

地缘事件频发，如何看待当下的石油市场

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

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

核心观点

■ 市场分析

自7月以来，石油市场地缘事件频发，地缘局势持续升温，对于一些市场热点问题我们观点如下：1、如何看待胡赛武装袭击红海油轮：主要影响沙特从西海岸对亚洲的原油出口，量级在320万桶/日，沙特可以通过改道苏伊士运河与苏麦德管道相结合的方式规避红海路线，不会对市场造成实质性短缺，但物流效率会下降，运距增加、运费上涨；2、如何看待霍尔木兹海峡再度关闭：从实货贴水反应上看，此次关闭并未导致原油基本面出现显著恶化，冲击不如3月，中国需求维持低位，原油市场仍有冗余度，影响主要体现在成品油端，全球成品油库存降至历史极低位；3、如何看待CPC原油出口中断：仅仅是短暂装船暂停，基础设施没有影响，预计将较快恢复出口。

■ 策略

地缘溢价推动油价飙升，基本面并未出现显著缺口，短期市场由情绪主导，需要防范反转风险

■ 风险

下行风险：中东战争缓和，海峡恢复通航、全球经济危机

上行风险：中国需求复苏超预期，红海局势进一步恶化

目录

核心观点	1
如何看待胡赛武装袭扰红海油轮的影响	3
如何看待 CPC 原油出口暂停的影响	4
如何看待霍尔木兹海峡再次关闭的影响	5

图表

图 1: 沙特西海岸原油出口量 单位: 千桶/日	4
图 2: 曼德海峡原油分国别出口量 单位: 千桶/日	4
图 3: CPC 原油发货量 单位: 千桶/日	4
图 4: CPC 原油实货贴水 单位: 美元/桶	4
图 5: 中东原油发货量 单位: 千桶/日	5
图 6: 中国原油进口量 单位: 千桶/日	5
图 7: 全球成品油显性库存 单位: 百万桶	6
图 8: 新加坡成品油裂解价差 单位: 美元/桶	6

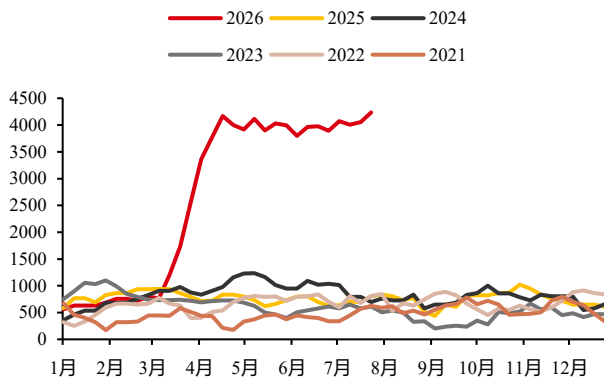
如何看待胡赛武装袭扰红海油轮的影响

7月20日，胡塞武装周一宣布对沙特阿拉伯商船实施海上封锁，7月22日，胡赛武装袭击了沙特的两艘油轮，导致部分船东出现了回避通过曼德海峡的行为，曼德海峡通过油轮数量下降，但并未完全中断。自霍尔木兹海峡中断以来，沙特通过东西石油管道的绕行大幅增加了从西海岸延布港的原油出口量，出口量接近420万桶/日（其中约320万桶/日经过曼德海峡出口到亚洲），因此对曼德海峡这一关键出口通道的依赖度显著增加，在霍尔木兹海峡依然处于断航的情况下，胡赛武装对红海过境船只的袭扰提振了市场看多情绪，但我们认为这不会导致沙特对亚洲的供应完全中断，主要的理由是：1、曼德海峡并未完全中断，仍有部分船东选择通过，航路安全虽然显著恶化，但尚未达到霍尔木兹海峡一样的程度；2、沙特可以选择让油轮向北航行绕过曼德海峡，通过使用苏伊士运河与埃及的苏迈德管道（250万桶/日）相结合的方式运送原油。由于满载超大型油轮通过运河受吃水深度限制，船舶需在红海侧的艾因苏赫纳卸下半数货物，经管道输送至地中海的西迪基里尔，待油轮通过运河后重新装载。这套系统历来将中东原油（主要来自沙特）输送至苏伊士运河以西的欧洲买家手中。2025年，约80万桶/日原油在艾因苏赫纳港卸载，鉴于该管道250万桶/日的运营能力，艾因苏赫纳与西迪基里尔之间还可额外输送约170万桶/日的原油。考虑到超大型油轮（VLCC）的货物拆分，理论上沙特原油最多可绕过曼德海峡，理论上实现340万桶/日的运输量。与目前曼德海峡的原油出口量大致相符，基本能够满足改道后的出口数量，但是这一路线将会导致油轮航程增加15天以上，航运效率进一步下降。

从沙特的曼德海峡出口数据来看，主要出口目的地为中印日韩，其中中国（含台湾以及中缅原油管道进口）约100万桶/日，韩国约90万桶/日，日本约60万桶/日，印度约40万桶/日，由于6月份霍尔木兹海峡重启后，波斯湾内滞留浮仓转化为船货后，主要的亚太买家均得到了库存补充，因此并不会急于采购替代船货，但如果红海航线的安全局势持续恶化，可能会进一步增加西区原油采购。

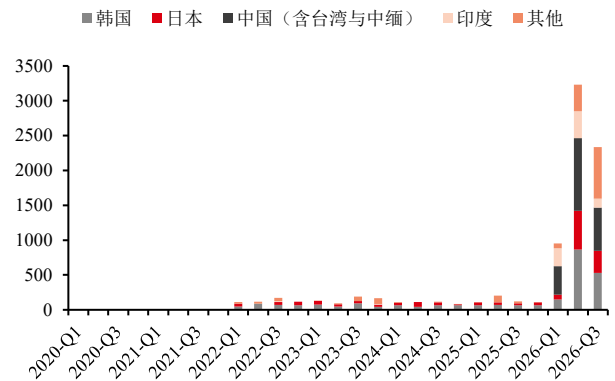
未来关注指标：苏伊士运河油轮通行量以及西迪基里尔石油码头的发货量，曼德海峡油轮通行数量、西区原油实货贴水。

图 1：沙特西海岸原油出口量 | 单位：千桶/日



数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 2：曼德海峡原油分国别出口量 | 单位：千桶/日



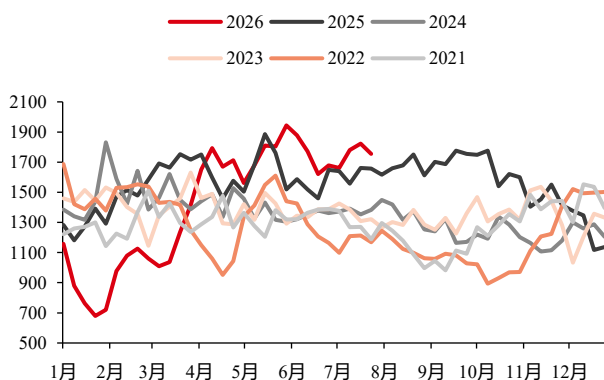
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

如何看待 CPC 原油出口暂停的影响

此事件的源头是乌克兰无人机袭击了俄罗斯新罗西斯克码头的油轮，导致码头装船作业暂停，进而导致哈萨克斯坦原油减产。码头运营商里海管道财团（CPC）于 7 月 19 日宣布暂停装载。在 7 月 20 日短暂恢复后，该财团表示装载工作再次暂停。该部于 7 月 23 日表示，为确保船只、船员及环境安全，装载作业仍处于暂停状态。该部表示：“财团的所有生产和技术设施均保持良好运行状态，运转正常，并已做好准备，一旦局势恢复正常，即可恢复原油转运作业。”目前码头的基础设施并未受到影响，本次的袭击程度远低于 2025 年 11 月，当时乌克兰的无人艇袭击导致 CPC 的 SPM3 号码头受损，一度导致 CPC 原油的装船量从 150 万桶/日以上下降至 110 万桶/日，我们认为本次事件只是暂时中断，对市场实质影响相对有限，更多是情绪上的扰动。

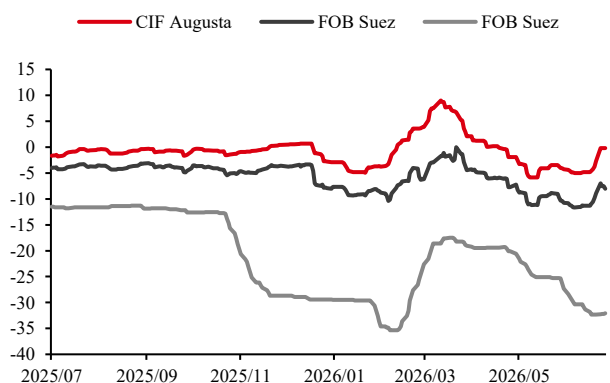
未来关注指标：CPC 原油发货量。

图 3：CPC 原油发货量 | 单位：千桶/日



数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 4：CPC 原油实货贴水 | 单位：美元/桶



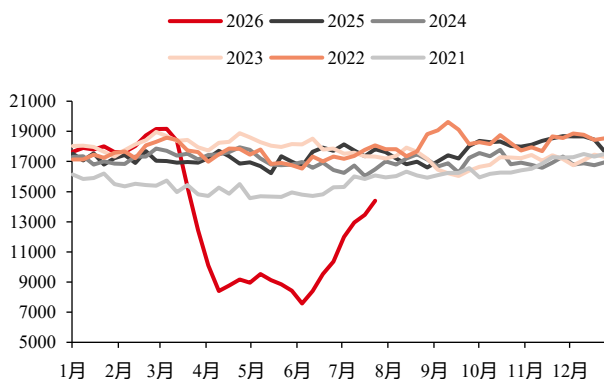
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

如何看待霍尔木兹海峡再次关闭的影响

美伊的地缘博弈再度导致海峡断航，市场对于海峡流量恢复的预期落空，但与市场共识不同的是，我们并不认为这一事件会对原油市场的现实基本面产生立竿见影的供应冲击，也不能得出此次断航影响大于上一轮的结论，中国原油需求依然维持低位，且由于海峡的不确定性，中国需求的复苏也会进一步推迟，这也能从近期中国成品油出口政策的调整得到印证，即政策导向重新回到炼厂降负保供，压缩成品油出口的模式。而在6月海峡重启后，其他国家也获得较为充裕的补库船货（8000万桶滞留浮仓），目前海上在途以及浮仓数量也明显恢复，不存在短缺以及恐慌性采购，近期实货市场相对纸货更加平静，与今年3~4月份的行情存在明显差异（当时实货涨幅远超市价），也能印证当前原油基本面并未显著恶化。不过，海峡关闭对成品油的供应冲击更加显著，全球成品油库存已经下降至历史低位，叠加近期俄罗斯成品油出口下降、丹格特炼厂检修的因素，成品油裂解回到高位，但成品油的强势并不能和原油混为一谈，核心矛盾是全球炼厂冗余产能不足，且由于海峡断航问题导致的炼厂开工进一步下降，成品油的强势并不能向上游原油传导。不过，随着时间推移、中国的需求侧响应、全球 SPR 释放等工具将逐步消耗，未来解决海峡断航危机只能依靠外交解决，即美伊达成协议后的重启，虽然目前可能性不大，但仍不应该忽视第三方力量的介入以及调停，且海峡持续断航带来的能源危机、经济危机会造成多输局面。

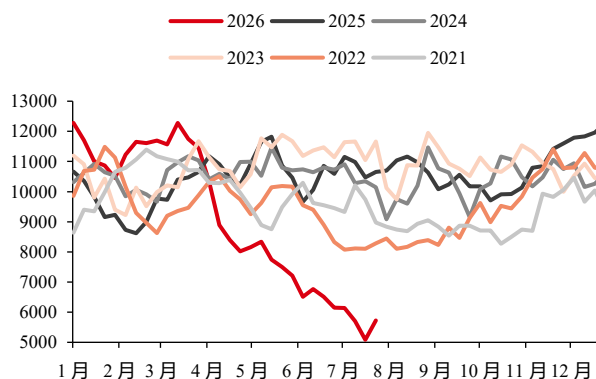
未来关注指标：霍尔木兹海峡油轮通行量、全球原油在途与浮仓数量、实货贴水。

图 5：中东原油发货量 | 单位：千桶/日



数据来源：Kpler 华泰期货研究院

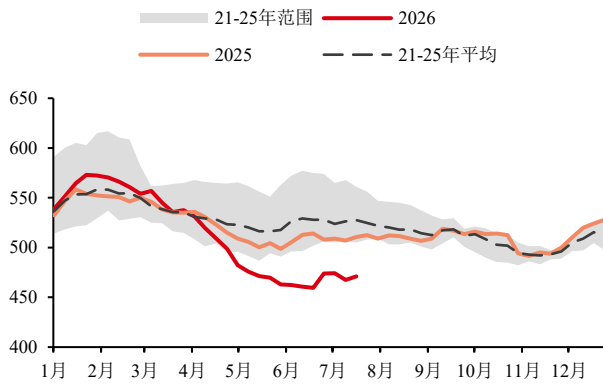
图 6：中国原油进口量 | 单位：千桶/日



数据来源：Kpler 华泰期货研究院

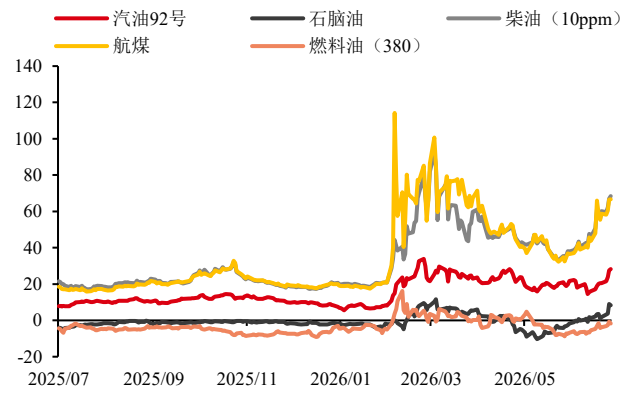


图 7：全球成品油显性库存 | 单位：百万桶



数据来源：EIA IES PJK 华泰期货研究院

图 8：新加坡成品油裂解价差 | 单位：美元/桶



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

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