

宏观地缘基本面三重利空叠加，油价仍将寻底

市场分析

价格价差：绝对价格方面，受上周美伊达成谅解备忘录影响油价大幅下跌，截止周五收盘，布伦特原油首行价格（8月）收于71.99美元/桶，WTI原油首行合约（8月）收于69.23美元/桶，Dubai原油首行价格（8月）收于64.69美元/桶。

月差方面，三大基准油月差与单边同步大幅走弱，Brent M1-M2价差回落至-0.61美元/桶，WTI M1-M2价差回落至0.3美元/桶，Dubai M1-M2价差回落至-1.44美元/桶，Dubai是受海峡冲击最为明显的基准油，绝对价格与价差结构表现最弱，这显示当前波斯湾供应恢复进度远大于中国需求复苏进度，市场短期交易供应冲击。

远期曲线方面，前端曲线溢价回落，Brent远期曲线转为平水结构，WTI相对较强，整条曲线维持Back结构，但近端溢价显著回落。

地区价差方面，Brent Dubai EFS首行美元/桶继续回落至4.45美元/桶，WTI-Brent首行合约价差收窄至-2.81美元/桶，由于Dubai弱于Brent，Brent弱于WTI，这导致东西区套利窗口关闭以及跨大西洋套利窗口关闭，预计美国油出口以及西区至东区的原油出口将显著下降。

实货贴水方面，北海基准油BFOETW的贴水小幅回落，Forties以及BNB原油贴水转为负值，西非油贴水断崖式下跌，部分油种甚至出现-10美元/桶以上的贴水，中东油贴水显著回落，部分油种如埃尔沙辛与上扎库姆对Dubai基准油贴水超过10美元/桶，北美原油贴水尚可，受低库存支撑，而拉美原油贴水同样出现断崖式下跌，实货市场疲软堪比2020年。

成品油裂解价差方面，成品油裂解价差表现稳定甚至偏强，尤其是汽油裂解价差回升至历史高位，海峡重启对成品油供应冲击小于原油，且需要炼厂复产配合，而汽油在成品油中供应冲击相对更小，全球炼厂利润维持高位。

库存：根据Kpler高频库存数据，全球海陆原油库存（不含中国不含美国SPR库存）近期回升至30.1亿桶，较2月底下降近1.3亿桶，如果仅看陆上原油库存水平已经处于5年同期最低水平17.5亿桶，但库存去化速度已经放缓。浮仓方面，海上在途原油库存（含浮仓）回升至12.6亿桶，浮仓原油库存下降至1亿桶左右，主要是近期波斯湾浮仓快速消化，制裁油海上库存数量亦下降至2.6亿桶，主要是美军对伊朗封锁解除。目前来看，中国原油进口大幅下降（减少500万桶/日）叠加美国出口大幅（增加200万桶/日）增加，显著抵消了中东原油出口下降（冲突后减少1000万桶/日），这导致全球库存下降速度显著低于预期，而近期波斯湾流量显著回升也将浮仓转化为流通库存。中国陆上原油库存近期下降至12亿桶左右（卫星浮顶罐库存不含地下SPR），库存去化相对较慢，主要是炼厂降负力度较大抵消了进口下降且冲突前中国原油超买，但由于成品油需求萎缩以及炼厂减化增油调整产品结构，国内成品油库存显著增加，炼厂保供压力下降。中国原油到货量已经下降至600万桶/日，且依然处于下降轨道，海峡复航的不确定性叠加运费高企，中国依然处于优先使用库存阶段。

原油船期：美伊达成谅解备忘录，国际海事组织开始疏散波斯湾内船只，海峡通行船只数量显著增加，中东原油发货量近期显著回升至1050万桶/日，但离冲突前的1900万桶/日仍有较大差距，近期伊朗原油发货量近期也见底回升，但回升力度不明显，前期应以消耗浮仓为主。不过上周伊朗革命卫队袭击了一艘集装箱船，海峡复航仍非常脆弱。俄罗斯原油发货量增加至420万桶/日，近期乌克兰持续袭击俄罗斯炼厂导致其国内需求下降，可供出口资源增加。CPC原油发货量维持在170万桶/日高位，阿塞拜疆发货量维持在50万桶/日。北非阿尔及利亚发货维持50万桶/日，利比亚发货维持120万桶/日。拉美原油发货量维持在660万桶/日，巴西发货量维持250万桶/日高位，墨西哥原油发货量回升至60万桶/日，委内瑞拉发货量下降至100万桶/日，发货从中国转向美国、欧洲与印度，尚不清

楚委内地震对原油出口影响如何，新闻显示主要生产、炼化与出口设施并未损毁，圭亚那发货量维持在90万桶/日。美国原油发货量回落至510万桶/日，虽有回落但仍显著高于冲突前，美国成品油出口同比增加50万桶/日达到310万桶/日。加拿大原油出口量维持在80万桶/日，成品油出口也有所增加。

炼厂检修与利润：本周俄罗斯炼油厂停产产能达390万桶/日，此前乌克兰袭击两次瞄准莫斯科，引发火灾并损坏两套主要加工装置，导致运营暂停。6月24日，乌克兰无人机袭击乌法枢纽的乌法石油化工厂和新乌法炼油厂，引发爆炸和火灾；但俄油表示关键工艺未受影响，运营持续进行。6月24日无人机袭击导致诺尔西炼油厂暂停运营。6月20日对秋明的攻击被化解，未造成损失。图阿普谢、基里希、阿斯特拉罕、伏尔加格勒、梁赞及塔涅科炼油厂因袭击仍处于停产状态，而俄罗斯南部的阿菲普斯基、伊利斯基和新沙赫京斯克炼油厂部分运营。萨马拉枢纽的库伊比舍夫炼油厂遭无人机袭击后仍停产，同枢纽的新古比雪夫和塞兹兰炼油厂产能大幅缩减。阿特劳炼油厂计划性维护定于6月26日至7月15日进行。近期完成维护的鄂木斯克等炼油厂部分抵消了产量损失，共青城炼油厂已部分重启，将大部分维护推迟至6月。中东地区炼油厂本周平均停产量为170万桶/日。尽管运营挑战持续存在，但此前被认为完全停产的几家炼油厂现正以降低的产能运行，尤其是在科威特和沙特阿拉伯，其吞吐量正显现逐步稳定迹象。伊朗拉万炼油厂已恢复部分运营，当前产能利用率约为70%。巴林锡特拉炼油厂仍处于停产状态，预计将于7月恢复运营。沙特阿拉伯的萨姆雷夫、亚斯雷夫和贾赞炼油厂已全面运营并增加出口，而拉斯坦努拉炼油厂正逐步复产。叙利亚的巴尼亚斯炼油厂已启动为期五个月的停产扩建，霍姆斯炼油厂则在维护后重启运营。卡塔尔的拉斯拉凡炼油厂以降低产能运行，但计划在未来数周内达到50%的运营能力。截至7月3日当周，中东地区炼油厂停产量预计仍将维持在约103万桶/日。

地缘政治：俄乌局势方面，仍旧处于僵局当中，乌克兰无人机对俄罗斯仍维持较高的打击力度。中东方面，上周美伊达成谅解备忘录之后黎以也签署了停火协议，但伊朗革命卫队袭击了经过阿曼航线的商船，随后美国再度打击伊朗，显示了停火协议的脆弱性，以及海峡复航的不稳定性，双方对于海峡控制权依然存在根本性分歧，局势可能反复。

整体预判：当前异常疲软的实货市场显示油价还未见底，地缘虽有波澜但整体降温，叠加当前偏空的宏观情绪，形成了宏观、地缘以及基本面三重利空叠加，我们预计油价仍将下跌寻底，有望重回到伊朗内乱前的50至60美金区间，只有通过近端贴水给出套利空间，未来油价才有企稳的条件。

策略

石油市场由于中东局势面临诸多不确定性，当前参与原油市场风险较高，建议使用期权工具规避风险

风险

下行风险：中东战争缓和，海峡恢复通航、高通胀引发全球经济危机

上行风险：美伊重新开战、全球石油库存下降至阈值引发实质性短缺

图表

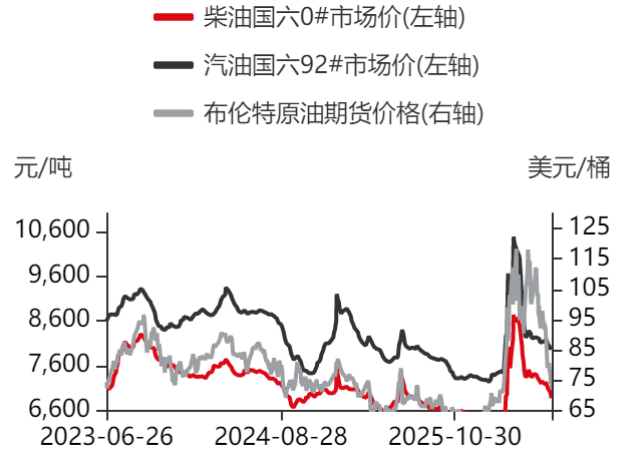
图1：原油期货价格走势	4
图2：原油期货与国内成品油价格走势对比	4
图3：原油期货与美债收益率走势对比	4
图4：原油期货与铜价走势对比	4
图5：原油基金净多持仓	4
图6：西北欧原油库存	4
图7：新加坡成品油库存	5
图8：全球原油浮式库存	5
图9：美国商业原油库存	5
图10：中国炼厂利润	5

图1：原油期货价格走势



资料来源: Bloomberg, 华泰期货研究院

图2：原油期货与国内成品油价格走势对比



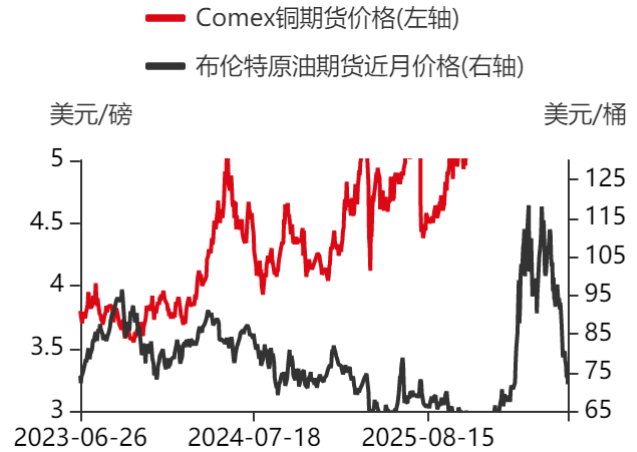
资料来源: Bloomberg, 华泰期货研究院

图3：原油期货与美债收益率走势对比



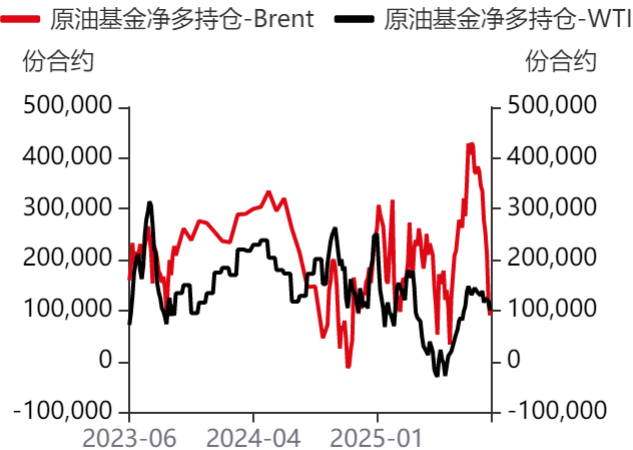
资料来源: Bloomberg, 华泰期货研究院

图4：原油期货与铜价走势对比



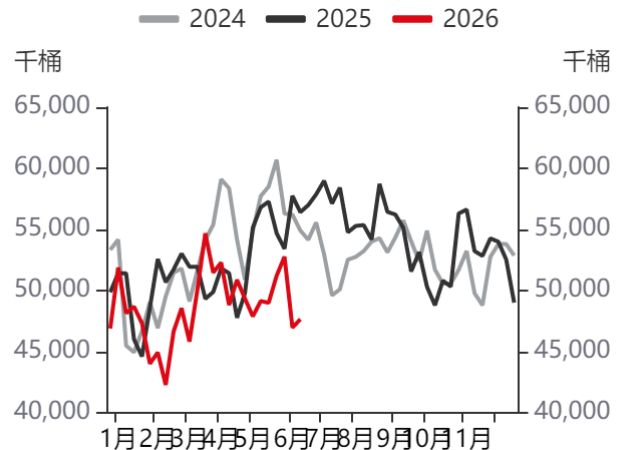
资料来源: Bloomberg, 华泰期货研究院

图5：原油基金净多持仓



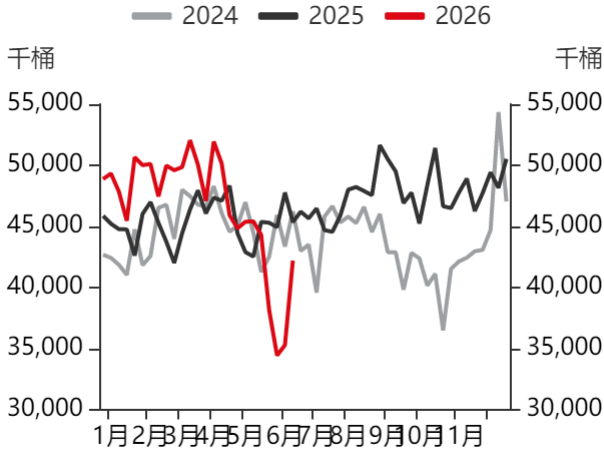
资料来源: Bloomberg, 华泰期货研究院

图6：西北欧原油库存



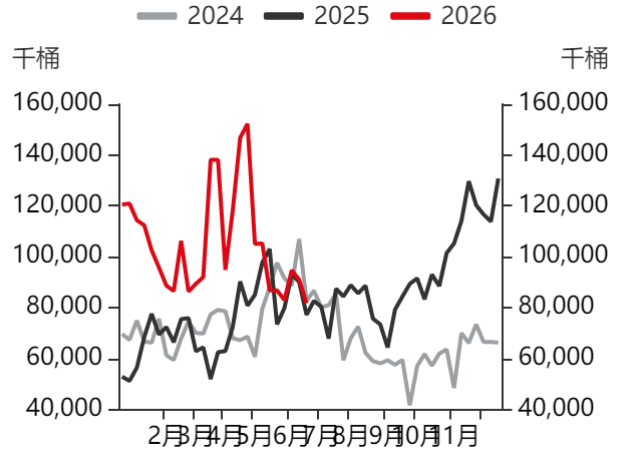
资料来源: Bloomberg, 华泰期货研究院

图7：新加坡成品油库存



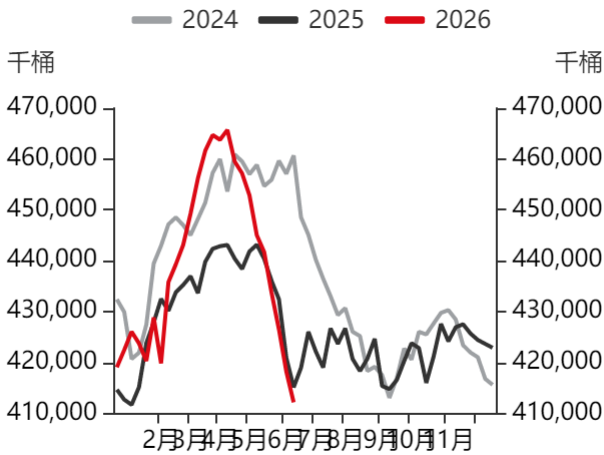
资料来源: Bloomberg

图8：全球原油浮式库存



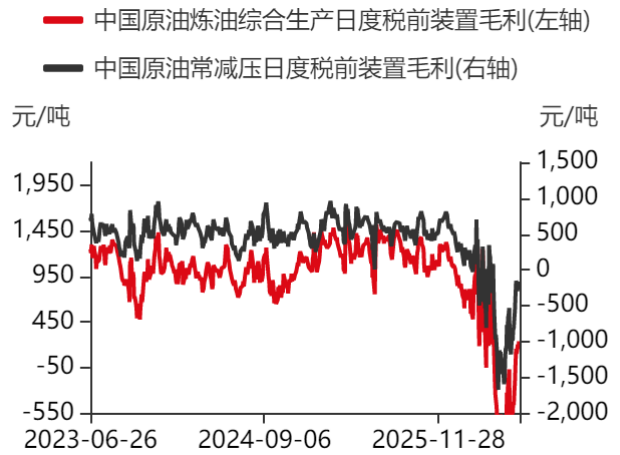
资料来源: Bloomberg

图9：美国商业原油库存



资料来源: Bloomberg

图10：中国炼厂利润



资料来源: 卓创, 华泰期货研究院

本期分析研究员



潘翔

从业资格号: F3023104
投资咨询号: Z0013188



康远宁

从业资格号: F3049404
投资咨询号: Z0015842

联系人

投资咨询业务资格:
证监许可【2011】1289号

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



客服热线：400-628-0888

官方网址：www.htfc.com

公司总部：广州市南沙区横沥镇明珠三街1号10层1001-1004、1011-1016房