

减产协议达成，市场仍存分歧

2023 年 12 月 1 日 星期五

兴证期货·研究咨询部

能源化工研究团队

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

王其强

从业资格编号: F03087180

投资咨询编号: Z0016577

吴森宇

从业资格编号: F03121615

俞秉甫

从业资格编号: F03123867

内容提要

行情回顾

11 月原油价格震荡下跌，截至 11 月 30 日，布伦特主力收盘于 80.35 美金/桶，月跌幅 5.49%；WTI 主力收盘于 75.61 美金/桶，月跌幅 6.68%；上海国际能源 SC 主力收盘于 589.4%，月跌幅 10.83%。本月美国 EIA 数据显示原油库存增加超预期，累库边际加快。美国商品原油库存已经从历史均值低位增加至中性水平。尽管美国钻机已经出现趋势下滑，但由于单井产量的提升，美国产量仍然维持在高位，对基本面造成一定压力。市场寄希望于 OPEC+ 在明年 1 季度通过进一步减产来提振市场。11 月 30 日，OPEC+ 成员国同意明年初自愿减产约 220 万桶/日，其中沙特和俄罗斯延长自愿削减供应 130 万桶/日至明年 3 月底，额外约 90 万桶/天的减量由其他成员国自愿承担。市场对减产协议实际落地情况存在怀疑，加剧了油价的波动。综合来看，11 月原油价格受基本面数据走弱影响，大幅下跌。OPEC+ 会议也未提供强有力的减产承诺，暂时无法起到对油价的支撑作用。

后市展望及策略建议

供应端，美国产量仍然维持在 1320 万桶/天的历史高位，产量先行指标钻机数与 DUC 都已见顶，开始趋势性下滑。尽管钻机显示美国主要产地油井单产率有所提升，但按目前的钻机数推算，未来美国产量难有大幅额外增量。目前供应的变量主要来源于 OPEC+。11 月 30 日，OPEC+ 达成协议，成员国

明年初自愿减产约 220 万桶/日。具体看，沙特和俄罗斯延长减产 130 万桶/日至明年 3 月底。到 2024 年第一季度末，俄罗斯将把每日 30 万桶的额外自愿减产再增加 20 万桶/日。明年一季度，伊拉克将自愿减产 22 万桶/日；科威特将自愿减产 13.5 万/日；阿联酋将自愿减产 16.3 万桶/日；哈萨克斯坦将自愿减产 8.2 万桶/日；阿尔及利亚将自愿减产 5.1 万桶/日。2024 年尼日利亚的目标产量为 150 万桶/日，安哥拉为 111 万桶/日，刚果为 27.7 万桶/日。由于沙特和俄罗斯只是延长目前的减产计划，并无新增减产量，预计与 2023 年第四季度的计划水平相比，明年总供应减少约 90 万桶/日。同时由于此前 OPEC+ 内部存在是否减产的分歧，市场对实际落地情况存疑。

需求端，全球经济复苏缓慢，市场对原油需求预期较悲观。原油实际需求主要跟随宏观周期走，预计明年原油需求在高利率和疲软的经济背景下将小幅正增长。后续重点关注主要消费地区（美国、中国、欧盟及印度）经济数据。

库存方面，截至 11 月 24 日当周，EIA 原油库存 超预期累库 161 万桶，预期-93.3 万桶，前值+870 万桶，当周 EIA 俄克拉荷马州库欣原油库存也出现超预期累库。当前美国商业原油库存已经为 2023 年 7 月 21 日当周以来最高。本月的库存数据认证了当前原油疲软的基本面。

综合来看，当前原油的基本面较为疲软，近一个月累库较为明显，同时对未来需求的预期仍然低迷。当前原油价格的支撑主要来源于 OPEC+ 对明年减产的承诺。若 OPEC+ 在明年 1 季度可以实现减产承诺，未来原油基本面在经济复苏前仍然可以维持平衡，油价维持震荡状态；若 OPEC+ 实际减产力度不及协议承诺，油价可能出现趋势下跌行情。

➤ 风险提示

OPEC+ 实际减产率不及减产协议的规定；美联储加息。

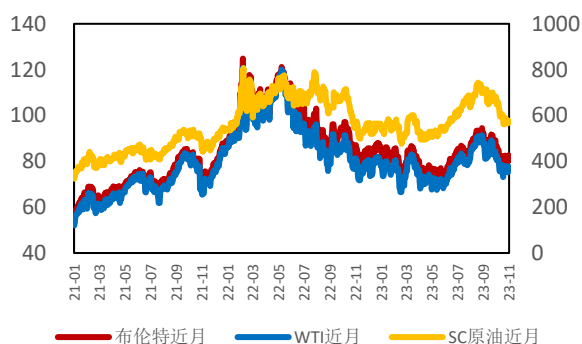
目录

内容提要.....	1
1、 行情回顾	4
2、 基本面分析	6
2.1 库存情况	6
2.1.1. 美国商业库存已增至中性水平，短期油价承压	6
2.1.2. 欧洲及新加坡总库存仍然偏低	7
2.2 供应	9
2.2.1. 美国钻机及 DUC 数继续下滑但总产量维持在高位，考虑单产率提升	9
2.2.2. OPEC+ 达成新一轮减产协议，但市场对实际执行能力存疑	9
2.3 需求&进出口	11
3、 资金情绪	14
4、 总结与后市展望	15

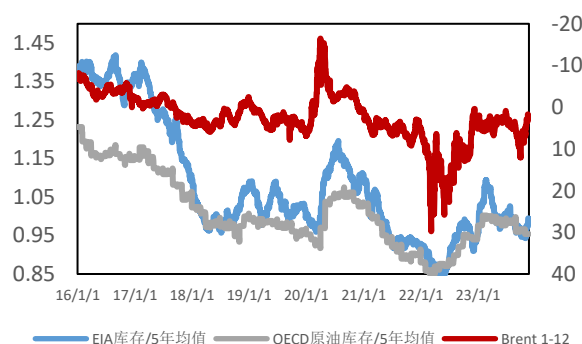
1、行情回顾

11月原油价格震荡下跌,截至11月30日,布伦特主力收盘于80.35美金/桶,月跌幅5.49%;WTI主力收盘于75.61美金/桶,月跌幅6.68%;上海国际能源SC主力收盘于589.4%,月跌幅10.83%。本月美国EIA数据显示原油库存增加超预期,累库边际加快。美国商品原油库存已经从历史均值低位增加至中性水平。尽管美国钻机已经出现趋势下滑,但由于单井产量的提升,美国产量仍然维持在高位,对基本面造成一定压力。市场寄希望于OPEC+在明年1季度通过进一步减产来提振市场。11月30日,OPEC+成员国同意明年初自愿减产约220万桶/日,其中沙特和俄罗斯延长自愿削减供应130万桶/日至明年3月底,额外约90万桶/天的减量由其他成员国自愿承担。市场对减产协议实际落地情况存在怀疑,加剧了油价的波动。综合来看,11月原油价格受基本面数据走弱影响,大幅下跌。OPEC+会议也未提供强有力的减产承诺,暂时无法起到对油价的支撑作用。

图表 1: 期货价格 (美元/桶; 元/桶)

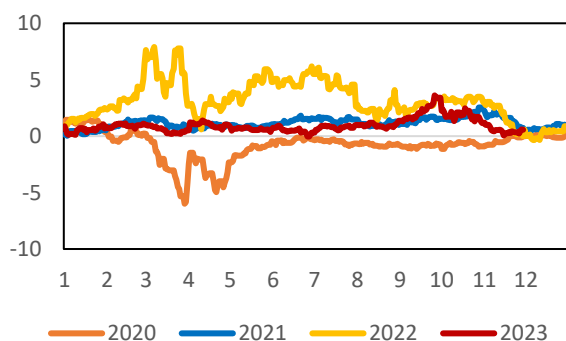


图表 2: 月差&库存 (美元/桶)

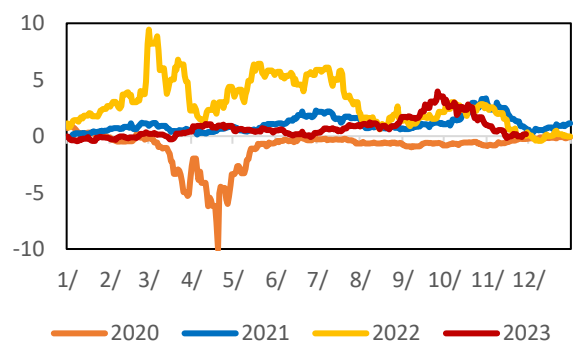


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 3: Brent 月差 1-3 (美元/桶)

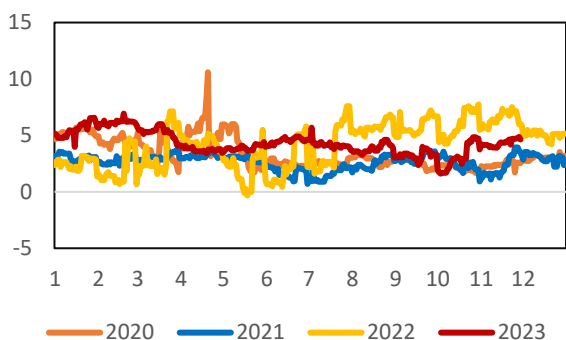


图表 4: WTI 月差 1-3 (美元/桶)

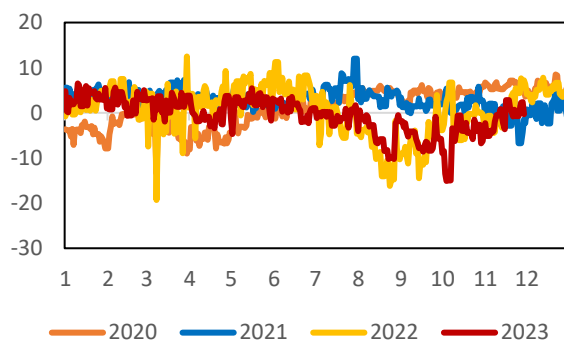


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 5: Brent-WTI (美元/桶)

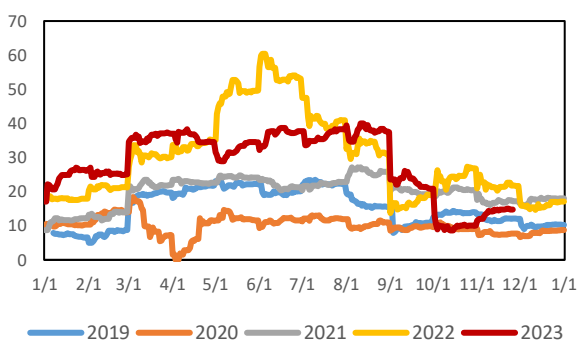


图表 6: Brent-SC (美元/桶)

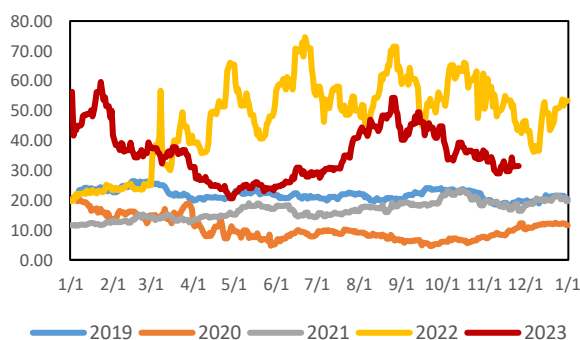


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 7: 美国汽油裂解 (美元/桶)

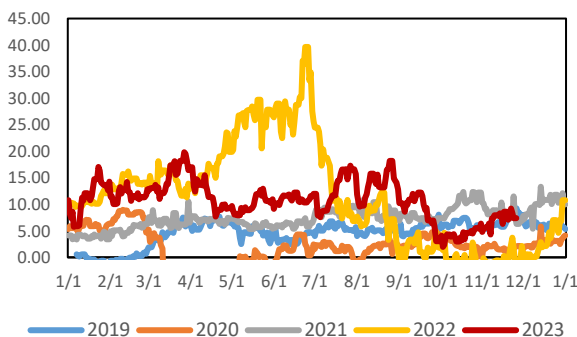


图表 8: 美国柴油裂解 (美元/桶)

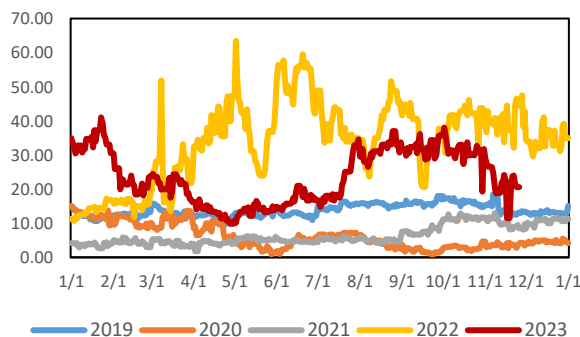


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 9: 新加坡汽油裂解 (美元/桶)



图表 10: 新加坡柴油裂解 (美元/桶)



数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询

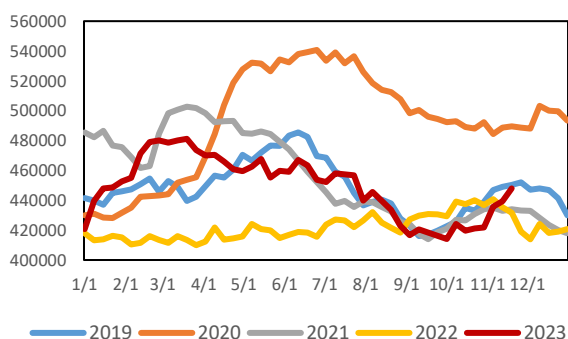
2、 基本面分析

2.1 库存情况

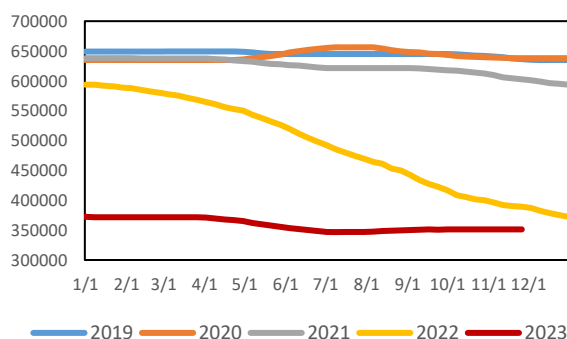
2.1.1. 美国商业库存已增至中性水平，短期油价承压

美国 11 月 24 日当周 EIA 原油库存 161 万桶，预期-93.3 万桶，前值 870 万桶; 11 月 24 日当周 EIA 俄克拉荷马州库欣原油库存 185.4 万桶，前值 85.8 万桶。11 月 24 日当周除却战略储备的商业原油库存为 2023 年 7 月 21 日当周以来最高。成品油方面，汽油进入淡季，美国汽油库存开始季节性累库，柴油库存仍处于历史低位。11 月以来，美国品种总库存维持在历史均值附近，同时 EIA 库存与 5 年均值的比值不断上升，伴随着 WTI 价格的走弱。综合看，11 月以来的库存数据利空原油价格。

图表 11: 美国流通原油库存 (千桶)

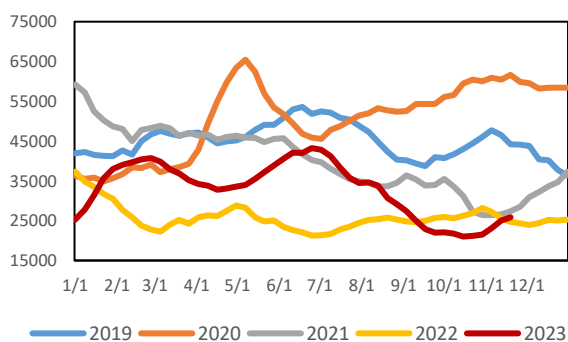


图表 12: 美国 SPR 原油库存 (千桶)

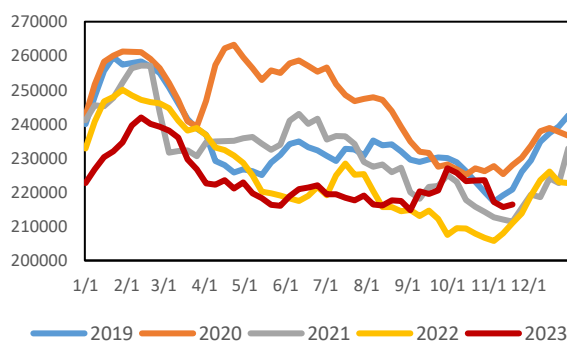


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 13: 美国库欣原油库存 (千桶)

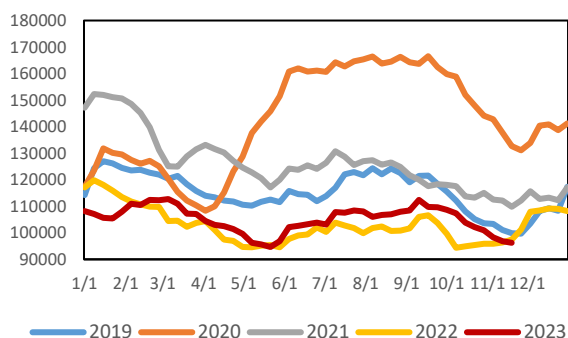


图表 14: 美国汽油库存 (美元/桶)

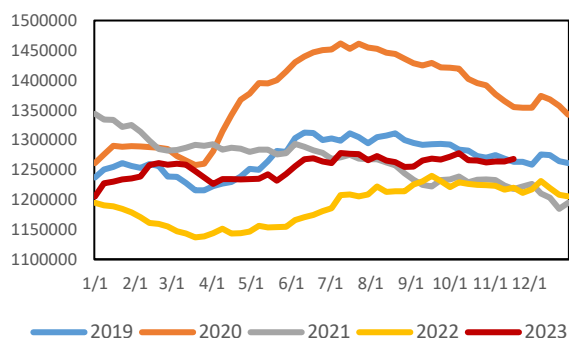


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 15: 美国柴油库存 (千桶)



图表 16: 美国油品总库存 (千桶)

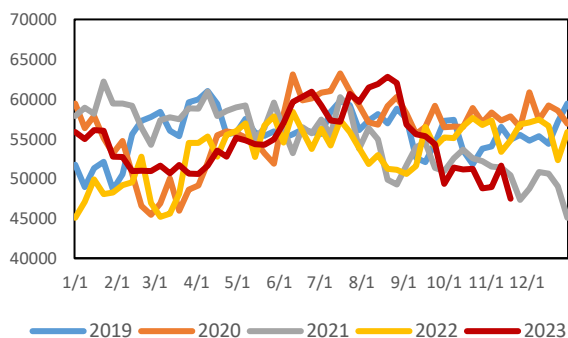


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

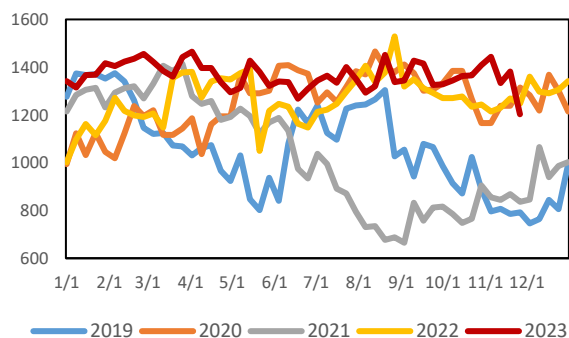
2.1.2. 欧洲及新加坡总库存仍然偏低

截至 11 月末, 欧洲 ARA 原油库存继续下滑, 处于近 5 年低位。成品油端, 汽油库存虽有一定幅度的下降, 但总库存仍然偏高。柴油库存中性偏低。新加坡油品总库存小幅增加, 绝对值处于历史中性偏低水平, 其中中间组分库存增加较为明显。海运端, 月度观察, 海上浮仓及在运库存变化不大, 海运库存仍然较高。

图表 17: ARA 原油库存 (千吨)

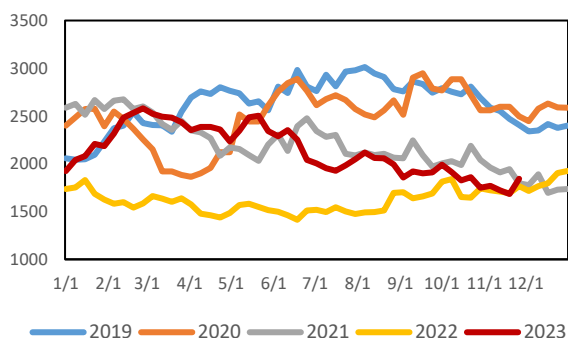


图表 18: ARA 汽油库存 (千吨)

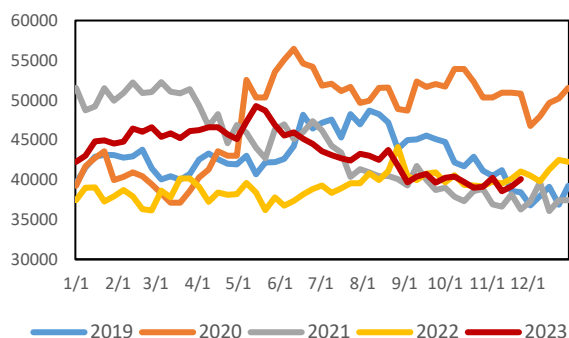


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 19: ARA 柴油库存 (千吨)

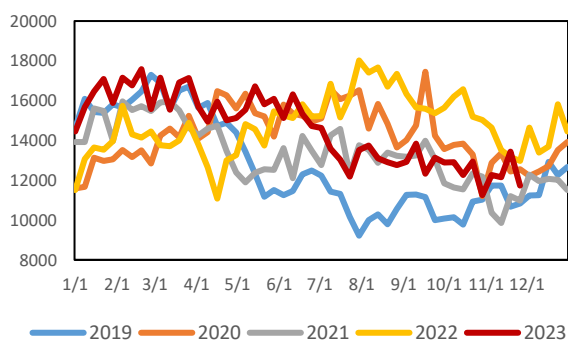


图表 20: ARA 油品总库存 (千吨)

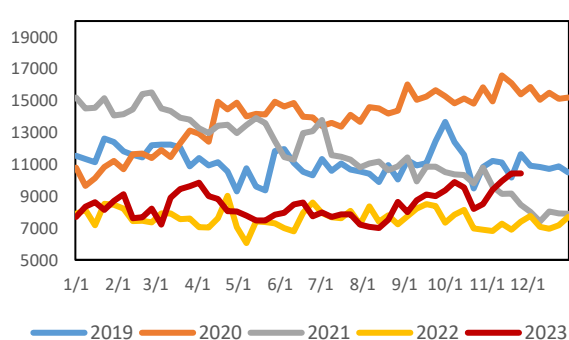


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 21: 新加坡轻组分库存 (万桶)

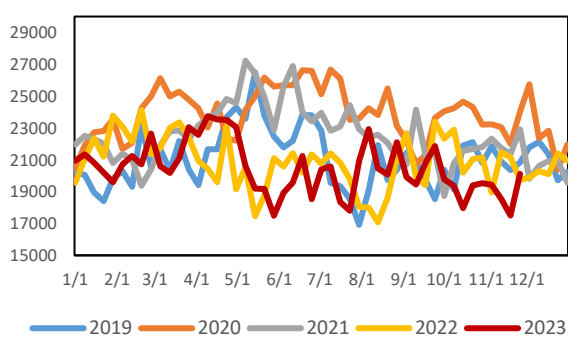


图表 22: 新加坡中间组分库存 (万桶)

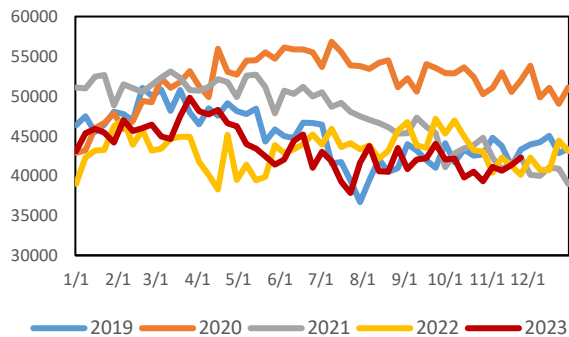


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 23: 新加坡渣油库存 (万桶)

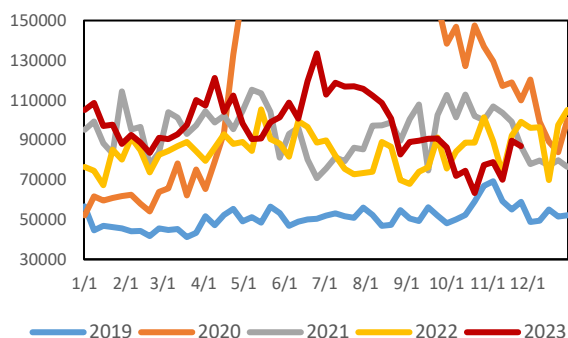


图表 24: 新加坡油品总库存 (万桶)

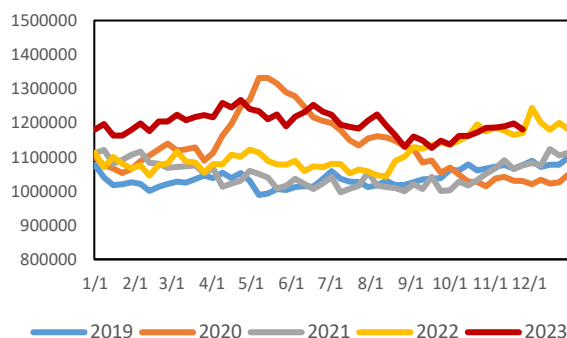


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 25: 世界浮仓 (万桶)



图表 26: 海上运输原油



数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

2.2 供应

2.2.1. 美国钻机及 DUC 数继续下滑但总产量维持在高位, 考虑单产率提升

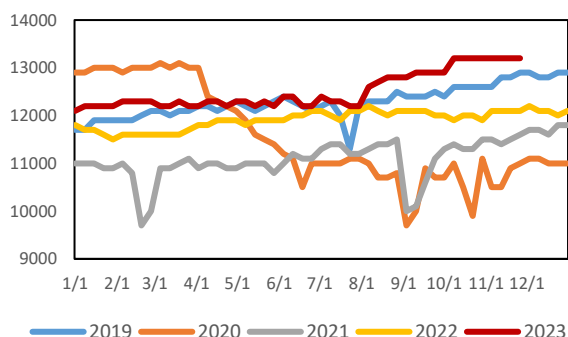
截至 11 月末, 美国原油产量维持在 1320 万桶/天, 较前一月环比持平。美国原油活跃钻机数较上月末减少 4 台, DUC 数较上月末减少 92 个。产量先行指标持续下滑。参考 EIA 月度钻机报告 (EIA DPR), 主要页岩油产区单井产率上升较明显, 这解释了在钻机不断减少背景下, 产量仍然维持在高位的原因。

2.2.2. OPEC+ 达成新一轮减产协议, 但市场对实际执行能力存疑

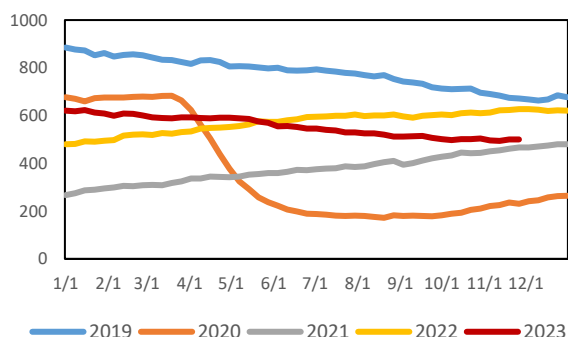
11 月 30 日, OPEC+在部长会议上达成协议, 成员国同意明年初自愿减产约 220 万桶/日。具体看, 沙特和俄罗斯延长自愿削减供应 130 万桶/日的行动至明年 3 月底。到 2024 年第一季度末, 俄罗斯将把每日 30 万桶的额外自愿减产再增加 20 万桶/日。明年一季度, 伊拉克将自愿减产 22 万桶/日; 科威特将自愿减产 13.5 万/日; 阿联酋将自愿减产 16.3 万桶/日; 哈萨克斯坦将自愿减产 8.2 万桶/日; 阿尔及利亚将自愿减产 5.1 万桶/日。2024 年尼日利亚的目标产量为 150 万桶/日, 安哥拉为 111 万桶/日, 刚果为 27.7 万桶/日。由于沙特和俄罗斯只是延长目前的减产计划, 预计与 2023 年第四季度的计划水平相比, 明年总供应减少约 90 万桶/日。从力度上看, 本次减产协议, 小幅低于市场预期, 由于 OPEC+前两大产国沙特和俄罗斯仅仅只是延长当前的减产量, 明年 1 季度边际减量主要由其他产能较小的成员国承担。同时, 由于此次减产为自愿性协议, 不同于此前的强制配额, 执行力度有待商榷。市场担忧实际落地层面, 各成员国最终的执行率。综合来看, 此次 OPEC+会议短期内无法对油价起到强力支撑, 后续仍然通过实际产量数据确认最终的减产率。长期看, 若 OPEC+明年 1 季度严格执行 220 万桶/日的减量, 布伦特在 80 美金附近仍有支撑, 若一旦减产率不及预期,

不排除原油价格出现趋势性下跌的状况。

图表 27: 美国原油产量 (千桶/日)

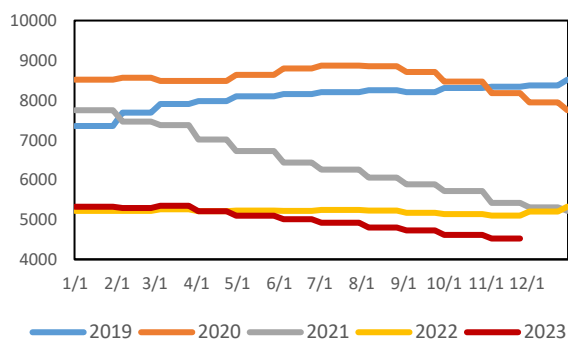


图表 28: 美国原油活跃钻机

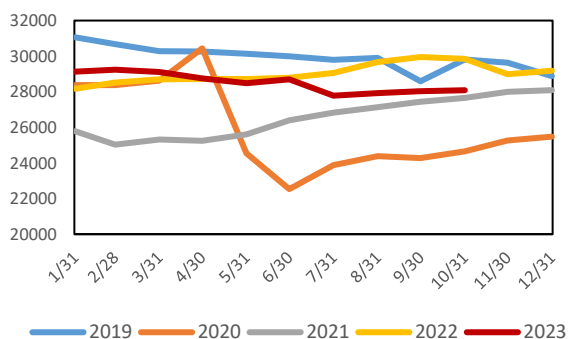


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 29: 美国 DUC 数量

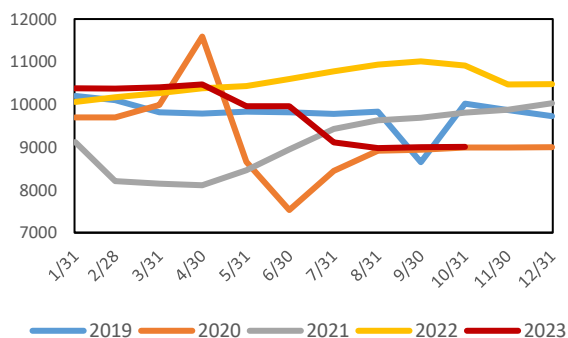


图表 30: OPEC 供应量 (千桶/日)

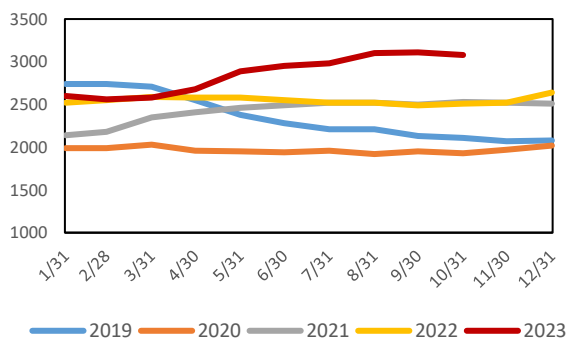


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 31: 沙特产量 (千桶/日)

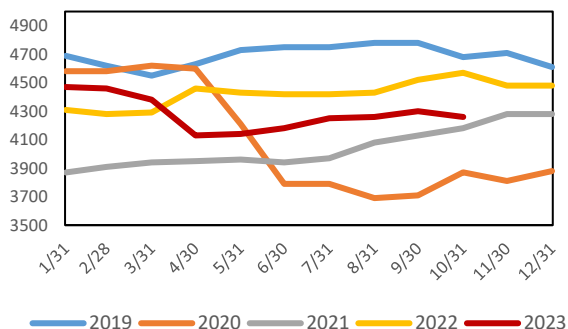


图表 32: 伊朗产量 (千桶/日)

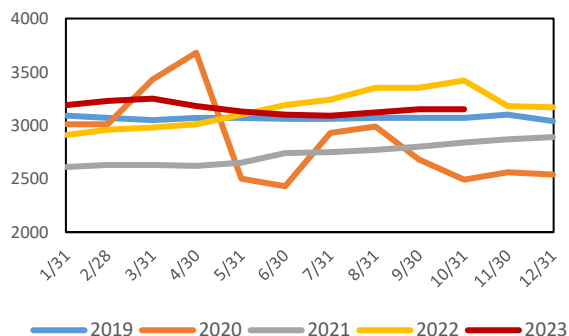


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 33: 伊拉克产量 (千桶/日)



图表 34: 阿联酋产量 (千桶/日)

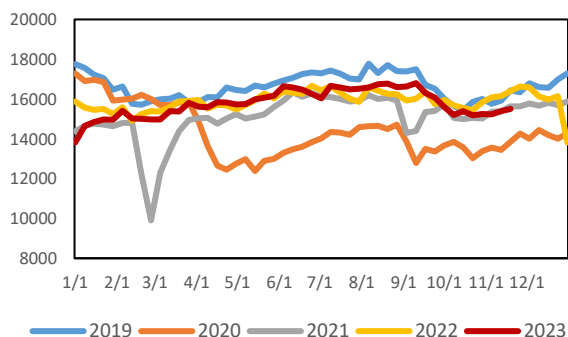


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

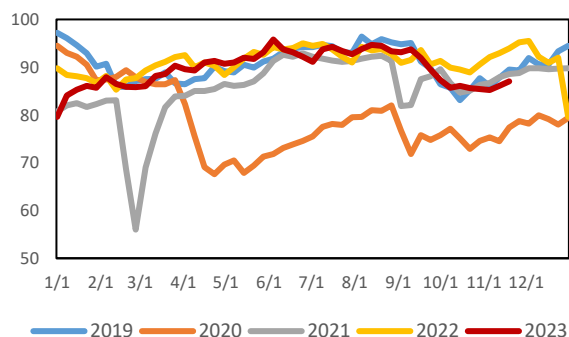
2.3 需求&进出口

月度数据看, 下游炼厂总体裂解利润有小幅回升, 美国开工率也有小幅回暖, 短期对需求恢复有一定支撑。从下游成品端看, 汽油目前进入年底淡季。同时, 受到新能源车替代的影响, 未来汽油需求受到一定压制。未来成品端的增长空间主要取决于柴油。历史上看, 柴油需求与经济周期具有强相关性, 往后柴油需求的增长主要取决于主要消费地区(美国、中国、欧盟及印度)的经济复苏节奏。

图表 35: 美国原油加工量 (千桶/日)

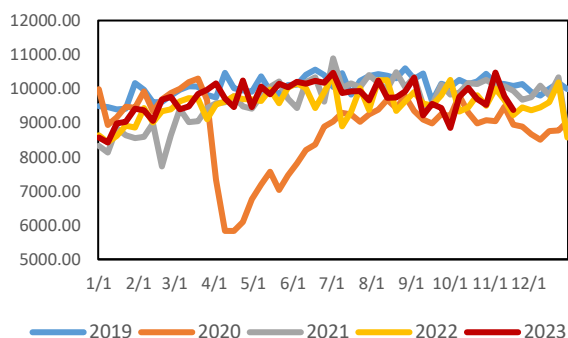


图表 36: 美国炼厂开工率

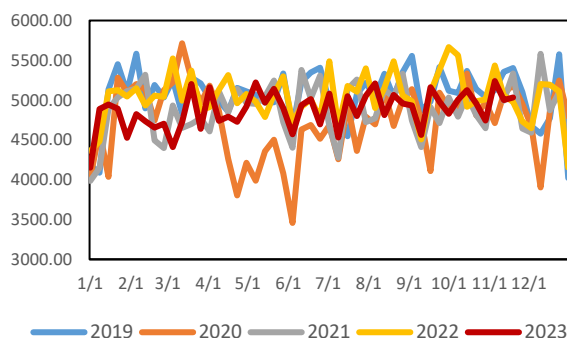


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 37: 美国汽油表需 (千桶/日)

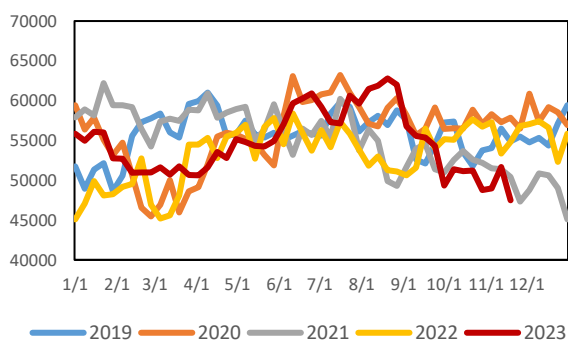


图表 38: 美国柴油表需 (千桶/日)

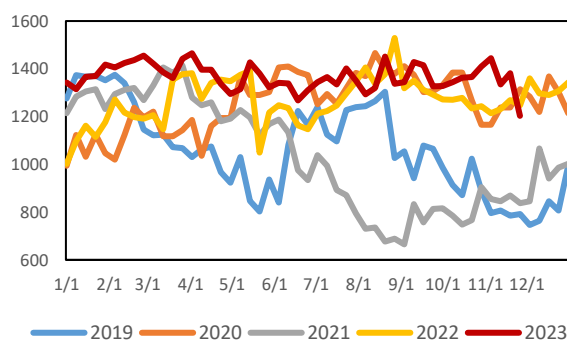


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 39: 美国原油净出口 (千桶/日)

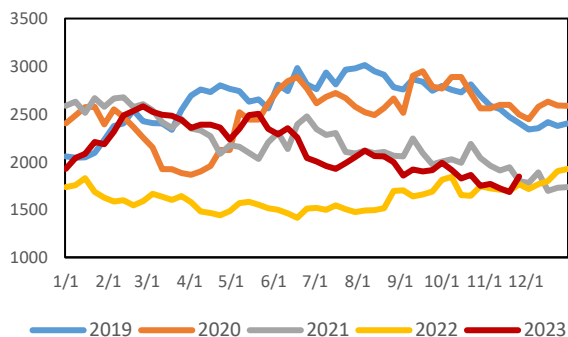


图表 40: 美国汽油净出口 (千桶/日)

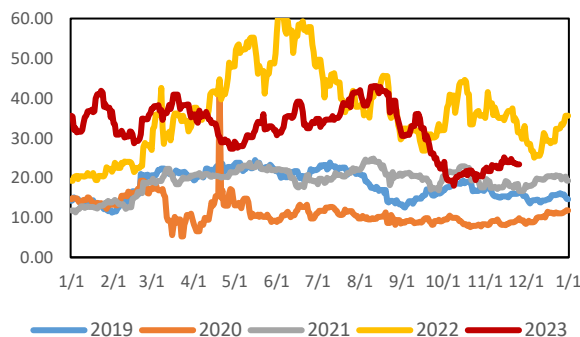


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 41: 美国柴油净出口 (千桶/日)

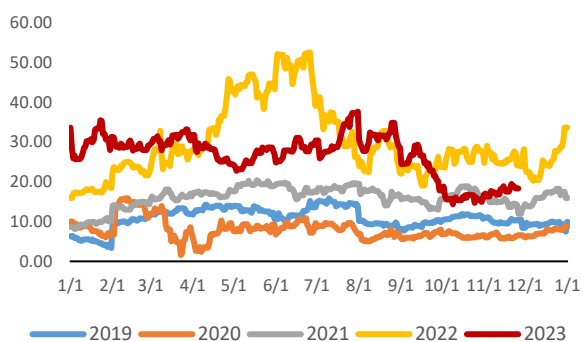


图表 42: 库欣 321 裂解 (美元/桶)



数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 43: Brent 321 裂解 (美元/桶)

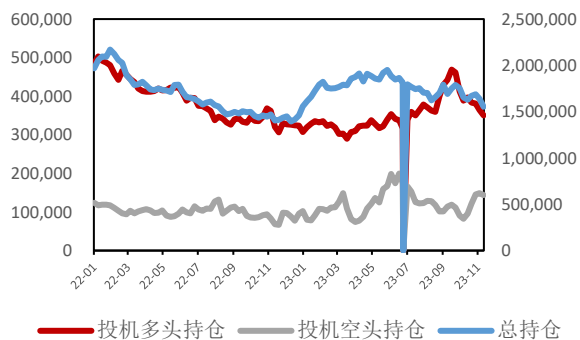


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究

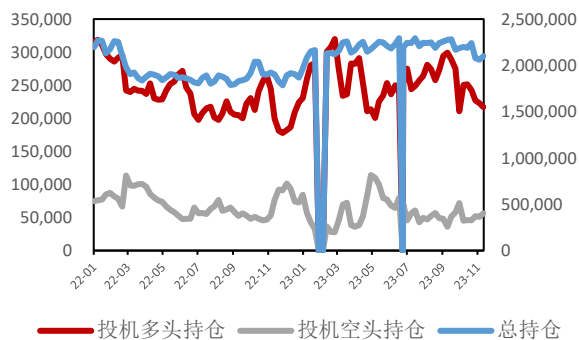
3、 资金情绪

持仓角度，近一个月以来，市场情绪偏空，投机空头持仓量在增加。

图表 44: WTI 投机基金持仓



图表 45: Brent 投机基金持仓



数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

4、 总结与后市展望

供应端，美国产量仍然维持在 1320 万桶/天的历史高位，产量先行指标钻机数与 DUC 都已见顶，开始趋势性下滑。尽管钻机显示美国主要产地油井单产率有所提升，但按目前的钻机数推算，未来美国产量难有大幅额外增量。目前供应的变量主要来源于 OPEC+。11 月 30 日，OPEC+达成协议，成员国明年初自愿减产约 220 万桶/日。具体看，沙特和俄罗斯延长减产 130 万桶/日至明年 3 月底。到 2024 年第一季度末，俄罗斯将把每日 30 万桶的额外自愿减产再增加 20 万桶/日。明年一季度，伊拉克将自愿减产 22 万桶/日；科威特将自愿减产 13.5 万/日；阿联酋将自愿减产 16.3 万桶/日；哈萨克斯坦将自愿减产 8.2 万桶/日；阿尔及利亚将自愿减产 5.1 万桶/日。2024 年尼日利亚的目标产量为 150 万桶/日，安哥拉为 111 万桶/日，刚果为 27.7 万桶/日。由于沙特和俄罗斯只是延长目前的减产计划，并无新增减产量，预计与 2023 年第四季度的计划水平相比，明年总供应减少约 90 万桶/日。同时由于此前 OPEC+内部存在是否减产的分歧，市场对实际落地情况存疑。

需求端，全球经济复苏缓慢，市场对原油需求预期较悲观。原油实际需求主要跟随宏观周期走，预计明年原油需求在高利率和疲软的经济背景下将小幅正增长。后续重点关注主要消费地区（美国、中国、欧盟及印度）经济数据。

库存方面，截至 11 月 24 日当周，EIA 原油库存超预期累库 161 万桶，预期-93.3 万桶，前值+870 万桶，当周 EIA 俄克拉荷马州库欣原油库存也出现超预期累库。当前美国商业原油库存已经为 2023 年 7 月 21 日当周以来最高。本月的库存数据认证了当前原油疲软的基本面。

综合来看，当前原油的基本面较为疲软，近一个月累库较为明显，同时对未来需求的预期仍然低迷。当前原油价格的支撑主要来源于 OPEC+对明年减产的承诺。若 OPEC+在明年 1 季度可以实现减产承诺，未来原油基本面在经济复苏前仍然可以维持平衡，油价维持震荡状态；若 OPEC+实际减产力度不及协议承诺，油价可能出现趋势下跌行情。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它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映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。