

2023年

东亚期货商品年报

— 能源化工

— 原油

上海东亚期货有限公司

研究院&投资咨询部

能化小组

投询业务：沪证监许可【2012】1515号

目录

- 1. 行情回顾
- 2. 供需评估
- 3. 后市关注
- 4. 行情展望

目录

- 1. 行情回顾
- 2. 供需评估
- 3. 后市关注
- 4. 行情展望

• 一季度



一季度油价先扬后抑。年初欧佩克增产40万桶/日显著不及预期，2月下俄乌冲突爆发，彻底点燃本就已经偏紧的供需。随后IEA号召成员国抛储给油市降温。同时俄乌冲突出现一些缓和信号带动油价快速回落。

• 二季度



二季度油价依然呈现先扬后抑。虽然4月美国开始加大抛储规模，但随后欧洲开始谋划对俄罗斯的石油禁令，中国出台稳经济政策，供需两端进一步收紧带动油价走高。季度末美国开启加息之路，油价开启震荡回落走势。

• 三季度



三季度油价呈现回落走势。美国连续大幅加息，历史级别的抛储以及伊朗核协议无限接近达成均对油价构成压力。但INE油价表现相对强势，这里主要交易人民币的贬值，国内仓单处于相对低位以及中质油的结构性紧缺。

• 四季度

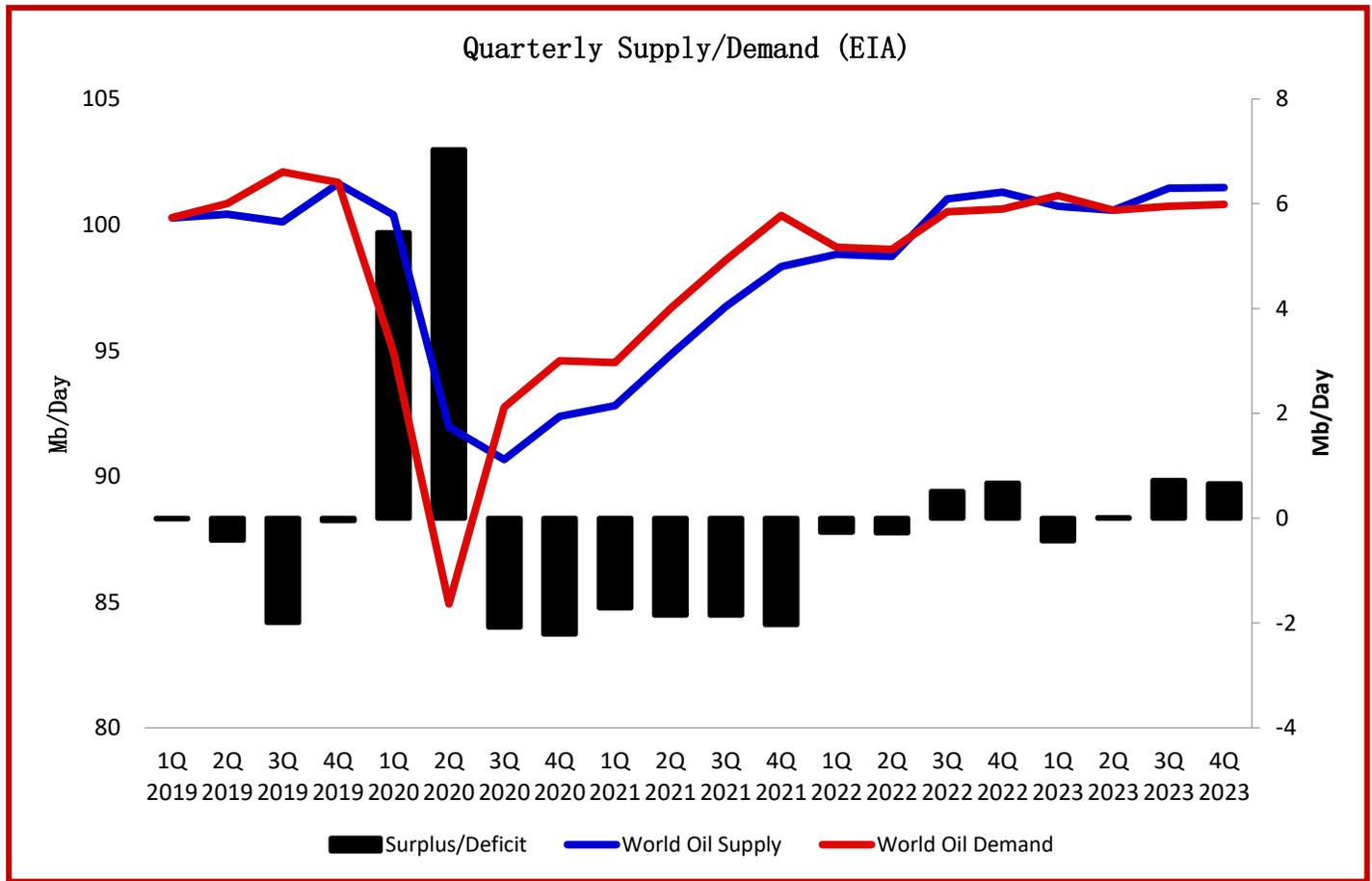


四季度油价整体呈现震荡。10月欧佩克祭出名义200万桶/日减产规模以对抗全球衰退。但中国公共卫生事件恶化显然给本就疲弱的需求当头一棒。月差走弱则是佐证。INE油价在11月后表现更弱。这里主要交易的逻辑正好是第三季度的反面。

目录

- 1. 行情回顾
- 2. 供需评估
- 3. 后市关注
- 4. 行情展望

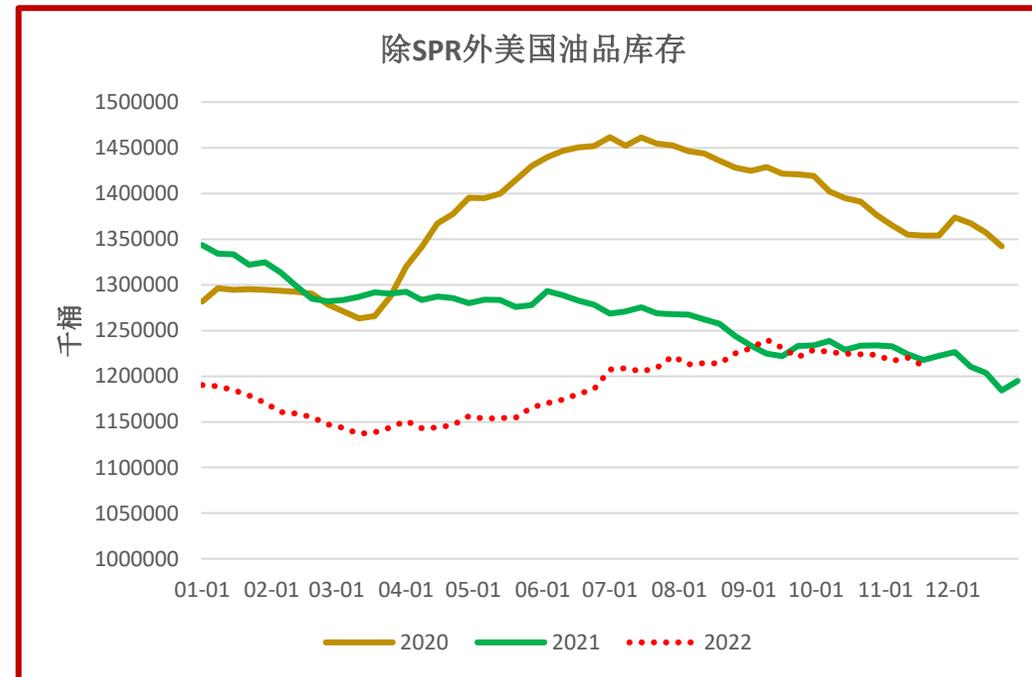
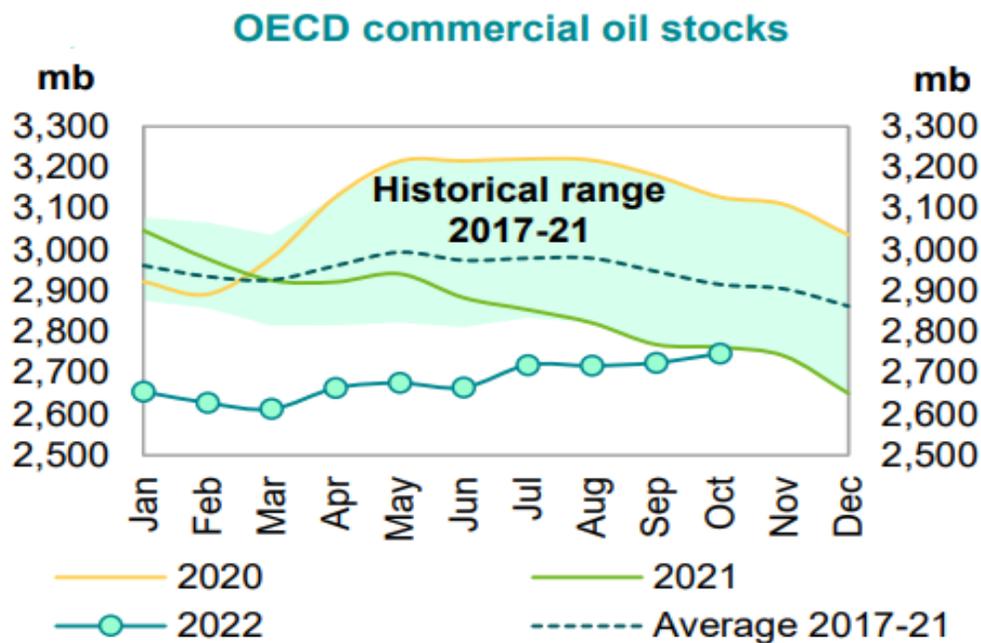
• 平衡表



参考EIA12月月报给出的平衡表，2022年上半年去库，下半年累库。上半年体现供给缺失，下半年体现需求疲弱。供需所形成的结果库存与OECD商业库存以及美国的库存数据均能够对应上。EIA预计2023年全年倾向于轻微过剩，仅一季度去库。

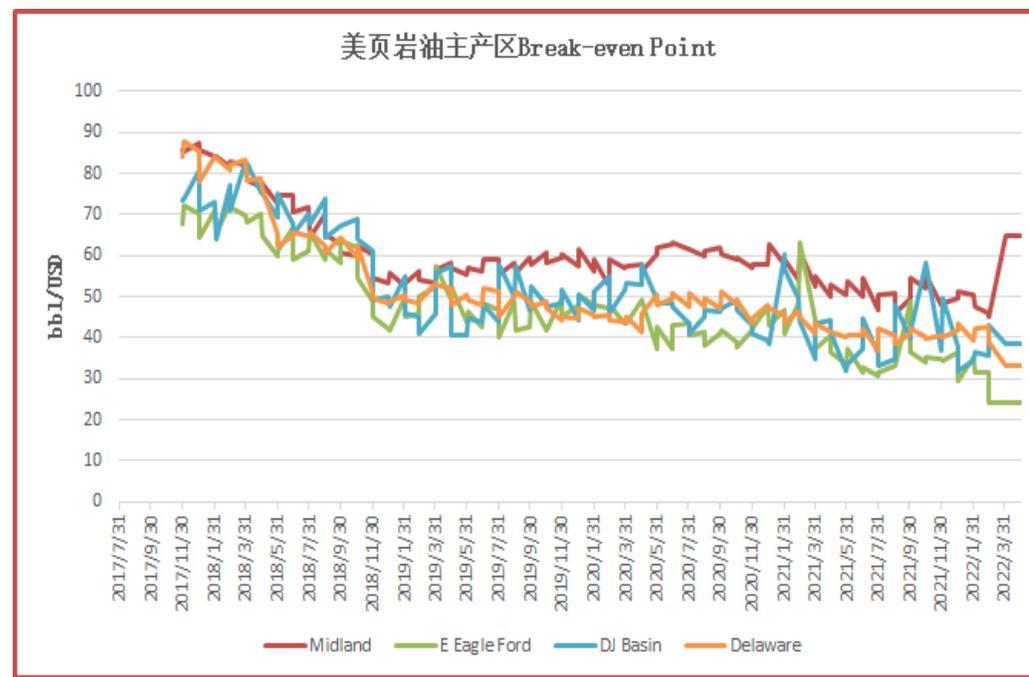
供需评估

- 石油库存：OECD、美国



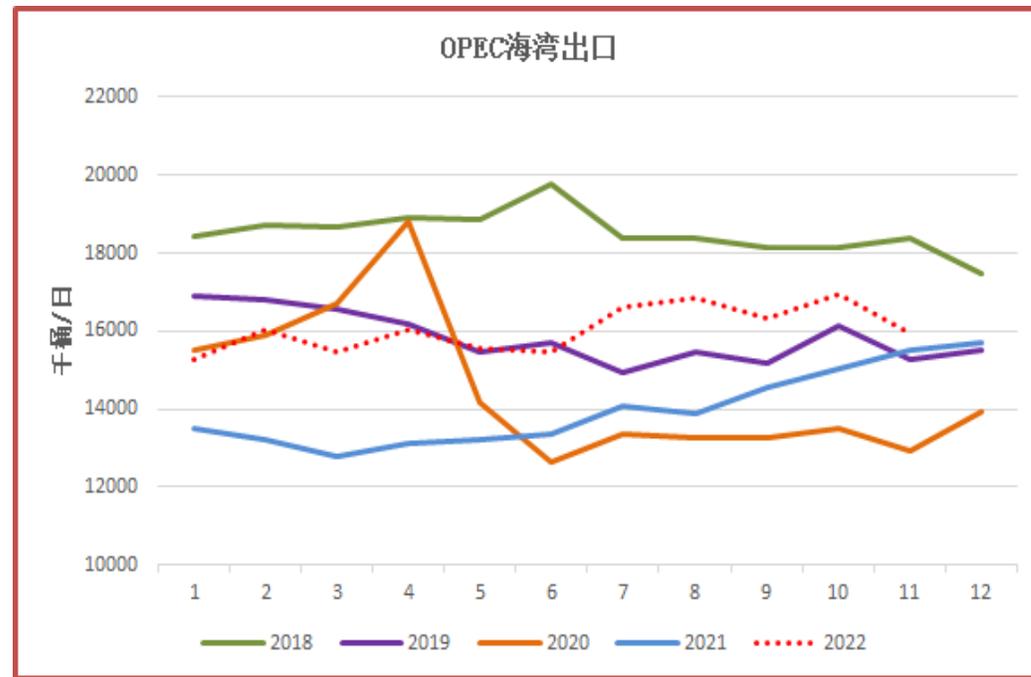
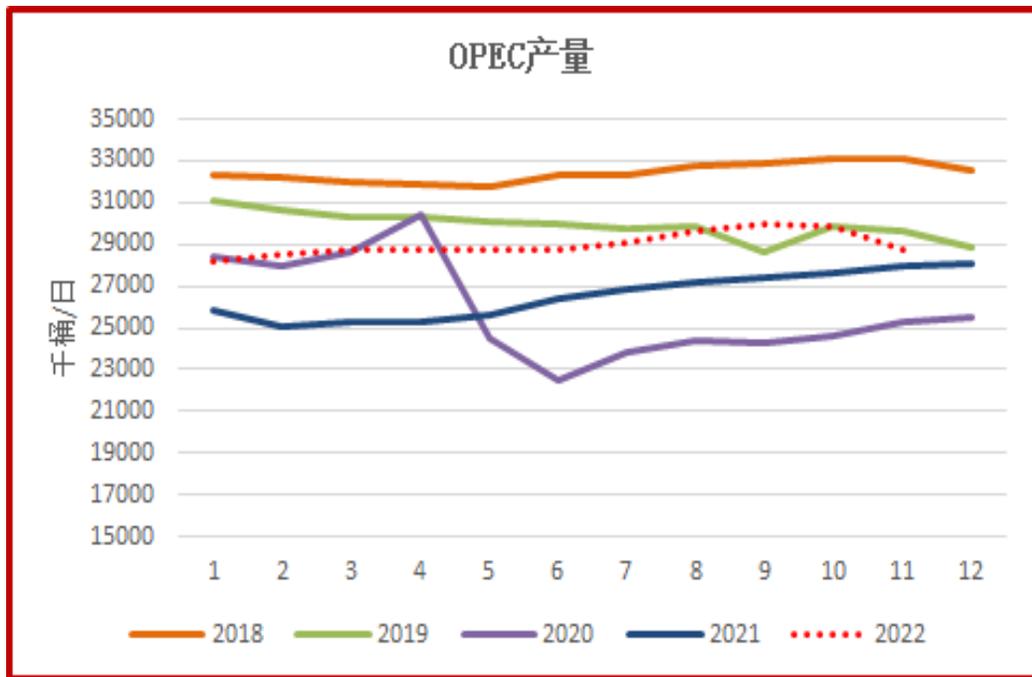
- 截至2022年10月，OECD商业原油库存环比上升2250万桶，至27.48亿桶，比2021年低1500万桶，比五年均值低1.68亿桶。按照衰退逻辑推演，后续可能仍是累库过程。但欧佩克减产加之俄油禁运所形成供给收缩可能令累库趋缓。
- 如果我们去看美国油品总库存2022年全年都在去库过程中，这是因为抛储的扰动过大，美国在6个月期间抛储量达到1.8亿桶。如果排除抛储影响，我们再看美国油品库存表现，二季度后期直至当下呈现持续小幅累库格局。

- 供应：美国增产步伐缓慢



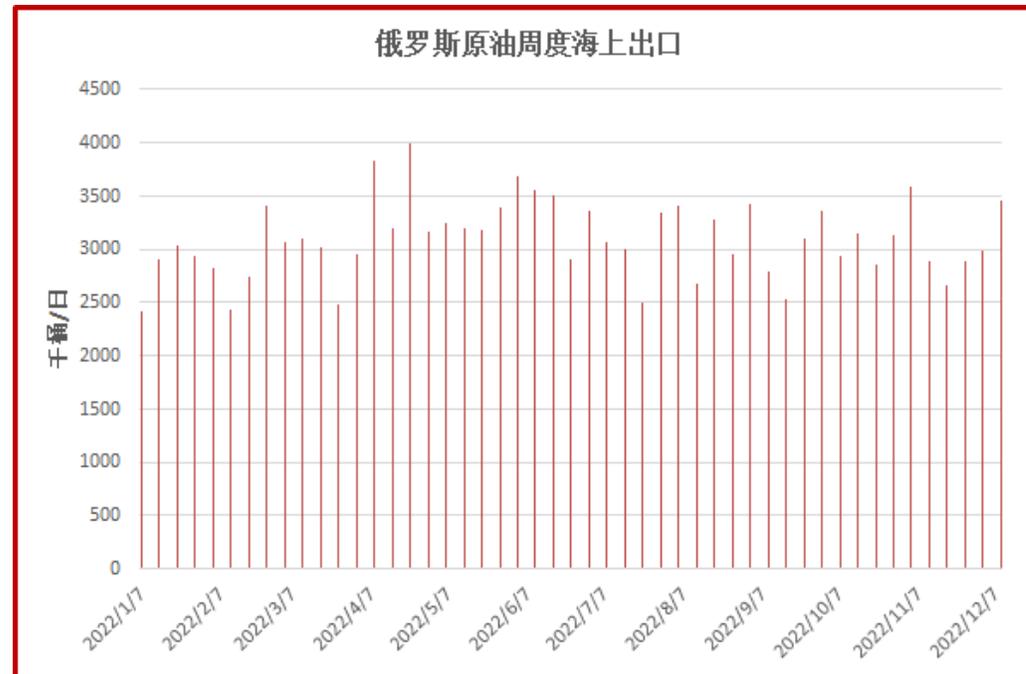
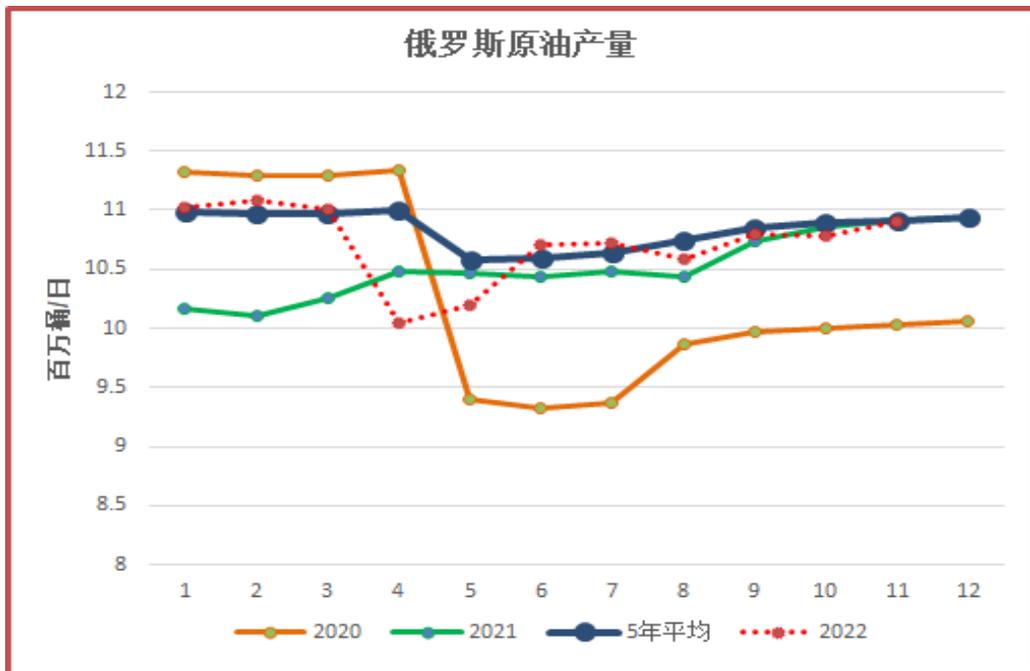
- 美国产量符合预期保持克制，EIA周报里给出的产量基本围绕1200万桶/日做波动。EIA预测2022年的原油产量为1183万桶/日，相比去年增58万桶/日。
- 页岩油主产区的盈亏平衡点看似普遍下移，但值得注意的是产量最大的二叠纪盆地盈亏平衡点显著上移，到达65美金/桶高位，这与成本通胀、劳动力紧张不无关系。

• 供应：欧佩克捍卫全球平衡



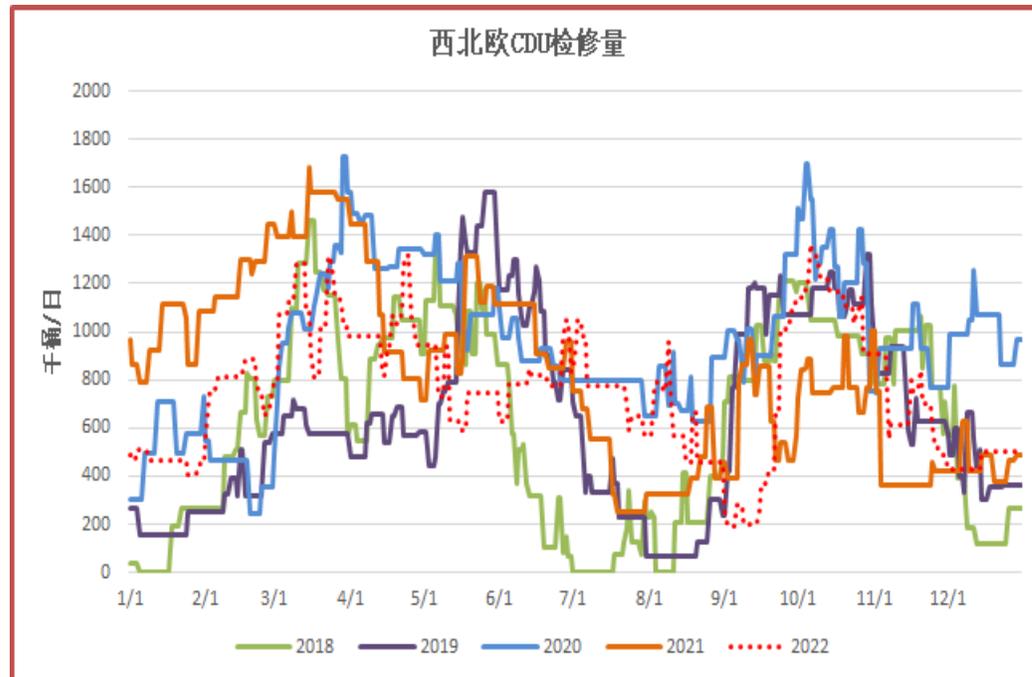
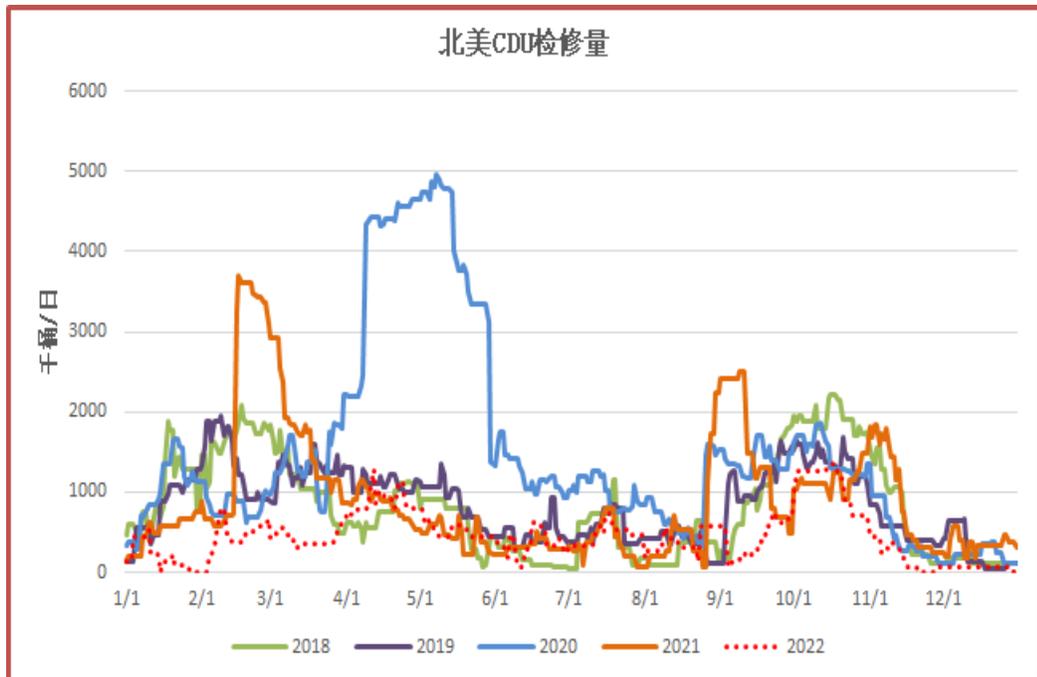
- 今年10月5日欧佩克+开会决定自11月起减产200万桶/日，考虑到部分国家已经低于减产基准，所以经计算实际减产规模在100-110万桶/日左右。彭博社统计的11月欧佩克产量环比减少105万桶/日，其实已经完成了整个欧佩克+的目标。
- 与产量表现一致，欧佩克海湾国家出口量在11月也出现了明显的下滑，这点可以通过海运费的下滑进行高频跟踪。

- 供应：俄罗斯减产不及预期



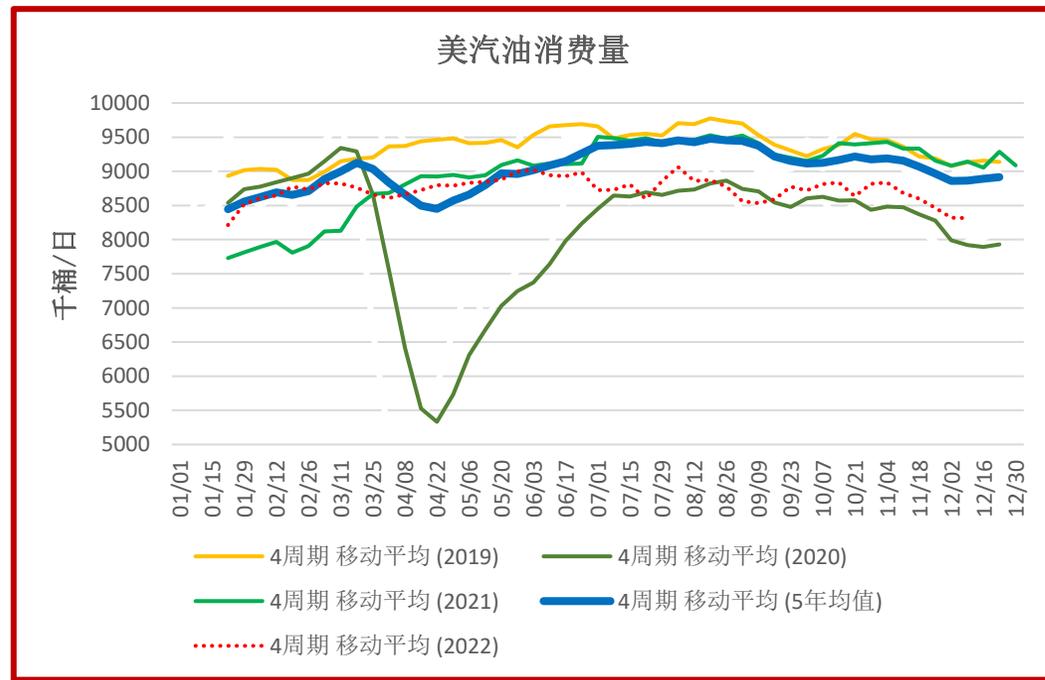
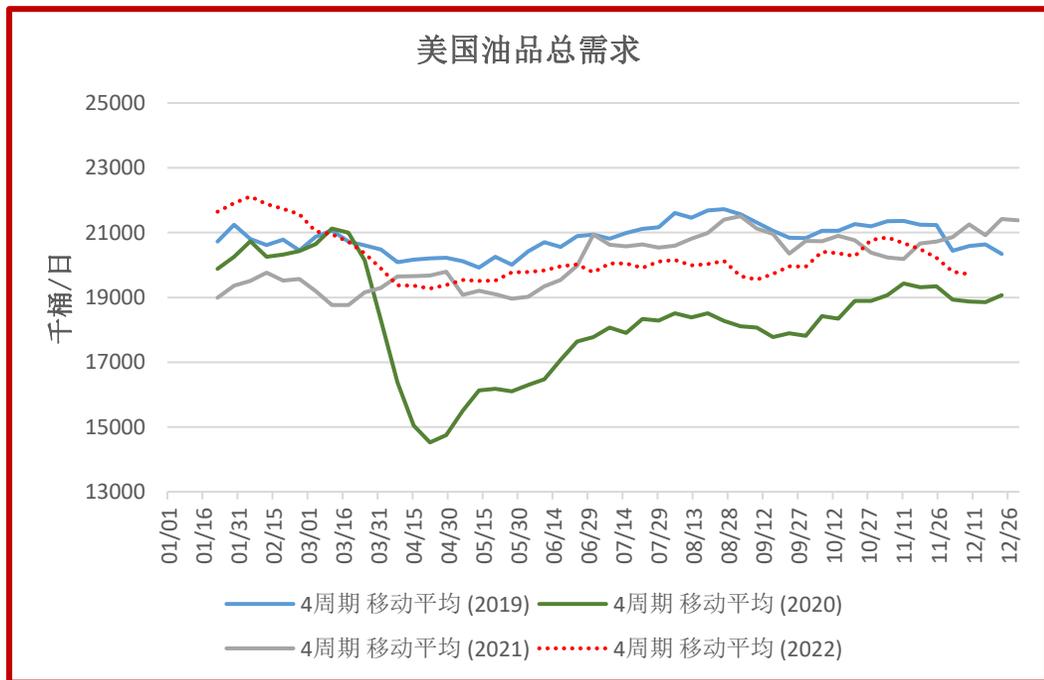
- 俄乌冲突之后，IEA曾做出损失300万桶/日产量的预判，但从实际表现来看，俄罗斯产量仅仅在三四月份出现明显下滑，之后就逐步恢复正常。按照10月欧佩克+会议精神，俄罗斯原油产量理应在11月1047.8万桶/日，但实际上俄罗斯11月产量升至八个月以来的新高，达到1090万桶/日。
- 欧盟和英美等国的禁运并没有带来俄罗斯海上原油出口的急剧下滑，更多是资源的重新分配。

- 需求：炼厂高开工



- 全球炼厂经历了产能出清和俄乌冲突之后整体利润水平升至近年来的高位，导致全球炼厂开工积极性高涨
- 欧洲炼厂因事故或罢工反而录得偏高的检修量，更加推升欧洲的成品油裂解价差，通过出口套利这个窗口将高利润传导至其他地区炼厂。

需求：美油品需求反映衰退

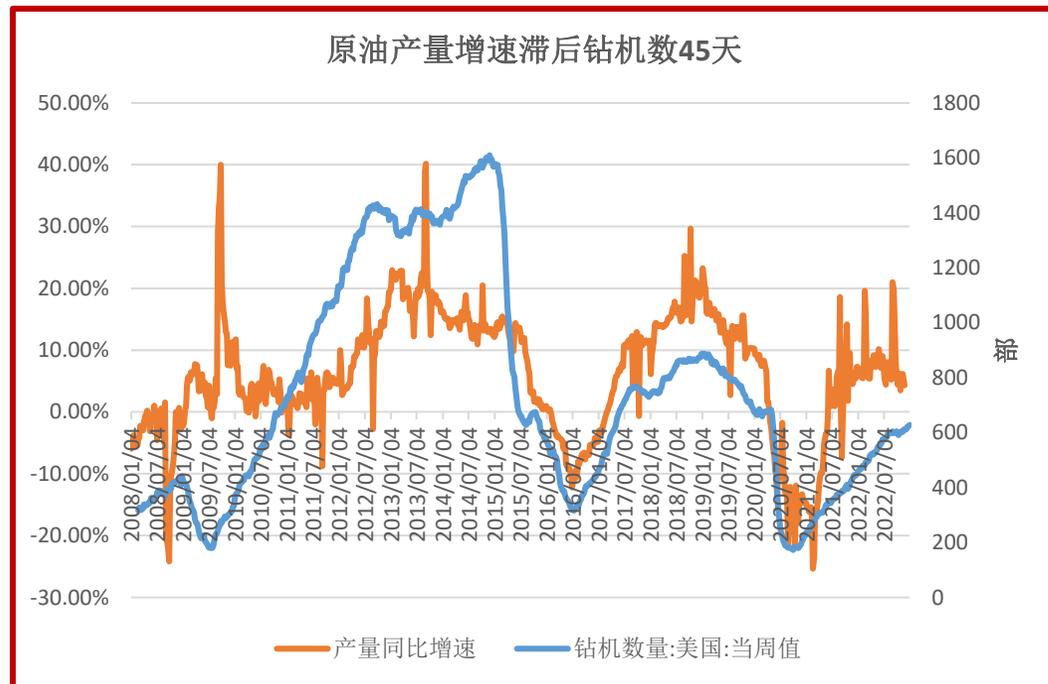
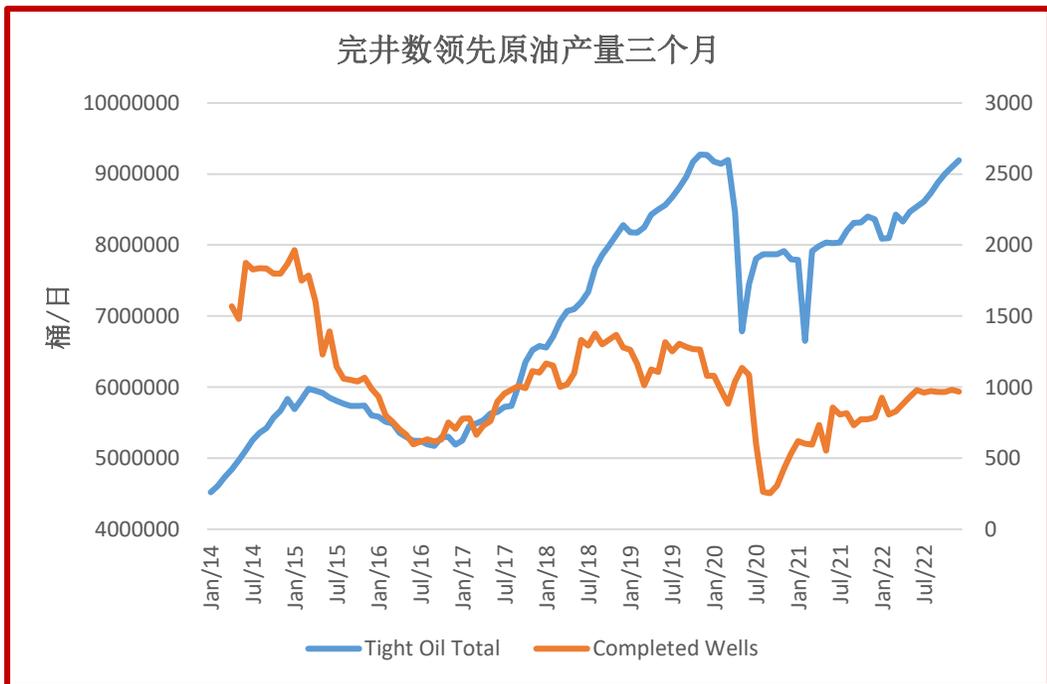


- 从美国油品总需求来看，自下半年开始已经明显落后于2021年同期。
- 从汽油所反映的出行需求来看，也有相似的结果，表观消费量向2020年同期靠拢。我们一般通过汽油表消观测出行需求，通过柴油表需观测工业需求，即动态监测衰退。

目录

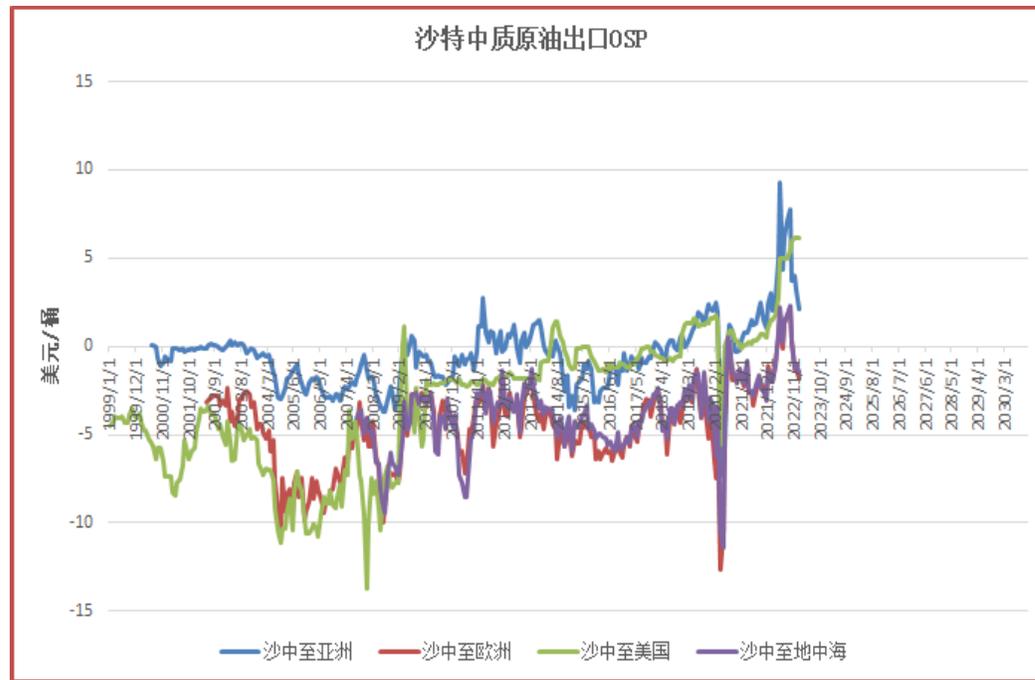
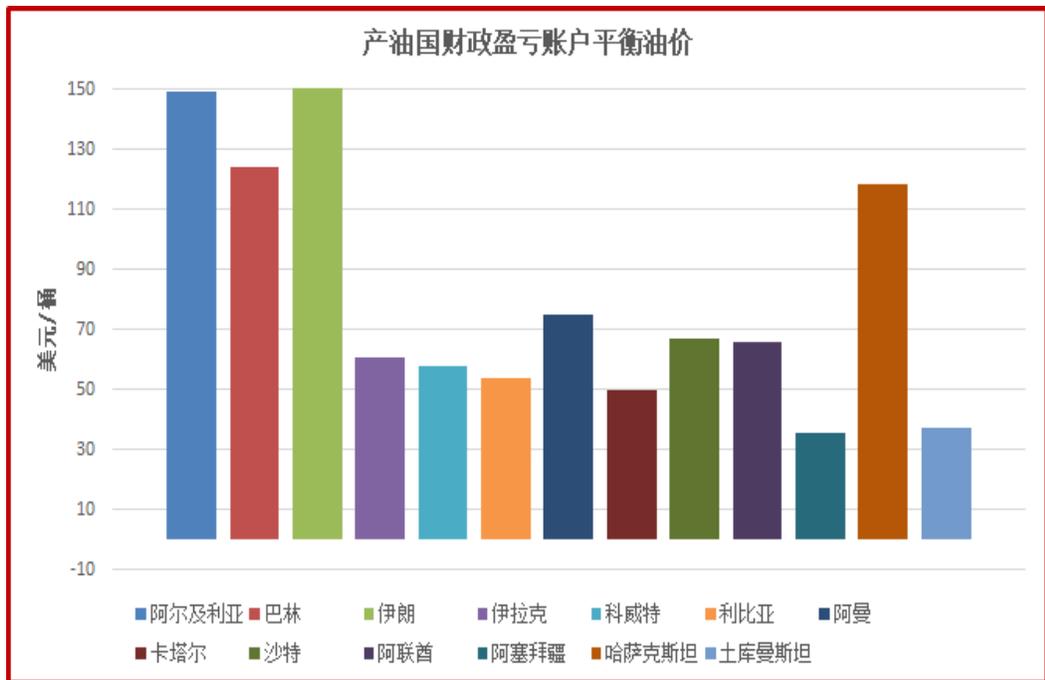
- 1. 行情回顾
- 2. 供需评估
- 3. 后市关注
- 4. 行情展望

• 供给增量：美国增产缓慢



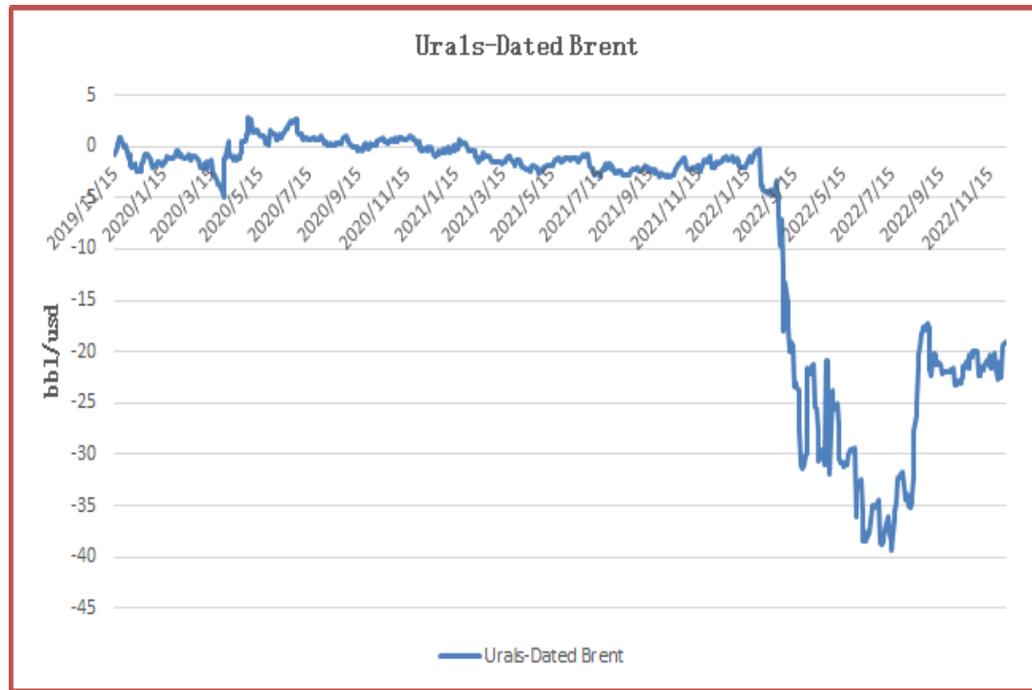
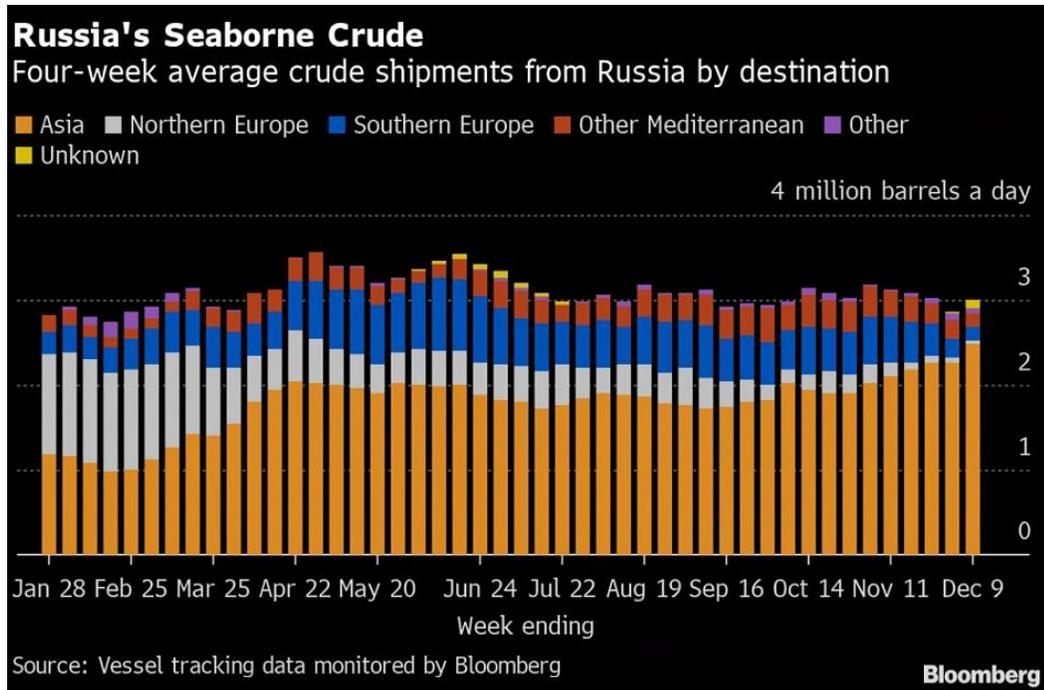
- 完井数已经几乎走平，完井率已经破百，显示页岩油企增产的意愿不高。EIA在12月月报中作出的预测是2023年原油产量环比增47万桶/日，至1234万桶/日，2022年环比增幅为62万桶/日。
- 页岩油企资本开支依然偏少，更多的现金流以分红的方式回馈股东。近期的钻机数上升斜率进一步趋缓，能够给原油产量增速带来的正向贡献非常有限。

• 供给减量：欧佩克减产存变数



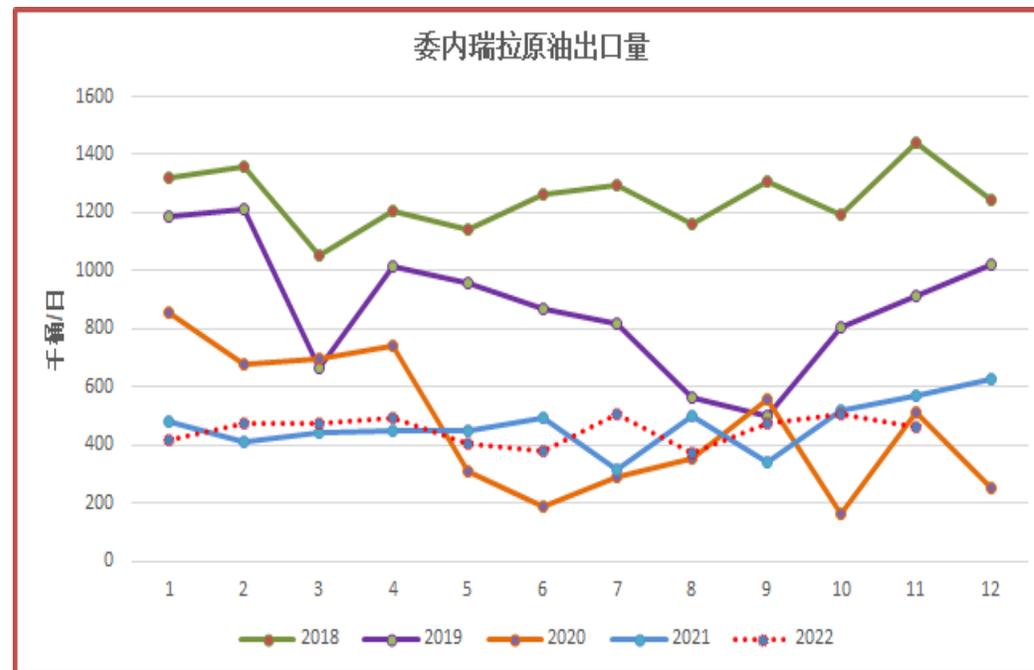
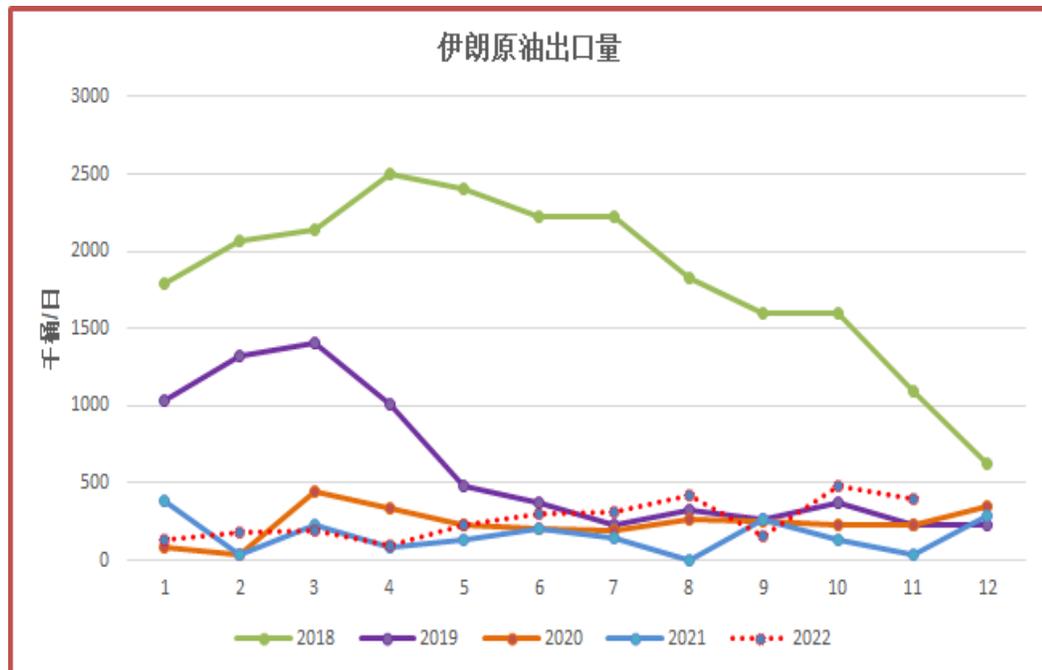
- 欧佩克中不少国家的财政平衡油价在70美金左右，沙特也不例外，在没有触及该价位之前，欧佩克可能都会尽力守住减产所带来的红利。一旦跌破，以沙特为首的欧佩克则可能要重新权衡市场。
- 沙特在欧佩克中拥有绝对的话语权，通过观察官价升贴水变化，初步可以推断沙美关系不佳以及沙俄暗中竞争的推断。

- 供给减量：俄罗斯减产待观察



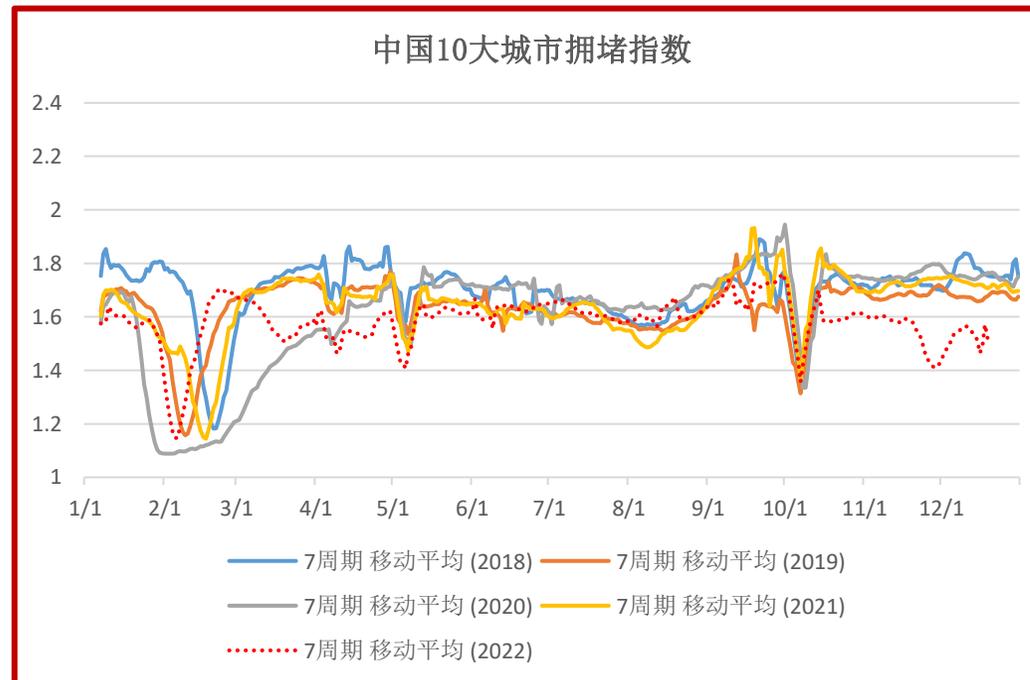
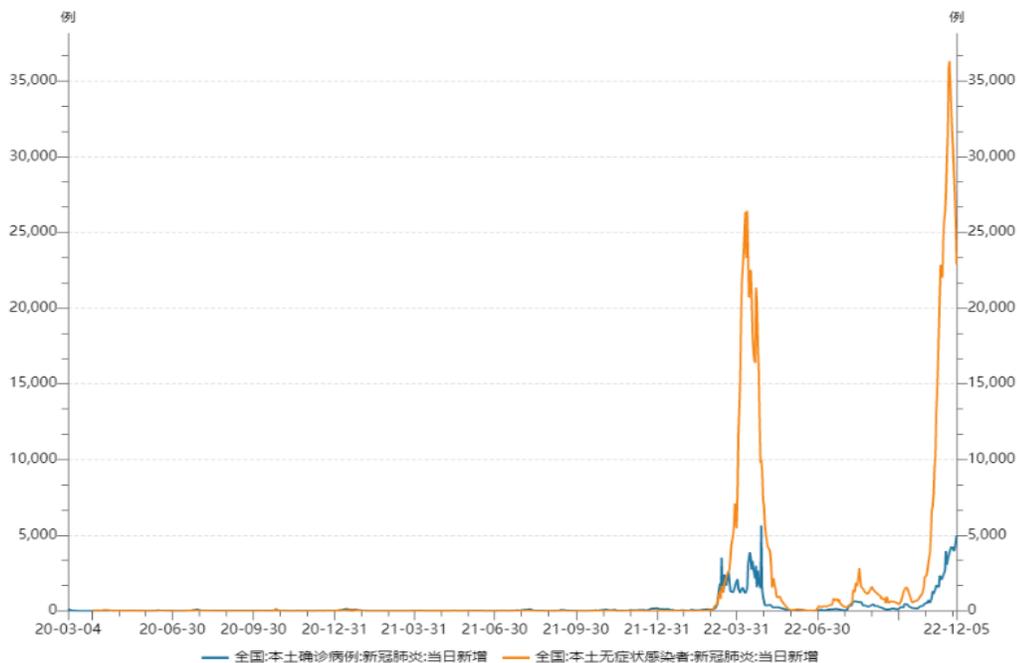
- 在禁运前夕，俄罗斯海上原油欧洲部分的出口量已经显著收缩，整体出口量也较6月的高点有50万桶/日左右的下滑，实现出口转移的部分还是需要考量亚洲市场的最大承接能力。
- 乌拉尔目前贴水布伦特现货在20美金左右，实际售价其实已经低于60美金，所以在限价方面并不存在非常大的阻碍。俄罗斯当前也没有对限价一事给予及时有效的回应，所以限价效果显然是让市场失望的。

• 地缘政治：伊朗无忧、委内忽略



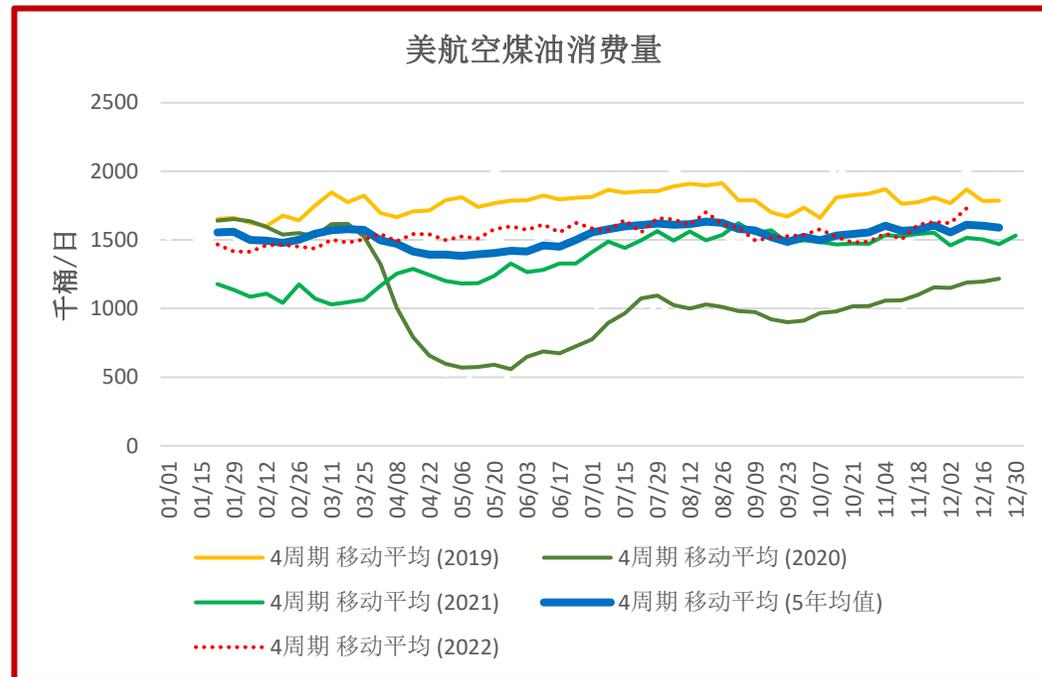
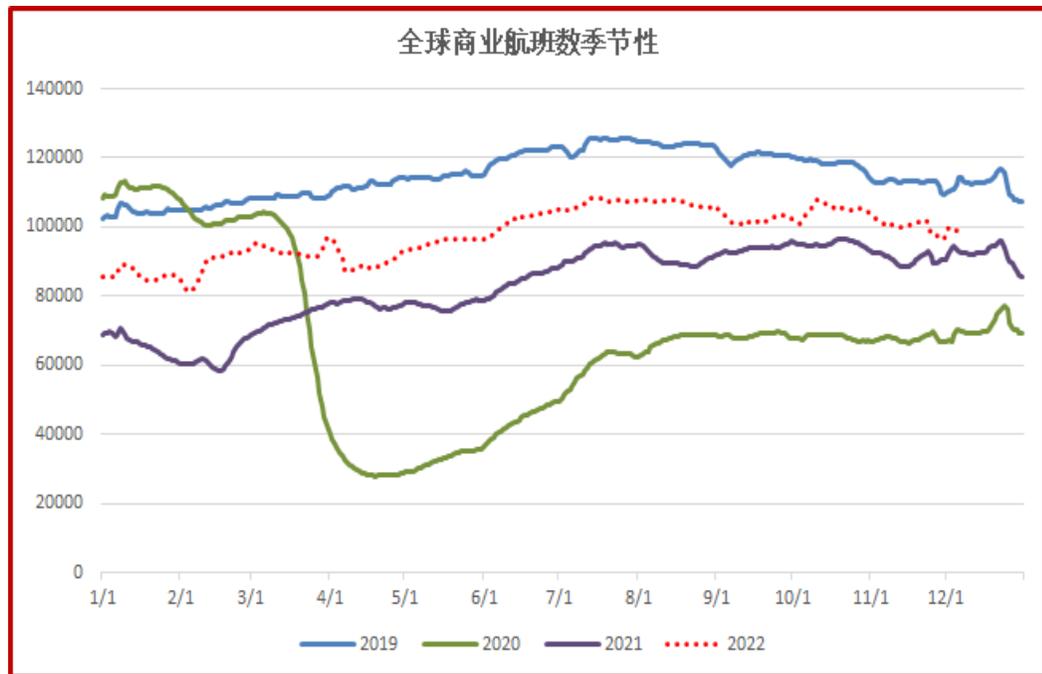
- 伊朗原油表内出口量并不准确，实际出口量应该在100万桶/日左右，如果伊朗核协议能够顺利达成，理论上能够带来150万桶/日增量。但当前美国参众两院分治，顺利达成的概率已经变得相对较低。
- 针对委内瑞拉制裁已经边际放开，雪佛龙被批准在委内瑞拉开展业务，只不过当前产量较低，不足10万桶/日。如果全面放开的话，增量可能会有50万桶/日左右。但考虑到委内瑞拉国内的实际情况，这一目标较难实现。

• 需求增量：中国放开之路



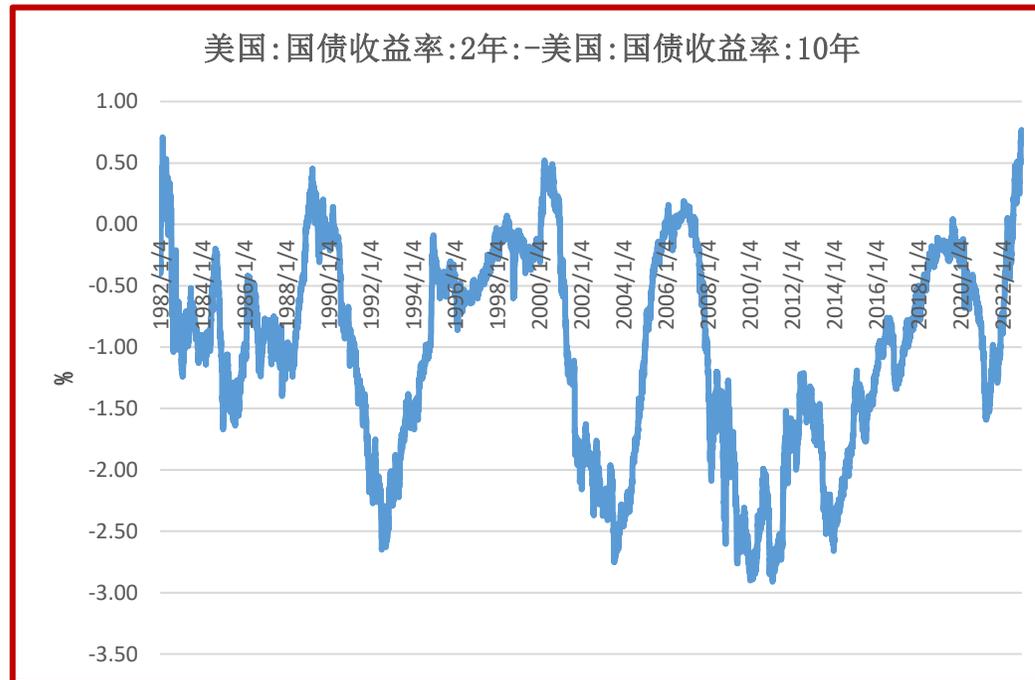
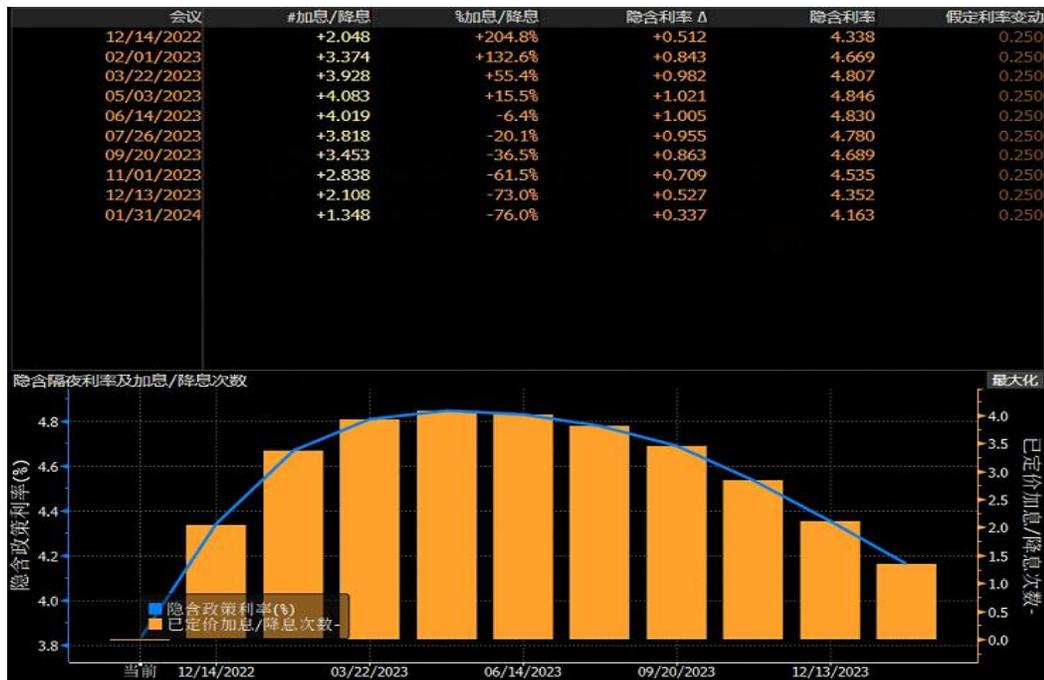
- 中国政策最近出现了比较大的变化，在政策转向初期预计冲击依然较大，明年下半年才有可能步入正轨。
- 从当下的拥堵指数来看，当前水平和2020年二季度较为相似，根据各大投行给出的预测，我们认为当前需求下滑量在200万桶/日左右。

需求增量：潜力挖掘-航煤



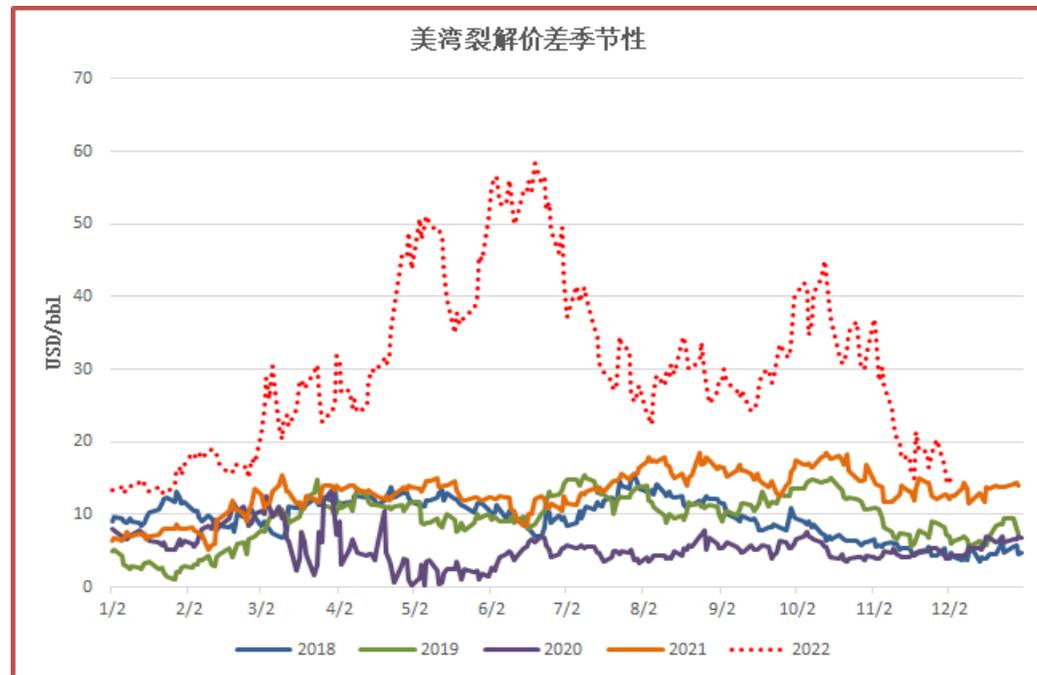
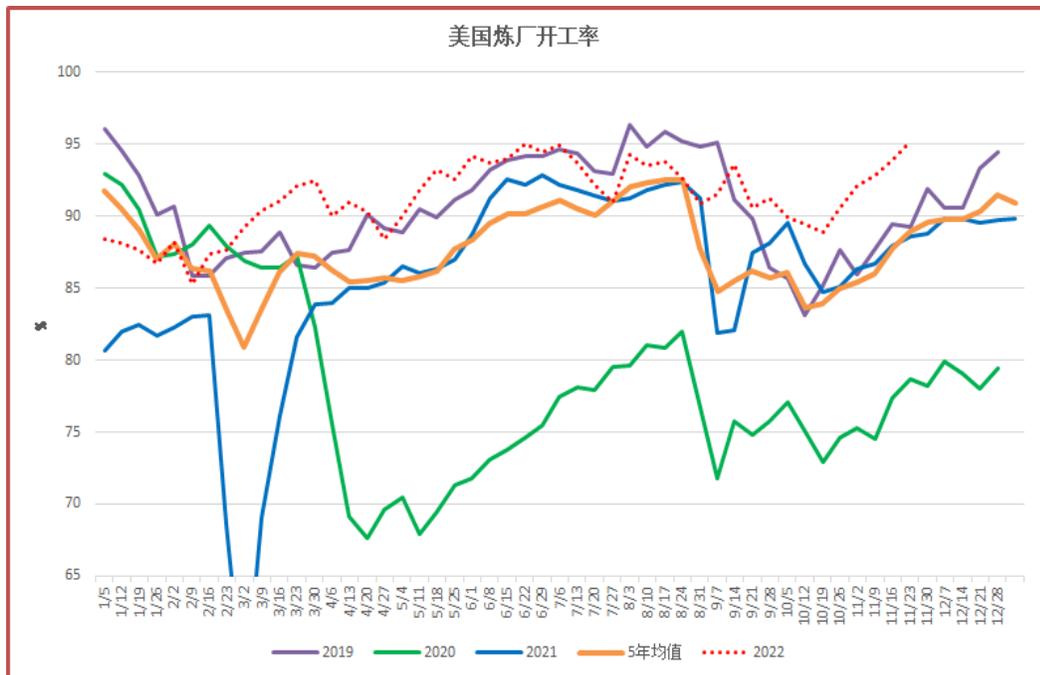
- 从全球航班数跟踪数据来看，2022年低于2019年同期水平幅度在15%左右。航煤需求占油品总需求的7%左右，用航班数类比航煤需求的话，如果后期全球疫情常态化，航煤需求理论上还有100万桶/日的恢复空间。
- 美国航煤表需和全球航班数的恢复趋势基本保持一致，缺失的部分仍以国际航班为主。

需求减量：衰退预测



- 根据彭博社的预期美国隐含政策利率顶部应该在4.8%附近，考虑到通胀大幅缓解和美国经济的韧性，后面可能最多会有三到四次加息。但幅度大概率收窄，这意味着美元对加息计价会逐步钝化。推断美元可能很难从根本上再对油价形成较大压制。
- 参考当前美国国债的倒挂程度，类比最近一次出现该情形是2000年，在随后的2001年中全球石油需求仅录得10万桶/日的增速。目前EIA对2023年的需求增速预测仍停留在100万桶/日。

• 需求减量：炼厂高开工难以为继



- 今年美国炼厂虽然投料量没有超过19年同期，但是开工率很多时间是超出疫情前水平的，这主要与炼厂高利润有关。
- 随着加息和现实衰退的冲击，以美湾炼厂321裂解价差为例，近期下滑明显。如果后期进一步下滑可能形成对炼厂开工的负反馈。

目录

- 1. 行情回顾
- 2. 供需评估
- 3. 后市关注
- 4. 行情展望

行情展望

宏观面：美联储加息周期接近尾声，加息幅度下降对美元的提振或较为有限。但眼下全球PMI数据已经开始全面下滑，制造业进入收缩阶段，对油品总需求的影响或持续性体现。

供应端：2023年美国增产幅度预计在50万桶/日左右，俄罗斯现阶段并未看到显著减量，预期会有至少50万桶/日左右的减量。欧佩克减产并不是雷打不动，这取决于俄罗斯冲击和沙美关系走向。地缘政治预期影响可能不大。

需求端：全球炼厂高利润高开工已初现疲态，后期成品油需求减弱或压制其开工水平，继而带来原油需求的减少。中国复苏之路前景光明，但路程或曲折，短期对需求仍是负贡献。航煤虽为潜在增量，但很大程度也被中国恢复进度所左右。

总结：2023年是供需双弱的一年，但供需两端的不确定性仍较多。我们倾向的主线是上半年宏观承压，下半年需求弱复苏。投资者可关注两个“底”。一个供给“底”是欧佩克的财政平衡油价，以沙特为例，根据IMF的预测，沙特的财政平衡油价将由2022年的73.3美元/桶下调至66.8美元/桶。另一个需求“底”是美国回购SPR价格，为67-72美元/桶。综上，供给底和需求底明年很可能共同迎接衰退冲击。

谢谢观看!



扫码关注“东亚期货”微信公众号。
查研报，听讲座，获取更多干货。