



2023年02月06日

## 供需不确定性仍存

### 油价或延续震荡

#### 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。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。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正在逐步恢复。需求总体企稳。并且宏观环境上美联储正逐步转向宽松。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。这也会给原油带来一定支撑。
- 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。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.....	13

## 图表目录

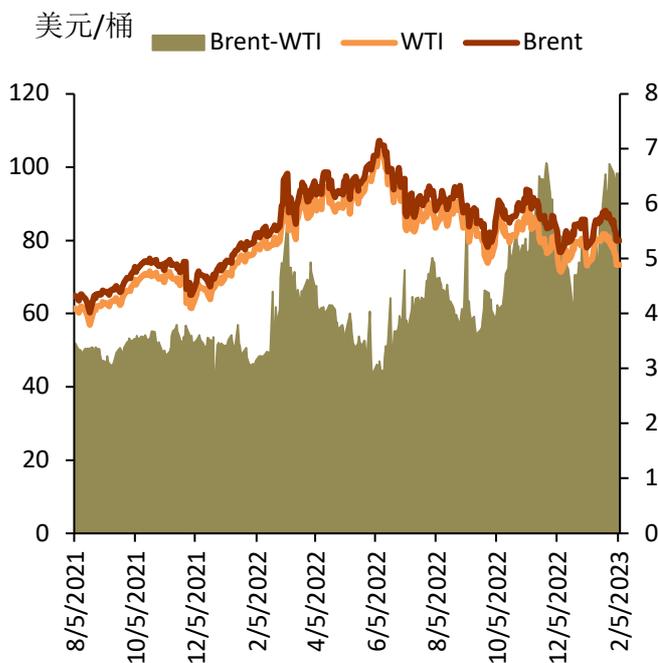
图表 1 WTI 和 BRENT 油价走势 .....	4
图表 2 SC 油价走势 .....	4
图表 3 OECD 原油库存 .....	6
图表 4 OPEC 原油产出明细 .....	6
图表 5 OPEC 原油月度产量 .....	7
图表 6 俄罗斯月度产量 .....	7
图表 7 美国原油库存情况 .....	10
图表 8 美国原油进出口情况 .....	10
图表 9 美国原油及活跃钻井数 .....	10
图表 10 美国炼厂开工情况 .....	10
图表 11 海湾国家金融财富将逐步耗尽 .....	12
图表 12 低油价下海湾国家财富使用情况 .....	12
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

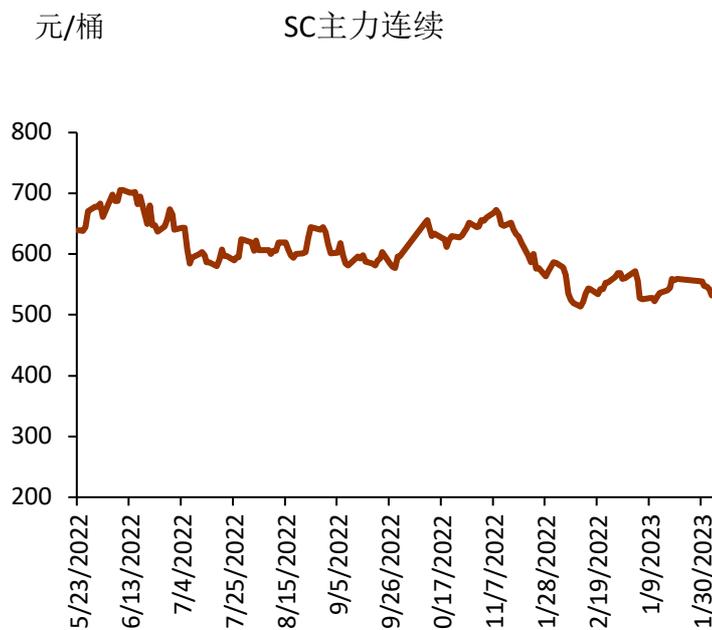
自 2023 年 1 月以来，因原油期货的金融和商品属性双双走强，国内外原油期价呈先抑后扬、止跌反弹的走势。美国 WTI 原油期货价格在下探到 72.46 美元 / 桶后止跌反弹，布伦特原油期货价格在下探到 77.61 美元 / 桶后也止跌企稳。因 1 月份人民币兑美元升值，国内原油期货涨幅强于外盘油价，2303 合约期价在下探到 517.1 元 / 桶后止跌走强。Brent-WTI 价差维持在 5.56 美元 / 桶。尽管美国原油库存在累库阶段，但受益于人民币升值驱动和国内乐观预期的影响，原油期货价格仍维持震荡偏强的走势。此外，由于通胀 CPI 数据回落和美联储加息预期放缓，美元指数弱化，原油等大宗商品做多热情也在加强。

截止月末，INE 原油下跌 2.23%，WTI 原油下跌 1.53%，布伦特原油下跌 0.44%。

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、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。

### 3、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。

### 4、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。

### 5、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。IEA 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



图表 4 OPEC 原油产出明细

OPEC Reference Basket (ORB)	Nov 22		Dec 22		Change		Annual average	
	Nov 22	Dec 22	Dec 22/Nov 22	%	2021	2022		
ORB	89.73	79.68	-10.05	-11.2	69.89	100.08		
Arab Light	91.58	82.44	-9.14	-10.0	70.65	101.64		
Basrah Medium	85.66	76.07	-9.59	-11.2	68.76	97.33		
Bonny Light	92.84	80.69	-12.15	-13.1	70.63	103.63		
Djeno	83.65	72.93	-10.72	-12.8	63.35	93.65		
Es Sider	91.25	77.53	-13.72	-15.0	69.16	101.28		
Girassol	92.76	78.69	-14.07	-15.2	71.31	103.66		
Iran Heavy	88.73	79.11	-9.62	-10.8	69.80	99.92		
Kuwait Export	90.13	80.46	-9.67	-10.7	70.50	101.19		
Merey	66.94	58.17	-8.77	-13.1	51.45	76.96		
Murban	90.90	80.17	-10.73	-11.8	70.09	98.89		
Rabi Light	90.64	79.92	-10.72	-11.8	70.34	100.64		
Sahara Blend	93.60	83.03	-10.57	-11.3	70.89	104.24		
Zafiro	92.12	80.28	-11.84	-12.9	71.09	102.88		
<b>Other Crudes</b>								
North Sea Dated	91.10	80.38	-10.72	-11.8	70.80	101.10		
Dubai	86.12	77.09	-9.03	-10.5	69.38	96.32		
Isthmus	79.26	67.48	-11.78	-14.9	66.20	91.85		
LLS	87.61	78.04	-9.57	-10.9	69.66	96.76		
Mars	80.44	71.49	-8.95	-11.1	67.31	91.71		
Minas	89.21	79.14	-10.07	-11.3	68.75	96.94		
Urals	67.98	52.23	-15.75	-23.2	69.45	78.47		
WTI	84.15	76.50	-7.65	-9.1	68.17	94.55		
<b>Differentials</b>								
North Sea Dated/WTI	6.95	3.88	-3.07	-	2.64	6.55		
North Sea Dated/LLS	3.49	2.34	-1.15	-	1.14	4.34		
North Sea Dated/Dubai	4.98	3.29	-1.69	-	1.42	4.78		

Sources: Argus, Direct Communication, OPEC and Platts.

数据来源：IEA，OPEC，铜冠金源期货

图表 5 OPEC 原油月度产量



图表 6 俄罗斯月度产量



数据来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

#### 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，截止一月底，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

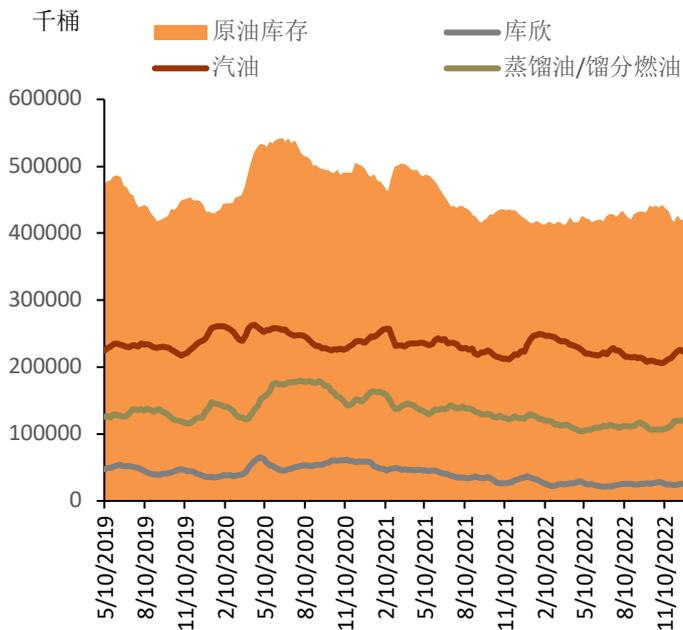
轮低油价周期和在持续的能源转型压力之下，生产商有更强烈的意愿维持目前高利润的格局。从市场份额的角度，美国能源独立使得生产商已没有最初急于通过增产来竞争市场份额的迫切意愿。但是，从价格角度，由于地缘冲突所导致的油价上涨主要表现为近端价格的飙升，油价远期曲线变得更加陡峭，对生产商而言，远期价格的上涨远不及近月价格。这也制约了页岩油产量急剧飙升的可能。

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%。

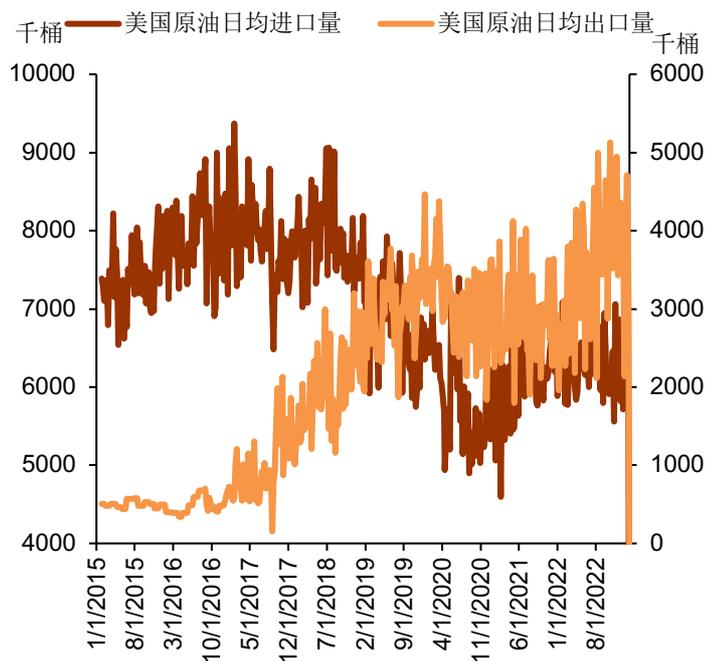
由于美国许多能源公司继续决心保持股息增长，而不是为额外的勘探提供资金。据美国能源服务公司贝克休斯公布的数据显示，截至上周，美国石油活跃钻井平台数量周环比小幅增加 13 座至 576 座，维持在 2020 年 4 月以来的最高水平，并较去年 8 月 14 日低点 172 座，大幅增加 234.88%。尽管北美石油钻井数据继续录得攀升，但原油产量仍然停滞不前。据统计，截止上个月，美国原油产量月环比回升 10 万桶/日，维持在 1190 万桶/日，为去年以来次高。整体来看，当前美国页岩油行业恢复仍然缓慢，加之近期恶劣天气的影响，美国页岩油产量增量仍受限。

从 EIA 的预测来看，在 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

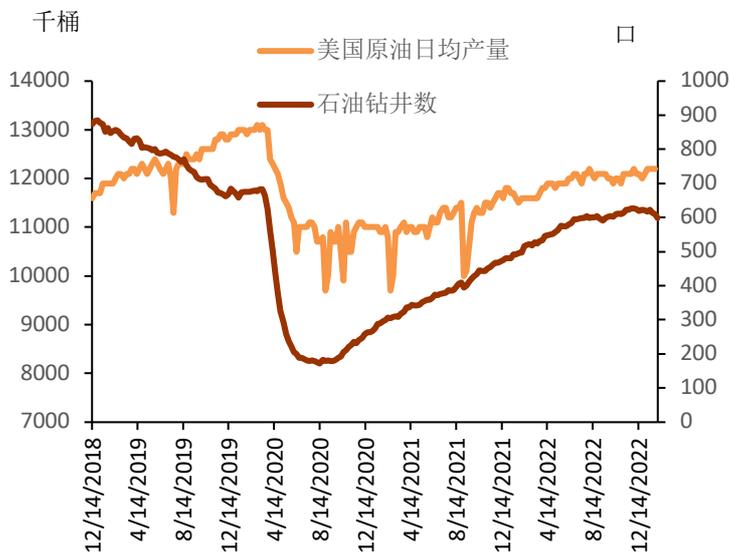


图表 8 美国原油进出口情况



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

为了制裁俄罗斯自 2 月以来对乌克兰的军事行动，欧盟不断针对俄罗斯实施多项制裁，包

括能源制裁和金融制裁等。截至 2022 年 12 月上旬，欧盟已实施了八轮制裁，并在讨论第九轮制裁。

欧盟对俄罗斯原油的依赖性在俄乌冲突前期高达 97%，其中德国、荷兰和波兰对俄罗斯原油的依赖性高达 35%，三个国家每天从俄罗斯进口的原油共计 140 万桶，占整个欧盟从俄罗斯进口的量的一半。OPEC、EIA 和 IEA 发布的月度报告预计欧盟对俄罗斯原油设置上限会影响俄罗斯原油出口，但这仅仅是一个粗略的预估，并未考虑欧盟从印度等国家“倒卖”俄罗斯成品油的情况。因此，欧盟对俄罗斯原油的价格上限等措施的影响可能不如预期。现在看来，这可能仅仅改变了欧盟的原油贸易格局。

EIA 在 12 月 6 日发布的短期能源前景展望报告中，预测美国 and 全球产量将有所提高。其中，美国原油产量预计明年将达到 1234 万桶 / 日，有望超过 2019 年的历史最高纪录 1231.5 万桶 / 日。国际原油产量预计将处于今年的最低水平。目前，俄罗斯原油出口保持着小幅增长，主要出口到中国、印度和土耳其，特别是俄罗斯对中国和印度的出口占俄罗斯总出口量的 50%左右，与此相反，欧盟的原油出口体量处于较低水平。截至 11 月 28 日，俄罗斯原油出口量为 523.6 万桶 / 天。

在 2023 年，俄乌战争仍将持续上半年，预计可能在下半年出现局势明朗化。同时，欧盟制裁俄罗斯的力度仍将加大。对于石油市场来说，由于俄罗斯是全球最大的石油供应来源（占全球能源需求的约 33%），它具有战略性并易受到地缘政治冲突的影响。因此，2023 年不容忽视俄乌战争的持续以及欧盟对俄罗斯的制裁造成的影响。中东和中亚地区仍是全球地缘政治冲突的高发地区，宗教矛盾、大国博弈和恐怖主义相互交织，使得该地区成为一个火药桶，随时可能爆发。其中，也门胡塞与沙特、伊朗与美国等矛盾较深，存在地缘冲突爆发的可能性，并可能对国际原油价格产生正向影响。

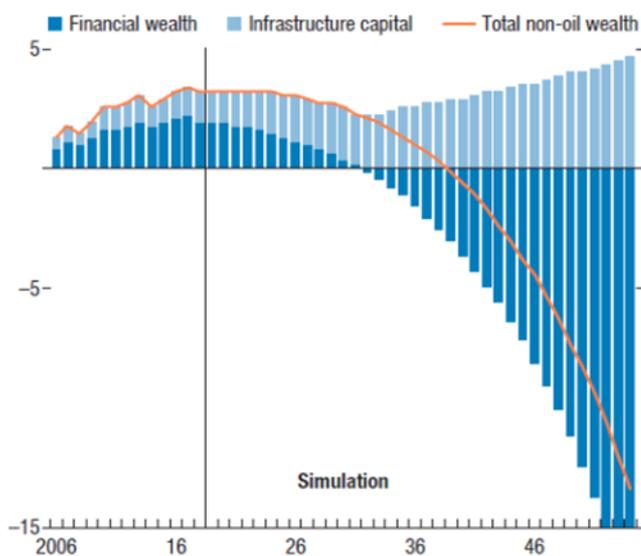
在 OPEC+ 方面，2023 年伊朗核协议谈判的结果是否能改善仍是原油供应一个关键因素。自 2022 年以来，西方国家和伊朗的关系呈现接近与疏离的变化。数据显示，制裁前伊朗原油产量为 380 万桶 / 天，出口约 210 万桶 / 天，其中向亚洲出口 120 万桶 / 天，向欧洲出口 70 万 / 天。估计，伊朗在波斯湾和东亚的浮式仓库存量约为 9000 万桶，还有约 5000 万桶的在岸库存。2018 年 4 月特朗普退出伊核协议，2021 年 4 月拜登重启了谈判。目前，伊朗的原油产量为 250 万桶 / 天，石油部长表示产能可达 400 万桶 / 天，可在短时间内恢复生产。展望 2023 年，如果伊朗原油出口制裁被解除，将给欧佩克带来 150 万桶 / 天的供应增量。

2022 年下半年，俄罗斯原油产量继续增加，创下新高，已经超过每天 1200 万桶。由于遭受欧美经济制裁和北流天然气管道受损导致俄罗斯对欧洲的天然气出口减少，俄罗斯对原油出口的依赖度进一步增加，不太可能减少原油产量或者减少原油出口。2023 年值得关注的是，美国原油产能回升是供应端变化的主要增量因素，也是对油价构成威胁的重要

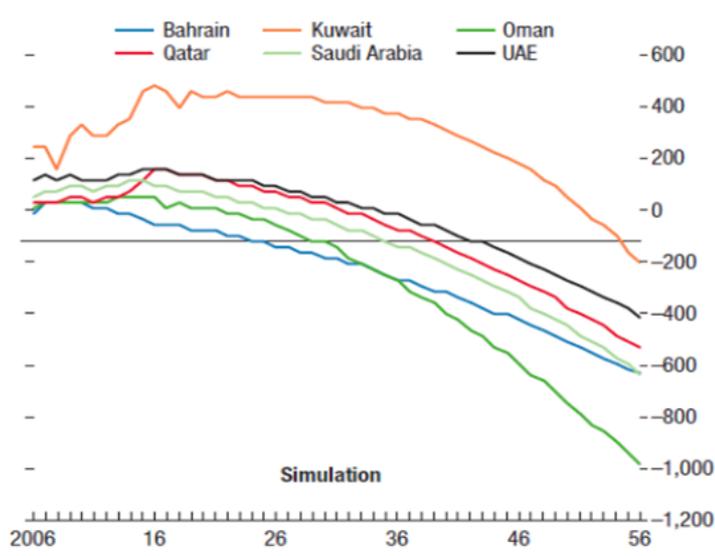
风险。根据贝克休斯公司发布的数据，截至 2022 年 12 月 9 日，美国石油活跃钻井平台数量略有增加至 627 座，因为相对较高的油价鼓励了油企增加钻井数量。随着北美石油钻井数据的持续增加，美国原油产量也在稳步增长。截至 12 月 9 日当周，美国原油产量保持在 1220 万桶 / 日，是 2022 年 1 月 14 日当周以来的高位。整体而言，现在美国原油产能仍然维持在偏高水平。美国能源信息署（EIA）在其最新的短期能源展望中表示，美国石油产量将从 2021 年的 1120 万桶/日增至 2022 年的 1200 万桶/日，到 2023 年将增至 1260 万桶/日。相比之下，当前的纪录是在 2019 年创下 1230 万桶/日。在高利润刺激下，预计 2023 年美国原油产量有望继续增加，从当前 1210 万桶/天可能增产到 1300 万桶/天附近。

预测 2023 年全球石油供应情况：尽管 OPEC+ 国家已经从扩产转向收缩，但真正的供应缩减可能要等到二季度。预计一季度的供应增长仍将超过需求增长，全球原油总供应量预计仍将稳步增加，保持供应过剩的状态。同时，需要关注美国、欧盟和俄罗斯关系的发展，以及制裁措施和伊朗核协议对石油市场的影响，从而在中期内影响油价走势。

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

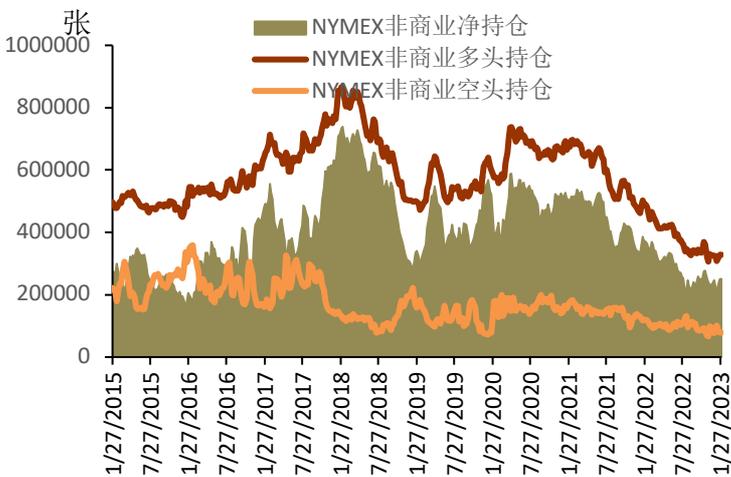
## 六、WTI 非商业持仓情况

步入 2023 年一季度以来，国际原油期货价格转入止跌企稳，震荡回升的走势，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 2023 年 1 月 30 日当周，WTI 原油非商业净多持仓量维持在 20.52 万张，周环比回落 22371 张，表明投机市场看多油价的信心显著下降，做多油价的人气大幅衰退。从季度净多持仓量水平来看，2022 年 4 季度 WTI 原油非商业净多持仓量均值维持在 24.99 万张，2023 年 1 季度 WTI 原油非商业净多持仓量均值维持在 21.64 万张，季度环比回落 3.35 万张，下跌幅度达 13.41%。

## 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 1 月下旬，Brent-WTI 价差维持在 5.35 美元/桶。

图表 13 WTI 非商业持仓

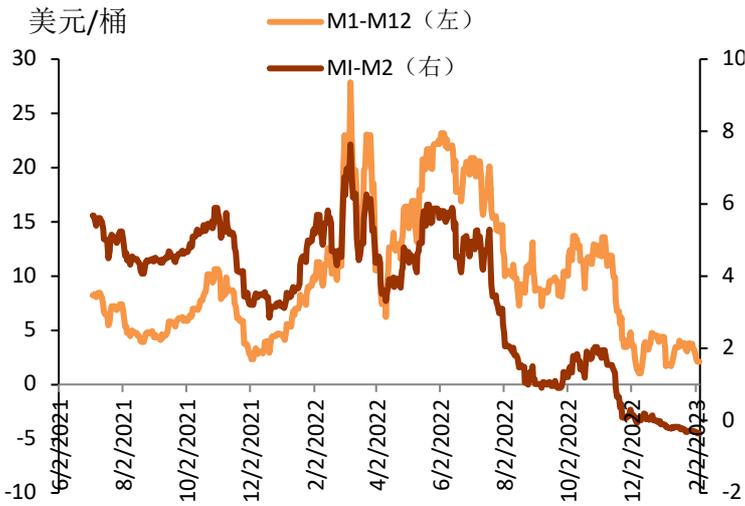


图表 14 WTI 与净持仓的关系

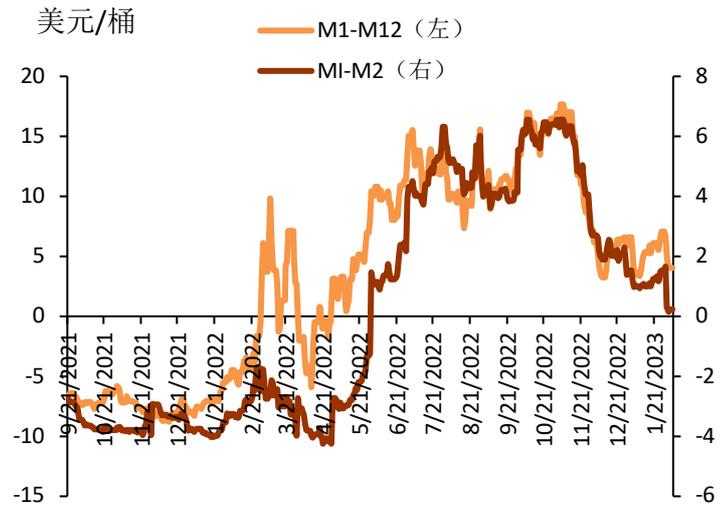


数据来源：Bloomberg，铜冠金源期货

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。