

原油半年报

水中捉月无由得

姓名：肖彧
投资咨询证号：Z0016296
2024年6月27日



目录

CONTENTS

01 回顾总结

02 宏观地缘

03 基本面

01

回顾总结

2024年年报结论：

从中性角度出发，美国经济在年内表现远超预期，市场开始憧憬另一次软着陆的发生，OPEC+一贯以来坚持的减产政策抵御了非OPEC+国家的产量扩张，使得全球原油库存仍然保持在偏低位置。随着经济逐步走向正轨，非OPEC+扩张周期结束，OPEC+坚持平衡市场的管理下，中东主产国财政平衡盈亏线仍能支撑油价，在此基础上**预计布伦特原油全年主要波动区间70-95美元/桶**。

但同时明年原油市场面临许多挑战，比如美国可能进入衰退，若价格持续下跌，其他OPEC+国家仍然不愿意减产可能导致孤立无援的沙特间歇性放弃减产。危机四伏下，我们谨慎地认为原油很难完全避过所有风险，因此加入风险要素后的假设是油价可能会在某个时间点下行，极端情况下布伦特可能触摸60美元/桶甚至更低，随后在经济企稳或者过低的油价推动新的减产协议后向上修复。

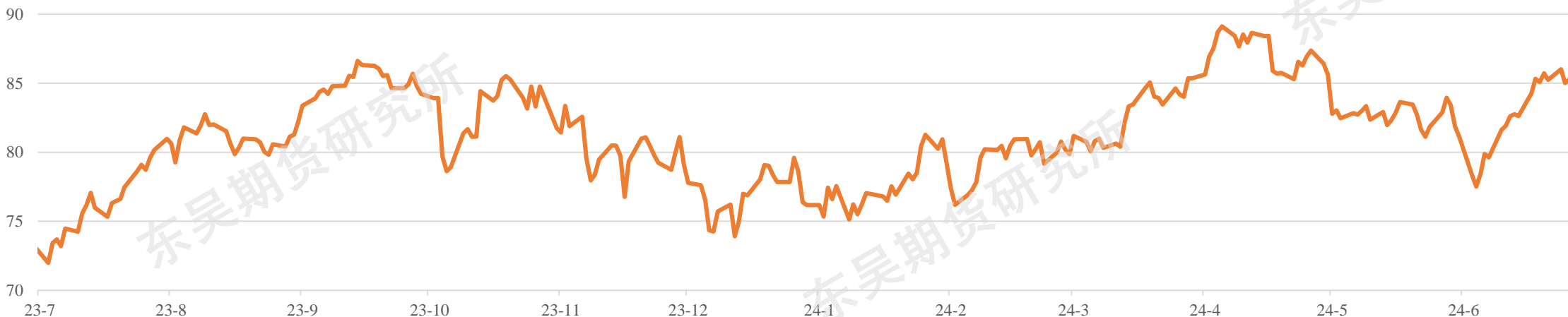
回顾：

由于美国经济持续强于预期并展现出一定的再通胀风险，我们已经在今年较早时候终结了关于美国可能陷入衰退的讨论。然而在宏观趋势向好，其他大宗商品比如黄金、铜大幅上涨的同时，原油相对而言走势显然偏软。

这是因为原油基本面的疲软抵消了宏观顺风，这在4月中东地缘风险溢价开始撤出盘面后表现得更加明显。强劲的非OPEC+供应，以及需求不及预期，都是原油基本面糟糕的原因。疲软的油价使得铜油金的价格没有出现以往宏观市的联动现象。

正因如此，OPEC+政策显得尤为重要，这是疲软的基本面背景下，唯一可以有效支撑原油基本面的力量。无论是3月会议延长自愿减产至二季度推动的3月攻势，还是6月会议延长自愿减产至三季度后稳住了连跌两个月的油价。

布伦特原油期货主连



1.1.2 价差及裂解回顾：预计布伦特原油持续强于WTI原油

2024年年报结论：

我们基于以下因素，预测2024年布伦特原油对WTI原油持续偏强：

一、美国经济尚未企稳，宏观逆风尚未结束，衰退可能性始终存在。

二、巴以冲突悬而未决，始终是对欧洲原油供应的不安定要素。

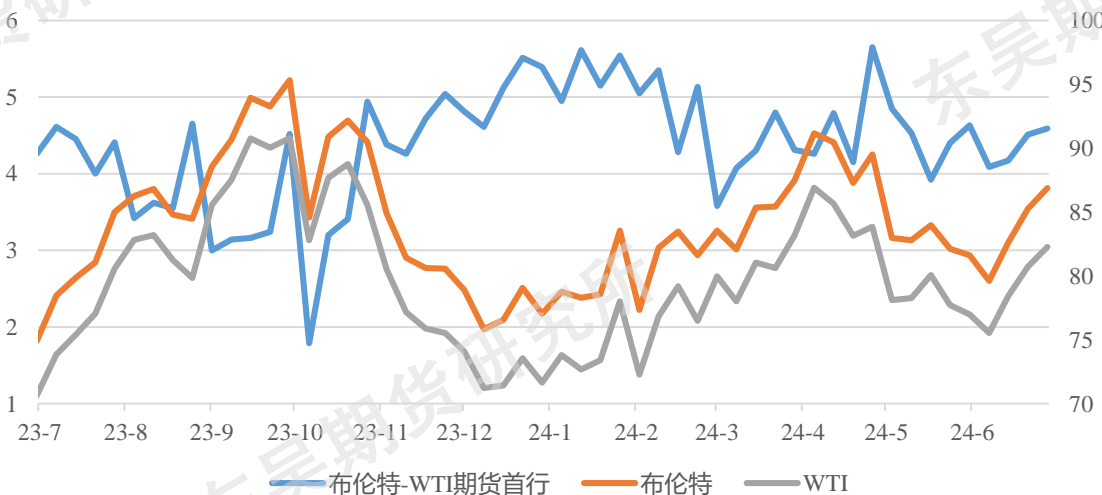
三、美国精炼产品库存增加，后续对原油可能形成负反馈；反之欧洲精炼产品相对匮乏，对当地炼油需求始终构成托底。

回顾：

由于美国经济持续强于预期，叠加巴以冲突的风险溢价在4月被市场大幅挤出，年报中我们预测的两大前提条件被打破，因此今年上半年布伦特原油相对于WTI原油有所走弱。

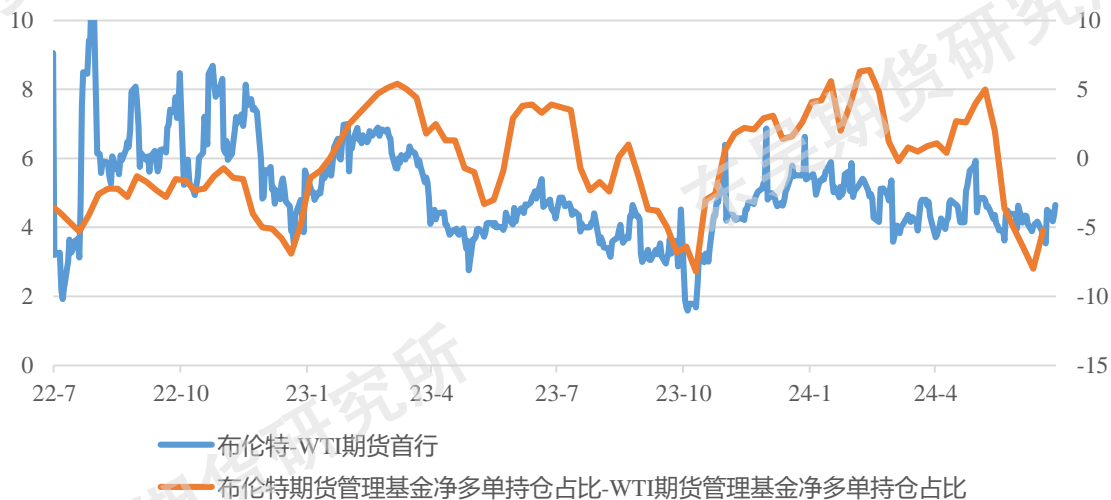
下半年，我们预计欧央行降息与美联储迟迟不愿降息的组合将使得欧洲市场表现好于美国市场，布伦特原油仍将以某种程度强于WTI原油。重点关注布伦特持仓结构的好转迹象，布伦特与WTI的相对持仓关系与价差之间存在一定联系。

布伦特原油 - WTI原油



资料来源：Bloomberg、Wind

布伦特-WTI：期货价差与管理基金净多单持仓占比差的关系



1.1.3 价差及裂解回顾：预计2024年成品油裂解下行

2024年年报结论：

原油与精炼产品库存的运行方向在2023年出现了分歧，分歧产生原因是由于经济下行对库存的传导路径是从终端精炼产品出发，随后逐步负反馈至原油本身。

纵观整个2023年，全球各地裂解也整体呈现下行趋势，这与原油和精炼产品之间的库存劈叉相吻合。其中美国和亚太较为明显，欧洲由于俄油制裁供应受限表现稍强。

2024年，在全球经济势头持续承压尚未有起色之前，我们预计全球成品油裂解将持续下行。

这将在OPEC+坚决执行其预定减产的假设下表现得尤为明显，因为原油减产将加剧两者库存劈叉。反之，若OPEC+退出减产，则短期成品油裂解将上行。

回顾：

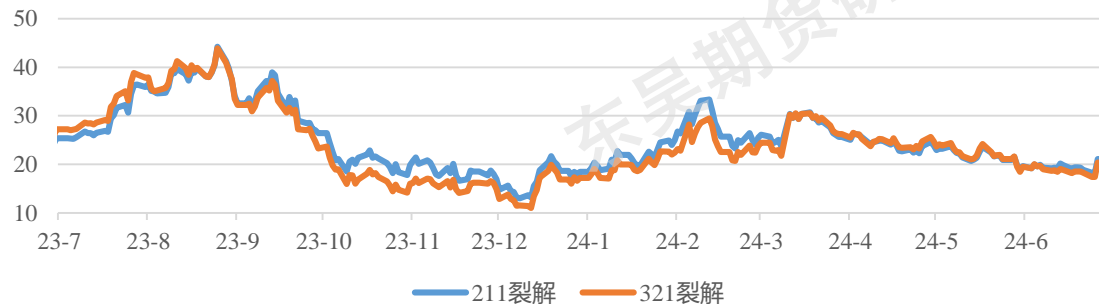
今年上半年全球裂解走势如期疲软，并且与去年一致，体现为美国与亚太较为明显。

从时间段来看，美国裂解明显走软与美国炼厂开始提负的时间点关联度较大，体现为炼厂开工率上行后，终端需求无法跟上精炼产品的供应增加，导致的裂解下降。

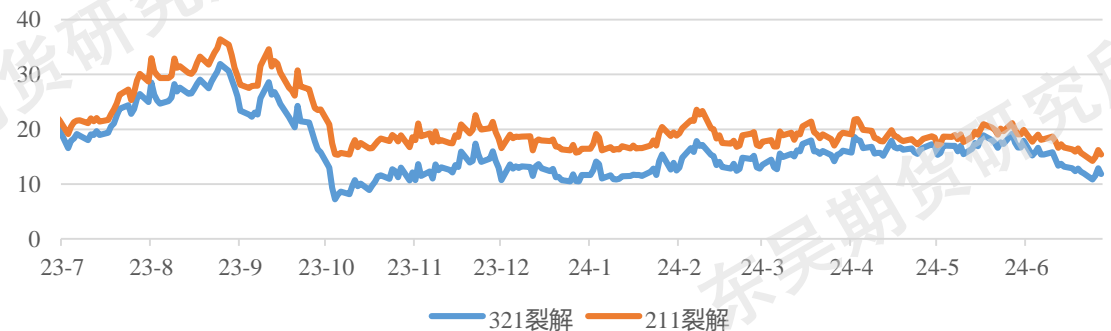
亚洲裂解持续疲软凸显区域需求寡淡，且亚洲区域包含中国、印度、中东等市场较为看好的需求增长点以及炼厂产能增加点。以对需求预估最为积极的OPEC为例，OPEC预计今年以上区域和美国的需求增速占全球的三分之二，然而亚洲与北美的裂解疲软均折射出当地需求不佳，这正是原油二季度波动方向逆转的重要原因之一。

欧洲裂解也在进入6月后逐渐展现出疲态。

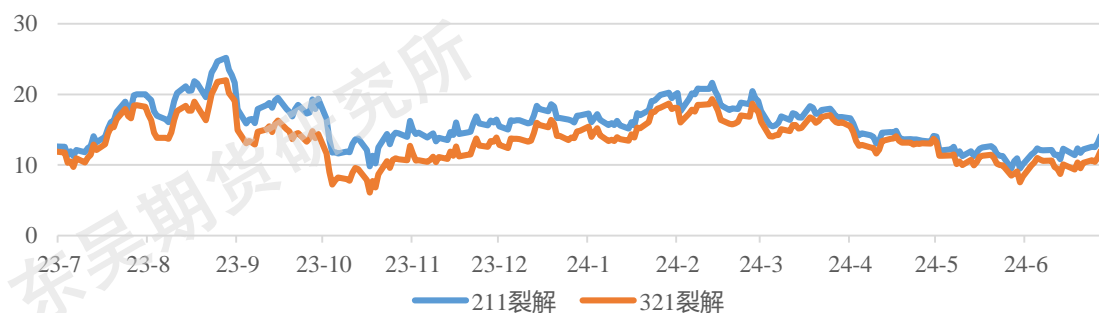
美湾裂解WTI



西北欧裂解Brent



新加坡裂解Dubai



1.1.4 价差及裂解回顾：预计2024年航空煤油走势有望强于柴油

2024年年报结论：

随着全球制造业持续低迷，预计明年欧美经济企稳前柴油需求将持续弱势。而与服务业相关的航煤需求则在全球摆脱新冠疫情困扰后节节攀升，今年中国航班数量就是具有代表性的脱离新冠疫情后的正常表现。

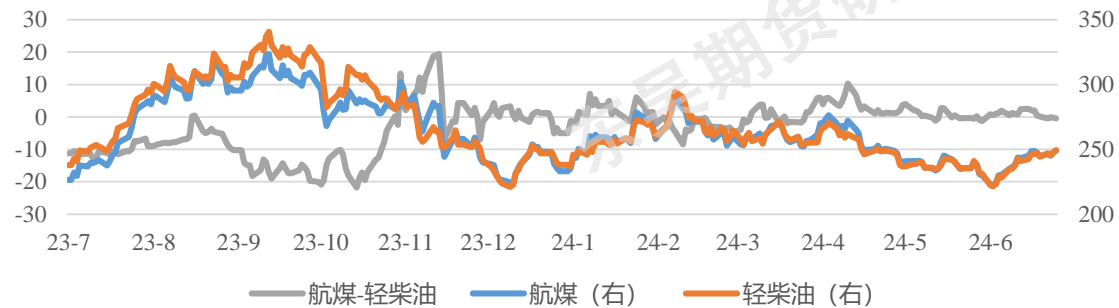
除此之外我们也用详细数据表明了当前美国馏分油与航空煤油消费的天壤地别。因此，我们预计明年全球航煤将强于柴油，航煤裂解也将强于柴油裂解，直到全球制造业大大改善。

回顾：

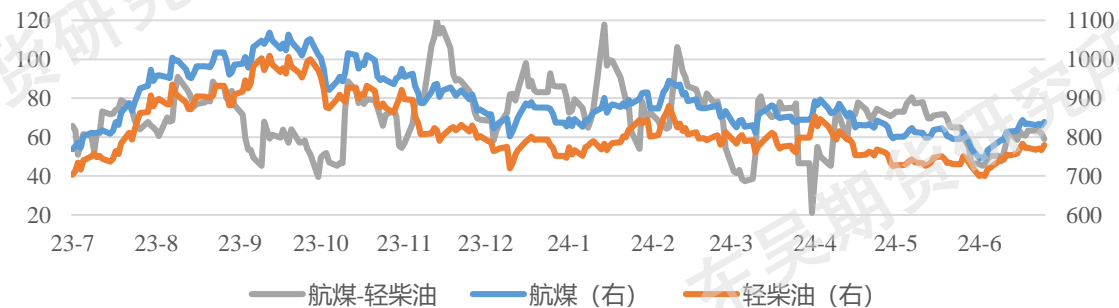
今年全球美洲市场航煤价格走势强于去年大部分时候，欧洲航煤价格保持了对同为中间组分的柴油的优势但优势有所收窄，这是由于全球航班数量的普遍增加与制造业普遍低迷的共同作用。

然而亚洲市场的航煤直到今年2月才得以企稳并小幅反弹，且反弹比较微弱。这是由于今年亚洲高温区域较多，增加了柴油发电需求，稀释了航班增加带来的利多。此外柴油需求高度依赖于制造业，亚洲的制造业是全球相对最强的区域。

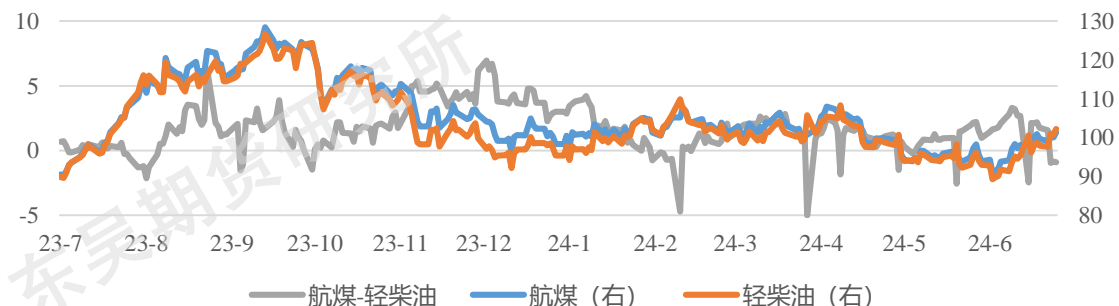
美湾



西北欧



新加坡



资料来源：Bloomberg

观点摘要：

美联储年内可能不会降息，或者仅一次鹰派降息

今年美国驾驶高峰季汽油需求表现料不佳

美联储高利率环境下，最主要的需求增长点亚洲需求增速或不及预期

非OPEC+产量下半年继续增长

以上三条或导致当前市场预期较为一致的下半年供不应求最终程度不及预期

由于基本面不及预期使得油价维持在高位震荡，OPEC+四季度或不会退出去年11月自愿减产

当前地缘风险溢价低位，下半年有重新计入可能

今年夏季大西洋飓风活动较为活跃，侵袭美湾沿岸设施风险加大

2024年半年报总结：

由于OPEC+延长了减产，使得油价下方得到支撑，并且令市场主流观点集中于下半年供不应求，预计三季度早期趋势偏向上行。

然而实际需求表现可能不及预期以及非OPEC+国家下半年仍有一定增产，使得油价上行高度受限，有概率重蹈二季度覆辙，并迫使OPEC+将所有减产带入四季度，继续支撑四季度前半段油价。

我们的基本观点是，布伦特原油下半年波动区间75-92美元/桶，基本面压力将在区间的上沿逐渐显现，但若OPEC+坚持减产我们预计油价仍能坚守在75美元/桶上方。

风险因素：

若原油走出超乎我们预测的涨势，更可能是因为地缘风险爆发，其次是飓风侵袭，再次是亚洲需求转为强劲，最后才是美国驾驶高峰季需求爆发。

若原油走出超乎我们预测的跌势，更可能是因为需求不及预期的惯性加重，其次是OPEC+过快退出减产，再次是美国陷入衰退

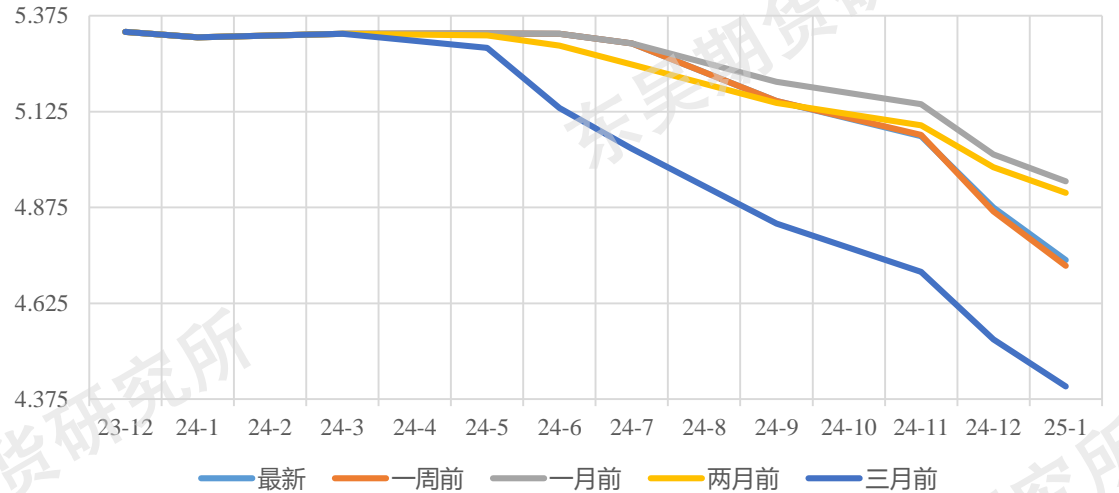
02

宏观地缘

2.1.1 美联储6月点阵图暗示美国年内还剩一次降息

美联储点阵图		2024	2025	2006
GDP	6月预期	2.1%	2.0%	2.0%
	3月预期	2.1%	2.0%	2.0%
失业率	6月预期	4.0%	4.2%	4.1%
	3月预期	4.0%	4.1%	4.0%
PCE	6月预期	2.6%	2.3%	2.0%
	3月预期	2.4%	2.2%	2.0%
核心PCE	6月预期	2.8%	2.3%	2.0%
	3月预期	2.6%	2.2%	2.0%
联邦基准利率	6月预期	5.1%	4.1%	3.1%
	3月预期	4.6%	3.9%	3.1%

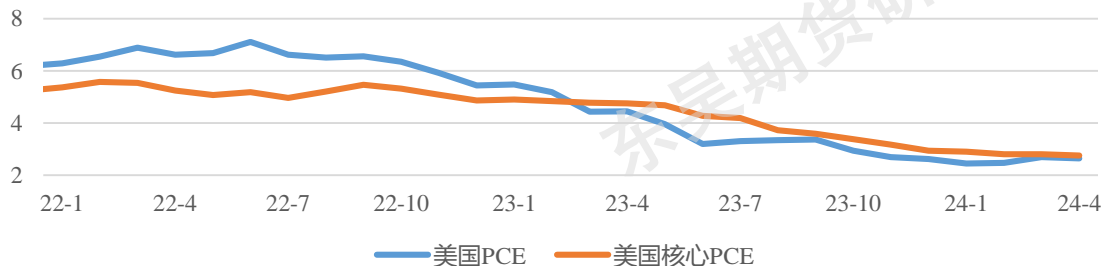
美国利率期货隐含利率变化



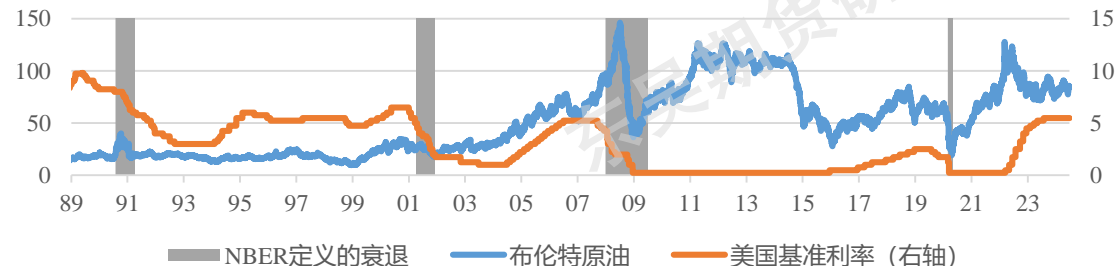
- 本次美联储会议没有调整利率，符合市场预期。6月点阵图将年内降息预期从3次下调为1次，较市场预期鹰派，表明更多的美联储成员认为利率需要在更长时间内保持在较高水平。鲍威尔声称“通胀仍高于早些时候的预期，且就业市场没有任何削减的紧迫性”。
- 作为美联储认为中性利率进一步上升的证明，长期联邦基准利率从2.6%进一步增至2.8%。美联储同时上调今明两年的通胀预测
- 关于经济，今年的GDP和失业率预期不变，这意味着美联储并没有因为上升到4.0%的失业率数据做出过多反应
- 关于通胀，尽管措辞有所松动，从“缺乏进展”调整为“取得温和进展”。值得一提的是，6月点阵图预测今年PCE/核心PCE为2.6%/2.8%，预测当时的最新数据为2.65%/2.75%，通胀预测显示美联储趋于认为年内通胀下降过程趋于停滞
- **美联储6月会议偏鹰派的原因在于：他们更看重通胀的顽固**，包括对中性利率预期的上移，同时他们仍然对通胀下行过程的经济承受能力抱有信心，**认为经济风险仍然偏低**。
- 近期美联储官员的发言略有分歧，中位数观点认为年内降息一次后维持利率不变（鹰派降息）。由于美国的降息步伐显著落后于欧央行，导致了近期的**强势美元格局**，从美元计价的角度以及更高更久的利率环境给商品价格造成了压力。

2.1.2 我们对美联储降息持谨慎态度，未来的降息或将是市场的风险点

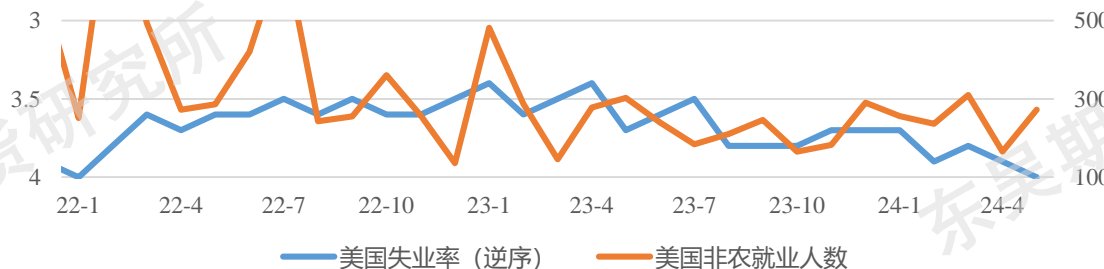
PCE



美国基准利率 × 布伦特原油



坚挺的非农就业数据 × 走弱的失业率数据



美国利率期货隐含降息概率

会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率
07/31/2024	-0.100	-10.0%	-0.025	5.302
09/18/2024	-0.700	-60.0%	-0.175	5.153
11/07/2024	-1.065	-36.5%	-0.266	5.061
12/18/2024	-1.805	-74.0%	-0.451	4.876
01/29/2025	-2.340	-53.5%	-0.585	4.743

资料来源：Bloomberg、Wind

- 美国通胀数据下降趋于停滞，下半年由于基数效应更难下降。6月点阵图预测今年剩余时间通胀不会出现显著改善，即**通胀的顽固性**
- 6月经济预测中没有更改GDP和失业率预期，显示美联储更青睐企业口径的非农数据，而非已经出现上行迹象的家庭口径的失业率
- 最新失业率上升至4.0%，不过当前的萨姆读数仅为0.4，仍处于安全地带。一般认为萨姆指数超过0.5意味着美国衰退
- 若要萨姆读数超过0.5，需要6月失业率超过4.1%，或者6、7月失业率总和超过8.6%，我们认为达到的难度较大
- 出于双重风险考虑，我们对美联储降息持谨慎态度。美联储未来启动降息，是因为通胀放缓还是就业走低，对于市场而言很重要
- 由于美国中性利率已经抬升，美债仍有发行压力，我们更倾向于认为通胀不会轻易放缓，一旦出现降息，更可能是因为劳动力市场走弱等不利影响导致，届时更容易被市场往衰退方向解读，而非利好
- 从历史表现看，降息往往伴随着油价的下跌而非上涨，因为政策往往是逆周期的，刺激政策的出台往往伴随着严峻的现实比如衰退

- 传统的对美联储利率政策的分析来自于美联储所谓的双重风险，即通胀风险和经济风险的平衡，我们在前文做了相应的探讨
- 本段旨在探讨大国竞争对美联储利率政策的影响，主观成分居多，仅供参考

从互助互惠的角度而言：

- 中国拥有充足的供应，缺乏外来资金投资以及足够的需求，需要更少的出口贸易壁垒，更低的美国利率以提高对海外资金的吸引力
- 美国拥有通胀，更多来自中国的商品可以帮助美国缓解供应链危机以控制通胀，可以给美国更多的降息空间激活本国经济，并且释放足够的流动性给新增国债腾出空间
- 即所谓的中国输出“类通缩”，美国输出通胀，一同解决各自的经济困境

但这里有个问题，如果中国大量输出供应，低廉的成本和价格竞争可能会冲击西方的制造业。美国通胀问题解决了，但产业和市场份额也没了，后面会产生更大的问题。因此现实中并没有互利互惠的演绎，这就是全球最大与第二大经济体之间的竞争。虽然美国不降息有点难受，但是从大国竞争角度，只要对手更难受，能够把对手拖垮，一切就都是值得的

- 因此中国把外需重心转移到俄罗斯和南方国家寻求突破，包括金砖国家扩容以及与中东国家合作愈发紧密等等。然而缺乏海外资金投入以及内外需转型都需要过程终究导致了经济增速持续放缓
- 美国则一边给予市场降息的预期，通过预期管理安抚国内市场情绪，一边则坚持高利率遏制中国，设法通过推动西方世界的去中国化（脱钩）增加本国的输出能力，欧央行降息更有利于增加美国的外需，助其抵消国内消费的逐渐疲软，保持经济的坚韧

可以说这是一场更宏观的贸易战，直到有一方因为坚持不下去而倒塌才会结束

- 从这个角度，能够更好地解释为何美联储降息一拖再拖，对于美国而言这是基于更高利益层面的诉求
- 这也是我们对美联储降息持谨慎态度的原因之一，我们认为除非万不得已，美联储不会轻易降息
- 如果美联储真正进入降息周期（单独的一次鹰派降息不在其列），很可能是因为美国真的撑不住要衰退了，此时解读为利空
- 另一个角度，只要美联储不降息，美国就存在再通胀风险，这是美国与中国竞争过程中不得不背负的副作用

2.2 美国大选可能对油价产生的影响

美国大选对原油的影响主要分两方面：

- 首先是大选前，适逢驾驶高峰季，执政党为了获取民意，可能会有意控制与美国居民息息相关的汽油价格。压制汽油价格的手段有很多，包括
 - 释放汽油储备，拜登政府此前已经宣布了100万桶的汽油储备释放，不过体量较小，更具有象征意义
 - 释放战略原油储备，通过降低成本价格压低汽油价格
 - 刺激炼厂开工率，通过增加汽油供应压低汽油价格
- 其次是大选后，若拜登连任，预计变化不大；若特朗普胜选，对于原油市场可能有以下影响
 - 对传统化石燃料的限制政策有望重新放开，美国页岩油行业有望受益
 - 国际地缘格局的重塑，比如其宣称的快速结束俄乌冲突的可能性，对沙特、以色列关系的重新定位，由此对于地缘溢价产生影响
 - 更直接的对华贸易战对双边经济、政治关系的潜在影响
 - 更频繁地使用社交媒体加剧原油价格的波动率

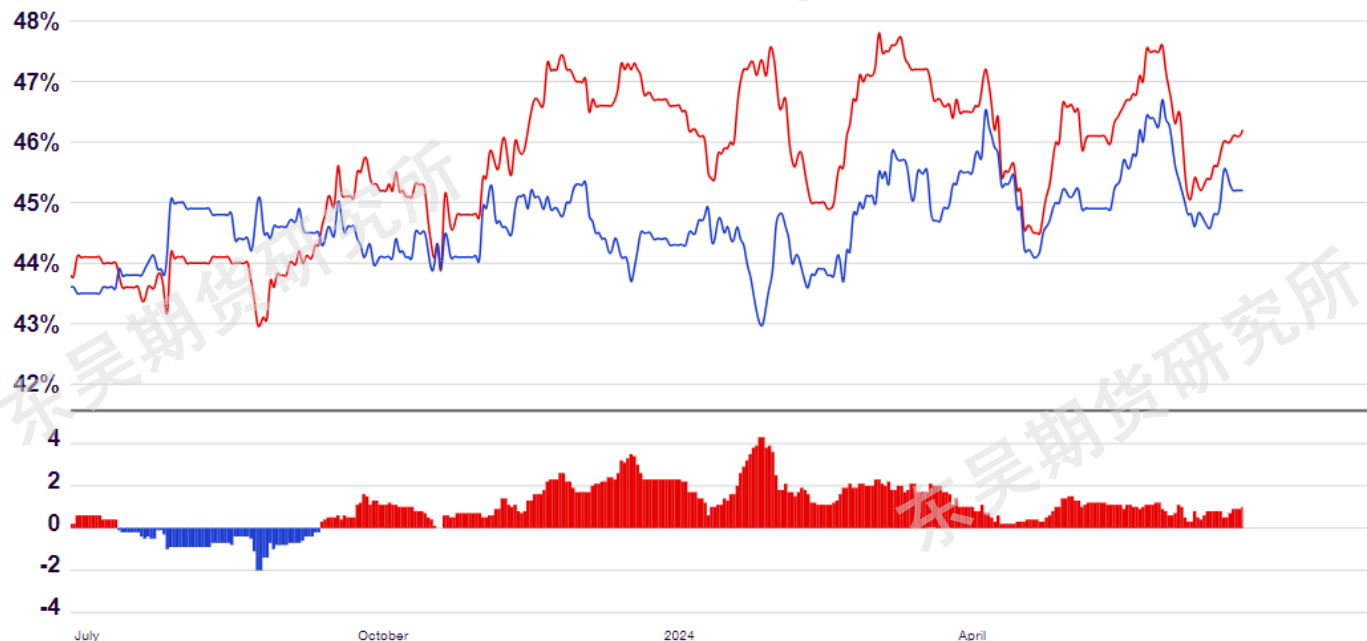


RealClearPolitics Poll Average

46.2 Trump +1.0

45.2 Biden

General Election: Trump vs. Biden



资料来源：RealClearPolitics

尽管特朗普在民调中保持微弱领先，但由于美国大选采用的赢者通吃规则，以及接下来的美国经济表现仍会一定程度上影响选举结果，我们认为最终选举结果仍然存在一定变数。

- 4月地缘风险大量退出市场，是因为当时命运一度给了以色列和伊朗扩大区域冲突的机会，而双方均展现了点到即止的回避倾向
- 由于反以色列方面除了哈马斯本身以外，黎巴嫩真主党和也门胡塞武装均被视为被伊朗支持的派别，因此当伊朗与以色列回避正面冲突后，叠加哈马斯对开罗谈判转为积极，市场倾向于判断后续风险逐渐弱化，难以影响原油生产及运输，是以风险溢价回落
- 近期，以色列与黎巴嫩真主党全面开展的可能性不断增加，再度激化了区域矛盾，使得地缘风险再度蠢蠢欲动：
 - 黎巴嫩真主党领导人发表讲话称，黎真主党已经对“最坏的情况”做好了准备。他表示，如果以军对黎巴嫩发动全面战争，黎真主党武装的战斗将**“不再有任何规则或红线”**。届时，**以色列全境都将成为真主党武装的打击目标，包括地中海地区的目标**。纳斯鲁拉同时强调，黎巴嫩真主党将继续支持加沙地带人民，并要求加沙地带实现完全和永久的停火。
 - 上周日，以色列军方发出了迄今为止最严重的警报，称以色列正处于与真主党全面开战的边缘。以色列军方首席发言人丹尼尔-哈加里少将警告说：“真主党日益加剧的侵略行为正将我们推向可能出现更大规模升级的边缘。我们致力于外交进程，然而真主党的侵略正将我们推向黎巴嫩军事活动决策的关键时刻。” **以色列军方18日批准对黎巴嫩真主党发动进攻的“作战计划”**。
- 此外，俄乌冲突对原油的影响也在持续：
 - 据外媒报道，在俄乌冲突开始以来最大规模的无人机群袭击中，俄罗斯南部的四家炼油厂成为袭击目标，其中一处设施遭到破坏。乌克兰表示，无人机还瞄准了克拉斯诺达尔地区的一个“准备和储存区”，导致“一系列爆炸和随后引爆的火灾”。
 - 丹麦外交部长声称：丹麦和一些其他国家正在评估针对波罗的海影子油轮的行动。俄罗斯驻丹麦大使馆表示：对船只通过丹麦海峡的任何限制都是不可接受的。该航道约有150万桶/日的俄罗斯原油运输，占全球1.5%。
- 我们认为，4月大量离场的地缘风险溢价在下半年存在重新回归的可能，尤其考虑到下半年全球原油库存很可能下降的背景，地缘风险溢价的弹性会增加。

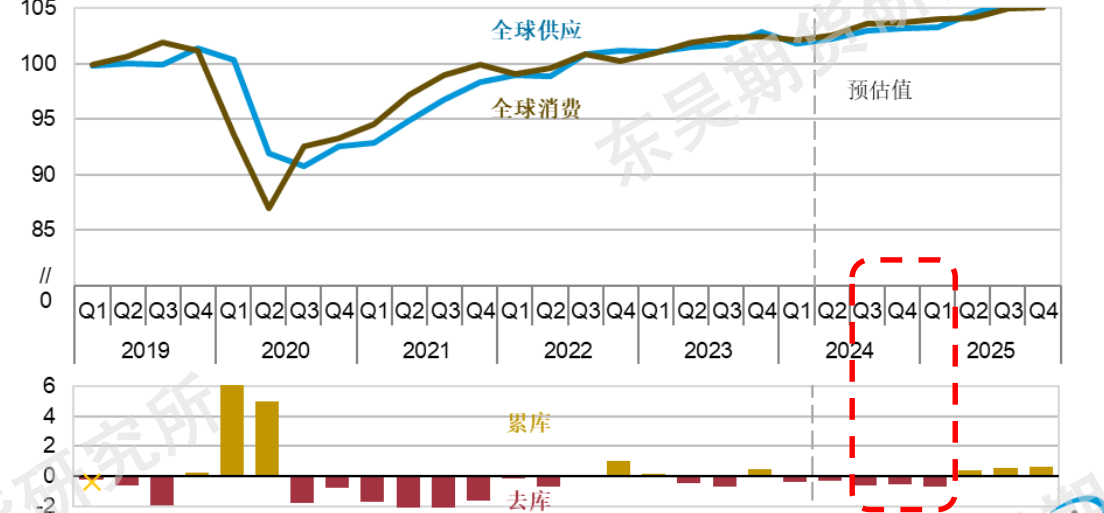
03

基本面

3.1 机构普遍认为下半年将出现供应短缺

全球平衡表

百万桶/日



来源：EIA6月报

- 由于OPEC+在6月初宣布了未来减产政策，三大主要能源机构OPEC、IEA、EIA较为一致地认为下半年原油市场将出现供应短缺
- 尽管三家机构对于需求端的预测存在分歧，但没有影响其共同做出下半年将出现供应短缺的判断，在此以需求判断处在中间位置的EIA平衡表作为代表予以展示
- 可以看到今年下半年的平衡预测，较5月报出现较大变化，主要由于供应端OPEC+的决定。EIA预计下半年全球原油供应缺口约为53万桶/日，缺口将持续到明年一季度

EIA6月报全球原油平衡表

	供应	消费	平衡	平衡变化
2024Q1	101.85	102.20	-0.36	-0.01
2024Q2	102.22	102.49	-0.27	+0.08
2024Q3	103.01	103.58	-0.57	-0.67
2024Q4	103.21	103.70	-0.48	-0.74
2024	102.57	102.99	-0.42	-0.34
2025Q1	103.26	104.02	-0.76	-0.63
2025Q2	104.50	104.11	+0.39	-0.14

OPEC+未来减产示意图

	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4
去年4月 165万桶/日 自愿减产， 共计 366万桶/日 集体性减产	延长至2025年年底					
去年11月 220万桶/日 自愿减产	继续减产	消息人士称期间将逐步取消自愿减产				完全退出

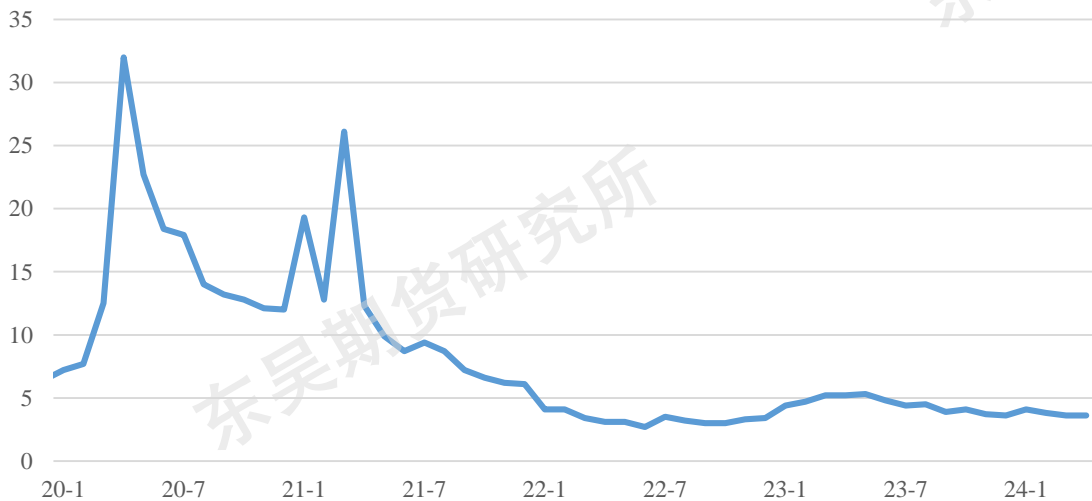
资料来源：EIA、市场新闻整理

3.2.1 预计今年美国驾驶高峰季平平无奇

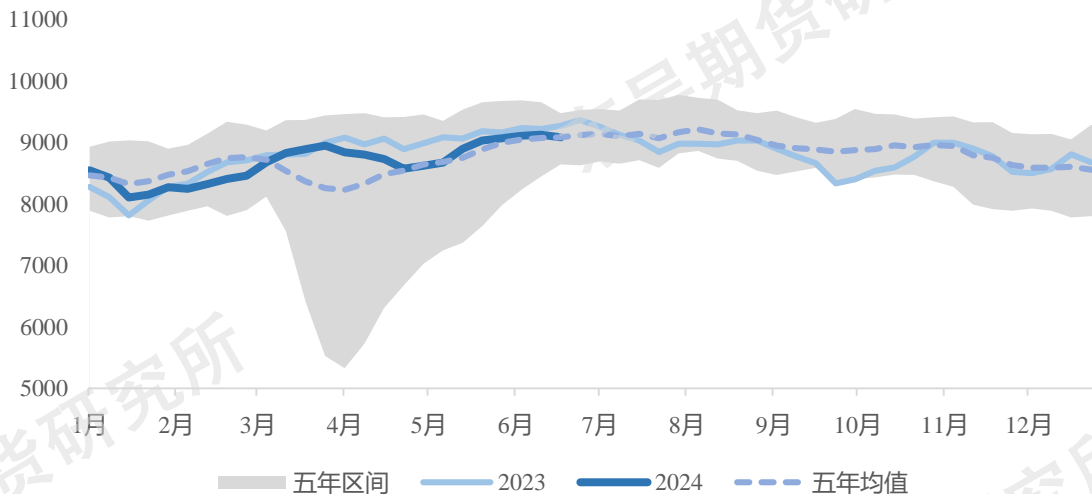
美国汽油价格 × 美国汽油表观需求超季节性



美国个人储蓄占可支配收入比重



美国汽油表观需求季节性 (四周平滑)



- 夏季是美国传统驾驶高峰季，是原油最重要下游产品汽油的消费旺季
- 过去几年汽油需求出现负反馈时对应的汽油价格越来越低
- 随着美国2020年的超额发放的高额储蓄正被逐渐耗尽，导致了美国居民消费能力的下降
- 作为相对刚性的汽油消费需求，美国居民对于高油价的耐受能力也在降低
- 这意味着零售汽油价格的任何上涨都将面临现实消费压力，汽油需求增长是美国夏季需求季节性增长的最大动力，我们预计今年美国驾驶高峰季原油需求表现将平平无奇
- 在今年已经发生的驾驶高峰季期间，美国汽油需求表现不佳，汽油库存已经升至过去5年除新冠疫情年份的同期最高值

3.2.2 关注全球需求最主要增长点——亚洲的需求表现

Table 4 - 1: World oil demand in 2024*, mb/d

World oil demand	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	Change 2024/23	
							Growth	%
Americas	25.03	24.57	25.38	25.58	25.44	25.25	0.22	0.88
of which US	20.36	19.98	20.67	20.67	20.85	20.54	0.18	0.90
Europe	13.40	13.07	13.56	13.69	13.35	13.42	0.02	0.13
Asia Pacific	7.32	7.76	6.97	7.09	7.48	7.32	0.00	0.02
Total OECD	45.75	45.41	45.92	46.36	46.27	45.99	0.24	0.52
China	16.26	16.52	16.83	17.23	17.33	16.98	0.72	4.44
India	5.34	5.66	5.66	5.40	5.59	5.58	0.23	4.36
Other Asia	9.28	9.73	9.77	9.49	9.51	9.62	0.35	3.74
Latin America	6.69	6.75	6.88	6.97	6.88	6.87	0.18	2.69
Middle East	8.63	8.76	8.56	9.23	9.00	8.89	0.26	2.96
Africa	4.46	4.64	4.35	4.39	4.82	4.55	0.09	2.08
Russia	3.84	3.92	3.80	3.99	4.08	3.95	0.11	2.80
Other Eurasia	1.17	1.30	1.24	1.08	1.28	1.23	0.05	4.51
Other Europe	0.78	0.82	0.78	0.77	0.84	0.80	0.02	2.07
Total Non-OECD	56.46	58.10	57.88	58.54	59.34	58.47	2.01	3.55
Total World	102.21	103.51	103.80	104.90	105.60	104.46	2.25	2.20
Previous Estimate	102.21	103.56	103.75	104.90	105.61	104.46	2.25	2.20
Revision	0.00	-0.05	0.05	0.00	-0.01	0.00	0.00	0.00

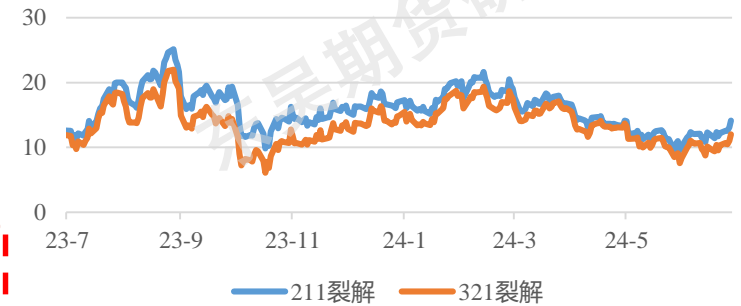
Note: * 2024 = Forecast. Totals may not add up due to independent rounding.

Source: OPEC.

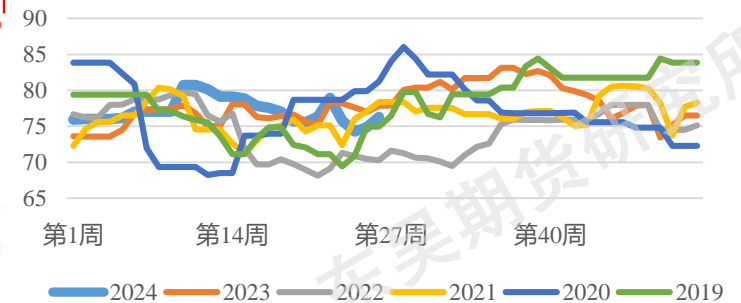
资料来源：OPEC、Bloomberg、钢联数据

- 参考最乐观的OPEC月报，包含中东在内的亚洲区域需求增速总计156万桶/日，占全球增速的约60%
- 然而从裂解和实际炼厂开工表现看，亚洲的需求释放远远不及预期
- 需求增速表现不及预期是二季度油价一度走软的重要原因，也是油价下半年是否重蹈覆辙的重要参考因素
- 尽管中东南亚炙热的天气和红海危机给予市场额外需求，但是基于我们对美联储降息的谨慎判断，我们认为下半年缺乏投资和外需拉动的远东需求将依然承压
- 低迷的亚洲裂解也将影响我国的成品油出口，近期亚洲裂解有企稳反弹迹象，关注其修复进展。

新加坡成品油现货裂解Dubai原油

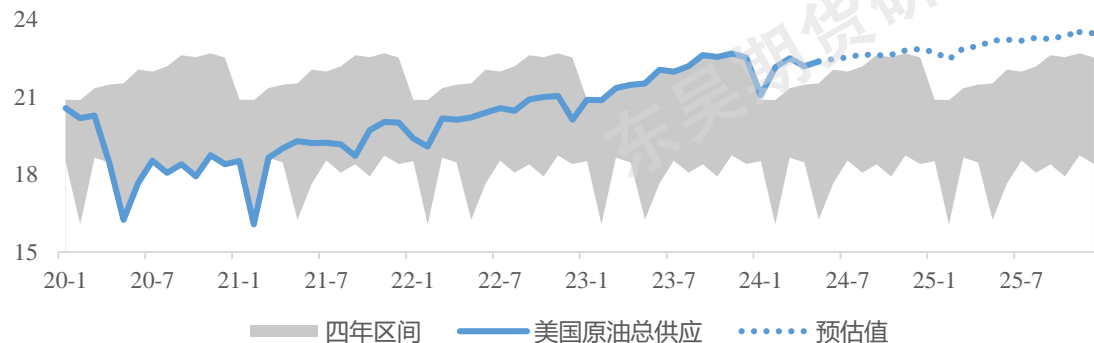


中国主营炼厂开工率

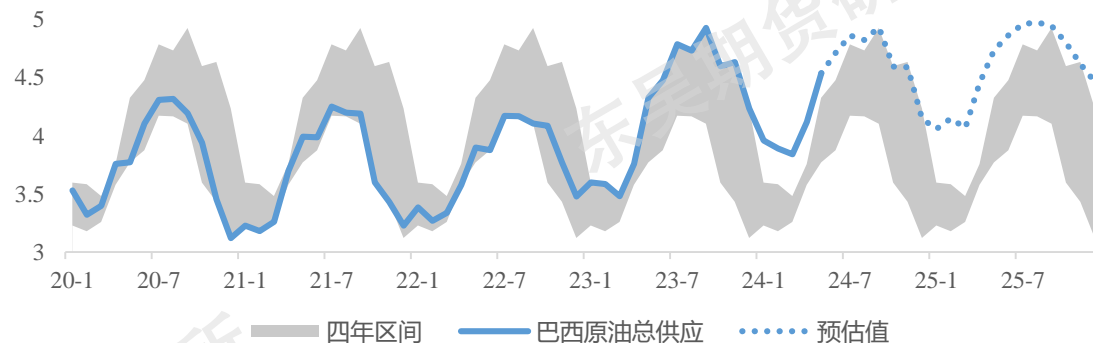


3.3 下半年非OPEC+产量仍有上行空间，抵消OPEC+减产努力

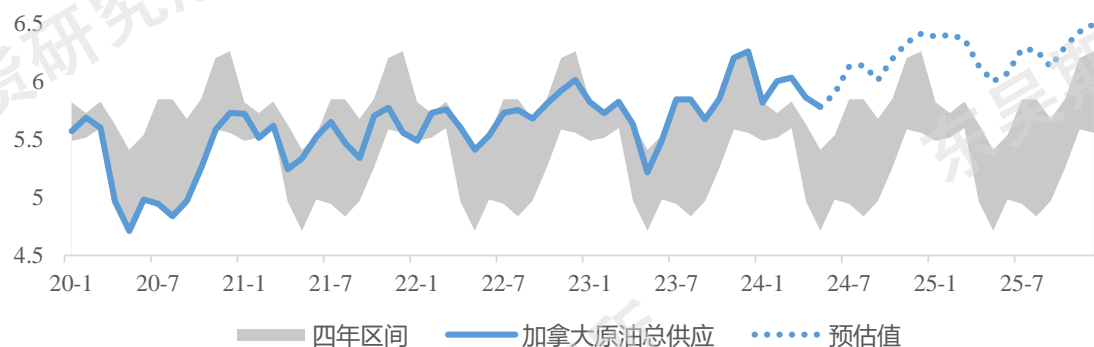
美国原油总供应



巴西原油总供应



加拿大原油总供应



主要非OPEC+原油生产国下半年总供应预期（万桶/日）

国家	上半年	下半年	增幅
美国	2213	2269	+56
加拿大	590	620	+30
中国	536	533	-3
巴西	418	466 (+)	+48 (+)
挪威	205	211	+6
总计			+137

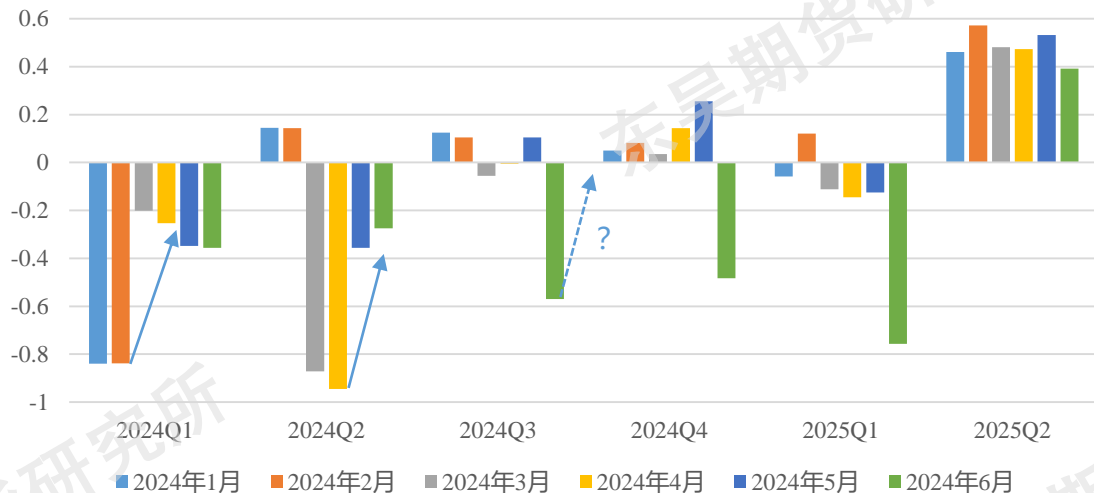
注：总供应不仅仅包含狭义的原油（Crude Oil）产量，也包括凝析液等其他液体燃料

资料来源：EIA

- 美国页岩油商通过兼并节省了后台维护费用以及勘探费用，预计产量增速较去年有所放缓但保持稳定增长
- 下半年是巴西传统供应旺季，EIA预计其原油产量将较上半年进一步增加。然而最新消息显示，巴西部分项目开工时间早于预期，或使得下半年产量超过预期

3.4 我们预计现实面的疲软，可能导致最终供不应求的程度不及预期

今年EIA月报季度平衡表汇总



资料来源：EIA、博易大师

这次延长减产带来的反弹会否重蹈覆辙



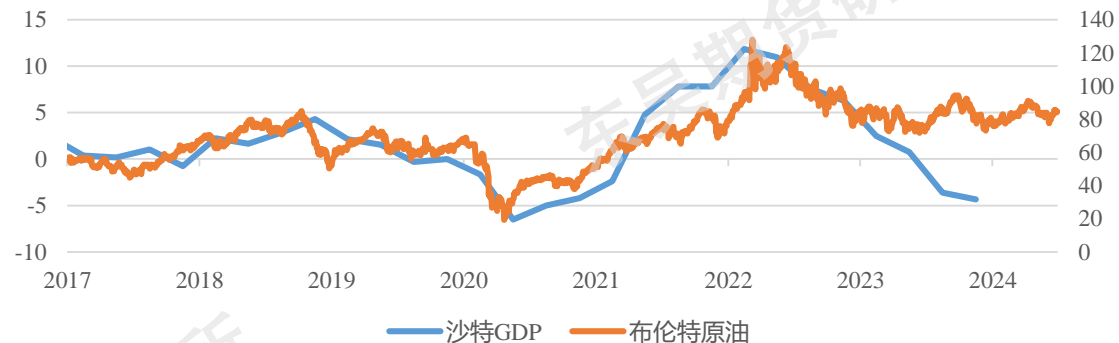
- 观察今年已经发布的6期EIA月报中的季度平衡表的24Q1和24Q2，从中我们能够窥探到一定的共性，即一开始EIA给出了较大的供需缺口，但随着时间推移，缺口逐渐被较为明显地向下修正。给出较大的供需缺口往往是由于OPEC+宣布延长减产
 - 去年12月OPEC+宣布延长所有减产至二季度末后，EIA直到2月报依然保持了一季度的巨大供需缺口预测
 - 3月初OPEC+宣布延长所有减产至二季度末后，EIA3月报立刻给出了二季度的巨大供需缺口预测
 - 6月初OPEC+宣布直到明年年底的产量计划后，EIA6月报立即给出了24Q3、24Q4、25Q1的巨大供需缺口预测
- 但之后由于现实端强供应和弱需求的相互作用，EIA分别在稍后时候大幅削减了24Q1和24Q2的供需缺口
- **基于我们的初步预计，今年下半年的供需缺口也有望在接下来的事件逐步削减，即实际缺口将不及预期**
 - 需求端：美国驾驶高峰季或表现不佳（3.2.1）、强势美元政策将继续压制东方大国的需求释放（3.2.2）
 - 供应端：非OPEC+供应下半年增速可观，且有超预期潜力（3.3）
- 如此，将削弱当前平衡表带来的乐观情绪，导致最终油价反弹高度有限，并有可能重现4月以来的反噬。
- 换句话说，能够推动油价在三季度持续上行并突破90美元/桶的，不太可能是基本面，更可能是地缘风险溢价或者天灾等其他因素

3.5.1 OPEC+减产为原油收入国家带来经济负担

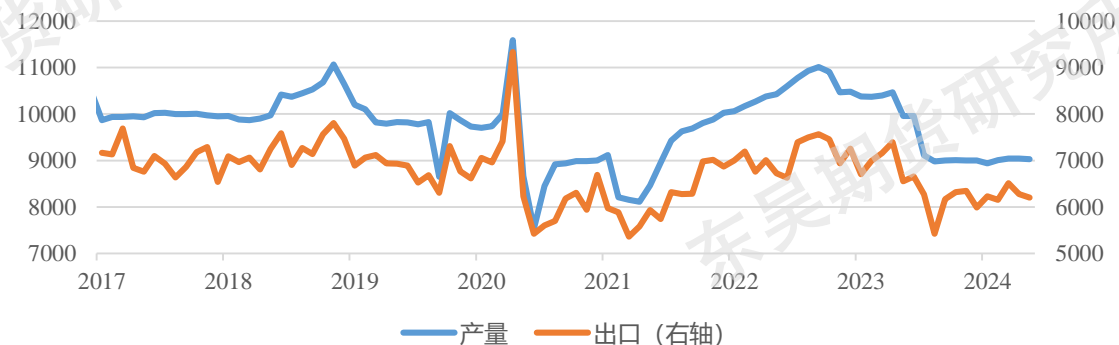
IMF最新预测中东最主要原油生产国2024年财政盈亏平衡线变化

国家	23年10月预测	24年4月预测	变化
伊朗	317.4	121.0	-196.4
伊拉克	97.9	93.8	-4.1
科威特	63.8	83.5	+19.7
沙特阿拉伯	79.7	96.2	+16.5
阿联酋	58.3	56.7	-1.6

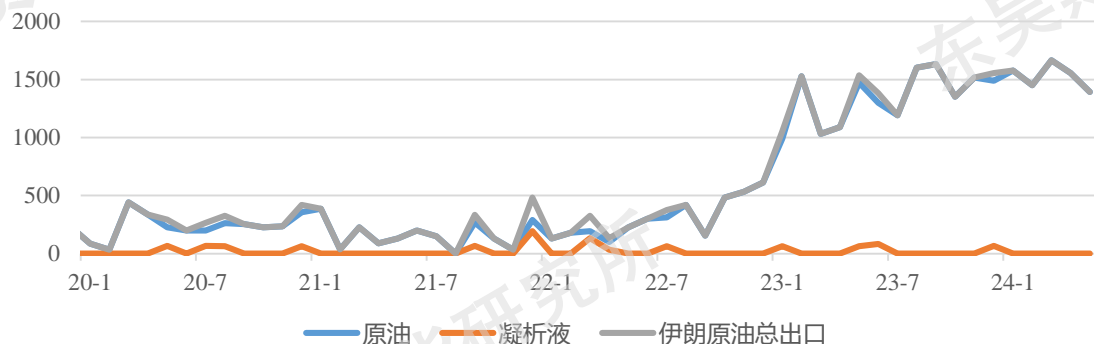
沙特GDP × 布伦特原油



沙特原油产量 × 沙特原油出口



伊朗原油出口

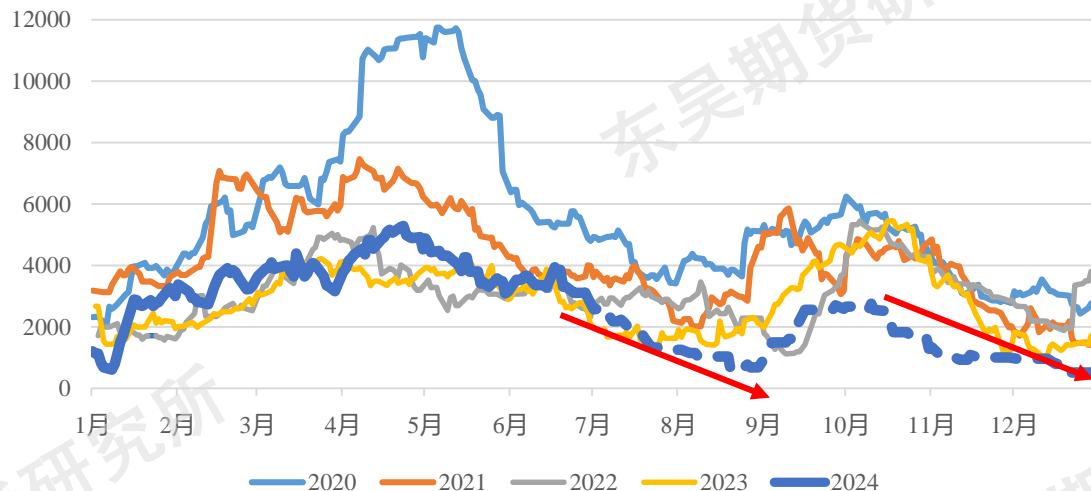


资料来源：IMF、同花顺、Bloomberg

- 对比沙特和伊朗的财政盈亏平衡线变化以及原油出口量变化，不难得出减产对于以原油收入为主的国家的经济影响是负面的
- 实际上当前沙特的超额减产已经陷入僵局，产量及出口的减少使得其经济发展愈发艰难，而放弃减产则会导致油价的直接崩盘
- **这是非OPEC+产量过快增加与全球主要经济体增速不及预期的共同作用下的结果，沙特只能在保价和保量之间二选一**
- 然而经济收入 = 出口价格 × 出口量，量价缺一不可

3.5.2 预计OPEC+四季度延续所有减产，最新自愿减产的逐步退出可能要等到2025年

全球CDU装置检修量



资料来源：Bloomberg

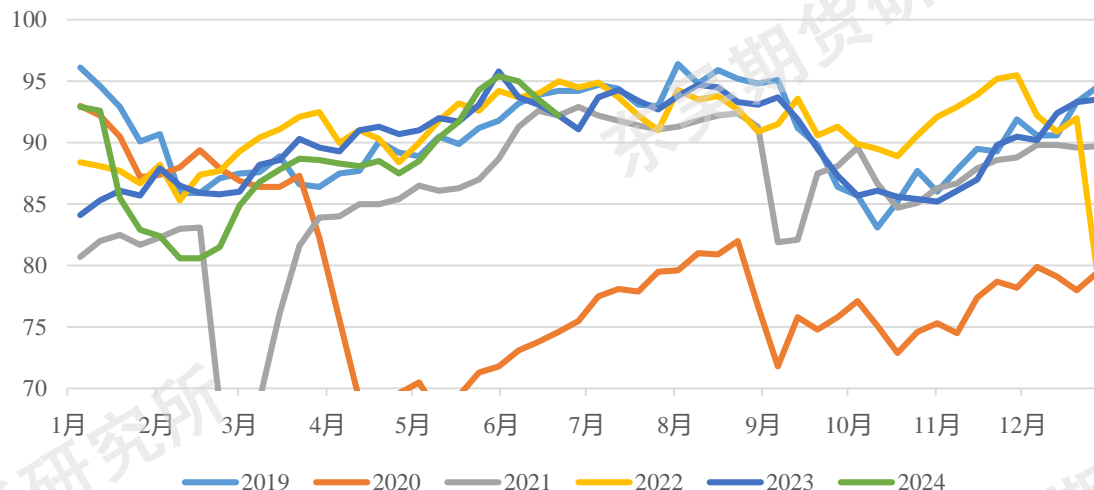
OPEC+未来减产示意图

	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4
去年4月 165万桶/日 自愿减产， 共计 366万桶/日 集体性减产	延长至2025年年底					
去年11月 220万桶/日 自愿减产	继续减产	消息人士称期间将逐步取消自愿减产			完全退出	

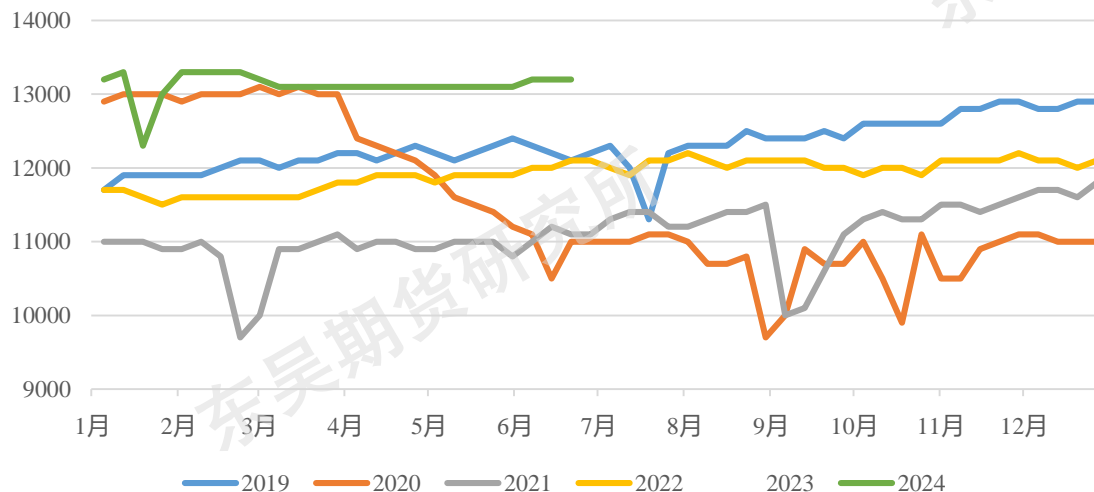
- 我们曾在5月预测OPEC+将延长减产至3季度，是因为油价从高位跌落至沙特进退两难的高度（布伦特80美元/桶附近，低于IMF预测的沙特财政平衡盈亏线，但仍然处于存在挽救希望的位置）后，全球原油市场面临季节性需求旺季，届时全球炼厂检修有望减少，原油需求有望增加，只要OPEC+再坚持一段时间减产，就有望使得油价朝着有利方向运行
- 根据我们的平衡表预计（3.4），3季度全球供需平衡难以出现明显转机，总体维持此前的需求不及市场预期的疲软状态。除非地缘和其他风险因素发力，油价难以向上打开太多空间
- 如此，在3季度末，OPEC+又将面临类似二季度的抉择。此前OPEC+曾经声明2023年11月的自愿减产将从今年4季度开始酌情取消，直到明年3季度结束完全取消
- **所幸，4季度同样是炼厂开工旺季，且由于前几年检修较为充分，今年秋检预期显著不及往年，若届时油价仍不能令OPEC+满意，减产很可能再续期1个季度。**如此，去年11月的自愿减产的逐步退出可能要等到2025年才会开始
- 此类减产通常不直接提振油市，因其背后暗示着需求不及预期或者非OPEC+供应太过迅猛，此类减产后的油价高度通常需要需求端改善提供。比如3月美国炼厂开始提负，叠加地缘溢价一起对当时价格形成推动
- 注：如果三季度油价受地缘和其他风险因素影响过高，或者原油需求出现超预期发展（概率较小），则以上预期可能不会兑现

3.6 今年夏季飓风活动较为活跃

美国炼厂开工率



美国原油产量



资料来源: NOAA、EIA

NOAA近几年预测夏季飓风活动预测

	2022	2023	2024
超过一般水平的概率	65%	30%	85%
预计飓风数量	6-10	5-9	8-13
预计强飓风数量	3-6	1-4	4-7

- 根据NOAA的大西洋飓风季预测, 今年的飓风活动将较为活跃, 出现超过一般水平飓风季的概率高达85%, 潜在发生强飓风(风速超过111英里/小时, 相当于国内定义中较强的强台风以上水平) 4-7次, 均为近几年最高水平
- 飓风往往会影响海上钻井平台和沿岸炼厂工作, 尤其是导致炼厂设备损坏, 甚至当地电力大面积瘫痪时, 会增加炼厂恢复开工的难度, 通常对原油和成品油起到利多作用
- 观察历年6-10月美国原油产量和炼厂开工率曲线, 不乏出现突然下降的情形, 即为当年飓风影响所致, **恢复期一般2-4周不等**。2020年恢复时间较久是由于疫情环境下炼厂借着飓风直接长期停摆
- 今年尽管我们不看好夏季驾驶高峰季需求, 然而一旦飓风持续影响炼厂生产, 也会导致汽油价格迅速上升并带动原油价格
- 根据美国国家飓风中心, 今年潜在的热带气旋已经于上周在北大西洋生成

谢谢！

请联系东吴期货研究所，期待为您服务！

400-680-3993

<http://yjs.dwfutures.com>

本报告由东吴期货研究所制作及发布。报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者需自行承担风险。未经本公司事先书面授权，不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节、修改、及用于其它用途。

期市有风险，投资需谨慎！