

## 能源专题

2022年2月24日

中银期货研究部

谷 霄

投资咨询号：Z0017009

从业资格号：F03091985

联系方式：021-60816204

联系人 陆 茗

从业资格号：F3082639

联系方式：021-61088093

## 俄乌局势升级，能源再生波澜

## 摘要

## ◆ 原油

俄罗斯对乌克兰采取军事行动，大幅驱动油价上行，内盘 SC 原油期货自上市以来主力合约首次突破 620 元/桶；外盘 Brent 油价盘中站上 100 美元/桶。俄罗斯与西方国家之间的矛盾逐步升级，若后续演变为区域性战争，或继续大幅推涨原油价格；若东欧局势逐步趋稳或伊核谈判突破性进展，油价可能出现一定程度上的回调，建议持续关注乌克兰局势，需警惕市场大幅波动风险。

## ◆ 天然气

乌克兰局势持续升级，北溪二号项目陷入停滞，欧洲供应偏紧预期显著升温，大幅推涨 LNG 价格。ICE 荷兰 TTF 天然气 4 月合约 24 日拉涨近 40%，重回 120 欧元/兆瓦时以上；日韩 JKM 价格 24 日大幅上行至 40 美元/百万英热单位附近；NYMEX Henry Hub 天然气期货主力合约逼近 5 美元/百万英热单位。若后续东欧局势趋稳，天然气价格或有所回落但仍维持相对高位；若冲突加剧，LNG 价格或继续强势上行。目前天然气市场仍偏区域性，整体波动较其他能源产品而言或较为剧烈。

## 风险提示：

地缘政治，疫情形势，OPEC+加大增产，伊朗问题

## 1 行情评述

2月乌克兰局势继续对油价构成显著扰动，西方舆论于2月中旬渲染局势显著趋紧，导致市场多头情绪较为高涨，油价大幅上行。但随着俄罗斯宣布自乌克兰边境撤回部分军队，加之始终为发生实质性冲突，东欧局势出现一定程度上的缓和。2月下旬，俄罗斯宣布承认乌东顿涅茨克人民共和国和卢甘斯克人民共和国为独立国家并对乌克兰实施军事行动，局势升级导致油价再度拉涨。

1月31日，美国国务院下令要求白俄罗斯的美国政府工作人员家属撤离；2月2日，据华尔街日报报道，拜登计划向欧洲增派超3000名美军士兵，部署至波兰及德国。2月11日，俄罗斯对外情报局局长纳雷什金表示，乌克兰正在为战争做准备；同日，乌克兰国防部长阿列克谢列兹尼科夫称，两架载有美国武器的飞机抵达基辅，其中包括“标枪”反坦克导弹系统在内的武器；美国则决定向波兰增派3000名士兵。

2月中旬多国建议公民尽快离开乌克兰，舆论渲染东欧局势紧张氛围。美国总统拜登于2月10日敦促在乌克兰的美国公民尽快离开。其后日本外务省于当地时间11日表示，由于乌克兰局势进一步紧张，日本已将乌克兰全境的危险级别提高到最高等级，呼吁在乌克兰的日本民众立即撤离。同日，英国外交部门建议民众不要前往乌克兰，并建议目前仍在乌克兰的英国公民尽快离开。加拿大外交部长梅拉妮·若利于11日晚发表声明，敦促在乌克兰的所有加拿大人做出必要安排，立即离开该国。澳大利亚总理莫里森于12日呼吁澳大利亚人尽快离开乌克兰；同日，新西兰外交部敦促在乌克兰的新西兰公民立即离开该国。14日，美国国务卿布林肯宣布已下令关闭位于基辅的美国驻乌克兰大使馆；同日，七国集团财长于同日发布声明称，准备对俄罗斯实施经济和金融制裁。

俄罗斯国防部发言人伊戈尔·科纳申科夫于15日表示，俄罗斯军队已在靠近乌克兰边境的白俄罗斯完成了他们的联合军演，随着一系列联合军演结束，俄部分军队将返回驻地。另据卫报报道，国防部发言人科诺申科夫在一份声明中宣布了撤军。目前乌克兰局势暂时得以缓和，故油价出现一定幅度回调。目前来看，俄美之间的博弈仍将继续，美国总统拜登对于“俄罗斯宣布从乌克兰

边境撤回部分军队”表示，此事尚未核实且宣称仍有 15 万俄罗斯军队继续“包围乌克兰”。据俄罗斯卫星网 2 月 17 日报道称，乌克兰向位于乌东部的“卢甘斯克人民共和国”地区发射迫击炮等，但随后乌克兰方面予以否认。同日，俄罗斯驱逐美国驻俄副大使戈尔曼，而美国总统拜登表示，其认为俄罗斯将在未来几天内入侵乌克兰。据欧安组织驻乌克兰特别观察团报告称，乌东部顿巴斯地区 19 日一天之内发生违反停火协议的事件近 2000 起，创今年以来最高纪录；同日，俄罗斯罗斯托夫州进入紧急状态。

俄罗斯总统普京于当地时间 2 月 21 日发表全国视频讲话，宣布承认乌东民间武装自称的顿涅茨克人民共和国和卢甘斯克人民共和国为独立国家，并与其签署了合作和友谊协议。普京指示俄罗斯国防部确保俄罗斯武装部队维护顿涅茨克人民共和国和卢甘斯克人民共和国的和平。据 CNN 报道，俄罗斯总统普京已下令俄罗斯军队进入顿巴斯地区。东欧局势再度趋紧大幅推涨油价，内盘 SC 原油期货主力合约 2 月 22 日收涨 5.59%，逼近 600 元/桶大关；外盘 Brent 原油期货主力合约 21 日收涨 4.07%，22 日盘中逼近 100 美元/桶大关。

当日，联合国安理会应乌克兰方面要求召开紧急会议；2 月 23 日，联合国大会就“乌克兰暂时被占领土局势”举行全体会议；七国集团成员国及欧盟亦一致决定支持乌克兰并对俄罗斯实施制裁；同日，日本首相岸田雄文表示，就乌克兰问题对俄罗斯实施制裁，对于顿涅茨克和卢甘斯克暂停签证、冻结资产以及禁止进出口贸易，禁止俄罗斯在日本发行债券并冻结俄罗斯特定人士资产。

美国方面，美国总统拜登于 2 月 22 日就俄罗斯和乌克兰局势发表公开讲话，并宣布了针对俄罗斯的最新制裁措施。美国和盟友及合作伙伴决定针对俄罗斯国有开发银行（VEB）和军事银行实施全面的封锁制裁措施。此外，拜登还宣布对俄罗斯的精英阶层及家属实施制裁，并表示与德国合作，将不再推进北溪二号项目。同时，拜登表示将调动在欧美军力量，加强相关地区军事防御，但其强调此举属于防御性措施，美国不寻求与俄罗斯发生对抗。

2 月 24 日，乌克兰局势再度升级，俄罗斯对乌克兰采取军事行动，大幅驱动油价上行，内盘 SC 期货上市以来主力合约首次突破 600 元/桶；外盘 Brent 盘中站上 100 美元/桶。24 日北京时间中午时段，乌克兰军事设施遭到火箭弹

袭击，俄军登陆行动开始于黑海及亚速海，其后哈尔科夫乌军指挥所遭到火箭弹袭击，俄军于敖德萨登陆。下午时分，俄罗斯国防部称，乌克兰空军航空队已失去战斗能力；后据乌克兰紧急情况部消息，乌克兰国民卫队司令部被摧毁。当日，乌克兰总统泽连斯基宣布乌克兰与俄罗斯断交。目前西方多国对俄罗斯实施制裁，暂未涉及其原油出口，但市场担忧情绪显著升温，俄罗斯乌拉尔原油销售价格较地区即期 Brent 原油贴水已至 11 年来最高水平。

从天然气价格来看，北溪二号项目陷入停滞，欧洲供应偏紧预期显著升温，大幅推涨 LNG 价格。2020 年俄罗斯占比欧洲天然气进口总量约 30.13%，其中占比欧洲 LNG 进口总量约 14.98%，占比欧洲管道气进口总量约 34.02%，且短期之内欧洲无法大幅削减对于俄罗斯进口依赖。故若后续东欧局势趋稳，天然气价格或有所回落但仍维持相对高位；而若冲突加剧，LNG 价格或继续强势上行。目前天然气市场仍偏区域性，整体波动较其他能源产品而言或较为剧烈。ICE 荷兰 TTF 天然气 4 月合约价格 2 月基本处 80 欧元/兆瓦时附近，但受乌克兰地区军事行动影响，TTF 天然气价格 24 日拉涨近 40%，重回 120 欧元/兆瓦时以上；日韩 LNG 到岸价 2 月均价在 25 美元/百万英热单位，与 1 月相比基本持稳，但 24 日拉涨至 40 美元/百万英热单位附近；美湾地区 2 月 LNG 价格呈 V 字型走势，NYMEX Henry Hub 天然气期货主力合约 2 月基本在 4.5 美元/百万英热单位左右，即 2021 年 9 月价格水平，24 日逼近 5 美元/百万英热单位。而从替代需求角度考量，LNG 价格若受地缘政治因素驱动而继续上行，或对油价构成一定利好作用，但其替代效应影响作用或相对有限。

俄罗斯与西方国家之间的矛盾逐步升级，若后续演变为区域战争，俄罗斯作为原油产量大国，市场供应趋紧预期升温叠加天然气替代需求效应或继续大幅推涨原油价格；若东欧局势逐步趋稳，油价或出现一定程度上的回调，建议持续关注乌克兰局势，警惕市场大幅波动风险。

图表 1: SC 原油价格走势

SC2204[INE|原油2204] 2021/12/22 收461.9 幅4.03%(17.9) 开452.7 高465.4 低451.6 振3.06% 量5341 结458.8 仓5265 增-  
MA5 457.81 MA10 462.61 MA20 461.71 MA60 490.61 MA120 465.01 MA250 425.61  
2021/08/24-2022/02/24(120日)



图表 2: Brent 原油价格走势

BK22E[ICE|布油2205] 2021/12/28 收77.81 幅0.72%(0.56) 开77.32 高78.47 低77.11 结77.73 仓0 量2.52万 增-137970 振1.7  
MA5 76.161 MA10 74.631 MA20 73.721 MA60 76.911 MA120 73.281  
2021/08/24-2022/02/24(134日)



资料来源: Wind; 中银期货

图表 3: WTI 原油价格走势

CL122ENY[M|轻质原油2204] 2021/12/31 收74.66 幅-1.93%(-1.47) 开75.72 高76.20 低74.22 结74.45 仓9.81万 量2.10万 增-  
MA5 75.231 MA10 73.741 MA20 72.041 MA60 74.151 MA120 71.041 MA250 64.861  
2021/08/24-2022/02/24(134日)



图表 4: Henry Hub 天然气价格走势

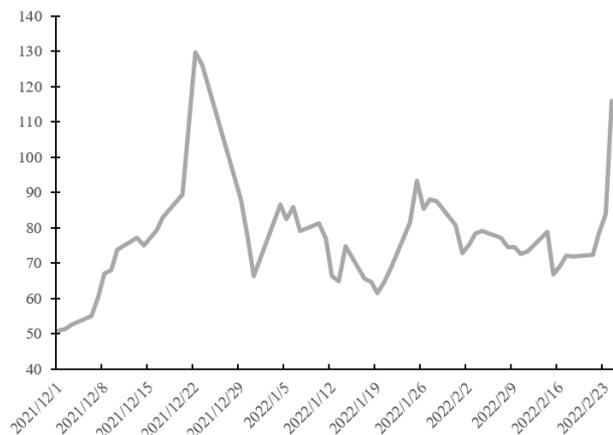
NG122ENY[M|天然气2204] 2021/12/22 收3.637 幅0.80%(0.029) 开3.597 高3.717 低3.560 结3.635 仓8.33万 量2.75万 增-101  
MA5 3.5721 MA10 3.5981 MA20 3.7201 MA60 3.9501 MA120 3.6921 MA250 3.1251  
2021/08/24-2022/02/24(134日)



资料来源: Wind; 中银期货

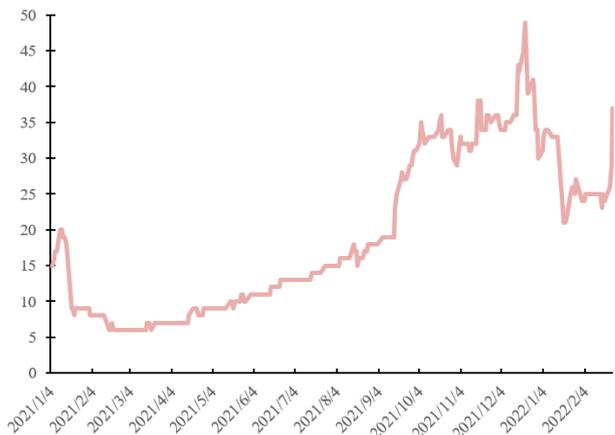
图表 5: TTF APR 价格走势

(欧元/兆瓦时)



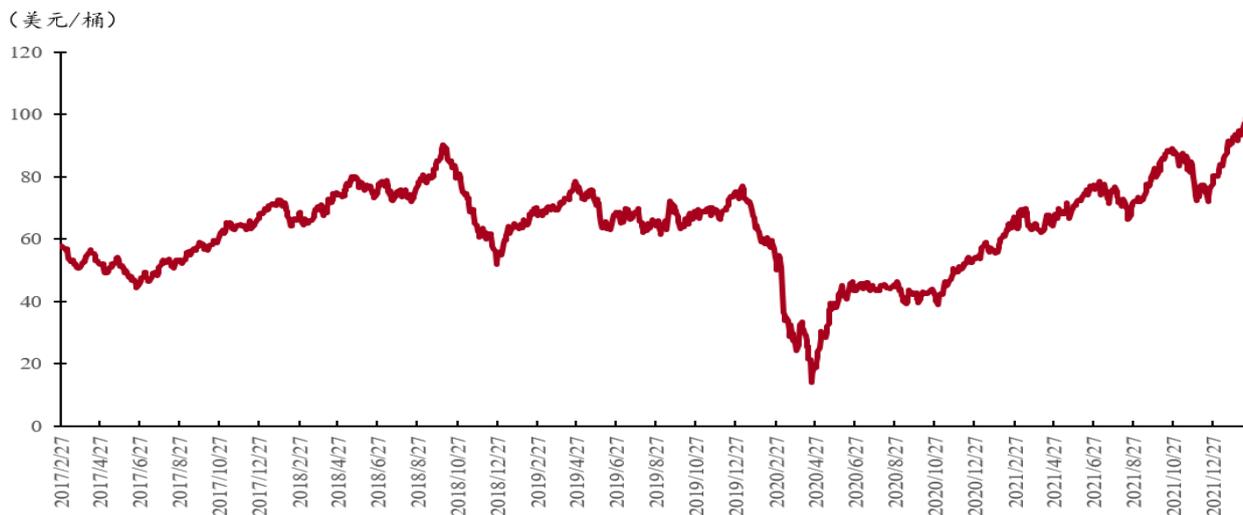
图表 6: JKM 天然气价格走势

(美元/百万英热单位)



资料来源: Refinitiv; 中银期货

图表 7: ESPO 价格走势



资料来源: Refinitiv; 中银期货

## 2 后市展望

目前原油价格强势上行, 地缘政治因素对市场情绪构成较大扰动, 而基本面供应偏紧预期继续为油价起到核心支撑作用。2 月下旬, 油价再创七年以来新高, 内盘 SC 油价自上市以来首次突破 600 元/桶, 外盘 Brent 油价则站上 100 美元/桶的自 2014 年以来高位。

从国际宏观面角度而言, 美国通胀压力持续高企, 市场对于美联储或加快货币政策紧缩步伐的预期显著升温, 若 3 月加息幅度较大, 或对外盘油价构成一定短线利空压力, 建议警惕市场大幅波动风险。而随着油价屡攀七年新高, 美国或推进伊核协议谈判以短期施压油价。目前伊核协议谈判已进入最终阶段, 美伊双方均倾向于尽快达成协议, 若美国放宽对伊朗石油出口的制裁将导致短期库存倾销以及产量反弹, 以伊朗 2018 年产量峰值测算或尚存 150 万桶/日释放空间。故后续谈判若取得突破性进展, 或对油价构成短期利空影响。

从需求端角度而言, 欧美防疫措施逐步趋宽, 市场需求预期整体持稳。从供应角度而言, OPEC 1 月产量仍未达计划值, 且减产执行率继续抬升, 市场对

于其后续增产空间或相对有限的预期继续升温，为油价起到有力支撑作用，预计 OPEC+ 产量政策整体以稳固市场为主要逻辑。此外，美国原油产量仍未现明显反弹，目前暂处 1160 万桶/日水平，距离 2021 年峰值仍有 20 万桶/日差距，考虑到美国能源政策导向以及页岩油生产商受 2020 年事件影响，预计短期之内大幅增产可能较小。

从地缘政治角度而言，开年以来乌克兰危机始终对油价构成显著扰动。目前来看，俄罗斯与西方国家之间的矛盾逐步升级，若后续演变为区域战争，或大幅推涨原油价格；若东欧局势逐步趋稳或伊核协议取得突破性进展，油价或出现一定程度上的回调，建议持续关注乌克兰局势，警惕市场大幅波动风险，不排除短线冲高可能。

对于今年一季度原油价格的预期与 2021 年报保持一致，整体中性偏强但不排除大幅回调可能，预估内盘 SC 原油均价在 490-540 元/桶区间；预估 Brent 原油均价在 78-83 美元/桶区间。若地缘局势趋缓、美联储收紧流动性环境、疫情再现反复或伊核协议谈判取得突破性进展，SC 原油价格或短暂下探至 440-490 元/桶区间；Brent 原油价格或短暂下探至 73-78 美元/桶区间，但预计后续估值回归。

## 免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归我司所有，未获得我司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得我司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“中银期货”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

我司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反应编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中银期货，或任何其附属或联营公司的立场。我司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

中银期货版权所有。保留一切权利。

## 中银国际期货有限责任公司

中国上海浦东  
世纪大道 1589 号  
长泰国际金融大厦 901 室  
邮编 200122  
电话: 61088088  
传真: 61088066  
客服热线: 400 8208899

相关关联机构:

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200120  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 中银国际证券有限公司

中国香港  
花园道 1 号  
中银大厦 20 楼  
电话: (852) 2867 6333  
传真: (852) 2147 9513