

能化原油年度报告

地缘局势与经济压力博弈下油价宽幅震荡

原油市场主要逻辑：2023年欧美央行面对高通胀持续加息，引发对经济前景的担忧情绪。尽管美国分别爆发了银行业危机和债务危机等风险事件，但美国经济相较于欧元区仍具有相当的韧性。随着中国疫情管控放开，中国经济快速复苏引领全球石油需求增长，印度抢购俄罗斯折扣原油，使得俄罗斯替代中东地区成为印度最大原油出口国，也间接削弱了欧美对俄制裁的效果。2023年4月起，OPEC+减产同盟国收紧油市供应，叠加俄乌冲突的持续进行和巴以冲突的爆发推动油价走高。但随着除沙特以外其他产油国减产执行情况不明，且高油价吸引非OPEC国家产量大幅增长，同时经济增长放缓导致需求增长预期下降，原油和成品油库存骤增，油价自高位回落。欧美央行年终收官政策均维持利率不变，且美联储货币政策转向的预期对市场情绪形成较大提振。

原油未来行情展望：2024年原油价格走势主要取决于美国经济形势。经过长时间的减产，OPEC对于油市供应调控的效果正在边际减弱。2023年下半年俄乌冲突的影响也已逐渐减弱，欧美对俄制裁并未达到预期的效果，尤其是巴以冲突爆发之后，欧美对于乌克兰的支持力度趋弱。与此同时，2024年将是大选之年，一旦地缘局势对原油供需格局产生影响，甚至外溢至金融风险，可能对油价构成较大冲击，因此具有非常大的不确定性。总体来看，只要欧美经济不陷入深度衰退，不爆发经济危机等风险事件，那么随着货币政策转向宽松，并且在OPEC+产量调控以及强劲需求支撑下，叠加地缘局势对市场风险偏好的影响，油价有望持稳运行，甚至不排除进一步打开上行空间。

上行驱动：欧美央行降息、OPEC+供应收紧、需求超预期增长、地缘风险爆发

下行驱动：欧美经济衰退、油市供应趋松、地缘局势缓和

交易咨询业务资格号：

新证监许可【2020】3号

能源化工研究团队

研究员：

涂昊

tuhao@cloudfutures.cn

从业资格号：F03112906

投资咨询号：Z0018729

研究员：

府华

fuhua@cloudfutures.cn

从业资格号：F3060619

投资咨询号：Z0014538



正文目录

一、原油价格.....	4
1.1 行情回顾.....	4
1.2 主要逻辑.....	4
二、原油供应.....	5
2.1 OPEC 减产收紧油市.....	5
2.2 俄罗斯减供代替减产.....	9
2.3 美国原油供应创纪录高位.....	11
三、原油需求.....	13
3.1 美国需求具有一定支撑.....	13
3.2 欧洲需求表现相对较差.....	15
3.3 亚洲需求偏强.....	16
四、原油库存.....	18
4.1 库欣原油库存一度接近最低运营水平.....	18
4.2 美国战略石油储备库存回补受限.....	19
五、后市展望.....	21
5.1 后市展望.....	21

图表目录

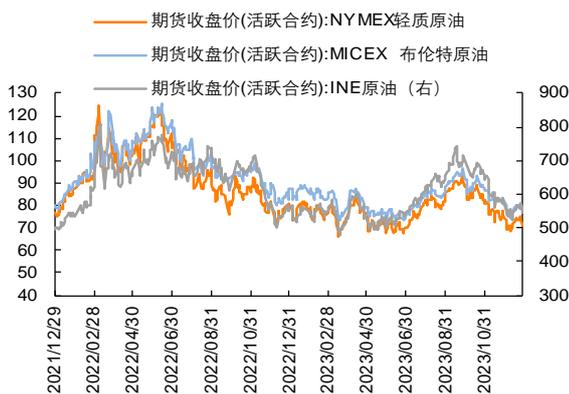
图表 1: 原油期货价格 (美元/桶 右: 元/桶)	4
图表 2: 原油现货价格 (美元/桶)	4
图表 3: OPEC 各产油国产能 (千桶/天)	7
图表 4: OPEC 原油产量 (千桶/天)	8
图表 5: OPEC 剩余产能 (千桶/天)	8
图表 6: 非 OPEC 各产油国产能 (万桶/天)	8
图表 7: OPEC 产油国备用产能 (千桶/天)	9
图表 8: 俄罗斯主要港口海运出货量 (百万桶)	10
图表 9: 俄罗斯对中国、印度、土耳其出口量 (千吨)	10
图表 10: 美国原油产量 (万桶/天)	12
图表 11: 美国活跃石油钻机数 (台)	12
图表 12: 美国炼油厂开工率 (%)	12
图表 13: 美国炼油厂加工量 (百万桶/天)	12
图表 14: 美国原油供需平衡表 (千桶/天)	12
图表 15: 美国 CPI&核心 CPI 同比 (%)	14
图表 16: 美联储点阵图	14
图表 17: 联邦基金目标利率&M2 (% 右: 十亿美元)	14
图表 18: WTI 原油&3-2-1 裂差 (美元/桶)	14
图表 19: 美国汽油裂解价差 (美元/桶)	14
图表 20: 美国柴油裂解价差 (美元/桶)	14
图表 21: 欧元区 PMI	16
图表 22: 欧元区 CPI&核心 CPI (%)	16
图表 23: 欧洲原油进口量 (千吨)	16
图表 24: OECD 原油消费量 (万桶/天)	16
图表 25: 中国原油进口量&环比 (万吨 右: %)	17
图表 26: 中国原油进口&布油现货 (万吨 右: 美元/桶)	17
图表 27: 山东地炼开工率 (%)	18
图表 28: 印度原油进口量&环比 (万桶/天 右: %)	18
图表 29: 全球原油需求量 (万桶/天)	18
图表 30: 全球原油供需缺口 (万桶/天)	18
图表 31: 美国商业原油库存 (千桶)	20
图表 32: 库欣原油库存 (千桶)	20
图表 33: 美国汽油库存 (千桶)	20
图表 34: 美国馏分油库存 (千桶)	20
图表 35: OECD 原油库存 (百万桶)	20
图表 36: 美国战略石油储备库存 (千桶)	20

一、原油价格

1.1 行情回顾

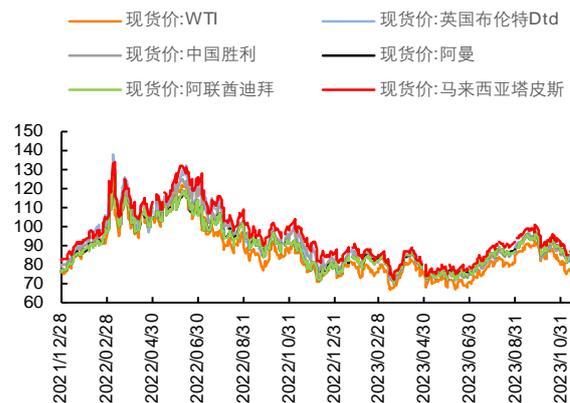
2023 年国际油价整体维持区间运行，WTI 原油期货价格在 65-95 美元宽幅震荡。受到俄乌冲突紧张局势升级的支撑，1-2 月美油在 70-80 美元小区间窄幅波动。3-4 月波幅扩大，主要是欧美银行危机导致金融市场恐慌情绪持续蔓延，OPEC+ 联合减产以及美国债务危机的影响。5-6 月在 67-74 美元的年内低位区间震荡。7 月沙特开始正式实施额外 100 万桶/天的自愿减产，并且多次延长期限，同期美国处于夏季出行旺季，油市在供应持续收缩且需求不断攀升的格局下，三季度呈现单边上涨的走势，最高触及 95 美元/桶的年内高点。进入四季度，尽管沙特等 OPEC+ 产油国的减产仍在继续，但非 OPEC 国家产量大幅增加，且部分 OPEC+ 成员国也表现出较强的增产意愿。随着欧美央行不断加息将利率长期维持在高位水平的预期，引发对经济前景的担忧情绪，导致对需求增长的担忧不断升温。在原油和成品油库存持续攀升的压力下，油价自高位大幅回落，最低跌至 70 美元关口下方。但年底的收官议息会议上，欧美央行均维持利率不变，且美联储暗示明年有望降息 75 个基点，市场情绪得到空前提振，油价跟随反弹。

图表 1：原油期货价格（美元/桶 右：元/桶）



资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 2：原油现货价格（美元/桶）



资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

1.2 主要逻辑

欧美央行面对高通胀持续加息，双双将利率提升至高位水平，引发对经济前景的担忧情绪。在此过程中，尽管美国分别爆发了银行业危机和债务危机等风险事件，

但从整体经济状况来看，美国经济相较于欧元区仍具有相当的韧性，尤其是美国劳动力市场的强劲表现，支持美国居民消费支出，对原油需求起到了提振作用。目前市场聚焦美联储明年何时开启降息周期。欧元区两大经济体德国和法国经济表现不佳，带动欧元区经济疲软。亚洲方面，随着中国疫情管控放开，中国经济快速复苏引领全球石油需求增长；印度抢购俄罗斯折扣原油，使得俄罗斯替代中东地区成为印度最大原油出口国，也间接削弱了欧美对俄制裁的效果。

以沙特和俄罗斯为首的 OPEC+部分成员国在今年 4 月份的会议上实施联合减产，以应对经济下行压力给原油需求带来的影响。并且在不断深化原油减产措施的提振下，油价大幅攀升。但随着除沙特以外其他产油国减产执行情况不明，且高油价吸引非 OPEC 国家产量大幅增长，OPEC 整体产量本身就低于目标产量的情况下，减产对原油供应的影响有限。叠加经济增长放缓导致需求增长预期下降，原油和成品油库存骤增，油价自高位回落。

地缘方面，俄乌冲突仍在继续，欧美对俄制裁效果不佳，地缘紧张局势的影响逐渐消退。但 10 月初中东地区再次爆发地缘危机，巴以冲突导致市场担忧该地区原油供应遭受影响，油价短线飙升。随着局势受到控制，油价快速回吐了涨幅。但由此延伸的红海地区纷争再次使得对原油供应的担忧情绪升温。

二、原油供应

2.1 OPEC 减产收紧油市

今年 4 月初，以沙特和俄罗斯为首的 OPEC+突然宣布实施“预防性”减产，在去年 10 月减产 200 万桶/天的基础上进一步削减原油产量。沙特、伊拉克和阿联酋等产油国联合俄罗斯在内的 OPEC+八个成员国削减产能共计约 166 万桶/天，其中俄罗斯是将 2 月份宣布的 50 万桶的日减产量延长到年底，与 OPEC 国家在减产期限上达成一致。6 月初，OPEC+召开半年一度的部长级会议，经过艰难谈判，会议最终达成了几项成果，包括将此前两次减产总计 366 万桶/天的协议时间延长至 2024 年底，将 2024 年 OPEC+产量目标定于 4046.3 万桶/天，另外，作为 OPEC 国家中唯一一个有能力自由增产和减产的国家，沙特宣布将在 7 月份实施额外的 100 万

桶/天的减产,期间沙特的原油产量将从 1000 万桶/天下降至约 900 万桶/天,为 2021 年 6 月以来的最低水平。

下半年,沙特正式实施额外自愿减产措施,并且多次的延长实行期限,油市供应收紧的状况加剧,但高油价同样激发非 OPEC 产油国增产的兴趣,包括美国、加拿大和巴西等国的原油产量大幅增加。甚至 OPEC+内部也有部分成员国表达了强烈的增产意愿,其中原油产量增幅最大的是伊朗。作为 OPEC 中减产豁免国之一,伊朗今年原油产量和出口量在 5 月份就创下近五年最高水平,之后也并没有放缓增产的步伐,不断刷新受美国制裁以来新高。据伊朗石油部官方网站,该国石油部长表示,到今年年底,伊朗的石油产量将增加到 360 万桶/天;到 2024 年 3 月,石油产量将增加到 400 万桶/天。他还表示,目前伊朗石油产量已从本届政府执政之初的 230 万桶/天增加到 340 万桶/天。

除伊朗外,OPEC 另一个受到减产豁免的成员国委内瑞拉和美国在谈判中取得了进展,可能获准暂时解除制裁,委内瑞拉也表达了重新回归油市的信心。但因为多年的投资不足和管理不善将阻碍其产量的快速增长,EIA 预计到 2024 年年底,委内瑞拉原油产量的增长仅有不到 20 万桶/天。

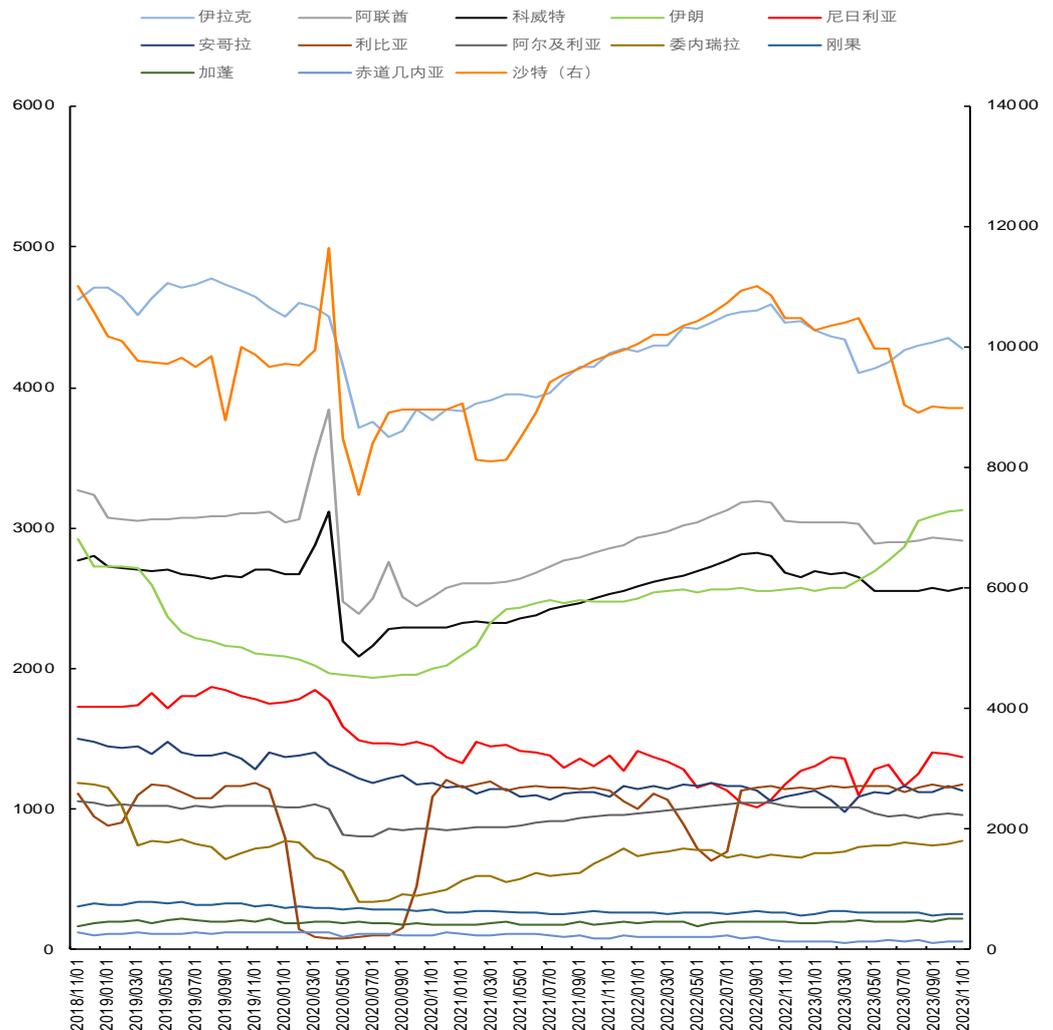
由于一些非洲成员国对产量配额存有异议,原定于 11 月 26 日在维也纳举行的 OPEC+会议被迫推迟四天至 11 月 30 日。在沙特的不断努力下,OPEC+最终仍然是达成了深化减产的协议,但由于并未透露具体减产的目标和基准等数据,市场对该组织减产的执行情况存疑,会议结果公布后,油价不涨反跌。

具体来看,沙特把 100 万桶/天的自愿性减产延长至 2024 年一季度末;俄罗斯同步在 30 万桶/天的供应缩减的基础上,再增加 20 万桶成品油的出口削减;此外,部分国家增加了明年一季度自愿减产的额度,其中阿尔及利亚产量减少 5.1 万桶/天;科威特产量减少 13.5 万桶/天;伊拉克产量减少 21.1 万桶/天;阿联酋产量减少 16.3 万桶/天;哈萨克斯坦产量减少 8.2 万桶/天。包括沙特和俄罗斯在内的减产同盟国本次会议产量削减共计约 220 万桶/天,除去沙特和俄罗斯的 150 万桶/天的产量外,其他产油国自愿额外减产约 70 万桶/天。而据路透社调查发现,目前 OPEC 的日产量仍低于目标水平近 70 万桶,对 2024 年原油日产量目标的修订实际上仅使得其实际产量更接近目标产量水平,对当前油市供应的实际影响有限。

11月的会议上最大的意外是巴西将加入 OPEC+。根据国际能源署 (IEA) 的报告显示, 预计巴西今年的平均日产量将达到 350 万桶, 明年将增至 381 万桶, 处于创纪录的水平, 这也是 OPEC+一直在努力解决外部供应增长问题的一部分。但巴西并不会参与当前 OPEC+的减产。

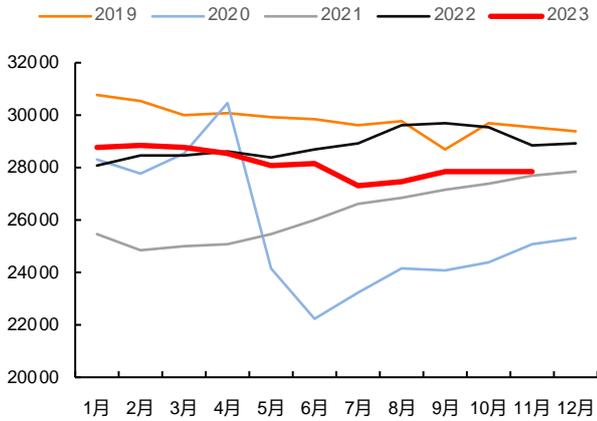
明年一季度, OPEC 的原油产量将更接近目标水平, 而经济形势显示出原油需求将出现走弱的预期, 在此情况下, 即使 OPEC+进一步深化减产, 油市供需也将更加趋于平衡。若欧美经济大幅放缓导致需求快速疲软, 甚至可能出现供应过剩的状况。且 OPEC 在最新会议上还谈及了后续将视情况逐步退出减产的态度, 油市供应短缺的格局将逐渐向供应宽松过度。

图表 3: OPEC 各产油国产能 (千桶/天)



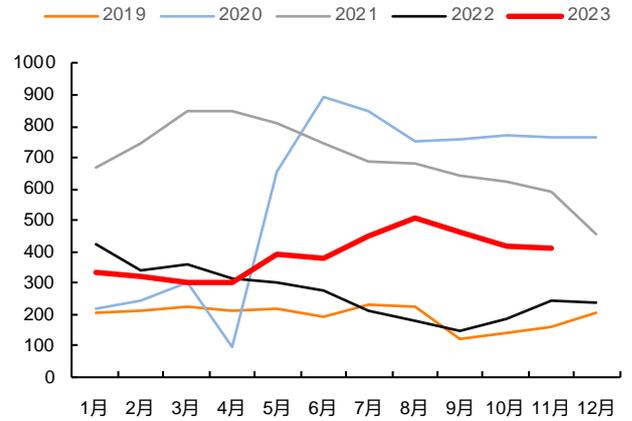
资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

图表 4: OPEC 原油产量 (千桶/天)



资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

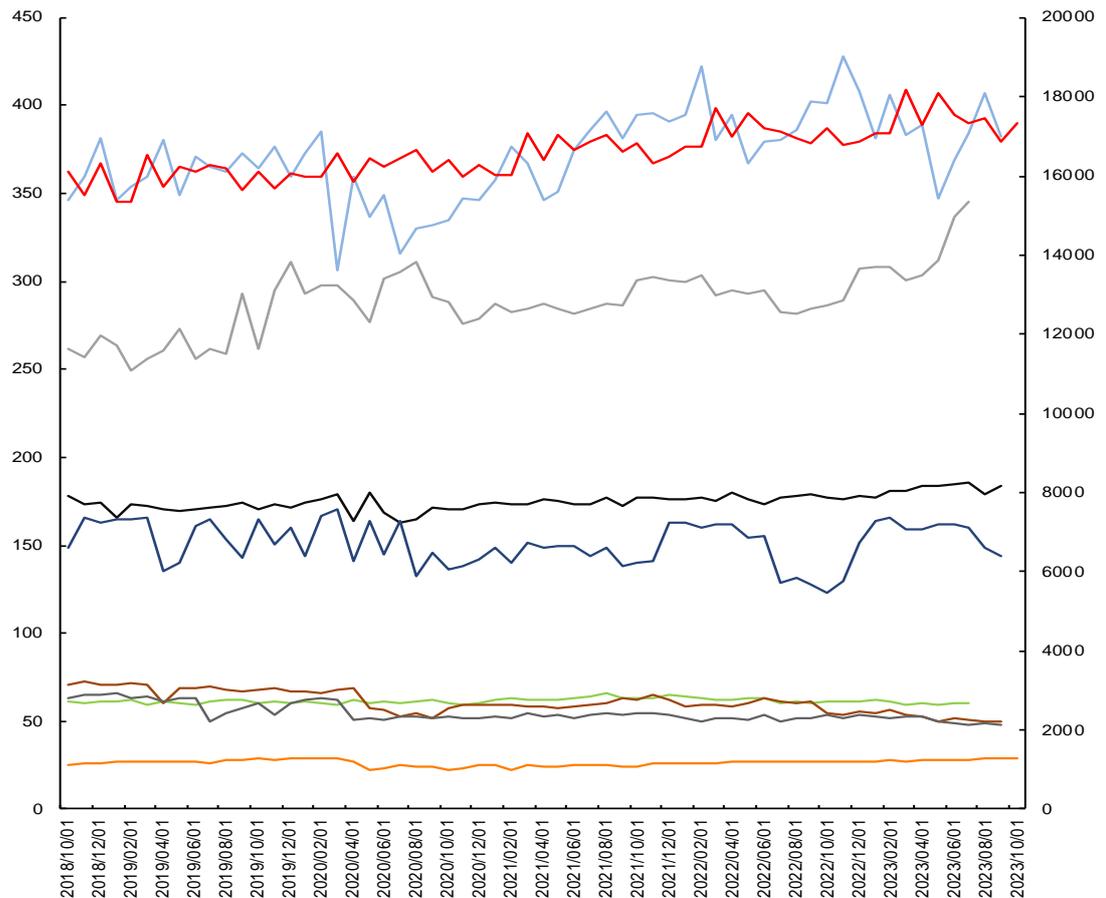
图表 5: OPEC 剩余产能 (千桶/天)



资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

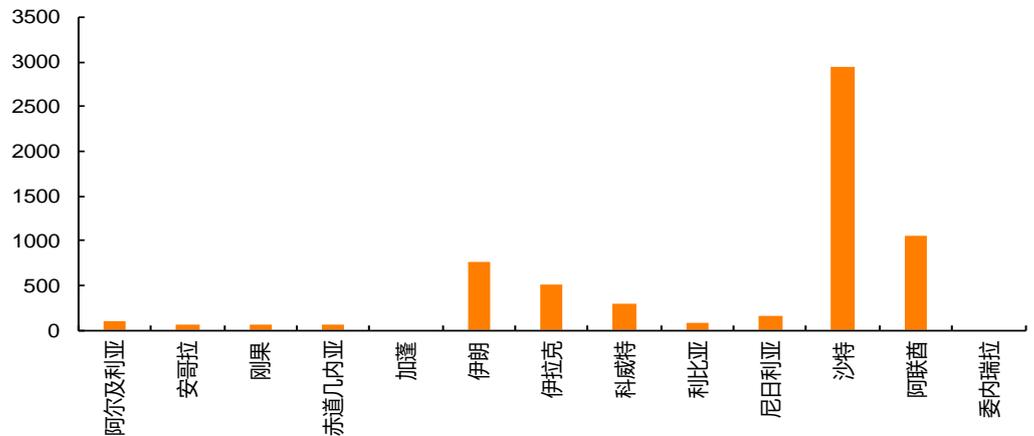
图表 6: 非 OPEC 各产油国产能 (万桶/天)

— 加拿大 — 巴西 — 墨西哥 — 卡塔尔 — 哈萨克斯坦
— 阿塞拜疆 — 马来西亚 — 美国 (右) — 中国 (右)



资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

图表 7: OPEC 产油国备用产能 (千桶/天)



资料来源: Bloomberg 云财富期货交易咨询部

2.2 俄罗斯减供代替减产

在减产同盟国自愿减产的同时，俄罗斯同步实施的措施并不是产量削减，而是出口量的削减。有关俄罗斯用减供代替减产的做法，沙特能源部长也承认他更希望看到减产，但局限于当地极端严寒的天气和其他地理条件，叠加欧美的制裁等因素，俄罗斯难以限制产能。而在俄乌冲突爆发之后，俄罗斯停止公布该国石油生产和出口统计数据，使得市场无法掌握其供应削减承诺的实际兑现情况。但根据船运追踪数据显示，俄罗斯海运原油出货量长时间维持在高位，5 月份更是刷新了自 2022 年初媒体开始追踪该数据以来的最高水平。欧美对俄油的制裁仅局限于经济手段，虽然削弱了俄罗斯石油出口的利润，但俄罗斯仍可以通过低价获得新的市场份额，说明全球原油市场离不开俄罗斯的供应。

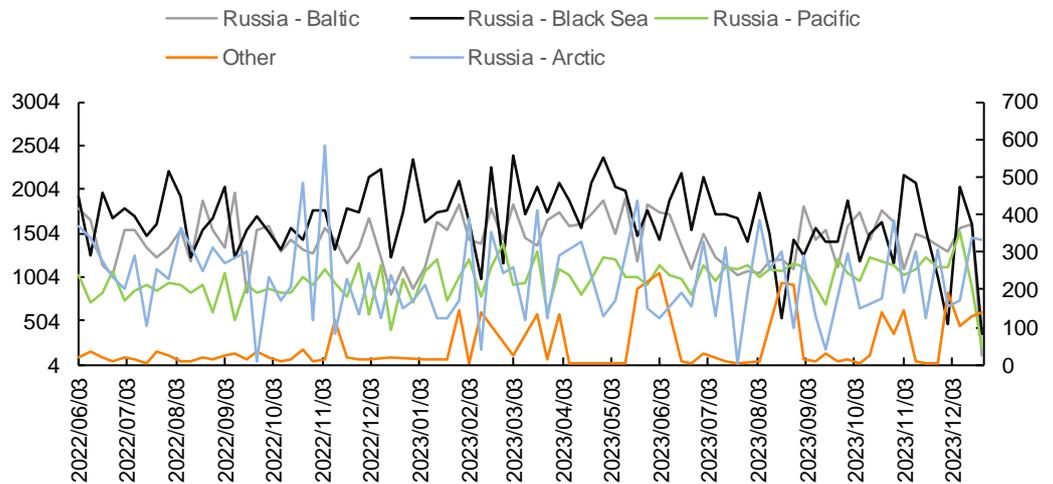
此外，俄乌战争还改变了全球原油贸易流向。自欧美及其盟友对俄罗斯石油出口实施限价政策以来，俄罗斯停止了向限价联盟成员国直接出口石油，原油出口目标转向了中国、印度、土耳其、阿联酋和新加坡等国，石油产品出口目标转向了亚洲、拉美、非洲和中东等地区，甚至采取船对船装卸的交易实现出口。

在最新的 OPEC+会议结果公布后，对于市场的反馈和不认可，沙特和俄罗斯先后再度发声回应，俄罗斯表示不排除在当前基础上进一步减产的可能性。沙特和俄罗斯就在石油等领域加强合作方面达成一致。两国呼吁所有 OPEC+成员国加入减产协议以稳定全球石油市场。俄罗斯表示，两国都强调了继续这种合作的重要性，

以及让所有参与国加入到 OPEC+协议的必要性，因为这一方式不仅符合石油生产国和消费国的利益,还能支持全球经济的增长。沙特的报道也提到，沙特王储在会晤中强调了成员国遵守 OPEC+协议的必要性。

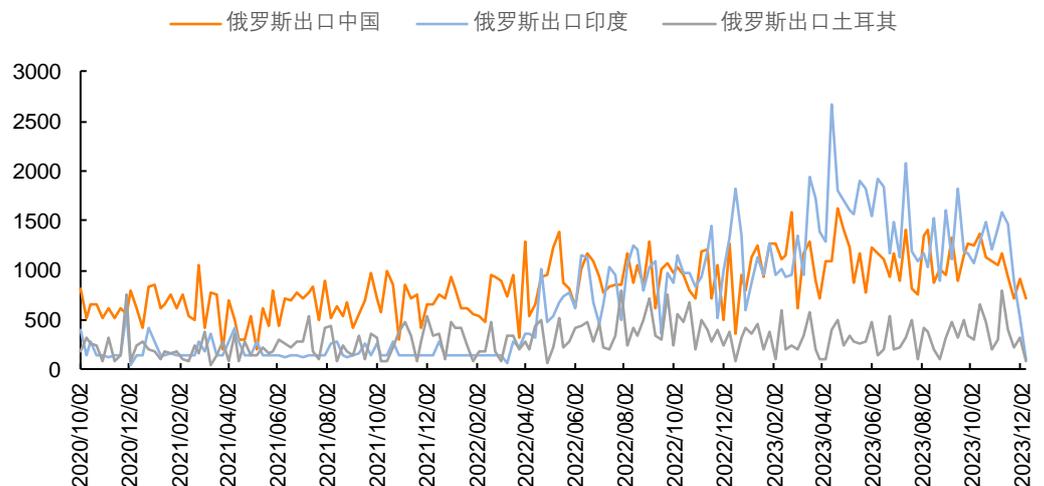
从年内俄罗斯原油贸易追踪数据来看，俄罗斯同步实施的减供措施，更多的是具有参与 OPEC+合作的象征性意义。而一旦俄乌冲突结束，或欧美放松对俄制裁，俄罗斯的原油供应可能会对 OPEC 组织的减产努力造成一定冲击，并且再次改变全球原油的贸易走向。

图表 8：俄罗斯主要港口海运出货量（百万桶）



资料来源：Bloomberg 云财富期货交易咨询部

图表 9：俄罗斯对中国、印度、土耳其出口量（千吨）



资料来源：Bloomberg 云财富期货交易咨询部

2.3 美国原油供应创纪录高位

尽管 2023 年大部分时间里，在沙特和俄罗斯带领下，油市供应整体是处于收缩状况，但随着油价走高，非 OPEC 国家原油产量大幅增长，在一定程度上抵消了 OPEC+减产同盟国所做出的努力，其中产量增长最大的贡献来自于美国。今年 1-7 月，美国原油产量维持在 1200 万桶/天至 1250 万桶/天的区间波动，自 8 月起，美国原油产量连续上了几个台阶，最高攀升至 1320 万桶/天的记录高位，甚至超过了沙特和俄罗斯的产量，并维持该产量水平近 2 个月的时间。美国页岩油产量超预期增长意外抵消了很大一部分 OPEC+的减产效果。

EIA 的数据显示，美国原油日均产量在 12 月中旬再次刷新纪录高位至 1330 万桶，比去年同期日均产量增加 130 万桶；截止到 12 月 22 日的四周，美国原油日均产量 1320 万桶，比去年同期高 9.1%，今年以来，美国原油日均产量 1258.1 万桶，同比增加 5.8%。

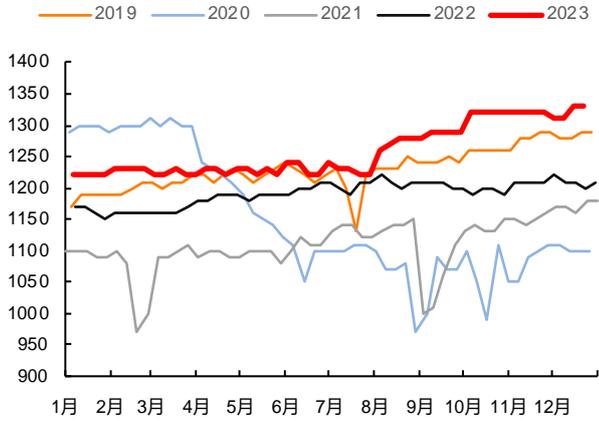
OPEC 在最新的原油月报中重申非 OPEC 国家供应增长中，增长动力主要来自美国的产量，大约占全球供应增长的 70%。IEA 也在最新的月度报告中表示，美国石油供应增长继续超出预期，每日突破 2000 万桶大关。在 OPEC 及其减产同盟国深化自愿减产后，非 OPEC 国家将在 2024 年再次推动全球产量增长。IEA 认为 OPEC+石油市场份额将在 2023 年萎缩至 51%，为其成立以来的最低水平。

值得注意的是，美国 2023 年活跃石油钻井平台数处于持续下滑的趋势，并在 5 月份之后降至低于去年同期水平的钻机数。由于该指标严重的滞后性，市场预计美国原油产量增长或接近尾声。尽管投资活动不断减少，但美国原油产量仍创纪录新高，这其中最主要的原因是美国在疫情期间积累了大量的 DUC（开采未完成钻井），而当前美国页岩油的库存产能已经消耗了很大一部分，美国关键的页岩油生产地区未完工井急剧减少，因此低投资、高产出的状况能够维持的时间或比较有限。美国能源信息署报告显示，2023 年 11 月份美国七个主要页岩油产区已经建设但未完工油井 4415 座，比 2023 年 10 月份数量减少 83 座。

今年美国活跃石油钻井平台数持续下滑，大概率将导致 2024 年上半年美国页岩油产量将出现下降趋势，但从今年四季度的表现来看，美国页岩油投资活动出现企稳迹象。分析师和预测人士表示，尽管预计明年美国原油生产的预算将略有下降，

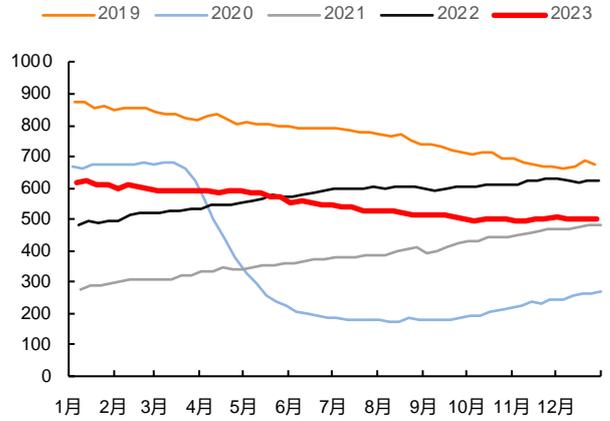
但由于效率提高，美国的产量或将继续增长。

图表 10: 美国原油产量 (万桶/天)



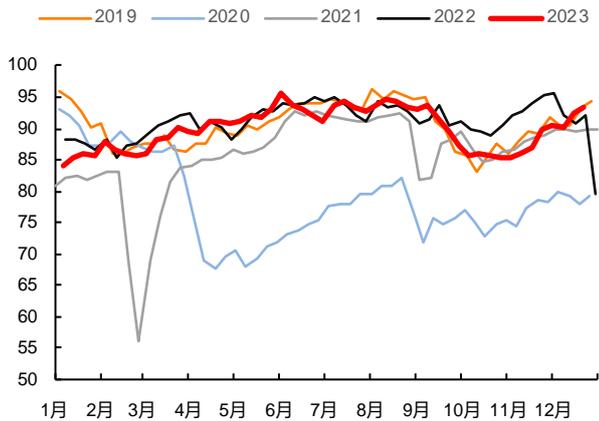
资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

图表 11: 美国活跃石油钻机数 (台)



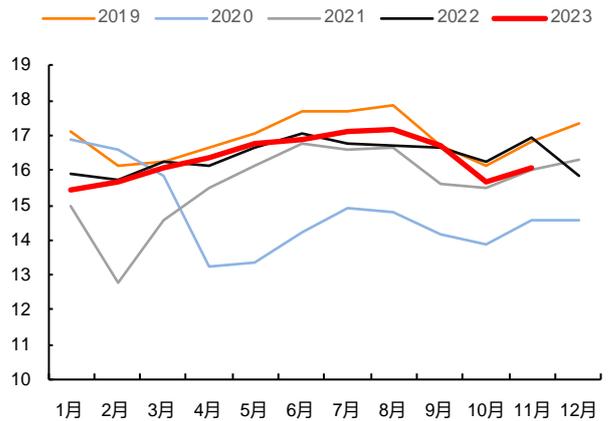
资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

图表 12: 美国炼油厂开工率 (%)



资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

图表 13: 美国炼油厂加工量 (百万桶/天)



资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

图表 14: 美国原油供需平衡表 (千桶/天)

品种	指标	2023-11-24	2023-12-01	2023-12-08	2023-12-15	2023-12-22	周涨跌	幅度	5周折线图
美国原油 供需状况	产量	13,200	13,100	13,100	13,300	13,300	0	0.0%	
	炼厂加工量	16022	16201	16097	16500	16558	58	0.4%	
	炼厂开工率 (%)	89.80	90.50	90.20	92.40	93.30	1	1.0%	
	进口量	5,833	7,508	6,517	6,750	6,276	-474	-7.0%	
	出口量	4,755	4,339	3,771	4,121	3,915	-206	-5.0%	
	净进口量	1,078	3,169	2,746	2,629	2,361	-268	-10.2%	
	原油库存	449660	445030	440770	443680	436570	-7110	-1.6%	
库欣库存	27720	29550	30780	32470	33970	1500	4.6%		

资料来源: Wind Bloomberg 云财富期货交易咨询部

三、原油需求

3.1 美国需求具有一定支撑

2023 年美国的原油产量超过沙特和俄罗斯成为第一大产油国，但同时作为全球第一大油品消费国，美国的经济状况和货币政策对原油需求也有着深远影响。尽管美联储为应对高通胀不断的将利率提升至高位水平，但在持续加息的背景下，美国经济依旧呈现出较强的韧性，尤其是劳动力市场的强劲表现，对美国消费支出提供了良好的支撑，以至于美国经济能够保持一定的增长，甚至在三季度美国 GDP 增长创下近两年来最大增幅。

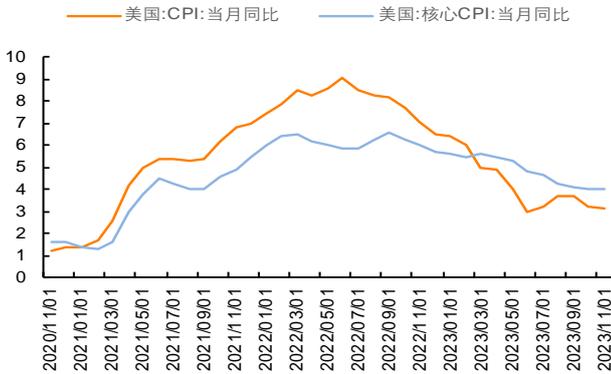
美国上半年通胀同比增幅从最高 9.1%持续回落至 3%，尽管下半年高基数效应逐渐消退，但在美国经济“软着陆”的预期下，美联储仍然放缓了加息的节奏。在 6 月份暂停加息之后，下半年的四次议息会议中，仅 7 月份再次加息，之后连续的维持利率水平不变，市场也越发确信美联储已完成本轮加息周期，并将目光投向美联储开启降息周期的时间。尤其是 12 月会议的美联储点阵图显示出，决策者自 2021 年 3 月以来首次预测不会再进一步加息，且预计在 2024 年将降息 75 个基点。

美国的消费需求主要体现在成品油上，尤其是对汽油的需求。在 5 月的阵亡将士纪念日假期开启了美国出行旺季以来，美国汽油裂解价差始终维持在高位水平，仅次于去年同期，并且在 7 月超过 2022 年升至近五年同期高位。美国柴油需求相较于汽油略显疲软，主要是受到美国制造业表现低迷的影响。

美国出行需求的强劲表现主要得益于劳动力市场的支撑。根据美国劳工统计局报告显示，10 月美国失业率为 3.9%，升至近两年新高，但 11 月再度回落至 3.7%。当前新增非农就业人数三个月均值为 20.4 万人，距离美国就业市场恶化的阈值（10 万人）仍有较远距离。

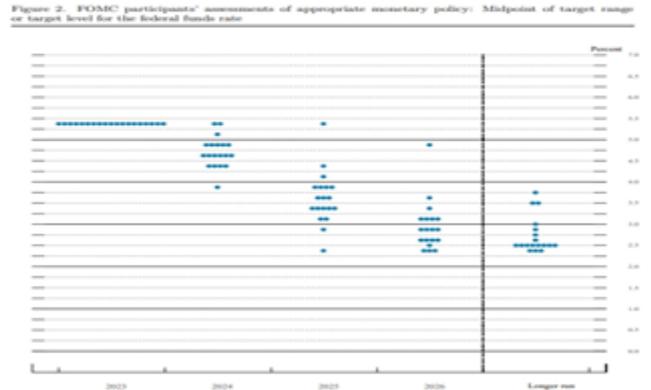
2024 年来看，如果油价继续走强，将会导致美国通胀的回升，那么美联储就需要权衡降通胀以及经济增长之间的利弊。在当前利率水平上继续加息，可能会严重制约经济增长，甚至导致经济衰退，但可以抑制原油需求增长，从而起到控制油价的效果；然而一旦开启降息周期，将推动美国经济回暖，但同样为原油需求带来提振，从而抬升油价。

图表 15: 美国 CPI&核心 CPI 同比 (%)



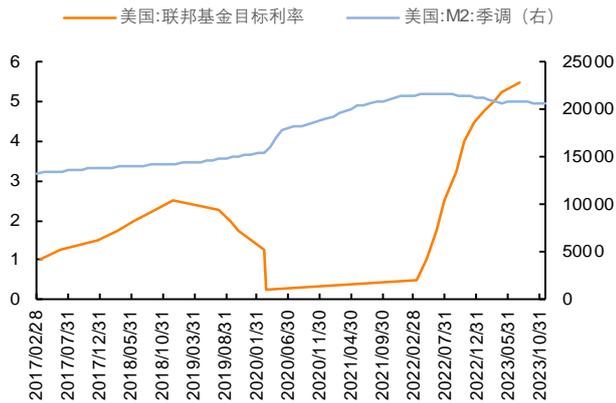
资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

图表 16: 美联储点阵图



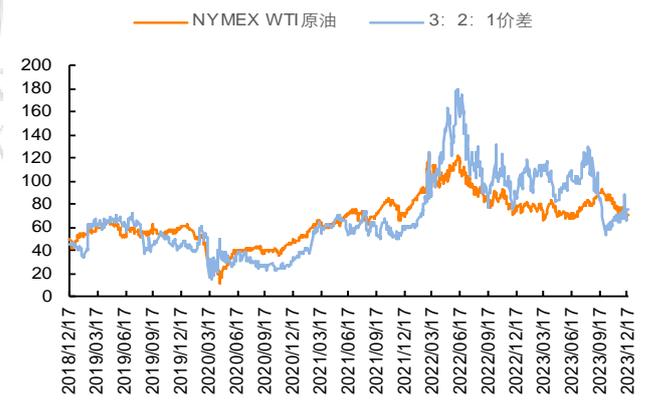
资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

图表 17: 联邦基金目标利率&M2 (% 右: 十亿美元)



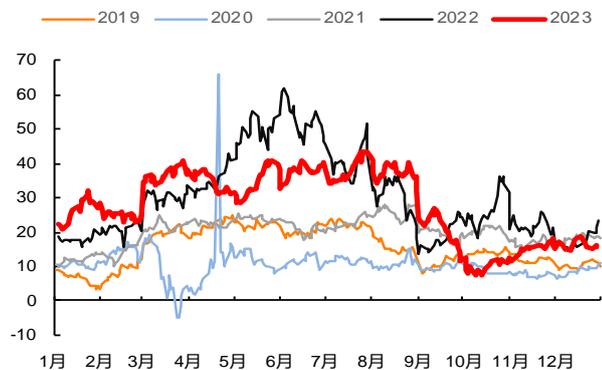
资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

图表 18: WTI 原油&3-2-1 裂差 (美元/桶)



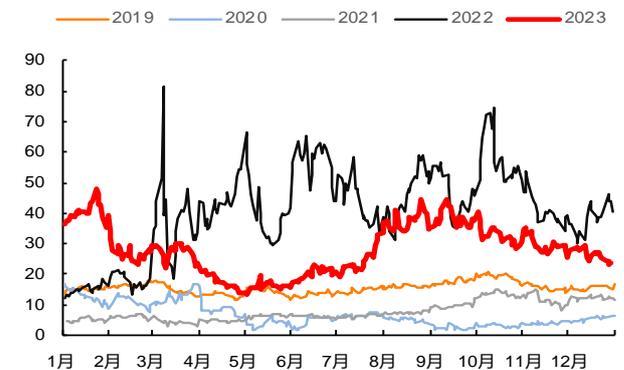
资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

图表 19: 美国汽油裂解价差 (美元/桶)



资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

图表 20: 美国柴油裂解价差 (美元/桶)



资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

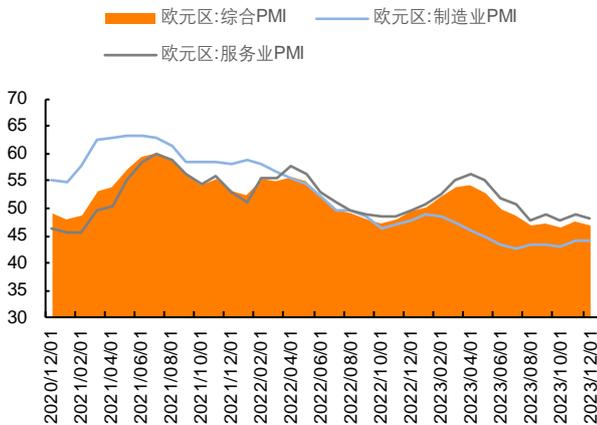
3.2 欧洲需求表现相对较差

由于和美国相比，欧元区承受了更大的经济下行压力，因此原油需求表现相对较差。去年出于对俄能源制裁，导致欧洲陷入能源危机，欧洲能源价格飙升冲击欧洲制造业，通胀压力大增。2022年10月欧元区通胀率高达10.6%，创四十年来最高水平。欧元区两大主要经济体德国和法国经济活动大幅萎缩，其中德国制造业PMI自2022年7月起就跌破了荣枯线，2023年7月份更是跌破了40至最低38.8，尽管自9月之后缓慢回升，但目前仍远低于荣枯分水岭。德国经济在今年三季度环比下降了0.1%，市场预计在四季度可能将继续收缩，德国12月Markit制造业、服务业和综合PMI分别录得43.1、48.4、46.7。法国经济在上半年略好于德国，但下半年开始持续走软，12月法国制造业PMI继续下滑至42，同样远离50这一荣枯线；此外，法国12月服务业和综合PMI分别录得44.3和43.7。在欧元区两个最大经济体都承受较大压力的带动下，欧元区12月制造业、服务业和综合PMI分别为44.2、48.1和47。在此情况下，欧洲央行和英国央行持续加息，放大了希腊、意大利等高负债国家的债务压力，也加剧了欧元区经济的悲观预期。

欧洲央行和英国央行在年内最后一次议息会议上和美联储同步维持利率不变，但欧洲央行表示将加快退出疫情时期1.7万亿欧元的刺激计划，欧洲央行将2023年经济增长预测下调至0.6%。英国央行更是有三位官员仍然赞同再加息25个基点。和美联储释放了明年即将开启降息周期的信号形成鲜明对比。

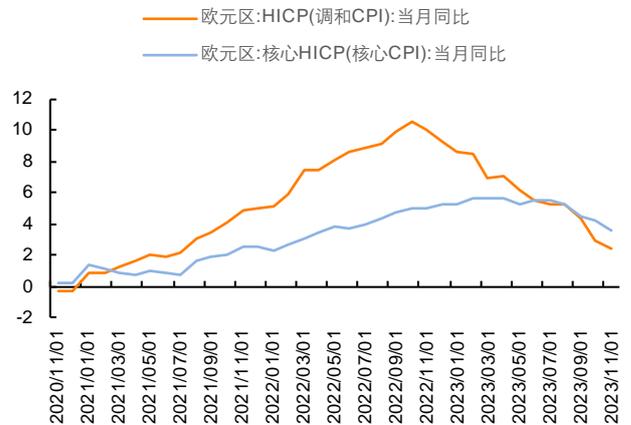
基于2023年欧元区经济的悲观前景，原油需求难以获得提振，2024年上半年料同样维持偏弱的预期。只有欧元区经济实现探底回升，对原油的需求预期才有望改善，但从当前的经济状况来看，市场对欧元区降息的预期仅来自于美联储的政策转变预期，欧元区和英国的经济数据表现暂不支持快速步入降息周期。

图表 21: 欧元区 PMI



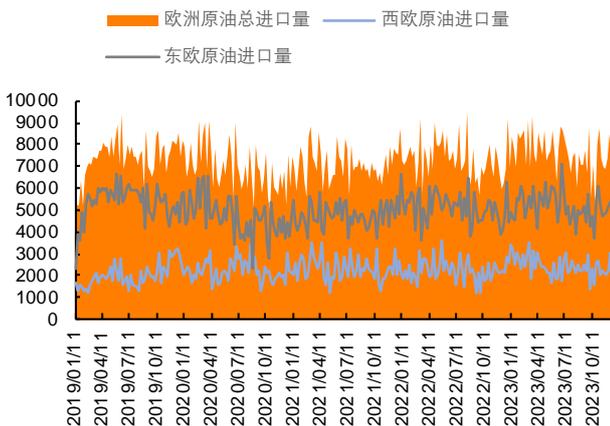
资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

图表 22: 欧元区 CPI&核心 CPI (%)



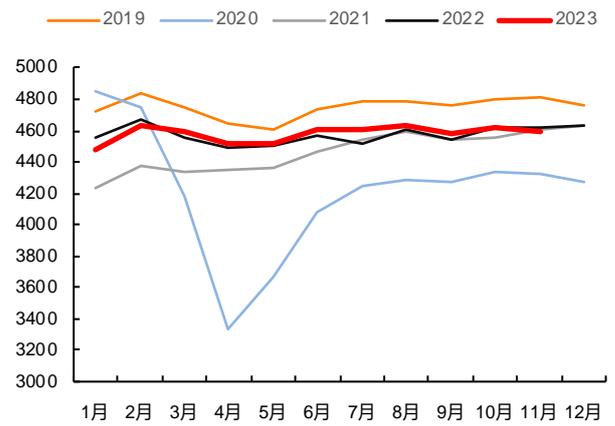
资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

图表 23: 欧洲原油进口量 (千吨)



资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

图表 24: OECD 原油消费量 (万桶/天)



资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

3.3 亚洲需求偏强

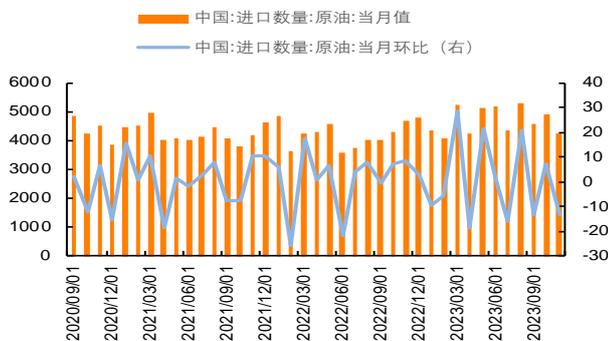
2023 年随着中国疫情管控放开, 中国经济快速复苏带动原油需求恢复, 国家统计局初步核算, 前三季度中国 GDP 按不变价格计算, 同比增长 5.2%。分季度看, 一季度 GDP 同比增长 4.5%, 二季度增长 6.3%, 三季度增长 4.9%。在欧美等发达经济体增长放缓的同时, 以中国和印度为首的亚洲国家成为需求增长的主要推动力。在 IEA 和 OPEC 预计的全球原油需求增速预期中, 中国占据了绝大部分的增量, OPEC 也一直强调, 中国的原油实际需求被低估。

中国今年进口自俄罗斯的原油量超过沙特。海关总署数据显示，中国作为全球最大的石油进口国，11月份原油进口量为4244.5万吨，相当于1033万桶/日。今年前11个月，中国的原油进口量整体增长了12.1%。尽管高油价限制了中国11月原油进口量，但中国原油需求前景依旧保持乐观。中国原油加工量保持高位水平，1-11月份，加工原油67622万吨，同比增长10.1%。

印度是仅次于美国和中国的全球第三大原油消费国，80%以上的石油需求依赖进口，该国也是中东和俄罗斯原油出口的重要市场，在去年俄乌冲突爆发后，俄罗斯大幅增加了对印度的原油出口。今年以来印度的经济一直在快速增长，第三季度经济增速达到7.6%，提振了对汽油、柴油和其它能源产品的需求。尤其是在俄罗斯原油价格有着较大折扣之时，印度大量进口俄罗斯原油。数据显示，印度5月份从俄罗斯进口的原油数量甚至超过自沙特、伊拉克、阿联酋和美国进口量之和。在印度5月进口的原油总量中，俄罗斯原油的比例接近42%，这是近年来单一国家对印度原油供应量的最高占比，而5月OPEC国家向印度所供原油占比则降至39%的历史低点。

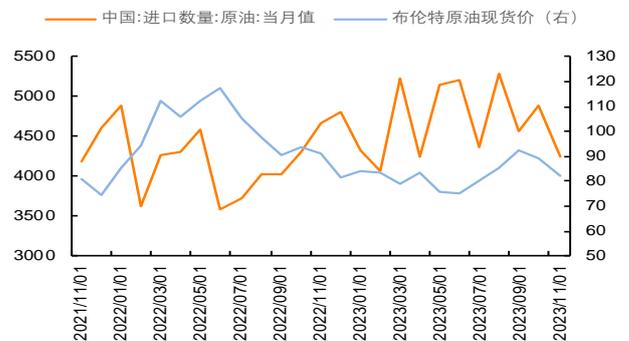
2024年预计中国经济仍将保持较快增长，将继续承担大部分的原油需求增长份额，但在“双碳”政策下，国内能源加速转型或对传统能源的消费形成一定冲击。市场也认为，中国原油需求强度难以持续，中国作为全球石油需求增长引擎的作用正在减弱，意味着中国原油需求可能将进入平台期。相比之下，印度在推动清洁能源方面远没有中国那么积极，因此印度原油需求增长的贡献可能会逐渐替代来自中国的部分增长份额。

图表 25：中国原油进口量&环比（万吨 右：%）



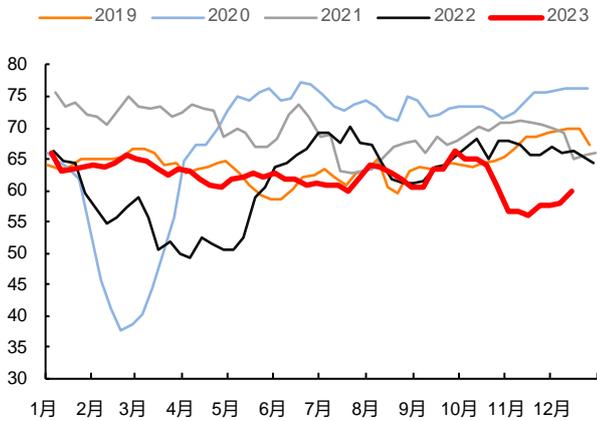
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 26：中国原油进口&布油现货（万吨 右：美元/桶）



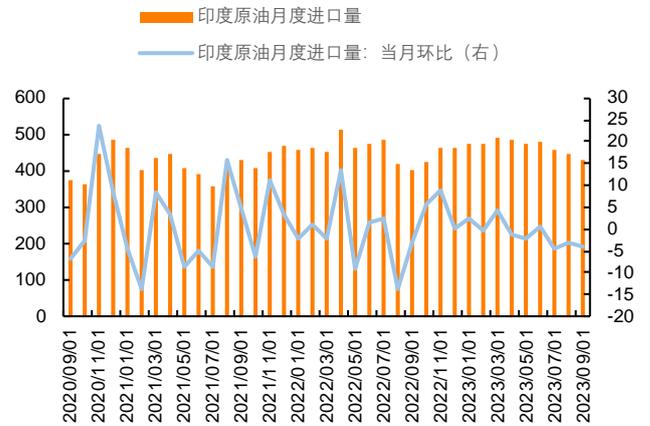
资料来源：Wind 云财富期货交易咨询部

图表 27: 山东地炼开工率 (%)



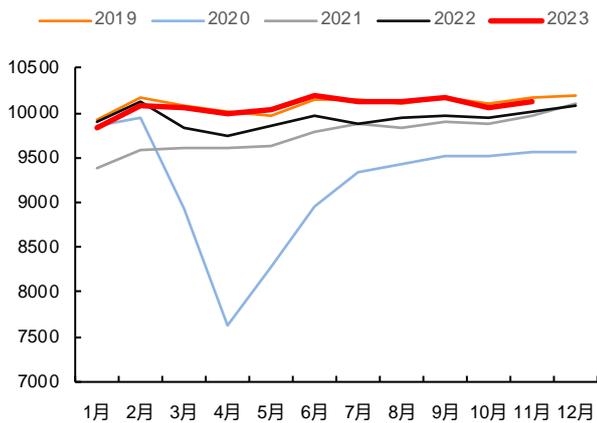
资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

图表 28: 印度原油进口量&环比 (万桶/天 右: %)



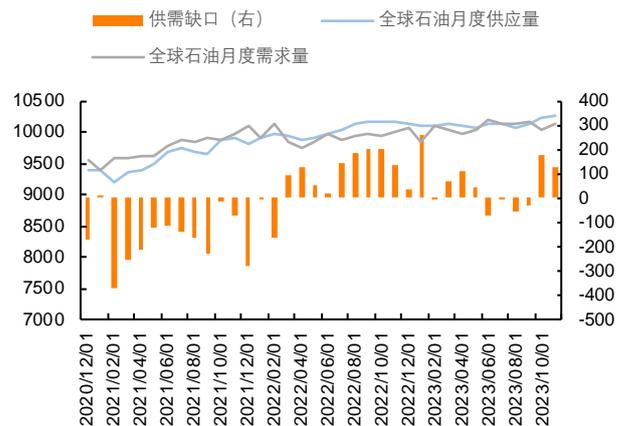
资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

图表 29: 全球原油需求量 (万桶/天)



资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

图表 30: 全球原油供需缺口 (万桶/天)



资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

四、原油库存

4.1 库欣原油库存一度接近最低运营水平

随着全球经济走出疫情的阴霾, 对原油的需求也将创下记录高位。在全球原油库存快速消耗之时, 三大机构联合警告库存风险。由于 OPEC+减产加剧原油库存压力, 从今年 3 月份开始, 美国商业原油库存持续去库, 在 9 月创下近五年同期低位水平后逐步攀升。

由于炼油和出口强劲,美国俄克拉何马州库欣的原油库存自6月份达到逾4300万桶的两年高点以来,其库存水平在9月15日已降至略低于2300万桶,为2022年7月以来的最低水平。低于2000万桶的储油量被市场认为接近运营低点,占库欣逾9800万桶储能的10%-20%,主要是当低于该水平时原油很难运出。但随后库欣原油库存不断累库脱离了低位。

2024年一季度,OPEC+将延续当前减产措施,但经济面临的压力恐打压原油需求。一旦OPEC+逐步退出减产,原油供需将趋向平衡,甚至有机构预测明年一季度将出现供应过剩的情况。在原油供应增长,需求疲软的预期下,原油库存或将进入累库阶段。

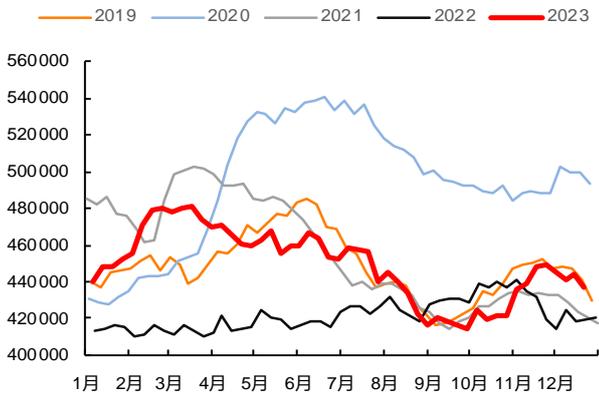
4.2 美国战略石油储备库存回补受限

去年3月,拜登政府祭出美国史上最大规模的1.8亿桶石油储备释放,以在俄乌冲突爆发,油价飙升之际,降低油价。此番大规模抛储,令美国的战略石油储备水平降至1983年以来的最低水平。今年上半年,美国政府最后一批原油释储行动结束后,一直在寻求回补SPR库存,但进展缓慢。

美国政府紧急释放的战略石油储备价格为每桶约95美元,其一度希望以较低价格67-72美元区间补充SPR,但由于当时能源价格高企,美国能源部将计划采购的原油价格的上限设为79美元/桶,这比早些时候的70美元目标有明显上升。但现实是,尽管今年油价数次处于这一价格区间,美国政府仍未能如期成功大量回补。据美国能源部副部长表示,拜登政府在补充其大幅消耗的原油储备时,可能无法充分利用油价下跌的机会。虽然美国战略石油储备处于80年代以来的最低水平,但由于美国墨西哥湾沿岸地下洞穴网络的物理限制和维护一直将能源部的购买量限制在每月300万桶左右。截至12月上旬,美国能源部今年以来仅增加了约1300万桶石油储备,其中包括直接购买900万桶,另有石油公司返还的400万桶石油。

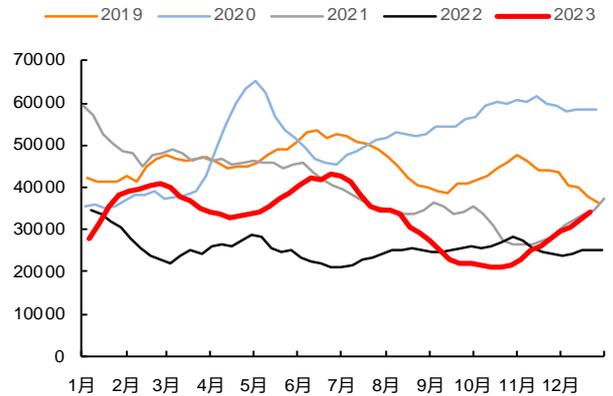
接下来美国政府的收储计划仍会持续进行,但市场预计可能需要数年才能将释放的战略石油储备库存回补至要求的水平。

图表 31: 美国商业原油库存 (千桶)



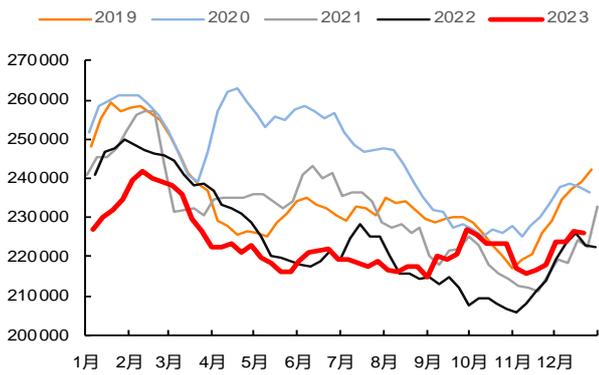
资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

图表 32: 库欣原油库存 (千桶)



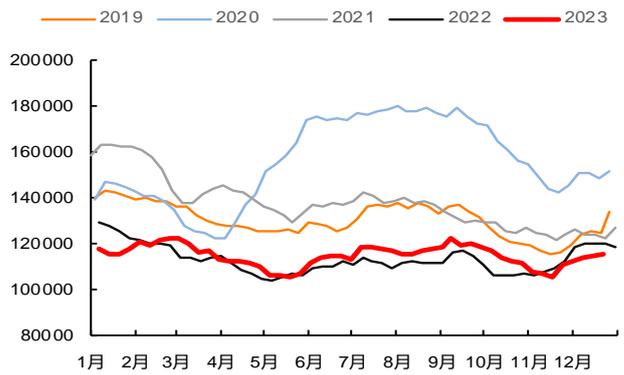
资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

图表 33: 美国汽油库存 (千桶)



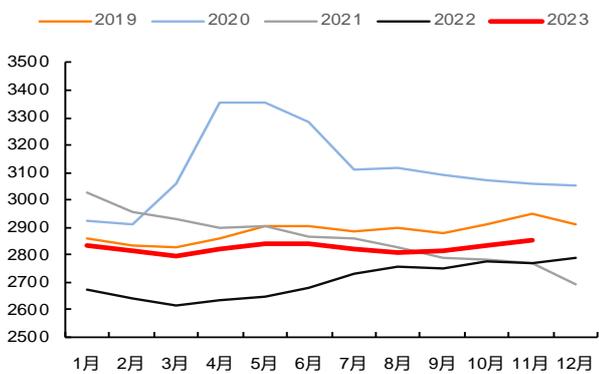
资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

图表 34: 美国馏分油库存 (千桶)



资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

图表 35: OECD 原油库存 (百万桶)



资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

图表 36: 美国战略石油储备库存 (千桶)



资料来源: Wind 云财富期货交易咨询部

五、后市展望

5.1 后市展望

2024 年原油价格走势主要取决于美国经济形势。若美国经济陷入衰退，从历次美国经济危机爆发时原油价格走势来看，油价或面临 30%以上的跌幅。若美国经济实现预期的“软着陆”，那么油价将获得一定需求支撑，配合 OPEC+ 的减产政策兑现的情况下，油价不排除进一步上行的可能。

经过长时间的减产，OPEC 对于油市供应调控的效果正在边际减弱，也正如沙特一再强调的，OPEC 的产量政策是为了平衡油市供需，而不是一味的推高油价。其政策更多的是跟随市场供需状况或趋势进行调整。此外，美国页岩油产量由于活跃钻机数持续下滑，2024 年大概率将出现回落。

影响油价走势的最大不确定因素在于地缘局势方面。目前来看，俄乌战争在 2024 年有望结束，今年下半年俄乌冲突的影响已逐渐减弱，欧美对俄制裁并未起到预期的效果，尤其是巴以冲突爆发之后，欧美对于乌克兰的支持力度趋弱。巴以冲突延伸的红海危机爆发同样使得市场对油市供应的担忧情绪升温。与此同时，2024 年将是大选之年，一旦地缘局势导致原油供需格局发生变化，甚至外溢至金融风险，可能对油价构成较大冲击，因此具有非常大的不确定性。

总体来看，只要欧美经济不陷入深度衰退，不爆发经济危机等风险事件，那么在 OPEC+ 产量调控以及强劲需求支撑下，叠加地缘局势对市场风险偏好的影响，油价有望持稳运行，甚至不排除进一步打开上行空间。

法律声明

■本报告由云财富期货有限公司制作，本报告所载资料的来源及观点的出处皆被云财富期货有限公司认为可靠，但云财富期货有限公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，云财富期货有限公司不对因使用本报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。本报告并非针对或意图发送给或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使云财富期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使云财富期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有本报告中的材料的版权均属云财富期货有限公司。未经云财富期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本予任何其他人。

■本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述投资标的买卖的出价或征价。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，云财富期货有限公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，云财富期货有限公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而云财富期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

■本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，云财富期货有限公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，投资者并不能依靠本报告以取代独立判断。本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

■本报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。本报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

云财富期货有限公司

总部地址：

新疆乌鲁木齐市天山区西河坝后街 137 号瑞达国际大厦 7 楼

上海分公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 3002 室

伊犁分公司

地址：新疆伊犁州伊宁市新市政府片区南环路以南伊宁机场商务写字楼 2003 号

喀什分公司

地址：新疆喀什地区喀什经济开发区空港产业物流区产业服务中心 A 段三楼 301, 302, 303, 304 室

山东分公司

地址：山东省济南市高新区汉峪金谷 A3-4-907 室

深圳分公司

地址：深圳市福田区福田街道福安社区益田路 4068 号卓越时代广场 3904、3905 室

河南分公司

地址：河南自贸试验区郑州片区（郑东）金水东路 88 号楷林 IFC 1 号楼 8 层 812、813 号

浙江分公司

地址：浙江省杭州市上城区财富金融中心 2 幢 2004 室