

2022年8月5日

星期五



宏观衰退预期压制

油价或小幅震荡

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 延续原有的框架，即保持相对小幅稳定的增产。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，欧美央行都在加息进程中。中国需求在上海解封之后逐步恢复，但中短期仍有波动。需求总体企稳，同时也受到全球央行加息的节奏压制。

●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，需求相对较稳的状况。OPEC 在中短期内的供应不多，欧盟对俄制裁效果有待观察，还需要观望伊朗核谈判的进展。中期看，油价或有大幅震荡的可能。短期看油价或延续小幅震荡。

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.....	12
七、 油价市场结构.....	12
八、 后期展望.....	13

图表目录

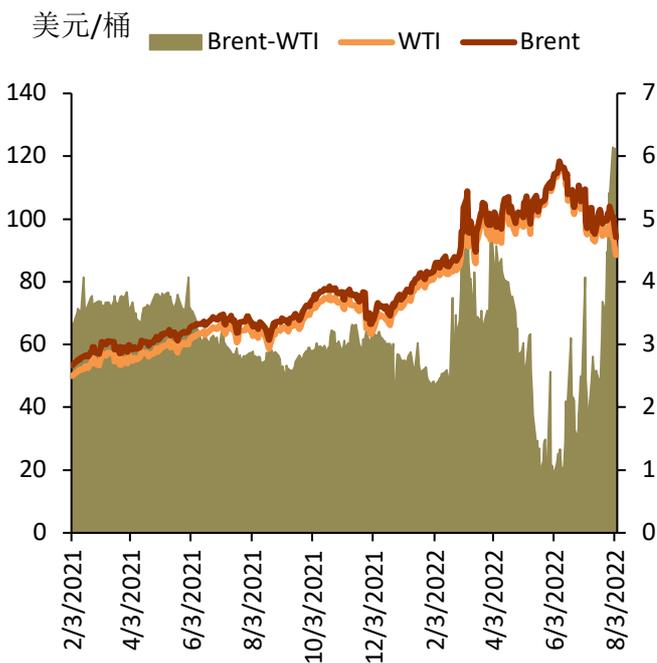
图表 1 WTI 和 Brent 油价走势.....	4
图表 2 SC 油价走势	4
图表 3 OECD 原油库存	7
图表 4 OPEC 原油产出明细.....	7
图表 5 OPEC 原油月度产量.....	7
图表 6 俄罗斯月度产量.....	7
图表 7 美国原油库存情况.....	10
图表 8 美国原油进出口情况.....	10
图表 9 美国原油及活跃钻井数.....	10
图表 10 美国炼厂开工情况.....	10
图表 11 海湾国家金融财富将逐步耗尽	12
图表 12 低油价下海湾国家财富使用情况.....	12
图 13 WTI 非商业持仓	13
图 14 WTI 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

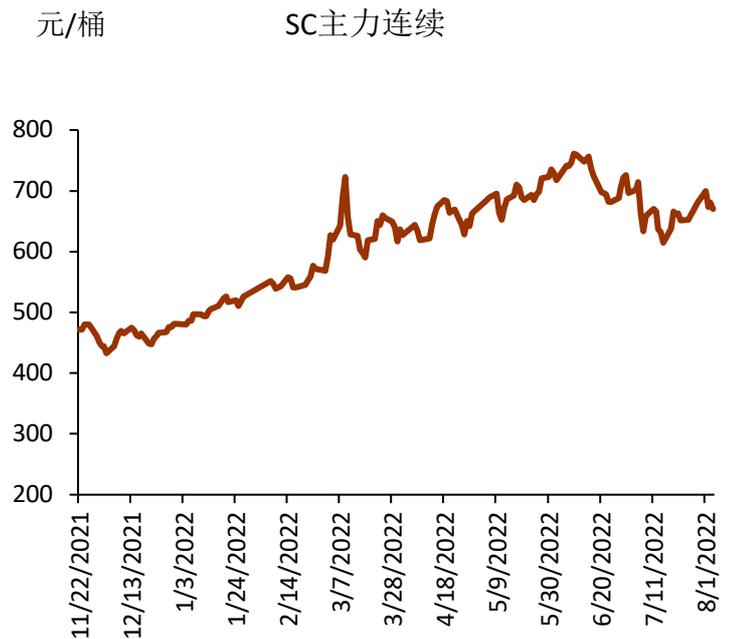
7 月份原油价格震荡下跌为主，主要原因是美联储大幅加息叠加全球经济衰退。前半个月震荡下跌，尽管供应紧缺，但是对经济衰退和能源需求下降的担忧增强，国际油价走弱。随着美联储采取措施大幅加息或收紧货币政策以应对通胀，对经济衰退担忧加剧了对石油需求担忧，美国汽油价格暴涨趋势显示出一些降温迹象。欧佩克对 2022 年世界石油日均需求和非欧佩克供应量估测保持不变，同时预测 2023 年石油需求增长减缓。7 月后半个月油价震荡，拜登将前往中东施压增产的消息逐步发酵，油价继续承压。但拜登的中东之行并未得到沙特的增产承诺。之后，随着 OPEC+产油国在 8 月完成增产目标以后，此前油市供应偏紧优势将完全丧失，而在全球经济衰退的预期下，需求前景也受到挑战，国际油价小幅调整。

国内外原油期货价格出现震荡下跌的态势。截止月末，INE 原油下跌 6.53%，WTI 原油下跌 7.05%，布伦特原油下跌 4.59%。

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、伊朗计划将石油炼化能力提升至 300 万桶/日

在审议第 7 个五年发展规划(2021 年至 2026 年)总体政策时,伊朗确定国家利益委员会责成石油部将该国石油炼化能力提升至不低于 300 万桶/日。会议表示,伊朗应减少销售原油和天然气,而应提高炼化能力,生产并出口具有更高附加值的产品。

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批准一项名为 NOPEC(禁止石油生产或出口卡塔尔)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,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、利比亚石油产量恢复到封锁前的水平

石油输出国组织(OPEC)成员国利比亚政府石油部长表示,该国原油产量已反弹至 4 月初的水平,这一增长可能有助于冷却紧张的全球石油市场。石油部长 Mohamed Oun 在电话采访中表示,产量已攀升至 120 万桶/日。自 4 月中旬以来,产量减少了一半以上,这一水平是一个里程碑。此前,官员本月早些时候与抗议者和部落领袖达成协议,重新开放田地,出口码头基本关闭数月。

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、西方三大油企二季度总利润达 460 亿美元 创历史新高

能源价格高企，埃克森美孚公司、雪佛龙公司和壳牌集团利润创纪录。由于能源价格创 10 多年来的新高，且炼油利润丰厚，西方三大石油公司埃克森美孚公司、雪佛龙公司和壳牌集团今年二季度的利润总和高达 460 亿美元，创历史纪录。

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	
	May 22	Jun 22	Jun 22/May 22	%	2021	2022
ORB	113.87	117.72	3.85	3.4	63.85	105.37
Arab Light	116.44	117.27	0.83	0.7	64.52	106.02
Basrah Medium	111.91	115.56	3.65	3.3	62.97	103.80
Bonny Light	115.07	125.22	10.15	8.8	64.64	109.29
Djeno	105.68	116.11	10.43	9.9	57.47	100.40
Es Sider	113.18	124.96	11.78	10.4	62.96	107.89
Girassol	113.95	127.03	13.08	11.5	65.29	109.94
Iran Heavy	115.48	115.85	0.37	0.3	63.63	105.14
Kuwait Export	116.82	117.26	0.44	0.4	64.31	106.20
Merey	88.07	92.25	4.18	4.7	46.09	81.39
Murban	109.97	117.53	7.56	6.9	63.96	104.32
Rabi Light	112.67	123.10	10.43	9.3	64.46	107.39
Sahara Blend	115.28	128.31	13.03	11.3	64.73	111.05
Zafiro	115.25	127.10	11.85	10.3	65.22	109.69
Other Crudes						
North Sea Dated	113.13	123.56	10.43	9.2	64.92	107.85
Dubai	107.83	112.89	5.06	4.7	63.64	101.93
Isthmus	108.32	113.85	5.53	5.1	61.30	100.24
LLS	111.47	115.52	4.05	3.6	64.16	103.80
Mars	106.71	108.15	1.44	1.3	62.32	99.23
Minas	109.79	115.06	5.27	4.8	62.93	102.82
Urals	81.18	91.61	10.43	12.8	63.91	86.65
WTI	109.86	114.36	4.50	4.1	62.16	101.91
Differentials						
North Sea Dated/WTI	3.27	9.20	5.93	-	2.76	5.94
North Sea Dated/LLS	1.66	8.04	6.38	-	0.76	4.05
North Sea Dated/Dubai	5.30	10.67	5.37	-	1.28	5.92

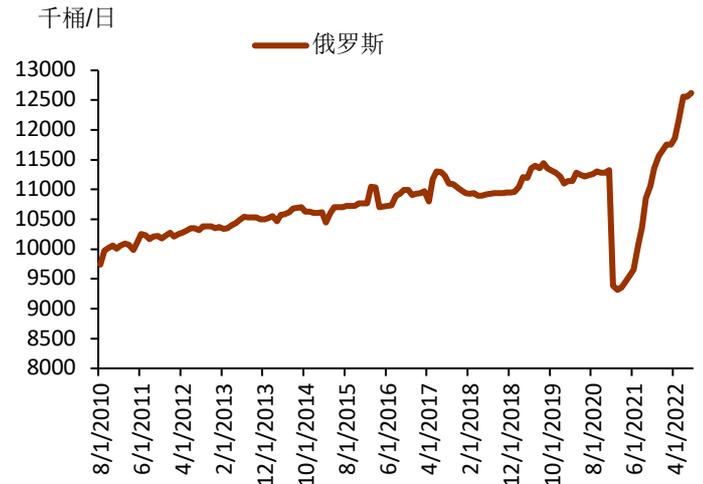
Sources: Argus, Direct Communication, OPEC and Platts.

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 7 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。而近期油价的回调略微削弱了页岩油增产的动力。

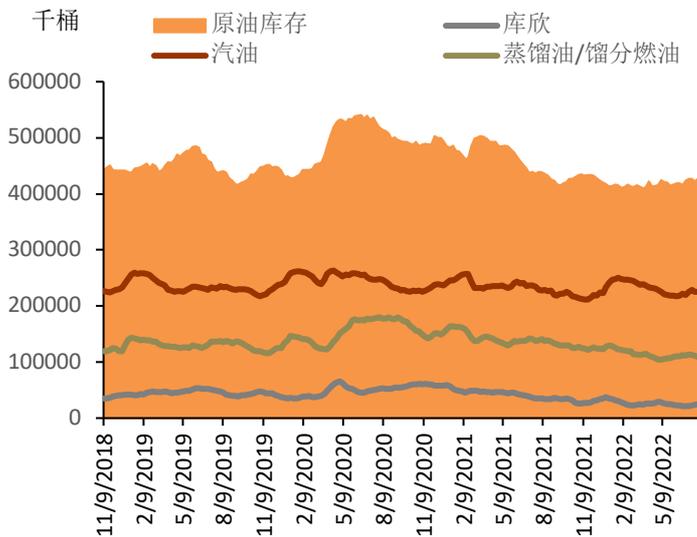
近两年资本支出约束大幅限制了生产商的资本支出规模，2021 年平均资本支出占经营性现金流比例(Capex/CFO)仅 50% 左右，较疫情前近 100% 的比例已显著收缩。根据达拉斯联储最新调查，新井的盈亏平衡对应 WTI 价格平均 50-70 美元/桶，因此限制生产商增产的最大阻力并不是价格，根据调查来看，资本支出约束是生产商不愿增产的最主要因素。经过一轮低油价周期和在持续的能源转型压力之下，生产商有更强烈的意愿维持目前高利润的格局。从市场份额的角度，美国能源独立使得生产商已没有最初急于通过增产来竞争市场份额的迫切意愿。但是，从价格角度，由于地缘冲突所导致的油价上涨主要表现为近端价格的飙升，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

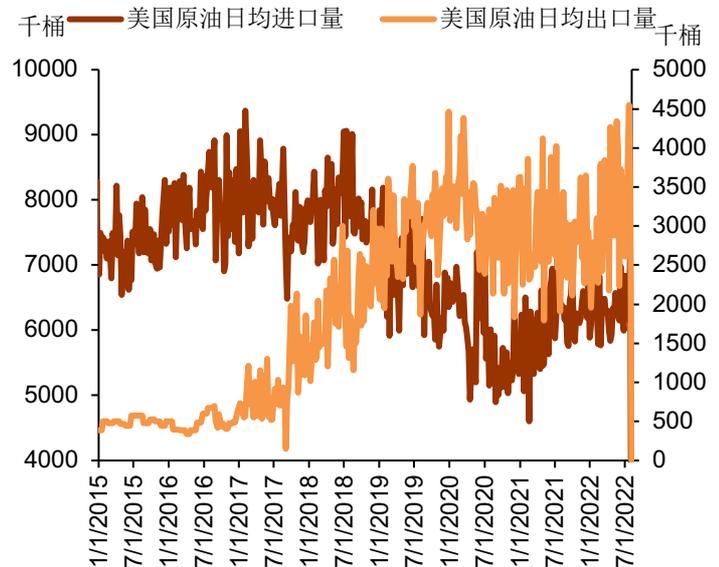
由于美国许多能源公司继续决心保持股息增长，而不是为额外的勘探提供资金。据美国能源服务公司贝克休斯公布的数据显示，截至 2022 年 7 月 20 日，美国石油活跃钻井平台数量周环比小幅增加 13 座至 576 座，维持在 2020 年 4 月以来的最高水平，并较去年 8 月 14 日低点 172 座，大幅增加 234.88%。尽管北美石油钻井数据继续录得攀升，但原油产量仍然停滞不前。据统计，截止 7 月 20 日当周，美国原油产量月环比回升 10 万桶/日，维持在 1190 万桶/日，为 2022 年 1 月 14 日当周以来次高。整体来看，当前美国页岩油行业恢复仍然缓慢，加之近期恶劣天气的影响，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。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。结合当下已有回调的油价，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

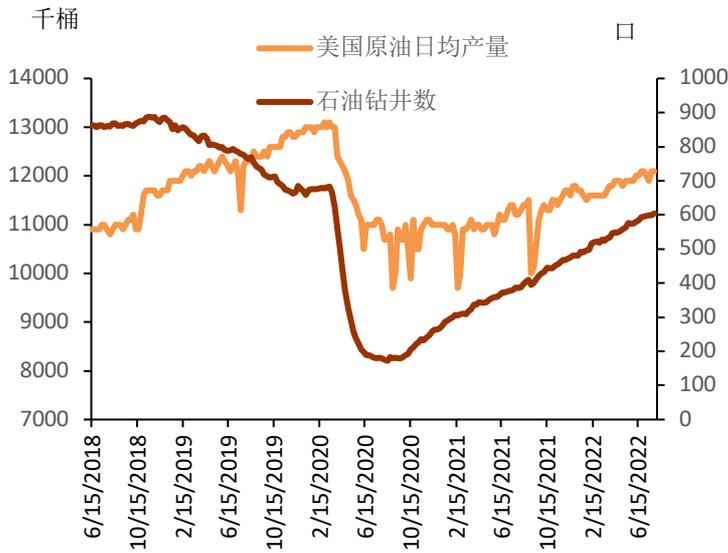


图表8 美国原油进出口情况



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，欧洲方面已经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。这一制裁仍需观察实施的效果。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%），虽然计划重启燃煤发电，但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8月初的会议上承诺将每月增产计划提高至约10万桶/日，而如果伊朗制裁解除，未来能够极大缓和欧盟供应缺口，美国近期宣布和伊朗谈判有所进展，增大了这一可能性。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。

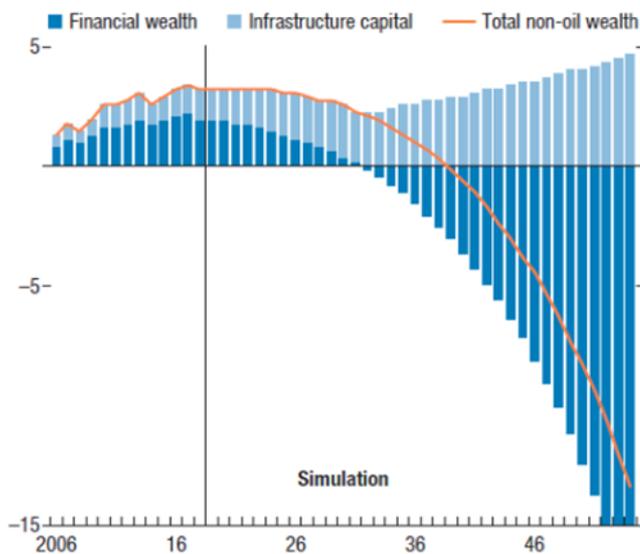
伊朗方面，由于东欧危机加剧，导致俄罗斯原油出口面临中断风险。鉴于欧美国家面临

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。

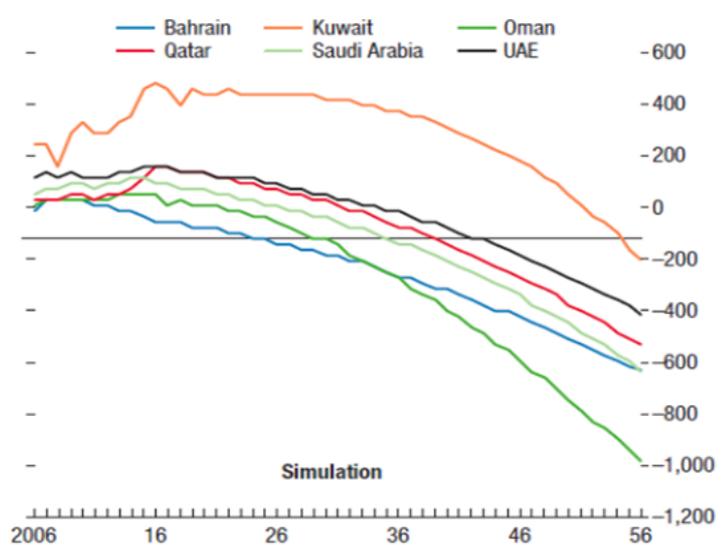
8 月初，以沙特阿拉伯为首的 OPEC+ 组织决定在之后增产 10 万桶/日。产油国组织考虑增产来弥补俄罗斯因制裁所减少的原油产量，但市场上的原油期货交易者与机构对此举的实际效果并不看好；大部分都认为沙特的这次增产幅度低于预期。事实上，OPEC+ 的增产速度增加到 10 万桶/日，该水平仍不足以弥补今年因制裁导致的 200 万桶/日俄油供给缺口。若沙特与阿联酋这两大主力产油国考虑增产，目前来看上述两国下半年能够额外释放的最大极限产量为 209 万桶/日，叠加印度的俄罗斯原油进口增加，仍无法弥补俄罗斯原油出口下降的额度；加之夏天是石油需求旺季，预计全球原油供需格局短期内大概率仍旧处于偏紧状态。

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能源制裁导致出口下降的拖累下，三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

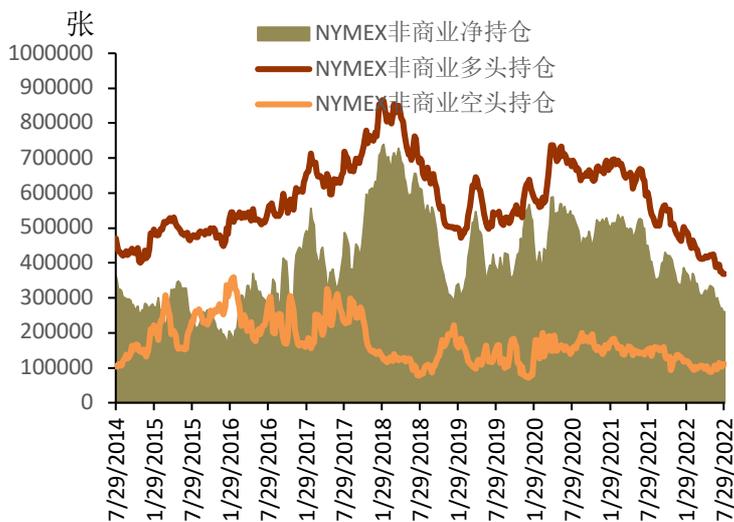
六、WTI 非商业持仓情况

步入 2022 年二季度以来，国际原油由高位振荡模式转为见顶后振荡回落格局，市场看多力量有所回落。据美国商品期货交易委员会(CFTC)近期数据显示，WTI 原油非商业净多持仓量维持在 26.83 万张，周环比回落 12195 张，表明投机市场看多油价的信心继续回落，做多油价的人气逐渐下跌。从季度净多持仓量水平来看，2022 年 2 季度 WTI 原油非商业净多持仓量均值维持在 31.41 万张，3 季度 WTI 原油非商业净多持仓量均值维持在 27.44 万张，季度环比下滑了 3.97 万张，下滑幅度达 12.64%。截止 7 月下旬，Brent-WTI 价差维持在 2.66 美元/桶。

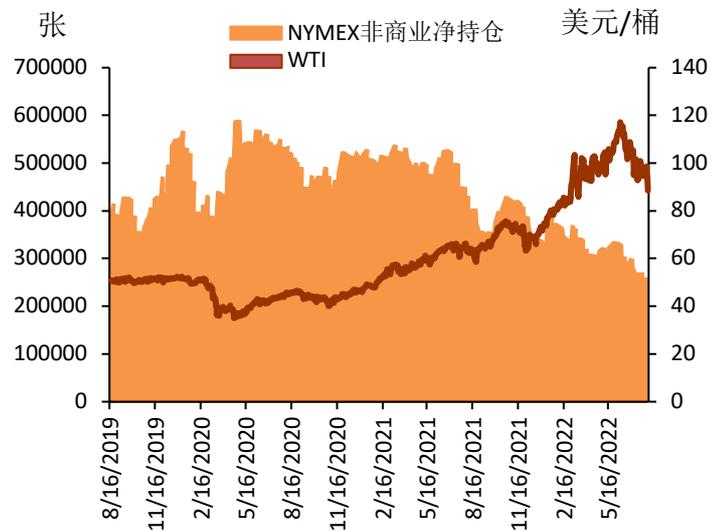
七、油价市场结构

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

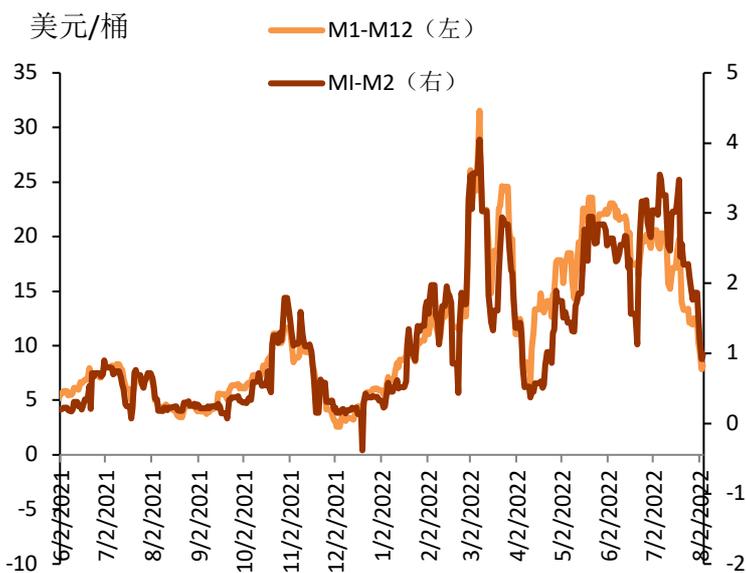


图表 14 WTI 与净持仓的关系

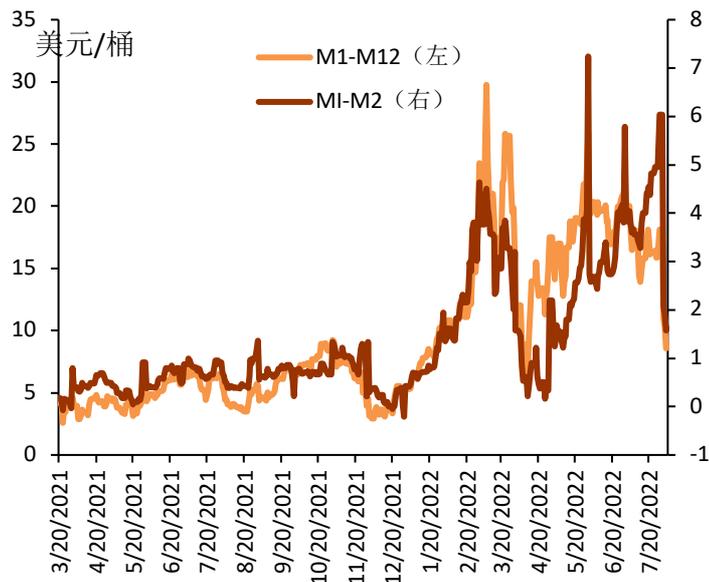


数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

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，即保持相对小幅稳定的增产。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，欧美央行都在加息进程中。中国需求在上海解封之后逐步恢复，但中短期仍有波动。需求总体企稳，同时也受到全球央行加息的节奏压制。

● 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，需求相对较稳的状况。OPEC 在中短期内的供应不多，欧盟对俄制裁效果有待观察，还需要观望伊朗核谈判的进展。中期看，油价或有大幅震荡的可能。短期看油价或延续小幅震荡。

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。