



2022年12月15日 星期四

海外经济放缓&中国经济恢复

油价或延续震荡

联系人 黄蕾
电子邮箱 jytzzx@jyqh.com.cn
电话 021-68555105

要点

●供应端

OPEC 开始从增产转成减产。美国主要页岩油产量依然保持缓慢增加的态势。俄罗斯受到制裁政策的影响。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

欧美经济预计将步入衰退，中国需求在放开之后预计逐步恢复。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，欧盟对俄制裁后续效果有待观察。而美联储加息的放缓可能会带来美元指数一定程度的走弱，这在中期会带来利好因素。短期看油价或延续震荡。中期看，油价或得到支撑。

投资策略建议：做多原油波动率

风险提示：地缘政治风险

目录

一、原油行情回顾.....	5
二、原油的供需基本面分析.....	7
1、 全球原油供需	6
2、 中国原油供需	7
3、 美国页岩油情况	9
4、 俄乌局势与 OPEC 减产情况	14
三、宏观因素分析.....	17
1、 海外政策全面收紧，衰退风险逐步增加	16
2、 国内财政货币政策仍有空间	17
四、 价差结构、持仓、库存分析	20
1、 原油价差结构变化	20
2、 原油持仓变化	21
3、 原油库存变化	21
五、行情展望及操作策略：	23

图表目录

图表 1 WTI、布伦特原油及价差	6
图表 2 原油现货价格.....	6
图表 3 SC 主力连续.....	7
图表 4 国内外原油价差.....	7
图表 5 全球原油供需.....	9
图表 6 中国原油月度产量.....	11
图表 7 中国原油累计进口量.....	11
图表 8 中国汽油月度产量.....	11
图表 9 中国柴油月度产量.....	11
图表 10 中国汽油出口数量.....	12
图表 11 中国柴油出口产量.....	12
图表 12 房地产开发投资额增速.....	12
图表 13 居民中长期新增人民币贷款增速.....	12
图表 14 房屋新开工、施工面积累计同比.....	13
图表 15 房屋新开工、施工面积当月同比.....	13
图表 16 固定资产投资三大分项累计同比增速.....	13
图表 17 固定资产投资完成额累计同比增速.....	13
图表 18 中国原油加工量.....	14
图表 19 美国原油库存.....	16
图表 20 美国汽油库存.....	16
图表 21 美国原油库存情况.....	16
图表 22 美国原油进出口情况.....	16
图表 23 美国原油及活跃钻井数.....	17
图表 24 美国炼厂开工情况.....	17
图表 25 页岩油生产成本.....	17
图表 26 页岩油已完工的井数.....	18

图表 27 页岩油已开工但未完工的井数 (DUC)	18
图表 28 OPEC 原油月度产量	20
图表 29 俄罗斯月度产量.....	20
图表 30 中东各国原油产量变化.....	20
图表 31 委内瑞拉原油产量变化.....	20
图表 32 加拿大原油产量变化.....	21
图表 33 尼日利亚、利比亚原油产量变化.....	21
图表 34 主要经济体 GDP 增速变化.....	22
图表 35 全球主要经济体经济意外指数.....	22
图表 36 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化.....	23
图表 37 欧元区制造业 PMI 增速变化.....	23
图表 38 美国就业情况变化.....	23
图表 39 主要经济体 CPI 变化.....	23
图表 40 WTI 跨月价差结构	24
图表 41 Brent 跨月价差结构.....	24
图表 42 WTI 非商业持仓	25
图表 43 WTI 与净持仓的关系	25

一、原油行情回顾

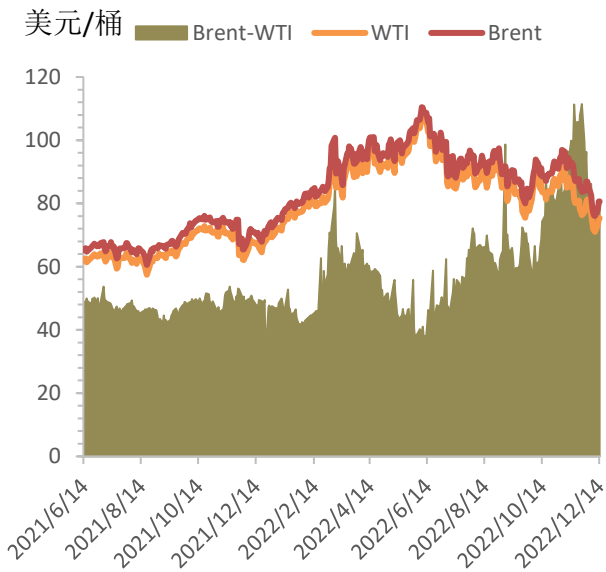
2022 年原油行情主要分为两个阶段。上半年油价以上涨为主，主要是受到俄乌紧张局势以及全球原油供应偏紧的影响。下半年油价以震荡下跌为主，这主要是由于欧美持续加息，全球经济衰退预期以及下半年全球原油供应略大于需求。

上半年原油价格主要以上涨为主。2022 年 1 月，东欧和中东地区的紧张局势加剧，市场担心原油供应中断。据俄媒报道，乌克兰军队已经在乌东部地区部署了多管火箭炮等武器装备。OPEC+实现每月增产 40 万桶的目标艰难，而全球原油需求可能会稳步复苏，推动国际油价持续上涨。2 月初，美国得克萨斯州严冬风暴导致担忧美国最大页岩油田二叠纪盆地停产，地缘政治局势紧张也支撑石油市场气氛。得克萨斯州是美国产油最多的页岩油地区，二叠纪盆地页岩油产量占美国原油产量的近半。国际能源署 2 月份的《石油市场月度报告》指出，由于闲置产能减少以及库存萎缩，石油市场“仅有少量缓冲能力”，如果欧佩克及其限产同盟国在增产方面持续存在困难，供应短缺的局面将加剧。从供应端来看，OPEC+ 每个月计划增产 40 万桶/天，对于油市降温作用有限。实际增产幅度仅有 25 万桶/天左右，大大低于市场预期。2 月下旬，俄罗斯发动对乌克兰的特别军事行动，俄乌局势紧张，西方对俄罗斯实施制裁，市场担心俄罗斯对欧洲天然气和石油供应中断，国际油价继续震荡上涨。3 月中旬俄乌危机也出现缓和迹象，受高油价抑制需求预期以及个别产油国增产提议等影响，市场情绪降温，油价快速回调。3 月下旬，俄乌局势继续僵持，油价反弹。4 月份美国加大力度释放石油储备，国内疫情防控升级，油价震荡调整。5 月份欧盟宣布计划对俄罗斯石油出口实施禁令，中国石油需求好转预期增强，国内疫情逐步得到控制，全面开启复工复产，稳经济的政策逐步出台，全球原油供应仍然紧张，国际油价继续走强。6 月份美国为了控制通胀，宣布加息 0.75%，并打算在 7 月份继续大幅加息，受此影响欧美股市持续下跌，IMF 下调全球经济增速，国际油价 6 月份冲高回落。总体来看，乌克兰和俄罗斯之间的紧张局势以及原油供应偏紧主导了上半年原油行情。

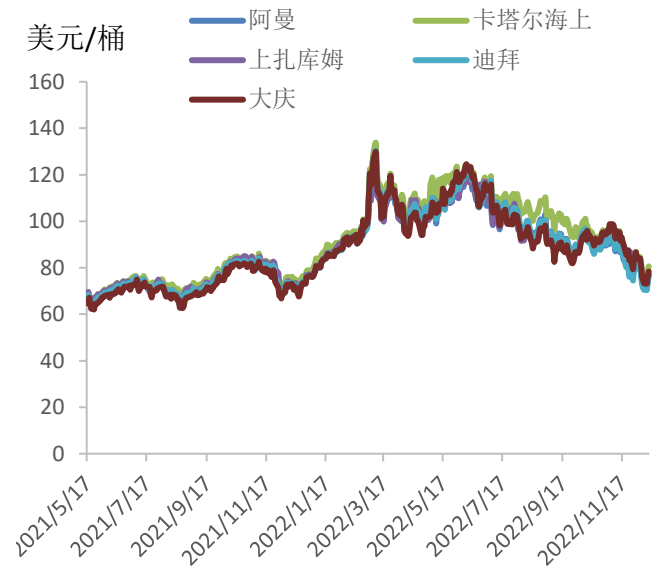
下半年原油价格震荡下跌为主。2022 年 3 季度，国际原油价格持续震荡下跌。美国 7-9 月份连续三个月大幅加息，打压通胀的决心非常坚决，美元持续走强，加上美国石油抛储，WTI 原油价格持续回调，表现最弱。此前市场预期伊朗核谈判可能最终达成协议，伊朗原油出口可能增加，也增强了原油空头的信心。尽管伊朗核谈判当时没有达成协议，但是对全球经济衰退和原油需求减少的预期推动油价持续走弱。国内原油价格 3 季度表现则明显强于国际油价，主要因为人民币对美元持续贬值以及 6、7 月份原油进口大幅下降、国内交易所原油仓单库存处于低位。2022 年 6-7 月份，我国原油进口量分别为 3582 万吨和 3733 万吨，同比去年大幅下降，国内原油供应相对国外更加紧张。加上国内高温天气导致能源需求旺盛，INE 原油价格比国际油价表现更强。据沙特阿美表示，9 月装运至亚洲的阿拉伯轻质原油的官方售价每桶比 8 月上调 20 美分，单月价格创 2022 年最高纪录。沙特阿美将 9 月装

运至日本的阿拉伯轻质原油的官方售价定为每桶 70.05 美元，比 8 月上调 0.55 美元，创下 2022 年最高价格。10 月上旬油价上涨为主，主要受到 OPEC+ 月度会议宣布从 11 月份开始减产 200 万桶/天的消息提振。10 月中旬，市场担心全球经济衰退会影响到原油需求，国际货币基金组织下调全球经济增速，加上美国多次喊话表达对 OPEC+ 不满，并且继续释放战略储备原油，欧洲经济数据疲软，导致油价从高位一路下跌。10 月下旬，在多空因素博弈下，油价企稳后小幅震荡反弹。11 月份国际原油价格冲高之后持续下跌。美联储呼吁继续提高利率压低通胀，同时美元反弹，利空大宗商品。美联储官员布拉德表示美联储加息到目前为止对通胀影响有限，预计政策利率终点高于 5%。在寻求降低通胀的过程中，美联储未来还将进一步加息。10 月份国内原油进口环比 9 月份大幅增加，11 月份人民币对美元出现较大幅度升值，所以国内原油价格在 11 月份也出现大幅下跌，表现弱于国际油价。从上述情况来看，2022 年下半年原油价格主要受美国加息、全球经济衰退预期和供应过剩等因素的影响，震荡下跌为主。

图表 1 WTI、布伦特原油及价差

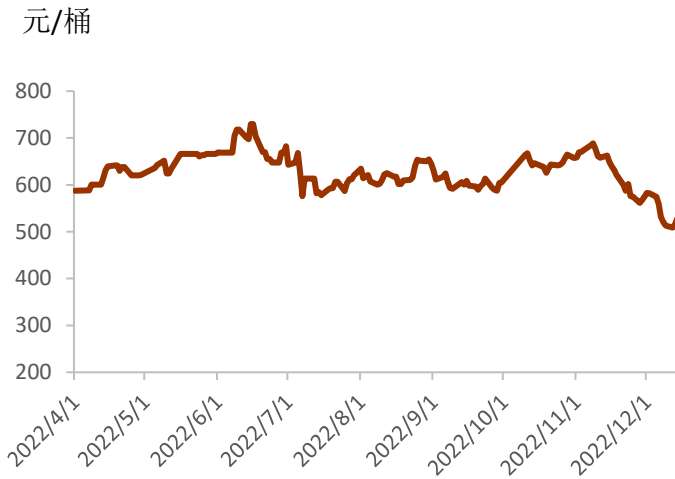


图表 2 原油现货价格

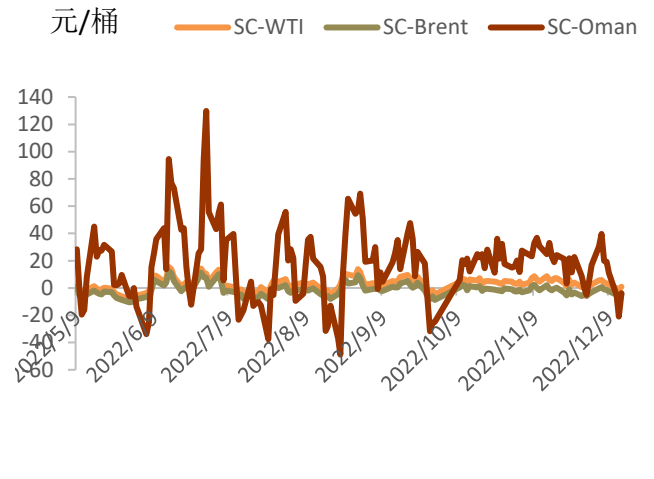


数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

图表 3 SC 主力连续



图表 4 国内外原油价差



数据来源： Bloomberg，铜冠金源期货

二、原油的供需基本面分析

1、全球原油供需

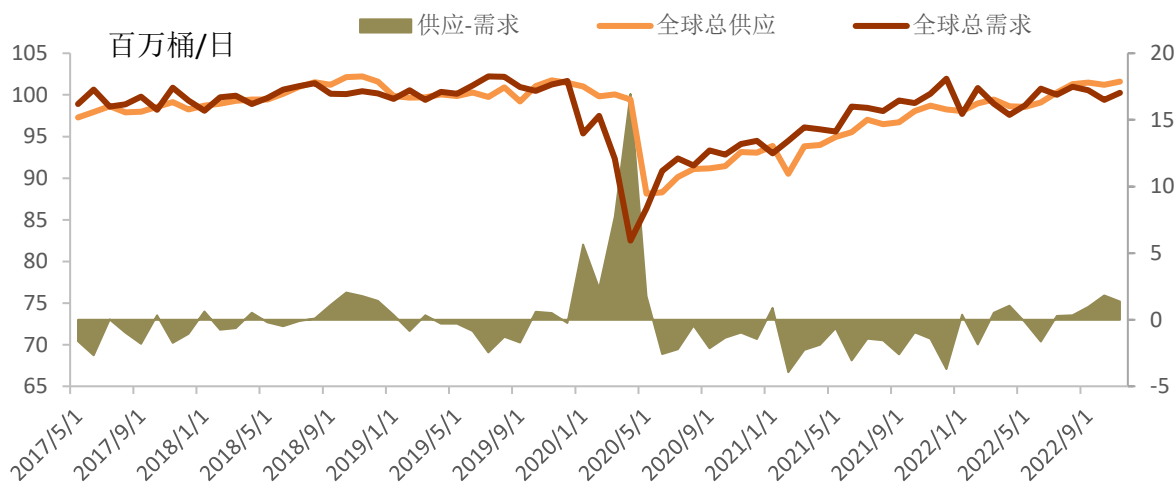
供应方面：

IEA 月报将 2023 年全球石油供应预测上调 60 万桶/日至 9980 万桶/日，OPEC+产量 2023 年可能增加 260 万桶/日，但 2024 年可能收缩 52 万桶/日。欧佩克月报将 2023 年俄罗斯石油产量预测下调 25 万桶/日至 1063 万桶/日，将 2023 年非欧佩克石油供应增长预测下调 25 万桶/日至 210 万桶/日。EIA 短期能源展望预计 2023 年美国原油产量将增加 73 万桶/日，此前为 72 万桶/日。

需求方面：

IEA 月报维持 2023 年全球石油需求预测为 9940 万桶/日不变。将 2023 年第一季度的需求预测提高 50 万桶/日至 9930 万桶/日，将 2023 年第三季度需求预测下调 30 万桶/日至 9980 万桶/日，将 2023 年第四季度需求预测下调 10 万桶/日至 1.004 亿桶/日。将 2022 年全球石油日均需求增长预测下调了 10 万桶，预计 2022 年全球石油日均需求量 9957 万桶。OPEC 预测全球石油需求将增加 220 万桶/日，达到平均 1.0177 亿桶/日。EIA 短期能源展望预计 2023 年美国原油需求增速为 75 万桶/日，此前为 73 万桶/日。2023 年全球原油需求增速预期为 228 万桶/日，此前预计为 222 万桶/日。

图表 5 全球原油供需



资料来源：Bloomberg，OPEC，铜冠金源期货

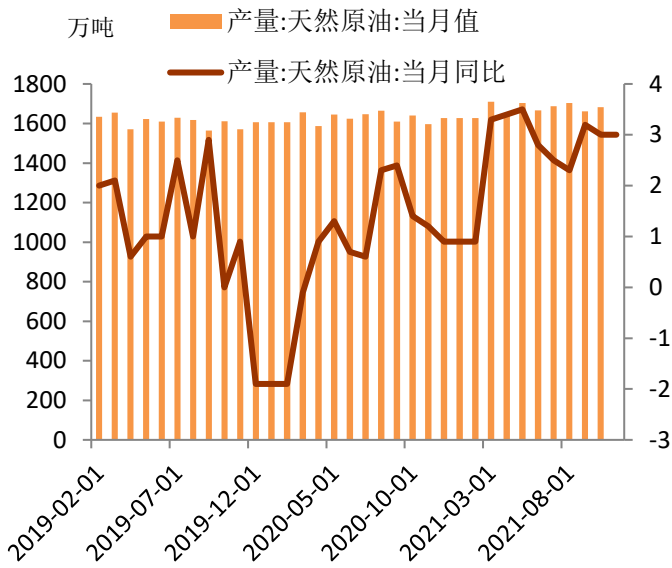
2、中国原油供需

中国是世界上最大的石油进口国。2022年1-10月我国原油累计产量达到17097.5万吨，累计同比增长3%。据《中国海洋能源发展报告》预计2022年，国内原油产量预计达2.05亿吨，是2016年以来首次超过2亿吨。总体呈产量不断提升的态势。展望2023年，原油产量预计达到2.1亿吨。

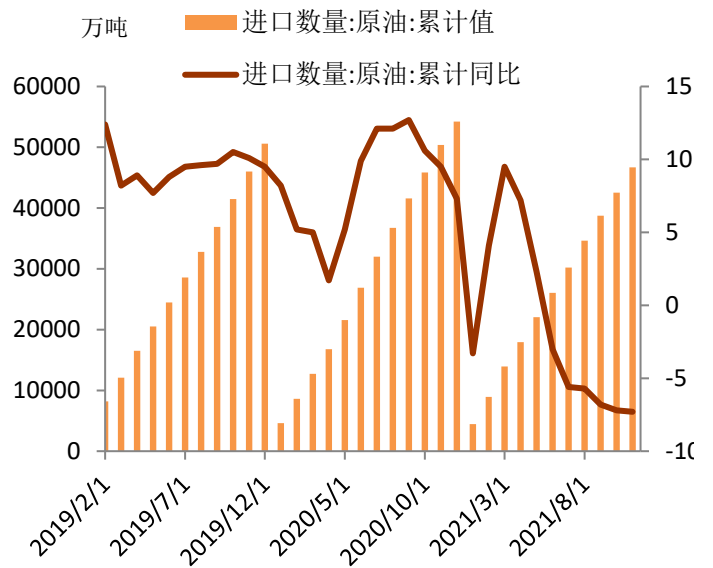
我国原油消费量有近70%需要通过国际市场进口。海关总署数据显示，截止目前全年我国原油进口量近4.14亿吨，较2021年同期缩减2.7%。根据统计局数据测算，2022年截止目前，全年我国原油表观消费量达到5.8亿吨，进口依存度维持在70.65%的偏高位水平，预计2022年原油进口量有望达到5亿吨。2023年能够达到5.15亿吨。

而在消费方面，随着我国一些大型炼化项目的持续投资建设，预计未来几年我国原油加工消费增速将保持在3%以上，预计2023年将达到7.6亿吨。

图表 6 中国原油月度产量

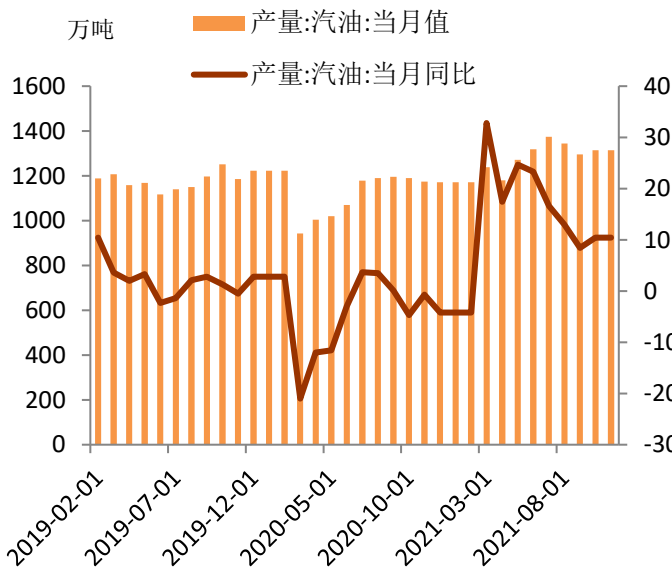


图表 7 中国原油累计进口量

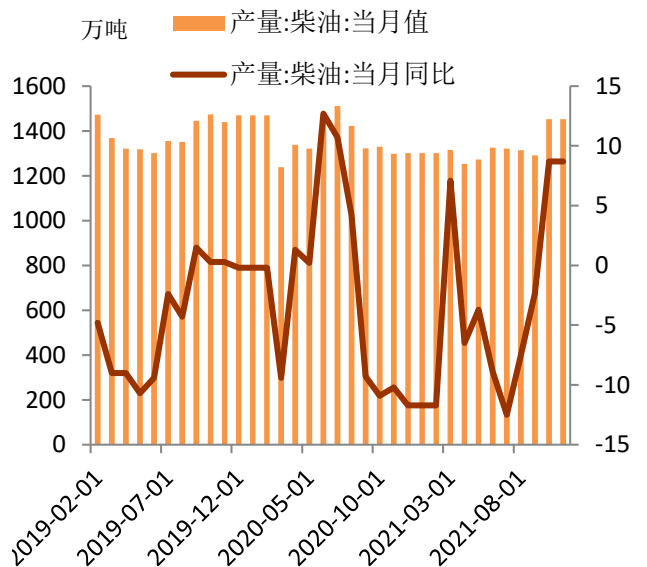


数据来源: iFind, 铜冠金源期货

图表 8 中国汽油月度产量

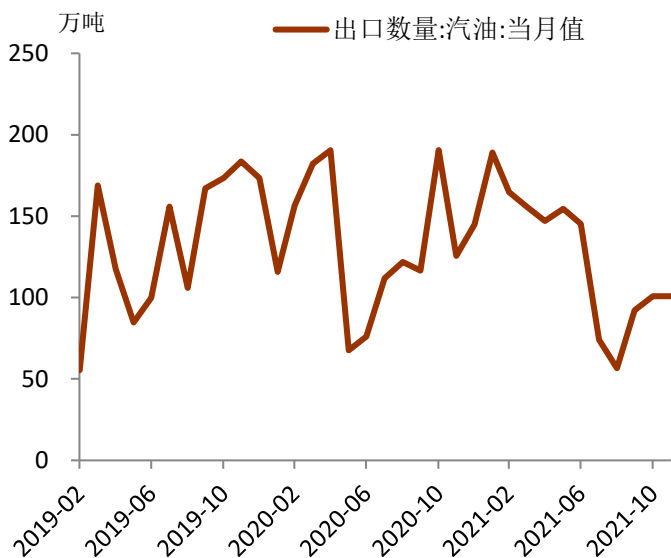


图表 9 中国柴油月度产量



数据来源: iFind, 铜冠金源期货

图表 10 中国汽油出口数量

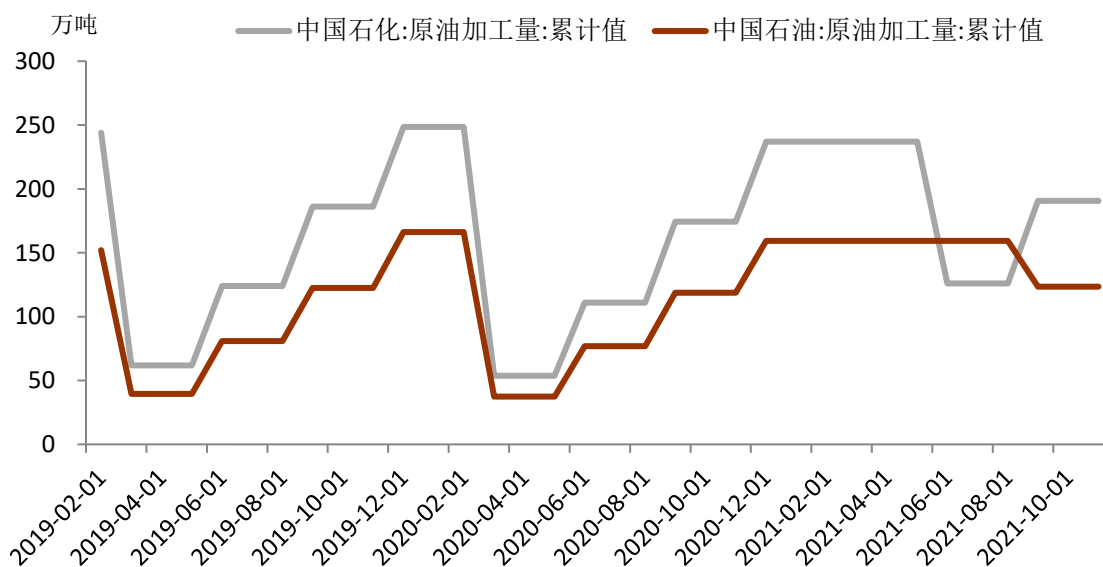


图表 11 中国柴油出口产量



数据来源: iFind, 铜冠金源期货

图表 12 中国原油加工量



资料来源: iFind, 铜冠金源期货

3、美国页岩油情况

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 11 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%。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。如果 WTI 原油加工低于 40 美元/桶，大多数页岩油企业可能已经处于亏损状态。如果 WTI 原油价格低于 30 美元/桶，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，现在因俄乌冲突在高位震荡的油价刺激了页岩油稳步增产。

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，页岩油一直在和中原的原油竞争。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。如果中原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。在发生了疫情的去几年，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 2023 年美国页岩油上游资本资产将跃升至 834 亿美元，较此前增长近 20%。

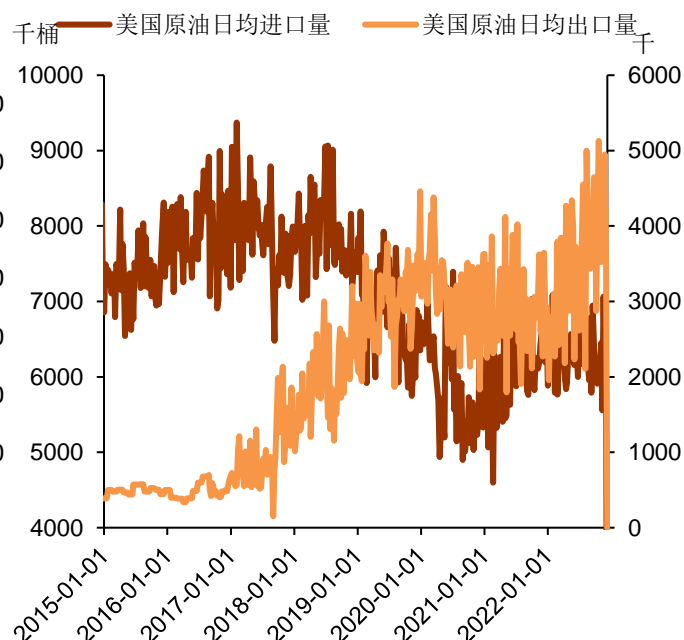
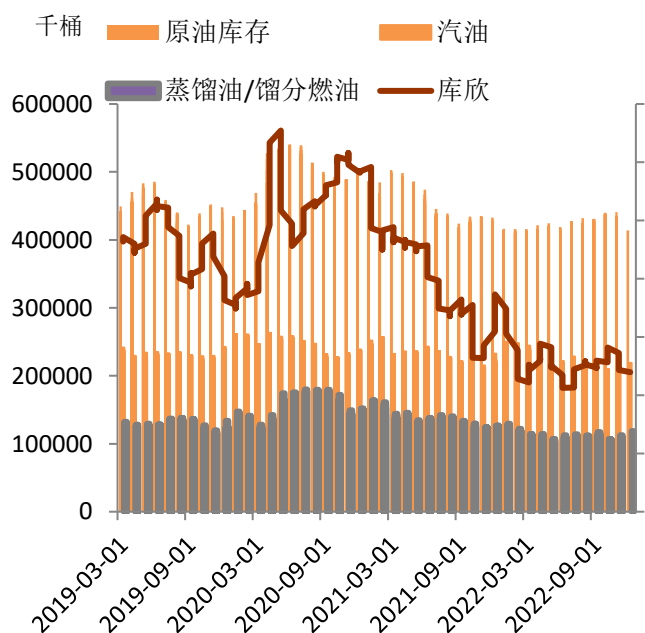
由于美国许多能源公司继续决心保持股息增长，而不是为额外的勘探提供资金。据美国能源服务公司贝克休斯公布的数据显示，截至 2022 年 11 月 20 日，美国石油活跃钻井平台数量周环比小幅增加 13 座至 576 座，维持在 2020 年 4 月以来的最高水平，并较去年 8 月 14 日低点 172 座，大幅增加 234.88%。尽管北美石油钻井数据继续录得攀升，但原油产量仍然停滞不前。据统计，截止 11 月 20 日当周，美国原油产量月环比回升 10 万桶/日，维持在 1190 万桶/日，为 2022 年 1 月 14 日当周以来次高。整体来看，当前美国页岩油行业恢

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。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。

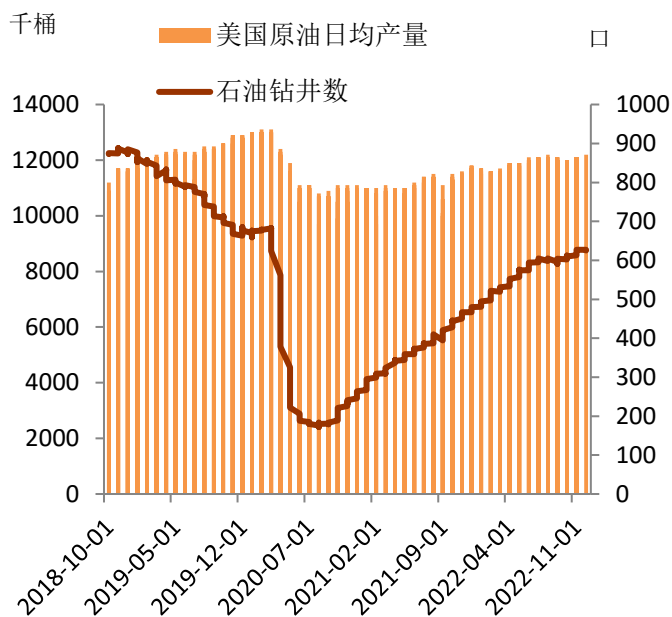
图表 13 美国原油库存情况

图表 14 美国原油进出口情况



数据来源：iFind，铜冠金源期货

图表 15 美国原油及活跃钻井数

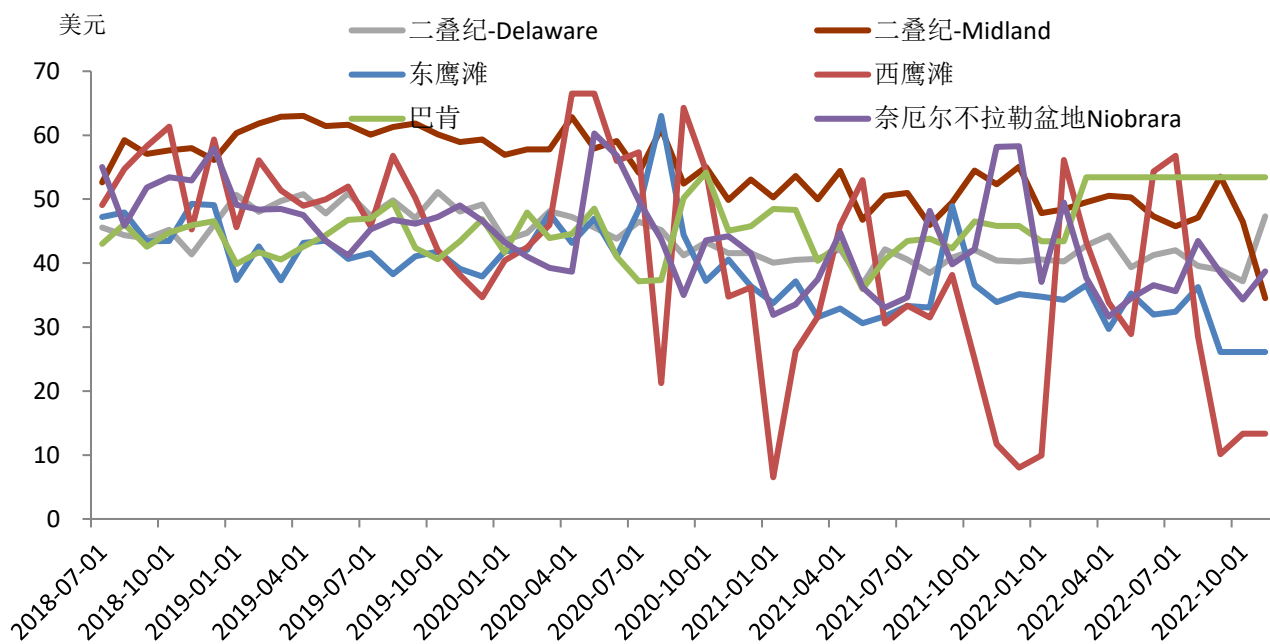


图表 16 美国炼厂开工情况



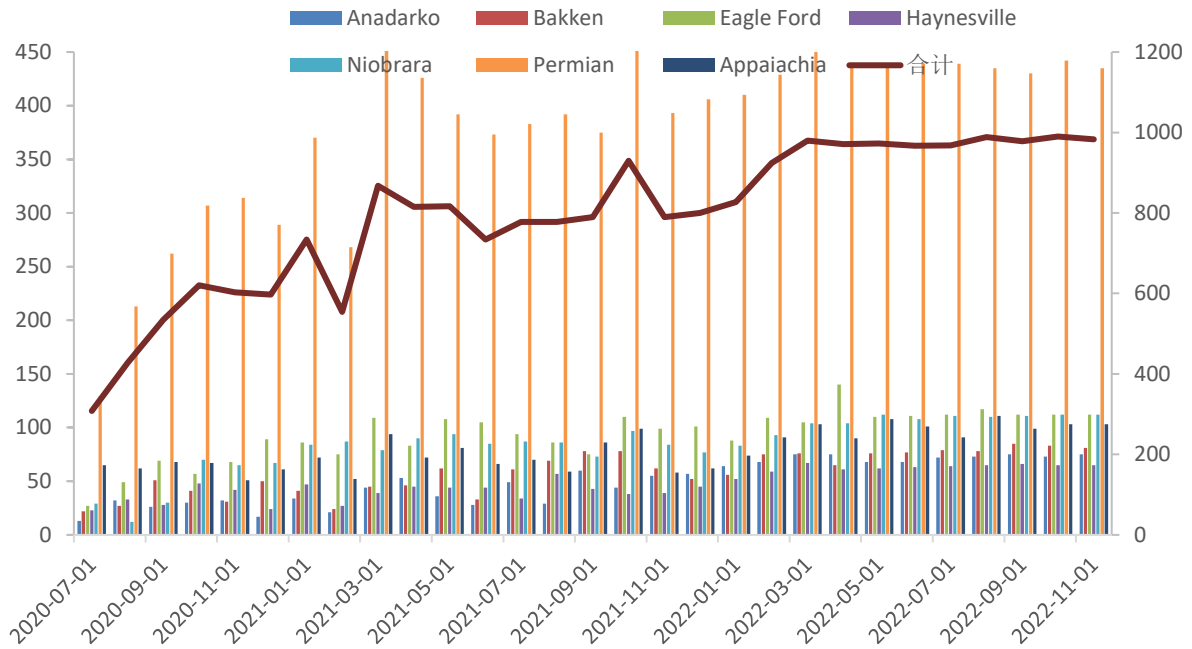
数据来源: iFind, 铜冠金源期货

图表 17 页岩油生产成本



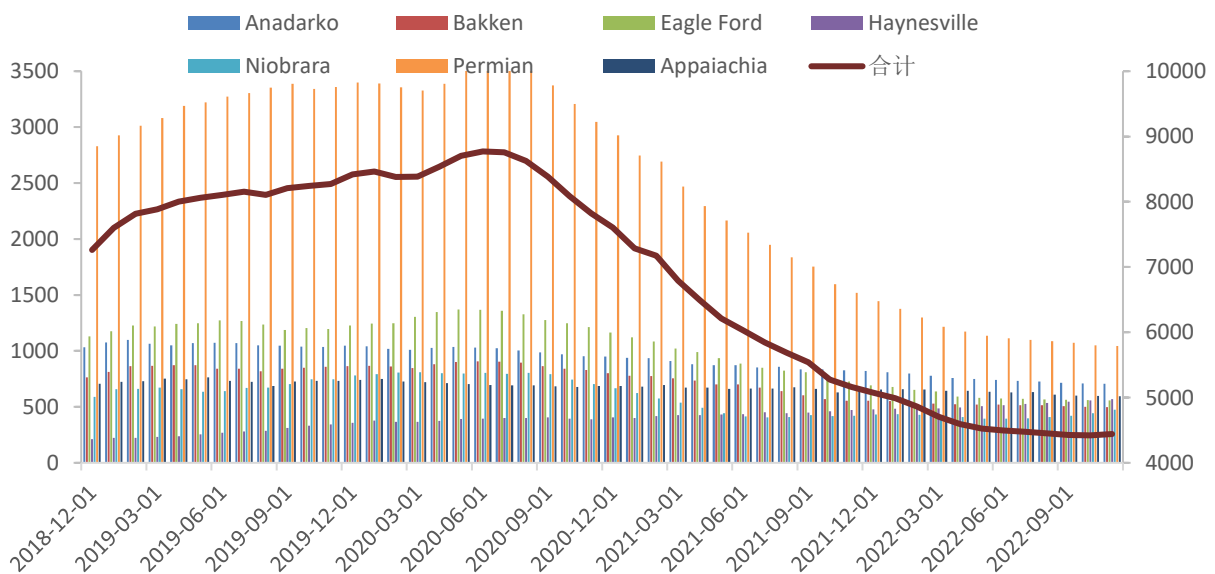
资料来源: iFind, 铜冠金源期货

图表 18 页岩油已完工的井数



资料来源：IFind，铜冠金源期货

图表 19 页岩油已开工但未完工的井数 (DUC)



资料来源：iFind，铜冠金源期货

4、俄乌局势与 OPEC 减产情况

此前欧盟对俄罗斯第六轮制裁中规定：“将在 6 个月和 8 个月过渡期后，分别禁运俄罗斯原油和成品油”。这在当时其实存在两个隐含的理想假设：1、过渡期结束时，俄罗斯将在 2022 年 5 月基础上多转运 100 万桶/天原油至中国和印度；2、成品油转运不畅造成未来数月俄罗斯原油产量下降 100 至 150 万桶/天，这一缺口将由其余非 OPEC 国家（主要是美国）填补。2022 年 5 月至今，俄罗斯向中国和印度的原油出口量并未出现增加，2022 年 10 月俄罗斯向中国和印度海运原油共 202 万桶/天，相比 5 月下滑 32 万桶/天。隐含条件一并未实现，故而近期美国频繁释放乐见中印继续增加俄罗斯原油采购的信号。产量方面，2022 年 5 月至今北美产量增长 130 万桶/天，其中美国增加 70 万桶/天，加拿大增加 50 万桶/天，同期俄罗斯原油产量未明显下降，不过 2022 年 11 月起 OPEC 主动减产 100 万桶/天其实破坏了隐含条件二的实现。因为如果未来俄罗斯产量因为欧盟禁运开始快速下降，北美快速填补存在难度。

在两个隐含假设都未完全满足的情况下，我们看到了欧美对俄制裁的边际放松，这也我们的预期一致。当地时间 11 月 22 日，欧盟降低了对俄出口石油价格上限的制裁提议力度，推迟该提议的全面实施，并放宽关键的航运条款。欧盟提议在引入油价上限的过程中增加 45 天的过渡时间。根据目前市场消息来看，G7 和欧盟讨论的俄油价格上限价格大概在 60 美元左右。未来俄罗斯原油出口量的不确定性依然非常大，但不确定之中的确定，就是拜登政府要努力维持油价稳定，并尽快将油价压制其合意的 65 至 72 美元/桶区间。

未来几种情形：

1、折中的禁运+变形的限价或不限价。这又分为两种情形：

如果中印愿意用自有船队采购俄罗斯原油，则不太存在原油转运瓶颈，但俄罗斯成品油出口量仍会出现明显净下降。原油转运可能会存在半年的过渡期，在此情况下 2023 年俄罗斯原油产量较当前下降 50 至 100 万桶/天（前文基准产量预测，存在前提满足条件）；

如果中印不愿意用自有船队采购俄罗斯原油，2023 年开始俄罗斯原油转运将会遭遇航运瓶颈。原油的航运瓶颈可能在 2024 年解决，而成品油的航运瓶颈到 2025 年可能也难以解决。在此期间可能会因为转运不畅造成俄罗斯产量的明显下降。

2、禁运+限价：

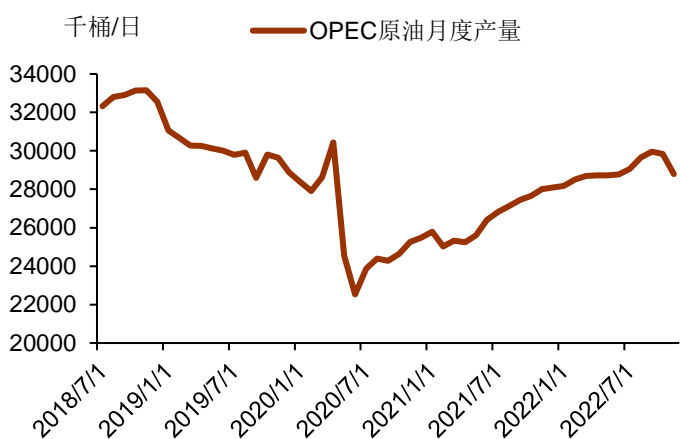
这可能导致 200 万桶/天以上的俄罗斯原油产量下降（较当下），同时若 OPEC 国家也加入抵制队伍，则全球原油产量下降量级更大。不过美国会极力避免此情况出现。

而在 OPEC 方面，此前 OPEC+会议决定将合作框架延长至 2023 年年底，OPEC+联合部长级监督委员会（JMMC）决定自 2022 年 11 月起将石油总产量下调 200 万桶/日。配额的下调主要集中在沙特 52.6 万桶/日、俄罗斯 52.6 万桶/日、伊拉克 22 万桶/日、阿联酋 16 万桶/日、科威特 13.5 万桶/日，其他国家配额少量下调。考虑到俄罗斯原油产量距配额超过 120 万桶/日，下调配额对其产量无影响，而沙特、伊拉克、阿联酋和科威特的配额与实际产

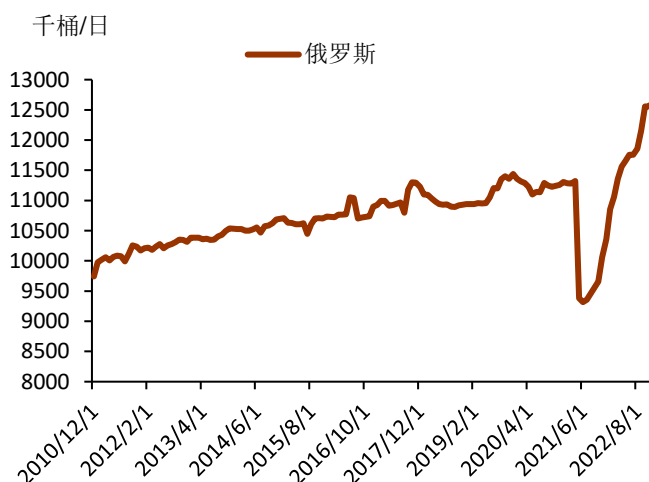
量差距相对较小，四国配额下滑推动 11 月 OPEC+原油实际减产约 100 万桶/日，减产幅度超预期，有效对冲了全球衰退预期不断增强下原油需求端的下滑。但是中长期从中东国家的财政水平来看，他们很难支撑这样的减产幅度。虽然预计全球原油供需格局短期内大概率仍旧处于偏紧状态，但是未来可能转向宽松。

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，中长期油市整体供应依然面临缺口，对原油期货价格形成支撑。

图表 20 OPEC 原油月度产量

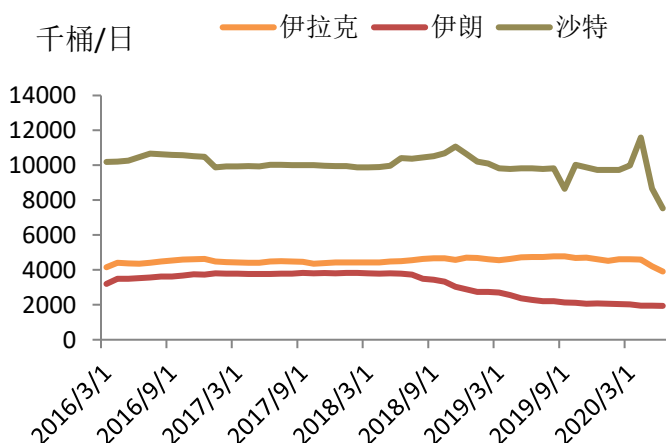


图表 21 俄罗斯月度产量

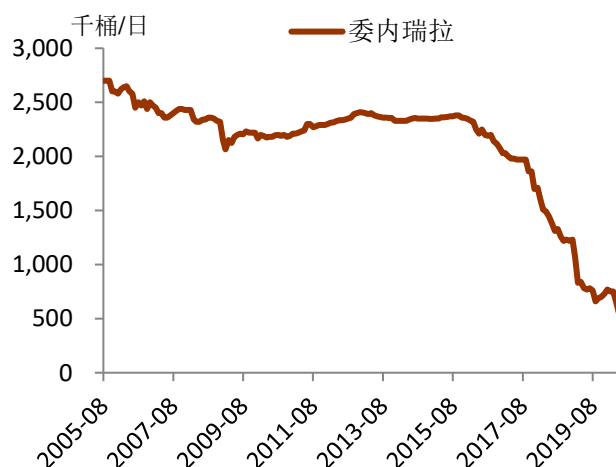


数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

图表 22 中东各国原油产量变化



图表 23 委内瑞拉原油产量变化

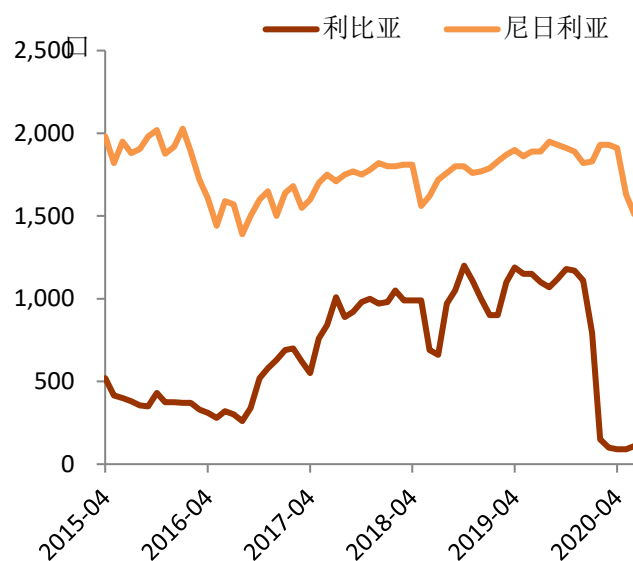


数据来源：IFind，铜冠金源期货

图表 24 加拿大原油产量变化



图表 25 尼日利亚、利比亚原油产量变化



数据来源：iFind，铜冠金源期货

三、宏观因素分析

1、海外政策全面收紧，衰退风险逐步增加

为了应对高通胀，美联储在 3 月开始加息，以及在 6 月份启动缩表政策。但是美国的通胀数据并没有出现缓和迹象，反而是继续创出新高，因此美联储也创下史上最快加息的记录。美联储多位官员也是相继表态，在回到 2% 的通胀目标之前，未来将继续保持收紧政策。市场也预期明年美联储还将继续多次加息。欧洲方面，欧元区的通胀数据同样高企，特别是俄乌冲突更是加剧了欧洲地区的能源价格上涨势。欧央行也是决定在自 7 月 1 日起停止净资产购买，并在 7 月份的货币政策会议上开始关键利率上调 25 个基点。在欧美全面收紧政策之后，我们看到欧美的经济数据也在不断回落。欧洲央行对 2022 年年欧元区经济增长的预测为 2.8%，较年初的预测值均有大幅降低。市场对于未来欧美经济可能出现衰退的预期也大幅提升。

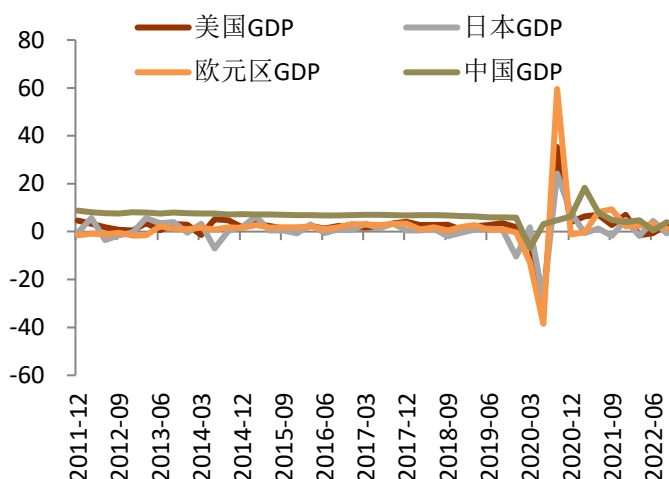
展望明年，美联储和欧央行的货币政策将有所转向，至少不会维持快速加息的节奏，更大的可能性是保持高利率，甚至小幅度的降低利率。虽然整体货币政策还是保持偏紧的节奏，但是相比今年会有所放松。

2、国内财政货币政策仍有空间

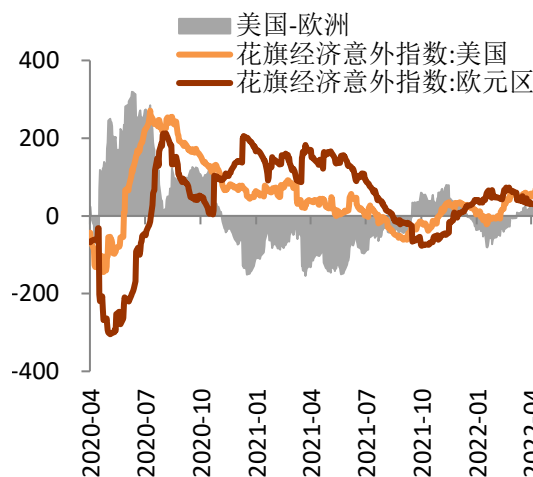
国内经济在疫情的影响之下，出现了剧烈波动，而房地产更是在严监管和需求遭遇打压的双重压力之下，产销双弱，对于整体需求产生拖累。随着国内疫情政策的转变，政府也开始出台一系列的政策来维稳经济，政府也是表态未来会将加大宏观政策调节力度，采取更加有效的举措，努力实现全年经济社会发展目标，最大程度减少疫情影响。目前来看，国家已经开始放松房地产的限制，出台了三支箭给房地产托底。

展望明年，房地产数据有望企稳回升；参考日韩在疫情政策放开后都推出了大规模的财政刺激政策，预计政府将继续在财政政策方面实施相对宽松的政策。但是需要关注国内通胀数据可能对宽松政策的影响。整体而言，我们认为明年国内仍有较大的政策空间来支撑经济回暖。

图表 26 主要经济体 GDP 增速变化



图表 27 美欧经济意外指数变化

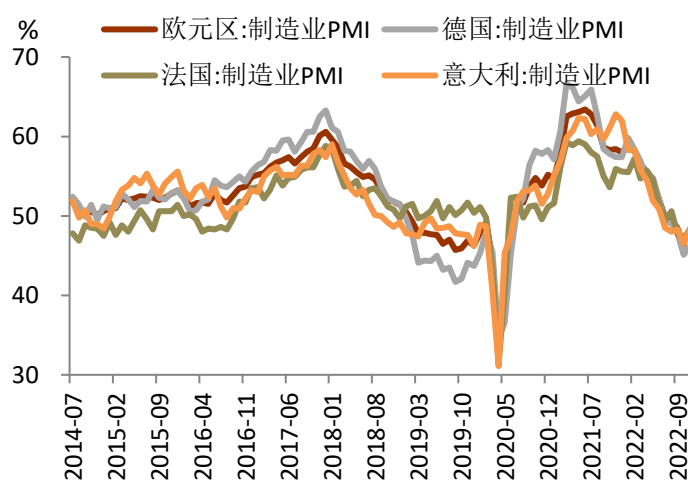


资料来源: iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货

图表 28 美国 ISM 制造业 PMI 增速变化

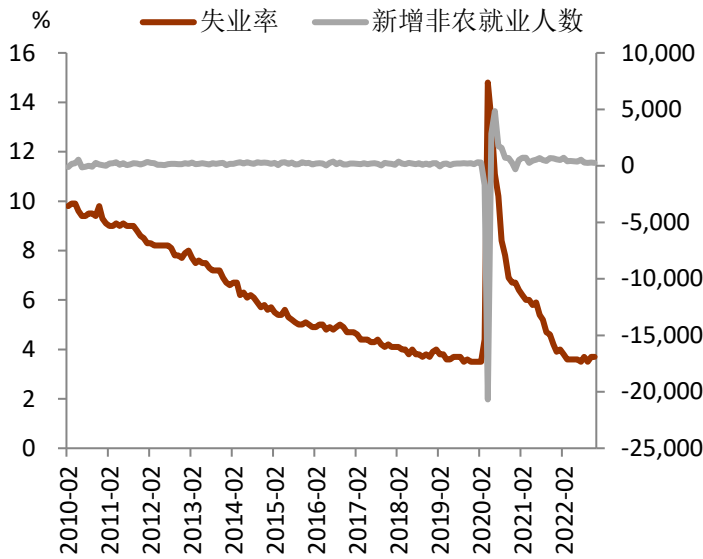


图表 29 欧元区制造业 PMI 增速变化

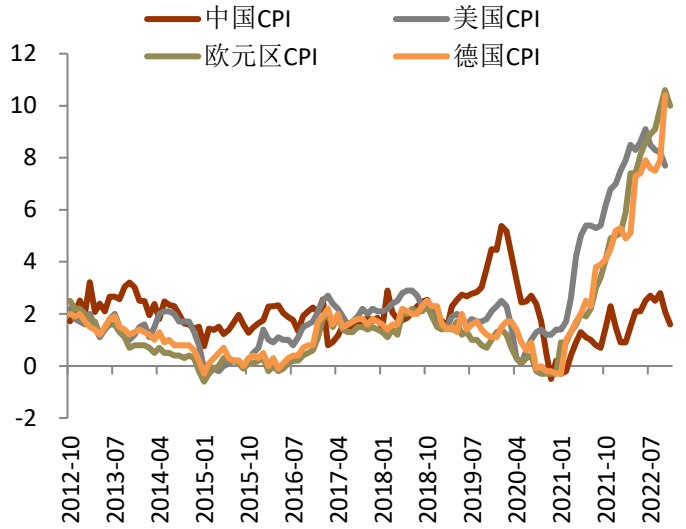


资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 30 美国就业情况变化

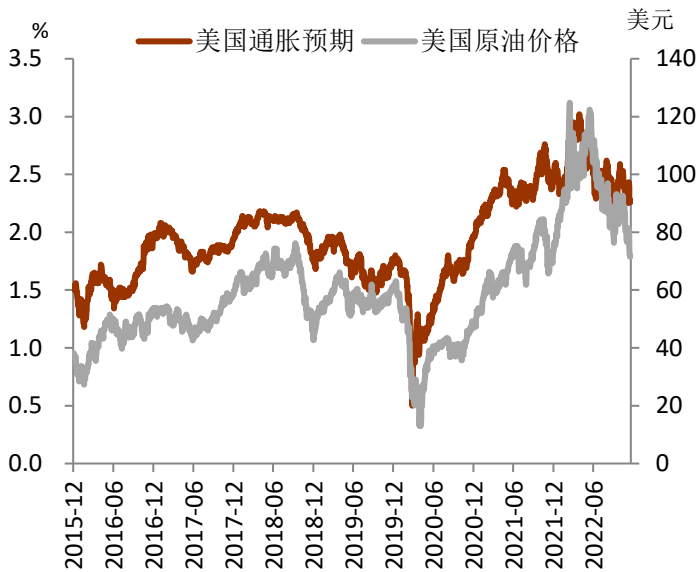


图表 31 主要经济体 CPI 变化

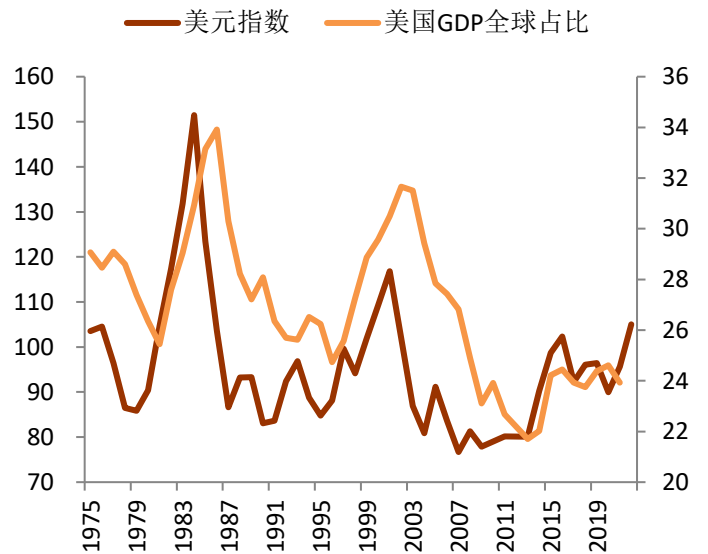


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 32 美国通胀预期与原油价格变化



图表 33 美元指数与美国 GDP 全球占比



资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 34 美元指数与美元非商业性净头寸变化

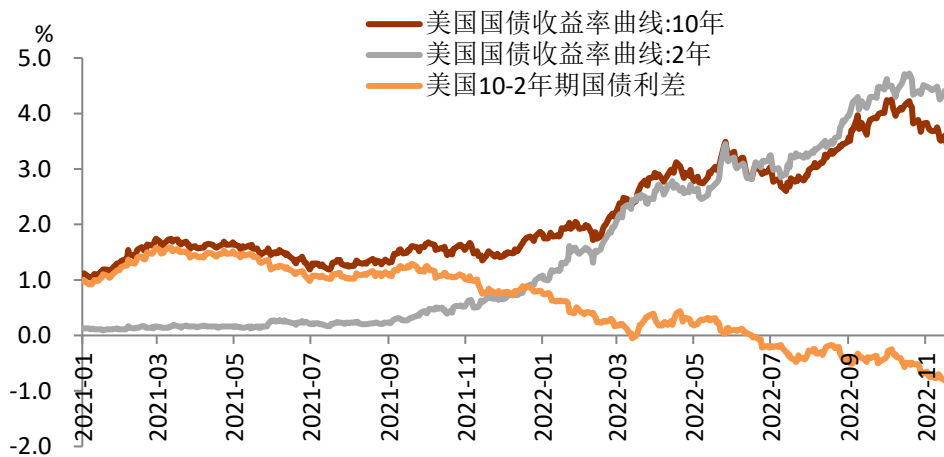


图表 35 美元指数与美国 GDP 全球占比



资料来源: iFinD, 铜冠金源期货

图表 36 美国 10-2 年期国债收益率持续倒挂



资料来源: Bloomberg, iFinD, 铜冠金源期货

四、价差结构、持仓、库存分析

1、原油价差结构变化

回顾 2022 年原油价差结构, 全年远期曲线呈现近月升水结构, 但值得注意的是在 11 月下旬开始, WTI、Dubai 原油近次月价差明显回落, 转为了轻微的近月贴水结构, 但我们认为这更多是反映了短期的供需节奏问题, 而非供需格局出现转变。我们认为 Dubai 原油月差走弱更多反映了中国需求疲软以及市场预期未来更多俄油将会流入亚太。展望 2023 年, 在我们基准情况的平衡表预估下, 整体供需仍旧呈现紧平衡格局, 我们认为全球库存将继续走平或者小幅去库, 因此整体远期曲线结构很难从近月升水转为深度贴水。而欧洲是全

球供需最为偏紧的地区，因此从区域平衡来看，预计 Brent 仍旧强于 WTI 与 Dubai。我们认为在未来俄罗斯原油减产的驱动下，原油月差将会再度反弹，策略上可以考虑月差做多的机会。

图 38 WTI 跨月价差结构

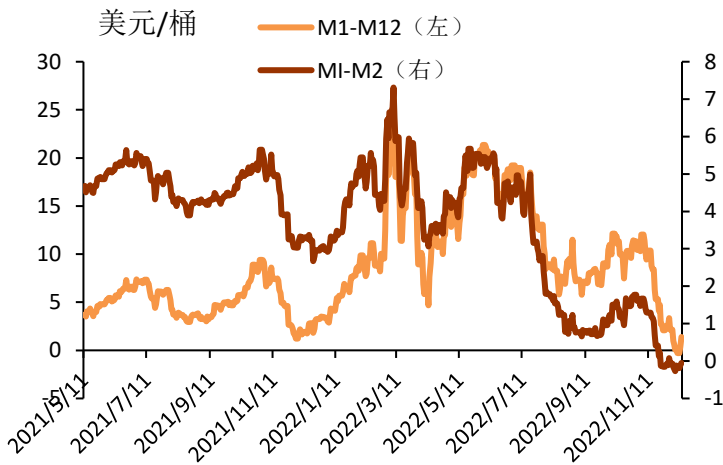
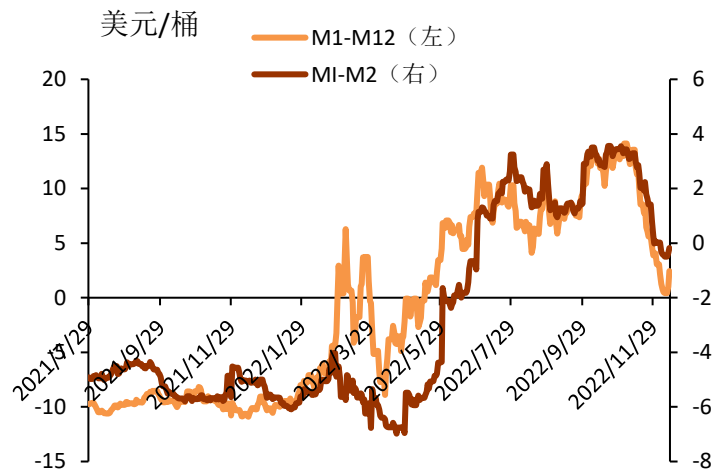


图 39 Brent 跨月价差结构



数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

2、原油持仓变化

全年来看原油持仓的变化，从季度净多持仓量水平来看，2022 年的持仓冲高回落。因为俄乌战争而增加了大量原油的投机和套保需求，因此在一季度之后持仓量大幅增加。而随着逼近年末，俄乌战争的影响正在弱化，而原油市场的情绪也在逐步走低，因此持仓量也随着市场情绪走低而走低。这也表明投机市场看多油价的信心有所回落，做多油价的人气再度低落。展望明年，我们认为市场情绪没有那么快恢复，整体持仓可能不会再次回到俄乌战争的高点，而是保持在一个区间震荡的水平。

图 40 WTI 非商业持仓

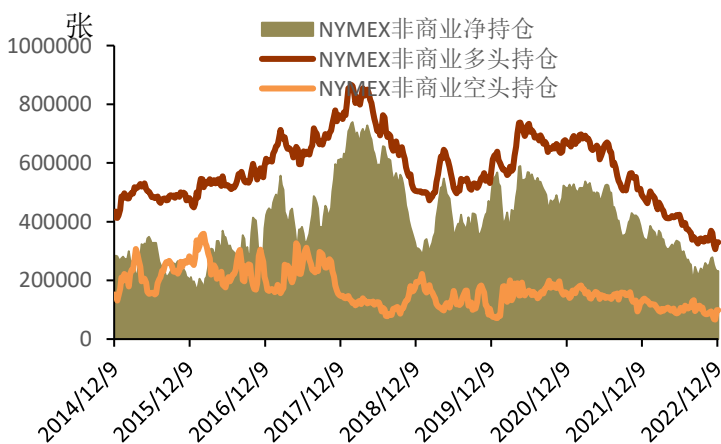
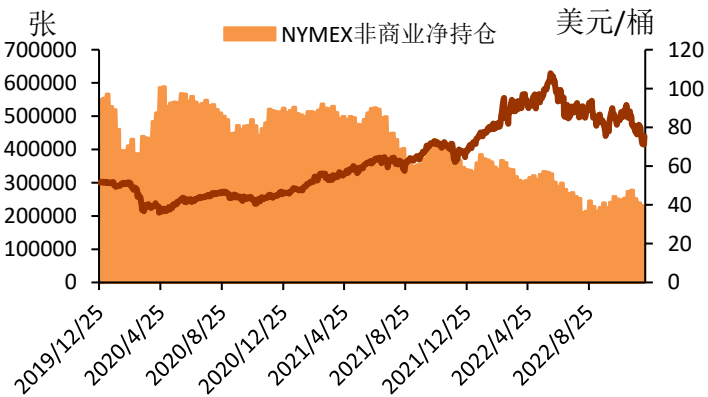


图 41 WTI 与净持仓的关系

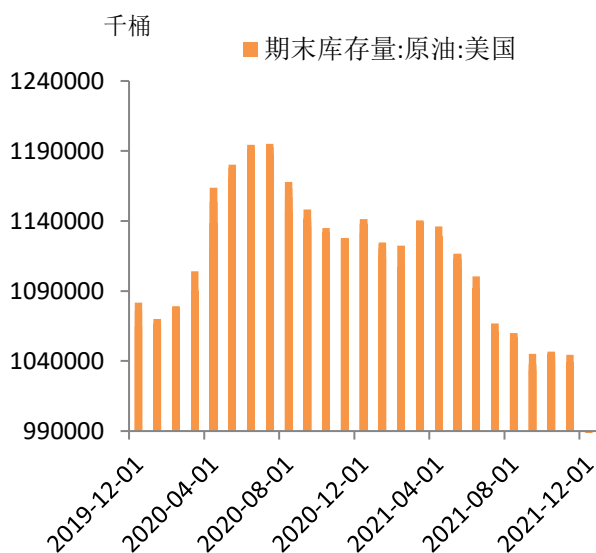


数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

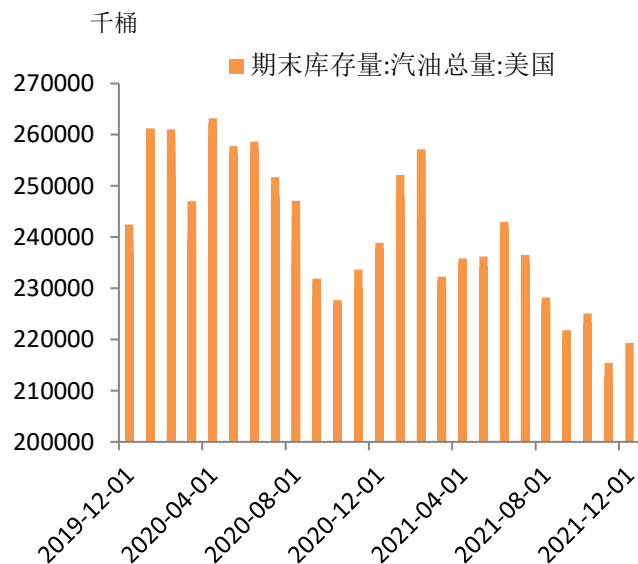
3、原油库存变化

美国能源信息署最新数据显示，包括战略储备在内的美国原油库存总量 8.27 亿桶，为 2021 年 3 月份以来最低，比前一周减少 950 万桶；美国商业原油库存量 4.35 亿桶，比前一周下降 540 万桶；美国汽油库存总量 2.08 亿桶，比前一周增长 221 万桶；馏分油库存量为 1.07 亿桶，比前一周增长 112 万桶。商业原油库存比 2021 年同期高 0.54%；比过去五年同期低 4%；汽油库存比 2021 年同期低 1.91%；比过去五年同期低 5%；馏分油库存比 2021 年同期低 13.18%，比过去五年同期低 15%。美国商业石油库存总量下降 654 万桶。美国炼厂加工总量平均每天 1615.2 万桶，比前一周增加 6.3 万桶；炼油厂开工率 92.9%，比前一周增长 0.8%。备受关注的美国俄克拉荷马州库欣地区原油库存 2561.7 万桶，减少 162.4 万桶，为 3 月份以来的最大单周降幅。美国战略石油储备库存降至 1984 年 3 月以来的最低水平。过去的一周，美国石油战略储备为 3.92 亿桶，下降了 410 万桶，美国战略石油库存比 2021 年同期减少 35.31%。值得注意的是，随着美国战略石油储备的不断释放，美国炼厂开工率创下疫情以来新高，而产品的库存则出现有效的去化，说明需求韧性较强。从矛盾点来看，主要因素是制裁因素后，油种品味变化，导致国外炼厂产出结构较往年有所变化，因而造成了成品油供需的结构性错配。预计随着油价的回落，原油库存将有所增加。

图表 42 美国原油库存



图表 43 美国汽油库存



数据来源：IFind，铜冠金源期货

五、行情展望及操作策略：

● 供应端

OPEC 开始从增产转成减产。美国主要页岩油产量依然保持缓慢增加的态势。俄罗斯受到制裁政策的影响。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

欧美经济预计将步入衰退，中国需求在放开之后预计逐步恢复。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，欧盟对俄制裁后续效果有待观察。而美联储加息的放缓可能会带来美元指数一定程度的走弱，短期看油价或延续震荡。中期看，油价或得到支撑。

投资策略建议：做多原油波动率

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）

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

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

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



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

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

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。