

## 原油企稳反弹，上方空间有限

2024年2月2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

2024年1月，原油结束自2023年10月以来的趋势下跌，开始企稳反弹。截至1月31日，布伦特主力收盘于80.69美金/桶，月涨幅4.74%；WTI主力收盘于75.85美金/桶，月涨幅5.86%；上海国际能源SC主力收盘于585.3，月涨幅5.09%。本月美国EIA数据显示原油库存一度出现超预期减少，同时受到寒潮天气影响，美国产量出现较明显下滑，提振油价。但需注意，本月美国数据受到寒潮影响，波动较大。总体看，本月EIA基本面数据有所改善。宏观层面，本月美国公布的2023年四季度经济数据仍然显示出较强韧性，GDP增速超出市场预期，缓解了市场对海外经济衰退的担忧；同时IMF也上调了对2024年全年世界经济增速的预期。总体看，本月全球经济数据偏利好原油需求。最后，近期地缘事件有进一步加剧的迹象，持续对原油供应端造成扰动。本月贸易巨头托克的一艘载有石脑油的油轮在红海被一枚导弹击中，同时乌克兰两次用无人机袭击了俄罗斯的石油设施。地缘冲突的加剧进一步提振了油价。

#### 后市展望及策略建议

供应端，本月美国产量因受到寒潮影响，出现较明显下滑。同时，产量先行指标钻机数继续下滑，DUC数环比上月持平。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，2024 年 1 季度总供应减少约 90 万桶/日。

需求端，本月市场上调了对 2024 年全球经济的预期，对原油的需求预期有一定提振。1 月 30 日，IMF 预测 2024 年全球经济成长率为 3.1%，比去年 10 月的前次预测上升了 0.2 个百分点，预测美国 2024 年 GDP 将增长 2.1%，而 10 月份的预测为 1.5%；2024 年中国 GDP 预计增长 4.6%，较 10 月预估上调 0.4 个百分点。

库存方面，本月美国商品原油库存边际减少，同时欧洲及新加坡地区的库存仍处于历史低位，库存数据的改善对原油底部形成支撑。

综合来看，原油在连续 3 个月趋势下跌之后，开始逐步企稳反弹。短期内，原油在地缘事件的扰动和宏观数据的支撑下，仍将延续震荡偏强运行。但是由于当前对中长期经济预期仍然偏中性，油价要出现趋势上涨突破前高的可能性较低。

## ➤ 风险提示

OPEC+实际减产率不及减产协议的规定；美联储加息。

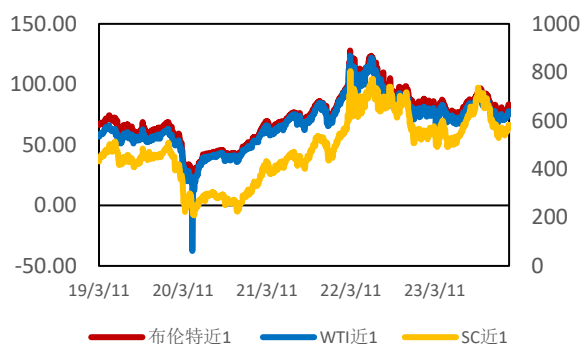
## 目录

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. 本月美国商品原油库存结束连续累库，基本面有所好转.....	6
2.1.2. 欧洲及新加坡总库存仍然偏低，红海事件对海上浮仓影响不大.....	7
2.2 供应.....	9
2.2.1. 寒潮造成美国产量异常下滑，但已逐步恢复正常.....	9
2.2.2. 沙美下调产能计划，OPEC+减产计划预计将逐步落地。.....	10
2.3 需求&进出口.....	12
3、资金情绪.....	14
4、总结与后市展望.....	15

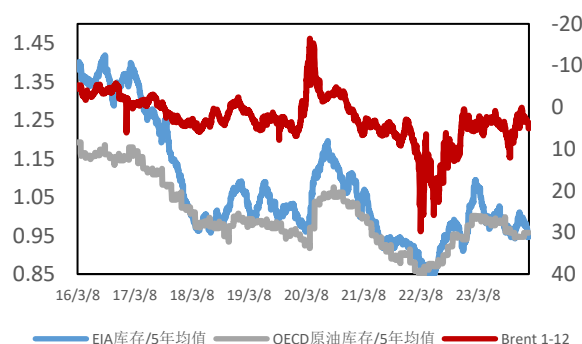
## 1、行情回顾

2024年1月，原油结束自2023年10月以来的趋势下跌，开始企稳反弹。截至1月31日，布伦特主力收盘于80.69美金/桶，月涨幅4.74%；WTI主力收盘于75.85美金/桶，月涨幅5.86%；上海国际能源SC主力收盘于585.3，月涨幅5.09%。本月美国EIA数据显示原油库存一度出现超预期减少，同时受到寒潮天气影响，美国产量出现较明显下滑，提振油价。但需注意，本月美国数据受到寒潮影响，波动较大。总体看，本月EIA基本面数据有所改善。宏观层面，本月美国公布的2023年四季度经济数据仍然显示出较强韧性，GDP增速超出市场预期，缓解了市场对海外经济衰退的担忧；同时IMF也上调了对2024全年世界经济增速的预期。总体看，本月的经济数据偏利好原油需求。最后，近期地缘事件有进一步加剧的迹象，持续对原油供应端造成扰动。本月贸易巨头托克的一艘载有石脑油的油轮在红海被一枚导弹击中，同时乌克兰两次用无人机袭击了俄罗斯的石油设施。地缘冲突的加剧进一步提振了油价。

图表 1：期货价格（美元/桶；元/桶）

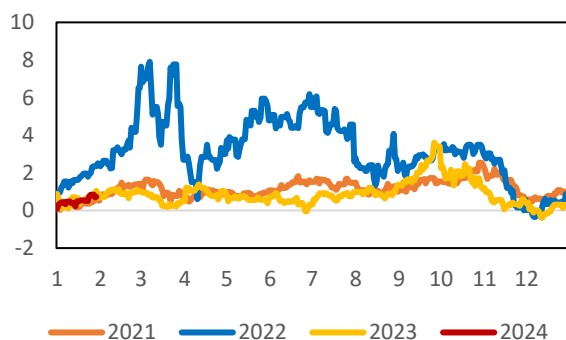


图表 2：月差&库存（美元/桶）

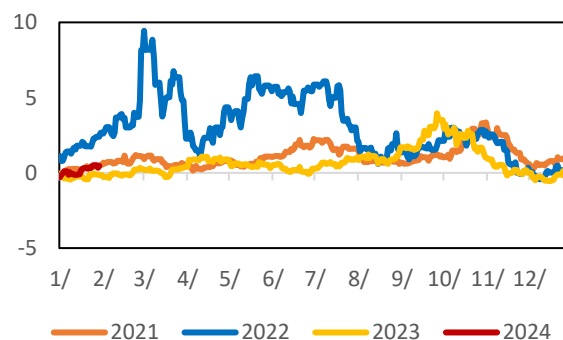


数据来源：Bloomberg；兴证期货研究咨询部

图表 3：Brent 月差 1-3（美元/桶）

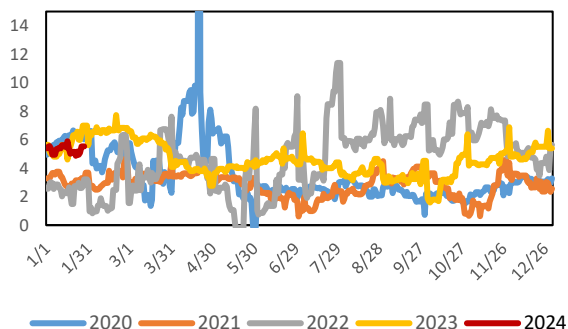


图表 4：WTI 月差 1-3（美元/桶）

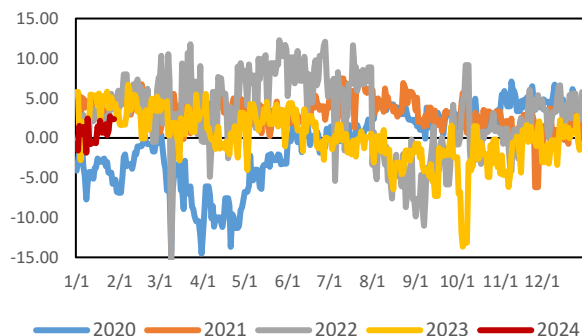


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 5: Brent-WTI (美元/桶)

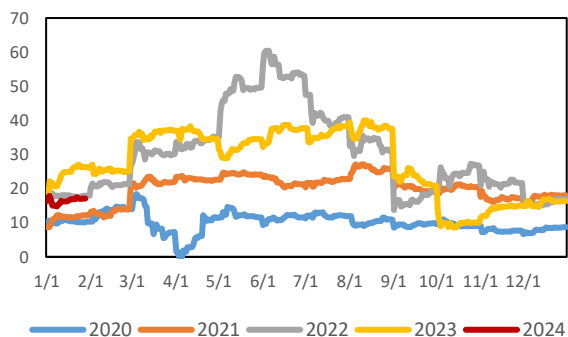


图表 6: Brent-SC (美元/桶)

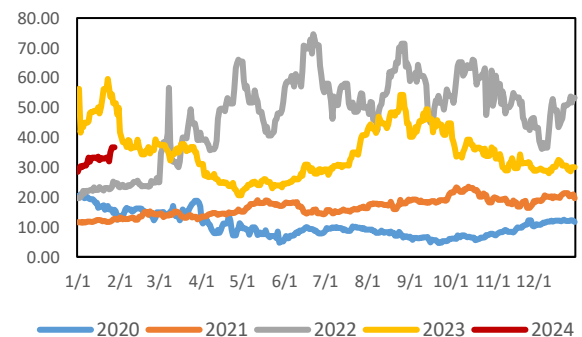


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 7: 美国汽油裂解 (美元/桶)

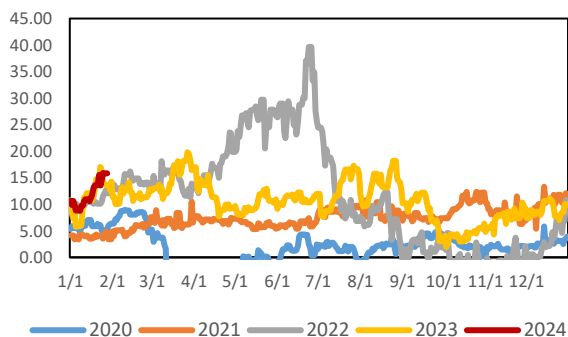


图表 8: 美国柴油裂解 (美元/桶)

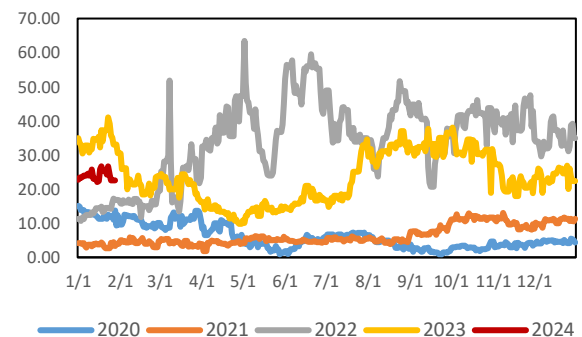


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

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

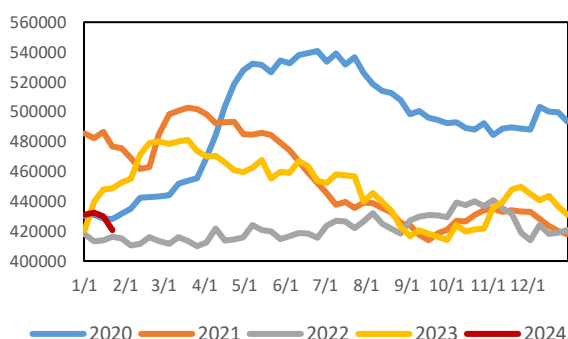
### 2.1 库存情况

#### 2.1.1. 本月美国商品原油库存结束连续累库， 基本面有所好转

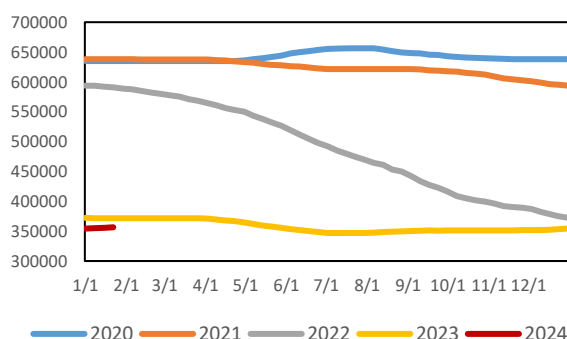
截至 1 月 19 日当周，EIA 美国原油库存 -923.3 万桶，预期-215 万桶，前值-249 万桶；EIA 俄克拉荷马州库欣原油库存 -200.8 万桶，前值-209.9 万桶；1 月 19 日当周 EIA 原油库存降幅为 2023 年 8 月 25 日以来最大值。由于美国局部地区受到寒潮的影响，本月 EIA 数据为特殊情况，大幅去库并无延续性，但是一定程度上缓解了前几个月库存大幅增加的压力。

成品油方面，汽油进入淡季，美国汽油库存开始季节性累库，汽油库存仍处历史高位；柴油库存相对中性。油品总库存月度变化不明显，维持在历史中位水平。

图表 11: 美国流通原油库存 (千桶)

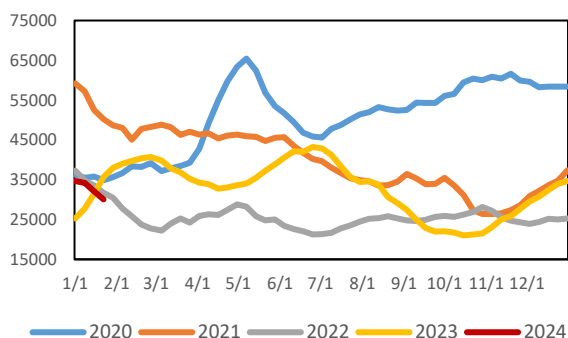


图表 12: 美国 SPR 原油库存 (千桶)

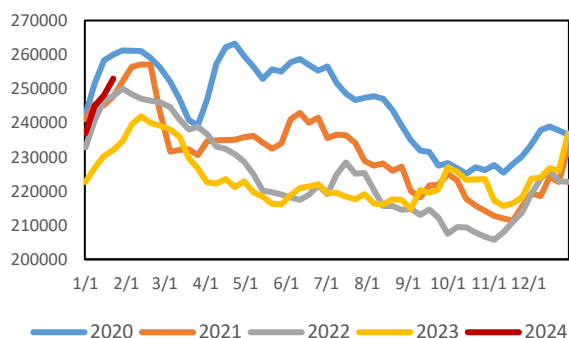


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 13: 美国库欣原油库存 (千桶)

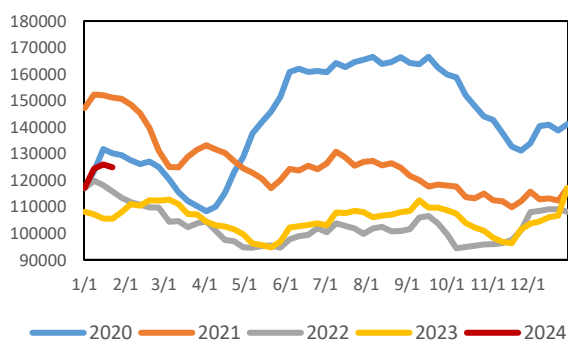


图表 14: 美国汽油库存 (美元/桶)

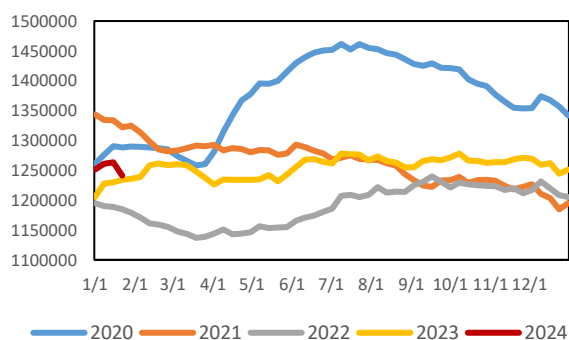


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 15: 美国柴油库存 (千桶)



图表 16: 美国油品总库存 (千桶)

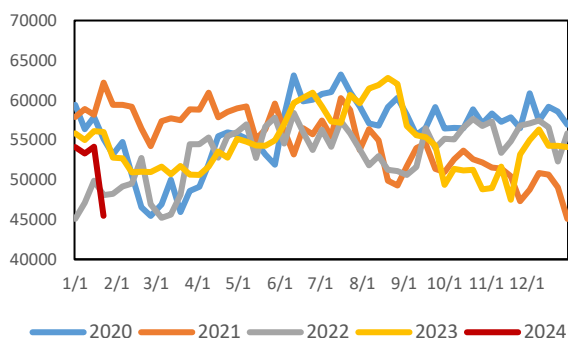


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

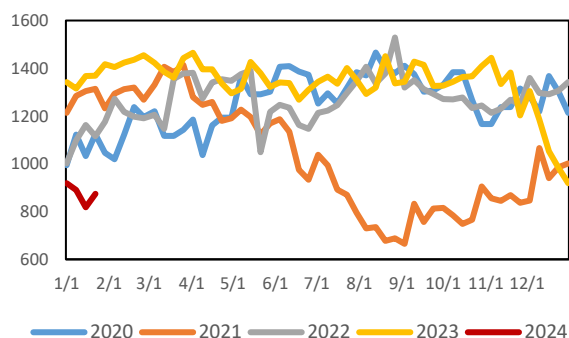
### 2.1.2. 欧洲及新加坡总库存仍然偏低，红海事件对海上浮仓影响不大

截至 1 月 31 日，欧洲 ARA 原油库存继续下滑，处于近 5 年低位。成品油端，汽油库存近期下滑较明显，总库存处于历史低位。柴油库存月度变化不大，中性偏低。新加坡油品总库存小幅下降，绝对值处于历史中性偏低水平，其中中间组分库存下降较为明显。海运端，实际数据表现来看，红海事件并没有造成海上浮仓的大幅累库。自 1 月以来，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)

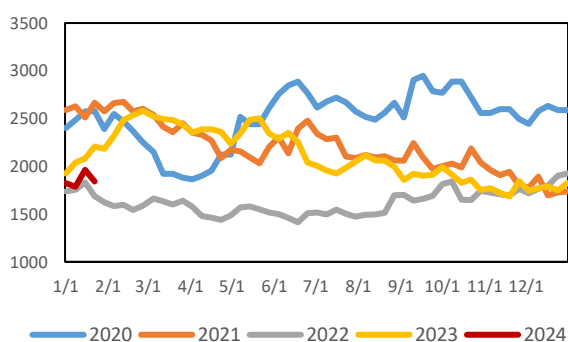


图表 18: ARA 汽油库存 (千吨)

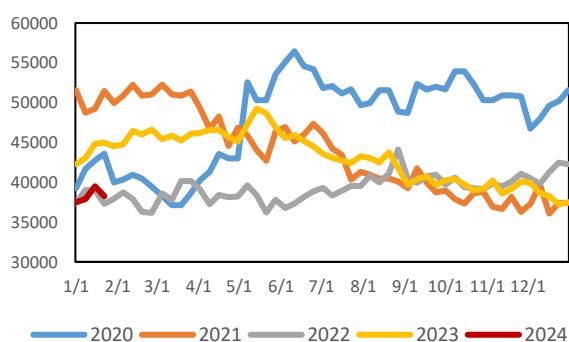


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 19: ARA 柴油库存 (千吨)

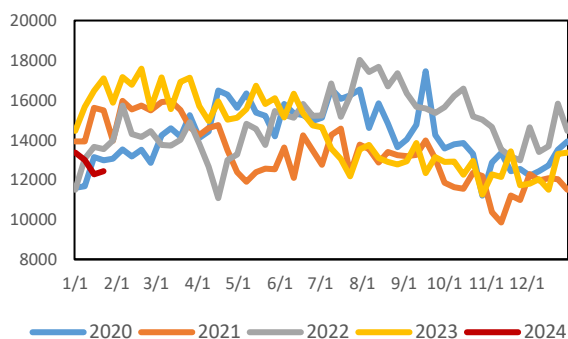


图表 20: ARA 油品总库存 (千吨)

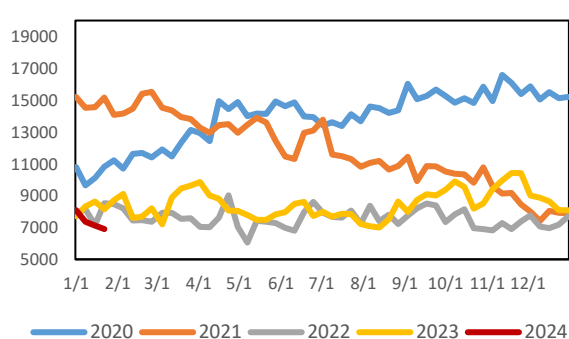


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 21: 新加坡轻组分库存 (万桶)



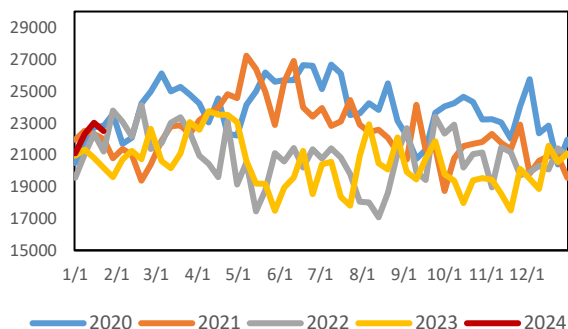
图表 22: 新加坡中间组分库存 (万桶)



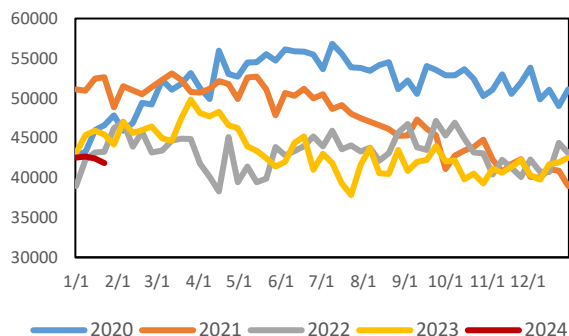
数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部



图表 23: 新加坡渣油库存 (万桶)

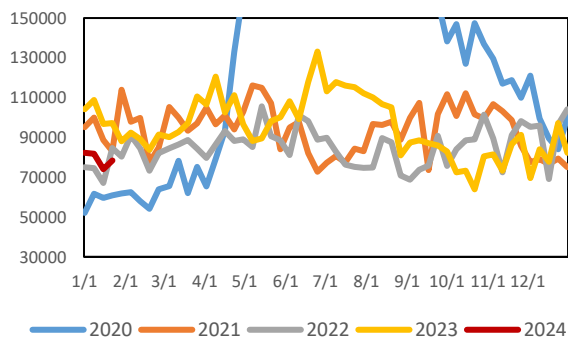


图表 24: 新加坡油品总库存 (万桶)

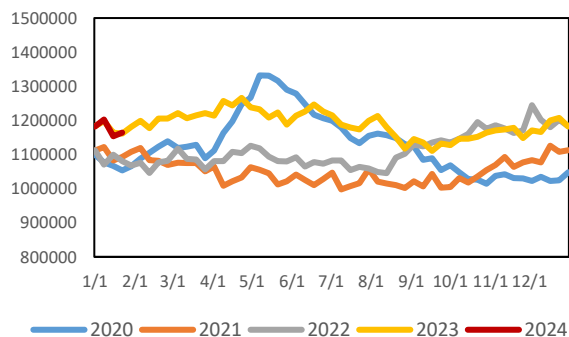


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

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. 寒潮造成美国产量异常下滑, 但已逐步恢复正常

截至 1 月 19 日当周, 美国原油产量大幅减少 100.0 万桶至 1230.0 万桶, 本月美国原油产量一度降低为自 2023 年 7 月 28 日以来最低值。由于 1 月 19 日当周美国受到寒潮影响, 局部地区产量出现明显下滑, 而当前受到寒潮减产的美国北达科他州也开始逐步恢复生产。因此, 本月 EIA 产量的大幅下滑仅仅为一期异常值。参考最新一周数据, 01 月 26 日当周美国国内原油产量增加 70.0 万桶至 1300.0 万桶/日。当前产量较寒潮前仅小幅下滑 30 万桶/日。未来预计极端天气对美国原油供应的扰动将会减产, 供应预期回归参考钻机及页岩油公司经营计划。本月美国原油活跃钻机数减少 3

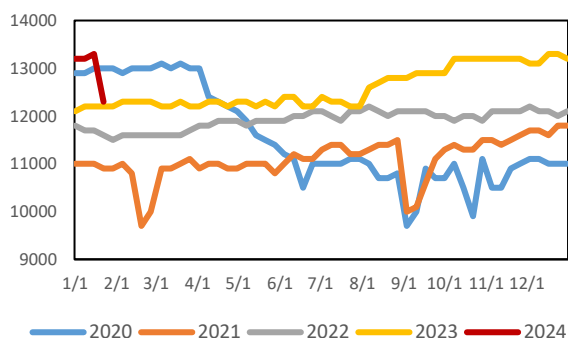
台，当前共有 497 台。同时，本月美国 DUC 数量持平。趋势上，活跃钻机及 DUC 数量仍然维持下降趋势。2023 年美国二叠纪地区单产率不断提升，这使得在钻机数不断下滑的状态下，美国总产量仍然可以维持在高位。预计未来美国产量继续大幅度增加可能性较低。

### 2.2.2. 沙美下调产能计划，OPEC+减产计划预计将逐步落地。

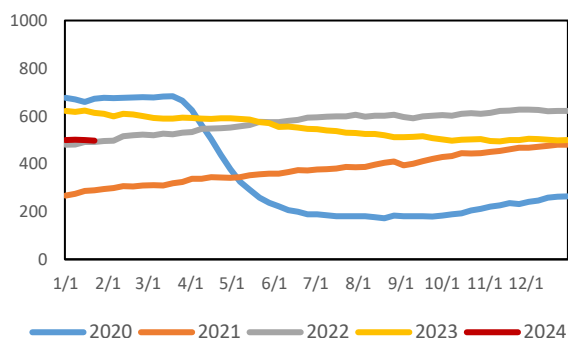
1 月 30 日，沙特阿美表示，政府已要求其停止将石油产能提高至 1300 万桶/日，而是维持在 1200 万桶/日。同时，此前由于抗议活动而关闭的利比亚沙拉拉油田恢复生产。根据路透消息，1 月石油 OPEC 石油产量创 7 月以来的最大月度降幅，一些成员国实施与更广泛的 OPEC+联盟新达成的自愿减产协议。

12 月数据显示，OPEC 总供应较 11 月减少 40 万桶/日。其中，沙特、伊朗、伊拉克产量同比上月持平，科威特较上月减少 10 万桶/日，阿联酋较上月减少 70 万桶/日。总体看，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，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。总体上看，当前市场仍然延续 OPEC+ 将逐步在 1 季度落实减产的交易思路，后续仍需数据进一步论证。OPEC+ 减产对油价底部有较强支撑。

图表 27: 美国原油产量 (千桶/日)

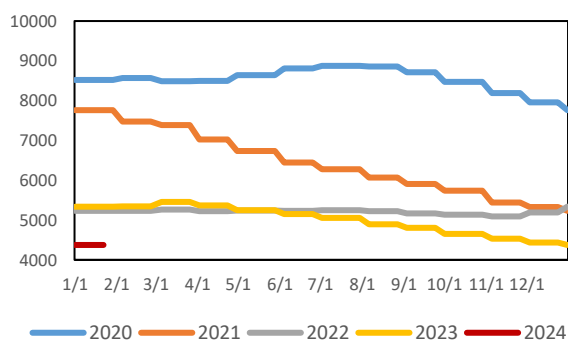


图表 28: 美国原油活跃钻机

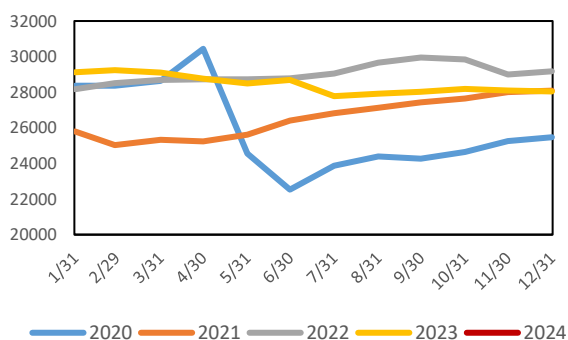


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 29: 美国 DUC 数量

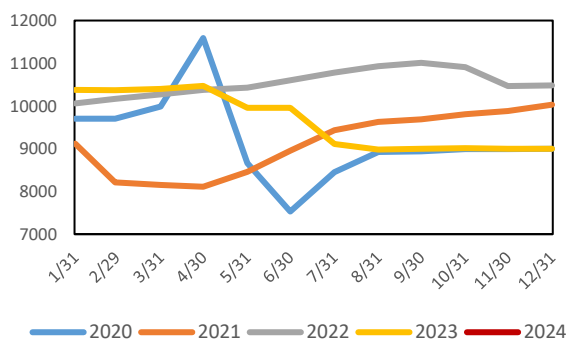


图表 30: OPEC 供应量 (千桶/日)

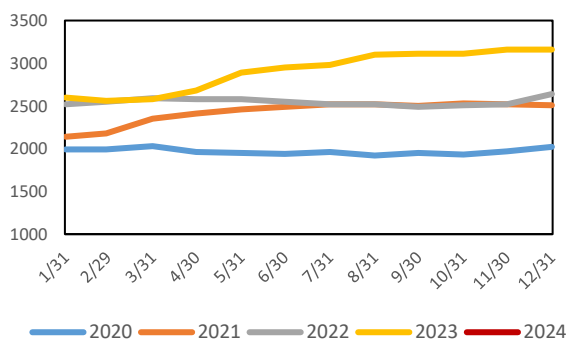


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 31: 沙特产量 (千桶/日)

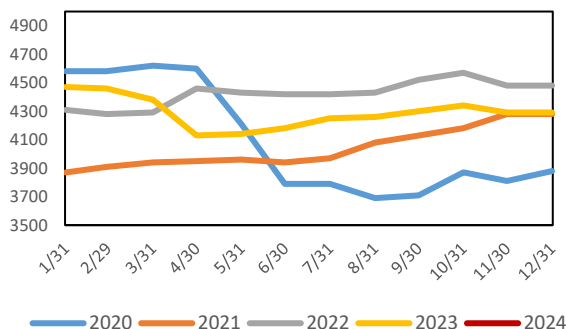


图表 32: 伊朗产量 (千桶/日)

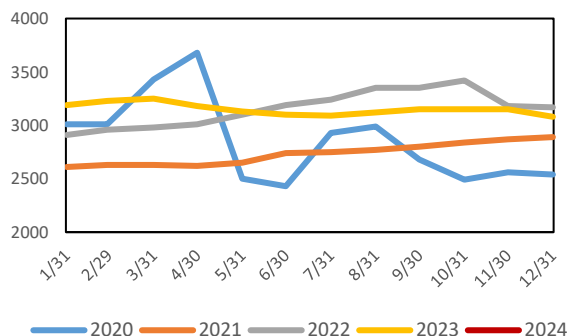


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 33: 伊拉克产量 (千桶/日)



图表 34: 阿联酋产量 (千桶/日)

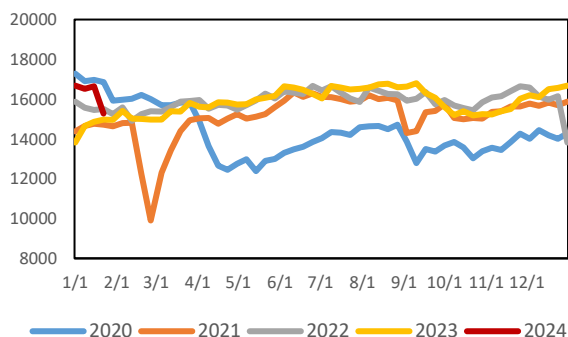


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

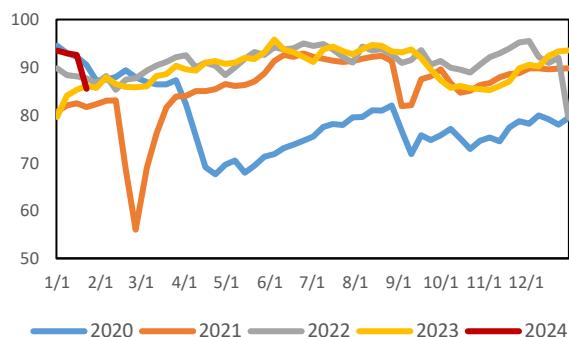
## 2.3 需求&进出口

本月的寒潮对美国下游炼厂的开工率及原油加工量影响较为明显, 但当前寒潮已经过去, 预计未来加工需求将逐步恢复, 影响不大。汽油目前进入淡季。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。利润端, 本月由于受到地缘事件加剧的影响, 市场担忧成品油供应进一步受限, 下游炼厂裂解利润有较明显上升。

图表 35: 美国原油加工量 (千桶/日)

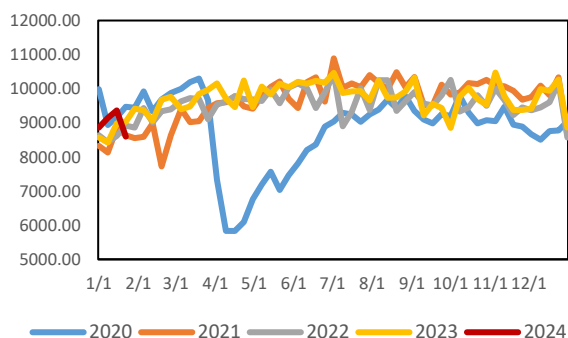


图表 36: 美国炼厂开工率

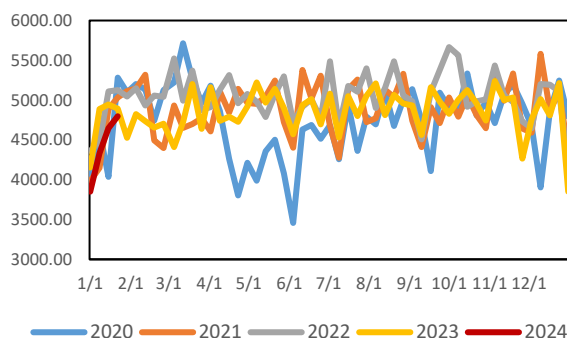


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 37: 美国汽油表需 (千桶/日)

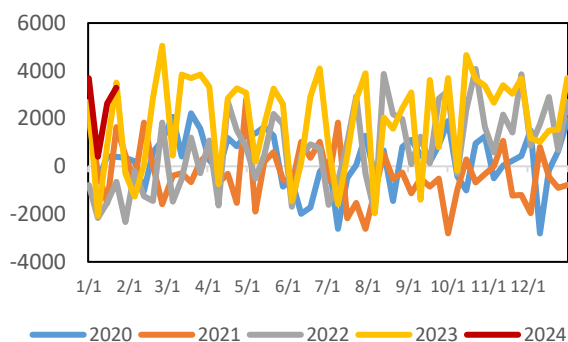


图表 38: 美国柴油表需 (千桶/日)

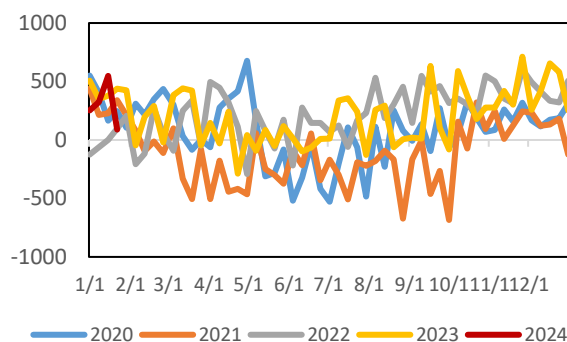


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 39: 美国原油净出口 (千桶/日)

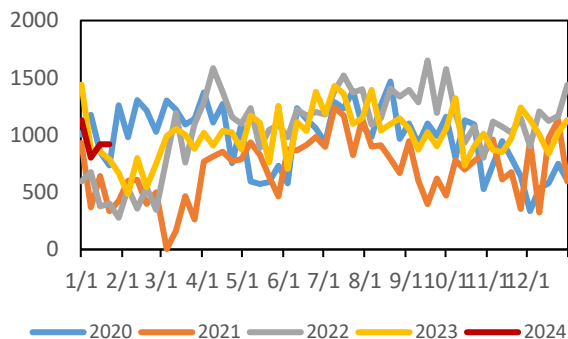


图表 40: 美国汽油净出口 (千桶/日)

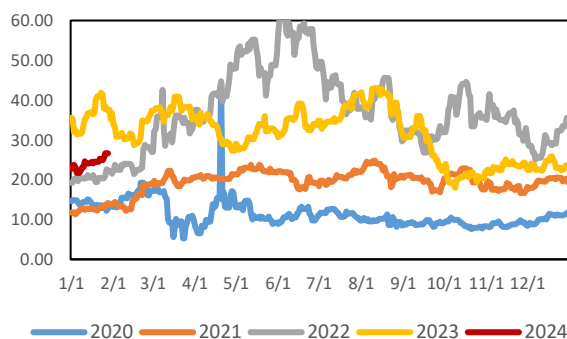


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 41: 美国柴油净出口 (千桶/日)

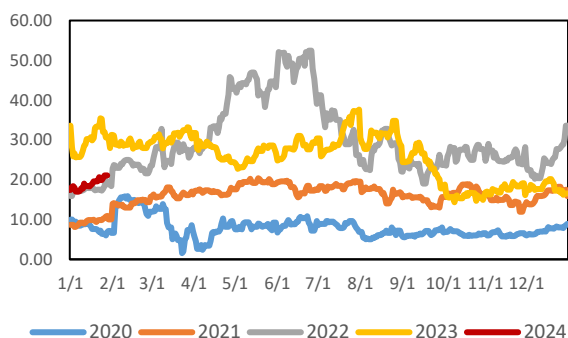


图表 42: 库欣 321 裂解 (美元/桶)



数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 43: Brent 321 裂解 (美元/桶)

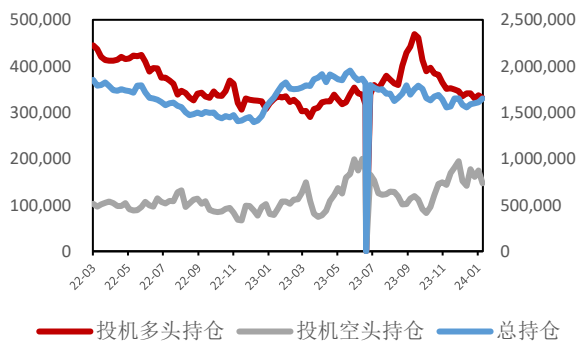


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究

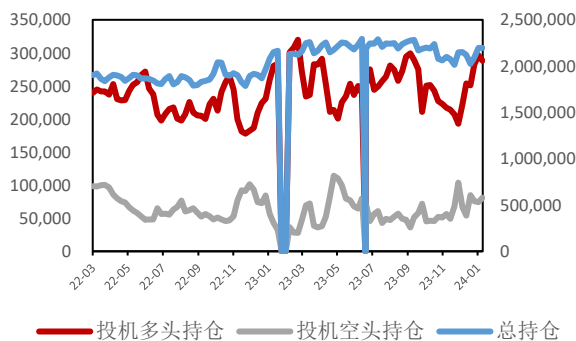
### 3、 资金情绪

本月市场情绪有所好转，结束连续看跌情绪，布伦特投机多头持仓增量较为明显。

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，本月供应数据受到美国寒潮的扰动较为明显，但最新一期数据显示美国产量在寒潮结束后维持在 1300 万桶/日的历史相对高位。较寒潮前小幅下降 30 万桶/日。同时美国钻机及 DUC 仍然处于下滑趋势，预计未来美国产量想进一步大幅上升难度较大。OPEC+方面，本月沙特政府要求沙特阿美下调产能上限，同时配合市场消息，OPEC+在 1 季度履行 2023 年 11 月达成的减产协议的可能性在加大。同时，地缘事件对原油及成品油的供应造成较大扰动。本月，贸易巨头托克的一艘载有石脑油的油轮在红海被一枚导弹击中。此外，乌克兰两次用无人机袭击了俄罗斯的石油设施。

需求端，美国四季度经济数据表现较为强劲，缓解了市场对海外衰退的担忧；同时，IMF 上调了对 2024 年全球经济增速的预期。总体看，市场对需求的预期在逐步转好。但是，当前海外仍然面临经济复苏缓慢的现状，预计短期内原油需求预期仍偏中性。

库存方面，同供应数据类似，本月美国库存数据受寒潮影响出现异常波动，但总体看小幅利多油价，缓解了此前连续累库的压力。欧洲及新加坡地区的库存仍然偏低，对油价有支撑。

综合来看，本月原油受到较多特殊事件的扰动（包括美国寒潮、红海事件、俄乌战争等），同时，OPEC+减产预期仍对油价底部有较强支撑。本月油价开始企稳反弹，但是由于上述利多因素多数不具备持续性，在原油需求仍偏中性的背景下，原油要形成趋势上涨动能仍然不足。仅供参考。

### 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。