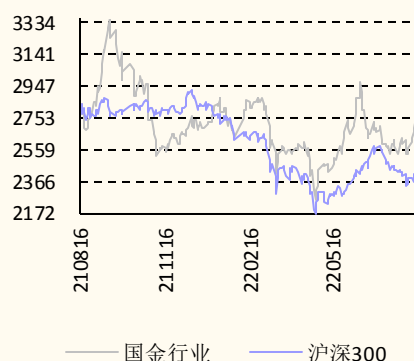


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金石油化工指数	2748
沪深 300 指数	4191
上证指数	3277
深证成指	12419
中小板综指	12989



相关报告

- 1.《页岩油增产的代价！-油气专题报告》，2022.8.4
- 2.《逃不开的能源危机？-能源报告》，2022.7.30
- 3.《15 万数据拆解欧洲困局！-能源报告》，2022.7.22
- 4.《拜登中东之行会面临什么？-油气专题报告》，2022.7.14
- 5.《炼厂，下一个煤矿！-石油化工行业报告》，2022.7.9

许隽逸 分析师 SAC 执业编号: S1130519040001
xujunyi@gjzq.com.cn

陈律楼 分析师 SAC 执业编号: S1130522060004
chenlvlu@gjzq.com.cn

美国操纵油价了？

行业观点

我们认为涉及美国油品需求的关键指标或存在重大方向性问题，并不能排除美国政府通过调低表观成品油需求指标营造需求不足从而压制油价的可能性！我们监测发现当前美国汽油库存变化趋势、炼厂开工率、汽油裂解价差、成品油进出口数据以及美国出行指数等多个汽油消费相关参考指标均显示出 2022 年美国出行强度及汽油终端消费均远超 2020 年同期疫情期间水平，虽然近期由于高温等负面因素影响，但整体需求仍持续高于 2021 年水平，但是美国政府的部分汽油周度批发需求量数据则显示汽油需求显著低于 2020 年同期水平，作为原油市场终端消费的重要参考指标之一，该指标的有效性或存在重大缺陷。

- **美国原油消费多指标显示终端需求远超 2020 年同期水平：**我们持续追踪了美国原油库存，进出口以及生产数据，虽然美国原油产量略有恢复，但由于美国原油库存（含战略库存）持续去库，当前美国原油表观消费量持续维持较高水平。与此同时，我们通过对美国原油消费结构的拆解发现，美国原油终端消费以交通运输为核心消费行业，其中用于小型车的汽油占比最高，因此市场通常持续参考汽油消费情况作为原油终端消费的参考。
- **2022 年美国出行强度显著超预期恢复：**通过对美国汽油库存、美国多交通工具活跃强度、美国出行强度、美国炼厂开工率及美国成品油进出口数据梳理，美国 2022 年出行强度较 2021 年显著恢复，虽夏季高峰期由于高温频发等影响短期有所回落，但汽油整体消费持续呈较为景气状态，这一趋势和美国汽油库存持续去库以及美国裂解价差持续维持较高水平趋势一致。
- **美国汽油消费指向性指标出现低于 2020 年同期水平，同美国各项经济数据严重背离：**近期美国汽油消费指向性指标出现低于 2020 年同期水平趋势，虽然美国汽油供应量为汽油批发消费数据，并非实际终端消费及并未考虑渠道库存潜在影响，但该指标在一定程度上对美国当前汽油消费水平有较强指导作用，是市场对于美国汽油消费的主要参考指标之一。在美国原油指标、汽油消费及其他成品油消费整体景气度都维持相对高位情景下，汽油批发需求量出现了较为显著的背离，作为原油市场终端消费的重要参考指标之一，该指标的有效性或存在重大缺陷。

投资建议

- **行业策略：**由于多指标均显示美国原油及多油品需求或持续相对高位，我们维持石油化工行业“买入”评级。
- **相关标的：**我们建议关注油品上涨受益上下游标的（1）原油价格上涨受益的上游资产标的：中国海油，中国石油；（2）各类油品价格上涨受益的中下游炼化标的：恒力石化，荣盛石化，恒逸石化。

风险提示

（1）俄乌局势变化、伊核协议推进以及委内瑞拉制裁解除等地缘政治事件造成供应端不确定性的风险；（2）油气价格持续维持高位刺激油气公司修改勘探开发资本开支计划风险及成品油价格维持高位导致炼厂产能增加；（3）疫情反复扰乱能源需求风险；（4）美国持续释放战略库存增加原油边际供应；（5）加息抑制终端需求风险；（6）卫星定位跟踪数据误差对结果产生影响风险；（7）其他第三方数据出现误差对结果产生影响的风险。

内容目录

1. 多指标显 2022 年美国原油消费远超 2020 年同期水平	3
2. 美国汽油消费重点指标出现背离	14
3. 风险提示	16

图表目录

图表 1: 美国原油（含战略）库存与油价	3
图表 2: 美国商业原油库存	4
图表 3: 美国战略原油库存	4
图表 4: 美国原油出口量	5
图表 5: 美国原油进口量	5
图表 6: 美国原油表观消费量	6
图表 7: 美国原油消费结构	6
图表 8: 美国油品消费结构	7
图表 9: 美国炼厂开工率	7
图表 10: 美国总油品库存	8
图表 11: 美国汽油库存	8
图表 12: 美国蒸馏燃料油库存	9
图表 13: 美国航煤库存	9
图表 14: 美国汽油裂解价差	10
图表 15: 美国柴油裂解价差	10
图表 16: 美国成品油净出口量	11
图表 17: 美国汽油净出口量	11
图表 18: 美国航空活跃强度	12
图表 19: 美国轻型车（汽油）活跃强度	12
图表 20: 美国卡车（柴油）活跃强度	13
图表 21: 美国出行强度	13
图表 22: 美国汽油批发需求量（炼厂出货量）	14
图表 23: 美国蒸馏燃料油批发需求量（炼厂出货量）	15
图表 24: 美国航煤批发需求量（炼厂出货量）	15

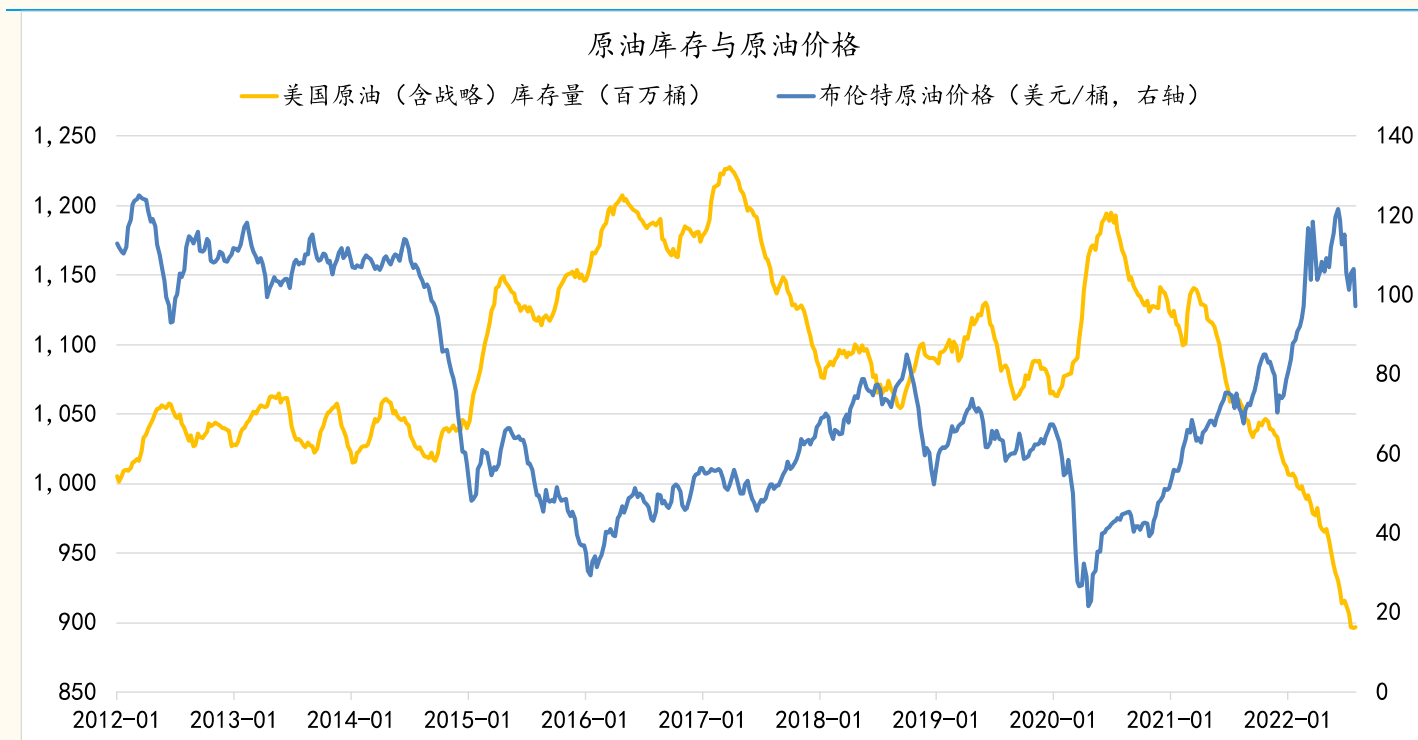
1. 多指标显 2022 年美国原油消费远超 2020 年同期水平

就美国原油数据而言，美国原油处于持续去库的状态，虽然近几周波动较小，但由于战略库存处于持续去库状态，总原油库存持续处于历史低位，通过对美国原油进出口数据、生产数据以及进出口数据的梳理，美国原油表观消费量处于持续恢复状态。

与此同时，我们拆解了美国原油的终端消费结构，其中交通运输是美国原油消费的重要行业，我们通过对各类主要燃油交通工具活跃强度进行梳理叠加美国出行指数高频监测，美国出行强度持续恢复。

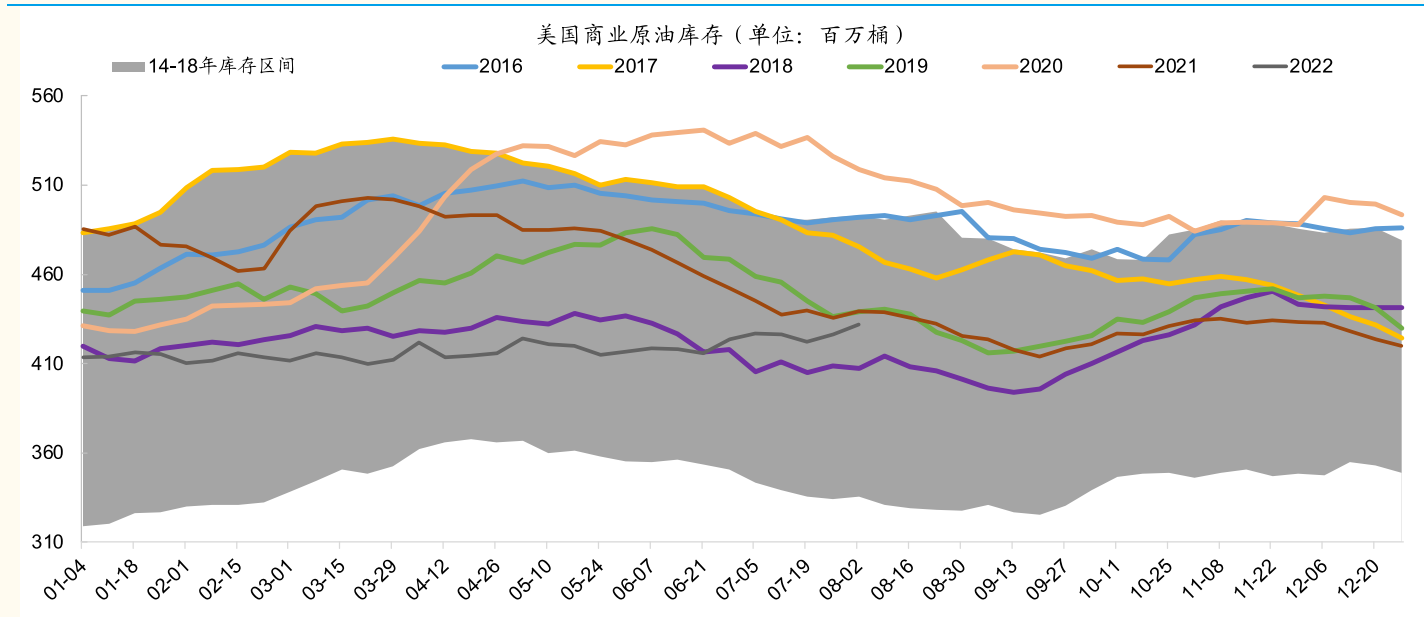
而各交通工具维持较高活跃度这一趋势与美国炼厂开工率持续维持高位，成品油库存尤其汽油库存持续去库，成品油裂解价差维持较高水平趋势一致，均表现出美国原油及各油品终端消费维持较高景气。

图表 1：美国原油（含战略）库存与油价



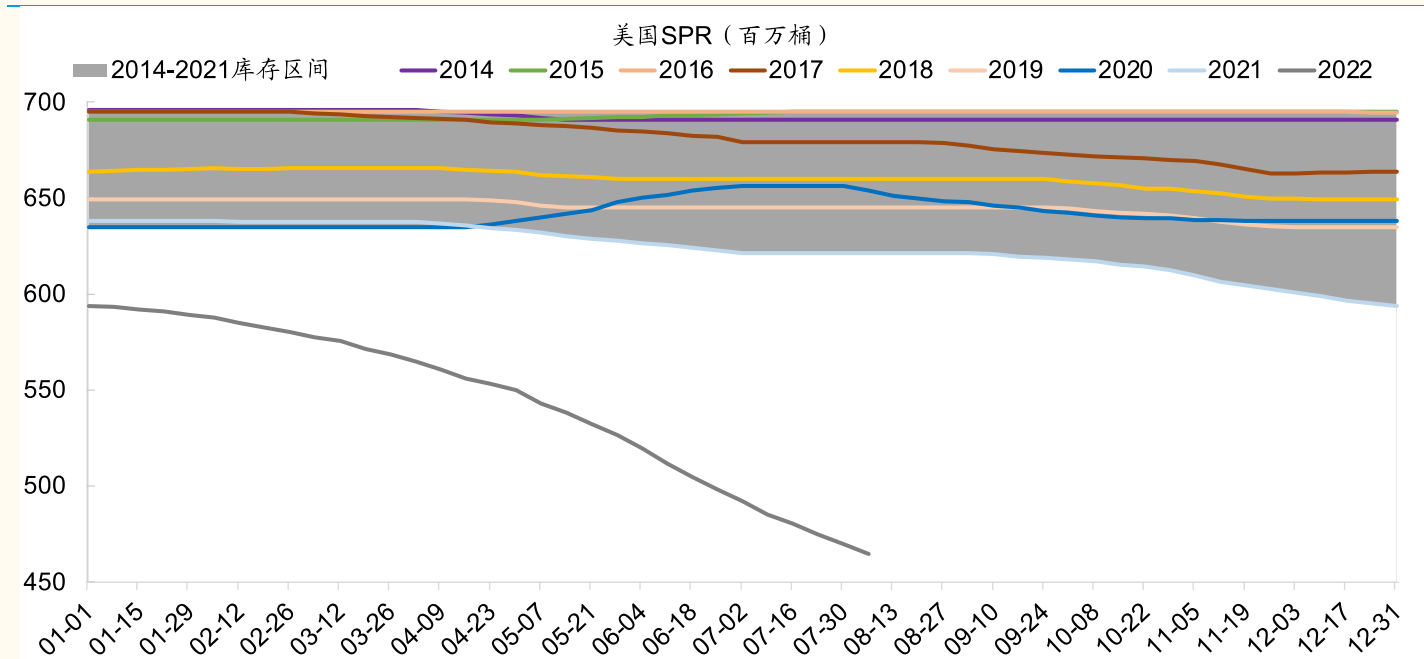
来源：EIA，国金证券研究所

图表 2: 美国商业原油库存



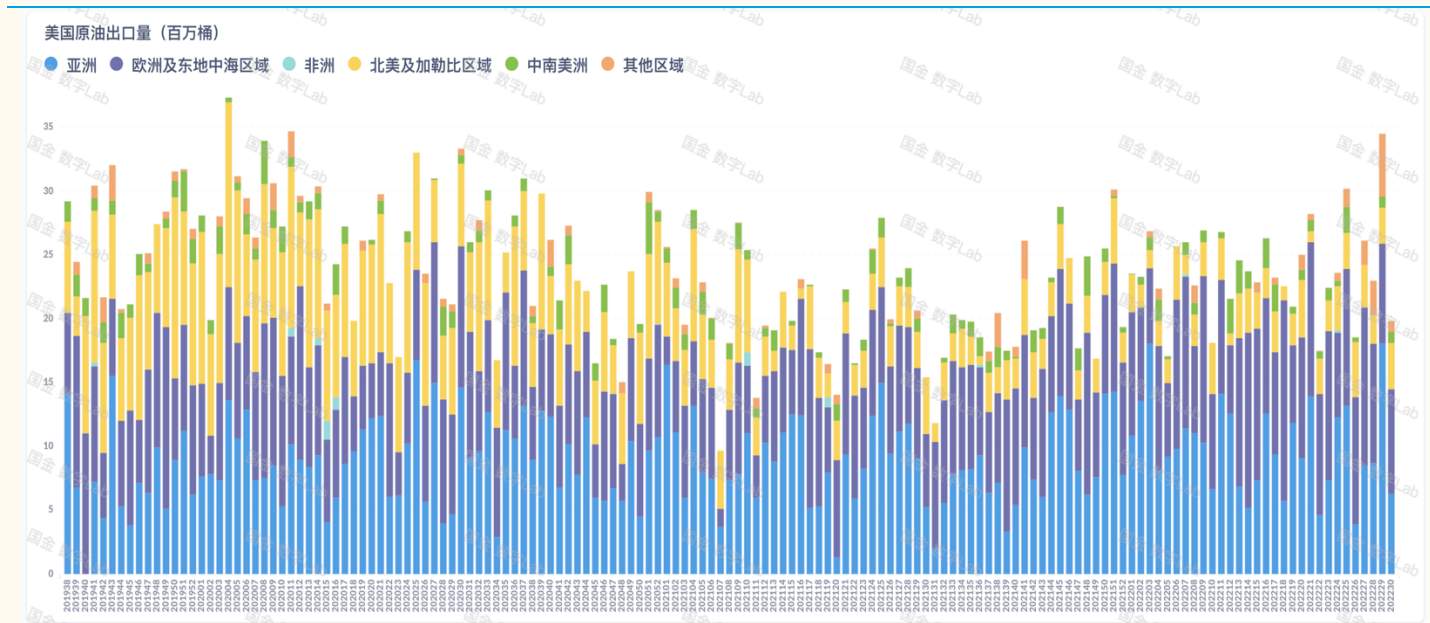
来源: EIA, 国金证券研究所

图表 3: 美国战略原油库存



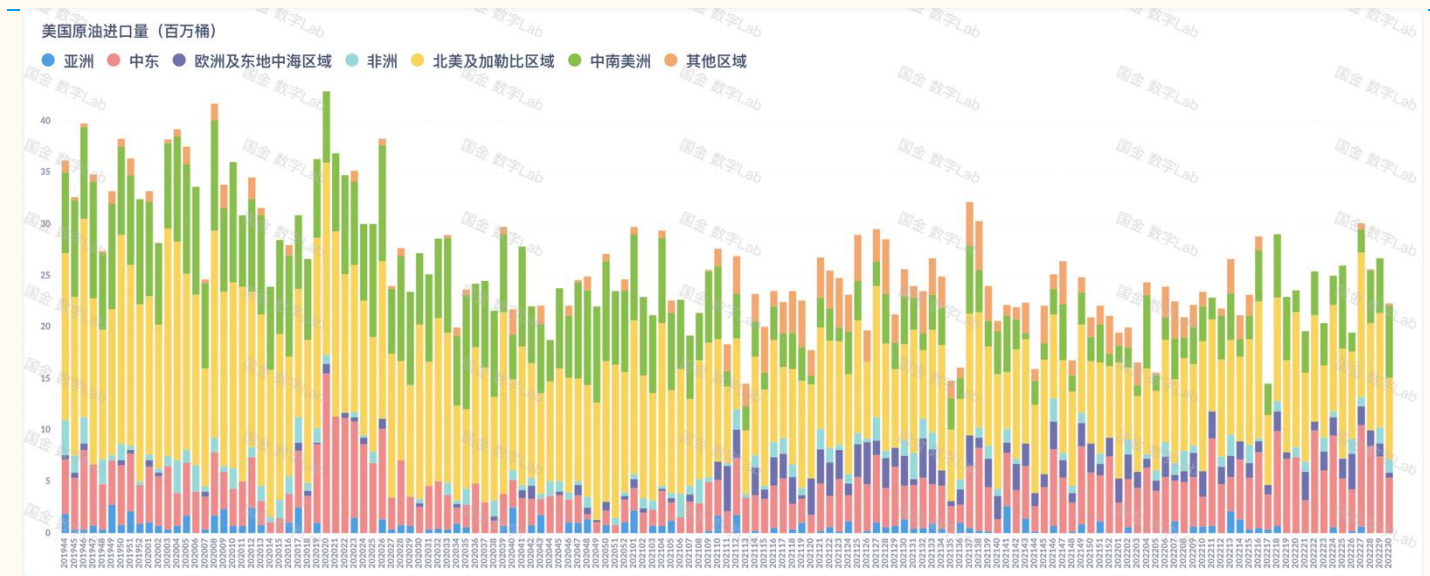
来源: EIA, 国金证券研究所

图表 4: 美国原油出口量



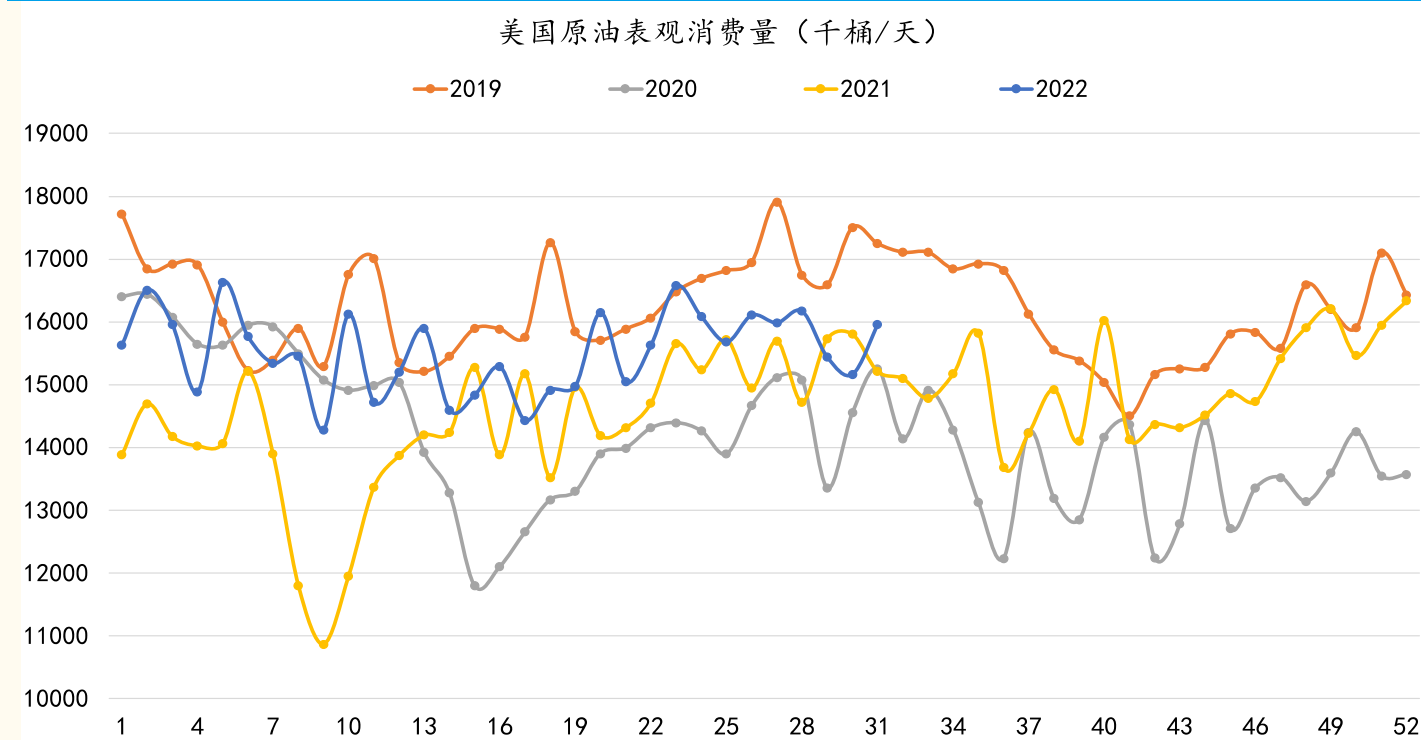
来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表 5: 美国原油进口量



来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

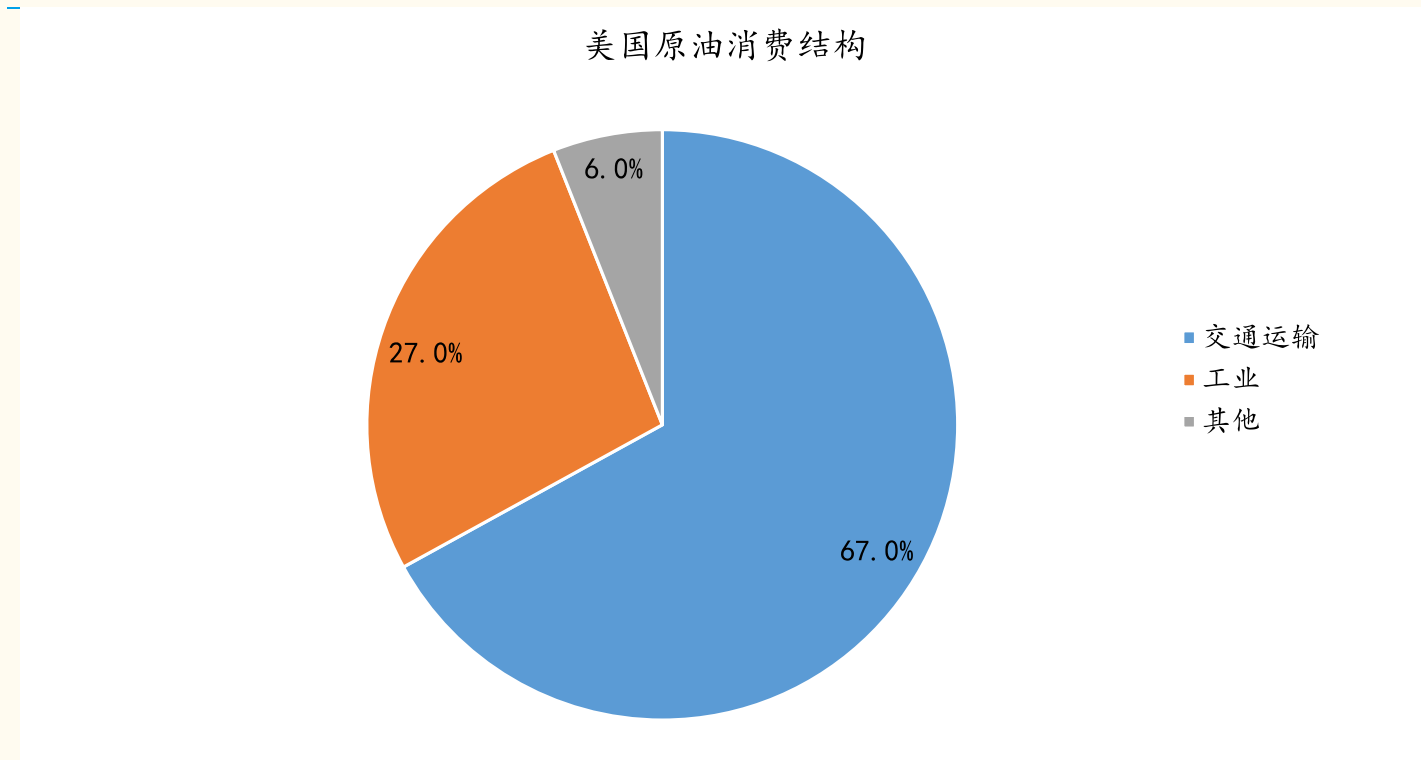
图表 6：美国原油表观消费量



来源：EIA，国金证券研究所

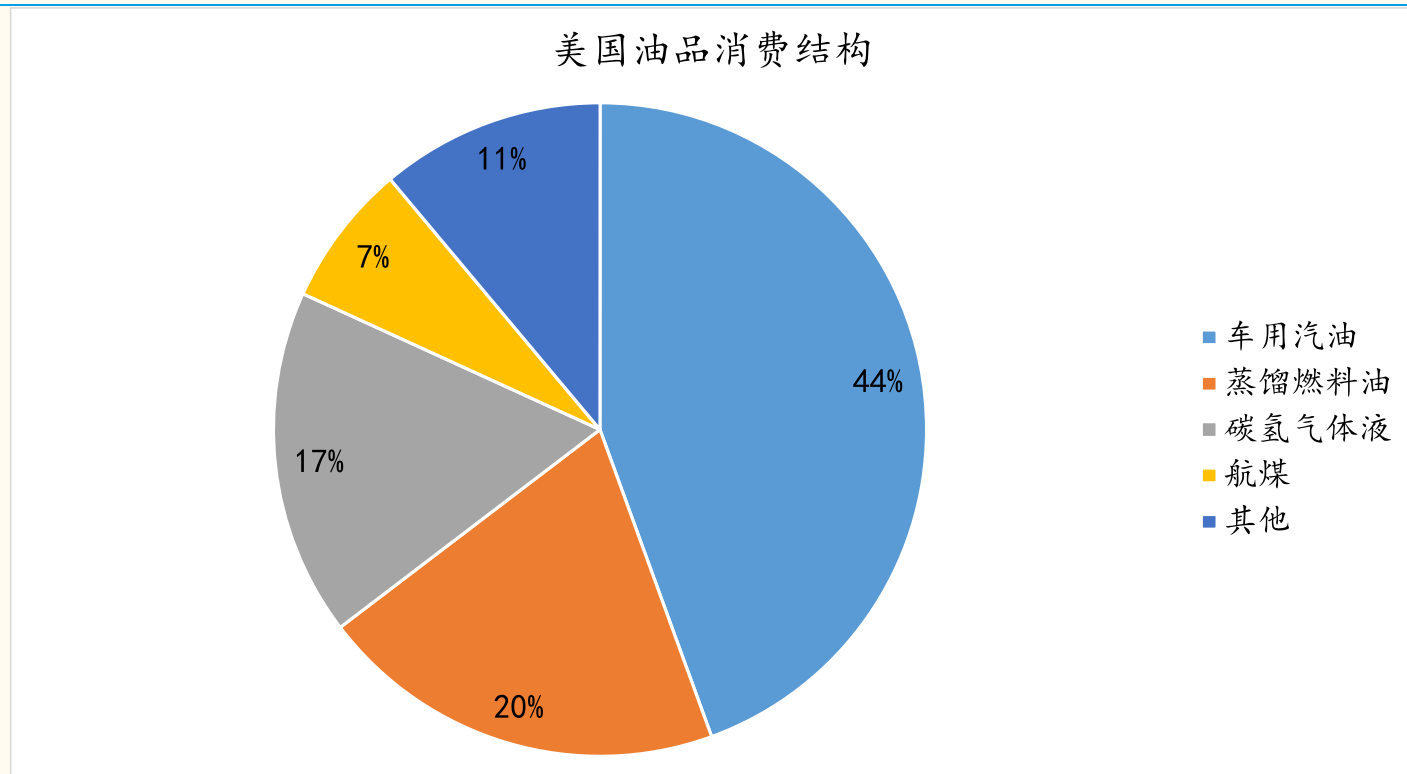
美国原油表观消费量=原油生产+原油进口量+库存变化（含战略库存）-原油出口量

图表 7：美国原油消费结构



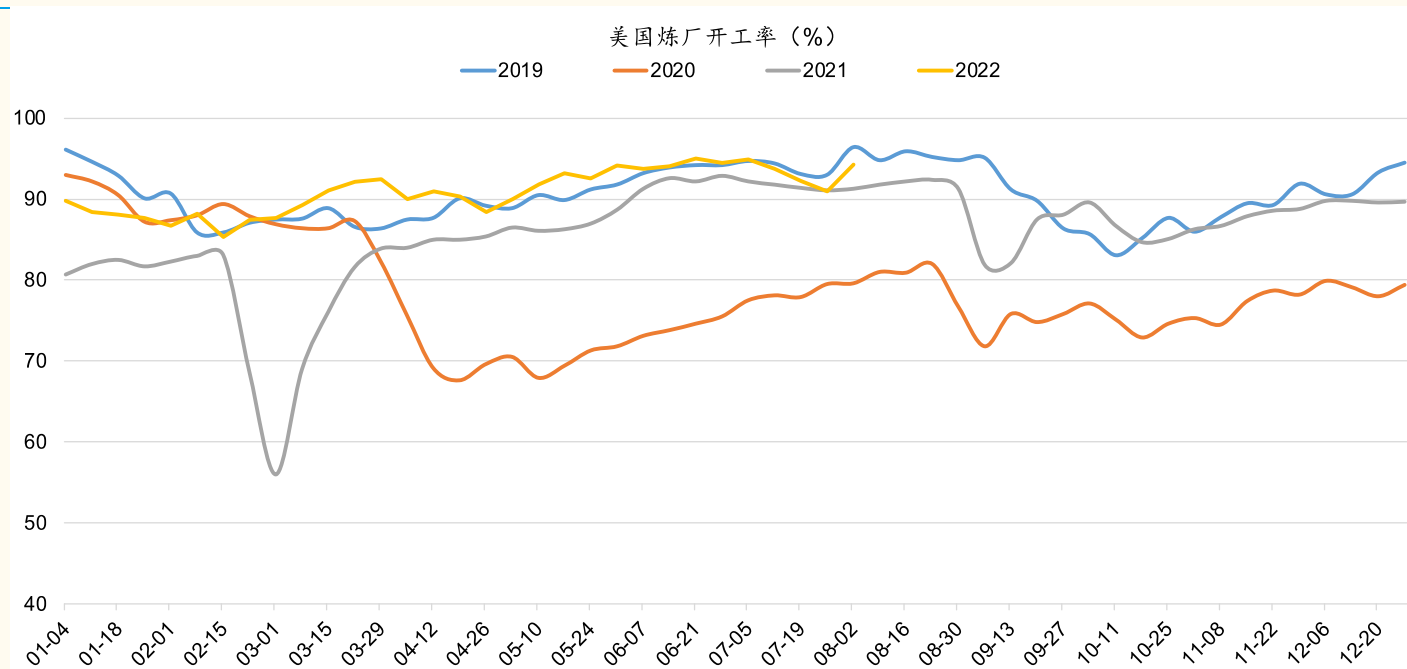
来源：EIA，国金证券研究所

图表 8：美国油品消费结构



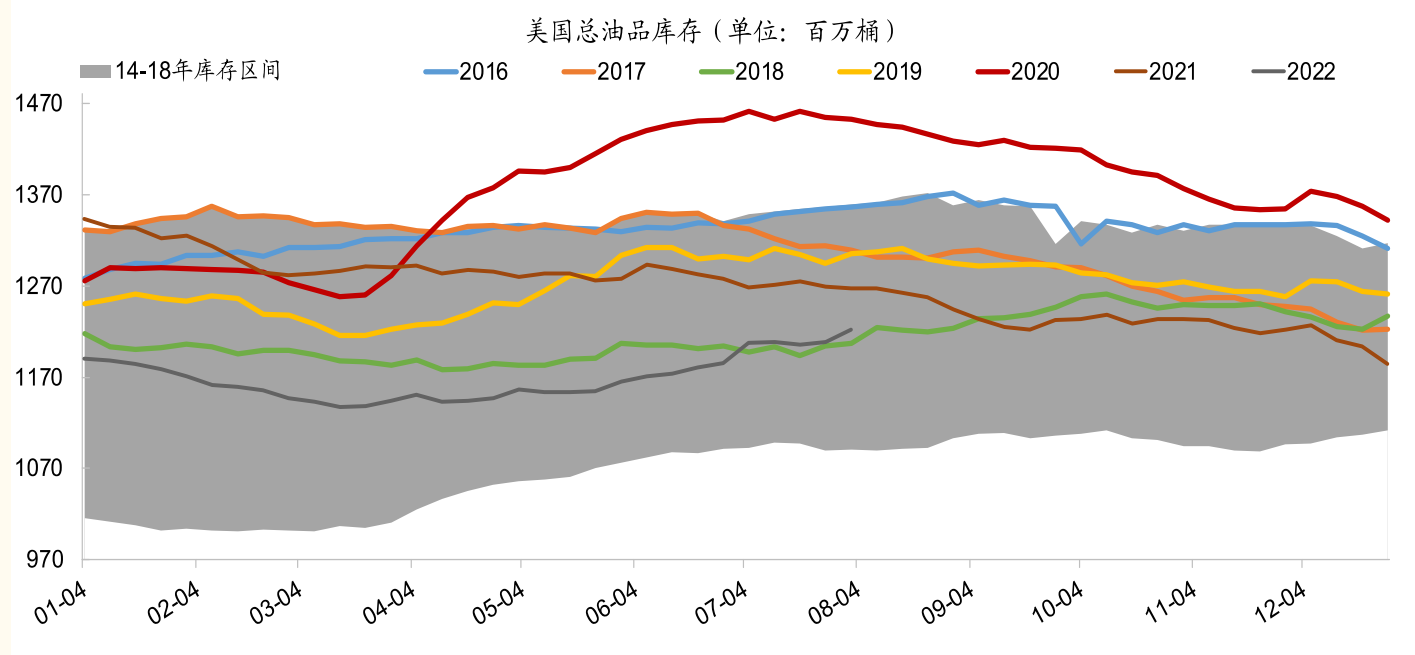
来源：EIA，国金证券研究所

图表 9：美国炼厂开工率



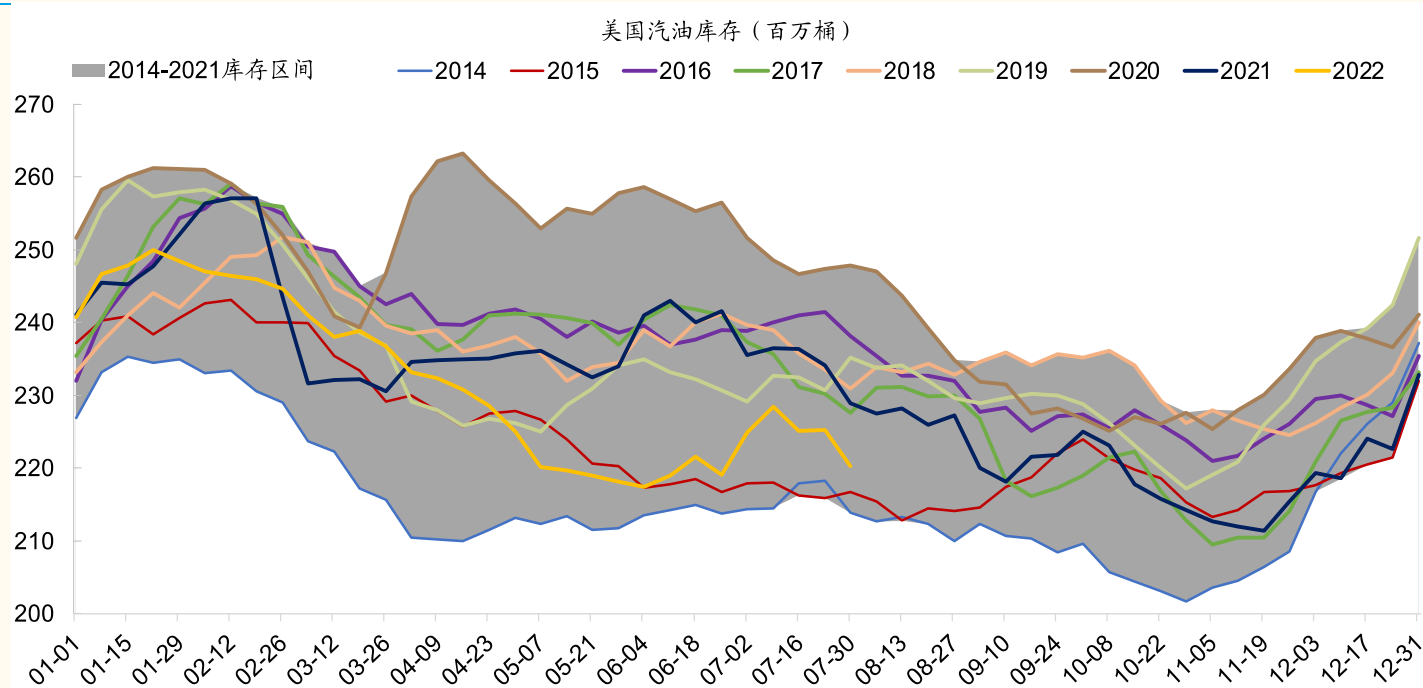
来源：EIA，国金证券研究所

图表 10: 美国总油品库存



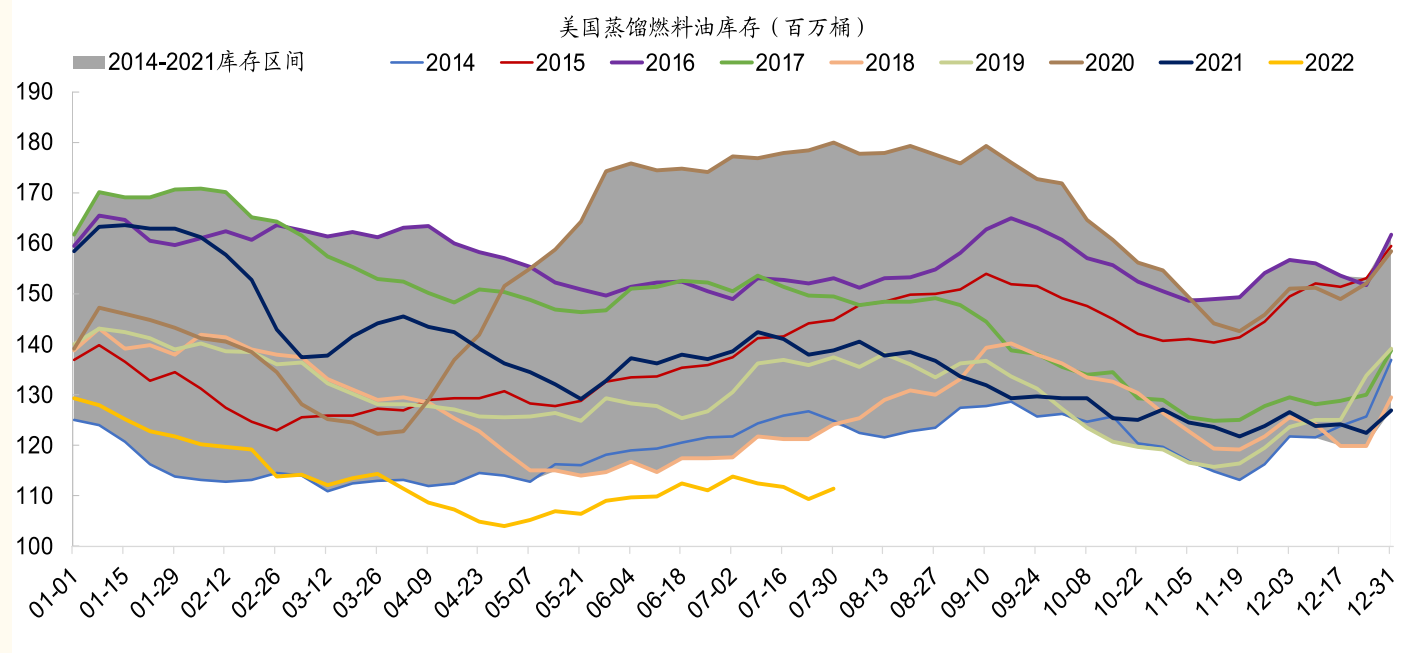
来源: EIA, 国金证券研究所

图表 11: 美国汽油库存



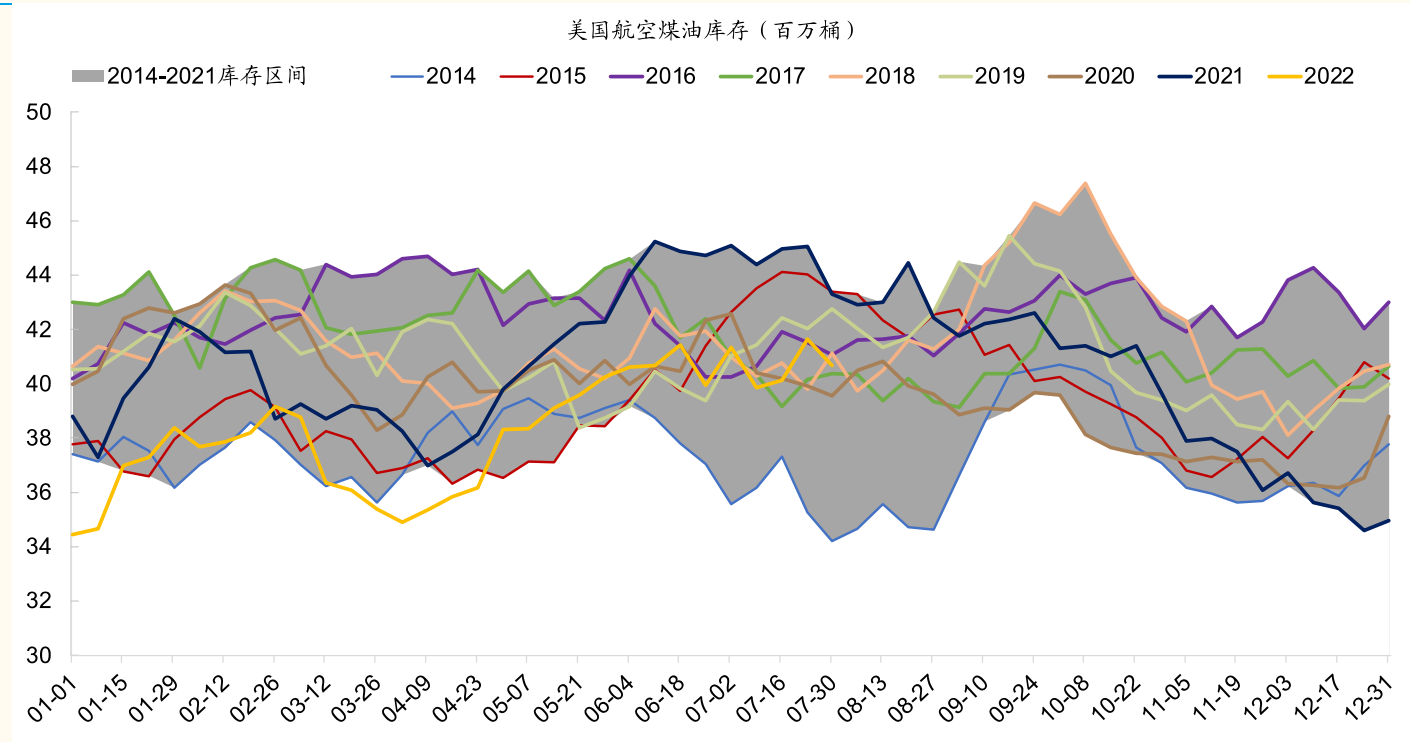
来源: EIA, 国金证券研究所

图表 12: 美国蒸馏燃料油库存



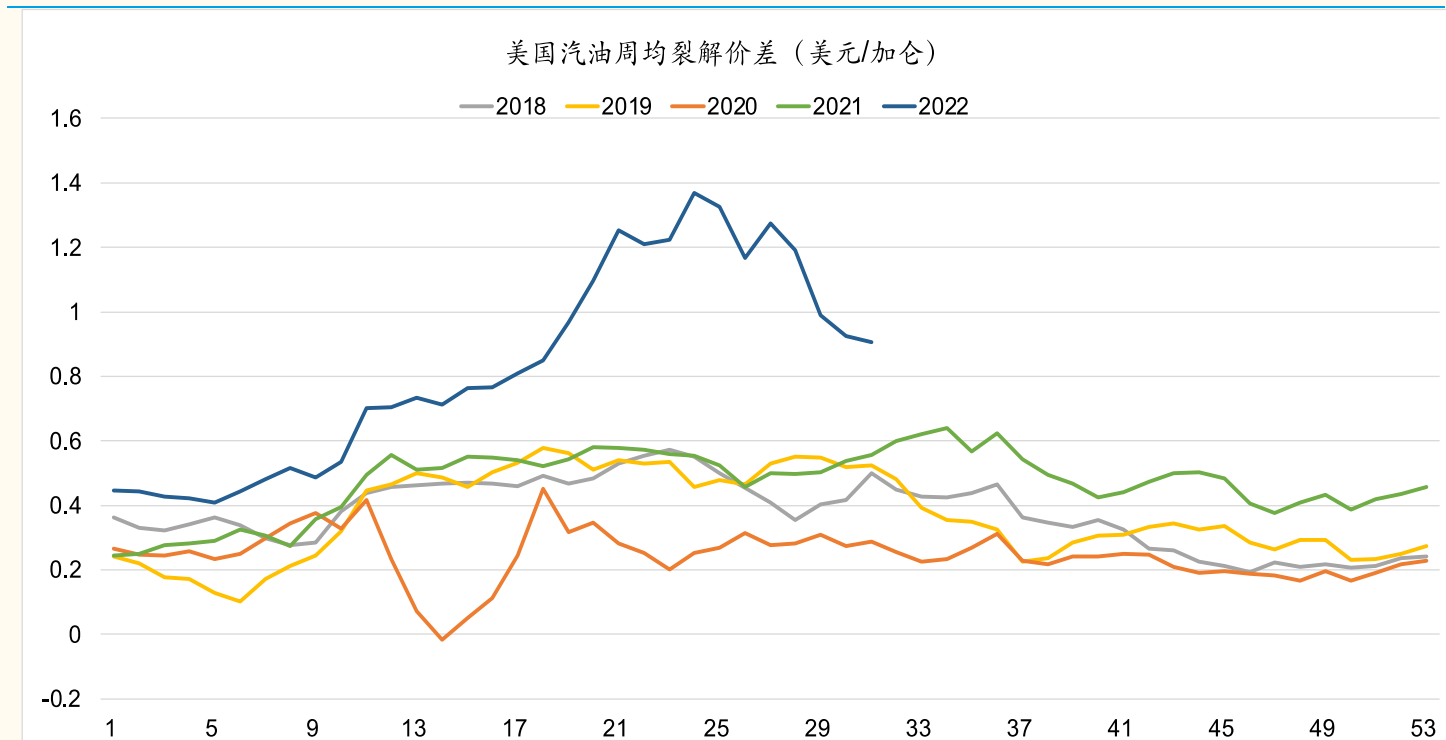
来源: EIA, 国金证券研究所

图表 13: 美国航煤库存



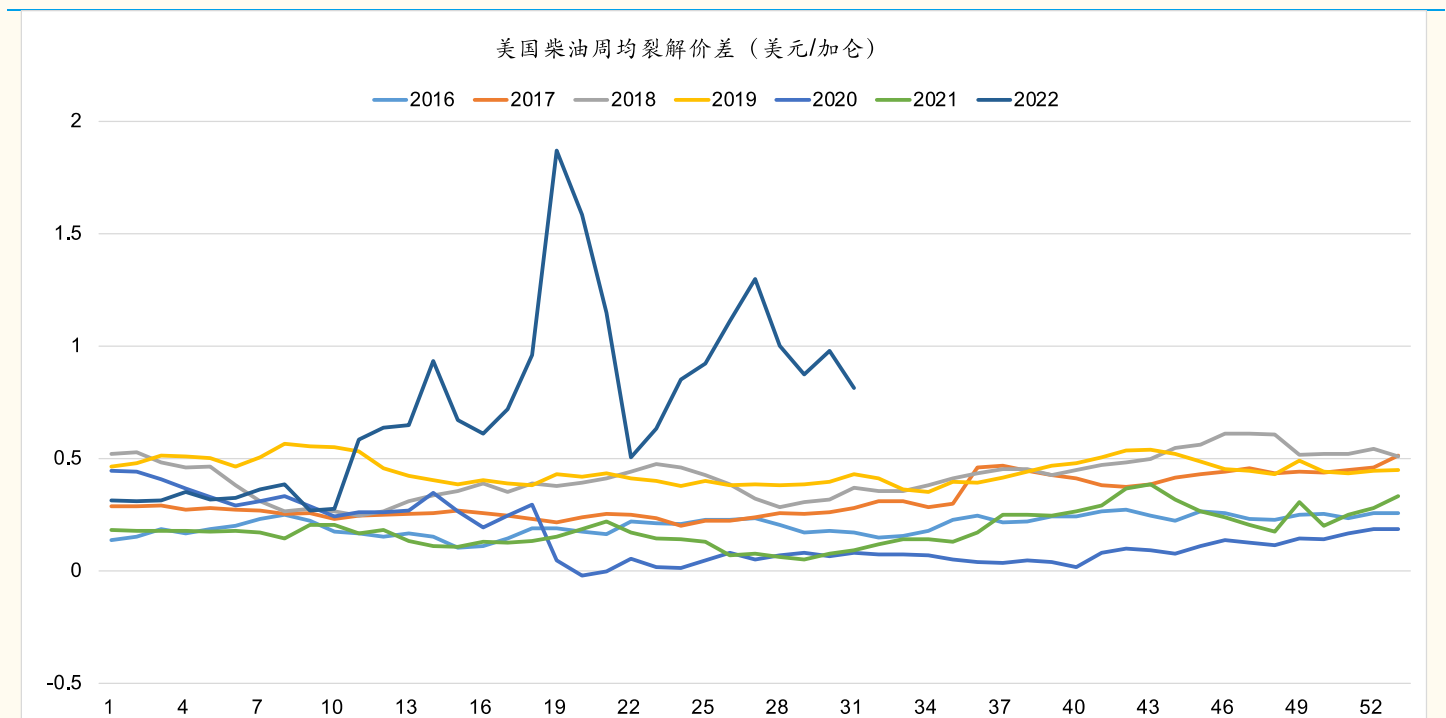
来源: EIA, 国金证券研究所

图表 14: 美国汽油裂解价差



来源: EIA, 国金证券研究所

图表 15: 美国柴油裂解价差



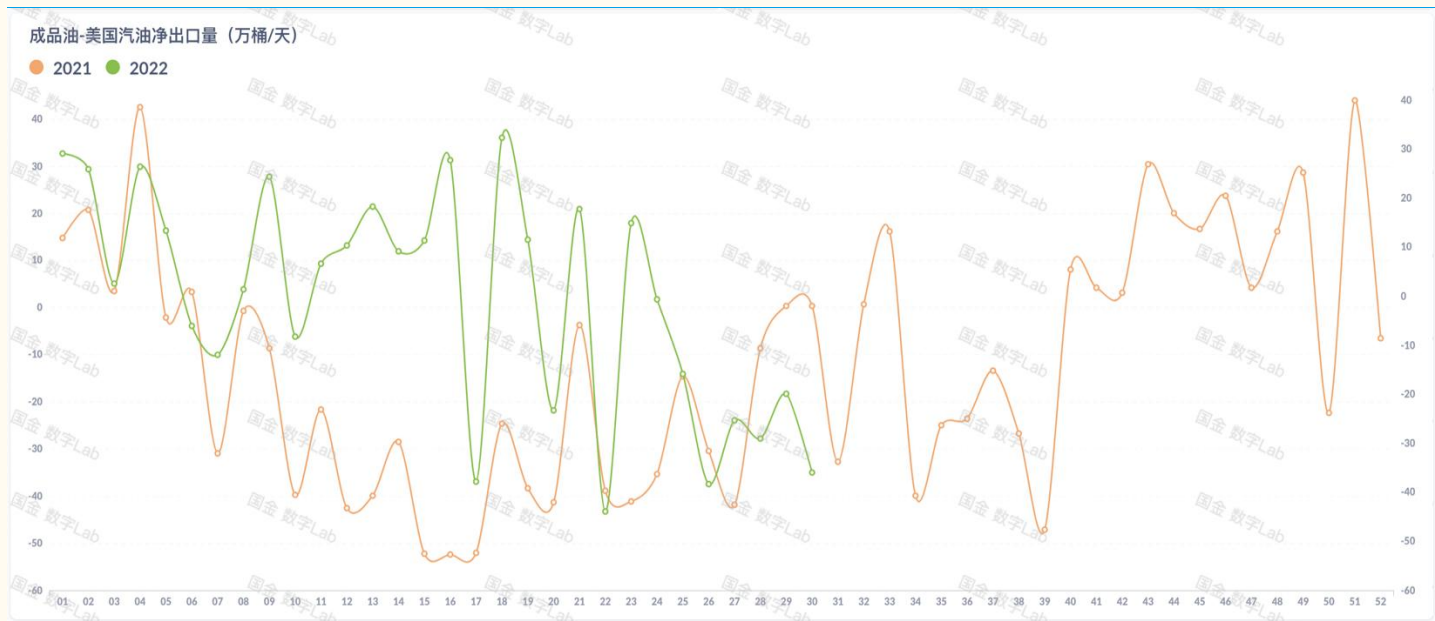
来源: EIA, 国金证券研究所

图表 16: 美国成品油净出口量



来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

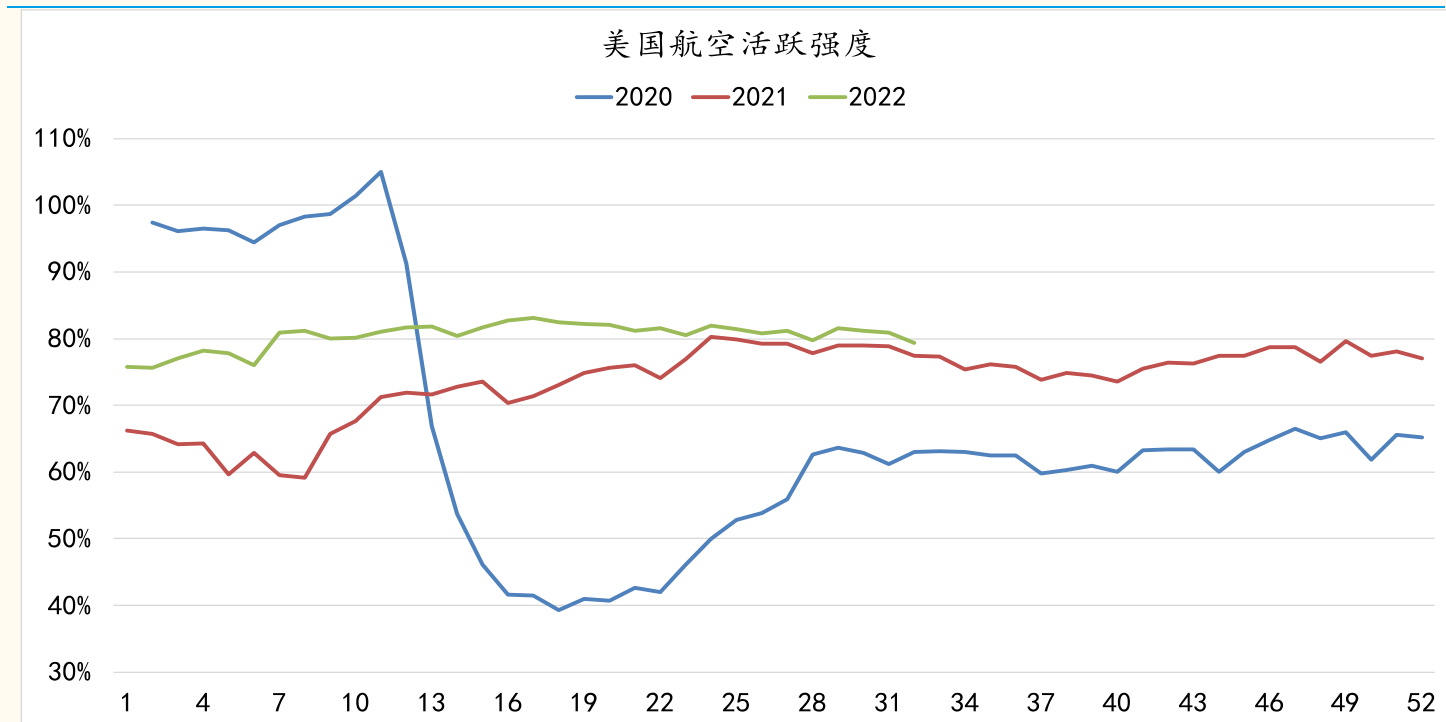
图表 17: 美国汽油净出口量



来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

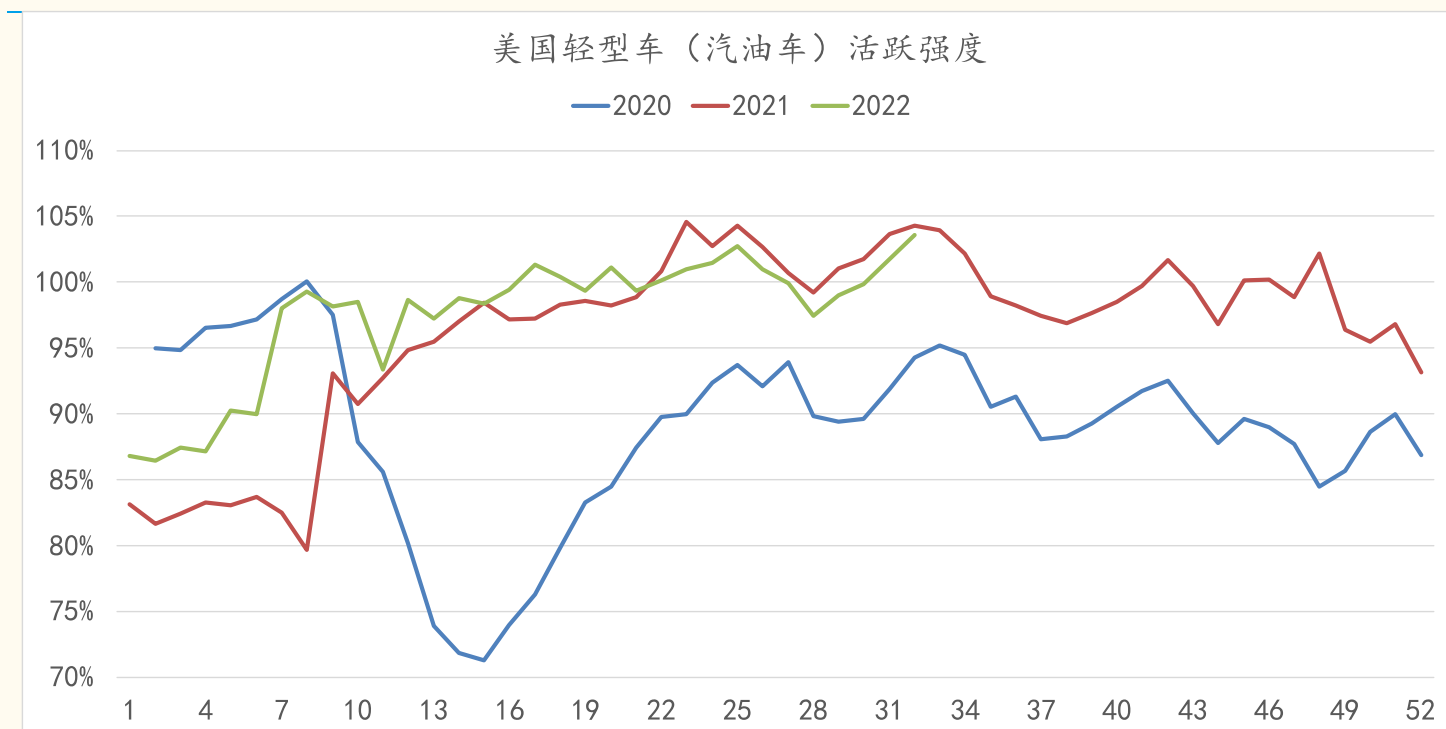
我们通过对美国汽油库存、美国出行强度、美国汽油进出口数据梳理, 美国 2022 年出行强度较 2021 年显著恢复, 虽夏季高峰期由于高温频发等影响短期有所回落, 但汽油整体消费持续呈较为景气状态, 轻型车活跃强度这一趋势和美国汽油库存持续去库以及美国裂解价差持续维持较高水平趋势一致。

图表 18: 美国航空活跃强度



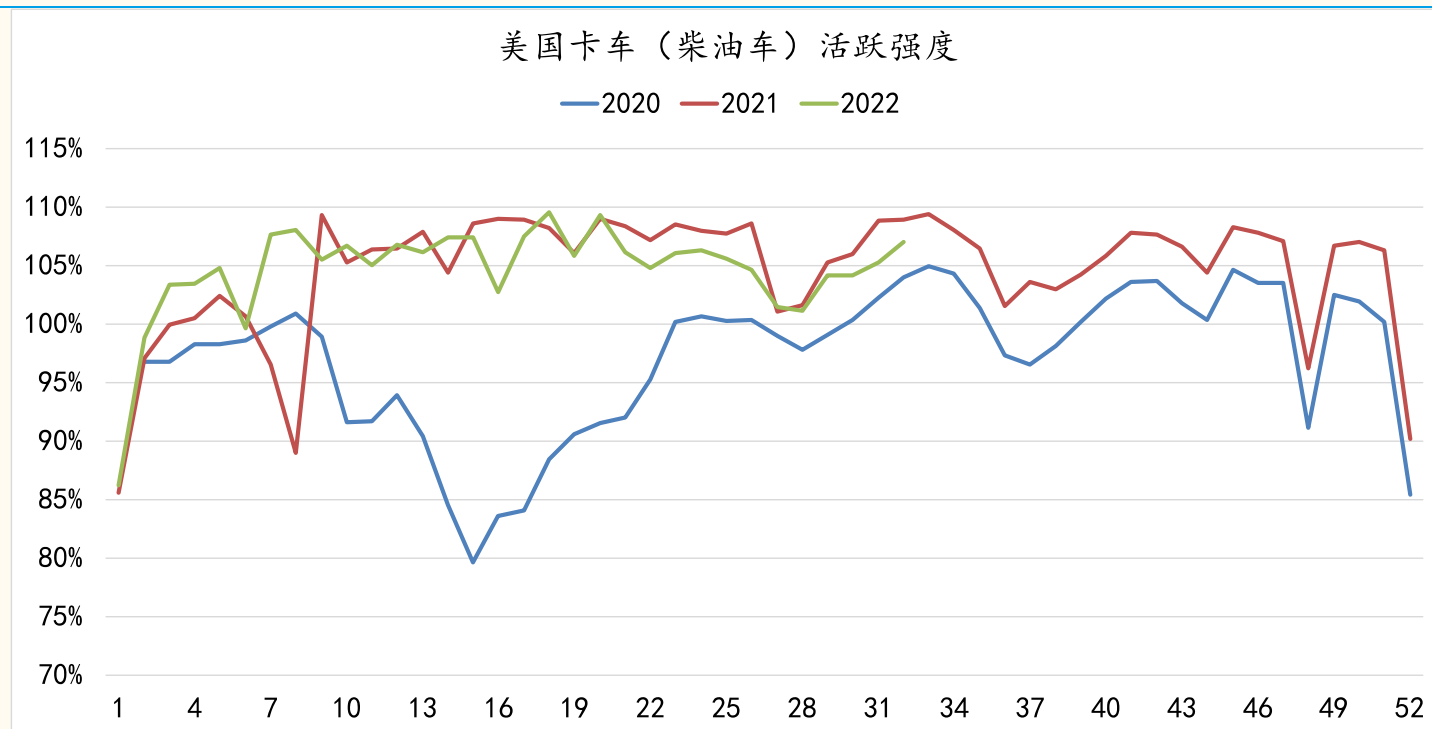
来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表 19: 美国轻型车 (汽油) 活跃强度



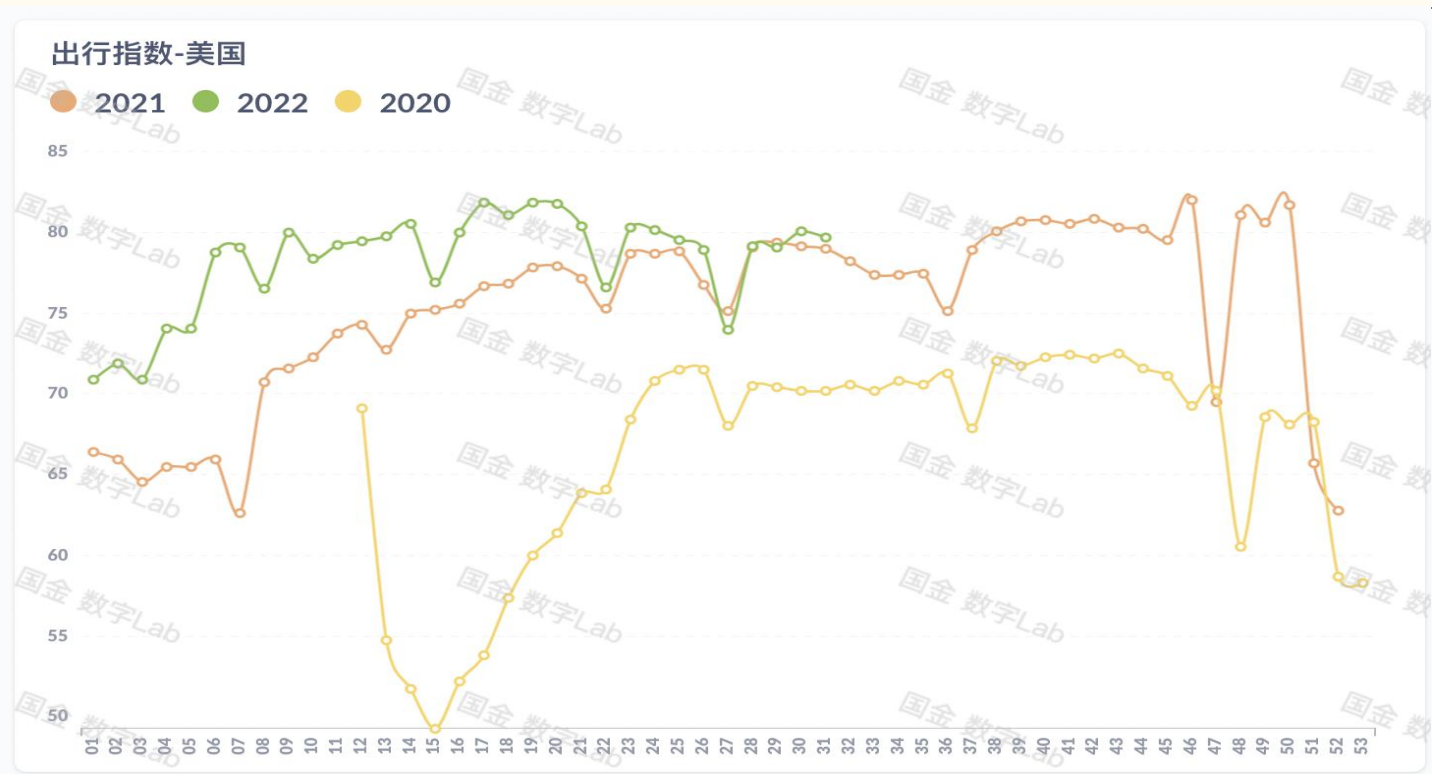
来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表 20: 美国卡车（柴油）活跃强度



来源: Rystad Energy, 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表 21: 美国出行强度



来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

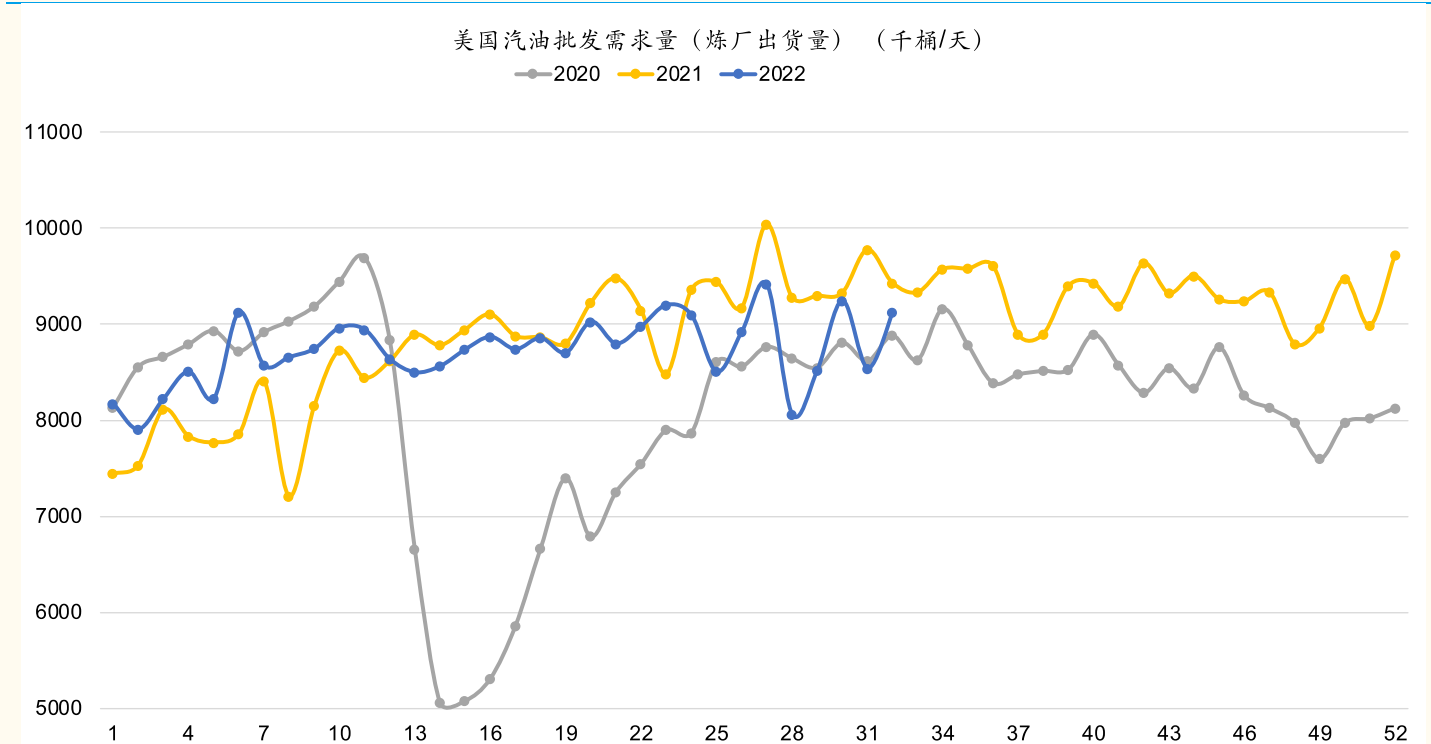
2. 美国汽油消费重点指标出现背离

美国汽油消费指向性指标出现低于 2020 年同期水平趋势，虽然美国汽油供应量为汽油批发数据，并非实际终端消费及并未考虑渠道库存潜在影响，但该指标在一定程度上对美国当前汽油消费水平有较强指导作用，是市场对于美国汽油消费的主要参考指标之一。

与此同时，由于汽油是美国原油终端消费占比最大的油品种类之一，汽油批发需求量在近期接近甚至低于 2020 年同期水平导致美国各成品油批发数据在汽油、柴油、航煤消费维持较景气，远高于 2020 年强度情景下出现接近 2020 年同期甚至低于 2020 年同期水平。

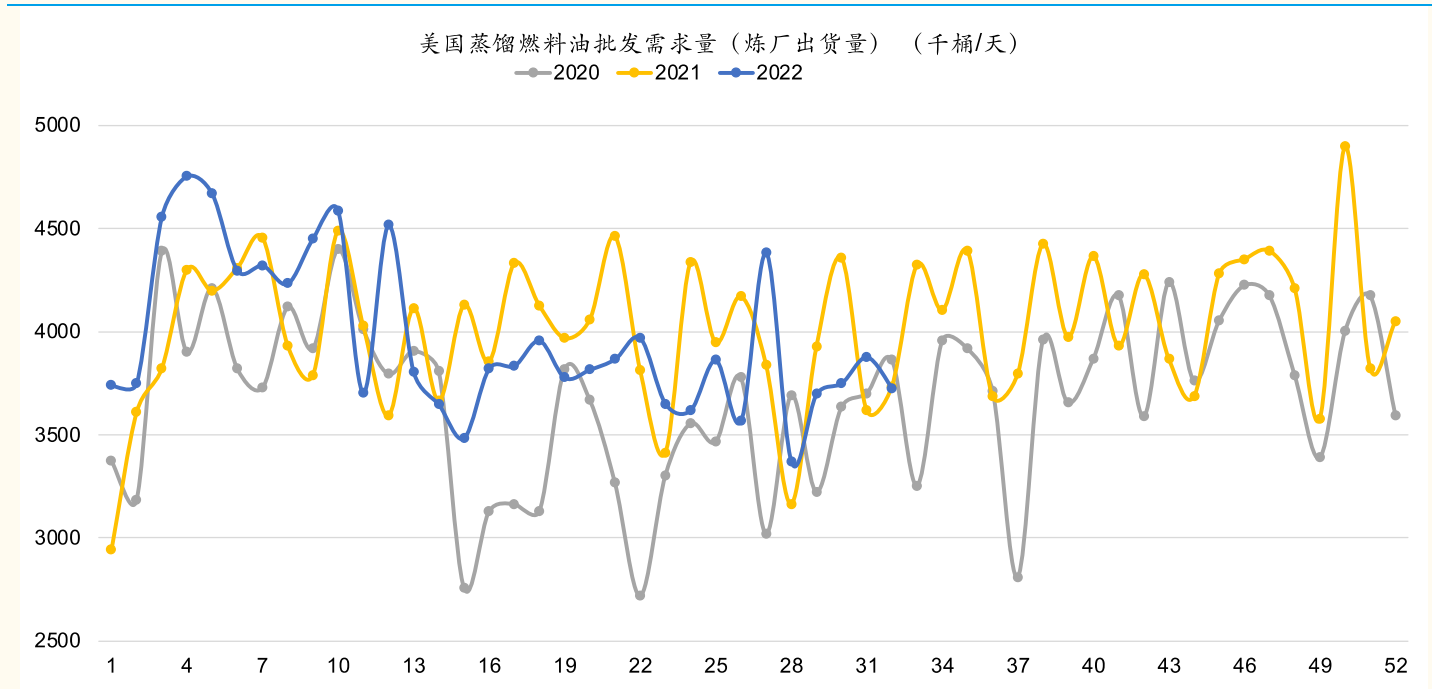
在美国原油库存、汽油库存持续去库，美国炼厂开工率以及汽油裂解价差持续维持高位且在美国高频出行指数相较于 2021 年持续超预期恢复情景下，汽油批发需求量出现了较为显著的背离，作为原油市场终端消费的重要参考指标之一，该指标的有效性或存在重大缺陷，且不能排除美国政府通过调低表观成品油需求指标营造需求不足从而压制油价的可能性。

图表 22：美国汽油批发需求量（炼厂出货量）



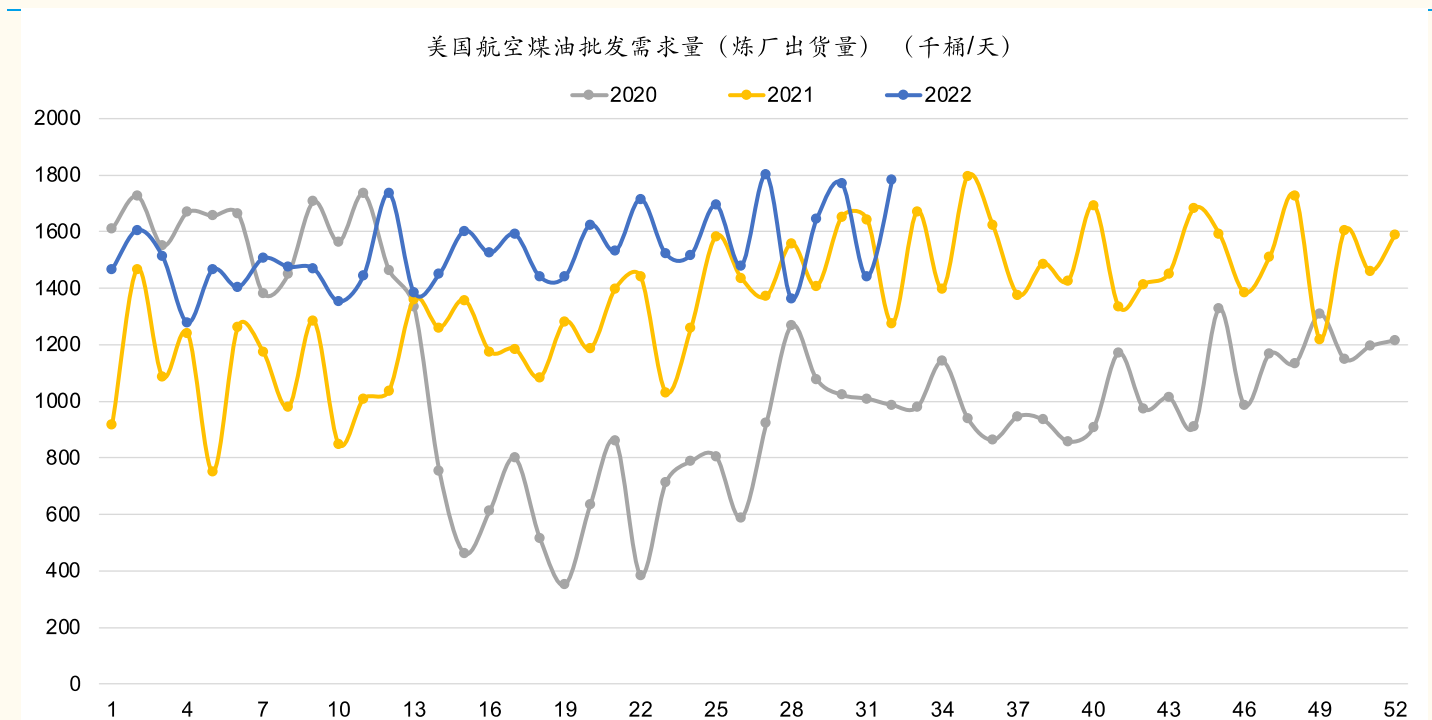
来源：EIA，国金证券研究所

图表 23: 美国蒸馏燃料油批发需求量(炼厂出货量)



来源: EIA, 国金证券研究所

图表 24: 美国航煤批发需求量(炼厂出货量)



来源: EIA, 国金证券研究所

3. 风险提示

1、俄乌局势变化、伊核协议推进以及委内瑞拉制裁解除等地缘政治事件造成供应端不确定性的风险：伊核协议推进以及委内瑞拉制裁解除等地缘政治事件或造成原油供应端的不确定性，俄乌局势变化或造成俄罗斯对欧洲天然气、原油、煤炭等多种化石能源供应端存在不确定性风险

2、油气价格持续维持高位刺激油气公司修改勘探开发资本开支计划的风险及成品油价格维持高位导致炼厂产能增加：全球原油供应短缺担忧叠加俄乌冲突推动原油价格快速上涨，如果原油价格持续维持高位，油气公司存在修改当前资本开支计划可能性，如成品油持续维持高位，已有炼厂的关停时间可能会延后，规划炼厂的开工时间可能会提前，也有可能会有更多的新规划炼厂。

3、疫情反复扰乱能源需求的风险：当前奥密克戎对全球能源需求端影响已逐步减弱，但新型变种的出现存在对全球能源需求产生负面影响可能性

4、美国持续释放战略库存增加原油边际供应的风险：当前美国宣布释放100万桶/天战略原油库存，供应端或带来增量，后续如果美国持续增加战略库存释放量，或对全球原油供需平衡有所改善。

5、加息抑制终端需求的风险：美联储加息或带动美元指数走强，而美元指数与原油价格通常为负相关走势，假使美联储加息或对原油价格产生扰动。欧洲央行加息或在一定程度上抑制能源需求。

6、卫星定位跟踪数据误差对结果产生影响的风险：卫星数据误差包括与卫星定位直接有关的定位误差，以及与卫星信号传播和接收有关的系统误差。

7、其他第三方数据来源出现误差对结果产生影响的风险：由于第三方数据来源涉及联合国，各类商业机构，各国政府组织等，数据准确程度不一，从而有可能出现误差。

8、模型拟合误差对结果产生影响：由于数据体量较大，且数据并非完美，而模型也无法做到完美捕捉数据本身，从而导致误差。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%－15%；
中性：预期未来 6－12 个月内变动幅度在 -5%－5%；
减持：预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3－6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3－6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%－15%；
中性：预期未来 3－6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%－5%；
减持：预期未来 3－6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。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;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

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