

海外宏观表现不及预期，市场开始交易衰退逻辑

2024年8月5日 星期一

兴证期货·研究咨询部

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

上周原油趋势走弱，除上周三因哈马斯领导人遇袭事件造成油价短期冲高外，其余四个交易日油价均收跌，当前布伦特价格已逼近年内低点。截至上周五（8月2日），布伦特收于 77.56 美金/桶，周涨跌幅-3.39%；WTI 收于 74.14 美金/桶，周涨跌幅-3.91%；上海国际能源 SC 原油期货收于 581.7 元/桶，周涨跌幅-0.77%。

核心观点

近期油价大幅下跌主要因为市场交易宏观衰退逻辑，上周美国 PMI 及非农数据不及预期叠加日本央行意外加息，驱动海外股市及相关资产大幅下跌。在宏观衰退预期下，油价跟随其他资产加速下跌。但从现实角度看，当前原油基本面无明显利空，上周美国商品原油库存数据继续超预期减少，总库存低于 5 年均值，偏利好油价。此外，地缘局势对市场也造成扰动。上周三哈马斯领导人遇袭事件令国际油价日度涨幅超 4%。此后由于宏观衰退预期压制了地缘恐慌情绪，驱动油价回落。

供应端，美国方面，上周美国产量环比不变，继续维持在 1330 万桶/日的历史高位。上周美国石油活跃钻机数环比保持不变，总体趋势仍然延续下降，预测短期美国产量增幅有限。OPEC+方面，8月JMMC会议上OPEC+维持6月提出的政策不变，计划从10月起开始逐步增产，但该计划

可以暂停或逆转。参考彭博数据，7月OPEC产量较上月小幅下降6万桶/日，当前OPEC总产量仍小幅超过减产协议值。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。

需求端，上周美国炼厂开工率及加工原油需求下降，汽油仍处于旺季消费，现实偏强。但由于上周美国PMI及非农数据不及预期，市场对未来油品需求转向悲观，交易衰退预期，令油价承压。

库存方面，上周美国EIA商品原油及汽油库存均超预期减少。其他地区，欧洲ARA油品总库存下降但新加坡油品总库存增加。主要地区原油库存较季节性仍然偏低，对油价起到支撑。

地缘方面，上周三，巴勒斯坦武装组织哈马斯领导人哈尼耶在伊朗首都德黑兰遇刺身亡，造成当日油价上涨超4%，地缘溢价再度上升。注意后续伊朗可能针对此事件发动对以色列的反击，地缘风险仍在。

综合来看，近期油价的快速下跌主要受到宏观氛围的影响。海外经济数据不及预期，市场开始交易衰退逻辑，造成海外股市及相关资产快速下跌。油市在悲观的情绪中也出现明显下行。但近期原油基本面无明显利空消息，3季度在欧佩克+继续减产的背景下原油仍有去库空间。同时注意突发性的地缘事件可能会让油价短期冲高（如上周三哈马斯领导人遇袭事件令油价日度涨幅超4%），以及油价进一步下跌可能会引发欧佩克+推迟10月份开始的增产计划。

风险提示

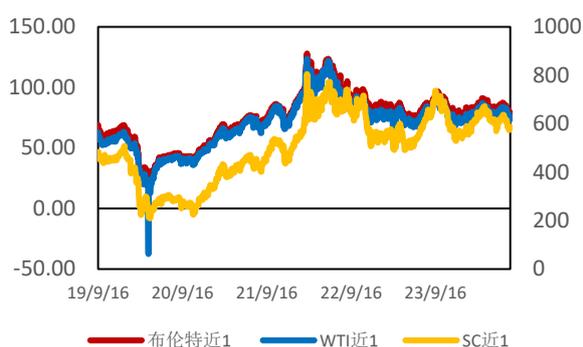
OPEC+减产进程；美联储降息议程；中东局势变化。

1、价格回顾

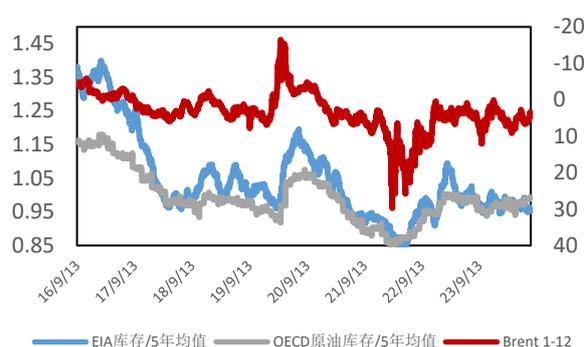
绝对价格：截至上周五（8月2日），布伦特收于 77.56 美金/桶，周涨跌幅-3.39%；WTI 收于 74.14 美金/桶，周涨跌幅-3.91%；上海国际能源 SC 原油期货收于 581.7 元/桶，周涨跌幅-0.77%。

汽柴油裂解：美国汽油裂解收于 24.18 美金/桶，周度环比-0.20 美金/桶。美国柴油裂解收于 22.56 美金/桶，周度环比-0.42 美金/桶。新加坡汽油裂解收于 7.29 美金/桶，周度环比-2.15 美金/桶。新加坡柴油裂解收于 15.29 美金/桶，周度环比-3.77 美金/桶。

图表 1：期货价格（美元/桶；元/桶）

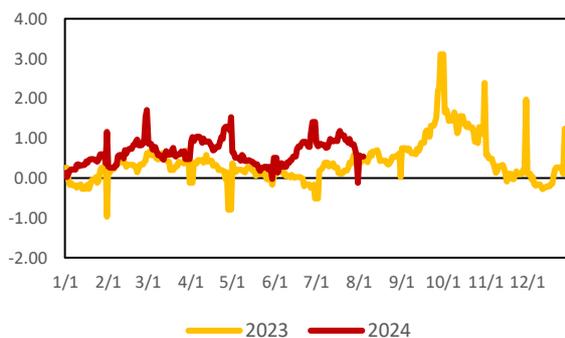


图表 2：月差&库存（美元/桶）

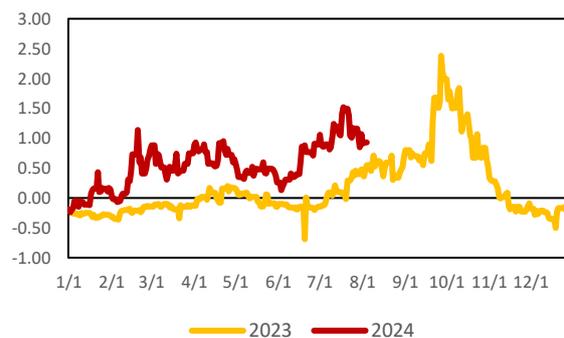


数据来源：Bloomberg；兴证期货研究咨询部

图表 3：Brent 月差 1-2（美元/桶）

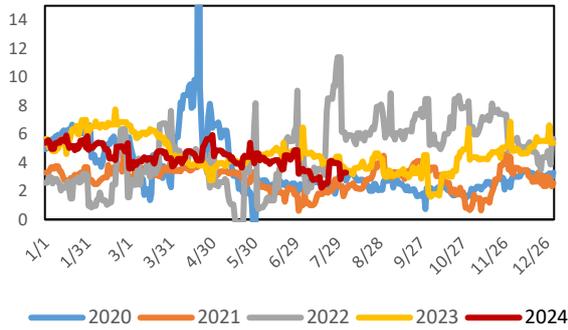


图表 4：WTI 月差 1-2（美元/桶）

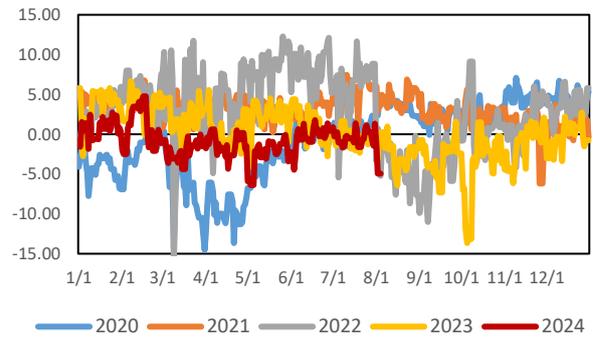


数据来源：Bloomberg；兴证期货研究咨询部

图表 5: Brent-WTI (美元/桶)

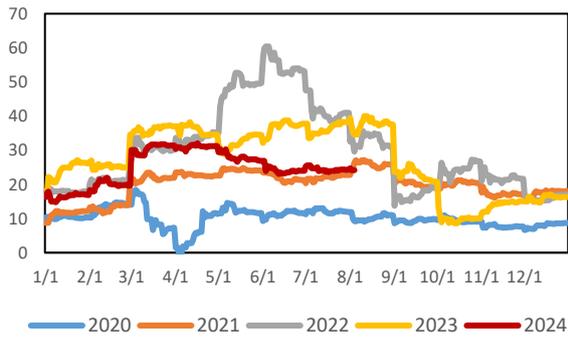


图表 6: Brent-SC (美元/桶)

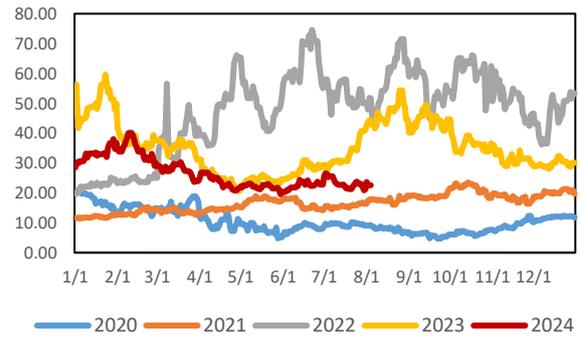


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 7: 美国汽油裂解 (美元/桶)

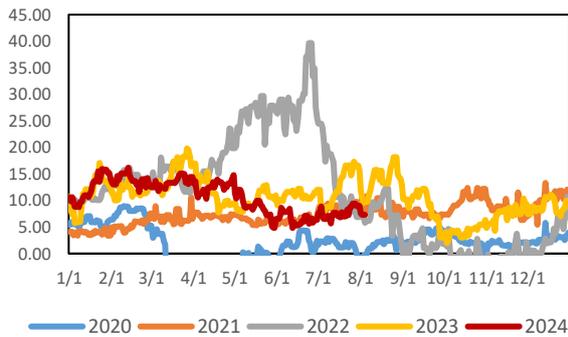


图表 8: 美国柴油裂解 (美元/桶)

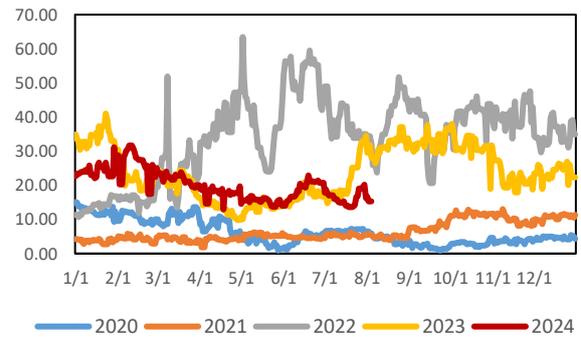


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

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; 兴证期货研究咨询部

2、 基本面数据

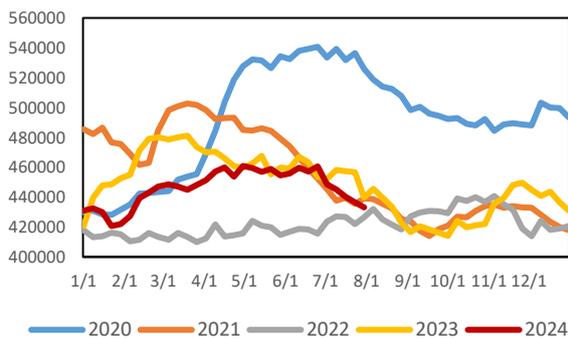
2.1 库存

美国： EIA 商品原油库存-343.6 万桶，预期-108.8 万桶，前值-374.1 万桶。EIA 俄克拉荷马州库欣原油库存-110.6 万桶，前值-170.8 万桶。EIA 汽油库存-366.5 万桶，预期-104.3 万桶，前值-557.2 万桶。EIA 精炼油库存 +153.4 万桶，预期-124.2 万桶，前值-275.3 万桶。

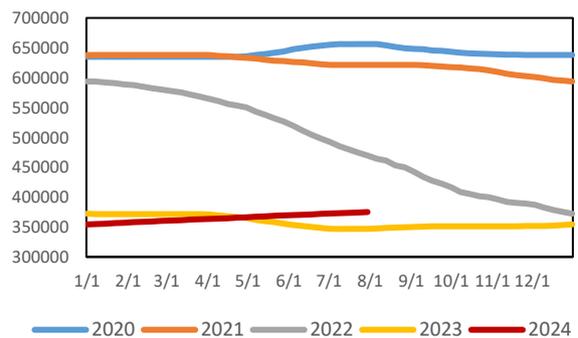
欧洲 ARA： 原油库存+50.12 万吨；汽油库存+3.1 万吨；柴油库存-7.3 万吨。油品总库存-33.97 万吨。

新加坡： 油品总库存+85.4 万桶，其中轻质组分+122.4 万桶，中间组分-9.3 万桶，渣油组分-27.7 万桶。

图表 11: 美国流通原油库存 (千桶)

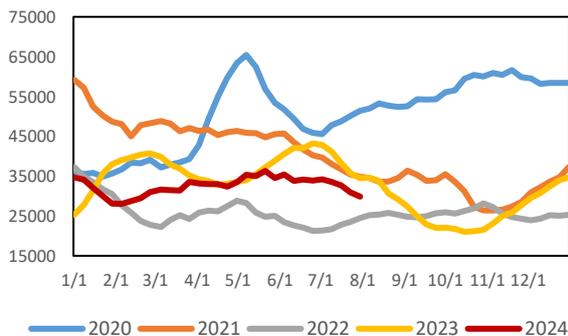


图表 12: 美国 SPR 原油库存 (千桶)

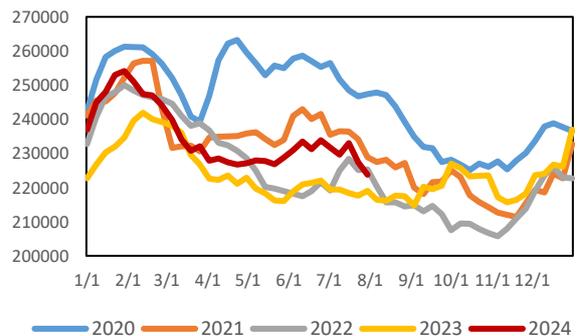


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 13: 美国库欣原油库存 (千桶)

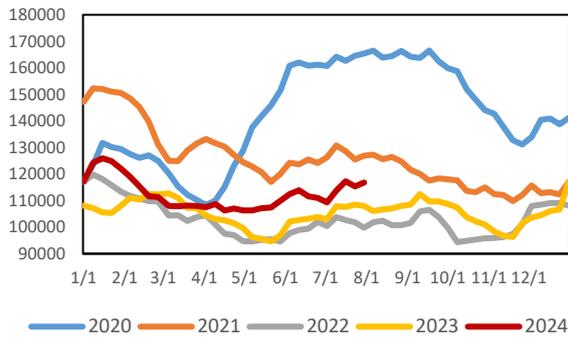


图表 14: 美国汽油库存 (美元/桶)

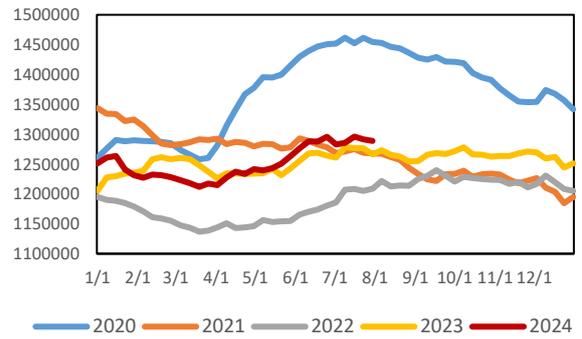


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 15: 美国柴油库存 (千桶)

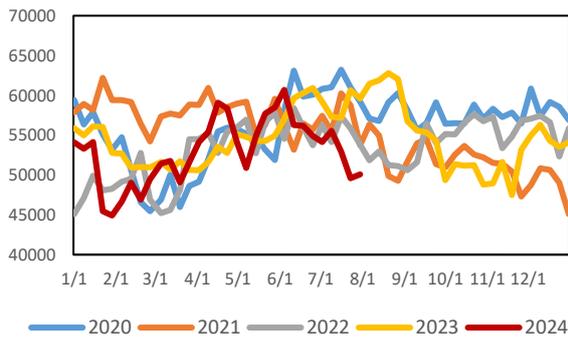


图表 16: 美国油品总库存 (千桶)

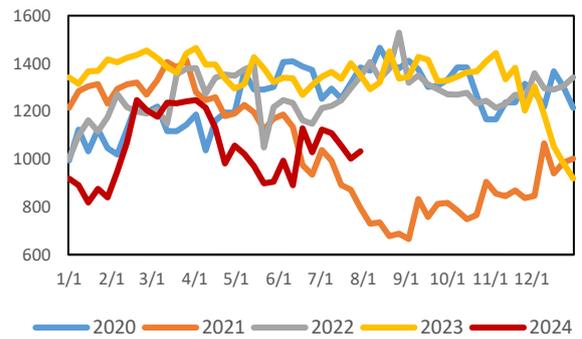


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 17: ARA 原油库存 (千吨)

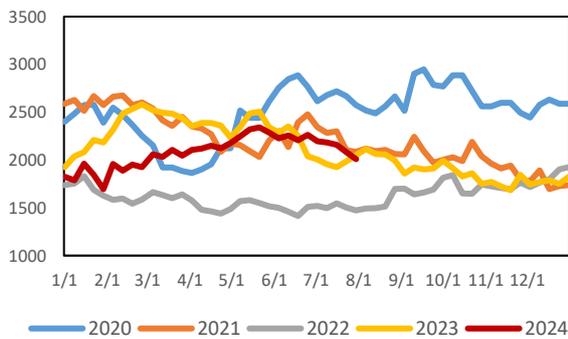


图表 18: ARA 汽油库存 (千吨)

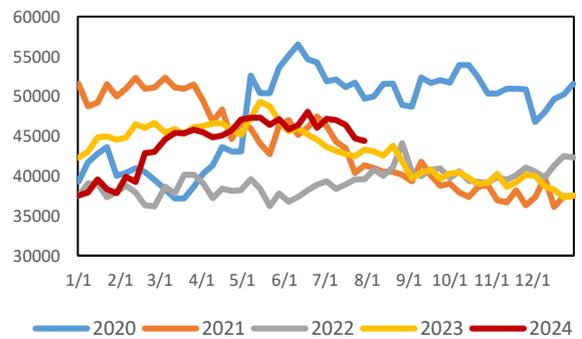


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 19: ARA 柴油库存 (千吨)

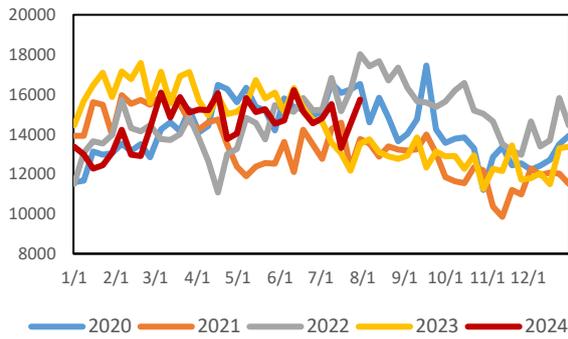


图表 20: ARA 油品总库存 (千吨)

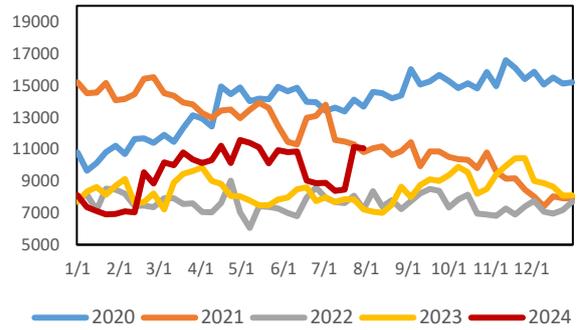


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 21: 新加坡轻组分库存 (万桶)

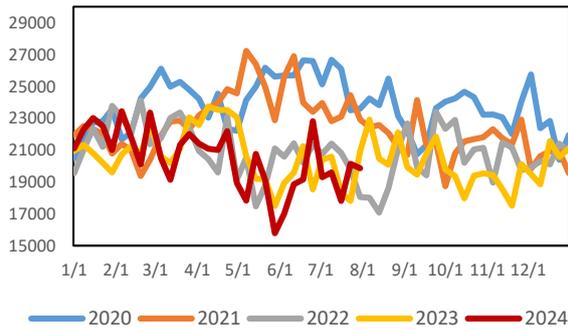


图表 22: 新加坡中间组分库存 (万桶)

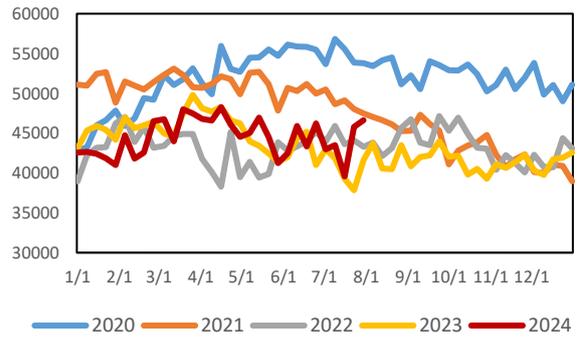


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 23: 新加坡渣油库存 (万桶)

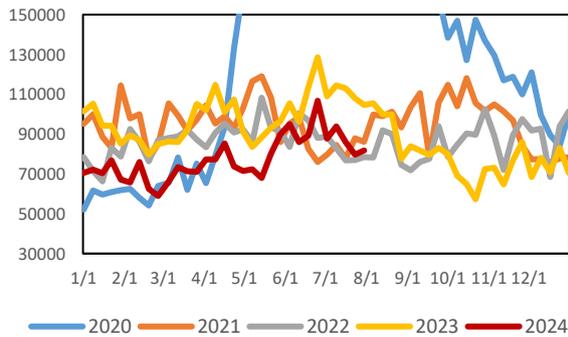


图表 24: 新加坡油品总库存 (万桶)

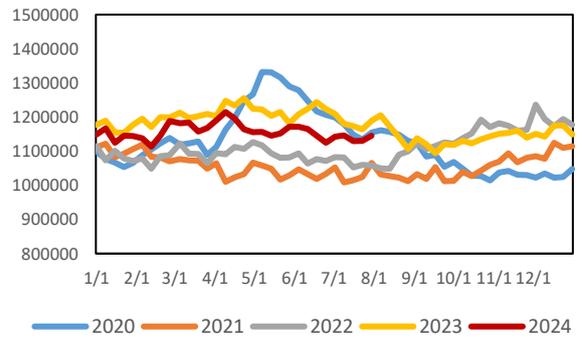


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

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

美国： 上周美国产量环比不变，继续维持在 1330 万桶/日的历史高位。上周美国石油活跃钻机数环比不变，当前共有 482 台，总体趋势仍然延续下降，预测短期美国产量增幅有限。

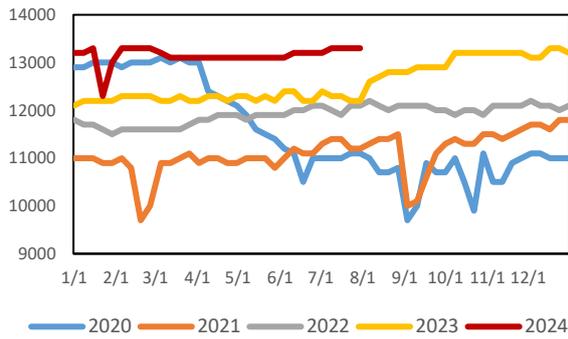
关于特朗普上台后对美国产量的影响： 特朗普政策长期偏利空油价，但对年内价格影响较小。特朗普政府是鼓励使用传统能源，鼓励美国油气公司加大油气投资，驱动页岩油产量上行，这会使油价中枢下移。但这个过程没有这么快，至少年内不太可能出现美国产量大幅上升的情况。因为页岩油从投资到开采需要一个过程，并不是政策一颁布就可以迅速提高产量。因此，无论特朗普上不上台，年内都不会对美国实际产量造成影响，年内将维持 OPEC+供应调控的格局。但是长期看，从未来 1-2 年的尺度出发，特朗普上台后，若和他竞选说的那样要发展传统能源，那长期美国供应会上升来挑战 OPEC+的控价权，届时油价中枢会下移。但这个时间点不会太快，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。

OPEC+： 根据彭博数据，OPEC 7 月产量较 6 月环比小幅减少 6 万桶/日，当前 OPEC 总产量仍小幅超过减产协议值。OPEC 8 月 JMMC 会议上维持 6 月提出的政策不变。

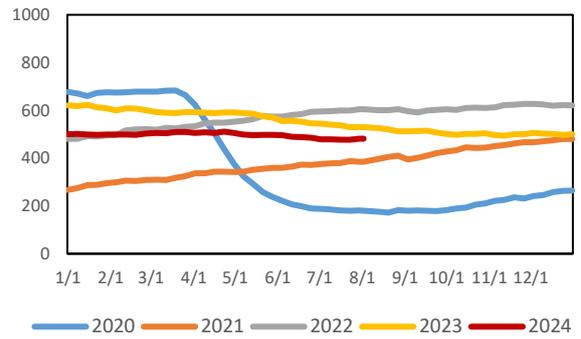
7 月 24 日，OPEC 公布伊拉克、哈萨克斯坦和俄罗斯 3 国的补偿减产方案，以上 3 个国家在 2025 年 9 月之前分别需要补偿减产 118.4 万桶/日、62 万桶/日和 48 万桶/日。总体看，预计 3 季度 OPEC+存在进一步减产的可能来弥补上半年的超额生产，继续对油价起到支撑。至于 4 季度至明年欧佩克+的产量，我们认为存在一定变数，实际情况可能并不一定如欧佩克+在 6 月会议规划的那样。若 2024 年底至 2025 年，市场出现明显供应过剩导致油价长期表现不佳的情景，OPEC+很有可能会对增产时间点做出适当调整。

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。

图表 27: 美国原油产量 (千桶/日)

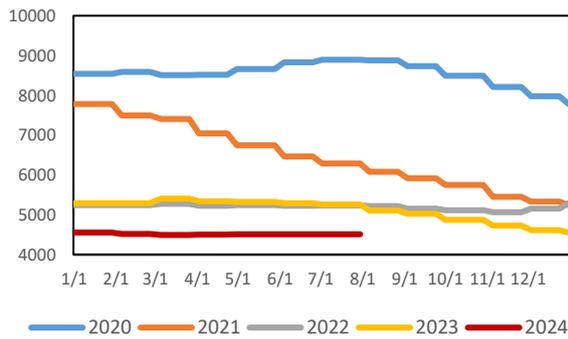


图表 28: 美国原油活跃钻机

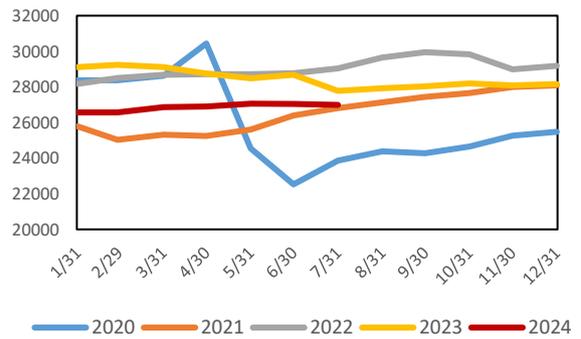


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 29: 美国 DUC 数量

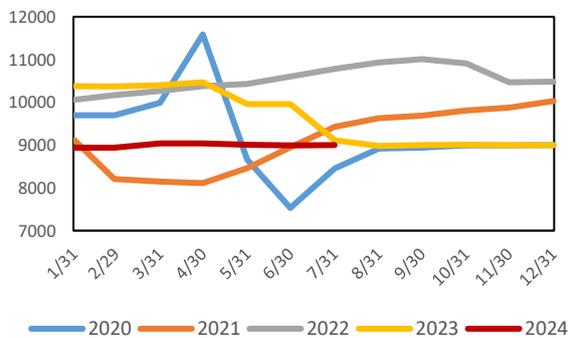


图表 30: OPEC 供应量 (千桶/日)

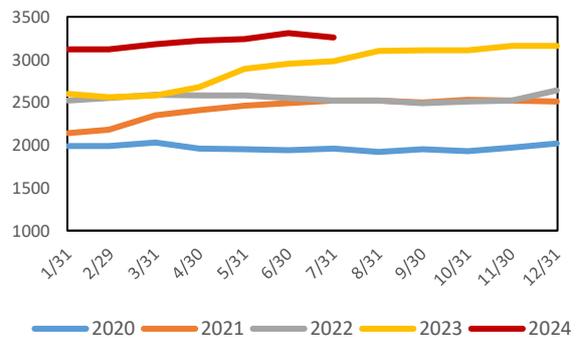


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 31: 沙特产量 (千桶/日)

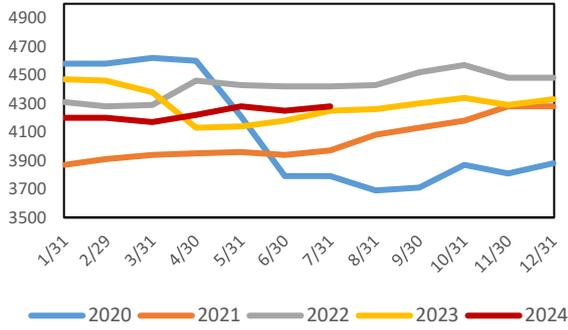


图表 32: 伊朗产量 (千桶/日)

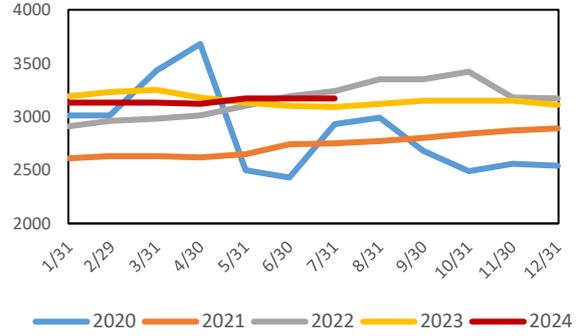


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

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

图表 35: 2024 年 10 月至 2025 年 9 月 “自愿减产措施” 退出计划表 (千桶/日)

国家	2024年产量计划				2025年产量计划										2025年配额
	6-9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10-12月	
阿尔及利亚	908	912	917	921	925	929	934	938	942	946	951	955	959	959	1007
伊朗	4000	4018	4037	4055	4073	4092	4110	4128	4147	4165	4183	4202	4220	4220	4431
科威特	2413	2424	2436	2447	2458	2469	2481	2492	2503	2514	2526	2537	2548	2548	2676
沙特	8978	9061	9145	9228	9311	9395	9478	9561	9645	9728	9811	9895	9978	9978	10478
阿联酋	2912	2926	2939	2953	3000	3047	3094	3140	3187	3234	3281	3328	3375	3375	3519
哈萨克斯坦	1468	1475	1482	1489	1495	1502	1509	1516	1523	1530	1536	1543	1550	1550	1628
阿曼	759	763	766	770	773	777	780	784	787	791	794	798	801	801	841
俄罗斯	8978	9017	9057	9096	9135	9174	9214	9253	9292	9331	9371	9410	9449	9449	9949

数据来源: OPEC 官网; 兴证期货研究咨询部

图表 36: 2024 及 2025 年 OPEC+成员国产量配额 (千桶/日)

国家	2024年产量配额	2025年产量配额
阿尔及利亚	1007	1007
刚果	276	277
几内亚	70	70
加蓬	177	177
伊拉克	4431	4431
科威特	2676	2676
尼日利亚	1380	1500
沙特	10478	10478
阿联酋	3219	3519
阿塞拜疆	551	551
巴林	196	196
白俄罗斯	83	83
哈萨克斯坦	1628	1628
马来西亚	401	401
墨西哥	1753	1753
阿曼	841	841
俄罗斯	9828	9949
苏丹	64	64
南苏丹	124	124
OPEC	23714	24135
非OPEC	15496	15590
OPEC+	39210	39725

* 产量配额为减产措施调整前的水平

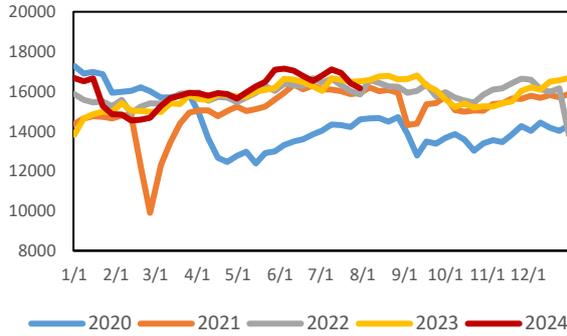
数据来源: OPEC 官网; 兴证期货研究咨询部

2.3 需求&进出口

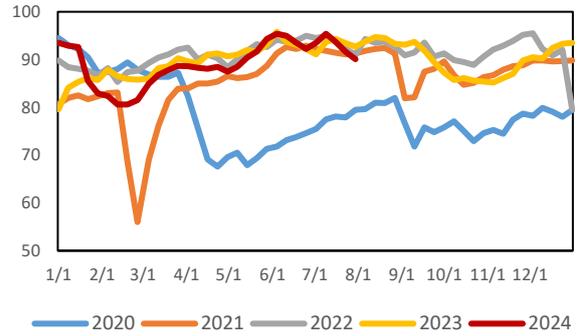
表需: 上周美国原油加工量周度环比-25.7 万桶/日, 炼厂开工率环比下降 1.5%至 90.1%。上周汽油表需周度环比-11.27 万桶/日, 柴油表需周度环比-42.53 万桶/日。由于上周美国 PMI 及非农数据不及预期, 且日本央行意外加息, 市场宏观情绪转弱, 开始交易衰退预期。油品需求在弱宏观背景下承压。

利润: 布伦特 321 裂解收于 15.72 美金/桶, 较上周环比-5.12 美金/桶; WTI 321 裂解收于 23.77 美金/桶, 较上周环比-1.14 美金/桶。

图表 37: 美国原油加工量 (千桶/日)

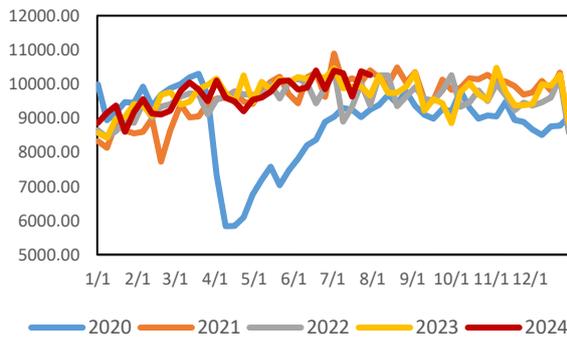


图表 38: 美国炼厂开工率

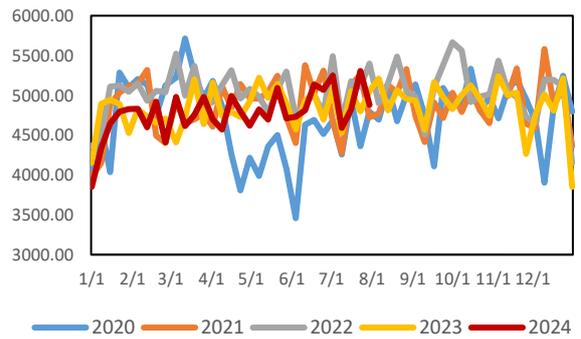


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 39: 美国汽油表需 (千桶/日)

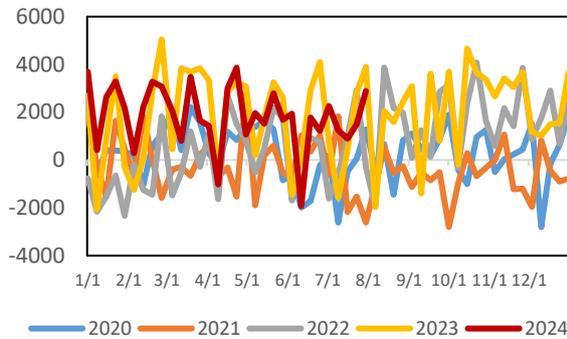


图表 40: 美国柴油表需 (千桶/日)

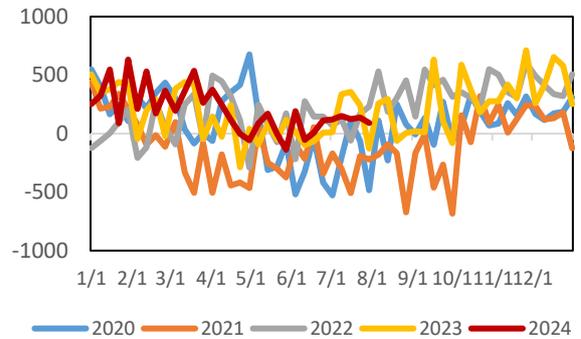


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 41: 美国原油净出口 (千桶/日)

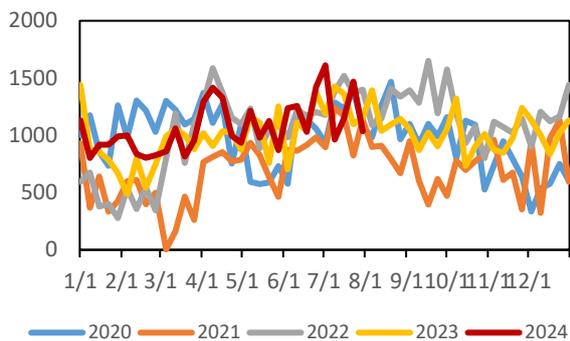


图表 42: 美国汽油净出口 (千桶/日)

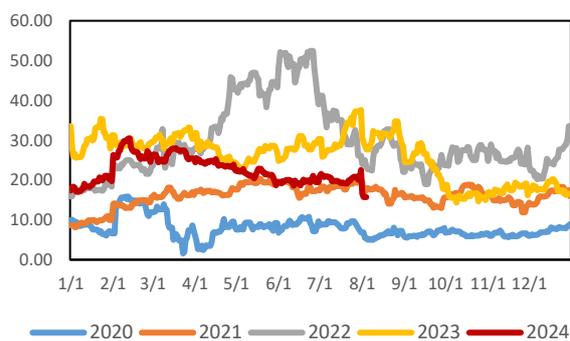


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 43: 美国柴油净出口 (千桶/日)

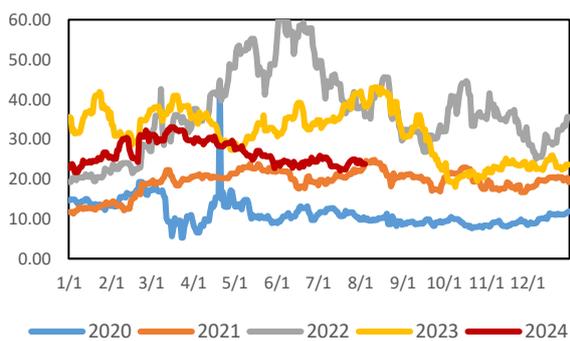


图表 44: 布伦特 321 裂解 (美元/桶)



数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

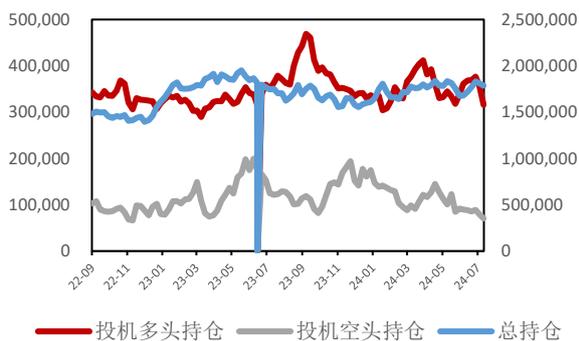
图表 45: 库欣 321 裂解 (美元/桶)



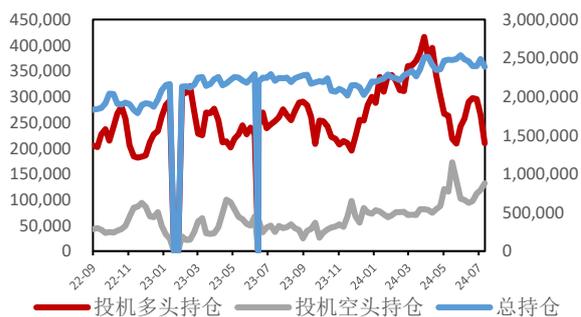
数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究

3、 资金情绪

图表 46: WTI 投机基金持仓



图表 47: Brent 投机基金持仓



数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

4、市场资讯

1. OPEC+联合部长级监督委员会(JMMC)会议维持石油产出政策不变，包括从 10 月开始取消一些减产行动，并重申如有必要，可以暂停或逆转增产计划。6 月达成的现行政策要求 OPEC+部分成员国在 2024 年 10 月至 2025 年 9 月的一年时间内，逐步取消 220 万桶/日的减产行动。会议还认可了伊拉克、哈萨克斯坦和俄罗斯保证完全遵守减产协议的承诺。
2. 路透调查显示，7 月 OPEC 石油产量上升，沙特供应量回升以及其他一些国家产量小幅增长盖过了其他成员国和 OPEC+自愿减产行动的影响。根据航运数据和行业消息人士提供的信息进行的调查显示，7 月 OPEC 石油产量为 2670 万桶/日，比 6 月增加了 10 万桶/日。
3. 美国 7 月失业率跃升至 4.3%，创近三年新高，就业岗位增长显著放缓，这加剧人们对劳动力市场正在恶化并可能使经济陷入衰退的担忧。美国劳工部周五报告，7 月非农就业岗位增加 11.4 万个，预测为增加 17.5 万个。每周平均工时降至 34.2 小时。平均时薪环比上涨 0.2%，同比增长 3.6%，为 2021 年 5 月以来最小同比增幅。
4. 7 月 26 日当周，EIA 商品原油库存-343.6 万桶，预期-108.8 万桶，前值-374.1 万桶。EIA 俄克拉荷马州库欣原油库存-110.6 万桶，前值-170.8 万桶。EIA 汽油库存-366.5 万桶，预期-104.3 万桶，前值-557.2 万桶。EIA 精炼油库存 +153.4 万桶，预期-124.2 万桶，前值-275.3 万桶。供应端，7 月 26 日当周，美国原油产量维持在 1330 万桶/日不变。需求端，7 月 26 日当周，EIA 原油产量引伸需求 2074.39 万桶/日，前值 2070.54 万桶/日。EIA 投产原油量 -25.7 万桶/日，前值-52.1 万桶/日。
5. 巴勒斯坦武装组织哈马斯领导人哈尼耶周三清晨在伊朗首都德黑兰遇刺身亡，这次袭击可能让以色列面临报复，使人越发担忧加沙冲突将演变成一场更广泛的中东战争。尽管外界普遍认为哈尼耶被杀是以色列所为，但内塔尼亚胡政府没有宣称对此事负责，并表示不会对此发表任何评论。哈马斯武装组织在一份声明中说，哈尼耶被害将"斗争推向新的高度，也产生了重大影响"。伊朗誓言报复，并称美国因为支持以色列，所以也对此负有责任。华盛顿对事态可能升级表示担忧。但白宫国家安全发言人柯比(John Kirby)表示，美国并不认为局势升级是迫在眉睫或不可避免的，正在努力加以防止。
6. 美联储周三维持利率目标区间维持在 5.25%-5.50% 不变，但主席鲍威尔表示，决策者可能准备好最早在 9 月的下次会议上降低借贷成本，最近的数据增强了他们的信心，即通胀正在向 2% 的目标靠拢。美联储最新的政策声明还删除了 "高度关注通胀风险" 这一长期采用的措辞，取而代之的是承认决策者现在 "关注其双重任务两方面的风险"，即国会赋予的在保持物价稳定的同时实现充分就业的使命。

7. 以色列军方声称，周二对贝鲁特发动空袭杀死了真主党高级指挥官 Fuad Shukr，以报复三天前发生的跨境火箭弹袭击，该袭击造成 12 名青少年和儿童死亡。黎巴嫩外交部长 Abdallah Bou Habib 表示，黎巴嫩政府谴责以色列的袭击并计划向联合国提出抗议。
8. 据知情人士透露，俄罗斯计划进一步削减原油产量，以弥补今年和明年温暖季节超过欧佩克+配额的产量。知情人士说，由于技术原因，莫斯科方面的额外减产措施最有可能在夏季和初秋实施。自从与欧佩克开始合作以来，俄罗斯一直表示，由于其油田的地质和气候条件，它无法在深秋和冬季大幅减产。知情人士说，预计额外的限制措施将在西西伯利亚油田实施，那里的产量可以受到监管。
9. 石油输出国组织(OPEC)维持其对今年和明年全球石油需求增长相对强劲的预测，称经济增长韧性和航空旅行将支持夏季燃料使用。OPEC 在月报中称，2024 年全球石油需求将增加 225 万桶/日，2025 年将增加 185 万桶/日。这两项预测均与上月持平。
10. 美国能源信息署(EIA)表示，预计明年全球石油市场将出现供应短缺，逆转了之前给出的供应将过剩的预测。EIA 预计，石油输出国组织(OPEC)和其包括俄罗斯在内的盟友组成的 OPEC+产油国联盟的产量在今年余下时间以及 2025 年都将低于其宣布的目标水平，这将令全球石油库存承压，导致油价上涨。

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。