

# 原油：只在一念之间

原油2024年年报 2023.12.7

大地期货研究院

蒋硕朋

从业资格证号：F0276044

投资咨询证号：Z0010279

研究联系方式：0571-86774106

联系人：黄琬喆

从业资格证号：F3075583

联系方式：huangwz@ddqh.com

我公司依法已获取期货投资咨询业务资格，证监许可[2012]117号

依托大地 共创未来



- 4季度伊始，巴以冲突打响了市场恐慌情绪的第一枪，推涨地缘溢价。而后市场逐步确认巴以的影响有限，且不会对实际供应产生影响，地缘溢价消退；配合秋检期间弱需求以及宏观数据验证美国劳动力市场明显降温，油价高位回落，中枢回归brt80。
- 展望24年，宏观和地缘的主线故事交易降息周期和大选重塑地缘格局，是以我们仍然给到这两部分对油价影响的权重较高的占比。
- 大的叙事故事下，宏观对于油价上限的压力比较明显，而欧佩克的减产托底又给到下沿相当地支撑，但支撑的效力在逐步弱化。定性来看，24年油价宽幅震荡，区间在brt60-90，均价中枢较23年有5-8美金的回落空间。具体来看：
  - 宏观方面，市场对于是否衰退，以及衰退的程度分歧非常大，因此降息预期的不断更正将会持续影响大类资产的相对强弱；
  - 地缘方面，大选年地缘格局重塑，地缘摩擦的风险概率提升；
  - 供应方面，减产挺价的效力在弱化，欧佩克成员国内部关于“价格-产量-凝聚力”的不可能三角影响持续，沙特仍是最后的保障；
  - 需求方面，经济增速放缓，OECD地区已经出现同比减量；炼厂投产大年，裂解中枢定性高位回归，但区域间和油品间的强弱矛盾仍为突出。
- 基于以上定性，认为单边上涨/下跌的趋势性行情概率较低，多方因素轮番占据主线逻辑而形成震荡格局的概率更大。策略的角度，主要考虑：
  1. 配合平衡表和库存节奏做月差正套（主要找减产执行和采购周期共振的机会）；
  2. 择机做多金油比或波动率，对冲宏观和地缘的风险事件概率；
  3. 配合重油投产节奏，做阔EFS；
  4. 油品间强弱汽>柴，择时多汽空柴。



# 24年行情特点&策略



# 1. 平衡表指向紧平衡，低库存溢价

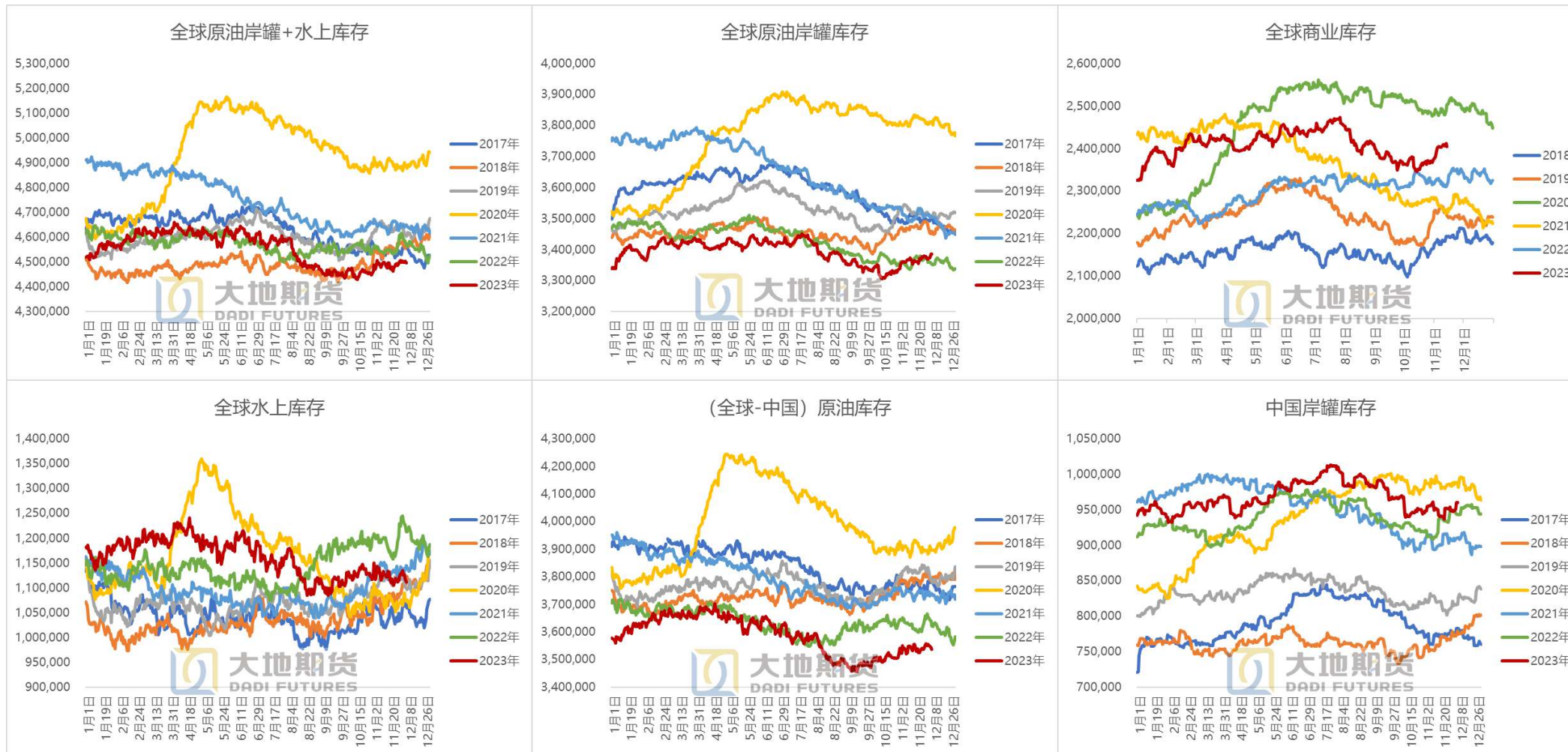
- 欧佩克托底减产，24H1基本保持紧平衡；H2主要看欧佩克产量的回归节奏，平衡表内暂未体现回归预期。
- 紧平衡意味着基于基本面，供需矛盾并不过分突出，那么趋势性的涨跌概率偏低。

原油 季度平衡表推算（单位：万桶/天）																版本：2023/12/4	
分项\时间	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	
总产量	9,230	9,420	9,640	9,800	9,840	9,790	9,980	10,009	10,010	9,995	9,950	9,990	9,960	9,990	10,030	10,040	
OPEC产量	3,050	3,080	3,220	3,290	3,360	3,390	3,480	3,439	3,420	3,375	3,280	3,300	3,250	3,250	3,250	3,250	
NGL产量	520	530	530	530	540	540	540	540	540	540	540	540	541	542	543	544	
非OPEC产量	6,193	6,340	6,420	6,510	6,480	6,400	6,500	6,570	6,590	6,620	6,670	6,690	6,710	6,740	6,780	6,790	
OECD产量	2,739	2,780	2,820	2,860	2,880	2,900	2,960	3,040	3,050	3,060	3,080	3,110	3,110	3,130	3,140	3,150	
非OECD产量	3,020	3,050	3,050	3,080	3,140	3,030	3,070	3,120	3,150	3,130	3,130	3,140	3,170	3,170	3,180	3,180	
伊朗浮仓转化							20	20	20	20	20	20					
总需求	9,440	9,630	9,880	10,080	9,930	9,825	10,010	10,010	9,920	10,020	10,120	10,050	9,930	10,020	10,130	10,170	
OECD需求	4,240	4,400	4,580	4,680	4,590	4,540	4,650	4,610	4,570	4,590	4,640	4,600	4,500	4,510	4,540	4,560	
非OECD需求	5,200	5,230	5,300	5,400	5,340	5,285	5,360	5,400	5,350	5,430	5,480	5,450	5,430	5,510	5,590	5,610	
Call On OPEC	2,727	2,760	2,930	3,040	2,910	2,885	2,970	2,900	2,790	2,860	2,910	2,820	2,679	2,738	2,807	2,836	
抛储影响						50	80	25		28	-6						
过剩量	-210	-210	-240	-280	-90	15	70	44	110	23	-156	-40	30	-30	-100	-130	

# 1. 平衡表指向紧平衡，低库存溢价

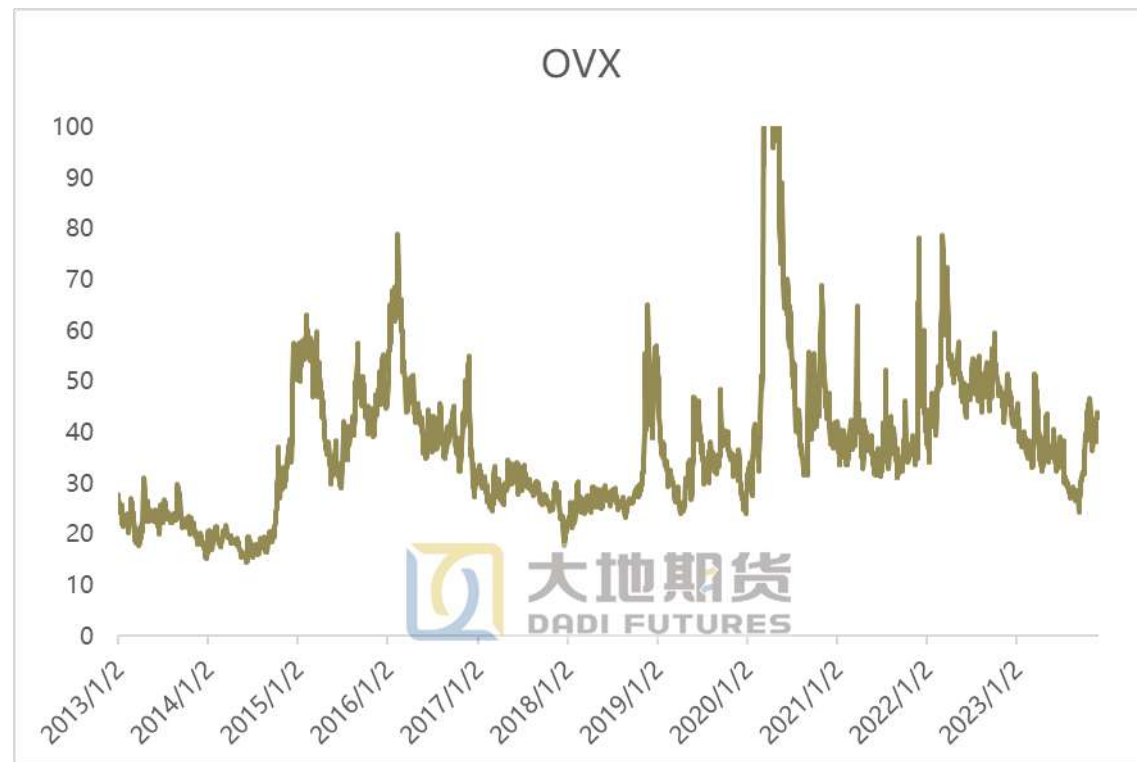
■ 整体库存绝对值并不高，低库存下的去库预期需要给到结构溢价。

■ 配合采购周期，可以关注月差的正套策略。



## 2. 宏观和地缘的权重仍占据相当比例

- 宏观上：美国的预期差来自于降息周期的故事，市场对于是否衰退以及衰退程度的分歧非常大；
- 地缘上：24年全球进入大选年，美国、俄罗斯、中国台湾等等政权的变更，地缘格局的摩擦风险也会有所上升。
- 在此背景下，认为择机做多金油比，或逢低多波动率的策略，可以一定程度上对冲宏观和地缘不确定性较高的风险。



### 3. 重质油的补充改善轻重价差

- 24年重质油的增产空间尚可，巴西+加拿大有大概40+的增量，委内有20的预期。
- 从结构来看，巴西的增量流向中国对于Dubai有边际替代的改善，配合重油投产的节奏，认为EFS有回升的空间。

**Exhibit 1: The deterioration in the global crude slate is largely in the rear-view mirror**

Global oil production (liquids ex biofuels) by API gravity



Higher API gravity is lighter (and generally sweeter/less sulphurous), lower API gravity is heavier (and generally more sour). The significant shift in 2017-19 was due to the OPEC production cuts of predominantly medium-heavy crude alongside declines in Venezuela, Mexico, Iran, while the US experienced hyper-growth from domestic light sweet shale.

Source: Woodmac, IEA, Goldman Sachs Global Investment Research

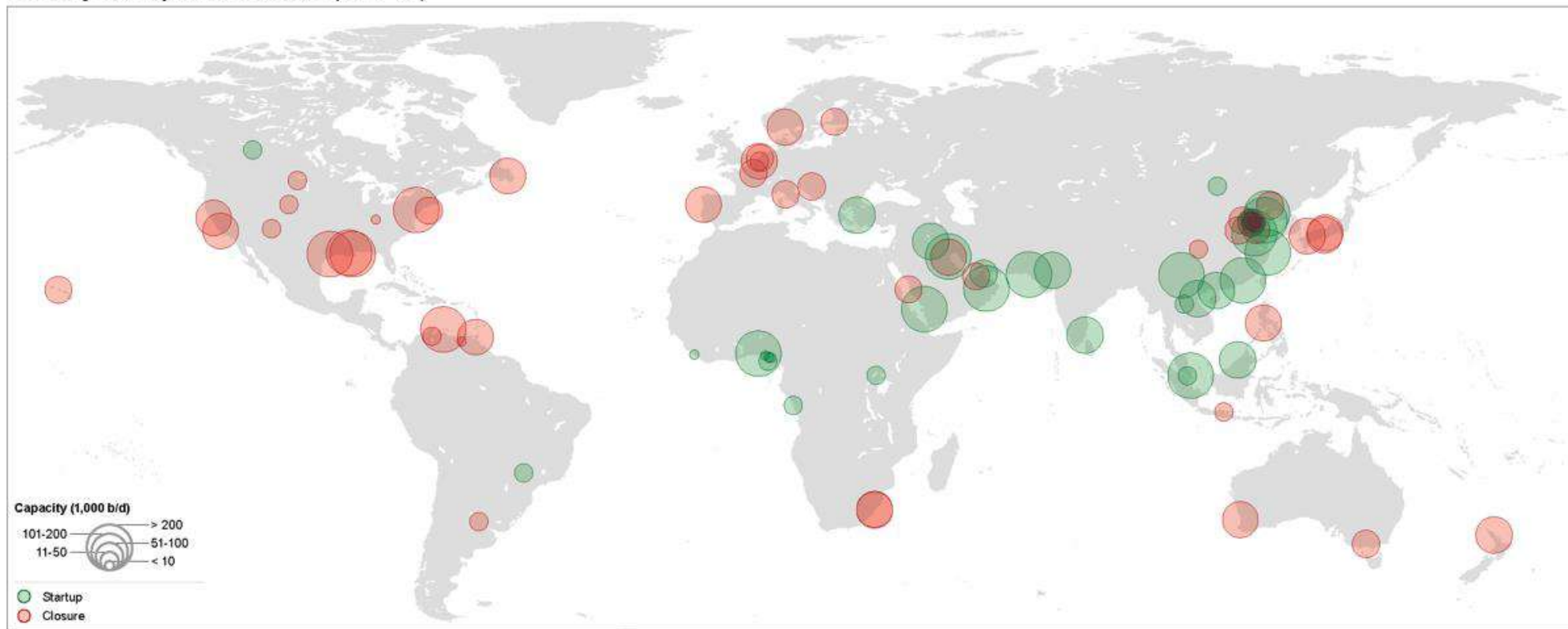




## 4. 投产大年，区域特点和季节特点深化

- 24年新增CDU产能集中在亚太地区，欧美仍有产能退出。
- 油品供应有显著增量预期，而需求缺乏亮点，定性来看裂解中枢有回归趋势；但区域间的情况差异分化仍较大。
- 汽柴比较强弱，认为汽>柴，旺季开启前可配合多汽空柴策略。

Refinery startups and closures (2017-26)



Data compiled Nov. 30, 2023.  
Source: S&P Global: 2011561.

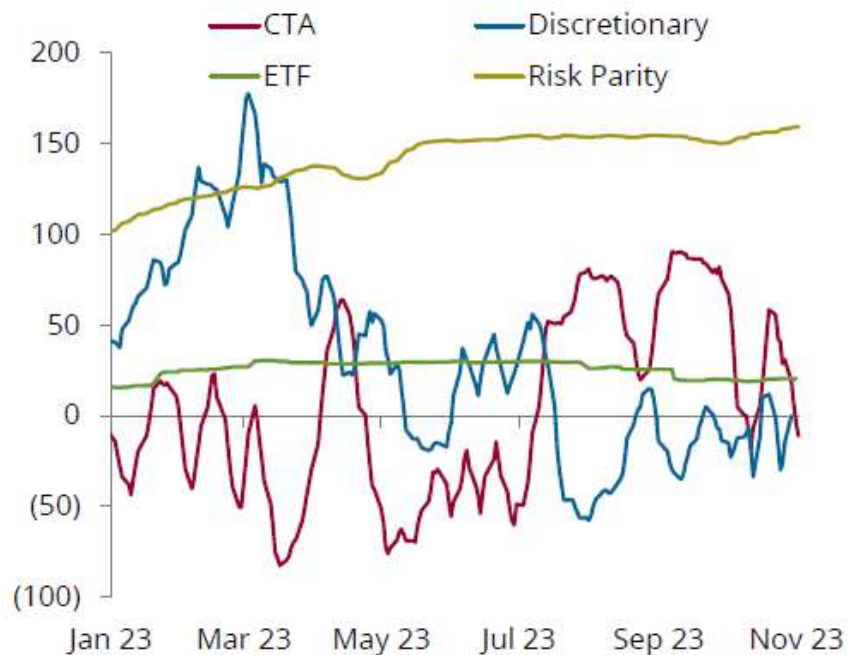
© 2023 S&P Global. All rights reserved. Provided "as is", without any warranty. This map is not to be reproduced or disseminated and is not to be used nor cited as evidence in connection with any territorial claim. S&P Global is impartial and not an authority on international boundaries which might be subject to unresolved claims by multiple jurisdictions.

## 5. CTA占比趋高，盘面波动加剧，极端行情更易发生

- 原油市场的程序化交易成为趋势，CTA的加入放大了盘面的波动，也使得在风险事件发生时，行情更容易走向极端。
- 抢跑行为也成为新的交易特点。

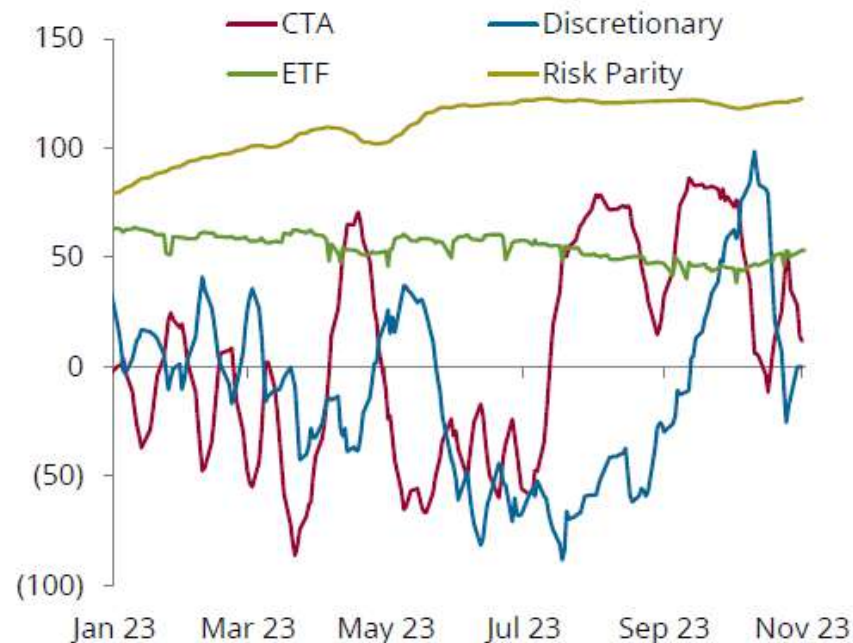
Brent speculative length breakdown

thousand lots



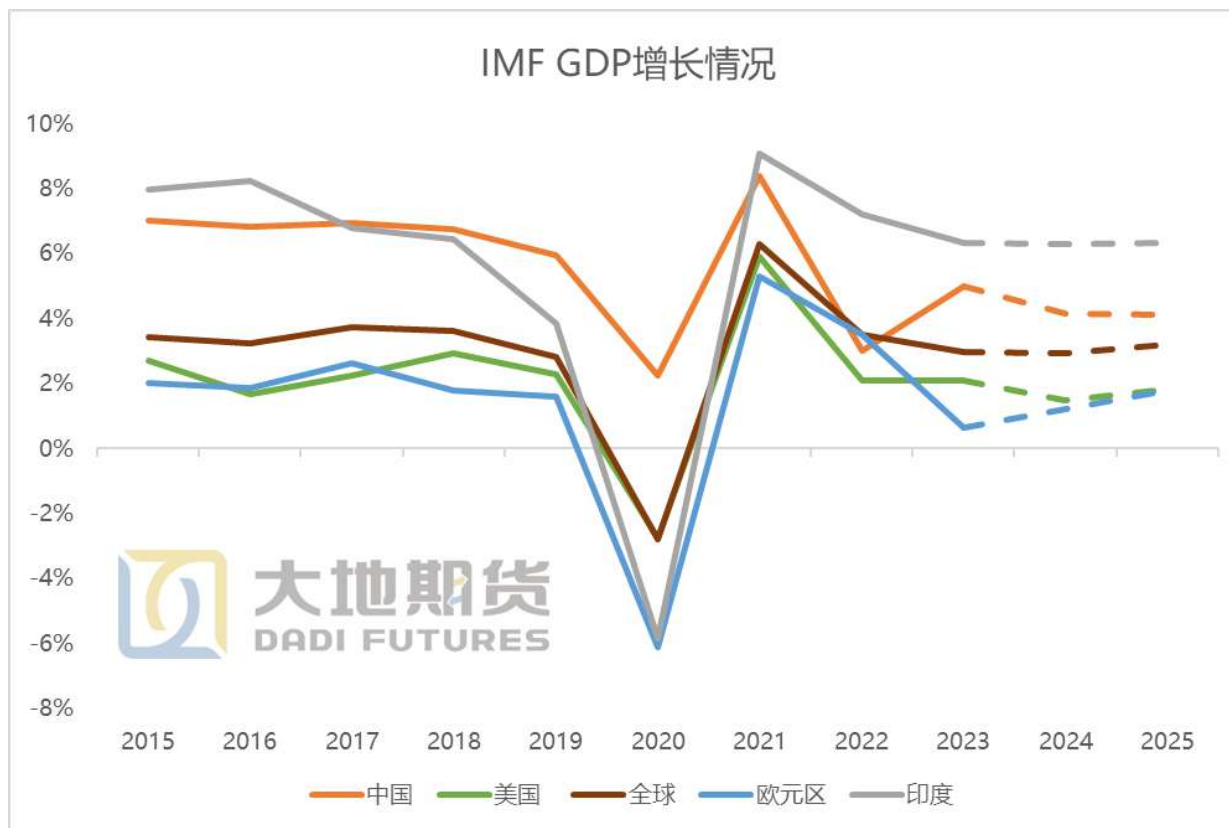
WTI speculative length breakdown

thousand lots



# 宏观：交易降息的故事

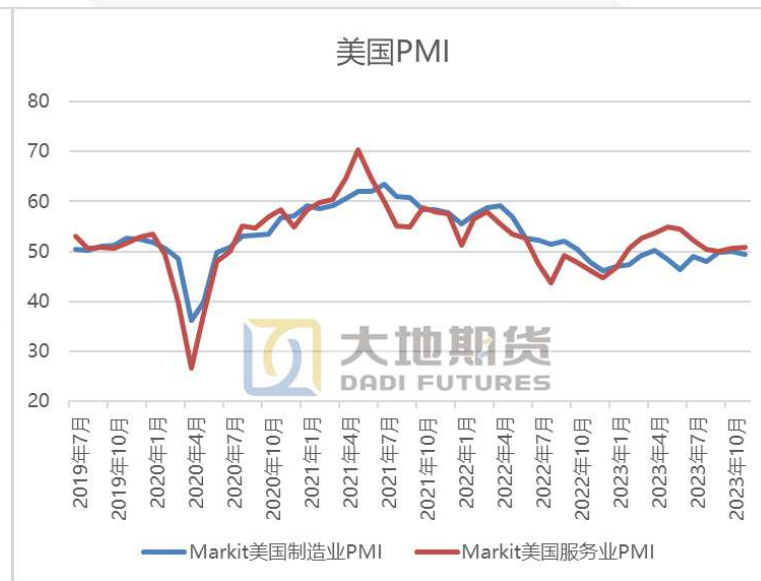
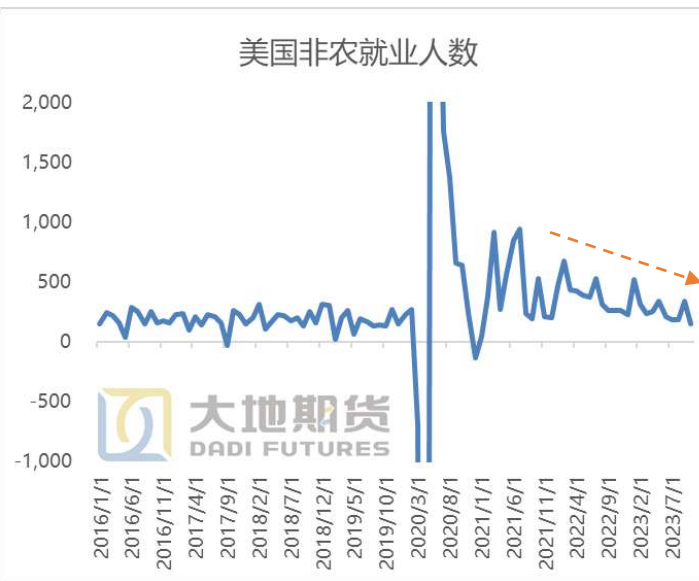
- IMF预期24年全球GDP增速为2.94%，较23年略有下滑，主要受到对于欧美地区的衰退预期的拖累。预计24年美国GDP增长1.48%，同比降0.61%；欧元区GDP增长1.23%，相较23年的低基数略有回升。
- 主要的增量仍在非OECD地区，中国和印度预计分别贡献超过4%和6%的增速。
- 整体宏观经济的定性缓慢增长，（衰退）风险大于（增长）亮点。





# 美国 - 数据显示经济在持续降温

- 美国10月CPI同比已经降至3.2%，重回下降通道。
- 从分项看，由于油价在9月底见顶后整体中枢下移，对CPI的负增长贡献延续；劳动力市场出现明显降温，非农就业人数10月录得15万，且10月公布之际将8/9月数据分别下修6.2万和3.9万，进一步验证了就业市场的弱化较市场预期的更早。
- 另外，美国制造业PMI始终在荣枯线下方徘徊，月度数据低于市场预期，也是经济数据偏弱的表现。



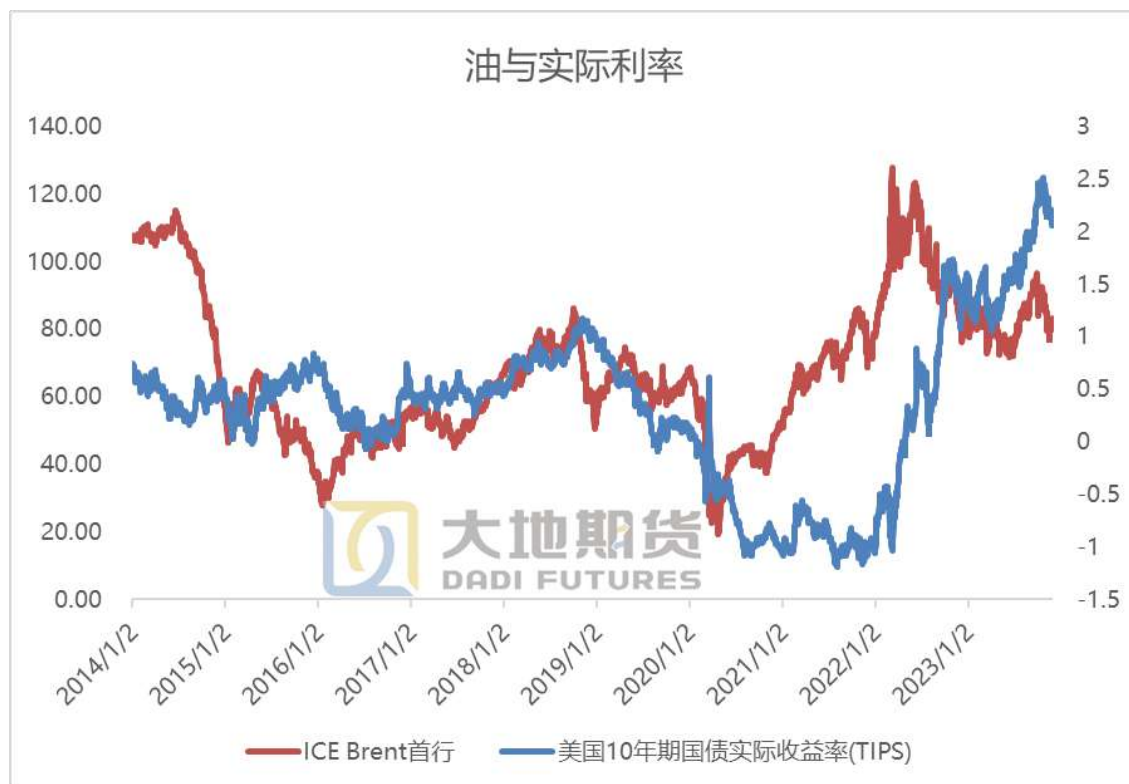
# 美国 – 加息周期告一段落，交易降息的故事



- 美联储维持当前利率已经超过4个月的时间，市场押注本轮加息周期已经结束，而明年降息何时开启是下一个阶段的主线逻辑。
- CME利率期货图显示，市场预期2024年首次降息的时间节点已从此前的2季度末提前至3月，全年降息幅度达到125bp。

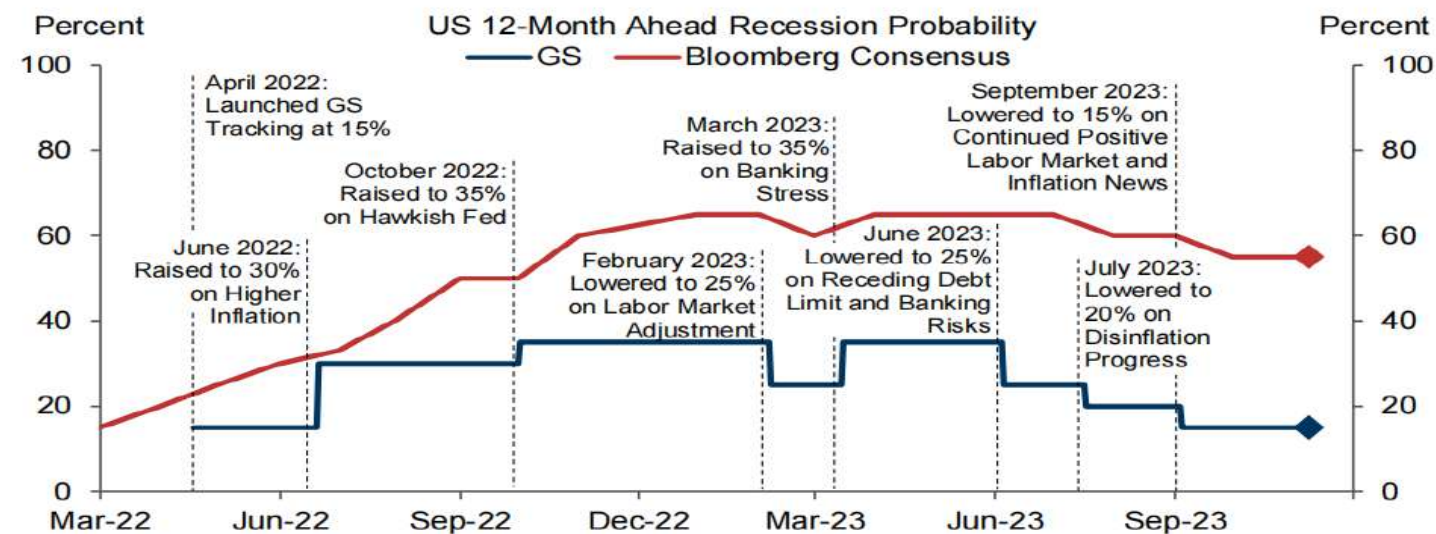
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/12/13				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	97.1%	2.9%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	93.2%	2.8%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	48.6%	48.0%	1.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	30.1%	48.2%	19.9%	0.6%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	23.0%	43.8%	26.9%	5.3%	0.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	17.3%	38.4%	31.2%	10.9%	1.5%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.5%	13.7%	33.8%	32.8%	15.3%	3.5%	0.4%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.3%	8.9%	26.5%	33.2%	21.6%	7.8%	1.5%	0.1%	0.0%
2024/12/18	0.2%	6.4%	21.4%	31.2%	25.0%	11.8%	3.3%	0.5%	0.0%	0.0%

- 在美国经济有继续走弱、最终软着陆的预期下，降息预期升温，美债收益率回落，实际利率有下行空间，美元回落，黄金有上行空间。
- 从油端来看，油与实际利率的变动具有相当高的联动性，在弱经济周期中，利率水平下降，核心通胀水平下降，对应到GDP增速放缓，原油的终端需求也同步走弱。
- 不考虑原油供应端的过度调节带来的平衡逆转，理论上弱需求将带动原油中枢下移。弱经济周期拐点，则是金油比的买点。

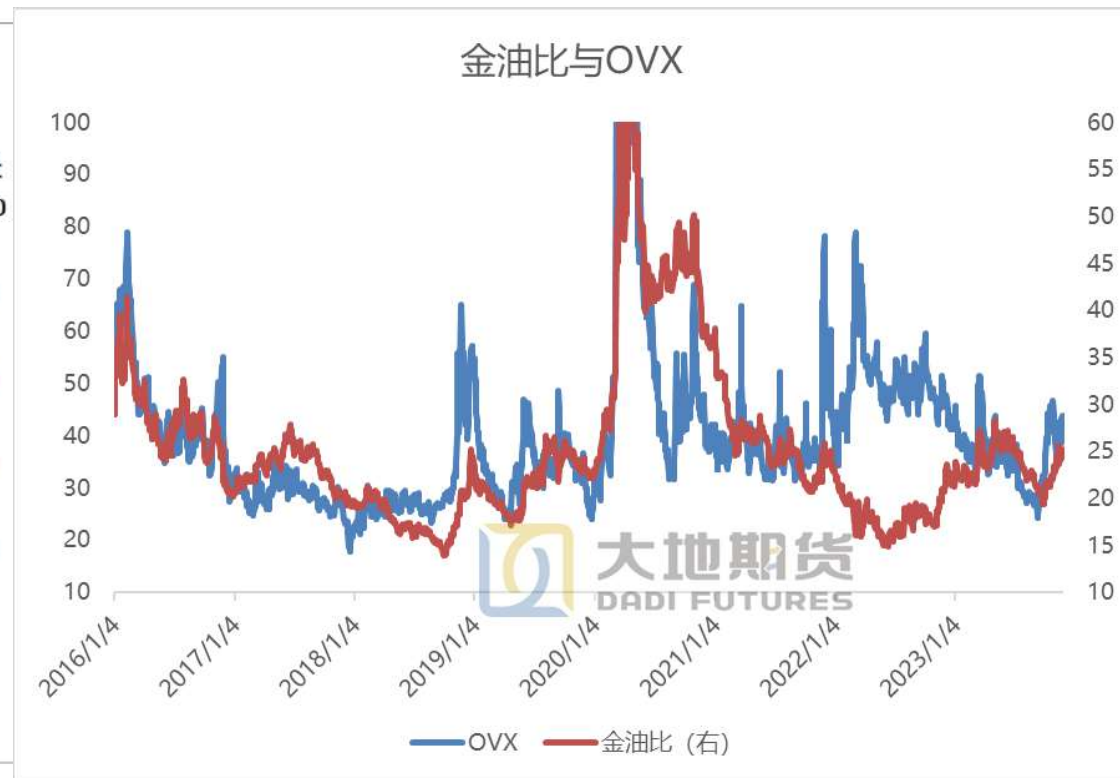


- 而另一种看法，在美联储贯彻“higher for longer”的背景下，经济环境长期维持高利率，美国仍然存在一定概率发生系统性风险造成大幅衰退。危机情形中，黄金一般是最优的避险资产，因而金油比可以更多的反应市场波动率的情况，比值容易出现极端值。

Exhibit 5: With the Hard Part of the Inflation Fight Now Behind Us, We See Only a Historically Average Recession Probability of 15% Over the Next 12 Months



Source: Goldman Sachs Global Investment Research, Bloomberg






















# 地缘：大选之年

- 24年全球有超过GDP占比50%的国家将进行大选。在全球东西竞争格局加强、俄乌长尾效应仍存的背景下，关键地区的大选结果将反映和持续影响不稳定的地缘政治格局和经济环境。
- 地缘关系主要关注中美，美欧，俄罗斯+，以及中东。

国家/地区	选举时间
中国台湾	2024/1/13
科摩罗	2024/1/14
芬兰	2024/1/28
萨尔瓦多	2024/2/4
塞内加尔	2024/2/25
斯洛伐克	2024/3
俄罗斯	2024/3/17
印度	2024/4
英国	2024/5
立陶宛	2024/5/12
冰岛	2024/6/1
欧盟	2024/6/6
罗马尼亚	2024/11
美国	2024/11/5

How do presidential election affect markets?

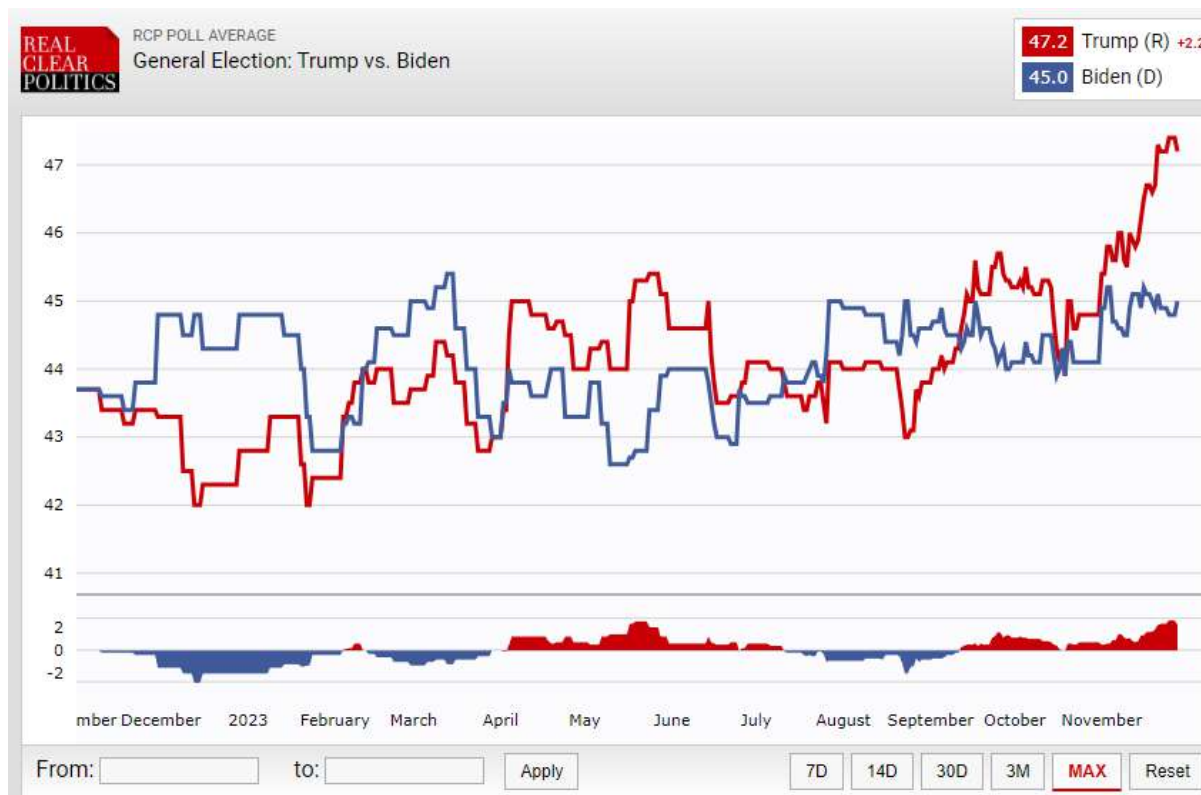
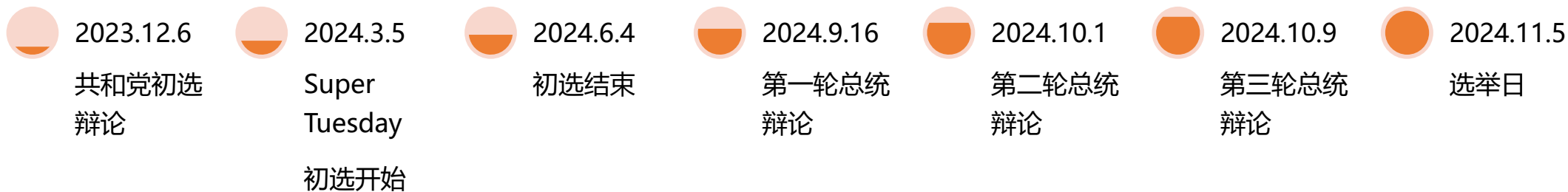
Potential outcomes			Control	Implications
House	Senate	White House		
			Divided government	 Policy gridlock  Market friendly
			Sweep	 Policy consensus  Short term volatility
			Sweep	 Policy consensus  Short term volatility

Source: U.S. Bank Asset Management Group

A simple table displays the implications associated with the potential outcomes of presidential elections using symbols and text. This table depicts three possible outcomes (encompassing the House, Senate & White House) of a divided government, a democrat sweep, and a republican sweep, and the implications of each. The implication of a divided government is "policy gridlock/market friendly". The implication of a democratic OR republic sweep is "policy consensus/short term volatility".

# 美国大选 – 2020或再现

■ 从目前两党的候选人来看，支持率最高的仍然是特朗普和拜登，24年的焦点辩论，或重现20年的状况。



- 24年美国大选的最终结果仍是取决于8个摇摆州（亚利桑那州，佐治亚州，密歇根州，内华达州，新罕布什尔州，北卡罗来纳州，宾夕法尼亚州，威斯康星州）。
- 两党的焦点议题集中在种族、性别、堕胎、枪支管控等等。
- 对于能源板块的影响，认为关注的重点在1. 对伊朗的制裁监管是否会收紧；2. 对俄罗斯price cap的监管是否会收紧；3. 两党对中东政策有差异；4. 两党对国内的能源政策有差异，主要涉及页岩油。







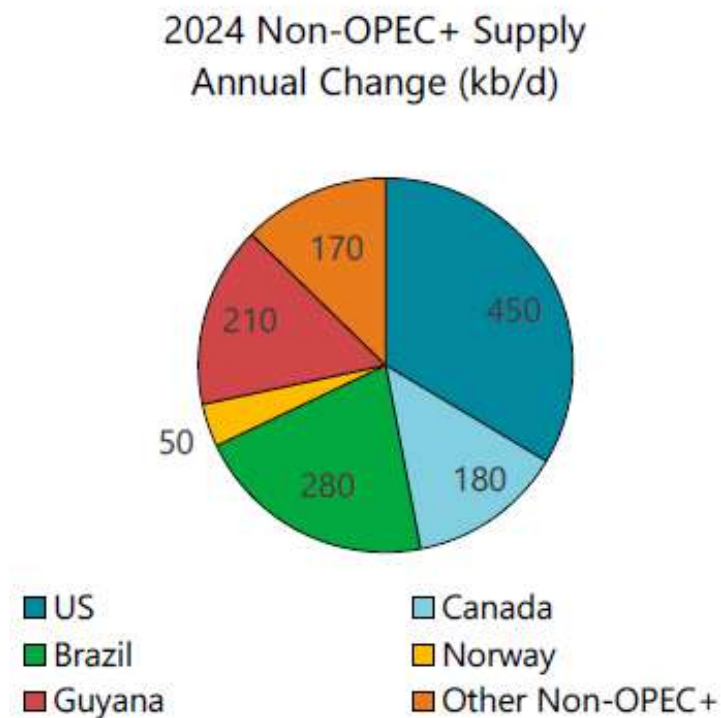
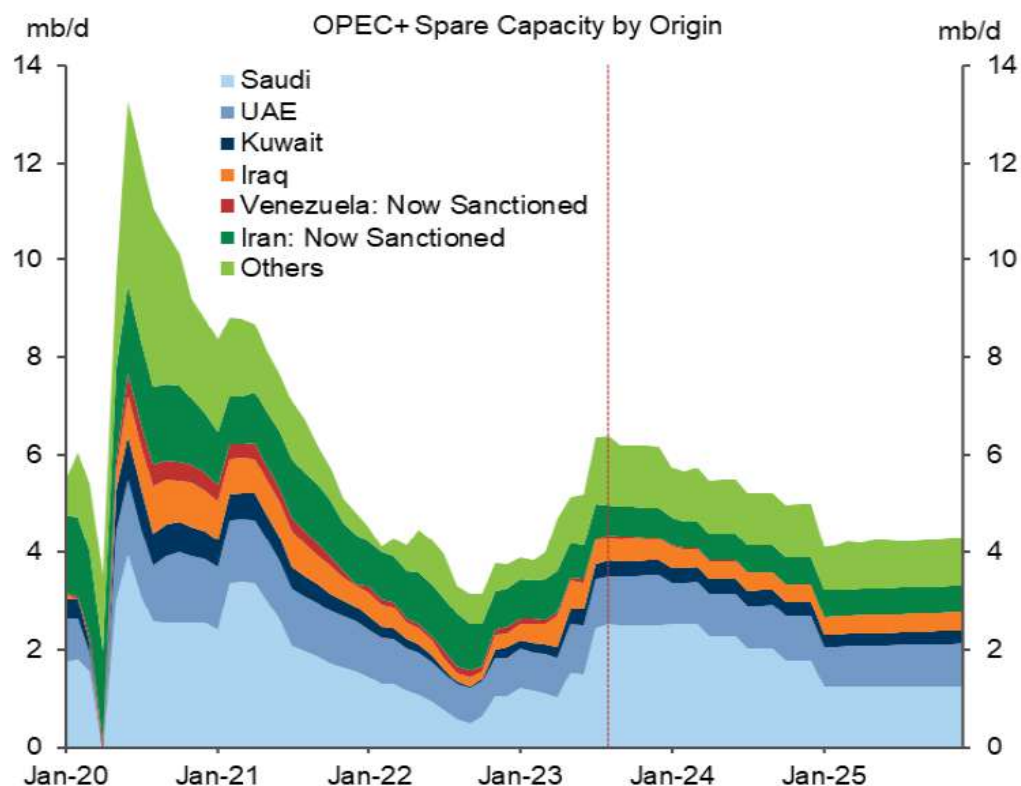
**供应：矛盾积累**

# 闲置产能高位，自然增量可观，定义新的供应弹性

■ 24年供应增量来自两方面：

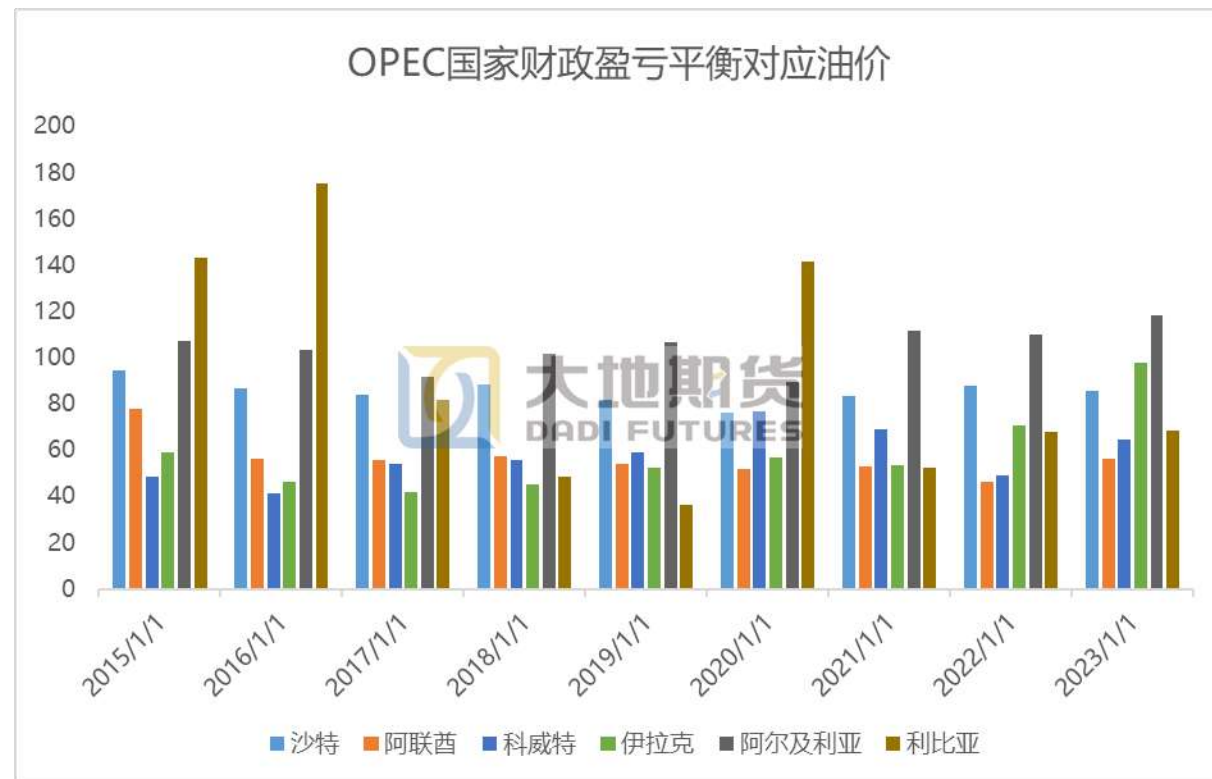
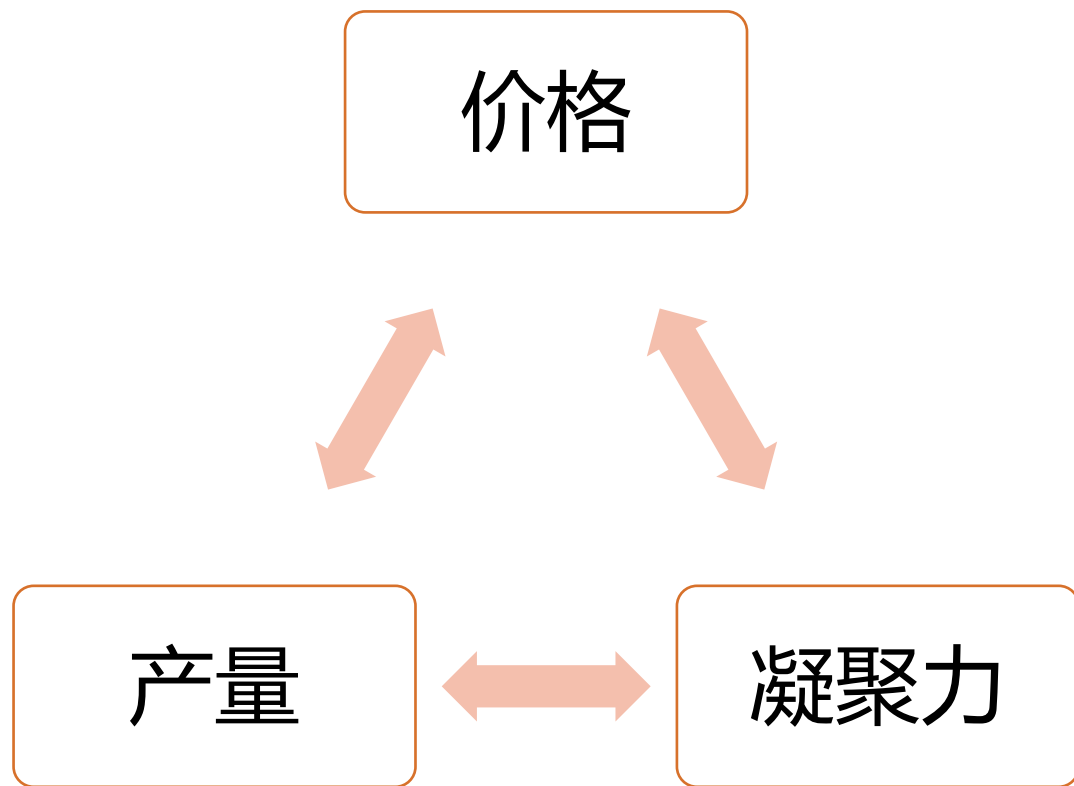
■ 1. 欧佩克人为决定的闲置产能回归市场节奏。这部分是“新的”供应弹性来源，量级至少在300以上（沙特200，阿联酋70，伊拉克40，科威特30）。

■ 2. 非欧产油国的自然增量。约为130万桶日，主要来自于美国45，巴西28，圭那亚21，加拿大18。



# OPEC：价格-产量-凝聚力，不可能三角

- 大致将OPEC13分为三股力量，主要产油国，其他小国，豁免国。
- 更高的收入是生产商的共同目标，但全球供应大过剩的格局下，价格和产量无法同向而生，由此加深了欧佩克的联盟意义。价格过低，挺价凝聚力上升，产量减；价格过高，凝聚力弱化，产量增。
- 同盟国的breakeven价格是重要的成本底参考标准。



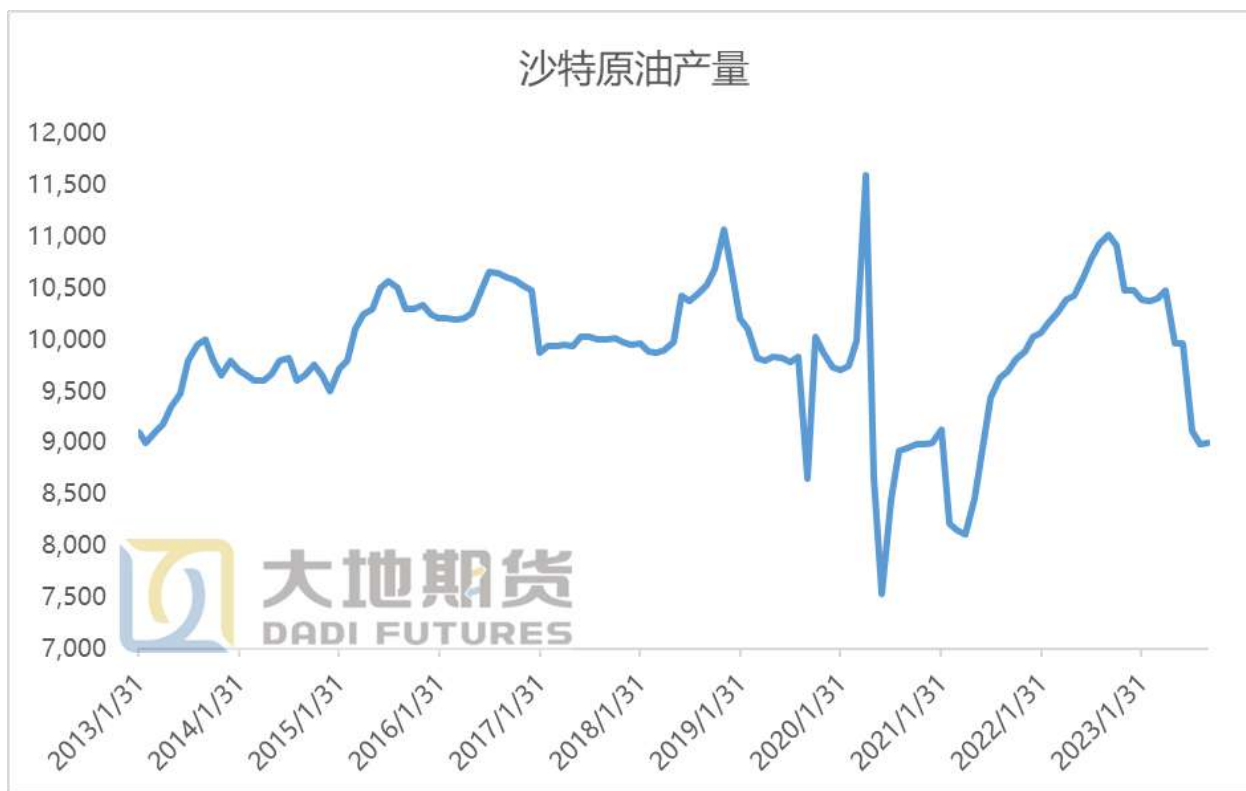
# OPEC减产的关键词：自愿，也就意味弹性空间打开

分类	国家	历史最高产量	10月产量	4.2 Voluntary cut	当前理论产量 (到23.12)	24年基准 (23年6月会议)	24年新基准 (23.11.30)	11.30 Voluntary cut	新基准下 24Q1理论产量
主要产油国	沙特	11590	8992	-500	8978	10478	10478	-1000	8978
	阿联酋	3680	2940	-144	2875	3219	3219	-163	2912
	伊拉克	4780	4329	-211	4220	4431	4431	-220	3997
	科威特	3000	2553	-128	2548	2676	2676	-135	2413
其他小国	尼日利亚	2200	1416		1742	1380	1500		1500
	安哥拉	1870	1172		1455	1280	1110		1110
	阿尔及利亚	1200	961	-48	959	1007	1007	-51	908
	刚果	350	257		310	277	277		277
	赤道几内亚	150	56		121	70	70		70
	加蓬	220	216		177	177	177	-8	169
OPEC10			22892		23385			-1577	22334
豁免国	伊朗	3830	3115						
	利比亚	1400	1143						
	委内瑞拉	2400	751						



# 矛盾点1：沙特持续出让份额，“冤大头”不是长久之计

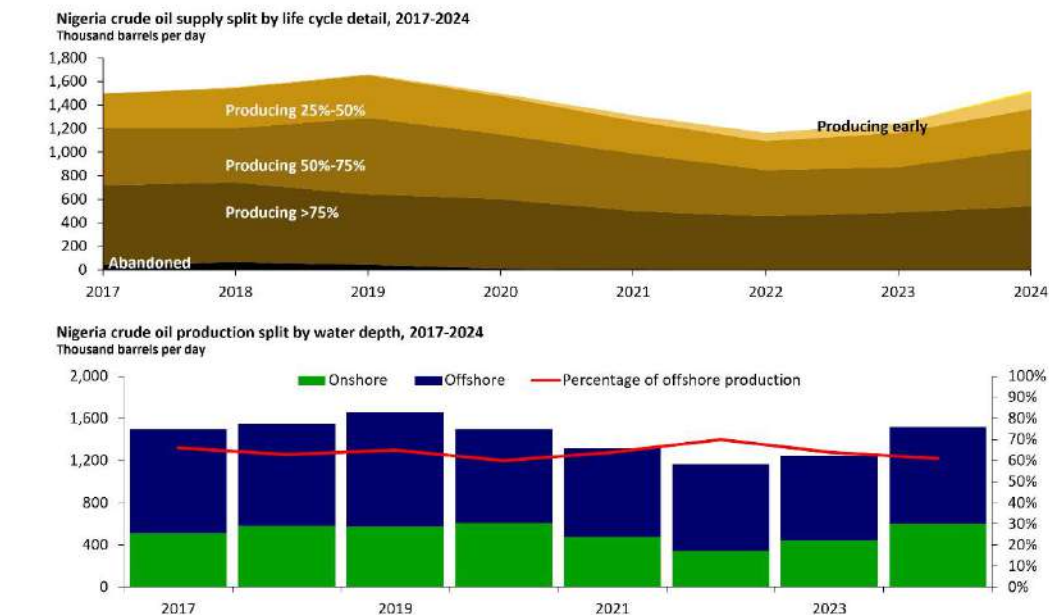
- 沙特额外的100万桶日减产是支撑油价中枢高位的核心。由此，沙特总产量降至900，但历史上难有长期维持该水平的情况。
- 而另外三个主要产油国，到10月的产量均已超过其当前的基准线。
- 仅靠沙特一己之力，市场难对欧佩克整体的减产决心保持信心。



## 矛盾点2：尼日利亚的恢复速度超出预期

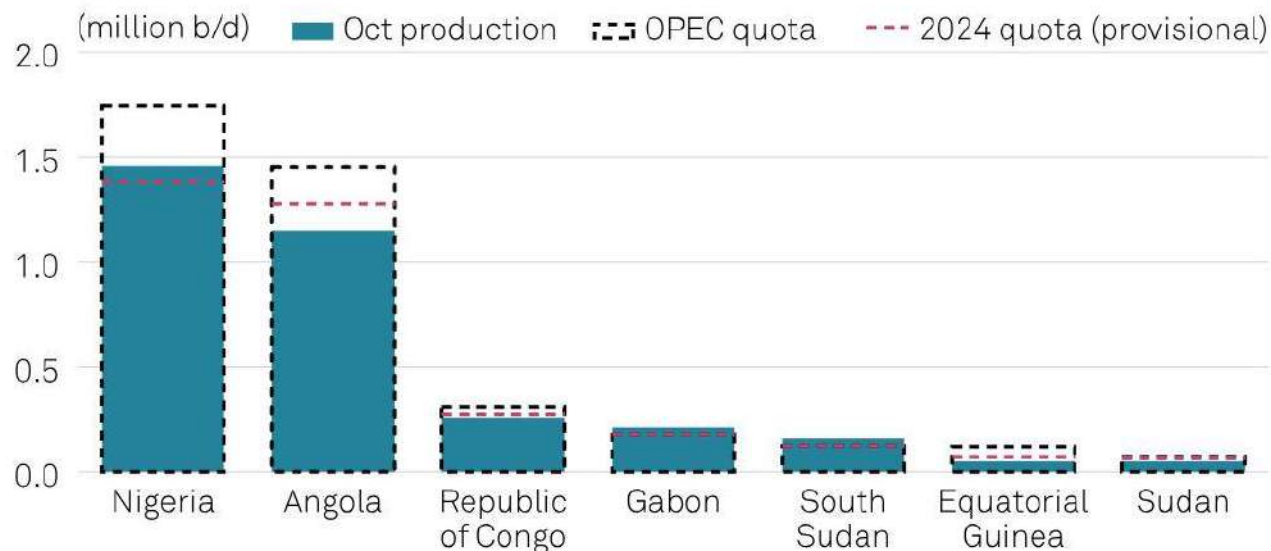
- 其他的小国中，主要的矛盾点集中在尼日利亚，主要由两个原因：1. 按照23年的基准，尼日利亚还有超过30万桶日的增产空间；2. 而按照6月给定的24年基准，下调36万桶日后，尼日利亚当前的产量就已超过24年基准，意味着其24年需要进一步减产，因此在11.30的会议上，24年基准重新设定为150万桶日。
- 尼日利亚产量恢复的主要阻力来源于国内的偷油盗油和管道破坏行为，政府通过分摊管理压力模式一定程度改善了这种情况，预计产量还有约10万桶日的恢复空间至150万桶日左右。产能效率方面有超预期表现，则24年产量可增至约180。
- 更高的增量阻力来自于1. 常年缺乏上游投资；2. 现有油田成熟度过高。

Figure 2: Nigeria has seen a lack of new oil project start-ups in recent years



Source: Rystad Energy UCube

## Under-producing African members face OPEC quota cuts

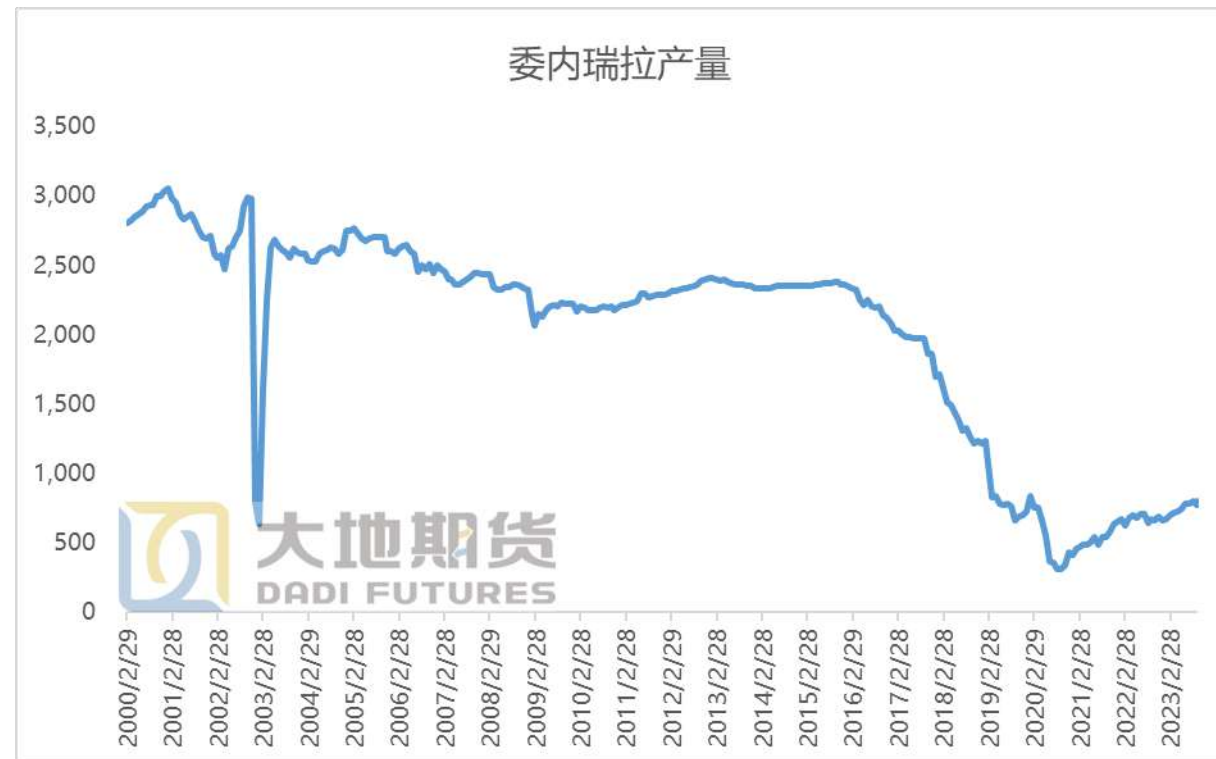
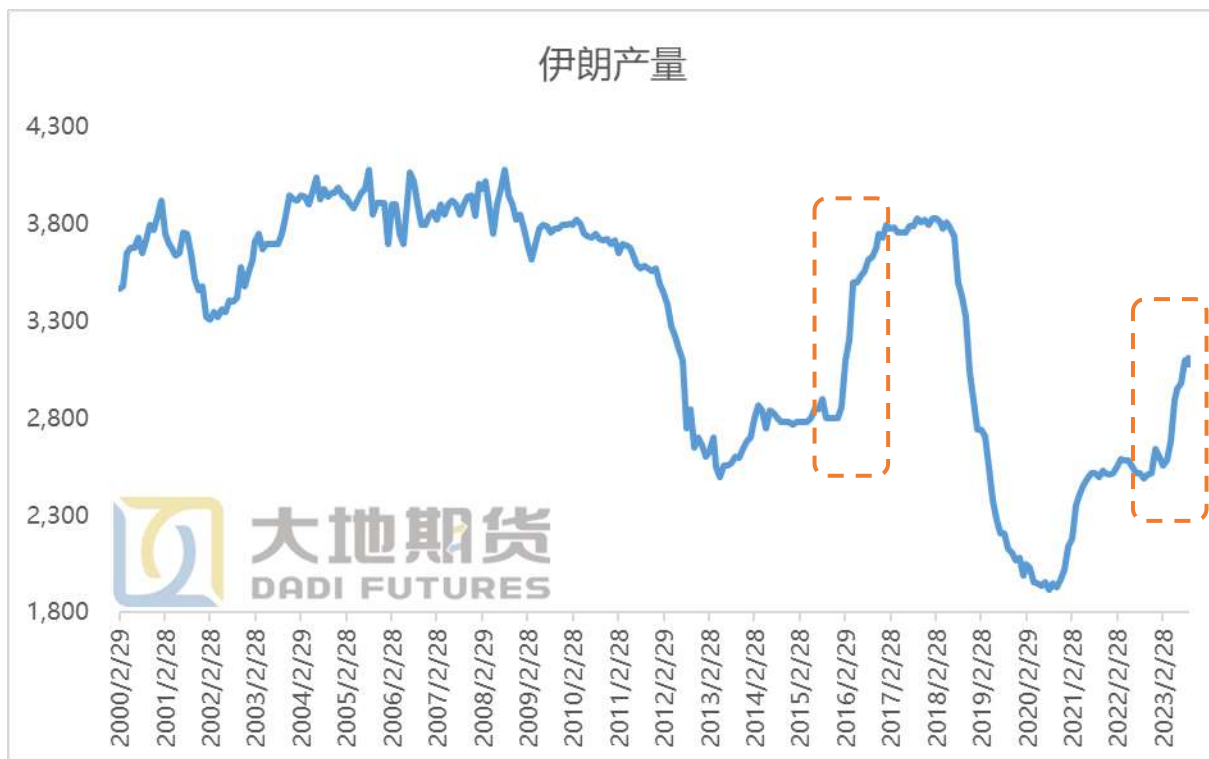


Source: Platts OPEC Survey, S&P Global Commodity Insights

数据来源：Rystad, Platts, 大地期货研究院

## 矛盾点3：豁免国的产量放松已是既定事实

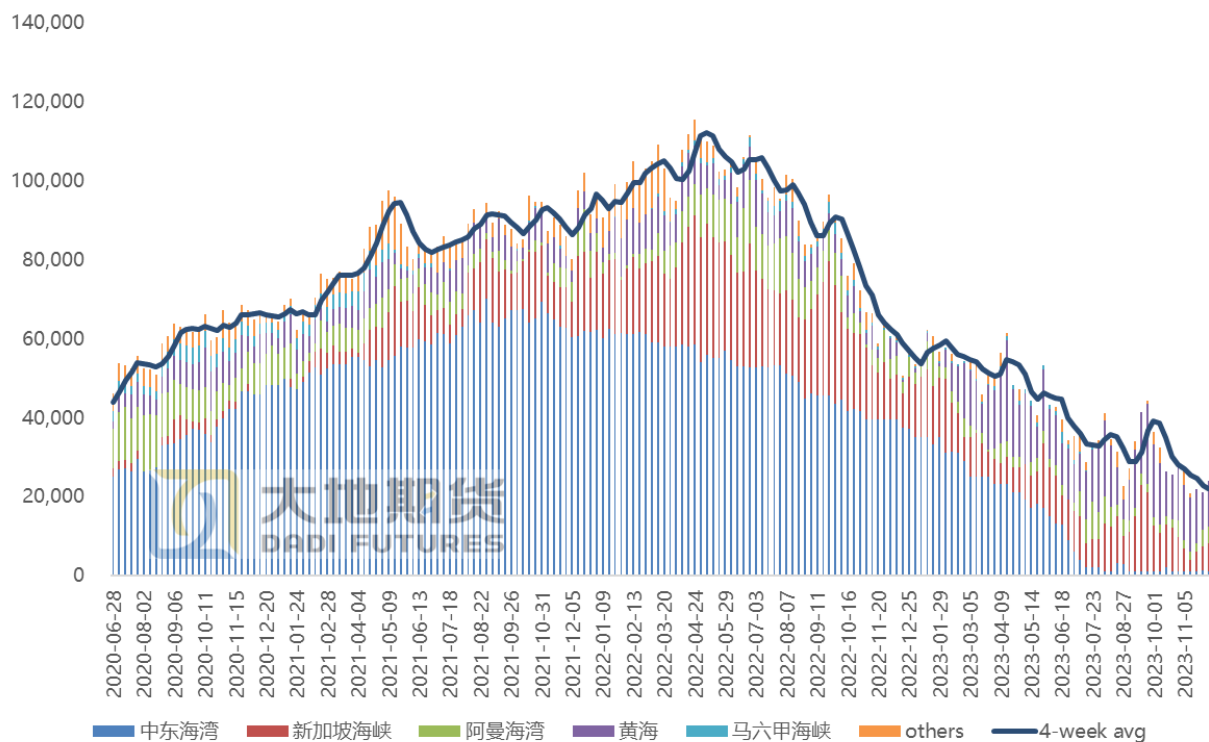
- 三个豁免国中，利比亚随着内乱的暂时稳定和临时协议的达成，产量维持在110万桶日左右，后续风险在于两党的矛盾激化；
- 伊朗目前产量升至310万桶日左右，增产速度达到上一轮解禁周期；
- 委内目前产量升至约80万桶日，24年增产空间在20左右。



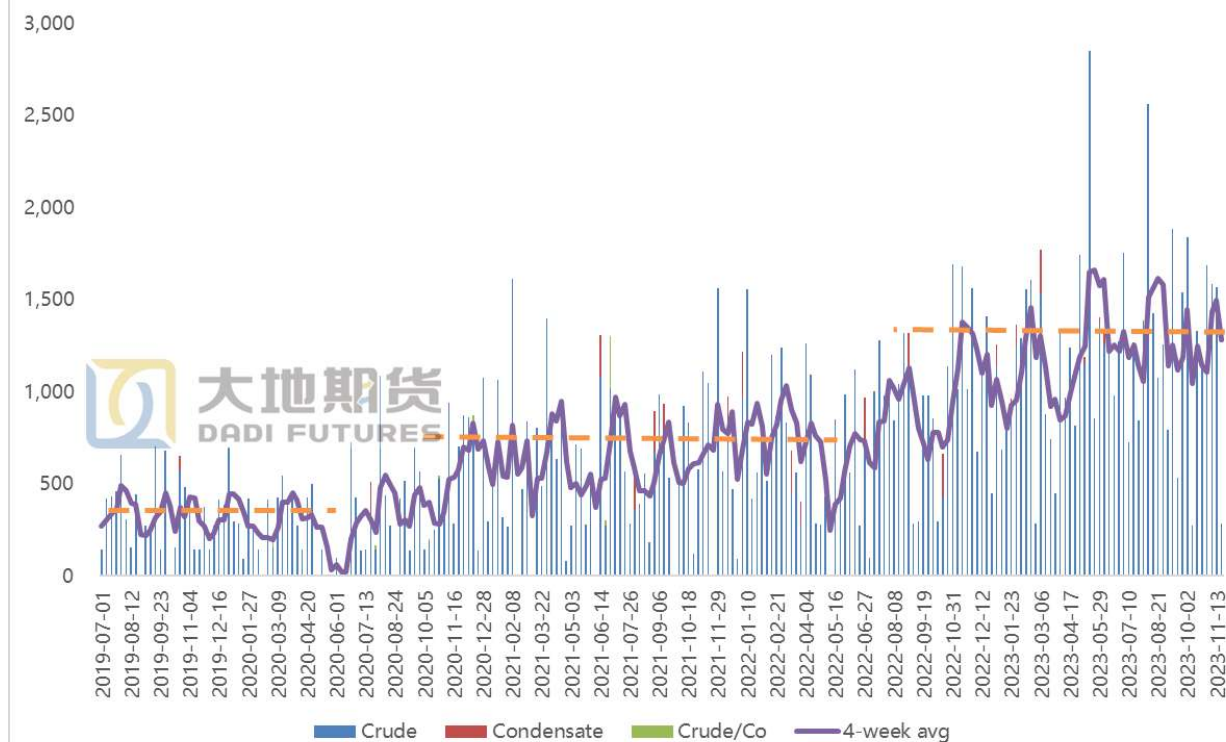
# 1. 伊朗：制裁态度&稳定出口

- 伊朗产量历史最高大概在380左右，以此推算仍有约70的理论增产空间。但实际增产量子受到美国制裁的监管收紧风险、下游购买力以及投资不足带来的影响，认为量子相对有限，机构方面基本给平。
- 浮仓消耗向发运量子转移，后续认为在产量相对高位背景下，发运能够稳定维持高位。

伊朗浮仓分停留海湾



伊朗原油发运量

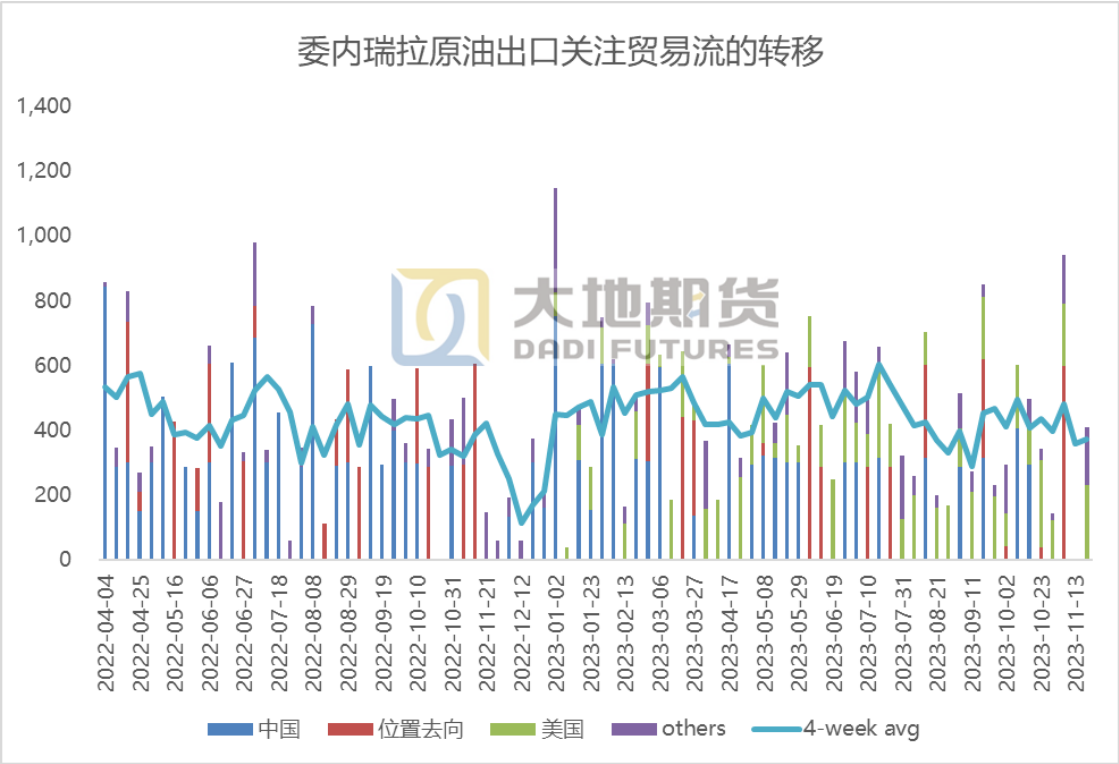




## 2. 委内：增量有限&定向转移

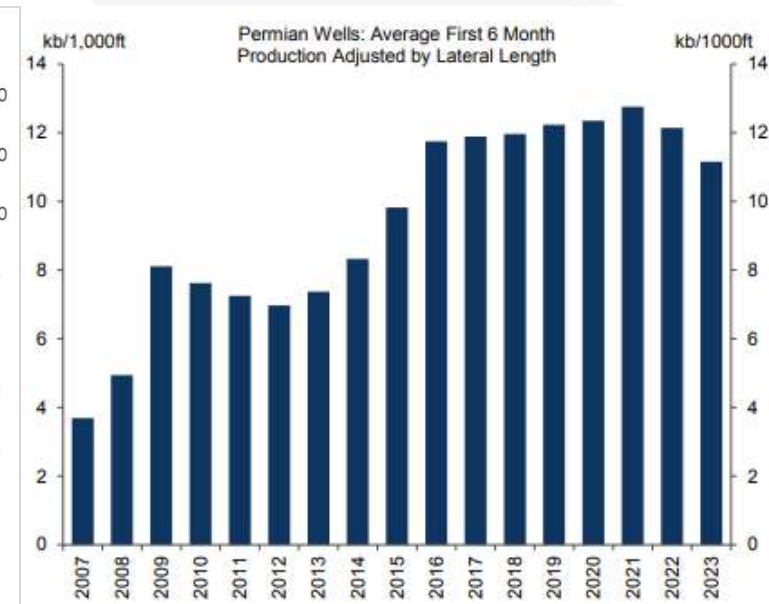
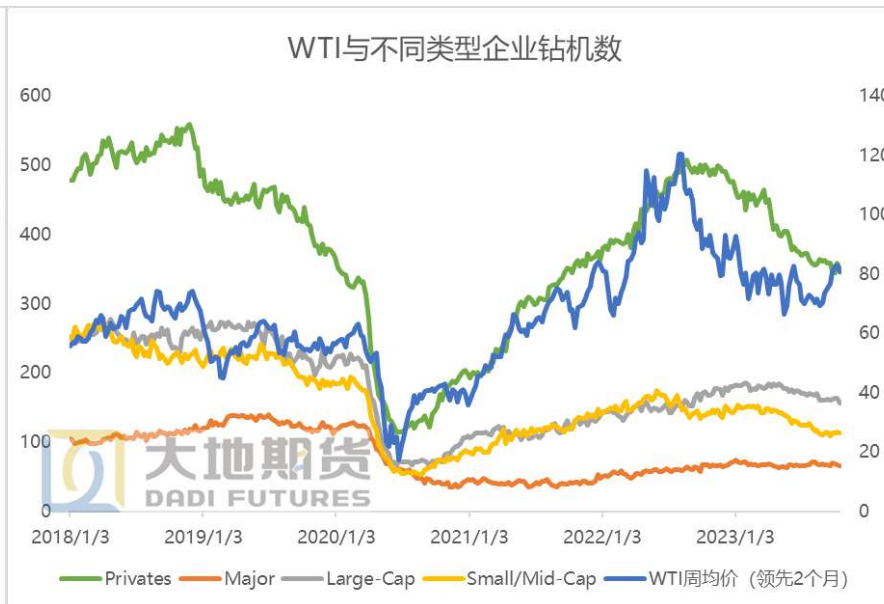
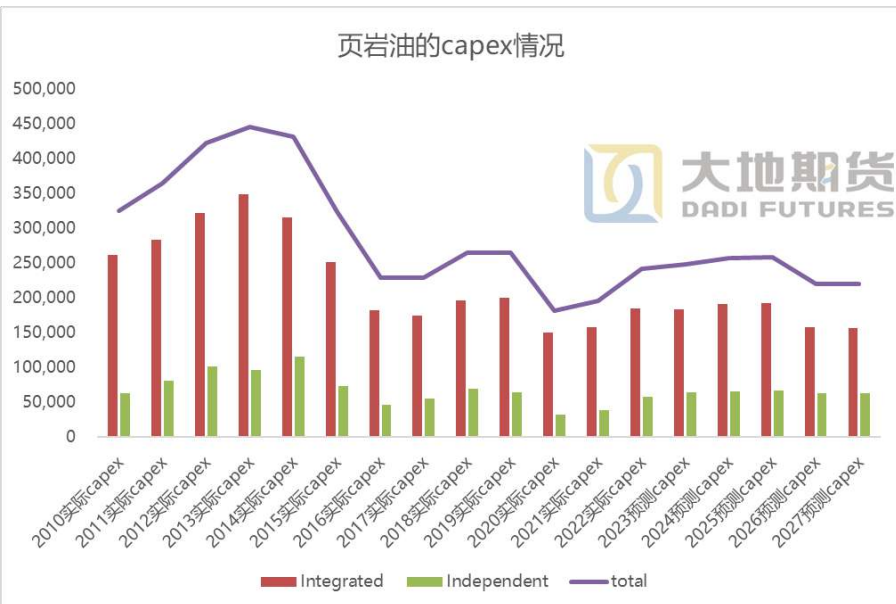
- 22年4季度开始，美国开始逐步解除对委内的相关制裁，一年时间内委内产量增长不足20万桶日。
- 市场对委内24年的增量评估一致性较高，认为还有约20万桶日的空间，主要受限于常年投资不足、核心技术缺失、设备管道老化等因素。
- 值得关注的是，制裁放松后，总出口量变化不大，但贸易流由东显著向西方，或者说美国转移。从平衡的角度来看，对于东边，重油的供应是边际收紧的。

时间	具体政策	影响
2022. 11	美国对委内部分企业提供一般许可证，可以定向向美湾运输原油，有效期至2023年5月26日。	产量缓慢增长，一年时间内产量增长约20万桶日；贸易流显著改变，流向美国的量级显著增加。
2023.10.18	美国解除了所有与委内油气领域相关的业务制裁，有效期至2024年4月18日。	



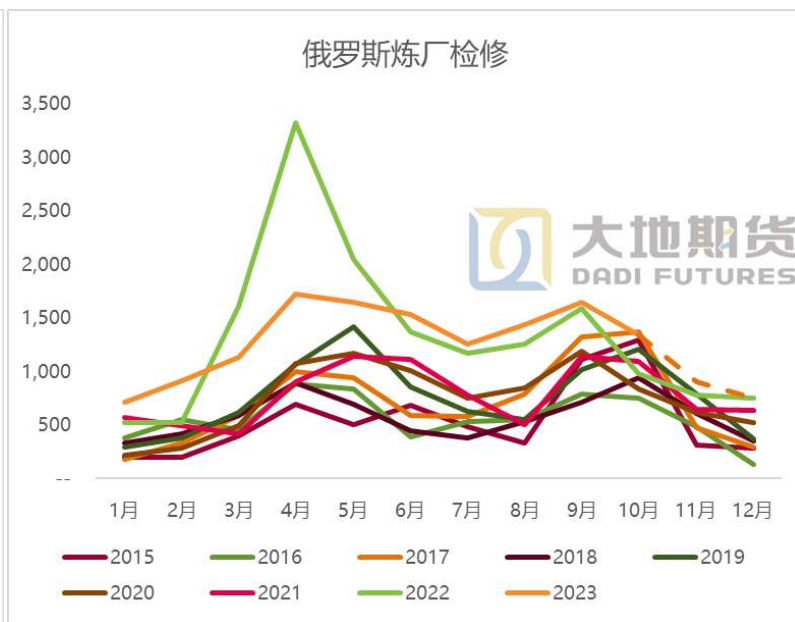
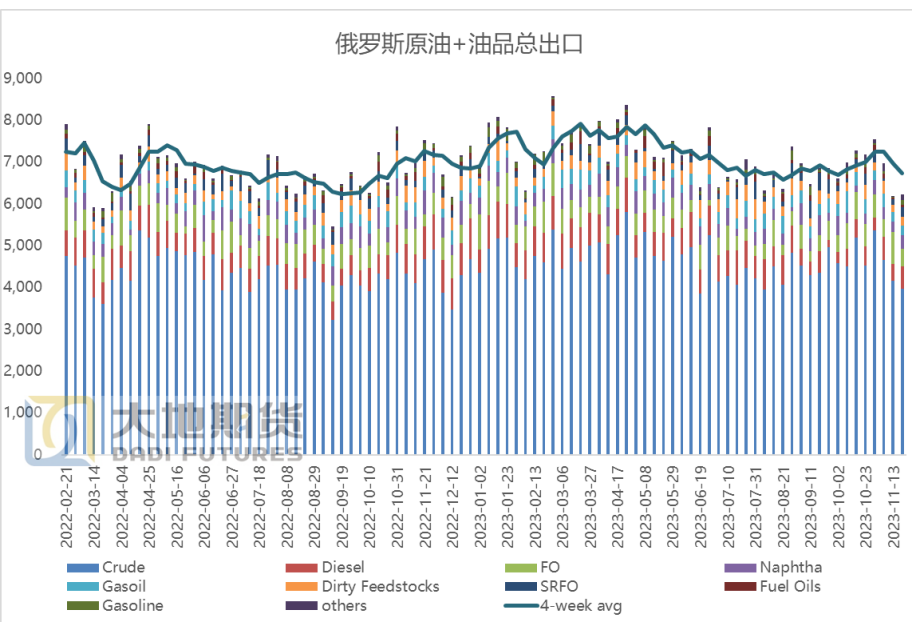
# 美国：页岩油增速继续放缓

- 页岩油维持中性评估，预计24年增量收缩至45万桶日。
- 增速放缓主要逻辑：1. capex流入无显著增长；2. 钻机数持续回落，majors钻机稳定，油价无趋势上涨预期下，privates钻机数明显回落；3. 甜点区被过度开采后，现有油田的出油效率已出现明显下滑。

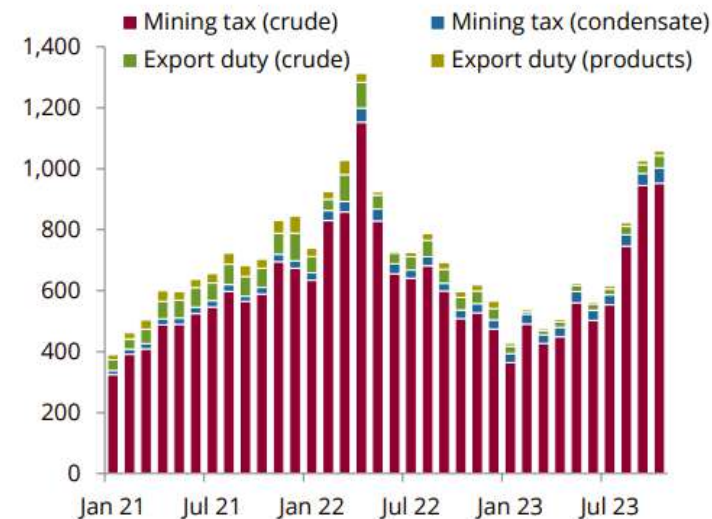


# 俄罗斯：做回旁观的渔翁

- 俄罗斯在持续淡化在欧佩克里的“中坚力量”，俄乌战争后更多的重心放在了稳定出口上。
- 原油+制品的总出口保持稳定，原油和油品分项的出口波动主要取决于其国内的检修和开工计划，更多具备季节性特征。
- 通过调节关税、维持高位出口，作为财政增收的方法之一。



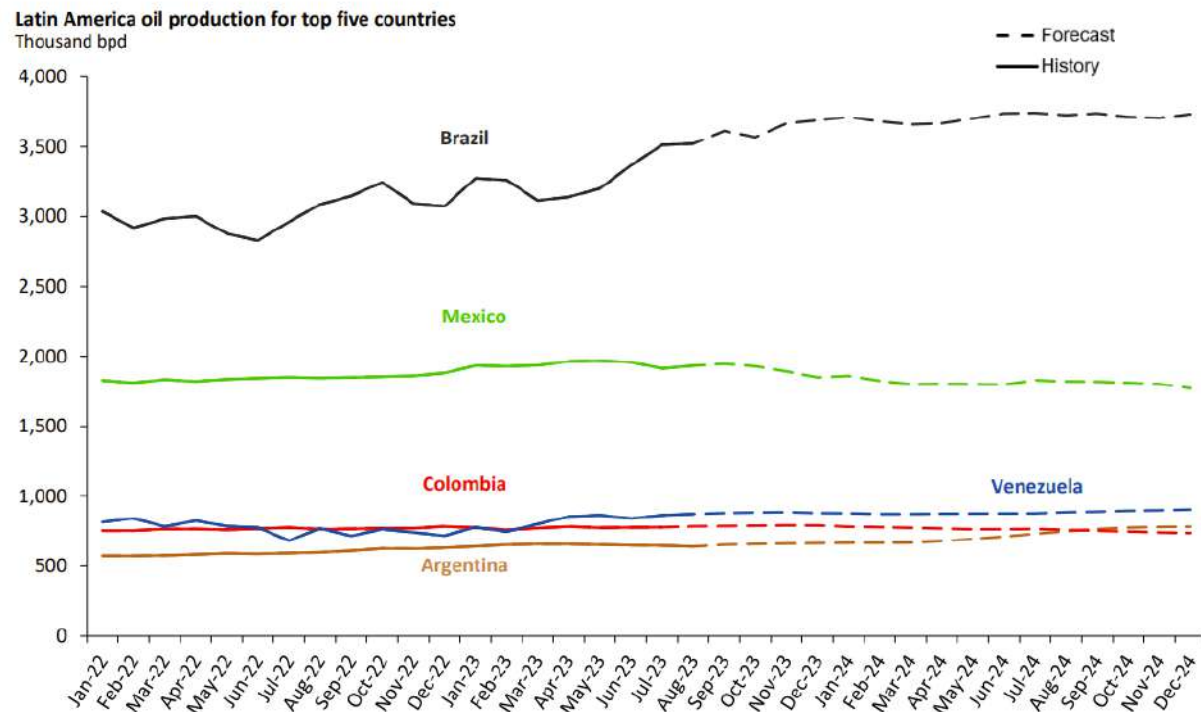
Russian government oil revenues (main components)  
billion roubles



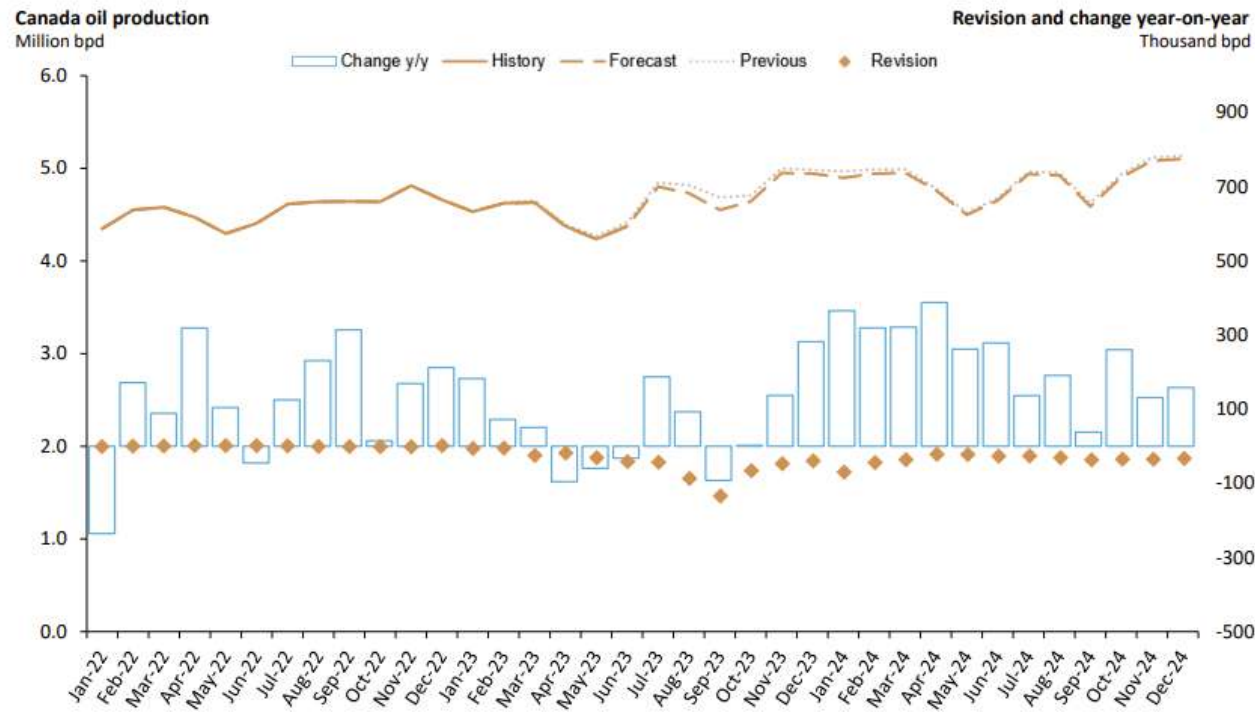
# 非欧非美：自然增量可观

- 非欧非美中，主要供应增量来自于深水项目和油砂，常规油田的贡献几乎可以忽略不计。
- 其中，巴西和圭亚那的深水项目分别将贡献28和21的增量，加拿大的油砂约有18。
- 关键点在于投产的节奏和油种。像巴西的量基本上1季度就出来了，油种中重质甜油为主，中国是大买家，那么1季度EFS的弱势相对会有所缓解。

## Brazil keeps driving growth with highest output for second consecutive month



## Canadian oil sands output fell in August, anticipating Sep/Oct turnarounds



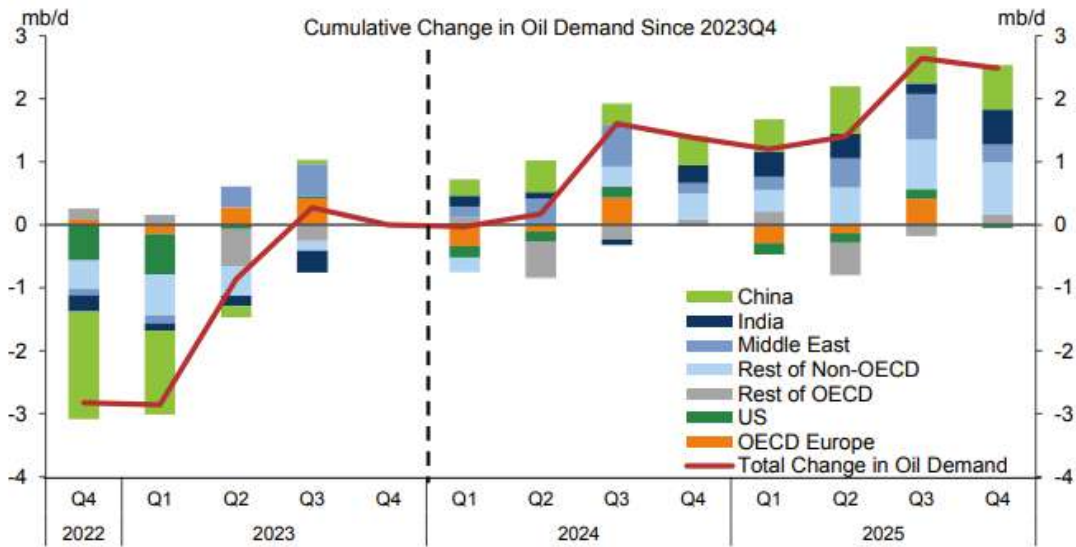


**需求：投产大年，裂解中枢回归**

- 23年需求增量约为230-240万桶日，24年需求增量约为90-100万桶日，维持温和增长态势。
- 分地区来看，非OECD是需求增长的主力军，总量级超过120万桶日，中国和印度分别给到64和10。
- OECD受到宏观衰退预期的影响较大，市场当前的分歧较大，我们取中性偏保守预期，认为温和衰退的概率更大，即OECD地区总需求较23年同比约有20-30的减量。

Global Demand by Region								
(thousand barrels per day)								
	Demand				Annual Chg (kb/d)		Annual Chg (%)	
	2021	2022	2023	2024	2023	2024	2023	2024
Africa	4 045	4 276	4 214	4 353	- 62	139	-1.5	3.3
Americas	30 325	31 073	31 407	31 213	334	- 194	1.1	-0.6
Asia/Pacific	35 953	36 096	38 200	39 157	2 104	957	5.8	2.5
Europe	13 965	14 296	14 191	14 117	- 105	- 74	-0.7	-0.5
FSU	4 891	4 945	4 961	4 931	16	- 30	0.3	-0.6
Middle East	8 351	8 907	8 988	9 118	81	130	0.9	1.4
World	97 530	99 594	101 960	102 888	2 367	928	2.4	0.9
OECD	44 851	45 755	45 848	45 510	93	- 339	0.2	-0.7
Non-OECD	52 679	53 839	56 112	57 378	2 273	1 267	4.2	2.3

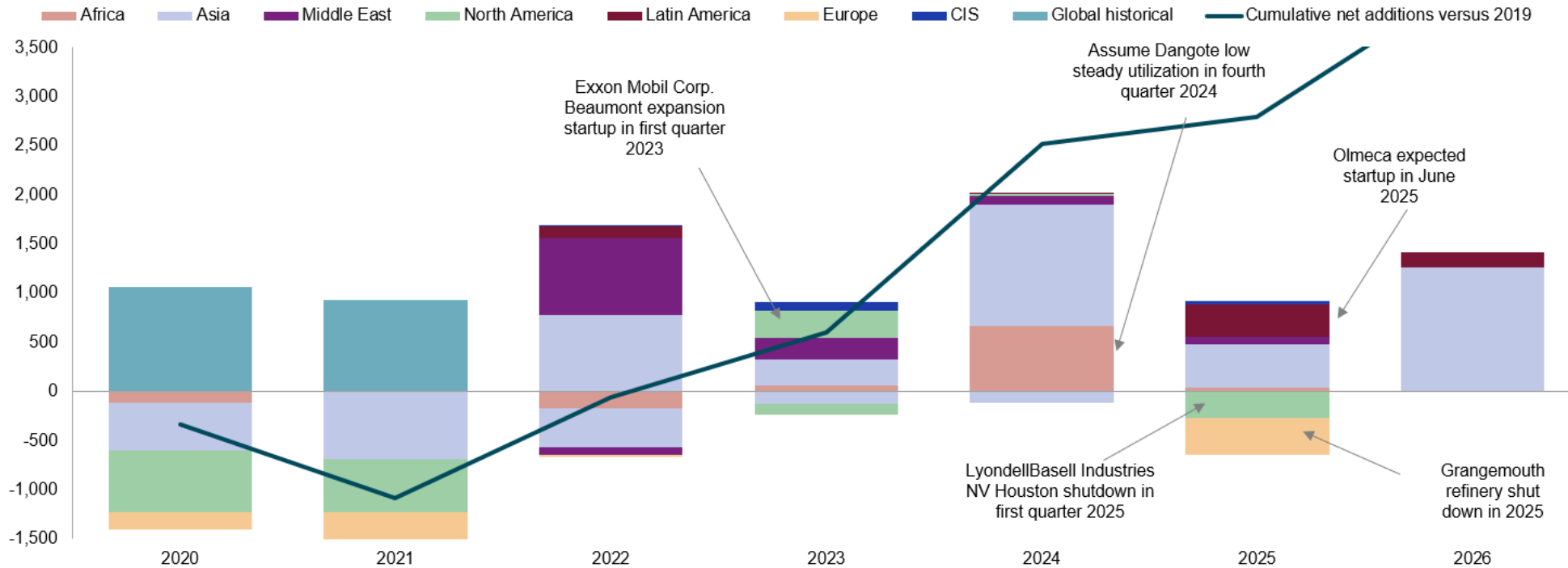
Exhibit 8: We Look for Firm 2024 Oil Demand Growth in EMs



Source: IEA, Kpler, JODI, EIA, National Sources, Goldman Sachs Global Investment Research

- 炼厂格局来看，东进西退的特点延续，24年总的新增产能近200万桶日。
- 投产主要关注中国和尼日利亚。其中，中国共计94万桶日投产计划，纯新增产能74，包括裕龙40，宁波镇海22，大连西中20（置换），大榭12；尼日利亚Dangote有65万桶日。

Anticipated crude capacity additions and closures to 2026 (thousand b/d)

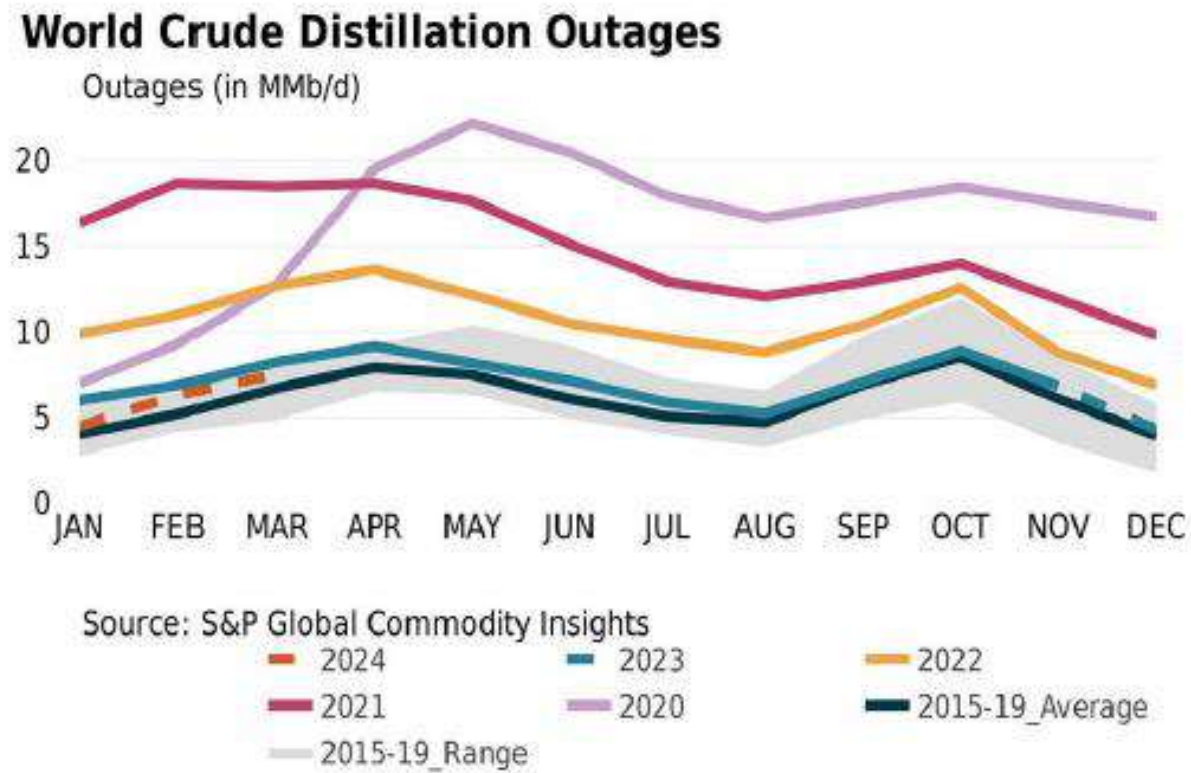


Data compiled November 2023.

Historical capacity additions represent global sum of new projects and incremental capacity creep at existing refineries. Closures of crude distillation unit (CDU) capacity include biorefinery conversions. Chart reflects initial startup of CDU capacity; please see slide 10 for specific timing of production ramp-up.

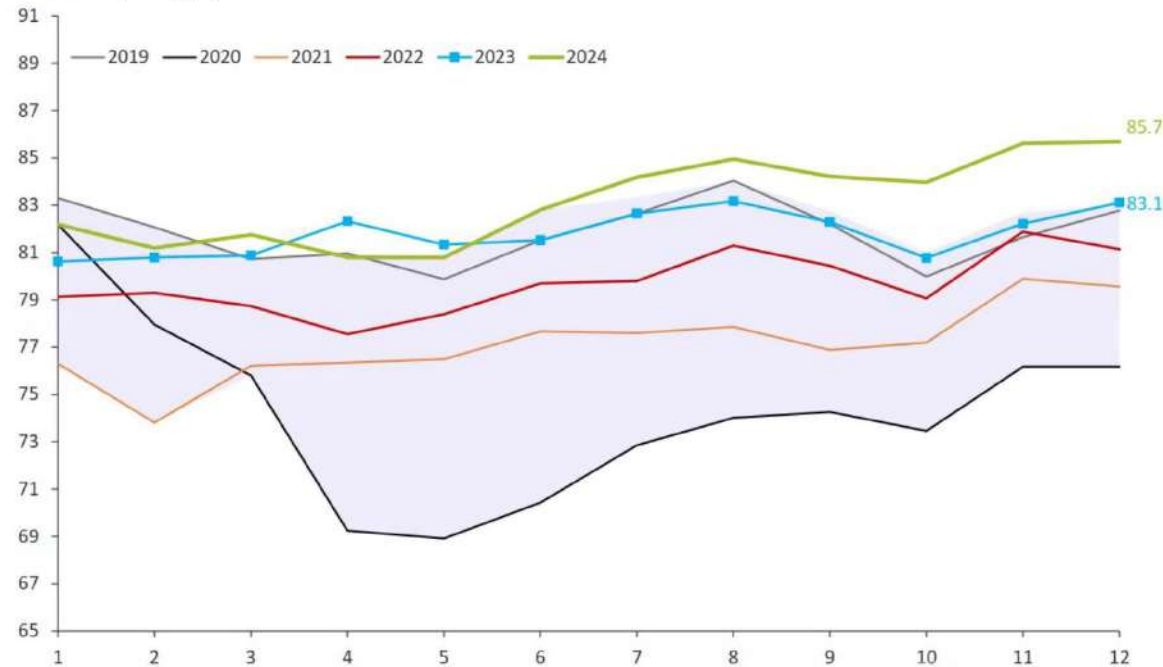
Source: S&P Global Commodity Insights.

- 24年的计划检修来看，春检量级为近两年偏低，峰值大约在600万桶日，炼厂进料需求相对可观，稳定在8100万桶日。
- 配合地区间不同的检修节奏，关注东西价差的套利机会。



### Global demand: Global refinery runs

Global crude runs (refinery throughput of crude and condensate)  
Million barrels per day (bpd)

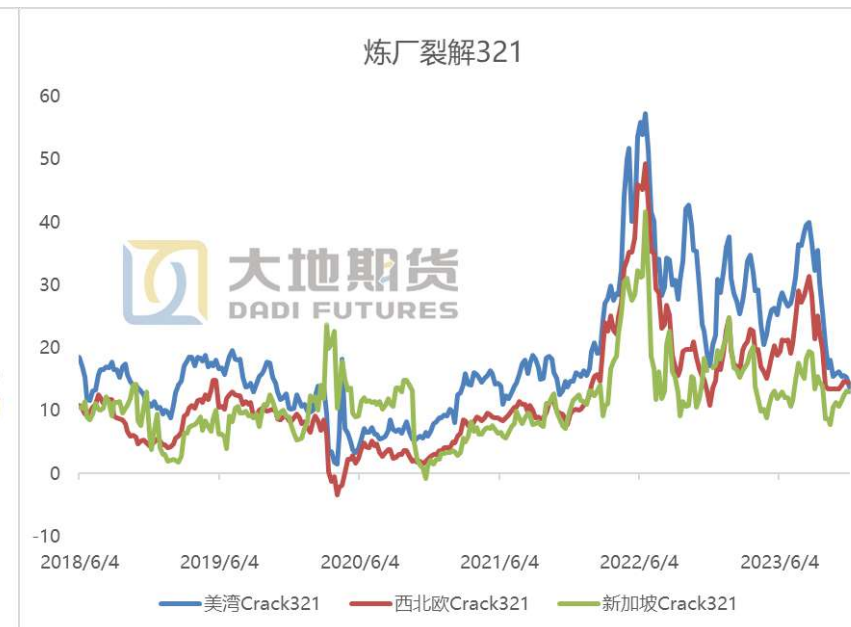
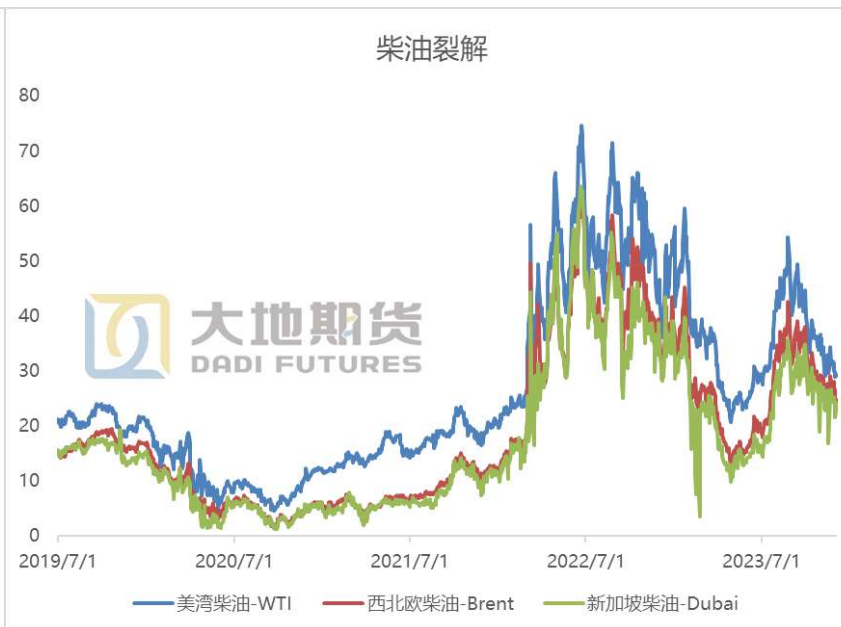


Source: Rystad Energy research and analysis; Rystad Energy Oil Trading Analysis Solution; Rystad Energy OTAS-RefineryCube; Rystad Energy OilMarketCube



# 油品来看，定性是裂解中枢回归的一年

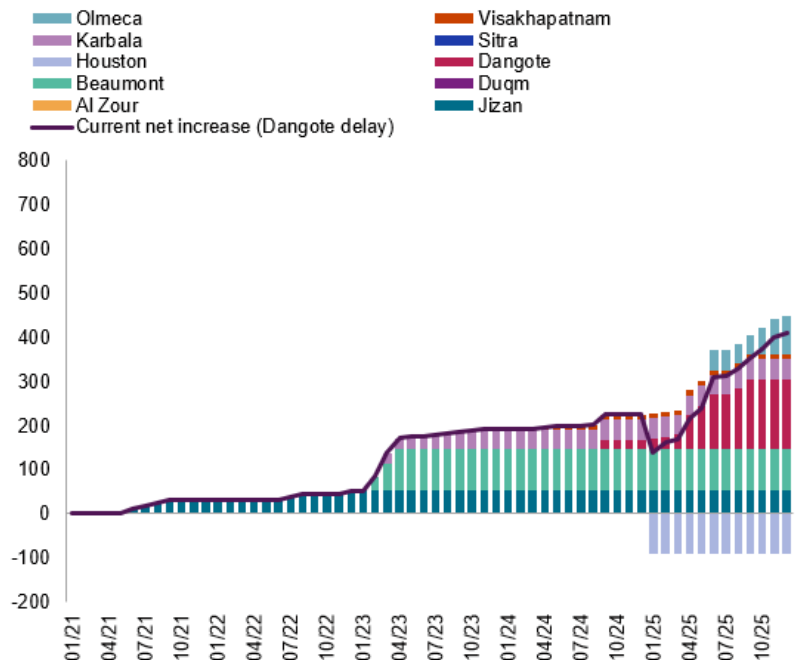
- 21/22年能源危机带动油品裂解飙升至历史高位，23年中枢仍高于常规年份，目前综合利润中枢较前两年矛盾集中的时候已有明显回落，但较常规年份的同期水平仍高出3-5美元/桶。
- 24年，随着东边炼厂的持续投产，以及中东装置的开工开满所带来的中重质油品的出率显著提升，汽柴的供应都有可观的增量预期；而需求端表现相对缺少亮点，在此背景下，认为汽柴裂解的中枢有进一步回归的空间。
- 主要关注季节性和区域的结构性机会。



# 汽油：Dangote投产节奏将影响非洲平衡及贸易流

- 油品的供应主要还是看海外的装置进展；国内受到出口配额的约束，政策引导作用影响更大，从油品来看，汽油出口相对稳定，量级在30万桶日左右，柴油受到配额调节和利润影响而导致的变化更大。
- 海外的情况来看，24年汽油端最大的供应变数在于尼日利亚Dangote的投产节奏，其产能为65万桶日，汽油出率高达50%。如果满产，汽油的供应增量将超过30万桶日，将极大程度上改善非洲的平衡情况（缺口在90万桶日左右）。

Gasoline supply increase from new refinery capacity (thousand b/d)



Data compiled November 2023.

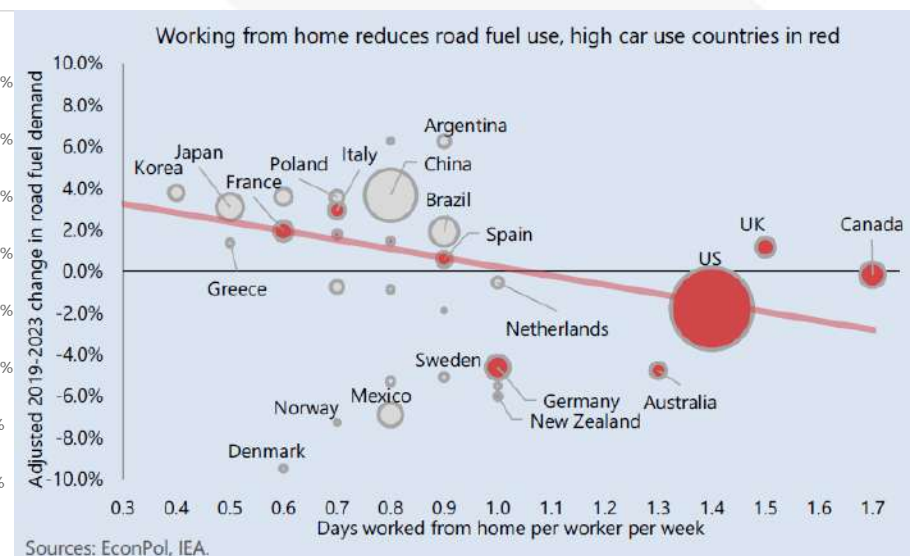
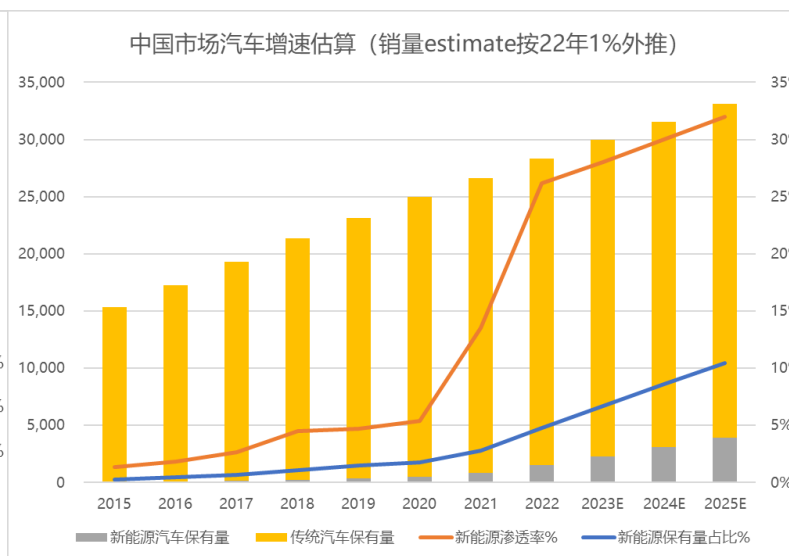
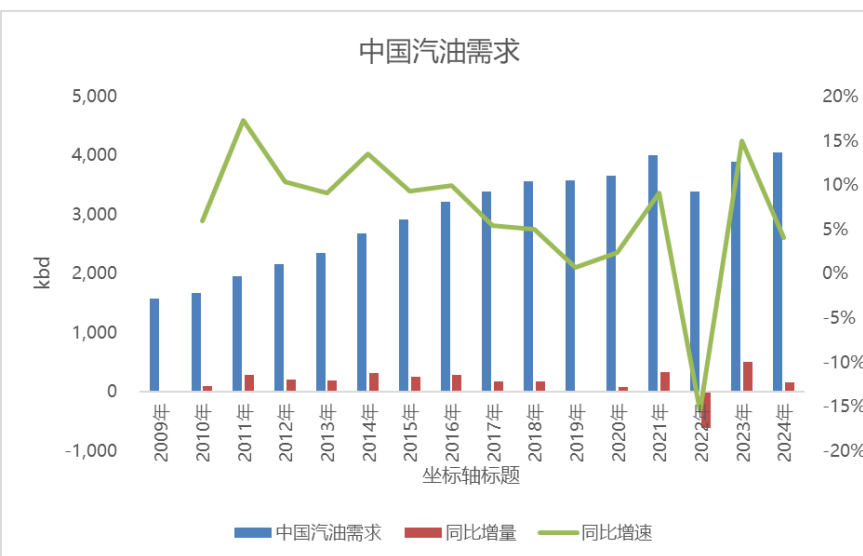
Some refineries' supply may reflect incremental production elsewhere as a result of feedstocks produced from the new capacity.

Source: S&P Global Commodity Insights.



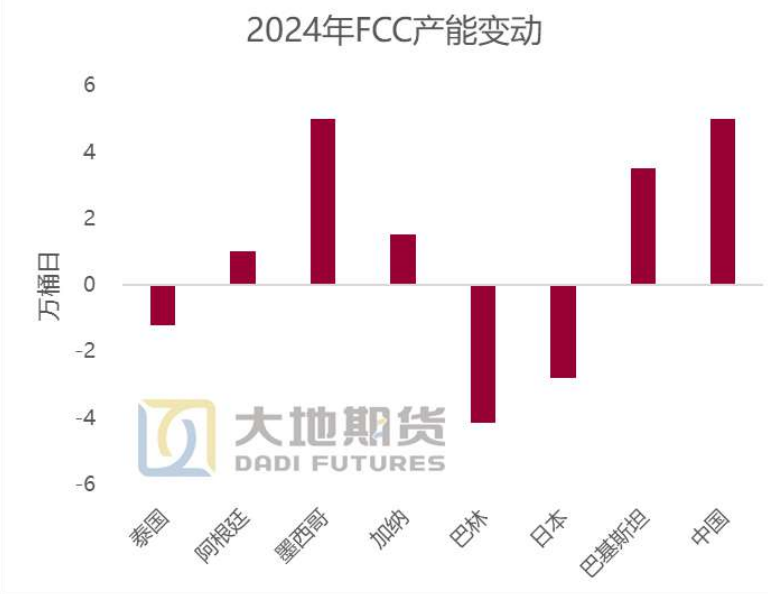
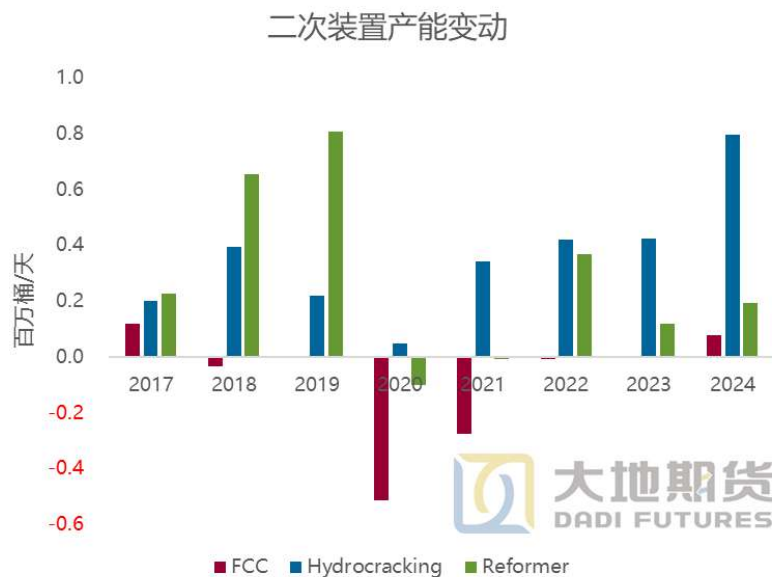
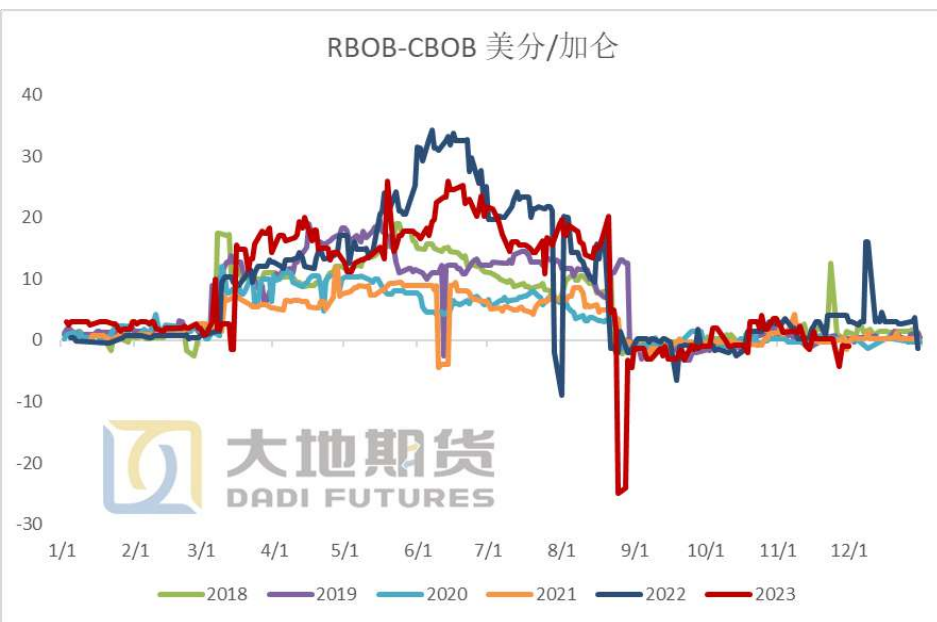
# 汽油：需求增量有限，美中逻辑各异

- 24年汽油的需求增长量级大概在30万桶日（同比仅1%左右），基本集中在亚太，其中中国给到16左右。整体趋势是汽油消费触顶。
- 在此基础上，中国的汽油需求也仅仅恢复到21年的水平，约400万桶日；另一个较大的变量风险在于新能源替代，政策口、技术口是影响渗透率走势的重要因素。
- 美国的特点是疫情后永久性的居家办公使需求有一部分量级无法回归，对应汽油的减量大概是2%的减量（20左右）。



# 汽油：美国到旺季可能还是存在辛烷值的问题

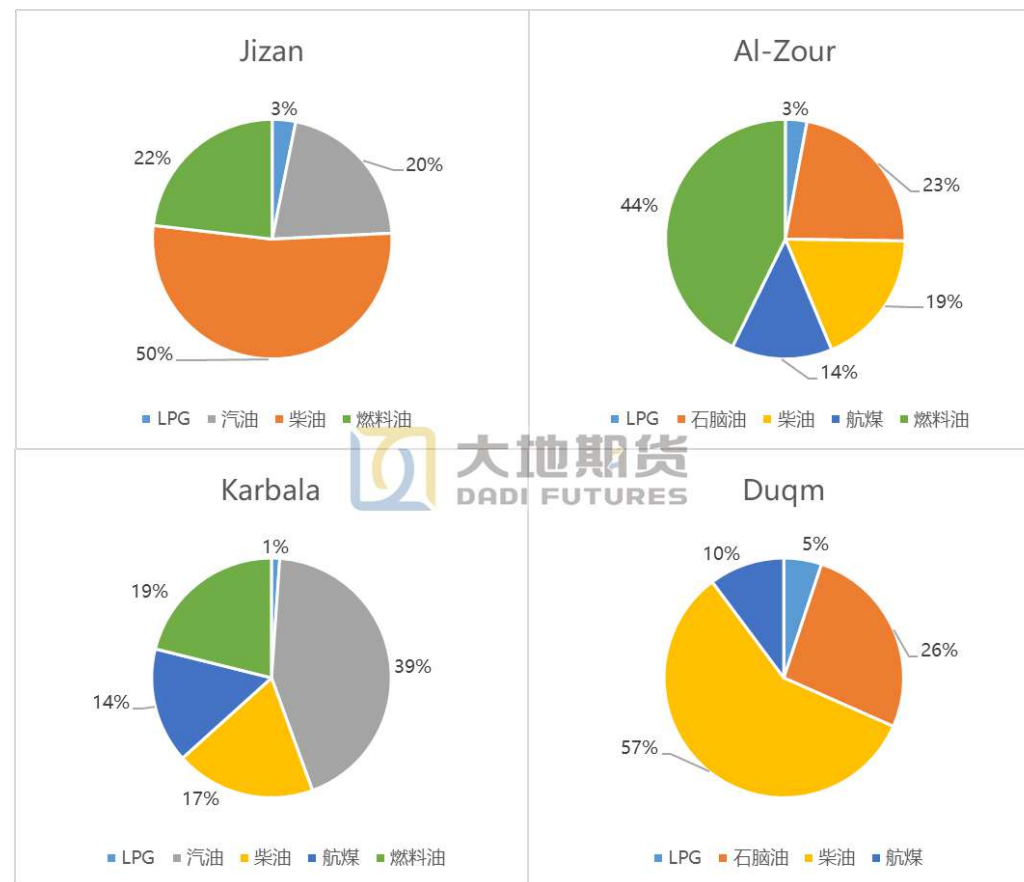
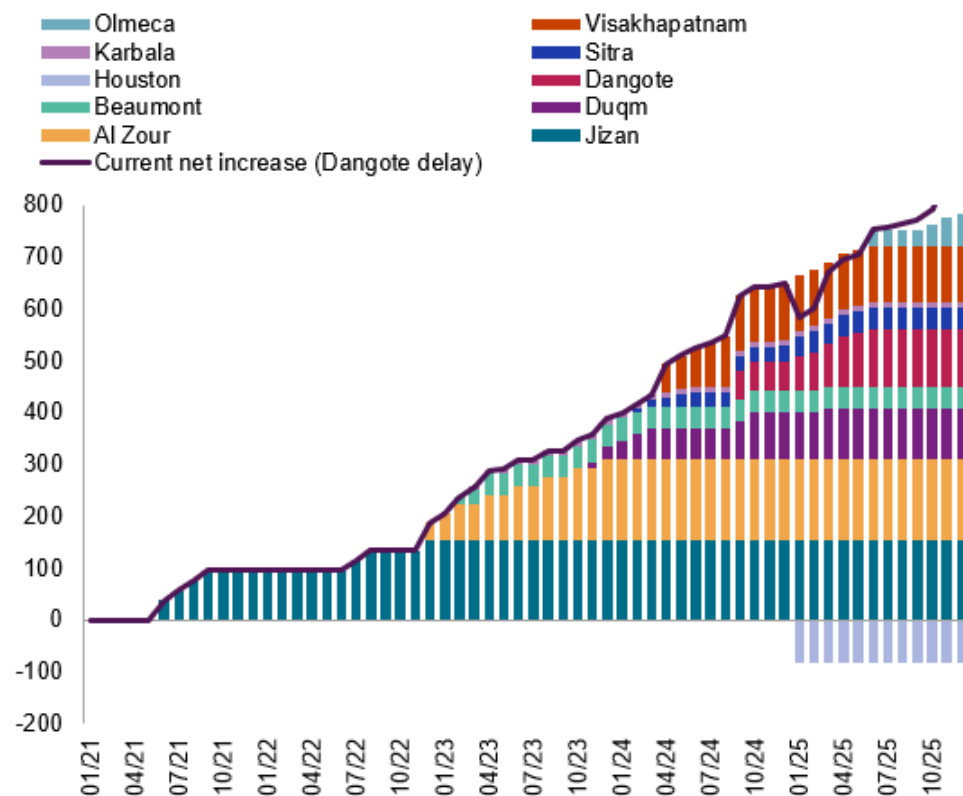
- 俄乌战争导致美国二次装置重质组分原料缺失，加剧了美国在旺季辛烷值紧张的问题，22/23年夏季的RBOB-EBOB价差飙升至20美分/加仑以上，带动了芳烃调油逻辑。
- 到24年，FCC的新增炼能非常有限，且新增产能也集中在亚洲和南美，远水解不了近渴；而美国方面如果继续保持对俄的贸易制裁，那么高辛烷值的组分缺口还是需要从芳烃端来补充。变量在于美国炼厂的开工提升。



# 柴油：供应增量来自于开工的提升

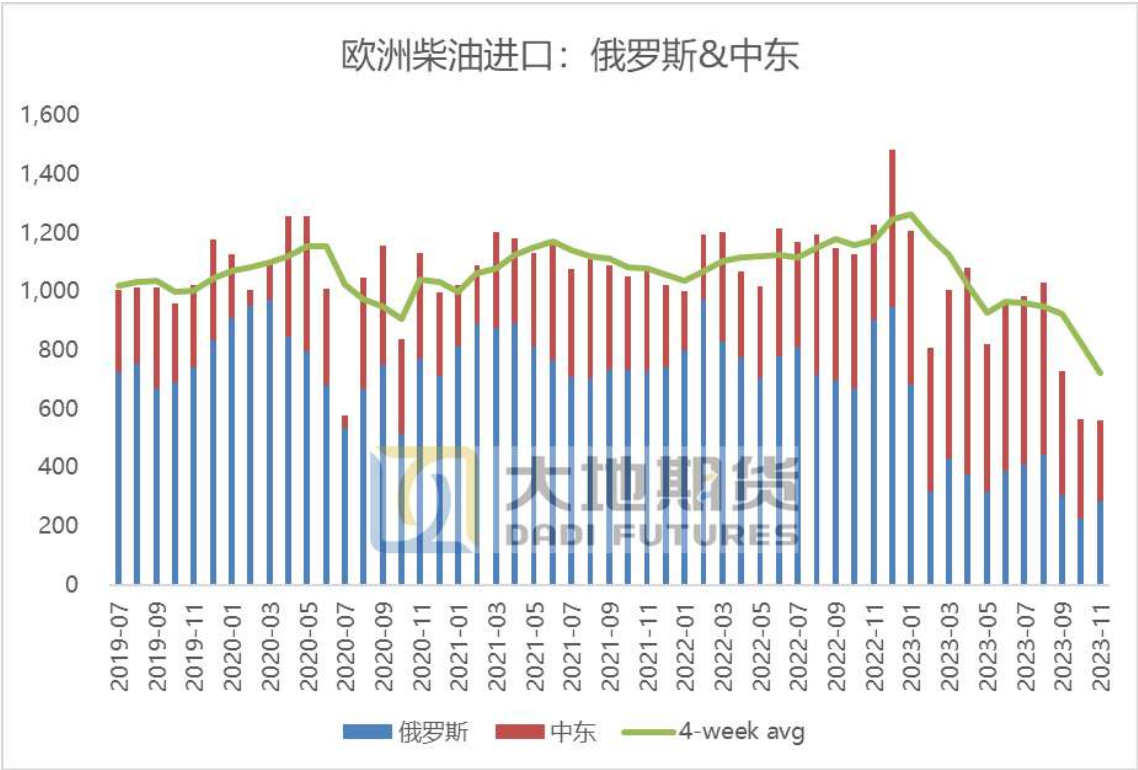
- 柴油主要的供应增量看中东几套大装置稳定投产的情况。主要因为：1. 中东装置的柴油出率非常高；2. 投产进程不稳定，节奏变化对增量预期的影响较大。如果提负顺利，那么24年总体增量大概有40万桶日，中东大概有25。
- 实际上像Al-Zour、Jizan已经在23年开始出料了，但由于投产的时间偏晚，且从投产到稳定出料尚需时日，因此满产的增量还是放到了24年。另外Karbala、Duqm还有印度的Visakhapatnam预计24年初投产。

Diesel supply increase from new refinery capacity (thousand b/d)



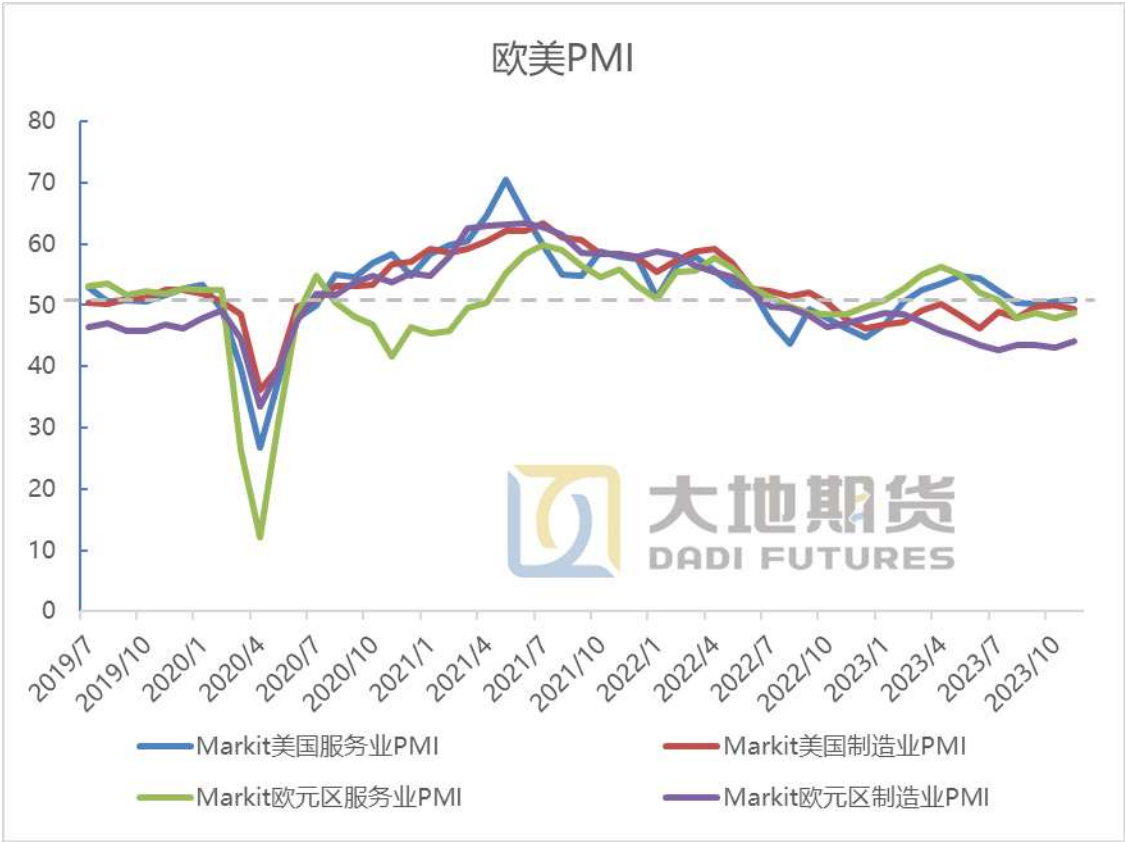


■ 中东自身的柴油需求比较稳定，所以增量基本可以全部用于出口，大概率都会往欧洲或者非洲去。



# 柴油：需求预期等待工业的支撑

- 24年柴油需求增长平平，同比几乎持平，主要矛盾在供应而不是需求。
- 可以期待的变数在于欧美制造业筑底后的反弹机会。



本报告由大地期货有限公司撰写，报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或暗示。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保或保证。本公司对于报告所提供信息所导致的任何直接的或间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅归大地期货有限公司所有，未获得事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如征得本公司同意引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“大地期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

大地期货有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司总部地址：浙江省杭州市上城区四季青街道香樟街39号24、25层

联系电话：4008840077

邮政编码：310016



依 托 大 地    共 创 未 来

# 感谢关注!

THANKS FOR YOUR ATTENTION



大地期货研究院

扫一扫  
查看更多

依托大地 共创未来

