

油价触底反弹，上涨驱动仍然不足

2023 年 12 月 18 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

上周原油价格一度大跌后触及近半年新低，后开始企稳小幅反弹。上周 EIA 数据显示，美国商品原油库存连续两周出现下降，缓解了此前大幅累库的悲观情绪。同时，美联储对明年降息的表述也边际利好油价。截至上周五（12 月 15 日），布伦特收于 76.95 美金/桶，周涨幅+1.46%；WTI 收于 71.79 美金/桶，周涨幅+0.79%；SC 收于 543.9 元/桶，周涨幅-0.38%。

核心观点

短期原油基本面仍然偏弱，但是此轮大跌后，油价已经接近边际生产成本（75-80 美金/桶），油价进一步下探空间不大。同时，由于需求疲软，OPEC+进一步减产还未落地，油价在超跌反弹后，较难出现趋势上涨行情。

回顾 10 月后原油大幅下跌主要有 3 大原因：1. “巴以冲突”局势缓和，前期地缘政治带来的溢价消失。10 月中旬由于“巴以冲突”带来的恐慌情绪造成原油短期冲高，布伦特价格一度突破 90 美金/桶，后期随着地缘局势缓和，地缘因素带来的这部分溢价回落。2. 10 月后美国 EIA 库存大幅度累库，显示了原油供应过剩的格局。EIA 美国商品原油库存自 10 月以来大幅度增加，库存绝对值从 10 月初的历史均值低位已经上升至历史均值中位数附近。从 EIA 数据显示看，此前市场对原油低库存的担忧正在消除。此外，美国

10 月和 11 月页岩油产量连续两月创新高。 3. OPEC+减产不及预期，无法支撑原油过剩的格局。此前在美国 EIA 库存大幅增加的情况下，原油价格一度仍在维持震荡。主要原因是市场寄希望于 OPEC+会与今年 3 月油价跌到 70 美金/桶附近一样，通过进一步的减产调控来支撑价格。但是 11 月 30 日，OPEC+公布的减产协议不及市场预期。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 150 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，例如安哥拉已明确表态反对。

上周原油基本面数据继续小幅改善，美国至 12 月 8 日当周 EIA 原油库存 -425.9 万桶，预期-65 万桶，前值-463.3 万桶；当周 EIA 俄克拉荷马州库欣原油库存 122.8 万桶，前值 182.9 万桶。EIA 库存连续两周超预期减少，缓解了供应过剩的压力，偏利多油价。供应端，12 月 8 日当周美国国内原油产量维持在 1310.0 万桶/日不变，供应量小幅低于历史最高值。上周原油活跃钻机数下降 2 台至 501 台。需求端仍然疲软，EIA 原油产量引伸需求数据 2022.53 万桶/日，前值 2127 万桶/日。全球经济复苏缓慢，市场对原油需求预期偏悲观。短期看，原油价格承压，无明显利多驱动，价格上涨更多是超跌后的反弹。若油价要出现趋势上涨行情，仍然需要等待全球经济数据进一步企稳复苏，或是看到 OPEC+在明年 1 季度通过主动减产来匹配市场需求。

综合来看，当期原油基本面较弱，市场上涨更多表现为超跌反弹，无明显趋势上涨驱动。同时，由于当前价格已接近边际成本，油价进一步下跌空间已不大。短期内将维持偏震荡格局。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：偏震荡，再一度大幅下跌刷新近半年新低后，开始企稳反弹，但反弹力度有限。预计绝对价格仍将维持偏弱震荡态势，短期无明显上涨驱动。同时，由于当前原油边际成本在 75 美金/桶附近，绝对价格要出现进一步下跌难度也较大。

月差：布伦特近月 1-2 月差在-0.21 美金/桶附近，结构上已经转为远月升水状态，价格结构也反应了当前基本面偏弱，近端承压。WTI 近月 1-2 月差在-0.35 美金/桶附近，WTI 远月升水结构更严重，同样反应了近期基本面的弱势。

汽柴油裂解：美国汽油裂解周度上涨 1.81 美金/桶，美国柴油裂解周度上涨 1.27 美金/桶。新加坡汽油裂解周度上涨 2 美金/桶，新加坡柴油裂解周度上涨 2.14 美金/桶。近期成本下跌后，成品油利润修复较为明显，偏利好下游需求。

图表 1: 期货价格 (美元/桶; 元/桶)

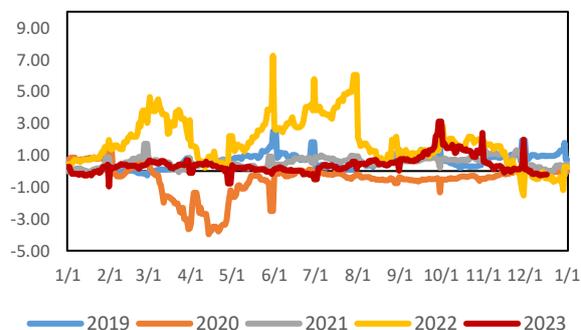


图表 2: 月差&库存 (美元/桶)

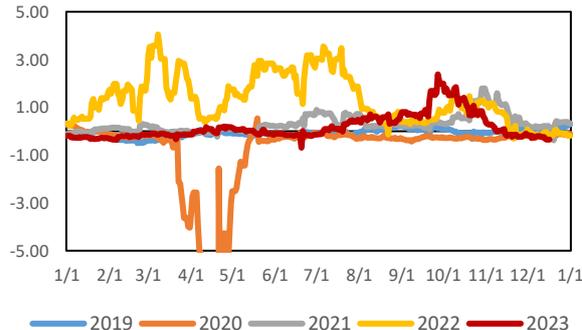


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 3: Brent 月差 1-2 (美元/桶)

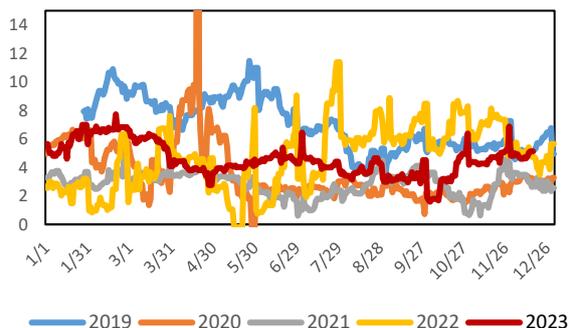


图表 4: WTI 月差 1-2 (美元/桶)

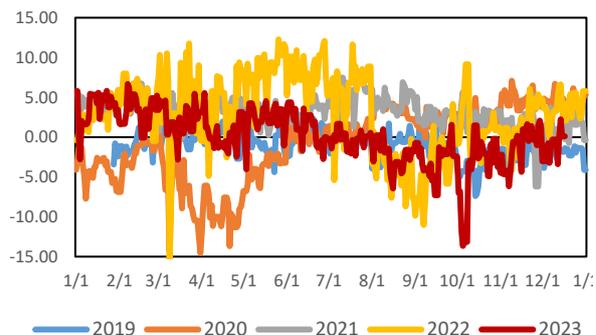


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 5: Brent-WTI (美元/桶)

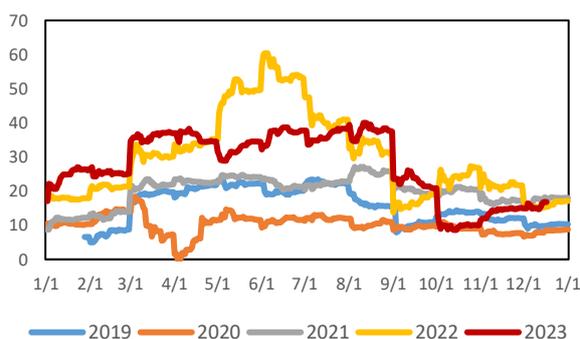


图表 6: Brent-SC (美元/桶)

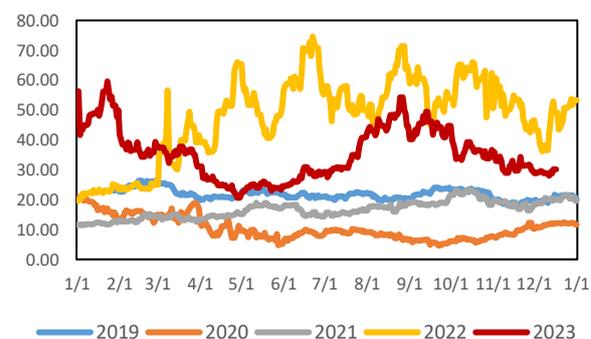


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 7: 美国汽油裂解 (美元/桶)

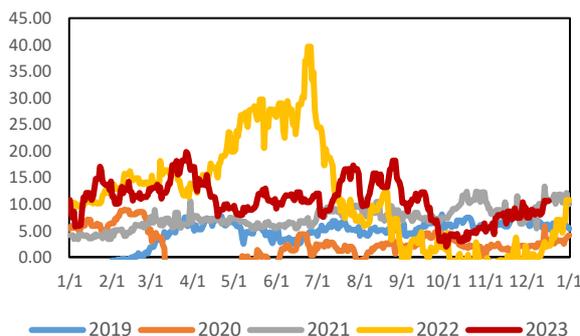


图表 8: 美国柴油裂解 (美元/桶)

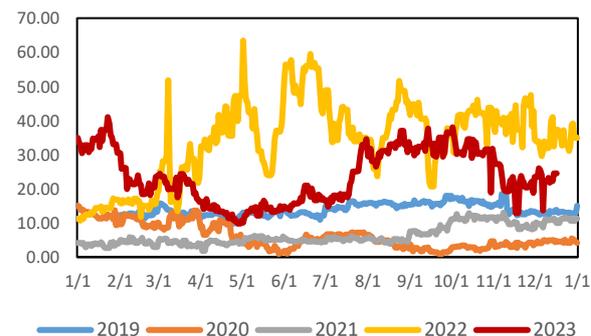


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

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 EIA 商品原油库存 -425.9 万桶，预期-65 万桶，前值-463.3 万桶；EIA 俄克拉荷马州库欣原油库存 +122.8 万桶，前值+182.9 万桶。 EIA 商品原油库存自 10 月出现大幅累库后，近两周开始出现下降，缓解了当前供应过剩的压力，偏利多油价。但从交割地库欣地区看，10 月后，库存累库速度仍然较快。成品油端，当前汽油库存偏中性，柴油库存仍然偏低。

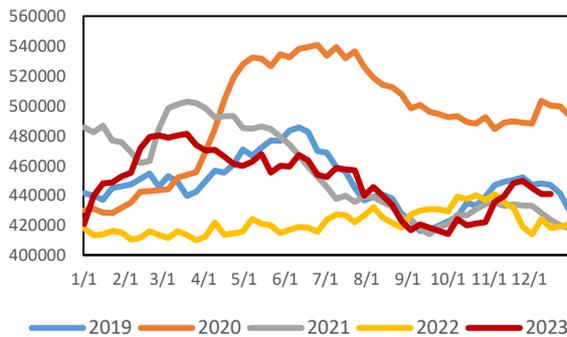
欧洲 ARA：上周原油库存+133 万吨，10 月后累库趋势较明显。成品油端，汽油继续延续大幅去库趋势，周度-13.2 万吨；柴油库存小幅增加。总油品库存在汽油大幅下降的带动下，小幅去库。未来重点关注汽油库存走势。

新加坡：上周油品总库存+196 万桶，其中渣油组分大幅累库+272 万桶，其他组分变化不大。总库存维持中性偏低状态。

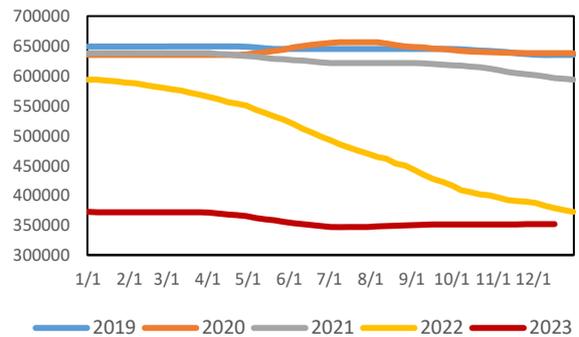
OECD 全球：前值较低，数据滞后。历史回溯 OECD 库存与 EIA 美国库存走势较接近，推测 10 月/11 月会有一定幅度的累库。全球不同区域库存分化，美国库存显示当前原油基本面承压。

其他：浮仓周度环比小幅下降；海上原油周度环比小幅上升。当前海上原油库存处于历史高位。

图表 11：美国流通原油库存（千桶）

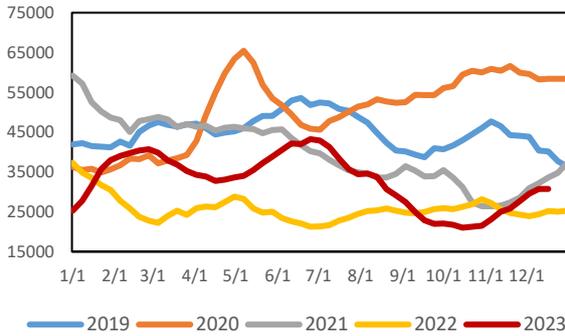


图表 12：美国 SPR 原油库存（千桶）

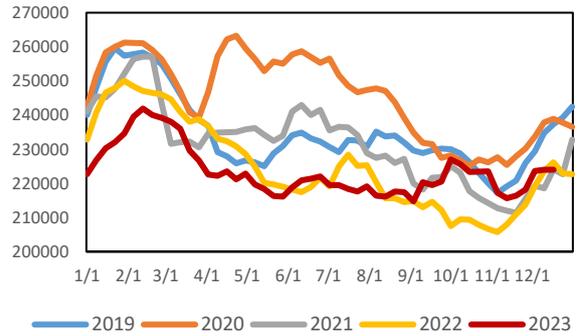


数据来源：Bloomberg；兴证期货研究咨询部

图表 13: 美国库欣原油库存 (千桶)

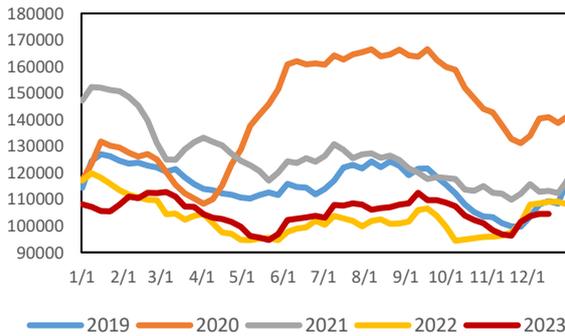


图表 14: 美国汽油库存 (美元/桶)

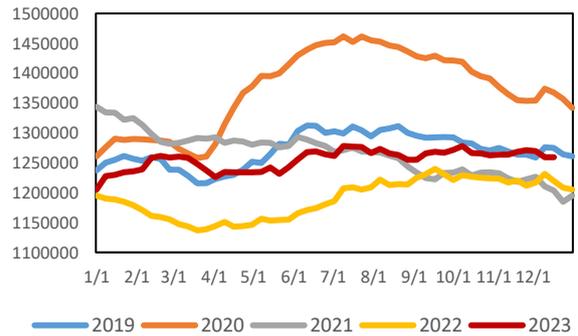


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 15: 美国柴油库存 (千桶)

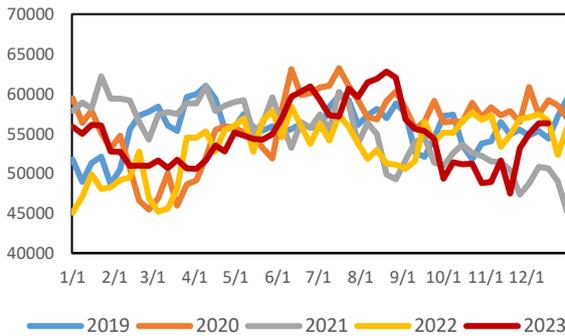


图表 16: 美国油品总库存 (千桶)

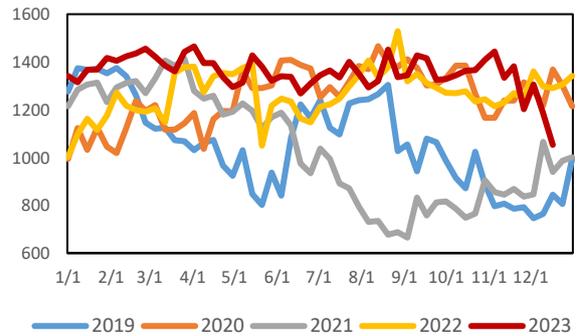


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 17: ARA 原油库存 (千吨)

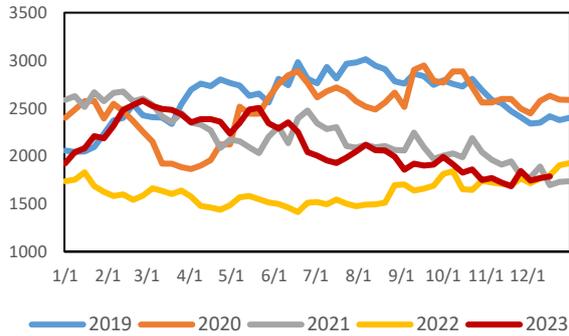


图表 18: ARA 汽油库存 (千吨)

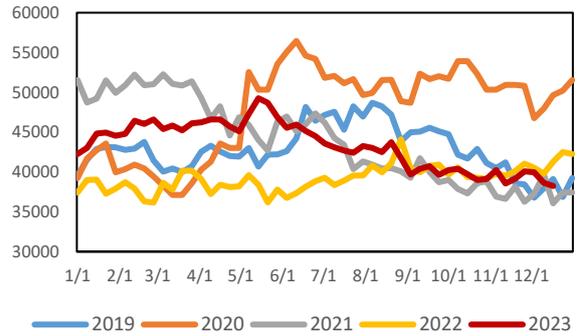


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 19: ARA 柴油库存 (千吨)

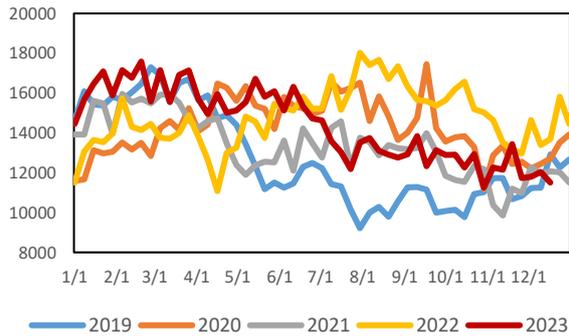


图表 20: ARA 油品总库存 (千吨)

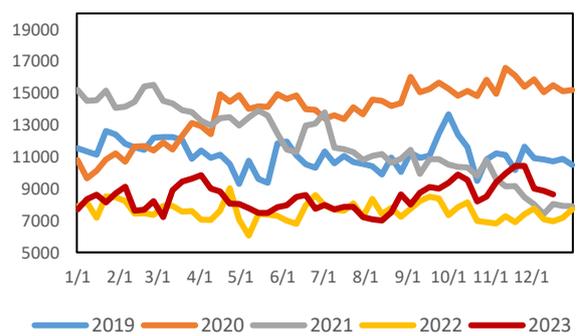


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 21: 新加坡轻组分库存 (万桶)

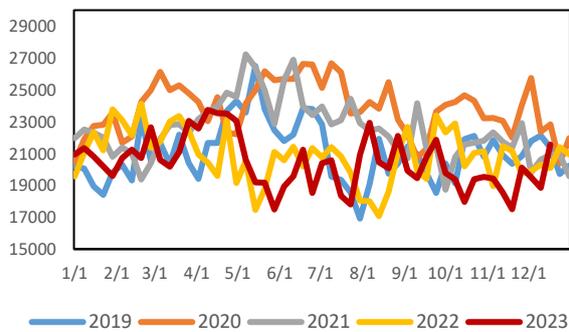


图表 22: 新加坡中间组分库存 (万桶)

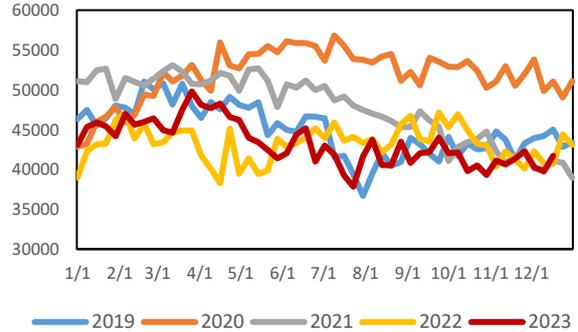


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 23: 新加坡渣油库存 (万桶)

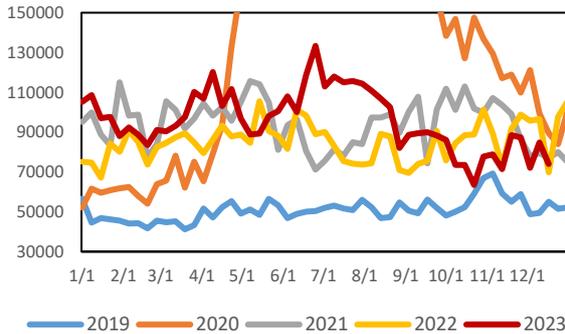


图表 24: 新加坡油品总库存 (万桶)

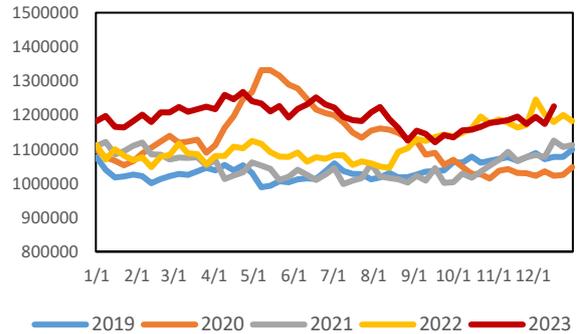


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 25: 世界浮仓 (万桶)



图表 26: 海上运输原油



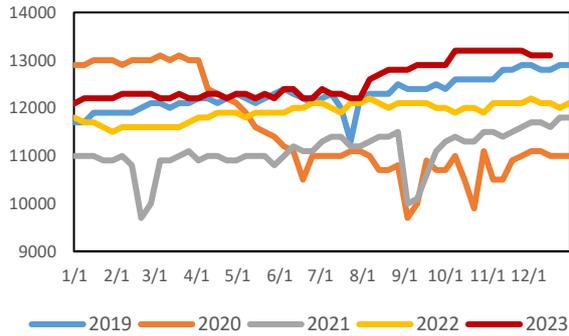
数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

2.2 供应

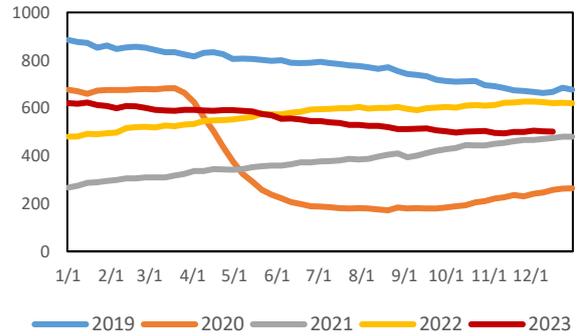
美国: 上周 EIA 美国国内原油产量维持在 1310.0 万桶/日, 周度环比不变, 小幅低于历史最高产量 10 万桶/日。美国国内原油产量仍然维持在高位, 下滑趋势不明显。上周美国原油活跃钻机数减少 2 台, 当前共有 501 台。今年美国二叠纪地区单产率不断提升, 这使得在钻机数不断下滑的状态下, 美国总产量仍然可以维持在高位。

OPEC+: 11 月数据显示, OPEC 总供应较 10 月减少 14 万桶/日。其中, 沙特较上月供应增加 4 万桶/日, 伊朗较上月供应减少 4 万桶/日, 伊拉克较上月供应减少 5 万桶/日, 科威特较上月供应减少 4 万桶/日。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)

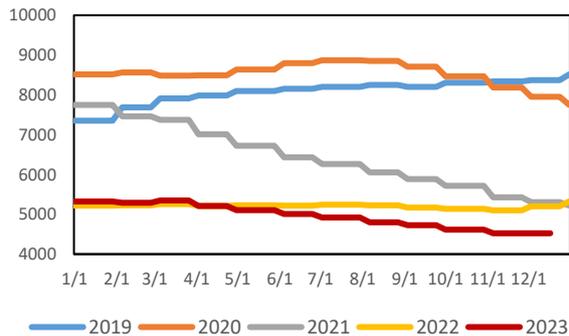


图表 28: 美国原油活跃钻机

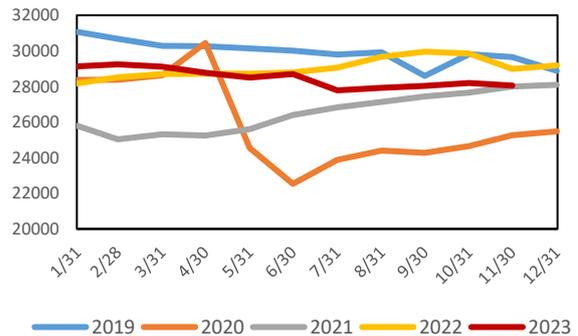


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 29: 美国 DUC 数量

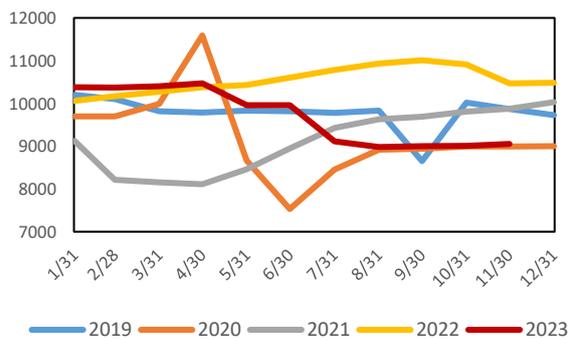


图表 30: OPEC 供应量 (千桶/日)

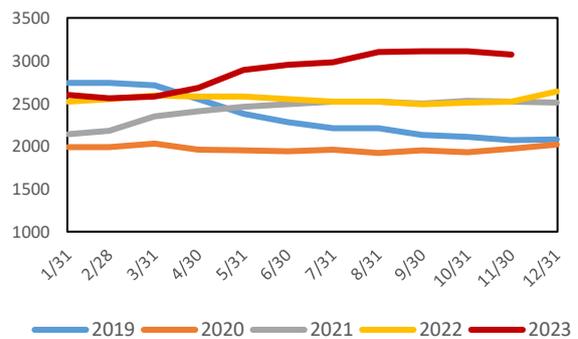


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 31: 沙特产量 (千桶/日)

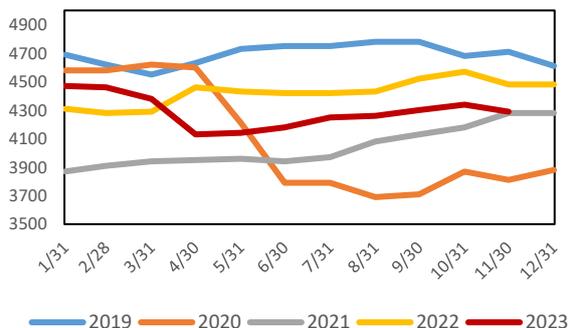


图表 32: 伊朗产量 (千桶/日)

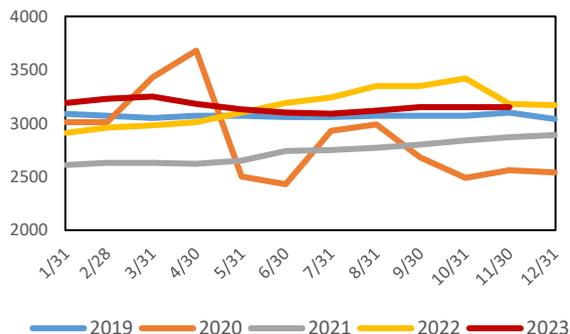


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 33: 伊拉克产量 (千桶/日)



图表 34: 阿联酋产量 (千桶/日)



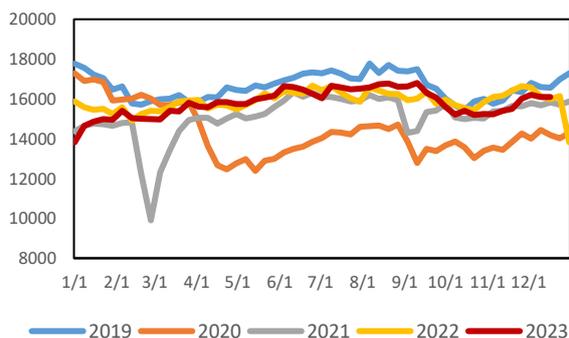
数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

2.3 需求&进出口

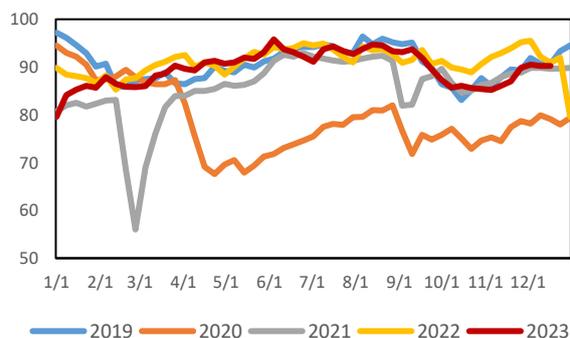
表需及进出口: 上周美国原油加工量周度环比下降 10.4 万桶/日。炼厂开工率周度环比基本持平, 目前在 90.2%。10 月后油价的大幅下跌有利于下游利润修复, 对炼厂开工率有一定支撑。上周汽油表需周度环比增加 57.6 万桶/日, 柴油表需周度环比增加 25.2 万桶/日。近期汽油需求修复较快, 柴油需求仍然低于疫情前水平。上周美国原油净出口 102.5 万桶/日, 较前周减少 14.5 万桶/日, 总体变化不大。其中, 美国汽油出口 41.6 万桶/日, 美国柴油出口 100.3 万桶/日。

利润: 布伦特 321 利润较上周上涨 0.65 美金/桶; WTI 321 利润较上周上涨 0.76 美金/桶。近期油价的趋势下跌利好下游利润修复。

图表 35: 美国原油加工量 (千桶/日)

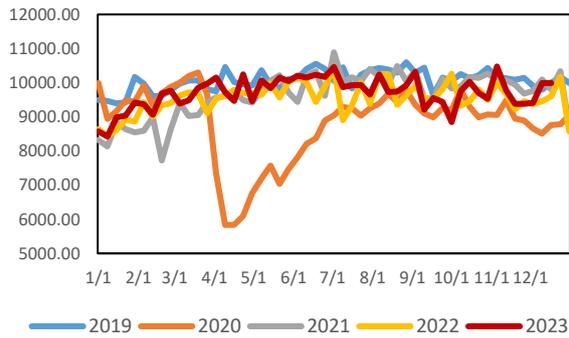


图表 36: 美国炼厂开工率

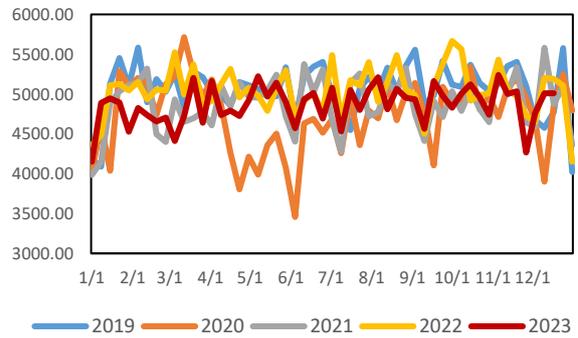


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 37: 美国汽油表需 (千桶/日)

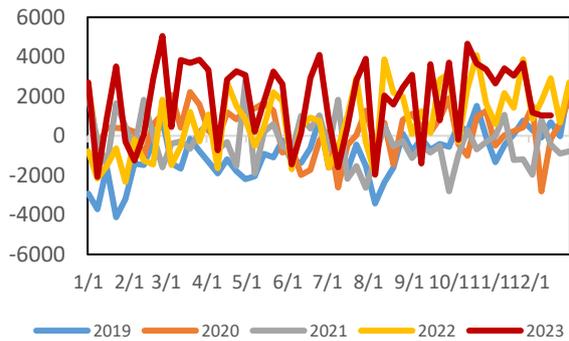


图表 38: 美国柴油表需 (千桶/日)

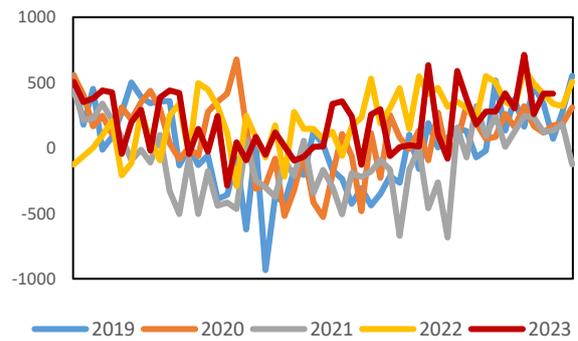


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 39: 美国原油净出口 (千桶/日)

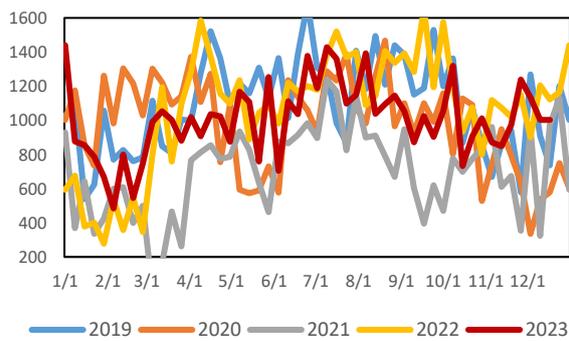


图表 40: 美国汽油净出口 (千桶/日)

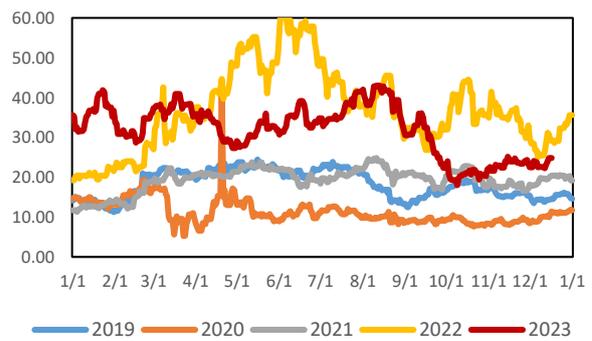


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 41: 美国柴油净出口 (千桶/日)

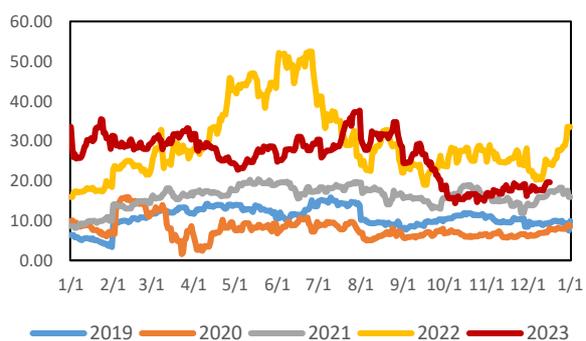


图表 42: 库欣 321 裂解 (美元/桶)



数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 43: Brent 321 裂解 (美元/桶)

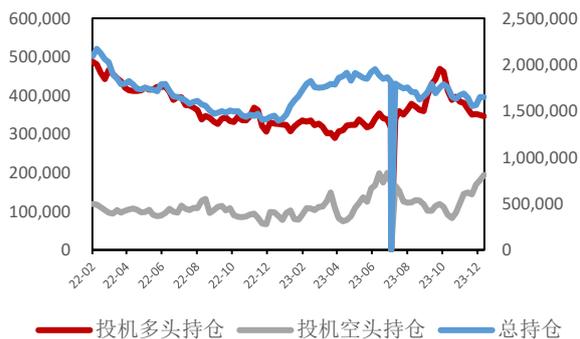


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究

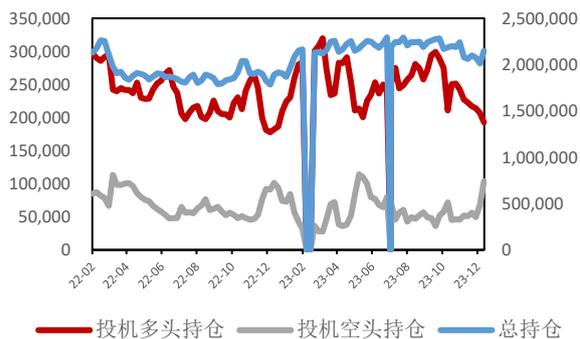
3、 资金情绪

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. 国际能源署(IEA)在月度报告中上调对明年全球石油需求增长的预测，理由是美国前景改善和油价下跌，尽管预计经济将放缓。IEA 说，2024 年全球石油消费量将增加 110 万桶/日，比之前的预测提高 13 万桶/日。该机构称，OPEC+延长减产对提振油价的作用不大，其他国家产量的增加将成为逆风因素。
2. 石油输出国组织(OPEC)在月度报告中表示，对 2024 年石油市场的基本面保持谨慎乐观的看法，该组织将近期油价下跌归咎于对需求的“过度担忧”，同时维持其相对较高的 2024 年石油消费预测不变。不过 OPEC 称，该组织仍“对影响 2024 年石油市场动态的基本因素持谨慎乐观的看法”，并称主要是投机客导致油价下跌。OPEC 仍预计 2023 年世界石油需求将增长 246 万桶/日，预计 2024 年需求将增长 225 万桶/日，也与上月的预测一样。
3. 受罢工结束后汽车产量反弹的提振，美国 11 月份制造业产出增长 0.3%，但由于制造业正努力应对借贷成本上升和需求疲软的问题，其他制造业的生产活动则较为疲软。尽管制造业喜忧参半，但经济在年末继续扩张。调查显示，由于订单增加和服务业对工人的需求，12 月份的企业活动有所回升。标普全球跟踪制造业和服务业的综合 PMI 产出指数初值从 11 月的 50.7 升至 51.0，创五个月新高。
4. 欧元区 12 月企业活动下滑程度意外加深，标普全球编制的 HCOB 综合 PMI 初值从 11 月 47.6 降至 12 月的 47.0，显示欧元区经济几乎肯定已陷入衰退。另外英国服务业活动本月增长再次加快，这表明英国经济有足够的动力至少暂时避免衰退。标普全球/CIPS 英国 12 月综合 PMI 初值升至 51.7 的六个月高位，高于 11 月终值 50.7。
5. 纽约联储总裁威廉姆斯打击了市场积极的降息预期，称美联储仍在关注其货币政策是否走在正确的道路上，能够继续推动通胀回到 2%的目标。威廉姆斯称：“我们现在并没有真正讨论降息。”他在谈到降息问题表示：“我只是认为现在考虑这个问题还为时过早。”美国利率期货走势应声做出反应，3 月首次降息的可能性由 75%迅即降至 65%。
6. 欧元区 10 月工业生产降幅超过预期，其中机械等资本财产出的降幅最大，这呼应了采购经理人调查有关欧元区经济已陷入衰退的结果。欧盟统计局称，欧元区 10 月工业生产较前月下降 0.7%，较上年同期下滑 6.6%，降幅均超预期。
7. 美联储周三维持利率不变，主席鲍威尔表示，美国货币政策历史性的紧缩周期可能已经结束，讨论降息的问题开始“进入视野”。鲍威尔表示，虽然决策者不想排除再次加息的可能，但这已不再是“基本情境”。鲍威尔称，尽管现在宣布胜利还为时过早，但“有关何时开始降低政策限制力度是合适的这个问题：已经开始进入视野”。

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。