

沙特与俄罗斯将减产进行到底，那油价的顶在哪？

2023 年 9 月 6 日

文/杨安 赵若晨

9 月 5 日国际油价大涨刷新了去年 11 月以来的高点，布伦特原油更是站上了 90 美元，我国 SC 原油接近 700 元的高位。油价大涨的原因是沙特联合俄罗斯再次做出了震惊市场的决定。9 月 5 日晚间 9 点沙特宣布将自愿减产 100 万桶/日延长至 2023 年 12 月底，同时俄罗斯宣布将继续自愿减少 30 万桶/日的石油供应至 2023 年 12 月底。沙特跟俄罗斯将减产进行到底的举措展示了石油输出国们捍卫自身利益的决心，这意味着年内剩余时段原油市场将再次减少近 1.2 亿桶的供应量。供应收紧的背景下油价的顶在哪里？

一. 油价走高的宏观契机

在沙特、俄罗斯延长减产措施之前，国际油就表现比较强势，刷新了年内高点，大有打破区间格局之势。从宏观经济情况来看，高基数效应弱化后，通胀还会有反复，那么美联储维持当前高利率环境会更长，市场把这部分预期计入后，除非有类似前期银行业的风险事件发生，否则短期宏观难有走鹰的方向。那么基于对美国经济衰退预期的减弱以及对全球制造业见底押注的逻辑，导致宏观利空因素逐渐消退，原油市场中宏观资金也在 6 月底 7 月初开始从空头撤退，国际油价开始有了**向上突破的契机**。

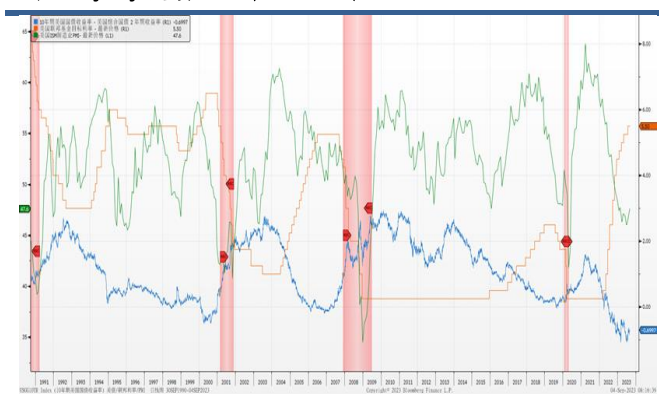
1、支撑美国经济衰退预期的因素已有转变：

支撑美国经济衰退预期的主要有三点：1) 2 年期美债和 10 年期美债收益率曲线的倒挂往往预示着经济将进入衰退；2) 美国商品和服务价格增速快速上行导致严重通胀，美联储需要使用加息等手段抗通胀，这往往对经济有很大抑制作用；3) 疫情和俄乌冲突等地缘政治导致全球供应链较为脆弱，恶劣的外部环境将影响美国经济。

首先，我们看到 2 年期美债和 10 年期美债收益率曲线的倒挂已经有企稳回升的迹象。8 月底 10 年期美债收益率最高达到 4.34%，较 7 月底上行近 50bp，创近年来新高；同时，短端美债收益率变动幅度相对有限，收益率曲线表现出“熊陡”现象。在近期通胀大体稳定的状态下，实际利率的上行，是长

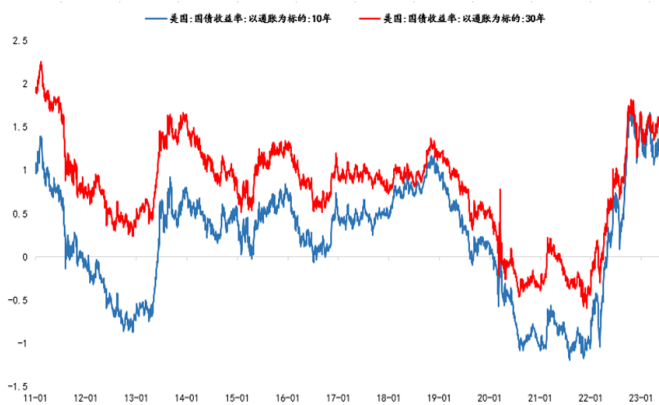
端国债攀升的主要因素。实际利率作为长期资产估值的锚，进一步表明资产价格反而有上升的潜力。其次，联储从去年3月份起加息力度已经从边际增强到如今的边际减弱，但由于近期油价的上行以及高基数效应弱化后，通胀还会有反复。因此，美联储主席鲍威尔在 Jackson Hole 会议上的讲话上表示，抗通胀仍然是联储的首要任务。联储抗通胀的决心使得类似于70年代时通胀失控的可能性降到很低，后期我们认为美联储会维持高利率 longer，也不排除超预期继续加息的可能。从美国GDP看，虽然名义GDP同比仍在下行，但实际GDP已然回升。此外，根据纽约联储全球供应链压力指数(GSCPI)来看，从2021年的高峰4.31持续回落至7月份最新数据-0.9，表明全球供应链压力已经有了迅速改善。

图：10y-2y 美债收益率见底回升



数据来源：Bloomberg、海通期货投资咨询部

图：长端美债收益率攀升



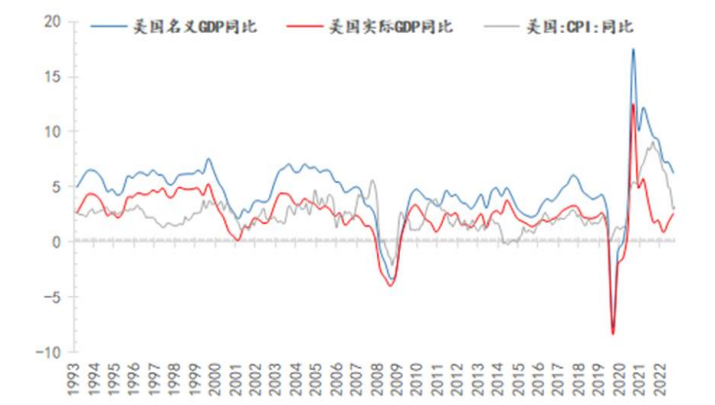
数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

图：实际收益率上行



数据来源：Bloomberg、海通期货投资咨询部

图：美国实际 GDP 回升



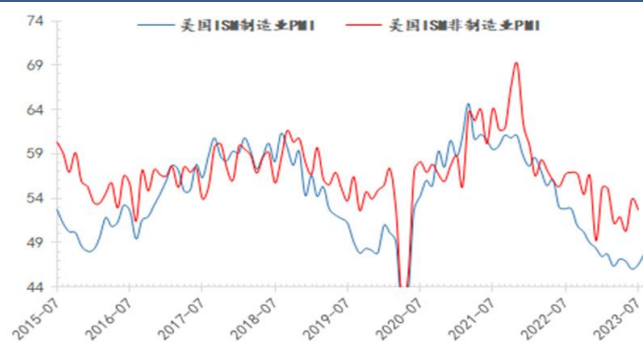
数据来源：iFind、海通期货投资咨询部

2、全球制造业见底的押注

美国 ISM 制造业 PMI 新订单自 2022 年 9 月持续跌破荣枯线，至 8 月收缩 12 个月，目前阶段性底部震荡；制造业 PMI 自 2022 年 10 月持续跌破荣枯线，目前也在阶段性底部震荡。目前 8 月全球制造业 PMI 为 49，有趋稳震荡趋势。2020 年疫情开始后，全球供应链紊乱，企业库存普遍不足；2022 年又经历了俄乌冲突，企业囤积的库存持续去化，目前已经接近库存底部，制造业的库存周期或即将开启，

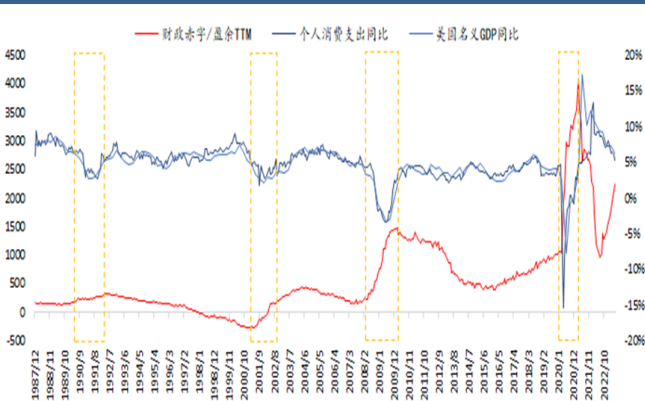
而这将为制造业复苏带来新的驱动力。目前看来，美国的资本货物新订单指数已经随着美股上升，同时，随着财政赤字的扩张，商品消费支出已经有反弹趋势。

图：美国 ISM 制造业&非制造业 PMI



数据来源：iFinD、海通期货投资咨询部

图：财政赤字增加



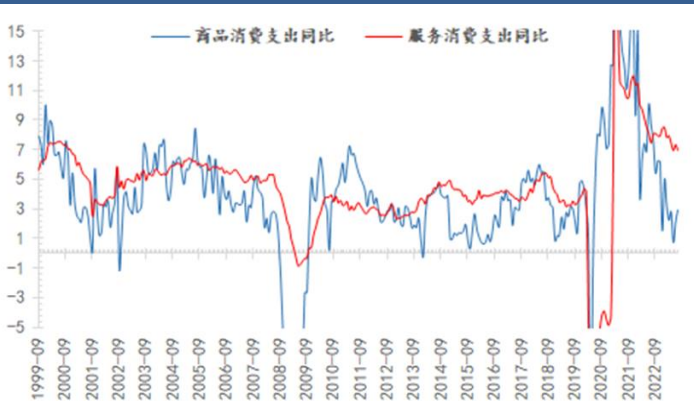
数据来源：iFinD、海通期货投资咨询部

图：资本货物新订单数上升



数据来源：Bloomberg、海通期货投资咨询部

图：商品消费支出同比上升



数据来源：iFinD、海通期货投资咨询部

二. 油价走高的基本面基础

1、库存端：

库存是对供需格局最直观的数据，一般来讲，库存与价格走势呈现负相关性。我们看到3月份美国商业原油库存就已经出现了一个去库的走势，但当时3-6月份油价并没有反映基本面，市场主要还是交易宏观利空的逻辑，但7月开始宏观影响趋弱后，油价走势就开始趋于强势。另一方面，月差一般视作资金观点，我们还可以把它作为库存指标的延伸，也就是作为库存的领先指标。一般月差处于contango结构时，表明原油供给过剩，更容易累库；back结构表明供给短缺，更倾向于去库。今年以来看，整个月差虽然波动较小，但是趋势走高，而且是从负值到了正值的back结构。三大机构的预测也在近两个月6-7月达成了一致，认为下半年是去库的；而在2-5月三大机构对于后期库存的预计是有分歧的，主要由于是需求的不确定性导致。

图：美国商业原油库存下降



数据来源：Bloomberg、海通期货投资咨询部

图：M1-M4 走升



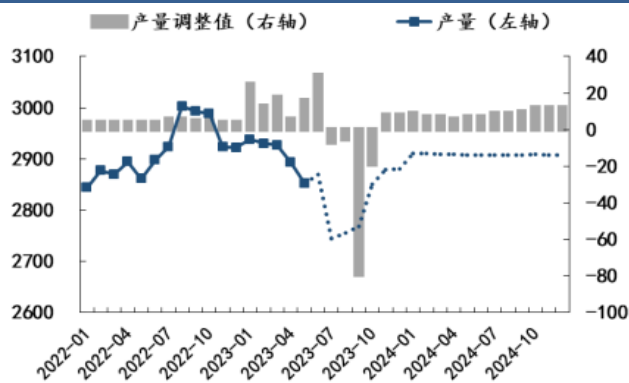
数据来源：Bloomberg、海通期货投资咨询部

2、供应端：

库存只是供应和需求数据的结果而不是原因，导致去库的基本面最核心矛盾在于 OPEC+ 的减产。由于全球原油供应的高度垄断特征，主产国可以自主调节供应量从而影响油价，其中 OPEC+ 的配额和产量更是市场关注的焦点。从去年年底开始，OPEC+ 就为了对抗宏观层面需求的悲观预期进而开始减产，直到今年年内也出现了几波减产行为。此次布伦特原油站上了 90 美元的主要原因就是沙特宣布将自愿减产 100 万桶/日延长 3 个月至今年 12 月底；同时，俄罗斯也宣布将继续自愿减少 30 万桶/日延长至今年 12 月底。消息公布后油价迅速跳涨并一路走高，沙特跟俄罗斯的这一决定大大超乎市场预期，三大机构平衡表此前将沙特逐步退出自愿减产计入了四季度的平衡表，但最终沙特跟俄罗斯直接将自愿减产延长了 3 个月。

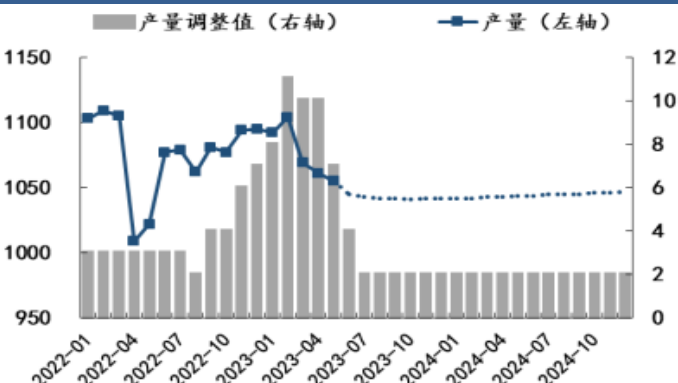
从沙特和俄罗斯的角度来看，在没有其他国家增产来抢占市场份额的背景下，维护油价高位来增加财政收入使持续减产成为可能，这意味着石油输出国们捍卫自身利益的决心。根据最新一期的 EIA 周度数据，美国原油市场库存已经降到了 2021 年 1 月以来新低，在供需缺口已经出现的情况下，沙特联合俄罗斯延续减产会导致年内剩余时段原油市场将再次减少近 1.2 亿桶的供应量，这让原油市场供应紧张的局势更加严峻，油价的强势格局在 2023 年剩余时段变得难以撼动。

图：欧佩克原油产量变化及预测



数据来源：Rystad、海通期货投资咨询部

图：俄罗斯原油和凝析油产量变化及预测



数据来源：Rystad、海通期货投资咨询部

3、需求端：

从汽油需求来说，三季度汽油旺季需求达到高点后，需求会季节性回落，但是基于美国汽油低库存状态，叠加三季度美国是飓风多发季节，汽油短期有一定支撑。三季度末四季度初，汽油开始切换冬季规格，辛烷值组分要求的下降可以让冬季汽油添加更多的低价丁烷，导致汽油成本降低。从盘面角度，可能会提前交易汽油利润走弱逻辑。

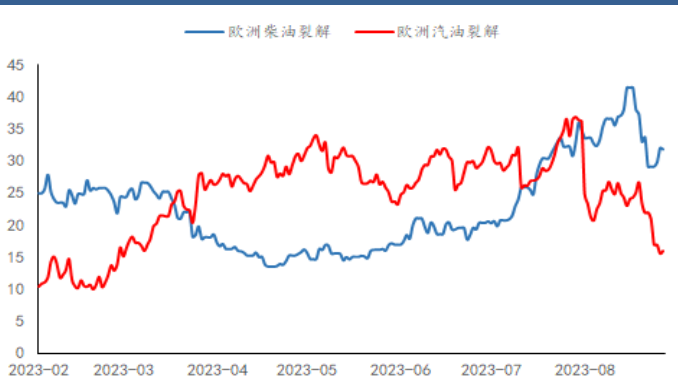
近期柴油是需求端的核心关注点，由于欧美对俄罗斯成品油的制裁，欧洲转而向亚太中东地区进口柴油。近期亚太柴油需求季节性走高且部分炼厂处于检修导致出口欧洲的柴油量下降，柴油利润企稳回升。前几日，我国第三批第三批成品油出口配额正式下发，共计 1200 万吨，环比上涨 33%，同比上涨 140%。截止目前，国内共下发三个批次出口配额，总量为 3999 万吨，较去年总量增加 274 万吨。成品油配额发放将对短期内海外柴油有利空影响，但中长期海外需求端仍然是柴油较汽油偏强逻辑。后期需要观察全球成品油涨势能否匹配原油的强度。

图：美国汽柴油裂解价差



数据来源：Bloomberg、海通期货投资咨询部

图：欧洲汽柴油裂解价差



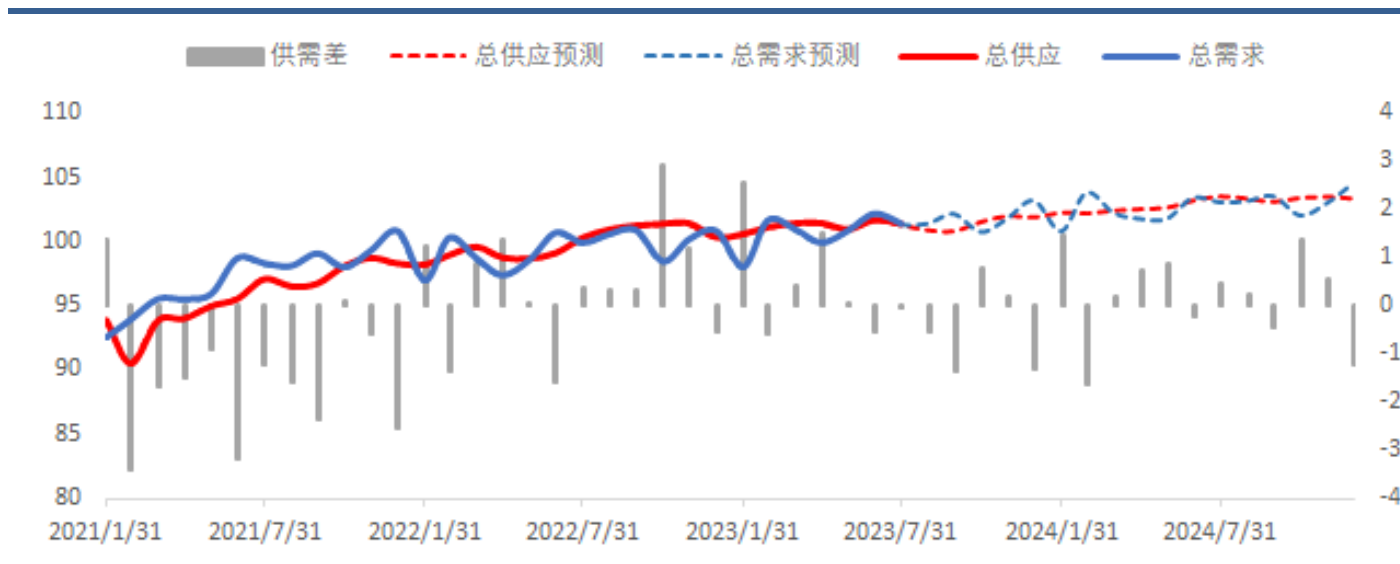
数据来源：Bloomberg、海通期货投资咨询部

三. 油价的顶在哪？

油价进入高位区域后，寻顶阶段也需要关注两个方面的利空，宏观和基本面。在高基数效应逐渐消退后，当能源价格上行的幅度大于核心服务项走弱的幅度，就容易带动通胀的再次上行。同时，这不仅仅是能源项的价格走高，也可能往更下游的化工等品种延申。根据美联储抗通胀的决心，四季度再次加息的可能性增加。由于高利率环境的延长对大宗商品存在压制作用，原油市场可能再次上升宏观面的定价权重。此外，由于美国经济韧性较强，市场从衰退预期再次转向软着陆预期，而此次软着陆预期了美国强于非美，美元走势强劲，对原油有利空影响。

同时，我们不排除美国会使用政治手段影响非美地区的供给。基于美国战略储备库存已经降至低位，且规模性增产较为困难，当美国通胀再次上升后，可能会将希望放置在伊朗和委内瑞拉等国家的增产。但在一些不可控利空因素出现之前，油价维持高价局面将很难被撼动。

图：EIA 供需平衡表



数据来源：EIA、海通期货投资咨询部

投资咨询业务资格：

证监许可[2011]1294 号

杨安

yangan@htfutures.com

从业资格号：F0237290

投资咨询号：Z0013382

赵若晨

zhaoruochen@htfutures.com

从业资格号：F3076218

投资咨询号：Z0019166

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。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明：

本报告仅供海通期货股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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本报告中的任何内容所引致任何损失负任何责任。

本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可能发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资须谨慎。本报告所载的信息、材料及结论仅供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

郑重声明：

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则均构成对本公司合法权利的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通期货投资咨询部并获得许可，并须注明出处为海通期货投资咨询部，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。