

原油半年报：困于局中的原油，

下半年能否突破束缚？

2023 年 7 月 12 日



图片来源：文华财经 海通期货投资咨询部

2023 年上半年油价维持了典型的区间震荡走势。在去年年末的年报中，我们判断供需层面仍存在较大弹性的背景下，2023 年布伦特油价大概率会维持高波动，预计 2023 年油价中轴在 80-90 美元/桶区间，波动范围在 70-110 美元区间。截至 2023 年 6 月底的上半年油价维持在 70-90 美元之间波动，油价运行在我们判断的区间之内，但油价的波动范围却低于预期，虽然高低点近 20 美元价差，但事实上油价大部分时间都是维持在一个 10 美元上下的区间内运行，其中一季度波动区间靠上，在 3 月底 4 月初银行业危机冲击过后，油价波动重心逐渐下移了一个台阶，这样二季度油价大部分时间运行在 70-80 美元的区间之内，举步维艰，各类因素深度博弈很难走出流畅波动。这样的表现也是给市场分析人士和投资者在研判后市和机会选择上明显增加了难度。

整个上半年原油市场发生了众多有影响力的事件，其中影响最大的是欧美银行业危机二次冲击下引发了油价大跳水，以及欧佩克+分别在 4 月会议和 6 月会议上做出的主动减产来稳定石油市场。相对于欧佩克+稳定市场的努力，油价受宏观风险事件冲击的影响更大，这样的表现可以看出投资者更关注风

投资咨询业务资格：

证监许可[2011]1294 号

投资咨询部
能源组

杨安

能源组组长

yangfan@htfutures.com

从业资格号：F0237290

投资咨询号：Z0013382

赵若晨

能源研究员

zhaoruochen@htfutures.com

从业资格号：F3076218

投资咨询号：Z0019166

分析师承诺：

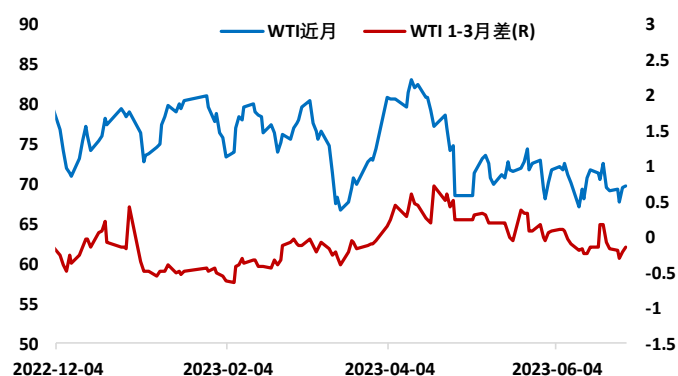
本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

险因素，担忧情绪主导了油价波动，这也让沙特为首的欧佩克+的减产努力大打折扣，6月份欧佩克+合力执行着366万桶/日的减产计划，7、8月份沙特还将自愿再减产100万桶/日以试图提振市场情绪，维持原油市场稳定。不过这些努力在过去的一段时间看来并不足以给投资者带来乐观预期。尽管包括国际能源署、欧佩克等均对2023年下半年的原油市场预期保持了非常乐观的判断，但从期货市场实际交易的情况来看，投资者对原油市场后期展望显然充满着疑问。

1. 月差及成品油裂解差反映上半年油价低迷

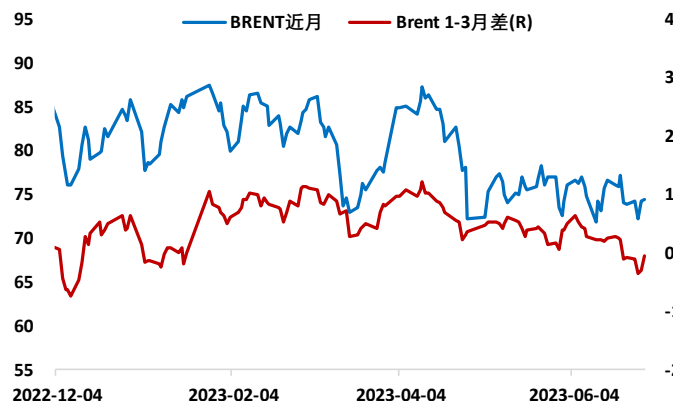
1、二季度月差走弱印证绝对价重心下行合理性

图：WTI近远月月差



数据来源：IFIND 海通期货投资咨询部

图：BRENT近远月月差



数据来源：IFIND 海通期货投资咨询部

相较于2022年，2023年上半年原油市场月差波动范围基本配合了原油绝对价的区间波动节奏。布伦特1-3月差基本维持了一个±1美元区间内运行，不过从二季度月差走势来看，月差表现明显弱于绝对价表现，其重心较绝对价有着更明显的下移，尤其是时间进入6月份之后，不管是WTI还是布伦特原油均出现了近端月差逐步走弱至贴水区间表现，在欧佩克+持续做出减产努力的背景下这样的变化让投资者格外担心原油市场后期表现。

2、全球柴油裂解差上半年表现弱势

图：美国汽油盘面裂解



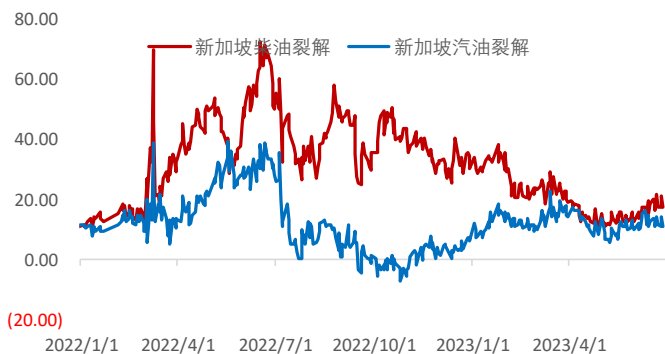
数据来源：IFIND 海通期货投资咨询部

图：IEC柴油盘面裂解



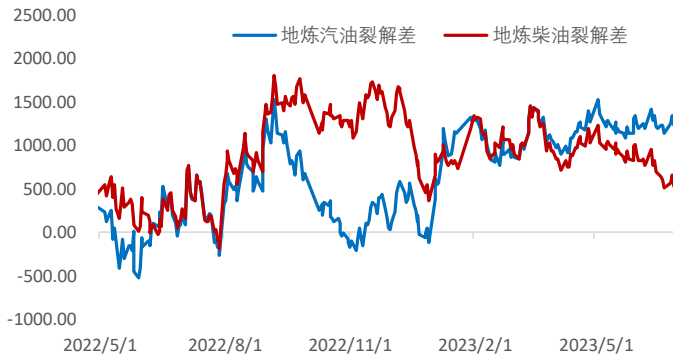
数据来源：IFIND 海通期货投资咨询部

图：新加坡汽柴油现货裂解价差(美元/桶)



数据来源：IFIND 海通期货投资咨询部

图：地炼汽柴油裂解差（元/吨）



数据来源：IFIND 海通期货投资咨询部

从全球范围内来看，不管是欧美市场还是中国、新加坡市场，2023 上半年个区域柴油裂解差整体都出现了疲弱表现，一季度欧美市场走弱明显，进入二季度中国市场柴油裂解差持续走弱，并在年中刷新了年内低点，虽然这样的表现有一定季节性原因。但更加重要的是随着能源危机题材退出市场，对经济发展情况反应敏感的柴油，在全球经济下行压力下不断被挤出了价格中的泡沫。相比之下随着疫情结束逐渐退出视野。而交通运输需求的不断恢复让全球汽油保持了相对强势，中、美市场汽油裂解均维持了强对偏强势的表现。虽然成品油裂解差整体表现亮点不多，但总体来讲目前裂解利润与常态年份相比表现尚可，仍处在多年来区间上沿，一方面这意味着裂解差仍有回落空间，另一方面也意味着今年原油市场需求端表现虽然没有超预期亮点，但表现也尚可接受，没有给油价带来很大的下行压力。

2. 原油市场供应端

1、OPEC：减产表现出稳价决心

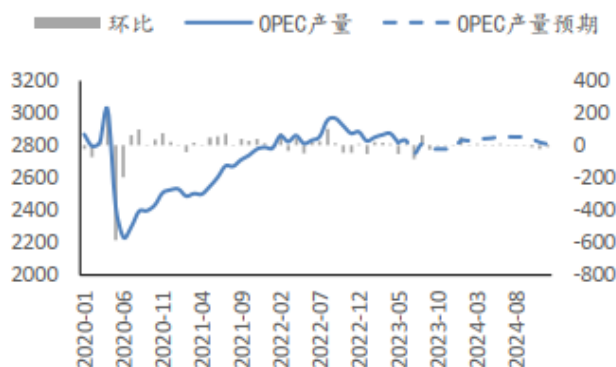
由于全球原油供应的高度垄断特征，主产国可以自主调节供应量从而影响油价，其中 OPEC+ 的配额和产量更是市场关注的焦点。4 月 2 日周日晚间，沙特将在合作宣言中宣布与其他一些欧佩克和非欧佩克参与国协调，从 5 月到 2023 年底自愿减产 50 万桶/日。根据沙特阿拉伯的说法，自愿减产是一种预防措施，旨在支持石油市场稳定。伊拉克、阿联酋、科威特、阿尔及利亚、阿曼等多个国家纷纷跟随，相继宣布减产计划，整体此次减产总量预计达到 115 万桶/日左右。俄罗斯也随之宣布将自愿减产 50 万桶/日的原油减产量，延长至 2023 年底，叠加后 OPEC+ 的总体降幅达到了 165 万桶/日，是去年 10 月份宣布减产 200 万桶/日后的再次大规模减产。

6 月 4 日，半年一度的 OPEC+ 部长级会议再次召开，会议上决定将减产政策延续到 2024 年底。4 月宣布的“自愿减产”减的是产量而不是配额，所以本次 6 月会议对产油国影响不大，主要下调了沙特自愿 7 月额外一次性减产 100 万桶，但持续时间无法确定（最新进展显示沙特将 100 万桶/日的额外减产延长到 8 月），而其他国家下调产量的基本都是产量本身达不到基准的国家。从减产兑现情况来看，

9 个自愿减产国家基本符合减产目标，大多数产油国产量接近目标。由于 OPEC+ 的减产，主流机构纷纷下调下半年至明年的原油产量预测，库存也从累库预期转为去库，后期仍需观察 OPEC+ 减产兑现情况。

图：OPEC 原油供应

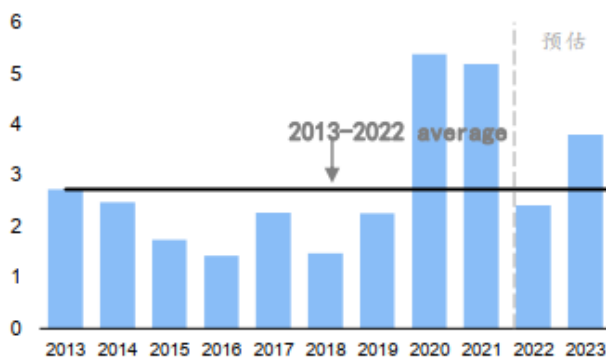
单位：万桶/日



数据来源：EIA、海通期货投资咨询部

图：OPEC 剩余产能

单位：百万桶/日



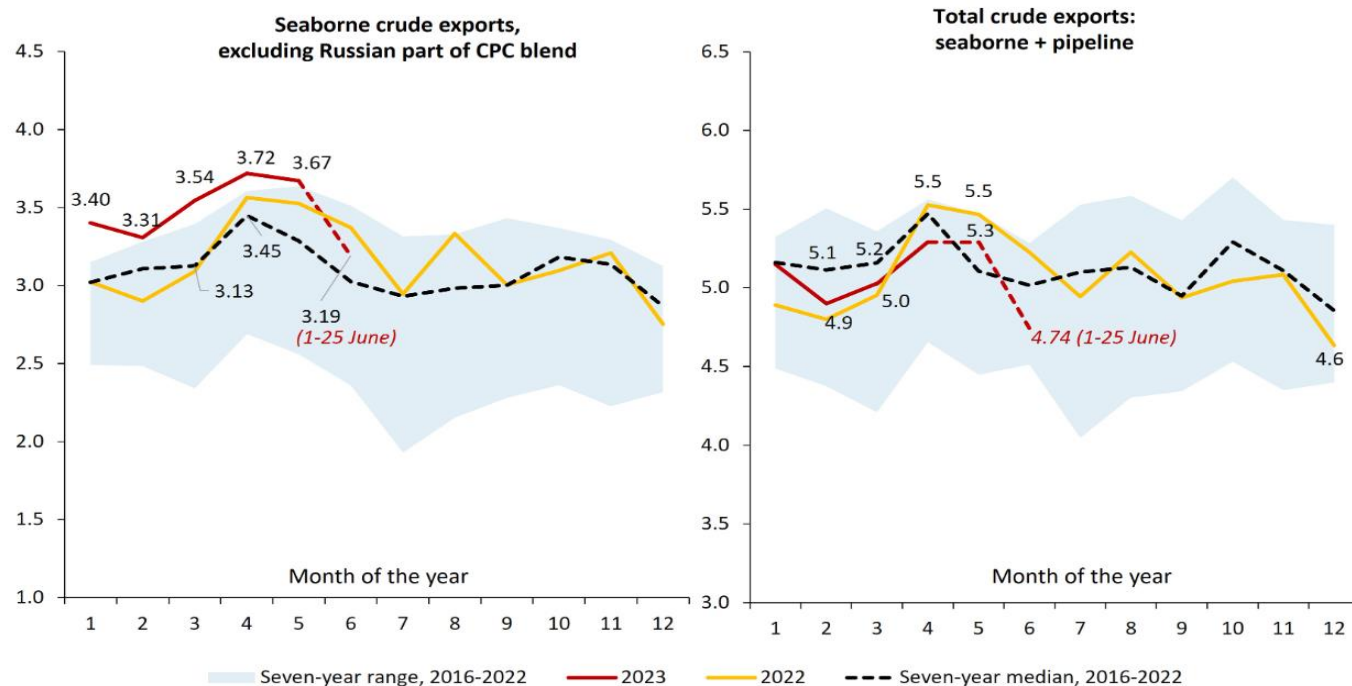
数据来源：EIA、海通期货投资咨询部

2、俄罗斯：油品出口仍保持稳定

在美国联合 G7 和欧盟提出制裁和限价后，市场对俄油后期供应量存疑。但随着时间推进，俄罗斯对欧洲的油品出口基本转移至亚洲等地，并没有对俄油供应产生明显影响。由于今年较去年的低油价使本身就打折的俄罗斯的石油收入大幅降低，财政需求使俄罗斯挺价意愿强烈。在今年 2 月俄罗斯宣布主动减产，4 月又跟随 OPEC+ 宣布将减产延长至年底。但是由于俄罗斯不再公布产量数据，市场较难评估其减产目标是否完成。从出口的情况来看，今年 1-5 月的原油的海运出口量持续增加，5 月份达到了 370 万桶/日，而根据 Rystad Energy 的数据显示 6 月 1 日至 6 月 25 日的俄油海运出口量降至 319 万桶/天。根据对 6 月份的初步估计证实，俄罗斯的产量符合其宣布的目标，并符合 OPEC+ 的要求。与历史数据相比，今年俄罗斯的原油海运出口量高于往年，但这主要是由于通过 Druzhba 管道的出口量减少导致，就总出口量而言，海运+管道的 6 月出口量达到 474 万桶/日，比季节平均水平低 25 万桶/天。然而，俄罗斯石油制品的出口量在 6 月上旬增至 253 万桶/日，比季节平均水平高出约 15 万桶/天。整体来看，俄罗斯的石油出口并没有显著下降，仍然保持在一个较高的水平。为了配合沙特额外减产的努力，俄罗斯副总理诺瓦克表示，由于全球油价疲软，俄罗斯 8 月将每天减少 50 万桶石油出口。不过更多信息显示由于俄罗斯国内市场的消费增加，其原油产量并不会在 8 月份减产，而只是减少原油出口量。

图：俄罗斯原油出口

单位：百万桶/日



数据来源：Rystad、海通期货投资咨询部

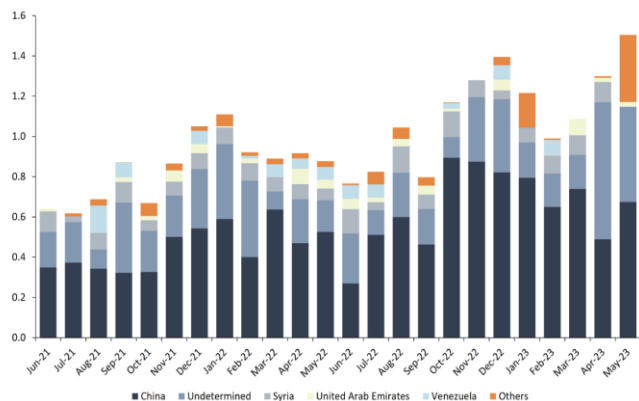
3、伊朗：豁免国供应小幅增多

伊朗的出口量的增加了供应方面的不确定性。过去几个月，伊朗的海运原油出口大幅增长。在前政府官员声称伊朗不可能出口超 30 万桶/日的情况下，根据 Rystad Energy 数据跟踪，自 2023 年 2 月以来，伊朗的海运出口增加了 50 万桶/日，从 2 月的 100 万桶/日升到 5 月的 150 万桶/天。出口量的增长并不是完全因为中国买家，4 月和 5 月伊朗对中国的出口量保持稳定，但出口份额降至 40%，其余出口增量基本归因于“未确定”的目的地或港口。

然而，从产量数据来看，原油产量保持相当平稳，徘徊在 330 万桶/日左右。事实上，与 2022 年 5 月相比，今年 5 月的产量仅增长了 12.6 万桶/日。那么，出口量的增加多数是由于伊朗迅速去库，特别是浮仓库存。在俄油被制裁，美国希望能源价格保持低位的“放水”环境下，不得不说是伊朗借机加大出口的好机会。除了伊朗以外，委内瑞拉也在此影响下，产量小幅回升。据委内瑞拉媒体当地时间 7 日援引委国家石油公司发布的数据报道，2023 年 6 月，委内瑞拉原油出口量超过 70 万桶/天，比起今年 5 月增长 8%。数据还显示，在 2023 年上半年，委内瑞拉的原油出口量为 67 万桶/天，比起 2022 年同期的 58.5 万桶/天，增长约 15%。利比亚在内乱暂缓的背景下，产量也开始维稳。

图：伊朗油品出口

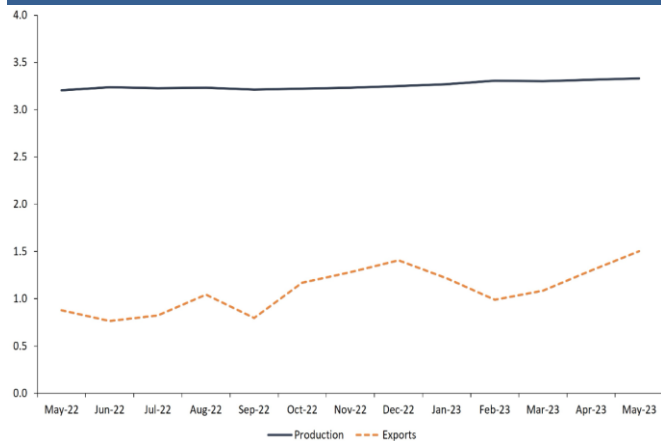
单位：百万桶/日



数据来源：Rystad、海通期货投资咨询部

图：伊朗油品出口和产量

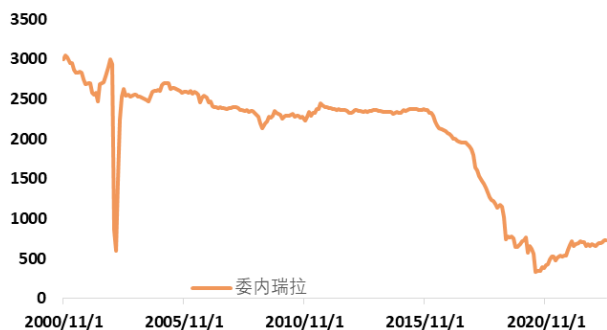
单位：百万桶/日



数据来源：Rystad、海通期货投资咨询部

图：委内瑞拉产量

单位：千桶/日



数据来源：Bloomberg、海通期货投资咨询部

图：

单位：千桶/日



数据来源：Bloomberg、海通期货投资咨询部

3. 原油市场需求端

1、中国：需求呈现弱复苏趋势

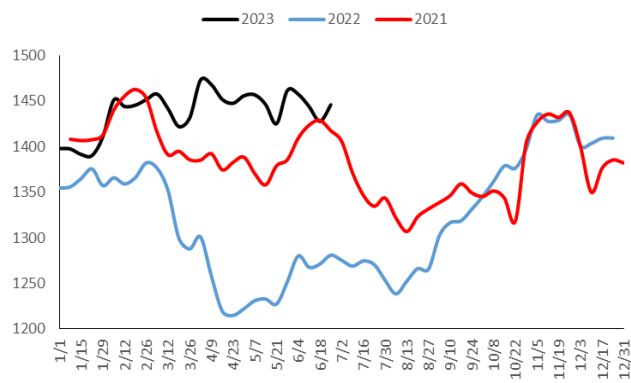
今年年初由于对疫情修复的预期，市场对中国需求预期较高。根据中国的经济数据来看，一季度疫情放开的影响下，经济反弹修复，需求释放，预期落地；二季度由于国内经济的内生动力放缓，需求呈现温和复苏的趋势，后期的增长修复需期待更多政策刺激。根据两会定调今年5%的经济增长目标来看，既说明了今年国内经济基本面整体趋势向上修复，也意味着经济有内外部的约束条件，总体温和复苏。

多年来，中国石油需求的增长与国内生产总值的增长密切相关。在国内经济弱复苏的背景下，我们观察到原油的加工利润修复驱动炼厂开工保持高位，也导致炼厂加工量也呈现增长趋势，1-5月原油加工量同比增长超过9%。分产品来看，一季度汽柴油需求基本兑现了市场预期，但随着柴汽比的上升，

也就是柴油出率上升而汽油出率相对下降，叠加出口利润走低，柴油库存消化困难。目前柴油需求有环比下行预期，而汽油方面出行状况较好，且汽油裂解价差高位震荡，柴油裂解价差重心回落，短期内预计维持汽强柴弱局面。

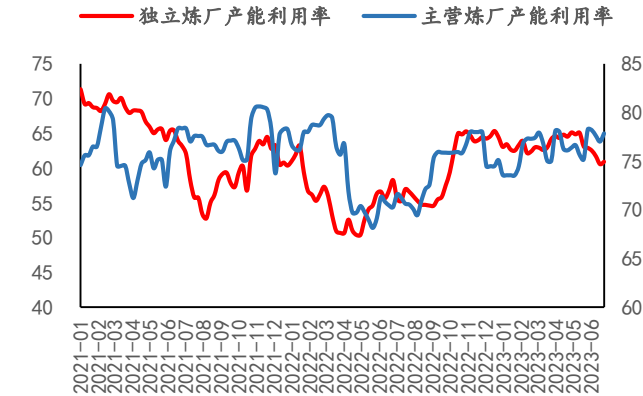
图：原油加工量

单位：万吨



数据来源：Mysteel、海通期货投资咨询部

图：炼厂产能利用率



数据来源：Mysteel、海通期货投资咨询部

2、欧美：终端需求仍有韧性

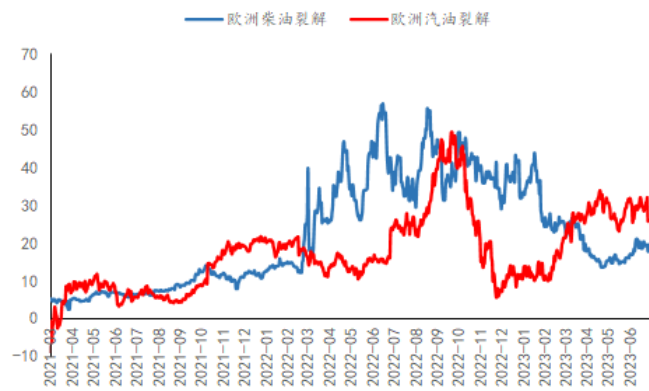
欧美处在加息周期中，维持高利率环境，压制大宗商品。特别是制造业先受到拖累，但欧美消费端较为强劲反而支撑终端需求表现。分产品来看，柴油需求随着制造业的走弱而走弱，裂解价差也同时走弱；而汽油裂解价差仍然高企，支撑整体利润。

此外，去年美国共抛储约 2 亿桶石油来控制油价以及国内的通胀水平，美国战略石油库存水平直线下降，跌至不到 4 亿桶的水平，市场开始预期今年美国将回补 SPR。实际情况来看，美东时间 6 月 9 日，美国能源部公布通过招标与 5 家企业达成交易，将在 8 月以 73 美元/桶的均价回购 310 万桶 SPR，并开始招标 9 月交付的另外 300 万桶。这次可以说是美国为回补 SPR 正式拉开帷幕，美国并没有公布回补的具体计划和时间周期，预计是再价位合适时机少量多次购买，整体对价格利好作用并不显著。2022 年，美国以均价 95 美元/桶抛售，现已 73 美元/桶价格购买，整体经济性较好。

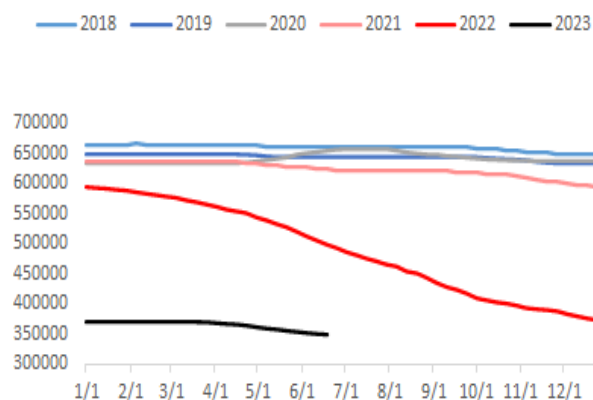
图：欧洲汽柴油裂解价差

图：SPR 库存

单位：千桶



数据来源: Bloomberg、海通期货投资咨询部



数据来源: Bloomberg、海通期货投资咨询部

4. 宏观因素持续施压油价

1、绕不开的美联储加息

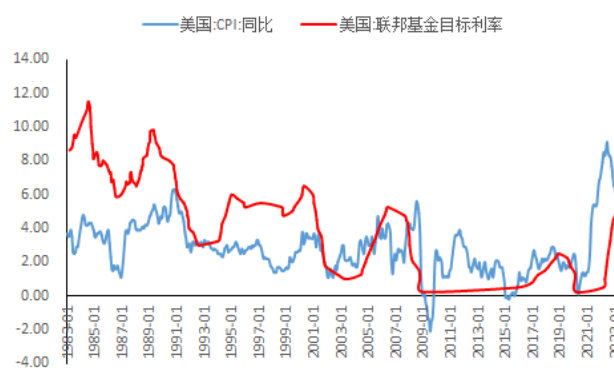
为了对抗 40 年来的高通胀，美联储进行了史上罕见的超级加息行动。目前来看美联储从 22 年年中开始快速超级加息威力巨大，成功让美国通胀压力高位明显回落，但同时让我们见证了宏观因素对整个金融市场产生的巨大风险，利率陡升引发了长短端利率倒挂，这导致了今年 3 月份之后的欧美银行业危机，在欧美银行股暴跌同时，引发了油价的 2 次崩盘跳水行情。可以看出宏观因素对原油市场的影响权重在过去一年来逐渐加大。随着美国基准利率的大幅提升，上半年通胀大幅回落，美联储放缓加息，六月直接宣布暂停加息，但目前对下半年仍有两次 25 个基点的加息预期，欧美仍处在加息周期中，这也意味着金融市场仍将在接下来一段时间承受高利率带来的压力，大宗商品也将继续承压。

图：油价与美国 CPI



数据来源: Bloomberg、海通期货投资咨询部

图：美国利率与 CPI



数据来源: Bloomberg、海通期货投资咨询部

5. 后期展望

上半年原油市场深陷于宏观层面加息及经济下行带来的压力冲击与欧佩克+主动减产维护原油市场的博弈中，油价也失去了明显的方向，处于区间复杂波动。可以看出整个过程投资者对油市预期逐渐从年初摆脱疫情的强预期转为谨慎，乐观情绪明显消退，大多数投行与研究机构在6月份前后对2023年油价目标做出了下调，大部分观点认为油价高点会低于95美元。从原油市场持仓变化也可以看出投机净多头在经历了年初的高位之后回落到了低位，显示了投资者对油价预期变的谨慎。

随着沙特宣布将其100万桶/日的自愿减产延长至8月后，俄罗斯也配合宣布8月将减少50万桶/日的石油出口，虽然市场一直怀疑保持高出口的俄罗斯能否兑现减产承诺，但还是能看出来沙特与俄罗斯在维持石油市场稳定，尽可能让油价保持在目标区间的立场是一致的，也为原油市场下半年供应继续收紧奠定了基调，这也意味着油价大跌风险较小。而油价能否逆转上半年的疲弱表现，原油市场需求方面下半年的表现将至关重要，对此欧佩克与国际能源署保持了乐观预期，不过从二季度的油市表现来看，面对宏观层面压力，投资者对下半年原油市场需求端表现持怀疑态度，这种怀疑如果随着需求端有强劲表现，重新引发市场对供应收紧的焦虑，则意味着油价下半年有可能出现较大级别的反弹。相反如果需求端表现平淡，虽然欧佩克+就减产做出努力限制了油价大跌风险，预计仍难以吸引资金的追涨意愿，油价则仍将维持区间内波动。

法律声明：

本报告仅供海通期货股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因本报告中的任何内容所引致任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可能发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资须谨慎。本报告所载的信息、材料及结论仅供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

郑重声明：

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则均构成对本公司合法权利的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通期货投资咨询部并获得许可，并须注明出处为海通期货投资咨询部，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。