

结构性矛盾仍存，油市下半年不悲观

研究院 能源化工组

研究员

潘翔

☎ 0755-82767160

✉ panxiang@htfc.com

从业资格号: F3023104

投资咨询号: Z0013188

陈莉

☎ 020-83901030

✉ cl@htfc.com

从业资格号: F0233775

投资咨询号: Z0000421

梁宗泰

☎ 020-83901005

✉ liangzongtai@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

康远宁

☎ 0755-23991175

✉ kangyuanning@htfc.com

从业资格号: F3049404

投资咨询号: Z0015842

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

我们认为当前石油市场面临的是中长期结构性矛盾，上游投资不足导致原油产量难以匹配疫后需求复苏，叠加俄乌冲突带来的供应链扰动、中国成品油出口管制，即便是欧美祭出抛储牌，但只能治标不治本，不能解决当前中美基本面两极分化的核心矛盾。我们认为对于美国而言，难以在制裁俄罗斯伊朗与控制通胀之间取得平衡，当前通胀环境倒逼美联储加息，其后果就是欧美经济进入衰退的概率进一步增加。因此对于拜登而言，当前仍旧处于两难境地，制裁俄罗斯导致高油价高通胀，其选民支持率下滑，中期选举面临压力；而如果美国要打压油价就不得不借助沙特或者伊朗的政治力量，那么也就意味着拜登在外交政策上的妥协。就目前而言，我们认为石油市场结构性问题很难在下半年得到彻底缓和，在供给约束之下，随着中国需求的边际性回暖，我们对油市的看法并不悲观。

核心观点

■ 市场分析

上半年回顾：总量供给小于求，但中美基本面两极分化：我们认为中美基本面出现巨大分化的原因主要在于：1、需求强弱：成品油表观消费与炼厂加工需求的分化，尤其是中国疫情封控政策导致了二季度成品油需求滑坡；2、出口管制：美国大量出口原油与成品油至国际市场，而中国成品油出口受到配额管制无法输出至国际市场从而导致被动累库。

下半年展望：供给约束尚存，需求增长仍保有韧性：供给方面，欧佩克与美国页岩油供给约束仍存，俄罗斯出口将出现实质性下降；需求方面：海外经济衰退担忧增加，但需求增长仍有韧性。

■ 策略

中性偏多，欧盟制裁逐步兑现，俄罗斯出口将出现实质性下降

■ 风险

俄乌局势缓和，伊朗核谈出现重大进展

目录

策略摘要	1
核心观点	1
上半年回顾：总量供给小于需求，但中美基本面两极分化	3
中美石油市场冰火两重天	3
需求强弱与出口管制是导致中美基本面分化的主要原因	3
下半年展望：供给约束尚存，需求增长仍保有韧性	5
供给：欧佩克与美国页岩油供给约束仍存，俄罗斯出口将出现实质性下降	5
需求：海外经济衰退担忧增加，但需求增长仍有韧性	6
价格：结构性矛盾难以缓和，油市不悲观	7

图表

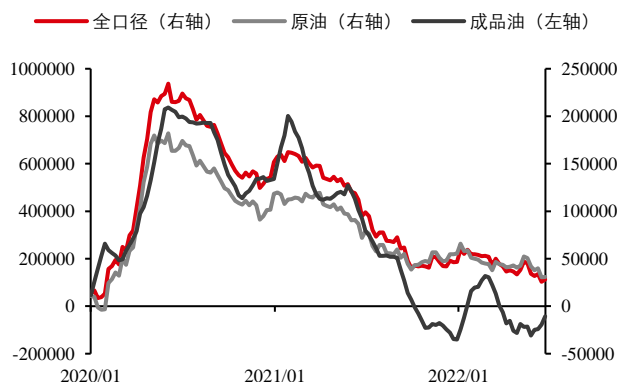
图 1：伊朗与俄罗斯原油出口量 单位：千桶/日	3
图 2：俄罗斯对亚洲与欧洲出口量 单位：千桶/日	3
图 3：美国石油总库存（含 SPR） 单位：千桶	3
图 4：中国隐含库存月度变化 单位：千桶/日	3
图 5：美国成品油表观消费 单位：千桶/日	4
图 6：中国成品油表观消费 单位：千桶/日	4
图 7：美国石油净进口量 单位：千桶/日	4
图 8：中国成品油进出口量 单位：百万吨	4
图 9：欧佩克成员国剩余产能 单位：千桶/日	6
图 10：美国钻井与完井数量 单位：口	6
图 11：俄罗斯对亚洲与欧洲出口量 单位：千桶/日	6
图 12：伊朗原油出口量 单位：千桶/日	6
图 13：谷歌流动性指数 单位：无	7
图 14：高德交通拥堵指数 单位：无	7

上半年回顾：总量供略小于求，但中美基本面两极分化

中美石油市场冰火两重天

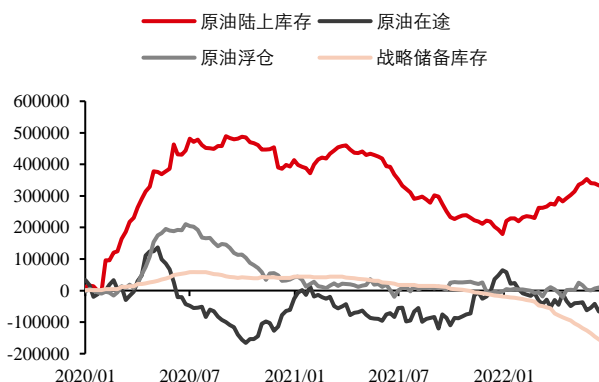
从普氏统计的全口径库存（含原油、成品油、SPR、浮仓）数据来看，上半年不管是原油与成品油库存其去化速度较2020年下半年至2021年年底的去库周期显著放缓，数据显示全口径库存较2020年年初（基期）仍旧高出约1.1亿桶，其中原油库存高出1.2亿桶，成品油库存低于基期1000万桶。相较今年年初，全口径库存降低约7300万桶，其中原油库存下降约9700万桶，成品油库存增加约2400万桶。即从库存反推出今年上半年的供需缺口约为40万桶/日，这一供需缺口的幅度并不算太大，但今年全球地区矛盾非常突出，美国原油与成品油库存去化十分显著，但与此同时中国原油与成品油库存大幅增加，全球石油市场出现两极分化，呈现冰火两重天的态势。

图 1：全球库存变化情况 | 单位：千桶



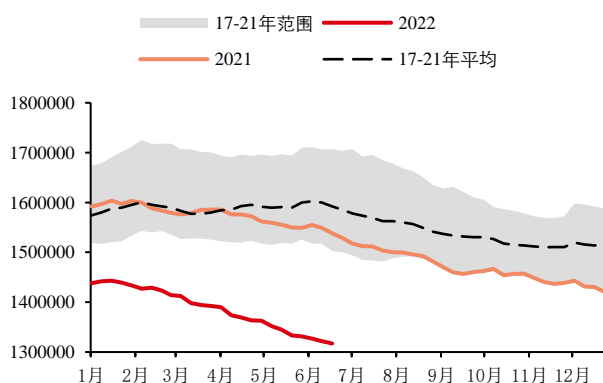
数据来源：Platts 华泰期货研究院

图 2：全球原油库存变化情况 | 单位：千桶



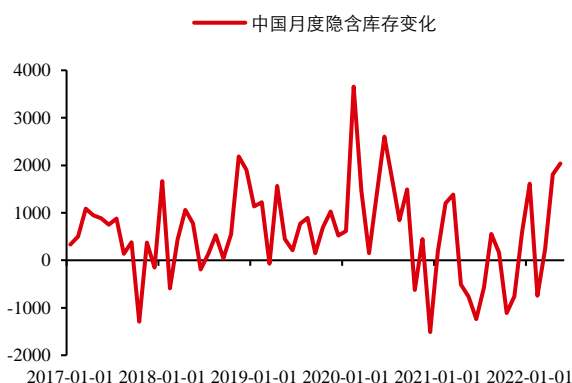
数据来源：Platts 华泰期货研究院

图 3：美国石油总库存（含 SPR） | 单位：千桶



数据来源：EIA 华泰期货研究院

图 4：中国隐含库存月度变化 | 单位：千桶/日



数据来源：Energy Aspect 华泰期货研究院

需求强弱与出口管制是导致中美基本面分化的主要原因

我们认为中美基本面出现巨大分化的原因主要在于：1、需求强弱：成品油表观消费与

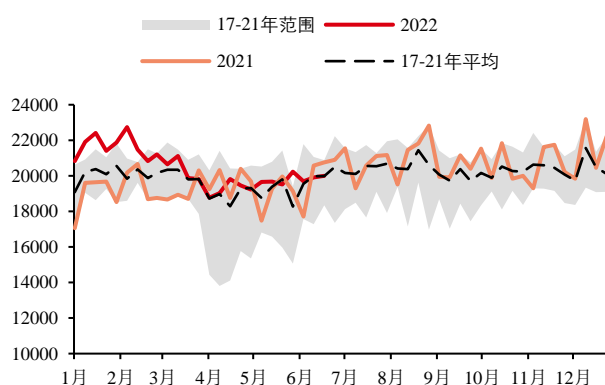
炼厂加工需求的分化，尤其是中国疫情封控政策导致了二季度成品油需求滑坡；2、出口管制；美国大量出口原油与成品油至国际市场，而中国成品油出口受到配额管制无法输出至国际市场从而导致被动累库。

从需求层面看，美国成品油表观需求今年上半年同比增加约 110 万桶/日，尤其是一季度表观消费相对强劲。而中国成品油表观消费今年 1 至 5 月份同比下滑 90 万桶/日，而疫情封锁较为严重的 4~5 月份同比下滑约 200 万桶/日。炼厂原油加工量来看，美国今年上半年炼厂原油加工量同比增加 120 万桶/日，中国今年 1 至 5 月份同比下滑 70 万桶/日，中美疫情周期与宏观经济周期的叠加导致需求出现显著分化。

从出口层面看，今年美国原油与成品油出口增长较快，上半年石油净出口量为 30 万桶/日，相比去年增加 65 万桶/日。而中国成品油净出口量今年 1 至 5 月份同比去年降幅近 57%，而今年 1 至 5 月中国原油进口量基本与去年同期持平。

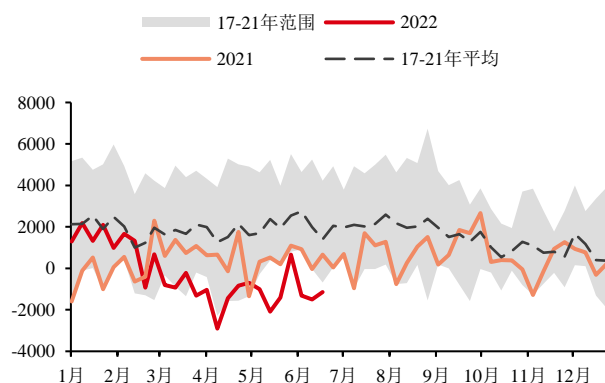
因此总结而言，美国今年上半年基本面由国内消费与出口双轮驱动，产生正向的去库反馈，而中国由于国内需求疲软与出口限制导致产业链出现梗阻被动累库。

图 5：美国成品油表观消费 | 单位：千桶/日



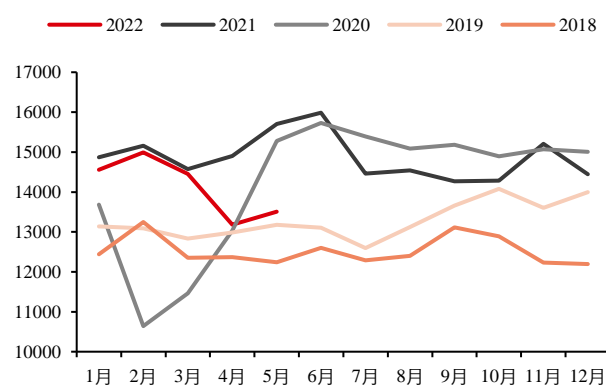
数据来源：EIA 华泰期货研究院

图 7：美国石油净进口量 | 单位：千桶/日



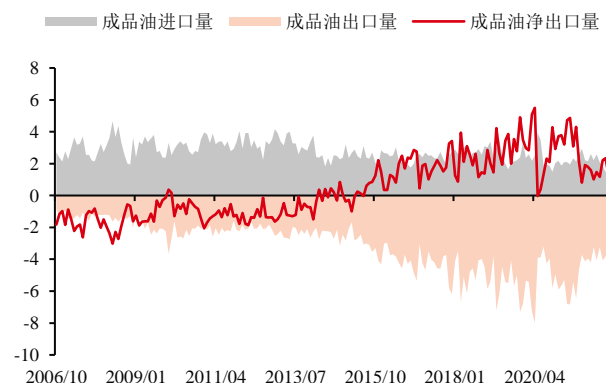
数据来源：EIA 华泰期货研究院

图 6：中国成品油表观消费 | 单位：千桶/日



数据来源：Energy Aspect 华泰期货研究院

图 8：中国成品油进出口量 | 单位：百万吨



数据来源：海关总署 华泰期货研究院

下半年展望：供给约束尚存，需求增长仍保有韧性

供给：欧佩克与美国页岩油供给约束仍存，俄罗斯出口将出现实质性下降

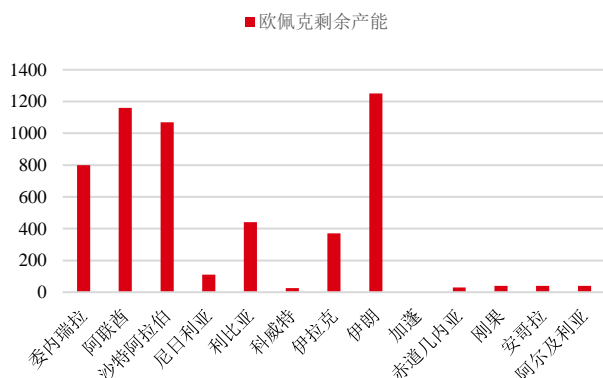
展望今年下半年，我们认为原油供给端的约束依然存在，欧佩克方面，我们预计沙特等海湾产油国可能会增产 100 至 150 万桶/日，虽然市场对拜登和沙特国王的会面给予了一定期待，但我们认为即便在 8 月份之后限产协议到期之后，欧佩克增产的空间不会非常大，目前除了少部分国家拥有约 200 万桶/日的剩余产能，但大部分成员国面临投资不足产量下降的困境，能不减产就已经很不错了，我们认为年底前欧佩克产量有望恢复至 3000 万桶/日，但进一步增产至 3000 万桶/日以上的难度较大。此外，伊核谈判目前仍未有明显进展，美伊双方分歧较大，我们认为伊朗石油年内回归的可能性不大，伊朗明年重返市场的概率更高。美国对委内瑞拉制裁有一定概率部分解除或完全解除，但由于委内瑞拉国内油砂加工厂年久失修，限制其产量提升空间，我们认为在美国制裁完全解除的情况下，委内瑞拉原油增产的空间不超过 50 万桶/日。

美国页岩油方面，今年以来美国原油产量恢复缓慢，目前仅恢复至 1200 万桶/日，仍远低于疫情前 1300 万桶/日的产量峰值。当前制约美国页岩油增产的因素没有发生改变，即资本开支限制、劳动力与设备短缺、单井产量下降。今年上半年，美国页岩油完井速度远高于钻井速度，导致 DUC 数量快速消耗，因此近几个月来美国页岩油公司完井速度明显放缓，而完井数量与页岩油产量正相关，这意味着如果页岩油公司下半年的首要任务以钻新井为主，那么完井速度将会受到制约，意味着页岩油产量仍旧无法实现快速增长。而从公司治理角度来看，虽然油价上涨之后页岩油公司现金流大幅增加，但页岩油公司仍旧以增加股东分红、偿还前期债务为主，仍旧保持较为严格的资本开支纪律，页岩油企业野蛮生长的年代已经一去不返。

俄乌冲突方面，今年上半年俄罗斯原油出口暂未出现显著下降，主要由于俄罗斯通过打折销售、增加亚太地区销售等多种方式抵消了制裁的影响，但我们认为随着欧盟制裁的生效以及欧盟制裁生效日的临近，欧盟与俄罗斯之间的石油贸易将会持续压缩，俄罗斯对欧洲原油出口近 300 万桶/日，我们认为俄罗斯可以通过潜在的贸易平衡抵消掉欧洲出口减少的影响，但最终其出口量我们认为将会下降 150~200 万桶/日，保险禁令、信用证开证问题等诸多贸易环节将会限制俄罗斯对亚洲的出口能力。

总体而言，今年下半年我们认为全球供给总量不会出现较大增量，欧佩克增产大概率被俄罗斯出口减少所抵消，如果在出现某产油国的突发性供应中断，那么意味着全球供应还有可能会显著收紧，目前变数较大的主要来自伊朗，但我们认为其在年内重返市场的概率不高。

图 9：欧佩克成员国剩余产能 | 单位：千桶/日



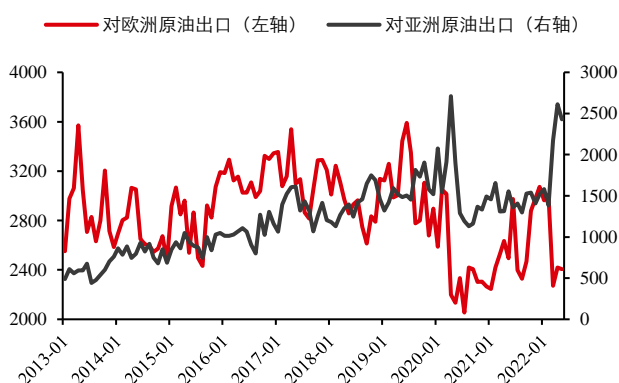
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 10：美国钻井与完井数量 | 单位：口



数据来源：EIA 华泰期货研究院

图 11：俄罗斯对亚洲与欧洲出口量 | 单位：千桶/日



数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 12：伊朗原油出口量 | 单位：千桶/日

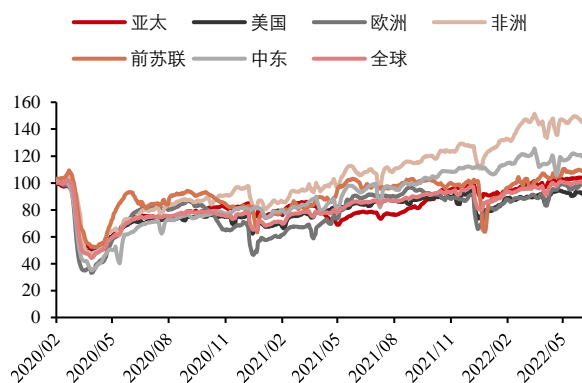


数据来源：Kpler 华泰期货研究院

需求：海外经济衰退担忧增加，但需求增长仍有韧性

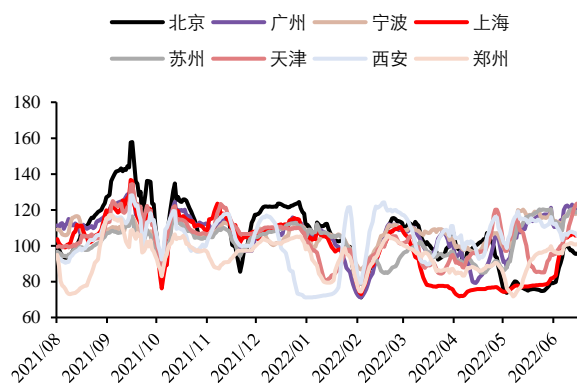
随着美联储加息靴子落地，市场对于未来美国经济陷入衰退的担忧有所增加，如果美国经济走向衰退那么势必将会拖累石油消费。虽然如此，我们对于石油消费的看法并不过度悲观，我们认为虽然需求会受到欧美经济衰退的影响、高油价对于需求的抑制等不利因素的拖累，但同样受到三季度季节性消费旺季、疫后需求复苏的支撑等因素的支撑，需求增长或仍有较强韧性，我们认为在不发生宏观系统性风险的前提下（如美国经济硬着陆、欧债危机再度爆发等），下半年石油需求环比增长将在 200 万桶/日以上。相比而言，我们更加看好中间馏分（柴油、航煤）的需求复苏，一方面是因为当前航煤的需求复苏仍有较大空间，目前全球航班数量仅仅是疫情前的 50%左右，另一方面，中国下半年基建发力也会利好柴油消费。而汽油我们则相对悲观，一方面是因为受到高油价的影响，部分出行需求转向电动车和电单车，另一方面，在美国夏季汽油牌号切换到冬季牌号之后，美国汽油可以调入更多丁烷组分与石脑油组分，海外汽油调和池中高辛烷值组分短缺的问题将会得到缓和。

图 13: 谷歌流动性指数 | 单位: 无



数据来源: Google 华泰期货研究院

图 14: 高德交通拥堵指数 | 单位: 无



数据来源: 高德 华泰期货研究院

价格: 结构性矛盾难以缓和, 油市不悲观

我们认为当前石油市场面临的是中长期结构性矛盾, 上游投资不足导致原油产量难以匹配疫后需求复苏, 叠加俄乌冲突带来的供应链扰动、中国成品油出口管制, 即便是欧美祭出抛储牌, 但只能治标不治本, 不能解决当前中美基本面两极分化的核心矛盾。我们认为对于美国而言, 难以在制裁俄罗斯伊朗与控制通胀之间取得平衡, 当前通胀环境倒逼美联储加息, 其后果就是欧美经济进入衰退的概率进一步增加。因此对于拜登而言, 当前仍旧处于两难境地, 制裁俄罗斯导致高油价高通胀, 其选民支持率下滑, 中期选举面临压力; 而如果美国要打压油价就不得不借助沙特或者伊朗的政治力量, 那么也就意味着拜登在外交政策上的妥协。就目前而言, 我们认为石油市场结构性问题很难在下半年得到彻底缓和, 在供给约束之下, 随着中国需求的边际性回暖, 我们对油市的看法并不悲观。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com