

行业
原油

日期
2023年12月4日



能源化工研究团队

研究员: 李捷, CFA (原油燃料油)
021-60635738
lijie@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号: F3031215
研究员: 任俊弛 (PTA、MEG)
021-60635737
renjunchi@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号: F3037892
研究员: 彭浩洲 (尿素、碳市场)
021-60635727
penghaozhou@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号: F3065843
研究员: 彭靖霖 (甲醇、聚烯烃)
021-60635740
pengjinglin@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号: F3075681
研究员: 吴奕轩 (纯碱、玻璃、橡胶)
021-60635726
wuyixuan@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号: F03087690
研究员: 刘悠然 (纸浆)
021-60635570
liuyouran@ccb.ccbfutures.com
期货从业资格号: F03094925



需求增速放缓，沙特支撑减产

近期研究报告

《OPEC+会议不及预期，油价冲高回落》

2023-12-1

《油价持续回调，关注 OPEC+会议》

2023-11-17

《油价震荡运行》

2023-11-2

观点摘要

- 供应端，OPEC+内部分歧仍存，11月底会议中达成的绝大部分减产均为出于自愿的产量削减，OPEC+未能将这部分减量固定在减产协议中实际减量有所折扣。后期主要依靠沙特减产支撑。此外，伊朗和委内瑞拉供应持续回升，仍有增产潜力。考虑到资本开支对原油产量的影响周期，预计2024年前期美国原油产量增长相对平稳，后期增速可能上行。俄罗斯原油出口基本保持稳定，欧美制裁对没有起到明显作用。俄乌战争存在长期化的趋势，且俄罗斯的油品出口已经建立起对应渠道，预计在地缘局势不进一步发酵的情况下，未来俄罗斯供应仍将保持在目前的水平。
- 需求端，宏观方面，在美联储持续调控下，美国通胀压力已明显回落，虽然美联储对未来政策的表态仍偏谨慎，但市场已经高度预期2024年美联储即将降息，宏观压力将有所缓和。油平衡表来看，考虑到伊朗等国的增产以及部分国家难以完成减产承诺，预计1季度大概率将是供应小幅过剩的状态。2季度在超额减产立即中止的情况下可能有150万桶日以上的过剩，关注1季度后各国减产的调整情况。我们的基准预期是沙特将100万桶日的额外减产延长至2季度末，其他成员国4月起逐步回收减产产量，2季度市场供需基本平衡。
- 2024年宏观环境有望好转，但油市基本面相对平淡，OPEC+减产协议约束力的下降对多头信心是一次重大打击，预计24年1季度油价偏弱运行。2季度起，在美国宏观政策转向、沙特延续减产以及需求逐步回升的支撑下，油价中枢有望小幅抬升，但仍需关注减产执行情况。6月的OPEC+部长级会议将很大程度上决定下半年的油价，我们预计沙特仍将托底油价，下半年中枢或进一步上行。操作上关注布伦特1-6反套、2季度后逢低配置Brent多头。
- 风险提示：需求不及预期、减产不及预期等。

一、行情回顾

图1：行情回顾（美元/桶，SC为元/桶）



数据来源：wind，建信期货研投中心

2023年国际油价震荡运行，3月中旬创年内低点，9月末刷新年内新高，全年行情大致可分6个阶段。

第一阶段：年初至3月初，市场多空交织，油价震荡运行为主，SC主力区间上涨0.62%。

年初美元指数偏强叠加IMF等机构对23年经济的悲观预期导致新年前两个交易日油价大幅回落，累计跌幅近10美元。此后数据显示美国通胀压力继续回落，油价低位反弹，Brent主力一度逼近90美元关口。2月初美联储如期加息25bp，降息幅度放缓，但暗示3月以及5月可能再度加息，带动美股以及油价下行，油价小幅回落。

第二阶段：3月初至3月下旬，欧盟金融业连续出现风险事件，恐慌情绪下油价连续下跌，SC区间下跌15.6%。

3月初，美联储持续发表偏鹰言论，市场对3月加息50bp的预期骤升，叠加部分大型贸易商称美国表态支持贸易商继续运输俄油，市场担忧俄油供应大幅增

长，国际油价承压下行。中旬起，欧美银行业接连出现风险事件，市场避险情绪骤升，欧美银行股大幅下跌，且欧洲央行顶住压力继续加息 50bp，油价同步下行，WTI 主力合约盘中跌破 65 美元，创 21 年 11 月以来新低。

第三阶段，3 月下旬至 4 月上旬。金融风险化解，叠加 OPEC+超预期减产，油价重拾上行动力，SC 区间涨幅 24.8%。

欧美金融业陆续出台救市措施，金融风险逐步化解，且美联储加息幅度也基本符合市场预期，后期加息空间较为有限，宏观利空部分消除，原油市场重回基本面交易。4 月初国际油价在 OPEC+超预期减产的支撑下大幅反弹，Brent 和 WTI 主力分别站上 85 和 80 美元关口

第四阶段，4 月上旬至 5 月初，在宏观压力下油价回落，SC 区间跌幅 17.3%。

OPEC+减产导致油价大幅上涨后，美联储 5 月将继续加息的利空持续压制油价上方空间。此后，美联储多位官员陆续发表鹰派言论，市场对 5 月后美联储继续加息的担忧有所回升，油价继续向下调整。5 月初美国部分区域性银行再度爆发金融风险，市场避险情绪骤升，国际油价再度下行。

第五阶段，5 月初至 9 月末，需求旺季市场持续去库存，油价震荡上行，Brent 主力涨 31.3%，SC 相对走强，区间涨幅 41.14%。

此后需求逐步进入旺季，叠加沙特和俄罗斯联合宣布将进一步收紧供应，对油市形成支撑。且三大机构也对原油需求进行小幅上调。共同推升油价。9 月初，沙特和俄罗斯宣布将超额减产延长至 2023 年底，超出市场预期，油价持续上行。

第六阶段，10 月初至今，中东局势逐步缓和，市场担忧原油需求，油价高位回落。Brent 下跌 13.1%，SC 跌 16.3%。

10 月初，巴以爆发军事冲突，市场担忧对中东原油供应造成影响，油价一度冲高，但在多国的共同努力下，中东局势逐步降温，油价随即回落。叠加市场进入需求淡季，炼油利润和炼厂开工率同步下滑，油价持续回落。

截至 11 月 20 日收盘，Brent 主力合约报收 82.05 元/桶，较年初下跌 0.5%，均价 82.5 美元，同比跌 15.8%；WTI 报收 77.59 美元，较年初上涨 0.49%，均价 78.1 美元，同比跌 15.9%；SC 报收 586.7 元/桶，涨 3.46%，均价 583.9 元，同比跌 5.1%。

二、沙特继续支撑减产

11月30日晚间，OPEC+线上举行第36届部长级会议，近期油价低位运行，市场寄希望于OPEC+出台强力措施以支撑油价，但从会后油价的表现来看OPEC+决议并未达到市场预期。国际油价高位跳水接近4美元，WTI和布伦特主力单日收跌2.89%和3.05%。

具体来看，

1. 巴西将从2024年1月起加入OPEC+，但在本次会议上并未做出任何减产承诺。

2. 对安哥拉、刚果和尼日利亚三国在2023年6月部长级会议上达成的2024年产量配额进行小幅修正。其中，安哥拉的配额由128万桶日下调至111万桶日，刚果由27.6万桶日上调至27.7万桶日，尼日利亚由138万桶日上调至150万桶日。下一次OPEC+部长级会议将于2024年6月1日召开。

3. 此外，部分成员国还宣布将在2024年1月至3月底进行自愿减产。减产的基准已在2023年6月确定，且需要先经计算2023年4月部分国家宣布的自愿减产。具体减产幅度来看，沙特减产100万桶日，伊拉克22.3万桶日，阿联酋16.3万桶日，科威特13.5万桶日，哈萨克斯坦8.2万桶日，阿尔及利亚5.1万桶日，阿曼4.2万桶日，合计169.6万桶日。4月起，上述减产幅度可根据市场情况有所调整。

4. 俄罗斯将在2023年5-6月出口量的基础上削减50万桶日的油品出口，其中原油30万桶日，成品油20万桶日。同样从2024年1月起，持续3个月。

首先关于三个成员国配额的调整，OPEC+在2023年6月对此曾发出过预告，OPEC+表示2024年6月的部长级会议上，会参考三个独立机构（IHS、Wood Mac和Rystad）对各成员国的产能评估情况，来确定2025年的产量配额。而安哥拉、刚果和尼日利亚24年的配额将在本次会议上由上述三家机构对2024年原油产量预测值的均值来确定。近期尼日利亚产量已经突破138万桶日，且前期也有市场消息称部分非洲国家对OPEC+的配额表示不满，本次对其配额上调也符合市场预期。

从减产力度来看，OPEC+内部分歧仍存，安哥拉2024年的产量配额在111万桶/日，但会后安哥拉部长表示拒绝，并表示将维持产量在118万桶/日。此外，本次会议中达成的绝大部分减产均为出于自愿的产量削减，OPEC+未能将这部分的减量固定在减产协议中。根据我们的统计，若各国严格按照承诺进行减产，2024年1季度OPEC+（除去3个豁免国）原油产量将3706万桶日，较2023年10月减少82万桶日。其中主要的减量来自伊拉克（33.2万桶日），俄罗斯（20.2万桶日）和哈萨克斯坦（16.2万桶日），而这部分国家恰恰是减产执行情况较差的国

家，实际减量可能打折。

OPEC+内部凝聚力减弱，市场开始怀疑其减产效率，后期主要依靠沙特减产支撑。沙特对油价诉求强烈。2020年价格战以来，沙特不惜多次主动超额减产以托底油价，从IMF的统计来看，2024年沙特财政盈亏平衡油价从85.8美元降至79.7美元，虽然有所回落，但仍保持相对高位。沙特后期的减产执行情况能够基本得到保障。此前有消息报道称美国-沙特-以色列间正在进行谈判，沙特或将承认以色列，以换取美国对沙特的武器销售、安全保障以及民用核计划的技术协助，此外，若油价持续高位运行，沙特将在2024年开始提高原油产量。一旦上述协议达成，可能逆转沙特长期以来沙续减产支撑油价的供应端核心逻辑。目前来看巴以冲突同样有长期化的倾向，沙特和以色列的谈判以及增产可能存在一定难度。

图 1：OPEC 减产配额

	2024 配额	自愿减产 1	自愿减产 2	24Q1 产量*	2023 年 10 月产量	实际减产幅度
阿尔及利亚	1007	-48	-51	908	961	-53
安哥拉	1110			1110	1172	-62
刚果	277			277	257	20
赤道几内亚	70			70	56	14
加蓬	177	-8		169	216	-47
伊拉克	4431	-211	-223	3997	4329	-332
科威特	2676	-128	-135	2413	2553	-140
尼日利亚	1500			1500	1416	84
沙特	10478	-500	-1000	8978	8992	-14
阿联酋	3219	-144	-163	2912	2940	-28
OPEC-10	24994	-1031		22334	22892	-558
阿塞拜疆	551			551	490	61
巴林	196			196	196	0
文莱	83			83	83	0
哈萨克斯坦	1628	-78	-82	1468	1630	-162
马来西亚	401			401	401	0
墨西哥	1753			1753	1670	83
阿曼	841	-40	-42	759	800	-41
俄罗斯	9828	-500		9328	9530	-202
苏丹	64			64	64	0
南苏丹	124			124	124	0
OPEC+	40463	-1649		37061	37880	-819

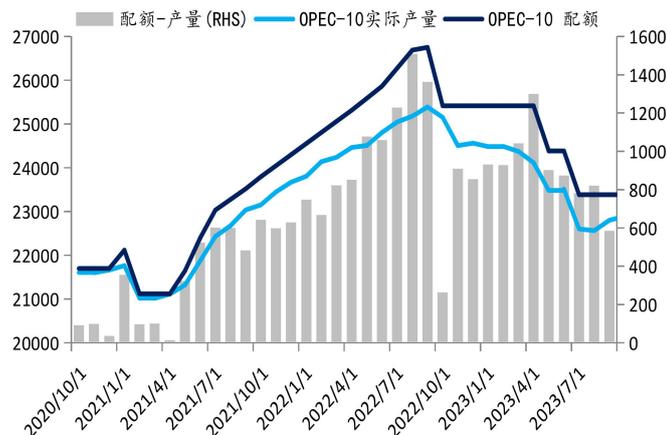
数据来源：OPEC, IEA, 建信期货研究发展部 自愿减产 1 为 2023 年 4 月约定，自愿减产 2 为 2023 年 11 月约定

图2：OPEC原油产量（千桶日）



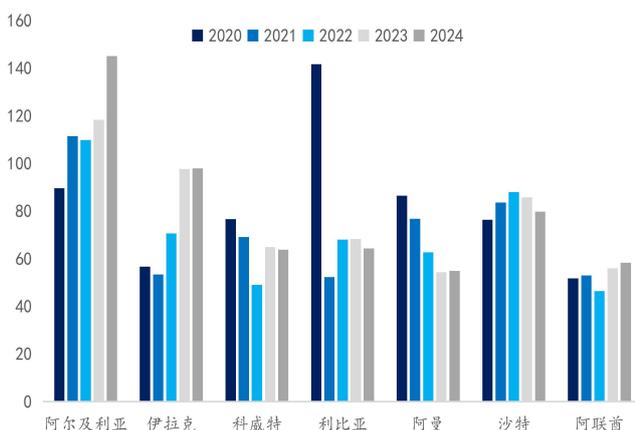
数据来源：wind，建信期货研究发展部

图3：OPEC产量与配额（千桶日）



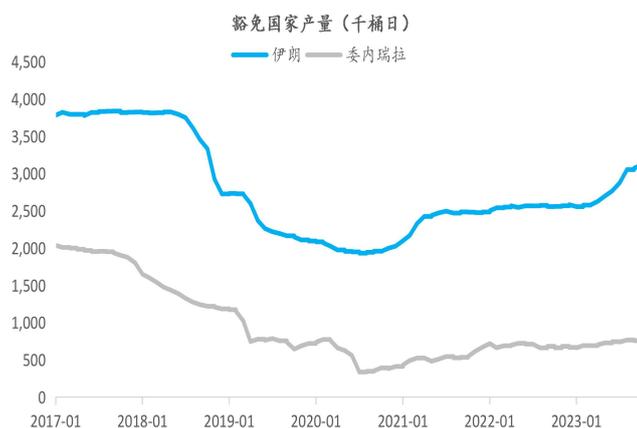
数据来源：OPEC，建信期货研究发展部

图4：OPEC主产国财政盈亏平衡油价（\$/bbl）



数据来源：IMF，建信期货研究发展部

图5：伊朗、委内瑞拉原油产量（千桶日）



数据来源：OPEC，建信期货研究发展部

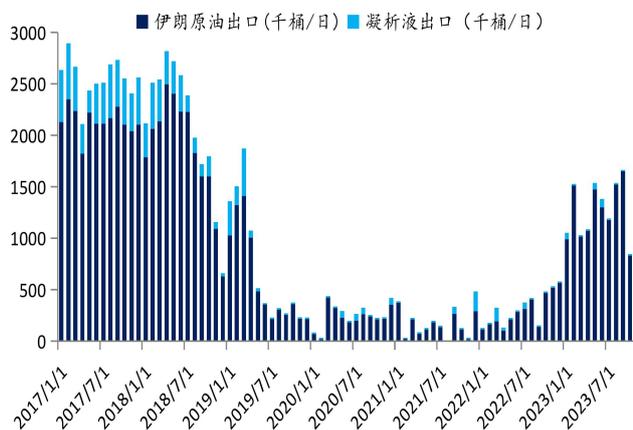
值得注意的是，在OPEC+成员国控制产量的同时，伊朗和委内瑞拉两个豁免国仍有一定的增产潜力。

OPEC数据显示，截至2023年11月，伊朗原油产量311.5万桶日，已经连续9个月产量环比回升，总产量创2018年10月以来新高。伊朗原油出口也从2022年初的12.9万桶日增长至今年9月的166万桶日。伊朗出口和产量的持续回升表明在高油价压力下，美国可能通过默许的方式对待伊朗石油出口，从而抑制油价上行。但美国并未在官方层面解除对伊朗的制裁，美国众议院在11月初通过了一项法案旨在促进对伊朗石油贸易的实体实施惩罚，耶伦也强调美国并未放松对伊朗石油销售制裁。10月伊朗原油出口量降至85万桶日，环比下降近50%。伊核谈判历经2年多仍未形成实质性协议，预计谈判可能长期化，伊朗的石油出口也将成为美国制衡OPEC的重要工具。

2023年10月19日，美国取消了对委内瑞拉石油和天然气部门的制裁，有效

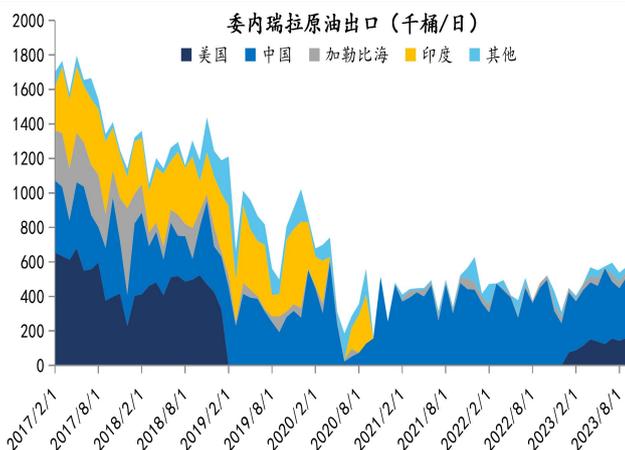
期为六个月。考虑到委内瑞拉上游基础设施长期投资不足，产能由美国 2019 年上一轮制裁前的 250 万桶日下滑至目前的 80 万桶日。普氏也预计委内在未来 6-12 月的时间内能够动用的最大原油产能在 85 万桶日左右。OPEC 数据显示，2023 年以来委内瑞拉原油产量略有回升，2023 年前 10 个月委内原油产量均值 73 万桶日，较 2022 年增长 5 万桶日。目前委内、其产量也基本达到产能上限，委内松绑对总供应短期支撑有限。制裁放松的短期影响主要在于贸易流向的转变。委内瑞拉可能继续加大对美国的出口，彭博数据显示，23 年以来，委内瑞拉对美国的原油出口已经从 0 增长至 10 月的 13 万桶日，而在 2019 年美国对委内瑞拉制裁开始前，委内瑞拉对美出口高达 60 万桶日。在总供应增量有限的情况下，对我国出口或将持续减少，23 年以来，委内对我国的出口从 34.8 万桶日降至 10 月的 25.8 万桶日。且在俄罗斯石油出口受到制裁后，重质原油成为市场紧俏资源，未来将有更多买方与我国竞争委内瑞拉重油，可能抬升部分地方炼厂的原料成本。

图6：伊朗原油出口（千桶/日）



数据来源：Bloomberg，建信期货研究发展部

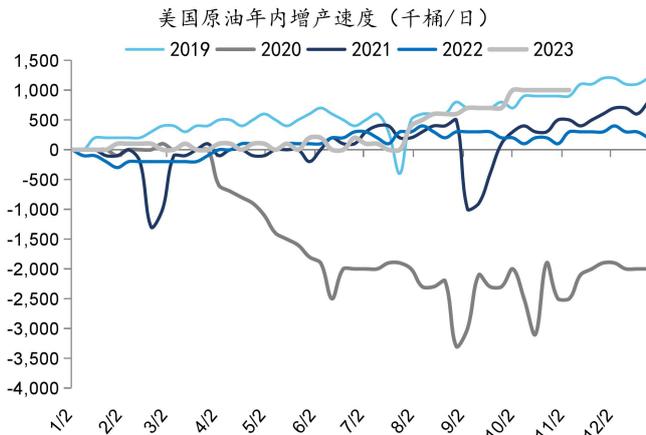
图7：委内瑞拉原油出口（千桶/日）



数据来源：Bloomberg，建信期货研究发展部

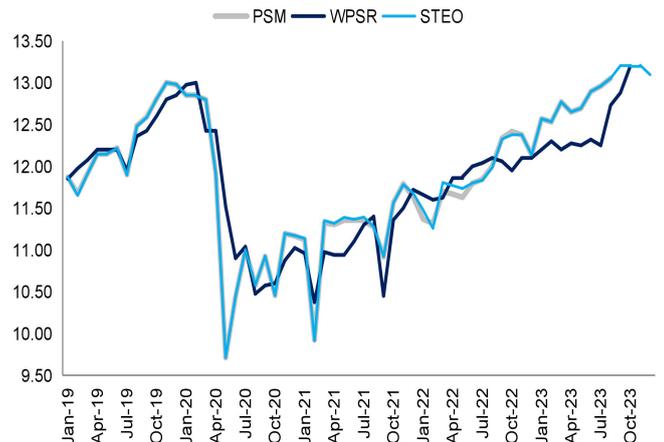
2023 年美国原油增长明显，EIA 数据显示，截至 11 月 10 日当周，美国原油产量 1320 万桶日，年内累计增产 100 万桶日。而 2022 年同期美国原油产量的增速仅为 30 万桶日。23 年美国原油增产一定程度上受到 EIA 调整统计口径的影响。根据 EIA 近期的披露，其在 2023 年 7 月起的 PSM 报告中将 NGL 和 unfinished oils 调整进入了原油供应口径。8 月时 EIA 也在周报中一次性对美国原油产量上调了 40 万桶日，并在此后的周报中多次进行上调，以接近 STEO 报告中的原油产量预测值。从多口径原油产量图中可以明显看到 EIA 周报口径的原油产量在 8 月后开始加速增长，截至 11 月上旬已经和月报中保持一致。

图8：美国原油增产速度（千桶日）



数据来源：EIA，建信期货研究发展部

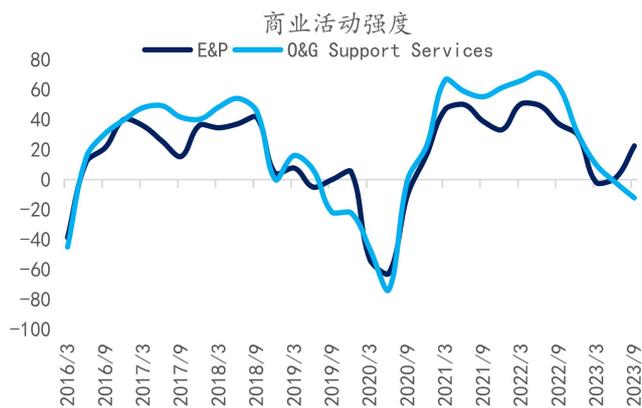
图9：美国多口径原油产量（千桶日）



数据来源：EIA，建信期货研究发展部

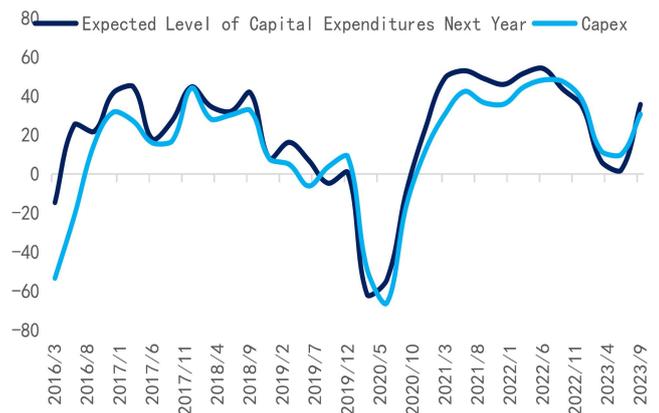
根据达拉斯联储的调研，第11联邦储备区（得克萨斯州、路易斯安纳州北部和新墨西哥州南部）在**2023年前三个季度上游勘探开发以及油服行业的能源行业活动指数逐季回落**。2023年前三个季度能源行业活动增速环比持续下行。资本开支指数在2022年2季度达到高峰后连续4个季度回落。资本开支下滑的影响下，原油以及天然气生产指数同步回落。另一方面，员工的工资指数自2020年2季度降至低点后，已经持续7个季度保持高速增长。通胀抬升了页岩油的生产成本，同样对产量形成负面影响。截至2023年1季度，页岩油平均运营成本较2022年同期增长近10%，新井的盈亏平衡油价较2022年1季度调研时上涨了11%。

图12：美国上游企业商业活动强度



数据来源：Dallas Fed，建信期货研究发展部

图13：美国E&P企业资本开支预期



数据来源：Dallas Fed，建信期货研究发展部

从2023年3季度开始，美国上游企业的资本开支指数再度回升，且工资与福利指数也环比下滑。钻探开采类企业的调研也显示，其对2024年资本支出的预期也在明显回升。考虑到资本开支对原油产量的影响周期，预计2024年前期美国原油产量增长相对平稳，后期增速可能上行。EIA预计2024年美国原油产量均值1315

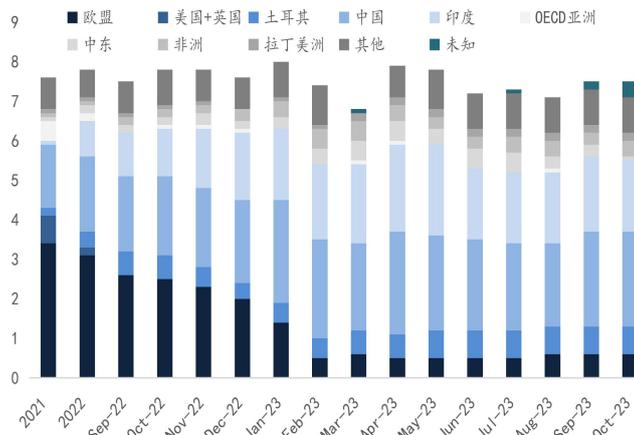
万桶日，同比增长 25 万桶日。其中 4 季度产量增速加快。

图14：美国产量预期（千桶日）



数据来源：EIA，建信期货研究发展部

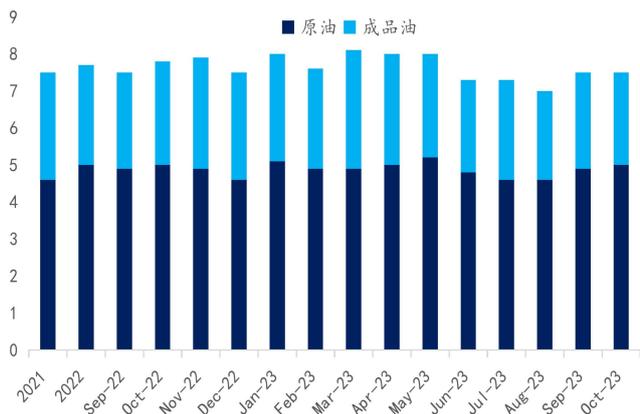
图15：俄罗斯油品出口（百万桶日）



数据来源：IEA，建信期货研究发展部

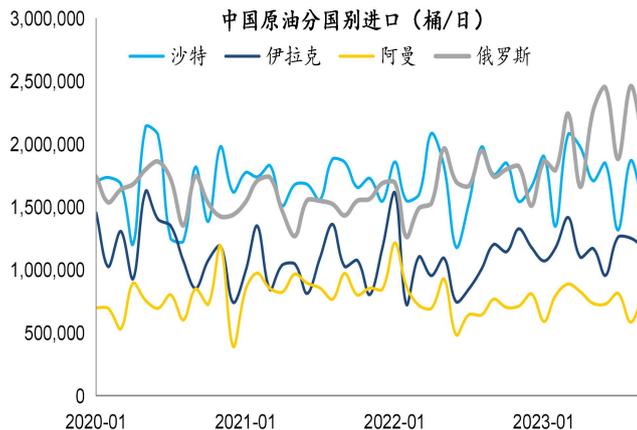
2023 年俄罗斯原油出口基本保持稳定，欧美制裁对没有起到明显作用，俄罗斯对沙特承诺的出口削减也没有很好落实。俄乌战争存在长期化的趋势，且俄罗斯的油品出口已经建立起对应渠道，预计在地缘局势不进一步发酵的情况下，未来俄罗斯供应仍将保持在目前的水平。关注后期 OPEC+ 是否强化对俄罗斯的供应管理。截至 2023 年 10 月，俄罗斯油品总出口维持在 750 万桶日左右的水平。2023 年 2 月欧盟对俄罗斯的成品油制裁落地后，俄罗斯的油品出口格局在年内基本没有发生太大变化。750 万桶日的总出口中，对欧盟的出口约 60 万桶日，主要是通过德鲁日巴管道对部分欧盟内陆国家的供应。对欧盟出口同比下降近 200 万桶日，主要被中国（+50 万桶日）、印度（+70 万桶日）和非洲（+20 万桶日）所接收。分类出口来看，10 月原油出口 500 万桶日，成品油出口 250 万桶日，同比持平。俄罗斯此前和沙特共同宣布联合削减供应，其中沙特额外减产 100 万桶日，俄罗斯则承担了削减 30 万桶日原油出口的任务。从船运数据来看，俄罗斯并未落实其承诺。我们预计在地缘局势不进一步发酵的情况下，2024 年俄罗斯油品供应仍将维持在目前水平附近。

图16: 俄罗斯油品出口 (百万桶/日)



数据来源: EIA, 建信期货研究发展部

图17: 中国原油进口 (桶/日)



数据来源: wind, 建信期货研究发展部

三、需求增速放缓

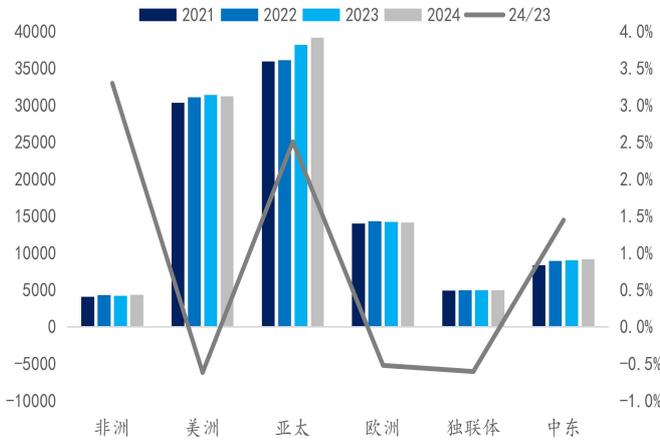
宏观方面, 在美联储持续调控下, 美国通胀压力已明显回落, 截至 2023 年 10 月美国 CPI 同比增速回落至 3.2%, 同比下降 4.5 个百分点, 9 月核心 PCE 增长 3.68%, 增速为 2021 年 5 月以来最低。伴随美国通胀压力持续回落, 2023 年美联储加息的节奏大幅放缓。2023 年 11 月, 美联储如期宣布将基准利率维持在 5.25%-5.5% 区间, 为连续第二次暂停加息, 年内累计加息 100 个基点。虽然美联储对未来政策的表态仍偏谨慎, 但市场已经高度预期 2024 年美联储即将降息。根据 CME 美联储观察的数据, 截至 11 月 27 日, 市场预期到 2024 年 5 月会议召开时, 美联储将有超过 50% 的概率进行降息。具体来看, 市场预计美联储将目标利率下降 50bp 的概率为 12.3%, 降息 25bp 的概率为 47.3%, 而继续维持利率不变以及加息的概率合计为 40.3%。后期来看, 宏观压力将有所缓和。

油品需求方面, IEA 预计 2024 年全球油品需求同比增长 92.8 万桶/日, 增速 0.9%, 较 2023 年下降了 1.5 个百分点。分油品来看, 预计同比需求增长最大的是石脑油, 主要受到我国化工需求的推动, 石脑油需求同比增速预计可达 5.8%, 需求量再度超越航煤。出行和工业需求已经基本恢复, 同时也暂时没有新的增长点。预计 2024 年汽油需求同比增长 0.1%, 柴油需求同比增长 0.4%。

分地区来看, IEA 预计 2024 年全球油品消费增量主要集中在亚太, 预计增速 2.5%, 增量 95.7 万桶/日。其中我国的增长主要由化工对石脑油和 LPG 需求的带动。二者需求合计增长 44.1 万桶/日, 占到我国油品需求增量的近 70%。2024 年, 受到航煤需求复苏基本完成以及燃料需求回落的影响, IEA 预计 OECD 地区的油品需求将同比减少 34 万桶/日。

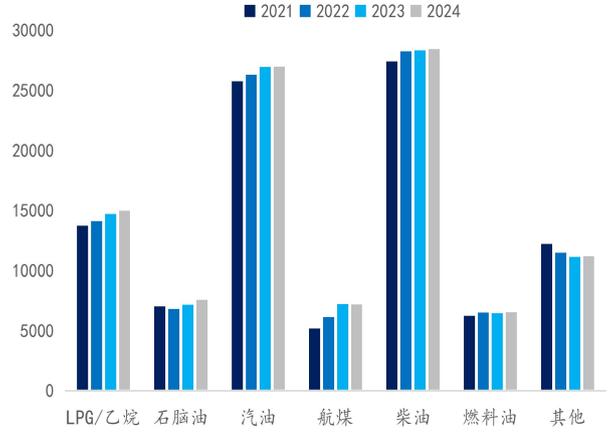
EIA、OPEC、IEA 分别预计全球 2024 年需求同比增速将达到 140 万桶日、225 万桶日以及 92.5 万桶日，增速较 2023 年放缓。预计我国仍将是全球 2024 年原油需求的主要增长点。我国的需求增速分别为 40 万桶日、60 万桶日以及 70 万桶日。

图18：全球油品分地区需求（千桶日）



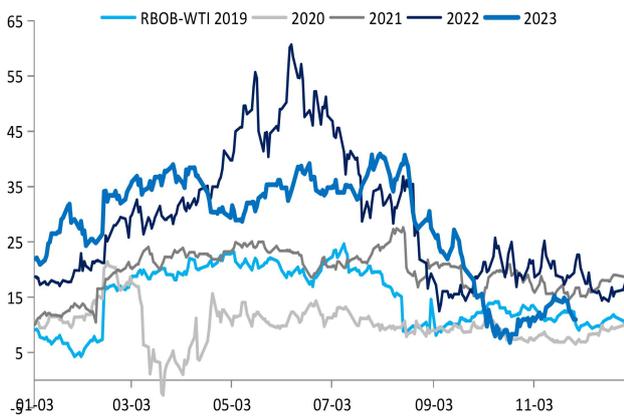
数据来源：IEA，建信期货研究发展部

图19：全球分油品需求（千桶日）



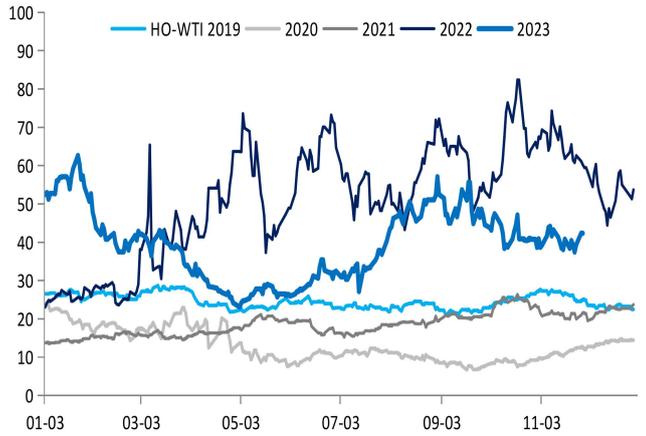
数据来源：IEA，建信期货研究发展部

图20：美国汽油裂差（\$/bbl）



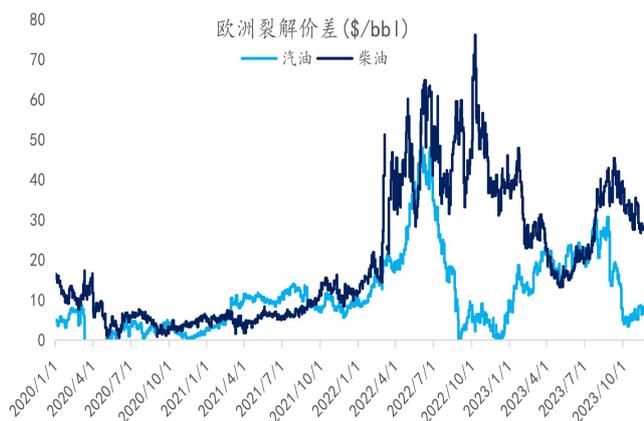
数据来源：wind，建信期货研究发展部

图21：美国柴油裂差（\$/bbl）



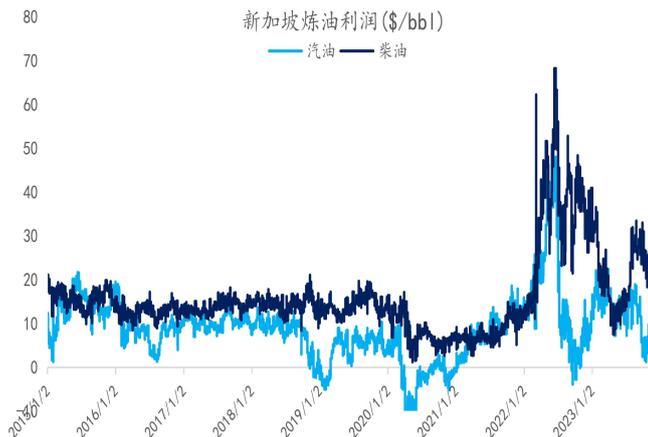
数据来源：wind，建信期货研究发展部

图22: 欧洲汽油裂差 (\$/bbl)



数据来源: wind, 建信期货研究发展部

图23: 新加坡炼油利润

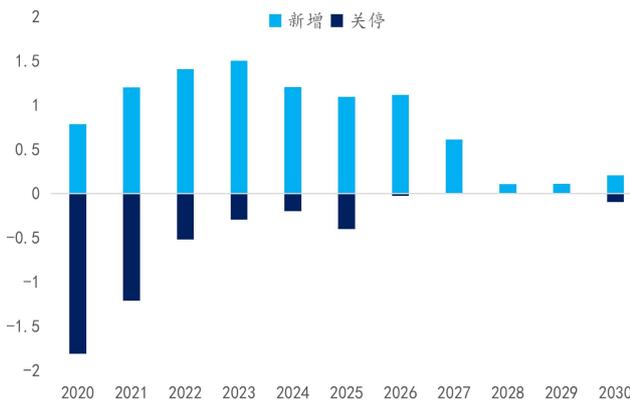


数据来源: wind, 建信期货研究发展部

国内方面, 根据海关数据, 今年前 10 个月, 我国进口原油 4.73 亿吨, 同比增长 14.2%。后期来看, 考虑到我国成品油出口配额余量较为有限, 预计 4 季度原油进口量增速可能有所回落。从进口来源来看, 俄罗斯已经超越沙特成为我国原油最大进口来源国。今年前 10 个月平均进口量 206.4 万桶日, 占比 18.7%, 沙特占比降至 15.5%。后期在加拿大 trans mountain 管道拓展项目完工后, 运输能力将从 30 万桶日增加至 89 万桶日, 更多加拿大油砂可以直接通过加拿大西海岸出口, 不必绕行美湾, 或将对我国以及亚太地区的炼厂的重油资源形成补充。出口端, 2023 年除了 2 季度外的大部分时间我国成品油均存在一定出口利润。2023 年我国成品油出口配额共下发 3 批合计 3999 万吨, 同比增长 7.36%。

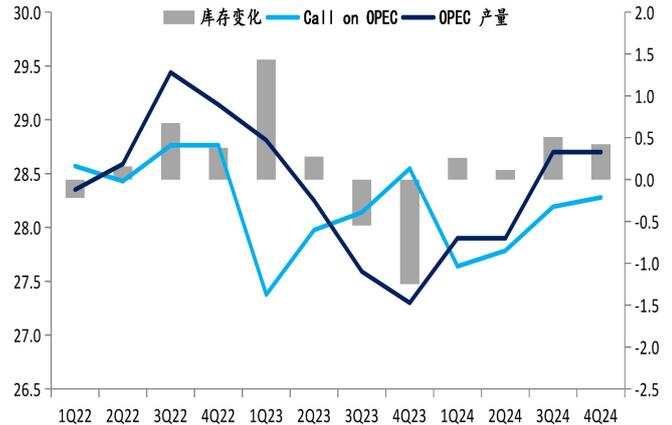
由于炼油利润高企以及全球需求复苏, 全球对炼厂的投资自 2020 年后持续回升。IEA 预计 2022 年全球对炼厂的投资 (不包括维护支出) 将达到 400 亿美元, 主要由中东、中国、印度和北美推动, 如科威特 Al-Zour 炼厂以及我国的盛虹已在 2023 年上线。2023 年对炼厂的投资也将维持在 400 亿美元左右。全球范围来看, 彭博预计 2024 年全球将净增炼油产能 100 万桶日左右, 略低于 2023 年的 120 万桶日。

图24：全球炼油产能变化（百万桶日）



数据来源：Bloomberg，建信期货研究发展部

图25：平衡表（百万桶日）



数据来源：wind，建信期货研究发展部

平衡表方面，若所有成员国均严格执行自愿减产，则24年1季度去库幅度有望超过70万桶日，但可能性不大。考虑到伊朗等国的增产以及部分国家难以完成减产承诺，预计1季度大概率将是供应小幅过剩的状态。2季度在超额减产立即中止的情况下可能有150万桶日以上的过剩，关注1季度后各国减产的调整情况。我们的基准预期是沙特将100万桶日的额外减产延长至2季度末，其他成员国4月起逐步回收减产量，2季度市场供需基本平衡。后期需要关注2024年6月的OPEC+部长级会议。

四、展望及操作建议

供应端，OPEC+内部分歧仍存，11月底会议中达成的绝大部分减产均为出于自愿的产量削减，OPEC+未能将这部分减量固定在减产协议中实际减量可能大打折扣。后期主要依靠沙特减产支撑。此外，伊朗和委内瑞拉供应持续回升，仍有增产潜力。2023年3季度开始，美国上游企业的资本开支指数再度反弹，且工资与福利指数环比下滑。对钻探开采类企业的调研也显示，其对2024年资本支出的预期也在明显回升。考虑到资本开支对原油产量的影响周期，预计2024年前期美国原油产量增长相对平稳，后期增速可能上行。俄罗斯原油出口基本保持稳定，欧美制裁对没有起到明显作用。俄乌战争存在长期化的趋势，且俄罗斯的油品出口已经建立起对应渠道，预计在地缘局势不进一步发酵的情况下，未来俄罗斯供应仍将保持在目前的水平，但俄罗斯对沙特承诺的出口削减没有很好落实，关注后期OPEC+是否强化对俄罗斯的供应管理。

需求端，宏观方面，在美联储持续调控下，美国通胀压力已明显回落，虽然美联储对未来政策的表态仍偏谨慎，但市场已经高度预期2024年美联储即将降

息，宏观压力将有所缓和。油品需求方面，预计 2024 年全球油品需求增速放缓。预计同比需求增长最大的是石脑油，主要受到我国化工需求的推动。分地区来看，预计 2024 年全球油品消费增量主要集中在亚太。炼油端，由于炼油利润高企以及全球需求复苏，全球对炼厂的投资自 2020 年后持续回升，预计 2023 年对全球炼厂的投资也将维持 2022 年的高位。预计 2024 年全球将净增炼油产能 100 万桶日左右，略低于 2023 年的 120 万桶日。平衡表来看，若所有成员国均严格执行自愿减产，则 24 年 1 季度去库幅度有望超过 70 万桶日，但可能性不大。考虑到伊朗等国的增产以及部分国家难以完成减产承诺，预计 1 季度大概率将是供应小幅过剩的状态。2 季度在超额减产立即中止的情况下可能有 150 万桶日以上的过剩，关注 1 季度后各国减产的调整情况。我们的基准预期是沙特将 100 万桶日的额外减产延长至 2 季度末，其他成员国 4 月起逐步回收减产量，2 季度市场供需基本平衡。后期需要关注 2024 年 6 月的 OPEC+ 部长级会议。

2024 年宏观环境有望好转，但油市基本面相对平淡，OPEC+ 减产协议约束力的下降对多头信心是一次重大打击。预计 24 年 1 季度油价偏弱运行，2 季度起，在美国宏观政策转向、沙特延续减产以及需求逐步回升的支撑下，油价中枢有望小幅抬升，但仍需关注减产执行情况。6 月的 OPEC+ 部长级会议将很大程度上决定下半年的油价中枢，我们预计沙特仍将托底油价，下半年中枢或进一步上行。操作上关注布伦特 1-6 反套、2 季度后逢低配置 Brent 多头。

【建信期货研究发展部】

宏观金融研究团队 021-60635739 有色金属研究团队 021-60635734 黑色金属研究团队 021-60635736
 石油化工研究团队 021-60635738 农业产品研究团队 021-60635732 量化策略研究团队 021-60635726

免责声明：

本报告由建信期货有限责任公司（以下简称本公司）研究发展部撰写。

本研究报告仅供报告阅读者参考。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告版权归建信期货所有。未经建信期货书面授权，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在授权范围内使用，并注明出处为“建信期货研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

【建信期货业务机构】

总部大宗商品业务部

地址：上海市浦东新区银城路99号（建行大厦）5楼
 电话：021-60635548 邮编：200120

深圳分公司

地址：深圳市福田区金田路4028号荣超经贸中心B3211
 电话：0755-83382269 邮编：518038

山东分公司

地址：济南市历下区龙奥北路168号综合营业楼1833-1837室
 电话：0531-81752761 邮编：250014

上海浦电路营业部

地址：上海市浦电路438号1306室（电梯16层F单元）
 电话：021-62528592 邮编：200122

北京营业部

地址：北京市宣武门西大街28号大成广场7门501室
 电话：010-83120360 邮编：100031

福清营业部

地址：福清市音西街福清万达广场A1号楼21层2105、2106室
 电话：0591-86006777/86005193 邮编：350300

郑州营业部

地址：郑州市未来大道69号未来大厦2008A
 电话：0371-65613455 邮编：450008

宁波营业部

地址：浙江省宁波市鄞州区宝华街255号0874、0876室
 电话：0574-83062932 邮编：315000

总部专业机构投资者事业部

地址：上海市浦东新区银城路99号（建行大厦）6楼
 电话：021-60636327 邮编：200120

西北分公司

地址：西安市高新区高新路42号金融大厦建行1801室
 电话：029-88455275 邮编：710075

浙江分公司

地址：杭州市下城区新华路6号224室、225室、227室
 电话：0571-87777081 邮编：310003

上海杨树浦路营业部

地址：上海市虹口杨树浦路248号瑞丰国际大厦811室
 电话：021-63097527 邮编：200082

广东分公司

地址：广州市天河区天河北路233号中信广场3316室
 电话：020-38909805 邮编：510620

泉州营业部

地址：泉州市丰泽区丰泽街608号建行大厦14层CB座
 电话：0595-24669988 邮编：362000

厦门营业部

地址：厦门市思明区鹭江道98号建行大厦2908
 电话：0592-3248888 邮编：361000

成都营业部

地址：成都市青羊区提督街88号28层2807号、2808号
 电话：028-86199726 邮编：610020

【建信期货联系方式】

地址：上海市浦东新区银城路99号（建行大厦）5楼
 邮编：200120 全国客服电话：400-90-95533
 邮箱：service@ccb.ccbfutures.com 网址：http://www.ccbfutures.com