



金融投资专业理财

原油

2022年6月26日

供应呈结构性失衡 原油高位强势震荡

摘要

展望下半年，乌克兰局势持续动荡，欧盟分阶段禁运俄罗斯石油，俄罗斯供应风险仍主导油市行情演变逻辑。美联储加快紧缩政策给经济增长和金融市场造成实质性冲击，经济滞胀风险上升，加剧金融市场波动幅度。供应端，OPEC+将于8月份正式结束减产协议，预计将延续稳健增产政策；美国原油呈现小幅增产；欧美对俄罗斯石油实施禁运，俄罗斯原油产量出现下滑，贸易重心转向中国、印度等亚洲地区。需求端，三季度北半球夏季出行高峰，四季度冬季取暖油需求增加，后疫情时代原油需求恢复正常水平，但需关注经济放缓及高油价对需求负反馈影响。

整体上，欧美对俄罗斯石油实施禁运，全球原油供应呈现结构性失衡，欧美成品油市场供应紧张，供应端缺乏弹性支撑油市，而欧美央行采取紧缩政策，欧美对油价干预政策，高油价对需求负反馈等因素加剧油价震荡幅度。预计原油期价呈现高位强势震荡走势，趋于倒N型走势；WTI原油主力合约价格处于88美元/桶至125美元/桶区间波动，布伦特原油主力合约价格处于92美元/桶至130美元/桶区间运行。上海原油对布伦特原油呈现贴水，预计上海原油期货主力合约处于560-780元/桶区间运行。

瑞达期货研究院
投资咨询业务资格
许可证号：30170000

分析师：
林静宜
投资咨询证号：
Z0013465

咨询电话：059586778969
咨询微信号：Rdqhyjy
网 址：www.rdqh.com

扫码关注微信公众号
了解更多资讯



目录

- 一、上半年原油市场行情回顾.....2
- 二、原油市场分析.....5
 - (一) 宏观经济分析.....5
 - (二) 原油供应状况.....6
 - (三) 原油需求状况.....11
 - (四) 原油库存状况.....14
 - (五) 基金持仓分析.....17
- 三、下半年原油市场行情展望.....18
- 免责声明.....19

一、上半年原油市场行情回顾

1 月上旬，北美严寒天气影响加拿大与美国石油输送，利比亚、哈萨克斯坦局势动荡导致油田调整产量，供应端忧虑提振油市，上海原油期价震荡上涨，主力合约处于 489 元/桶至 520 元/桶区间运行。中旬，市场对奥密克戎疫情的担忧逐渐消退，OPEC 产油国增产能力受限，乌克兰及中东地缘局势紧张加剧供应忧虑，国际原油涨至七年多高位，上海原油期价连续拉高，主力合约逐步上涨至 550 元/桶区域；下旬，美联储货币政策紧缩前景使得市场避险情绪升温，乌克兰局势动荡加剧市场波动，国际原油冲高回落，上海原油宽幅整理，主力合约期价从 550 元/桶区域回落至 520 元/桶区域。

2 月上旬，春节长假期间，OPEC+会议维持增产 40 万桶/日产量政策，OPEC 产油国增产能力受限，俄罗斯与西方国家就乌克兰局势持续对峙，美国东北部严寒天气引发供应中断忧虑，国际原油刷新七年多高位，上海原油期价高开震荡，主力合约处于 546 元/桶至 574 元/桶区间运行。中下旬，乌克兰局势持续升级，俄罗斯对乌克兰展开军事行动，供应忧虑推动油价脉冲式上涨，但欧美制裁未涉及能源领域，美国考虑再度释放原油储备，国际原油高位宽幅震荡，上海原油期价冲高回落，主力合约刷新合约高点 637 元/桶。

3 月上旬，俄乌军事冲突持续升级，欧美国家对俄制裁全面加码，美国宣布将对俄罗斯实施能源禁运，市场对俄罗斯供应中断的担忧进一步加剧，地缘风险溢价大幅提升，国际原油脉冲式上涨，创出 2008 年以来新高，上海原油期价大幅冲高，主力合约创出 823.6 元/桶的记录新高。中旬，消息称俄罗斯与乌克兰谈判取得进展，欧洲对制裁俄罗斯能源存在分歧，阿联酋、伊拉克等国释放增产意愿，俄罗斯承诺履行能源供应合同令供应忧虑略有缓解，国际原油出现一波深幅回调，上海原油期价大幅回落，主力合约回落至 600 元/桶关口。下旬，乌克兰局势继续动荡，美国宣布新一轮制裁措施，里海石油管道关闭及胡赛武装袭击沙特石油设施加剧供应担忧，而欧盟各国对于禁运俄罗斯原油存在分歧，亚洲疫情形势严峻使得市场对燃料需求放缓的忧虑升温，国际原油呈现宽幅震荡，上海原油期价先扬后抑，处于 650-750 元/桶区间波动。

4 月初，OPEC+部长级会议同意坚持现有产量协议，而美国协同国际能源署计划释放 2.4 亿桶原油储备，亚洲疫情严峻使得市场对燃料需求放缓的忧虑升温，国际原油回落整理，上海原油期价震荡整理，主力合约回撤至 600 元/桶关口。中旬，俄乌谈判陷入僵局，俄乌双方在乌东地区展开激战，消息称欧盟可能分阶段禁止进口俄罗斯原油，OPEC 警告称可能出现的俄罗斯供应缺失恐无法弥补，供应忧虑仍支撑油市，国际原油震荡回升，上海原油期价出现五连阳，主力合约升至 700 元/桶关口。下旬，欧盟考虑禁止进口俄罗斯原油，

利比亚油田遭遇不可抗力，EIA 美国原油库存大幅下降，供应忧虑支撑油市，而 IMF 下调全球经济增长预期，美联储加速升息预期及中国疫情防控令市场担忧需求放缓，国际原油呈现宽幅震荡，上海原油期货价震荡整理，处于 600-700 元/桶区间波动。

5 月上旬，乌克兰局势继续动荡，欧洲和俄罗斯的能源冲突升级，欧盟提议在未来 6 个月内禁止进口俄罗斯原油，OPEC、IEA 月报预测全球原油供应与需求增长双双减缓，美联储紧缩预期及需求放缓忧虑，国际原油先扬后抑，上海原油期货价宽幅震荡，主力合约处于 640-720 元/桶区间波动。中下旬，俄乌谈判陷入停滞，欧盟计划分阶段禁运俄罗斯原油，国内部分地区放松新冠疫情封控，欧美成品油市场供应紧张，供应忧虑支撑油市，而全球经济放缓忧虑加剧震荡，国际原油呈现高位震荡，上海原油期货价震荡上涨，处于 660-750 元/桶区间波动。

6 月上旬，乌克兰局势持续动荡，欧盟对俄罗斯实施石油制裁方案，欧美成品油供应紧张，白宫考虑限制燃油出口，利比亚局势动荡导致产量急剧下降，美国对伊朗原油采取新制裁措施，供应忧虑支撑油市，国际原油震荡走高，上海原油期货价震荡上扬，主力合约触及 787.2 元/桶的三个月高点。中下旬，欧美多国相继加息引发经济衰退忧虑，美国考虑推动降低能源成本措施，多头获利了结加剧调整，国际原油呈现高位回调，上海原油期货价震荡回落，从 760 元/桶区域逐步下滑至 670 元/桶区域。

图 1：美国原油连续 K 线图



数据来源：博易

图 2：布伦特原油连续 K 线图



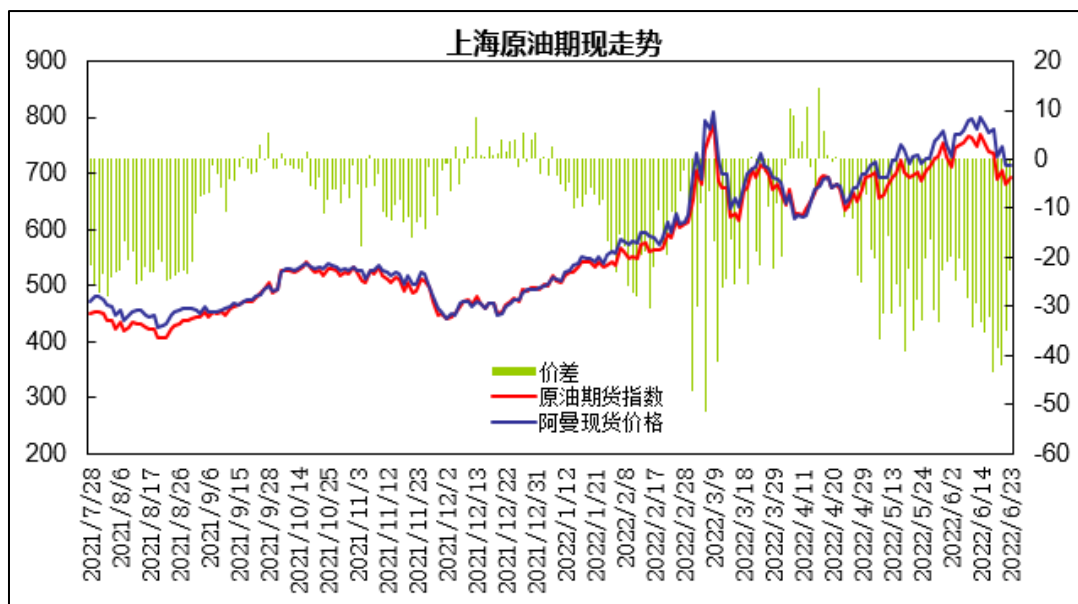
数据来源：博易

图 3：上海原油主力 K 线图



数据来源：博易

图 4：上海原油期货与阿曼原油走势



数据来源：上海国际能源交易中心 瑞达研究院

二、原油市场分析

（一）宏观经济分析

1、全球经济因素

6月15日，美联储宣布加息75个基点，联邦基金目标利率区间升至1.5%-1.75%，这是自1994年11月以来首度单次加息75个基点。上半年三次会议分别以25基点、50基点、75基点幅度渐次抬升的加息，表明美联储货币政策收紧正在加速追赶通胀。

美联储给出的点阵图显示，年底的联邦基金利率预期中值由1.9%上调至3.4%。美联储主席鲍威尔表示，现有通胀形势使得美联储6月加息75个基点，但这不会成为常态。7月将在单次加息50和75个基点之间“二选一”。希望在年底前将利率维持在3%-3.5%的紧缩性水平。

经济方面，美联储下调GDP预期增速至1.7%，鲍威尔表示，美国经济强劲，有能力应对金融政策的紧缩。本季度实际GDP增速回升，但大宗商品价格的波动或导致经济难以软着陆。通胀方面，会议预测今年PCE增速中值由4.3%提高到5.2%，委员会承诺将通胀降回2%的目标。鲍威尔表示，美联储坚决致力于把通胀率降下来，正迅速采取行动恢复物价稳定。

美国通胀持续高涨，美联储加快加息步伐；预计美联储在下半年的4次议息会议将继续采取加息行动，并使联邦基金目标利率达到3.25%-3.5%。与此同时，美联储已经从6月

1日起开始缩减近9万亿美元的资产负债表，按计划2022年6月起每月缩减475亿美元，2022年9月起每月950亿美元。本次缩表计划是美联储2017年至2019年缩表时每月最多500亿美元峰值的两倍。

美联储紧缩政策引发连锁反应，全球部分国家央行也开启加息进程；美联储快速收紧政策给经济增长和金融市场造成了实质性冲击，经济陷入滞胀风险上升，金融市场波动面临加剧。

2、地缘局势

2月21日晚，俄罗斯总统普京签署命令，承认乌克兰东部的顿涅茨克与卢甘斯克独立，签署友好合作互助条约，派遣俄军进驻执行“维和”任务；24日，普京决定在顿巴斯地区开展特别军事行动。3月25日，俄罗斯军方表示，特别军事行动第一阶段主要任务已总体完成，此后俄军将集中力量实现在顿巴斯地区的主要目标。

从2月下旬俄罗斯展开军事行动，双方代表虽已进行过数轮谈判，但都无法取得实质的进展，在短暂的缓和之后，布查事件对外交谈判所造成严重影响，和平谈判与国际斡旋逐步陷入僵局，西方国家持续推动制裁俄罗斯措施。3月8日，美国及英国对俄罗斯实施能源进口禁令。4月8日欧盟宣布对俄罗斯实施第五轮制裁，内容包括从8月起停止进口俄罗斯煤炭。5月31日欧盟达成第六轮制裁方案，禁止进口俄罗斯原油和成品油，但将临时豁免通过管道输送到欧盟成员国的俄罗斯油品。预计到2022年底将禁止90%的俄罗斯石油进口。

当前俄罗斯加强对乌克兰东部顿巴斯地区的攻势，俄罗斯和乌克兰恢复谈判未有进展，下半年欧盟执行分阶段禁止进口俄罗斯原油的制裁方案，俄罗斯供应趋于逐步削减，预计面临250-350万桶/日的减量，这将加剧原油供应风险。同时，欧美国家面临高通胀压力以及冬季取暖问题，美国11月将举行中期选举，三季度俄罗斯和乌克兰仍存在谈判的可能性，若乌克兰局势出现缓和迹象，将有利于缓解油市供应风险。

（二）原油供应状况

1、OPEC 供应状况

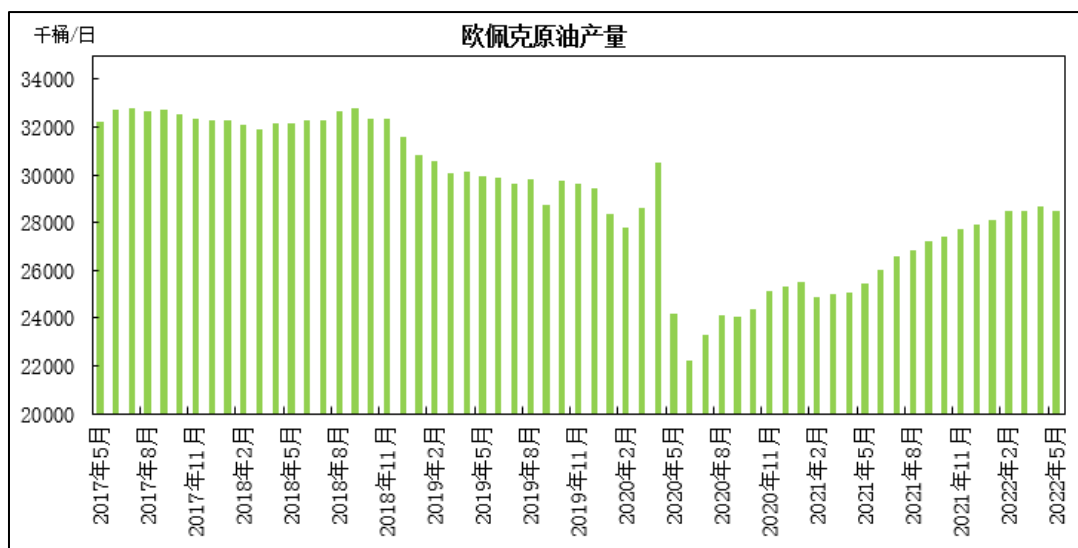
OPEC 公布的月报显示，援引独立数据源，5月份 OPEC 原油产量 2850.8 万桶/日，较上年 12 月增加 62.5 万桶/日，增幅为 2.2%。沙特产量增加 47.5 万桶/日至 1042.4 万桶/日；伊拉克产量增加 13.2 万桶/日至 440.5 万桶/日；阿联酋产量增加 16.7 万桶/日至 304.6

万桶/日；科威特产量增加 13.6 万桶/日至 268.7 万桶/日；伊朗产量增加 6.2 万桶/日至 254.4 万桶/日；阿尔及利亚产量增加 4.7 万桶/日至 101.1 万桶/日；安哥拉产量增加 1.2 万桶/日至 117.6 万桶/日；委内瑞拉产量减少 0.1 万桶/日至 71.7 万桶/日；利比亚产量减少 34.6 万桶/日至 70.7 万桶/日；尼日利亚产量减少 1.7 万桶/日至 126.2 万桶/日。前 5 月沙特、阿联酋、科威特及伊拉克产量增幅处于前列，而利比亚、尼日利亚产量则出现下降，整体上 OPEC 原油产量增幅低于增产配额。

6 月 2 日 OPEC+ 举行第 29 次部长级会议。重申 2020 年 4 月 12 日第 10 次 OPEC+ 部长级会议的决定，再次确认第 19 次 OPEC+ 部长级会议批准的基线调整、产量调整计划和月度产量调整机制，同时决定将今年 9 月的增产份额提前平均分配到 7 月和 8 月，因此 7 月及 8 月的月度产量将上调 64.8 万桶/日。

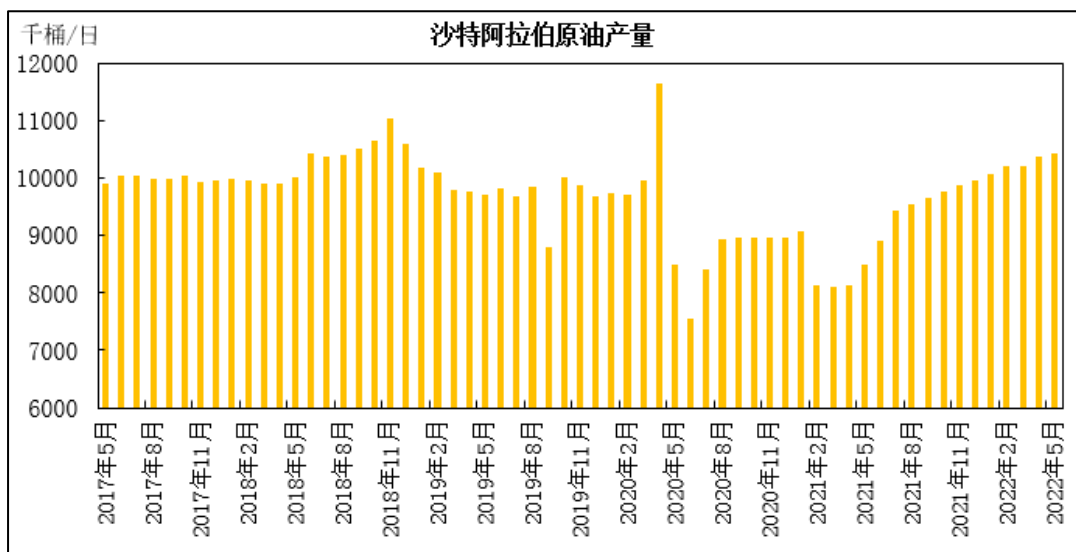
8 月份，OPEC+ 在 2020 年全球疫情爆发初期达成的历史性减产协议将正式结束，市场将聚焦 OPEC+ 下一阶段产量政策。目前美国等西方国家逐步施压 OPEC 产油国增加供应，部分 OPEC 成员国建议放宽自 2016 年底以来实行的产量配额制度，允许少数有备用产能的国家以任何需要的水平进行生产；预计 OPEC+ 将趋于延续稳健适度增产政策。

图 5：OPEC 原油产量



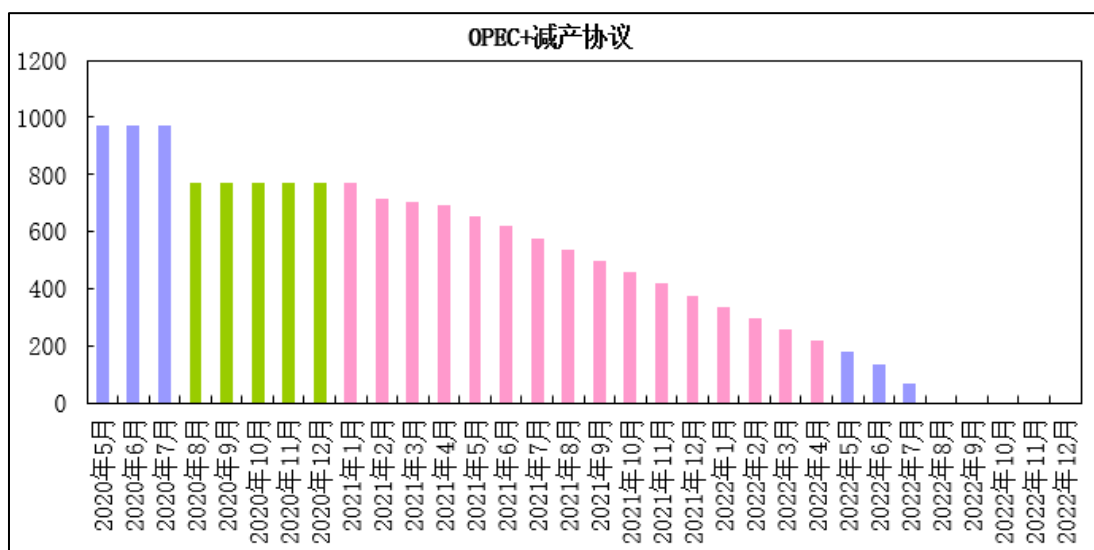
数据来源：OPEC

图 6：沙特原油产量



数据来源：OPEC

图 7：OPEC 减产协议规模



数据来源：OPEC

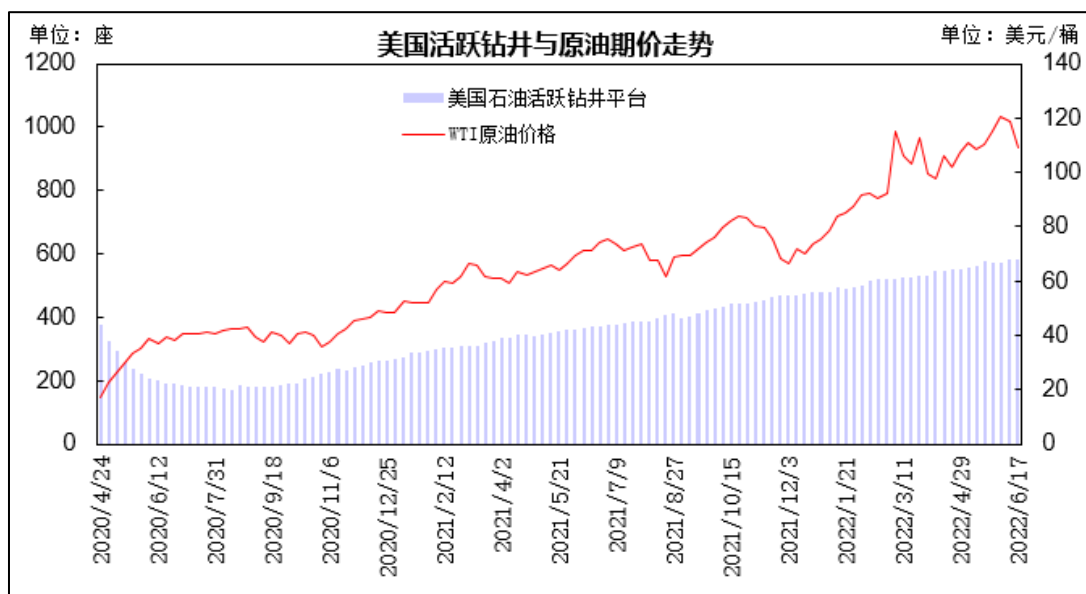
2、美国供应状况

美国油服公司贝克休斯（Baker Hughes）公布数据显示，截至 6 月 17 日当周美国石油活跃钻井数为 584 座，较年初增加 104 座，较去年同期增加 211 座。美国天然气活跃钻井数为 154 座，比去年同期增加 56 座。美国石油和天然气活跃钻井总数为 740 座，年内增加 154 座，较去年同期增加 270 座。

美国能源情报署（EIA）的数据显示，截至 6 月 17 日当周的美国原油日均产量 1200 万桶，较年初增加 20 万桶/日，增幅为 1.7%，比上年同期增加 90 万桶/日，同比增幅为 8.1%。

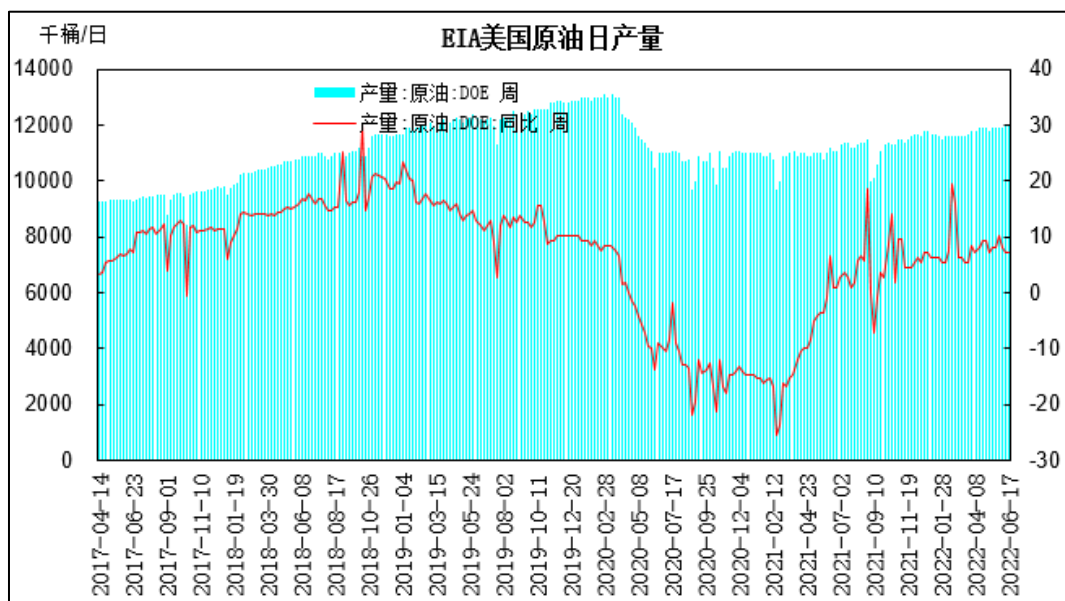
上半年美国原油日均产量 1175 万桶，比去年同期增长 8%。上半年美国原油日均进口量为 632.4 万桶，较上年同期均值增长 6.3%；美国原油日均出口量为 312.6 万桶，较上年同期均值增长 5%。

图 8：美国活跃钻井数量



数据来源：贝克休斯

图 9：美国 EIA 原油产量



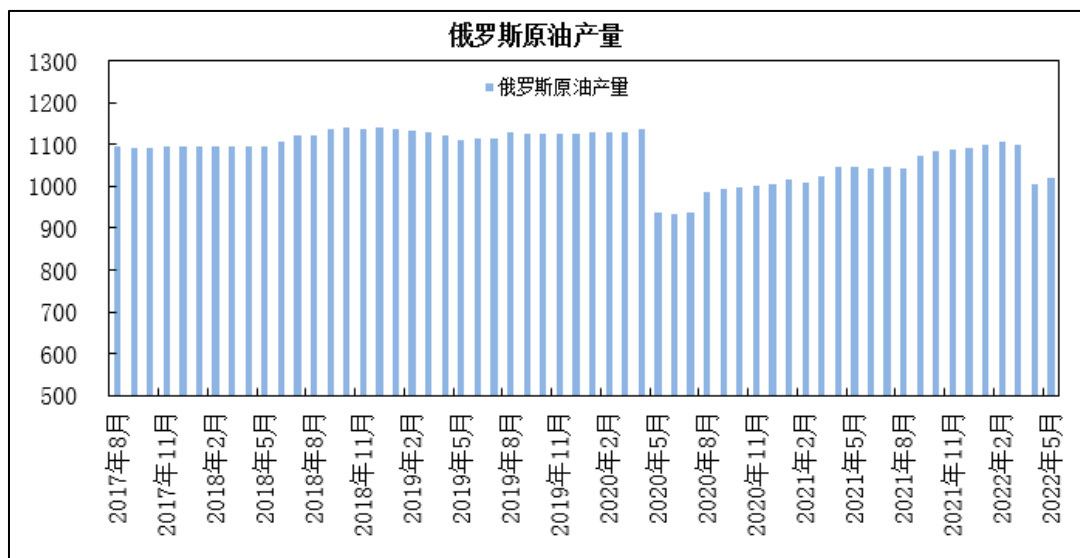
数据来源：EIA

3、俄罗斯供应状况

据俄罗斯《导报》消息，5月份俄罗斯原油和凝析油产量为4310万吨，约合1019万桶/日。1-5月俄罗斯原油和凝析油产量为2.2亿吨，增长3.5%，原油出口量为1.02亿吨，增长13%。

俄罗斯副总理诺瓦克表示，预计今年俄罗斯的原油产量将从2021年的5.24亿吨下降至4.8亿至5亿吨。今年2月俄乌冲突后，欧美国家对俄罗斯石油实施制裁，对俄罗斯的原油产量增长造成压力。国际能源署报告预计，5月俄罗斯原油供应量损失可能增至160万桶/日，6月份增至200万桶/日，7月份增至300万桶/日；下半年欧美制裁措施逐步实施，俄罗斯原油出口重心转向中国、印度等亚洲地区，全球原油供应呈现结构性失衡的局面。

图 10：俄罗斯原油产量



数据来源：俄罗斯能源部

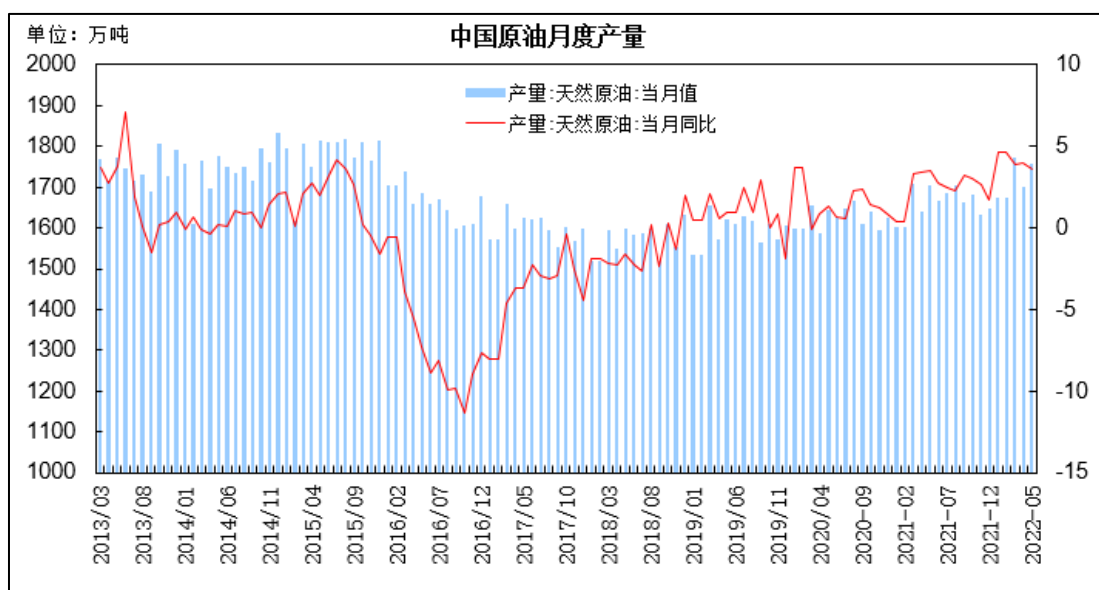
4、中国供应状况

国家统计局数据显示，5月份原油产量为1757万吨，同比增长3.6%。1-5月份原油累计产量为8569万吨，同比增长4.1%；日均产量56.7万吨，较上月持平。

中国海关数据显示，5月份原油进口量为4582万吨，同比增长11.8%；1-5月份原油累计进口量为21671万吨，同比下降1.7%。1-5月原油进口金额1503.4亿美元，同比增长59.2%；月度平均进口单价为768.85美元/吨，较上月上涨87.9美元/吨，环比涨幅为12.4%。

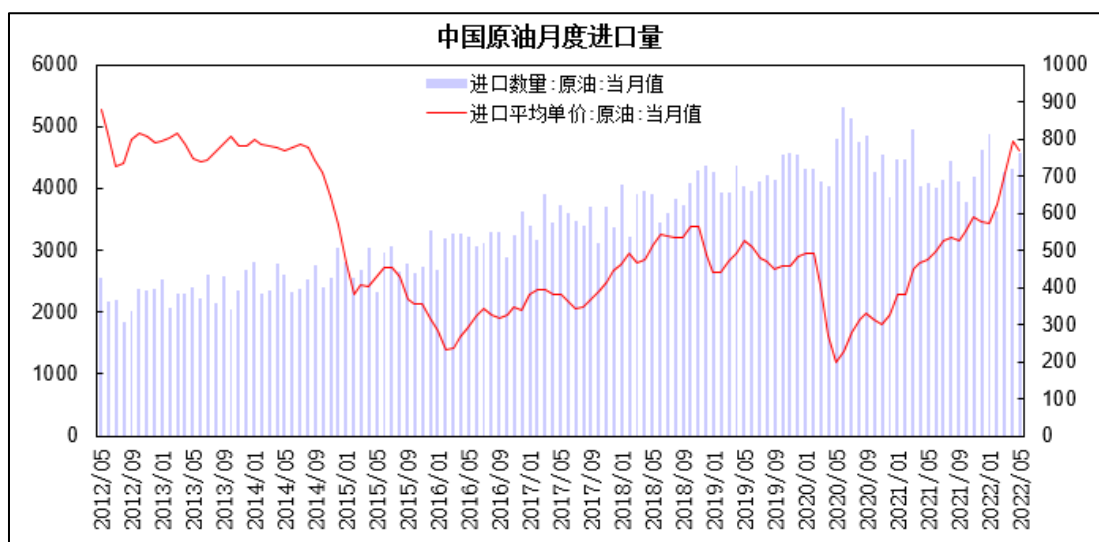
前5月国内原油生产保持增长，原油进口量小幅下降。截至5月份，中国原油进口对外依存度为71.6%，较2021年全年下降0.5个百分点。

图 11：中国原油产量



数据来源：中国统计局

图 12：中国原油进口量



数据来源：中国统计局

（三）原油需求状况

1、世界需求状况

OPEC 月报显示，预计 2022 年全球原油需求量为 10029 万桶/日，较 2021 年需求量增加 336 万桶/日。IEA 月报显示，预计 2022 年全球原油需求为 9940 万桶/日，较 2021 年需求量增加 180 万桶/日；预计 2023 年全球原油需求量为 10160 万桶/日。EIA 报告显示，预计 2022 年全球原油需求量为 9963 万桶/日，较 2021 年增加 224 万桶/日；预计 2023 年全球原油需求量为 10132 万桶/日。

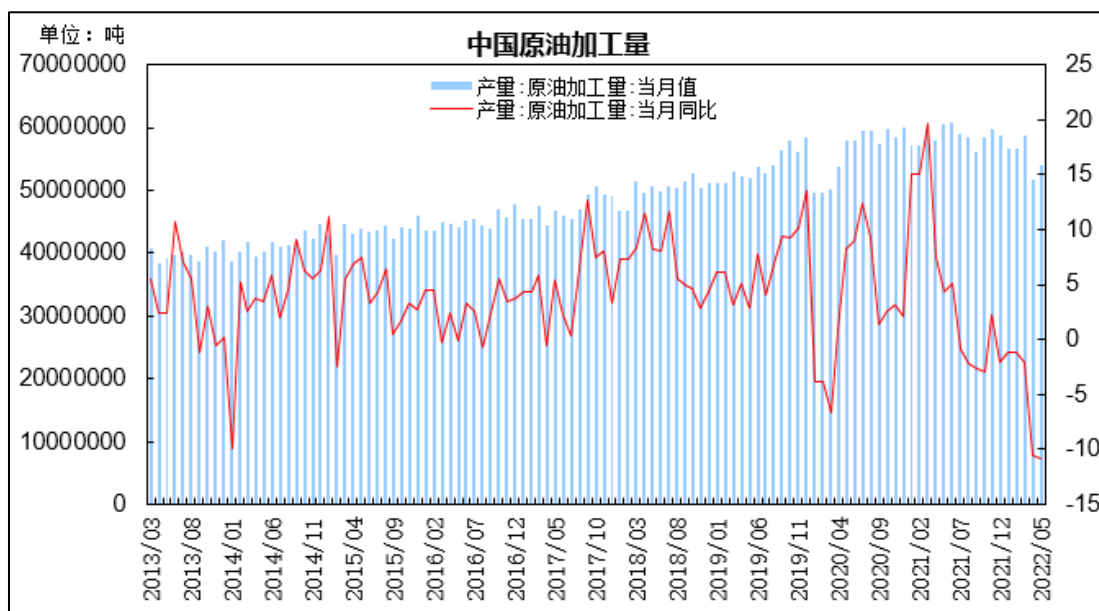
OPEC 表示，需要密切关注的挑战包括：持续的地缘政治紧张局势、反复的疫情、不断上升的通胀、加剧的供应链问题、多地高主权债务水平，以及美国、英国、日本和欧元区央行预计将收紧货币政策。

2、中国需求状况

国家统计局公布的数据显示，5 月份原油加工量为 5391.7 万吨，同比下降 10.9%。1-5 月份原油累计加工量为 27716.1 万吨，同比下降 5.3%。主要成品油中，汽油产量同比增长 2.7%，柴油产量同比增长 17.8%，煤油产量同比下降 38.8%。

前 5 月国内原油加工量同比呈现下降，中国原油的表观消费量为 3.03 亿吨，同比下降 0.3%；地方炼厂开工率较上年同期下降。

图 13：中国原油加工量



数据来源：统计局、瑞达研究院

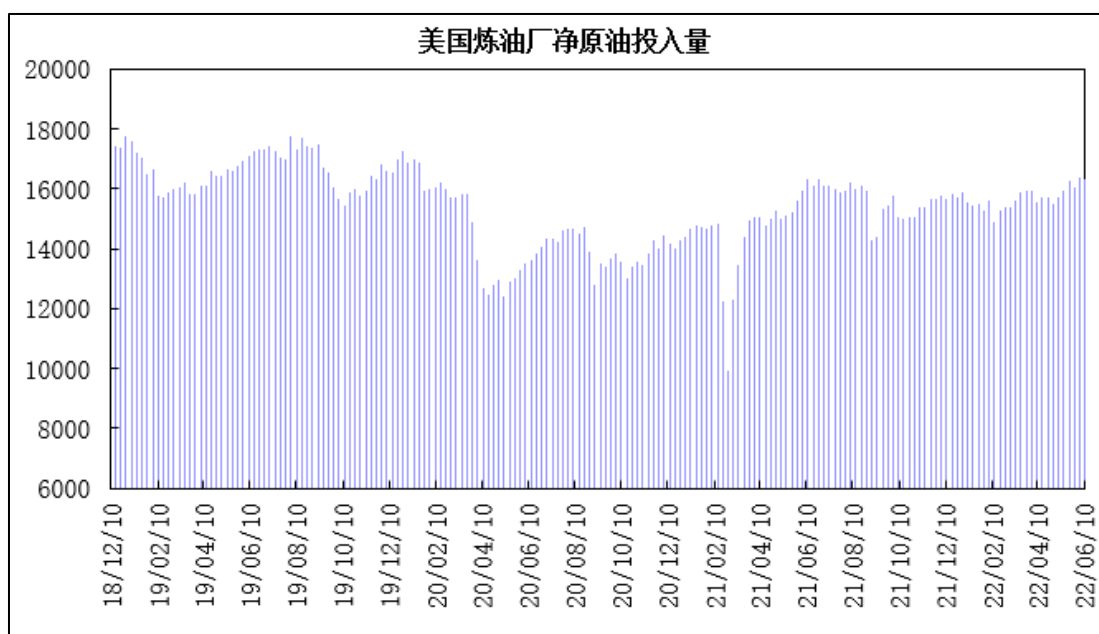
3、美国需求状况

EIA 数据显示，截至 6 月中下旬美国炼厂用于精炼的净原油投入量为 1632 万桶/日，较上年底增加 45.3 万桶/日，环比增幅为 2.9%，较上年同期下降 0.1%；上半年美国炼厂周度净原油投入量均值为 1568 万桶/日，较上年同期均值增加 103.7 万桶/日，增幅为 7.1%。上半年美国精炼厂周度产能利用率均值为 90%，较上年同期高了 7.2 个百分点。

截至 6 月 10 日的四周，美国成品油需求总量平均每天 1978.1 万桶，比去年同期增长 2.3%；车用汽油需求四周日均量 901.6 万桶，比去年同期下降 1.1%；馏分油需求四周日均量 377.6 万桶，比去年同期下降 5.7%；煤油型航空燃料需求四周日均量比去年同期增长 22.6%。

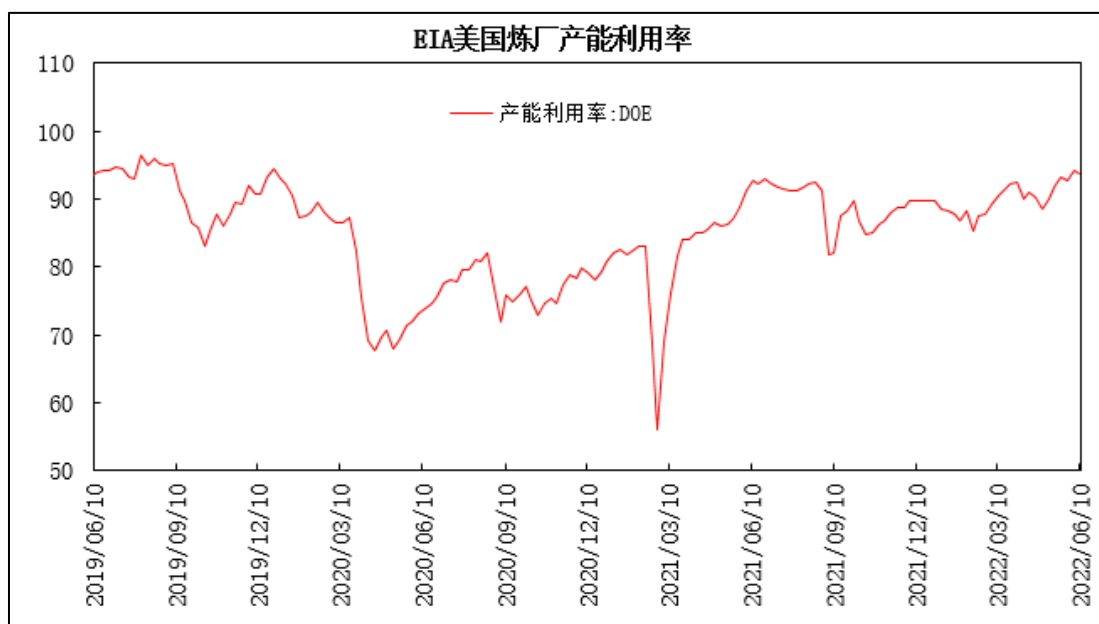
从 5 月底的阵亡将士纪念日开始，到 9 月的劳动节结束，下半年美国迎来了传统的驾驶出行高峰季节，汽油及原油消费量将有望提升。

图 14：美国炼厂原油净投入量



数据来源：EIA

图 15：美国精炼厂产能利用率



数据来源：EIA

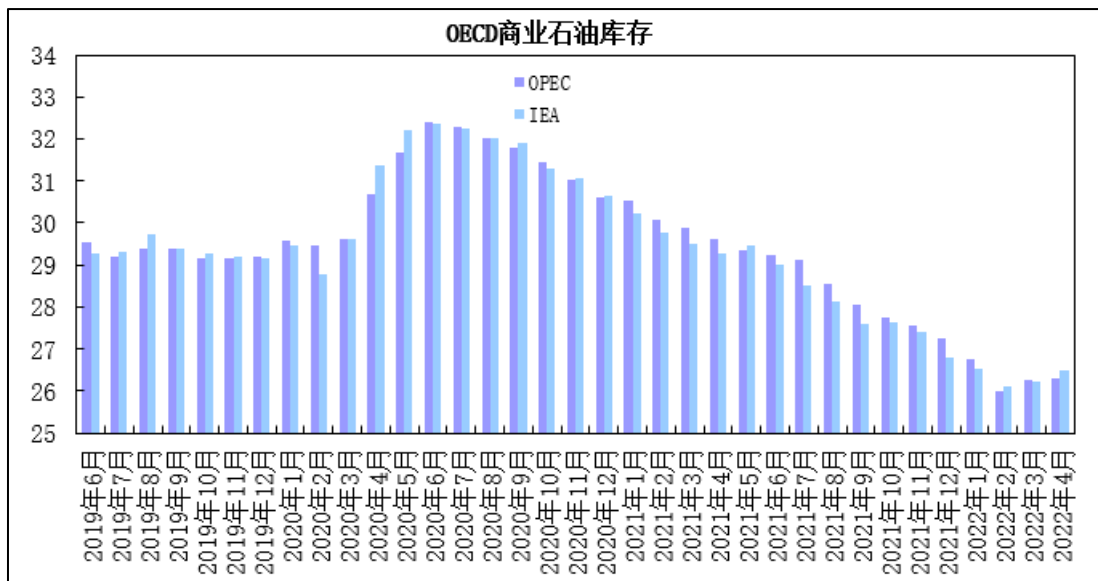
(四) 原油库存状况

(1) OECD 原油库存状况

OPEC 月报数据显示，4 月经合组织（OECD）商业石油库存为 26.28 亿桶，较五年均值低约 3.32 亿桶。IEA 月报数据显示，4 月经合组织（OECD）商业石油库存为 26.5 亿桶，较五年均值水平低 2.9 亿桶。

4 月初，国际能源署成员国同意在美国 3 月底宣布的释放 1.8 亿桶原油储备的基础上，协同释放 6000 万桶原油储备，预计二、三季度将释放 2.4 亿桶原油储备。

图 16：OECD 商业石油库存



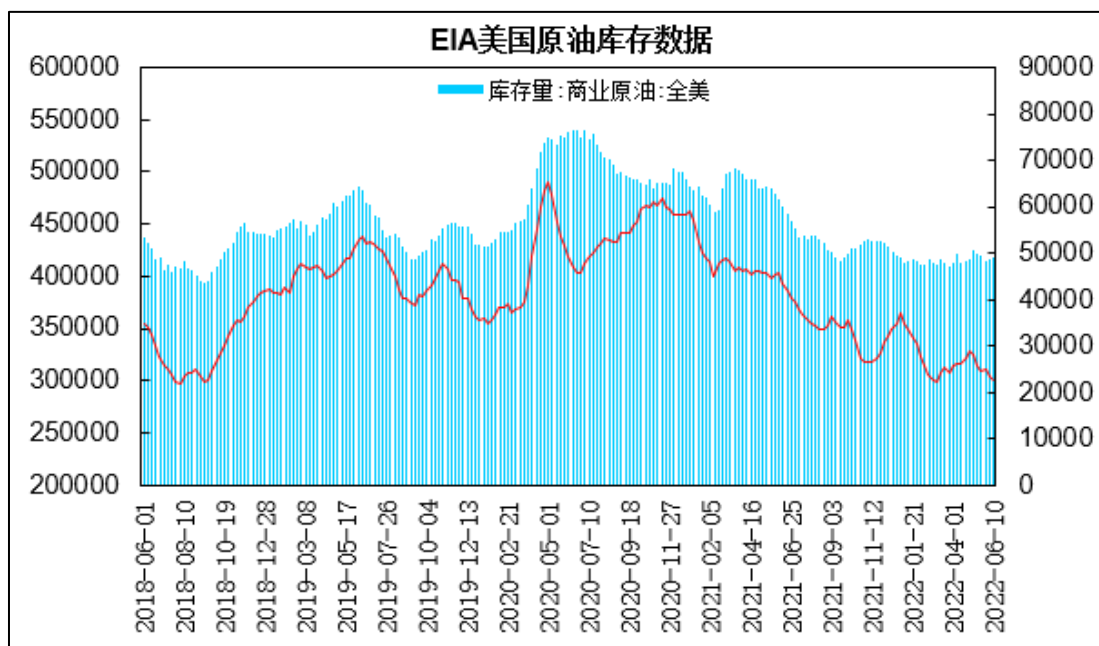
数据来源：IEA、OPEC

(2) 美国原油库存状况

美国能源信息署(EIA)公布的数据显示,截至6月17日当周美国商业原油库存为4.187亿桶,年内增加86.3万桶,环比增幅为0.2%,较上年同期下降4796万桶,同比降幅为10.3%;WTI原油交割地库欣地区库存为2261.5万桶,年内下降1469.1万桶,降幅为39.4%,同比降幅为48.1%。美国战略石油储备(SPR)库存为5.116亿桶,处于1987年9月以来低位水平。

上半年美国商业原油库存先减后增,库欣地区原油库存降至近四年低位;下半年美国夏季驾驶出行季节来临,炼厂将提升开工率,与此同时,美国战略原油储备按照计划陆续释放,预计美国商业原油库存趋于先减后增。

图 17: EIA 美国原油库存

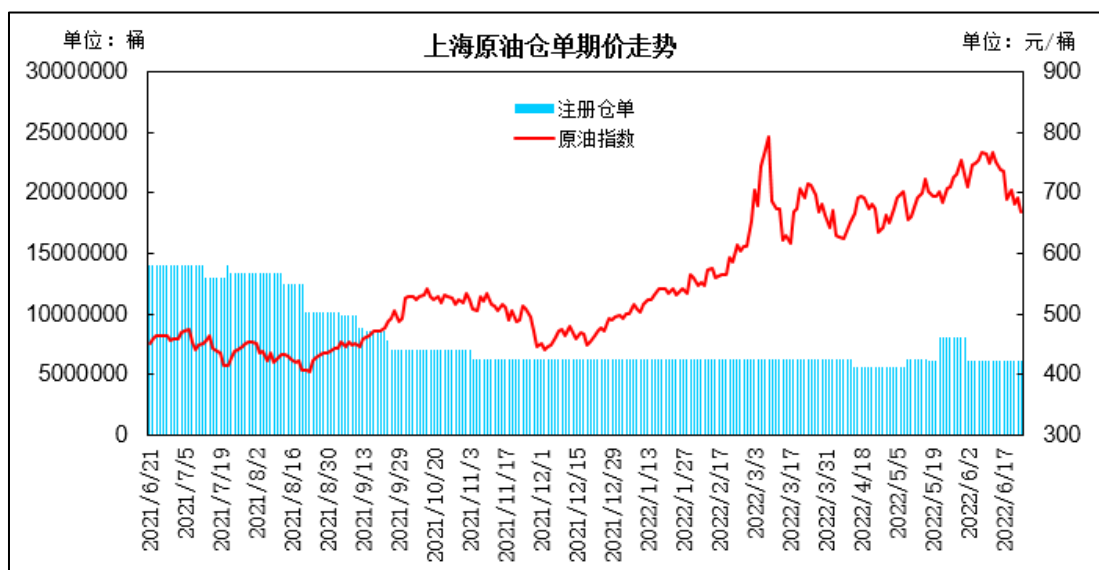


数据来源：EIA

(3) 上海原油期货库存

截至6月24日，上海国际能源交易中心的原油期货仓单608.3万桶，较年初下降20.4万桶，降幅为3.2%，同比下降56.8%；理论可用库容量为6442.5万桶。上半年，上海原油期货维持贴水格局，原油仓单较年初小幅下降，较去年高位明显下降，整体仓单压力不大。

图 18：上海原油期货仓单



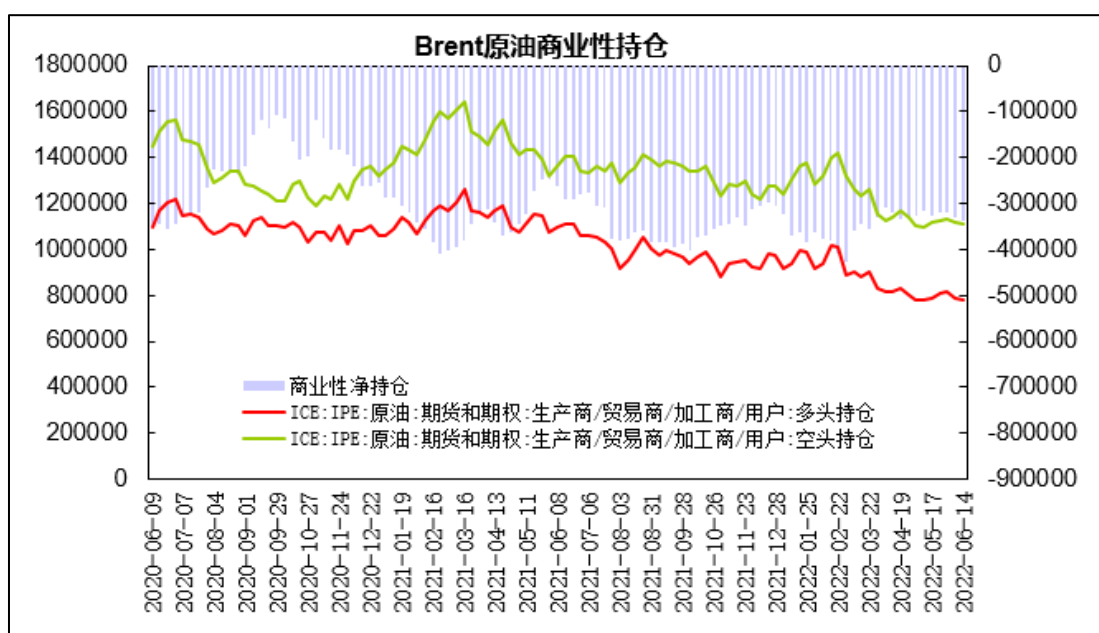
数据来源：上海国际能源交易中心

(五) 基金持仓分析

据洲际交易所公布的数据显示，截至6月14日当周，Brent原油期货和期权商业性多头持仓为77.67万手，较年初下降19.55万手，商业性空头持仓为111.26万手，较年初下降16.33万手，商业性净空持仓为33.59万手，较年初增加3.22万手，年内增幅为10.6%，同比降幅15.7%。管理基金的多头持仓为28.52万手，较年初增加2.14万手，管理基金的空头持仓为4.58万手，较年初下降3.03万手，基金净多持仓为23.93万手，较年初增加5.17万手，年内增幅为27.5%，较上年同期降幅23.4%。

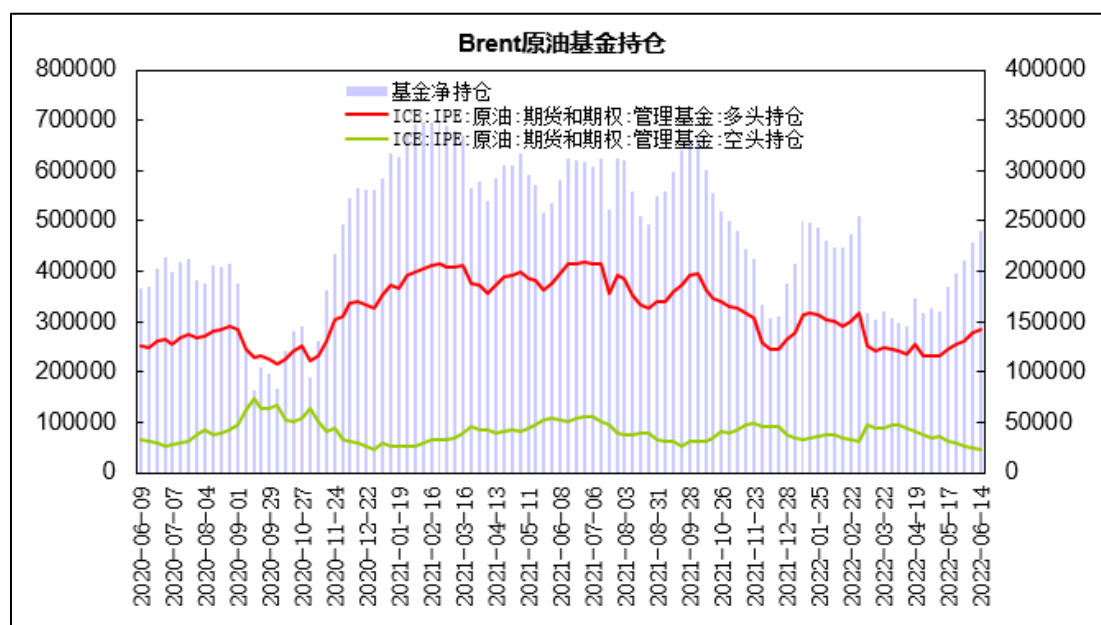
上半年，管理基金在Brent原油期货和期权的多头仓位呈现增加，年初多头持仓增至31.8万手的年内高点，3月份出现减仓，5月份多头持仓降至23.1万手的低点，6月份逐步回升至28万手；空头仓位先增后降，3月份增至9.4万手的年内高点，二季度逐步回落至5万手左右；3月初基金净多持仓增至25.5万手的年内高位，布伦特原油期价创出2008年7月以来高点139.13美元/桶，二季度基金净多持仓先减后增，原油期价震荡整理后回升至120美元/桶关口；商业性持仓方面，一季度商业性多头持仓增至101万手的年内高位，空头持仓也增至142万手的年内高位，商业性净空持仓增至42万手的两年高点；二季度商业性多头持仓逐步减至78万手左右，商业性空头持仓降至111万手左右，商业性净空持仓较一季度高位呈现回落。

图 19: Brent 原油商业性持仓



数据来源: ICE

图 20: Brent 原油基金持仓



数据来源: ICE

三、下半年原油市场行情展望

综上所述，乌克兰局势持续动荡，欧盟分阶段禁运俄罗斯石油，俄罗斯供应风险仍主导油市行情演变逻辑。美联储加快紧缩政策给经济增长和金融市场造成实质性冲击，经济滞胀风险上升，加剧金融市场波动幅度。供应端，OPEC+将于8月份正式结束减产协议，预计将延续稳健增产政策；美国原油呈现小幅增产；欧美对俄罗斯石油实施禁运，俄罗斯原油产量出现下滑，贸易重心转向中国、印度等亚洲地区。需求端，三季度北半球夏季出行高峰，四季度冬季取暖油需求增加，后疫情时代原油需求恢复正常水平，但需关注经济放缓及高油价对需求负反馈影响。

整体上，欧美对俄罗斯石油实施禁运，全球原油供应呈现结构性失衡，欧美成品油市场供应紧张，供应端缺乏弹性支撑油市，而欧美央行采取紧缩政策，欧美对油价干预政策，高油价对需求负反馈等因素加剧油价震荡幅度。预计原油期价呈现高位强势震荡走势，趋于倒N型走势；WTI原油主力合约价格处于88美元/桶至125美元/桶区间波动，布伦特原油主力合约价格处于92美元/桶至130美元/桶区间运行。上海原油对布伦特原油呈现贴水，预计上海原油期货主力合约处于560-780元/桶区间运行。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，瑞达期货股份有限公司力求准确可靠，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，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为瑞达期货股份有限公司研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。