



欧佩克+延长减产协议及近期原油走势解读

2024年3月8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

3月3日，欧佩克+官宣将延长去年11月达成的减产协议。最新一期的欧佩克+减产协议从量级上看并无新增减量，仅从时间线上由此前至今年1季度延长至今年2季度，经测算该减产协议较2023年底实际减产量约为50万桶/日，而非欧佩克+对外宣称的220万桶/日（由于欧佩克+选取了更早的产量基准线）。尽管该减产协议并没有超市场预期，但基于当前宏观局势（2024年全年全球经济及原油需求维持小幅自然增长）对该减产协议进行测算的结论是：若欧佩克+严格执行并落地该减产协议，原油市场可以如欧佩克+所愿在2024年实现供需平衡。因此，当前该减产协议仍可以对油价底部起到较强支撑。

短期展望当前原油市场，尽管当前原油基本面数据及海外宏观数据偏利空，但欧佩克+的减产预期对油价底部有较强支撑，同时中东局势仍是驱动油价走高的主要因素，预计在加沙停火协议达成前，原油仍将维持偏强震荡状态。但需警惕，若中东停火协议一旦达成，原油市场可能出现短期回调。

报告目录

1. OPEC+延长减产至 2 季度.....	3
2. 基于当前减产协议有效性测算.....	4
3. 减产协议有效性测算结论.....	8
4. 近期原油走势回归及短期展望.....	9
5. 总结.....	11

图表目录

图表 1: OPEC+减产协议及产量 (千桶/日)	4
图表 2: 2023 年全球原油价格走势	5
图表 3: 美国制造业 PMI 及核心 CPI	6
图表 4: 欧元区制造业 PMI 及核心 CPI.....	6
图表 5: 美国原油产量及活跃钻机数	7
图表 6: 美国页岩油公司资本开支	8
图表 7: 2024 年 Call on OPEC 测算 (百万桶/日)	8
图表 8: 2024 年初至今原油价格走势 (美元/桶)	10
图表 9: EIA 商品原油库存 (千桶)	10

1. OPEC+延长减产至 2 季度

3月3日，欧佩克官方正式对外宣布，欧佩克+国家将把去年11月30日达成的减产协议延长至今年2季度，此前达成的减产协议原计划执行至今年1季度。此外，此次延长的减产量维持了去年11月30日各国达成的减产计划，即最新的减产协议只是时间线上延长了1季度，量级上并无变化。

援引欧佩克官方文件，这些自愿减产是根据2023年6月4日举行的第35届欧佩克部长级会议所要求的2024年产量水平开始计算的，是对于2023年4月宣布并随后延长至2024年的自愿减产的补充。具体来看，此次自愿减产是由以下欧佩克+国家宣布并执行：沙特阿拉伯（100万桶/日）、伊拉克（22万桶/日）、阿拉伯联合酋长国（16.3万桶/日）、科威特（13.5万桶/日）、哈萨克斯坦（8.2万桶/日）、阿尔及利亚（5.1万桶/日）和阿曼（4.2万桶/日），此次减产时间为2024年第二季度。此后，为了支持市场稳定，这些自愿减产将视市场情况逐步恢复。

除此之外，俄罗斯还宣布在2024年第二季度自愿减少47.1万桶/日的原油产量和出口量。具体来看，俄罗斯4月份日产量35万桶，日出口量12.1万桶；5月份日产量40万桶，日出口量7.1万桶；六月份日产量47.1万桶。俄罗斯此次自愿减产是对此前于2023年4月宣布的每日自愿减产50万桶的补充，减产期限延长至2024年12月底。出口减量基于2023年5月和6月的平均出口水平开始计算。

综合来看，基于官方口径，欧佩克对外宣称此次协议将延长减产220万桶/日的原油产量来维持市场稳定和平衡。但由于该减量是基于2023年6月第35次OPEC+会议中规定的基数，若基于2023年底的产量，实际减产值远远少于欧佩克官方宣传的220万桶/日。根据计算，如基本2023年四季度OPEC+的产量，该减产协议实际减量约为50万桶/日。因此，在去年11月30日该减产协议首次对外公布后，市场反应剧烈。市场存在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，叠加上安哥拉不满减产协议，拒绝减产并退出OPEC+联盟。最后，此次达成的协议为自愿减产行为，不如此前达成的减产配额有约束力。在11月30日，该减产协议初次公布之后，油价出现较明显回调。值得注意的是，尽管安哥拉在去年年底因不满配额退出欧佩克，但在去年11月30日的减产计划中，安哥拉已经明确表示拒绝减产。因此，安哥拉退出欧

佩克事件不对该减产协议造成任何影响。同时，考虑到安哥拉实际产能有限，其退出欧佩克联盟，对全球原油供应扰动较小。

图表 1：OPEC+减产协议及产量（千桶/日）

	24年产量基准	23年5月减产协议	23年11月减产协议	24年目标产量	当前产量
阿尔及利亚	1007	-48	-51	908	959
安哥拉	1100			1100	1138
刚果	277			277	240
几内亚	70			70	64
加蓬	177	-8		169	234
伊拉克	4431	-211	-223	3997	4304
科威特	2676	-128	-135	2413	2548
尼日利亚	1500			1500	1377
沙特	10478	-500	-1000	8978	8978
阿联酋	3219	-144	-163	2912	2920
全体OPEC成员国	24935	-1039	-1572	22323	22761
俄罗斯	9828		-200	9628	9557
其他OPEC+					
全体OPEC+成员国	40404	-1157	-1896	37351	37822
*单位：千桶/日					

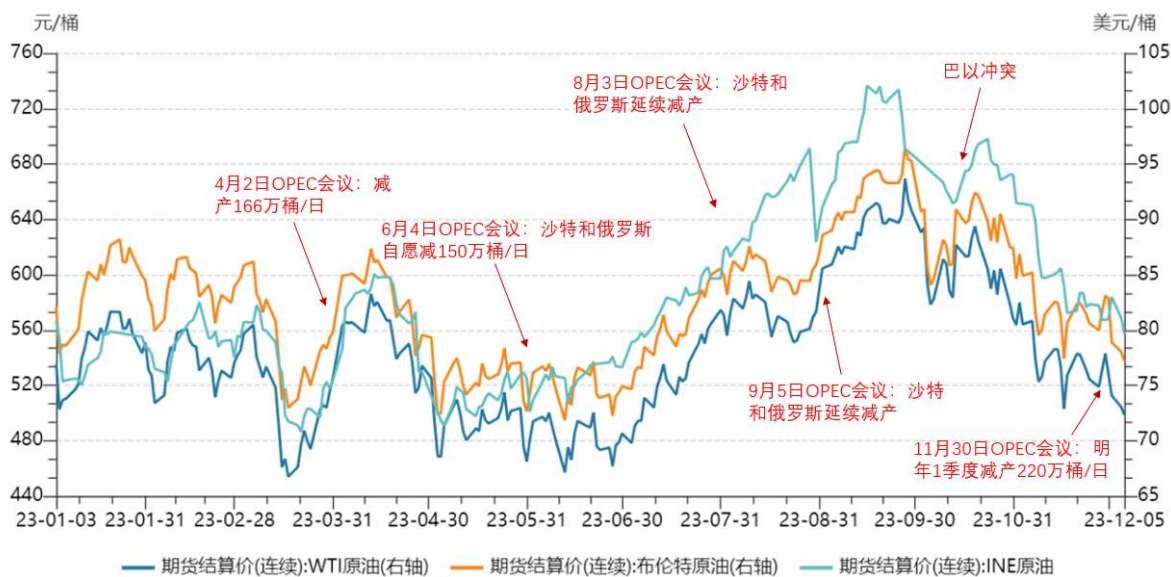
数据来源：OPEC 官网；Bloomberg；兴证期货研究咨询部

2. 基于当前减产协议有效性测算

回顾历史上欧佩克联盟减产后的表现，并非每一次欧佩克减产都可以起到稳定原油市场平衡的效果。如在以下两种情况下，即使欧佩克联盟减产，也无法有限稳定油价。第一，当欧佩克联盟执行减产的同时，非欧佩克国家有大量新增产能和产能，即非欧佩克地区的增量对冲了欧佩克主动减产量，造成全球原油供应并没有出现显著下滑。第二，当全球经济进入全面衰退，全球原油需求大幅下滑，即在这种情况下，原油需求端的衰退高于供应端的主动减产，在这种情形下，主动减产仍然起不到稳价的作用。但是，若上述两种情况皆不成立，欧佩克即有能力通过主动减产来控制市场平衡和全球油价，如 2023 年在欧佩克减产背景下所呈现的油价走势。

回顾 2023 年全球原油价格走势，其下半年趋势上涨很大程度上归因于欧佩克+的主动减产。2023 年上半年初，在海外爆发银行业破产、宏观弱需求背景下，原油价格震荡下行，布伦特价格一度触及 70 美金/桶的生产成本线，此后引发欧佩克+主动减产调控。下半年，在欧佩克+一系列减产发力下，市场开始逐渐回暖。布伦特价格在 9 月底一度达到年内最高点 95 美金/桶附近。当前，欧佩克+寄希望于 2024 年原油价格走势总体延续 2023 年 80 美金/桶的中枢，继续稳定运行。

图表 2：2023 年全球原油价格走势



数据来源：Wind, 兴证期货研究咨询部

因此，我们需要去测算按照当前（即 2023 年 11 月 30 日达成的减产协议以及 2024 年 3 月 3 日确定延长该协议至 2024 年 2 季度）减产协议，2024 年全球原油市场能否如欧佩克+所愿，可以通过计划性减产来实现供需平衡。

基于此，我们首先需要引入“Call on OPEC”的概念。Call on OPEC 指的是全球原油需求与非欧佩克国家产量之间的差值，它是衡量在欧佩克主观调控下，全球原油能否实现平衡的重要指标。因此，2024 年原油供需平衡表的核心是考察 Call on OPEC 能否实现平衡，即测试极端情况下 Call on OPEC 能否匹配到欧佩克+联盟当前达成减产后的产量。这里我们需要重点考察两大指标：1) 2024 年全球原油需求；2) 2024 年非欧佩克国家原油新增产量。

首先，关于 2024 年全球原油需求，其核心可以转化为宏观课题。因为从大尺度上看，历史上全球原油需求走势与全球经济走势较为一致。宏观是影响原油需求变化的核心变量，尤其是美国经济走势。原油作为海外定价的品种，而美国作为当前原油第一大消费国，美国经济数据往往能左右市场对原油需求的预期和判断，如 2024 年关注的重点在于美联储降息的节点与进程。当前，海外经济仍然面临高通胀和慢复苏的特点。参照 2024 年最新一期海外市场经济数据，首先从通胀角度看，尽管在美联储加息背景下，海外 CPI 及其他通胀数据较 2022 年高点已经出现明显趋势性下滑，但从绝对值角度看，美国及欧元区 CPI 仍远远高于疫情前水平。叠加近期美联储的表态，市场淡化对美联储 3 月加息的预期，因此在高利率背景下，经济端将

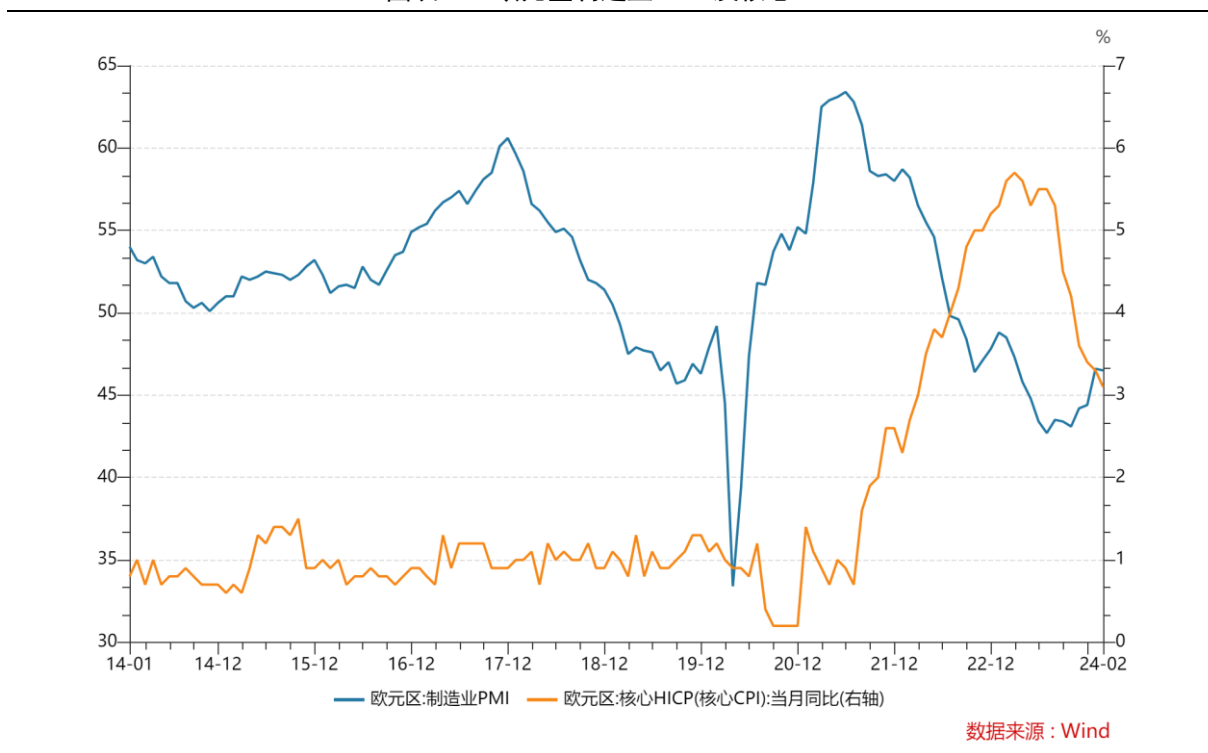
会继续对原油需求造成压制。

图表 3：美国制造业 PMI 及核心 CPI



数据来源：Wind, 兴证期货研究咨询部

图表 4：欧元区制造业 PMI 及核心 CPI

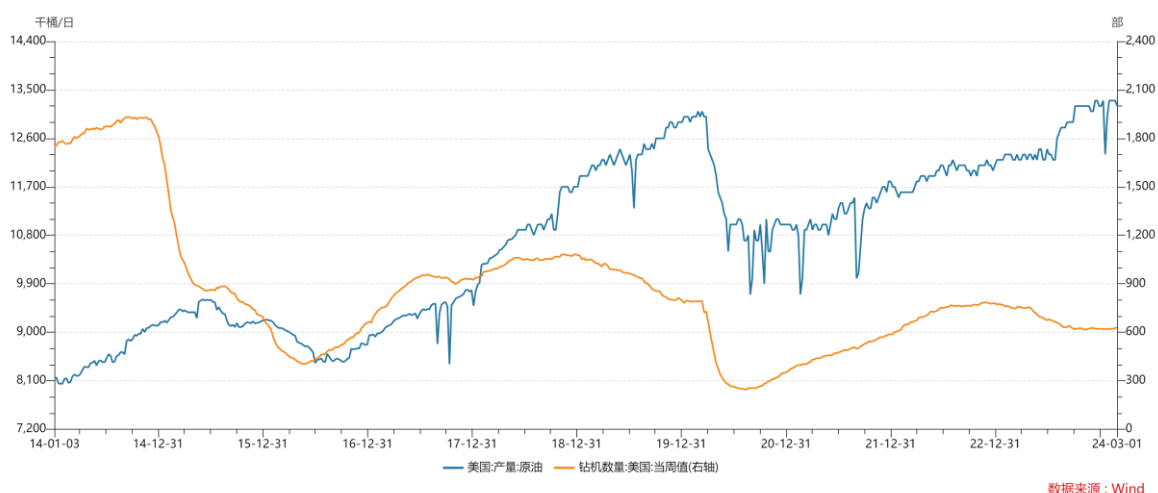


数据来源：Wind, 兴证期货研究咨询部

从海外经济增速复苏增长角度看，制造业 PMI 尽管有所回升，但持续低于 50 的荣枯线，当前海外经济复苏节奏仍然偏慢。因此，从宏观基调上来看，当前预期原油需求难以出现快速爆发式增长。同时从底部来看，2024 年海外将逐步开始走“美联储退出加息”的趋势，当前海外市场尽管经济景气度仍然一般，但暂未见明显衰退风险，基于此，我们参照历史上在宏观背景疲软但无经济危机背景下全球原油需求的历史自然增速，我们预计在保守情况下，2024 年全球原油需求将维持 1% 左右的自然增速，较 2023 年疫情后的快速恢复增长有一定幅度下滑。

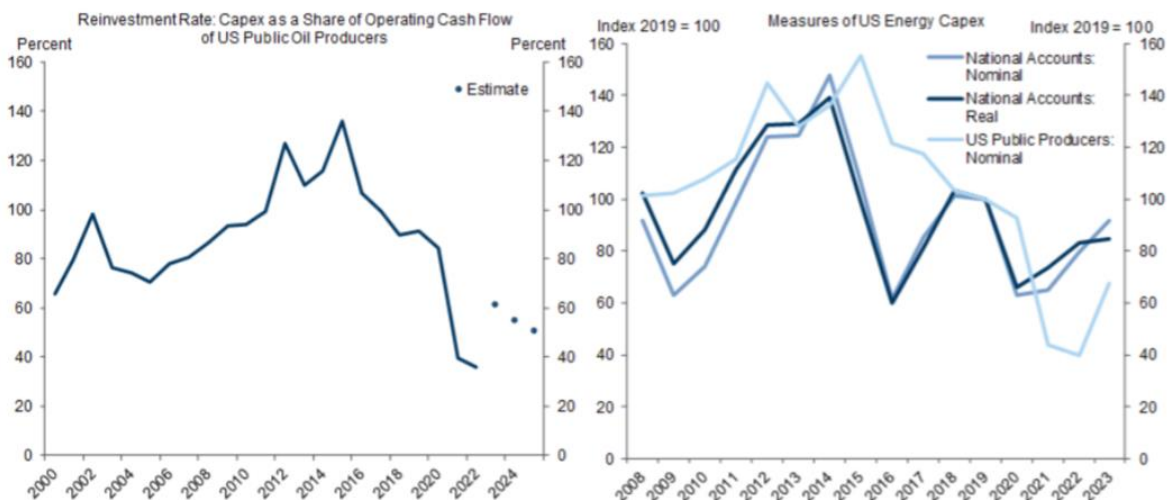
第二点，关于 2024 年非欧佩克国家新增产能和产量，我们当前估算 2024 年非欧佩克国家增量主要由四个美洲国家贡献：美国+20 万桶/日；加拿大+14 万桶/日；巴西+45 万桶/日；圭亚那+17 万桶/日。其他国家和地区暂无明显新供应增量。针对美国 2024 年产量的估算，我们基于 EIA DPR 钻机产量模型进行计算，将美国页岩油分为 7 大产区进行分别计算，考虑到近两年美国油气业资本开支处于相对低位以及活跃钻机及 DUC 数量趋势性下滑，当前美国原油产量几乎已经接近于顶点，2024 年短期内很难继续大幅向上爬坡。2024 年美国总产量的同比增加主要来自于上半年，即 2023 年上半年美国原油产量还处于爬坡期。此外，关于加拿大、巴西和圭亚那产量的估算，我们基于 2024 年三国的新油田和管道投产计划进行测算。需要注意的是，巴西、圭亚那等南美国家由于政治因素，往年实际产量往往不及预期。但是针对当前测算，我们仍采取假设南美两国可以完全投产。

图表 5：美国原油产量及活跃钻机数



数据来源：Wind, 兴证期货研究咨询部

图表 6：美国页岩油公司资本开支



数据来源：Goldman Sachs, 兴证期货研究咨询部

3. 减产协议有效性测算结论

基于上述两个假设：1) 2024 年全球原油需求维持 1%的自然增速；2) 2024 年全球原油新增产量主要由四个美洲国家贡献（美国+20 万桶/日；加拿大+14 万桶/日；巴西+45 万桶/日；圭亚那+17 万桶/日），我们进行了以下针对 Call on OPEC 的测算。

图表 7：2024 年 Call on OPEC 测算（百万桶/日）

单位：百万桶/日	2021	2022	2023	2024
全球需求	97.12	99.16	101.8	102.82
非OPEC产量	65.21	67.05	69.53	70.49
*美国增量				0.20
*加拿大增量				0.14
*巴西增量				0.45
*圭亚那增量				0.17
OPEC 总产量				32.33
— (OPEC NGL) 产量	5.29	5.41	5.30	5.30
Call on OPEC 原油产量				27.03
2023Q3 OPEC平均产量				27.60
2024年需要的额外减产产量				-0.57

数据来源：Bloomberg, 兴证期货研究咨询部

根据上述假设测算，2024 年全球市场要实现供需平衡，欧佩克+需要在 2023 年第三季度的基础上额外减产 57 万桶/日。同时，我们参考图表 1，根据 2023 年 11 月的欧佩克+会议，当前减产计划为 2024Q1 和 Q2 较 2023 年底减少约 50 万桶/日的产量。因此，若欧佩克+严格执行并落地达成的减产协议，原油市场可以如欧佩克+所愿在 2024 年实现供需平衡。

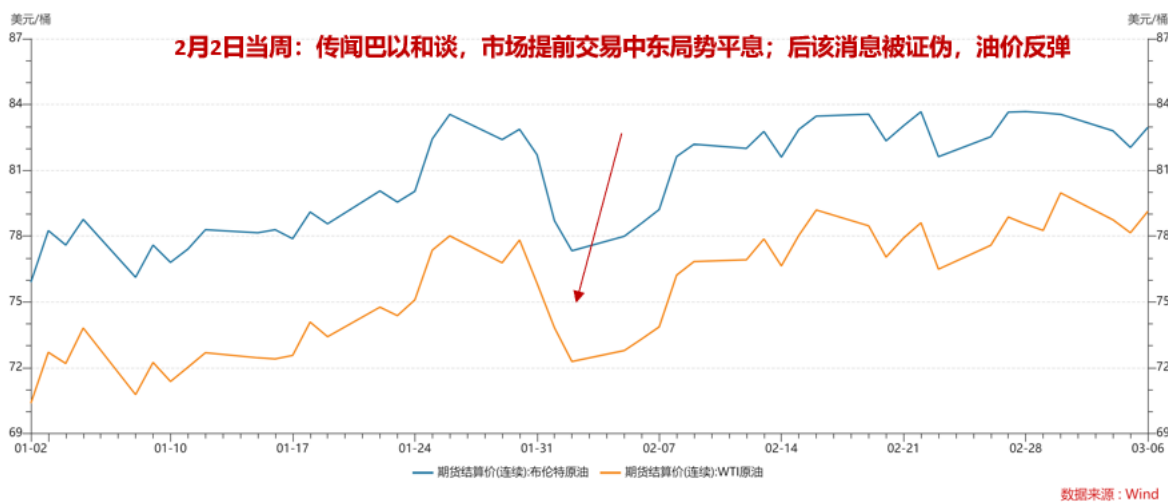
4. 近期原油走势回归及短期展望

2024 年初至今，原油市场主要围绕地缘事件进行交易，布伦特油价在 75-85 美金/桶附近波动。从基本面上看，EIA 数据显示商品原油库存累库较明显。供应端，美国页岩油产量仍然维持在 1300 万桶/日以上的历史高位。OPEC 2 月数据显示，OPEC 总供应较 1 月增加 110 万桶/日。2 月份的增量主要来自赦免国利比亚的产量恢复，主要协议国减产落地情况好于 1 月，后续仍需重点关注欧佩克+国家减产执行情况。需求端，海外经济复苏仍然偏缓慢，叠加美国炼厂检修超预期，需求仍然疲软。综合来看，当前原油自身基本面供应小幅过剩，并无明显上涨驱动。

地缘局势仍然是近期油价变动的主要驱动。2024 年 2 月 2 日当周，原油市场一度出现大幅下跌（布伦特周度跌幅超 6%，WTI 周度跌幅超 7%），当时市场传闻巴以将进行和谈结束战争，造成原油地缘政治溢价大幅回落。但此后一周该消息被证伪，原油价格快速上升回补前期的缺口。由此可见，当前在地缘局势的干扰下，原油交易操作难度较大，价格波动更多是事件性驱动。

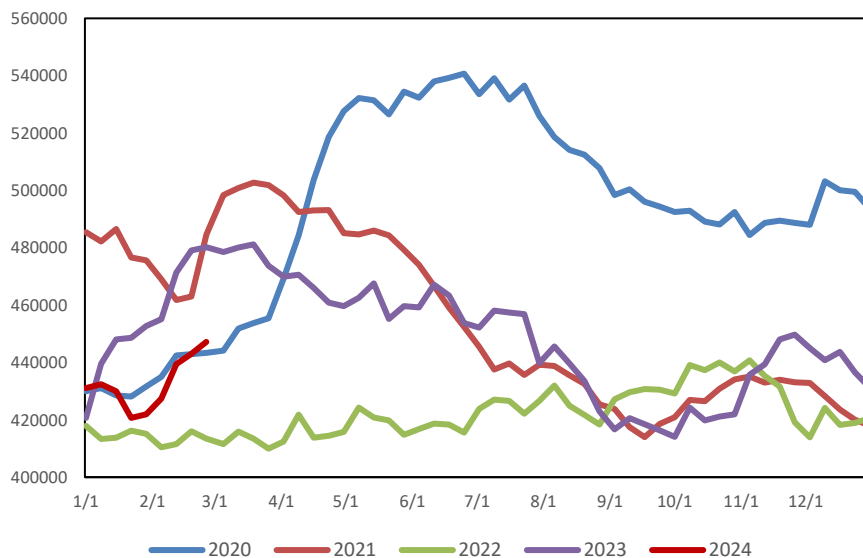
短期展望，尽管当前原油基本面数据及海外宏观数据偏利空，但欧佩克+的减产预期对油价底部有较强支撑，同时中东局势仍是驱动油价走高的主要因素，预计在加沙停火协议达成前，原油仍将维持偏强震荡状态。但需警惕，若中东停火协议一旦达成，原油市场可能出现短期回调。

图表 8：2024 年初至今原油价格走势（美元/桶）



数据来源：Wind, 兴证期货研究咨询部

图表 9：EIA 商品原油库存（千桶）



数据来源：EIA, 兴证期货研究咨询部

5. 总结

最新一期的欧佩克+减产协议从量级上看并无新增减量，仅从时间线上由此前至今年1季度延长至今年2季度，经测算该减产协议较2023年底实际减产量约为50万桶/日，而非欧佩克+对外宣称的220万桶/日（由于欧佩克+选取了更早的产量基准线）。尽管该减产协议并没有超市场预期，但基于当前宏观局势（维持2024年全球经济及原油需求维持小幅自然增长）进行测算的结论是：若欧佩克+严格执行并落地达成的减产协议，原油市场可以如欧佩克+所愿在2024年实现供需平衡。因此，该减产协议在当前仍可以对油价底部起到较强支撑。

短期展望当前原油市场，尽管当前原油基本面数据及海外宏观数据偏利空，但欧佩克+的减产预期对油价底部有较强支撑，同时中东局势仍是驱动油价走高的主要因素，预计在加沙停火协议达成前，原油仍将维持偏强震荡状态。但需警惕，若中东停火协议一旦达成，原油市场可能出现短期回调。

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。