

前程似锦，危机四伏

东吴期货2024年原油年报

姓名：肖彧
投资咨询证号：Z0016296
2023年12月16日



宏观层面：

- 美国经济在已经过去的日子里形势好于预期，但仍然存在一定压力，以及衰退的可能性
- 2024年是美联储的降息周期，降息的同时必须要保证市场信心，否则即使降息仍将对油价产生不利传导

微观层面：

- OPEC+坚持减产是当前油价得以维持在中东主产国财政平衡盈亏线附近或上方的唯一理由
- OPEC剩余产能不断增加，非OPEC+持续增产，OPEC+内部对减产逐渐抵触，叠加宏观逆风，2024年OPEC+维护市场愈加艰难
- 全球低迷的制造业PMI不利于原油终端需求的改善，新能源汽车发展不利于汽油需求
- 全球最主要原油消费国的消费结构中，出口占据越来越大的份额，这本质上是需求疲软的表现
- 预计明年全球裂解趋于下行，美原油持续弱于布伦特原油

结论：

从中性角度出发，美国经济在年内表现远超预期，市场开始憧憬另一次软着陆的发生，OPEC+一贯以来坚持的减产政策抵御了非OPEC+国家的产量扩张，使得全球原油库存仍然保持在偏低位置。随着经济逐步走向正轨，非OPEC+扩张周期结束，OPEC+坚持平衡市场的管理下，中东主产国财政平衡盈亏线仍能支撑油价，在此基础上预计布伦特原油全年主要波动区间70-95美元/桶。

但同时明年原油市场面临许多挑战，比如美国可能进入衰退，若价格持续下跌，其他OPEC+国家仍然不愿意减产可能导致孤立无援的沙特新减产。危机四伏下，我们谨慎地认为原油很难完全避过所有风险，因此加入风险要素后的假设是油价可能会在某个时间点下行，极端情况下布伦特可能触摸60美元/桶甚至更低，随后在经济企稳或者过低的油价推动新的减产协议后向上修复。

风险层面：

- 美国软着陆失败，陷入温和衰退
- 沙特进一步减产空间有限，在油价持续下跌以及其他OPEC+国家没有给予沙特足够支持的情景假设下，沙特可能放弃减产
- 巴以地缘冲突反复并产生外溢风险，美国可能制裁伊朗

01 2023年行情回顾

02 2024年行情展望

03 原油平衡表——理想归理想

04 宏观展望——现实归现实 (1)

05 基本面展望——现实归现实 (2)

06 其他展望

目录

CONTENTS

01

2023年行情回顾

- 1.1 2023年行情回顾——全球原油市场
- 1.2 2023年行情回顾——国内原油市场

1.1.1 2023年行情回顾——全球原油市场



2023年全年原油走势为先抑后扬，依照驱动主体和市场特征我们将2023年总体走势分为四段，并分别阐述。

- ①：年初——硅谷银行破产前
- ②：欧美银行破产潮——沙特7月执行自愿额外减产前
- ③：沙特开始自愿减产——管理基金多头持仓大幅撤退前
- ④：管理基金多头持仓大幅撤退——年底

1.1.2 2023年行情回顾①：年初——硅谷银行破产前



2023年初，由于中国——全球第二大原油消费国——在年前宣布退出疫情封锁政策，导致短期感染人口迅速增加。尽管解封令市场对远东需求的长期复苏加以期许，但是对短期，尤其是交通出行方面——原油最主要的需求所在，造成了一定逆向冲击。叠加欧美持续大幅加息，以及欧美央行持续的鹰派姿态，内外需求均缺乏向上驱动，原油走势依然笼罩在2022年6月美国加速加息以来的弱势格局中。

所幸中国春节后感染人数下降，出行迅速恢复正常，加上市场对美国能源部67-72美元/桶区间内收储计划的信任、G7与欧盟对俄罗斯成品油制裁将于2月5日开始执行、以及美国通胀数据下行超预期放缓了加息幅度的预期等利多因素，油价在接近美国收储价的位置（WTI原油67-72美元/桶，按当时跨市价差换算，约等于布伦特原油72-77美元/桶）获得了支撑。

但是随着欧美对俄罗斯原油和成品油的制裁效果始终没有导致俄罗斯相关出口数据下行，叠加海外紧缩环境下需求数据始终不佳，美联储对于紧缩政策的预期管理依然十分鹰派，上一段多个利多因素最终都没有转化为决定性的上行驱动，在此期间（2023年年初——2023年3月初）布伦特原油总体保持在77-89美元/桶区间内维持震荡走势。

相比于平淡的绝对价格波动，国内的SC原油在此期间表现出色，在2月一度走出远近月正套行情，体现了解封后我国炼油商在海外买买买的行以及市场对于需求复苏的预期。

1.1.3 2023年行情回顾②：欧美银行破产潮——沙特7月执行自愿额外减产前



3月10日，硅谷银行的突然破产打破了原油市场的平静，油价迅速跌破了前文美国能源部收储区间。一方面美国能源部对此无动于衷，并期望在更低的价格收购原油（并且最后成功踏空了来之不易的低价收购机会，一如2020年踏空了绝佳的战略储备原油收购机会），使得所谓的美国收储支撑线在日后都不再进入市场考量范畴；另一方面基本面的盾无法抵御宏观风险的矛，在短期金融市场互换拆借利率以及部分大行CDS剧烈波动、大宗商品系统性下跌的背景下，美国能源部的收储计划能够给予市场的支撑实在有限。

在3月，先后在新闻中被刷屏的知名金融机构包括硅谷、签名、瑞信、第一共和和德意志银行，并引发欧美大量同行CDS短期上涨超过20%，但所幸事件没有进一步发酵，本轮银行业危机对油价杀伤有限。接下来的行情即是所谓的“没有消息就是好消息”的桥段，油价在战战兢兢中得以反弹，OPEC+也在金融市场稳定后推动了新一轮减产，导致4月初的周一市场价格大幅高开。不过和2022年10月一样，减产的本质在于需求疲软，调节性的减产无力扭转油价，原油在短暂反弹后再度向下。

如果说3月的下跌是宏观导致，那么4月后的下跌开始有基本面因素加入，因为诸如月差、裂解等基本面指标在4月后的下跌中同步走弱。叠加美国自银行业危机后再度陷入债务危机，使得原油在本阶段后半段走势异常憋屈。唯有沙特推动的减产成为了原油市场最后一根救命稻草，油价也得以始终在中东主产国财政盈亏平衡线附近获得支撑，得以喘息。在此期间（2023年3月初——2023年6月底）布伦特原油走弱，在后半段只能维持在70-80美元/桶的较低区域运行。

1.1.4 2023年行情回顾③：沙特开始自愿减产——管理基金多头持仓大幅撤退前



由于对油价的低迷不满，沙特在6月OPEC会后宣布自己将从7月开始额外自愿减产100万桶/日，并将之描述为“沙特棒棒糖”。如果说2022年10月以来的OPEC减产是根据市场变化情况调节供应，沙特的这次自愿减产更像是主动出击，直接导致了原油市场阶段性供需紧张。我们称之为“人为制造”的供不应求。

从7月沙特自愿减产开始，衡量现货供需关系的原油近月价差开始明显扩大，反应逐渐紧俏的市场。沙特随后多次延长减产期限，放大了市场不平衡的体感，而月差也持续走阔，证实了实物市场的紧缺，为油价的抬升提供了坚实的基础。

尽管在8月，穆迪和惠誉等评级机构多次对美国主权信用评级和美国银行评级进行了下调，惠誉曾警告要下调包括摩根大通在内的美国主流银行，美联储也在17日发布了鹰派的会议纪要，导致油价出现了阶段性连续调整。但是沙特9月初一口气把自愿减产延长至年底，瞬间扭转了颓势，油价一路扶摇直上，隐隐有冲破100美元大关的势头。不过马后炮而言，沙特此举虽然短期内迅速抬升了油价，但也透支了四季度的利多情绪，毕竟9月份就已经把四季度的口号喊完了，可谓“成也萧何败也萧何”。

在此期间（2023年7月初——2023年9月底）布伦特原油持续走高，从72美元/桶的低位一路冲到95美元/桶，创下年内油价最高位。

1.1.5 2023年行情回顾④：管理基金多头持仓大幅撤退——年底



在沙特自愿减产初期，由于短期削减力度较为强势，油价可以无视其他因素持续上涨。但随着时间推移，一些利空因素开始逐渐放大变得不可忽视，而沙特并没能进一步加深减产，这就导致了油价在四季度的下跌。

一方面中秋国庆假期期间美国长期国债收益率持续走高加大了市场对美国未来经济忧虑，美原油和布伦特原油的管理基金净多头持仓从此时就开始连续离场，即使之后出现了巴以冲突这样显著的利多事件也无法挽留这些净多头头寸，多头不顾一切地持续出逃，现在回过头来看，行情也确实证明了他们的判断无误。

另一方面美国在三季度产量逐渐上行，OPEC非洲成员国产量也持续恢复，一定程度上抵消了沙特与俄罗斯的减产努力，加上美国原油终端需求出现超季节性倒退，基本面的下行在巴以冲突雷声大雨点小、以及沙特没能进一步减产的背景下成为主要变量。在油价下跌期间，衡量基本面的指标比如月间价差和裂解价差都同步走弱。

当油价再度下跌逼近沙特财政盈亏平衡线时，正好迎来11月OPEC会议。市场需要OPEC采取有效行动重新注入信心，但OPEC会议经过分歧延期后，最终以自愿减产的方式达成了不及预期的减产计划，这种无论是质还是量都不及预期的结果自然令市场大失所望，震荡两周的油价在会后再度走弱。在此期间（2023年10月初——）布伦特原油持续走弱，并且未能在价格临界点得到OPEC的有力支持。

1.1.6 去年年报观点：布油大部分时间70-100美元/桶，东强西弱、美强布弱

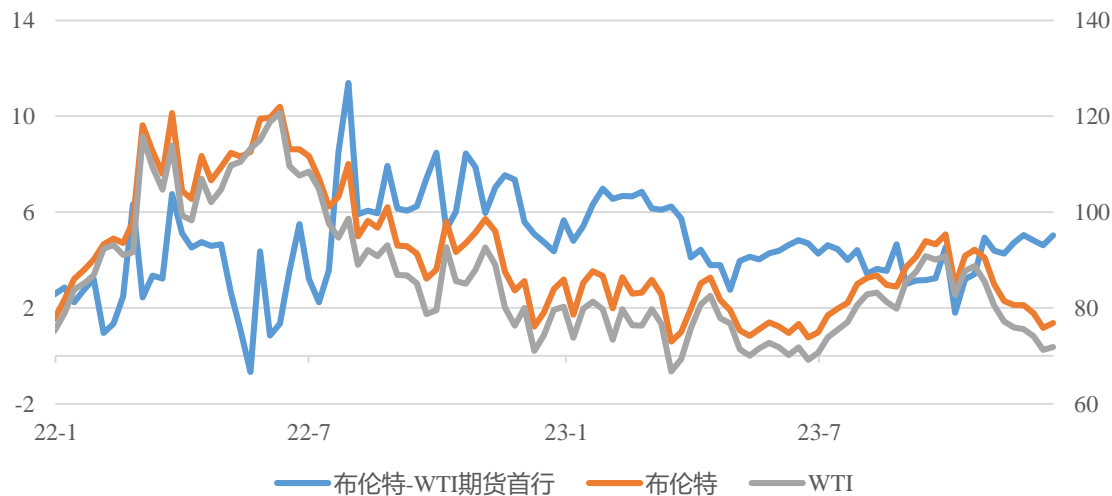
布伦特原油期货连续



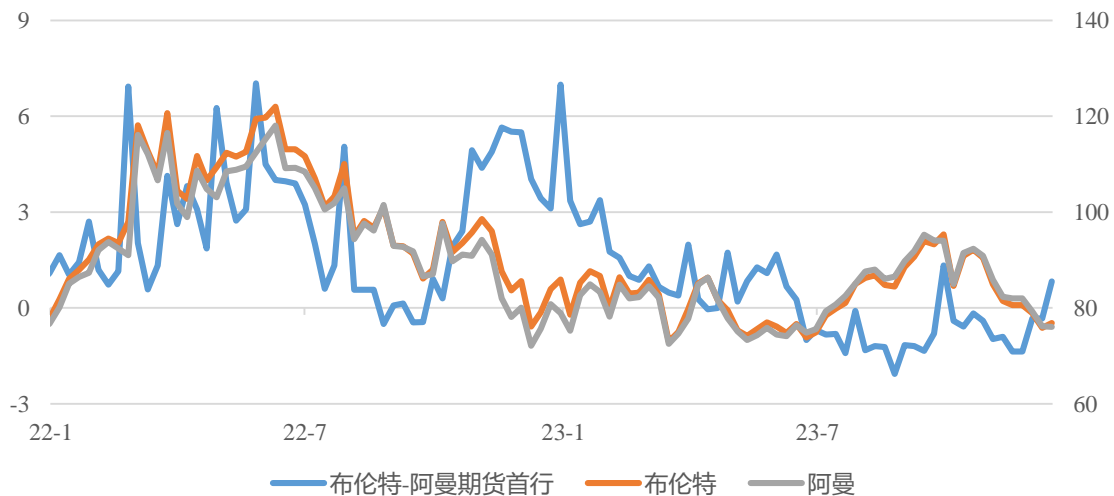
WTI原油期货连续



美强布弱：布伦特原油（布）-WTI原油期货连续（美）

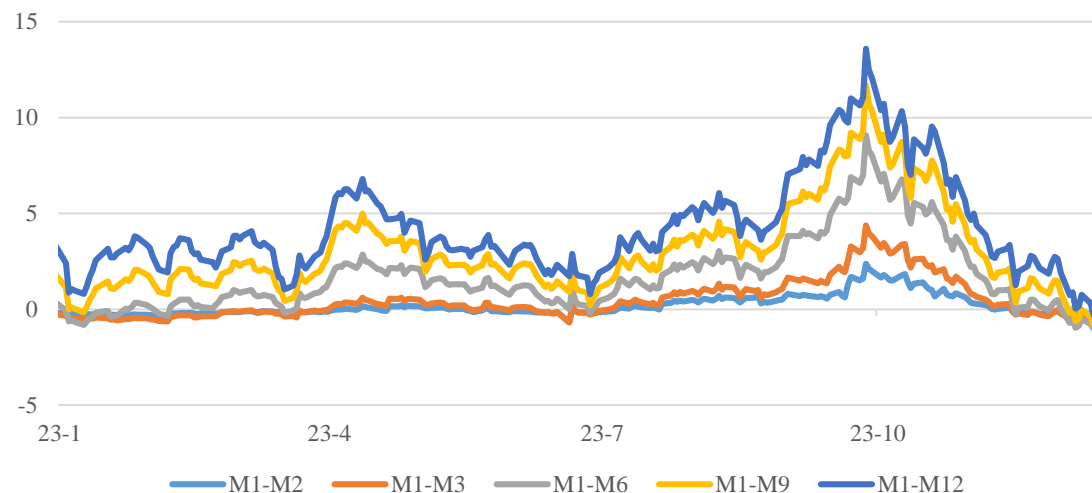


东强西弱：布伦特原油（西）-迪拜阿曼原油期货连续（东）

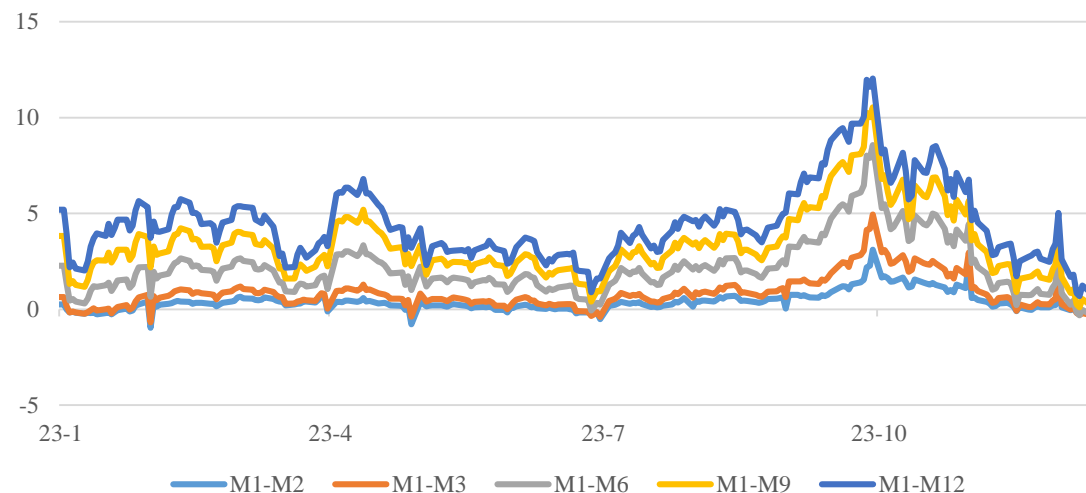


1.1.7 2023年全球原油期货月差表现

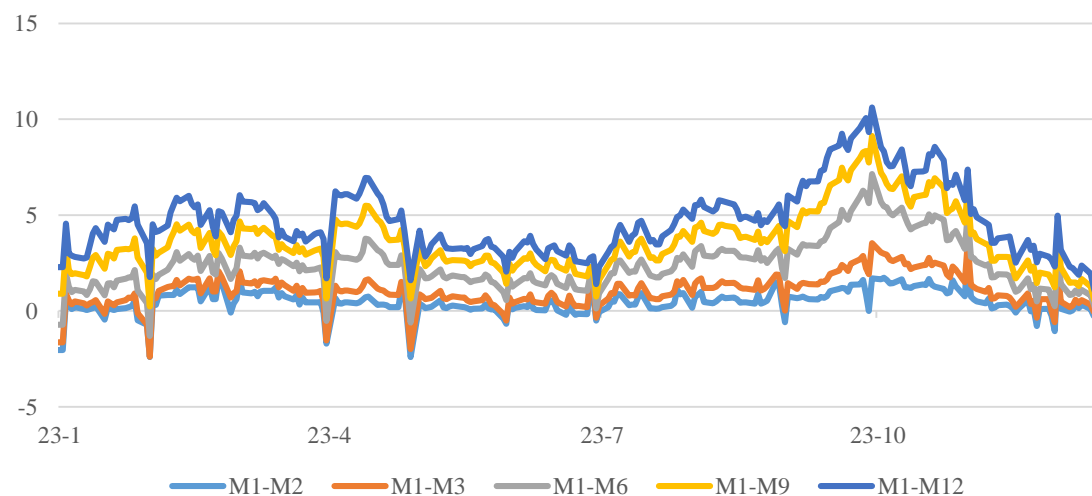
WTI原油期货月差



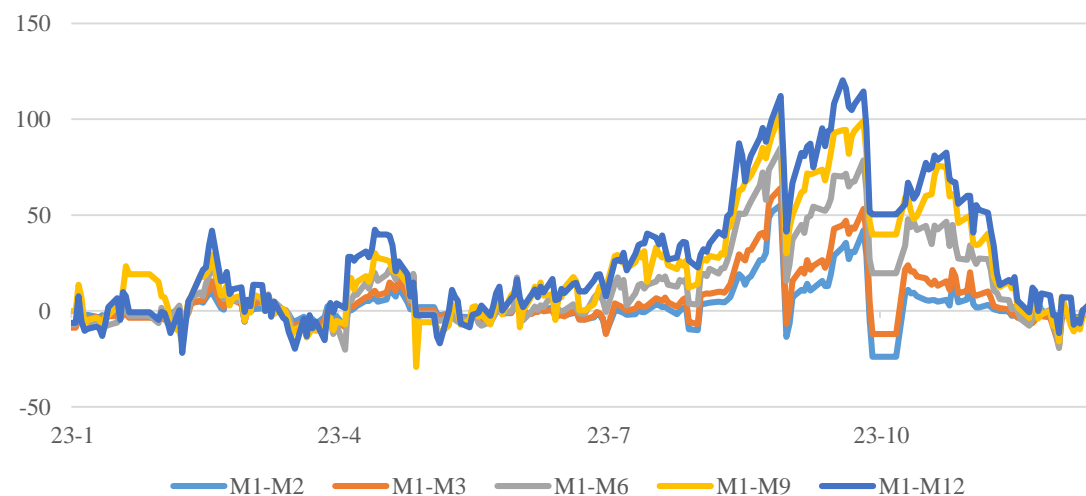
Brent原油期货月差



Oman原油期货月差



SC原油期货月差



国内SC原油期货连续

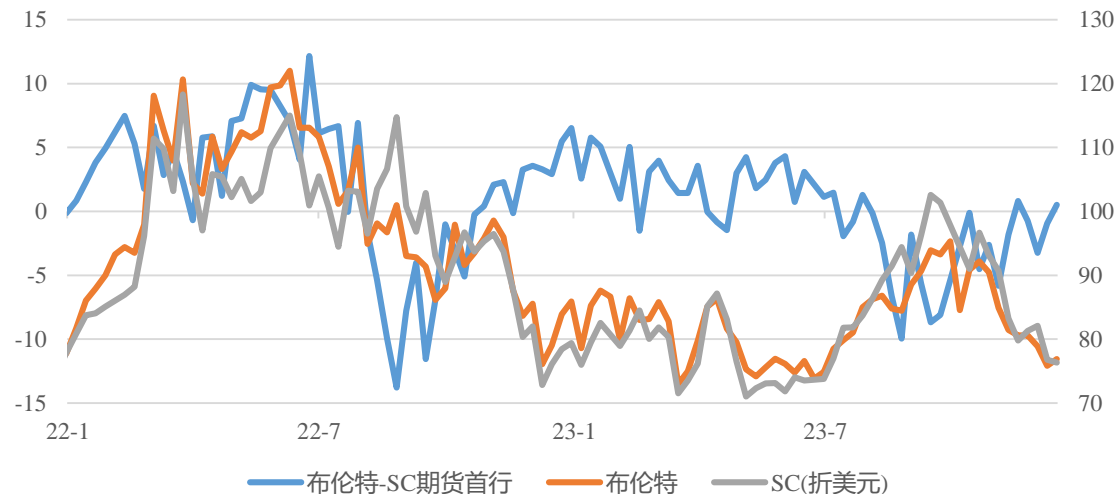


2023年成品油出口配额 (万吨)

	第一批	第二批	第三批
2023年	1899	900	1200
2022年	1300	450	500
同比增加	599	450	700
同比增长	46%	100%	140%

资料来源：Bloomberg、Wind、网上公开资料

东强西弱：布伦特原油（西）-国内SC原油期货连续（东）

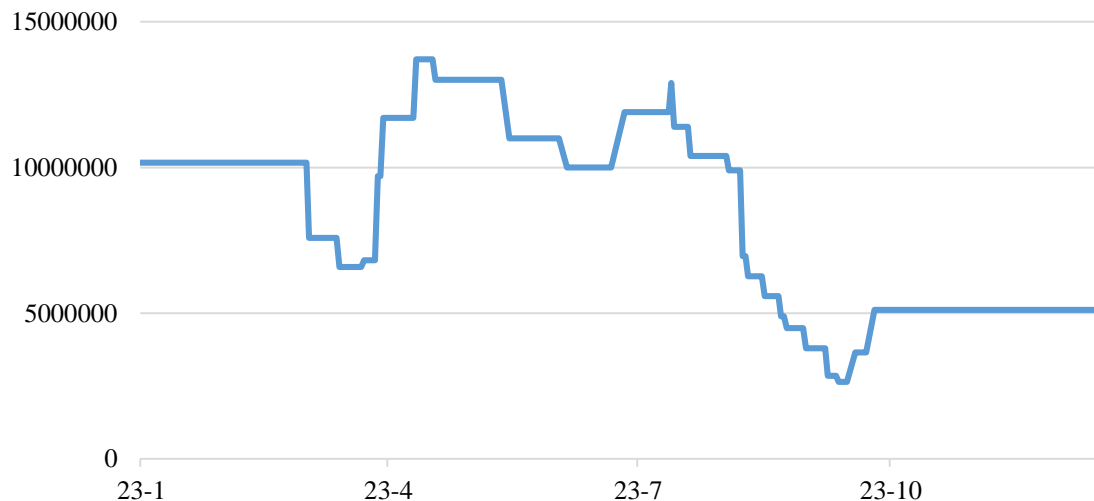


作为全球主要原油消费国，加上原油本身也是全球性商品而非区域性商品，国内SC原油期货与国际主流原油期货挂钩，总体走势与之相仿。

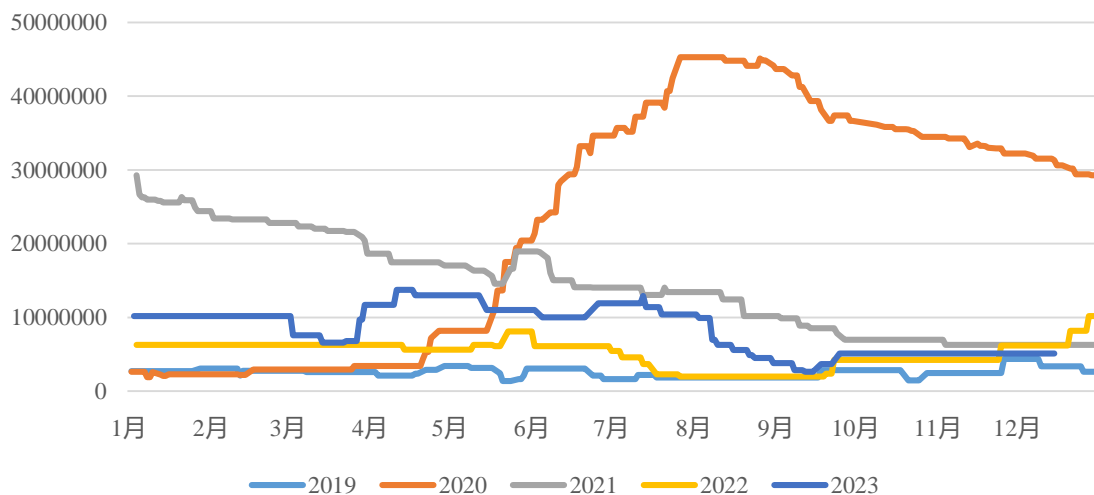
由于原油需求中最主要的交通运输部分从去年动辄封锁的低谷中走出，叠加今年成品油出口配额远超往年，激增的出口需求带动了额外的炼油量，今年国内原油加工量超越2021年再创历史新高，带动国内原油期货走势强于国际原油。这部分主要体现在上半年，令内外盘价差从深度负值修复至零轴附近。

此外，年内全球柴油库存阶段性短缺使得市场对中质原油（更方便生产柴油）的需求超过了轻质原油，导致中质原油价格一度高于轻质原油，这是国内原油期货走势偏强的另一个主要原因。这部分主要体现在三季度，此时内外盘价差一度接近10美元/桶。四季度由于情况缓解，国内原油期货回吐了大部分对于海外原油期货的溢价。

国内SC原油期货仓单

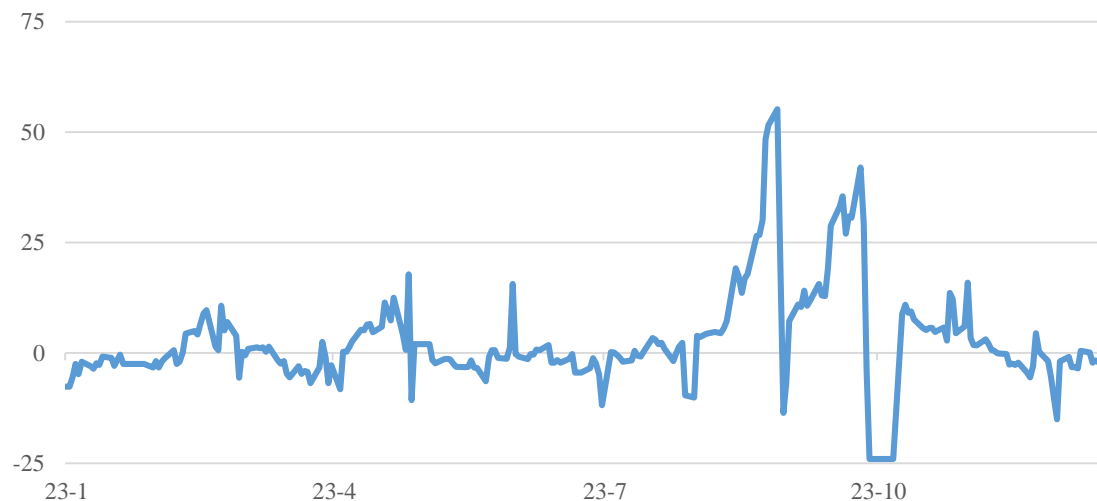


国内SC原油期货仓单季节性



资料来源：Bloomberg、Wind

国内SC原油期货近月价差：M1-M2



得益于成品油出口配额大幅增加，我国炼油厂变相增加了需求，年内原油期货仓单进一步下降。截止撰稿之时，国内SC原油期货仓单约512万桶，较去年年底时的1017万桶减少了将近一半。

与去年三季度相仿，今年三季度国内原油再度显著强于国际原油，包括近月月差也给出了很高的溢价，连续两个月走出了强有力的近月正套行情。

我们注意到此时也正是原油期货仓单下降最显著的时期，三季度国内SC原油期货仓单从最高1290万桶（7月13日，近月价差-0.8）降至最低265万桶（9月12日-9月15日，近月价差从13升至28.8，并一路攀升至9月25日最高点的42.0，9月25日当日期货仓单为512万桶），跌幅将近80%。

我们注意到国内SC原油仓单在三季度存在季节性下跌规律，可能源于成品油出口配额与原油进口配额之间节奏差异导致的大量注销仓单提货行为，这在我国近几年的仓单季节性中得到验证。

02

2024年行情展望

宏观层面：

美国经济数据持续较预期坚韧，增添了市场对于软着陆的信心。但是衰退之所以难以避免，在于市场往往加速滑坡，以及宏观调控政策即使及时调整也难以在短期见效。因此经济压力犹在，需要做好衰退可能发生的准备。诚如IMF所言，即使市场避过了软着陆，经济增长预测仍处于数十年来最低点，中期前景暗弱。那么，如果市场没有避过软着陆呢？

微观层面：

需求：总体需求与宏观经济息息相关，因此安全避过衰退对海外需求以及市场信心而言很重要，国内需求则更依赖于相关政策刺激。具体需求而言，汽油需求正受到新能源汽车发展冲击，柴油需求可能受到制造业低迷拖累，航空煤油相对前景较好，因为摆脱了疫情封锁措施叠加服务业强劲。原油最大的两个需求国：中国 and 美国的原油产品出口在近两年增加。美国最主要的出口方向：欧洲，并不是自身需求发展，而是俄油制裁后的替代进口需求。总体而言，当大家都指望外需填补内需的时候，多数不是好时候。

供应：需求疲软下，OPEC+减产是将油价支撑至当前高度的唯一原因。美国供应由于兼并重组出现超预期增长，但预计明年增速放缓。包括中国、巴西、挪威、圭亚那等其他非OPEC国产量增加，与美国一起增加OPEC+减产难度。此消彼长之下，OPEC+市场份额进一步下降，OPEC+对于进一步减产的内部分歧增加，明年的油价将是取决于OPEC+抉择的一年。

库存：在OPEC+的持续减产下，尽管全球需求疲软，但库存增加有限。因此库存虽然不在当前市场驱动逻辑中，但在未来经济企稳复苏时，势必重新站上舞台。

价差与裂解：价差与裂解完美地解释了今年每一段行情的主要逻辑。我们预计明年布伦特原油相对于WTI原油更强；三季度国内原油月差有望走强，顺便带动中质原油对轻质原油价差；成品油裂解总体趋于弱势；航煤裂解将强于柴油/馏分油裂解。

风险层面：

风险层面主要集中在美国是否衰退，OPEC+是否放弃减产，美国是否制裁伊朗。2024年风险影响力较大，发生概率相对较高。

总结：

中性角度而言，原油市场前程似锦，需求恢复后有望带动明年油价高于今年。但风险既多且杂，完美躲避难度较大，危机四伏下油价更有可能在2024年的某个时间节点遭受巨大挫折。

03

原油平衡表——理想归理想

- 3.1 EIA全球原油供需平衡表及主要观点
- 3.2 OPEC全球原油供需平衡表及主要观点
- 3.3 IEA全球原油供需平衡表及主要观点
- 3.4 全球原油供需平衡表总结——理想归理想

EIA全球原油供需平衡预测（2023年12月）

万桶/日	2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024	2024-2023
全球供应	10162	10119	10207	10270	10279	10219	57
全球消费	10100	10203	10205	10265	10266	10235	135
供需平衡	+62	-84	+2	+6	+13	-16	-78
较11月变化	+12	-68	-13	-10	-15	-26	

资料来源：EIA

EIA在最近一期全球原油供需平衡表中对明年的供需均作了下调。

其中供应端的下调主要源于11月OPEC+会议做出的明年一季度进一步自愿减产决定，需求端的下调主要基于对未来宏观经济展望下调。综合起来看，OPEC+会议带来的供应端下降幅度更大，使得最新一期的2024年原油平衡表较上一期略为收紧，但绝对值看，2024年除了第一季度外仍为紧平衡状态，这意味着OPEC+或许需要在剩下的时间段里保持减产努力以维护市场平衡。

EIA在这份报告中下调了2024年布伦特原油均价预期至83美元/桶，较上期预期下降了10美元/桶，维持其今年以来一贯的偏向于悲观的态度。具体地，EIA认为尽管原油价格在11月OPEC会议后继续下跌，但随着明年一季度减产幅度增加，油价仍存在上涨驱动。不过一季度自愿减产到期后，OPEC+产量边际增加的风险可能为转而给油价带来压力。

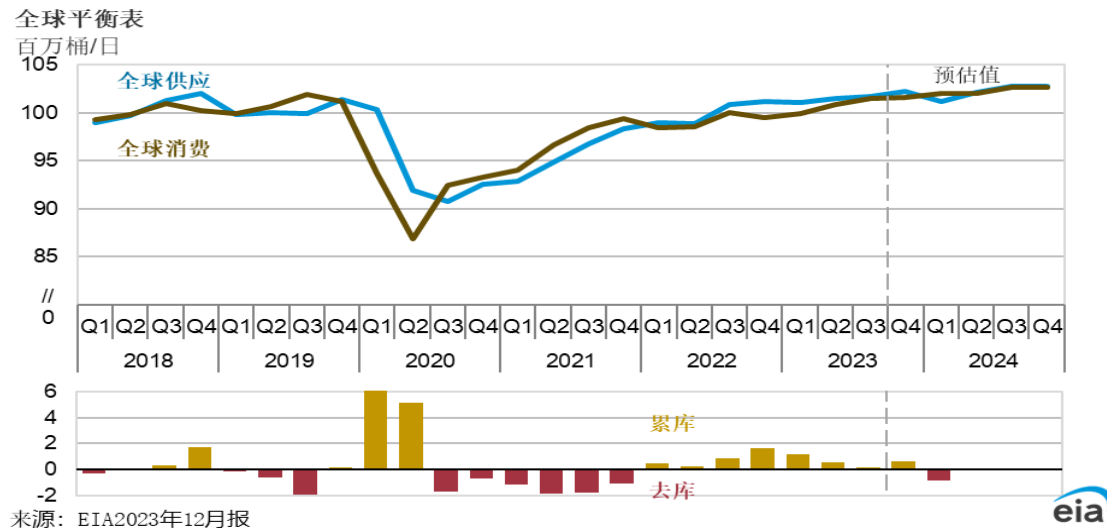
EIA认为2024年全球原油需求增长主要由非OECD国家贡献，其中中国增长33万桶/日，印度增加29万桶/日，其他OECD国家总共增加67万桶/日。相对而言OECD几乎增长停滞，预计总共贡献6万桶/日的原油需求增量。

美国市场方面，EIA认为1月底是汽油库存季节性顶点，在今年10月底到明年1月底的季节性累库周期期间预计美国汽油库存增加3000万桶，增幅不及往年同期，但届时的汽油顶点库存将高于去年同期，这会使得2024年美国汽油裂解同比下降15美分/加仑，并使得全年汽油价格降至3.40美元/加仑下方。

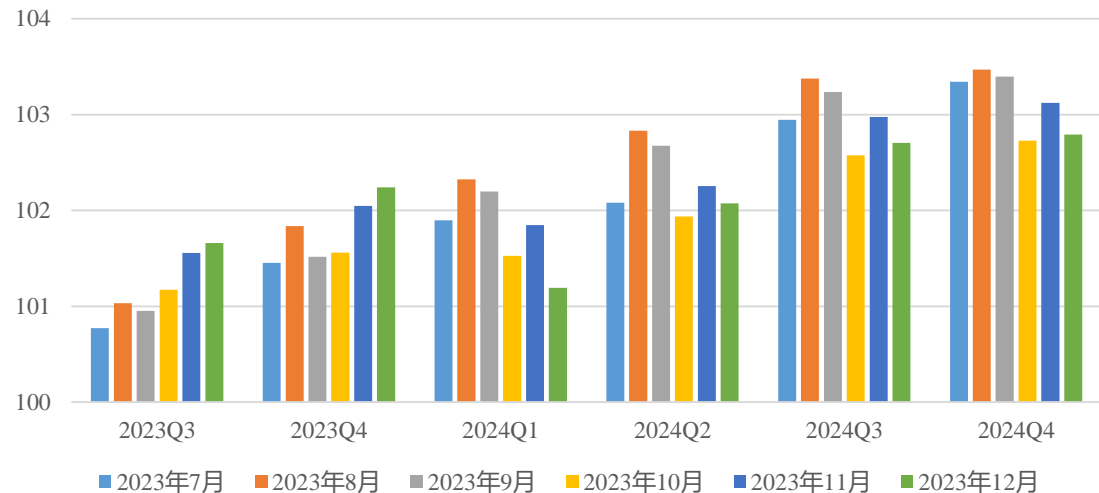
EIA同时预计明年美国原油及精炼产品出口将创下200万桶/日的历史新高，去年与今年的出口分别为120万桶/日和180万桶/日。

3.1.2 EIA全球原油供需平衡表——供应、需求、供求平衡

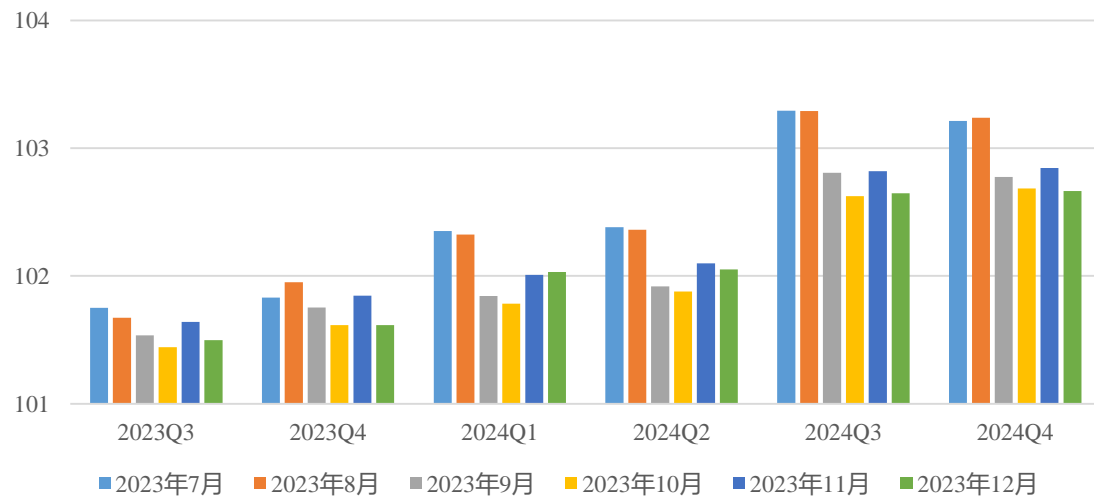
EIA12月月报全球平衡表



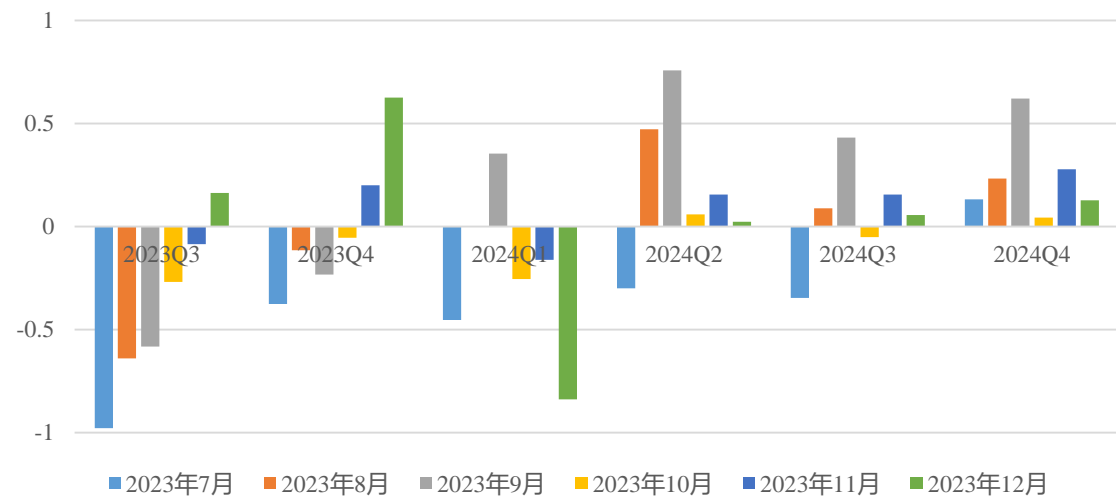
EIA历次报告供应预估变化



EIA历次报告需求预估变化

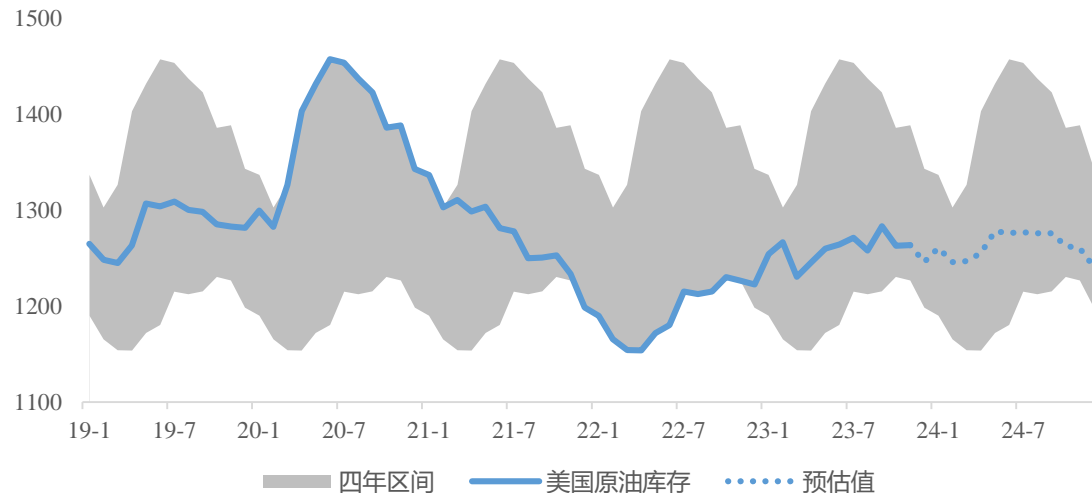


EIA历次报告平衡预估变化

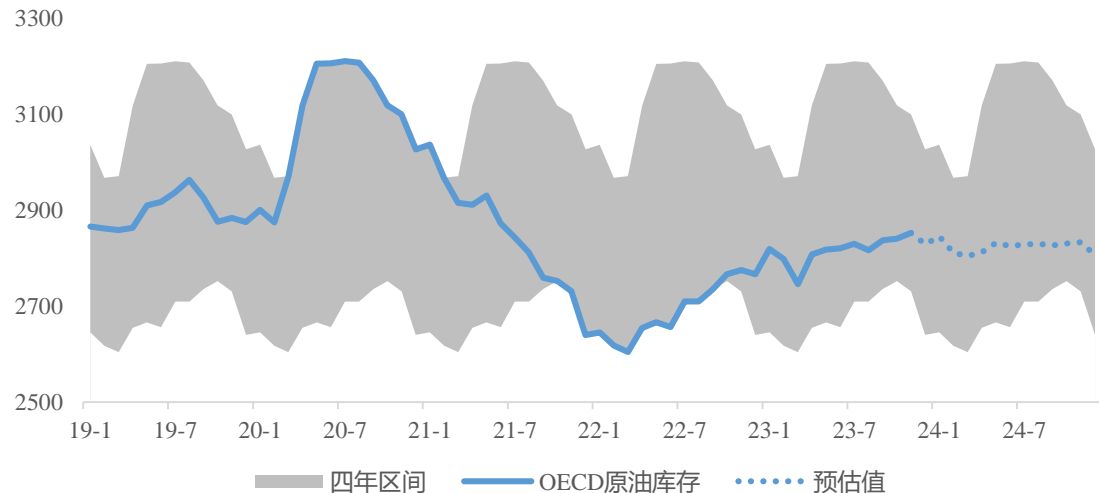


3.1.3 EIA全球原油供需平衡表——库存、库存消耗量

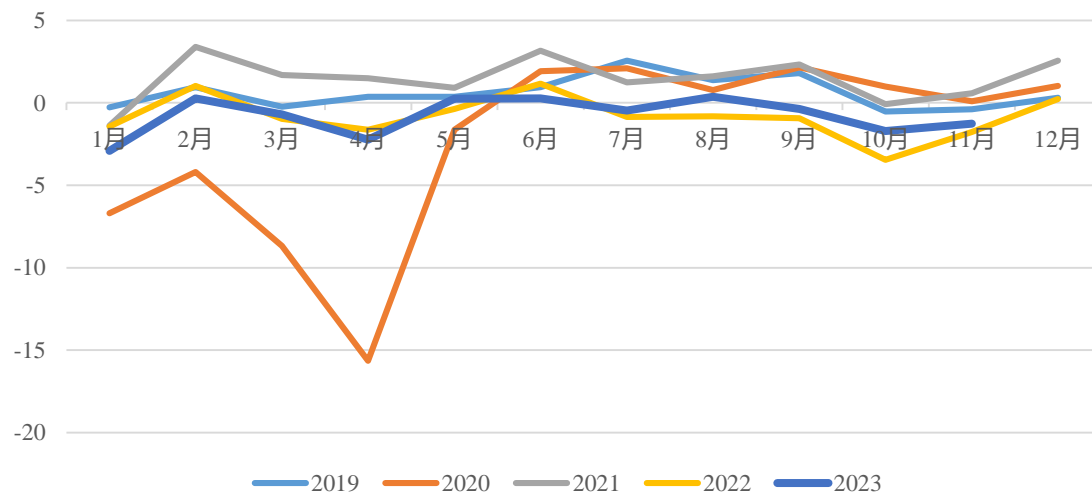
EIA：美国原油链总库存预估



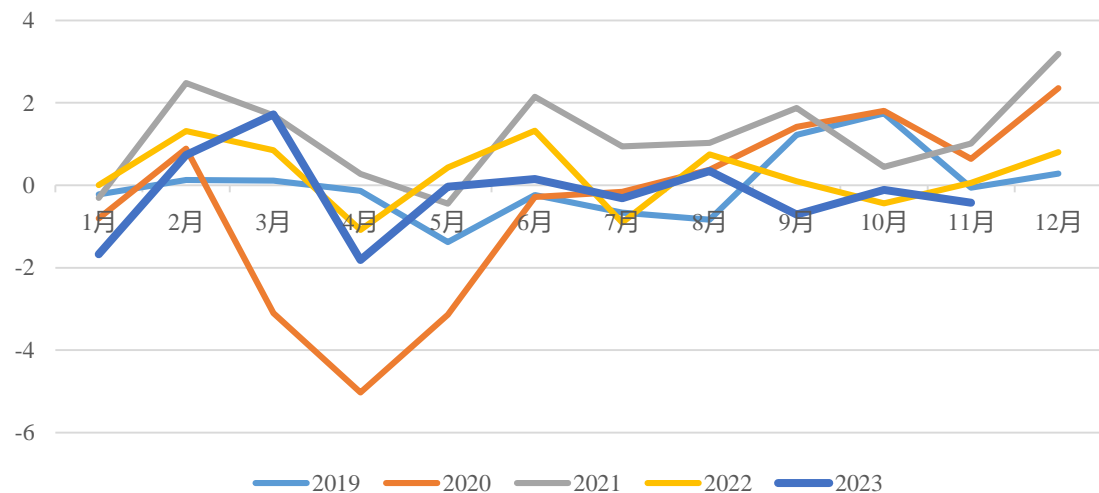
EIA:OECD原油链总库存预估



EIA：全球原油链库存消耗量



EIA：OECD原油链库存消耗量

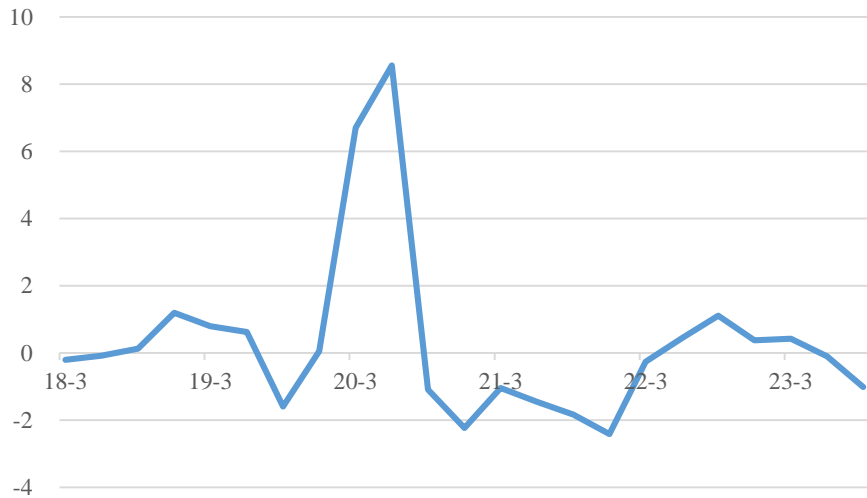


3.2.1 OPEC全球原油供需平衡表及主要观点

OPEC全球原油供需平衡预测 (2023年12月)

	2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024	2024-2023
全球消费	10211	10360	10364	10480	10538	10436	+225
全球非OPEC供应	6759	6842	6859	6912	6970	6896	+137
Call on OPEC	2908	2968	2951	3019	3018	2989	+81

OPEC：全球原油供需平衡



资料来源：OPEC

OPEC12月报基本维持了此前一贯的乐观态度，认为近期原油市场的下跌是由于投机者对需求的“夸大忧虑”所推动的，对明年影响石油市场动态的基本因素保持谨慎乐观。

但我们认为OPEC报告中的需求数据仍然有待推敲：

根据OPEC平衡表，今年四季度Call on OPEC为3112万桶/日。但是OPEC同期报告显示其在10月和11月的总产量分别为2789.5与2783.7万桶/日，理论上市场存在大约330万桶/日的供应缺口。这也是OPEC对于今年下半年全球原油市场一贯的乐观观点。

然而沙特下半年在此基础上做了100万桶/日的额外减产，并且在11月OPEC+讨论了明年一季度的进一步减产。甚至原油市场此后仍在下跌，OPEC报告中的巨大供应缺口无法对其进一步减产的行为以及市场疲软表现作出解释。

根据OPEC平衡表，明年一季度的Call on OPEC为2968万桶/日，已经远超当前OPEC产量，但OPEC+仍然决定了明年一季度进一步削减产量，而市场迄今为止完全没有上涨的意愿。这又是一组难以解释的矛盾。

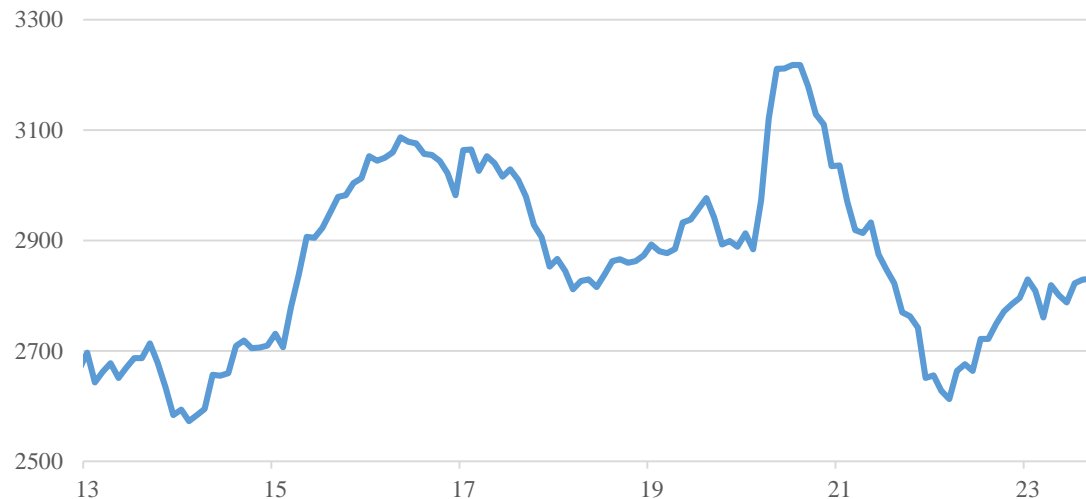
我们倾向于将OPEC报告作为确定边际变化用途使用，其市场定性判断与实际行情之间的背离暂时仍然较大。

3.2.2 OPEC全球原油供需平衡表——库存

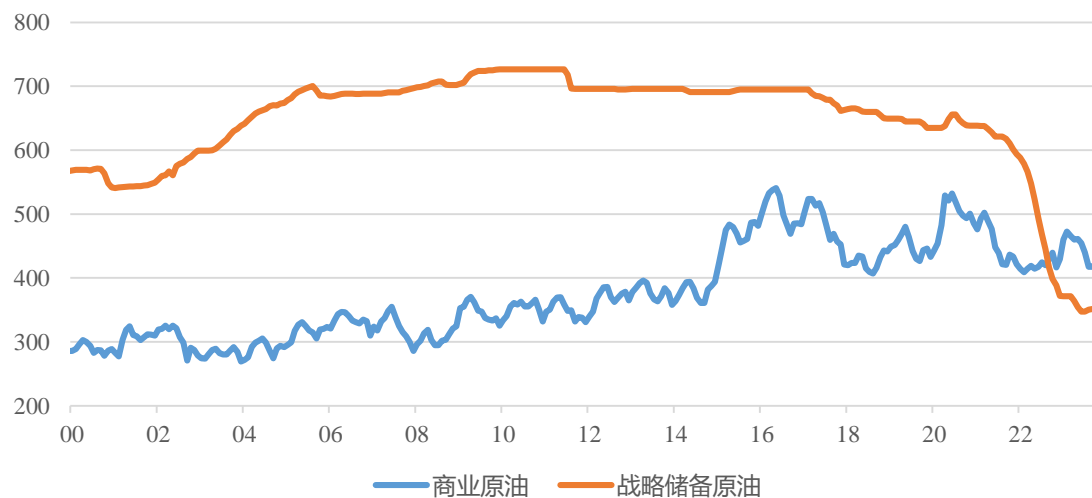
OPEC：美国原油链总库存



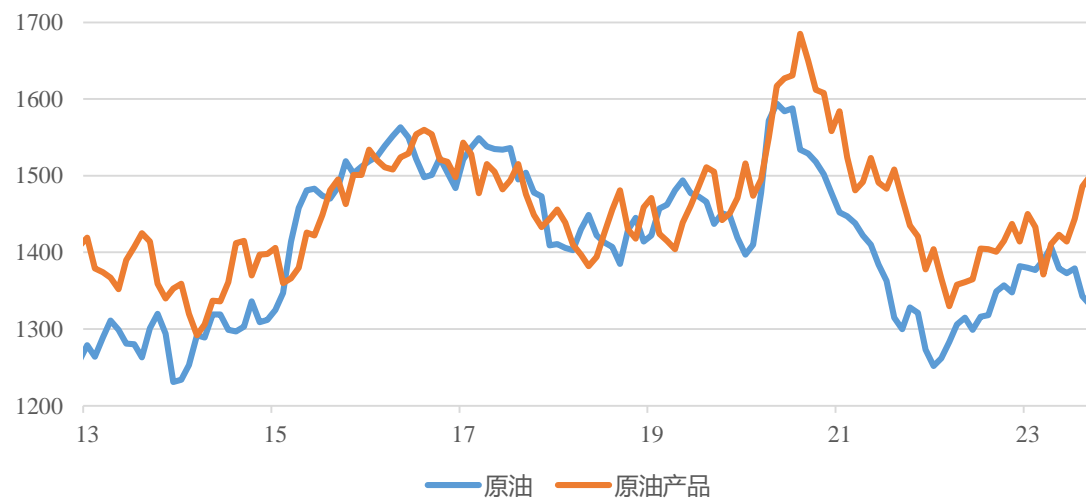
OPEC:OECD原油链总库存



OPEC：美国原油细分库存

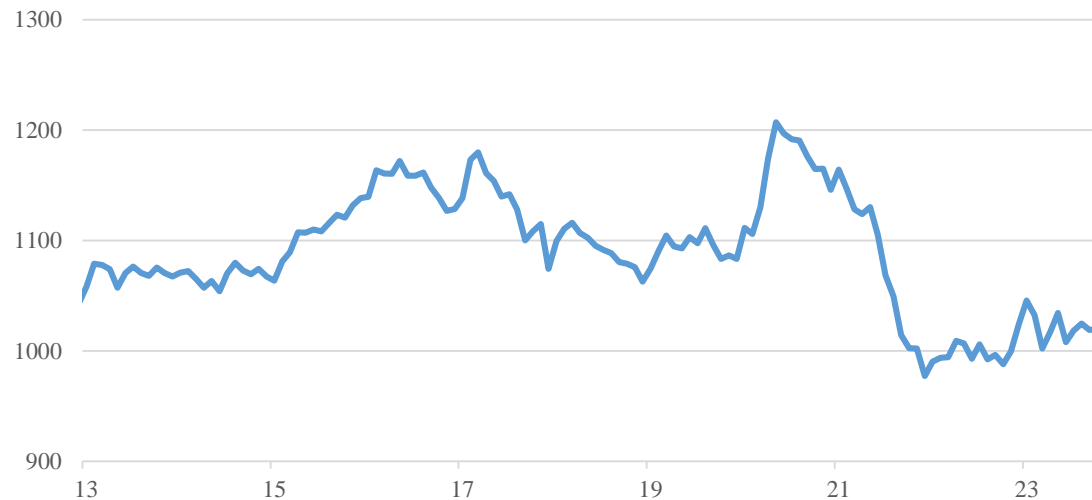


OPEC：OECD原油及精炼产品库存

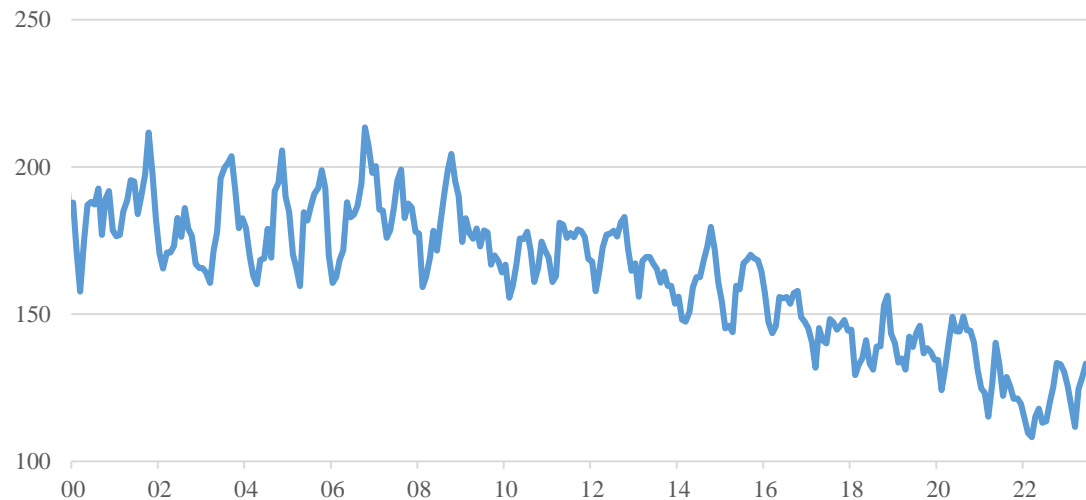


3.2.3 OPEC全球原油供需平衡表——库存

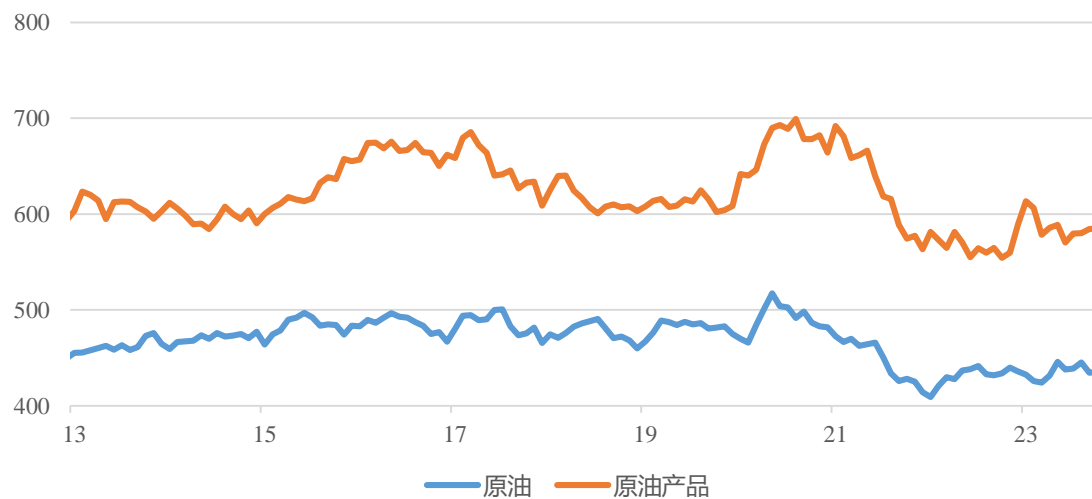
OPEC: 欧洲16国原油链总库存



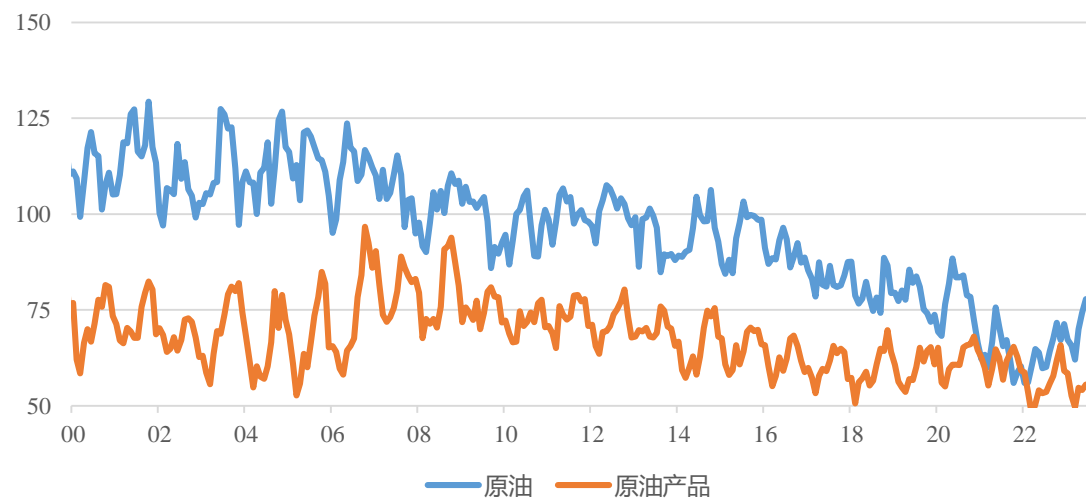
OPEC: 日本原油链总库存



OPEC: 欧洲16国原油及精炼产品库存



OPEC: 日本原油及精炼产品库存



IEA全球原油供需平衡预测（2023年12月）

	2023	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024	2024-2023
OECD消费	4580	4530	4530	4550	4590	4550	-30
非OECD消费	5600	5610	5700	5790	5800	5730	+130
全球消费	10170	10140	10240	10340	10390	10280	+110
全球非OPEC供应	6780	6810	6910	6940	6920	6900	+120
Call on OPEC	2840	2770	2770	2830	2900	2820	-20

IEA最近一期报告对近端的乐观情绪有所消退，但对远端的乐观情绪依然保持。

IEA下调了今年四季度原油需求增长预测39万桶/日，并将需求增长势头日益明显的丧失归结为宏观经济环境的恶化，不过IEA依然将明年的全球原油需求增长预期提高了13万桶/日至110万桶/日，理由是GDP前景比上个月的报告有所改善。

欧洲、俄罗斯和中东的消费情况促使IEA下调了今年四季度全球需求预期。IEA表示，欧洲需求在制造业和工业普遍低迷的情况下尤为疲软，利率上升也是一个不利因素。

关于OPEC+组织及其推动的减产，IEA表示，OPEC11月会议宣布的新一轮减产计划或能消除明年一季度潜在的供应过剩，但代价是OPEC+的全球市场份额将降至51%，创下七年前该组织成立以来的最低水平。OPEC+持续的减产助长了美国新一轮的原油供应浪潮，将沙特和其他中东主产国挤出了主要出口市场。全球原油产量持续上升，需求则增长缓慢，这使得OPEC+捍卫市场份额并维持高油价的努力复杂化。

从具体数据看，IEA的Call on OPEC相比OPEC版本显然更贴近当前OPEC国家真实产量的大约2785万桶/日。不过根据IEA的预估，OPEC+可能需要将一季度的额外减产再延长至二季度，如此方能度过最艰难的时间段。

3.3.2 IEA全球原油供需平衡表——库存

IEA: OECD原油链总库存



IEA:OECD美洲原油链总库存



IEA: OECD原油及精炼产品库存



IEA: OECD美洲原油及精炼产品库存



3.3.3 IEA全球原油供需平衡表——库存

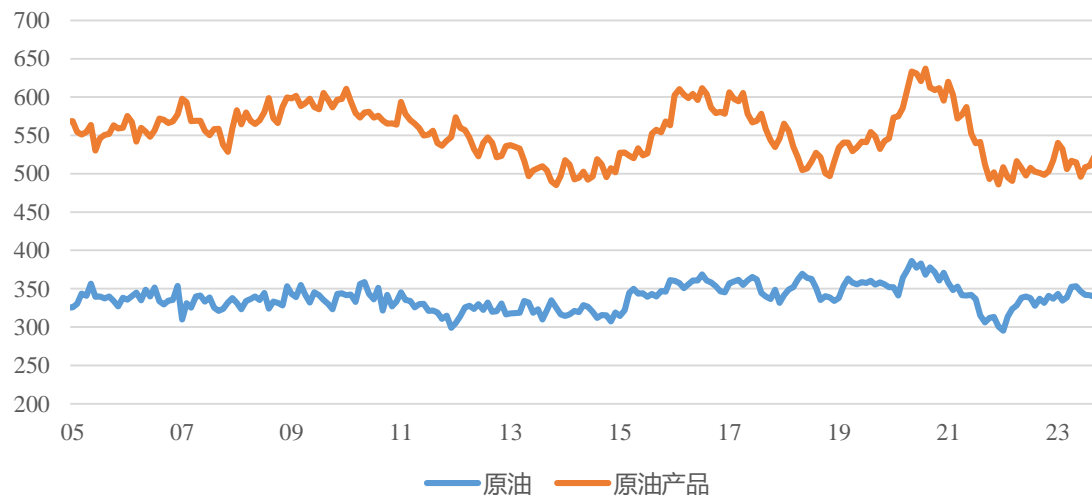
IEA：OECD欧洲原油链总库存



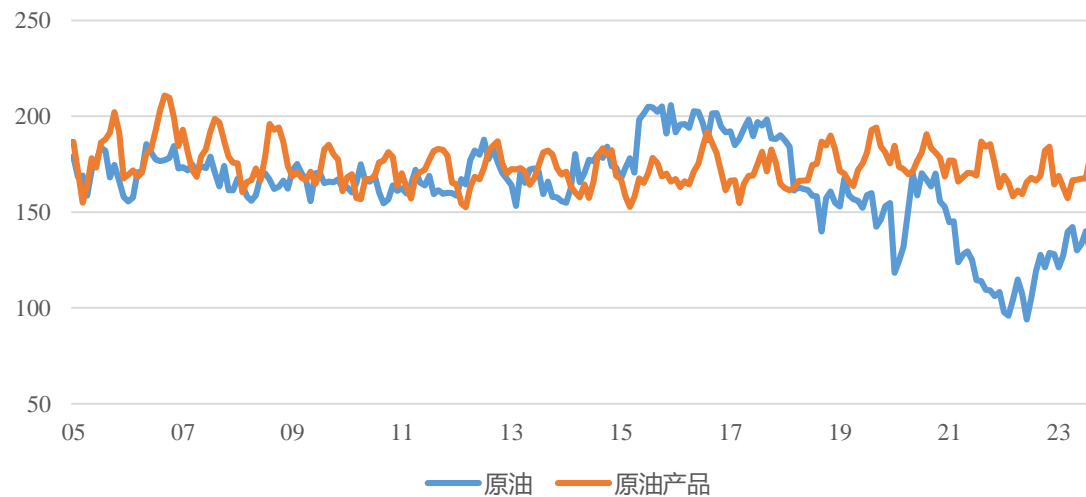
IEA:OECD亚太原油链总库存



IEA：OECD欧洲原油及精炼产品库存



IEA：OECD亚太原油及精炼产品库存



三大能源机构全球原油供需平衡表主要分歧

	EIA	OPEC	IEA
相同点	明年需求进一步增加		
需求预期	+135	+225	+110
不同点	一季度减产利多，但之后可能由于退出减产导致利空 二、三、四季度平衡表均指向累库，OPEC+还需努力	全球需求依然强劲，下跌主要宏观资金对需求过度忧虑导致 对明年谨慎乐观，所有季度Call on OPEC均远超当前产量	宏观经济环境恶化，需求增速放缓，同时全球供应增加 减产使得一季度供需趋于平衡，OPEC+减产压力主要在上半年

从2023年三大能源机构的表现而言，我们认为EIA明显更胜一筹。相对于OPEC和IEA，EIA对今年下半年全球原油市场缺口预测明显偏向于保守，而事实也证明了原油市场并不存在如同OPEC和IEA描述那般夸张的缺口。否则，OPEC+就不用11月底再组织一场明年一季度的新一轮减产。这简直是用实际行动告诉市场，原油供应是过剩而非短缺。在对下半年的预测对比中，EIA堪称完胜。

在三大机构12月报告中，EIA仍然维持保守风格，OPEC则维持乐观，IEA相较于先前的乐观开始趋于保守。考虑到EIA对当前市场把握最为精确，以及IEA观点逐渐与EIA接近，我们较为惯性地更倾心于EIA报告相对保守的估计。

尤其需要注意的是，相对而言最悲观的EIA也在报告中给出了83美元/桶的年度价格预测，这高于今年的原油均价，以及当前的价格。

不过，这终究是理想状态。我们必须认识到，三大能源机构的预估是建立在中性假设基础上的。什么是中性假设？我们认为是不出现重大风险导致现实与预估出现重大偏差。不仅需要规避已知的潜在风险，比如美国不发生衰退、OPEC+不中断减产、巴以冲突没有严重扩散；而且也不能出现其他重大未知风险。

虽然往年市场也会有这样那样的潜在风险，但我们认为综合明年原油市场面对风险的全面性和严重性，油价要避过各种风险围堵最终安然跟随预测行走的难度也是出类拔萃的。任何一个风险成为了现实，都会极大地改变市场原本预测格局。我们赞同权威机构中性假设下认为2024年原油价格依然前程似锦的依据和结论，但我们认为在经济压力重重、OPEC+内部矛盾逐渐加深的背景下，危机四伏下油价更有可能在2024年的某个时间节点遭受巨大挫折。

04

宏观展望——现实归现实（1）

- 4.1 IMF：全球复苏依然缓慢，地区分化不断加剧，政策失误几无余地
- 4.2 美国软着陆OR衰退？在沉重的历史统计数据面前谈希望

IMF（国际货币基金组织）在2023年10月发布的《世界经济展望》中，对全球经济做了以下预测：

- **全球经济**增速的基线预测值将从2022年的3.5%降至2023年的3.0%和2024年的**2.9%**，远低于3.8%的历史（2000-2019年）平均水平。
- **在发达经济体**，随着政策收紧开始产生负面影响，经济增速预计将从2022年的2.6%放缓至2023年的1.5%和2024年的**1.4%**。
- **新兴市场和发展中经济体**2023年和2024年的经济增速预计将小幅下降，从2022年的4.1%降至2023年和2024年的**4.0%**。
- 特别地，预计**中国**经济增速将从2022年的3.0%反弹至2023年的5.0%，但2024年增速放缓至**4.2%**。
- 由于货币政策收紧，加之国际大宗商品价格下跌，预计**全球通胀率**将从2022年的8.7%稳步降至2023年的6.9%和2024年的**5.8%**。
- 总体来看，核心通胀预计将更缓慢地下降，大多数国家的通胀预计要到2025年才能回到目标水平



图片来源：IMF

4.1.2 IMF：全球复苏依然缓慢，地区分化不断加剧，政策失误几无余地

IMF在10月的《世界经济展望》中认为：

全球从新冠疫情和俄乌战争中复苏的进程仍然缓慢且不平衡。尽管全球经济在今年早些时候展现出了韧性——经济重新开放带来了增长反弹，且通胀自在去年达到峰值后已有所下降——但现在放松警惕还为时过早。经济活动仍不及疫情前的水平（尤其是在新兴市场和发展中经济体），各个地区的分化日益扩大。多个因素正在阻碍经济复苏。其中，部分因素反映了新冠疫情、俄乌战争以及日益加剧的地缘经济割裂的长期影响；其他因素则更具周期性，包括为降通胀而收紧的货币政策、在高债务环境下取消财政支持以及极端天气事件等因素的影响。

全球经济增速预计将从2022年的3.5%放缓至2023年的3.0%和2024年的2.9%。具体分项可以参照4.1.1内容以及右边表格，全球复苏依然缓慢。

经济前景面临的风险比六个月前更加平衡，这是考虑到美国债务上限的紧张问题得以化解，且瑞士和美国当局采取果断行动遏制了金融动荡。经济硬着陆的可能性已经下降，但全球增长面临的风险仍偏向下行。中国的房地产行业危机可能加深并产生全球溢出效应，特别是影响到大宗商品的出口国。在其他地方，短期通胀预期已经上升，加之劳动力市场趋紧，可能导致核心通胀压力持续存在，为此需要维持高于预期的政策利率。若出现更多的气候和地缘政治冲击，则可能导致粮食和能源价格进一步大幅上涨。地缘经济割裂的加剧可能会限制各个市场之间的大宗商品流动，导致价格出现更多波动，并增加绿色转型的复杂性。在偿债成本不断上升的情况下，一半以上的低收入发展中国家已经处于或很可能陷入债务困境。

政策几乎没有失误的余地。中央银行需要恢复价格稳定，同时在使用政策工具来缓解潜在的金融压力。有效的货币政策框架和政策沟通对于锚定预期、尽可能减小降通胀的产出损失至关重要。财政政策制定者应重建预算空间以获得回旋余地，并在保护脆弱群体的同时取消缺乏针对性的措施。为减少经济增长面临的结构性障碍而实施的改革（如鼓励劳动力市场参与等）将有利于通胀平稳降至目标水平并帮助削减债务。在解决债务问题方面，需要更快、更有效地开展多边协调，以避免陷入债务困境。另外，还需要通过合作来减轻气候变化的影响并加快绿色转型，包括确保必要矿物的稳定跨境流动。

《世界经济展望》最新增速预测

(实际GDP, 年百分比变化)	预测值		
	2022	2023	2024
世界产出	3.5	3.0	2.9
发达经济体	2.6	1.5	1.4
美国	2.1	2.1	1.5
欧元区	3.3	0.7	1.2
德国	1.8	-0.5	0.9
法国	2.5	1.0	1.3
意大利	3.7	0.7	0.7
西班牙	5.8	2.5	1.7
日本	1.0	2.0	1.0
英国	4.1	0.5	0.6
加拿大	3.4	1.3	1.6
其他发达经济体	2.6	1.8	2.2
新兴市场和发展中经济体	4.1	4.0	4.0
亚洲新兴市场和发展中经济体	4.5	5.2	4.8
中国	3.0	5.0	4.2
印度	7.2	6.3	6.3
欧洲新兴市场和发展中经济体	0.8	2.4	2.2
俄罗斯	-2.1	2.2	1.1
拉美和加勒比地区	4.1	2.3	2.3
巴西	2.9	3.1	1.5
墨西哥	3.9	3.2	2.1
中东和中亚	5.6	2.0	3.4
摩洛哥	1.3	2.4	3.6
沙特阿拉伯	8.7	0.8	4.0
撒哈拉以南非洲	4.0	3.3	4.0
尼日利亚	3.3	2.9	3.1
南非	1.9	0.9	1.8
备忘项			
新兴市场和中等收入经济体	4.0	4.0	3.9
低收入发展中国家	5.2	4.0	5.1

来源：IMF《世界经济展望》，2023年10月。

注释：印度的数据和预测是按财年列示的，财年2022/2023（从2022年4月开始）显示在2022年这一栏。基于日历年，印度2023年的经济增速预测值为6.5%，2024年为5.7%。意大利的数据和预测值反映了截至2023年9月21日的可得信息。英国的数据和预测值不包含2023年9月29日发布的重大统计调整。

4.1.3 IMF：经济“软着陆”的可能性已经增大，但增长预测处于数十年来最低水平

IMF在10月的《世界经济展望》中认为：

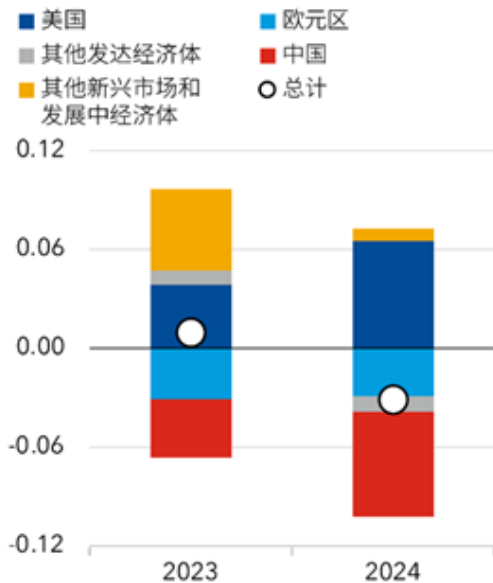
全球经济持续从新冠疫情、俄罗斯入侵乌克兰和生活成本危机等冲击中复苏。回过头看，全球经济展现出了明显的韧性。战争扰乱了能源和粮食市场，并且，为了应对处于数十年来高位水平的通胀，各国前所未有地收紧了货币政策——尽管如此，经济活动虽已放缓但并未停滞。不过，经济增长仍然缓慢且不均衡，分化趋势日益扩大。

全球经济蹒跚向前，缺乏动力。 全球经济增速将从2022年的3.5%放缓至今年的3%和2024年的2.9%，远低于历史平均水平（2000-2019年期间平均水平为3.8%）。总体通胀继续放缓，核心通胀预计也将下降，不过速度慢于总体通胀。多数国家的通胀在2025年之前不太可能回到目标水平。

因此，各项预测值越来越符合经济“软着陆”情景，也即在不出现经济活动大幅下滑的情况下降低通胀。这在美国尤为明显，目前我们预计其失业率增幅比较温和，将从3.6%上升到2025年的3.9%。

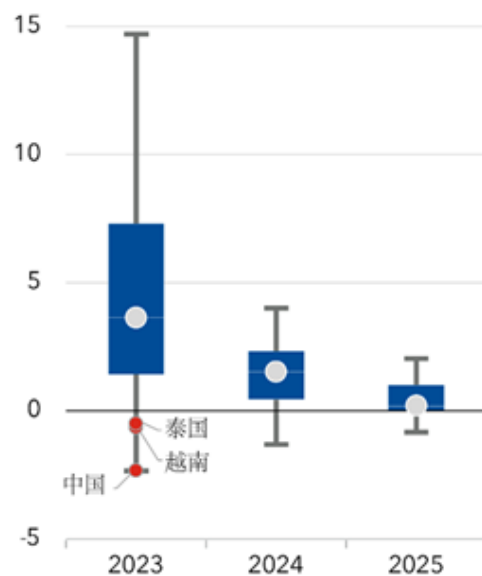
世界经济增速的调整

(实际GDP；百分比；同比)



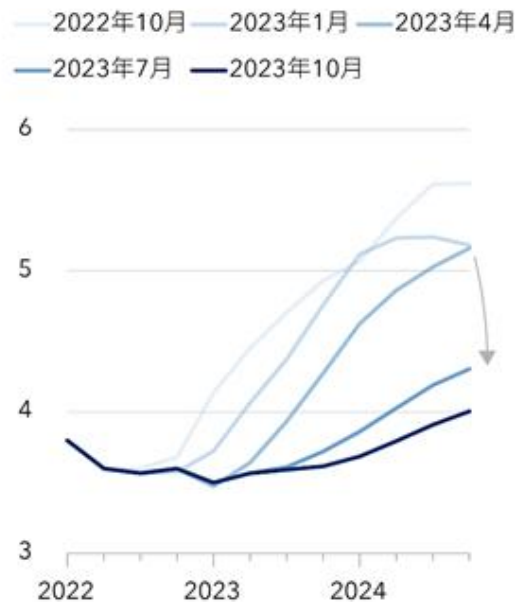
总体通胀与通胀目标

(与目标偏离程度的分布情况；百分点)



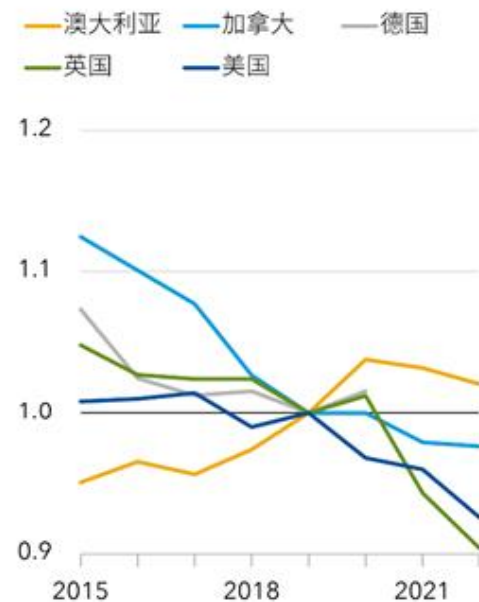
美国失业前景

(《世界经济展望》预测值；百分比)



收入分布

(顶部与底部十分位数；指数；2019年=1)



4.1.4 IMF：经济分化严重，风险依然存在

IMF在10月的《世界经济展望》中认为：

全球经济正出现重要的分化，一些地区的经济活动远远低于疫情前的预测。相比新兴市场和发展中经济体，发达经济体的经济增速放缓更为明显。其中美国增长前景改善，其消费和投资展现出了韧性；欧元区经济活动的预测值则被下调。许多新兴市场经济体展现出的韧性也强于预期，但中国例外——其面临着房地产危机和信心减弱带来的日益严峻的阻力。

发达经济体的劳动力市场虽已出现趋软迹象，但仍然活跃，失业率处于历史低位，这帮助支撑了经济活动。实际工资也已上升，但几乎没有证据表明出现了工资-价格螺旋式上升现象。此外，许多国家经历了收入分布的急剧收窄，这是一种可喜的变化。

尽管一些极端风险（如银行业的严重动荡）自4月以来已有所缓和，但总体风险仍偏向下行。

中国的房地产危机可能会加剧，带来复杂的政策挑战。为恢复信心，中国需要迅速重组陷入困境的房地产开发商，维护金融稳定，并解决地方公共财政的压力。

如果中国房地产价格下跌速度过快，银行和家庭的资产负债表将恶化，并有可能出现严重的金融放大效应。人为支撑房地产价格可能会暂时保护资产负债表，但这将挤出其他投资机会，减少建筑行业的新增活动，并因土地出让金减少而给地方政府的财政收入带来不利影响。

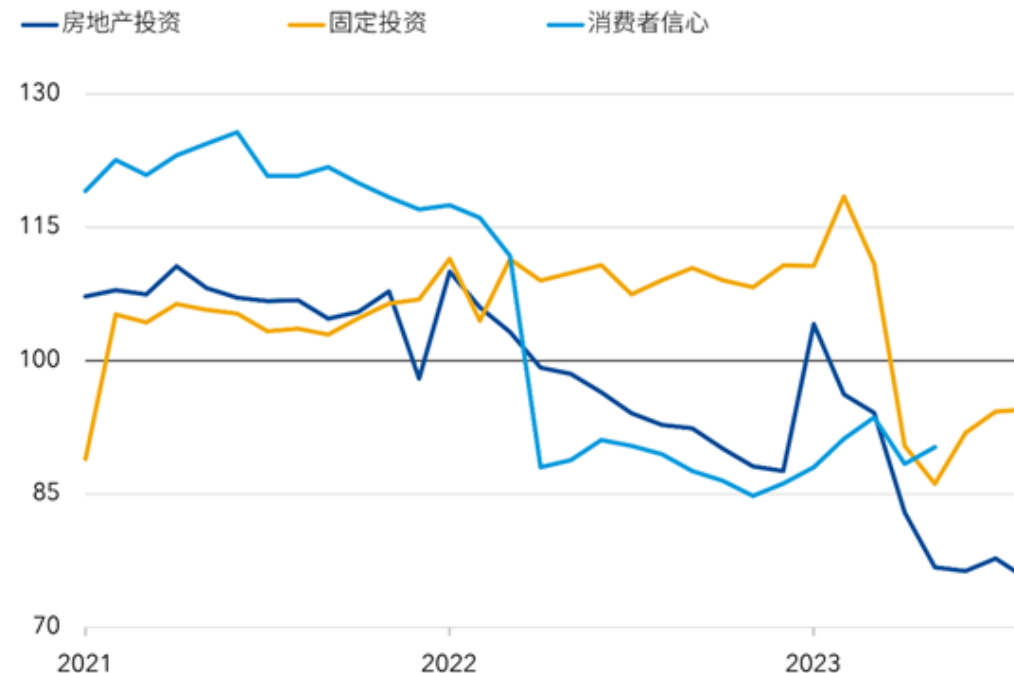
我们认为，随着明年中期美国很可能开始降息，外资流出对国内市场的压力将随之减轻。伴随着政策环境逐渐宽松，中国也得以更多地出台激励措施，带动经济复苏。最终结果将较IMF预测更为乐观。

来自中国的风险

中国消费者信心和投资的减弱对全球经济构成重大风险。

中国的名义投资和消费者信心

（指数；投资：2019年12月=100；消费者信心：>100表示乐观）



来源：中国国家统计局；Haver Analytics；以及IMF工作人员的计算。

IMF

图片来源：IMF

4.1.5 IMF：通胀预期仍受控制，中期前景减弱

IMF在10月的《世界经济展望》中认为：

对未来通胀的预期在推动通胀方面起着十分关键的作用，因为预期会影响消费和投资决策，从而影响当前的价格和工资水平。如何为人们提供最佳信息、帮助其形成通胀预期已经成为了一个更加关键的考虑因素，因为物价的大幅上升加剧了人们的担忧，认为通胀可能会变得根深蒂固。

专业预测人士的调查显示，发达经济体和新兴市场经济体的短期通胀预期在2021年开始上升并在2022年加速上升，但现在正在回落，长期通胀预期则保持稳定在央行目标附近。

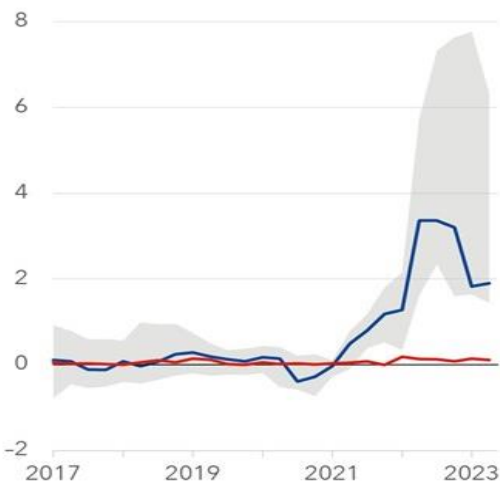
由于各国央行维持紧缩立场、避免过早放松货币政策，通胀将持续下降。一旦通胀下行趋势牢固确立、短期通胀预期下降、通胀开始向目标靠近，就应逐步下调政策利率，同时继续承诺维持价格稳定。财政政策需要与货币政策朝着同一方向发力，其中美国财政赤字的大幅上升是最令人担忧的，财政政策不应是顺周期的，特别是在通胀周期的当下阶段。

不过全球中期增长前景疲软，特别是新兴市场和发展中经济体。这会导致它们在追赶发达经济体的速度大幅放缓，它们的财政空间将缩小，债务脆弱性和风险敞口上升，克服新冠疫情和俄乌战争带来的长期创伤效应的机会减少。

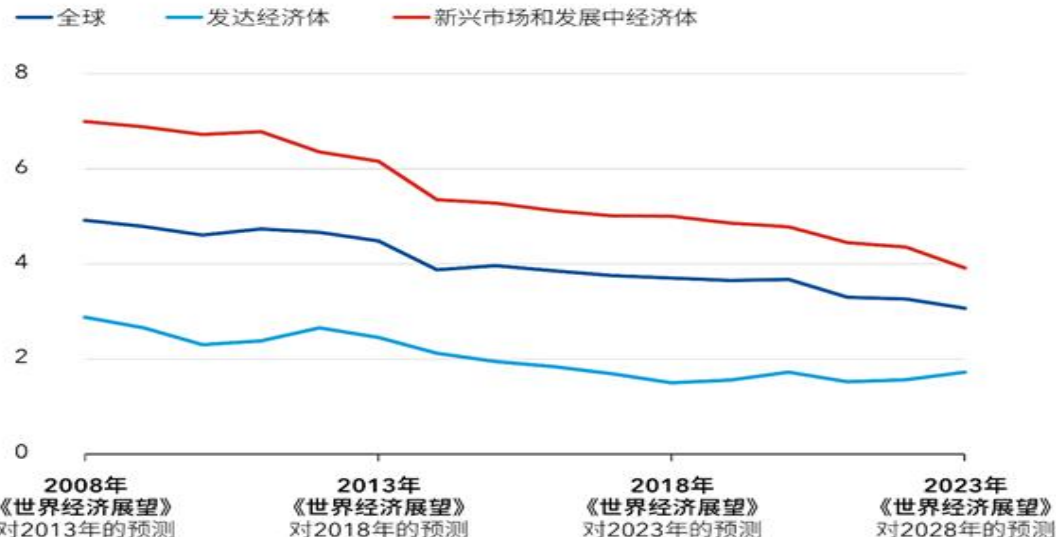
发达经济体
(通胀预期偏离央行目标水平的百分点)



新兴市场经济体
(通胀预期偏离央行目标水平的百分点)

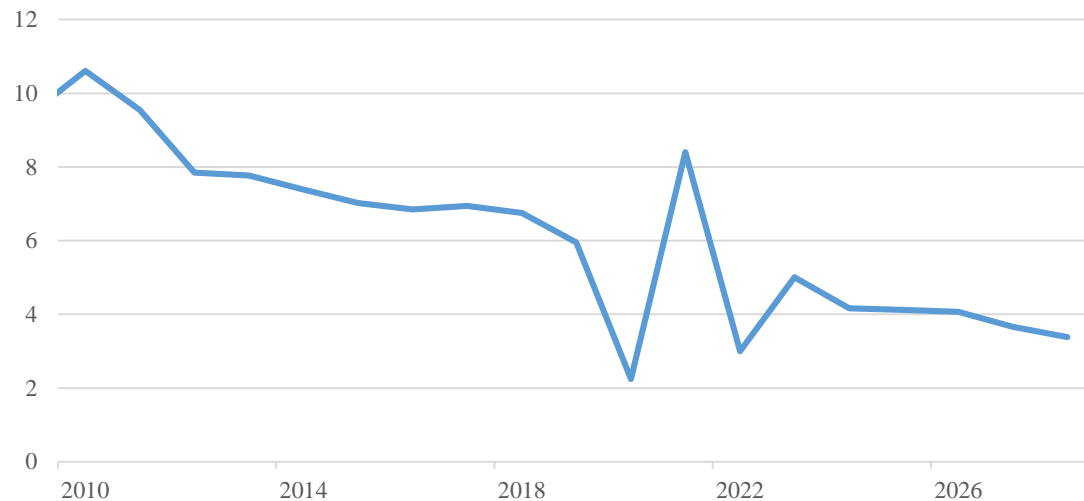


五年后的经济增速预测值
(实际GDP, 百分比)



4.1.6 IMF预测经济增速 (RGDP同比)

中国



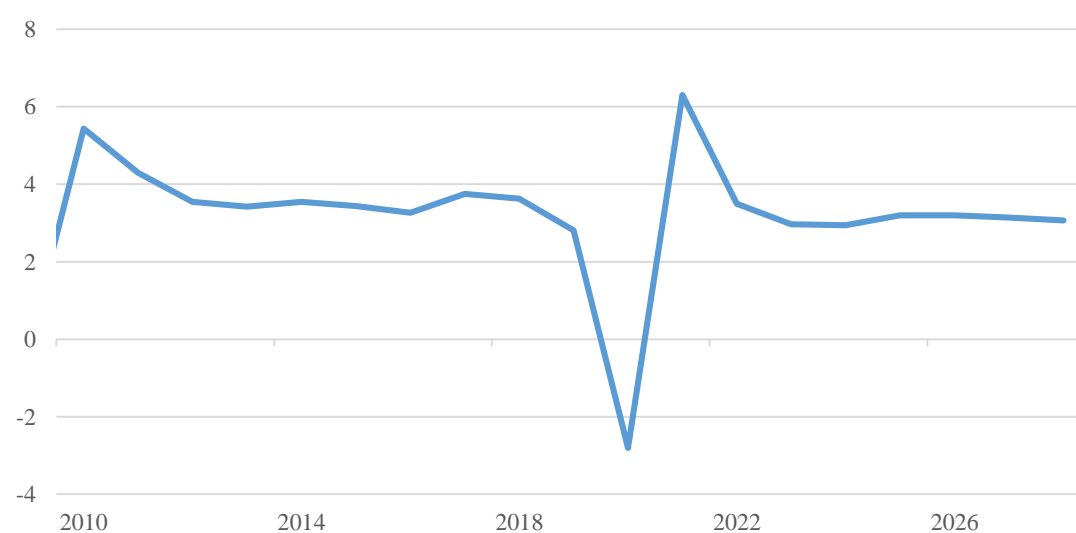
美国



欧元区

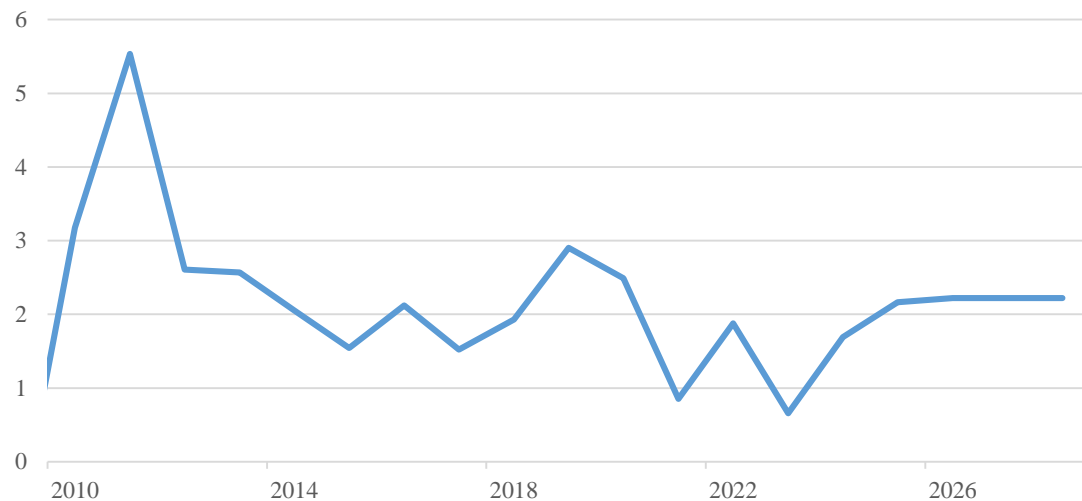


全球

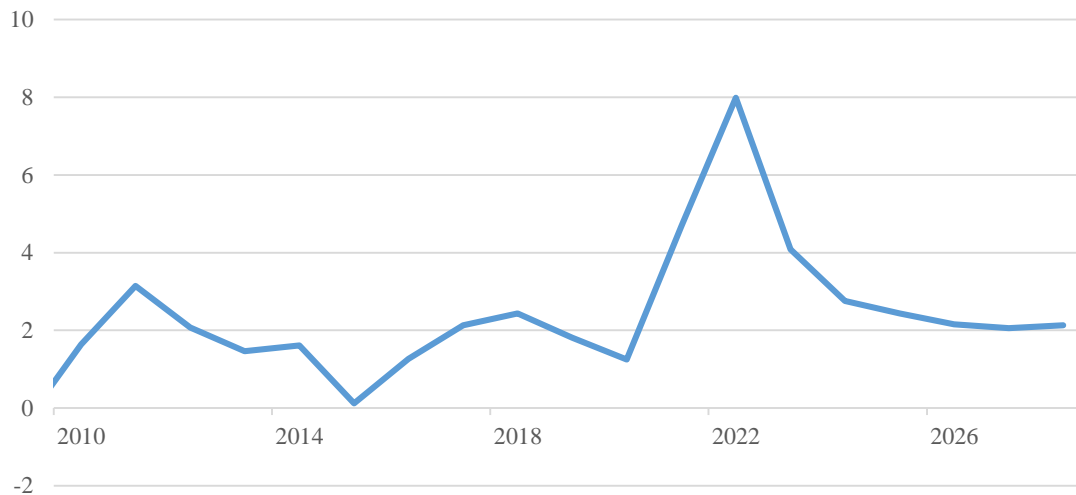


4.1.7 IMF预测通货膨胀（CPI同比）

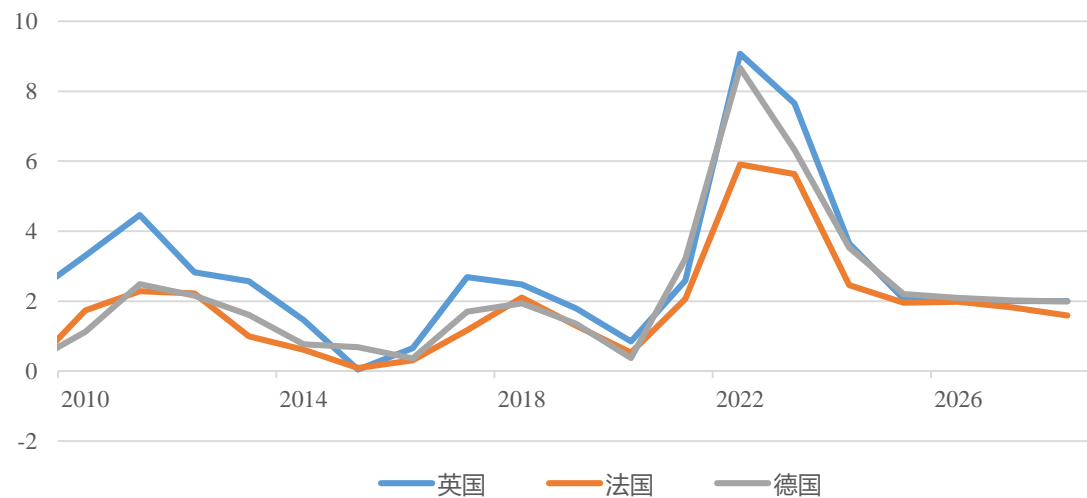
中国



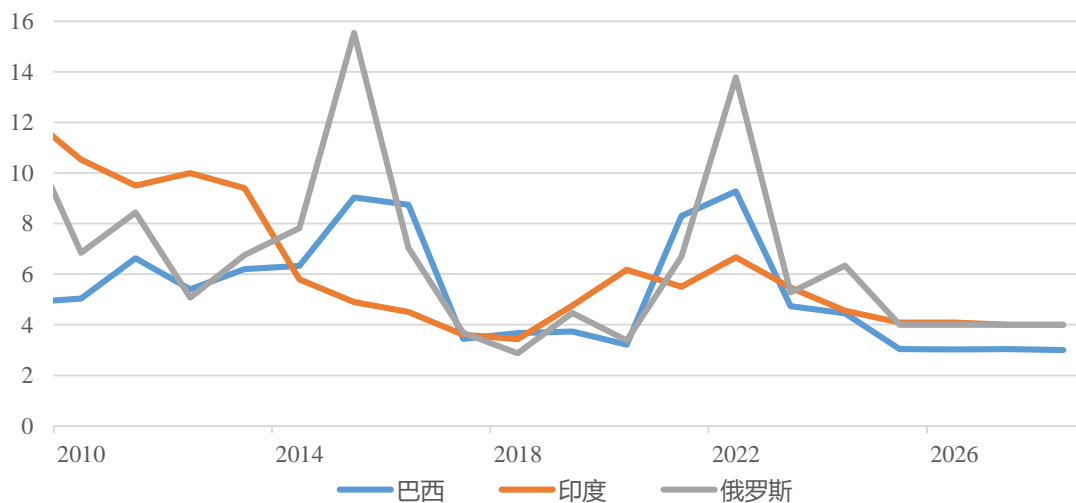
美国



英国、法国、德国



巴西、印度、俄罗斯



4.2.1 美国软着陆OR衰退？在沉重的历史统计数据面前谈希望

历史数据表明，美国近代所有为了抑制通胀而采取的加息行动中，几乎最终都难逃衰退，只有1967年例外。

值得注意的是，历史上的加息行为并不都由高通胀导致，也不是每次加息都会导致衰退（近代美国所有的加息行为中，衰退逃逸率约为25%，概率上仍然很低）。但是**由于高通胀引发的加息行为，几乎全部导致了衰退**（仅1967年除外）。

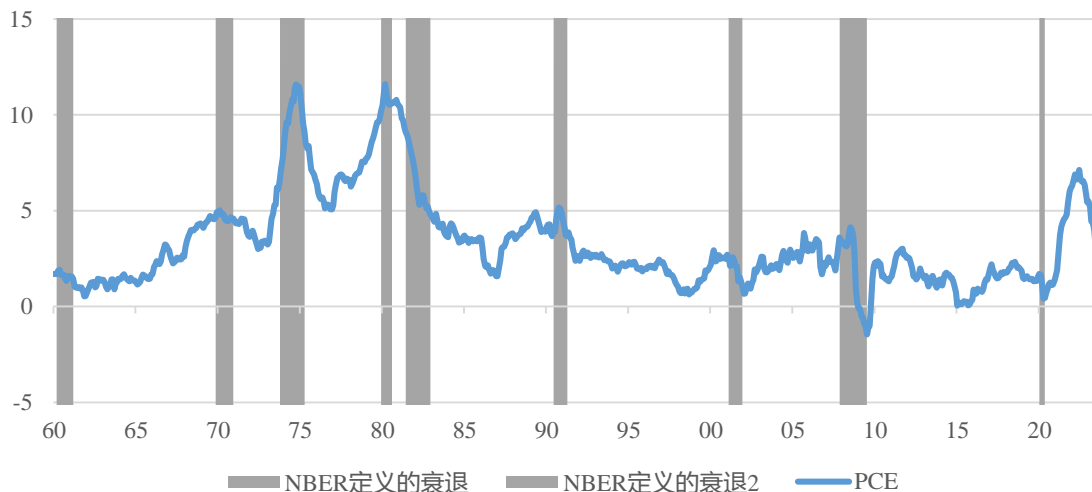
2022年，当美国再一次受到严重的通胀困扰时，美联储也再度开启了新一轮为了抑制通胀而采取的加息行动。

根据彭博社对58家机构最新调查结果，认为美国在未来进入衰退的几率中位数在50%，刚好一半一半。其中最悲观的是Visa，全美独立企业联合会（NFIB），彭博智库经济团队（BE），分别认为美国衰退概率为95%、90%和85%，最乐观的是EconForecaster、毕马威（KPMG）和日本第一生命，分别认为美国衰退概率为1%、20%和20%。

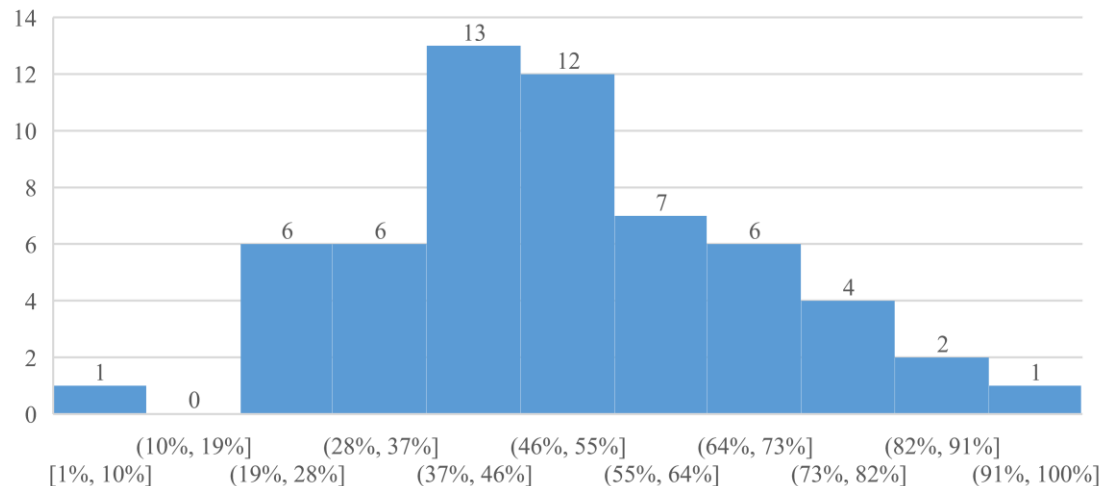
58家机构中的32家预测分布在40%至60%之间，我们称之为中间派。有趣的是，认为衰退概率超过60%的机构数量与认为衰退概率低于40%的机构数量数量相同，各为13家。

这意味着尽管当前软着陆的论调似乎更受市场欢迎。但实际上仍然不能过于高枕无忧，尤其要认识到向市场传递信心也是美联储的工作内容之一，至少目前市场主流观点认为的软着陆和衰退的概率还是一半一半，而在历史统计规律面前软着陆的概率是压倒性的低。

美国PCE与衰退关系



彭博社衰退概率调查区间分布情况



4.2.2 为什么偏偏这次软着陆论调逐步占据上风

在这轮加息过程中，软着陆论调也不是一开始就受到主流认同的。直到美国经济数据始终保持坚韧，持续好于预期的表现迫使机构一再推迟对衰退降临时间点的预测，软着陆论调才逐渐占据上风。那么是什么让这一轮加息变得与众不同呢？

首先，本次加息的起点较低。之前为了应对新冠疫情挑战，美联储早早地将利率调整为0%-0.25%，这使得美联储在随后的加息过程中有充分的空间上调利率。

其次，在本轮加息之前，由于美国在疫情期间大量的疫情补贴和财政扩张，使得美国居民手握超额储蓄。虽然说这也是导致美国通胀的罪魁祸首，但这也为美国更好地抵御了加息收紧现金流带来的负面影响。

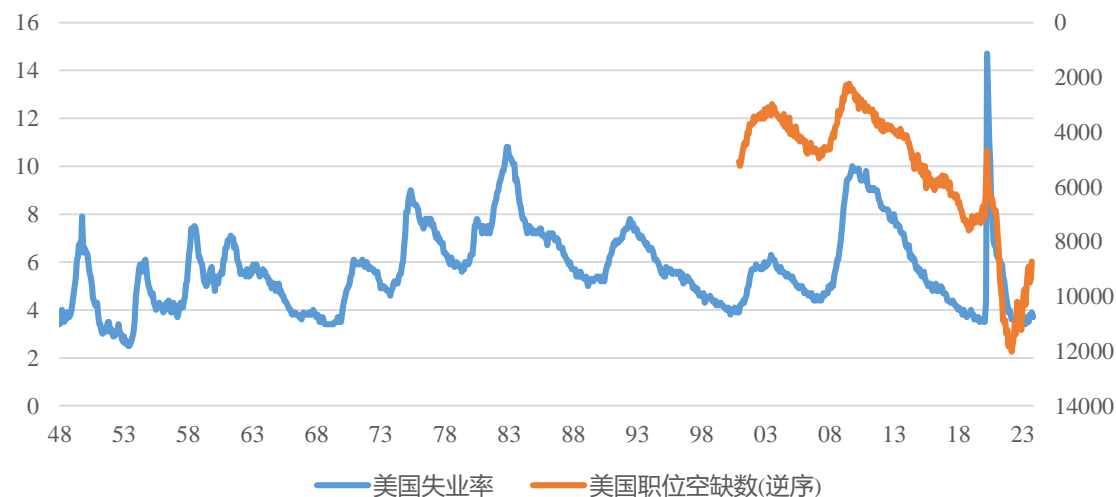
再次，本轮加息开始时美国职位空缺数正处在历史高位，相应的失业率正处在历史低位。劳动力市场十分火热，离职员工可以很容易找到另一份工作，使得公司需要保持高薪留住员工，同时美国失业率难以像往常那样在本轮加息周期中大幅增长。这意味着美国居民从就业市场上获得的可观收入得以尽可能地维持。对于以消费立国的美国而言，这无疑大大地增加其抗衰退能力。

最后，我们不能忽略信心对于市场的重要性，向市场传递信心也是美联储的工作内容之一。美联储不会在市场对衰退认知尚在一半一半的情况下就提前以悲观的姿态叙事，因为这真的会增加事实衰退的可能性，作为信息接收方的我们要理解这点。举个例子，在2007年12月经济数据显著变差之前，美联储也曾有一段时间用软着陆的口吻叙事，但2008年发生的一切已是众所周知。

美国个人储蓄率：疫情补贴导致的超额储蓄是延缓衰退到来的屏障



美国失业率&职位空缺数：加息初期处于有利地位



4.2.3 衰退终将到来？美国劳动力市场疲态初显

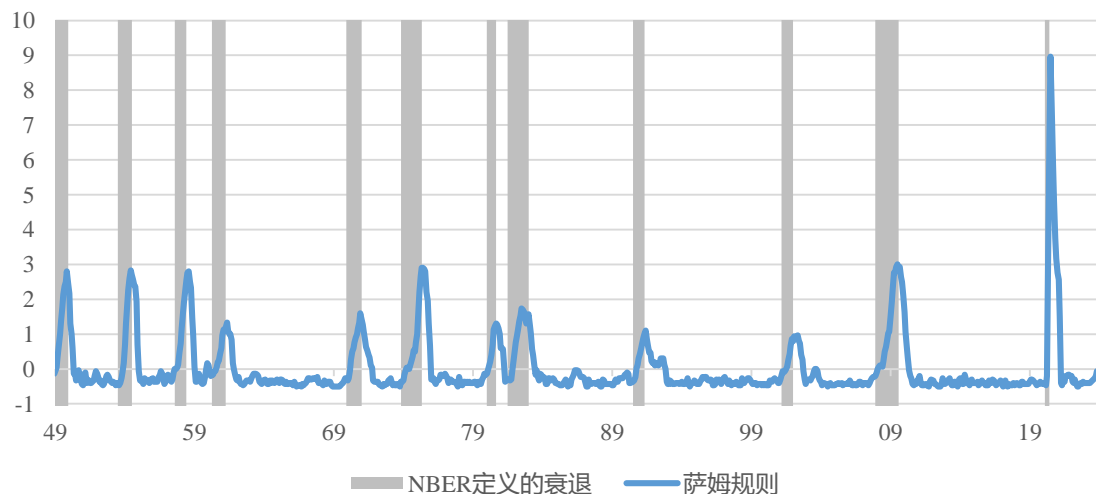
不过到了年底，美国劳动力市场疲态初显。11月初公布的美国10月失业率意外上行升至3.9%，同时美国10月平均时薪环比仅增加0.2%，显示就业市场的劳动岗位和薪资报酬都出现了放缓。此后关于劳动力市场的多项数据均表现不佳，比如12月5日公布的美国10月JOLTs职位空缺数意外下降至873.3万人，同时9月的该数据被下修至935.0万人；紧接着12月6日公布的11月ADP就业人数意外降至10.3万人；不过12月8日公布的11月大非农、失业率以及平均时薪数据再次大幅好于预期，使得情形再度变得微妙。

劳动力市场对于美国经济的重要性毋庸置疑，作为一个在提前消费行为方面十分成熟的市场，劳动力市场的收入水平将直接决定下一个阶段的消费水平，也将影响到下一个阶段的市场景气度。若失业率增加，不仅会导致未来消费水平下降，并可能由此对相关行业造成冲击，引发失业率的进一步增加，这是一种螺旋递增的自我反馈机制。

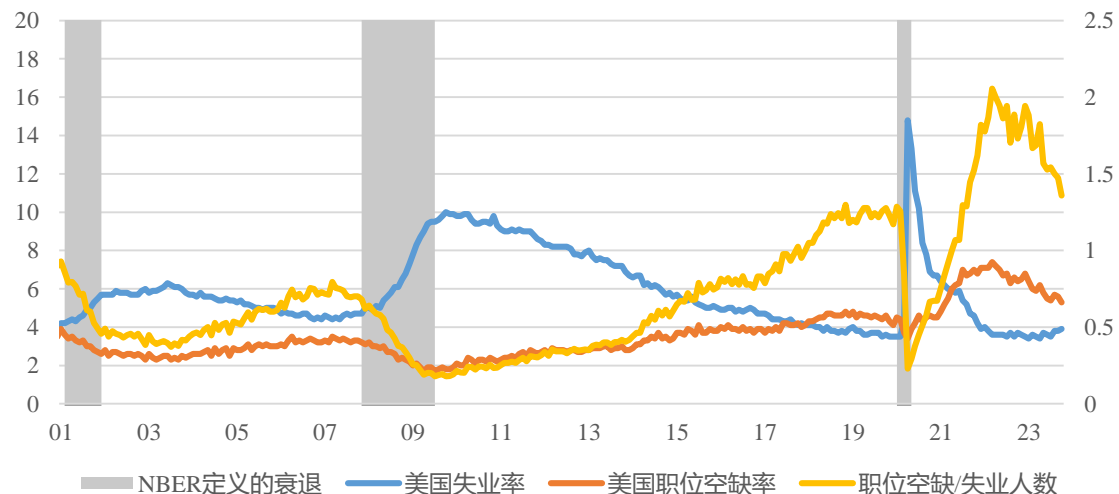
关于劳动力市场对于美国经济的重要性，近代有一个神奇的经济指标叫萨姆规则，其算法完全由美国失业率数据和基础数学公式构成，为近三个月失业率均值与过去一年失业率最低值的差，萨姆规则认为当这个差值超过0.50，意味着美国进入衰退。在近代，萨姆规则的准确性是100%，即没有错报，也没有漏报。随着11月美国失业率大幅好于预期，该差值从0.43回收到0.40，依然在0.50附近徘徊。

与此同时，美国职位空缺数也在最近几个月急剧减少，说明企业不再积极扩张，劳动力市场收紧。由此带来的职位空缺/失业人数也大幅下降，这意味着失业者难以寻找新工作，该现象通常伴随衰退周期发生。唯一值得欣慰的是，现在比值的绝对值还比较高。

萨姆规则-0.50：历史上升穿0轴 = 美国进入衰退

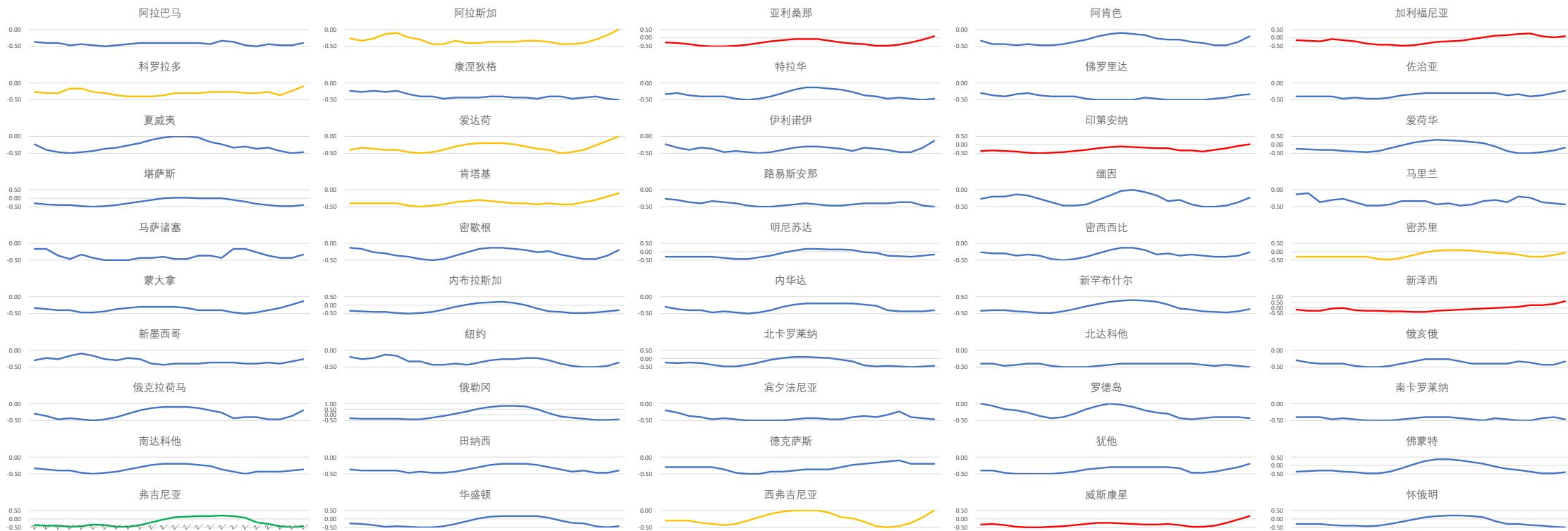


美国职位空缺/失业人数



4.2.4 萨姆规则细分数据：占美国GDP将近四分之一的州已经进入指标暗示的衰退

萨姆规则-0.50：升穿0轴暗示衰退



资料来源：Wind

我们对截止2023年10月美国50个州的失业率数据进行细分处理。当前**正在触发萨姆规则的州有5个**，包括美国GDP第一大州加利福尼亚在内，总共占美国GDP比重22.75%。**存在触发倾向的州有6个**（我们将萨姆规则差值到达0.40但不超过0.50，且具有上行趋势的州认为存在触发倾向），占美国GDP比重5.56%，在这6个州里有3个州（阿拉斯加、爱达荷、西弗吉尼亚）的萨姆规则差值已经到达了0.50，但没有超过，占美国GDP比重的1.05%。**半年内曾经触发过萨姆规则但之后不再触发且不具有触发倾向的州有1个**，弗吉尼亚州GDP占美国比重约2.60%。

这意味着占美国GDP将近四分之一的州已经进入萨姆规则意义上的衰退，叠加潜在加入和曾经加入的州，总共占美国GDP比重已经将近三分之一（30.90%）。

4.2.5 不仅仅是因为就业数据，信贷与储蓄数据也预示着美国经济动能即将衰竭

构成美国消费能力的不只是劳动力市场，劳动力市场提供的薪资作为消费能力新鲜血液固然重要，作为提前消费的信贷，以及作为现金流支撑和紧急备用金的个人储蓄也是重要一环。

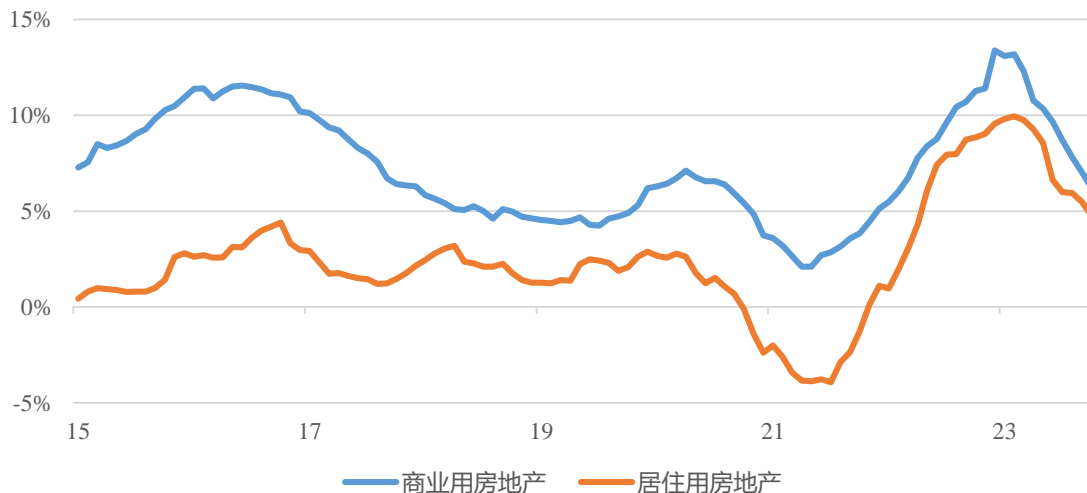
但是，随着美联储不断抬高利率，信贷的收缩开始变得明显，并将逐步冲击消费。从美国商业银行的信贷扩张水平看，消费贷款已经出现了明显收紧。其中以汽车贷款为典型的非循环计划贷款收缩尤为明显，反映出信贷收紧对实际消费能力的制约。与此同时，房地产端的贷款增速也在周期性放缓，无论是商业房地产还是居住用房地产，这说明加息周期推动的高利率环境对于消费能力的压制是全方位的。

而随着美国居民即将用尽超额储蓄，叠加信贷不断收紧以及就业市场开始冷却，无不预示着美国经济增长动能即将衰竭。

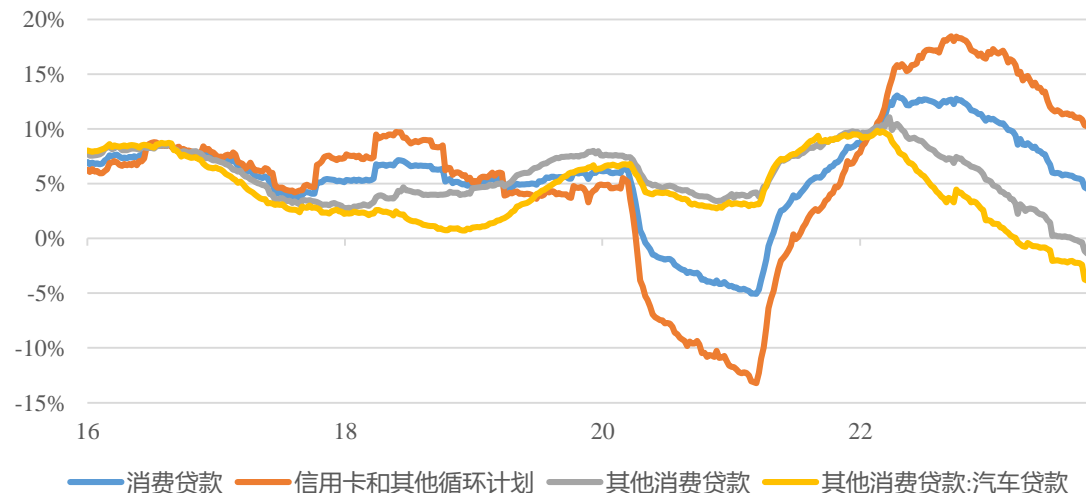
美国个人储蓄（十亿美元）



美国房地产信贷同比增长



美国消费贷款同比增长



4.2.6 历史上的衰退难以规避，因为其过程并非线性，而政策产生实际影响速度较慢

之前我们说过，美国近代所有为了抑制通胀而采取的加息行动中，除了1967年以外其他的全部陷入衰退。所以归根结底，究竟是美联储无能还是抗衰退本身难度就很高？

一方面，经济数据在陷入衰退的过程并非线性的匀速前进，而是突然加速。之前在讨论美国劳动力市场的时候我们就提到过，消费下降——失业增加——收入降低——消费下降本身就是一种涡轮增压式不断自我加强的反馈机制，一旦消费下降到某个阈值下方，上述自我反馈就会突然加速，等反应到月度甚至季度的经济数据上早就为时已晚。

当然美联储可以提前危机管理，但难点在于每一轮衰退对应的阈值不同，前车之鉴对于单次独立的加息周期而言几乎没有参考意义。如若每次都积极提前预判，不但成功率难以保证，且误判的代价又过高。比如过早结束加息很可能导致既没有有效抑制通胀，又对经济造成了切实的创伤，反而增加了未来衰退的概率。跟踪经济数据加速恶化理论上可行，但数据的时效性又是一个问题。

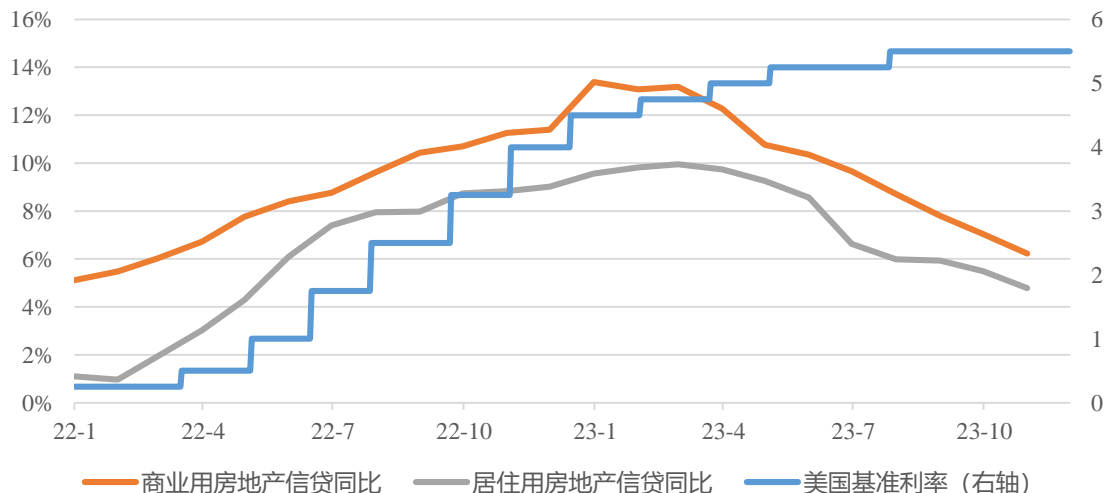
另一方面，美联储的利率工具对市场的影响是滞后的，无论是开始的时候还是结束的时候都是一样。远期定价的金融市场波动可能会更敏感，但对于实体经济从来都不会快速见效。因此在美国联储通过经济数据预见到情况不妙的时候，往往已经为时已晚。

所以在加息周期，无论何时都不要对潜在的风险掉以轻心，哪怕美国最新劳动力数据超预期强劲也是如此。动能放缓走向奔溃的过程可能只需要一个瞬间就可以决定，这可能发生在任何一期经济数据。我们不能忽视厚重的历史数据压倒性的倾向。

美国历史上的衰退周期对应的失业率往往突然增加



影响滞后：直到2023年一季度美国房地产信贷才由于加息放缓



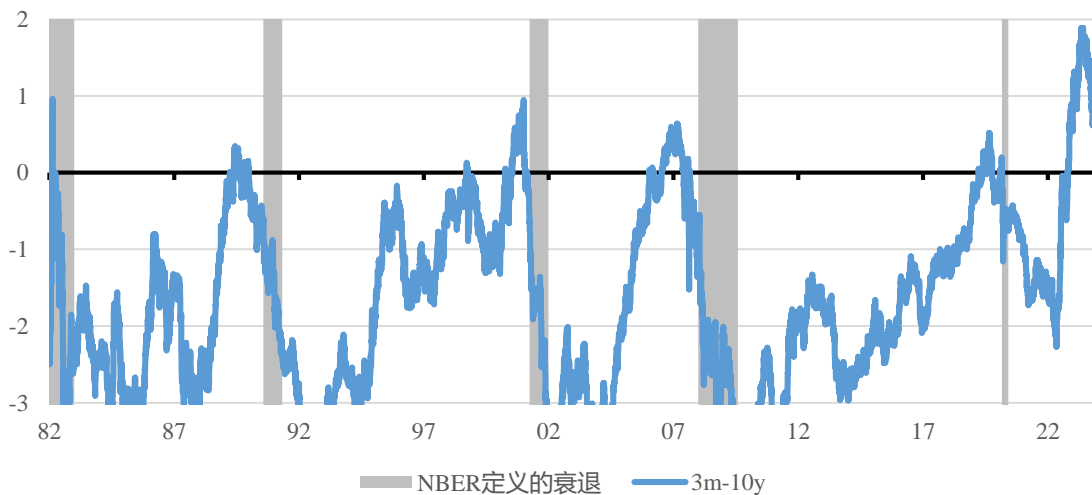
为了抑制通胀，市场需要逆周期政策加以调控，比如美联储加息。为了实现软着陆，市场需要在收紧流动性的同时仍留下一定余地推动需求，但顺周期发行的美债会抽走这部分余地。高票息的长期债券总是受市场欢迎的（尽管已经出现一定回落），尤其是在美国未来经济不确定，市场缺少安全的投资标的背景下。而美债的安全性几乎是毋庸置疑的，这会吸引一些原本为市场提供流动性或者用作投资的资金，使得美国金融体系变得更加脆弱。

美债发行主要根源于财政赤字，对于美国这种财政上连年赤字的国家原本是一件稀疏平常见惯不怪的事情。只是这次美国政府缺钱花的时间点很不巧，去年紧随着银行业危机的美债危机就已经在市场上造成了一定程度上的动荡。尽管两党最终解决了分歧，但在美联储正在抑制通胀无法印钞的情况下，赤字最终仍然需要通过发债弥补。购买美国国债会大幅减少市场流动性，相当于额外的加息，在减少了实体经济投资机会的同时加重银行现金流压力。

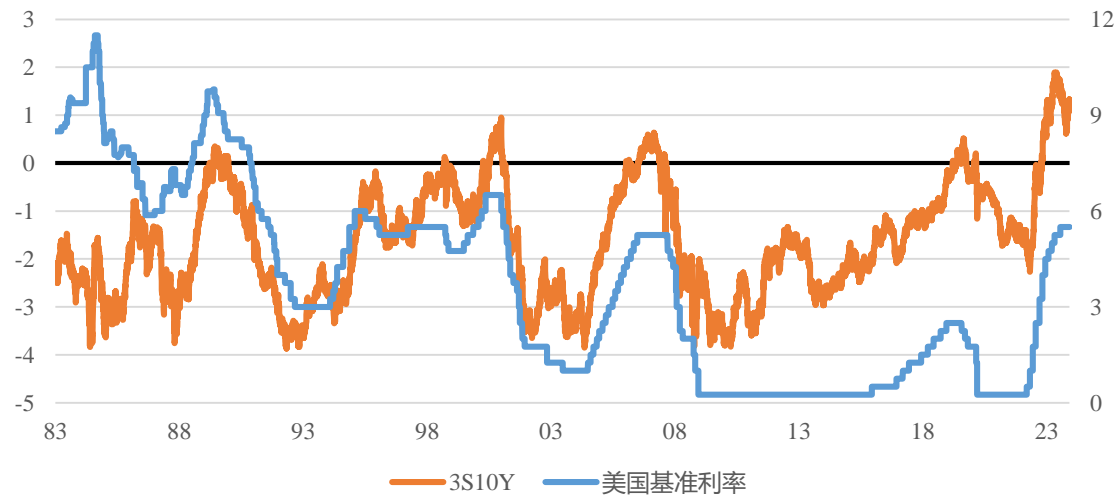
从另一个维度的历史统计数据角度，美债利率的倒挂和衰退之间也存在紧密联系，而利率倒挂往往又是由加息引起，因此我们说加息会导致衰退也不算冤枉了加息。与失业率和衰退之间的时间关系相比，利率倒挂往往出现在衰退更加左侧的位置，因此利率倒挂其实是一个不可忽视的促进衰退的重要原因，这也是另一个厚重的历史数据压倒性的倾向。

注：NBER只会在周期结束后对衰退周期进行定义，因此即使本轮加息导致了衰退也只会事后才补上，不会在当前的图中反映。

3S10Y：美国历史上远近端利率倒挂后往往出现衰退



利率倒挂的背后往往伴随着加息周期



4.2.8 预期美国明年上半年首次降息，原油价格往往在衰退期间暴跌

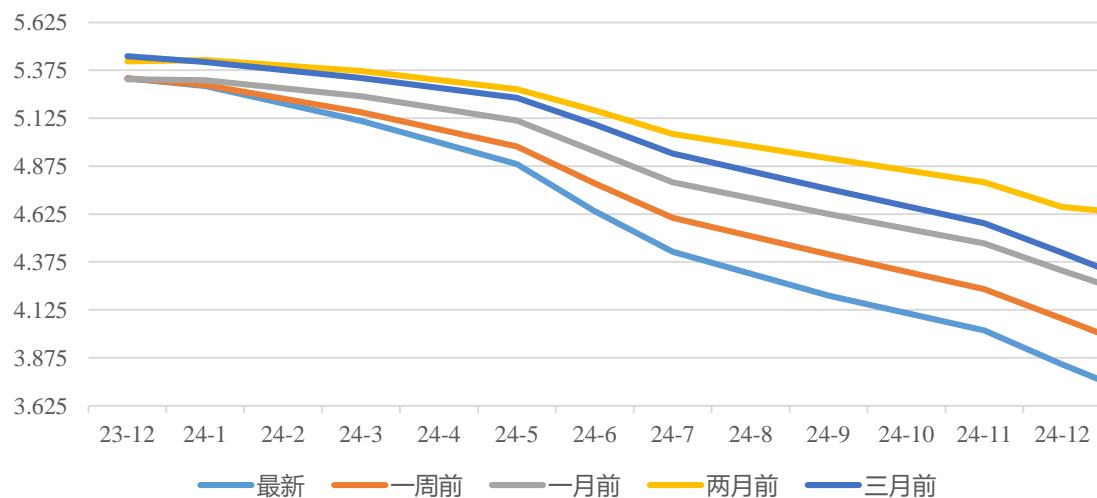
从当前的美国利率期货交易情况看，随着通胀数据与经济数据的下降，市场对美联储第一次降息的预期在不断增强，体现为最新交易结果显示的未来美国隐含利率在逐步下降。具体而言，市场预期美联储第一次降息的时间点在3月的美联储会议上，到明年年底总计6次降息，超过了刚刚结束的美联储会议公布的点阵图，因此需要在明年3月美联储会议进一步对点阵图进行确认。

美联储12月会议态度逐渐转向鸽派，符合我们的预期，因为这事关降息的性质。是基于软着陆的降息，还是基于衰退的降息？这对市场的影响差异很大。软着陆的降息是指经济数据持稳或者退步不大的情况下通胀数据迅速下降，由此降息会使得远期需求预期好转。衰退的降息是指经济数据大幅倒退下的被迫降息，此时市场优先反应衰退情绪。充分的信心是市场稳定的必要条件。

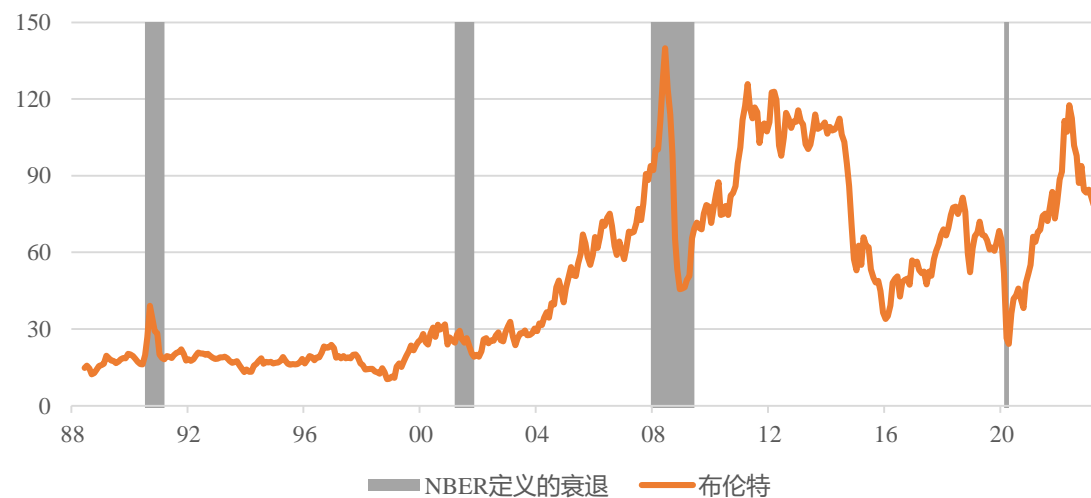
从原油的角度，尽管不是每次衰退都会导致原油需求下降，但每次衰退都会导致原油价格大跌，这是整个金融市场选择的结果，不以原油自身强弱而转移。两者之间的界定有一定困难，因为通胀大幅下降本身也是经济下行的产物。而美联储的另一个挑战是，在不衰退的基调下美国通胀率几乎不可能在明年达到其一贯的2%目标。美联储需要说服市场，在通胀仍远高于2%时就开始的降息，并不是迫于经济下行压力采取的决定。因此我们认为降息开启得越早，经济数据下降的迹象越少，美联储就越容易说服市场。

综上所述，本轮加息周期由于4.2.2中多个原因显得与众不同，且迄今为止总体表现显著好于市场预期。但我们仍然看到了一些早期放缓现象，结合沉重的历史数据统计结果，现在仍不是宣布软着陆胜利的时候。风险依然存在，且比市场下意识认为的更多。

美国利率期货隐含利率（每一个格子代表25BP，即一次降息）



美国衰退期间的原油价格走势



05

基本面展望——现实归现实 (2)

- 5.1 供应：OPEC+产量政策是年内重大变量
 - ✓ 5.1.1 美国：兼并+重组，产量超预期
 - ✓ 5.1.2 其他国家：非美非OPEC+国家产量增加
 - ✓ 5.1.3 OPEC+：减产将在2024年面临更多的挑战
- 5.2 需求：逐步依赖外需本质上是需求疲软的体现
 - ✓ 5.2.1 国内：实际国内需求 vs 出口需求
 - ✓ 5.2.2 国外：宏观经济依然不够明朗
- 5.3 库存：依然处于偏低位置，为下一轮上行做好准备
- 5.4 价差与裂解：结构性机会仍存

美国：

美国页岩油企业并没有大肆扩张钻机数量，但通过产业内兼并重组优化资源提高产量。尽管这导致年内美国供应量高于我们预期，但我们仍然保守地估计这种产量提高模式是稳定且逐步递减的，且优化资源带来的供应增长很难是井喷式的。

其他国家：

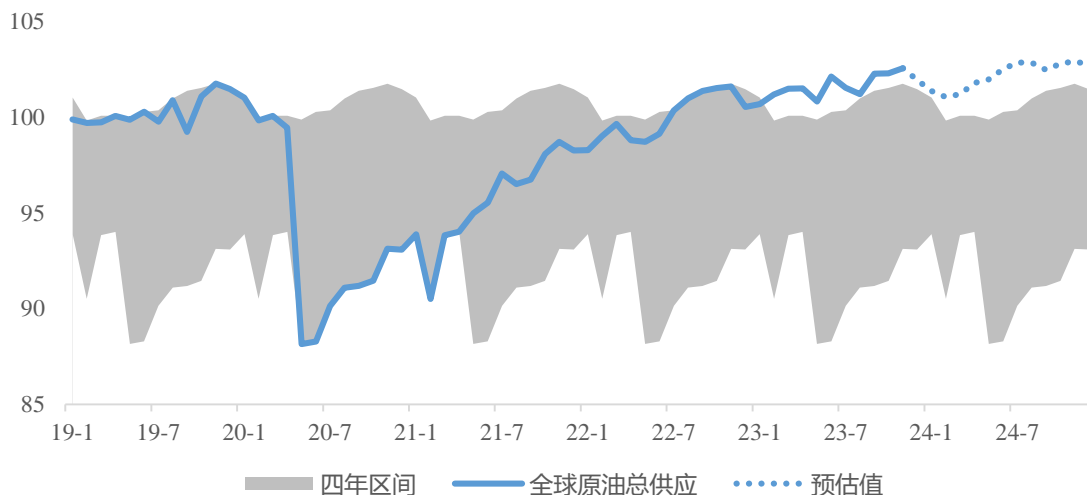
除了美国原油产量的增加，全球也有其他非OPEC+国家产量出现增长，这增加了OPEC+维护油价的难度。

OPEC+：

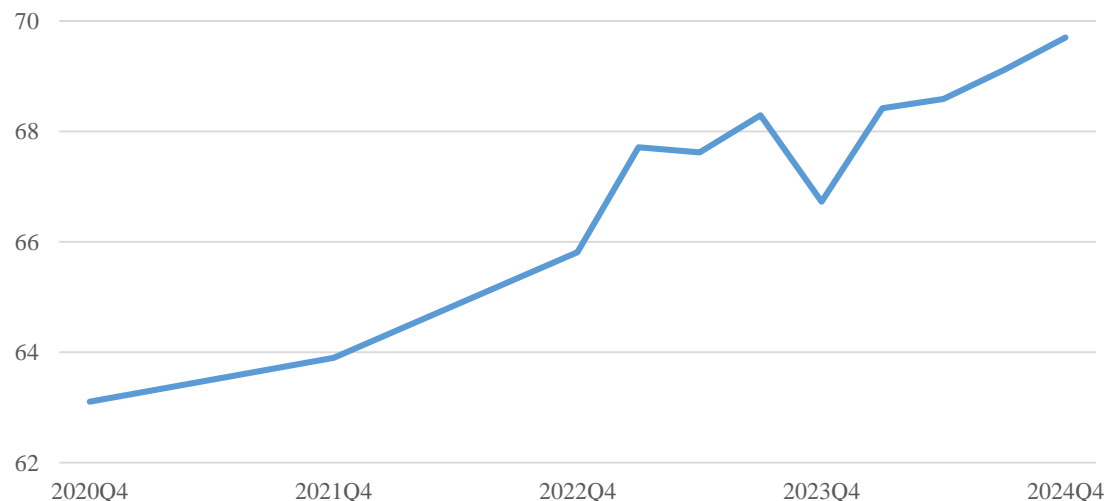
OPEC+通过减产维护油价，但一年多来效果并不显著，只有市场份额在白白流失，财政平衡线每况愈上。11月OPEC+会议更是凸显内部矛盾。2024年，OPEC+的减产将面临更多挑战，我们认为只有油价本身能够维护OPEC+的团结性，最好祈祷原油价格不要因为市场出现什么意外而下跌。明年OPEC减产豁免国产量或持续上行，进一步给予沙特主导的原油减产联盟压力。

总体而言，我们认为决定2024年全球原油产量最大变量的是OPEC+产量政策，或者更具体一些，是沙特能否延续减产政策。

EIA：全球原油产量预估（含OPEC）



OPEC：全球非OPEC国家产量预估



资料来源：EIA、OPEC

5.1.1.1 美国供应：大油企时代——疫情后的2.0版本

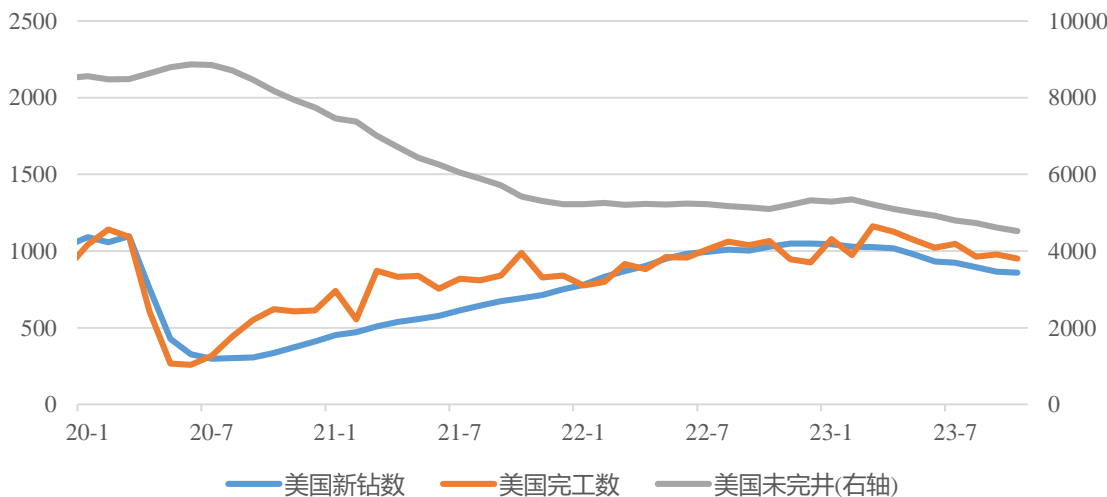
新冠疫情叠加沙俄在2020年3月爆发价格战，使得原油价格暴跌，北美现货价格一度转负，美国页岩油商遭受了十年以来第二次重创，且受创程度远甚第一次。自此以后，激进扩张就离开了美国页岩油商的字典，取而代之的是回购股票，维护股息，**维持现金流。这就是疫情后美国页岩油商的1.0版本**，叠加去年俄乌冲突带来的高油价神助攻，帮助页岩油商一举将2012年以来累积的亏损转为盈利。

今年页岩油企业在维持1.0版本的勤俭节约同时，开始谋求产业兼并。通过大鱼吃小鱼能够省下更多的财务支出，并优化勘探效率，以获得更多的利润。而原先的页岩油商通过兼并，形成了更大规模的页岩油企业，**这就是美国页岩油行业的2.0版本：大油企时代。**

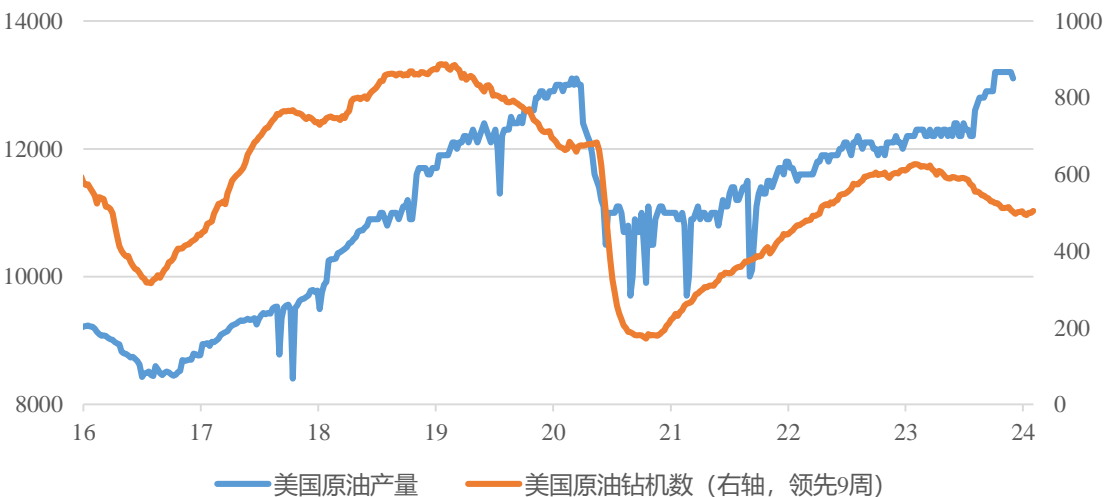
根据不完整新闻整理，今年美国最大石油巨头埃克森美孚以595亿美元收购先锋自然，先锋自然本身也是顶级页岩油商，在美国最重要的二叠纪盆地页岩油产区（占总产量超过一半）占据第三把交椅；第二大巨头雪佛龙以530亿美元收购阿美拉达赫斯，63亿美元收购了PDC Energy。从收购报价看，阿美拉达赫斯也是和先锋自然差不多等级的顶级页岩油商。此外也传出另一大美国石油巨头戴文能源正在考虑收购Marathon和CrownRock，看着劲敌在兼并收购，出于对错失机会的忧虑，很可能会推动新的并购进程。

严格来说，这里很多收购已经不算大鱼吃小鱼了，因为很多被收购的页岩油商本身也是顶流。这同时也解释了很多问题，比如美国如何在未完井持续低迷、活跃钻机数下降的背景下完成产量超预期增长的。兼并重组带来的效率提升就可以在没有大量扩张钻机的同时完成以上课题。

美国原油钻机数在年内处于下行趋势



背离现象：美国活跃钻机数 × 美国原油产量



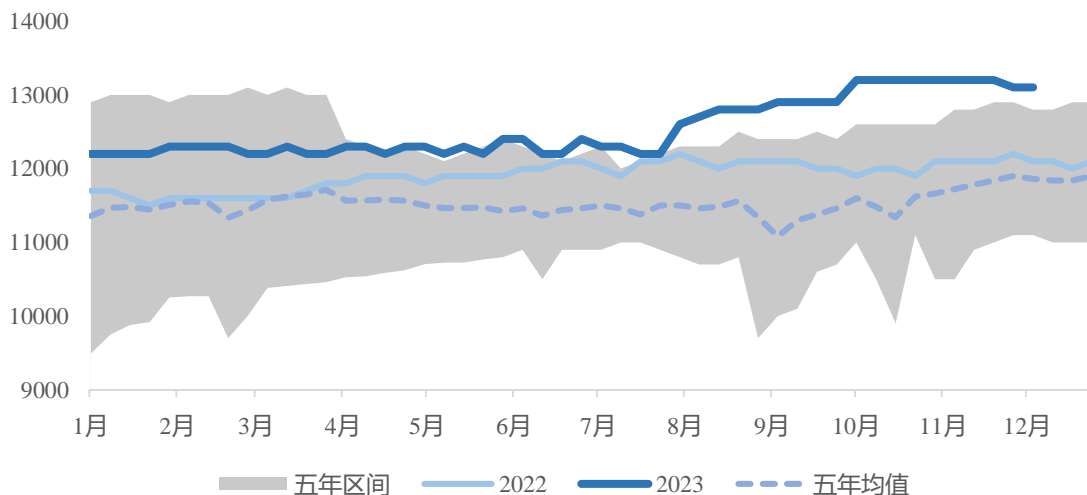
5.1.1.2 美国供应：偏保守的稳定增长

我们去年认为今年美国原油产量增速不超过5%，但是随着今年美国页岩油商进入2.0版本的兼并时代，美国原油产量实际增速高于我们预期，根据最新的EIA月度报告，预计今年美国原油产量增加102万桶/日，约8.53%。

美国今年自8月后产量逐渐提升，到10月累计提升产量将近100万桶/日，几乎完全抵消了沙特额外自主减产，这也是油价四季度转跌的主要原因之一。

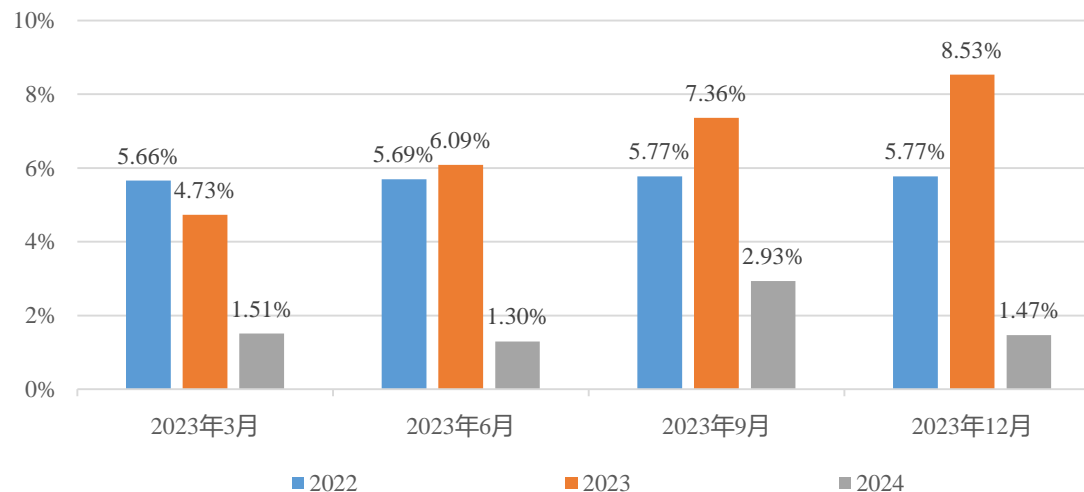
无论是1.0版本的维护现金流模式，还是2.0版本的兼并模式，本质上都是节约型模式。我们预计美国原油产量不会出现井喷式上涨，明年美国原油产量增速将取决于兼并进展，长期整体增速将随着可兼并页岩油资源日益减少而有所下降。EIA预计明年美国原油产量增速仅1.47%，我们认为若兼并顺利产量增速或达到3%。

美国周度原油产量

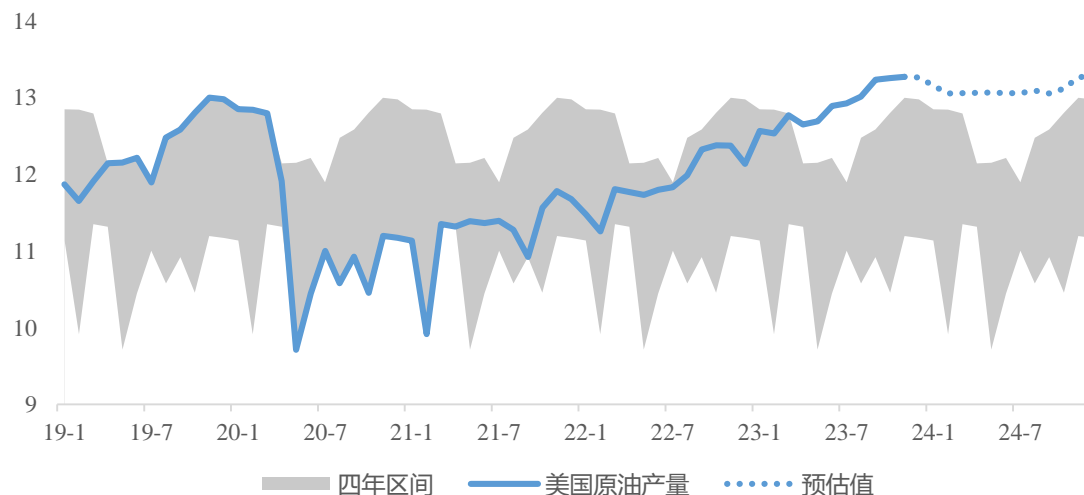


资料来源：EIA

EIA不同时期对美国原油产量增速预估

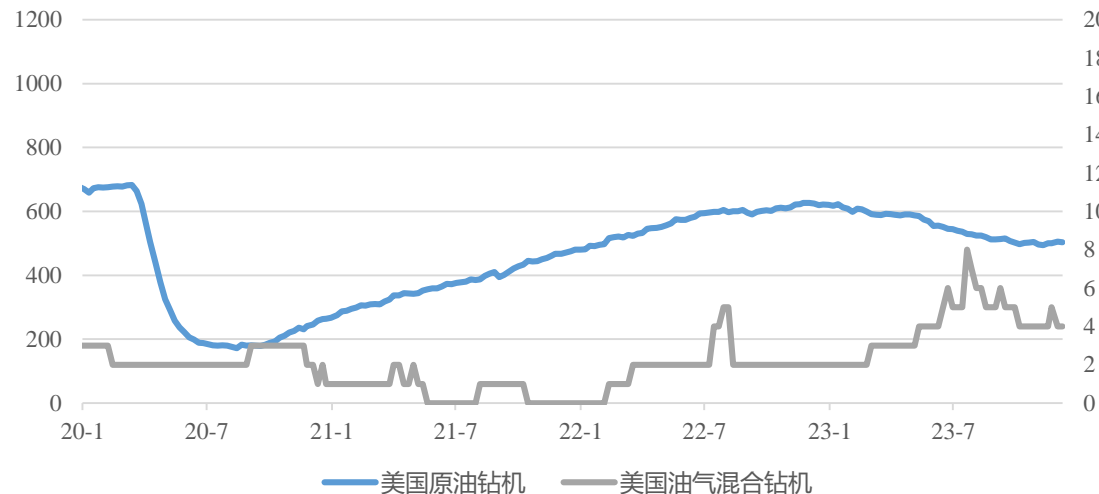


EIA：美国原油产量预估

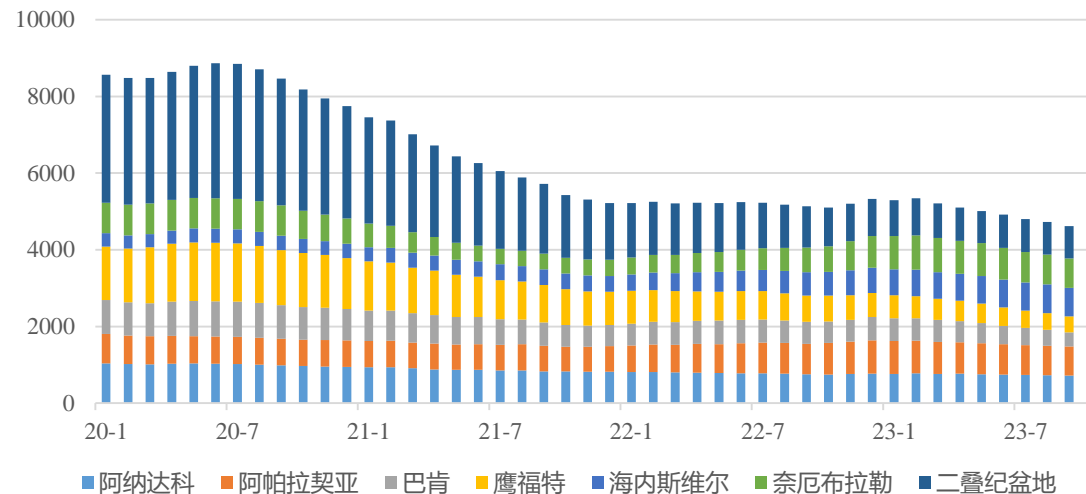


5.1.1.3 美国供应：在线及未完钻机数量下降、单口新井产量上升、总产量上升

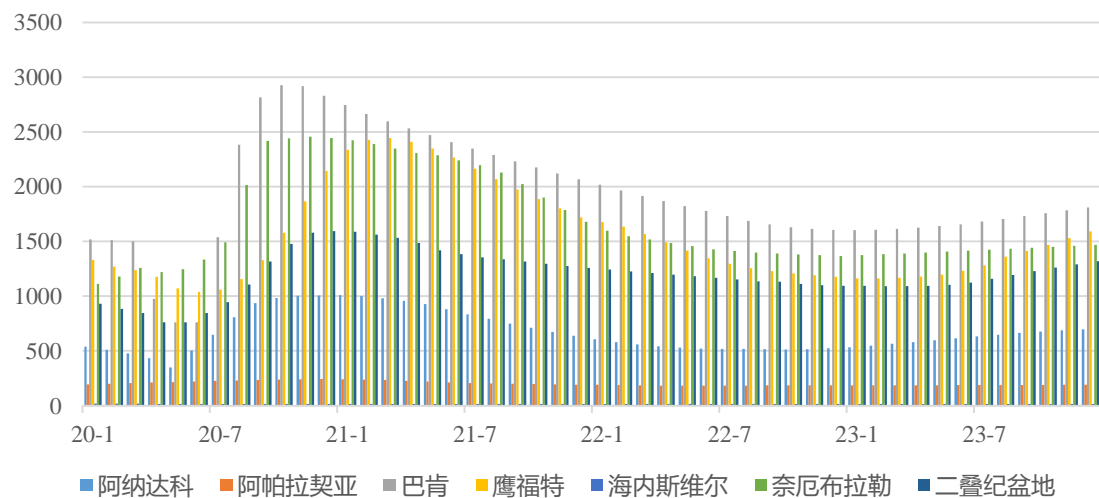
美国



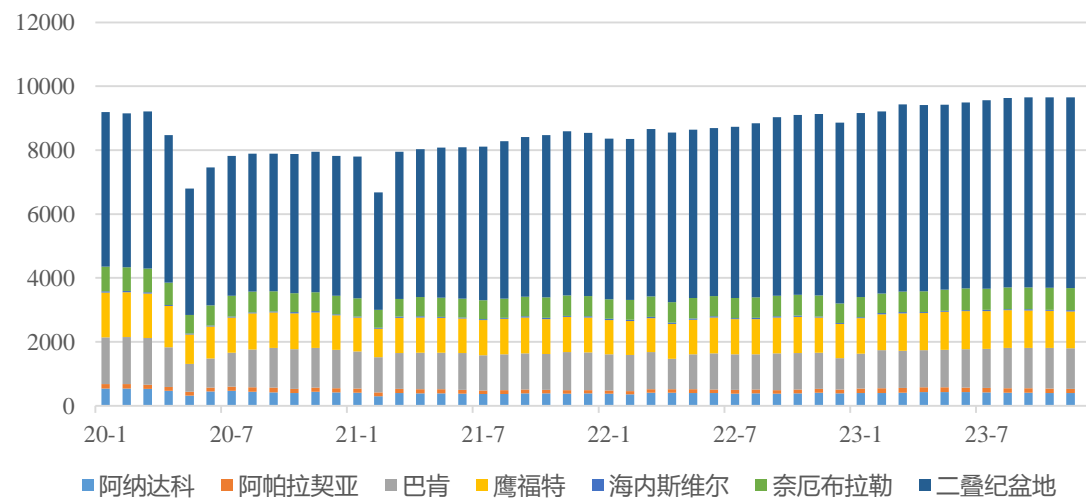
未完井数量



单口新井产量



油气总产量



资料来源：Wind

5.1.2 其他国家（非美国非OPEC+）供应：供应上行增加OPEC+减产难度

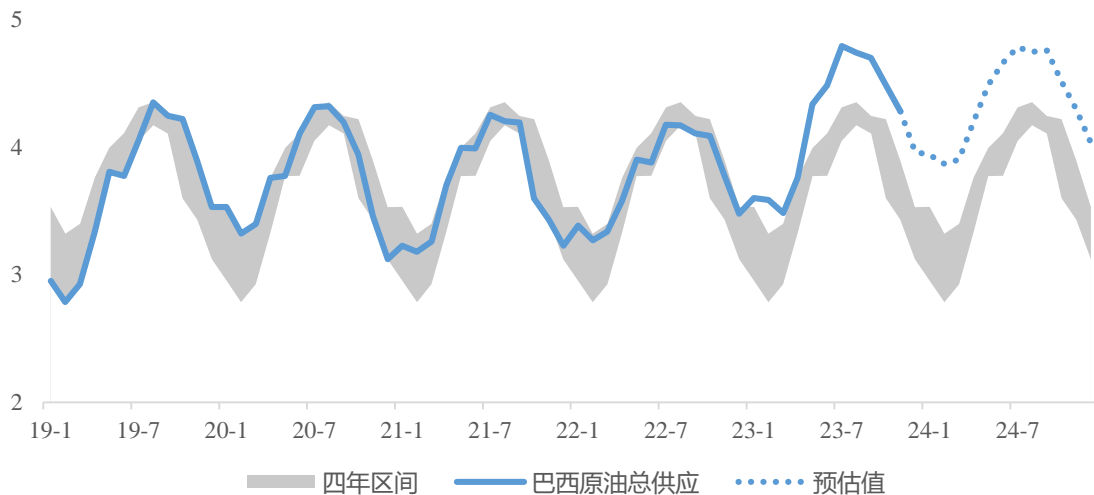
除了美国和OPEC+以外，全球其他地区国家出现了一些原油产量增长点，主要包括中国、巴西、挪威和圭亚那。

这些国家的原油产量增加，连同美国一起，在全球原油需求不及预期的背景下对OPEC+的减产政策造成了冲击，迫使OPEC+在维护原油价格时需要做出更多牺牲才能够把全球原油总产量压制到期望水平。OPEC+已经吸纳巴西在明年1月加入成为其成员国。

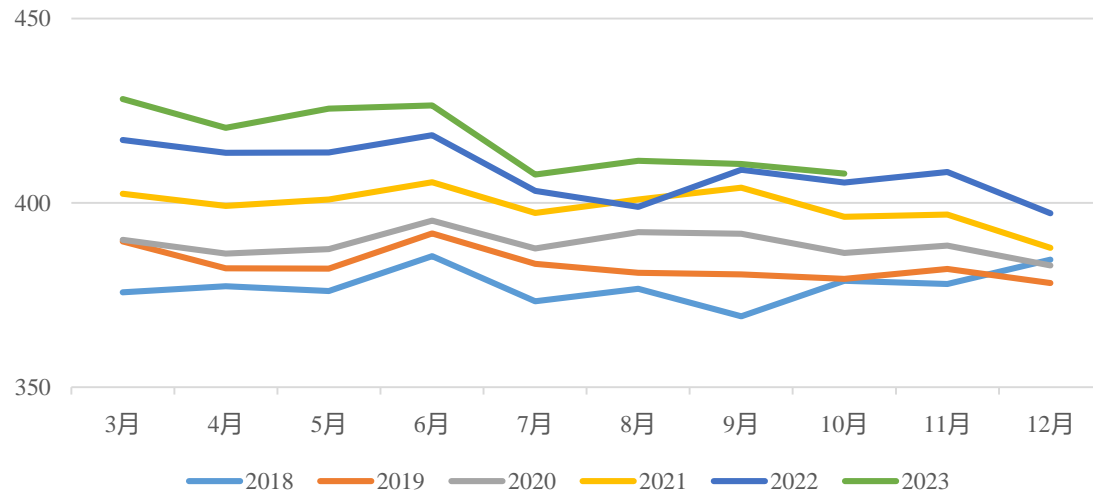
根据EIA，中国、巴西、挪威今年的原油总供应分别增加15、42、12万桶/日，OPEC口径下该数据则为8、40、12万桶/日。

根据EIA，预计中国、巴西、挪威明年的原油总供应分别增加3、17、6万桶/日，OPEC口径下该数据则为0、12、12万桶/日，OPEC预计圭亚那明年增产16万桶/日，是产量增速仅次于美国的国家，主要得益于美国石油巨头的外来投资增长。

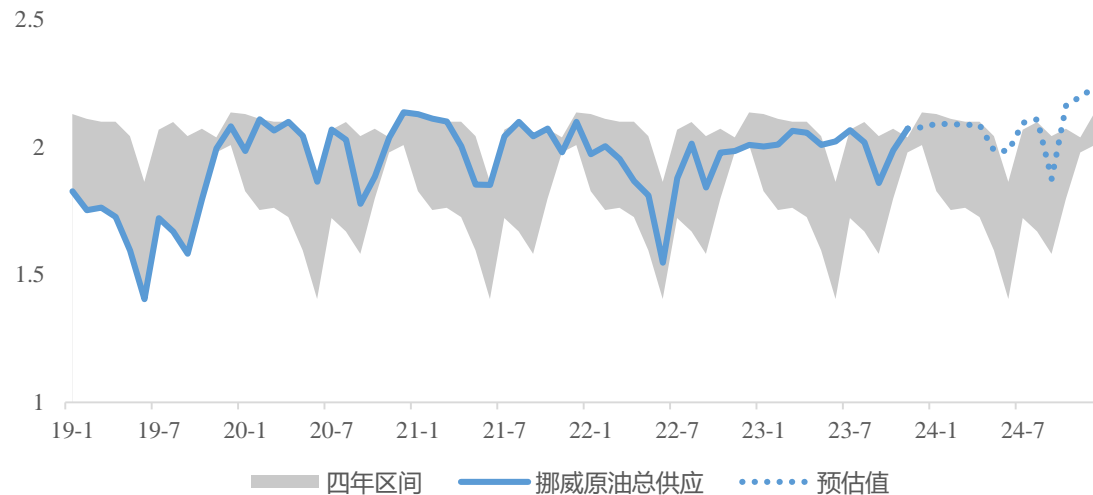
EIA：巴西原油总供应



国家统计局：中国原油产量



EIA：挪威原油总供应



5.1.3.1 OPEC+供应：大部分情况下，OPEC+增减产起到调节市场作用

布伦特原油价格 × OPEC产量占全球产量比重



资料来源：EIA, Bloomberg

与公共认知相反，OPEC+的产量政策在大多数情况下是对市场起到调节作用，由于制定政策以及落实政策需要时间，OPEC+产量出现拐点的时机通常会滞后行情1-2个月。

基于这个理论，我们就很容易理解为什么OPEC+从2022年10月以来的减产行为几乎没有在原油价格上讨到好处。如果不能理解OPEC+大多数增产和减产行为都是顺应需求的变化做出的动态决定，那么就会得出一些似是而非的错误结论。比如OPEC+减产将导致供应萎缩，因此价格上涨。这样的结论在过去14个月中几乎只对了零零碎碎加起来总共4个月左右。

从图中也很容易看出OPEC市场份额与原油价格正相关，即其供应量与价格正相关，而非负相关。为了便于理解，我们将近期OPEC+产量政策与原油市场的关系做一个简单梳理：

2020年前：美国页岩油产量不断增加，OPEC+苦苦减产，市场占有率持续下降，但始终未能成功提振价格。**供应与价格正相关。**

2020年3-4月：OPEC+减产过程中，内部矛盾爆发，沙特与俄罗斯宣布全力生产石油，进行价格战。**供应与价格负相关。**

2020年5月-2022年9月：OPEC+跟随全球经济在经受新冠疫情冲击后的复苏逐步增产。**供应与价格正相关。**

2022年10月-2023年6月：OPEC+跟随全球消费在欧美大规模加息背景下持续萎靡而逐步减产。**供应与价格正相关。**

2023年7月-2023年9月：由于沙特额外减产100万桶/日，导致全球供应紧张。**供应与价格负相关。**

2023年10月至今：由于其他地区原油供应上升，OPEC市场份额下降，叠加需求持续萎靡。**供应与价格正相关。**

综上所述，对于OPEC+产量政策与原油价格之间的关系，我们得出以下结论：

- 1) 大部分时间OPEC+产量政策以配合基本面变化为主，并不主动产生驱动，此时供应与价格正相关
- 2) 少部分时间OPEC+会利用自身产量占全球比重较高，出于自身利益影响市场，形成“人为制造”的供不应求或者供应过剩
- 3) 每次“人为制造”中，几乎都有**沙特**的身影。沙特是OPEC+中产能最高的国家，没有之一，在OPEC+中具有最强大的影响力

5.1.3.2 OPEC+供应：减产带来不断增加的财政平衡需求

IMF：中东中亚原油主产国财政盈亏平衡线

	2023		2024	
	5月预测	10月预测	5月预测	10月预测
阿尔及利亚	112.4	118.3	111.9	145.1
阿塞拜疆	77.0	79.7	78.2	88.4
巴林	126.2	108.3	129.1	96.9
伊朗	351.7	307.4	375.4	317.4
伊拉克	75.8	97.7	76.4	97.9
哈萨克斯坦	99.8	94.4	83.9	99.2
科威特	70.7	64.8	66.3	63.8
利比亚	64.4	68.2	62.2	64.3
阿曼	72.2	54.3	66.4	54.8
卡塔尔	44.8	45.5	41.5	42.2
沙特阿拉伯	80.9	85.8	75.1	79.7
土库曼斯坦	38.1	39.0	40.0	41.0
阿联酋	55.6	56.0	54.8	58.3

OPEC中东主产国的财政收入大多十分依赖原油，该组织的成立也是为了争取其石油收入的利益，打破西方定价的垄断。

我们从IMF最新给出的中东中亚原油主产国财政盈亏平衡线看到，几乎所有参与减产的国家的平衡线较5月均出现了提高，因为市场份额的缩减使得他们需要更高的油价平衡财政支出，科威特是唯一的例外。

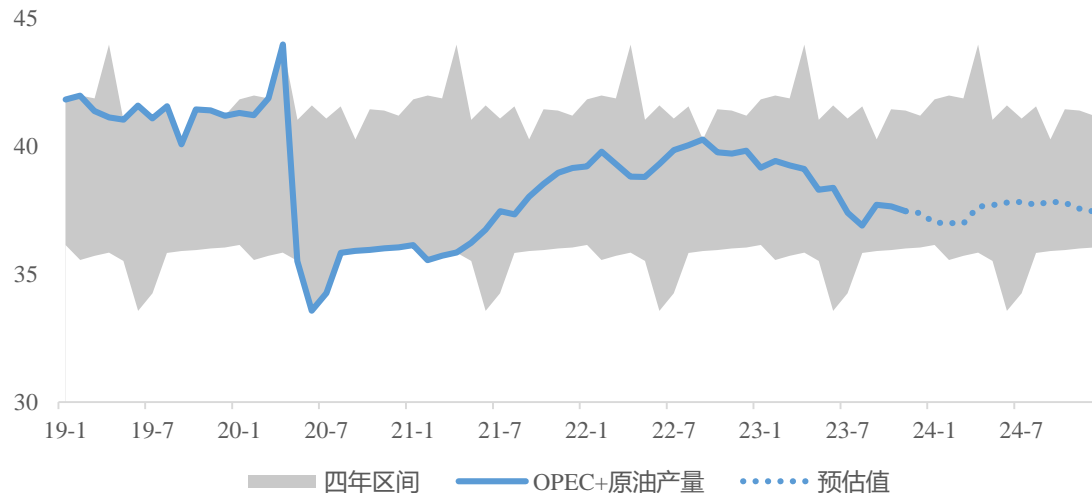
伊朗的平衡线较5月预测大幅下降，这与伊朗今年原油产量和出口大幅增加有关，从反面印证了减产会提高主产国的财政平衡需求。

IMF预计2024年中东最主要主产国的三国（沙、阿、科）财政盈亏平衡线范围在58.3-79.7美元/桶，当前对减产付出最多的沙特的平衡线为最高的79.7美元/桶，而增产呼声最高的阿联酋的平衡线为最低的58.3美元/桶。毕竟即使油价再跌10美元对阿联酋而言依然是财政正收入，何况增产意味着阿联酋可以卖出更多的石油。

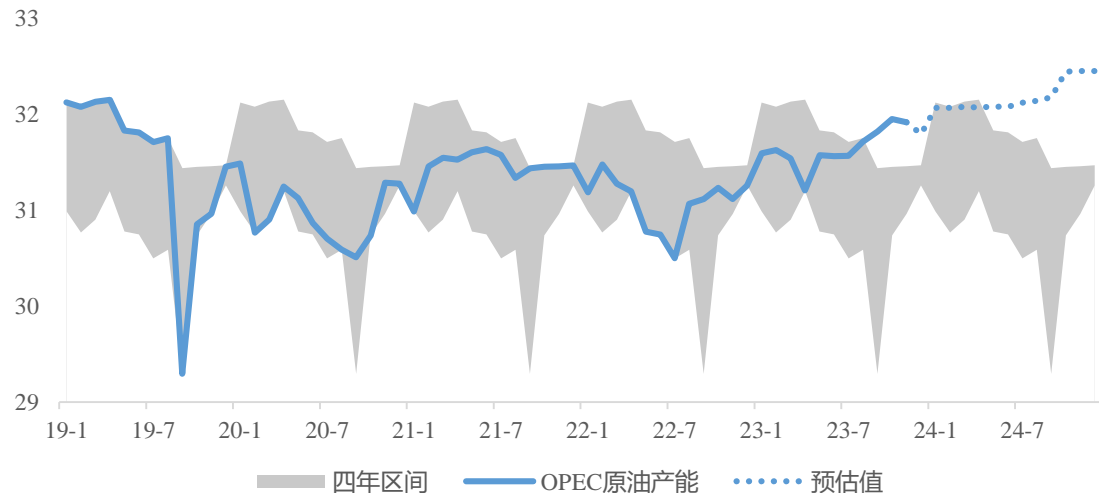
财政盈亏平衡线的提高意味着主产国对油价的需求日益增加，这同时对他们进一步的减产造成了困扰：如果市场份额进一步下降的同时无法换取油价上涨，油价下跌后是否还有进一步减产的必要？这似乎就是OPEC11月会议之后的现实写照。

5.1.3.3 OPEC+供应：减产带来不断增加的剩余产能

EIA: OPEC+原油产量预估



EIA: OPEC原油产能预估



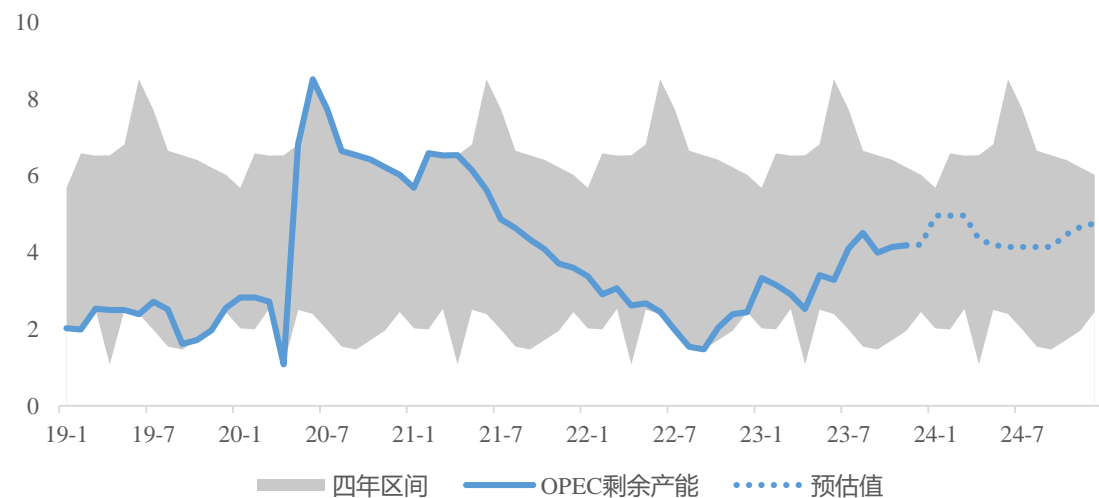
资料来源: EIA

同时, OPEC+不断加深的减产行为的另一个副作用是会使使得OPEC剩余产能持续增加。EIA预计明年OPEC剩余产能将增至450万桶/日, 约为2022年的两倍。

一方面, 剩余产能的增加会使使得OPEC+成员国对减产逐渐抵触, 这意味着本国花大资金投入的油气设施无法完全变现。阿联酋在过去几年就为此非常苦恼, 并且曾在OPEC会议上强硬地抗议其配额与产能不符。2024年沙特也将面临类似窘境, 沙特的新增产能预计将从2024年陆续上线, 推动OPEC整体剩余产能进一步上行。

另一方面, 剩余产能的增加会在将来原油基本面转好的初期阻碍需求向价格的传导, OPEC+在苦尽甘来取消额外减产的初期, 供应端的增量会抵消需求端的利好, 使得上涨过程更加缓慢并充满波折。

EIA: OPEC剩余产能预估



5.1.3.4 OPEC+供应：为什么11月会议的减产不得人心

2024年一季度OPEC+配额（加粗为本次自愿减产国）

OPEC	配额	盟友	配额
阿尔及利亚	95.6	阿塞拜疆	55.1
安哥拉	128.0	巴林	19.6
刚果	27.6	文莱	8.3
赤道几内亚	7.0	哈萨克斯坦	154.6
加蓬	17.7	马来西亚	40.1
伊拉克	421.1	墨西哥	175.3
科威特	254.1	阿曼	79.9
尼日利亚	138.0	俄罗斯	952.8
沙特阿拉伯	900.0	苏丹	6.4
阿联酋	305.6	南苏丹	12.4
OPEC总计	2294.7	盟友总计	1504.5
OPEC+	3799.2		

注：俄罗斯的20万桶/日燃料油减产未统计在内

从去年10月以来的历次OPEC+减产行动中，尽管无法扭转长期走势，但也都曾在短期对市场起到支撑作用。但今年11月OPEC会议后的市场反应是前所未有的。油价当天即下跌，以往惯例的跳空缺口不复存在，会后的上涨时间短到以分钟计数，之后就是流畅的下跌，是什么让11月OPEC会议如此不得人心？

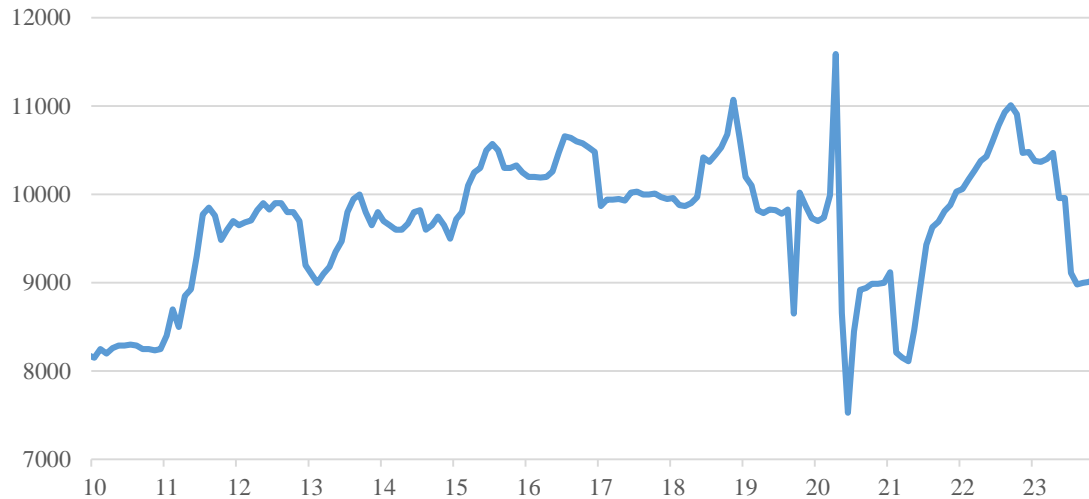
首先是力度，在这次不到220万桶/日的减产具体内容中，有沙特和俄罗斯的130万桶/日是现在已经在做的重复内容，另有俄罗斯的20万桶/日是燃料油，并不是原油，甚至不是原油主要产品的柴油和汽油，把这些扣除掉就只剩不到70万桶/日了。

然后是有效性，在这些国家中，俄罗斯在已有的30万桶/日减产执行率仅有约56%，除了沙特和哈萨克斯坦以外，另外5个国家产量原本就与原来的配额存在一定差距，因此实际产量距离新配额的距离并不如承诺中那么多，甚至阿联酋现在的实际产量已经在明年一季度配额下方，阿联酋无需做任何减产就已经完成了减产。因此实际上的减产力度在所谓的70万桶/日的范围又要大大缩水。

最后是团结性，这也是本次会议最致命的问题。以往OPEC+的减产除了墨西哥和三个OPEC豁免国都是一刀切的，大家根据配额分配同样的比例，要增一起增，要减一起减，十分公平合理。沙特动不动还会搞额外减产给大家发福利，增加减产积极性，因此以往的OPEC+减产基本上还是靠谱的。OPEC+也可以藉此形成预期管理机制和审查补偿机制。但这次我们可以看到只有8个国家参与了减产，这意味着除了墨西哥以外的其他11个国家，这次沙特使唤不动了。这次仍在减产的国家是还愿意损己利人的，但这样的先例一旦开启，如果未来油价还得不到改观，仍然能够坚持“自愿”减产的国家可想而知只会越来越少。如此，所谓的预期管理和审查补偿也就无从谈起了。OPEC+能否持续愉快地玩耍都成了问题。

5.1.3.5 OPEC+供应：沙特的态度是2024年原油供应端最大的变数

沙特原油产量



资料来源：Bloomberg

由于减产联盟中盟友支持不够，导致联盟不欢而散，对于沙特而言这种情形并非没有先例，更不是什么久远的历史故事。2020年3月我们就有幸见证沙俄价格战，双方全力增产叠加新冠疫情一度导致美国原油跌入负区间，变相狠狠地打击了美国页岩油行业。以致于现在都有阴谋论认为沙俄价格战实际上是双方共同推动的行为，针对的正是不断增产，但是生产成本较高的美国页岩油。

现在沙特陷入了类似的困境，从努力程度而言，沙特通过减产已经将自身产量压制到900万桶/日的低位，放在过去十多年里都是相当低的存在。2020年3月沙特上一轮放弃治疗之前都没那么努力过，当时其产量约980万桶/日。从团结性而言，除了中东最核心的主产国以及俄乌冲突后逐渐铁杆的俄罗斯和哈萨克斯坦，已经没有什么国家愿意响应进一步减产的号召了。从原油价格而言，自从10月至今，原油已经连续下跌超过20美元/桶了，甚至相当的跌幅还是在11月会议做了额外减产之后产生的。

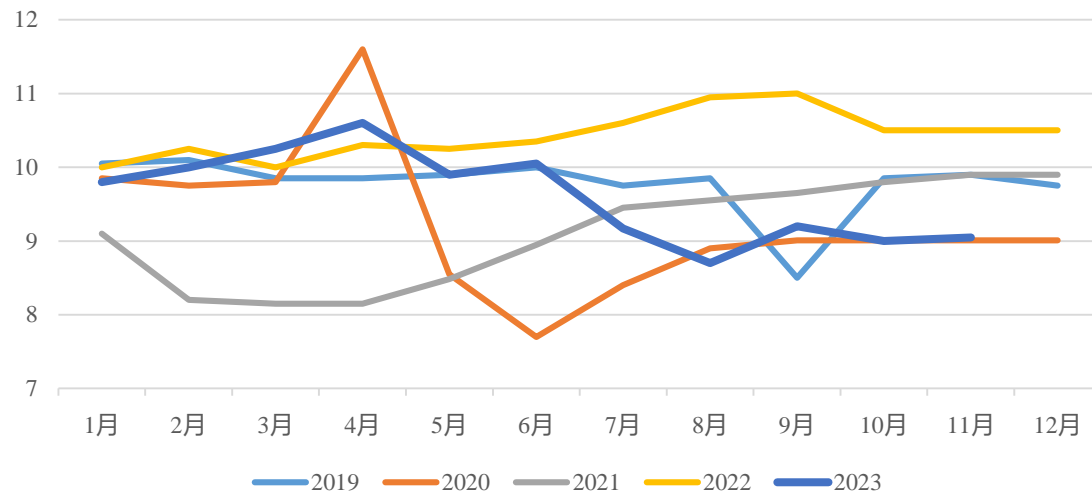
为什么沙特还没有放弃减产呢？我们认为这是多方面因素决定的。从平衡线角度看，当前布伦特油价仍在75美元/桶附近，距离沙特财政盈亏平衡线不远，尚不到自暴自弃的程度，出于OPEC报告对未来需求美好的预期，沙特仍有足够的继续观望的空间。从战略角度而言，今年增产最厉害的非OPEC+国家主要是美国、巴西、挪威、中国，其中美国的兼并模式产量难以持续大增，巴西即将被OPEC+纳入其中，挪威体量较小，中国几乎完全自用，只要未来尽可能将增长点纳入组织内部，比如巴西即将在明年1月加入，就能够一定程度上抵御非OPEC+国家产量增加的影响，没必要在这时候采取会严重破坏组织内部关系的行动。从效果角度，美国页岩油商经过了新冠疫情后持续地稳健运营，通过维护现金流的1.0模式和兼并重组的2.0模式充实自己，当前财务状况已经比2020年的时候健康得多，对于外部价格风险的承受能力大大增加，要想像2020年那样通过行业竞争冲击页岩油行业，效果会弱很多。因此不到万不得已的时候，沙特大概率不会采取如此得不偿失的极端行动。

但不可否认的是，沙特是有能力做出改变全球原油市场格局的国家，其目前积累的剩余产能已经高达300万桶/日，随着新设备上线剩余产能会进一步增加。在俄罗斯原油供应扰动已经基本退出市场视野的背景下，沙特供应无疑是2024年市场最大变数。而变数发生的必要条件，是需要油价进一步大跌。这更可能发生在美国经济进一步下滑，或者OPEC+明年一季度减产出现事故的情景假设之中。

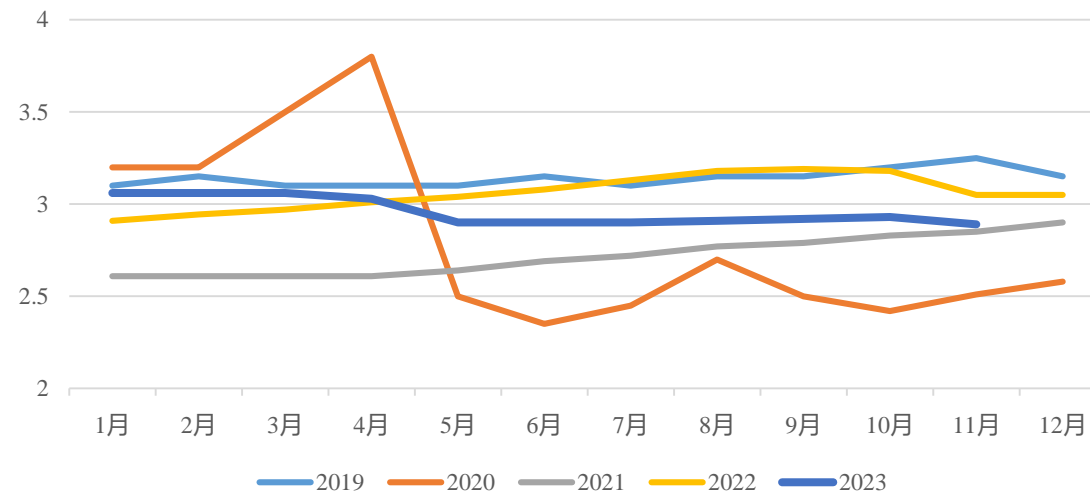
结合宏观部分，我们在沙特供应的总结性观点是，尽管自己已经够努力，队友实在不给力，油价走势也很让人泄气，但对于未来还有些许幻想，苦日子还能接着熬。只是美国经济最好不要衰退，不然这可能会导致油价大跌，成为压死骆驼的最后一根稻草。

5.1.3.6 OPEC+供应：EIA相关数据

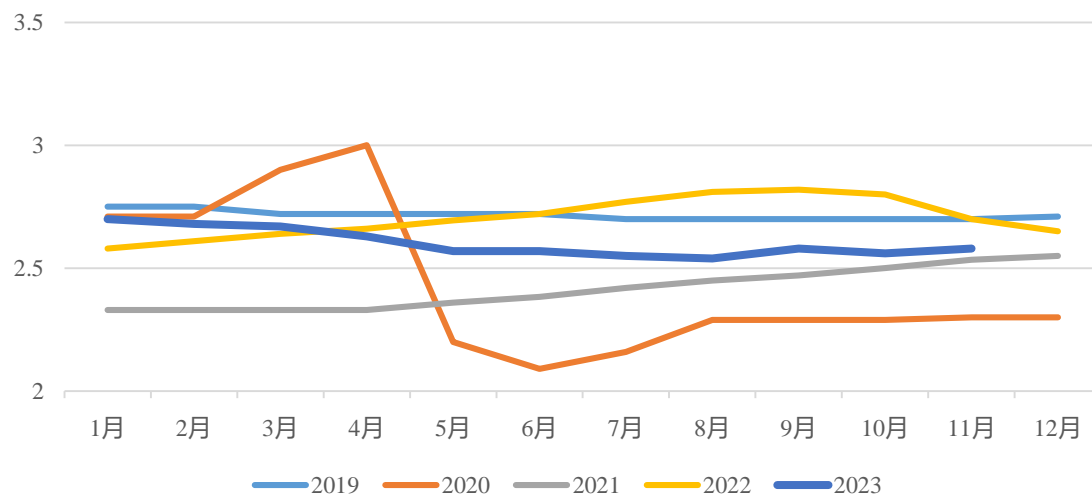
沙特阿拉伯原油产量



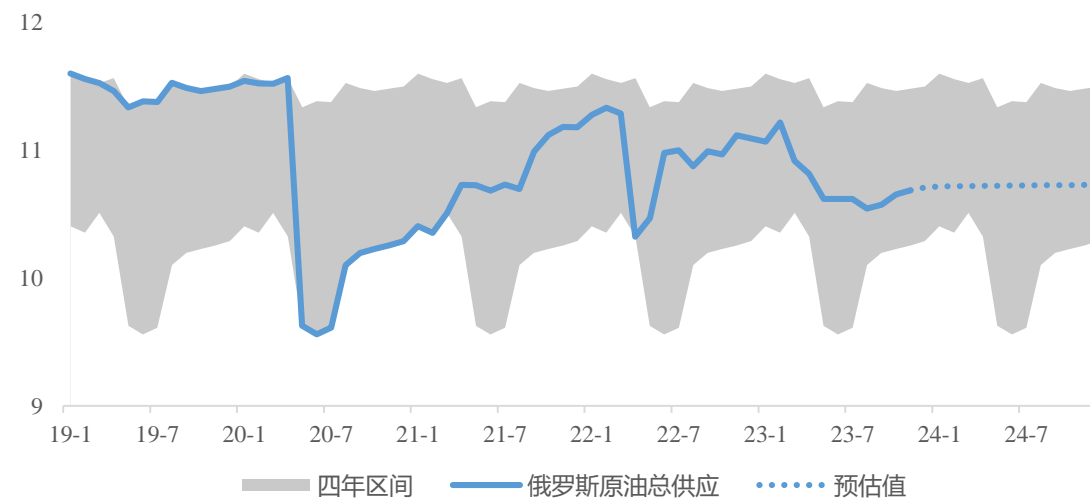
阿联酋原油产量



科威特原油产量

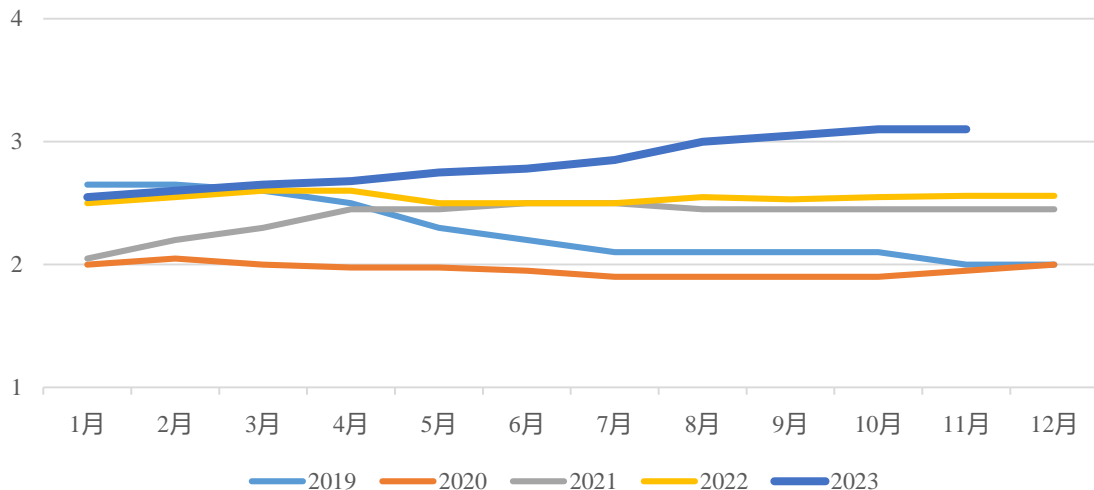


俄罗斯原油产量预估

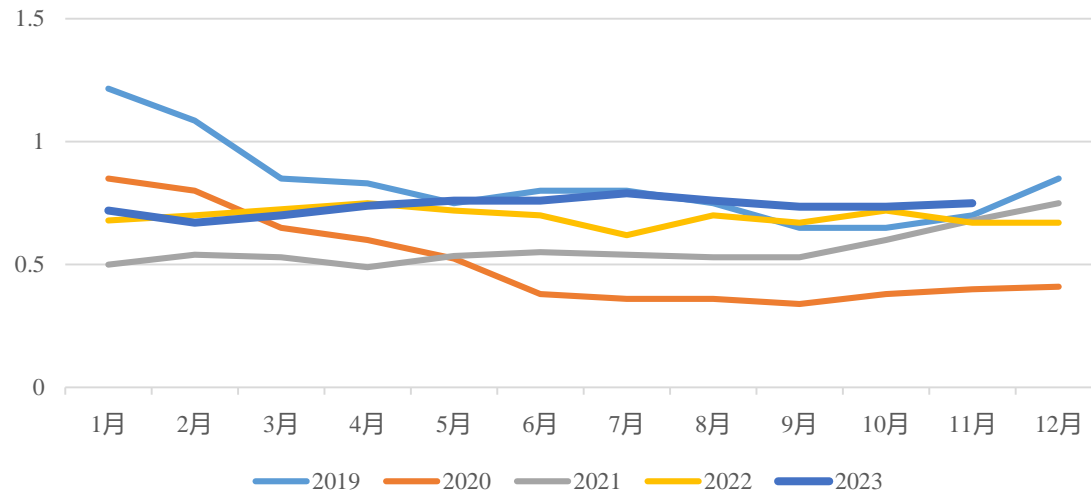


5.1.3.7 OPEC+供应：减产豁免国可能增产

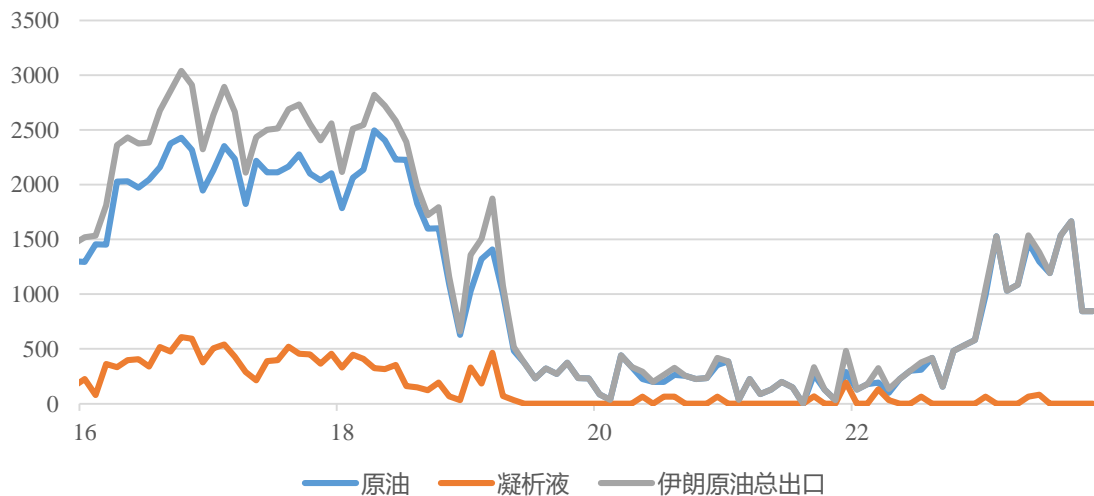
伊朗原油产量



委内瑞拉原油产量



伊朗原油总出口量



今年，在欧美加紧对俄罗斯原油制裁的同时，美国制裁大棒的老客户：伊朗和委内瑞拉迎来了明面上或者暗地里的松绑。欧美担心原油价格飙升侵害自己的利益，因此只对最刺头的俄罗斯下手，放缓对老对手的制裁。正所谓，敌人的朋友是我朋友？？

今年前10个月伊朗原油出口增至126万桶/日，较去年同期增加了101万桶/日，或者翻了5倍。伊朗产量增长则远没有那么迅速，因此伊朗出口强度主要取决于其浮仓剩余库存量。但如果油价持续下跌，使得美国不再那么担心油价上涨，伊朗在今年被美国默许的出口增加在明年存在不确定性。

委内瑞拉通过国内民主化换取了美国放松制裁的承诺，相对来说明年增产的确定性更高一些，但由于委内瑞拉长期缺乏资金投资油气行业，明年短时间内产量增速预计依然有限。

减产豁免国潜在的增产也加剧了沙特调节油价的头疼程度。

综上所述，OPEC+在过去14个月持续不断而且日益增加的减产努力下都未能挽回油价，本质上已经充分证明了全球需求疲软。**可以说，OPEC+减产是当前油价仍能勉强维持在中东主产国盈亏平衡线附近的全部理由**，如果没有这些减产，供应过剩应当早就使得原油价格跌穿当前区域。

然而，在2024年，OPEC+减产将面临更多的挑战：

- 首先，在美国尚未正式确认经济软着陆之前，全球需求底部仍无法确认，潜在的宏观风险对市场的逆风情绪持续存在；
- 其次，非OPEC+国家和OPEC豁免国产量仍有望上升，这会加大OPEC+减产平衡市场的难度；
- 最后，OPEC+在11月会议已经向市场展现了其内部裂痕，在延期召开的会议中，仍然只有19个减产国（除去OPEC豁免三国以及墨西哥）中的8个国家同意减产。在沙特当前产量看起来已经很难进一步减产的情况下，如果其他国家不共同分担一些责任，市场将难以对OPEC+形成有效的信任，这正是OPEC会议后油价持续下跌的根本原因。

当然，OPEC+明年也可能收到欧美的助攻，比如在油价下跌过多后，美国再次开始战略收储或者加大对敌对国家俄罗斯和伊朗的制裁管控，这会一定程度上减轻OPEC+的减产负担。

不过总体而言，接下来OPEC+每一个时间节点的选择都很关键，市场会入木三分地剖析OPEC+未来减产内容中的水分，减产形式中的不确定性，以及OPEC+内部整体的团结稳定性。11月OPEC会议就由于细节没做好，至今没有得到市场认可，其额外减产要真正对市场产生积极影响，可能至少也要等到明年减产期间通过实际行动证明。因此，明年一季度市场将主要检验其减产执行度，3月开始将检验OPEC+的二季度产量政策，之后每个减产周期的执行度和下个减产周期的决定，对于OPEC+而言都很关键。

相对来说明年上半年对OPEC+的挑战更为集中，其局面也更为艰难，稍有不慎则满盘皆输。至于下半年环境能否有所改善，还得取决于全球经济能否触底企稳，以及非OPEC+国家产量有没有出现超预期增加的情况。

因此从另一个角度而言，尽早把这些不安定因素也纳入组织对于OPEC+也很关键。目前全球非OPEC+主要产量增长点中，中国、美国和挪威加入OPEC+的意愿相对较低，巴西已经官宣将在明年1月加入，圭亚那是另一个可以争取的国家。OPEC对明年的供应增长预测中，圭亚那仅次于美国排在第二。如果OPEC+能够尽早吸纳这些国家，并尽早将其纳入减产行列（巴西虽然加入，但不参加一季度的额外减产），那么对其未来的工作开展无疑会更加有利。

国内需求：

从绝对值看，今年国内原油需求环比进一步提高，但实际上更多来源于成品油出口增加带来的额外炼油需求。尽管摆脱疫情管控措施以来，我国城市拥堵状况恢复到正常水平，但由于新能源汽车的大幅扩张，挤压了油车的汽油消费。

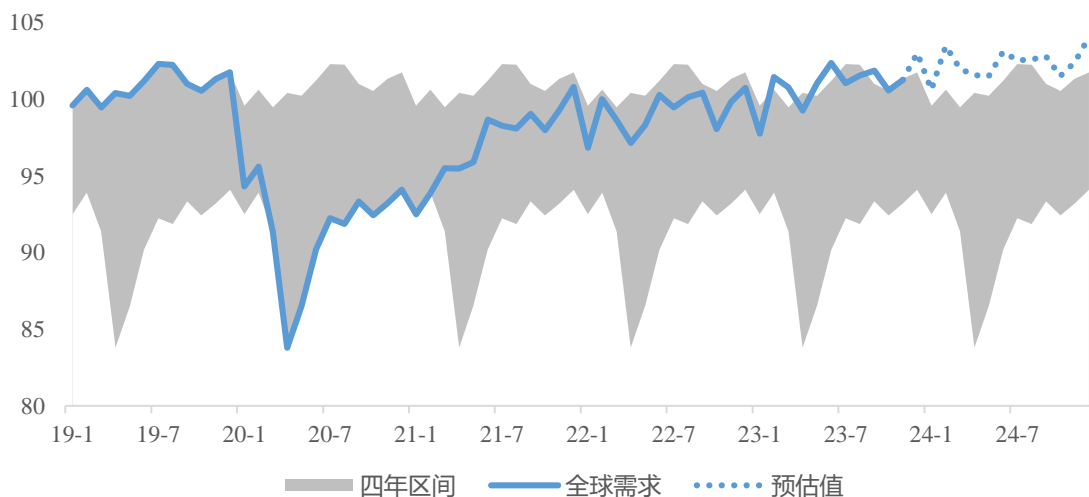
海外需求：

从美国原油市场的消费结构看，同样存在出口增加的情况。但美国成品油出口增加，更多是欧洲不再从俄罗斯进口成品油带来的需求缺口缘故，并非海外需求扩张。美国的高利率环境已经对相对刚性的汽油消费产生压制，而西方疲软的制造业PMI可能对未来柴油需求形成压力，除非美国成功实现软着陆，不然需求端的压力将持续存在。

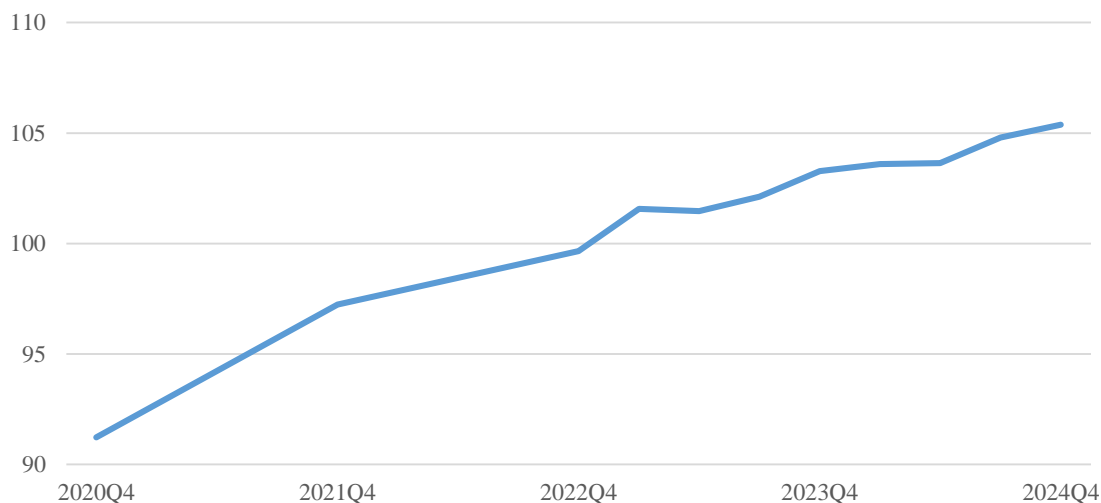
逐步依赖外需本质上是需求疲软的体现：

从中国、美国，包括印度市场可以发现，今年这些全球主要原油消费国的出口比例出现了明显增加，从表面数据上提振了本国需求。但实际上美国和印度的出口主要是俄油制裁后的转嫁，欧洲疲软的经济并不构成需求增长点，刨开这些需求，我们只看到了中美自身需求的疲软。

EIA：全球原油需求预估

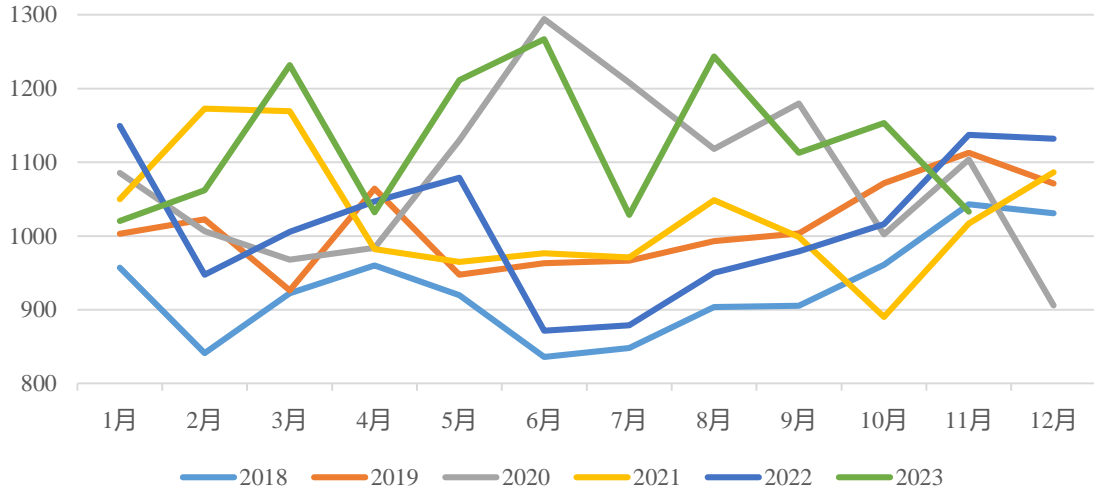


OPEC：全球原油需求预估

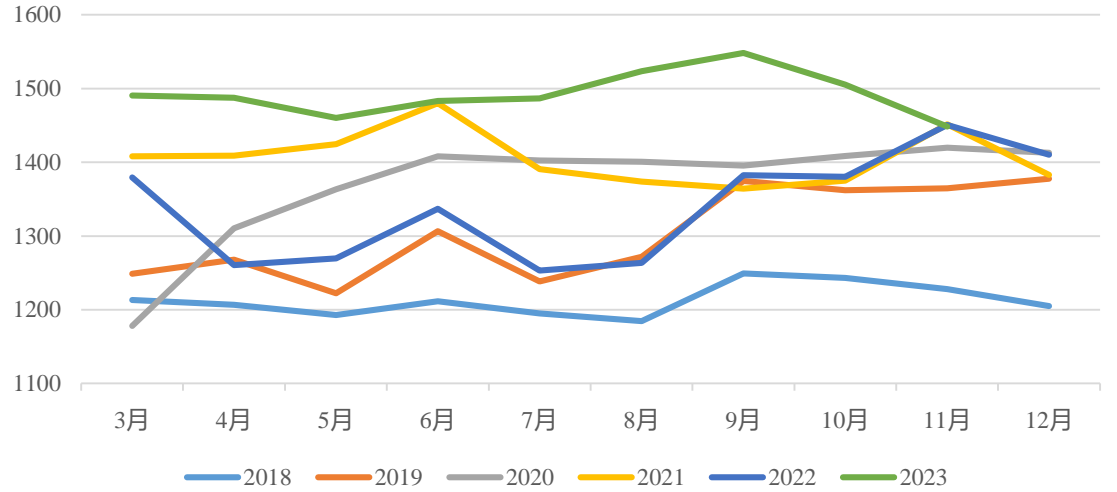


5.2.1.1 国内需求：风助火势，成品油出口配额增加助力国内原油需求上行

中国原油进口



中国原油加工量



资料来源：同花顺

随着2023年我国不再执行原先的疫情清零封锁政策，国内原油需求的恢复顺理成章。无论从进口量还是从实际炼油量都可以看到明显的改善。

除了国内需求的增长，今年增加的成品油出口配额也提供了额外的炼油需求，使得实际需求数据看起来愈发可观。

不过需要注意的是我国需求对于出口配额的依赖度增加，内需贡献占比减少。在四季度出口配额即将用完之际，我国炼油利润快速下降，原油进口和加工量都出现了一定程度的萎缩。

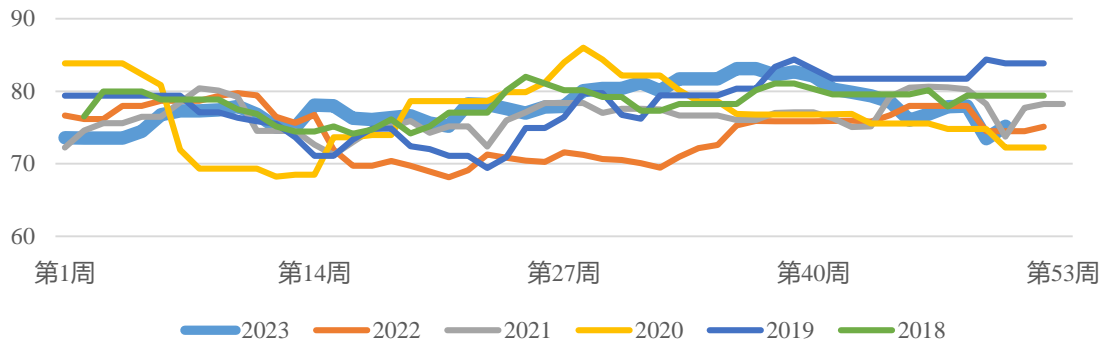
内需方面，摆脱封控政策困扰后，今年国内航班数量大幅增加支撑航煤消费，但更大头的汽油消费受到了新能源汽车发展的冲击，不幸的是，这种冲击在新能源转型的大环境下很可能是永久性的。

中国成品油出口配额

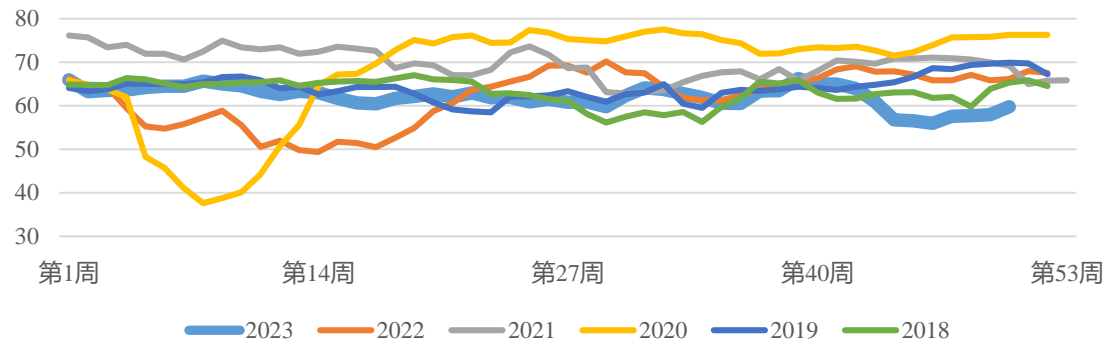
	成品油	低硫船燃	总计
2023	3999	1400	5399
2022	2250	1675	3925
同比	+1749	-275	+1474
同比	+77.7%	-16.4%	+37.6%

5.2.1.2 国内需求：利润对开工率影响较为明显，利润与油价、出口配额充裕程度有关

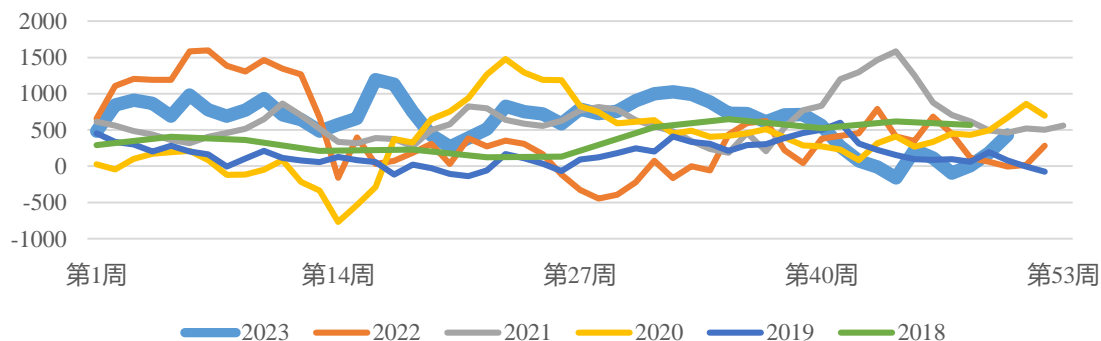
中国主营炼厂开工率



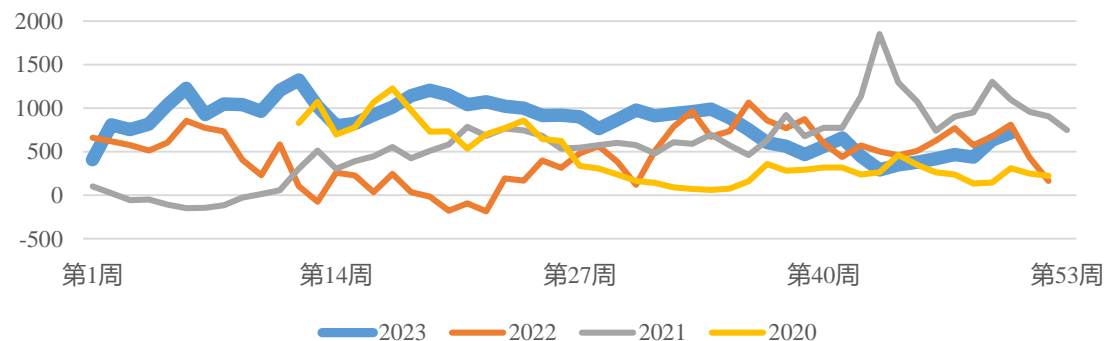
中国地炼开工率



中国主营炼厂炼油毛利



中国地炼炼油毛利



资料来源：钢联数据

炼厂炼油毛利对开工率的影响较为显著，油价本身和出口配额充裕度对炼油利润都有所关联。

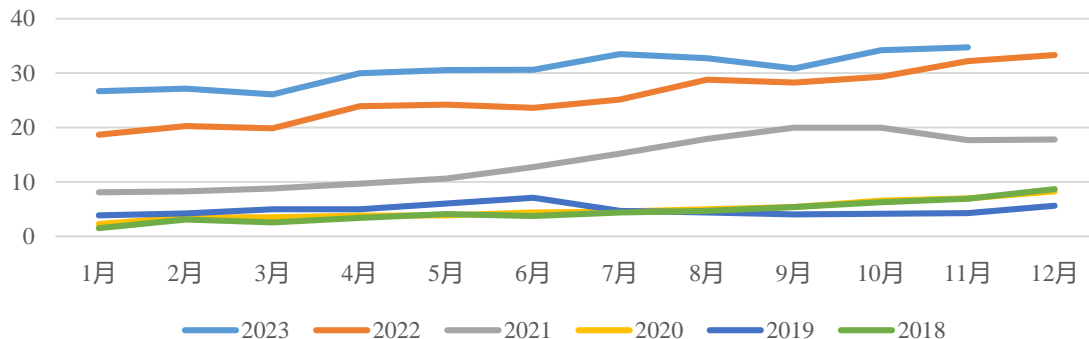
上半年欧美银行业危机爆发时，国际油价处于全年最低位置，此时炼油利润也处在全年最高位置。

三季度随着沙特减产，国际油价持续走高，而年内炼厂炼油利润在三季度承压最为严重。

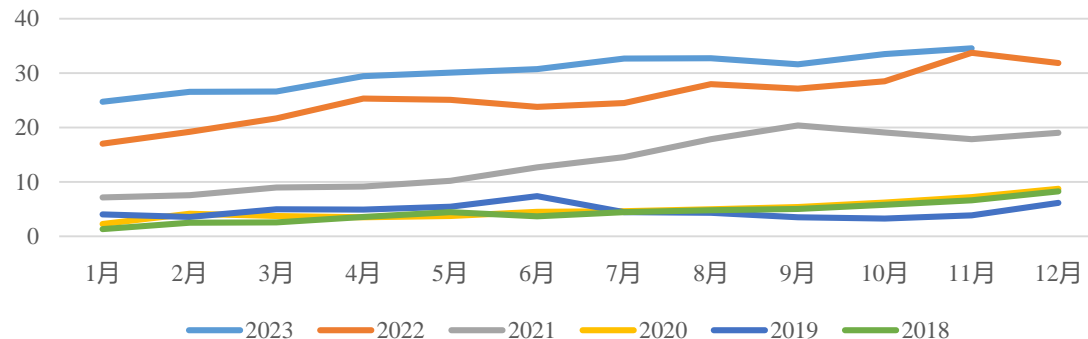
四季度虽然国际油价回落，但出口配额所剩无几导致国内库存走高，挤压了炼油利润，倒逼炼厂开工下降。不过随着国际油价持续下跌，近期国内炼油利润有所修复。

5.2.1.3 国内需求：新能源汽车对传统汽油需求的冲击

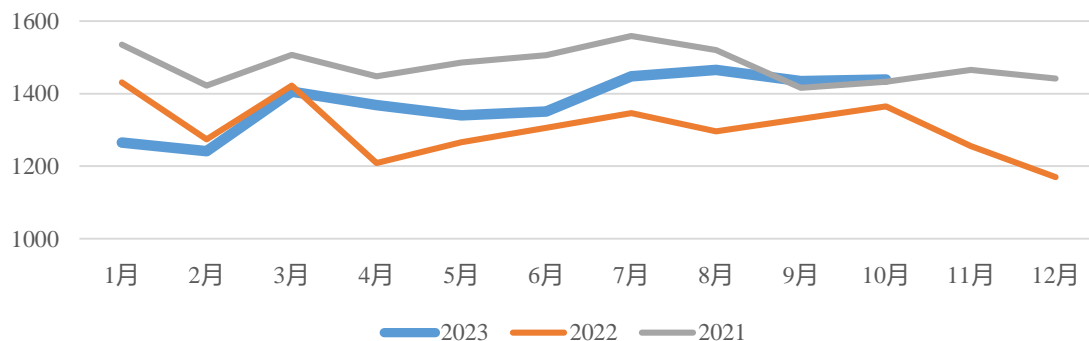
新能源汽车产量占市场份额



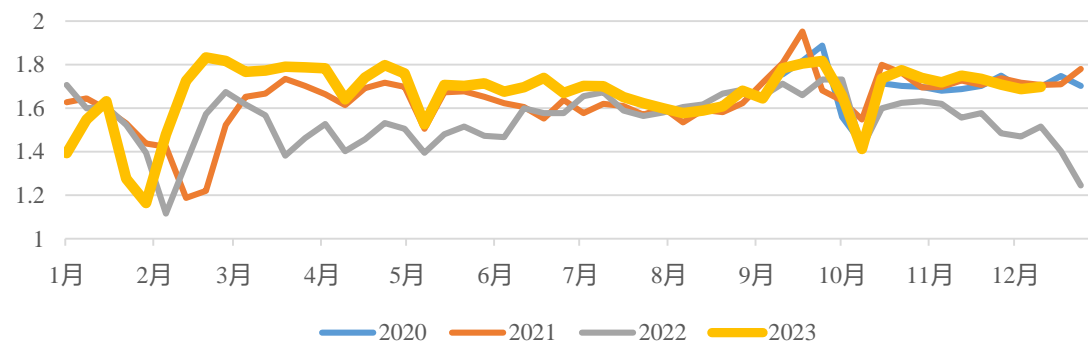
新能源汽车销量占市场份额



中国汽油表观消费量



北上广深平均拥堵延时指数



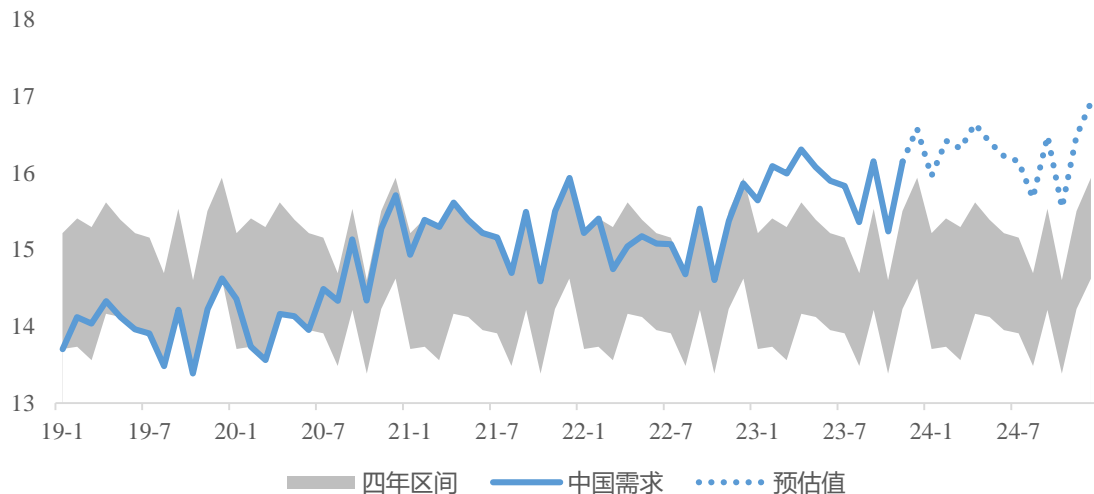
资料来源：钢联数据

尽管2023年中国不再为了防控新冠疫情采取封控措施对于原油最主要下游的汽油消费是一大利好，但随着新能源汽车在过去三年中持续不断地蓬勃发展，其市场份额已经从三年前的不到十分之一迅速增加到如今的将近三分之一。由于新增的新能源汽车比例增加，而淘汰的汽车大多为传统能源汽车，因此虽然今年道路出行情况已经几乎完全恢复正常，实际上带动的汽油表观消费量总体尚不及2021年同期。

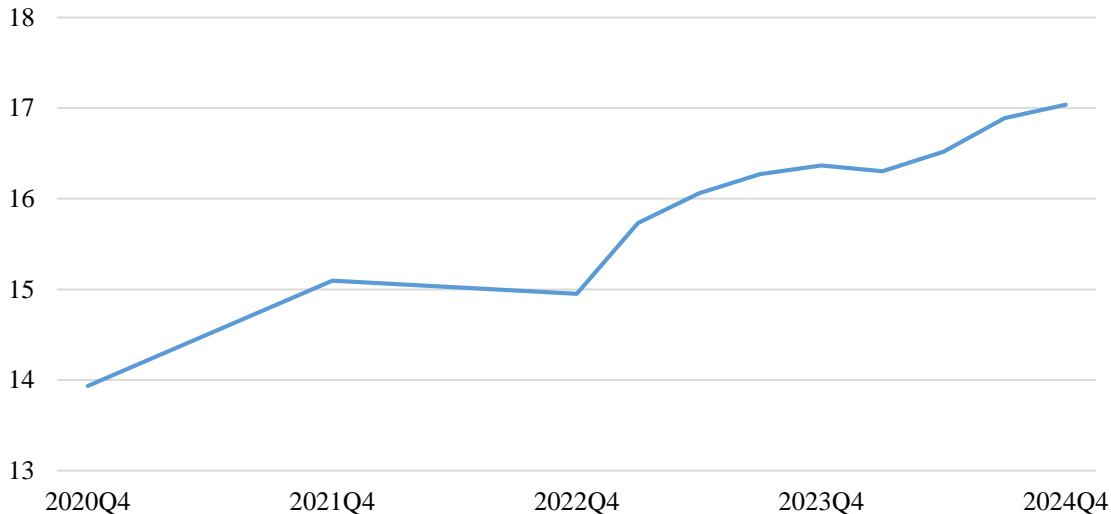
随着大势所趋的清洁能源转型蓬勃发展，其未来市场份额的持续扩张步伐预计势不可挡，而这种行业趋势将会给汽油消费带来永久性损害。

5.2.1.4 国内需求：2024年百尺竿头更进一步

EIA：中国需求预估



OPEC：中国需求预估

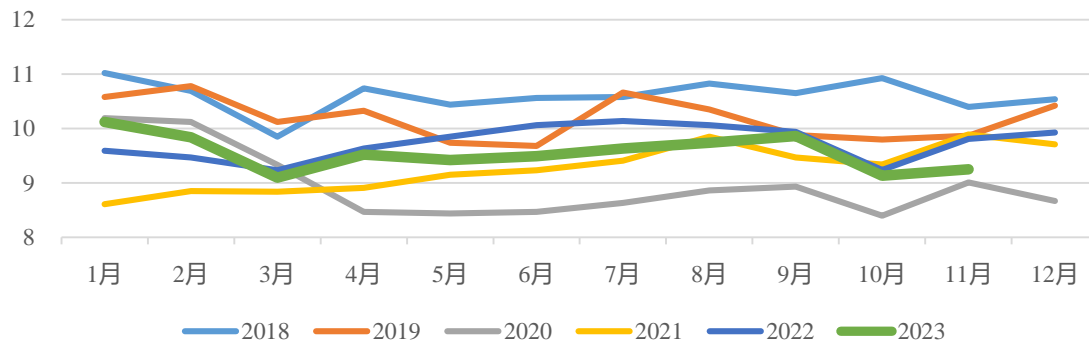


资料来源：EIA、OPEC

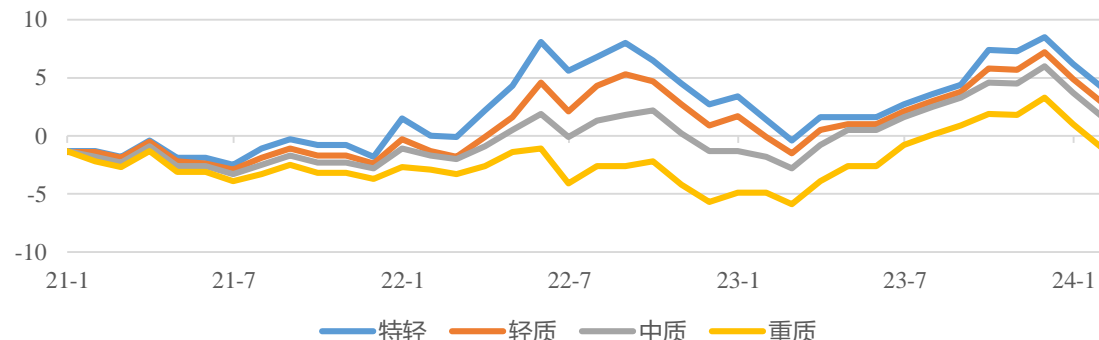
我们认为今年中国原油需求有望进一步增长，无论是自然增长还是经济持续疲软下受到刺激政策激励后出现增长。但是增速受到汽油需求永久性流失影响，以及2022年低基数效应不再为数据本身提供贡献，会出现一定放缓。EIA最新报告中预计明年中国原油总消费大约1624万桶/日，超过今年的1588万桶/日，环比增加36万桶/日，或者2.23%。OPEC则预计明年中国原油总消费大约1669万桶/日，超过今年的1611万桶/日，环比增加58万桶/日，或者3.60%。综合两家机构观点，明年中国原油需求大概率进一步增长，但增速放缓。

5.2.2.1 欧洲需求：加息周期下需求持续萎靡

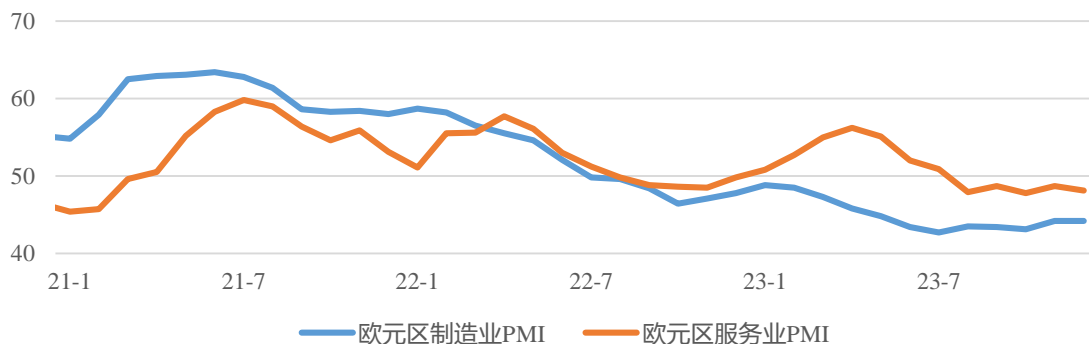
欧洲十六国炼厂炼油量



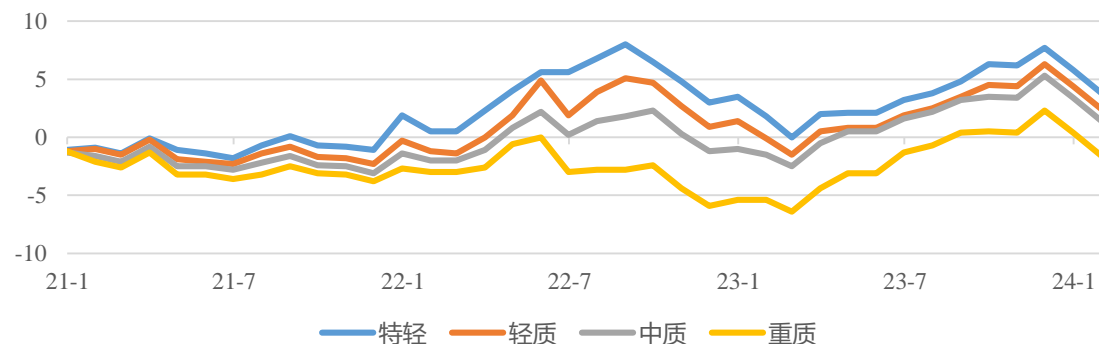
沙特OSP：西北欧



欧元区PMI持续萎缩



沙特OSP：地中海



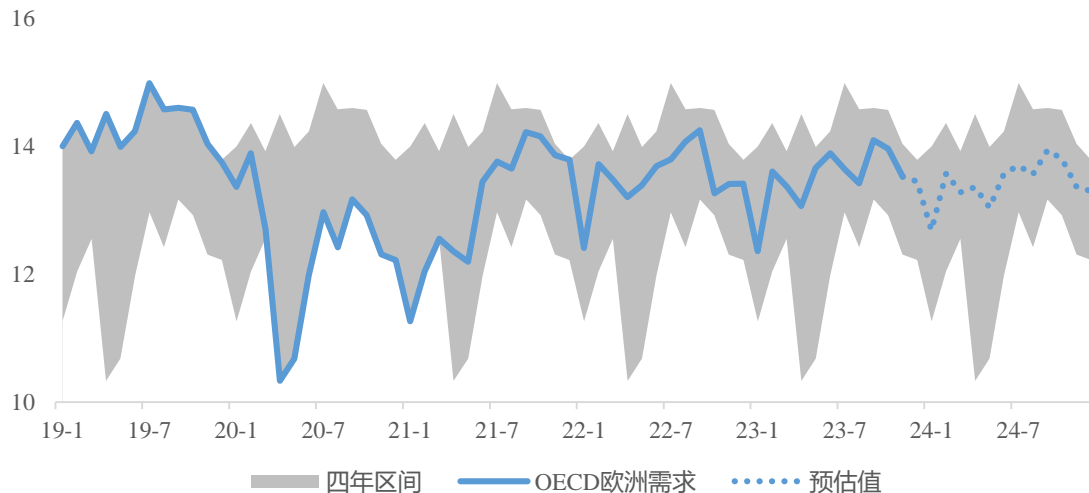
资料来源：钢联数据

2023年，随着欧元区为了抗通胀持续加息，欧元区经济压力显著，制造业持续萎靡，服务业也不似美国坚韧，折射至欧洲炼厂炼油量的需求处于过去五年中间偏低位置。今年前11个月，欧洲十六国炼厂炼油量约955万桶/日，较去年下降1.8%，较新冠疫情前的2019年下降6.0%。

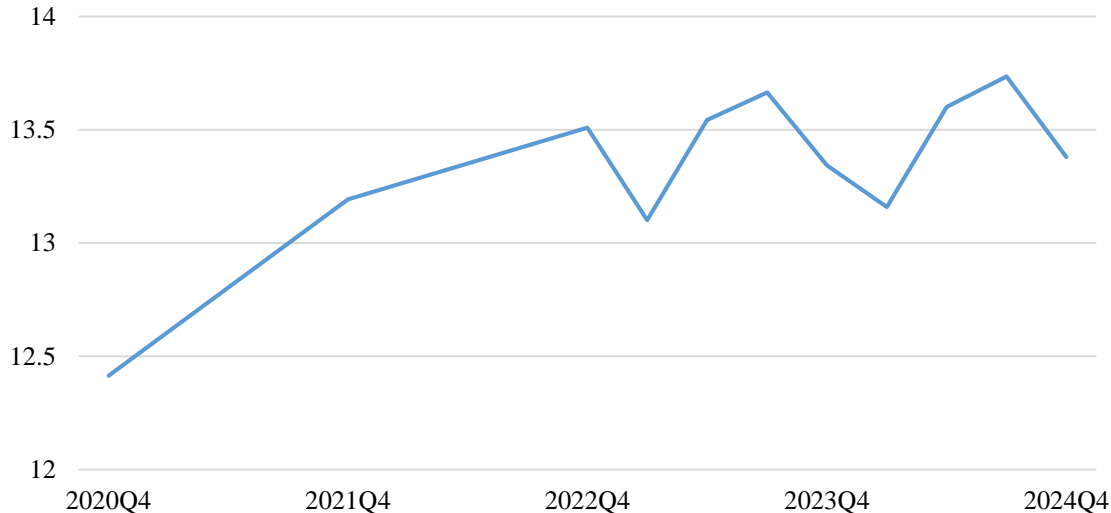
在欧洲大部分国家仍然维持禁止原先第一大进口国俄罗斯原油输入之际，沙特在11月和12月连续2次大幅调降该地区原油官方售价升贴水，暗示该地区需求进一步下降，区域原油价格竞争趋于激烈。

5.2.2.2 欧洲需求：2024年预计变化不大

EIA: OECD欧洲需求预估



OPEC: OECD欧洲需求预估



资料来源: EIA、OPEC

在最新的欧央行会议上，欧央行以及欧央行行长拉加德仍然维持鹰派论调。拉加德表示不应因通胀下降而放松警惕，根本没有讨论过降息。欧洲央行大体上一致认为，降息时间将晚于金融市场目前的预期。

欧央行持续的紧缩态度将持续限制欧元区国家原油需求增长，即使在2024年欧央行转鸽并且降息，实际作用到原油消费端由于政策落地的延迟性还需要更久。因此我们对于2024年欧洲需求持谨慎悲观态度。

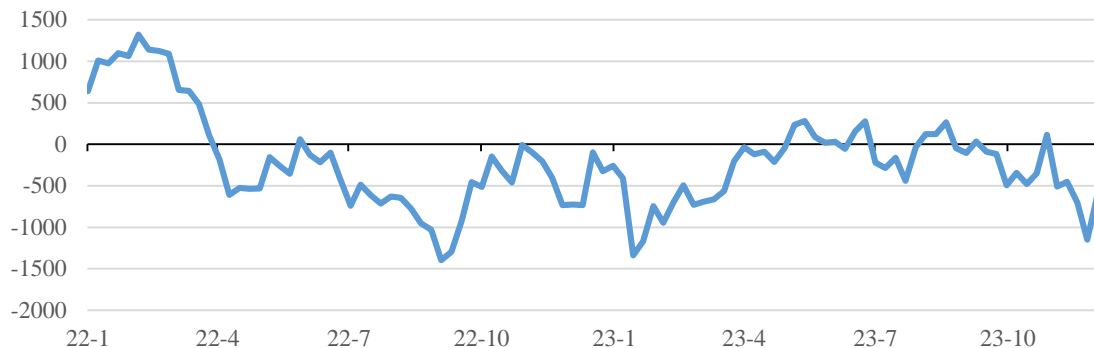
EIA最新报告中预计明年OECD欧洲原油总消费大约1343万桶/日，不及今年的1351万桶/日，环比下降7万桶/日，或者0.53%。

OPEC则预计明年OECD欧洲原油总消费大约1347万桶/日，超过今年的1341万桶/日，环比增加6万桶/日，或者0.41%。

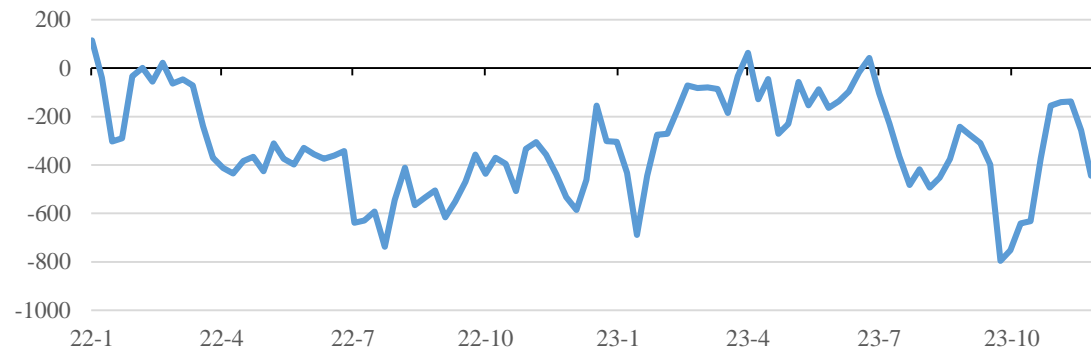
综合两家机构观点，明年欧洲原油需求与今年相比不会出现较大变化，主要还是关注欧央行何时转鸽，以及降息后何时对经济起效，尤其是制造业数据。

5.2.3.1 美国需求：美联储加息对美国终端需求的压制

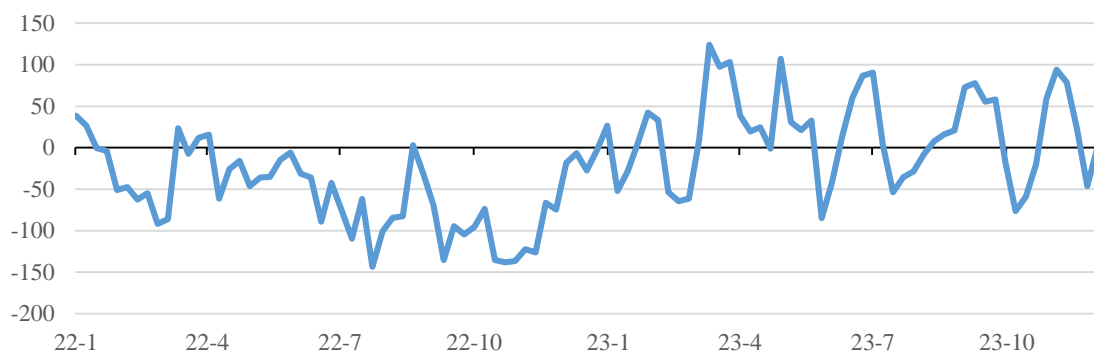
美国原油终端需求超季节性



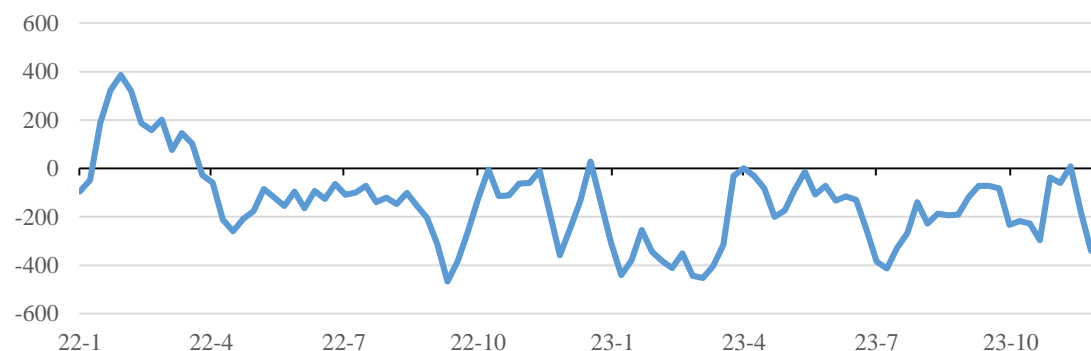
美国汽油消费超季节性



美国航空煤油消费超季节性



美国馏分油消费超季节性



资料来源：EIA

通过将美国高频需求数据与同期比较（排除2020年），美国原油终端需求在今年下半年逐渐失去活力，具体而言：

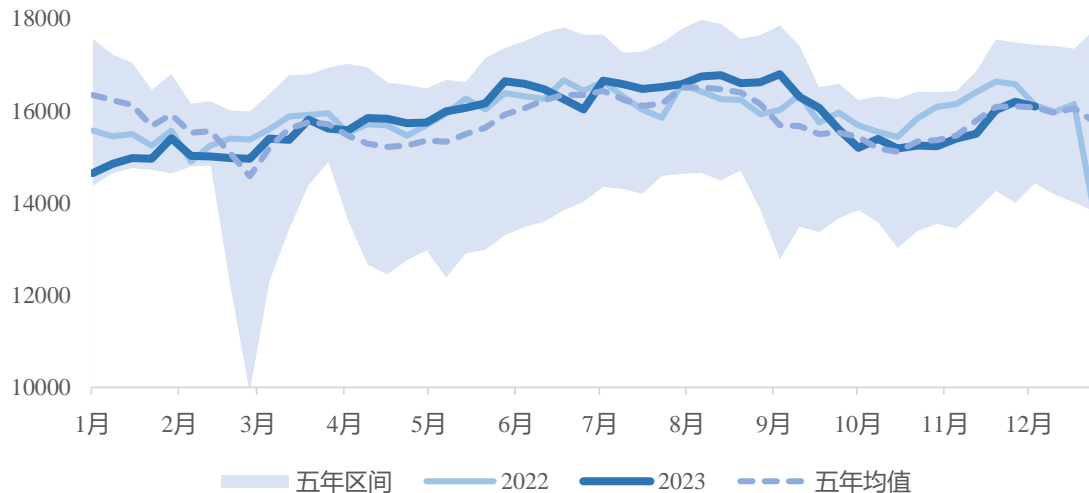
驾车是美国人出行首选，因此汽油是相对刚性的需求。去年汽油消费曾经随着原油价格不断走高带动汽油价格走高被扼杀。到了今年，在油价和汽油价格都低于去年的背景下，因为美国加息影响，一度出现了较去年更大的倒退，折射出美国人消费能力的下降。

在美国相对疲软的制造业影响下，具有工业属性的馏分油消费全年处于超季节性萎缩区间。实际上，这个现象从去年第一次加息后不久就已经成为常态。

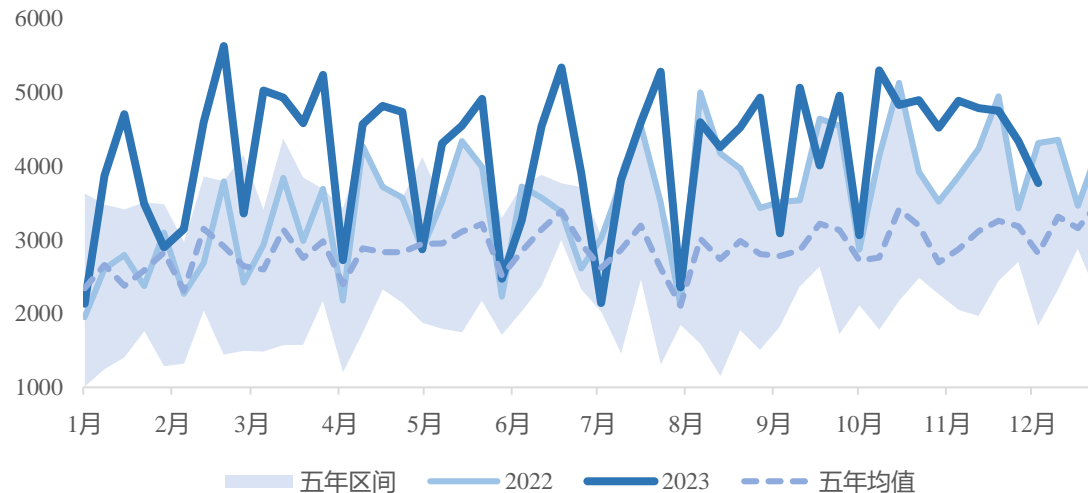
美国航煤消费以及轻烃类消费好于往年，是终端总需求不那么难看的重要贡献因素。

5.2.3.2 美国需求：内需不足外需补（原油篇）

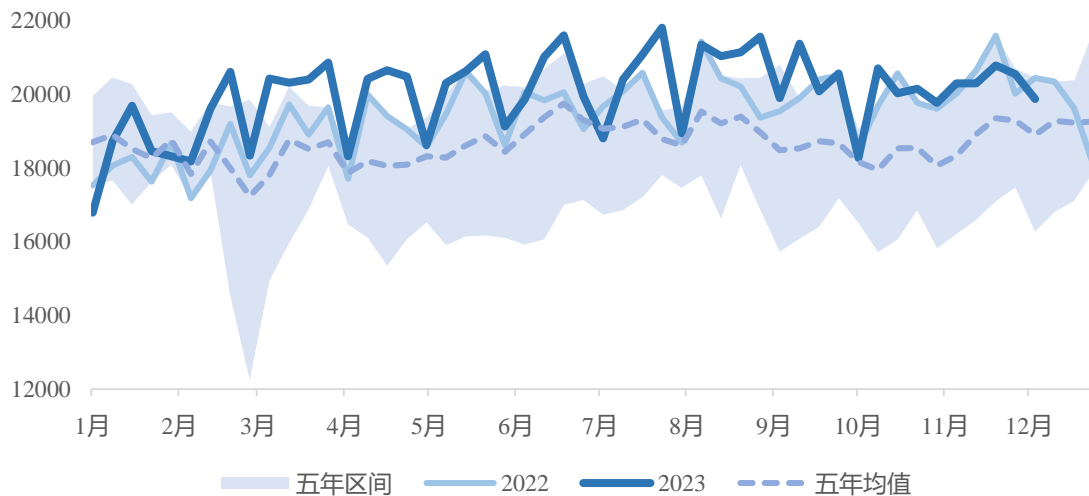
美国炼厂炼油量



美国原油出口量



美国炼厂炼油量+出口量



从今年的美国炼厂炼油量数据看，能够与之前美国终端需求超季节性匹配，总体上均处于受到宏观紧缩政策的压制状态，这在下半年随着流动性不断下降，美国终端需求受到影响逐渐放大后体现得更为明显。

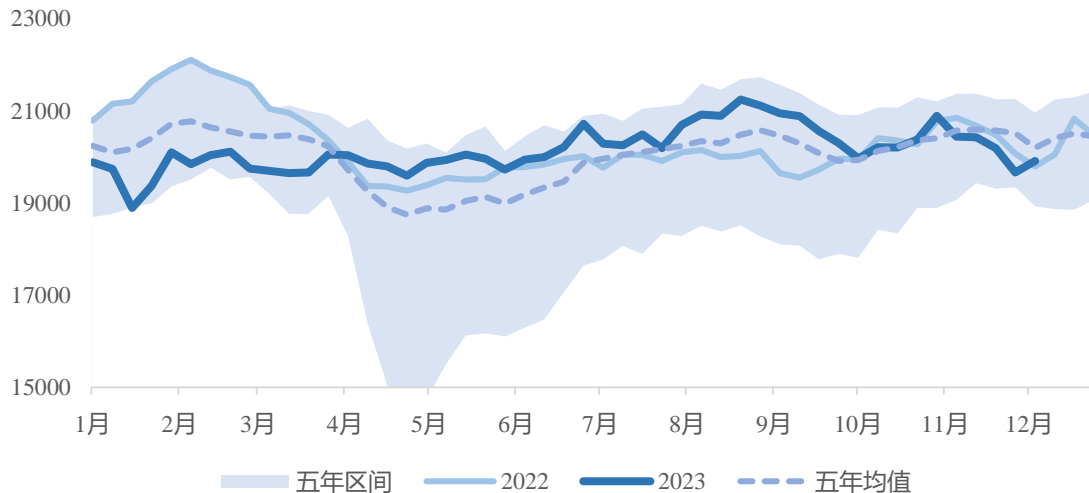
由于欧美对俄罗斯原油禁运，使得欧洲失去了原先第一大原油供应商，这部分缺口就需要从全球其他各地递补。显而易见的是，美国原油出口量自去年3月以来出现了长足而可观的增长。

因此，内需不足外需补，在欧洲替代进口需求的帮助下，美国的原油总消耗量（自用+出口）克服了国内的疲软，总体仍能维持强劲势头。

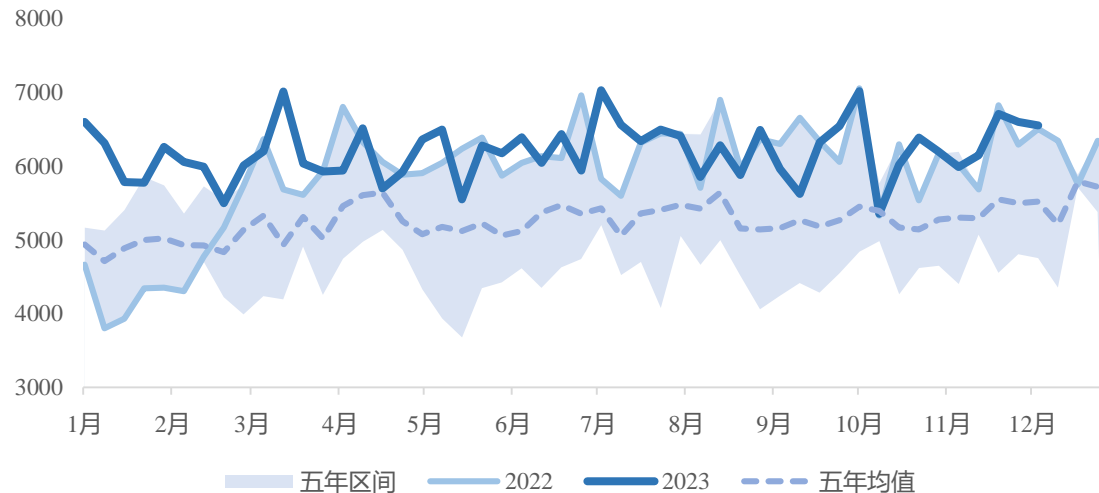
截止EIA更新到12月8日的数据，今年美国炼厂炼油量同比下降10万桶/日，或0.65%；出口量同比增加69万桶/日，或19.70%；总计增加59万桶/日，或3.02%。

5.2.3.3 美国需求：内需不足外需补（精炼产品篇）

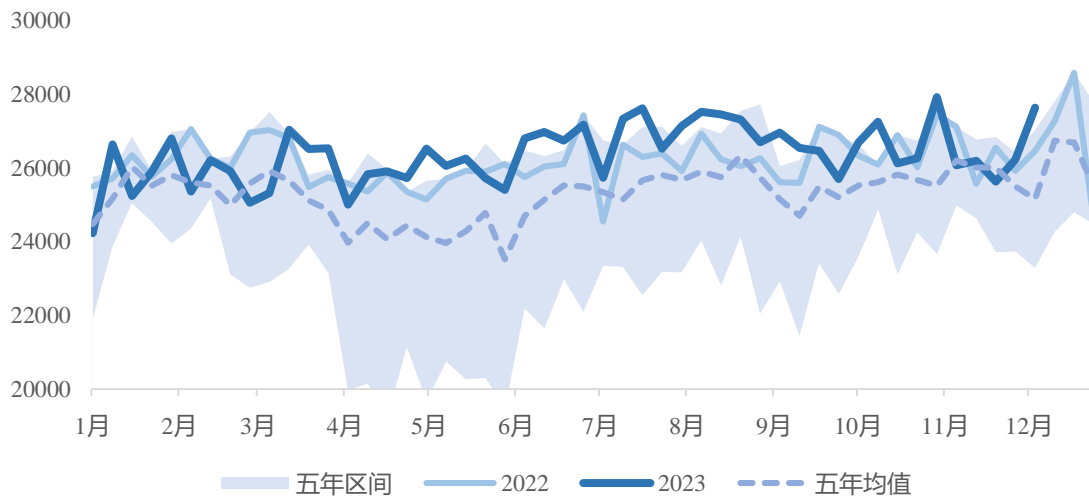
美国精炼产品表观消费



美国精炼产品出口量



美国精炼产品内需+外需



由于类似原因，美国精炼产品需求呈现出与原油一样的特征，即内需不足外需补，在欧洲替代进口需求的帮助下，美国的成品油总消耗量（自用+出口）同样克服了国内的疲软，总体仍能维持强劲势头。

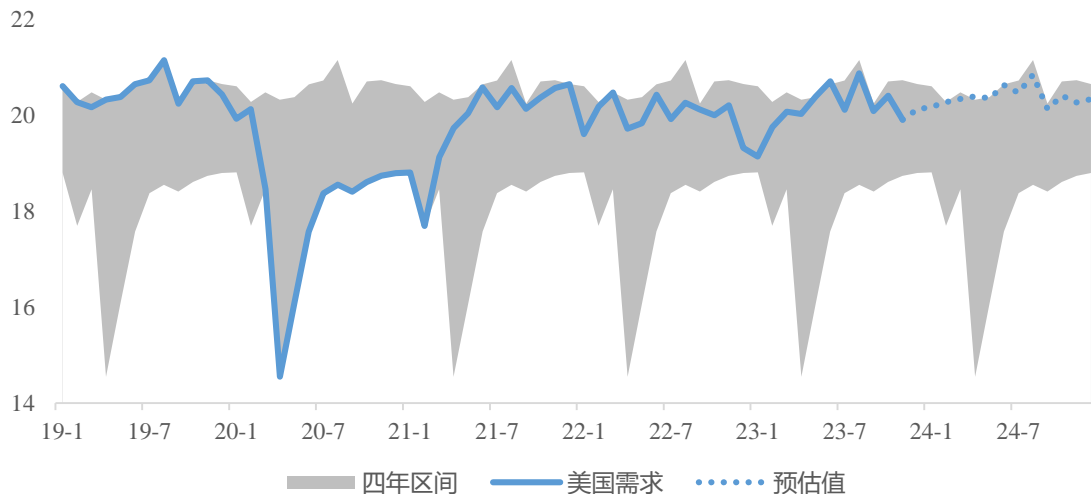
截止EIA更新到12月8日的数据，今年美国精炼产品消费量同比下降15万桶/日，或0.75%；出口量同比增加32万桶/日，或5.52%；总计增加20万桶/日，或0.77%。

和中国一样的是，外需也在美国的原油需求中扮演了越来越重要的角色。**但和中国不一样的是**，中国的内需是增加的，而美国的需求是减少的；中国的外需也是增加的发展中国家，而美国的外需主要来自于替代需求增加，实际需求停滞的欧洲。印度的外需（柴油出口）在俄乌冲突后也因此得到长足发展。

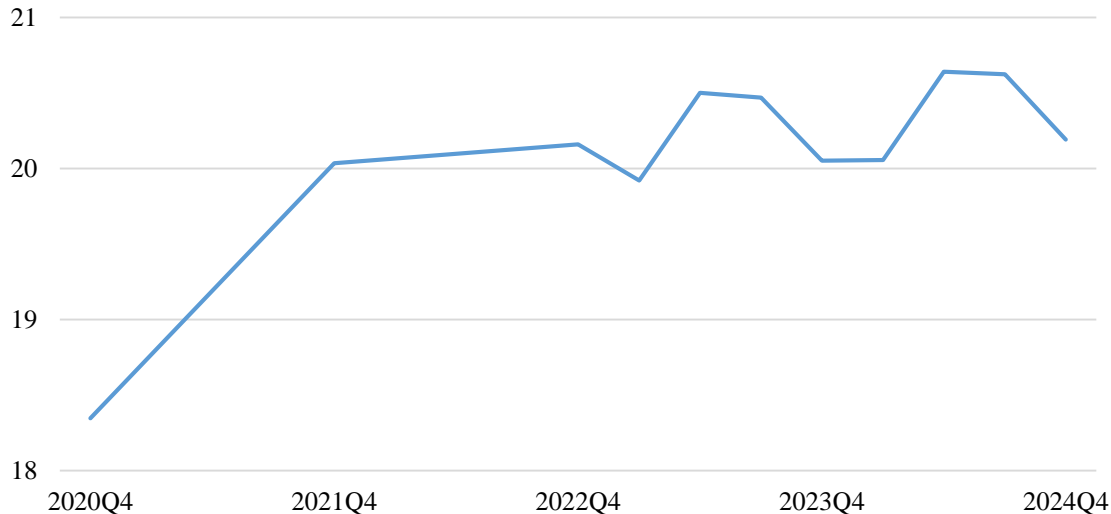
无论如何，全球主要消费国都越来越依赖外需这种事情本身就是需求疲软的体现。

5.2.3.4 美国需求：2024年预计变化不大

EIA：美国需求预估



OPEC：美国需求预估



资料来源：EIA、OPEC

在最新的美联储会议上，美联储的表现比市场预期的更为鸽派，这可能对原油需求前景带来利好，但实际上由于宏观经济政策对于实体经济影响的滞后性，实际需求明显好转可能至少也要需要等到降息的几个月后才会发生。

除此之外，制造业的疲软叠加新能源汽车转型，也将一定程度上拖累美国原油需求增长。不过由于欧美持续对俄罗斯制裁，美国原油出口，尤其是精炼产品出口，其加工行为发生在美国炼厂，相当于额外需求，会从另一个维度为美国需求增长保驾护航。

EIA最新报告中预计明年美国原油总消费大约2039万桶/日，超过今年的2014万桶/日，环比增加25万桶/日，或者1.25%。

OPEC则预计明年美国原油总消费大约2038万桶/日，超过今年的2024万桶/日，环比增加14万桶/日，或者0.70%。

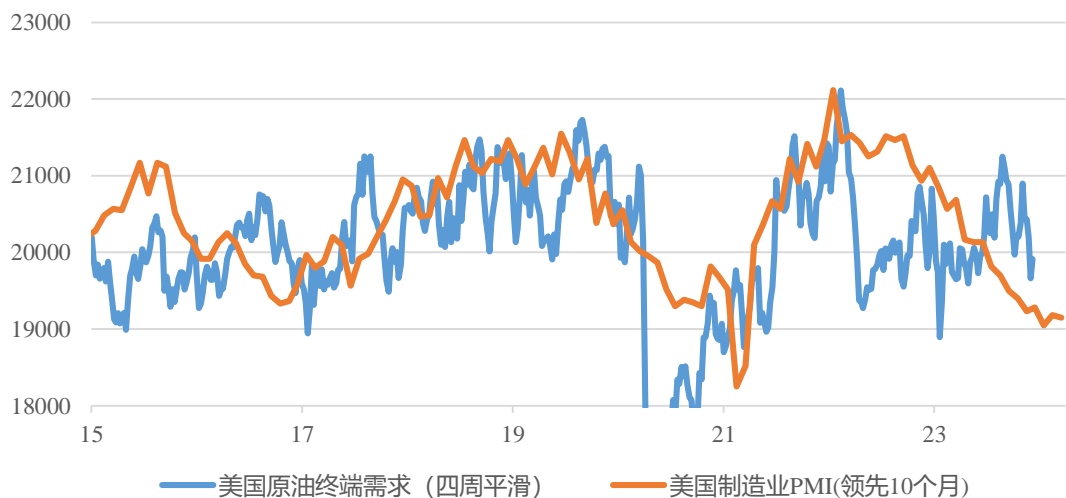
综合两家机构观点，美国原油需求总体维持增长，但增速较为缓慢，主要还是关注美国经济能否软着陆，制造业数据能否超预期，以及降息后何时对终端需求数据造成切实反应。

5.2.4.1 制造业数据疲软可能对柴油消费造成伤害（美国篇）

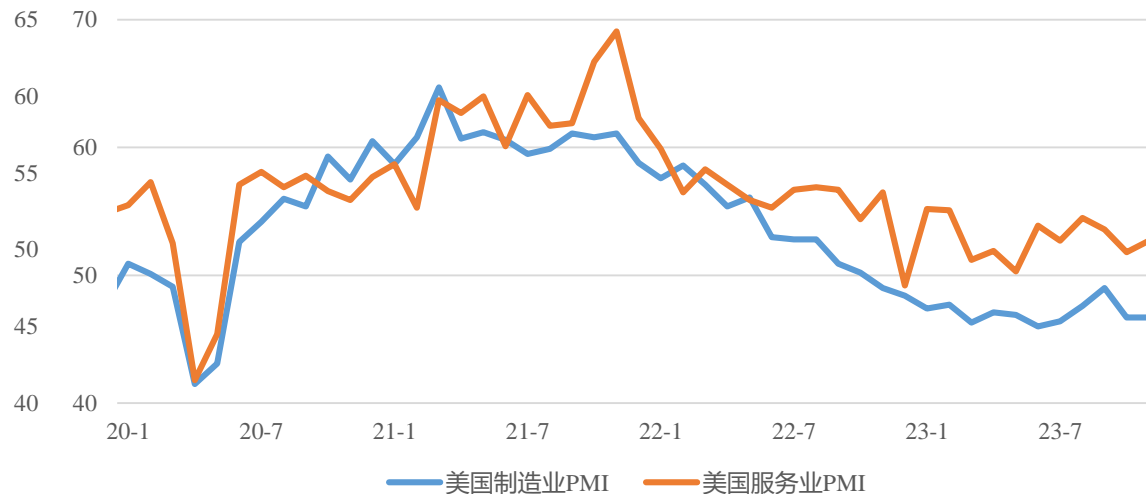
美国馏分油消费 × 美国制造业PMI（领先3个月）



美国原油终端需求 × 美国制造业PMI（领先10个月）



美国PMI



本轮美国在加息周期中存在软着陆预期，主要依赖服务业的坚韧表现，制造业相对表现惨淡，乏善可陈。

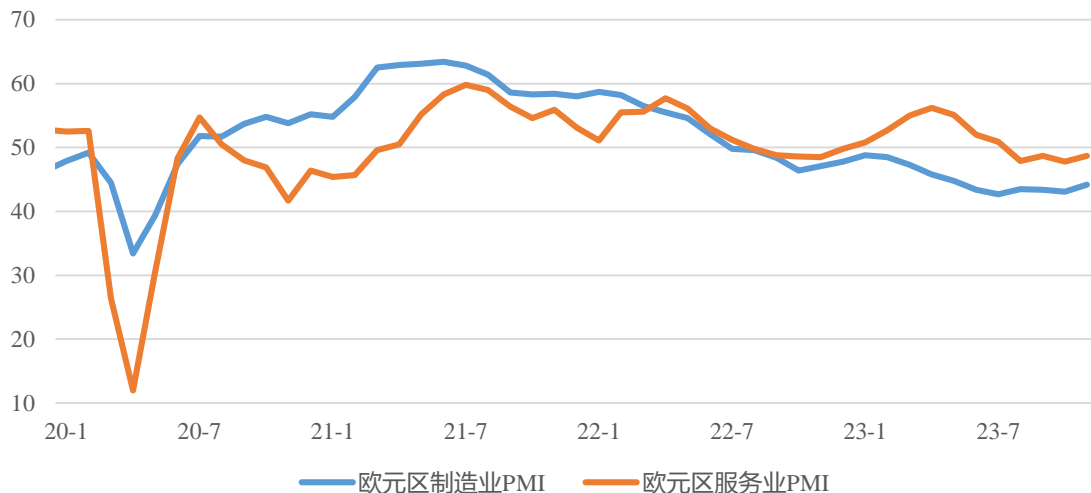
但从映射到原油需求角度，制造业与工业，和占据馏分油绝大部分体量的柴油之间具有息息相关的作用，并且往往可以决定原油需求的变化周期。

即使对应到原油整体终端需求，制造业都是一个较为强相关的领先指标，其相关性只在疫情期间表现不佳。因为疫情导致的封锁政策对服务业破坏更为严重，传递到与服务业关联度更大的汽油和航空煤油消费，而这两个消费通常而言，具有较为刚性的属性，因为汽油是美国人出行的首选——驾车的需求。

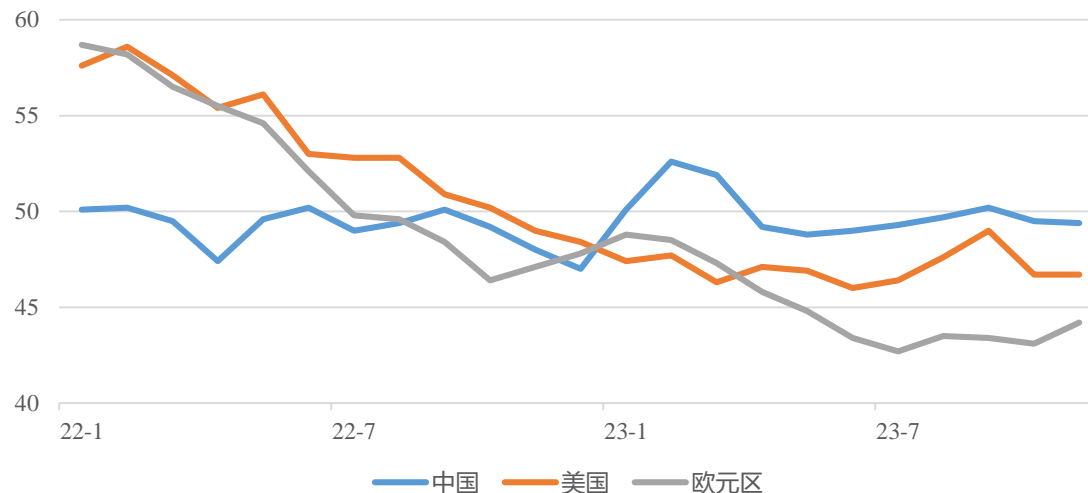
因此，在后疫情时代的现在和将来，制造业对于原油消费的影响力和意义都是十分重要的，而美国持续疲软的制造业可能会损及馏分油乃至原油整体需求的下一步走向。

5.2.4.2 制造业数据疲软可能对柴油消费造成伤害（其他地区篇）

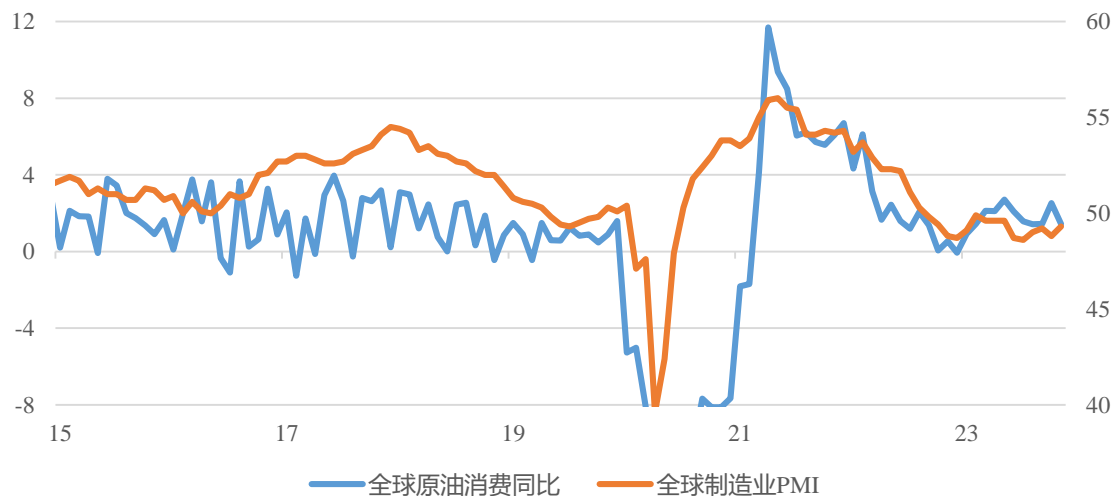
欧元区PMI



全球主要地区制造业PMI



全球原油需求同比 × 全球制造业PMI



同样的逻辑，在制造业数据更为疲软的欧洲，柴油需求乃至原油需求可能受伤更深。制造业疲软不仅会对欧洲自身原油需求产生伤害，美国出口需求也有可能被殃及池鱼，从而对逐渐更依赖外需的美国炼油行业造成伤害。

相对而言国内制造业景气指数相对较高，国内需求结构的主要矛盾在于新能源汽车的井喷式发展。

总体而言，对于三大机构看好的明年需求增长而言，制造业PMI如果能够越早地企稳，就可以越早地给予市场关键信心。

反之亦然。

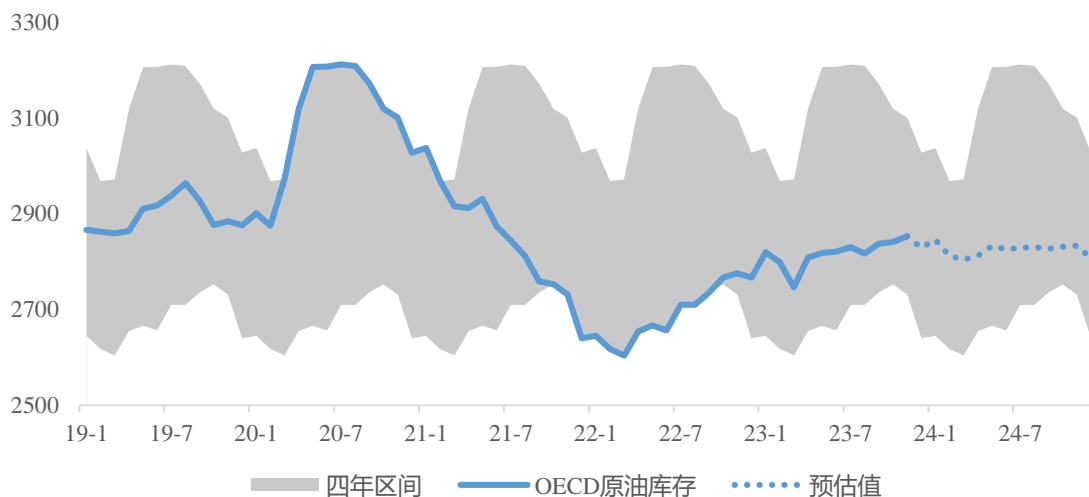
由于OPEC+在过去一年多时间持续减产，尽管全球需求在欧美大规模加息、中国经济增速放缓下表现疲软，但原油库存总体仍能保持在偏低位置，原油价格方才得以维持在布伦特70美元/桶上方。

原油库存目前并不处于市场主要交易逻辑中，不过等到全球经济企稳后，原油库存不足的逻辑就会重现。

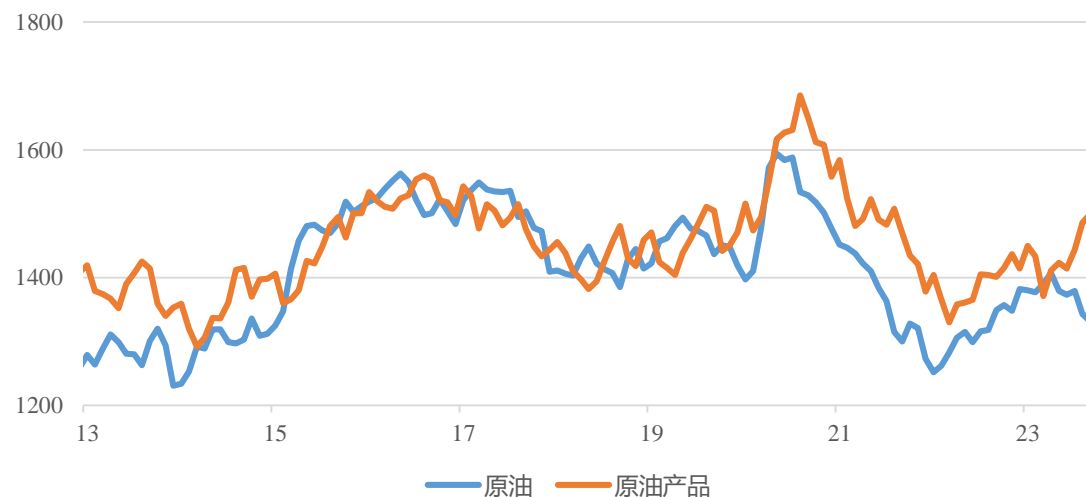
经济下行对库存的传导路径是从终端精炼产品出发，随后逐步负反馈至原油本身。

具体而言，这体现为原油精炼产品库存率先独立于原油库存独立增加，并逐步通过利润等炼厂开工率因素传导至原油自身库存的增加。

EIA: OECD库存预估



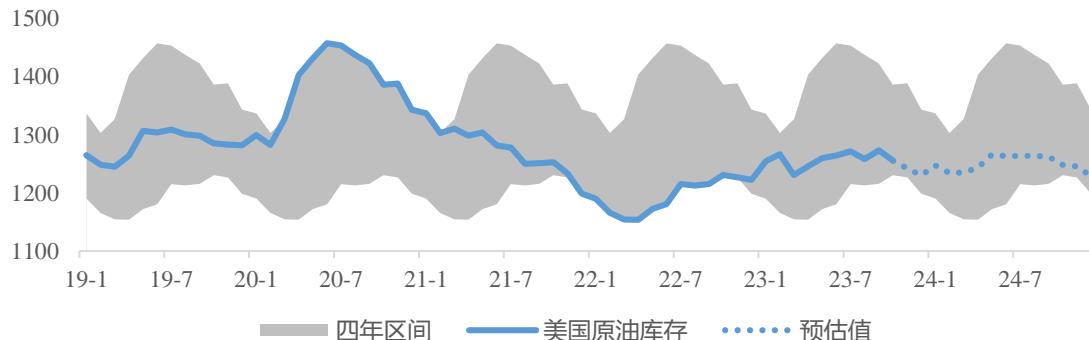
OPEC: OECD原油及精炼产品库存



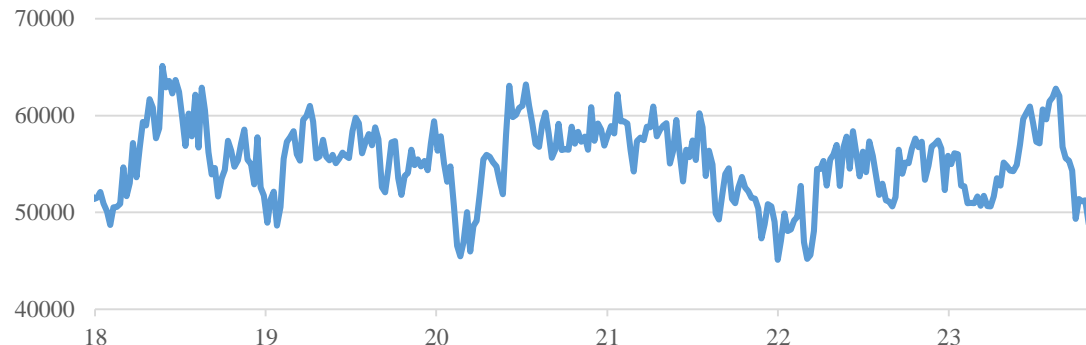
资料来源: EIA、OPEC

5.3.1 库存：原油库存依然蛰伏在偏低位置

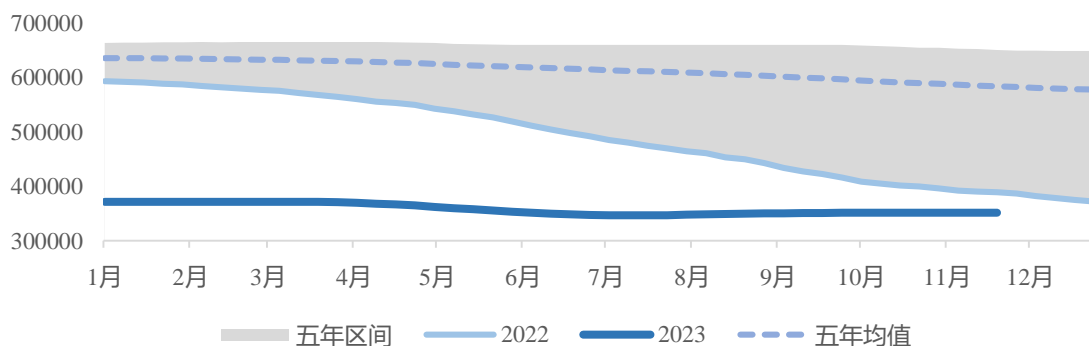
美国商业原油库存



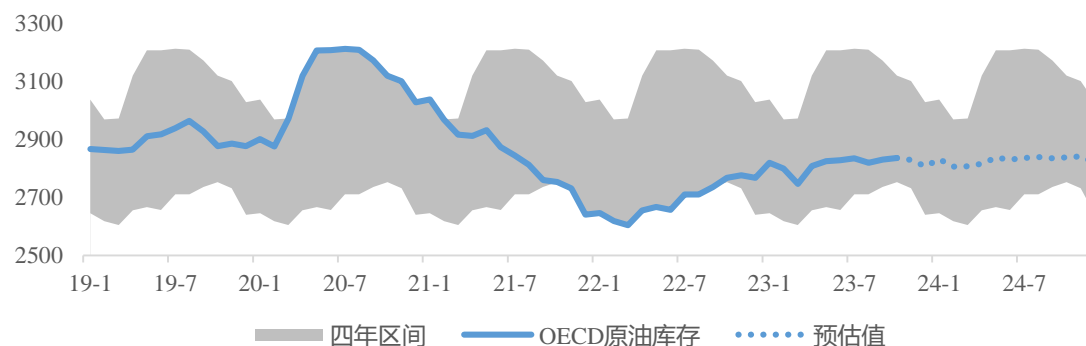
ARA港口原油库存



美国战略石油储备



OECD欧洲原油库存



资料来源：EIA、Bloomberg

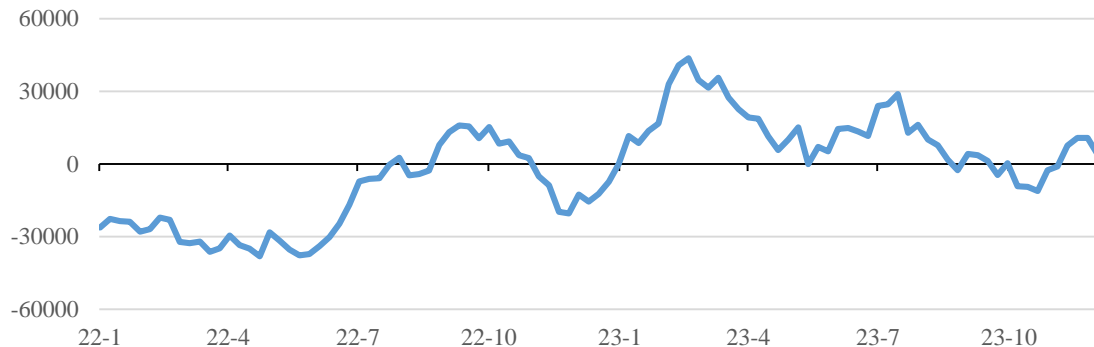
相对而言，欧美商业原油库存处于中性偏低位置，而美国战略石油储备在前几年的连续抛储后处在较低位置，明年若原油价格合适，战略石油储备应该存在一定补库需求，这是原油市场的一个隐性支撑，但在补库的量起来之前，不构成持续的向上驱动。

正是原油库存处在偏低位置，原油市场才可以在需求如此疲软的背景下仍然维持在布伦特70美元/桶上方，这主要得益于OPEC+孜孜不倦地减产，也正是减产使得原油库存在欧美大规模加息打压原油需求后没有快速增加。

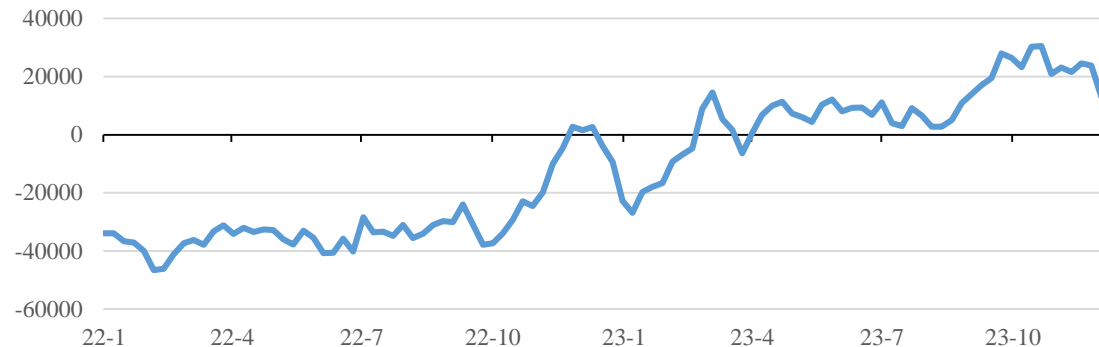
原油库存如同一头隐忍的猛兽，依然蛰伏在偏低位置，并不参与当前原油市场的主要交易逻辑。如果明年欧美开始降息后原油市场摆脱了当前的需求疲软状态，而当前的库存距离多年低点并不是很遥远，原油库存不足逻辑就将卷土重来，带领油价一飞冲天。

5.3.2 库存：美国精炼产品库存相对更加不利

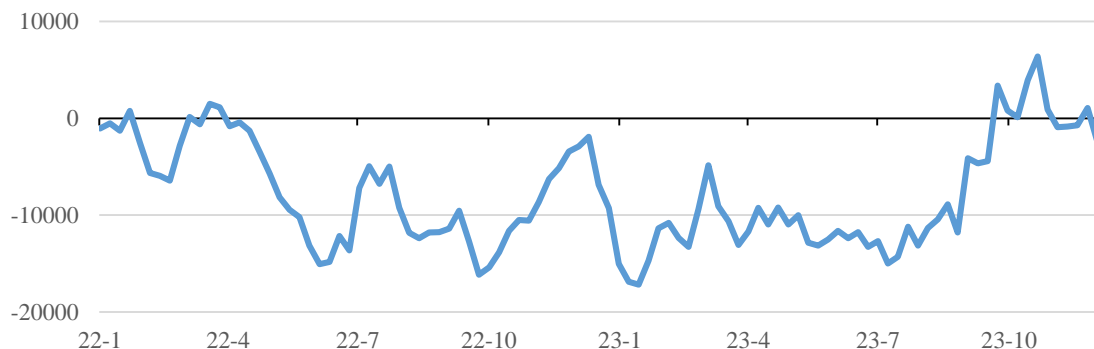
美国商业原油库存超季节性



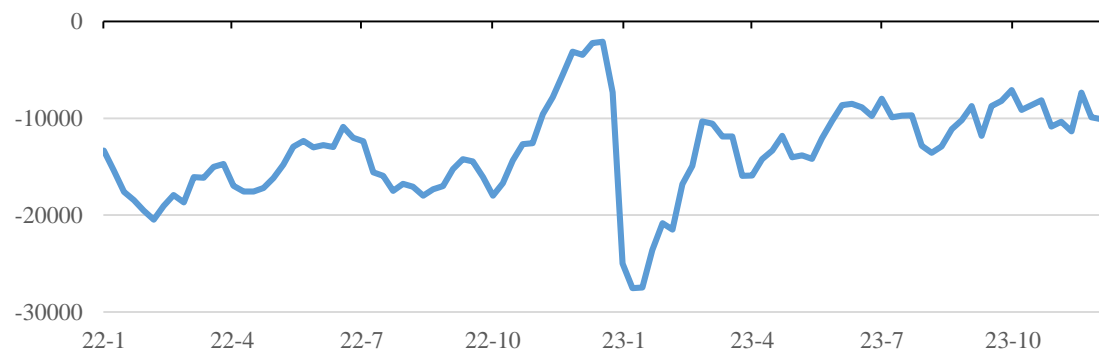
美国精炼产品库存超季节性



美国汽油库存超季节性



美国馏分油库存超季节性



资料来源：EIA

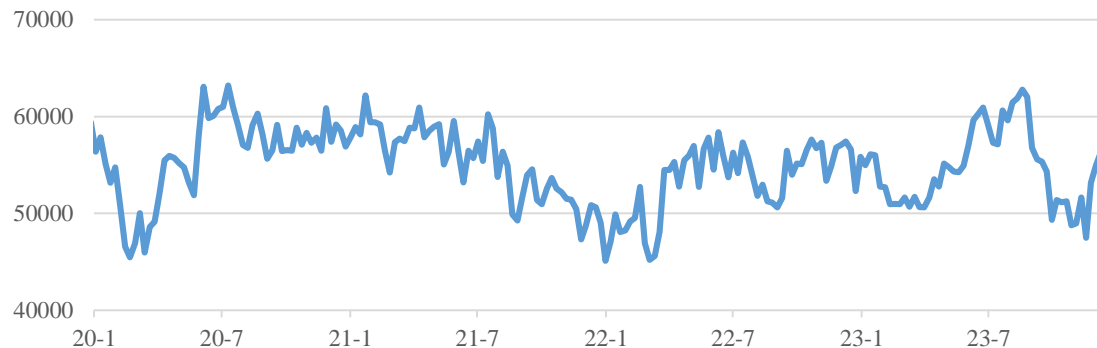
从超季节性库存看，美国商业原油库存前三个季度震荡回落，仅在四季度小幅增加。相对而言，汽油库存四季度增幅较为明显，馏分油库存全年保持缓慢增加，带动整体精炼产品库存超季节性增加。

精炼产品库存相对于上游原油的局面更加艰难，因为原油通常不直接作为商品消费，市场消费的通常是作为成品的汽柴油、航煤、燃料油，以及其他油品及化工品。所以欧美加息周期导致的消费放缓会先体现在作为终端商品的精炼产品端，通过精炼产品库存增加挤压其利润，并向上使得炼油厂减少炼油量，从而负反馈至原油本身需求。

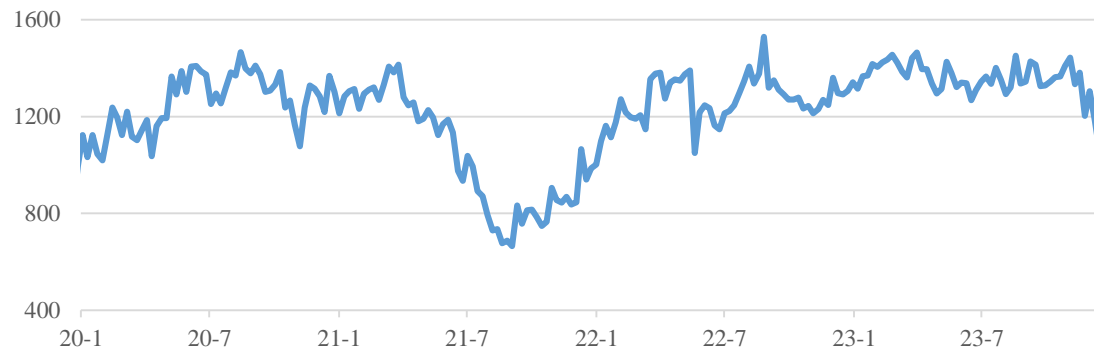
如果美国明年进入衰退，则这条路径的传导速度会加速。无论如何，明年精炼产品库存更值得关注。

5.3.3 库存：欧洲精炼产品库存相对美国偏强

ARA港口原油库存



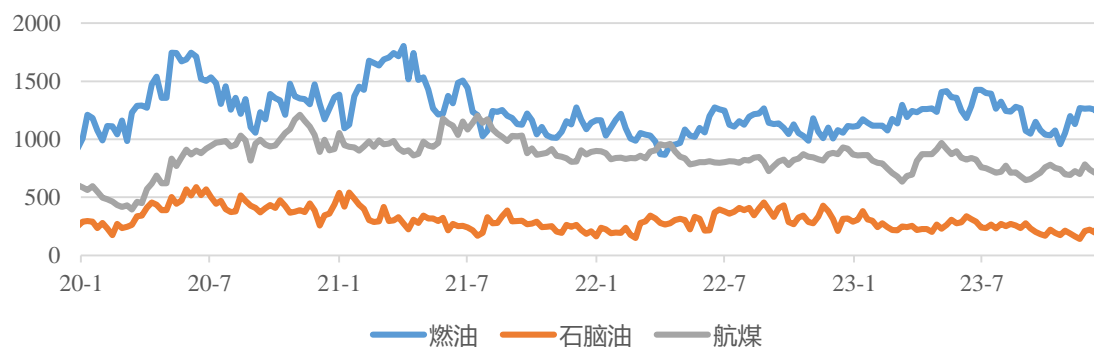
ARA港口汽油库存



ARA港口柴油库存



ARA港口其他精炼产品库存



资料来源：Bloomberg

相对而言，欧洲的原油与精炼产品库存格局与美国相反，呈线原油库存偏多而精炼产品库存偏少的状态。

这并不是由于欧洲需求强劲，我们已经在需求部分做了详尽说明。这种偏差主要由于西北欧禁止原先最大原油及成品油供应方的俄罗斯导致。这也是欧洲布伦特原油价格持续强于美国、欧洲成品油裂解从四季度开始逐渐强于美国裂解（今年四季度是欧洲原油库存增加、精炼产品库存下降最显著的时间段）的主要原因。

价差与裂解是原油市场重要组成部分，能够帮助我们更加精准立体地把握市场动向。

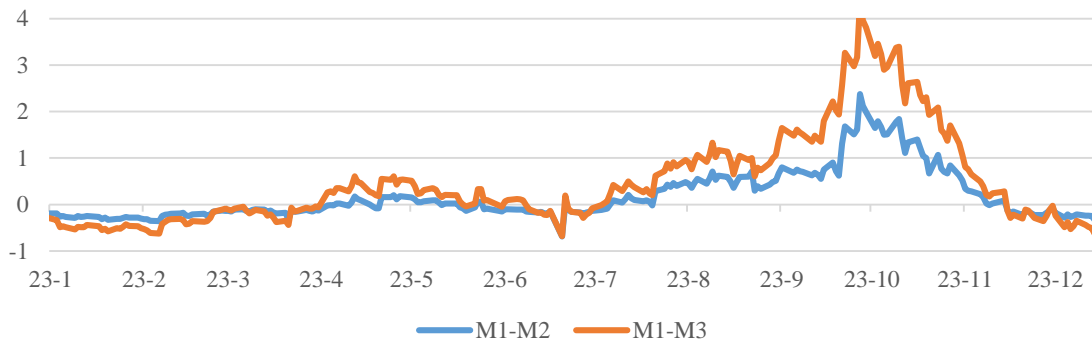
- 比如美国三月银行业危机时，绝对价格重挫的同时，期货月差没有显著变化，裂解扩大。月差变化不大意味着基本面并没有恶化，下跌只是宏观风险厌恶情绪释放。裂解反而扩大意味着下游需求并没有起到拖累因素，是上游原油受到宏观因素影响更大，被动扩大了裂解。
- 比如OPEC+四月宣布进一步减产后，油价短暂反弹后的下跌。这轮下跌同时伴随着月差和裂解的下跌，这意味着供需趋于宽松以及下游需求受挫，这就是传统的基本面因素导致的下跌。
- 比如在巴以冲突期间油价短暂反弹，但此时月差无视单边反弹持续走弱，这是原油市场供需趋于宽松的最直接反应。买家不愿意为了获得即期原油支付更高的升水，本身意味着市场供需矛盾在放缓。从月差角度出发，油价四季度的下跌其实是理所当然的，OPEC+在11月进一步推动减产也是大势所趋，一切都是那么的顺理成章。

在2024年原油单边价格更容易受到风险事件扰动的同时，价差与裂解之间可能存在更多的波动空间。我们预计：

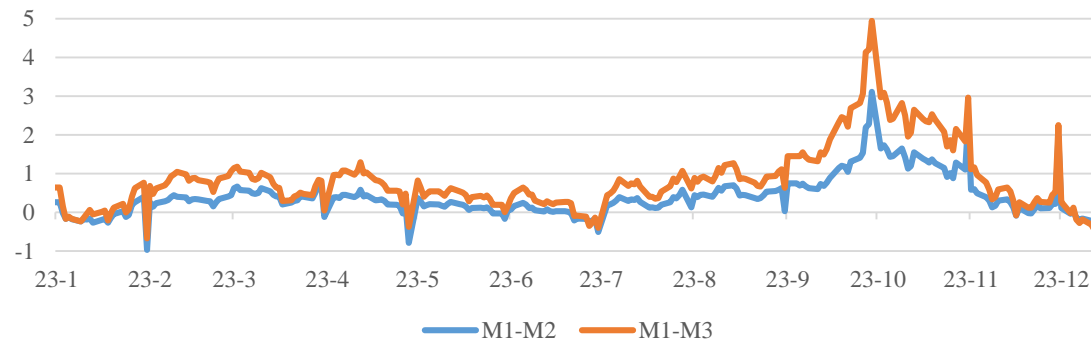
- 欧洲的布伦特原油相对于美国的WTI原油持续偏强，除非美国成功软着陆；
- 成品油裂解总体趋于弱势；
- 航煤裂解将强于柴油/馏分油裂解；
- 三季度以国内为代表的中质原油将相对于轻质原油更强，国内原油价差有望走强。

5.4.1 月差显示全球供需已经严重趋缓

WTI近月价差



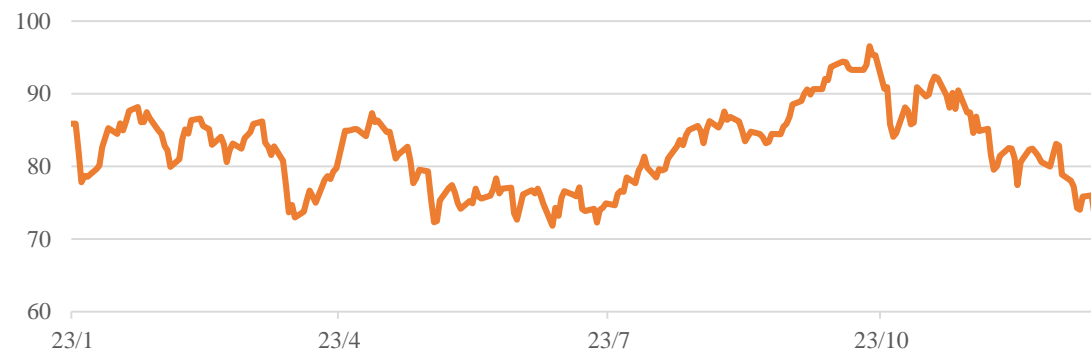
布伦特近月价差



WTI原油期货连续



布伦特原油期货连续



资料来源：Bloomberg

近月价差很好地帮我们分辨了市场的驱动因子，3月下跌由宏观因素导致，4-6月的下跌由于供需宽松，7-9月的上涨由于沙特人为制造的供应紧张，10月-12月的下跌则是由于美国等非OPEC+国家产量增加、全球需求疲软共同导致的基本面退化。

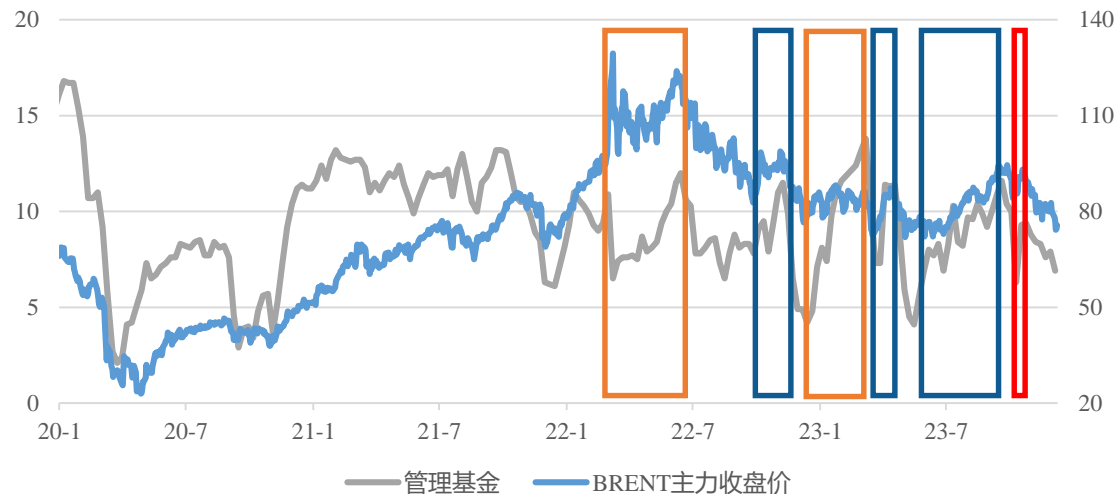
因此，当前WTI与布伦特近月价差已经重新低于0值，意味着其从Back结构转为Contango结构，显示全球供需已经严重趋缓，OPEC+进一步减产势在必行，也解释了为何市场最近对待OPEC+会议内容如此地吹毛求疵。

5.4.2 布伦特-WTI价差由两个市场关注点不同产生

WTI价格×管理基金期货净多单持仓占比



Brent价格×管理基金期货净多单持仓占比



资料来源：Wind

布伦特-WTI原油价差由两个市场关注点不同产生。相对供应充足的美国市场更关注需求，对应宏观情绪；俄油制裁后相对更加依赖其他地区原油供应的欧洲更关注供应，对应OPEC+产量政策。在不同事件下，两个市场的反应逻辑不同，其中的差异则形成了两个市场之间价差的波动。

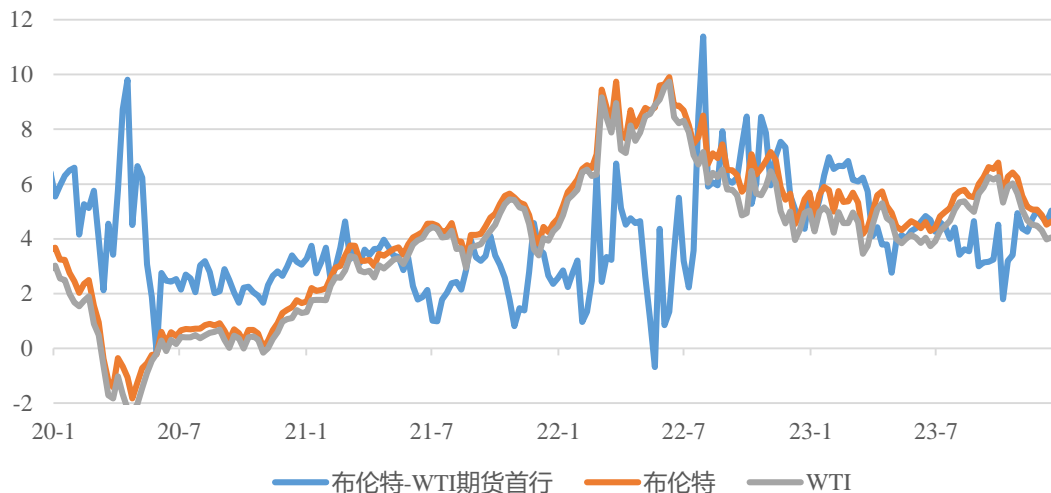
自从俄乌战争冲突爆发后，布伦特原油代表的欧洲原油市场更关注禁止俄罗斯原油及精炼产品后的替代供应，因此2022年10月、2023年4月、2023年6月OPEC+三次减产都造成了布伦特原油净多头持仓上行，包括欧盟讨论对俄制裁期间以及2022年12月-2023年2月对俄制裁正式开启期间布伦特原油净多头持仓持续上行，此外2023年10月巴以冲突爆发后，布伦特原油净多单持仓单周也出现显著增加。

美国市场则没有那么依赖OPEC+，其主要原油进口来自于加拿大和墨西哥。美国市场更着重交易主导需求变化的宏观，这在美联储开始加息后就愈加明显。我们看到俄乌冲突、OPEC+的三次减产、巴以冲突等事件大多没有给其管理基金净多单头寸带来支撑。与美国WTI期货管理基金净多单关系最密切的是美国利率期货隐含终端利率，最终利率预期越高，WTI净多单持仓越低。

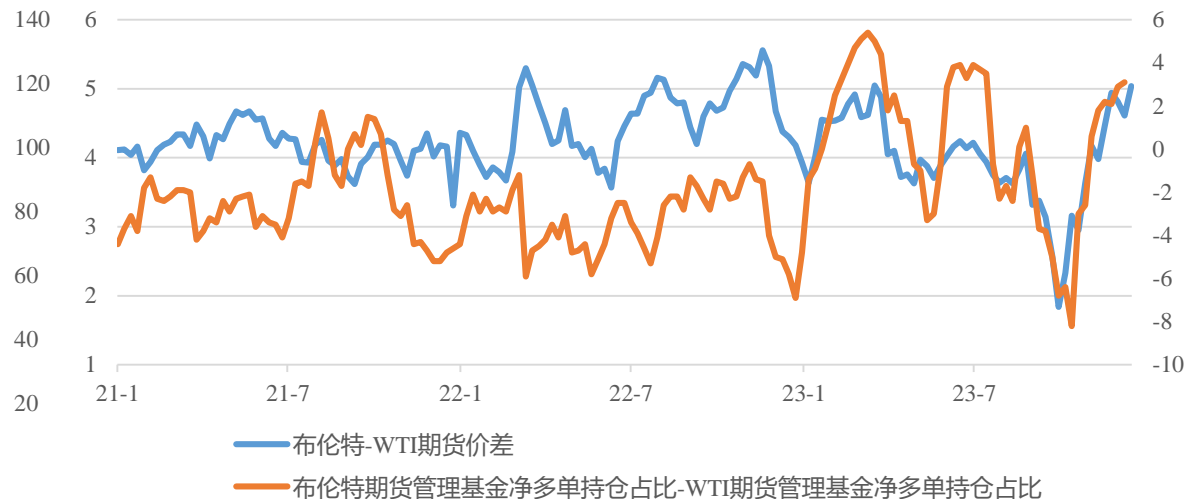
银行业危机发生时WTI净多单的减磅避险行为十分坚决，巴以冲突时由于“事不关己”，WTI管理基金延续减持多单，因为当时美国市场更加关注美国国债收益率飙升以及劳动力市场数据下滑带来的宏观压力，即使是油价短暂大幅反弹也无法留住美国市场管理基金的多头头寸。

5.4.3 预计布伦特原油对WTI原油持续偏强

布伦特原油-WTI原油



布伦特-WTI：期货价差与管理基金净多单持仓占比差的关系



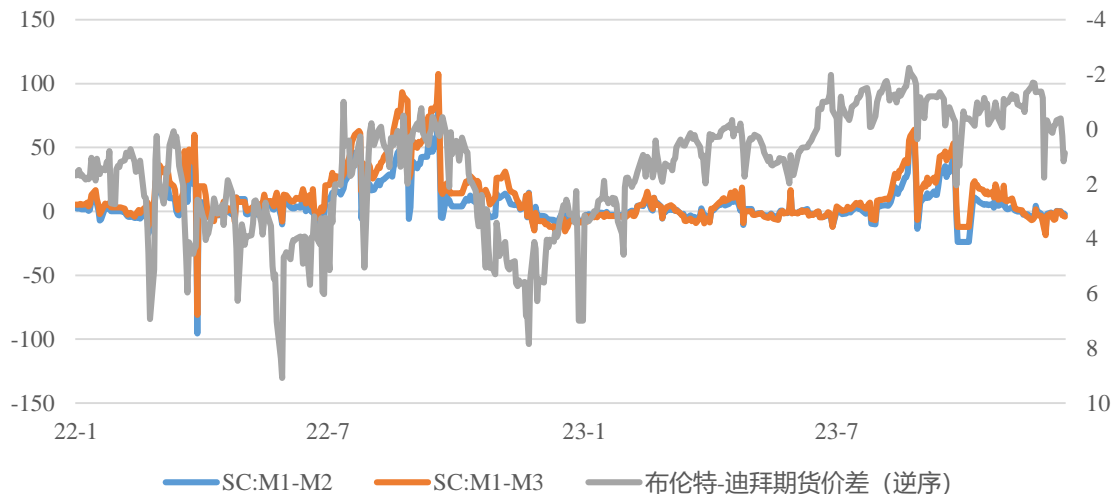
资料来源：Wind、Bloomberg

从右图看，我们对于布伦特WTI之间价差来源于两个市场主要关注点不同的推测是有效的，尤其是2022年6月美联储开始加息以后。我们基于以下因素，预测2024年布伦特原油对WTI原油持续偏强：

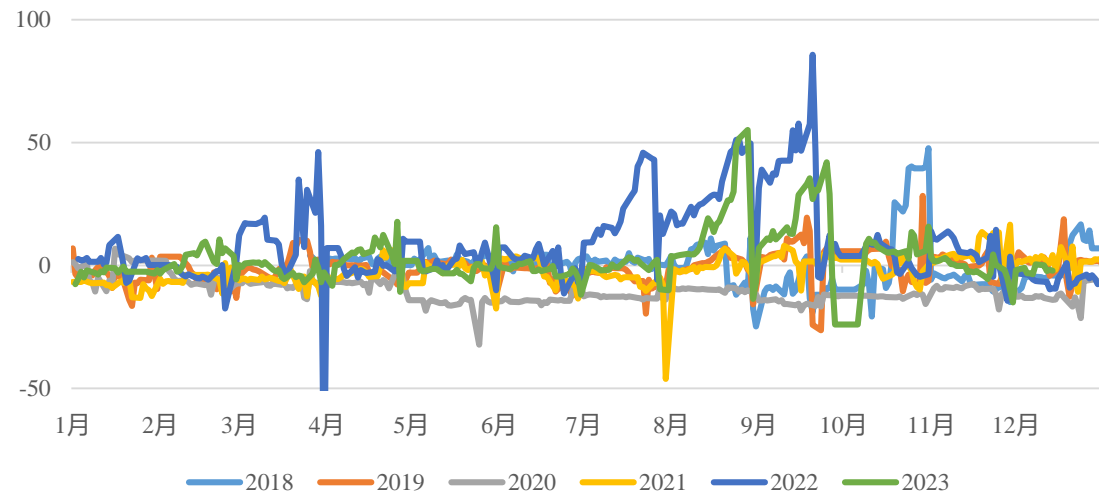
- 一、美国经济尚未企稳，宏观逆风尚未结束，衰退可能性始终存在
 - 二、巴以冲突悬而未决，始终是对欧洲原油供应的不安定要素
 - 三、美国精炼产品库存增加，后续对原油可能形成负反馈；反之欧洲精炼产品相对匮乏，对当地炼油需求始终构成托底
- 不过以下情形可能导致我们的预判失准，此时应修正判断为WTI原油强于布伦特：
- 一、美国经济成功软着陆，宏观氛围大为改善
 - 二、OPEC+放弃减产，使得欧洲区域原油供应受到冲击

5.4.4 中国炼油迫切性对全球轻中质原油价差的影响

中国SC原油月差 × 轻中质原油价差（逆序）



中国SC原油月差季节性：M1-M2



资料来源：Bloomberg

衡量中国炼油迫切性的最佳指标莫过于中国SC原油月差，该数值衡量了国内主营炼厂和地方炼厂为了获取到期原油额外支付的费用，意即国内炼厂用油需求的急切性。而布伦特原油和迪拜原油是全球轻质原油和中质原油的基准，两者的价差代表了全球轻中质原油的价差。

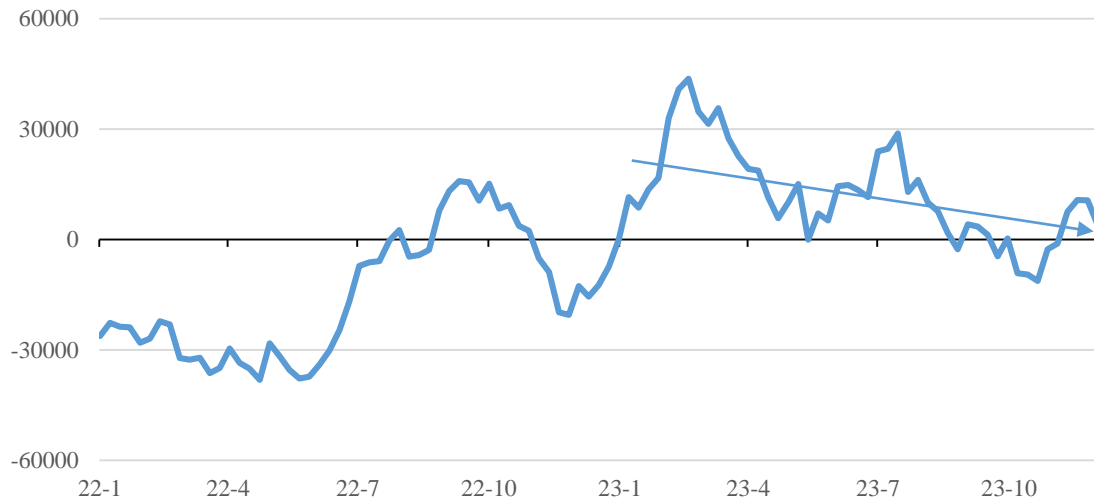
国内SC原油期货属于中质原油，中国作为全球第二大原油需求国，第一大原油进口国，对于中质原油的进口迫切性会直接影响全球的轻中质原油价差。

国内SC原油期货三季度容易出现较大的正价差是2022年才开始的，我们认为这是我国增加成品油出口配额后产生的规律，对应的时间点往往是第三批成品油出口配额发放，此时若出口利润有利于出口，则国内炼油需求会增加。

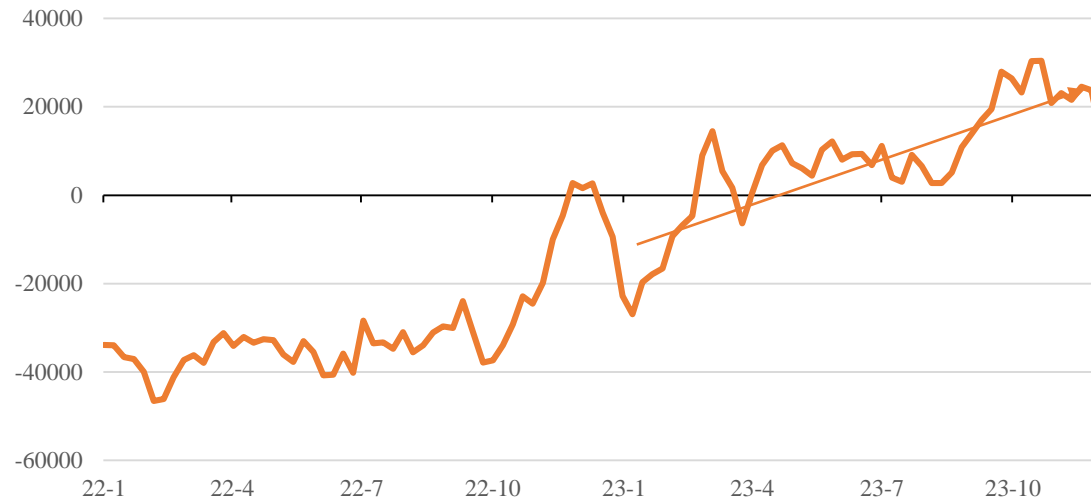
因此，如果明年我国成品油出口配额延续今年的增长基调，我们看好明年三季度的国内原油月差，同时看空同期的轻中质原油价差。

5.4.5 预计2024年成品油裂解下行

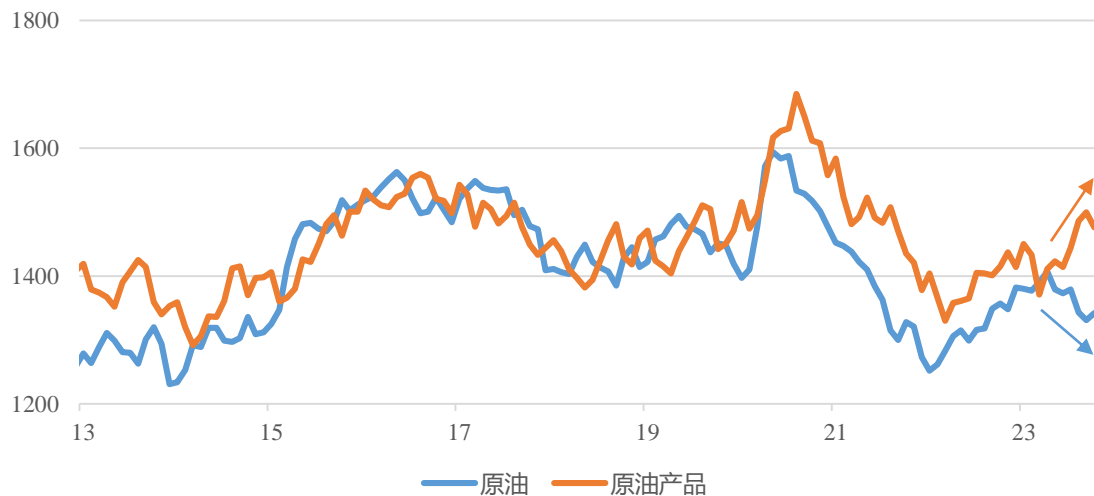
美国商业原油库存超季节性



美国精炼产品库存超季节性



OPEC: OECD原油及精炼产品库存



我们在原油库存部分已经对以下内容做了详细阐述：

原油与精炼产品库存的运行方向在2023年出现了分歧，分歧产生原因是由于经济下行对库存的传导路径是从终端精炼产品出发，随后逐步负反馈至原油本身。

纵观整个2023年，全球各地裂解也整体呈现下行趋势，这与原油和精炼产品之间的库存劈叉相吻合。其中美国和亚太较为明显，欧洲由于俄油制裁供应受限表现稍强。

2024年，在全球经济势头持续承压尚未有起色之前，我们预计全球成品油裂解将持续下行。

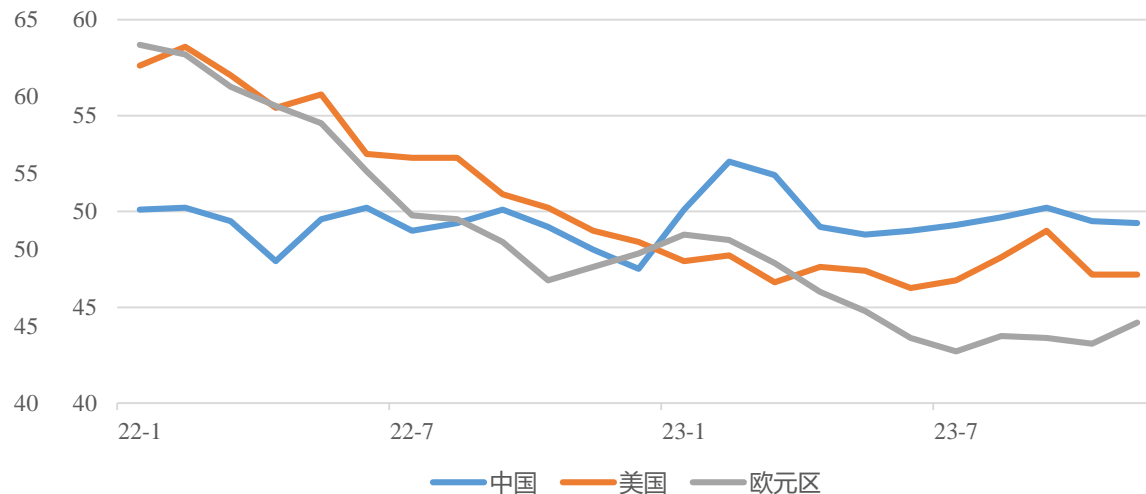
这将在OPEC+坚决执行其预定减产的假设下表现得尤为明显，因为原油减产将加剧两者库存劈叉。反之，若OPEC+退出减产，则短期成品油裂解将上行。

5.4.6 航空煤油走势有望强于柴油

美国馏分油消费 × 美国制造业PMI (领先3个月)



全球主要地区制造业PMI



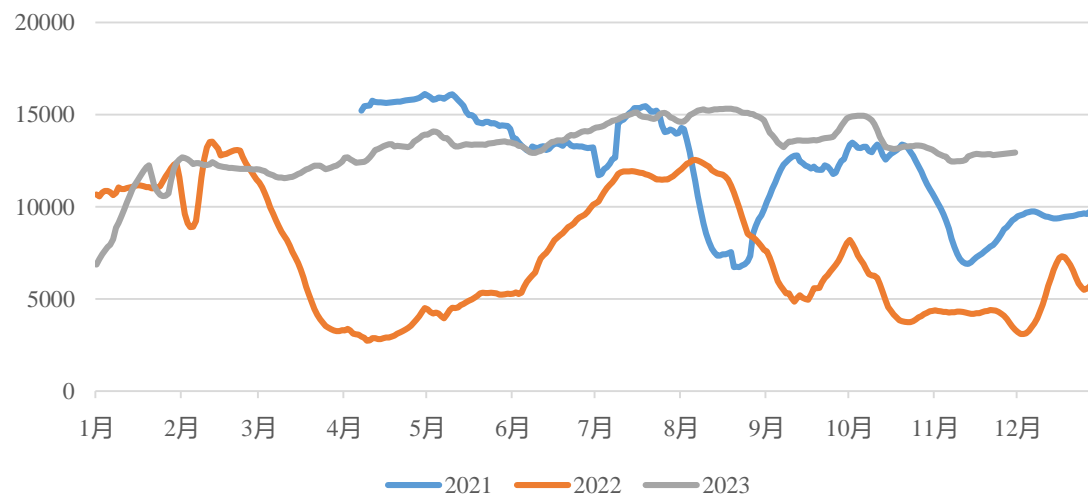
资料来源: Bloomberg、Wind

首先, 航空煤油与柴油同属中间馏分, 其产出比例相对固定, 除非炼厂调节装置出率, 这一般只会在两者需求劈叉较大时发生, 比如2020年新冠疫情对全球航班造成毁灭性打击时, 美国炼厂调整了航空煤油的收率, 增加了柴油为主的馏分油的产量。

随着全球制造业持续低迷, 预计明年欧美经济企稳前柴油需求将持续弱势。而与服务业相关的航煤需求则在全球摆脱新冠疫情困扰后节节攀升, 今年中国航班数量就是具有代表性的脱离新冠疫情后的正常表现。

除此之外我们在5.2.3.1中也用详细数据表明了当前美国馏分油与航空煤油消费的天壤地别。因此, 我们预计明年全球航煤将强于柴油, 航煤裂解也将强于柴油裂解, 直到全球制造业大大改善。

中国执飞航班数



06

其他展望

- 6.1 美国的周期性制裁：伊朗是潜在的再制裁对象
- 6.2 全球油气投资预计持续不足
- 6.3 中东地缘政治

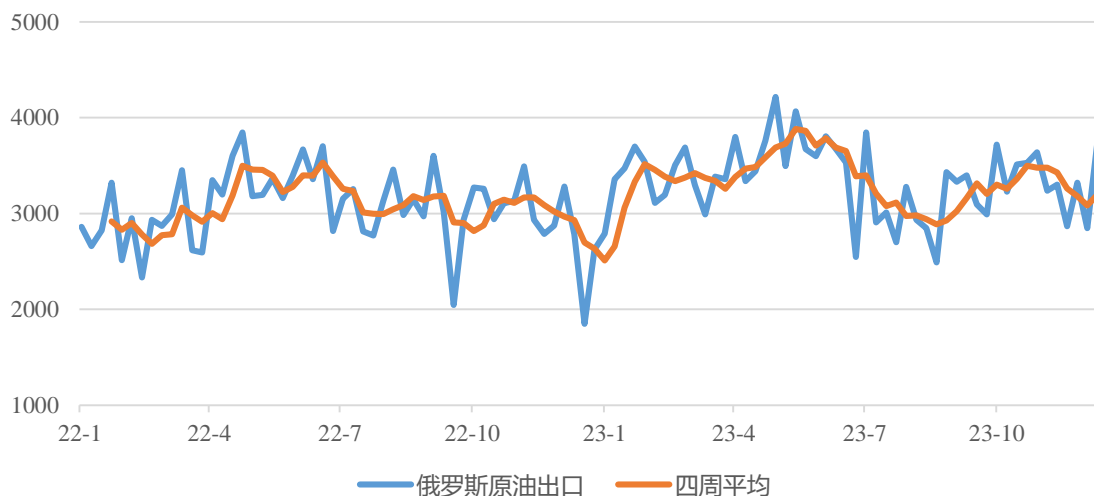
6.1 美国的周期性制裁：伊朗是潜在的再制裁对象

总体而言，美国的制裁是十分功利的。当美国的制裁大棒涉及到石油生产国的时候，无论其声称的理由是如何冠冕堂皇，但我们发现其实际行为总是能够与油价取得联系。

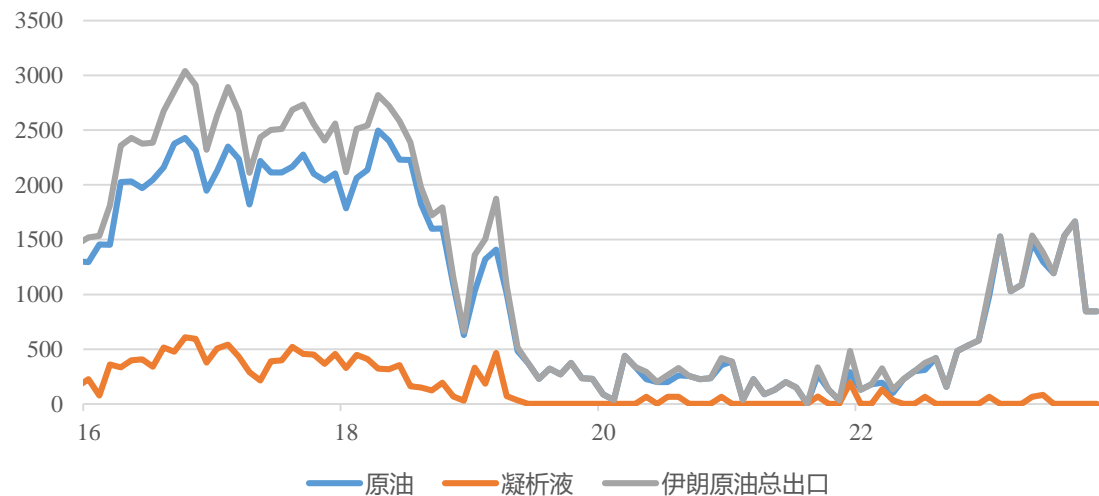
- 2019年4月，美国向伊朗极限施压，取消了之前对伊朗实施原油禁运的豁免情况。此时，油价正从2018年11月的高点回落中。
- 2021年至2022年，在欧盟多次斡旋之下，美国与伊朗进行了多轮无接触谈判，意欲解除对伊朗石油制裁。此时，油价正持续上涨中。
- 2022年，当俄乌冲突将油价推升至100美元/桶上方后，欧美对俄罗斯原油实施制裁。我们惊人地发现，制裁并没有阻止俄罗斯人卖原油，只是通过欧美禁运叠加设定价格上限，增加了俄罗斯人出售原油的成本。事实上，当俄罗斯原油售价超过所谓的价格上限时，从来没有受到任何阻碍。直到今年11月原油价格高位持续回落后，美国突然对违规向俄罗斯原油提供服务的公司采取措施。
- 而在俄油制裁的同时，伊朗原油居然又开始悄悄流动起来了。在美国明面上没有任何接触制裁的声明下，这一切偷偷被默许发生。
- 同时，美国也解除了对委内瑞拉的制裁，从部分解除，到更全面的解除。
- 无论美国看沙特王储多么不爽，都不会真正制裁沙特，还得主动改善关系：比如2022拜登破冰之旅，2023中东一揽子和平计划

我们不难看出，美国的制裁总是在油价上涨时放松，油价下跌时收紧。那么，如果油价接着下跌，美国又要在俄罗斯、伊朗和委内瑞拉之间欢乐三选一了。俄罗斯出口体量太大，委内瑞拉最近还算听话，那么代理人小弟正在掺和巴以冲突的伊朗就要小心了。

2022年12月5日开始的俄油制裁从未真正阻断过俄油出口



2022年高油价以来，伊朗原油在美国“默许”下逐渐恢复流动



我们在上一期年报中，就已经提到了全球油气投资预计持续不足的问题。在2023年，这个问题被需求疲软掩盖，在油价较2022年走弱时，油气投资不足被谈及的次数明显减少。但是，当前原油库存由于OPEC+坚持不懈的减产在近两年并没有出现明显增长，当需求恢复正常后，油气投资不足问题将再次进入公众视野。

在最近的COP28（《联合国气候变化框架公约》第二十八次缔约方大会）中，最新版本的草案与之前的版本相比的确有很大的变化，最大的变动之一是删去了“逐步淘汰”化石燃料的内容，取而代之的是建议各国以“公正、有序和公平的方式减少化石燃料的消费和生产”。包括欧盟、小岛屿国家集团在内的多方对这份草案表示了失望和不满。但这意味着包括原油在内的化石燃料在未来5-10年将仍然充满市场。

根据最新OPEC报告数据，当前全球油气钻机总数较疫情前下降369座，其中原油钻机下降304座。尽管今年部分非OPEC+国家产量增加，但非OPEC国家整体钻机依然同比下降52座。

当美国不再大手大脚，其他非OPEC+国家的投资在未来也可预期得逐渐低微下，在当前只有中东主产国仍在有限投资背景下，届时原油产能是否还能够满足仍在逐年递增的原油需求？

我们认为，当前全球油气投资持续不足，将在全球经济走出低谷后，重新助推原油价格走势。

全球原油钻机数

	2019	2020	2021	2022	2023.11	2023-2022	2023-2019
非OPEC	1705	1005	1108	1468	1416	-52	-289
OPEC	529	432	343	377	449	+72	-80
全球总钻机数	2234	1437	1451	1845	1865	+20	-369
全球原油钻机	1788	1116	1143	1462	1484	+22	-304
全球混合钻机	31	46	33	31	43	+12	+12
全球天然气钻机	415	275	275	352	338	-14	-77

当伊朗支持的黎巴嫩真主党仍在与以色列冲突，伊朗支持的也门胡塞武装仍在打击红海上的以色列资产，西方国家仍然压倒性地支持以色列，巴以冲突本身仍时不时发生的当下，我们更倾向于认为巴以冲突仍将持续很久。

2023年的阿拉伯世界已经不像上个世纪那么同仇敌忾，因此类似于第一次原油危机这样的阿拉伯世界集体向西方禁运情形已经很难发生。但是巴以冲突仍然可能造成一系列风险外溢：

- 美国很可能会“再次”制裁伊朗，收紧伊朗原油流动。尤其是如果油价进一步下跌，制裁会来得更加容易。这会一定程度上缓解OPEC+减产困境，同时会推高油价。
- 伊朗可能会间歇性封锁霍尔木兹海峡，或者间歇性在霍尔木兹海峡制造事件，这更可能发生在美国重新收紧伊朗原油出口后。霍尔木兹海峡关系到全球将近三分之一的海运原油贸易。
- 在伊朗和美国直接摩擦之前，更可能以伊朗的小弟黎巴嫩真主党和也门胡塞武装的代理人行动为主，在这种模式下，可能会产生一些短期推动油价的事件，但一般不会持久。
- 沙特与美国渐行渐远，但不会完全交恶，美国大概率也是敢怒不敢言，不会采取直接措施。

沙特实际掌权者王储MBS（Muhammad bin Salman）在西方以杀害“自由斗士”哈肖吉闻名，拜登曾在竞选总统时色厉内荏地要王储付出代价。但在2022年油价高企时拜登仍然筹划了破冰之旅，这很符合我们在6.1中给美国的设定。王储在破冰之旅后给了老拜登一个面子，推动了增产10万桶/日。但是美国新闻界刚刚开始对拜登总统歌功颂德之际，下个月王储就减产了10万桶/日，并且在下下个月推动了规模更大的2022年10月OPEC+减产，美国多个政要对此神操作表达了震惊和愤怒，威胁言论一时之间喧嚣尘上。不仅如此，沙特在俄乌冲突后与俄罗斯保持密切关系，还和宿敌伊朗成功和解，正是那个美国最不爽的那个伊朗。但美国也没什么办法，为了油价，得罪谁也不能得罪沙特。于是美国曲线救国，筹划了包括美军协助防卫，民用核设施支持，沙特以色列外交关系正常化等一揽子中东和平计划。王储一看美国诚意管够，一时也乐于接受，但最终又被巴以冲突搅黄。随着巴以冲突长期化，沙以外交正常化也无疾而终，但沙特与美国毕竟互有所求，预计仍然将维持藕断丝连的状态。

我们对中东地缘政治不发展到最恶劣的情形总体维持乐观态度。但中东作为全球原油主产区域和主要原油物流区域兹事体大，不可不防，仍然需要警惕其对原油市场的阶段性影响。

谢谢！

请联系东吴期货研究所，期待为您服务！

400-680-3993

<http://yjs.dwfutures.com>

本报告由东吴期货研究所制作及发布。报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者需自行承担风险。未经本公司事先书面授权，不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节、修改、及用于其它用途。

期市有风险，投资需谨慎！