

原油市场回顾及中短期展望

2024年5月8日 星期三

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

2024年1季度,原油市场整体呈现趋势上涨行情,布伦特从年初的低位75美金/桶附近趋势上升接近90美金/桶的区间,并在4月初成功突破90美金/桶的大关,创自2023年11月以来的新高。但在进入4月下旬之后,原油市场开始出现一定幅度的回调。

年初至今主要有3大因素驱动原油出现趋势上涨。首先,OPEC+延长减产政策从基本面角度给予市场信心,通过供应端的调节来平衡原油上半年的供需结构。其次,上半年中东局势的不断升级给了市场炒作地缘溢价的机会,尽管截至目前为止,中东局势并未对原油实质意义上的供应及需求造成明显影响,但其主要影响了市场情绪及恐慌程度,最终反应在价格上。最后,3月中旬“俄乌冲突”中乌克兰方面对俄罗斯炼厂的破坏对成品油市场造成一定扰动,驱动油价上涨。

短期角度,此轮布伦特突破90美金/桶区间主要受到地缘局势的驱动,原油自身基本面并无明显利好消息。当前市场对已发生的地缘事件已做了充分定价,且当前地缘冲突并未对原油的供应造成实质意义上的影响。若中东局势没有进一步发酵,短期油价倾

向回调，但预计下行空间相对有限。

从中期角度看，在 OPEC+集团正式退出减产协议之前，原油市场将持续呈现 OPEC+主动减产调节供应来匹配需求，从而实现供需平衡的格局。预期原油基本面仍无明显矛盾，底部有较强支撑，可以给市场提供炒作宏观预期或是地缘事件的机会。此外，重点关注下月初 OPEC+集团的动态，届时会对下半年的产量目标做出相关指引。

报告目录

1. 年初至今原油市场回顾.....	4
2. 地缘局势分析.....	5
3. OPEC+减产分析.....	7
4. 基本面分析.....	8
5. 中短期展望.....	12

图表目录

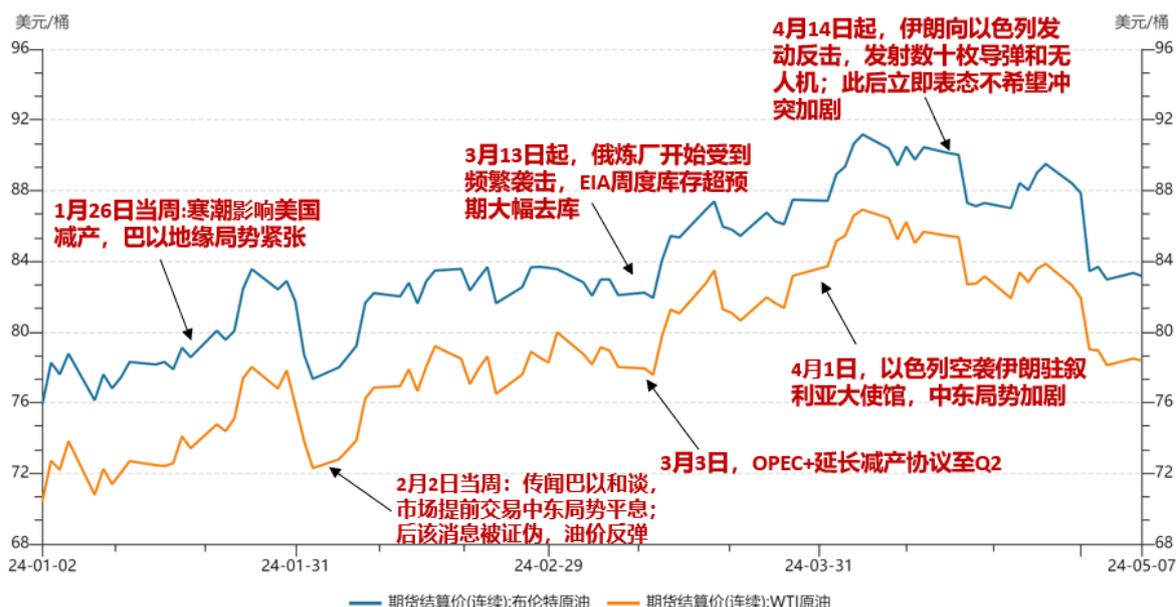
图表 1: 年初至今布伦特及 WTI 原油价格走势 (美元/桶)	4
图表 2: 2024 上半年 Call on OPEC 测算 (百万桶/日)	7
图表 3: OPEC+减产目标与实际产量	8
图表 4: EIA 美国原油流通库存 (千桶)	9
图表 5: 欧洲 ARA 原油库存 (千吨)	9
图表 6: 新加坡油品总库存 (千桶)	9
图表 7: 美国原油产量 (千桶/日)	10
图表 8: 美国原油产量及钻机数.....	10
图表 9: 美国制造业 PMI 及通胀数据.....	11
图表 10: 欧元区制造业 PMI 及通胀数据	11

1. 年初至今原油市场回顾

2024年1季度，原油市场整体呈现趋势上涨行情，布伦特从年初的低位75美金/桶附近趋势上升接近90美金/桶的区间，并在4月初成功突破90美金/桶的大关，创自23年11月以来的新高。但在进入4月下旬之后，原油市场开始出现一定幅度的回调。

从单月表现来看，1月份，由于寒潮影响美国页岩油产量，叠加上年初巴以冲突的加剧，油价从低点反弹接近80美金/桶区间。进入2月，原油市场在当月随地缘局势的变化波动较大。2月2日当周，市场一度传出巴以即将达成和谈的消息，造成短期地缘溢价大幅下降，当周布伦特及WTI的跌幅均超过6%，此后该消息被证伪，油价迅速反弹。3月初，OPEC+正式对外宣布将延长减产协议至2季度末，该消息从基本面利多油价；3月13日，乌克兰开始频繁袭击俄罗斯炼厂，造成俄炼厂产能下滑，影响其成品油生产及出口，叠加上3月EIA库存数据边际开始去库，3月原油市场继续表现强劲。4月1日，以色列空袭了伊朗驻叙利亚大使馆，中东局势进一步加剧，市场从炒作“巴以冲突”升级为炒作“伊以冲突”，同时由于伊朗是中东地区主要的原油生产国，市场担忧中东局势的加剧会影响到原油生产及供应，因此，油价在该事件爆发后进一步冲高并突破90美金/桶。此后，尽管伊朗方面向以色列发动了反击，但伊朗在反击结束后立即释放了相对温和的态度，其不希望与以色列的冲突进一步加剧。从当前角度看，“伊以冲突”并没有造成原油供应实质意义上的影响，且短期双方并没有出现进一步升级冲突的迹象，自4月下旬开始，市场对中东局势的炒作及地缘溢价大幅下降。

图表 1：年初至今布伦特及 WTI 原油价格走势（美元/桶）



数据来源：Bloomberg；Wind；兴证期货研究咨询部

综合来看，年初至今主要有 3 大因素驱动原油出现趋势上涨。首先，OPEC+延长减产政策从基本面角度给予市场信心，通过供应端的调节来平衡原油上半年的供需结构。其次，上半年中东局势的不断升级给了市场炒作地缘溢价的机会，尽管截至目前为止，中东局势并未对原油实质意义上的供应及需求造成明显影响，但严重影响了市场情绪及恐慌程度，最终反应在价格上。最后，3月中旬“俄乌冲突”中乌克兰方面对俄罗斯炼厂的破坏对成品油市场造成扰动，这也驱动油价上涨。

2. 地缘局势分析

年初至今，在原油市场的行情变化中，地缘局势的演绎可以说起到了主导作用。以 2 月行情为例，市场对巴以和谈的预期变化造成了两周内油价出现巨幅波动，尽管巴以冲突的发展并未对原油基本面造成实质意义上的影响。同时，3 月及 4 月原油的趋势上涨很大程度上也是由地缘事件主导。包括近期油价开始出现回落，也是由于市场对中东局势的解读开始出现了转向，认为局势有逐渐缓和的迹象。综合来看，当前的地缘因素主要可以分为 3 大方面，一是“巴以冲突”，二是“伊以冲突”，三是“俄乌冲突”。

首先，“巴以冲突”早在去年 10 月就开始爆发，市场对其炒作已有一段时间，近期更多是围绕能否达成和谈进行演绎。从地缘背景来看，由于巴勒斯坦和以色列都不是原油产国，因此冲突发生的核心地区并不涉及原油供应减少的问题。但是，“巴以冲突”背后涉及中东 OPEC 国家以及美国等多方利益，市场更多担忧一旦冲突或战争加剧，可能会涉及到 OPEC 国家下场（如后来涉及到伊朗和以色列之间的冲突）。若战争波及到 OPEC 国家，可能会造成全球原油供应的减少。此外，“巴以冲突”也衍生出了“红海危机”，胡塞武装袭击通往苏伊士运河的相关敌对国家的船只。“红海危机”使远东-北欧航线从途径苏伊士运河改为经好望角绕行，运距约增长 40%，航运时间将增加 10 天左右。该事件更主要的是影响到航运市场，由于其不影响原油市场最上游的供应，其对全球原油市场的供需影响较小，主要影响区域变化及区域价差，造成东西方市场流动效率降低，尤其是中东-欧洲流量，迫使东西方价差 Brent-Dubai EFS 走强，套利窗口打开，以及欧洲对美国供应的依赖度进一步提升。从当前角度看，我们认为市场已经对红海事件做了充分定价，且从贸易角度看，该事件只是重塑或者拉长了供应链线条结构，并未对原油总供应量造成显著影响。

其次，“伊以冲突”也是中东局势加剧后的表现。从时间线上看，伊朗冲突的起始点在 4 月 1 日，以色列军方用导弹袭击了伊朗驻叙利亚大使馆领事部门建筑，导致包括伊朗伊斯兰革

命卫队两名高级指挥官在内至少 13 人死亡，这是以军首次打击伊朗驻外使领馆。4 月 5 日，以色列临时关闭 28 家驻外大使馆，因美国情报显示伊朗可能会发动对以色列或美国相关重要资产的袭击。4 月 11 日，美国媒体宣称伊朗将在 24 至 48 小时内对以色列发动反击。4 月 14 日，伊朗向以色列发射数十枚导弹和无人机。同日，伊朗方面宣布此次军事行动结束；联合国安理会就此次事件召开紧急会议。4 月 15 日，伊朗外交部发言人卡纳尼表示，伊朗不寻求在中东地区制造紧张局势，不希望紧张局势升级。4 月 17 日，以色列军方发言人称以色列将回击伊朗，而美方表示不希望区域局势升级。4 月 19 日，伊朗南部地区传出爆炸声，市场传闻以色列导弹命中伊朗设施，伊朗方面辟谣称早先的声音为伊朗防空系统发出。随着伊朗方面再次重申不希望加剧与以色列方面的冲突，市场对“伊以冲突”的炒作开始下降。从基本面看，当前已发生的冲突并未直接造成原油生产及供应的破坏。尽管在 4 月 14 日伊朗发动反击后，西方国家纷纷表示将加大对伊朗的制裁力度，但考虑到伊朗常年受到制裁的压力，已具备相应抗压能力，同时伊朗目前主要向东出口油品为主。综合来看，当前该事件的发展对供应或是原油的基本面影响相对有限。但从价格角度看，伊以冲突对油价波动的影响确是巨大的，这主要是因为原油除了商品属性外，还兼具宏观地缘属性。伊以事件的爆发使得原油地缘溢价大幅抬升，驱动布伦特价格一度刷新年内新高，突破 90 美金/桶。但从 4 月下旬开始，“伊以冲突”开始逐步趋向缓和，且当前并无进一步加剧迹象，驱动地缘溢价大幅下降。

最后，乌克兰在 3 月中旬开始频繁袭击俄罗斯炼厂，该事件也对油价造成较大扰动。其实乌克兰从今年 1 月底就开始袭击俄罗斯炼厂，但当时袭击频率较低且造成的破坏程度较小，并未对市场造成明显冲击。从 3 月中旬开始，乌克兰方面加强袭击密度。4 月初，超 25% 的俄罗斯炼能遭到破坏，总炼能处于自 2023 年 5 月以来的低位，预计俄罗斯方面炼能约损失超过 150 万桶/日。从基本面角度看，该事件主要影响俄罗斯方面成品油的生产及对外出口，并不影响原油供应。且从理论角度看，由于俄罗斯的财政收入大幅依赖能源产品出口，俄罗斯甚至有可能通过加大原油出口来弥补成品油端收入的减少。但是，综合考虑到俄罗斯此前在 OPEC+ 集团中的减产承诺以及西方市场对俄油的制裁，短期内俄罗斯大量抛售原油的可能性较低。因此，该事件更多是情绪上利多原油市场。从理论角度看，该事件对原油基本面的冲击偏中性，甚至是偏空油价，若俄罗斯选择抛售更多原油来缓解成品油出口下降带来的财政损失。

综上，从结果上来看，3 大地缘事件都利多油价，驱动原油出现趋势上涨；但从基本面角度看，当前 3 大事件的演绎并未明显改变原油市场的供应。油价上涨更多是对地缘事件情绪及未来预期的炒作，而非对基本面的反应。预计当前油价对上述 3 大地缘事件已经定价较为充分，若短期地缘事件有进一步缓和迹象，油价倾向跟随地缘溢价的回落出现回调。

3. OPEC+减产分析

上述地缘局势更多是从情绪及地缘溢价角度驱动油价上涨，而 OPEC+集团推出的延长减产政策则是从基本面供应层面直接利好油价。

从时间线上看，3月3日，欧佩克官方正式对外宣布，欧佩克+将把去年11月30日达成的减产协议延长至今年2季度末，此前达成的减产协议原计划执行至今年1季度末。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。从减量上看，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，基于2023年四季度OPEC+的产量，该减产协议实际减量约为70万桶/日。

针对实际情况较2023年四季度70万桶/日的减量，我们也进行了相关的测算。考虑到今年美国及其他地区新增产能有限，我们认为即使在年内由于全球经济增速不及预期，原油需求仍显疲软，但OPEC+方面的供应减量仍然可以起到平衡市场的作用。因此，在OPEC+减产的背景下，原油基本面仍然可以维持平衡状态，这也给市场进一步炒作地缘事件或是炒作经济复苏提供了强有力的基本面支撑。

图表 2：2024 上半年 Call on OPEC 测算（百万桶/日）

单位：百万桶/日	2021	2022	2023	2024E
全球需求	97.12	99.16	101.80	102.82
非OPEC产量	65.21	67.05	69.53	70.49
+美国新增产量				0.2
+加拿大新增产量				0.14
+巴西新增产量				0.45
+圭亚那新增产量				0.17
OPEC总产量				32.33
-OPEC NGL 产量	5.29	5.41	5.3	5.3
Call on OPEC产量				27.03
-OPEC赦免国产量				5.18
Call on OPEC 9大核心国产量				21.85
2024H1 产量目标				21.22

数据来源：Bloomberg；OPEC 官网；兴证期货研究咨询部

图表 3：OPEC+减产目标与实际产量

国家: 产量 (千桶/日)	23年6月第35次会议产量基准	23年4月减产协议	23年11月第36次会议减产协议	24年Q1和Q2产量目标	23年Q4产量	24年3月产量	产量与目标差值
阿尔及利亚	1007	-48	-51	908	959	909	1
安哥拉	1100			1100	1138		-1100
刚果	277			277	240	250	-27
几内亚	70			70	64	59	-11
加蓬	177	-8		169	234	230	61
伊拉克	4431	-211	-223	3997	4304	4194	197
科威特	2676	-128	-135	2413	2548	2446	33
尼日利亚	1500			1500	1377	1398	-102
沙特阿拉伯	10478	-500	-1000	8978	8982	9037	59
阿联酋	3219	-144	-163	2912	2920	2925	13
全体OPEC+国家	24935	-1039	-1572	21224	21628	21448	224
阿塞拜疆	551			551	465		
巴林	196			196	195		
文莱	83			83	79		
哈萨克斯坦	1628	-78	-82	1468	1610		
马来西亚	401			401	377		
墨西哥	1753			1753	1708		
阿曼	841	-40	-42	759	837		
俄罗斯	9828		-500	9328	9557		
苏丹	64			64	50		
南苏丹	124			124	144		
全体其他OPEC+国家	15469	-118	-624	14727	15022	14700	-27
全体OPEC+国家	40404	-1157	-2196	35951	36650	36148	197

数据来源：Bloomberg；OPEC 官网；兴证期货研究咨询部

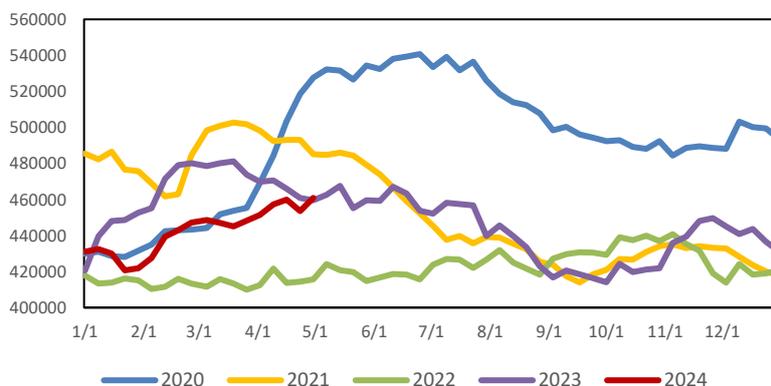
最后从 OPEC+的实际执行角度看，截至 1 季度末，OPEC+实际产量较目标产量仍然有约 20 万桶/日的超额，从最新的 4 月数据来看，4 月主要国家产量较 3 月有小幅下滑，但当前 OPEC+ 仍未完全完成既定的减产目标。基于此，OPEC+集团近期多次重申将在 2 季度加大减产来实现既定目标，特别是 5 月 3 日，OPEC 在其官网上发布针对此前产量超协议计划值的国家的减产补偿计划。因此，尽管当前 OPEC+的实际产量与计划值仍有一定缺口，但该缺口量较小，未来仍然预期 OPEC+集团可以通过进一步的内部调节来实现既定目标。

综合来看，OPEC+的减产政策至少在上半年给原油市场的基本面提供了较强的支撑。中长期看，需要重点关注 6 月初 OPEC+对集团下半年产量做出的指引，当前倾向认为下半年 OPEC+集团仍然不会完全退出减产政策。

4. 基本面分析

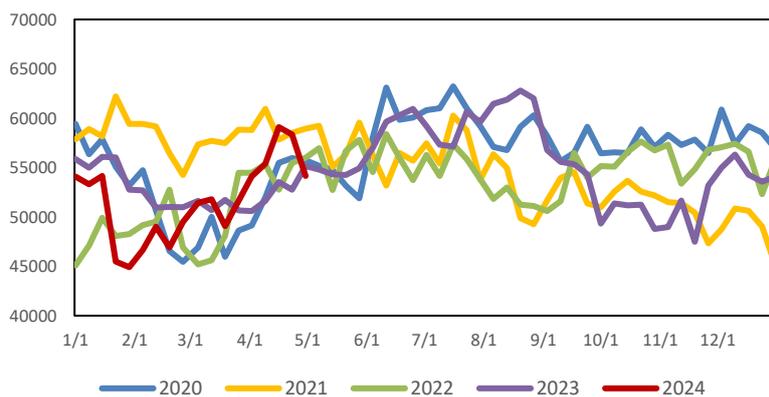
库存角度，EIA 美国商品原油库存自今年 2 月份起一直处于累库趋势。尽管从绝对值上看，库存水平较 5 年均值仍然不高，但从斜率上看，今年美国原油库存的累库幅度要高于疫情后的前几年。这也反映了年初至今，原油基本面并非如市场价格所显示的大幅改善，反而存在阶段性供应过剩的压力。由于今年以来，地缘事件对油价的扰动过大，存在一定时间内油价走势与库存走势发生劈叉的现象。从其他几个主要地区的库存情况来看，欧洲及新加坡市场也未出现库存大幅走好的迹象，但这两个地区的库存绝对值仍然处于历史相对低位。综合来看，年初至今原油库存的走势只能给到偏中性的评价，一方面，偏低的库存绝对值稍利好市场，但近期美国市场库存的不断增加反应了当前市场仍未完全复苏。

图表 4：EIA 美国原油流通库存（千桶）



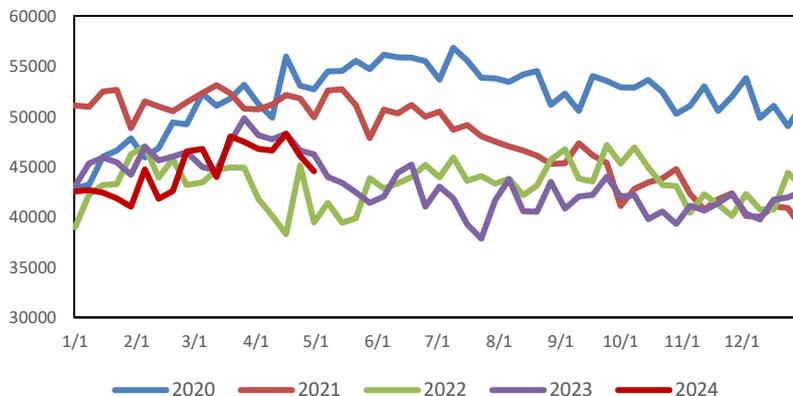
数据来源：Bloomberg, 兴证期货研究咨询部

图表 5：欧洲 ARA 原油库存（千吨）



数据来源：Bloomberg, 兴证期货研究咨询部

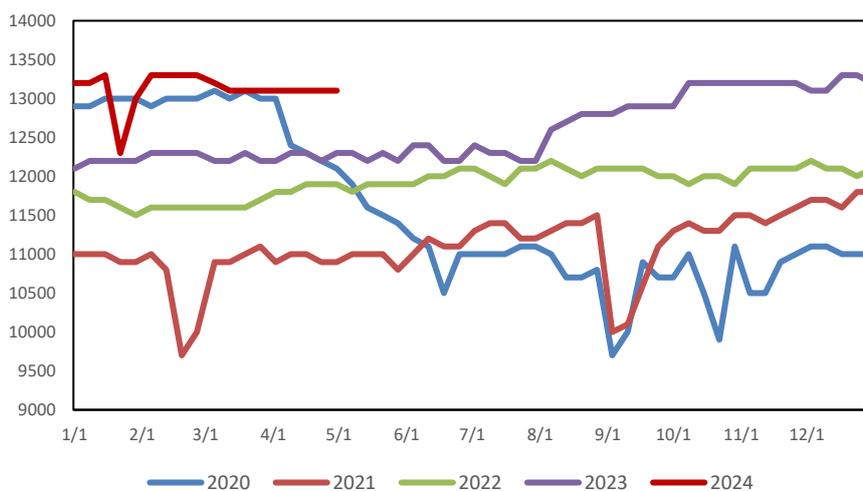
图表 6：新加坡油品总库存（千桶）



数据来源：Bloomberg, 兴证期货研究咨询部

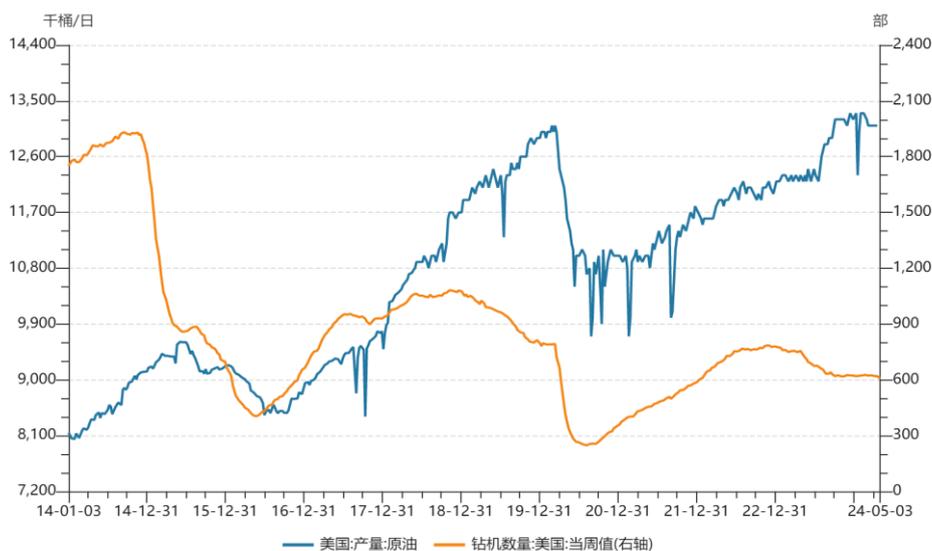
供应角度，美国产量仍然处于历史相对高位，但符合此前的预期，即新增产能相对有限，且此轮原油活跃钻机数量已经在 2023 年上半年见顶。而其他非 OPEC+地区暂无明显新增产量。OPEC+方面，正如上文论述，尽管 OPEC+的闲置产能较为充足，但当前产量受到减产协议的调控。OPEC+实际产量与目标产量仍有小幅缺口，仍不足以改变市场对 OPEC+遵守协议进行减产的看法。综合来看，年初至今，供应端无明显意外事件发生，主要关注 OPEC+的动态。

图表 7：美国原油产量（千桶/日）



数据来源：Bloomberg, 兴证期货研究咨询部

图表 8：美国原油产量及钻机数



数据来源：Wind

数据来源：Wind, 兴证期货研究咨询部

最后从需求角度看，海外市场所面临的通胀及经济增速低迷问题仍然没有出现较明显的复苏迹象。美联储最新的表态也暗示了近期出现降息的可能性较低，这对大宗商品需求不利。从现实角度看，年初至今原油需求表现与海外经济数据的反应较为一致，总体表现较为中性，并没有出现强劲的上升趋势。短期对油品需求的期待主要来自于汽油传统夏季出行旺季的带来，中长期需求复苏仍需要等待经济数据进一步走强。

图表 9：美国制造业 PMI 及通胀数据



数据来源：Wind, 兴证期货研究咨询部

图表 10：欧元区制造业 PMI 及通胀数据



数据来源：Wind, 兴证期货研究咨询部

综合来看，当前原油基本面呈现需求预期偏中性，但可以通过供应端 OPEC+减产调节来匹配需求，从而实现供需平衡的格局。在 OPEC+减产政策退出之前，预期原油基本面仍无明显矛盾，底部有较强支撑，给市场提供了炒作宏观预期或是地缘事件的机会。

5. 中短期展望

短期角度，此轮布伦特突破 90 美金/桶区间主要受到地缘局势的驱动，原油自身基本面并无明显利好消息。当前市场对已发生的地缘事件已经定价较为充分，且当前地缘冲突并未对原油的供应造成实质意义上的影响。若中东地缘局势没有进一步发酵，短期油价倾向回调，但预计下行空间相对有限。

从中期角度看，在 OPEC+集团正式退出减产协议之前，原油市场将持续呈现 OPEC+主动减产调节供应来匹配需求，从而实现供需平衡的格局。预期原油基本面仍无明显矛盾，底部有较强支撑，这给市场提供了炒作宏观预期或是地缘事件的机会。此外，重点关注下月初 OPEC+集团的动态，届时会对下半年的产量目标做出相关指引。

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。