

拨云又见雾，高处尚胜寒

国投安信期货 2022 年原油年度策略

SDIC ESSENCE FUTURES

目录

1. 2021 年行情回顾 3
2. 2022 年需求展望 4
 - 2.1 经济增速放缓，出行活动主导边际量 4
 - 2.2 炼化利润向好，炼厂开工率延续回升 8
 - 2.3 低碳进程加速，国内油品进出口双减 10
3. 2022 年供应展望 12
 - 3.1 上游投资增长乏力，美国增产缓慢 12
 - 3.2 欧佩克+维稳供应，产量调整趋灵活 16
 - 3.3 伊朗复产节奏未定，短线冲击难避免 18
4. 行情展望及策略建议 19

李云旭

高级分析师

从业资格证号：F3063210

投资咨询号：Z0014563

个人简介：

能源金融硕士，国投安信期货能源组高级分析师，覆盖原油、燃料油等能源品种，上期所量化优秀分析师，上期能源“优秀产业服务团队”核心成员。为《中国油气产业发展分析与展望报告蓝皮书》编委会成员，观点评论常见于《期货日报》、《中国证券报》、《经济日报》等媒体。

近期相关报告：

- 1) 20211008 《【国投安信|能源评论】原油系维持强势，关注天然气连带效应》
- 2) 20210806 《【国投安信|能源评论】原油：震荡偏弱，等待新驱动》
- 3) 20210719 《【国投安信|能源论事】欧佩克+增产路径清晰，下半年供应趋紧预期延续》
- 4) 20210413 《【国投安信|能源深度】当下市场 SC、LU、FU 三大油品期货间套利机会分析》
- 5) 20210315 《【国投安信|能源论事】欧佩克增产再度延后，多头思路延续》
- 6) 20210224 《【国投安信|能源深度】原油：宜谨慎 勿猜顶》

摘要

2021 年行情回顾：2021 年原油市场交易主线在于终端油品需求的持续修复。在此过程中，由于页岩油新增投资趋缓、飓风频发等因素，美国原油产量不再成为供应端边际量的核心因素，而欧佩克+逐步减少应对新冠疫情的减产量，呈现紧盯需求逐步谨慎增产的态势，将原油市场全年基本保持在供小于求的持续去库格局之中，价格中枢得以稳步上移。

2022 年需求展望：在 2021 年末的基础上，按照 50 万桶/日汽柴油需求、100 万桶/日航煤需求增量预估，2022 年有望形成约 150 万桶/日以上的需求增量，与 2021 年近 500 万桶/日需求增量相比增幅大幅放缓。预计 2022 年下半年欧亚主要地区炼油毛利中枢亦有望恢复且稳定在疫情前水平，但需关注美国可再生能源政策、欧洲天然气价格、国内成品油去产能等因素对局部地区裂解价差的阶段性影响。

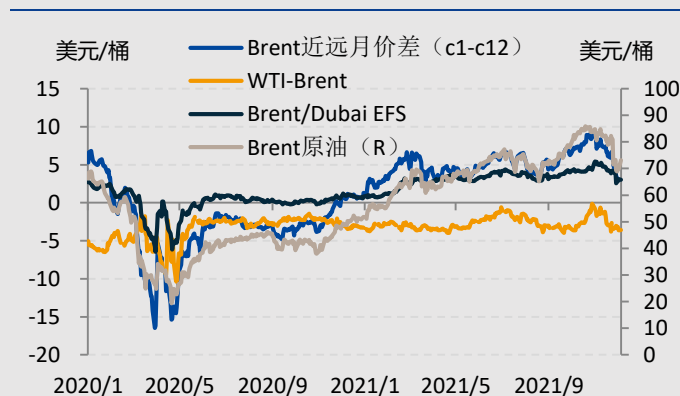
2022 年供应展望：美国产量 2022 年大概率实现 60 万桶/日以上供应增量，欧佩克减产意愿的摇摆主要是缘于基于份额与价格的博弈失衡，而沙特是主导减产政策的最关键因素。目前无论在欧佩克内部还是外部，沙特暂不面临份额瓶颈，减产保价在 2022 年仍是其最优策略。2022 年伊核会谈结果短线对油价的剧烈冲击在所难免，且如果伊朗产量得以顺利出口，原油市场将产生新一轮较大的累库压力预期，但由于届时伊朗产量及出口量将相对明朗，市场的定价预计较为迅速，年内的价格低点也将陆续得以确认。

行情展望及策略建议：2022 年需求增量预期受到压缩，考虑到非欧佩克国家相对确定的增产，市场对欧佩克的原油需求量（Call on OPEC）增幅愈发有限，如果按照欧佩克+持续线性增产进行评估，2022 年原油库存累积在所难免，累库幅度则主要取决于其最终增产量。2022 年原油期初价格仅略高于欧佩克主要产油国财政盈亏平衡，而低库存一定程度限制了价格下方的想象空间，除了伊朗产量释放因素外，相对难以看到以大幅超过市场预期出现的实质性利空，原油市场相对健康的基本面下宏观环境的预期内改变以及小幅累库对价格冲击或较为有限，预计布伦特原油围绕 60-90 美元/桶，SC 原油围绕 360-560 元/桶呈现高位宽幅震荡局面，以捕捉波段性交易机会为主。

1. 2021 年行情回顾

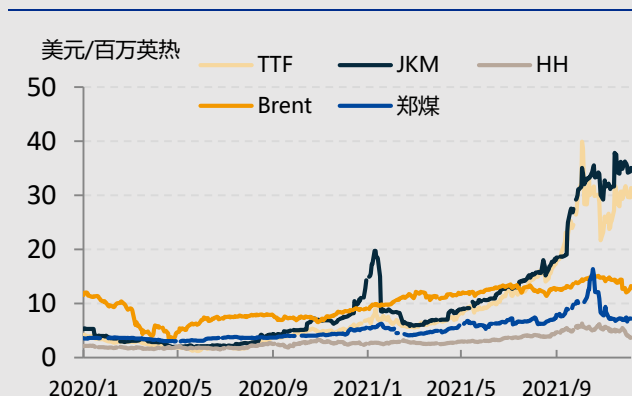
2021 年原油市场交易主线在于终端油品需求的持续修复。随着疫苗替代封锁成为海外经济体应对新冠疫情的主要方式，全球交通出行活动明显回升，带动汽油、航空煤油等终端油品消费回暖，炼厂开工率提升，原油需求得到边际提振。在此过程中，由于页岩油新增投资趋缓、飓风频发等因素，美国原油产量不再成为供应端边际量的核心因素，而欧佩克+逐步减少应对新冠疫情的减产，呈现紧盯需求逐步谨慎增产的态势，将原油市场全年基本保持在供小于求的持续去库格局之中，价格中枢得以稳步上移。年内原油价格上涨节奏较为稳健，15%以上的回调仅出现在 8 月 Delta 变异株以及 11 月 Omicron 变异株引发的恐慌情绪驱动，但在疫苗接种率大幅提升及海外主要经济体推行解封的大背景下，油品需求受疫情的负向冲击明显减弱，油价回调后均随需求悲观预期的证伪再度回升。

图 1：布伦特原油期货、跨区价差及月差走势



资料来源：路透，国投安信期货

图 2：主要能源期货等热值价格比较



资料来源：路透，国投安信期货

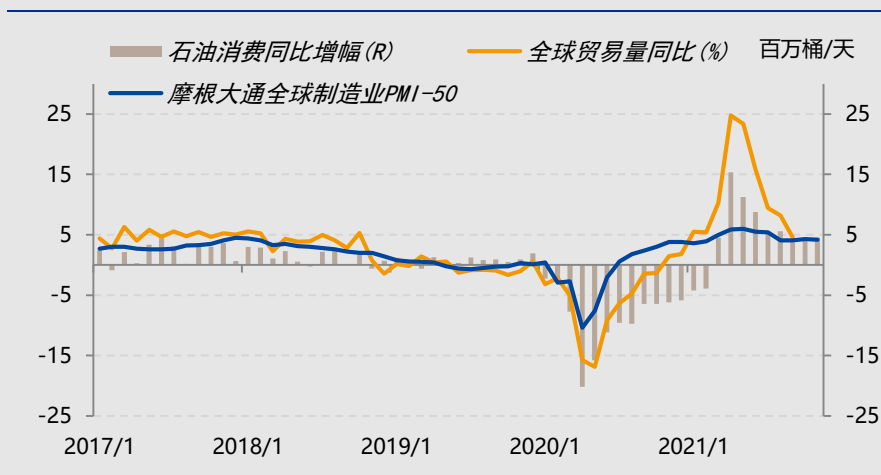
2021 年下半年全球局部地区能源供需失衡，欧亚天然气及煤炭价格大幅上涨，阶段性提升了柴油、燃料油在取暖及发电领域的需求，对原油价格形成提振。在全球加速低碳化进程的过程中，需求替代、产能冲击对能源价格的影响在 2021 年开始得到预演，成为展望原油年度行情的又一重要因素。

2. 2022 年需求展望

2.1 经济增速放缓，出行活动主导边际量

宏观经济状态与原油需求的高同步性在新冠疫情以来仍有所印证，但传导逻辑与此前有所区别。新冠疫情前，工作生活及差旅用油需求增长相对稳定，生产及贸易活动用油需求增速紧随宏观经济增速。新冠疫情对出行强度造成巨大冲击，而交通出行用油需求在原油终端产品中占比约 50%，由于疫情以来出行需求修复慢于大部分其他经济活动，原油需求恢复节奏虽与宏观经济增长步伐大致相当，但需求体量并未恢复至疫情前水平，慢于大部分工业品。在局部领域，宏观经济与微观用油需求甚至出现一定背离，如国内经济的相对高增速与航煤需求的持续萎靡。

图 3：全球制造业 PMI、贸易量与石油消费

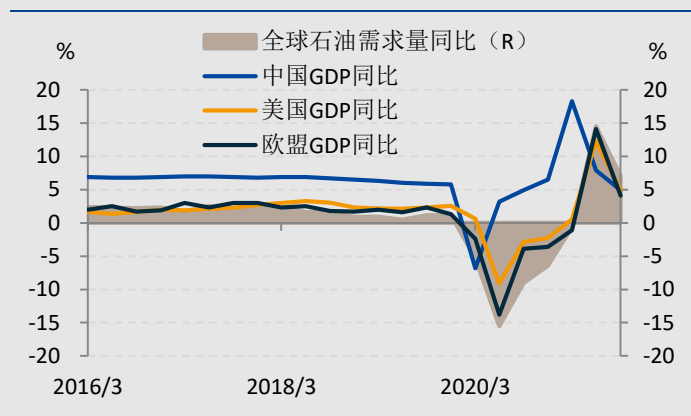


资料来源：路透，Wind，EIA，国投安信期货

2021 年海外主要经济体强刺激带动的高增长在 2022 年难以复制，通胀压力及货币政策转向下宏观增速或受明显制约，但在疫苗接种率不断上升、封锁措施大方向逐步宽松的背景下出行需求用油的恢复还将持续。与疫情后全球复苏的初期不同，2022 年油品需求宏观微观层面的背离或将体现为工业及贸易活动用油需求增长乏力，但日常及差旅出行用油需求稳中有升的局面，2021 年下半年以来原油需求增速显著高于其他大部分工业品的局面也将得以保持。因此，

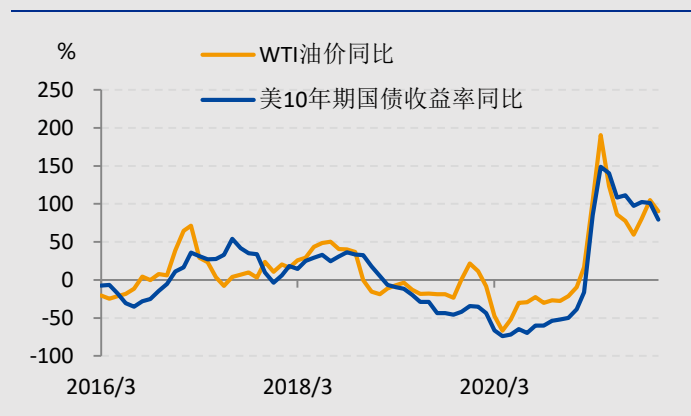
需求端 2022 年或仍由微观层面的出行活动主导边际增量，而宏观面的影响更多或是体现在流动性、美元指数、通胀资产配置等方面形成的阶段性冲击。

图 4：石油需求与主要经济体 GDP



资料来源：EIA, Wind, 国投安信期货

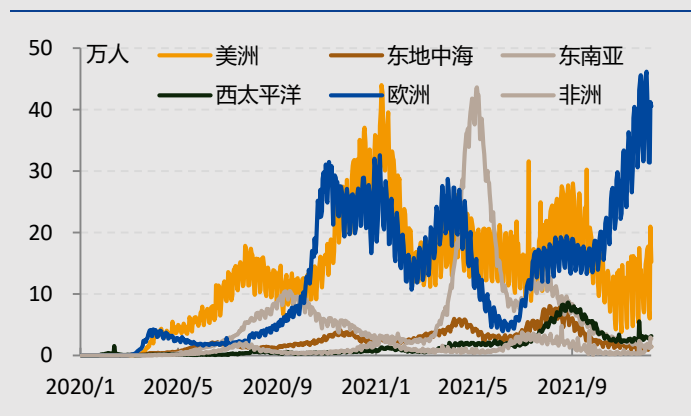
图 5：油价与美国 10 年期国债收益率



资料来源：Wind, 国投安信期货

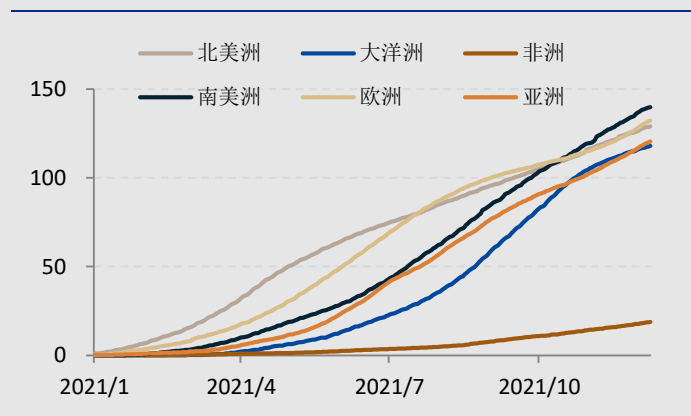
2021 年全球新冠肺炎新增人数的波动峰值主要出现在 1 月、3 月和 8 月，具体来看，Delta 变异株的爆发在 7 至 8 月对全球形成较大范围影响，而全年来看以美国为主的美洲疫情有逐步趋缓态势，峰值高点不断下移，欧洲疫情下半年却愈发严峻充满挑战。但对海外市场来说，在对原油需求形成直接影响的出行强度方面，其与疫情严重性的相关关系已经大幅减弱。

图 6：新冠肺炎当日新增人数



资料来源：WHO, Wind, 国投安信期货

图 7：每百人新冠疫苗接种量

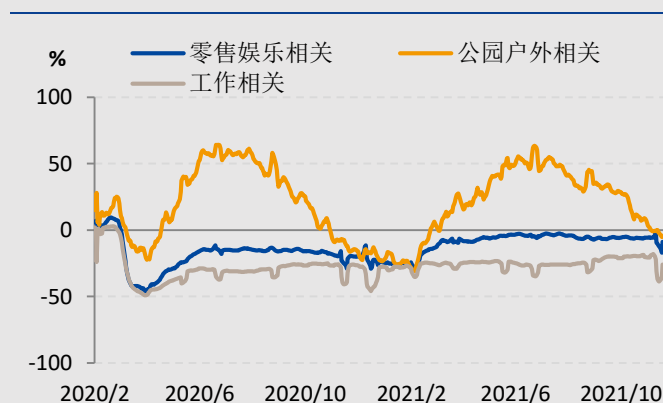


资料来源：Wind, 国投安信期货

虽 2021 年上半年全球疫苗接种率分化明显，但下半年以来除非洲外，主要地区接种率均

已增加至逐步趋同，疫苗对重症及致死率的大幅改善有目共睹，民众出行意愿增强，相关政府封锁措施亦有所放松。以英美为例，根据谷歌出行强度指数，与新冠疫情前（2020 年初）相比，零售娱乐活动相关的出行活动的减少主要在 2020 年 4 月首轮疫情爆发以及 2020 年 10 月开始的第二轮秋冬疫情，2021 年该指数基本呈现稳步回升趋势，并未受年内疫情影响；工作相关的出行活动在首轮疫情爆发大幅下跌后整体回升缓慢，但 2021 年亦未出现持续的阶段性下滑；与公园户外相关的出行活动季节性特征明显，但在 2021 年三季度 Delta 病毒爆发期间亦未弱于 2020 年同期。这一特征对海外主要经济体 2022 年陆上出行的原油需求具有重要指示作用，即疫情严重性对出行用油需求的预期冲击可能愈发钝化。

图 8：美国出行强度指数与疫情前比值



资料来源：谷歌，国投安信期货

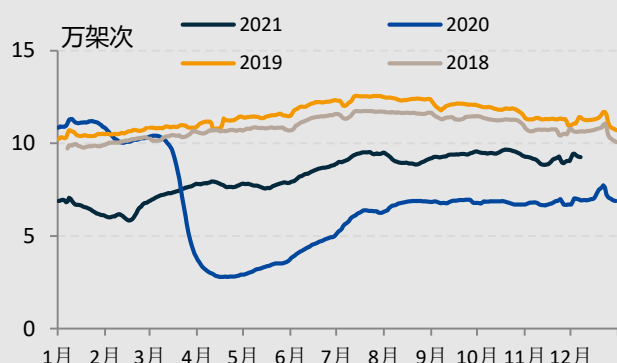
图 9：英国出行强度与疫情前比值



资料来源：谷歌，国投安信期货

至 2021 年 11 月，欧美政府基本已完全执行基于疫苗认证的入境政策，年末 Omicron 变异毒株引发恐慌后，除日本、以色列等少数国家禁止外国人入境外，海外主要经济体的入境限制仍仅限于非洲南部的少数国家，对航煤市场的影响非常有限，同期美国机场安检人数创下了年内较 2019 年同期同比最高值。目前来看，在有新的变异病毒使疫苗有效性被证伪之前，2022 年海外政府政策导向或仍倾向于提高全民疫苗接种率同时开放边境恢复经济活动，汽油及航煤需求有望持续恢复。

图 10：全球在飞商业航班数 7 日移动平均



资料来源：Flightradar24, 国投安信期货

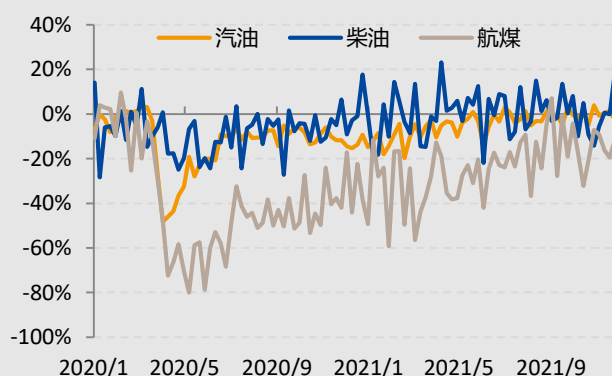
图 11：美国机场安检人数较 2019 年同期同比



资料来源：TSA, 国投安信期货

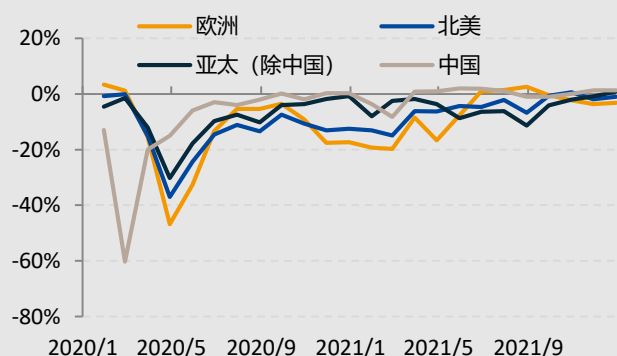
从全球主要地区不同成品油消费的恢复情况来看，中国由于率先有效控制疫情，2020 年末汽柴油消费已恢复正常，又由于入境管控较为严格，航煤需求仅随国内局部疫情波动，较疫情前仍有缺失，整体来看 2021 年并未贡献主要的边际增量，在入境隔离政策延续的情况下 2022 年国内油品消费较 2021 年或难有大幅增加，边际增量仍需关注海外为主。

图 12：美国成品油消费较 2019 年同期同比



资料来源：EIA, 国投安信期货

图 13：主要地区汽油消费较 2019 年同期同比

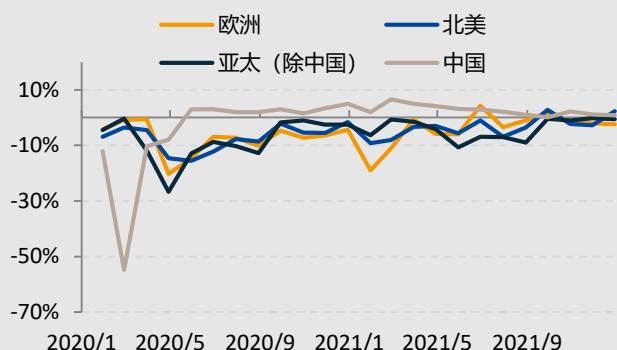


资料来源：IEA, EIA, JODI, IHS, 国投安信期货

欧美在 2021 年上半年实现了汽油消费的大幅回升，阶段性触及疫情前水平，至 2021 年末全球汽油需求较疫情前跌幅或已回升至 1%以内，2022 年有望稳步恢复至疫情前水平甚至形成一定增量；全球柴油消费 2021 年末或已恢复至疫情前水平，2022 年增幅预计明显小于

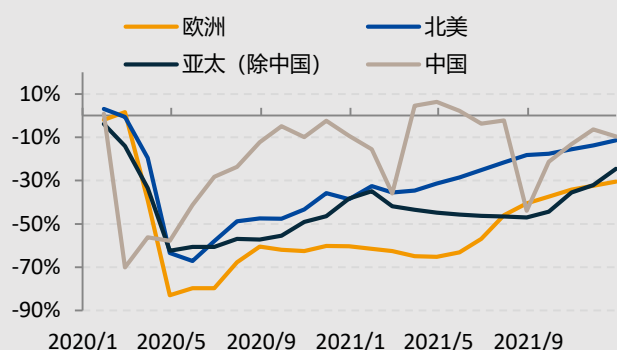
2021年;全球航煤消费在2021年下半年欧美基于疫苗的入境开放政策实施后迎来加速增长,但欧洲及亚太地区仍有较疫情前约30%的需求缺口,航煤有望继续成为2022年成品油需求修复的重要贡献量。在2021年末的基础上,按照50万桶/日汽柴油需求、100万桶/日航煤需求增量预估,2022年有望形成约150万桶/日以上需求增量,与2021年近500万桶/日需求增量相比增幅大幅放缓。

图 14: 主要地区柴油消费较 2019 同期同比



资料来源: IEA, EIA, JODI, IHS, 国投安信期货

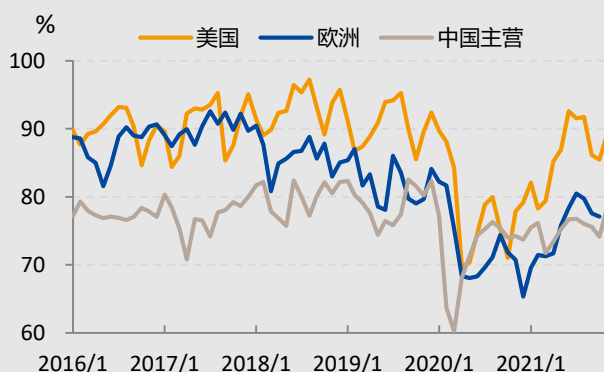
图 15: 主要地区航煤消费较 2019 同期同比



资料来源: IEA, EIA, JODI, IHS, 国投安信期货

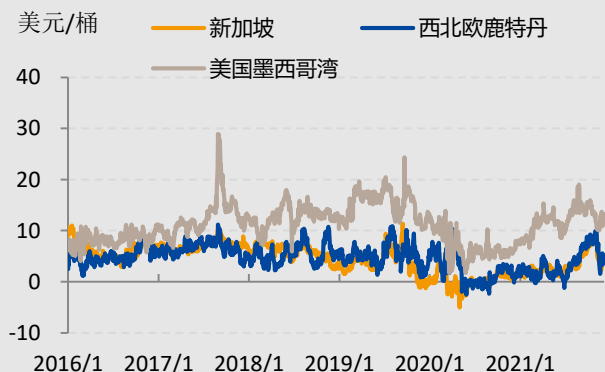
2.2 炼化利润向好, 炼厂开工率延续回升

图 16: 中美欧炼厂开工率



资料来源: 路透, WIND, 国投安信期货

图 17: 主要地区炼油毛利

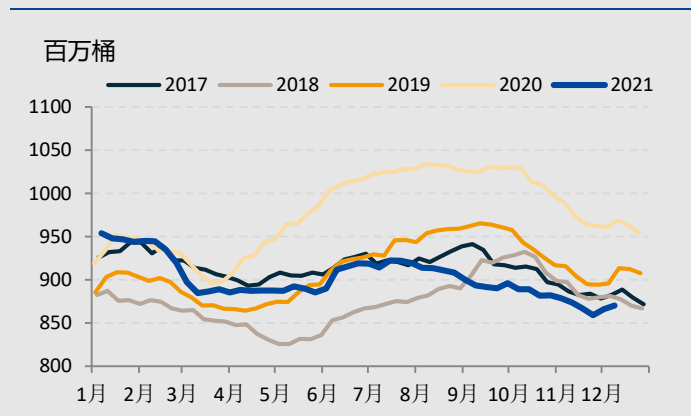


资料来源: 路透, 国投安信期货

至 2021 年末, 美国炼厂开工率已恢复至近五年同期水平, 但欧洲炼厂开工率较疫情前差

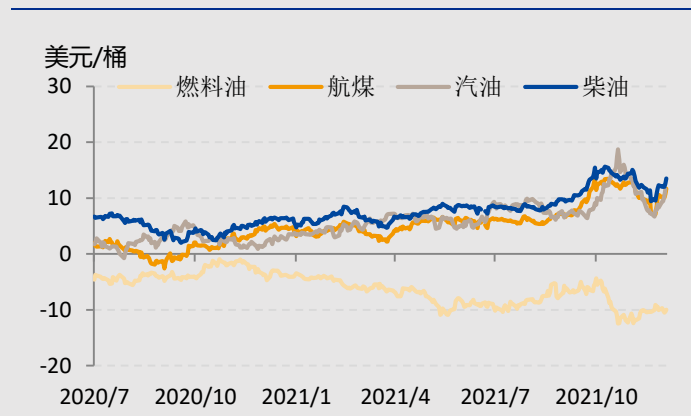
距明显，与其终端需求恢复缓慢关系较大。2022 年随着终端油品需求的持续回升，全球原油加工量及炼厂开工率的回升仍可期待，但需格外注意的是，随着联厂开工率接近疫情前水平，其对裂解价差的压制效应将愈发减弱。

图 18：全球主要地区成品油库存



资料来源：PJK, IES, EIA, 国投安信期货

图 19：新加坡主要油品裂解价差



资料来源：路透, 国投安信期货

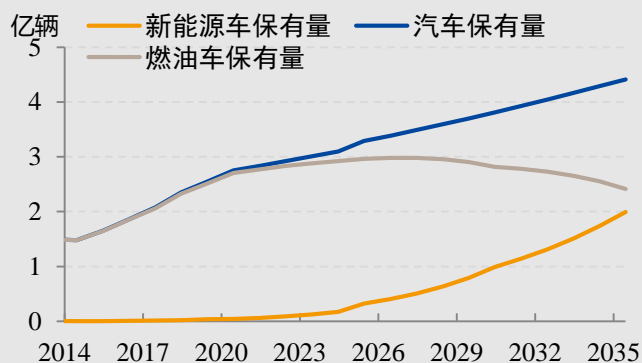
具体来看，在本轮需求修复周期过程中，海外主要基准油品的裂解价差运行分为三个阶段。第一阶段为 2020 年三季度汽油需求修复带动汽油裂解价差走出底部，汽油利润的回升带动炼厂开工率明显走高，但由于航煤需求仍然较弱，炼厂开工率走高后对中间馏分油裂解价差形成进一步压制，柴油及航煤裂解价差一度再次探底；第二阶段为 2021 年前三个季度全球油品需求共振走高对裂解价差形成利好驱动，但由于全球闲置炼能较多且不断进入，该阶段炼厂开工率对裂解价差形成明显的负反馈效应；第三阶段为 2021 年 9 月末开始局部地区煤、天然气价格暴涨，形成一定替代需求提振，同时带动加氢成本提升，使得主产品裂解价差突破上行，但年末已逐步趋于稳定。2022 年，裂解价差的运行大概率逐步进入第四阶段，即随着闲置炼能愈发有限，且成品油库存已处于绝对低位的背景下，终端成品油需求增加驱动裂解价差上行的过程中，炼厂开工率带来的负反馈效应逐步减弱，预计 2022 年下半年欧亚主要地区炼油毛利中枢亦有望恢复且稳定在疫情前水平，但需关注美国可再生能源政策、欧洲天然气价格、

国内成品油去产能等因素对局部地区裂解价差的阶段性影响。

2.3 低碳进程加速，国内油品进出口双减

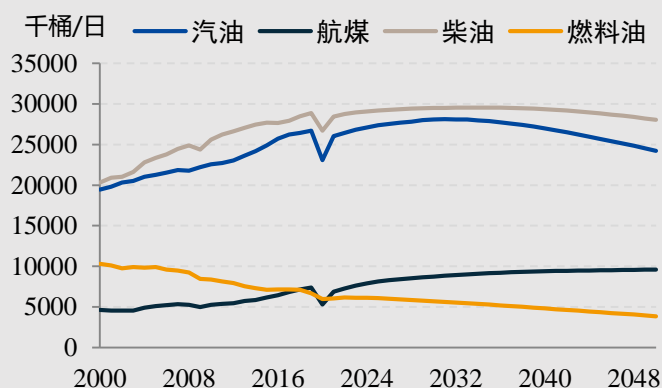
2021 年全球低碳化进程明显加速，从超长期视角来看，原油需求进入低增速时期已是共识，在未来十年左右可能达到峰值。具体来看，全球炼能轻质化背景下燃料油深加工需求将不断走低，但相对来说，新能源车对汽油的替代是目前真正意义上开始冲击原油终端需求的因素。我国新能源车保有量增速领跑全球，预计燃油车保有量将在 2025-2030 年间达到峰值，可能带动我国原油需求率先达峰。虽 2022 年低碳化对原油需求的边际影响还非常微弱，从供需分析上看甚至可以忽略不计，但应注意到，低碳化已经开始影响能源政策或供应结构，对远期曲线、区域价差等方面的影响可能陆续开始体现。

图 20：中国汽车保有量结构变化预测



资料来源：公安部、世界资源研究所，国投安信期货

图 21：全球成品油消费量及预估



资料来源：IHS，公开资料整理，国投安信期货

在中国因素对全球原油价格运行中枢影响的分析中，我们认为应主要关注终端需求。但随着国内炼能的不断提升以及成品油市场化改革的推进，中国原油进口及成品油出口势必对油价波动节奏及局部裂解价差形成一定冲击。2021 年国内成品油市场规范化政策不断出台，从稀释沥青、混合芳烃及轻循环油进口消费税征收，到地方炼厂消费税整治、进口原油流向检查等方面组合拳相继施行。

表 1：2019-2022 年中国主要新增炼能及投产情况

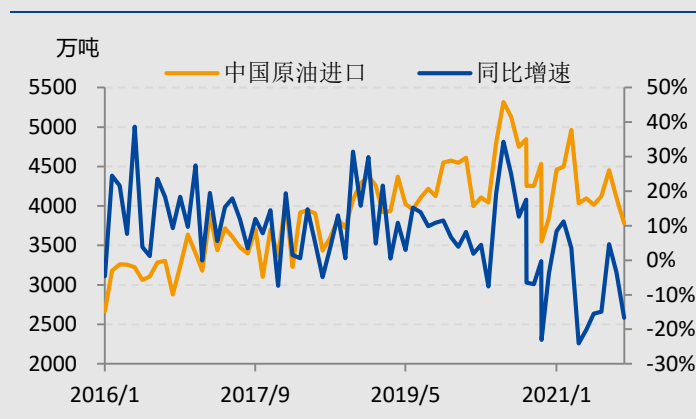
项目名称	新增炼能（万桶/日）	（预计）投产时间
恒力石化 2000 万吨/年炼化一体化	40	2019
浙石化 4000 万吨/年炼化一体化一期	40	2019
中石油华北石化 500 万吨/年扩建	10	2019
2019 年小计	90	
中科炼化 1000 万吨/年炼化一体化	20	2020
中化泉州 300 万吨/年扩建	6	2020
中石化洛阳 200 万吨/年扩建	4	2020
中石油大庆 350 万吨/年扩建	7	2020
2020 年小计	37	
浙石化 4000 万吨/年炼化一体化二期	40	2021
盛虹炼化 1600 万吨/年炼化一体化	32	2021
2021 年小计	72	
中石油广东 2000 万吨/年扩建	40	2022
中海油大榭石化 600 万吨/年扩建	12	2022
中石化海南炼化 500 万吨/年扩建	10	2022
山东裕龙岛炼化一体化一期 2000 万吨	40	2022
2022 年小计	102	

资料来源：公开资料整理，国投安信期货

与近五年来一体化大炼化不断上线国内炼能激增不同，淘汰落后产能，改变油品“大进大出”的局面或仍是 2022 年的重点，在规范国内成品油市场、淘汰落后产能的同时，这对加速石化产业链碳中和进程也至关重要。

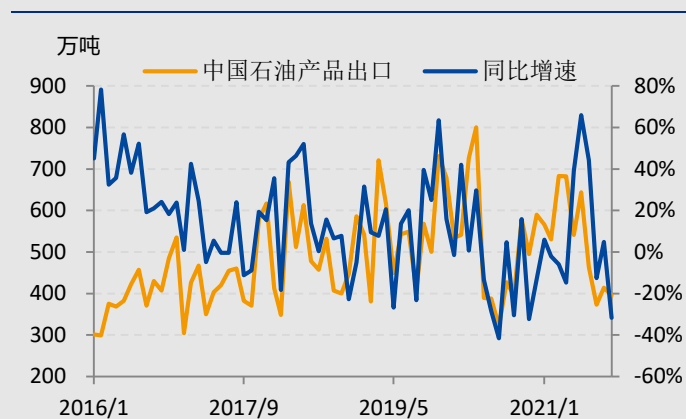
中国原油进口增速在 2021 年大幅下滑，一方面与 2020 年低油价时战略及商业原油储备抄底补库造成的高基数效应有关，另一方面也与下半年配额趋紧及实际利润承压背景下地方炼厂降量密不可分，与此相对应的是国内成品油出口配额及实际出口量的明显下滑。在此背景下，预计 2022 年地方炼厂需求增量愈发有限，国内成品油出口量较疫情前或将略有下移，一定程度利好亚洲市场裂解价差。

图 22：中国原油进口及增速



资料来源：海关总署，国投安信期货

图 23：中国石油产品出口及增速



资料来源：海关总署，国投安信期货

3. 2022 年供应展望

3.1 上游投资增长乏力，美国增产缓慢

长期以来石油公司资本开支呈现强周期性特征，高油价对上游企业资本开支形成驱动，低油价时往往缩减开支，由于常规油田勘探至开采周期较长且有所区别，最终产量及产能周期性并不明显。但页岩油革命以来，由于页岩油具有投产快、高衰减的特性，页岩油企资本开支向产量的传导较为顺畅。

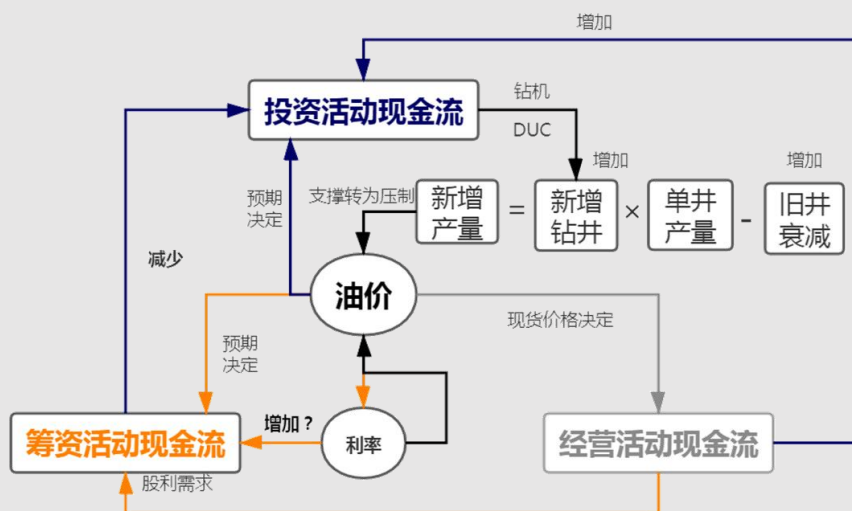
从页岩油产量环比变动的拆解来看，页岩油革命以来两次产量环比骤降分别是 2020 年 4 月极端油价下的大规模油井关停以及 2021 年 2 月罕见的德州寒潮，近年来常见的飓风对美国原油生产的影响主要体现在海上钻井平台，对页岩油产量无明显影响。偶发因素引发的产量减少短期内基本能迅速恢复，决定页岩油产量周期性波动的主要因素仍在于新井产量贡献的持续性。美国活跃石油钻机数在 2021 年虽保持增长，但较疫情前仍有较大差距，在此期间虽有一定库存井投产共同促进了完井量的提升，但与 2018 至 2019 年时期仍有差距，导致产量增长较为缓慢。

图 25：美国页岩油产量环比变动拆解



资料来源：海关总署，国投安信期货

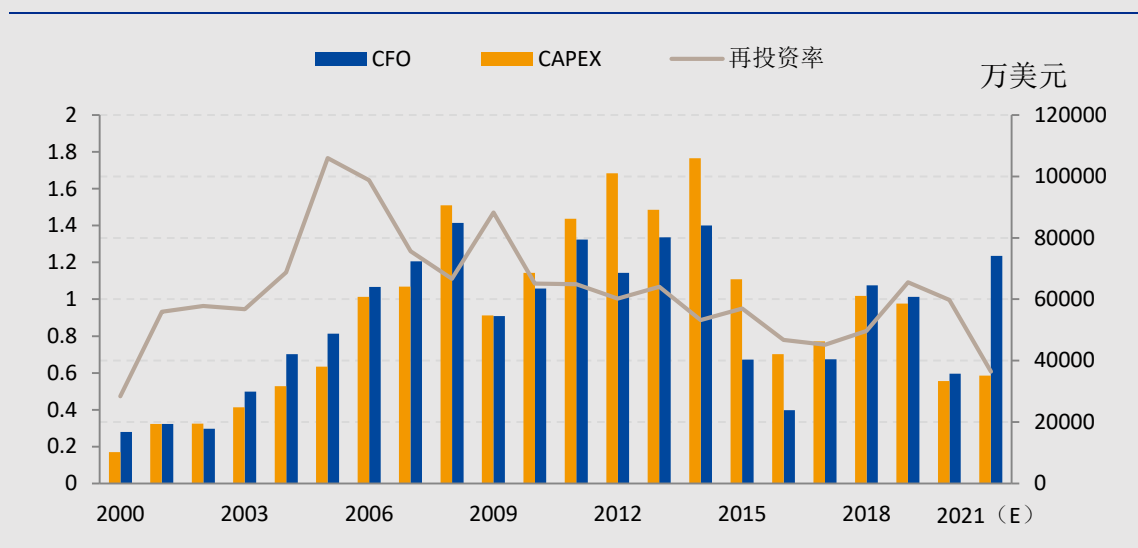
图 26: 美国页岩油企现金流及增产逻辑传导图



制图：国投安信期货

展望 2022 年，在库存井已自高位大幅回落的背景下，页岩油产量的增加仍需寄希望于资本开支特别是钻井环节的不断投入。随着油价中枢显著上移，页岩油企经营活动现金流已较为健康，但股利需求及传统能源投资意愿降低从两个方面共同制约了筹资活动现金流，五年前页岩油企大幅加杠杆进行资本支出的情景未能重现，上市美国独立油气公司再投资率在 2021 年创下十年新低，筹资活动的相对受限在 2022 年预计很难得到本质改变。

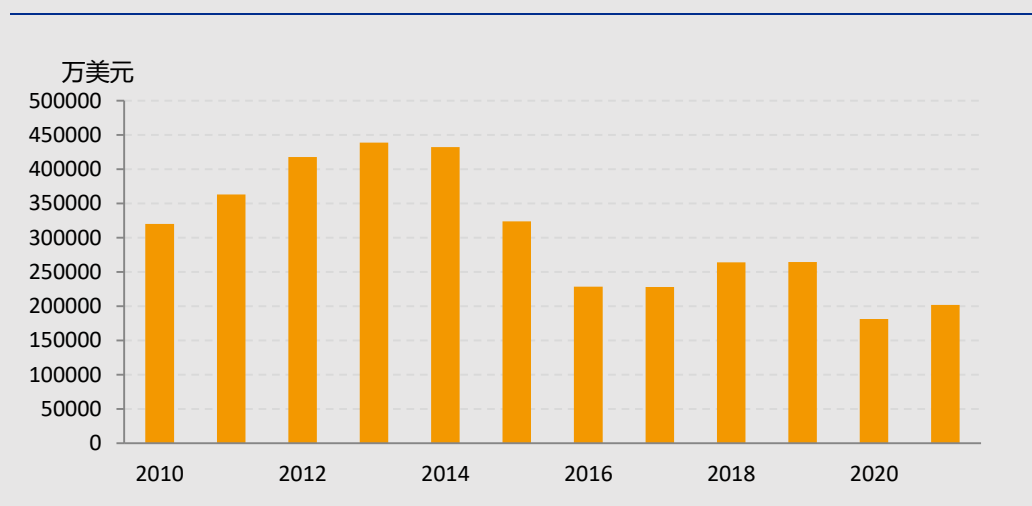
图 27：美国上游独立油气公司再投资率走势



资料来源：彭博，IEA，国投安信期货

但从全美页岩油企角度来看，非上市公司仍有一定投资热情及增量预期，油价稳定在 60 美元/桶上方后经营活动现金流的稳定也将为投资活动提供进一步支持，从钻机传导路径推算，年内实现 60 万桶/日以上供应增量是大概率事件，在需求增量较为有限的情况下，美国市场基本面较 2021 年存在小幅边际走弱的驱动。

图 28：主要石油公司（一体化+北美独立油气生产商）CAPEX 走势



资料来源：彭博，IEA，国投安信期货

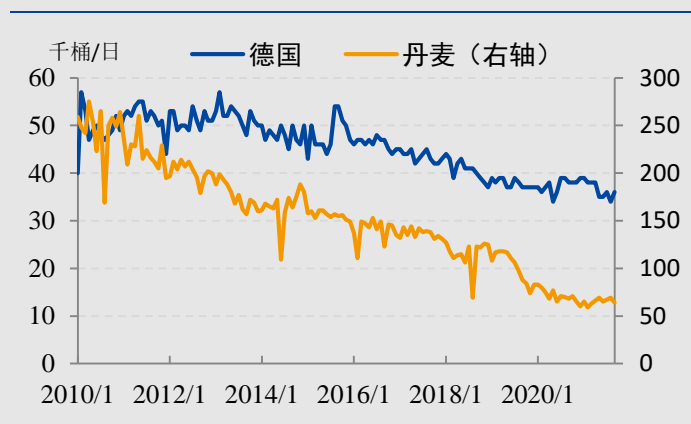
全球主要石油公司资本开支 2021 年末跟随原油价格大幅反弹，除了受页岩油因素的拖累外，碳中和背景下传统能源投资更加谨慎亦是主要原因。大型石油公司均已公布碳中和进程计划，上游开采环节实现净零排放难度较大，后期或需 CCUS 等项目予以配合，资本支出虽后期大概率由谨慎转变为增长，但低碳投入或在增量中将占有一席之地。

表 2：大型石油公司碳中和进程计划表

数据来源：IEA 制表：国投安信能源	范围1（直接排放）	范围2（间接排放- 供应链上游）	范围3（间接排放- 供应链下游）
	2050年上游产品净零排放		
BP	*	*	销售产品碳强度 降低50%
壳牌	2050年净零排放		
道达尔	2050年净零排放		*
	2050年欧洲产品净零排放		
雪佛龙	2028年在2016年基础上降低35%		*
康菲	2030年在2017年基础上降低35%-45%， 2050年净零排放		*
埃克森美孚	2025年在2016年基 础上降低15%-20%	*	*
雷普索尔	2050年净零排放		
阿布扎比国家石油 公司	2030年排放强度降25%		*
中石油	2050年净零排放		*

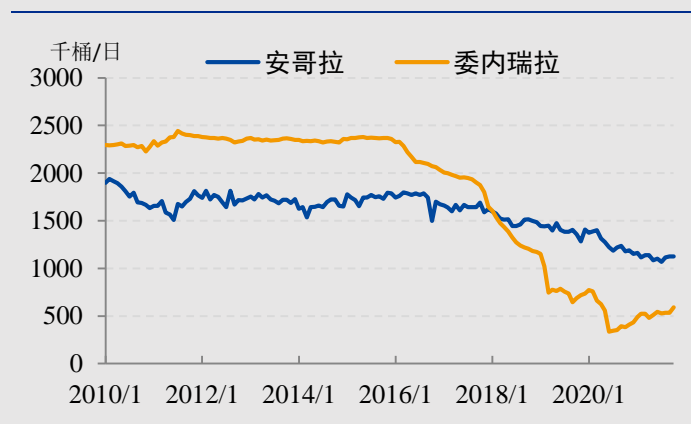
资料来源：IEA，国投安信期货

图 29：德国、丹麦原油产量



资料来源：JODI，国投安信期货

图 30：安哥拉、委内瑞拉原油产量

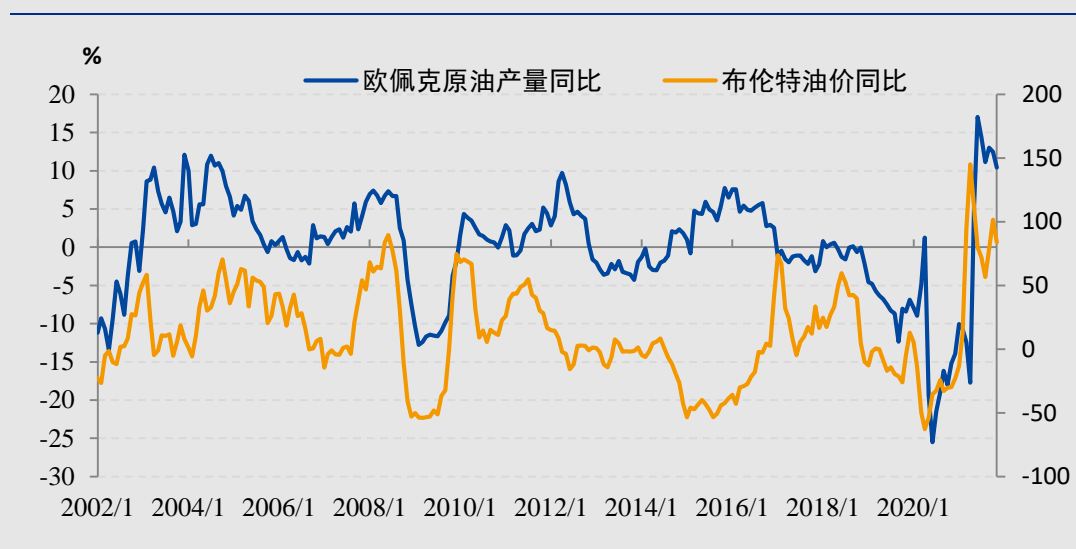


资料来源：欧佩克，国投安信期货

在环保政策趋严的欧洲国家，如德国、丹麦等，以及部分油田老化、投资吸引力较低的国家，如安哥拉、委内瑞拉等，投资不足导致的产量下滑已非常明显。仅就 2022 年来看，非美市场传统油井受投资谨慎带来的影响还难以体现，后期亦可能随油价及政策波动不断调整，但该预期可能逐步开始影响远期曲线形态，限制低库存下远端月差的上涨空间。

3.2 欧佩克+维稳供应，产量调整趋灵活

图 31：欧佩克产量与布伦特油价同比对比



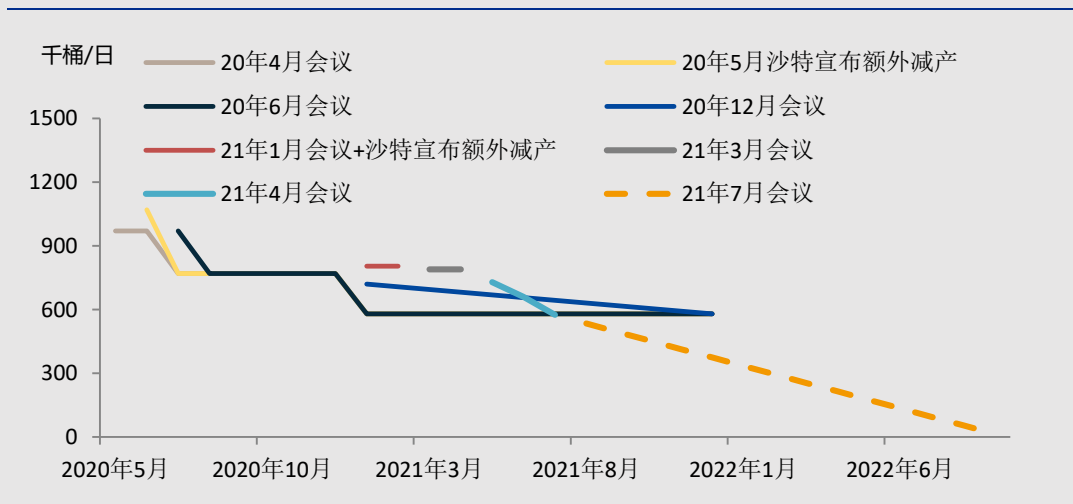
资料来源：欧佩克，路透，国投安信期货

自 2016 年末欧佩克+组织成立以来，传统产油国对供应端的控制能力再度得到加强。欧佩克产量政策与油价波动的强相关关系再度回归并得到较好执行。2020 年 4 月为应对新冠疫情，欧佩克+施行天量减产计划，在至 2021 年末的实施过程中呈现紧盯需求、循序渐进的特征，主导了原油市场的持续去库。更重要的是，面对市场的频繁变化，欧佩克+会议频率缩小至每月一次，在及时调整产量的同时已形成预期管理机制，减少了市场对供应过剩的担忧。

从欧佩克+会议的产量调节政策来看，2021 年 7 月之前，由于海外疫情不断反复，欧佩克+对减产计划屡次调整，主要通过调高近月减产量的方式缓解原油市场供应压力。2021 年下半年开始，在疫苗普及率提高及多国解封政策推进的背景下，海外疫情对出行用油的负向冲

击明显减弱，需求的稳定恢复使得其既定产量路线得以保持，欧佩克+一直延续了其 7 月会议的线性增产的节奏，即确认在举行会议的下一个个月增产 40 万桶/日，并将减产协议延长至 2022 年末。如果按照 40 万桶/日速度进行测算，欧佩克+将在 2022 年 9 月增产至 2018 年 10 月的基准量，但由于 2022 年 5 月起沙特、俄罗斯、阿联酋等国减产基准量已被允许上调（因其 2018 年 10 月产量偏低）总计 163.2 万桶/日，因此，即使 2022 年全年维持每月 40 万桶/日的增产速度，欧佩克+才能在 2022 年末比较接近减产基准量，即恢复至疫情前的产量水平。

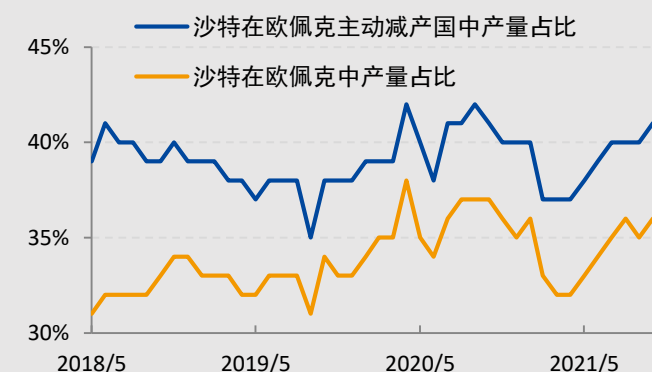
图 32：欧佩克+历次会议达成的协议减产量及调整情况



资料来源：欧佩克，国投安信期货

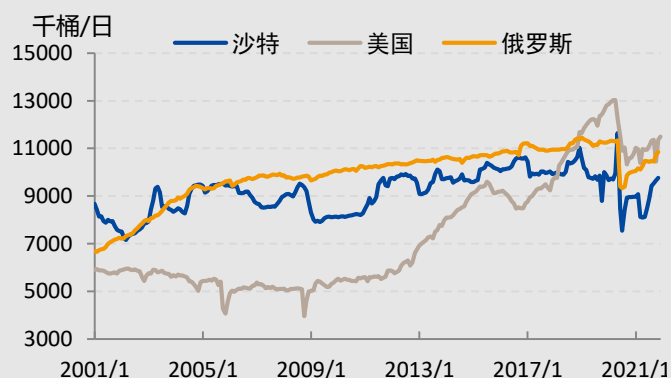
但应注意到，每月 40 万桶/日产量增速既快于 2021 年同期增速，也将明显快于需求增速，在此过程中欧佩克+适时调整的概率仍然较大。历史上来看，欧佩克减产意愿的摇摆主要是缘于基于份额及价格的博弈失衡，而沙特是主导减产政策的最关键因素。目前由于页岩油产量难创新高，俄罗斯减产执行尚可，且伊朗、委内瑞拉等非主动减产国产量处绝对低位，无论在欧佩克内部还是外部，沙特暂不面临份额瓶颈，减产保价在 2022 年或仍是其最优策略。但需关注高通胀压力下美国可能的干预，以及若伊朗产量回归对欧佩克+现有减产政策形成的冲击。

图 33：沙特在欧佩克内部产量占比



资料来源：欧佩克，国投安信期货

图 34：全球前三大产油国产量走势

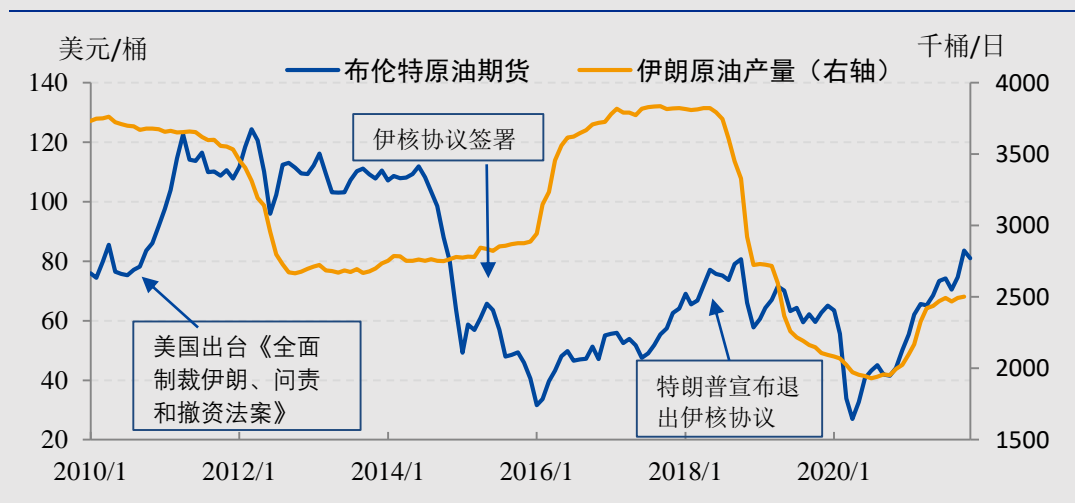


资料来源：欧佩克，俄罗斯能源部，EIA，国投安信期货

3.3 伊朗复产节奏未定，短线冲击难避免

拜登上任美国总统后，伊核问题谈判于 2021 年 4 月重启，至 12 月中旬已进行至第七轮会谈，但暂无突破性进展，美伊双方仍面临不可主动让步的分歧。从伊朗经济诉求及美国中东利益多方面来看，市场主流预期倾向于认为最终将有新的协议达成，伊朗 12 月初发布的 2022 年财政预算草案已基于 120 万桶/日原油出口，但从美国方面的表态来看仍趋向于悲观，第七轮会谈过程中美国甚至已威胁进行新一轮制裁。

图 35：伊朗产量走势与油价关键节点



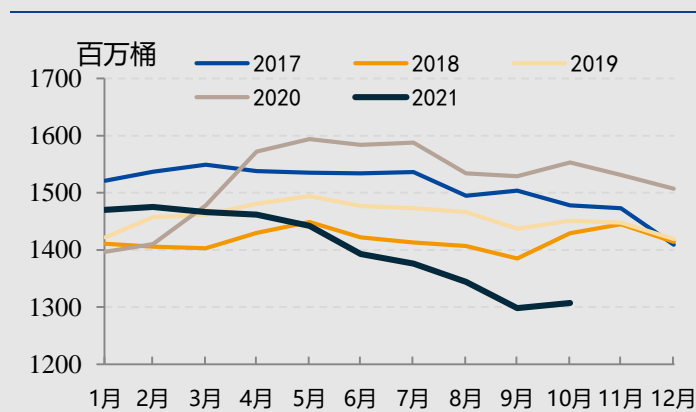
资料来源：欧佩克，路透，国投安信期货

2010 年以来，美国对伊朗制裁政策的调整使得伊朗原油产量经历三次大幅波动，在实际产量的变化过程中油价均为同向变化，即产量下降时油价下跌，反之亦然，遵循典型的“买预期卖事实”交易节奏。2022 年无论伊核会谈结局如何，短线对油价的剧烈冲击在所难免，且如果伊朗产量得以顺利出口，原油市场将产生新一轮较大的累库压力预期，但由于届时伊朗产量及出口量将相对明朗，市场的定价预计较为迅速，年内的价格低点也将陆续得以确认。伊核谈判作为 2022 年供应端最大的风险事件，需要持续关注跟踪。

4. 行情展望及策略建议

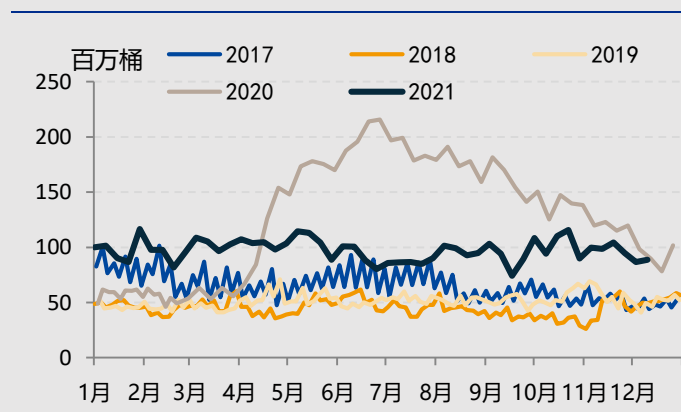
综上所述，2022 年原油市场相对确定的核心因素在于全球流动性拐点临近、油品期初库存处于绝对低位、需求仍有恢复空间但增速放缓以及以美国为代表的非欧佩克+供应仍有增长，另一方面，相对不确定的核心因素在于变异病毒冲击下需求恢复节奏的往复、伊朗产量释放以及欧佩克+对产量政策的灵活调整。

图 36: OECD 商业原油库存



资料来源：欧佩克，IEA，EIA，国投安信期货

图 37: 全球原油浮仓库存



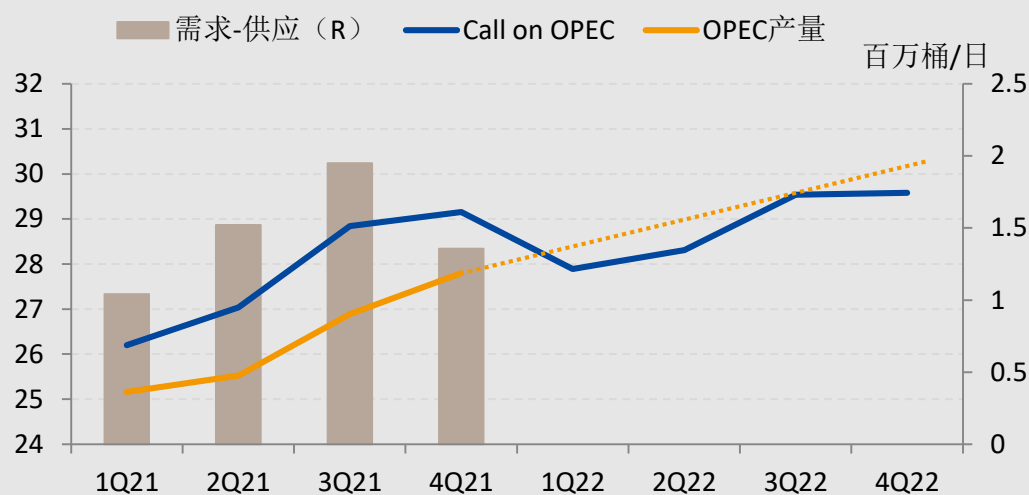
资料来源：欧佩克，俄罗斯能源部，EIA，国投安信期货

2021 年下半年以来随着需求高增速预期被证实以及欧佩克+增产政策保持一惯性，2022 年需求增量预期受到压缩，再考虑到非欧佩克国家相对确定的增产，市场对欧佩克的原油需求量（Call on OPEC）增幅愈发有限，如果按照欧佩克+持续线性增产进行评估，2022 年原油

累库在所难免，累库幅度则主要取决于其最终增产量。

对于价格来说，在基本面相对确定的因素中，联储货币政策转向、累库预期以及随之形成的月差压力对绝对价格势必形成一定利空，但这两个因素是否对应油价拐点或者驱动油价转势在历史上并不是每次都能得到实证支持。

图 38: 欧佩克原油产量与全球原油供需平衡



资料来源：欧佩克，国投安信期货

对于拨云见雾且影响因素纷繁复杂的 2022 年原油市场，由于期初价格仅略高于欧佩克主要产油国财政盈亏平衡，而低库存一定程度限制了价格下方的想象空间，除了伊朗产量释放因素外，相对仍难以看到以大幅超过市场预期出现的利空预期偏差，原油市场相对健康的基本面下宏观环境的预期内改变以及小幅累库对价格冲击或较为有限，预计布伦特原油围绕 60-90 美元/桶，SC 原油围绕 360-560 元/桶呈现高位宽幅震荡局面，以捕捉波段性交易机会为主。年内冲高波段有望来源于需求超预期加速修复或欧佩克+线性增产节奏被证伪驱动，回落波段则可能主要因伊核谈判实质性进展或需求阶段性回落预期所拖累。此外，随着欧佩克+增产及上游投资相对有限，全球剩余产能愈发有限，2022 下半年开始市场有交易远

端合约供应紧缺的可能，由于航煤仍是 2022 年需求增长的主力，随着炼厂开工率对裂解价差的负反馈效应逐步减弱，中间馏分裂解价差的再次上行仍值得期待。

【免责声明】

本研究报告由国投安信期货有限公司撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。国投安信期货有限公司将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为国投安信期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为国投安信期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国投安信期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

国投安信期货研究院

北京市

地 址：北京市西城区广安门外南滨河路 1 号高新大厦 9 层

上海市

地 址：上海市虹口区杨树浦路 168 号 17 楼

公共邮箱：gtaxinstitute@essence.com.cn

国投安信期货官方微信



国投安信期货 APP

