

原油半年报

2024 年 6 月 28 日

研究员：童川

期货从业证号：

F3071222

投资咨询证号：

Z0017010

联系方式：

✉: tongchuan\_qh

@chinastock.com.cn

## 【原油半年报】旺季开启，油价能否如期上行

### 第一部分 前言概要

#### 上半年行情回顾：

上半年油价整体呈现宽幅震荡的格局，Brent 运行区间在 75-93 美金/桶区间。年初，美联储降息预期逐渐弱化，数据显示美国经济具有较强韧性，宏观情绪企稳，美债收益率反弹，油价结束了去年 4 季度以来的下行趋势。1 月底因美国寒潮、利比亚罢工等供应端扰动导致油价阶段性冲高。1 季度末，OPEC+ 毫无悬念宣布 2 季度延长减产，利多驱动有限。3 月份起，乌克兰开始频繁袭击俄罗斯炼厂，同时伊朗与以色列的冲突逐渐升温，地缘风险推动油价到付冲高，直至 4 月中旬，Brent 最高突破 92 美金/桶。4 月底市场伊朗态度区域温和，哈马斯与以色列的和谈持续推进，地缘溢价大幅回落，叠加欧美炼厂集中检修的淡季需求，油价持续回落。6 月初 OPEC 大会成为市场关注焦点，会后 OPEC 决定自 4 季度起逐步退出减产，供应端利多证伪，油价一度大跌。6 月下旬，随着北海现货逐渐走强，市场对旺季预期逐渐升温，油价再度开启上涨行情。

#### 下半年行情展望：

3 季度宏观环境维持平稳预期，夏季出行和发电需求支撑油品消费旺季，秋冬工业和取暖需求决定石油消费能否有进一步支撑。3 季度全球石油供需平衡预计呈现 50 万桶/日左右的缺口，去库支撑油价估值上行，Brent 运行区间预计在 75-90 美金/桶。

2024 年全球炼油能力同比大幅增长，若炼厂开工持续回升，原油去库幅度可能超预期，但会进一步加剧成品油环节的累库压力。旺季后半段炼厂开工围绕利润实现动态平衡，较难重现 2023 年油价、主副产品裂解同步上涨的局面。

夏季极端天气、地缘冲突等突发事件对供应端影响更明显，使油价波动加剧，存在阶段性冲高驱动。

OPEC 闲置产能高位，非 OPEC 中长期仍有较大增产潜力，叠加需求前景预期一般，油价中长期供需基本面偏空。但宏观经济、地缘冲突以及 OPEC 的产量政策均存在较多不确定性，油价预计仍呈现宽幅震荡的局面。

## 第二部分 供需：三季度旺季有望去库

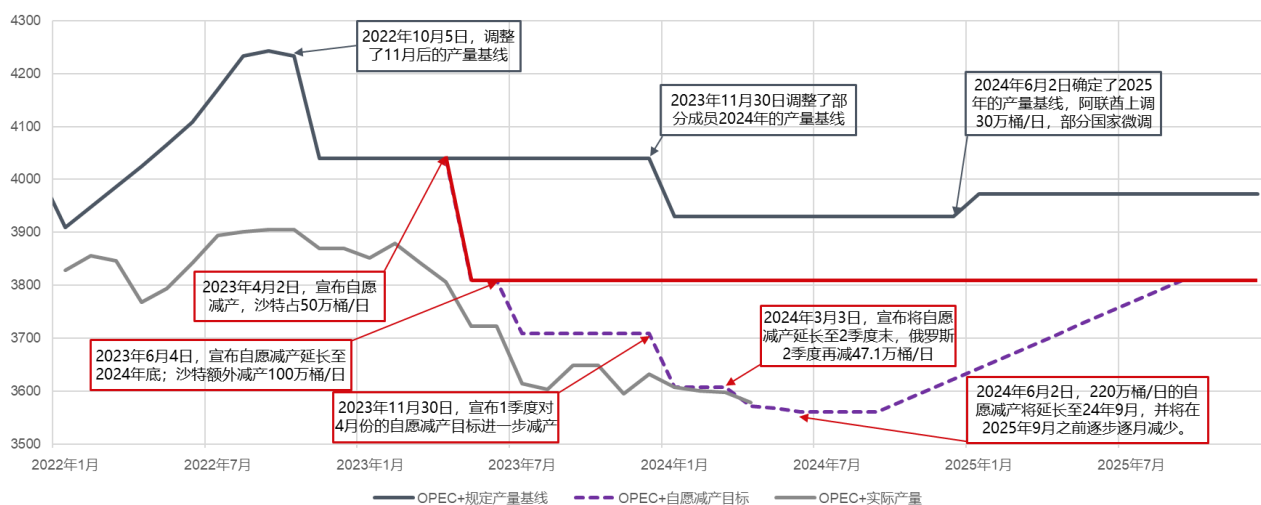
### 一、供应的变量和定量

OPEC+在6月2日召开大会，给出了到2025年底的产量计划，将在明年4季度前逐步退出当前220万桶/日的自愿减产。2季度以来，OPEC+的实际产量基本与其自愿减产计划持平，因此退出减产一旦开始执行，OPEC+有望在一年内给市场带来超过200万桶/日的真实供应。在当前供需弱平衡格局下，这是市场无论如何都无法承受的供给增量。从会后油价暴跌的结果来看，会议明显不及多头预期。

OPEC在给出市场一个偏悲观的预期后，反而给自己留下了更多的操作空间。会后不久，沙特表示未来会根据原油实际的需求情况调整增产的节奏；伊拉克、哈萨克斯坦等国也表示在减产续存期间将补偿今年年初以来的超额产量。短期来看，若3季度伊拉克等国能够减产到位，则未来产量环比存在小幅下行空间，将带来预期外的利好。长周期看，OPEC+产量政策的灵活性可以让油价更有效的维持区间运行。在需求没有显著恶化的前提下，延长减产可以有效缓解供应过剩，而在油价大幅冲高后，OPEC+也有足够的能力和意愿增产保供。

图1：OPEC 9国减产目标及实际产量变动

单位：万桶/日



数据来源：OPEC，彭博，银河期货

美国原油产量在2023年同比增长达到100万桶/日，全年平均产量为1293万桶/日，年底产量超过1320万桶/日。产量增幅大幅超过市场预期，这使得今年美国的供应增幅也不容忽视。EIA在近半年的月报中，预计2024年美国原油产量增幅明显低于2023年。1月份美国寒潮爆发后，2月份EIA对全年供应增幅预期下调至最低17万桶/日。此后逐月上调，6月月报中预计2024年美国原油产量同比增长31万桶/日，到2024年底达到1355万桶/日，到2025年底达到1392万桶/日。

回溯2023年美国原油产量超预期增长的原因，开采技术的进步是最为关键的一环。据相关机构报道，钻井技术的改进使得页岩油公司在2023年钻井速度比2019年快20%，同时

完井时间缩短了 15%。此外，页岩油企业可以同时操作更多的钻井平台，节约了成本并减少了钻机移动和等待的时间。

综上，我们可以得出美国原油钻机数持续下降但产量却大幅增长的逻辑：

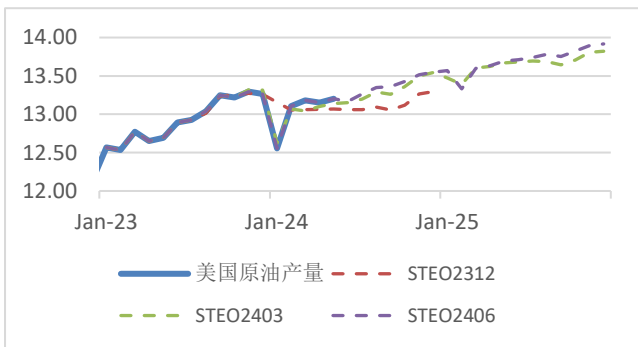
首先，2021 年以来钻机效率大幅提升，尽管钻机数在下降，但钻井数的下降幅度有所走弱。其次，去年 6-11 月页岩油大规模完井，期间部分未完井库存被投入使用，补充了当月新钻井数不足的问题，使当月完井数仍能维持高位。最后，新开发的油井水平长度更长（美平均长度从 2017 年的 7400 英尺增加到 2023 年的 9700 英尺），在完井后提供的产量也更加可观，进而带动了去年下半年美国原油产量的大幅增长。技术改进的背后可能是页岩油企业并购整合的浪潮所致。企业通过整合油井资源、用有经验的员工取代效率较低的作业者等手段提升了开采的效率。

技术和效率的革新是永久的，未来页岩油同样存在较大的增产潜力，我们需要重新审视钻机数和未完井数等领先指标，以获得对未来产量增速的感知。美国原油钻机数仍在持续下降，短期不会限制产量的增长，反而当钻机数开始持续增加时，可能会给市场带来强烈的增产利空信号。23 年 7-11 月份，页岩油大规模完井的过程中，月均 DUC 消耗量达到 130 座，去年全年 DUC 减少了 741 座，到 2023 年底，DUC 总数下降至 4554 座，已经跌到了 2014 年初以来最低水平。这其中有多少是较难开发的“僵尸井”我们尚且不得而知，但 DUC 的持续下降也给页岩油长期、持续增产增加了不利因素。

总体而言，我们对页岩油的增产维持中性预期，即全年同比增长 30 万桶/日左右，3 季度较 2 季度环比增长约 15 万桶/日。值得一提的是，除了页岩油等非常规油气，美国在墨西哥湾也有新的油田投产。壳牌 Whale 项目和 BP 的 Mad Dog 二期项目将在今年下半年开始释放产量，在 2025 年贡献超过 13 万桶/日的供应增量。

图 2：EIA 月度产量预测

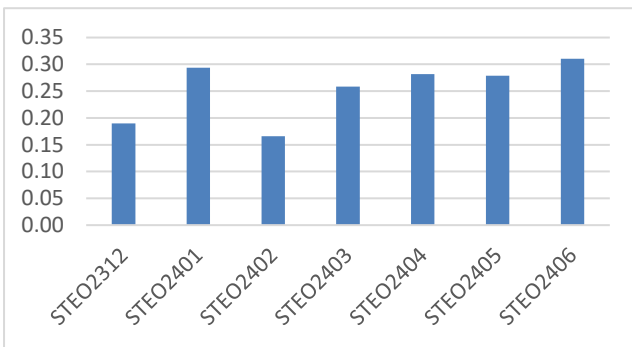
单位：百万桶/日



数据来源：EIA，银河期货

图 3：EIA 月度增产预测（2024vs2023）

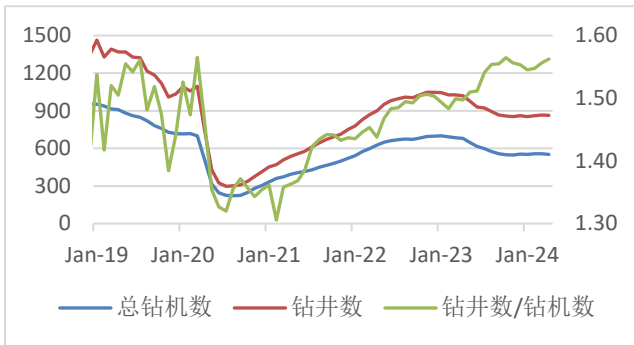
单位：百万桶/日



数据来源：EIA，银河期货

图 4：美国页岩油钻机数及钻机效率

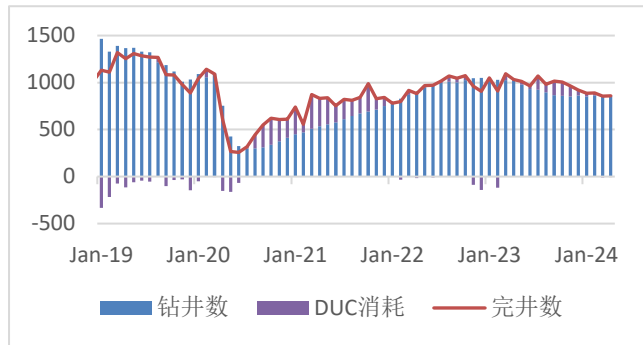
单位：台



数据来源：EIA，银河期货

图 5：美国页岩油钻井数与完井数

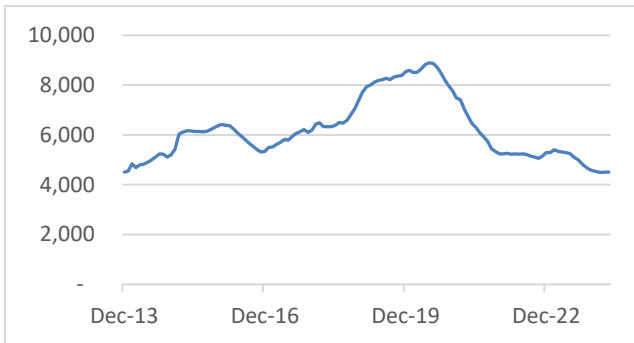
单位：台



数据来源：EIA，银河期货

图 6：美国页岩油未完井数

单位：台



数据来源：EIA，银河期货

图 7：美国页岩油钻井数与完井数

单位：台



数据来源：EIA，银河期货

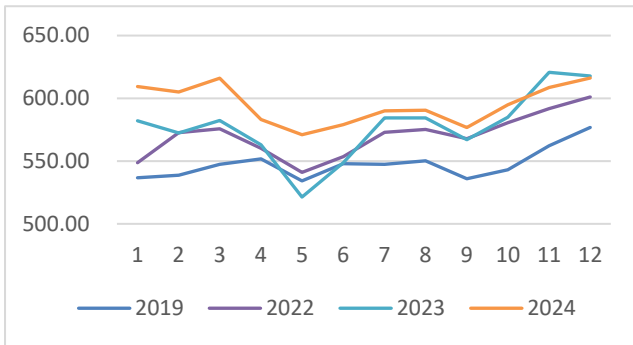
在 OPEC+ 和美国之外，今年全球原油供应的主要增长来自美洲国家。加拿大 TMX 管道在 2 季度顺利投入运营，理论出口能力增加 59 万桶/日，使油砂产区过剩的生产能力得以投入市场。4 月份加拿大油砂检修，产量环比下降 33 万桶/日；5 月份因沥青质减产，总产量环比下降 12 万桶/日。6 月份起加拿大产量预计环比上升，直至 9 月份进入常规季节性检修。3 季度加拿大产量环比增长 10 万桶/日以内，去年 3 季度环比增长为 34 万桶/日。2024 年全年加拿大产量预计同比增长 18 万桶/日。

南美巴西和圭亚那受益于几套 FPSO 装置投产，自 2023 年下半年以来产量显著提升。巴西产量在去年 11 月达到阶段性高点近 370 万桶/日，但 1 季度产量意外下行，环比减少 13 万桶/日。巴西 2 季度产量环比预计持平，3 季度有望增长 10 万桶/日。2023 年 3 季度巴西产量环比增长 30 万桶/日。圭亚那 2022 年以来在 Liza 地区分别投产了 3 期 FPSO 装置（Destiny、Unity 和 Prosperity），2024 年全年产量预计维持在 60 万桶/日左右，1 季度环比增长约 18 万桶/日，2、3 季度产量环比预计持平。

除此之外，一些传统产油国如墨西哥、英国和挪威等产量存在下行趋势。墨西哥上半年原油产量维持在 161 万桶/日左右，同比下降 7 万桶/日。北海地区 1 季度产量环比持平，通常 6-8 月份因油田检修，产量降至年内低点，在 2023 年 3 季度产量环比下降了 12 万桶/日。

图 8：加拿大原油产量及预测

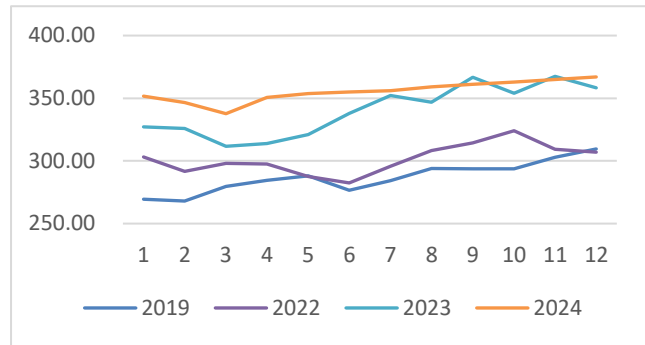
单位：万桶/日



数据来源：彭博，银河期货

图 9：巴西原油产量及预测

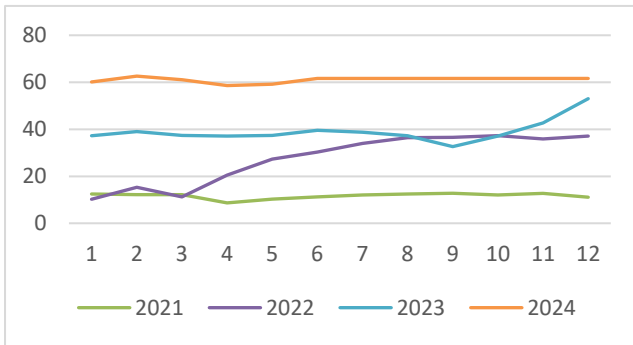
单位：万桶/日



数据来源：彭博，银河期货

图 10：圭亚那原油产量及预测

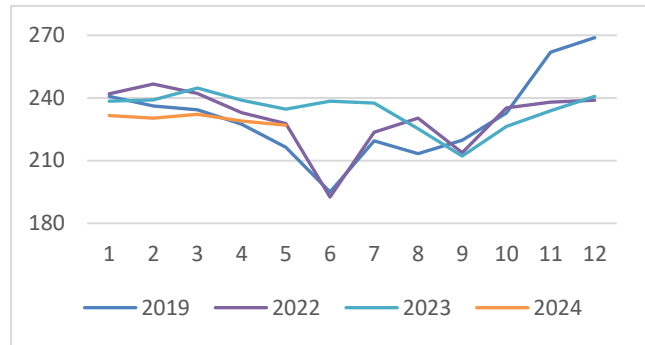
单位：万桶/日



数据来源：彭博，银河期货

图 11：北海原油产量

单位：万桶/日



数据来源：彭博，银河期货

综上，我们预计 3 季度全球原油产量将环比增长 35 万桶/日，主要由美国、加拿大和巴西贡献。OPEC+3 季度产量中性预期为持平，乐观情景下伊拉克等国补偿减产到位，总产量环比下降 10~20 万桶/日，悲观情景下各国减产执行力度不及预期，产量环比小幅增长。

3 季度之后，美国原油产量预计仍维持正增长，2025 年同比增幅预期在 40 万桶/日以上。巴西从当前至 2025 年底还有 6 套 FPSO 待投产，总产能达到 100 万桶/日。圭亚那 Liza 地区第四期 FPSO 装置 Yellowtail 预计于 2025 年下半年投产，新增原油产量超过 20 万桶/日。到 2025 年底，全球非 OPEC 原油供应增幅在 150 万桶/日以上，供应端利空较难化解，油价长周期压力较大，也给 OPEC 带来较大的挑战，未来存在进一步延长减产的可能。

## 二、旺季来临需求环比增长

需求方面，我们认为在全球宏观经济平稳的情景下，3 季度需求的增长主要源自季节性因素。其中包括中东、南亚地区季节性发电对原油、燃料油等重质油品的消费，北半球出行高峰对汽油和航煤消费的支撑，以及 9、10 月份基建高峰期对柴油的消费。纵观三大机构对全年消费的预测，尽管统计口径各有差异，但 3 季度需求环比增幅显著，均值在 100 万桶/



日以上。同比来看，IEA、EIA 和 OPEC 对 2024 年 3 季度全球石油消费同比增幅的预期分别为 90 万桶/日、100 万桶/日和 268 万桶/日，OPEC 明显过于乐观，且近几月来几乎未调整需求预测，我们认为市场中性预期的同比增幅在 100 万桶/日左右。

我们认为下半年原油需求的增长分为两个阶段，夏季为上半场，取决于汽油和航煤的表现，秋冬为下半场，取决于柴油的表现。

3 季度出行旺季的兑现为大概率事件，2024 年为新冠疫情爆发后的第四年，民众的出行热情已经大幅改善，国际航班数量也有显著增长。美国运输安全管理局（TSA）数据称，今年 5 月份阵亡将士纪念日长周末期间，乘坐飞机出行的乘客数量比 2024 年同期增长了 6%。美国汽车协会（AAA）预计，今年美国独立日假期期间，参与地面长距离旅行的游客数量同比增长 4.8%，乘坐飞机旅行的游客数量同比增长 6.9%。

但值得注意的是，出行指标的增长并非完全等同于燃料消费的增长，考虑到燃油效率的提升、新能源交通工具的替代等因素，预期燃料消费很难再超过 2019 年的高点。EIA 数据显示，截止 6 月中旬，美国汽油消费（4 周平滑）达到 907 万桶/日，低于去年同期 10 万桶/日，低于去年最高点约 30 万桶/日。2019 年 6 月份美国汽油消费已经达到 970 万桶/日，且几乎延续到了 8 月下旬。航煤消费则相对乐观，6 月中旬已经达到 172 万桶/日，高于去年同期 20 万桶/日，较 2019 年同期略低 7 万桶/日。

随着出行旺季的逐步兑现，预计美国汽油消费将缓慢增长，对消费量的绝对值不应抱有过高期待。航煤消费维持强劲并有望超过疫情前水平，已经成为市场的主流预期。

柴油方面，从季节性来看，预计在 8 月份之前，北半球的柴油消费仍处于淡季。4 季度前夕，中国“金九银十”的基建旺季有望带动柴油消费回升。同时欧洲央行已经开始降息，工业活动有望回暖。过去两年，欧洲连续经历了两个暖冬，取暖需求弱于平均水平，今冬气温若能维持在平均水平，则冬季柴油消费有望同比增长。4 季度柴油消费的实际表现将成为影响油价走势的重要因素。

图 12：三大机构季度需求预测

单位：百万桶/日

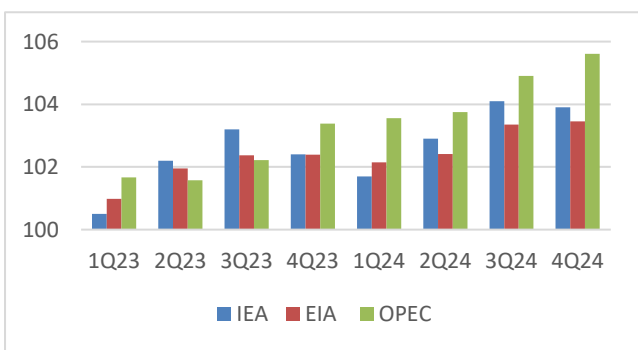
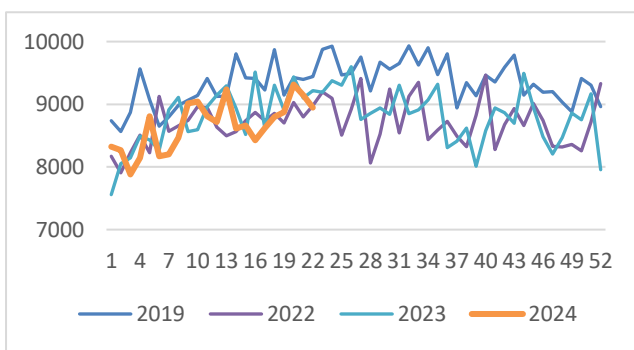


图 13：美国周度汽油消费

单位：千桶/日



数据来源：彭博，EIA，IEA，OPEC，银河期货

数据来源：彭博，EIA，银河期货

图 14: 美国周度柴油消费

单位: 千桶/日

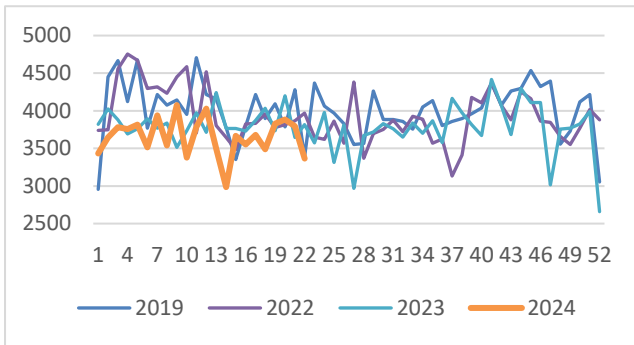
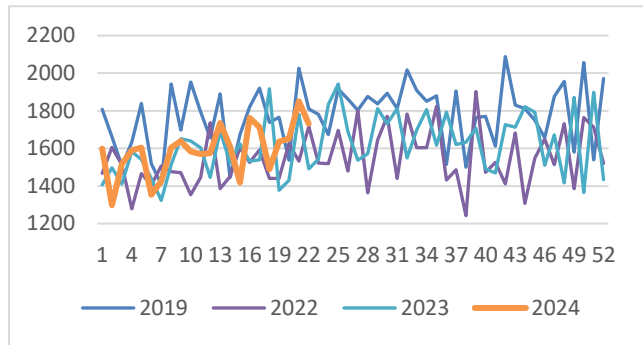


图 15: 美国周度航煤消费

单位: 千桶/日



数据来源: 彭博, EIA, 银河期货

数据来源: 彭博, EIA, 银河期货

### 三、旺季去库推动价格中枢上移

4 月份, 全球岸罐库存累库 271 万桶/日, 其中商业岸罐库存累库 245 万桶/日, 战略库存累库 26 万桶/日, 但水上库存总体录得去库, 总卫星库存累库 196 万桶/日。

5 月份全球岸罐库存去库 102 万桶/日, 其中商业岸罐库存去库 66 万桶/日, 战略库存去库 35 万桶/日, 水上库存小幅累库, 总卫星库存去库 70 万桶/日。

6 月上半月全球岸罐库存累库 142 万桶/日, 其中商业岸罐库存累库 92 万桶/日, 战略库存累库 50 万桶/日, 水上库存大幅去库, 总卫星库存去库 117 万桶/日。综上, 二季度至今全球商业岸罐库存累库 88 万桶/日, 总卫星库存累库 31 万桶/日, 二季度最终大概率为小幅累库的格局, 考虑到 3 季度供需平衡缺口环比扩大约 50-100 万桶/日, 则 3 季度总库存变动预计为去库 50 万桶/日左右, 旺季油品去库预期支撑油价上行, 但去库幅度整体有限, 商业库存预计沿着五年均值水平季节性下行, 油价估值中枢上移但上方高度有限, 不考虑极端天气、地缘冲突等驱动下, 库存估值模型支撑 Brent 运行区间在 75-90 美金/桶。

图 16: 全球原油库存: 岸罐+水上

单位: 千桶

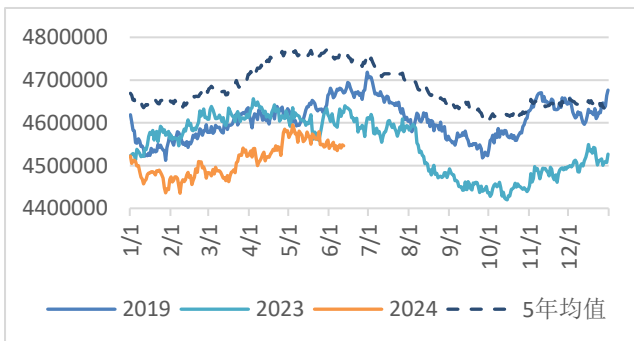
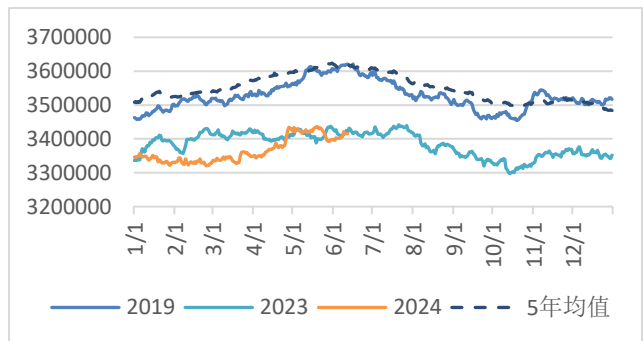


图 17: 全球原油库存: 总岸罐

单位: 千桶



数据来源: Kpler, 银河期货

数据来源: Kpler, 银河期货

图 18: 全球原油库存: 水上

单位: 千桶

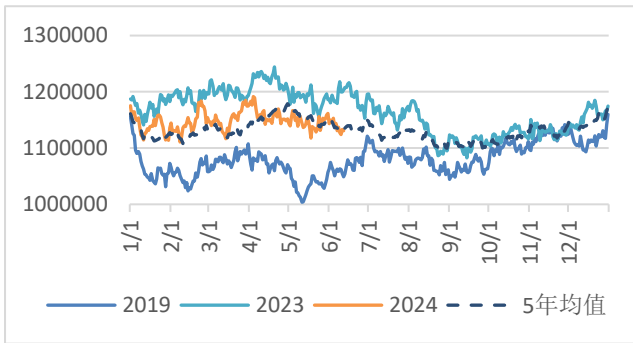
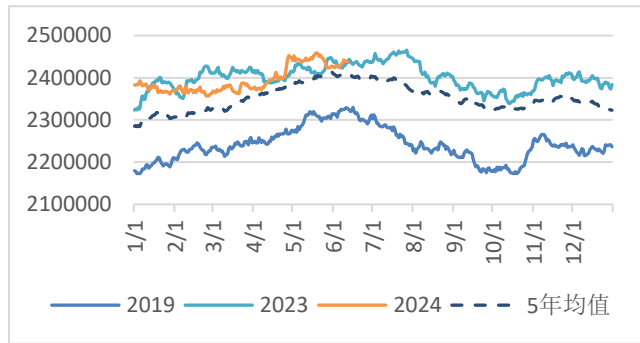


图 19: 全球原油库存: 商业岸罐

单位: 千桶



数据来源: Kpler, 银河期货

数据来源: Kpler, 银河期货

图 20: 中国原油卫星库存

单位: 千桶

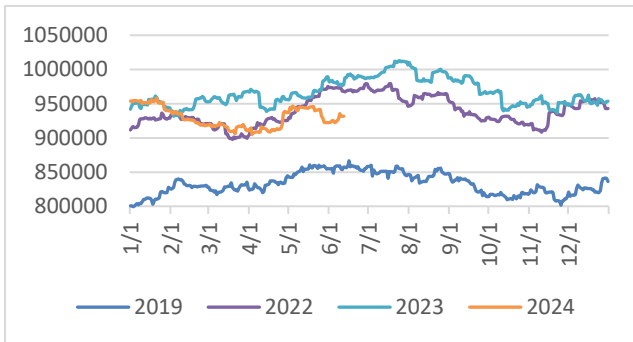
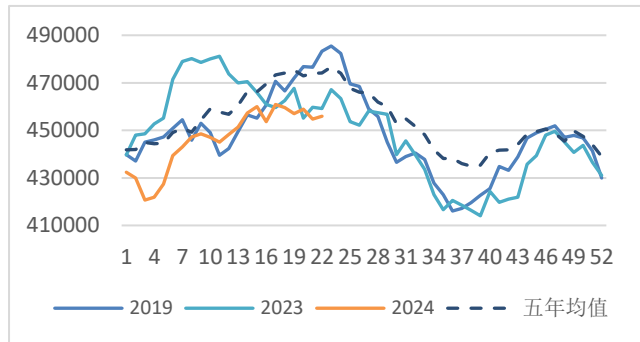


图 21: 美国原油商业库存

单位: 千桶

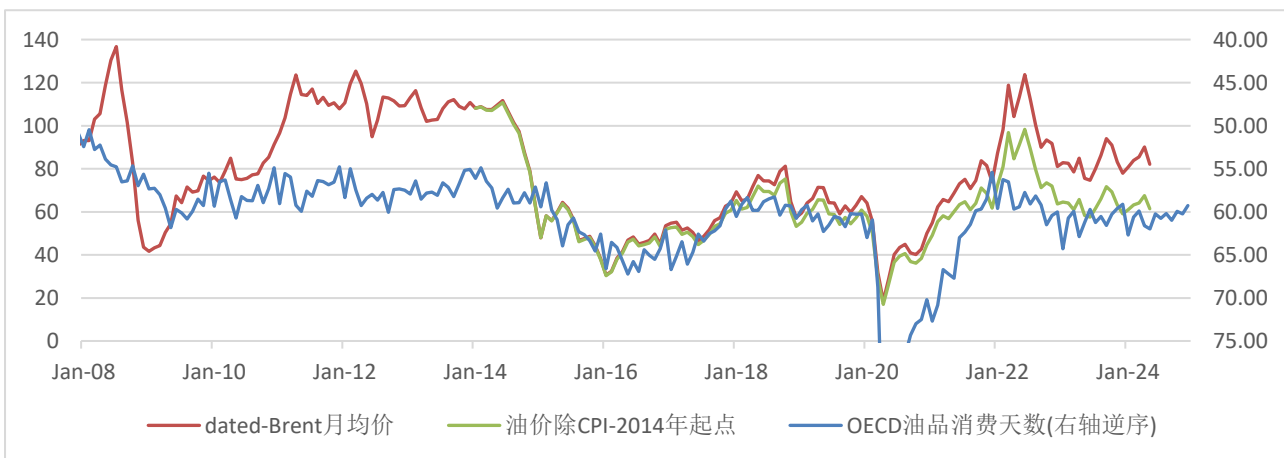


数据来源: Kpler, 银河期货

数据来源: EIA, 银河期货

图 22: 原油价格与 OECD 商业库存天数对比

单位: 天、美金/桶



数据来源: EIA, 彭博, 银河期货



### 第三部分 炼油：炼能同比大增，下游压力增加

2023 年是全球炼厂投产大年，年初美国 Beaumont 炼厂（25 万桶/日）投产，此后投产的炼厂大多集中在苏伊士以东地区。包括：

科威特 Al-zour 炼厂自 2022 年底开始试车，直到 2023 年 12 月终于开满 3 套常减压装置，总炼油能力达到 61.5 万桶/日，24 年 3 季度较去年同期炼油能力增长超过 20 万桶/日。

伊拉克 Karbala 炼厂自 2023 年初开始试车，当年 2 季度运行负荷达到 50%，2024 年年初满开，炼油能力 14 万桶/日。2024 年 2 月底，伊拉克重启了位于 Baiji 综合体的一套炼厂，炼油能力为 15 万桶/日，24 年 3 季度较去年同期炼油能力增长超过 20 万桶/日。

阿曼的 Duqm 炼厂在 2024 年年初开始试车，到 2 季度末已经接近满开，总炼油能力为 23 万桶/日，24 年 3 季度较去年同期炼油能力增长超过 20 万桶/日。

以上，2024 年 3 季度仅中东地区新增炼油能力较 23 年同期已经增长了 60 万桶/日。

此外，大西洋盆地的两套新炼厂即尼日利亚 Dangote（65 万桶/日）和墨西哥 Olmeca（34 万桶/日）也计划在 2024 年投产，前者在 4、5 月份已经稳定开至 50% 负荷，原油加工能力超过 30 万桶/日，但二次装置投产进度依然靠后，未来进一步提升符合的空间有限，24 年 3 季度较去年同期炼油能力增长超过 30 万桶/日。而墨西哥的新炼厂投产进度一直不及预期，官方给出的最乐观的预期是在 2024 年底达到 50% 负荷，但市场大多预期该炼厂今年年内开工无望。

大西洋盆地在 2024 年 3 季度的总炼能与 23 年同期差别不大，但 23 年夏季因高温等原因导致上述地区炼厂开工明显受限。3 季度美国炼厂加工量平均值为 1650 万桶/日，低于 2019 年同期 1715 万桶/日水平。2024 年 6 月中旬，美国炼厂加工量已经大幅上升至 1710 万桶/日以上，若这一水平能够维持，则 3 季度炼油能力同比增长超过 50 万桶/日。

欧洲市场在 4、5 月份炼厂开工持续下滑，5 月份加工水平接近三年低点，检修季结束后，6 至 8 月份开工环比增幅预计在 60~70 万桶/日左右。

综上，我们认为在中性情境下，3 季度全球炼厂开工环比和同比都有较大的提升空间，IEA 给出的开工增幅预期有望兑现，而原油进料需求增幅可能高于油品终端需求增幅，这可能导致原油去库幅度超预期，但累库的压力被转移到了成品油环节。

图 23：全球炼厂进料预测

单位：百万桶/日

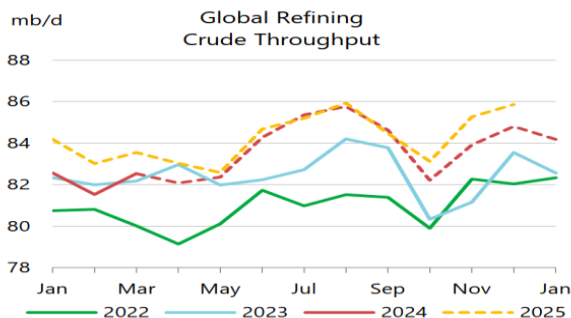
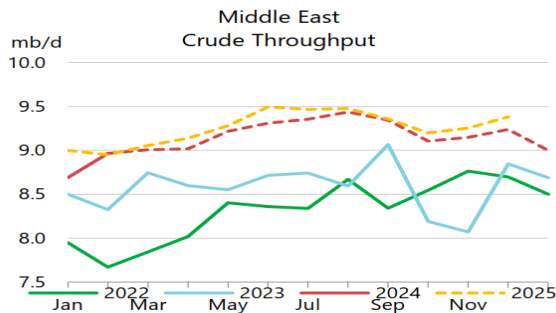


图 24：中东炼厂进料预测

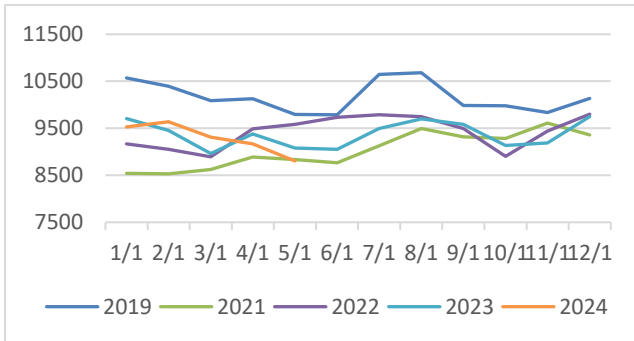
单位：百万桶/日



数据来源：IEA，银河期货

图 25：欧洲 16 国炼厂进料量

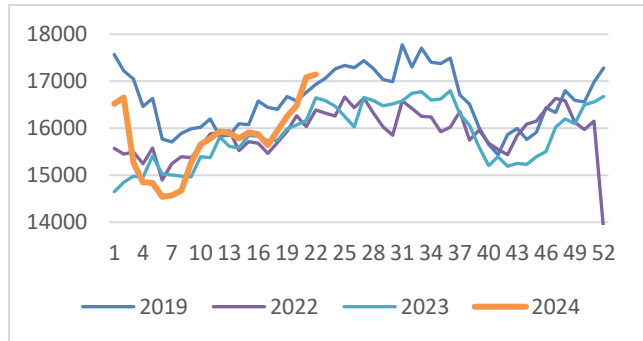
单位：千桶/日



数据来源：IEA，银河期货

图 26：美国炼厂进料量

单位：千桶/日



数据来源：路透，银河期货

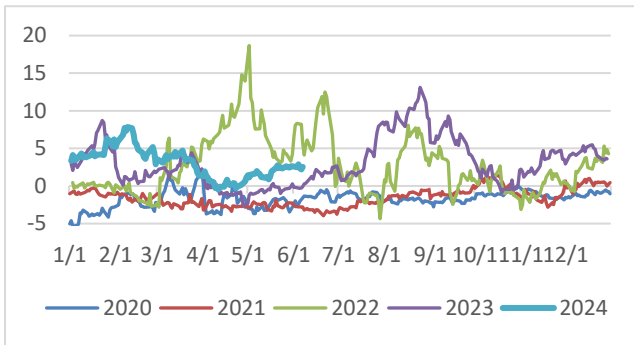
数据来源：EIA，银河期货

当然，炼厂开工能否稳定提升，还需要动态观测诸多指标。首先是加工利润。分地区来看，4 月份油价跌破 90 美金/桶后，欧洲炼厂加工利润较 1 季度末有了一定程度改善，当前利润水平与去年同期基本一致，且显著高于俄乌战争之前的水平，支撑后期炼厂利润上行。美国炼厂加工利润在旺季临近前持续走弱，主要由于炼厂开工超预期回升且成品油消费表现一般所致。考虑到当前开工已在高位，且拜登政府存在保供汽油稳定物价的意愿，3 季度开工水平大概率能够维持。亚洲炼厂利润在上半年表现平平，尽管仍处于五年区间上沿水平，但绝对水平偏低，部分简单型炼厂已经进入亏损状态，日韩炼厂在 2 季度已经宣布检修。我们认为亚洲炼油市场当前面临的格局是中东新增炼能对亚太传统炼厂的挤压，中东炼厂具有更强的成本优势，新炼厂投产后提负的确性更强，一定程度上弥补了亚太炼厂的检修损失。

其次是高温、飓风以及地缘冲突对炼厂运行的影响。2023 年夏季高温对欧美炼厂造成了较大压力，导致开工未能稳定上行，叠加彼时中东炼厂投产进度不及预期，旺季炼能短缺造成了罕见的原油价格、汽柴油裂解、高硫燃料油裂解同步上涨的结果。今夏天气因素预计仍有可能带来一定扰动，中东、欧洲气温高于 30 年均值，美国墨西哥湾飓风季强度显著高于过去两年，均有可能对炼油装置造成显著影响，导致成品油裂解阶段性冲高。此外，今年以来乌克兰持续袭击俄罗斯炼厂，俄罗斯在国内炼厂开工下降的同时还面临较大的保供压力，柴油出口数量已经逐月下降，下半年可能再度推出成品油出口禁令，进而提振全球柴油市场。

图 27: 西北欧简单型炼厂利润

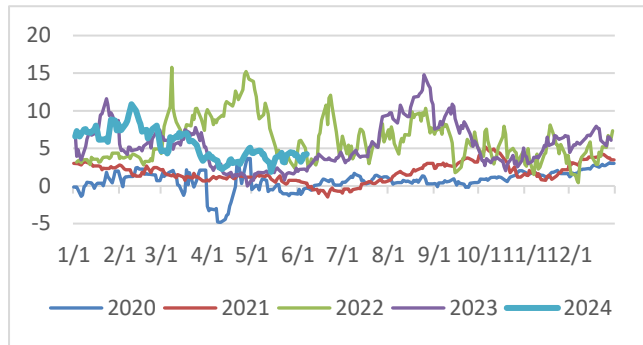
单位: 美金/桶



数据来源: 彭博, 银河期货

图 28: 美湾简单型炼厂利润

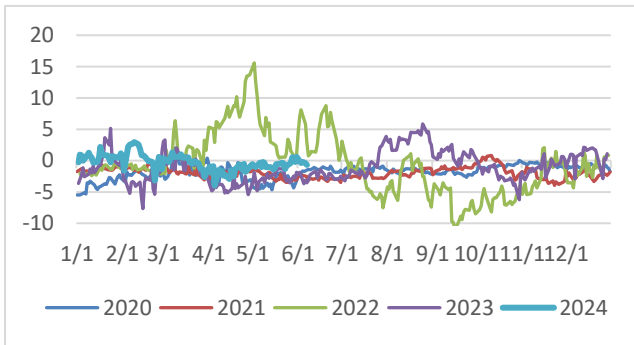
单位: 美金/桶



数据来源: 彭博, 银河期货

图 29: 亚太简单型炼厂利润

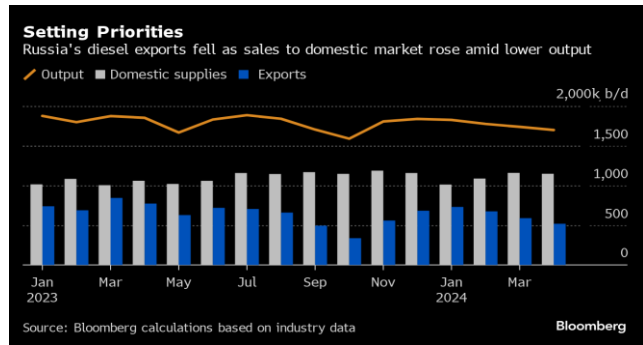
单位: 美金/桶



数据来源: 彭博, 银河期货

图 30: 俄罗斯柴油出口量

单位: 千桶/日



数据来源: 彭博, 银河期货

最后, 我们认为中国的石油消费复苏可能是拉动旺季原油需求的最后一棒。当前国内成品油尤其是柴油需求偏弱, 2 季度炼厂利润表现平平, 6 月以来随着主营和地炼共同降负挺价, 成品油价格得以持稳。7 月份受到雨季的影响, 国内出行、基建仍处于淡季, 炼厂大概率维持低开工运行。8 月份之后中国需求能否复苏, 以及 4 季度裕龙石化能否顺利开工成为影响油价中长期走势的重要因素。下半年国内出台的相关政策传统金九银十旺季来临后汽柴油消费的实际表现成为未来主要的关注点。

图 31: 山东汽油-Brent 裂解价差

单位: 美金/桶

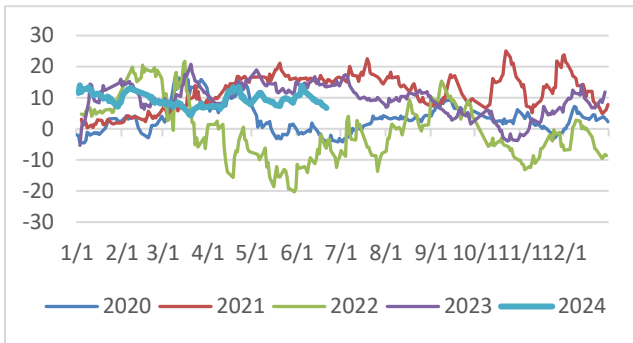
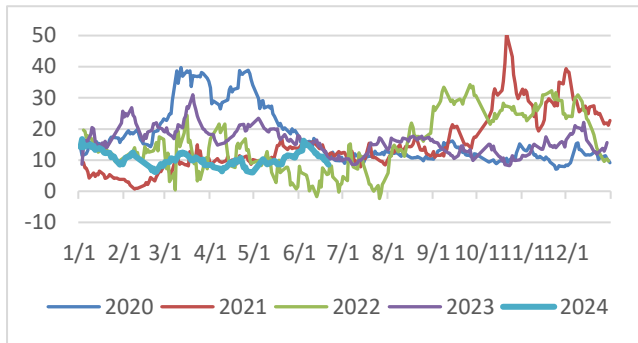


图 32: 山东柴油-Brent 裂解价差

单位: 美金/桶



数据来源: 彭博, 隆众, 银河期货

数据来源: 彭博, 隆众, 银河期货

图 33: 中国主营炼厂开工率

单位: %

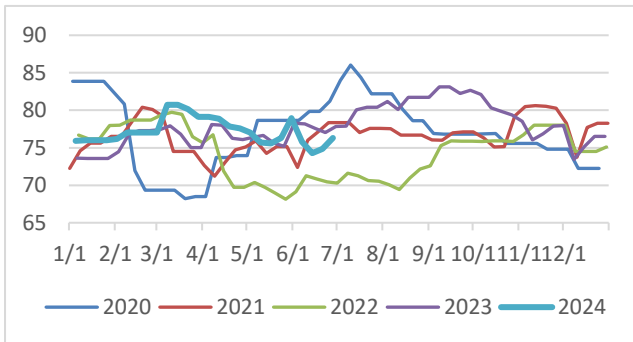
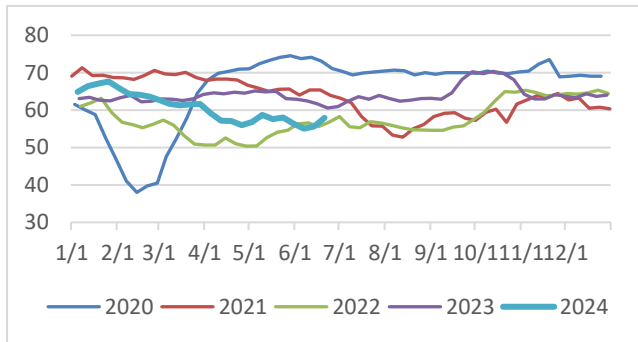


图 34: 中国独立炼厂开工率

单位: %



数据来源: 隆众, 银河期货

数据来源: 隆众, 银河期货

2023 年 3 季度海外成品油基本未能去库, 2024 年若炼厂开工稳定上升, 则成品油大概率累库。当前欧美汽油库存已经基本处于五年均值水平, 柴油库存从两年前低位回升, 4 季度前, 柴油库存若持续上升, 则冬季即使取暖需求兑现, 柴油裂解也缺乏大幅上行的驱动。

图 35: 欧洲 16 国汽油库存

单位: 百万桶

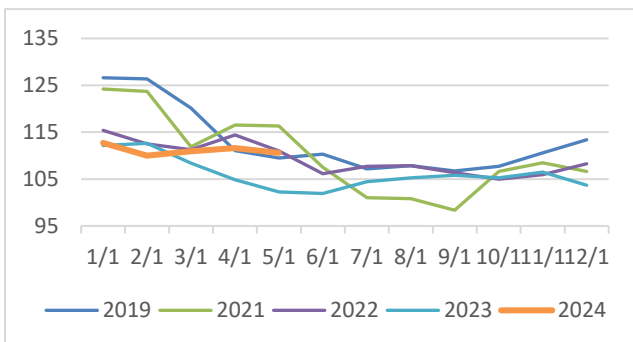
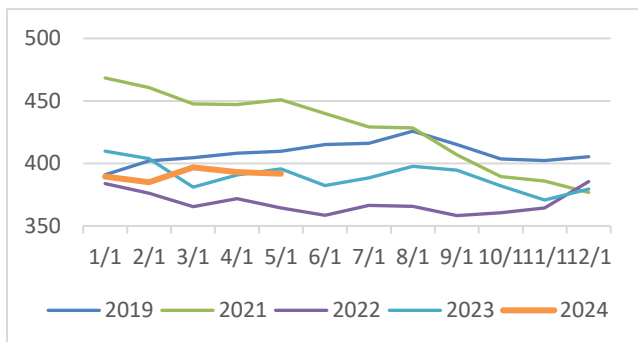


图 36: 欧洲 16 国柴油库存

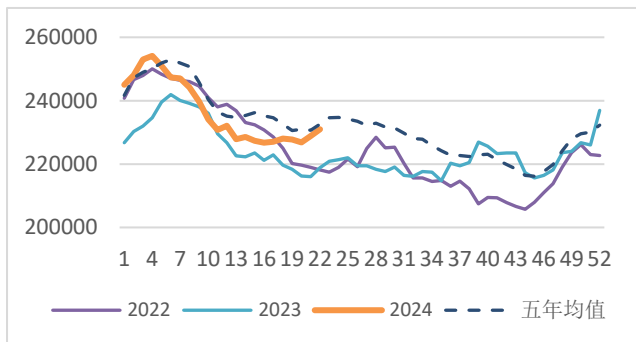
单位: 百万桶



数据来源：路透，银河期货

图 37：美国汽油库存

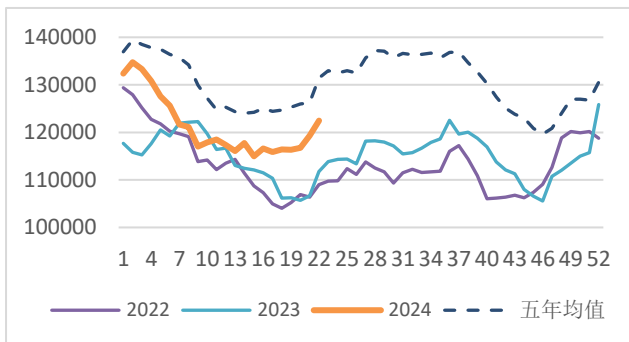
单位：千桶



数据来源：路透，银河期货

图 38：美国柴油库存

单位：百万桶



数据来源：EIA，银河期货

数据来源：EIA，银河期货

## 第四部分 地缘和宏观对油价的驱动路径

当下，俄乌战争仍在持续，去年以来的哈以战争，虽然未能驱使伊朗正面进入战场，但伊朗代理人如黎巴嫩真主党等与以色列发生武装冲突，胡塞武装持续在红海袭击船只导致船舶大规模绕航。我们认为未来地缘冲突对油品的影响存在如下路径。

今年以来，乌克兰持续袭击俄罗斯炼厂，3、4 月份俄罗斯炼厂开工下降导致原油出口被动增加。2 季度是俄罗斯炼厂检修高峰，俄罗斯在国内炼油水平下滑的同时还面临着逐渐上升的保内需的压力，最终导致今年以来，俄罗斯柴油出口持续下降。6 月份乌克兰对俄罗斯的炼厂袭击频次有所上升，俄方对炼厂实际损失公布的信息愈发模糊，未来成品油出口也有可能受到进一步影响，边际上利好柴油供需格局的改善。

红海危机仍在持续，胡塞武装的袭击导致油轮大规模绕航，跨苏伊士的航线运费高企，造成了原油和成品油市场的结构性矛盾。EIA 资料显示，由于商船避开了中东的咽喉要道，绕行好望角周围的原油和石油产品的数量在 2024 年前五个月比 2023 年的平均水平增加了近 50%。

原油市场影响相对较小，俄乌战争过后，东西方原油贸易格局基本重塑，北美地区自给自足的同时大量出口至欧洲，中东原油越来越多在本地消化，其余主供亚洲市场，俄油买家主要为中国和印度，红海危机对俄油贸易物流影响相对有限。

当前红海绕航的影响更多体现在成品油端，亚太市场原本是全球成品油价格洼地，中东炼厂大规模投产后，由于红海航线受阻，导致增产的成品油集中投放至本就过剩的亚太市场，使得亚洲炼厂加工利润明显低于欧美市场。动态来看，红海危机的影响边际走弱，一旦未来危机解除，东西方油品套利空间再度开启，则可能趋势欧洲和亚洲成品油价差收窄，亚洲炼厂利润改善的同时，Brent-Dubai EFS 价差也有望再度下行。

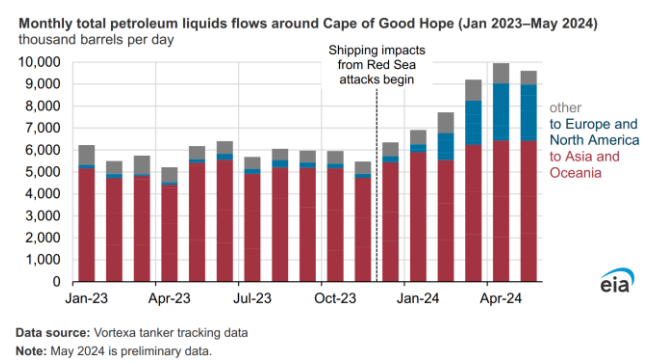


图 39：红海危机对油品套利物流的影响



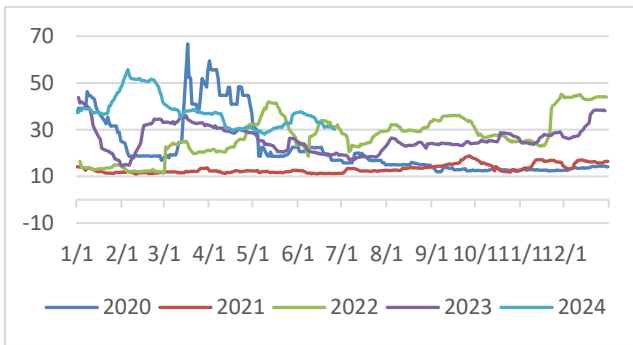
数据来源：EIA，银河期货

图 40：红海危机之后绕行好望角的油轮运量 单位：千桶/日



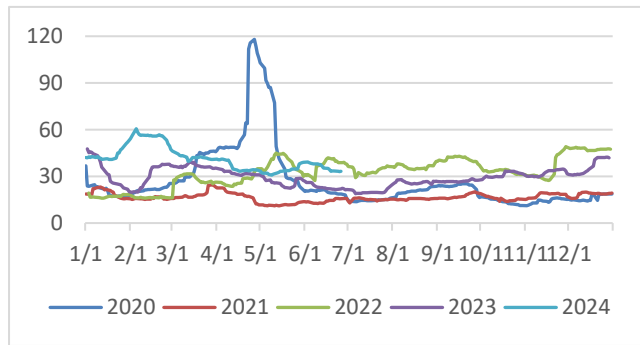
数据来源：EIA，银河期货

图 41：重油 VLCC 鹿特丹-新加坡运费 单位：美金/吨



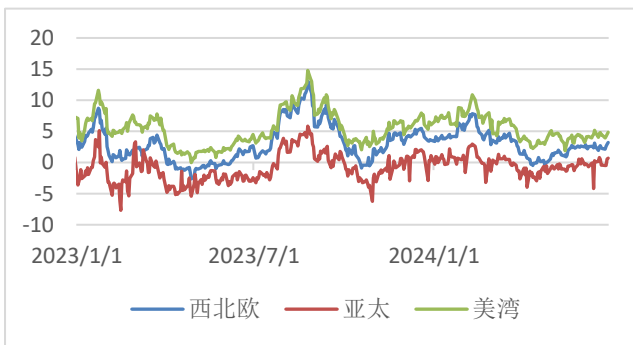
数据来源：路透，银河期货

图 42：轻油 120kt 鹿特丹-新加坡运费 单位：美金/吨



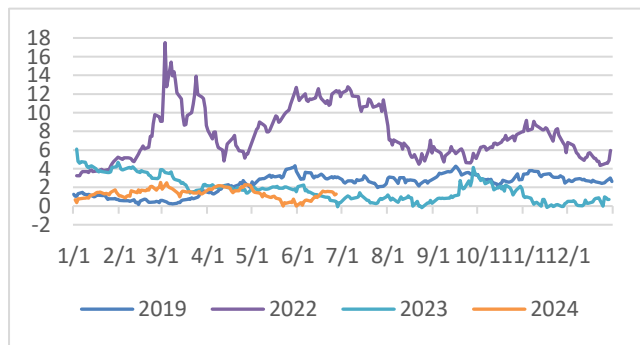
数据来源：路透，银河期货

图 43：三地简单型炼厂加工利润对比 单位：美金/桶



数据来源：彭博，银河期货

图 44：Brent-Dubai EFS 价差 单位：美金/桶



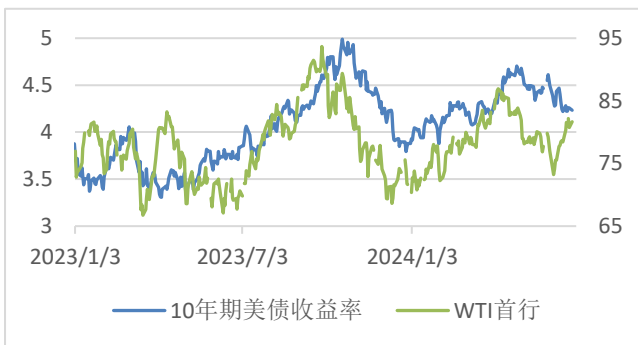
数据来源：路透，银河期货

宏观方面，从 2023 年以来，油价在绝大部分时间与美债收益率呈现同涨同跌的正向联动，这与传统的认知是相反的。从 23 年下半年开始，市场开始计价美联储的降息预期，通常而言，当预期利率下行时，美元走弱，以美元计价的大宗商品价格往往上涨，油价的日内波动中与美元指数的走势呈现短期的负相关，但从日度以上的长周期尺度来看，油价反而与利率同涨同跌。反观对美金和通胀预期十分敏感的贵金属，如黄金的价格就在多数时间与美债收益率呈现反向波动。对此，我们认为可以通过两个角度进行解释。首先，相比于对通胀敏感的贵金属和有色等品种，油价在近一年来的价格涨幅明显偏弱，抛开 2016 年 OPEC 与页岩油打价格战、2020 年新冠疫情爆发等原油自身基本面出现重大利空的特殊时间段，当前金油比价、铜油比价均已经上升至 2008 年金融危机以来的高位水平，原油相比上述品种的涨幅明显偏弱，因此当美联储降息预期弱化、利率走强美金走强的过程中，油价受到的压制要明显低于其他品种。

另一方面，当降息预期强化，往往伴随着美国经济数据走弱，预示着美国经济开始走弱甚至出现衰退的可能，这使得本就脆弱的原油需求再度蒙上阴影。降息带来的再通胀预期对油价的利多不急需求崩塌带来的利空，在这一逻辑之下，油价会随着利率的下行而同步下跌。

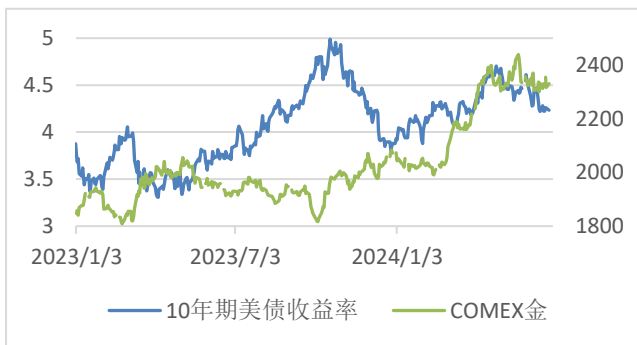
因此我们认为未来油价大概率仍将与利率保持正向联动，当前美国经济韧性仍存，美联储年内降息预期弱化，高利率的维持对经济的副作用持续积累。美联储在今年美国大选的环境中，较难容忍通胀反弹，未来降息的主要驱动大概率是经济已经出现确定性走弱，而经济的下行具有惯性，降息初期的正向刺激利多有限，油价可能会出现持续性的下跌。

图 45：油价与美债收益率走势对比 单位：美金/桶，%



数据来源：彭博，银河期货

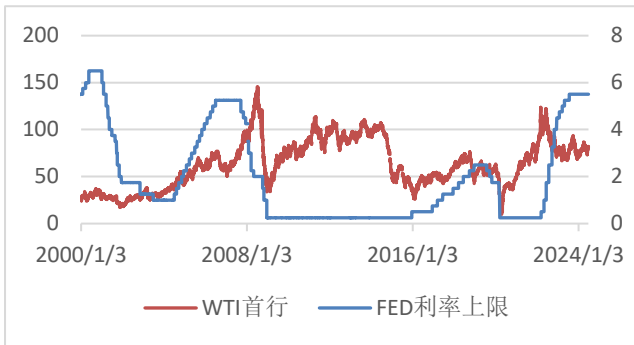
图 46：金价与美债收益率走势对比 单位：美金/盎司，%



数据来源：彭博，银河期货

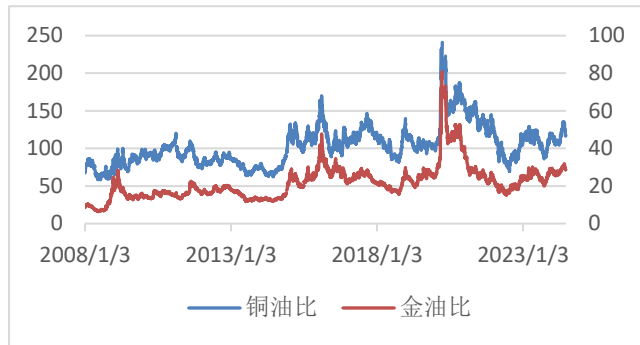
图 47：联邦基金利率与油价对比

单位：美金/桶、%



数据来源：彭博，银河期货

图 48：黄金/原油比价、铜/原油比价



数据来源：彭博，银河期货

## 第五部分 总结与展望

3 季度宏观环境维持平稳预期，夏季出行和发电需求支撑油品消费旺季，关注汽油和航煤需求的实际表现；秋冬工业和取暖需求决定石油消费能否有进一步支撑，关注柴油需求能否逐步改善。

3 季度全球石油供需平衡预计呈现 50 万桶/日左右的缺口，去库支撑油价估值上行，Brent 运行区间预计在 75-90 美金/桶。

2024 年全球炼油能力同比大幅增长，若炼厂开工持续回升，原油去库幅度可能超预期，但会进一步加剧成品油环节的累库压力。

旺季后半段炼厂开工围绕利润实现动态平衡，较难重现 2023 年油价、主副产品裂解同步上涨的局面。

夏季极端天气、地缘冲突等突发事件对供应端影响更明显，使油价波动加剧，存在阶段性冲高驱动。

OPEC 闲置产能高位，非 OPEC 中长期仍有较大增产潜力，叠加需求前景预期一般，油价中长期供需基本面偏空。但宏观经济、地缘冲突以及 OPEC 的产量政策均存在较多不确定性，油价预计仍呈现宽幅震荡的局面。

### 策略推荐：

1. 单边：区间震荡思路，3 季度初期以逢低做多、卖看跌为主。当前原油波动率低位，临近区间上下沿推荐买入期权做多波动率。

2. 套利：看多 Brent 和 WTI 月差，海外汽油裂解价差长周期看空，柴油裂解价差存在阶段性反弹机会。

(以上观点仅供参考，不作为入市依据)

## 作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的报酬。

## 免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

## 联系方式

### 银河期货有限公司 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

网址：[www.yhqh.com.cn](http://www.yhqh.com.cn)

电话：400-886-7799