



申银万国期货
SHENYIN & WANGUO FUTURES

问君能有多少愁 恰似一江春水向东流 ——2024年原油投资策略展望

分析师： 董超（F3030150，Z0012596）

2023.12

问君能有几多愁 恰似一江春水向东流

——2024年原油投资策略展望

- 市场状况：2023年油价震荡盘整，冲高回落。基本体现了OPEC与整体宏观形势的博弈。
- 明年油价相对比较偏空，主要原因在于OPEC减产措施约束力及减产数额均较小，委内瑞拉、伊朗、利比亚三大减产豁免国明年均大概率扩产，而全球经济在高利率环境影响下又相对悲观。如果说支撑，需要关注三点，一是地缘政治方面是否会导致供应的突然中断，去年的俄乌以及今年的巴以都有类似作用；二是美国收储的节奏，目前美国已经开始小规模收储，如果后期数额扩大将会有额外的需求增量；三是OPEC能否再次力挽狂澜，增加减产。
- 波动区间：SC【400-600】、WTI【50-80】、布伦特【55-85】。

走势回顾：全年冲高回落，基本符合预期

沉舟侧畔千帆过，病树前头万木春
——2023年原油投资策略展望

禁锢虽已突破，区间仍未打开
——2023年二季度原油投资策略展望

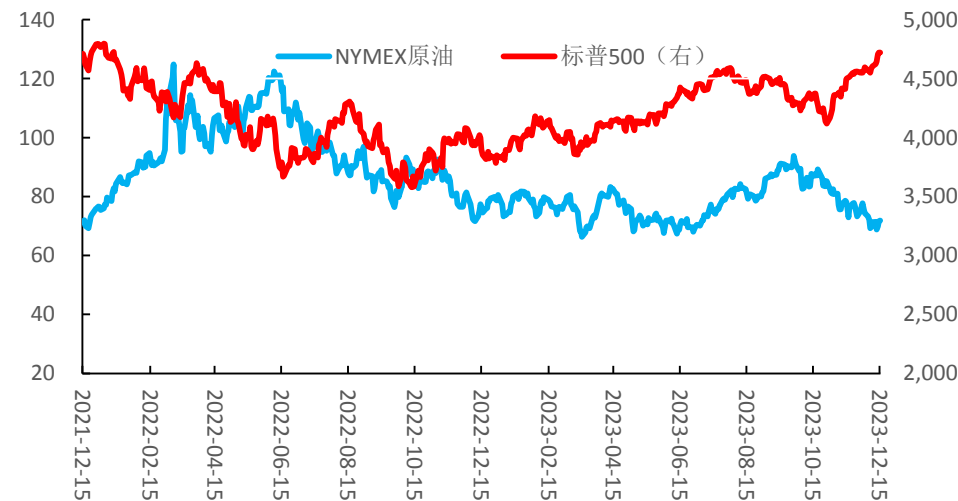
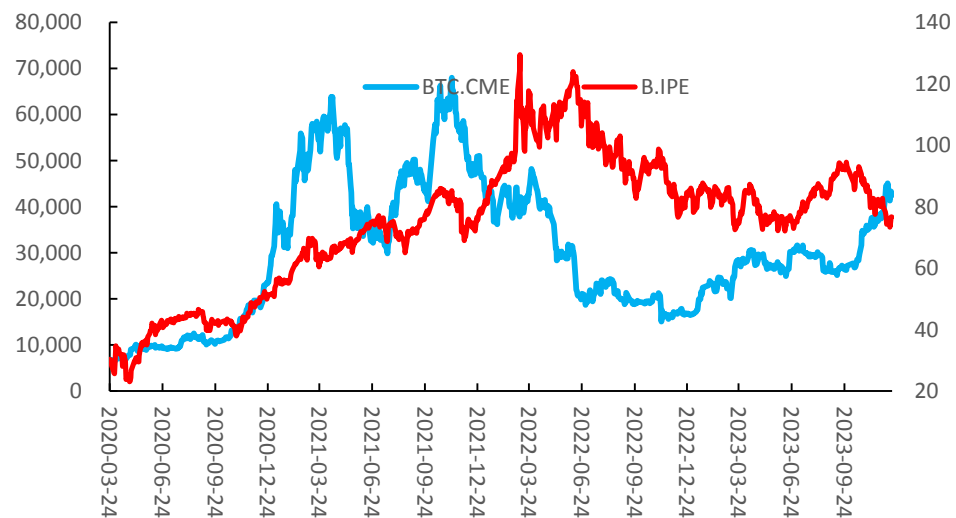
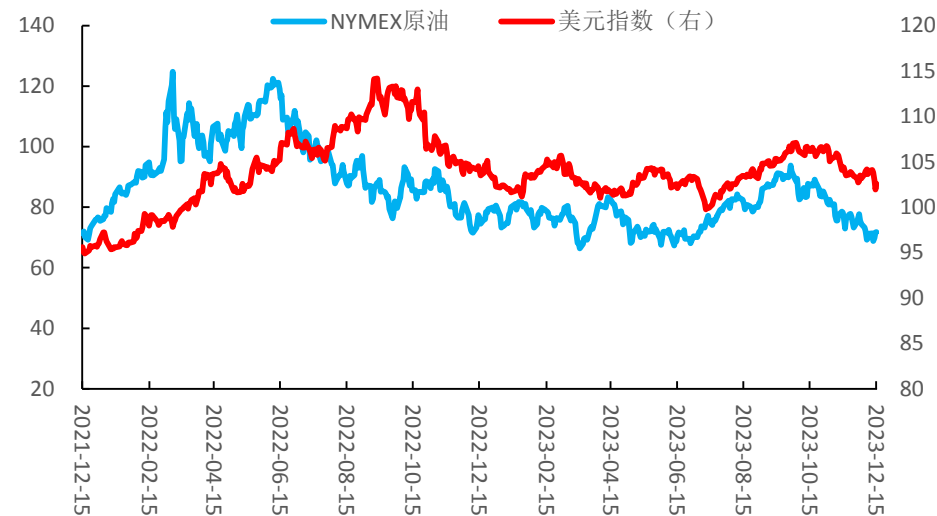
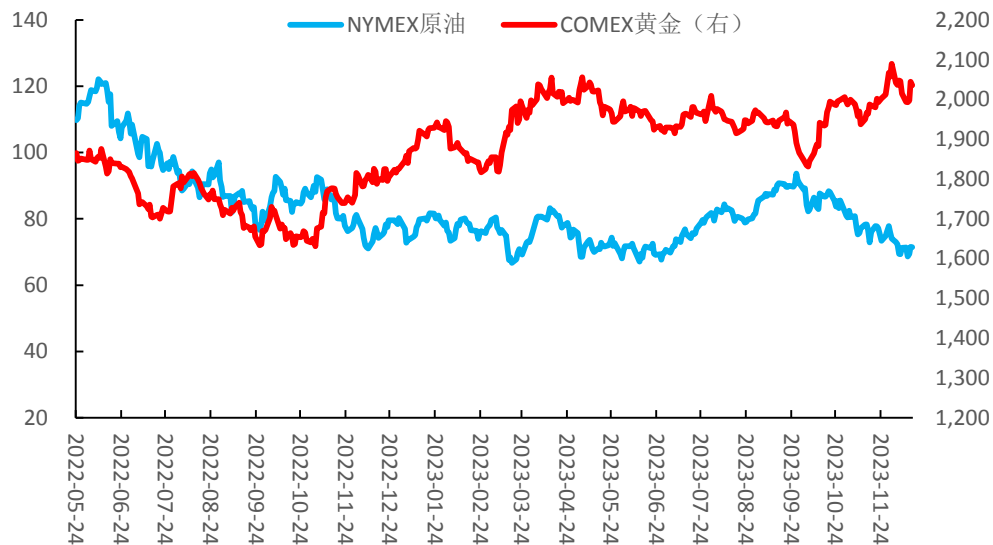
烈火烹油鲜花着锦，高处不胜寒
——2023年四季度原油投资策略展望

水晶帘动微风起，满架蔷薇一院香
——2023年下半年原油投资策略展望



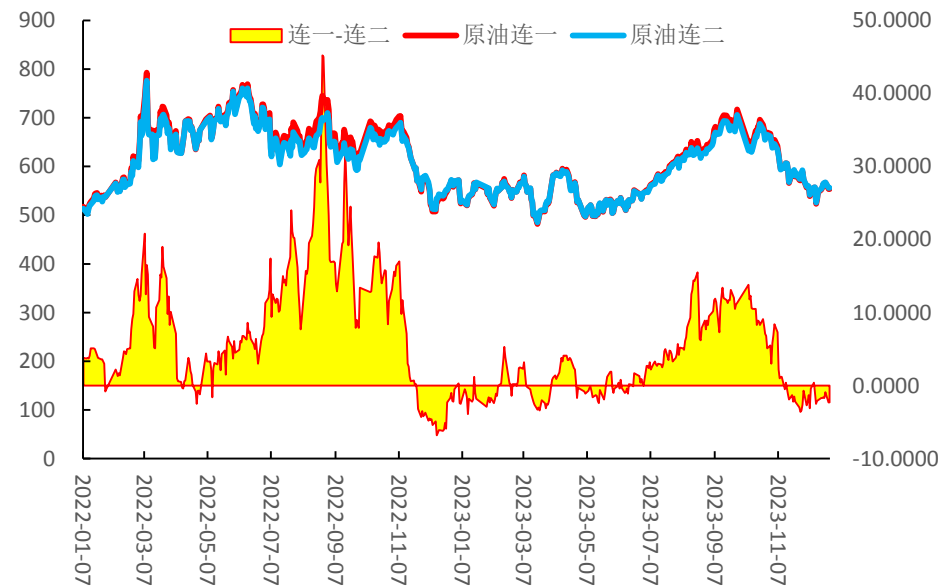
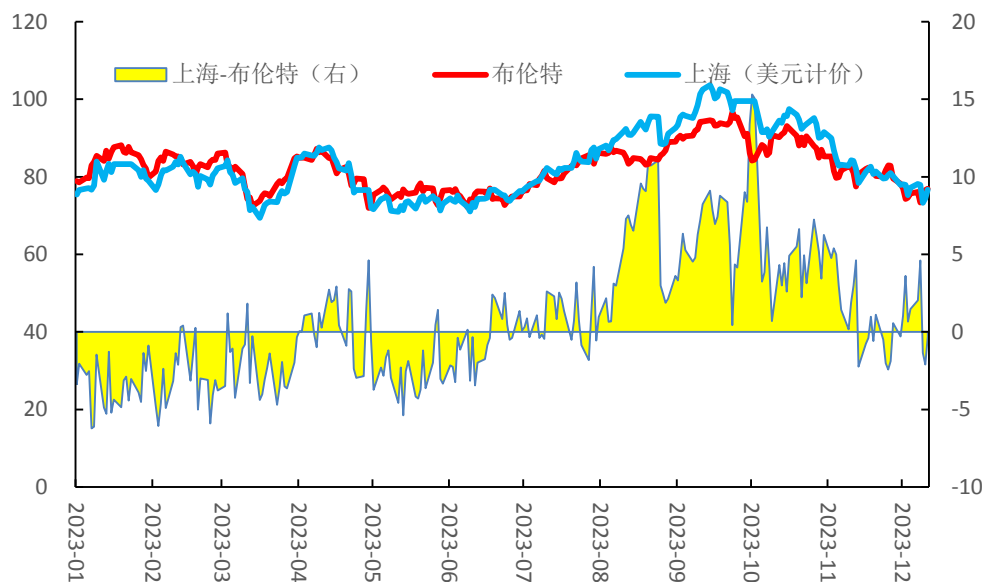
资料来源：Wind，申万期货研究所

走势回顾：原油与各品种比价



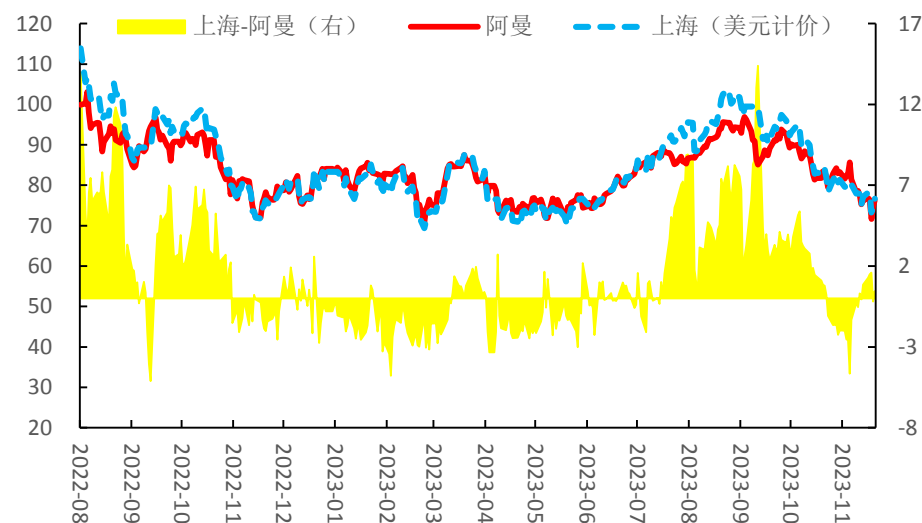
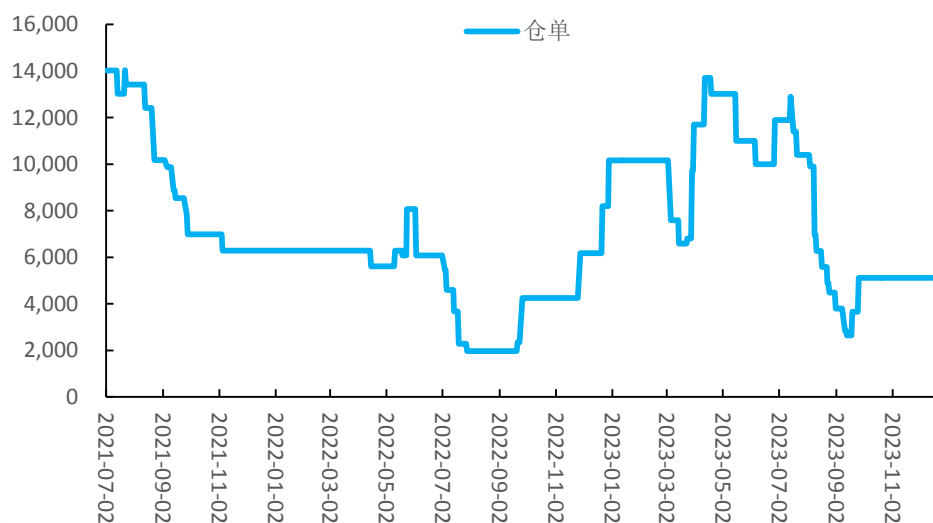
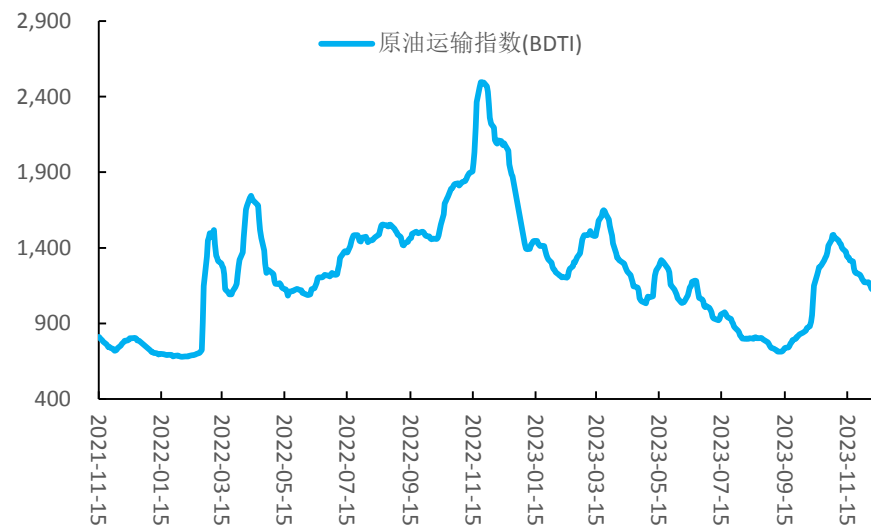
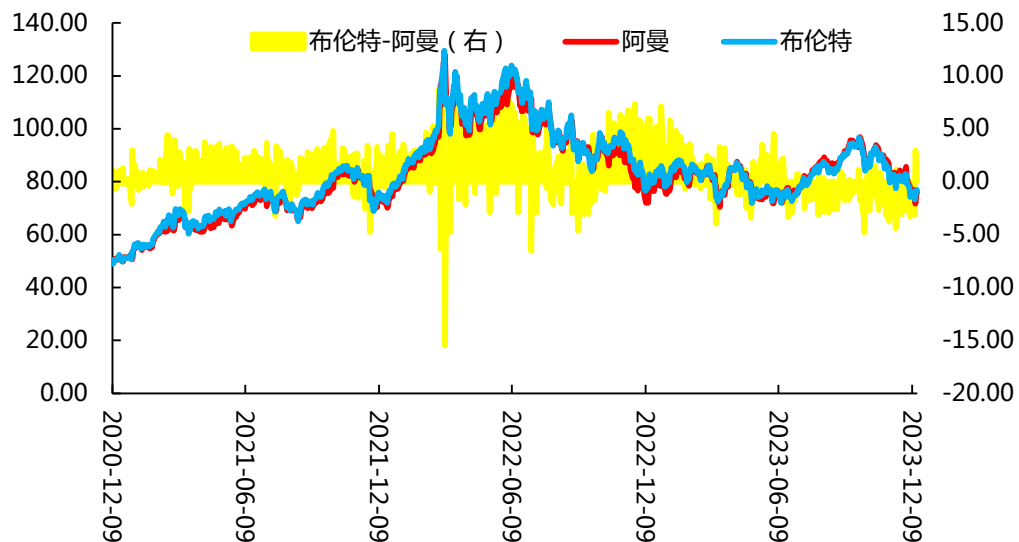
走势回顾：内盘油价强势期已过

- 四季度内盘油价相对外盘迅速回落。
- 主要受到仓单、油种价差、运费、国内外需求差异多方面影响。



资料来源：Wind，申万期货研究所

走势回顾：内盘油价强势期已过



全球产量增加，OPEC减少

- EIA12月月报认为今年供应大幅增加164万桶/天，主要来自非OPEC供应的增加。2024年供应将增加57万桶/日。

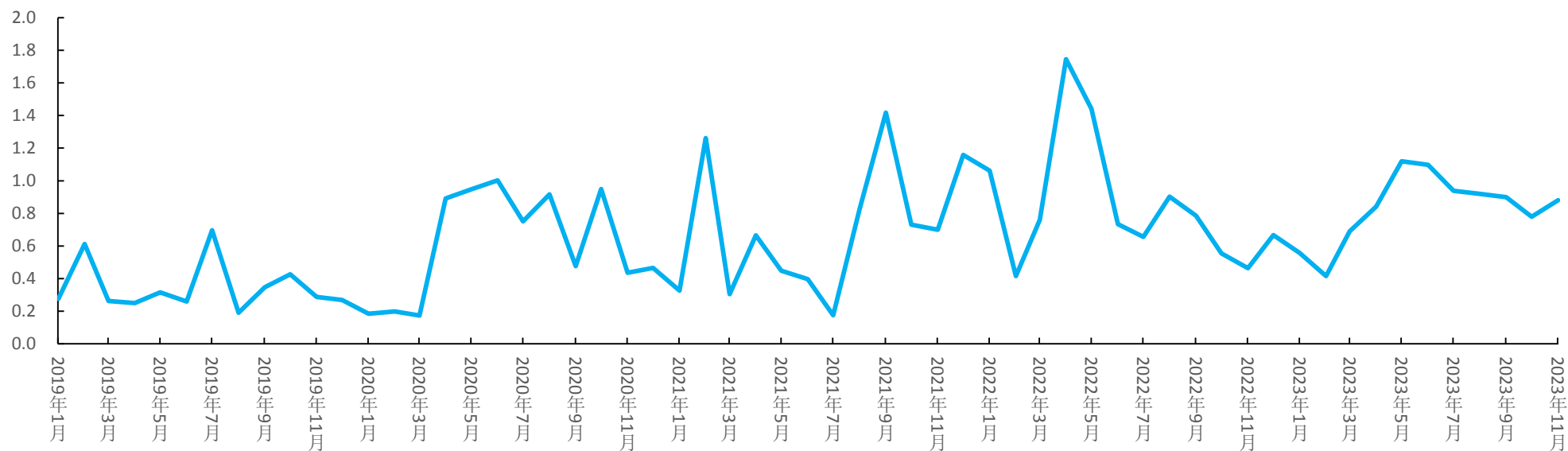
年度全球原油供应（百万桶/日）

供应（百万桶/日）	年度供应						年度变化				
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024
OECD	31.52	30.61	31.12	32.34	34.24	34.76	-0.92	0.51	1.23	1.90	0.51
美国	19.53	18.63	18.97	20.29	21.86	22.17	-0.90	0.35	1.32	1.56	0.31
加拿大	5.48	5.24	5.54	5.70	5.76	5.89	-0.24	0.30	0.16	0.06	0.13
墨西哥	1.92	1.93	1.92	1.90	2.11	2.05	0.02	-0.01	-0.02	0.21	-0.06
其他OECD	4.60	4.81	4.68	4.44	4.52	4.65	0.21	-0.13	-0.24	0.08	0.13
非OECD	68.77	63.30	64.55	67.64	67.37	67.43	-5.48	1.26	3.09	-0.26	0.06
OPEC	34.61	30.70	31.65	34.17	33.40	33.11	-3.91	0.95	2.52	-0.77	-0.29
原油	29.27	25.60	26.27	28.67	28.02	27.70	-3.67	0.67	2.40	-0.66	-0.32
其他液体	5.34	5.10	5.38	5.50	5.38	5.41	-0.24	0.29	0.11	-0.11	0.03
前苏联	14.60	13.44	13.74	13.85	13.70	13.63	-1.17	0.31	0.10	-0.15	-0.07
中国	4.86	4.86	4.99	5.12	5.27	5.30	0.00	0.13	0.13	0.15	0.02
其他非OECD	14.70	14.30	14.17	14.50	15.00	15.40	-0.40	-0.13	0.34	0.50	0.40
全球总供应	100.29	93.90	95.67	99.98	101.62	102.19	-6.39	1.77	4.31	1.64	0.57
非OPEC供应	65.69	63.21	64.02	65.81	68.22	69.08	-2.48	0.81	1.80	2.41	0.86

非计划损失量略有增加

- 2019年以来全球非计划减产略有增加，明年重点关注区域：伊朗、委内瑞拉、圭亚那、利比亚、俄罗斯、巴以冲突。

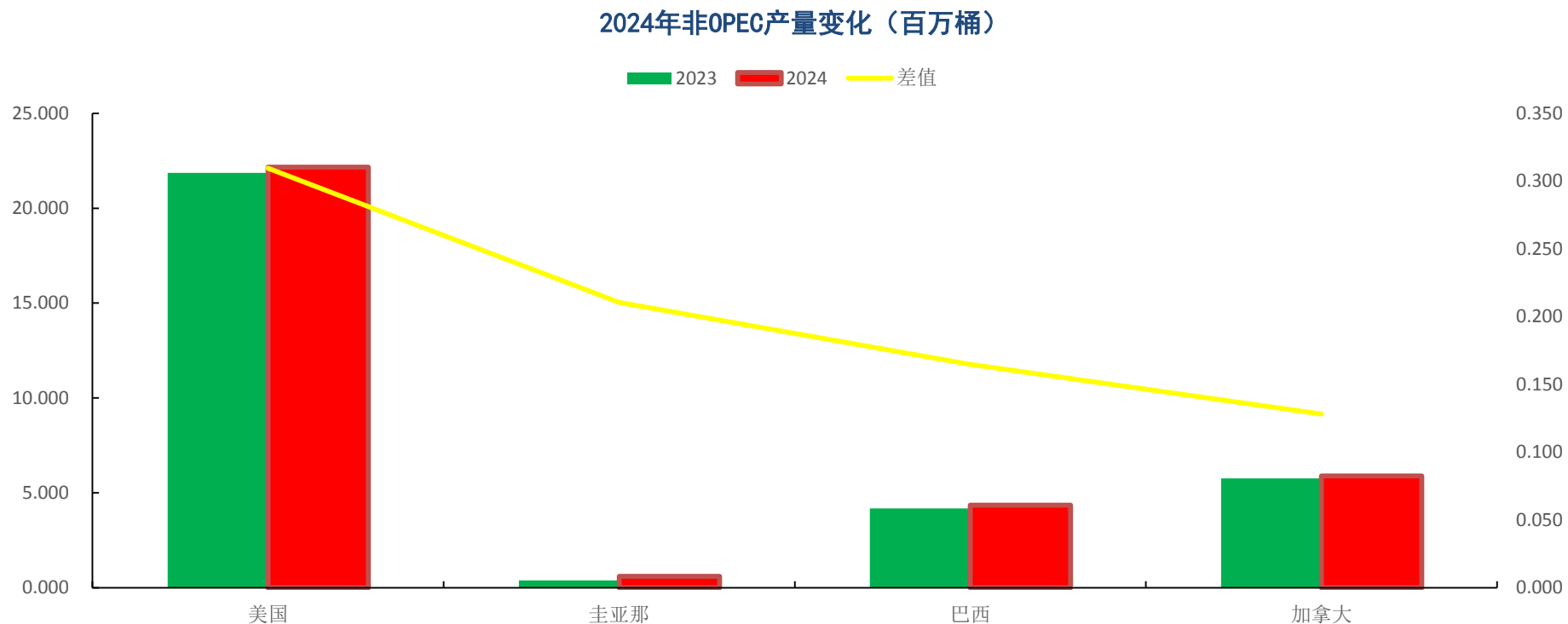
NOPEC国家月度非计划产量损失（百万桶/日）



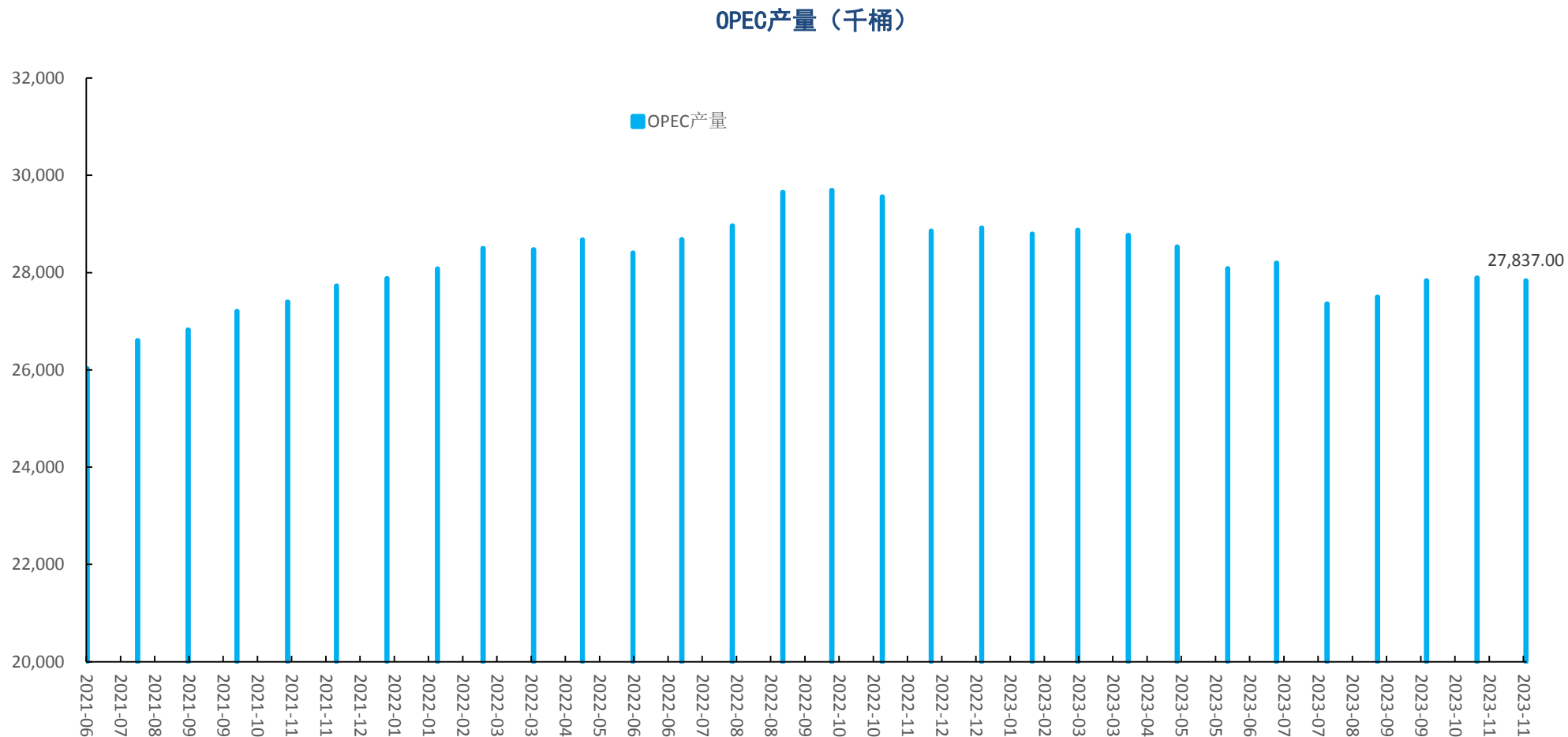
资料来源：EIA，申万期货研究所

主要增产国

- 美国、圭亚那、巴西、加拿大将是主要的增产国。
- 其中圭亚那产量基数较小，其与委内瑞拉在埃塞奎博地区存在主权归属争端，该地区占圭亚那总面积2/3，2015年该地区发现110亿桶原油储量。



OPEC继续减产能力有限



OPEC继续减产能力有限

- 11月会议中OPEC提出220万桶/日的减产与原本的配额增量相比变动很小，此外由于自愿性质，各国执行率堪忧。

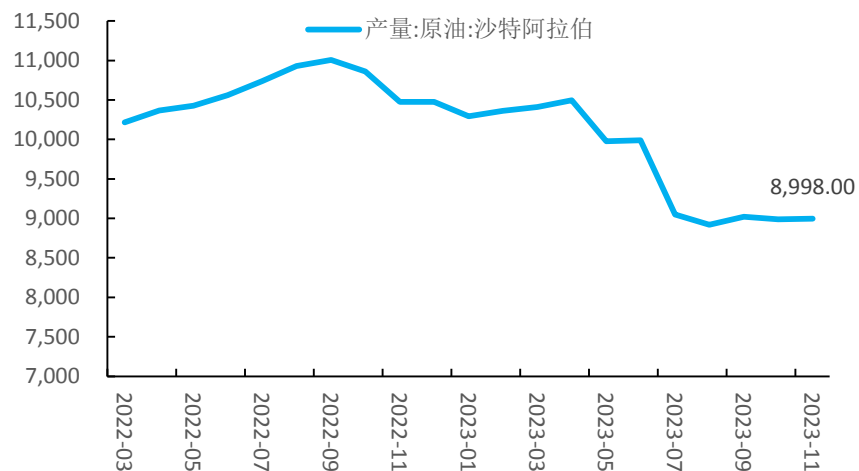
OPEC产量（万桶）

	2023年1-4月	2023年5-12月	2024年1-12月（6月会议）	2024年1-12月（11月会议）	2023年11月实际产量	尚需减产		2023年1-4月	2023年5-12月	2024年1-12月（6月会议）	2024年1-12月（11月会议）	2023年10月实际产量	尚需减产
沙特	1048	998	1047	947	900	-47	俄罗斯	1048	998	983	933	966	33
伊拉克	443	422	443	421	428	7	哈萨克斯坦	163	155	163	155	158	3
阿联酋	302	288	322	306	291	-15	墨西哥	175	175	175	175	182	7
科威特	268	255	268	255	257	3	阿曼	84	80	84	80	80	0
尼日利亚	174	174	138	150	137	-13	阿塞拜疆	72	72	55	55	50	-5
安哥拉	145	145	128	110	113	3	马来西亚	57	57	40	40	48	8
阿尔及利亚	100	95	100	95	96	1	巴林	20	20	20	20	20	0
刚果	31	31	28	28	26	-2	文莱	10	10	8	8	8	0
加蓬	18	18	18	18	22	4	南苏丹	12	12	12	12	12	0
赤道几内亚	12	12	7	7	6	-1	苏丹	7	7	6	6	6	0
OPEC10	2541	2438	2499	2336	2276	-60	NOPEC10	1648	1586	1546	1484	1530	46
							OPEC+	4189	4024	4045	3819	3806	-13

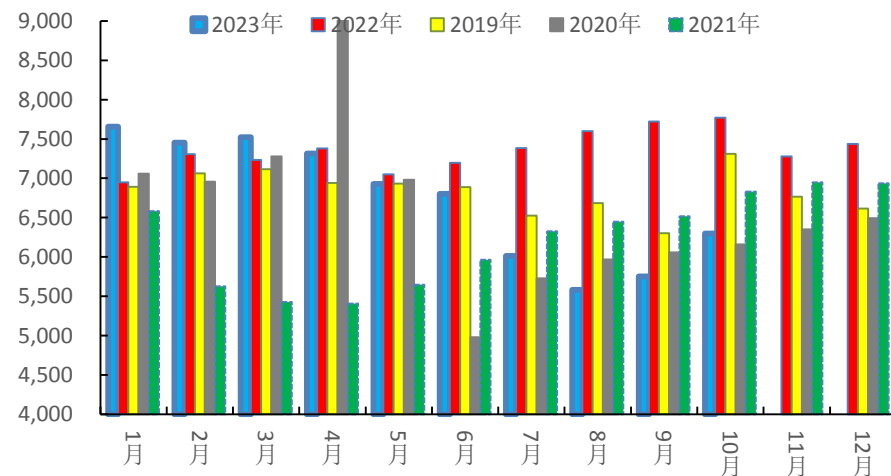
沙特仍是明年OPEC关注重点

- 2023年沙特多次推动OPEC执行减产，2024年其生产配额比目前实际产量高50万桶/日。
- 出口方面，沙特2023年1-10月平均出口673.3万桶/日，同比减少62.7万桶/日。
- 依据IMF的报告，2020年以后沙特的财政盈亏平衡油价均维持在80美元/桶上方，2023年为85.8万桶/日。

沙特产量（千桶）

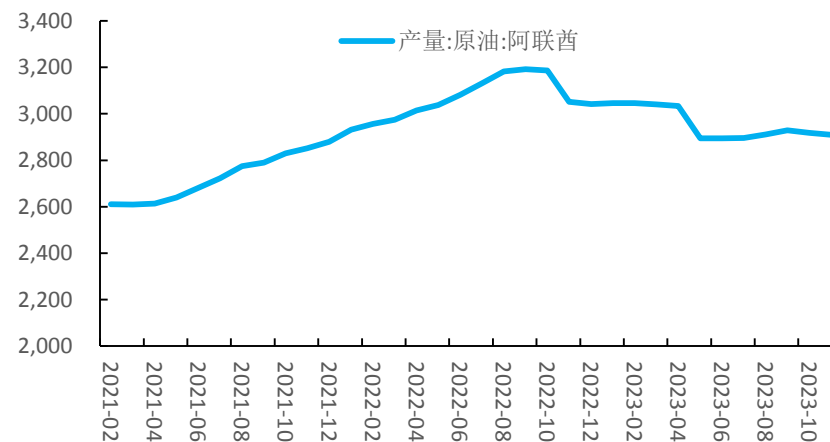
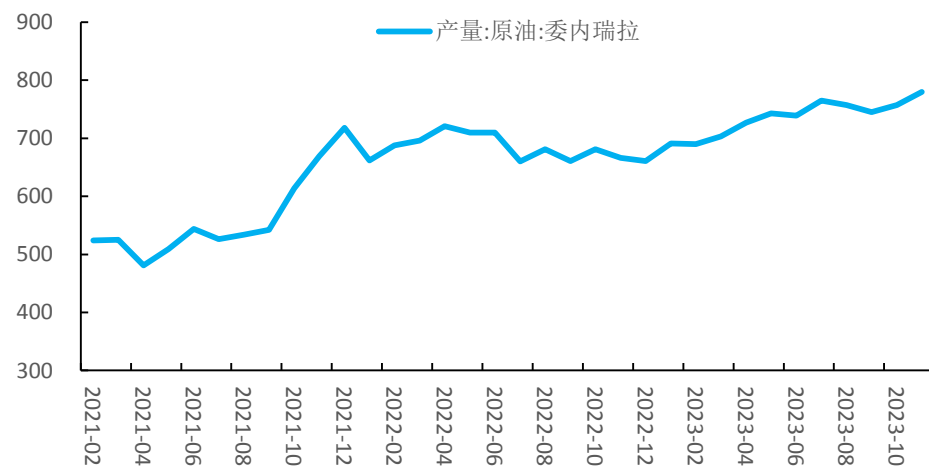
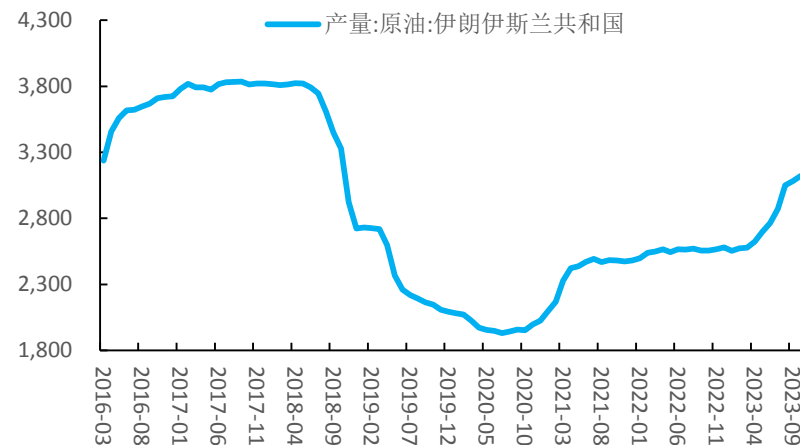
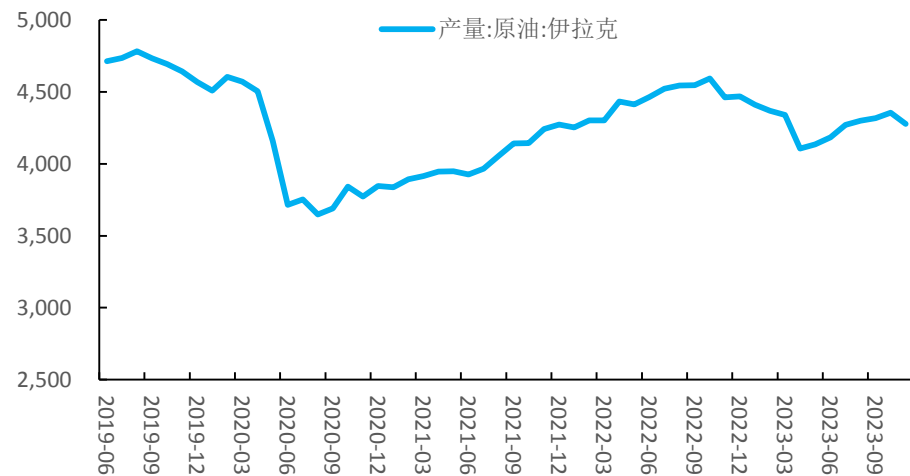


沙特原油出口（千桶/日）

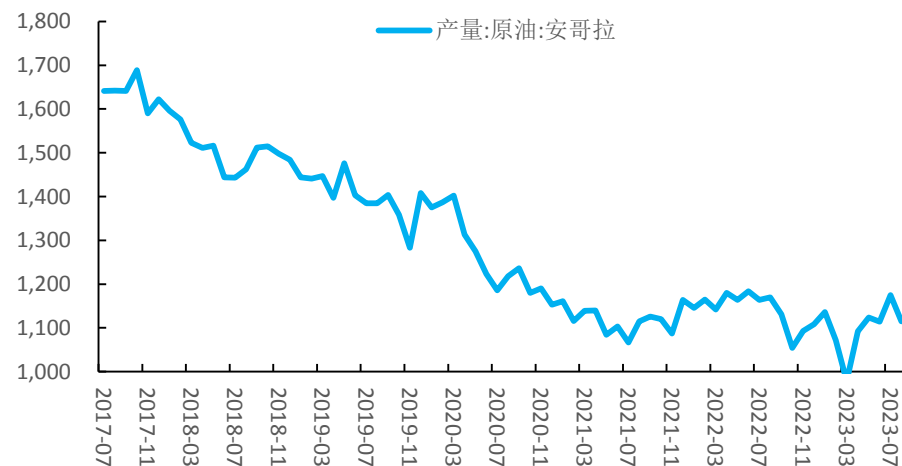
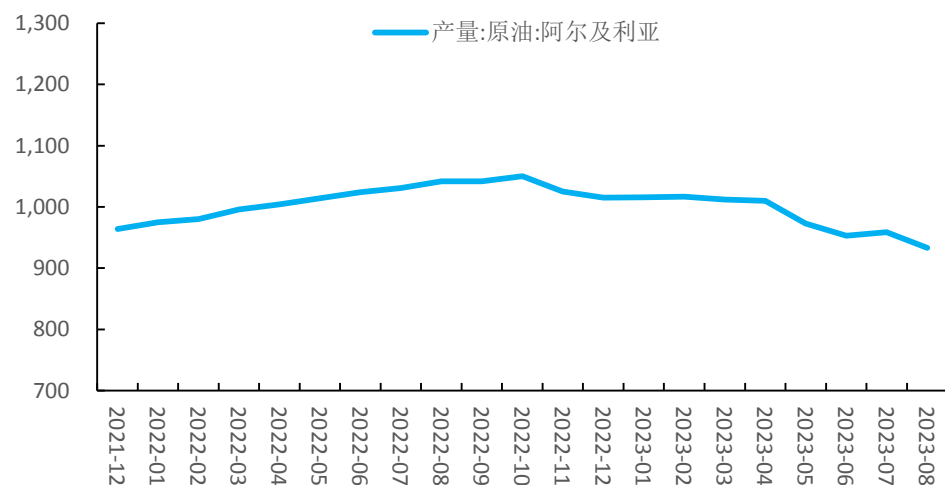
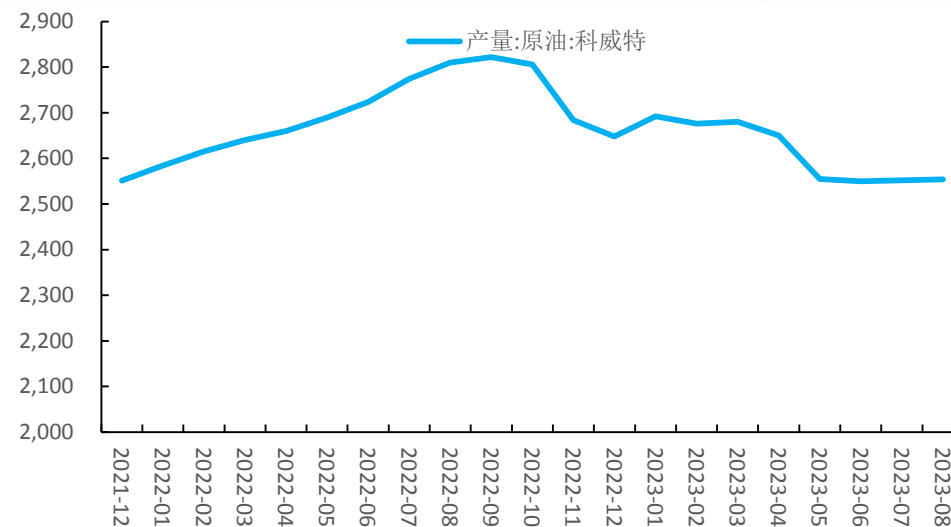
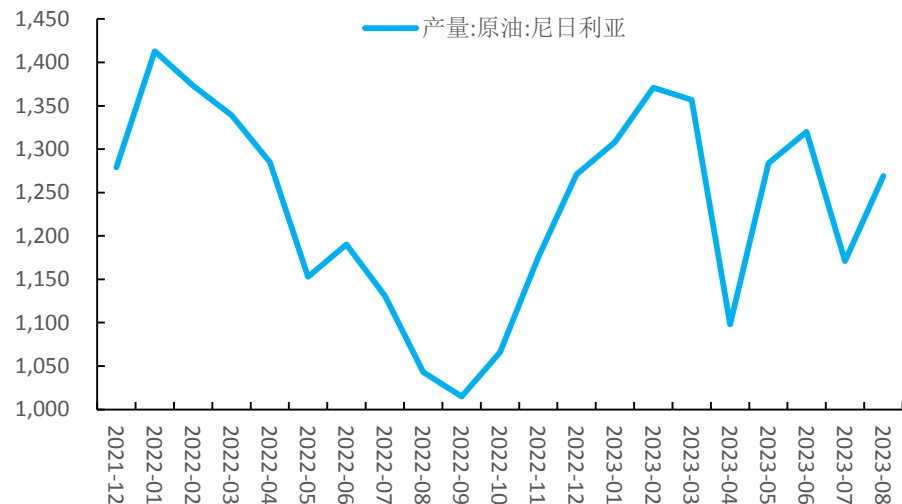


资料来源：Wind，申万期货研究所

OPEC减产

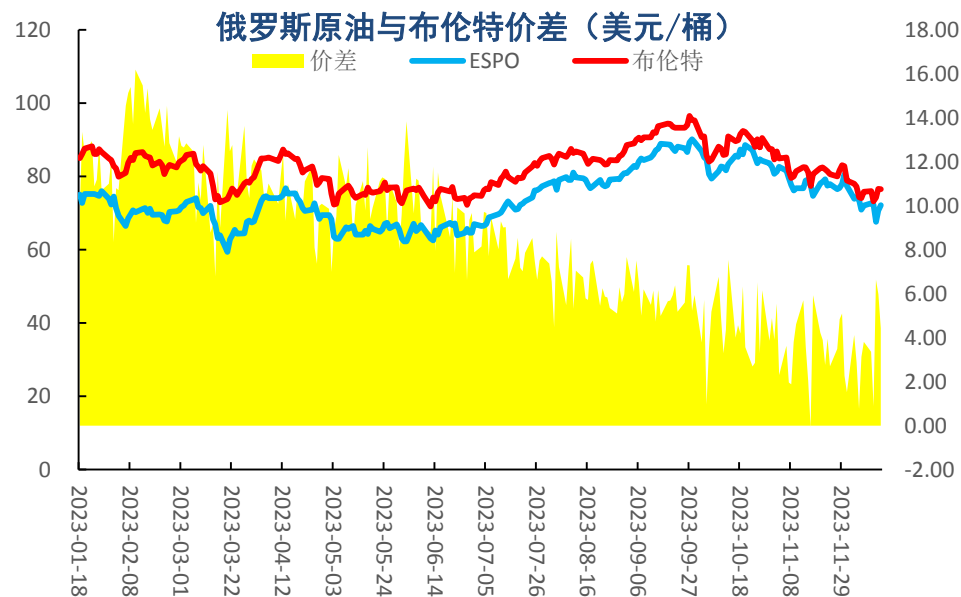
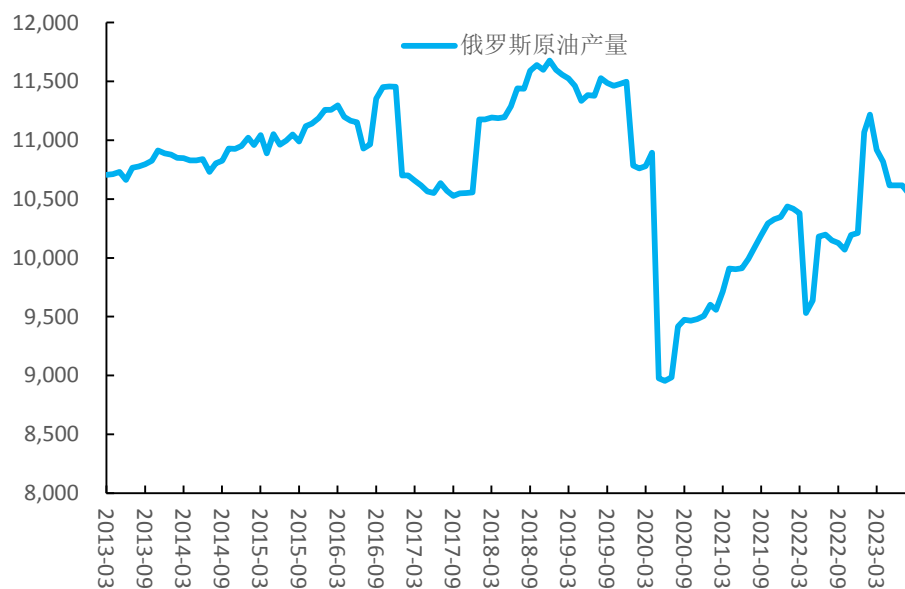


OPEC减产



俄罗斯减产延续至2024年底

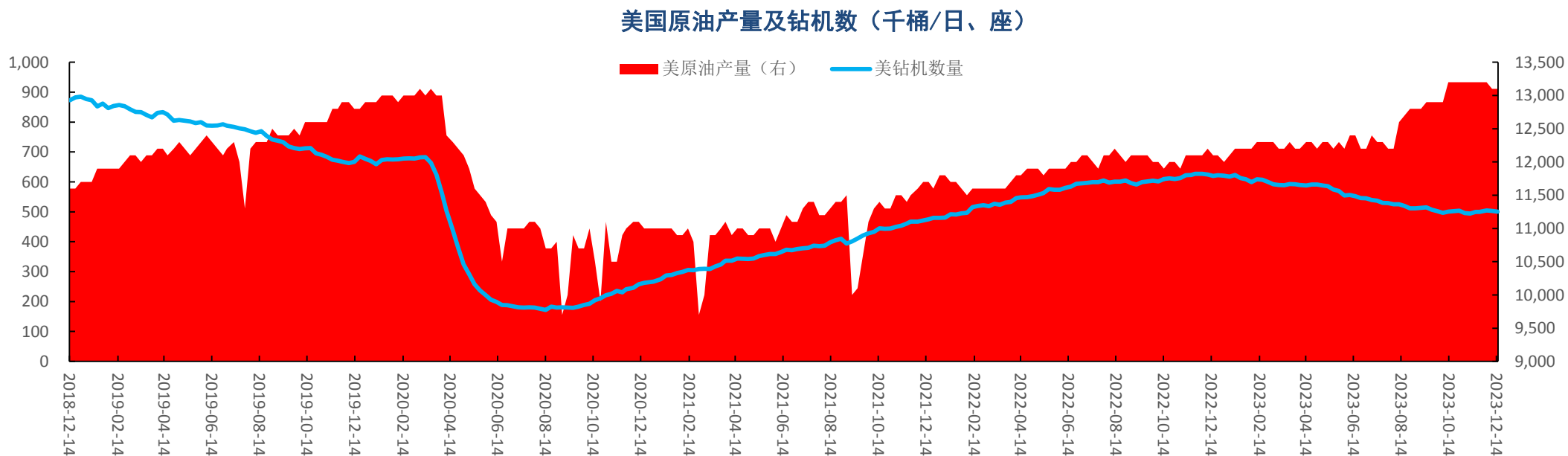
- 俄罗斯在2024年生产配额为983万桶/日，此外将额外减少每天50万桶（30万桶原油，20万桶成品油）出口，其10月原油产量为966万桶/日。



资料来源: Wind, 申万期货研究所

美国原油产量全年上涨

- 美国的产量问题在今年引发了很大的争议，其周度数据在，1-7月基本不变，8月份突增60万桶/日，全年产量从1210万桶/日增至1310万桶/日，市场很多人认为是统计口径问题，是新增了Transfers to crude oil supply部分的原因。但仔细关注EIA的月度报告就会发现这其实是另外的分项。至于周度数据的突变，更大的可能是月度数据与周度数据发生较大差异后的一种自我调整，这在美国的库存数据中时有发生。
- 美活跃钻机数量全年稳步下滑，从年初的621座回落至500座附近，目前数量基本稳定。



美国库存井数量不足

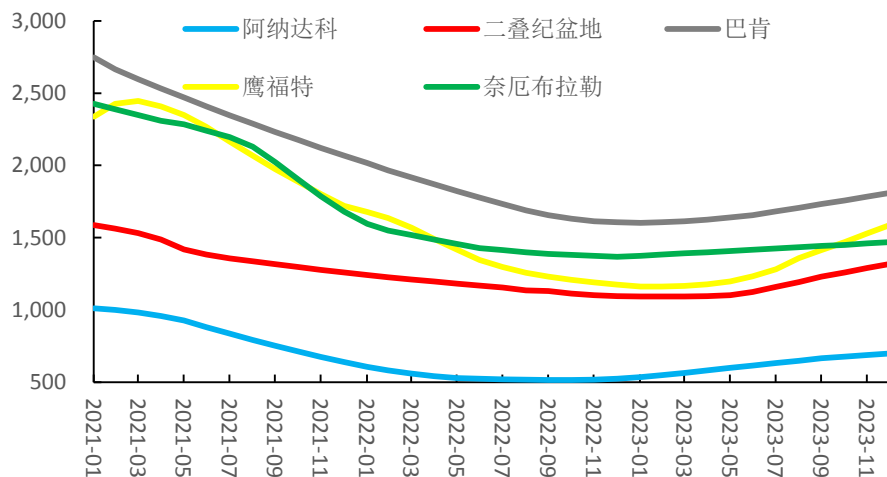
美国原油及其他液体能源供应（百万桶/日）

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
Crude Oil Supply												
Domestic Production (a)	12.57	12.53	12.77	12.65	12.69	12.89	12.93	13.01	13.24	13.26	13.27	13.26
Alaska	0.45	0.45	0.44	0.43	0.43	0.42	0.40	0.40	0.42	0.42	0.43	0.43
Federal Gulf of Mexico (b)	1.90	1.83	1.87	1.74	1.71	1.86	1.93	1.89	2.00	2.01	1.99	1.98
Lower 48 States (excl GOM)	10.22	10.26	10.46	10.48	10.56	10.61	10.59	10.72	10.82	10.83	10.84	10.85
Transfers to Crude Oil Supply	0.45	0.29	0.42	0.46	0.43	0.63	0.62	0.76	0.72	0.72	0.72	0.55
Crude Oil Net Imports (c)	2.76	2.60	1.49	2.19	2.68	2.67	2.45	2.88	2.48	1.58	1.87	1.84
SPR Net Withdrawals	0.01	0.00	0.01	0.25	0.30	0.24	-0.01	-0.09	-0.03	0.00	-0.02	-0.10
Commercial Inventory Net Withdrawals	-0.96	-0.45	0.22	0.19	-0.03	0.20	0.48	0.73	-0.01	-0.59	-0.31	0.33
Crude Oil Adjustment (d)	0.25	0.15	0.60	0.11	0.13	-0.25	0.13	-0.59	-0.17	0.29	0.22	0.18
Total Crude Oil Input to Refineries	15.09	15.13	15.51	15.84	16.21	16.39	16.60	16.69	16.24	15.26	15.75	16.05
Other Supply												
Refinery Processing Gain	1.03	0.96	0.92	1.01	0.94	1.07	1.08	1.07	1.07	1.01	1.03	1.03
Natural Gas Plant Liquids Production	5.85	5.96	6.21	6.37	6.38	6.53	6.45	6.55	6.75	6.61	6.68	6.51
Renewables and Oxygenate Production (e)	1.24	1.24	1.25	1.24	1.30	1.35	1.31	1.30	1.33	1.34	1.35	1.32
Fuel Ethanol Production	1.01	1.00	0.99	0.97	1.00	1.04	1.03	1.00	1.01	1.04	1.04	1.00
Petroleum Products Adjustment (f)	0.21	0.20	0.20	0.21	0.22	0.23	0.23	0.23	0.23	0.21	0.22	0.23
Petroleum Products Transfers to Crude Oil Supply	-0.45	-0.29	-0.42	-0.46	-0.43	-0.63	-0.62	-0.76	-0.72	-0.72	-0.72	-0.55
Product Net Imports (c)	-3.73	-3.44	-4.52	-3.50	-3.78	-3.86	-4.21	-3.91	-3.97	-4.54	-4.69	-4.70
Hydrocarbon Gas Liquids	-2.34	-2.41	-2.64	-2.48	-2.28	-2.40	-2.37	-2.37	-2.54	-2.74	-2.81	-2.65
Unfinished Oils	0.33	0.27	0.23	0.30	0.15	0.35	0.28	0.24	0.14	0.39	0.24	0.26
Other HC/Oxygenates	-0.04	-0.04	-0.06	-0.09	-0.05	-0.06	-0.06	-0.02	-0.04	-0.07	-0.05	-0.06
Motor Gasoline Blend Comp.	0.41	0.53	0.42	0.70	0.58	0.74	0.54	0.63	0.53	0.35	0.41	0.37
Finished Motor Gasoline	-0.78	-0.71	-0.77	-0.58	-0.53	-0.64	-0.74	-0.65	-0.62	-0.77	-0.77	-0.84
Jet Fuel	-0.09	0.01	-0.07	0.03	0.03	-0.04	-0.01	-0.12	-0.03	-0.10	-0.10	-0.01
Distillate Fuel Oil	-0.67	-0.61	-0.99	-0.86	-1.00	-1.06	-1.10	-1.01	-0.93	-1.00	-0.95	-1.00
Residual Fuel Oil	0.06	0.06	-0.09	-0.03	-0.03	-0.05	-0.07	-0.02	0.01	0.04	-0.02	-0.02
Other Oils (g)	-0.62	-0.53	-0.57	-0.48	-0.64	-0.72	-0.68	-0.59	-0.50	-0.65	-0.64	-0.74
Product Inventory Net Withdrawals	-0.07	0.01	0.94	-0.67	-0.44	-0.35	-0.71	-0.30	-0.83	1.24	0.30	0.24
Total Supply	19.17	19.76	20.08	20.04	20.40	20.72	20.12	20.88	20.09	20.41	19.91	20.13

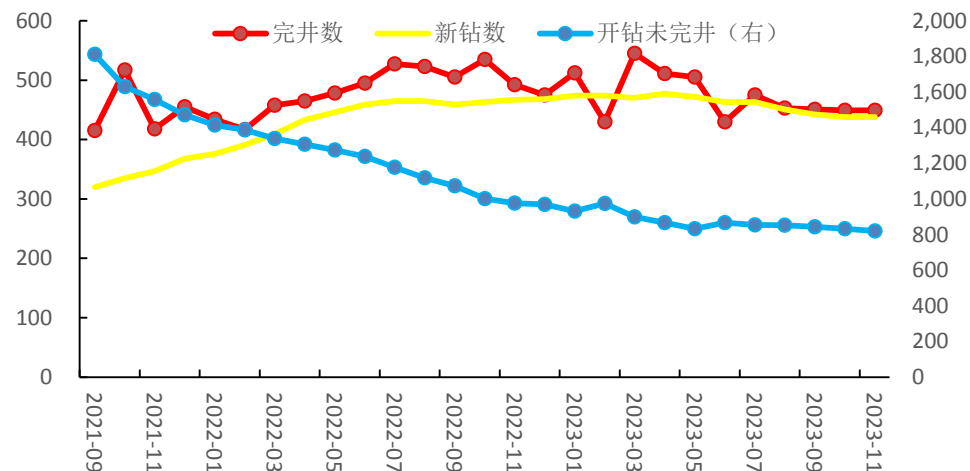
美国库存井数量不足

- 截止2023年10月，全美开钻未完数4524座，新钻数859座，完井数951座。主产区二叠纪地区，开钻未完数832座，新钻438座，完井数449座。
- 考虑到目前5.25%的联邦基准利率以及偏高的人力、物料成本，美国页岩油企业进一步提升产量的兴趣在逐步降低。
- 尤其需要注意主产区二叠纪地区库存井数量严重不足，后期将会影响美国页岩油的投产。
- 对于明年产量EIA预计基本维持年末水平，甚至在大部分时间有所下滑。

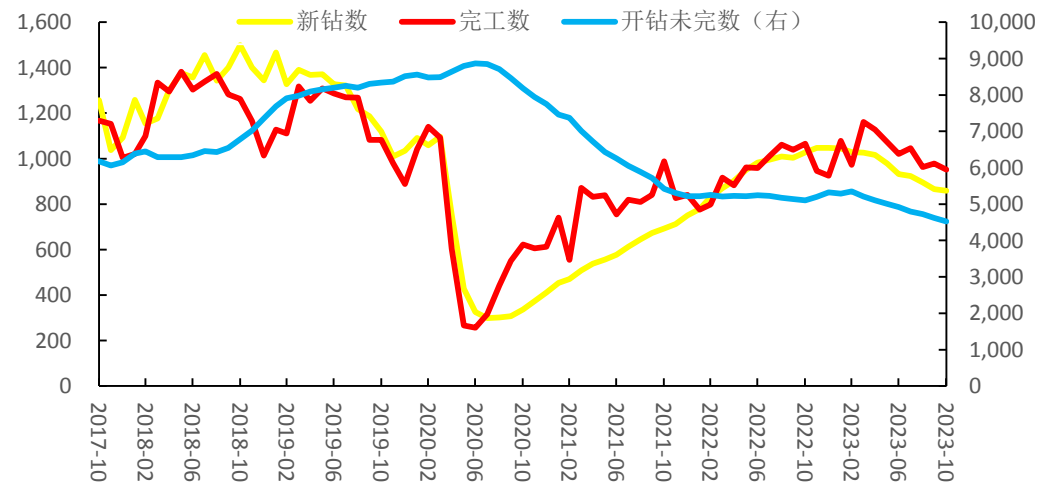
新井单口井产量（日/桶）



二叠纪地区油井情况（座）



美国油井情况（座）



资料来源：Wind，申万期货研究所

全球经济增速预计放缓

- 从全球的GDP角度，IMF在10月份的报告中认为今明两年的数据分别是3.0%和2.9%。低于3.8%的历史（2000-2019年）平均水平，且2024年的预测值较7月预计时下调了0.1%。较之4月时的预测，此次全球143个经济体（占全球GDP的92%）2023年的经济预期都遭到了IMF的大幅下调。

OPEC12月月报对全球经济预测（%）

	2023与上月变化值		2024与上月变化值	
全球	2.9	0.1	2.6	0.0
OECD国家	1.5	0.1	0.9	0.0
美国	2.4	0.1	1.0	0.1
欧盟	0.2	0.0	0.5	0.0
英国	0.4	0.2	0.6	0.0
日本	1.7	(0.2)	0.9	(0.1)
中国	5.2	0.0	4.8	0.0
印度	6.5	0.3	5.9	0.0
巴西	2.5	0.0	1.2	0.0
俄罗斯	2.2	0.3	1.3	0.1

IMF全球经济展望（%）

	2022	2023	2024
全球GDP	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
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
中东和中亚	5.6	2.0	3.4
撒哈拉以南非洲	4.0	3.3	4.0
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

2024需求增速放缓

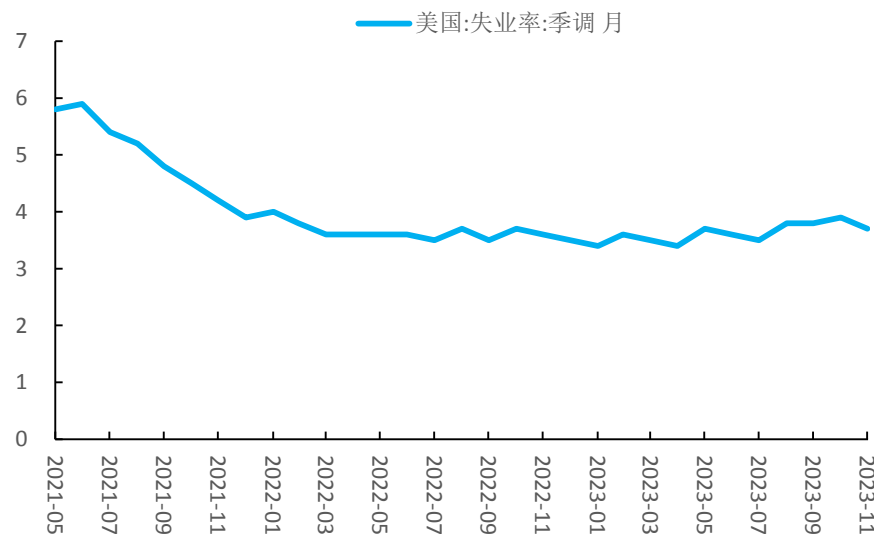
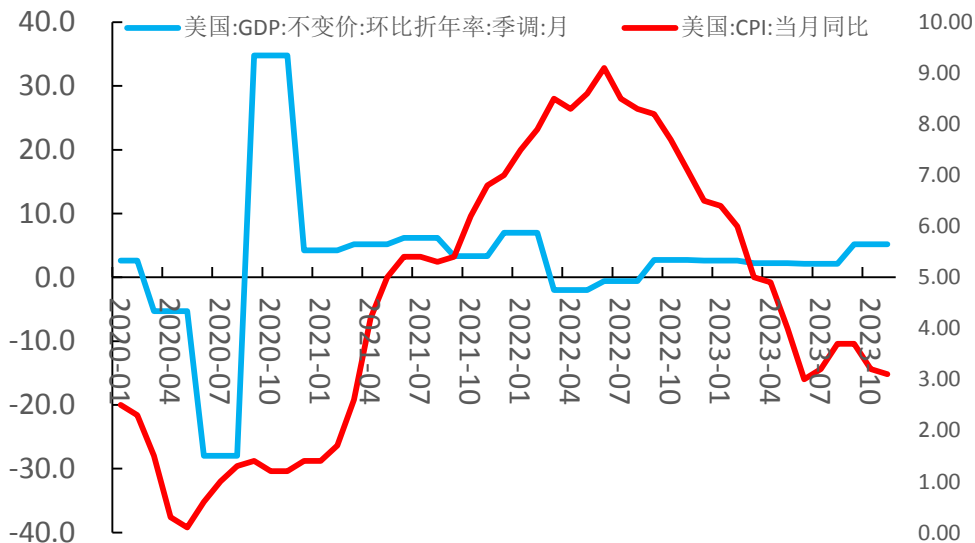
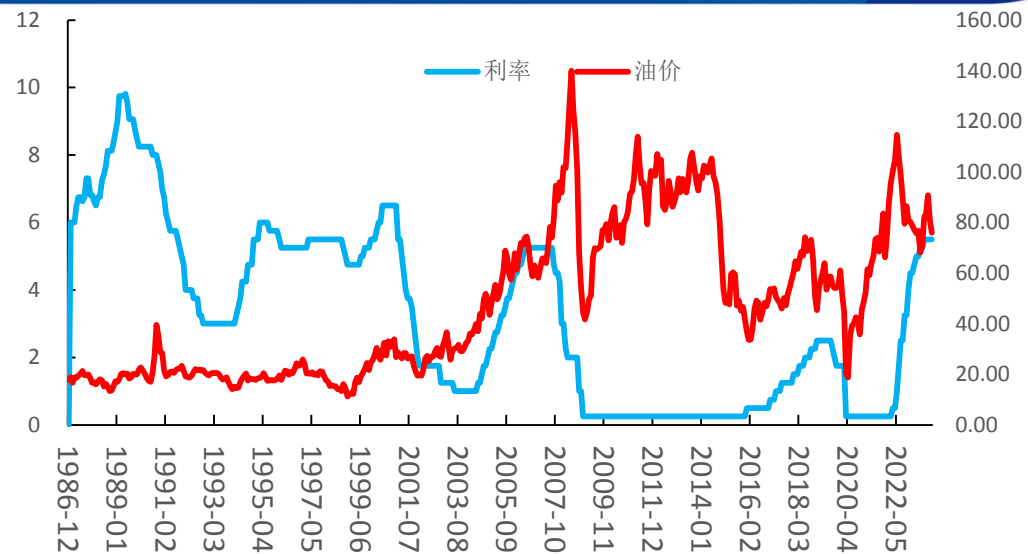
- EIA预计2023年需求增速为184万桶/日，2024年为135万桶/日。其中中国和印度2023、2024年增速分别为70、30和30、30万桶/日。

全球原油需求（百万桶/日）

	年度需求						年度变化				
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024
北美洲	25.03	21.99	23.82	24.23	24.50	24.70	-3.04	1.83	0.42	0.27	0.19
加拿大	2.49	2.19	2.28	2.29	2.43	2.37	-0.30	0.08	0.02	0.14	-0.06
墨西哥	1.99	1.60	1.65	1.92	1.92	1.93	-0.39	0.05	0.26	0.01	0.01
美国	20.54	18.19	19.88	20.01	20.14	20.39	-2.35	1.69	0.14	0.13	0.25
中南美洲	6.93	5.85	6.23	6.45	6.55	6.57	-1.08	0.38	0.22	0.10	0.02
巴西	3.14	2.79	2.89	2.96	3.06	3.05	-0.35	0.10	0.07	0.10	0.00
欧洲	15.07	13.12	13.86	14.27	14.27	14.20	-1.95	0.73	0.41	0.00	-0.07
独联体	4.88	4.53	4.67	4.52	4.57	4.72	-0.36	0.15	-0.15	0.05	0.15
俄罗斯	3.70	3.38	3.50	3.44	3.48	3.59	-0.32	0.12	-0.06	0.04	0.11
中东	9.14	8.31	8.64	9.22	9.35	9.57	-0.83	0.34	0.58	0.13	0.22
亚太	35.44	33.76	35.61	36.03	37.23	37.98	-1.68	1.85	0.42	1.20	0.75
中国	14.01	14.43	15.27	15.15	15.94	16.27	0.42	0.84	-0.12	0.79	0.32
日本	3.77	3.36	3.42	3.37	3.36	3.27	-0.40	0.05	-0.05	-0.01	-0.09
印度	4.92	4.46	4.68	5.02	5.31	5.60	-0.46	0.22	0.34	0.29	0.29
非洲	4.40	4.03	4.29	4.43	4.52	4.61	-0.38	0.27	0.14	0.09	0.09
OECD国家	47.75	42.01	44.79	45.67	45.89	45.95	-5.73	2.78	0.88	0.22	0.06
非OECD国家	53.15	49.57	52.34	53.49	55.11	56.40	-3.58	2.77	1.16	1.62	1.28
全球总计	100.89	91.58	97.12	99.16	101.00	102.35	-9.31	5.54	2.04	1.84	1.35

美国明年预计将有3次降息

- 每年美联储都将换届部分投票委员，今年鸽派委员4位、鹰派5位、中间派3位，明年鸽派4位、鹰派5位、中间派3位。
- 但从历史角度看，油价在加息周期中上涨，降息周期中下跌。

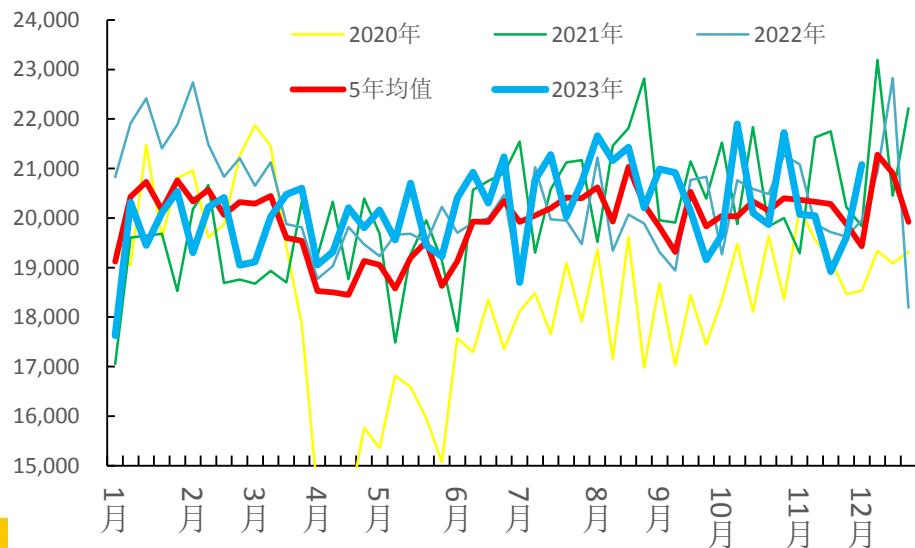


美国需求略有复苏

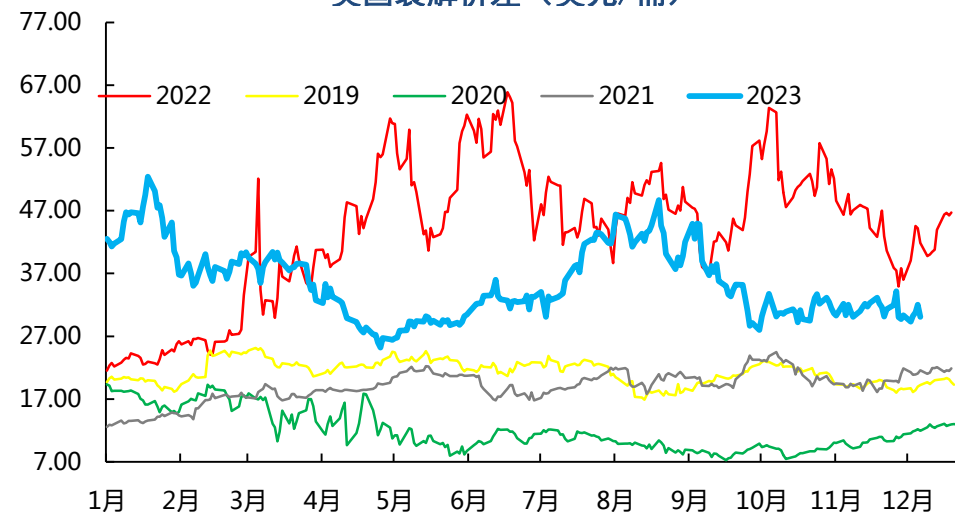
■今年美国整体需求相比去年小幅增加，好于年初市场的预期。

■裂解利润方面，炼厂利润已经回归低位，尤其是反映居民需求的汽油裂解价差回落到10美元/桶附近，整体裂解价差比往年高的原因在于炼厂产能不足。

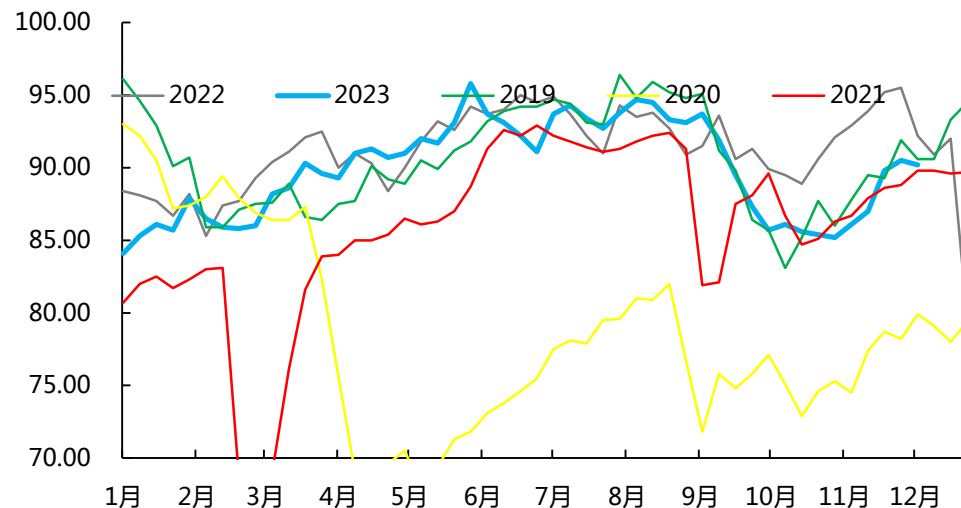
美国需求（千桶/日）



美国裂解价差（美元/桶）



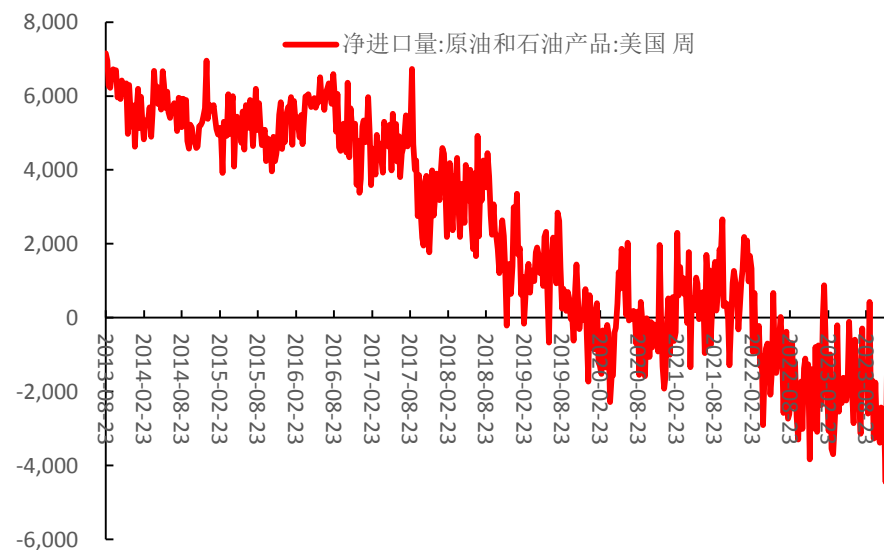
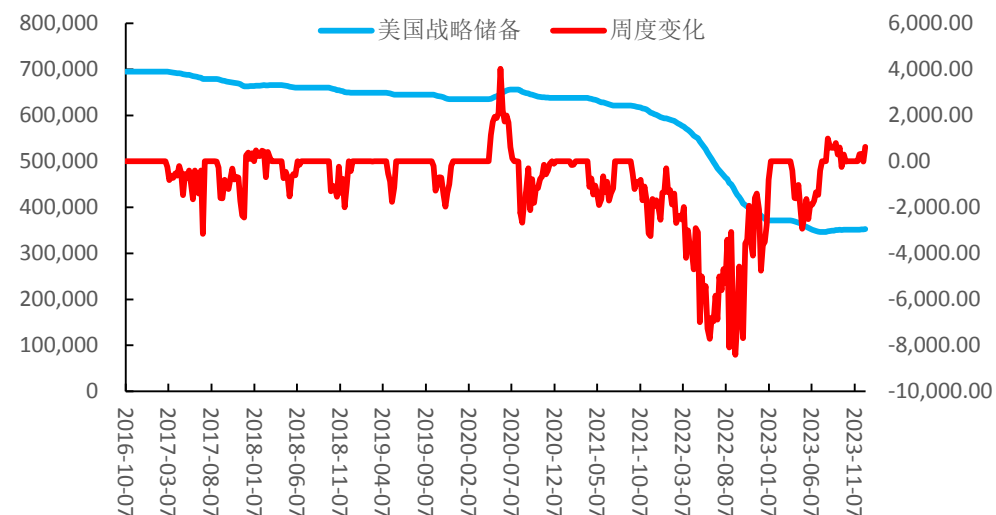
美国炼厂开工率（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

美国开始小规模收储

- 美国经过长期的页岩油开发，已经从原油净进口国转变为一个进出口基本平衡的国家。
- 2022年美国总计释放2.06亿桶原油。
- 2023年2季度美国共计释放储备2600万桶。
- 对于未来的收储政策，美国态度十分多变，同时对于收储的价格较为开放，不再强调低于70美元，而是认为低于去年放储均价93美元就可以。

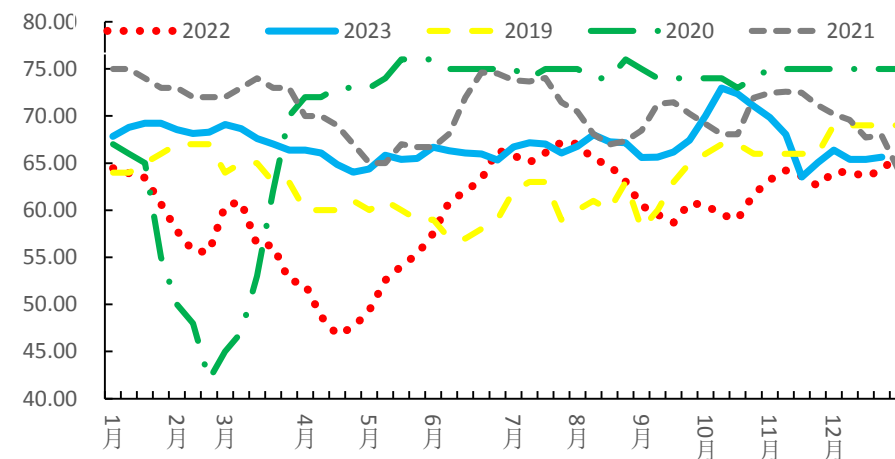


资料来源: Wind, 申万期货研究所

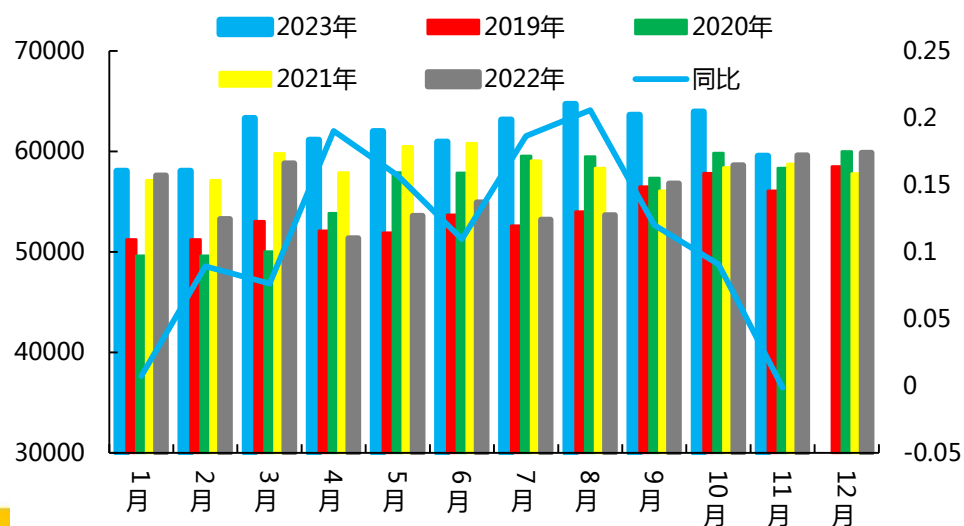
中国需求大幅增长

- 今年1-11月国内炼厂开工大幅提升，累积炼油67836.1万吨，同比增加10.9%，连续多月稳定在6000万吨/月以上。
- EIA预计全年中国需求增长70万桶/日，预计明年继续增长30万桶/日。

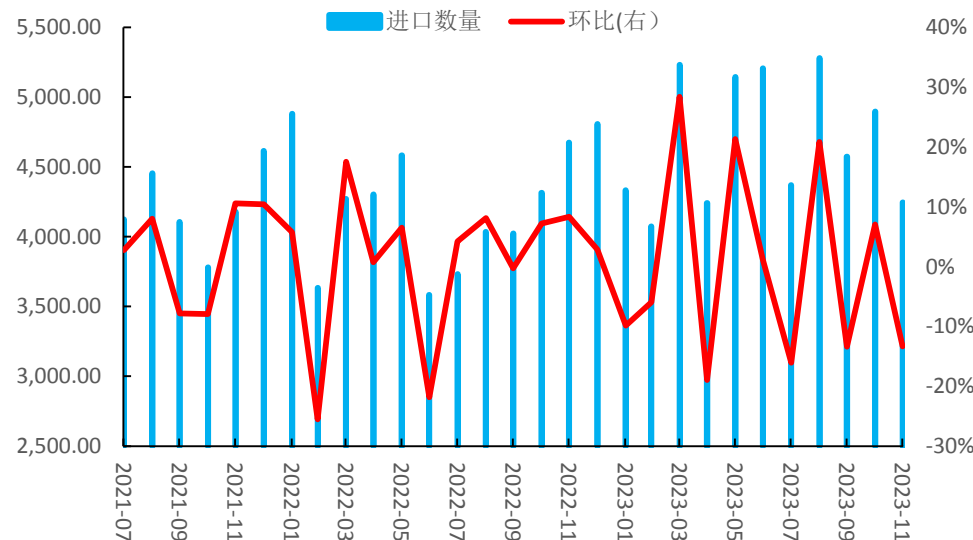
山东地炼开工率



中国炼厂加工量 (千吨/月, %)



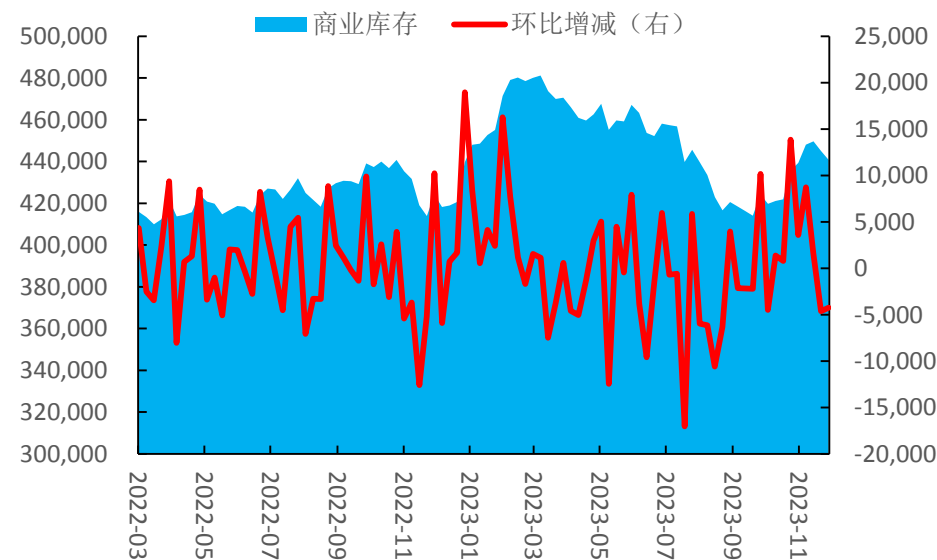
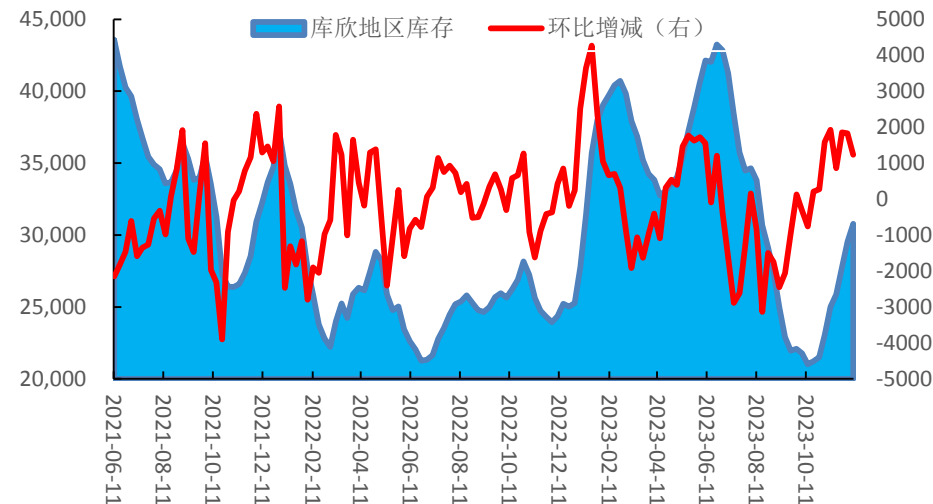
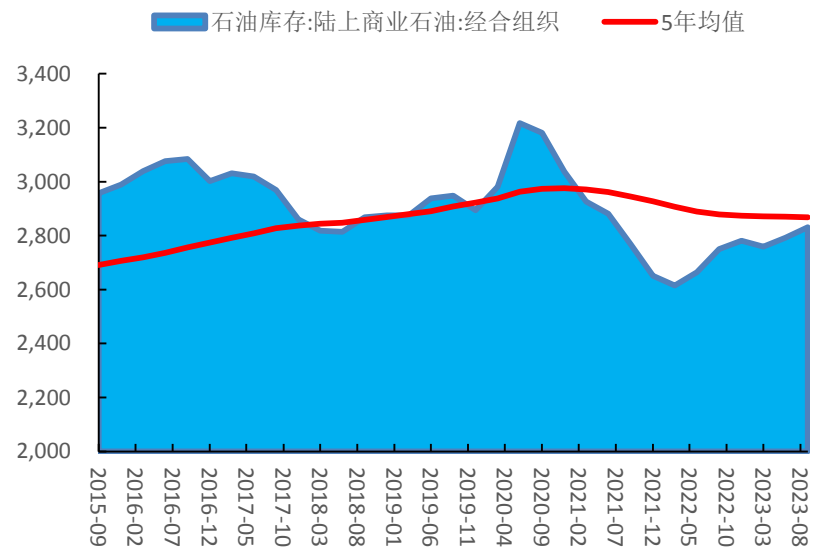
中国进口量 (万吨/月, %)



资料来源: Wind, 申万期货研究所

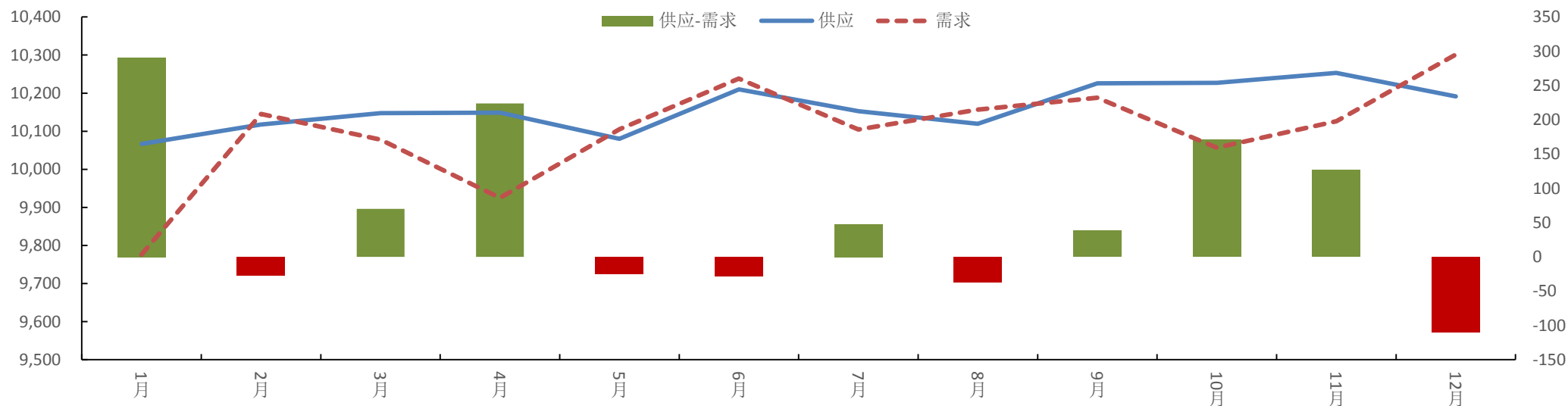
平衡：库存小幅增加

- 全年库存小幅增加。截止2023年11月OECD库存为28.53亿桶，5年均值28.70亿桶。美国原油库存量4.40亿桶，比去年同期高6.08%；比过去五年同期低1%。库欣地区原油库存3246.5万桶，比去年同期增加700万桶。



平衡表：2023年供需平衡表

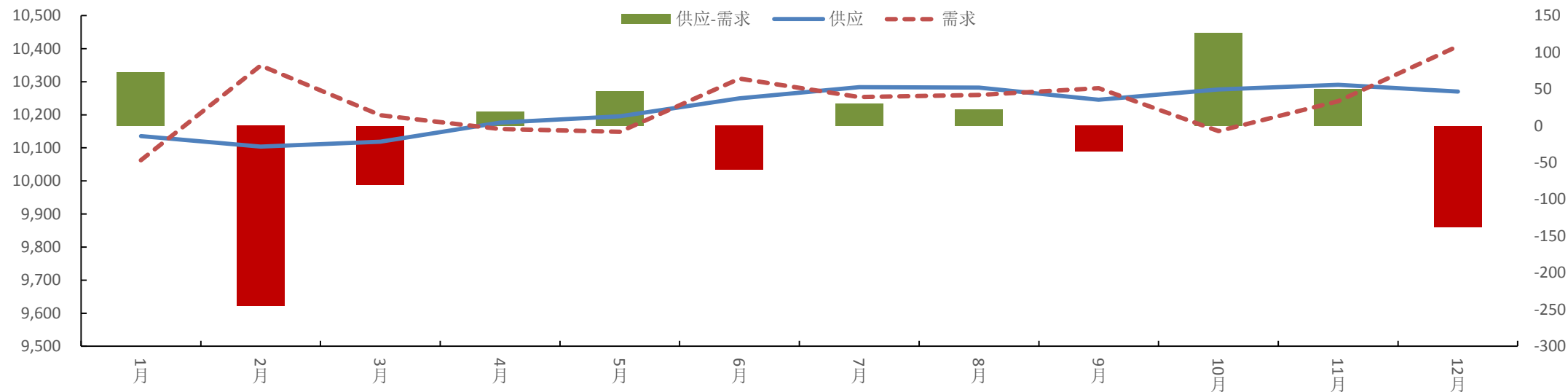
供需平衡表（万桶/天）



	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
供应	10067	10118	10148	10149	10080	10210	10152	10119	10226	10227	10253	10192
需求	9776	10145	10078	9925	10105	10238	10105	10157	10188	10057	10126	10301
供应-需求	291	-28	70	224	-25	-28	48	-37	38	171	127	-110

平衡表：2024年供需平衡表

供需平衡表（万桶/天）



	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
供应	10067	10118	10148	10149	10080	10210	10152	10119	10226	10227	10253	10192
需求	9776	10145	10078	9925	10105	10238	10105	10157	10188	10057	10126	10301
供应-需求	291	-28	70	224	-25	-28	48	-37	38	171	127	-110

预测：2024年看空为主

市场状况：2023年油价震荡盘整，冲高回落。基本体现了OPEC与整体宏观形势的博弈。

明年油价相对比较偏空，主要原因在于OPEC减产措施约束力及减产数额均较小，委内瑞拉、伊朗、利比亚三大减产豁免国明年均大概率扩产，而全球经济在高利率环境影响下又相对悲观。如果说支撑，需要关注三点，一是地缘政治方面是否会导致供应的突然中断，去年的俄乌以及今年的巴以都有类似作用；二是美国收储的节奏，目前美国已经开始小规模收储，如果后期数额扩大将会有额外的需求增量；三是OPEC能否再次力挽狂澜，增加减产。

波动区间：SC【400-600】、WTI【50-80】、布伦特【55-85】。

地缘冲突频发

沙特有维护油价意愿

多

空

全球需求复苏缓慢

OPEC减产执行率差

欧美维持高利率

2024年原油期货操作建议

波段操作

- 关注sc原油600元/桶附近做空机会

套利操作

- SC-布伦特大于2美元/桶时买入布伦特卖出SC

风险因素

- 俄乌问题出现变化
- OPEC减产出现变化
- 伊朗核问题出现大幅变化
- 美国产量大幅增加

免责声明

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格
(核准文号 证监许可[2011]1284号)

研究局限性和风险提示

报告中依据和结论存在范围局限性，对未来预测存在不及预期，以及宏观环境和产业链影响因素存在不确定性变化等风险。

分析师声明

作者具有期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者及利益相关方不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的利益。

免责声明

本报告的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。市场有风险，投资需谨慎。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。