



第183期  
2023年11月刊

股指：政策利好托底，宏观驱动犹待  
美债利率前瞻：高峰已过，余音绕梁  
氧化铝行业现状梳理及未来展望  
铁矿石：供应偏中性，需求超预期  
铜：供需基本平衡，宏观压制软化  
钢材：出口持续增长，消化供应压力  
棉花：库存消化困难，棉价持续承压  
苹果：新季产销迷踪，价格何去何从  
沥青：原料问题备受瞩目，明年成本仍有支撑  
原油：现实供需支撑绝对价格 需求疲软限制上方高度



永安期货股份有限公司  
YONGANFUTURES CO., LTD.



发现投资机会 创造投资价值

[www.yafco.com](http://www.yafco.com)

## 目录

股指：政策利好托底，宏观驱动犹待	PAGE02
美债利率前瞻：高峰已过，余音绕梁	PAGE06
氧化铝行业现状梳理及未来展望	PAGE13
铁矿石：供应偏中性，需求超预期	PAGE20
铜：供需基本平衡，宏观压制软化	PAGE26
钢材：出口持续增长，消化供应压力	PAGE32
棉花：库存消化困难，棉价持续承压	PAGE40
苹果：新季产销迷踪，价格何去何从	PAGE46
沥青：原料问题备受瞩目，明年成本仍有支撑	PAGE51
原油：现实供需支撑绝对价格 需求疲软限制上方高度	PAGE57

# 原油：现实供需支撑绝对价格 需求疲软限制上方高度

永安期货研究中心 曹人之

期货从业资格证号 F03087585

投资咨询资格证号 Z0019484

## 摘要：

11月初，地缘风险溢价大幅回吐，叠加终端需求偏弱，原油绝对价格大幅下跌。我们预期基准情况下，四季度供应端偏紧与炼厂季节性开工上提将导致缺口，全球油品去库，但去库斜率受需求预期下调放缓。沙特、俄罗斯减产计

划是否延续，冬季全球气温是否持续偏暖值得关注。目前原油绝对价格到达四季度目标区间下沿，但下游利润仍未给出上方空间，预计油价短期维持震荡格局。明年一季度原油供需压力增大，绝对价格可能承压。

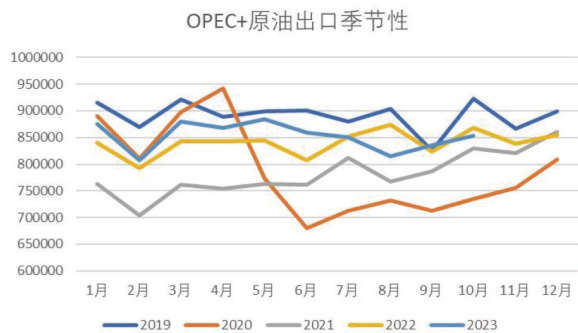
## 一、供应端：四季度 OPEC 出口预期下滑 非 OPEC 增量有限

### （一）OPEC+ 产量低于配额 11 月出口预期下滑

今年8月沙特出口环比大幅减少导致 OPEC+ 出口年内低位，9月以来中东原油直烧需求转淡、炼厂进入秋检，原油出口环比快速增加，引发市场对供应边际转松关注。物流数据显示，10月 OPEC+ 原油出口量上升到7月减产以来最高位，接近去年同期水平。一方面欧

佩克11月月报与路孚特调查数据显示，OPEC-13国10月产量为2790万桶/日，OPEC-10国产量仍然低于配额2338万桶/日，“超产”引发价格负反馈并未发生；另一方面，伴随着中东炼厂检修回归，11月 OPEC+ 原油出口将面临季节性下降。

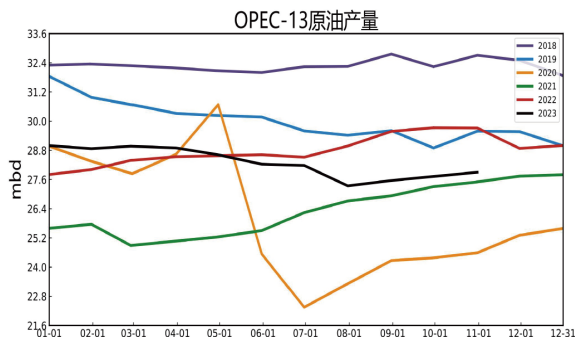
图 1：OPEC+ 原油出口季节性



数据来源：Kpler

11月12日，伊拉克石油部长称，与土耳其就恢复北部石油出口达成协议。该协议可使石油公司能够在三天内恢复库尔德地区油田的生产。数据显示，由于45万桶/日运力管道断供，今年三月以来，Ceyhan港口原油海运出口减少至60.51万桶/日左右，较2022年平均出口量98万桶/日减少40%。但伊拉克原油海运出口自3月以来增加，原油产量6月以来也上行，体现SOMO公司通过Al Basrah港口出口，至少部分克服了南部管道关闭造成的困难。若谈判成功，

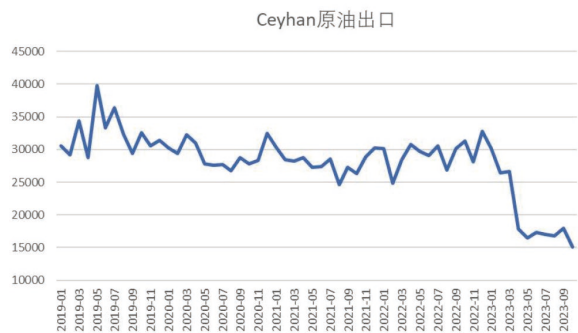
图 2：OPEC-13 国原油产量



数据来源：Refinitiv

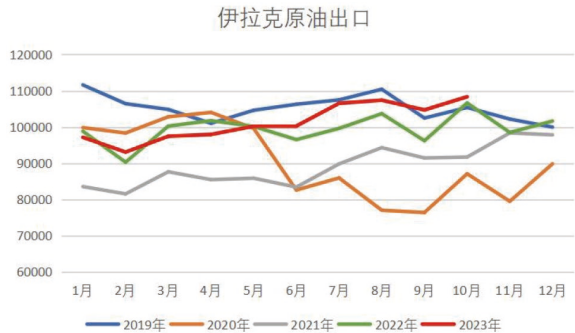
伊拉克能再次向地中海北部运输石油，产量有提升潜力，风险在于：管道关闭过程中，双方多次错失达成和解良机，不排除实际管道恢复仍面临波折；二季度以来，伊拉克将关闭的输油管道流量转向炼油厂，意味着即使管道恢复，短期出口潜力不及管道运力。由于OPEC+减产框架中伊拉克产量配额为443万桶/日，10月伊拉克产量为433万桶/日（OPEC 11月月报），未来仍有一定提产空间。

图 3：Ceyhan 港口原油出口量



数据来源：Kpler

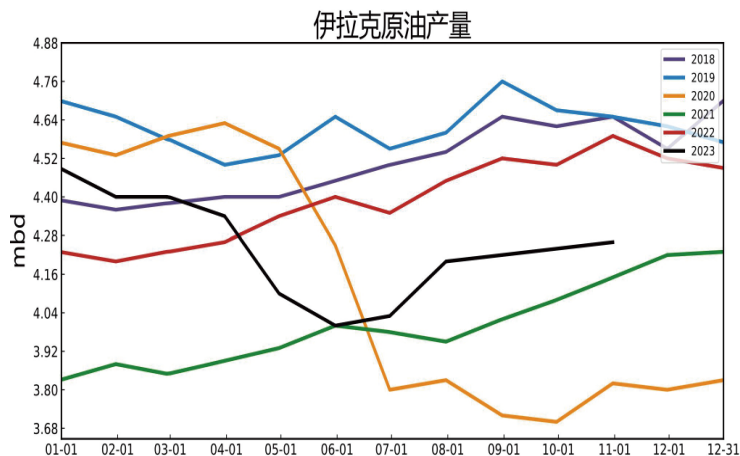
图 4：伊拉克原油出口量



数据来源：Kpler



图 5：伊拉克原油产量



数据来源：Kpler, Refinitiv

其他产油国方面，伊朗石油部长表示石油产量为 340 万桶 / 日，路孚特调查数据约为 317 万桶 / 日，创年内新高，2023 年增产 60 万桶 / 日左右。一方面巴以冲突持续，欧美与伊朗政治对立加深，根据《国会山报》报道，美国众议院在当地时间 11 月 3 日以 342 比 69 票数通过一项法案，旨在促进对伊朗石油贸易的实体实施惩罚，现货贸易摩擦成本上升；另一方面全球炼厂利润承压，原料采购活动平淡，短期伊朗原油产量、出口面临压力。

10 月安哥拉与尼日利亚原油产量上行。11 月尼日利亚出口量预期下行，尼日利亚国家石油公司 (NNPC) 称将最多使用六船原油 (大约 20 万桶 / 日) 测试炼厂开工，主要进料为 Forcados, Bonny

Light 和 Escravos 原油。委内瑞拉 10 月产量不变。得益于雪佛龙公司得到许可重新恢复石油活动，委内瑞拉今年原油产量较 2022 年上升约 7 万桶 / 日。10 月 18 日美国宣布放松对委内瑞拉能源板块的制裁，为期六个月。由于长期失修、操作效率低下，短期来看委内瑞拉原油产量很难有实质性的增长。

总结来看，OPEC+ 四季度产量符合预期，虽然伊拉克管道恢复给出短期出口增量空间，但 11 月出口整体预期下行。11 月 26 日，OPEC+ 将举行联合部长级监督委员会与全体会议商议产量政策，市场关注沙特是否就延长自愿减产计划作任何决定，目前多家投行、咨询机构预测沙特至少将会现有产量计划延续至 2024 年一季度。

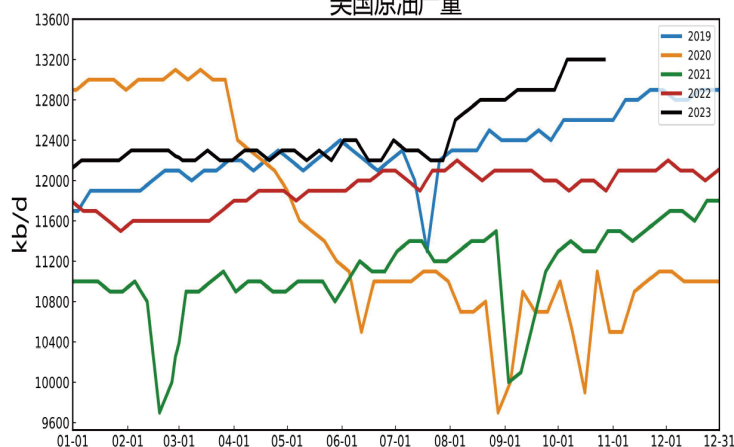
## (二) OPEC+ 供应四季度增量有限

10 月非 OPEC+ 产量继续增长，环比 9 月增加 32 万桶 / 日，加拿大油砂产

量上行，未受到任何主要飓风影响，美国原油产量继续上行。8月以来，EIA对原油产量数据口径进行较大调整，将之前归于 unfinished oils 和 NGL 产量计入原油产量。口径调整后，EIA 周度原油产量持续攀升，10月站上 1300 万桶/日以上水平。目前 EIA 最新官方月度产量数据显示，8月美国石油供应上升 18 万

桶/日至 1970 万桶/日，其中原油和 NGLs 产量都达到历史最高水平的 1310 万桶/日与 650 万桶/日。受到二季度以来连续下行的钻井、压裂井数量的影响，美国月度钻井生产率报告预测 11、12 月主要页岩油产区石油产量将连续小幅下降。

图 6：美国原油产量  
美国原油产量



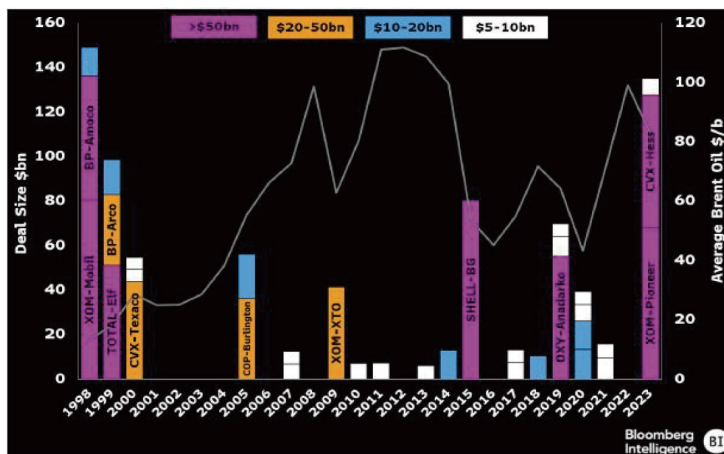
数据来源：EIA, Refinitiv

10月雪佛龙发布了对赫斯石油公司 530 亿美金的收购计划，加上先前埃克森美孚公司对先锋自然资源公司 600 亿美元的收购案，美国石油行业迎来了 25 年以来最大的收购潮。若两起收购案顺利达成，雪佛龙与埃克森美孚公司将分别在圭亚那、墨西哥湾地区和二叠纪地区获得更多开采资源。短期来看，收购案并不会对美洲原油产量造成实质性影响，公司管理层仍将维持原油开采计划，而中期来看石油开采行业的兼并重组往

往能带来石油开采效率的提升。最新 EIA 短期能源展望报告预测 2024 年美国原油日均产量将上升 25 万桶/日至 1315 万桶/日，增量预期主要放在三、四季度。

根据 IEA 11 月月报，四季度加拿大原油产量环比三季度预期增加 15 万桶/日，英国环比增加 10 万桶/日，巴西产量环比增加 11 万桶/日，但全球生物燃料产量环比三季度下降 42 万桶/日，这使得非 OPEC+ 整体供应环比三季度持平。

图 7：历史上美国页岩油公司并购案规模与时间



图片来源：Bloomberg Intelligence

## 二、需求端：四季度欧美开工向上 国内短期承压

### （一）欧美炼厂开工向上 但高度受限

全球炼厂利润自九月起快速下跌——八月下旬起全球汽油旺季结束，裂解下跌，十月初俄罗斯解除柴油出口禁令，欧柴裂解下跌。十一月原油绝对价格下跌后，目前全球炼厂利润回到中性水平。近期全球汽油裂解低位反弹，但需求淡季，后续主要消费地将进入季节性累库。柴油裂解维持宽幅震荡，欧洲十月柴油超预期累库，未来几周柴油库存表现较为重要。炼厂开工方面，欧美主要炼厂秋检结束，11、12 月炼厂开工季节性上行。欧洲 10 月炼厂检修计划

同比偏低，目前柴油利润仍将驱动炼厂开工提升。10 月下旬秋检高峰过后，美国炼厂开工上行斜率慢于预期。10 月以来汽油、航煤需求的好转支撑美国炼厂利润。基准情况下，欧洲、美国、印度炼厂开工将迎来季节性提升，但炼厂开工率无法超过 8 月最高点，且较先前预期下调。近期全球炼厂综合利润偏中性，柴油裂解仍是四季度炼厂利润支柱，关注气温、工业需求可能导致的需求预期差。

### （二）内炼厂利润承压 开工好转空间有限

十月国内主营、地炼出现产品绝对价格涨幅不及成本，综合利润快速下行情况，原油加工量快速回落。十一月原

油绝对价格下跌后，炼厂综合利润反弹，但国内成品油仍然偏弱，主营、地炼继续减产。目前国内原油加工量在 1439.58

万吨，其中主营常减压开工率在 80% 左右，山东独立炼厂常减压开工率在 65% 左右。十一月主营汽油、柴油日产量分别环比下降 5.82%、7.29%，十一月汽油去库裂解回到中性水平，柴油裂解整体仍偏弱，汽柴油投机需求均偏弱。出口方面，根据资讯机构统计，国内十一月汽柴煤出口计划量在 251.4 万吨，环比 10 月计划总量下降 39.71%；同比跌幅 48%。根据实际出口情况测算，前三

批成品油出口配额使用近 80%，四季度出口配额不足可能性较大。成本方面，虽然原油绝对价格下跌，但近期俄罗斯 ESPO 原油对布伦特贴水上涨至 3.4 美金左右，南美原料升贴水也面临上行。国内炼厂原油投料需求在汽柴油国内需求疲软、出口受配额限制、炼厂利润仍然偏低状态下难有起色，我们预期后续开工承压。



数据来源：隆众

### 三、库存表现与 2024 年展望

基准情况下，全球原油四季度将去库 80 万桶/日左右（较 10 月平衡表去库量减少 50 万桶/日），较三季度平均去库 130 万桶/日环比转松。其中 10 月全球油品总库存小幅累库，11、12 月预期转向去库，带动原油月差上行。绝对价格方面，排除终端需求大幅崩盘，绝对价格继续下行空间有限，但四季度

兑现需求弱于预期，油价上方空间尚未打开，短期仍以震荡为主。展望 2024 年，全球需求增量在 90 万桶/日左右（中国、印度主导），而非 OPEC 供应增量在 120 万桶/日左右（美国、巴西、圭亚那主导），若沙特将自愿减产延长半年，全年将保持偏紧平衡（-40 万桶/日至 +30 万桶/日）状态。



中性情况下，我们预计明年布伦特原油价格在 70-90 区间，一季度供需压力相对较大，绝对价格可能承压，下半年

供需收紧。潜在风险在于欧美宏观衰退超预期，美国产量增量大幅不及预期等。

## 免责声明：

以上内容所依据的信息均来源于交易所、媒体及资讯公司等发布的公开资料或通过合法授权渠道向发布人取得的资讯，我们力求分析及建议内容的客观、公正，研究方法专业审慎，分析结论合理，但我司对信息来源的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们提供的全部分分析及建议内容仅供参考，不构成对您的任何投资建议及入市依据，您应当自主做出期货交易决策，独立承担期货交易后果，凡据此入市者，我司不承担任何责任。我司在为您提供服务时已最大程度避免与您产生利益冲突。未经我司授权，不得随意转载、复制、传播本网站中所有研究分析报告、行情分析视频等全部或部分材料、内容。对可能因互联网软硬件设备故障或失灵、或因不可抗力造成的全部或部分信息中断、延迟、遗漏、误导或造成资料传输或储存上的错误、或遭第三人侵入系统篡改或伪造变造资料等，我司均不承担任何责任。