



2023年01月13日

需求逐步企稳

油价或探底回升

核心观点及策略

- **OPEC保持减产。**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。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。不过美联储加息的步伐开始逐步放缓。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，油价或探底回升。**
- **策略建议：做多波动率**
- **风险因素：地缘政治风险**

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

☎ 021-68556855
✉ li.t@jyqh.com.cn
从业资格号：F0297587
投资咨询号：Z0011509

黄蕾

☎ 021-68556855
✉ huang.lei@jyqh.com.cn
从业资格号：F0307990
投资咨询号：Z0011692

高慧

☎ 021-68556855
✉ gao.h@jyqh.com.cn
从业资格号：F03099478
投资咨询号：Z0017785

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、 页岩油产量随油价波动.....	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	14

图表目录

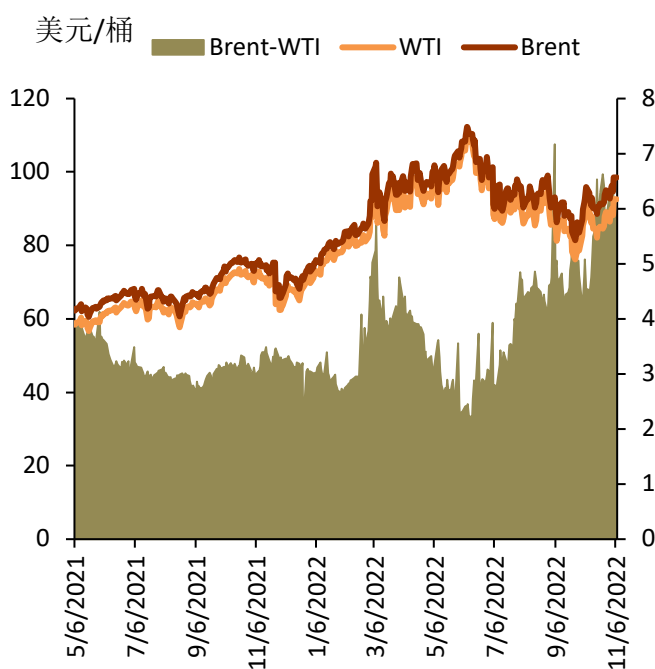
图表 1 WTI 和 BRENT 油价走势	4
图表 2 SC 油价走势	4
图表 3 OECD 原油库存	7
图表 4 OPEC 原油产出明细	7
图表 5 OPEC 原油月度产量	7
图表 6 俄罗斯月度产量	7
图表 7 美国原油库存情况	10
图表 8 美国原油进出口情况	10
图表 9 美国原油及活跃钻井数	10
图表 10 美国炼厂开工情况	10
图表 11 海湾国家金融财富将逐步耗尽	12
图表 12 低油价下海湾国家财富使用情况	12
图 13 WTI 非商业持仓	13
图 14 WTI 与净持仓的关系	13
图 15 WTI 跨月价差结构	13
图 16 BRENT 跨月价差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

一、原油市场行情回顾

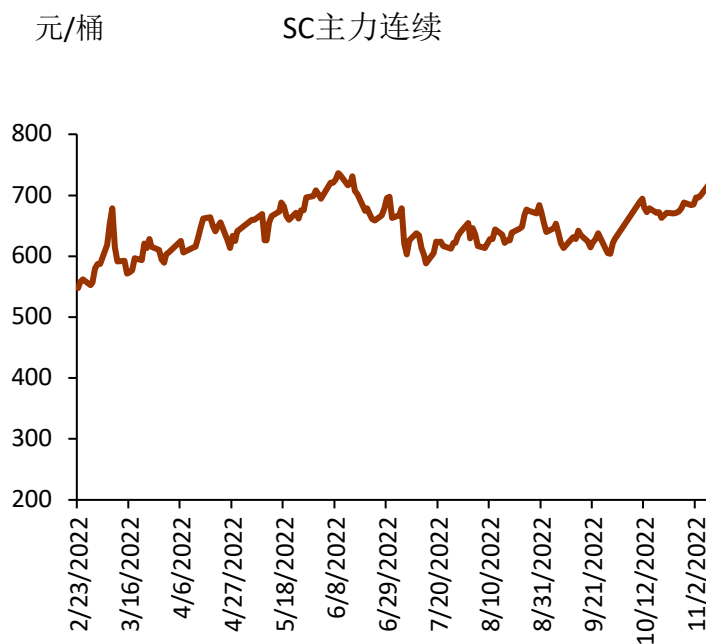
12 月份原油价格先抑后扬、探底回升。市场原来预计 12 月初 OPEC+ 月度会议会进一步加大减产力度，结果实际最终会议决定维持 10 月份会议定的产量政策不变，即没有进一步加大减产力度。受此影响，叠加国内 11 月份原油进口量同比大幅增加以及许多城市居民主动居家隔离减少出行，12 月上旬原油价格持续下跌创新低。12 月中旬，美国释放出收储的信息，油价开始触底反弹。美国能源部 12 月 16 日表示，将开始回购 300 万桶石油补充战略石油储备，这是自今年创纪录地从库存中释放 1.8 亿桶石油以来首次。这给油价带去支撑，向市场释放了一个明确的信号，油价在 70 美元/桶附近，是可以接受的。未来美国潜在的继续收储行为，有望提振原油需求。

国内外原油期货价格出现震荡下跌的态势。截止季度末，INE 原油下跌 1.56%，WTI 原油下跌 0.05%，布伦特原油下跌 1.13%。

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，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、美国白宫指责沙特“胁迫”OPEC+做出大幅减产原油决定

美国政府曾要求沙特先不要减产。美国国家安全委员会发言人约翰·柯比在周四的声明中表示，美国政府已向沙特提供分析，“表明没有市场基础来削减产量目标，他们可以轻松地等待下一次 OPEC 会议，看看形势如何发展”。柯比指出，预计各产油国将在 12 月举行下次会议。柯比还表示：“其他 OPEC 国家私下告诉我们，他们也不同意沙特的决定，但感到被胁迫来支持沙特的方向。”

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 2023 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 2023 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 2023 年全球石油需求将增加 320 万桶/日，达到 1.006 亿桶/日。

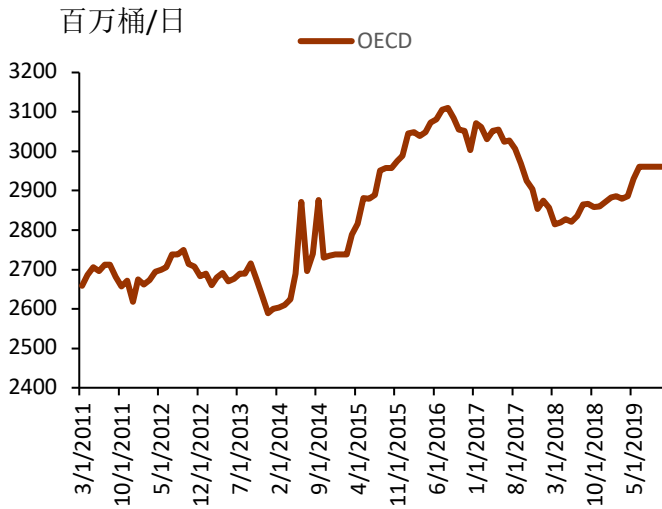
EIA:

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 2023 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，2023 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。

OPEC:

供应方面，OPEC 对 2023 年美国页岩油产量增长预期基本稳定在 60 万桶/日。对 2023 年非 OPEC 国家总供应量的增长预测保持不变。需求方面，预测 2023 年同比增加 420 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)	Oct 22	Nov 22	Change		Year-to-date	
			Nov 22/Oct 22	%	2021	2022
ORB	93.62	89.73	-3.89	-4.2	69.45	101.89
Arab Light	96.20	91.58	-4.62	-4.8	70.17	103.34
Basrah Medium	89.45	85.66	-3.79	-4.2	68.36	99.21
Bonny Light	95.02	92.84	-2.18	-2.3	70.26	105.66
Djeno	85.66	83.65	-2.01	-2.3	63.03	95.49
Es Sider	93.91	91.25	-2.66	-2.8	68.75	103.38
Girassol	95.61	92.76	-2.85	-3.0	70.94	105.87
Iran Heavy	93.21	88.73	-4.48	-4.8	69.32	101.76
Kuwait Export	94.72	90.13	-4.59	-4.8	70.02	103.03
Merey	71.56	66.94	-4.62	-6.5	51.12	78.62
Murban	93.54	90.90	-2.64	-2.8	69.65	100.55
Rabi Light	92.65	90.64	-2.01	-2.2	70.02	102.48
Sahara Blend	95.66	93.60	-2.06	-2.2	70.44	106.12
Zafiro	93.61	92.12	-1.49	-1.6	70.77	104.89
Other Crudes						
North Sea Dated	93.11	91.10	-2.01	-2.2	70.48	102.94
Dubai	91.04	86.12	-4.92	-5.4	69.00	98.02
Isthmus	83.57	79.26	-4.31	-5.2	65.97	94.01
LLS	90.07	87.61	-2.46	-2.7	69.25	98.42
Mars	83.84	80.44	-3.40	-4.1	66.93	93.50
Minas	91.06	89.21	-1.85	-2.0	68.38	98.52
Urals	70.54	67.98	-2.56	-3.6	69.08	80.80
WTI	87.26	84.15	-3.11	-3.6	67.80	96.15
Differentials						
North Sea Dated/WTI	5.85	6.95	1.10	-	2.68	6.79
North Sea Dated/LLS	3.04	3.49	0.45	-	1.23	4.52
North Sea Dated/Dubai	2.07	4.98	2.91	-	1.48	4.92

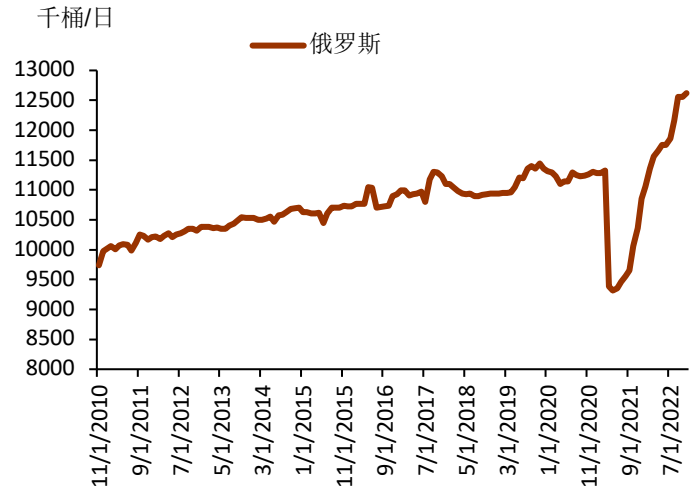
Sources: Argus, Direct Communication, OPEC and Platts.

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、页岩油产量随油价波动

美国原油产量这两年出现回升的趋势,截止上个月底,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 2023 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

敬请参阅最后一页免责声明

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。

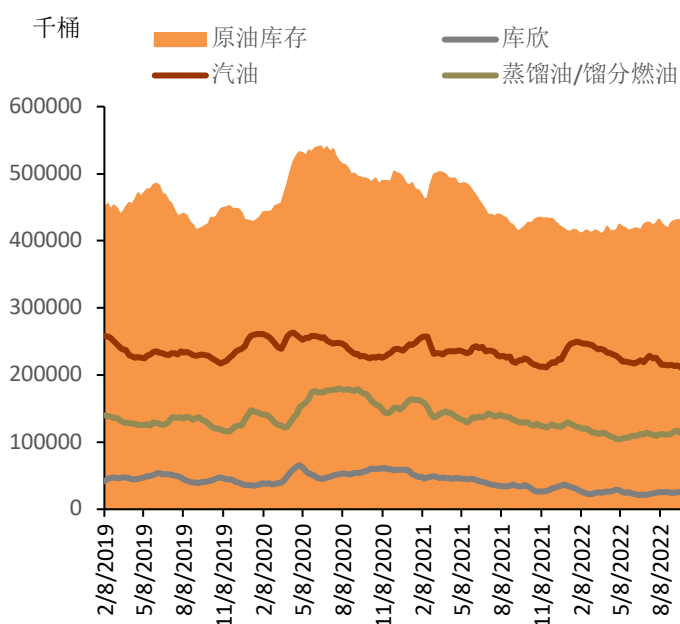
近两年资本支出约束大幅限制了生产商的资本支出规模，去年平均资本支出占经营性现金流比例(Capex/CFO)仅 50% 左右，较疫情前近 100% 的比例已显著收缩。根据达拉斯联储最新调查，新井的盈亏平衡对应 WTI 价格平均 50-70 美元/桶，因此限制生产商增产的最大阻力并不是价格，根据调查来看，资本支出约束是生产商不愿增产的最主要因素。经过一轮低油价周期和在持续的能源转型压力之下，生产商有更强烈的意愿维持目前高利润的格局。从市场份额的角度，美国能源独立使得生产商已没有最初急于通过增产来竞争市场份额的迫切意愿。但是，从价格角度，由于地缘冲突所导致的油价上涨主要表现为近端价格的飙升，油价远期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

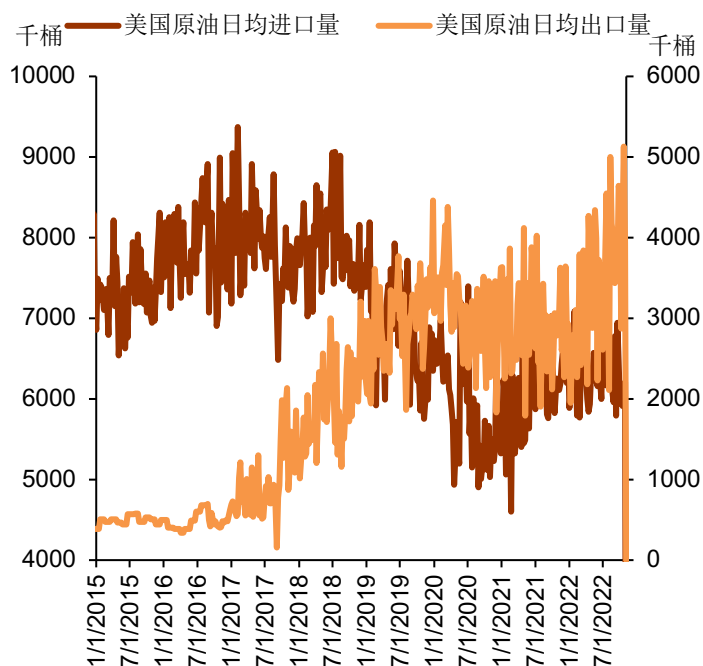
由于美国许多能源公司继续决心保持股息增长，而不是为额外的勘探提供资金。据美国能源服务公司贝克休斯公布的数据显示，截至上周，美国石油活跃钻井平台数量周环比小幅增加 13 座至 576 座，维持在 2020 年 4 月以来的最高水平，并较去年 8 月 14 日低点 172 座，大幅增加 234.88%。尽管北美石油钻井数据继续录得攀升，但原油产量仍然停滞不前。据统计，截止上个月，美国原油产量月环比回升 10 万桶/日，维持在 1190 万桶/日，为 2022 年 1 月 14 日当周以来次高。整体来看，当前美国页岩油行业恢复仍然缓慢，加之近期恶劣天气的影响，美国页岩油产量增量仍受限。

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 2023 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

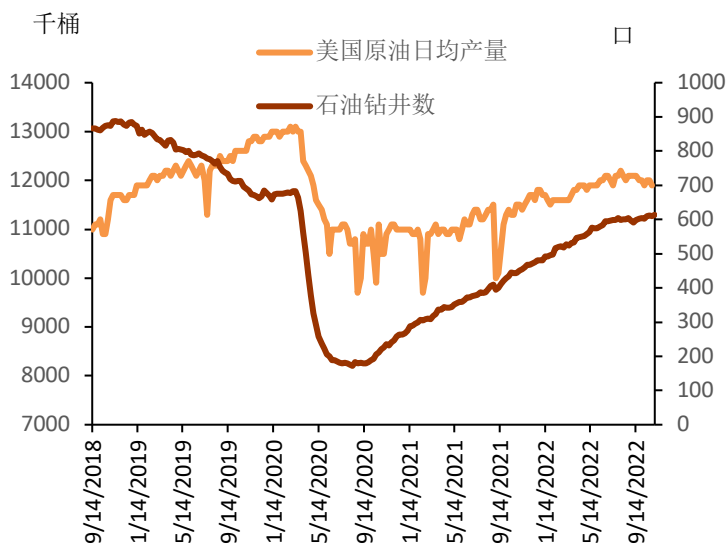


图表 8 美国原油进出口情况

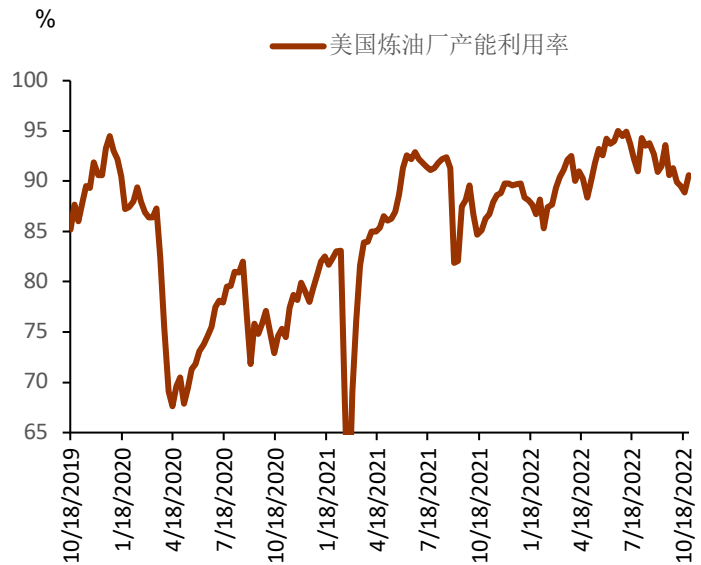


数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

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，欧佩克小幅减产

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船运瓶颈。原油的船运瓶颈可能在 2024 年解决，而成品油的船运瓶颈到 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。

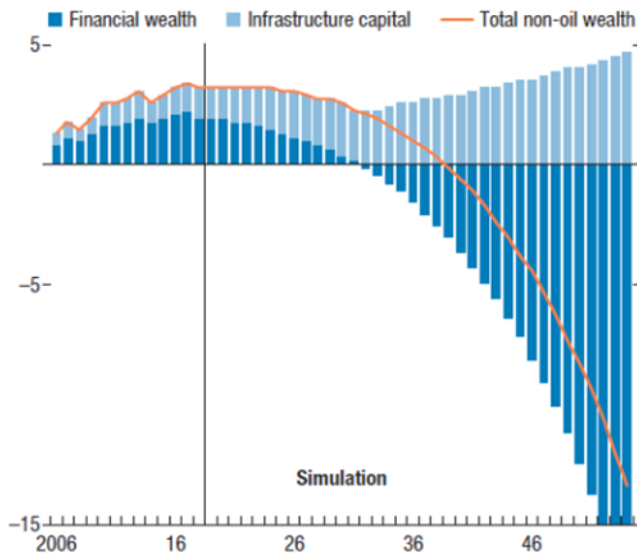
2、禁运+限价：

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。

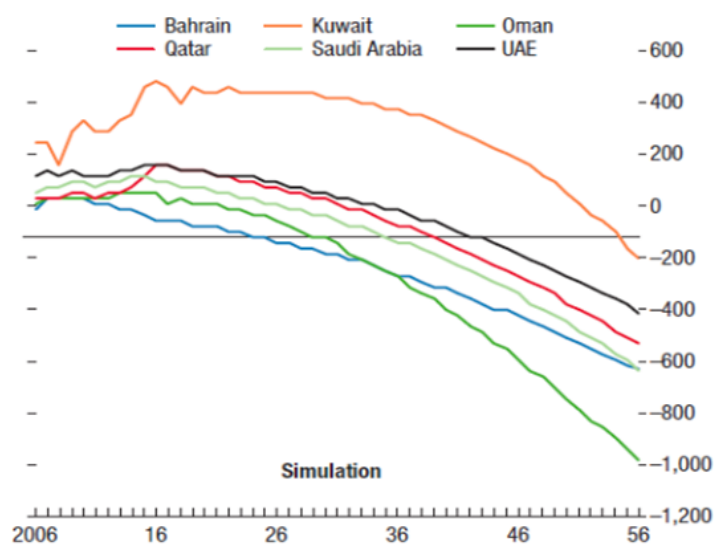
而在 OPEC 方面，此前 OPEC+会议决定将合作框架延长至 2023 年年底，OPEC+联合部长级监督委员会（JMMC）决定自 2022 年 11 月起将石油总产量下调 200 万桶/日。配额的下调主要集中在沙特 52.6 万桶/日、俄罗斯 52.6 万桶/日、伊拉克 22 万桶/日、阿联酋 16 万桶/日、科威特 13.5 万桶/日，其他国家配额少量下调。考虑到俄罗斯原油产量距配额超过 120 万桶/日，下调配额对其产量无影响，而沙特、伊拉克、阿联酋和科威特的配额与实际产量差距相对较小，四国配额下滑推动 11 月 OPEC+原油实际减产约 100 万桶/日，减产幅度超预期，有效对冲了全球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 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

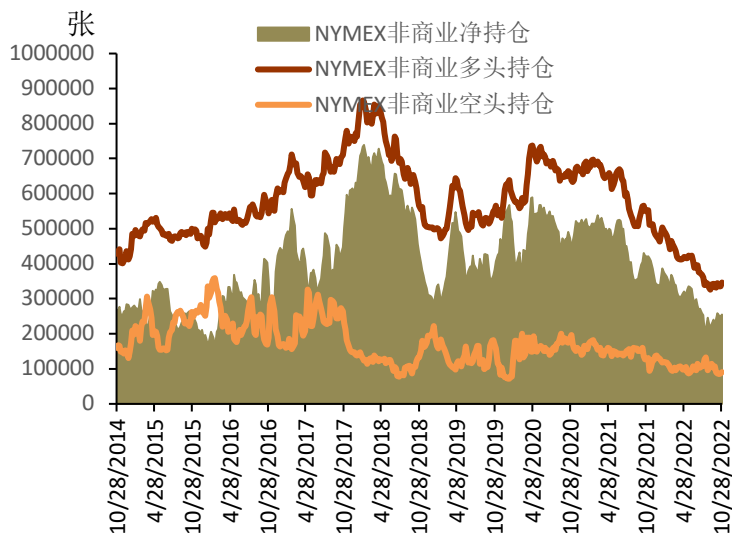
六、WTI 非商业持仓情况

步入 2022 年四季度以来，国际原油期货价格转入宽幅震荡整理的，市场做多力量有所回升。据美国商品期货交易委员会(CFTC)的数据显示，截止 2022 年 12 月 28 日当周，WTI 原油非商业净多持仓量维持在 25.15 万张，周环比回落 7675 张，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。从季度净多持仓量水平来看，四季度 WTI 原油非商业净多持仓量均值维持在 25.09 万张，季度环比回升 0.93 万张，反弹幅度达 3.85%。

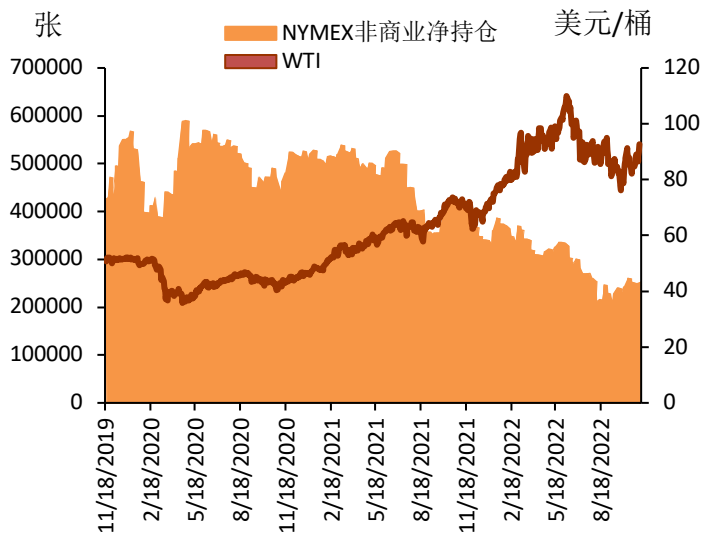
七、油价市场结构

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，布伦特油价表现相对坚挺，由此导致两地价差走阔。截止 12 月下旬，Brent-WTI 价差维持在 5.35 美元/桶。

图表 13 WTI 非商业持仓

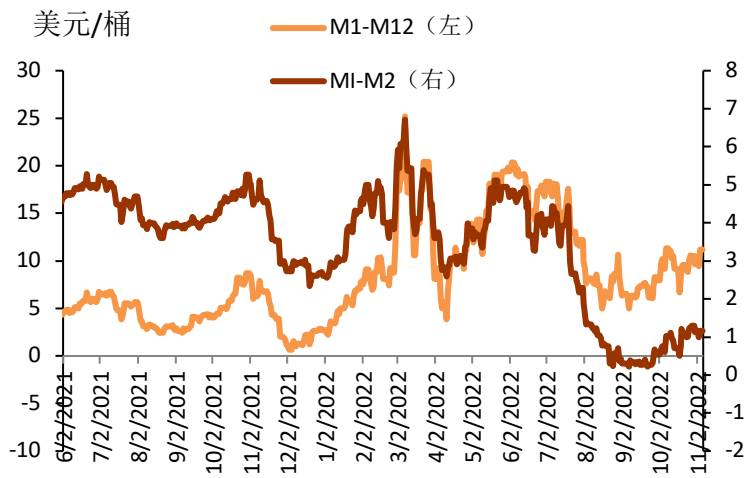


图表 14 WTI 与净持仓的关系

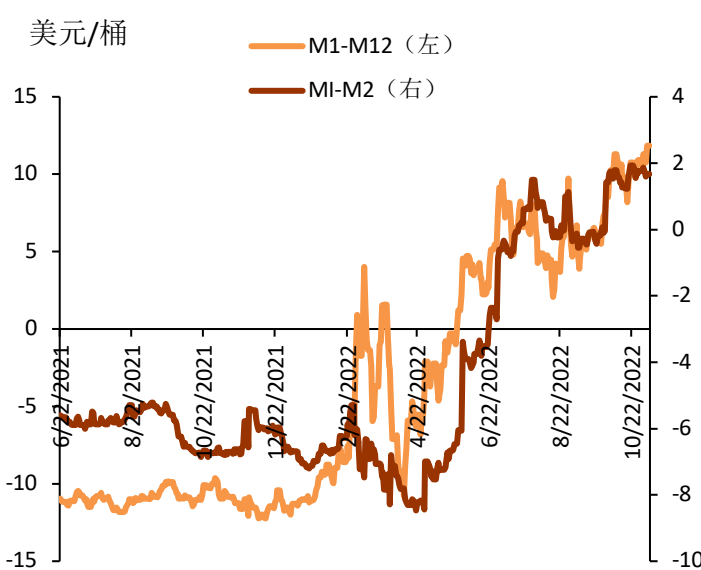


数据来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

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 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，油价或探底回升。

投资策略建议：做多原油波动率

风险提示：地缘政治风险

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。