

低库存背景下，油价逼近年内低点后出现反弹

2024年8月26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

上周油价先抑后扬，宏观及地缘局势变化是主要驱动。上半周因市场传闻巴以有和谈停火迹象，油价出现明显下跌，但自周四开始原油市场企稳反弹，且周末中东局势又有反复升级迹象。截至上周五（8月23日），布伦特收于78.22美金/桶，周涨跌幅-1.83%；WTI收于74.96美金/桶，周涨跌幅-0.77%；上海国际能源SC原油期货收于545.3元/桶，周涨跌幅-5.00%。

核心观点

上周油价先抑后扬，宏观因素和地缘局势仍是当前油价波动的主要驱动。上半周，市场传闻巴以停火协议有望达成，驱动地缘溢价大幅回落，同时市场对油品需求预期的转弱也令油价承压。但自上周四开始，油价开始企稳反弹。美联储主席在杰克森霍尔经济研讨会上明确表示降息时机已到，市场交易的9月降息50个基点的概率从之前的略高于四分之一升至约三分之一。在降息预期的带动下，油价伴随其他相关大类资产出现上涨。此外，周末以色列与真主党进行大规模导弹交火，地缘局势又有反复迹象。基本面角度，上周EIA商品原油库存继续减少，且全球原油总库存偏低，当前库存仍然较为健康。

供应端，美国方面，上周美国产量环比增加10万桶/日至1340万桶/日，美国石油活跃钻机数环比持平。由于

年初至今钻机数趋势下降，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。上周OPEC再度公布伊朗和哈萨克斯坦的补偿减产计划，以上两国将会进一步减产来实现产量目标。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环比继续改善，汽油旺季消费仍未结束，表需环比小幅上行，现实偏强。但由于全球衰退预期的影响，3大机构（IEA、EIA和OPEC）均下调对明年油品需求增长预期。此外，美联储在杰克森霍尔会议上释放了9月降息的信号，此举小幅提振了宏观情绪及需求增长的预期。

库存方面，上周EIA商品原油及成品油库存超预期减少，偏利多油价，且当前商品原油总库存较5年均值仍低约5%，低库存对油价有一定支撑。其他地区，上周欧洲ARA地区油品总库存环比上升，但新加坡油品总库存环比下降。

地缘方面，上半周，由于美国在中东地区的积极外交沟通，市场释放了巴以和谈结束停火的信号，驱动地缘溢价大幅回落。但周末以色列与真主党进行大规模导弹交火，中东局势又有反复迹象，前景仍不明朗。

综合来看，当前原油的低库存、欧佩克+3 季度的减产以及暂未平息的地缘局势（中东和俄乌）利好油价，但市场对全球经济衰退以及未来油品需求的担忧限制了原油上涨的空间。考虑到当下原油的低库存以及上周原油地缘溢价大幅下滑后开始回归交易基本面，油价在接近年内低点后存在反弹机会，但上涨高度相对有限。

风险提示

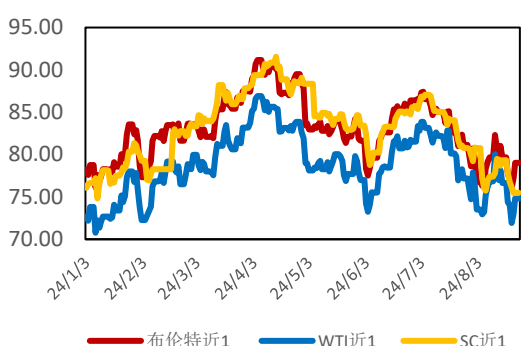
OPEC+减产进程；美联储降息议程；中东局势变化。

1、 价格回顾

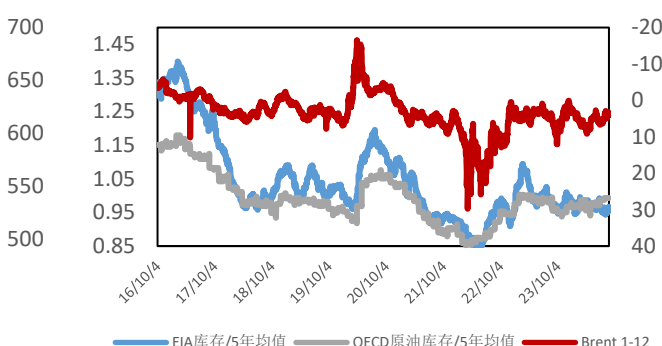
绝对价格： 截至上周五（8月23日），布伦特收于 78.22 美金/桶，周涨跌幅-1.83%；WTI 收于 74.96 美金/桶，周涨跌幅-0.77%；上海国际能源 SC 原油期货收于 545.3 元/桶，周涨跌幅-5.00%。

汽柴油裂解： 美国汽油裂解收于 22.07 美金/桶，周度环比-0.12 美金/桶。美国柴油裂解收于 20.17 美金/桶，周度环比-0.12 美金/桶。新加坡汽油裂解收于 6.15 美金/桶，周度环比+0.03 美金/桶。新加坡柴油裂解收于 11.88 美金/桶，周度环比-0.93 美金/桶。

图表 1：期货价格（美元/桶；元/桶）

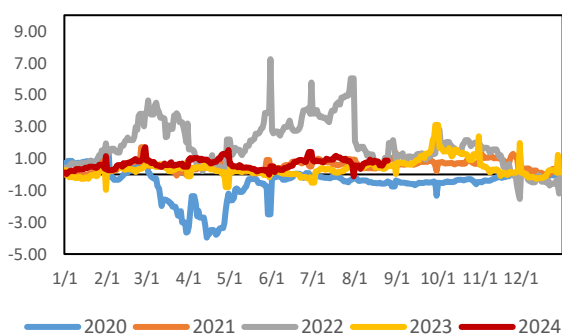


图表 2：月差&库存（美元/桶）

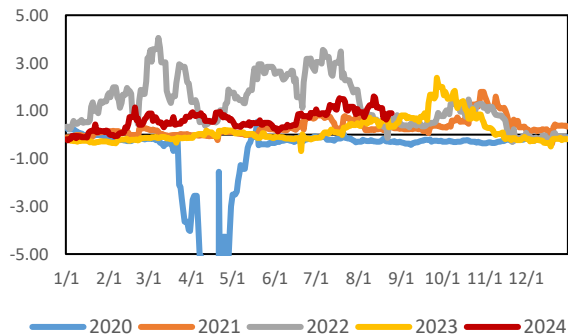


数据来源：Bloomberg；兴证期货研究咨询部

图表 3：Brent 月差 1-2（美元/桶）

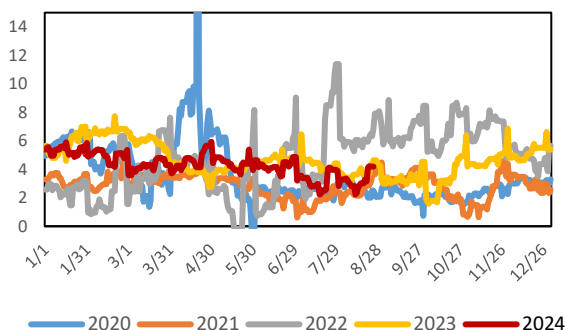


图表 4：WTI 月差 1-2（美元/桶）

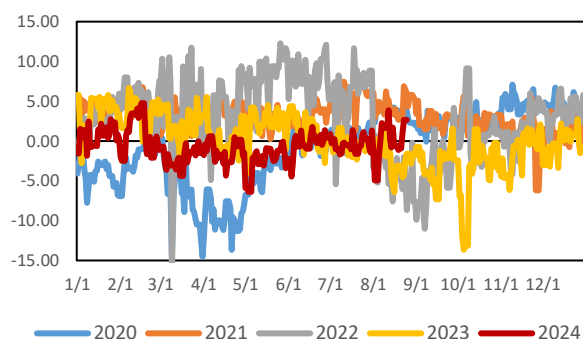


数据来源：Bloomberg；兴证期货研究咨询部

图表 5: Brent-WTI (美元/桶)

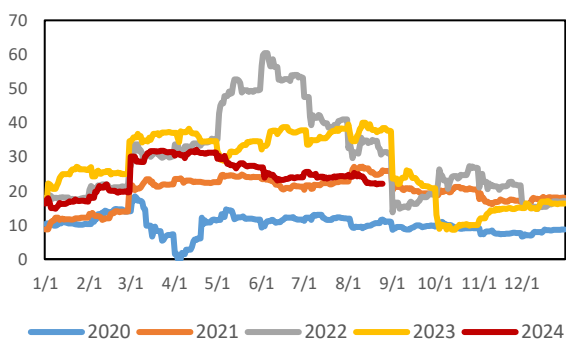


图表 6: Brent-SC (美元/桶)

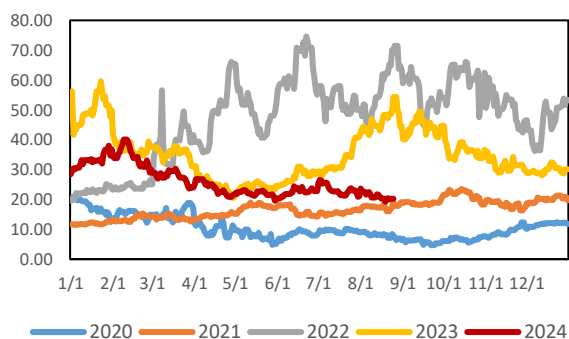


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 7: 美国汽油裂解 (美元/桶)

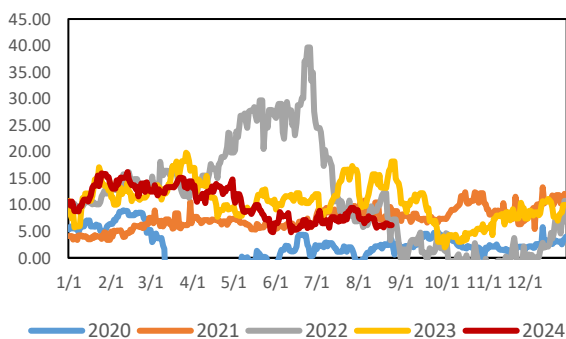


图表 8: 美国柴油裂解 (美元/桶)

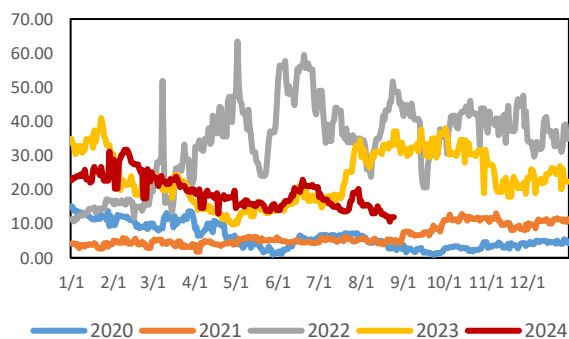


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

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

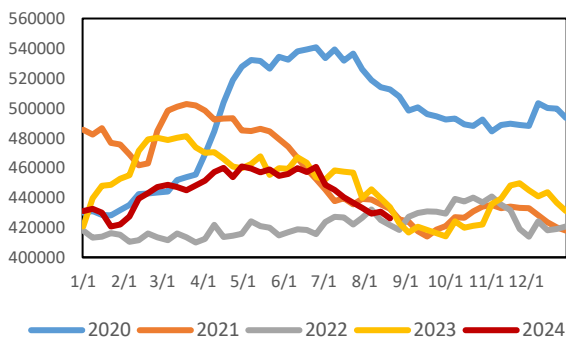
2.1 库存

美国： EIA 商品原油库存-464.9 万桶，预期-267.2 万桶，前值+135.7 万桶。EIA 俄克拉荷马州库欣原油库存-56 万桶，前值-166.5 万桶。EIA 汽油库存-160.6 万桶，预期-93.3 万桶，前值-289.4 万桶。EIA 精炼油库存 -331.2 万桶，预期-21.5 万桶，前值-167.3 万桶。

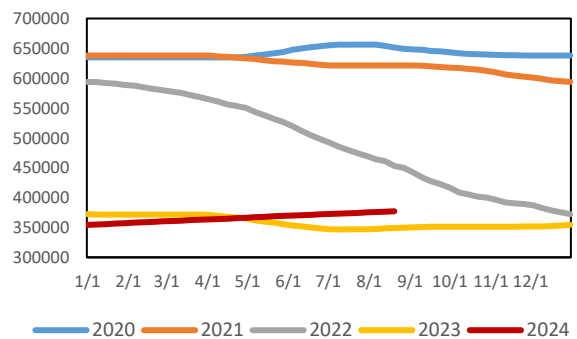
欧洲 ARA： 原油库存+46.91 万吨；汽油库存-1.2 万吨；柴油库存+20.3 万吨。油品总库存 +173.1 万吨。

新加坡： 油品总库存-53.7 万桶，其中轻质组分+102.4 万桶，中间组分+2.3 万桶，渣油组分-158.4 万桶。

图表 11: 美国流通原油库存 (千桶)

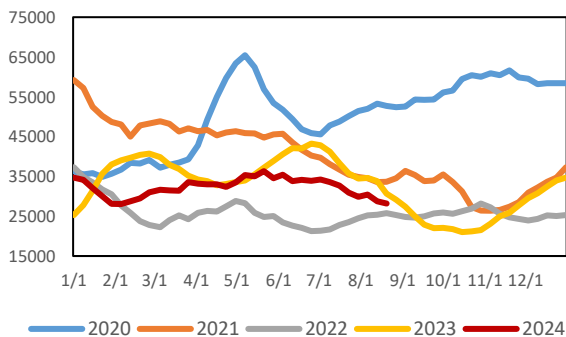


图表 12: 美国 SPR 原油库存 (千桶)

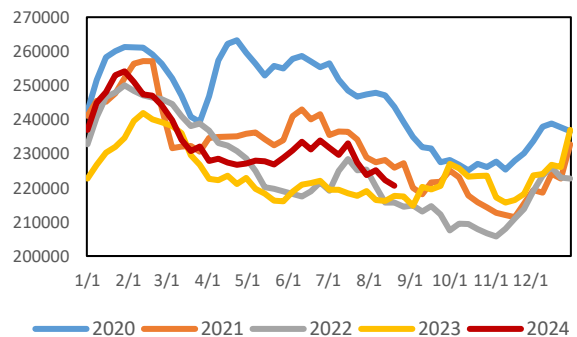


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 13: 美国库欣原油库存 (千桶)

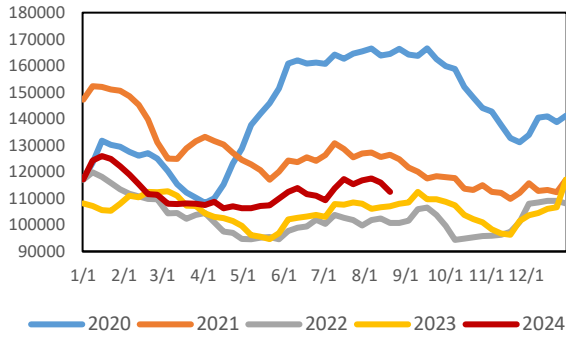


图表 14: 美国汽油库存 (美元/桶)

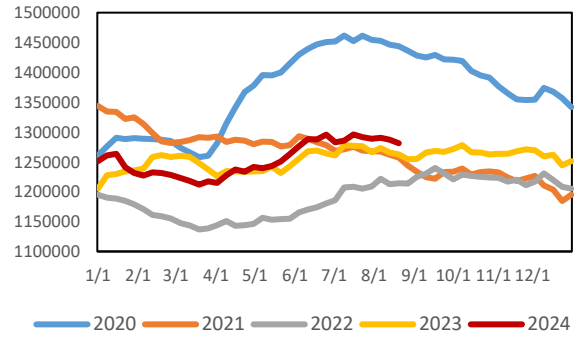


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 15: 美国柴油库存 (千桶)

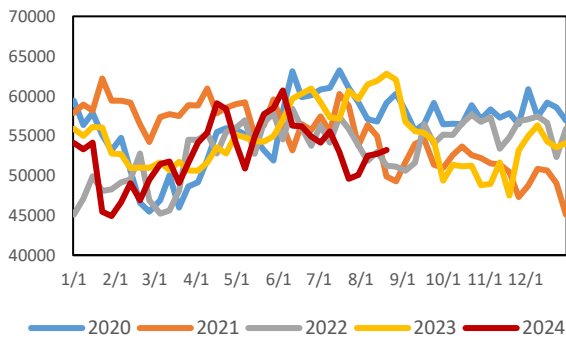


图表 16: 美国油品总库存 (千桶)

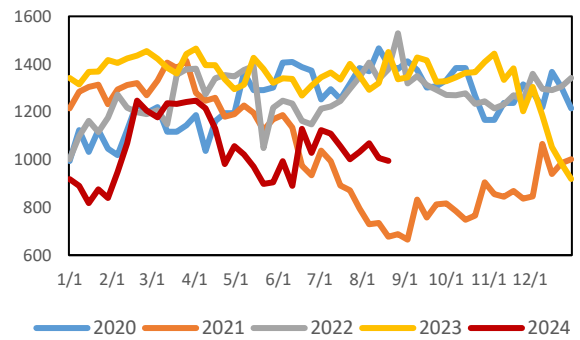


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 17: ARA 原油库存 (千吨)

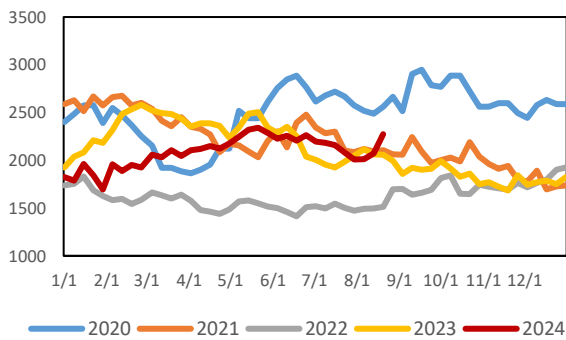


图表 18: ARA 汽油库存 (千吨)

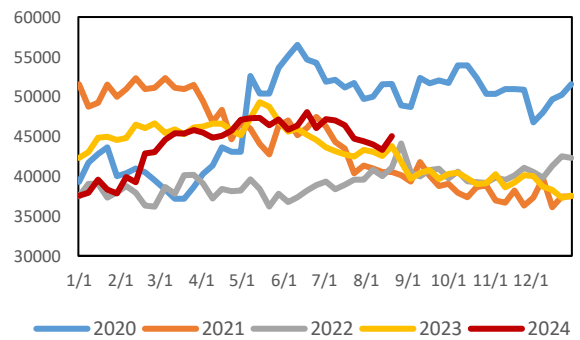


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 19: ARA 柴油库存 (千吨)

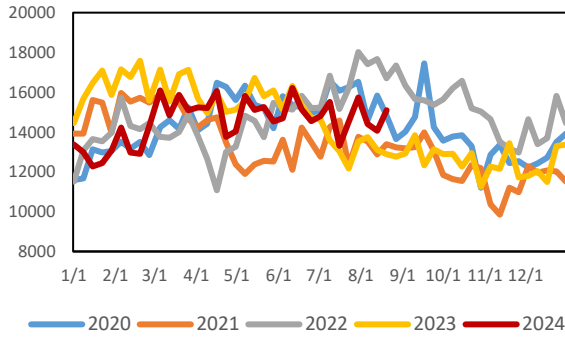


图表 20: ARA 油品总库存 (千吨)

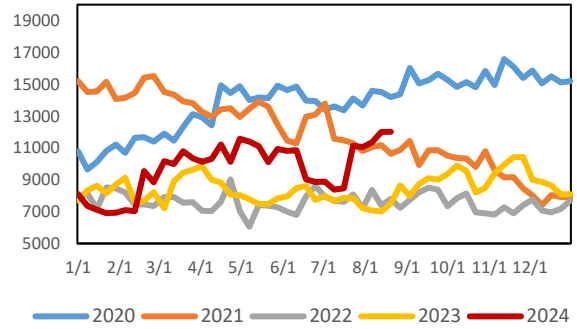


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 21: 新加坡轻组分库存 (万桶)

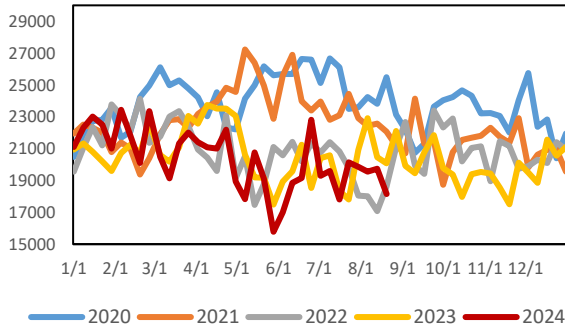


图表 22: 新加坡中间组分库存 (万桶)

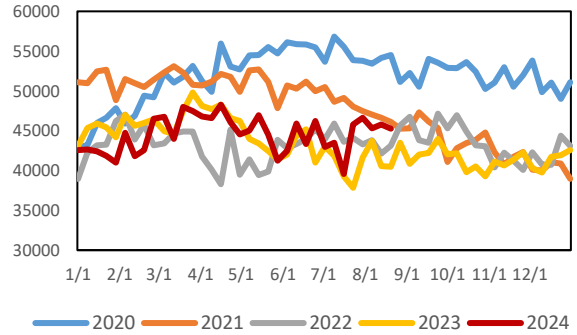


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 23: 新加坡渣油库存 (万桶)

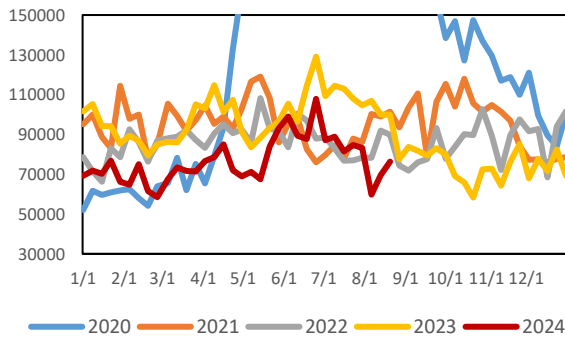


图表 24: 新加坡油品总库存 (万桶)

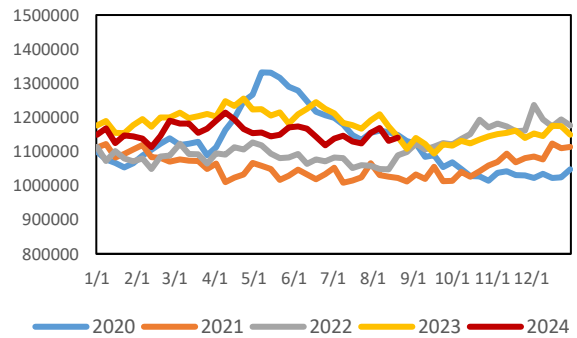


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

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： 上周美国产量环比增加 10 万桶/日至 1340 万桶/日，石油活跃钻机数环比持平，当前共有 483 台。由于年初至今钻机数延续趋势下降，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。

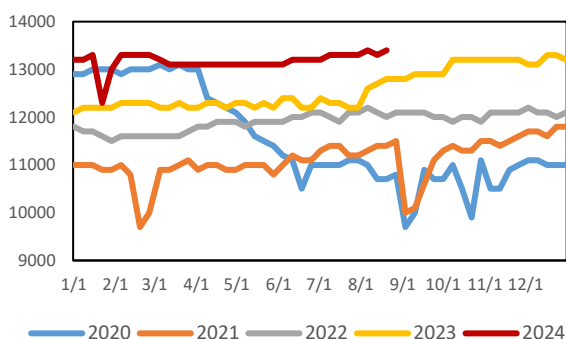
OPEC+： 根据彭博数据，OPEC 7 月产量较 6 月环比小幅减少 6 万桶/日，当前 OPEC 总产量仍小幅超过减产协议值。OPEC 8 月 JMMC 会议上维持 6 月提出的政策不变。

8 月 22 日，OPEC 再次公布伊朗和哈萨克斯坦两国的补偿减产计划，该计划将敦促伊朗和哈萨克斯坦两国在 2025 年 9 月之前通过补偿减产分别弥补 2024 年 1-7 月 144 万桶/日和 69.9 万桶/日的超额生产量。总体上看，该文件显示了 OPEC+减产控价的决心，偏利多市场。

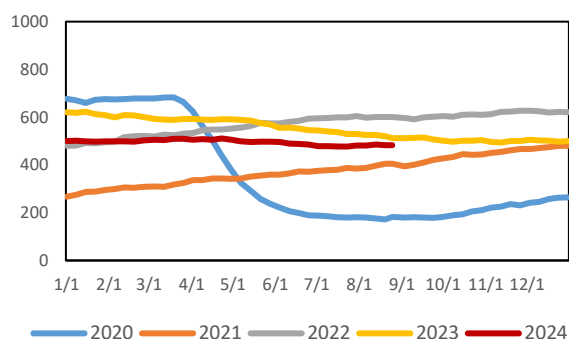
7 月 24 日，OPEC 公布伊拉克、哈萨克斯坦和俄罗斯 3 国的补偿减产方案，以上 3 个国家在 2025 年 9 月之前分别需要补偿减产 118.4 万桶/日、62 万桶/日和 48 万桶/日。总体看，预计 3 季度 OPEC+存在进一步减产的可能来弥补上半年的超额生产，继续对油价起到支撑。至于 4 季度至明年欧佩克+的产量，我们认为存在一定变数，实际情况可能并不一定如欧佩克+在 6 月会议规划的那样。若 2024 年底至 2025 年，市场出现明显供应过剩导致油价长期表现不佳的情景，OPEC+很有可能会对增产时间点做出适当调整。

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)

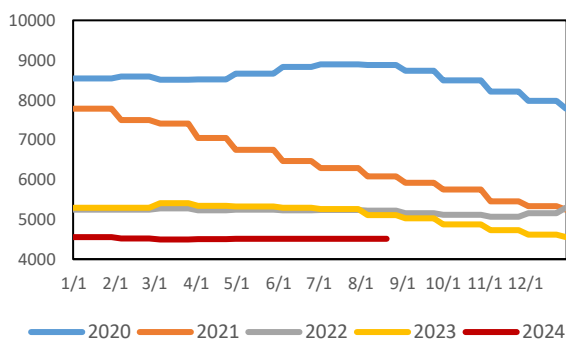


图表 28: 美国原油活跃钻机

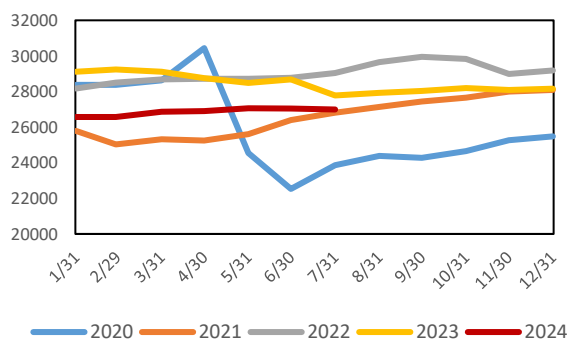


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 29: 美国 DUC 数量

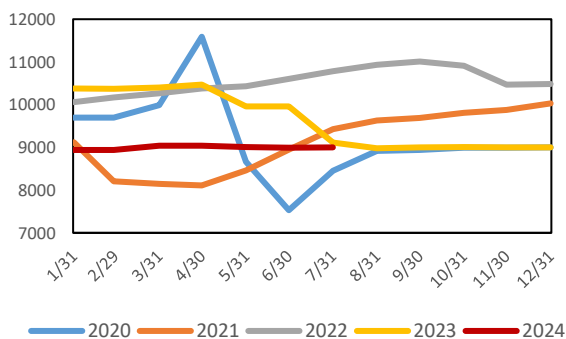


图表 30: OPEC 供应量 (千桶/日)

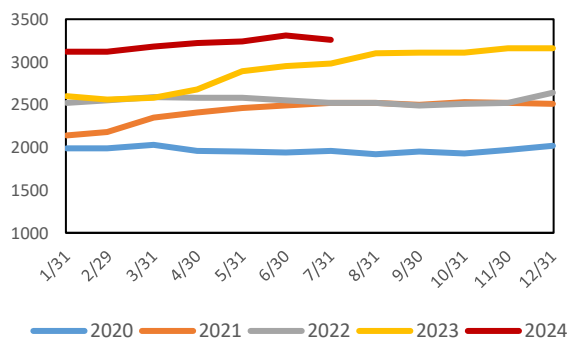


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 31: 沙特产量 (千桶/日)

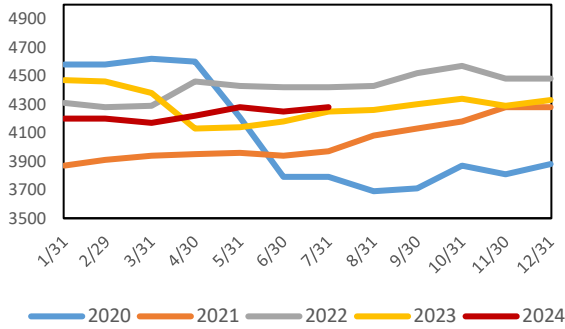


图表 32: 伊朗产量 (千桶/日)

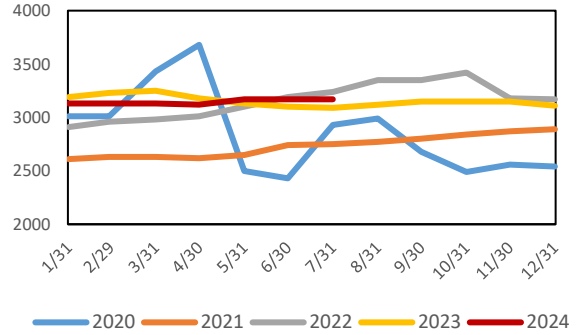


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

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

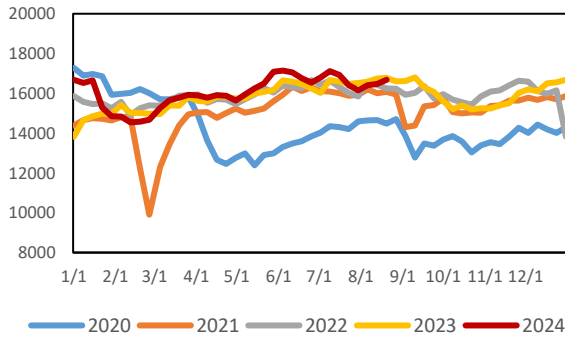
2.3 需求&进出口

表需：上周美国原油加工量周度环比+22.2 万桶/日，炼厂开工率环比上升 0.8%至 92.3%。上周汽油表需周度环比+0.50 万桶/日，柴油表需周度环比+41.23 万桶/日。上周美联储主席在杰克森霍尔经济研讨会上明确表示降息时机已到，市场交易的 9 月降息 50 个基点的概率从之前的略高于四分之一升至约三分之一。降息预期下小幅缓解了市场对油品需求的担忧。本月 3 大机构（IEA、EIA 和 OPEC）均下调对明年油品需求的预期。IEA 估计，今年全球石油需求将增加 97 万桶/日，明年将增加 95.3 万桶/日，低于此前估计的 97.4 万桶/日和 97.9 万桶/日。EIA 估计，今年全球石油需求将增加 110 万桶/日，明年将增加 160 万桶/日，2025 年需求低于此前估计的 180 万桶/日。OPEC 估计，今年全球石油需求将增加 211 万桶/日，明年将增加 178 万桶/日，低于此前估计的 220 万桶/日和 180 万桶/日。

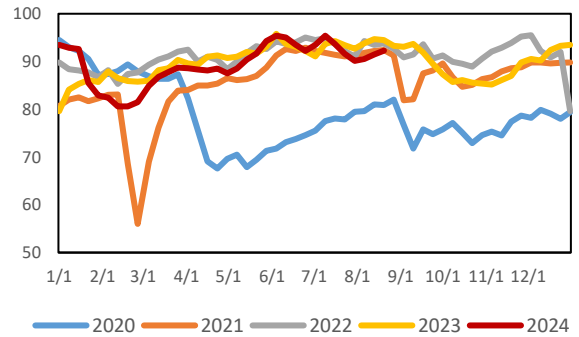
利润：布伦特 321 裂解收于 12.98 美金/桶，较上周环比-0.24 美金/桶；WTI 321 裂解收于 17.09

美金/桶，较上周环比-3.66 美金/桶。下游利润仍然偏弱。

图表 37: 美国原油加工量 (千桶/日)

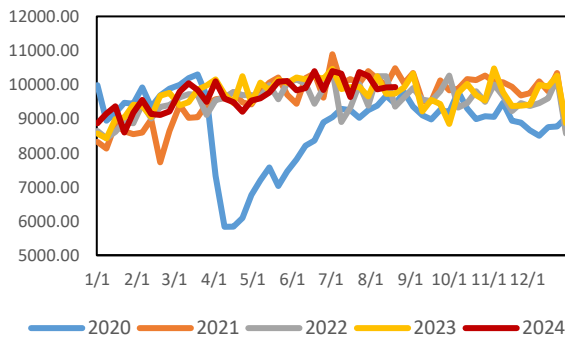


图表 38: 美国炼厂开工率

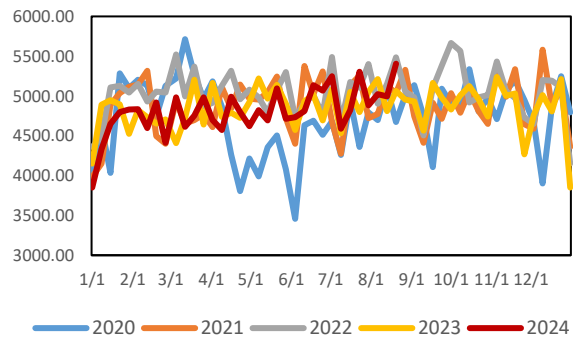


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 39: 美国汽油表需 (千桶/日)

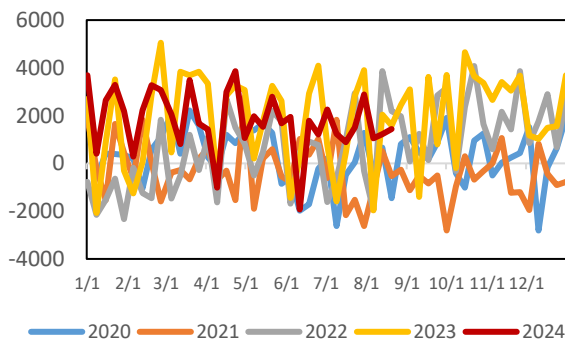


图表 40: 美国柴油表需 (千桶/日)

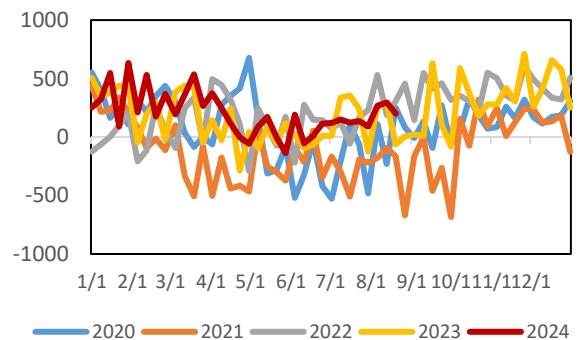


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 41: 美国原油净出口 (千桶/日)

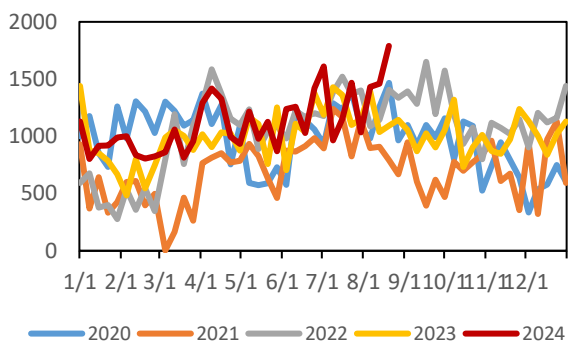


图表 42: 美国汽油净出口 (千桶/日)

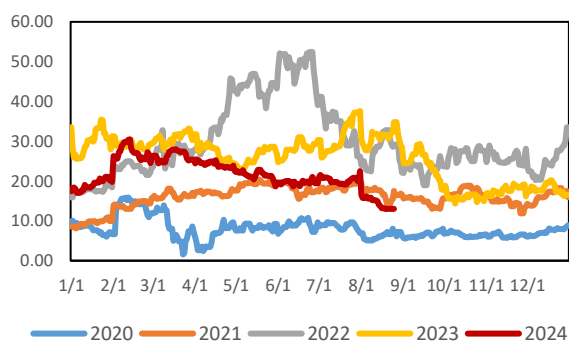


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 43: 美国柴油净出口 (千桶/日)

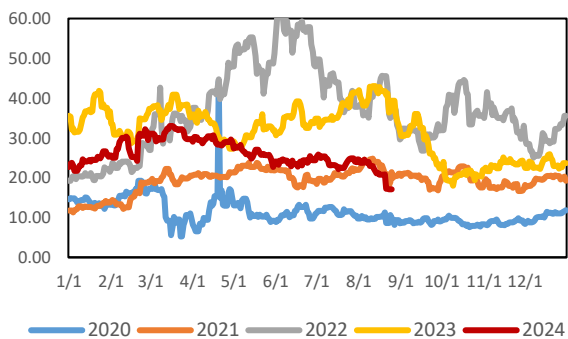


图表 44: 布伦特 321 裂解 (美元/桶)



数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

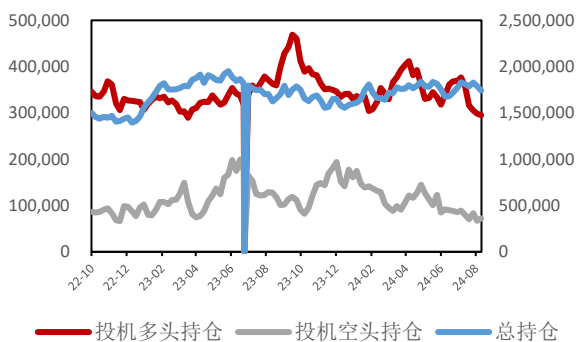
图表 45: 库欣 321 裂解 (美元/桶)



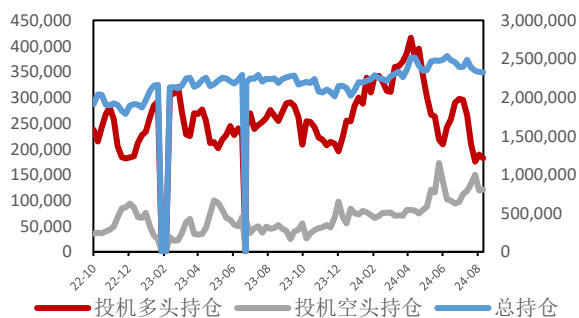
数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究

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. 8月16日当周，EIA商品原油及成品油库存超预期减少，偏利多油价。具体来看，EIA商品原油库存-464.9万桶，预期-267.2万桶，前值+135.7万桶。EIA俄克拉荷马州库欣原油库存-56万桶，前值-166.5万桶。EIA汽油库存-160.6万桶，预期-93.3万桶，前值-289.4万桶。EIA精炼油库存-331.2万桶，预期-21.5万桶，前值-167.3万桶。供应端，美国原油产量环比上升10万桶/日至1340万桶/日。需求端，EIA原油产量引伸需求2071.61万桶/日，前值1939.11万桶/日。EIA投产原油量+22.2万桶/日，前值+6.5万桶/日。
2. 美联储主席鲍威尔明确支持即将放松政策，称就业市场进一步降温将是不受欢迎的，并表示相信通胀很快将回到目标。鲍威尔讲话后，交易员认为9月降息50个基点的概率从之前的略高于四分之一升至约三分之一。杰克森霍尔经济研讨会上公布的最新研究显示，当前美国经济可能已经接近一个转折点，职位空缺持续减少将转化为失业率加速上升。
3. 石油输出国组织(OPEC)下调2024年全球石油需求增长预测，因对中国的需求预期减弱，这凸显出OPEC+从10月开始增产将面临两难局面。OPEC在月度报告中表示，2024年全球石油需求将增长211万桶/日，低于上月预期的增长225万桶/日，这是OPEC自2023年7月公布今年石油需求增长预测以来首次下调。OPEC还将明年的需求增长预测从之前的185万桶/日下调至178万桶/日。
4. 国际能源署(IEA)月报显示，预计今明两年全球石油需求增长仍将放缓至100万桶/日以下。IEA估计，今年全球石油需求将增加97万桶/日，明年将增加95.3万桶/日，略低于此前估计的97.4万桶/日和97.9万桶/日。预计今年和明年的总需求平均分别为1.031亿桶和1.04亿桶。IEA目前的预测仍远低于欧佩克的预测，尽管欧佩克日前将其对今明两年的全球石油需求增长的预测分别略微下调至211万桶/日和178万桶/日。IEA指出，今年第二季度，全球需求增加了87万桶/日，美国夏季驾驶旺季推动汽油需求走高，而欧洲和亚洲的工业燃料和石化原料则出现温和复苏。尽管近几个月来发达经济体的需求显示出强劲迹象，但在经合组织以外的国家，第二季度的需求增速降至2020年以来的最低水平。
5. 真主党周日早些时候向以色列发射了数以百计的火箭弹和无人机，以色列军方称已出动约100架战机打击黎巴嫩，以阻止更大规模的袭击，这是10个多月来，黎巴嫩和以色列边境战争中规模最大的冲突之一。这场与加沙战争同时开始的战斗若出现任何重大溢出效应，有可能演变成一场地区冲突，将真主党的支持者伊朗和以色列的主要盟友美国拖入战争。
6. 美国参谋长联席会议主席、空军上将布朗(C.Q. Brown)周六对中东地区进行一次未事先宣布的访问，讨论如何避免紧张局势出现新的升级，以免演变成更广泛的冲突。该地区正

在为伊朗可能对以色列发动的袭击做准备。布朗在约旦展开中东访问之行，并表示他未来几天也将前往埃及和以色列，听取军方领导人的观点。

7. 也门媒体 23 日援引英国海上贸易行动办公室发布的消息报道，此前在红海遭也门胡塞武装袭击的“苏尼翁”号油轮已被观测到发生 3 起火灾，并有沉没风险。据了解，“苏尼翁”号油轮载有约 15 万吨原油。英国海上贸易行动办公室此前发布消息说，“苏尼翁”号油轮全部 25 名船员已由一艘欧盟方面的军舰成功救起。欧盟派往红海和海湾地区执行护航任务的“盾牌”行动舰队方面 22 日在一份声明中确认此事，并表示在救援行动中摧毁了一艘无人水面舰艇。声明还警告，该油轮的状况对周边海域航行和海洋环境构成了威胁。
8. 截至 8 月 20 日当周，WTI 原油期货投机性净多头头寸减少 18129 手至 144984 手；布伦特原油投机者净多头头寸减少 8587 手合约至 61197 手合约。
9. 根据摩根士丹利的一份报告，随着夏季后需求放缓，欧佩克和非欧佩克的供应都将从第四季度开始增加，摩根士丹利预计，供需平衡将趋于疲软，到 2025 年将转为盈余。摩根士丹利将第四季度布油价格预期下调 5 美元至 80 美元/桶。此外，2025 年四个季度布油价格预期也遭到下调，Q1 至 Q4 油价预期分别下调至 78 美元、77 美元、76 美元和 75 美元（此前预期为 81 美元、79 美元、77 美元和 76 美元）。该行还将其全球需求增长预期从每日 120 万桶下调至 110 万桶。
10. 7 月份印度成为全球最大的俄罗斯石油进口国。印度贸易和出口数据显示，上个月俄罗斯原油占印度进口总量的 44%，创历史新高，达到创纪录的 207 万桶/日，比 6 月份增加 4.2%，比一年前增加 12%。一位印度炼油厂消息人士表示：“只要制裁不进一步收紧，印度对俄罗斯石油的需求就会增加。”

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。