

需求担忧引发油价下跌，但巴以冲突支撑油价企稳

研究院 能源组

研究员

潘翔

☎ 0755-82767160

✉ panxiang@htfc.com

从业资格号: F3023104

投资咨询号: Z0013188

康远宁

☎ 0755-23991175

✉ kangyuanning@htfc.com

从业资格号: F3049404

投资咨询号: Z0015842

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

策略摘要

四季度石油市场维持去库存，关注巴以冲突事态升级情况

核心观点

■ 市场分析

中秋国庆假日期间，油价大幅回落，ICE Brent 累计跌幅超过 10%，两油月差由节前 2 美元/桶以上回落至 1.5 美元/桶（M1-M2），汽油裂解价差继续大幅回落跌至 5 美元/桶附近，柴油裂差相对坚挺但亦有小幅回落，地区价差方面，Brent Dubai EFS 从节前 4 美元/桶回落至 2.4 美元/桶，节前的西强东弱有所逆转，整体表现上看，汽油最弱，柴油次之，原油排在最后，从区域上看，迪拜表现强于布伦特与 WTI。结合市场表现与消息面的情况来看，我们认为国庆期间油价大跌的主要驱动来自两个方面，一是周三 EIA 周度数据汽油库存增幅远超预期以及汽油表需击穿 5 年同期最低引发了市场担忧，市场开始交易油价对需求的负反馈，其二是美国新增就业数据远超市场预期，美债利率继续上涨，加剧了市场对美国经济衰退的担忧，同样会反应到石油需求侧，总体来看，国庆假日期间市场风格与交易主线发生了比较大的切换，从交易沙特减产后的去库逻辑转向需求走弱逻辑，交易焦点从供给端切换至需求端，尤其是高利率与衰退背景下，未来欧美石油需求面临挑战，但我们认为市场存在过度惊吓的嫌疑。

油价假期暴跌后，利空逐步释放，巴以冲突以及中国国庆出行需求将成为油价的托底因素，当前来看虽然油价较难突破 100 美元/桶，但在低库存叠加地缘冲突升温的背景下年内仍有可能再度冲高，虽然库欣库存上周略有企稳，但库存水平仍处于历史低位，库欣挤仓的风险仍未完全消除，当前的基本面格局下油价仍不宜过度看空。

■ 策略

单边布伦特区间 70 至 95，当前观望为主，WIT、Brent 正套交易止盈离场、Brent-Dubai EFS 做缩止盈离场，汽柴油裂解价差观望。

■ 风险

下行风险：俄乌局势缓和，伊朗石油重返市场早于预期、宏观尾部风险

上行风险：巴以冲突升级、欧美对俄罗斯、伊朗、委内制裁进一步升级

目录

策略摘要	1
核心观点	1
假日期间油价大幅回落，汽油表需回落与高利率引发市场需求担忧	3
巴以冲突升级将打断沙以和解进程，有助于油价企稳	5
原油四季度维持去库，但明年一季度将面临阶段性累库	6
俄罗斯柴油出口禁令基本解除，中国无增量成品油出口配额	6
油价或快速企稳，不排除年内再度上行	7

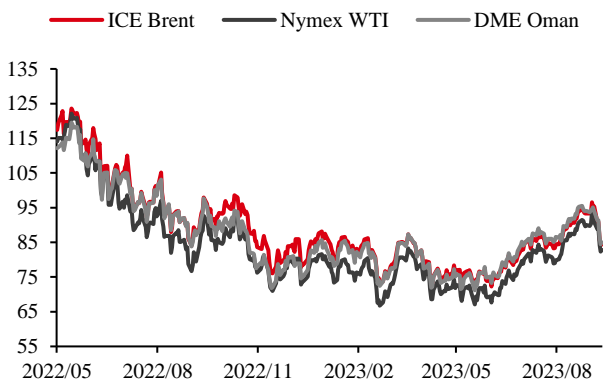
图表

图 1: 原油期货价格表现 单位: 美元/桶	3
图 2: 原油与美债利率表现 单位: 美元/桶	3
图 3: EIA 汽油表观消费 单位: 千桶/日	4
图 4: EIA 美国汽油库存 单位: 千桶	4
图 5: 沙特原油产量 单位: 千桶/日	5
图 6: 伊朗原油产量 单位: 千桶/日	5
图 7: OPEC 产量与 CALL ON OPEC 对比 单位: 千桶/日	6
图 8: 全球原油显性库存 单位: 百万桶	6
图 9: 汽油裂解价差 单位: 美元/桶	7
图 10: 柴油裂解价差 单位: 美元/桶	7

假日期间油价大幅回落，汽油表需回落与高利率引发市场需求担忧

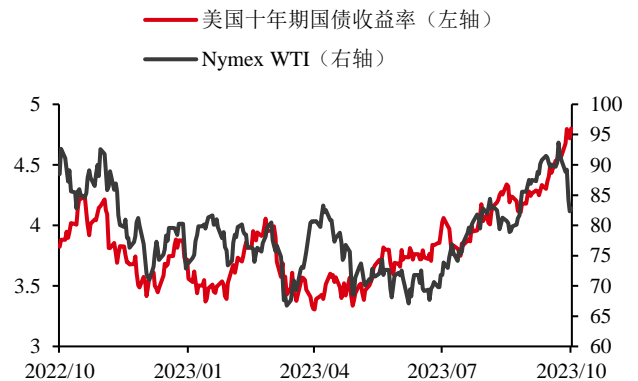
中秋国庆假日期间，油价大幅回落，ICE Brent 累计跌幅超过 10%，两油月差由节前 2 美元/桶以上回落至 1.5 美元/桶（M1-M2），汽油裂解价差继续大幅回落跌至 5 美元/桶附近，柴油裂差相对坚挺但亦有小幅回落，地区价差方面，Brent Dubai EFS 从节前 4 美元/桶回落至 2.4 美元/桶，节前的西强东弱有所逆转，整体表现上看，汽油最弱，柴油次之，原油排在最后，从区域上看，迪拜表现强于布伦特与 WTI。结合市场表现与消息面的情况来看，我们认为国庆期间油价大跌的主要驱动来自两个方面，一是周三 EIA 周度数据汽油库存增幅远超预期以及汽油表需击穿 5 年同期最低引发了市场担忧，市场开始交易油价对需求的负反馈，其二是美国新增就业数据远超市场预期，美债利率继续上涨，加剧了市场对美国经济衰退的担忧，同样会反应到石油需求侧，总体来看，国庆假日期间市场风格与交易主线发生了比较大的切换，从交易沙特减产后的去库逻辑转向需求走弱逻辑，交易焦点从供给端切换至需求端，尤其是高利率与衰退背景下，未来欧美石油需求面临挑战。

图 1：原油期货价格表现 | 单位：美元/桶



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 2：原油与美债利率表现 | 单位：美元/桶



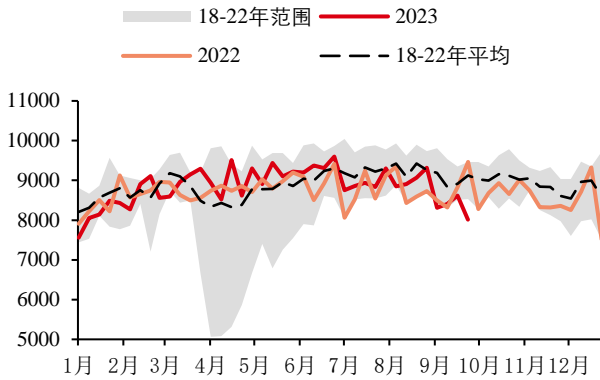
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

但我们认为市场对 EIA 数据存在过度惊吓的嫌疑，从交通拥堵指数、公路上里程数、PSM 月度汽油需求以及周度乙醇调和量等侧面数据印证来看，美国汽油消费并没有 EIA 周度数据表现的那么弱，不过，现实需求强劲但未来预期却无法证伪，市场如果担忧高油价以及经济衰退对未来美国汽油消费的负面冲击，那么可能会寻找一切需求疲软的信号（哪怕是错误的）来作为做空的理由，因此近期油价可能在需求的强现实与弱预期之间摇摆。

此外，国庆期间中国国内出行需求强劲，尤其是高速公路车流量日均 6026 万辆次，恢复至 2019 年 121%，虽然国内存在新能源车的影响，但整体假日出行旺盛仍旧对国内

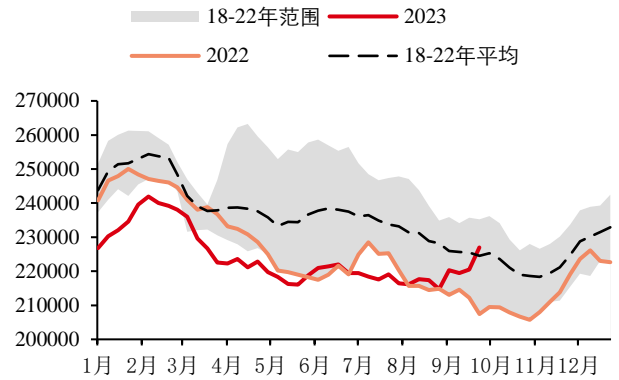
汽油需求起到较强支撑，我们认为这些信息与数据尚未反应到盘面。

图 3: EIA 汽油表观消费 | 单位: 千桶/日



数据来源: EIA Bloomberg 华泰期货研究院

图 4: EIA 美国汽油库存 | 单位: 千桶



数据来源: EIA Bloomberg 华泰期货研究院

假日期间原油市场的主要事件:

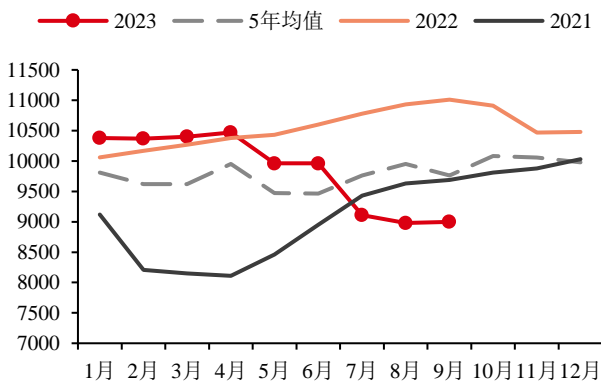
- 1、美国就业数据大超预期，报告显示 9 月新增非农就业人口几乎是市场的预期两倍，超预期的就业数据推升市场对美联储的加息预期；
- 2、俄罗斯恢复大部分柴油出口：俄罗斯政府 10 月 6 日表示，现在允许通过管道向俄罗斯海港出口柴油，条件是生产商必须将至少一半的柴油产量输送到国内市场。根据油轮跟踪数据，俄罗斯柴油出口量约 100 万桶/日，90%以上通过管道从炼厂输送至普里莫尔斯克和新罗斯斯克港口进行出口。因此，这意味着俄罗斯此前公布的柴油出口禁令实际已经解除，预计柴油出口量将从 9 月低位较快反弹（9 月环比下降约 28 万桶/日），9 月 21 日，俄罗斯宣布出口禁令时市场普遍预期其维持时间不超过 2 周，因此该事件发展基本符合预期；
- 3、伊拉克土耳其仍未对管道重启达成一致；伊土管道的停运仍在继续，压制了 40 至 50 万桶/日的伊拉克北方地区的原油出口，但预计今年年底前仍有谈判达成的可能，土方表示一切准备就绪，等待伊拉克方面的回应；
- 4、沙特维持自愿减产至年底不变：10 月初的会议上沙特表示将维持 100 万桶/日至今年年底不变，欧佩克将在 11 月 26 号召开部长会议，届时的会议结果将会更加重要，沙特是否将在明年取消自愿减产或者延长减产将于本次会议揭晓，同时近期油价暴跌也增加了沙特限产保价的可能性；
- 5、中国未发布新一轮成品油出口配额：假日前商务部并未如 2022 年一样在节前发布新的成品油出口配额，市场普遍预计年内不会有增量配额，预计中国成品油出口量仍将受到配额制约。

巴以冲突升级将打断沙以和解进程，有助于油价企稳

10月7日，巴勒斯坦激进武装哈马斯选择在赎罪日战争50周年之际对以色列发动大规模袭击，随后8日以色列正式向哈马斯宣战，中东多国一致谴责以色列，巴以冲突显著升级，有从巴以冲突升级成阿以冲突的迹象，市场正在评估本次巴以冲突是否会升级为第六次中东战争。从对油价的影响上看，巴以地区石油产量微乎其微，对供应直接的影响几乎没有，但其间接影响不可忽视，我们认为有以下几点需要特别关注：

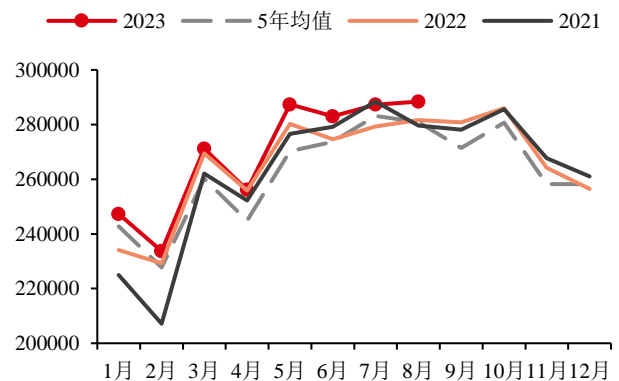
- 1、沙特与以色列的外交和解进程将被打断，美国自2020年以来一直将巴以问题边缘化，企图通过绕过巴以问题来推动中东各国与以色列和解，而沙以关系和解目前正在关键节点，可能在年底前达成和平协议，这也是拜登在大选前着力推动的政治任务，一些报道称沙特也已经向美国表达了将在明年年初增产的意向，并称此举旨在推动沙特与以色列关系正常化的协议。根据该协议（未经证实），沙特将承认以色列，作为回报，美国将与沙特签订防务协议，可能还包括美国的核援助，因此近期沙特对美关系出现一定缓和迹象，未来配合美国退出减产压低通胀的概率增加，但巴以冲突升级后沙以和解的进程将被打断，也说明当前中东国家与以色列的和解潮无法绕开巴以问题，由于哈马斯的搅局，沙特与美国和以色列的关系可能出现倒退，从而在配合美国增产压低油价的问题上止步不前；
- 2、伊朗是本次哈马斯行动的重要支持者，巴以冲突升级后，美国对伊朗关系也将从缓和中降温，进一步达成伊核全面协议的可能性大幅下降，且不排除美国收回之前的抽屉协议，对伊朗施加新的制裁，可能包括对伊朗石油出口制裁收紧；
- 3、巴以冲突演变成第六次中东战争的风险在增加，一旦波及到相关的核心产油国如伊朗、伊拉克等国家将直接影响石油生产或基础设施，一旦演变为阿以冲突那么油价将面临显著上行风险。

图 5：沙特原油产量 | 单位：千桶/日



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 6：伊朗原油产量 | 单位：千桶/日



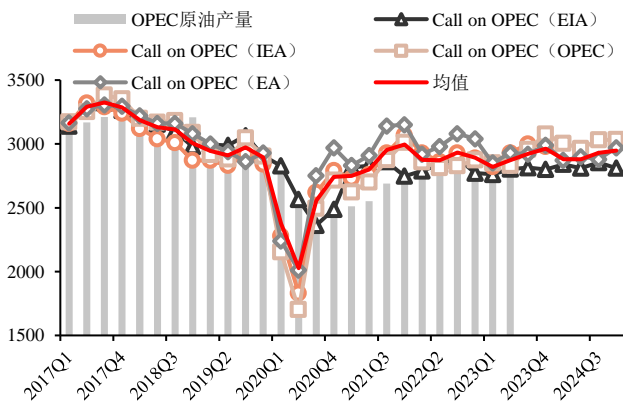
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

原油四季度维持去库，但明年一季度将面临阶段性累库

国庆期间，全球石油去库进程仍在延续，不管是官方库存数据还是卫星库存数据均显示全球原油库存继续刷新年内低位，这与平衡表的展望也相对一致，四季度将维持供不应求去库格局，但明年一季度随着需求季节性转弱，叠加沙特减产松动，预计将进入阶段性累库，不过这也是此前市场的普遍预期，当前市场最为核心的几个变量：1、沙特是否会在明年年初开始逐步退出自愿减产，退出节奏如何，这涉及 100 万桶/日的供应增长；2、伊土管道何时恢复运营，涉及 50 万桶/日的供应恢复，目前伊土双方仍未就该管道恢复达成一致，管道重启仍未有具体时间表；3、欧美石油需求疲软程度如何，中国需求增长能否对冲欧美需求减速。

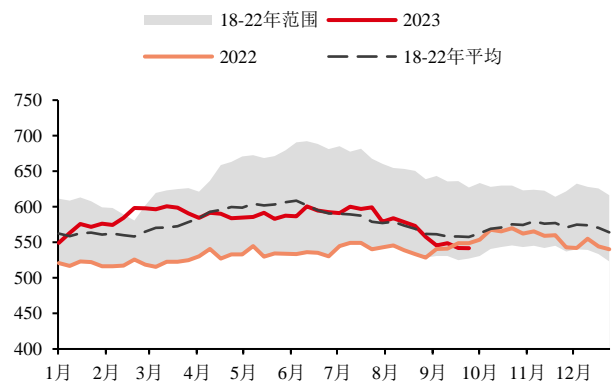
我们认为年内原油自身基本面仍旧较为坚挺，四季度维持低库存下的去库格局，价差结构上仍将维持 Back 结构。对于明年市场展望，从已有的信息判断，非 OPEC 供应增长与全球石油需求增长均维持偏低水平，供需两弱下欧佩克如何调节产量仍较为关键，在欧佩克人为控制产量的前提下，原油供需维持偏紧的概率仍然较大，不太可能出现大幅供应过剩。

图 7: OPEC 产量与 Call on OPEC 对比 | 单位: 千桶/日



数据来源: IEA EIA OPEC 华泰期货研究院

图 8: 全球原油显性库存 | 单位: 百万桶



数据来源: EIA PAJ IES Platts 华泰期货研究院

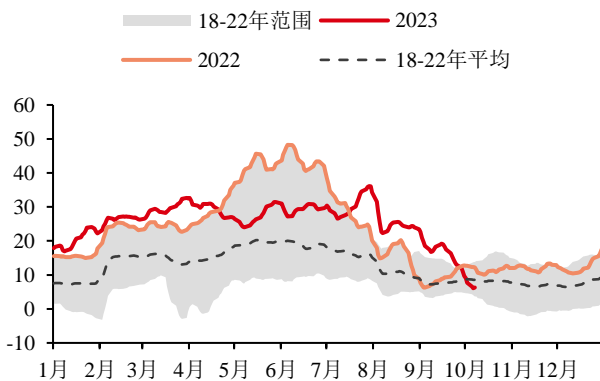
俄罗斯柴油出口禁令基本解除，中国无增量成品油出口配额

10月6日俄罗斯宣布将恢复柴油管道出口，代表着此前公布的成品油出口禁令实际已经解除，与此前市场预期的一致，即由于俄罗斯国内库容限制，本次禁令持续时间不会很长，对市场的影响也相对有限，俄罗斯柴油出口在9月份环比下降了28万桶/日后预计将与10月份开始回升，此次出口禁令更多是俄罗斯政府与炼厂之间的博弈，俄罗斯政府通过成品油出口禁令的方式“求上得中”，此次博弈的结果是，政府恢复对炼厂每月保供国内的补偿（此前9月份开始削减一半），炼厂需要供应一半成品油到国内

市场满足农业与军事等需求，同时打击了灰色出口与骗补行为，整体来看，俄罗斯成品油出口也是俄罗斯目前为数不多可以赚取外汇的手段之一，俄罗斯不会因为国内成品油保供而自断财路，原油与成品油出口所带来的外汇收入是维持俄乌战争的重要资金来源，事实已经证明俄乌冲突以来俄罗斯不会主动大幅削减石油出口。

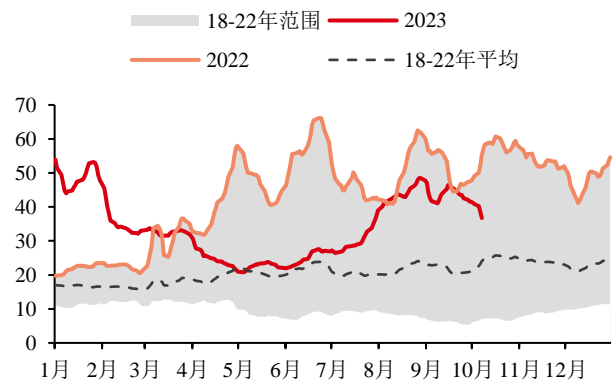
另一方面，商务部并没有在假日前公布第四批成品油出口配额，市场普遍预计年内再无新增出口配额，全年出口配额维持在 4000 万吨，意味着虽然国内成品油出口利润虽高，但仍旧受制于配额所限没有太大的增量空间，此外由于近期海外汽油价格大幅回落，国内出口方向预计仍以柴油为主，单靠中国的柴油出口无法弥补海外柴油供应缺口，海外柴油裂差高企是一系列结构性问题的综合反映，包括疫情三年全球炼厂产能的大幅淘汰、欧美现有炼厂的非计划停产偏高以及中重质原油减产带来的柴油收率下降。海外柴油裂差的正常化可能需要等到尼日利亚丹格特炼厂以及墨西哥 Dos Bocas 炼厂满负荷运营之后。

图 9：汽油裂解价差 | 单位：美元/桶



数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 10：柴油裂解价差 | 单位：美元/桶



数据来源：EIA PAJ IES PJK Platts 华泰期货研究院

油价或快速企稳，不排除年内再度上行

油价假期暴跌后，利空逐步释放，巴以冲突以及中国国庆出行需求将成为油价的托底因素，当前来看虽然油价较难突破 100 美元/桶，但在低库存叠加地缘冲突升温的背景下半年内仍有可能再度冲高，虽然库欣库存上周略有企稳，但库存水平仍处于历史低位，库欣挤仓的风险仍未完全消除，当前的基本面格局下油价仍不宜过度看空。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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。

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，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。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。

本报告版权仅为本公司所有。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“华泰期货研究院”，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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一2101-2106单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com