

长安期货有限公司

投资咨询业务资格（陕证监许可字[2012]101号）

美国释储对冲俄油减产 需求回暖博弈加息预期 ——原油月评

长安期货 投资咨询部

刘琳（Z0014306）

范磊（F03101876） 助理分析师

2023年2月27日



长安期货
CHANG-AN.FUTURES

目录/Contents

01

操作推荐

02

行情回顾

03

基本面分析

04

观点小结

01

操作推荐

操作建议：

SC原油主力合约在2023年第二个交易月整体上调后回落震荡，预计在3月份将在商品属性与金融属性的相互博弈之间延续呈现出宽幅震荡的走势，建议**波动区间高抛低吸**，[515,565]，同时关注正套机会。

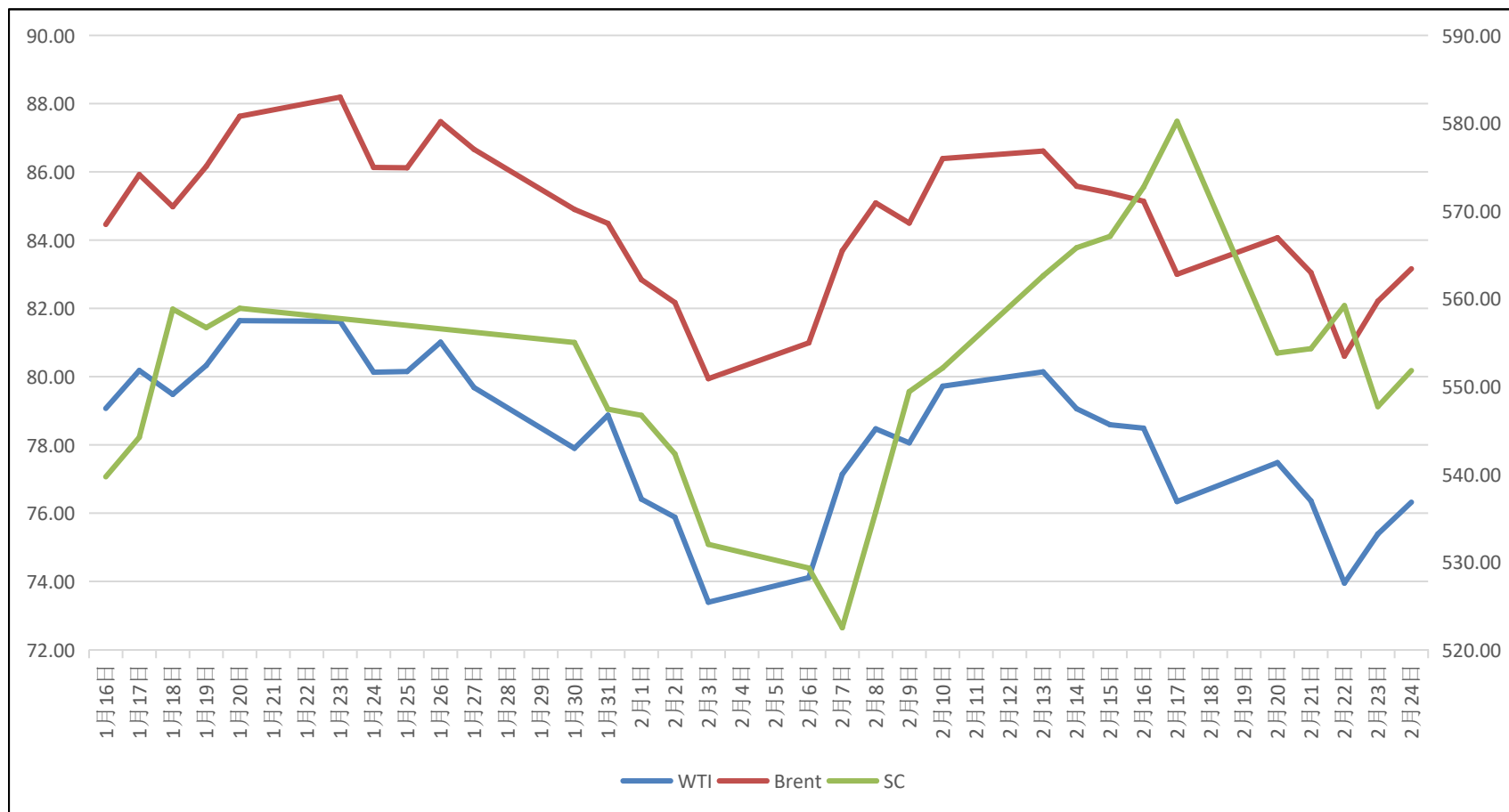


（SC主力合约月度K线走势图）

02

行情回顾

三大原油期货在2月份的走势基本相近，均经历了上调并震荡回落的走势，但月末时间有一定的触底反弹势头。从整体走势中不难看出重心仍旧在持续偏弱运行，基本与此前预测符合，但在美油连续触及的情况下波动幅度有所缓解。



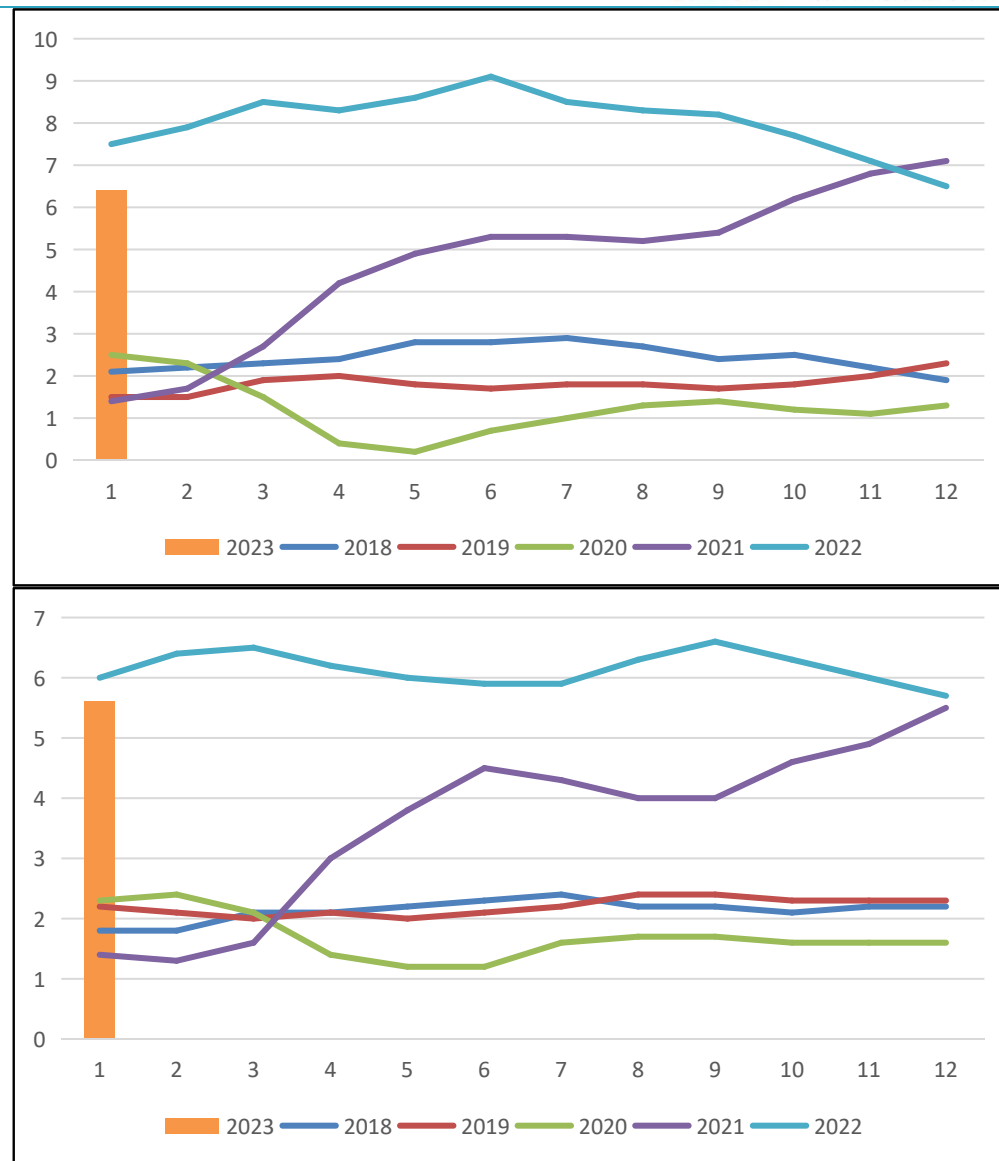
(WTI、Brent、SC(右)主力合约月度K线走势图)

03

基本面分析

(1.1) 宏观——核心CPI数据引发加息预期

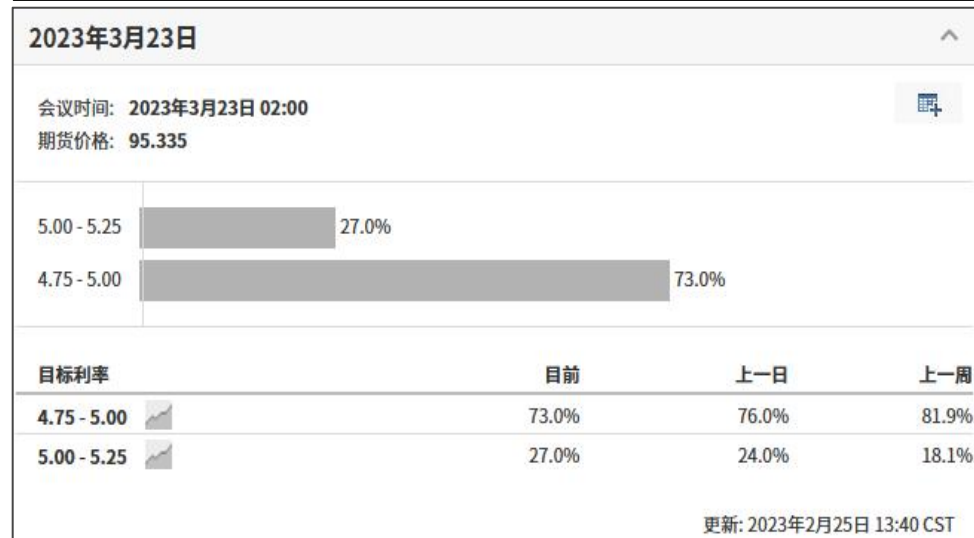
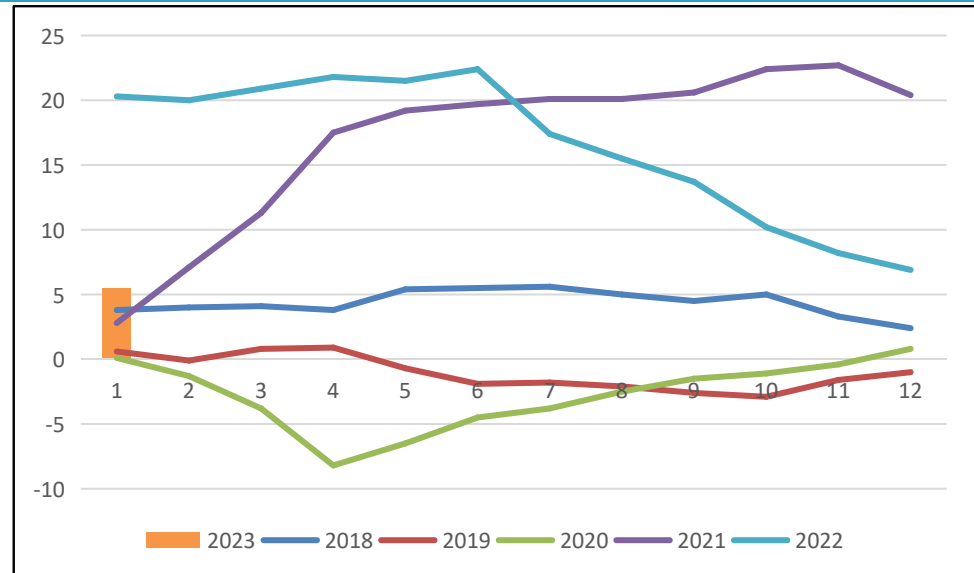
- 2月中旬时间美国连续公布了1月份CPI、PPI、以及零售数据，三大数据的增长均超出了市场预期，再度引发了对于美联储扩大加息幅度与延长加息区间的预期。其中，美国1月份的CPI数据显示，季调CPI同比6.4%，预期6.2%，前值6.5%，连续第7个月回落，是过去15个月最低；核心CPI同比5.6%，预期5.5%，前值5.7%，连续第4个月回落，是过去13个月最低。分项中，环比涨幅大于整体的包括燃气6.7%与汽油2.4%等。从此可以看出，对于美国市场来说，尽管通胀有一定程度的缓解，但未来两至三次议息会议加息25基点的可能性仍旧高涨。



(美国5年CPI同比(上)核心CPI同比(下))

(1.2) 宏观——PPI数据再添助力

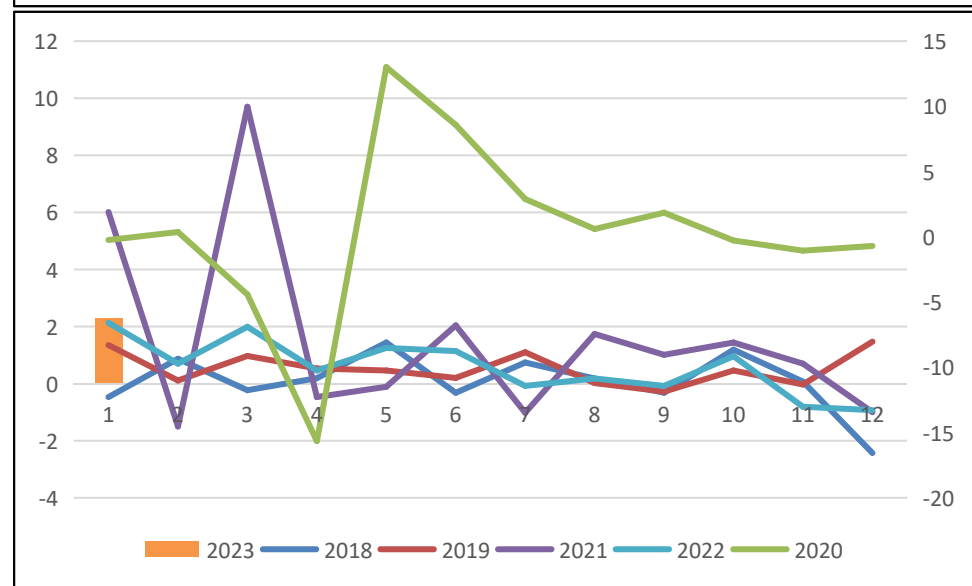
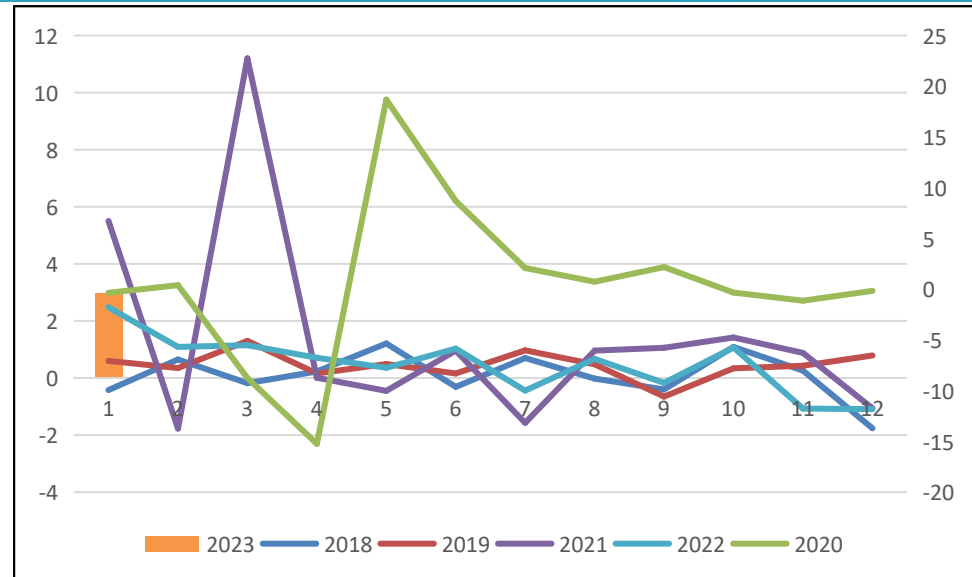
- 2月17日美国劳工部同样公布了最新的PPI数据，美国1月PPI同比增长6%，显著高于市场期望的5.4%；环比增长0.7%，也高于市场预期的0.4%；1月最终商品价格环比上涨1.2%，其中三分之一由汽油价格的6.3%贡献。虽然从长期来看美国PPI数据已经经历了连续7个月的下降，但连同CPI与零售数据的持续高位，均表明了美联储维持高利率政策的可能性更高，美联储观察工具对于未来6月加息25基点的预期也有所上行。



(美国5年PPI同比(上) 美联储加息区间预期(下))

(1.3) 宏观——销售数据引发市场担忧

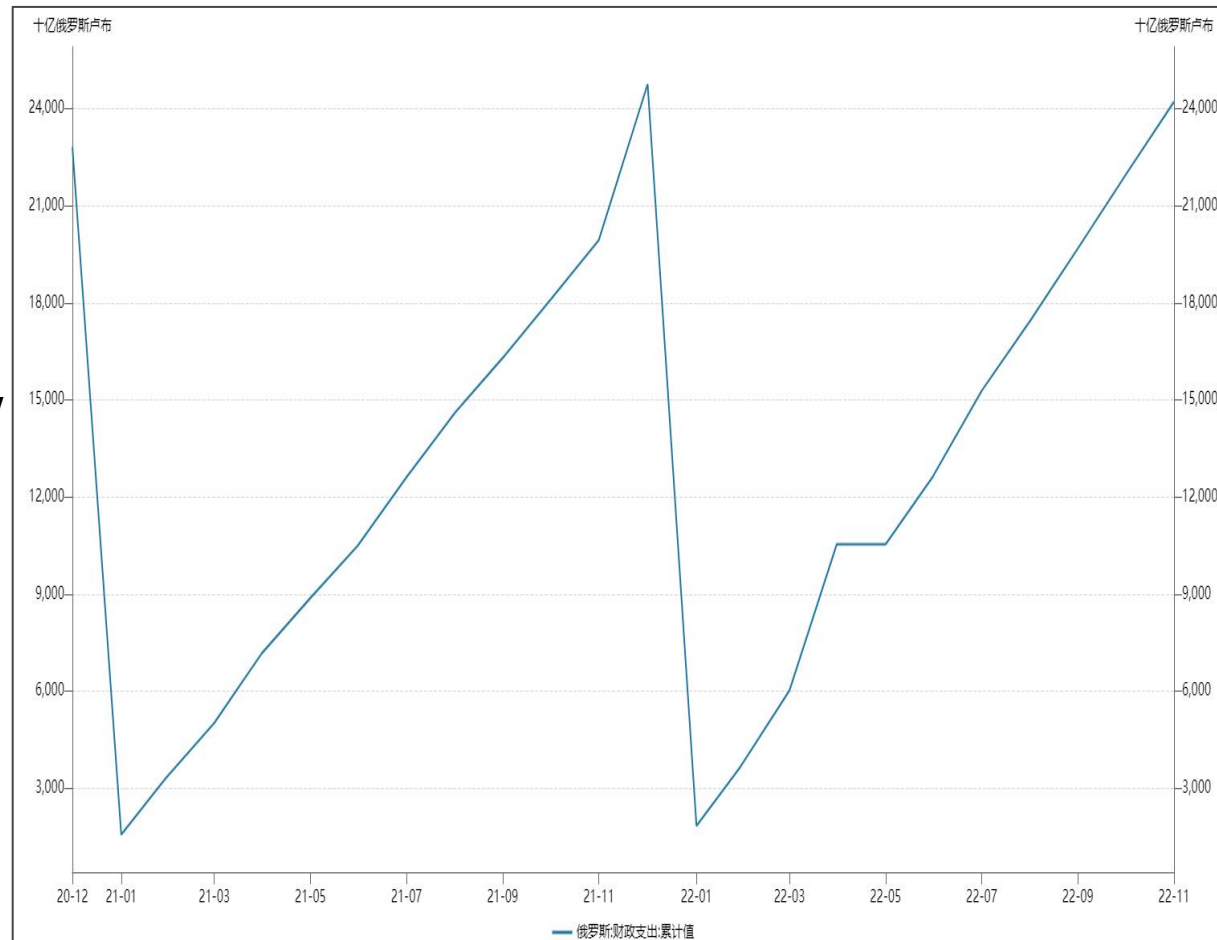
- 2月15日美国国商务部公布的零售数据显示，结果环比上涨3%，前值为-1.1%，远超市场预期的1.8%，并创下2021年3月以来新高，同比上涨达到了6.4%，与CPI涨幅一致，表明美国目前通胀压力仍旧存在；剔除汽车及零部件后的零售销售额环比增长了2.3%，增幅也高于市场预计的0.9%，零售数据的上行意味着经济活动继去年年底出现疲软后在2023年初有所回升，同时也加剧了美联储未来持续加息的可能性。



(美国5年零售同比(上) 美国5年核心零售环比(下))

(1.4) 宏观——国际地缘再起变数

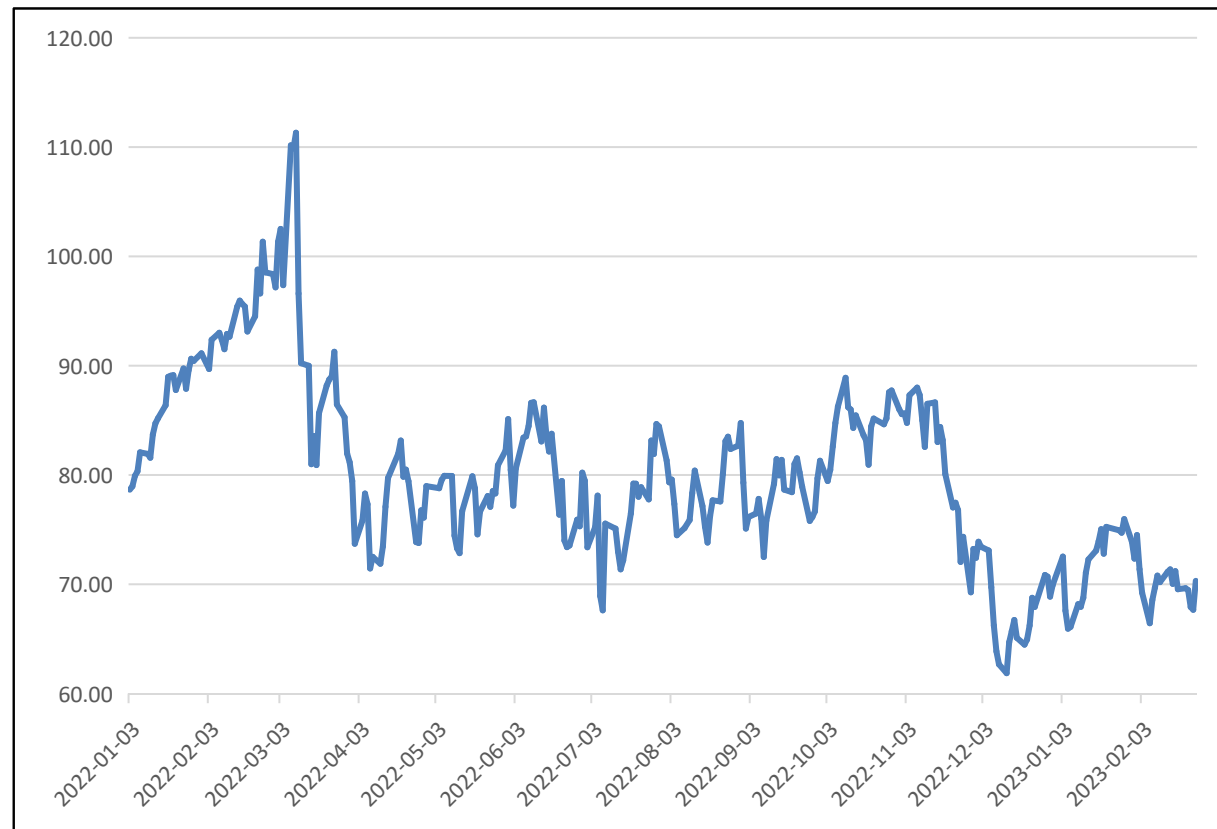
- 2月后两周时间全球范围内的地缘政治走向变得更加扑朔迷离，拜登在夜访基辅之后，虽然市场仍未有两国代表做出发言，但猜测声音不断；同时俄罗斯也在上周时间就俄欧关系进行表示，“俄罗斯与欧盟间的关系本质上已经不复存在”，这项言论在G20峰会以及G7宣布对俄进行新一轮的制裁之时显得更为微妙。若俄欧关系在此后迅速演变至难以挽回的阶段，那么未来市场必定受到更大的冲击，从而打开上方空间；若俄欧关系得以在美国出访东欧之后迅速缓和，那么油价未来的走向将再度回归商品属性的驱动之上。



(俄罗斯财政支出累计值)

(1.5) 宏观——G7制裁再欲出手

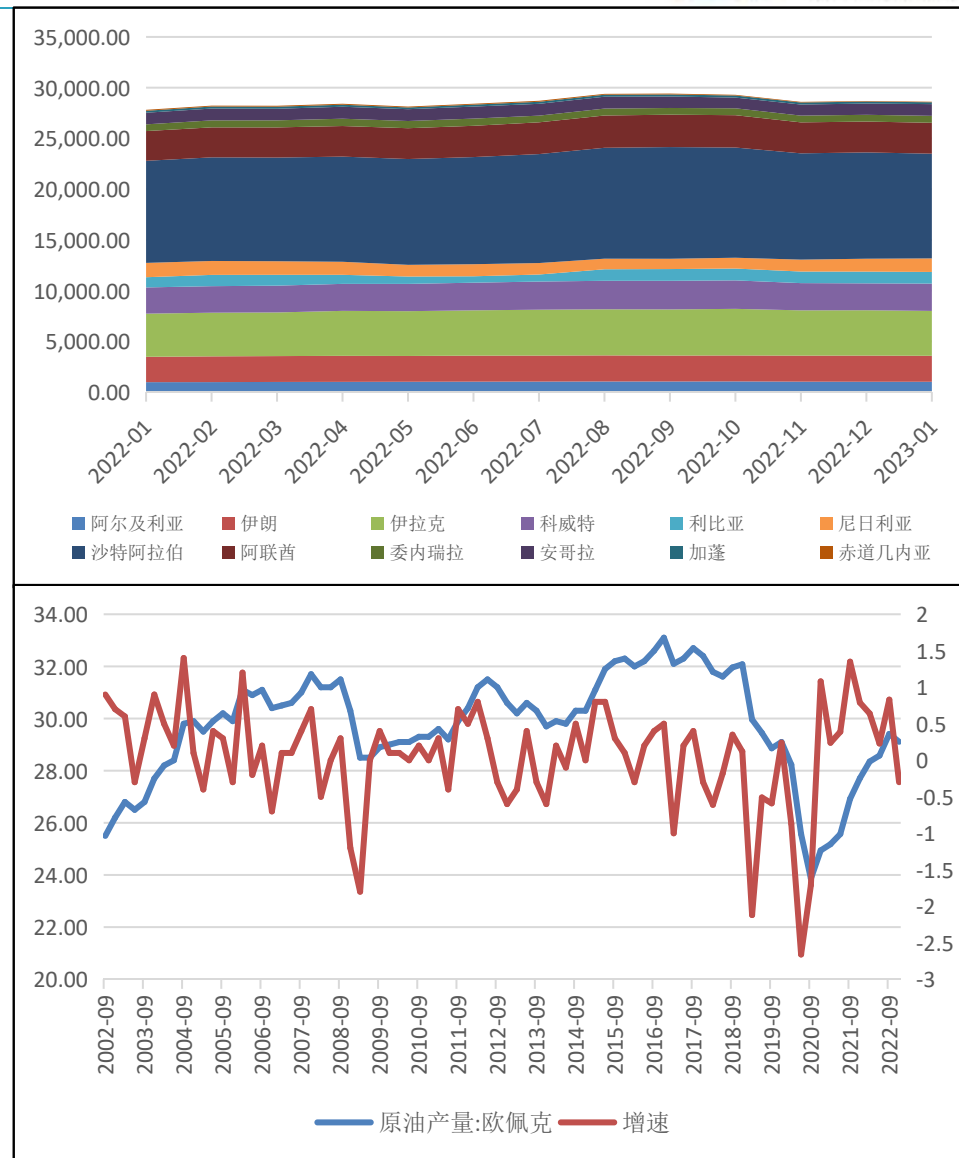
- 另外，2月最后一周时间在我国中央外事办主任王毅出访欧洲四国，并在最后一站的俄罗斯与俄方会晤不到48小时之后，七国集团便宣布将在继对俄罗斯实施新一轮的制裁之后对部分中企进行制裁，尽管从内容上来看尚未有明确的条例将对能源资源的制裁进行升级，但考虑到俄油目前出口仍旧顺利的不争事实，同时俄油目前两大出口品种，即乌拉尔原油与东西伯利亚太平洋混合油对布伦特原油的折扣价分别为13美元与8美元/桶，这意味着俄罗斯原油出口平均价格远高于G7此前限价制裁的60美元/桶，因此G7或考虑加大对能源资源的制裁力度与制裁手段，届时国际油价恐再现较大波动。



(ESPO原油现货价)

(2.1) 供给——OPEC+ 坚持减产政策不变

- 2月以来全球范围内的原油供给方面并未出现明显变化，OPEC组织的代表于2月初时间也再度发声，表示该组织始终保持以稳定油价为首要目标的主要责任，并且在短期之内不会更改其产量政策，即不会增产了弥补俄罗斯减产带来的缺口。结合OPEC与俄罗斯方面的生产政策调整，未来短期之内国际原油市场面临的供给短缺问题或逐步发酵，这意味着即使未来OPEC维持当下的减产政策，油价也极有可能进一步反弹并满足OPEC的价格诉求。但其中值得注意的是，俄罗斯作为OPEC+当中除了沙特以及阿联酋以外最大的产油国，此次减产并未与组织内的其他成员国进行磋商，这或许导致下一轮OPEC+会议的结果更加值得期待，届时油价或面临更高的波动风险。



(OPEC成员国产量(上) OPEC产量变化增速(下))

(2.2) 供给——OPEC实际减产仍有放缓

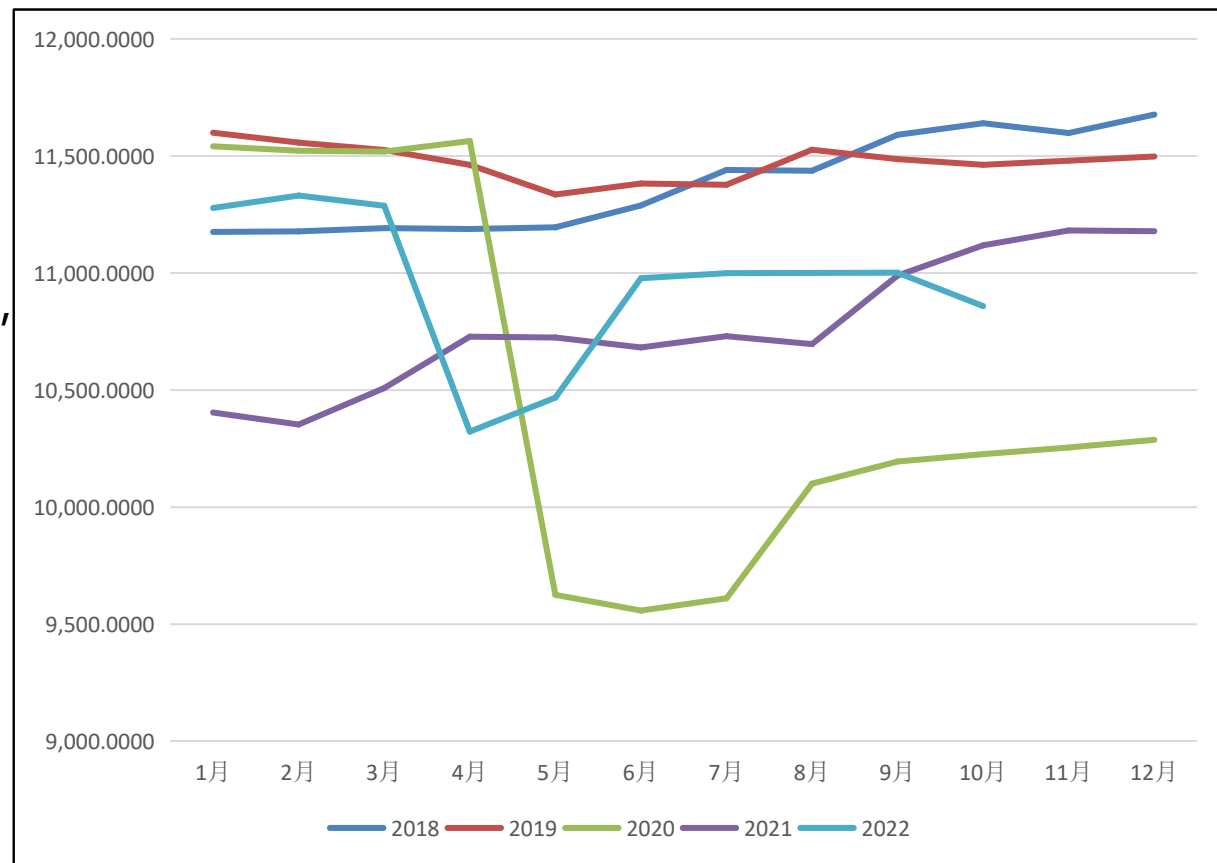
- 2月中旬OPEC公布了该组织最新的月度报告，根据该月报当中的二次数据显示，各成员国增减产情况依然与此前情况相近，其中减产主要集中在沙特阿拉伯、伊拉克、伊朗等国，其中沙特阿拉伯减产幅度达到了15.6万桶/日，也基本符合沙特代表此前做出的延续减产政策的承诺；而部分国家依然存在有增产情况，其中以尼日利亚、安哥拉、以及科威特为主，尼日利亚增产量达到6.5万桶/日，但主要是由于此前该国受自身因素影响曾一度大幅减产。
- 其中值得注意的是，阿联酋在1月份的月报中曾一度增产9.1万桶，但2月份仅为0.2万桶。

	12月产量	1月产量	减产幅度
阿尔及利亚	1015	1015	0
安哥拉	1108	1155	47
刚果	244	262	19
赤道几内亚	55	53	-3
加蓬	193	183	-10
伊朗	2579	2557	-22
伊拉克	4470	4424	-46
科威特	2648	2693	45
利比亚	1159	1148	-10
尼日利亚	1271	1336	65
沙特阿拉伯	10475	10319	-156
阿联酋	3042	3041	2
委内瑞拉	666	686	20
合计	28926	28876	-49

(OPEC产量变化)

(2.3) 供给——俄罗斯3月减产50万桶

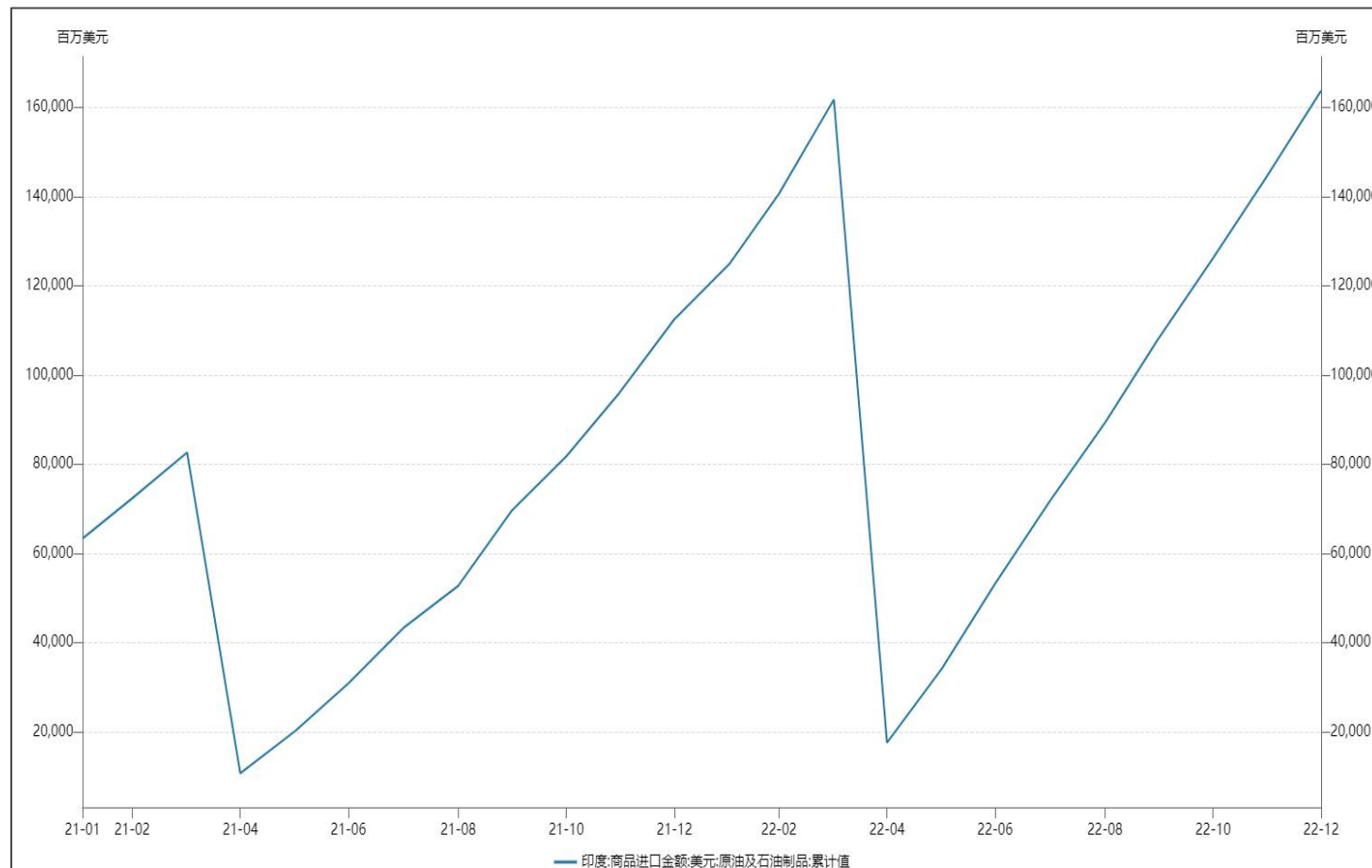
- 2月11日，俄罗斯副总理表示，俄罗斯3月将把每日原油产量下调50万桶，减产大约5%，同时在一份声明中表示，俄方“不会向直接或间接遵循‘价格上限’原则的人出售原油”；同时，俄方3月将主动每日减产50万桶原油，“这将有助于恢复市场关系”。并且，会后俄罗斯代表也表示，俄罗斯在做出主动减产决定之前并未与其他组织进行过谈判以及磋商，该消息传出之后布伦特原油主力合约短线内迅速跳涨将近4美元/桶
- 在2月下旬时间，俄罗斯方面再度发声表示，本次减产仅会持续在3月份的一个月时间。此举短期内或大大提高该国出口油品的售价，进而缓解目前俄罗斯面临的巨大财政赤字，但4月是否延续减产仍旧需要观察。



(俄罗斯产量同比变化)

(2.4) 供给——俄罗斯出口依然顺利

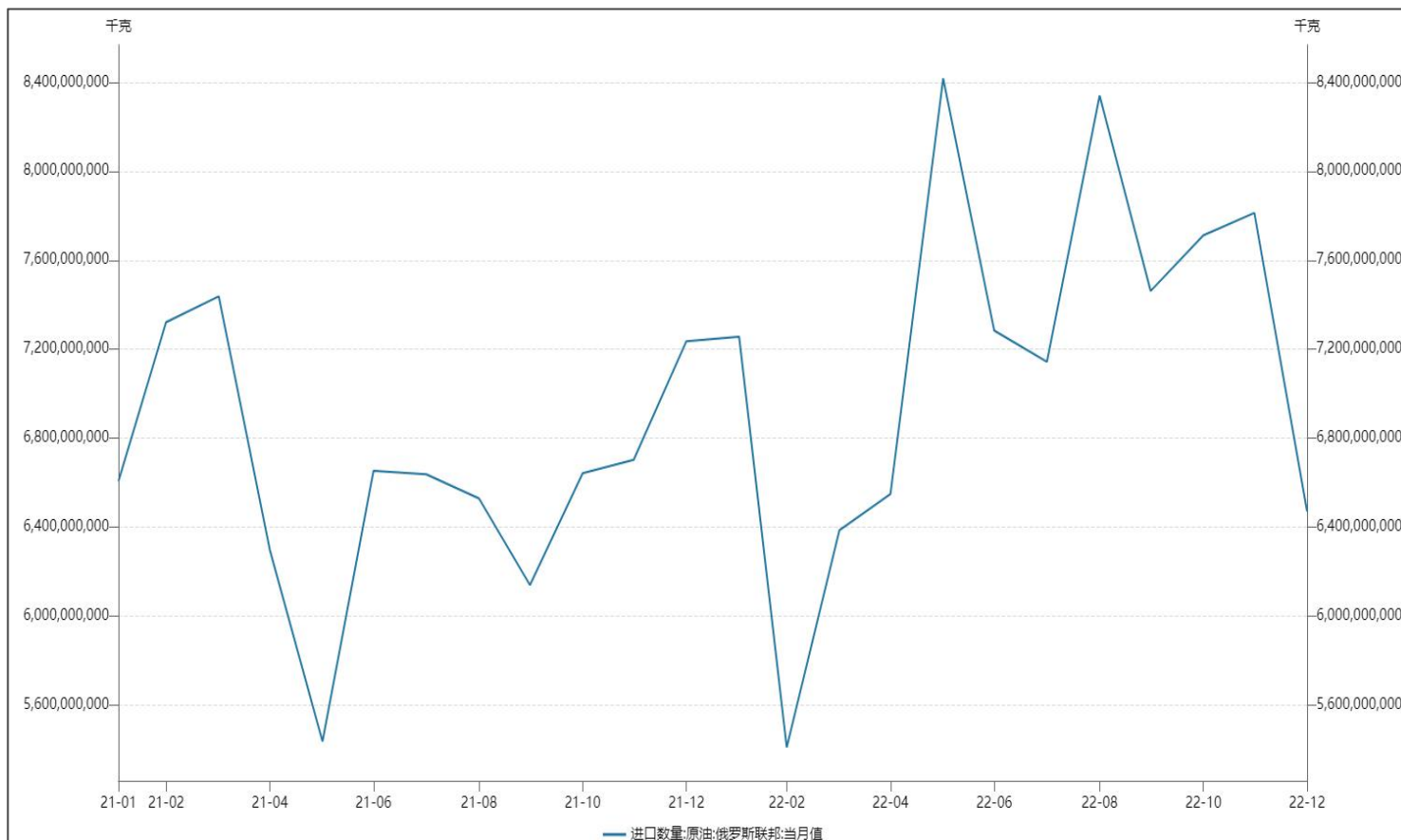
- 在俄油出口方面，德国商业银行数据显示上周俄罗斯原油日均出口量360万桶，激增了26%，俄罗斯在波罗的海、黑海以及远东地区的所有出口终端的出货量达到数周高点。从出口分布来看，除了传统的波罗的海与黑海港口地区的俄油依旧维持出口，远东地区出口到东北亚地区的俄油也有较高增长，不论是从战略发展的角度还是从收益角度来看，俄罗斯目前的出口重心都在从该国西部逐渐转向东西伯利亚地区。



(印度石油制品进口金额累计值)

(2.5) 供给——俄罗斯出口依然顺利

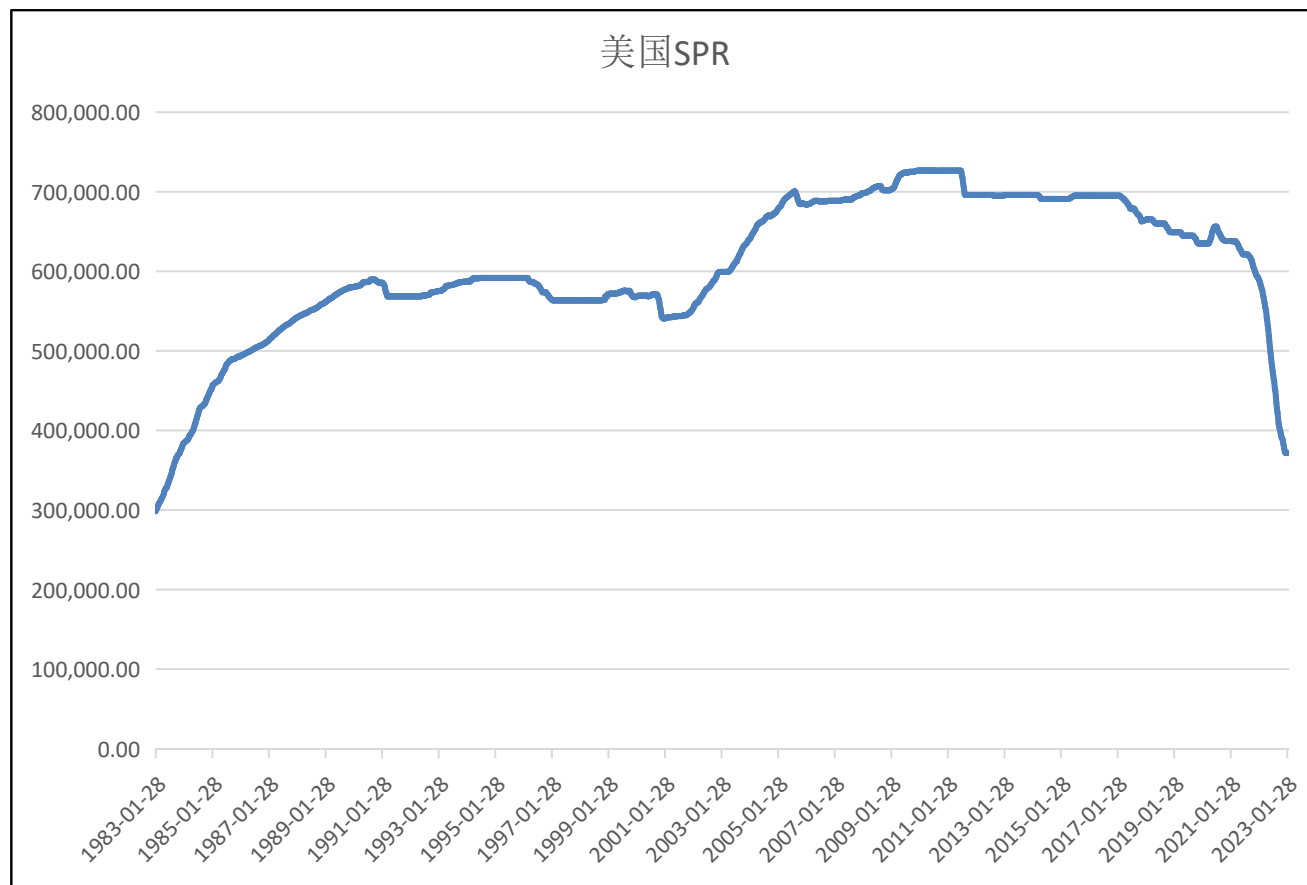
- 而从出口国家来看，目前印度与我国以及部分非洲地区仍旧是俄罗斯石油及石油制品的忠实受众，根据数据，印度1月从俄罗斯进口石油攀升至创纪录的140万桶/日，较12月增长9.2%，莫斯科仍是新德里最大的石油出口国，而印度超过27%的石油进口来源于俄罗斯，我国数据同样显示，俄罗斯对我国1月出口的原油数量已经达到了166万桶/日的最高纪录水平，而其中大部分是俄罗斯混合原油ESPO，也就意味着俄罗斯出口至东岸的数量仍在悄然飙升。



(我国进口俄罗斯原油数量)

(2.6) 供给——美国释储2600万桶

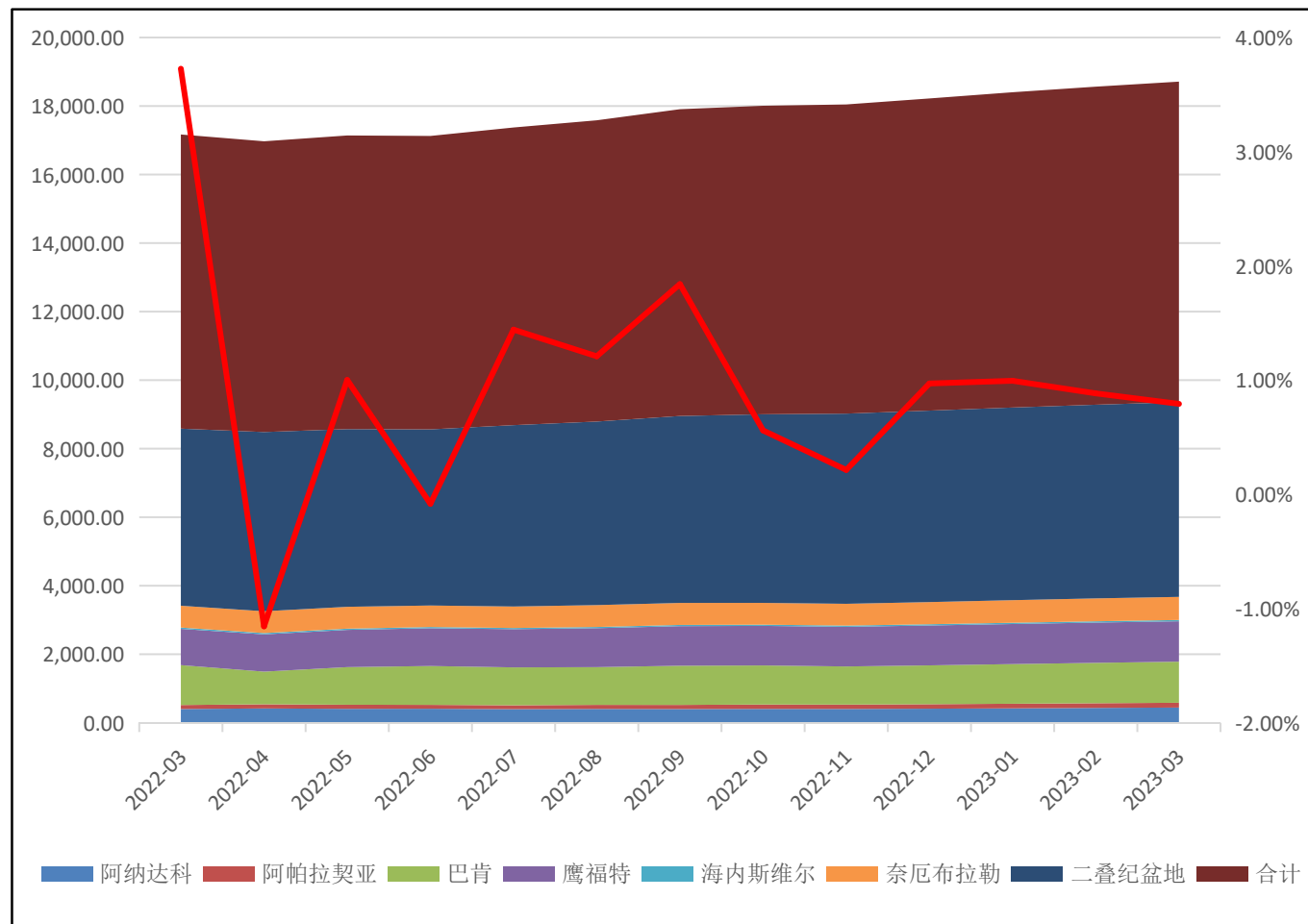
- 2月14日，拜登政府再度表示，将释放2600万桶的战略原油储备到市场，预计将于4月至6月之间交付。从时间节点上来看，本次释储是美国继去年大规模释储1.8亿桶之后的首次释储行为，美国战略原油储备库存也将在经历1个月时间的0降低率之后再度下降；而从规模上来看，此前俄罗斯曾宣布从3月起将减产50万桶/天，即1500万桶/月，这意味着美国此次的释储规模将基本上覆盖由俄罗斯主动减产带来的市场供给缺口，这也表明着美国愿意在控制油价上做出的努力与决心。



(美国战略原油储备)

(2.7) 供给——美国页岩油增速放缓

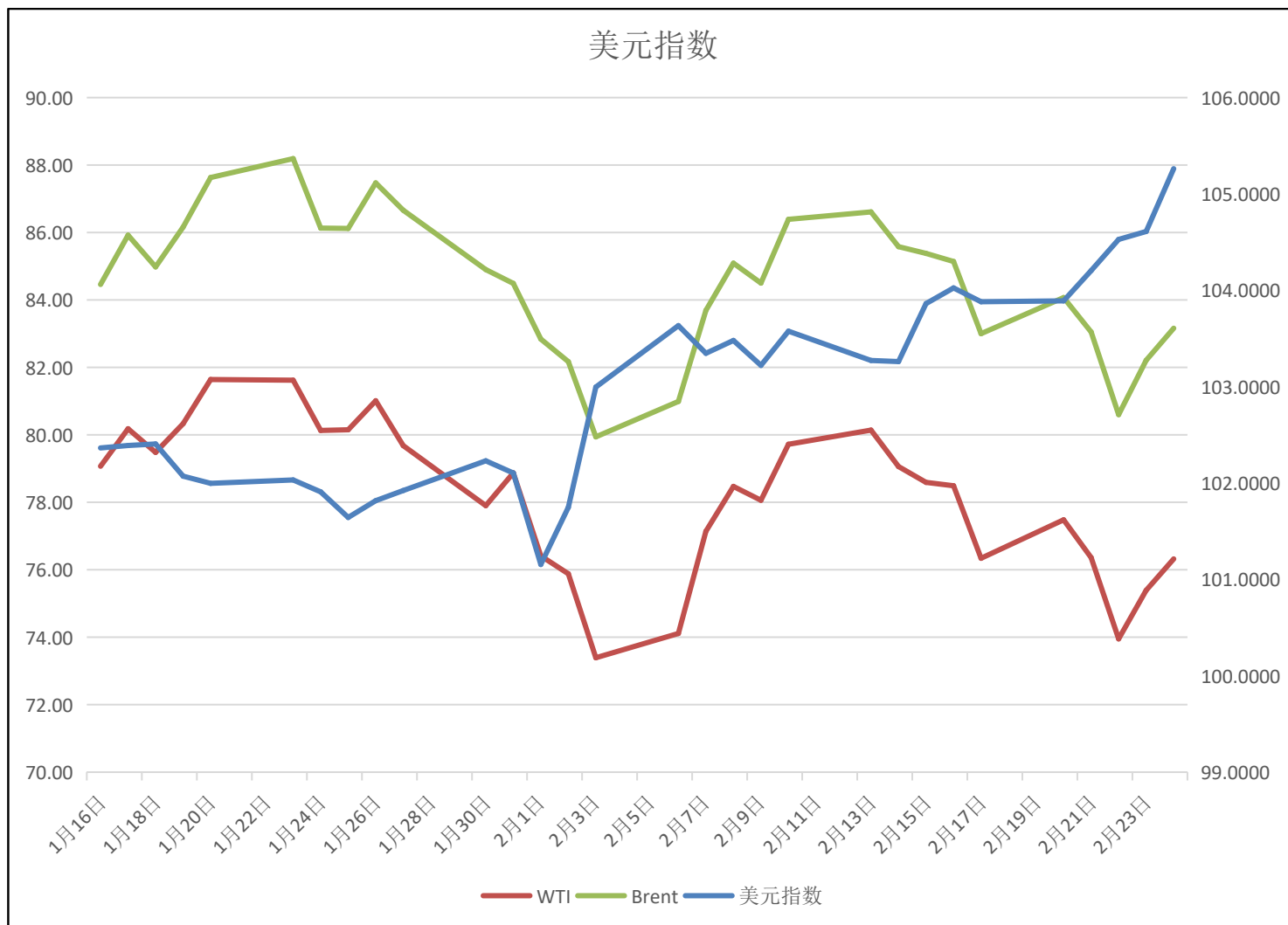
- 美国供给方面，全美页岩油产量在近期依然有所增加，但产量增速已经如市场预期般在不断降低，从去年同期的最高点3.73%已经下降至目前3月预期的0.79%。虽然今年以来受疫情消退的影响，美国页岩油产量增速在年初时间有所增加至接近1%的水平，但随后连续3个月的时间都在下降，也基本符合市场对于页岩油市场逐渐削减资本开支导致的产量下降的预期，并且预计2024至2025年全美页岩油产量将达到巅峰，并逐步下降。



(我国进口俄罗斯原油数量)

(3.1) 需求——美元指数震荡上行

- 美元指数在2月下旬时间重新迎来反弹走势，月底时间一度达到月度前高的105.2618点位置，主要是由于美国1月份宏观数据的上行引发了市场对于美联储再度扩大加息幅度与延长加息周期的预期，而在此影响下，美元指数也连续上行，进而对油价形成了一定程度的压制。预计3月份将随着美联储官员的发言信息以及对于后续加息预期的变化，再度产生一定的对油价的压制作用。



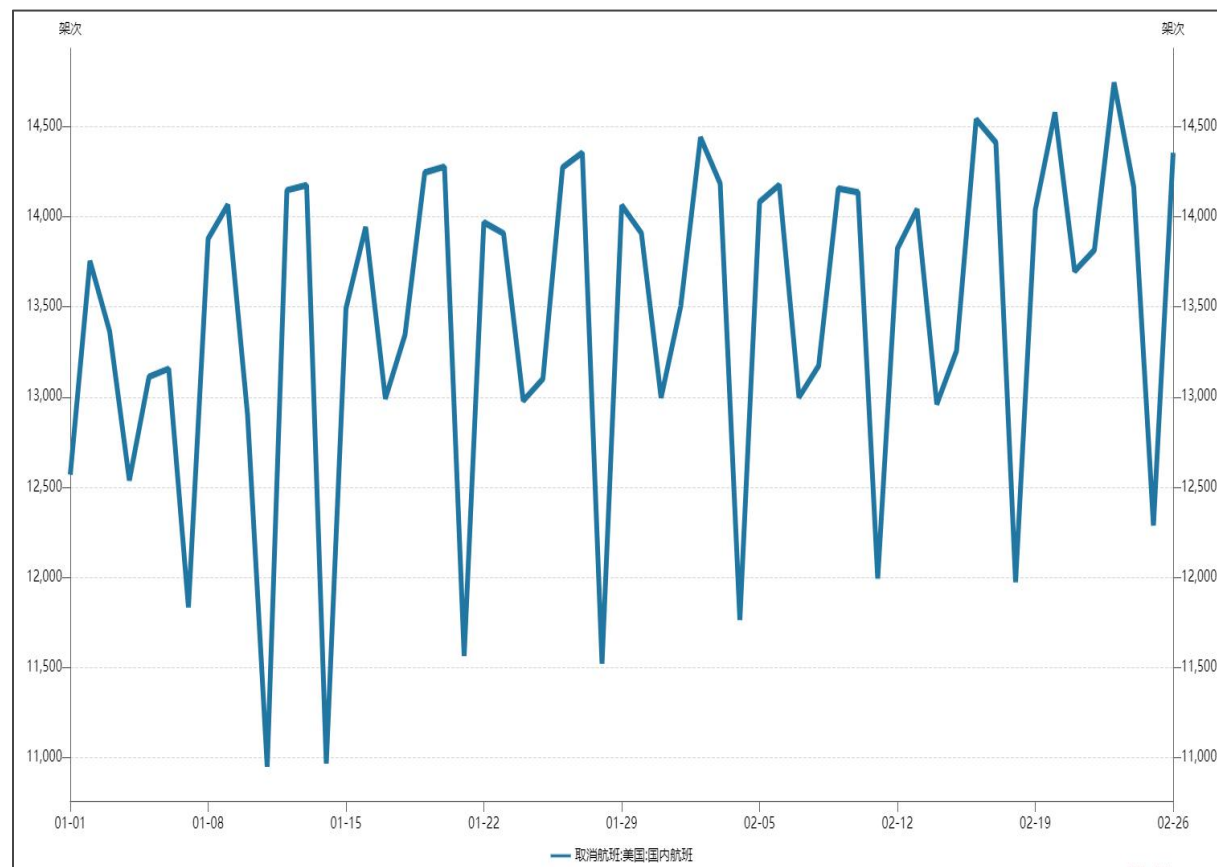
(美元指数/原油期货价格)

(3.2) 需求——三大月报上调原油需求增速

- 在最新一轮的EIA月报当中，EIA将2023年全球原油需求增速预期上调**6万桶/日**至111万桶/日，此前为105万桶/日，将2024年上调7万桶/日至179万桶/日，此前为172万桶/日，从整体角度来看，EIA一改去年连续数月的下调预期，说明对于未来市场原油需求的修复抱有明显的信心；同时另一方面，EIA最新月报将中国和欧洲油品需求预期分别上调**18和5万桶/日**，该数据的回调说明市场目前对于国内市场的回暖抱有较高的期待，尽管随着国内防疫政策的全面放开，未来需求的逐步回暖可以说是板上钉钉的事实，但从时间周期的角度来说，短期内可能难以对油价形成有效的支撑，尽管我国元宵节后道路交通流量已经增至去年以来的最高值，但需求的全面恢复仍旧需要时间来沉淀。
- 另外，OPEC将2023年全球原油需求增速预测调整为230万桶/日，此前一轮月报预计为222万桶/日，涨幅达到**8万桶/日**，同时对2023年全球经济增长预测上调至2.6%，此前预测为2.5%，涨幅为**0.1%**。虽然OPEC上调了全球石油需求的预期，但值得注意的是，目前全球最大的三个消费国家，中国、美国，以及印度在上个月的进口数据存在一定的下调，其中中国石油制品净进口较上轮统计减少45万桶/日，至1119万桶/日，这也是我国多年来首次石油制品对外依存度的下降，同时印度石油制品净进口较上轮统计减少33万桶/日至435万桶/日，美国石油制品净进口较上轮统计减少101万桶/日至105万桶/日，三大消费国的进口降低意味着未来国际市场原油流向与贸易格局或许会迎来更大的变化。
- 与此同时，IEA月报将2023年全球石油需求上调至200万桶/日，达到1.019亿桶/日，比1月份月报的预测高出**10万桶/天**，数据公布之后同样对油价形成了一定的提振效果。

(3.3) 需求——北美冬季风暴仍旧肆虐

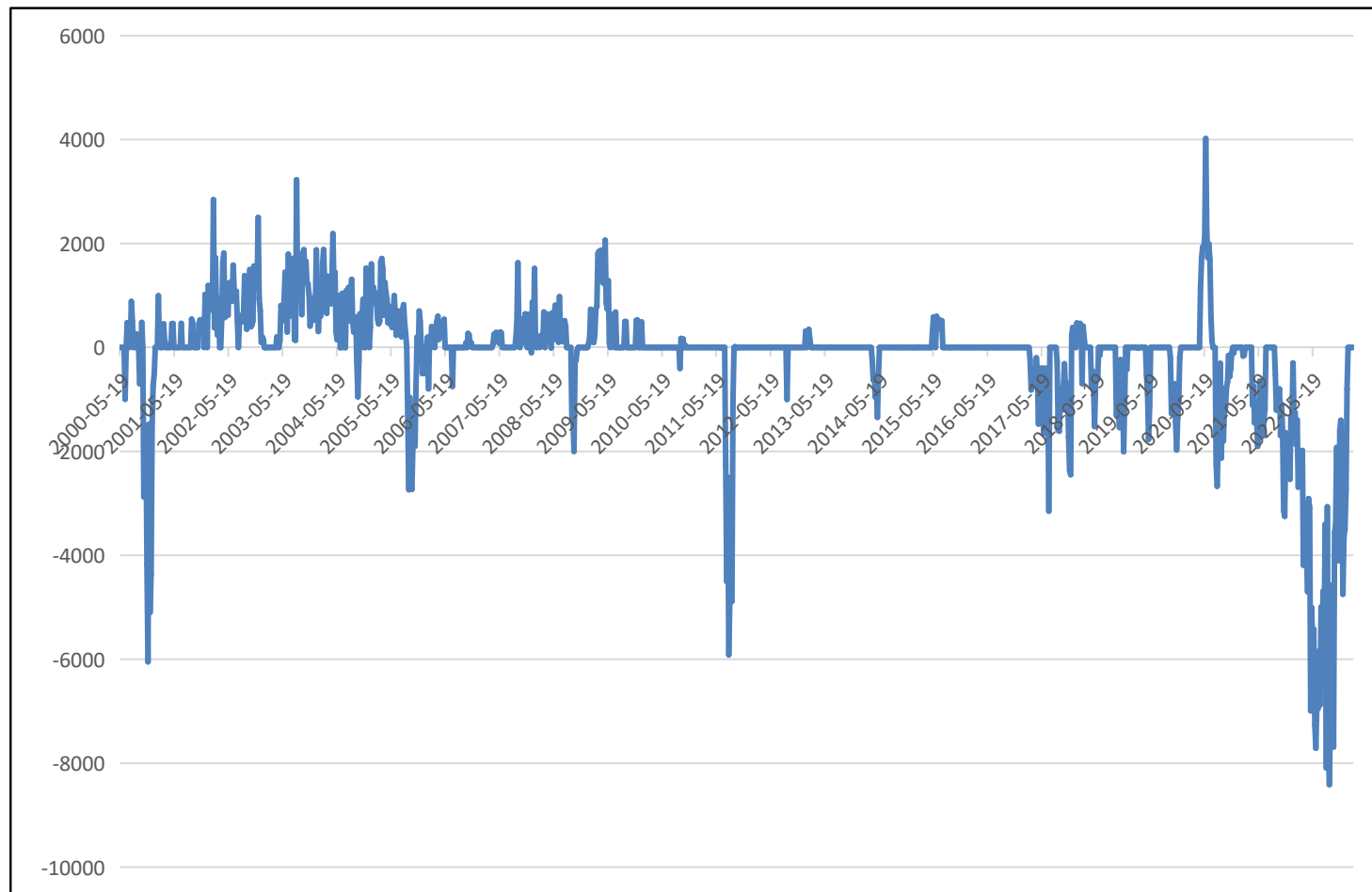
- 2月期间，北美地区的冬季风暴依然在对北美市场的消费造成打击，据福克斯新闻报道，美国新一轮冬季风暴使近1000架次航班被取消或延误，截至上周2月22日凌晨，全美有900多架航班被取消；并且北美多个地区有多达数十万人受风暴影响正处在停电之中。作为疫情后最被看好的燃油需求的最重要占比，全球范围内的航空需求恢复在今年开年之时便被寄予厚望，但随着冬季风暴的影响，目前航空燃油需求的修复进程仍在被不断滞后，这或许造成短线之内油价下方的支撑仍旧相对偏弱，但随着北半球的气温逐渐回暖，以及全球范围内经济局势走向的逐渐向上，未来中长期的需求或仍相对偏强。



(美国取消航班数量)

(3.4) 需求——油价逼近收储区间

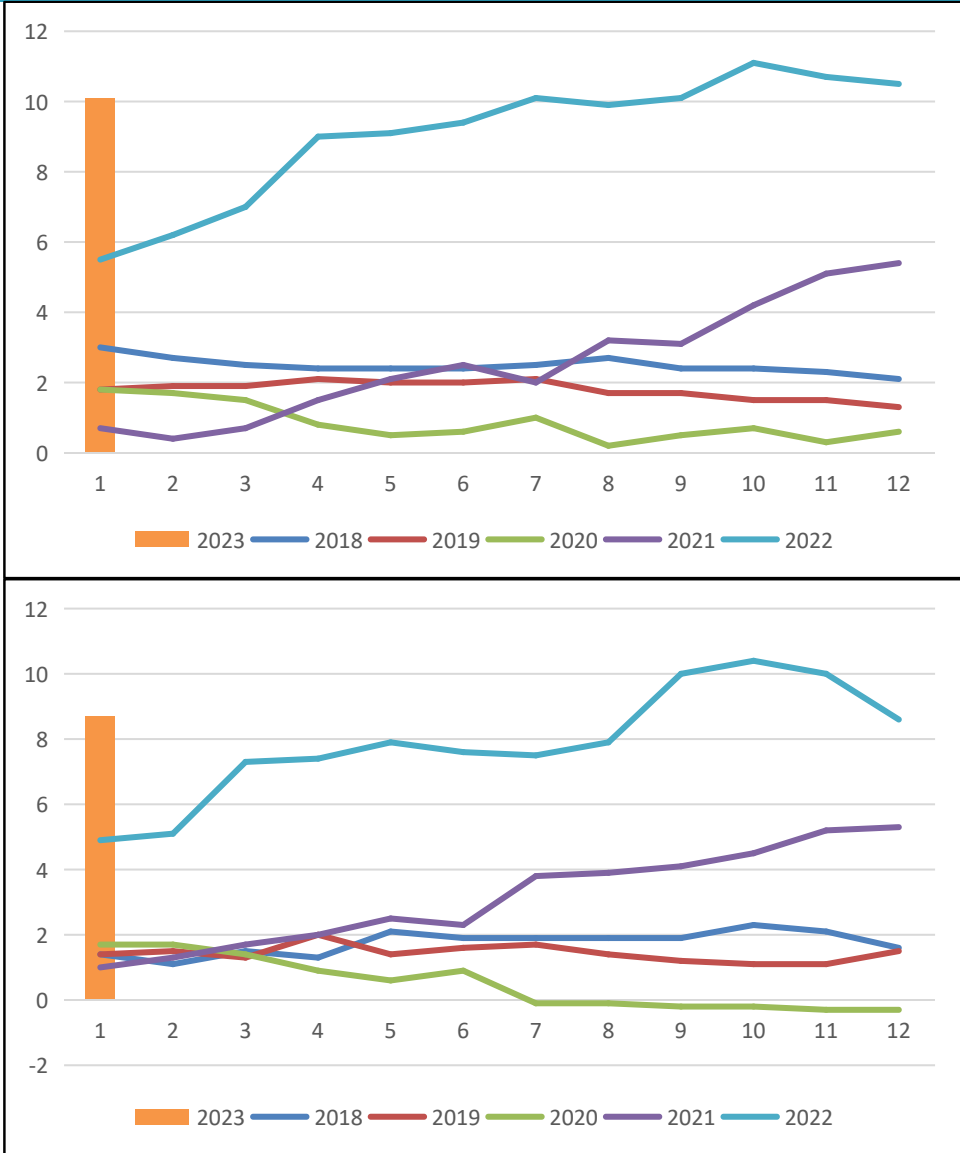
- 从油价的角度来看，WTI原油目前正在逼近此前拜登政府所提及的65美元至72美元/桶的可接受收储区间，近期可以看到油价在逼近72美元上方之后便连续反弹，但动能逐渐偏向不足，随着近期油价的持续偏弱，若未来真的触及美国政府的收储区间，那么大规模的收储行动将极大地提振到原油的需求，届时极有可能在此位置收获到较强的支撑。



(美国SPR变化值)

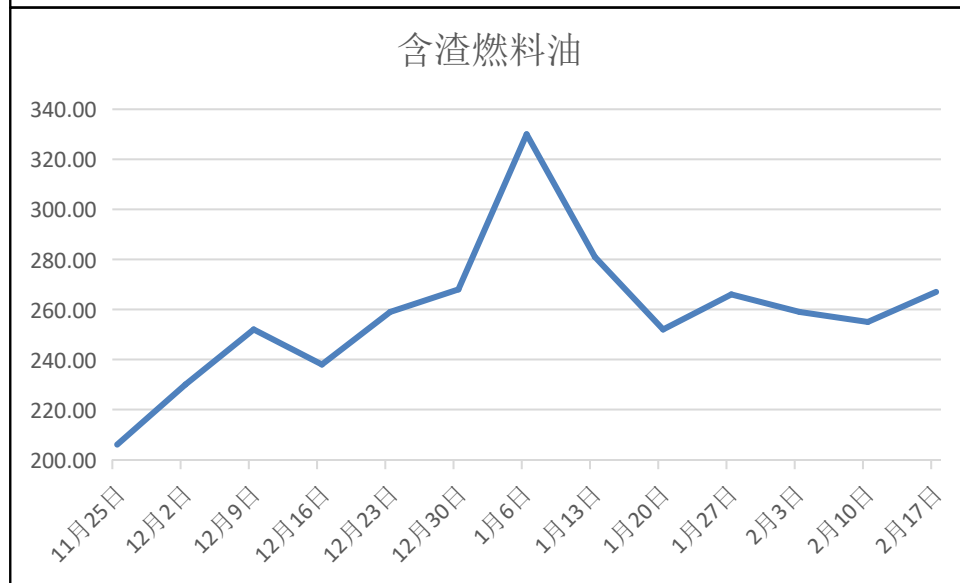
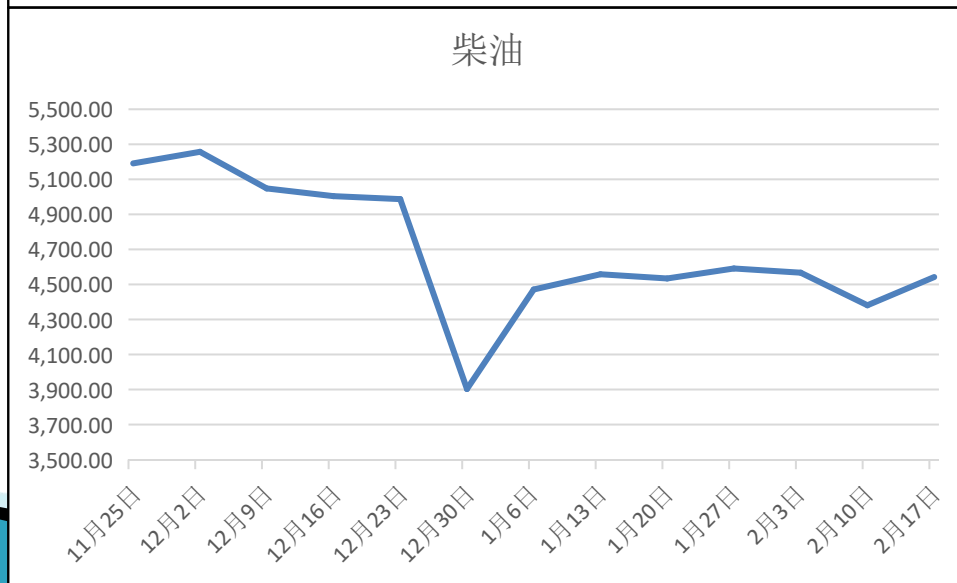
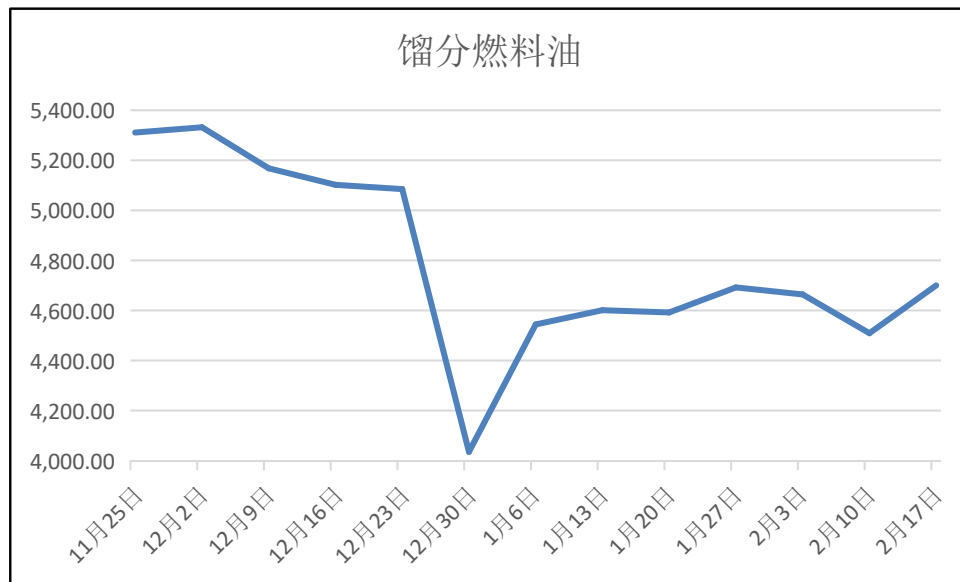
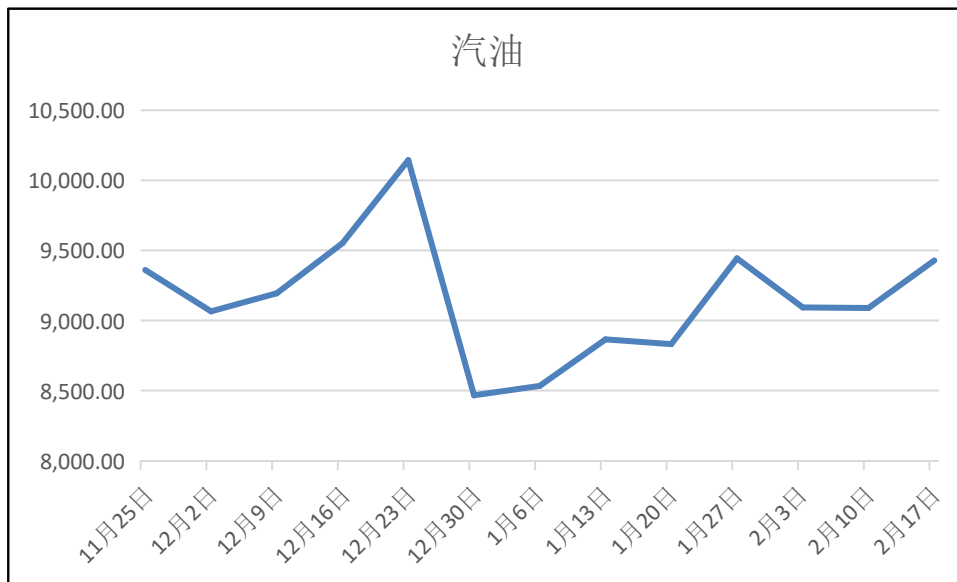
(3.5) 需求——欧洲经济或存缓和可能

- 随着2月初欧美超级央行周的结束，欧美主要经济体尽管依然在采取紧缩性的货币政策，但冬季能源价格的下跌已经导致欧美通货膨胀的问题得到了极大程度的改善，这也导致市场对于欧美市场陷入衰退的预期有所缓解；虽然从去年开始市场对于欧洲市场以及美国市场陷入经济衰退的预期就始终压制多头力量的发挥，但从近期的发展来看，随着英国央行停止加息动作以及美联储加息幅度的逐步缩窄，未来市场中欧洲陷入衰退的预期已经在逐步减弱，这意味着随着国内需求的逐步修复，尽管外需仍是拖累油价的一大主要因素，但拖累程度将得到急速的缓解，预计也将对油价逐步形成支撑。



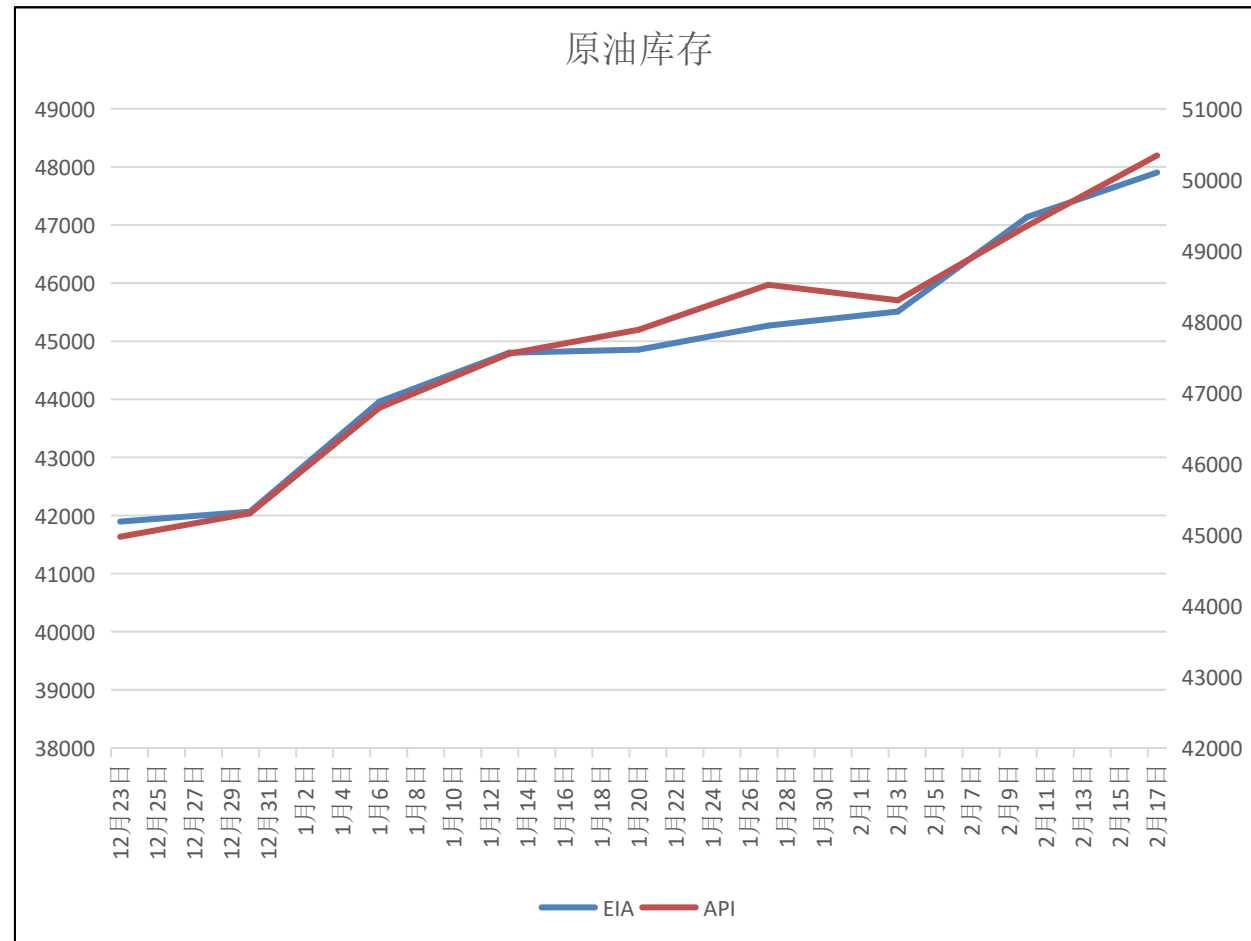
(英国5年CPI同比(上) 德国5年CPI同比(下))

(3.6) 需求——成品油产量缓慢回暖



(4.1) 库存——原油库存连续积累

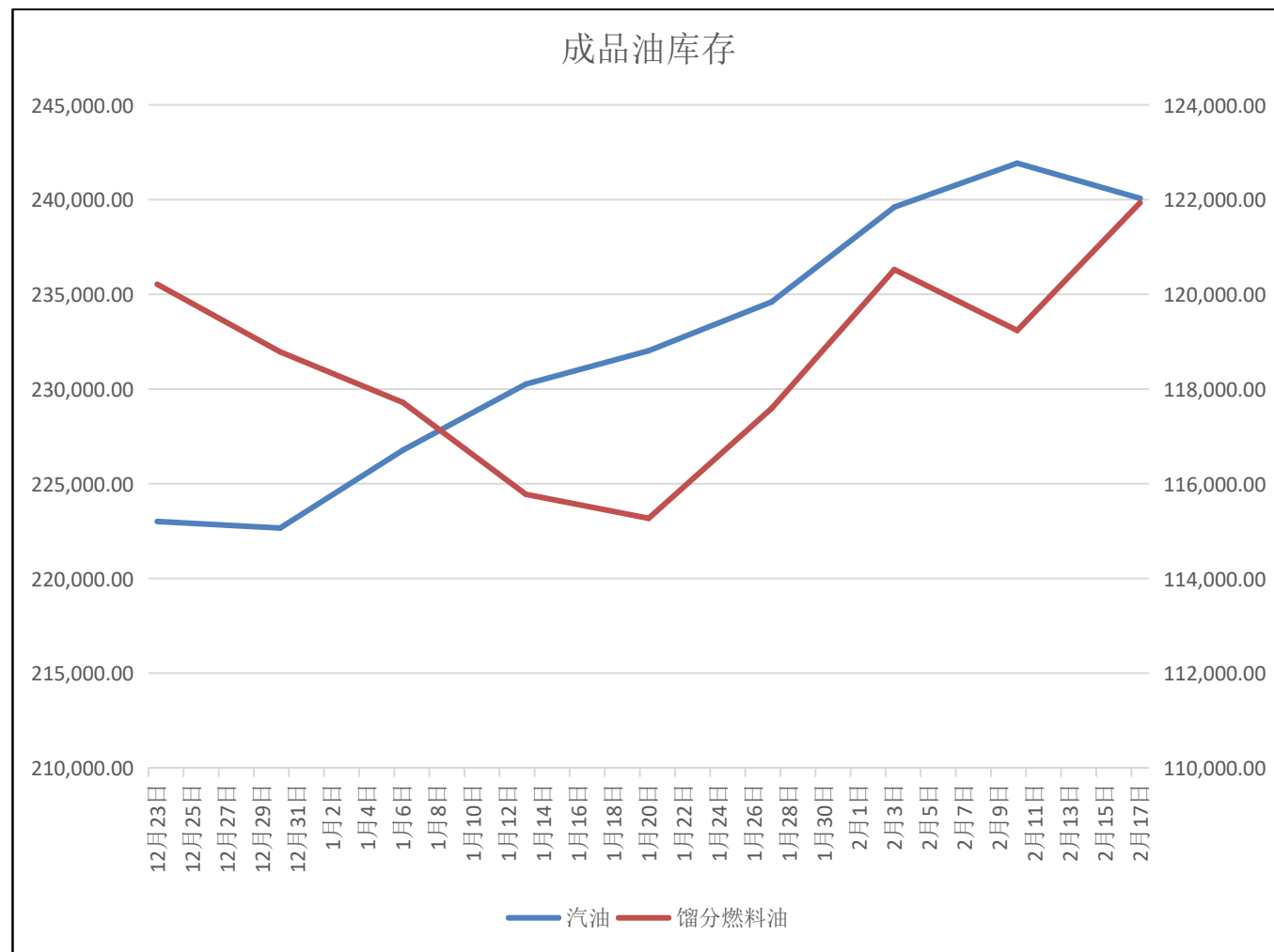
- 原油库存方面，截至2月17日当周，API数据录得原油库存增加989.5万桶，预期为增加123.3万桶，前值为大幅增加1050.7万桶，是API库存数据连续第9周的增加；EIA原油库存则录得截至2月17日当周同样增加764.8万桶，预期为增加208.3万桶，前值为大幅增加1628.3万桶，为2021年5月28日当周以来最高。两大原油库存数据的积累在近期对油价形成了不小的打压，但随着库存水平的逐渐高企，市场也慢慢发现季节性因素在其中发挥着不小的作用，因此随着季节性影响的消化，原油需求在春夏季节的逐步回暖，未来库存走势或再度进入到缓慢去库之时，届时油价走势或也将出现明显的变化。



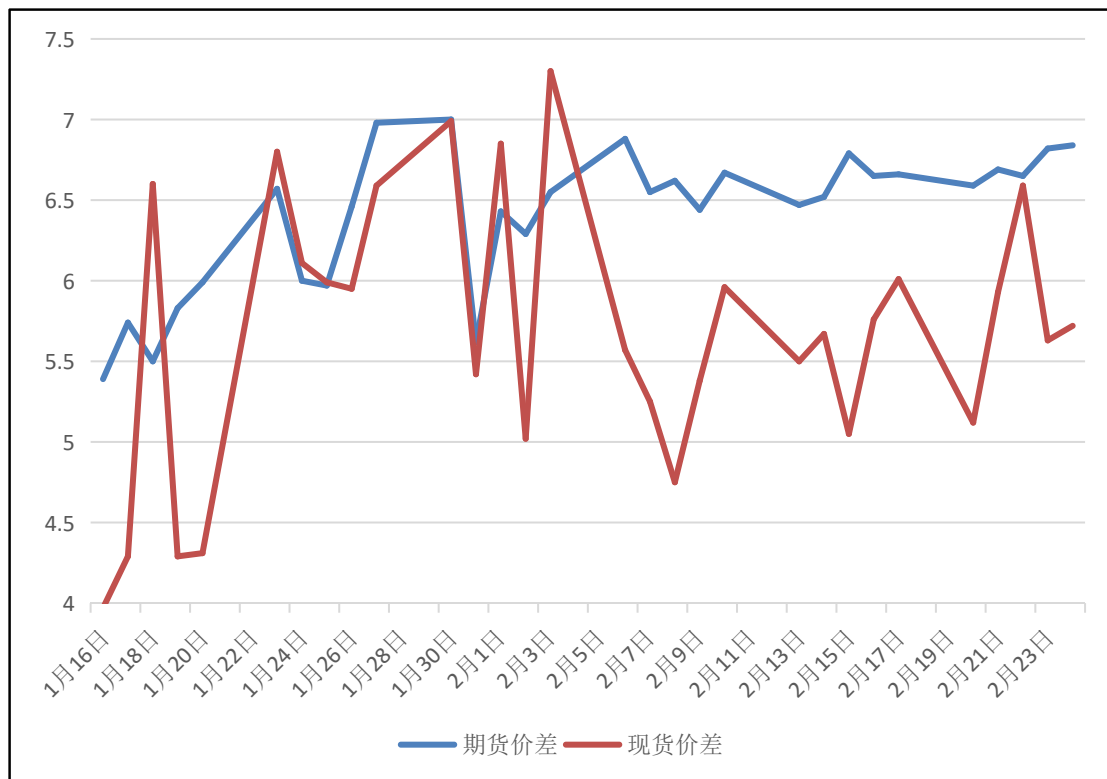
(EIA/API原油库存)

(4.2) 库存——汽油终结累库终见去库

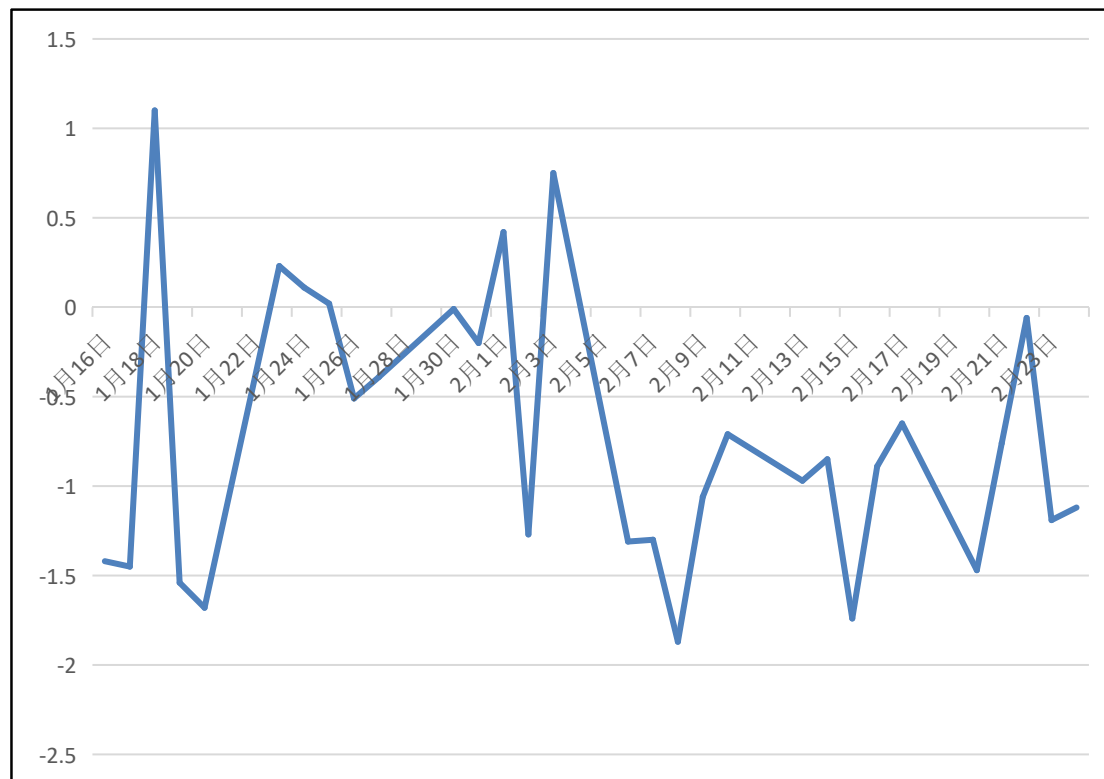
- 在成品油库存方面，EIA数据显示截至2月17日当周，汽油库存实际公布减少185.6万桶，预期增加10.8万桶，前值231.6万桶，降幅录得2022年12月23日当周以来最大，并结束了此前连续6周的增加趋势；精炼油库存实际公布增加269.8万桶，预期为减少112.6万桶，前值为128.5万桶，成品油库存中较大变化的便是汽油库存在上轮数据周期终于迎来的去库，一方面是由于北美炼厂开工率有所下滑导致汽油供给稍显疲软，另一发面则是由于随着气温的逐渐好转，北美出行需求正在提振汽油的消费。



(5.1) 价差——国际期现价差



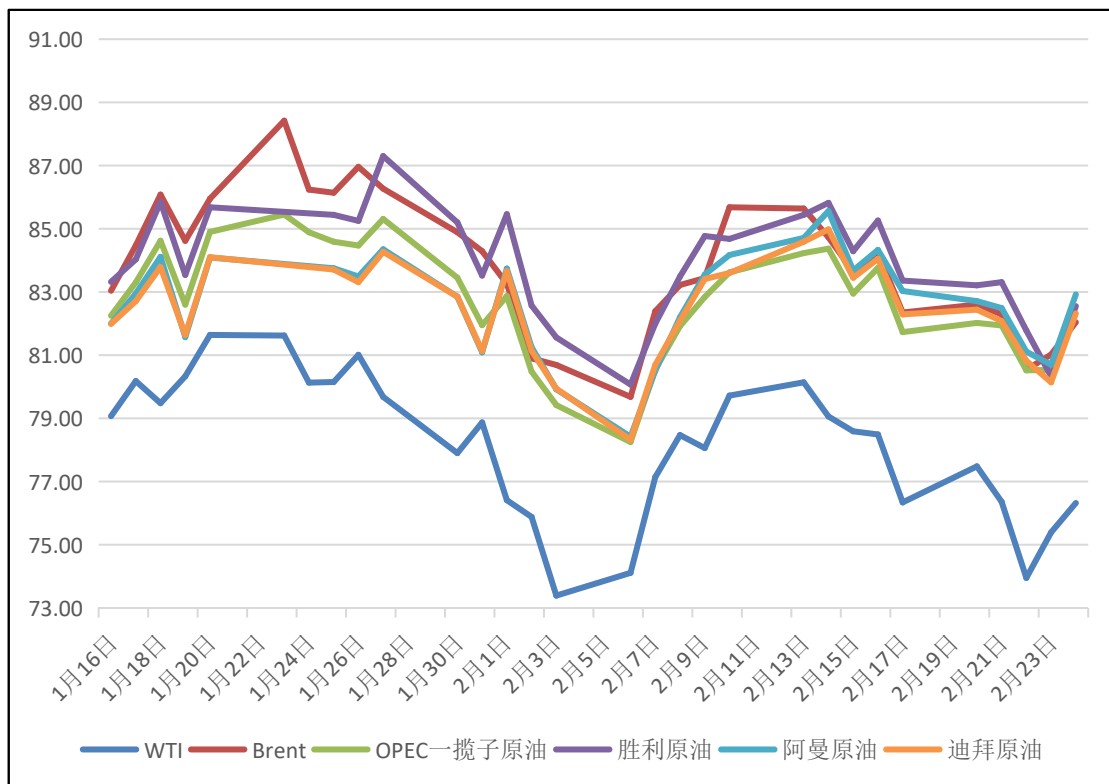
(WTI/Brent 期现价差)



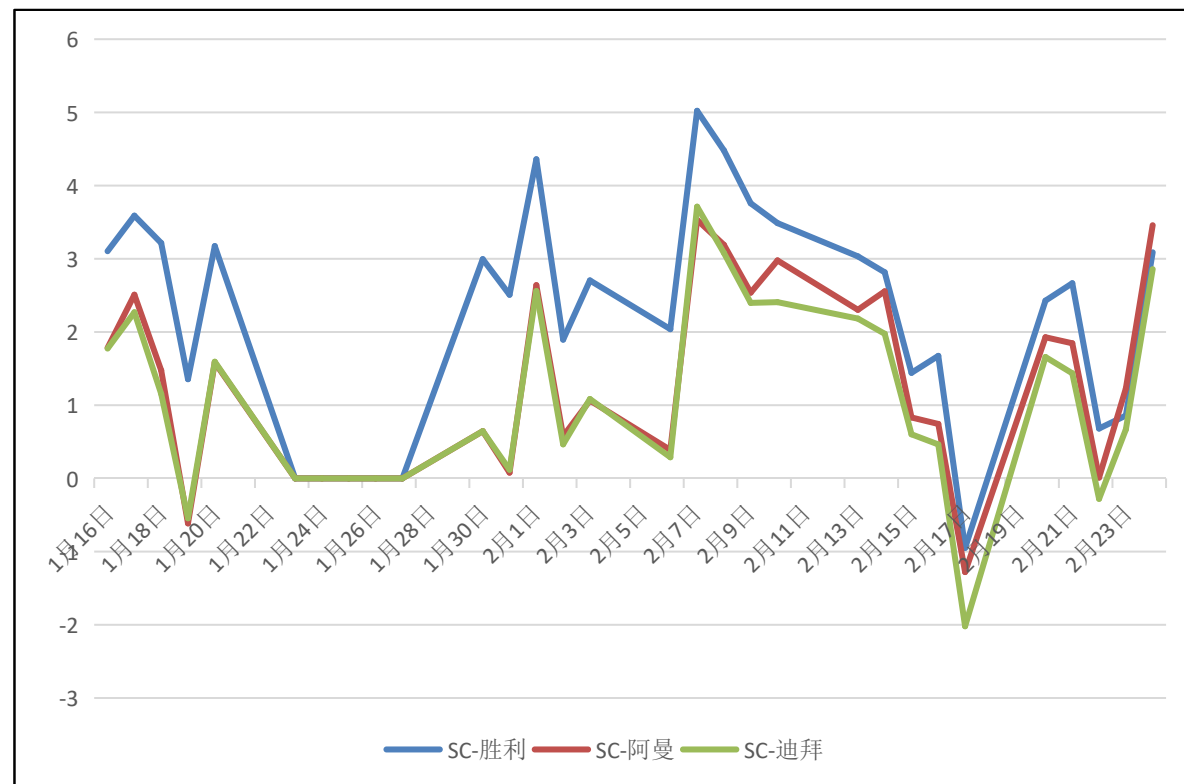
(Brent基差)

- 2月份WTI与Brent期现价差走势略有分化，其中期货价差基本维持震荡水准，保持在[6.5-7]美元的区间之内，但现货价差则剧烈震荡，主要是由于北美市场2月份进出口以及生产情况变动较大所导致。预期后市期货价格仍将维持当下走势，继续震荡。

(5.2) 价差——国内期现价差



(现货价格)

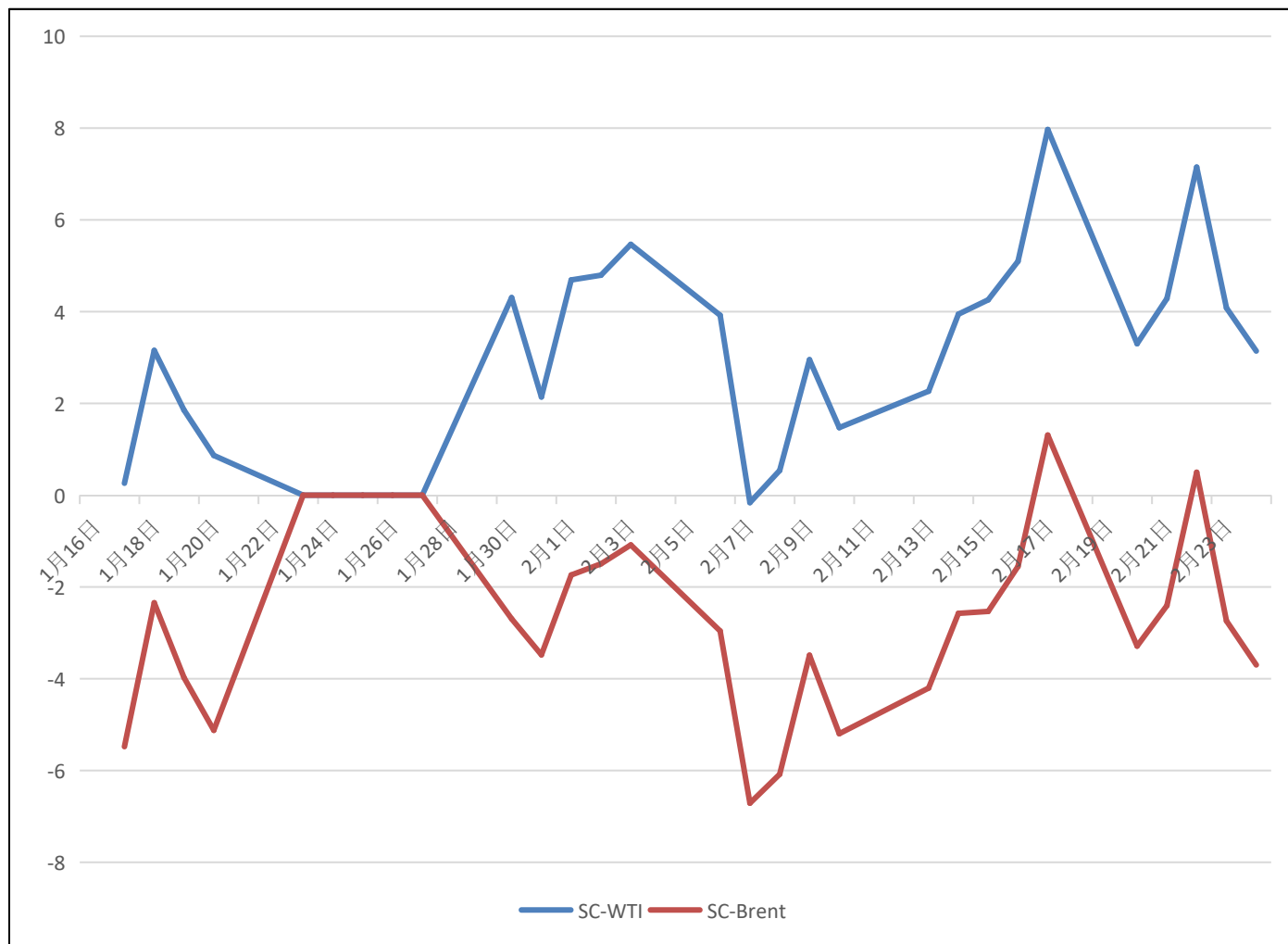


(SC基差)

- SC原油方面，2月份各大国际品种价格基本震荡走低，虽然月底时间有所反弹，但难以弥补月内的跌幅。就近期基差来看，SC原油基差有进一步扩大走势，但预期维持时间或许有限，月度时间基差或震荡在[1-4]美元/桶的区间之内。

(5.3) 价差——内外盘价差

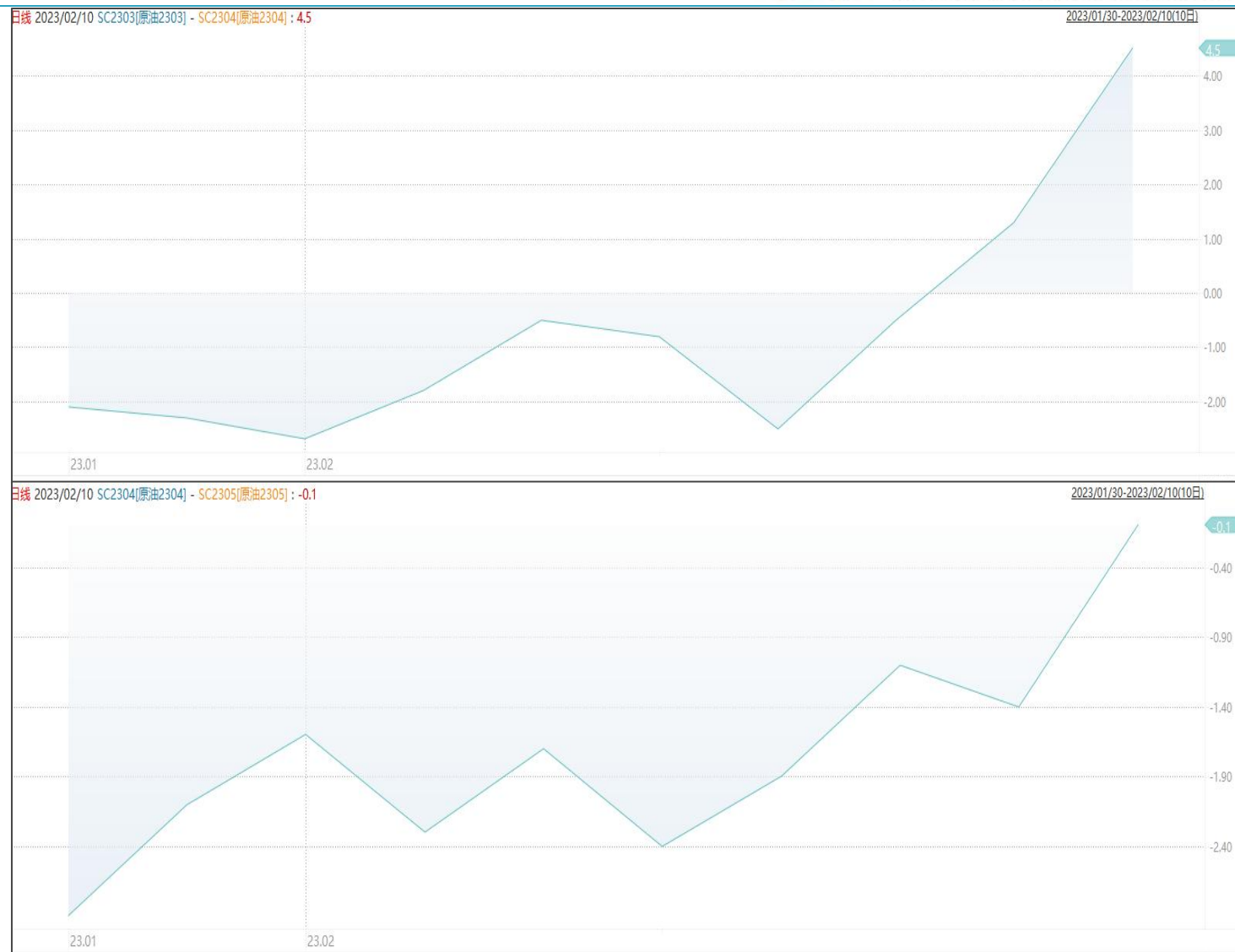
- 内外盘品种联系来看，SC原油期货依旧处于WTI与Brent原油期货品种的价格之间，2月份的价差仍旧波动在正常区间之内，并且基本已经消化完毕自去年年底疫情以来的风险溢价。虽然近期价差呈现出震荡下行的走势，但主要原因是03合约进入交割月导致内盘较强，而随着国内需求修复预期的逐步高涨，SC期货价格对比外盘品种将愈发强势，预计3月份内外价差或存在进一步走阔的可能性，存在一定的上行空间。



(内外盘价差)

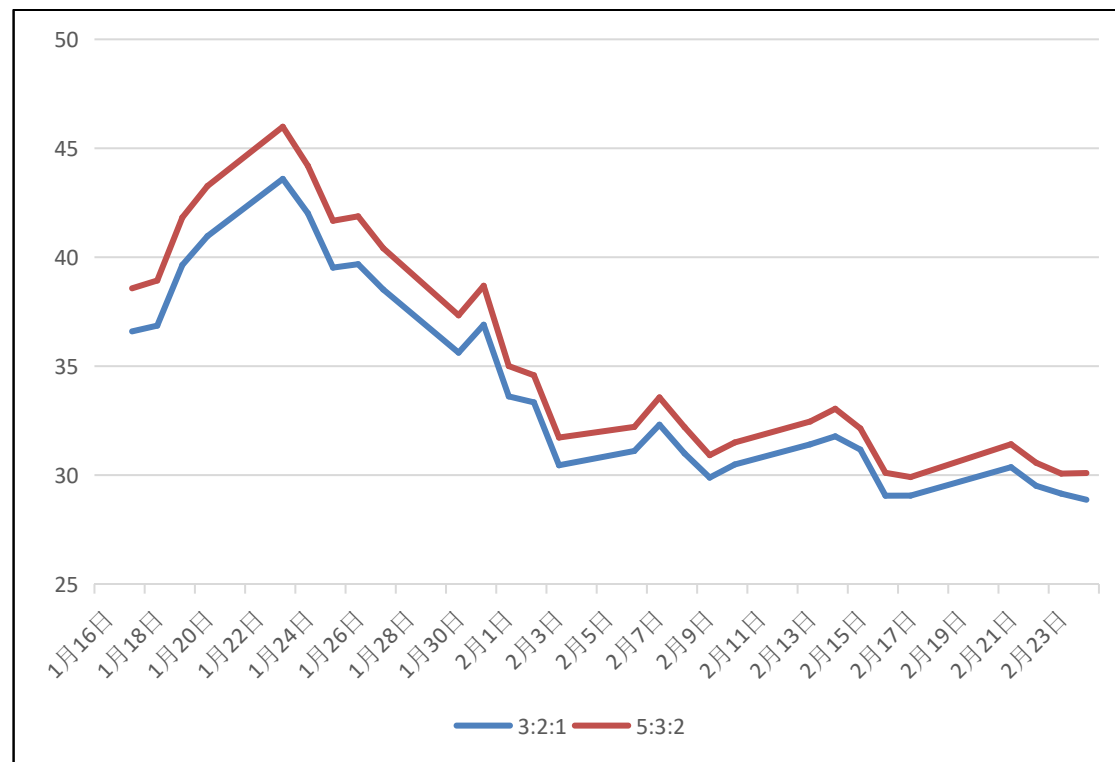
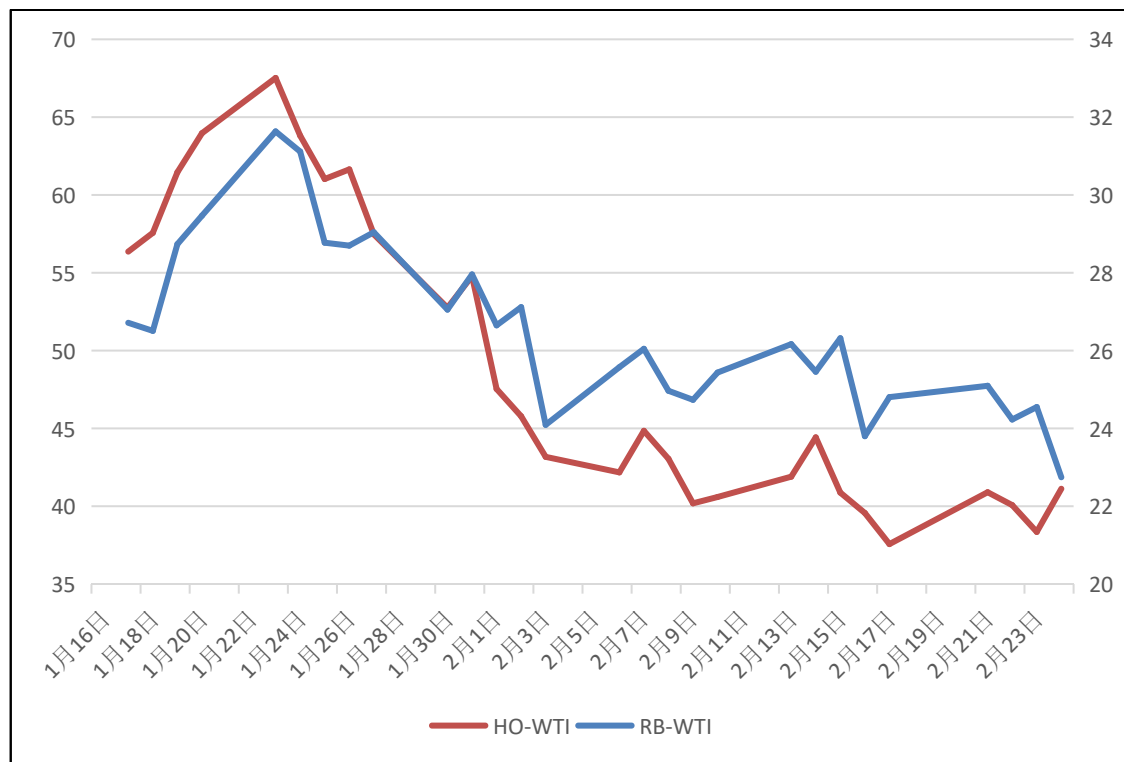
(5.4) 价差——SC月差

- SC原油期货月差结构在2月份逐步走强，其中03-04合约的价差结构随着03合约进入交割月份，价差也从负值区间恢复至正值区间之内，并连续向上运行；而反观04-05合约的月差结构，虽然在2月份同样有所上行，但仍旧处在负值区间之内，说明国内原油期货近远月价格倒挂的格局有一定程度的改变，但本质的负值仍然存在。



(03-04、04-05月差)

(5.5) 价差——裂解价差



(美汽柴油裂解价差)

- 2月份国际汽柴油裂解价差连续下行，主要是受到了原油价格重心下移以及北美炼厂开工率连续下降的影响。但从汽柴油基本面来看，俄罗斯柴油的断供随时都可能出现，并且向欧洲出口的数量已经大量转移至非洲与东亚地区，后市随着制裁的实施或存在进一步的短缺可能，因此柴油裂解或在未来存在进一步回调可能，进而导致低硫裂解存在操作空间。

04

观点小结

2月份国际油价整体上行后回落，并在最后一周的后两个交易日重新回涨，但仍旧难以弥补月中时间的大量跌幅，月度角度来看，美油月线录得下跌3.71%，布油月线录得下跌3.53%，SC原油月线录得上涨1.94%。

从近期的影响因素来看，最后一周前半程时间油价主要受到了美国三大宏观数据的影响，在市场风险偏好的影响下油价连续下跌，但后半程则受到了国际地缘局势的影响，随着G20峰会的展开与G7的制裁出手，市场对于俄油断供的恐慌情绪再度导致油价上行。因此综合以上分析来看，短期周度之内，油价或在地缘局势以及俄油减产的影响下稍显偏强，但考虑到俄罗斯能源出口仍相对顺利，因此上方空间整体有限；中长期来看，宏观经济下行的压力仍然存在，对于油价的压制不容小觑，市场或长期处在金融属性与需求回暖的博弈之下。因此操作上建议短期内短差为主，SC原油在[515,565]区间内高抛低吸，关注美油下方72美元的支撑；中期建议以美联储加息节奏为主要参考依据，偏空机会仍存。

上行风险：国际地缘政治冲突加剧、欧美经济迅速缓解降温加息预期、俄罗斯欧佩克再度大幅减产等

下行风险：国内修复不及预期、全球经济衰退预期加剧、俄油出口数量仍顺利上涨等

- 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

