

限价来袭俄油何去何从
供给担忧再拓油价上限

——原油月评

长安期货 投资咨询部

刘琳 (Z0014306) 范磊 (F03101876)

2023年1月30日

目录/Contents

01

操作推荐

02

基本面分析

03

观点小结

01

操作推荐

(1) 操作建议

操作建议：

SC原油主力合约在2023年第一个交易月呈现出先跌后涨再反弹的走势，1、2月交替之际重新展现出向上之势，在诸多利多因素的影响下或在2月份持续偏强运行，因此从月度角度来看可针对SC2303与SC2304合约谨慎逢低布多，但需设置好止盈止损，同时不宜过度追涨。



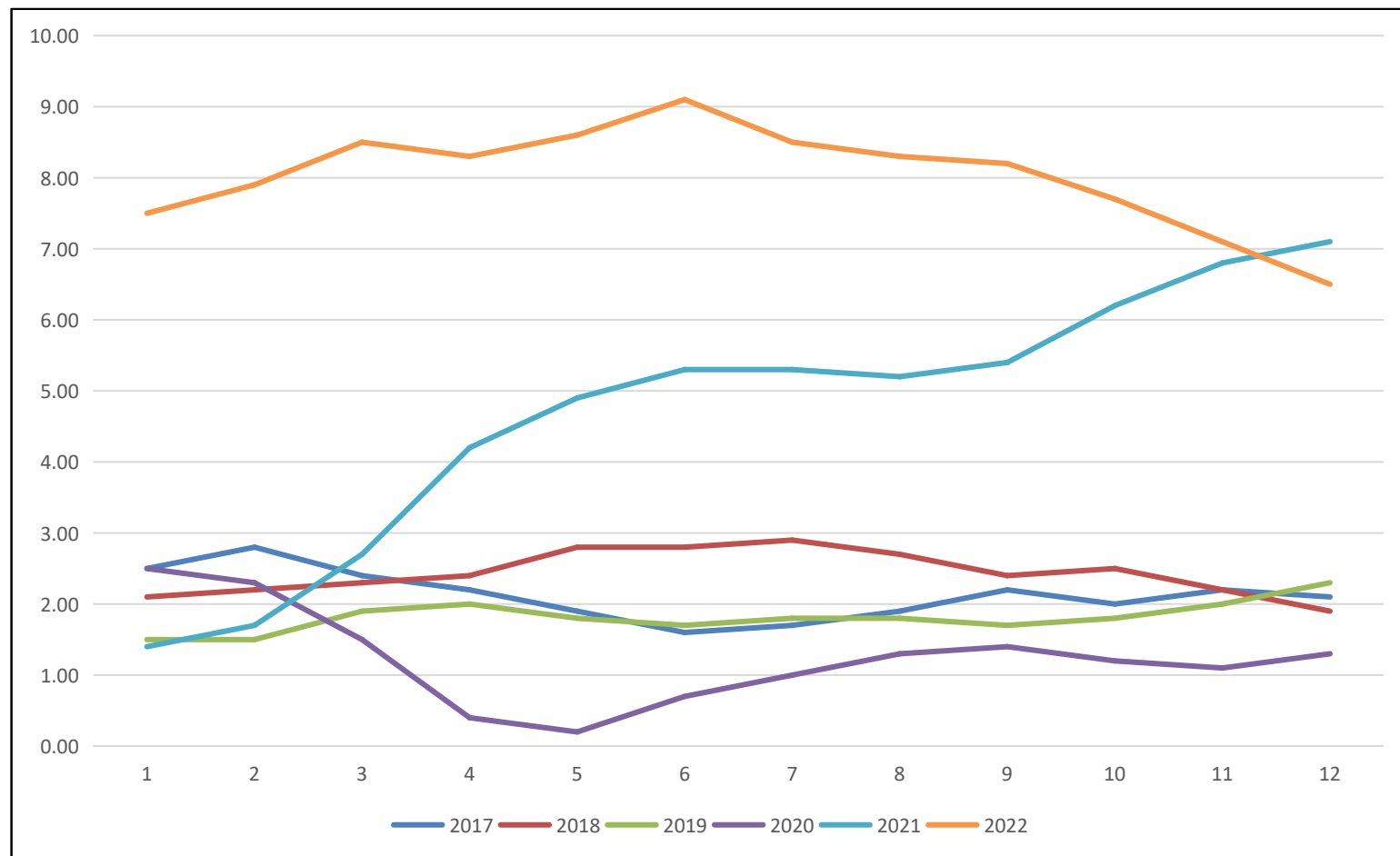
(SC主力合约月度K线走势图)

02

基本面分析

(1.1) 宏观——美国CPI回落缓解市场担忧

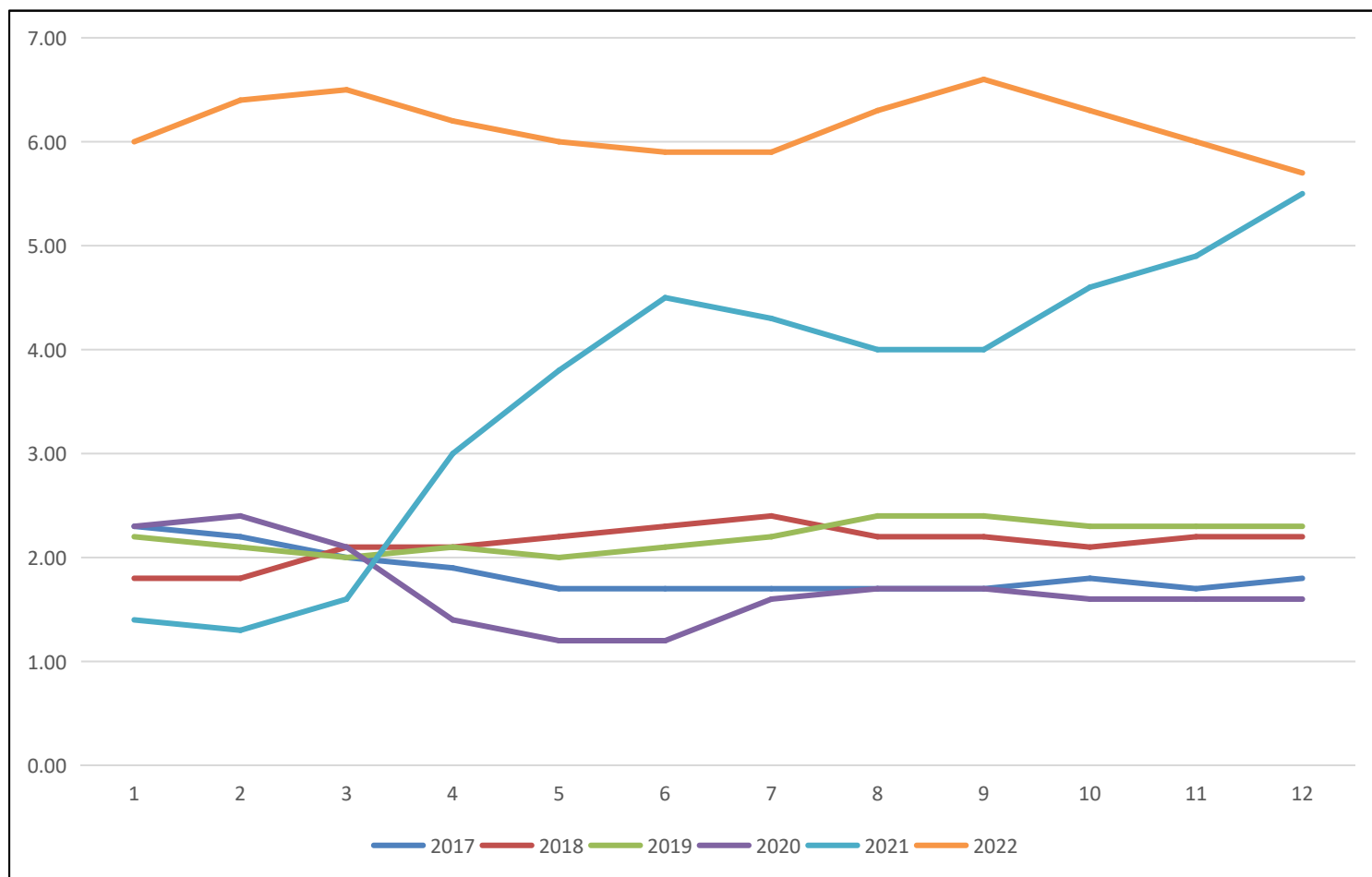
- 国内春假假期前期美国陆续公布去年12月主要宏观数据，12月CPI同比上涨6.5%，较前值7.1%有所下调并与预期持平，同时也为连续第六个月放缓；从环比层面看，12月CPI环比下降0.1%，与预期相符且较前值0.2%大幅回落，并为两年来首次负增长。从缓解通胀的角度来看，美联储加息抑制市场需求的压力将有所减小，进而将导致市场风险偏好或在如此的鸽派预期影响下持续回暖。



(美国5年CPI同比)

(1.2) 宏观——核心CPI回落缓解市场担忧

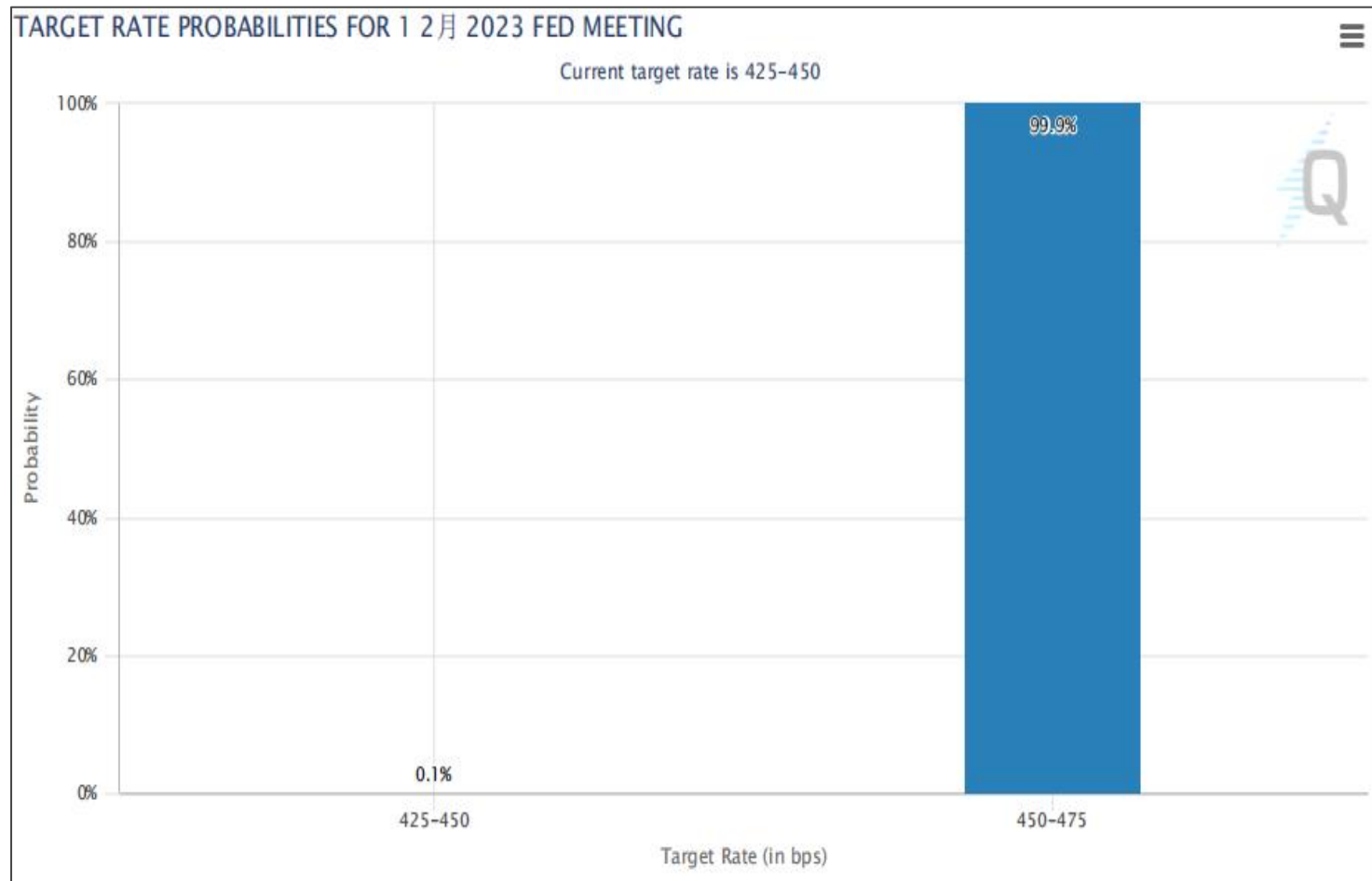
- 12月核心CPI同比增长5.7%，低于前值6%并与预期持平；环比上升0.3%，虽与预期持平但较前值0.2%小幅上涨。在影响核心CPI的因素之外，能源价格引起了市场关注，能源价格在12月环比下降达到4.5%，较前值的-1.6%加速下行，主要得益于1月份原油价格的持续下行推动了汽油价格的连续下行，最终导致汽油价格在12月环比下降9.4%，而对于后市来说，1月份的冷空气以及未来的续期回暖或导致能源价格再度有所回调。



(美国5年核心CPI同比)

(1.3) 宏观——2月1日议息会议再度来袭

- 随着美联储连续加息的落地实施与美国CPI的持续回落，美联储观察工具(CME)对于美联储2月1日议息会议上加息幅度的预期目前基本确定为25基点，50基点幅度预期概率为0，而不加息的预期仅为0.1%，在如此预期的影响之下，说明美联储缩窄加息幅度的预期已经可以说是板上钉钉的事实，但需留意的是尽管加息幅度有所放缓，但紧缩性的货币政策仍旧没有得到本质上的改变，因此宏观经济下行压力仍旧存在。



(CME加息幅度预期)

(1.4) 宏观——超级央行周再临

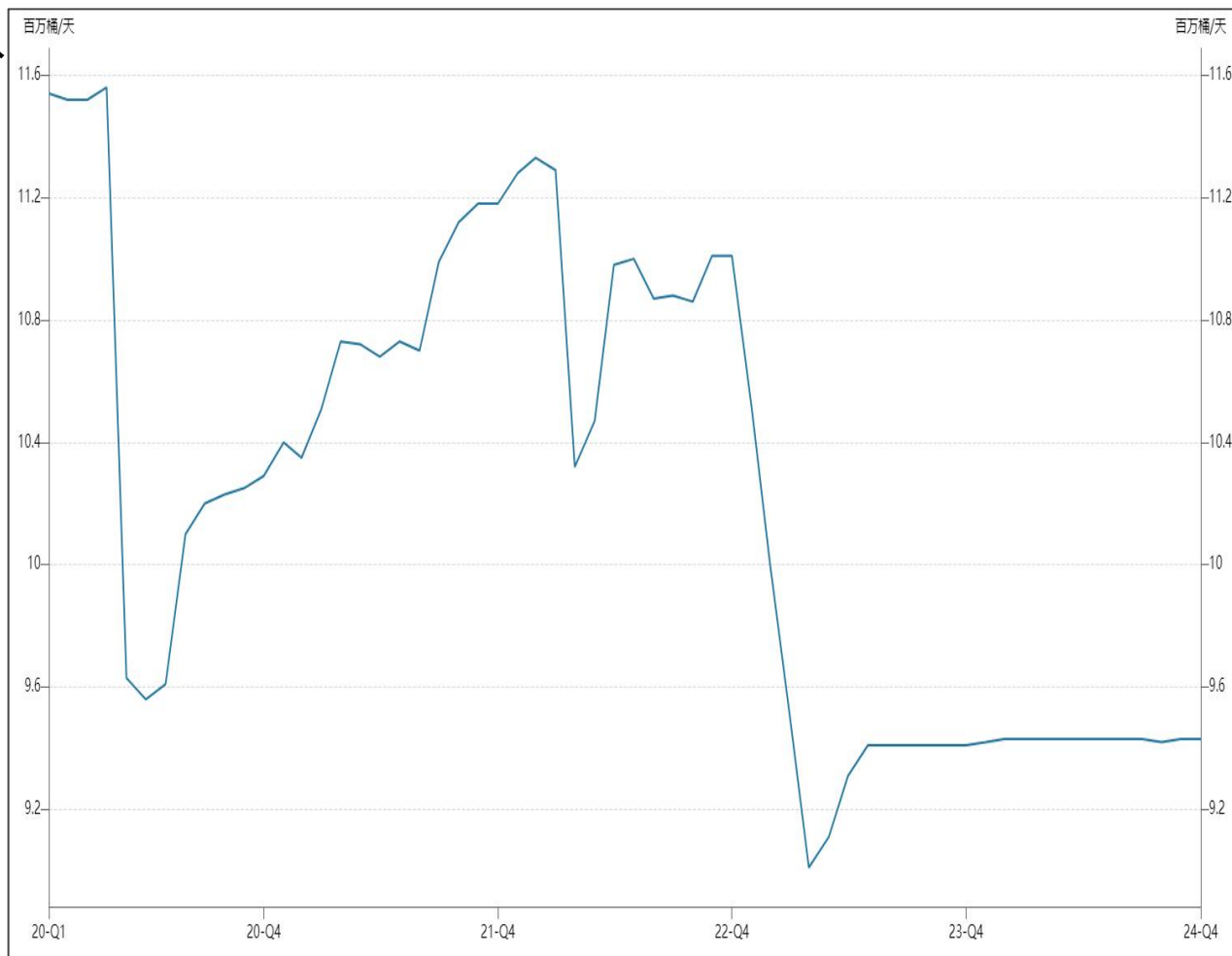
- 1月底时间迎来了2023年开年以来的首个超级央行周，除了美联储即将在1月30日至2月1日举行的议息会议之外，英国联储、欧洲央行等主要经济体的主要央行都将在2月初之前再多对货币政策以及利率决议做出调整。尽管英国联储在连续加息之后导致通货膨胀率连续两月下降，但该国通货膨胀水平仍旧处在高位，不足以支持本轮在政策上做出重大改变；同时欧洲央行于去年选择加息结束该地区连续数年的负利率时期之后，仍旧在面临着数倍于目标的高位通胀率，因此欧洲央行或许也将持续采取紧缩性的货币政策；除此以外，在三大央行的连续收缩货币政策之际，其余央行的政策，以捷克、巴西等国为例，或也将持续选择加息政策。因此综合来看，超级央行周或再施压与市场目前的宏观经济衰退担忧情绪，进而导致市场整体的风险偏好利空于油价的运行。

(1.5) 宏观——俄乌冲突不见降温

- 1月份俄乌冲突仍旧没有见到有效降温的迹象。尽管此前有消息称，普京或在2024年退出连任总统的选举，该消息连带引起市场猜测普京或在近期选择与乌克兰进行谈判来结束这场持续了将近12个月的政治冲突，但从近期两国的表现来看，目前仍旧难以确定冲突的正式拐点究竟何时才会到来。
- 此前乌克兰方面表示，愿意接受以谈判的方式结束冲突，但需要俄罗斯全面退出乌东地区，随后普京政府表示乌克兰的这种做法缺乏诚意，俄罗斯不会退出顿兹涅克等地，此后双方再度爆发数次大规模的武装冲突，其中包括但不限于以美国、德国为主的西方国家对乌克兰提供了主动坦克等武装支持，同时也有俄罗斯与伊朗进行的无人机行动，以及一系列在两国临壤的轰炸事件。
- 对于原油市场来说，俄罗斯作为全球前列的原油储备国与出口国，不论是该国的原油出口还是原油下游的成品油制品的出口，都是影响国际市场的主要因素，而随着俄乌冲突的持续不断，市场对于俄油断供的担忧就始终没有得到有效的缓解，得加到本月底时间欧盟与G7即将彻底实施的价格上限政策，未来市场的俄油或再度打开原油市场的供需缺口，导致油价上方的空间再被突破。

(2.1) 供给——2月5日欧盟G7限价落地

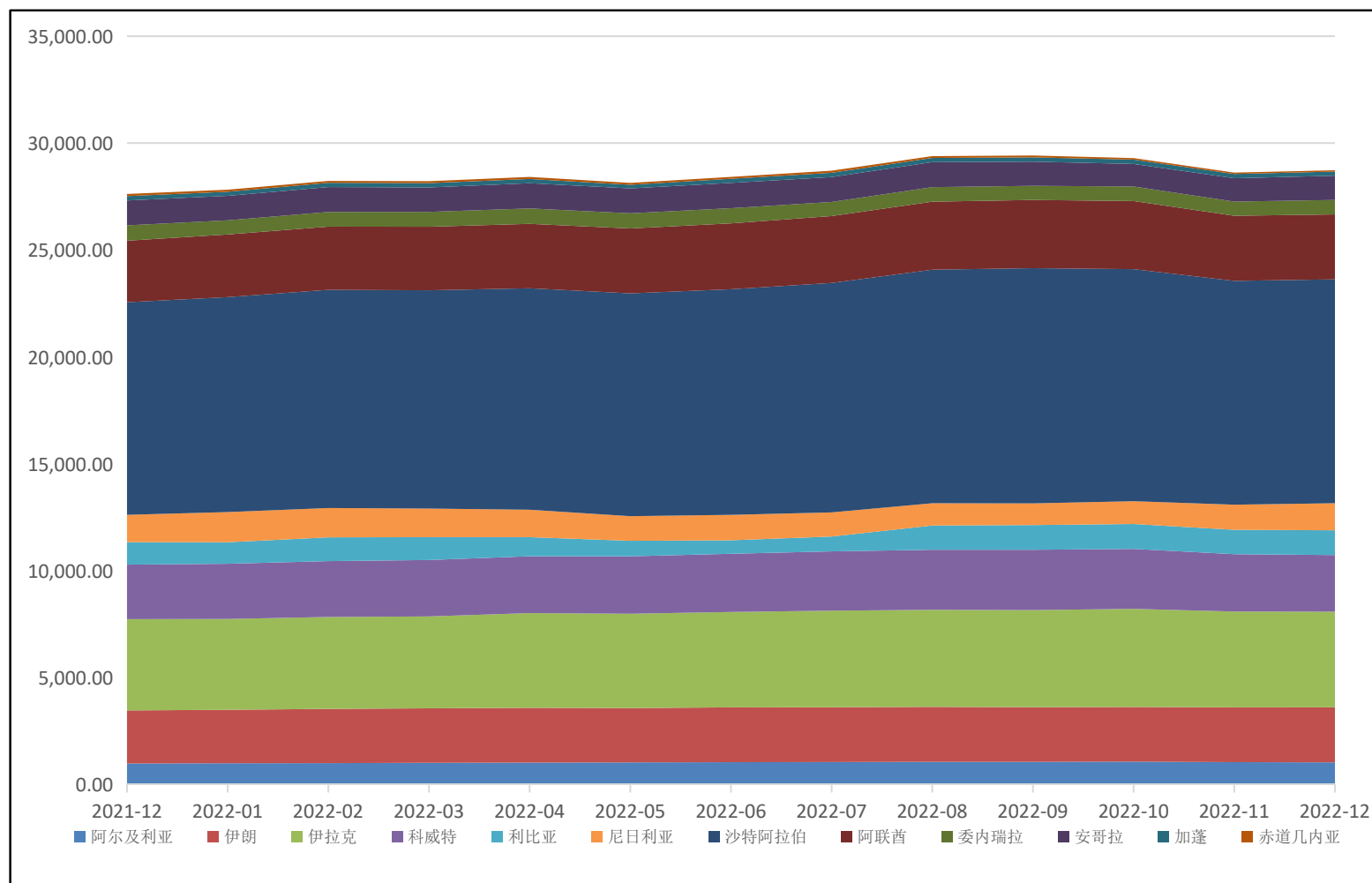
- 自俄乌冲突以来，欧盟与G7便不断对俄罗斯施加从经济到政治层面上的各种制裁，从限制俄罗斯使用全球银行系统开始，到对俄罗斯海外财产的冻结，再到对俄罗斯赖以生存的能源产品出口价格的上限设置，双方直接的拉扯始终影响国际原油价格的走势。虽然此前在欧盟限价政策出台之际，仍旧有消息称俄罗斯原油依然保持着向欧亚地区正常出口的水平，但在限价落地之际，随着巨额罚款以及海运保险的双面实施，俄油或许即将面临巨大的出口难题，届时全球范围内的原油供给情况可能再度由当下的宽松情况转为偏紧状态，进而导致油价上方的空间再被打开。



(俄罗斯石油产品产量预期)

(2.2) 供给——OPEC会议或按兵不动

- 自去年10月份OPEC+决定大规模减产以来，油价一直处在顺畅的下行通道之间，但国内春节假期期间有OPEC官员表示，该组织计划在本次会议之上选择维持此前的生产政策。考虑到2月初是欧盟于G7限价落地之时，届时俄油或面临较大的出口压力，油价极有可能再度回调，因此从油价诉求的角度来看，OPEC本轮会议上维持政策的选择或许大概率能得到落实。



(OPEC产量)

(2.3) 供给——OPEC实际减产有所放缓

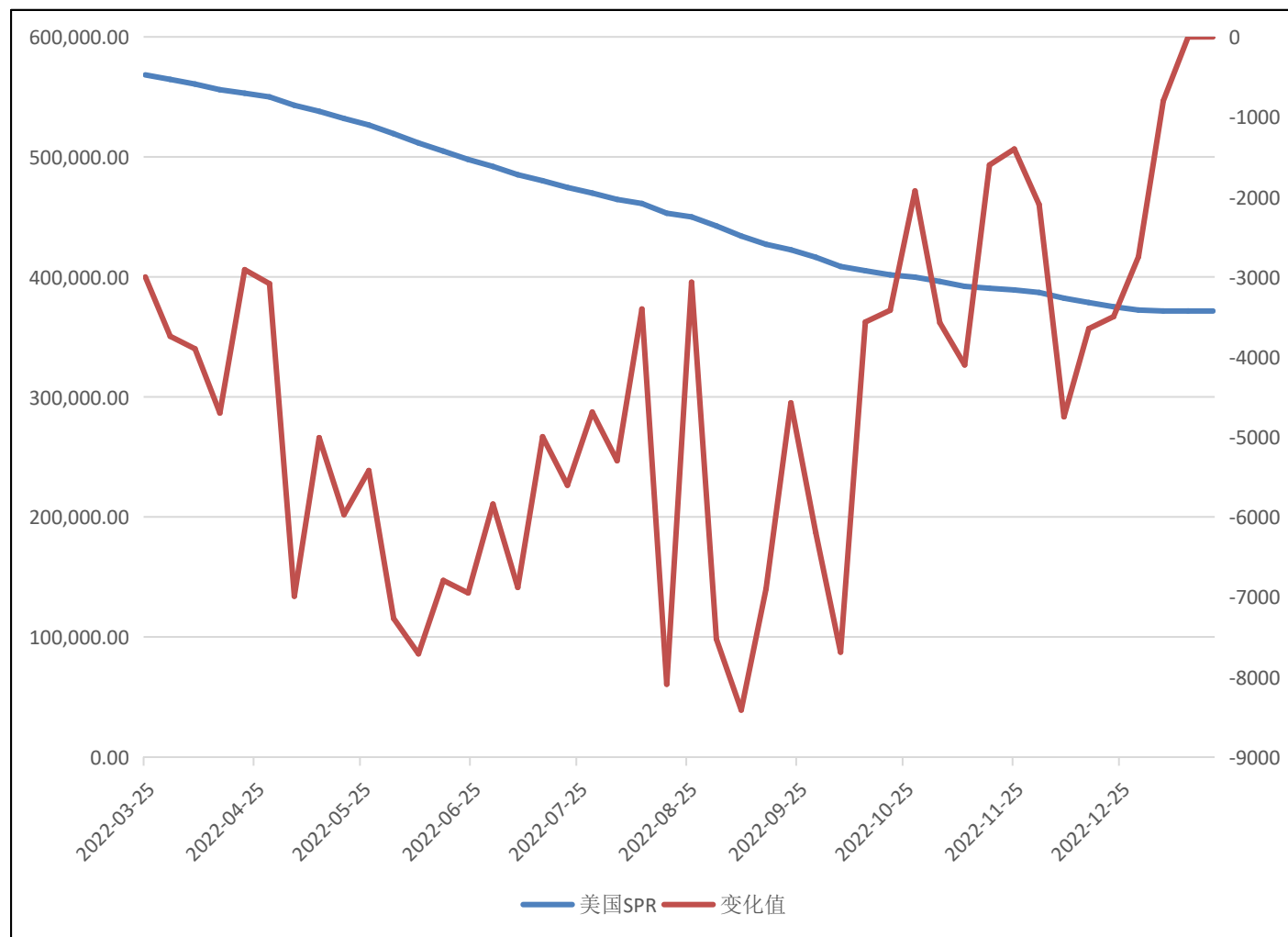
- 1月中旬OPEC公布了该组织最新的月度报告，根据该月报当中的二次数据显示，各成员国增减产情况依然与此前情况相近似，其中减产主要集中在尼日利亚、刚果、阿尔及利亚等国，尼日利亚减产幅度达到了3.5万桶/日，主要在于该国国内政治动荡的因素造成；而部分国家存在有增产现象，其中以阿联酋、安哥拉、以及沙特阿拉伯为主，且阿联酋增产幅度达到了9.1万桶/日。

	11月产量	12月产量	减产幅度
阿尔及利亚	1026	1015	-11
安哥拉	1092	1134	42
刚果	261	243	-18
赤道几内亚	65	64	-1
加蓬	199	193	-6
伊拉克	2565	2574	9
科威特	4484	4480	-4
尼日利亚	2684	2649	-35
沙特阿拉伯	1142	1159	17
阿联酋	1175	1267	91
阿塞拜疆	10474	10478	4
哈萨克斯坦	3047	3039	-9
阿曼	664	676	13
总计	28979	28971	91

(OPEC产量变化)

(2.4) 供给——美国或叫停释储

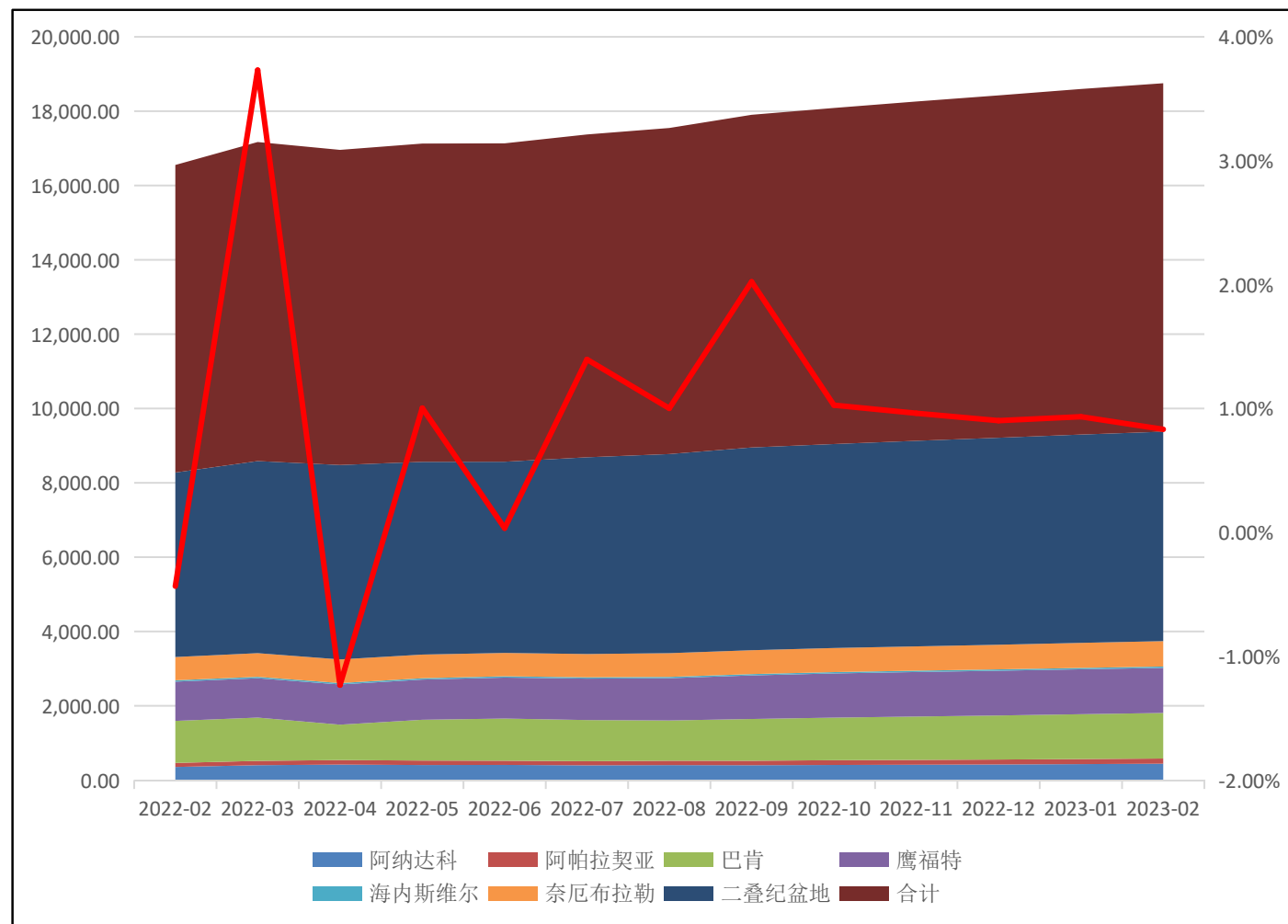
- 自2022年起，拜登政府始终以释放战略原油储备为主要手段来调控市场油价，尽管从去年下半年起在多重利空因素的作用下油价切实有所下降，但带来的结果却是美国SPR处在了历史的绝对低位，而从今年以来的数据来看，这种情况得到了有效缓解。随着美国汽油价格的连续下跌，释储的急迫性得到了有效的释放，导致近期市场一度传出消息称拜登政府或叫停释储的行动，而从SPR库存的变化值来看，最新数据已经从此前的连续负值回归至0值，表示未来美国SPR极有可能转头向上重新迎来积累的漫长路程。



(美国战略原油储备)

(2.5) 供给——北美正寻求额外供给

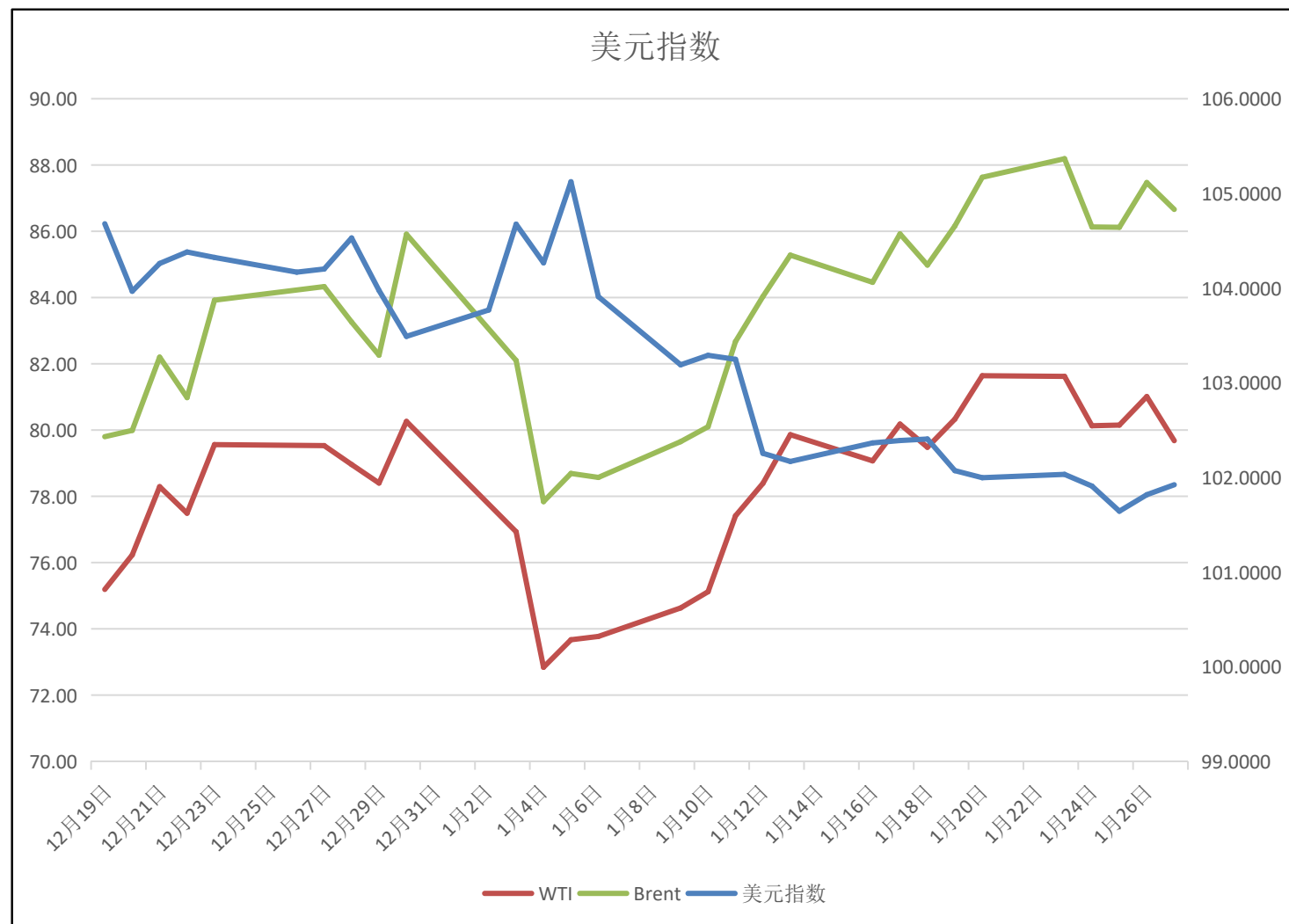
- 美国页岩油是自页岩油革命以来北美地区油品赖以生存核心品种，但随着资本开支的削减以及页岩油开采成本的提高，企业与市场都逐步发现美国页岩油的产量或许已经达到峰值。从变化速率看来，美国页岩油产量自2022年以来就始终处在增速降低的过程当中，而最新一月的数据则显示增长率已经来到了0.83%，为去年9月以来的连续6个月的下降。随着页岩油产量增速的逐步下跌，市场预期2025年将迎来美国页岩油产量的峰值，随后北美地区的供应或再度面临紧缺现状。



(美国页岩油产量与变化)

(3.1) 需求——美元指数震荡回落

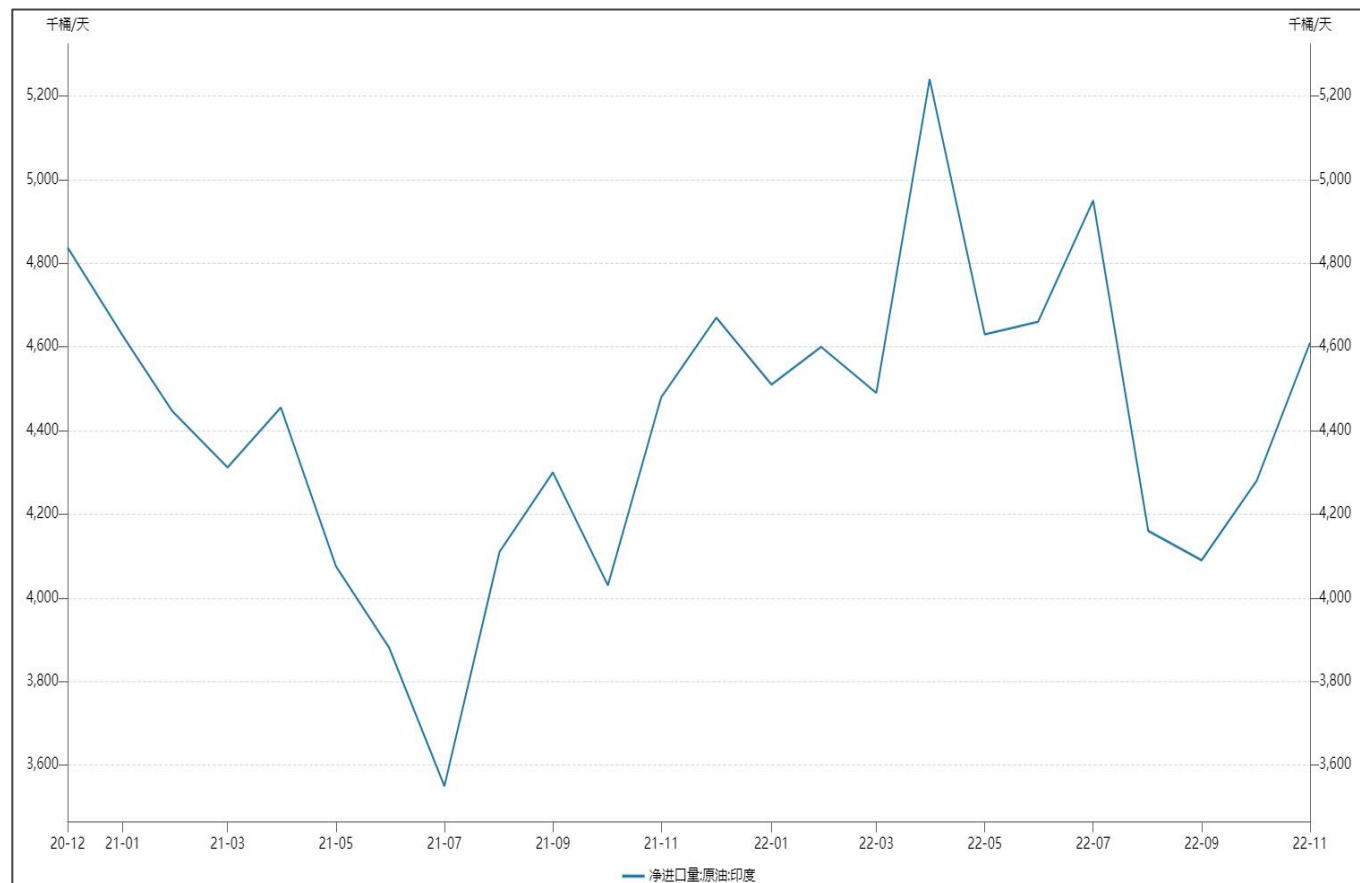
- 随着美联储加息预期的逐步放缓，美元指数不复去年的绝对强势阶段，虽然仍旧处在历史的相对高位，但今年以来对于油价的压制作用已经相对放缓许多。从近期来看，美元指数自1月初便开始了震荡下行的走势，而伴随着的是国际原油期货价格的震荡上涨，虽然从长期角度来看油价仍旧处在相对偏弱运行的阶段当中，但月度角度已经表明，受美元指数影响的需求已经不再是拖累油价的主要因素。



(美元指数/原油期货价格)

(3.2) 需求——印度消费或成关键

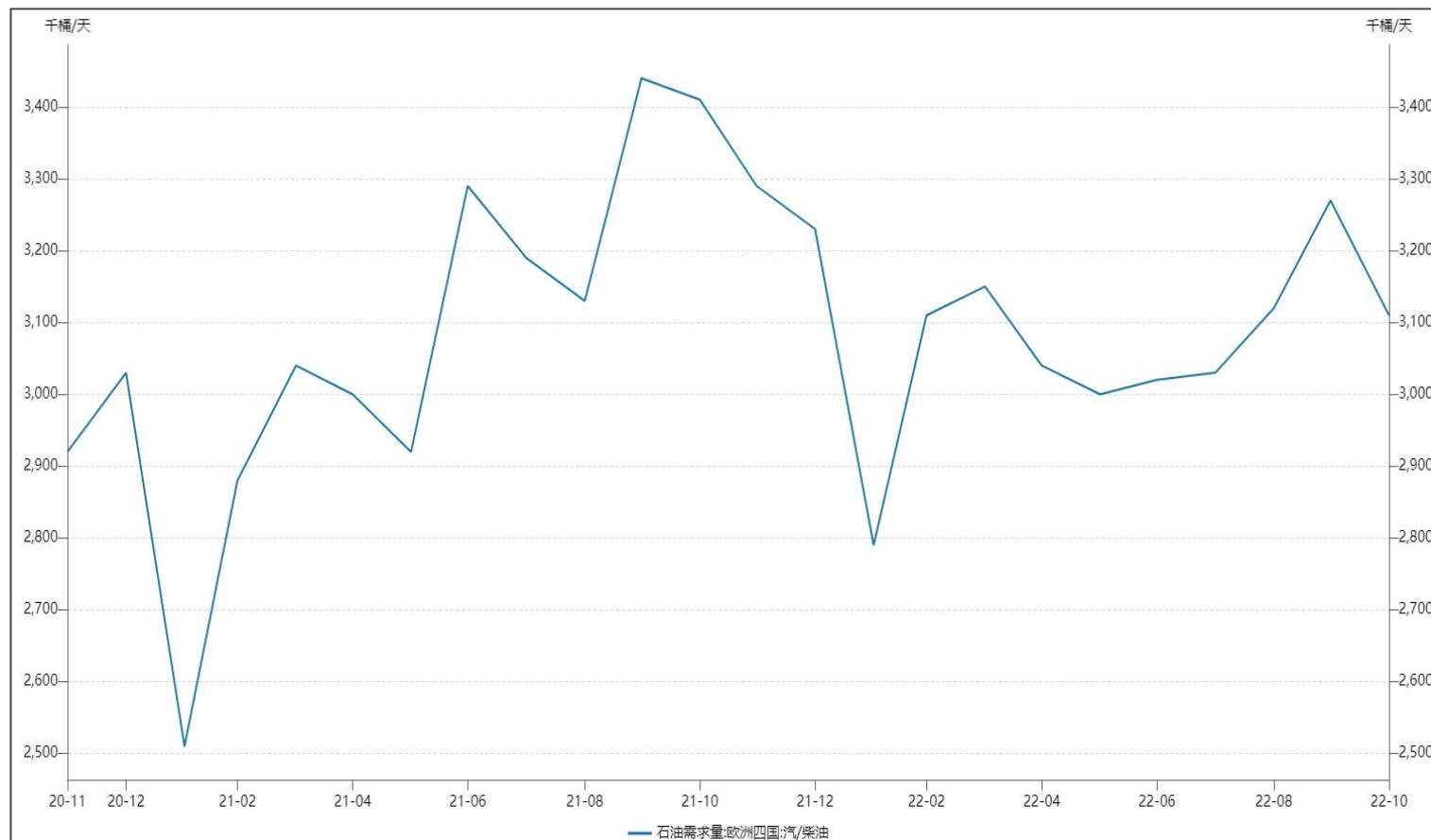
- 印度作为俄乌冲突之后俄罗斯油品的主要消费国，始终保持以低价大量收购俄罗斯出口油品，而在国内春节假期期间有市场消息显示，印度12月对俄罗斯原油的进口量已经抬升至1952万吨，环比增加了2.7%，尽管一方面原因是由于印度意图在限价实施前大量收购俄罗斯油品，但该数据仍旧强劲的表明短期原油供需缺口尚未被扩大，对油价存在压制作用；而随着欧盟于G7对俄罗斯油价上限设定的落地实施，若印度严格遵守该价格，那么俄罗斯原油经印度流向其他地区的航道将被中断，届时国际市场将面临较大的需求压力，从而对油价形成提振效果。



(印度原油进口量)

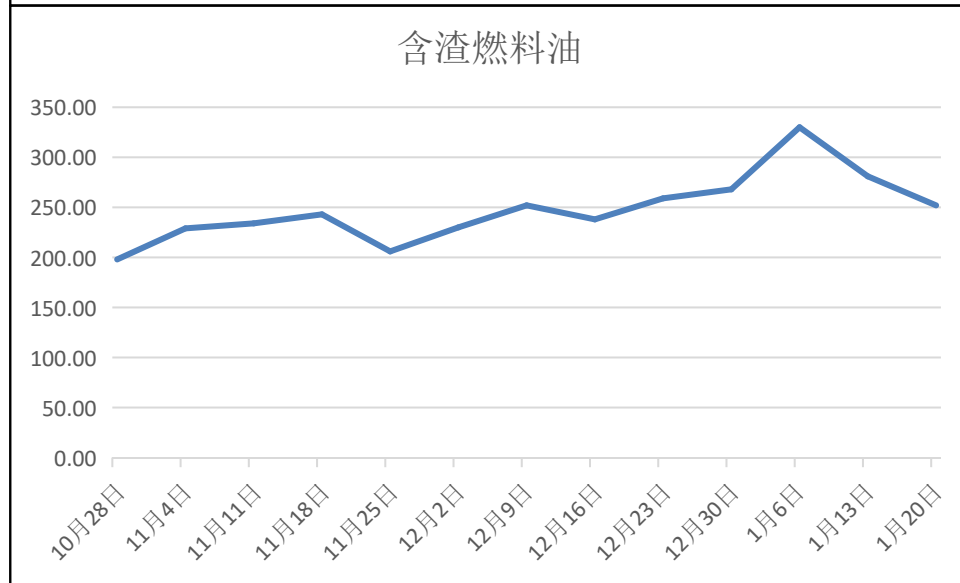
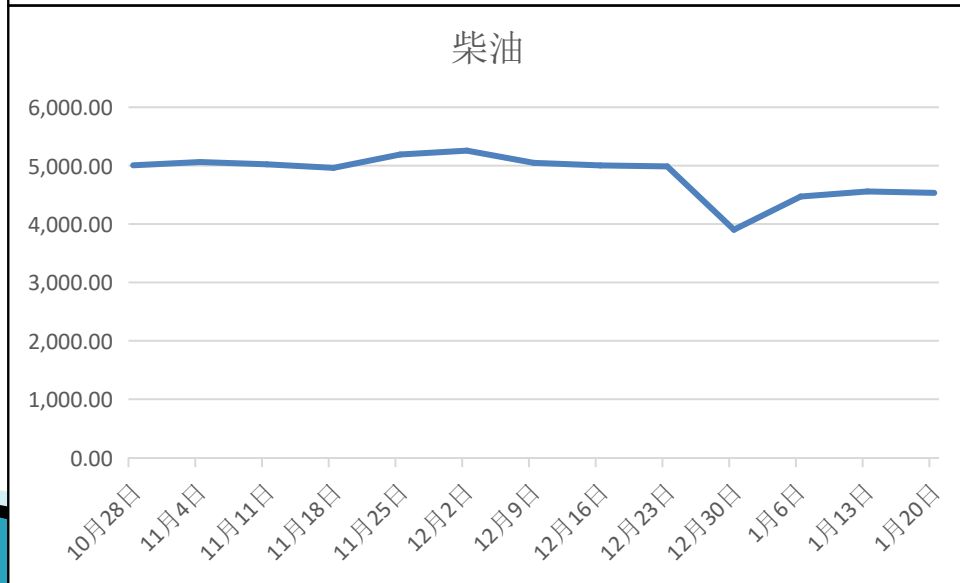
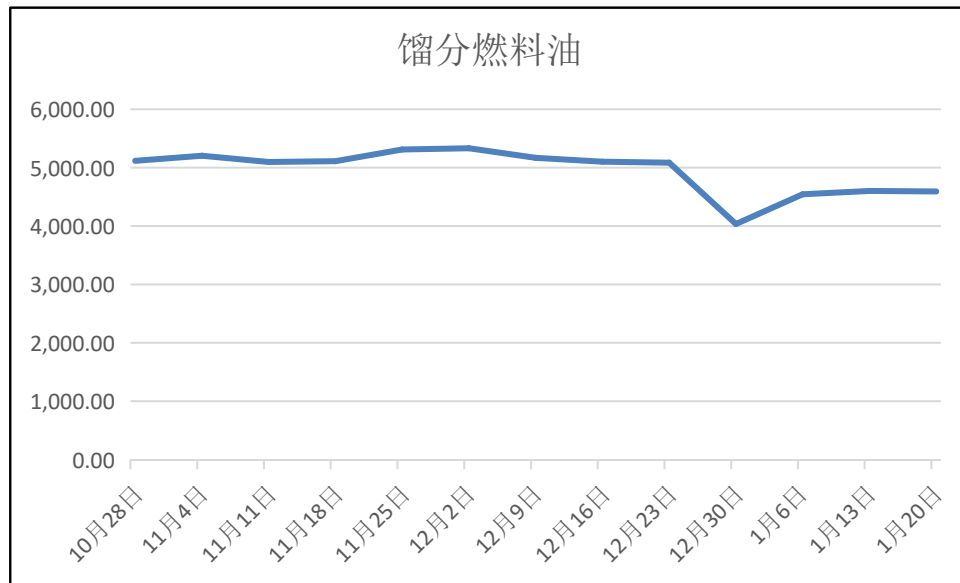
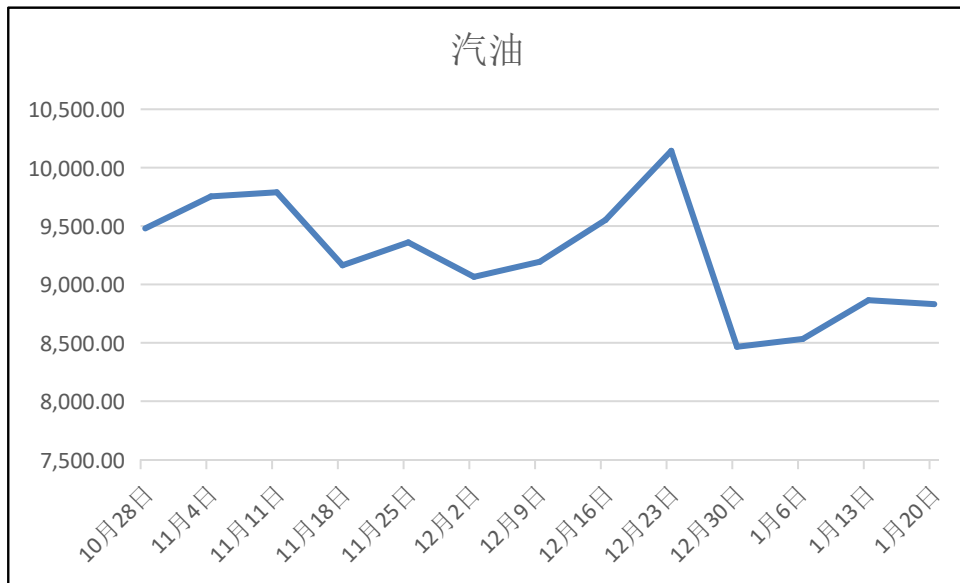
(3.3) 需求——欧洲柴油消费承压

- 尽管欧盟与G7即将在2月初对俄罗斯柴油做出限价100美元/桶的制裁，但截止目前为止仍旧有超过80%的俄罗斯柴油的最终流向目的地是欧洲地区，并且根据数据显示，仅2022年，欧洲地区便从俄罗斯进口了大约2.2亿桶柴油，占到了进口柴油总量的将近一半之多，而随着2月份价格上限落地实施，可以预见的是不仅仅欧洲地区汽柴油需求将面临较大的处理压力，国际市场汽柴油的供给也将随之承压，进而将价格冲击反馈到原油之上。



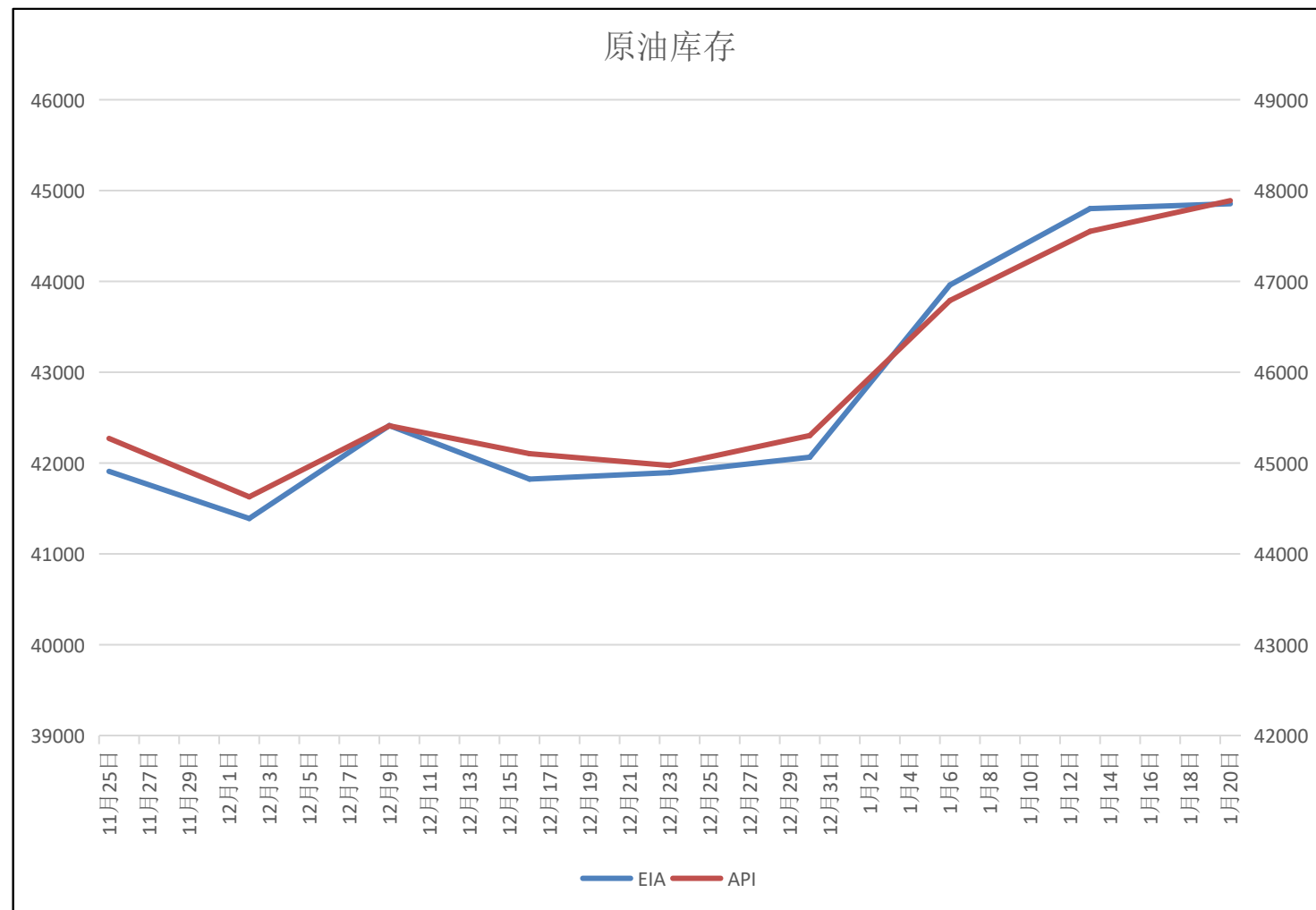
(欧洲汽柴油消费量)

(3.4) 需求——成品油产量持续偏弱



(4.1) 库存——原油库存缓慢积累

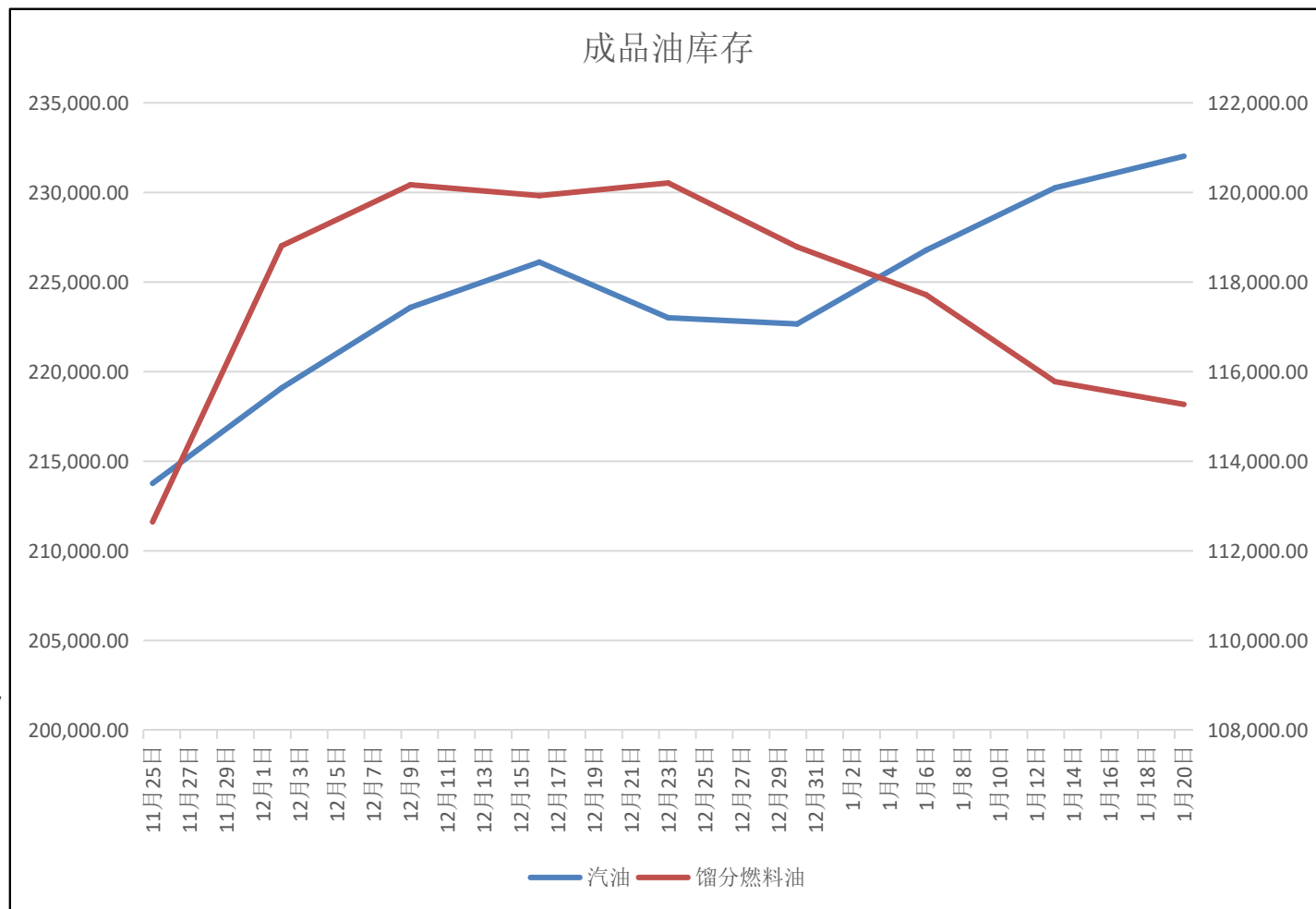
- 国际原油库存在1月份当中依然没有脱离此前我们判断的低位缓慢积累的逻辑，即使美国中西部的原油库存已经积累到了2021年7月以来的高位，但不同点在于1月份原油库存的积累速度有明显的放缓痕迹，而主要原因则是在于美国本土消耗有所减少，且美国原油最新出口量激增了21.6%，双重因素的影响之下导致库存增速放缓，这也将导致库存对于油价的影响力逐渐减弱。



(EIA/API原油库存)

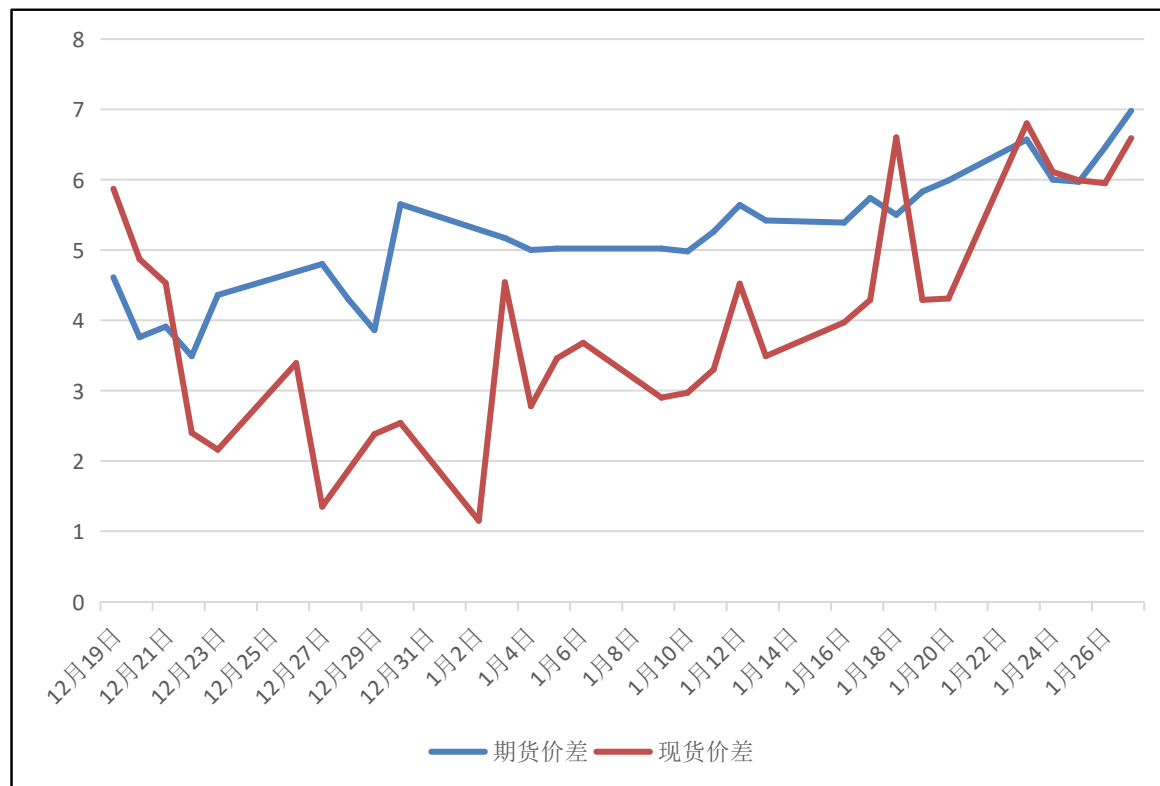
(4.2) 库存——汽油累库不断

- 在成品油库存方面，汽油作为原油下游之中的绝对消费核心品种，该品种在近一个月的库存走势之中始终处在绝对的累库过程当中，但与原油库存相似的，汽油累库的速度在近期同样有所放缓；另一方面，馏分燃料油库存则从去年年底开始处在连续去库的通道之中，并且在近期去库速度同样有所放缓。整体来看，绝对高位的原油价格对于下游需求破坏的现象依然存在，而根据最新数据，北美汽油均价目前已经上涨至3.5美元/加仑，这或将导致未来油价再受到较强的支撑。

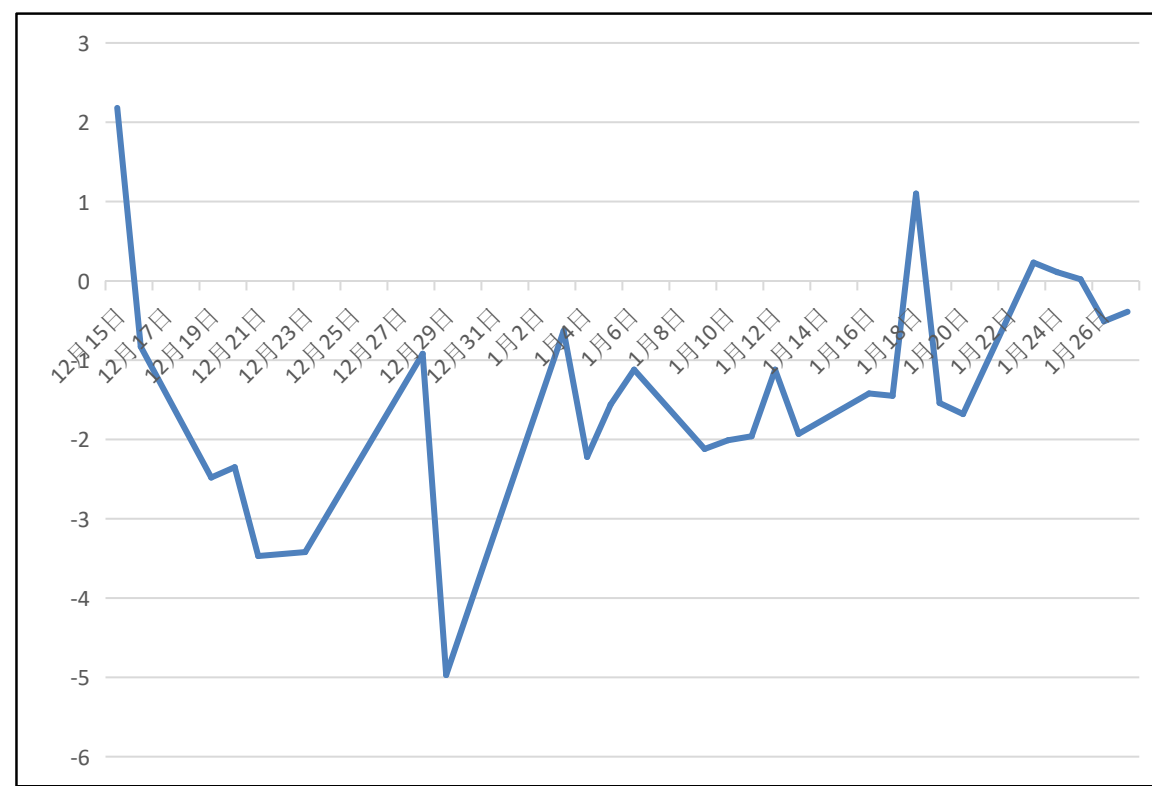


(成品油库存)

(5.1) 价差——国际期现价差



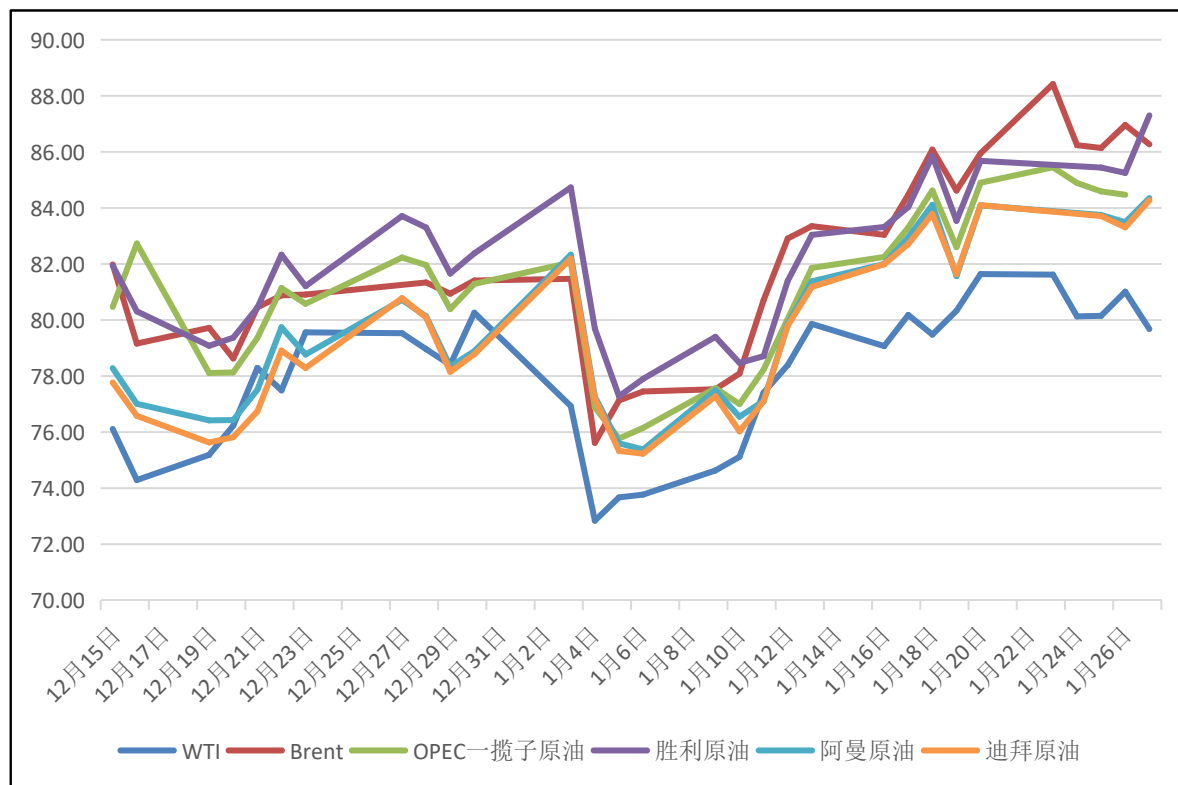
(WTI/Brent 期现价差)



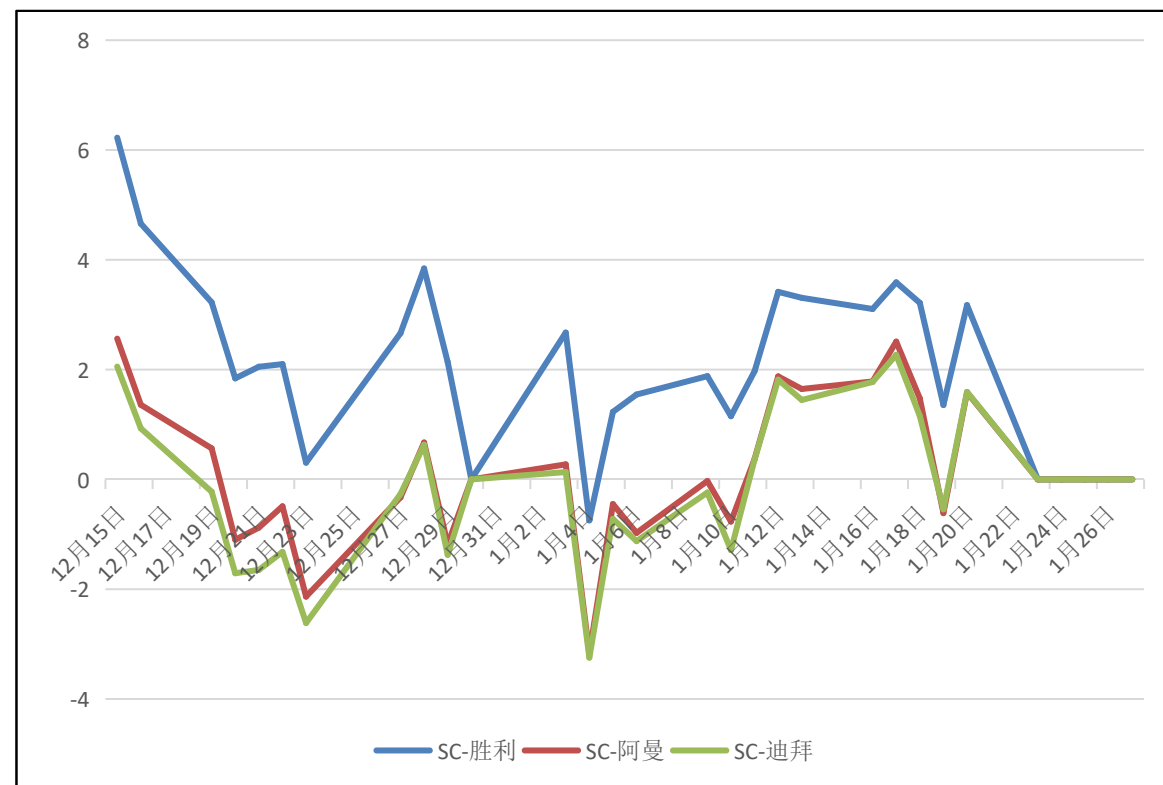
(Brent基差)

- 1月份WTI与Brent原油期现货价差出现明显的走强形势，其中期货价差从1月初的5美元/桶的水平已经上行至月底的7美元/桶，而现货价差则明显滞后，尽管在1月中旬有所回落，但Brent原油依然相对强势。
- Brent基差则基本维持正常水平，期现走势并未出现明显分化。

(5.2) 价差——国内期现价差



(现货价格)

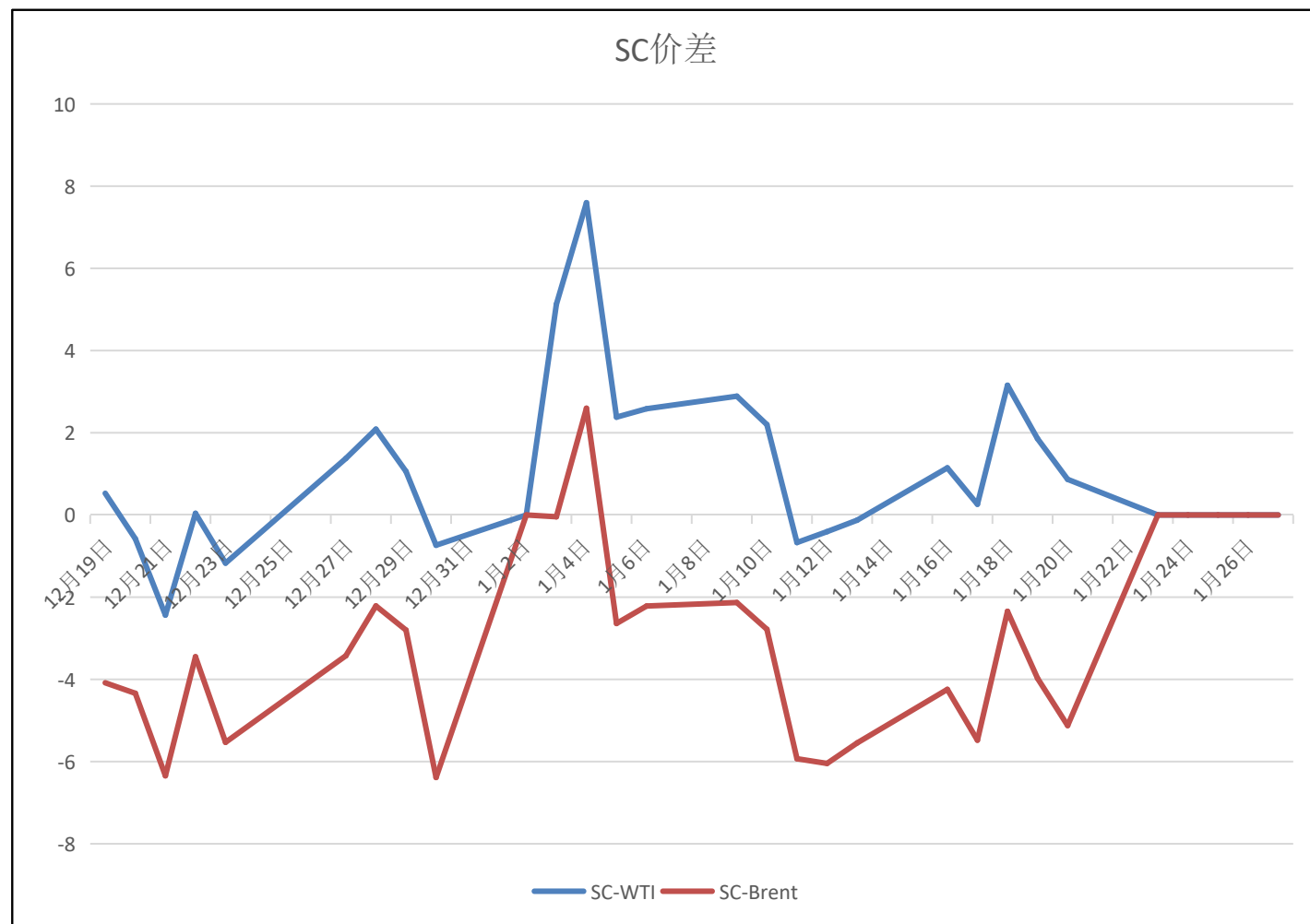


(SC基差)

- SC原油方面，虽然国际原油现货品种价格于1月份不断走强，但国内原油期货依然相对强势，且基差存在明显缩窄走势，从12月份起便连续震荡下行。

(5.3) 价差——内外盘价差

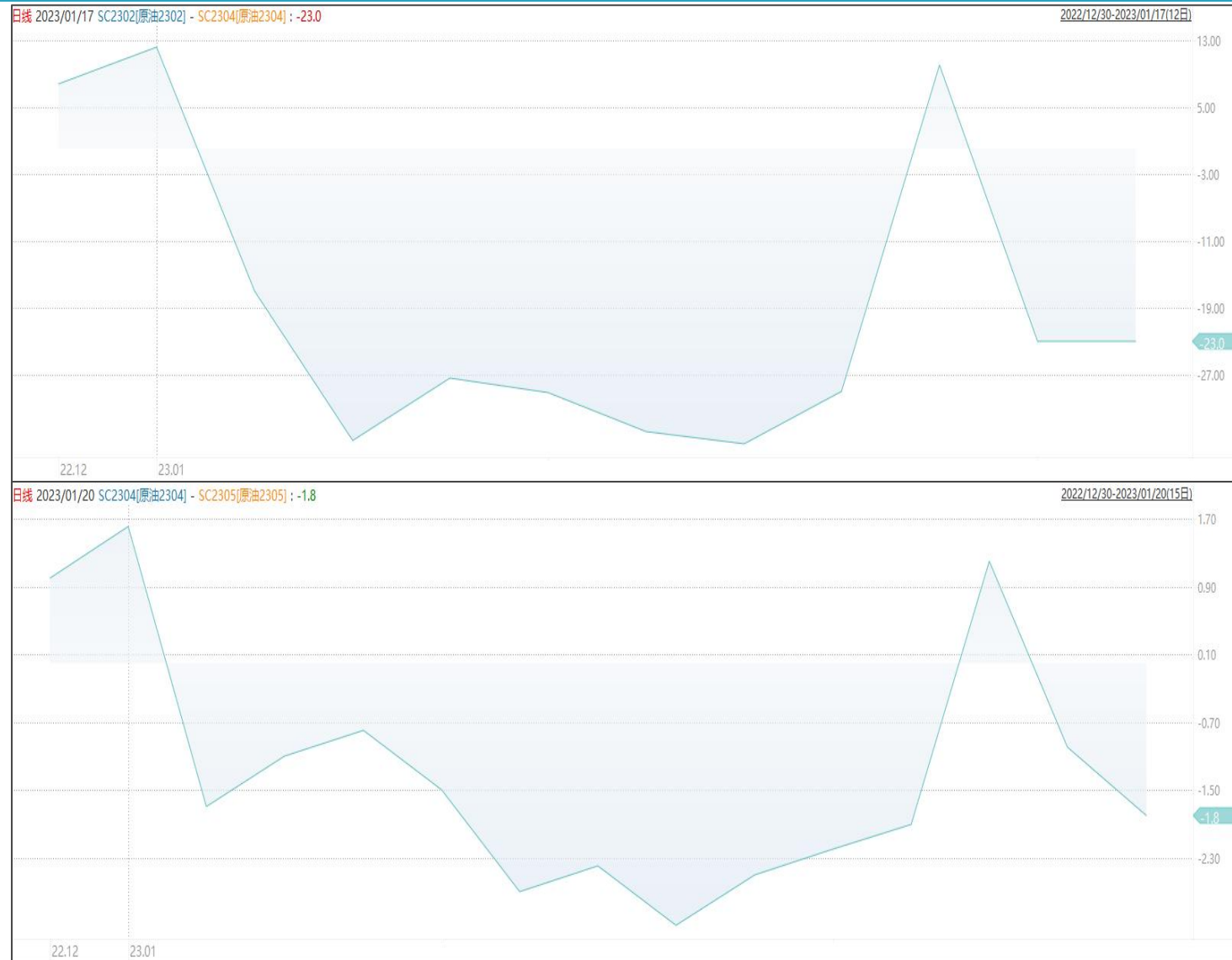
- 内外盘品种联系来看，SC原油期货依旧处于WTI与Brent原油期货品种的价格之间，虽然国内由于春节假期期间有一周的休市时间，但春节假期前可以看到内外盘期货价差同样存在明显的收窄走势，一方面是由于国内市场年底资金回撤导致盘面相对强势，另一方面则是国际原油品种价格连续下行。而值得注意的是，内盘的强势一般都是由于船运市场成本的增加以及中东油价的上涨，而中东产油国目前仍处在降低出口费用的阶段，因此预计后市内外盘价差或恢复正常。



(内外盘价差)

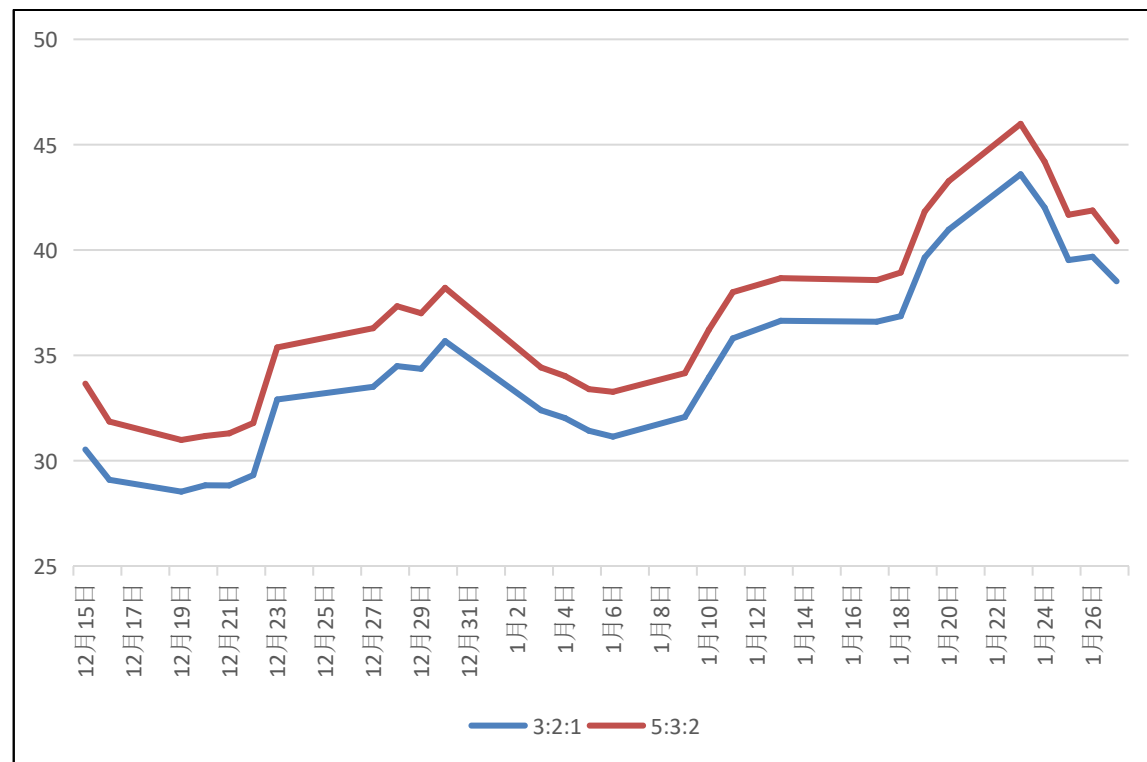
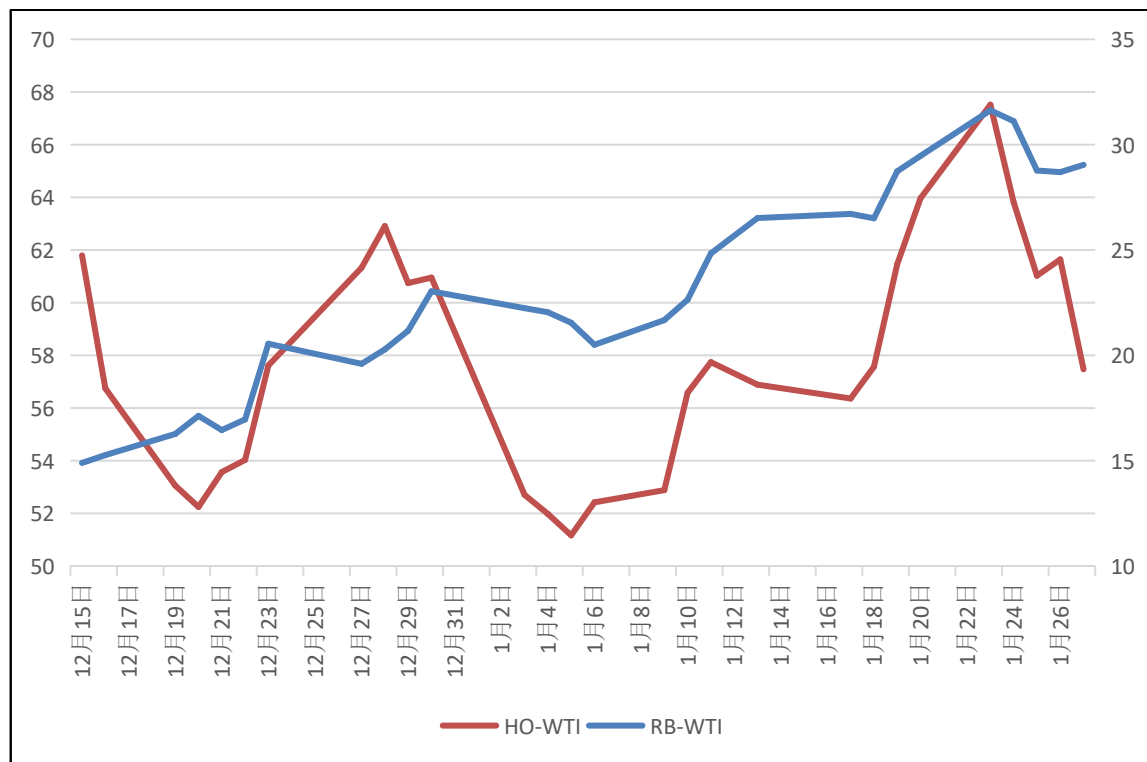
(5.4) 价差——SC月差

- SC原油期货月差结构在自去年年底以来持续走弱，在主力合约更换至SC2303之后，明显看到倒挂现象严重，远月合约强于近月。其中，SC2303与SC2304合约价差结构于12月底开始连续走低并处在低位震荡，价差基本处在[-30, -25]之间；而SC2304与SC2305价差则基本震荡在[-3, -1.5]之间，主要原因则是在于市场对于未来需求回暖的预期明显强于近月，同时未来供给侧的担忧情绪也有一定的影响。



(M1/M2、M2/M3月差)

(5.5) 价差——裂解价差走势维持

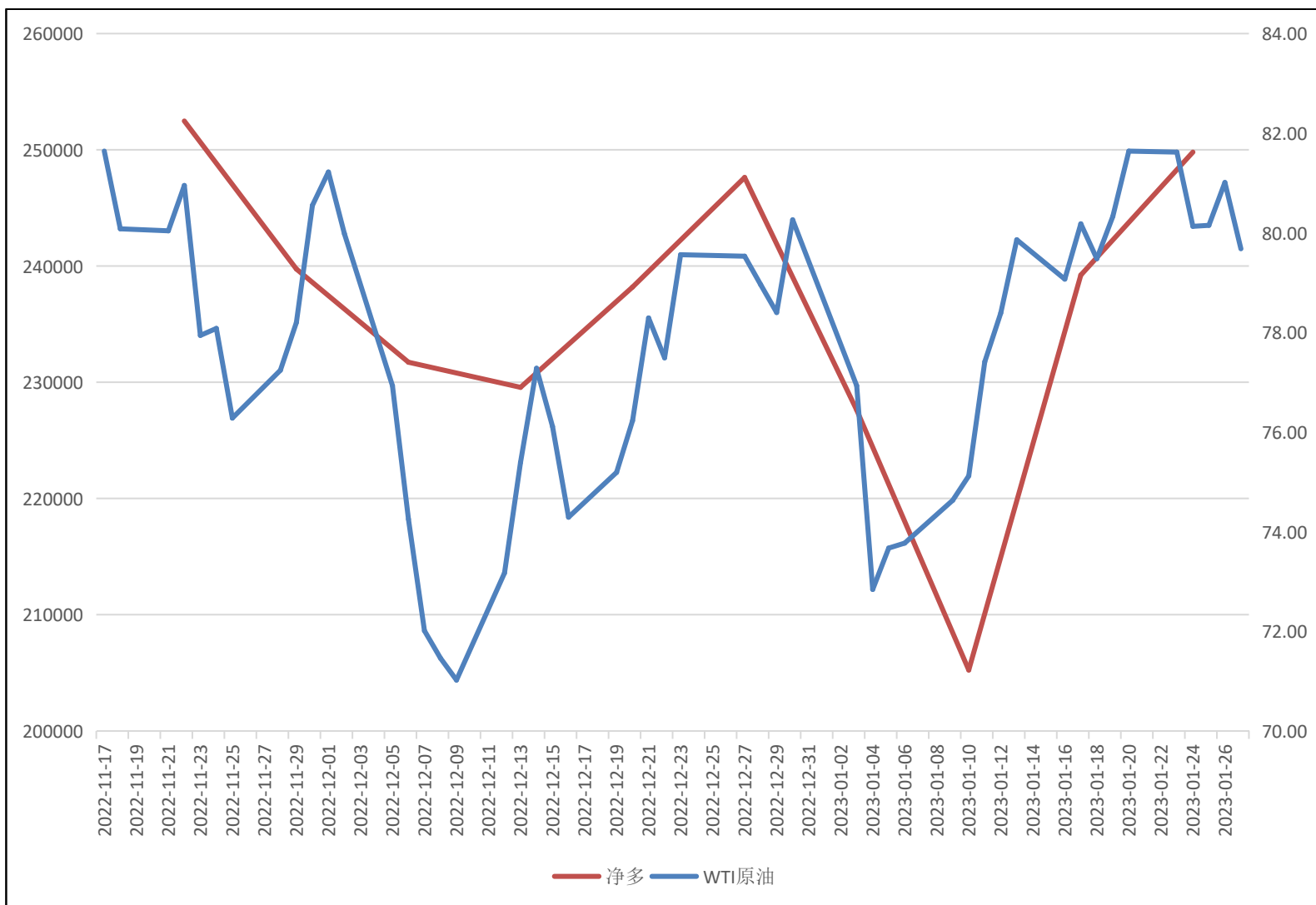


(美汽柴油裂解价差)

- 1月份美国汽柴油裂解价差呈现出明显的触顶回落走势，主要由于汽柴油在近期稍强，并且后市预期柴油或进入严重短缺的阶段，导致两者1:1裂解价差在1月底出现明显的走势分化，高比例裂解价差大体走势相同但1月底同时出现回落现象；而从长期的裂甲价差角度来看(150天)，汽柴油裂解价差基本维持了相对平稳的波动水平。

(6) 持仓——净多持仓持续减少

- 美国商品期货交易委员会 (CFTC) 数据显示, 1月份当中 WTI原油期货的净多持仓呈现出持续上涨的走势, 从去年下半年以来的连续下行趋势当中恢复。尽管目前净多持仓数量勉强恢复至2022年11月的水平, 且在1月第二周开始净多持仓上涨速度明显放缓, 但从短期持仓角度来看, 市场信心已经得到了明显的提振, 对于后市的看法也多以看涨为主。



(WTI原油期货持仓数据)

03

观点小结

1月份国际油价整体经历了月初时间的大幅下跌之后迎来了整月的偏强运行，虽然整体月度表现来看，月线依然录得有小幅的下跌存在，但月中时间市场情绪明显得到修复，风险偏好也得到了一定程度的提振。

就目前而言，主要影响油价走势逻辑的两大主要因素徘徊在主要经济体紧缩性货币政策带来的宏观经济下行压力、以及欧盟于G7限价制裁落地实施之后俄罗斯油品断供带来的供给担忧之间。就此二者来看，随着美联储加息幅度的逐步缩窄以及目前利率区间的触手可及，宏观经济带来的下行压力将逐步减小；同时限价制裁落地实施之后，俄罗斯原油与成品油出口或面临较大阻力，伴随着欧洲需求的全面转移、亚太地区需求的积极回暖，未来一段时间内油价下方的支撑力量将不容小觑，这将导致未来油价或存在进一步上探的可能性。

在操作上，随着春节假期的结束，内盘品种将迅速调整跟随国际油价走势，在2月初之前或呈现震荡走势，而2月5日之后或迎来短暂的连续上行，因此可以考虑谨慎地逢低布多，但在宏观经济压力以及其他利空因素的影响之下不加以过度追涨，同时需设置好止盈止损。

风险点在于：俄罗斯油品顺利出口、欧洲需求迅速落地、美国再度释储控价、OPEC+增产稳价、国际地缘局势迅速降温等

- 本报告基于已公开的信息编制，但对信息的准确性及完整性不作任何保证。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，不构成个人投资建议。投资者应当充分考虑自身投资经历及习惯、风险承受能力等实际情况，并完整理解和使用本报告内容，不能依靠本报告以取代独立判断。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。
- 长安期货有限公司版权所有并保留一切权利。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“长安期货投资咨询部”，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。



长安期货
CHANG-AN FUTURES

精诚合作 携手共赢



敬畏



卓越

忠诚



创新

