

2021 年 12 月 17 日

原油



原油-SC

宝城期货研究所

能化团队

0571-87006873

期货从业资格证号：

F0251793

投资咨询资格证号：

Z0001617

春有百花秋有月，夏有凉风冬有雪

—2022 年度原油期货投资策略报告

摘要

一、回顾 2021 年国内外原油期货价格走势，总体可以归纳为以下一句话：原油期货承接去年反弹势头，期价重心继续稳步上移，虽然期间遭遇变异毒株引起的疫情变化和供应端转入增产模式的利空打击，但中长期整体向上的趋势并未改变。

二、目前全球流动性极值已现，未来趋紧预期将逐渐增强，在量缩减的未来，加息预期在逐渐增强，其节奏和频率成为市场关注焦点，或也将成为影响大宗商品价格走势的重要变量因素。

三、2021 年末至 2022 年，我国经济增长呈现“倒 N”型趋势，增速将向潜在经济产出回归，经济景气度和盈利整体呈下行趋势。预计中国 GDP 同比增速将从 2021 年的 7.9% 降至 2022 年的 5.3%-5.5%。

四、2022 年一季度，由于 OPEC+ 产油国依然维持有序增产节奏，在季节性需求旺季背景下，整体原油供需维持紧平衡态势。二季度油市供需结构料出现小幅过剩局面，油价有望见顶回落。2022 年下半年来讲，随着油市供需实现再平衡，国际油价料维持高位区间宽幅振荡走势。

五、预计原油供需平衡表在今年四季度及明年一季度会好于预期，四季度会延续此前的去库逻辑。预计今年四季度至明年一季度油价仍将维持高位振荡整理的走势，二季度开始国际油价受供需缺口消失，供需再平衡的影响可能存在高位见顶回落的风险。

六、展望 2022 年来看，中东地区和中亚地区依然全球地缘政治冲突的高发地带，宗教矛盾、大国博弈、恐怖主义互相交织，令上述地区成为火药桶，只需要一点火星便可燎原。其中也门胡塞和沙特、伊朗和美国等矛盾较深，存在地缘冲突爆发的可能并对国际原油价格形成阶段性影响。

七、展望 2022 年来看，由于国际油价持续走高，叠加在传统地炼淘汰落后产能以及转型升级的背景下，国家对非国营原油进口配额的管理将更加严格，这也在一定程度上抑制了国内原油的进口。预计 2022 年我国原油进口量料稳中小幅回落。

八、2021 年一季度，WTI 原油非商业净多持仓量周度平均为 51.83 万，二季度以来周度平均为 50.13 万张，季度环比回落了 3.28%。三季度 WTI 周度平均为 40.73 万张，净多头寸季度环比进一步回落 18.75%。四季度周度平

目录

第 1 章 2021 年原油走势回顾	5
第 2 章 2022 年全球经济仍受波折 流动性由“奢”入“俭”	8
第 3 章 2022 年我国经济下行压力增大	14
第 4 章 OPEC+ 维持既定增产节奏 油市供需缺口缓慢转向再平衡	19
第 5 章 2022 年一季度油市供需存缺口 库存延续去化节奏	27
第 6 章 2022 年地缘政治因素仍将持续出现	33
第 7 章 2021 年前 11 月我国原油进口明显萎缩	35
第 8 章 2021 年四季度油市非商业净多头寸略微回升	38
第 9 章 2022 年原油走势展望	39
分析师简介及免责声明:	41

图表目录

图 1 国内原油期货主力合约在 2020 年呈现大幅回落，构筑双底的走势	5
图 2 美国 WTI 原油期货连续合约在 2020 年呈现先抑后扬，振荡企稳，略微反弹的走势	6
图 3 布伦特原油期货连续合约在 2020 年呈现先抑后扬，振荡企稳，略微反弹的走势	7
图 4 2018-2020 年全球三大原油期货价格走势呈现高度正相关关系	7
图 5 2021 年全球主要经济体疫苗接种情况走势图	9
图 6 2022 年全球经济增长前瞻走势图	10
图 7 2021 年欧美制造业 PMI 走势图	10
图 8 全球利率水平开始上升，2022 年各国央行将开启加息进程	11
图 9 2021 年 12 月美联储发布的点阵图显示，2022 年将加息三次	11
图 10 主要央行年末资产负债表规模和本国/本地区上年 GDP 之比 (%)	12
图 11 本轮美联储 Taper 的斜率更陡，且加息或来得更早	12
图 12 2021 年 10 月美国失业率继续下行	13
图 13 2021 年 11 月美国 CPI 同比再创新高	13
图 14 2021 年三季度我国 GDP 增速达到 4.9%	16
图 15 2021 年 11 月我国官方和财新制造业 PMI 走势图	16
图 16 2019-2021 年我国中央经济工作会议内容对比	16
图 17 2021 年 11 月我国工业增加值月度同比走势图 (%)	17
图 18 2021 年 11 月我国固定资产投资增速走势图 (%)	18
图 19 2021 年 11 月我国房地产开发投资增速走势图 (%)	18
图 20 2021 年 11 月社会零售额增速走势图 (%)	18
图 21 2021 年 11 月国内 CPI 和 PPI 同比增速走势图	19
表 1、2020-2021 年 OPEC 产油国产量汇总表	22
表 2、2021 年 11 月 OPEC 成员国原油产量情况	23
表 3、2020-2021 年非 OPEC 产油国原油产量情况	23
表 4、预测 2021-2022 年非 OPEC 产油国原油产量情况	24
图 22、2018-2021 年 OPEC 原油日产量走势图 (万桶)	24
图 23、美国原油产量走势图 (千桶/日)	25
图 24、2014-2021 年美国活跃石油钻井平台数量走势图	25
图 25、2017-2021 年美国七大产区新井单井产出走势图	25
图 26、美国各地区页岩油开采成本图	26
图 27、全球主要产油国原油生产成本对比图	26
表 5、2020-2021 年全球原油消费国实际需求	29

表 6、预测 2021-2022 年全球原油消费国预期展望图	30
图 28、2014-2021 年美国炼油厂产能利用率走势图	30
图 29、2013-2021 年美国商业原油周度库存走势图	31
图 30、2014-2021 年美国战略石油储备库存量（千桶）	31
图 31、2005-2021 年美国库欣地区原油库存量走势图（千桶）	31
图 32、2020-2022 年全球原油月度供需平衡推算图（单位：万桶/天）	32
图 33、二战后重要战事与油价表现关系图	33
图 34、1970 年以来中东战乱与油价表现关系图	34
图 35、2021 年 1-11 月国内规模以上工业原油产量月度走势图	35
图 36、2021 年 1-11 月中国规模以上工业原油加工量月度走势图	36
图 37、2021 年 1-11 月中国原油进口月度走势图	36
图 38、2007-2021 年中国原油月度进口量走势图	37
图 39、WTI 原油期货基金持仓情况走势图	38
图 40、布伦特-WTI 原油期货价差走势图	38
表 7、2020-2021 年全球原油季度供需平衡推算表（单位：万桶/天）	40

一、2021 年原油走势回顾

时光荏苒，我国原油期货在告别 2021 年的走势后，即将开启 2022 年新的征途。2021 年我国原油期货成交量和持仓量继续呈现稳步增长的趋势，与布伦特原油期货的成交量差距越来越小，不过距离美国 WTI 原油的成交量仍有一段距离。目前我国原油期货已经成为世界排名第三的，具有一定影响力的大宗商品期货。回顾 2021 年国内外原油期货价格走势，总体可以归纳为以下一句话：原油期货承接去年反弹势头，期价重心继续稳步上移，虽然期间遭遇变异毒株引起的疫情变化和供应端转入增产模式的利空打击，但中长期整体向上的趋势并未改变。可以说“期价振荡上行”、“重心稳步抬升”和“小周期调整”成为 2021 年国内外原油期货运行的核心字眼。

由此可以分为三个阶段运行模式：第一阶段（2021 年初至 5 月底）：随着全球疫苗研制成功并陆续展开接种以后，原油等大宗商品期货市场的潜在风险和利空因素得到市场消化，投资风险偏好进一步抬升，原油需求前景改善，油市供需结构进一步向好，从而推动油价继续上涨。这期间，美国 WTI 原油价格运行区间自年初 50-53 美元/桶稳步上涨至 61-66 美元/桶，而布伦特原油价格运行区间也由年初的 50-53 美元/桶稳步上涨至 66-70 美元/桶。国内原油期货主力合约也由年初的 301-350 元/桶区间上涨至 400-450 元/桶区间。

第二阶段（6 月初至 8 月底）：随着国际油价显著回升，油市供需平衡表转向供应紧缺预期，OPEC+产油国决定在 5-7 月份施行温和增产措施，即有计划和小规模地放松减产力度。与此同时，美国页岩油产量也在同步增加，油市供应压力开始逐渐凸显，从而导致国内外原油期货价格转入高位振荡整理的模式。这期间，美国 WTI 原油价格在 61.5-77 美元/桶区间内振荡整理，而布伦特原油价格则在 64.5-77.8 美元/桶区间内振荡整理，国内原油期货主力合约在 400-480 元/桶区间内振荡整理。

第三阶段（9 月初至 12 月中旬）：在国际油价持续上涨的背景下，原油消费国开始难以承受高油价带来的高通胀压力，以美国为首的主要消费国开始联合向 OPEC+产油国施压，要求加快产能释放。在得不到产油国有效回应以后，消费国释放原油储备库存。同时新冠变异毒株奥密克戎出现诱发金融市场系统性，美联储启动缩表进程，并可能加快加息节奏又令全球流动性趋紧态势加重，原油市场遭遇一系列利空打压，从呈现出先扬后抑的走势。这期间，美国 WTI 原油价格在上涨至 85.41 美元/桶后一度回调至 62.6 美元/桶，而布伦特原油价格在上涨至 86.10 美元/桶后快速回调至 65.72 美元/桶。国内原油期货主力合约最上涨至 546.5 元/桶一线后出现回调，最低一度下探至 417.6 元/桶。未来油价能否延续反弹行情，会不会在 2022 年重返跌势，笔者认为未来油价有望迈入新的运行阶段。

图 1、国内原油期货主力合约在 2020 年呈现大幅回落，构筑双底的走势



数据来源：博易大师、宝城金融研究所

图 2、美国 WTI 原油期货连续合约在 2020 年呈现先抑后扬，振荡企稳，略微反弹的走势



数据来源：博易大师、宝城金融研究所

图 3、布伦特原油期货连续合约在 2020 年呈现先抑后扬，振荡企稳，略微反弹的走势



数据来源：博易大师、宝城金融研究所

图 4、2018-2020 年全球三大原油期货价格走势呈现高度正相关关系



数据来源：WIND、宝城金融研究所

二、2022 年全球经济仍受波折 流动性由“奢”入“俭”

近两年以来，疫情的全球性扩散是宏观层面最大的黑天鹅，各国不同策略的抗疫应对和不同财政货币政策的选择导致其从疫情中恢复的效率和程度节奏各异，全球主要经济体的经济结构也在逐渐形成新的平衡关系：从全球贸易扩张的全面合作到贸易与核心竞争领域的割裂再到合作与对抗的微妙共存。

回顾 2021 年，一再反复的疫情令海外供给恢复缓慢，而美国大力度的财政刺激不仅令需求快速膨胀，而且也对其国内劳动力供给形成持续抑制，疫情及政策影响下闭合缓慢的供需缺口令全球通胀压力逐月抬升，并先后迫使欧美央行开启货币正常化。今年以来，经济数据向好以及疫苗接种加快使得多国逐步放开经济活动，全球主要经济体经济纷纷强劲反弹。据 IMF 发布的《世界经济前瞻》显示，随着刺激政策边际趋缓以及供需恢复进入后程，经济扩张动能逐步弱化，2022 年全球 GDP 同比增速将从 2021 年的 5.9% 下行至 4.9%，其中发达经济体和新兴经济体分别由 2021 年的 5.2% 和 6.4% 下行至 2022 年的 4.5% 和 5.1%；发达经济体中的德国、日本和西班牙，以及新兴经济体中的东盟和沙特的 GDP 增速则有望在 2022 年有所抬升。

在经济增速面临下行压力的同时，市场对 2022 年的通胀担忧则有增无减。当前海外主要央行渐次开启宽松政策退坡进程，全球流动性拐点渐行渐近。资本回流发达经济体的可能性在上升，新兴经济体可能面临不同程度的资本外流冲击。从多个新兴经济体“抢先”加息，到欧英央行相继放“鹰”，再到美联储宣布 Taper（缩减购债）落地，今年以来，海外极度宽松货币政策转向的信号渐次出现，为这一轮全球流动性盛宴奏响退潮序曲。若以美、日、欧、英四大主要央行扩表速度来观察全球流动性变化，增速的拐点可能在今年底或明年初出现。主要发达经济体央行 M2 增速已有所放缓，而明年可能进一步下行至平均水平之下。随着通胀旋风刮向更多发达经济体，金融市场预期主要央行或加快货币政策正常化脚步。数据显示，美国、英国、加拿大等国 10-11 月 CPI 同比涨幅加快上行。海外强劲的通胀数据与广泛的涨价势头，既助长通胀预期，也考验“通胀暂时论”，促使货币当局在“不退”与“退”或“慢退”与“快退”之间作出选择。加拿大央行、英国央行近期相继释放“鹰派”信号，后者更有可能成为疫情常态化后首个加息的主要经济体央行。此外，市场对美联储政策加快转向的预期不断增强。花旗、摩根士丹利等越来越多的国际大行押注美联储将更早加息。全球性加息浪潮可能到来，由此将对全球流动性造成深刻影响。美元作为全球流动性和风险偏好的指标，已进入回升通道。

对于新兴经济体而言，全球流动性由“奢”入“俭”具有特殊含义。历史上，全球流动性收缩特别是美元流动性收缩多次对新兴经济体造成冲击。全球流动性收缩将推升无风险利率，引发资产价格调整和重新定价风险。对新兴经济体而言，美元流动性收缩、利率上行还将促使资本回流美国，增大资本流出

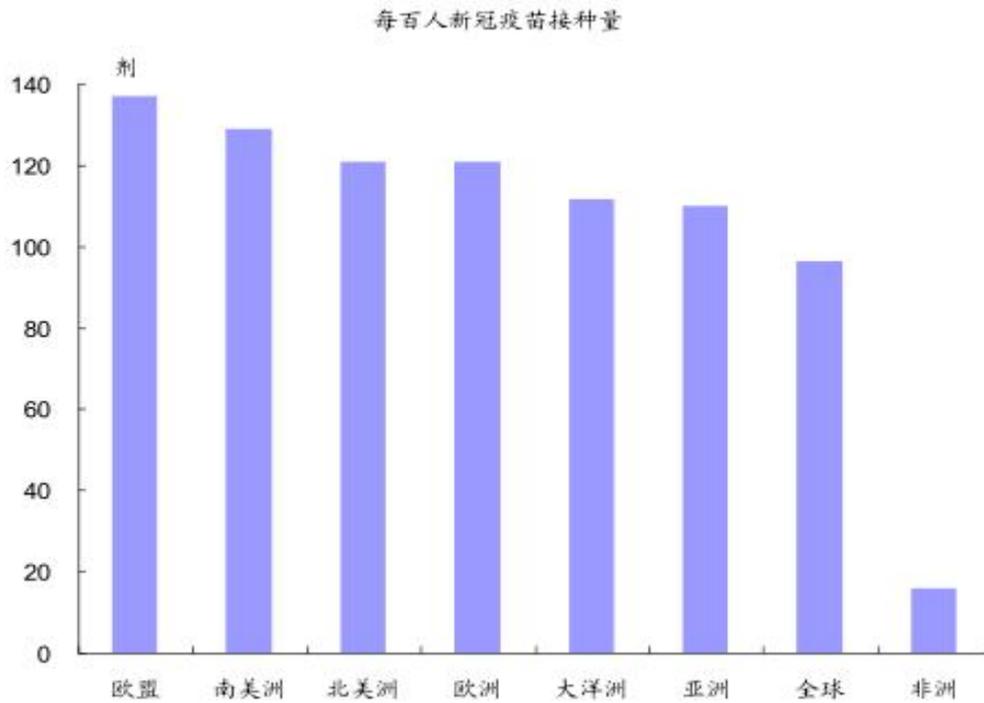
风险。此外，美元流动性收缩往往助推美元走强，部分新兴经济体将面临货币贬值压力，进一步加剧债务风险。

与历史相比，本轮美联储削减资产购买的节奏将更快。目前来看，美联储“转弯”的后半程将面临新的挑战。由于美国经济类滞胀形势仍未明显缓解，而美联储对于加息预期的引导明显不足，市场负面情绪正在上升。具体来看，市场或存三大“恐慌”，且这些情绪可能会持续数月。本次美联储“吃一堑长一智”，进行了非常充分的预期引导。具体可将迈向 Taper 的过程分为几个阶段：不提 Taper（2021 年 4 月及以前）、商议何时开始讨论 Taper（6 月）、开始讨论 Taper（7 月）、预告 Taper（9 月）、正式宣布 Taper（11 月）以及加快实施 Taper（12 月）。从提到 Taper 到正式实施，也历经了近半年的时间，美国金融市场在此过程中整体表现平稳。

往后看，本轮美联储政策正常化路线图逐渐清晰，本轮美联储削减资产购买的节奏将更快。据显示，美国当地时间 12 月 15 日周三，美联储宣布维持利率不变，加速缩减购债规模——从明年 1 月起，美联储将每月资产购买规模由减少 150 亿美元增加到减少 300 亿美元，即每月减少购买 200 亿美元的美国国债和 100 亿美元的机构住房抵押贷款支持证券（MBS）。如果美联储在 1 月份的货币政策会议上保持这一速度，那么缩债计划将提前至 3 月结束，而不是 6 月。促使美联储做出加速购债行动的前提与美联储此前设置的加息条件较为接近。通胀已经高于 2% 并在未来一段时间内持续超出 2%。相较之前，美联储在利率政策声明中删除了“通胀持续低于美联储的长期目标”。在经济预测数据中，美联储预期明年美国核心通胀将达到 2.7%，较 9 月份预期的 2.3% 上升了 0.4 个百分点。从经济政策预期看，美联储官员对明年的加息次数较为鹰派。点阵图显示，18 名美联储官员中，12 名官员预计 2022 年将加息三次，11 名官员预计 2023 年还将再加息三次。点阵图预期较 9 月份更加鹰派。9 月份的点阵图显示，18 名官员中有 9 名预计将在 2022 年底前至少加息一次，13 名官员预计 2023 年将至少加息两次。预计美联储第一次加息时间推迟到明年 5 月，下一次加息时间将在明年 9 月和 12 月。与历史相比，美 2019~2010 年和 2014 年美联储削减资产购买分别花费约 10 个月和 12 个月，而本次削减资产购买预计在 7 个月之内完成。2011 年虽然购债计划很快暂停，但美联储配合实施了近一年的扭曲操作（OT），以压低长端国债利率。本轮削减资产购买结束后，若美联储于 2022 年内开始加息，则本次加息步调也快于历史（2014 年底美联储结束资产购买，时隔约 1 年，才于 2015 年 12 月首次加息）。

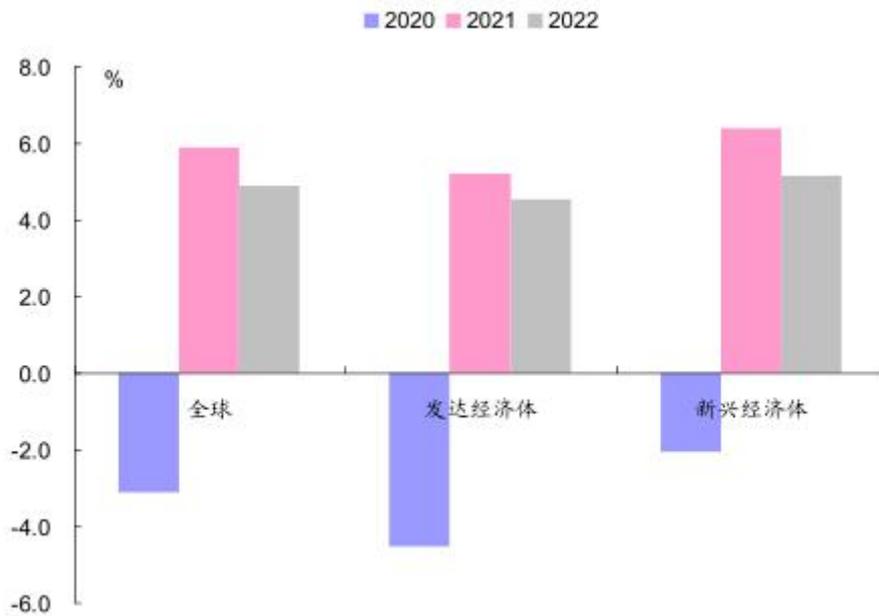
总体而言，目前全球流动性极值已现，未来趋紧预期将逐渐增强，在量缩减的未来，加息预期在逐渐增强，其节奏和频率成为市场关注焦点，或也将成为影响大宗商品价格走势的重要变量因素。

图 5、2021 年全球主要经济体疫苗接种情况走势图



数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 6、2022 年全球经济增长前瞻走势图



数据来源：WIND、宝城金融研究所

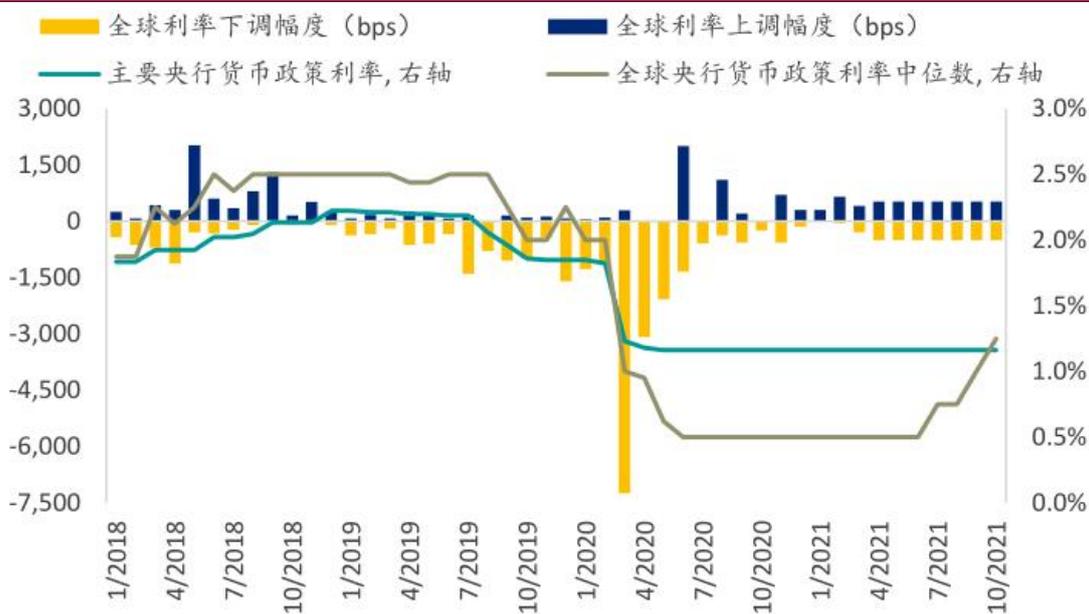
图 7、2021 年欧美制造业 PMI 走势图

欧美制造业PMI走势图



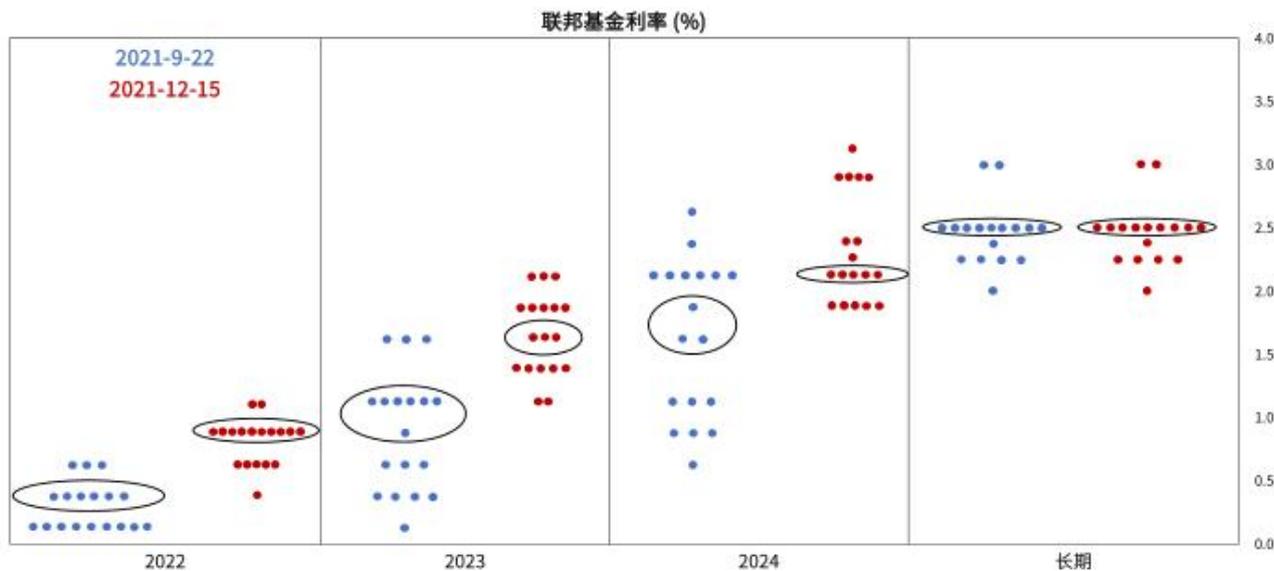
数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 8、全球利率水平开始上升，2022 年各国央行将开启加息进程



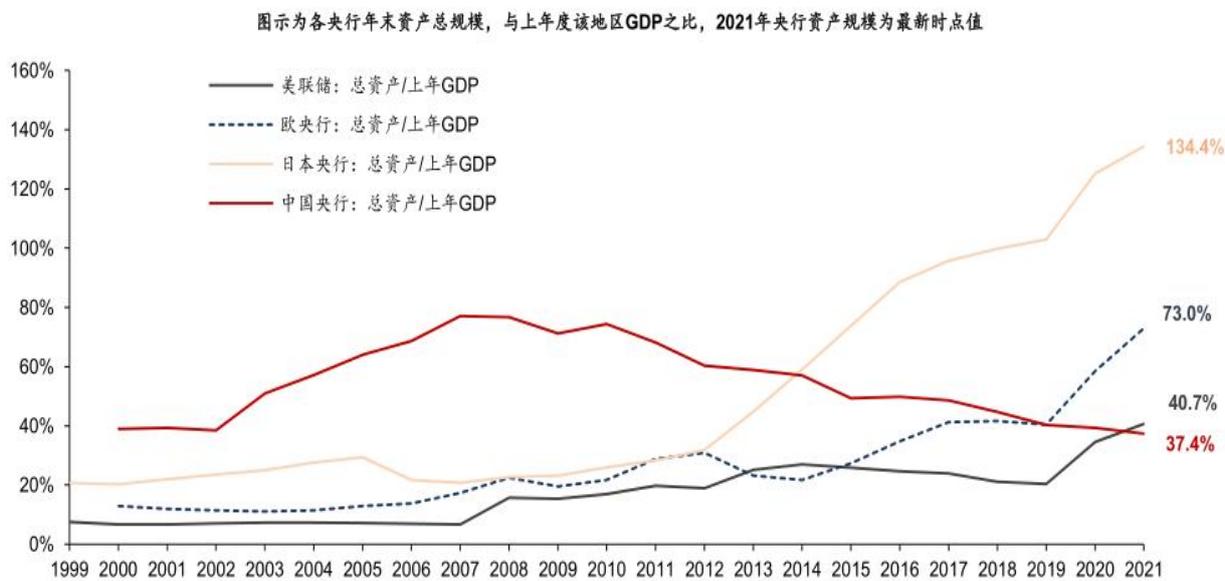
数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 9、2021 年 12 月美联储发布的点阵图显示，2022 年将加息三次



数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 10、主要央行年末资产负债表规模和本国/本地区上年 GDP 之比 (%)



数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 11、本轮美联储 Taper 的斜率更陡，且加息或来得更早



数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 12、2021 年 10 月美国失业率继续下行



数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 13、2021 年 11 月美国 CPI 同比再创新高

美国CPI及核心CPI同比增速走势图



数据来源：WIND、宝城金融研究所

三、2022 年我国经济下行压力增大

随着新冠疫情影响逐渐消退，作为“十四五”开局首季，我国经济延续复苏态势。2021 年以来，我国经济复苏保持稳中向好势头，不过在经历一季度国内经济高速增长以后，随着 2020 年同期基数逐步抬高，二季度开始主要宏观指标增速均有所回落，显示经济运行正逐渐回归常态。步入三季度以后，虽然面对持续高企的大宗商品原材料以及国内多地出现的输入型疫情扩散，国内经济增速放缓压力进一步增加，针对年内大宗商品的价格大幅波动，相关部门已连续出台一系列政策。在国家强力政策干预下，煤炭等原材料价格显著回落，PPI 进一步上行空间受限。

2022 年我国整体经济下行的压力较大，经济目标增速可能会以潜在产出为锚，疫情的单次冲击对经济增长的波动将逐渐被熨平，但外需逐渐退坡、内需持续不足的情况下，经济增长的驱动力来源存在争议是市场方向不明的主要原因。预计 2022 年跨周期调节的力度将会增强，“稳增长”将会再次成为重点，宽信用的预期进一步增强。随着外需逐渐放缓，内需拉动有限，明年经济下行压力增大，因此我国政府对于明年经济工作重心会向“稳增长”倾斜。可以看到，与 2019 年和 2020 年 12 月召开的政治局会议相比，2021 年 12 月上旬召开的中共中央政治局会议用更大篇幅来强调如何实施宏观政策，不再强调逆周期调节，而多次提到“稳”、“稳健”，保持流动性合理充裕。可以看到，会议中强调 2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进。宏观政策要稳健有效，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。在会议

结束的同时，时隔近半年，央行年内第二次降准落地。央行决定于 2021 年 12 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为 8.4%。此次降准为全面降准，共计释放长期资金约 1.2 万亿元。

与此同时，展望 2022 年，通胀不会成为引发货币政策收紧的重要因素。尽管油价在今年末明年初仍然能维持高位，但其他上游价格开始下行，油价在二季度后或将因为供需缺口逐渐缩小而面临下行风险，带动 PPI 在年末开始进入下行通道。在上游价格的高基数效应下，明年四季度 PPI 同比增长或将转负；猪肉价格的拐点大概率出现在明年二季度，与油价高峰错位，因此“猪油共振”出现的可能性较低，猪肉价格在二季度后的上行会较大幅度的影响 CPI 整体趋势。

作为货币政策重点关注的核心 CPI 方面，需求端来看，拿地不足、销售回款下滑、地产销售走弱与新开工量不足叠加地产行业严监管，基建投资隐性债务监管仍严厉、土地财政收入不佳，叠加优质项目储备不足，后续地产和基建需求均偏弱，制造业受制于上游原材料价格与运价高位，价格问题的边际改善对需求拉动的传导需求较长时间恢复；消费方面，防控政策严格、收入水平未见提升成为需求被抑制的重要原因，内需短期仍然受制于价格，叠加可能存在的疫情扰动和海外需求向疫情好转的区域转移，总需求不足的情况下，核心 CPI 上行的可能性较低，货币政策大概率不会因为短期的、结构性的物价变化而开始收紧。

2022 年，尽管经济的外生冲击已经逐渐被淡化，但经济增长的节奏和政策应对仍然是市场目前关心的焦点，经济增长的驱动力、货币政策和财政政策的发力节奏、美国的加息时点都将成为影响市场波动的因素。一季度来看，由于高基数的影响，经济增长的目标或被淡化，一季度对于宽松的强预期可能会形成较高的预期差，而在业绩真空期里，经济需求的驱动力从投资、消费、出口面都无法看到明显的改善，市场可能将持续震荡。国内货币政策的安全垫变薄，经济下行的压力加剧可能会对市场情绪产生相应影响，市场在下半年的博弈点可能在于政策周期的不一致下我国货币政策的核心锚和政策定力。

随着下半年经济增速的下行压力不断增大，市场上对于明年经济的担忧声也逐渐增多。笔者认为，2021 年末至 2022 年，我国经济增长呈现“倒 N”型趋势，增速将向潜在经济产出回归，经济景气度和盈利整体呈下行趋势。预计中国 GDP 同比增速将从 2021 年的 7.9% 降至 2022 年的 5.3%-5.5%。由于基数过高，GDP 同比增速将大概率在 2022 年一季度见底。因为货币政策边际宽松和内需改善的原因，GDP 环比增速也将在一季度后回升并实现持续性的增长。在“逆周期”政策的托底下，对于 2022 年的经济预期不能太“顺周期”，三驾马车中，预计投资将成为明年宽信用、稳杠杆、稳增长的主要抓手。2022 年，我国经济预期下行，海外流动性边际收紧，但国内货币政策“以我为主”，流动性整体无虞，在经济走势和流动性的共同影响下仍可能呈现震荡格局。

图 14、2021 年三季度我国 GDP 增速达到 4.9%



数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 15、2021 年 11 月我国官方和财新制造业 PMI 走势图



数据来源：WIND、宝城金融研究所

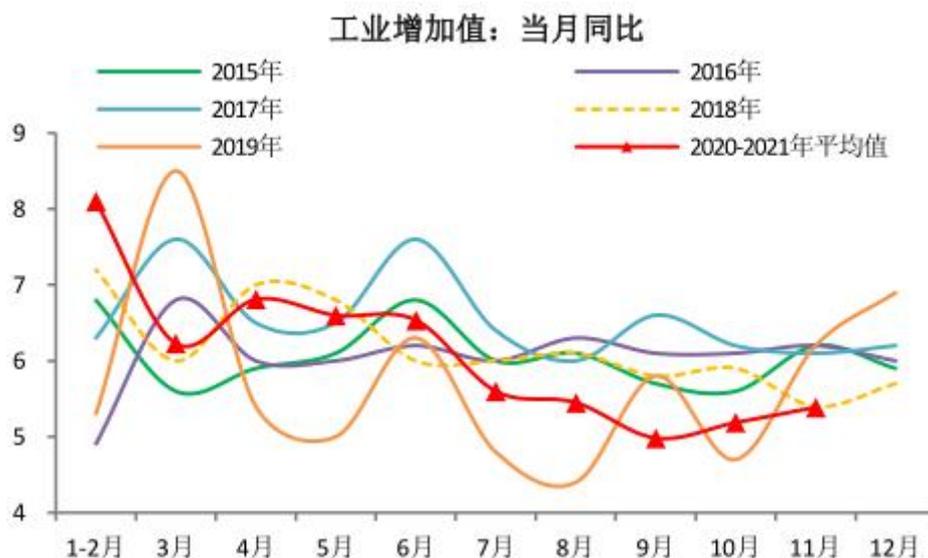
图 16、2019-2021 年我国中央经济工作会议内容对比

近三年我国中央经济工作会议对比

	2019年	2020年	2021年
经济目标	保持经济运行在合理区间	努力保持经济运行在合理区间	保持经济运行在合理区间
经济形势	当前和今后一个时期，我国经济稳中向好、长期向好的基本趋势没有变	我国经济运行逐步恢复常态，但新冠肺炎疫情和外部环境仍存在诸多不确定性	
宏观政策	要坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的政策框架，坚持问题导向、目标导向、结果导向，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性，运用好逆周期调节工具	科学精准实施宏观政策	明年经济工作要稳字当头、稳中求进。宏观政策要稳健有效，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续。稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕
六稳六保	全面做好“六稳”工作，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定	更好统筹发展和安全，继续做好“六稳”工作、落实“六保”任务	继续做好“六稳”、“六保”工作，持续改善民生，着力稳定宏观经济大盘
疫情防控		要毫不放松抓好“外防输入、内防反弹”各项工作，确保疫情不出现规模性输入和反弹	坚持“外防输入、内防反弹”，科学精准扎实做好疫情防控工作
精准脱贫	确保实现脱贫攻坚目标任务	要对全面建成小康社会进行系统评估和总结，巩固拓展脱贫攻坚成果，做好同乡村振兴有效衔接	
污染防治	确保实现污染防治攻坚战阶段性目标	持续改善生态环境质量	
防风险	确保不发生系统性金融风险	要抓好各种存量风险化解和增量风险防范	
房地产		促进房地产市场平稳健康发展	要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环
反垄断		强化反垄断和防止资本无序扩张	
科技自立自强	提升科技实力和创新能力	强化国家战略科技力量，增强产业链供应链自主可控能力	科技政策要加快落地，继续抓好关键核心技术攻关、强化国家战略科技力量，强化企业创新主体地位，实现科技、产业、金融良性循环

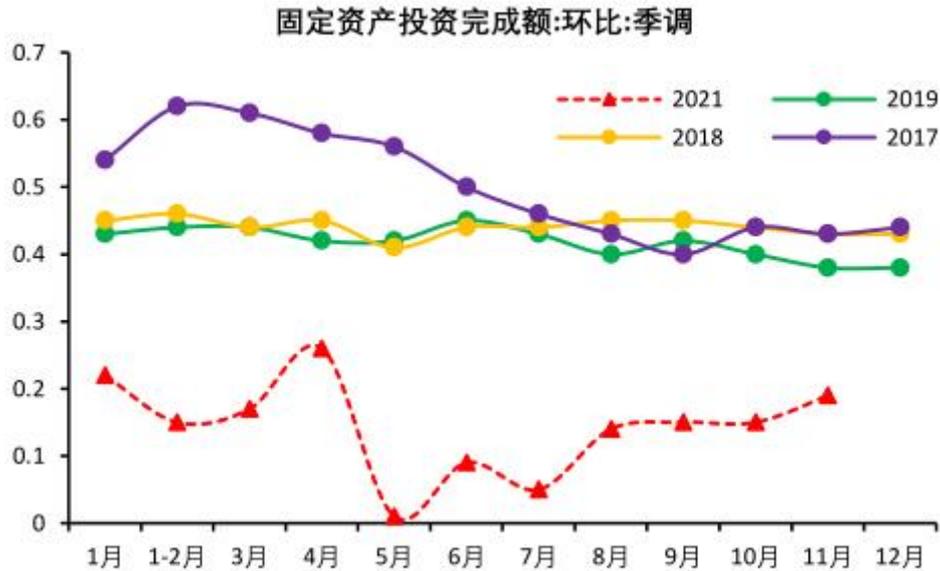
数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 17、2021 年 11 月我国工业增加值月度同比走势图 (%)



数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 18、2021 年 11 月我国固定资产投资完成额增速走势图 (%)



数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 19、2021 年 11 月我国房地产开发投资增速走势图 (%)



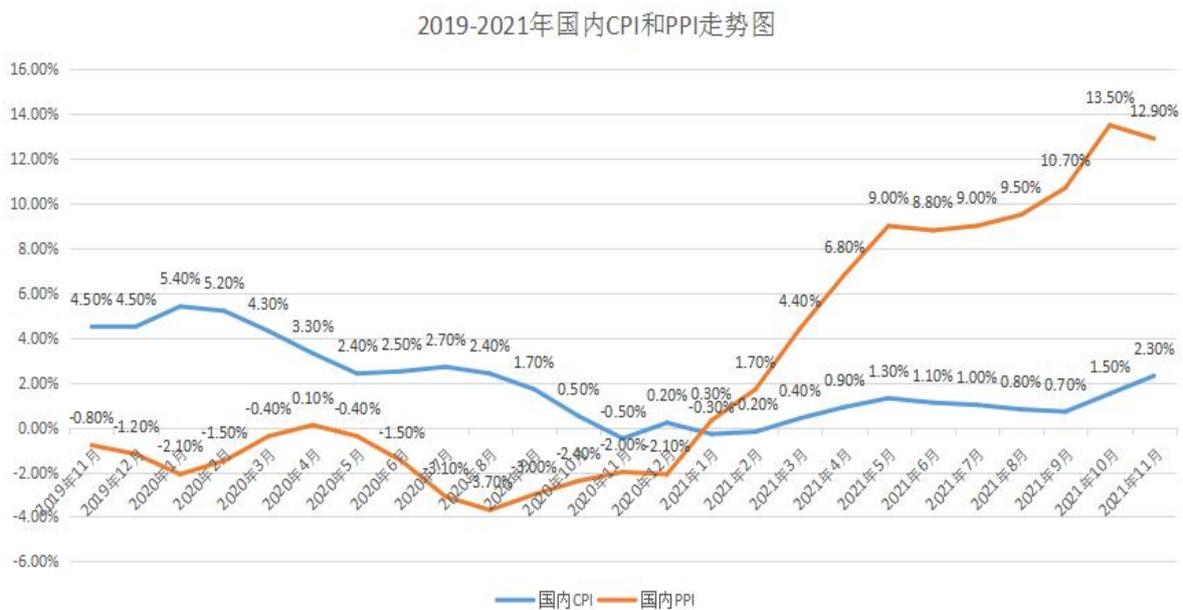
数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 20、2021 年 11 月社会零售额增速走势图 (%)



数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 21、2021 年 11 月国内 CPI 和 PPI 同比增速走势图



数据来源：WIND、宝城金融研究所

四、OPEC+维持既定增产节奏 油市供需缺口缓慢转向再平衡

随着 2021 年全球经济稳步回暖，原油需求前景改善，国际油价重心持续上移，OPEC 增产意愿趋于上升。因此在 4 月初，OPEC+ 产油国决定在 5-7 月份施行温和增产措施，即有计划和大规模地放松减产力度。OPEC+ 产油国原定计划是在 5 月、6 月和 7 月分别将原油日产量提高 35 万桶、35 万桶和 44.1 万桶，

沙特将逐步取消自1月以来自愿减产的100万桶/日，5月减少25万桶/日，6月减少35万桶/日，7月减少40万桶/日，同时沙特方面表示，当伊朗恢复到2016年的产量时，可以考虑限制产量。此外，俄罗斯在OPEC+减产协议范围内不按比例增产，未来3个月内每个月增产幅度限制在3.9万桶/天。这意味着5—7月OPEC+将累计增产逾200万桶/日。

步入8月以来，OPEC+产油国延续7月18日达成的产量协议：第一，将2020年4月开始执行的欧佩克+减产协议延长至2022年12月31日；第二，自2021年8月开始每月增产40万桶/日，直到完全恢复580万桶/日的主动减产量；第三，将部分产油国产量配额上调，自2022年开始生效，2022年5月起，阿联酋的原油生产新基准为350万桶/日，较此前增加33.2万桶/日，同时将伊拉克、科威特产量基准分别提高15万桶/日，沙特、俄罗斯产量基准提高50万桶/日；第四，2021年年底将根据市场进展再次评估原油产量计划。按照40万桶/日的月均增速，大概需要18个月完成增产目标，即在2022年年终恢复至2020年4月水平后，2022年下半年将继续增产至2022年年底。

国际油价持续走高虽然让产油国收益增长，但对于消费国而言“切肤之痛感”正逐渐增强。数据显示，美国11月CPI价格指数同比大幅上涨了6.8%，为1982年6月以来的最大同比涨幅，已经大幅超出美联储预期承受能力范围。自G20峰会以来，美国、印度和日本等石油主要消费国强烈呼吁产油国加快石油产能释放，其中美国希望OPEC+能增产60万—80万桶/日，如果OPEC+拒绝增产，美国白宫表示可以接受40万桶/日的增产，条件是一些成员国能够额外增产，以弥补无法按配额增产的国家造成的产量缺口。但事与愿违，在12月4日OPEC+举行的第23届部长级会议上，以沙特和俄罗斯为首的产油国联盟并未理会消费国的施压，依然坚持原有逐步增产计划，即2022年1月共增产40万桶/日，同时决定不会向产量低于配额的成员国提供补偿增产机制。这主要因为高油价帮助沙特等产油国在今年三季度迎来季度财政预算盈余的“好日子”，所以产油国自然不会同意放弃“好日子”而超量增产来为其他国家纾困。

据OPEC发布的12月月报显示，11月OPEC的原油产量为2772万桶/天，环比增长0.29万桶/天。其中有4个成员国原油产量下降，降幅最大的是安哥拉，环比下滑了38万桶/天，利比亚环比下滑了15万桶/天，刚果环比下滑了14万桶/天。而有9个成员国原油产量增加。增幅最大的是：沙特阿拉伯环比增加了101万桶/天，伊拉克环比增加了91万桶/天，尼日利亚环比增加了85万桶/天。此外，OPEC认为奥密克戎变体对全球原油市场的影响将是有限的，各国政府和企业现在已经适应且能够更好地应对新冠疫情。此外，欧佩克大幅上调了明年第一季度的原油需求预期。在非OPEC方面，2021年非欧佩克原油供应增长的主要驱动力是加拿大、俄罗斯、中国、美国、挪威、圭亚那、卡塔尔和阿根廷。预计2022年，非欧佩克供应增长的主要驱动力是美国、俄罗斯、巴西、加拿大、哈萨克斯坦、挪威、圭亚那和其他参与商务部的非欧佩克国家，而石油产量预计将下降，主要是在印度尼西亚、埃及、泰国和哥伦比亚。

值得关注的是，美国能源信息署(EIA)在2021年12月初发布最新《短期能源展望报告》显示，预计2021年美国原油产量为1118万桶/天，同比下降10万桶/天，较11月报告上调了5万桶/天，2022年为1185万桶/天，同比增加67万桶/天，较11月报告下调了5万桶/天。11月美国原油总产量估计为1170万桶/天，在2022年上升到平均每天1180万桶，并在明年第四季度达到平均每天1210万桶。

对2022年的初步预测显示，非欧佩克国家的石油供应量将增长302万桶/天，经合组织国家将增长130万桶/天，非经合组织国家将增长161万桶/天。预计2022年，非欧佩克供应增长的主要驱动力将是俄罗斯、美国、巴西。当前天然气、煤炭等能源品供应紧缺局面有所缓解，同时原油市场自身矛盾并不突出，因此，在年底前产油国做出产量调整的可能性较小，预计维持此前恢复产量计划的概率较大。

总体来看，尽管全球能源危机持续推升原油需求，但OPEC+仍然决定维持原计划增产，这令市场预期的OPEC+加大增产的希望落空。随着消费在疫情后反弹，油价屡创新高，刺激油服公司整合资源加大开采力度。可以看到，自去年8月降至历史最低水平以来，美国的钻机总数已经增加了一倍多。据美国能源服务公司贝克休斯公布的数据显示，随着市场对奥密克戎病毒的担忧消退，截至12月10日，美国石油活跃钻井平台数量攀升至471座，为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173.84%。可以预见美国原油产量的回归是大势所趋。美国页岩油一直是所谓高油价的“克星”，但在本轮油价大幅上涨的情况下，其似乎没有为平抑价格带来多大的贡献，这其中与美国页岩油自身行业处境存在较大的关联。一段时期以来，美国页岩油大量出口确实增加了国际原油市场供应，美国成为原油净出口国，其对欧佩克在全球原油市场的话语权有了一定限制。在经历了大幅开采后，美国页岩油的开采成本有所提升，主要源于开采难度增加。此外，受到资金回报率的影响，美国页岩油生产投入不足，资本对行业限制不断加重。据统计，截止12月10日当周，美国原油产量达到1170万桶/日，基本上从飓风“艾达”的破坏中恢复过来了。

与此同时，伊朗的增量供应启动时点仍存变数。虽然市场大多数参与者认为伊朗年内实现供应增长已是大概率事件，但是实际上这些供应何时涌入市场仍存在变数。伊朗政府领导人的换届或许也会对核协议谈判产生未知的影响。伊朗新现任总统莱希是伊朗最高领导人哈内梅伊的前任大法官，是典型的强硬派。莱希上任后继续以核武研发作为战略重点，则核协议将无从谈起，预期出现的增量供应终将“扑空”，届时将会对油价形成强力的上行驱动。此处情景假设仍以制裁解除作为前提，伊朗将自2021年三季度开始逐步增加产量，其增幅在四季度达到峰值。若此情形成立，则至年底伊朗将日均生产超过280万桶，较年初增加约80万桶/日。中长周期视角下，来自伊朗的增量将对油价形成长期压制。

目前美伊谈判尚未达成一致，美国与伊朗在个别问题上仍有分歧。今年上半年，美国和伊朗就核问题进行了多轮谈判，但最终仍未达成一致协议。伊朗强硬派总统莱希上台后，也给美伊谈判增加了难度。但10月底，伊朗核问题谈判出现进展，伊朗在与欧盟方面磋商后宣布在11月底前重启谈判。美国、法国、德国和英国敦促伊朗恢复遵守2015年达成的核协议，以“避免危险的升级”。去年年底美国总统拜登上台后，由于对伊朗问题态度的方式改变，伊朗原油产量及出口量有所恢复。今年二季度以来，伊朗原油产量基本维持在250万桶/日，较该国产量峰值水平仍有130万桶/日的缺口。伊朗的经济因美国的制裁而受到重创，更希望达成协议，以推动石油产量和出口增长。预计到2021年年底，该国的石油产量将增加50万至100万桶/天。一旦伊朗与西方国家在核问题谈判上取得突破，伊朗原油供给将进一步释放。根据IEA的预计，伊朗的原油产量在今年年底预计达到315万桶/日，同时目前油轮上还储存着来自伊朗的约7500万桶原油和凝析油，浮仓水平超过6000万桶，在岸库存也有约6000万桶。若以美国为首的西方国家宣布解除对伊朗的制裁，伊朗将向市场释放大量供给。

展望来看，2022年一季度，由于OPEC+产油国依然维持有序增产节奏，在季节性需求旺季背景下，整体原油供需维持紧平衡态势，尽管美国等消费国实施战略储备原油释放措施，且奥密克戎等变异病毒侵袭，但在防疫措施升级以及疫苗接种的情况下，整体对于油市需求端的冲击或弱于预期。二季度随着油市供应端压力显著回升，且需求端步入淡季以后，油市供需结构料出现小幅过剩局面，油价有望见顶回落。2022年下半年来讲，随着油市供需实现再平衡，国际油价料维持高位区间宽幅振荡走势。

表 1、2020-2021 年 OPEC 产油国产量汇总表

2020-2021年OPEC产油国原油产量（千桶/日）												
国家	2020年		2021年									
	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
阿尔及利亚	857	855	864	873	871	871	886	903	910	920	932	944
安哥拉	1181	1167	1174	1119	1139	1138	1080	1115	1078	1110	1133	1124
赤道几内亚	103	127	116	103	107	112	109	110	103	101	100	87
加蓬	183	180	173	179	189	196	179	173	178	180	202	179
伊拉克	3772	3848	3839	3898	3914	3934	3948	3938	3938	4056	4139	4149
科威特	2293	2297	2319	2330	2328	2326	2358	2383	2426	2441	2468	2502
尼日利亚	1448	1420	1342	1488	1443	1460	1407	1399	1385	1271	1451	1354
沙特	8966	8964	9054	8150	8101	8121	8481	8906	9403	9488	9678	9759
阿联酋	2515	2578	2612	2610	2609	2614	2640	2680	2723	2777	2789	2828
刚果	283	269	267	272	274	267	259	265	263	249	259	273
利比亚	1088	1224	1088	1186	1195	1133	1157	1163	1165	1163	1148	1164
伊朗	1982	2002	2084	2120	2328	2413	2437	2470	2485	2485	2503	2502
委内瑞拉	414	431	487	521	525	486	510	529	523	523	527	590
OPEC合计	25109	25362	25419	24848	20975	21039	21300	21872	22407	22593	23151	23199
OPEC减产国合计	21608	21705	21760	21022	25023	25071	25451	26034	26580	26764	27329	27455

数据来源：OPEC、宝城金融研究所

表 2、2021 年 11 月 OPEC 成员国原油产量情况

Secondary sources	2019	2020	1Q21	2Q21	3Q21	Sep 21	Oct 21	Nov 21	Change Nov/Oct
Algeria	1,022	897	870	886	922	934	945	954	9
Angola	1,398	1,255	1,141	1,109	1,106	1,126	1,120	1,082	-38
Congo	324	288	271	261	258	264	275	261	-14
Equatorial Guinea	118	115	106	106	99	102	88	88	1
Gabon	215	195	185	186	186	197	176	184	9
IR Iran	2,356	1,988	2,218	2,440	2,482	2,483	2,483	2,474	-9
Iraq	4,678	4,049	3,881	3,940	4,053	4,142	4,149	4,240	91
Kuwait	2,687	2,432	2,328	2,356	2,445	2,470	2,502	2,531	29
Libya	1,097	367	1,175	1,151	1,154	1,149	1,155	1,140	-15
Nigeria	1,786	1,579	1,413	1,423	1,349	1,365	1,335	1,420	85
Saudi Arabia	9,794	9,182	8,445	8,502	9,536	9,646	9,766	9,867	101
UAE	3,094	2,802	2,610	2,644	2,762	2,790	2,829	2,850	21
Venezuela	796	500	517	514	535	542	610	625	15
Total OPEC	29,365	25,650	25,159	25,521	26,885	27,210	27,432	27,717	285

数据来源：OPEC、宝城金融研究所

表 3、2020-2021 年非 OPEC 产油国原油产量情况

Non-OPEC liquids production	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	Change 2021/20 Growth	%
Americas	24.70	24.10	25.17	25.21	25.94	25.11	0.41	1.66
of which US	17.61	16.63	17.93	17.83	18.23	17.66	0.05	0.30
Europe	3.90	3.96	3.52	3.81	3.91	3.80	-0.10	-2.58
Asia Pacific	0.52	0.50	0.45	0.53	0.53	0.51	-0.02	-2.98
Total OECD	29.12	28.56	29.13	29.56	30.37	29.41	0.29	1.01
China	4.16	4.30	4.34	4.33	4.32	4.32	0.16	3.86
India	0.77	0.76	0.75	0.75	0.74	0.75	-0.01	-1.78
Other Asia	2.51	2.52	2.46	2.34	2.42	2.43	-0.07	-2.85
Latin America	6.04	5.96	5.99	6.11	6.10	6.04	0.00	0.04
Middle East	3.19	3.22	3.23	3.24	3.29	3.24	0.05	1.57
Africa	1.41	1.37	1.35	1.32	1.31	1.34	-0.08	-5.33
Russia	10.59	10.47	10.74	10.81	11.15	10.79	0.20	1.91
Other Eurasia	2.91	2.96	2.89	2.79	3.04	2.92	0.00	0.17
Other Europe	0.12	0.12	0.11	0.11	0.11	0.11	-0.01	-4.66
Total Non-OECD	31.71	31.67	31.86	31.80	32.50	31.96	0.25	0.80
Total Non-OPEC production	60.82	60.23	61.00	61.36	62.87	61.37	0.55	0.90
Processing gains	2.15	2.28	2.28	2.28	2.28	2.28	0.13	6.03
Total Non-OPEC liquids production	62.97	62.51	63.28	63.64	65.15	63.65	0.68	1.08
Previous estimate	62.98	62.51	63.28	63.60	65.14	63.64	0.66	1.05
Revision	0.00	0.00	0.00	0.04	0.01	0.01	0.02	0.03

数据来源：OPEC、宝城金融研究所

表 4、预测 2021-2022 年非 OPEC 产油国原油产量情况

Non-OPEC liquids production	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	Change 2022/21	
							Growth	%
Americas	25.11	26.02	26.06	26.44	26.82	26.34	1.23	4.89
of which US	17.66	18.35	18.60	18.75	19.06	18.69	1.03	5.84
Europe	3.80	3.87	3.76	3.82	4.14	3.90	0.10	2.68
Asia Pacific	0.51	0.54	0.54	0.53	0.53	0.54	0.03	5.94
Total OECD	29.41	30.43	30.36	30.79	31.50	30.77	1.36	4.62
China	4.32	4.33	4.33	4.37	4.45	4.37	0.04	1.02
India	0.75	0.73	0.75	0.78	0.80	0.77	0.01	1.59
Other Asia	2.43	2.45	2.42	2.40	2.38	2.41	-0.02	-0.91
Latin America	6.04	6.35	6.29	6.23	6.44	6.32	0.28	4.67
Middle East	3.24	3.34	3.34	3.36	3.36	3.35	0.11	3.29
Africa	1.34	1.29	1.27	1.25	1.22	1.25	-0.08	-6.26
Russia	10.79	11.51	11.83	11.88	11.88	11.78	0.98	9.12
Other Eurasia	2.92	3.10	3.12	3.16	3.22	3.15	0.23	7.86
Other Europe	0.11	0.11	0.11	0.10	0.10	0.10	-0.01	-6.90
Total Non-OECD	31.96	33.19	33.45	33.52	33.86	33.51	1.55	4.84
Total Non-OPEC production	61.37	63.62	63.81	64.31	65.35	64.28	2.91	4.73
Processing gains	2.28	2.39	2.39	2.39	2.39	2.39	0.11	4.91
Total Non-OPEC liquids production	63.65	66.02	66.20	66.70	67.74	66.67	3.02	4.74
Previous estimate	63.64	65.97	66.21	66.69	67.73	66.66	3.02	4.74
Revision	0.01	0.05	-0.01	0.01	0.01	0.01	0.00	0.00

数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 22、2018-2021 年 OPEC 原油日产量走势图（万桶）



数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 23、美国原油产量走势图（千桶/日）



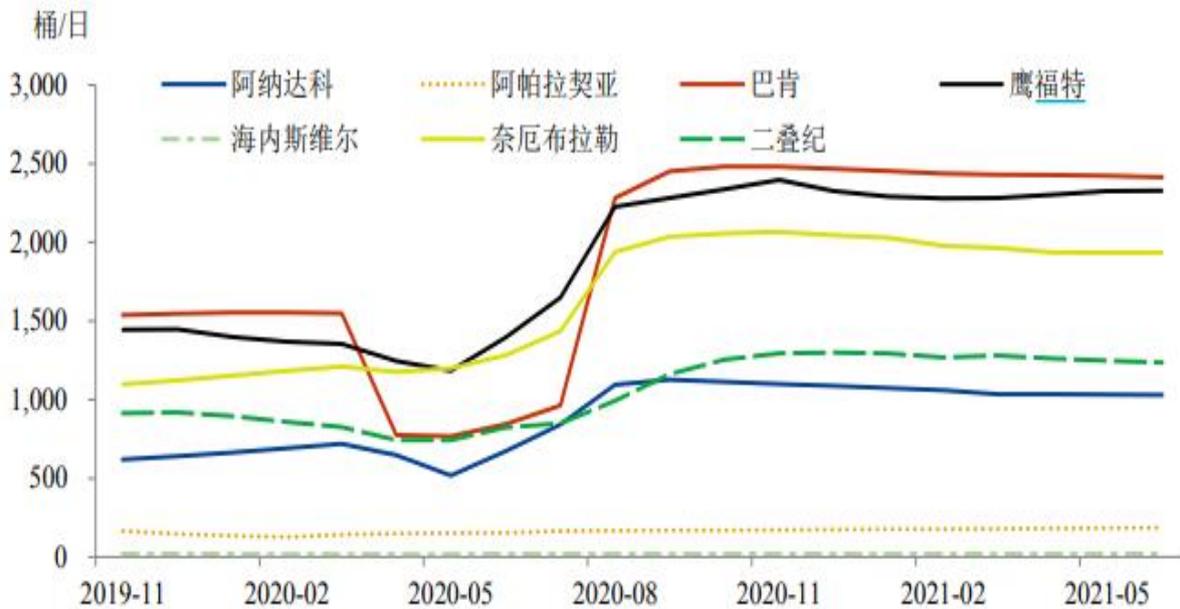
数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 24、2014-2021 年美国活跃石油钻井平台数量走势图



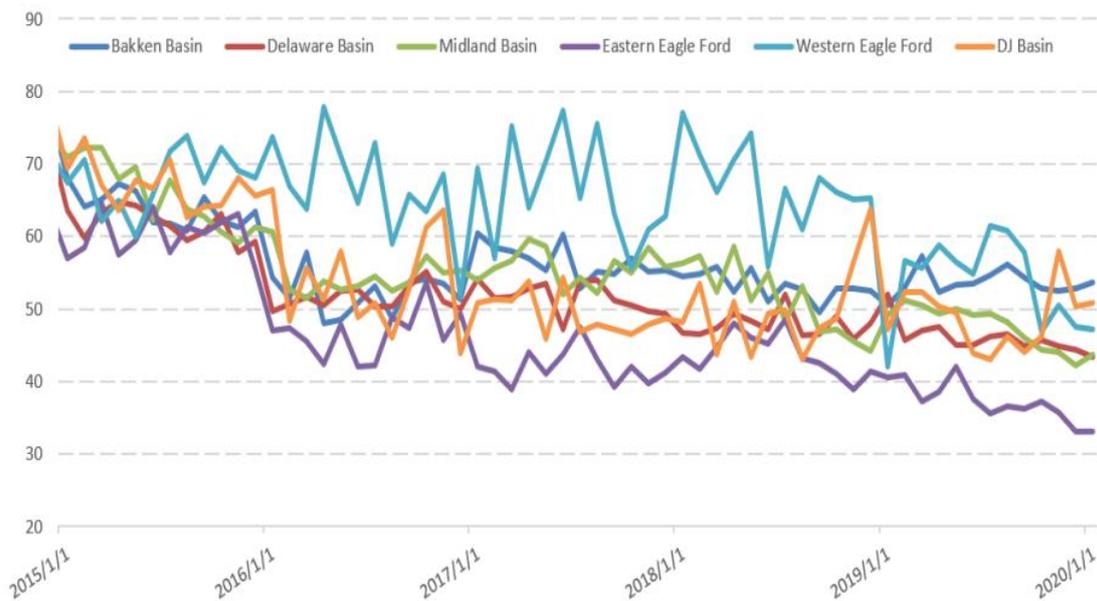
数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 25、2017-2021 年美国七大产区新井单井产出走势图



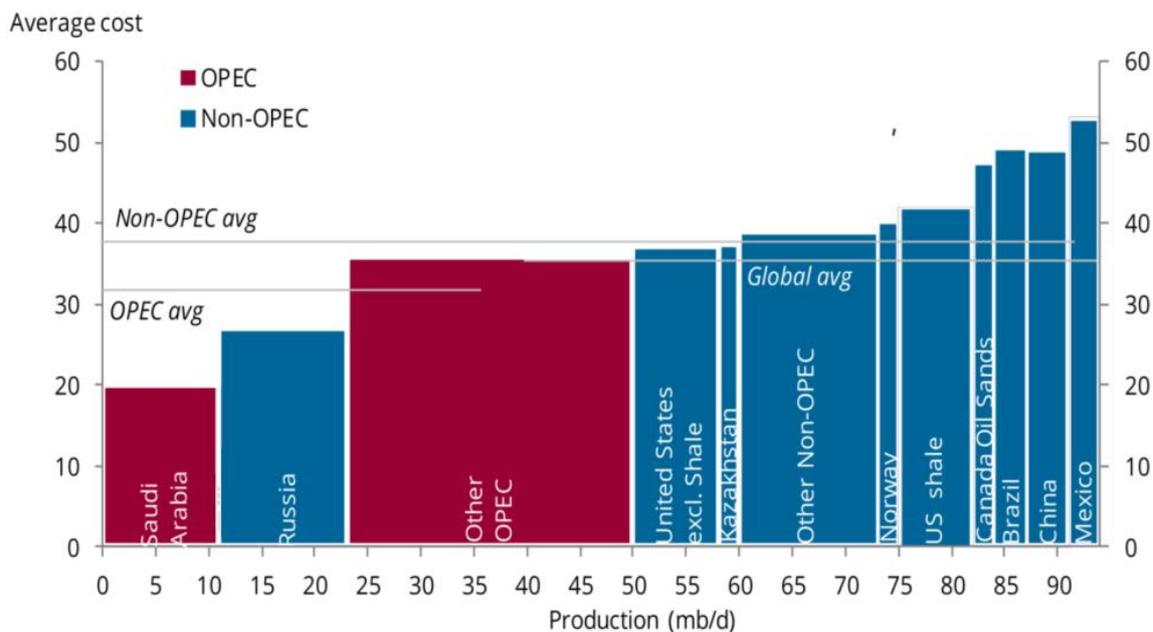
数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 26、美国各地区页岩油开采成本图



数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 27、全球主要产油国原油生产成本对比图



数据来源：WIND、宝城金融研究所

五、2022 年一季度油市供需存缺口 库存延续去化节奏

2021 年一季度开始，全球疫苗逐步投入使用并对疫情防控起到了一定效果，但从接种疫苗的人群覆盖程度看，疫苗接种在国家分布上极不平衡。其中，欧美等发达经济体疫苗覆盖程度相对较高，而发展中国家及新兴市场则疫苗覆盖人口比例偏低。一般来讲，当全世界疫苗的接种率达 60%-70%，才达到群体免疫，才能确保大流行结束。所谓群体免疫，并非是 100% 所有人实现免疫，而是具有有效抗体的人数，足以阻断病毒的传播，主要是通过减少易感人群。不过随着传染性更强的德尔塔和奥密克戎等变异毒株在世界各地快速传播以后，全世界疫苗的接种率达 95% 以上，才达到群体免疫的效果。

全球能源危机激发了潜在的石油替代需求。2021 年以来，由于能源品供应不足，煤炭、天然气、石油等能源品价格大幅上涨。过去 1 年，欧洲天然气价格涨了近 10 倍，亚洲天然气价格也涨了近 6 倍，但相对于天然气、煤炭来说，石油价格涨幅相对较小，这激发了石油对于其他能源品的替代需求，这其中，主要表现在石油对天然气的替代上。从历史数据来看，石油对天然气的替代主要发生在交通领域（LNG 汽车的燃料转换、LNG 油轮的燃料转换）和电力行业，此外，还有炼厂燃料的替代。

当前，交通领域能源供应尚未出现明显缺口，而电力供应因能源问题出现了严重不足的局面，因此，本轮能源危机下，石油对天然气的替代会更多地发生在电力领域。据统计，目前全球石油发电能力所能消耗的石油总量约为 2062 万桶/日，而当前在运行石油发电产能所消耗的石油量为 296 万桶/日，产能利

用率仅为 15%，主要分布在中东、亚洲等地区，以往冬季发电产能所消耗的石油量为 407 万桶/日，过去 5 年月度最高值为 665 万桶/日。一些电厂具有天然气和石油的双燃料能力，在电厂原料替换的理论价格条件触发后，要进行原料切换仍有明显的制约因素，即电厂还要考虑是否能较快且便利地获得替代原料、存储及运输是否受限以及环保规则的限制。因此，油-气燃料的切换并没有想象中那么容易，即便在理论上存在油-气替换的可能性，但实际操作中可能受限。目前，全球在运行的石油发电产能耗油量不到 300 万桶/日，IEA、高盛、摩根等机构普遍预计未来油-气替换需求增量在 50 万桶/日。

2021 年 12 月 OPEC 在其发布的月度原油市场报告中显示，由于中国和印度在 2021 年第三季度的需求低于预期，导致预计 2021 年世界石油需求为增长 565 万桶/天，较上月报告下调了 16 万桶/天。全年石油总需求量为 9644 万桶/天。在经合组织中，尽管 2021 年第一季度数据有所修正，但较上月预估小幅下调约 4 万桶/天。由于对工业和运输燃料的需求低于预期，未来几个季度石油需求复苏势头放缓。并且考虑到经合组织经济前景修正下调、能源价格高企和新冠肺炎-19 病例上升。在非经合组织组织中，石油需求比上个月的报告减少了 12 万桶/天。预计 2022 年世界石油需求增长为 415 万桶/天，与上个月报告持平，预计世界石油总需求量预计为 1.006 亿桶/日。预计 2022 年经合组织、经合组织和非经合组织都将创下最高涨幅。预计美国汽油需求增长最大，其次是中国和印度，而经合组织美洲和欧洲被认为柴油需求增长最大。尽管同比增长，但洲际航班的减少被认为将对 2022 年航空燃油的恢复施加压力，估计明年才会恢复到疫情前的水平。预计 2021 年对 OPEC 石油的需求为 2765 万桶/天，2022 年对 OPEC 石油的需求为 2866 万桶/天。

与此同时，美国能源信息署(EIA)在 2021 年 12 月初发布最新《短期能源展望报告》显示，整体来看，因传播力更强的变异病毒的出现增加了全球能源消费水平的不确定性，给全球石油消费预测带来了下行风险，尤其是航空燃料。EIA 预计 2021 年 11 月全球每天消耗 9970 万桶石油，比 2020 年 11 月每天增加 490 万桶，但比 2019 年 11 月每天减少 110 万桶，它已下调了对 2021 年第四季度和明年第一季度石油消耗量的预测，部分原因是在报告爆发 Omicron 变体后最近宣布了旅行限制。预计 2021 年全球石油需求平均为 9691 万桶/天，同比增长 510 万桶/天，较 11 月报告下调了 62 万桶/天；2022 年平均为 1.0046 亿桶/天，同比增长 355 万桶/天，较 11 月报告下调了 4.2 万桶/天。库存方面，2020 年全球原油库存平均增加 202 万桶/天，2021 年平均减少 128 万桶/天，2022 年平均增加 48 万桶/天。2021 年 OPEC 原油产量平均为 2630 万桶/天，较 11 月报告下调了 4 万桶/天，2022 年平均为 2838 万桶/天，较 11 月报告上调了 1 万桶/天。

OPEC 预计 2021 年，世界石油需求增长与上个月的评估数据持平，为 570 万桶/天。全年石油总需求量预计将达到 965 万桶/天。预计 2022 年世界石油

需求与前一个月的预测相比保持不变，维持为 420 万桶/天，预计世界石油总需求量预计将达到 1.006 亿桶/天。

受益于原油供需格局保持偏紧状态，全球油市库存去化顺畅。可以看到，随着疫情形势好转，全球经济缓慢复苏，燃料需求回暖。“OPEC+”继续执行循序渐进式增产方式，飓风“艾达”过境后美湾地区油气生产恢复明显慢于市场预期，全球原油供应增加有限。据统计，截止 12 月 10 日当周，美国炼厂开工率为 89.80%，月环比增加 1.9%，较去年同期大幅增加 13.53%，较 2019 年小幅回落 2.10%，较过去 7 年均值 91.26%，略微下滑 1.46%。当前全球各地区石油库存均处于历史低位，石油市场供应持续偏紧。据 OPEC 发布的 12 月原油市场报告显示，10 月，OECD 原油库存降至 2773 万桶，环比减少 1000 万桶，同比减少 3560 万桶，比最近五年平均水平低 5250 万桶。从美国高频数据也能看到，截止 12 月 10 日当周，美国商业原油库存达 4.28 亿桶，同比下降 14.36%，较 2019 年同期下滑 1963.2 万桶左右，较近八年均值小幅下滑了 79.1 万桶。

总体来看，全球经济复苏见顶预期逐渐增强，经济增速的回落将抑制消费，而随着美联储货币政策的转向，全球货币层面也将趋向收紧，并继续推升美元，打压商品。包括天然气、煤炭等在内的能源品价格出现显著回落，能源供应紧缺逻辑对油价的进一步支撑减弱。整体上，在石油潜在的替代需求增长以及供应相对稳定的背景下，叠加四季度中后期北半球将进入取暖季，原油需求预期进一步向好。预计原油供需平衡表在今年四季度及明年一季度会好于预期，四季度会延续此前的去库逻辑。预计今年四季度至明年一季度油价仍将维持高位振荡整理的走势，二季度开始国际油价受供需缺口消失，供需再平衡的影响可能存在高位见顶回落的风险。

表 5、2020-2021 年全球原油消费国实际需求量

World oil demand	2020	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	Change 2021/20	
							Growth	%
Americas	22.44	22.73	24.33	24.94	24.46	24.13	1.68	7.50
of which US	18.35	18.65	20.21	20.47	20.20	19.89	1.54	8.41
Europe	12.44	11.91	12.65	13.82	13.49	12.98	0.54	4.35
Asia Pacific	7.14	7.67	7.04	7.15	7.63	7.37	0.23	3.24
Total OECD	42.02	42.31	44.02	45.91	45.58	44.48	2.46	5.84
China	13.52	13.79	14.55	14.52	15.11	14.49	0.97	7.20
India	4.51	4.94	4.50	4.59	5.52	4.89	0.38	8.41
Other Asia	8.13	8.56	8.98	8.34	8.62	8.63	0.50	6.10
Latin America	6.01	6.25	6.16	6.46	6.40	6.32	0.31	5.09
Middle East	7.55	7.95	7.77	8.24	8.02	8.00	0.45	6.01
Africa	4.08	4.37	4.08	4.15	4.43	4.26	0.17	4.28
Russia	3.39	3.65	3.42	3.63	3.74	3.61	0.22	6.55
Other Eurasia	1.07	1.23	1.24	1.09	1.28	1.21	0.14	12.70
Other Europe	0.70	0.78	0.72	0.73	0.79	0.75	0.06	8.29
Total Non-OECD	48.96	51.52	51.43	51.74	53.91	52.16	3.20	6.54
Total World	90.98	93.83	95.45	97.66	99.49	96.63	5.65	6.22
Previous Estimate	90.79	92.87	95.38	97.89	99.49	96.44	5.65	6.23
Revision	0.19	0.95	0.06	-0.23	0.00	0.19	0.00	-0.01

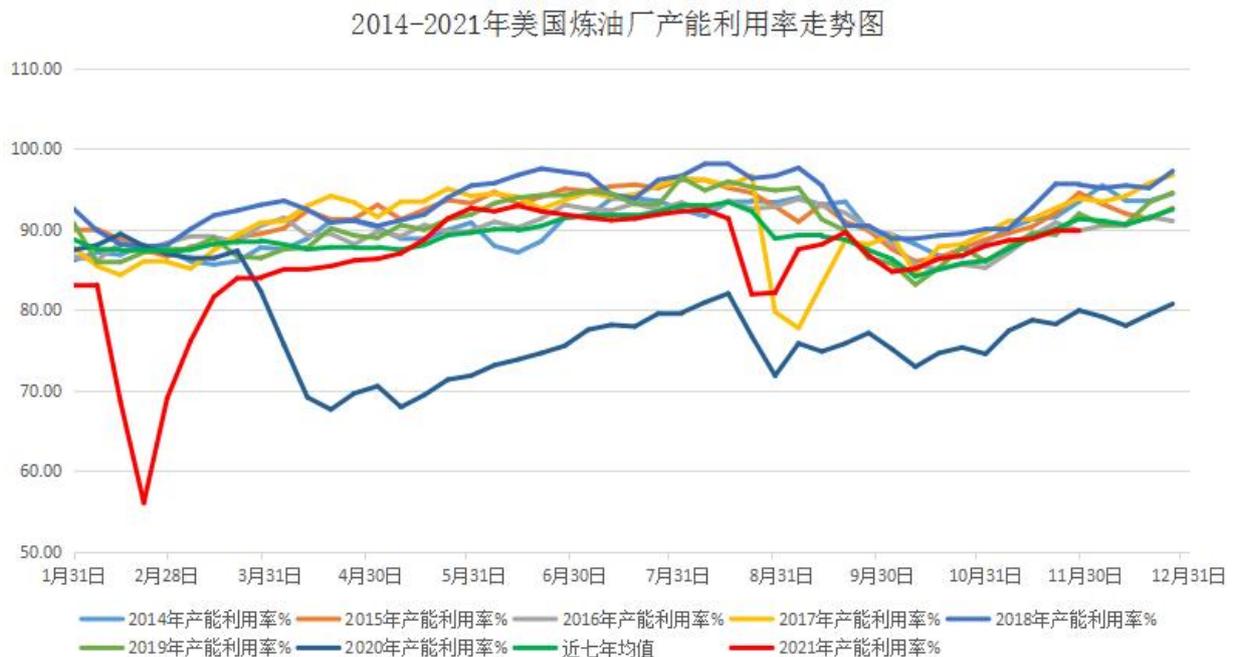
数据来源：OPEC、宝城金融研究所

表 6、预测 2021-2022 年全球原油消费国预期展望图

World oil demand	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	Change 2022/21 Growth	%
Americas	24.13	24.04	25.42	25.97	25.27	25.18	1.06	4.38
of which US	19.89	19.69	21.07	21.44	20.92	20.79	0.90	4.51
Europe	12.98	12.63	13.23	14.46	14.01	13.59	0.61	4.73
Asia Pacific	7.37	7.91	7.22	7.29	7.73	7.54	0.17	2.27
Total OECD	44.48	44.58	45.87	47.71	47.01	46.31	1.84	4.13
China	14.49	14.64	15.44	15.00	15.55	15.16	0.66	4.58
India	4.89	5.48	4.82	4.97	5.84	5.28	0.39	7.99
Other Asia	8.63	9.25	9.59	8.93	8.95	9.18	0.55	6.38
Latin America	6.32	6.49	6.33	6.61	6.56	6.50	0.18	2.84
Middle East	8.00	8.30	8.01	8.49	8.26	8.27	0.27	3.34
Africa	4.26	4.54	4.21	4.27	4.56	4.40	0.14	3.22
Russia	3.61	3.75	3.47	3.68	3.79	3.67	0.07	1.81
Other Eurasia	1.21	1.30	1.29	1.12	1.32	1.26	0.05	3.72
Other Europe	0.75	0.80	0.73	0.74	0.81	0.77	0.02	2.18
Total Non-OECD	52.16	54.55	53.90	53.82	55.62	54.47	2.32	4.44
Total World	96.63	99.13	99.77	101.53	102.64	100.79	4.15	4.30
Previous Estimate	96.44	98.02	99.88	101.75	102.63	100.59	4.15	4.31
Revision	0.19	1.11	-0.11	-0.22	0.01	0.20	0.00	-0.01

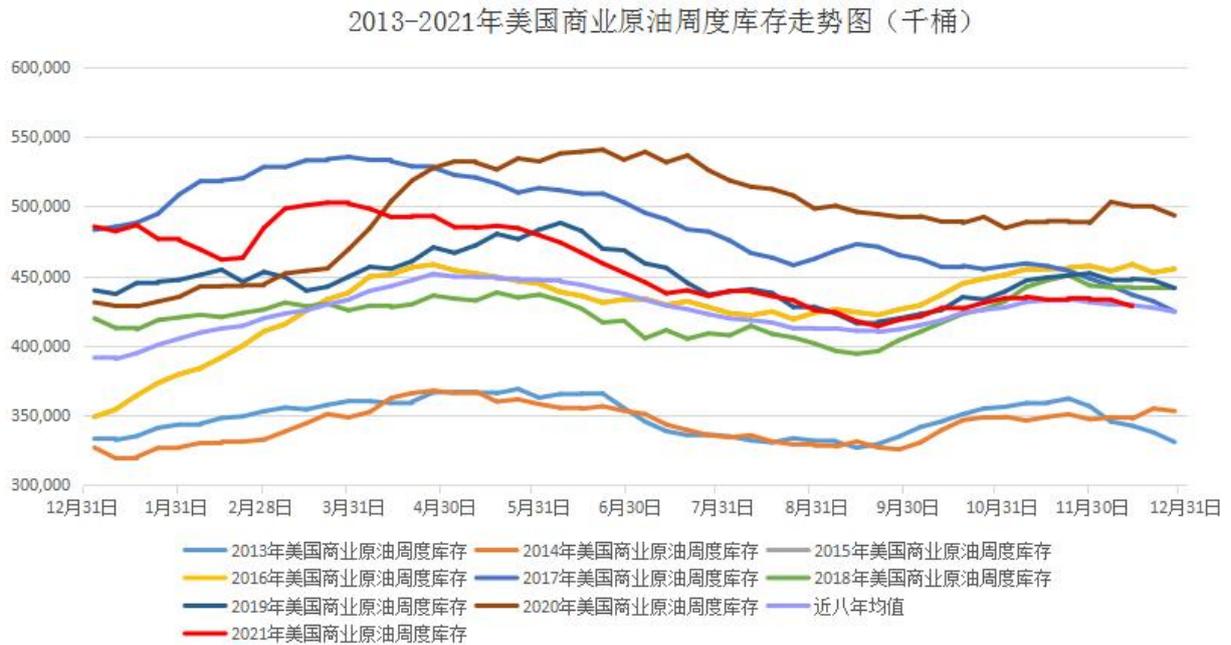
数据来源：OPEC、宝城金融研究所

图 28、2014-2021 年美国炼油厂产能利用率走势图



数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 29、2013-2021 年美国商业原油周度库存走势图



数据来源：WIND、宝城金融研究所

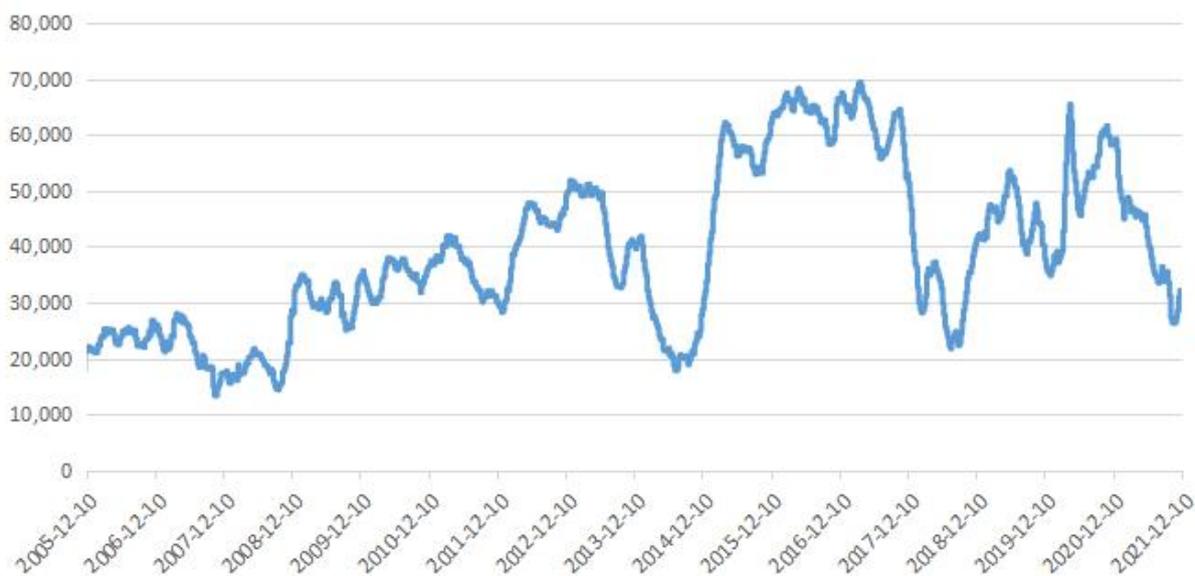
图 30、2014-2021 年美国战略石油储备库存量（千桶）



数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 31、2005-2021 年美国库欣地区原油库存量走势图（千桶）

美国库欣地区原油库存量（千桶）



数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 32、2020-2022 年全球原油月度供需平衡推算图（单位：万桶/天）

2020-2022 年全球原油月度供需平衡表（万桶/天）



数据来源：WIND、宝城金融研究所

六、2022 年地缘政治因素仍将持续出现

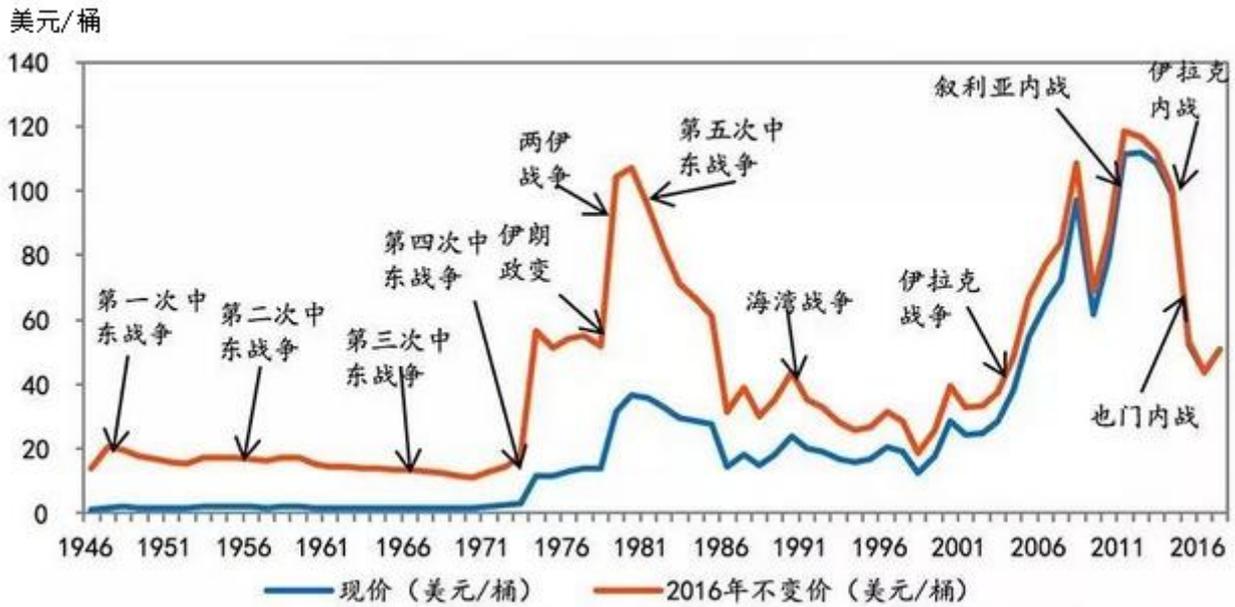
一直以来，原油市场地缘政治因素就未能停歇过，而步入 2021 年以来中东地区以及中亚地区局势持续紧张。据显示，2021 年 3 月开始，沙特境内频繁遭遇也门胡塞武装的无人机和导弹袭扰，其中沙特最大的油库之一——石油重镇港口宰赫兰市的拉斯坦努拉港口在 3 月 7 日遭遇袭击，所幸此次遇袭事件并未造成人员伤亡或者石油设施损失。4 月 15 日，也门胡塞武装再度使用载有爆炸物的无人机和 11 枚导弹打击沙特境内目标，所幸由于袭击并未造成沙特输油管道和产油设施破坏，因此对油价的正向积极作用有限。与此同时，步入 8 月以后，美军在陆续撤离阿富汗以后，阿富汗的局势急转直下。随着美军加速撤离阿富汗，塔利班随后便顺利攻占喀布尔，并收复该国全境，此前动荡的阿富汗局势得以平稳，但高通胀和高失业率的危机依然存在。

对于原油期货市场而言，地缘冲突对油价的冲击多半为短期脉冲效应。可以看到，原油价格的长期走向取决于其供求关系，但作为一种战略性能源，其短期价格易受地缘政治因素的扰动。战争、石油禁运、限产、恐怖袭击等事件会严重扰动石油价格。从 1990 年以来的国家地缘政治冲突事件来看，不同类型和时期的事件对油价的冲击力度和持续时间有所差异。国际地缘冲突对油价的影响程度主要取决于事件本身是否能够对原油的供给需求产生实际且具有持续性的影响。

一方面，这与地缘冲突对于石油生产的影响以及市场后续情绪的发酵有关，发生在主要产油国和主要战略国的地缘冲突事件的影响程度较大，如伊拉克、伊朗、利比亚、叙利亚等国；另一方面，也与当时油价的基本面及美元走势有关，当石油需求较强时，如 1990 年的科威特战争、2003 年的伊拉克战争以及 2011 年“阿拉伯之春”，表现为催化剂效应，都对当时油价带来较大冲击。而发生在石油弱需求时期，如 2013 年利比亚罢工事件、2014 年伊拉克内战扩大，则对油价影响程度有限。

展望 2022 年来看，中东地区和中亚地区依然全球地缘政治冲突的高发地带，宗教矛盾、大国博弈、恐怖主义互相交织，令上述地区成为火药桶，只需要一点火星便可燎原。其中也门胡塞和沙特、伊朗和美国等矛盾较深，存在地缘冲突爆发的可能并对国际原油价格形成阶段性影响。

图 33、二战后重要战事与油价表现关系图



数据来源：宝城金融研究所

图 34、1970 年以来中东战乱与油价表现关系图

战争名称	开始时间	后 1 个月	后 3 个月	后半年	后 1 年	后 3 年
<u>第四次中东战争</u> (赎罪日战争)	1973 年 10 月	1.17%	101.54%	117.14%	127.54%	141.80%
<u>伊朗政变</u>	1978 年 12 月	4.98%	4.98%	41.65%	88.95%	150.73%
<u>两伊战争</u> (第一次波斯湾战争)	1980 年 9 月	0.00%	5.66%	5.01%	6.66%	-5.92%
<u>第五次中东战争</u> (黎巴嫩战争)	1982 年 6 月	-3.98%	0.92%	-8.26%	-4.13%	-17.89%
<u>海湾战争</u>	1990 年 8 月	45.16%	13.27%	-29.91%	-18.40%	-32.95%
<u>伊拉克战争</u> (第二次海湾战争)	2003 年 3 月	-16.88%	-2.74%	-5.93%	15.21%	114.66%
<u>叙利亚内战</u>	2011 年 3 月	6.76%	-10.59%	-25.79%	-3.47%	-4.82%
<u>伊拉克内战</u>	2014 年 1 月	5.23%	2.31%	0.70%	-50.52%	-45.83%
<u>也门内战</u>	2015 年 1 月	3.15%	23.61%	-2.32%	-30.31%	/

数据来源：宝城金融研究所

七、2021 年前 11 月我国原油进口明显萎缩

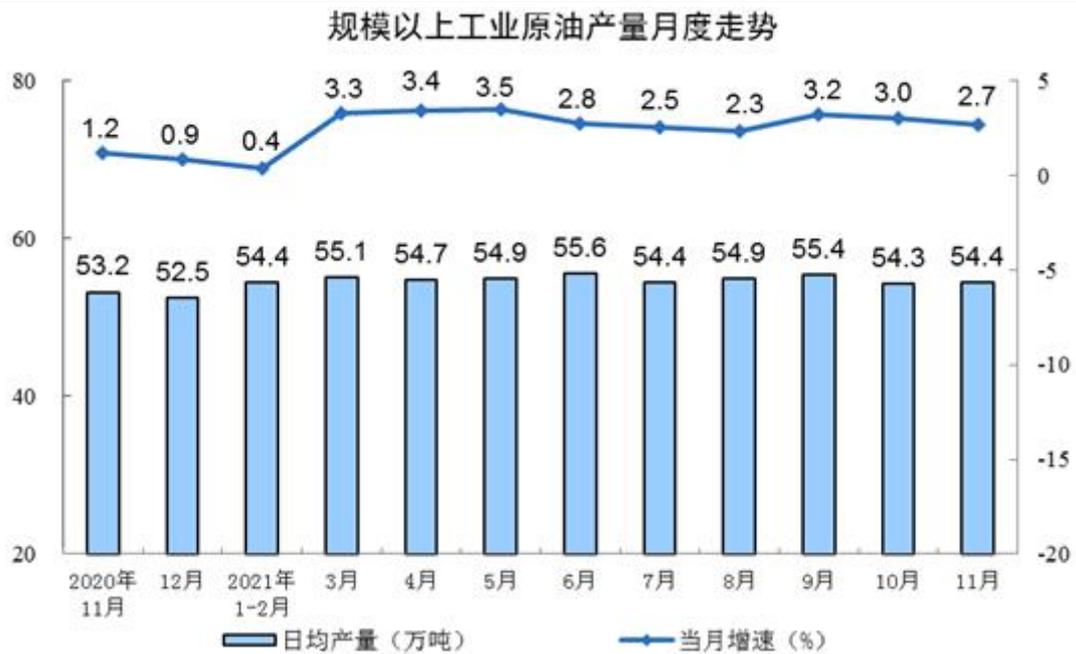
在油价大跌的 2020 年，中国原油进口量再创新高，总金额同比却减少近三成。据中国海关发布的数据显示，作为全球最大的石油进口国，中国在 2020 年总计进口了约 5.424 亿吨原油，相当于约每日 1085 万桶，较 2019 年同期增长 7.3%，再创纪录高位。2020 年中国进口原油累计金额为 1.22 万亿元，较去年同期的 1.67 万亿元减少 26.8%。以此计算，中国在 2020 年进口的原油量较上年增加近 4000 万吨，总金额减少 4484 亿元。据了解，2021 年原油非国营贸易进口允许量为 2.43 亿吨，较去年大涨 20.3%，也意味着 2021 年我国进口量还将维持高位水平。

步入 2021 年以来，在“双碳”背景下，国内原油进口配额的管理明显收紧，炼厂加工需求受抑制。截至 10 月底，国内原油非国营贸易进口允许量累计达到 18914 万吨，较 2020 年小增 459 万吨，增幅 2.5%。由于部分企业配额被削减，因此，全年进口配额低于年初预计发放的量。据中国海关最新统计数字显示，原油进口降幅收窄，国际原油价格上涨。2021 年 11 月份，中国原油进口量 4179.2 万吨，同比下降 7.9%；今年 1-11 月份中国累计进口原油 4.6710 亿吨，较去年同期 5.0395 亿吨，同比下降 7.31%。整体来看，由于四季度开始，国内大型国有炼厂因油价上涨而暂停采购，而独立炼厂则受制于进口配额限制，从而导致国内进口原油总量稳步下降。

在国内原油生产方面，原油生产基本平稳，加工量由降转增。据统计，2021 年 11 月份，我国生产原油 1631 万吨，同比增长 2.7%，增速比上月放缓 0.3 个百分点，比 2019 年同期增长 3.9%，两年平均增长 1.9%，日均产量 54.4 万吨；我国加工原油 5964 万吨，同比增长 2.2%，增速由负转正，上月为下降 3.0%，比 2019 年同期增长 5.5%，两年平均增长 2.7%，日均加工 198.8 万吨。2021 年 1-11 月份，我国生产原油 18248 万吨，同比增长 2.5%，比 2019 年同期增长 4.2%，两年平均增长 2.1%；我国加工原油 64479 万吨，同比增长 4.9%，比 2019 年同期增长 8.2%，两年平均增长 4.0%。

展望 2022 年来看，由于国际油价持续走高，叠加在传统地炼淘汰落后产能以及转型升级的背景下，国家对非国营原油进口配额的管理将更加严格，这也在一定程度上抑制了国内原油的进口。预计 2022 年我国原油进口量料稳中小幅回落。

图 35、2021 年 1-11 月国内规模以上工业原油产量月度走势图



数据来源：国家统计局

图 36、2021 年 1-11 月中国规模以上工业原油加工量月度走势图



数据来源：国家统计局

图 37、2021 年 1-11 月中国原油进口月度走势图

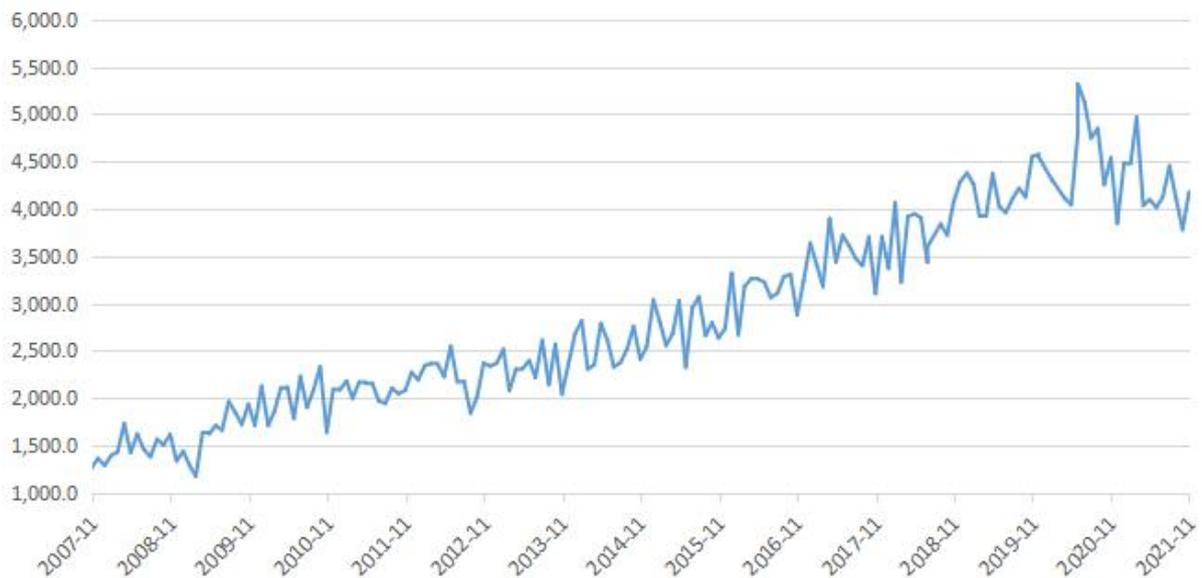
原油进口月度走势



数据来源：国家统计局

图 38、2007-2021 年中国原油月度进口量走势图

我国原油月度进口量 (万吨)

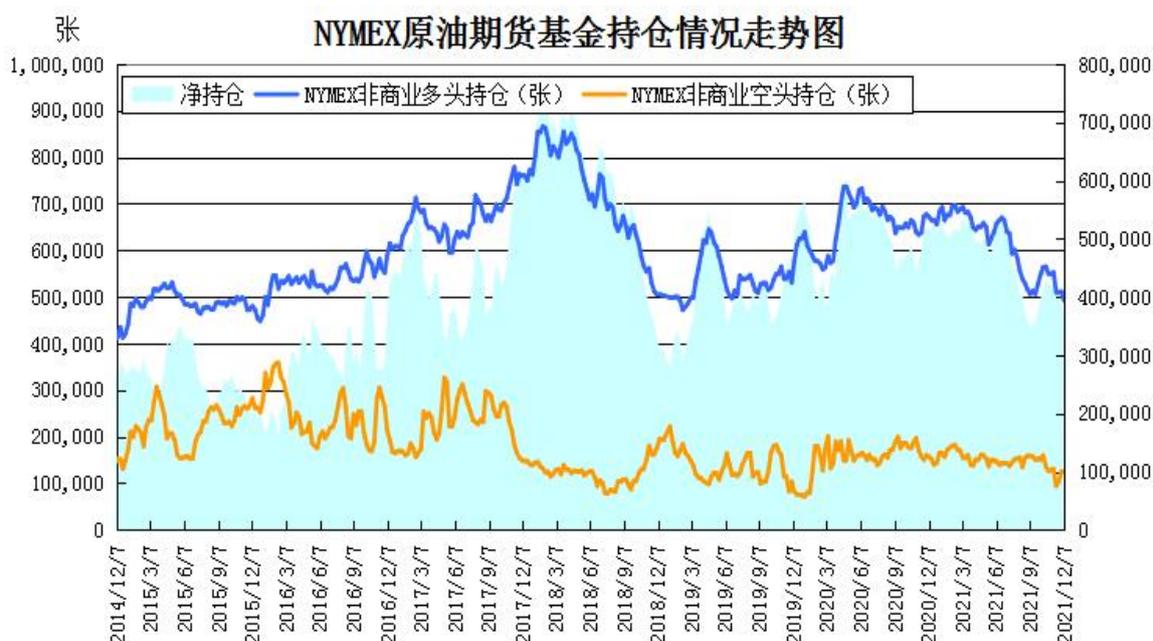


数据来源：宝城金融研究所

八、2021 年四季度油市非商业净多头寸略微回升

步入 2021 年四季度以来，随着产油国和消费国的博弈加剧，国际原油市场多空分歧矛盾逐渐增加，油价缺乏进一步上涨的动力，但受益于季节性需求回暖以及 OPEC+ 产油国产能管控的利多支撑，油价也难有大幅回落的空间。据美国商品期货交易委员会 (CFTC) 的数据显示，截止 12 月 7 日当周，WTI 原油非商业净多持仓量维持在 36.72 万张。从长期角度来看，2021 年一季度，WTI 原油非商业净多持仓量周度平均为 51.83 万，二季度以来周度平均为 50.13 万张，季度环比回落了 3.28%。三季度 WTI 原油非商业净多持仓量周度平均为 40.73 万张，净多头寸季度环比进一步回落 18.75%。四季度 WTI 原油非商业净多持仓量周度平均为 40.75 万张，环比略微回升。表明投机市场看空油价的信心受阻，看多油价的人气正在逐渐回升。截止 12 月 14 日，Brent-WTI 价差略微收窄至 3.11 美元/桶。

图 39、WTI 原油期货基金持仓情况走势图



数据来源：WIND、宝城金融研究所

图 40、布伦特-WTI 原油期货价差走势图



数据来源：WIND、宝城金融研究所

九、2022 年原油走势展望

综合来看，对于 2022 年国内外原油期货市场而言，笔者认为，从宏观面的角度来讲，2022 年全球流动性极值已现，未来趋紧预期将逐渐增强，在量缩减的未来，加息预期在逐渐增强，其节奏和频率成为市场关注焦点，或也将成为影响大宗商品价格走势的重要变量因素。转向国内市场，2021 年末至 2022 年，我国经济增长呈现“倒 N”型趋势，增速将向潜在经济产出回归，经济景气度和盈利整体呈下行趋势。预计中国 GDP 同比增速将从 2021 年的 7.9% 降至 2022 年的 5.3%-5.5%。

从原油基本面来看，由于 OPEC+ 产油国依然维持有序增产节奏，在季节性需求旺季背景下，预计 2022 年一季度整体原油供需维持紧平衡态势，油市供需偏紧的格局导致全球各地区石油库存均处于历史低位，无论是 OECD 原油库存还是美国商业原油库存均出现明显下降。预计原油供需平衡表在今年四季度及明年一季度有望延续去库节奏。2022 年二季度油市供需结构料出现小幅过剩局面，油价有望见顶回落。2022 年下半年来讲，随着油市供需实现再平衡，国际油价料维持高位区间宽幅振荡走势。在地缘因素方面，中东地区和中亚地区依然全球地缘政治冲突的高发地带，宗教矛盾、大国博弈、恐怖主义互相交织，令上述地区成为火药桶，只需要一点火星便可燎原。其中也门胡塞和沙特、伊朗和美国等矛盾较深，存在地缘冲突爆发的可能并对国际原油价格形成阶段性影响。

综上所述，根据展望 2022 年原油市场供需结构发展预期，明年国际油价料呈现先扬后抑，再转入高位宽幅整理的走势。预计美国 WTI 油价上行区间料维

持在 80-95 美元/桶，下行区间料维持在 50-60 美元/桶。布伦特油价上行区间在料维持在 85-100 美元/桶，下行区间料维持在 55-65 美元/桶。国内原油主力合约价格上行区间在料维持在 550-600 元/桶，下行区间料维持在 350-400 元/桶。

表 7、2020-2021 年全球原油季度供需平衡推算表（单位：万桶/天）

2020-2022年全球原油供需平衡表（万桶/天）			
时间	供应量	需求量	供应-需求（右）
2020年1月	10140	9726	414
2020年2月	10027	9855	172
2020年3月	10053	9185	868
2020年4月	9998	8027	1971
2020年5月	8849	8439	410
2020年6月	8857	9005	-148
2020年7月	9036	9293	-257
2020年8月	9135	9271	-136
2020年9月	9135	9482	-347
2020年10月	9161	9435	-274
2020年11月	9331	9542	-211
2020年12月	9331	9652	-321
2021年1月	9391	9304	87
2021年2月	9050	9466	-416
2021年3月	9377	9635	-258
2021年4月	9396	9563	-167
2021年5月	9490	9565	-75
2021年6月	9547	9883	-336
2021年7月	9693	9832	-139
2021年8月	9658	9831	-173
2021年9月	9694	9918	-224
2021年10月	9871	9887	-16
2021年11月	9954	9995	-41
2021年12月	9994	10148	-154
2022年1月	9986	9853	133
2022年2月	9986	10098	-112
2022年3月	9999	10010	-11
2022年4月	10046	9974	72
2022年5月	10106	10006	100
2022年6月	10176	10149	27
2022年7月	10187	10151	36
2022年8月	10231	10143	88
2022年9月	10213	10185	28
2022年10月	10251	10075	176
2022年11月	10266	10171	95
2022年12月	10243	10247	-4

数据来源：WIND 资讯、宝城期货

■ 分析师简介:



BAOCHENG FUTURES <<<

能源化工团队

宝城期货能源化工团队曾担任 CCTV 证券资讯频道特约期货评论员，期货日报特约记者，期货日报商学院特约讲师。曾荣获 2019-2021 年郑商所甲醇高级分析师称号，2021 年郑商所甲醇资深分析师称号。2019-2021 年最佳工业品分析师称号，2015 年大商所木材优秀研究员，2012 年最佳焦炭分析师，2010-2011 年大商所十大化工研发团队成员之一。在《中国证券报》、《证券时报》、《上海证券报》和《期货日报》等报刊发表文章千余篇。

获取每日期货策略推

服务国家
知行合一

走向世界
专业敬业



诚信至上
严谨管理

合规经营
开拓进取

扫码关注宝城期货官方微信·期货咨询尽在

免责条款

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资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）咨询独立投资顾问。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投资建议。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投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。