

粕近月 M2405 合约上方空间有限，主力资金布局低估值的多头仓位对产业形成正反馈，但当下供需宽松的格局其实并未改变，随时间向合约交割推移，近月合约还需尊重客观供需现实。综合考虑美国大豆库销比位置，南美大豆收割压力逐渐达峰，以及国内下游养殖利润与接受度，将 CBOT 大豆上方压力框定在 1200-1230 美分区间，巴西大豆 CNF 升贴水上方压力框定在 80-100 美分区间，假设美元兑人民币汇率牌价稳定，在国内油厂无主动停机挺价的前提下，国内豆粕合约指数上方压力或框定在 3260-3380 元 / 吨区间。此外个人认为现阶段的 CBOT 大豆反弹与 CNF 触底回升反而破坏了未来国际大豆价格上涨的潜力。策略推荐方面，不建议追多近月 M2405 合约，在油厂顺畅开机的情况下，建议关注 M5-9 合约反套机会。

另一方面，前期 CBOT 大豆或巴西大豆 CNF 升贴水分别对应的低点已经较为充分兑现已有利空因素，尤其盘面

价格触及长期种植成本，那么如果将前期 CBOT 大豆与巴西大豆 CNF 升贴水最低价作为阶段性低点参考，在新作种植面积与天气条件尚不确定的前提下，M2409 合约下方空间有限。综合考虑前期阶段性低点、美国大豆长期种植成本以及近年巴西升贴水结构，将 CBOT 大豆下方支撑框定在 1100-1130 美分区间，巴西大豆 CNF 升贴水下方支撑框定在 10-30 美分区间，假设美元兑人民币汇率牌价稳定，国内豆粕合约指数下方支撑或框定在 2730-2850 元 / 吨区间。策略推荐方面，可以关注巴西大豆升贴水回踩后 M2409 合约的多头机会，但个人更加关注 M9-1 正套机会，一方面全球长期气候环境回归中性的背景下未来天气炒作题材热度有限，另一方面在美豆交易时间段内，国内豆粕供给或出现边际减少，下游生猪养殖利润大概率改善，M9-1 正套策略更适用于长期跟踪产业的边际改善。

摘要：

2024 年开年以来油价维持震荡，布伦特原油在 75-85 美金 / 桶区间运行，实货市场受到北海油田检修、红海运输扰动等因素维持紧张。成品油端，2 月以来全球汽柴油表现分化：柴油受气温回暖、工业需求疲软等因素需求走弱、裂解下行；汽油需求淡季，但全球库存低位，美国产量下降，裂解维持季节性高位；汽柴油价差快速走扩，炼厂综合利润环比下行。原油供应端，美国原油产

量冲高回落，圭亚那贡献非 OPEC 增量，OPEC+1 月产量环比下降 50 万桶 / 日并宣布将额外减产延长至二季度；需求端，全球逐步进入春检高峰，近期原油需求承压。展望后市，俄罗斯 4-6 月宣布额外减产（平均 15 万桶 / 日）且执行概率上升，若兑现减产，叠加全球炼厂 5 月起开工提升，夏季中东直烧需求等因素，原油二、三季度供需收紧，绝对价格有望上行。

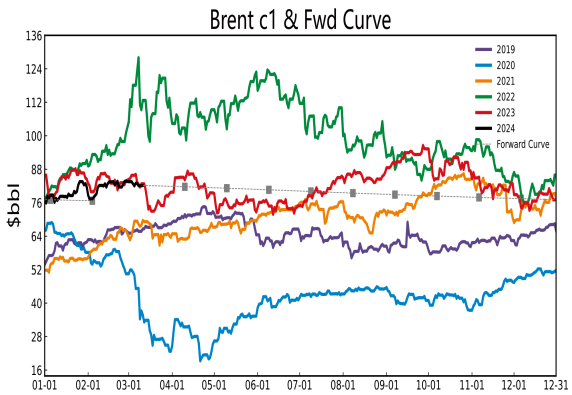
一、2024 年一季度原油市场回顾

进入 2024 年，原油维持震荡格局，基本面兑现符合预期，绝对价格波动受地缘风险影响为主，原油持仓维持历史较低水平。相较之下实货市场始终偏紧，北海市场现货升贴水、三市原油月差维持高位，表现出逆季节性强势。1 月下旬，也门胡塞武装在红海地区对船只袭击加剧，主要油轮公司避开红海区域，选择绕行好望角，成品油油轮运费飙涨，

BCTI 一度飙升至近 1500 点。原油油轮运费，尤其是中东至亚洲航线运费随之上涨。除运价上涨外，通过曼德海峡的石油运输量一度下滑至 300 万桶 / 日以下，较历史均值下降约 50%。绕行影响地中海部分港口原油出货节奏，对原油供应造成扰动。库存数据来看，1、2 月份全球油品小幅去库，平均幅度在 20 万桶 / 日左右，3 月第一周转向累库。目前

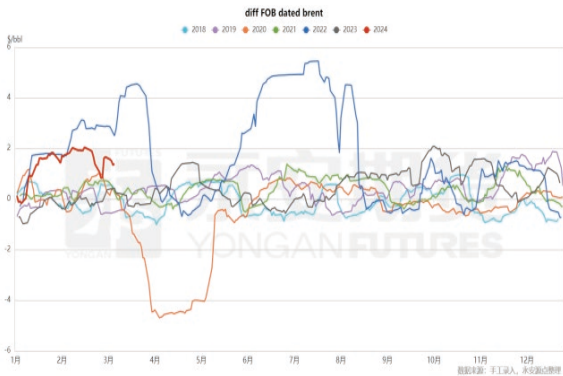
平衡表指向一季度油品紧平衡，二季度在 OPEC+ 延长减产背景下去库 20 万桶 / 日。基准需求水平下，2024 年下半年油品将小幅累库，但近期机构对下半年

图 1：布伦特原油价格



需求乐观预期增强，OPEC+ 减产退出节奏尚未明朗，平衡预期仍向收紧方向倾斜。整体来看，2024 年全年油品市场维持紧平衡格局，二季度平衡表转向收紧。

图 2：Dated Brent 基差



数据来源：Refinitiv，永安期货研究中心

表 1： 基准原油平衡表

（百万桶/日）	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	2023	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024
基准需求	100.2	101.8	102.9	102.1 (0.1)	101.8 (0.1)	101.7	102.8 (0.1)	103.8 (0.1)	103.7 (-0.1)	103
非OPEC供应	68.0 (-0.1)	68.5 (-0.1)	69.5 (-0.1)	70.3 (0.3)	69.1	69.7 (0.2)	70.6 (0.2)	70.8 (0.1)	71.1 (0.3)	70.6 (0.2)
Call on OPEC	26.7	27.9 (0.1)	27.9 (0.1)	26.2 (-0.3)	27.2	26.5 (-0.2)	26.7 (-0.1)	27.2 (-0.1)	27.0 (-0.3)	26.8 (-0.2)
OPEC-13产量（不含NGL）	28.3	27.8	26.9	27	27.5					
OPEC+自愿减产至二季度（俄罗斯额外减产）						26.5	26.34	27.8	27.8	28.55
基准供-需	1.6	-0.1	-1	0.8	0.3	0	-0.16	0.6	0.8	0.31

数据来源：IEA，永安期货研究中心

二、供应端

一季度非 OPEC 产量整体符合预期，总量环比下降。美国原油月度产量在 2023 年 12 月达到 1332 万桶 / 日的历史高位。EIA 周度数据来看，今年 1 月原

油产量一度达到 1330 万桶 / 日，随后短暂受到冬季暴风雪影响。3 月以来，美国原油产量开始下滑，三方机构 Genscape 的管道流量数据显示美国主要原油产地

流量自 1 月最高点下滑 40%。基准平衡表中，2024 年美国原油产量增速放缓，原油增量在 40 万桶 / 日左右，时间落在三、四季度。由于 1 月多家主要美国页岩油公司宣布上半年将增加 DUC 钻井库存、减少产量，目前市场对 2024 年上

半年美国增产的预期较弱。其它非 OPEC 国家中，圭亚那一季度增量较大。随着 Prosperity FPSO 装置逐渐打满，1 月圭亚那原油产量环比增加 7 万桶 / 日，1 月、2 月原油出口量从 2023 年平均 38 万桶 / 日上升至 62 万桶 / 日。

图 3：美国原油月度产量（千桶 / 日）

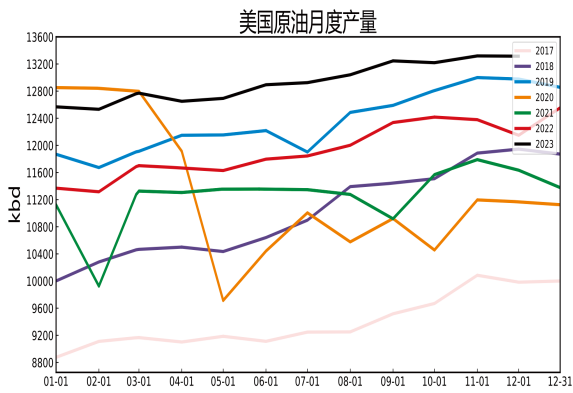
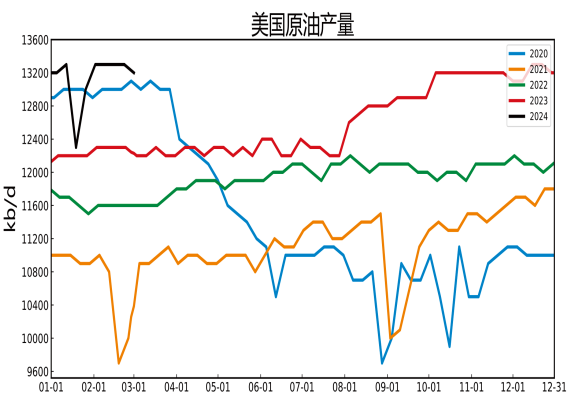
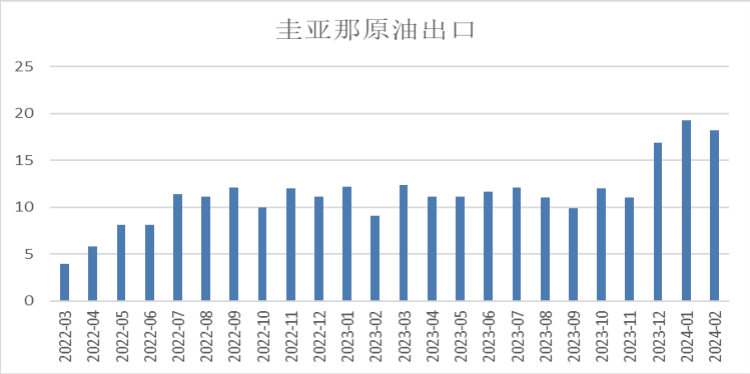


图 4：美国原油周度产量（千桶 / 日）



数据来源：EIA，永安期货研究中心

图 5：圭亚那原油出口（百万桶）



数据来源：Kpler，永安期货研究中心

OPEC+ 在 2024 年 1 月兑现额外减产，环比 12 月产量下降 51 万桶 / 日左右，2 月产量小幅提升，整体符合预期。3 月 3 日，OPEC+ 八个成员国宣布将额外减产 220 万桶 / 日延长至 2024 年二季度，体现了 OPEC+ 在夏季挺价的决心。小幅超市场预期的是俄罗斯宣布二季度额外减产，减产总量将达到 47.1 万桶 / 日，

平均减产产量 15.7 万桶 / 日，叠加先前宣布的减产，俄罗斯原油产量将在 6 月下降到 900 万桶 / 日左右。俄罗斯先前宣布以减少石油出口的方式减产，2024 年一季度在 2023 年 5、6 月石油出口水平基准上减少 50 万桶 / 日，但根据 Kpler 物流数据，2024 年 1 月、2 月俄罗斯石油海运出口较基准增加 8 万桶 / 日、减

少 20 万桶 / 日，目前减少出口的执行率一般。

2 月 27 日，俄罗斯颁布自 3 月 1 日开始、为期六个月的汽油出口禁令，潜在影响的汽油出口量在 20 万桶 / 日左右，影响炼厂开工，叠加近期炼厂意外较多，本土原油需求承压。同时，由于美国加强对高于 G7 价格上限的俄油运输、支付的制裁，1 月起印度炼厂减少了对俄罗斯原油的采买。2 月俄罗斯到印度的原油出口下降至 3397 万桶，为 2022 年 7 月

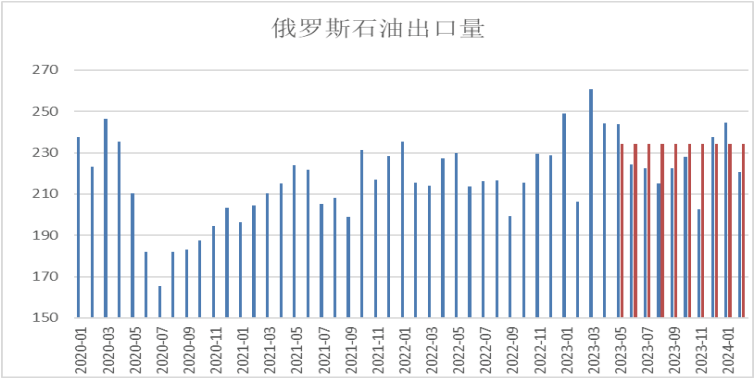
以来的最低水平。此外，印度央行提出下一财年起，要求印度国有炼厂的供应商接受至少 10% 的采买金额以卢比支付。这些因素都为俄罗斯到印度的原油出口前景增添了不确定性。自俄乌冲突后，西方对俄罗斯石油开采技术加大限制、投资资金快速撤出使得俄罗斯油田开采的经济性大幅下降。目前来看，俄罗斯减产执行的可靠性在逐渐提升，如果夏季俄罗斯原油减产兑现，将会进一步收紧全球原油平衡。

表 2：俄罗斯 4-6 月额外减产计划

（千桶/日）	2024年1月-3月	2024年4月	2024年5月	2024年6月
原油	9500	9150	9100	9029
凝析油	1100	1100	1100	1100
小计	10600	10250(-350)	10200(-50)	10129(-71)

数据来源：OPEC 官网，JP Mogan, 永安期货研究中心

图 6：俄罗斯石油出口量（百万桶）



数据来源：Kpler, 永安期货研究中心

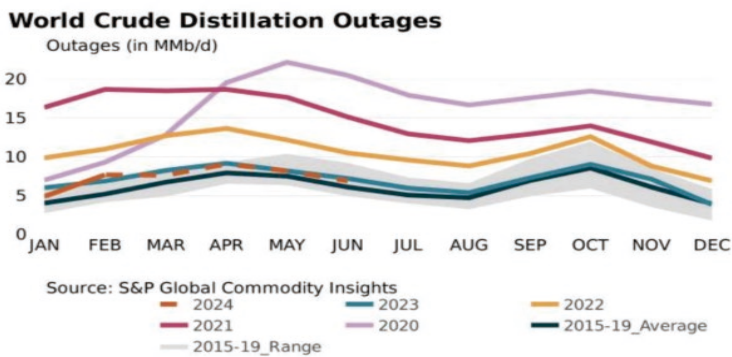
三、需求端

目前全球炼厂正在逐渐进入春检高峰，除美国、中东外炼厂检修量逐步增加。

根据标普资讯，全球炼厂下线量 3 月在 760 万桶 / 日左右，4 月将增加到 900

万桶 / 日，随后炼厂开工逐渐回归。由 厂春检高峰提前至 2 月，3 月起美国炼 厂开工率开始提升至 85% 左右。

图 7：全球原油一次装置检修量（百万桶 / 日）



图片来源：标普，永安期货研究中心

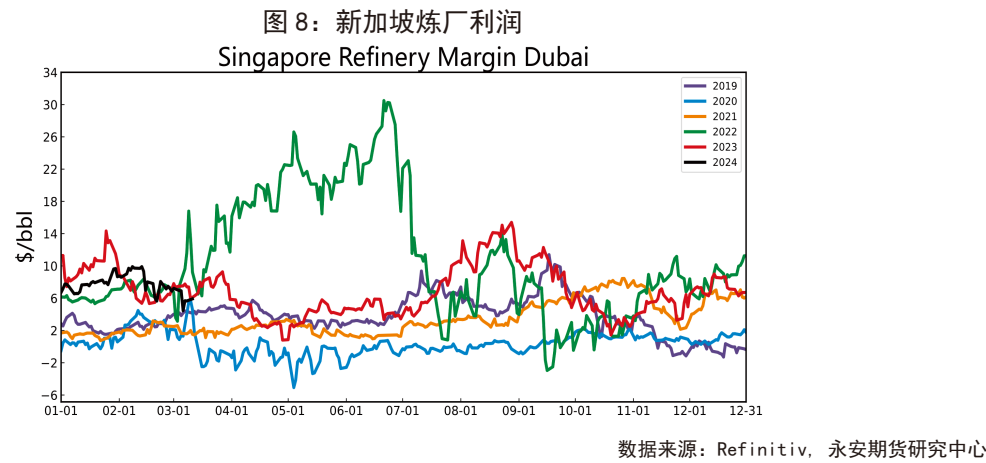
国内炼厂方面，2023 年主营检修多集中在 4-7 月，今年相对来说更为分散。据隆众资讯统计，二季度主营检修产能为 7300 万吨,但由于其他炼厂提升负荷，主营整体投料不会有大幅减量，同时主营有保供柴油的计划。1 月以来地炼利

润持续承压，二季度整体减产压力较大。目前独立炼厂二季度计划检修同比偏低，但配额紧张、原料检查限制与利润低位限制整体开工。从汽柴油产量预测来看，4-6 月中国汽柴油产量同比均有一定量的下滑。

表 3：国内主营检修计划

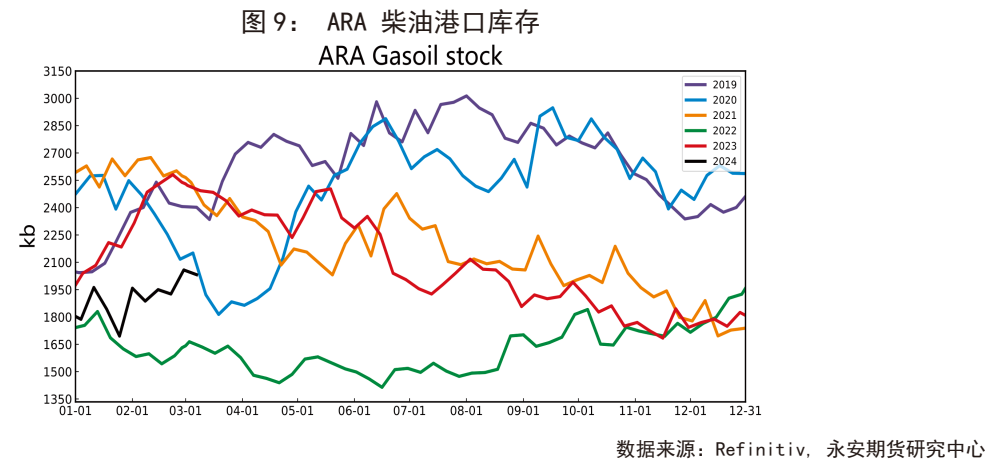
归属	炼厂名称	所在地	加工能力	检修装置	检修产能（万吨）	起始时间	结束时间
中石化	天津石化	天津	1500	2#常减压	250	2024/6月	待定
中石化	塔河石化	新疆	500	1#常减压	150	2024/3/15	2024/4/30
中石化	镇海炼化	浙江	2700	1#常减压	800	2024/4/15	2024/6/15
中石化	齐鲁石化	山东	1300	4#常减压	800	2024/6/10	2024/7/20
中石化	中科炼化	广东	1000	全厂检修	1000	2024/3/20	2024/5/20
中石化	茂名石化	广东	2000	4#常减压	500	2024/5/25	2024/7/5
中石化	沧州石化	河北	350	全厂检修	350	2024/8/25	2024/10/25
中石化	胜利油田	东营	300	全厂检修	300	2024/9/1	2024/11/1
中石化	武汉石化	湖北	850	全厂检修	850	2024/10/13	2024/12/15
中石化	长岭石化	湖南	1150	常减压	800	2024/12/1	待定
中石化	福建联合	福建	1200	全厂检修	1200	2024/11/1	2024/12/20
中石化	金陵石化	江苏	1800	4#常减压	800	2024/11/15	2024/12/31
中石油	大连石化	辽宁	2050	全厂检修	2050	2024/4/1	2024/5/30
中石油	锦州石化	辽宁	650	全厂检修	650	2024/4/10	2024/5/22
中石油	宁夏石化	宁夏	500	全厂检修	500	2024/7/3	2024/8/31
中石油	独山子石化	新疆	1000	全厂检修	1000	2024/5/15	2024/7/5
中石油	大连西太	辽宁	1000	2#常减压	450	2024/5/25	2024/7/13
中石油	吉林石化	吉林	980	全厂检修	980	2024/8/24	2024/10/14
中石油	广西石化	广西	1000	全厂检修	1000	2024/10/10	2024/11/30
中海油	中海油东方	海南	200	全厂检修	200	2024/4/1	2024/5/15
中海油	中海沥青四川	四川	60	全厂检修	60	2024/3/17	2024/4/10

数据来源：隆众，永安期货研究中心



炼厂利润方面，2 月以来全球柴油裂解下行拖累炼厂综合利润。分地区来看，红海运输扰动持续，成品油东西方套利物流受到影响，亚洲成品油面临较大供应压力，成为全球炼厂利润洼地，其中亚洲简易型炼厂利润已经下降到影响开工水平。欧洲炼厂利润相对坚挺，近期受到检修季的支撑，但欧柴基本面疲态延续，裂解仍有进一步下行空间。2 月德国柴油总进口量下滑至 91 万桶的历史同期最低水平，对应 ARA 地区柴油库存持

续累库。国内基建需求疲软，汽柴库存劈叉，柴油存量库存达到高位。随着全球柴油库存逐渐上升，炼厂利润“主引擎”切换至汽油。目前美国汽油存量库存仍在历史同期低位，略高于 2023 年同期。今年美国炼厂春检早于季节性，本土汽油表需累计同比在 -2% 左右，后续汽油产量提升后仍面临累库压力，我们预计汽油裂解面临季节性走强，但高度受到压制，目前市场仍在评估进入旺季前的库存水平与旺季需求预期兑现概率。



综合来看，全球成品油汽柴表现分化。柴油基本面全球共振，裂解有进一步走弱空间，炼厂利润需要汽油需求兑

现带动，可能的时间点落在 6~8 月，叠加中东原油直烧需求，夏季原油需求旺季仍可期待。

四、小结

当下全球炼厂逐渐进入春检高峰（4 月），原油月差、基差有修正空间，市场仍在评估夏季需求兑现程度，柴油基本面持续转弱压制近期炼厂利润，原油整体处于交易“真空”时期，绝对价格整体波动率仍将偏低。展望后市，OPEC+ 二季度延续减产、页岩油上半年产量受限，俄罗斯 4-6 月宣布额外减产（平

均 15 万桶 / 日）且执行概率上升，全球炼厂 5 月起开工提升带动原油投料需求，国内主营炼厂检修较为分散，没有大幅减产预期，夏季中东国家直烧需求旺季、原油出口预期环比下降，这些因素将共同推动二季度至三季度原油市场供需收紧，迎来年内旺季，有望带动绝对价格上行。