

2022年9月7日

星期三



## 供应不确定性加大

## 油价或宽幅震荡

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 改变原有的框架，转向相对小幅稳定的减产。同时美国主要页岩油产量依然保持稳定，产量缓慢增加。但地缘政治的影响占据主导，俄罗斯受到欧盟的制裁，伊朗随时可能回归市场。短期来看供应处在偏紧状态。中期来看，原油供应有着较高的不确定性。

#### ●需求端

欧美经济复苏势头放缓，欧美央行都在加息进程中。中国需求受到疫情影响，中短期仍有波动。需求总体企稳，大方向上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，油价或有转向的可能。短期看油价或宽幅震荡。

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.....	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

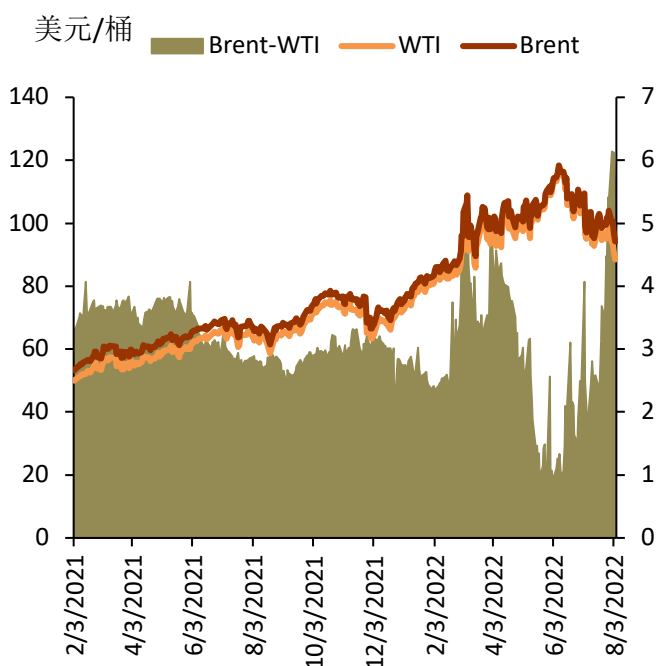
图表 1 WTI 和 Brent 油价走势.....	4
图表 2 SC 油价走势.....	4
图表 3 OECD 原油库存.....	7
图表 4 OPEC 原油产出明细.....	7
图表 5 OPEC 原油月度产量.....	7
图表 6 俄罗斯月度产量.....	7
图表 7 美国原油库存情况.....	10
图表 8 美国原油进出口情况.....	10
图表 9 美国原油及活跃钻井数.....	10
图表 10 美国炼厂开工情况.....	10
图表 11 海湾国家金融财富将逐步耗尽.....	12
图表 12 低油价下海湾国家财富使用情况.....	12
图 13 WTI 非商业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

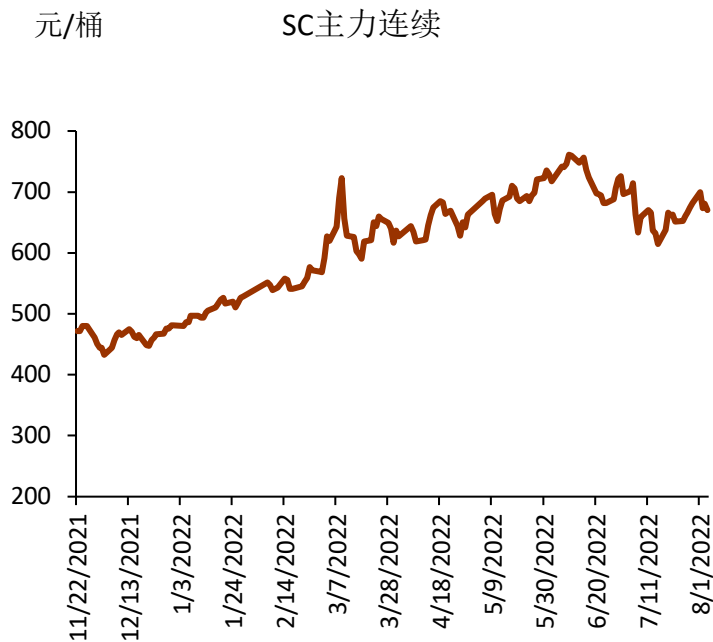
8 月份油价先跌后涨，然后再度大幅回落。月初 OPEC+部长级会议宣布史上最小增产规模，Brent 价格尚处在 100 美金/桶以上高位，第二波则受到伊核谈判驱动，期间市场一度开始计价伊朗产量回归。谈判不断传出进展，油价恐慌性下跌，刷新月内新低。月中油价跌至 91 美金附近时，以沙特为首的 OPEC 超预期出面挺价，表示未来可能以减产等手段维持市场供需平衡，大幅降低了未来总供应增长的空间，原油供应端最大的利空被沙特轻松化解。下半月油价震荡走强，期间伊拉克、利比亚国内再度发生动乱，尽管并未实质性影响到原油产量，但让市场再度意识到原油供应端仍处于十分紧绷的状态。月末鲍威尔在全球央行年会上的鹰派发言使得油价承压回落。

国内外原油期货价格出现震荡下跌的态势。截止月末，INE 原油上涨 5.03%，WTI 原油下跌 9.91%，布伦特原油下跌 8.67%。

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、美国战略石油储备降至 1984 年以来最低水平

据美国能源部的数据，截至 9 月 2 日当周，美国战略石油储备(SPR)的原油库存下降 750 万桶，至 4.425 亿桶，为 1984 年 11 月以来的最低水平。释放的 SPR 包括 590 万桶低硫原油，170 万桶高硫原油。

### 2、欧洲仍在疯狂购买俄罗斯石油

距离欧洲禁止从海上进口俄罗斯石油的全面禁令生效仅剩 3 个月时间，欧洲大陆在供应上仍然非常依赖俄罗斯。自 8 月初以来，流向欧盟国家的石油流量已恢复到每天 100 万桶左右。这一数字高于 7 月底的水平，但较 4 月和 6 月的峰值大幅下降。它占了欧元区总供应的很大一部分。石油禁令将于 12 月 5 日生效，也就是从现在起整整三个月后，但欧洲人俄罗斯石油的速度将在至少一个月前放缓，以确保遵守规定。俄罗斯石油的未来对全球市场至关重要。美国方面担忧，如果该禁令阻止了俄罗斯石油出口，那将打击全球供应。如果出口流向其他地方，那么结果很可能是全球货流的复杂而昂贵的重组。

### 3、欧佩克联合技术委员会预计 2023 年石油市场日缺口为 30 万桶

欧佩克+联合技术委员会 (JTC) 预计，在其基本情况下，2023 年石油市场日缺口为 30 万桶。JTC 预计，今年的日需求量将落后供应 40 万桶，考虑到新的产量假设后，向下修正 50 万桶。该文件还预测，2023 年第四季度缺口将扩大至每日 180 万桶。JTC 评估考虑到其成员在 2022 年剩余时间和 2023 年的较低产量。据一位欧佩克消息人士表示，除沙特阿拉伯、阿联酋和科威特外，预计所有成员国的产量都不会高于 7 月份的水平。这些数字已经考虑到了这一点。

### 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，并支持该国内

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。

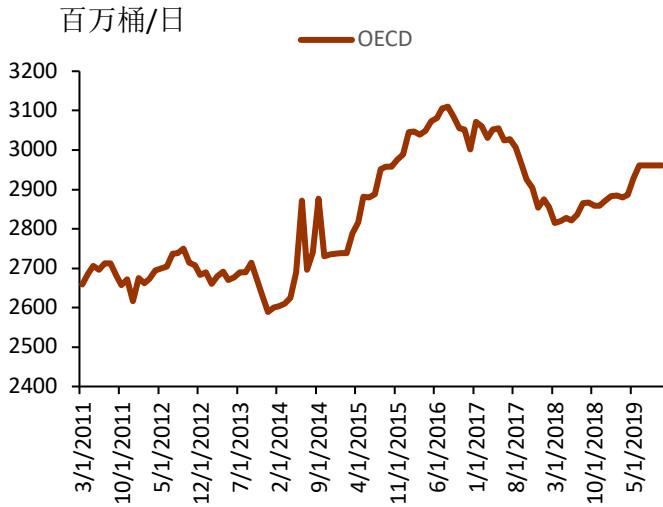
### EIA:

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



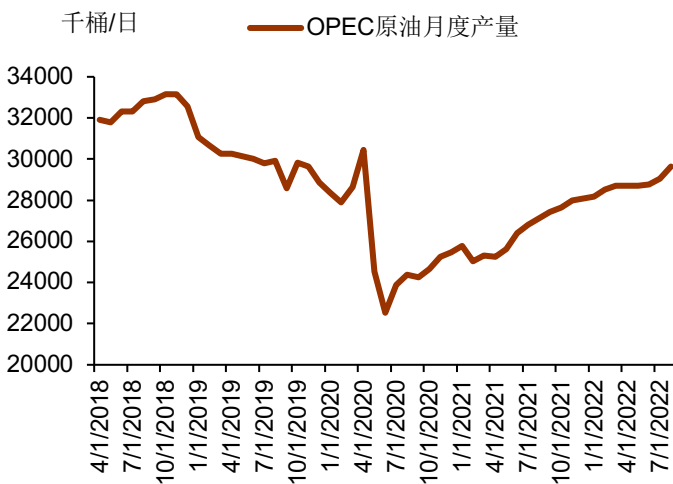
数据来源: IEA, OPEC, 铜冠金源期货

图表4 OPEC原油产出明细

OPEC Reference Basket (ORB)	Change				Year-to-date	
	Jun 22	Jul 22	Jul 22/Jun 22	%	2021	2022
<b>ORB</b>	<b>117.72</b>	<b>108.55</b>	<b>-9.17</b>	<b>-7.8</b>	<b>65.27</b>	<b>105.82</b>
Arab Light	117.27	108.98	-8.29	-7.1	65.94	106.44
Basrah Medium	115.56	105.36	-10.20	-8.8	64.37	104.02
Bonny Light	125.22	117.58	-7.64	-6.1	66.22	110.46
Djeno	116.11	105.18	-10.93	-9.4	58.95	101.07
Es Sider	124.96	114.03	-10.93	-8.7	64.54	108.75
Girassol	127.03	119.15	-7.88	-6.2	66.79	111.24
Iran Heavy	115.85	107.63	-8.22	-7.1	65.01	105.49
Kuwait Export	117.26	109.19	-8.07	-6.9	65.71	106.62
Merey	92.25	84.72	-7.53	-8.2	47.33	81.86
Murban	117.53	105.97	-11.56	-9.8	65.39	104.55
Rabi Light	123.10	112.17	-10.93	-8.9	65.94	108.06
Sahara Blend	128.31	115.83	-12.48	-9.7	66.30	111.72
Zafiro	127.10	116.60	-10.50	-8.3	66.77	110.67
<b>Other Crudes</b>						
North Sea Dated	123.56	112.63	-10.93	-8.8	66.41	108.52
Dubai	112.89	102.87	-10.02	-8.9	65.00	102.07
Isthmus	113.85	100.47	-13.38	-11.8	62.53	100.27
LLS	115.52	102.53	-12.99	-11.2	65.49	103.62
Mars	108.15	96.89	-11.26	-10.4	63.54	98.90
Minas	115.06	103.01	-12.05	-10.5	64.30	102.85
Urals	91.61	85.32	-6.29	-6.9	65.27	86.47
WTI	114.36	100.25	-14.11	-12.3	63.70	101.68
<b>Differentials</b>						
North Sea Dated/WTI	9.20	12.38	3.18	-	2.71	6.85
North Sea Dated/LLS	8.04	10.10	2.06	-	0.92	4.90
North Sea Dated/Dubai	10.67	9.76	-0.91	-	1.41	6.46

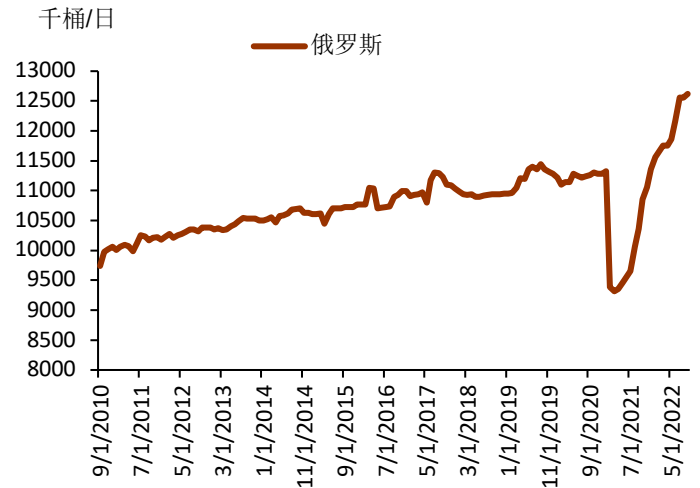
Sources: Argus, Direct Communication, OPEC and Platts.

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8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，去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 8 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 8 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

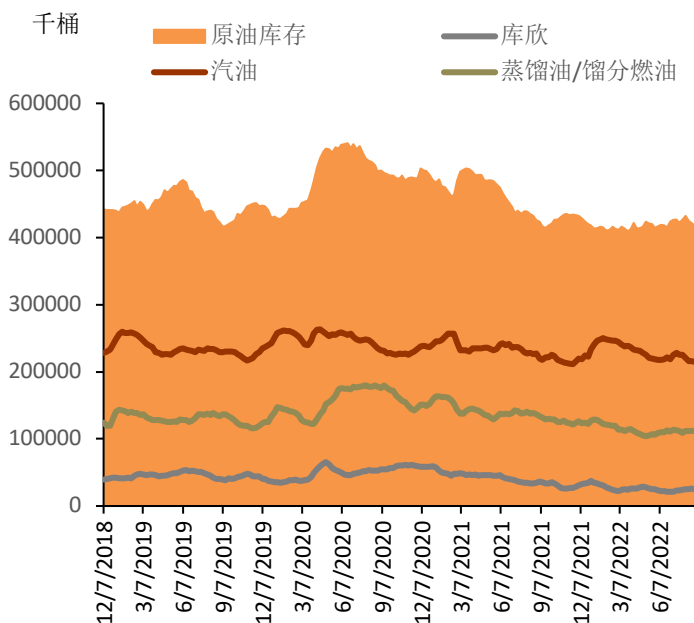


桶/日，为 2022 年 1 月 14 日当周以来次高。整体来看，当前美国页岩油行业恢复仍然缓慢，加之近期恶劣天气的影响，美国页岩油产量增量仍受限。

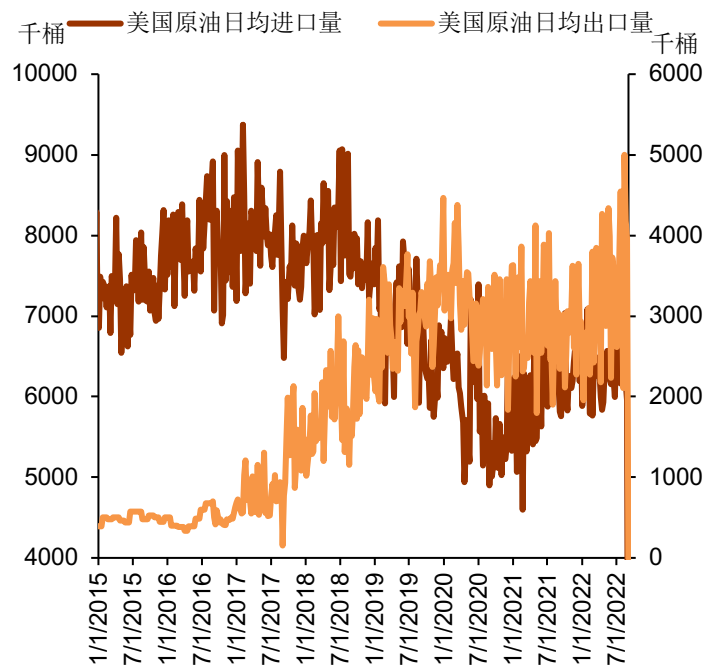
从 EIA 的预测来看，到 2023 年，美国石油日均产量将达到 1260 万桶，高于此前估计的 1241 万桶。目前 1230 万桶/天的年度历史最高纪录是在 2019 年创下的。预计 2022 年页岩油产量增速将小幅提升，但增速仍较慢。在上一轮页岩油增产周期中，大量中小型页岩油企业依靠债券或资本市场融资，以产量为导向进行大规模扩张。但是在这一轮，美国其他主要页岩油生产保持稳定或处于衰退。

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

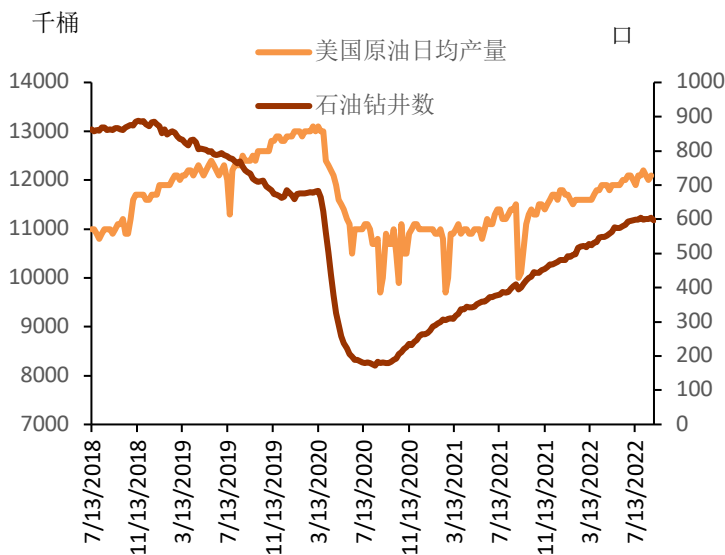


图表 8 美国原油进出口情况



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，欧佩克小幅减产

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，欧洲方面的制裁还有几个月的落实时间。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 9 月初的会议上承诺将每月减产计划至约 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。

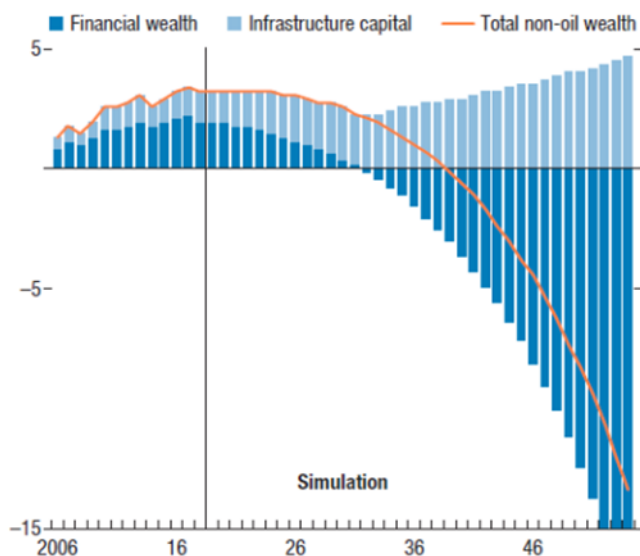
伊朗方面，由于东欧危机加剧，导致俄罗斯原油出口面临中断风险。鉴于欧美国家面临

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。眼下伊朗核协议更接近达成。因为伊朗“似乎已经放弃了一些不切实际的要求”，似乎放弃了取消恐怖主义标签的需求，拜登政府继续审查欧盟关于核协议的最新提议，正在尽可能快地对此作出适当的回应。

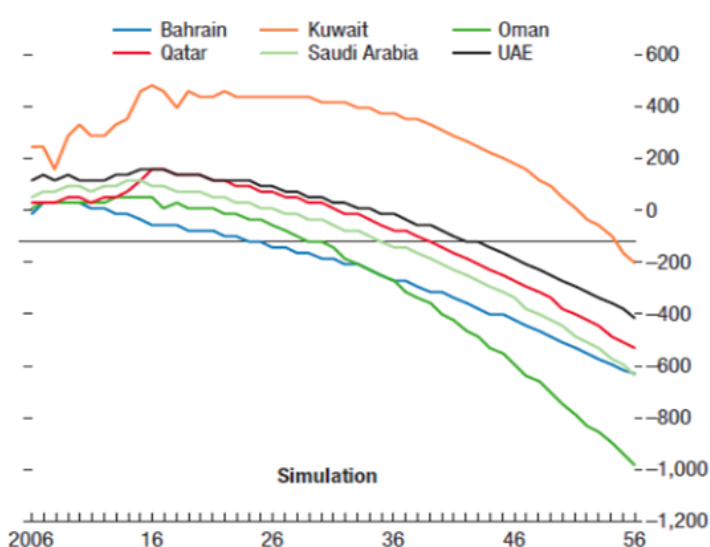
9月初，以沙特阿拉伯为首的OPEC+组织决定在之后减产10万桶/日。产油国组织考虑增产来弥补俄罗斯因制裁所减少的原油产量，但市场上的原油期货交易者与机构对此举的实际效果并不看好；大部分都认为沙特的这次减产幅度低于预期。事实上，OPEC+的减产速度增加到10万桶/日，该水平仍不足以弥补伊朗回归可能释放的供应。伊朗原油出口制裁若解除，将会给欧佩克产量带来2%-3%的增量（130万—150万桶/日供应增量），原油供应会获得明显的提升，油运需求随之增加。若沙特与阿联酋这两大主力产油国考虑减产，或许有可能会对油价造成足够的支撑，但是从两国的财政水平来看，他们很难支撑这样的减产幅度。虽然预计全球原油供需格局短期内大概率仍旧处于偏紧状态，但是未来可能转向宽松。

综合来看，OPEC+产油国稳步减产，且在伊朗核协议谈判的背景下，原油供应量有较高的不确定性，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，四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

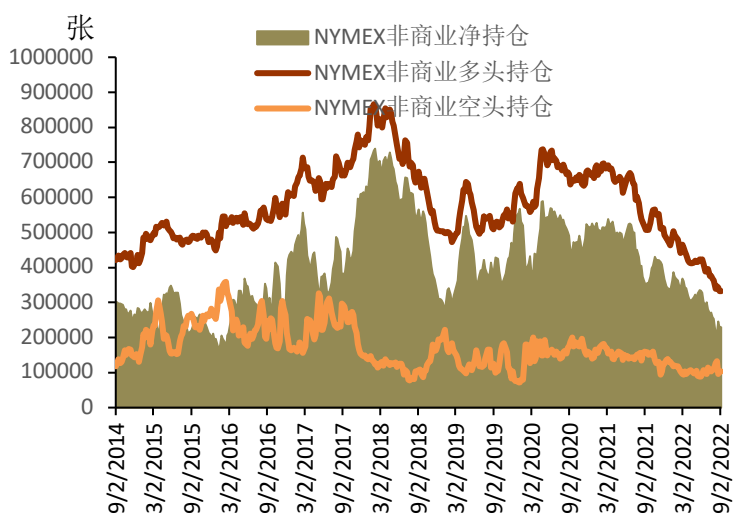
## 六、WTI 非商业持仓情况

步入 2022 年三季度以来，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)的数据显示，截止 2022 年 8 月 16 日当周，WTI 原油非商业净多持仓量维持在 214940 张，环比回升 4289 张，表明投机市场看多油价的信心略有回升，做多油价的人气见底企稳。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 25.12 万张，季度环比下滑了 6.29 万张，下滑幅度达 20.03%。

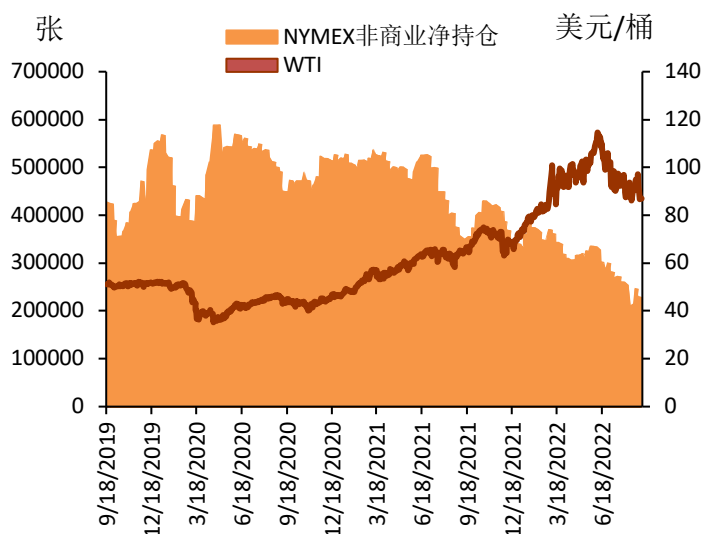
## 七、油价市场结构

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，截止 8 月下旬，Brent-WTI 价差维持在 5.34 美元/桶。由于美国原油产量持续攀升，导致 WTI 表现乏力，而欧洲受俄罗斯能源供应短缺限制，布伦特油价表现坚挺，由此导致两地价差走阔。

图表 13 WTI 非商业持仓

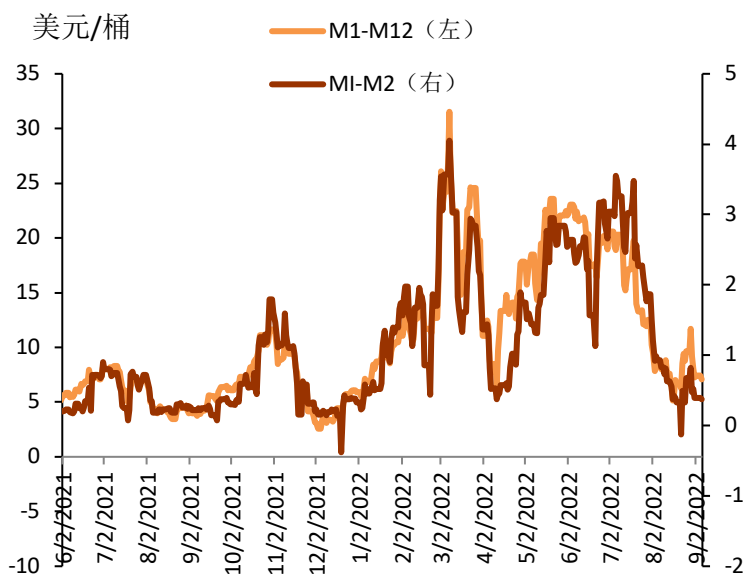


图表 14 WTI 与净持仓的关系

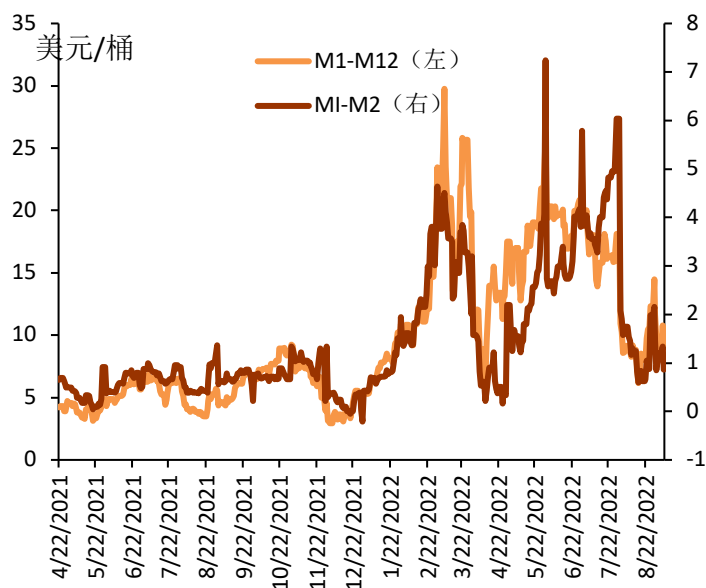


数据来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

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 改变原有的框架，转向相对小幅稳定的减产。同时美国主要页岩油产量依然保持稳定，产量缓慢增加。但地缘政治的影响占据主导，俄罗斯受到欧盟的制裁，伊朗随时可能回归市场。短期来看供应处在偏紧状态。中期来看，原油供应有着较高的不确定性。

### ● 需求端

欧美经济复苏势头放缓，欧美央行都在加息进程中。中国需求受到疫情影响，中短期仍有波动。需求总体企稳，大方向上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，油价或有转向的可能。短期看油价或宽幅震荡。

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。