

## 兴尽悲来，识盈虚之有数

## 摘要

- 2024 上半年国内外原油期货价格呈现先扬后抑的走势。油价在多空力量相互博弈背景下，呈现出上有顶，下有底的运行特征。可以说“油市多空博弈加剧”和“油价呈现先扬后抑”成为 2024 上半年国内外原油期货运行的核心字眼。
- 2024 下半年宏观面料维持中性偏空格局。从宏观面的角度来讲，由于美国通胀在 3-4 月份数据出现反复，导致上半年偏乐观的美联储降息预期转变为偏悲观的降息幅度缩减的现实。目前 G7 中的加拿大央行和欧洲央行均纷纷采取降息举措，美联储下半年能否在 9 月或 12 月出台降息变得较为敏感和重要。宏观情绪引发商品期货价格波动性逐渐提升，后续仍需关注美联储会议纪要的偏鹰派基调能否缓和并重新转向鸽派。宏观因子驱动对于下半年原油期货价格仍属于偏强影响。
- 2024 下半年全球原油市场供需结构或转弱。从原油供需结构来看，6 月初 OPEC+产油国会议结果不及市场预期，仅仅延长了产油国的减产时间周期，并未进一步扩大产油国的减产幅度。且 OPEC+产油国内部出现分歧，沙特和俄罗斯主导多数减产份额，而伊朗则豁免减产，产量逐月稳步增加，伊拉克和科威特纷纷小幅增产则半数抵消沙特减产所做的贡献。供应偏紧优势有所减弱，产油国难以形成减产合力。从需求角度来看，虽然三季度处于北半球用油消费淡季，但欧洲航空业景气度下滑，柴油需求不佳，导致原油消费预期或减弱。国际三大能源机构除了 OPEC 维持今年原油需求增速不变外，其他两大机构均连续两个月下调原油需求增速水平，弱需因子凸显。整体来看，下半年全球原油供需预期有转弱迹象。此外，地缘因素角度来看，俄乌冲突依然不断且存在衍生风险，乌克兰频频威胁俄罗斯境内的原油设施和运输导致供应端存在隐患，而中东地区依然矛盾重重，巴以冲突未见缓和，伊朗也门胡塞武装对抗美以的态势仍在持续中，地缘风险给予原油期货的溢价机会仍旧值得关注。
- 2024 下半年原油维持宽幅震荡。预计 2024 下半年国内外原油期货价格有望维持宽幅区间震荡走势，回撤空间较为有限。

(仅供参考，不构成任何投资建议)



## 原油-SC

## 宝城期货研究所

姓名：闫振兴

宝城期货投资咨询部

从业资格证号：F03104274

投资咨询证号：Z0018163

电话：0571-87633890

邮箱：

lvzhenxing@bcqhgs.com

报告日期：2024 年 6 月 21 日

作者声明：

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，期货投资咨询资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 目录

1 2024 上半年国内外原油走势回顾 .....	5
2 2024 下半年国内外宏观形势展望 .....	6
2.1 美国通胀缓慢回落 降息预期下降 .....	6
2.2 2024 下半年国内经济延续回升向好态势 .....	10
3 2024 下半年年全球原油供需基本面展望 .....	14
3.1 OPEC+产油国延长减产措施时间周期 .....	14
3.2 2024 下半年全球原油消费预期被调降 .....	错误！未定义书签。
3.3 2024 下半年中东与俄乌衍生风险扩大 .....	20
3.4 2024 年 1-5 月我国原油进口由增转降 .....	错误！未定义书签。3
3.5 2024 上半年欧美原油非商业净多头寸强弱分化 .....	错误！未定义书签。5
4 总结 .....	错误！未定义书签。

## 图表目录

图 1 国内原油期货主力合约走势图 .....	5
图 2 美国 WTI 原油期货连续合约走势图 .....	5
图 3 布伦特原油期货连续合约走势图 .....	6
图 4 原油基差走势图 .....	6
图 5 欧美制造业 PMI 走势图 .....	8
图 6 美国 10 年期和 2 年期国债收益率走势图 .....	8
图 7 美联储 2024 年 6 月议息会议利率点阵图 .....	9
图 8 2024 上半年美联储联邦基金利率走势图 .....	9
图 9 美国非农就业人数走势图 .....	10
图 10 美国失业率走势图 .....	10
图 11 美国 CPI 同比增速走势图 .....	11
表 1 2022-2024 年中国政府工作报告主要数字及预期目标 .....	14
图 12 2019-2024 年我国季度 GDP 增速 .....	14
图 13 我国官方和财新制造业 PMI 走势图 .....	14
图 14 我国工业增加值月度同比走势图 (%) .....	14
图 15 我国固定资产完成额增速走势图 (%) .....	15
图 16 我国房地产开发投资增速走势图 (%) .....	16
图 17 社会零售额增速走势图 (%) .....	16
图 18 国内 M1 和 M2 同比增速走势图 .....	16
图 19 我国月度社会融资规模走势图 .....	17
图 20 国内 CPI 和 PPI 同比增速走势图 .....	16
图 21 我国发电量及同比增速走势图 .....	17
图 22 OPEC 原油产量月度走势图 .....	23
图 23 沙特原油产量月度走势图 .....	23
图 24 伊朗原油产量月度走势图 .....	23
图 25 委内瑞拉原油产量月度走势图 .....	23
图 26 伊拉克原油产量月度走势图 .....	23
图 27 阿联酋原油产量月度走势图 .....	23
图 28 美国原油产量走势图 (千桶/日) .....	23
图 29 美国活跃石油钻井平台数量走势图 .....	23
图 30 美国七大产区新井单井产出走势图 .....	23
图 31 全球主要产油国原油生产成本对比图 .....	24

表 2 2019-2024 年全球原油年度供需平衡表 .....	28
图 32 2014-2023 年美国炼油厂产能利用率走势图 .....	28
图 33 2013-2023 年美国商业原油周度库存走势图 .....	29
图 34 2014-2023 年美国战略石油储备库存量（千桶） .....	29
图 35 2005-2023 年美国库欣地区原油库存量走势图（千桶） .....	29
图 36 俄乌冲突陷入僵持化阶段 .....	31
图 37 中东地区巴以冲突不断或诱发产油区潜在风险 .....	32
图 38 巴以冲突持续加剧或成为第二个俄乌战争 .....	32
图 39 国内规模以上工业原油产量月度走势图 .....	33
图 40 中国规模以上工业原油加工量月度走势图 .....	34
图 41 中国原油进口月度走势图 .....	34
图 42 中国原油月度进口量走势图 .....	35
图 43 WTI 原油期货基金持仓情况走势图 .....	35
图 44 布伦特原油期货基金持仓情况走势图 .....	35
图 45 布伦特-WTI 原油期货价差走势图 .....	35
表 3 2021-2024 年全球原油季度供需平衡表（单位：万桶/天） .....	35
图 46 2021-2024 年全球原油季度供需平衡推算表（单位：万桶/天） .....	36

## 1 2024 上半年国内外原油走势回顾

2024 上半年我国原油期货成交量和持仓量继续呈现稳步增长的趋势，与布伦特原油期货的成交量差距越来越小，不过距离美国 WTI 原油的成交量仍有一段距离。目前我国原油期货已经成为世界排名第三的，具有一定影响力的大宗商品期货。回顾 2024 上半年国内外原油期货价格走势，总体可以归纳为以下一句话：国内外原油期货价格呈现先扬后抑的走势，油价在多空力量相互博弈背景下，呈现出上有顶，下有底的运行特征。可以说“油市多空博弈加剧”和“油价呈现先扬后抑”成为 2024 上半年国内外原油期货运行的核心字眼。

总体来看，上半年国内外原油期货市场运行轨迹分为两个阶段：第一阶段（2024 年初至 4 月上旬）：随着欧美通胀水平不断下移，美联储降息预期增强，原油等大宗商品金融属性凸显。同时俄乌战争衍生化以及中东地缘动乱持续升级的影响，国内外原油期货获得地缘溢价支撑，油价重心稳步上移。其中美国 WTI 原油期货价格自 71.71 美元/桶震荡上涨至 87.67 美元/桶，累计涨幅达 22.26%；布伦特原油期货价格自 77.39 美元/桶震荡上行至 92.18 美元/桶，累计涨幅达 19.11%，国内原油期货主力合约价格自 544 元/桶稳步上行至 682.8 元/桶，累计涨幅达 25.51 元/桶。

第二阶段（2024 年 4 月中旬至 6 月中旬）：随着欧美通胀出现反弹，美联储降息预期减弱，原油等大宗商品做多信心消失。同时中东及俄乌地缘情绪逐渐弱化，OPEC+产油国未进一步扩大减产幅度，而仅仅只采取延长减产时间周期的举措令市场预期落空。随着三大国际能源机构不断调低全球原油需求预期后，在弱需因素凸显以及宏观氛围转空的双重利空打压下，国内外原油期货价格见顶回落，步入中期下行的走势。其中美国 WTI 原油期货价格自 87.67 美元/桶震荡回落至 72.48 美元/桶，累计跌幅达 17.33%；布伦特原油期货价格自 92.18 美元/桶震荡上行至 76.76 美元/桶，累计跌幅达 16.73%，国内原油期货主力合约价格自 682.8/桶稳步下探至 570.5 元/桶，累计跌幅达 16.45%。

随着未来油市新的宏观因子和产业因子博弈逻辑登场，我们认为，2024 下半年国内外原油期货市场将开启新的运行模式。



图1 国内原油期货主力合约走势图



数据来源：博易大师、宝城期货研究所

图2 美国WTI原油期货连续合约走势图



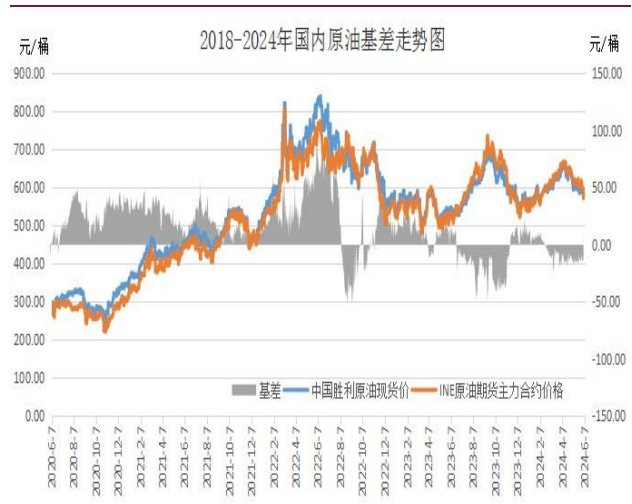
数据来源：博易大师、宝城期货研究所

图3 布伦特原油期货连续合约走势图



数据来源：博易大师、宝城期货研究所

图4 原油基差走势图



数据来源：宝城期货研究所

## 2 2024 年下半年国内外宏观形势展望

### 2.1 美国通胀缓慢回落 降息预期下降

2024年以来，从CPI到PPI再到消费者的长期通胀预期都在反复提醒市场，美国通胀得了“慢性病”，不会很快得到彻底“医治”。通胀压力强于预期，美联储首次降息节点不断被延后。据美国劳工部公布数据显示，作为左右降息预期的最关键数据之一，美国5月CPI同比上涨3.3%，与3-4月份的3.5%和3.4%相比有所回落。美国5月核心CPI同比增3.4%，与3-4月份的3.8%和3.5%相比有所回落。与此同时，美国5月生产者价格指数（PPI）同比上涨了2.2%，环比意外下降0.2%，创7个月以来最大跌幅，进一步证明通胀压力正在放缓。

受此影响，美联储于 2024 年 6 月的议息会议上继续维持基准利率 5.25%-5.5% 利率不变，符合市场预期。这是美联储连续第七次按下“暂停键”，长时间将利率维持在二十多年来的高位水平。此次暂停加息的决策，得到了 FOMC 投票委员全票赞成，也符合市场预期。在美国通胀超预期降温的背景下，当前市场更关心的是，美联储首次降息何时开启，年内将会有多少次降息。美联储的决议声明不再提“降通胀缺乏进一步进展”，而是改称，“取得适度的进一步进展”，但声明继续重申，要对通胀降至 2% 更有信心才会降息。鲍威尔在新闻发布会上也表态称，通胀已经实质性地放缓，但仍然太高，今年迄今的通胀数据还不足以给美联储降息的信心。就业增速仍然偏强劲，但速度低于一季度。据显示，美国 5 月非农就业人口增加 27.2 万人，远超市场预期的 18.5 万个。失业率升至 4.0%，为 2022 年 1 月以来首次。

作为季末的议息会议，美联储还发布了最新一季度的经济预测、利率点阵图，进一步给市场提供了判断美联储政策路径的依据。刚刚发布的 6 月“点阵图”显示，相比今年 3 月美联储公布的上次更新点阵图，本次美联储官员对今年降息的预期力度大幅下降。作为对比，在今年 3 月公布的点阵图中，有 9 人预计利率区间为 4.50% 到 4.75%，即对应年内降息三次。在点阵图中，19 位政策制定者的预期显示，年内降息幅度的中位数位于 25 个基点，较 3 月会议的 75 个基点明显收缩。其中，支持“不降息”的人数从 2 人提高至 4 人，支持“降息一次”的人数从 2 人提高至 7 人。本次对明年的降息预期幅度也下调，预计明年降幅 100 个基点。随后，美联储主席鲍威尔在新闻发布会上的讲话也释放了“鹰派”信号。他表态称，通胀已经实质性地放缓，但仍然太高，今年迄今的通胀数据还不足以给美联储降息的信心。鲍威尔的讲话以及点阵图都预示着，今年降息 1 次可能是大概率事件，即使 5 月 CPI 显示通胀改善，美联储官员也不急于降息。

步入 2024 年以来，欧元区经济有一定好转。据统计，2024 年 5 月欧元区制造业 PMI 初值 47.4，为 15 个月来新高。欧元区 5 月 Sentix 投资者信心指数从 4 月的 -5.9 回升至 -3.6，为 2022 年 2 月以来最高水平，也高于分析师预估的 -5.0。通胀方面，2024 年 5 月欧元区 CPI 上涨 2.6%。核心 CPI 上涨 2.9%。自 2022 年 7 月以来，为抑制俄乌冲突和疫后经济重启引发的高通胀，欧洲中央银行连续十次加息，累计加息 450 个基点。自去年 10 月加息按下“暂停键”至今，欧洲央行已经连续 9 个月维持利率不变。基于欧元区通胀压力缓和以及经济出现修复，欧洲央行于 2024 年 6 月 6 日抢跑美联储开启首次降息，将主要再融资利率降至 4.25%，边际贷款利率降至 4.50%，存款机制利率降至 3.75%。这是欧元区主要再融资利率和边际贷款利率自 2016 年 3 月以来首次被下调，存款利率更是自 2019 年 9 月以来首次下调。欧洲央行表示，自 2023 年 9 月的欧洲央行会议以来，通胀率下降了超过 2.5 个百分点，并且通胀前景显著改善；重申计划在 2024 年下半年削减紧急抗疫购债计划（PEPP）投资组合。决议公布后，货币市场目前预计欧洲央行年内将再降息 59 个基点，决议前是 64 个基点，也就是说，市场仍预计该行年内将总计降息 2-3 次之间。除了此次 6 月会

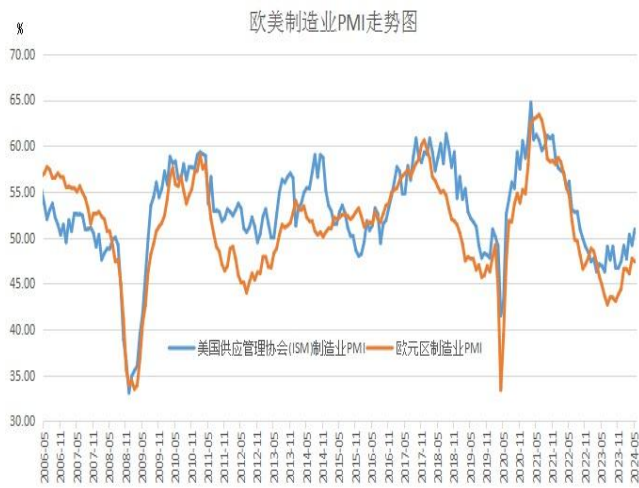
议，9月和12月的季度会议两个时间点尤为受到关注，因为在这两次会议上，可以获得更多有关工资、企业利润和生产率的相关数据。但欧洲央行同时重申，决心让通胀率及时回到2%，数据将决定限制性措施的水平 and 持续时间，将依照经济数据逐次会议做出决策。只要有需要，将保持足够有限性的利率，并不对任何特定的利率路径做预先承诺和前瞻指引。

在经济增长和通胀预测方面，欧洲央行上调2024年和2025年的通胀预测。具体而言，欧洲央行预计2024年通胀率为2.5%，2025年为2.2%，2026年为1.9%，3月预期分别为2.3%、2.0%、1.9%。欧洲央行还将2024年GDP增长率从3月的0.6%调升至0.9%，但将2025年经济增速从1.5%调降至1.4%。由于包括欧洲央行行长拉加德等在内的欧洲央行高官近期都已频繁释放信号，市场对这个决定并不意外。因而，比起此次利率决议本身，市场更关注欧洲央行对后续降息路径的指引。

展望2024下半年的全球经济，降息成为全球市场最重要的主题之一，有迹象显示全球央行的降息潮正在袭来。上半年，捷克、匈牙利、瑞典、瑞士和加拿大等国家央行已经宣布降息。欧洲央行也在6月降息，目前市场预期欧洲央行年底之前最多再降息两次，下一次降息或出现在9月。而美国通胀压力依然存在，制造业表现略感乏力，非农就业情况未能持续向好，因此下半年美联储降息预期减弱，预计可能在2024年12月的议息会议中出现。未来发达经济体将逐渐告别近四十年最严重的大通胀导致的高利率环境。多国央行降息，会改善市场对于全球货币政策宽松的预期，有利于全球大宗商品期货市场，也有利于减少对中国货币政策宽松的掣肘。



图5 欧美制造业 PMI 走势图



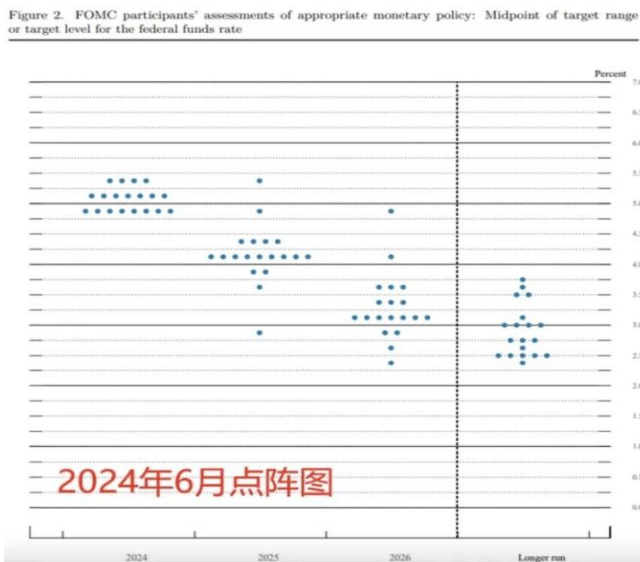
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图6 美国 10 年期和 2 年期国债收益率



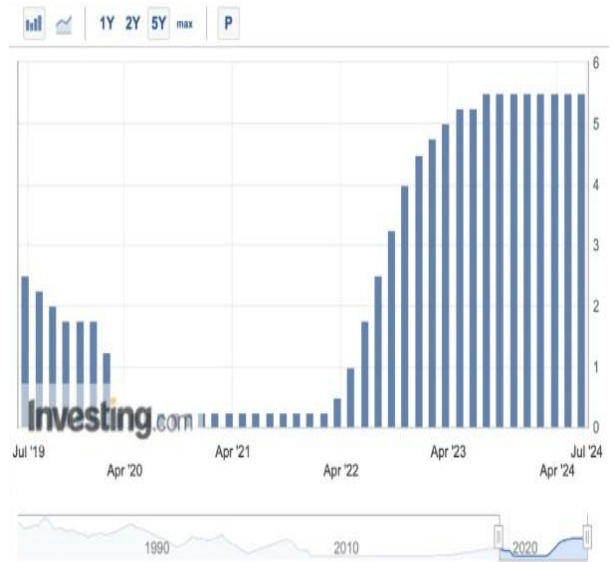
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图7 美联储 2024 年 6 月议息会议利率点阵图



数据来源：美联储

图8 2024 上半年美联储联邦基金利率走势图



数据来源：美联储

图9 美国非农就业人数走势图



图10 美国失业率走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

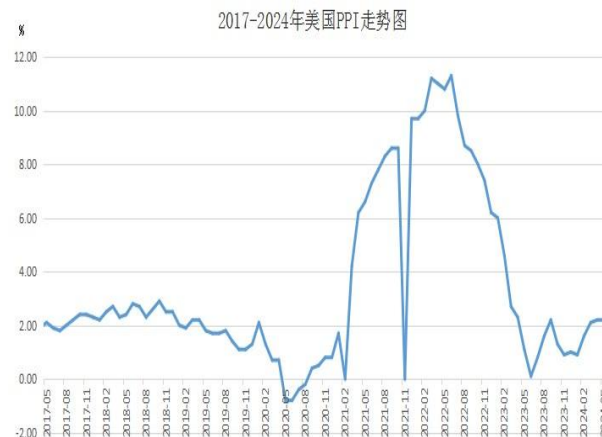
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 11 美国 CPI 同比增速走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 12 美国 PPI 同比增速走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

## 2.2 2024 年下半年国内经济延续回升向好态势

2024 上半年，在党中央坚强领导下，各地区各部门认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，扎实推动高质量发展，国民经济延续回升向好态势，生产稳定增长，需求持续恢复，就业物价总体稳定，国际收支平衡，转型升级持续，运行总体平稳。

具体来看，2024 年 1-5 月份，国内制造业 PMI 数据弱于预期。据显示，中国 5 月官方制造业 PMI 为 49.5，不仅低于 4 月制造业 PMI 的 50.4，而且也低于预期的 50.1。我国制造业 PMI 在 3、4 月份短暂回升至扩张区间后，再度低于荣枯线。从分项指数来看，新订单指数为 49.6%，比上月下降 1.5 个百分点，需求放缓是拖累制造业 PMI 至荣枯线下方的主要因素，其实 4 月新订单指数就有所走弱。2024 年 1-5 月份，我国官方制造业 PMI 均值为 49.8。2024 年 5 月财新中国制造业采购经理指数（PMI）录得 51.7，较 4 月上升 0.3 个百分点，为 2022 年 7 月以来最高。2024 年 1-5 月份，我国财新中国制造业 PMI 均值为 51.18。

与此同时，2024 年 5 月，全国规模以上工业增加值同比增长 5.6%，环比增长 0.30%。1-5 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 6.2%。2024 年 5 月份，我国规上工业发电量 7179 亿千瓦时，同比增长 2.3%，增速比 4 月份放缓 0.8 个百分点；规上工业日均发电 231.6 亿千瓦时。2024 年 1-5 月份，我国规上工业发电量 36570 亿千瓦时，同比增长 5.5%。2024 年 5 月份，社会消费品零售总额 39211 亿元，同比增长 3.7%，比上月加快 1.4 个百分点；环比增长 0.51%。1-5 月份，服务零售额同比增长 7.9%。2024 年 1-5 月份，全国固定资产投资（不

含农户) 188006 亿元, 同比增长 4.0%; 扣除房地产开发投资, 全国固定资产投资增长 8.6%。分领域看, 基础设施投资同比增长 5.7%, 制造业投资增长 9.6%, 房地产开发投资下降 10.1%。2024 年 1-5 月份, 货物进出口总额 175042 亿元, 增长 6.3%。其中, 出口 99502 亿元, 增长 6.1%; 进口 75541 亿元, 增长 6.4%。2024 年 1-5 月份, 我国一般贸易进出口增长 5.6%, 占进出口总额的比重为 65.1%。在通胀数据方面, 2024 年 5 月份, 全国居民消费价格 (CPI) 同比上涨 0.3%, 涨幅与上月持平; 环比下降 0.1%。1-5 月份, 全国居民消费价格同比上涨 0.1%。2024 年 5 月份, 全国工业生产者出厂价格同比下降 1.4%, 降幅比上月收窄 1.1 个百分点; 环比上涨 0.2%。全国工业生产者购进价格同比下降 1.7%, 环比上涨 0.3%。1-5 月份, 全国工业生产者出厂价格和购进价格同比分别下降 2.4% 和 3.0%。

货币供应量方面, 2024 年 5 月末, 我国广义货币 (M2) 余额 301.85 万亿元, 同比增长 7%。狭义货币 (M1) 余额 64.68 万亿元, 同比下降 4.2%。流通中货币 (M0) 余额 11.71 万亿元, 同比增长 11.7%。前五个月净投放现金 3618 亿元。2024 年 5 月单月新增社融 2.07 万亿元, 同比多增 5092 亿元, 环比大幅多增 2.14 万亿元。截至 5 月末, 社会融资规模存量为 391.93 万亿元, 同比增长 8.4%, 相较 4 月末小幅回升 0.1 个百分点, 但较上年同期 9.5% 仍有明显差距。初步统计, 2024 年前 5 个月社会融资规模增量累计为 14.8 万亿元, 比上年同期少 2.52 万亿元。

总的来看, 2024 年 5 月我国经济运行总体平稳, 主要指标有所回升, 新动能较快成长。展望 2024 下半年来看, 虽然当前外部环境复杂严峻, 国内有效需求依然不足, 经济持续回升向好仍面临诸多困难挑战, 不过国内经济加快构建新发展格局, 着力推动高质量发展, 靠前发力有效落实已经确定的宏观政策, 巩固和增强经济回升向好态势, 持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长, 预计 2024 下半年国内经济有望延续回升向好态势。

表 1 2022-2024 年中国政府工作报告主要数字及预期目标

2022-2024年政府工作报告主要数字及预期目标					
指标	2022 年		2023 年		2024 年
	计划指标	实际完成	计划指标	实际完成	计划指标
GDP增速	5.5%左右	3%	5%左右	5.2%	5%左右
CPI增速	3%左右	2%	3%左右	0.2%	3%左右
新增就业	1100万人以上	1206万人	1200万左右	1244万人	1200万以上
城镇调查失业率	5.5%以内	5.5%	5.5%左右	5.2%	5.5%左右
财政赤字		3.37万亿	3.88万亿元	4.88万亿元	4.06万亿元
赤字率	2.8%左右	2.80%	3%	3.87%	3%
M2 增速	货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配	11.8%	货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配	社融规模9.5%	货币供应量和社融规模增速与名义经济增速基本匹配
外贸出口(人民币)	保稳提质	10.5%	促稳提质	0.6%	
单位能耗下降	“十四五”规划期内统筹考核,并留有适当弹性	0.1%	继续下降	0.5%	降低2.5%左右
地方专项债	3.65万亿	3.65万亿	3.8万亿	3.96万亿	3.9万亿

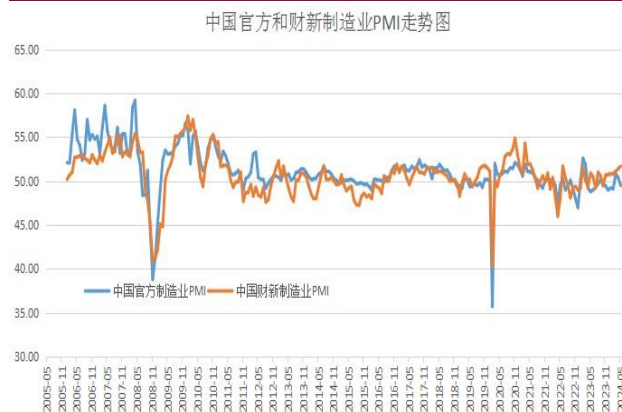
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 13 2019-2024 年我国季度 GDP 同比增速



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 14 我国官方和财新制造业 PMI 走势图



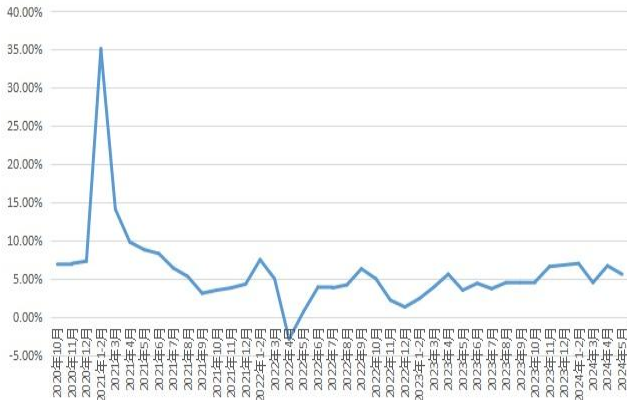
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 15 我国工业增加值月度同比走势图

图 16 我国固定资产完成额增速走势图

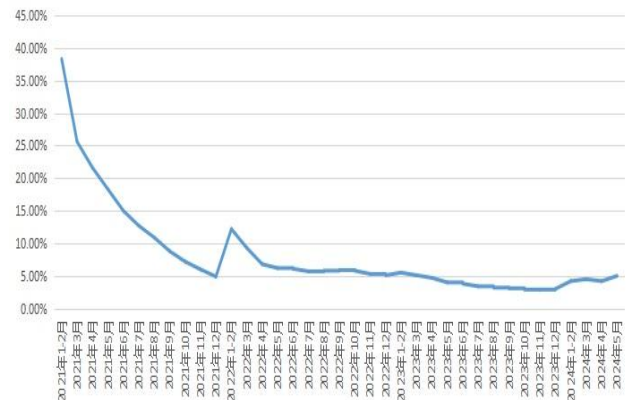


2020-2024年全国规模以上工业增加值同比增速走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

2021-2024年全国固定资产投资同比增速走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 17 我国房地产开发投资增速走势图



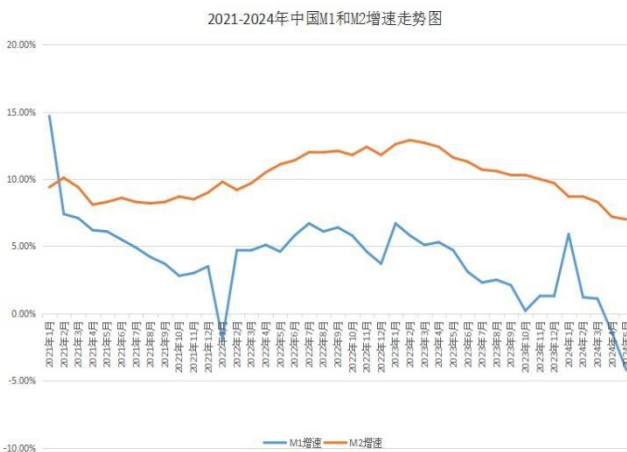
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 18 我国社会零售额增速走势图



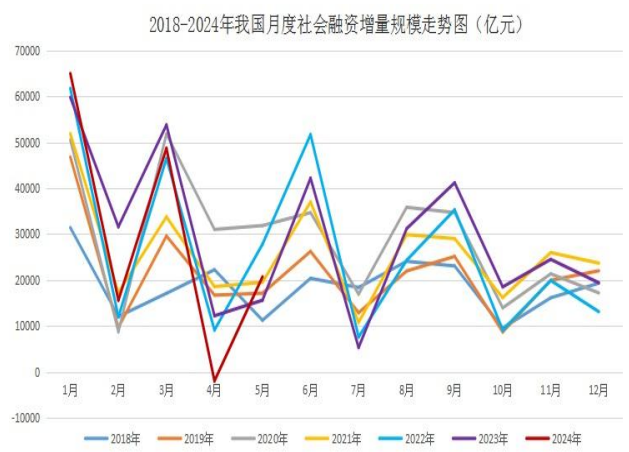
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 19 国内 M1 和 M2 同比增速走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 20 我国月度社会融资规模走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 21 国内 CPI 和 PPI 同比增速走势图

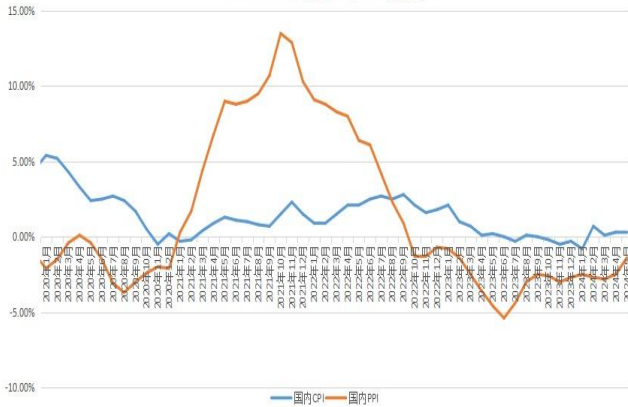


图 22 我国发电量及同比增速走势图



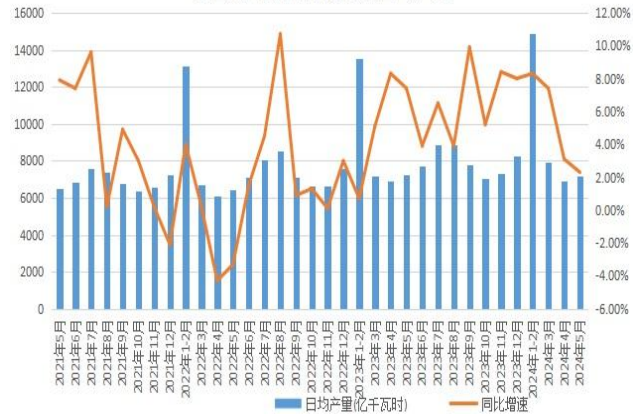


2019-2024年国内CPI和PPI走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

全国发电量同比增速及日均产量



数据来源：Wind、宝城期货研究所

### 3 2024 下半年全球原油供需基本面展望

#### 3.1 OPEC+产油国延长减产措施时间周期

回顾近几年来看，OPEC+产油国产能变化经历了一轮先减后增的周期。2020年4月，因新冠疫情冲击石油需求，欧佩克与非欧佩克产油国、即“欧佩克+”合作机制达成减产协议。自2020年5月1日起减产970万桶/日。随着全球经济开始复苏，石油需求回升。从2021年5月起，主要产油国开始逐步增加石油产量。2021年7月，“欧佩克+”在第19次部长级会议上达成协议，同意从当年8月起每月将其总产量上调日均40万桶，直至逐步取消日均580万桶的减产。步入2022年以来，受俄乌冲突和西方对俄制裁影响，国际原油期货价格重心稳步抬升，并在高位徘徊。美国、英国、德国等主要石油消费国多次要求“欧佩克+”进一步增产，以平抑油价。

随着2023年全球经济增速下滑以后，原油需求预期转弱拖累国际油价重心缓慢下移。不得已，OPEC+产油国只能重新回归到减产周期中。据显示，2023年以来，OPEC+产油国实施多轮“预防性”减产措施。目的是为了支持欧佩克成员国与非欧佩克产油国组成的“欧佩克+”国家为维护国际石油市场的稳定与平衡所做的“预防性努力”。该自愿减产措施是在沙特2023年4月宣布的自愿减产措施基础上额外增加的减产，沙特2023年4月宣布自当年5月起日均减产石油50万桶。2023年6月4日，沙特在“欧佩克+”第35次部长级会议后宣布，7月沙特将日均额外减产100万桶，为期一个月。之后沙特将这一额外减产措施数次延期至2024年3月。

近两年在全球原油需求表现低迷的背景下，OPEC+产油国通过持续减产来维持原油市场相对平衡，并令油价维持中高位水平。2024年1-5月OPEC原油总产量同比下降7.14%，OPEC+原油总产量较去年年底也有明显回落，均值水平下

降约 30 万桶/日，同时 OPEC+海运原油出口量较去年四季度也有所下降。据统计，2024 年 5 月 OPEC 所有 13 个成员国原油产量为 2662.9 万桶/日，月环比小幅增加 2.9 万桶，较去年同期下滑 145.5 万桶。其中，5 月沙特原油产量达 900 万桶，月环比小幅下降 3.2 万桶，较去年同期下滑 97.6 万桶。5 月特威特原油产量 241.8 万桶，月环比小幅减少 1.5 万桶，较去年同期下滑 13.7 万桶。不过由于 OPEC+产油国内部存在分歧，导致部分产油国仍处于增产状态。据显示，2024 年 5 月伊朗原油产量达 322.6 万桶，月环比略微增加 0.7 万桶，较去年同期增长 52.8 万桶。2024 年 5 月委内瑞拉原油产量 82.2 万桶，月环比小幅下降 0.3 万桶，较去年同期增长 7.9 万桶。2024 年 5 月伊拉克原油产量 419.5 万桶，月环比略微减少 0.7 万桶，较去年同期增长 6 万桶。2024 年 5 月阿联酋原油产量 293.5 万桶，月环比略微增加 0.7 万桶，较去年同期小幅增加 4.1 万桶。

为了提振油价并避免一些因素造成的全球供应过剩，这些因素包括：其他非成员生产国（尤其是美国页岩油开采商）的产量增加、以及高利率高通胀背景下的需求降低。OPEC+产油国在 2024 年 6 月初的第 37 次部长级会议中决定 2024 年第三季度继续自愿减产，减产总额为日均 385 万桶，以维护国际石油市场的稳定与平衡。其中，去年 11 月宣布的日均 220 万桶的自愿减产措施延长至今年 9 月底，去年 4 月宣布的日均 165 万桶的自愿减产措施延长至 2025 年底。面对地缘政治不确定性，欧佩克+的 22 个国家可能选择谨慎应对。据悉，欧佩克+将于 2024 年 12 月 1 日举行下一次会议。

俄罗斯原油出口环比回落。俄乌冲突爆发以来，由于欧美持续制裁，俄罗斯原油出口受到明显冲击，持续减少对欧洲原油出口，同时增加对亚洲的原油出口，目前俄罗斯大部分原油出口目的地为亚洲。今年以来，由于俄罗斯炼厂频繁遭遇无人机袭击导致炼油产能下降，进而推升了原油出口。俄罗斯 4 月海运原油出口量一度飙升至 11 个月以来的最高水平，所有主要港口的流量均接近峰值，但 5 月由于俄罗斯炼厂恢复生产，叠加季节性因素带来的炼厂开工负荷回升，俄罗斯原油出口有所回落。

伊朗供给增长放缓。2023 年二季度以来，伊朗原油产出显著增长，截至今年 4 月底，伊朗原油产量达到 321 万桶/日，同比增长了 60 万桶/日，但较历史峰值水平仍然低 60 多万桶/日。在此期间，伊朗原油出口量也达到 150 万桶/日，增长 40 万桶-50 万桶/日，但近几个月伊朗原油产量及出口量增长有所放缓。长期以来，受制裁影响，伊朗原油供给变化较大，2018 年的产量和出口量峰值分别达到 380 万桶/日和 320 万桶/日，而 2020 年的产量一度降至不足 200 万桶/日，出口量一度降至 30 万桶/日。

美国原油产量维持高位。2024 年以来，美国原油产量依然维持高位水平。截至 2024 年 6 月 14 日，美国石油活跃钻井平台数量减少至 488 座，较年初 501 座，累计下降 13 座。美国原油日均产量 1320 万桶，同比增加 100 万桶/日。目前美国页岩油上游投资活动景气度仍然不高，2023 年美国活跃石油钻机数持续下降，但近几个月下降步伐放缓；美国七大页岩油产区钻井数据仍然呈现下

降趋势，但近半年页岩油产区油井出油效率持续回升，单井产量提升推动页岩油产出增长。在缺乏上游投资支持的背景下，美国原油产出增长预计难以维持，根据机构的普遍预计，2024年美国原油产量增长将不及2023年的一半，2023年美国原油产量增幅达到100万桶/日。

展望2024下半年来看，虽然OPEC+产油国延长了减产措施时间周期，但并未进一步扩大减产力度，且220万桶/日的自愿减产将在今年四季度以后逐步退出，整体供给水平预期回升。与此同时，美国原油产量增长放缓，伊朗原油供给趋于稳定。整体来看，虽然当前原油供给水平仍然不高，需求边际好转但整体消费水平有限，原油供需结构偏弱，OPEC+部分减产预期逐步退出进一步削弱中期原油供需平衡表。

图 23 OPEC 原油产量月度走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 24 沙特原油产量月度走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 25 伊朗原油产量月度走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 26 委内瑞拉原油产量月度走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 27 伊拉克原油产量月度走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 28 阿联酋原油产量月度走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所



图 29 美国原油产量走势图（千桶/日）



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 30 美国活跃石油钻井平台数量走势图



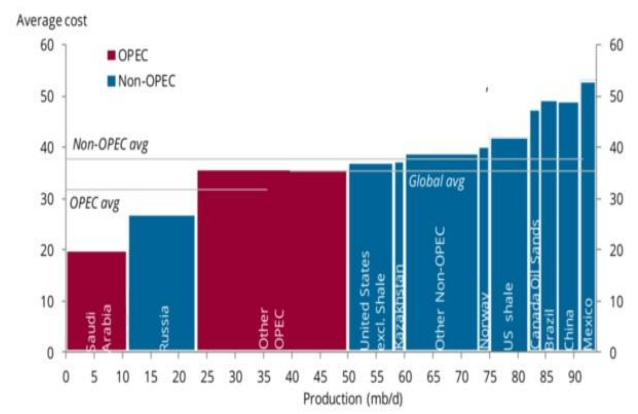
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 31 科威特原油产量月度走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 32 全球主要产油国原油生产成本对比图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

### 3.2 2024 下半年全球原油消费预期被调降

从下游汽油和取暖油裂解价差角度来看，当前原油需求改善潜力有限。2024年以来，美国汽油和取暖油裂解价差自高位持续回落。截止2024年6月初，美国汽油裂解价差维持在23.88美元/桶，月环比大幅回落17.97美元/桶，较过去11年的历史均值24.74美元/桶，小幅下降3.48%，较去年同期大幅回落28.37%。截止2024年6月初，美国取暖油裂解价差维持在22.05美元/桶，月环比下跌10.29%，较过去11年的历史均值22.35美元/桶，略微下跌1.34%，较去年同期大幅回落了19.38%。2024年5月，全球三大能源机构IEA、EIA和OPEC发布的最新月报告显示，对今年全球石油消费增速预估分别为106万桶/日、92万桶/日、225万桶/日，上期报告中的预估则分别为120万桶/日、95万桶/日、225万桶/日，即需求增速分别下调14万桶/日、下调3万桶/日、持平。值得注意的是，2024年5月报告也是IEA月报连续第二个月下调需求增速



预估，无论从需求增速还是需求绝对量上看，EIA 与 IEA 对全球石油需求预估的量级已非常接近，OPEC 月报预估值仍明显偏高。从分项来看，IEA 对需求增速的下调主要因对柴油需求的悲观预期，年内柴油需求增速由 16.2 万桶/日下调至 3 万桶/日，分市场来看，对欧洲市场的石油消费增速预期亦由 -5.6 万桶/日下调至 -14 万桶/日。对于柴油市场，IEA 特别指出，欧洲疲软的经济增速、相对暖和的冬季以及柴油车占比的减少共同驱动了柴油需求的弱势，这也与我们近期微观层面所观察到的海外柴油库存走高、裂解价差承压的现象有所对应。总体来看，本期月报对需求端的定调仍体现为边际悲观。在需求预期与非 OPEC+ 供应预期均增长的背景下，call on OPEC+ (全球需求 - OPEC+ 供应 - OPEC+ 中的 NGL 等非原油产量) 今明两年相对维稳，OPEC 月报对 call on OPEC+ 的预期偏向乐观，则主要因其对需求端的预估值较高。

从静态平衡表的角度看，即使按照 EIA 及 IEA 月报对 OPEC+ 产量的预估走势，即三季度 OPEC+ 小幅增产，需求旺季亦很难出现供应过剩，但若 OPEC+ 三季度保持此前产量水平，三季度去库幅度达 50 至 100 万桶/日，去库预期对油价仍形成支撑。目前来看，油价震荡下移已有所兑现，6 月初 OPEC+ 会议前后仍是交易减产消息的窗口期，预计油价逐步企稳，但趋势性行情仍需等待新的超预期驱动。

美国能源信息署数据显示，截止到 2024 年 6 月 7 日当周，包括战略储备在内的美国原油库存总量 8.30178 亿桶，比前一周增长 406.9 万桶；美国商业原油库存量 4.59652 亿桶，比前一周增长 373 万桶；美国炼厂加工总量平均每天 1704.7 万桶，比前一周减少 9.8 万桶；炼油厂开工率 95%，比前一周下降 0.4 个百分点。备受关注的美国俄克拉荷马州库欣地区原油库存 3381.5 万桶，减少 159.3 万桶。过去的一周，美国石油战略储备 3.70526 亿桶，增加了 33.9 万桶。

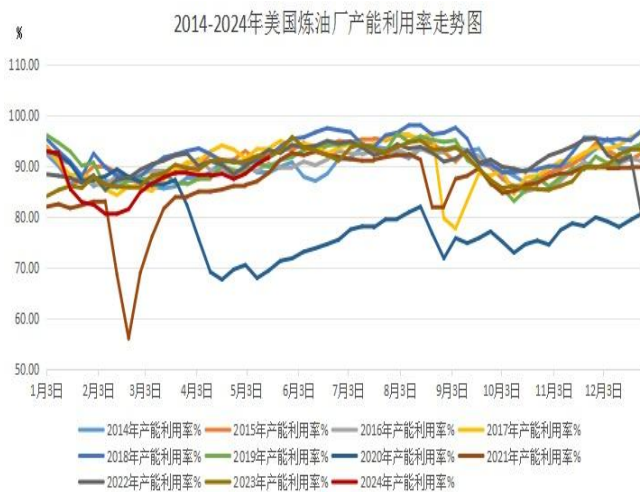
展望 2024 下半年来看，预计美国炼厂开工进一步增长空间可能有限。5 月以来，美国炼厂开工负荷有所回升，但美国终端成品油需求表现疲软，虽然最近一周美国油品总需求有所回升，但此前呈现下降趋势，同时美国汽油、馏分油库存在近期呈现累积态势，汽油、柴油裂解利润整体走弱。从季节性角度来看，夏季为保证汽油供给，炼厂开工仍将保持季节性高位，但进一步增长空间受限，且成品油低迷的表现后期也可能对上游炼厂形成负反馈，压制炼厂原油加工需求。

表 2 2019-2024 年全球原油年度供需平衡表

2019-2024年全球原油年度供需平衡表																		
单位		年度均值						同比变化						同比增幅				
万桶/日		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024	
供应																		
OECD		3153	3061	3110	3225	3385	3466	-92	50	115	159	81	-2.90%	1.60%	3.70%	4.90%	2.40%	
	美国	1953	1862	1896	2021	2126	2170	-91	34	125	106	44	-4.70%	1.80%	6.60%	5.20%	2.00%	
	加拿大	548	524	554	570	586	615	-24	30	16	16	29	-4.40%	5.70%	3.00%	2.80%	4.90%	
	墨西哥	192	193	192	190	211	207	2	-1	-2	21	-4	0.90%	-0.50%	-1.10%	11%	-2.10%	
	其他OECD	460	481	468	444	461	474	21	-13	-24	17	13	4.60%	-2.70%	-5.10%	3.70%	2.80%	
非OECD		6877	6330	6456	6760	6726	6791	-548	126	304	-34	66	-8%	2.00%	4.70%	-0.50%	1.00%	
	OPEC	3461	3070	3165	3417	3344	3395	-391	95	252	-72	50	-11.30%	3.10%	8.00%	-2.10%	1.50%	
	其中：原油	2927	2560	2627	2867	2803	2849	-367	67	240	-64	46	-12.50%	2.60%	9.20%	-2.20%	1.60%	
	其他液体	534	510	538	550	542	546	-24	29	11	-8	5	-4.50%	5.60%	2.10%	-1.50%	0.80%	
	前苏联	1460	1344	1374	1381	1368	1360	-117	31	7	-13	-8	-8.00%	2.30%	0.50%	-0.90%	-0.60%	
	中国	486	486	499	512	531	530	0	13	13	19	-1	0%	2.70%	2.60%	3.70%	-0.30%	
	其他非OECD	1470	1430	1417	1450	1481	1507	-40	-13	33	32	25	-2.70%	-0.90%	2.30%	2.20%	1.70%	
	全球总供应	10030	9390	9566	9985	10110	10257	-640	176	419	125	147	-6.40%	1.90%	4.40%	1.30%	1.40%	
需求																		
OECD		4775	4201	4479	4593	4604	4631	-573	278	114	12	27	-12%	6.60%	2.50%	0.30%	0.60%	
	美国	2054	1819	1988	2028	2044	2078	-235	169	41	15	35	-11.50%	9.30%	2.00%	0.70%	1.70%	
	其他	12	12	12	12	11	0	0	0	0	-1	0	-2%	1.80%	0.00%	-4.20%	-0.70%	
	加拿大	249	219	228	228	229	231	-30	8	1	1	2	-12%	3.80%	0.30%	0.20%	1.00%	
	欧洲	1430	1242	1311	1351	1352	1351	-188	70	40	1	0	-13.20%	5.60%	3%	0.10%	0%	
	日本	377	336	342	337	332	332	-40	5	-5	-5	-10	-10.70%	1.60%	-1.40%	-1.50%	-2.90%	
	其他OECD	653	574	599	636	636	636	-79	25	37	0	-1	-12.10%	4.40%	6.20%	0%	-0.10%	
非OECD		5315	4957	5232	5349	5512	5650	-358	275	117	164	138	-6.70%	5.50%	2.20%	3.10%	2.50%	
	欧亚大陆	488	453	467	452	455	469	-36	15	-15	2	14	-7.30%	3.20%	-3.20%	0.50%	3.10%	
	欧洲	77	71	75	76	76	77	-7	4	1	0	1	-8.60%	5.60%	1.80%	0.30%	0.80%	
	中国	1401	1443	1527	1515	1598	1637	42	84	-12	83	39	3.00%	5.80%	-0.80%	5.50%	2.40%	
	其他亚洲	1369	1234	1315	1369	1409	1463	-135	81	54	40	53	-9.90%	6.50%	4.10%	2.90%	3.80%	
	其他非OECD	1979	1756	1848	1936	1974	2005	-223	92	88	39	31	-11.30%	5.20%	4.80%	2.00%	1.60%	
	全球总需求	10089	9158	9711	9941	10116	10281	-931	553	231	175	165	-9.20%	6.00%	2.40%	1.80%	1.60%	
	库存净变化	-60	232	-145	44	-6	-24											

数据来源：Wind、宝城期货研究所

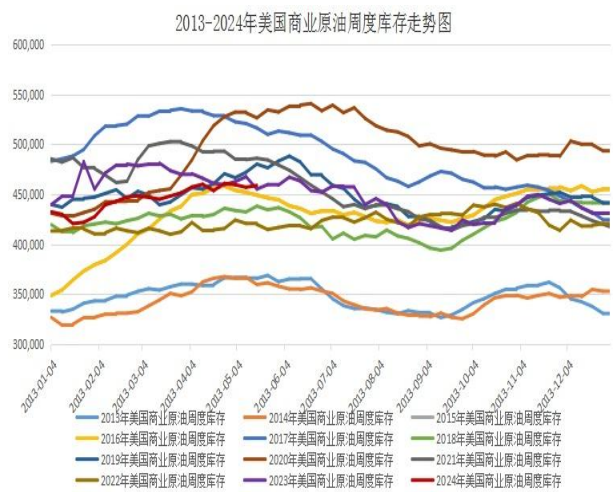
图 33 美国炼油厂产能利用率走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 35 美国战略石油储备库容量

图 34 美国商业原油周度库存走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

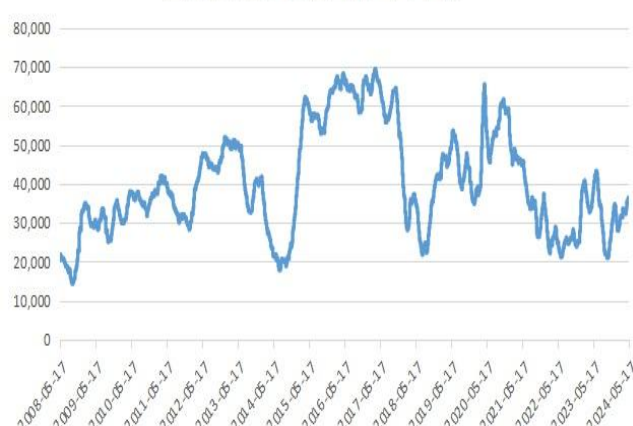
图 36 美国库欣地区原油库存量走势图

美国战略石油储备库存量（千桶）



数据来源：Wind、宝城期货研究所

美国库欣地区原油库存量（千桶）



数据来源：Wind、宝城期货研究所

### 3.3 2024 上半年中东与俄乌衍生风险扩大

步入 2024 上半年以来，中东地缘局势未见缓和迹象。红海海域、黎以边境、伊拉克及叙利亚境内冲突频发，以色列和伊朗正面冲突、伊朗总统意外坠机身亡，加沙地带地缘动乱外溢风险陡增。同时俄乌冲突演化成双方近距离阵地战，远距离奔袭偷袭战，以无人机和弹道导弹专打能源设施和运输港口。英美两国与也门胡塞武装的对抗冲突日趋常态化，也门胡塞武装在红海及曼德海峡不断袭扰过往商船，而以色列和伊朗的矛盾一度触发正面对抗的结局。

中东地区内多国之间的利益纠葛、宗教冲突、民族矛盾等问题，交织成了一张错综复杂的地缘政治图景。在这样的背景下，任何一次事件都可能引发连锁反应，影响到整个中东地区的安全与稳定。地缘政治的演变不仅仅关系到中东地区各国的命运，也直接影响到国际原油市场供应变化。由于伊朗是中东地区重要的产油国，美伊矛盾升级或诱发原油供应中断风险，从而增强原油地缘溢价幅度。

中东地区有两个海峡对原油运输影响巨大，分别为曼德海峡和霍尔木兹海峡。其中一条是曼德海峡，如果它关闭或者处于不稳定状态，那么国际油轮将被迫改变航线转往非洲南部的好望角。作为全球海运线路上的重要航道，红海航道与苏伊士运河共同构成“欧亚水上通道”，是世界上最繁忙的水道之一。据国际能源署（IEA）表示，每天约有 720 万桶原油和成品油通过曼德海峡，约占世界海运石油贸易的 10%。

而另外一条则是霍尔木兹海峡，连接阿拉伯-波斯湾与印度洋上的阿曼湾。从运输数量上来看，这里是全球石油运输的战略要冲，所有从海湾国家装载了石油的油轮都要从这里经过。霍尔木兹海峡与曼德海峡不同，前者是重要的石油运输通道，无法被替代，而后者可以被替代。据显示，每天经过霍尔木兹海

峡的原油约占全球海上石油贸易量的 30%。来自于沙特、阿联酋、卡塔尔、伊朗和伊拉克的原油全部都要通过这条海峡交付给国际买家。据统计，从这里运输的原油大约 80% 流入亚洲市场，中国、印度、日本、韩国和新加坡是最大目的地。由于伊朗是中东地区重要的产油国，美伊矛盾升级或诱发原油供应中断风险，从而增强原油地缘溢价幅度。

与此同时，俄乌战争方面，2024 年以来，乌克兰加大力度针对俄罗斯境内的产油设施、油库、运输管道及港口频繁发动无人机和弹道导弹袭击。虽然俄罗斯的防空设施拦截掉大部分无人机和导弹，但还是有些许漏网之鱼对产油设施形成破坏。据显示，2024 年 4 月以来，在俄罗斯首都莫斯科近郊的“克罗库斯城”音乐厅遭遇恐怖袭击后，俄罗斯怀疑背后有乌克兰组织策划和预谋，随后向乌克兰首都基辅发动多轮无人机和导弹空袭。而乌克兰方面也展开反击，频频袭击俄境内重要的产油设施。据显示，4 月 2 日乌克兰无人机袭击了俄罗斯鞑靼斯坦共和国下卡姆斯克市的 Taneco 炼油厂。Taneco 炼油厂也是俄罗斯五大炼油厂里最大最新的一个，年产能为 800 万吨石油，日产量约为 36 万桶，占俄罗斯年炼油能力的 2.6%。自 2024 年 3 月以来，乌克兰加大了对俄罗斯境内的攻击力度，尤其针对能源设施。约两周前俄罗斯境内的三座主要炼油厂和一些燃料库遭到乌克兰的无人机破坏，导致超过 60 万桶/日的加工能力停产。当下乌克兰的远程自杀式无人机产量比去年增加了 10 倍，具备袭击俄罗斯境内炼油厂的能力。换言之，俄罗斯的炼油厂以及与战争有关的工厂也不再安全了。可以预见，未来一段时间内，乌克兰自杀式无人机将对俄罗斯境内的产油设置进行不定期的袭击和破坏，潜在原油产出和供应将面临巨大的考验和风险。

展望 2024 下半年来看，东欧地区、中东地区和东北亚地区依然全球地缘政治冲突的高发地带，宗教矛盾、大国博弈、恐怖主义互相交织，令上述地区成为火药桶，只需要一点火星便可燎原。其中乌克兰和俄罗斯的矛盾、巴以问题复杂化、也门胡塞和英美两国、伊朗与以色列及美国等矛盾较深，存在地缘冲突爆发的可能并对国际原油价格形成阶段性影响。

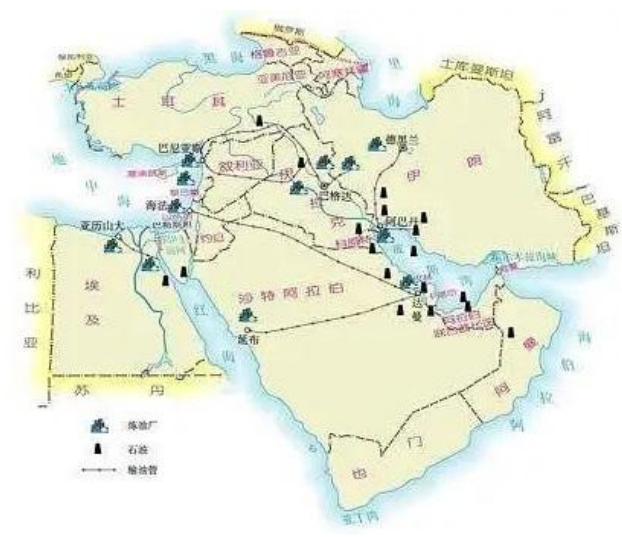


图 37 俄乌冲突陷入僵持化阶段



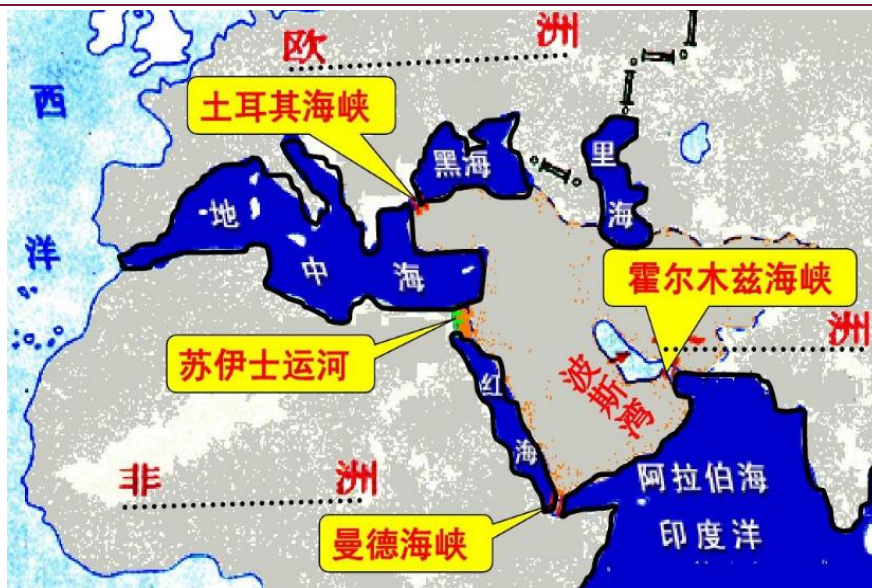
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 38 中东地区巴以冲突不断或诱发产油区潜在风险



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 39 曼德海峡和霍尔木兹海峡处在地缘升级风险



数据来源：Wind、宝城期货研究所

### 3.4 2024 年 1-5 月我国原油进口由增转降

在国内经济增长以及出行需求增加的背景下，国内石油消费显著增长。2023 年国内主营炼厂开工负荷同比增长明显，大部分时间维持在 75% 左右，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，经济环境以及出行增加对石油消费提振作用明显。步入 2024 年以后，受国内经济平稳开局影响，原油需求有所增加，我国原油生产平稳增长，加工有所增长，进口由增转降。据国家统计局发布数据显示，原油生产平稳增



长，原油加工降幅收窄，进口由增转降。2024 年 5 月份，我国规上工业原油产量 1815 万吨，同比增长 0.6%，增速比 4 月份放缓 0.7 个百分点；2024 年 1-5 月份，我国规上工业原油产量 8910 万吨，同比增长 1.8%。2024 年 5 月份，规上工业原油加工量 6052 万吨，同比下降 1.8%，降幅比 4 月份收窄 1.5 个百分点；日均加工 195.2 万吨。2024 年 1-5 月份，我国规上工业原油加工量 30177 万吨，同比增长 0.3%。进口方面，2024 年 5 月，我国进口原油 4697 万吨，同比下降 8.7%。2024 年 1-5 月份，我国进口原油 22903 万吨，同比下降 0.4%。从炼厂端来看，2024 年二季度以来，国内主营炼厂检修后重启，开工负荷在前期连续下降后企稳回升，但 6 月地方炼厂集中检修，产能利用率存继续下降预期。6 月上旬的端午节假期对汽油消费形成短期提振，但由于假期较短，提振相对有限。另外，近期高温天气增多，空调用油量小幅增加，对汽油消费存利多支撑。柴油方面，夏收开启，农业用油量小幅提升，但南方等地降雨增加，对基建开工率存不利影响，并抑制柴油需求。

在国内经济稳步增长的背景下，国内石油消费逐步复苏，但由于外部环境影响，预计 2024 年国内石油消费仍将保持增长，但增量受限。EIA、IEA、OPEC 预计 2023 年中国石油消费分别将增长 78 万桶/日、180 万桶/日、114 万桶/日，预计 2024 年中国石油消费分别将增长 38 万桶/日、64 万桶/日、58 万桶/日。

图 40 我国原油加工量月度走势图



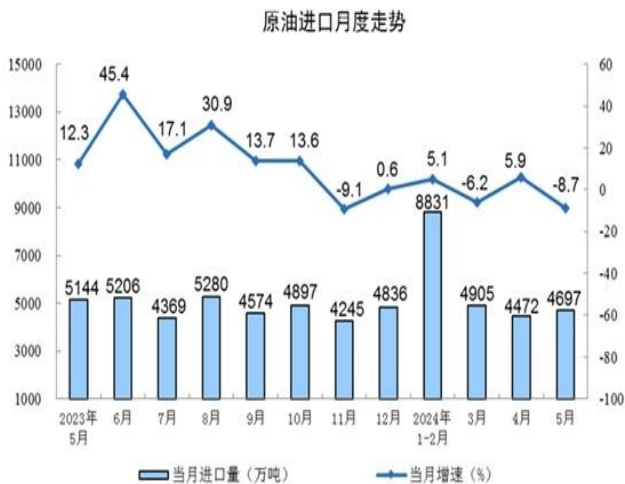
数据来源：国家统计局、宝城期货研究所

图 41 我国原油产量月度走势图



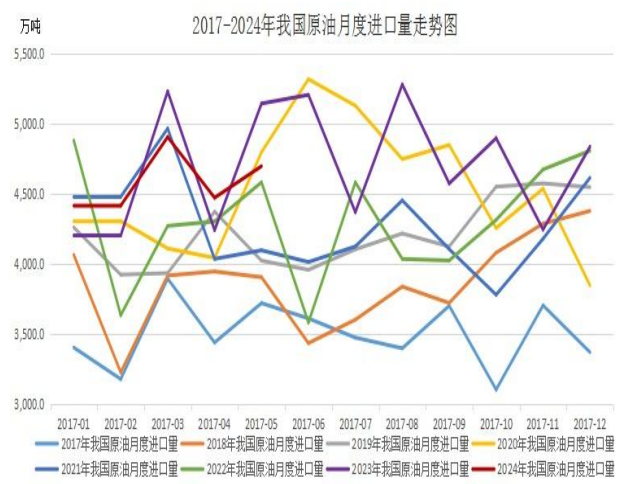
数据来源：国家统计局、宝城期货研究所

图 42 我国原油进口量月度同比增速走势图



数据来源：国家统计局、宝城期货研究所

图 43 我国原油月度进口量走势图



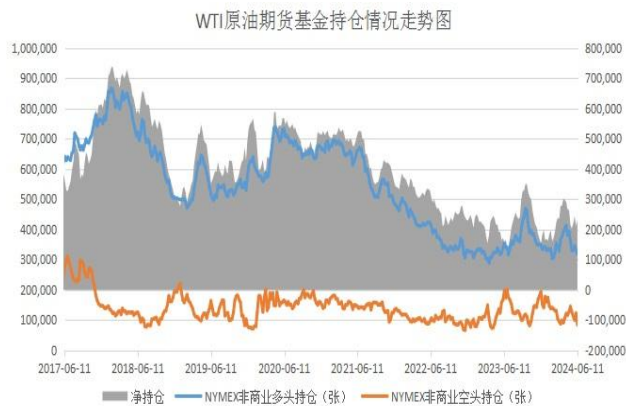
数据来源：Wind、宝城期货研究所

### 3.5 2024 上半年欧美原油非商业净多头寸强弱分化

步入 2024 年以来，国际原油期货价格呈现震荡上行的走势，市场做多力量稳步回升。截至 2024 年 6 月 11 日，WTI 原油非商业净多持仓量平均维持在 233484 张，周环比大幅增加 22779 张，较 5 月均值 220428 张小幅增加 13056 张，增幅达 5.92%，较年初大幅增加 42.60，较去年同期 155074 张大幅增加 50.56%。与此同时，截至 2024 年 6 月 11 日，Brent 原油期货净多持仓量维持在 68712 张，周环比大幅增加 31389 张，较 5 月均值 182698 张大幅下降 113986 张，降幅达 62.39%，较年初大幅下降 58.56，较去年同期 168505 张大幅减少 59.22%。总体来看，WTI 原油期货净多头寸月环比小幅增加，较年初和去

年同期均大幅增加。而 Brent 原油期货市场的净多头寸月环比也大幅下降，较年初和同比也出现显著回落。

图 44 WTI 原油净头寸持仓变化



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 45 布伦特原油净头寸持仓变化



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 46 布伦特-WTI 原油期货价差走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

## 4 总结

综合来看，对于 2024 年下半年国内外原油期货市场而言，我们认为，从宏观面的角度来讲，由于美国通胀在 3-4 月份数据出现反复，导致上半年偏乐观的美联储降息预期转变为偏悲观的降息幅度缩减的现实。目前 G7 中的加拿大央行和欧洲央行均纷纷采取降息举措，美联储下半年能否在 9 月或 12 月出台降息变得较为敏感和重要。宏观情绪引发商品期货价格波动性逐渐提升，后续

仍需关注美联储会议纪要的偏鹰派基调能否缓和并重新转向鸽派。宏观因子驱动对于下半年原油期货价格仍属于偏强影响。

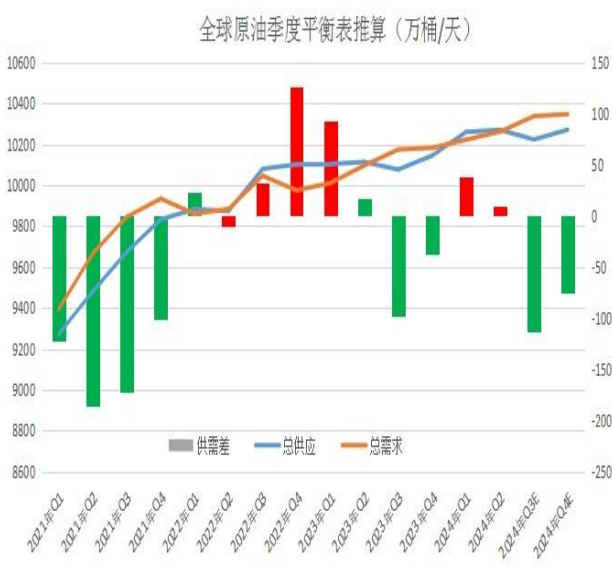
从原油供需结构来看，6月初OPEC+产油国会议结果不及市场预期，仅仅延长了产油国的减产时间周期，并未进一步扩大产油国的减产幅度。且OPEC+产油国内部出现分歧，沙特和俄罗斯主导多数减产份额，而伊朗则豁免减产，产量逐月稳步增加，伊拉克和科威特纷纷小幅增产则半数抵消沙特减产所做的贡献。供应偏紧优势有所减弱，产油国难以形成减产合力。从需求角度来看，虽然三季度处于北半球用油消费淡季，但欧洲航空业景气度下滑，柴油需求不佳，导致原油消费预期或减弱。国际三大能源机构除了OPEC维持今年原油需求增速不变外，其他两大机构均连续两个月下调原油需求增速水平，弱需因子凸显。整体来看，下半年全球原油供需预期有转弱迹象。此外，地缘因素角度来看，俄乌冲突依然不断且存在衍生风险，乌克兰频频威胁俄罗斯境内的原油设施和运输导致供应端存在隐患，而中东地区依然矛盾重重，巴以冲突未见缓和，伊朗也门胡塞武装对抗美以的态势仍在持续中，地缘风险给予原油期货的溢价机会仍旧值得关注。预计2024年下半年国内外原油期货价格有望维持宽幅区间震荡走势，回撤空间较为有限。

表 3 2021-2024 年全球原油季度供需平衡表

2021-2024年全球原油平衡表（万桶/天）					
日期	总供应	总需求			供需差
2021年Q1	9274	9396			-122
2021年Q2	9481	9667			-186
2021年Q3	9674	9846			-172
2021年Q4	9833	9934			-101
2022年Q1	9883	9860			23
2022年Q2	9874	9884			-10
2022年Q3	10080	10047			33
2022年Q4	10102	9975			127
2023年Q1	10104	10011			93
2023年Q2	10114	10097			17
2023年Q3	10077	10175			-98
2023年Q4	10145	10183			-38
2024年Q1	10261	10223			38
2024年Q2	10271	10262			9
2024年Q3E	10224	10338			-114
2024年Q4E	10272	10348			-76

数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 47 2021-2024 年全球原油月度供需平衡推算图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

（仅供参考，不构成任何投资建议）

获取每日期货策略推

服务国家  
知行合一

走向世界  
专业敬业



诚信至上  
严谨管理

合规经营  
开拓进取

扫码关注宝城期货官方微信·期货咨询尽在

免责条款

除非另有说明，宝城期货有限责任公司（以下简称“宝城期货”）拥有本报告的版权。未经宝城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、传播或复印本报告的全部或部分内容。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议。宝城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宝城期货在最初发表本报告日期当日的判断，宝城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，但宝城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。宝城期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

宝城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。

宝城期货版权所有并保留一切权利。