

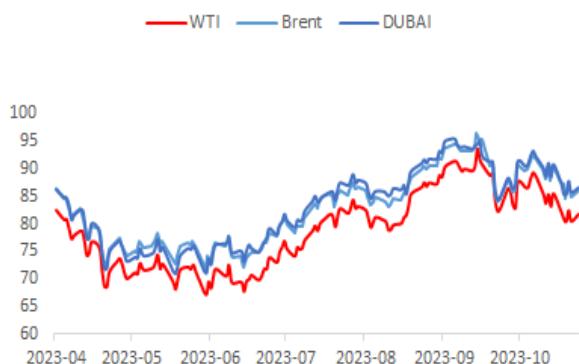
油价重新回到年初起点，美国原油市场的变化是关键因

2023 年 11 月 6 日

行情回顾

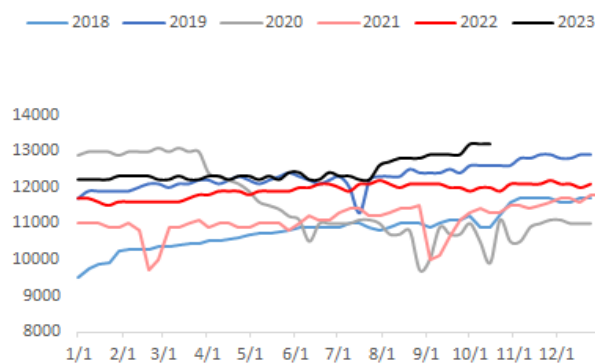
十月巴以冲突的突然爆发给原油市场带来了新的变量，油价一度受其影响冲高 9 美元，但随着时间推移油价还是基本回吐了地缘因素带来溢价，油价也在 10 月份几经起落。不过随着冲突的发展，投资者逐渐观察到地缘风险带来的不供应扰动逐渐消退且巴以冲突并未对原油供应产生实质性影响，价格交易的重点返回基本面。我们看到近期油价已经回落至巴以冲突之前，基于最新一期的三大机构月报平衡表出现分歧，显示出基本面没有强驱动性，也是油价在区间内震荡较弱的原因。油价绝对值的调整也伴随着月差的全面走弱，原油月差连跌三周，整体市场氛围偏空。整体来看，去库预期收窄是目前市场主流预期，在 OPEC+核心成员国沙特阿拉伯和俄罗斯竭尽全力控制产量的背景下并没有进一步上涨，这背后的一个重要原因是美国作为核心推动了原油市场供应端其他非 OPEC+减产国增加了原因供应。在欧佩克+史上第二大力度减产行动下，今年全球供应量预计仍将增加 88 万桶/日，其中美国、伊朗等贡献了绝大部分增量，尤其美国原油产量在 10 月达到了 1320 万桶/日的创纪录高位，这比 2 个月前的产量足足增长了 100 万桶/日。正式美国等非减产国努力增产，很大程度上抵消了欧佩克+减产导致供应紧张给投资者带来的担忧，我们也看到当前油价也基本再次回到了年初时的起点附近。这也意味着 2023 年原油市场整体维持了一个震荡格局。

图：国际油价走势震荡



数据来源：Bloomberg、海通期货投资咨询部

图：美国产量

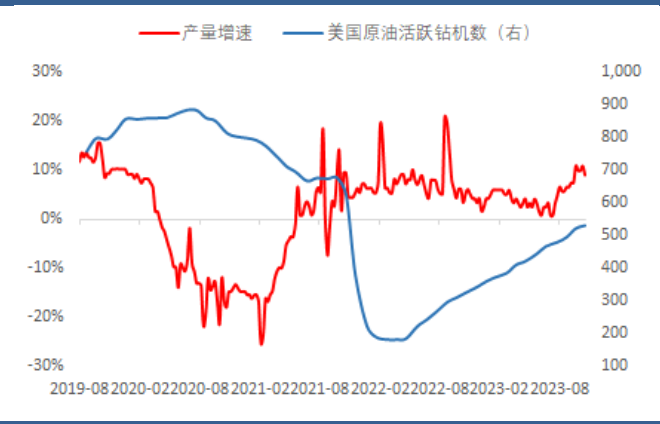


数据来源：EIA、海通期货投资咨询部

美国原油供应创纪录新高

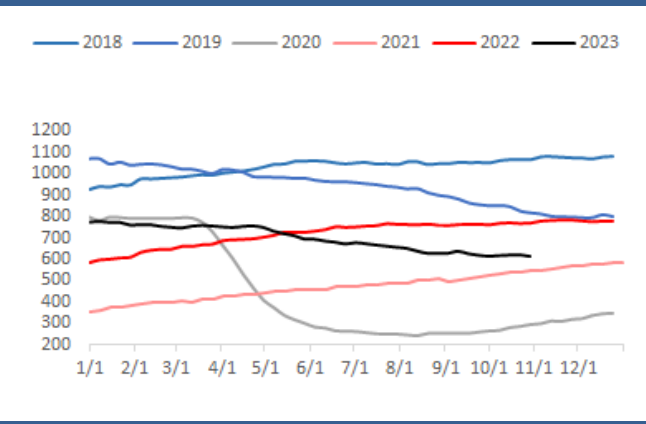
供应端来看，美国产量增长速度超出了市场预期，在 8 月美国原油和凝析油产量就升至创纪录的 1310 万桶/日，超过了 2019 年 11 月新冠疫情前创下的 1300 万桶/日的峰值。美国能源信息署(EIA)数据显示，不包括墨西哥湾水域的本土 48 州产量增至创纪录的 1080 万桶/日(10 月 EIA 石油供应月报)，其中 Permian、Gulf of Mexico 和 Bakken 贡献了较大的增量。与去年同期相比，这 48 州的产量增加了 95.5 万桶/日(+10%)。贝克休斯数据显示，11 月 3 日当周末产量的先行指标——石油和天然气钻机总数已经降至 2022 年 2 月以来最低水平。具体来看，石油和天然气钻机总数减少 7 座至 618 座，为 2022 年 2 月以来最低，较上年同期减少 152 座或 20%。美国石油钻机数量减少 8 座至 496 座，为 2022 年 1 月以来最低。我们发现虽然石油钻探率下降，但页岩油公司将数量较少的钻机集中在最有前景的井场，并钻探更长的水平段，以提高产量，提高每口油井的生产率。这主要是基于 1) 由于多井垫技术的进步，使每钻机钻井数量增加；2) 横向平均钻井长度结构性上升至 10,000 英尺；3) 产量较低的私人钻井平台大幅减少，提高了每台钻井平台的产量。总结来看，美国仍然是关键的短期边际产油国，灵活和短周期的特点使主流私营产油的美国在全球成本曲线上处于高位。所以，即使在沙特阿拉伯及其 OPEC+ 盟国削减产量以支撑油价的情况下，效率的提高仍使美国产量保持上升趋势。

图：产量增速&美国原油活跃钻机数



数据来源：Bloomberg、海通期货投资咨询部

图：贝克休斯钻井平台数



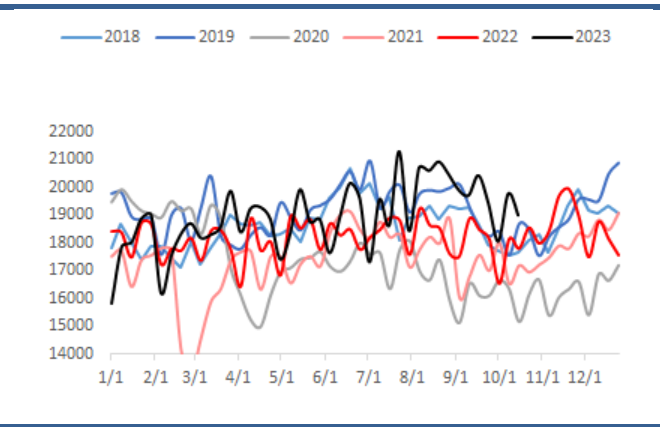
数据来源：Bloomberg、海通期货投资咨询部

此外，伊朗原油产量在今年也是持续回升，近期伊朗石油部长表示，伊朗石油产量为 340 万桶/日，这较年初的 255 万桶/日有了大幅增长。但是我们观察到 10 月伊朗的原油出口有所下滑，从 9 月的 137 万桶/日降至 98 万桶/日。更需要注意的是上周五美国众议院通过了加强伊朗制裁的方案，将对违反美国制裁的伊朗石油出口进行加强措施，并对外国港口和炼油厂实施制裁。如果这项立法成为法律，其效力尚不明确。尽管国会可以通过制裁立法，但这类措施通常附带国家安全豁免条款，允许总统在执行法律时行使自由裁量权。

美国原油需求端有改善趋势

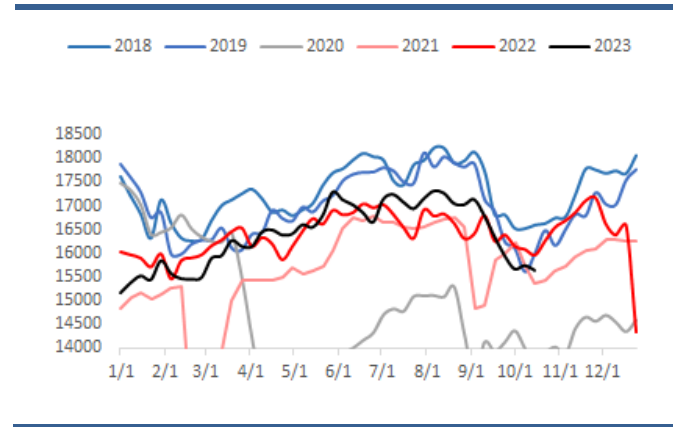
需求端来看,美国的需求端有改善趋势。美国的炼厂秋季检修季已经过去,停机检修量已经见顶回落,后续我们会看到开工率的逐渐回升,开工率的上涨又将带来原油需求的增强。在美国原油库存低位的背景下,炼能的提升会带来库存进一步去化,从而带动美油月差的走强以及布油与美油价差的收缩。另一方面,美国又开始的新一轮收储给美油较为强力的支撑。自近年来美国大幅抛储,美国的战略储备原油库存已经降至底部,已经到了只能收不能放的情景了,若美国要大幅收储至正常水平意味着要购入近 2 亿桶原油的量,将会看到非美库存的大幅去化。10 月美国再次提出收储,79 美元/桶是本次收储的价格,对比去年稍有提升。虽然美国这两次收储的量小速度慢,但是对 80 美元的底部仍有支撑。

图：美国原油表需



数据来源：Bloomberg、海通期货投资咨询部

图：美国炼厂原油加工量

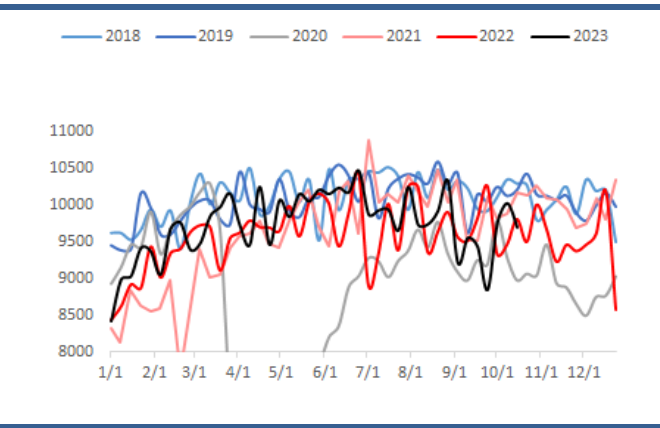


数据来源：Bloomberg、海通期货投资咨询部

分油品来看,在汽油旺季过去后,需求低迷,加上汽油规格切换为冬季规格,冬季汽油规格对 RVP 值要求较夏季宽松,使汽油生产利润显著走弱,汽油裂解价差降至历史低位。其一是基于前期汽油价格上涨以及持续高通胀导致的可自由支配支出减少叠加车辆燃油效率的提高;其二是由于是美国汽油产量高于平均水平;今年美国炼油厂的开工率在 9 月份高于平均水平,在 10 月份接近平均水平。低迷的汽油需求但较高的汽油产量导致美国汽油库存持续累库。

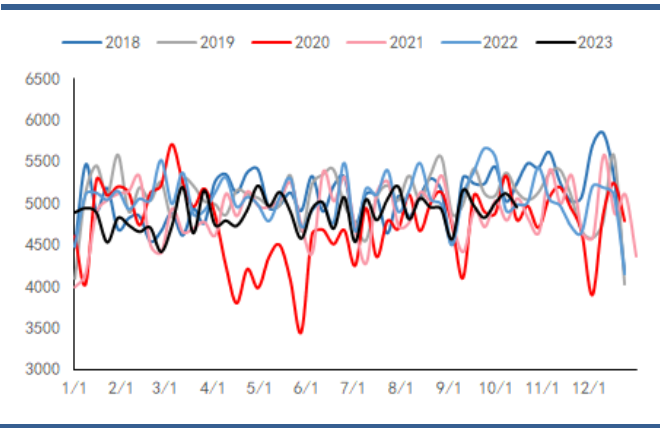
柴油是近期支撑欧美需求的主要油品。美国柴油基本面更强于欧洲,基于柴油经济性更好,炼厂会考虑将炼能切换生产柴油,而美国炼厂受制于油质的影响,在重中质原油进口没有大幅增加的基础上,美国柴油比例难以有效提升。同时,美国柴油出口较强,支撑了柴油需求。

图：美国汽油表需



数据来源：Bloomberg、海通期货投资咨询部

图：美国柴油表需



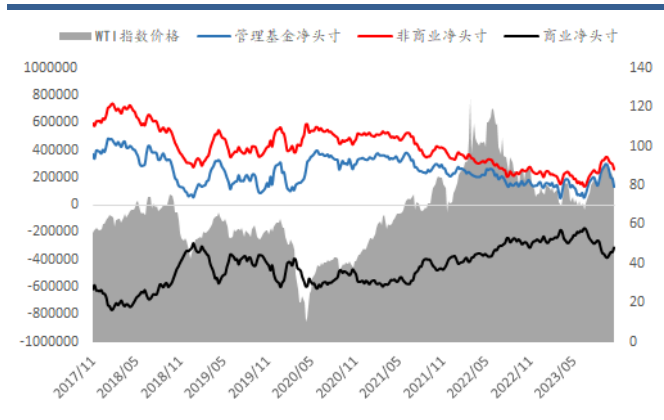
数据来源：Bloomberg、海通期货投资咨询部

市场对利率见顶的预期增强

根据上周五美国劳工部劳工统计局(BLS)就业报告中显示,美国 10 月新增非农就业人数环比大降约一半,失业率升至近两年高位。同时,初请与续请失业金人数持续上行。此外,美国 10 月服务业扩张步伐放缓至五个月最慢,企业缩减减弱并且雇主缩减招聘,这些数据表明美国劳动力市场和服务业都有降温迹象,增强了市场对利率见顶的预期。联储 12 月按兵不动的概率由 79.1%升到了 95.2%,明年 3 月降息的概率由 13.7%提升至 25.5%。基于以上数据展示出来的趋势,联储降息的周期很可能会提前开启,在本次数据释放前,市场预期联储可能在明年八月开启降息,而在数据释出后,市场对于联储开启降息的时点有所提前,提前到了六月。宏观层面的变化将进一步发酵,美联储加息接近结束,有助于改善投资者预期,前期市场担忧高油价带来的美国通胀上行,从而触发加息负反馈效应解除。同时,美债长端利率回落,前期压制风险资产的压力减轻,权益、商品等市场顺势反弹。但未来若经济数据进一步走弱,市场或切换至交易衰退风险,风险资产的压力会再次显现。

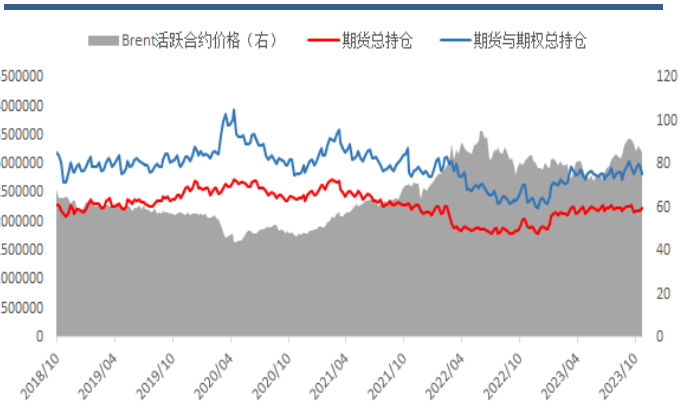
从 CFTC 数据来看,10 月 31 日当周 TI 净多头头寸大幅减少 61689 手合约,降至 117800 手。洲际交易所(ICE)数据上周布伦特原油期货投机性净多头头寸减少 16413 手合约至 200283 手合约。下半年减产带来的投机净多头寸正在离场,资金看涨后市热情进一步消退。

图：WTI 油价与期货持仓走势



数据来源：CFTC、海通期货投资咨询部

图：BRENT 油价与期货持仓走势



数据来源：CFTC、海通期货投资咨询部

后市展望

现阶段油价面临供需层面的低库存与供需转弱的矛盾，宏观层面同样面临复杂局面，目前来看 80 美元将成为非常关键的区域，如果油价在当前背景直接跌穿 80 美元，趋向美国能源部回补战略储备的目标价，那意味着投资者对后市明确悲观预期将主导未来一段时间油价波动。在基本面变化不大、巴以冲突不再扩大的背景下，我们预计后期宏观或主导市场预期。此外，明年原油市场供应端的市场份额之争可以预期会成为明年的重要影响因素，需要关注 11 月 26 日 OPEC+部长级会议的召开。当前油价正处在较为关键的支撑预期内拉锯，短期内在低库背景下油价预计仍会在高位区间有反复，但是随着去库幅度的放缓以及美国柴油出口强势的缓慢趋弱，后期油价的强势或难以长期维持。

投资咨询部

投资咨询业务资格：证监许可【2011】1294 号

投资咨询部 能源化工组

联系人	赵若晨	zhaoruochen@htfutures.com	从业资格号：F3076218	投资咨询号：Z0019166
研究员	杨安	yangan@htfutures.com	从业资格号：F0237290	投资咨询号：Z0013382

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。