

海外聚焦：对俄原油限价，影响会有多大？

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qlzq.com.cn



研究助理：马骏



相关报告

- 1 宏观专题 20220815: 《芯片法案》如何影响进出口产业链？
- 2 宏观专题 20220918: 美国“衰退时钟”走到哪儿了？——海外经济系列之七
- 3 宏观专题 20220928: 拜登“中期选举”胜算多大？——海外经济系列之八
- 4 宏观专题 20221010: 新发展格局有何成效？——从国际环境看我国经济转型
- 5 宏观专题 20220928: 谁将接任英国首相？——海外经济系列之九
- 6 年度策略 20221201: 穷则思变——2023年海外宏观年度展望
- 7 外贸深度 20221202: 东盟能否“加持”我国出口？——基于产业价值链的视角

投资要点

- **俄油限价令出台**，自12月5日起，欧盟和G7对俄罗斯海运原油实行60美元/桶的价格上限，高于该上限时将禁止进口俄罗斯原油或提供航运及保险等服务。**石油制裁曾有先例**，欧美在俄乌冲突后已对俄罗斯石油设置进口禁令，同时限价令与欧美对伊朗和委内瑞拉的石油制裁有相似处，都对运输和保险等服务设限。**限价法案众口难调**，欧盟成员国中分歧较大。波兰等国要求压低限价至俄罗斯生产成本水平，以大幅削减俄罗斯的石油收入，希腊等航运大国希望提高限价以保护本国商业利益。
- **制裁力度有限**。从价格的角度来看，如果市场价格维持在60美元以下，则俄罗斯仍可如常的出口其原油并使用欧盟等国的各项海运服务。**从成本的角度来看**，俄罗斯产油及运输成本远低于60美元，限价后仍有盈利空间。**运力紧缺或将拖累俄油出口**。欧洲垄断海运原油服务业，而俄罗斯在运力和保险上对欧洲依赖性较高。即便俄罗斯已在大量购买油轮并加大本国保险业务，多家机构测算俄仍有约100万桶每天的运力缺口，相当于约25%的俄罗斯海运原油出口量。
- **财政压力加大，原油需求受衰退制约**。据我们保守测算，100万桶每天的运力缺口或将转化为每月14.4亿美元的财政收入损失，相当于俄罗斯10月财政收入的3.7%，以及油气收入的6.8%。俄乌冲突下，俄罗斯财政频现赤字，未来财政压力或将持续加大。俄罗斯仍有后手应对，可以采用设置价格下限、人民币结算、加大对亚洲国家出口以及减产等方式回应限价及制裁。**原油需求受衰退制约**。短期来看，我们判断全球油价趋势将保持区间震荡。**中长期来看**，减产压力将使供给侧趋紧，而需求端虽有我国防疫放开以及美国货币政策转鸽等正面预期，但欧美实质性衰退将持续制约原油需求复苏。
- **疫情：东南亚疫情持续降温**。截至12月7日，全球新冠肺炎一周新增确诊病例录得约283万，相较前一周下降4.4%。**南美疫情仍在恶化**。阿根廷本周新增约12600例，较上周大幅上升279.5%。**全球死亡数持续下行**，近一个月新增死亡病例约3.7万人，较上周同期下降8.3%。**南美国家死亡数持续上行**。**加强针及药物对主流毒株BQ.1效力有限**。据美国国立卫生研究院，单克隆抗体治疗对BQ.1或BQ.1.1可能不再有效。**各国疫情政策松紧不一，多国鼓励接种二价疫苗**。截至12月5日，全球猴痘病例报告数一周新增约900例，较上周上升53.1%。
- **海外：美国《通胀削减法案》或将对盟国让步**。巴尔金表示美国经济可能进入劳动力供应长期受限的时期，进一步给通胀带来上行压力。**欧洲加息呼声再起**。维勒鲁瓦和马赫鲁夫均赞同于12月继续加息50个基点。**美国与欧盟承诺将解决双方在产业补贴方面的分歧**。**美国服务业PMI再度上扬**，美国11月服务业PMI指数上升显现经济向好趋势。**欧洲消费持续低迷**。欧元区零售销售同比自6月以来长期徘徊在负增长区间，欧洲消费持续低迷。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

内容目录

1. 深度聚焦：对俄原油限价，影响会有多大？ - 4 -
2. 疫情：东南亚疫情持续降温..... - 9 -
3. 海外：美国《通胀削减法案》或将对盟国让步 - 12 -

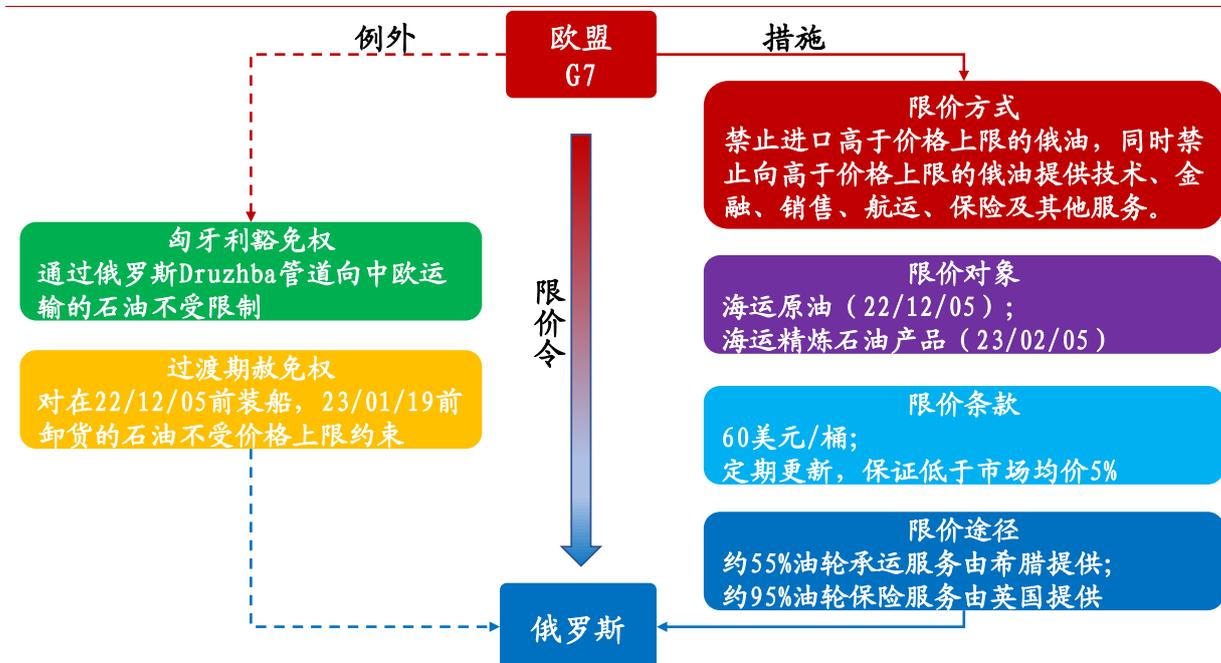
图表目录

图表 1: 本次对俄原油限价内容.....	- 4 -
图表 2: 本次俄油限价及石油相关制裁对比伊朗及委内瑞拉原油制裁.....	- 5 -
图表 3: 限价法案发展时间轴.....	- 6 -
图表 4: 各国产油成本以及俄罗斯石油价格上限 (美元/桶)	- 6 -
图表 5: 俄海运原油出口数量与运力缺口占比.....	- 7 -
图表 6: 俄罗斯财政收入增速和盈余.....	- 8 -
图表 7: 俄罗斯石油和天然气收入情况 (%)	- 8 -
图表 8: 俄罗斯的潜在应对措施.....	- 8 -
图表 9: 原油供需平衡预测 (百万桶/天)	- 9 -
图表 10: OECD 原油库存与布伦特油价预测.....	- 9 -
图表 11: 各经济体每日新增确诊病例数量 (七日移动平均, 万例)	- 9 -
图表 12: 各经济体每日新增死亡数量 (七日移动平均, 例)	- 10 -
图表 13: 近两周各国送检样本中各变种毒株比例 (%)	- 10 -
图表 14: 各国疫情管控指数 (七日移动平均)	- 11 -
图表 15: 各经济体单日疫苗接种量 (七日平均, 均值)	- 11 -
图表 16: 各国猴痘每日新增确诊 (七日移动平均, 例)	- 12 -
图表 17: 主要经济体服务业 PMI.....	- 13 -
图表 18: 主要经济体零售销售同比变化 (%)	- 14 -

1. 深度聚焦：对俄原油限价，影响会有多大？

俄油限价令出台。自 12 月 5 日起，欧盟和 G7 对俄罗斯海运原油实行 60 美元/桶的价格上限，并每两个月定期更新上限，保证其比市场价低 5%。若原油价格高于 60 美元/桶，则欧盟和 G7 将禁止进口该原油，并禁止向其提供技术、金融、销售、航运和保险等服务。由于俄罗斯对于希腊的原油承运服务和英国的海运保险服务有极高的依赖性，这些服务限制将对俄罗斯原油出口带来沉重的打击。此外，欧盟和 G7 将于 2023 年 2 月 5 日将限价对象扩大至精炼石油产品。然而，**限价令也有豁免对象。**在 12 月 5 日前装船且在明年 1 月 19 日前卸货的石油，以及通过俄罗斯 Druzhba 管道运输的石油将不受价格上限约束。

图表 1：本次对俄原油限价内容



来源：欧盟理事会，中泰证券研究所

石油制裁曾有先例。本次对俄罗斯的原油限价是此前对俄制裁的延伸，同时也与欧美近期对伊朗和委内瑞拉的原油制裁有一定相似性。在先前对俄罗斯的制裁方面，美国和欧盟都对购买俄罗斯原油设置禁令，这其中欧盟在今年 6 月开始停止购买俄罗斯海运原油。该禁令于今年 12 月初到期，衔接了本次限价令的实施，因而限价令可以视作是先前制裁的延伸。同时，**欧美曾运用过相似的方式对伊朗和委内瑞拉的石油出口进行制裁**，但限价为首次，或因当前全球能源供给仍较紧张。与此前欧美对伊朗和委内瑞拉的石油制裁相比，对俄限价令同样增设了对石油销售、运输及保险服务的限制。为规避制裁，伊朗选择了加大与中国、印度等豁免制裁的国家进行原油交易。这为本次俄罗斯提供了一定的应对经验，目前俄罗斯已在努力开拓亚洲市场。

图表 2: 本次俄油限价及石油相关制裁对比伊朗及委内瑞拉原油制裁

石油制裁措施一览		俄罗斯	伊朗	委内瑞拉
美国	贸易制裁	禁止从俄进口石油、天然气、煤炭等能源产品; 推出限价令, 对俄海运原油设价格上限	禁止进口石油; 禁止进行煤炭交易; 制裁一次向伊出售石油燃料超过一定金额, 以及向伊出售石油生产设备或服务超过一定金额的公司	制裁从委内瑞拉购买石油的交易商
	金融制裁	禁止投资俄油气行业; 限制俄用美元进行国际交易, 禁止向俄提供以美元计价的纸币; 推出限价令, 限制海运运输和保险服务	禁止投资伊石油开发公司或与伊从事石油贸易活动; 禁止与伊进行美元交易; 制裁向伊石油业投资超过一定金额的机构或个人和为伊提供运输保险服务的实体	禁止购买委内瑞拉国有石油公司债券; 制裁为委提供石油交易、运输和融资服务的实体
欧盟	贸易制裁	削减俄石油进口, 6个月内停止购买海运原油(已到期), 8个月内停止购买炼油产品(23年2月初到期); 推出限价令, 对俄海运原油设价格上限	对伊实施全面石油禁运; 禁止向伊提供石油生产关键设备和技术	
	金融制裁	禁止所有经济实体在俄能源部门投资; 禁止俄所有投资贸易项目用欧元结算; 推出限价令, 限制海运运输和保险服务	禁止为伊石油提供销售服务; 禁止为伊石油出口提供船运保险	
被制裁国应对措施		去美元化, 减少美元占外汇储备的比重; 推广俄央行金融信息传输系统SPFS, 绕开美元结算; 禁止外国投资者从俄罗斯撤出资金, 将关停在俄业务的外国公司纳入制裁黑名单	与获得制裁豁免的贸易伙伴交易, 如中国、印度等; 绕开美元结算, 用人民币、欧元等进行国际结算; 减轻对石化产品出口的依赖	委内瑞拉政府签署了对本国民众的人道主义援助协定, 由联合国管理援助基金, 以此换取美国放松原油制裁。

来源: 欧盟理事会, 中泰证券研究所

限价法案众口难调。 欧盟和 G7 早在今年 9 月就已开始协商对俄实行石油限价, 但由于多方利益诉求不同, 直到今年 12 月 3 日才达成一致。美国提议将石油价格上限设置在 40-60 美元/桶, 旨在将限价卡在俄罗斯石油生产盈利和亏本的基准线附近。**欧盟成员国中分歧较大**, 以波兰为首的多国与美国出发点一致, 要求压低限价至俄罗斯生产成本水平, 以大幅削减俄罗斯的石油收入。而以希腊为首的航运大国则要求价格上限高至 70 美元/桶, 以保护本国商业利益。最终欧盟达成限价 60 美元/桶的共识, 并定期评估俄罗斯石油出口情况, 并调整上限价格至低于市场价 5%。此外, 部分对俄油依赖较高的内陆国家得以在限价中获得一定赦免, 通往这些国家的俄罗斯的管道油将不受限价影响。

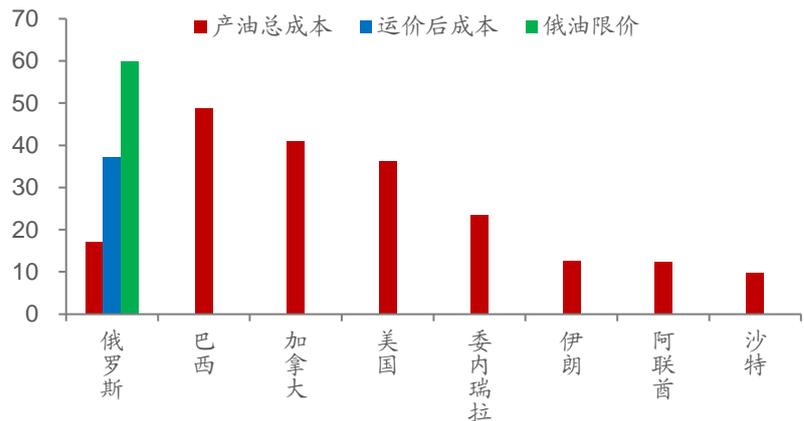
图表 3: 限价法案发展时间轴



来源：欧盟理事会，中泰证券研究所

制裁力度有限。从价格和成本的两个角度来看，60美元的限价或许并不够低。从价格的角度来看，据俄罗斯财政部披露，本次受到制裁的乌拉尔海运原油近月成交价在66.5美元附近波动，但近期已降至48美元，低于本次制裁的限价。如果市场价格维持在60美元以下，则俄罗斯仍可如常的出口其原油并使用欧盟等国的各项海运服务。从成本的角度来看，俄罗斯作为全球主要产油国，有着成熟的原油开采精炼基建和设施，其成本之低可以与沙特、伊朗和阿联酋媲美，远低于欧美国家。据 Statista 估算，俄罗斯每桶原油成本约在17.2美元，保守估算限价后运油总成本上升至37.2美元每桶，仍远低于60美元的限价。因此，限价后俄罗斯原油仍保有盈利空间。

图表 4: 各国产油成本以及俄罗斯石油价格上限 (美元/桶)



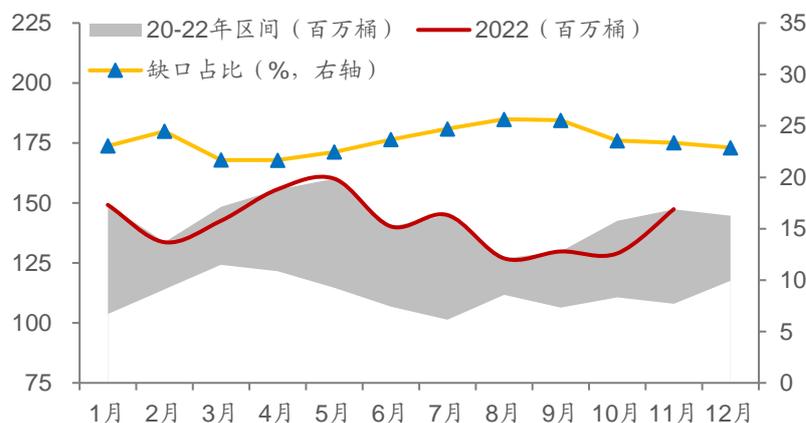
来源：Statista，中泰证券研究所

运力紧缺或将拖累俄油出口。本次限价的主要途径是依靠欧洲在海运原油服务业中的垄断地位，精准打击俄罗斯在运力和保险上对欧洲国家的依赖性。根据哥伦比亚大学测算，俄罗斯海运原油有约55%由希腊的油轮承运，且有约95%通过英国的国际组织投保，并由欧盟保险机构分保。在运力方面，据多家航运经济公司测算，俄罗斯已在近期收购了百余艘船龄较高的油轮，

建立“影子舰队”来填补可能出现的运力缺口，这些船只的预估总运力约为 1.2 亿桶。在保险方面，俄罗斯正尝试与主要原油贸易伙伴协商使用俄罗斯本国或印度提供的海运保险。国际认可的海运保险在原油出口中极为重要。这其中责任保险主要覆盖石油或船用燃料泄漏等重大事故的高额赔偿，是许多港口入境的必要条件。据俄外交部副部长表示，俄罗斯本土的保险已获得印度和土耳其的认可。然而，即便在俄罗斯多方面努力下，多家机构预计其运力仍有缺口。摩根士丹利预计缺口约为 100 万桶每天，而航运公司 Braemar 预计缺口在 70-150 万桶每天。

从俄罗斯出口来看，我们根据俄罗斯过去三年海运原油出口桶数测算，100 万桶的缺口相当于俄罗斯 20%-25% 的海运原油出口量。从欧洲进口来看，据 IEA 统计，2021 年末欧洲 OECD 成员国总进口原油桶数约 977 万桶每天，其中从俄罗斯进口原油桶数约为 315 万桶每天。以此简单测算，100 万桶每天的运力缺口相当于约 10% 欧洲总原油进口，以及约 32% 的来自俄罗斯的原油进口。

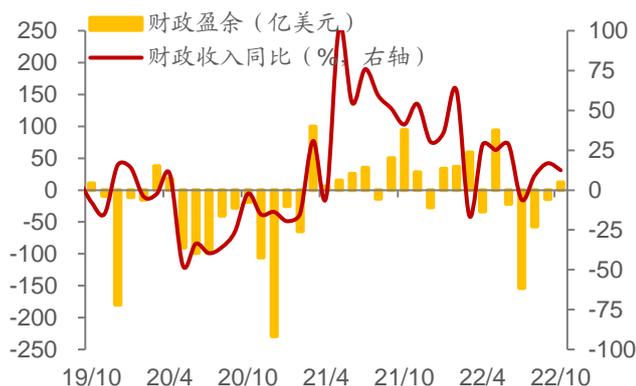
图表 5: 俄海运原油出口数量与运力缺口占比



来源: Bloomberg, 中泰证券研究所, 缺口占比计算方式为 3000 万桶每月占比 2020-2022 年该月平均海运出口桶数。

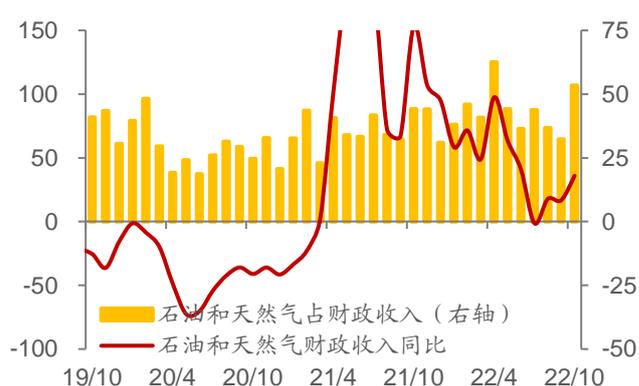
财政压力加大。保守来看，若以每桶 48 美元的 11 月末乌拉尔原油市场价来测算，100 万桶每天的运力缺口或将转化为每月 14.4 亿美元的财政收入损失。这相当于俄罗斯 10 月财政收入的 3.7%，以及俄罗斯油气收入的 6.8%。表面来看，运力缺口所带来的财政和油气收入损失的占比并不高。然而，在俄乌冲突持续加深的背景下，受高昂的军费拖累，俄罗斯在今年 2 月至 10 月期间已有 5 个月出现财政赤字，期间净赤字累计约 78 亿美元，未来财政压力或将持续加大。

图表 6: 俄罗斯财政收入增速和盈余



来源: CEIC, 中泰证券研究所

图表 7: 俄罗斯石油和天然气收入情况 (%)



来源: CEIC, 中泰证券研究所

仍有后手应对。面对财政压力,俄罗斯或从价格、出口和产能三个方面着手应对此次石油限价。**在价格方面**,俄罗斯正在考虑设置石油出售价格下限,通过设定最大折扣比例或直接设定固定的价格来确保每桶原油的出口利润。此外,俄罗斯也在着力推进人民币结算来减少俄罗斯银行被 SWIFT 系统切断所带来的影响。早在今年 5 月,首批以人民币支付的俄罗斯 EPSO 原油已完成交付,为俄罗斯提供一定喘息空间。**在出口方面**,俄罗斯将努力加大向亚洲国家的原油出口。同时,俄罗斯或将禁止本国企业和相关供应商以直接或间接的方式向参与限价的国家提供原油,或仅允许其进行转口贸易。此外,俄罗斯正在组建“影子舰队”补充运力,并寻求印度的海运保险或增强本土再保险能力。**在产能方面**,OPEC 已经宣布为维护市场降低石油开采量,俄罗斯可能也会选择临时降低产能来保护石油出口。

图表 8: 俄罗斯的潜在应对措施

价格方面	出口方面	产能方面
<ul style="list-style-type: none"> 设置石油“地板价”,设定最大折扣比例或固定价格 	<ul style="list-style-type: none"> 禁止俄罗斯企业和供应商向参与限价的客户提供原油 	<ul style="list-style-type: none"> 降低本国石油开采量 联合OPEC加大全球原油减产力度

预览已结束,完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_50023



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>