

风起青萍之末，警惕原油一波未平一波再起

—— 2023 年原油年报

安粮期货投资咨询部 李雨馨

期货投资咨询证书编号：Z0013987

摘要：

1、供需基本面，2023 年原油整体供应将保持平稳。美国继续增产幅度有限，OPEC+ 仍然保持独立的排产话语权，同时俄罗斯在对抗 G7 集团限价过程中，或将损失一定的产量及出口量。因此，在全球整体长期投资不足的背景下，原油产能释放力度仍然有限。需求方面，各大机构预测 2023 年将是全面进入衰退的一年，需求增速放缓，但上半年衰退造成需求下行的实际幅度需要关注，以及 2023 年中国开启复苏后的需求增量也是关键变量。同时，原油库存都处于较低位置，美国战略石油储备下降至 1983 年以来最低，欧洲库存也处于历史较低水平，给向上的价格弹性带来条件。

2、宏观及地缘政治方面，2023 年仍将面临较多的黑天鹅事件，这将是 2022 年未解决的事件的延续。这其中包括俄乌冲突的解决途径和俄罗斯反制禁令是否得以贯彻，以沙特为首的 OPEC 能否坚持独立的排产政策，以及下半年或迎来美国从加息转降息的关键拐点。这都将给 2023 年原油价格带来较大的不确定性和高波动率。

3、整体看，我们对 2023 年原油价格呈乐观态度，全年或将走出先抑后扬的形态，不排除出现二次顶的可能。由于地缘影响的错配，东西半球的供给仍在短时间内难以解决失衡问题，因此 2023 年主导因素仍将是多层面且复杂的，难以单纯回归供需基本面。

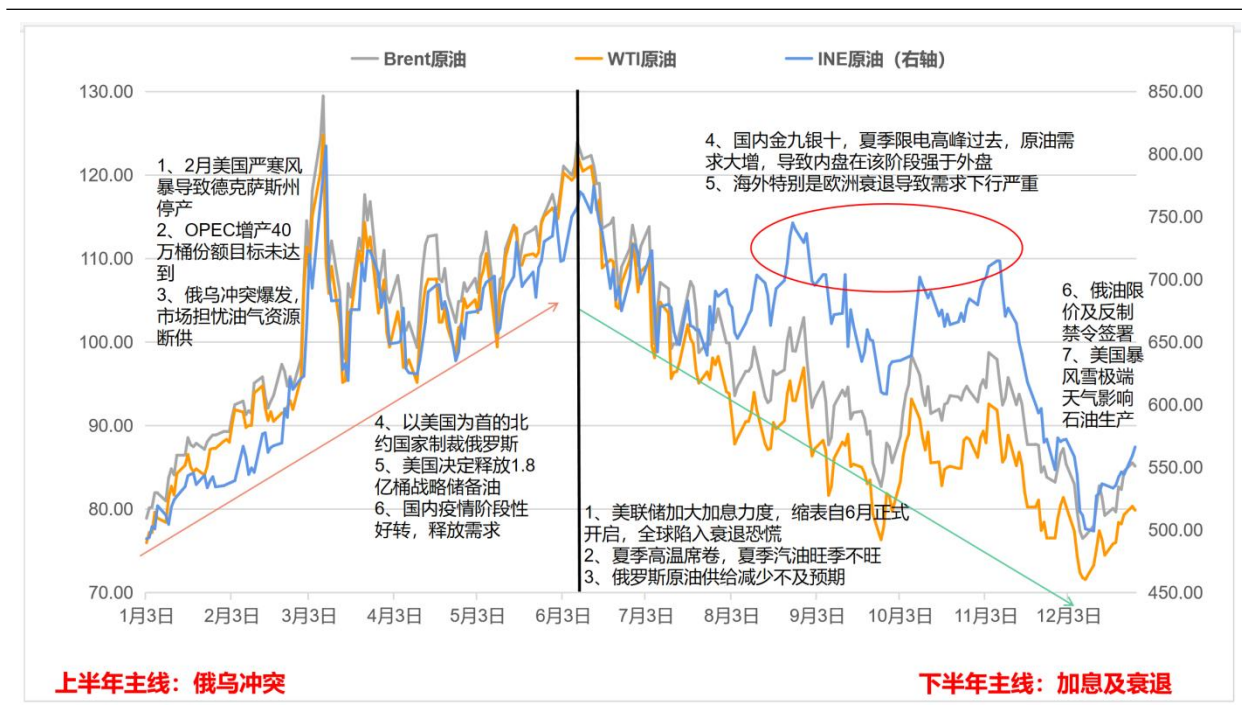
操作建议：

我们预测，2023年原油价格上半年将受到海外衰退逻辑的影响，WTI主力价格中枢在65-70美元附近，下半年将重点交易美联储货币政策转向及中国放开后的复苏逻辑，原油价格中枢有望抬升。同时，低库存和仍然存在的供给端不确定性或给予价格较大的向上弹性，不排除原油价格出现双顶格局的可能。2023年需要关注的变量有：海外衰退对原油需求造成的实际减量，以及美国是否会因衰退提前改变货币政策；国内经济复苏是否能从强预期顺利过渡至强现实；俄乌冲突的解决途径以及俄罗斯反制限价对其产量、出口量的实际影响；OPEC是否能保持独立的排产政策。2023年仍将面临较多供给端风险，因此高波动率成为较大可能。2023年WTI上半年价格中枢在65-70美元/桶，下半年价格中枢抬升或有再次冲高至百元的可能。同时，目前INE稍弱于外盘，2023年交易国内复苏逻辑时有转强预期。

一、2022年行情回顾

2022年是原油处于宏观和地缘博弈漩涡中的一年，在经历了俄乌冲突、欧洲能源危机后，美国为了应对油价高涨而采取了一系列措施，包括大规模释放战略储备油、美联储大幅加息拉动强美元周期；与伊朗、委内瑞拉以及OPEC的多轮博弈，以及联合G7集团对俄罗斯进行多方面制裁等等。可以看到，2022年原油在上半年因地缘导致的供给恐慌造成价格脉冲式冲顶后，下半年阶段性受到美联储加息等宏观衰退氛围影响，走出价格重心缓慢回落的收敛形态。WTI从1月初70-75美元/桶价格为起点，在3月和6月分别走出130美元/桶及120美元/桶的高点后，下半年价格重心缓慢下行，呈现收敛走势，最终又回到年初70-75美元/桶价格重心位置。全年最高和最低价格差额达到60美元/桶，全年波动率高达86%。

图 1：原油走势及关键事件回顾



数据来源：安粮期货

因此，全年走势基本可以分为上半年和下半年两个阶段，**上半年**：以俄乌紧张局势为主线，原油走出脉冲式冲顶行情，主要矛盾集中在供给端风险；**下半年**：以美联储加速加息进程，以及强美元周期带给其他经济体较大压力导致的衰退预期为主线，原油开始走震荡下行的收敛行情，价格重心缓慢下移，直至年底价格回到2021年末水平。主要矛盾集中在衰退导致的需求下行。具体事件见上图。

二、原油供需情况

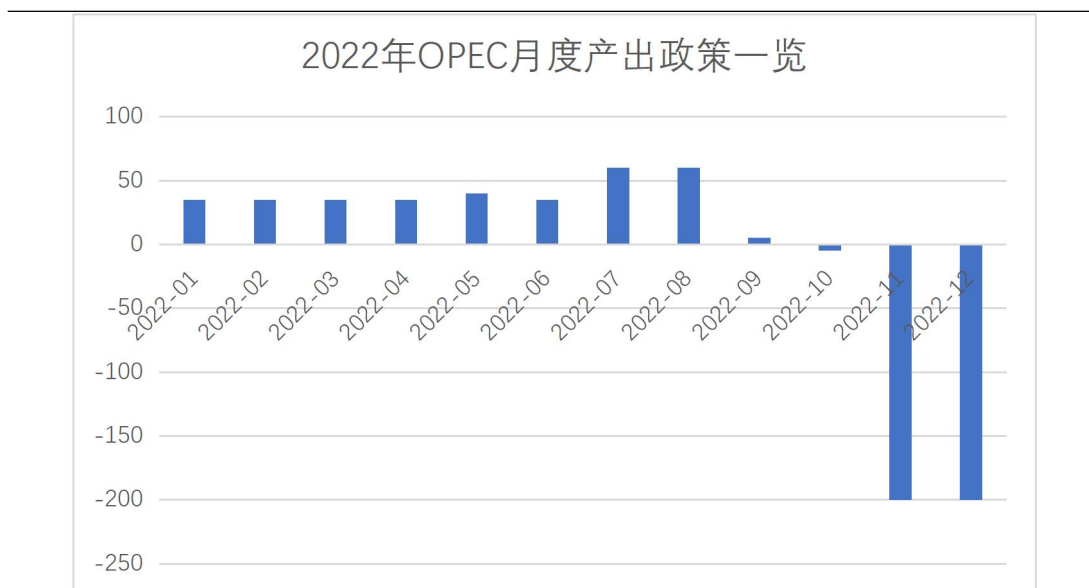
(一) 供应：OPEC+2023年上半年保持减产，变量集中在俄罗斯2月限价后对产量、出口量的实际影响

OPEC+自2016年，以沙特主导的OPEC+减产会议成功召开之后，虽然内部有一定分歧，但基本在沙特和俄罗斯的共同主导下，形成了和美国分庭抗礼的定价中心，

且随着美国页岩油完井衰减以及新井开发不足，全球为数不多的剩余产能集中在沙特与阿联酋手中，因此 OPEC+ 仍然掌握原油供给方面大部分的话语权。在 2022 年 11 月 OPEC 会议中，OPEC 做出减产 200 万桶/日的决定，并于 12 月会议中确认，2023 年上半年将继续执行该排产政策直至 6 月 4 日再度召开 OPEC 部长会议。

而美国在其产能恢复至疫情前水平 1200 万桶/日后，继续大幅增产的能力不足，虽然目前美国活跃油井恢复疫情前 700 余口水平，但增加的活跃油井仍然是以消耗 DUC 为主，新井开发仍然较慢。截至 2022 年 10 月 DUC 库存井数 4408 口，较年初下降 11%，较 2020 年 6 月高点 8797 口，已下滑 50%。虽然在 2022 年下半年，新井开发速度有一定增加，但总体效率不高。EIA 短期能源展望预计 2023 年美国原油产量将增加 73 万桶/日，较之前预估值增加 1 万桶/日。

图 1：OPEC + 2022OPEC 月度产出政策



数据来源：安粮期货

2022 年 8 月 OPEC+ 通过增产彻底补足为应对 20 年新冠需求下滑的减产份额，但仅经两月就重拾减产计划，且全年几乎每月产量都距离目标产量有一定差距，因此

2022 年 OPEC 产量增幅不及预期，2023 年甚至将执行新一轮减产计划；2022 年美国页岩油产量全年较去年增长 86 万桶/日，1-11 月日均产量在 1190 万桶/日。但由于新井开发不足，2022 年美国页岩油产量增幅多以消耗 DUC 为主，据目前新井投资额来看，2023 年美国页岩油产量增幅有限。EIA 月报预计美原油产量 2023 年将小幅上涨约 50 万桶/日，OPEC 月报则预计增长约 78 万桶/日。

图 2：OPEC 减产十国产量与配额

图 3：OPEC 分国别剩余产能一览



数据来源：OPEC、EIA、安粮期货

相较于中东和美国的稳定输出，2023 年需要关注的供给变量更多应聚焦在：俄罗斯限价及反制措施将对其产量有多大影响、委内瑞拉是否能复产顺利以及伊朗核协议谈判是否能释放伊朗产能。

1.OPEC+仍然掌握供给端话语权，俄罗斯成为 23 年原油供给的主要变量

2022 年 10 月，OPEC+一致同意减产 200 万桶/日，从 11 月开始生效，配额的下调主要集中在沙特 52.6 万桶/日、俄罗斯 52.6 万桶/日、伊拉克 22 万桶/日、阿联酋 16 万桶/日以及科威特 13.5 万桶/日。同时，由于 1-11 月 OPEC+都距离配额产量有一定差距，2022 年产量最高峰的 9 月 OPEC13 国产量也没超过 3000 万桶/日，距离疫情前 3000 万桶/日以上的产量水平仍有距离。

图 6：OPEC+成员国产量配额 单位：千桶/日

November 2022-December 2023			
	August 2022 Required Production	Voluntary Adjustment	Voluntary Production
Algeria	1,055	-48	1,007
Angola	1,525	-70	1,455
Congo	325	-15	310
Equatorial Guinea	127	-6	121
Gabon	186	-9	177
Iraq	4,651	-220	4,431
Kuwait	2,811	-135	2,676
Nigeria	1,826	-84	1,742
Saudi Arabia	11,004	-526	10,478
UAE	3,179	-160	3,019
Azerbaijan	717	-33	684
Bahrain	205	-9	196
Brunei	102	-5	97
Kazakhstan	1,706	-78	1,628
Malaysia	594	-27	567
Mexico	1753	0	1,753
Oman	881	-40	841
Russia	11,004	-526	10,478
Sudan	75	-3	72
South Sudan	130	-6	124
OPEC 10	26,689	-1,273	25,416
Non-OPEC	17,167	-727	16,440
OPEC+	43,856	-2,000	41,856

数据来源：OPEC，安粮期货

OPEC13 国石油 11 月总产量为 2883 万桶/日，较 10 月下降 74.4 万桶/日，距离目标产量差额在 181 万桶/日。OPEC+目前仍有 380 万桶/日的闲置产能（其中包括沙特 130 万桶/日、阿联酋 60 万桶/日，以及被制裁的俄罗斯 40 万桶/日、伊朗约

130 万桶/日和委内瑞拉保守估计下的 20 万桶/日)，因此在页岩油产量增幅有限的背景下，OPEC+ 仍然在供给端掌握话语权。

其中，俄罗斯原油在供给端的不确定性将在 2023 年放大。俄乌冲突不仅改变了全球原油原有的分配格局，还不停扰动着原油供给端，形成了贯穿 2022 全年的供给风险与需求下滑之间的博弈逻辑。2022 年 3 月以来，欧盟不断开会讨论成员国可接受的对俄制裁措施，包括俄油禁运和俄油限价。目前，欧洲原油从俄罗斯进口的占比大幅减少，而从美国和挪威以及南美等地进口的比例大幅增加。2023 年更多的需要关注 G7 限制俄罗斯原油价格上限 60 美元/桶后，对俄油出口造成的影响。目前数据看，12 月 5 日限价令生效的一周时间内，俄罗斯出口的原油下降 186 万桶/日，暴跌约 54%，至 160 万桶，创下 2022 年新低。截至 12 月 21 日，俄罗斯 12 月内海运原油出口量已降至 2021 年 1 月以来最低水平。

图 7：欧盟对俄油制裁条款一览

原则	最终目标为全面禁止欧盟成员国直接或间接购买、进口、转进口俄罗斯原油、成品油，或为运输俄油的油轮提供保险服务。
通用豁免期限	1、2022 年 12 月 5 日之前，对于海运俄罗斯原油的一次性交易和 6 月 4 日之前签订的长约豁免制裁；2、2022 年 12 月 5 日之前，对为第三方国家进口俄油提供直接或间接的金融、技术服务暂时豁免制裁。
管道豁免	1、部分欧洲国家高度依赖管输俄油，暂时不进行制裁，但成员国需每 3 个月向欧盟报告管道的俄罗斯原油进口量；2、禁止将管道进口的俄油转运或销售至其他国家。
豁免国	1、2023 年 12 月 5 日之前，捷克可以进口俄罗斯原油；2、2024 年 12 月 31 日之前，保加利亚可以维持 2022 年 6 月 4 日之前签订的长约俄油采购。
其他豁免情形	如有国家出现突发供应中断或出于人道主义的用途，俄罗斯原油进口可以暂时豁免制裁。

图 8：G7 对俄油限价及俄罗斯反制

	内容
G7针对俄油限价令	<p>欧盟就对俄海运石油出口设置每桶60美元的价格上限达成协议，如果俄罗斯向第三方国家出售原油的价格高于所设定的上限水平，那么欧盟和G7的海运服务公司和保险公司将不得向其提供服务。</p> <p>同时，方案还规定，从明年1月中旬开始，价格上限将每两个月接受一次评估和修订，且任何限价水平都应比俄罗斯石油和石油产品的平均市场价低至少5%。</p>
俄罗斯反制禁令	<p>鉴于美西方等国家及国际组织采取对俄石油及石油产品设置价格上限的不友好举措，为维护国家利益，俄方将禁止向在合同中直接或间接使用设置价格上限机制的外国法人和个人供应俄石油和石油产品。此总统令自2023年2月1日起生效，有效期至2023年7月1日。</p>

图 9：俄油海运出口情况 千桶/日

图 10：俄罗斯产量及剩余产能 万桶/日

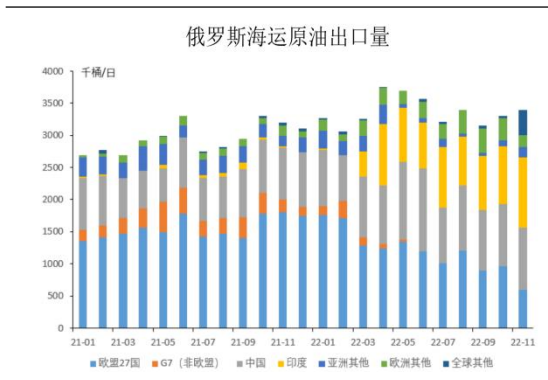


图 11：俄罗斯 23 年石油产量预测

Graph 5 - 27: Russia's quarterly liquids production mb/d

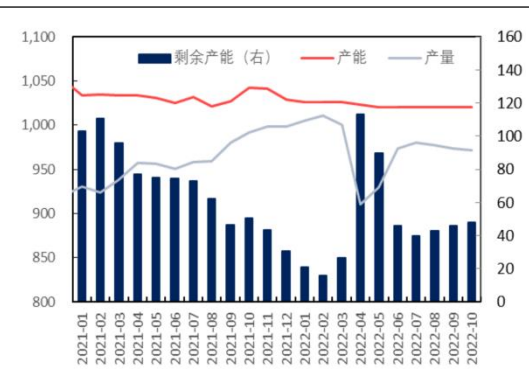
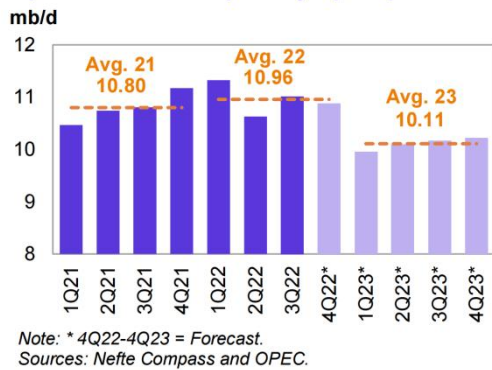


图 12：俄罗斯主要缘由油种出口

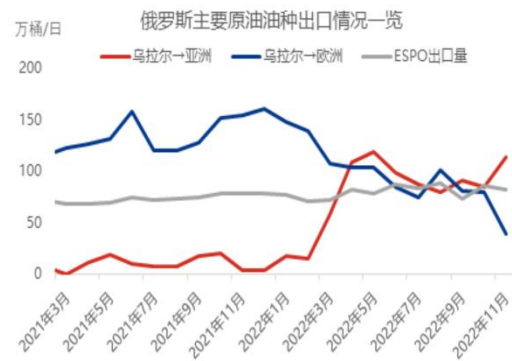


图 13：OPEC 石油供应量

Table 5 - 7: OPEC crude oil production based on secondary sources, tb/d

Secondary sources	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	Sep 22	Oct 22	Nov 22	Change Nov/Oct
Algeria	904	913	984	1,015	1,039	1,042	1,041	1,022	-19
Angola	1,245	1,117	1,152	1,171	1,155	1,131	1,064	1,102	38
Congo	289	265	263	268	267	278	260	259	-2
Equatorial Guinea	115	97	91	90	90	87	73	69	-4
Gabon	191	182	199	190	199	202	205	207	2
IR Iran	1,991	2,392	2,529	2,555	2,566	2,555	2,561	2,559	-1
Iraq	4,076	4,049	4,286	4,440	4,540	4,546	4,582	4,465	-117
Kuwait	2,439	2,419	2,612	2,690	2,801	2,822	2,806	2,685	-121
Libya	367	1,143	1,063	751	992	1,157	1,166	1,133	-32
Nigeria	1,578	1,372	1,376	1,211	1,064	1,015	1,066	1,158	92
Saudi Arabia	9,204	9,114	10,165	10,450	10,893	11,008	10,878	10,474	-404
UAE	2,804	2,727	2,954	3,045	3,168	3,192	3,186	3,037	-149
Venezuela	512	555	684	714	667	661	682	656	-26
Total OPEC	25,714	26,345	28,358	28,589	29,442	29,696	29,570	28,826	-744

Notes: Totals may not add up due to independent rounding, given available secondary sources to date. Source: OPEC.

数据来源：OPEC,安粮期货

2.美战略储备油库存低位，伊朗与委内瑞拉产能释放量未知

图 14：美国战略储备油库存

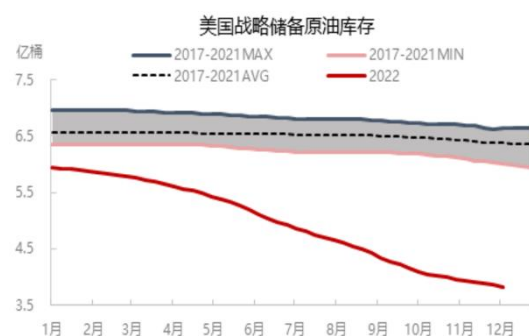
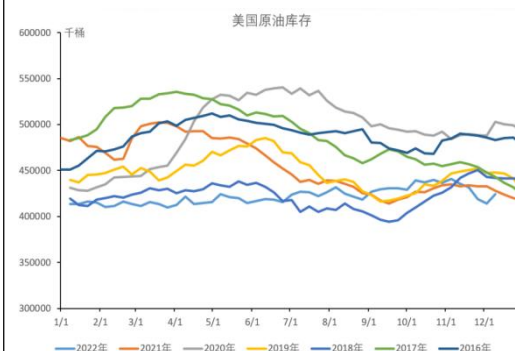


图 15：美国原油商业库存

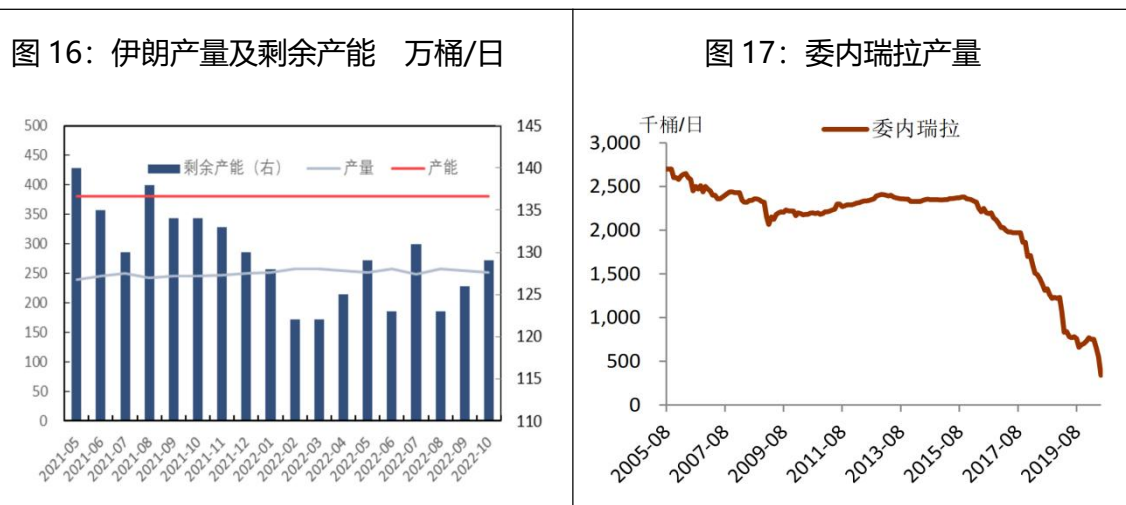


数据来源：EIA, WIND, 安粮期货

美国大量释放战略储备油导致其库存降至 1983 年以来新低：美国为应对俄乌冲突以来脉冲上涨的油价，宣布释放超过 1.8 亿桶的战略储备油，并于 10 月再次追加释放 1500 万桶，以至于其战略储备油库存降至 1983 年以来最低水平。同时因欧洲对俄油

禁运制裁，美国加大出口量，原油、成品油平均出口量达到 400 万桶/日以上，炼厂开工全年处于高位，因此美国商业库存量也处于较低位置。2023 年需要关注低库存环境下给供给端风险的容错率较低，同时带来的价格弹性较高。也需要关注美国 2023 年或以 70 美元/桶基准价格对战略储备油进行补库动作，这或将奠定原油上半年以 70 美元/桶作为价格中枢的基调。

伊朗与委内瑞拉产能释放量未知： 2022 年美国为应对原油供给紧张情况，于 12 月授权雪佛龙提高其在委内瑞拉的石油产量。委内瑞拉在被制裁前，产量稳定在 250 万桶/日，是世界上探明石油储量第一的国家。由于油种较差，开采较难，一般是美国油服帮助其开采，但被制裁后美国油企撤出，委内瑞拉石油产量大幅下滑至目前的 68 万桶/日。因此，美国油企再度进驻委内瑞拉或代表着美国将逐步放松对委内瑞拉的制裁，明年委内瑞拉的产量将有所上升，但上升量未知。



数据来源：WIND，安粮期货

伊朗的情况也类似，2022 年伊核协议经过多轮谈判仍然无疾而终，预计 2023 年伊核协议谈判成功的概率仍然较小。伊朗 10 月产量 255 万桶/日，制裁前产量 380 万桶/日，20 世纪 70 年代原油产量顶峰到过 600 万桶/日。值得注意的是，伊朗在波斯湾和东亚的浮仓库存以及在岸库存超过 1 亿桶，且部分使用人民币进行结算。

2022 年 OPEC+ 产量不及预期，平均产量 2950 万桶/日，预计 23 年变化不大；
2022 年美国平均产量为 1190 万桶/日，预计 23 年将小幅增加 50-70 万桶/日产量。
变量集中在俄罗斯是否会因限价损失 50-200 万桶/日的产量或出口量，以及委内瑞拉是否能在美国油企帮助下增加 40-60 万桶/日产量。

(二) 需求：美国加息进入尾声，中国复苏在即，需求不应过分悲观

2022 年影响油价的主线逻辑是供给侧风险与因衰退需求下滑间的博弈，上半年以突发黑天鹅事件带来供给恐慌为主线，下半年主要以美联储大幅加息带来的全球衰退预期，造成需求下滑为主线。因此，2023 年我们需要观察衰退造成的需求减量实际有多少，以及美国是否会开启货币政策转向，同时也要考察中国放开后，经济复苏周期中对需求的潜在增量。2022 年的主线逻辑或将换一种形式再度延续至 2023 年，形成与 2022 年对称的走势，如果说 2022 年是先扬后抑，那么 2023 年则或许会是先抑后扬，走出与 2022 年对称的双顶格局。因此，一季度海外衰退逻辑被充分交易后，不应过分悲观的看待全球需求增长，原因有三，首先美国加息周期进入尾声，下半年或将迎来美国货币政策的拐点，这样对整体商品市场估值都有提振作用；其次，中国放开后将加速进入复苏周期，交通燃料、工业能源的需求量或有明显增加；最后，虽然新能源大势所趋，但仍然需要时间布局，原油、天然气等传统能源需求韧性仍存。

图 18：OPEC 预测 2023 年全球石油需求

Table 4 - 2: World oil demand in 2023*, mb/d

World oil demand	2022	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	Change 2023/22	
							Growth	%
Americas	25.08	25.00	25.24	25.66	25.45	25.34	0.26	1.05
of which US	20.54	20.51	20.52	20.85	20.87	20.69	0.15	0.74
Europe	13.65	13.19	13.46	14.12	13.95	13.68	0.03	0.24
Asia Pacific	7.47	7.88	7.04	7.29	7.83	7.51	0.04	0.48
Total OECD	46.20	46.07	45.73	47.07	47.23	46.53	0.33	0.72
China	14.79	14.63	15.37	15.34	15.92	15.32	0.53	3.56
India	5.16	5.41	5.44	5.21	5.59	5.41	0.25	4.94
Other Asia	8.98	9.42	9.61	9.10	9.20	9.33	0.35	3.85
Latin America	6.41	6.48	6.48	6.70	6.54	6.55	0.15	2.29
Middle East	8.22	8.45	8.46	8.84	8.46	8.55	0.33	4.06
Africa	4.36	4.71	4.34	4.43	4.72	4.55	0.19	4.36
Russia	3.53	3.65	3.44	3.62	3.77	3.62	0.09	2.52
Other Eurasia	1.15	1.22	1.16	1.02	1.22	1.16	0.01	0.72
Other Europe	0.77	0.80	0.76	0.75	0.82	0.78	0.02	2.32
Total Non-OECD	53.36	54.77	55.05	55.02	56.23	55.27	1.91	3.59
Total World	99.56	100.85	100.78	102.08	103.46	101.80	2.25	2.26
Previous Estimate	99.57	101.26	100.83	101.76	103.40	101.82	2.24	2.25
Revision	-0.02	-0.41	-0.04	0.32	0.06	-0.02	0.00	0.00

Note: * 2022 and 2023 = Forecast. Totals may not add up due to independent rounding. Source: OPEC.

数据来源：OPEC、安粮期货

1.2023 年上半年衰退或拖累原油需求

各大机构都对 2023 年衰退做出预测，从目前美债收益率严重倒挂可以看出，美国一季度乃至上半年大概率经济增速将放缓，但基于美国较为稳定的金融系统以及良好的就业数据，陷入深度衰退的可能较小。EIA 预计 2023 年美国原油需求增速为 75 万桶/日。受到俄乌冲突及其后续一系列事件影响较大的是欧洲地区，从 PMI 指数深度跌破 50 荣枯线可以看出，欧洲地区对原油需求量很难有正向贡献。

而中国 2022 年受到阶段性疫情冲击，全年原油消费量同比去年下滑 0.18 万桶/天，降幅 1.2%，山东地炼开工上半年也一度下滑至 50% 下方。而随着疫情放开，2023 年一季度乃至上半年仍然需要承受放开的阵痛期，需求或将惯性下滑，但随着生产生活步入正轨，中国经济有望迎来一轮加速复苏，将显著提振石油需求。同时印度也处于景气周期，PMI 长期保持 50 以上，或将与中国一道，形成以亚洲为主的原油需求增量主体。

图 19: 欧美 PMI 与 WTI 价格

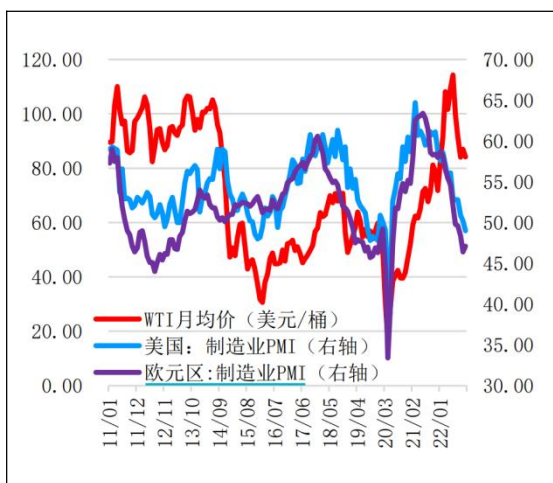


图 20: 中国炼厂开工

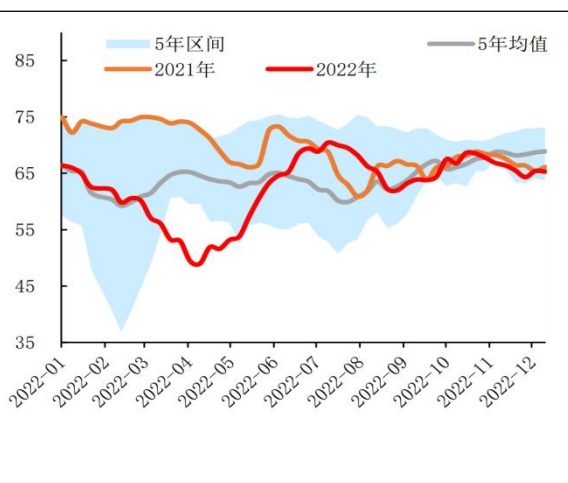
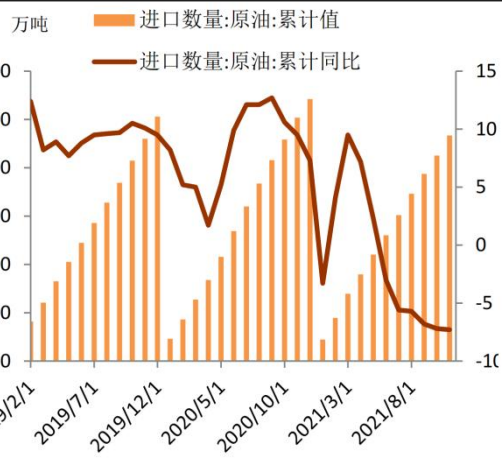
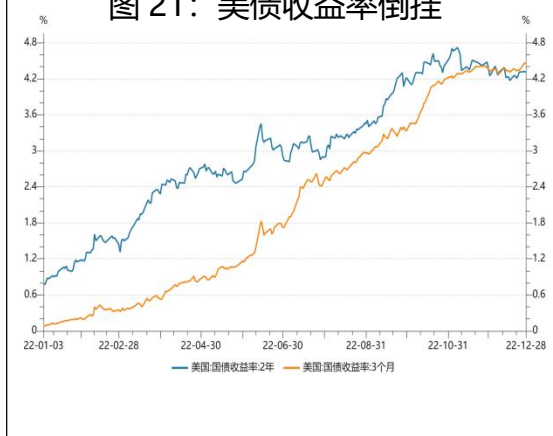


图 21: 美债收益率倒挂



数据来源：WIND、隆众资讯，安粮期货

2. 需求量增长空间集中在下半年的亚洲

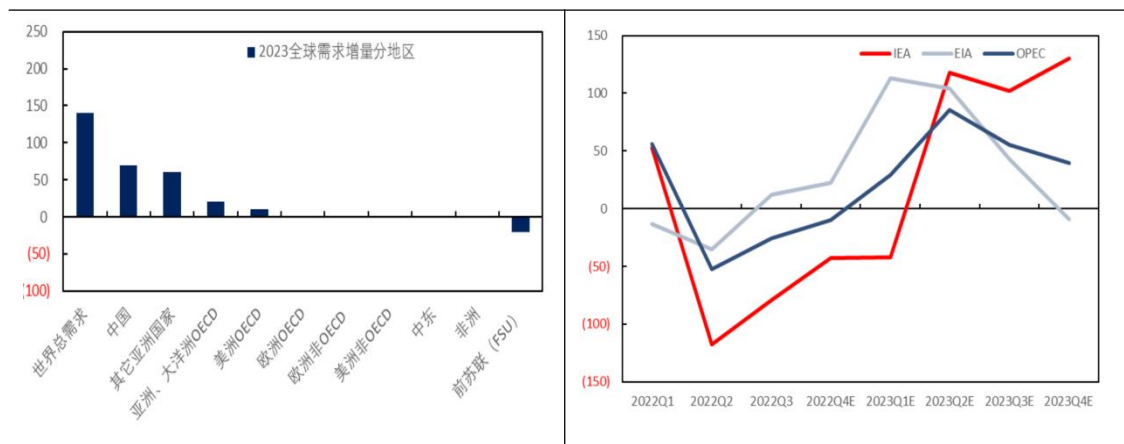
2023 年，中国原油需求预期出现较大恢复性增长。根据 IEA、EIA 和 OPEC 2022 年 11 月报，2023 年，中国原油需求分别+77.1、+62.5、+52.4 万桶/日至 1572.6、1586.0、1538.0 万桶/日。

2023 年非 OECD 国家需求预期也仍保持增长态势。据 IEA、EIA 和 OPEC 2022 年 11 月报预期，2023 年，非 OECD 国家原油需求分别+132.1、+138.6、+191.0 万

桶/日至 5497.9、5518.3、5535.9 万桶/日，较 2022 年原油需求增量 85.8、112.0、129.6 万桶/日分别增加 46.2、26.6、61.4 万桶/日。

图 23: 2023 全球需求增量分布地区

图 24: 三大机构对中国原油需求的预测



数据来源: IEA、EIA、OPEC、安粮期货

(三) 三大机构全球原油供需平衡展望

目前原油处在超低库存且产能较紧的阶段，经历 2021、2022 连续两年的去库进程，欧美地区原油库存都处于超低水平。虽然 2022 年下半年因需求不旺导致供需平衡重回宽松，但极低库存环境下，价格的向上弹性较大，同时下方底也较明显。2023 年或将完成 2022 年被俄乌冲突打断的主动补库进程。同时，2023 年原油供给端不确定性加剧，库存较低环境意味着供给层面的容错率较低，或更容易受突发事件影响，短期阶段性进入供需紧平衡状态。因此我们认为 23 年是先抑后扬，阶段性爆发供需冲突的走势，主导因素上半年仍然交易海外衰退逻辑，下半年则主要以中国需求转好及美联储货币政策出现拐点为主要价格影响因素。

图 23: 2023 年全球原油供需平衡表

图 24: 原油供需平衡表

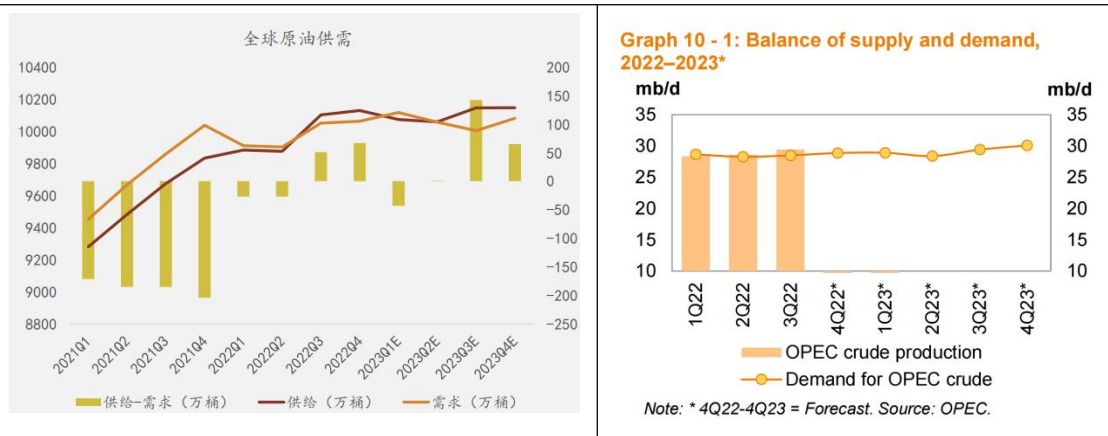


Table 10 - 2: Supply/demand balance for 2023*, mb/d

	2022	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	Change 2023/22
(a) World oil demand	99.56	100.87	100.74	102.04	103.41	101.77	2.22
Non-OPEC liquids production	65.57	66.50	66.86	67.19	67.88	67.11	1.54
OPEC NGL and non-conventionals	5.39	5.44	5.47	5.43	5.43	5.44	0.05
(b) Total non-OPEC liquids production and OPEC NGLs	70.96	71.94	72.33	72.62	73.31	72.55	1.59
Difference (a-b)	28.59	28.93	28.41	29.42	30.10	29.22	0.63

Note: * 2022-2023 = Forecast. Totals may not add up due to independent rounding. Source: OPEC.

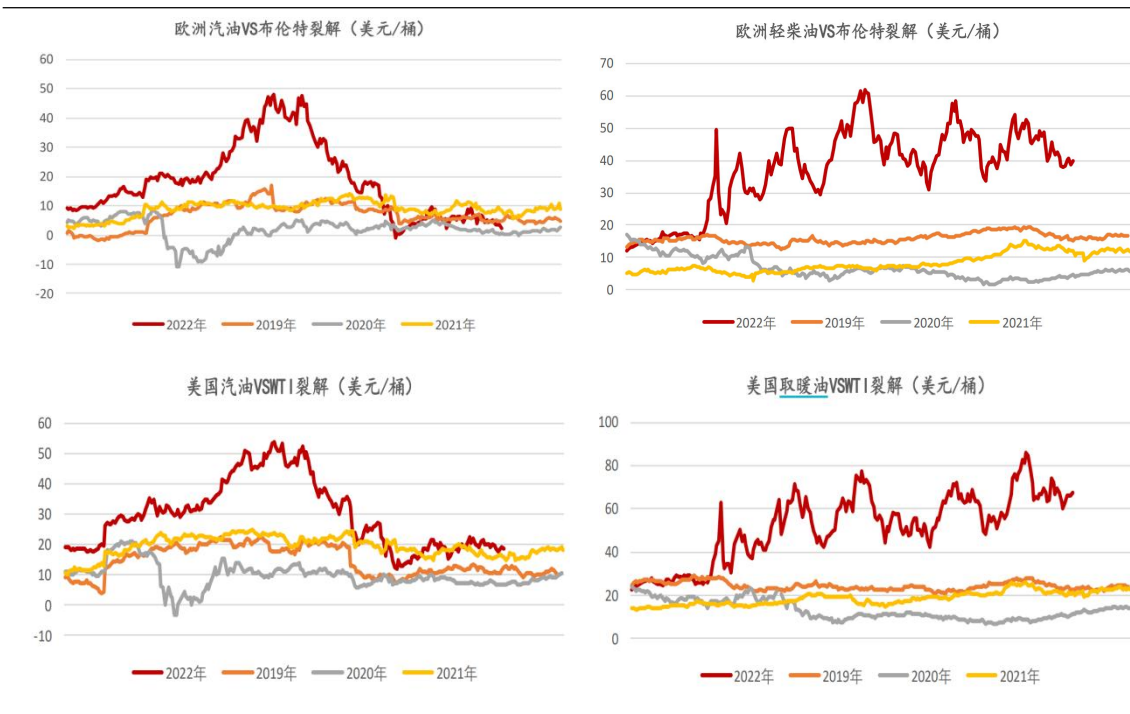
数据来源: EIA, IEA, OPEC, 安粮期货

三、其他风险因素

(一) 季节性成品油需求激增, 挑战炼厂炼能

根据 BP 统计全球炼厂炼能在 2019-2023 年呈现阶段性下滑趋势, 至 2025 年才能完全恢复。同时 2020 年疫情开启供需错配, 2022 年俄乌冲突开启区域供给分配失衡, 因此, 在整体原油供给“西增东减”(OPEC+减产为主, 美国增产为主) 以及炼厂产能“西减东增”(中东和亚太炼厂产能投放为主, 欧美炼能整体偏紧) 的区域失调格局中, 需要格外关注成品油旺季到来时可能放大原油供给缺口这一矛盾。2022 年就出现了夏季汽油需求旺季, 而欧美炼能不足、中俄炼能利用率无法释放(中国受到出口配额限制、俄罗斯则是受到制裁) 导致的汽油裂解逼近 60 美元 / 桶的历史极值。取暖油及轻柴油裂解则一直处于较高水平。

图 26: 欧美汽柴油裂解



数据来源：Bloomberg，安粮期货

(二) 美国加息节奏不及市场预期

市场对于美联储加息达成较好共识，即 2022 年 12 月开始放缓加息从 75bp 下降至 50bp，2023 年或再加一次 50bp 美联储就将停止加息，从美债收益率倒挂也能看出美国货币政策转向的端倪。但当市场达成一致时，需要关注超出预期的变量对市场的扰动将相当大。变量集中在三点，其一，若美国进入深度衰退，加息是否会提前结束；其二，一季度加息结束后，多久会迎来降息，降息幅度多少；其三，超高利率水平是否会全球拖入经济危机，崩断最后一根弦。

从目前来看，明年结束加息预期明确，但是否降息将成为 2023 年资金博弈的关键，或将成为短期干扰商品价格因素存在。

(三) 地缘冲突升级，能源三足鼎立平衡打破

目前以沙特为首的 OPEC 国家在对美和对俄罗斯态度上发生变化，经过 2022 年美国强势加息拉动强美元周期后，以美元定价的中东产油国利益受损，因此在拜登政府频繁施压希望 OPEC 可以释放更多剩余产能时，OPEC 顶住压力仍然根据对衰退预期的判断，在上半年选择温和增产，四季度重新开启减产计划，实施独立的排产政策。但若 2023 年俄罗斯原油损失量较大，同时中东逐步寻求脱离美元定价的格局时，地缘冲突或将升级，需要密切关注。

四、2023 展望与操作建议

综上所述，我们认为 2023 年，原油价格仍然是供给端风险及需求侧变化两方因素博弈为主线贯彻全年。需要注意的是，2023 年虽然整体供应宽松，但底部支撑明显，这其中有美国 70 美元基准价采购补充战略储备油的因素，也有 G7 对俄油限价仅设置在 60 美元/桶位置的关系。因此，上半年受到海外衰退逻辑影响，油价承压也将保持在 65-70 美元/桶中枢位置，而下半年若出现需求好转及供应紧张情况，特别是若美联储货币政策确认转向，则有望迎来价格重心的重新抬升。因此原油或在 2023 年走出先抑后扬形态，供给侧风险及低库存给予其溢价空间，波动率或将维持高位。2023 年 WTI 上半年区间或在 65-85 美元/桶，下半年有高波动风险或再次冲击百元大关。

风险因素包括：

- 一、美国陷入深度衰退，造成全球经济危机影响需求大幅下滑（概率较小）。
- 二、俄乌冲突升级扩散（原油上行），或俄罗斯战败释放产能（原油下行）
- 三、中国放开后复苏不及预期，疫情反复干扰复苏节奏。

整体看，2023 年原油整体价格仍在高位，形成“上看需求，下有支撑，溢价看变量”的格局，原油价格上半年行情将弱于下半年，全年或将走出与 2022 年镜面对称的走势，但下半年波动率将明显加大，市场在供给需求间博弈程度愈发激烈。我们认为，2023 年仍然难以走出流畅单边行情，上半年以收敛整理为主，下半年伴随着多重不确定因素展开博弈，主导因素逻辑切换或更加频繁。需要警惕 2023 年原油在错配下仍然有冲百可能，或与 2022 年高点形成双顶，之后再以大波动大幅回撤形式累库从而完成整个康波周期。2023 年 WTI 区间或在 65-100 美元/桶，北海 Brent 区间或在 70-105 美元/桶，INE 原油价格区间在 450-700 元/桶。

免责声明：

本报告基于安粮期货股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的公开信息和资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺任何有关变更的通知。本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述内容的投资建议，投资者应根据个人投资目标、财务状况和风险承受能力来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出决策并自行承担风险。本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。