

供应逻辑继续运行，需求风险持续走高

——油品 2022 年中期投资策略

2022-6-17

能源化工策略组

研究员

冯冰

从业资格证号：F3077183

投资咨询证号：Z0016121

电话：021-68758859

邮箱：Fengb@qh168.com.cn

联系人

王亦路

从业资格证号：F03089928

电话：021-68757827

邮箱：Wangyl@qh168.com.cn

相关研究报告

◎ 投资要点：

◆**原油供给端**：欧盟对俄罗斯制裁将在年内逐步落地，俄罗斯出口的贸易流改变在下半年将会越来越难，特别是船舶保险的取缔制裁，将会最终推动俄罗斯供给风险的落地。同时由于 OPEC 产能回升的乏力，新投产项目进度的缓慢，供应缺口不出意外将在下半年扩大

◆**原油需求端**：短期内国外炼厂加工利润难以回调，整体原油需求将维持在高位水平，后期由于加息水平的不同预期，油价可能会简短受到需求弱预期的影响而上行受抑。

◆**成品油端**：三季度成品油消费旺季期间，成品油库存的低位以及供应的缺失将会继续推动原油进料的小幅增长，从而提高现货方面的交投程度。但在后期仍然需要注意高价格是否可能会在终端引起需求的负反馈。

◆**结论**：总的来说 3 季度的风险相对可控，油价将持续保持高位，4 季度需要着重对年底制裁落实程度以及需求水平进行跟踪，以观察对油价的具体影响。

◆**操作建议**：短期供应变数仍在增加，绝对价不建议操作。

◆**风险因素**：俄乌局势，OPEC+供给存变数，疫情影响，终端需求反馈。

重要事项：本报告中发布的观点和信息仅供东海期货的专业投资者参考。若您并非东海期货客户中的专业投资者，请谨慎对待本报告中的任何信息。本报告中的信息均源自于公开资料，我司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，在任何情况下本报告报告亦不构成对所述期货品种的买卖建议。市场有风险，投资需谨慎。

正文目录

1. 概述	错误！未定义书签。
2. 原油	3
2.1. 供给	错误！未定义书签。
2.2. 需求	5
3. 成品油	7
4. 总结	8

图表目录

图 1 基准油价格	3
图 2 基准油品 3 月月差	3
图 3 俄罗斯原油 5 月末港口出口情况	4
图 4 俄罗斯 21 年成品油出口吨数情况	4
图 5 市场主要油品升贴水情况	4
图 6 俄罗斯浮仓情况	5
图 7 伊朗生产情况	5
图 8 委内瑞拉生产情况	5
图 9 欧盟 27 国 CPI	6
图 10 美国 CPI	6
图 11 美湾裂解差	6
图 12 欧洲裂解差	6
图 13 月内出驶中国油轮量	6
图 14 中国地方炼厂开工率	6
图 15 美国汽油表需	7
图 16 美国柴油表需	7
图 17 主要消费地汽油库存	8
图 18 主要消费地柴油库存	8
图 19 美国炼厂开工率	8
图 20 美国炼厂进料	8

1.概述

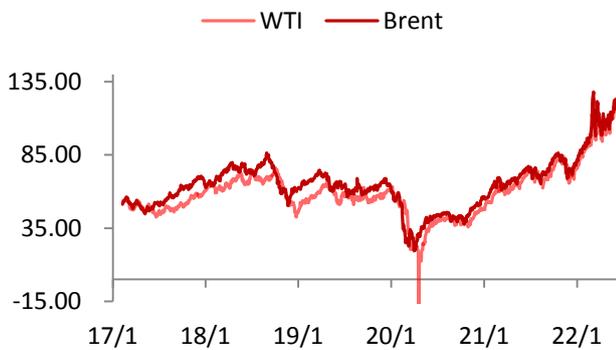
2022年上半年地缘政治变化剧烈，俄乌冲突之后原油及油品供给出现巨大变化，导致油市甚至整个能化产业链都出现了较大的成本端变化。同时中国上半年出现意外的疫情爆发，导致国内部分地区被封控，成品油需求下降明显，在年中疫情管控取得极大成效后，需求出现了温和恢复。下半年事件性影响将会持续，供给风险将继续成为油市几位关键的矛盾，由此带来的成品油，天然气等次级能源市场的发酵也会对市场继续产生影响。而同时欧美通胀水平的高企带来的影响，以及中国疫情后经济的恢复速度也都会成为需求端的关键。最终是否会产生价格过高带来的负反馈，是下半年及其值得紧密跟踪的情况。

2.原油

2.1.供给

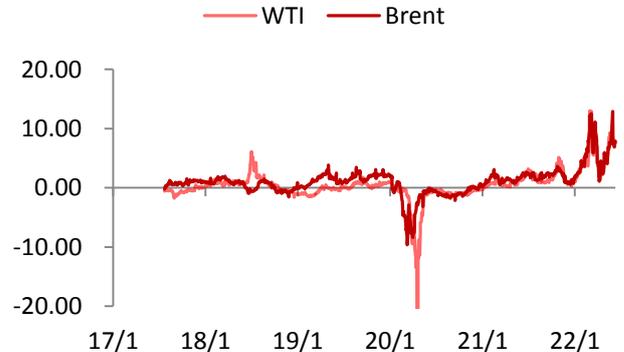
22年上半年，由于俄乌冲突的爆发，欧盟对俄罗斯出台了一系列的制裁措施。至目前为止欧盟已经基本确定对俄罗斯海运进口实行制裁。3月时 IEA 对俄罗斯原油供给缺口的预估为 300 万桶/天，但是目前为止实际落地的缺口并没有这样的规模，但是目前为止，供应风险仍然使得原油价格中枢持续上行，月差也保持在多年以来的极高水位。由此来看，油价中枢在短期内将持续保持在高位。

图 1 基准油价格



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

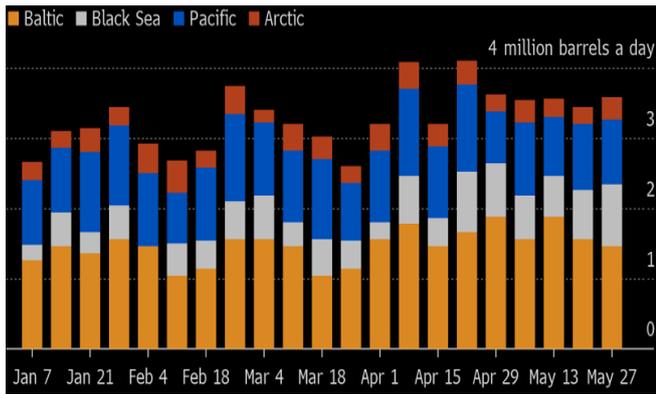
图 2 基准油品 3 月月差



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

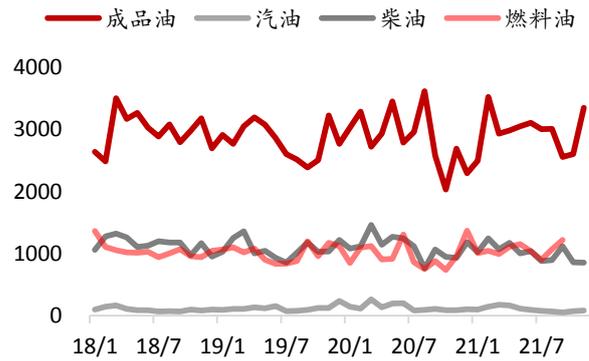
近期欧盟对俄罗斯已经出台了 5 轮制裁政策，在第 6 轮的制裁中，欧盟将在 6 个月内停止购买俄罗斯海运原油，并在 8 个月内停止购买俄石油产品。同时更为严重的是后续欧盟对运输俄罗斯油品的船舶保险的禁令也将使得俄罗斯的出口面临更加少的选择，并且如果英国也加入欧盟的这一制裁中，那么后续俄罗斯出口用船舶将基本将会退出正常的贸易流动市场。后续俄罗斯的出口将会以类似伊朗出口的方法进行，使用被制裁船舶进行贸易运输，但是鉴于俄罗斯原油出口体量相比伊朗仍要大很多，所以届时船只紧缺程度将造成供应风险的落地。目前欧盟议会已经对所有新保险合同进行了取缔，并对 6 月 4 日之前的合同给出了 6 个月的缓冲期，在 22 年 12 月 5 日之前将会完全取消。但目前具体的责任措施仍有许多未落实的地方，等待落地的过程中，风险造成的恐慌将会继续造成价格中枢的高企。

图3 俄罗斯原油5月末港口出口情况



资料来源: Bloomberg

图4 俄罗斯21年成品油出口吨数情况

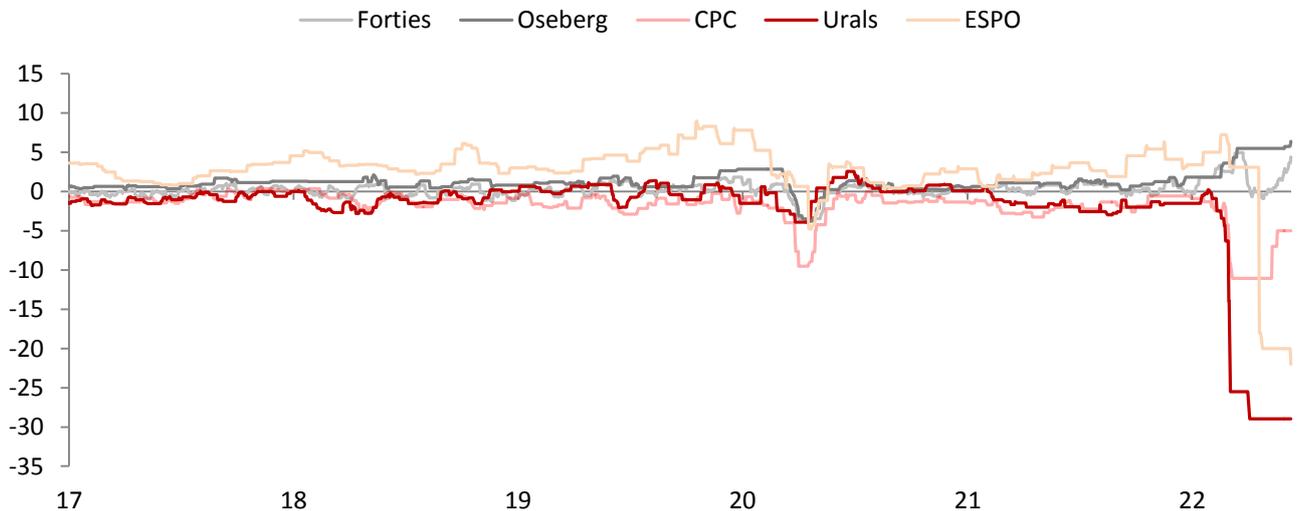


资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

俄罗斯原油出口一般在450万至500万桶/天之间,海运运输和管道运输分别占据了其原油出口的55%和45%左右。海运运输在300万桶/天左右,而管道运输出口在200万桶/天,东向市场的管道运输份额占据了63%,主要客户为中国及其他西亚国家,而对欧洲的管道出口在75万桶/天左右。成品油方面,而俄乌事件之前,俄罗斯成品油出口量月均在290万桶/天左右,其中汽油数量较少,约为10万桶/天,多数为柴油及燃料油等馏分油品,柴油月出口量在4100万吨,约合105万桶/天,燃料油出口量也在100万桶/天左右。

目前由于对俄罗斯的制裁恐慌,俄罗斯及相关地区油品的贴水已经降至历史级别的低位,这使得短期内东向市场的进口量持续增加。近期印度已经在考虑与俄罗斯签订新的长期合约,这也是俄乌冲突初期市场对于供应缺口误判的最主要原因。

图5 市场主要油品升贴水情况

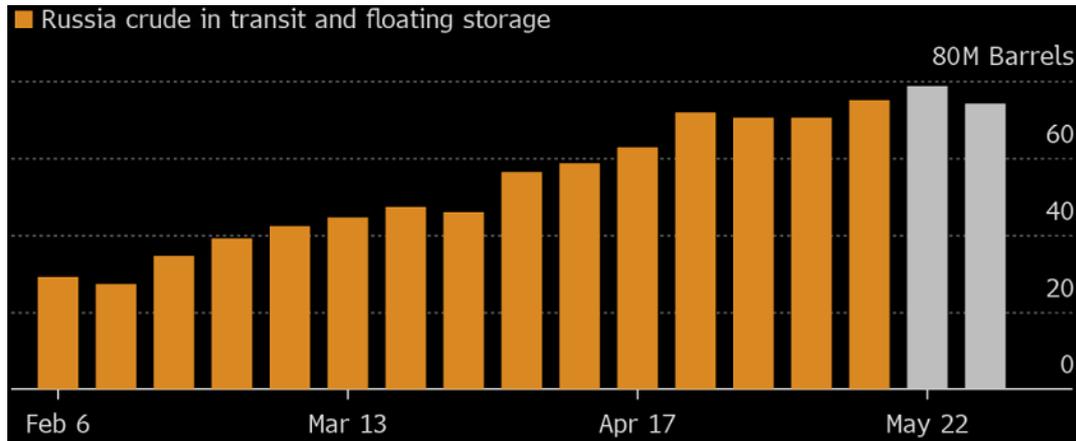


资料来源: Bloomberg

但是需要注意的是,由于虽然短期内俄油能够在亚洲寻找到稳定的客户群体,但是由于其生产体量过大,亚洲客户是否能够长时间取代欧洲进行买入,仍然值得存疑,因为虽然印度等买家是因为超低价的贴水而购买,但是也有部分亚洲买家近阶段的大量购买是为了填补战略储备,而在储备填补过后,维持目前体量的采购的必要性,以及与中东头部生产国的关系维护,都是值得考虑的事情。而目前从浮仓数据来看,俄罗斯的浮仓已经增加

到了 7800 万桶左右，也部分说明了并不是所有西向市场都被东向市场所取代，如果浮仓继续增长，那么俄罗斯原油生产下降仍将是不可避免的供应风险。

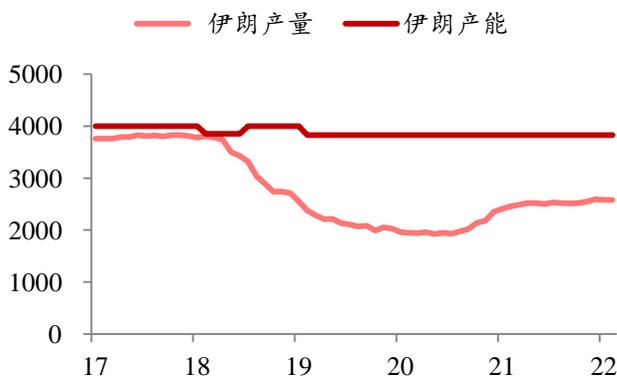
图 6 俄罗斯浮仓情况



资料来源：Bloomberg

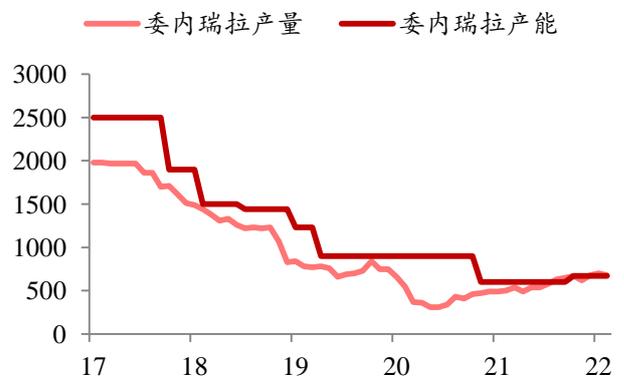
OPEC 方面，7 月将增产 64.8 万桶/天。但是考虑到除了头部生产国之外，其他成员国产能由于长期缺乏投资，短期已经较难有真正的增产量。而目前需要注意的仍然是伊朗以及委内瑞拉制裁可能的放松，后期在美国页岩油产出仍然受限，南美新油田投入产出进度缓慢的情况下，下半年产能的增长将集中在被制裁国上。

图 7 伊朗生产情况



资料来源：Bloomberg, 东海期货研究所

图 8 委内瑞拉生产情况

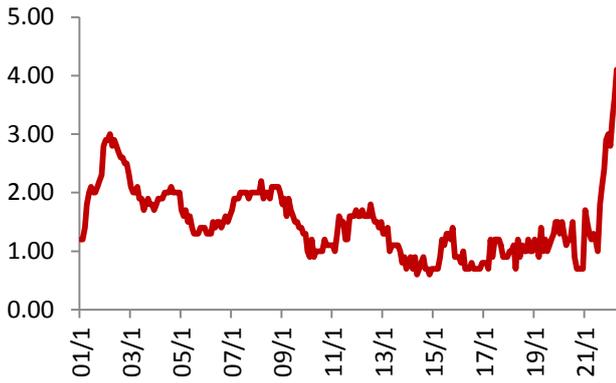


资料来源：Bloomberg, 东海期货研究所

2.2.需求

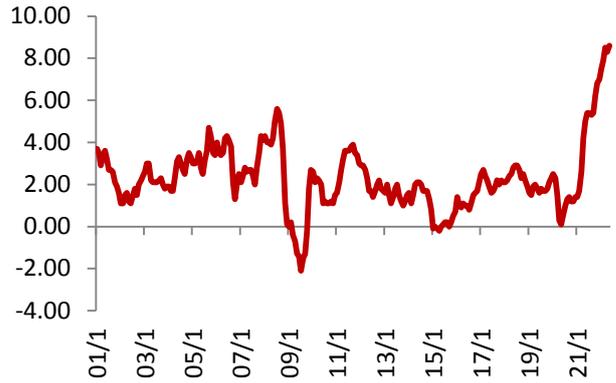
由于实物以及服务价格的持续抬升，目前欧美地区的通胀水平已经到了史无前例的高点，美国通胀更是到达了 8.6%。由此美联储将可能会在之后的会议上加息 75 个基点，欧洲央行也放出了可能会在 7 月进行加息，9 月结束负利率的声音。3 季度乃至下半年加息预期不断的情况下，市场将会持续担忧后续的需求水平

图9 欧盟27国CPI



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

图10 美国CPI



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

短期来看, 由于目前炼厂利润仍然处于高位水平, 目前美湾盘面裂解利润重新回到超过 40 美元/桶的高位, 欧洲也维持在同期极值水平。且现货油品升水持续攀升, 原油需求并不会出现太大的回调。

图11 美湾裂解差

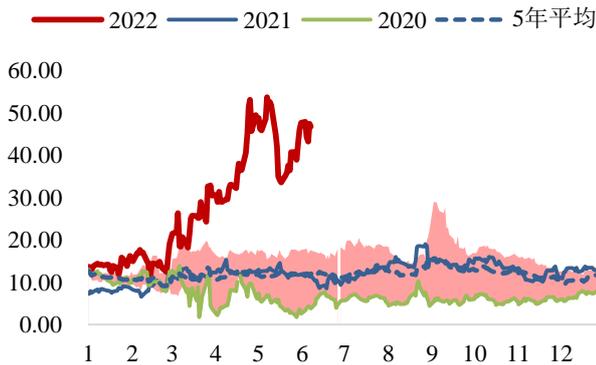
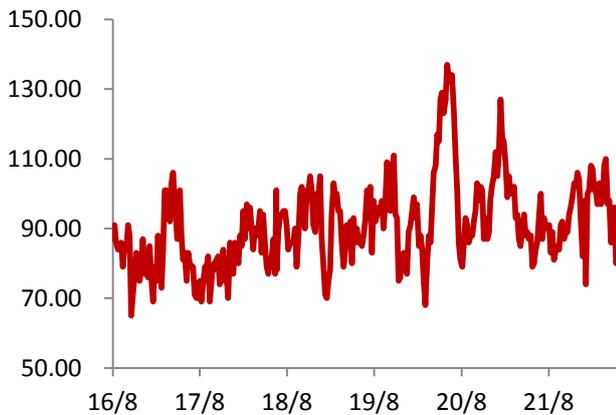


图13 月内出驶中国油轮量



资料来源: Refinitiv, 东海期货研究所

图12 欧洲裂解差

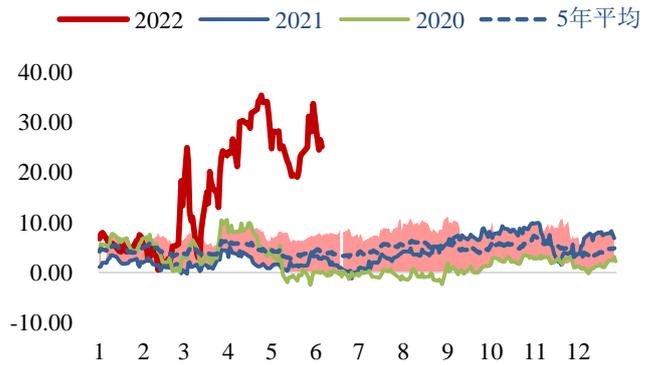
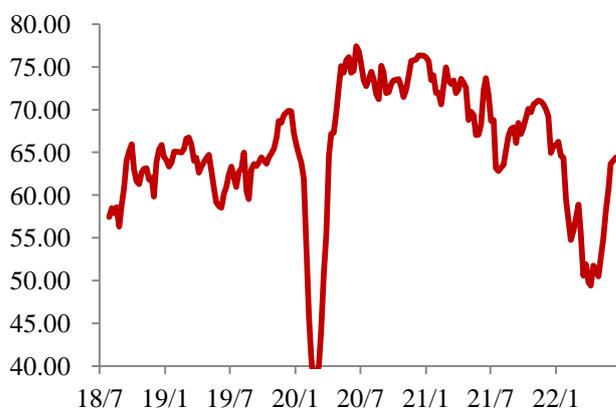


图14 中国地方炼厂开工率



资料来源: Refinitiv, 东海期货研究所

另外, 中国疫情的大幅缓解, 也已经对中国进料需求水平产生了积极影响。前期全国约有 100-150 万桶/天的成品油需求减量, 所以原油采购节奏受到的影响在民营炼厂上体现

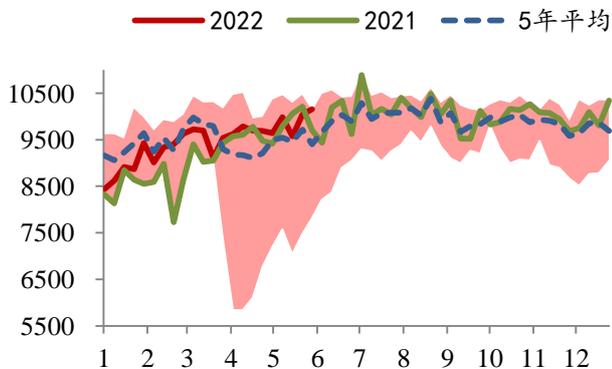
地较为明显。之前大幅降低到 50% 的地炼开工率，目前也已经回升到了 63% 的中性水平。3 季度整体将成为下游需求缓慢时段。

综合来看，俄罗斯原油供应风险虽然后期将会逐渐兑现，但是由于贸易流的转化冲淡了部分风险，原油端自身的当下缺口虽然存在但是仍然低于预期。但由于后续风险的持续落地以及增产产能的不足，22 年下半年除非俄乌冲突出现转机，否则原油方面的缺口逻辑将持续在年内贯穿运行。

3. 成品油

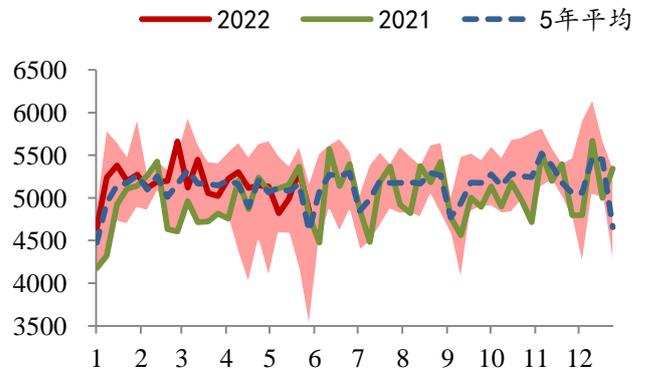
成品油供给方面，上半年的情况与原油基本一致，由于俄乌冲突导致的制裁恐慌，整体的成品油供给都出现了下降。由于成品油出口的量级相比原油差很多，所以进行贸易流转换的性价比较低，这导致在制裁恐慌下，俄罗斯成品油的出口已经受到了实质性的影响，出现了断档性的下降。所以成品油方面，目前出现的供应缺口较大，这导致成品油的价格出现了历史级别的上升。不过当下已经进入成品油消费旺季，从表需数据来看，目前整体需求仍然处在稳步抬升的阶段，高价暂时未对需求产生负反馈影响。

图 15 美国汽油表需



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

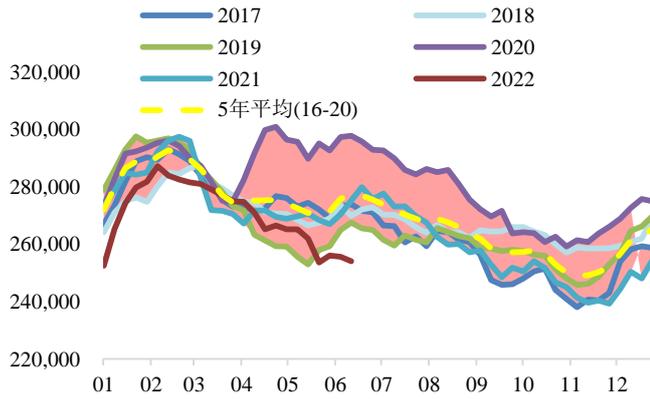
图 16 美国柴油表需



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

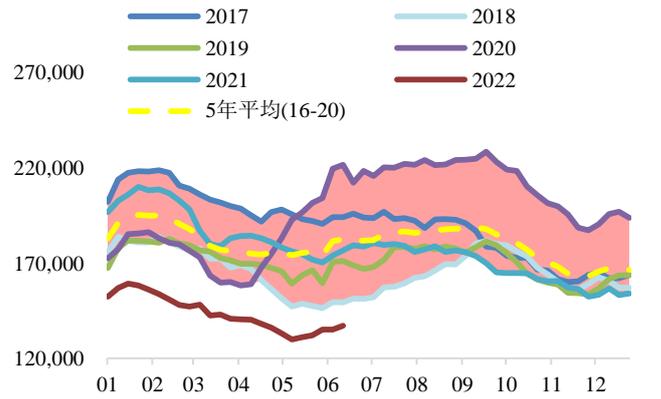
而从成品油库存来看，当下无论是汽油还是柴油，都处在历史极低为止，3 季度甚至下半年这样的库存水平都比较难扭转。有甚于原油的缺口将会倒推原油需求不断上行，这在之前油品贴水走强中已经能够得到相应的印证。

图 17 主要消费地汽油库存



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

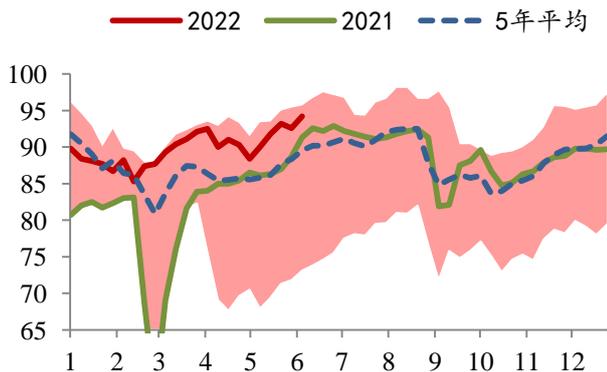
图 18 主要消费地柴油库存



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

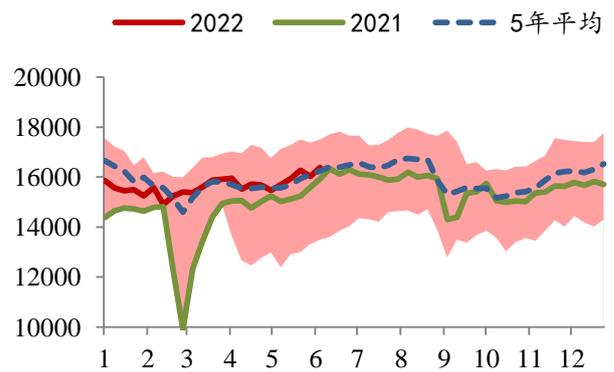
这在近期的美国炼厂开工及进料中体现的较为明显，由于目前成品油的紧缺，炼厂开工已经提升至区间高位水平，进料也升高到 1600 万桶/天以上的水平。而在 4 季度的检修季之前，预计开工将维持在高位水平，这也是 3 季度之前油价总体持续有承托的原因。

图 19 美国炼厂开工率



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图 20 美国炼厂进料



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

4. 总结

总体来看下半年原油紧平衡的局面将会持续，尤其是欧盟对俄罗斯制裁逐步落地，以及成品油紧缺的推动之下。再次预期下原油价格将会持续保持在年中的高位水平，甚至中枢会继续上台。但是后续仍然需要注意事件性因素的影响，以及下游需求受到宏观因素方面的反馈。如果俄乌冲突缓解，受制裁国产能释放，或者需求端最终受到较为明显的高价负反馈，导致原油需求出现下降，那么原油价格或将出现与其外的情况。但总体来说，3 季度的风险相对可控，油价将持续保持高位，4 季度需要着重对年底制裁落实程度以及需求水平进行跟踪，以观察对油价的具体影响。

分析师承诺:

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的观点。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收到任何形式的报酬。

免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海期货有限责任公司，或任何其附属公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应征求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何作用，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“东海期货有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn