

2022年2月11日

星期五



地缘政治主导

油价或大幅震荡

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。同时美国主要页岩油产量依然保持稳定，随着油价上涨产量缓慢增加。但地缘政治的影响占据主导，俄罗斯可能受到制裁和伊朗可能结束制裁，都在影响供应的预期。短期来看，原油供应有着较高的不确定性。

●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不确定程度高，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，俄罗斯随时可能被制裁。中期看，油价或有大幅震荡的可能。短期看油价或得到支撑。

风险提示：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、 页岩油产量随油价温和复苏.....	8
五、 俄乌局势与伊核谈判主导供应预期.....	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

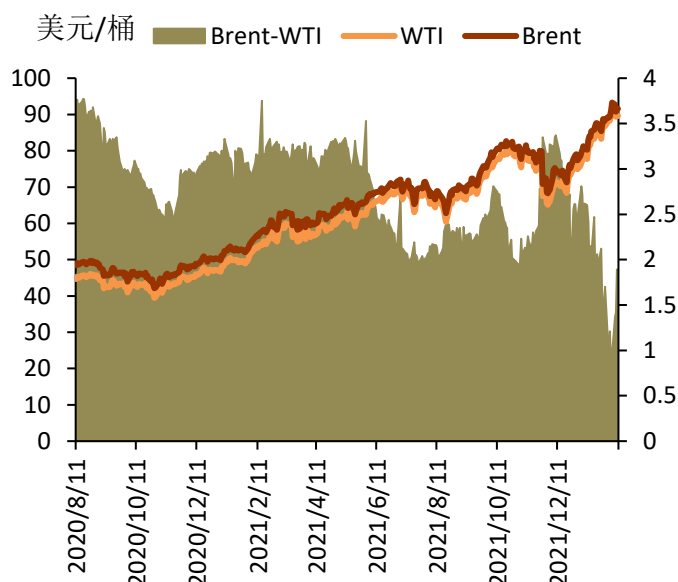
图表 1 WTI 和 Brent 油价走势	4
图表 2 SC 油价走势	4
图表 3 OECD 原油库存	7
图表 4 OPEC 原油产出明细	7
图表 5 OPEC 原油月度产量	7
图表 6 俄罗斯月度产量	7
图表 7 美国原油库存情况	10
图表 8 美国原油进出口情况	10
图表 9 美国原油及活跃钻井数	10
图表 10 美国炼厂开工情况	10
图表 11 海湾国家金融财富将逐步耗尽	12
图表 12 低油价下海湾国家财富使用情况	12
图 13 WTI 非商业持仓	13
图 14 WTI 与净持仓的关系	13
图 15 WTI 跨月价差结构	13
图 16 Brent 跨月价差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

一、原油市场行情回顾

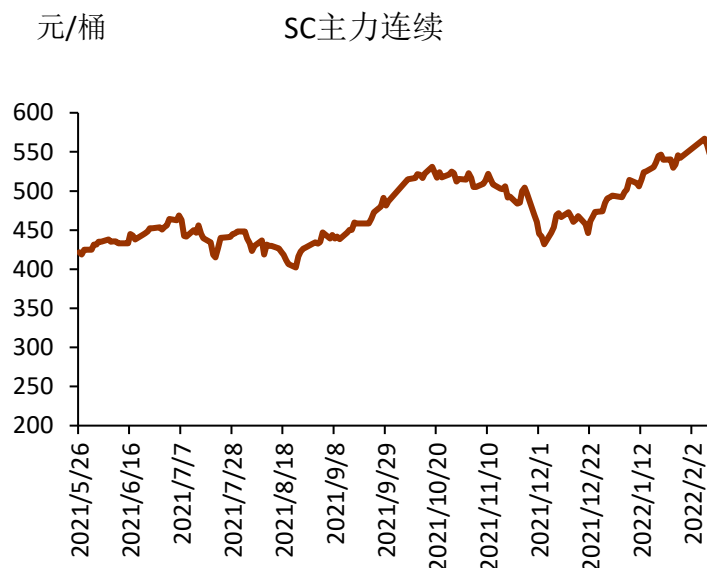
过去的 2022 年 1 月，国际油价连续突破 70、80 乃至 90 美元的整数关口，持续刷新了多年的新高，出现单边上涨行情。刺激油价上涨的主要因素在于，俄罗斯是全球第三大产油国，北约持续东扩引起乌克兰和俄罗斯之间的紧张局势，双方博弈的过程使得危机不断升级，因此带动油价节节攀升。到了春节期间，利比亚和厄瓜多尔还发生了小范围的供应中断，油价从而一举迈过 90 美元，创下 2014 年 9 月以来新高。

美国 WTI 原油价格自 75 美元/桶一线下方稳步回升至 86.41 美元/桶，累计涨幅达 15.21%；布伦特原油期货价格自 77 美元/桶大幅上涨至 89.05 美元/桶，累计涨幅达 15.65%；国内原油期货主力合约自 491 元/桶一线大幅拉升至 552.3 元/桶，累计涨幅达 12.48%。

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、OPEC 成员国产量与配额之间的差距拉大

据最新公布的标普全球普氏 (S&P Global Platts) 调查，石油输出国组织(OPEC)及其盟友仍无法实现不断增加的产量目标，1 月该组织距离实现其共同的产量配额差了 70 万桶/日。调查发现，OPEC13 个成员国原油产量较 12 月增加 15 万桶/日，为 2,819 万桶/日，而以俄罗斯为首的九个非 OPEC 成员国的产量仅增加了微薄的 1 万桶/日，达到 1,399 万桶/日。总的来说，18 个成员国中有 14 个无法达到产量配额目标，令 OPEC 的减产执行率达到 120.8%。

2、美国预计明年创纪录的石油产量将进一步攀升

据世界石油 2 月 8 日消息称，美国石油产量的增长将超过政府之前的预期，因为强劲的油价上涨推动生产商增加钻探。根据能源信息署的数据，到 2023 年，石油日均产量将达到 1260 万桶，高于此前估计的 1241 万桶。目前 1230 万桶/天的年度历史最高纪录是在 2019 年创下的。EIA 在其月度《短期能源展望》报告中称，今年的产量预测也从此前的每日 1180 万桶上调至 1197 万桶。

3、大宗商品价格飙升 bp 公布 8 年来最高利润

据 CNBC 网站 2 月 8 日消息 石油和天然气巨头 bp 周二公布称，在大宗商品价格飙升的支撑下，全年净利润大幅上升，达到 8 年来的最高水平。该英国能源巨头公布了用于替代净利润的基础替代成本利润，2021 年为 128 亿美元。相比之下，之前一年的净亏损为 57 亿美元。Refinitiv 调查的分析师预计全年净利润为 125 亿美元。第四季度净利润为 41 亿美元，超过分析师预期的 39 亿美元。

4、沙特阿美提高官方原油售价

据道琼斯 2 月 7 日消息，在市场供应吃紧和东欧供应面临风险的情况下，沙特阿拉伯国家石油公司(沙特阿美)周六表示，将在 3 月份全面上调油价。这家国有公司将其向亚洲远东地区供应的阿拉伯轻质原油价格提高了每桶 60 美分。这意味着沙特阿美对该地区的售价比阿曼/迪拜平均价格每桶升水 2.80 美元。从特轻原油到重质原油，所有品种的价格涨幅从 30 美分到 70 美分不等。由于担心紧张局势可能威胁到俄罗斯对欧洲大陆的能源供应，沙特阿美对西北欧的原油涨价幅度最大。向该地区出售的轻质原油的价格每桶将上涨 1.70 美元，使沙特阿美的油价比洲际交易所(ICE)基准的布伦特原油低 10 美分。沙特阿美对地中海客户的轻质原油售价每桶上涨了 1.40 美元，使该公司的价格与洲际交易所布伦特原油持平。

5、俄罗斯 3 月石油产量将恢复至减产前 90%水平

据油价网 2 月 2 日报道，俄罗斯副总理亚历山大·诺瓦克在俄罗斯电视台播出的采访中表示，俄罗斯 3 月能够将其减少的石油产量恢复 90%（180 万桶/日）。诺瓦克称，俄罗斯可以提高产量，归功于欧佩克+2 日早些时候作出的决定：欧佩克+计划 3 月增产 40 万桶/日。依据欧佩克+达成的减产协议，俄罗斯在 2020 年 5 月减产 200 万桶石油，以使当时库存饱和、油价跌至负值的石油市场努力恢复平衡。“欧佩克+的最新决定意味着，3 月俄罗斯将能够再增加 10 万桶/日的产量，减少的 200 万桶/日产量中，180 万桶/日最早将在 3 月恢复，这将使减产产量恢复到此前产量 90%的水平。”诺瓦克说。

6、2021 年俄罗斯石油出口额同比增长超 50%

据俄罗斯卫星通讯社 2 月 7 日报道，俄罗斯联邦海关局的数据显示，2021 年俄罗斯石油出口额同比增长 51.8%，达 1101.19 亿美元(约合人民币 7000 亿元)。同时，2021 年俄石油出口量减少 3.8%，为 2.29998 亿吨。数据表明，仅在 2021 年 12 月，石油出口额就增长了 8.2%，达 107.17 亿美元，出口量增长 10.9%，达 1960.9 万吨。2021 年前 9 个月，俄罗斯石油出口额超过了 2020 年全年的总额，达 779 亿美元。根据俄联邦海关局的数据，2020 年俄罗斯石油出口额比前一年下降 40.8%，为 724 亿美元；出口量下降 11.4%，为 2.386 亿吨。

7、欧佩克与非欧佩克产油国决定 3 月日均上调 40 万桶石油产量

当地时间 2 月 2 日，石油输出国组织（欧佩克）与非欧佩克产油国在线上举行第 25 次部长级会议。鉴于当前石油市场情况和对其前景的共识，各方再次确认欧佩克与非欧佩克产油国第 10 次部长级会议上做出的降低整体原油产量的决定以及后续决策，包括欧佩克与非欧佩克产油国第 19 次部长级会议批准的产量调整计划和月度产量调整机制，决定于 2022 年 3 月将石油总产量日均上调 40 万桶。

三、全球原油供需情况

IEA:

供应方面 2022 年非欧佩克石油供应或同比增加 286 万桶/日至 6677 万桶/日，欧佩克石油供应同比增加 269 万桶/日至 3428 万桶/日。EIA 预计 2022 年一季度非欧佩克供应环比增加 37 万桶/日至 6547 万桶/日。预计一季度欧佩克供应环比增加 91 万桶/日至 3397 万桶/日。需求方面，2022 年一季度，全球石油日需求预期 9949 万桶，环比四季度增加 22 万桶。

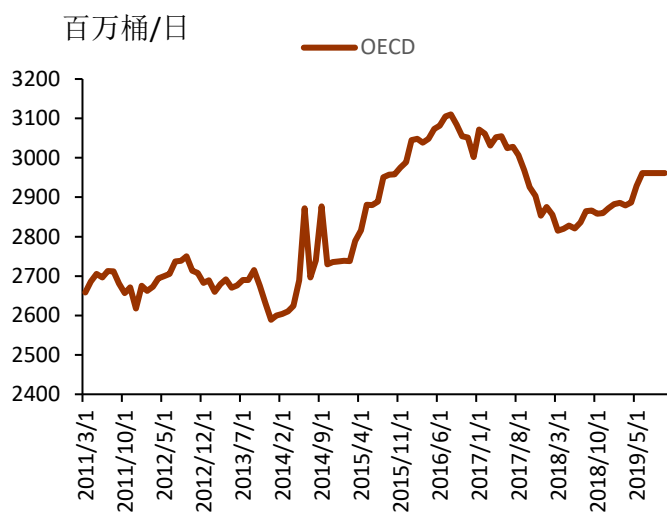
EIA:

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，预测 2021 年全球石油日均需求增加 570 万桶，与上次预测保持不变；估计 2022 年全球每日石油消费总量为 1.08 亿桶。

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

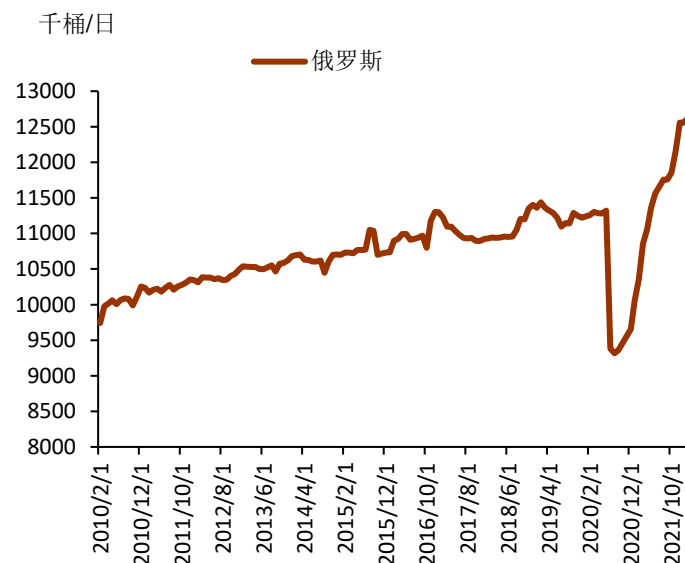
OPEC Reference Basket (ORB)	Nov 21	Dec 21	Change		Annual average	
			Dec/Nov	%	2020	2021
ORB	80.37	74.38	-5.99	-7.5	41.47	69.89
Arab Light	80.81	75.49	-5.32	-6.6	41.91	70.65
Basrah Light	79.62	74.09	-5.53	-6.9	41.55	69.86
Bonny Light	80.73	74.43	-6.30	-7.8	41.53	70.63
Djeno	73.92	66.66	-7.26	-9.8	35.77	63.35
Es Sider	80.32	73.35	-6.97	-8.7	40.06	69.16
Grassol	82.29	75.16	-7.13	-8.7	42.64	71.31
Iran Heavy	80.50	74.68	-5.82	-7.2	40.77	69.80
Kuwait Export	81.13	75.38	-5.75	-7.1	41.49	70.50
Meruy	61.21	54.89	-6.32	-10.3	28.12	51.45
Murban	82.06	74.57	-7.49	-9.1	42.98	70.09
Rabi Light	80.91	73.65	-7.26	-9.0	40.22	70.34
Sahara Blend	81.97	75.50	-6.47	-7.9	42.12	70.89
Zafiro	82.25	74.35	-7.90	-9.6	41.54	71.09
Other Crudes						
North Sea Dated	81.37	74.10	-7.27	-8.9	41.67	70.80
Dubai	80.29	73.31	-6.98	-8.7	42.31	69.38
Isthmus	75.50	68.50	-7.00	-9.3	36.61	66.20
LLS	79.42	73.83	-5.59	-7.0	41.33	69.66
Mars	75.73	71.27	-4.46	-5.9	40.17	67.31
Minas	79.35	72.44	-6.91	-8.7	41.08	68.75
Urals	80.08	73.14	-6.94	-8.7	41.83	69.45
WTI	79.11	71.87	-7.24	-9.2	39.43	68.17
Differentials						
North Sea Dated/WTI	2.26	2.23	-0.03	-	2.24	2.64
North Sea Dated/LLS	1.95	0.27	-1.68	-	0.33	1.14
North Sea Dated/Dubai	1.08	0.79	-0.29	-	-0.64	1.42

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、页岩油产量随油价温和复苏

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

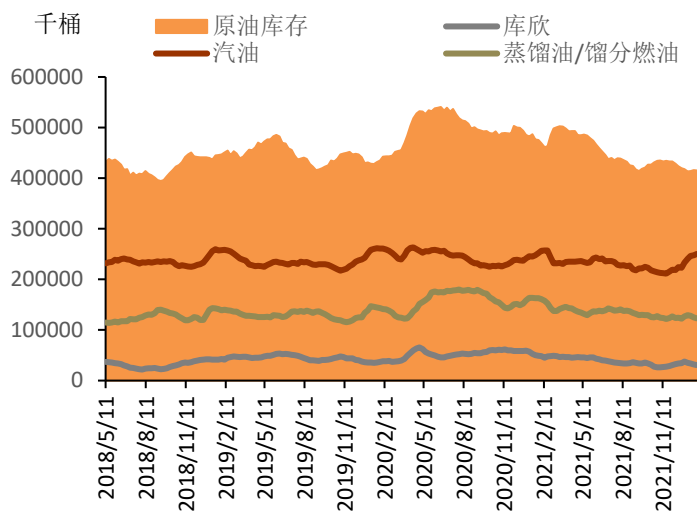
已经处于亏损状态。当 WTI 原油价格低于 30 美元/桶时，一些页岩油企业因无法承受严重损失而被迫减产甚至破产。然而，如果 WTI 原油价格长期保持在 60 美元以上，页岩油公司可能会在利润的刺激下增加投资，释放新的产能，进一步增产。以上是分析美国页岩油后续产量的重要前提逻辑。在这个逻辑下，春节期间一度突破 90 美元关口的油价将成为页岩油增产的最重要动力。

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。在 2022 年 1 月有所回升。

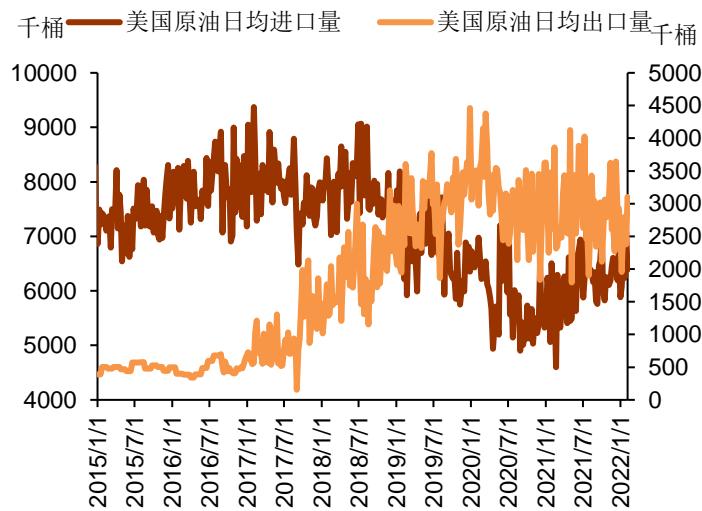
资本市场有所顾虑的重要原因在于，页岩油一直在和中东的原油竞争。中东主要产油国原油开采成本很低，基本保持在 10 美元/桶左右，俄罗斯和沙特作为原油的主要生产国，近年来一直在努力调整经济结构，降低对原油出口的依赖。天然气价格的上涨增加了俄罗斯的出口收入，使得俄罗斯和沙特更加理性地控制原油生产节奏，没有特别的紧迫性。而且伊朗谈判结果始终不能确定。如果中东的原油供给突然增加，那么油价被冲击之后，投入页岩油开采的资本也就打水漂了。尤其在发生了疫情的这几年，上游企业对大规模资本支出更加谨慎，美国页岩油产量增速对油价的敏感度大幅下降。上游投资方面，随着油价的上涨、行业景气度恢复以及疫情带来的不确定性逐步减弱，据 RystadEnergy，预计 2022 年美国页岩油上游资本资产将跃升至 834 亿美元，较 2021 年增长近 20%。这些数据也都支持我们的论断。

从 EIA 在 2022 年 1 月的预测来看，到 2023 年，美国石油日均产量将达到 1260 万桶，高于此前估计的 1241 万桶。目前 1230 万桶/天的年度历史最高纪录是在 2019 年创下的。当前不断刷新新高，甚至一度突破 90 美元关口的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

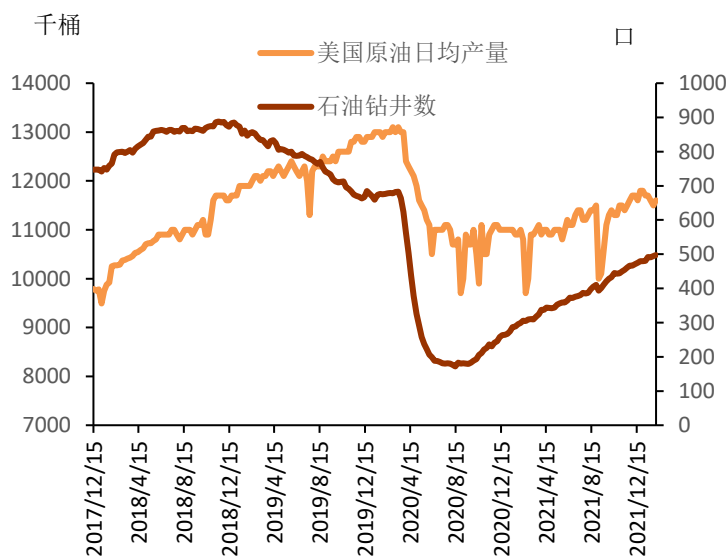


图表 8 美国原油进出口情况

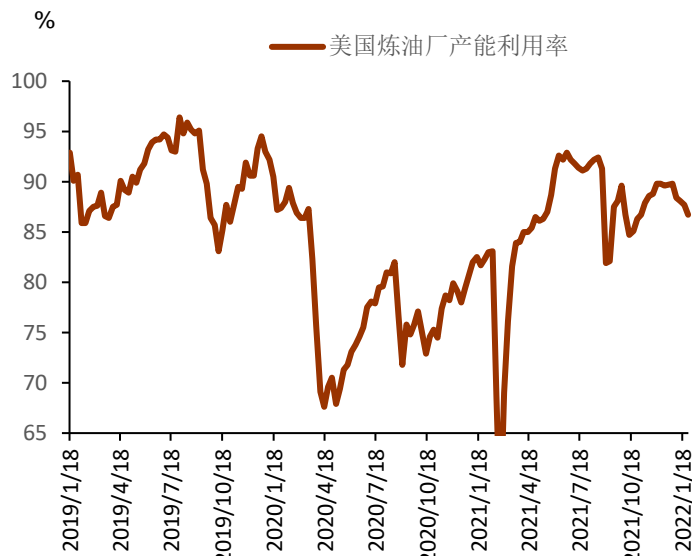


数据来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

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、俄乌局势与伊核谈判主导供应预期

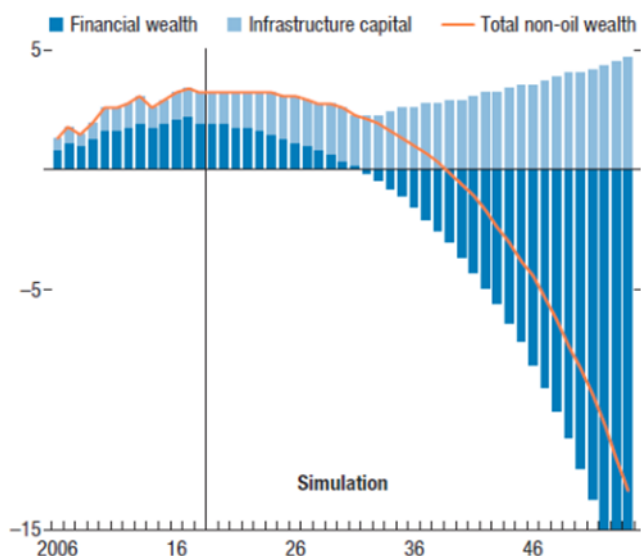
相比 OPEC 温水煮青蛙式的增产政策, 俄乌局势以及伊朗核谈判带来的供应预期的大起大落在上个月乃至接下来的时间更能主导油价。毕竟俄罗斯的原油产量约为 1100 万桶/日, 原油出口为 860 万桶/日, 对欧洲出口占比超过 60%。一旦俄罗斯被制裁, 对供应的影响可想

而知。同样的，伊朗也是原油供应大国，在被美国制裁之前，伊朗的产量一度达 446.6 万桶/日，而去年年底的产量甚至不足 200 万桶/日，下滑超过一半。可想而知俄罗斯和伊朗局势的变化可以给全球油市的供应局面带来多大的影响，甚至可以说，OPEC 也在观望供应局面的变化，以决定 OPEC 是否调整目前的增产政策，

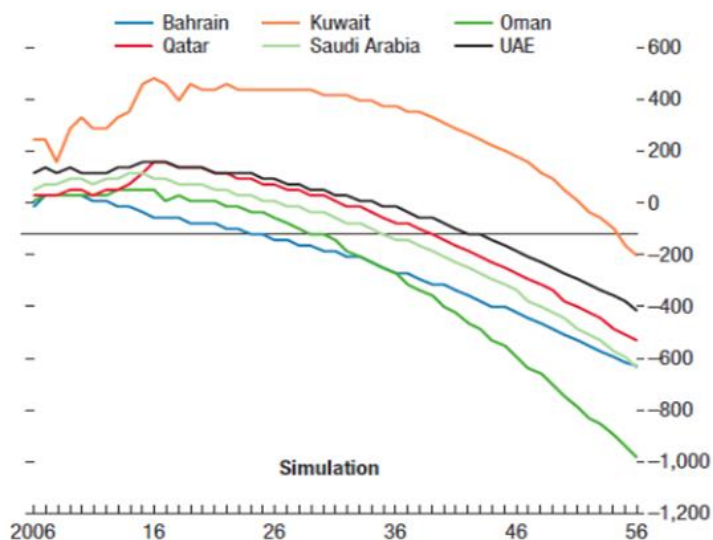
目前俄罗斯和乌克兰之前的博弈仍在升温，1 月 10 日，美俄副外长于日内瓦会谈；12 日，俄与北约理事会于布鲁塞尔会谈；13 日，俄罗斯同欧安组织于维也纳会谈。但是三场谈判均无果而终。美国国务卿布林肯和俄罗斯外交部长拉夫罗夫 1 月 21 日在瑞士日内瓦就乌克兰局势举行会晤，依旧未取得进展。美国总统拜登下令向波兰和罗马尼亚增派美军，第一批增援东欧北约盟国的美国军队于 2 月 5 日抵达波兰。如果局势继续恶化，比如俄罗斯和乌克兰爆发战争，这极大的概率会引发美国和欧洲对俄罗斯制裁，这很可能会严重打击俄罗斯的油气出口，在 OPEC 和伊朗产能一时难以补上空缺的情况下，油价有可能更上一层楼，突破 100 美元。另一种可能式俄乌冲突突然缓解。这并非没有可能，古巴导弹危机正是如此。如果突然发生这样的事件，那么油价很可能会在短期出现大幅回落，而回落达到一定的程度，油价很可能会自我强化——因为一部分高杠杆的投资者很可能爆仓，而强行平仓的过程又会引发油价的继续下跌，从而触发更多的爆仓。这点风险需要多加注意。当然，俄乌局势还有第三种可能，就是俄乌冲突常态化，双方长期僵持。这种可能性并不大，因为军事的开支极其昂贵，即使是俄罗斯也未必能够长久负担，尤其在其经济并不景气的情况下。但如果短期继续持续，这意味着地缘政治对油价的影响还能持续，油价能够得到支撑，继续处在高位。

伊朗局势其实和俄乌局势环环相扣。从供应替代的角度考虑——毕竟伊朗距离欧洲也近，如果俄罗斯预期伊朗回归原油供应市场，那么欧盟就不必制约于俄罗斯的油气供应。这里的关键在于“预期”。对欧洲和美国而言，最好的场景就是以伊朗为筹码，让俄罗斯预期伊朗将增加供应，但实际上引而不发，只塑造预期，最终并不急于和伊朗签订协议，而是保留签订核谈判协议的主动权。这样的话欧美可以一石二鸟，既保持对伊朗谈判的主动，也制衡俄罗斯。这是博弈论角度的最优解，如果发生这样的情景，也就意味着伊朗的供应还不会很快的回归，那么在这种情景下，油价还能继续得到支撑。当然，还有第二种情况就是伊朗核协议最终达成，伊朗被取消制裁。那么在这种情景下，而伊朗原油的回归给市场带来的潜在供给增量预计在 200 万桶/日，而且伊朗不受 OPEC+减产协议的约束，油价很可能受到冲击。目前看伊朗有能力在四到六个月释放出 100 多万桶的产能，但如果仅仅是伊朗的回归还不足以动摇油价的基石，因为短期内 OPEC 有能力通过减产来抵消这一冲击，而且 OPEC 也有意愿抵御这一冲击，因为数据显示，海湾国家的金融财富将逐步耗尽，在这一约束下，OPEC 有着较强的维护高油价的意愿，此前缓慢增产的行动也说明了这一点。最后，建议投资者重点关注俄乌冲突，我们建议投资者配置少数虚值看跌期权以保护自己的头寸。

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

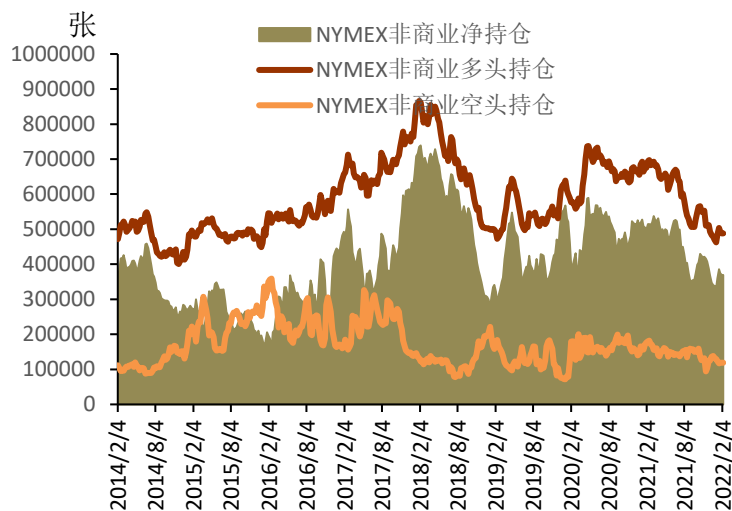
六、WTI 非商业持仓情况

2021 年上半年五大油基金净多头寸整体保持增长，但下半年净多头寸逐步下降，尤其是年底降幅较为明显，但 2022 年年初，五大油基金净多头寸再度回升。而从五大油基金多空持仓比来看，在 2021 年 1-10 月持续上升，但年底显著下降。整体上，预计 2022 年一季度在市场看多氛围下，基金净多头持仓将延续回升，但二季度以后，随着宏观、流动性及原油供需压力逐步显现，基金看多热情将有所消退。

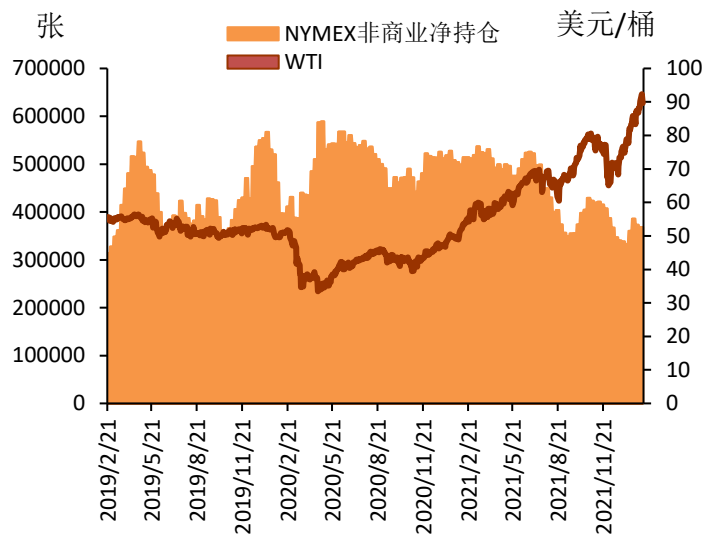
七、油价市场结构

2021 年在原油近端合约持续上涨的推动下，原油月差结构连续走升，整体维持 Back 结构且幅度持续加深，11 月份以后，随着原油近端合约的大幅回落，原油月差结构也在快速收缩，Back 幅度明显收窄，但 2021 年年底及 2022 年年初月差结构再度走强。2022 年在预期原油供需结构将转弱背景下，预计二季度以后原油月差结构有可能再度走跌，且可能转为 Contango 结构。

图表 13 WTI 非商业持仓

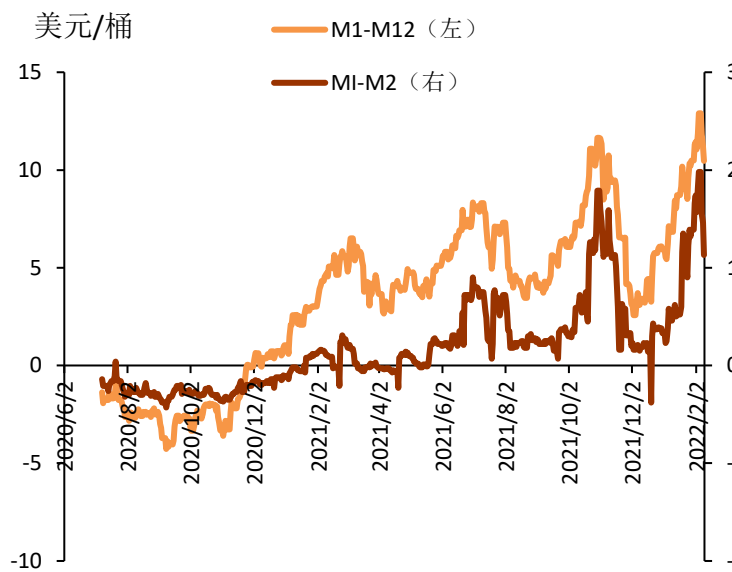


图表 14 WTI 与净持仓的关系

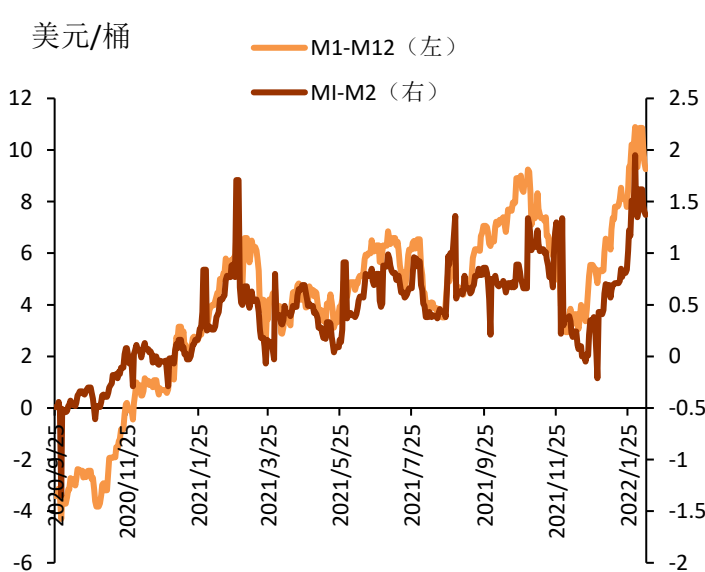


数据来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

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。同时美国主要页岩油产量依然保持稳定，随着油价上涨产量缓慢增加。但地缘政治的影响占据主导，俄罗斯可能受到制裁和伊朗可能结束制裁，都在影响供应的预期。短期来看，原油供应有着较高的不确定性。

● 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不确定程度高，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，俄罗斯随时可能被制裁。中期看，油价或有大幅震荡的可能。短期看油价或得到支撑。

风险提示：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。