



第175期
2023年03月刊

预期往复、节奏为王——上半年宏观视角下的大宗商品交易要点

贵金属：紧缩交易反复，转机仍需等待

PX：上市在即，矛盾聚集

PVC：产业承压，预期先行

煤焦：供应逐步宽松，仍有利多扰动

铁合金：供应矛盾不大，需求旺季可期

消费持续低迷，苹果囚徒困境

宏观经济“外弱内强”，铜价中短期将持续震荡

成品油：俄油制裁供应收紧 季节切换汽柴分化

不锈钢：高库存打破成本支撑，旺季需求能否拯救价格



永安期货股份有限公司
YONGANFUTURES CO.,LTD.



发现投资机会 创造投资价值

www.yafco.com

目录

预期往复、节奏为王——上半年宏观视角下的大宗商品交易要点	PAGE02
贵金属：紧缩交易反复，转机仍需等待	PAGE08
PX：上市在即，矛盾聚集	PAGE13
PVC：产业承压，预期先行	PAGE23
煤焦：供应逐步宽松，仍有利多扰动	PAGE31
铁合金：供应矛盾不大，需求旺季可期	PAGE36
消费持续低迷，苹果囚徒困境	PAGE42
宏观经济“外弱内强”，铜价中短期将持续震荡	PAGE46
成品油：俄油制裁供应收紧 季节切换汽柴分化	PAGE54
不锈钢：高库存打破成本支撑，旺季需求能否拯救价格	PAGE63

成品油：俄油制裁供应收紧 季节切换汽柴分化

永安期货研究中心 能源团队

摘要

2023年2月，俄乌冲突爆发一周年后，全球能源品价格整体回落至冲突爆发前水平，而欧美成品油裂解价差仍然维持历史高位。G7与欧盟对俄罗斯成品油禁运政策的落地对俄罗斯成品油出口量产生了多大的影响？欧盟将从何处补充所需柴油的进口？本文旨在分析成品油物流变化，梳理欧洲柴油与美国汽油行情。我们发现自欧盟价格上限政策落

地后，俄罗斯与欧盟出现了柴油贸易物流的改变，但本身贸易仍然存在黏性，整体俄罗斯成品油出口减量不及预期。印度、中东将在欧洲成品油供应中扮演越来越重要的角色。3月欧洲柴油供应边际收紧，但需求淡季压制裂解价差；美国汽油供应矛盾集中，后市需看需求承接力度。

一、背景

2023年2月4日，欧盟理事会宣布欧盟同意对俄罗斯石油产品实施禁运并实施价格上限政策。欧盟理事会对在CN Code 2710下源自或从俄罗斯出口的石油产品制定两个价格上限：第一个价格上限针对较原油折价的石油产品，限价设定在45美元/桶；第二个价格上限针对较原油溢价的石油产品，限价设定在100美元/桶。当售价处于限价水平以

下，俄罗斯石油产品可以被豁免于1)禁止通过海运运至三方国家；2)禁止对运往三方国家的石油产品提供航运、经纪、融资等支持。价格上限由“价格上限联盟”共同设定与执行，于2023年2月5日生效。同时，对2023年2月5日之前采买、装载，在2023年4月1日卸载的装载俄罗斯石油产品的船只给予55天过渡期。

图 1：欧盟对俄罗斯石油产品价格上限政策原文



图片来源：欧洲理事会官网

二、柴油

当下俄罗斯柴油价格使其仍然可以通过 G7 为主体的物流途径前往三方国家。俄罗斯柴油通过物流重塑等方式减量留在国际成品油市场上，但俄罗斯与欧盟原先紧密捆绑的柴油贸易流出现了改变。欧洲将吸引更多远东、印度和中东的柴油，俄罗斯则需要把柴油卖给北

非、拉美等新买家，当然，大部分原先到欧洲的柴油在地中海地区经过换船等途径，最终仍将流向欧洲。土耳其，基于在俄罗斯 -G7 间中立的立场及黑海港口和欧洲大陆间具有战略意义的地理位置，展现出了重要“中转商”的潜力。

（一）俄罗斯柴油去哪了？

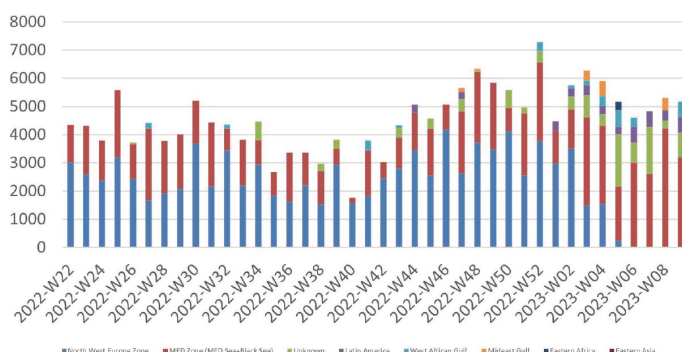
物流数据显示，2 月 5 日后，俄罗斯到欧洲“点对点”柴油出口量下降到 0，到地中海 / 黑海地区、未知地区比例提升。2 月，俄罗斯柴油总出口环比下降

15% 至 367 万吨。分目的地看，到土耳其出口量为 126 万吨（34%），到摩洛哥出口量为 69 万吨（18%），到亚洲出口量为 52 万吨（14%），到沙特出口量

为 33 万吨（9%），另外还有 19 万吨流向富查伊拉港口，到西非和拉美的出口量为 26 万吨（7.3%）和 21 万吨（5.7%），最后，还有 59 万吨（16%）流向了未知目的地。

图 2：俄罗斯柴油周度数据

俄罗斯周度柴油出口



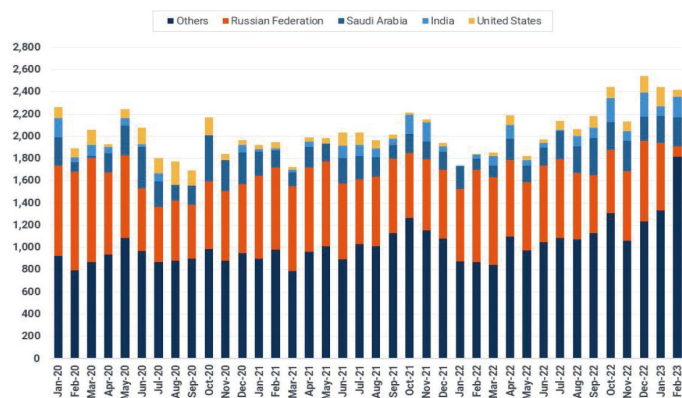
数据来源：kpler、永安期货

展望未来，南美洲与非洲对俄罗斯柴油的进口增量仍需观测，其中最具有潜力的国家是巴西、阿根廷、摩洛哥、突尼斯、南非。2023 年 1 月，俄罗斯到巴西出口约为 4.23 万桶/日，到摩洛哥出口约为 11.76 万桶/日，到突尼斯出口 3.27 万桶/日，到阿根廷出口 1.2 万桶/日。2022 年，巴西平均柴油进口量在 20 万桶/日左右，其中美国进口占 66%，若把印度、阿联酋柴油换为俄罗

斯柴油，增量大约在 5 万桶/日。由于俄罗斯到巴西运距长，完全替代可能性不高。2022 年，摩洛哥平均柴油进口量在 6.5 万桶/日左右，理论上可以替换成俄罗斯柴油。整体来看，南美洲、非洲整体柴油平均进口量分别在 53 万桶日、42 万桶日，非洲在运距上对于接收俄罗斯柴油更有优势。乐观情况下，俄罗斯整体柴油最小减产量约为 20 万桶/日。

（二）欧洲柴油从哪补？

图 3：欧洲柴油进口（按来源地）



数据来源：kpler、永安期货

1. 中东

俄乌冲突后，中东到欧洲的柴油出口大幅增加。阿联酋已经将主要柴油出口地从东非切到西北欧，阿布扎比国家石油公司与德国签订长协，每月至少向德国输送 25000 吨柴油，其与法国道达尔能源公司也达成了类似协议。科威特在 Mina Abdullah 和 Mina Al-Ahmadi 炼厂

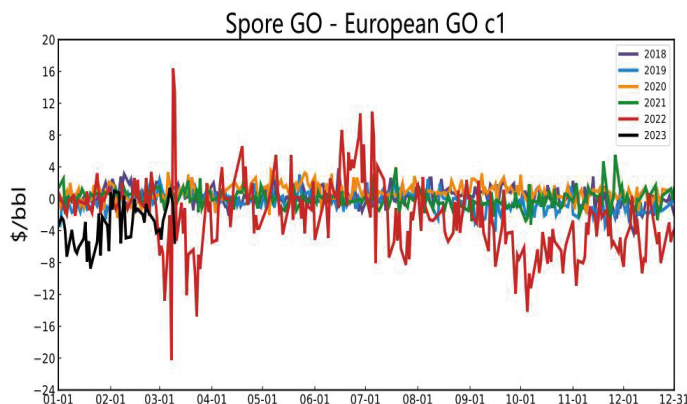
完成升级，可以生产符合 Euro-5 标准柴油后，一举成为西北欧市场的新重要供应商。此外，中东今年将新增 Duqm、Jizan、Al-Zour 和 Kerbala 几套大炼厂，除 Kerbala 外都以柴油为导向，预计将增加 22.5 万桶 / 日的柴油供应。

2. 亚洲

2023 年以来，柴油 EW 价差一直维持在历史性水平。2023 年 1 月，欧洲自

亚洲进口的柴油几乎翻倍，自亚洲的进口占比从 10% 提升至 16%。

图 4：柴油 EW 价差



数据来源：Refinitiv、永安期货

印度在俄乌冲突后作为欧盟柴油供应商的地位大幅提升，处于印度西海岸的“出口型炼厂”面临结构性出口机会，通过进口成本较低的原料生产符合欧洲规格的柴油，并稳定出口至欧盟，成为欧盟柴油供应的主要补充部分。俄乌冲突后印度向欧洲平均柴油出口量在 80 万吨 / 月，而这一数字在冲突发生前是 56 万吨 / 月。伴随着越来越多炼厂转向“欧洲专供”，2023 年 1 月，印度向欧洲的柴油出口量上升到 200 万吨，占印度柴油总出口的 58%。由于印度本身也是柴

油消费大国，2023 年内需增长强劲，柴油出口总量提升空间有限，更多通过贸易流重塑来实现对欧洲的加大出口。

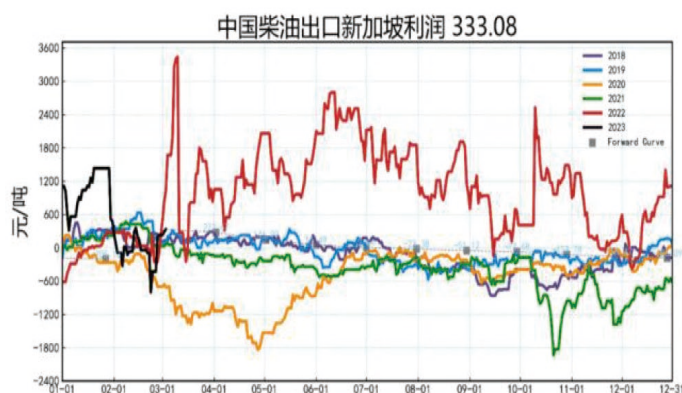
由于欧洲冬季具有特定的柴油规格要求，很少有其他亚洲炼厂能够直接生产符合要求的产品。但在 3 月 31 日欧洲切换柴油规格后，这一限制或将有所松动。由于原料成本较高，航线较长，韩国炼厂在向欧洲增加柴油出口方面不具备优势，但仍在冲突后对欧洲柴油出口仍实现了 29% 的增长，未来韩国炼厂面临增加向拉美市场增加柴油出口的机会，

释放部分美国物流。

中国在俄乌冲突后对西方的柴油平均出口从12万吨/月提升到22万吨/月。1月，中国商务部下发了1899万吨的第一批成品油出口配额，较2022年第一批配额增加了46.08%，为全年柴油出口奠定基础。近期，由于内需恢复、国内资源保供、出口利润不佳，中国3月

汽柴煤油计划出口量环比下滑64.17%，其中柴油计划出口量39万吨，环比2月计划量跌158.3万吨（-80.23%），同比去年3月实际出口量跌42.06%。未来，由于对俄罗斯原油进口量增加，检修季后炼厂开工预期上提，国内柴油出口有增加潜力，通过亚洲市场影响全球柴油供需。

图 5：中国柴油出口新加坡利润



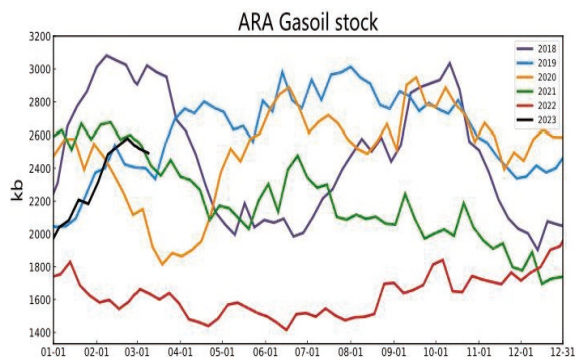
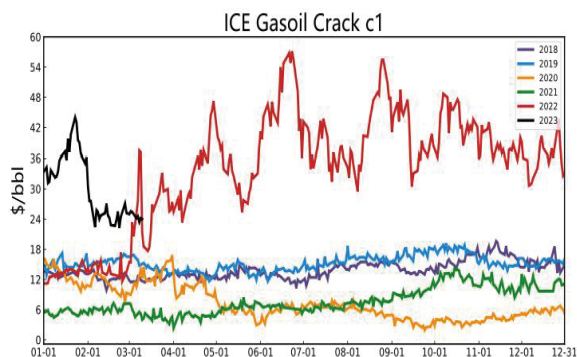
数据来源：永安期货

（三）欧柴：需求淡季 供应边际收紧

欧洲在对俄罗斯成品油制裁落地前采买了大量柴油进行囤货，叠加天气偏暖、工业需求偏淡的因素，ARA港口柴油库存自12月起大幅累库，并在2月初达到2022年以来最高点。欧洲柴油裂

解在俄罗斯成品油出口减量不及预期，累库斜率较快、天然气价格中枢下行等因素下自36美金/桶中枢回落至24美金/桶左右。

图 6：欧洲柴油基本面

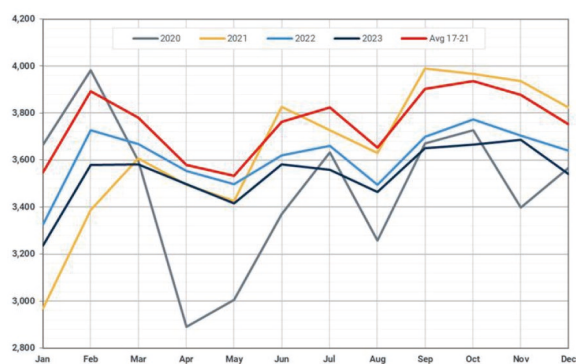
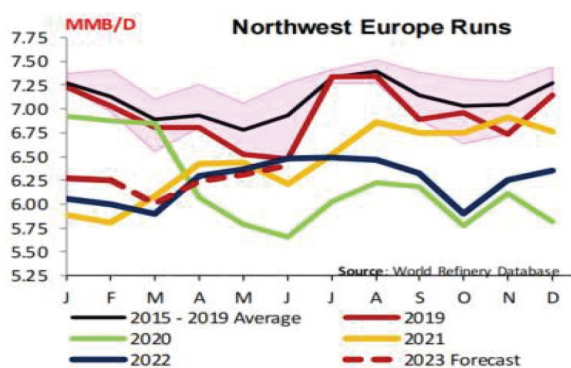


数据来源：Refinitiv, 永安期货

展望后市，3月欧洲柴油港口库存迎来拐点，但需求转淡对裂解有所压制。供应端，西北欧主要 Bayernoil Neustadt-Vohbug 炼厂、Gunvor Ingolstadt 炼厂、Pernis 炼厂进入春季检修，3月将是欧洲炼厂开工低点。3月8日，法国由于反对政府养老金改革计划爆发的抗议罢工继续，成品油的分发、物流持续受到

扰动，法国主要炼厂 Feyzin 员工意图投票关停炼厂装置。而3月中国成品油计划出口下调、近端 EW 价差回归等因素也将减少东区物流，欧洲柴油供应边际收紧。然而，欧洲柴油整体进入需求淡季，ARA 港口销售清淡，欧柴裂解整体受到压制，预计维持震荡格局。

图 7：西北欧炼厂开工季节性 & 欧洲柴油需求季节性



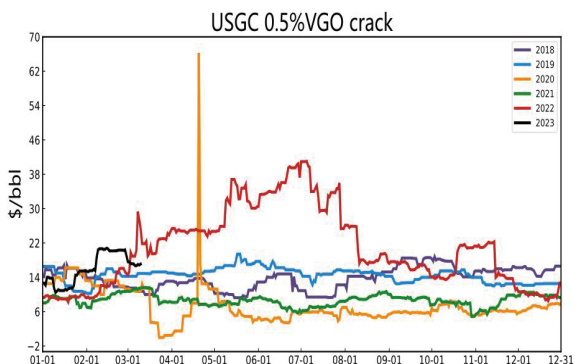
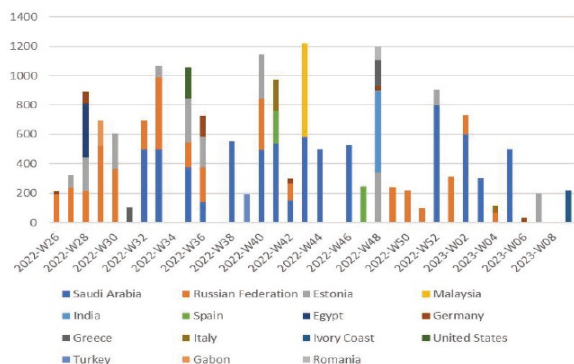
数据来源：Platts、Kpler、永安期货

三、汽油

2022 年俄罗斯的汽油出口量 3811 万桶，其中到 G7 国家出口占比较少。俄罗斯成品油被制裁对全球汽油市场产生的更多是间接性的影响。由于柴油裂解飙升，在欧美炼能紧张背景下，2022 年汽油出率整体受到压制。同时，2022 年美国率先对俄罗斯原油成品油实施禁运

使得美国 VGO 进口总量减少，影响美国 FCC 装置开工率，全年汽油产量低于历史水平，存量库存始终处于历史低位。2 月 5 日后，欧洲自俄罗斯 VGO 进口明显下滑，欧洲转向与美国竞争中东 VGO，欧美 VGO 裂解上涨。

图 8：欧洲 VGO 进口量与美国 VGO 裂解价差



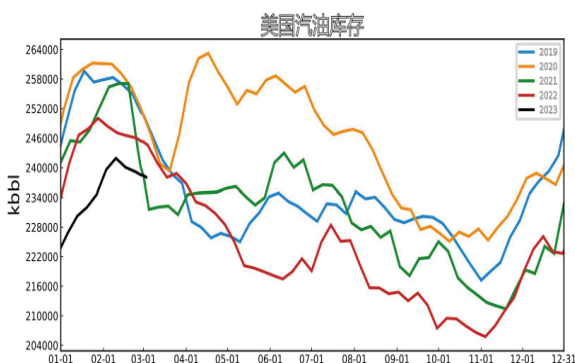
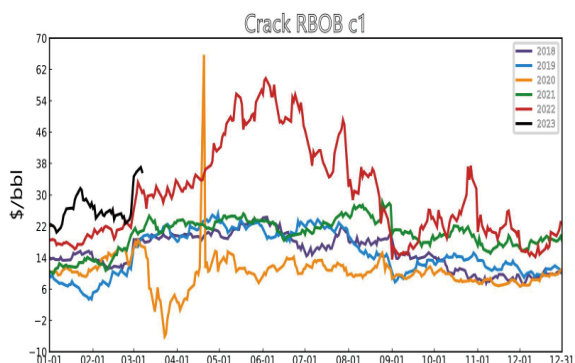
数据来源：Kpler, Platts, 永安期货

（一）美汽：供应紧张 着眼需求

3 月 7 日，美国 5 月汽油合约裂解收 33.65 美元 / 桶，达到历史高位。截至 3 月 3 日当周，美国 EIA 汽油库存

238058 百万桶，处于多年库存低点，较五年平均水平低约 5%。

图 9：美国汽油裂解与库存



数据来源：Refinitiv, 永安期货

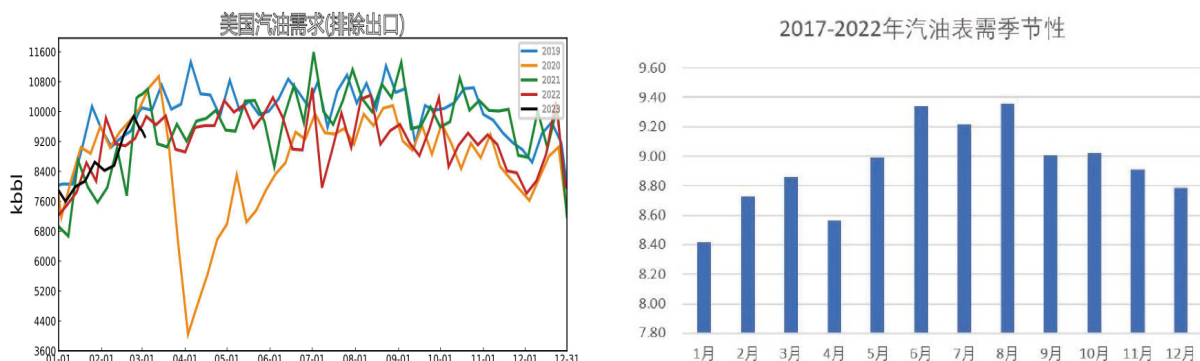
2022 年，受到汽柴比价低位、美国汽油出口全年高位影响，美国汽油供应偏紧，存量库存始终处于历史低位。2023 年 1 月美国寒潮 Elloit 导致的 150-200 万桶 / 日炼能下线加剧了汽油库存矛盾。

1 月汽油裂解飙涨，汽柴油价差大幅反弹，美国炼厂迅速提升汽油产率。同时，在需求淡季，美国汽油表需低于去年同期 3% 左右的状态下，美国汽油连续 6 周累库，且累库斜率逐渐加快。当库存

矛盾小幅缓解时，2 月中下旬汽油表需反弹，连续两周数据分别高于去年同期 3%、4.3%，汽油库存再度进入去化。

3 月起美国炼厂进入春检季，但因寒潮提前进入检修的炼厂仍有部分正在恢复，叠加 3 月 Beaumont 炼厂 25 万桶 / 日新炼能投产，预计美国 3 月炼厂投料整体保持平稳。美国汽油需求在 Q2 具有季节性上行特点，日均需求有 30 万桶 / 日左右的提升空间。3 月较 2 月需求也有 15 万桶 / 日的季节性增量。

图 10：美国汽油表需与季节性

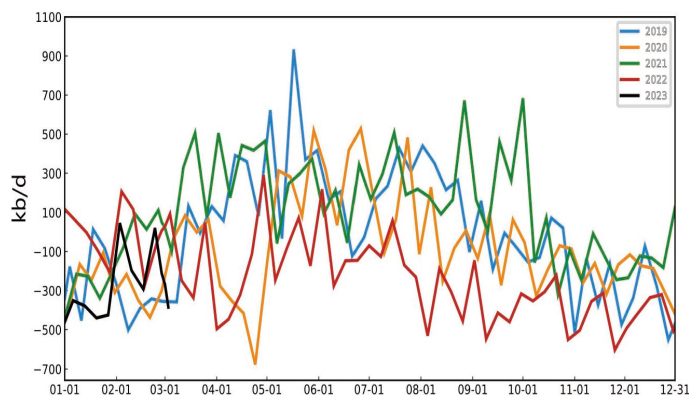


数据来源：Refinitiv, 永安期货

净出口方面，2月美国汽油出口大幅下滑至12月低点，主要由于到南美洲的物流下降。2月跨大西洋汽油纸面套利窗口保持关闭，虽然实际物流仍有发生，但目前欧洲对美国的物流补充仍然偏弱，一区汽油库存低位，基差高企。目前欧美汽油基本面仍然分化，由于欧洲汽油需求低迷与原料轻质化趋势，ARA港口

汽油库存高企。3月欧洲二次装置检修又限制汽油出口量。2023年迄今，美国汽油净进口量级与去年同期相仿，但低于五年平均值。后续跨大西洋物流（对东海岸地区）与南美洲的出口需求（对墨西哥湾地区）仍将对美国汽油库存产生重要影响。

图 11：美国汽油净进口



数据来源：Refinitiv, 永安期货

当下美国汽油裂解已经达到历史高位。展望后市，我们认为美国汽油供应端问题短期难以解决，价格表现将取决于汽油需求。由于原油价格同比下行，当前加油站汽油均价3.51美元/加仑仍较去年同期低16.5%，无法证伪需求转旺的兑现。从汽油消费结构来看，当下

必选出行基本面仍然强劲。3月2日美国初次申请失业救济人数为19万人（预估为19.5万人），2月ADP就业人数增加24.2万人（预期为20万人）。作为非农就业数据的一个前瞻指标，强于预期的数据增强了市场对美国就业市场的信心。当然，2月核心通胀数据对消费者

信心打击的担忧仍然存在，市场关心密歇根大学消费者信心指数等重要宏观指标。由于美国旺季汽油需求 75% 来自于可选出行，就业市场强弱、消费者信心都将对汽油需求产生巨大的影响。2023 年迄今，美国 EIA 汽油表需数据累积同比 -1.77%，炼厂供应由于生产汽油经济性

明显提升，同比 +1.51%。3、4 月美国汽油大概率延续去库格局，美国汽油裂解受到汽柴比价、欧美价差的支撑，但基于去年经验，贸易商进行囤调油料行为概率较大，今年夏季汽油行情对需求端承接能力要求更高。

免责声明：

以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但我司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们提供的全部分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，您应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我司不承担任何责任。我司在为您提供服务时已最大程度避免与您产生利益冲突。未经我司授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究分析报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我司均不承担任何责任。