

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

当边际改善的需求现实遭遇悲观预期

撰写人：
桂晨曦 CFA 油气及制品 研究负责人
从业资格号：F3023159
投资咨询号：Z0013632

(一) **原油期货价格**：北京时间早七点，布伦特6月合约80.8美元/桶，日涨跌幅-2.4%。

① 原油价格整体维持年初以来的宽幅震荡，目前中枢约为80-90美元区间。四月上旬处于上行波段，最高上涨至约87美元；下旬进入下行波段，最低回落至接近80美元。
② 虽然实际交通出行和隐含汽柴需求表现相对健康，炼厂开工高位和对海外衰退预期担忧，施压海外炼厂利润大幅回落，一定程度加重对短期原油价格压力。
③ 五月之后，随欧佩克减产落实，如果实际需求能维持目前边际改善局面，原油价格重心仍有支撑。

(二) **国际原油期货**：① 短期来看，压力因素包括：欧佩克减产利多情绪逐渐消化、炼厂开工高位导致海外炼厂利润短期大幅回落、海外经济衰退预期对需求压力等。支撑因素包括：全球道路和航空出行高位、中国经济和成品油需求逐步恢复、美国汽柴需求同比由负转正、原油供应预期下调使累库预期回落等。
② 中期来看，压力主要来自海外经济衰退预期对油品需求抑制；支撑来自五月欧佩克减产落实和未来继续扩大减产的可能性。
③ 在供需双弱背景下，后期重点关注需求变量。目前对海外经济衰退预期较高，若兑现将对油价形成下行压力；若高于预期则上行空间仍存。

(三) **中国原油期货**：① 年初以来中国油品需求快速恢复。三月原油加工量历史新高，原油进口量历史第二高位。而前期中国原油期货SC近月价格在持仓结构压制下持续低估。
② 四月以来，随着SC2304完成交割，持仓结构优化，月间价差和内外价差修复回升。SC2305-SC2306月差由上月底的-2.5元/桶升至11元/桶，SC2305-Brent2306内外价差由上月底-22元/桶升至20元/桶。
③ 中期来看，海外宏观风险较大，经济衰退预期仍存；中国经济修复方向相对确定，节奏和幅度尚存分歧。内强外弱交易逻辑仍可延续，过程可能震荡曲折，需要关注结构性的交易节奏。

(四) **油品供需进展**：① 供应端，俄罗斯和欧佩克扩大减产，美国石油钻机回落，二季度原油供应预期下调。4月首周俄罗斯原油海运出口大幅减少124至289万桶/日，第二周出口回升约54至343万桶/日，第三周出口维持不变。重点关注俄罗斯和欧佩克的减产兑现情况。
② 需求端，3月中国原油加工量创历史最高水平。4月美国汽柴油需求和炼厂原油加工量同比增幅双双由负转正。目前全球道路和航空交通出行均处高位，但制造业数据显示工业需求维持偏弱，后期仍有修复空间。
③ 库存端，去年下半年以来OECD油品库存持续积累，短期已经出现去库迹象，若能持续将提振原油供需估值。

(五) **原油价格展望**：① 短期：三月上旬金融下行风险事件触发油价大跌；四月上旬地缘上行风险事件推升油价大涨。需求压力向下，供应支撑向上，油价回归年初震荡区间。
② 中期：二季度，供应预期下降，需求存修复潜能。累库预期下调，或对估值形成支撑。
③ 长期：全年来看，地缘支撑对冲金融压力，暂时维持70-100美元/桶宽幅震荡预期。

(六) **风险提示**：① 下行风险：全球金融危机、美欧经济深度衰退、中国需求不及预期。
② 上行风险：产油国地缘冲突、额外供应中断或扩大减产、需求超预期表现。

【中信期货油气及制品】系列研究报告

【周报】

国际原油回落，内外价差走强 0423
短期供需边际改善，原油价格中枢震荡 0416
减产推升原油价格，国内涨幅远超国际 0409
供应中断提振，原油重回八十美元 0402
金融情绪暂缓，油股止跌回升 0326
三重压力轮番冲击，关注三个企稳信号 0319
海外金融情绪恶化，美油伴随美股回落 0312
原油仓单批量注销，关注内外价差影响 0305
多空逻辑轮动，油价上下穿梭 0226
原油企稳托底美国通胀，加息难止金融属性承压
计划外供应中断高位，提振国内外原油价格 0212
金融提振遇累库压力，关注二次入场机会 0205
交易情绪回暖，原油大幅增仓 0129
中国油品需求回升，原油价格增仓上行 0115
需求现实与预期博弈间的油价 0108
辞旧岁跌宕，迎新春维稳 0102
2023年原油市场展望 1216

【供需平衡表】

全球原油供需平衡表 0413
中国油品供需平衡表 0104
美国油品供需平衡表 0105
如何理解供需平衡表 0516

【商品属性】

中国石油产业疫后复苏调研报告 0315
2022年俄罗斯石油出口回顾 0106
欧佩克原油供应进展 0920
欧佩克增产潜能的多维评估 0715
欧洲能源价格上涨特征及影响探讨 0908
美国页岩油增产前景的调研评估 0722
美国页岩油企业资本开支及产量进展 0518
中国原油期货与汽柴价格关联特征分析 0728

【地缘属性】

欧佩克超预期减产，如何影响原油价格 0403
如何看待拜登平抑油价新措施？ 1020
欧佩克复产减产，油价上行风险兑现 1008
伊核协议外交年谱 0818
沙特与美国的半世纪背离 0706
欧盟对俄制裁增强印度石油供应安全 0601
欧盟对俄罗斯石油制裁影响分析 0606
中美油品安全比较之库存变化 0530
供应风险缓解的五种可能路径 0522
欧盟对俄罗斯石油进口依赖度详解 0511
欧美出口制裁对俄罗斯原油供应影响 0309

【金融属性】

经济周期中的原油价格 0718
全球大滞胀 0630
能源冲击对全球经济影响 0629
从汽油视角看美国通胀 0613
从经济增长看油品需求 0420

【原油方法论】

三大国际原油机构 1027
全球原油供需概况 1021
国别原油供需概况 1025
原油期货风险管理 0906
原油实货计价公式 0901
原油定价体系演变 0831
原油研究方法论 0325
原油简史：石油市场如何演变至今 0322

成品油逻辑分析

撰写人：

周晨 FRM 油气及制品 研究员

从业资格号：F03110609

1. 汽柴油（汽柴油批发价格继续下跌）

① 全国 92#汽油市场价 8920 元/吨，较前一工作日跌 0.08%；0#柴油市场价 7861 元/吨，较前一工作日跌 0.13%。

② 国际油价上涨，但原油变化率维持负向区间，预期下一轮成品油调价，综合来看原油端利好支撑不足。月末国内炼厂存出货压力，出厂价维持偏弱运行。贸易商继续以销售前期库存为主，节前终端客户逢低适度补库，未出现中下游集中补库动作。

③ 短期内，五一长假即将来临，国内预计迎来旅游高峰，汽油出行需求有望增加，在主营炼厂低库存的情况下，汽油价格后续或仍有强势表现，关注回调后逢低买入机会。

2. 高硫燃料油（FU2309 内外价差可能仍有修复空间）

① FU2309 合约收盘价 3146 元/吨，较前一工作日收盘价涨 4.14%。

② 中国直馏需求强劲和中东供应减少导致新加坡高硫 380 燃料油现货贴水维持偏强。中国地方炼厂对直馏燃料油的需求持续强劲，据海关数据显示 3 月份中国燃料油进口量为 243 万吨，为近 10 年最高单月进口量。中东对亚洲的高硫供应量持续减少，也导致亚洲高硫燃油供应趋紧。偏强的现货基本面支撑新加坡燃油纸货和国内 FU 期货的裂解价差。

③ 国内 FU 期货定价锚定新加坡高硫 380 燃料油，从进口成本角度出发，FU2309 内外价差可能仍有修复空间。

3. 低硫燃料油（低硫燃油价格随原油上涨）

① LU2307 合约收盘 4049 元/吨，较前一工作日收盘价上涨 3.83%。

② 3 月国内保税低硫燃油供需双增，低硫燃油产量环比增 18.4 万吨至 133.5 万吨，加注量环比增 20.35 万吨至 152.04 万吨。3 月新加坡低硫燃料油销量 257.1 万吨，环比 +22.9 万吨。船燃市场有所回暖，但是新加坡低硫燃油现货贴水和裂解价差较长时间处于低位。

③ 国内低硫燃油供需两端改善预计将对低硫燃料油主力期货内外价差有一定支撑。低硫燃油现货贴水和裂解价差较长时间处于相对低位，可能引起主营炼厂供应的负反馈，炼厂生产柴油效益高于低硫燃油，未来低硫燃油供应量存下降预期。国内经济好于海外，船运出口需求支撑国内低硫好于新加坡。

4. 沥青（沥青裂解价差头寸关注短期供需变化节奏）

① BU2307 合约收盘价 3780 元/吨，较前一工作日收盘价涨 1.45%。BU2307 合约对原油主力合约的裂解价差收 31.9 元/吨，较前一工作日下跌 38.4 元/吨（沥青吨桶比 6.6）。

② 4月24日，山东沥青现货价格 3670 元/吨，与前一工作日持平。截止 4月18日，炼厂库存较上周减少 1.2 万吨至 94.7 万吨，社会库存较上周增加 2.7 万吨至 141.2 万吨。2023 年第 13 周（20230412-0418），国内沥青 76 家样本企业产能利用率为 37.3%，较上周上涨 0.3%。近期部分地区降雨，沥青刚需略显平淡，实际交投氛围一般，以按需采购为主。

③ 短期内沥青裂解价差头寸需把握沥青供需变化节奏。需求方面，五一长假和国内雨季或将影响沥青终端需求。供应方面，关注炼厂库存、开工率的变化和 4 月国内沥青排产量的兑现情况。

5. 液化石油气（关注 PG 期货仓单注册进度）

① PG2306 合约收盘价 4766 元/吨，较前一工作日收盘价涨 3%。

② 国内民用气需求和进口气化工需求共同支撑 PG 期货。民用气方面，华中地区部分炼厂让利促销，下游陆续入市补库，其他地区价格持稳。中国民用气批发价格较前一工作日下跌 7 元/吨至 5028 元/吨。进口气方面，国内 PDH 装置利润较好，开工率维持，丙烷化工需求改善。截止 3 点收盘时间，FE15 月丙烷纸货 589 美元/吨，较前一工作日上涨 2.3%。

③ 五一假期带来的现货内外价格的短暂差异或将导致 PG 期货对外盘丙烷的升水扩大，关注 PG 期货仓单注册进度。

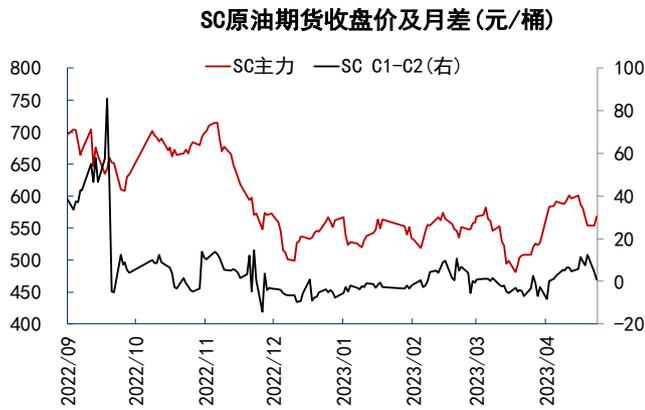
数据表格

表 1：油品期货价格走势（北京时间早七点）

	标普指数	美元指数	上证指数	人民币汇率
现值	4072	101.86	3265	6.88
日涨跌	-1.6%	0.5%	-0.3%	0.0%
月走势				
国际油品期货价格	Brent 06 ICE原油 美元/桶	WTI 05 Nymex原油 美元/桶	RBOB 05 Nymex汽油 美分/加仑	ULSD 05 Nymex柴油 美分/加仑
现值	80.8	77.3	257	245
日涨跌	-2.4%	0.3%	0.3%	0.2%
月走势				
国际油品期货月差	Brent 1-2月差 美元/桶	WTI 1-2月差 美元/桶	RBOB 1-2月差 美分/加仑	ULSD 1-2月差 美分/加仑
现值	0.2	0.2	3.4	0.3
日涨跌	0.0	0.0	0.4	-0.1
月走势				
国际油品期货价差	WTI-Brent 跨区价差 美元/桶	RBOB-ULSD 汽柴价差 美分/加仑	RBOB-WTI 汽油利润 美元/桶	ULSD-WTI 柴油利润 美元/桶
现值	-3.6	13.6	30.6	25.6
日涨跌	0.3	3.5	-0.3	-1.3
月走势				
中国原油期货价量	SC2305 价格 元/桶	SC2306 价格 元/桶	SC2305 持仓 万手	SC2306 持仓 万手
昨日收盘	575	568	0.45	2.99
日涨跌	2.3%	2.5%	-3.0%	-2.0%
月走势				
中国原油期货价差	SC2305-SC2306 月间价差 元/桶	SC2305-BR2306 内外价差 美元/桶	SC2305-Oman2306 期现价差 元/桶	DME Oman 2306 到岸价 元/桶
昨日收盘	7.10	6.74	15.62	559.38
日涨跌	-1.0	12.9	12.9	0.1
月走势				

资料来源：Wind 中信期货研究所

图 1: SC 原油与期货收盘价及月差



数据来源: INE 中信期货研究所

图 2: ICE 布伦特原油结算价及月差



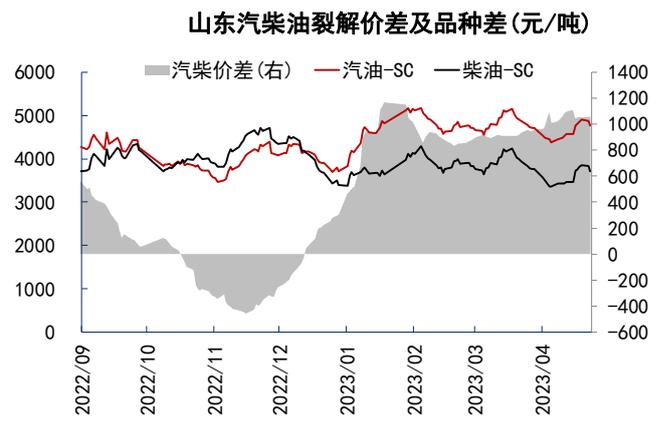
数据来源: Wind 路透 中信期货研究所

图 3: 山东汽柴油批发价



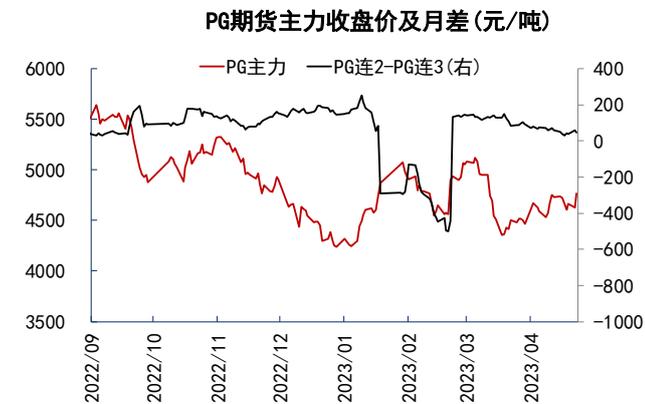
数据来源: 隆众石化 中信期货研究所

图 4: 山东汽柴油裂解价差及品种差



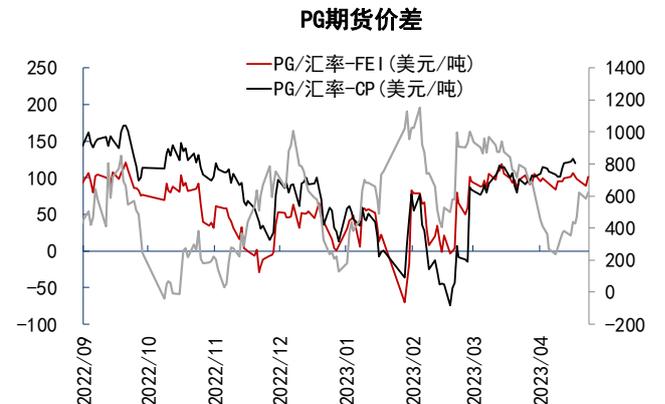
数据来源: 隆众石化 INE 中信期货研究所

图 5: PG 期货主力收盘价及月差



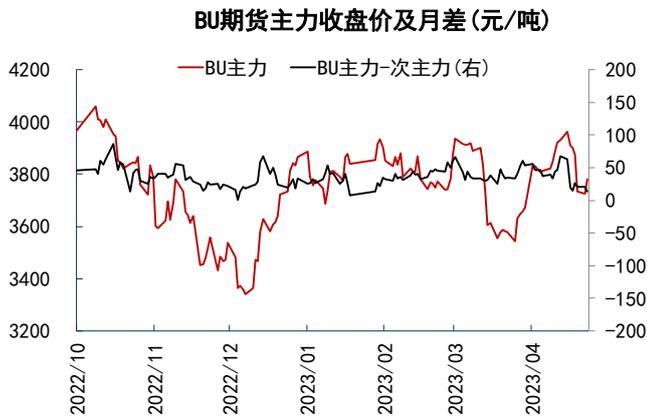
数据来源: DCE 中信期货研究所

图 6: PG 期货价差



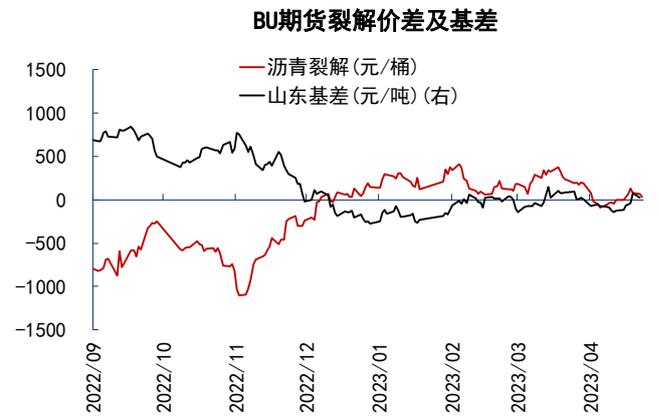
数据来源: DCE INE 路透 中信期货研究所

图 7: BU 期货主力收盘价及月差



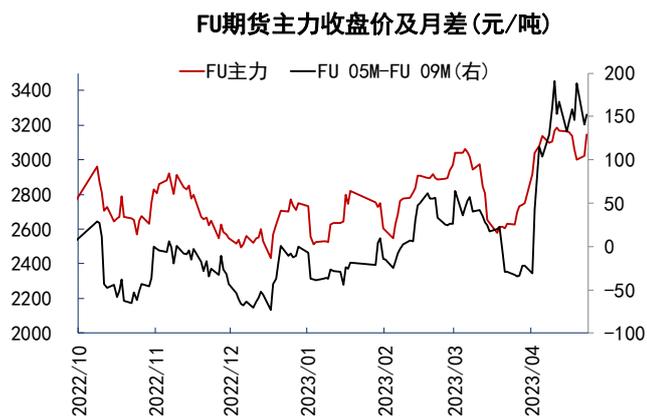
数据来源: SHFE 中信期货研究所

图 8: BU 期货裂解价差及基差



数据来源: SHFE INE 万得 中信期货研究所

图 9: FU 期货主力收盘价及月差



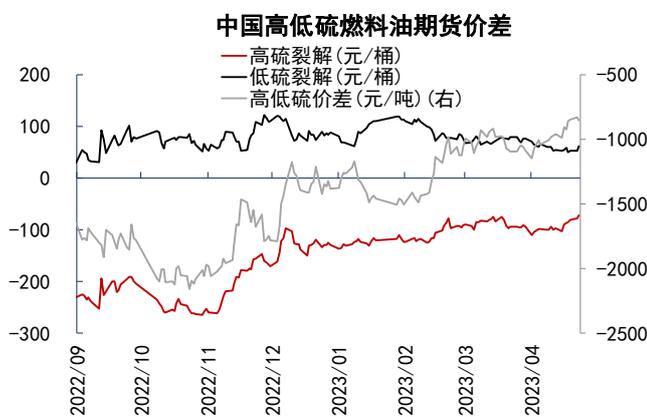
数据来源: SHFE 中信期货研究所

图 10: LU 期货主力收盘价及月差



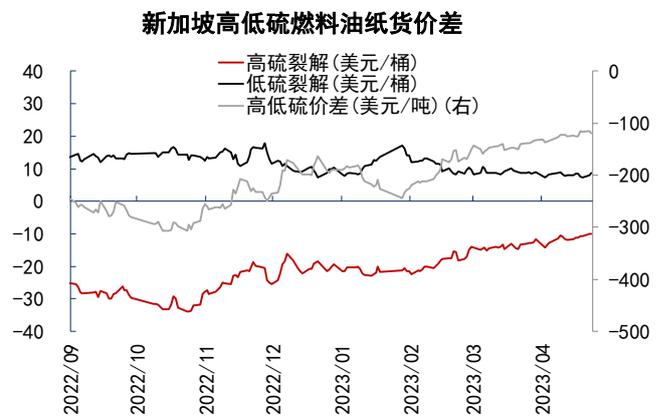
数据来源: INE 中信期货研究所

图 11: 中国高低硫燃料油期货价差



数据来源: SHFE INE 中信期货研究所

图 12: 新加坡高低硫燃料油纸货价差



数据来源: 路透 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826