



年度报告

2022 年 12 月 15 日

2023 年原油市场展望：由疯狂回归理性

分析概述

- 现阶段原油市场最明显的特征是，宏观经济形势与供需基本面一定程度上背离，市场情绪频繁切换，不断修正预期差。
- 长期来看，原油供应端和需求端的刚性都非常强，全世界既无法在短时间内生产更多原油，亦难很快大量放弃消费原油，这是其他一般商品所不具有的特殊性。无论是供应短缺得到纾缓，还是需求负反馈机制，过热的油价终究会降温直至回归供需平衡位置。
- 我们整体上仍对明年原油市场持谨慎乐观态度，这一观点将贯穿本轮牛市见顶的全过程。原油市场表现从过度反应逐渐回归理性，我们预测未来油价中枢仍将维持在相比近五年均值偏高的区间上震荡，高低极值出现的幅度和时间均较为有限。
- **风险点：**全球疫情大流行、地缘政治局势恶化、市场流动性枯竭、经济衰退风险。

研究员

刘紳

从业资格编号：F3041660

投资咨询编号：TZ014346

liushen@tqfutures.com

目 录

原油公允定价，市场回归理性	3
产量增减切换，OPEC 招数灵活	3
俄乌战争僵持，西方制裁落地	5
美油缓慢回温，投资纪律约束	6
宏观多有扰动，需求复苏可期	7
库存保持低位，战略储备不足	9
加息节奏放缓，鹰派立场软化	10
预期反复修正，辩证看待多空	11
免责条款	13

原油公允定价，市场回归理性

复盘近三年来波澜壮阔的原油市场，我们发现，短期走势经常受一致性极端预期主导，但从中长期来看，原油价格主要取决于其商品属性的供需基本关系。以 2022 年发生的两件大事为例，俄乌战争将地缘政治风险推向极致，美联储加息则提前反馈全球大衰退预期，但归根结底，是基本面发生的长期改变影响了市场均衡的结果。

本轮自 2020 年二季度启动的原油牛市周期主要由供应端主导。OPEC 通过坚定执行减产政策重夺原油定价权，成为享受高油价红利的最大赢家。俄罗斯原油出口受欧美制裁，将成为俄乌局势的长期事实。美国页岩油行业受环保政策和资本支出限制，供应的价格弹性相对较低。预计未来较长时间内，原油供应端的结构性紧张问题难以解决。

新能源崛起的大背景下，某种意义上原油在内的化石能源被淘汰只是时间问题。在缺乏新的增长点的情况下，叠加经济衰退预期的影响，预计原油需求增速将显著放缓，对油价构成长期的压制。基于全球经济增速下滑和需求恢复缓慢导致能源消费不佳，国际三大能源机构 EIA、IEA 和 OPEC 均对 2022 年全球原油需求预估值做出下修。

图表 1：牛熊转势，跌宕起伏



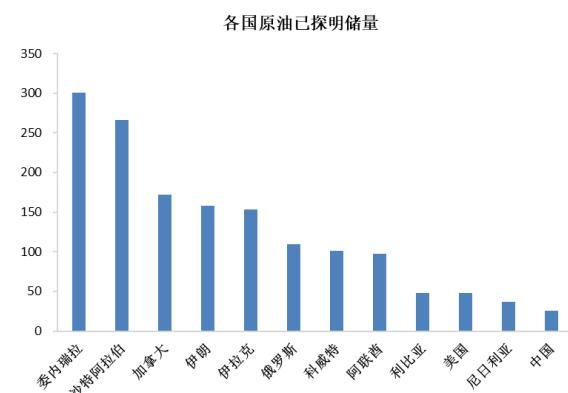
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

国际原油市场现阶段呈现的特点是，宏观和基本面存在矛盾，现实和预期出现背离。尽管如此，我们认为当前原油定价是相对合理的，各种因素得到较为充分和公允的反馈，现阶段国际原油市场表现已较过去三年更为理性。

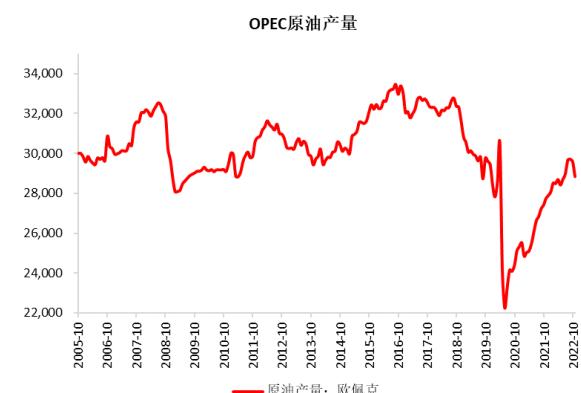
产量增减切换，OPEC 招数灵活

在全球原油供应端三足鼎立的格局中，以沙特为代表的 OPEC 与以俄罗斯为代表的非 OPEC 产油国联合起来，三分天下有其二。美国还不算是严格意义

上的能源出口国，这样看来在国际原油贸易中，OPEC+就垄断了大部分的市场份额。众所周知，原油是个卖方市场，原油出口国具有绝大的话语权，因此 OPEC+产量政策在国际原油定价机制中占据举足轻重的地位。2022 年内，OPEC+先后采取了三种产量政策思路，分别是增产、减产和观望，这包含了所有可能性。

图表 2: OPEC+占据世界大部分石油禀赋


资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3: OPEC+产量政策导向举足轻重


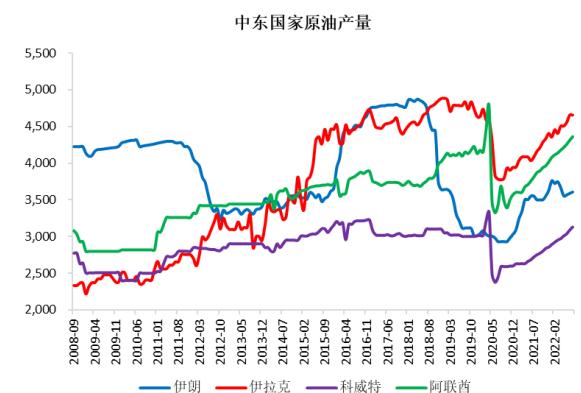
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

在俄乌战争前期，市场对原油供应中断的担忧情绪激化，国际原油价格极限冲高并长期停留在 100 美元水平。在高油价红利诱惑以及西方国家强烈呼吁下，沙特为首的 OPEC 国家按照逐月增加 40 万桶/日的计划稳步推进增产。然而很快这个方案就面临困境，大多数成员国受制于投资不足、局势动荡、国际制裁等各种因素，仅沙特和阿联酋保有持续增产能力。二季度以后，OPEC+实际原油产量一直不达标，甚至拜登访问中东亦未能令其进一步增产。

然而，随着俄乌战争及后续制裁对供应端的冲击不及预期，国际油价触顶后开始大幅回落。为了捍卫来之不易的高油价红利，11 月开始 OPEC+新一轮号称 200 万桶/日的减产协议启动。但根据协议规定的最新配额，除沙特、阿联酋和科威特外，其他成员国自二季度以来大多增产未达标，不考虑俄罗斯在 12 月制裁落地后遭受供应损失的变数，估计 OPEC+实际减产数量应不足 100 万桶/日。

图表 4: OPEC 领袖沙特引领决策方向


资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5: 其他主要成员国产量情况


资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

目前，鉴于原油市场前景尚不明晰，OPEC+宣布暂时维持现有减产协议以观

其变。OPEC+官方重申，将坚持积极主动和先发制人的策略，如有必要可召开临时会议，及时采取额外措施应对油价变化。接下来 OPEC+将评估制裁对俄罗斯原油出口以及全球市场的影响，并观察主要消费国的需求前景，以此作为日后决策的依据。

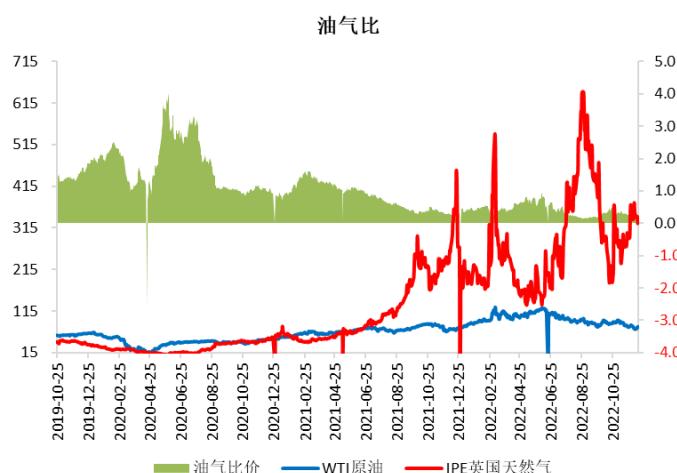
正确理解 OPEC+政策的关键是：OPEC+成员国希望将油价重心维持在 Brent 基准不低于 80-90 美元/桶的水平。限产的目的并非要进一步推高油价，而是控制在相对高位上小幅波动，以实现石油输出国长期财政收入最大化。合理推测，若 Brent 原油价格长期低于 80 美元/桶左右，很可能将触发 OPEC+启动进一步的减产机制。

俄乌战争僵持，西方制裁落地

纵观 2022 年，原油市场乃至国际形势发生的最大事件莫过于俄乌战争。作为对北约无下限东扩的反击，俄罗斯于今年春季宣布“顿巴斯特别军事行动”，向乌克兰发动全面打击。随后的几个月里，战事主要波及乌克兰东部四州，在欧美的支援下俄罗斯由攻转守，目前局面陷入僵持状态。

俄罗斯是全球第二大原油出口国，且欧洲天然气进口约 40% 依赖俄罗斯，更重要的是，俄罗斯输往欧洲的主要管道系统通过乌克兰。俄乌战争的爆发是典型的黑天鹅事件，立即引发市场对欧洲能源危机和原油供应中断的极度担忧，国际原油价格一度冲顶 140 美元/桶，并在相当长的时间内维持在 100 美元之上。

图表 6：欧洲天然气价格暴涨，导致油气比价极度异常



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

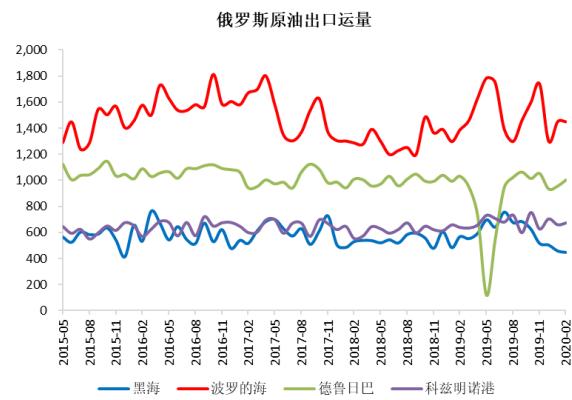
目前，欧盟对俄罗斯原油出口的禁运和限价制裁已经生效，西方对俄罗斯海运原油出口价格上限设置为 60 美元/桶。对此，俄罗斯强硬表态坚决不接受，将只在市场条件下向愿意合作的买家出售原油及油品。自俄乌战争发生以来，俄罗斯西部港口出口的 Urals 原油常态化以大幅贴水 Brent 基准 20-30 美元/桶的价格销售，欧盟单方面设定的价格上限并未显著低于目前俄罗斯主要出口油种交易的价格区间。

西方对俄油限价令的主要目的是，在减损俄罗斯石油出口收入的同时，降低对全球原油体系的冲击，其核心手段是禁止提供航运保险等服务，然而这一问题已经充分反映在外界预期中。由于欧盟和 G7 国家基本不直接进口俄罗斯原油，限价针对的对象是俄罗斯与印度、中国、土耳其等国的贸易。俄罗斯多次重申不会向参与限价的国家出售石油，而主要买家多已表示或默认继续正常购买俄油。目前，俄罗斯提供的航运保险早已出现在俄油交易中，当地船队和非欧盟保险对俄罗斯原油现货的继续流动至关重要。

站在西方国家的角度，其自身饱受高通胀困扰，若俄罗斯供应中断而导致油价再次飙升，将会加剧能源危机和经济衰退的矛盾。站在俄罗斯的角度，能源出口收入是其国家财政的重要支柱，俄罗斯未来仍然希望尽可能维持原油出口规模。接下来，市场将观望制裁和限价落地后可能导致俄罗斯原油出口的下降情况，但既然西方不想也不能将俄罗斯彻底排除出市场，通过外部船队和非欧盟保险业务的补充，预计全球原油贸易流将做出适应性变化，相应地降低区域性原油供应中断的风险。

图表 7：俄罗斯原油产量下降不及预期


资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 8：禁运限价制裁效果尚不明显


资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

我们认为，经过三个季度的发酵沉淀，俄乌战争及其引发的系列制裁已经兑现，对原油市场供需预期造成的影响充分反馈，国际油价重心跟随地缘政治风险溢价回落，将成为被市场广泛接受的事实，后续应跟进俄罗斯和西方在能源领域的博弈及其对原油市场的实际影响。

美油缓慢回温，投资纪律约束

美国是全球最大的原油及制品消费国，其自身也是当今产油国三巨头之一，WTI 作为国际原油定价体系的重要基准，美国原油市场是国际国内原油走势重要的风向标。

根据美国能源信息署及油田服务商数据，截至最近统计，美国国内原油产量维持在略高于 1200 万桶/日，美国钻井和完井活动双双增加，一些指标几乎回到了历史峰值。然而，鉴于在 2021 年底美国原油产量就触及了 1200 万桶/日的水平，这意味着经历了 2022 年的高油价时期，也并没有激发美国原油生产商的增产积极性。实际投产的油井数量减少是美国原油产量跟进不足的重要原因，拜美国政府一系列操作所赐，迫使页岩油生产商调整经营策略、

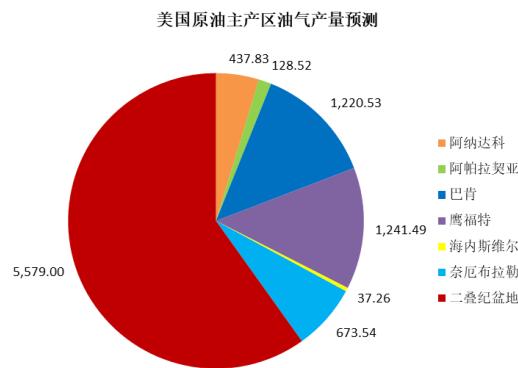
减缓上游投资，导致完井和投产之间差距很大。随着时间推移市场越来越意识到，美国原油产量恢复情况远远落后于预期。

图表 9：美国原油供应对油价上涨反应迟缓



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 10：页岩油产出仍以二叠纪盆地为主



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 11：钻探活动回暖但不复当年



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 12：上游资本性支出不温不火



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

虽然从统计上直观看来，美国页岩油产量今年以来不断回升，但相对油价重心抬高的幅度，这样温和的反应是相当迟滞的。在抛售战略石油储备未达成后，向能源公司加征税收更是昏招迭出，将进一步抑制美国页岩油商增加资本性支出的意愿。我们初步认为，未来较长时间内美国原油产量将难以获得爆发式增长，像 2019-2020 年初那样压垮供需平衡的可能性微乎其微。

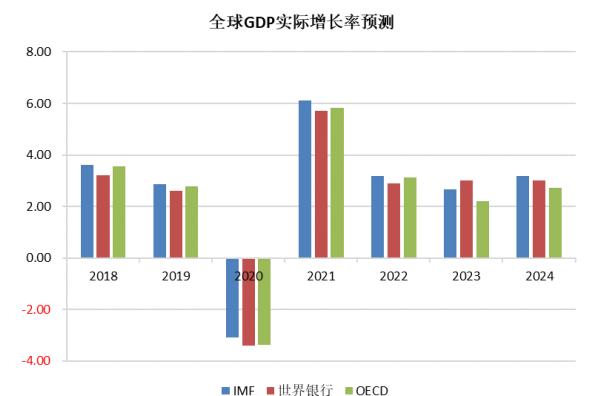
宏观多有扰动，需求复苏可期

国际油价除了供应端的主导逻辑，如俄乌地缘政治风险，以及 OPEC+限产政策，还应重点关注需求端预期，暨全球宏观经济形势和前景。

今年全球经济进入了充满重大不确定性和挑战不断增加的时期，主要下行风险包括高通胀水平、西方央行紧缩的货币政策、发展中国家主权债务危机、劳动力市场短缺和逆全球化下的供应链问题。基于全球经济前景的悲观预期，年内国际三大能源机构对 2022 年全球原油需求预估值持续做出下修。OPEC 指出，全球经济增速下滑和需求恢复缓慢导致能源消费不佳；IEA 同样认为

经济放缓将拖累原油需求；EIA 相对乐观，但也将四季度原油需求预估值小幅下调。

图表 13：全球宏观经济复苏预期放缓



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 14：经合组织原油需求前景不佳



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

自 2020 年以来，新冠疫情从爆发到全球大流行，以及国内外反差鲜明的防疫政策，一直都在深刻地影响着原油在内的大宗商品市场。近期，中国公布优化疫情防控政策的二十条新措施，和稍后追加的十条，释放出逐渐转向放松和开放信号。国内多地对疫情的管控明显放宽，社会经济活动显著复苏，但短期将面临放开后第一波冲击造成的混乱局面。需要注意的是，防疫放松之初面临感染人数激增的风险，但长期将利好经济增长和原油需求。随着中国防疫措施进一步放开，国内外经济更加繁荣稳定，原油及下游能化需求将好于预期，尤其是 2023 年二三季度迎来需求旺季的概率大增，原油市场焦点开始从供应收紧转向需求反弹。

图表 15：防控优化调整初期，国内面临疫情冲击



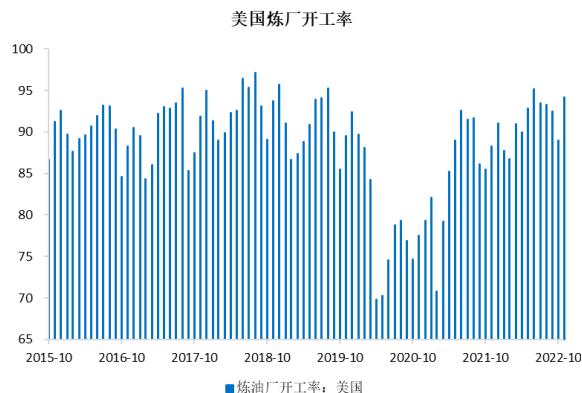
资料来源：疫情实时大数据报告，中金财富期货研究所

从年内季节性波动来看，参考行业经营的周期规律，一季度通常是原油需求相对走弱的时期。对于全球最大的两个原油消费国，美国和中国的石油炼化企业将分别集中在 2-3 月和 4-5 月安排年度检修计划，市场担忧届时会出现供应过剩的压力。

从一年以上的较长期限来看，尽管前途仍不免波折，全球经济在后疫情时期

的复苏是大势所趋。5-9月夏季传统出行高峰期，美国对汽油等成品油消费或呈现出旺季景象，推测全球原油总需求料应基本恢复到疫情前1亿桶/日或以上的水平。

图表 16：美国炼油厂高负荷马力全开



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 17：全球原油需求料将恢复疫情前水平



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

综上，国际原油市场在未来几个月内或将面临一定的多空矛盾，但总体而言支持油价保持相对稳定。

库存保持低位，战略储备不足

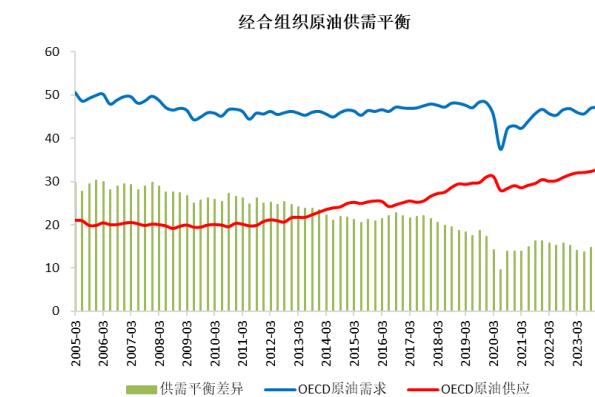
原油库存的增减变动，是衡量即期市场强弱最关键的晴雨表之一。早在2017年OPEC+联盟减产伊始之际，就把OECD原油库存回归5年移动平均值作为减产计划成功的目标。而在国际原油交易惯例中，美国能源信息署(EIA)每周发布的全美原油及油品库存，则是行业最为重视的一组库存指标。

图表 18：OECD原油库存降至历史低位



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 19：OECD原油供需缺口仍然存在



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

美国商业原油库存变动可以视为一段时期内美国原油市场供需关系的总结。在原油供需大致维持紧平衡的格局下，今年美国商业原油库存继续保持低位，剔除季节性因素，至今尚无超预期累库表现。不过从近期EIA库存数据变动来看，虽然原油库存仍保持去化态势，但是成品油库存大幅增加，全口径库存实际上是回升的。按照往年经验来看，每年年底至来年一季度都是原油需

求相对偏弱的时期，美国等北半球原油消费市场也将迎来累库存阶段，未来一段时期内原油库存数据表现亮点难寻。

图表 20: EIA 商业原油库存水平偏低



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 21：战略石油储备遭空前抛售



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

在商业原油库存体系之外还有战略石油储备(SPR)。

今年三季度美国汽油价格高涨，由于美国原油产量难以迅速跟进，拜登政府在今年3月推出了史无前例的1.8亿桶石油抛储计划，以缓解紧张的供应局面。从国际能源署透露的消息来看，本轮大抛储之后暂时没有新的战略石油投放计划，且SPR库存总量无疑是越抛越少的，考虑到当前剑拔弩张的国际局势，只抛售不回补将把能源安全置于十分危险的境地。据悉，美国能源部计划在国际油价继续低至67-72美元/桶时回购以补充战略储备，从而将对原油市场起到低吸的托底支撑。

加息节奏放缓，鹰派立场软化

原油号称大宗商品之王，抛开其自身供需关系，油价与宏观经济运行休戚相关。众所周知，石油美元循环是美国金融体系的支柱和美元霸权的根基，国际原油市场主流交易以美元定价和结算，美联储货币政策对油价走势起到直接和间接的作用。

近年来，美联储制订政策的依据主要是CPI和非农等经济数据。最新公布的美国11月消费者物价指数(CPI)同比增长7.1%，录得数月以来最小增幅。美国通货膨胀低于预期，引发了市场对美联储接下来可能改变极鹰派立场的猜想。一方面通胀压力已经趋于减轻，另一方面出于对经济衰退的担忧，市场普遍预期美联储加息节奏将会放缓，乃至提前走完本轮加息周期，从而利好原油价格。

图表 22：美元指数走强抑制油价上涨


资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 23：美国通胀压力得到一定缓解


资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

在 11 月加息 75 个基点之后，12 月美联储如期加息 50 个基点。由于暴力加息对经济造成的破坏程度加深，美联储内部一些官员暗示，现在也许是时候开始讨论放缓加息步伐，甚至考虑在明年初停止加息，以观察紧缩政策对经济放缓的影响，以免因加息节奏过于激进而使经济陷入“非受迫性衰退”的危机。此前国际原油市场已经充分交易了美联储加息预期，如果加息节奏放缓带来预期差，则会使避险资金流出美元，进而支撑原油为首的大宗商品价格反弹。

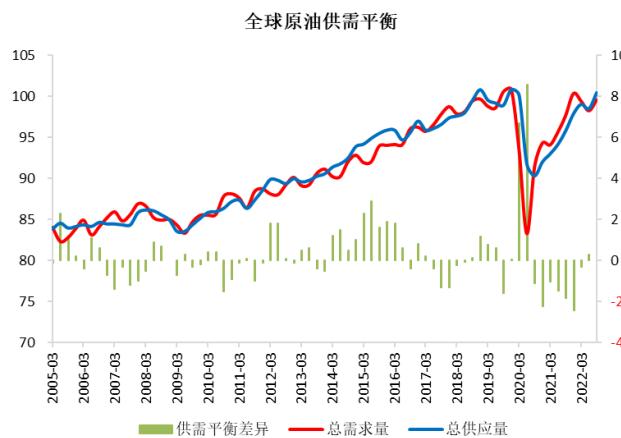
不过，美联储主席鲍威尔讲话称，美联储必须在一段时间内保持有效的限制性利率水平，在通胀回落至目标位 2% 之前不会降息，要恢复价格稳定还有很长的路要走，此番言论给过于乐观的市场情绪降温。从已公开的经济数据来看，中期的确尚难具备结束加息周期的条件。

预期反复修正，辩证看待多空

现阶段原油市场最明显的特征是，宏观经济形势与供需基本面一定程度上背离，市场情绪频繁切换，不断修正预期差。如我们前面所述，原油供需两端都打出了一定预期差，供应紧张程度和需求复苏进展均不及预期，供强需弱共振下油价已较年内顶点回落超 40%。

不过长期来看，原油供应端和需求端的刚性都非常强，全世界既无法在短时间内生产更多原油，亦难很快大量放弃消费原油，这是其他一般商品所不具有的特殊性。事实上，根据目前全球原油供应变化来看，未来一段时期总产量的下降几乎是不可避免的趋势。市场担忧经济衰退和激进加息抑制全球能源需求，但接下来原油供应端无论主动还是被动收缩，都将使得供应重新回到与需求相匹配的平衡位置。

另一方面，看待任何预期或现实因素都应考虑其反身性。无论是供应短缺得到纾缓，还是价格传导的负反馈机制，过热的油价终究降温直至回归供需平衡位置。在全球疫情变异流行、国际安全形势恶化、市场环境流动性枯竭、经济衰退风险加剧的大背景下，原油在内的大宗商品乃至绝大多数风险资产整体都在受到冲击，长期对油价产生向下的压力。

图表 24：原油市场回归供需平衡状态


资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

我们整体上仍对明年原油市场持谨慎乐观态度，这一观点将贯穿本轮牛市见顶的全过程。以 Brent 基准价格为例：油价地板由供应端和地缘风险决定，若重心跌至 80 美元以下，很可能触发 OPEC+ 防御性减产机制。油价天花板由需求端和宏观预期决定，若油价冲击 100 美元或更高，需求对高油价的反馈效应将被放大。原油市场表现从过度反应逐渐回归理性，我们预测未来油价中枢仍将维持在相比近五年均值偏高的区间上震荡，高低极值出现的幅度和时间均较为有限。

免责条款

本报告由中金财富期货有限公司（以下简称“中金财富期货”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。未经中金财富期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中金财富期货认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中金财富期货可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券、期货的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中金财富期货有限公司

公司网站：<http://www.ciccwtf.com/>

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦42楼

邮编：518048

传真：0755-82912900

总机：0755-82912900