

俄乌冲突再升温，油价为何“很淡定”？

俄乌冲突愈演愈烈下，欧美计划加大对俄原油制裁，但近期油价一直“不温不火”，背后真相如何，油价未来又将驶向何方？最新专题梳理，供您参考。

■ 欧盟加强对俄制裁，油价为何持续震荡？需求走弱遇上供给相对平稳

俄乌冲突再升温下，油价却徘徊在 100-110 美元/桶附近，主因需求边际走弱叠加供给相对稳定。近期，俄乌冲突再度升温，欧美也计划加码制裁俄油，但油价却一直在 100-110 美元/桶附近持续震荡。油价表现相对“不温不火”的深层原因在于，需求边际走弱叠加供给相对稳定。3-4 月的产需数据显示，全球原油总产量维持在 9900 万桶/日附近，消费量却由 1 亿桶/日左右下滑超过 200 万桶/日。

俄罗斯出口未降，美国、挪威出口增长，使得原油供给维持平稳；原油需求淡季下，中国消费量锐减进一步拖累需求。供给端来看，俄罗斯尽管对欧原油出口量下滑约 120 万桶/日，但对其他地区出口大增、支撑整体出口；美国、挪威等纷纷加大对欧出口约 100 万桶/日，补充欧盟原油进口。需求端来看，1 季度末前后恰逢原油需求淡季的背景下，中国等消费量超季节性下滑，进一步拖累需求。

■ 近期原油供需变化背后的核心逻辑？印度转口，美国放储，中国疫情

俄罗斯出口稳定背后，是欧美等未强加干预及利益驱动下，印度成为俄罗斯原油出口的重要“中转站”。面对俄罗斯油价的持续下跌，叠加七折优惠，印度对俄罗斯原油进口量从往年约 3 万桶/日增长至 4 月的 70 万桶/日以上。同时，印度进口俄油并非用于国内消费，更多通过原油制品转口至欧洲等牟利。更为重要的是，考虑到印度特殊的外交角色，目前美国等尚未对印度买油实施强力干预。

同时，美国通过放储大量增加对欧出口，挪威则主要实施增产；中国原油消费量大幅下滑背后，是多地疫情爆发。2 月以来，美国原油增产缓慢，主要通过释放战略储备 40 万桶/日来增加出口，目前战略储备已降至历史低位。挪威作为欧盟邻国，主要通过增产约 20 万桶/日来增加出口。中国方面，2 月中月以来，多地陆续出现新一轮新冠疫情，物流受阻、人员管控等，拖累原油需求近 80 万桶/日。

■ 油价未来如何演绎？供给依然受限及需求修复下，油价上涨值得期待

印度转口难以为继，伊朗增产存疑，OPEC、美国等无力增供，原油供给或仍持续受限。参考伊朗制裁的经验，美欧等紧逼下，印度“走钢丝”的空间或将越来越窄，大量购买俄油或难以为继。市场所担心的伊朗原油供给，仍面临着两大约束，或不足以冲击现有供给秩序。OPEC 增产不力且高油价诉求强烈，美国增产不力、放储难以持续，挪威进一步增产空间不大，均无力改变供给受限的局面。

供给受限的背景下，中国疫情拐点已现、经济活动回归正常化，叠加全球出行旺季的到来，年中前后或将是油价的重要观察窗口。伴随着疫情拐点已经出现，中国经济活动也在加速回归正常化，例如整车货运流量指数回升至 93.6、接近正常水平。全球范围来看，供给持续受限的背景下，疫情逐步退潮叠加出行旺季的到来，原油需求有望重回改善趋势，年中前后或将是油价走势的重要观察窗口。

风险提示： 欧盟原油制裁力度不及预期；全球疫情出现强烈反弹。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

曹金丘 联系人
caojinqiu@gjzq.com.cn

内容目录

1、周度专题：俄乌冲突再升温，油价为何“很淡定”？	4
1.1、欧盟加强对俄制裁，油价为何持续震荡？需求走弱遇上供给相对平稳	4
1.2、近期原油供需变化背后的核心逻辑？印度转口，美国放储，中国疫情	7
1.3、油价未来如何演绎？供给依然受限及需求修复下，油价上涨值得期待	11
风险提示：	13

图表目录

图表 1：欧盟计划在年底之前全面禁止俄罗斯原油进口	4
图表 2：近期，WTI 油价徘徊在 100-110 美元/桶附近	5
图表 3：近期，Brent 油价徘徊在 100-110 美元/桶附近	5
图表 4：近期，全球原油需求边际走弱叠加供给相对稳定	5
图表 5：原油供给结构高度集中	5
图表 6：俄罗斯对欧盟原油出口量显著下滑	6
图表 7：美国、挪威等加大对欧出口	6
图表 8：俄罗斯对欧洲地区原油出口大降（周频数据）	6
图表 9：俄罗斯对非欧洲地区原油出口大增（周频数据）	6
图表 10：原油需求超 6 成与交通运输相关	7
图表 11：1 季度末前后恰逢原油需求的淡季	7
图表 12：近 2 个月，全球原油需求边际走弱	7
图表 13：作为原油需求大国，中国原油消费量锐减	7
图表 14：俄罗斯原油出口量基本未降	7
图表 15：俄罗斯对亚洲地区原油出口大增	7
图表 16：俄罗斯与印度属于“特殊伙伴关系”	8
图表 17：度最大的进口军事装备依然来自俄罗斯	8
图表 18：印度每年从俄罗斯进口大量煤炭	8
图表 19：俄罗斯油价持续下跌	9
图表 20：印度对俄罗斯原油进口量大增	9
图表 21：印度原油消费量未出现明显提振	9
图表 22：乌拉尔原油与布伦特原油等价差持续走扩	9
图表 23：美国总统拜登、白宫国家经济委员会主任布莱恩·迪斯等，纷纷表达对印度在俄乌冲突中的立场感到不满	9
图表 24：美国原油产量平稳，但出口高增	10
图表 25：美国原油库存及战略石油储备双双降至低位	10
图表 26：挪威原油出口集中度较高	10
图表 27：挪威主要通过增产来增加出口	10
图表 28：本轮疫情，单日新增感染人数高峰可能已过	10
图表 29：物流受阻、人员管控等拖累中国原油需求	10

图表 30: 2018 年, 印度对伊朗的原油进口飙升.....	11
图表 31: 俄罗斯原油产量的损失可能超过 150 万.....	11
图表 32: OPEC 近期增产屡屡不及预期.....	11
图表 33: OPEC 增产不力.....	11
图表 34: 2021 年美国油气厂商投资支出规模依然较低.....	12
图表 35: 美国新增钻机缓慢、油井库存快速消耗.....	12
图表 36: 上轮伊朗被解除制裁后, 油价受到冲击.....	12
图表 37: 伊朗的原油闲置产能约为 130 万桶.....	12
图表 38: 中国本土新增感染人数不断下降.....	13
图表 39: 全国整车货运流量指数即将修复至正常水平.....	13
图表 40: 中性情形下, 全年原油需求增长仍有空间.....	13
图表 41: 伴随出行旺季到来, 航班数量有望继续提升.....	13

1、周度专题：俄乌冲突再升温，油价为何“很淡定”？

俄乌冲突愈演愈烈下，欧盟计划加大对俄原油制裁，但近期油价一直“不温不火”，背后真相如何，油价未来又将驶向何方？最新专题梳理，供您参考。

1.1、欧盟加强对俄制裁，油价为何持续震荡？需求走弱遇上供给相对平稳

近期，俄乌冲突持续升温背后，欧盟不断升级对俄罗斯原油制裁，但油价却徘徊在 100-110 美元/桶附近。2 月底以来，欧美陆续在经济、能源、科技、交通、运输等多重领域，对俄罗斯施加了五轮制裁。伴随着俄乌冲突进一步升温，欧美计划对俄罗斯实施第六轮制裁，其中包括制定对俄罗斯原油的定价上限和关税。先前油价飙升的直接导火索，是俄乌冲突持续升级、打压原油供给预期¹。但自从 WTI、Brent 原油价格双双在 3 月初盘中一度突破 130 美元/桶之后，即便俄乌冲突持续升温，油价依旧在 100-110 美元/桶附近持续震荡。

图表 1：欧盟计划在年底之前全面禁止俄罗斯原油进口²

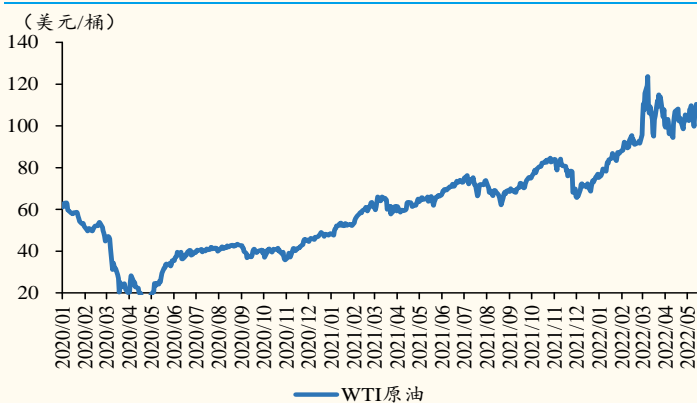
时间	欧盟对俄制裁措施
2/22	第一轮 1. 制裁“参与非法决定的人士” 2. 制裁为俄罗斯军事及其他行动提供资金的银行 3. 限制俄罗斯国家及政府进入欧盟资本金融市场及服务的能力 4. 中断乌东顿巴斯两个“独立”地区与欧盟之间的贸易
2/25	第二轮 1. 制裁涉及 70% 的俄罗斯银行市场和关键国有企业，包含俄国国防工业企业 2. 禁止欧盟向俄罗斯航空公司出售飞机和设备
2/27	第三轮 1. 承诺将选定的俄罗斯银行从 SWIFT 系统中移出 2. 承诺对俄罗斯央行的外汇储备实施制裁 3. 承诺将限制俄罗斯富人的黄金护照 4. 承诺对更多俄罗斯官员实施制裁和其他措施
3/15	第四轮 1. 取消俄罗斯的贸易最惠国待遇 2. 禁止与某些俄国有企业不同部门进行任何交易 3. 禁止从俄进口钢铁行业的关键商品 4. 禁止欧盟企业投资俄罗斯能源行业 5. 禁止向俄出口奢侈品（如高级汽车、珠宝等） 6. 扩大受制裁的个人和实体名单，包括更多寡头和商业精英，以及活跃在军事和国防领域的公司 7. 欧盟信用评级机构禁止对俄罗斯公司进行评级，禁止向俄罗斯客户提供评级服务
4/5	第五轮 1. 对每年价值 40 亿欧元的俄罗斯煤炭实施进口禁令 2. 禁止与四家俄大型银行的交易，包括俄罗斯联邦外贸银行 3. 禁止俄罗斯船只和俄罗斯经营的船只进入欧盟港口。农产品和食品、人道主义援助和能源的运输将得到豁免 4. 禁止向俄出口每年价值 100 亿欧元的量子计算机、先进半导体、敏感机械和运输设备 5. 停止进口俄罗斯木材、水泥以及每年价值约 55 亿欧元的海鲜和酒类 6. 提议把俄罗斯公司排除在欧盟国家的公共采购招标之外，并冻结更多俄罗斯个人在欧盟的资产，且不允许其入境
5/3	第六轮（拟定） 此轮制裁将针对银行、媒体和石油领域 1. 计划在 6 个月内逐步停止俄罗斯石油进口（匈牙利、斯洛伐克或将得到豁免） 2. 欧洲企业和个人禁止提供将俄罗斯石油运往第三国所需的船只和服务，例如保险 3. 切断俄罗斯联邦储蓄银行（Sberbank）和其他俄罗斯贷款机构与 SWIFT 系统的联系 4. 暂停与俄罗斯公民、居民和实体的房地产交易

来源：EU、国金证券研究所

¹ 如图 5 所示，俄罗斯是全球原油产量最大的单个经济体，往年产量占全球比重高达 13%。

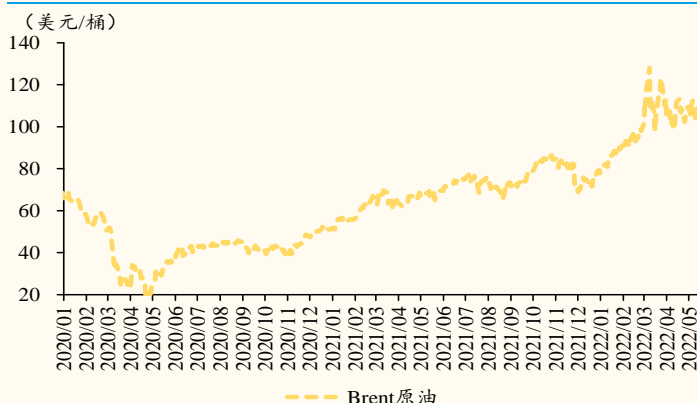
² 5 月 3 日，欧盟初步计划在 6 个月内逐步禁止俄罗斯原油进口；5 月 17 日，美国财政部官员表示，将与七国集团领导人讨论对俄罗斯石油的定价上限和关税，以替代禁运，对俄罗斯石油征收关税将保持市场供应，限制价格飙升，减少俄罗斯的收入。

图表 2: 近期, WTI 油价徘徊在 100-110 美元/桶附近



来源: Wind、国金证券研究所

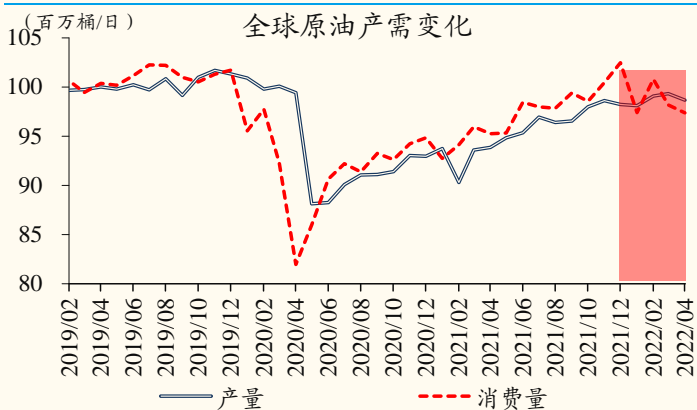
图表 3: 近期, Brent 油价徘徊在 100-110 美元/桶附近



来源: Wind、国金证券研究所

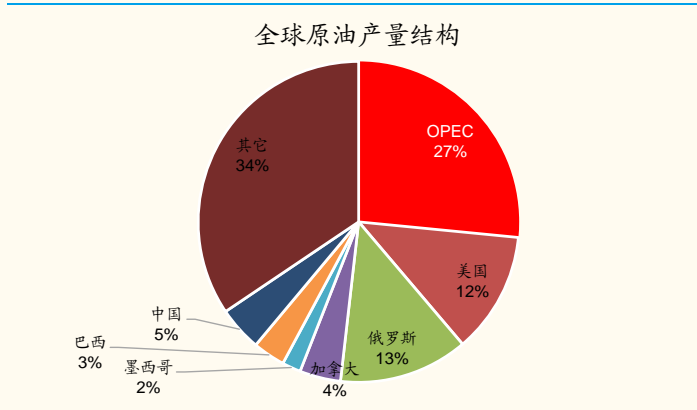
近期油价表现相对“不温不火”的原因在于，需求边际走弱叠加供给相对稳定。作为“大宗商品之母”，原油价格的趋势方向主要由全球服务业景气变化主导，供给端的变化往往影响历轮油价的涨跌幅表现。供给端，3 至 4 月，全球原油总产量维持在 9900 万桶/日附近，整体波动不大。需求端，3 至 4 月，全球原油总消费量却由 1 亿桶/日以上下滑至 9800 万桶/日附近，下滑幅度超过 200 万桶/日。不难发现，供给相对平稳下，需求走弱给油价走势施加了阻力。

图表 4: 近期, 全球原油需求边际走弱叠加供给相对稳定



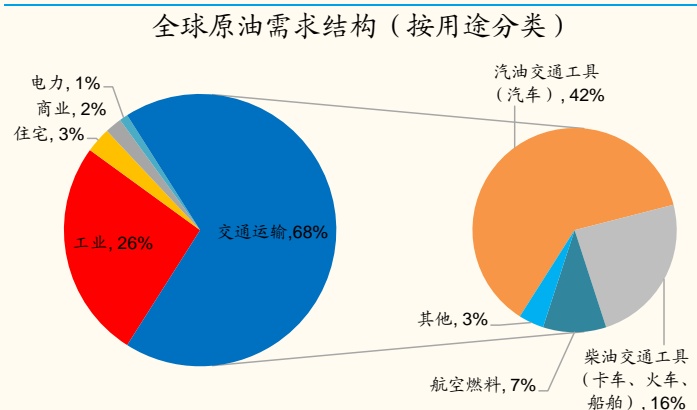
来源: Wind、国金证券研究所

图表 5: 原油供给结构高度集中



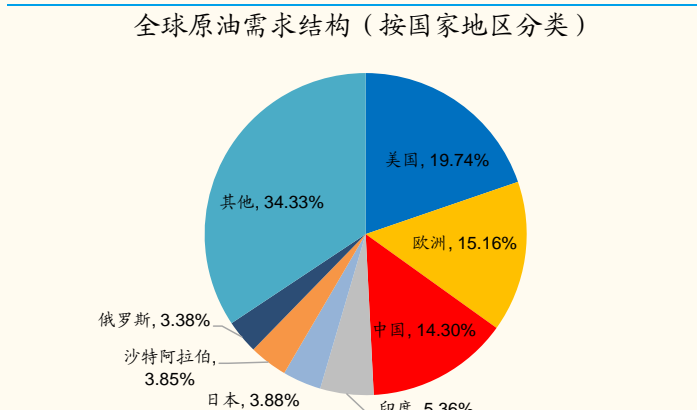
来源: Wind、国金证券研究所

图表 2: 原油需求近 7 成与交通运输相关



来源: EIA、国金证券研究所

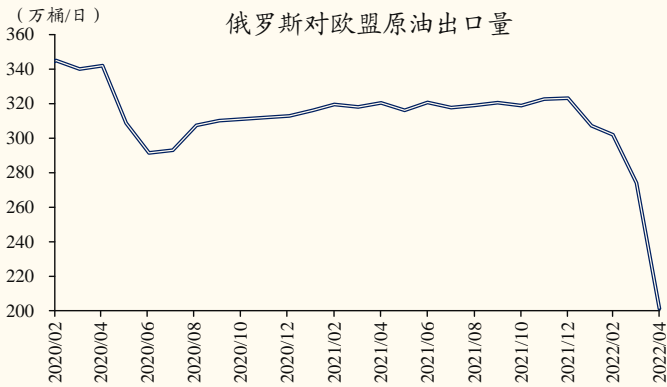
图表 2: 美、欧、中是全球主要原油消费的经济体



来源: EIA、国金证券研究所

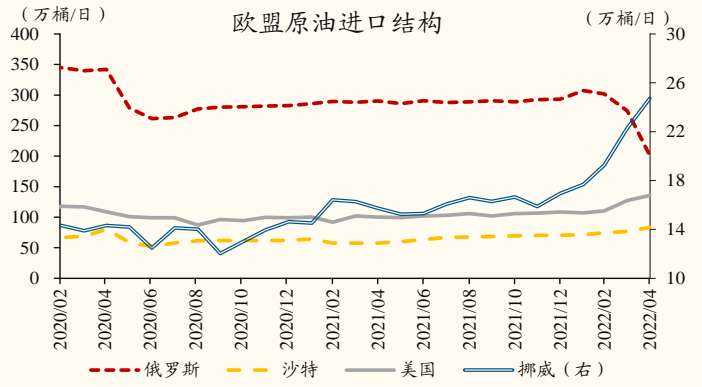
目前俄乌冲突升温对俄罗斯出口影响有限，同时美国、挪威等加大对欧出口，原油总供给维持平稳状态。数据来看，俄乌冲突升温的背景下，俄罗斯对欧盟原油出口量，从 320 万桶/日锐减至 200 万桶/日，下滑量约为 120 万桶/日。但与此同时，俄罗斯将大量原油出口至其他经济体，使得整体出口量基本未降。其他经济体方面，美国、挪威等纷纷加大对欧出口约 100 万桶/日，支撑欧盟原油进口量维持正常水平。因此，目前俄乌冲突对全球原油供给的影响相对温和。

图表 6: 俄罗斯对欧盟原油出口量显著下滑



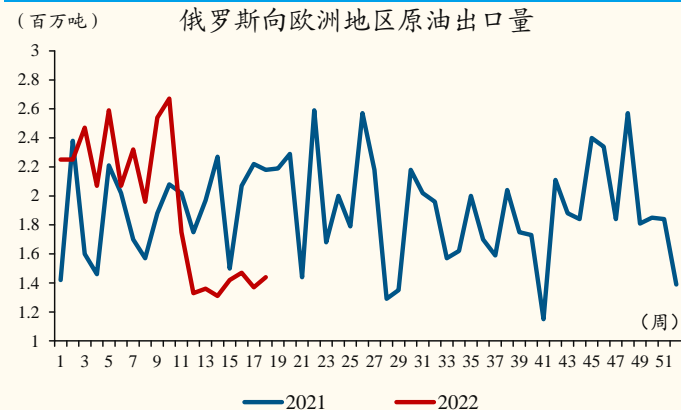
来源: BP, 国金证券研究所

图表 7: 美国、挪威等加大对欧出口



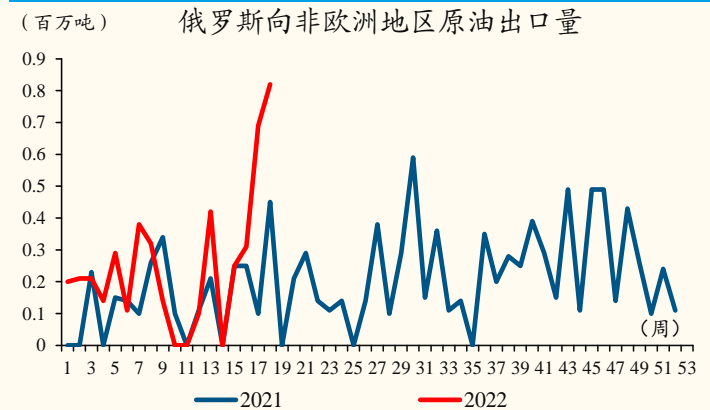
来源: BP, 国金证券研究所

图表 8: 俄罗斯对欧洲地区原油出口大降 (周频数据)



来源: Bruegel, 国金证券研究所

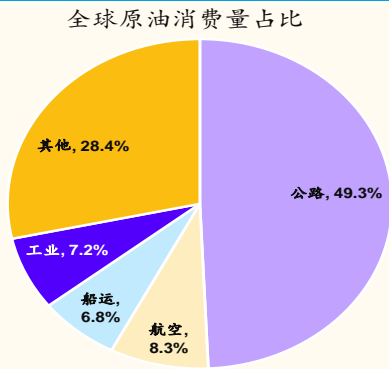
图表 9: 俄罗斯对非欧洲地区原油出口大增 (周频数据)



来源: Bruegel, 国金证券研究所

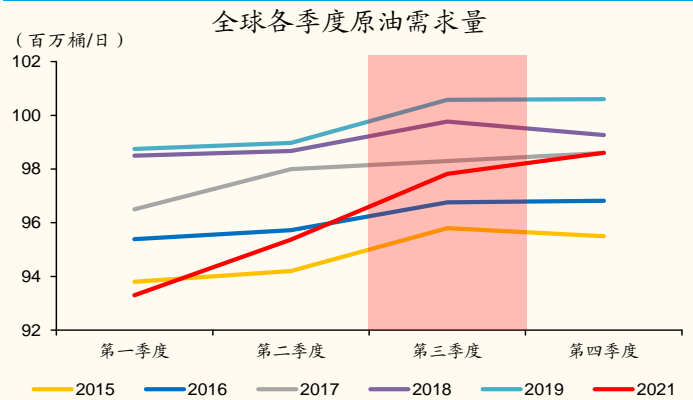
需求端来看，1 季度末前后恰逢原油需求淡季的背景下，中国等原油需求大国的消费量锐减。基于原油的消费用途来看，超过 6 成用于公路、航空、航运等交通运输类。全年来看，由于 1 季度末前后往往是全球出行强度的低谷期，原油需求也处于相对淡季。其中，作为全球最主要的原油消费国之一，中国（占比约 14%）的原油消费量从年初的 1600 万桶/日一度回落至 1500 万桶/日以下，大幅拖累全球原油需求。

图表 10: 原油需求超 6 成与交通运输相关



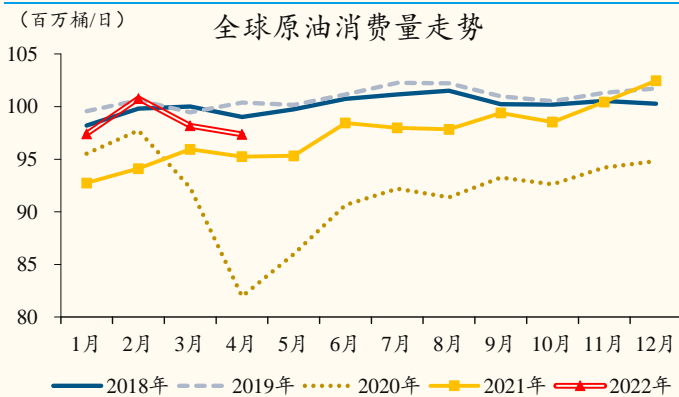
来源: EIA、国金证券研究所

图表 11: 1 季度末前后恰逢原油需求的淡季



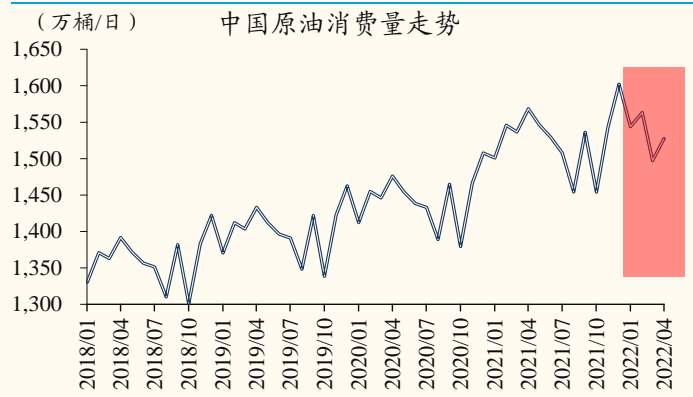
来源: EIA、国金证券研究所

图表 12: 近 2 个月, 全球原油需求边际走弱



来源: EIA、国金证券研究所

图表 13: 作为原油需求大国, 中国原油消费量锐减

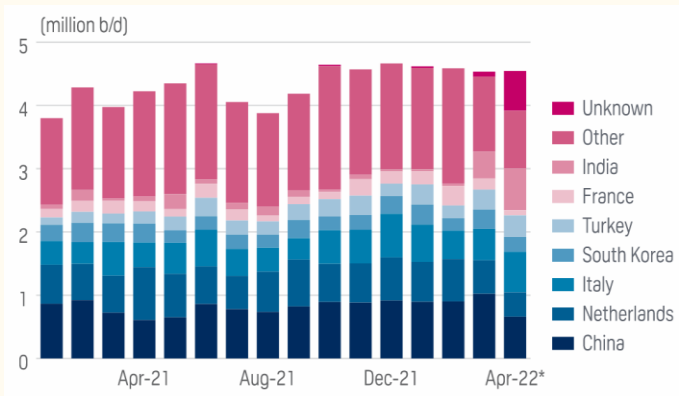


来源: EIA、国金证券研究所

1.2、近期原油供需变化背后的核心逻辑? 印度转口, 美国放储, 中国疫情

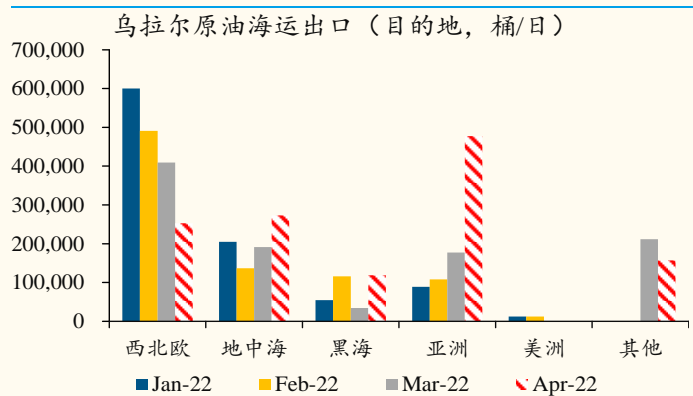
俄罗斯方面, 将大量原油出口至印度等其他经济体, 使得整体出口量基本未降。不仅仅是欧洲设法寻求其他原油进口, 俄罗斯自身也在需求更多原油买家。权威机构 Kpler 的监测结果显示, 俄罗斯 4 月原油出口量高达 450 万桶/日附近, 基本上与 1 至 3 月水平相差无几。乌拉尔原油是俄罗斯主要出口油种, 此前大部分供应欧洲。根据 4 月的最新数据, 俄罗斯对印度等经济体的乌拉尔原油出口量较前 3 月大幅增长, 足以对冲对欧洲地区减少的出口量。

图表 14: 俄罗斯原油出口量基本未降



来源: Kpler

图表 15: 俄罗斯对亚洲地区原油出口大增



来源: Kpler、国金证券研究所

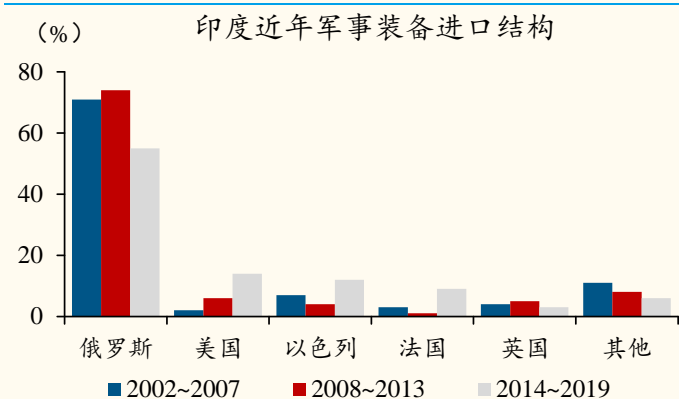
俄罗斯与印度属于“特殊伙伴关系”，双方在军事等领域更是有着深度合作，因此印度在西方制裁俄罗斯时维持中立。自上任以来，拜登治下的美国政府奉行“重返亚太战略”，一直将印度视为“重要合作伙伴”。美欧等俄屡屡加码制裁的背景下，印度依然与俄罗斯维持紧密联系，其实有着深厚的历史渊源。早在美苏争霸时期，印度就与苏联交好，且大批购进苏制军事装备。时至今日，印度最大的进口军事装备依然来自俄罗斯。因此，在连续 2 次联合国大会投票中，印度均投下了弃权票，呼吁停止暴力、用对话解决争端。

图表 16：俄罗斯与印度属于“特殊伙伴关系”

时间	国家	事件
美苏争霸时期	苏联	1.赫鲁晓夫公开表态，苏联支持印度对克什米尔地区和彼时为葡萄牙所控制的果阿邦的主权立场
	印度	1.1971年印巴战争前，面对与中美两国关系密切的巴基斯坦，印度选择与苏联签署具有军事同盟性质的《苏印和平友好合作条约》
苏联解体后至俄乌冲突前	俄罗斯	1.2012年，普京在《印度教徒报》撰文称：“对俄来说，深化与印度的友谊是外交政策的首要任务” 2.在2021年年底，俄印两国第21届年度峰会上，俄罗斯总统普京称印度是“大国”和“久经考验的朋友”
	印度	1.2012年印度时任国大党籍总理曼莫汉·辛格回应普京称：“普京总统是印度最重要的朋友，也是印俄战略伙伴关系的缔造者” 2.2021年的俄印年度峰会上，印度总理莫迪则称“俄印关系是（大变局时代）众多变量中的常量”
俄乌冲突之后	俄罗斯	1.4月1日俄罗斯外长拉夫罗夫在新德里与印度官员进行了一系列会晤，重点讨论双边政治和经济议程，他说，俄罗斯已建立与印度等国使用本国货币进行贸易的系统，将加大力度摆脱以美元为基础的支付系统。美国的压力不会影响俄印之间的伙伴关系 2.俄驻印度大使阿利波夫表示，当前乌克兰周边局势不会对俄印两国军事技术方面的合作造成影响，或者影响甚微
	印度	1.印度顶住西方的压力，从俄罗斯大量购买石油和煤炭，以高于市场价格的单价预购了 4.5万吨葵花籽油，实际行动支持普京 2.联合国安理会为了缓和局势特地就俄乌问题举行投票，印度弃权，呼吁和平解决俄乌冲突，并拒绝称俄罗斯为“入侵者” 3.在俄方控制“欧洲粮仓”的乌克兰的诸多出口港后，印度宣布禁止小麦出口

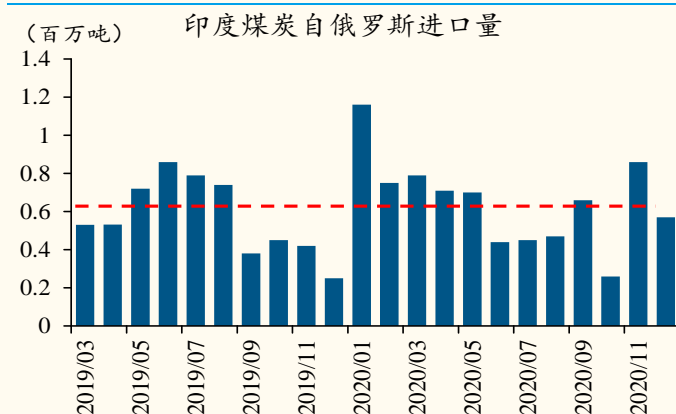
来源：BBC、国金证券研究所

图表 17：印度最大的进口军事装备依然来自俄罗斯



来源：BBC、国金证券研究所

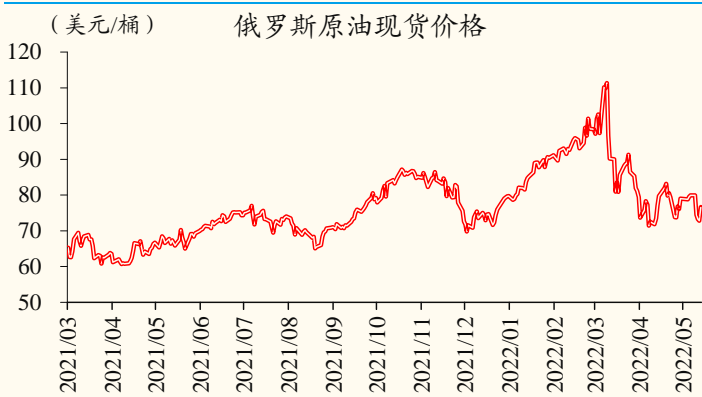
图表 18：印度每年从俄罗斯进口大量煤炭



来源：Bloomberg、国金证券研究所

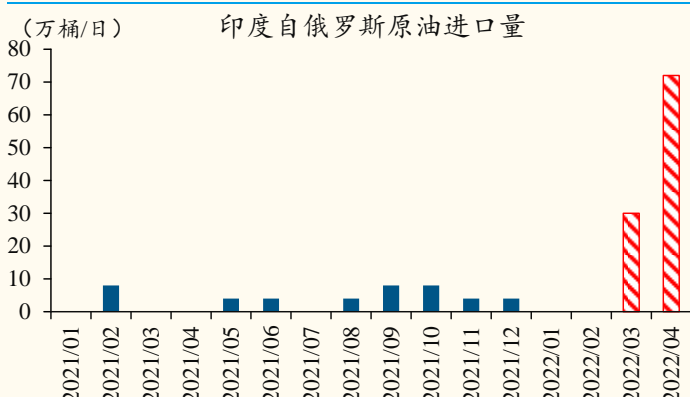
基于现实利益出发，叠加目前美国等尚未实施强力干预的背景下，印度成为俄罗斯原油出口的重要“中转站”。面对俄罗斯油价的持续下跌，叠加俄罗斯给予额外的七折优惠，印度开始大规模进口俄罗斯原油，进口量从往年 3 万桶/日左右增长至 4 月的 70 万桶/日以上。与此同时，印度进口俄油并非用于国内消费，更多通过原油制品转口至欧洲等牟利。最新数据显示，印度出口欧洲的柴油和其他炼油产品达 21.9 万桶/日，创下历史新高。更为重要的是，考虑到印度特殊的外交角色，目前美国等尚未对印度购买俄油的行为实施强力干预。

图表 19: 俄罗斯油价持续下跌



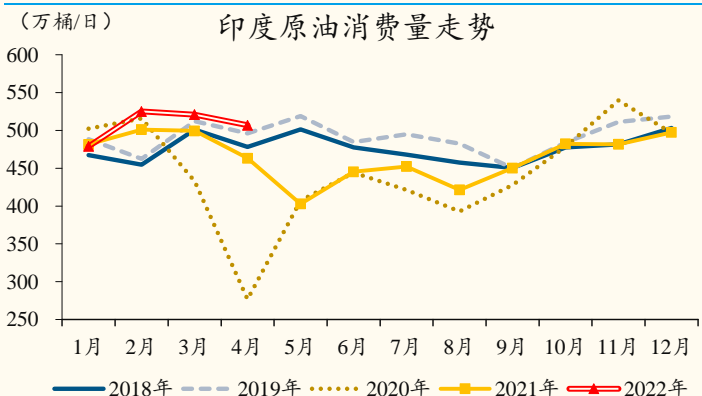
来源: Kpler、国金证券研究所

图表 20: 印度对俄罗斯原油进口量大增



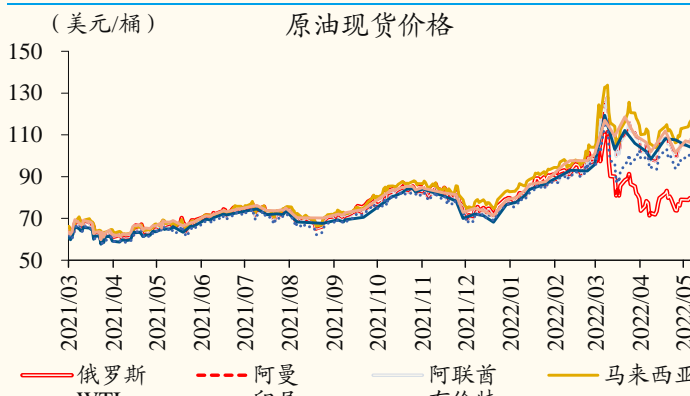
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表 21: 印度原油消费量未出现明显提振



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表 22: 乌拉尔原油与布伦特原油等价差持续走扩



来源: Bloomberg、国金证券研究所

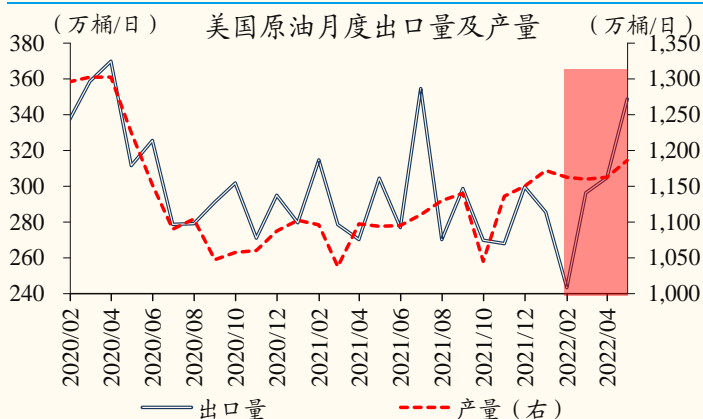
图表 23: 美国总统拜登、白宫国家经济委员会主任布莱恩·迪斯等, 纷纷表达对印度在俄乌冲突中的立场感到不满

国家	官员	时间	发言
美国	总统拜登	3月21日	印度是美国盟友中的一个“例外”，该国就俄乌冲突做出的反应“不牢靠”
	白宫国家经济委员会主任布莱恩·迪斯	4月6日	美国已经告诉印度，该国与俄罗斯构建“更明确战略同盟”所得到的后果和影响将是“严重且长期的”。
	白宫新闻秘书普萨基	4月初	美国认为，加快或增加从俄罗斯进口能源和其他大宗商品不符合印度的利益。

来源: NY Times、国金证券研究所

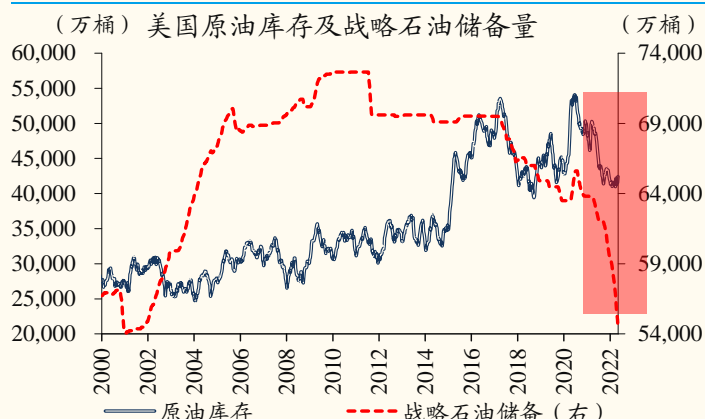
美国通过放储大量增加对欧出口，挪威则主要实施增产。数据显示，2月以来，美国原油产量变化不动，主要通过释放库存及战略储备来增加出口。生产受限、出口高增、需求修复的背景下，美国油库存及战略石油储备双双降至历史低位。挪威作为欧盟邻国，主要通过增产来增加出口。跟据 OPEC 估计，挪威近期原油产量增加约 20 万桶/日，对欧出口增加约 10 万桶/日。

图表 24: 美国原油产量平稳, 但出口高增



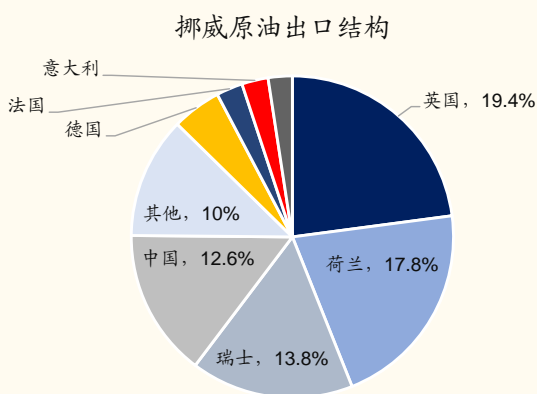
来源: Wind、国金证券研究所

图表 25: 美国原油库存及战略石油储备双双降至低位



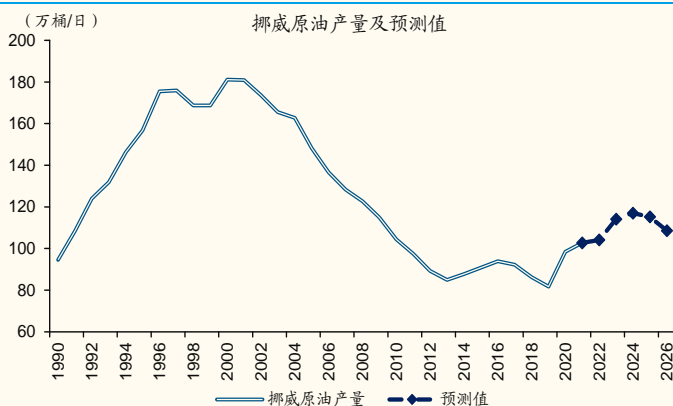
来源: Wind、国金证券研究所

图表 26: 挪威原油出口集中度较高



来源: 挪威能源部、国金证券研究所

图表 27: 挪威主要通过增产来增加出口

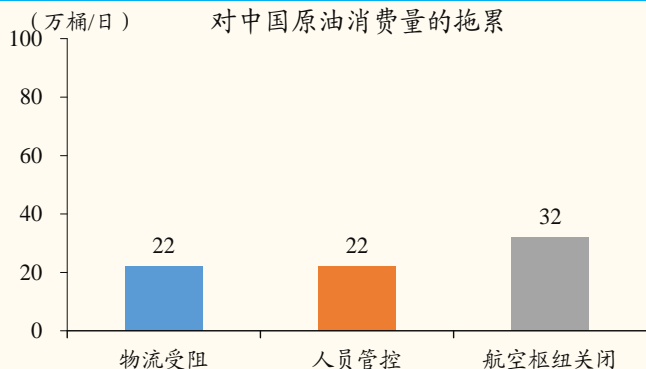
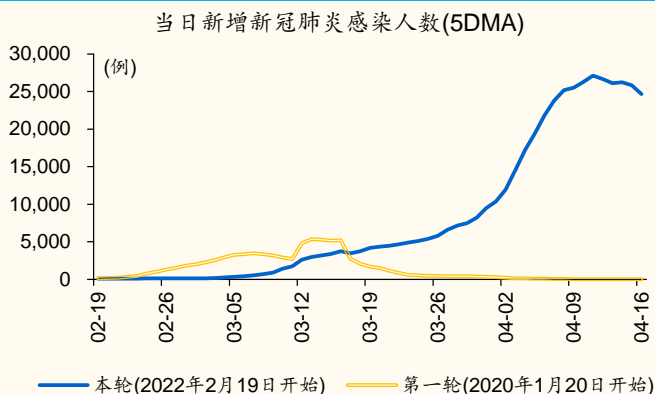


来源: OPEC、国金证券研究所

中国原油消费量大幅下滑, 主因是上海、吉林、北京等多地疫情爆发、需求受限。2 月中以来, 中国多地陆续出现新一轮新冠疫情。为应对疫情, 中国各地多加强核酸排查、人流管控等, 来加快实现“动态清零”。国金石化组测算显示, 物流受阻降低柴油消费约 22 万桶/日, 人员管控降低汽油消费约 22 万桶/日, 航空枢纽关闭降低航煤需求 32 万桶/日, 总计拖累需求接近 80 万桶/日。

图表 28: 本轮疫情, 单日新增感染人数高峰可能已过

图表 29: 物流受阻、人员管控等拖累中国原油需求



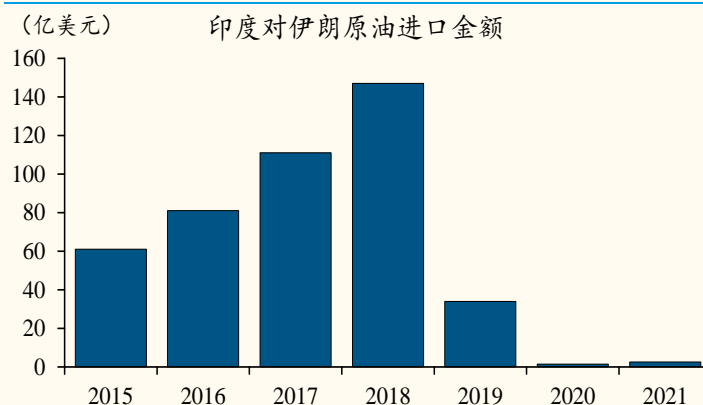
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所 (国金石化组测算, 均换算为可比原油消费)

1.3、油价未来如何演绎？供给依然受限及需求修复下，油价上涨值得期待

但参考伊朗制裁时期的经验来看，美欧等紧逼下，印度“走钢丝”的空间或变得越来越窄，对俄原油进口高增或难以为继。印度的务实作风，其实早在上轮伊朗制裁时期，已经展现得淋漓尽致。2018 年，美国宣布制裁伊朗后，印度对伊朗的原油进口量却飙升至 62 万桶/日。不过，伴随美国给予的原油制裁豁免期结束，因忌惮于制裁威力，印度对伊朗原油进口量锐减至 0 附近。以史为鉴，如今美欧步步紧逼下，印度对俄油进口高增的状态恐怕也难以持续。假若未来印俄原油贸易遭受制裁等，俄罗斯原油产量的损失最高或达到 150 万。

图表 30：2018 年，印度对伊朗的原油进口飙升



来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表 31：俄罗斯原油产量的损失可能超过 150 万



来源：OPEC、国金证券研究所

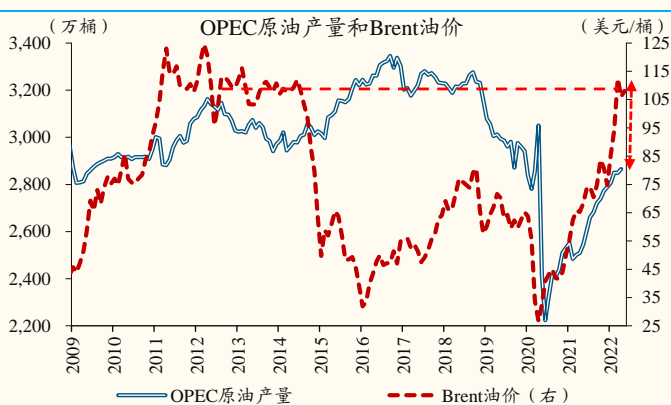
美国放储、挪威增产都难以提供增量，叠加“头号玩家”OPEC 增产不力，全球原油供给受限或仍将持续。美国方面，油气厂商投资支出修复缓慢，石油钻机数依然处于历史低位，增产同样缓慢。尽管美国通过释放战略储备 (SPR) 缓解供需矛盾，但 5 月 5 日，美国宣布将在秋季增加 6000 万桶 SPR。生产及放储双双受限下，美国原油供给或也难超预期。挪威方面，原油产能较小、未来或也难提供更多增量支持。OPEC 作为原油市场的“头号玩家”，近期增产屡屡不及预期，且石油财政主导下高油价诉求较强，缓慢增产或将是常态。(详情请参见《飞奔的油价，全球通胀的“灰犀牛”？》)

图表 32：OPEC 近期增产屡屡不及预期

(万桶/日)	6月目标 (a)	4月目标 (b)	4月产量 (c)	增产差距 (b-c)	可持续产能 (e)	剩余产能 (e-c)	减产前产量 (d)	复产空间 (d-c)
沙特	1067	1044	1034	10	1223	189	1150	116
伊拉克	451	441	446	-5	482	36	480	34
阿联酋	308	301	301	0	409	108	350	49
科威特	272	267	261	6	279	18	296	35
尼日利亚	177	174	142	32	154	12	183	41
安哥拉	148	145	114	31	119	5	153	39
阿尔及利亚	102	100	99	1	99	0	106	7
刚果	32	31	27	4	29	2	33	6
加蓬	18	18	20	-2	21	1	18	-2
赤道几内亚	12	12	11	1	11	0	13	2
OPEC-10国	2587	2532	2455	77	2826	371	2782	327

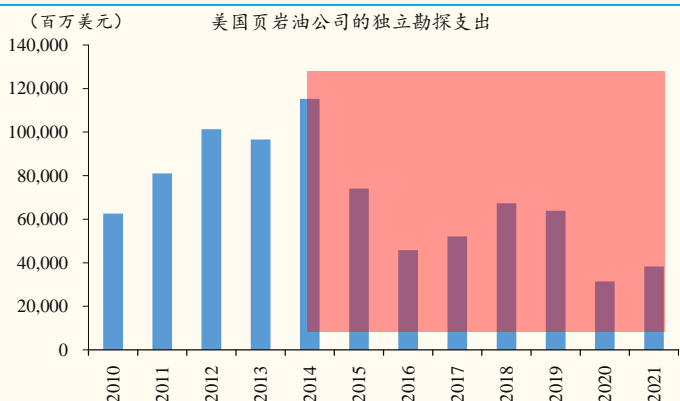
来源：OPEC、国金证券研究所

图表 33：OPEC 增产不力



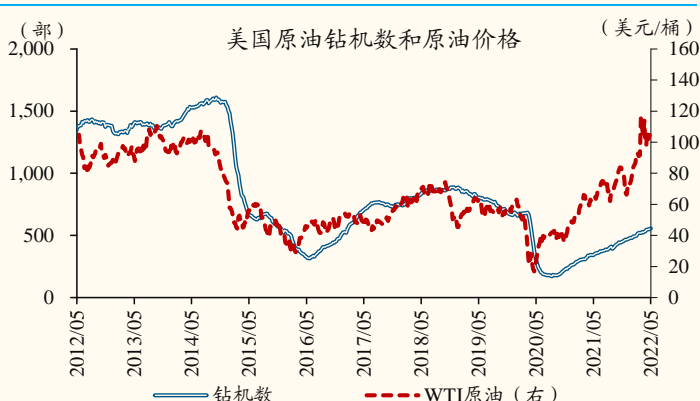
来源：Wind、国金证券研究所

图表 34: 2021 年美国油气厂商投资支出规模依然较低



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

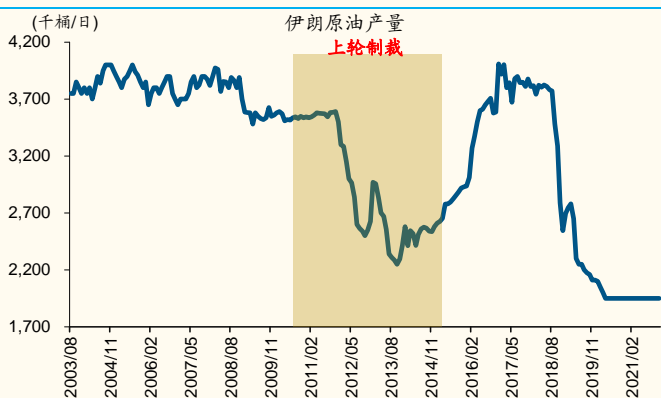
图表 35: 美国新增钻机缓慢、油井库存快速消耗



来源: Wind, 国金证券研究所

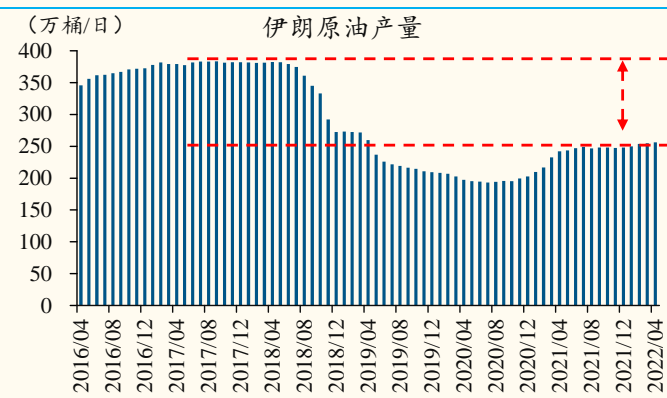
市场所担心的伊朗原油供给, 仍面临着两大约束, 或不足以对原油供给秩序带来巨大冲击。首先, 伊核协议谈判的进度存在不确定性, 伊朗原油何时回归全球市场不得而知。退一步讲, 即使伊核协议谈拢、美国解除对伊朗的制裁, 未来实际供给增速也存疑。尽管伊朗官员声称将出口量从 100 万桶/日扩大至 200 万桶/日, 但未提及具体时间。同时, 伊朗政府的预算计划是, 原油出口量在 2023 年 3 月升至 140 万桶/日。再考虑到上轮伊朗耗资超过 3 年的时间才提升了 100 万桶/日的产量, 综合来看, 伊朗原油回归造成的实际冲击或相对有限。

图表 36: 上轮伊朗被解除制裁后, 油价受到冲击



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

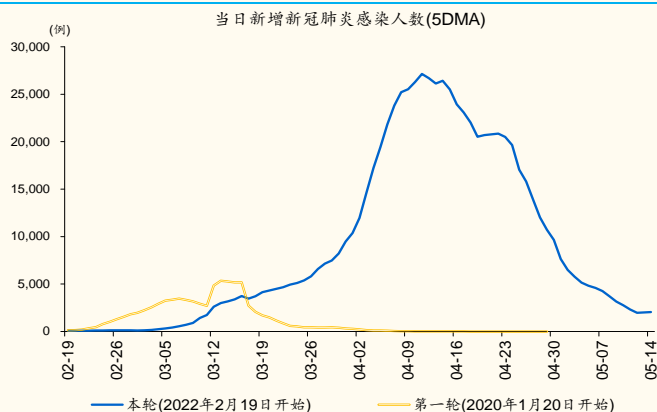
图表 37: 伊朗的原油闲置产能约为 130 万桶



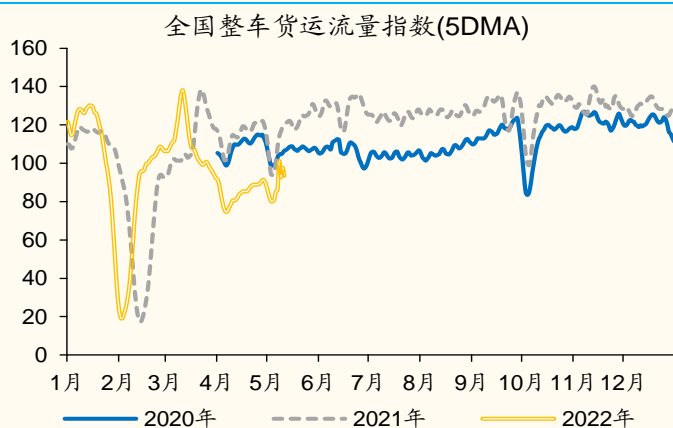
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

供给受限的背景下, 中国疫情拐点已现、经济活动回归正常化, 叠加全球出行旺季的到来, 年中前后或将是油价的重要观察窗口。截至 5 月 14 日, 中国本土新增感染人数(含无症状)已降至 2000 人/日以下。伴随着疫情拐点已经出现, 中国经济活动也在加速回归正常化, 例如整车货运流量指数回升至 93.6、接近往年正常水平。全球范围来看, 供给持续受限的背景下, 疫情逐步退潮叠加出行旺季的到来, 原油需求有望重回改善趋势, 年中前后或将是油价走势的重要观察窗口。

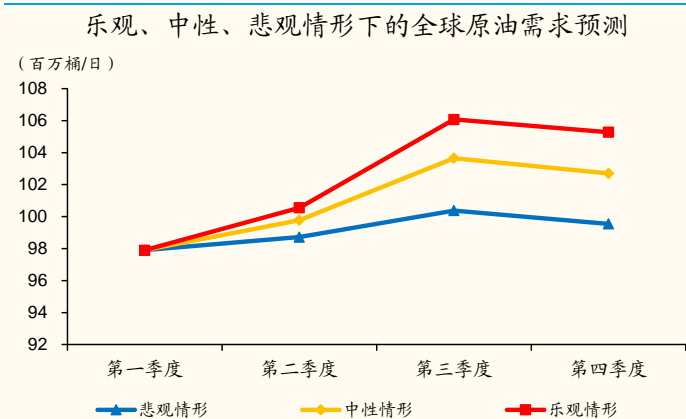
图表 38: 中国本土新增感染人数不断下降



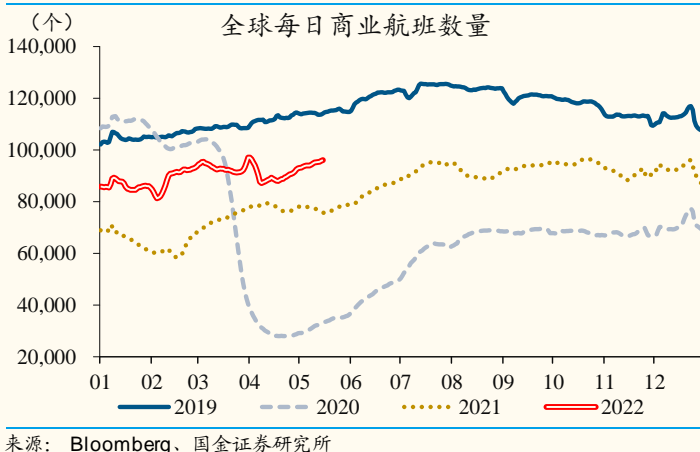
图表 39: 全国整车货运流量指数即将修复至正常水平



图表 40: 中性情形下, 全年原油需求增长仍有空间



图表 41: 伴随出行旺季到来, 航班数量有望继续提升



经过研究, 我们发现:

- 俄乌冲突再升温下, 油价却徘徊在 100-110 美元/桶附近。油价“不温不火”的深层原因在于, 主因需求边际走弱叠加供给相对稳定。其中, 俄罗斯出口未降, 美国、挪威出口增长, 使得原油供给维持平稳; 原油需求淡季下, 中国消费量锐减进一步拖累需求。
- 俄罗斯出口稳定背后, 是欧美等未强加干预及利益驱动下, 印度成为俄罗斯原油出口的重要“中转站”。同时, 美国通过放储大量增加对欧出口, 挪威则主要实施增产; 中国原油消费量大幅下滑背后, 是多地疫情爆发。
- 印度转口难以为继, 伊朗增产存疑, OPEC、美国等无力增供, 原油供给或仍持续受限。供给受限的背景下, 中国疫情拐点已现、经济活动回归正常化, 叠加全球出行旺季的到来, 年中前后或将是油价的重要观察窗口。

风险提示:

- 1、欧盟原油制裁力度不及预期。欧盟表面维持对俄罗斯制裁的高姿态, 但实际上未完全禁止俄油。
- 2、全球疫情出现强烈反弹。全球疫情, 尤其是主要原油消费国疫情大幅反弹, 拖累原油需求修复前景。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402