

欧佩克+减产背景下，下半年原油基本面仍然向好

2024年7月12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

联系人

俞秉甫

邮箱：yubf@xzfutures.com

内容提要

自6月5日以来，油价的趋势上涨除了市场重新评估欧佩克+政策以及基本面支撑外，更多是由事件驱动，包括地缘局势及天气因素。而近一周油价的回落也主要是因为地缘局势的缓和叠加飓风实际影响有限。

往后看，下半年原油基本面仍然会延续供应偏紧、需求值得期待的局面。供应端，下半年非欧佩克+部分的增量相对有限，暂无通过大幅增产挑战欧佩克+控价的能力。从欧佩克+角度看，其核心成员国相对较高的财政盈余平衡油价预示了该集团即使在3季度后也不会急于转向“低价增产”策略。同时，考虑到欧佩克+在3季度前延续减产政策，以及当下实际产量仍高于目标值，下半年欧佩克+仍有下调产量的空间。需求端，下半年至2025年，油品需求仍然会保持一定增长，只是当前市场对增长的高度存在分歧。悲观情境下，明年油品需求仍然会有近100万桶/日的增量，这并不会导致市场出现衰退。而一旦实际需求增长超预期，将会打开油价上方空间。最后，考虑到长期油价的表现与油品库存呈较好的负相关性，当前全球主要地区的低库存对油价起到支撑。我们认

为下半年布伦特平均价格仍然可以维持在 85 美金/桶左右的较高中枢。

报告目录

1. 近期市场波动主要受到地缘及飓风天气影响.....	4
2. 下半年供应仍然偏紧，欧佩克+有进一步减产空间.....	5
3. 汽油旺季背景下，油品需求值得期待.....	8
4. 全球主要地区油品库存仍处于低位.....	10
5. 总结及展望.....	12

图表目录

图表 1: 年初至今（7月11日）布伦特走势（美元/桶）.....	5
图表 2: 2024年前三季度 OPEC+国家产量及目标（百万桶/日）.....	6
图表 3: IMF 测算中东主产国财政盈余平衡油价（美元/桶）.....	6
图表 4: 美国原油产量（千桶/日）及钻机数.....	7
图表 5: 美国原油 DUC 数量.....	7
图表 6: 美国汽油表需（千桶/日）.....	9
图表 7: 美国汽油裂解价差（美元/桶）.....	9
图表 8: IEA OECD 国家原油库存（百万桶）.....	10
图表 9: IEA 全球可观测油品库存（百万桶）.....	11
图表 10: EIA 美国商品原油库存（千桶）.....	11

1. 近期市场波动主要受到地缘及飓风天气影响

自6月4日创下阶段新低以来，近一个月，国际油价出现了新一轮趋势上涨行情。此轮油价上涨主要由4大因素驱动。

首先，市场重新评估了6月2日欧佩克+的会议内容，扭转了此前偏空的解读。欧佩克+在6月2日的会议中提到计划将从今年10月起逐步提高集团成员的产量，市场对此的及时反应是认为该计划将会导致远月市场供应过剩。反应到盘面上，油价在6月3日和6月4日出现暴跌。但很快，市场意识到欧佩克+的增产计划“暗藏玄机”。该集团在官方会议纪要中标注10月后的增产计划可以随时暂停或逆转。同时，6月6日，沙特能源大臣阿卜杜勒阿齐兹·本·萨勒曼在圣彼得堡国际经济论坛上重申该集团仍然把市场稳定放在首位，最终的增产计划会根据未来的市场情况而定，欧佩克+保留最终的选择权。在重新解读了6月2日的集团会议之后，当前市场认为欧佩克+在3季度仍然会继续减产，4季度至明年是否增产取决于未来的需求情况，总体上看，市场不认为此次会议内容利空市场。因此，此轮油价初期的上涨主要受到市场对6月欧佩克+会议观点改变的影响，开始超跌反弹。

其次，进入6月份，北美进入传统的汽油消费旺季，市场对旺季的预期与炒作驱动油价偏强运行。尽管自疫情后，随着远程办公数量的增加以及新能源和混动汽车市占率的上升，汽油出行消费受到冲击。但从环比数据来看，近期美国汽油库存连续超预期减少伴随表需的提升，汽油旺季消费的逻辑仍在，对油价起到支撑。同时，地缘局势进一步驱动油价走强。自6月以来，市场开始爆发并炒作以色列与黎巴嫩真主党的全面冲突。考虑到真主党的军事实力强于此前与以色列爆发战争的哈马斯，市场对中东局势的恐慌情绪进一步上升，驱动地缘溢价走高。尽管以色列和黎巴嫩都不是主要原油供应国，但中东局势的复杂性令市场再次炒作地缘因素，从非基本面角度抬高油价。最后，7月初贝丽儿飓风逼近墨西哥湾使得市场担忧飓风可能导致德克萨斯州的部分油品生产供应中断，一度驱动油价走强。但根据本周消息，贝丽儿飓风已经登陆美国德克萨斯州且对当地油气生产影响较小。本周油价的回落也反应了飓风的影响在减弱。

综上，本轮油价的上涨除了市场重新评估欧佩克+的政策以及基本面支撑外，更多是由事件驱动，包括地缘局势及天气因素。而近一周油价的回落也主要反应了自本周开始中东局势有所缓和以及飓风的影响在减弱。

图表 1：年初至今（7 月 11 日）布伦特走势（美元/桶）



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

2. 下半年供应仍然偏紧，欧佩克+有进一步减产空间

欧佩克+集团角度，在 6 月 2 日的部长会议中，该集团确定了将延续上半年的减产目标至少至 3 季度。截至 5 月，欧佩克+实际的产量较目标产量仍有约 60 万桶/日的超额生产。对此，集团在此次会议中再次敦促相关超产国家（伊拉克、俄罗斯和哈萨克斯坦）在 6 月底前提交补偿减产计划。预计 3 季度集团相关国家存在进一步减产的可能来弥补上半年的超额生产。

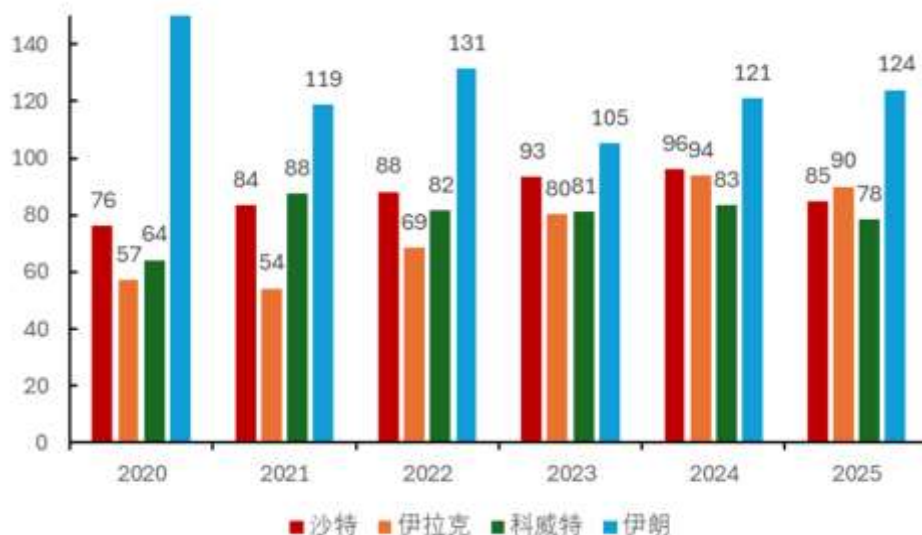
至于 4 季度至明年欧佩克+的产量，我们认为存在一定变数，实际情况可能并不一定如欧佩克+在 6 月会议规划的那样：自 2024 年 10 月起，平均每月增产约 20 万桶/日；至 2025 年 9 月共增产约 250 万桶/日。若欧佩克+按计划完全增产 250 万桶/日，按照保守的需求预期，2024 年和 2025 年全球需求增长约 200 万桶/日，这会导致几十万桶的过剩。我们认为欧佩克+对 2024 年 10 月后增产的规划可以解读为对未来市场需求的看好，实际落地情况需匹配未来需求表现，即该集团的目标仍然是在不牺牲价格的前提下匹配市场需求，实现利益最大化。因此，对于 4 季度至明年欧佩克+方面的供应，我们认为其不会转向完全过剩。此外，我们也可以从中东主产国财政盈余平衡油价角度思考，认为欧佩克+短期不会转向放开生产的战略。当前中东主产国财政盈余平衡油价仍然较高，其中欧佩克+集团主导国沙特的平衡价格中枢仍然在 85 美金/桶。我们认为若 2024 年底至 2025 年，市场出现明显过剩导致油价长期表现不佳的情景，OPEC+很有可能对增产时间点做出适当调整。参考以往经验，OPEC+的政策对于价格具有较高的敏感性。

图表 2：2024 年前三季度 OPEC+ 国家产量及目标（百万桶/日）

国家/产量 (百万桶/日)	24年前三季度产量目标	24年5月产量	5月产量与目标差值	产能	产能-5月产量
阿尔及利亚	0.91	0.9	-0.01	1	0.1
刚果	0.28	0.26	-0.02	0.3	0
几内亚	0.07	0.06	-0.01	0.1	0
加蓬	0.17	0.22	0.05	0.2	0
伊拉克	4	4.28	0.28	4.9	0.6
科威特	2.41	2.49	0.08	2.9	0.4
尼日利亚	1.5	1.35	-0.15	1.4	0.1
沙特阿拉伯	8.98	9.03	0.05	12.1	3.1
阿联酋	2.91	3.25	0.34	4.3	1
OPEC-9 国家	21.22	21.84	0.62	27.1	5.3
伊朗		3.31		3.8	
利比亚		1.19		1.2	0
委内瑞拉		0.88		0.9	0
全体 OPEC 国家		27.22		33	5.3
阿塞拜疆	0.55	0.48	-0.07	0.5	0
哈萨克斯坦	1.47	1.49	0.02	1.6	0.1
墨西哥		1.59		1.6	0
阿曼	0.76	0.76	0	0.9	0.1
俄罗斯	9.05	9.22	0.17	9.8	
其他	0.87	0.76	-0.11	0.9	0.1
全体 Non-OPEC 国家	12.7	14.3	1.6	15.2	0.3
OPEC+ 18 国	33.92	34.55	0.63	40.7	5.6
全体 OPEC+ 国家		41.52		48.2	5.6

数据来源：IEA；Bloomberg；兴证期货研究咨询部

图表 3：IMF 测算中东主产国财政盈余平衡油价（美元/桶）

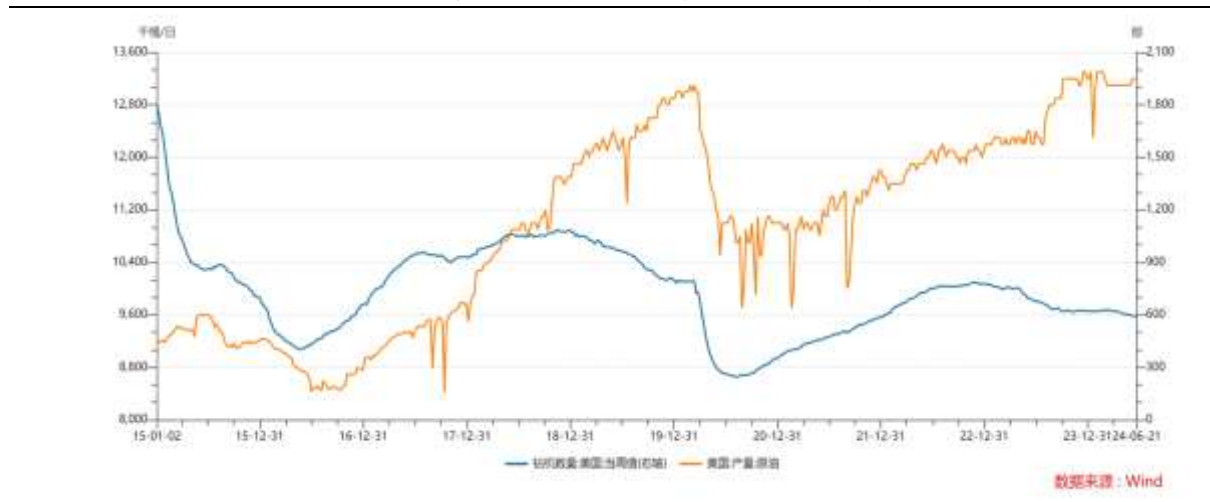


数据来源：IMF；Bloomberg；兴证期货研究咨询部

非欧佩克+角度，未来新增产量主要来自美洲 4 国：美国、加拿大、巴西和圭亚那。加拿大、巴西和圭亚那 3 国由于投产计划较为固定，今年预计共增产约 75 万桶/日，短期对全球供应冲

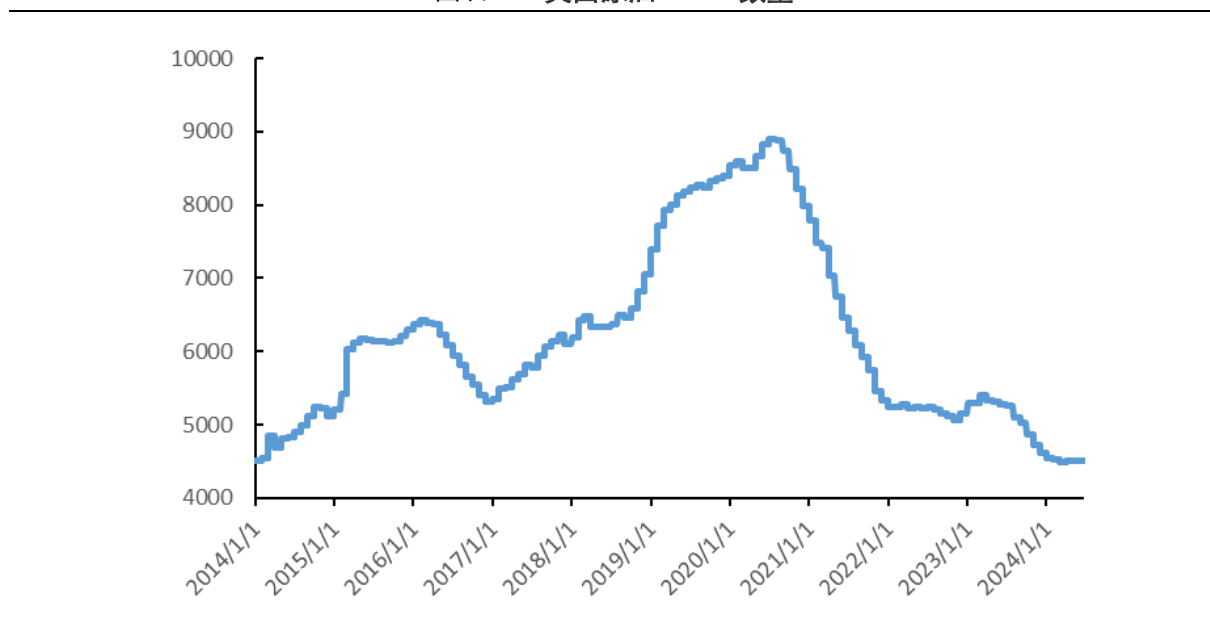
击相对有限。年初至今美国原油产量维持在 1310-1330 万桶/日附近，总体变化不大。参考美国趋势下降的活跃钻机数及 DUC 数量仍处于低位，预计短期内美国原油产量增幅有限。

图表 4：美国原油产量（千桶/日）及钻机数



数据来源：Wind；兴证期货研究咨询部

图表 5：美国原油 DUC 数量



数据来源：Bloomberg；兴证期货研究咨询部

综合来看，下半年非欧佩克+部分的增量相对有限，暂无通过大幅增产挑战欧佩克+控价的能力。从欧佩克+角度看，其核心成员国相对较高的财政盈余平衡油价预示了该集团即使在 3 季

度后也不会急于转向“低价增产”策略。同时，考虑到欧佩克+在3季度前延续减产政策，以及当下实际产量仍高于目标值，预计下半年欧佩克+仍有下调产量的空间，驱动供应端继续偏紧。

3. 汽油旺季背景下，油品需求值得期待

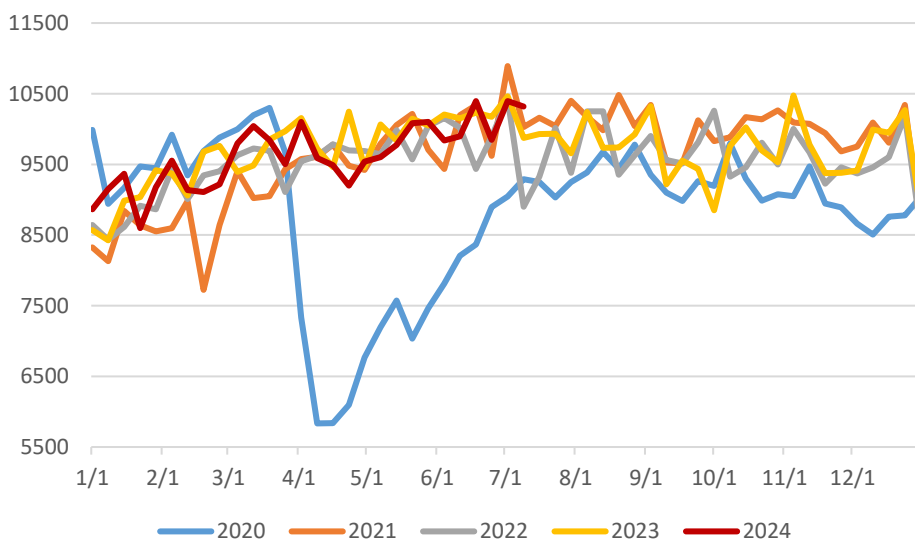
关于原油需求研究，本质是一个宏观课题，因为从历史上看，原油的消费与宏观经济周期强相关。特别是美国、中国、印度和欧盟的经济增长变化（以上4个地区对应全球油品主要消费地）对油品需求起到主要影响。

当前市场对下半年及明年需求预期存在分歧。参考3大机构（IEA、EIA和OPEC）的预测，其中分歧较大。首先，国际能源署（IEA）对需求预期偏悲观。在最新的7月报中，IEA认为4季度全球油品消费增速将降至去年4季度以来最低水平，且2025年全球油品消费增长将低于100万桶/日。疫情后中国需求的快速修复已经基本结束，未来中国消费将会放缓同时全球经济增速的乏力以及新能源车的替代将对需求增长形成压制。相反，美国能源署（EIA）和OPEC对未来需求预期偏乐观。在最新一期月报里，EIA和OPEC分别认为2025年全球油品需求同比增长180万桶/日和185万桶/日。两大机构均对未来经济相对看好。

我们认为当下全球经济暂无明显衰退迹象。因此对于需求预期，我们认为至少不悲观。短期有西方夏季出行旺季的预期，长期有美联储降息背景下，宏观层面的改善，可以有所期待。即使宏观预期不兑现，未来一年需求仍可以实现至少100万桶/日的自然增长。短期新能源想大幅渗透替代传统能源的难度较大。同时，进入夏季汽油传统消费旺季之后，美国汽油表需有所改善，尽管当前汽油裂解价差仍然偏弱，但在旺季背景下，市场对需求的预期逐步好转，短期仍有上升空间。

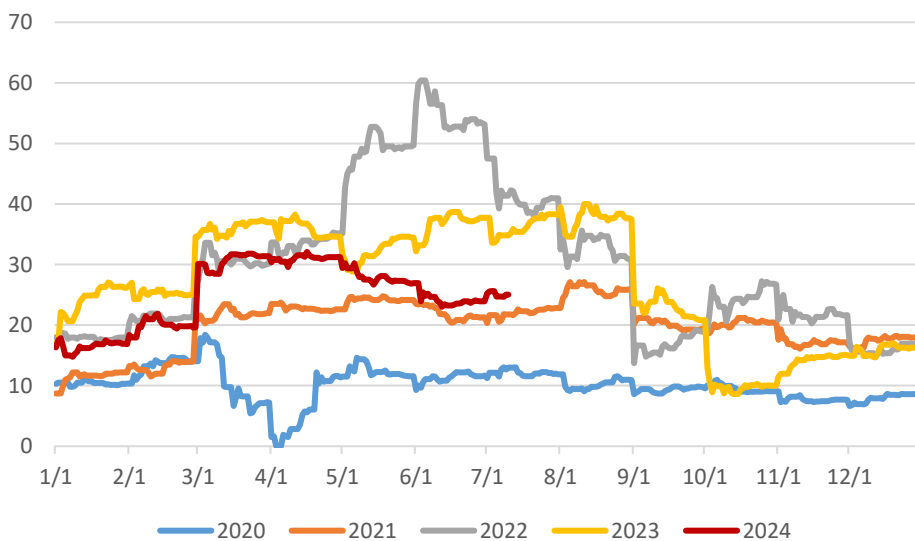
综合来看，我们认为下半年至明年，油品需求仍然会保持一定增长，只是当前市场对增长的高度存在分歧。悲观情境下，明年油品需求仍然会有近100万桶/日的增长，这并不会导致市场出现衰退。而一旦实际需求增长超预期，将会打开油价上方空间。

图表 6: 美国汽油表需 (千桶/日)



数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 7: 美国汽油裂解价差 (美元/桶)



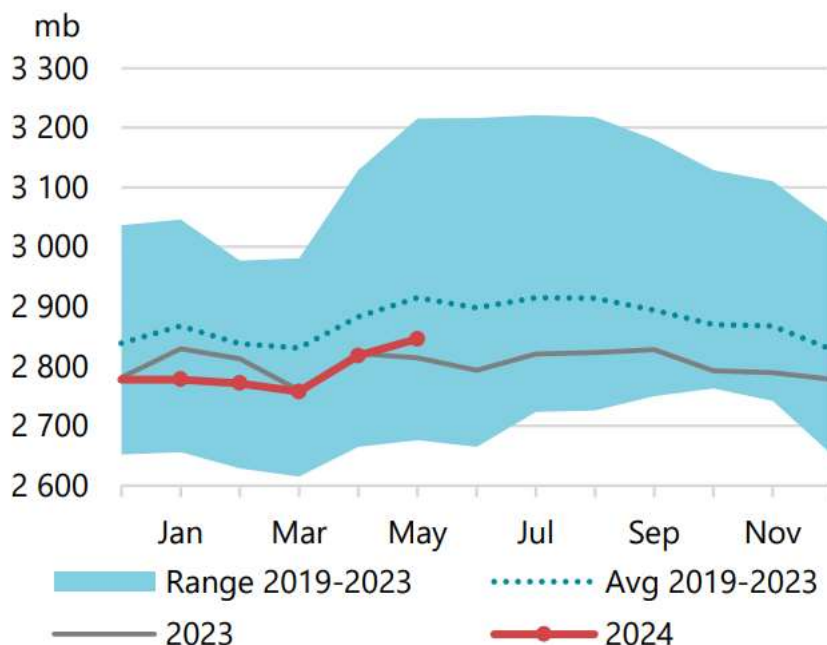
数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

4. 全球主要地区油品库存仍处于低位

参考 IEA 最新一期数据，5 月 OECD 国家库存为 2845 百万桶。尽管自 3 月以来，OECD 库存已经连续两个月出现上涨，且当前库存创 2021 年 7 月以来新高，但是该库存量仍较过去 5 年均值低约 69 百万桶。此外，从 IEA 可观测到的全球总体库存来看，当前库存绝对水平仍然处于历史分位数低位。在低库存背景下，油价下行空间受到限制。由于 IEA 库存数据存在一定滞后性，更高频的角度可以参考 EIA 美国库存数据。截至 7 月 5 日当周，美国商品原油库存为 445.01 万桶，低于过去 5 年均值。且进入 7 月份以来，美国商品原油库存连续超预期减少，边际在改善。

综上，不论是更大样本的 OECD 库存数据还是更高频的 EIA 库存数据均显示当前主要地区油品库存处于历史均值相对低位。若用更高频的 EIA 库存作为跟踪指标来看，进入 7 月后，在夏季旺季的刺激下，油品的库存开始改善，扭转了上半年不断累库的状态，再次出现去库。考虑到长期油价的表现与油品库存呈较好的负相关性，当前全球主要地区的低库存对油价起到支撑。

图表 8：IEA OECD 国家原油库存（百万桶）



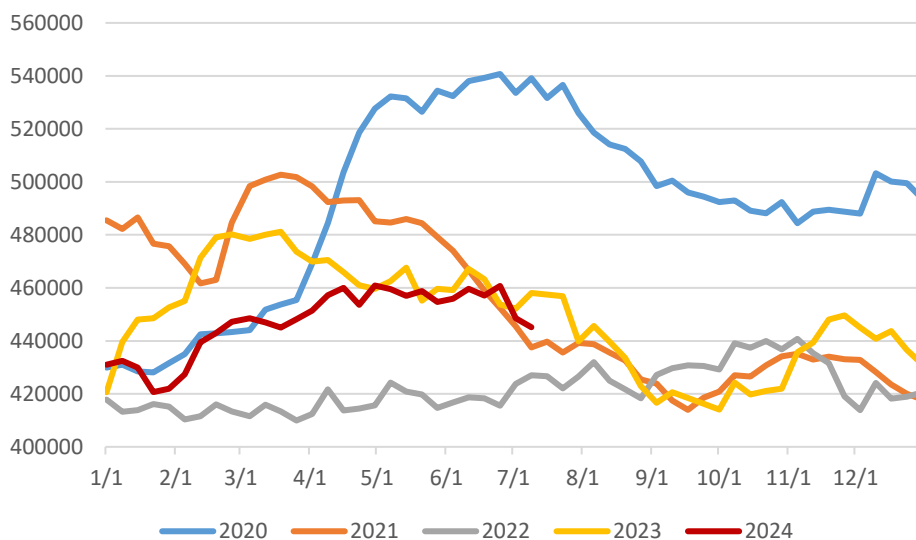
数据来源：IEA；兴证期货研究咨询部

图表 9: IEA 全球可观测油品库存 (百万桶)



数据来源: IEA; 兴证期货研究咨询部

图表 10: EIA 美国商品原油库存 (千桶)



数据来源: EIA; 兴证期货研究咨询部

5. 总结及展望

自6月5日以来，油价的趋势上涨除了市场重新评估欧佩克+政策以及基本面支撑外，更多是由事件驱动，包括地缘局势及天气因素。而近一周油价的回落也主要是因为地缘局势的缓和叠加飓风实际影响有限。

往后看，下半年原油基本面仍然会延续供应偏紧、需求值得期待的局面。供应端，下半年非欧佩克+部分的增量相对有限，暂无通过大幅增产挑战欧佩克+控价的能力。从欧佩克+角度看，其核心成员国相对较高的财政盈余平衡油价预示了该集团即使在3季度后也不会急于转向“低价增产”策略。同时，考虑到欧佩克+在3季度前延续减产政策，以及当下实际产量仍高于目标值，下半年欧佩克+仍有下调产量的空间。需求端，下半年至2025年，油品需求仍然会保持一定增长，只是当前市场对增长的高度存在分歧。悲观情境下，明年油品需求仍然会有近100万桶/日的增量，这并不会导致市场出现衰退。而一旦实际需求增长超预期，将会打开油价上方空间。最后，考虑到长期油价的表现与油品库存呈较好的负相关性，当前全球主要地区的低库存对油价起到支撑。我们认为下半年布伦特平均价格仍然可以维持在85美金/桶左右的较高中枢。

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唯一因素。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。