

2022年6月9日

星期四



欧盟对俄制裁落地

油价或高位震荡

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 延续原有的框架，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，俄罗斯受到欧盟第六轮的制裁。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

欧美经济复苏势头放缓，中国需求在上海解封之后逐步恢复。需求总体企稳，同时也受到美联储加息的压制。

●整体来看，油价当前基本处在供应偏紧且存在较大不确定性，需求企稳的状况。OPEC 在中短期内的供应不多，欧盟对俄制裁效果有待观察。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.....	5
三、 全球原油供需情况.....	6
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，欧佩克增产力度较小.....	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

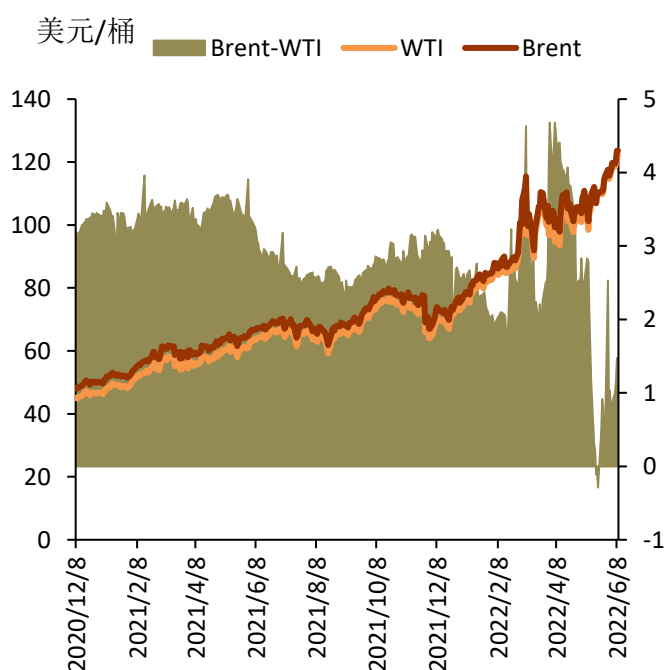
图表 1 WTI 和 Brent 油价走势	4
图表 2 SC 油价走势	4
图表 3 OECD 原油库存	7
图表 4 OPEC 原油产出明细	7
图表 5 OPEC 原油月度产量	7
图表 6 俄罗斯月度产量	7
图表 7 美国原油库存情况	10
图表 8 美国原油进出口情况	10
图表 9 美国原油及活跃钻井数	10
图表 10 美国炼厂开工情况	10
图表 11 海湾国家金融财富将逐步耗尽	12
图表 12 低油价下海湾国家财富使用情况	12
图 13 WTI 非商业持仓	13
图 14 WTI 与净持仓的关系	13
图 15 WTI 跨月价差结构	13
图 16 Brent 跨月价差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

一、原油市场行情回顾

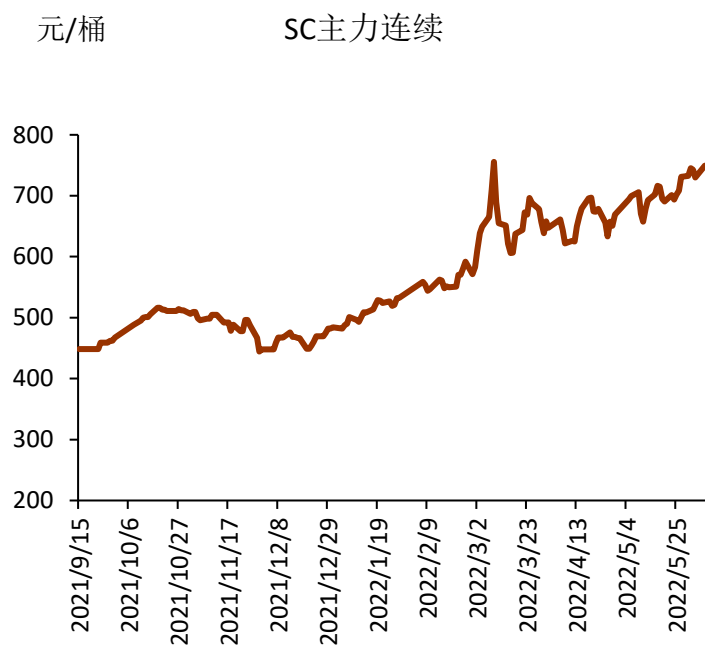
受 2022 年 5 月初美联储加息 50 个基点并宣布在 6 月启动缩表进程的利空影响，叠加多个权威机构下调今年全球经济增速以及原油需求预期，从而导致国内外原油期货价格一度出现回落。不过在俄乌战事持续深化以及 OPEC+产油国增产力度不及预期等利多因素提振下，国内外原油期货价格重新回归震荡上扬的趋势。中下旬，俄乌谈判陷入停滞，欧盟计划分阶段禁运俄罗斯原油，国内部分地区放松新冠疫情封控，欧美成品油市场供应紧张，供应忧虑支撑油市，而全球经济放缓忧虑加剧震荡，国际原油呈现高位震荡。目前来看，原油市场多空分歧加剧，预计后市国内外原油期货价格仍将维持高位震荡运行的格局。

国内外原油期货价格出现震荡上行的态势。截止月末，INE 原油上涨 13.54%，WTI 原油上涨 10.10%，布伦特原油上涨 8.52%。

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、欧盟达成对俄“禁油令”，自俄罗斯进口石油将被削减 90%

5月30日晚，欧洲理事会主席米歇尔在社交媒体上表示，欧盟已就对俄实施石油禁运达成共识。米歇尔称：“欧盟达成协议，决定禁止从俄罗斯进口石油。该措施直接涉及从俄罗斯进口石油总量的三分之二。”米歇尔还证实，欧盟各国领导人同意将俄最大银行俄罗斯联邦储蓄银行（Sberbank）排除在环球银行间金融通信协会（SWIFT）之外，并将3家俄罗斯国家媒体列入“黑名单”，禁止俄罗斯3家电视台在欧盟广播等等。

2、美参议院批准 NOPEC 法案，美国要对产油国下手“反垄断”

美国参议院司法委员会本月刚刚批准一项名为 NOPEC（禁止石油生产或出口卡特尔）法案。俄罗斯卫星通讯社称，如果该法案最终被签署为法律，美国将能以违反垄断法为由起诉产油国。具体而言，美国司法部长将有权在联邦法院起诉欧佩克或其成员国，俄罗斯等其他产油国也可能被针对。该法案还认定其他国家“联合限制石油开采和给石油定价的行为”为非法行为。此前二十多年间，法案多次被提出，但一直未能在国会正式通过。目前美国通胀已经达到数十年来的高位，能源价格飙升是通胀数据涨破纪录的重要推手。阿尔及利亚《东方报》称，美国针对欧佩克的新法案有浓重的政治因素，旨在打压产油国的油价，控制石油领域的话语权，改变和重塑国际石油格局等。七国集团8日针对俄乌冲突召开会议，会后承诺逐步摆脱对俄罗斯石油的依赖，但并未在声明中说明具体方式。

3、美国页岩行业或将从亏损转向获得创纪录现金流

彭博社援引德勤的估计，由于2014年以来的最高油价和资本支出纪律，页岩领域有望在2022年获得总计1720亿美元的巨额自由现金流。而据德勤早前估计，截至2020年，页岩油气行业自第一次页岩气繁荣以来的15年里，净负现金流已达3000亿美元。

与之前的经济增长周期不同，美国生产商目前正将创纪录的现金流的很大一部分用于提高股东回报，包括更高的股息、特别股息和股票回购。

4、欧盟新一轮对俄罗斯制裁磋商艰难

由于欧洲联盟多个成员国担心新一轮对俄罗斯制裁影响本国能源供应、希望寻求石油供应保障，欧盟内部对制裁的磋商陷入艰难境地。欧盟成员国拟于当地时间5月8日晚些时候讨论对俄罗斯的第六轮制裁草案，内容包括大部分成员国年底前应停止进口俄罗斯石油。草案须成员国一致同意才能通过。匈牙利等多个成员国先前要求获得制裁豁免或能源供应支持。一名不愿公开姓名的欧洲外交官5月8日告诉法新社，目前各国磋商的难点不在于政治，而

是需要向依赖俄罗斯石油的成员国提供“替代资源”保障，“这并不容易”。

5、英国发布最新能源安全战略，谋求更大能源独立

英国近日公布了新的能源安全战略，将加快发展核能、风能、太阳能和氢能，并支持该国国内石油和天然气生产。根据该战略，英国将着重发展核能，到 2050 年，核能发电装机容量将从现在的 7 吉瓦增至 24 吉瓦，届时将满足该国约 25% 的电力需求。

6、亚洲成俄罗斯石油最大买家

据大宗商品市场数据分析公司 Kpler 称，过去一周，有 7400 至 7900 万桶来自欧佩克+产油国的石油处于运输和浮存状态，是 2 月俄乌冲突爆发前的 2700 万桶的两倍多。据这家公司称，亚洲上个月首次超过欧洲成为俄罗斯原油最大买家，而且这一差距将继续扩大。

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。

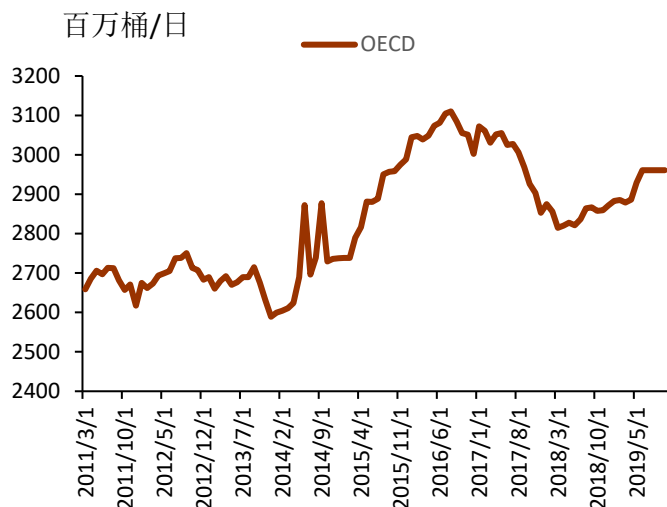
EIA:

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



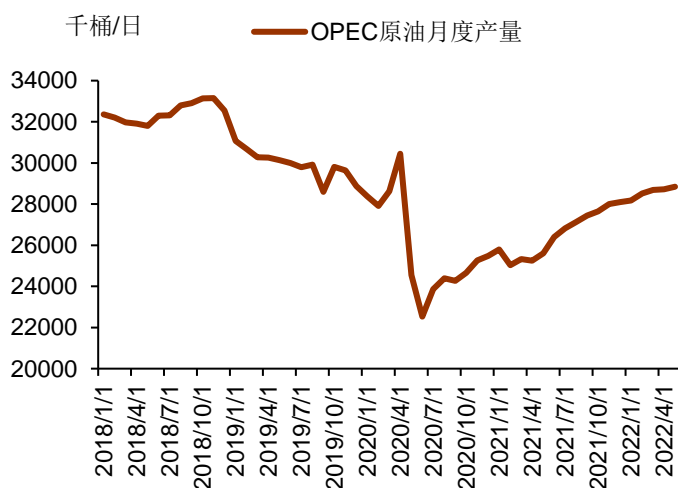
数据来源: IEA, OPEC, 铜冠金源期货

图表 4 OPEC 原油产出明细

OPEC Reference Basket (ORB)	Change				Year-to-date	
	Feb 22	Mar 22	Mar 22/Feb 22	%	2021	2022
ORB	93.95	113.48	19.53	20.8	60.22	98.11
Arab Light	93.82	112.99	19.17	20.4	60.71	98.19
Basrah Medium	92.44	112.21	19.77	21.4	59.37	96.71
Bonny Light	98.76	120.68	21.92	22.2	61.16	102.73
Djeno	90.56	111.30	20.74	22.9	53.62	94.27
Es Sider	98.06	117.90	19.84	20.2	59.37	101.29
Girassol	100.78	121.58	20.80	20.6	61.83	104.15
Iran Heavy	93.04	112.40	19.36	20.8	60.00	97.55
Kuwait Export	93.84	113.28	19.44	20.7	60.55	98.34
Merey	71.02	88.12	17.10	24.1	42.45	74.72
Murban	94.18	112.48	18.30	19.4	60.29	97.78
Rabi Light	97.55	118.29	20.74	21.3	60.61	101.26
Sahara Blend	100.71	121.80	21.09	20.9	61.30	104.19
Zafiro	99.51	120.50	20.99	21.1	61.40	103.04
Other Crudes						
North Sea Dated	98.01	118.75	20.74	21.2	61.07	101.72
Dubai	92.11	110.49	18.38	20.0	60.21	95.84
Isthmus	89.68	107.42	17.74	19.8	57.82	92.73
LLS	94.15	110.80	16.65	17.7	60.21	97.25
Mars	90.01	106.50	16.49	18.3	58.57	93.13
Minas	92.25	111.23	18.98	20.6	59.05	96.02
Urals	94.94	92.59	-2.35	-2.5	60.41	91.24
WTI	91.70	108.52	16.82	18.3	58.06	94.94
Differentials						
North Sea Dated/WTI	6.31	10.23	3.92	-	3.00	6.78
North Sea Dated/LLS	3.86	7.95	4.09	-	0.86	4.47
North Sea Dated/Dubai	5.90	8.26	2.36	-	0.86	5.89

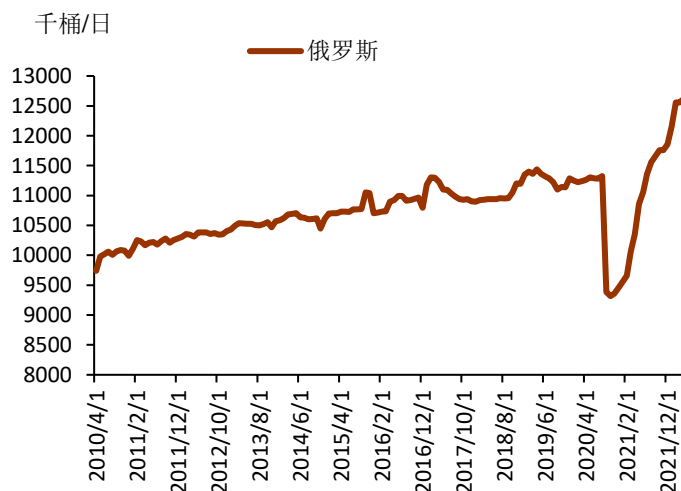
Sources: Argus, Direct Communication, OPEC and Platts.

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

美国原油产量从 2021 年四季度以来出现回升的趋势, 截止今年 5 月底, 美国原油产量达到 1190 万桶/日, 与疫情前的峰值水平相比仍然低约 110 万桶/日, EIA 预计 2022 年美国原油产量将增加 85 万桶/日至 1201 万桶/日; 由于全球原油供给不足, 美国政府宣布结束长达 15 个月的租赁禁令, 恢复在联邦土地上进行油气钻探开采的租契销售, 将提供约 582 平方公里

的土地用于石油和天然气钻探租赁，与禁令前的审批规模相比，土地面积减少了 80%，此外，开采公司还将被要求支付开采价值 18.75% 的特许权使用费，高于此前的 12.5%。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，因俄乌冲突在 100 美元以上高位震荡的油价将成为页岩油增产的最重要动力。

近两年资本支出约束大幅限制了生产商的资本支出规模，2021 年平均资本支出占经营性现金流比例(Capex/CFO)仅 50% 左右，较疫情前近 100% 的比例已显著收缩。根据达拉斯联储最新调查，新井的盈亏平衡对应 WTI 价格平均 50-70 美元/桶，因此限制生产商增产的最大阻力并不是价格，根据调查来看，资本支出约束是生产商不愿增产的最主要因素。经过一轮低油价周期和在持续的能源转型压力之下，生产商有更强烈的意愿维持目前高利润的格局。从市场份额的角度，美国能源独立使得生产商已没有最初急于通过增产来竞争市场份额的迫切意愿。但是，从价格角度，由于地缘冲突所导致的油价上涨主要表现为近端价格的飙升，油价远期曲线变得更加陡峭，对生产商而言，远期价格的上涨远不及近月价格。这也制约了页岩油产量急剧飙升的可能。

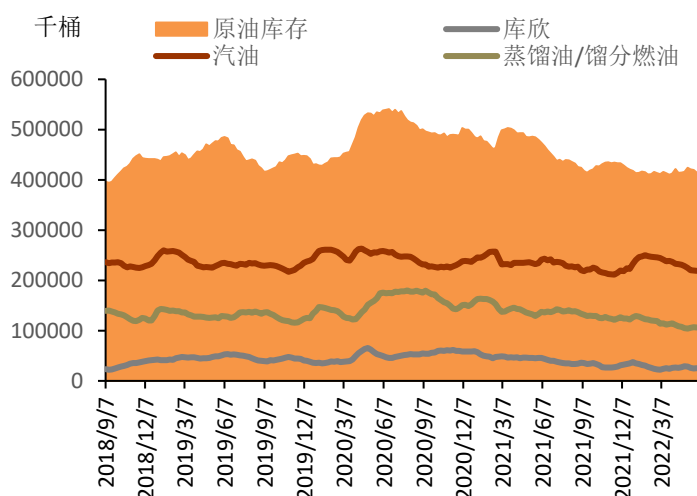
资本市场此前有所顾虑的重要原因在于，页岩油一直在和中东的原油竞争。中东主要产油国原油开采成本很低，基本保持在 10 美元/桶左右，俄罗斯和沙特作为原油的主要生产国，近年来一直在努力调整经济结构，降低对原油出口的依赖。天然气价格的上涨增加了俄罗斯的出口收入，使得俄罗斯和沙特更加理性地控制原油生产节奏，没有特别的紧迫性。但是俄罗斯因为受到越来越强的制裁，使得资本市场减少了这方面的担心。但是美国和伊朗谈判结果始终不能确定。如果中东的原油供给突然增加，那么油价被冲击之后，投入页岩油开采的资本也可能受到影响。在发生了疫情过去几年，上游企业对大规模资本支出更加谨慎，美国页岩油产量增速对油价的敏感度大幅下降。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%。

由于美国许多能源公司继续决心保持股息增长，而不是为额外的勘探提供资金。据美国能源服务公司贝克休斯公布的数据显示，截至 2022 年 5 月 20 日，美国石油活跃钻井平台数量周环比小幅增加 13 座至 576 座，维持在 2020 年 4 月以来的最高水平，并较去年 8 月 14 日低点 172 座，大幅增加 234.88%。尽管北美石油钻井数据继续录得攀升，但原油产量仍然停滞不前。据统计，截止 5 月 20 日当周，美国原油产量月环比回升 10 万桶/日，维持在 1190 万桶/日，为 2022 年 1 月 14 日当周以来次高。整体来看，当前美国页岩油行业恢复仍然缓慢，加之近期恶劣天气的影响，美国页岩油产量增量仍受限。

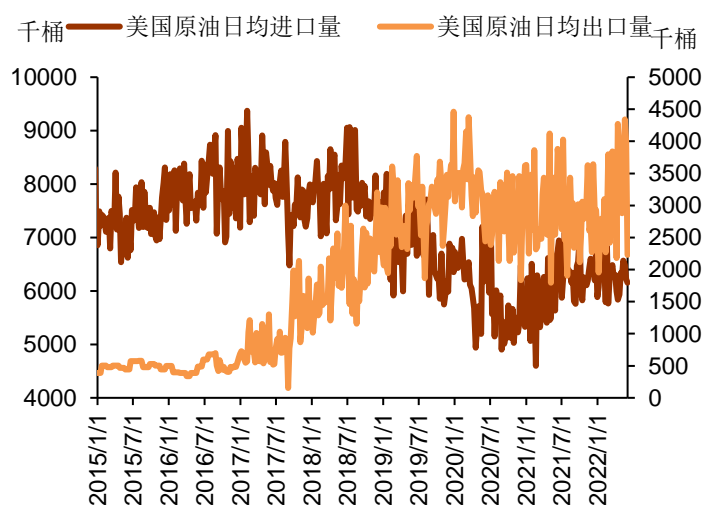
从 EIA 的预测来看，到 2023 年，美国石油日均产量将达到 1260 万桶，高于此前估计的

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，因审批规模有限且收取高昂的特许权使用费，因此该政策的放松对美国页岩油企业上游勘探投资的促进作用相对有限。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

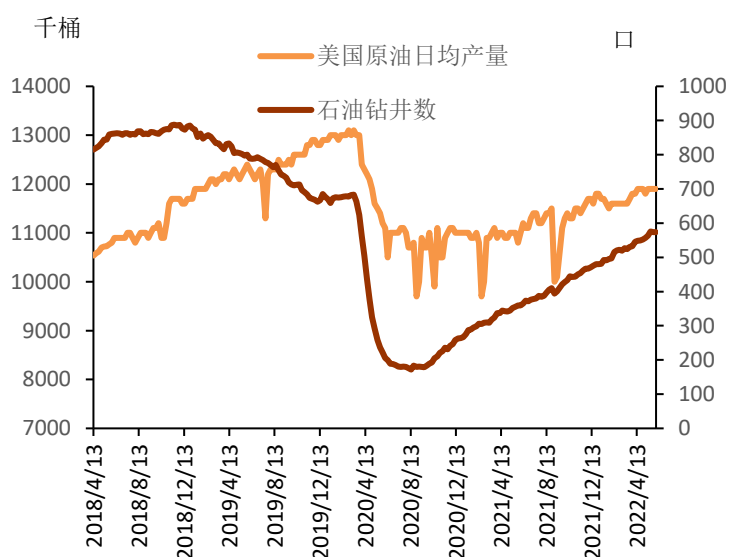


图表 8 美国原油进出口情况



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，欧佩克增产力度较小

从俄乌局势与制裁的情况来看，俄乌之间仍旧处于继续博弈的状态，局势没有出现明显缓和，俄罗斯用天然气作为地缘政治反击武器，提出让欧洲用卢布结算天然气，欧洲方面近期宣布了对俄罗斯第六轮制裁措施，石油领域也包括在内。俄罗斯与欧美双方仍旧在互相出牌阶段，局势仍有可能进一步升级。欧盟将在今年年底前对俄罗斯原油进行禁运，但对部分国家进行豁免，类似此前川普对伊朗实施的石油制裁措施。这一制裁力度某种程度上看，要低于此前市场预期。这也体现了能源依赖依然是欧盟的软肋，由于欧盟对俄罗斯石油的进口依赖程度较大（约 30%），无法在短期内寻找到替代进口来源。

在制裁俄罗斯之后，对于欧洲来说最为紧要的是寻找替代俄罗斯的原油进口来源，我们认为未来或许主要来自欧佩克和美国，一方面，俄罗斯加大对亚洲出口力度之后，会挤出部分欧佩克与美国供应，这部分通过全球贸易再平衡的方式流向欧洲；另一方面，欧佩克在 6 月初的会议上承诺将每月增产计划提高至约 65 万桶/日，而如果伊朗制裁解除，未来能够极大缓和欧盟供应缺口，但总体而言，俄罗斯总出口量下滑部分将代表着全球原油供应的实际缺口增量，在欧佩克现有增产计划以及伊朗制裁不解除的情况下，全球原油供应偏紧的局面将会加剧，而欧洲可能将会取代亚洲成为全球原油进口成本最高的地区，Brent-WTI 以及 BrentDubaiEFS 价差均要拉宽，以保证套利船货能够流入欧洲，而苏伊士河以西的原油要尽可能少的流向亚太。

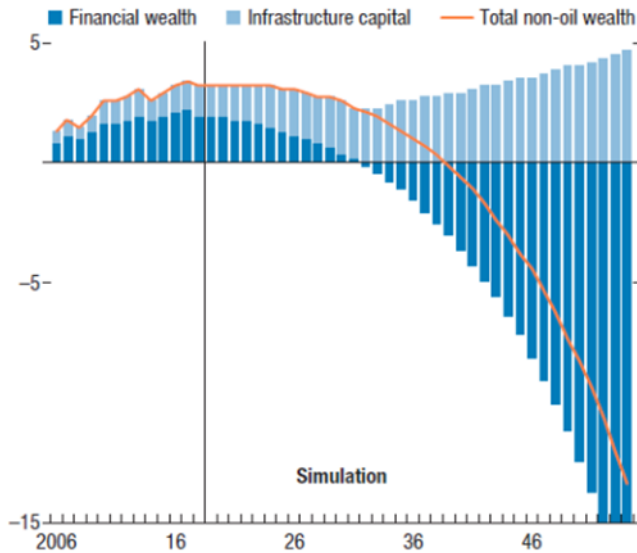
伊朗方面，由于东欧危机加剧，导致俄罗斯原油出口面临中断风险。鉴于欧美国家面临持续攀升的高通胀，为了缓解这种不利局面，适度缓和美国与伊朗的分歧和矛盾，通过释放伊朗原油来填补俄罗斯原油出口中断的风险，这可能是两权相害取其轻的最有利的做法。据 IEA 的预计，伊朗的原油产量在今年年底预计达到 315 万桶/日，同时目前油轮上还储存着来自伊朗的约 7500 万桶原油和凝析油，浮仓水平超过 6000 万桶，在岸库存也有约 6000 万桶。若以美国为首的西方国家宣布解除对伊朗的制裁，伊朗将向市场释放大量供给。

6 月初，以沙特阿拉伯为首的 OPEC+ 组织决定在 7 月和 8 月均增产近 65 万桶/日，远超此前 43.2 万桶/日的增产幅度。产油国组织考虑增产来弥补俄罗斯因制裁所减少的原油产量，但市场上的原油期货交易者与机构对此举的实际效果并不看好；大部分都认为沙特的实际增产幅度会比较温和，而不是声明中的 65 万桶。事实上，即使 OPEC+ 的增产速度增加到 65 万桶/日，该水平仍不足以弥补今年因制裁导致的 200 万桶/日俄油供给缺口。若沙特与阿联酋这两大主力产油国考虑增产，目前来看上述两国下半年能够额外释放的最大极限产量为 209 万桶/日，叠加印度的俄罗斯原油进口增加，仍无法弥补俄罗斯原油出口下降的额度；加之石油需求旺季到来，预计全球原油供需格局短期内大概率仍旧处于偏紧状态。

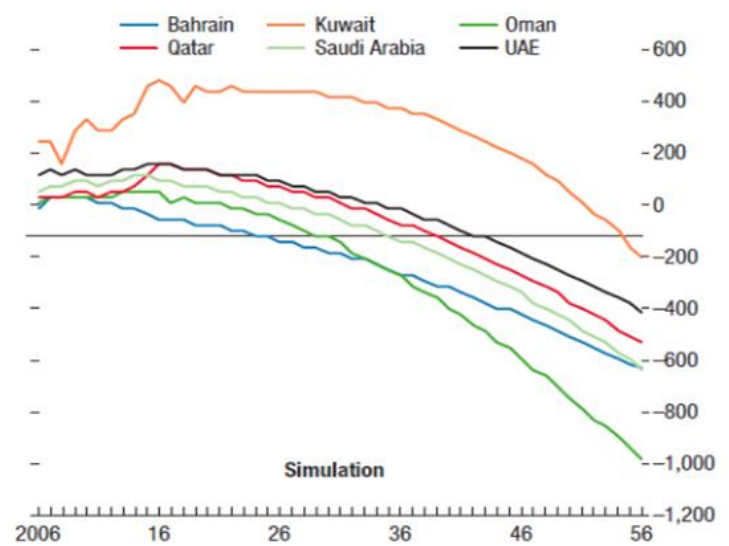
综合来看，OPEC+ 产油国稳步增产，且在调增产油基准线的背景下，原油供应量有望加快增长，不过在俄罗斯受欧美国家能源制裁导致出口下降的拖累下，二季度油市整体供应依

然面临较大的缺口，对原油期货价格形成利多支撑。

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

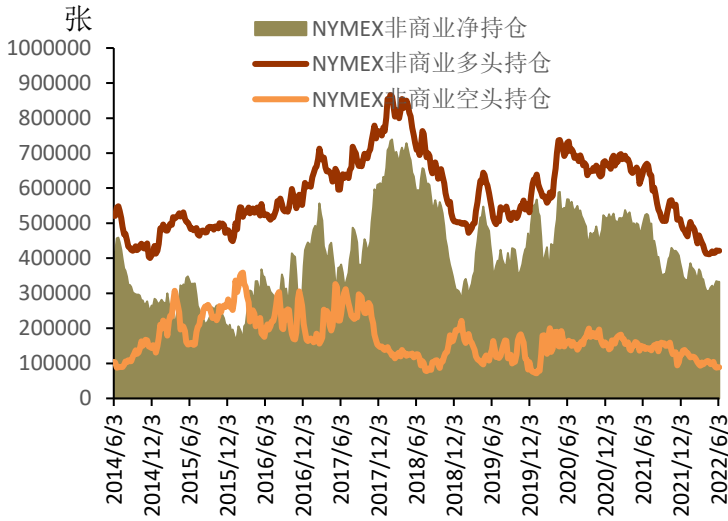
六、WTI 非商业持仓情况

步入 2022 年 5 月以来，随着全球主要权威机构纷纷下调今年世界经济增速，叠加美联储启动加息周期和公布缩表进程，在经济预期下降以及流动性趋紧的双重压力下，抵消了地缘冲突带来的积极因素，多空分歧加剧令国际原油市场看涨热情降温。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 31.08 万张，周环比回落 10898 张，表明投机市场看多油价的信心有所减弱，做多油价的人气逐渐下降。从季度净多持仓量水平来看，2022 年 1 季度 WTI 原油非商业净多持仓量均值维持在 35.41 万张，2022 年 2 季度 WTI 原油非商业净多持仓量均值维持在 31.16 万张，季度环比下滑了 4.25 万张，下滑了 12.00%。截止 5 月下旬，Brent-WTI 价差维持在 0.07 美元/桶。

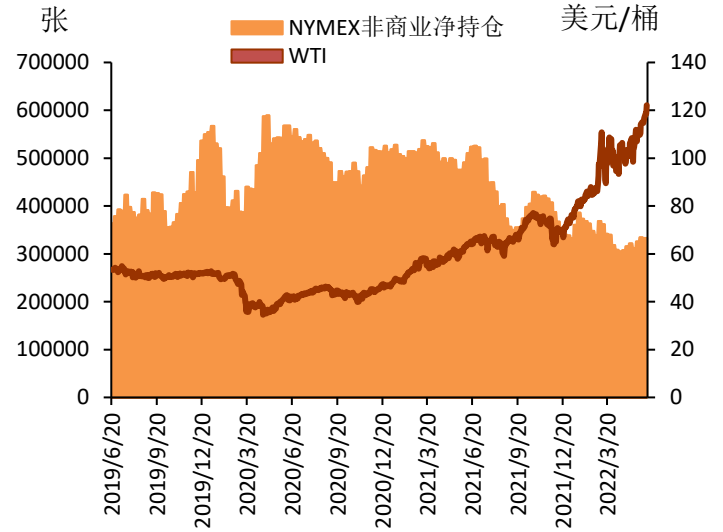
七、油价市场结构

从近期原油市场的市场结构来看，布伦特对 WTI 原油价差先抑后扬，整体依然维持 backwardation 结构，主要是因为俄乌冲突以及欧美制裁的因素。

图表 13 WTI 非商业持仓

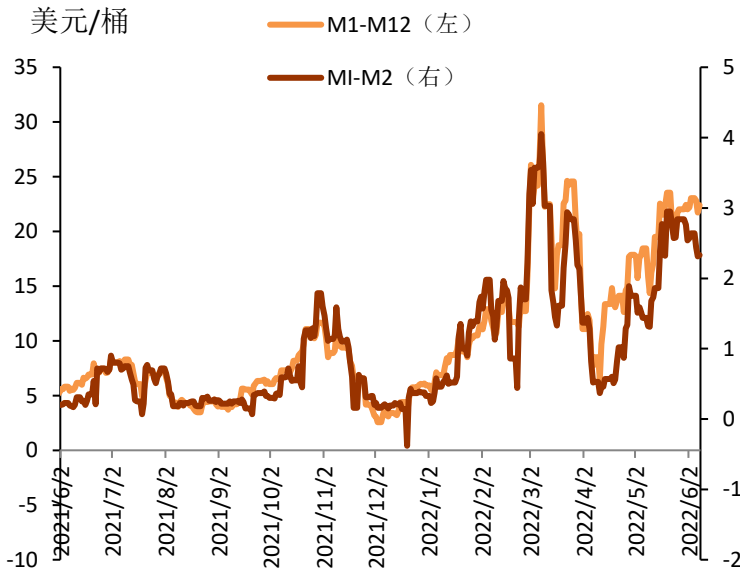


图表 14 WTI 与净持仓的关系

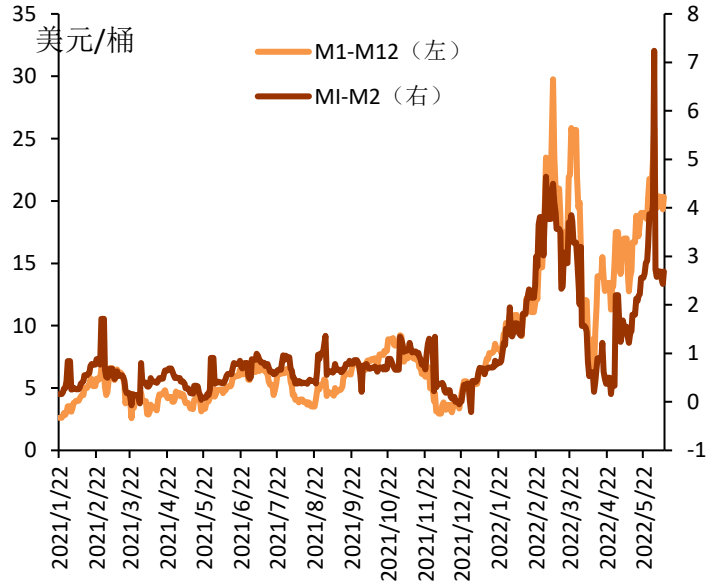


数据来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

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 延续原有的框架，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，俄罗斯受到欧盟第六轮的制裁。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

欧美经济复苏势头放缓，中国需求在上海解封之后逐步恢复。需求总体企稳，同时也受到美联储加息的压制。

● 整体来看，油价当前基本处在供应偏紧且存在较大不确定性，需求企稳的状况。OPEC 在中短期内的供应不多，欧盟对俄制裁效果有待观察。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。