

OPEC+强化供应管控，油价估值中枢上移

——2023 年原油&燃料油二季度报

陈 通

期货从业资格号：

F3012946

投资咨询从业证书号：

Z0013383

赵洪虎

期货从业资格号：

F0303315

投资咨询从业证书号：

Z0012132

报告制作时间：

2023 年 4 月 3 日

审核人：赵洪虎

一德期货投资咨询业

务资格：证监许可

【2012】38 号

■ 内容摘要

展望二季度，美国经济存在陷入“深度衰退”的可能性，但中国石油消费将复苏回暖，OPEC+联盟宣布进一步减产，随着需求旺季的到来，油市供应缺口将逐渐扩大。按照 OECD 石油库存偏离五年均值的水平，布伦特原油价格有望突破 90 美元/桶，但需要警惕美欧经济衰退预期和金融市场紧缩交易等风险对原油价格的冲击。

展望二季度，低硫燃料油市场窄幅波动为主，高硫燃料油市场继续偏强运行。低硫方面，由于套利窗口长时间关闭，预计 4 月从西半球流入新加坡低硫燃料油市场的量在 100-120 万吨之间，较 3 月的 200 万吨下降明显，但科威特 Al Zour 炼油厂持续给低硫市场带来供应压力，集装箱销售也正在萎缩，船燃需求长时间处于不温不火状态。高硫方面，OPEC+减产导致中东高硫原油产量下降，加上俄罗斯炼厂即将到来的检修季也将削减亚洲地区高硫船用燃料油的供应。此外，南亚发电厂夏季发电需求即将上升，亚洲高硫燃料油市场继续受到支撑。

■ 核心观点

- OPEC+再度减产，供应管控强化
- 经济下行叠加信贷紧缩，石油需求逆风前景蒙阴
- 供应缺口逐渐扩大，油价估值中枢上移
- 供需仍存边际改善预期，二季度高硫强势有望延续

目 录

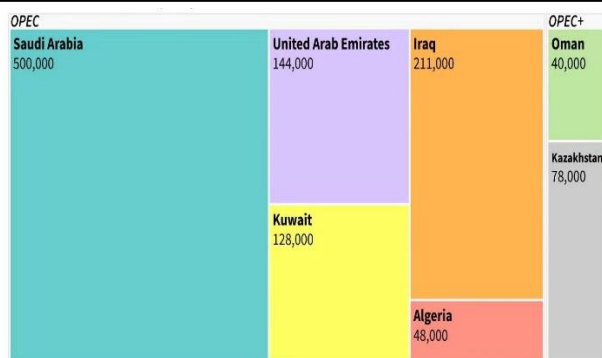
1. OPEC+再度减产，供应管控强化	1
2. 经济下行叠加信贷紧缩，石油需求逆风前景蒙阴	2
3. 供应缺口逐渐扩大，油价估值中枢上移	3
4. 供需仍存边际改善预期，二季度高硫强势有望延续	4
免责声明	6

1. OPEC+再度减产，供应管控强化

4月2日，沙特、俄罗斯等多个OPEC+产油国突然宣布自愿减产计划，合计原油减产超过160万桶/日。具体来看，从5月起至2023年底，沙特、伊拉克、阿联酋、科威特、哈萨克斯坦、阿尔及利亚、阿曼实施自愿减产的规模分别为50万桶/日、21.1万桶/日、14.4万桶/日、12.8万桶/日、7.8万桶/日、4.8万桶/日和4万桶/日。此外，俄罗斯也将此前3月至6月实施的50万桶/日的减产计划延期到2023年底。而在此次宣布减产之前，沙特能源大臣3月底曾表示，OPEC+产量目标“将在今年剩余时间内保持不变。”与此同时，来自OPEC+的代表也在表示，他们无意改变产量计划。

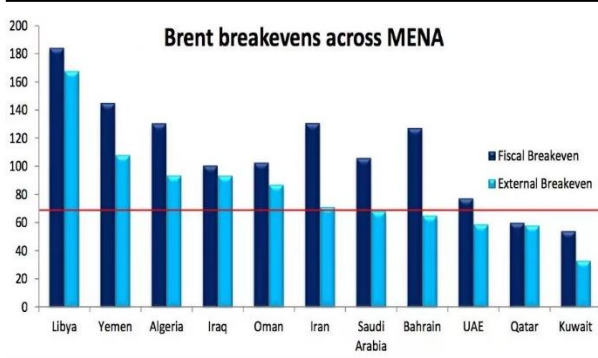
OPEC+意外宣布减产超出了市场预期，也表明参与减产的产油国面临的紧迫性。一方面，美欧银行业的动荡不断，衰退预期不断升温，加之美国延迟回补战略储备计划，石油需求预期面临较大的不确定性。另一方面，75美元/桶之下的原油价格已经击穿了90%的OPEC产油国财政盈亏平衡价格，而在美联储不断加息背景之下的产油国外汇储备仍在不断失血。当前全球剩余产能集中在OPEC+产油国，OPEC+联盟对原油供应管控能力显著增强，托底油价的意图强烈，油价并无大幅下挫的空间。

图 1.1：OPEC+成员国承诺减产额度（万桶/日）



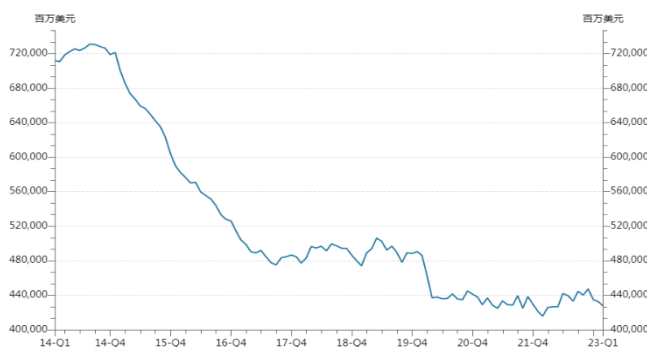
资料来源：OPEC，一德能化

图 1.2：OPEC 成员国财政盈亏平衡油价（美元/桶）



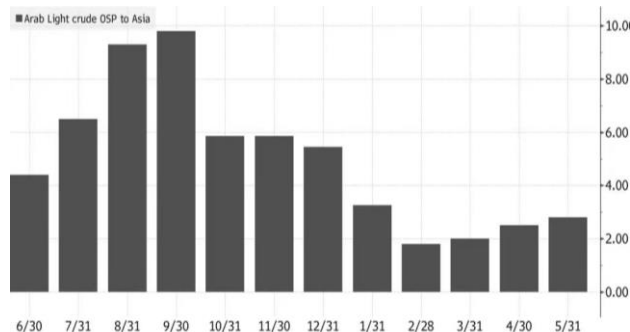
资料来源：OPEC，一德能化

图 1.3: 沙特外汇储备



资料来源: iFIND, 一德能化

图 1.4: 沙特原油 OSP 贴水价格 (美元/桶)



资料来源: 沙特阿美, 一德能化

2. 经济下行叠加信贷紧缩，石油需求逆风前景蒙阴

美国 3 月 ISM 制造业 PMI 为 46.3，预期为 47.5，前值为 47.7，连续第五个月低于 50，为 2020 年 5 月以来的最低水平。此外，2 月份美国职位空缺数下降至 990 万，为 2021 年 5 月以来首次跌至 1000 万以下，而 3 月 ADP 就业人数为 14.5 万人，大幅低于预期的 20 万人，一连串的经济数据释放了美国就业市场降温的信号。在美国经济前景趋弱之际，中小银行储蓄转移以及未来对中小银行监管措施的严格化可能压降银行信贷供给，对实体经济来说可谓是雪上加霜。硅谷银行事件后，美联储提供的流动性工具以及财政部和 FDIC 对储户的担保有效地缓解了恐慌性挤提，但美国中小银行储蓄规模加速下降，随之而来将带来信用环境收缩，并向需求端传递，其作用等同于美联储加息。目前，3 个月期和 10 年期美国国债收益率曲线倒挂幅度达 153 个基点，创下了自 1982 年 1 月开始统计以来的最大值。上述两种期限美债间的巨大利差表明，美国经济存在陷入“深度衰退”的可能性。

中国 3 月官方制造业 PMI 51.9，低于上月 0.7 个百分点，但景气水平仍为近两年次高点。2022 年中国石油表观消费量为 7.19 亿吨，同比下降 0.6%，是 1991 年以来首次负增长。其中，成品油消费量降幅较大，同比下降 7.7%；化工用油仍有 6.4% 的增长。2023 年中国石油消费将复苏回暖，预计全年石油需求将升至 7.56 亿吨，同比回升 5.1%，走势表现为先低后高。成品油消费将渐进式复苏，消费量达 3.98 亿吨，同比增长 9.1%，增速达 2012 年以来最高。

图 2.1: 美国 ISM 制造业 PMI



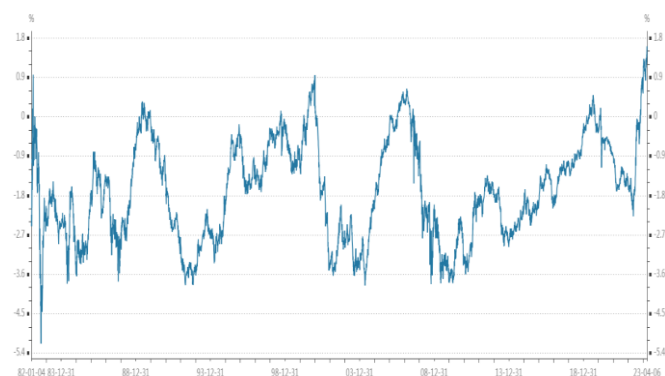
资料来源: iFIND, 一德能化

图 2.3: 中国官方制造业 PMI



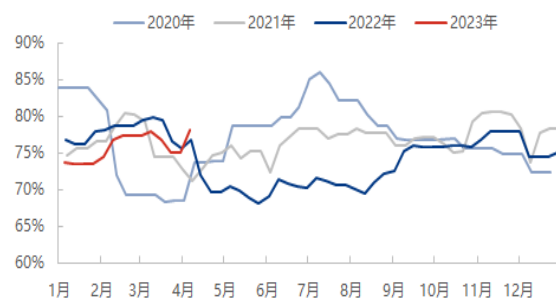
资料来源: iFIND, 一德能化

图 2.2: 美国 3 个月期和 10 年期国债利差



资料来源: iFIND, 一德能化

图 2.4: 中国主营炼厂常减压装置开工率

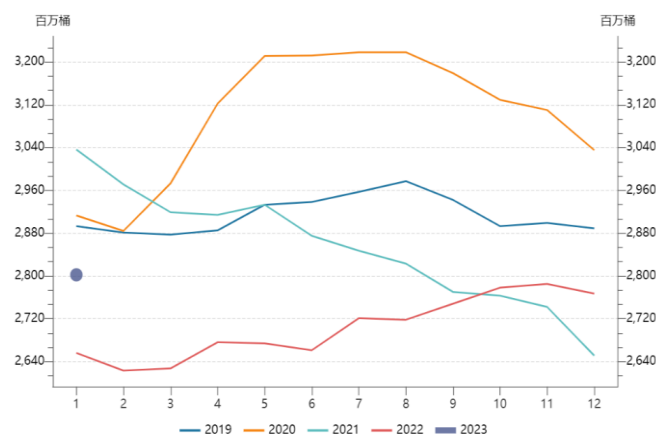


资料来源: iFIND, 一德研究院

3. 供应缺口逐渐扩大, 油价估值中枢上移

展望二季度, 美国经济存在陷入“深度衰退”的可能性, 但中国石油消费将复苏回暖, OPEC+联盟宣布进一步减产, 随着需求旺季的到来, 油市供应缺口将逐渐扩大。按照 OECD 石油库存偏离五年均值的水平, 布伦特原油价格有望突破 90 美元/桶, 但需要警惕美欧经济衰退预期和金融市场紧缩交易等风险对原油价格的冲击。

图 3.1: OECD 石油库存



资料来源: OPEC, 一德能化

图 3.2: 油市供需平衡及预测

	2022 Quarters					2023 Quarters					y/y change		
	2021	Q1	Q2	Q3	Q4	2022	Q1	Q2	Q3	Q4	2023	2023	
Demand	98.1	99.6	99.7	102.0	102.2	100.9	100.6	102.0	103.2	103.8	102.4	2.8	1.5
OECD	44.9	46.4	45.7	47.0	46.9	46.5	45.7	45.4	46.1	46.4	45.9	1.6	(0.6)
Non-OECD	53.3	53.3	54.0	55.1	55.3	54.4	54.9	56.6	57.2	57.4	56.5	1.2	2.1
Non-OPEC supply	64.0	65.2	64.7	66.1	66.6	65.6	66.7	66.6	67.2	67.6	67.0	1.7	1.4
Non-OPEC excl NA	38.8	39.3	38.5	39.1	39.4	39.1	39.2	39.1	39.5	39.4	39.3	0.3	0.2
North America	25.2	25.8	26.2	27.0	27.2	26.6	27.5	27.5	27.7	28.2	27.7	1.4	1.2
FSU	13.7	14.3	13.1	13.3	13.7	13.6	13.7	13.2	13.2	13.3	13.3	(0.1)	(0.3)
OPEC NGLs/Condensates	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2	5.1	5.2	0.1	(0.0)
Call on OPEC crude	29.0	29.2	29.8	30.8	30.4	30.0	28.7	30.1	30.8	31.1	30.2	1.0	0.2
OPEC crude	26.4	28.3	28.7	29.4	29.3	28.9	29.2	28.9	28.7	28.8	28.9	2.5	(0.0)
Stock change	(2.6)	(0.9)	(1.1)	(1.3)	(1.1)	(1.1)	0.5	(1.3)	(2.1)	(2.3)	(1.3)	1.5	(0.2)
of which commercial	(2.4)	(0.4)	(0.1)	(0.3)	(0.7)	(0.4)	0.4	(1.1)	(2.1)	(2.3)	(1.3)	2.1	(0.9)
of which SPR	(0.2)	(0.5)	(1.0)	(1.1)	(0.4)	(0.7)	0.0	(0.2)	0.0	0.0	(0.0)	(0.6)	0.7

资料来源: EA, 一德能化

4. 供需仍存边际改善预期，二季度高硫强势有望延续

一季度低硫燃料油市场表现弱势，高硫燃料油市场偏强运行。具体来看：低硫方面，从西方抵运新加坡市场的低硫套利船货量保持高位水平，科威特石油公司 Al Zour 炼油厂的新增产量释放，外加终端船燃需求疲软，尤其是集装箱船加油业务持续疲软，对低硫燃料油市场构成不小的压力。低硫燃料油整体供应过剩，市场基本面受到打压。高硫方面，欧盟禁止俄罗斯油品后，市场贸易商及交易人士都尽量避开交易俄罗斯高硫燃料油。俄罗斯燃料油发货量下滑，亚洲高硫燃料油市场整体供应下降，浮仓库存也从绝对高位持续回落，高硫市场基本面得到有效支撑。

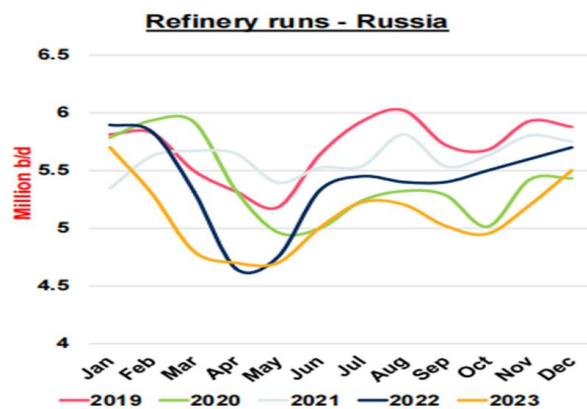
展望二季度，低硫燃料油市场窄幅波动为主，高硫燃料油市场继续偏强运行。低硫方面，由于套利窗口长时间关闭，预计 4 月从西半球流入新加坡低硫燃料油市场的量在 100-120 万吨之间，较 3 月的 200 万吨下降明显，但科威特 Al Zour 炼油厂持续给低硫市场带来供应压力，集装箱销售也正在萎缩，船燃需求长时间处于不温不火状态。高硫方面，OPEC+减产导致中东高硫原油产量下降，加上俄罗斯炼厂即将到来的检修季也将削减亚洲地区高硫船用燃料油的供应。此外，南亚发电厂夏季发电需求即将上升，亚洲高硫燃料油市场继续受到支撑。

图 4.1：新加坡高低硫船用燃料油价差（美元/吨）



资料来源：路孚特，一德能化

图 4.2：俄罗斯炼厂加工量及预期



资料来源：IEA，一德能化

免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层



全国统一客服热线：400-7008-365



官方网站：www.ydqh.com.cn