



منظمة الأفطار العربية المصدرة للبترول (أوابك)
ORGANIZATION OF ARAB PETROLEUM EXPORTING COUNTRIES (OAPEC)



THE OXFORD
INSTITUTE
FOR ENERGY
STUDIES

A RECOGNIZED INDEPENDENT CENTRE OF THE UNIVERSITY OF OXFORD



UNIVERSITY OF
OXFORD

تحول تموضع سوق النفط خلال أزمة مضيق هرمز

Shifting Oil Market Positioning During the Strait of Hormuz Crisis

إعداد: السيد/ وو-ين صن، زميل باحث، «كابسارك-معهد أكسفورد لدراسات الطاقة» (OIES-KAPSARC)
الدكتورة/إيليا بوتشوف، زميل باحث أول، «بنثاثلون للاستثمارات-معهد أكسفورد» (OIES- Pentathlon)
الدكتور/بسام فتوح، مدير، معهد أكسفورد لدراسات الطاقة (OIES).
الترجمة والتلخيص: الدكتور/ سفيان أوجيدة، باحث اقتصادي أول، الإدارة الاقتصادية، أوابك (OAPEC)

ملخص موجز

تقرير جديد صادر في أكتوبر 2026 عن "معهد أكسفورد لدراسات الطاقة" (OIES) والذي يحمل عنوان "تحول تموضع سوق النفط خلال أزمة مضيق هرمز" – والذي شارك في إعداده كل من وو-ين صن (Wu-Yen Sun)، إيليا بوتشوف (Ilia Bouchouev)، وبسام فتوح (Fattouh Bassam) – يحلل كيفية قيام المشاركين التجاريين والماليين بتعديل مواقفهم في أسواق المشتقات المالية استجابةً لاضطرابات الإمدادات الناجمة عن الأزمة الجيوسياسية المحيطة بمضيق هرمز.

يتناول هذا التقرير ديناميكيات أسعار خام "برنت" (Brent) وخام "غرب تكساس الوسيط" (WTI) خلال أزمة مضيق هرمز؛ حيث يسلط الضوء على كيفية التي أدت بها الاضطرابات في المضيق إلى توسيع الفارق السعري بين خام "برنت" وخام "غرب تكساس الوسيط"، وزيادة التقلبات، وتغيير أنماط التداول، مستندةً في ذلك إلى البيانات التاريخية للأسعار وتحليلات السوق.

تموضع مراكز PMPU بين خام "برنت" وخام "غرب تكساس الوسيط"

يرتبط التباين في مراكز للمنتجين والتجار والمعالجين والمستخدمين أو Producers, Merchants, Processors and Users (PMPU) – أي الجهات الفاعلة في السوق الفعلية للسلعة – بين خام "برنت" (Brent) وخام "غرب تكساس الوسيط" (WTI) ارتباطاً وثيقاً بالتغيرات في تدفقات النفط الخام الفعلية، لا سيما في أعقاب الاضطرابات التي طالت إمدادات النفط الخام من الشرق الأوسط بسبب الصراع. وتتمثل أنشطة هذه المراكز (PMPU) بشكل أساسي في قيام المشاركين في السوق الفعلية بتعديل مراكزهم في سوق المشتقات استجابةً لتغير مسارات التدفقات التجارية. فبعد اندلاع الأزمة، انخفض صافي مراكز PMPU في خام "برنت" بشكل ملحوظ، ليصل إلى حوالي 600 ألف عقد بحلول منتصف مايو. وانعكس هذا الاتجاه لاحقاً بالتوازي مع صادرات النفط الخام الأمريكية، التي ارتفعت من نحو 4 ملايين برميل يومياً إلى 5.5 مليون برميل يومياً بحلول منتصف مايو، ثم تراجعت إلى 3.5 مليون برميل يومياً بحلول أواخر يوليو.

التطورات في آسيا، مثل تحويل تسعير النفط الأمريكي من خام "دبي" إلى خام "برنت" خلال فترة التقلبات في خام "دبي"، عززت هذا الاتجاه. صادرات النفط الأمريكية تعمل كبديل لمؤشر إعادة توزيع وتحريك البراميل البديلة بينما كان المشترون يبحثون عن بدائل للإمدادات المتضررة من الشرق الأوسط.

وتُعد صادرات النفط الخام الأمريكية مؤشراً على إعادة التوزيع الأوسع نطاقاً وحركة البراميل البديلة، حيث سعى المشترون إلى إيجاد بدائل للإمدادات المعطلة من الشرق الأوسط. وتعكس هذه العلاقة العكسية الوثيقة زيادة التحوط على المراكز القصيرة (short hedging) في خام "برنت" المرتبطة بشراء ونقل البراميل البديلة من الولايات المتحدة ومن منتجي حوض المحيط الأطلسي الآخرين. ومع تحسن تدفقات النفط الخام عبر مضيق هرمز في يونيو وتراجع الحاجة إلى مصادر بديلة، تم التخلص من بعض عمليات التحوط على خام "برنت" في وقت لاحق.

مراكز تداول العقود الآجلة لخام "غرب تكساس الوسيط" والاحتياطي الاستراتيجي للنفط (SPR)

أظهر صافي مراكز PMPU في عقود خام "غرب تكساس الوسيط" (WTI) اتجاهًا مختلفاً مقارنةً بخام "برنت". فبعد اندلاع الأزمة، سُجل ارتفاع في صافي مراكز بشكل حاد من نحو 130 ألف عقد إلى نحو 400 ألف عقد بحلول منتصف يوليو، ثم انخفضت إلى ما يقرب من 300 ألف عقد في منتصف أغسطس، لكنها ظلت أعلى من مستويات ما قبل الأزمة. ولعل هذا الارتفاع كان مدفوعاً بزيادة صادرات الخام الأمريكية وعمليات السحب من الاحتياطي الاستراتيجي للنفط الأمريكي (SPR)؛ إذ نُظمت هذه العمليات في صورة "تبادلات طارئة" تُلزم الشركات بإعادة البراميل المقترضة لاحقاً مع براميل إضافية كعلاوة. وتخلق هذه الآلية انكشافاً طبيعياً على الأسعار الآجلة (forward exposure) لدى الشركات، مما يولد حافزاً للاحتفاظ بمراكز شراء (long positions) في العقود الآجلة لخام "غرب تكساس الوسيط" للتحوط ضد مخاطر ارتفاع الأسعار عند موعد إعادة البراميل.

وكانت الولايات المتحدة قد خططت لسحب 172 مليون برميل من الاحتياطي الاستراتيجي للنفط، وقد تمت بالفعل ترسية عقود لأكثر من 133 مليون برميل. وبلغ متوسط علاوة الإعادة المُعلن عنها حوالي 25%، مما يشير إلى وجود التزامات كبيرة بإعادة الكميات؛ وترتبط هذه الالتزامات ارتباطاً وثيقاً بزيادة صافي مراكز PMPU في عقود خام "غرب تكساس الوسيط". وقد سمح الإعلان عن السحب من الاحتياطي الاستراتيجي للشركات اتخاذ مراكز استباقية، مما أثر بدوره على ديناميكيات السوق وسلوك المضاربة. يمكن للشركات إدارة التزاماتها باستخدام أدوات مالية متنوعة، وليس فقط العقود الآجلة لخام "غرب تكساس الوسيط". ومع ذلك، وعلى عكس عمليات التحوط التقليدية للشحنات الفعلية التي يمكن تصفيتها بعد البيع،

تفرض عمليات التبادل مع الاحتياطي الاستراتيجي التزامات بإعادة الكميات مستقبلاً، مما يبقى على مركز التحوط الشرائي (long hedge) قائماً حتى بعد استهلاك النفط. ونتيجةً لذلك، ظل صافي مراكز PMPU في عقود خام "غرب تكساس الوسيط" أعلى مما كان عليه قبل الأزمة. ومن المحتمل أن تتراجع هذه المراكز مع الوفاء بالتزامات الإعادة، وإن كان هذا التراجع قد يتأخر في حال بقاء البراميل في السوق نتيجةً لجداول زمنية ممتدة للإعادة.

مديري الأموال عبر سلسلة المجمع النفطي

تُعنى فئة مديري الأموال، التي تشمل مستشاري تداول السلع (CTAs - Commodity Trading Advisors) ومشغلي صناديق السلع وصناديق التحوط الخاضعة لتنظيم "هيئة تداول العقود الآجلة للسلع" أو "هيئة تداول السلع الآجلة" الأمريكية (Commodity Futures Trading Commission - CFTC)، بشكل أساسي بتداول العقود الآجلة المنظمة للعملاء. ويُشكل تتبع الاتجاه بشكل منهجي جزءاً كبيراً من نشاطهم، حيث يقومون بتعديل التعرض الطويل أو القصير استناداً على اتجاهات الأسعار في مختلف الأسواق. إن فصل هذا الاتجاه المنهجي عن الوضع الإجمالي لمديري الأموال يكشف عن عنصر تقديري مدفوع بوجهات نظر حول الأساسيات، والقيمة النسبية، وعوامل الاقتصاد الكلي، والتطورات الجيوسياسية. ويُظهر تحليل سوق النفط نمطين رئيسيين: يتركز نشاط تتبع الاتجاه بشكل متزايد في خام "برنت"، بينما يبرز التمرکز التقديري بشكل أكبر في خام "غرب تكساس الوسيط" والمنتجات المكررة. بالإضافة إلى ذلك، ضمن المراكز التقديرية، تحولت المشاعر الصعودية تدريجياً من خام "برنت" نحو المنتجات المكررة.

أنشطة تتبع الاتجاه تركزت على خام "برنت"

قبل اندلاع الأزمة، كانت استراتيجيات تتبع الاتجاه (trend-following strategies) محركاً رئيسياً لمراكز مديري الأموال في أسواق النفط الرئيسية ("برنت"، "غرب تكساس الوسيط"، والغازول، وزيت التدفئة، وبنزين (Reformulated Blendstock for Oxygenate Blending - RBOB))، حيث تجاوزت الارتباطات بين تغيرات الأسعار ومراكز التداول نسبة 50% ووصلت إلى ما يقارب 80% بالنسبة لخام "برنت". وشكلت هذه العلاقة القوية معياراً لسلوك السوق الطبيعي. ومع ذلك، أدى اندلاع الأزمة إلى إضعاف هذه العلاقة بشكل كبير في معظم الأسواق، حيث انخفضت إلى ما يقارب الصفر أو إلى مستويات سلبية، وذلك مع تحول مديري الأموال إلى اتخاذ مراكز تداول تقديرية استجابةً لاضطرابات العرض، والتغيرات في تدفقات التجارة، والمخاطر الجيوسياسية غير المرتبطة باتجاهات الأسعار. ومنذ ذلك الحين، تعافت هذه العلاقة بشكل متفاوت. وقد انتعشت علاقة الترابط الخاصة بخام "برنت" لتصل إلى حوالي 80%.

مع عودة تتبع الاتجاه ليصبح المكون المهيمن في المراكز، في حين يُظهر خام "غرب تكساس الوسيط" (WTI) والمنتجات المكررة علاقات ترابط أضعف بكثير مع استمرار بروز المراكز التقديرية. والجدير بالذكر أنه على الرغم من التماثل المعتاد في حركة أسعار "برنت" و"غرب تكساس الوسيط"، أصبح عنصر تتبع الاتجاه لخام "غرب تكساس الوسيط" ضعيفاً مع تقلبات تقترب من الصفر، في حين يظل هذا العنصر لخام "برنت" كبيراً ومستجيباً لاتجاهات الأسعار. يشير هذا الاختلاف إلى أن خام "برنت" أصبح السوق الرئيسي الذي تعبر من خلاله استراتيجيات تتبع الاتجاه المنهجية الآن عن تعرضها الاتجاهي، مع احتمال أن يبدأ انخفاض نشاط تتبع الاتجاه في خام "غرب تكساس الوسيط" بعد فترة وجيزة من اندلاع الأزمة.

مر التوضع التقديري داخل المجمع النفطي بثلاث مراحل، مما يعكس قيود العرض المتطورة الناجمة عن الحرب. في البداية، تركّز التعرض السعودي في العقود الآجلة لخام "برنت" بسبب المخاوف بشأن توافر النفط الخام في الشرق الأوسط، وتعطل التدفقات التجارية، وعدم اليقين في ميزان النفط الخام. اعتباراً من أبريل، تحوّل تركيز التوضع التقديري بشكل متزايد نحو المنتجات المكررة – وخاصة الغازولين والبنزين – حيث أصبحت قدرة التكرير وتوافر المنتجات هي الاختناقات الرئيسية بدلاً من إمدادات النفط الخام نفسها. وقد تعزز هذا التحول بفضل التطورات في الصين، حيث انخفض استخدام المصافي وواردات النفط الخام بشكل حاد، وفي روسيا، حيث تزامن انخفاض استخدام المصافي مع ارتفاع صادرات النفط الخام، مما أدى إلى تخفيف الضغوط على النفط الخام ولكن مع تشديد إمدادات المنتجات. وفي وقت لاحق، ارتفع وضع الغاز النفطي بشكل أكبر في يوليو وسط تشديد أسواق نواتج التقطير المتوسطة بسبب محدودية الإمدادات الخليجية واضطرابات التكرير الروسية. انخفض وضع البنزين في البداية لكنه تعزز مرة أخرى اعتباراً من منتصف أغسطس بسبب عمليات سحب المخزون المستمرة في الولايات المتحدة والطلب الموسمي القوي. وبشكل عام، أدى تناوب التوضع التقديري إلى تتبع الموقع المتغير للندرة داخل نظام النفط العالمي – من المخاوف المتعلقة بتوافر النفط الخام إلى القيود المفروضة على قدرة التكرير وأخيراً إلى الاختلالات الخاصة بالمنتج، وخاصة في البنزين.

6. الخلاصة

يشير تقرير أوكسفورد إلى أن الأزمة الأمريكية-الإيرانية – وما صاحبها من اضطرابات عميقة في تدفقات النفط عبر مضيق هرمز – تسببت في تقلبات حادة في الأسعار وأجبرت الفاعلين في السوق على تعديل مراكزهم واستراتيجياتهم لإدارة المخاطر بسرعة، وبالتالي، أدت إلى إعادة تشكيل جوهرية لتجارة النفط الفعلية وتحوّل تموضع في أسواق المشتقات النفطية بشكل عميق.

كما كشف تعميق التحليل من خلال دراسة العوامل الكامنة وراء ديناميكيات المراكز المتباينة في قطاعات النفط. وقد برزت من ذلك رؤيتان رئيسيتان:

○ **تباين في مواقف فئة PMPU لخام "برنت" (Brent) مقابل خام "غرب تكساس الوسيط" (WTI)،** تبايناً حاداً. فقد تزامن تطور مراكز "برنت" بشكل عام مع تحولات في تدفقات تجارة النفط الخام الفعلية، في حين، قد يعكس استمرار وفرة خام "غرب تكساس الوسيط" جزئياً التحوّط المرتبط بالتزامات إعادة/استرداد النفط الخام المستقبلية الناشئة عن عمليات التبادل الطارئة من الاحتياطي الاستراتيجي للنفط (SPR).

○ **ومع التركيز على سلوك مديري الأموال ونماذج مستشاري تداول السلع (CTAs)،** كشف التقرير أن المراكز اختلفت بشكل ملحوظ بين الأسواق. باستخدام نموذج متابعة الاتجاه (trend-following) الذي يعتمد عليه مستشاري تداول السلع (CTAs)، لوحظ أن متابعة الاتجاه المنهجية تركزت بشكل أساسي في خام "برنت"، بينما لعب النشاط التقديري دوراً أكبر في خام "غرب تكساس الوسيط" (WTI) والمنتجات النفطية المكررة – مع تحول المراكز التقديرية نحو المنتجات.

ومن بين أسباب التغيرات، يمكن تلخيصها في: اضطراب تدفقات النفط الخام من منطقة الشرق الأوسط بسبب أزمة مضيق هرمز، سعي شركات التكرير لتأمين براميل بديلة عاجلة، ارتفاع الاعتماد المؤقت على الخام الأميركي ومصادر أخرى.