

2022年3月9日

星期三



俄乌冲突主导

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，总体来看供应处在偏紧状态。

●需求端

欧美本轮疫情高峰基本告一段落，需求持续复苏，高频数据继续好转，地面交通流量也在逐步恢复到疫情冲击前的水平。需求正在企稳。

●整体来看，油价当前基本处在供应不确定程度高，供应偏紧，需求企稳的状况。OPEC 在中短期内的供应不多，俄罗斯被制裁，也需要考虑伊朗的供应随时可能回归。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、 俄乌局势主导供应预期，欧美制裁影响有待观察.....	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

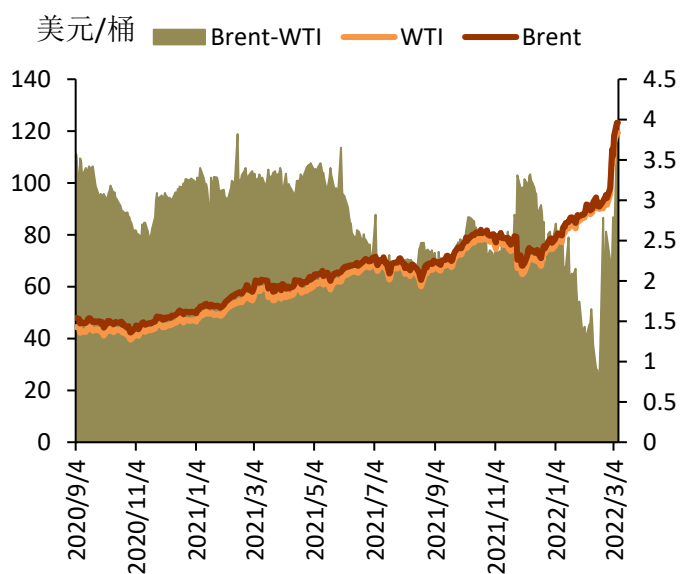
图表 1 WTI 和 Brent 油价走势	4
图表 2 SC 油价走势	4
图表 3 OECD 原油库存	7
图表 4 OPEC 原油产出明细	7
图表 5 OPEC 原油月度产量	7
图表 6 俄罗斯月度产量	7
图表 7 美国原油库存情况	10
图表 8 美国原油进出口情况	10
图表 9 美国原油及活跃钻井数	10
图表 10 美国炼厂开工情况	10
图表 11 海湾国家金融财富将逐步耗尽	12
图表 12 低油价下海湾国家财富使用情况	12
图 13 WTI 非商业持仓	13
图 14 WTI 与净持仓的关系	13
图 15 WTI 跨月价差结构	13
图 16 Brent 跨月价差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

一、原油市场行情回顾

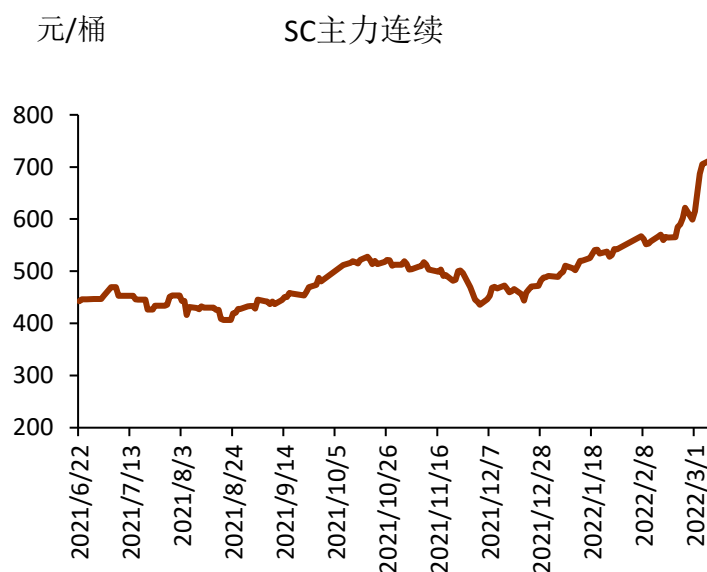
2月，虽然OPEC+产油国继续执行每月调增40万桶/日的恢复产能计划，但部分产油国闲置产能不足，未能达到规定增产额度。并且俄乌局势持续升级，市场担忧供应端受到进一步影响，油价持续冲高。两油均突破100美元关口，SC也刷新上市以来新高。月初，OPEC+中小产油国的产能问题支撑油价上行，此后，俄乌局势持续恶化，虽然在法国的斡旋下俄美两国领导人一度同意展开会晤，地缘溢价有所回落。但22日，俄罗斯宣布承认乌东两个地区独立，俄乌局势再度恶化，月末，俄罗斯正式对乌克兰展开军事行动，布伦特盘中突破100美元。美欧宣布将部分俄罗斯银行移出SWIFT系统，油价继续飙升。

2月份美油由月初86.45美元/桶上涨至月末96.65美元/桶，整月涨幅高达将近12%，并于俄乌正式开战之时高歌猛进冲至100.54美元/桶，为七年以来最高价格；布油主力合约由月初88.22美元/桶上涨至月末的99.22美元/桶，整月涨幅高达将近13%，同样在地缘局势发生突变之时向上冲击到102.26美元/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、英国首相表示英国将“逐步”摆脱对俄罗斯石油和天然气的依赖

英国首相鲍里斯·约翰逊表示，面对俄乌两国之间的紧张局势，英国将要“逐步”摆脱对俄罗斯石油和天然气的依赖。他同时呼吁西方各国要共同努力确保能源替代方案。约翰逊当天

在与加拿大总理特鲁多和荷兰首相吕特会晤之后表示，英国将在未来几天制定新的能源供应战略，并指出英国正在考虑使用更多自己的化石燃料。但他同时强调，英国并没有放弃减少碳排放的承诺。

2、美国国会众议院酝酿法案禁止俄罗斯石油进口

美国国会众议院议长南希·佩洛西当地时间 3 月 6 日表示，众议院正在探索孤立俄罗斯的立法方案，包括禁止俄罗斯石油和能源进口的相关法案。佩洛西在一封信中表示，法案将禁止俄罗斯石油和能源产品进入美国，废除与俄罗斯和白俄罗斯的正常贸易关系，迈出阻止俄罗斯参与世界贸易组织的第一步。同时法案还将授权行政部门提高对俄罗斯进口商品的关税。

3、美国页岩气增长面临成本和设备方面的阻力

根据页岩巨头 EOG Resources Inc. 的数据显示，通货膨胀和对最先进钻井设备的激烈竞争将阻碍美国今年的石油供应增加。该公司首席执行官埃兹拉·亚科布（Ezra Yacob）周五在与分析师的电话会议上表示，“通胀和供应链压力”将把产量增长限制在预期的低端。主要预测机构最近将 2022 年美国石油产量增长预测提高至 75 万桶-100 万桶/天。首席运营官 Billy Helms 表示，大多数最好的钻机和水力压裂设备都已经在租赁中，“市场上没有多少新设备可以投入市场。”

4、沙特主权财富基金考虑出售 900 亿美元沙特阿美股份

据报道，沙特阿拉伯的主权财富基金正在研究如何将其在世界上最大的石油公司沙特阿美所持约 900 亿美元(667 亿英镑)的股份变现。据彭博社首次报道，这家公共投资基金正在权衡其选择，因为沙特阿美正在寻求资金来实施其雄心勃勃的投资计划。该基金目前持有沙特阿美约 4% 的股份，一直在邀请顾问推介期权。据知情人士透露，目前正在讨论的途径包括全部或部分出售所持股份，或通过将所持股份作为贷款或可转换债务工具的质押来筹集资金。

5、2020 年欧盟的石油和原油消费创下历史新低

欧盟统计局表示，2020 年的疫情限制措施将欧盟的石油和原油消耗降至 30 年来的最低水平。欧盟统计局表示，该地区石油和原油产品的最终消费量创下了有史以来的最大降幅，在短短一年内下降了约 10%，至 3.1 亿吨石油当量（Mtoe）。2020 年 3 月，欧盟各国政府开始限制人们的行动，以遏制疫情传播，导致柴油和汽油等运输燃料的消费量大幅下降。2019 年，煤油型喷气燃料在航空领域的使用量达到了 4820 万吨的绝对高点，但由于旅行限制迫使航空公司取消航班，2020 年的使用量下降了 56% 以上。在能源和非能源使用方面，卢森堡的石油和原油产品消费降幅最大，较 2019 年下降了 21%。

6、美国石油产量要到 2023 年才会达到疫情前的高点

尽管原油价格已逼近每桶 100 美元，但美国石油产量要到明年早些时候才能达到疫情前的高点，因通货膨胀和产量停滞阻碍了石油行业的复苏。这是行业咨询公司 ESAI 分析师伊丽莎白·墨菲的说法。虽然墨菲估计，美国今年的日产量将增加 90 万桶，但她指出，成本上升和钻井问题是阻碍经济进一步增长的因素。新钻井数量跟不上完井数量，而完井是石油开始流动之前的最后一步。墨菲在一次网络研讨会上表示，保持新钻井的良好记录对于维持和提高产量是必要的。

7、韩国盼与伊朗恢复石油合作，将归还 443 亿冻结资金

进入 2022 年 2 月份之后，伊朗方面传来消息，该国正在等待美国采取实际行动，两国即将化干戈为玉帛。看到伊朗和美国出现“迎来世纪大和解”的苗头，韩国立马就找到伊朗商量能源合作的事情，而印度和欧盟早在 2021 年 5 月就打算采购伊朗原油。韩国代表人士表示，韩国方面已经找到伊朗商讨回复石油进口贸易的事情，此外还有美国强制冻结的 70 亿美元（折合约 443 亿元人民币）资金，韩国也打算一并还给伊朗。

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，预计 2022 年全球石油需求将增加 320 万桶/日，达到 1.006 亿桶/日。

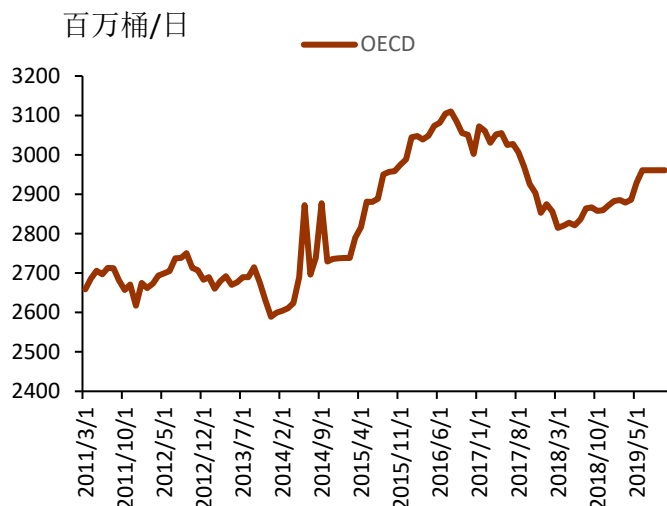
EIA:

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 2022 年同比增加 420 万桶/天（2021 年同增 570 万桶/天）。

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)	Dec 21	Jan 22	Change		Year-to-date	
			Jan 22/Dec 21	%	2021	2022
ORB	74.38	85.41	11.03	14.8	54.38	85.41
Arab Light	75.49	86.15	10.66	14.1	54.78	86.15
Basrah Light	74.09	84.88	10.79	14.6	54.73	84.88
Bonny Light	74.43	86.85	12.42	16.7	55.01	86.85
Djeno	66.66	79.16	12.50	18.8	47.28	79.16
Es Sider	73.35	86.16	12.81	17.5	53.08	86.16
Grassol	75.16	88.28	13.12	17.5	55.84	88.28
Iran Heavy	74.68	85.59	10.91	14.6	54.38	85.59
Kuwait Export	75.38	86.28	10.90	14.5	54.83	86.28
Mery	54.89	63.58	8.69	15.8	37.40	63.58
Murban	74.57	85.11	10.54	14.1	54.93	85.11
Rabi Light	73.65	86.15	12.50	17.0	54.27	86.15
Sahara Blend	75.50	88.21	12.71	16.8	55.08	88.21
Zafiro	74.35	87.28	12.93	17.4	55.07	87.28
Other Crudes						
North Sea Dated	74.10	86.61	12.51	16.9	54.73	86.61
Dubai	73.31	83.34	10.03	13.7	54.76	83.34
Isthmus	68.50	79.55	11.05	16.1	52.06	79.55
LLS	73.83	85.37	11.54	15.6	54.20	85.37
Mars	71.27	81.45	10.18	14.3	53.09	81.45
Minas	72.44	82.96	10.52	14.5	53.00	82.96
Urals	73.14	86.23	13.09	17.9	54.89	86.23
WTI	71.87	83.16	11.29	15.7	52.11	83.16
Differentials						
North Sea Dated/WTI	2.23	3.45	1.22	-	2.62	3.45
North Sea Dated/LLS	0.27	1.24	0.97	-	0.52	1.25
North Sea Dated/Dubai	0.79	3.27	2.48	-	-0.03	3.27

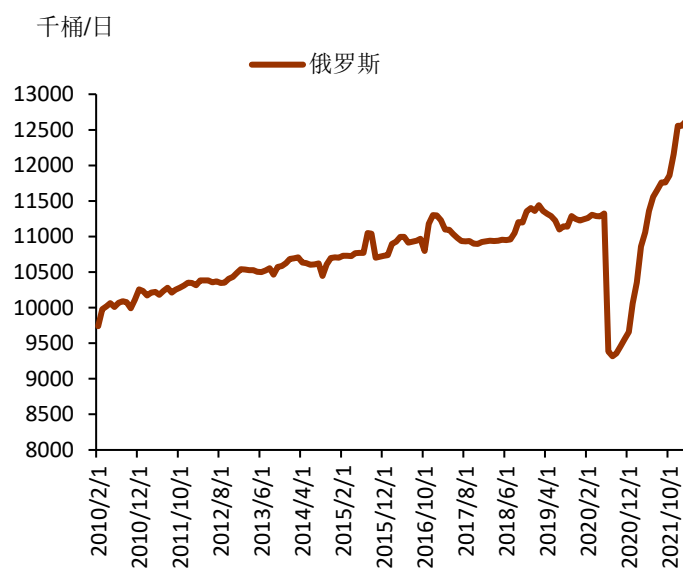
Sources: Argus, Direct Communication, OPEC and Platts.

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，因俄乌冲突而一度突破 100 美元关口，甚至上及 120 美元的油价将成为页岩油增产的最重要动力。

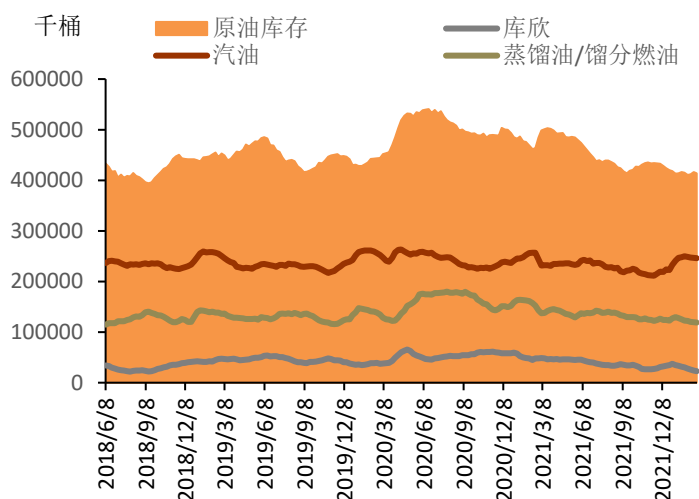
除了价格之外，页岩油的产量还受制于另一个因素，就是美国市场提供的资本支持。因为页岩油不是马上投入就能够有产出的，而是需要在大量资本投入之后半年以上的时间才能够有产出。如果这段时间油价发生根本性的逆转，那么资本提供者也会有损失。上两轮页岩油的蓬勃兴起都离不开资本的支持，2010-2014 年低廉的融资成本使得生产商能够大幅负债扩张，在上一轮 2014-2016 年低油价环境中，开采成本被大幅压缩，石油巨头率先从熊市中恢复，依靠集中在“SweetSpot”区域开采，技术进步和产出效率的提升，页岩油产量在 2017-2019 年间实现翻倍的增长。目前开采成本虽仍有下滑但空间已经有限，页岩油在新冠疫情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。

资本市场此前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。但是俄罗斯因为受到越来越强的制裁，使得资本市场减少了这方面的担心。但是美国和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可能受到影响。在发生了疫情过去几年，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%。这些数据还没来得及因俄乌战争而更新，预计实际投资增长会更高得多。

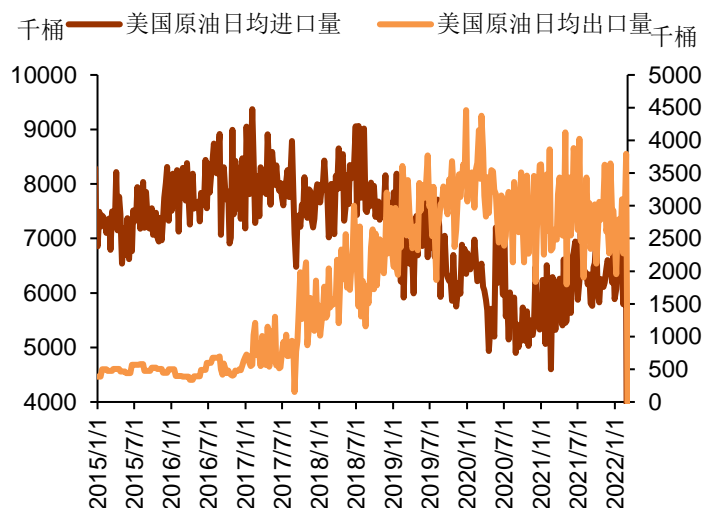
从 EIA 的预测来看，到 2023 年，美国石油日均产量将达到 1260 万桶，高于此前估计的 1241 万桶。目前 1230 万桶/天的年度历史最高纪录是在 2019 年创下的。当前不断刷新新高，甚至一度突破 90 美元关口的油价也支持这一看法，预计 2022 年页岩油产量增速将小幅提升，但增速仍较慢。在上一轮页岩油增产周期中，大量中小型页岩油企业依靠债券或资本市场融

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，也很难迅速恢复到页岩油繁荣的水平。总体而言，俄乌战争带来的利好会增加页岩油的投资，我们并不认为页岩油的产能会迅速大幅增加，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

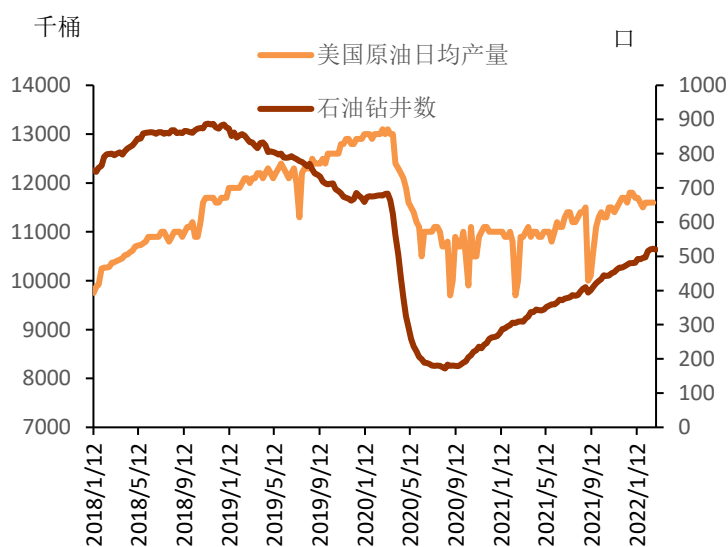


图表 8 美国原油进出口情况



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、俄乌局势主导供应预期，欧美制裁影响有待观察

2月26日，欧美联合声明称将对“选定”的俄罗斯银行进行制裁，禁止其接入环球银行金融电信协会（SWIFT）全球银行间支付系统。有些投资者甚至认为这会让油价飙升至300美元一桶以上。毕竟全市场每天的原油产量在1亿桶左右，而俄罗斯的产量在1000万桶，出口量又有450万桶左右的级别。并且，投资领域往往是边际供需决定价格，往往3%左右的供需变动就可以引起价格50%以上的波动。比如2014年的原油，供需边际变动仅仅2%，价格就下跌了60%。

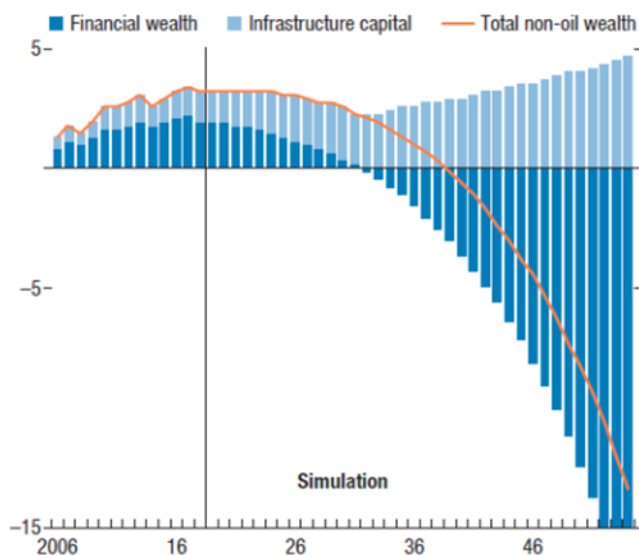
关于俄罗斯被踢出SWIFT的情况，我们可以参考之前的伊朗。2011年12月31日，奥巴马签署法案，对伊朗中央银行展开制裁，禁止任何与伊朗央行有交易往来的企业与美国金融机构之间的贸易。2012年1月下旬，欧盟跟随美国开始制裁伊朗，禁止成员国从伊朗进口石油并对伊朗中央银行实施制裁，正在执行中的原油采购合同必须在2012年7月前中止。2012年3月，SWIFT切断了受欧盟制裁的伊朗金融机构与SWIFT系统间的联系。美国欧盟联合石油禁运以及经济制裁使伊朗石油行业受到重创，2012年伊朗原油日均产量297.5万桶日，同比下降64.19万桶日，降幅17.75%，2013年产量269.22万桶，较2011年下降92.47万桶日，原油出口也减少近100万桶日。当时，为弥补市场供应缺口，利比亚、美国等国家大幅增产，基本补足了伊朗供应缺口。2018年5月，美国单方面退出伊核协议，SWIFT再次宣布中止伊朗部分金融机构使用这一系统。美国5月9日宣布退出伊核协议到缓冲期结束的180天内，伊朗产量降幅52.7万桶日，而全球主要产油国供应增幅达147.2万桶日。且由于各国过度增产，叠加美国10月给与了部分伊朗原油出口豁免，油价反而大幅回落。

当然，俄罗斯和伊朗的情况有所不同。俄罗斯的原油出口量远超伊朗，而且目前OPEC+除了沙特、阿联酋、伊朗、伊拉克以及科威特外的绝大部分国家不仅没有足够剩余产能，连足额生产都难以达成。美国甚至寻求和伊朗谈判解除伊朗方面的制裁，甚至解除委内瑞拉方面的制裁。而且，即便是对所有俄罗斯银行进行了SWIFT接入禁止，俄罗斯银行业可以使用其他信息传递系统，比如电传以及俄罗斯自行开发的SPFS支付系统有望，此外，俄罗斯也可以通过中国的CIPS人民币跨境支付系统进行能源贸易，从而避开SWIFT系统以及美元结算。

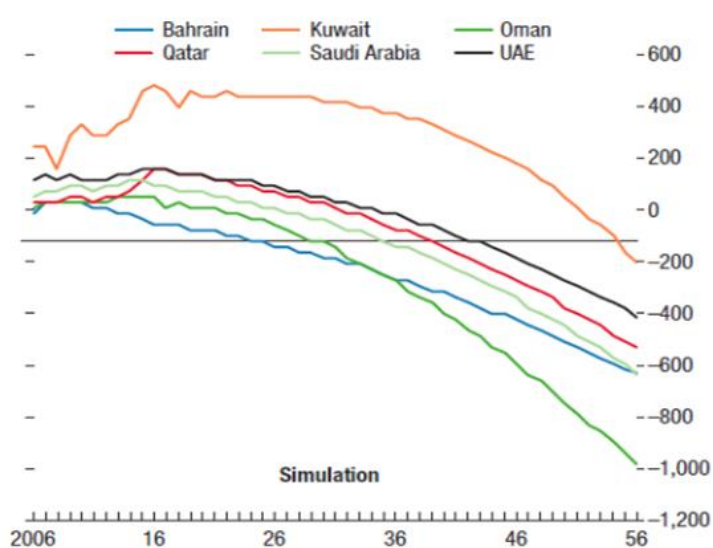
此前俄乌冲突尚未造成实际的供应中断，主要影响体现在俄罗斯乌拉尔原油买家因为担心制裁而避开乌拉尔原油的采购，从而导致乌拉尔原油对DatedBrent的贴水达到了创纪录的12美元/桶，印度增加了近600万桶的乌拉尔原油采购，是日常采购量的3倍以上。但据最新情况，美国总统乔·拜登宣布美国将禁止进口俄罗斯能源，美国方面为履行现有合同提供45天的时间，英国则表示跟进将在今年年底前逐步停止俄罗斯石油进口。德国在之前表示不参与对俄罗斯的下一轮制裁。美国能源部长格兰霍姆呼吁全球所有生产商增加能源供应；并强调在禁止进口俄罗斯能源的问题上，没有要求美国的盟友采取与美国相同的措施。总体而

言，我们还是倾向于认为欧美当前对俄罗斯的制裁影响力度虽然在扩大，并不是完全和当年伊朗的情况一样。

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

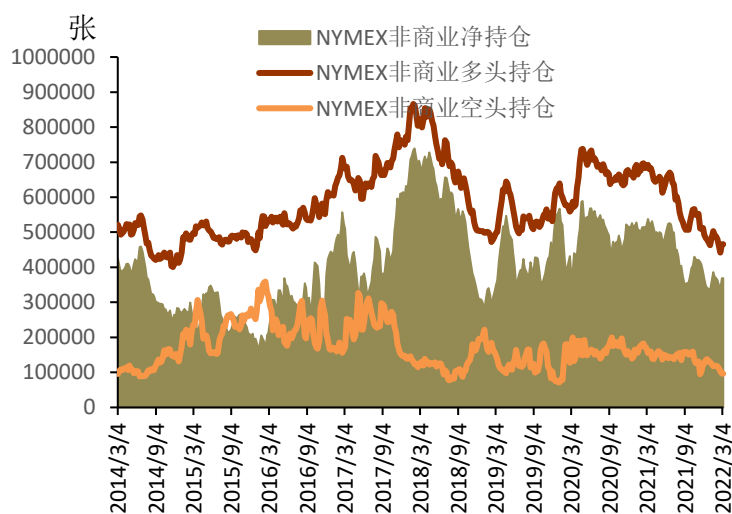
六、WTI 非商业持仓情况

步入 2022 年 2 月以来，受益于 OPEC+产油国增产力度不及预期，同时东欧和中东地区地缘政治因素持续发酵，导致油市供应偏紧预期得到显著增强，虽然国际油价持续走强，且权威机构集中看多，但基金净多持仓再次陷入停滞，对于过高的油价，已经限制了资金的配置兴趣，这与投行积极看涨油价反差明显。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维持在 34.81 万张，为连续第四周萎缩，周环比回落 15290 张，表明投机市场看多油价的信心明显减弱，多头在逐步获利了结增强，做多油价的人气逐渐下降。

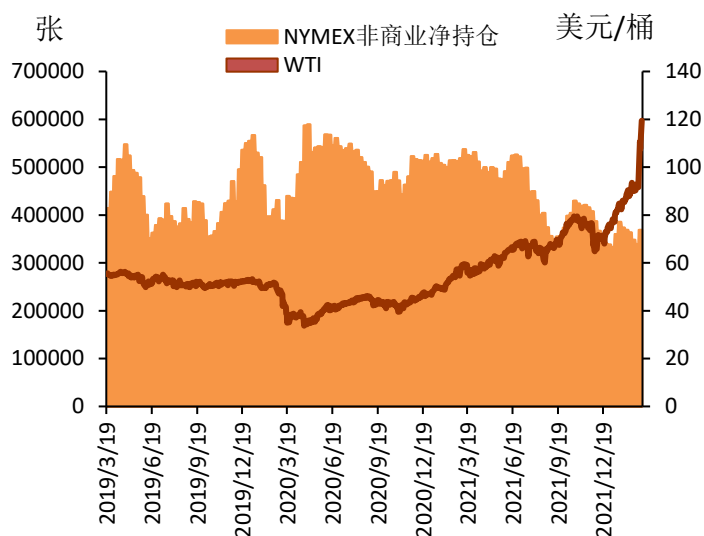
七、油价市场结构

从近期原油市场的市场结构来看，布伦特原油涨幅是最为显著的，布伦特对 WTI 原油以及 Brent-DubaiEFS 在近一周内大幅飙升，同时布伦特近月价差以及 DatedBrent 实货贴水也出现较大幅度上涨。主要是因为俄乌冲突以及欧美制裁已经威胁到了欧洲原油现货市场。

图表 13 WTI 非商业持仓

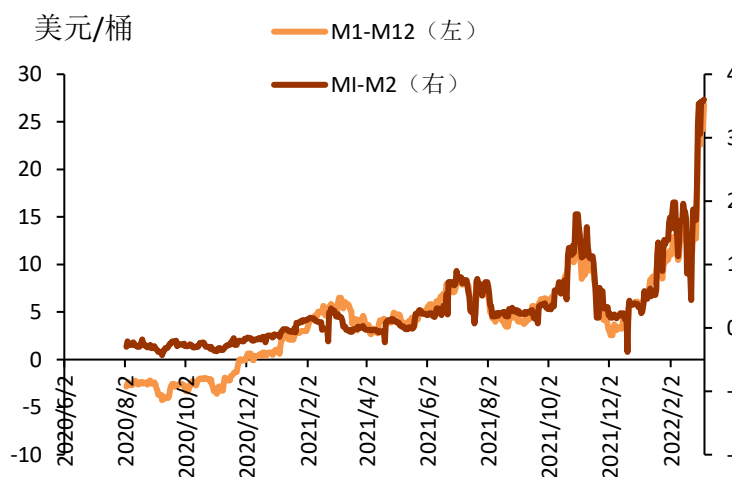


图表 14 WTI 与净持仓的关系

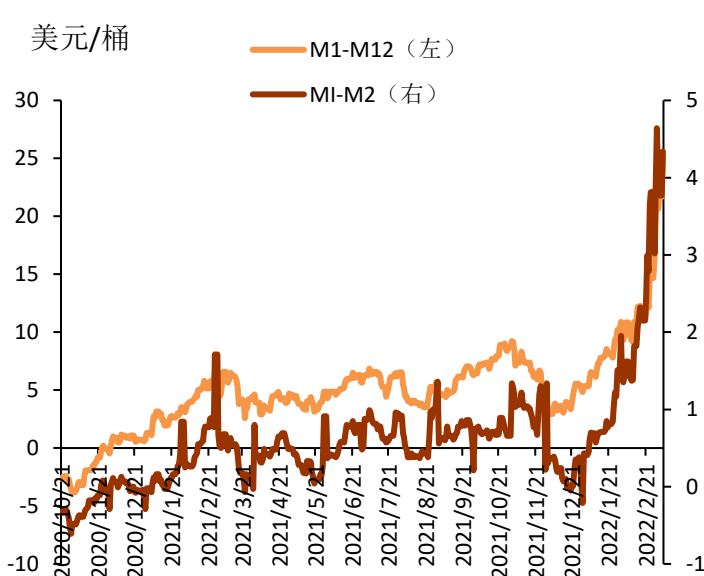


数据来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

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，总体来看供应处在偏紧状态。

● 需求端

欧美本轮疫情高峰基本告一段落，需求持续复苏，高频数据继续好转，地面交通流量也在逐步恢复到疫情冲击前的水平。需求正在企稳。

● 整体来看，油价当前基本处在供应不确定程度高，供应偏紧，需求企稳的状况。OPEC 在中短期内的供应不多，俄罗斯被制裁，也需要考虑伊朗的供应随时可能回归。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。