

上行驱动多证伪，油价踌躇待新机

研究员：

童川

期货从业证号：

F3071222

投资咨询从业证号：

Z0017010

☎：021-65789108

✉：tongchuan_qh
@chinastock.com.cn

概述

11 月，原油价格经历了短暂的冲高之后大幅回落。月初油价延续了 10 月下旬以来的涨势，在俄罗斯制裁临近、中国调整国内防疫政策的背景下油价供需两端均出现上行驱动，Brent 主连价格一度冲高至接近 100 美金/桶。随后上述利多逐渐出尽，欧盟对俄罗斯出口限价高出预期带来制裁不及预期的可能，国内防疫形式依旧严峻且临近年底和春节现货采购进入淡季，油价震荡走跌。期间市场传出 OPEC 将要增产的“乌龙”消息，油价一夜之间大跌后大涨，波动超过 6%。本轮油价在绝对价格下行的过程中，月差同步回落。临近月底 Brent 主力与次行接近平水，Dubai、WTI 等基准油价结构同步走弱，反映出现货市场的疲软，也给油价前景蒙上了一层悲观的阴影。

一、供应端回顾

OPEC “政策底” 成为油价 “最强后盾”。在 10 月份 OPEC+超预期做出减产 200 万桶/日的决定之后，该组织挺价的决心成为原油多头重要的挺价信心之一。10 月份 OPEC13 国产量超预期减少近 21 万桶/日，减产幅度超过前期彭博、路透等机构的预估，且大幅超过其配额计划的 6.4 万桶/日。其中减产主力沙特产量环比下降 15 万桶/日至 1084 万桶/日，而非洲、赤道等国家产量再度出现下滑，本月尼日利亚产量小幅增加 3.4 万桶/日，但安哥拉产量环比下降 7.8 万桶/日，上述国家虽然产能在 OPEC+中占比偏低，但产量迟迟未能恢复疫情前水平，是造成前期 OPEC 增产持续不及预期的主要原因。在投资匮乏、上游设备缺乏维护的状态下，上述成员供应损失迟迟难以回归，加剧了远期供应紧缺的担忧。

在油价长期维持高位，俄乌、中东和美国地缘关系错综复杂的状态下，市场对于 OPEC 的挺价决心也同样保持观望的态度。11 月 21 日晚间，OPEC 增产“乌龙”消息令油价剧烈波动。早先市场消息称沙特和其他 OPEC 成员将考虑增产 50 万桶/日，油价一度大跌超 6%，随后沙特、阿联酋否认华尔街日报援引消息人士称欧佩克考虑增产至多 50 万桶/日的报道，并表示目前 200 万桶/日的减产将持续到 2023 年底，沙特和俄罗斯还强调必要时可以进一步减产，油价迅速收回跌幅，录得少见的“深 V”行情。

从本次事件可以看出，在需求端前景堪忧的状态下，供应端的风吹草动势必影响油价的长期走势。50 万桶/日的增产幅度并不高，但若供应端放弃收紧，则原油在过剩的平衡下进入下跌通道，产油国大概率选择保量而非保价，进一步加剧了油价的跌势。OPEC 短期守住了前期 Brent87 美金的底部支撑，但是在需求偏弱、俄乌溢价回落等驱动下，油价再次冲击 80 美金的前低，市场关注 OPEC 在 12 月 4 日的月度会议中的表态，但综合来看也很难给出进一步检查的预期。

图表 1：OPEC+减产计划

国家	1月产量	2月产量	3月产量	4月产量	5月产量	6月产量	7月产量	8月产量	9月产量	10月产量	Oct-Sep
Algeria	97.5	98.0	99.6	100.4	101.4	102.4	103.1	104.2	104.0	103.6	-0.4
Angola	114.6	116.5	114.2	118.0	116.4	118.4	116.4	117.0	114.5	106.7	-7.8
Congo	26.2	27.0	25.9	26.3	27.0	27.0	25.9	26.4	27.6	25.7	-1.9
Eq.Guinea	9.6	8.8	9.1	9.6	8.7	8.8	9.9	8.5	8.8	7.4	-1.4
Gabon	19.1	20.0	20.4	19.9	17.1	19.3	20.0	19.7	20.2	21.4	1.2
Iraq	425.3	430.2	430.2	443.3	441.4	446.5	452.1	454.3	455.1	457.2	2.1
Kuwait	258.4	261.5	264.0	266.0	268.9	272.4	277.4	281.1	282.2	280.4	-1.8
Nigeria	141.3	137.3	133.9	128.5	115.3	119.0	113.1	104.3	102.5	105.7	3.2
Saudi Arabia	1006.0	1021.1	1021.5	1036.4	1042.7	1055.9	1073.8	1093.0	1098.7	1083.8	-14.9
UAE	293.2	295.6	297.9	301.5	303.8	308.2	313.1	318.2	319.2	318.6	-0.6
OPEC 10	2391.2	2416.0	2416.7	2449.9	2442.7	2477.9	2504.8	2526.7	2532.8	2510.5	-22.3
Iran	249.9	253.8	254.8	256.5	254.3	256.5	256.4	257.1	254.9	254.8	-0.1
Libya	100.6	111.2	106.9	89.3	72.5	63.2	69.4	113.5	115.7	116.3	0.6
Venezuela	66.2	68.8	69.6	72.1	71.0	71.0	66.0	68.1	66.9	67.9	1.0
OPEC 13	2807.9	2849.8	2848.0	2867.8	2840.5	2868.6	2896.6	2965.4	2970.3	2949.5	-20.8

资料来源：OPEC，银河期货

出口禁令临近，俄油减产存疑。 IEA 数据显示，10 月俄罗斯原油和成品油出口总量环比

小幅回升，其中发往欧洲的原油持续回落，成品油则相对平稳。俄罗斯出口原油+成品油总

量达到 770 万桶/日，高于去年全年平均水平，但比今年 1、2 月份俄乌开战前的出口水平

下降了接近 40 万桶/日。10 月份中国、印度和土耳其依旧是俄罗斯石油出口的主要接收

国，去往“未知”目的地的石油数量升至年内最高水平 160 万桶/日，而这部分原油大概率

依旧是发往中印等过。产量方面，俄罗斯官方数据显示，11 月上半月该国原油产量折合

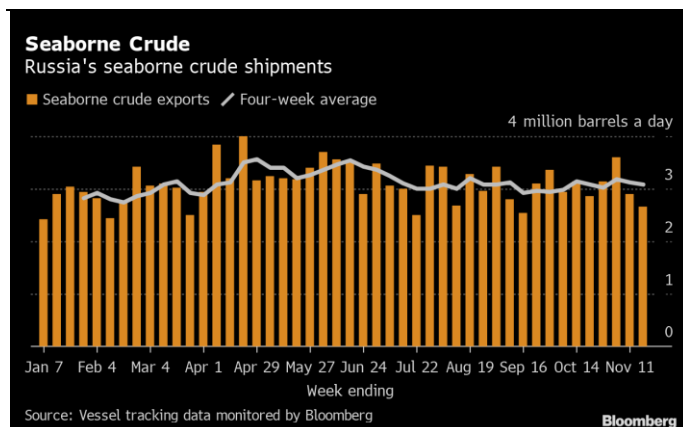
1085 万桶/日，环比 10 月消费增长 1%，较 2 月份战争前仅下降了约 15 万桶/日。

图表 2：俄罗斯月度出口数据更新

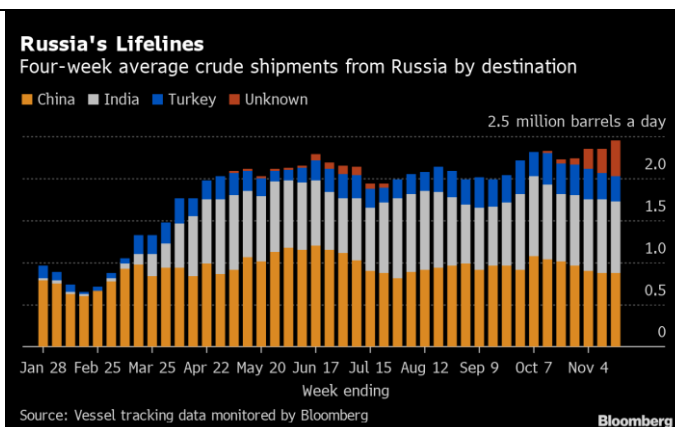
Russian Oil Exports (mb/d)											
	2021 avg	Jan-22	Feb-22	Mar-22	Apr-22	May-22	Jun-22	Jul-22	Aug-22	Sep-22	Oct-22
EU crude oil	2.1	2.4	2.5	2.1	2.1	2.2	1.9	1.7	1.9	1.6	1.5
EU products	1.2	1.4	1.6	1.3	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	1.0
UK+US	0.7	0.6	0.9	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Türkiye	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4	0.6	0.6	0.5
China	1.6	1.8	1.6	1.8	1.8	2.0	2.2	1.8	2.0	1.9	1.9
India	0.1	0.1	0.1	0.5	1.0	1.0	0.8	1.2	1.0	1.1	1.1
OECD Asia	0.5	0.5	0.4	0.4	0.3	0.1	0.0	0.1	0.1	0.0	0.1
Other/unknown	1.1	1.0	0.9	0.8	1.1	0.9	1.1	1.3	1.2	1.4	1.6
Total exports	7.5	8.0	8.2	7.6	8.2	7.8	7.6	7.4	7.8	7.5	7.7
Memo											
Pipeline to EU	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
Pipeline to China	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Crude Oil	4.7	5.0	4.9	5.1	5.6	5.4	5.1	4.9	5.1	4.8	4.9
Oil Products	2.6	3.0	3.2	2.5	2.6	2.4	2.5	2.5	2.7	2.7	2.8
Estimated export revenues, \$bn	14.7	20.3	20.5	22.6	19.5	20.9	21.9	19.8	18.8	15.6	17.3
Sources: IEA, Argus, Kpler.											
Note: Recent months volumes and revenues are estimates and subject to change.											

资料来源：OPEC，银河期货

图表 3：俄罗斯周度出口物流更新



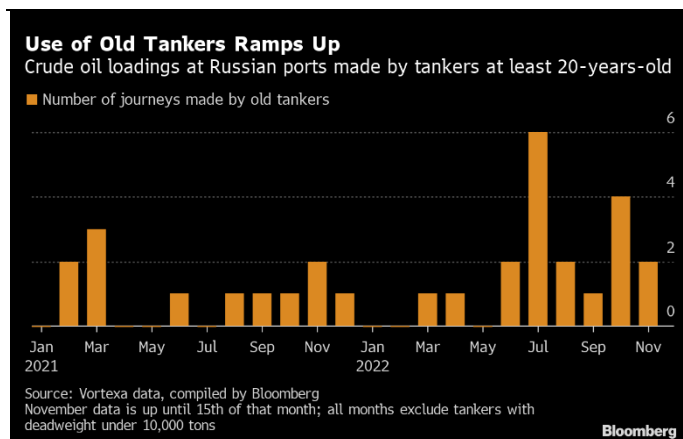
图表 4：俄罗斯主要出口地物流变动



资料来源：彭博，银河期货

12 月 5 日，欧盟第六轮制裁设计俄罗斯石油出口禁令即将落地，未遵守“价格上限”的俄罗斯石油贸易将无法得到欧洲的船运和保险。在这一时间节点之前，俄方和欧美均采取了一系列措施。俄罗斯方面召集了众多服役超过 20 年的“老龄”船舶用于该国原油的运输，组建了一条“影子舰队”用于该国原油出口，相应的，由于风险溢价上升、平均运距拉长等原油，油轮运费尤其是十万吨级别的阿芙拉船型在 4 季度大幅拉涨，给船东带来极其可观的收益。

图表 5：老旧油轮重启数量



6：油轮船东日收益（苏伊士行）

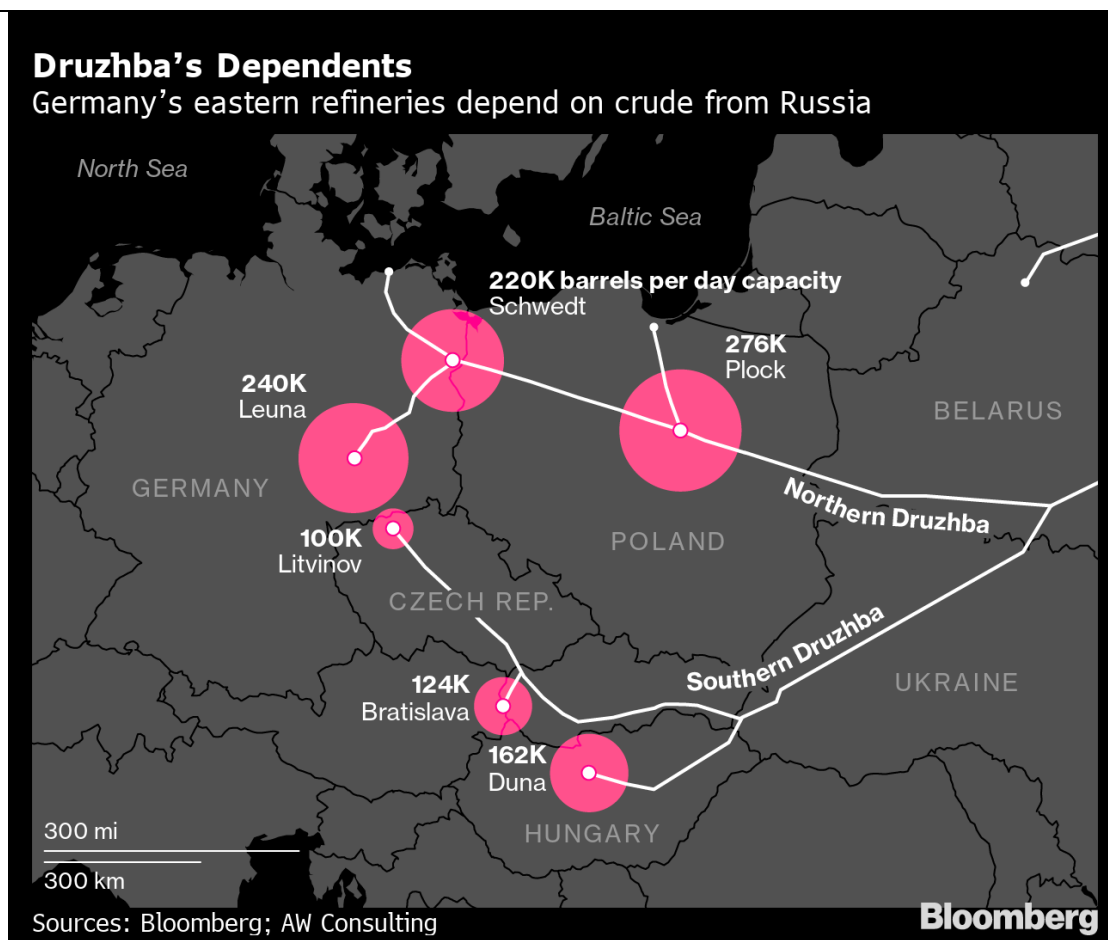


资料来源：彭博，银河期货

海运制裁略有放松，管道制裁继续推进。11 月底，欧盟在针对俄罗斯的海运石油出口禁令中，软化了关键的航运条款。根据彭博社看到的一份文件，欧盟提议在引入上限的过程中增加 45 天的过渡时间。拟议中的宽限期将适用于 12 月 5 日(石油制裁生效之日)之前装

载、1 月 19 日之前卸载的石油，使欧盟与美国和英国此前宣布的一项条款保持一致。最新的提议放松了欧盟最近一揽子制裁方案中提出的几个限价措施，其中一些措施可能会对超出限价范围的俄罗斯石油运输船只实施无限期限制。对这些船只的处罚将限制在 90 天内，而且只适用于俄罗斯石油。同时波兰和德国继续推进对俄罗斯经由 Druzhba 管道出口的石油的制裁。波兰总理莫拉维茨基在今年 5 月承诺，波兰将努力在年底前停止通过 Druzhba 输油管道北段从俄罗斯进口石油。德国总理肖尔茨当时也做出了类似的承诺。去年，俄罗斯每天通过德鲁日巴向欧洲输送约 72 万桶原油，其中大部分流向波兰和德国。11 月底，华沙的政府正在游说欧盟采取措施帮助波兰遵守承诺，因为在波兰放弃这部分管道原油的同时，匈牙利、斯洛伐克和捷克共和国仍可以通过南线管道购买俄罗斯的管道原油。这势必会降低波兰炼厂的竞争力。欧盟领导人可能会在 12 月中旬的峰会上讨论这个问题，届时莫拉维茨基和肖尔茨都将出席。

图表 7：俄罗斯管道出口结构



资料来源：OPEC，银河期货

与此同时，欧美进一步推进其针对俄油的“价格上限”政策。限价政策主要针对俄罗斯海运发往第三方国家，其目的有两个：一是让俄罗斯石油留在市场上，以避免价格飙升，二是限制莫斯科方面的收入。满足限价的俄油将在运输和保险等环节得到豁免。11月底，消息人士透露欧盟给俄油设置的价格上限约为65-70美金/桶，大大高出了市场预期。事实上，俄乌战争以来尽管Brent等基准价格上涨至100美金/桶以上，但俄油因其高风险溢价，长期以较大的贴水出售，其实际售价基本在70美金/桶附近，因此上述“限价”水平难以对俄油出口产生实质性的影响，同时还将进一步倒逼基准油价超这一限价水平逼近。消息传出后油价一度大跌，再度回到80美金/桶附近的水平。

图表 8：俄罗斯原油出口实际价格vsBrent



资料来源：OPEC，银河期货

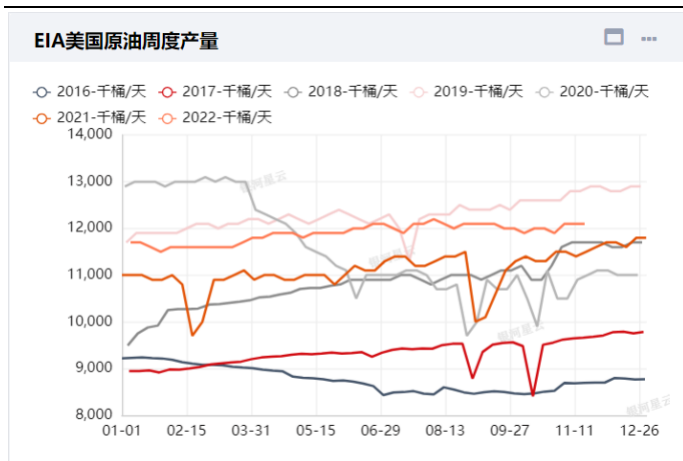
美国原油增产缓慢。11月美国原油产量稳定在1210万桶/日，整体波动不大，较3季度起伏不定的状态略有回升。EIA在11月月报中，大幅调整了2022年内月度原油产量，较9月和10月产量有所上调，使其与周度产量数据基本吻合。EIA对于22年和23年年底的产量预期与上月变动不大，22年12月产量预计在1216万桶/日，23年12月产量预计达到1258万桶/日，较上月预测下调2万桶/日。

美国原油钻机数在11月份稳定增长，较10月底增加17台至627台，继续刷新近2

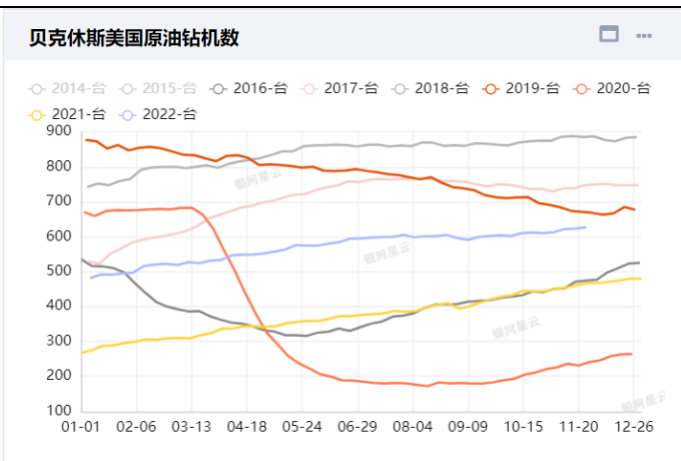
年来的新高，且与疫情前差距缩小至 50 台左右。然而钻机数的回升并未推动产量的进一步增长，因压裂活动已经接近瓶颈。EIA 在 11 月公布的油气勘探报告中显示，美国页岩油未完井数（DUC）在连续 27 个月持续下降后，与 10 月份首次环比回升。主要页岩油产地的未完井数环比增加 8 口至 4408 口。DUC 的增加意味着压裂能力难以跟上钻井速度，进而导致页岩油实际释放产量的能力受到限制。EIA 数据同样显示，每台新油井的产油量已降至 2020 年 7 月以来的最低水平。

此外，作为今年 2、3 季度最重要的供应之一，美国原油战略库存的释放速度在 11 月显著放缓。11 月前四周美国 SPR 下降约 900 万桶，平均去库速度达到 44 万桶/日，较上月的去库速度下降约 26 万桶/日。本月美国政府并未就继续抛储释放更多信号，SPR 释放的速度大概率继续放缓。

图表 9：美国原油周度产量：千桶/日

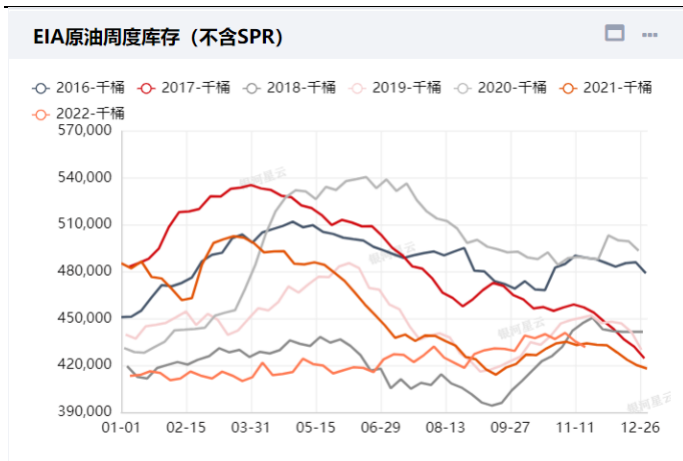


图表 10：美国原油活跃钻机数：台

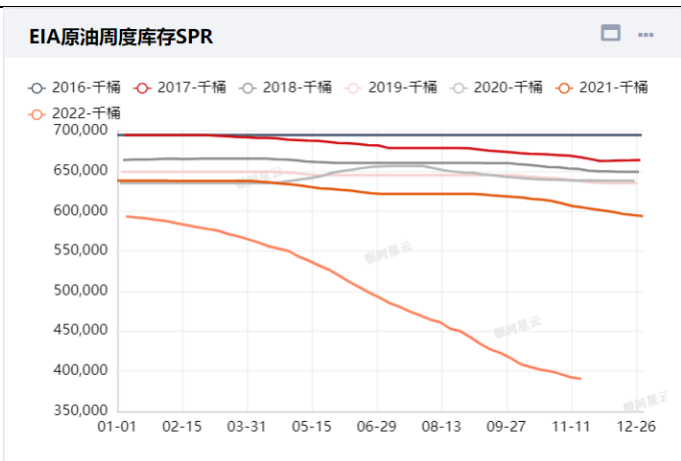


资料来源：彭博，EIA，银河期货

图表 11：美国原油商业库存：千桶/日



图表 12：美国原油战略库存：千桶

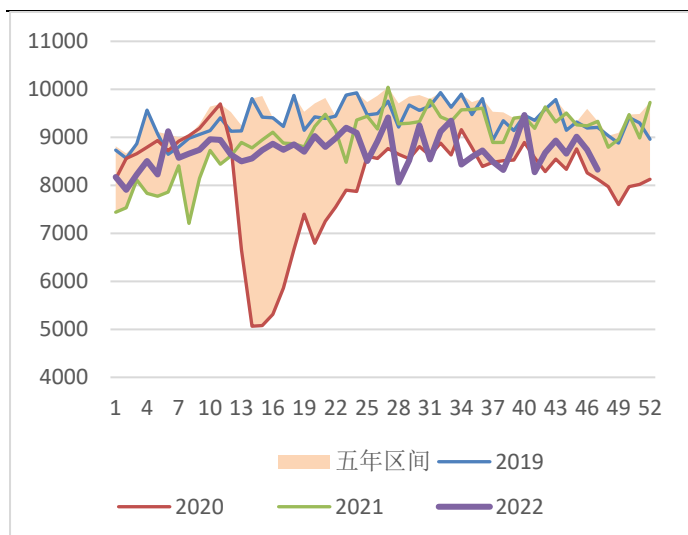


资料来源：彭博，EIA，银河期货

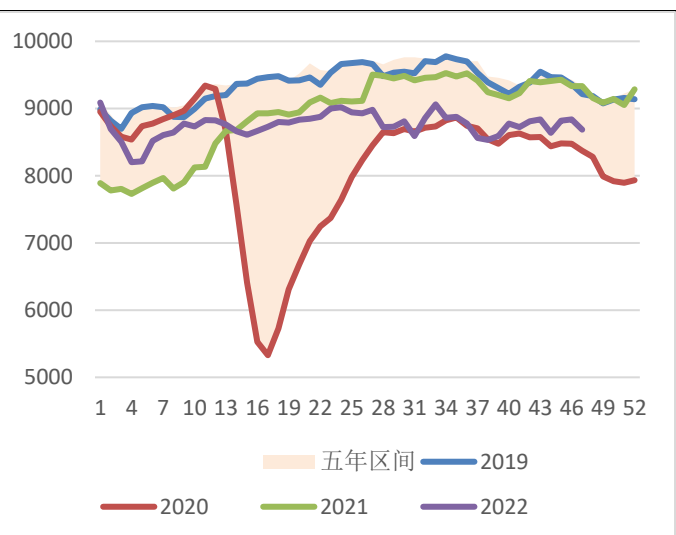
二、需求端回顾

美国方面，11月汽油消费季节性回落，表现与往年基本一致，且消费水平贴近5年区间下沿。从4周平均水平来看，消费水平略好于2020年，但季节性走弱成为大概率趋势。柴油消费在11月上旬表现相对突出，但在美国秋收需求收尾、冬季取暖需求尚未启动的时间点，柴油消费出现阶段性的回落。航煤方面表现则相对亮眼，11月份周度消费水平基本高于去年同期，且阶段性表现已经达到疫情前的水平。后市来看，一方面出行消费在冬季将进入季节性淡季，而取暖等需求则更多收到天气的影响，不确定性较大，柴油的工业用途与经济活动景气度密切相关，在美联储持续加息、高利率长期维持的状态下，柴油消费也难以给出更高的预期。

图表 13: 美国汽油消费: 千桶/日

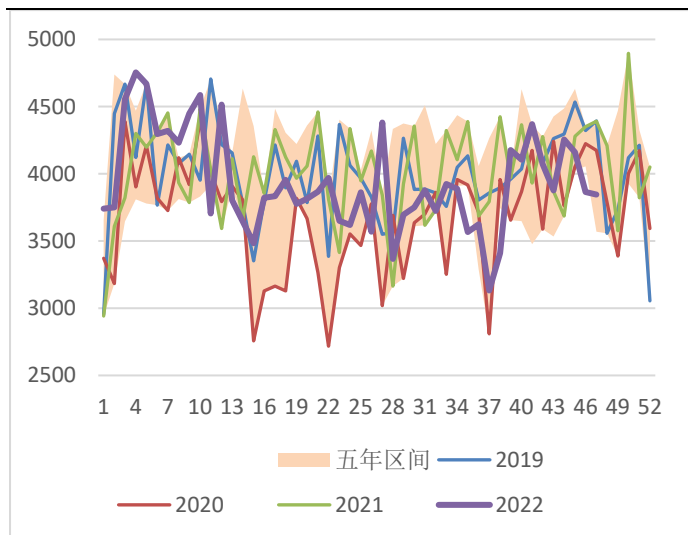


图表 14: 美国汽油消费4周平滑: 千桶/日

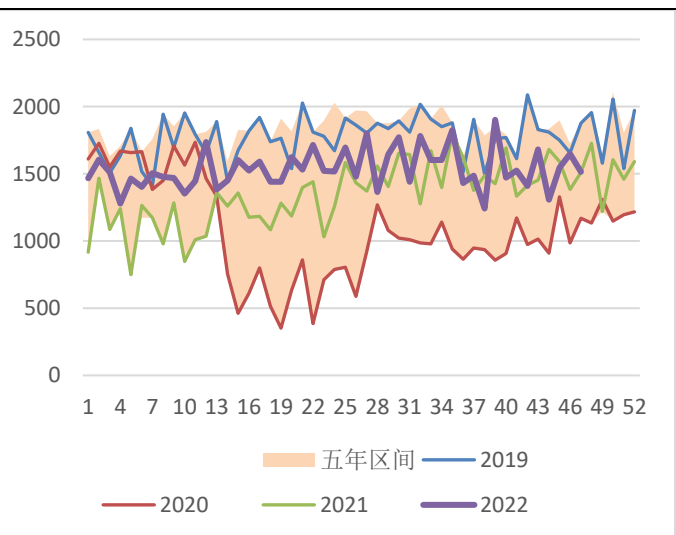


资料来源: 彭博, EIA, 银河期货

图表 15: 美国柴油消费: 千桶/日



图表 16: 美国航煤消费: 千桶/日



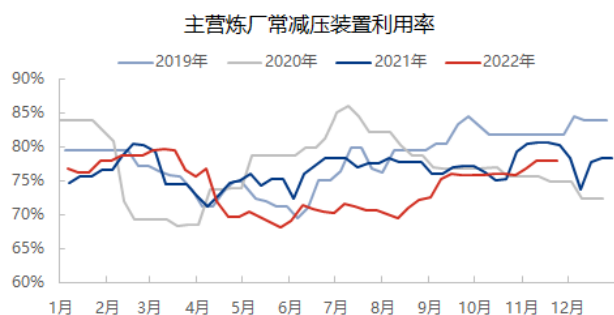
资料来源：彭博，EIA，银河期货

国内方面，10 月份国内原油加工量环比小幅回升。根据隆众数据，10 月底地炼开工升至 64.82% 的年内高点，11 月初期基本维持着高开工状态，而到了 11 月底地炼开工小幅下降至 64%，尽管月内出现小幅下降，但开工水平依旧处在年内高位。主营方面，在今年第四批成品油出口配额的支撑下，主营在 11 月继续推高炼厂开工，常减压产能利用率从 10 月底的 75.83% 大幅抬升到 11 月底的 77.99%，然而这一开工水平依旧低于 2021、2019 年同期接近 80% 的水平。

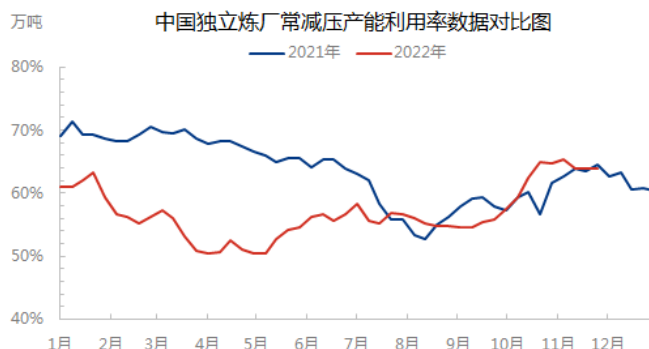
根据海关统计，2022 年 10 月我国汽油出口量为 100.4 万吨，累计出口量为 925.3 万吨，出口量环比+51.72%，出口量同比-0.47%，累计出口量比去年同期-27.76%。2022 年 10 月我国柴油出口量为 105.8 万吨，累计出口量为 604.9 万吨，出口量环比：-38.84%，出口量同比+90.45%，累计出口量比去年同期-62.85%。2022 年 10 月份我国航空煤油出口量 115.7 吨，累计出口量 792.6 吨，出口量环比-5.76%，出口量同比+39.40%，累计出口量比去年同期+12.84%。

随着海外柴油走弱，国内柴油出口利润在 11 月下旬迅速下滑，汽油出口利润也同样维持低位。成品汽柴油 1-10 月份出口配额完成进度为 62.35%，相较 2021 年同期 97.6% 的完成进度，同比回落 35.25%，暂未考虑保税监管的量。在新的出口配额尚未下发的情况下，估计 1-11 月份出口进度将继续提升。

图表 17：主营炼厂开工率



图表 18：独立炼厂开工率

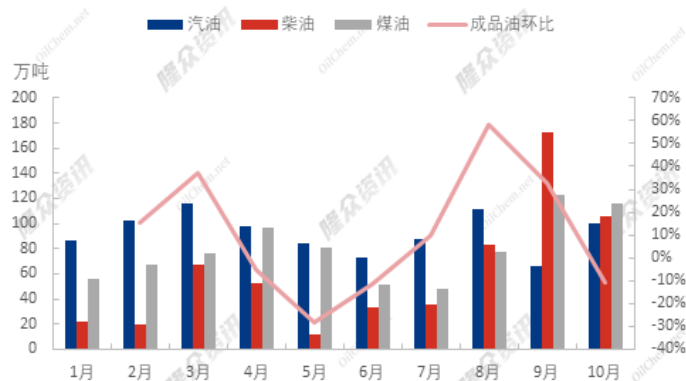


资料来源：隆众，银河期货

图表 19：成品油出口利润



图表 20：成品油出口量



资料来源：隆众，银河期货

三、平衡预期

在机构的平衡表基础之上，我们做了相关修正：3 季度我们观测岸罐库存（商业+SPR）和水上库存分别去库和累库在 1.2 亿桶左右，油品整体供需为紧平衡至小幅累库格局，比 IEA10 月报中给出的 3 季度 90 万桶/日过剩要更加乐观。4 季度美国原油增产预计为 20 万桶/日，而 OPEC 从 11 月开始执行减产计划，预计减产量为 90 万桶/日，带来 4 季度产量环比下降 70 万桶/日，23 年 1 季度产量环比减少 30 万桶/日，而 OPEC 成员中利比亚和委内瑞拉存在 10-15 万桶/日左右的增产空间。俄罗斯产量在 4 季度环比小幅回升约 10 万桶/日，23 年 1 季度下降 50 万桶/日后暂时判断为企稳。23 年美国原油产量参考 EIA 的估算，全年增幅预计为 30 万桶/日。因此整体来看，4 季度往后供应端增量较为有限，在 OPEC 不改变其减产计划的前提下，23 年产量难以达到 22 年 3 季度的高点。

消费方面，我们预期中国的消费从 23 年 2 季度开始复苏，但在此之前仍存在小幅环比走弱的可能，23 年 1、2 季度为 OECD 消费的传统淡季，3 季度全球需求达到季节性高位。4 季度战略库存释放速度由 3 季度的 80 万桶/日下降至 40 万桶/日，明年 1 季度或仍有 10 万桶/日的小幅释放，但未来继续释放的可能性暂时偏低。

按照上述假设，23 年 1、2 季度原油维持偏紧平衡，供需矛盾并不突出，更多依赖供需端的预期差驱动节奏，例如俄乌冲突的演化、OPEC 政策的调整、美国抛储的延续以及中国需求的恢复等等。但如果供应端维持当前预期，从明年下半年起，原油供需将会出现较为显著的缺口，商业库存或将重新进入去库通道。

图表 21：平衡推演

	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Total Supply	98.00	98.70	98.60	100.10	99.75	99.17	99.40	99.58	99.84
OPEC crude	27.80	28.45	28.60	29.45	28.75	28.50	28.60	28.60	28.60
US	17.54	17.34	17.74	18.04	18.24	18.31	18.34	18.42	18.58
Total Demand	100.70	99.50	98.50	100.00	100.00	99.20	99.90	101.30	101.50
OECD Demand	46.80	45.80	45.40	46.30	46.50	45.90	45.50	46.40	46.60
NON-OECD demand	53.90	53.70	53.10	53.70	53.50	53.30	54.40	54.90	54.90
Balance	-2.70	-0.80	0.10	0.10	-0.25	-0.03	-0.50	-1.72	-1.66
商业库存变动		-0.70	0.75	0.90	0.15	0.07	-0.50	-1.72	-1.66

资料来源：彭博，EIA，银河期货

四、下游回顾

11 月，海外成品油裂解整体回落。汽油方面新加坡市场依旧弱势，但较 10 月底的负裂解有所修复，欧洲和美国汽油裂解在 10 月底有一波冲高，但在 11 月呈现回落状态，裂解水平回到年初的水平。柴油方面，随着欧洲炼厂罢工结束、俄罗斯在 12 月制裁落地前增加了柴油出口，三地柴油裂解价差均出现一定程度回落。当前的柴油裂解逐步回到年初俄乌战争爆发前的水平，但全球炼能紧缺的问题依旧未能得到缓解，当前的柴油裂解水平显著高于往年同期。

11 月初，科威特超大型炼油厂 Al-Zour 开启“商业运行”，Al-Zour 由三个小型炼油厂组成，每个炼油厂的日产量约为 20.5 万桶，总一次进料能力达到 61.5 万桶/日。11 月中上述三个小炼厂其中之一将满负荷运行，前期进料水平在 12 万桶/日。若该大炼化全部满负荷运行，则将带来 15.5 万桶/日的超低硫柴油产出，以缓解欧洲柴油紧缺的局面。该炼厂拥有 650 万桶的 LSFO 仓储能力，并在 11 月底首次放出了 10 万吨 LSFO 的销售计划，海外 LSFO 裂解价差一度因此大跌。

图表 22：三地汽油裂解价差：美金/桶



图表 23：三地柴油裂解价差：美金/桶

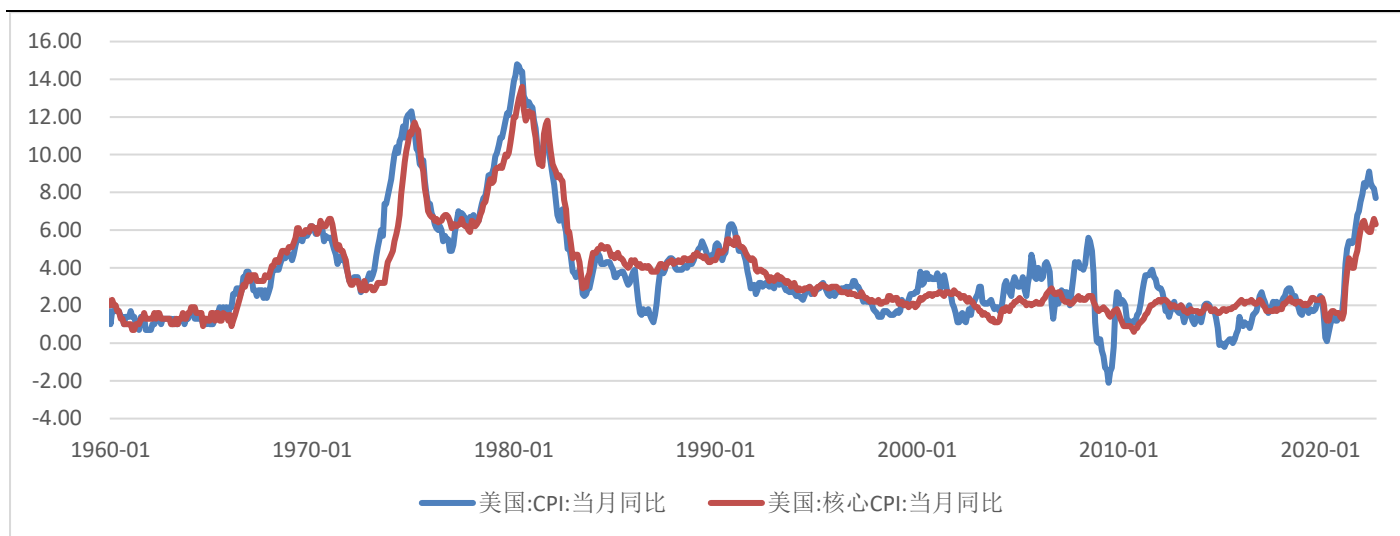


资料来源：彭博，EIA，银河期货

五、宏观回顾

10 月份美国 CPI 同比回落至 7.7%，环比下降 0.5%，核心 CPI 同比从 9 月份 6.6%回落至 10 月份的 6.3%。CPI 回落速度超预期，市场预计通胀已经见顶回落，美联储加息力度将有所放缓。11 月底美联储布拉德表示，即便使用“鸽派”假设，美联储的政策利率目标区间也需至少上升到 5.00%-5.25%，才能具有足够限制性以遏制通胀，而更严格的假设将要求利率升至 7%以上，因迄今为止联储收紧政策仅对通胀产生有限影响。美联储理事杰斐逊表示，高通胀对低收入家庭的打击最大，降低通胀是美联储帮助美国民众广泛实现繁荣并缩小人口群体之间经济差距的最佳方式。波士顿联邦储备银行主席 Susan Collins 周五表示，在寻求降低通胀的过程中，美联储未来还将进一步加息，她还称，加息 75 个基点仍是一个选项。根据 CME 的“美联储观察”，市场预计 12 月加息 50BP 的概率为 80.6%。

图表 24：美国CPI数据



资料来源：彭博，EIA，银河期货

六、行情展望

11 月需求端的利好逐步兑现且部分利多被证伪，而供应端除去 OPEC 坚持挺价外，俄乌冲突带来的供应损失也在淡化，油价处于上行缺乏驱动，下行或有支撑的状态。正如我们对于未来的平衡存在较多不确定的假设，宏观事件尤其是涉及政策层面的发展往往难以预期，油价出现阶段性转折的可能性也随之提高。12 月适逢海外长假，原油市场流动性走弱，波动同样会被放大，短期 Brent 主力参考 80-90 美金/桶区间。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 能化投资研究部

北京：北京市朝阳区朝外大街 16 号中国人寿大厦 11 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799