

国信期货 2023 年投资策略报告

原油

全球经济衰退影响 油价重心有望继续下移

2022 年 11 月 27 日

主要结论

回顾 2022 年原油行情走势主要分为两个阶段：上半年主要以持续上涨为主，俄乌紧张局势以及全球原油供应偏紧主导了油价走势。下半年以震荡下跌为主，主要是因为欧美持续加息、全球经济衰退预期以及下半年全球原油供应略大于需求。

展望 2023 年，影响国际原油价格主要事件因素：

1、俄乌局势未来发展方向

俄乌局势发展方向，主要有三种可能：第一种可能，冲突进一步升级，参与方和规模继续扩大。这种可能性比较低，因为如果冲突再升级扩大，将是人类难以承受的灾难，相关利益方预计会控制确保冲突不再大规模升级。第二种可能，维持当前现状，俄罗斯处于守势，守住乌东四洲，乌克兰展开小规模来回拉锯战。第三种可能，俄乌和谈，尽快结束冲突。由于谈判双方要价差距太大，短时间内和谈成功可能性预计也非常低。但是只要不出现第一种情况，只要冲突不会大规模升级，那么油价就难以再大幅上涨。

2、全球原油供需变化

全球原油供应端：2022 年下半年俄罗斯原油产量持续增加并创出新高，俄罗斯原油日产量已经超过 1200 万桶/天，由于受到欧美经济制裁，以及北溪天然气管道遭遇破坏导致俄罗斯对欧洲天然气出口减少，俄罗斯对原油出口的依赖度进一步增加，俄罗斯主动减产原油或者减少原油出口的可能性不大。在高利润刺激下，美国原油产量 2023 年有望继续增加，从当前 1210 万桶/天可能增产到 1300 万桶/天附近。伊朗原油产量稳中也可能有增加，主要看伊朗和美国谈判进展，如果美国完全取消对伊朗制裁，伊朗日产量可能额外增加 150 万桶左右。以沙特为首的欧佩克原油总产量可能维持稳定为主，除非国际油价出现深度下跌至 60 美元/桶下方，否则欧佩克不会有实质性大规模减产。欧佩克可能口头小规模减产来稳定油价，但是各主要产油国之间为了争夺市场份额，不到万不得已，不会主动大规模减产。2023 年全球原油总供应量预计会稳中有增。

全球原油需求端：由于欧美持续加息，对于经济的负面影响必然会逐步显示出来。美国房地产市场已经处于“深度衰退”之中，且这一痛苦将很快蔓延至房地产领域以外，与房地产相关的零售销售预计也将受到打击。IMF 预计未来几个月许多 G20 经济体将进一步收紧政策。这些紧缩政策仍将继续对经济活动构成压力，特别是在房地产等对利率敏感的行业。全球经济面临巨大挑战，经济指标走弱预示着更多困难。受全球经济衰退影响，2023 年全球原油需求预计会面临较大幅度的下滑，可能会令油价承压走弱。

3、欧美可能对俄罗斯原油出口价格设置上限

七国集团(G7)考虑对俄罗斯原油出口设定价格上限，该行为可能改变俄罗斯原油出口贸易流向，但是预计不会对俄罗斯原油产量和出口量造成太大影响。由于限价行为，还可能进一步压低俄罗斯对其他地区的原油出口价格。

技术面，美国 WTI 原油期货价格 2022 年下半年持续震荡下跌，屡创新低。WTI 原油价格在 95 美元/桶附近存在很大阻力，短期预计向上反弹已经很难再有效突破 95 美元一线。2023 年，WTI 原油价格重心可能进一步下移，价格波动区间可能在 60-95 美元/桶区间。国内 INE 原油价格可能在 400-660 元/桶区间运行。

分析师：范春华

从业资格号：F0254133

投资咨询号：Z0000629

电话：0755-23510056

邮箱：15048@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、行情回顾

2022年原油行情走势主要分为两个阶段：上半年主要以持续上涨为主，俄乌紧张局势以及全球原油供应偏紧主导了油价走势。下半年以震荡下跌为主，主要是因为欧美持续加息、全球经济衰退预期以及下半年全球原油供应略大于需求。

上半年原油价格持续上涨为主。2022年1月份东欧和中东地区的紧张局势加剧，市场担心原油供应中断，俄媒有报道称，乌克兰军队已经在乌东部地区部署了多管火箭炮等武器装备。OPEC+逐月增产40万桶的目标举步维艰，而全球原油需求可能会稳步复苏，国际油价持续上涨。2月初，美国得克萨斯州严冬风暴引发对美国最大页岩油田二叠纪盆地停产的担忧，地缘局势紧张也支撑石油市场气氛，美国得克萨斯州是美国产油最多的页岩油地区，二叠纪盆地页岩油产量占美国原油产量的近半。国际能源署2月份《石油市场月度报告》认为，鉴于闲置产能减少以及库存萎缩，石油市场“仅有少量缓冲能力”，如果欧佩克及其限产同盟国在增产方面持续存在困难，供应短缺的局面将加剧。从供应端来看，OPEC+每个月计划增产40万桶/天，对于油市降温作用有限。从实际的增产幅度来看，仅有25万桶/天左右，大大低于市场预期。2月下旬，俄罗斯发动对乌克兰特别军事行动，俄罗斯和乌克兰局势紧张，西方对俄罗斯实施制裁，市场担心俄罗斯对欧洲天然气和石油供应中断，国际油价继续震荡上涨。乌克兰危机继续加深，西方对俄罗斯实施经济制裁，加大了这些国家购买俄罗斯石油的难度。3月初国际能源署宣布，其成员国已同意从紧急储备中释放6000万桶石油，此举旨在缓解因俄罗斯对乌克兰的军事行动而引发的全球石油短缺担忧。但释放储备这一行为并没有有效引导油价下跌，反而进一步刺激了油价继续大幅上涨。3月中旬俄乌危机也出现缓和迹象，受高油价抑制需求预期以及个别产油国增产提议等影响，市场情绪降温，油价快速回调。3月下旬，俄乌局势继续僵持，油价反弹。4月份美国加大力度释放石油储备，国内疫情防控升级，油价震荡调整。5月份欧盟宣布计划对俄罗斯石油出口实施禁令，中国石油需求好转预期增强，国内疫情逐步得到控制，全面开启复工复产，稳经济的政策逐步出台，全球原油供应仍然紧张，国际油价继续走强。6月份美国为了控制通胀，宣布加息0.75%，并打算在7月份继续大幅加息，受此影响欧美股市持续下跌，IMF下调全球经济增速，国际油价6月份冲高回落。

下半年原油价格震荡下跌为主。2022年3季度国际原油价格持续震荡下跌。美国7-9月份连续三个月大幅加息，打压通胀的决心非常坚决，美元持续走强，加上美国石油抛储，WTI原油价格持续回调，表现最弱。此前市场预期伊朗核谈判可能最终达成协议，伊朗原油出口可能增加，也增强了原油空头的信心。尽管伊朗核谈判当时没有达成协议，但是对全球经济衰退和原油需求减少的预期推动油价持续走弱。国内原油价格3季度表现则明显强于国际油价，主要因为人民币对美元持续贬值以及6、7月份原油进口大幅下降、国内交易所原油仓单库存处于低位。2021年6-7月份我国原油进口量分别为4013万吨和4124万吨，而2022年6-7月份我国原油进口量分别为3582万吨和3733万吨，2022年6-7月份原油进口量同比大幅下降，国内原油供应相对国外更加紧张。加上国内高温天气能源需求比较旺盛，INE原油价格比国际油价表现更强。8月4日，据美媒报道，尽管炼油利润空间压缩，但是世界上最大的石油出口国沙特却继续上调销售至亚洲的原油价格。据沙特阿美表示，9月装运至亚洲的阿拉伯轻质原油的官方售价每桶较8月继续上调0.5美元，上调后的售价将较迪拜基准原油每桶升水9.80美元。沙特上调亚洲地区原油出口价格，也支撑了INE原油价格的相对强势表现。10月上旬油价上涨为主，主要受到OPEC+月度会议宣布从11月份开始减产200万桶/天的消息提振。10月中旬，市场担心全球经济衰退会影响到原油需求，国际货币基金组织下调全球经济增速，加上美国多次喊话表达对OPEC+不满，并且继续释放战略储备原油，欧洲经济数据疲软，导致油价从高位一路下跌。10月下旬，在多空因素博弈下，油价企稳后小幅震荡反弹。11月份国际原油价格冲高之后持续下跌。11月8日，EIA发布能源展望报告，数据显示，2022年10月全球原油供应为10163万桶/日，全球原油需求为9957万桶/日，10月当月全球原油市场供需格局为供应大于需求。从2022年四季度预测值来看，全球石油供应预期为10117万桶/日，全球石油需求预期为10100万桶/日，四季度供需格局预期为供应大于需求。美联储呼吁继续提高利率压低通胀，同时美元反弹，利空大宗商品。美联储官员布拉德表示美联储加息到目前为止对通胀影响有限，预计政策利率终点高于5%。在寻求降低通胀的过程中，美联储未来还将进一步加息。欧佩克发布的11月份《石油市场月度报告》将2022年全球石油日均需求增长预测下调了10万桶，预计2022年全球石油日均需求量9957万桶。10月份国内原油进口环比9月份大幅增加，11月份人民币对美元出现较大幅度升值，所以国内原油价格在11月份也出现大幅下跌，表现弱于国际油价。

图：我国INE原油主力合约价格走势



数据来源：博易云 国信期货

二、原油供需情况分析

1、全球原油供需

国际能源署最近发布的《2022 年世界能源展望》报告指出，能源危机令全球能源系统脆弱性和不可持续性凸显，或将推动各国及国际组织采取长期措施加速结构性改革，深刻改变现有能源供应体系。国际能源署表示，地缘政治事件和世界经济问题导致原油、天然气、煤炭等传统能源市场发生巨震，暴露了能源市场依旧非常脆弱的现状。除了采取短期措施保护普通消费者，许多国家政府也纷纷制定新计划推动能源转型。国际能源署表示，在该机构的建模历史上，所有化石燃料的需求将首次达到峰值或趋于稳定，而石油需求将在未来十年中期趋于平稳。

欧佩克发布的 11 月份《石油市场月度报告》将 2022 年全球石油日均需求增长预测下调了 10 万桶，预计 2022 年全球石油日均需求量 9957 万桶，比 2021 年日均增长约为 250 万桶，其中预计经合组织石油日均需求量 4612 万桶，比 2021 年日均增长 130 万桶，非经合组织石油日均需求量 5345 万桶，比 2021 年日均增长约 130 万桶。报告对 2023 年全球石油日均需求增长下调至 220 万桶，预计 2023 年全球石油日均需求量 1.0182 亿桶，其中经合组织日均需求量 4646 万桶，比 2022 年日均增长约 33 万桶，非经合组织石油日均需求量 5536 万桶，比 2022 年日均增长约 191 万桶。鉴于经济发展、卫生防控方式和地缘政治存在不确定性，石油需求预测面临挑战。

11 月 8 日，EIA 发布能源展望报告，数据显示，2022 年 10 月全球原油供应为 10163 万桶/日，全球原油需求为 9957 万桶/日，10 月当月全球原油市场供需格局为供应大于需求。从 2022 年四季度预测值来看，全球石油供应预期为 10117 万桶/日，全球石油需求预期为 10100 万桶/日，四季度供需格局预期为供应大于需求。

2023 年全球原油供应端，主要考虑两点：一是沙特主导的 OPEC+ 减产政策的问题，特别是在全球原油需求降低的情况下，是否会根据需求的变化来进行产量的调整；二是美国原油复产情况，特别是近两年高油价的刺激，能否令美国页岩油重新增产，这期间需要考虑新能源政策的问题。

2023 年欧佩克整体产量情况，预计将会保持稳定。产量的调整，需要考虑两点，一是在全球经济下滑的过程中，不仅沙特，包括伊拉克等提前减产来对冲需求下滑的担忧，这点从欧佩克的表态就可以看出，稳定市场预期是核心和关键；二是观察伊朗和美国的谈判进展，一旦解除相关的限制，将会释放大量的闲置产能，伊朗原油产量也将会迎来较大幅度的增长。而一旦放开限制，那么沙特将会主导欧佩克进行减产来进行对冲，而且不排除将会把伊朗纳入到减产体系中。所以欧佩克原油产量预计不会出现明显的超预期

增长，而是保持相对稳定。

图：全球石油供需



数据来源：卓创资讯 美国能源信息署 国信期货

2022年10月5日OPEC+第33次部长级会议决定，从11月起将原油日产量减少200万桶。考虑到OPEC+实际产出低于目标产出的情况，OPEC+减产政策“缩水”已是既定的事实。2020年以来，OPEC+减产政策在油市陆续再平衡的道路上贡献了比较大的力量，尤其是2020年5月开始的深化减产政策，对原油价格的稳健回暖提供了上行指引与托底支撑，不过，受到部分产油国投资不足、产出受限等因素影响，在后期复产过程中，OPEC+实际产量低于目标产量，产量缺口不断扩大，至2022年8月减产政策“理论”结束时，欧佩克10个减产国产量缺口仍在130万桶/日，OPEC+整体产量缺口维持在200万桶/日以上。

11月15日欧佩克发布最新一期月度能源报告，数据显示，欧佩克方面10个减产国原油产量合计为2521万桶/日，10月份产量缺口已经接近150万桶/日，叠加另外10个非欧佩克减产国的产出情况估测，预计10月份OPEC+整体产量缺口仍维持在250-300万桶/日。细分来看，OPEC+绝大部分产油国存在产量缺口，鉴于市场份额的大小不一，各产油国产量缺口幅度在1-100万桶/日不等。以10月份产量数据，与OPEC+新一轮减产政策给出的11月份产量计划表比对应来看，11月份OPEC+能够实行减产的产油国只有沙特、阿联酋、伊拉克、科威特、加蓬、阿尔及利亚这几个国家，可执行的减产额度在3-36万桶/日不等，合计最大减产额度也仅在80万桶/日左右，即便叠加个别非欧佩克减产国的少部分额度，OPEC+整体减产额度不足100万桶/日的可能性较大。

图：OPEC原油产量

(万桶/日)



数据来源：卓创资讯 国信期货

图：沙特原油产量

(万桶/日)



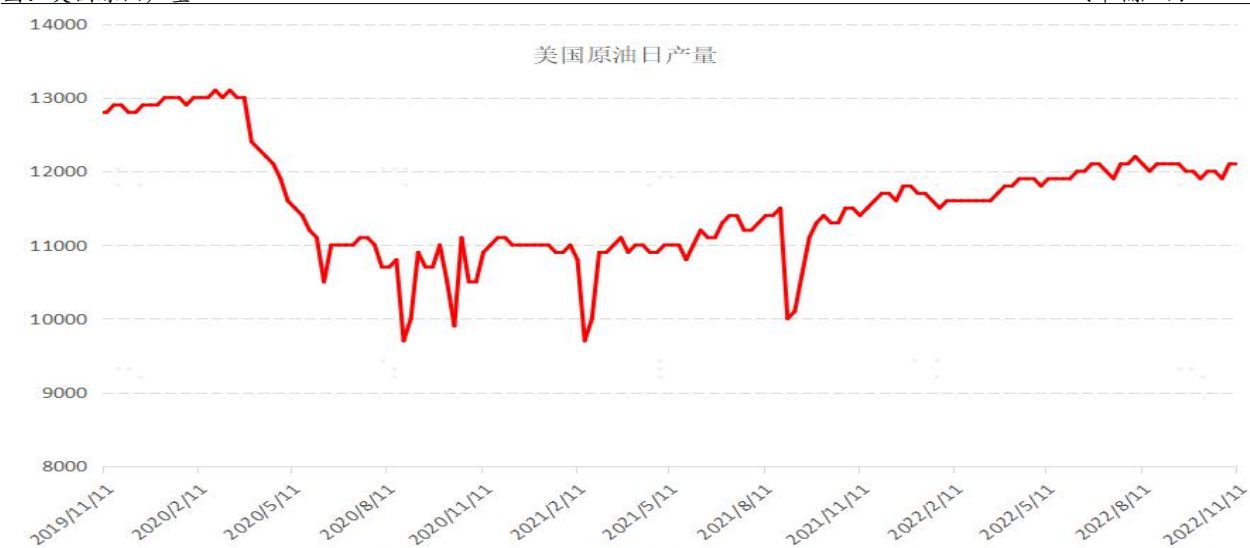
数据来源：WIND 国信期货

通用电气公司的油田服务机构贝克休斯公布的数据显示，截至 11 月 11 日的一周，美国在线钻探油井数量 622 座，为 2020 年 3 月以来高位，比前周增加 9 座；比 2021 年同期增加 168 座。美国原油产量稳定，美国能源信息署数据显示，截至 11 月 11 日当周，美国原油日均产量 1210 万桶，与前周日均产量持平，比 2021 年同期日均产量增加 70 万桶；截至 11 月 11 日的四周，美国原油日均产量 1202.5 万桶，比 2021 年同期高 5.3%。

2023 年美国原油能否大量增产显得尤为关键。美国的复产，核心是能源政策的问题，只要政府对于传统石油行业支持力度不足，就会导致上游投资缺乏，即使面对高油价刺激，增产效果也不明显。美国能源信息署预计 2023 年美国原油产量增量将高达 60 万桶/天，至 2023 年底将会上升到接近 1300 万桶/天的水平。关于美国原油产量的复产情况，需要持续的跟踪，特别是 2023 年全球经济进入衰退预期的背景下，美国页岩油产商将会面临抉择。考虑到美国的库存井和新投资的钻探井相对不足，闲置产能不足也是较大的制约产量增加的因素。

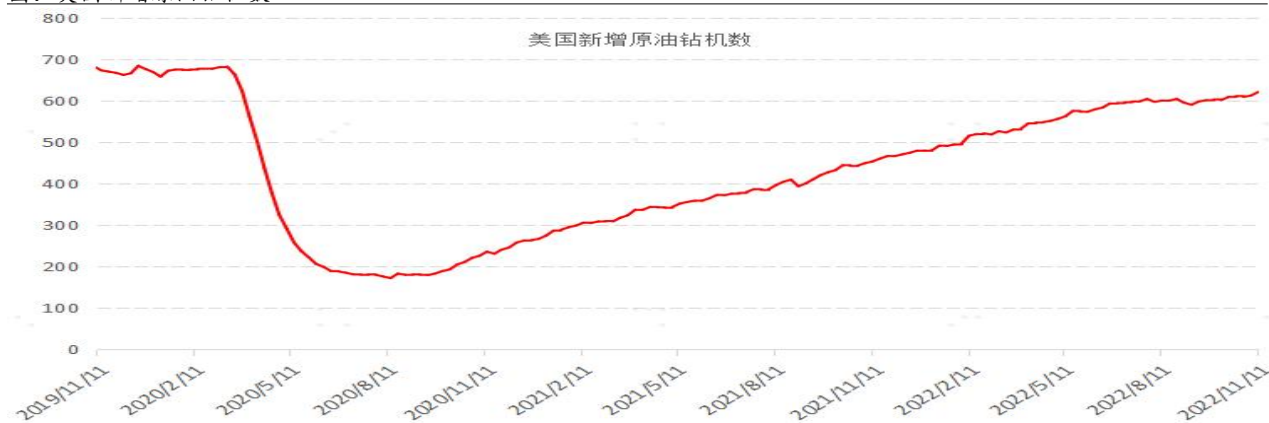
图：美国原油产量

(千桶/日)



数据来源：WIND 国信期货

图：美国新增原油钻机数



数据来源：WIND 国信期货

美国能源信息署数据显示,截至2022年11月11日当周,包括战略储备在内的美国原油库存总量8.27亿桶,为2021年3月份以来最低,比前一周减少950万桶;美国商业原油库存量4.35亿桶,比前一周下降540万桶;美国汽油库存总量2.08亿桶,比前一周增长221万桶;馏分油库存量为1.07亿桶,比前一周增长112万桶。商业原油库存比2021年同期高0.54%;比过去五年同期低4%;汽油库存比2021年同期低1.91%;比过去五年同期低5%;馏分油库存比2021年同期低13.18%,比过去五年同期低15%。美国商业石油库存总量下降654万桶。美国炼厂加工总量平均每天1615.2万桶,比前一周增加6.3万桶;炼油厂开工率92.9%,比前一周增长0.8%。备受关注的美国俄克拉荷马州库欣地区原油库存2561.7万桶,减少162.4万桶,为3月份以来的最大单周降幅。美国战略石油储备库存降至1984年3月以来的最低水平。过去的一周,美国石油战略储备为3.92亿桶,下降了410万桶,美国战略石油库存比2021年同期减少35.31%。

图：美国原油库存



数据来源：WIND 国信期货

图：美国能源信息署公布的美国原油库存每周增减数据



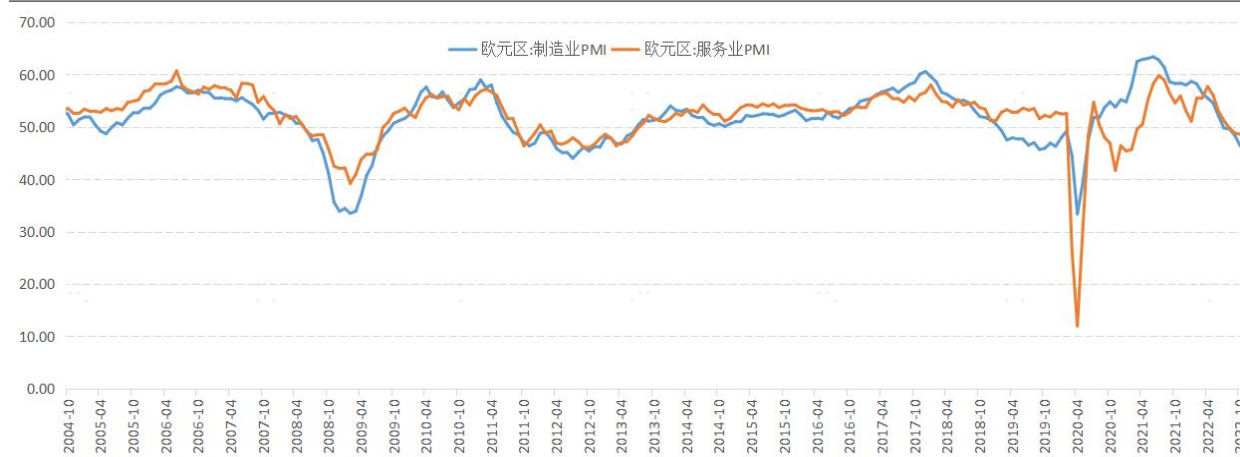
数据来源：WIND 国信期货

美国和欧洲经济有衰退的迹象，而且欧洲衰退迹象明显。面对美国目前的经济形势，多数经济学家表现出悲观的态度。根据美国全国商业经济协会发布的10月商业状况调查，近三分之二参与调查的经济学家认为，美国要么已经陷入衰退，要么可能在一年内陷入衰退。欧元区10月份PMI数据下降，证实了德国商业银行的评估，即德国经济将在2022年第四季度明显收缩。德国商业银行在一份报告中表示，所有迹象都表明经济将陷入衰退。高通胀导致购买力持续下降，给私人消费留下了深刻影响，尤其是服务业正充分感受到这一点的影响。欧元区制造业的情况更加严峻。制造业不仅受到私人家庭需求减弱的影响，电力和天然气价格的大幅上涨也使一些商品的生产无法盈利，因此尽管订单充足，企业仍在削减产量。英国经济的低迷程度可能会比欧元区更严重，英国可能已经在第三季度、欧元区在第四季度就已经开始陷入这样的情况了。

国际货币基金组织（IMF）10月11日发布《世界经济展望报告》，预计2022年全球经济将增长3.2%，与7月预测值持平；2023年全球经济增速将进一步放缓至2.7%，较7月预测值下调0.2%。报告指出，当前全球经济面临诸多挑战：通货膨胀率达到几十年来最高水平、大多数地区金融环境收紧、乌克兰危机以及卫生防控持续，严重影响全球经济增长前景。具体来看，发达经济体2022年预计将增长2.4%，较此前预测值下调0.1%；2023年将增长1.1%，较此前预测值下调0.3%。新兴市场和发展中经济体2022年预计将增长3.7%，较此前预测值上调0.1%；2023年将增长3.7%，较此前预测值下调0.2%。

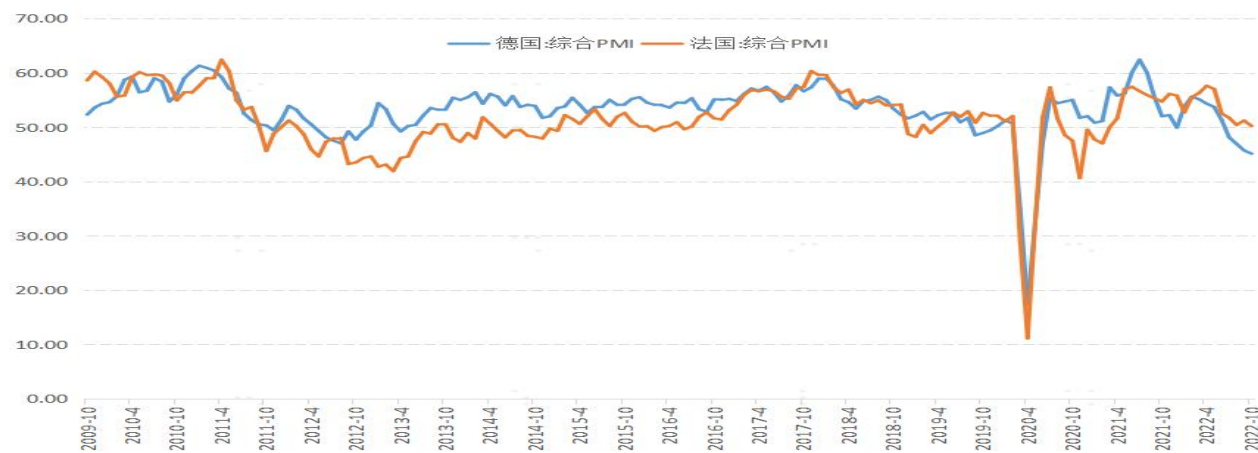
虽然一些主要经济体公布的第三季度GDP数据好于预期，但10月份的PMI数据显示第四季度增长疲软，特别是在欧洲。许多国家应当需要持续收紧财政和货币政策以降低通胀和解决债务脆弱性，IMF预计未来几个月许多G20经济体将进一步收紧政策。这些紧缩政策仍将继续对经济活动构成压力，特别是在房地产等对利率敏感的行业。全球经济面临巨大挑战，经济指标走弱预示着更多困难。

图：欧元区PMI指数表现



数据来源：WIND 国信期货

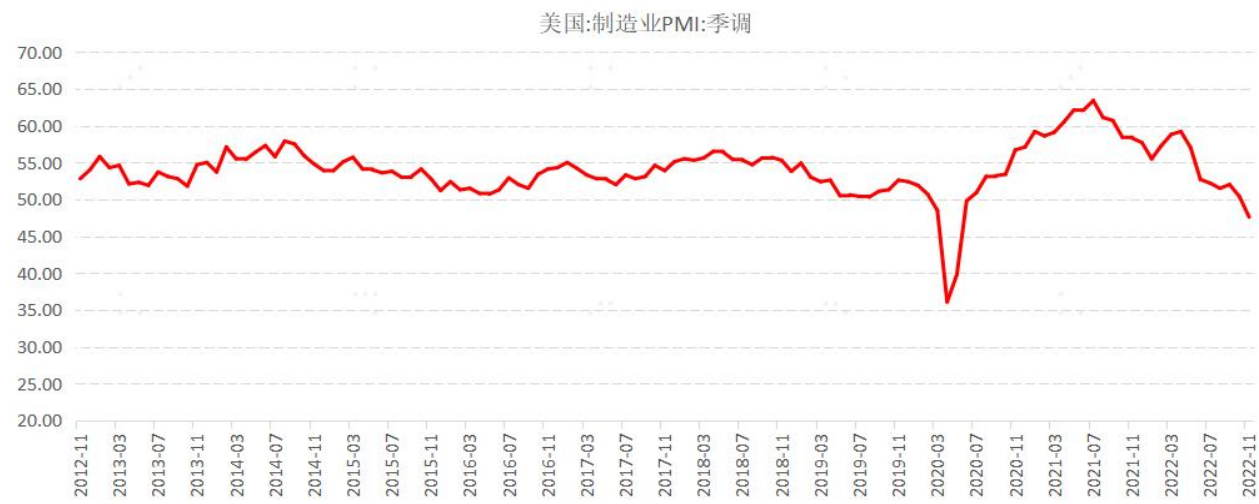
图：德国、法国综合PMI指数表现



数据来源：WIND 国信期货

美国商业活动连续第五个月收缩，11月，受需求萎缩、高通胀和借贷成本上升的影响，美国 Markit 服务业 PMI 和综合 PMI 创 2022 年 8 月以来新低；美国制造业 PMI 大幅下降至 47.6，创 2020 年 5 月以来新低。美联储呼吁继续提高利率压低通胀。美联储官员布拉德近期表示美联储加息到目前为止对通胀影响有限，预计政策利率终点高于 5%。在寻求降低通胀的过程中，美联储未来还将进一步加息。美国能源信息署指出，宏观经济环境的不确定性将对预测期的能源市场产生重大影响。基于标准普尔全球宏观经济模型，美国能源信息署预测 2023 年美国 GDP 略有下降，因而预测 2023 年美国能源消耗总量将下降。

图：美国制造业 PMI 指数表现

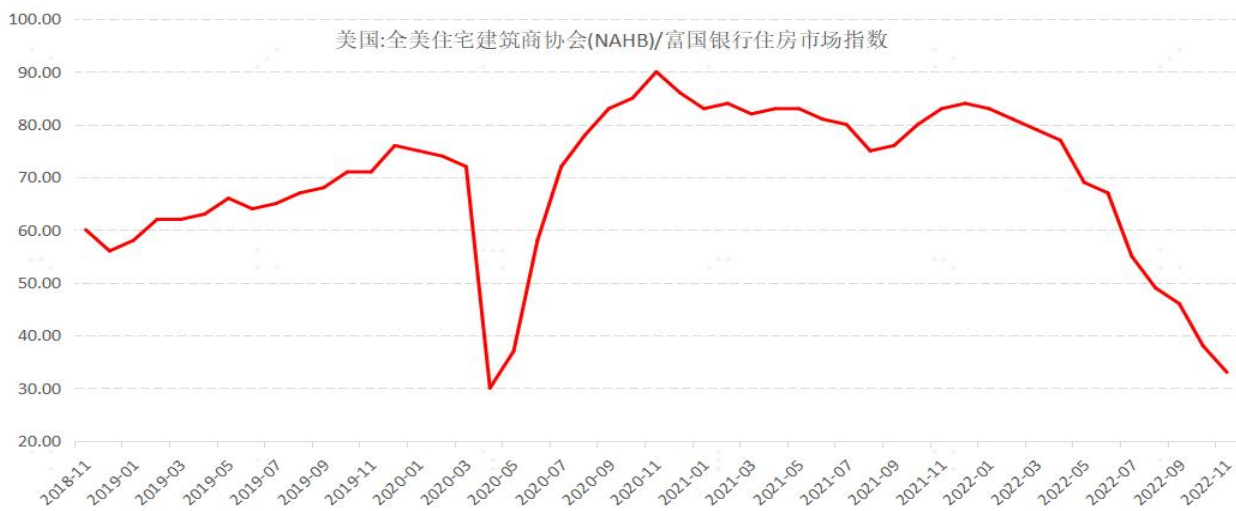


数据来源：WIND 国信期货

全美住房建筑商协会 (NAHB)/富国银行房地产市场指数是由全美住房建筑商协会 (NAHB) 与富国银行 (Wells Fargo)，根据对建筑商的调查，制作出一个数据，通过衡量建筑商对未来房产市场的看法来预测未来房地产市场走势。有时会影响市场走势，因为它是房屋销售以及整体支出的一个甚佳的领先指标。2022 年 11 月 16 日公布的美国 NAHB 房地产市场指数为 33，已经是连续 11 个月下跌并创出新低。

近几个月来，美国住房市场指数的下滑速度已经放缓，但可能仍未触及底部。房地产及相关活动在美国 GDP 中所占比重不到 10%，因此该行业后续可能会在不引发更大范围经济衰退的情况下继续降温。美国楼市已经处于“深度衰退”之中，且这一痛苦将很快蔓延至房地产领域以外，与房地产相关的零售销售预计也将受到打击。楼市衰退的时间越长、程度越深，美联储放慢紧缩步伐的压力就越大。

图：美国 NAHB 房地产市场指数表现



数据来源：WIND 国信期货

2、我国原油供需

我国是世界上最大的石油进口国，同时也是世界第二大石油消费国。2022年1-10月我国原油累计产量达到17097.5万吨，累计同比增长3%。据卓创资讯统计，截至11月23日，山东地炼一次常减压装置平均开工负荷64.05%，较前一周持平。近期，暂无炼厂装置检修或开工，多数炼厂负荷保持稳定。未来短期内暂无炼厂有检修计划，多数炼厂负荷保持平稳为主。预计近期，山东地炼一次常减压开工负荷或继续保持稳定，汽、柴油等产品供应相对充足。

图：中国原油月度累计产量

(万吨)

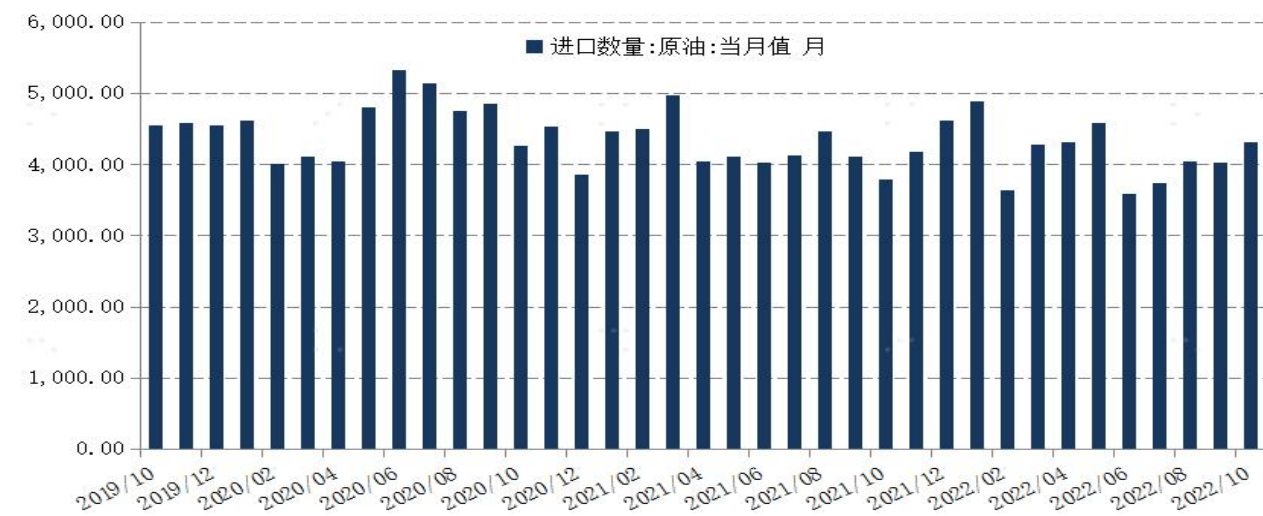


数据来源：WIND 国信期货

我国原油消费量有近70%需要通过国际市场进口。海关总署数据显示，2022年10月我国原油进口4313.63万吨，环比提升7.19%，同比增加14.13%。10月份原油进口量大幅提升，令年内进口量整体缩减幅度明显收窄，数据显示，1-10月我国原油进口量近4.14亿吨，较2021年同期缩减2.7%。根据统计局数据测算，2022年1-10月我国原油表观消费量达到5.8亿吨，进口依存度维持在70.65%的偏高位水平，进口资源依然是我国原油消费市场的有力补充。四季度国内炼厂检修计划相对较少，预计炼厂开工负荷维持稳健，从而对原油的消费量以及进口量形成支撑，预计四季度我国原油进口量维持稳健，2022年原油进口量有望达到5亿吨。

图：中国原油月度进口量

(万吨)



数据来源：WIND 国信期货

图：中国原油累计进口量

(万吨)



数据来源：WIND 国信期货

截至11月17日，上海国际能源交易中心公布的交易所原油仓单数据为425.1万桶，库存较前期197万桶低位出现明显累库。继续关注后市原油仓单库存变化。

图：INE原油注册仓单

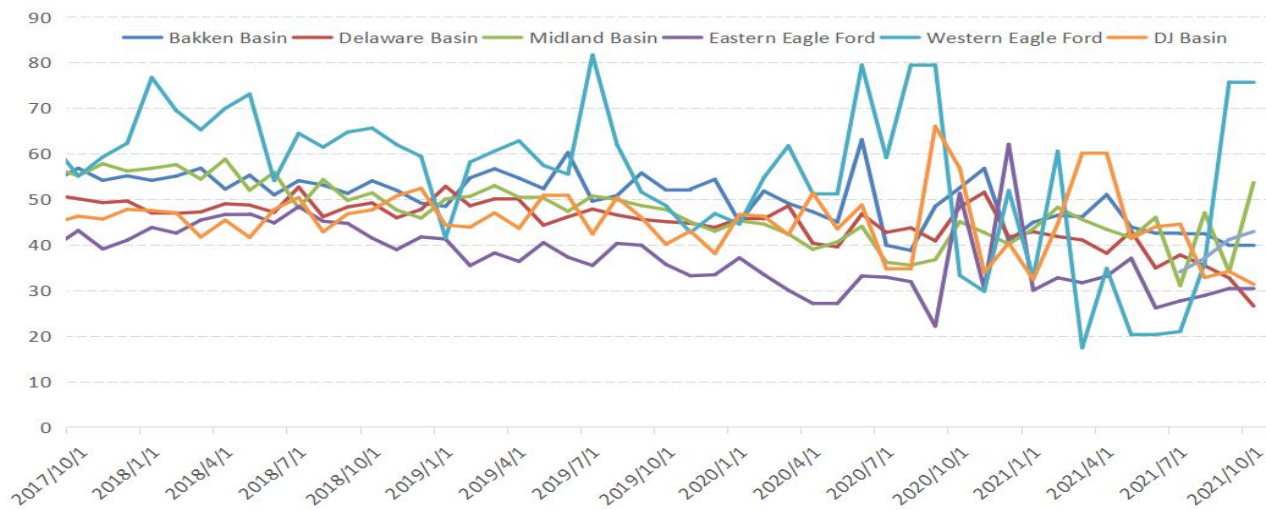


数据来源：INE 国信期货

三、美国原油开采成本及中东主要产油国财政盈亏平衡点

之前美国页岩油产区平均开采成本大概40-45美元/桶，2021年6-7月份美国原油平均开采成本已经下降至35美元/桶左右，但2021年10月底美国平均开采成本又回升至42美元/桶附近。随着通胀和人力成本上升，2022年美国页岩油开采成本也在增加。据美国能源信息署的数据，2020年6月美国随时可开采的油井超过8800口，达到峰值水平，然而到了2022年2月，这一数据下降至4400口以下，创2013年末以来最低水平。美国页岩油开采虽然迅速，但是油井枯竭速度也很快，生产商要不断钻探才能有足够油井可开采。但是由于疫情，许多页岩油生产商减少钻探，如今必须加倍钻探才能弥补之前大减的库存油井数量。随着劳动力等成本上升，即使增加投资也无法快速增加页岩油产量，一些规模较小的页岩油生产商因为经营成本高涨和很难找到足够人手，不得不放慢原油开采速度。为应对供应链紧张局面，美国总统拜登不顾环境影响以增加原油产量。拜登政府2022年6月向石油和天然气公司额外增加提供在联邦土地上至少8个州的钻探权。通用电气公司的油田服务机构贝克休斯公布的数据显示，截至11月11日的一周，美国在线钻探油井数量622座，为2020年3月以来高位，比前周增加9座；比2021年同期增加168座。在长时间持续高利润刺激下，随着美国新增钻探油井数量的增长，美国原油产量有望继续增加。

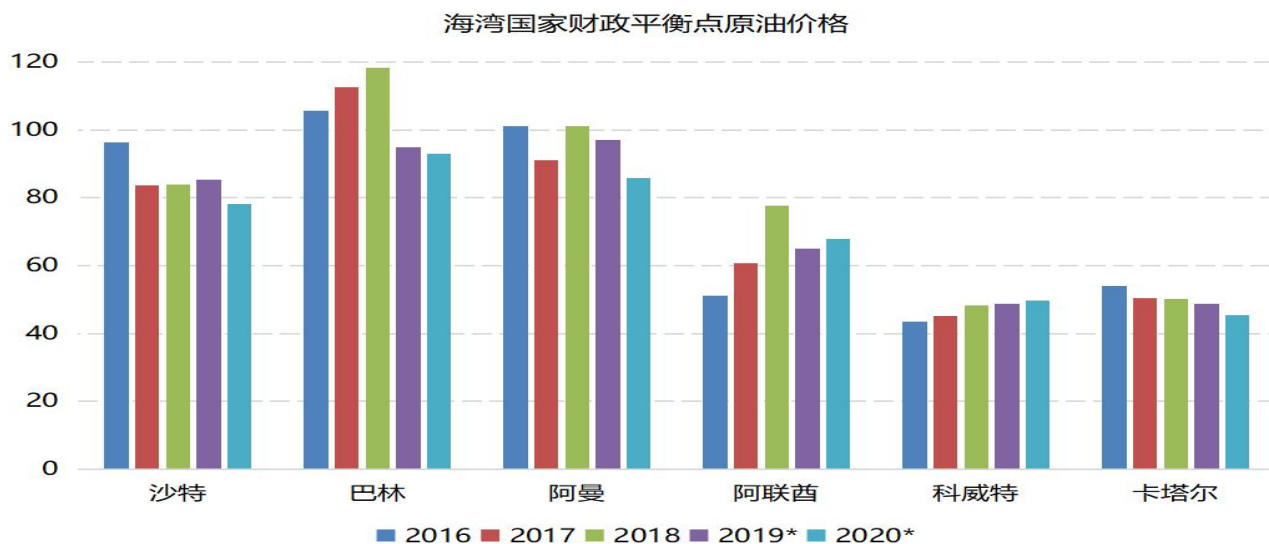
图：美国各主要页岩油产区开采成本



数据来源：BLOOMBERG 国信期货

中东主要产油国原油开采成本很低，基本保持在大约 10 美元/桶，但是这些国家经济结构单一，严重依赖原油出口创汇来维持国内的财政收支平衡。2020 年为了实现财政收支平衡，沙特原油出口价格需要达到 78 美元/桶，科威特、卡塔尔则需要原油出口达到大概 50 美元/桶。故当国际原油价格低于 30 美元/桶，这些原油主产国有很强的动力进行联合减产，通过统一行动达到减产保价的目的。沙特能源部长萨勒曼王子曾经表示，欧佩克及其减产同盟国有承诺、灵活性和手段来应对挑战，并提供指导，包括随时以不同形式减产。俄罗斯和沙特作为原油主产国，近年在努力调整经济结构，减少对原油出口的依赖。但是，俄罗斯由于受到欧美经济制裁，加上要维持军费等财政支出，在俄罗斯天然气对欧洲出口受到限制的背景下，俄罗斯原油对外出口依赖进一步增强。2022 年下半年俄罗斯原油产量节节攀升，创出新高。

图：海湾国家财政平衡点原油价格



数据来源：BLOOMBERG 国信期货

四、后市展望

展望 2023 年，影响国际原油价格主要事件因素：

1、俄乌局势未来发展方向

俄乌局势发展方向，主要有三种可能：第一种可能，冲突进一步升级，参与方和规模继续扩大。这种可能性比较低，因为如果冲突再升级扩大，将是人类难以承受的灾难，相关利益方预计会控制确保冲突不再大规模升级。第二种可能，维持当前现状，俄罗斯处于守势，守住乌东四洲，乌克兰展开小规模来回拉锯战。第三种可能，俄乌和谈，尽快结束冲突。由于谈判双方要价差距太大，短时间内和谈成功可能性预

计也非常低。但是只要不出现第一种情况，只要冲突不会大规模升级，那么油价就难以再大幅上涨。

2、全球原油供需变化

全球原油供应端：2022年下半年俄罗斯原油产量持续增加并创出新高，俄罗斯原油日产量已经超过1200万桶/天，由于受到欧美经济制裁，以及北溪天然气管道遭遇破坏导致俄罗斯对欧洲天然气出口减少，俄罗斯对原油出口的依赖度进一步增加，俄罗斯主动减产原油或者减少原油出口的可能性不大。在高利润刺激下，美国原油产量2023年有望继续增加，从当前1210万桶/天可能增产到1300万桶/天附近。伊朗原油产量稳中也可能有增加，主要看伊朗和美国谈判进展，如果美国完全取消对伊朗制裁，伊朗日产量可能额外增加150万桶左右。以沙特为首的欧佩克原油总产量可能维持稳定为主，除非国际油价出现深度下跌至60美元/桶下方，否则欧佩克不会有实质性大规模减产。欧佩克可能口头小规模减产来稳定油价，但是各主要产油国之间为了争夺市场份额，不到万不得已，不会主动大规模减产。2023年全球原油总供应量预计会稳中有增。

全球原油需求端：由于欧美持续加息，对于经济的负面影响必然会逐步显示出来。美国房地产市场已经处于“深度衰退”之中，且这一痛苦将很快蔓延至房地产领域以外，与房地产相关的零售销售预计也将受到打击。IMF预计未来几个月许多G20经济体将进一步收紧政策。这些紧缩政策仍将继续对经济活动构成压力，特别是在房地产等对利率敏感的行业。全球经济面临巨大挑战，经济指标走弱预示着更多困难。受全球经济衰退影响，2023年全球原油需求预计会面临较大幅度的下滑，可能会令油价承压走弱。

3、欧美可能对俄罗斯原油出口价格设置上限

七国集团(G7)考虑对俄罗斯原油出口设定价格上限，该行为可能改变俄罗斯原油出口贸易流向，但是预计不会对俄罗斯原油产量和出口量造成太大影响。由于限价行为，还可能进一步压低俄罗斯对其他地区的原油出口价格。

技术面，美国WTI原油期货价格2022年下半年持续震荡下跌，屡创新低。WTI原油价格在95美元/桶附近存在很大阻力，短期预计向上反弹已经很难再有效突破95美元一线。2023年，WTI原油价格重心可能进一步下移，价格波动区间可能在60-95美元/桶区间。国内INE原油价格可能在400-660元/桶区间运行。

图：美国WTI原油期货连续合约价格走势



数据来源：博易云 国信期货

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写编译，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其它人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。