

2023年02月01日

广金期货研究中心

能源化工研究员

马琛

020-88523420

期货从业资格证号：

F03095619

投资咨询资格证号：

Z0017388

相关图表



中美需求修复差异，原油内外盘价差将收缩

核心观点

春节后回来，上海原油期货 SC 补跌外盘假期间跌幅，随后跟随欧美原油期货区间震荡，截至 2023 年 1 月 31 日主力合约 SC2303 收盘在 540.5 元/桶，较上一交易日下跌 2.15%，月度跌 3.96%。

从上海原油期货与欧美原油期货的价差对比来看，从去年四季度开始中国新增新冠病例持续增加，加之政府防疫政策放开，疫情从零星散发转为集中式爆发，石油消费也陷入低迷状态，而欧美市场石油消费仍具韧性，因此使得原油的内外价差从高位持续下滑。以上海原油期货 SC 与 Brent 原油期货价差来计算，两者价差从去年 9 月初每桶 10 美金一度下滑至 11 月底的每桶-6.6 美金，目前两者价差在每桶-4 至-5 美金区间波动。

展望后市，供应端变化因素大多已计入油价，需要关注俄罗斯减产的兑现，但随着东西方市场在成品油贸易流向的转变，对俄罗斯油品制裁后市场仍能够重新达到平衡。未来油价趋势更多关注需求端的兑现，在中西方经济修复周期迥异的情况下，国内石油市场处于边际改善阶段，欧美市场面临高利率带来的油品消费收缩，加之欧盟对俄罗斯成品油出口制裁生效，将导致成品油贸易流向发生局部变化，长期来看，原油内外盘（SC-Brent）将呈现内强外弱的趋势，两者价差存在修复预期。

目录

一、行情回顾&观点提出	3
二、供应端因素已计入油价，关注俄罗斯减产兑现	4
三、中西市场需求修复存差异	6
1、中国需求修复可期	6
2、美欧经济增速回落压制需求	8
四、结论	11
分析师声明	12
分析师介绍	12
免责声明	13
联系电话：400-930-7770	13
公司官网： www.gzjkqh.com	13
广州金控期货有限公司分支机构	14

一、行情回顾&观点提出

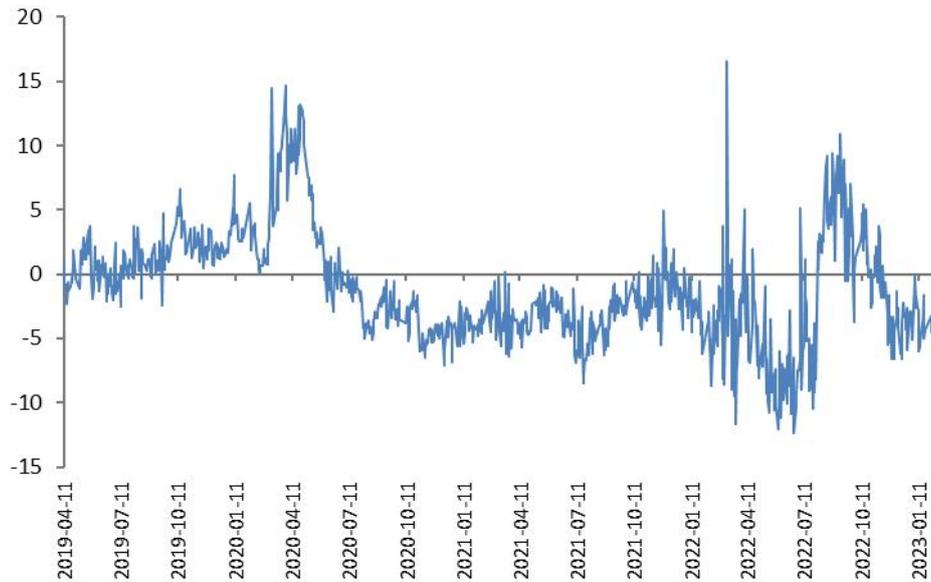
春节后回来，上海原油期货 SC 补跌外盘假期间跌幅，随后跟随欧美原油期货区间震荡，截至 2023 年 1 月 31 日主力合约 SC2303 收盘在 540.5 元/桶，较上一交易日下跌 2.15%，月度跌 3.96%。

从上海原油期货与欧美原油期货的价差对比来看，从去年四季度开始中国新增新冠病例持续增加，加之政府防疫政策放开，疫情从零星散发转为集中式爆发，石油消费也陷入低迷状态，而欧美市场石油消费仍具韧性，因此使得原油的内外价差从高位持续下滑。以上海原油期货 SC 与 Brent 原油期货价差来计算，两者价差从去年 9 月初每桶 10 美金一度下滑至 11 月底的每桶-6.6 美金，目前两者价差在每桶-4 至-5 美金区间波动¹。

进入 2023 年，由于中西方经济修复的周期不同，市场消费环境的差异，国内市场处于边际改善阶段，欧美市场面临高利率带来的油品消费收缩，加之欧盟对俄罗斯成品油出口制裁生效，将导致成品油贸易流向发生局部变化，长期来看，原油内外盘价差（SC-Brent 价差）存在修复预期。

¹ Wind

图表 1：SC-Brent 价差



来源：Wind、广金期货研究中心

二、供应端因素已计入油价，关注俄罗斯减产兑现

供应端预期变化大多已计入油价，目前需要关注俄罗斯石油减产的兑现。2月1日欧佩克+监督委员会将召开线上会议，在会议中将讨论全球供需情况以及产量政策调整计划，初步预计在本次会议中政策调整的概率不大，即欧佩克+产油国维持现有减产政策，直至今年6月欧佩克+部长级会议的召开。

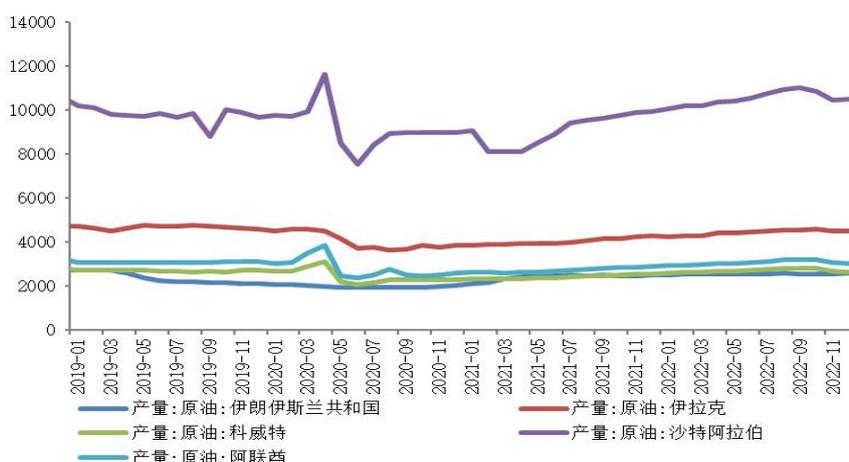
美国市场产量调整的空间不大，截至截止1月20日当周，美国原油日均产量1220万桶，与前周日均产量持平，比去年同期日均产量增加60万桶；截止1月20日的四周，美国原油日均产量1217.5万桶，比去年同期高4.1%²。目前美国原油产量未能达到疫情前峰值每日1300万桶水平。由

² EIA

于新冠重复感染以及拜登上台后移民政策的调整等，导致劳动力紧张，加之设备成本的上涨，且近期关注到美国石油钻井平台数也出现掉头向下的迹象，种种因素使得页岩油增长放缓，预计上半年难以疫情前峰值。今年供应端最大不确定因素可能消除，欧盟目前正在探讨是否将伊朗革命卫队列为恐怖组织，这一决策可能摧毁伊朗核协议恢复的全部期望。

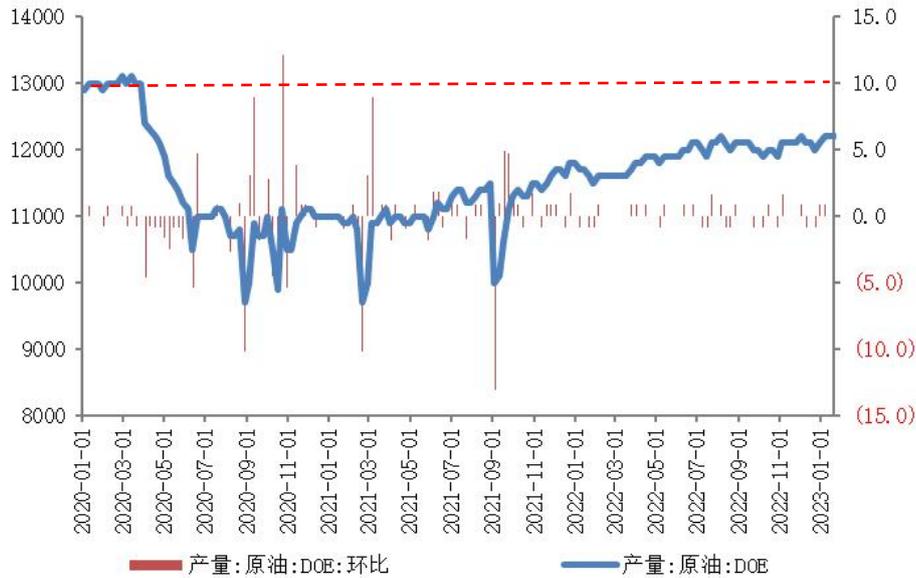
供应端需关注的是2月5日欧盟对俄罗斯石油产品制裁生效后，西方乃至亚洲柴油、燃料油贸易格局的变化以及俄罗斯减产的兑现。由于亚洲买家更倾向于购买廉价的原油并制成汽柴油产品销售，俄罗斯难以将柴油及燃料油全部转售给其他买家，这将导致俄罗斯石油产量将出现实质性下滑。此外俄罗斯多余柴油、燃料油可能倾销至亚洲的调油中转中心—新加坡以及阿联酋富查伊拉，经过二次加工或者调油混兑的产品将和中国以及印度的炼厂争夺市场份额。

图表 2：OPEC 主要产油国原油产量



来源：OPEC、广金期货研究中心

图表 3：美国原油产量



来源：EIA、广金期货研究中心

三、中西市场需求修复存差异

1、中国需求修复可期

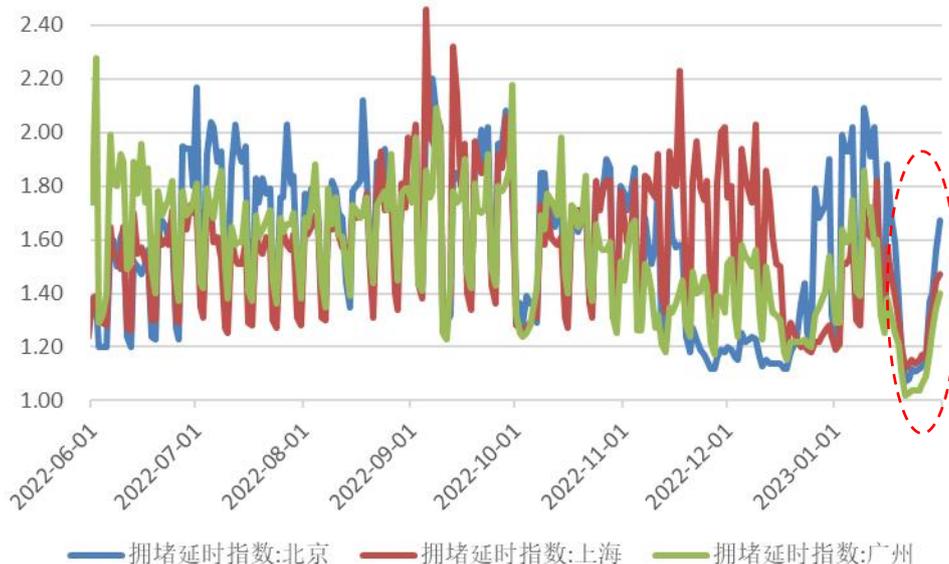
本周二（1月31日）中国官方PMI数据公布，制造业、非制造业及综合PMI分别录得50.1、54.4以及52.9，好于预期，且均大幅高于前值47、41.6以及42.6³。中国市场经济数据改善，市场信心得到提振。

国内经历过第一波疫情高峰后，将进入3-4个月的疫情平静期，节后回来工商业活动将得到积极恢复。从高频数据来看，近期中国道路交通出行明显回升，基于wind数据，北京、上海道路拥堵数据尤为明显，在去年12月疫情高峰时期，北京及上海两地道路拥堵指数下降明显，至今年1月随着疫情过峰，该指数回升。春节回来，道路交通需求的恢

³ Wind

复将有效提升油品消费增加。

图表 4：北上广道路拥堵指数



来源：Wind、广金期货研究中心

在油品复苏的节奏上将呈现差异。先从去年表观来看，2022 年全年汽油、航煤表观消费因经济、疫情影响出现下滑，2022 年 1-12 月中国汽油表观消费量在 1.33 亿吨，同比下滑 5.4%⁴；2022 年 1-12 月中国航煤表观消费量在 2466.4 万吨，同比下滑 33.9%⁵。随着年初中国将新冠病毒感染实施“乙类乙管”，标志着防疫政策放开，汽油、航煤消费缺口将率先得到修复。从高频数据上看，近期中国国际航班计划飞行数量呈现直线上升趋势。随着公务出行及春季旅行的支撑，汽油、航煤消费将快速提升。

柴油消费复苏则与经济的恢复密切相关，预计政策端的发力需要时间来兑现。此外去年国内柴油端消费仍具韧性，

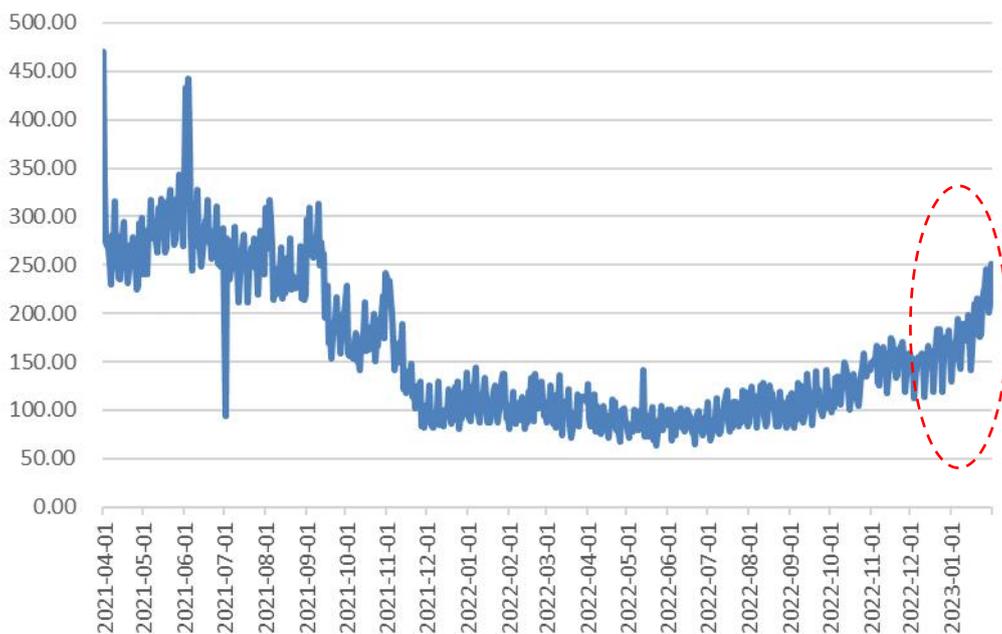
⁴ 海关总署、国家统计局

⁵ 隆众资讯

因此修复空间可能不大。数据显示，2022年1-12月中国柴油表观消费量在2.14亿吨，同比增加9.2%⁶。

国际能源署预计，2023年全球石油日均需求1.016亿桶，比2022年日均增加170万桶。国际能源署认为这其中近一半的增量来自中国。中国2023年日均石油需求增长82万桶，预计大部分将在今年下半年出现⁷。美国能源信息署在发布的月度《短期能源展望》报告中说，预计汽油、柴油和航空燃料等液体燃料的全球消费量明年将达到创纪录高点。

图表 5：中国国际航班计划数据（架次）



来源：Wind、广金期货研究中心

2、美欧经济增速回落压制需求

目前美国通胀已摸顶，美联储也开启放缓加息步伐，不过通胀指标远未达到目标区间，美联储在2月议息会议大概

⁶ 隆众资讯

⁷ IEA

率维持 25BP 加息幅度，今年可能加息三次，直至 5% 利率区间，但不会马上转入降息，美联储下半年预期维持高利率状态。美国经济短期内会延续下行趋势，与欧洲相比，美国浅衰退概率较大。

欧美经济衰退对海外油品需求形成较大压力，油品消费增速将出现放缓。目前海外油品消费暂未出现明显收缩，油品消费尚具一定韧性。与工商业等经济活动密切相关的柴油裂解价差延续高位，数据显示，美国柴油裂解价差目前仍处于五年同期最高位水平。受到近期美国冬季风暴影响，炼油重镇德州可能受到影响，近期美国汽油裂解价差亦大幅走高。随着经济衰退的兑现，汽柴油裂解价差将回归。

高频数据显示，截止 1 月 20 日的四周，美国成品油需求总量平均每天 1889.5 万桶，比去年同期低 10.9%；车用汽油需求四周日均量 781.7 万桶，比去年同期低 4.7%；馏份油需求四周日均数 363.1 万桶，比去年同期低 13.6%⁸。

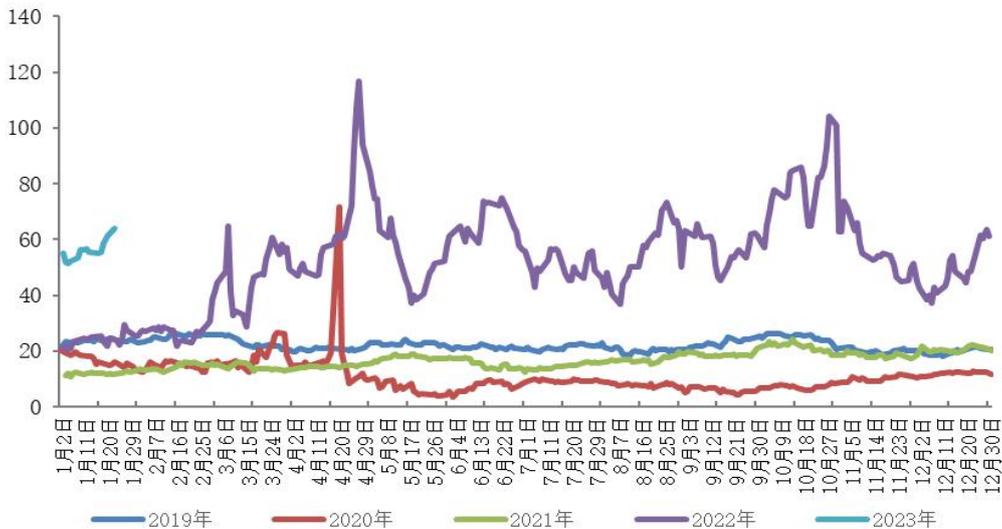
⁸ EIA

图表 6：美国通胀指数



来源：Wind、广金期货研究中心

图表 7：美国柴油裂解价差



来源：Wind、广金期货研究中心

库存方面，全球石油产品库存大多处于历史同期偏低水平，EIA 油品库存、经合组织石油库存以及石油战略储备库存均是如此，接下来将进入补充库存阶段，不过在供需双弱的格局下，补库存可能延后，美国推迟回购 SPR 也是基

于目前油价偏贵且波动较大。

四、结论

综上所述，供应端变化因素大多已计入油价，需要关注俄罗斯减产的兑现，但随着东西方市场在成品油贸易流向的转变，对俄罗斯油品制裁后市场仍能够重新达到平衡。未来油价趋势更多关注需求端的兑现，在中西方经济修复周期迥异的情况下，国内石油市场处于边际改善阶段，欧美市场面临高利率带来的油品消费收缩，加之欧盟对俄罗斯成品油出口制裁生效，将导致成品油贸易流向发生局部变化，长期来看，原油内外盘（SC-Brent）将呈现内强外弱的趋势，两者价差存在修复预期。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。

分析师介绍



马琛

能源化工研究员

广州金控期货有限公司研究中心能源化工资深研究员。曾在能化咨询公司任职七年，从事原油、炼厂、燃料油、船供油、液化气等产品分析和咨询工作。具有五年以上期货从业经验，获得大连商品交易所 2019 年优秀期货投研团队，上海期货交易所 2021 年度优秀分析师。专注于能化产品研究，注重具有国际化视野的产业链和跨产业的基本面分析，并多次接受第一财经、文华财经、财联社等知名媒体采访。



更多期货咨询请关注广金公众号

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的更改，在任何情况下，我公司报告的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写过程中融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与广州金控期货有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表广州金控期货有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映广州金控期货有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经广州金控期货有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的资料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“广州金控期货有限公司”，并保留我公司的一切权利。

广州金控期货有限公司是广州金融控股集团有限公司的控股子公司，业务范围包括商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询和资产管理业务。全资控股风险管理子公司-广州金控物产有限公司，业务范围包括基差贸易、仓单服务、场外衍生品业务。

总部地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 25 层 2501-2524 单元

联系电话：400-930-7770

公司官网：www.gzjkqh.com

广州金控期货有限公司分支机构

<p>• 广州营业部 地址：广州市天河区临江大道1号之一904室 电话：020-38298555</p>	<p>• 佛山营业部 地址：佛山市南海区大沥镇毅贤路8号17层20号至17层22号 电话：0757-85501856/85501815</p>
<p>• 大连营业部 地址：辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2311室 电话：0411-84806645</p>	<p>• 山东分公司 地址：山东省济南市市中区英雄山路129号祥泰广场1号楼2403室 电话：0531-55554330</p>
<p>• 福州营业部 地址：福建省福州市晋安区福飞北路175号6层6D单元 电话：0591-87800021</p>	<p>• 杭州分公司 地址：浙江省杭州市西湖区文二西路5号508室 电话：0571-87791385</p>
<p>• 河北分公司 地址：河北省石家庄市长安区中山东路508号东胜广场三单元1406室 电话：0311-83075314</p>	<p>• 唐山营业部 地址：河北省唐山市路北区金融中心3号楼1607、1608号 电话：0315-5266603</p>
<p>• 淮北营业部 地址：安徽省淮北市相山区惠苑路6号金冠紫园6幢105号 电话：0561-3318880</p>	<p>• 太原营业部 地址：山西省太原市万柏林区长风街道长兴路1号4幢11层1123、1124号 电话：0351-7876105</p>
<p>• 嘉兴分公司 地址：浙江省嘉兴市海宁市海洲街道新苑路147-149号2楼 电话：0573-87216718</p>	