

2022 年 12 月 22 日

恒泰期货研究所

【姓名：宋栋鸣】

【从业资格编号】F3062205

【投资咨询编号】Z0014510

【邮箱】

songdongming@cnhtqh.com.cn

n

【联系人】李肖凡

【从业资格编号】F03091428


【联系方式】


lixiaofan@cnhtqh.com


主导逻辑切换，需求指引未来油价


——2023 年度原油策略报告

内容摘要：

 **2023 年油价展望：**对于明年原油市场，我们认为宏观面对油价影响效应或逐步减少，核心矛盾将切换至基本面。对于基本面而言，我们预计全球原油市场大概率维持紧平衡格局。其中，供应端方面预计市场呈现偏紧局面，归因于俄罗斯与 OPEC+ 石油减量；需求端方面，在明年欧盟对俄成品油制裁落地后，部分欧洲国家航空业会受限于燃料资源的紧缺，需求端存在潜在风险。然而，考虑到亚太市场需求逐渐从疫情防控中缓解，叠加低基数效应，全球整体需求增速或小幅回暖。因此，基本面因素或一定程度支撑油价中枢。

 **供应端展望：**预计明年全球供应端偏紧，主要鉴于俄罗斯与 OPEC 石油减量。后市欧美对俄石油、及后续成品油的制裁将陆续落地，叠加目前 OPEC+ 减产态度维持到明年，全球石油贸易流向将发生较大改变，供应端偏紧。

 **需求端展望：**预计明年亚太市场将为全球需求端贡献主要的动力。由于今年欧美地区率先解除了新冠疫情相关的封锁措施，叠加高通货膨胀的遏制，欧美地区需求提前释放完毕。相反，亚太主要经济体的疫情防控策略相对偏紧，其解除速度慢于欧美地区，随着封锁措施的松绑叠加较为强劲的需求增长，亚太地区将贡献主要的石油需求增长。

 **交易思路：**我们认为明年油价走势整体呈现先抑后扬局面，国内经济重启所兑现的需求修复大概率作用于下半年油市，因此，投资者在下半年寻找逢低做多的布局机会。

一、 2022 年全球原油行情回顾

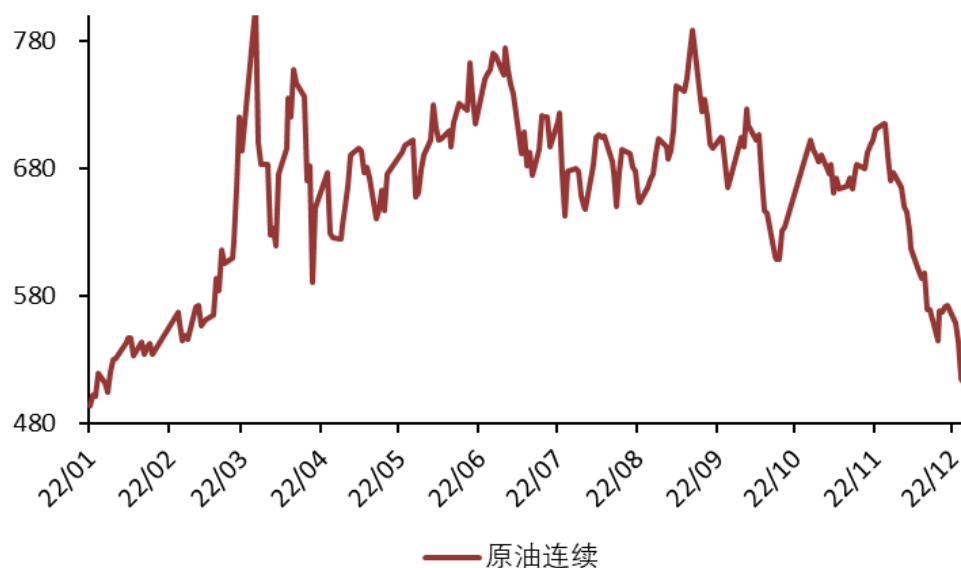
2022 年全球原油市场跌宕起伏，多空因素交替影响油价，宏观向下与地缘向上的博弈愈演愈烈，具体事件包括俄乌冲突诱发的地缘风险溢价，欧洲能源危机导致通胀高企，海外流动性紧缩加剧市场对全球经济型衰退的担忧，OPEC+不断刷新减产规模托底油价，以及长周期的疫情防控措施遏制市场需求等。不确定性因素的累积致使油市难以形成持续的趋势性走势，油价更多以阶段性的形式被宏观向下与地缘向上的逻辑反复验证。若分阶段观察全年原油行情：

2022 年第一季度，俄乌冲突导致的地缘风险溢价成为支撑油价的主导因素，内外油价在此时期分别创下了历史新高。与此同时，原油供应端缺口加剧同样助推了油价涨势，一方面，由于 OPEC+在今年年初的实际产量连续不及预期 40 万桶/日；另一方面，尤其在俄乌冲突爆发后，俄罗斯原油海运供应停滞让原油市场产生巨大的供应端缺口。在战事蔓延期间，欧盟对俄先后实行了四轮制裁，包括对俄能源产业设备、技术和服务实施全面的出口限制，严禁欧盟企业投资俄罗斯能源油气行业，并将 7 家俄罗斯银行排除在 SWIFT 系统外以切断俄罗斯对外贸易往来。因此，在供应极度收缩叠加俄出口大幅下滑的情况下油价持续飙升。

2022 年第二季度油价整体呈现冲高回落的局面。首先，油价在 4 月短线走弱，美联储对提前缩表的所传达出的积极性表态导致市场对短期油市需求端担忧加剧，市场频繁交易紧缩利空，诱发油价向下修正。同时，欧洲对俄能源进口并未进行全面制裁，叠加抛储释放以及海外紧缩周期开启下，前期盘面积蓄了大量的利空并未完全消化，油价短期回归其金融属性开启向下走势；而在 4 月份之后，油价开启反弹行情，低库存、低供应叠加海外需求向好情况下油价支撑显著。此外，欧盟对俄进行的第六轮和第七轮制裁不断升级，提出停止购买俄罗斯海运原油，所涉规模占欧盟进口俄原油的三分之二。虽然美国 5 月的通胀数据爆表，一度加剧市场对海外紧缩力度的预期，美元向上突破一度带动了以油价为代表的大类资产的普跌。然而，由于 G7 对俄罗斯制裁加大，原油维持震荡上行趋势。

油价在三季度和四季度初期呈现宽幅震荡的走势。在此期间，原油市场面临供需减量间的博弈，需求方面，海外紧缩预期加剧为遏制油价最大利空因素，叠加欧洲地区能源需求缩减明显，全球原油需求端缺乏动力；而供应方面，OPEC+屡次大规模上调减产幅度为油价托底，收紧了原油供应端市场；**四季度后半旬**，油价接连出现技术性破位，开启持续暴跌，将今年俄乌战争诱发的地缘溢价一并回吐，油价一度深跌至今年价格最低点。压制油价主要的因素：第一，市场对明年经济担忧剧烈，需求景气度或较难显著回升，EIA、OPEC 等机构接连向下修正对于明年全球原油需求预期；第二，欧美对俄制裁所造成的原油供应紧缺问题效果不及预期，油价承压较重。

图1：行情回顾



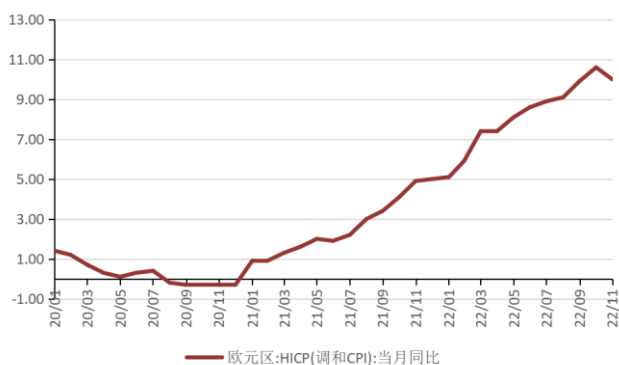
资料来源：wind，恒泰期货研究所

二、 宏观面回顾&展望——国内疫情防控缓解，为原油市场需求注入动力

1.1 2022 年宏观面回顾——海外流动性紧缩，市场需求受挫

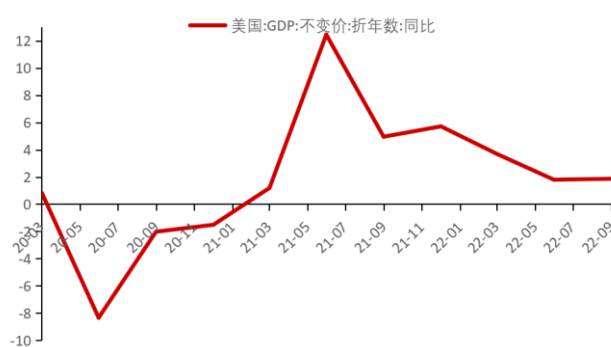
全球央行进入加息周期，海外流动性持续收缩。上半年俄乌冲突发酵导致石油市场快速趋紧，供应端风险溢价走高，导致国际能源价格大幅上涨，特别是高油价导致欧元区的通胀压力加剧明显。2022 年高通胀率是海外经济体普遍面临的问题，各国央行为了遏制通胀开启激进的加息策略。其中，美联储加息的决议对市场风险偏好调整最为剧烈，前期较为激进的加息幅度导致美元相对其余货币大幅升值，其中欧元区所受影响显著，欧元兑美元汇率最低录 0.95，小于 1。对于欧洲地区，能源危机增加了其外在通胀的压力，10 月份欧盟 CPI 已升破 10.6%，目前尚未见顶。我们认为成本问题将导致欧元区在较长周期内维持高通胀水平，在俄乌冲突尚未结束前，地缘矛盾带来的能源危机无法在短时间内得到明显的改善。

图2：欧元区月度 HICP 同比



资料来源：wind，恒泰期货研究所

图3：欧元兑美元



资料来源：wind，恒泰期货研究所

另外，紧缩的货币政策难以在短期内起到显著通胀降温的效果。从数据上来看，10 月美国 CPI 高达 7.7%，由美国劳工部的 11 月美国非农就业人口新增数，依旧大超市场预期。可见当前的通胀矛盾主要集中在高温不退的劳动力市场，尤其在后疫情时代，劳动参与率水平离疫情前尚有较大空间，修复始终未回归正常化，同时，工资上涨的趋势也并未结束。因此，

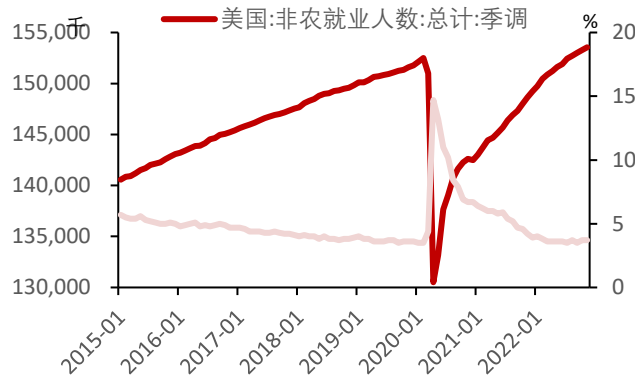
短期依靠通胀快速降温难度较大。

图4：美国月度CPI同比



资料来源：wind，恒泰期货研究所

图5：美国非农就业人数



资料来源：wind，恒泰期货研究所

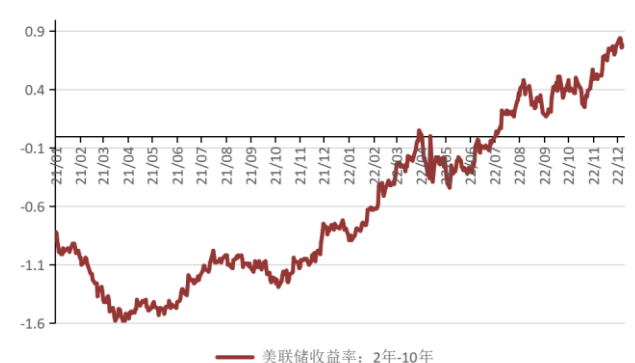
全球 GDP 增速回落至疫情前水平。在 10 月 IMF 经济展望中，对 2023 年全球经济增速进一步下调至 3.2%，是近几年来 GDP 最小涨幅。高通货膨胀率对原油市场需求的负反馈，促使市场风险偏好频繁调整，市场对全球性经济风险担忧加剧，IEA、OPEC 分别下调了 2023 年全球原油市场需求增速。

图6：美国 GDP 增速



资料来源：wind，恒泰期货研究所

图7：全球经济增长面临压力



资料来源：wind，恒泰期货研究所

国内疫情反复，稀释市场对金融资产的风险偏好。此前疫情三年，出口的强势有效弥补了中国内需的羸弱。然而，随着各国逐渐从疫情之中缓解，前期国内积累的出口份额被逐渐侵蚀替代，目前国内出口已快速落入负增长区间。2022年，房地产板块是拖累经济增长的重要因素，房地产投

资与销售持续负增长。前 10 个月房地产投资、销售同比分别为-8.8%、-22.3%。疫情防控导致消费场景受限，消费内需乏力难以支持经济稳步复苏。

而对于未来而言，地产仍是修复内需的关键因素之一，国内近期连续出台多项政策加码于供给端，“保交楼、防风险”一定程度上能够释放居民购房的担忧。然而，若无需求端政策更为积极的支撑，整体市场的改善依然艰难。自 11 月国务院推进进一步优化新冠肺炎疫情防控措施以来，各地区逐渐放松了对场所码的要求，国内各地区相继取消了市内公共交通、室外公共场所的核算证明及全员核酸检测要求后续需关注疫情困扰下。然而，居民收入的预期能否企稳，成为地产修复中最为特殊的要素。我们预计在疫情防空逐渐放松的情况下，商品房销售增速转正及投资趋稳回正大约在明年下半年兑现。

1.2 2023 年宏观面展望——全球经济或进入滞胀阶段，国内需求景气度存修复空间

对于明年全球宏观经济我们认为大体呈现如下趋势：第一，随着各国疫情防控措施的逐渐松绑，新冠疫情对于明年全球经济和全球供应链的影响相较于今年将不断弱化；第二，目前美国通胀率已经见顶，明年美联储加息幅度较今年大概率走缓，预计在 2023 年二季度左右，美联储本轮加息周期将会告一段落；第三，俄乌冲突在明年依旧是较大的不可控因素，一方面关注俄乌地缘事件的发酵情况，另一方面，关注后续欧美对于制裁所造成的供应缺口及俄后续对其石油产品出口结构的转移情况。第四，未来一段时间，市场对于全球性经济衰退的担忧在明年较大概率维持较长一段时间，并且全球经济可能会重新进入滞胀阶段。第五，地缘政治冲突等事件或是下一阶段，世界经济所面临的总威胁，持续关注地缘等黑天鹅事件。

国内方面，目前市场讨论焦点在于如何运用宏观政策尤其是财政政

策，实现促进 2023 年中国经济重回合理区间。目前，世界银行、国际货币基金组织等对明年中国经济增速的预期集中在 4%-4.5% 区间。对于明年国内经济的表现，我们认为与各地的防疫政策密切相关，目前可观测到的动态，各地方政策优化正在逐步的落实当中。市场普遍预期，明年国内在外需走弱，出口对中国经济增长的提振边际下降，基建投资增速大概率高位回落，房地产投资也相对有限的背景下，对于消费需求的修复对经济增长尤为关键，而消费与防疫政策直接相关。整体而言，我们预计明年国内经济呈现弱复苏态势，但仍然面临较大的不确定性，房地产能否企稳，宽货币至宽信用能否顺畅传导，外需放缓程度和政策对冲力度皆为关键因素，需要后续持续跟踪国内经济数据。

整体而言，明年宏观面对油价上方空间遏制始终存在，海外高通胀降温仍需较长周期。而国内疫情防控缓解后释放的需求增量或成亮点。

三、 下半年全球原油供应依旧偏紧

4.1 OPEC+明年供给量或维持低水平

OPEC+决定维持产量政策不变，减产政策实行到 2023 年底。在 12 月 OPEC+会议上，由 23 个石油生产国组成的 OPEC+同意维持产量政策不变，主要出于对稳定全球油价做出考虑，从今年 11 月到 2023 年年底，将维持现有减产政策，即日均产量减产石油 200 万桶。虽然，OPEC+明面上宣布计划减产 200 万桶日均产量，而结合产油各国的实际减产量，预计整体实际减产量能够达到约 90 万桶/日。其中，沙特预计将维持减产到明年，为 36 万桶/日。回顾历史，OPEC+减产对油价的支撑非常显著，而对于 OPEC+对油价托底效用能否实现需要考虑沙特与美国之间的关系是否存在新的变数。鉴于目前油价处于较低价格区间内，OPEC 政策底较为牢固，叠加拜登政府与沙特之间的关系尚未较好修复，OPEC 供应动力或不足。

图8：2022年10月OPEC产量情况

单位：万桶/日	8月生产基准	调整幅度	调整后生产基准	10月实际产量	产量-调整后生产基准
阿尔及利亚	105.5	-4.8	100.7	103.6	2.9
安哥拉	152.5	-7	145.5	106.7	-38.8
刚果	32.5	-1.5	31	25	-6
赤道几内亚	12.7	-0.6	12.1	7	-5.1
加蓬	18.6	-0.9	17.7	22	4.3
伊拉克	465.1	-22	443.1	457.2	14.1
科威特	281.1	-13.5	267.6	280.4	12.8
尼日利亚	182.6	-8.4	174.2	105.7	-68.5
沙特	1100.4	-52.6	1047.8	1083.8	36
阿联酋	317.9	-16	301.9	318.6	16.7
阿塞拜疆	71.7	-3.3	68.4	55	-13.4
哈萨克斯坦	170.6	-7.8	162.8	146	-16.8
阿曼	88.1	-4	84.1	88	3.9
俄罗斯	1100.4	-52.6	1047.8	972	-75.8
其他	110.6	-5	105.6	87	-18.6
OPEC+成员国	4210.3	-200	4010.3	3858	-152.3

资料来源：OPEC、恒泰期货研究所

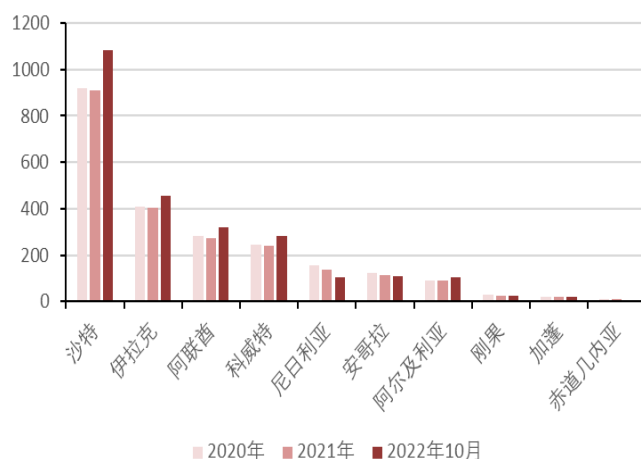
整体来看，目前 OPEC 减产挺价的决心较强，沙特、阿联酋等主要产油国表现出高度团结，我们预计在伊朗石油不回归的情况下，明年 OPEC+ 产量预计维持在 2900 万桶/日左右。

图9：OPEC 原油供给有限



资料来源：EIA，恒泰期货研究所

图10：沙特、伊朗、委内瑞拉增产潜力较大



资料来源：EIA，恒泰期货研究所

4.2 欧美对俄油制裁存分歧

对俄制裁过程中，欧盟内部国家分歧较大。12月初，欧盟和 G7 赶在对俄禁运制裁生效前实行了对俄油价格上限制裁的落地，将俄罗斯石油价格上限设定在 60 美元/桶，并且欧盟还将引入定期评估和修订价格上限机制。分析 G7 和欧盟对俄罗斯原油和产品实施限价的主要目的包括，第一，限制俄罗斯从石油出口中获得更高收入，主要针对俄罗斯与印度、中国等买家的贸易；另外，与此同时，保证俄罗斯石油供应留在市场，以防止石油供应紧缺风险。

然而，在对俄油价格上限的谈判过程中进行的并不顺利，欧盟内部分歧巨大，主要矛盾的因素包括：对俄的制裁力度、本国自身的通胀率以及对俄油进口依赖度等因素，最终通过的折中方案为 60 美元/桶低于最初提议的 65-70 美元/桶区间。就俄罗斯主要油种而言，其乌拉尔油贴水标准油价在 20-30 美元/桶左右，而结合目前的基准油价在结合贴水，其实际成交价格与被制裁的最高上限相差不大。另外，俄为应对欧美制裁，已经组建了一支由 100 多艘船龄较老的油轮组成的“影子船队”，以绕开西方国家的航运封锁。因此，短期内对俄油价格上限的制裁的作用或不明显。

图11：欧盟对俄油制裁条款一览

原则	最终目标为全面禁止欧盟成员国直接或间接购买、进口、转进口俄罗斯原油、成品油，或为运输俄油的油轮提供保险服务。
通用豁免期限	1、2022年12月5日之前，对于海运俄罗斯原油的一次性交易和6月4日之前签订的长约豁免制裁；2、2022年12月5日之前，对为第三方国家进口俄油提供直接或间接的金融、技术等服务暂时豁免制裁。
管道豁免	1、部分欧洲国家高度依赖管输俄油，暂时不进行制裁，但成员国需每3个月向欧盟报告管道的俄罗斯原油进口量；2、禁止将管道进口的俄油转运或销售至其他国家。
豁免国	1、2023年12月5日之前，捷克可以进口俄罗斯原油；2、2024年12月31日之前，保加利亚可以维持2022年6月4日之前签订的长约俄油采购。
其他豁免情形	如有国家出现突发供应中断或出于人道主义的用途，俄罗斯原油进口可以暂时豁免制裁。

资料来源：隆众咨询，恒泰期货研究所

另一边，美国对俄油制裁的方面，美国财政部表示，12月5日前装船、1月19日前卸货的俄油不受价格上限限制。然而，俄油价格上限的水平仍在进一步讨论中。美国财政部长耶伦表示，印度可以继续按需采购俄罗斯石油，哪怕以高于 G7 规定的限价机制的价格，只要它避开受上限约束的西方保险、金融和海事服务。可以看出各国对俄油设置价格上限后，市场对银行结算体系的风险担忧较大。

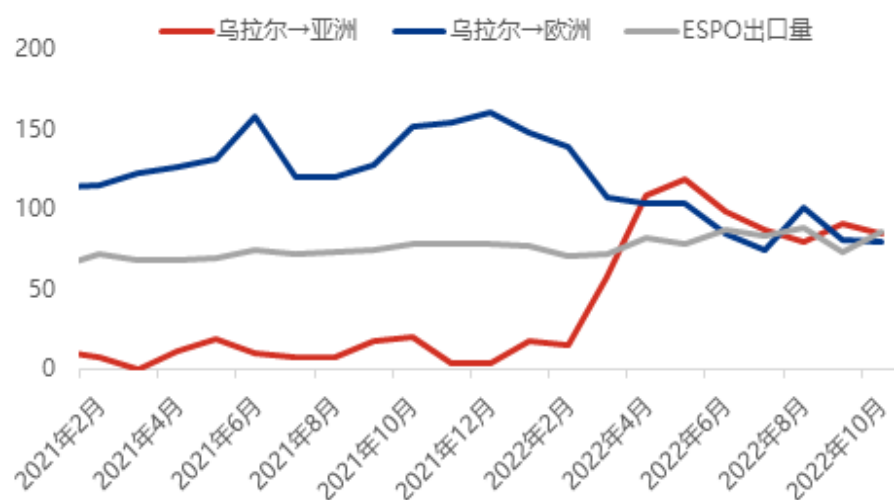
俄罗斯对欧美制裁反应强烈，明年或出现报复性减产。考虑目前俄政府对欧美制裁的反击较为强烈，其声称不与制裁国家进行石油贸易。若后续油价脱离特定区间，导致俄油实际成交价溢价制裁价格上限过高时，警惕俄罗斯做出的报复性减产。

4.3 俄油贸易流向改变

展望 2023 年全球石油贸易，俄油制裁将重塑全球石油贸易流向。其中主要包括：

第一，俄油在欧洲的市场份额逐步缩减，俄对欧洲的贸易量消退。随着 12 月 5 日欧盟实施对俄油禁运的制裁，俄罗斯油对于欧洲市场的影响力逐步消退。根据最新的制裁内容，自制裁实施日起，只有在支付价格低于设定的价格上限内，俄罗斯原油买家才可使用欧洲船只、保险及其他服务。在价格的限制下，考虑到欧盟进一步对俄罗斯油进口的意愿依旧强烈，虽然部分国家拥有豁免权，一定程度上对冲了俄在欧洲的供应缺口，市场份额面临剧烈损失仍不可避免，预计明年欧盟对俄进口量降幅或在 150 万桶/日左右。

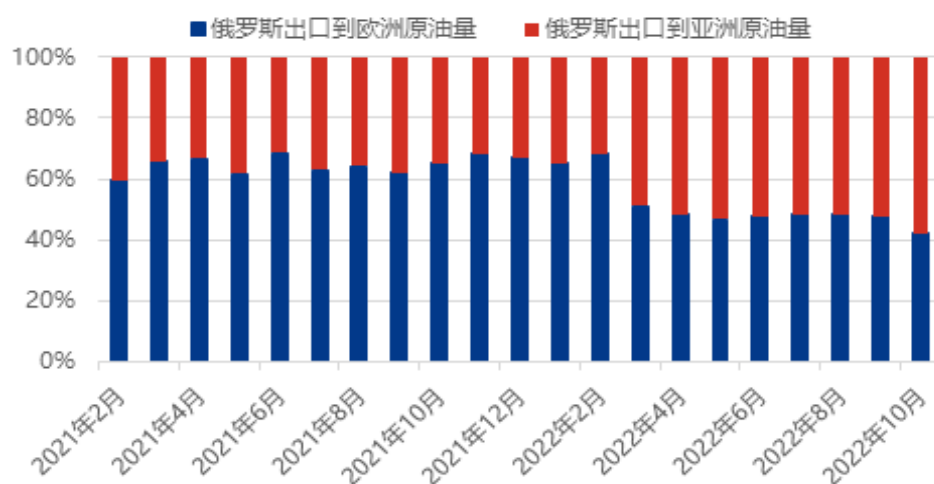
图12：俄罗斯主要油种出口情况（单位：万桶）



资料来源：隆众咨询，恒泰期货研究所

第二，俄油难以发掘相同购买力的买家，俄对亚太地区贸易流向增量或相对有限。虽然俄油已逐步将部分原油出口转移至了亚太地区（中国、印度为主），然而，俄罗斯政府已经失去在欧盟国家 90% 以上的石油市场份额。即使俄罗斯对制裁的态度强硬，但其外部市场需求急剧减少的压力始终存在，俄罗斯石油禁令生效后，西方商业保险公司不会再运载高于规定价格的俄罗斯油轮提供保险服务，尽管俄罗斯仍有机会向亚洲和非洲等地区的买家出售石油，但其较难找到拥有相同购买力的买家。因此，销售难度增加将导致俄罗斯总出口量或会下降约 100 万桶/日，产量下降约 150 万桶/日；

图13：俄罗斯原油出口主要目的地



资料来源：隆众咨询，恒泰期货研究所

第三，美国或增加对欧洲地区的石油出口，以弥补原本俄油产生的缺口，参考今年美对欧运输超额的 LNG 贸易量。后续需考虑的因素包括，受到资金限制，美国页岩油未来产量增速或受到一定遏制。另外，美国战略石油库存水平已降至近四十年低位，库存在今年为稳定原油市场平衡消耗剧烈。因此，若美国维持高石油出口，则需要释放商储库存；

第四，2023 年 2 月 5 日，欧盟将对而成品油实施新一轮制裁。欧洲对俄柴油进口依赖度较高，约占 5 成左右，届时欧盟存在潜在柴油短缺的风险，或增加欧盟之间或对其余地区的航运流向。

4.4 伊朗核谈判目前无实质性进展

伊朗核问题在过去两年经历多轮谈判均无果，当前伊朗核谈判仍处僵局，伊核供应回归仍是最大不确定因素。

2018 年二季度伊朗原油产量达到 380 万桶/日的峰值水平，此后由于美国等西方国家的石油禁运，伊朗原油产出大幅下降，目前伊朗产量恢复到 250 万桶/日左右，但较峰值水平仍然低 130 万桶/日。除此之外，伊朗仍有 1000 万桶在岸及浮仓原油、凝析油库存，一旦制裁解除，该部分原油及凝析油也将向市场释放。

图14：伊朗原油产量(单位：千桶/日)



资料来源：wind，恒泰期货研究所

4.5 美国增产缓慢难以弥补原油供应缺口

2023 年页岩油出现大规模增产的概率不大。世界石油的需求在疫情期间大幅下跌，同时，美国页岩油企业破产公司数量及失业人数也出现明显的上升。另外，拜登政府自上台后美国能源政策风向便重新开启调整，美国重返《巴黎协定》并再次提出中长期净零排放计划。随着向新能源转型战略的推进，钻机数较疫情前仍有较大的修复空间。另外，小型页岩油商受到油井质量、油服效率等因素的限制，因此，未来页岩油产业增产的

脚步依旧谨慎。美国原油产量总体回升缓慢。下半年以来，美国原油整体日均产量在 1200 万桶区左右波动，预计未来继续维持缓慢回升格局。

4.6 明年全球原油市场供给端增量或相对有限

综上所述，相比 2022 年供应高增长，2023 年供应增速或有所放缓，原因主要分析为：禁运制裁逐步挤压俄罗斯成品油出口量及产量、俄罗斯存在报复性减产的可能性、OPEC+目前强烈的减产意愿，及美国页岩油产量增速释放缓慢等。

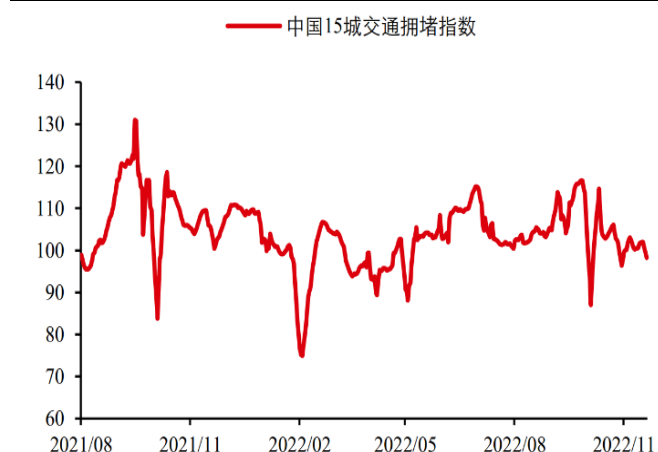
四、 明年需求恢复速度或在下半年逐渐加快

4.1 亚太地区

疫情利空因素或逐渐放缓。我们认为亚太地区需求端的修复将会引领明年全球需求增长。今年，由于欧美地区率先接触了新冠疫情相关的封锁措施，使得欧美石油需求恢复速度快于其余地区，然而，由于高通货膨胀的遏制，欧美地区需求已在前期释放完毕，其增速将逐渐放缓。相反，亚太主要经济体的疫情防空策略相对偏紧，其解除速度慢于欧美地区，而随着封锁措施的松绑叠加较为强劲的需求增长，亚太地区将贡献主要的石油需求增长。

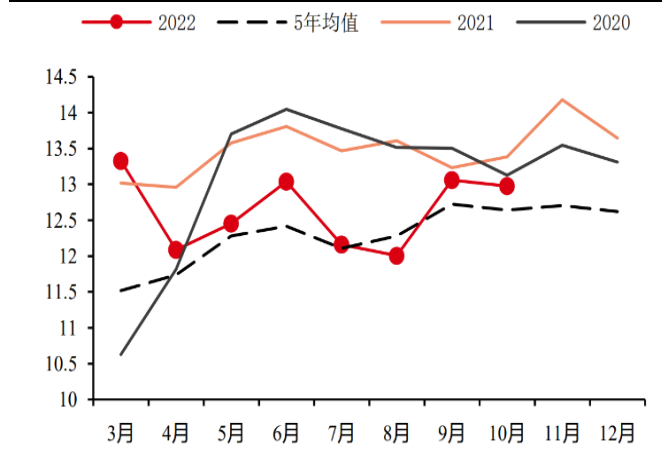
国内方面，对于中国而言，交通运输部门是明年需求增长的主要动力。我们预估今年国内石油需求同比下降 40 万桶/日，主要原因系国内受新冠疫情影响交通运输需求疲软。而到明年，随着相关防疫的放松及经济复苏，交通运输部门作为主要动力（约占 60%）将同步恢复，就航空业而言，随着对流动限制的松绑，国内出行预计将有进一步修复，以疫情前平均水平为标准，国内交通用油需求约有 20 万桶/日的空间，航煤需求用量约有 30 万桶/日的空间。整体而言，预估 2023 年中国石油需求同比增长 50 万桶/日，为 1540 万桶/日。

图15：中国交通拥堵指数



资料来源：EIA，恒泰期货研究所

图16：国内石油表观消费量



资料来源：EIA，恒泰期货研究所

4.2 欧美地区

长期来看石油需求增速或将放缓，难有增量。在能源高位背景下，各国央行纷纷选择收紧货币政策以应对高通胀，总需求受抑制下全球经济下行压力增大。世界银行预计全球经济增速将从2021年的5.7%下降到2022年的2.9%，高通胀加剧经济下行压力，叠加高油价的抑制作用，对远端石油需求有一定拖累。

五、 明年原油市场大概率维持供需紧平衡局面

需求方面，IMF预计2023年全球经济增速从今年的3.2%放缓至明年2.7%水平。今年全球经济面临比较严重的挑战，主要包括：通胀水平高达近几十年来的最高水平、各地区央行采用较为激进的加息策略导致全球流动性逐步收紧、俄乌地缘事件频发、欧洲能源危机、以及各地新冠疫情持续，各种因素严重影响全球经济增长前景，导致金融市场风险偏好频繁调整。对于明年需求端，我们预计2023年全球原油石油需求增长为120万桶/日，低于2022年200万桶/日的水平。

将需求按照地区结构划分来看，我们会认为亚太地区需求端的修复将会引领明年全球需求增长。今年，由于欧美地区率先解除了新冠疫情相关

的封锁措施，使得欧美石油需求恢复速度快于其余地区，然而，由于高通货膨胀的遏制，欧美地区需求已在前期释放完毕，其增速将逐渐放缓。相反，亚太主要经济体的疫情防空策略相对偏紧，其解除速度慢于欧美地区，而随着封锁措施的松绑叠加较为强劲的需求增长，亚太地区将贡献主要的石油需求增长。

对于中国而言，交通运输部门是明年需求增长的主要动力。我们预估今年国内石油需求同比下降 40 万桶/日，主要原因系国内受新冠疫情影响交通运输需求疲软；而到明年，随着相关防疫的放松及经济复苏，交通运输部门作为主要动力将同步恢复，预估 2023 年中国石油需求同比增长 50 万桶/日，为 1540 万桶/日。

供给方面，我们预估明年全球原油市场供给依旧偏紧。主要原因分析为：第一，由于欧美对俄石油产品的制裁，或导致俄罗斯存在报复性减产的可能性；第二，美国页岩油商受到油井质量、油服效率等因素的限制，兑现到实际产量或到限制；第三，OPEC+目前减产意愿强烈，结合目前油价所处区间，明年 OPEC 减产或维持到年底。

图17：全球供需平衡表

	2022	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	Change 2023/22
(a) World oil demand	99.57	101.26	100.83	101.76	103.4	101.82	2.25
Non-OPEC liquids production	65.58	66.51	66.86	67.2	67.89	67.12	1.54
OPEC NGL and non-conventionals	5.39	5.44	5.47	5.43	5.43	5.44	0.05
(b) Total non-OPEC liquids production and OPEC NGLs	70.97	71.95	72.33	72.63	73.32	72.56	1.59
Difference (a-b)	28.6	29.31	28.5	29.13	30.08	29.26	0.66

资料来源：OPEC，恒泰期货研究所

整体而言，明年原油供需面维持紧平衡格局。结合 OPEC 披露的数据，其余及 2023 年，全球原油市场需求可达 1.02 亿桶/日，非 OPEC 国家可贡献原油供给约 0.73 亿桶/日，两者相减可得当全球原油供需平衡时

OPEC 的产量，为 2926 千万桶/日。而我们此前预计，2023 年 OPEC 整体产量约为 2900 千万桶/日，两者相减，可得到明年年底全球原油供给较需求量少 26 万桶/日。就全年趋势而言，随着疫情抑制因素的缓解，需求量自下半年开始或逐渐释放，因此，预计明年从上半年供略过于求，逐渐转移至下半年供小于求的局面。

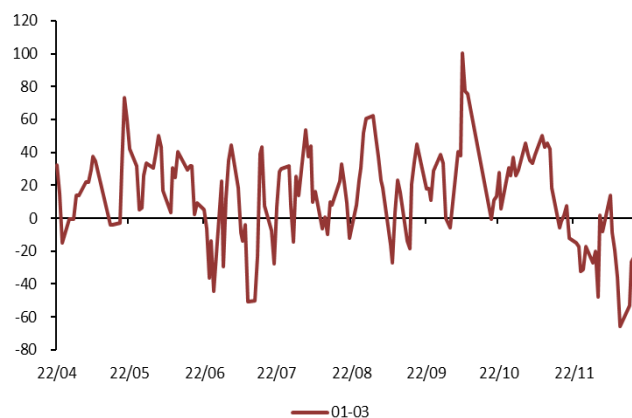
六、 油价展望——主导油价逻辑切换，核心矛盾或回归基本面因素，油价下方存在一定支撑

我们认为明年油价走势整体呈现先抑后扬局面，国内经济重启所兑现的需求修复大概率作用域后半年油市，因此，投资者在下半年寻找逢低做多的布局机会。外油布伦特价格中枢或维持在 80-100 美元/桶，内油价格整体或在 500-700 元/桶附近，另一方面，观察价差走势，自 11 月之后，内外单边油价与其近远月价差同步回落，并由此前的深度升水转为轻微贴水。对于此结构变化，我们认为更多的是反映了国内短期供需结构的变化，主要为前期强预期提振及弱现实修正的共同作用，然而，供需的矛盾更多作用于短时期内，而对于长短供需格局并未出现明显改变，低供应、低库存大概率仍是明年全球石油的供需局面。

对于亚洲油种而言，DUBAI 原油及 SC 油价呈现走弱趋势，其更多的反映了国内内需的疲软以及市场预计未来亚太原油市场资源后维持局部过剩局面，考虑俄对于欧美制裁后表达的强烈反映下，市场预计未来将会有更多的俄油资源将会从欧美地区转移至亚太市场。

对于明年原油的供需结构而言，结合全球权威机构的预测，我们认为原油市场依旧会维持供应偏紧的格局，库存水平也会维持在相对低位水平，甚至会出现小幅去库。因此，对于近远月价差而言，近远月结构在明年或较难从近月轻微贴水转变为近月深度贴水。对于明年油价，我们预计布伦特油价在明年中枢或在 80-100 美元/桶区间内运行。

图18：SC 近远月价差



资料来源：wind，恒泰期货研究所

图19：BRENT 近远月价差



资料来源：wind，恒泰期货研究所

免责声明：

本报告由恒泰期货研究所制作，在未获得恒泰期货股份有限公司授权的情况下，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对所用信息准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在恒泰期货股份有限公司及其研究人员知情的范围内，恒泰期货股份有限公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。

恒泰期货股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区域山路 91 弄 120 号 2 层 201

公司网址：

<http://www.cnhtqh.com.cn>

微信号：

htqhw88

电子邮件：

htqh@cnhtqh.com.cn



恒泰期货能化研究员企业微信

邮箱：wangzihan@cnhtqh.com.cn



恒泰期货微信公众号

相关关联机构：

恒泰证券股份有限公司

办公地址：

中国北京市西城区金融大街 17 号中国人寿中心 11 楼

公司网址：

<http://www.cnht.com.cn>

联系电话：

956088

恒泰盈沃资产管理有限公司

办公地址：

上海市浦东新区花园石桥路 33 号花旗集团大厦 903 室

公司网址：

<https://www.cnhtqh.com.cn/aboutUs/zjlxfs2.shtml?id=lxfs>

电子邮件：

htyunying@cnhtqh.com.cn