计 2022 年 OPEC+ 减产国大概率释放 200 万桶/日（1 月至 9 月逐月增产 40 万桶/日后的全年供应增量折算值）的增量，而伊朗方面近 140 万桶/日的回归预期等待兑现。展望 2022 年，IEA 统计了三个月内所有 OPEC+ 成员国的激活产能，与 2022 年 1 月各国的生产配额进行对比后，仍有近 55 万桶/日的产能缺口。虽然从 OPEC+、沙特、伊、俄等国的角度来看，仍有大量剩余产能，但如果单纯依靠这部分剩余产能来补充，就会侵占中小产油国的利益。OPEC+2022 年将如何解决这个问题还有待观察。由于页岩油产量的减弱，拥有全球大部分剩余产能的 OPEC+ 将在 2022 年成为市场的主要边际供应地。考虑到主要产油国对油价的需求依然强劲，我们预计 OPEC+ 在 2022 年会继续维持相对谨慎的温水煮青蛙式的产出政策。

图表 11 海湾国家金融财富将逐步耗尽



图表 12 低油价下海湾国家财富使用情况



数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

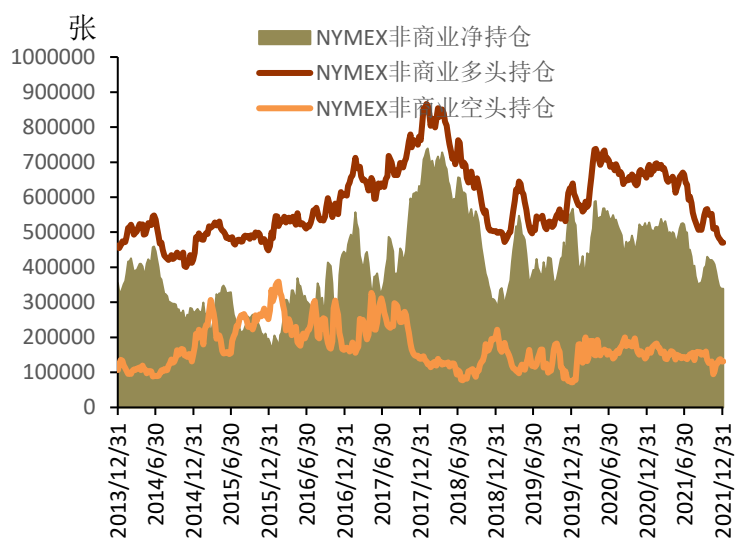
六、WTI 非商业持仓情况

据美国商品期货交易委员会(CFTC)的数据显示，WTI 原油非商业净多持仓量已经连续第六周回升，攀升至 42.96 万张。长期角度来看，2021 年一季度，WTI 原油非商业净多持仓量周度平均为 51.83 万，二季度以来周度平均为 50.13 万张，季度环比回落了 3.28%。三季度 WTI 原油非商业净多持仓量周度平均为 40.73 万张，净多头寸季度环比进一步回落 18.75%。四季度 WTI 原油非商业净多持仓量周度平均为 41.09 万张，环比略微回升 0.88%。表明投机市场看空油价的信心受阻，看多油价的人气正在逐渐回升。

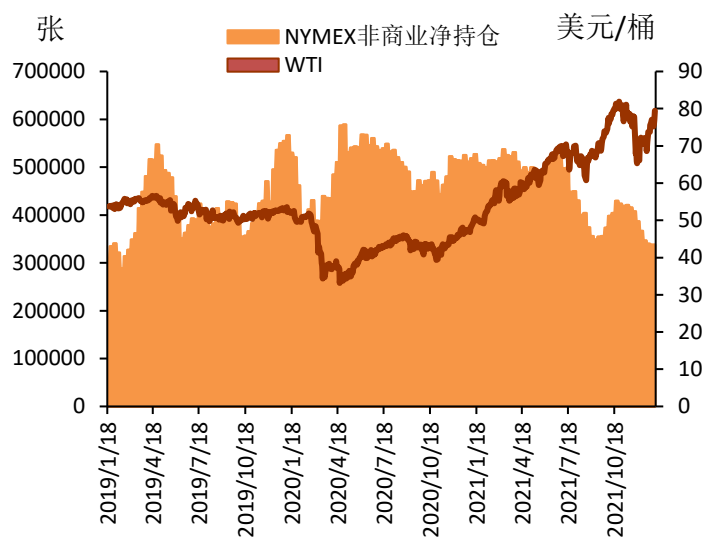
七、油价市场结构

由于全球多地原油库存处于低位水平上，原油近端合约受到明显提振，价格出现连续上涨，而原油月差结构也再度走强，且继续维持 Back 结构。但随着季节性消费的进一步弱化，以美国为代表的消费市场可能再度累库，打压近端合约，进而令原油月差结构承压。截止 12 月下旬，Brent-WTI 价差略微收窄至 1.46 美元/桶。

图表 13 WTI 非商业持仓



图表 14 WTI 与净持仓的关系

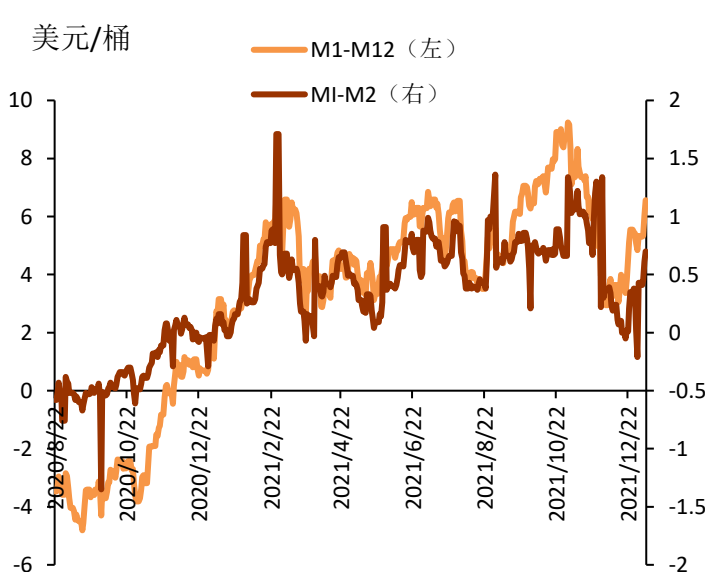


数据来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 15 WTI 非商业持仓



图表 16 Brent 跨月价差结构



数据来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

八、后期展望

● 供应端

OPEC 继续原有的框架，即保持相对稳定的增产。这对原油供应端造成限制。同时美国主要页岩油产量依然保持稳定，如果油价上涨则产量缓慢增加。短期来看，原油供应会受到限制。

● 需求端

全球能源荒程度进一步加深，冬季取暖用油消费提振。需求短期难以回落。

● 整体来看，油价当前基本处在供应缓慢增加，需求不弱的状况。OPEC 在中短期内的供应不多，也需要考虑伊朗的供应随时可能回归。中期看，油价或有震荡的可能。短期看油价或得到支撑。

风险提示：中东冲突、地缘政治风险

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

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、
307 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。