



# 宏观环境分析与全球大类资产配置

浙商期货研究中心 张泽宇

交易咨询号 Z0018718

从长远看，超过 90% 的投资收益都是来自于成功的资产配置；从最本质上来讲，金融学研究的是稀缺资源在不确定环境下的跨期配置问题，也就是说金融学最基础的问题就是资产配置问题。

——全球资产配置之父 Gary P. Brinson

## 一、传统视角

大类资产(Super Asset Classes)划分为3类:

1. 资本资产，通过未来现金流的资本化产生价值。例如，权益、固定收益和房地产
2. 消费或转化类资产，通过消费或转化产生价值。例如谷物、能源等大宗商品
3. 价值储藏类资产，在交换和出售时体现价值。例如，货币、珠宝、艺术品等。

## 二、现代视角

大类资产分为7类:

1. 股票类资产，国内沪深市场，发达国家市场，新兴市场等
2. 债券类资产，利率债，信用债等
3. 固定资产，房地产，实体工业，设备机械等
4. 数字货币，BTC等
5. 掉期和衍生品，期货/期权/永续/利率互换/信用衍生品/奇异衍生品/定制结构化产品等
6. 大宗商品，能源，有色金属，农产品等
7. 另类投资，对冲基金/PE/VC/一级市场权益/基础设施投资等

## 一、传统视角

以每种资产对组合的边际贡献，来衡量该资产权重的微小变化对组合整体风险的影响，就是最典型的“配置”思维。最典型的资产权重配置包含4种：

1. 资金等权配置

2. 60/40 法则

3. 市值加权策略

4. 波动率倒数权重。

## 二、现代视角

伴随理论创新和投资实践，大类资产配置所涉及的领域不断拓宽，体现出多元化的特征。实际上，不同机构对“大类资产配置”有着不同的命名和侧重。“大类资产配置”现在包含7种：

1. 战略资产配置(SAA)

2. 战术资产配置(TAA)

3. 收益配置

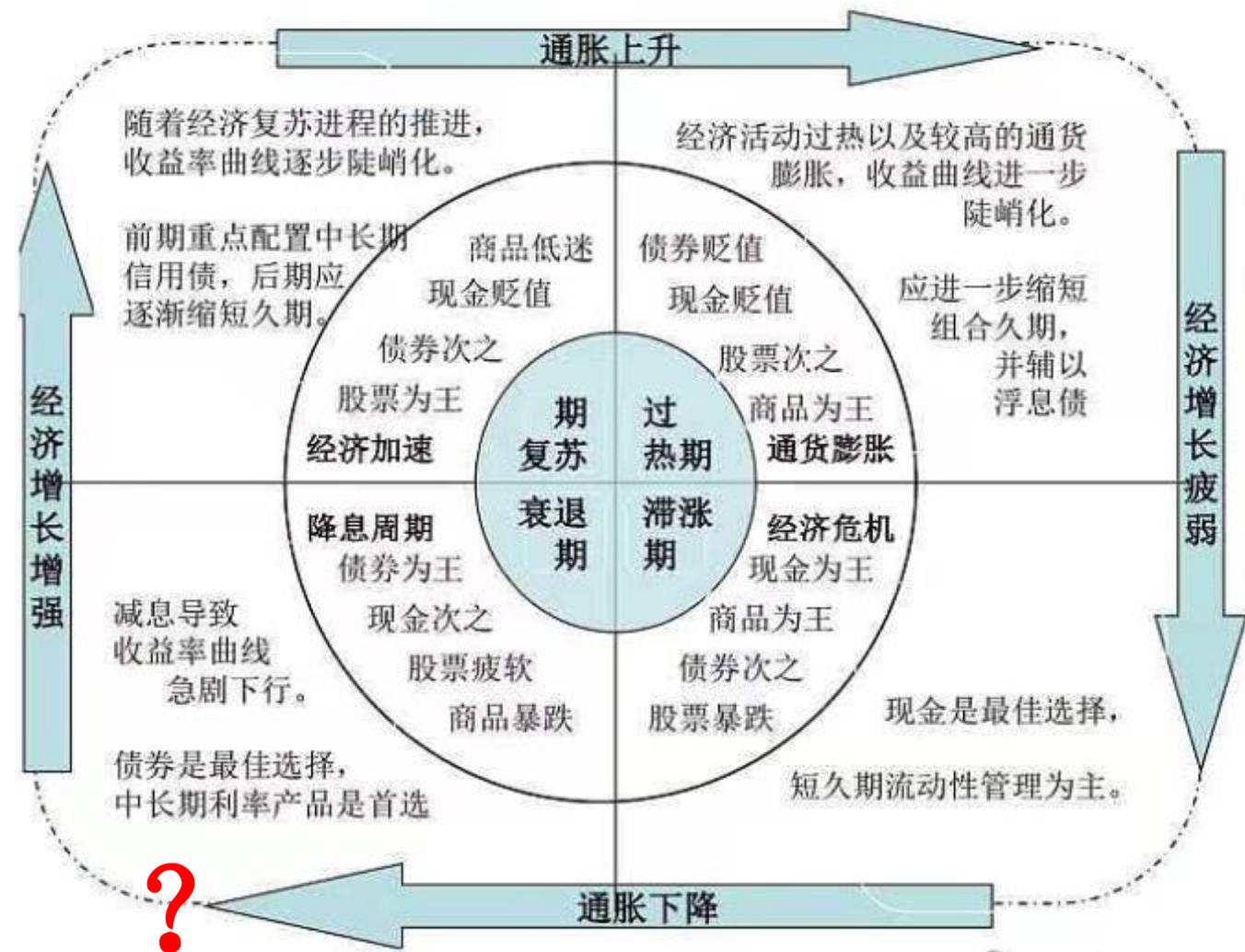
4. 风险配置

5. 因子配置

6. 政策组合制定(Policy Portfolio Creation)

7. 宏观投资(Macro Investing)

美林时钟将一个完整的经济周期划分成四个典型阶段：  
**复苏、扩张、滞胀、衰退。**



**复苏期：** 股票 > 债券 > 现金 > 大宗商品

**扩张期：** 大宗商品 > 股票 > 现金/债券

**滞胀期：** 现金 > 大宗商品 > 债券 > 股票

**衰退期：** 债券 > 现金 > 股票 > 大宗商品

# 全球宏观环境分析

2024. 1. 2-2024. 10. 13	中国	涨幅	美国	涨幅
股票	上证综合指数 (2962-3218)	8.62%	标普500 (4743-5815)	22.61%
利率	10年收益率 (2.55%-2.12%)	43BP	10年收益率 (3.95%-4.08%)	13BP
汇率	人民币指数 (1171-1206)	2.96%	美元指数 (102.25-102.93)	0.66%
大宗商品	螺纹钢 (4036-3570)	11.55%	WTI原油 (70.38-75.56)	7.40%
			布伦特原油 (75.89-79.04)	4.20%
贵金属	上海金 (483-584)	20.90%	伦敦金现 (2068-2578)	24.66%

1. 贵金属黄金等大幅上涨，属于安全资产。
2. 美股上涨，美债下跌。
3. 美元与原油三季度虽然走弱，但近期因为地缘政治升级而反弹。
4. 人民币资产存在分歧，A股上涨，国债上涨。

# 美国宏观环境分析

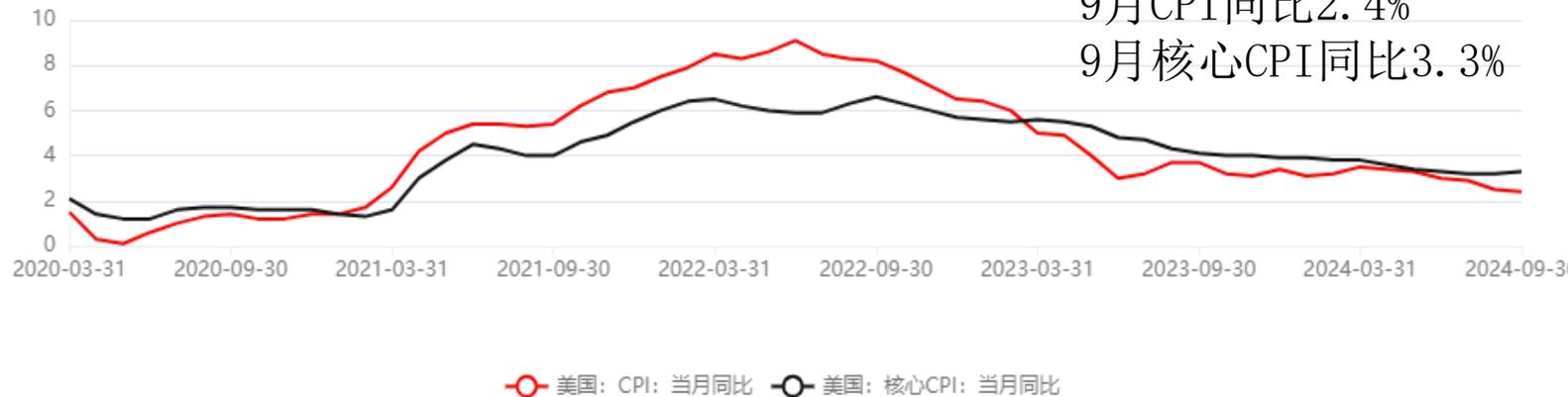
2024前三季度	指标变化
美国ISM景气指数PMI	1-9月 (49.1%--47.2%)
美国通胀CPI同比	1-9月 (3.1%--2.4%)
美国失业率	1-9月 (3.7%--4.1%)
美国零售和食品服务销售额同比	1-8月 (0.6%--2.1%)
美国新建住房销售	1-8月 (661--716)
美国出口金额同比	1-8月 (-0.4%--5.13%)

1. 美国通胀和就业率持续下滑。
2. 美国消费和出口等持续上升，整体经济仍然具有较强的韧性。

美国核心CPI当月同比与美国CPI同比 2024-09-30

9月CPI同比2.4%

9月核心CPI同比3.3%



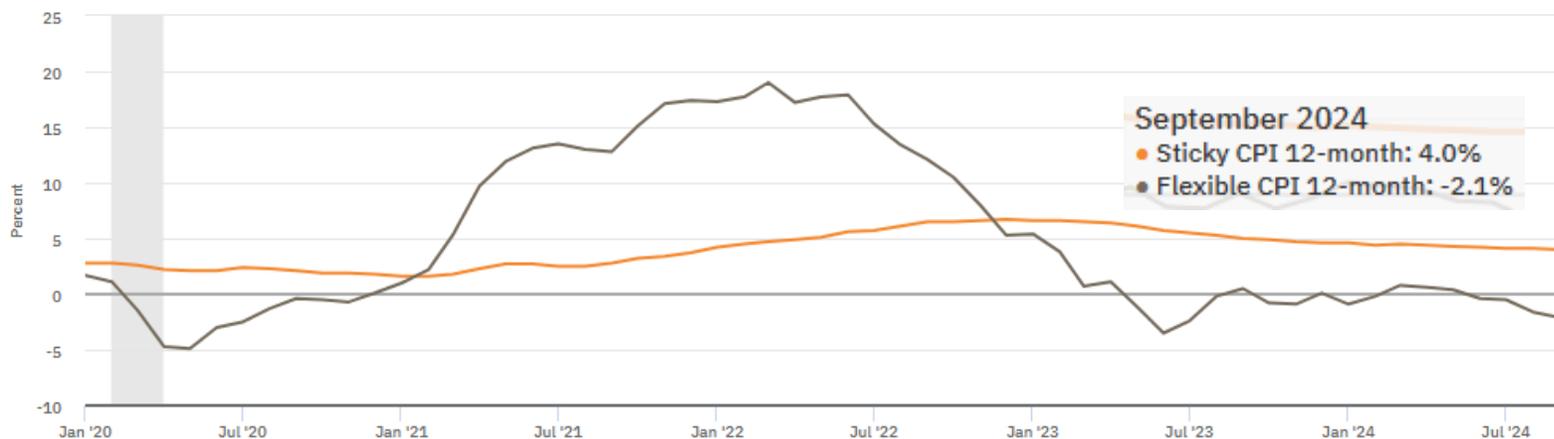
单位: %

更新频率: 月度

美国9月CPI同比2.4%，上个月为2.5%；9月核心CPI同比3.3%，上个月为3.2%。9月亚特兰大联储公布通胀粘性指标为4%延续下滑趋势。

Sticky-Price CPI

Export



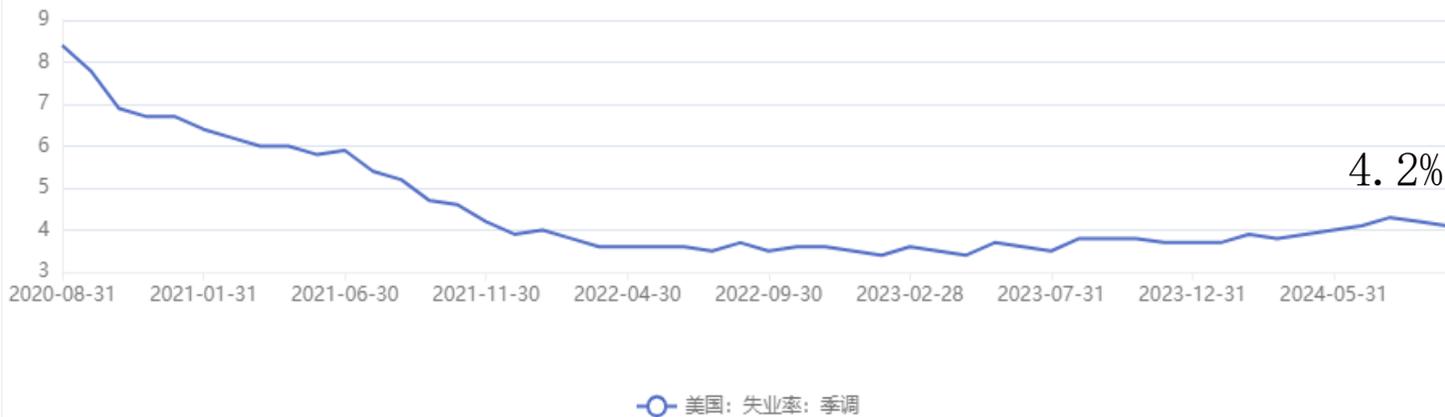
Gray bars indicate periods of recession.  
Source: Federal Reserve Bank of Atlanta

美国：新增非农就业人数：初值 2024-09-30



更新频率：月度

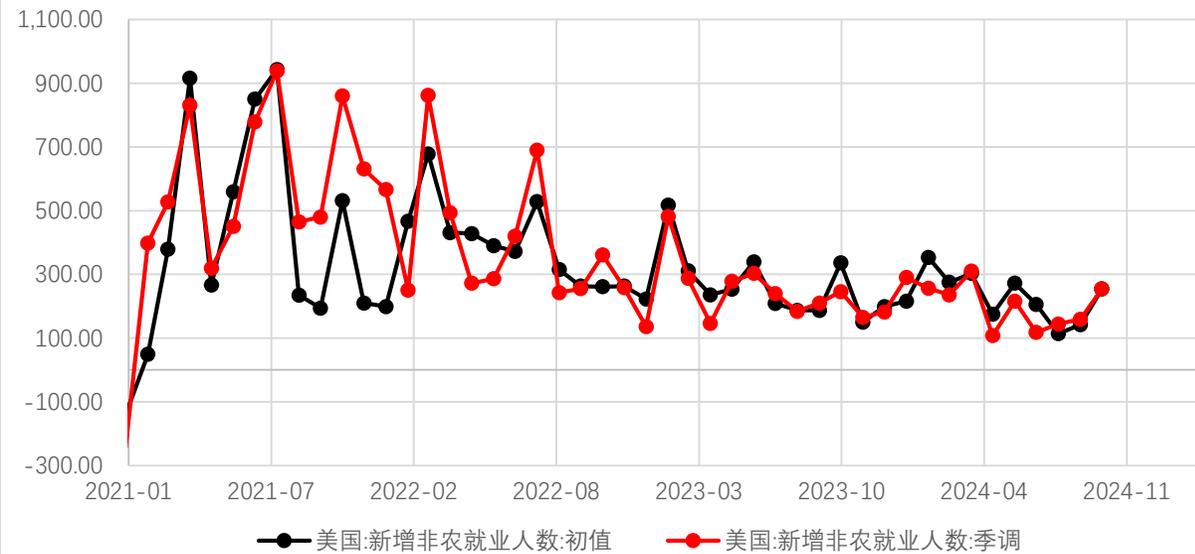
美国：失业率：季调 2024-09-30



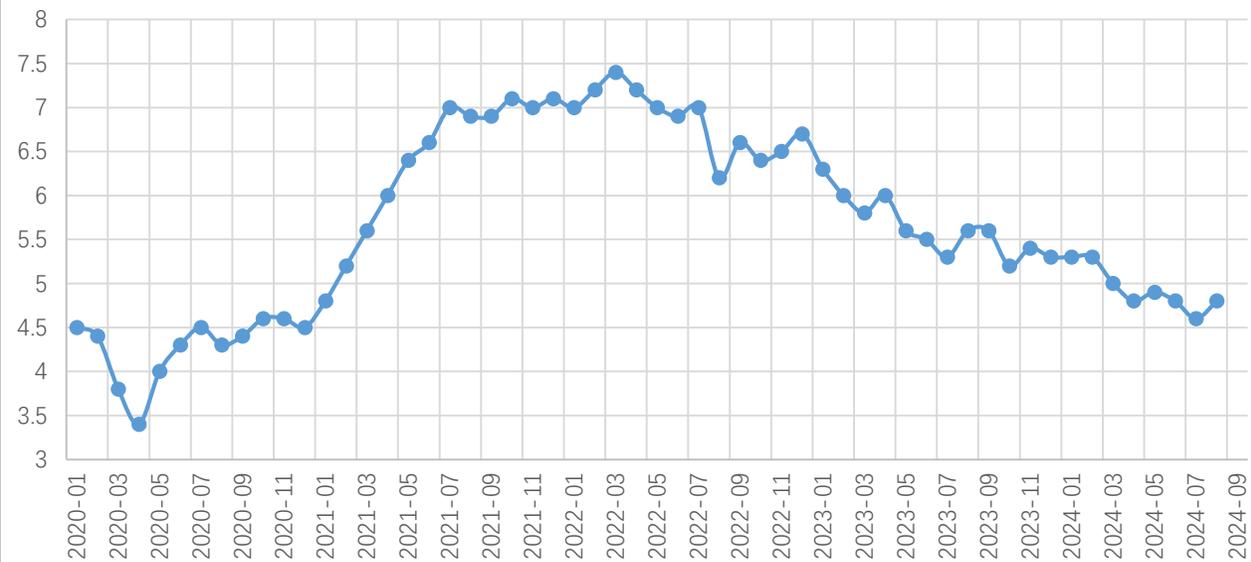
更新频率：月度

9月非农新增就业25.4万人，较上月大幅回升，但前两月就业人数均遭大幅下修。9月失业率小幅回落至4.2%，但已连续四月站上4%水平。

美国新增非农就业人数初值与季调 千人

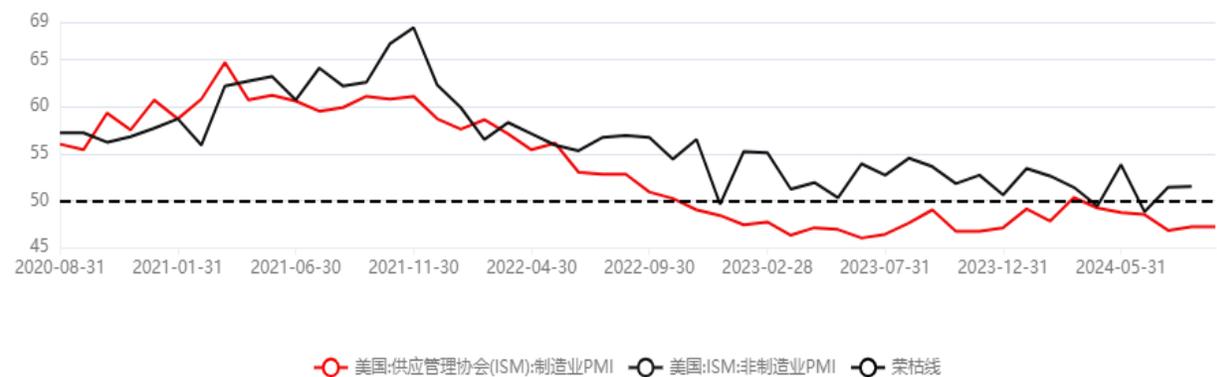


美国:职位空缺率:非农:季调 %



2024年1-9月非农就业中有5次大幅下修，最近3次当中2次小幅上调，1次持平，这表明就业情况在边际转好。非农职位空缺率自2021年以来持续下跌至当前4.8%，接近疫情前2019年水平，表明当前美国劳动力供需已基本达到平衡。

### 美国:供应管理协会(ISM):制造业PMI 2024-09-30



—○— 美国:供应管理协会(ISM):制造业PMI —○— 美国:ISM:非制造业PMI —○— 荣枯线

更新频率: 月度

### 美国: 红皮书商业零售销售: 周同比 2024-10-12



—○— 美国: 红皮书商业零售销售: 周同比

更新频率: 周度

2024年以来美国制造业PMI持续收缩维持在荣枯线下水平，但是非制造业仍然在51.5%维持缓步扩张态势。根据2024年周度零售销售数据显示，年内增速维持在5%左右水平。

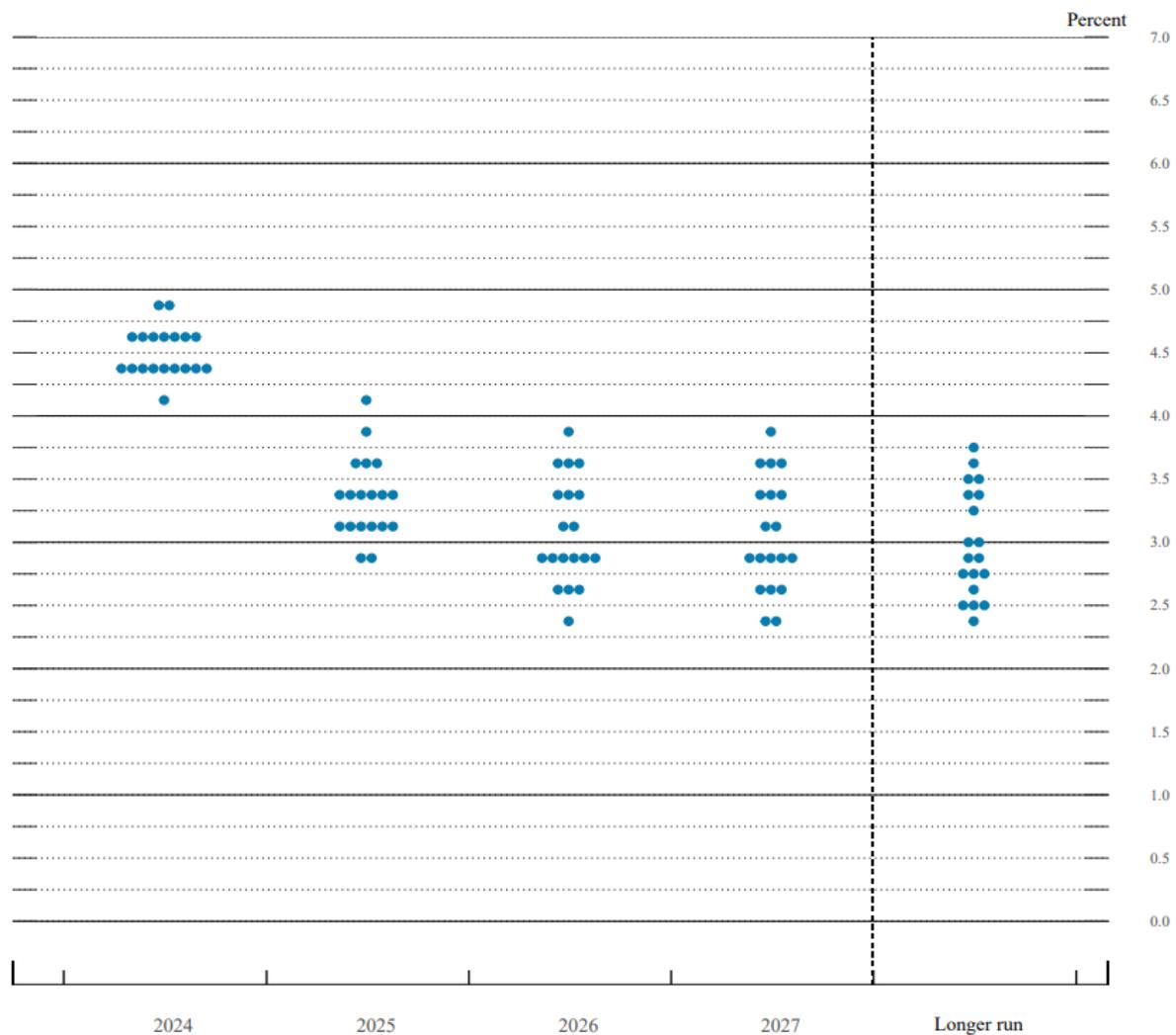
**Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, September 2024**

Percent

Variable	Median <sup>1</sup>					Central Tendency <sup>2</sup>					Range <sup>3</sup>				
	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run	2024	2025	2026	2027	Longer run
Change in real GDP	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8	1.9–2.1	1.8–2.2	1.9–2.3	1.8–2.1	1.7–2.0	1.8–2.6	1.3–2.5	1.7–2.5	1.7–2.5	1.7–2.5
June projection	2.1	2.0	2.0		1.8	1.9–2.3	1.8–2.2	1.8–2.1		1.7–2.0	1.4–2.7	1.5–2.5	1.7–2.5		1.6–2.5
Unemployment rate	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3–4.4	4.2–4.5	4.0–4.4	4.0–4.4	3.9–4.3	4.2–4.5	4.2–4.7	3.9–4.5	3.8–4.5	3.5–4.5
June projection	4.0	4.2	4.1		4.2	4.0–4.1	3.9–4.2	3.9–4.3		3.9–4.3	3.8–4.4	3.8–4.3	3.8–4.3		3.5–4.5
PCE inflation	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	2.2–2.4	2.1–2.2	2.0	2.0	2.0	2.1–2.7	2.1–2.4	2.0–2.2	2.0–2.1	2.0
June projection	2.6	2.3	2.0		2.0	2.5–2.9	2.2–2.4	2.0–2.1		2.0	2.5–3.0	2.2–2.5	2.0–2.3		2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	2.6	2.2	2.0	2.0		2.6–2.7	2.1–2.3	2.0	2.0		2.4–2.9	2.1–2.5	2.0–2.2	2.0–2.2	
June projection	2.8	2.3	2.0			2.8–3.0	2.3–2.4	2.0–2.1			2.7–3.2	2.2–2.6	2.0–2.3		
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9	4.4–4.6	3.1–3.6	2.6–3.6	2.6–3.6	2.5–3.5	4.1–4.9	2.9–4.1	2.4–3.9	2.4–3.9	2.4–3.8
June projection	5.1	4.1	3.1		2.8	4.9–5.4	3.9–4.4	2.9–3.6		2.5–3.5	4.9–5.4	2.9–5.4	2.4–4.9		2.4–3.8

联储认为年内PCE核心将在2.6%的水平，失业率在4.4%左右。

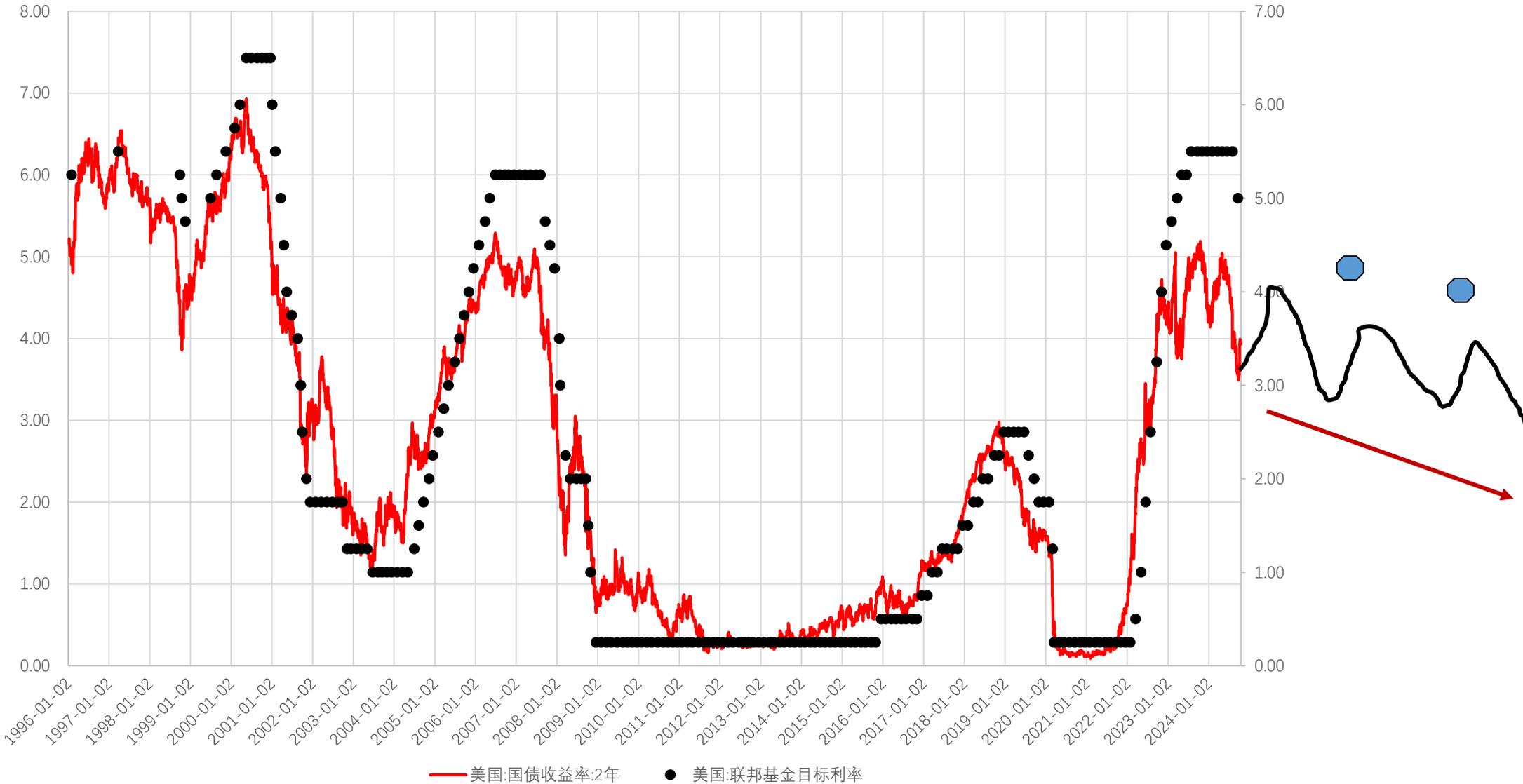
Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



Fed Watch-降息概率 20240919						
会议日期	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024.11.07	0%	0%	0%	0%	31.6%	68.4%
2024.12.08	0%	0%	13.9%	47.8%	38.3%	0%
2024.01.29	4.2%	24.2%	44.9%	26.7%	0%	0%
2024.03.19	29.2%	40.5%	20.3%	0%	0%	0%
2024.05.07	38.9%	23.7%	3.2%	0%	0%	0%

9月会议决议降息50基点至[4.75%-5.00%]，维持缩表步伐。点阵图显示9/19官员认为年内应降息100bp。

## 美联储联邦基金目标利率与2年期国债收益率

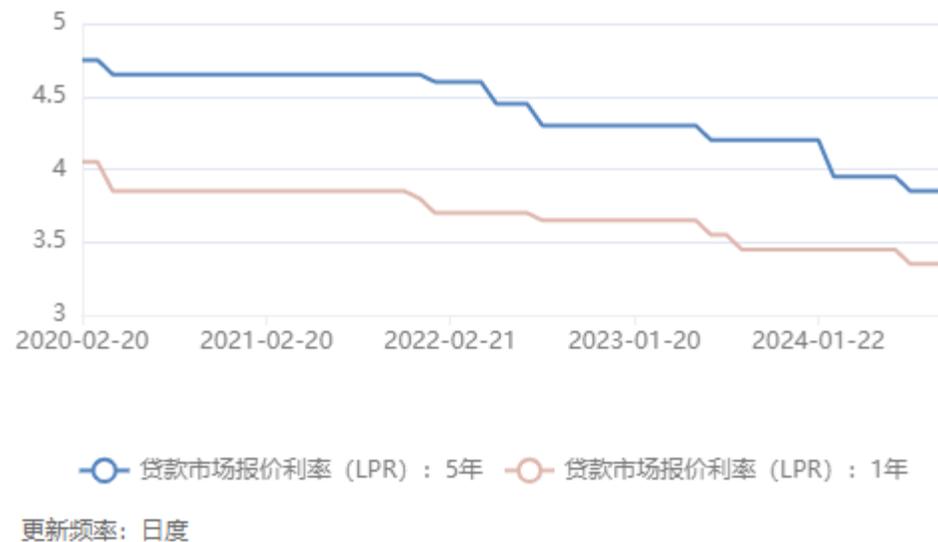


# 中国宏观环境分析

### 12个月MLF操作利率 2024-10-17



### 贷款市场报价利率 (LPR) 2024-09-20



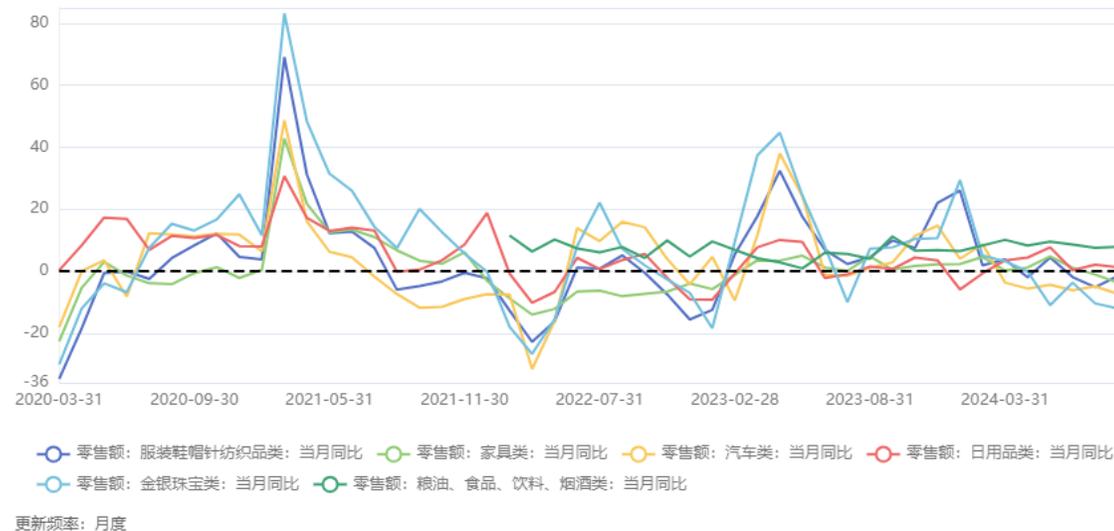
改革之后，现在贷款市场报价利率（LPR）主要是由中期借贷便利利率（MLF），加点形成。

2024前三季度	指标变化
中国景气指数PMI	1-9月 (49.1%--49.8%)
中国通胀CPI同比	1-9月 (-0.8%--0.4%)
中国失业率	1-8月 (5.1%--5.3%)
中国社会消费品零售总额同比	2-8月 (5.5%--2.1%)
中国固定资产投资完成额累计同比	2-8月 (4.2%--3.4%)
中国商品房销售面积同比	3-8月 (-23.72%-- -12.63%)
中国出口金额累计同比	2-9月 (7.1%--4.3%)

通胀由负转正，温和回升。  
除出口外，需求数据相对半年时间进一步走弱。

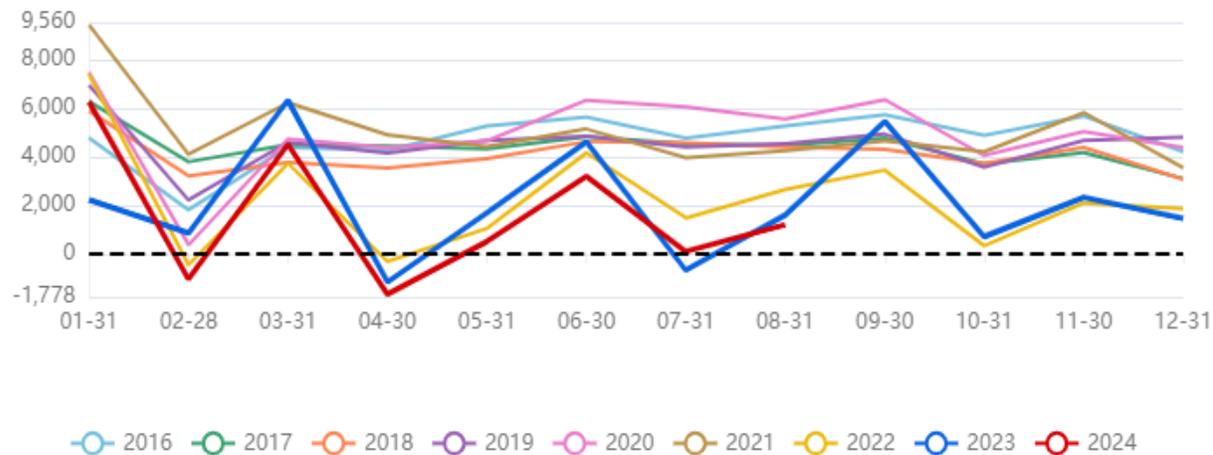
消费分项数据 2024-08-31

社会消费品零售总额：当月同比 2024-08-31



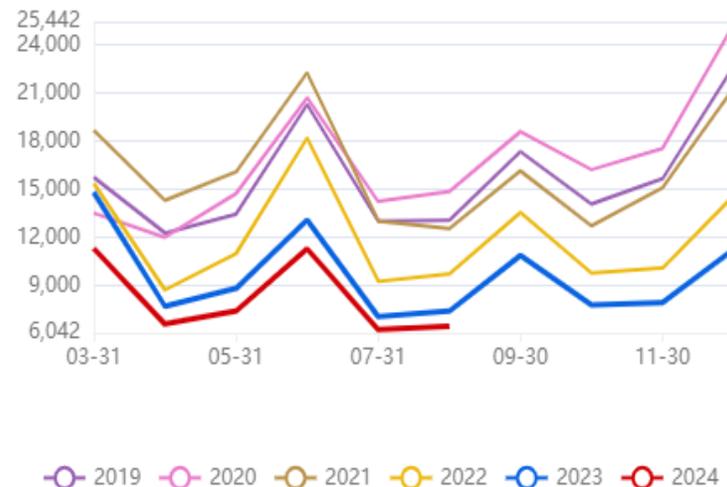
今年以来社消零售增速持续下滑，到8月单月同比仅2.1%，累计增速仅3.4%，拖累整体GDP。分项上，汽车、家具、服装、珠宝等可选耐用商品消费负增长，而粮油、日用等必需消费品增速尚可。商务部等14部门联合发布《推动消费品以旧换新行动方案》，浙江家电以旧换新政策。

金融机构：新增人民币贷款：居民户：中长期：当月值 2024-08-31



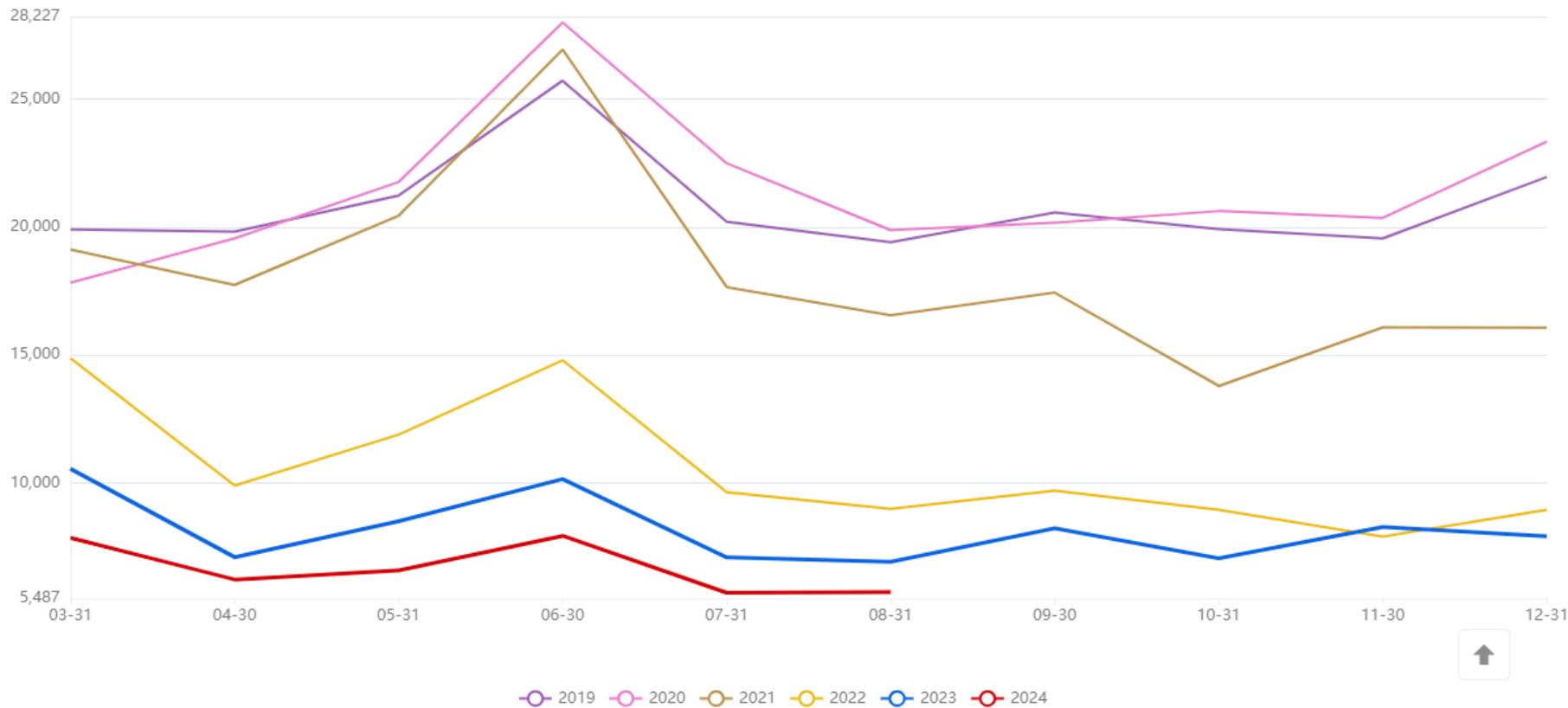
更新频率：月度

商品房销售面积：当月值 2024-08-31



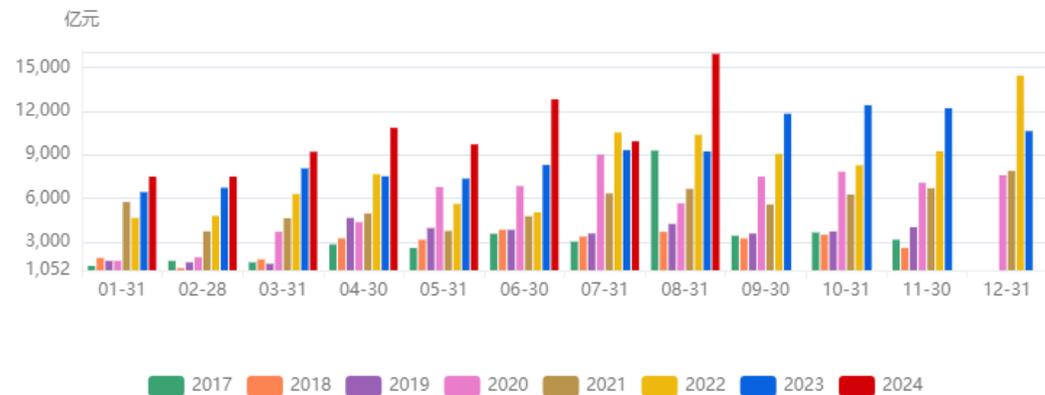
今年商品房销售面积再创新低，2021年以来逐年下降。  
新增人民币贷款中，居民部门中长期贷款继续少增。

房地产新开工面积:当月值 2024-08-31



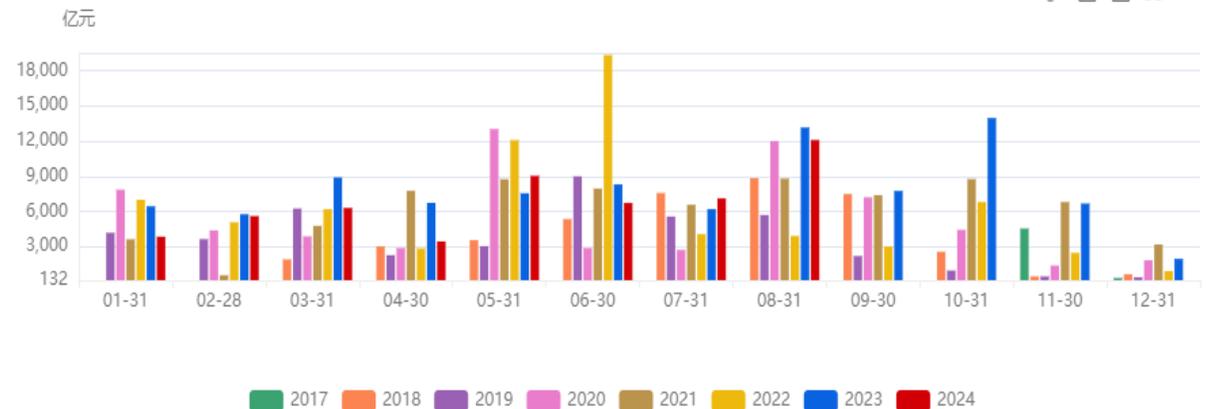
影响地产新开工维持近年来低位水平，年内房地产难有起色。

债券市场发行债券:国债:当月值 2024-08-31



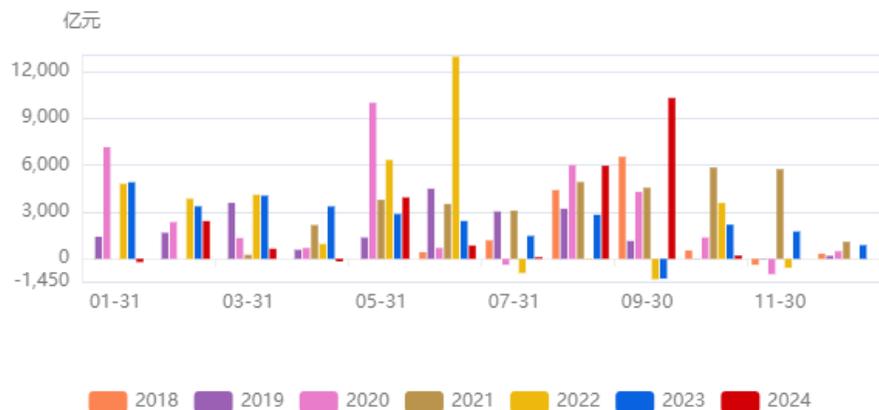
数据来源: 中国人民银行 更新频率: 月度

中国:地方政府债券发行额:当月值 2024-08-31



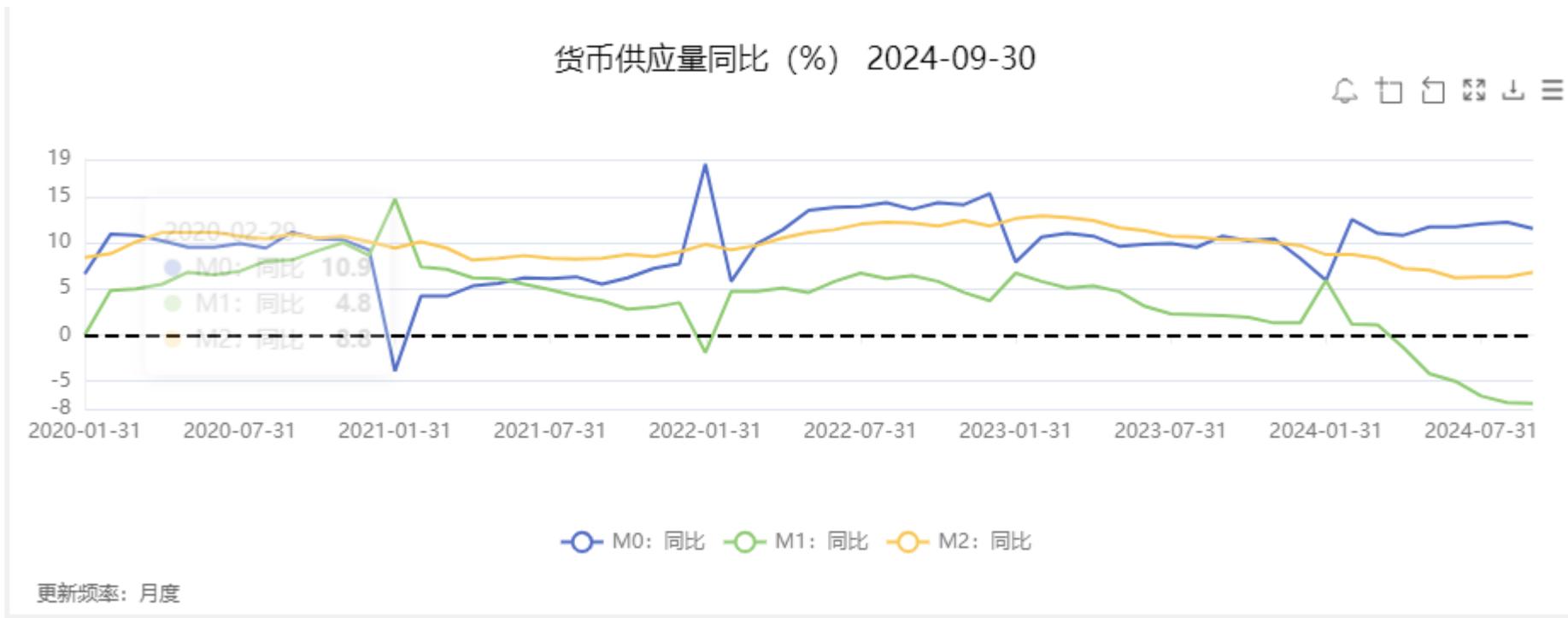
数据来源: 财政部 更新频率: 月度

地方政府专项债净融资额 2024-10-31



数据来源: 国家统计局 更新频率: 月度

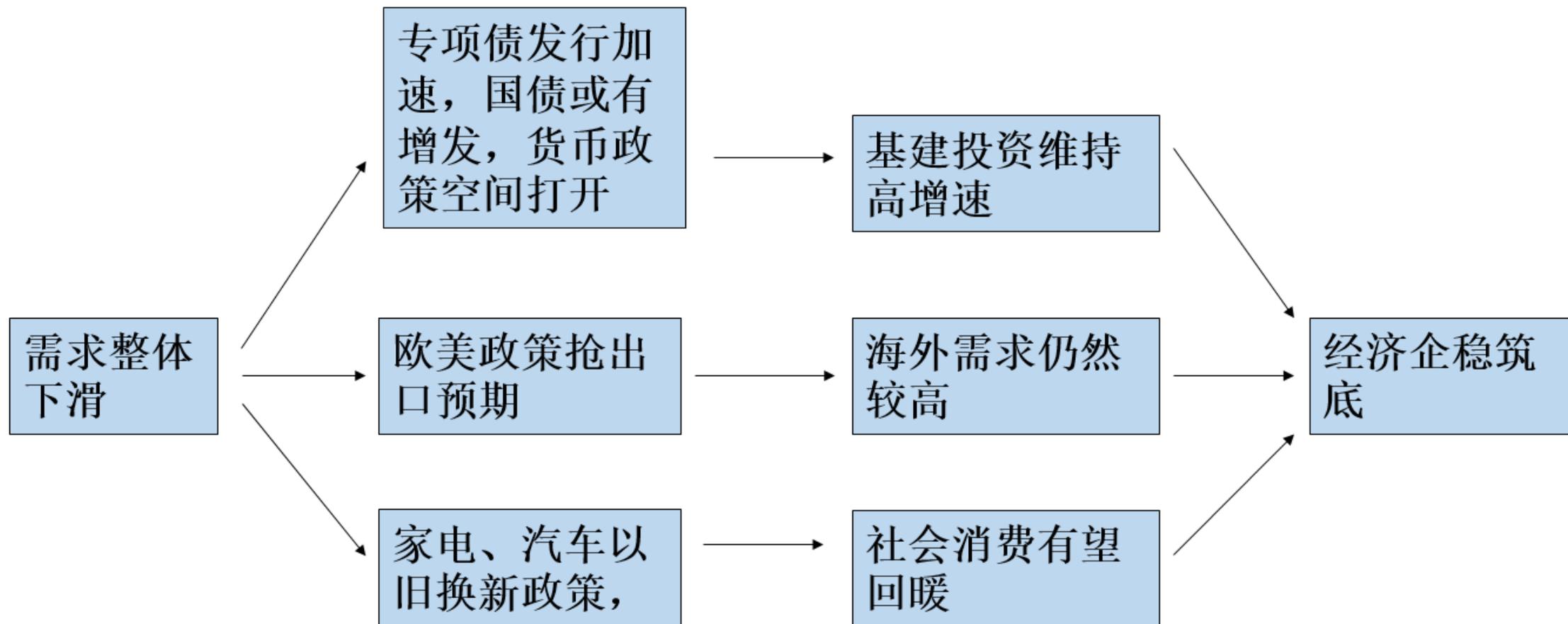
101) \*财新: 中国超长期国债将帮助地方政府化解债务  
 102) \*财新: 中国可能在三年内发行6万亿人民币超长期特别国债  
 103) ✓ \*CHINA ULTRA LONG BONDS TO HELP LOCAL GOVT RESOLVE DEBTS: CAIXIN  
 10/14/2024 21:43:29 [BN]



当M1增速>M2增速时，是正剪刀差，此时说明市场上的“活钱”增多，大家对经济的预期相对比较乐观，更多的钱愿意拿出来消费或者投资，经济活力会增强。

当M2增速<M1增速时，是负剪刀差，此时说明市场上的“死钱”增多，大家对经济的预期相对比较悲观，不愿意投资或者消费，更愿意拿到稳定的利息，经济活力就会减弱。

央行在4月发出禁止手工补息倡议书，使得大量存款流出，进入货币基金等产品，而目前尚未被纳入M1体系。



### 中国GDP与上证指数

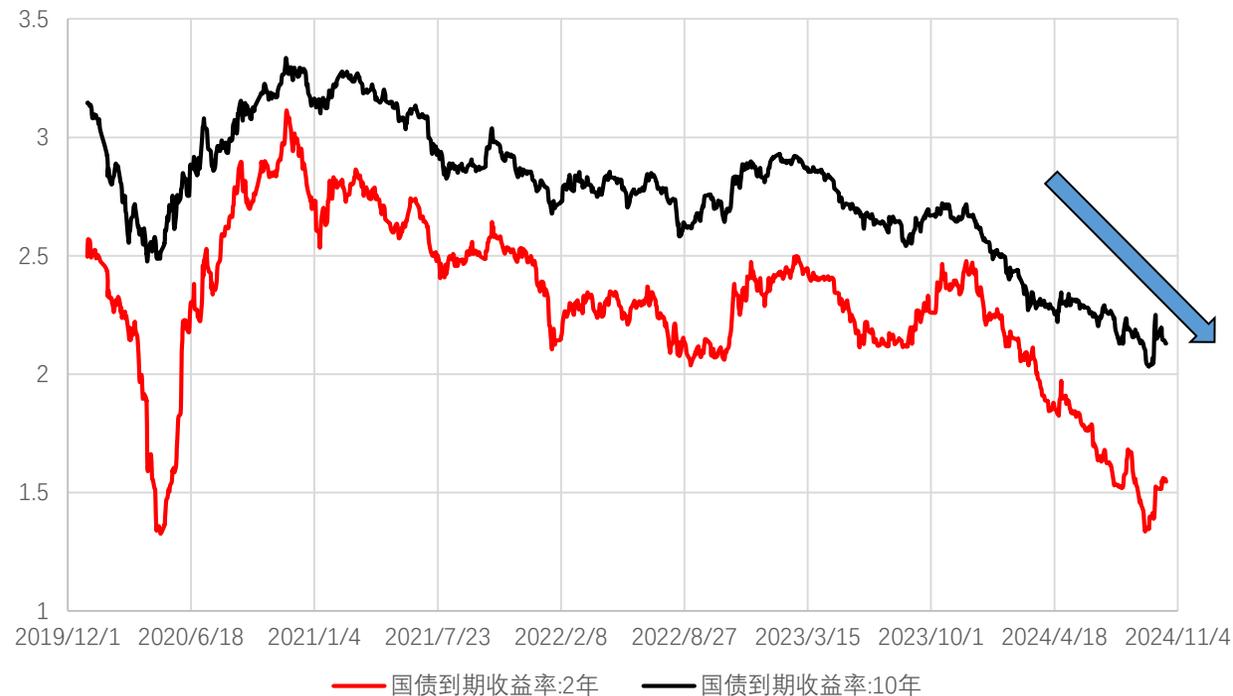


2023年以来股市成为了经济的晴雨表

### 美国中国国债利差



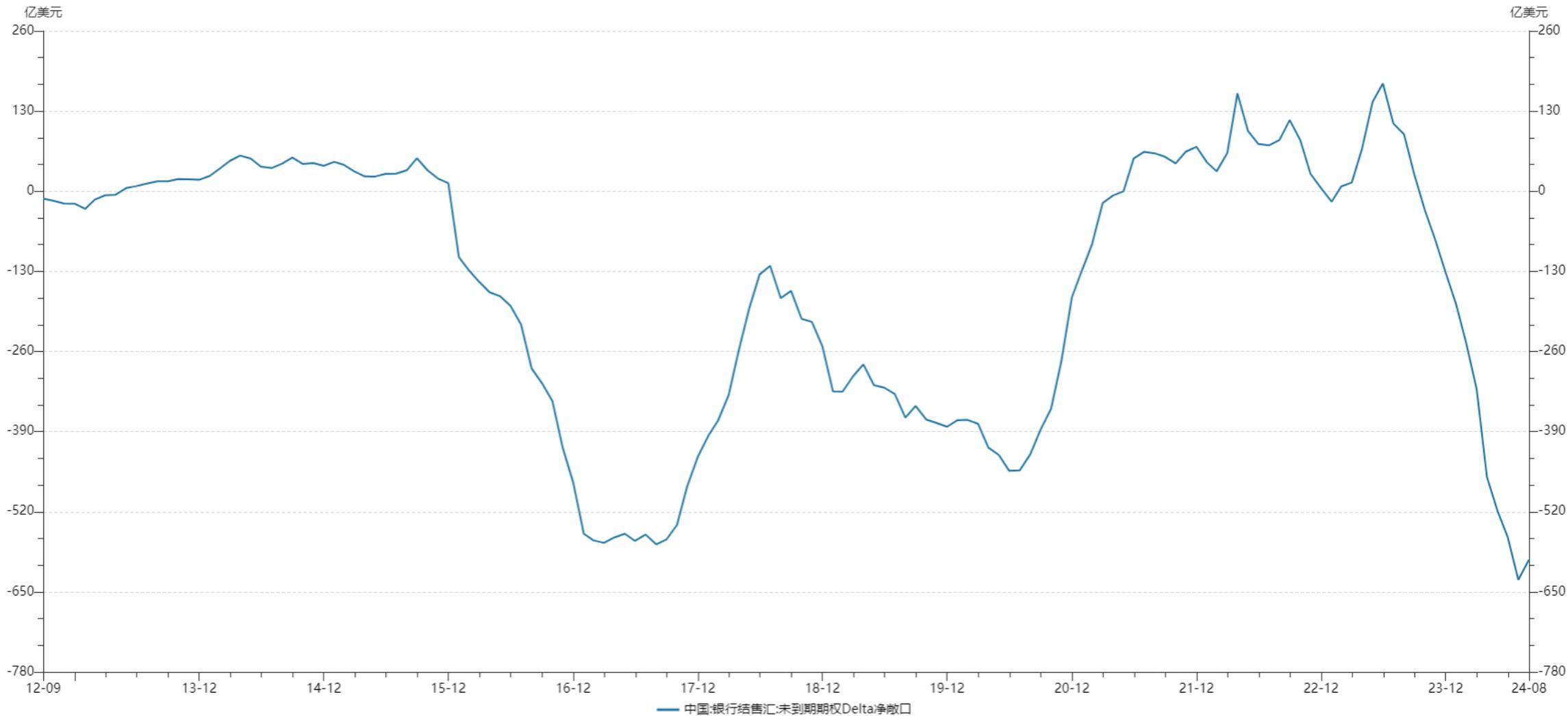
### 中国国债收益率



中美利差基本企稳，随着美联储降息美债利率回落，中美利差有望出现回升，贬值压力下降。

贸易金额：美元计价	本期值	去年同期	2024-08	2024-07	2024-06	2024-05	2024-04	2024-03	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10
贸易差额：当月值	817.10	751.20	910.22	847.22	988.05	821.60	716.21	574.21	386.62	840.84	747.27	690.65	558.62
出口金额：当月同比	2.40	-6.85	8.70	7.00	8.60	7.50	1.20	-7.90	5.20	7.80	2.15	0.69	-6.61
进口金额：当月同比	0.30	-6.25	0.50	7.20	-2.30	1.90	8.30	-1.90	-8.00	15.50	0.29	-0.56	3.03
出口金额：累计同比	4.30	-5.80	4.60	4.00	3.50	2.50	1.20	1.10	6.70	7.80	-4.67	-5.29	-5.88
进口金额：累计同比	2.20	-7.61	2.50	2.80	2.10	3.00	3.30	1.60	3.60	15.50	-5.53	-6.06	-6.61
出口金额：分国家和地区	本期值	去年同期	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05
美国：累计同比	2.80	-16.40	2.80	2.40	1.50	0.20	-1.00	-1.30	5.00	-1.80	-13.10	-13.80	-15.40
欧盟：累计同比	0.90	-10.60	0.70	-1.10	-2.60	-3.90	-4.80	-5.70	-1.30	-6.30	-10.20	-11.00	-10.60
日本：累计同比	-5.70	-8.30	-5.50	-6.30	-6.30	-7.70	-9.20	-8.70	-9.70	0.40	-8.40	-8.60	-8.60
东南亚国家联盟：累计同比	10.20	-4.80	10.60	10.80	10.70	9.70	6.30	4.10	6.00	18.20	-5.00	-5.50	-5.30
出口金额：分行业	本期值	去年同期	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05
高新技术产品：累计同比	4.20	-13.70	4.90	4.30	3.10	2.40	0.90	-0.20	0.20	4.20	-10.80	-11.70	-13.00
家用电器：累计同比	13.50	1.10	14.70	15.10	14.80	14.00	12.60	12.20	20.80	18.30	3.80	2.80	2.00
汽车包括底盘：累计同比	20.70	83.90	20.00	18.10	18.90	20.10	21.20	18.20	12.60	17.20	69.00	70.90	77.90
机电产品：累计同比	6.10	-3.20	6.50	5.60	4.90	4.30	3.40	3.30	8.50	8.90	-2.40	-2.90	-3.30
大宗商品：进口数量：当月值	本期值	去年同期	2023-03	2023-02	2023-01	2022-12	2022-11	2022-10	2022-09	2022-08	2022-07	2022-06	2022-05
铁矿石	NA	10106.33	10139.03	10279.20	9757.10	10195.32	10172.44	10051.96	9733.29	11166.85	10086.05	10273.56	9935.70
未锻轧铜及铜材	479000.00	480426.00	420000.00	440000.00	440000.00	510000.00	440000.00	470000.00	380000.00	520000.00	459338.00	550566.00	500168.00
铜矿砂及铜精矿	243.60	224.00	257.00	217.00	231.00	226.00	235.00	233.00	220.00	246.00	248.00	244.00	231.00
煤及褐煤	4758.80	4214.00	4584.00	4621.00	4460.00	4382.00	4525.00	4138.00	3375.00	4077.00	4730.00	4351.00	3599.00
原油	4548.80	4574.00	4910.00	4234.00	4645.00	4697.00	4472.00	4905.00	4414.00	4417.00	4836.00	4245.00	4897.00
天然气	NA	1007.78	1176.15	1078.86	1035.90	1127.90	1024.44	1068.93	1053.81	1146.83	1264.91	1089.59	874.52
大豆	1137.10	715.00	1214.00	985.00	1111.00	1022.00	857.00	554.00	512.00	792.00	982.00	792.00	516.00
天然及合成橡胶	61.40	63.00	62.00	61.00	47.00	48.00	52.00	65.00	46.00	69.00	72.00	68.00	63.00

每月的顺差并未足量结汇

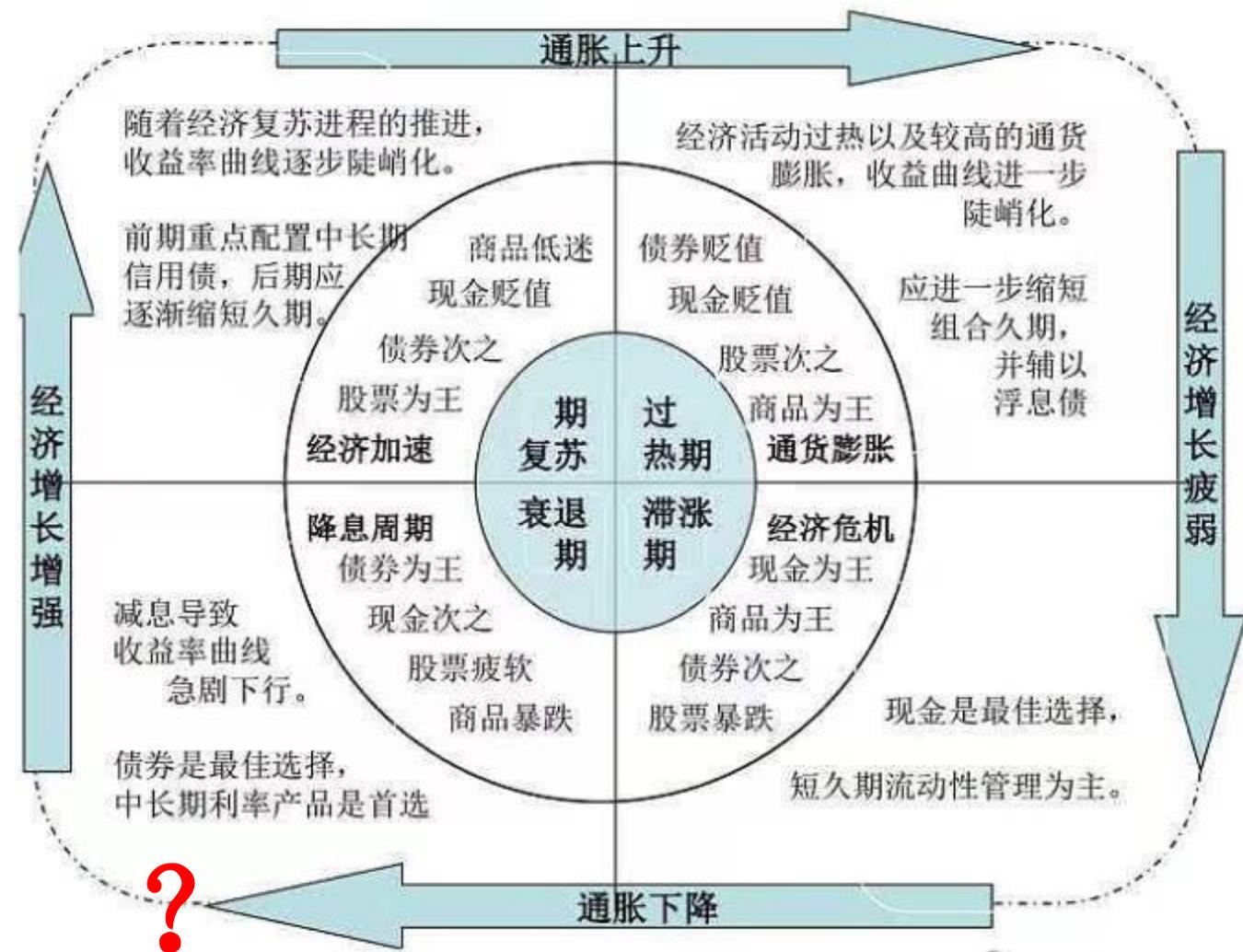


数据来源: Wind

- 1、经济弱势的基本面是现实，但并不是地产弱就毁所有，市场的路径依赖交易存在偏差，夸大了地产对经济的拖累。
- 2、在美国降息背景下，中国可主动利用操作空间，而美国自身债市衰退交易过度也有了修正的必要，10或为共振期。
- 3、海外通胀预期将伴随美债收益率的波动逐步震荡下行，人民币被动走强带动结汇资金进场，股市或有反弹，带动国内定价商品反弹，Q4或出现国内商品强于海外油品的可能。

# 全球大类资产配置

美林时钟将一个完整的经济周期划分成四个典型阶段：  
**复苏、扩张、滞胀、衰退。**



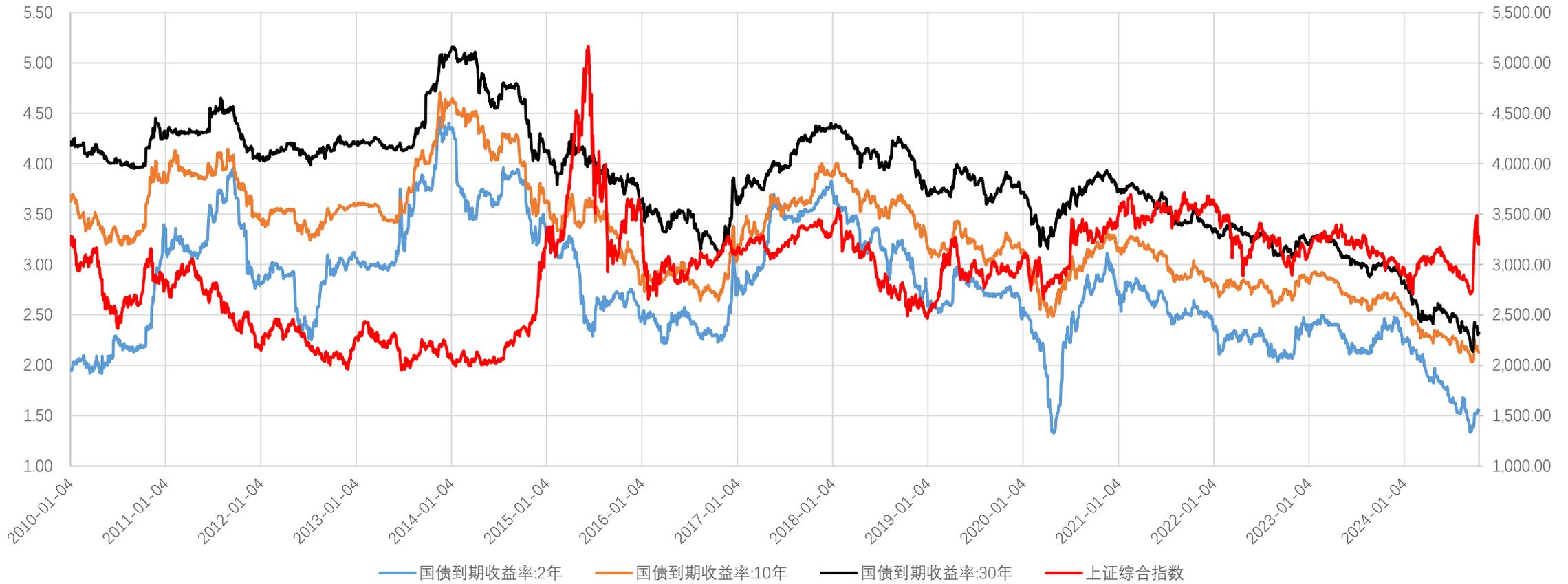
**复苏期：** 股票 > 债券 > 现金 > **大宗商品**

**扩张期：** **大宗商品** > 股票 > 现金/债券

**滞胀期：** 现金 > **大宗商品** > 债券 > 股票

**衰退期：** 债券 > 现金 > 股票 > **大宗商品**

### 中国股市和国债收益率



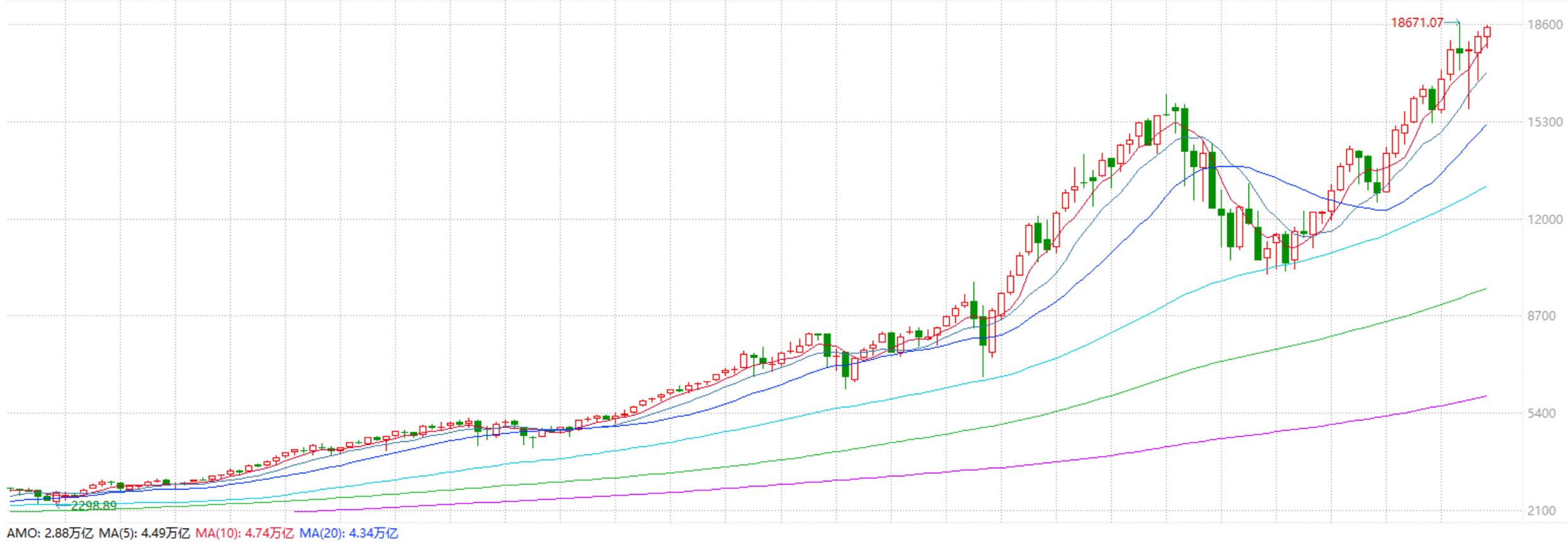
中国国债价格和股市水平最近负相关关系比较明显。



IXIC.GI[纳斯达克指数] 2024/10/18 收 18489.55 幅 1.65%(300.38) 开 18154.94 高 18564.25 低 17767.79 换 0.00% 振 4.38% 额 2.88万亿

MA5 17944.87 MA10 16975.26 MA20 15230.67 MA60 13116.39 MA120 9656.72 MA250 5987.88

2011/05/31-2024/10/18(162月)



000001.SH[上证指数] 2024/10/21 收 3279.31 幅 -1.71%(-57.19) 开 3674.40 高 3674.40 低 3152.82 换 15.23% 振 15.63% 额 8.04万亿  
MA5 3072.83↑ MA10 3040.07↓ MA20 3097.41↓ MA60 3206.55↓ MA120 3177.44↓ MA250 2768.08↓

2011/05/31-2024/10/21(162月)



分时 多日 1分 5分 15分 30分 60分 日 周 月 更多

F9 复权 超级叠加 画线 工具

399006.SZ[创业板指] 2024/10/21 收 2226.33 幅 1.42%(31.23) 开 2211.39 高 2232.72 低 2182.23 换 4.05% 振 2.30% 额 3805.86亿

MA5 2116.171 MA10 2188.041 MA20 1929.711 MA60 1707.301 MA120 1743.261 MA250 1795.281

2023/12/05-2024/10/21(210日)



分时 多日 1分 5分 15分 30分 60分 日 周 月 更多

F9 复权 超级叠加 画线 工具

899050.BJ[北证50] 2024/10/21 收 1219.51 幅 12.93%(139.61) 开 1129.33 高 1228.55 低 1129.33 换 7.30% 振 9.19% 额 245.72亿

MA5 1028.10 MA10 998.75 MA20 824.97 MA60 721.23 MA120 737.26 MA250 813.91

2023/12/06-2024/10/21(209日)



AMO: 245.7217. MA(5): 235.6417. MA(10): 226.6417. MA(20): 140.9717.

黄金主力(010590) <月线>

K MA5:581.53 MA10:551.09 MA20:505.59 MA40:447.69 MA60:425.41

600

500

400

300

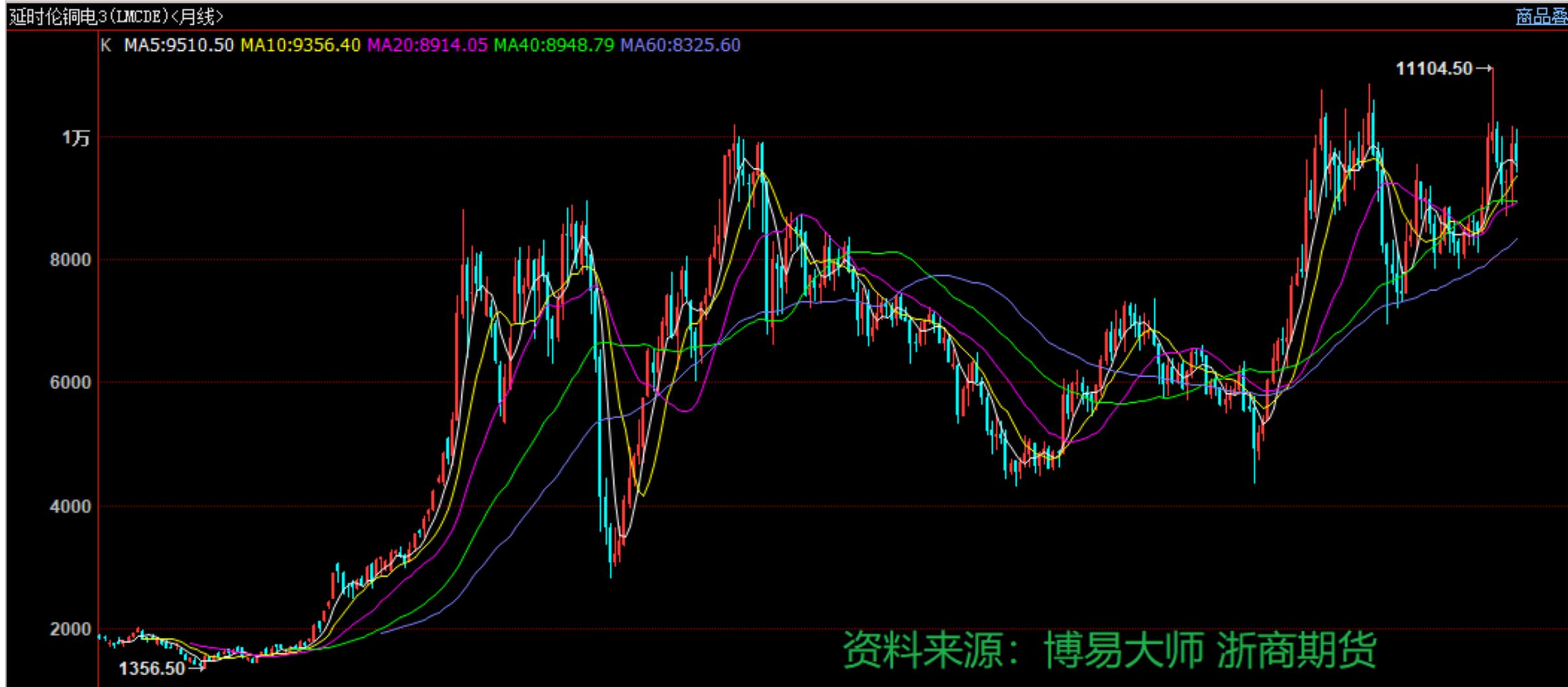
200

622.88 →

← 148.89

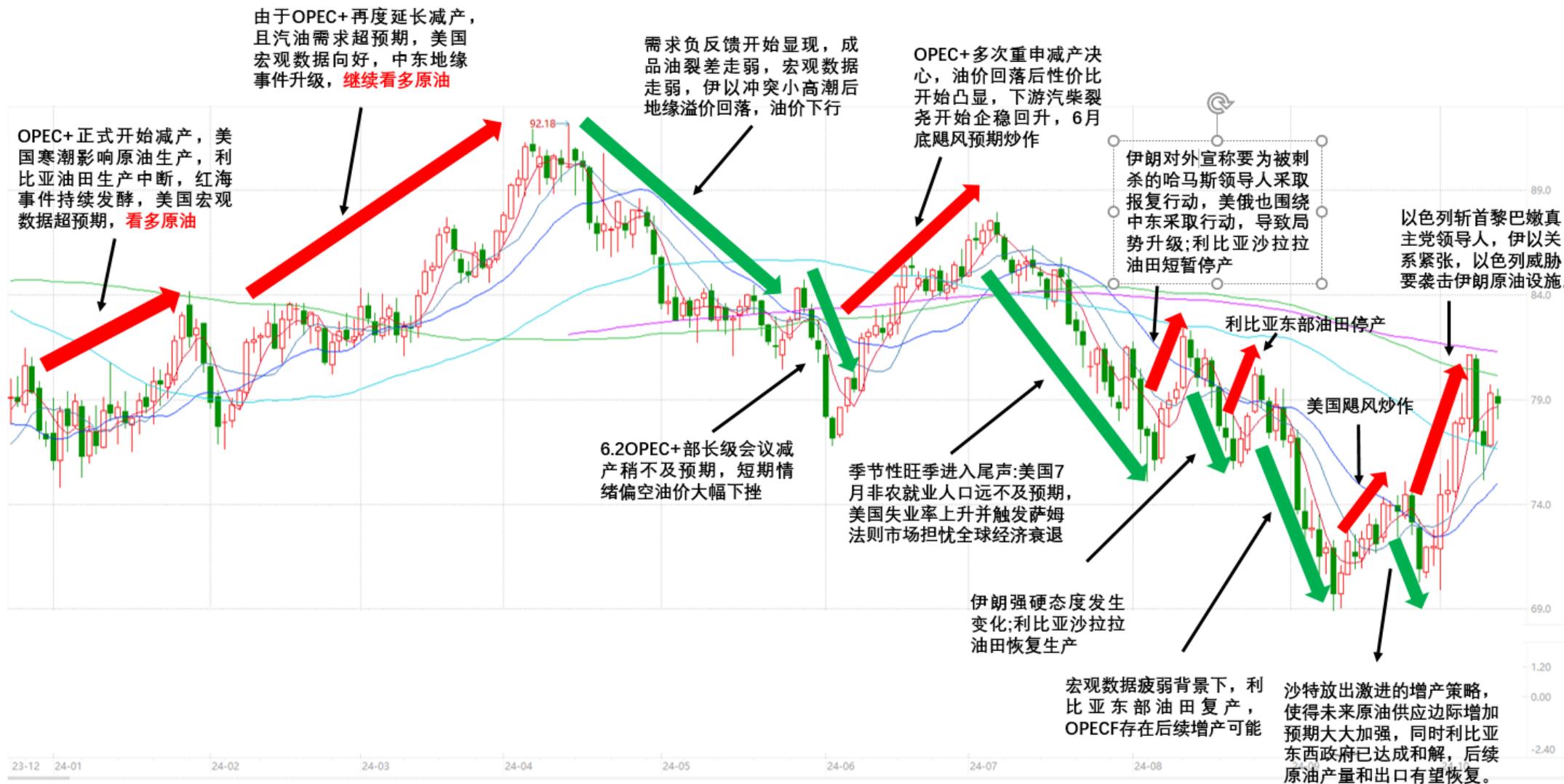
资料来源: 博易大师 浙商期货



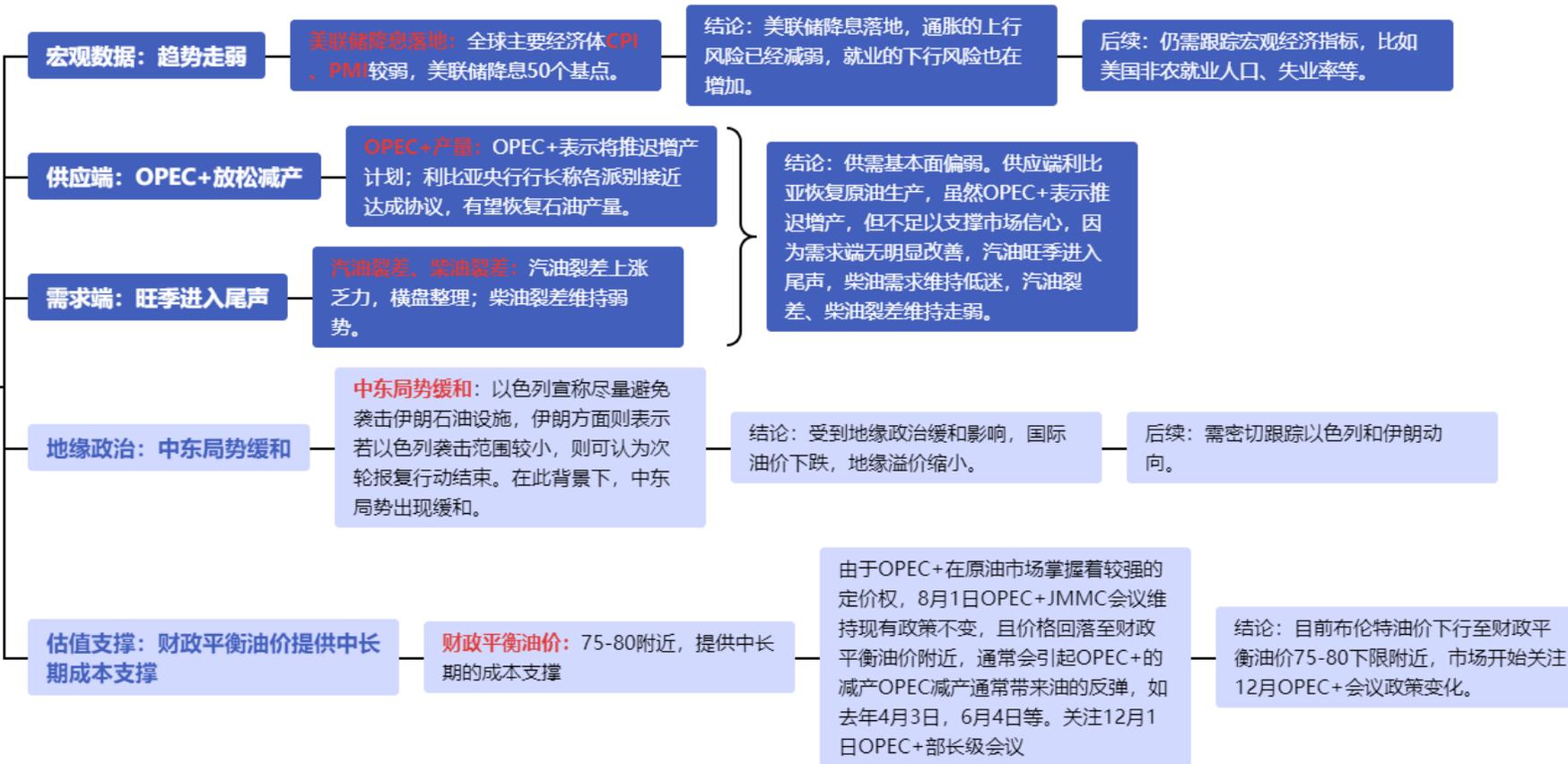




# 大宗商品-原油



原油逻辑主线：  
把握节奏性操作机会

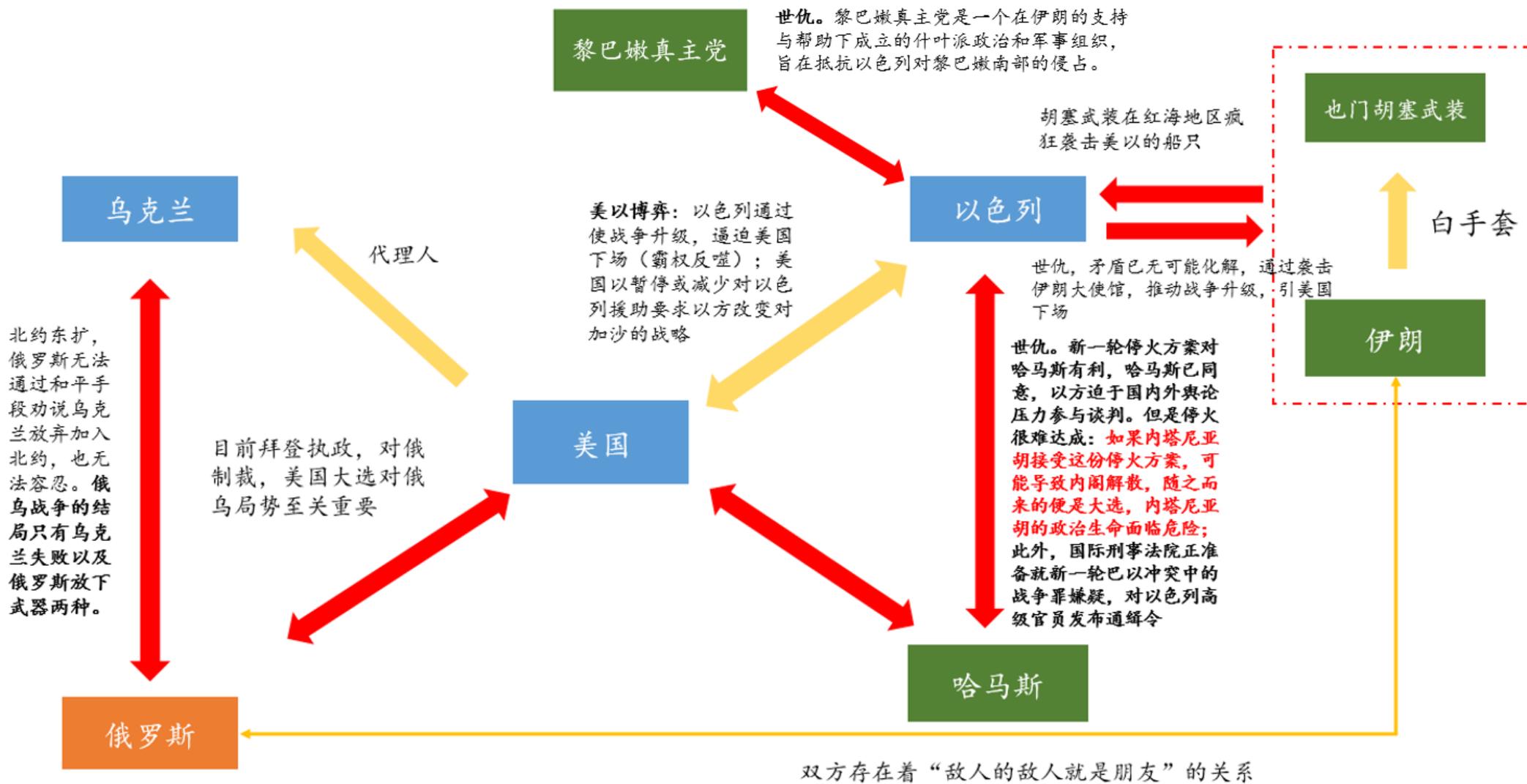


短期受到地缘政治扰动，原油大幅波动，但中长期在宏观疲软和供需基本面走弱下，原油价格预计上方空间有限，后续大概率回归宏观微观下行趋势。



# 原油-地缘

## 地缘政治各方关系



注明：伊朗构建了由也门胡塞武装、黎巴嫩真主党、巴勒斯坦哈马斯等组成的“抵抗之弧”。



历次中东战争	持续时间
第一次中东战争	1948年5月15日到1949年3月10日
第二次中东战争	1956年10月29日到1956年11月7日
第三次中东战争	1967年6月5日到1967年6月10日
第四次中东战争	1973年10月6日到1973年10月26日
第五次中东战争	1982年6月6日到1982年9月29日
本次巴以冲突	2023年10月7日至今

爆发年份	巴以冲突	持续时间
2008	巴以加沙战争	22天
2012	巴以防护之剑行动	8天
2014	保护边界行动	50天
2018	抗议活动（未爆发武力冲突）	数月
2021	守护之墙行动	11天
2023	本次巴以冲突	2023年10月7日至今

本次巴以冲突持续已经持续1年，远超历次中东战争和巴以冲突。



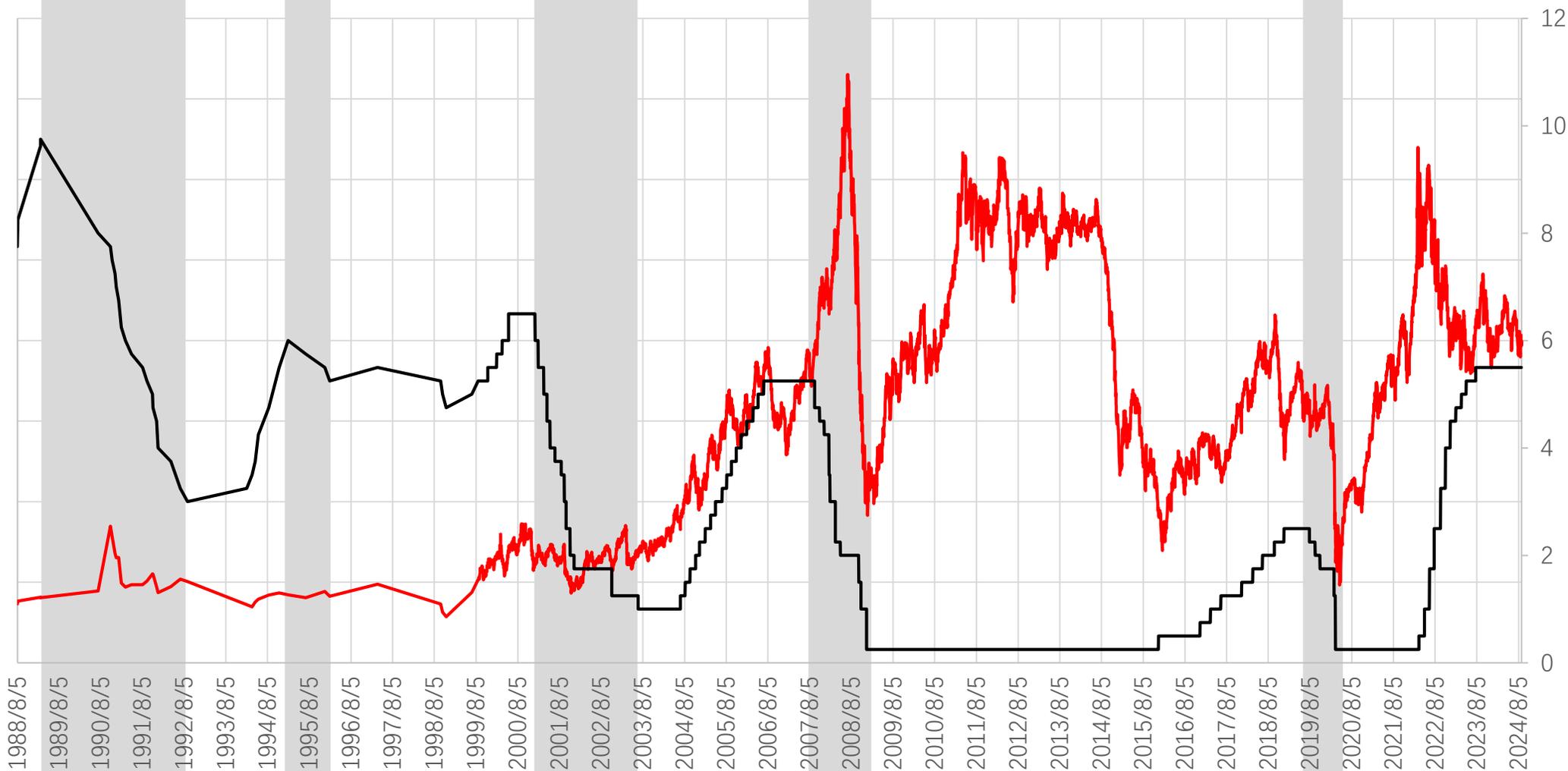
黎巴嫩战争	爆发时间
第一次黎巴嫩战争 (第五次中东战争)	1982年6月6日 至 1982年9月29日
第二次黎巴嫩战争	2006年7月12日 至2006年 8月14日
第三次黎巴嫩战争	?
注：黎以双方近几十年一直冲突不断，比如2022年4月26日，2023年4月6日等都爆发过武力冲突。	

真主党从某种意义上讲是伊朗革命卫队的一个分支，长期以来，真主党武装接受来自伊朗的资助，包括资金、武器弹药，以及军事训练。真主党领袖法德拉与伊朗最高领袖哈梅内伊是相识30年的故交，双方关系极为密切。

# 原油-宏观

### 美国基准利率走势与布伦特油价走势

— 布伦特原油结算价      — 美国:联邦基金目标利率



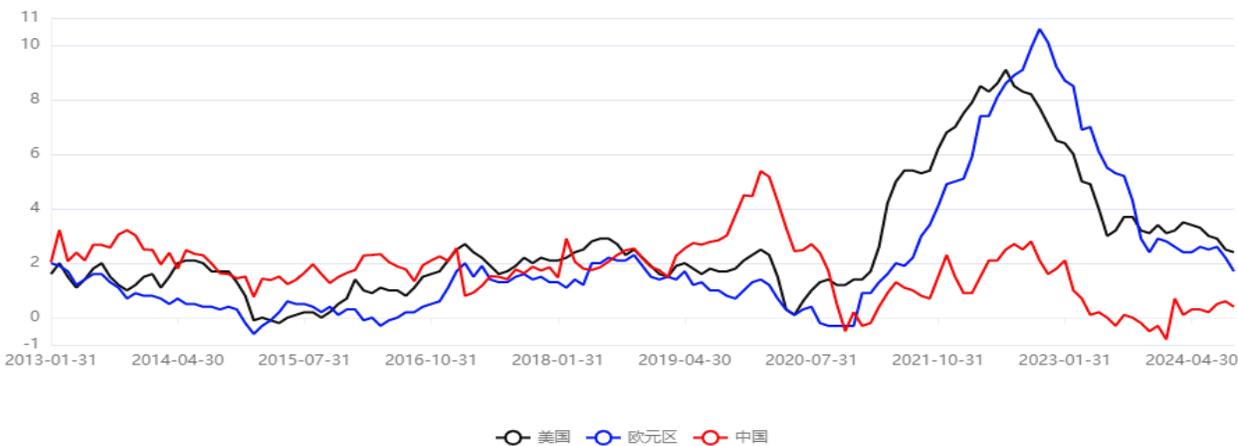
### 2024年GDP预测 2024-10-18



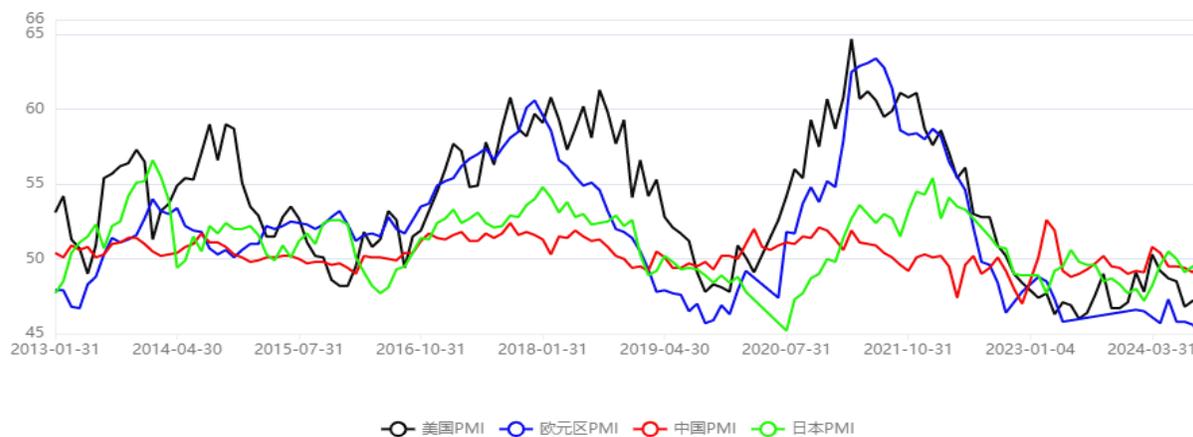
### 2025年GDP预测 2024-10-18



### 主要经济体CPI 2024-09-30



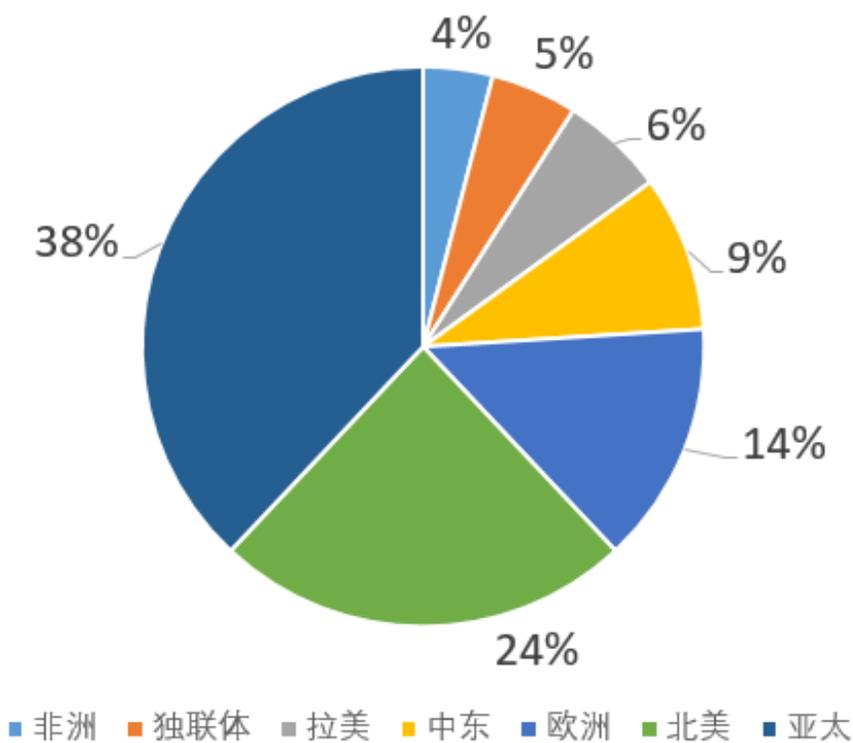
### 主要经济体PMI 2024-09-30



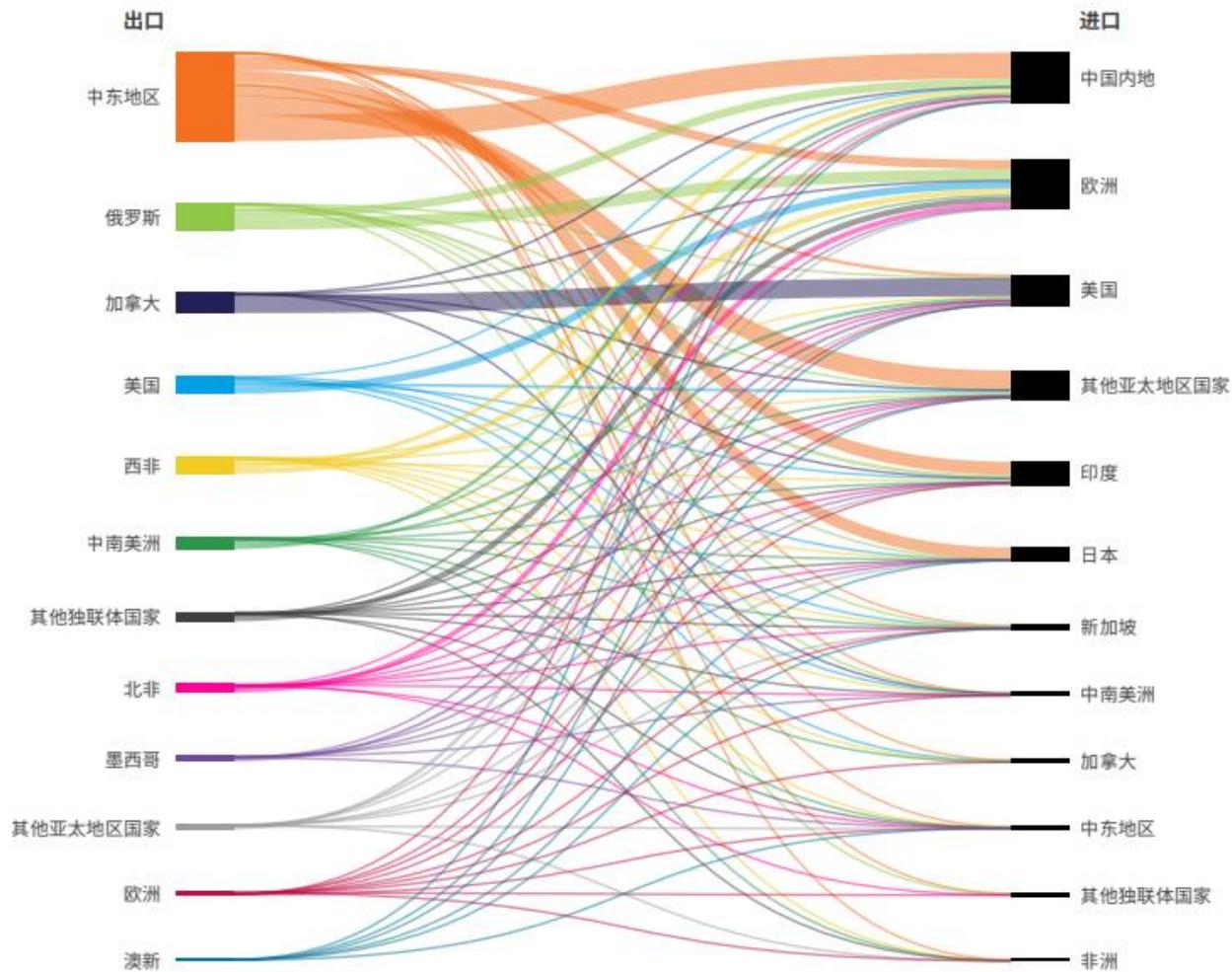
主要经济体CPI、PMI维持弱势，全球GDP增速预计放缓。

# 原油-需求

全球原油需求占比

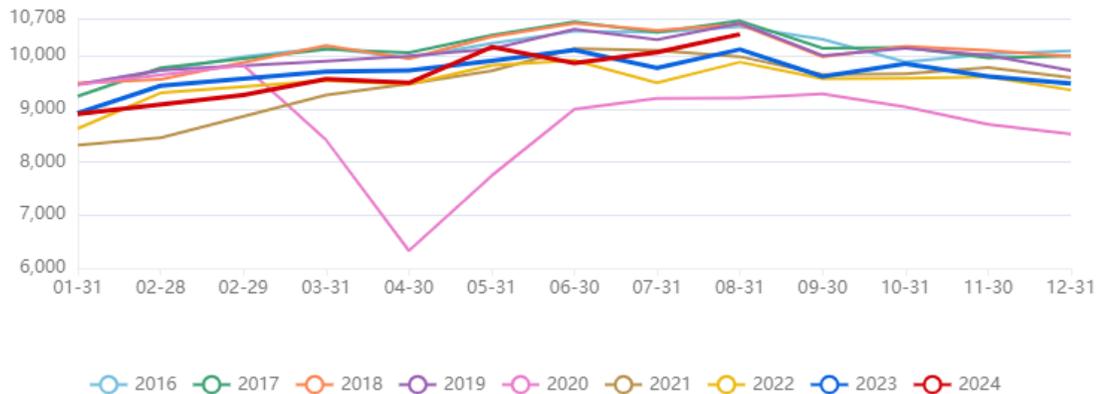


全球原油消费三大块：亚太、北美、欧洲。  
原油下游的需求大头在于成品油（汽柴煤）。

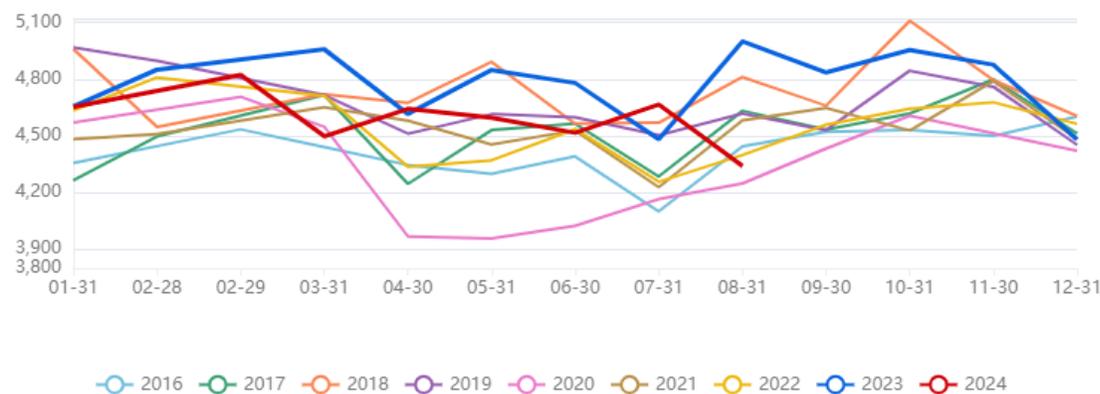


2022年的国际原油贸易量为21亿吨，较2021年增长约4%。中东地区占比最大，占出口总量的43%，其次是俄罗斯，占12%。进口方面，亚太地区占进口总量的比重近60%。  
中国内地、印度和日本合计占亚太地区进口总量的75%。欧洲的进口量为5亿吨，为第二大进口目的地，占进口总量约24%。

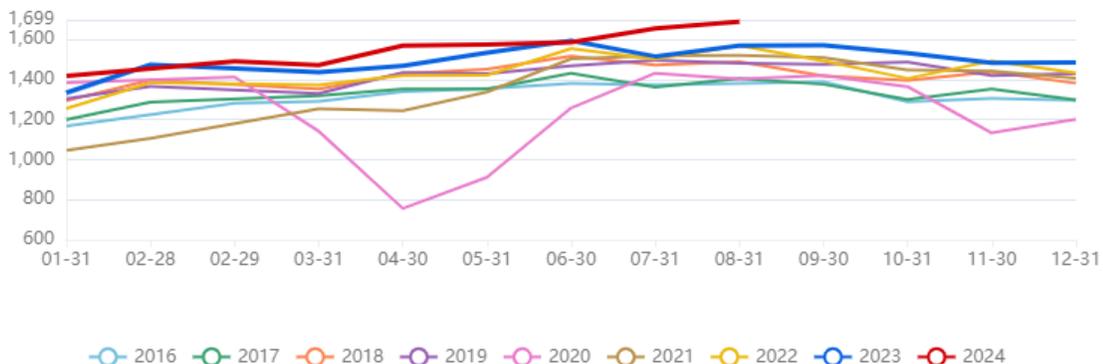
北美汽油消费量 2024-08-31



北美柴油消费量 2024-08-31

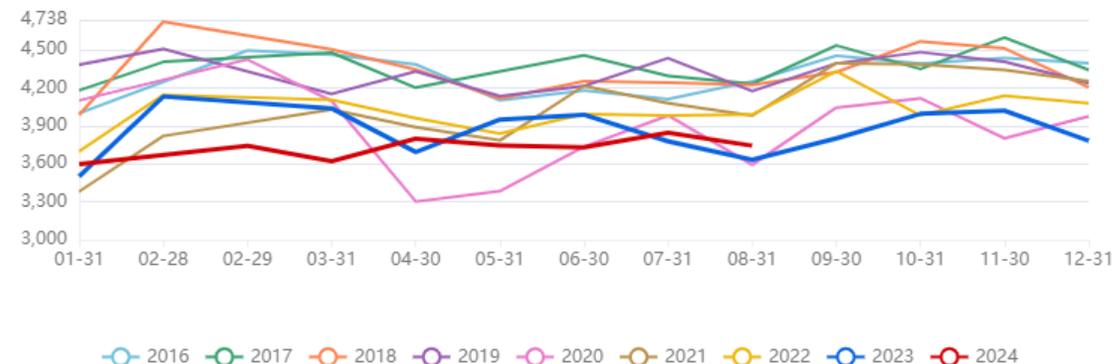


欧洲7国汽油消费 2024-08-31



注：欧洲7国为荷兰、比利时、德国、英国、法国、意大利、西班牙

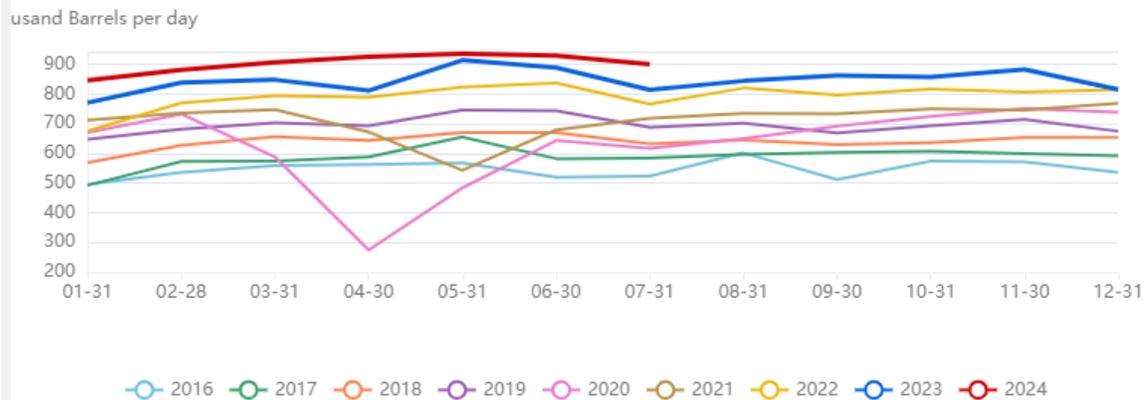
欧洲7国柴油消费 2024-08-31



注：欧洲7国为荷兰、比利时、德国、英国、法国、意大利、西班牙

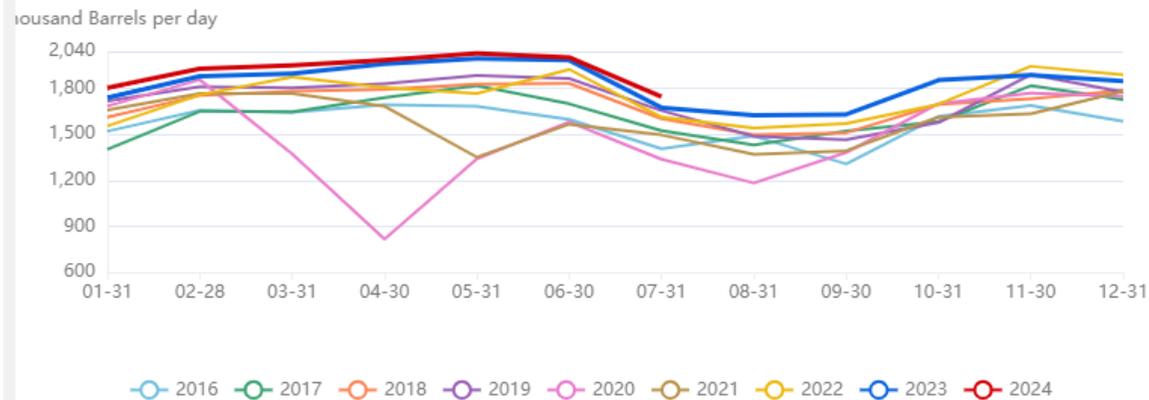
上半年欧美汽油消费尚可，柴油消费同比较差

印度汽油消费量 2024-07-31



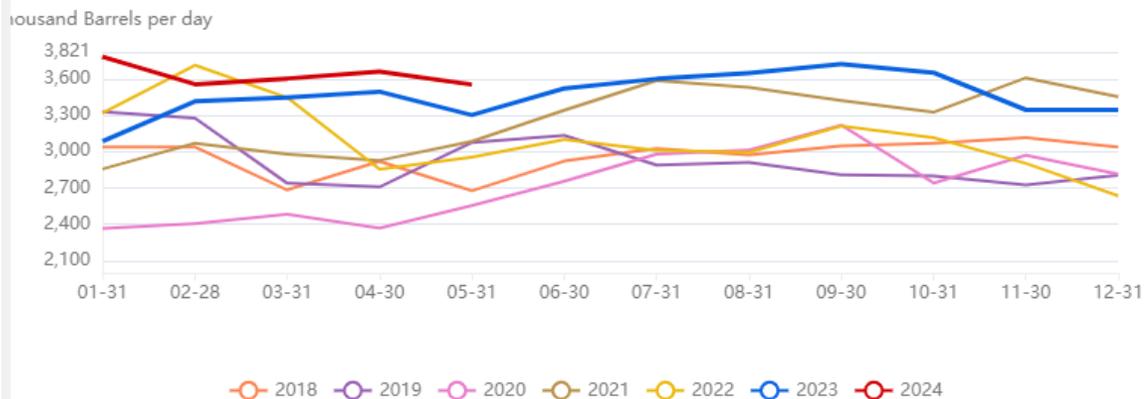
数据来源: JODI 更新频率: 月度

印度柴油消费量 2024-07-31



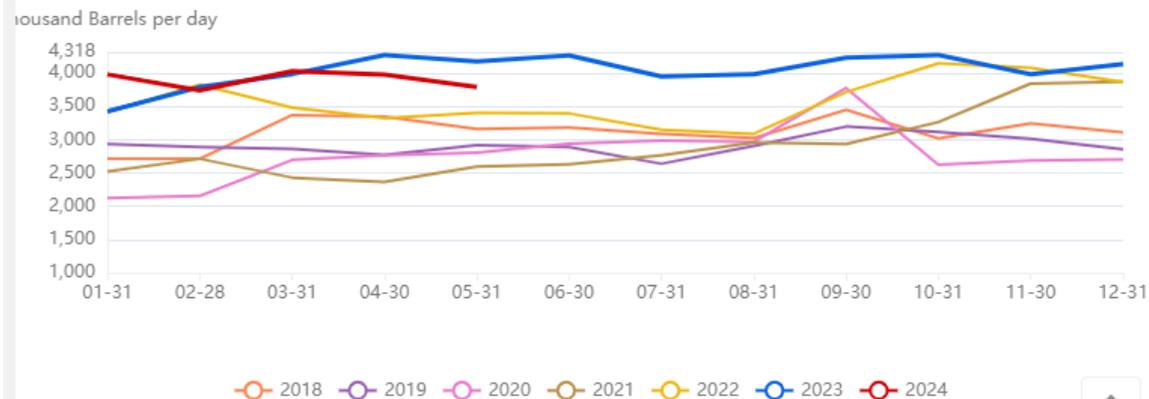
数据来源: JODI 更新频率: 月度

中国汽油消费 2024-07-31



数据来源: JODI 更新频率: 月度

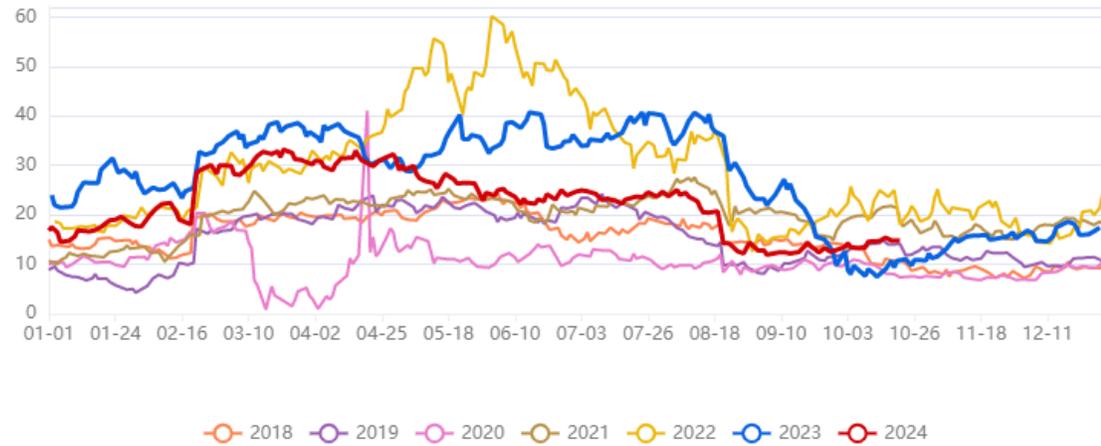
中国柴油消费 2024-07-31



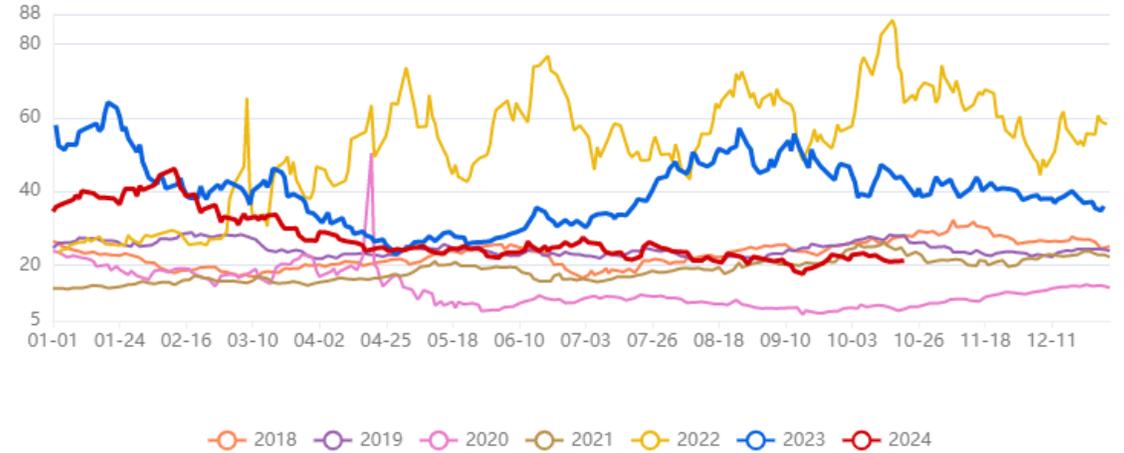
数据来源: JODI 更新频率: 月度

上半年印度汽柴油消费强劲，中国汽油需求较好，柴油消费同比较差

Nymex汽油裂解价差 2024-10-21



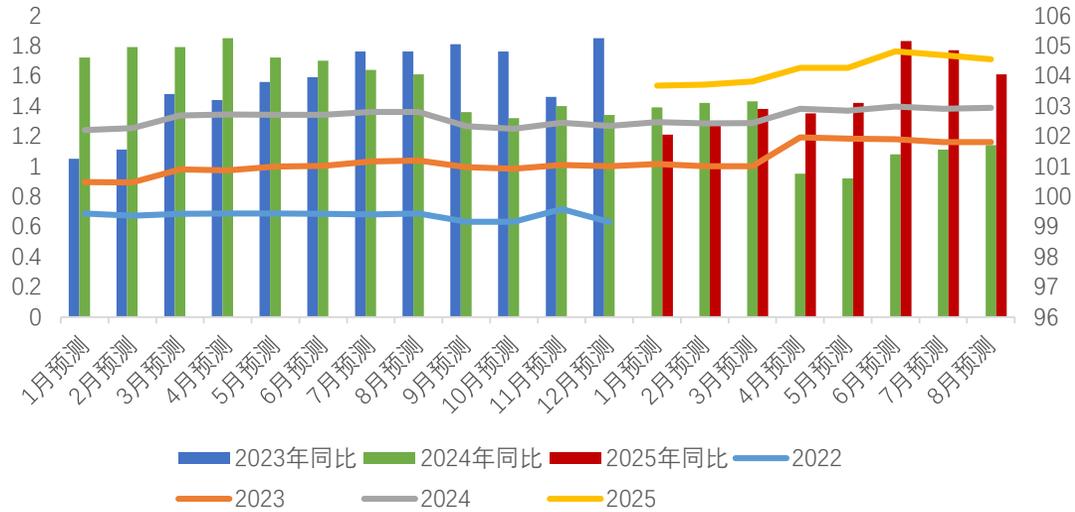
Nymex柴油裂解价差 2024-10-21



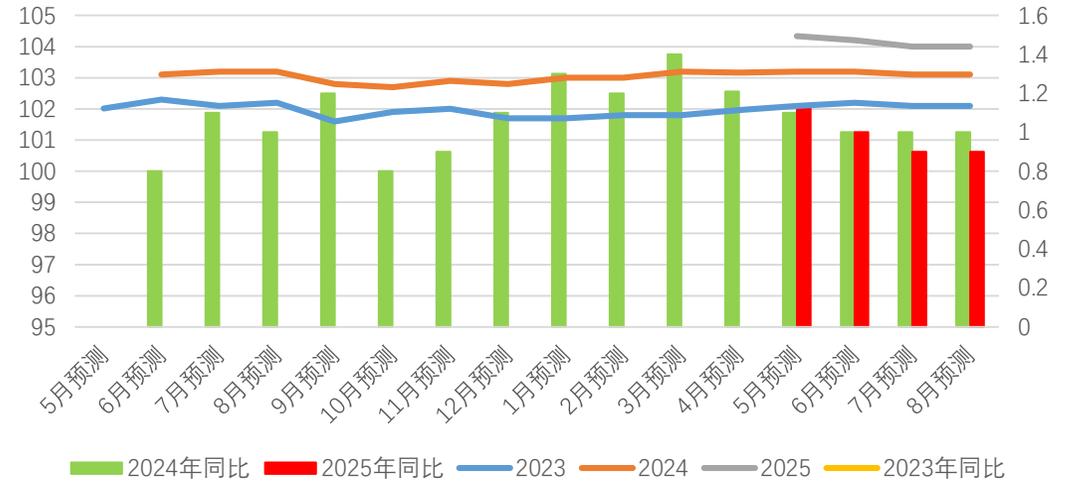
伴随着汽油旺季进入尾声，柴油需求仍然萎靡不振，部分炼厂利润下行，导致原油需求萎缩。

**裂解价差=成品油价格-成本端原油价格**

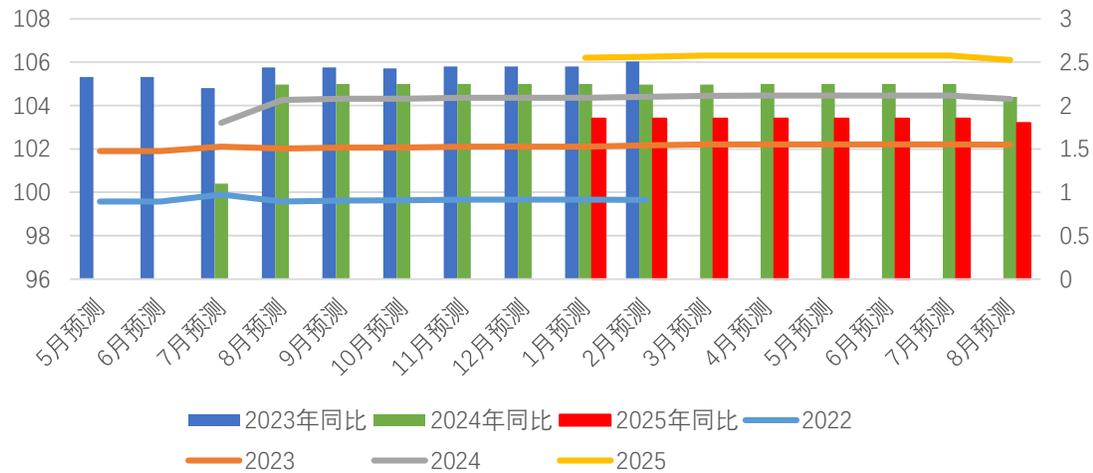
### STEO全球需求预期的调整



### IEA全球需求预期调整

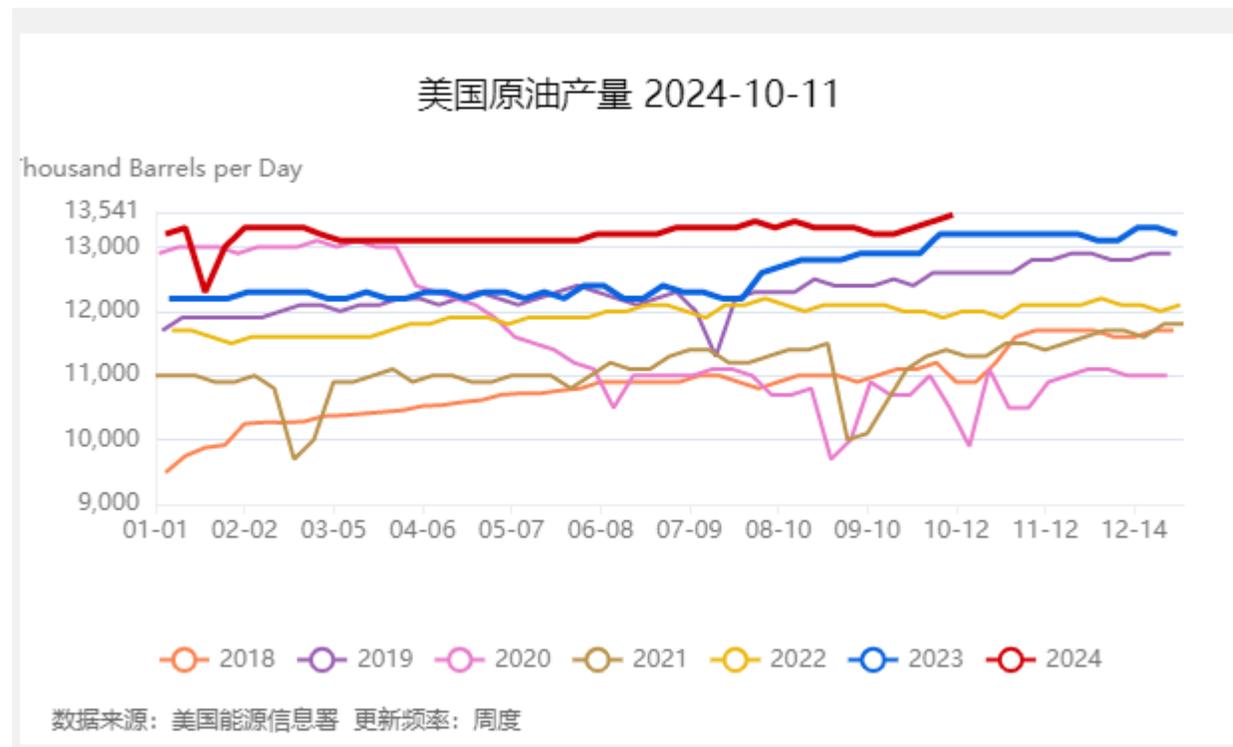
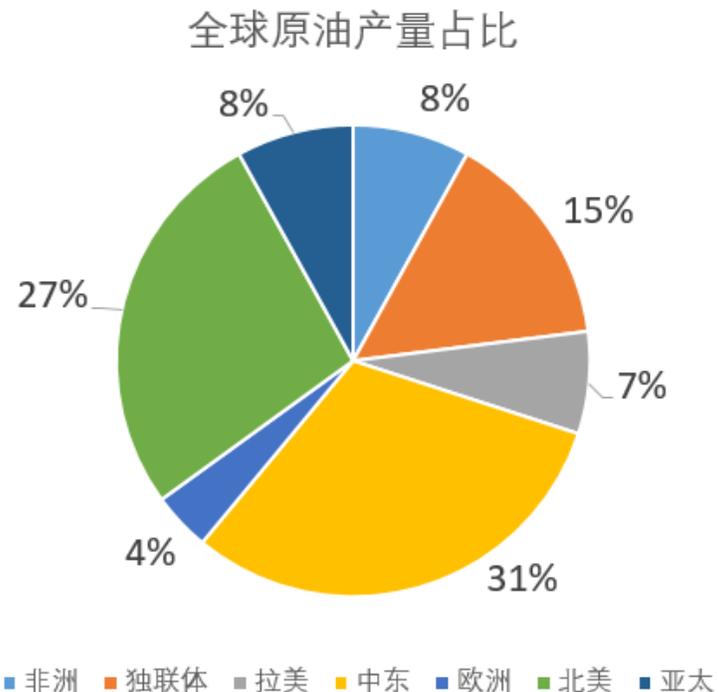


### OPEC全球需求预期调整



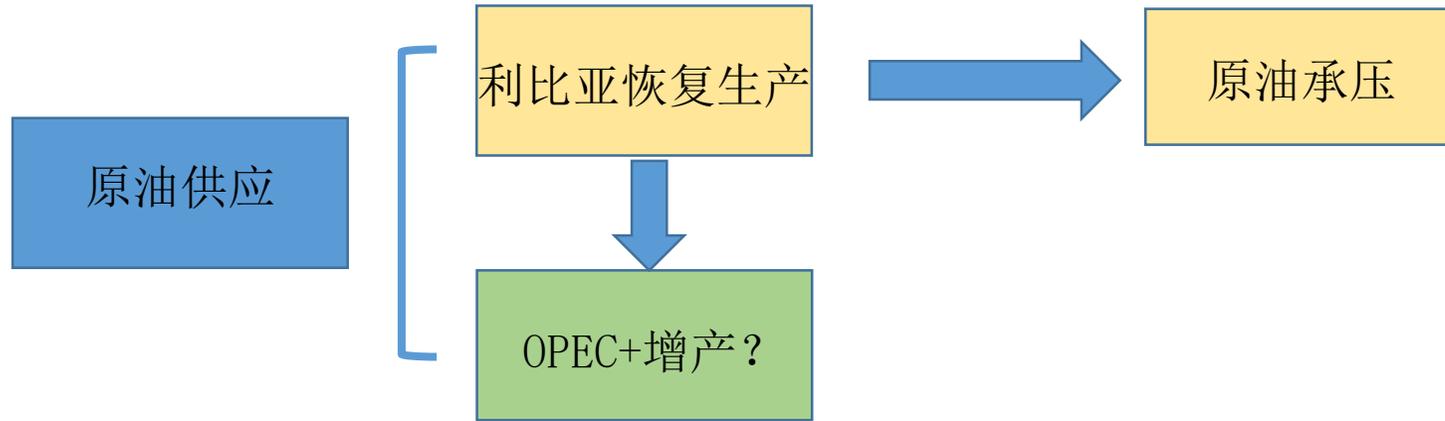
三大机构下调了2025年同比增速，主要是下调了中国的增速。

# 原油-供应



OPEC+

全球原油产量三大块：OPEC, 俄罗斯, 美国。  
其中，OPEC和俄罗斯同属于OPEC+。



利比亚恢复生产以及沙特宣布增产给未来原油带来巨大压力

### 三大机构供需平衡表 (9月)

OPEC															
百万桶/天	1Q 23	2Q 23	3Q 23	4Q 23	2023	1Q 24	2Q 24	3Q 24	4Q 24	2024	1Q 25	2Q 25	3Q 25	4Q 25	2025
Word demand	101.300	101.750	102.210	103.180	102.210	102.900	103.610	104.810	105.610	104.240	104.600	105.260	106.790	107.260	105.990
Non-opec liquids supply	68.790	68.760	69.460	69.210	69.060	70.090	69.800	70.550	71.330	70.440	70.900	72.000	72.500	72.700	72.000
Opec crude	28.200	27.700	26.900	26.900	27.430	26.900	27.100	27.200	27.300	27.080	27.300	27.300	27.300	27.300	27.300
Opec NGLs/others	5.440	5.470	5.430	5.430	5.440	5.450	5.500	5.460	5.460	5.470	5.600	5.670	5.640	5.640	5.640
Word supply	102.430	101.930	101.790	101.540	102.000	102.200	102.200	103.210	104.090	102.980	103.800	104.970	105.440	105.640	104.940
Balance	1.130	0.180	-0.420	-1.640	-0.210	-0.700	-1.410	-1.600	-1.520	-1.260	-0.800	-0.290	-1.350	-1.620	-1.050
IEA															
百万桶/天	1Q 23	2Q 23	3Q 23	4Q 23	2023	1Q 24	2Q 24	3Q 24	4Q 24	2024	1Q 25	2Q 25	3Q 25	4Q 25	2025
Word demand	100.500	102.200	103.200	102.400	102.080	101.400	102.900	103.900	103.700	102.980	102.400	103.700	104.800	104.700	103.900
Non-opec liquids supply	68.400	68.700	69.700	70.500	69.330	69.400	70.200	70.500	70.900	70.250	70.900	72.000	72.500	72.700	72.000
Opec crude	28.200	27.700	26.900	26.900	27.430	26.900	27.100	27.200	27.300	27.080	27.300	27.300	27.300	27.300	27.300
Opec NGLs/others	5.500	5.500	5.500	5.600	5.530	5.500	5.500	5.600	5.600	5.600	5.600	5.700	5.700	5.700	5.700
Word supply	102.100	101.900	102.100	103.000	102.280	101.800	102.800	103.300	103.800	102.930	103.800	105.000	105.500	105.700	105.000
Balance	1.600	-0.300	-1.100	0.600	0.200	0.400	-0.100	-0.600	0.100	-0.050	1.400	1.300	0.700	1.000	1.100
US EIA															
百万桶/天	1Q 23	2Q 23	3Q 23	4Q 23	2023	1Q 24	2Q 24	3Q 24	4Q 24	2024	1Q 25	2Q 25	3Q 25	4Q 25	2025
Word demand	100.800	101.820	102.270	102.270	101.800	101.810	102.800	103.550	103.580	102.940	104.020	104.190	104.910	105.050	104.550
Non-opec liquids supply	68.780	69.020	70.030	70.970	69.710	69.710	70.180	70.800	70.960	70.420	70.940	71.740	72.610	72.850	72.040
Opec crude	27.380	27.230	26.370	26.580	26.890	26.630	26.600	26.380	26.170	26.450	26.960	27.240	27.500	27.400	27.280
Opec NGLs/others	5.330	5.210	5.260	5.300	5.280	5.400	5.260	5.300	5.330	5.320	5.280	5.280	5.280	5.280	5.280
Word supply	101.490	101.460	101.660	102.850	101.880	101.740	102.040	102.480	102.460	102.190	103.180	104.260	105.390	105.530	104.600
Balance	0.690	-0.360	-0.610	0.580	0.080	-0.070	-0.760	-1.070	-1.120	-0.750	-0.840	0.070	0.480	0.480	0.050

1. **宏观层面**，根据历次降息周期来看，降息不一定引发原油价格的持续上涨，二者不存在紧密的关联性。
2. **需求端**呈现区域差异和品种差异。地域方面，除印度成品油需求强劲以外，欧美和中国等主要地区成品油需求疲软，其中汽油上半年需求尚可，柴油一直萎靡不振。
3. **供应端**目前主要是OPEC+后续何时增产，怎样增产，给供应端带来怎样的宽松预期，这也给OPEC+后续原油供给带来变数。

目前在宏观疲弱下，原油需求萎靡不振，叠加近期利比亚产量恢复，使得原油出现快速下跌。后续需要密切跟踪美国非农就业等关键数据，以及OPEC+政策调整等。

—— 免责声明 ——

本报告版权归“浙商期货”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布前已使用或了解其中信息。

# 谢谢收看

让期货更简单  
Make futures easier Make future better