

在俄乌冲突和经济衰退阴影下动荡不安的原油市场

内容摘要：

整个 2022 年，从走势来看，BRENT 原油和 WTI 原油期价走势近乎一致，日 K 线基本保持上半年连续上涨，下半年震荡下跌的轨迹。

目前全球原油市场处于逐步走向供大于需的局面。在全球央行加息的浪潮的影响下，世界经济活力下降，原油需求减弱。原油消费可能在明年很难保持增长的势头。供应方面，OPEC+开始执行新的减产协议，但需要注意 OPEC+各成员国的减产意愿并不是完全一致，而且伊朗，委内瑞拉的原油明年也可能大举进入国际市场。

总体来看，明年全球经济出现衰退的可能性在增加，受此影响油市基本面在明年将转坏，油价总体或呈现震荡下跌的行情，需关注明年全球央行加息浪潮的持续时间。这可能导致经济活动下降，原油需求减弱。预计 BRENT 的运行区间【30, 90】美元/桶，WTI 的运行区间【28, 85】美元/桶。

内盘原油主力合约的期价与外盘 BRENT 和 WTI 的联动性比较强，受外盘的影响比较大。因此，SC 主力合约在明年也将呈现震荡下跌的态势。SC 主力合约的运行区间【220, 620】元/桶，建议关注波段交易的机会。

套利策略建议进行买近卖远策略。明年由于全球经济放缓的可能性增加，预计明年油市仍将呈现供大于求的局面，因此可买 2302 合约卖 2306 合约。

中期研究院

www.cifco.net

能源化工研究团队

目录

一、2022 年原油市场回顾.....	3
二、原油市场数据和基本面分析	8
2.1 油市供给基本面	8
2.2 原油航运情况.....	15
2.3 原油期现价差.....	15
2.4 原油持仓结构.....	16
三、观点总结及操作策略	错误!未定义书签。

一、2022 年原油期货市场回顾

2022 年，国际原油市场最大特征是油价上半年涨下半年跌。今年的地缘事件对油价造成了重大影响。2 月 24 日，俄罗斯派军队进入乌克兰，俄乌冲突全面爆发，市场对原油供应的担忧上升，国际油价在半个月内在从 90 多美元/桶飙升至 130 多美元/桶。随后为支持乌克兰对抗俄罗斯，美欧分别对俄罗斯施加多轮制裁。3 月上旬，美国政府颁布了禁止从俄罗斯进口能源的行政令：禁止美国企业或个人进口俄罗斯原油和某些原油产品、液化天然气、煤炭及煤炭产品；禁止对俄罗斯能源部门进行新的投资等。英国也宣布将在年底前停止进口俄罗斯原油和原油产品。另外欧盟委员会也先后公布多轮对俄罗斯制裁措施，其中包括部分原油禁运，制裁俄罗斯油轮运输、银行结算和媒体等，目标是逐步削减俄罗斯原油进口，打击俄罗斯经济，削弱俄罗斯的战备潜力。最终欧盟将在 6 个月内停止购买占欧盟进口俄原油三分之二的俄罗斯海运原油，并在 8 个月内停止进口俄原油产品。预计到 2022 年底，欧盟从俄罗斯进口的原油将减少 90%。此外，欧盟还禁止欧盟公司为运送俄罗斯原油的商船提供新的保险和再保险，现有保险合同也将在六个月内逐步废止。受欧美制裁的影响，俄罗斯原油的出口渠道受到沉重打击，直接扰乱了全球原油供应链。作为全球能源体系的基石，俄罗斯是仅次于美国和沙特的全球第三大产油国，同时还是仅次于沙特的全球第二大原油出口国。如果将俄原油完全驱逐出世界原油市场，全球将面临原油供应危机。

据国际能源署测算，在欧盟实施对俄罗斯的原油禁令后，今年俄罗斯的原油产量将出现 5%至 8%的减产。欧盟禁令将使得俄罗斯每天约 120 万至 150 万桶的原油不得不

在其它地方寻找出口目标。现在俄罗斯原油的主要销售目标为亚洲地区，尤其是印度和中国。但是由于俄罗斯的海运原油被国际保险公司拒之门外，这导致亚洲炼油商减少了俄原油进口。海上保险对买方和船东来说至关重要，因为它可以明确买卖双方的风险以及相关法律责任。一旦有意外发生，没有保险可能使买卖双方遭受巨额损失。因此，许多亚洲炼油商在购买俄罗斯原油时，都会谨慎衡量此事的影响。所以随着时间的推移，俄罗斯的油库将可能被找不到下家的原油填满，最终俄罗斯生产商将被迫关闭更多油井。俄原油产量就会开始下降。

为了平抑油价，美国在俄乌冲突后开始大规模释放原油战略储备。美国在3月31日宣布自今年5月起的未来6个月释放1.8亿桶的战略原油库存，计划每天向市场释放100万桶；9月20日美国宣布于11月追加投放1000万桶；10月19日再次宣布战略储备释放计划延长到12月，计划在12月前再释放1500万桶原油。美国现在已完成战略原油释放计划，合计超过2.05亿桶的战略储备原油被抛向市场。据美国能源署公布的库存数据，美国战略储备库存已经低于4亿桶，达到了近40年的最低水平，同时美国战略储备库存量已经远低于国际能源署规定的60天水平，仅为20天左右。这次战略原油释放的效果非常显著。自3月宣布释放战略原油储备以来，WTI原油价格从3月每桶超130美元的高点下滑至12月每桶70美元的低位。中长期来看，全球库存已处于非常低的水平，无论是商业库存还是战略原油储备，都需要产量持续回升来重建库存。

除了俄乌冲突对原油供给的影响外，原油供应下滑的另一个主要原因是OPEC+减产。为了阻止油价下跌，今年9月初OPEC+决定将10月份的原油产量消减0.1百万桶

/日，并在10月初决定自11起继续减产2百万桶/日，约为全球原油产量的2%。根据OPEC最新月报，10月OPEC原油产量为29.49百万桶/天，较9月29.70桶/天下降0.21百万桶/天。另外12月4日的OPEC+部长级会议决定，现有的减产政策将持续到明年年底，即从今年11月至2023年底，将原油产量每天减少200万桶。全球原油市场供应将逐步趋紧。

新一轮的油价繁荣周期中一个显著的区别是原油资本在全球原油行业的勘探开发投资出现了大幅缩水。为了满足投资者对原油投资收益和分红的要求，原油公司放慢了勘探投资的脚步，增加了股息分红和股票回购。从世界原油行业多年的实践看，为保持供需平衡，全球油气勘探开发的投资每年应达到5250亿美元。而2020年全球油气勘探开发支出仅为约3290亿美元，比2019年下降27%，仅次于2016年32%的降幅，是35年来降幅第二大的年份。2021年，世界油气勘探开发投资规模估计也只有3410亿美元，比2019年仍低了近25%。根据北美上市生产商的披露，2022年页岩油独立生产商资本支出计划增加18%，依然大幅低于2019年水平，综合油企的资本支出计划预计增加35%，不过综合油企用在能源转型上的资本支出更多，因为他们的能源转型压力更加大。油服成本上升也是资本支出增加的原因之一，页岩油行业更加依赖资本开支来实现增产，因此通胀的影响对于页岩油生产商尤为明显。预计今年油服成本增长将在10%-15%左右，钻井和水力压裂所需的原材料、钻井完井服务和劳动力成本均在上升。此外，劳动力紧张、供应链扰动也是生产商面临的增产障碍。

从需求来看，今年以来各国纷纷放开对新型冠状病毒肺炎的各种封控措施，国际经济活动呈现显著回升的态势，直接对原油的需求构成了较大的支撑。原油价格也

逐步走高。全球政府 Covid-19 封控响应指数从 2 月开始加速下降，表明终端需求在朝着恢复常态的方向发展，交通出行需求的上升增加了对原油的需求，具有一定的刚需特点，表现相对有韧性。从欧美中印四个地区成品油实际消费的情况来看，一季度奥米克戎对原油需求造成短时间的影 响，随后机动车燃料需求复苏，2-3 月汽柴油消费量回升至高于 2019 年水平。但是下半年原油市场对需求前景的预期发生逆转。为了对抗如脱缰野马般的通胀，美联储连续三个月加息 75 个基点，试图将通胀率压低到 2% 的可接受范围。未来美联储的政策面临艰难平衡，现行高利率的政策可能增加经济衰退的风险，因此市场对原油需求前景的预期从疫情后的复苏切换至加息引发需求下降。

2022 年初，WTI 主力合约于 75.69 美元/桶开盘，最高达到 130.5 美元/桶，最低为 70.08 美元/桶。截止 12 月 19 日，收盘于 75.38 美元/桶，下跌 0.31 美元/桶，降幅约为 0.41%。同一时期，布伦特主力合约于 78.11 美元/桶开盘，最高达到 139.13 美元/桶，最低为 75.11 美元/桶。收盘于 80.14 美元/桶，上涨 2.03 美元/桶，升幅约为 2.6%。中国原油期货以 494.8 元/桶开盘，最高达到 823.6 元/桶，最低为 491 元/桶。截止 12 月 20 日，收盘于 526.8 元/桶，全年上涨 32 元/桶，约 6.47%。剔除汇率原因，国内原油期货价格走势与布伦特原油价格基本保持一致。

图1-1：国际油市期价走势 (美元/桶)

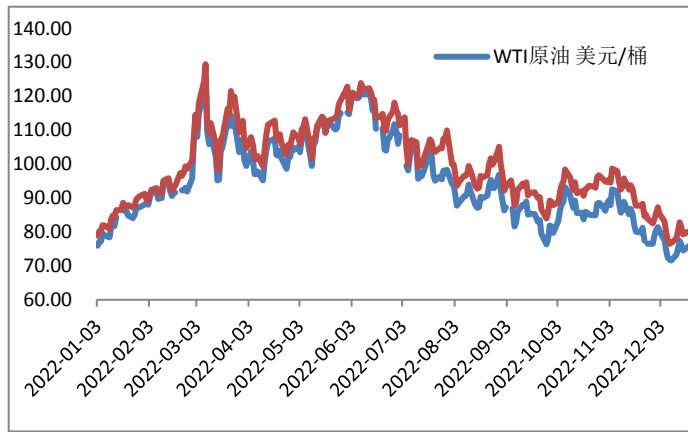
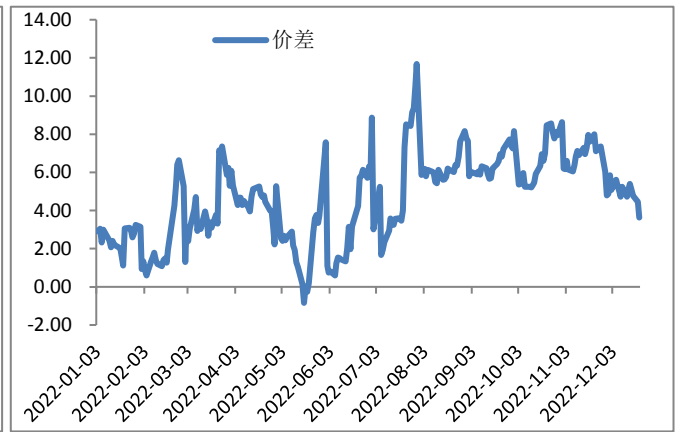


图1-2：布油与WTI价差走势 (美元/桶)



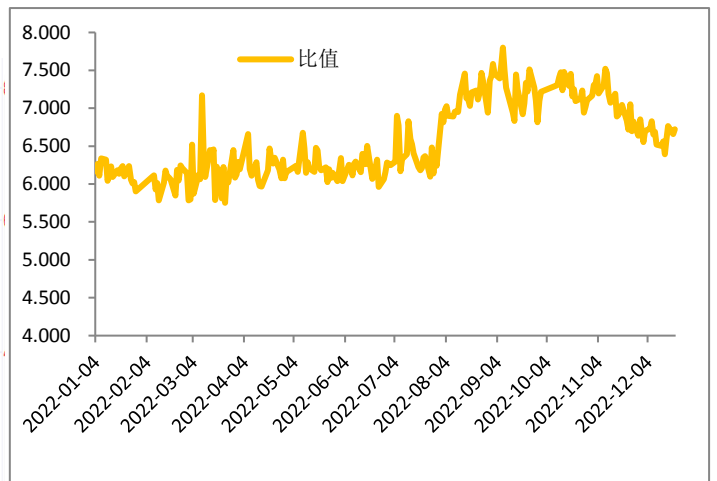
资料来源:同花顺金融数据、中期研究院

今年上海原油和布伦特原油的比值处于【5.75, 7.80】的区间窄幅震荡，最低点出现在3月23日，5.75；最高点出现在9月7日，7.8。

图1-3：国内油市期价走势 (元/桶)



图1-4：国内原油与布油价格净比值走势



资料来源:同花顺金融数据、中期研究院

二、市场数据和基本面分析

2.1 油市基本面

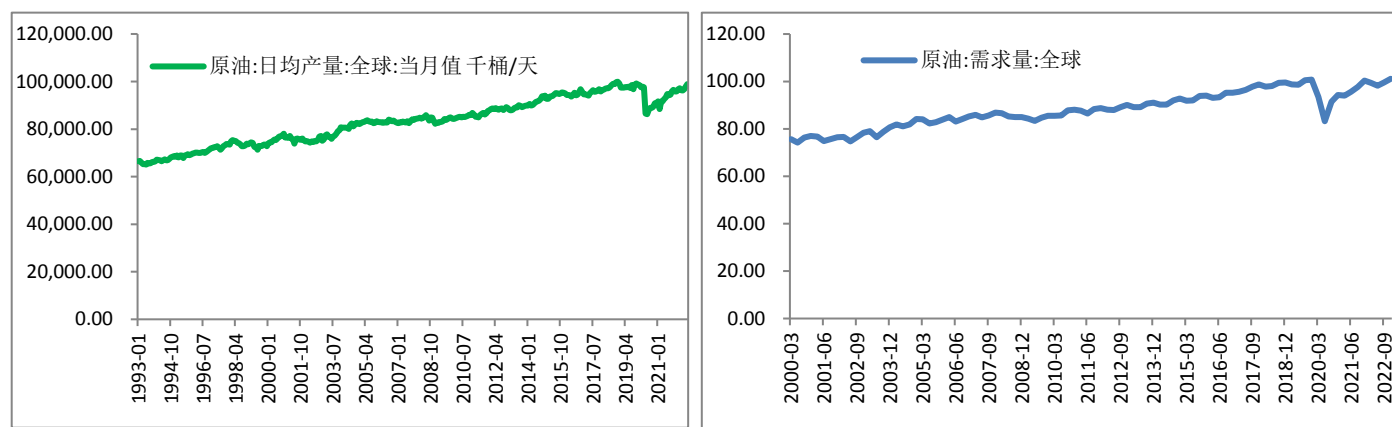
全球原油供需

最新数据显示，尽管受到俄乌冲突及欧美对俄制裁的影响，全球原油产量仍在上升。2022年8月全球原油的供给量98.9百万桶/天，已经高于疫情前的2019年同期，比7月增加约0.88百万桶/日，升幅约为0.9%，继续保持逐月攀升的态势；比去年同期增长4.67百万桶/日，升幅约为4.95%。下半年随着以美联储为首的各国央行为了平抑越来越难以忍受的高通胀，纷纷加息。市场对原油的需求预期出现逆转，导致原油价格出现大幅下滑。为了提振油价，今年10月5日的第三十三次OPEC+部长级会议达成决议，自今年11月起，在8月产量的基础上将月度产量日均下调200万桶，减产规模相当于全球日均原油需求的2%。但是一方面OPEC+在减产，另一方则是其他产油国在增产。据最新一期EIA报告披露，美国原油周度产量持续上涨，现在已提升至1210万桶/日，相较上周期上涨约20万桶/日。同时美国活跃原油钻井数据继续回升，这给了油市压力。此外，伊拉克计划在2023年下半年将原油出口量提高25万桶/日，达到360万桶/日。同时，尼日利亚也表示，打算将原油产量从不到100万桶/日提高到大约130万桶/日，希望在明年5月前达到OPEC+的配额。另外伊朗和委内瑞拉的原油也在逐步增加对世界原油市场的供应。因此尽管OPEC+再次重拾减产政策，明年全球原油产量也很难出现大幅下跌。

伴随着经济衰退的脚步越来越近，原油需求不足的苗头已经显现。全球经济放缓

平均已导致每日需求减少 64 万桶。美国能源信息署 EIA 最新发布的短期能源展望报告也指出：2023 年全球原油需求增速预期将下调 16 万桶/日，至 100 万桶/日。这一报告进一步弱化了市场需求预期。（见图 2-1 和图 2-2）

图2-1：全球原油的供给量（千桶/天） 图2-2：全球原油的需求量（百万桶/天）



资料来源:同花顺金融数据、中期研究院

根据最新数据，受今年上半年油价暴涨的影响，2022 年 11 月 OPEC 原油产量为 28,826 千桶/日，较 2021 年 11 月份同期增产 1,099 千桶/日，环比减少 2.52%，同比增加 3.96%。增产以沙特阿拉伯，阿联酋和伊拉克等国的幅度较大；尼日利亚、赤道几内亚的减产力度较大。总体来看，在原油价格大幅上升后，OPEC 的各成员国纷纷开始增产，其中拥有最大产量的沙特阿拉伯产量增长最为积极，今年以来，沙特产量增长了 414 千桶/日。另外伊拉克增产 212 千桶/日，阿联酋增产 105 千桶/日。（见图 2-3 和图 2-4）

图2-3：OPEC原油产量（千桶/日）

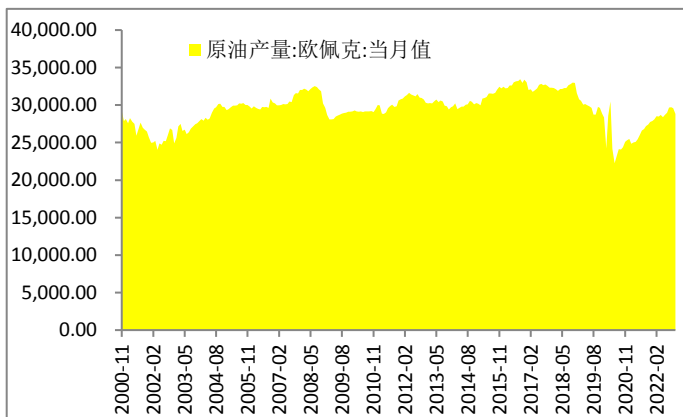
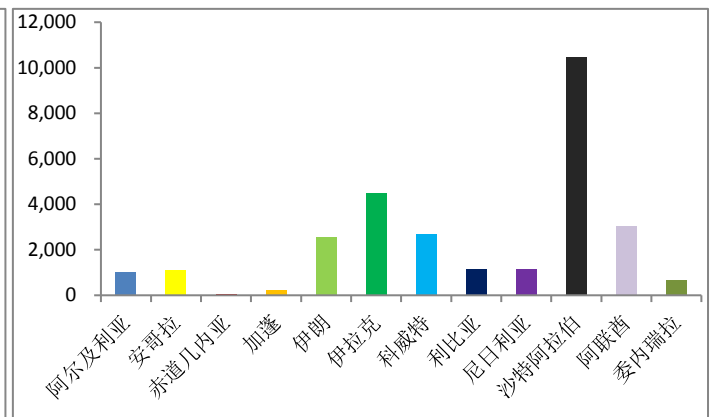


图2-4：OPEC原油产量分布图（千桶/日）



资料来源:同花顺金融数据、中期研究院

美国原油供需

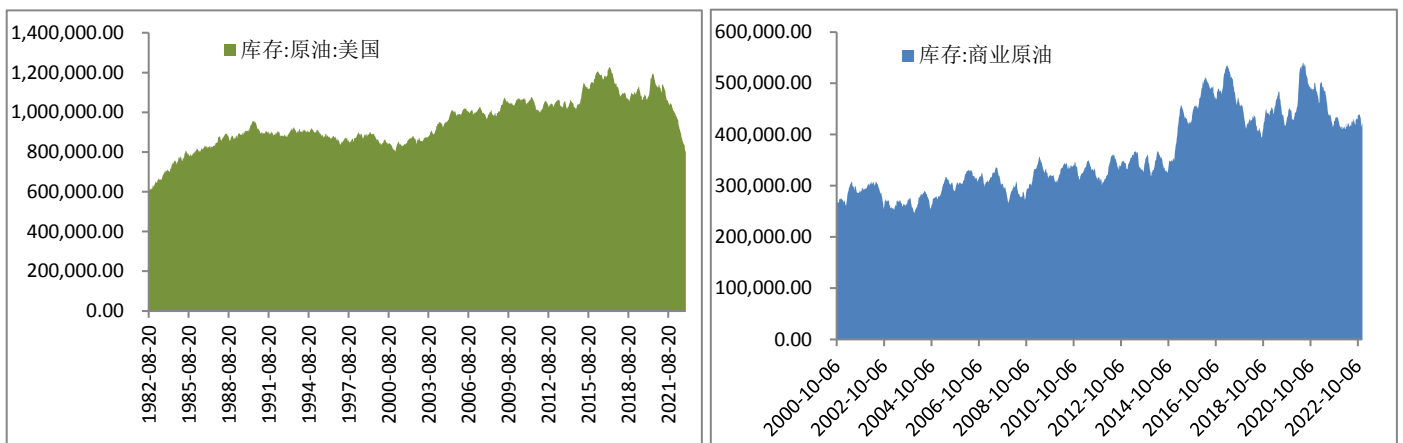
北美原油市场受到北美经济复苏的支撑，需求比较旺盛。各种企业，设施从新开放营业，经济复苏比较强劲，再叠加感恩节，圣诞假期为旅行消费旺季，刺激原油需求。美国政府为了压制高涨的油价，连续多次释放了超过 2.05 亿桶的战略原油储备导致原油库存显著下降。数据显示，截止到 2022 年 12 月 16 日，当周美国原油库存量为 796,858 千桶，战略原油储备为 378,624 千桶，非战略原油储备为 418,234 千桶，两者今年以来整体下降趋势明显。战略原油储备的库存比年初减少 36.2%，非战略原油储备的库存比年初减少 21.1%。全美商业原油的库存量为 418,234 千桶，较年初增加 4,936 千桶，上升约 1.2%。

当下新冠防疫措施放松以及美国成品油裂解价差远高于历史长期中枢导致的成品油需求增长正在支撑炼油厂增产，美国炼油厂的开工率已经比去年同期增加 5.85%。近期随着美国各州先后实施重新开放政策，经济逐步好转，美国炼厂产能利用率开始震荡回升。截止到 2022 年 11 月，美国炼厂提炼的原油总量为 16.92 百万桶/日，较年初

增加 1 百万桶/日，增长约 6.28%。但是过去几个月美联储为了压制高企的通胀，连续多次加息。美国在今年 3 月、5 月、6 月、7 月、9 月、12 月，分别加息 25、50、75、75、75、50 个基点。今年以来，美联储已累计加息幅度达 350 个基点。高企的利率未来可能会压制经济活动，进而对原油产品的需求造成冲击。而且美国战略原油储备也会需要重新补充今年释放的储量。因此预期原油库存在明年可能还会出现反弹，而且也不排除产能利用率的再次出现下滑的可能性。（见图 2-5、图 2-6 和图 2-7）

图2-5：美国原油库存量 （千桶）

图2-6：美国商业原油库存与同比 （千桶,%）

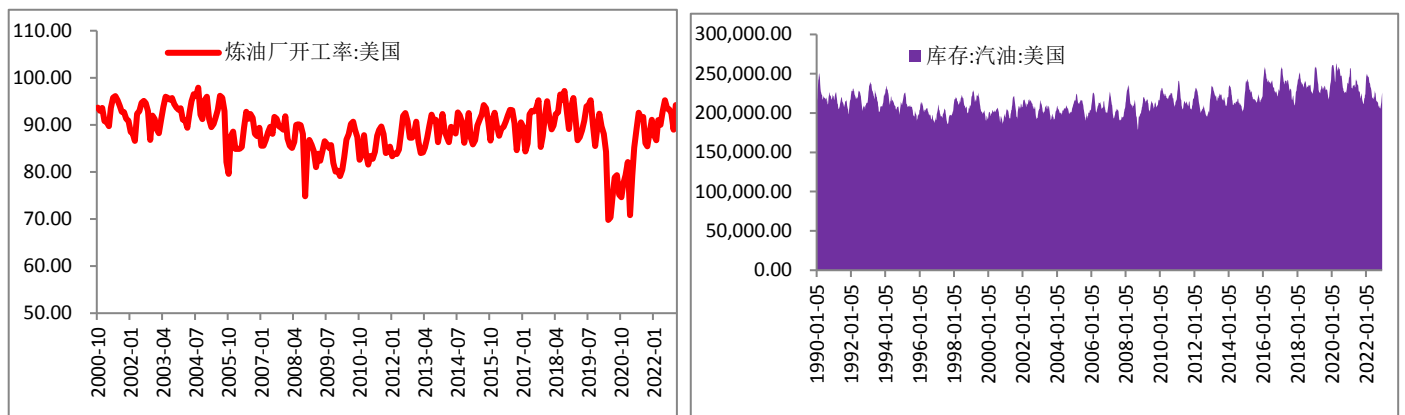


资料来源:同花顺金融数据、中期研究院

截止到 2022 年 12 月 16 日，美国汽油库存量为 226,113 千桶，较年初减少 14,635 千桶，环比增加 1.13%，同比微幅增长 0.89%；整体来看，今年因为各地疫情管控措施放松，人们外出旅行增加，汽油的库存保持稳定下滑的趋势。明年如果经济放缓，汽油库存情况可能无法保持乐观（见图 2-8）

图2-7：美国炼油厂开工率 (%)

图2-8：美国汽油库存与同比 (千桶,%)

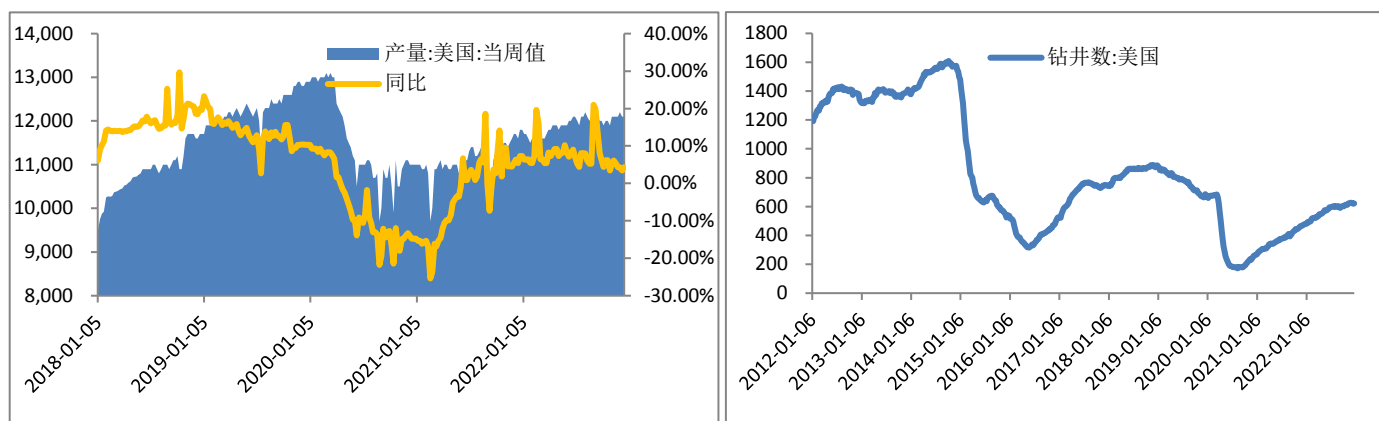


资料来源:同花顺金融数据、中期研究院

截止到 2022 年 12 月 16 日，美国原油的产量为 12,100 千桶/日，比年初增加 500 千桶/日，约 4.31%。而截止到 2022 年 12 月 23 日，在线原油钻井数量为 622 台，较上周增长 2 台，比年初大幅增长了 141 台，近 29.31%。总体来看，在线钻井的数量伴随着油价的上涨出现了快速回升，特别是页岩油产区的钻井开采活动出现了回暖。当前美国页岩油主产区平均生产成本介于 32-57 美元/桶之间，这已经大幅低于现在的油价，这会导致原油公司的资本投入大幅增加，从而刺激页岩油钻井平台数目增长。另外随着欧盟禁止进口俄罗斯原油，欧洲炼油商纷纷抢购美国原油，以填补俄罗斯原油留下的空白。这为美国原油市场创造了一个绝佳的机会。由于钻井建设有一定的滞后性，现在的需求可能会导致美国在线钻井的数量在明年持续增长（见图 2-9 和图 2-10）。

图2-9：美国原油产量及同比 (千桶/日,%)

图2-10：美国在线钻井数量 (个)



资料来源:同花顺金融数据、中期研究院

综合以上，今年美国原油总库存量因为释放战略储备压制油价而呈现不断下降的走势，明年由于要进行回填，美国原油总库存可能出现回升的态势。汽油的库存因为疫情减少，人们外出旅行增加，汽油的库存呈现下滑的趋势。此外，由于油价今年上半年出现大幅上涨，下半年欧洲制裁俄油，导致欧洲转向进口美国原油，美国在线钻井数量出现了回升。美国原油产量也持续逐步回升。现在随着原油价格的回暖，明年美国原油的产量，特别是页岩油产量很可能继续回升。

中国原油供需

我国原油市场已经基本从这次疫情的冲击中复苏，原油需求有望改善。我国自11月11日颁布防疫二十条以来，疫情管控处于逐步放松过程，上海、广州、成都、天津等地纷纷响应，后期我国经济活动和交通出行有望逐步复苏，我国原油需求或将引领全球需求增量。根据最新数据，截止2021年8月，我国原油产量为4,884千桶/日，同比增长3.13%。截止2021年11月原油加工量为5,961.00万吨，接近历史最高水平，同

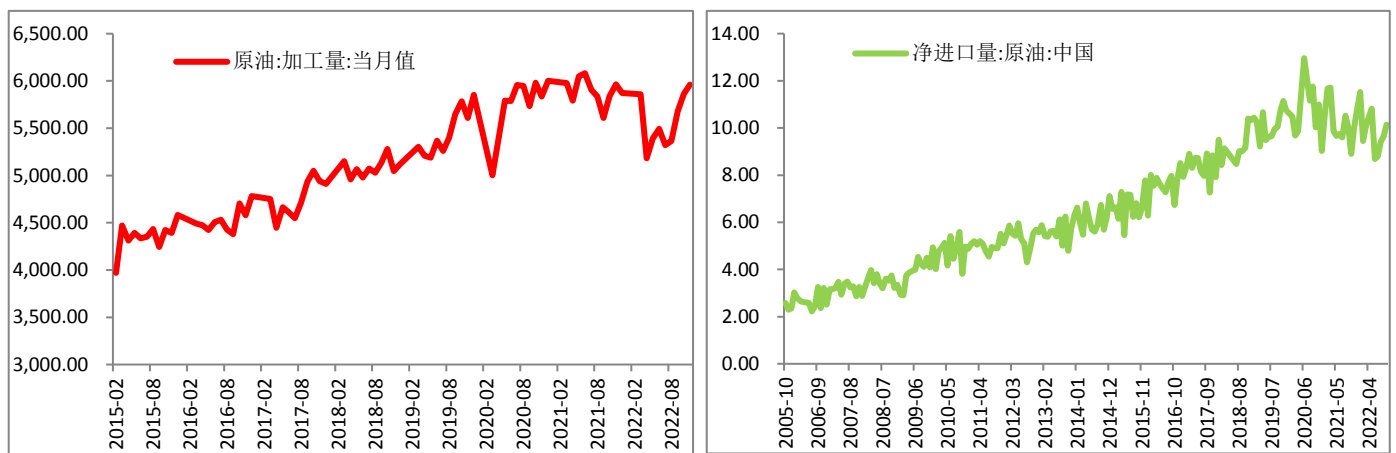
比微幅下跌 0.06%。（见图 2-11）

2022 年上半年，由于原油价格暴涨，压制了我国原油进口需求，原油进口出现回落。下半年但随着原油价格的回落，原油净进口开始回升。截止 2022 年 10 月当月，我国每天的原油净进口量为 10.14 百万桶，较去年同期上升了 13.93%。预期明年伴随着油价回落，进口步伐会逐步恢复。（见图 2-12）

整体来看我国的原油需求正在随着新冠疫情的逐步控制而稳步回升。这从各大城市的交通拥堵程度纷纷恢复到新冠疫情前的水平，可以看出。但是值得关注的是国内原油需求随着春节到来以及年底地炼用完进口配额，国内炼厂采购兴志疲弱，这可能影响汽油和柴油的消费。预期明年，特别是在新冠传染高峰后，原油消费将会继续增长，但增幅会放缓。预计全年国内原油的消费量将会较上年上升 1 个百分点以上。

图2-11：中国原油加工量 （万吨）

图2-12：中国原油进口量及同比 （百万桶/天）

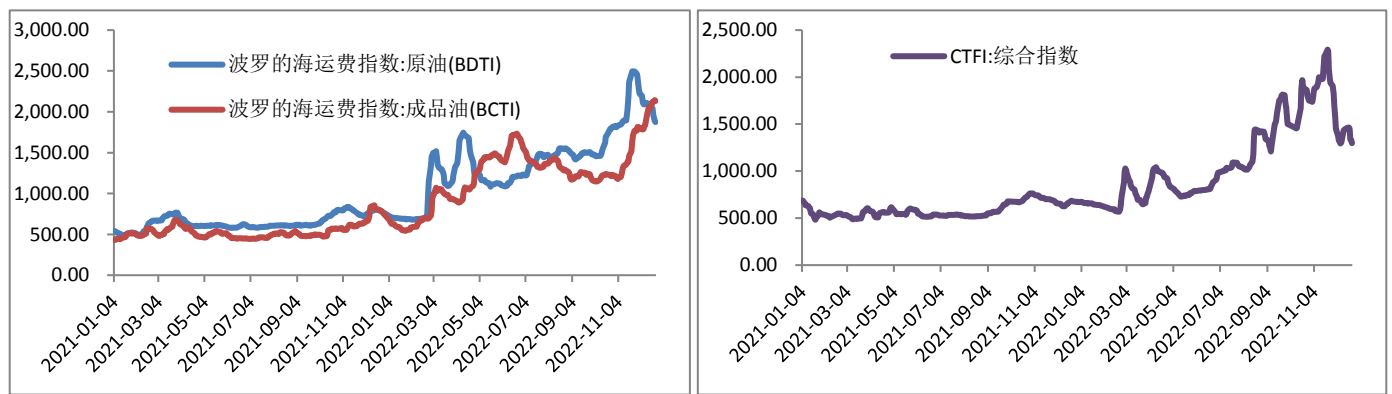


资料来源:同花顺金融数据、中期研究院

2.2 航运情况

数据显示，今年以来，随着国际市场对原油需求回升，各国争相租用油轮运输原油，推动波罗的海航运指数中原油运输指数（BDTI）震荡向上。成品油运输指数（BCTI）和 BDTI 的走势类似，伴随着经济的恢复，各国对成品油的需求也在增长，造成成品油运输指数震荡上升；而国内各厂商今年由于国际原油价格上涨，进口力度不及去年，但油价上涨造成的海运成本上升对油轮运价有一定的支撑。所以今年中国的进口油轮运价指数出现震荡上升的态势。但是 12 月后，由于油价大幅回落，再叠加原油进口疲软，中国的进口油轮运价指数也出现大幅下跌。预计明年原油海运价格可能保持震荡下滑的态势。（见图 2-13 和图 2-14）

图2-13：波罗的海航运指数走势（WS） 图2-14：中国进口油轮运价指数（WS/点）



资料来源:同花顺金融数据、中期研究院

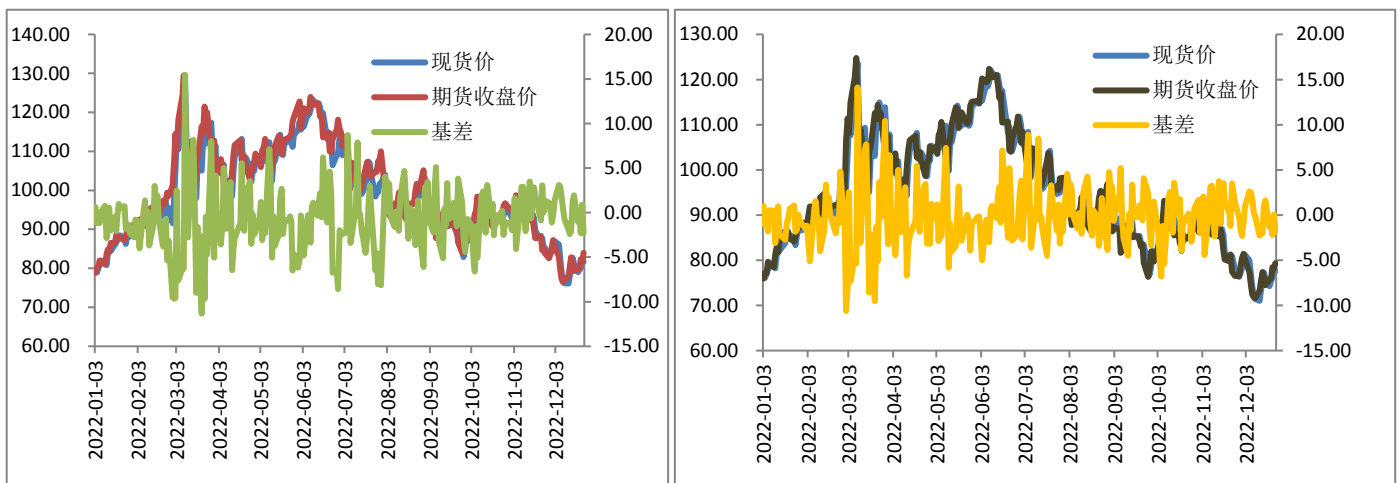
2.3 期现价差

数据显示，今年布伦特原油大体处于现货、期货轮流升贴水的结构，基本在【-10，

+10】的范围内震荡，偶尔受到突发事件的影响，会有突破，但也会很快回落；WTI也是大体基本相同的结构，基本在【-10，+10】的范围内震荡。偶尔会有突破，但也会很快回落。截止到12月23日，BRENT期货价为83.97美元/桶，布伦特现货价为81.67美元/桶，现货贴水2.3美元/桶；同日WTI的期货价为79.35美元/桶，现货价为77.49美元/桶，现货贴水1.86美元/桶。预期明年期现基差仍旧多会围绕着历史均线上下震荡。（见图2-15和图2-16）

图2-15：布伦特油期现价差（美元/桶）

图2-16：美原油WTI期现价差（美元/桶）



资料来源:同花顺金融数据、中期研究院

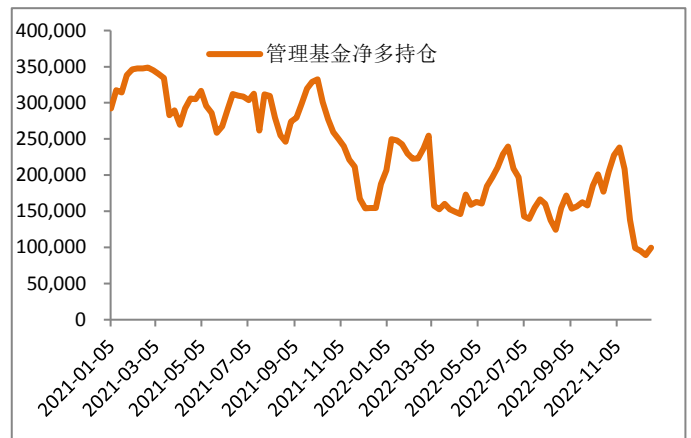
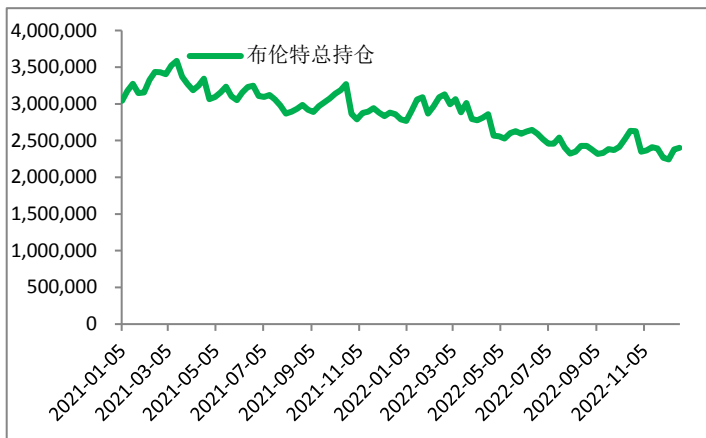
2.4 持仓结构

截止到12月20日，布油总持仓为2,401,244张，较年初减仓368,480张，减少13.3%；管理基金的净多持仓99,533张，较年初减仓107,375张，大幅减少51.9%。整体来看，由于油价近期出现大幅回调的势头，BRENT总持仓和管理基金净多持仓均呈

现减仓的走势，特别是管理基金净多持仓纷纷获利了结，平仓出局。（见图 2-17 和图 2-18）

图2-17：布油总持仓（张）

图2-18：布油管理基金净多持仓（张）

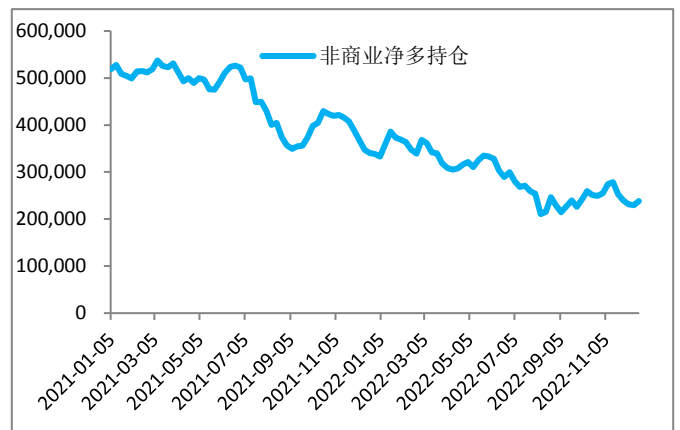
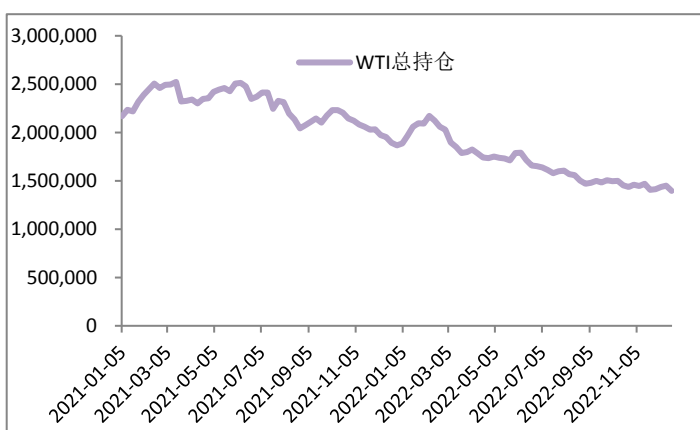


资料来源:同花顺金融数据、中期研究院

截止到 12 月 20 日，WTI 原油总持仓为 1,395,622 张，较年初减仓 491,509 张，减少 26.05%；而非商业净多持仓为 238,191 张，较年初减仓 94,634 张，减少 28.43%。整体来看，伴随着 WTI 油价大幅回调后，WTI 非商业净多持仓开始获利了结。预示着投资者不看好油价明年继续大幅上涨。（见图 2-19 和图 2-20）

图2-19：WTI原油总持仓（张）

图2-20：WTI非商业净多持仓（张）



资料来源:同花顺金融数据、中期研究院

三、交易策略

总体来看,明年全球经济出现衰退的可能性在增加,受此影响油市基本面在明年将转坏,油价总体或呈现震荡下跌的行情,需关注明年全球央行加息的浪潮的持续时间。这可能导致经济活动下降,原油需求减弱。预计 BRENT 的运行区间【30,90】美元/桶,WTI 的运行区间【28,85】美元/桶。

内盘原油主力合约的期价与外盘 BRENT 和 WTI 的联动性比较强,即受外盘的影响比较大。因此,SC 主力合约在明年也将呈现震荡下跌的态势。SC 主力合约的运行区间【220,620】元/桶,建议关注波段交易的机会。

套利策略建议进行买近卖远策略。明年由于全球经济放缓的可能性增加,预计明年油市仍将呈现供大于求的局面,因此可买 2302 合约卖 2306 合约。

分析师承诺

本人（或研究团队）以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人（或研究团队）的研究观点。本人（或研究团队）严格遵守《中国国际期货股份有限公司廉洁从业规定》不存在利用期货交易咨询从事或变相从事期货委托理财活动，本人（或研究团队）不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

客户不应视本报告为作出交易决策的唯一因素。本报告中所指的观点及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）向取得期货交易咨询业务资格的经营机构或期货交易研究分析人员咨询。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的交易建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何交易决定或就本报告要求任何解释前向取得期货交易咨询业务资格的经营机构或期货交易研究分析人员咨询。

联系我们

境内分支机构

总部：北京市朝阳区光华路 14 号中国中期大厦 A 座 6 层	客服热线	95162
分支机构：北京上海广州深圳大连郑州沈阳青岛济南武汉武昌苏州 南京宁波杭州佛山清远江门汕头厦门南昌成都昆明新疆乌鲁木齐南宁	官方网站	www.cifco.net

风险子公司

中期国际风险管理有限公司	客服热线	010-65807861
北京市朝阳区建国门外光华路 14 号 1 幢 1008A 号		

境外子公司

中国国际期货(香港)有限公司 中国中期证券有限公司	客服热线	(852)25739868
香港铜锣湾告士打道 255-257 号信和广场 2903 室		4001 200 939
	官方网站	hk.cifco.net



全国
客服热线 95162
官方网站 WWW.CIFCO.NET