

# 欧盟对俄制裁靴子落地，欧佩克提高增产计划

## 研究院 能源化工组

### 研究员

#### 潘翔

☎ 0755-82767160

✉ panxiang@htfc.com

从业资格号: F3023104

投资咨询号: Z0013188

#### 陈莉

☎ 020-83901030

✉ cl@htfc.com

从业资格号: F0233775

投资咨询号: Z0000421

#### 梁宗泰

☎ 020-83901005

✉ liangzongtai@htfc.com

从业资格号: F3056198

投资咨询号: Z0015616

#### 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

原油: 总体而言, 在俄乌冲突的大背景下, 美国原油与成品油出口一定程度缓和了市场缺口, 但炼厂产能瓶颈也在带来国内成品油供应不足与通胀问题, 拜登抛储治标不治本, 石油市场的结构性矛盾仍将维持。

## 核心观点

### ■ 市场分析

**欧盟正式对俄开展第六轮石油制裁, 涉及石油禁运、油轮保险与 SWIFT:** 欧盟委员会 6 月 3 日公布第六轮对俄罗斯制裁措施, 其中包括部分石油禁运, 制裁俄罗斯油轮、银行和媒体等。欧盟委员会在当天发布公报中表示, 制裁措施将立即生效, 并将逐步削减俄罗斯石油进口。

**欧盟制裁的主要影响及未来走向:** 1、欧盟禁运将直接导致俄罗斯与欧洲原油贸易大幅萎缩; 2、保险禁令将限制俄罗斯对亚洲的原油出口能力; 3、俄罗斯将进一步扩大对亚洲原油出口力度, 但总体出口仍旧面临腰斩; 4、欧洲炼厂将增加中东、美国等地的原油进口填补俄罗斯供应缺口; 5、俄罗斯成品油禁运将支撑欧美汽柴油裂解价差

**欧佩克决定加快增产, 但对于解决俄罗斯供应缺口杯水车薪:** 虽然在本次会议做出了增产调整, 但沙特与阿联酋仍旧会是有所保留式的增产, 不会完全消耗自身的剩余产能去填补俄罗斯供应缺口, 尤其是在伊核谈判这一重大问题仍旧悬而未决的情况下, 沙特不会把自己的底牌打出。

### ■ 策略

中性偏多, 欧盟制裁落地叠加国内疫情解封

### ■ 风险

俄乌局势缓和, 伊朗核谈出现重大进展

## 目录

策略摘要 .....	1
核心观点 .....	1
欧盟制裁靴子落地，俄罗斯石油出口将加速下滑 .....	3
欧盟正式对俄开展第六轮石油制裁，涉及石油禁运、油轮保险与 SWIFT .....	3
欧盟制裁对石油市场的影响及未来走向 .....	3
欧佩克决定加快增产，但对于解决俄罗斯供应缺口杯水车薪 .....	6
俄乌冲突大背景下，石油市场结构性矛盾加剧 .....	7

## 图表

图 1: 伊朗与俄罗斯原油出口量   单位: 千桶/日 .....	4
图 2: 俄罗斯对亚洲与欧洲出口量   单位: 千桶/日 .....	4
图 3: GSAOIL BRENT1:1 裂解价差   单位: 美元/桶 .....	5
图 4: RBOB BRENT1:1 裂解价差   单位: 美元/桶 .....	5
图 5: 欧佩克成员国剩余产能   单位: 千桶/天 .....	6

## 欧盟制裁靴子落地，俄罗斯石油出口将加速下滑

### 欧盟正式对俄开展第六轮石油制裁，涉及石油禁运、油轮保险与 SWIFT

欧盟委员会 3 日公布第六轮对俄罗斯制裁措施，其中包括部分石油禁运，制裁俄罗斯油轮、银行和媒体等。欧盟委员会在当天发布公报中表示，制裁措施将立即生效，并将逐步削减俄罗斯石油进口。

#### ■ 欧盟第六轮对俄制裁涉及到石油方面的内容

- 石油禁运：**欧盟将在 6 个月内（截至今年 11 月底）停止购买俄罗斯海运原油，这占欧盟进口俄原油的三分之二，并在 8 个月（截至明年 1 月底）内停止购买俄石油产品。到 2022 年底，欧盟从俄罗斯进口的石油将减少 90%。
- 进口豁免：**依赖俄管道原油的成员国可以得到临时豁免，直到欧盟理事会另有决定。但从豁免中受益的成员国不能将此类原油和精炼产品转售给其他成员国或第三国，目前得到欧盟豁免的是经 Druzhba 管道的原油进口，以及保加利亚和克罗地亚的石油进口。
- 油轮保险禁止：**禁止欧盟公司为运送俄罗斯石油的商船提供保险和再保险。新的保险合同将立即被禁止，现有保险合同将在六个月内逐步淘汰。
- SWIFT 制裁：**欧盟还把包括俄最大银行俄罗斯储蓄银行在内的三家银行以及一家白俄罗斯银行，排除在环球银行间金融通信协会系统之外。

### 欧盟制裁对石油市场的影响及未来走向

#### ■ 欧盟禁运将直接导致俄罗斯与欧洲原油贸易大幅萎缩

2021 年俄罗斯与欧洲国家之间的原油贸易规模约为 300 万桶/日，占俄罗斯原油总出口近 70%，而在俄乌冲突爆发后，俄罗斯对欧洲原油出口下滑至 250 万桶/日以下，下滑幅度约 17%，而由于俄罗斯对亚太国家尤其是印度增加了出口，抵消了对欧洲出口下降，因此俄罗斯原油出口整体体现了较强韧性，未出现显著下滑。但在欧盟石油禁运落地后，俄罗斯对欧洲出口将会在今年年内大幅下滑，我们预计到今年年底前俄罗斯对欧洲的原油出口将会降低至 50 万桶/日以下，仅保留部分国家 Druzhba 管道原油的进口以及部分豁免国家的进口。

#### ■ 保险禁令将限制俄罗斯对亚洲的原油出口能力

保险禁令是欧盟对俄最新制裁的另一重大手段，因为很少有船公司愿意用没买保险的油轮运油。船东和贸易商通常购买两种保险，以防漏油和其他危险造成的潜在损失。一种是船体和机械险，通常在伦敦劳合社市场买。另一种是碰撞责任险（P&I）。国际船东互保协会（The International Group of P&I Clubs）在挪威、英国、欧盟等地设有

分会，为全球约 95%的油轮提供此类保险，目前伦敦劳合社与国际船东互保协会均表示将在制裁生效后不再为承运俄罗斯原油的油轮提供相关保险。因此禁止欧洲公司为运载莫斯科石油的油轮提供保险是欧盟能伤害俄罗斯经济的最严厉金融武器之一。很少有公司愿意使用没有保险的油轮运输石油，保险禁令曾有效阻止了伊朗的石油出口。成为西方国家迫使伊朗重回核协议谈判桌的一大筹码，可见其威力之强大。

虽然理论上俄罗斯船东可以通过其国内保险公司提供油轮保险，但较难完全替代伦敦劳合社与国际船东互保协会在油轮保险方面的作用，这将很大程度上限制俄罗斯对亚洲如印度等国家的出口，与此前的伊朗石油制裁的影响类似，买家会由于俄罗斯原油缺乏油轮保险而回避采购。这意味着俄罗斯原油销售难度增加，对布伦特的贴水还会进一步扩大。

### ■ 俄罗斯将进一步扩大对亚洲原油出口力度，但总体出口仍旧面临腰斩

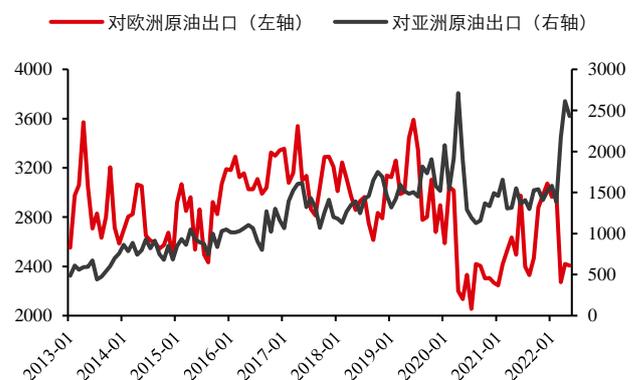
在俄乌冲突之后，俄罗斯对亚洲的原油出口从 150 万桶/日增加至 200 万桶/日以上，而在欧盟制裁落地后，俄罗斯势必仍将加大对亚太国家的出口力度，其中中国与印度仍旧是最主要的出口方向，但由于油轮保险与再保险的限制，我们认为俄罗斯对亚洲的出口提升空间会受到制约，未来增长可能较难超过 150 万桶/日，意味着俄罗斯原油总出口未来至少下降 50%，面临腰斩的情况，当然这一过程将会是渐近式的，参考此前伊朗出口制裁的相关影响，伊朗原油出口在 2018 年 6 月之后一年内下降约 200 万桶/日，当然，伊朗的石油制裁与俄罗斯仍不完全等同，美国对进口伊朗石油的国家与主体会进行二次制裁，而目前对俄罗斯石油还未祭出该制裁手段，因此俄罗斯不太会出现类似伊朗制裁模式的断崖式下跌，但原油总出口预计在今年年底可能腰斩，其销售困难的原油将会转化为浮仓与岸罐库存，俄罗斯原油产量也会持续下滑。

图 1：伊朗与俄罗斯原油出口量 | 单位：千桶/日



数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 2：俄罗斯对亚洲与欧洲出口量 | 单位：千桶/日



数据来源：Kpler 华泰期货研究院

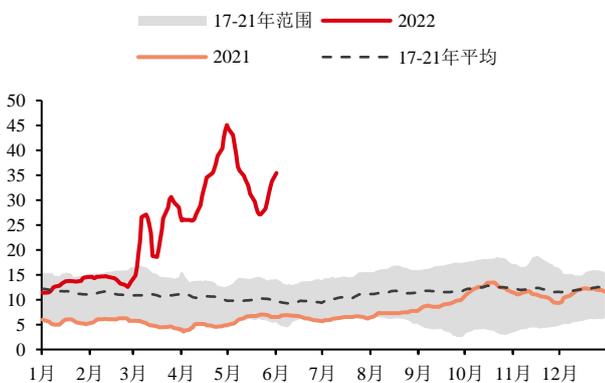
■ **欧洲炼厂将增加中东、美国等地的原油进口填补俄罗斯供应缺口**

在制裁俄罗斯之后，对于欧洲来说最为紧要的是寻找替代俄罗斯的原油进口来源，我们认为未来或许主要来自欧佩克和美国，一方面，俄罗斯加大对亚洲出口力度之后，会挤出部分欧佩克与美国供应，这部分通过全球贸易再平衡的方式流向欧洲；另一方面，欧佩克在6月初的会议上承诺将每月增产计划提高至约65万桶/日，而如果伊朗制裁解除，未来能够极大缓和欧盟供应缺口，但总体而言，俄罗斯总出口量下滑部分将代表着全球原油供应的实际缺口增量，在欧佩克现有增产计划以及伊朗制裁不解除的情况下，全球原油供应偏紧的局面将会加剧，而欧洲可能将会取代亚洲成为全球原油进口成本最高的地区，Brent-WTI以及Brent Dubai EFS价差均要拉宽，以保证套利船货能够流入欧洲，而苏伊士河以西的原油要尽可能少的流向亚太。

■ **俄罗斯成品油禁运将支撑欧美汽柴油裂解价差**

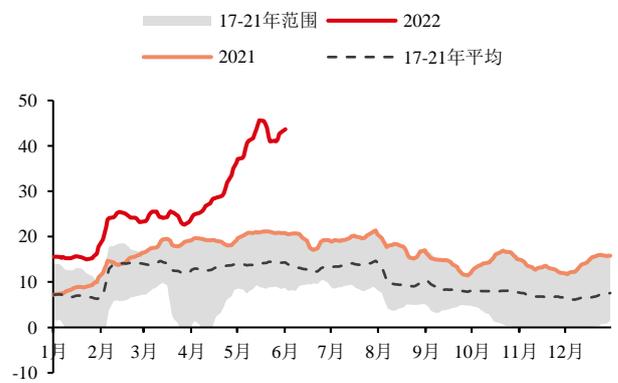
俄罗斯对欧洲的成品油出口超过100万桶/日，其中柴油约70万桶/日，燃料油及VGO等约33万桶/日，另有少部分汽油航煤，因此成品油出口禁令实施后，俄罗斯对欧盟成品油出口将会进一步减少，这将加剧欧洲地区的柴油短缺，并对柴油裂解价差形成支撑，而当前欧美面临着炼厂产能瓶颈，成品油产量提升空间受限，今年二季度汽柴油裂解价差已经超过40美元/桶，为近20年来最高水平，欧盟制裁将对当前成品油结构性矛盾起到雪上加霜的作用，而美国已经进入到夏季出行高峰，汽油需求将会环比持续回升，欧洲炼厂若以柴油生产为优先则会出现对美国汽油出口减少，进而推升美国汽油裂解价差，欧美汽柴油裂解价差出现轮番上涨的情况，而俄罗斯VGO对欧美炼厂出口减少VGO价格上涨，也会导致催化裂化装置的原料成本进一步增加，也会推升汽柴油裂解价差走高，因此不管是从贸易端还是炼厂端，成品油供需矛盾难以缓和，虽然中国增加成品油出口可以部分缓和国际市场紧缺，但国内的出口政策并不支撑成品油出口大幅增长，更有可能是以临时性消化国内过剩库存为主。

图 3: Gsaoil Brent1:1 裂解价差 | 单位: 美元/桶



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 4: RBOB Brent1:1 裂解价差 | 单位: 美元/桶



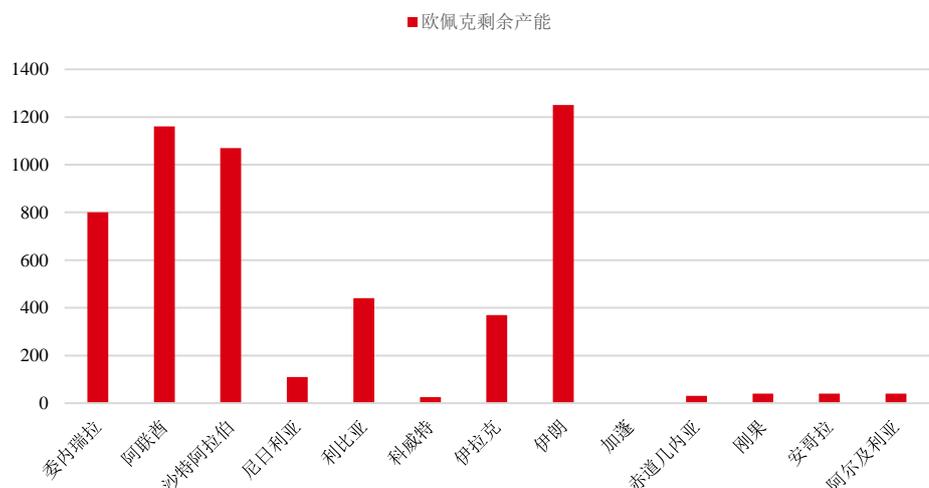
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

## 欧佩克决定加快增产，但对于解决俄罗斯供应缺口杯水车薪

欧佩克在本月初召开会议，此次会议决定调整此前的增产节奏，即将月度产量从今年5月起日均上调43.2万桶。会议同时决定将今年9月的增产份额提前平均分配到7月和8月，因此7月的月度产量将日均上调64.8万桶。累计来看，如果欧佩克按照计划100%增产，那么会在三季度合计增产约170万桶/日，但今年以来欧佩克实际增产力度远低于增产计划和市场预期，沙特有意控制增产力度叠加部分产油国油田老化产能下滑，这种局面造成了有能力增产的成员国不愿意增产，而想增产的成员国又没有增产能力。而从本次会议的情况来看，沙特是否决定大幅增产仍旧是未知数，虽然市场普遍预期沙特与美国的关系有所缓和，但沙特是否会兑现会议承诺仍未可知，从欧佩克剩余产能的角度来看，沙特与阿联酋各自保有约100至110万桶/日的剩余产能，合计约220万桶/日，伊拉克剩余约40万桶/日，其他成员国基本没有增产空间，因此当前欧佩克成员国实际有效的剩余产能大约在250万桶/日，除此之外，伊朗与委内瑞拉合计有超过200万桶/日的生产能力，但由于制裁无法释放。

总体来看，虽然在本次会议做出了增产调整，但沙特与阿联酋仍旧会是有所保留式的增产，不会完全消耗自身的剩余产能去填补俄罗斯供应缺口，尤其是在伊核谈判仍旧悬而未决的情况下，沙特不会把自己的底牌打出。而从出口的角度来看，到了夏季本身沙特原油直烧发电量的需求也会大幅增加，环比增幅在50万桶/日以上，因此其原油产量增加未必体现在出口增加上，可能优先满足其国内发电需求，因此沙特的增产目前来看依然非常保守，从欧佩克会议当前的市场表现来看，也显然不及市场预期。

图 5：欧佩克成员国剩余产能 | 单位：千桶/天



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

## 俄乌冲突大背景下，石油市场结构性矛盾加剧

近期石油市场仍处于结构性偏强的格局当中，主要体现在两方面，一是原油月差持续走强，另一方面成品油库存持续走低，裂解价差维持高位。在此前的报告中，我们重点分析了成品油市场，二季度以来石油市场的核心矛盾主要体现在成品油端，供需缺口从柴油传导至汽油，汽柴油裂解价差此起彼伏。造成成品油市场出现缺口的原因主要体现在以下几点：1、疫情期间欧美炼厂产能淘汰导致产能下滑，海外炼厂产能增产赶不上需求复苏，据统计疫情期间全球炼厂产能淘汰力度近 200 万桶/日，主要集中在欧洲、北美与亚太等地，而新增产能主要在中国与中东，由于中国去年开始政策性压缩成品油出口，导致全球炼厂供需错配进一步放大；2、海外需求稳步复苏，尤其是欧洲与拉美地区，进一步增加了美国成品油出口需求，导致美国成品油供需平衡持续收紧，炼厂无法同时满足国内需求与海外需求；3、俄乌冲突进一步放大了欧美市场的成品油供需缺口，因俄罗斯炼厂开工率下滑以及制裁原因导致俄罗斯出口的 VGO 以及柴油数量明显下滑，俄罗斯 VGO 作为美国炼厂催化裂化的二次原料，价格出现大幅上涨，同时传导至汽油端，而另一方面，由于此前柴油裂解价差的飙升，欧美炼厂普遍选择最大化柴油产量的策略，这导致汽油收率下滑并出现辛烷值短缺的情况。当前来看，在全球北半球将迎来夏季出行高峰的情况下，能够缓解成品油市场紧张的只有两个方案，一是中国大幅增加出口将国内过剩库存输出海外，近期已有临时配额下发的相关消息但仍未完全落地；二、此前已经关停炼厂重启，这里实现的难度较大，因为部分炼厂已经永久性关停或者转为进口码头以及可再生燃料加工厂。此外，拜登政府近期也在考虑放开夏季汽油蒸汽压指标的限制来缓和汽油价格，但这一策略能否奏效仍未可知，亦可能带来汽油使用的安全隐患。

而从近期 EIA 的数据来看，美国炼厂的开工率已经恢复至 93%，部分地区开工率已经接近 100%，开工率进一步提升的空间有限，炼厂提升开工率也导致原油需求增加库存下降，而由于美国原油库存以及库欣库存已经处于 5 年同期低位，因此带动原油月差上行，这也意味着成品油市场缺口开始蔓延至原油市场。总体而言，在俄乌冲突的大背景下，美国原油与成品油出口一定程度缓和了市场缺口，但炼厂产能瓶颈也在带来国内成品油供应不足与通胀问题，拜登抛储治标不治本，石油市场的结构性矛盾仍将维持。

## 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](http://www.htfc.com)