

# 原油：油价震荡磨底 关注宏观预期修复

## ——2023 年上半年行情回顾与下半年展望

方正中期期货研究院 隋晓影 Z0010956

### ► 摘要：

- 宏观层面，下半年宏观环境难有乐观预期，欧美经济持续走弱，且三季度欧美央行会继续加息，年内有望结束加息，而中国经济延续弱复苏态势，终端需求复苏预计仍然缓慢，下半年全球经济仍面临进一步下行风险。但随着货币政策的进一步转向以及明年全球经济企稳复苏预期，关注今年四季度能否出现悲观预期的修复。
- 原油供需面，下半年 OPEC+继续控产叠加美国页岩油行业景气度下降令原油供给侧存在进一步缩量预期，而俄罗斯石油从欧洲持续转向亚洲市场，同时基于财政收入考虑，俄罗斯大幅削减石油出口的可能性较低；下半年全球经济下行影响下，石油消费预计仍将受制约，但大幅减缓的可能性较小，欧美等地石油消费仍然疲软，尤其是柴油消费受经济抑制作用明显，而国内经济呈现弱复苏态势，石油消费恢复缓慢。总体来看，下半年在 OPEC+继续落实减产以及石油消费整体维持相对稳定的情况下，原油供需格局有进一步好转预期，整体或将好于上半年。
- 从油价运行逻辑来看，当前宏观层面的利空已有一定计价，中长期宏观因素对油价的利空影响或趋向弱化，而欧美货币政策转向有可能在今年四季度或年底带来市场悲观预期的修复。与此同时，OPEC+减产带来的供给收缩将增强原油供需平衡表，并持续托底油市。
- 从油价走势来看，三季度油价面临较强的底部支撑及明显的上行阻力，预计仍处于震荡磨底阶段，四季度关注能否迎来宏观预期变化并减缓油价上行阻力，届时油价存在运行中枢小幅上移的可能性。下半年 SC 原油波动区间预计在 460-630 元/桶，Brent 原油波动区间预计在 67-90 美元/桶。
- 风险点：全球经济衰退；OPEC+减供不及预期；

## 目录

第一部分 原油行情走势回顾.....	3
一、上半年原油走势回顾.....	3
二、上半年原油交易数据分析 .....	3
第二部分 全球经济面临多重下行风险.....	5
第三部分 原油供给分析 .....	7
一、全球油气上游投资低位 原油剩余产能有限.....	7
二、OPEC+ 落实减产收紧市场供给 .....	8
三、俄罗斯出口减量预计有限 .....	10
四、美国页岩油上游勘探活动明显转弱.....	12
第四部分 原油需求分析 .....	14
一、全球石油消费增幅预计低于去年.....	14
二、美国经济走弱打压石油消费 .....	14
三、中国石油需求复苏缓慢 .....	16
第五部分 原油供需平衡分析.....	17
第六部分 原油套利分析 .....	18
第七部分 行业企业线上调研.....	19
第八部分 基金持仓分析 .....	20
第九部分 原油期权分析 .....	22
一、原油期权成交持仓分析 .....	22
二、原油期权策略分析 .....	23
第十部分 技术与季节性分析.....	23
一、技术分析 .....	23
二、原油价格季节性分析.....	23
第十一部分 后市展望 .....	25
第十二部分 相关股票价格及涨跌幅统计.....	25

## 第一部分 原油行情走势回顾

### 一、上半年原油走势回顾

今年上半年，原油整体维持低位区间波动走势，SC 原油波动区间在 480-600 元/桶，Brent 原油期货波动区间在 70-90 美元/桶，且运行重心小幅下降。今年上半年全球宏观经济表现低迷对油价形成明显打压，同时一些突发的黑天鹅事件也对上半年油价走势形成明显冲击，美国银行业危机及债务上限问题一度令油价大幅下挫至年内低点，但产油国持续控产对油价形成明显的底部支撑，令油价整体维持区间波动走势。从价差来看，因一季度美国原油出口大幅增长，而二季度出口显著下降，这驱动上半年 Brent-WTI 原油价差先跌后涨，而 Brent-SC 原油价差也较年初有所下降，而 SC-Oman 原油价差相对持稳。



图 1-1：四大基准原油价格走势

数据来源：Bloomberg、方正中期研究院

### 二、上半年原油交易数据分析

今年上半年，原油期货交易量同比有所下滑，上半年国内原油期货累计成交量达到 2137 万手，同比下降 24.1%，累计成交额达到 2 万亿元，同比下降 38.5%，6 月底持仓量达到 5.2 万手，同比下降 22.37%。整体来看，2023 年上半年原油期货成交量、持仓量、成交额同比均出现下降，市场整体交易量有所下滑。

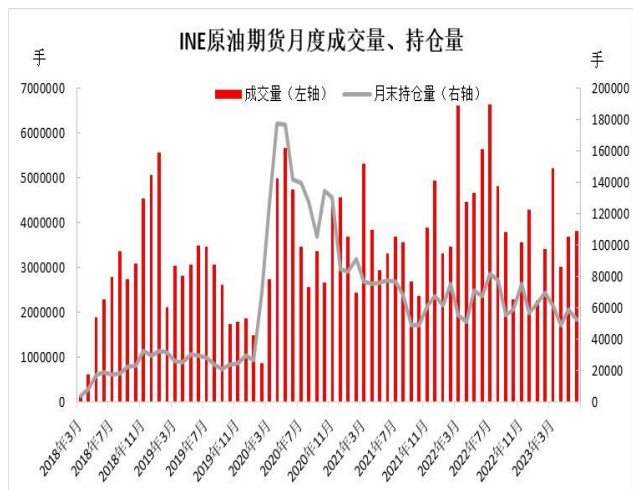


图 1-3：原油期货月度成交量、持仓量  
数据来源：方正中期研究院

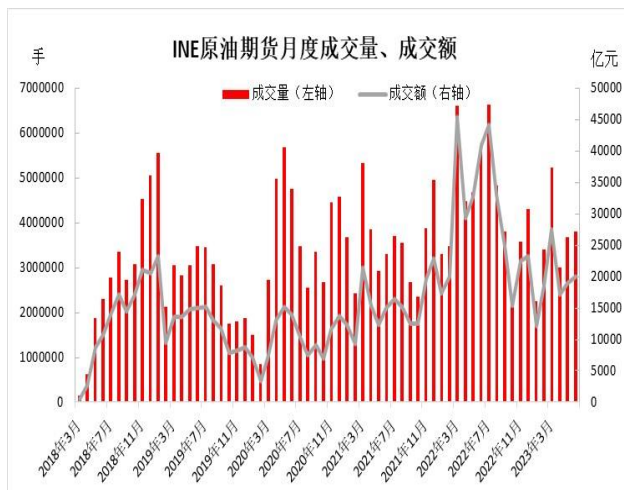


图 1-4：原油期货月度成交量、成交额  
数据来源：方正中期研究院

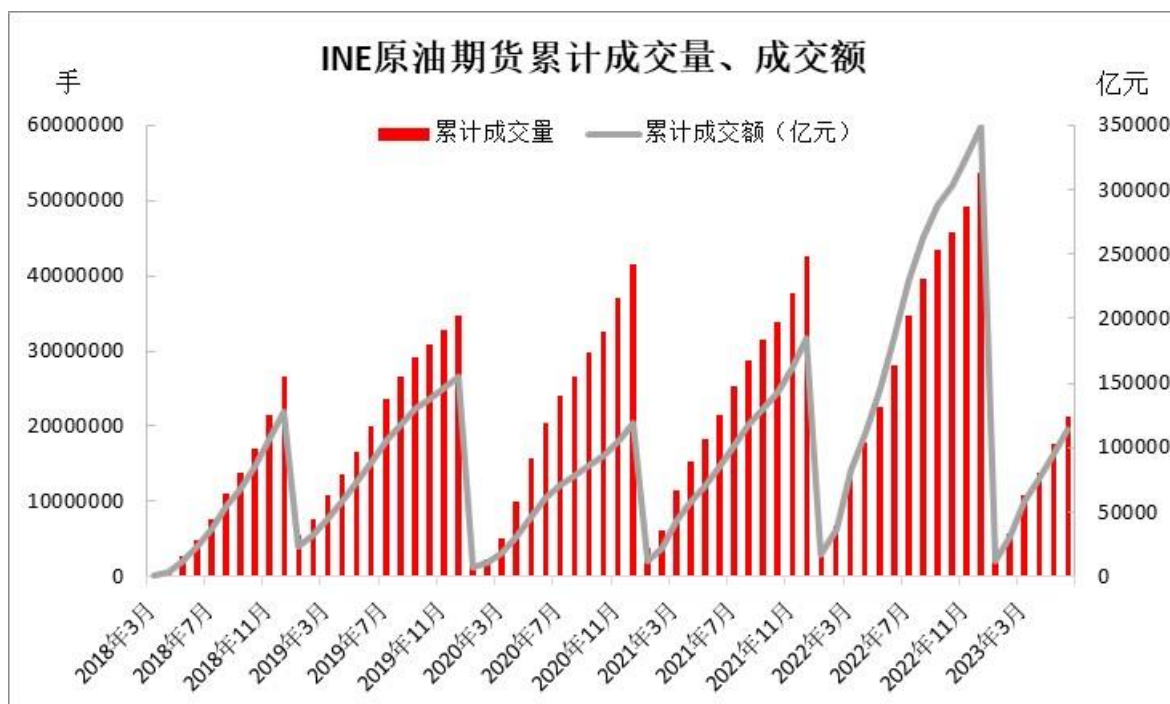


图 1-5：原油期货累计成交量、成交额  
数据来源：方正中期研究

今年上半年，原油期货交易量同比大幅增长，上半年国内原油期货累计成交量达到 581 万手，同比增长 144%，累计成交额达到 372 亿元，同比增长 45.62%，6 月底持仓量达到 2.6 万手，同比下降 3%。整体来看，2023 年上半年原油期货交易量大幅提升，成交量、成交额同比增幅均十分明显，市场整体成交活跃度大幅提升。

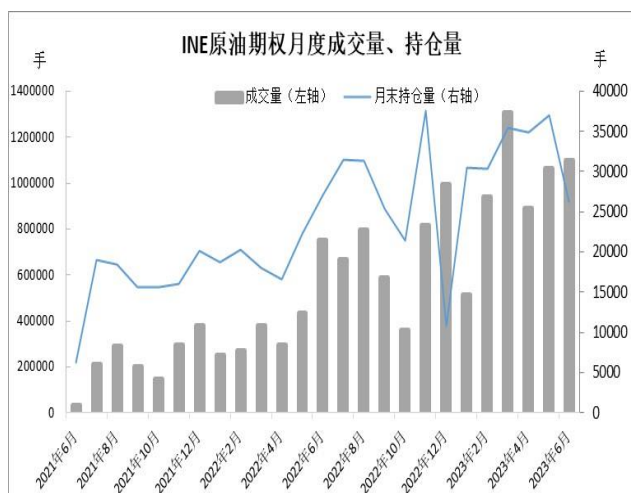


图 1-6：原油期货月度成交量、持仓量  
数据来源：方正中期研究院

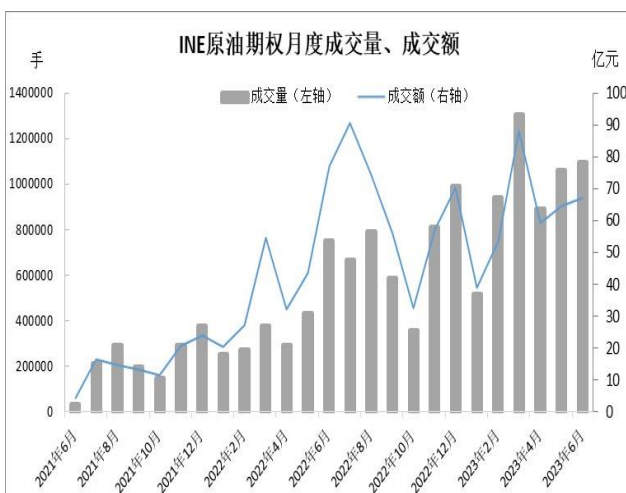


图 1-7：原油期货月度成交量、成交额  
数据来源：方正中期研究院

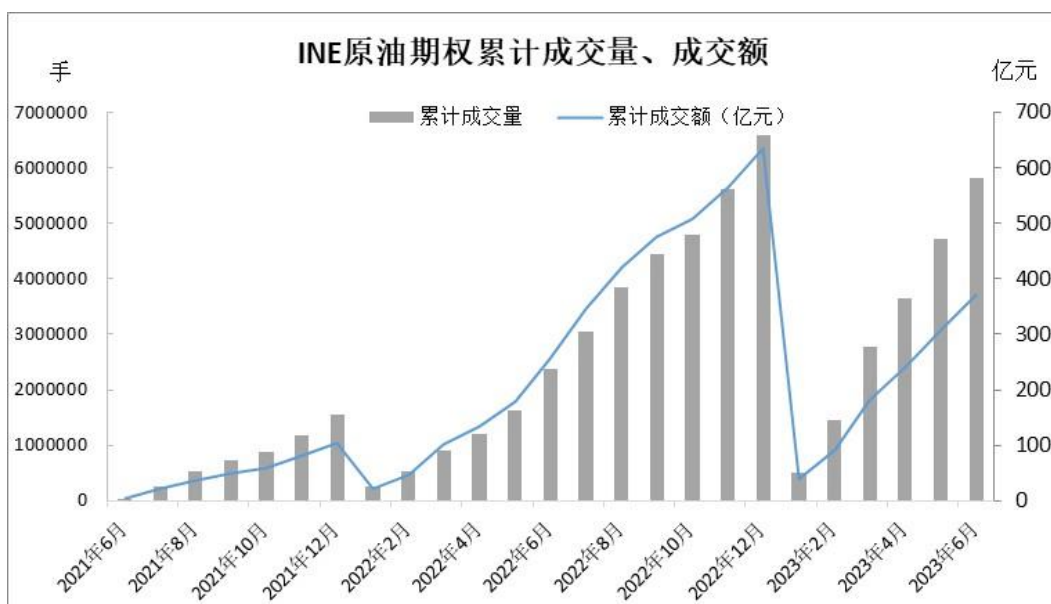


图 1-8：原油期货累计成交量、成交额  
数据来源：方正中期研究

## 第二部分 全球经济面临多重下行风险

今年以来，全球经济形势依旧偏弱，摩根大通全球制造业 PMI 指数在去年 9 月份降至 50 以下，目前已连续 9 个月处于萎缩状态，而今年中、欧、美几大经济主体制造业 PMI 连续走低，美国及欧洲制造业持续处在萎缩区间，中国制造业在 4 月份也降至 50 以下。另外，今年欧美持续加息推动通胀水平连续回落，5 月美国 CPI 降至 4%，为连续 11 个月回落，5 月欧元区 CPI 降至 6.1%，较 10% 以上的高通胀水



平也有明显下降，但当前美国及欧洲通胀水平仍远高于历史正常水平，欧美抗通胀压力仍然较大，预计欧美三季度仍可能继续加息，降息将推迟到明年。

目前来看，在全球经济增速放缓的背景下，通货膨胀压力持续存在，紧缩的货币政策也将对经济活动产生重大影响，如果出现更大范围的银行业动荡或进一步收紧的货币政策，可能会导致全球经济增长更加疲弱。世界银行在最新一期《全球经济展望》报告中预计 2023 年全球经济整体仍面临多重下行风险，2023 年全球经济预计将增长 2.1%，低于 2022 年的 3.1% 的增幅，同时预计 2024 年全球经济预计将增长 2.4%。

整体来看，下半年宏观环境难有乐观预期，欧美经济持续走弱，且三季度欧美央行会继续加息，年内有望结束加息，而中国经济延续弱复苏态势，终端需求复苏预计仍然缓慢，下半年全球经济仍面临进一步下行风险。但随着货币政策的进一步转向以及明年全球经济企稳复苏预期，关注今年四季度能否出现悲观预期的修复。

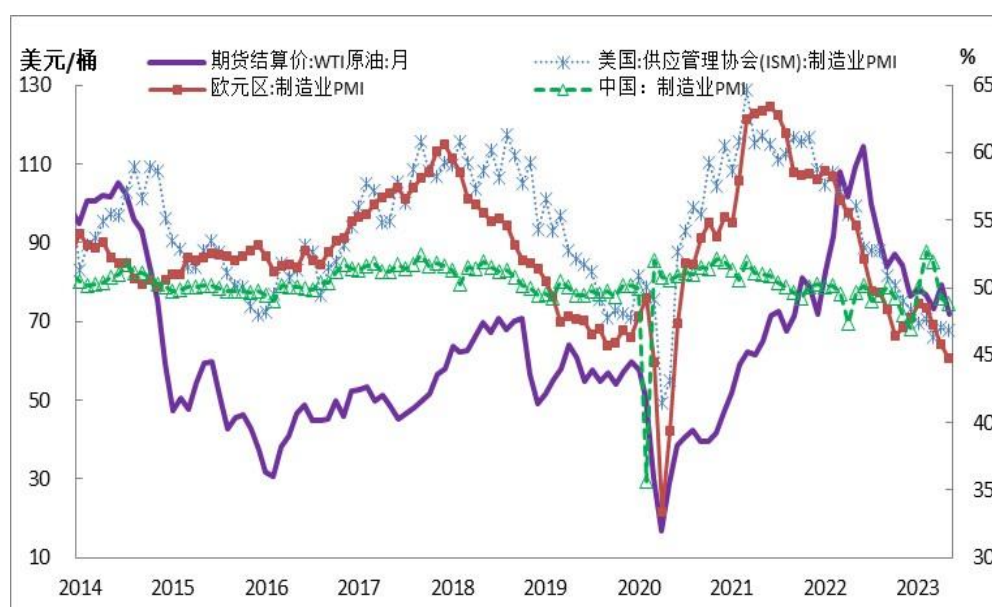


图 2-1：全球主要经济体制造业 PMI  
数据来源：Bloomberg、方正中期研究院

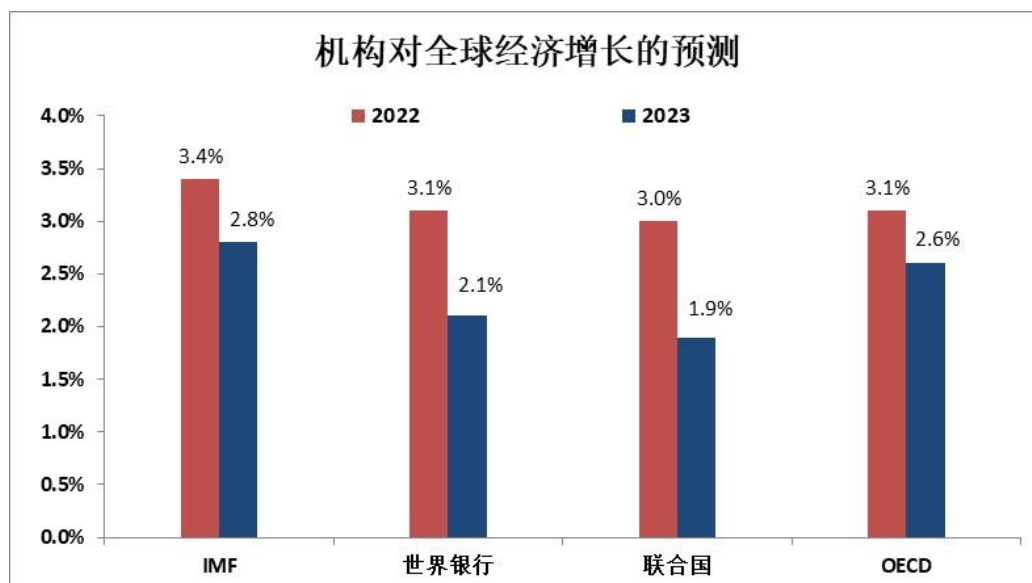


图 2-2：机构对全球经济增长的预测

数据来源：方正中期研究院

## 第三部分 原油供给分析

### 一、全球油气上游投资低位 原油剩余产能有限

在能源转型压力下，过去 10 年全球油气上游资本支出整体呈现下滑趋势，受公共卫生事件影响，2020 年全球油气上游资本支出降至 3150 亿美元的历史低点，此后几年有所回升，2023 年全球油气上游资本支出同比仍会保持小幅增长态势，但目前各国碳减排政策压力下，以石油巨头为代表的传统上游产业投资增长将受到持续束缚，整体投资增量明显受限。但即便如此，由于运行效率的提高，即技术的提高带来石油开采成本下降，这使得石油产量下降的幅度远不及油气上游勘探投资的降幅，但产能及产量增量上明显受制于勘探投资的下降。

目前中东等主要产油国原油剩余产能普遍较低，在 OPEC+ 成员国中，目前仅有沙特、阿联酋、俄罗斯有一定的剩余产能，其他国家均不具备大幅增产的潜力，叠加地缘政治对俄罗斯、伊朗等主要产油国供给的束缚，预计 2023 年全球原油供给增长将继续受限，同时原油供给整体仍然缺乏弹性。

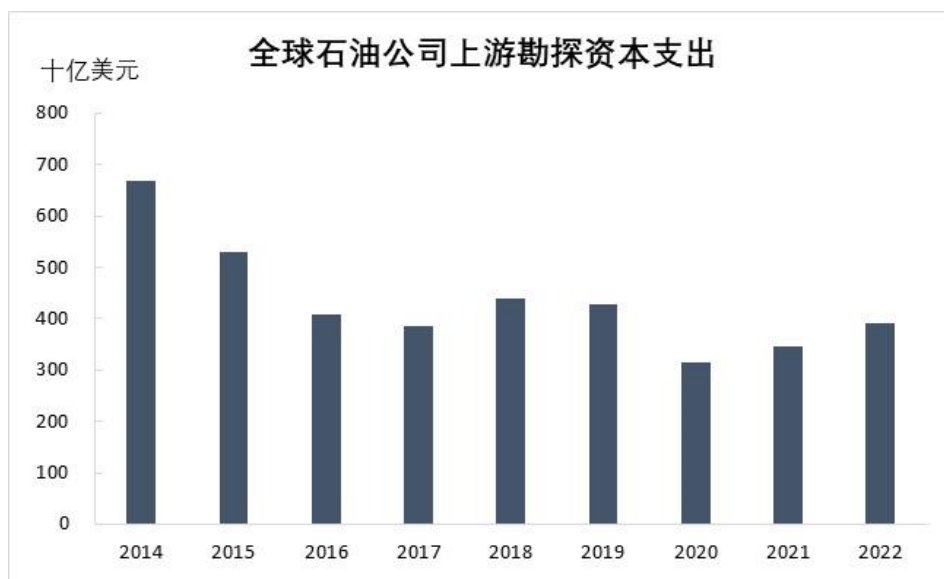


图 3-1：全球油气上游资本支出  
数据来源：EA、方正中期研究院

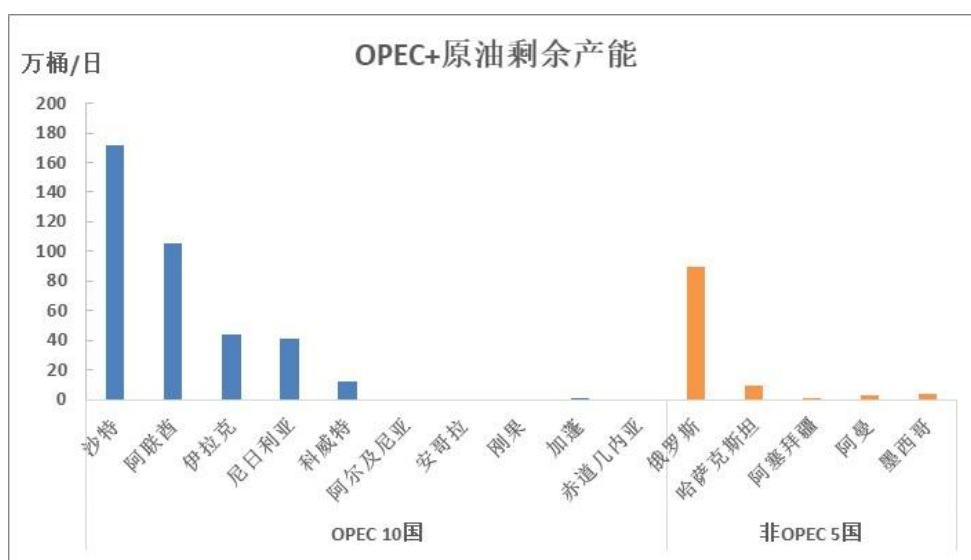


图 3-2：OPEC+产油国原油剩余产能  
数据来源：IEA、方正中期研究院

## 二、OPEC+落实减产收紧市场供给

4 月初 OPEC+产油国宣布自愿减产 166 万桶/日后，6 月初 OPEC+会议将减产措施延从 2023 年底延长至 2024 年底，沙特在自愿减产的基础上，在 7 月份进行 1 次额外减产 100 万桶/日，且表示有必要可能会延长，同时将阿联酋 2024 年的产量配额增加 20 万桶/日，一些西非国家用不完的配额被下调。与当前的产量目标相比，OPEC+2024 年的产量配额被下调至 4046.3 万桶/日。

5 月 OPEC+减产进入实质阶段，根据我们的统计，5 月参与减产的 9 个国家合计产量为 3257 万桶/日，实际减产量为 147 万桶/日，略低于 166 万桶/日的产量目标，其中沙特产量削减不及预期，而从出口



数据来看，5 月 OPEC+产油国合计海运原油出口量为 2916 万桶/日，较 2 月份 2990 万桶/日下降了 74 万桶/日，其中沙特海运原油出口量降幅较为明显，但俄罗斯近几个月海运原油出口不降反增，一定程度上对冲了沙特等国家的出口减量。6 月截止到目前的数据显示，OPEC+产油国合计海运原油出口量为 2826 万桶/日，较 2 月份下降了 164 万桶/日，但俄罗斯 6 月出口量较 2 月仅下降了 17 万桶/日。

整体来看，在各国落实减产的背景下，沙特等 OPEC 产油国原油出口下降明显，但俄罗斯原油出口仍然维持高位，一定程度上削弱了 OPEC+产油国整体的减产效果，而 7 月沙特将额外减产 100 万桶/日，OPEC+整体供给将进一步收缩。

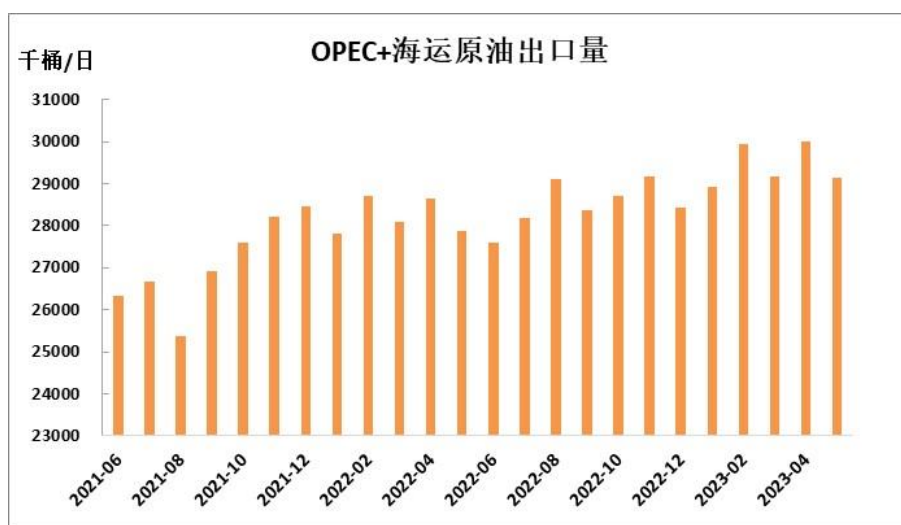


图 3-3：OPEC+海运原油出口量

数据来源：Bloomberg、方正中期研究院

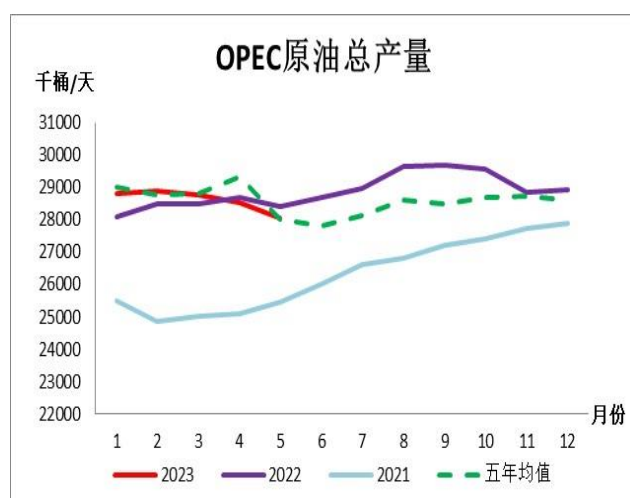


图 3-4：OPEC 原油产量

数据来源：Wind、方正中期研究院

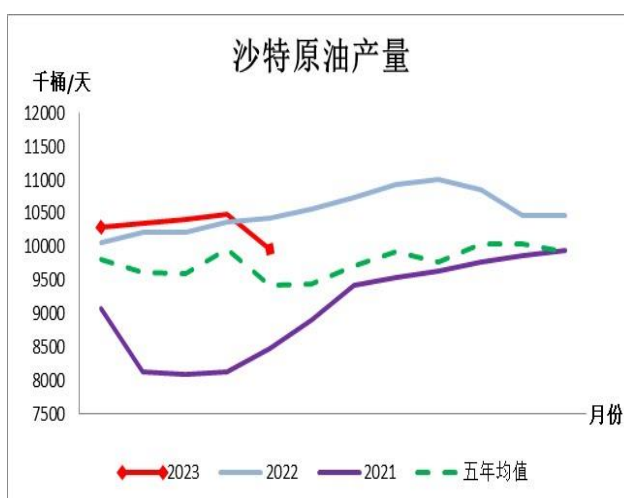


图 3-5：沙特原油产量

数据来源：Wind、方正中期研究院

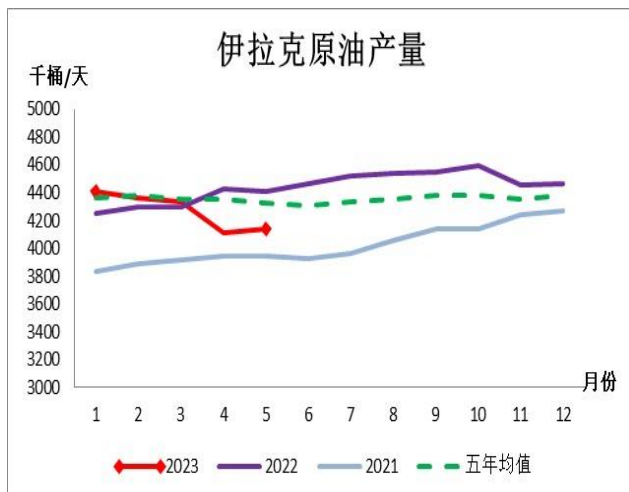


图 3-6: 伊拉克原油产量  
数据来源: Wind、方正中期研究院

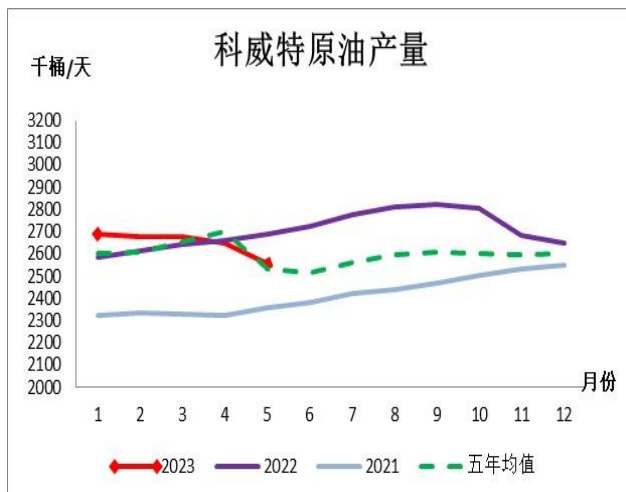


图 3-7: 科威特原油产量  
数据来源: Wind、方正中期研究院

### 三、俄罗斯出口减量预计有限

今年3月份俄罗斯宣布减产50万桶/日，而在4月初OPEC+宣布减产，俄罗斯将减产措施延长至今年年底。但根据IEA的数据，俄罗斯2月份的石油产量为987万桶/日，而5月俄罗斯产量降至945万桶/日，产量降幅达到42万桶/日。根据彭博监测的船货数据，俄罗斯在削减产量的同时，3-5月其出口量不降反增，4月份石油出口量达到俄乌冲突后的最高水平但6月出口显著下降，截止6月18日的四周，俄罗斯海运原油出口量虽然较5月份的峰值水平下降了约20万桶/日，但较截止2月26日的四周水平仍然高25万桶/日，而在最近一周因港口维护停止船货装载导致俄罗斯原油出口减少约100万桶/日。而根据kpler的数据，5月俄罗斯海运原油出口量环比增加了10万桶/日，6月海运原油出口量环比降幅达到40多万桶/日。

今年3-5月俄罗斯海运原油出口大幅增长一方面受到国内炼厂检修导致其国内原油加工需求下降的影响，另外一方面，今年以来俄罗斯通过Druzhba管道向包括德国、波兰在内的欧洲国家的原油出口显著下降，部分流向欧洲的管道原油转移至海运市场并进一步流向亚洲，2-4月份俄罗斯通过Druzhba管道出口至欧洲的原油降至24万桶/日左右，而今年1月份以前基本稳定在80万桶/日左右。

整体来看，3月以来俄罗斯在宣布减产的背景下，3-5月其石油出口并未削减，反而增至俄罗斯冲突后的最高水平，6月出口削减较为明显。与此同时，今年流向欧洲的管道原油显著下降，并通过海运流向亚洲市场，进一步提升对亚洲市场的供给。但随着俄罗斯炼厂检修的结束以及开工负荷的季节性提升，在该国减产的同时，其出口预计仍可能进一步回落，但降幅预计有限，基于其维持出口收入的目的，该国主动性大幅削减石油出口的可能性较小。

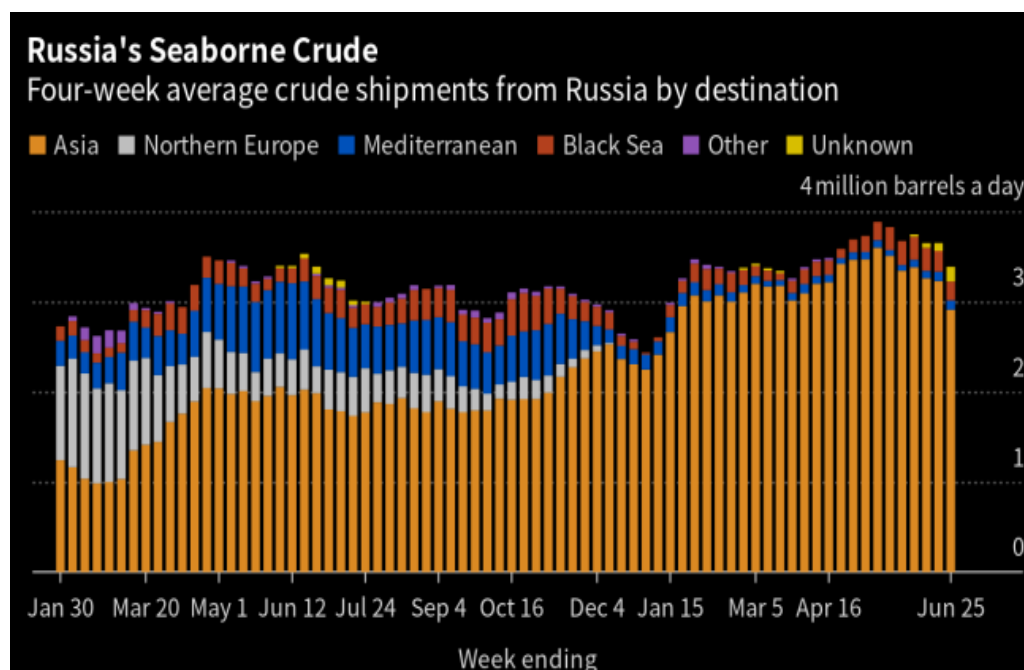


图 3-8：俄罗斯海运原油出口  
数据来源：Bloomberg、方正中期研究院

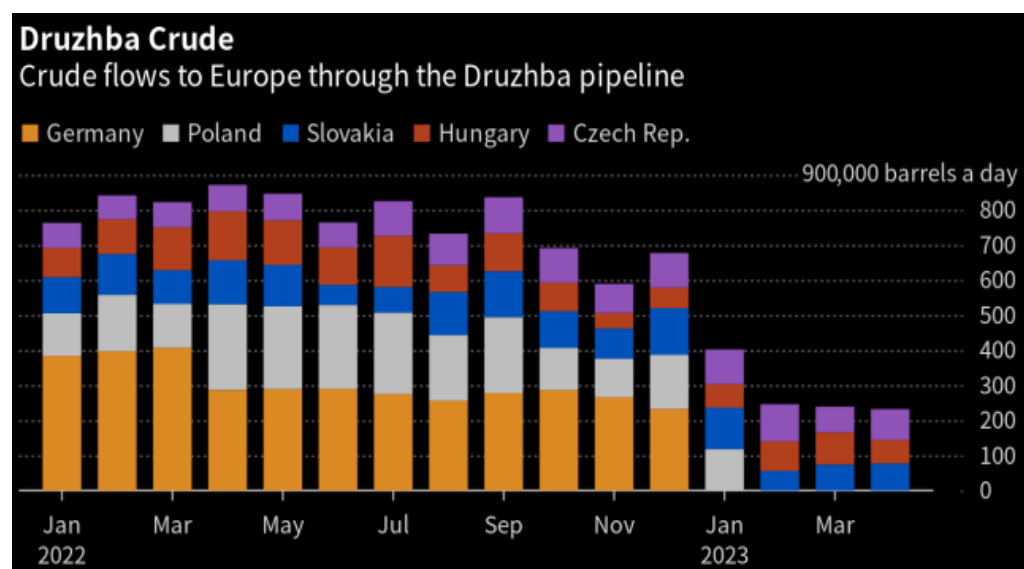


图 3-9：俄罗斯通过 Druzhba 管道出口至欧洲的原油  
数据来源：Bloomberg、方正中期研究院

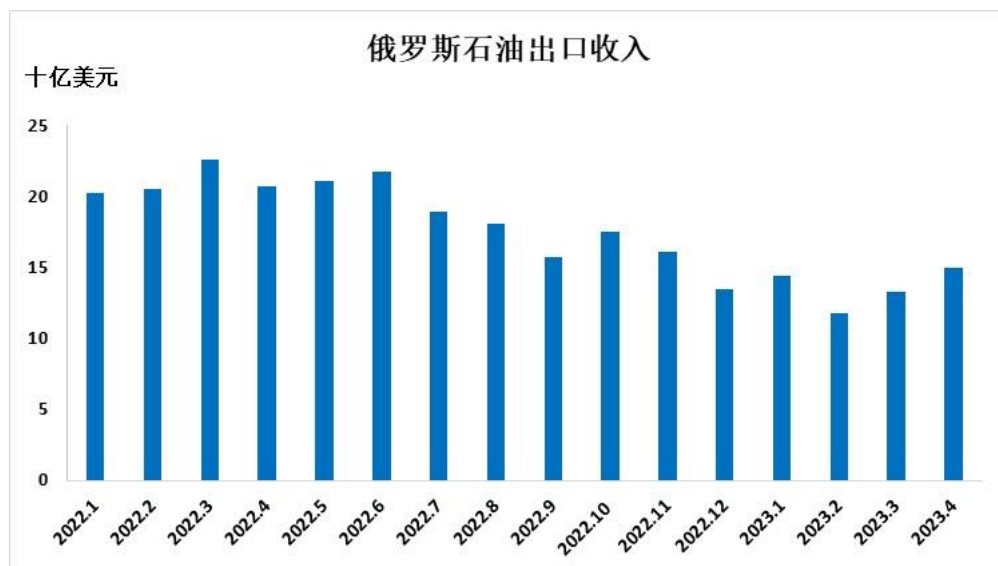


图 3-10：俄罗斯石油出口收入  
数据来源：IEA、方正中期研究院

#### 四、美国页岩油上游勘探活动明显转弱

美国原油产量增长明显放缓，截止 6 月底，美国原油产量为 1220 万桶/日，与年初持平，较峰值水平低约 90 万桶/日。去年底以来，美国活跃石油钻机数连续走低，当前较去年 12 月的高点下降了约 81 座，与此同时，美国七大页岩油产区钻井数和完井数自去年四季度也在持续下滑，美国页岩油行业上游勘探活动在持续转弱。从达拉斯联储对美国第十一区 152 家能源公司(101 家生产商和 51 家油田服务提供商)的能源调查来看，今年上半年该区域能源行业的商业活动与去年四季度相比停滞不前，其中资本支出与产出指数增长均明显放缓，表明美国页岩油行业景气度仍在下降。

在经历了疫情之后，北美油气公司注资股东回报而减少上游勘探投资的策略并没有变化。2014 年以后，受油价下跌影响，北美油气上游勘探公司资本支出大幅下降，2020 年降至 990 亿美元，2021-2022 年北美油气上游勘探公司资本支出小幅回升，但较 2014 年的投资水平仍然减半。虽然 2021-2022 年油价连续上涨并突破 100 美元，但由于北美油气上游勘探公司经营策略发生了转变，北美油气上游勘探公司资本支出仍未显著增长。另外，根据对美国 48 家上市的勘探和生产 (E&P) 公司的调查数据，2022 年四季度作为股东分配的现金流增加到 189 亿美元，是过去五年来的最高水平，股东分配占运营现金的比例增加到 54%，而在 2020 年以前占比只有 20%-30%，在 2011 到 2017 年，美国页岩油生产商将 100% 的现金流用于投资钻井以扩大产能，但到 2022 年底再投资比例已经降低至 35%左右。而 2022 年四季度该 48 家上市的勘探和生产 (E&P) 公司生产费用（包括销售成本、运营费用及生产税）与疫情前相比提高了 71%，这意味着与过去几年相比，当前需要有更多的资本支出来维持相同的产量水平。

整体来看，由于页岩油企业经营策略的转变，美国页岩油行业上游勘探投资活动进一步下降，叠加生产成本增加，未来页岩油产出将进一步受限，年内预计增很难有明显增量。



图 3-11: 美国七大页岩油产区产量  
数据来源: Bloomberg、方正中期研究院

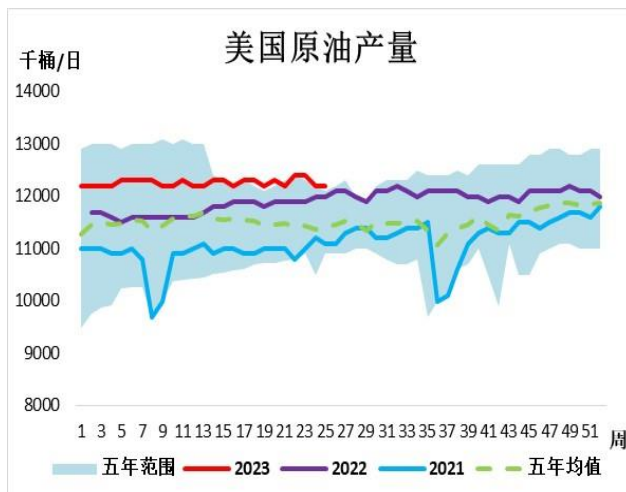


图 3-12: 美国原油产量  
数据来源: Bloomberg、方正中期研究院



图 3-13: 美国石油钻机数与产量同比  
数据来源: Wind、方正中期研究院



图 3-14: 美国石油钻机数与 WTI 价格  
数据来源: Wind、方正中期研究院

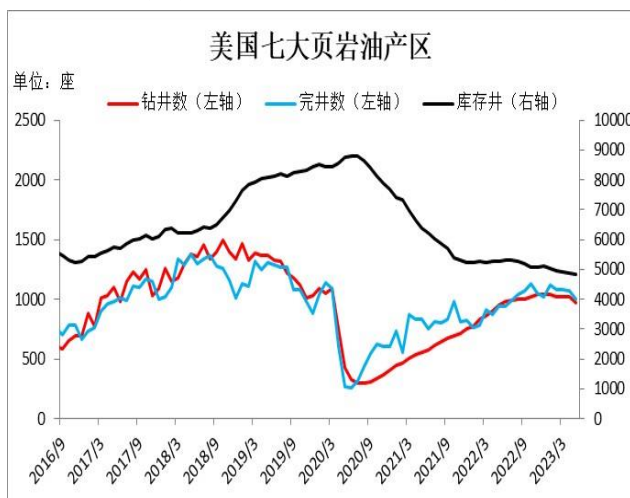


图 3-15: 美国七大页岩油产区钻井、完井及库存井数  
数据来源: EIA、方正中期研究院

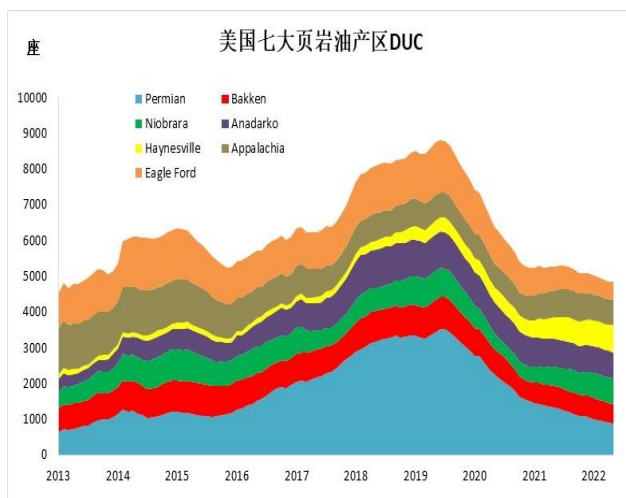


图 3-16: 美国七大页岩油产区库存井 (DUC)  
数据来源: EIA、方正中期研究院



## 第四部分 原油需求分析

### 一、全球石油消费增幅预计低于去年

2023 年全球经济仍面临高通胀及黑天鹅事件的冲击，未来全球经济仍面临进一步下行风险，尤其是欧美经济面临的不确定性较大，中国经济整体呈现复苏态势，但复苏步伐相对缓慢，且面临海外低迷形势的冲击。当前机构普遍预计今年全球经济增速将明显低于去年，而基于经济下行的预期，机构普遍预计 2023 年全球石油消费增幅较 2022 年也将有所下降，EIA、IEA、OPEC 预计 2022 年全球石油消费增幅分别为 186、231、249 万桶/日，2023 年增幅预计分别为 159、245、235 万桶/日，在 IEA 最新的月报中，在今年首次将今年的全球石油需求增幅调整为高于去年的增幅。我们认为，2022 年全球石油消费增速在 2%-2.5%之间，预计 2023 年增速预计会回落到 2%以内。

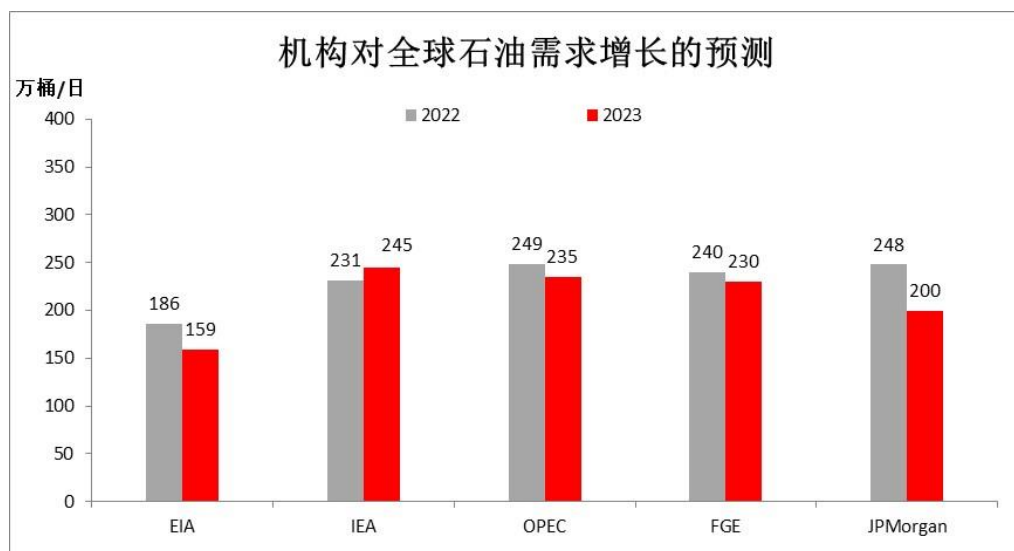


图 4-1：机构对全球石油需求增长的预测

数据来源：方正中期研究院

### 二、美国经济走弱打压石油消费

今年年初以来，由于美国经济整体表现仍然低迷，美国石油消费增长受到一定抑制，但汽油消费整体表现强于柴油消费。3 月份以后，美国汽油消费进入季节性回升阶段，并带动美国炼厂开工负荷回升至 90%以上，汽油裂解利润整体也表现坚挺。5 月底美国进入夏季汽油消费旺季，但 6 月中下旬以来，美国高频需求指标同步转弱，北美道路拥堵指数有所回落，美国成品油端累库明显，且汽柴油裂解价差有所转弱，炼厂开工负荷也自历史高位有所回落，旺季需求明显弱化。下半年美国经济难有乐观预期，柴油消费预计将继续受到抑制，而 9 月份以后汽油消费也将进入季节性淡季，届时美国炼厂原油加工需求也将出现回落。



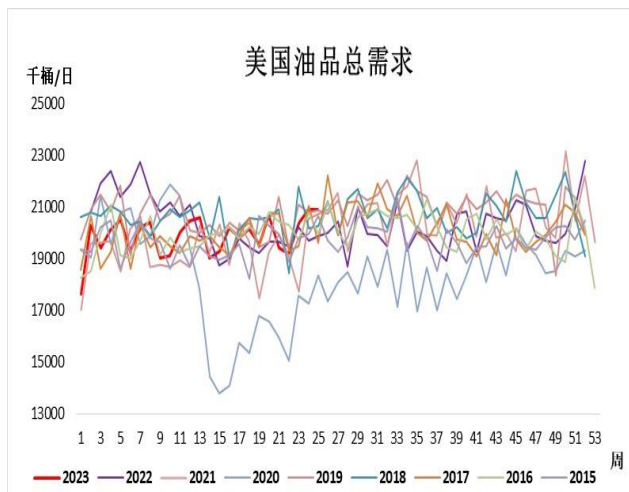


图 4-2: 美国油品总需求  
数据来源: Bloomberg、方正中期研究院

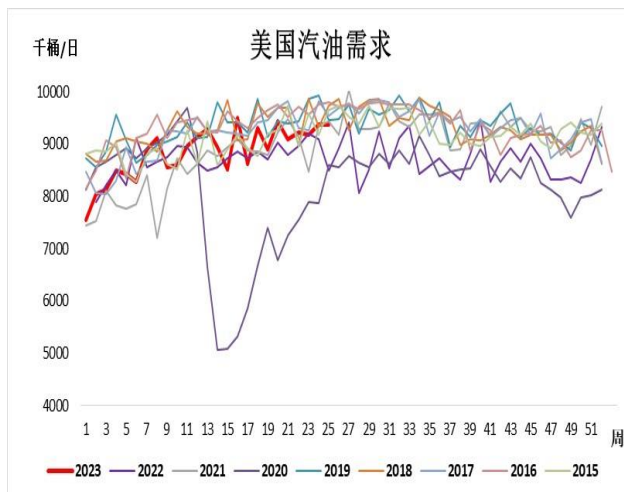


图 4-3: 美国汽油需求  
数据来源: Bloomberg、方正中期研究院

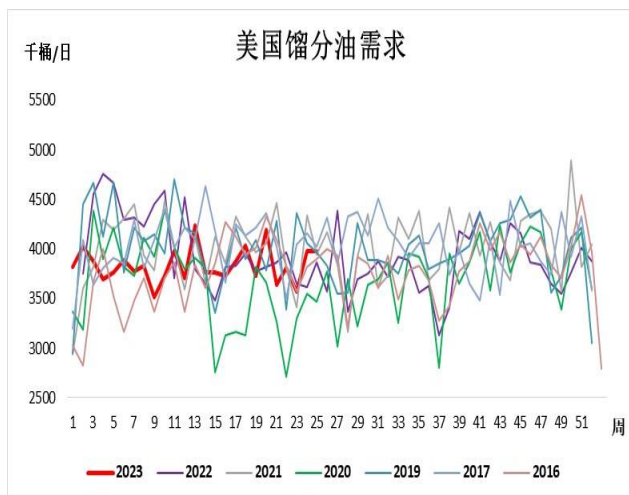


图 4-4: 美国馏分油需求  
数据来源: Bloomberg、方正中期研究院

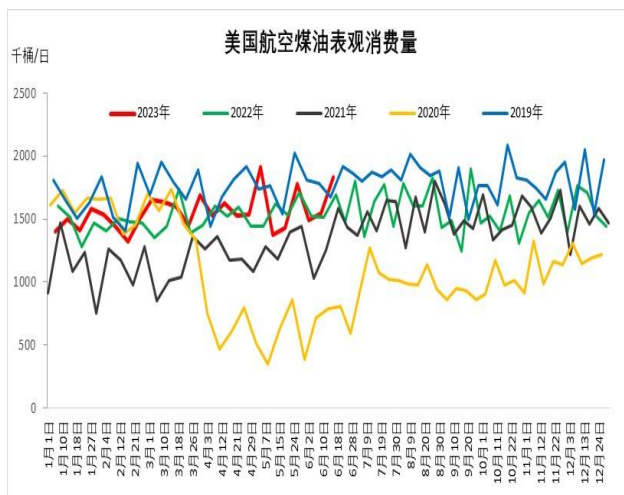


图 4-5: 美国航空煤油需求  
数据来源: Bloomberg、方正中期研究院

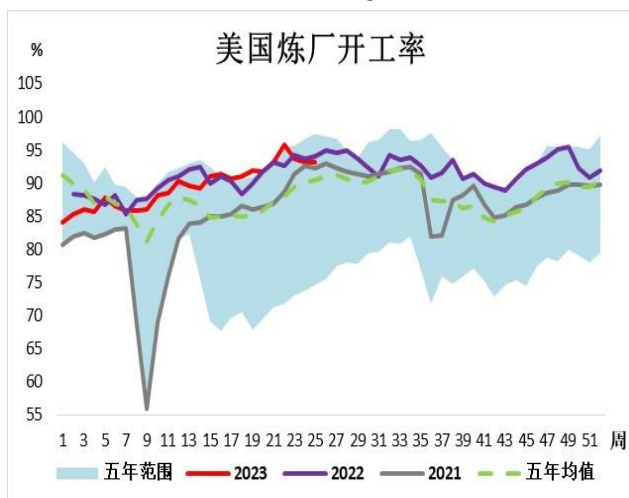


图 4-6: 美国炼厂开工率  
数据来源: Bloomberg、方正中期研究院

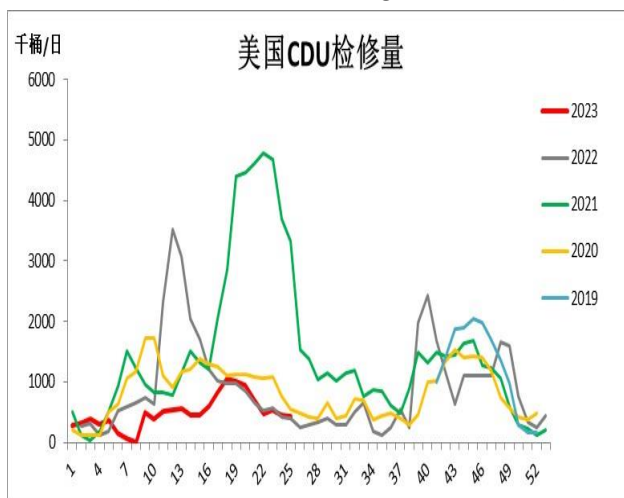


图 4-7: 美国 CDU 装置检修量  
数据来源: Bloomberg、方正中期研究院

### 三、中国石油需求复苏缓慢

基于碳减排政策及能源消费结构转型升级等因素影响，近几年国内石油消费增长显著放缓。2022 年中国原油进口量达到 5.08 亿吨，同比下降 1%，为连续两年下降，而国内非国营原油进口配额连续 3 年维持在 2.43 亿吨；2022 年中国原油加工量累计达到 6.76 亿吨，同比下降 3.9%；2022 年中国成品油（汽柴煤合计）表观消费量累计达到 3.33 亿吨，同比下降 6%。

2022 年底国内政策放开推动经济逐步复苏，预计 2023 年国内石油消费整体较 2022 年有一定增长，尤其是航空煤油消费将有较大的恢复空间。今年 1-5 月份，国内原油进口量累计同比增长了 6.2%，而今年 1-5 月国内原油加工量累计同比增长了 9.8%。今年年初以来，国内主营炼厂开工基本维持在 75% 上下，而由于原料等问题影响，地炼开工负荷相对偏低，整体处在过去几年低位水平。从终端消费来看，经济环境复苏以及出行增加对石油消费提振作用明显，今年 1-4 月份国内汽油、柴油、煤油表观消费量累计同比分别增长 0.84%、10.66%和 45.29%。

整体来看，在国内经济稳步恢复的背景下，国内石油消费有望延续复苏，尤其是随着天气的逐步转热，驾车出现需求将增加并有望提振汽油消费，而夏季雨水较多或影响基建开工并抑制柴油消费，但三季度末到四季度，柴油消费有望出现好转。

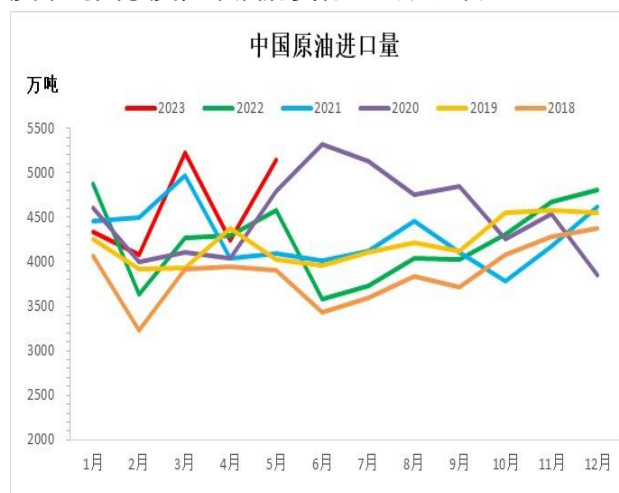


图 4-8：中国原油进口量  
数据来源：Wind、方正中期研究院

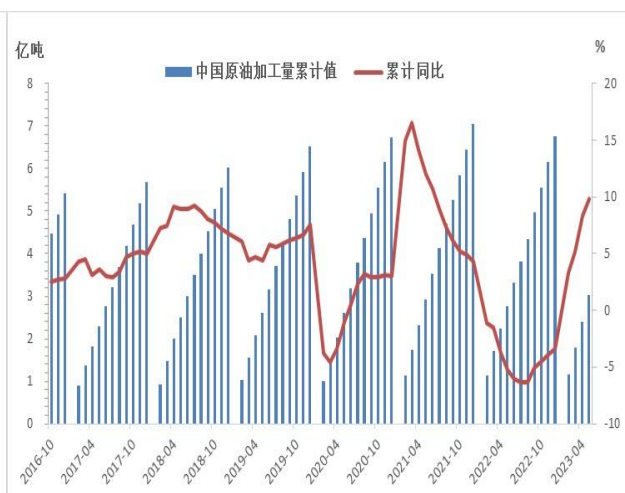


图 4-9：中国原油加工量及累计同比  
数据来源：Wind、方正中期研究院

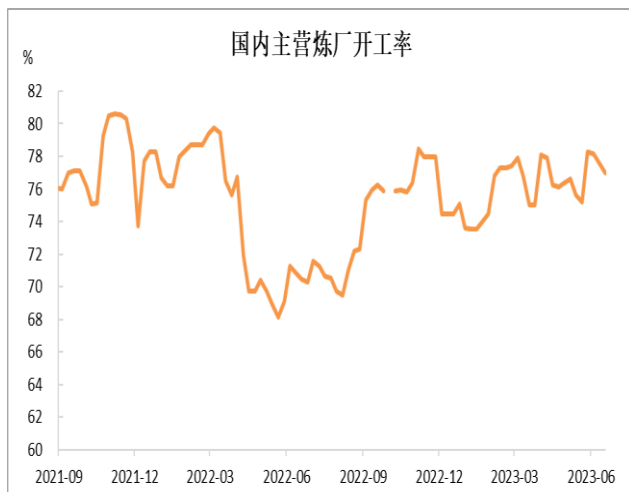


图 4-10：中国主营炼厂开工率  
数据来源：隆众资讯、方正中期研究院

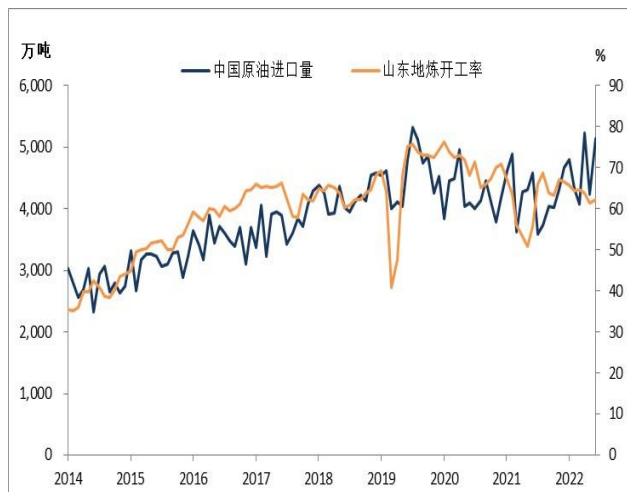


图 4-11：中国原油进口量与山东地炼开工率  
数据来源：Wind、方正中期研究院

## 第五部分 原油供需平衡分析

表：原油供需平衡表

EIA/OPEC/IEA原油供需平衡数据（单位：百万桶/日）																					
EIA																					
	2020				2021				2022				2023				Year				
	1st	2nd	3rd	4th	1st	2nd	3rd	4th	1st	2nd	3rd	4th	1st	2nd	3rd	4th	2019	2020	2021	2022	2023
总供给	100.39	91.96	90.66	92.38	92.81	94.82	96.74	98.33	98.83	98.74	100.8	101.02	101.06	101.33	101.4	101.69	100.30	93.88	95.70	99.85	101.37
总需求	94.94	84.93	92.74	94.59	94.52	96.67	98.59	100.37	98.54	99.02	100.41	99.7	99.93	100.81	101.6	101.69	100.82	91.95	97.56	99.42	101.01
供需差	5.45	7.03	-2.08	-2.21	-1.71	-1.85	-1.85	-2.04	0.29	-0.28	0.39	1.32	1.13	0.52	-0.2	0	-0.52	1.93	-1.86	0.43	0.36
OPEC																					
	2020				2021				2022				2023				Year				
	1st	2nd	3rd	4th	1st	2nd	3rd	4th	1st	2nd	3rd	4th	1st	2nd	3rd	4th	2019	2020	2021	2022	2023
总供给	100.18	91.82	90.34	92.04	93.01	94.15	95.82	97.89	99.2	98.73	100.62	101.37	102.01				100.18	93.99	95.51	99.99	
总需求	93.7	83.1	91.1	94.2	94.05	95.6	97.65	100.31	99.45	98.29	99.51	101	101.55	100.8	102.03	103.25	100.27	91.19	97.08	99.57	101.91
供需差	6.48	8.72	-0.76	-2.16	-1.04	-1.45	-1.83	-2.42	-0.25	0.44	1.11	0.37	0.46				-0.09	2.8	-1.57	0.42	
IEA																					
	2020				2021				2022				2023				Year				
	1st	2nd	3rd	4th	1st	2nd	3rd	4th	1st	2nd	3rd	4th	1st	2nd	3rd	4th	2019	2020	2021	2022	2023
总供给	100.3	91.7	90.9	92.2	92.6	94.3	96.4	98	98.7	98.7	101	101.3	101.6	101	101.2	101.5	100.6	93.9	95.4	99.9	101.3
总需求	94.9	84.5	93.1	95.2	94.2	96.3	98.7	100.8	99.45	98.54	100.56	100.64	100.53	101.57	103.37	103.49	100.7	91.7	97.49	99.8	102.25
供需差	5.4	7.2	-2.2	-3	-1.6	-2	-2.3	-2.8	-0.75	0.16	0.44	0.66	1.07	-0.57	-2.17	-1.99	-0.1	2.2	-2.09	0.1	-0.95

今年以来，在产油国持续控产的背景下，全球原油供给增量相对有限，而欧美等地经济低迷也令石油消费绝对水平受限，全球石油库存呈现低位小幅回升的状态，但 5 月以后 OPEC+ 减产或令原油市场供需格局进一步改善。当前全球经济表现仍然偏弱，对石油消费形成一定压制，虽然中国在去年底政策放开后，石油消费逐步恢复，但复苏仍显缓慢，而欧美经济表现弱势令石油消费增长受到明显制约，因此受制于经济环境影响，整体上认为今年全球石油消费不具备大幅增长的基础，石油消费增幅低于去年的可能性较大。但即便如此，若 OPEC+ 产油国后续能严格执行减产，下半年原油市场仍有可能出现供应不足。根据 6 月份最新的月报预测，EIA 的预测认为下半年全球原油市场将趋向供需平衡，而 IEA 的预测认为下半年原油市场将出现约 200 万桶/日的供应缺口。我们认为，在石油消费保持相对稳定的前提下，产油国持

续控产将令下半年原油供需结构进一步改善，但是否会出现供应缺口要看产油国减产的执行情况以及石油消费是否稳定。

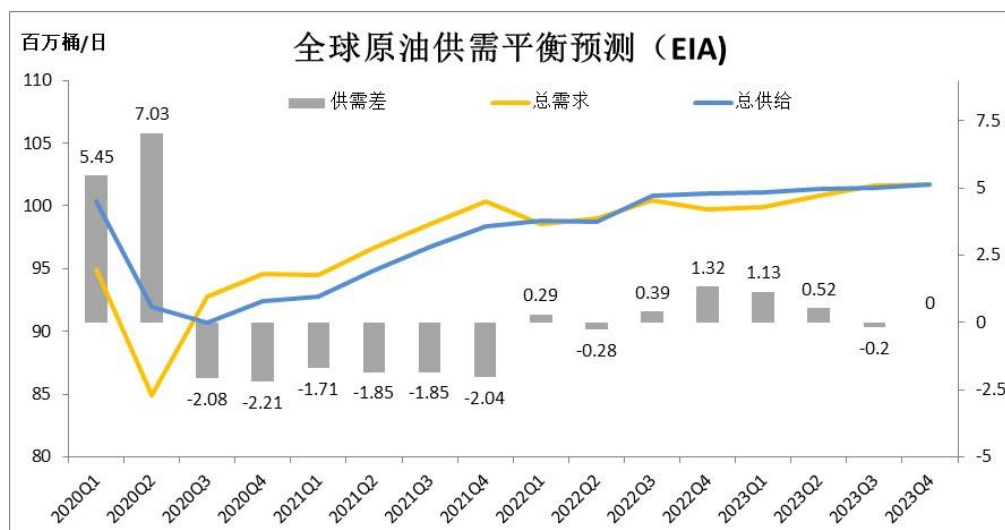


图 5-1：全球原油供需平衡表  
数据来源：EIA、方正中期研究院

## 第六部分 原油套利分析

跨期套利方面，今年上半年原油月差先升后降，但整体波动区间较窄。年初受原油近端走势偏强影响，原油月差整体攀升，但此后随着油价走弱，近端合约表现弱于远端，原油月差持续收窄。截止 6 月底，WTI 原油近端月差呈现 contango 结构，且幅度在加深，虽然 Brent 原油近端月差呈现 Back 结构，但 Back 幅度在收窄。当前宏观形势不佳令油价近端走势受到明显打压，并能压制原油月差结构，下半年宏观层面难有乐观预期，但随着美国货币政策的边际转向，四季度宏观面对油价的压力有望减弱，叠加产油国落实减产以及需求复苏增强，原油月差有回升可能。

跨市场套利方面，今年以来，由于制裁，俄罗斯减少了对欧洲市场的石油出口，并持续转向亚洲市场，令东西方价差有一定拉大，但人民币相对于美元持续贬值，提升 SC 原油估值水平，令 Brent-SC 原油整体维持区间波动。与此同时，美国原油出口持续增长也令 Brent-WTI 原油价差明显走跌，而随着 5 月以后美国原油出口的下降，Brent-WTI 原油价差出现一定回升。但近期美国国内高频指标显示消费也有所放缓，不排除后期美国再度增加原油出口，Brent-WTI 原油价差有回落预期。



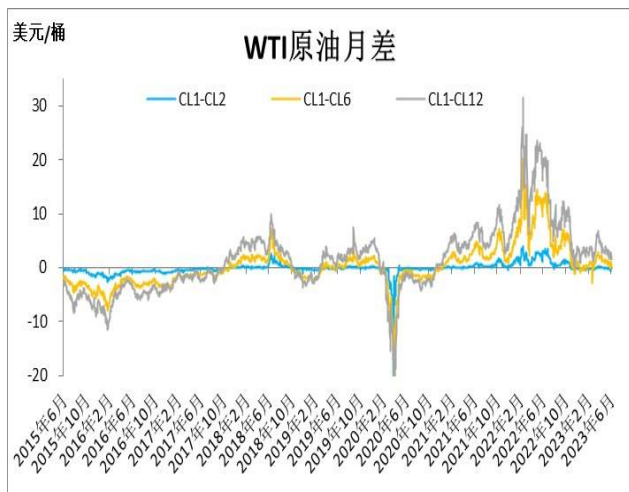


图 6-1: WTI 原油月差

数据来源: Wind、方正中期研究院

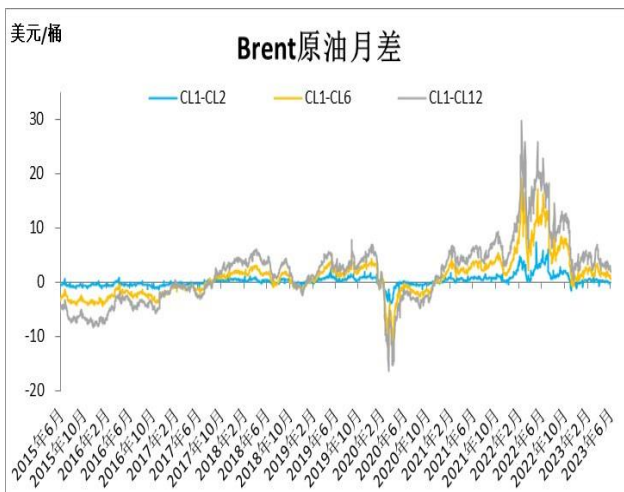


图 6-2: Brent 原油月差

数据来源: Wind、方正中期研究院

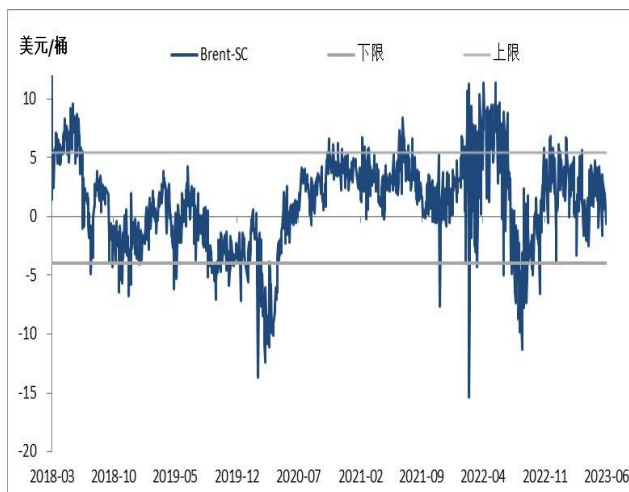


图 6-3: Brent 与 SC 原油价差

数据来源: Bloomberg、方正中期研究院

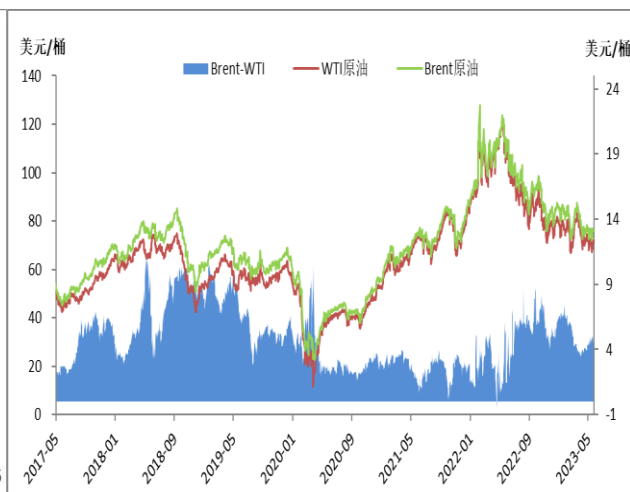


图 6-4: Brent-WTI 原油价差

数据来源: Bloomberg、方正中期研究院

## 第七部分 行业企业线上调研

山东某炼厂: 2023 年上半年虽然油价整体处在相对低位, 但下游市场消费复苏缓慢, 尤其汽柴油消费恢复不及预期, 尤其是柴油消费受到宏观经济偏弱的压制十分明显。下半年国内经济可能会延续弱复苏, 海外市场仍面临衰退风险, 宏观面对油价的影响预计仍偏负面, 虽然在产油国减产背景下, 原油供需面表现尚可, 但油价上行动能预计不强。

广州某石化企业: 2023 年上半年终端石化消费表现不及预期, 企业开工水平不高。虽然今年国内终端石油消费较 2022 年有一定改善, 但全球市场仍面临经济下行的考验, 石化产品出口需求受到抑制。企业预计下半年油价仍有进一步下跌风险, 但由于产油国减产原油供应端仍然偏紧, 因此预计油价下行幅度相对有限。

浙江某石化贸易企业：2023 年在经济企稳以及政策放松下，企业贸易量将有所增加，但企业认为，未来全球经济仍难有乐观预期，对石油消费及油价仍会带来明显压力，但受原油供给约束，2023 年原油供需平衡表预计会维持相对平衡，油价仍会维持在中位区间。

## 第八部分 基金持仓分析

我们统计了 CME 和 ICE 两大交易所上市的五大油品的持仓数据，今年上半年五大油基金总持仓及空头持仓均有所增长，而基金净多头持仓整体维持低位波动，截止 6 月底，五大油基金净多头持仓量低于年初时水平。其中，上半年 WTI 原油期货上的非商业空头头寸增长明显，导致非商业净多头头寸呈下降趋势，非商业持仓多空比明显走低。而上半年 Brent 原油期货上基金空头头寸先增后减，基金净多头头寸呈现同样的趋势，基金多空持仓比较年初也明显下降。结合市场基本面来看，上半年由于宏观环境持续低迷，投机性头寸普遍看衰油价，目前来看，下半年若宏观经济逐步探底企稳，投机性头寸有增持原油多头的可能性。

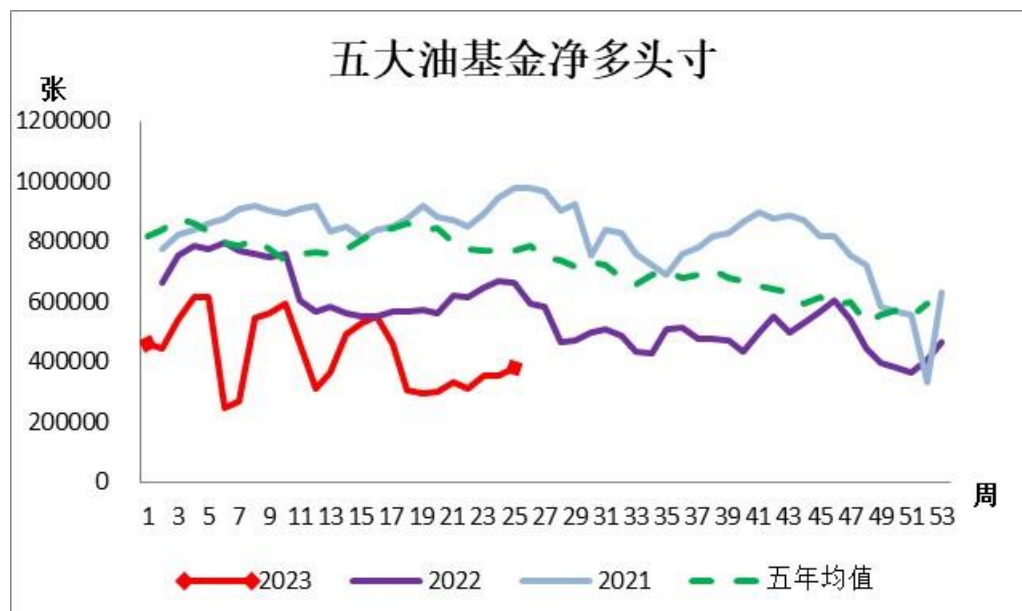


图 8-1：五大油基金净多头寸  
数据来源：Wind、方正中期研究院



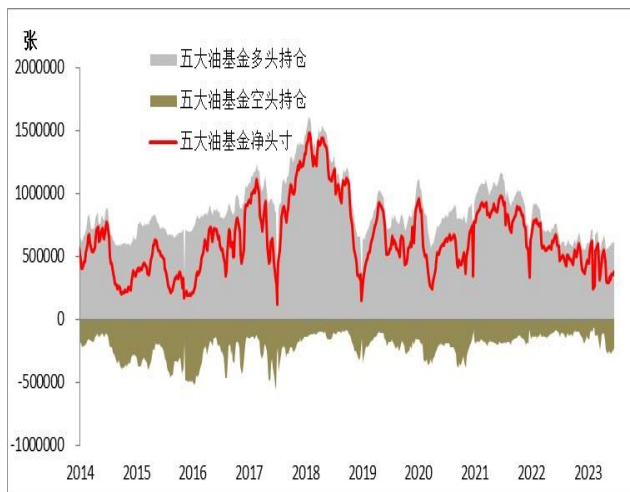


图 8-2: 五大油基金多头、空头及净多头持仓  
数据来源: Wind、方正中期研究院



图 8-3: 五大油基金持仓多空比  
数据来源: Wind、方正中期研究院

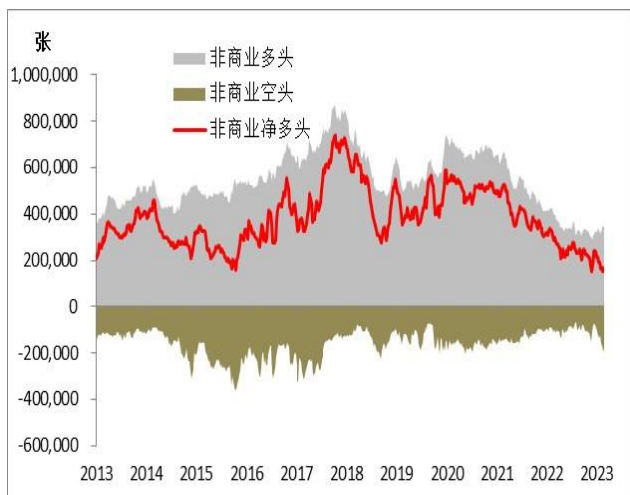


图 8-4: WTI 原油多头、空头及净多头持仓  
数据来源: Wind、方正中期研究院

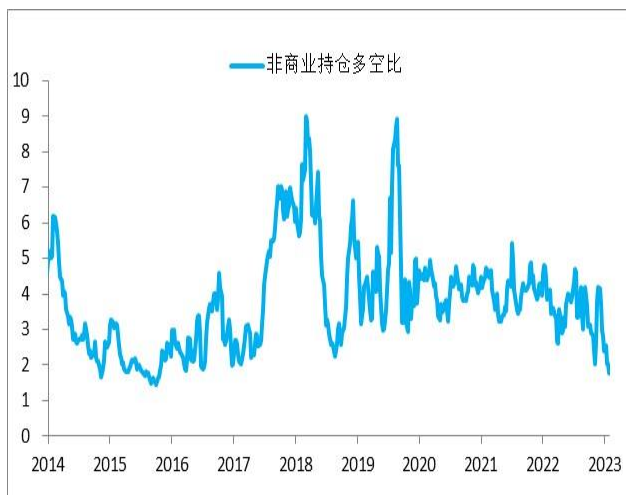


图 8-5: WTI 原油非商业持仓多空比  
数据来源: Wind、方正中期研究院

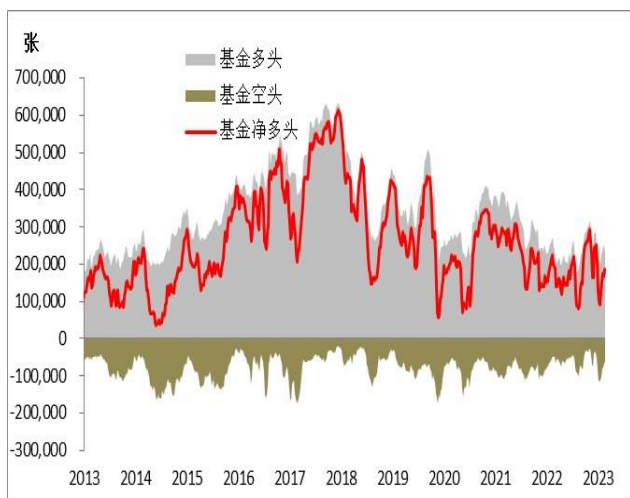


图 8-6: Brent 原油多头、空头及净多头持仓  
数据来源: Wind、方正中期研究院

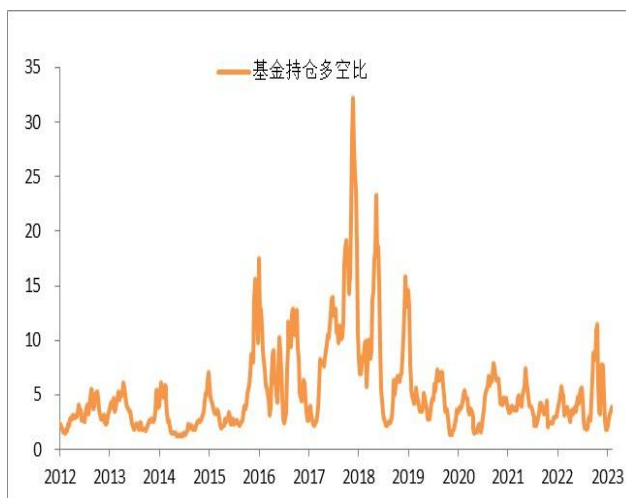


图 8-7: Brent 原油非商业持仓多空比  
数据来源: Wind、方正中期研究院

## 第九部分 原油期货期权分析

### 一、原油期货期权成交持仓分析

国内原油期货自 2021 年 6 月 21 日上市以来，交易量稳步增长，市场活跃度逐步提升，今年年初以来，原油期货成交量进一步上升，日成交量最高突破 11 手，持仓量基本保持在 10000-40000 手区间。从持仓分布上看，认购期权及认沽期权持仓分布较为均匀，而成交量相对集中在实值期权上。从原油期货历史波动率来看，今年年初原油期货波动率整体呈现回升态势，尤其是 3 月底-4 月初波动率水平较高，此后明显回落。

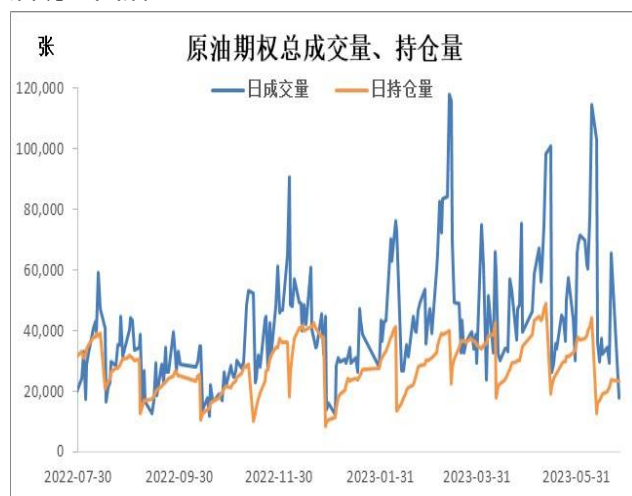


图 9-1：原油期货总成交量、持仓量  
数据来源：Wind、方正中期研究院

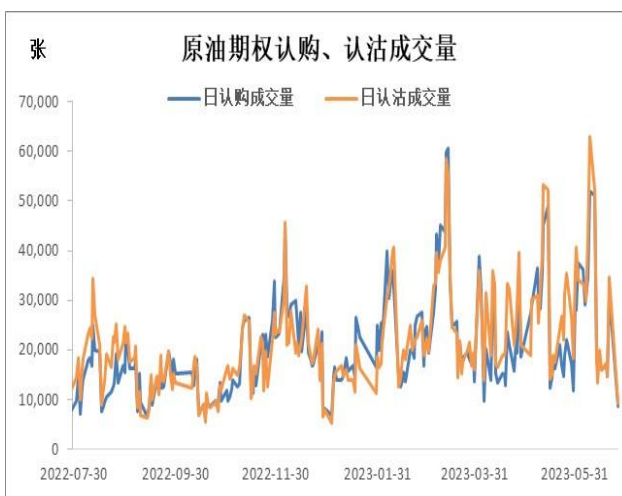


图 9-2：原油期货认购、认沽成交量  
数据来源：Wind、方正中期研究院

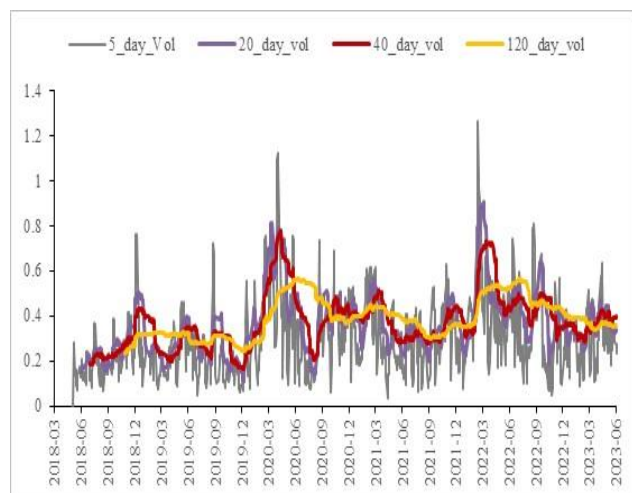


图 9-3：原油期货主连历史波动率  
数据来源：Wind、方正中期研究院

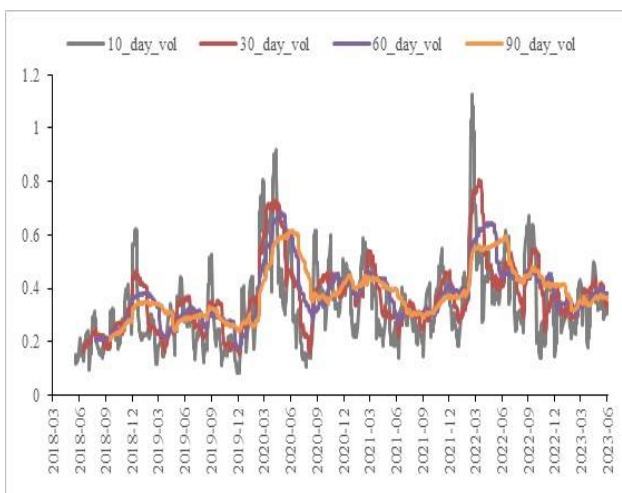


图 9-4：原油期货主连历史波动率  
数据来源：Wind、方正中期研究院

## 二、原油期货策略分析

当前原油市场面临上有压力、下游支撑的局面，预计中短期仍维持区间震荡走势概率较大，期权操作上，可考虑在接近波动区间上沿附近卖出原油看涨期权以及在接近波动区间下沿卖出原油看跌期权进行投机，同时待宏观环境出现转好迹象以及市场风险情绪出现回升的前提下，可考虑买入原油看涨期权进行抄底。

## 第十部分 技术与季节性分析

### 一、技术分析

从趋势上看，SC 原油仍处在去年 3 月以来的下行大周期中，而去年底以来，原油下跌显著放缓，近半年来整体维持区间震荡走势，从周 k 线来看，SC 原油持续受 40 日和 60 日均线的压制，呈现弱势格局，当前 SC 原油下方 480 及上方 600 附近均形成较强的区间下沿及上沿阻力，技术上突破难度较大，若能突破区间上沿，一定程度上意味着趋势的反转。



图 10-1：原油技术分析图

数据来源：博易大师、方正中期研究院

## 二、原油价格季节性分析

表：原油价格月度涨跌统计

年度	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2023	-1.73%	-2.31%	-1.79%	1.47%	-11.32%	3.70%						
2022	17.20%	8.60%	4.80%	4.40%	9.50%	-7.80%	-6.75%	-9.20%	-11.23%	8.86%	-6.90%	-0.36%
2021	7.58%	17.82%	-3.80%	7.47%	4.31%	10.78%	0.65%	-7.37%	9.53%	11.38%	-20.81%	13.60%
2020	-15.56%	-13.19%	-54.24%	6.69%	62.43%	10.65%	2.55%	5.81%	-5.61%	-11.01%	26.68%	7.01%
2019	18.45%	6.38%	5.10%	6.27%	-16.29%	9.29%	0.19%	-5.94%	-1.87%	0.20%	1.83%	10.68%
2018	7.13%	-4.77%	5.35%	5.59%	-2.23%	10.61%	-7.27%	1.51%	4.94%	-10.84%	-22.02%	-10.84%
2017	-1.69%	2.27%	-6.31%	-2.51%	-2.05%	-4.72%	8.97%	-5.86%	9.40%	5.24%	5.55%	5.26%
2016	-9.23%	0.39%	13.60%	19.77%	6.93%	-1.57%	-13.93%	7.45%	7.92%	-2.86%	5.51%	8.66%
2015	-9.44%	3.15%	-4.34%	25.27%	1.12%	-1.38%	-20.77%	4.41%	-8.35%	3.33%	-10.60%	-11.07%
2014	-0.94%	5.23%	-0.98%	-1.81%	2.98%	2.59%	-6.83%	-2.25%	-5.00%	-11.65%	-17.87%	-19.47%
2013	6.18%	-5.58%	5.63%	-3.88%	-1.59%	4.99%	8.77%	2.49%	-4.94%	-5.81%	-3.80%	6.15%
2012	-0.35%	8.72%	-3.78%	1.80%	-17.49%	-1.81%	3.65%	9.55%	-4.44%	-6.45%	3.10%	3.27%
2011	0.89%	5.18%	10.05%	6.76%	-9.86%	-7.09%	0.29%	-7.20%	-10.82%	17.66%	7.69%	-1.52%
2010	-2.65%	5.71%	3.95%	7.37%	-12.48%	-1.34%	4.86%	-8.45%	7.38%	-0.46%	3.29%	8.64%

由于原油消费具有一定的季节性特点，因此炼厂会根据下游石油产品的需求特点进行生产及检修的调整，进而给油价的季节性波动提供理论支撑。我们从近 12 年的统计结果来看，油价在 2、4、8、11 月份上涨概率较大，2、4 月上涨概率均超过 70%，5、9 月份油价下跌概率较大，但整体表现出来的季节性特点并不十分明显。从近 5 年的统计结果来看，油价在 4、6、8、9、11 月份上涨概率较大，1、7、10 月份下跌概率较大，近 5 年的数据表现出的季节性特点相对于近 10 年的数据更加明显。8 月份是夏季驾车出行的高峰时期，汽油需求相应增长，对油价有一定支撑，年底到年初一般为油品消费的淡季，油价往往缺乏季节性支撑。而由于原油作为大宗商品的龙头品种，受到宏观经济、地缘政治等因素的影响较为明显，一定程度上也弱化了油价走势的季节性特点，尤其是近几年疫情及地缘政治对原油市场造成较大冲击，其季节性特点进一步弱化。

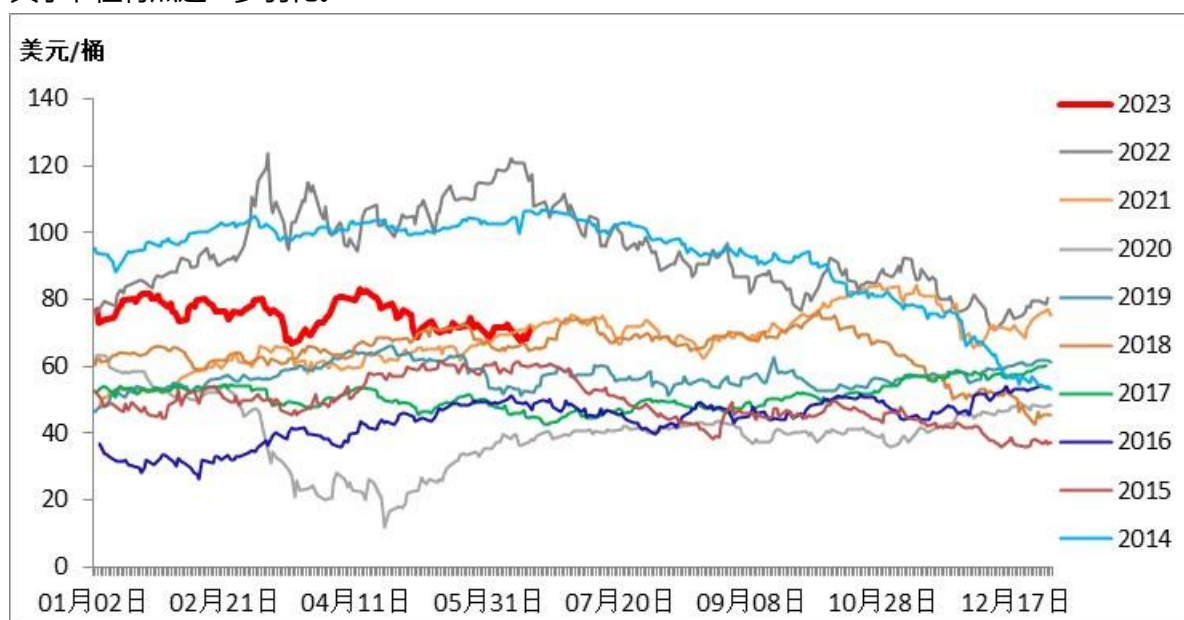


图 10-2：原油价格季节性走势图

数据来源：Wind、方正中期研究院



## 第十一部分 后市展望

宏观层面，下半年宏观环境难有乐观预期，欧美经济持续走弱，且三季度欧美央行会继续加息，年内有望结束加息，而中国经济延续弱复苏态势，终端需求复苏预计仍然缓慢，下半年全球经济仍面临进一步下行风险。但随着货币政策的进一步转向以及明年全球经济企稳复苏预期，关注今年四季度能否出现悲观预期的修复。

原油供需面，OPEC+持续控产压制原油供给，在经济环境以及油价低迷的背景下，下半年 OPEC+有望延续减产措施，但减产力度继续增强的空间不大；欧美制裁并未影响俄罗斯石油出口总量，但贸易流向在持续变化，俄罗斯石油从欧洲不断转向亚洲市场，同时基于财政收入考虑，俄罗斯削减石油出口的可能性较低；今年上半年美国页岩油上游勘探活动持续放缓，页岩油产出增量明显受限。下半年全球经济下行影响下，石油消费预计仍将受制约，但大幅减缓的可能性较小，欧美等地石油消费仍然疲软，尤其是柴油消费受经济抑制作用明显，而国内经济呈现弱复苏态势，石油消费恢复缓慢。整体来看，下半年在 OPEC+继续落实减产以及石油消费整体维持相对稳定的情况下，原油供需格局有进一步好转预期，整体或将好于上半年。

从油价运行逻辑来看，当前宏观层面的利空已有一定计价，中长期宏观因素对油价的利空影响或趋向弱化，而欧美货币政策转向有可能在今年四季度带来市场悲观预期的修复。与此同时，OPEC+减产带来的供给收缩将增强原油供需平衡表，并持续托底油市。

从油价走势来看，三季度油价面临较强的底部支撑及明显的上行阻力，预计仍处于震荡磨底阶段，四季度关注能否迎来宏观预期变化并减缓油价上行阻力，届时油价存在运行中枢小幅上移的可能性。下半年 SC 原油波动区间预计在 460-630 元/桶，Brent 原油波动区间预计在 67-90 美元/桶。

风险点：全球经济衰退；OPEC+减供不及预期；

## 第十二部分 相关股票价格及涨跌幅统计

表：原油相关股票及年度涨跌幅（截止 2023 年 6 月底）

股票简称	股票代码	股票最新价格	股票年内涨跌幅 (%)
华锦股份	000059. SZ	5.95	-10.60
广聚能源	000096. SZ	7.78	-2.99
茂化实华	000637. SZ	3.36	-37.31
沈阳化工	000698. SZ	3.88	-29.96
岳阳兴长	000819. SZ	18.35	-17.71
石化机械	000852. SZ	6.26	9.63
航天科技	000901. SZ	10.30	26.35
蓝焰控股	000968. SZ	7.41	-14.73
大庆华科	000985. SZ	15.30	-11.89
南京港	002040. SZ	6.41	-12.31
ST准油	002207. SZ	6.21	-12.66
浙富控股	002266. SZ	4.00	3.87
神开股份	002278. SZ	5.05	-3.44
龙洲股份	002682. SZ	3.80	-21.81
佛燃股份	002911. SZ	13.13	13.56
宝德股份	300023. SZ	1.09	0.00
合康新能	300048. SZ	5.97	22.84
宝利国际	300135. SZ	2.58	-6.18
潜能恒信	300191. SZ	17.50	2.15
吉艾科技	300309. SZ	0.23	-83.92
中密控股	300470. SZ	45.94	19.40
中科信息	300678. SZ	54.50	396.39
中远海能	600026. SH	12.40	2.90
中国石化	600028. SH	6.07	43.54
美都能源	600175. SH	0.21	0.00
中油工程	600339. SH	3.71	24.50
申能股份	600642. SH	6.74	25.83
上海石化	600688. SH	2.99	-3.86
新潮能源	600777. SH	2.45	12.39
宁波港	601018. SH	3.33	-4.55
深圳燃气	601139. SH	7.08	10.34
中国石油	601857. SH	7.46	50.10



联系我们：

分支机构	地址	联系电话
<b>总部业务平台</b>		
资产管理部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881312
期货研究院	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-85881117
投资咨询部	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578587
产业发展部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881109
金融产品部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881295
金融机构部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881228
总部业务部	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881292
<b>分支机构信息</b>		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号新联写字楼4层	010-68578987
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层510室	010-66058401
北京朝阳分公司	北京市朝阳区东三环北路38号院1号楼泰康金融大厦22层	010-85881205
北京望京分公司	北京市朝阳区阜通东大街6号院3号楼8层908室	010-62681567
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396886
保定分公司	河北省保定市高新区朝阳北大街2238号汇博上谷大观B座1902、1903室	0312-3012016
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号紫东国际创业园西区E2-444	025-58061185
苏州分公司	江苏省苏州工业园区通园路699号苏州港华大厦716室	0512-65162576
上海分公司	上海市浦东新区长柳路58号604室	021-50588179
常州分公司	江苏省常州市钟楼区延陵西路99号嘉业国贸广场32楼	0519-86811201
湖北分公司	湖北省武汉市硚口区武胜路花梓年喜年中心18层1807室	027-87267756
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦东塔26层2618-2623室	0731-84310906
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区观沙岭街道滨江路53号楷林商务中心C座1606、2304、2305、2306房	0731-84118337
湖南第三分公司	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-85868397
深圳分公司	广东省深圳市福田区中康路128号卓越城一期2号楼806B室	0755-82521068
广东分公司	广东省广州市天河区林和西路3-15号耀中广场B座35层07-09室	020-38783861
上海自贸试验区分公司	上海市浦东新区南泉北路429号2801室	021-58991278
天津营业部	天津市和平区大沽北路2号津塔写字楼2908室	022-23559950
天津滨海新区营业部	天津市滨海新区第一大街79号泰达MSD-C3座1506单元	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210710
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角环球中心T6塔楼13层1305房间	0310-3053688
青岛营业部	山东省青岛市崂山区香港东路195号上实中心T6号楼10层1002室	0532-82020088
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号和融公寓2幢1单元5层	0351-7889677
西安营业部	陕西省西安市高新区太白南路118号4幢1单元1F101室	029-81870836
上海南洋泾路营业部	上海市浦东新区南洋泾路555号1105、1106室	021-58381123
上海世纪大道营业部	上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦1107室	021-58861093
宁波营业部	浙江省宁波市江北区人民路132号银亿外滩大厦1706室	0574-87096833
杭州营业部	浙江省杭州市萧山区宁围街道宝盛世纪中心1幢1801室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路359号福鑫大厦1803、1804室	025-58065958
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号吴中大厦9层902B、903室	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82990208
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩新区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420	0791-83881026
岳阳营业部	湖南省岳阳市岳阳楼区建湘路天伦国际11栋102号	0730-8831578
株洲营业部	湖南省株洲市天元区珠江南路599号神农太阳城商业外圈703号(优托邦第3号写字楼第7层C-704号)	0731-28102713
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道阳光瑞城1栋10楼	0735-2859888
常德营业部	湖南省常德市武陵区穿紫河街道西园社区滨湖路666号时代广场21楼	0736-7318188
<b>风险管理子公司</b>		
上海际丰投资管理有限责任公司	上海市浦东新区商城路506号新梅联合广场B座6层	021-20778818

**重要事项:**

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。