

## 基本面走弱，减产协议不及预期

2023 年 12 月 4 日 星期一

兴证期货·研究咨询部

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

上周，原油价格单边震荡下跌。EIA 数据显示库存增加超预期，基本面数据继续走弱。上周五 OPEC+新一轮减产协议总体不及市场预期，短期无法支撑油价。截至上周五（12 月 1 日），布伦特收于 79.56 美金/桶，周涨幅-1.14%；WTI 收于 74.57 美金/桶，周涨幅-1.17%；SC 收于 569.7 元/桶，周涨幅-1.49%。

#### 核心观点

近期供需数据显示原油基本面疲软。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 万桶/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。上周的库存数据认证了当前原油供应过剩的格局。

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。维持原油价格震荡偏空观点。仅供参考。

## ➤ 风险提示

OPEC+ 减产协议执行力度不及预期；美联储加息

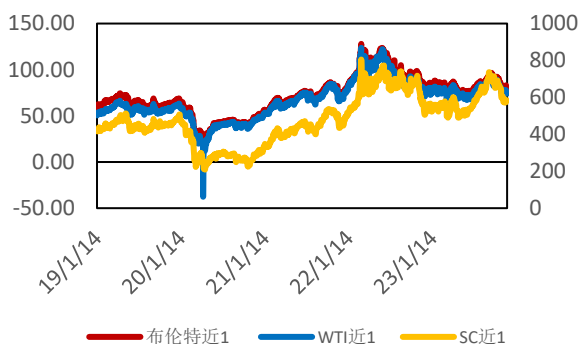
## 1、 价格回顾

绝对价格：震荡下跌，布伦特跌破 80 美金/桶，WTI 跌破 75 美金/桶；此前市场寄希望于 OPEC+ 在明年 1 季度减产能够提振市场，但周五的 OPEC+ 会议内容整体不及市场预期，短期价格偏空。

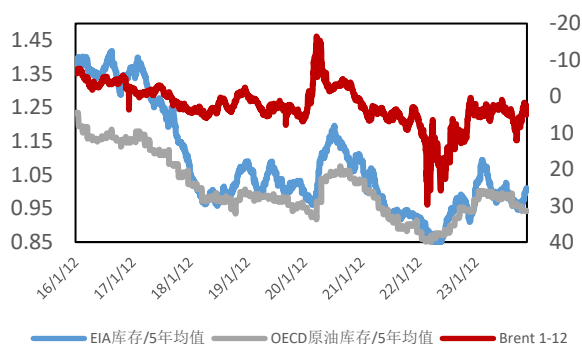
月差：布伦特近端月差转正，WTI 近端仍然为 contango 结构；布伦特及 WTI 月差走势与近期 EIA 库存边际变化趋势较为一致，反应了当前基本面的疲软状态。

汽柴油裂解：美国汽油和柴油裂解均周度环比小幅下降；新加坡汽油裂解环比下滑，柴油裂解环比回升。

图表 1：期货价格（美元/桶；元/桶）

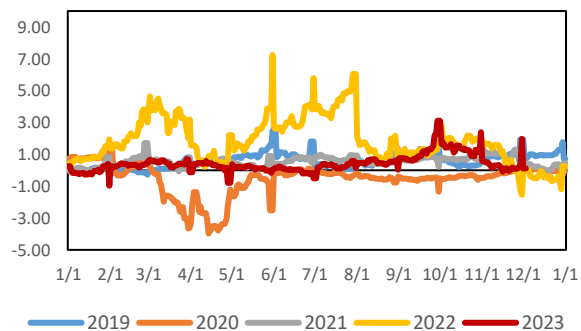


图表 2：月差&库存（美元/桶）

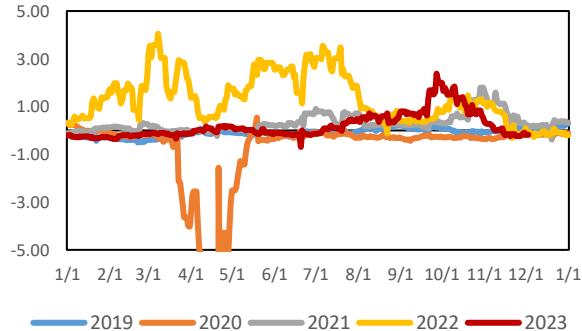


数据来源：Bloomberg；兴证期货研究咨询部

图表 3：Brent 月差 1-2（美元/桶）

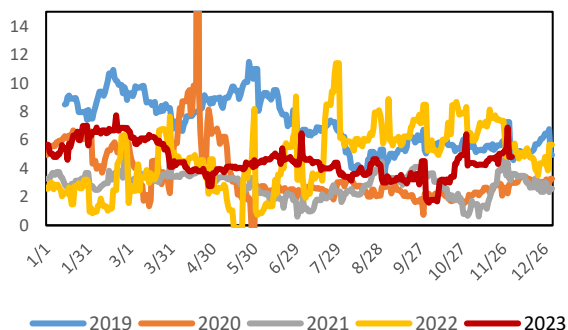


图表 4：WTI 月差 1-2（美元/桶）

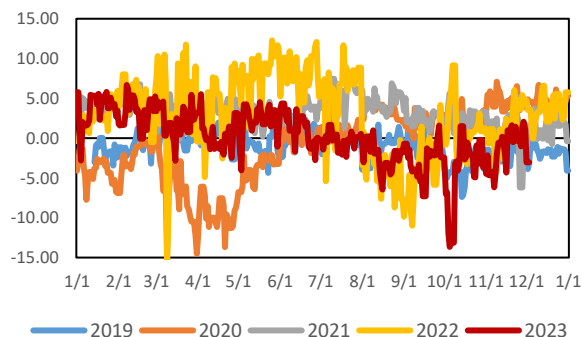


数据来源：Bloomberg；兴证期货研究咨询部

图表 5: Brent-WTI (美元/桶)

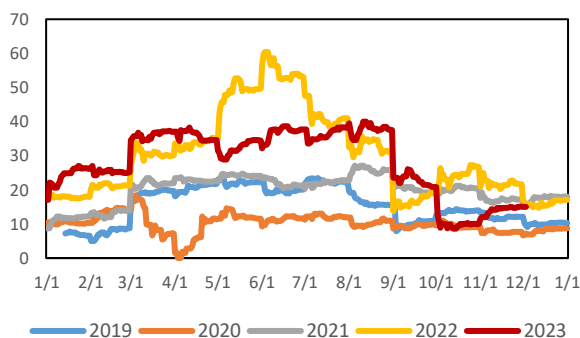


图表 6: Brent-SC (美元/桶)

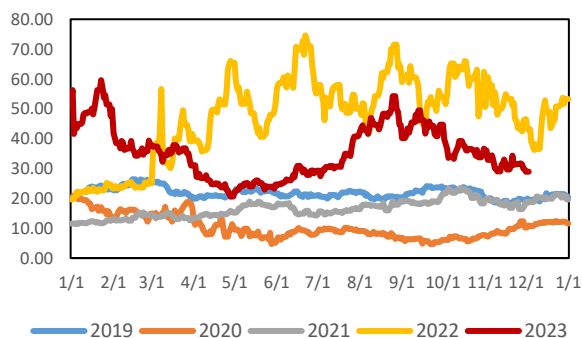


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 7: 美国汽油裂解 (美元/桶)

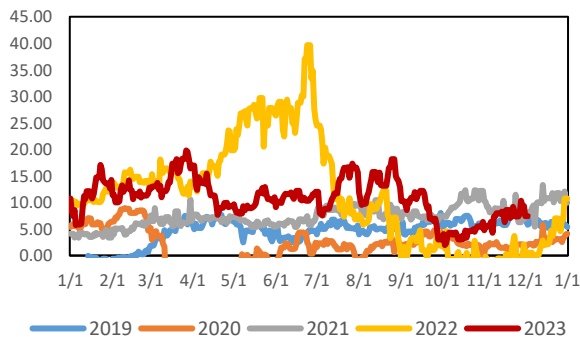


图表 8: 美国柴油裂解 (美元/桶)

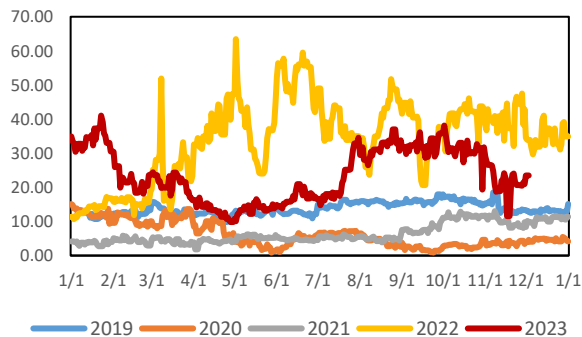


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

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; 兴证期货研究咨询部

## 2、 基本面数据

### 2.1 库存

美国：上周美国商业库存继续超预期累库 161 万桶，当周除去 SPR 原油库存为 2023 年 7 月 21 日当周以来最高，短期利空油价。总库存已从历史低位上升至均值附近。成品油端，柴油库存仍然较低；汽油库存符合季节性，预计未来汽油会出现季节性累库。柴油基本面优于汽油。

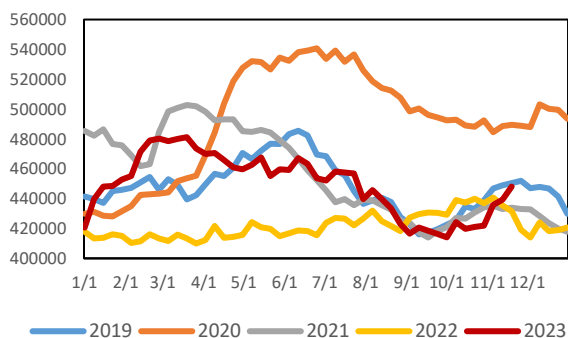
欧洲 ARA：原油库存继续减少，总库存处于历史低位，但总油品库存小幅增加。成品油端，汽油库存高，柴油库存低，整体情况与美国类似，柴油基本面优于汽油。

新加坡：油品总库存处于历史中性偏低，上周出现较明显累库，其中中间及重组分累库较明显。

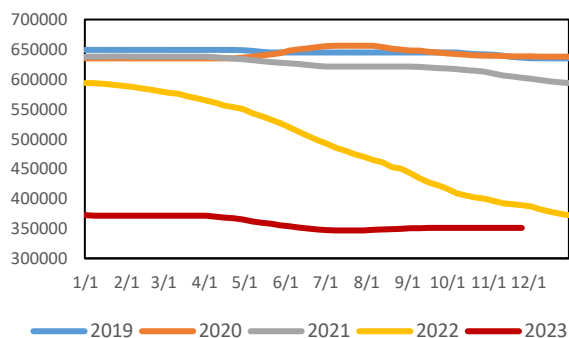
OECD 全球：前值较低，数据滞后。历史回溯 OECD 库存与 EIA 美国库存走势较接近，推测 10 月/11 月会有一定幅度的累库。全球不同区域库存分化，美国库存显示当前原油基本面承压。

其他：浮仓及海上原油周度环比小幅下降。

图表 11：美国流通原油库存（千桶）

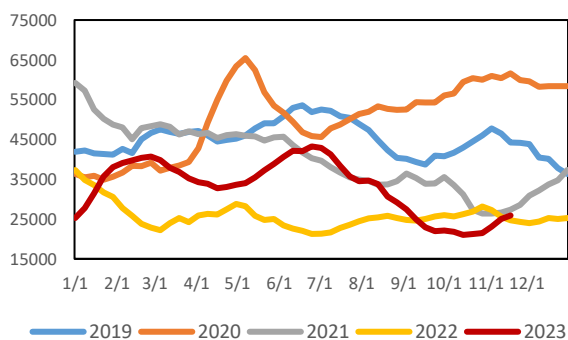


图表 12：美国 SPR 原油库存（千桶）

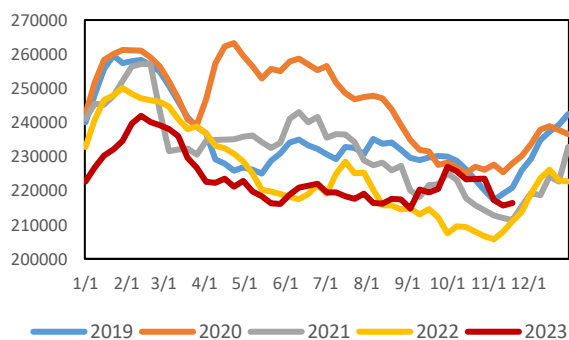


数据来源：Bloomberg；兴证期货研究咨询部

图表 13：美国库欣原油库存（千桶）

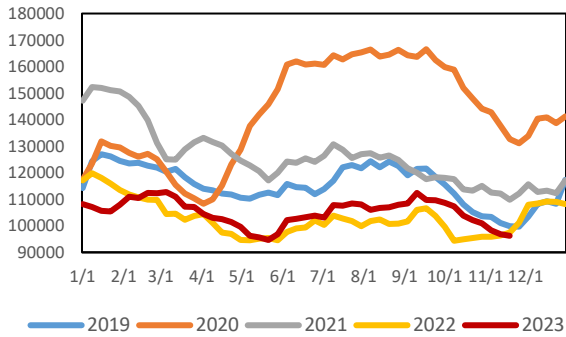


图表 14：美国汽油库存（美元/桶）

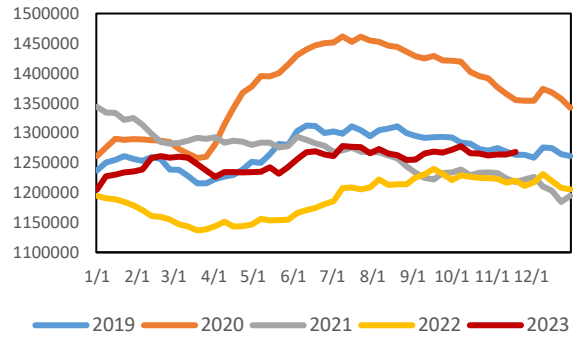


数据来源：Bloomberg；兴证期货研究咨询部

图表 15: 美国柴油库存 (千桶)

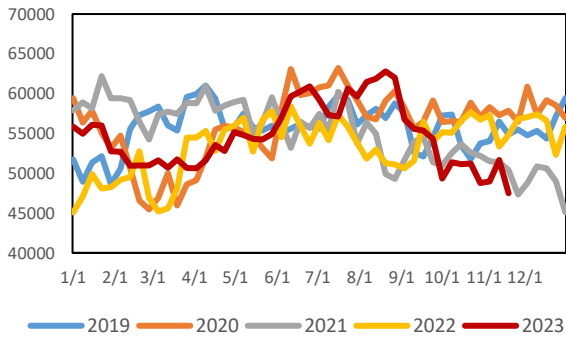


图表 16: 美国油品总库存 (千桶)

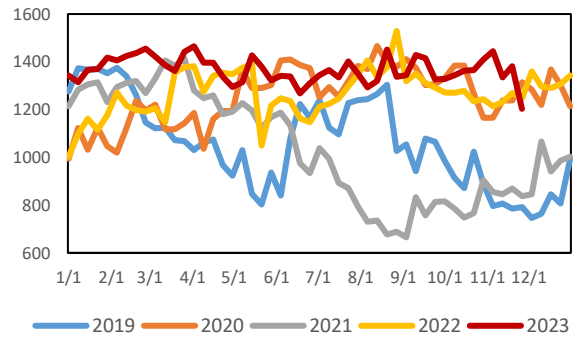


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 17: ARA 原油库存 (千吨)

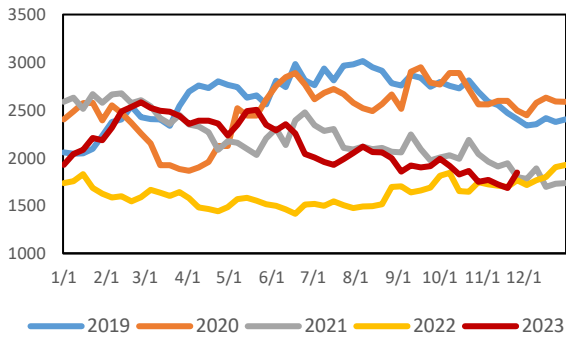


图表 18: ARA 汽油库存 (千吨)

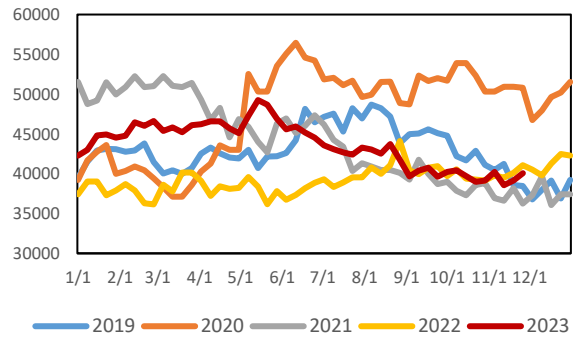


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 19: ARA 柴油库存 (千吨)

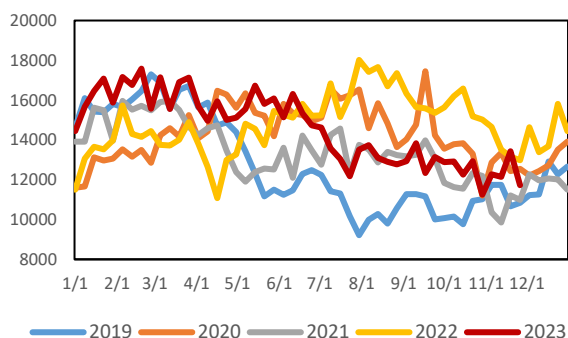


图表 20: ARA 油品总库存 (千吨)

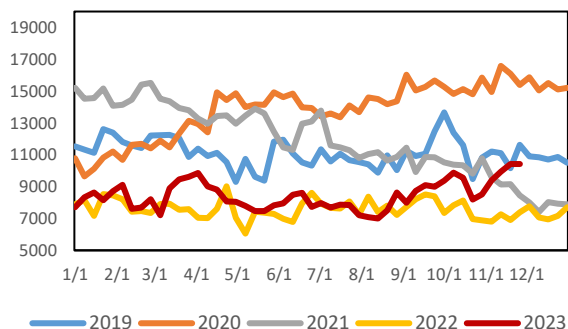


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 21: 新加坡轻组分库存 (万桶)

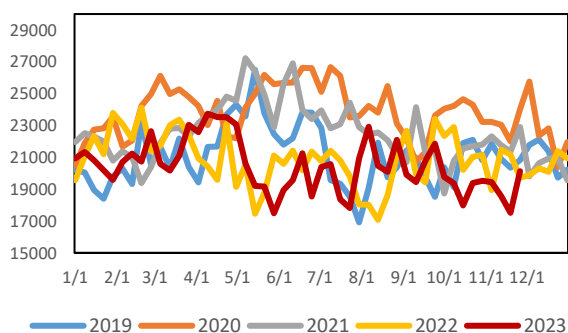


图表 22: 新加坡中间组分库存 (万桶)

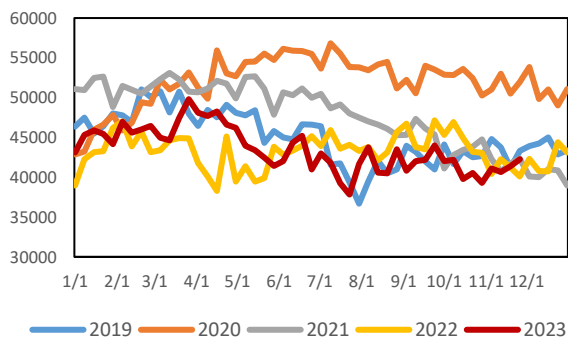


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 23: 新加坡渣油库存 (万桶)

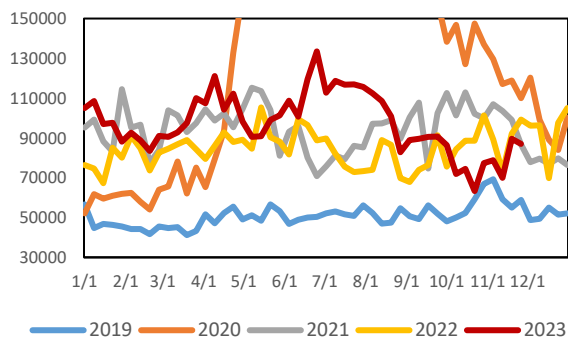


图表 24: 新加坡油品总库存 (万桶)

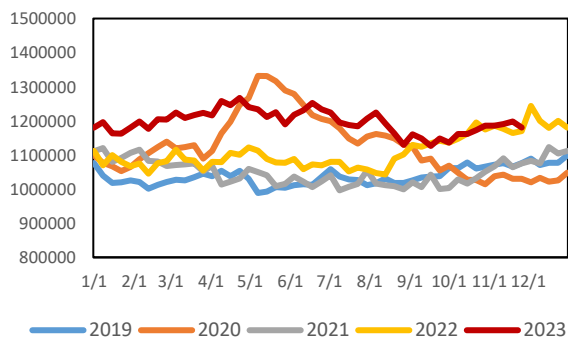


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 25: 世界浮仓 (万桶)



图表 26: 海上运输原油



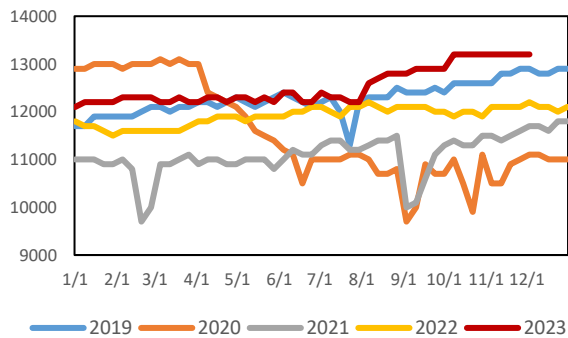
数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

## 2.2 供应

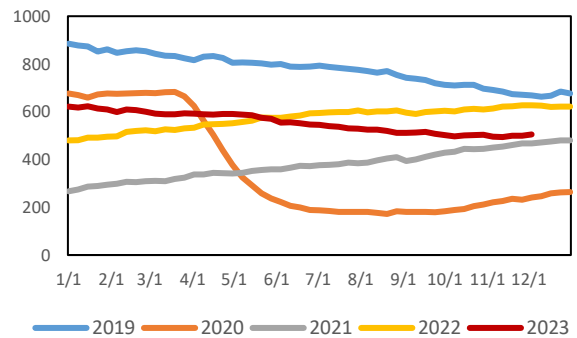
美国：周度产量维持 1320 万桶/天不变，月度总产量创历史新高。活跃钻机及 DUC 已经趋势性下滑，但总产量仍然维持高位，推测单井产量及生产效率有所提升。预测未来新增产量有限。

OPEC+：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。减产协议存在 3 大疑点：首先，成员国中产量前二的沙特和俄罗斯只是将现有的减量 130 万桶/日延长至明年 3 月底，并无新增减量。其次，鉴于此前成员国内部存在诸多反对减产的声音，当前虽然已达成口头协议，但市场对实际落地情况存疑，例如安哥拉仍然反对减产。最后，此次达成的协议为自愿减产行为，不如此前表述的减产配额有约束力。后期重点跟踪明年 1 季度各成员国实际产量，是否匹配减产协议内容。总体看，此次 OPEC+减产协议小幅不及市场预期。

图表 27：美国原油产量（千桶/日）



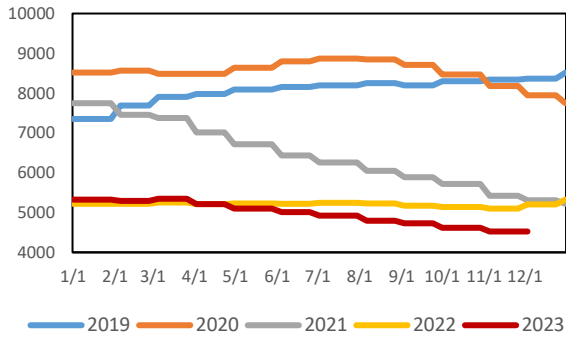
图表 28：美国原油活跃钻机



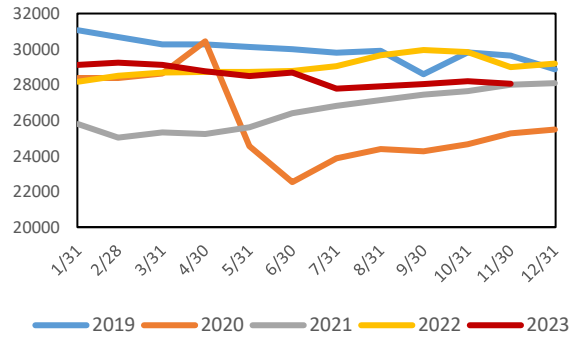
数据来源：Bloomberg；兴证期货研究咨询部



图表 29: 美国 DUC 数量

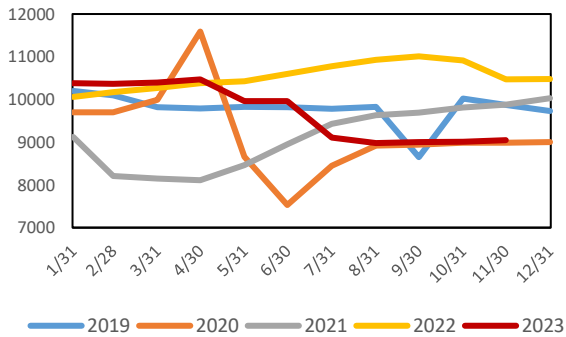


图表 30: OPEC 供应量 (千桶/日)

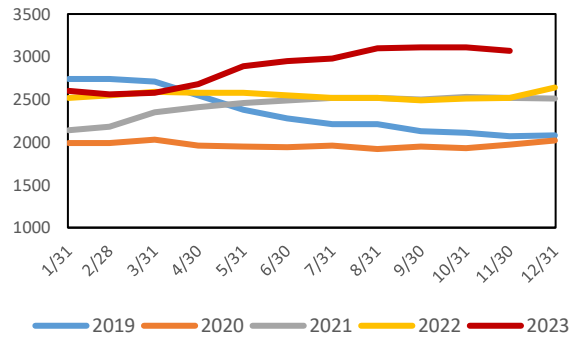


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 31: 沙特产量 (千桶/日)

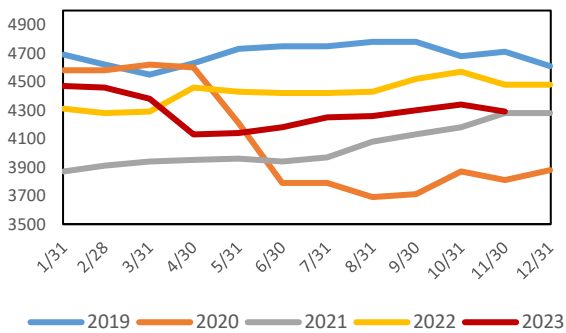


图表 32: 伊朗产量 (千桶/日)

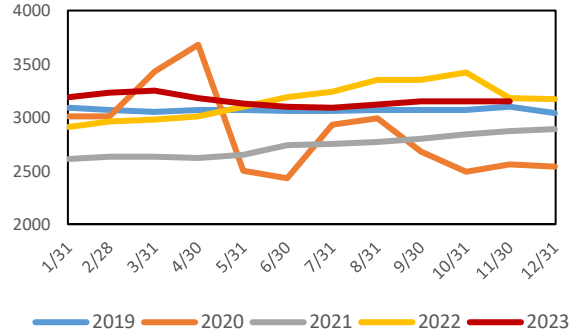


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 33: 伊拉克产量 (千桶/日)



图表 34: 阿联酋产量 (千桶/日)

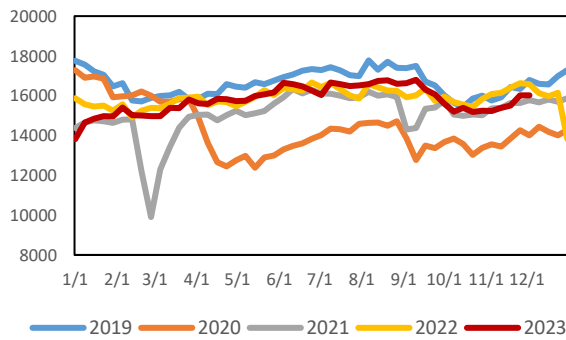


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

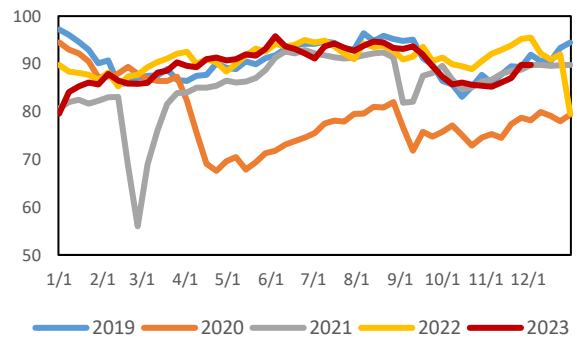
## 2.3 需求&进出口

上周，下游炼厂布伦特 321 裂解利润环比小幅上升，WTI 321 裂解小幅下滑。美国炼厂开工率及原油加工量环比小幅增加，炼厂开工率及原油加工量仍低于往年均值。汽油受到下游新能源车替代的影响较明显，表需较差，未来需求的增长主要看柴油。综合来看，上周汽柴油表需下滑较明显，短期油品需求疲软，长期需求表现主要看全球经济复苏节奏。

图表 35: 美国原油加工量 (千桶/日)

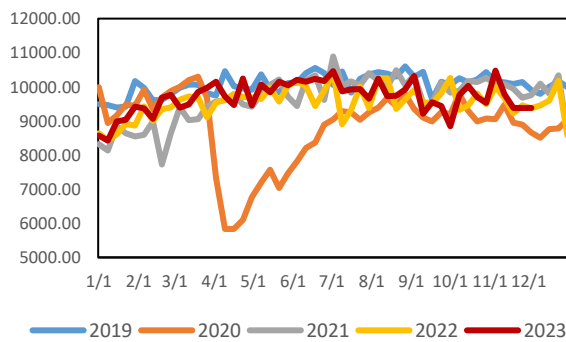


图表 36: 美国炼厂开工率

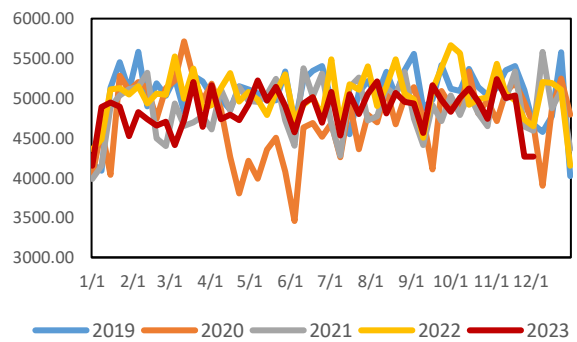


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 37: 美国汽油表需 (千桶/日)

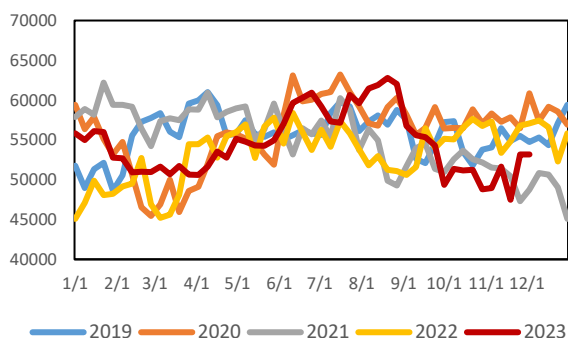


图表 38: 美国柴油表需 (千桶/日)

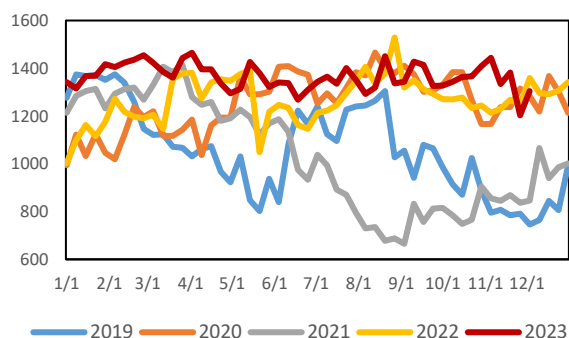


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 39: 美国原油净出口 (千桶/日)

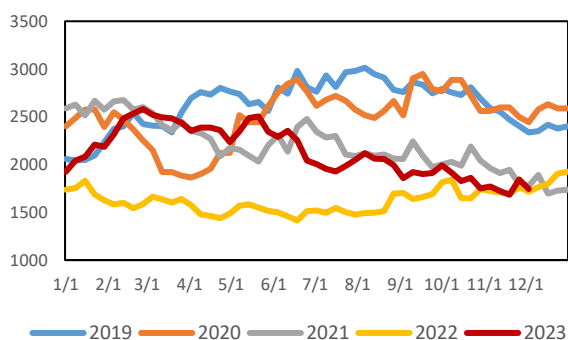


图表 40: 美国汽油净出口 (千桶/日)

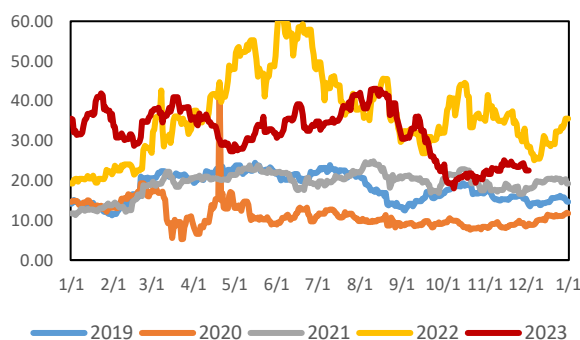


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 41: 美国柴油净出口 (千桶/日)

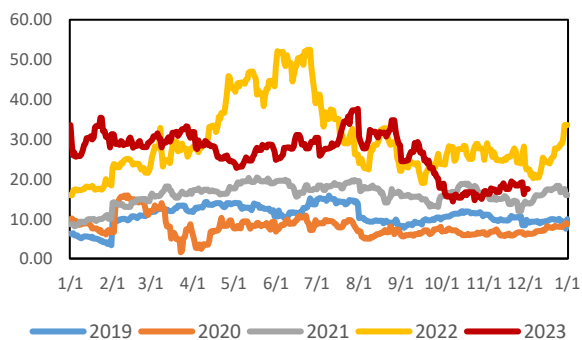


图表 42: 库欣 321 裂解 (美元/桶)



数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 43: Brent 321 裂解 (美元/桶)

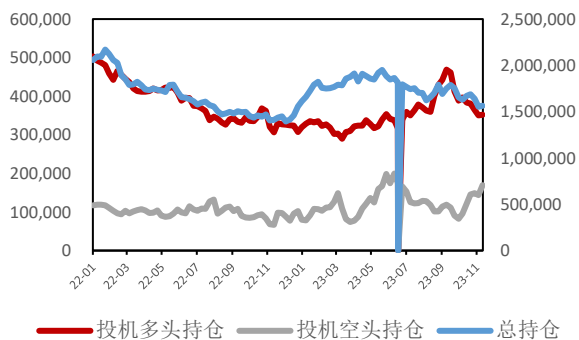


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究

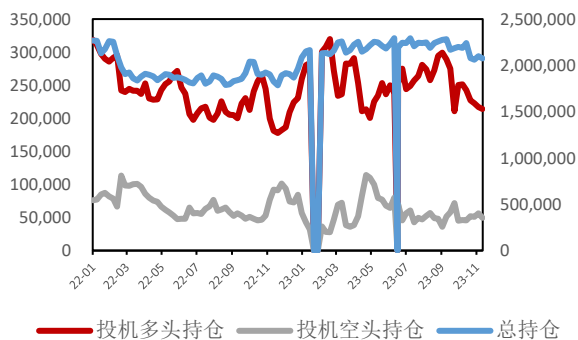
### 3、 资金情绪

投机情绪：多头减仓，空头增仓，市场情绪短期偏空。

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、市场资讯

1. 石油输出国组织和俄罗斯等产油国组成的 OPEC+同意在明年初自愿减产，减产总规模将达到约 220 万桶/日，其中沙特阿拉伯将延长目前的自愿减产行动。OPEC+还邀请位列全球前十大产油国的巴西加入该联盟。巴西能源部长表示，该国希望在 1 月加入。
2. 美国能源信息署(EIA)的数据显示，受巴肯页岩油所在的北达科他州原油产量大幅增长的影响，9 月份美国原油日产量增至 1324 万桶，创下新的月度纪录。数据显示，原油产量增长了 1.7%，是自 3 月以来的最大增幅。
3. 欧元区本月通胀率的降幅远超预期，挑战欧洲央行关于物价涨势依然顽固的说法，并可能助长对春季降息的押注，无视该行的明确指引。欧元区 11 月消费者物价调和指数(HICP)初值较上年同期上升 2.4%，涨幅小于 10 月的 2.9%，并远低于分析师预期的 2.7%。
4. 俄罗斯副总理诺瓦克：明年一季度的原油出口将削减 30 万桶/日，燃油出口将削减 20 万桶/日。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。
5. 美国 11 月制造业依然低迷，随着招聘放缓和裁员增加，工厂就业人数进一步下降，这更加证明经济在上一季度强劲增长后正在失去动力。ISM 称，11 月制造业 PMI 为 46.7，与 10 月持平，预估为升至 47.6。该指数已连续第 13 个月保持在 50 以下，为 2000 年 8 月至 2002 年 1 月以来持续时间最长的一轮萎缩。投入价格指数升至 49.9 的七个月以来最高。
6. 在以色列与哈马斯的临时停火协议破裂后，以色列军队袭击了加沙地带。以色列军方称，以色列地面部队在加沙地带各地积极开展行动。周日的轰炸造成了数十名巴勒斯坦人伤亡，平民在加沙南部越来越小的地区寻求避难。也门胡塞武装表示，它用一架武装无人机和一枚导弹在红海袭击两艘以色列船只，以示与巴勒斯坦人站在一起。这使得外界更加担心冲突蔓延并破坏地区稳定。

### 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。