

旺季到来基本面转好，但宏观因素驱动油价下行

2024年8月1日 星期四

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

行情回顾

7月国际油价趋势下跌，中东局势的缓和以及宏观氛围的转弱是价格下跌的主因。尤其是7月下旬，大宗商品市场出现普跌，原油也在市场悲观情绪的影响下大幅下挫，布伦特一度跌破80美金/桶，创阶段新低。截至7月31日，布伦特主力收盘于81.51美金/桶，月涨幅-4.11%；WTI主力收盘于78.64美金/桶，月涨幅-3.56%；上海国际能源SC主力收盘于580.4元/桶，月涨幅-7.12%。

后市展望及策略建议

基本面角度，7月原油基本面在汽油消费旺季的支持下，边际改善。美国商品原油库存连续超预期减少，同时欧洲ARA地区库存也出现改善。供应端，美国产量小幅增加10万桶/日，但石油活跃钻机数仍处于下降趋势，预计短期继续增产空间有限。7月24日，OPEC公布伊拉克、哈萨克斯坦和俄罗斯3国的补偿减产方案，以上3个国家在2025年9月之前分别需要补偿减产118.4万桶/日、62万桶/日和48万桶/日。总体看，预计3季度OPEC+存在进一步减产的可能来弥补上半年的超额生产，继续对油价起到支撑。需求端，现实偏强但预期转弱。夏季出行旺季的到来带动汽油消费，但宏观层面市场交易衰退预期。

地缘角度，中东局势一度缓和，驱动原油地缘溢价大幅回落。但 7 月 31 日，哈马斯领导人在伊朗遭袭击身亡，中东局势又起波澜，短期市场出现新一轮炒作。

综合来看，7 月油价的走弱主要因为市场交易宏观衰退逻辑，出现了大宗商品普跌的现象。但从原油自身基本面来看，边际仍有所好转，3 季度在 OPEC+继续减产的背景下原油仍有去库空间，这对油价起到支撑。在油价快速下行后，预计未来继续下跌空间有限，同时需注意地缘风险可能驱动油价再次上行。

风险提示

OPEC+实际减产率不及减产协议的规定；美联储降息议程；中东及俄乌局势变化

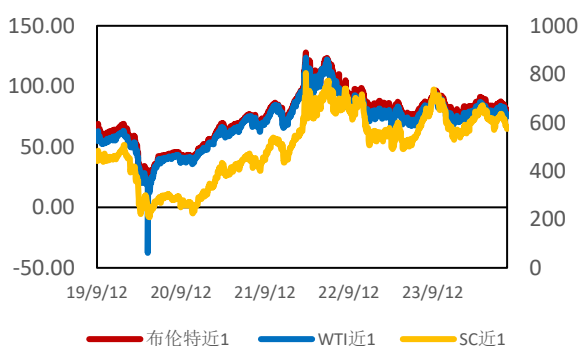
目录

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. 夏季旺季到来，商品原油及汽油库存大幅改善.....	6
2.1.2. 欧洲油品总库存继续减少，原油库存处于季节性低位.....	7
2.2 供应.....	9
2.2.1. 美国产量出现小幅上涨，但活跃钻机数继续趋势下降.....	9
2.2.2. 欧佩克公布伊拉克、哈萨克斯坦和俄罗斯 3 国的补偿减产方案，3 季度集团产量仍有下降空间.....	10
2.3 需求：短期角度，汽油消费仍然偏强；长期角度，市场出现宏观衰退逻辑.....	12
3、总结与后市展望.....	15

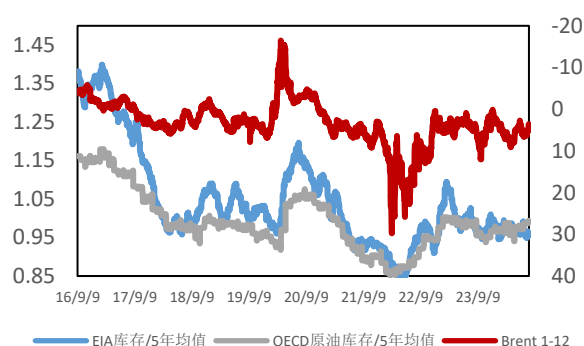
1、行情回顾

7月国际油价趋势下跌，中东局势的缓和以及宏观氛围的转弱是价格下跌的主因。尤其是7月下旬，大宗商品市场出现普跌，原油也在市场悲观情绪的影响下大幅下挫，布伦特一度跌破80美金/桶，创阶段新低。截至7月31日，布伦特主力收盘于81.51美金/桶，月涨幅-4.11%；WTI主力收盘于78.64美金/桶，月涨幅-3.56%；上海国际能源SC主力收盘于580.4元/桶，月涨幅-7.12%。

图表 1: 期货价格 (美元/桶; 元/桶)

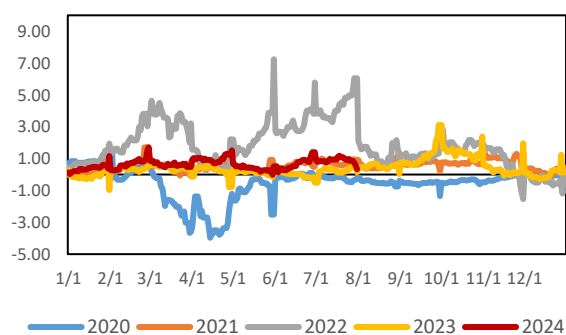


图表 2: 月差&库存 (美元/桶)

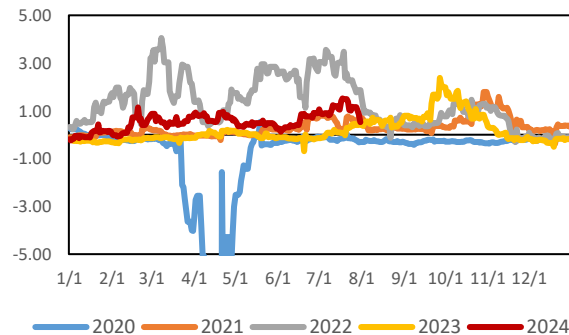


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询

图表 3: Brent 月差 1-2 (美元/桶)

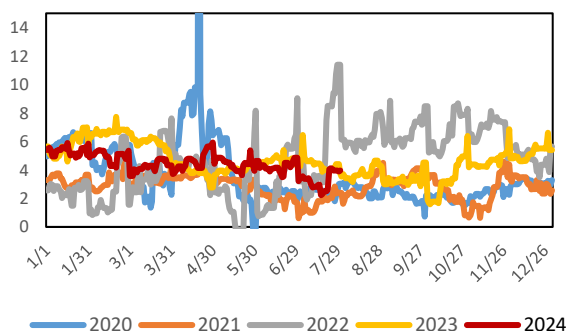


图表 4: WTI 月差 1-2 (美元/桶)

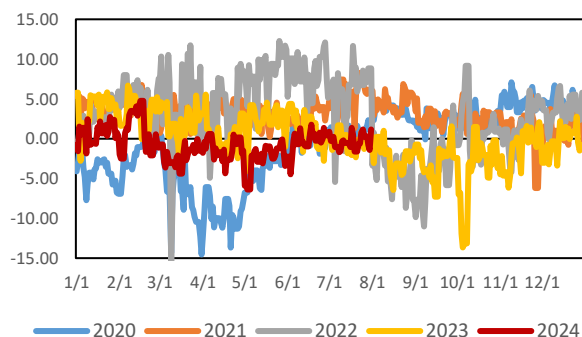


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 5: Brent-WTI (美元/桶)

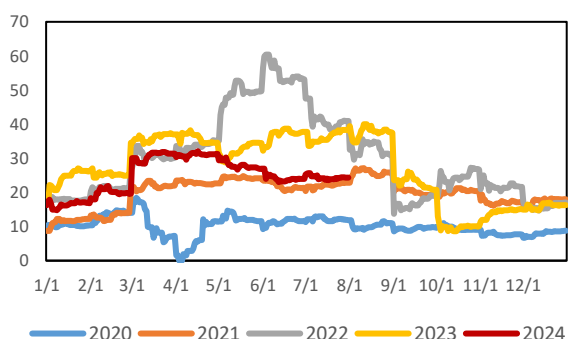


图表 6: Brent-SC (美元/桶)

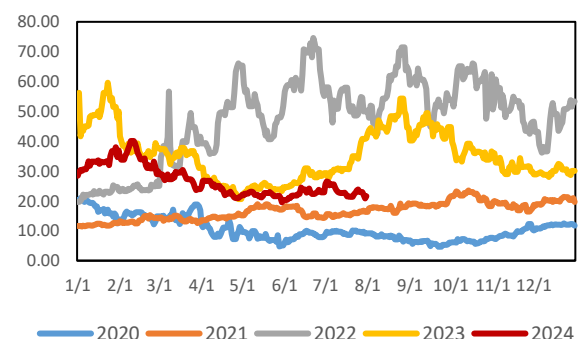


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 7: 美国汽油裂解 (美元/桶)

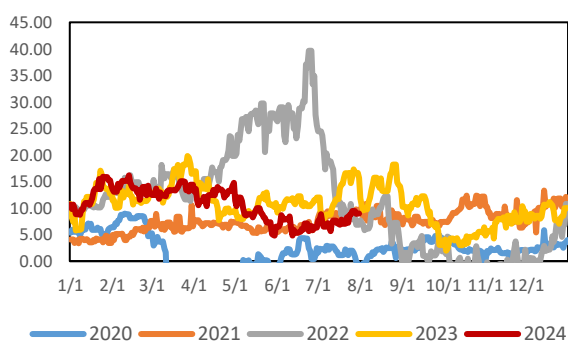


图表 8: 美国柴油裂解 (美元/桶)

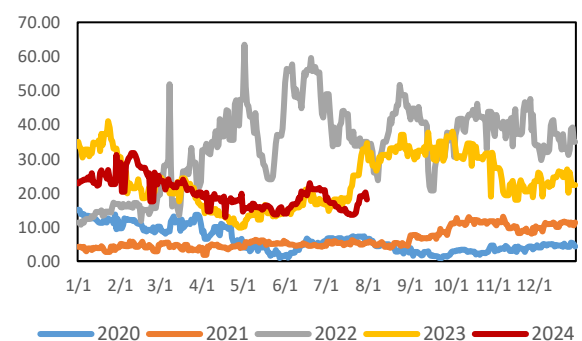


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

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

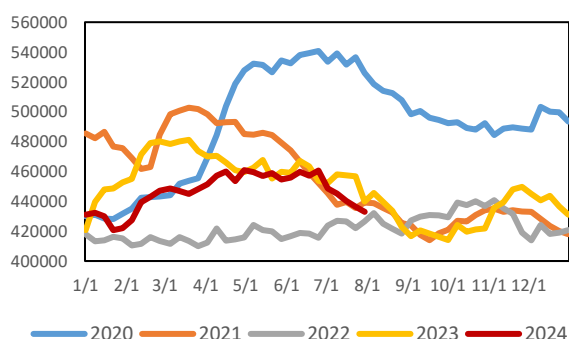
2、 基本面分析

2.1 库存情况

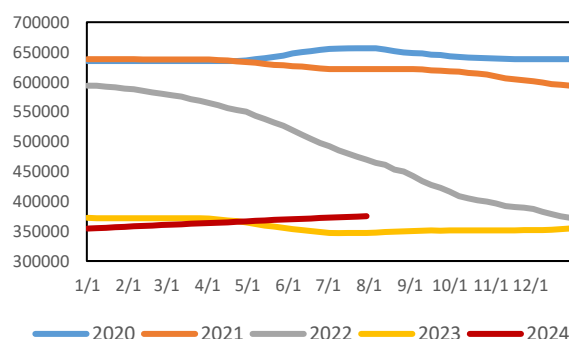
2.1.1. 夏季旺季到来，商品原油及汽油库存大幅改善

截至 7 月末，EIA 商品原油库存较 6 月末-2764.7 万桶；SPR 原油库存较 6 月末+290 万桶；EIA 交割地库欣地区库存较 6 月末-404.6 万桶；EIA 汽油库存较 6 月末-1012.9 万桶；EIA 柴油库存较 6 月末+576.1 万桶；EIA 航煤库存较 6 月末+330.2 万桶；EIA 燃料油库存较 6 月末-260.7 万桶；EIA 油品总库存较 6 月末-700 万桶。总体看，7 月美国库存数据大幅改善，关键指标商品原油库存以及库欣地区库存持续超预期减少，当前商品原油库存已处于季节性低位，低库存对油价起到支撑。同时，汽油库存的趋势下降也符合旺季预期。

图表 11: 美国流通原油库存 (千桶)

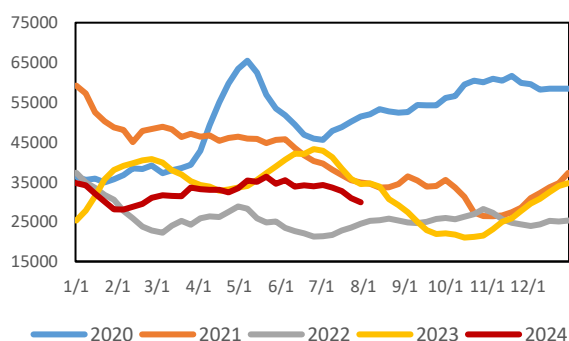


图表 12: 美国 SPR 原油库存 (千桶)

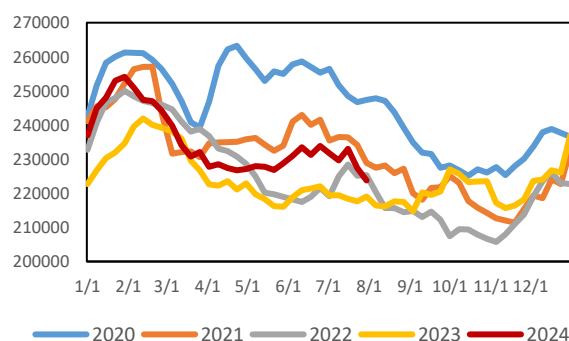


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 13: 美国库欣原油库存 (千桶)

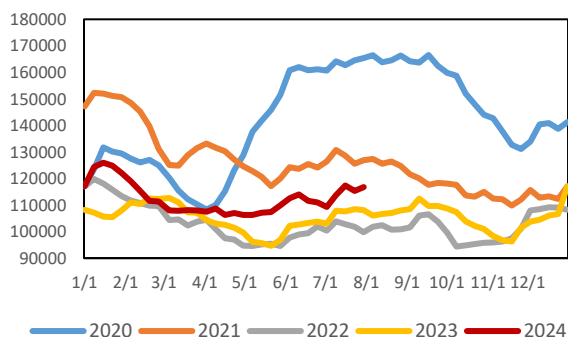


图表 14: 美国汽油库存 (美元/桶)

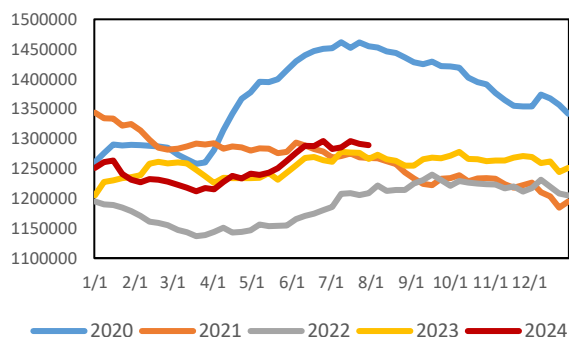


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 15: 美国柴油库存 (千桶)



图表 16: 美国油品总库存 (千桶)



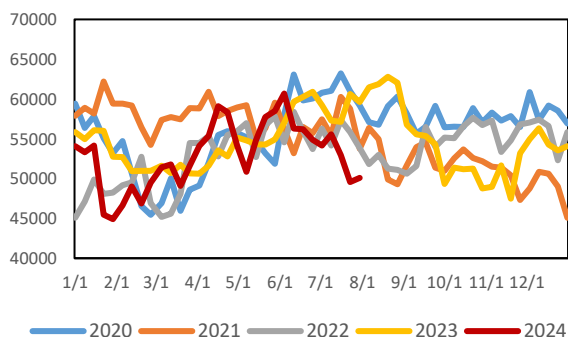
数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

2.1.2. 欧洲油品总库存继续减少, 原油库存处于季节性低位

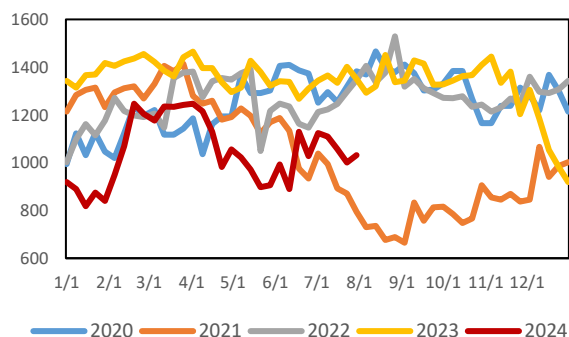
截至 7 月末, 欧洲 ARA 原油库存较 6 月末-481.4 万吨。成品油端, 欧洲 ARA 汽油库存较 6 月末+0.4 万吨; 欧洲 ARA 柴油库存较 6 月末-25.3 万吨; 欧洲 ARA 油品总库存较 6 月末-165.8 万吨。总体看, 7 月 ARA 地区商品库存边际转好, 原油库存去库明显, 且当前库存绝对值处于季节性低位, 偏利多油价。

新加坡油品总库存较 6 月末+42.7 万桶, 其中轻质组分+119.1 万桶, 中间组分-218.8 万桶, 重质组分-295.2 万桶。总体看, 新加坡 7 月油品总库存变化较小, 对基本面影响有限。参考 IEA OECD 库存数据, 7 月全球主要地区库存绝对值仍然偏低, 低库存对油价表现仍有支撑。

图表 17: ARA 原油库存 (千吨)

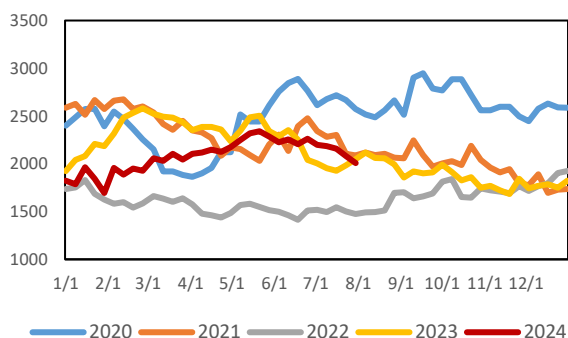


图表 18: ARA 汽油库存 (千吨)

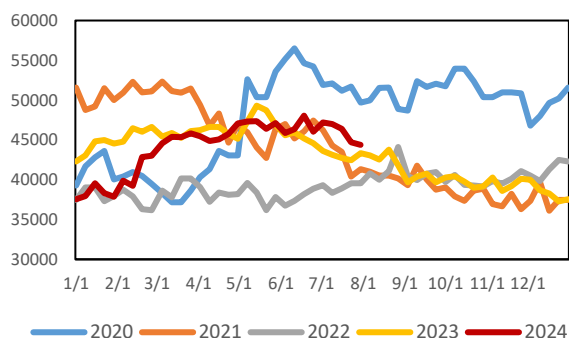


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 19: ARA 柴油库存 (千吨)

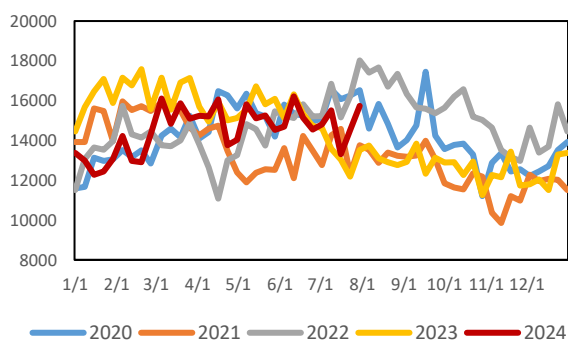


图表 20: ARA 油品总库存 (千吨)

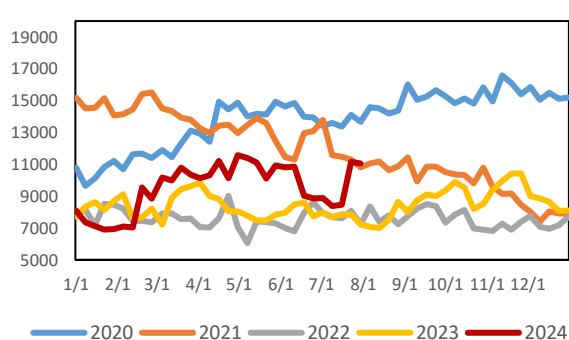


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 21: 新加坡轻组分库存 (万桶)

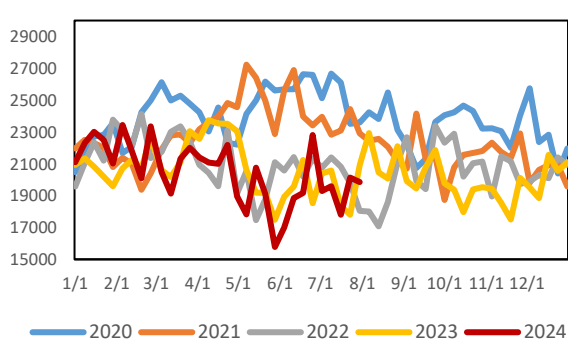


图表 22: 新加坡中间组分库存 (万桶)

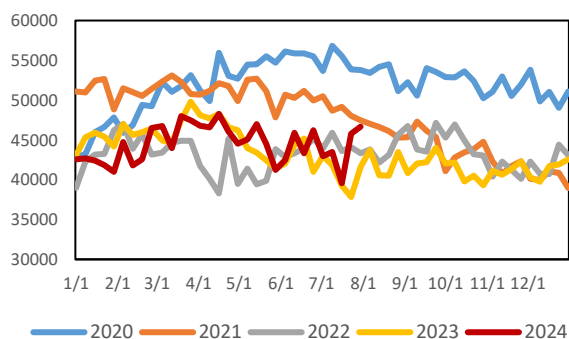


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 23: 新加坡渣油库存 (万桶)

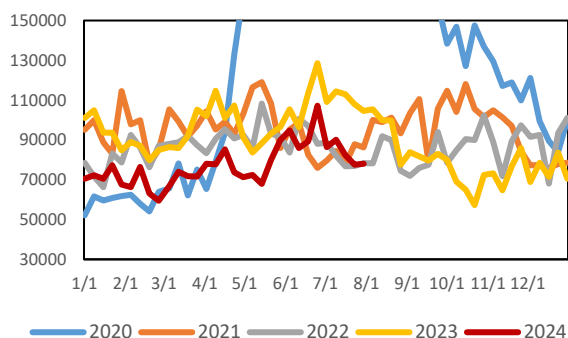


图表 24: 新加坡油品总库存 (万桶)

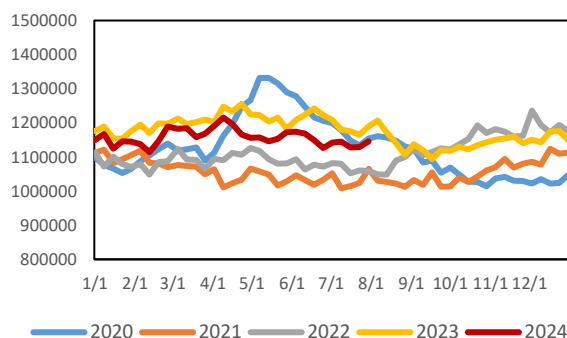


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

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. 美国产量出现小幅上涨，但活跃钻机数继续趋势下降

7月9日当周，美国国内原油产量出现小幅上涨，较前期1320万桶/日的产量小幅增加10万桶/日至1330万桶/日，增幅相对有限。此后3周，美国产量继续维持在1330万桶/日。美国原油活跃钻机数较6月末小幅减少3台，当前共有482台。同时，本月美国DUC数量环比6月持平。7月美国石油活跃钻机数继续下滑，预期短期美国产量较难出现大幅增长。此外，根据美国6月页岩油钻机报告推测，短期内美国48州潜在的新增量主要来自Permian、Eagle Ford和Anadarko这3个产区，但上述3大产区近期活跃钻机数增加量较小，预计增产潜能极为有限。并且前期观察到的最大产区Permian地区新井单产率上升的趋势有所放缓，在现有钻机数目下，对新增产量形成一定压制。除上述3大产区外，其他地区短期产量预计呈现持平或小幅下降态势。从总量上看，预计未来2-3个月美国页岩油产量将继续延续环比持平状态，新增产量有限，但产量要出现大幅下滑的驱动也不足。

随着美国大选中特朗普支持率的上升，7月市场出现“特朗普交易”。特朗普政策长期偏利空油价，但对年内价格影响较小。特朗普政府是鼓励使用传统能源，鼓励美国油气公司加大油气投资，驱动页岩油产量上行，这会使油价中枢下移。但这个过程没有这么快，至少年内不太可能出现美国产量大幅上升的情况。因为页岩油从投资到开采需要一个过程，并不是政策一颁布就可以迅速提高产量。因此，无论特朗普上不上台，年内都不会对美国实际产量造成影响，年内将维持OPEC+供应调

控的格局。但是长期看，从未来 1-2 年的尺度出发，特朗普上台后，若和他竞选说的那样要发展传统能源，那长期美国供应会上升来挑战 OPEC+ 的控价权，届时油价中枢会下移。但这个时间点不会太快，高频的可以跟踪美国石油钻机等先行指标。未来是要先看到油气投资及石油钻机数目上行，然后慢慢产量才会提升，驱动油价中枢下移。

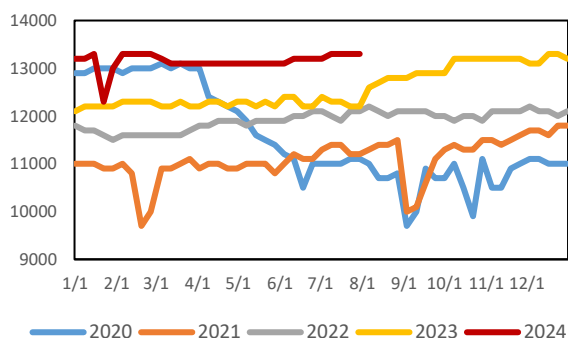
2.2.2. 欧佩克公布伊拉克、哈萨克斯坦和俄罗斯 3 国的补偿减产方案，3 季度集团产量仍有下降空间

7 月 24 日，OPEC 公布伊拉克、哈萨克斯坦和俄罗斯 3 国的补偿减产方案，以上 3 个国家在 2025 年 9 月之前分别需要补偿减产 118.4 万桶/日、62 万桶/日和 48 万桶/日。总体看，预计 3 季度 OPEC+ 存在进一步减产的可能来弥补上半年的超额生产，继续对油价起到支撑。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。若 2024 年底至 2025 年，市场出现明显供应过剩导致油价长期表现不佳的情景，OPEC+ 很有可能会对增产时间点做出适当调整。

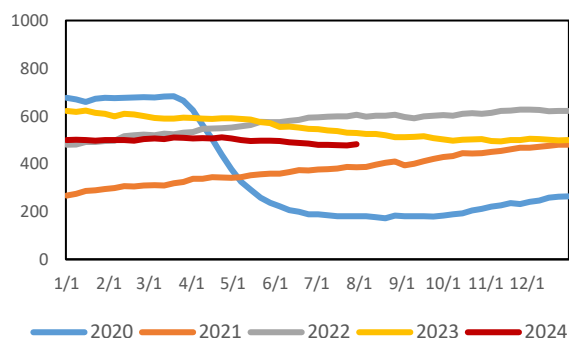
6 月 2 日，OPEC+ 在第 37 届部长会议中明确了以下主要内容：1) 将 2023 年 4 月制定的 165 万桶/日的“集体性减产措施”延长至 2025 年 12 月底。2) 将 2023 年 11 月制定的 220 万桶/日的“自愿减产措施”延长至 2024 年 9 月底，此后自 2024 年 10 月至 2025 年 9 月期间，“自愿减产措施”将逐月退出，同时提及该减产退出计划可按市场情况被暂停或者逆转。3) 要求伊拉克、俄罗斯和哈萨克斯坦 3 国在 6 月底前提交针对过量生产的补偿减产计划。4) 确定了 2025 年成员国产量配额，并允许阿联酋从 2025 年 1 月至 2025 年 9 月期间逐步增加 30 万桶/日的配额。5) 第 38 届 OPEC+ 部长会议将于 2024 年 12 月 1 日举行。

根据彭博数据，OPEC 6 月产量较 5 月环比减少 8 万桶/日，减量主要由伊拉克和尼日利亚驱动。当前 OPEC 总产量仍小幅超过减产协议值，随着补偿减产计划的公布，预计 3 季度集团产量仍有下降空间。

图表 27: 美国原油产量 (千桶/日)

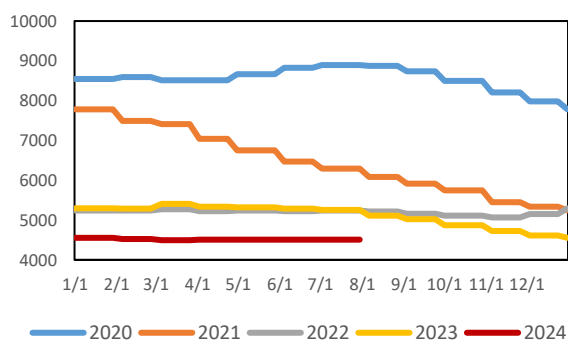


图表 28: 美国原油活跃钻机

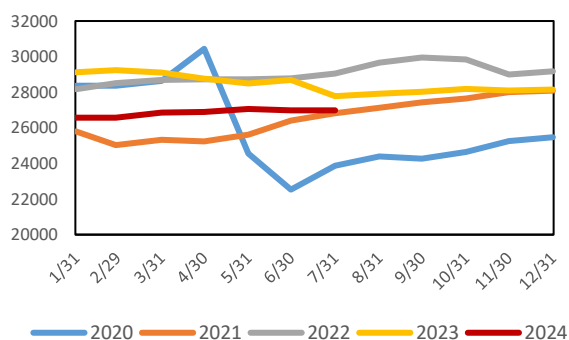


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 29: 美国 DUC 数量

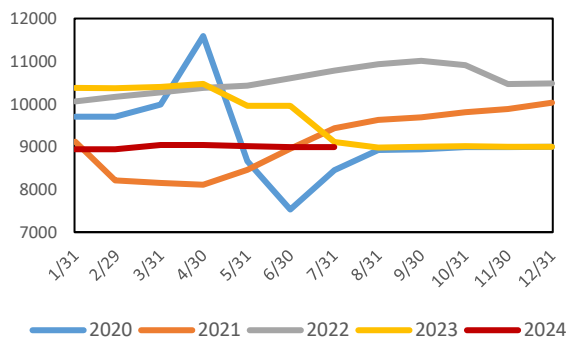


图表 30: OPEC 供应量 (千桶/日)

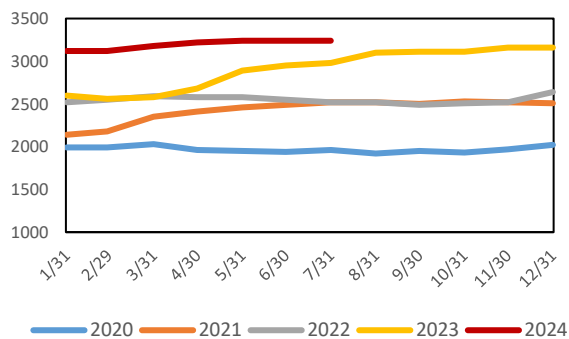


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 31: 沙特产量 (千桶/日)

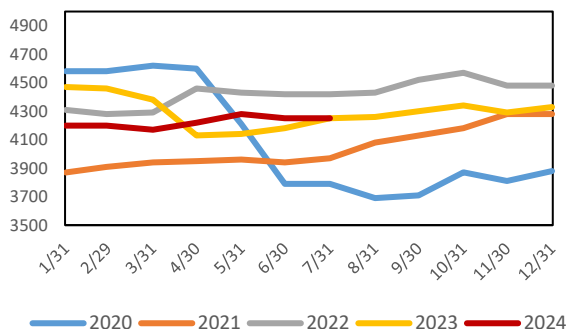


图表 32: 伊朗产量 (千桶/日)

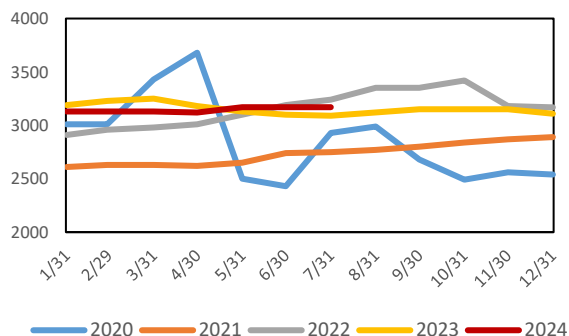


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 33: 伊拉克产量 (千桶/日)



图表 34: 阿联酋产量 (千桶/日)

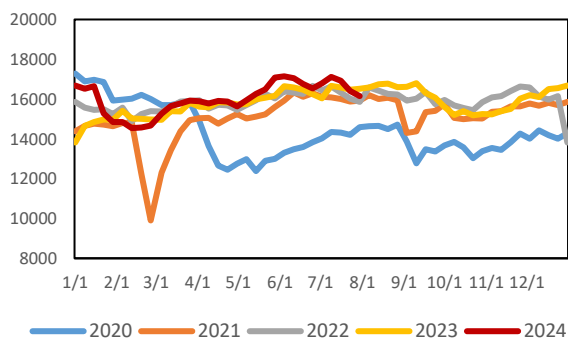


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

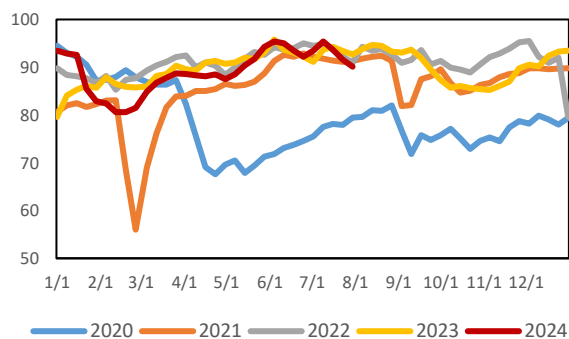
2.3 需求：短期角度，汽油消费仍然偏强；长期角度，市场出现宏观衰退逻辑

7月美国炼厂开工率下降明显，当前开工率为90.1%，较6月末下降2.1%。同时7月美国原油加工量环比6月-38.2万桶/日。成品油端，7月美国汽油表需较6月环比+41.24万桶/日，柴油表需较6月环比+3.30万桶/日。炼厂开工率的下降主要考虑旺季前炼厂主动备库，提高产量；进入旺季后备货相对充足，开工率出现下降，同时今年炼厂利润的低迷也限制了炼厂开工意愿。成品油端，汽油表需明显提升，主要来自夏季旺季驱动，柴油表需提升不明显，经济复苏节奏仍然缓慢。短期看，汽油消费旺季的预期仍在；长期看，油品需求走势主要取决于宏观。近期市场出现交易宏观衰退的逻辑，油品需求预期开始转弱。

图表 35: 美国原油加工量 (千桶/日)

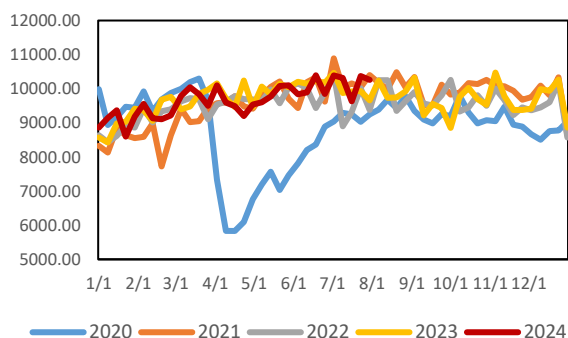


图表 36: 美国炼厂开工率

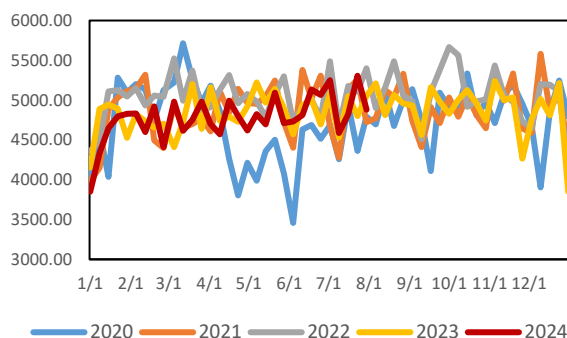


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 37: 美国汽油表需 (千桶/日)

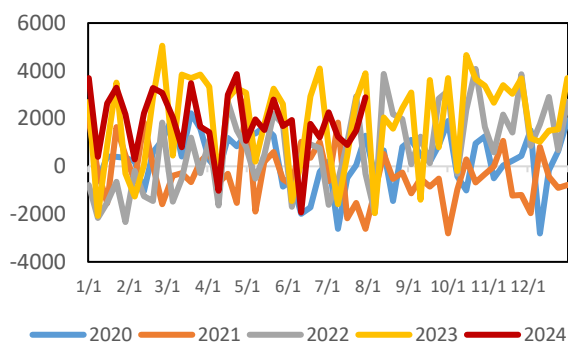


图表 38: 美国柴油表需 (千桶/日)

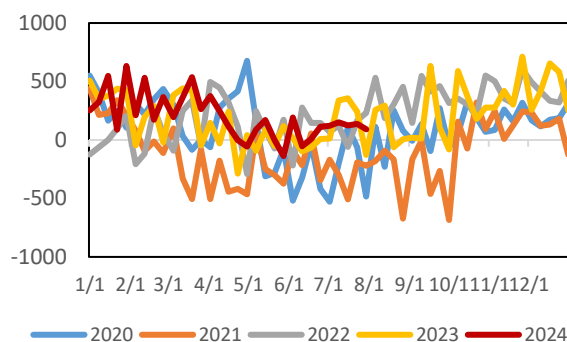


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 39: 美国原油净出口 (千桶/日)

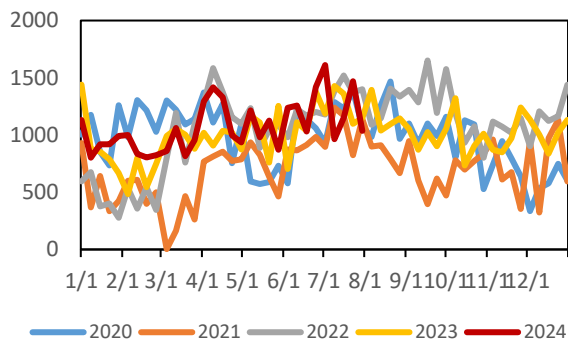


图表 40: 美国汽油净出口 (千桶/日)

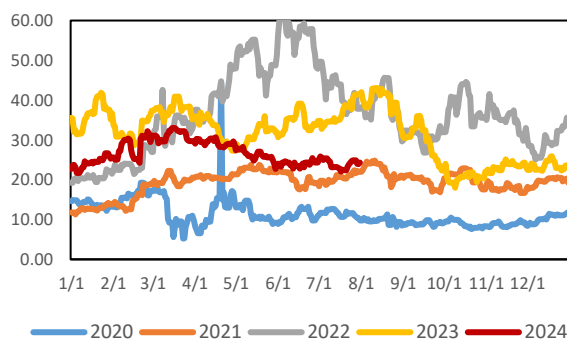


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 41: 美国柴油净出口 (千桶/日)

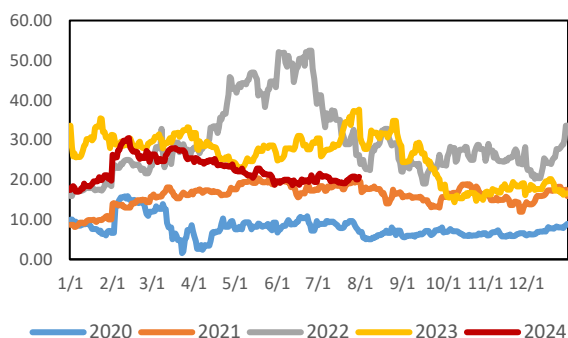


图表 42: 库欣 321 裂解 (美元/桶)

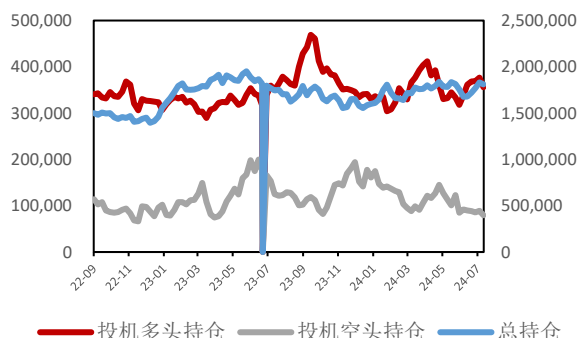


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 43: Brent 321 裂解 (美元/桶)

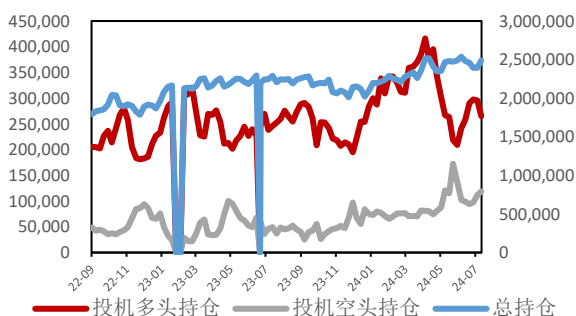


图表 44: WTI 投机基金持仓



数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究

图表 45: Brent 投机基金持仓



数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

3、 总结与后市展望

7月国际油价趋势下跌，中东局势的缓和以及宏观氛围的转弱是价格下跌的主因。尤其是7月下旬，大宗商品市场出现普跌，原油也在市场悲观情绪的影响下大幅下挫，布伦特一度跌破80美金/桶，创阶段新低。

基本面角度，7月原油基本面在汽油消费旺季的支持下，边际改善。美国商品原油库存连续超预期减少，同时欧洲ARA地区库存也出现改善。供应端，美国产量小幅增加10万桶/日，但石油活跃钻机数仍处于下降趋势，预计短期继续增产空间有限。7月24日，OPEC公布伊拉克、哈萨克斯坦和俄罗斯3国的补偿减产方案，以上3个国家在2025年9月之前分别需要补偿减产118.4万桶/日、62万桶/日和48万桶/日。总体看，预计3季度OPEC+存在进一步减产的可能来弥补上半年的超额生产，继续对油价起到支撑。需求端，现实偏强但预期转弱。夏季出行旺季的到来带动汽油消费，但宏观层面市场交易衰退预期。地缘角度，中东局势一度缓和，驱动原油地缘溢价大幅回落。但7月31日，哈马斯领导人在伊朗遭袭击身亡，中东局势又起波澜，短期市场出现新一轮炒作。

综合来看，7月油价的走弱主要因为市场交易宏观衰退逻辑，出现了大宗商品普跌的现象。但从原油自身基本面来看，边际仍有所好转，3季度在OPEC+继续减产的背景下原油仍有去库空间，这对油价起到支撑。在油价快速下行后，预计未来继续下跌空间有限，同时需注意地缘风险可能驱动油价再次上行。

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。