

页岩油增产受限，原油面临“难涨难跌”的困局

2024年8月30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

当前原油市场面临既难涨又难跌的困局，这是欧佩克+减产控价以及宏观需求预期走弱共同影响的结果。从上方看，一旦油价短期走强，欧佩克+联盟可能会从4季度开始适当增加产量，叠加上当下全球经济并不乐观，随着美国汽油消费旺季的结束，4季度油品需求暂时无法看到有强劲的增长点，这将导致市场呈现供应偏过剩状态，从而限制油价上涨。相反，若油价趋势下行，大幅走弱，欧佩克+可能在4季度再次进行文字游戏，让供应维持偏紧。尽管欧佩克+在8月的会议中仍重申将从4季度开始退出减产协议（即增产），但由于部分成员国因前期过量生产，在过去几周陆续公布未来的补偿减产计划，且补偿减产计划的减量可以有效对冲退出减产协议后的增量，因此从4季度开始，欧佩克+实际的产量可能并不会出现明显增加。同时，美国页岩油遇到的增产瓶颈使得非欧佩克+地区暂时无法挑战欧佩克+集团的控价权。

展望未来，若原油市场要出现破局，有以下几种情景。首先是非欧佩克+地区产量出现明显变化，从而可以挑战欧佩克+集团的定价权。非欧佩克+地区的产量主要关注美国页岩油，其他地区（加拿大、巴西、圭亚那等）短期影响相对有限，暂无法对欧佩克+形成威胁。第二种可能是宏观市场发生了较大变化，例如现实确

认了需求增速大幅放缓，迫使欧佩克+即使适当减产也无法维持原油的低库存，从而迫使该集团放弃减产控价战略转而寻求市场份额。但在现实确定需求大幅走弱之前，欧佩克+不太可能主动放弃对高油价的追求。

报告目录

1. 近期油价重心下移，强现实与弱预期驱动盘面震荡	4
2. 美国页岩油仍然未看到有短期大幅增产的驱动	6
3. 欧佩克公布相关成员的补偿性减产计划，该计划对冲了 10 月后潜在的增产压力	8
4. 需求预期转弱是限制油价上行的最大阻力	9
5. 总结及展望	12

图表目录

图表 1: 布伦特近 3 个月走势 (美元/桶)	5
图表 2: EIA 商品原油库存 (千桶)	5
图表 3: 二叠纪地区活跃钻机数及总产量 (桶/日)	6
图表 4: 二叠纪地区活跃钻机数及总产量 (桶/日)	7
图表 5: 二叠纪地区新井单产量及老井衰退量 (桶/日)	7
图表 6: 欧佩克+3 国补偿减产计划 (千桶/日)	8
图表 7: 2024 年 10 月至 2025 年 9 月“自愿减产措施”退出计划表 (千桶/日)	9
图表 8: 全球及主要国家或地区制造业 PMI	11
图表 9: 中国原油进口量 (万吨)	11

1. 近期油价重心下移，强现实与弱预期驱动盘面震荡

自7月初以来，布伦特价格中枢整体下移5美金/桶，从85美金/桶的中枢降至80美金/桶附近。此轮油价中枢下移首先与宏观逻辑相关，7月份海外市场出现了明显的衰退交易，多个宏观指标不及预期。美国7月非农数据创2020年12月以来新低；美国7月ISM制造业PMI萎缩幅度创八个月最大值。在惨淡的经济数据下，衰退预期大幅提升，油价跟随其他资产趋势下行。但油价在8月初跌至75美金/桶附近后似乎找到了支撑点，市场对衰退预期的炒作已较为充分，此后近一个月油价开始了震荡，期间的波动主要来自宏观预期的摇摆以及地缘局势的变化，自身基本面并未出现明显向上或向下的驱动。本周油价在周一大幅冲高后，出现较明显回落。周一油价冲高主要因为地缘因素，利比亚东部政府宣布对所有油田、码头和石油设施实施“不可抗力”，暂停原油生产和出口，叠加周末以色列对黎巴嫩南部真主党发动袭击，驱动原油地缘溢价再次上升。但自周二开始，市场恐慌情绪缓解，叠加上需求预期的转弱，驱动油价回调。

当前原油市场可以总结为强现实和弱预期矛盾下的格局。首先，从现实角度看，低库存是油价底部有较强支撑的主因之一，且EIA的数据显示美国商品原油库存在夏季出行旺季的背景下，仍在季节性去库，且当前总库存量较5年均值低5%。此外，复杂的地缘局势是潜在的利多，无论是悬而未决的中东局势还是本周爆发的利比亚原油停产事件，都给现实带来了上涨驱动。但从预期看，市场对宏观及需求的担忧开始出现，本月国际3大能源机构（IEA, EIA 和 OPEC）同时下调了对油品需求的预期，值得注意的是，一向持乐观看法的OPEC集团是首次对2024年需求做出了下调。此外，欧佩克+集团计划从10月份开始逐步增产，这也令市场预期在需求增速放缓的背景下，未来原油市场将会出现供应过剩。当然，根据欧佩克+集团的表态，10月份开始增产计划仍有变数，集团存在随时暂停或逆转的选项。综合来看，当前原油市场面临以下困局，造成油价暂无趋势上涨或大幅下跌的驱动。若油价持续过低，欧佩克+集团可能会考虑取消自10月起的增产计划甚至是延长减产来继续控制产量起到平衡市场的作用，这可能驱动油价反弹。同理，若油价持续上涨，欧佩克+集团履行10月开始的增产计划叠加上需求放缓，这又会使全球平衡转向供应过剩，驱动油价回调。因此，短期偏震荡走势符合上述逻辑。

展望未来，若原油市场要出现破局，有以下几种情景。首先是非欧佩克+地区产量出现明显变化，从而可以挑战欧佩克+集团的定价权。非欧佩克+地区的产量主要关注美国页岩油，其他地区（加拿大、巴西、圭亚那等）短期影响相对有限，暂无法对欧佩克+形成威胁。第二种可能

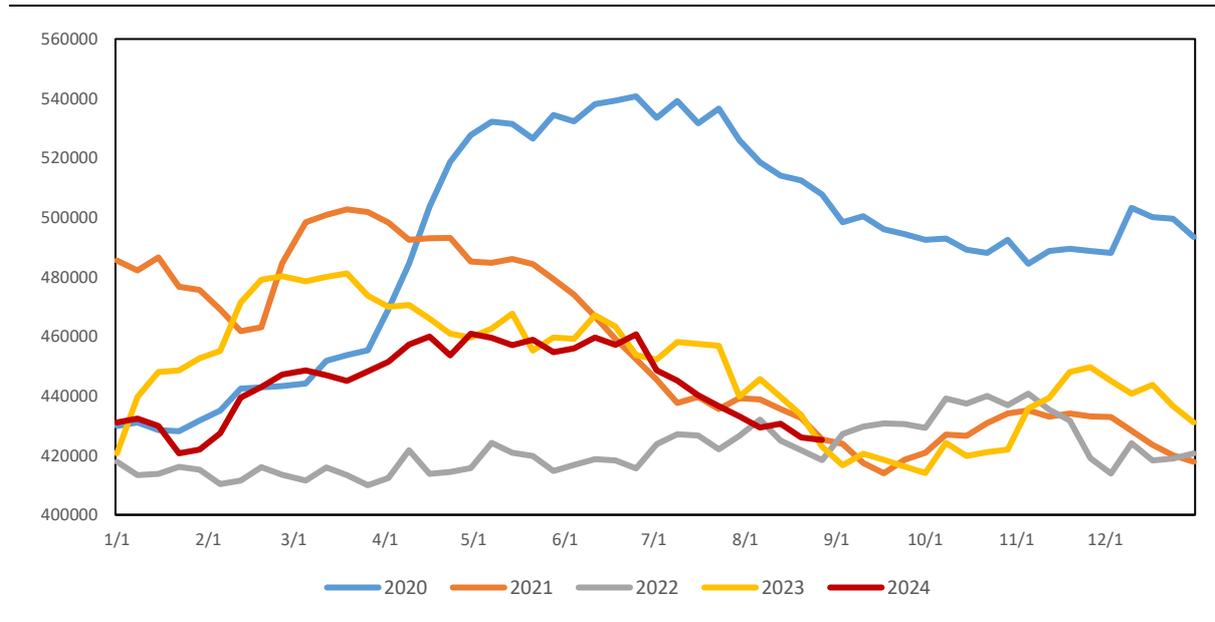
是宏观市场发生了较大变化，例如全球需求增速确实开始下降，迫使欧佩克+即使减产也无法维持原油的低库存，从而令欧佩克+放弃减产控价战略而是转向追求市场份额。但在现实确认需求转弱之前，欧佩克+不太可能主动放弃对高油价的追求。

图表 1：布伦特近 3 个月走势（美元/桶）



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 2：EIA 商品原油库存（千桶）



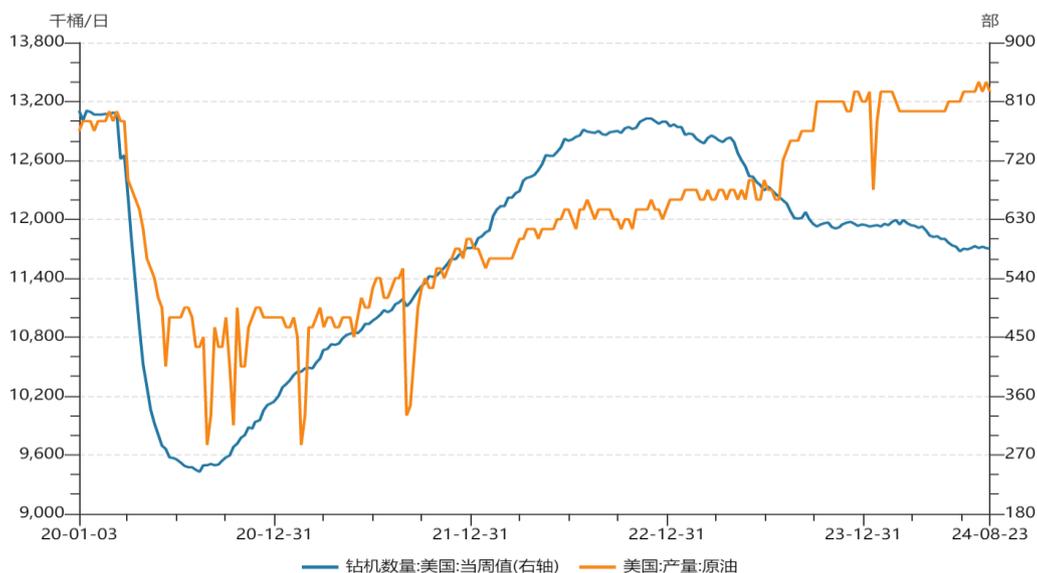
数据来源：EIA，兴证期货研究咨询部

2. 美国页岩油仍然未看到有短期大幅增产的驱动

美国页岩油产量变化是最有可能打破当前困局的因素之一。若美国持续增产会给欧佩克+联盟带来压力，从而迫使该集团重新考虑减产挺价政策，从而改变供需平衡，这可能驱动油价趋势下行。但是从近期的指标来看，短期美国页岩油产量难有大幅变化。

从生产流程上看，页岩油的生产需要经历活跃钻机——新井——完井——新产量的过程。但从现阶段的数据看，无论是活跃钻机、库存井（DUC）还是新井数量都处于下滑趋势，这无法支撑短期美国产量的增加。未来美国增产的重点地区来自二叠纪产区，从数据上看，二叠纪地区的钻机、DUC 等数量高于其他产区，且年初至今二叠阶地区的产量仍有小幅增加，这弥补了其他产区产量的下滑，从而实现美国总体产量较为平稳。此外，EIA 的报告指出，过去几年，二叠纪地区原油和天然气供应增长受到运输能力的限制，即增加的产量无法转化成有效的供应。但该问题将得到有限解决，Enbridge 公司宣布将在 2025 年底前将其 Gray Oak 管道运输量扩大 12 万桶/日，以增加二叠纪地区的运输能力。此外，新的天然气 Matterhorn 管道预计将于 2024 年第三季度投入使用。该管道能够从德克萨斯州西部的 Waha 枢纽输送高达 25 亿立方英尺/天的天然气到德克萨斯州。因此，管运能力将不再是限制二叠纪供应的主要问题。

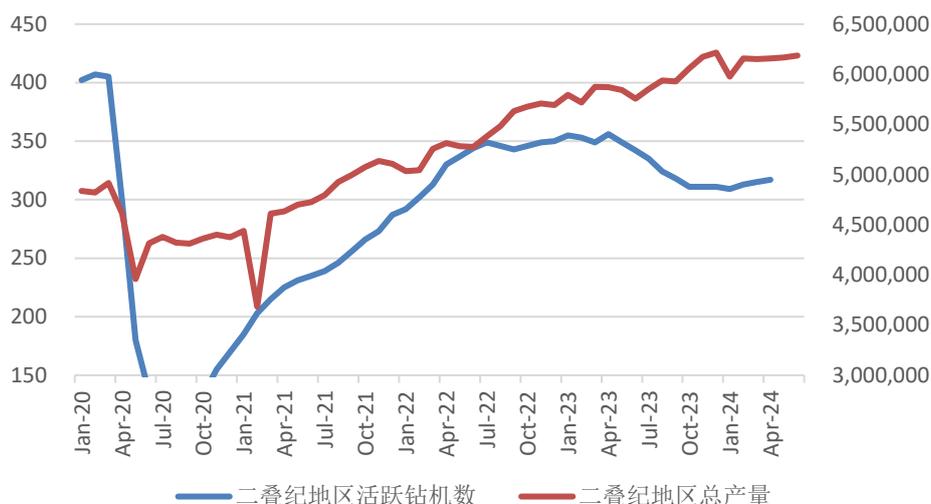
图表 3：二叠纪地区活跃钻机数及总产量（桶/日）



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

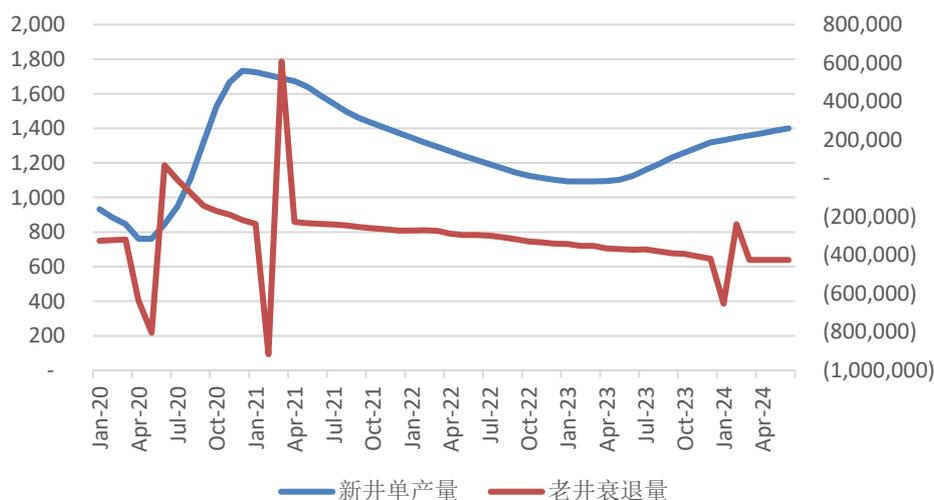
从数据上看，美国下 48 州活跃钻机数年初至今仍在趋势下滑，年初至今产量小幅增加 10 万桶/日。分区域看，增量主要来自二叠纪地区。二叠纪年初至今活跃钻机数仍有小量上升，且伴随着生产效率的提升，新井单产量增加。但从近期趋势看，二叠纪产量增速有放缓的迹象，活跃钻机数增幅也开始放缓，叠加上库存井数量仍在下降，预计短期在没有大量新钻机的支撑下，二叠纪产量爬坡速度可能放缓。

图表 4：二叠纪地区活跃钻机数及总产量（桶/日）



数据来源：EIA，兴证期货研究咨询部

图表 5：二叠纪地区新井单产量及老井衰退量（桶/日）



数据来源：EIA，兴证期货研究咨询部

综上，美国目前产量先行指标并未显示短期内有较大增产空间，年初至今美国产量可以维持高位主要因为二叠纪产区的增量弥补了其他地区产量的下滑，但近期数据显示二叠纪产量增速开始放缓，未来重点关注二叠纪地区能否实现产量新的突破。

3. 欧佩克公布相关成员的补偿性减产计划，该计划对冲了 10 月后潜在的增产压力

回顾欧佩克+下半年公布的决议，8 月 22 日，OPEC 公布伊拉克和哈萨克斯坦两国的补偿减产计划，此次计划是在前期已公布的补偿减产方案上继续加大补偿体量。伊朗和哈萨克斯坦两国按计划将在 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。

8 月 1 日，在第 55 次 JMMC 会议上，OPEC+重申了仍然会按照 6 月 2 日 37 届部长会议上达成的方案开始逐步退出减产协议，即开始增产，其他方面无重要变化。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。

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 6：欧佩克+3 国补偿减产计划（千桶/日）

	超额产量	补偿减产计划														
		24/7	24/8	24/9	24/10	24/11	24/12	25/1	25/2	25/3	25/4	25/5	25/6	25/7	25/8	25/9
伊拉克	1440	70	90	95	95	100	110	120	120	120	120	105	90	90	90	95
哈萨克斯坦	699	18	49	28	265	32	54	65	52	39	36	33	18	16	13	1
俄罗斯	480	/	/	/	10	30	/	/	/	16	31	47	63	79	64	110

数据来源：OPEC 官网，兴证期货研究咨询部

图表 7：2024 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，兴证期货研究咨询部

从总量上看，伊拉克、哈萨克斯坦和俄罗斯 3 国公布的总补偿减产产量达到 261.9 万桶/日，已经超过了 6 月 2 日欧佩克+所公布的 2024 年 9 月至 2024 年 10 月 246.4 万桶/日的新增产量，所以很可能随着补偿减产计划的落实，即使在 10 月份集团开始退出减产计划，欧佩克+总产量也不会出现显著增加。此外，参考欧佩克+国家的盈亏平衡油价，欧佩克+理想化的油价中枢预计仍在 80 美金/桶左右。参考自 2023 年以来，布伦特的底部曾在 2023 年 3 月触及 70 美金/桶，而此后欧佩克+联盟在 2023 年 4 月和 6 月分别做出减产和自愿减产的反应，驱动油价回升。我们预测若在极端情况下，若布伦特油价再次跌至或跌破 70 美金/桶，可能会引发欧佩克+联盟对未来增产计划的重新规划甚至可能是继续延长减产。

综合来看，欧佩克+所计划的自 10 月开始的增产计划实际影响可能有限，因为上半年部分国家实际仍在超额生产，后续需要通过补偿减产来弥补这部分增量。若上述补偿减产计划能够顺利落实，其可以有效对冲 2024 年 10 月至 2025 年 9 月退出减产协议后的增产量，未来欧佩克+实际增产量可能并不大。同时考虑到欧佩克+主要国家的盈亏平衡油价，当前认为短期内欧佩克+不太可能大幅提升实际产量，从而驱动油价大幅下行。

4. 需求预期转弱是限制油价上行的最大阻力

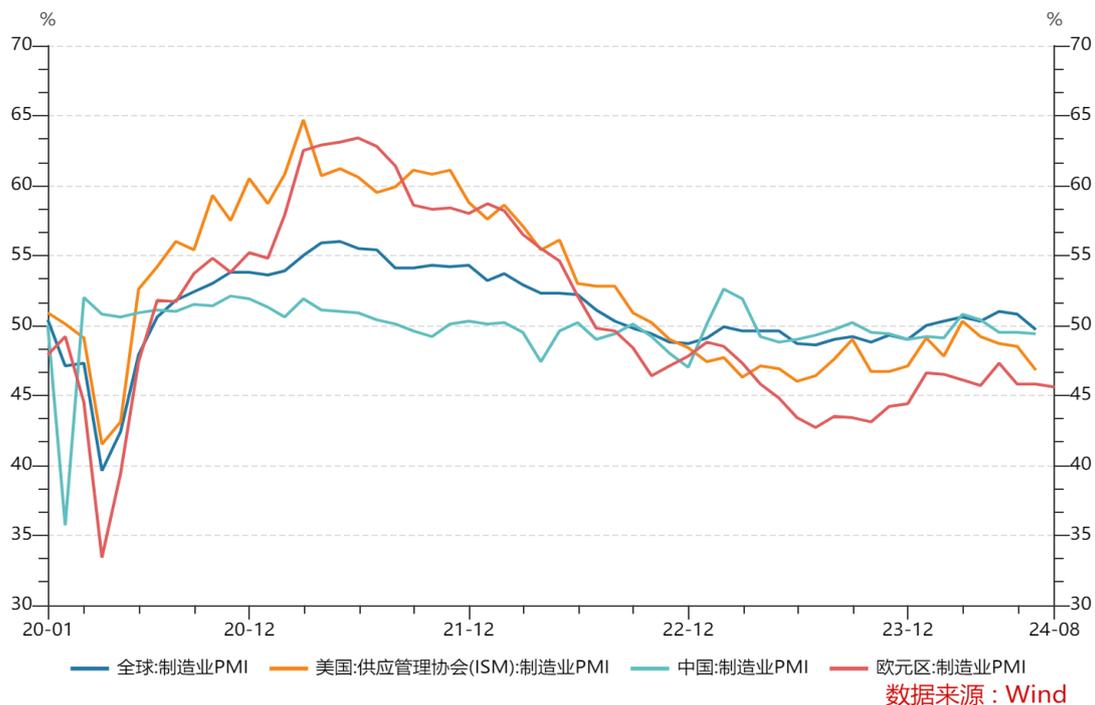
油品需求与经济周期高度正相关。从近期主要国家的经济数据来看，全球经济仍未进入高速复苏期，甚至在 7 月市场出现了衰退预期。从 PMI 角度看，7 月全球制造业 PMI 仍处于荣枯

线以下。并且从主要地区来看，中国、美国以及欧元区制造业 PMI 均低于 50 的荣枯线，且趋势上并未出现明显拐头。全球经济的疲态使得市场下调了对今明两年油品需求的预期。本月国际 3 大能源机构（IEA，EIA 和 OPEC）均下调了对今年或明年全球油品需求的预期。具体来看，IEA 维持 2024 年石油需求增长预测不变，但下调 2025 年展望，IEA 预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。EIA 预计 2024 年全球消费将增加 110 万桶/日，2025 年将增加 160 万桶/日，其中 2025 年的增量较上期预测值下调 20 万桶/日。OPEC 下调今明两年全球石油需求增长预测，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。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。值得注意的是，OPEC 是首次下调了对 2024 年油品需求的预期，此前欧佩克一直对全球需求保持相对乐观观点。尽管 3 大机构在对明年需求预期的量级上存在差异，如 OPEC 的预测值仍远远高于 IEA 的预测值。但从趋势上，3 者形成了相对的共识：当下经济数据的转弱是下调需求增长的主因。

3 大机构也特别提到了中国需求下滑对全球油品需求增速放缓所造成的影响。中国作为近年来全球油品消费主要的增量市场，在 2 季度需求出现了意外的下滑。且由于国内经济仍存在一定压力，叠加上国内电动汽车市场迅速发展对汽油消费的冲击，短期中国油品需求难有大幅改善。根据 IEA 的数据，2023 年中国在非 OECD 国家油品增量中的占比为 71%，而在 2024 年该比例下滑至 31%，同期印度的占比大幅提升。当前全球油品需求增量主要来自非 OECD 国家，而核心就是中国。根据海关总署的数据，7 月中国进口原油数量较去年同期同比下滑 3.1%，这也是自 5 月以来连续 3 个月国内原油进口量出现同比下滑。另一个角度，美国汽油旺季即将结束。传统意义上看，从 5 月末至 9 月初，是美国传统的汽油消费旺季。在即将过去的夏季期间，我们的确看到了汽油库存趋势性的去化。夏季旺季的炒作缓解了一部分经济预期转弱的压力。但随着旺季即将结束，汽油需求的炒作也将结束。同时当前海外汽柴油裂解价差处于相对低位，炼厂盈利能力较差。随着旺季结束，海外炼厂开工率及原油投料需求可能会开始下移。

综合来看，经济数据的走弱、中国消费的低迷叠加上美国汽油旺季的结束共同驱动油品需求前景转弱。在现实及预期转好之前，疲软的需求是阻碍油价持续上涨的最大障碍。

图表 8：全球及主要国家或地区制造业 PMI



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 9：中国原油进口量（万吨）



数据来源：海关总署，Wind，兴证期货研究咨询部

5. 总结及展望

当前原油市场面临既难涨又难跌的困局，这是欧佩克+减产控价以及宏观需求预期走弱共同影响的结果。从上方看，一旦油价短期走强，欧佩克+联盟可能会从 4 季度开始适当增加产量，叠加上当下全球经济数据并不乐观，随着美国汽油消费旺季的结束，4 季度油品需求暂时无法看到有强劲的增长点，这将导致市场呈现供应偏过剩状态，从而限制油价上涨。相反，若油价趋势下行，大幅走弱，欧佩克+可能在 4 季度再次进行文字游戏，让供应维持偏紧。尽管欧佩克+在 8 月的会议中仍重申将从 4 季度开始退出减产协议（即增产），但由于部分成员国因前期过量生产，在过去几周陆续公布未来的补偿减产计划，且补偿减产计划的减量可以有效对冲退出减产协议后的增量，因此从 4 季度开始，欧佩克+实际的产量可能并不会出现明显增加。同时，美国页岩油遇到的增产瓶颈使得非欧佩克+地区暂时无法挑战欧佩克+集团的控价权。

展望未来，若原油市场要出现破局，有以下几种情景。首先是非欧佩克+地区产量出现明显变化，从而可以挑战欧佩克+集团的定价权。非欧佩克+地区的产量主要关注美国页岩油，其他地区（加拿大、巴西、圭亚那等）短期影响相对有限，暂无法对欧佩克+形成威胁。第二种可能是宏观市场发生了较大变化，例如现实确认了需求增速大幅放缓，迫使欧佩克+即使适当减产也无法维持原油的低库存，从而迫使该集团放弃减产控价战略转而寻求市场份额。但在现实确定需求大幅走弱之前，欧佩克+不太可能主动放弃对高油价的追求。

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。