

## 基本面乏善可陈，市场进入震荡调整期

2024 年 10 月 25 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

联系人

俞秉甫

从业资格编号：F03123867

yubf@xzfutures.com

### 内容提要

本周油价企稳，结束上周大幅下挫行情。周一和周二油价在上周大跌后出现修复性上涨，主要考虑部分空头盈利离场带来的价格反弹以及中东局势仍有反复紧张迹象。本周三公布的 EIA 数据显示商品原油及汽油库存超预期增加，使得油价在下半周小幅承压。总体上看，本周基本面较为平淡，暂未出现明显利多驱动。中东局势反复，提高油价波动性。进入 10 月，原油基本面并未出现明显改善，油价中枢的上移主要受到中东局势的影响。仅从当前中东原油流量来看，地缘局势暂未对当地供应及出口造成明显影响，短期更多以情绪及预期交易为主。

展望未来，从宏观及基本面两个维度看，明年原油格局偏空。首先，当前的海外宏观氛围并不支持原油出现强势反弹。欧美核心经济指标暂未出现明显反转迹象。尽管市场有降息预期，但从历史回溯看，美联储降息对原油需求提振帮助有限。此外，本月特朗普在美国大选中的支持率大幅上行，若特朗普在 11 月的大选中获胜，其能源政策将会长期利空油价。其次，随着明年 OPEC+ 的增产计划逐步释放，以及美国、巴西、加拿大和圭亚那 4 国的增产，在不出现中东局势导致供应中断或是经济复苏大幅超预期的情景下，全球原油库存预计将会从明年 2 季度开始转向全面增加状态，逐步

摆脱低库存局面。关于油价走势，维持此前观点：短期油价走势主要取决于中东局势变化，若地缘局势趋向缓和，原油长期格局偏空。

## 报告目录

1. 本周油价修复性反弹，基本面表现仍然平淡.....	4
2. 海外宏观驱动不足，市场对石油需求增长预期偏悲观.....	6
3. 从平衡表角度看，预计明年原油供需将会转向宽松.....	8
4. 总结及展望.....	9

## 图表目录

图表 1: 本周油价出现修复性反弹，但上涨幅度有限.....	5
图表 2: ICE 布伦特原油管理基金多头及空头持仓（张）.....	5
图表 3: NYMEX WTI 原油非商业多头及空头持仓（张）.....	6
图表 4: 美国所有商品 PPI 及 ISM 制造业 PMI.....	7
图表 5: Polymarket 美国大选博彩支持率.....	8
图表 6: EIA OECD 国家原油库存预测.....	8
图表 7: EIA 全球原油平衡表.....	9

## 1. 本周油价修复性反弹，基本面表现仍然平淡

本周油价企稳，结束上周大幅下挫行情。周一和周二油价在上周大跌后出现修复性上涨，主要考虑部分空头盈利离场带来的价格反弹以及中东局势仍有反复紧张迹象。本周三公布的EIA数据显示商品原油及汽油库存超预期增加，使得油价在下半周小幅承压。总体上看，本周原油市场基本面较为平淡，暂未出现明显利多驱动。中东局势反复，提高油价波动性。进入10月，原油基本面并未出现明显改善，油价中枢的上移主要受到中东局势的影响。仅从当前中东原油流量来看，地缘局势暂未对当地供应及出口造成明显影响，短期更多以情绪及预期交易为主。因此，对于未来油价走势，维持此前的观点：短期油价走势主要取决于中东局势变化，若地缘局势趋向缓和，原油长期格局偏空。

基本面角度，10月18日当周，EIA商品原油库存+547.4万桶，预期+27万桶，前值-219.1万桶。EIA俄克拉荷马州库欣原油库存-34.6万桶，前值+10.8万桶。EIA汽油库存+87.8万桶，预期-121.2万桶，前值-220.1万桶。EIA精炼油库存-114万桶，预期-167.9万桶，前值-353.4万桶。供应端，美国原油产量环比不变，当前为1350万桶/日。需求端，EIA原油产量引伸需求1914.9万桶/日，前值1934.2万桶/日。EIA投产原油量+32.9万桶/日，前值+16.5万桶/日。本周EIA数据显示美国原油需求在下游炼厂开工率及投产需求提升的背景下仍有小幅下降，近期美国国内产量总体变化不大，本月的飓风并未造成当地产量出现明显下滑。炼厂的季节性检修逐步结束，短期提振了投产需求。美国市场的需求仍存一定韧性，且当前处于柴油消费的小旺季，但库存走势反应了基本面边际有开始走弱的迹象。其他地区，9月OPEC+的产量因利比亚停产出现下降，但本月利比亚供应恢复正常，整体上看并未有明显缩紧的迹象。且OPEC+在10月2日的JMCC会议上重申将会按照计划自12月份开始逐步增产，市场对未来全球供应增加导致过剩的局面存在担忧。需求侧，市场对全球经济及未来需求增长预期仍然偏向悲观。本月国际3大能源机构均再次下调今年或明年石油需求增长预期。

地缘方面，中东局势仍然复杂，驱动油价波动加剧，但总体上看，本周地缘局势稍有缓和，油价在大幅回调后，反弹力度有限。10月23日，以色列证实已击毙真主党领袖纳斯鲁拉的继任者萨菲丁。10月24日，美国国务卿布林肯表示将重启加沙停火谈判，且预计谈判代表将在未来几天内进行会晤。

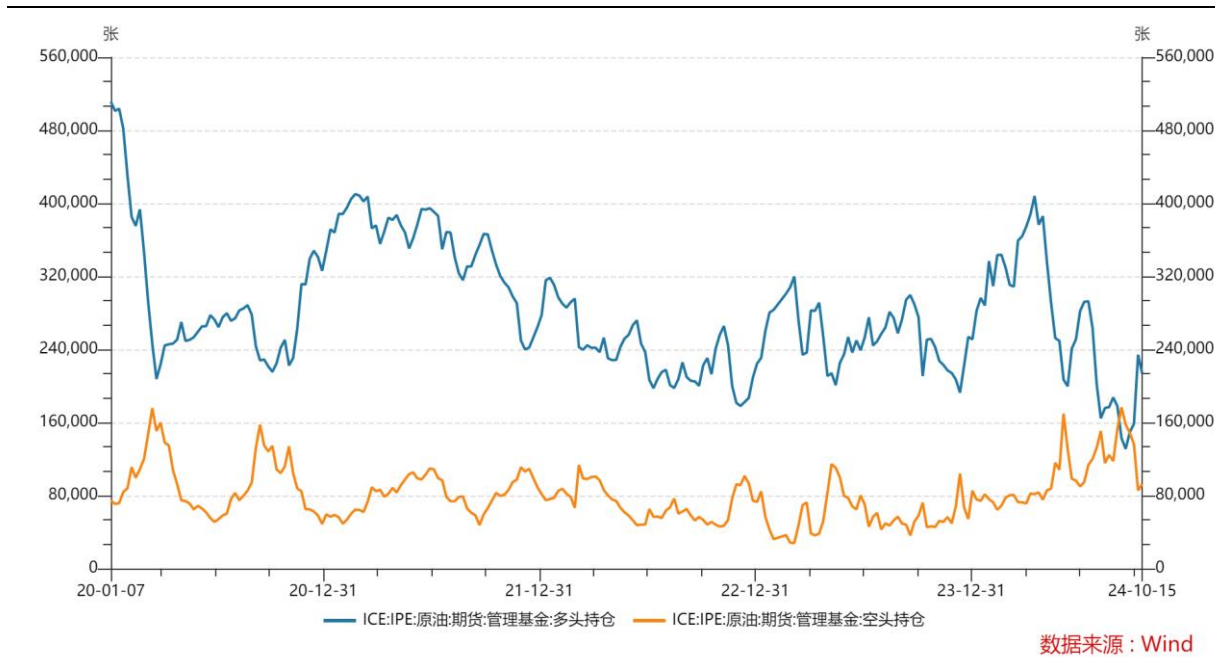
市场情绪方面，近两周观测到布伦特及 WTI 投机空头持仓量明显下滑，这反应了部分空头在上周大跌之后开始逐步盈利离场，进而带动本周油价出现修复性反弹。

图表 1：本周油价出现修复性反弹，但上涨幅度有限



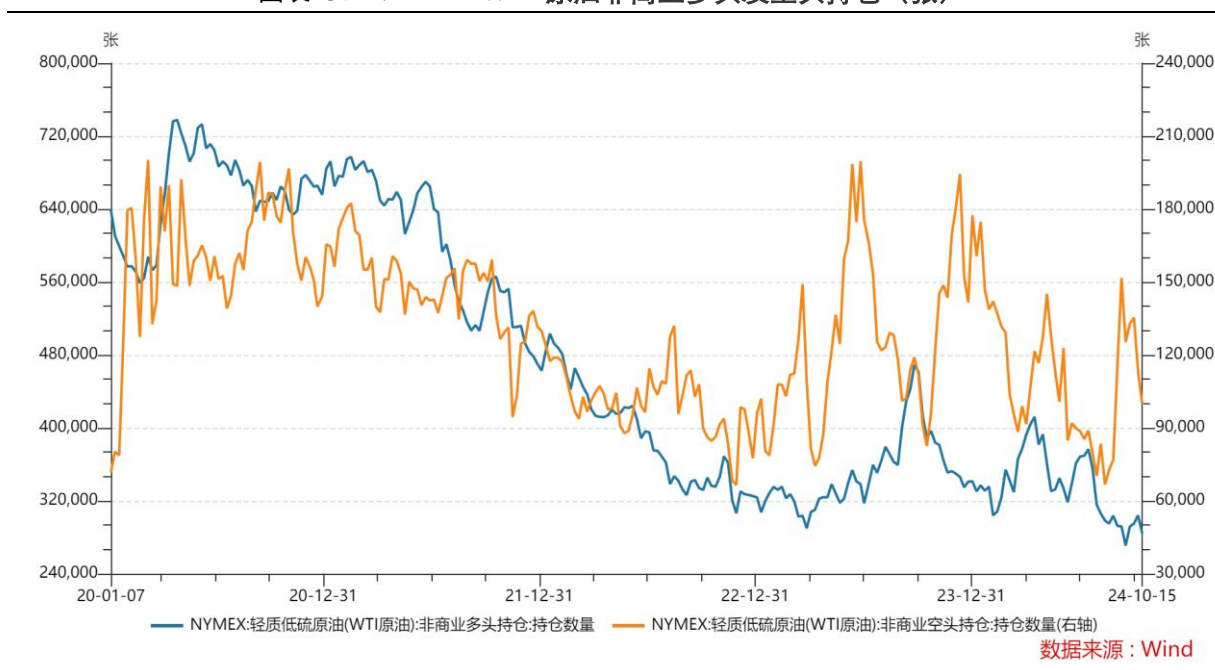
数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 2：ICE 布伦特原油管理基金多头及空头持仓（张）



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 3: NYMEX WTI 原油非商业多头及空头持仓 (张)



数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

## 2. 海外宏观驱动不足，市场对石油需求增长预期偏悲观

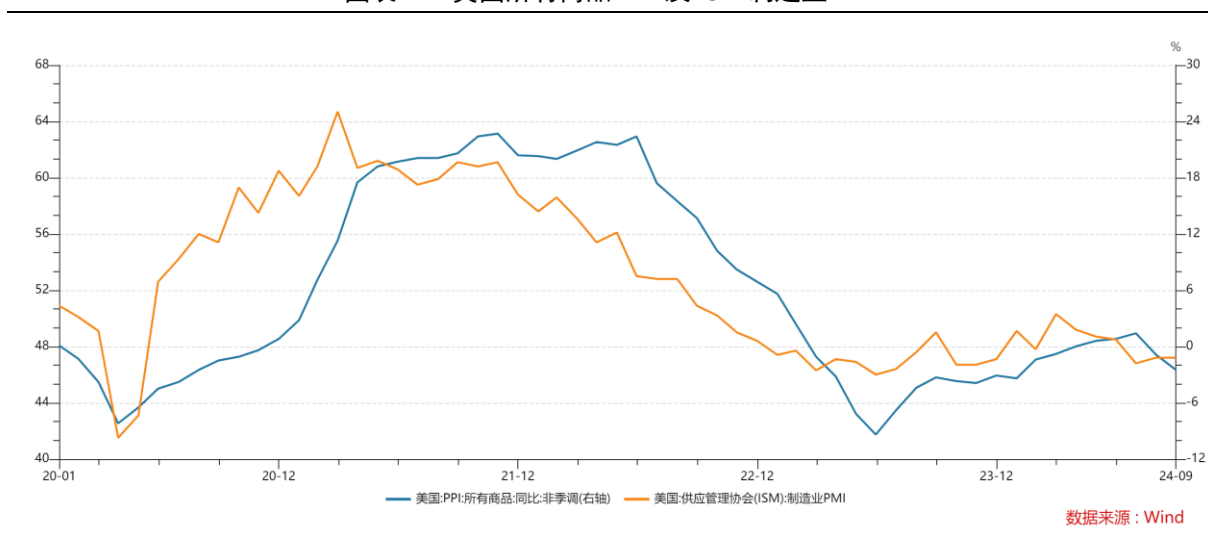
正如上文描述的，近期原油市场基本面乏善可陈，暂无明显驱动。当前市场的主要交易驱动来源于宏观及地缘局势。自上周以来，由于以色列计划对伊朗军事目标而非能源目标进行打击，本周原油地缘溢价已经大幅下行，短期市场交易点可能会再次回归宏观驱动。尽管 9 月末国内市场释放了一系列利多政策，伴随相关国内定价的大宗商品价格出现大幅上涨，但原油价格对国内政策的反应相对有限。未来原油需求增长预期主要取决于海外市场对于经济周期的判断。

海外方面，美国 9 月经济数据继续走弱，支持联储下个月降息。美国劳工统计局表示，9 月最终需求 PPI 环比持平，预测为上涨 0.1%。PPI 同比涨幅放缓至 1.8%。9 月核心 PPI 环比微涨 0.1%，同比涨幅降至 3.2%。9 月服务批发价格环比上涨 0.2%，商品批发价格下降 0.2%。10 月消费者信心指数初值降至 68.9，预测为 70.8。消费者一年通胀预期升至 2.9%。服务价格小幅上涨被商品价格下降抵消，这暗示通胀前景依然有利，支持美联储下月将再次降息的观点。从趋势上看，美国核心 PPI 仍处于下行趋势，反应经济复苏疲软。此外，美国 9 月 ISM 制造业 PMI 仍低于 50 的荣枯线，显示经济活动低迷。以上经济数据均预示石油需求将伴随经济周期开始放缓增长。尽管海外宏观层面仍有联储降息刺激的预期，但历史上看，美联储降息与油价表现并

无明显相关性。甚至按照历史数据统计，在降息周期中，油价下跌的概率要高于上涨的概率。欧洲方面，上周欧央行宣布降息 25bp，且未来存在继续降息的可能。短期欧央行的降息可能会提振市场信心，但从实际经济数据上看，欧洲整体表现难言乐观。欧元区制造业 PMI 仍然低迷且未有边际改善迹象，此外欧元区能源终端需求在剔除季节性后表现弱于往年。

同时，即将临近的美国大选也将成为影响市场宏观情绪及左右能源市场的一大核心驱动。根据 Polymarket 的美国大选博彩数据来看，进入 10 月份后，特朗普的支持率开始明显上行，目前已 63.9% 的胜率领先于哈里斯的 36.1%。此外，一些此前认为哈里斯大幅领先的民调数据也显示本月哈里斯的领先优势正在被缩小。近期市场可能会再次交易“特朗普及共和党”能源政策。若特朗普及共和党上台，其政策对原油市场有两大潜在利空点。第一，共和党计划提高美国本土油气产量，这可能导致油气行业供应过剩从而打压能源价格。第二，共和党致力和平解决中东和欧洲问题，这将驱动原油的地缘溢价回落。因此，近期仍需关注美国大选对能源市场的影响。

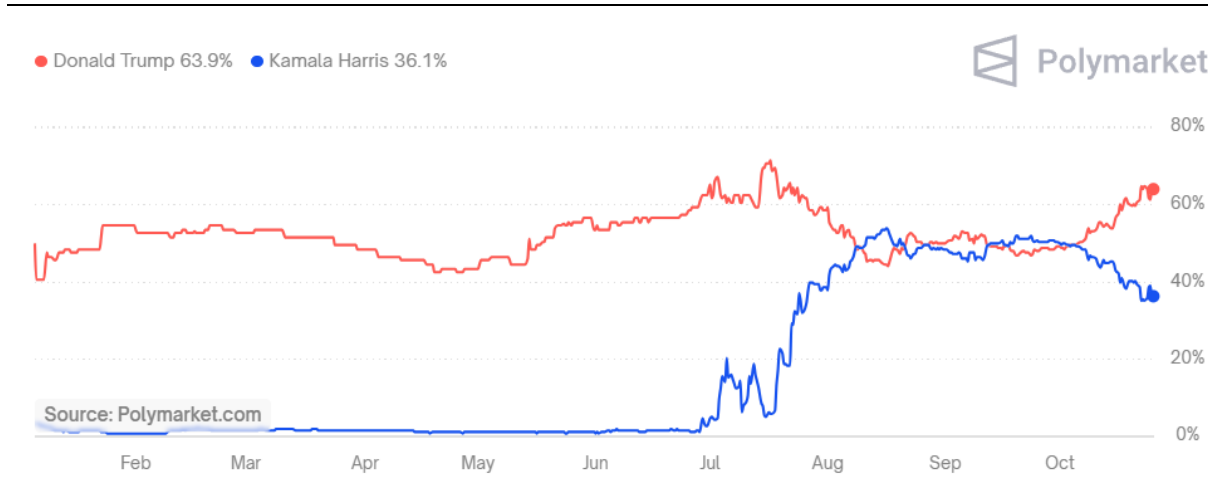
图表 4：美国所有商品 PPI 及 ISM 制造业 PMI



数据来源：Wind, 兴证期货研究咨询部

综合来看，当前海外宏观氛围并不支持原油出现强势反弹。首先，欧美核心经济指标未出现明显反转迹象。尽管市场有降息预期，但从历史回溯看，美联储降息对原油需求提振帮助有限。此外，本月特朗普在美国大选中的支持率大幅上行，若特朗普在 11 月的大选中获胜，其能源政策将会长期利空油价。

图表 5: Polymarket 美国大选博彩支持率

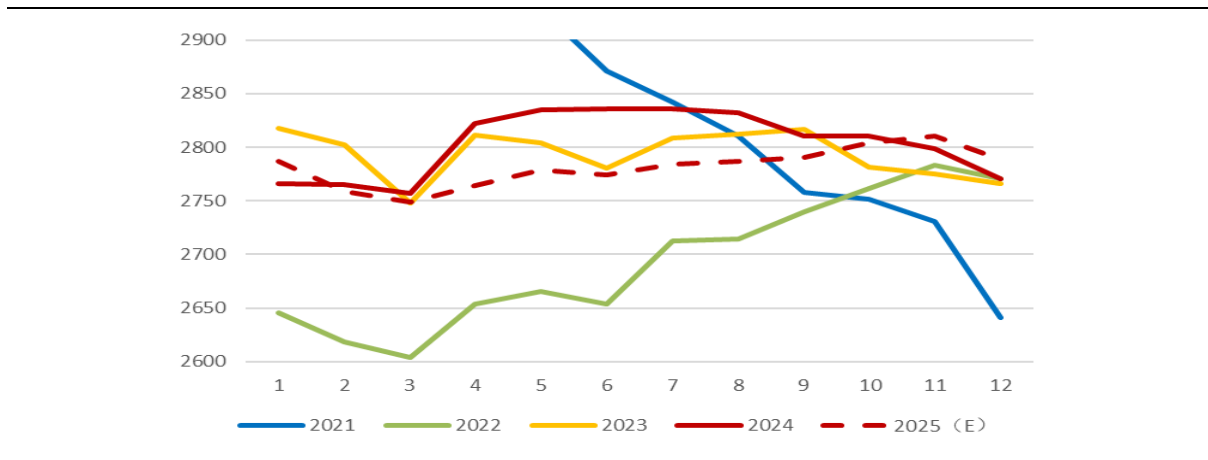


数据来源: Polymarket, 兴证期货研究咨询部

### 3. 从平衡表角度看, 预计明年原油供需将会转向宽松

根据 EIA STEO 的数据, 在中东局势不会对全球原油供应造成影响的情景下, 预计短期全球原油库存仍有小幅下降空间, 但从明年二季度开始, 原油供需平衡将会发生转向, 基本面将呈现宽松格局。预计今年 3 季度全球原油库存将会减少 80 万桶/日, 此后去库速度将逐步放缓, 最终在 2025 年 1 季度全球原油库存将会减少 60 万桶/日。自 2025 年 2 季度开始, 随着 OPEC+ 增产量的逐步释放, 以及非 OPEC+ 地区的美洲 4 国 (美国、巴西、加拿大和圭亚那) 提高产量, 全球市场将会开始转向供应宽松的局面。

图表 6: EIA OECD 国家原油库存预测 (百万桶)



数据来源: EIA, 兴证期货研究咨询部



图表 7：EIA 全球原油平衡表

	2024												2025											
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	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月	11月	12月
供应(百万桶/日)																								
全球	100.95	102.20	102.93	102.68	102.36	102.33	102.80	102.81	101.82	102.45	103.25	103.40	103.26	103.34	103.55	103.82	104.17	104.80	105.04	105.10	105.18	105.32	105.58	105.25
OPEC 国家	31.92	32.13	32.43	32.34	32.17	31.76	32.30	32.11	31.30	31.89	32.00	32.18	32.20	32.27	32.38	32.49	32.54	32.65	32.75	32.82	32.88	32.80	32.73	32.63
非OPEC 国家	69.02	70.07	70.50	70.34	70.20	70.57	70.49	70.70	70.52	70.56	71.25	71.22	71.05	71.07	71.17	71.34	71.63	72.15	72.29	72.28	72.30	72.52	72.84	72.62
需求(百万桶/日)																								
全球	101.08	103.35	102.23	102.34	103.43	103.62	103.16	102.85	103.75	102.22	103.66	105.05	102.51	105.43	104.05	103.26	103.77	105.19	104.42	104.31	105.04	103.60	104.56	106.15
OECD 国家	44.37	45.23	44.82	45.16	45.86	45.61	45.84	45.84	45.97	45.84	46.19	46.53	44.77	46.23	45.56	44.97	45.03	45.75	45.75	46.01	45.96	46.02	45.89	46.40
加拿大	2.41	2.41	2.30	2.12	2.34	2.40	2.50	2.56	2.51	2.48	2.50	2.51	2.44	2.48	2.37	2.31	2.37	2.44	2.46	2.52	2.47	2.44	2.46	2.47
欧洲	12.60	12.98	12.97	13.65	13.52	13.69	13.72	13.58	13.96	13.82	13.39	13.32	12.65	13.55	13.25	13.33	13.01	13.55	13.67	13.53	13.92	13.78	13.34	13.27
日本	3.45	3.52	3.36	3.10	2.88	2.89	3.02	3.12	3.04	3.07	3.30	3.77	3.43	3.66	3.37	3.05	2.80	2.82	2.95	3.04	2.97	3.00	3.23	3.69
美国	19.59	19.95	19.88	20.01	20.80	20.25	20.48	20.42	20.37	20.39	20.73	20.50	20.06	20.14	20.36	20.18	20.73	20.79	20.53	20.73	20.50	20.71	20.57	20.53
其他 OECD 国家	6.22	6.26	6.20	6.17	6.20	6.27	6.01	6.05	5.97	5.96	6.15	6.31	6.08	6.28	6.09	5.98	6.00	6.04	6.02	6.07	5.99	5.98	6.17	6.33
非OECD 国家	56.70	58.11	57.40	57.18	57.56	58.01	57.33	57.01	57.78	56.37	57.47	58.52	57.74	59.20	58.49	58.29	58.74	59.44	58.68	58.29	59.07	57.58	58.67	59.74
中国	16.47	16.95	16.85	16.88	16.84	16.45	16.20	15.63	16.51	15.65	16.62	17.08	16.59	17.08	16.97	17.15	16.90	16.70	16.54	16.05	16.89	15.91	16.89	17.37
东欧及中亚	4.57	4.84	4.72	4.89	4.84	5.07	5.16	5.29	5.20	5.07	5.13	5.14	4.60	4.88	4.76	4.73	4.88	5.11	5.20	5.33	5.24	5.11	5.17	5.18
欧洲	0.73	0.75	0.76	0.75	0.77	0.78	0.77	0.77	0.78	0.79	0.78	0.75	0.74	0.76	0.77	0.76	0.78	0.78	0.77	0.77	0.78	0.79	0.79	0.76
其他亚洲国家	14.76	15.18	15.18	14.87	14.97	14.81	14.45	14.42	14.43	14.46	14.80	14.94	15.21	15.66	15.68	15.45	15.58	15.42	14.94	14.78	14.84	14.92	15.25	15.39
其他非OECD 国家	20.18	20.39	19.89	19.99	20.35	20.90	20.76	20.90	20.86	20.40	20.14	20.61	20.60	20.83	20.32	20.20	20.61	21.42	21.22	21.36	21.32	20.84	20.57	21.05
库存(百万桶)																								
OECD 国家	2,766	2,766	2,757	2,822	2,835	2,836	2,836	2,832	2,811	2,811	2,799	2,770	2,787	2,759	2,749	2,764	2,779	2,775	2,785	2,787	2,791	2,804	2,811	2,789
美国	1,234	1,222	1,230	1,258	1,273	1,280	1,286	1,283	1,279	1,278	1,269	1,251	1,266	1,252	1,246	1,261	1,277	1,276	1,282	1,275	1,278	1,274	1,271	1,251
其他 OECD 国家	1,532	1,544	1,527	1,564	1,562	1,556	1,550	1,549	1,532	1,532	1,530	1,519	1,521	1,507	1,503	1,503	1,502	1,499	1,502	1,512	1,512	1,530	1,540	1,538

数据来源：EIA, 兴证期货研究咨询部

从平衡表角度看，自明年 2 季度开始，全球市场将会进入新一轮累库阶段，全球原油市场可能逐步摆脱低库存格局。当前预测 2025 年上半年全球原油将平均增加 60 万桶/日，且在 2025 年 4 季度 OECD 国家原油库存将会超过历史 5 年库存均值。除非明年出现明显的地缘危机，如中东局势加剧造成供应中断，或是经济增长大幅超预期带动需求表现异常强劲，否则按照基准情景推测，随着全球原油产能的释放以及需求维持平稳增长，明年原油基本面格局偏利空油价。

## 4. 总结及展望

本周油价企稳，结束上周大幅下挫行情。周一和周二油价在上周大跌后出现修复性上涨，主要考虑部分空头盈利离场带来的价格反弹以及中东局势仍有反复紧张迹象。本周三公布的 EIA 数据显示商品原油及汽油库存超预期增加，使得油价在下半周小幅承压。总体上看，本周基本面较为平淡，暂未出现明显利多驱动。中东局势反复，提高油价波动性。进入 10 月，原油基本面并未出现明显改善，油价中枢的上移主要受到中东局势的影响。仅从当前中东原油流量来看，地缘局势暂未对当地供应及出口造成明显影响，短期更多以情绪及预期交易为主。

展望未来，从宏观及基本面两个维度看，原油格局偏空。首先，当前的海外宏观氛围并不支持原油出现强势反弹。欧美核心经济指标暂未出现明显反转迹象。尽管市场有降息预期，但

从历史回溯看，美联储降息对原油需求提振帮助有限。此外，本月特朗普在美国大选中的支持率大幅上行，若特朗普在 11 月的大选中获胜，其能源政策将会长期利空油价。其次，随着明年 OPEC+ 的增产计划逐步释放，以及美国、巴西、加拿大和圭亚那 4 国的原油投产，在不出现中东局势导致供应中断或是经济复苏大幅超预期的情景下，全球原油库存预计将会自明年 2 季度开始转向全面累库状态，且逐步摆脱低库存局面。关于油价走势，维持此前观点：短期油价走势主要取决于中东局势变化，若地缘局势趋向缓和，原油长期格局偏空。

### 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。