

总量研究

需求牵引油价回落，步入缓慢下行区间

——《大国博弈》第二十八篇

要点

核心观点：

经历了 6 月下旬以来的持续调整，原油的金融属性明显转弱、地缘政治属性影响边际收敛，开始回归商品属性。当前原油处在供给增量有限、需求恢复放缓的局面，全球原油去库进程基本结束，预计原油价格进入缓慢回落通道，震荡中枢由我们此前预计的 100 美元/桶回落至 90 美元/桶。

现阶段油价上行动能已然不足

1) 俄乌冲突带来的风险溢价转弱。

一则，俄罗斯原油产量减少程度低于市场预期，出口规模保持基本稳定。

二则，欧盟迫于能源短缺压力，开始放松制裁，计划年末使用俄罗斯石油出口价格上限替代海运禁令，预计未来石油供给冲击将弱于市场预期。

2) 美联储抗击通胀态度坚决，引导需求侧定价回落。

目前来看，美联储持续加息的路径较难改变，将持续打压需求预期，约束油价上涨动能。

从现实情况来看，7 月全球石油需求明显放缓，出现旺季不旺的特征，美国 7 月炼油厂开工率下降、汽油持续累库，指向终端消费已经呈现疲弱迹象。

3) 利比亚、伊拉克等中东国家释放增产意愿。

全球原油增产空间有限，供给约束仍在

1) OPEC：维持谨慎增产态度，释放增量有限。

8 月 3 日，OPEC+会议决定 9 月上调产量 10 万桶/日，低于市场此前预期的 30-40 万桶/日，也低于 7-8 月计划产量增幅 64.8 万桶/日。OPEC+小幅增产，整体透露出象征性增产态度，既表明了其维护高油价的态度，也回应了美国希望沙特等 OPEC 国家增产的诉求。

2) 美国：资本开支不足、劳动力供应链短缺，页岩油产量提升缓慢。

产量增产缓慢，7 月末，美国原油产量上升至 1210 万桶/日，较去年底仅增加 30 万桶/日，距离疫情前仍有约 100 万桶/日的缺口；资本开支恢复滞后，今年 6 月，新增钻井数仅修复至 938 口，较 2020 年 3 月高点仍下降 14%；劳动力供给短缺，今年 6 月，石油和天然气开采就业人数仍未恢复至疫情前水平，较 2019 年同期减少 4%。同时，压裂车队数提升速度明显弱于钻机数，目前钻机数已经恢复至 2020 年初的 94%，但压裂车队数仅恢复至 2020 年初的 86%。

预计油价步入缓慢回落区间

6 月以来，原油的金融属性明显转弱、地缘政治属性影响边际收敛，开始回归商品属性。金融属性方面，8 月 5 日发布的非农数据超预期之后，尽管加息概率上调，但大宗商品价格不跌反涨，金融属性削弱对油价的压制；地缘政治方面，尽管俄乌冲突仍在持续，地缘风险仍有不确定性，但鉴于欧洲制裁已有边际放松，市场对未来供给短缺的担忧也在逐步消退；商品属性方面，需求转弱预期已在逐步兑现，需求主导原油定价回落，但鉴于供给增量有限，将对油价形成底部支撑。

风险提示：全球经济动能快速回落；俄乌冲突持续超预期。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebcn.com

分析师：刘星辰

执业证书编号：S0930522030001
021-52523880
liuxc@ebcn.com

相关研报

海外供应链受阻，中国优势再次凸显——2022 年 7 月进出口数据点评（2022-08-08）

美国非农大超预期，货币紧缩势在必行——2022 年 7 月美国非农数据点评兼光大宏观周报（2022-08-06）

企业生产放缓，恢复基础尚需稳固——2022 年 7 月 PMI 点评兼光大宏观周报（2022-08-01）

统筹防疫与经济，力争最好结果——2022 年 7 月政治局会议精神学习体会（2022-07-29）

美联储如期加息，9 月或持续紧缩步伐——2022 年 7 月美联储议息会议点评（2022-07-28）

工业企业盈利恢复加快，结构持续改善——2022 年 6 月工业企业盈利数据点评（2022-07-27）

BA.5 侵袭，全球影响几何，国内如何应对？——《全球疫情疫苗追踪系列》第十一篇（2022-07-26）

磐战中期选举，民主党如何出牌？——《大国博弈》系列第二十七篇暨光大宏观周报（2022-07-24）

新一轮猪周期有哪些“新变化”？——《见微知著》第八篇（2022-07-20）

美国科技霸权：大国博弈的前沿阵地——《大国博弈》第二十六篇（2022-07-09）

美联储明确紧缩态度，剑指通胀——2022 年 6 月美联储议息会议纪要点评（2022-07-07）

如何看待美国滞胀和美股走势？——美联储观察系列九（2022-07-05）

目 录

1、现阶段油价上行动能已然不足.....	4
1.1 俄乌冲突带来的风险溢价转弱.....	4
1.2 美联储抗击通胀态度坚决，引导需求侧定价回落	6
1.3 利比亚、伊拉克等中东国家释放增产意愿	7
2、全球原油增产空间有限，供给约束仍在.....	8
2.1 OPEC：维持谨慎增产态度，释放增量有限	8
2.2 美国：资本开支不足、劳动力供应链短缺，页岩油产量提升缓慢.....	9
3、预计油价步入缓慢回落区间.....	10
4、风险提示.....	11

图目录

图 1: 俄罗斯原油产量 4 月下滑后, 5 月-7 月持续修复	4
图 2: 欧美对俄制裁, 对俄罗斯原油出口影响有限	4
图 3: 7 月俄罗斯海运原油出口小幅回落, 但与年初基本一致	5
图 4: 7 月末俄罗斯对欧洲部分地区海运原油出口增加	5
图 5: 6 月以来, 欧洲天然气价格快速上涨	6
图 6: 8 月初德国天然气存储量为 71%, 计划 11 月 1 日前达到 95%	6
图 7: 6 月中旬以来, 油价下跌部分源于金融属性的弱化	7
图 8: 今年二季度以来全球石油需求转弱	7
图 9: 7 月以来美国汽油库存已经从低位回升	7
图 10: 7 月以来美国炼油厂开工率持续回落	7
图 11: 全球制造业景气回落期内, 石油需求增速多数放缓	7
图 12: 中美欧制造业 PMI 已经回落至荣枯线以下	7
图 13: 今年 3 月以来, 利比亚原油产量持续回落	8
图 14: 按照现有产能, 伊拉克原油产量提升空间为 38 万桶/日	8
图 15: OPEC10 国原油产量低于生产配额 116 万桶/日	9
图 16: 俄罗斯原油产量低于生产配额 109 万桶/日	9
图 17: 未来增产任务主要由阿联酋、沙特阿拉伯、伊拉克承担	9
图 18: 尽管俄罗斯石油出口受制裁, 但仍在 9 月增产计划中	9
图 19: 今年以来, 页岩油完井数增长放缓, 制约原油产量	10
图 20: DUC 释放空间有限, 产量提升依赖于新增钻井持续增加	10
图 21: 今年 6 月, 美国石油和天然气开采行业就业人数较 2019 年同期减少 4%	10
图 22: 今年 2 月以来, 压裂车队数提升速度明显弱于钻机数	10
图 23: 美国、OECD 石油库存已有回升趋势	11
图 24: 6 月中旬至 7 月底, 美国汽油价格已经下跌 16%	11

1、现阶段油价上行动能已然不足

1.1 俄乌冲突带来的风险溢价转弱

2月24日，俄乌冲突以来，欧美等西方国家持续对俄罗斯石油出口实施制裁，大幅推升原油的地缘风险溢价。由于俄罗斯石油出口量占比高达全球的12%，引发市场对于未来原油供给短缺的担忧，布伦特原油价格自俄乌冲突前的100美元/桶，一度攀升至接近140美元/桶的高位。

我们此前也指出地缘冲突引发的市场情绪波动是影响油价的主线，随着冲突的持续，其对市场的影响将逐渐趋弱，原油价格走势将回归至供需平衡点。若不考虑地缘冲突，从原油供需的角度看，2022年，原油价格因需求回暖但供给受限而大概率保持在80-100美元/桶的范围内。（详见2022年3月3日外发报告《俄乌冲突下，油价如何演绎？——《大国博弈》系列第十七篇》）

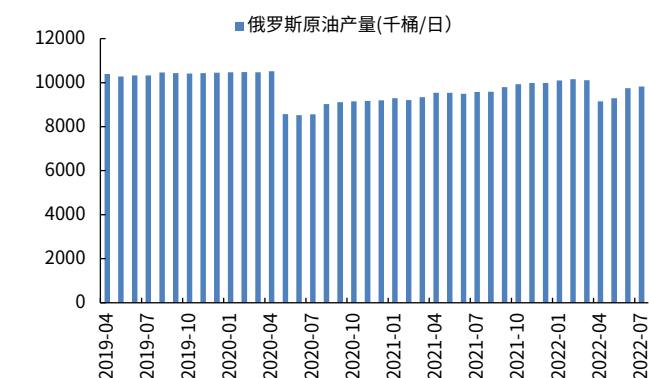
但从实际情况看，欧美对俄制裁对今年原油供给端的影响远低于预期，尽管第六轮制裁将于今年末落地，但鉴于原油供给不足和高通胀限制，预计制裁的持续性也堪忧。

一则，俄罗斯原油产量受损程度低于市场预期，出口规模保持基本稳定。

出口方面，俄罗斯石油贸易有部分转向亚洲，出口受损程度有限。6月俄罗斯石油出口740万桶/日，较1-2月减少60万桶/日，其中，原油出口较1-2月高出约20万桶/日，成品油出口减少约80万桶/日。原油出口增加，主要是俄罗斯向印度、中国加大原油出口，抵消了对欧洲出口减少的部分。而成品油出口，由于未寻找到替代途径，近几个月有明显回落，但6月成品油出口量与5月基本持平，表明成品油出口情况并未进一步恶化，可能与欧洲天然气紧缺，加大对俄柴油进口有关。

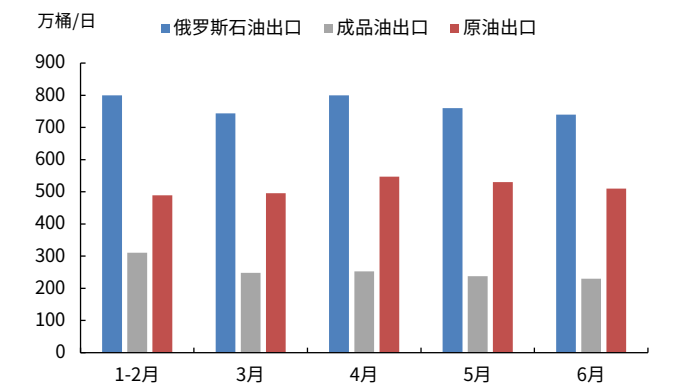
产量方面，俄罗斯原油产量在4月明显回落后，5月以来已经持续回升。4月，俄罗斯原油产量较2月减少100万桶/日，导致市场担忧俄罗斯供给持续减量风险。根据我们的测算，若第六轮制裁在今年末落地，则受欧美制裁的俄罗斯石油出口量共计为345万桶/日。但由于俄罗斯原油出口并未减少，因此进入5月后，俄罗斯原油产量持续修复，7月彭博预计为983万桶/日，较2月仅减少33万桶/日。EIA对今年俄罗斯产量的预测已经持续调升，5月预计同比减少74万桶/日，7月最新预计同比增加3万桶/日。

图1：俄罗斯原油产量4月下滑后，5月-7月持续修复



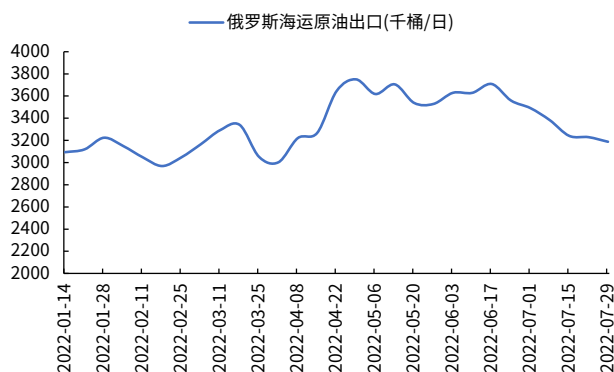
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图2：欧美对俄制裁，对俄罗斯原油出口影响有限



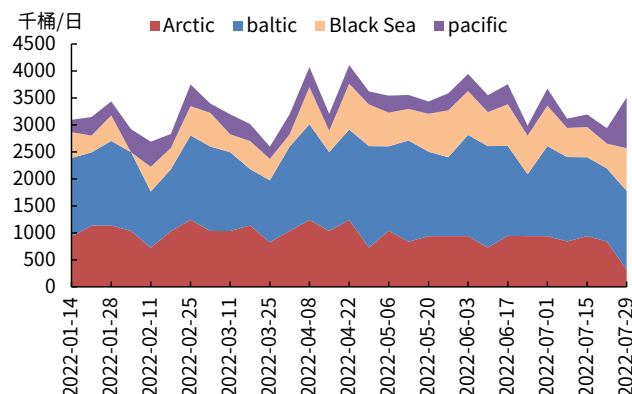
资料来源：IEA，光大证券研究所

图 3：7 月俄罗斯海运原油出口小幅回落，但与年初基本一致



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所 注：数据截止日期为 2022 年 7 月 29 日

图 4：7 月末俄罗斯对欧洲部分地区海运原油出口增加



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所 注：数据截止日期为 2022 年 7 月 29 日

二则，欧盟迫于能源短缺压力，开始放松制裁，计划年末使用俄罗斯石油出口价格上限替代海运禁令，预计未来石油供给冲击将弱于市场预期。

俄乌冲突以来，欧盟、美国等西方国家一直借助石油禁运等措施，限制俄罗斯石油收入，以达到制裁目标。但从实际情况来看，俄罗斯石油出口量未受影响，反而推动油价上涨，俄罗斯石油出口收入得以大幅增加，巩固其在俄乌战场上的优势地位，而欧美国家承受高通胀的压力，倒逼其大幅加息抑制通胀。

受国内通胀高企压力，欧美被迫寻求其他解决方式，企图通过设置俄罗斯石油出口价格上限的方式，替代将于 2022 年末落地的海运禁令。7 月 14 日，美国财政部长珍妮特耶伦表示，如果全球主要石油进口国支持对俄罗斯石油价格设定国际上限，以应对俄乌冲突，美国和欧盟可能会放弃对俄罗斯的航运保险和金融服务禁令。

此前美国初步计划的油价上限介于 40-60 美元/桶，远低于现在 100 美元/桶价格水平，此举也引发俄罗斯的反制措施。当前价格上限的具体方案仍未确定，并需要获得中国、印度等主要进口国的一致同意，鉴于俄罗斯的反制措施，预计未来存在调整空间。7 月 22 日，俄罗斯表示不会向设置价格上限的国家出售石油。7 月 27 日，俄罗斯方面以关键涡轮机维护问题为由，将北溪一号对欧输送天然气减少至满负荷状态的 20%。

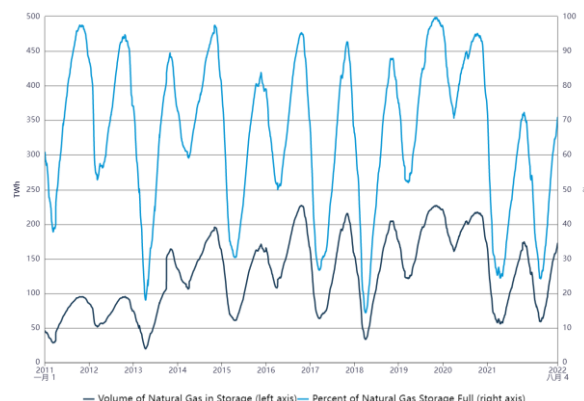
在这场博弈当中，欧洲筹码相当有限，迫于本国能源安全的保障，对俄石油制裁已经开始放松。一方面，美国和 OPEC 产量提升空间有限，难以填补 345 万桶/日左右的俄罗斯石油潜在供给缺口，若年末制裁落地，势必会进一步推升油价。另一方面，由于欧洲对俄罗斯天然气严重依赖，当前天然气储气水平不足，面临冬季供暖不足的风险，被迫通过节约用电等方式，减少 15% 的天然气需求。作为天然气的替代品，可以预见的是，未来对于石油制裁的力度也难以实质性加大。7 月 21 日，欧盟理事会发布声明称，欧盟（EU）已决定放宽对从事农产品贸易和向第三国运输石油的俄罗斯公司的制裁，目的是避免粮食和石油安全受影响。

图 5：6 月以来，欧洲天然气价格快速上涨



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所 注：数据截止日期为 2022 年 8 月 3 日

图 6：8 月初德国天然气存储量为 71%，计划 11 月 1 日前达到 95%



资料来源：Knoema，光大证券研究所 注：数据截止日期为 2022 年 8 月 4 日

1.2 美联储抗击通胀态度坚决，引导需求侧定价回落

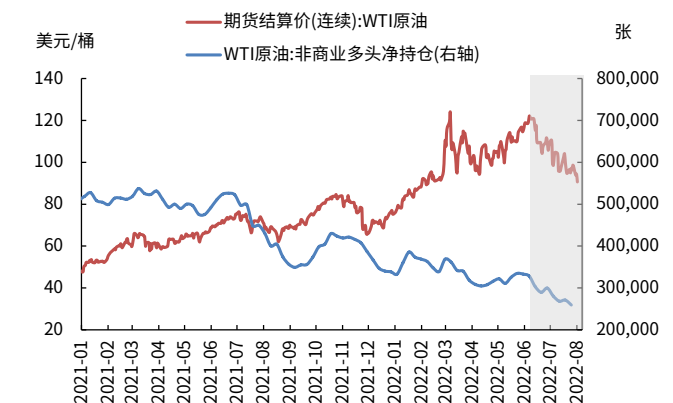
6 月中旬后，油价快速下跌，与美联储大幅加息，推升衰退预期有关，导致原油的金融属性持续弱化。7 月 21 日，欧央行超预期加息 50BP，进一步打压需求预期。

目前来看，美联储持续加息的路径较难改变，将持续打压需求预期，约束油价上涨动能。高通胀压力下，美联储 7 月议息会议决定，再次加息 75bp。新闻发布会中，鲍威尔主席表示，9 月会议仍可能大幅加息，但加息幅度将取决于经济和通胀数据。现阶段，在通胀预期仍锚定在合理水平、劳动力市场维持韧性的背景下，美联储连续加息路径较难改变。以史为鉴，美联储控制通胀的最佳方式就是，坚定不移维持紧缩政策。而持续的货币紧缩，势必会持续打压需求预期，直至现实需求向预期靠拢。

从现实情况来看，7 月全球石油需求明显放缓，出现旺季不旺的特征，可能与欧美制造业 PMI 持续回落，高油价、高温天气抑制需求有关。自 2020 年 4 月至 2021 年 12 月，全球石油消费整体呈上升趋势，回升至疫情之前的水平。但进入 2022 年 3 月之后，由于中国疫情反复、欧美经济增速放缓，石油消费恢复也相应放缓，今年 7 月相较于 2019 年同期仍有 260 万桶/日的差距，缺口较 6 月扩大 117 万桶/日。其中，美国、欧洲、印度石油需求相较 2019 年同期，7 月缺口较 6 月分别扩大 13 万桶/日、68 万桶/日、36 万桶/日。

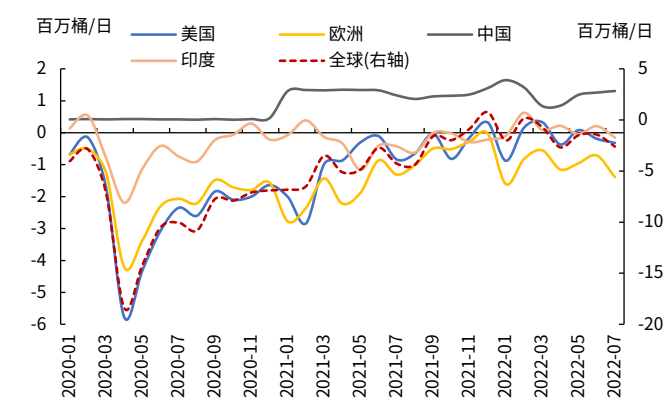
从美国情况来看，7 月炼油厂开工率下降、汽油累库，指向终端消费已经出现疲弱。7 月以来，美国炼油厂开工率自高位回落，7 月末已经降至 91%，低于 2016 年-2019 年正常年份水平。同时，美国汽油也开始出现累库现象，汽油消费低于往年。

图 7：6 月中旬以来，油价下跌部分源于金融属性的弱化



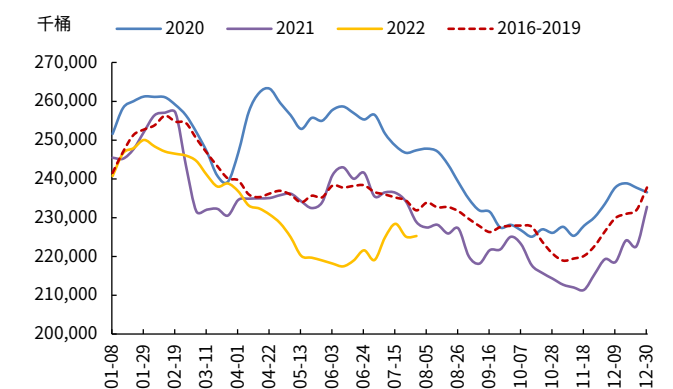
资料来源：Wind，光大证券研究所；注：数据截至 2022 年 8 月 3 日

图 8：今年二季度以来全球石油需求转弱



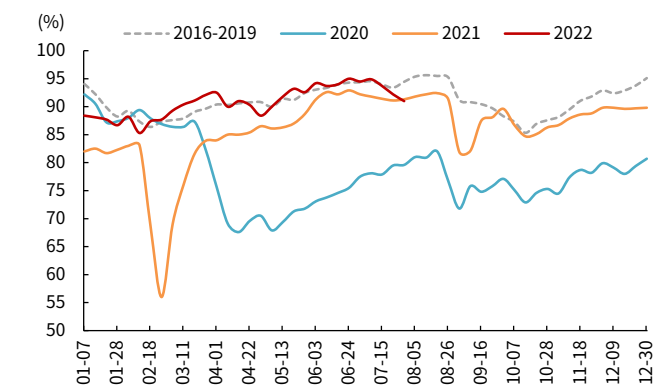
资料来源：EIA，光大证券研究所；注：将 2020 年以来月度数据调整为以 2019 年同期为基期，显示石油需求距离正常年份的差距；数据截至 2022 年 7 月

图 9：7 月以来美国汽油库存已经从低位回升



资料来源：EIA，光大证券研究所；注：数据截至 2022 年 7 月 29 日

图 10：7 月以来美国炼油厂开工率持续回落



资料来源：EIA，光大证券研究所；注：数据截至 2022 年 7 月 29 日

图 11：全球制造业景气回落期内，石油需求增速多数放缓

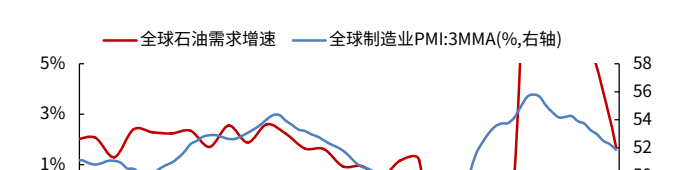
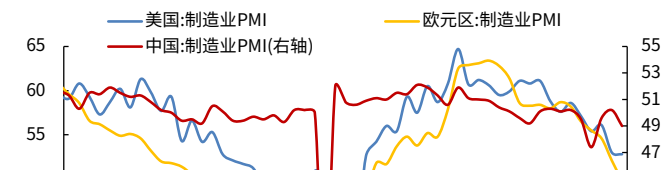


图 12：中美欧制造业 PMI 已经回落至荣枯线以下



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45006

