

2023 年报

华安期货

投资咨询业务资格

证监许可[2011]1776

能源化工研究组

陆哲远 高级分析师

从业/投资咨询证号：

F3021654/Z0013532

安然 分析师

从业/投资咨询证号：

F3059693/Z0017288

电话：0551-62839752

Email: tzzx@haqh.com

网址: www.haqh.com

华安期货温馨提示：

“期”待诚信

“货”真价实

供需皆回归 原油中性偏强

——2023 年原油市场展望

2022 年 12 月 20 日

要点提示：

1. 通胀预期见顶，高利率政策或将延续。
2. 多项刺激经济政策出台，国内经济前景向好。
3. 国内推动常态化疫情管理。
4. 国际油市不宜过分悲观，美政府补充SPR的价格托底。
5. 俄罗斯的产能或将在23年恢复正常。
6. 美页岩油增产乏力，OPEC+仍将成为增产主力。
7. 服务业正常化，周期性反弹推动能源需求回升。

市场展望与投资策略：

关注重点：随着能源价格的快速回调，市场对于高通胀的担忧逐渐消退，考虑到“工资-通胀”螺旋风险，各国央行23年或将继续维持高利率政策。国际油市供给偏紧格局趋缓，俄乌局势或将迎来停火的曙光，俄油产量预期正常恢复，同时中国常态化疫情管控带来较强的需求预期，供需皆回归的背景下，2023年国际油价不宜过度悲观，预计价格中枢运行区间在70-90美元/桶。

投资策略：关注俄乌局势缓和迹象及国内社会面经济恢复情况，仅供参考。

目录

一、行情回顾.....	1
二、宏观市场展望.....	2
2.1 国际：通胀预期见顶，高利率政策或将延续	2
2.2 多项刺激经济政策出台，国内经济前景向好.....	3
2.3 国内推动常态化疫情管理.....	3
三、国际油市展望.....	4
3.1 国际油市不宜过分悲观，美政府补充 SPR 的价格托底.....	4
3.2 俄罗斯的产能或将在 23 年恢复正常.....	5
3.3 美页岩油增产乏力，OPEC+仍将成为增产主力.....	6
3.4 服务业正常化，周期性反弹推动能源需求回升.....	7
五、市场展望与投资策略.....	8
免责声明.....	9
联系我们.....	9

图表目录

图表 1：2022 年原油期价走势	1
图表 2：M2 同比预测与美国 CPI 同比	2
图表 3：国债长短期利率差与 ZEW 景气指数.....	2
图表 4：香港感染人数和社会面流动性变动图.....	4
图表 5：台湾感染人数和社会面流动性变动图.....	4
图表 6：SPR 的购买和释放	5
图表 7：俄罗斯原油产量变化.....	5
图表 8：美国原油产量变化.....	7
图表 9：沙特阿拉伯原油产量变化.....	7

一、行情回顾

年初-3月受俄乌战争突发事件影响，国际油价开年暴涨，迅速突破100美元/桶关口，供需偏紧的格局叠加地缘冲突导致短期看涨情绪升温，油市供需预期随着油价升高悄然转变，伊核谈判及OPEC+增产都会冲击国际油市，而俄乌冲突结束后美联储加息压力会造成一定宏观风险。

3月-6月美国通胀有见顶迹象，但欧美对俄能源制裁风波仍未结束，全球能源库存水平持续走低，夏季用油高峰带来的能源短缺压力犹在。短期原油产量增长有限，原油消费刚性仍存，地区供需错配的现象严重。

7月-8月中下旬国际原油价格小幅回落，全球经济衰退风险叠加美联储加息给原油等风险资产带来较大压力，另一方面紧张的地缘政治以及较低的原油库存为油价提供一定支撑。

8月底-10月中旬国际油价高位震荡，主要原因是夏季用油高峰后成品油库存偏低，汽柴油裂解价差高位维持，支撑原油价格，同时俄乌战场出现新变化以及欧洲能源库存超额储存，能源危机发生的可能性降低，利空能源价格走势，同期天然气价格暴跌。

11月初至今美国联合多国释放SPR打压油价，叠加OPEC+减产乏力，欧美对俄油制裁由全面禁止转向限价销售，市场对于明年油市供需情况观点不一，恐慌情绪下油价快速回落。

图表 1：2022 年原油期价走势



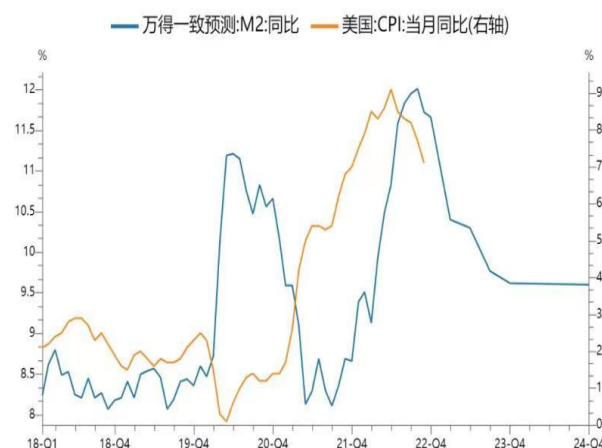
数据来源：华安期货投资咨询部；

二、宏观市场展望

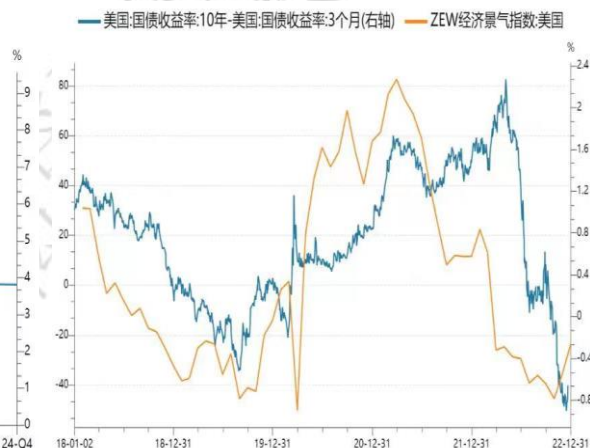
2.1 国际：通胀预期见顶，高利率政策或将延续

美国通胀率自 6 月以来缓慢下行，欧洲 11 月份通胀率 17 个月来首次放缓，随着国际能源价格大幅回落，欧美社会高通胀现象预期见顶，数据显示市场 M2 的预期值相较 CPI 领先 4-6 个月左右，符合市场预期。现在市场担心的是通胀回落的速度与所付出的经济代价是否匹配，是否需要除了货币政策之外的其他手段帮助控制物价水平。通胀导致美联储和其他央行官员冒着经济衰退的风险，通过加息逐步提高利率。由于美元在全球的主导地位，这也意味着将其他国家置于经济衰退的风险之中。欧洲央行行长近期表示，通胀仍有上行风险，需要为降低通胀进一步加息。“任何认为欧央行即将转向的人都错了，我们没有转向、没有动摇。”此外英国央行也暗示，即便衰退将至，也要为压低通胀继续加息。各国央行持续缩表的表态加剧市场对于全球经济衰退担忧。

图表 2：M2 同比预测与美国 CPI 同比



图表 3：国债长短期利率差与 ZEW 景气指数



数据来源：华安期货投资咨询部；

即便全球通胀率见顶回落，不代表美联储政策的快速转变。一方面美国经济未见明显的衰退迹象，劳动力市场依旧表现强劲：从用工需求来看，未来美国进入去库周期将带动资本开支增速回落，资本开支同比增速与招工需求有较强正相关性。大型企业裁员说明企业的招工需求在衰退压力下正在衰减，就业数据明显滞后。另一方面美联储官员更为担心的“工资-通胀”螺旋风险仍难言平息，高工资必然会引起商品价格上涨，然而物价上涨又迫使工人要求提高工资。过去两个月的通胀报告中，不包括能源和房租的服务价格并未出现确定性回落趋势，“抗通胀”的工作仍需要继续努力。此外来自中金公司的观点认为由于过去一段时间美股反弹，金融条件转向宽松，居民部门实际购买力和经济条件增加，不排除美国经济在通胀回落下，未来需求有所反弹，从而再度推高通胀的可能。近期美联储戴利也暗示可能会保持利率在峰值水平到 2024 年，如果必要，她准备让利率保持在峰值更长时间。

而目前市场预期 2023 年下半年会降息。在过去的几轮加息周期中，美联储维持利率在峰值的时间平均为 11 个月。美联储究竟会将限制性利率保持多长时间将取决于数据。

2.2 多项刺激经济政策出台，国内经济前景向好

2023 年是全面贯彻落实党的二十大精神的开局之年，保持经济稳定增长的政治、经济意义巨大。近期中央政治局以及中央经济工作会议相继召开，为 2023 年经济工作定调，要着力推动高质量发展，更好统筹疫情防控和经济社会发展，更好统筹发展和安全，同时大力提振市场信心，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，有效防范化解重大风险，推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步。

我们注意到中央的会议纪要中出现了不少新提法，比如“要把恢复和扩大消费摆在优先位置”、“支持平台企业在引领发展、创造就业、国际竞争中大显身手”等意味着货币精准调控、积极的财政政策及扩大内需、支持就业等举措预计将为房地产、消费、数字经济、民营企业及外商投资带来更好的机会。我们已经从近期“三支箭”政策组合全部射向房企融资领域看出了国家对于地产经济的支持力度。

在经济全球化受阻的当下，国际政治经济局势错综复杂，全球经济衰退风险犹在，国内经济重要支柱之一的出口预期回落，明年国家经济的工作重心将回归需求。一方面要保障居民收入鼓励居民消费，支持住房改善消费与新消费，消费重心不但要覆盖城市更要走向农村，中央政府、地方政府和企业合作向特定居民群体发放收入补贴和消费券；另一方面实行积极的财政政策，各级政府扩大杠杆加大新基建投资，同时实行有效的刺激政策有效带动全社会低碳投资。中国作为少数未在疫情冲击下损失大量财富和劳动力的工业国家，在多项刺激经济政策出台后，国内经济有望快速恢复，并为全球经济复苏贡献力量。

2.3 国内推动常态化疫情管理

随着中国国务院联防联控机制公布了进一步优化疫情防控的十条针对性措施“新十条”，国内疫情防控进入一个新的阶段，由于新十条较以前的防控措施有较大改变，市场对于国内开放政策反映强烈。此后北京、上海、重庆、广州等多地或召开新闻发布会，部署落实“新十条”，优化当地疫情防控措施。

我们认为常态化疫情管控不意味着对疫情的妥协和躺平，更像是主动的优化，国家的考量很大程度上照顾了社会经济发展需要以及人民生活的便利需要。作为拥有全世界最多人口的国家，在疫情放开的初期我们的感染人数会出现明显的增加，冲击会超过世界上任何一个国家，所以我们的过渡期或将持续一段时间，不会

立即全面的放开。从中国香港、中国台湾的放开经验来看，亚洲国家在开放初期特别是第一季度会经历经济的短暂滑坡，而西方国家在开放后经济会迅速恢复，主要原因在于亚洲国家和西方的经济结构不同，我们的经济结构以第二产业也就是制造业为主，疫情会对生产环节产生较大的冲击，而欧美国家的经济结构以服务业为主，服务业在开放后会获得较大的提升。同时由于中国的人口基础较大，在经历了第一波病毒的袭扰后，随着病毒毒株的不断变异，社会面仍可能存在零星的几波短期的感染冲击。

同时由于国内老年人接种疫苗的比例只有 40%，对于防止公共医疗资源挤兑是极其不利的，老人存在的基础疾病较多且免疫力较差，如果不接种疫苗则病毒引发重症的可能性极高。以香港为例，在开放前香港 80 岁以上的老人中接种疫苗的不足 4%，直接导致公共医院的救治压力极大；而台湾的情况却恰恰相反，在开放前中国台湾省 75 岁老年人群接种疫苗的比例超过 56%，所以医疗系统并没有因为老年病患较多而过载，所以积极推动老年人群接种疫苗将是我国后续卫生防疫工作的重点，同时也是经济能否走向正常恢复的关键。

此外，亚洲国家在开放后普遍出现了社会面流动性大幅降低的情况，由于感染者人数不断增加以及居民消费欲望的降低的刺激下，第一季度的经济下滑相对显著，但是当社会面感染高峰过去时，经济恢复较快同时会保持正常增长态势。

图表 4：香港感染人数和社会面流动性变动图



图表 5：台湾感染人数和社会面流动性变动图



数据来源：华安期货投资咨询部；

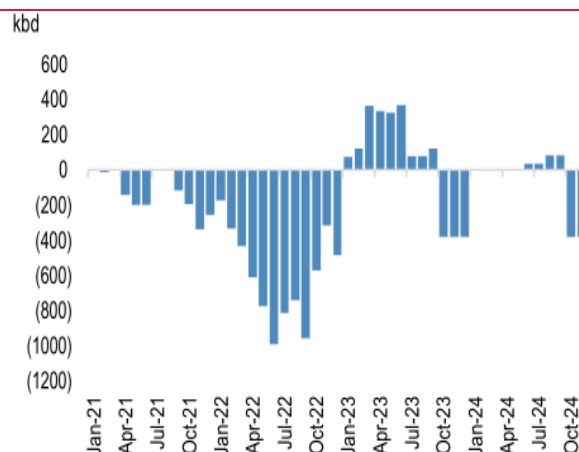
三、国际油市展望

3.1 国际油市不宜过分悲观，美政府补充 SPR 的价格托底

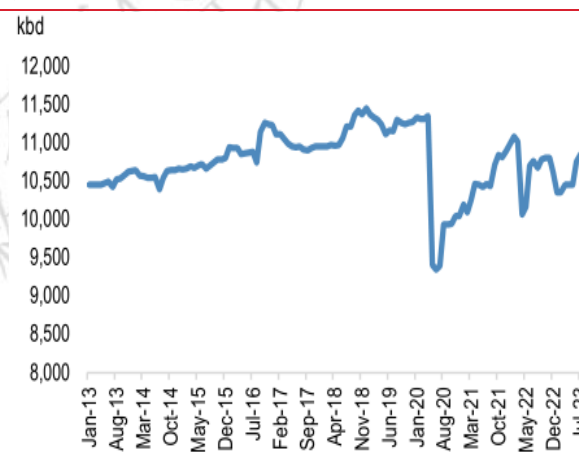
我们对于国际油价的观点相对中性，预计明年国际油价的价格中枢在 70-90 美金/桶运行。排除掉极端风险事件的影响外，预期油价整体走势会相较今年平稳很多。

当前美政府 SPR 战略石油储备水平偏低，22 年 4 月美总统拜登宣布从美国储备中释放多达 1.8 亿桶石油，为美国历史上最大的石油储备释放，同时协调西方盟友国家的战略储备，为了打压日益高涨的国际油价。10 月为了针对 OPEC+ 减产决定，美能源部又在 11 月份追加 1000 万桶 SPR，两次释放令美国战略能源储备水平降至历史新低。随着市场需求预期回落，以及美国继续缩表带来的宏观政策风险，大宗商品价格出现回落，市场风险偏好降低，国际油价回落，拜登的高级能源顾问 Hochstein 表示，美国需要回购 2 亿桶石油来补充战略石油储备；能源部官员甚至表示，能源部正寻求暂停出售国会授权的战略石油储备，以便补充紧急储备，“我们试图补充战略石油储备的同时，不应该继续释放石油储备。”市场对于美政府回购 SPR 的价格区间预期基本一致，在 WTI68-72 美金/桶之间，这一油价的政策底相对坚挺。来自 JPM 的分析师认为美政府补充 SPR 的最佳窗口期在 23 年的上半年，目前随着圣诞前期国际油价的大幅下跌，美政府市场采购的窗口期似乎已经提前到来。

图表 6：SPR 的购买和释放



图表 7：俄罗斯原油产量变化



数据来源：华安期货投资咨询部；WIND

3.2 俄罗斯的产能或将在 23 年恢复正常

俄乌战争 23 年 2 月爆发以来以历时 10 月有余，目前冲突已经逐渐进入拉锯期，国际油价供给端的影响暂缓，叠加今年入冬以来，随着气温的逐渐降低，欧洲能源短缺问题并未发酵。23 年下半年美欧消费国与 OPEC+ 产油国联盟之间的长期拉锯暂时告一段落了，OPEC+ 近期宣布不继续执行减产策略后，原油供给矛盾减弱，对于需求预期的担忧致使国际油价高位回落。

俄罗斯在乌克兰战场进展的相对不顺利，自 9 月初乌克兰在哈尔科夫地区反击以来，俄军在战场接连失利，丢失了大片的区域。11 月甚至主动收缩防线，将已经公投入俄的赫尔松市放弃。由于前线战场损失惨重，俄罗斯各地区已经取消了 23 年除夕夜的烟花庆祝活动，目前俄乌在东部顿涅斯克地区仍存在激烈交火，俄

罗斯保留了对乌全境的战略轰炸计划，摧毁乌境内的基础设施，从而瓦解基辅当局的抵抗意志。

然而俄罗斯自身也损失惨重，来自欧美发达国家的武器弹药援助让俄罗斯装甲损失惨重，同时欧盟对俄实施了连续 9 轮制裁，制裁范围几乎覆盖俄境内所有经济活动，金融、科技、进出口等全方位的制裁使俄罗斯经济遭到重创。22 年二三季度和三季度，俄罗斯的国内生产总值相比于去年同期都萎缩了 4% 左右。以汽车工业为例，由于极度缺乏电子元器件和关键零部件，有很大一部分新生产的汽车没有配备安全气囊、防抱死系统、车身电子稳定系统等，22 年上半年俄罗斯车辆生产下降了 40%，11 月俄罗斯向印度提交了一份购买清单，里面包含 500 多种汽车、飞机和火车等所需的零部件，可见西方世界的围堵对俄工业造成了毁灭性打击。

与此同时，欧美国家由于对俄能源、原材料的制裁导致国内社会通胀高企，欧洲工业由于缺乏能源近乎停摆，大量对乌克兰的军事援助致使大部分北约国家弹药库告急，经济援助也使得欧洲国家的财政持续紧张：受能源危机影响，德国 2023 年新增净负债预计达到 456 亿欧元，远超先前预计的 172 亿欧元；英国财政大臣近日在议会公布秋季预算案时表示，英国政府将在未来几年内提高税收和减少财政支出。因此虽然欧美国家在俄乌战场上取得了优势，但是国内经济受此影响损失惨重。由于战场上的僵局不断持续，我们认为 23 年俄乌战争存在签署临时停火协议的可能性，近期包括美国总统拜登、法国总统马克龙在内的西方领导人表示愿意与俄罗斯就停火问题展开谈判，战争对双方来说消耗的资源巨大越拖越无力。虽然停火协议并不能完全解除对俄罗斯的全部制裁，美财政部长耶伦也表示一些制裁可能在停火协议后继续生效，但对于全球紧张的能源供给局势来说无疑是较大的缓和。我们预计西方对俄制裁中最容易松绑的地方集中在能源领域，特别是原油的进出口贸易，考虑到欧美对俄油的需求确定性较高，同时中国和印度一直维持着俄油的大量采购，俄油对非西方卖家的交付能力依旧持续，所以我们预计俄油或将在 2023 年恢复正常的生产及出口活动。

3.3 美页岩油增产乏力，OPEC+仍将成为增产主力

从 2020 年新冠疫情爆发以来，国际油价波动剧烈，对于能源产业的冲击影响深远，特别是对于资本市场相对发达的美国，低油价对美国页岩油的增产势头无疑形成了重创。美国页岩油企业自 2015-2020 年依靠大量资本投入，举债进行页岩油井的勘探和油气的开采，一时间市场对于能源前景普遍看好，随着全球经济步入下行轨道，能源需求高增长的态势逐步被证伪，以及中美欧多国宣布进行低碳转型，发展绿色新能源，传统化石能源投资由于回报周期偏长（普遍 20 年以上）规模大幅萎缩。统计显示，美国页岩油产量已从 2020 年 5 月创下的 970 万桶/天的低点反弹至 2022 年 9 月的 1230 万桶/天，但仍低于疫情前创下的 1300

万桶/天的纪录。在本届美国政府的领导下，石油公司也在重新安排自己的工作重点。除了持续严格的资本纪律外，两年来私人运营商的油井产量持续低于公共运营商以及油井生产率低于预期都是造成产量增长个位数的原因。此外，与前几届政府相比，拜登政府对于石油行业的利好偏少，对高昂的油价增收暴利税以及向美国股东返还现金已取代生产增长等措施也严重挫伤了页岩油企业的生产积极性。同时疫情封锁带来的问题也一直存在，比如压裂砂和钢管等物资短缺，以及劳动力短缺。总之，页岩油的增产之路道阻且长。随着美国石油产量增长的放缓，如果 OPEC 重新获得控制权，对欧洲来说，这比美国产量增长放缓的消息还要糟糕。OPEC 最近几个月多次表示，它有自己的议程，而且与欧盟的议程不同。

图表 8：美国原油产量变化



图表 9：沙特阿拉伯原油产量变化



数据来源：华安期货投资咨询部；EIA

目前全球原油生产主要还是依赖 OPEC 产油国的不懈努力，一方面全球经济增长放缓、通胀飙升和高利率对石油需求的影响是“持续谨慎”的原因，OPEC+ 希望确保市场稳定。在此前 OPEC+ 部长级会议上，各方同意从 11 月起减产 200 万桶/日，约相当于全球需求的 2%，这部分缺口随着俄罗斯产量恢复正常将会被填补甚至超出；另一方面地缘政治、疫情因素导致非中东产油国产量不尽如人意，尼日利亚、利比亚、委内瑞拉产量始终低于预期，而中东地区相对和平，海湾国家的产量趋于稳定，来自东亚和欧洲的买家对于此地的能源采购竞争激烈。持续的高油价将推动中东的 GDP 增长从 2021 年的 4.1% 升至 2022 年的 5%，原油收入带来的意外之财带来了更大的财政灵活性和外部平衡盈余，使海湾成员国能够继续为其多样化努力提供资金，同时改善外交关系为加强区域和全球一体化提供了可能性。

3.4 服务业正常化，周期性反弹推动能源需求回升

2023 年全球能源需求增长的确定性较高：1) 中国的常态化疫情管控，在国内历时三年的动态清零政策后国家决定进一步放宽疫情管控，市场对于明年中国

经济复苏的确定性较高：过去我国抗击疫情的优势和潜力非常巨大，预期在经历短期开放的阵痛后，由于劳动力基础优势以及供应链体系并未遭受破坏，国内市场的消费意愿和信心或将增加。同时国家明年稳增长保经济的决心以及政策空间巨大，2023年是党的二十大报告实施的开局之年，以积极的财政政策和稳健的货币政策相结合，扩内需促消费的大项目或将成为中国经济的新支柱。虽然受国外库存饱和的影响，国内出口周期预期见顶，但是我国的内需支撑以及对外资本输出空间依然巨大，对于成品油消费来说无疑是利好的。2) 虽然全球2023年步入周期性衰退的可能性较大，惠誉近期下调了对2023年汽油价格的预测，主要是因为宏观经济预期疲软，“一些汽油消费大国对汽油的需求不断走弱，这导致我们的前景不容乐观，2023年全球经济同比增长将为2.0%左右，低于2022年的同比增长3.1%。”但原油消费特别是汽柴油消费的刚性需求犹存，原油需求的周期性反弹增速会高于经济复苏推动下的能源需求回升。摩根大通的分析师认为疫情的影响会在2023年得到大幅消除，得益于汽油、柴油、航空煤油的恢复性需求，现代社会经济的重要组成部分服务业，特别是旅游业的发展水平会恢复到疫情前的水平，将会提供1.3百万桶/日的需求增长。

五、市场展望与投资策略

关注重点：随着能源价格的快速回调，市场对于高通胀的担忧逐渐消退，考虑到“工资-通胀”螺旋风险，各国央行23年或将继续维持高利率政策。国际油市供给偏紧格局趋缓，俄乌局势或将迎来停火的曙光，俄油产量预期正常恢复，同时中国常态化疫情管控带来较强的需求预期，供需皆回归的背景下，2023年国际油价不宜过度悲观，预计价格中枢运行区间在70-90美元/桶。

投资策略：关注俄乌局势缓和迹象及国内社会面经济恢复情况，仅供参考。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。

联系我们

华安期货有限责任公司

安徽省合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心超高层写字楼 40、41 层

电话：400-882-0628、62839752