



愚公杂谈 20220124：揭批西方投行稻花香里说丰年所暗含的原油价格波动风险



一、背景

最新的美国银行全球研究报告表示：鉴于欧佩克+的闲置产能较低、库存较低，以及地缘政治紧张局势不断加剧，预计 2022 年年中前布伦特原油价格将再次达到 120 美元/桶。在 2022 年下半年，油价需要在美元走软的情况下才能保持在 100 美元/桶以上。

类似的，各大西方投行的近期研报也都在积极看涨原油（主流投行 2022 价格预测表，见下图），逐渐带动了狂热的散户投机交易情绪，这可真是稻花香里说丰年，听取蛙声一片，愚公对此只能说一句：言之过早吧？你们西方投行如此研究，真的就如此确定了吗？

Brent Forecast for 2022 (\$/bbl)					
Symbol	Q1	Q2	Q3	Q4	2022
JPMorgan	84.23	88.33	88.66	89.16	87.60
Bank of America	85.00	95.00	85.00	75.00	85.00
Stratas	78.73	81.76	81.96	83.96	81.60
LBBW	80.00	80.00	75.00	75.00	78.00
DBS Bank	77.50	77.00	78.50	80.50	78.00
OANDA	80.00	77.50	75.00	80.00	77.50
Ste Generale	80.00	80.00	75.00	75.00	77.50
NE Nomisma	74.36	75.83	77.14	78.29	76.40
ANZ Bank	71.00	74.00	77.00	77.00	75.00
Bernstein	0.00	0.00	0.00	0.00	75.00
Global Risk	72.00	74.00	76.00	77.00	75.00
IHS Markit	75.31	74.84	74.00	73.00	75.00
EIU	75.00	74.50	73.75	73.00	74.06
Commerzbank	70.00	75.00	75.00	75.00	74.00
BMO	70.00	70.00	75.00	80.00	73.75
Price Futures Group	76.00	77.00	78.00	84.00	73.00
NORD/LB	74.50	73.50	72.50	71.50	73.00
Raiffeisen Int'l	75.00	73.00	72.00	70.00	72.50
Skand Ensk Bank	75.00	80.00	70.00	65.00	72.50
Evercore US	72.50	70.00	70.00	75.00	72.00
Wood Mackenzie	74.35	69.65	70.65	73.35	72.00
JBC Energy GmbH	74.00	71.33	70.30	69.75	71.35
CRISIL	80.00	72.00	65.00	63.00	71.00
Banco Santander	73.00	71.00	69.00	67.00	70.00
TS Lombard	75.00	/	/	/	70.00
Mizuho Bank Ltd	73.07	72.00	70.84	69.78	69.78
CapitalEconomic	73.00	69.00	66.00	62.00	68.00
Intesa SP	65.00	67.00	68.00	70.00	67.50
Julius Baer	70.00	67.50	65.00	62.50	66.30
Caixa Bank	75.00	73.20	70.00	65.00	65.00
Deutsche Bank	72.00	64.00	64.00	64.00	65.00

二、不确定性因素分析

我们首先回顾一下著名经济学家弗兰克奈特（Frank Knight, 1921）

提出的不确定性和风险之间区别的经典理论，弗兰克奈特曾经指出：在有风险的情况下，结果是未知的，但控制该结果的概率分布是已知的，一个事物的不确定性在于事物发展以后的未知结果和未知结果的概率分布，也就是说，风险其实都是在未知结果的概率分布中去被定义的。

就像掷骰子游戏，我们开始下注，是因为我们假设的是在这个骰子完美的前提下我们预计有 50% 的机会输或赢，但是如果这个骰子制造的时候含有质量缺陷或者偏差，那我们掷骰子的结果就具有了各种不确定性，在这种骰子有问题的情况下，你只能知道你有输赢的机会，但是你绝不知道拟输赢机会的概率分布是什么。

美国银行的这个报告，一再强调的“欧佩克+的闲置产能较低、库存较低，以及地缘政治紧张局势不断加剧等等风险因素”，就好比是我们只看到了油价骰子的外表，但是这个骰子的内部到底有没有质量缺陷或者偏差我们并不知道，那么西方投行怎能就如此草率的乐观预计原油价格会达到 120 美元/桶呢？换句话说，西方投行的观点只是告诉你油价上涨的风险是什么，但是并没有告诉你油价上涨的不确定性是什么，然后就给了你一个草率的结果让你去梭哈 120 美元，这在愚公言里简直就是无稽之谈！

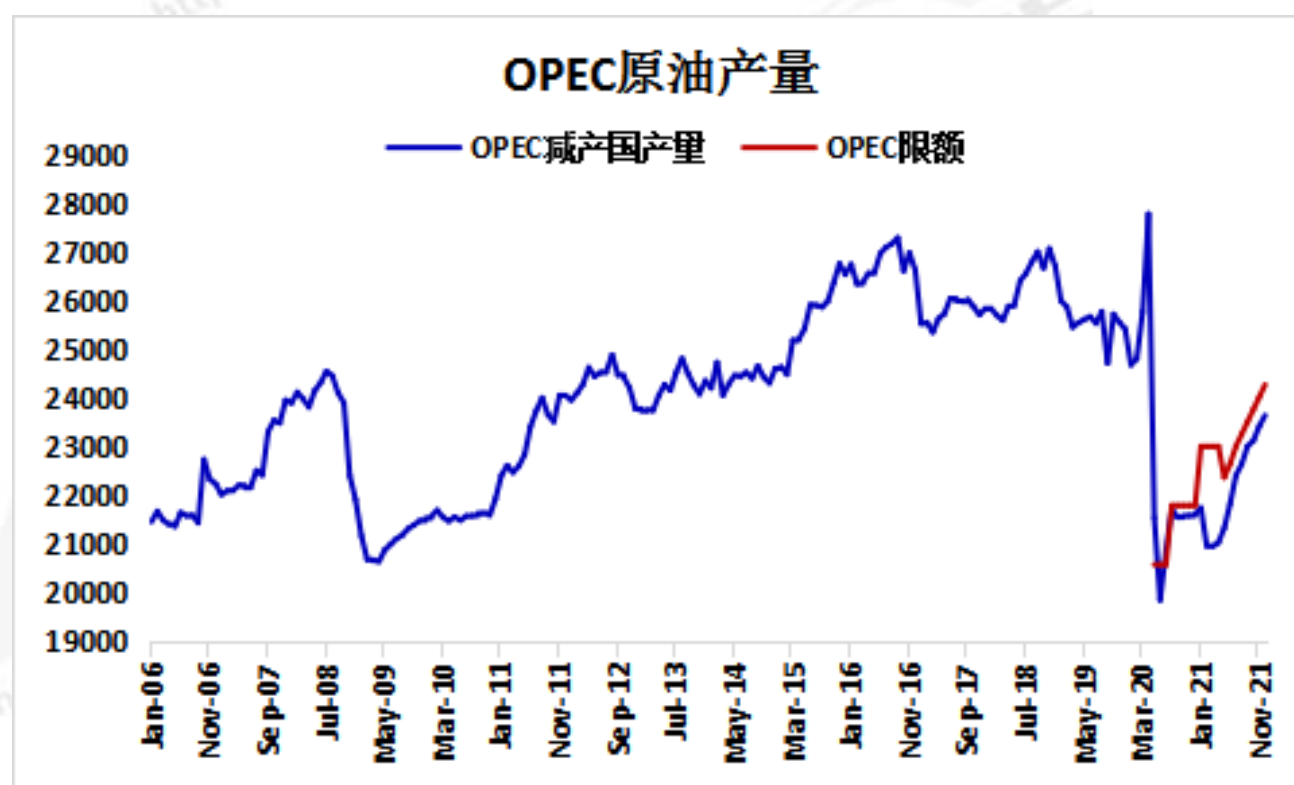
今天就跟随笔者简单分析一下当前的油价中有哪些不确定性！

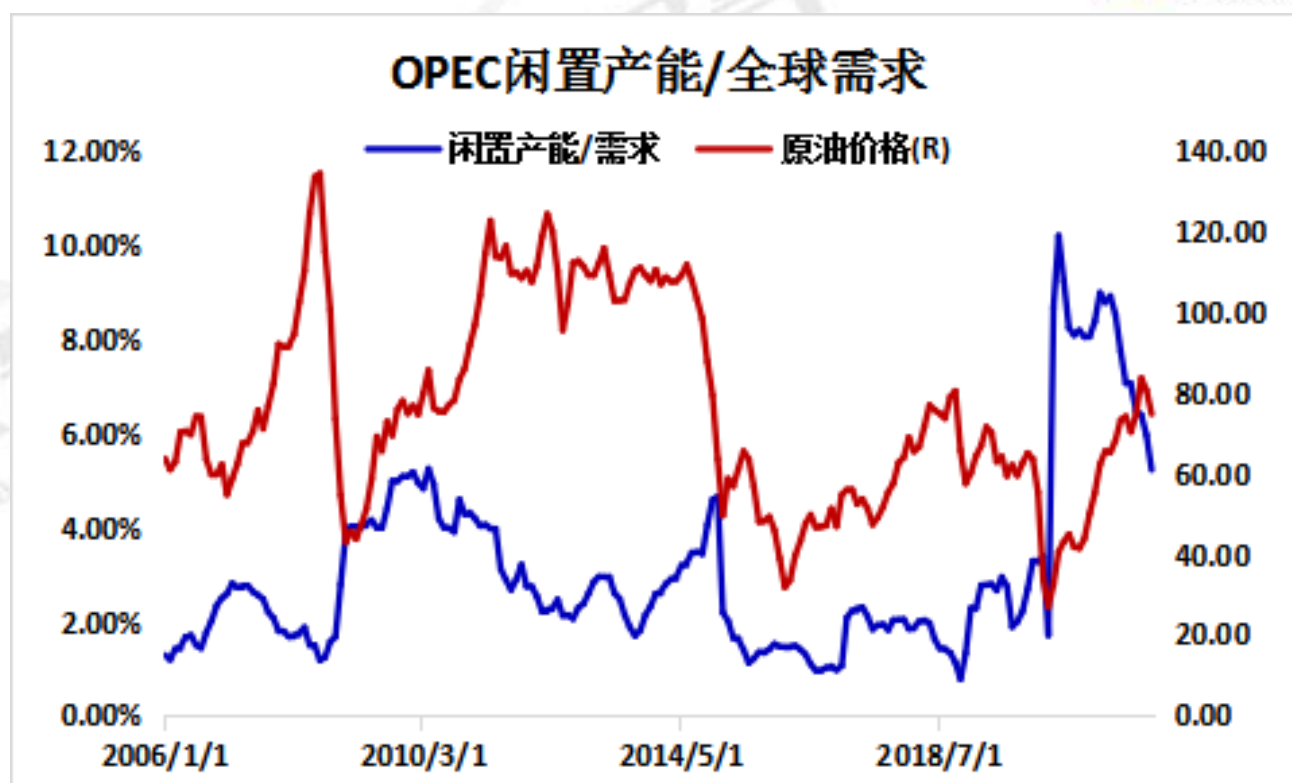
1. 供应端的不确定性

(1) 欧佩克+

在 2021 年第 23 届欧佩克和非欧佩克部长级会议（ONOMM）召开的时候，会议重申了各参与国在合作宣言（DoC）中的持续性承诺，强调了以确保稳定和平衡的石油市场的核心使命，鉴于去年会议召开时的石油市场基本面，会议决定中特别加入了一点声明：我们同意继续每月开会，等待大流行的进一步发展，并继续密切关注市场，并在必要时立即做出调整。

最近 2 个月，我们看到了欧佩克+最近几个月的增产一直不太给力，那么我们就得多想一下，欧佩克+最近几个月的增产不给力问题，到底是因为闲置产能确实不给力造成的？还是因为他们在耐心等待大流行的进一步发展结果所造成的？（欧佩克+大流行以来的原油实际产量、原油生产配额、闲置产能，见下图）





至少，欧佩克会议声明中对全世界做出政治承诺：必要时我们立即做出调整，这也就是说，即使欧佩克+的闲置产能可能确实有各种不给力的因素，但是他们也同时强调了他们要每个月开一次会议，强调了他们会在认为必要的时候（全世界都需要的时候）做出调整的政治承诺，这也就意味着，欧佩克+在短期内突然增加一些石油供应还是有能力做到的！西方投行的研究员可能忽视了瘦死的骆驼比马大这句谚语！

(2) 美国 SPR

让我们看一下美国政府释放战略储备 SPR 的时间计划（见下图），从以下图表我们可以看出，美国政府是计划在 2021 年 12 月至 2022 年 1 月期间向市场增加 60 万桶/日的供应量，在 22 年的 2 月至 4 月还会有更多的释放增量，而且美国能源部长在 2021 年 12 月曾经公开强调过：“如

果原油价格过于疲软，美国能源部可能会调整 SPR 的发布时间表，但是如果原油价格继续走高，美国能源部可能会采取进一步行动”。现在 WTI 原油价格已经运行于 85 美元之上，我们有理由合理猜测，美国政府的 SPR 释放活动可能正在进行，而我们看到美国 SPR 释放数据却要至少滞后一周甚至更久。

US Strategic Petroleum Reserve - Loan Release Schedule						OPEC+	TOTAL	
	Bryan Mound	Big Hill	West Hackberry	Bayou Choctaw	Total Deliveries (Bbls/Month)	US SPR Releases (Bbls/Day)	OPEC+ Supply Increases (Bbls/Day)	Total Estimated Increases (Bbls/Day)
Nominal Delivery Rate/month	3,000,000	2,800,000	2,800,000	1,400,000	10,000,000			
Dec-21	1,000,000	800,000	700,000	800,000	3,300,000	220,000	400,000	620,000
Jan-22	3,000,000	2,800,000		1,400,000	7,200,000	232,258	400,000	632,258
Feb-22	3,000,000	2,800,000	2,800,000	1,400,000	10,000,000	357,143	?	?
Mar-22	3,000,000	2,800,000	2,800,000	1,400,000	10,000,000	322,581	?	?
Apr-22		800,000	700,000		1,500,000	50,000	?	?
*Total Loan Volume	10,000,000	10,000,000	7,000,000	5,000,000	32,000,000			

愚公要重点指出的是，同样是供应端的 2 个不确定性因素，欧佩克+增加产量和美国释放战储 SPR，其实对于市场风险来说是 2 个截然不同的意义，欧佩克+的产量增加意味着原油市场供应量的真正增长，而美国释放战储则意味着原油市场面临更加严峻的供应紧张形势，这也就是沙特能源部长在上周的记者讲话时我们要观察美国 SPR 释放数据的核心原因。

2. 需求端的不确定性因素

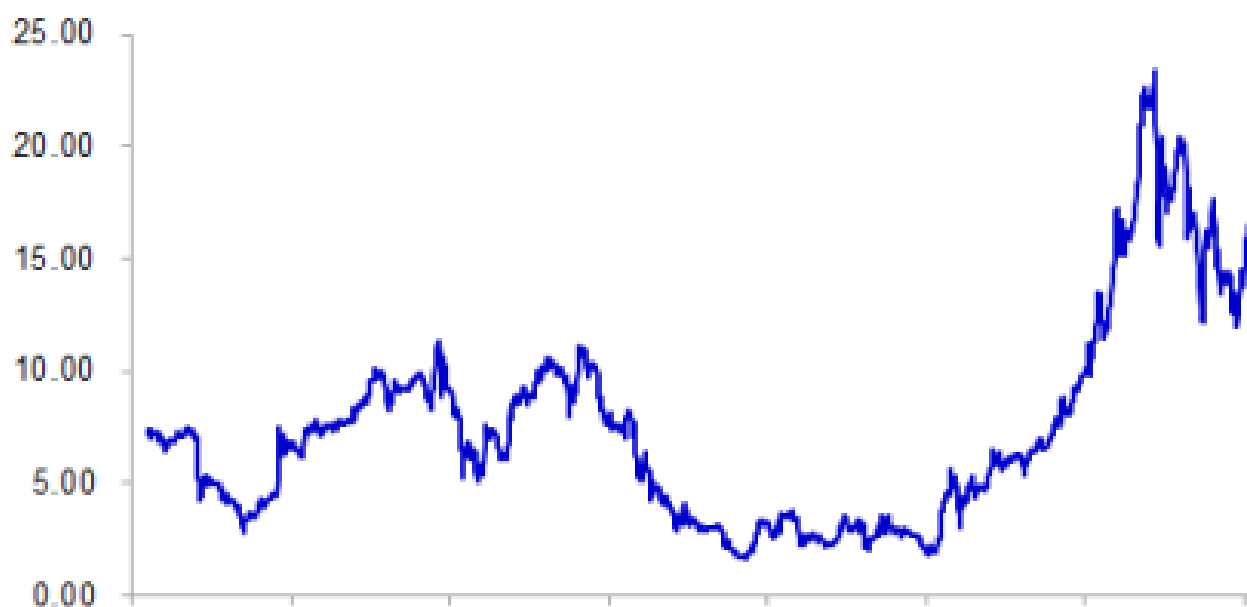
(1) 美国的可再生燃料政策问题

围绕 EPA RVO 限制（可再生量义务）的监管问题，美国政界一直纷争不断。美国 EPA 于 2021 年 12 月 7 日发布了一项拟议规则，拟修订 2020 年可再生燃料标准可再生量义务（RVO），并为 2021 年和 2022

年设定了早该执行的 RVO 目标,在另一项行动中,EPA 还提议拒绝 60 多家小型炼油厂豁免 (SRE) 申请。小型炼油厂的 2019 年 RVO 合规截止日期定为 2021 年 11 月 30 日,2020 年 RVO 合规截止日期目前定为 2022 年 1 月 31 日。可再生能源量或可再生信用额度的供应并不充足。

愚公认为,RVO 的任何风吹草动,都有可能导致可再生燃料价格和可再生授信价格的巨大变动,并给燃料生产商带来更大的负担。

Renewable Volume Obligation Current Year (c/gal)



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_36513

