



**申银万国期货**  
SHENYIN & WANGUO FUTURES

# 磨砺以须, 以待天时 ——2024年二季度原油投资策略展望

分析师: 董超 (F3030150, Z0012596)

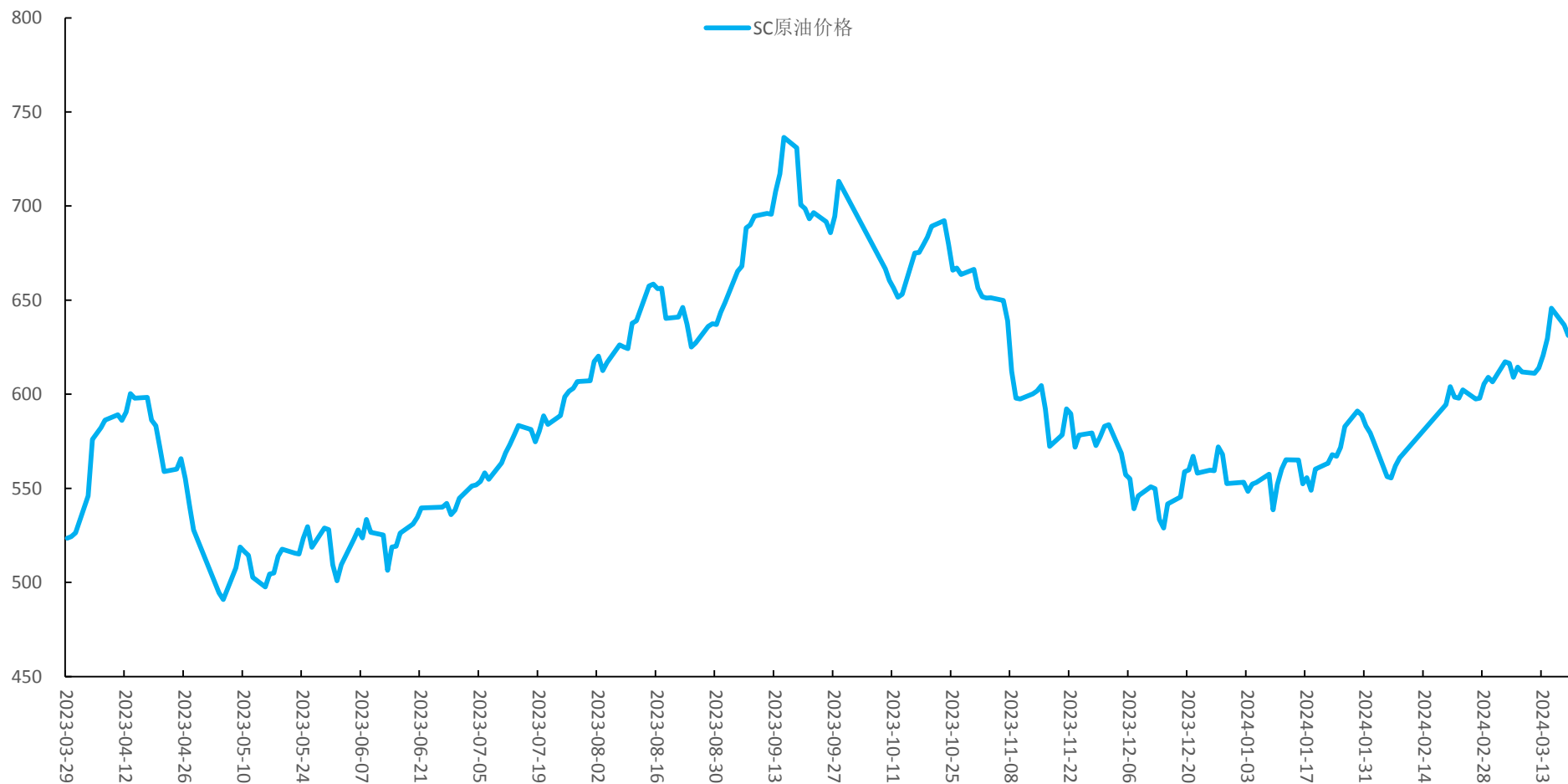
2024. 3. 28

## 磨砺以须, 以待天时

### ——2024年二季度原油投资策略展望

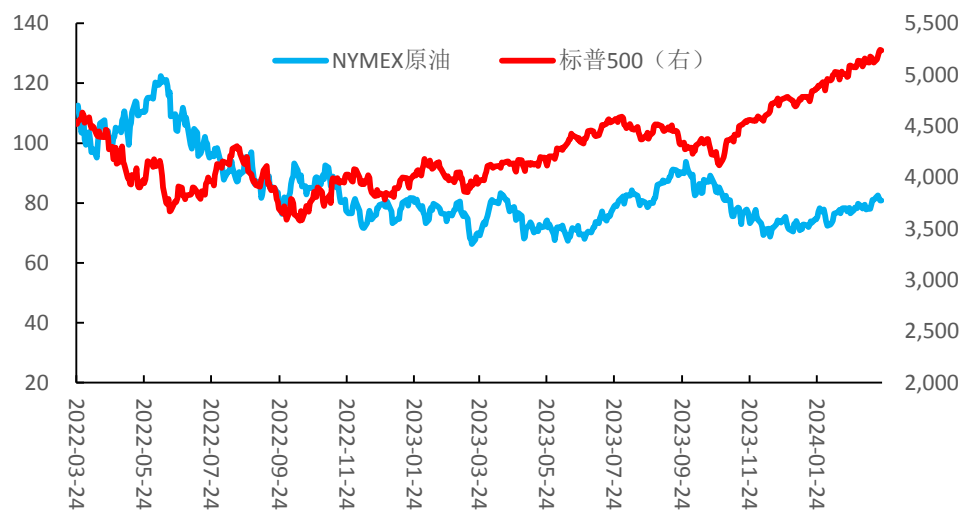
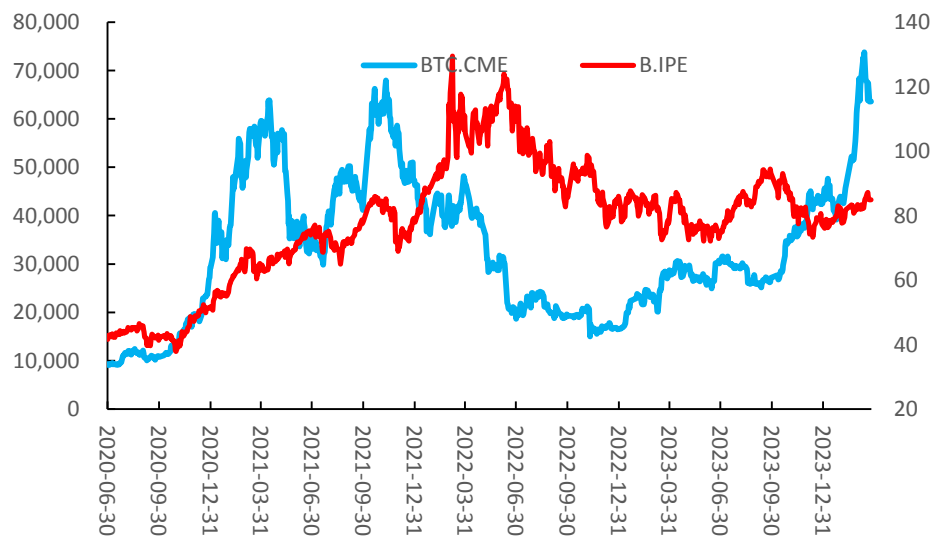
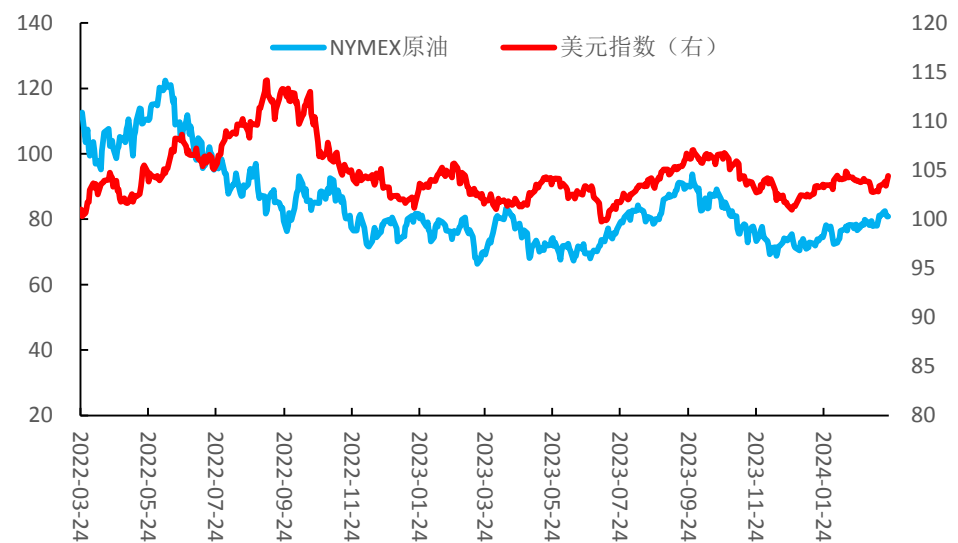
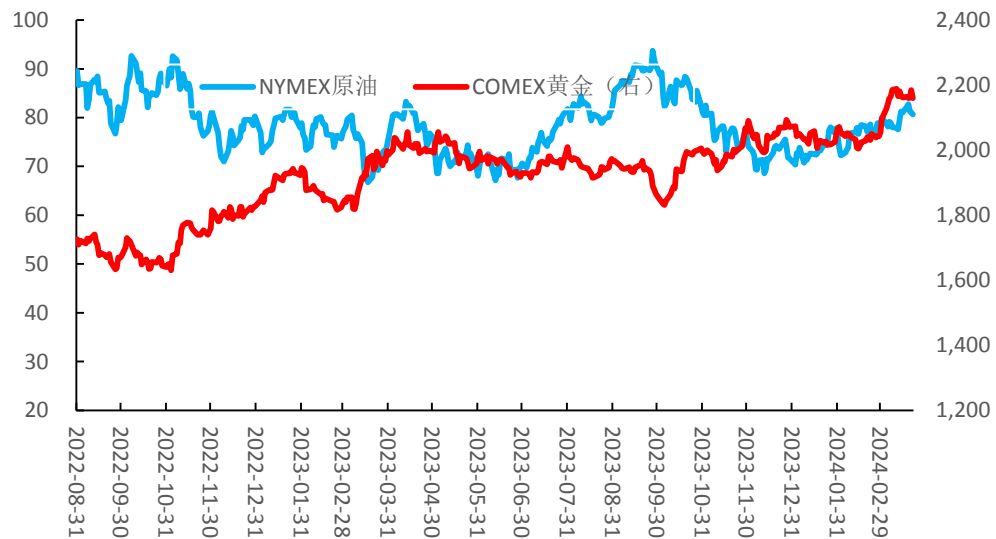
- **市场状况：**从区间角度，油价长期内运行空间将较为狭窄。OPEC推动的减产和全球经济软着陆带来的需求下滑将限制油价空间。后期主要关注四个因素。一是OPEC生产配额的变化以及阿联酋、伊拉克的执行情况；二是美国原油产量，我们预期今年5、6月美国原油产量将出现下降，届时关注其具体情况；三是全球经济导致的需求问题，重点关注美国小银行的破产风险以及美联储降息时间表；四是中东以及俄乌地缘政治因素。价差方面考虑到炼油能力的变化，预计内盘将持续强势。综合而言，在OPEC政策发生变化前，油价维持605-650区间震荡。
- **波动区间：**SC【605-650】、WTI【75-82】、布伦特【80-87】。

## 走势回顾：SC略有突破，海外高位震荡



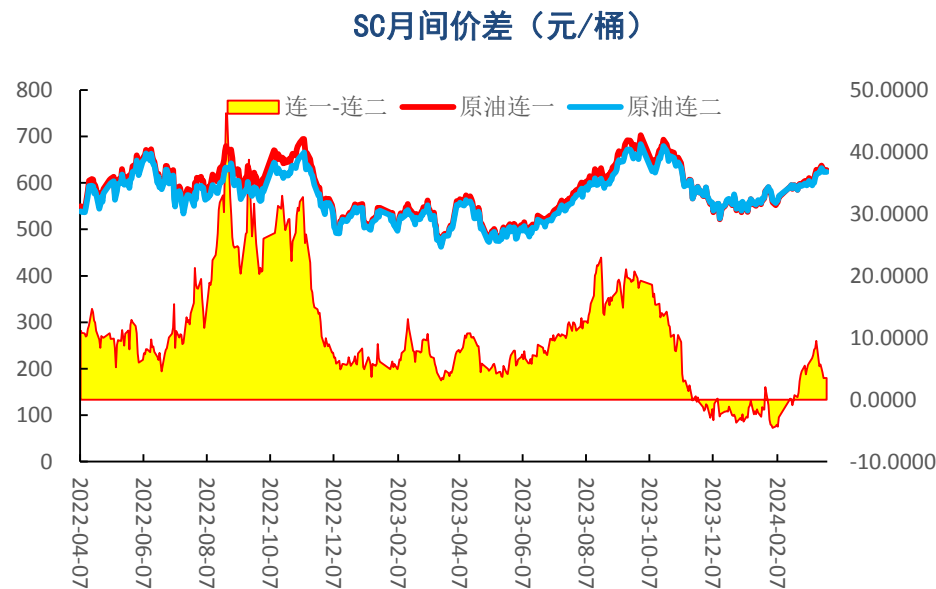
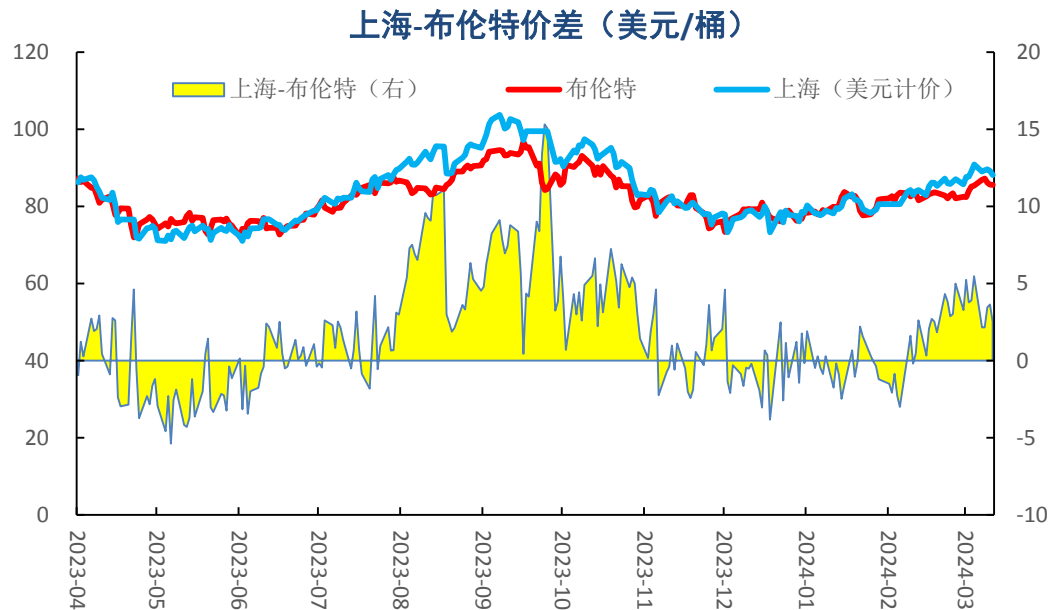
资料来源：Wind，申万期货研究所

# 走势回顾：原油与各品种比价



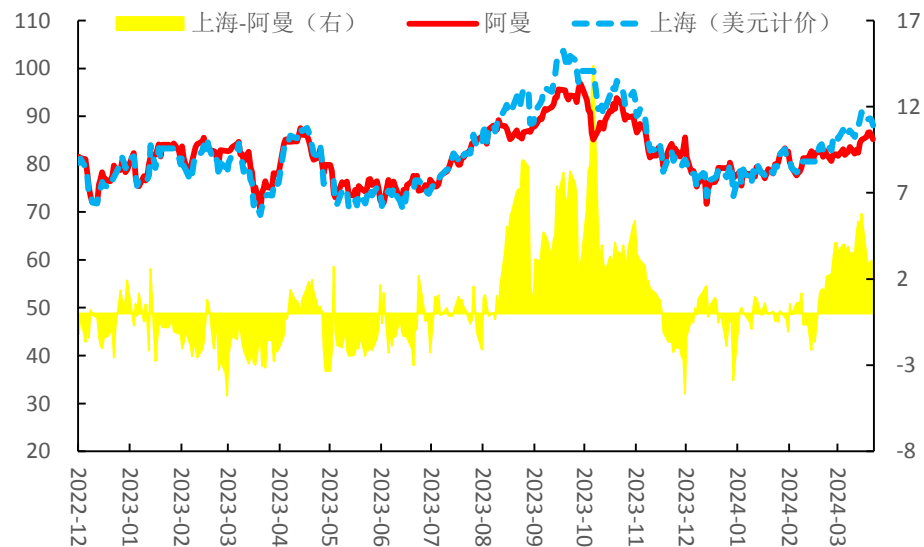
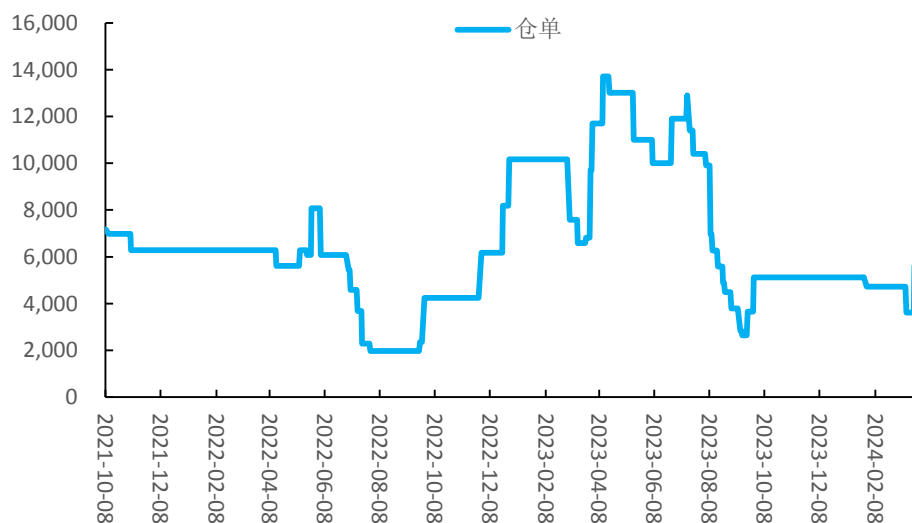
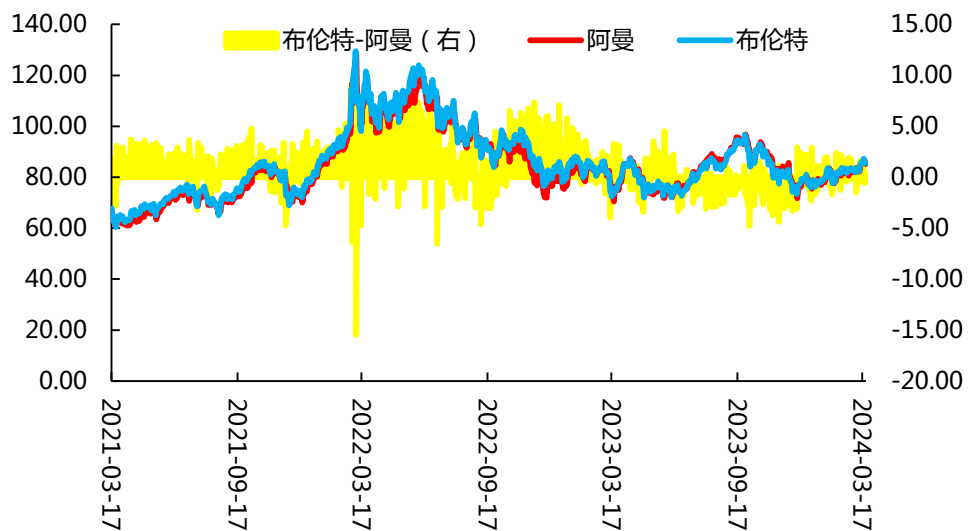
# 走势回顾：内盘油价领先外盘

- 2月份以后，上海与布伦特之间价差逐步回升，月差也转向正向排列。主要受到仓单、油种价差、运费、国内外需求差异多方面影响。
- 目前主要因素在于亚洲需求强于欧美，沙特提高4月远东销售官价，俄罗斯禁止成品油出口。



资料来源：Wind，申万期货研究所

# 走势回顾：内盘油价领先外盘



资料来源：Wind，申万期货研究所

# 全球产量增加，OPEC减少

- EIA预计2024年全球石油日供应预期10230万桶，同比增加55万桶，其中，欧佩克石油供应同比减少21万桶/日至3198万桶/日，非欧佩克石油供应或同比增加76万桶/日至7032万桶/日。EIA预计，2024年一季度全球石油日供应预期10118万桶，环比四季度减少153万桶；一季度欧佩克供应环比减少39万桶/日至3151万桶/日，一季度非欧佩克供应环比减少114万桶/日至6967万桶/日。

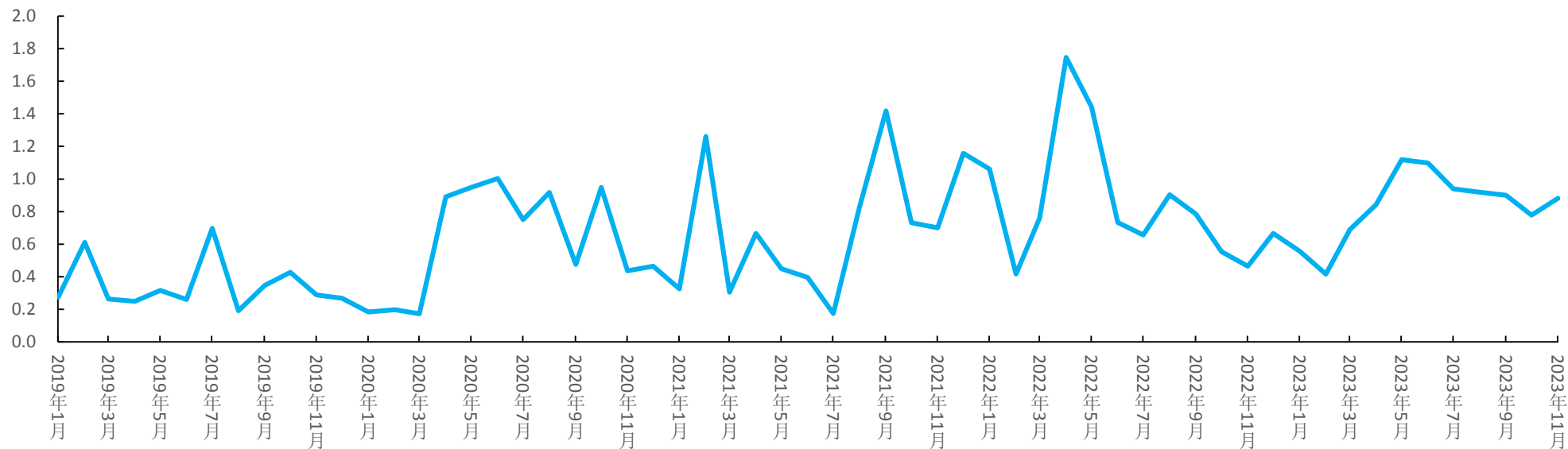
年度全球原油供应（百万桶/日）

| 供应（百万桶/日） | 年度供应   |       |       |       |        |        | 年度变化  |       |       |       |       |
|-----------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           | 2019   | 2020  | 2021  | 2022  | 2023   | 2024   | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  |
| OECD      | 31.52  | 30.61 | 31.12 | 32.34 | 34.24  | 34.76  | -0.92 | 0.51  | 1.23  | 1.90  | 0.51  |
| 美国        | 19.53  | 18.63 | 18.97 | 20.29 | 21.86  | 22.17  | -0.90 | 0.35  | 1.32  | 1.56  | 0.31  |
| 加拿大       | 5.48   | 5.24  | 5.54  | 5.70  | 5.76   | 5.89   | -0.24 | 0.30  | 0.16  | 0.06  | 0.13  |
| 墨西哥       | 1.92   | 1.93  | 1.92  | 1.90  | 2.11   | 2.05   | 0.02  | -0.01 | -0.02 | 0.21  | -0.06 |
| 其他OECD    | 4.60   | 4.81  | 4.68  | 4.44  | 4.52   | 4.65   | 0.21  | -0.13 | -0.24 | 0.08  | 0.13  |
| 非OECD     | 68.77  | 63.30 | 64.55 | 67.64 | 67.37  | 67.43  | -5.48 | 1.26  | 3.09  | -0.26 | 0.06  |
| OPEC      | 34.61  | 30.70 | 31.65 | 34.17 | 33.40  | 33.11  | -3.91 | 0.95  | 2.52  | -0.77 | -0.21 |
| 原油        | 29.27  | 25.60 | 26.27 | 28.67 | 28.02  | 27.70  | -3.67 | 0.67  | 2.40  | -0.66 | -0.32 |
| 其他液体      | 5.34   | 5.10  | 5.38  | 5.50  | 5.38   | 5.41   | -0.24 | 0.29  | 0.11  | -0.11 | 0.03  |
| 前苏联       | 14.60  | 13.44 | 13.74 | 13.85 | 13.70  | 13.63  | -1.17 | 0.31  | 0.10  | -0.15 | -0.07 |
| 中国        | 4.86   | 4.86  | 4.99  | 5.12  | 5.27   | 5.30   | 0.00  | 0.13  | 0.13  | 0.15  | 0.02  |
| 其他非OECD   | 14.70  | 14.30 | 14.17 | 14.50 | 15.00  | 15.40  | -0.40 | -0.13 | 0.34  | 0.50  | 0.40  |
| 全球总供应     | 100.29 | 93.90 | 95.67 | 99.98 | 101.62 | 102.30 | -6.39 | 1.77  | 4.31  | 1.64  | 0.55  |
| 非OPEC供应   | 65.69  | 63.21 | 64.02 | 65.81 | 68.22  | 69.08  | -2.48 | 0.81  | 1.80  | 2.41  | 0.76  |

# 非计划损失量略有增加

- 2019年以来全球非计划减产略有增加，明年重点关注区域：伊朗、委内瑞拉、圭亚那、利比亚、俄罗斯、巴以冲突。

NOPEC国家月度非计划产量损失（百万桶/日）

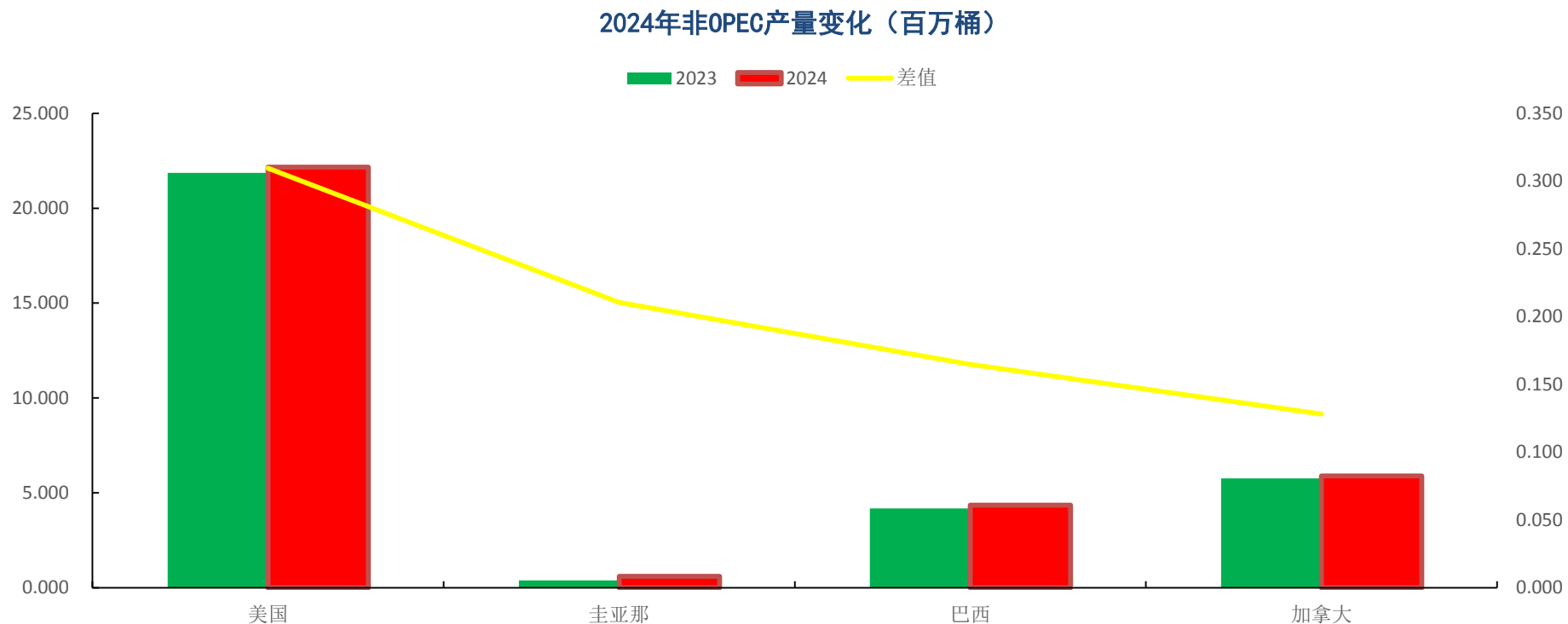


资料来源：EIA，申万期货研究所



# 主要增产国

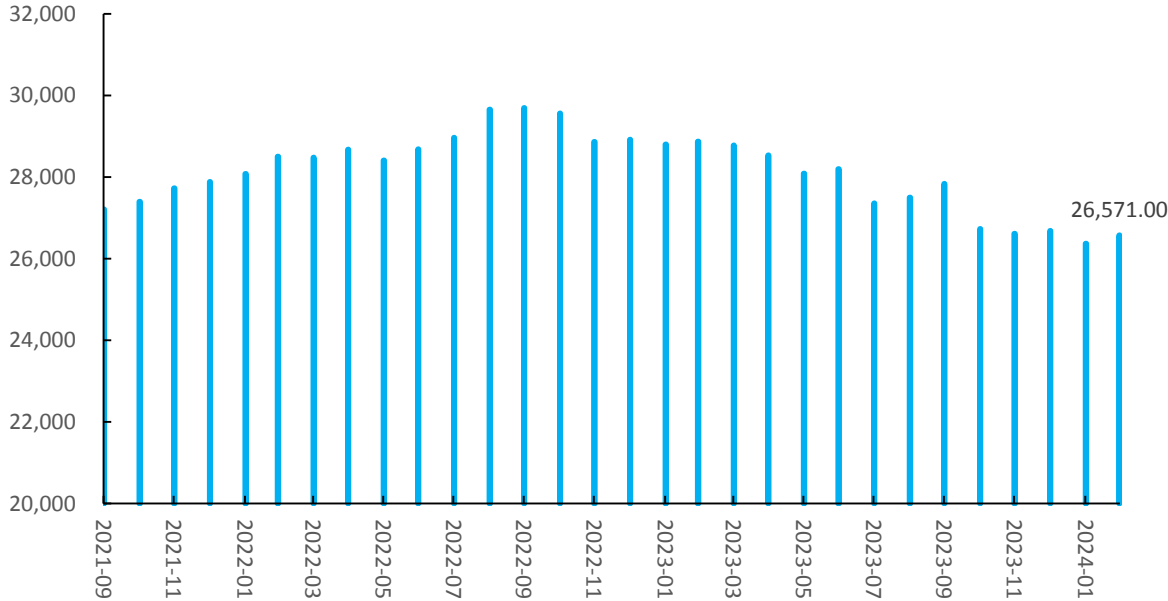
- 美国、圭亚那、巴西、加拿大将是主要的增产国。
- 其中圭亚那产量基数较小，其与委内瑞拉在埃塞奎博地区存在主权归属争端，该地区占圭亚那总面积2/3，2015年该地区发现110亿桶原油储量。



# OPEC持续减产至二季度末

- OPEC明确11月会议中提出的220万桶/日减产是此前在2023年4月宣布的自愿减产的补充，后来延长至2024年底。
- 整个减产措施较为给力，但伊拉克、阿联酋执行率堪忧。

OPEC产量（千桶）



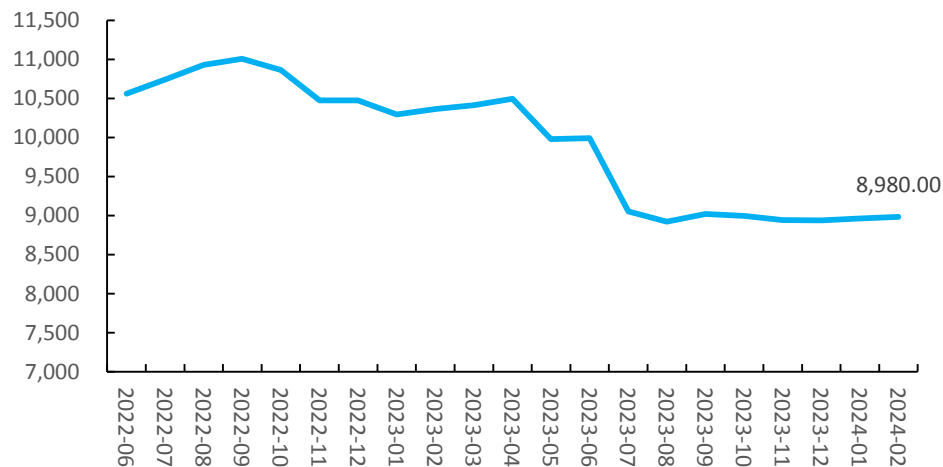
OPEC生产配额（万桶）

|        | 2023年1-4月 | 2023年5-12月 | 2024年1-6月 | 2024年1月实际产量 | 尚需减产 |
|--------|-----------|------------|-----------|-------------|------|
| 沙特     | 1048      | 998        | 898       | 897         | -2   |
| 伊拉克    | 443       | 422        | 400       | 419         | 19   |
| 阿联酋    | 302       | 288        | 272       | 293         | 21   |
| 科威特    | 268       | 255        | 242       | 243         | 2    |
| 尼日利亚   | 174       | 174        | 150       | 142         | -8   |
| 阿尔及利亚  | 100       | 95         | 90        | 91          | 1    |
| 刚果     | 31        | 31         | 28        | 28          | 0    |
| 加蓬     | 18        | 18         | 18        | 18          | 0    |
| 赤道几内亚  | 12        | 12         | 12        | 12          | 0    |
| OPEC10 | 2396      | 2293       | 2110      | 2143        | 33   |

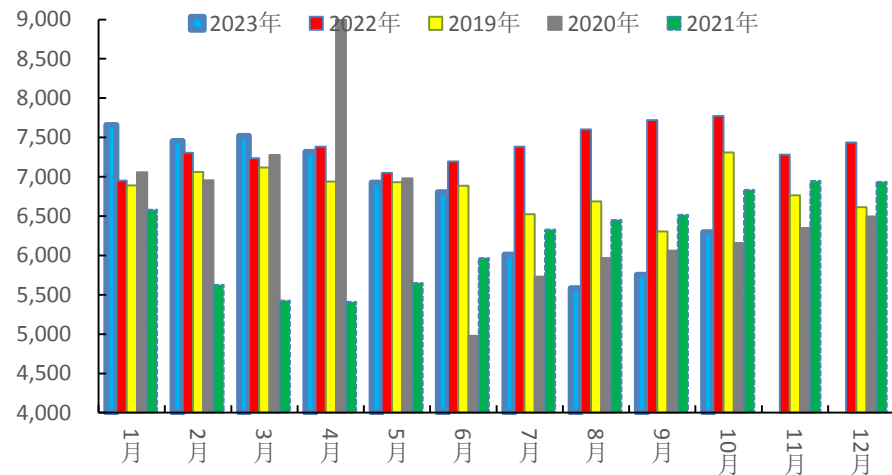
# 沙特仍是OPEC关注重点

- 2023年沙特多次推动OPEC执行减产，2024年预计仍会持续。
- 出口方面，沙特2023年平均出口666.5万桶/日，同比减少69.5万桶/日。
- 依据IMF的报告，2020年以后沙特的财政盈亏平衡油价均维持在80美元/桶上方，2023年为85.8万桶/日。

沙特产量（千桶）

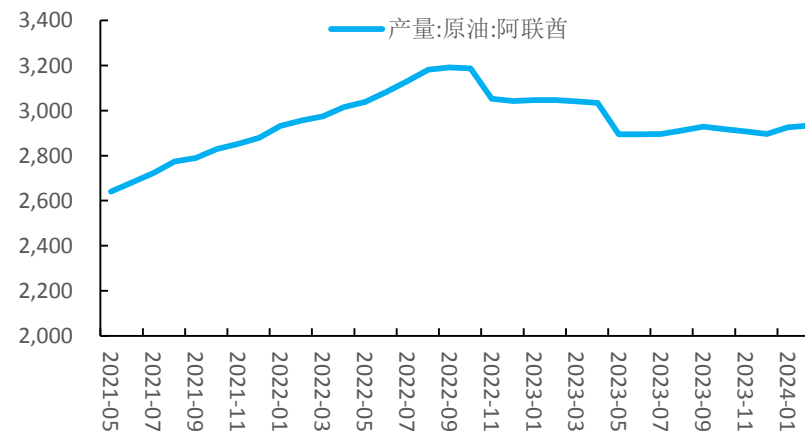
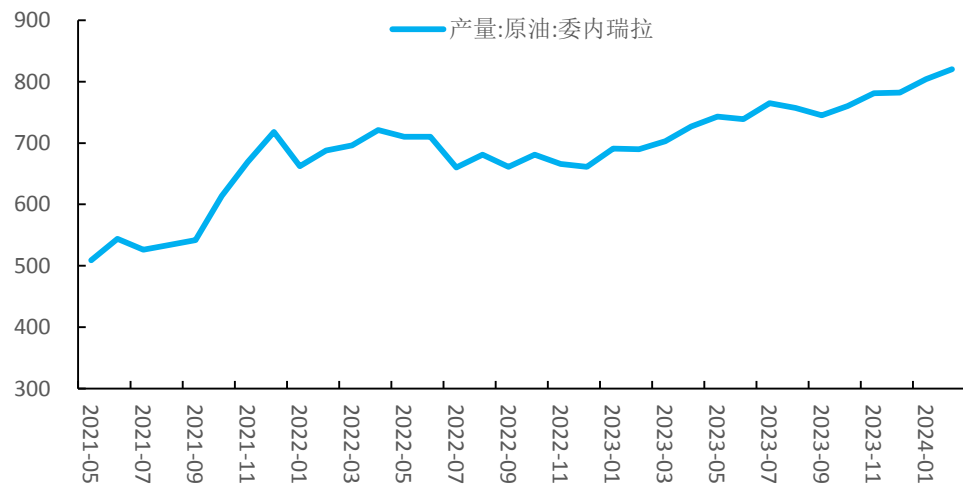
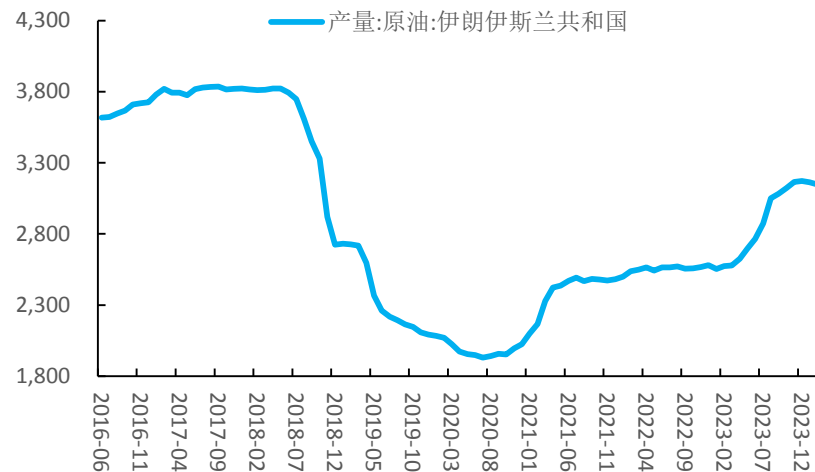
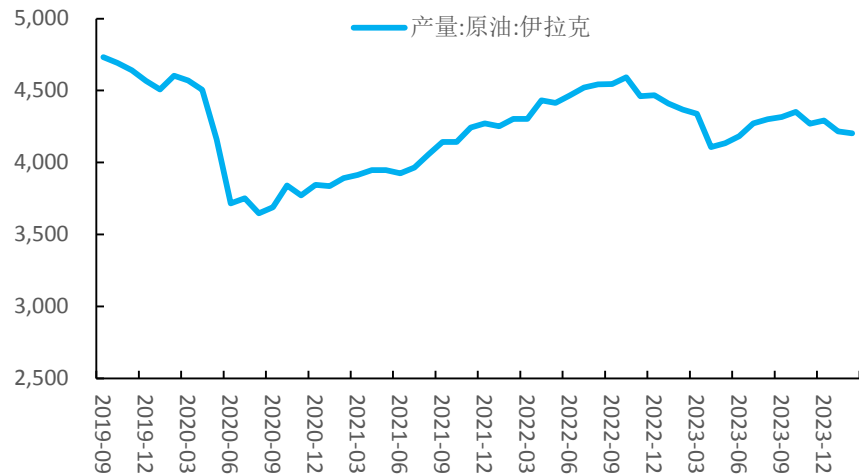


沙特原油出口（千桶/日）

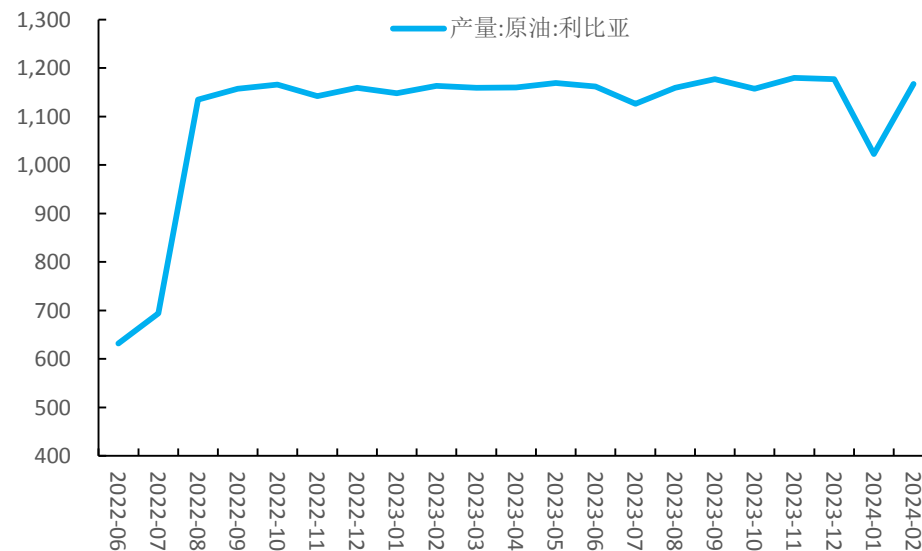
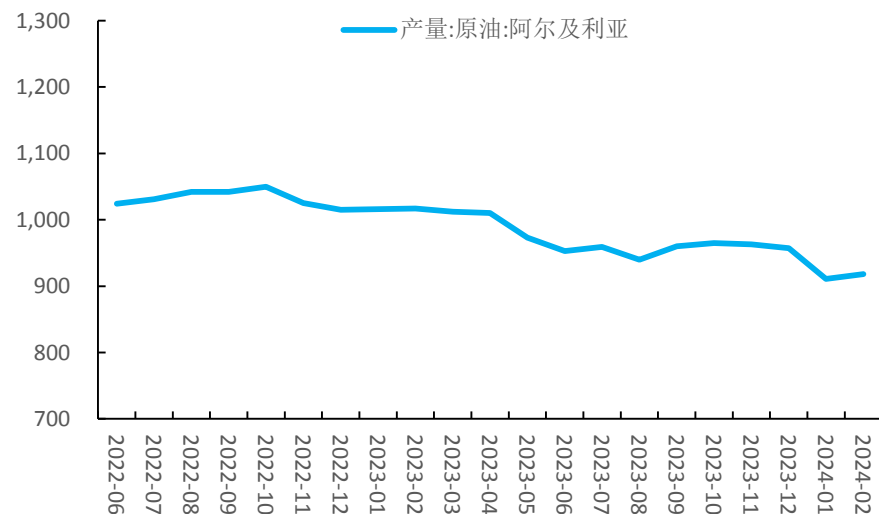
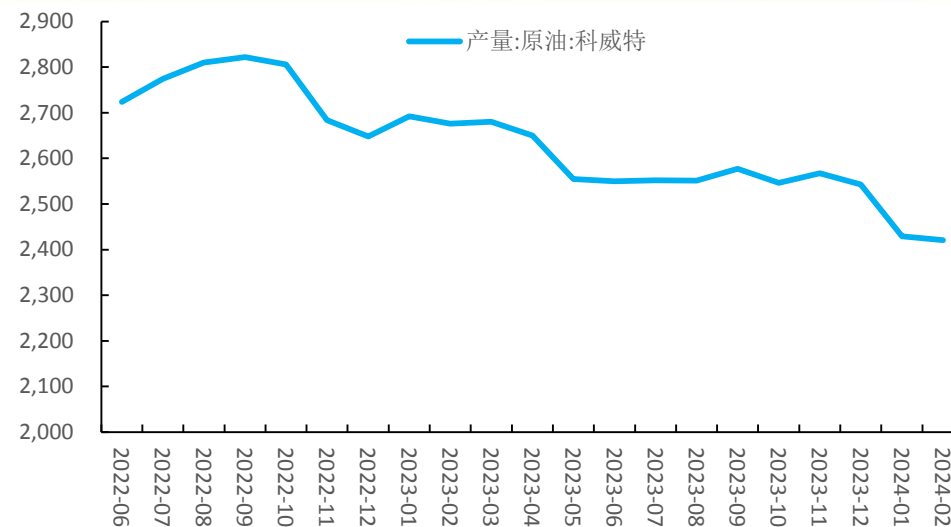
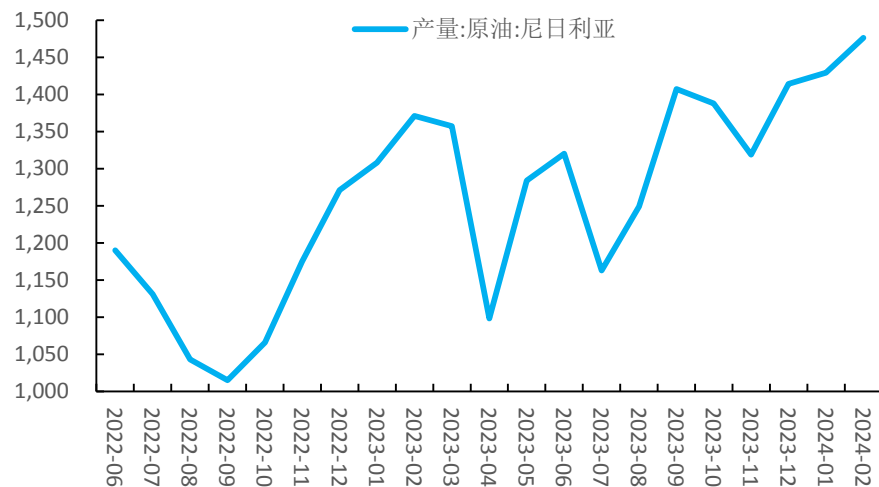


资料来源：Wind，申万期货研究所

# OPEC减产

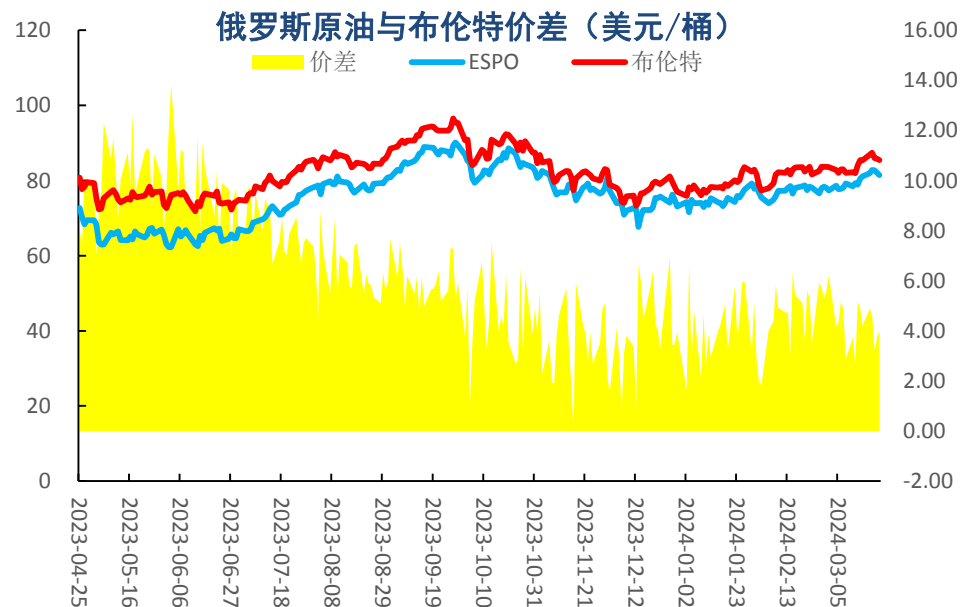
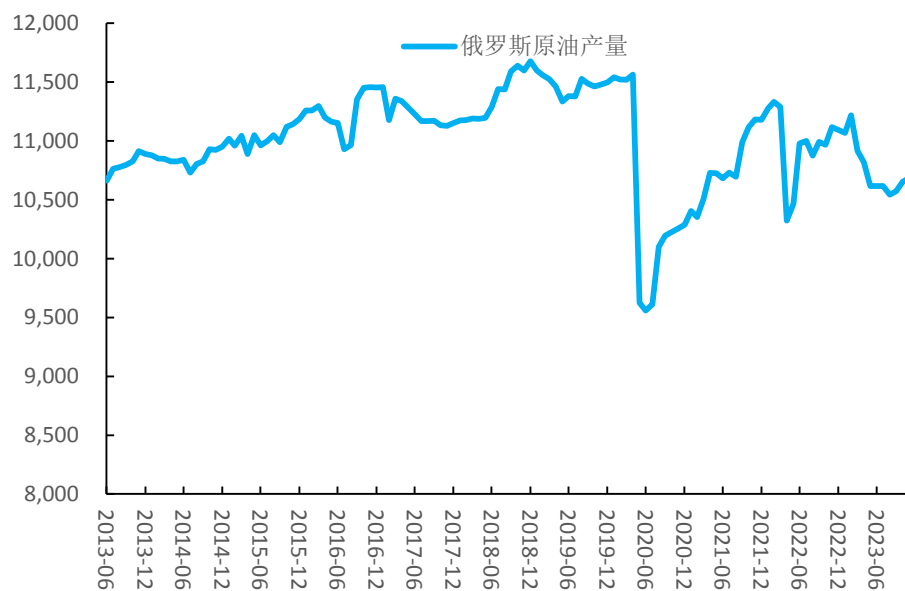


# OPEC减产



# 俄罗斯减产延续至2024年底

- 俄罗斯在2024年生产配额为983万桶/日，此外将额外减少每天50万桶（30万桶原油，20万桶成品油）出口，其10月原油产量为966万桶/日。

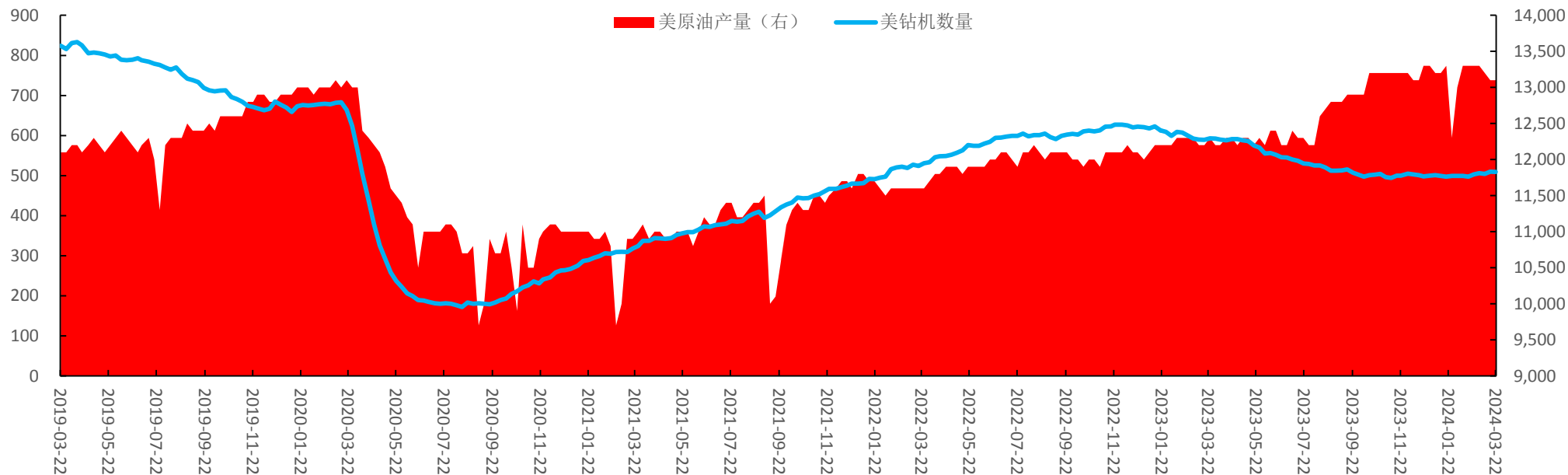


资料来源: Wind, 申万期货研究所

# 美国原油产量维持稳定

- 去年美国的产量问题在今年引发了很大的争议，其周度数据在，1-7月基本不变，8月份突增60万桶/日，全年产量从1210万桶/日增至1310万桶/日，市场很多人认为是统计口径问题，是新增了Transfers to crude oil supply部分的原因。但仔细关注EIA的月度报告就会发现这其实是另外的分项。至于周度数据的突变，更大的可能是月度数据与周度数据发生较大差异后的一种自我调整，这在美国的库存数据中时有发生。
- 美活跃钻机数量目前数量基本稳定在500座附近。

美国原油产量及钻机数（千桶/日、座）



# 美国库存井数量不足

美国原油及其他液体能源供应（百万桶/日）

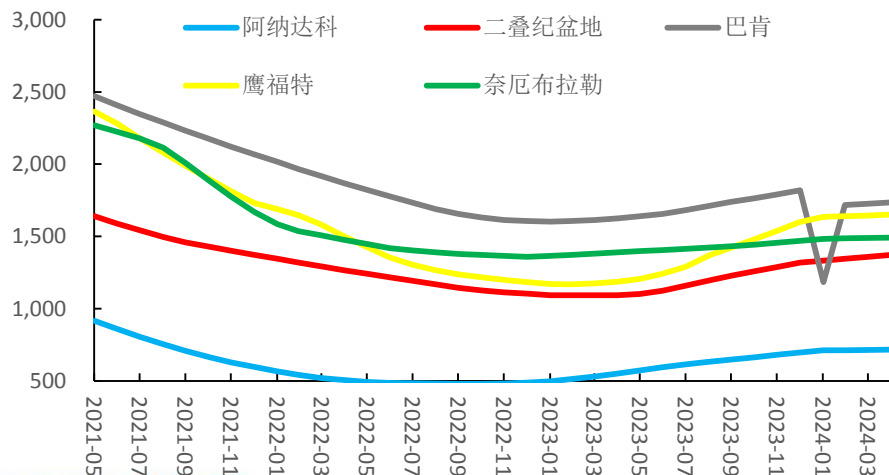
|  | Jan   | Feb   | Mar   | Apr   | May   | Jun   | Jul   | Aug   | Sep   | Oct   | Nov   | Dec   |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Crude Oil Supply                                 |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Domestic Production (a)                          | 12.57 | 12.53 | 12.77 | 12.65 | 12.69 | 12.89 | 12.93 | 13.01 | 13.24 | 13.26 | 13.27 | 13.26 |
| Alaska   | 0.45  | 0.45  | 0.44  | 0.43  | 0.43  | 0.42  | 0.40  | 0.40  | 0.42  | 0.42  | 0.43  | 0.43  |
| Federal Gulf of Mexico (b)                       | 1.90  | 1.83  | 1.87  | 1.74  | 1.71  | 1.86  | 1.93  | 1.89  | 2.00  | 2.01  | 1.99  | 1.98  |
| Lower 48 States (excl GOM)                       | 10.22 | 10.26 | 10.46 | 10.48 | 10.56 | 10.61 | 10.59 | 10.72 | 10.82 | 10.83 | 10.84 | 10.85 |
| Transfers to Crude Oil Supply                    | 0.45  | 0.29  | 0.42  | 0.46  | 0.43  | 0.63  | 0.62  | 0.76  | 0.72  | 0.72  | 0.72  | 0.55  |
| Crude Oil Net Imports (c)                        | 2.76  | 2.60  | 1.49  | 2.19  | 2.68  | 2.67  | 2.45  | 2.88  | 2.48  | 1.58  | 1.87  | 1.84  |
| SPR Net Withdrawals                              | 0.01  | 0.00  | 0.01  | 0.25  | 0.30  | 0.24  | -0.01 | -0.09 | -0.03 | 0.00  | -0.02 | -0.10 |
| Commercial Inventory Net Withdrawals             | -0.96 | -0.45 | 0.22  | 0.19  | -0.03 | 0.20  | 0.48  | 0.73  | -0.01 | -0.59 | -0.31 | 0.33  |
| Crude Oil Adjustment (d)                         | 0.25  | 0.15  | 0.60  | 0.11  | 0.13  | -0.25 | 0.13  | -0.59 | -0.17 | 0.29  | 0.22  | 0.18  |
| Total Crude Oil Input to Refineries              | 15.09 | 15.13 | 15.51 | 15.84 | 16.21 | 16.39 | 16.60 | 16.69 | 16.24 | 15.26 | 15.75 | 16.05 |
| Other Supply                                     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| Refinery Processing Gain                         | 1.03  | 0.96  | 0.92  | 1.01  | 0.94  | 1.07  | 1.08  | 1.07  | 1.07  | 1.01  | 1.03  | 1.03  |
| Natural Gas Plant Liquids Production             | 5.85  | 5.96  | 6.21  | 6.37  | 6.38  | 6.53  | 6.45  | 6.55  | 6.75  | 6.61  | 6.68  | 6.51  |
| Renewables and Oxygenate Production (e)          | 1.24  | 1.24  | 1.25  | 1.24  | 1.30  | 1.35  | 1.31  | 1.30  | 1.33  | 1.34  | 1.35  | 1.32  |
| Fuel Ethanol Production                          | 1.01  | 1.00  | 0.99  | 0.97  | 1.00  | 1.04  | 1.03  | 1.00  | 1.01  | 1.04  | 1.04  | 1.00  |
| Petroleum Products Adjustment (f)                | 0.21  | 0.20  | 0.20  | 0.21  | 0.22  | 0.23  | 0.23  | 0.23  | 0.23  | 0.21  | 0.22  | 0.23  |
| Petroleum Products Transfers to Crude Oil Supply | -0.45 | -0.29 | -0.42 | -0.46 | -0.43 | -0.63 | -0.62 | -0.76 | -0.72 | -0.72 | -0.72 | -0.55 |
| Product Net Imports (c)                          | -3.73 | -3.44 | -4.52 | -3.50 | -3.78 | -3.86 | -4.21 | -3.91 | -3.97 | -4.54 | -4.69 | -4.70 |
| Hydrocarbon Gas Liquids                          | -2.34 | -2.41 | -2.64 | -2.48 | -2.28 | -2.40 | -2.37 | -2.37 | -2.54 | -2.74 | -2.81 | -2.65 |
| Unfinished Oils                                  | 0.33  | 0.27  | 0.23  | 0.30  | 0.15  | 0.35  | 0.28  | 0.24  | 0.14  | 0.39  | 0.24  | 0.26  |
| Other HC/Oxygenates                              | -0.04 | -0.04 | -0.06 | -0.09 | -0.05 | -0.06 | -0.06 | -0.02 | -0.04 | -0.07 | -0.05 | -0.06 |
| Motor Gasoline Blend Comp.                       | 0.41  | 0.53  | 0.42  | 0.70  | 0.58  | 0.74  | 0.54  | 0.63  | 0.53  | 0.35  | 0.41  | 0.37  |
| Finished Motor Gasoline                          | -0.78 | -0.71 | -0.77 | -0.58 | -0.53 | -0.64 | -0.74 | -0.65 | -0.62 | -0.77 | -0.77 | -0.84 |
| Jet Fuel   | -0.09 | 0.01  | -0.07 | 0.03  | 0.03  | -0.04 | -0.01 | -0.12 | -0.03 | -0.10 | -0.10 | -0.01 |
| Distillate Fuel Oil                              | -0.67 | -0.61 | -0.99 | -0.86 | -1.00 | -1.06 | -1.10 | -1.01 | -0.93 | -1.00 | -0.95 | -1.00 |
| Residual Fuel Oil                                | 0.06  | 0.06  | -0.09 | -0.03 | -0.03 | -0.05 | -0.07 | -0.02 | 0.01  | 0.04  | -0.02 | -0.02 |
| Other Oils (g)                                   | -0.62 | -0.53 | -0.57 | -0.48 | -0.64 | -0.72 | -0.68 | -0.59 | -0.50 | -0.65 | -0.64 | -0.74 |
| Product Inventory Net Withdrawals                | -0.07 | 0.01  | 0.94  | -0.67 | -0.44 | -0.35 | -0.71 | -0.30 | -0.83 | 1.24  | 0.30  | 0.24  |
| Total Supply                                     | 19.17 | 19.76 | 20.08 | 20.04 | 20.40 | 20.72 | 20.12 | 20.88 | 20.09 | 20.41 | 19.91 | 20.13 |



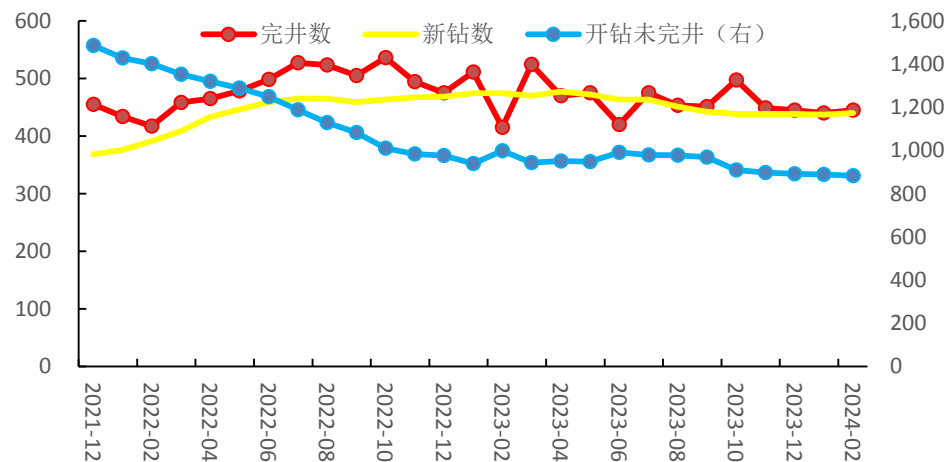
# 美国库存井数量不足

- 截止2023年12月，全美开钻未完数4386座，新钻数850座，完井数863座。主产区二叠纪地区，开钻未完数839座，新钻437座，完井数440座。
- 考虑到目前5.25%的联邦基准利率以及偏高的人力、物料成本，美国页岩油企业进一步提升产量的兴趣在逐步降低。
- 尤其需要注意主产区二叠纪地区库存井数量严重不足，后期将会影响美国页岩油的投产。
- 对于明年产量EIA预计基本维持年末水平，甚至在大部分时间有所下滑。

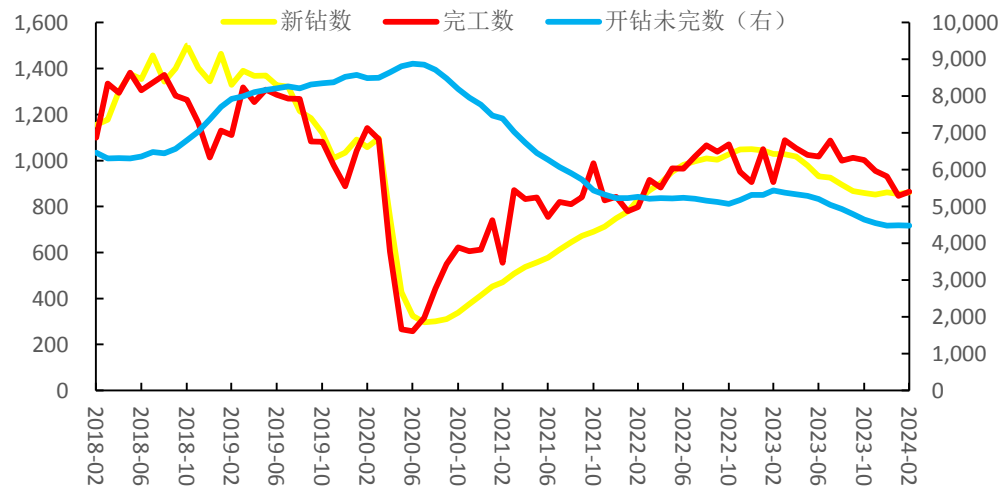
新井单口井产量（日/桶）



二叠纪地区油井情况（座）



美国油井情况（座）



资料来源：Wind，申万期货研究所

# 全球经济增速预计放缓

- 从全球的GDP角度，IMF认为今明两年的数据分别是3.0%和2.9%。低于3.8%的历史（2000-2019年）平均水平，且2024年的预测值较7月预计时下调了0.1%。较之4月时的预测，此次全球143个经济体（占全球GDP的92%）2023年的经济预期都遭到了IMF的大幅下调。

OPEC12月月报对全球经济预测（%）

|        | 2023与上月变化值 |       | 2024与上月变化值 |       |
|--------|------------|-------|------------|-------|
| 全球     | 2.9        | 0.1   | 2.6        | 0.0   |
| OECD国家 | 1.5        | 0.1   | 0.9        | 0.0   |
| 美国     | 2.4        | 0.1   | 1.0        | 0.1   |
| 欧盟     | 0.2        | 0.0   | 0.5        | 0.0   |
| 英国     | 0.4        | 0.2   | 0.6        | 0.0   |
| 日本     | 1.7        | (0.2) | 0.9        | (0.1) |
| 中国     | 5.2        | 0.0   | 4.8        | 0.0   |
| 印度     | 6.5        | 0.3   | 5.9        | 0.0   |
| 巴西     | 2.5        | 0.0   | 1.2        | 0.0   |
| 俄罗斯    | 2.2        | 0.3   | 1.3        | 0.1   |

IMF全球经济展望（%）

|                  | 2022  | 2023  | 2024 |
|------------------|-------|-------|------|
| 全球GDP            | 3.5   | 3.0   | 2.9  |
| 发达经济体            | 2.6   | 1.5   | 1.4  |
| 美国               | 2.1   | 2.1   | 1.5  |
| 欧元区              | 3.3   | 0.7   | 1.2  |
| 德国               | 1.8   | (0.5) | 0.9  |
| 日本               | 1.0   | 2.0   | 1.0  |
| 英国               | 4.1   | 0.5   | 0.6  |
| 加拿大              | 3.4   | 1.3   | 1.6  |
| 其他发达经济体          | 2.6   | 1.8   | 2.2  |
| 新兴市场和发展中经济体      | 4.1   | 4.0   | 4.0  |
| 亚洲新兴市场和发展中经济体    | 4.5   | 5.2   | 4.8  |
| 中国               | 3.0   | 5.0   | 4.2  |
| 印度               | 7.2   | 6.3   | 6.3  |
| 欧洲新兴市场和发展中经济体    | 0.8   | 2.4   | 2.2  |
| 俄罗斯              | (2.1) | 2.2   | 1.1  |
| 拉美和加勒比地区         | 4.1   | 2.3   | 2.3  |
| 中东和中亚            | 5.6   | 2.0   | 3.4  |
| 撒哈拉以南非洲          | 4.0   | 3.3   | 4.0  |
| 新兴市场 and 中等收入经济体 | 4.0   | 4.0   | 3.9  |
| 低收入发展中国家         | 5.2   | 4.0   | 5.1  |

# 2024需求增速放缓

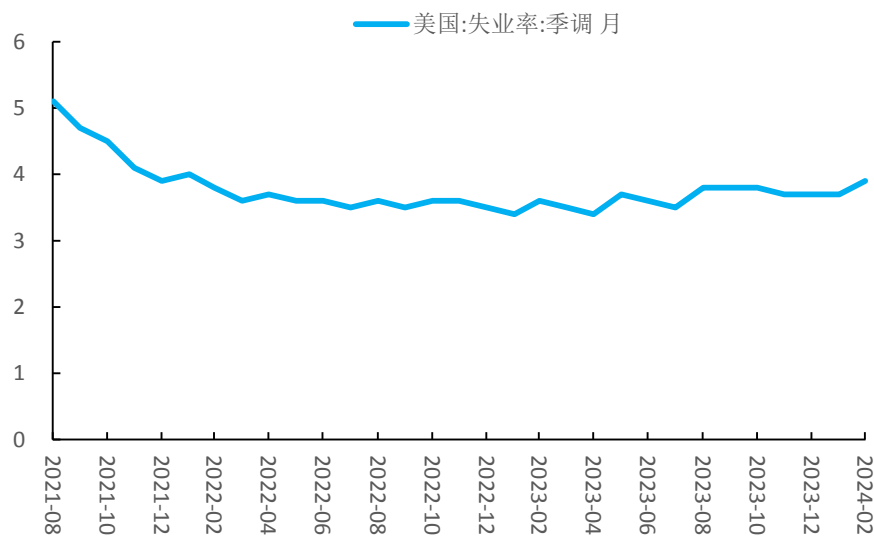
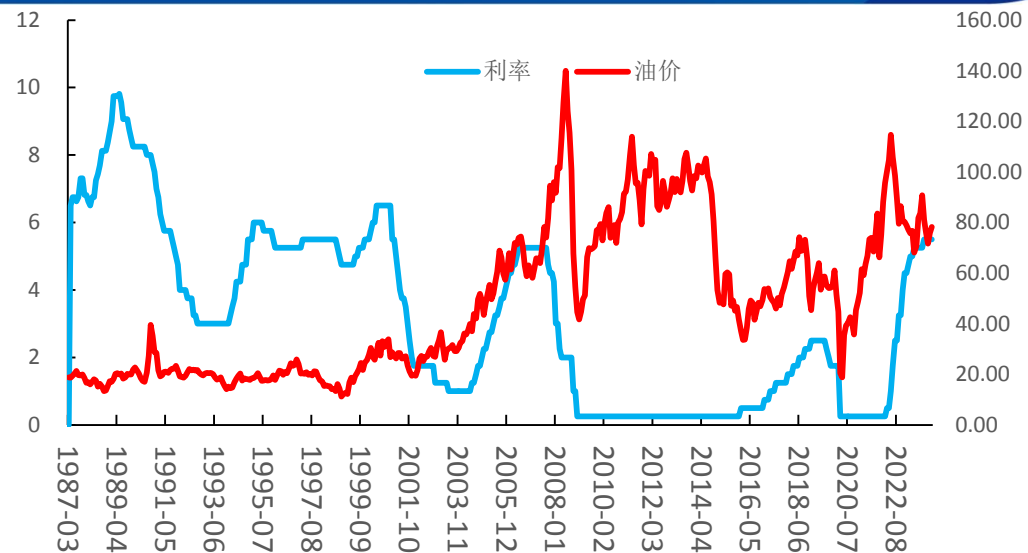
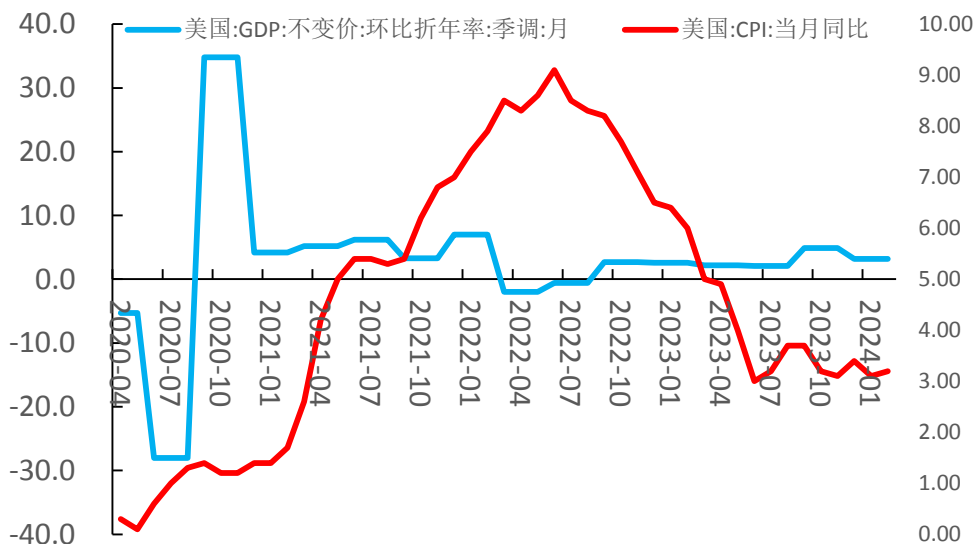
- EIA预计2024年全球石油日需求预期10243万桶，同比增加142万桶。2024年一季度全球石油日需求预期10201万桶，环比四季度增加19万桶。预计一季度美国石油日需求为2017万桶，环比减少31万桶。预计一季度欧洲地区石油日需求为1397万桶，环比减少34万桶。预计一季度日本石油日需求为360万桶，环比增加13万桶/日。预计一季度中国石油日需求为1623万桶，环比增加24万桶。

全球原油需求（百万桶/日）

|         | 年度需求   |       |       |       |        |        | 年度变化  |      |       |       |       |
|---------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|------|-------|-------|-------|
|         | 2019   | 2020  | 2021  | 2022  | 2023   | 2024   | 2020  | 2021 | 2022  | 2023  | 2024  |
| 北美洲     | 25.03  | 21.99 | 23.82 | 24.23 | 24.50  | 24.70  | -3.04 | 1.83 | 0.42  | 0.27  | 0.19  |
| 加拿大     | 2.49   | 2.19  | 2.28  | 2.29  | 2.43   | 2.37   | -0.30 | 0.08 | 0.02  | 0.14  | -0.06 |
| 墨西哥     | 1.99   | 1.60  | 1.65  | 1.92  | 1.92   | 1.93   | -0.39 | 0.05 | 0.26  | 0.01  | 0.01  |
| 美国      | 20.54  | 18.19 | 19.88 | 20.01 | 20.14  | 20.39  | -2.35 | 1.69 | 0.14  | 0.13  | 0.25  |
| 中南美洲    | 6.93   | 5.85  | 6.23  | 6.45  | 6.55   | 6.57   | -1.08 | 0.38 | 0.22  | 0.10  | 0.02  |
| 巴西      | 3.14   | 2.79  | 2.89  | 2.96  | 3.06   | 3.05   | -0.35 | 0.10 | 0.07  | 0.10  | 0.00  |
| 欧洲      | 15.07  | 13.12 | 13.86 | 14.27 | 14.27  | 14.20  | -1.95 | 0.73 | 0.41  | 0.00  | -0.07 |
| 独联体     | 4.88   | 4.53  | 4.67  | 4.52  | 4.57   | 4.72   | -0.36 | 0.15 | -0.15 | 0.05  | 0.15  |
| 俄罗斯     | 3.70   | 3.38  | 3.50  | 3.44  | 3.48   | 3.59   | -0.32 | 0.12 | -0.06 | 0.04  | 0.11  |
| 中东      | 9.14   | 8.31  | 8.64  | 9.22  | 9.35   | 9.57   | -0.83 | 0.34 | 0.58  | 0.13  | 0.22  |
| 亚太      | 35.44  | 33.76 | 35.61 | 36.03 | 37.23  | 37.98  | -1.68 | 1.85 | 0.42  | 1.20  | 0.75  |
| 中国      | 14.01  | 14.43 | 15.27 | 15.15 | 15.94  | 16.27  | 0.42  | 0.84 | -0.12 | 0.79  | 0.32  |
| 日本      | 3.77   | 3.36  | 3.42  | 3.37  | 3.36   | 3.27   | -0.40 | 0.05 | -0.05 | -0.01 | -0.09 |
| 印度      | 4.92   | 4.46  | 4.68  | 5.02  | 5.31   | 5.60   | -0.46 | 0.22 | 0.34  | 0.29  | 0.29  |
| 非洲      | 4.40   | 4.03  | 4.29  | 4.43  | 4.52   | 4.61   | -0.38 | 0.27 | 0.14  | 0.09  | 0.09  |
| OECD国家  | 47.75  | 42.01 | 44.79 | 45.67 | 45.89  | 45.95  | -5.73 | 2.78 | 0.88  | 0.22  | 0.06  |
| 非OECD国家 | 53.15  | 49.57 | 52.34 | 53.49 | 55.11  | 56.40  | -3.58 | 2.77 | 1.16  | 1.62  | 1.28  |
| 全球总计    | 100.89 | 91.58 | 97.12 | 99.16 | 101.00 | 102.35 | -9.31 | 5.54 | 2.04  | 1.84  | 1.35  |

# 美国明年预计将有3次降息

- 每年美联储都将换届部分投票委员，今年鸽派委员4位、鹰派5位、中间派3位，明年鸽派4位、鹰派5位、中间派3位。
- 但从历史角度看，油价在加息周期中上涨，降息周期中下跌。

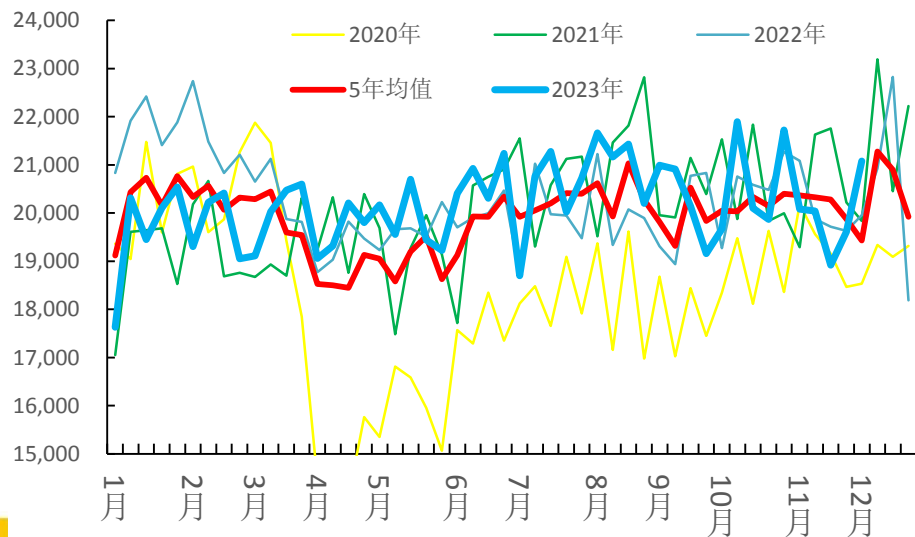


# 美国需求维持低位

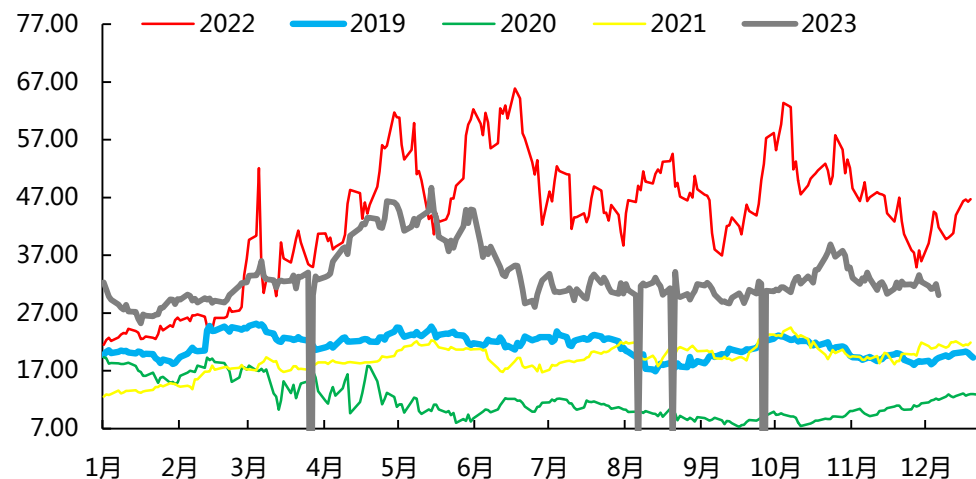
■裂解利润方面，炼厂利润已经回归低位，尤其是反映居民需求的汽油裂解价差回落到10美元/桶附近，整体裂解价差比往年高的原因在于炼厂产能不足。

■需求方面，目前原油需求不及2023年及5年均值。

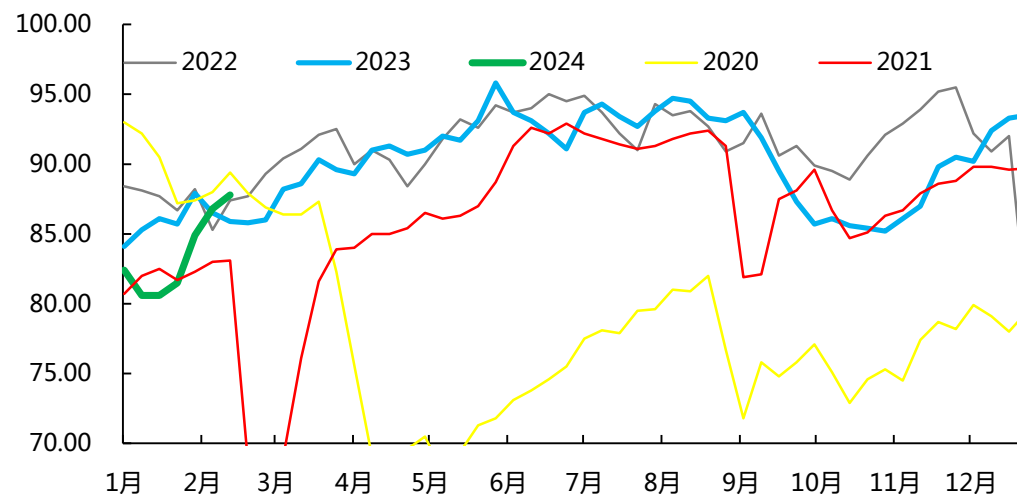
美国需求（千桶/日）



美国裂解价差（美元/桶）



美国炼厂开工率（%）

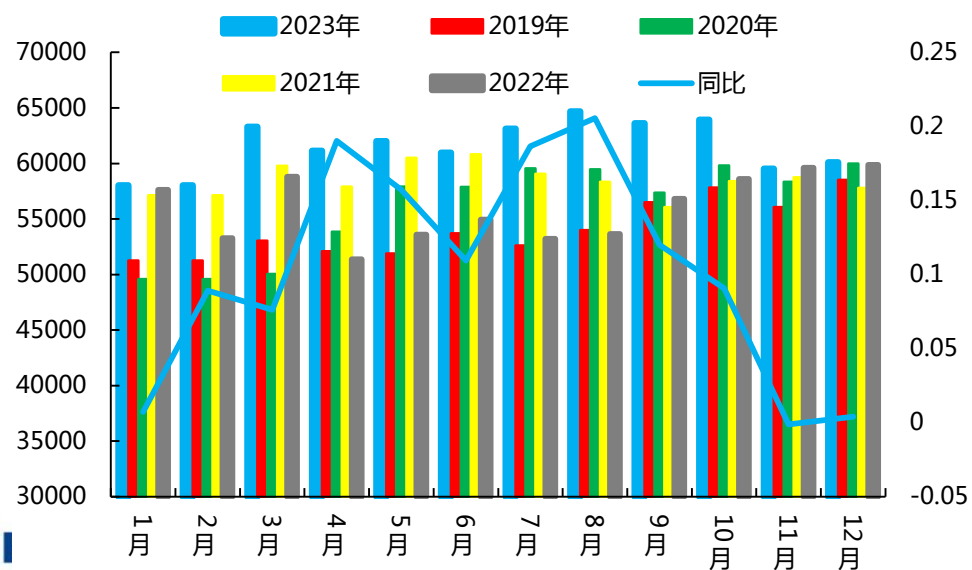


资料来源：Wind，申万期货研究所

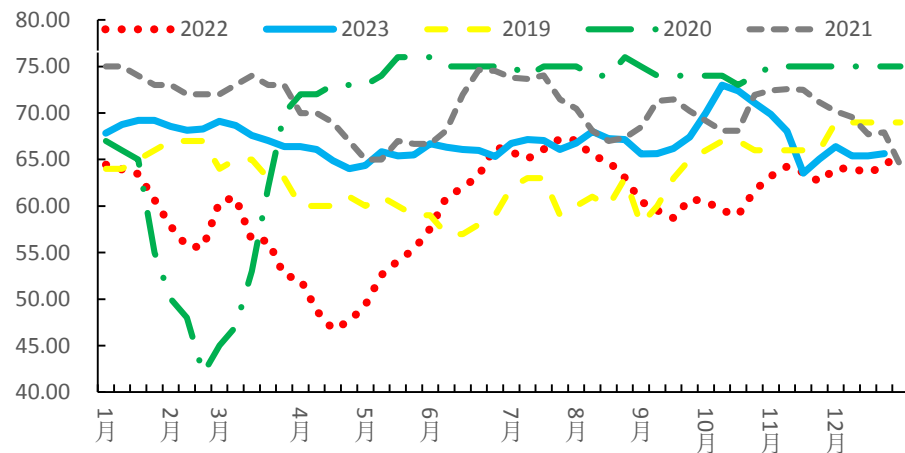
# 中国需求大幅增长

- 2月以后山东地炼开工出现明显下滑。
- 3月份，两大集团均上调了原油加工总量及汽油、柴油产量和收率。其中，合计原油加工总量环比上涨11.16%，日均加工量环比亦上涨3.99%
- EIA预计全年中国需求增长70万桶/日，预计明年继续增长30万桶/日。

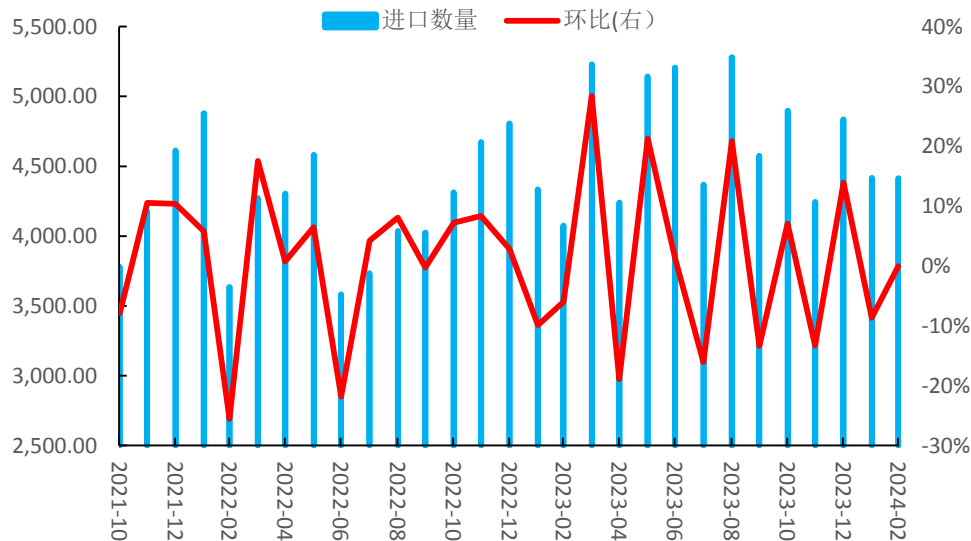
中国炼厂加工量（千吨/月，%）



山东地炼开工率



中国进口量（万吨/月，%）

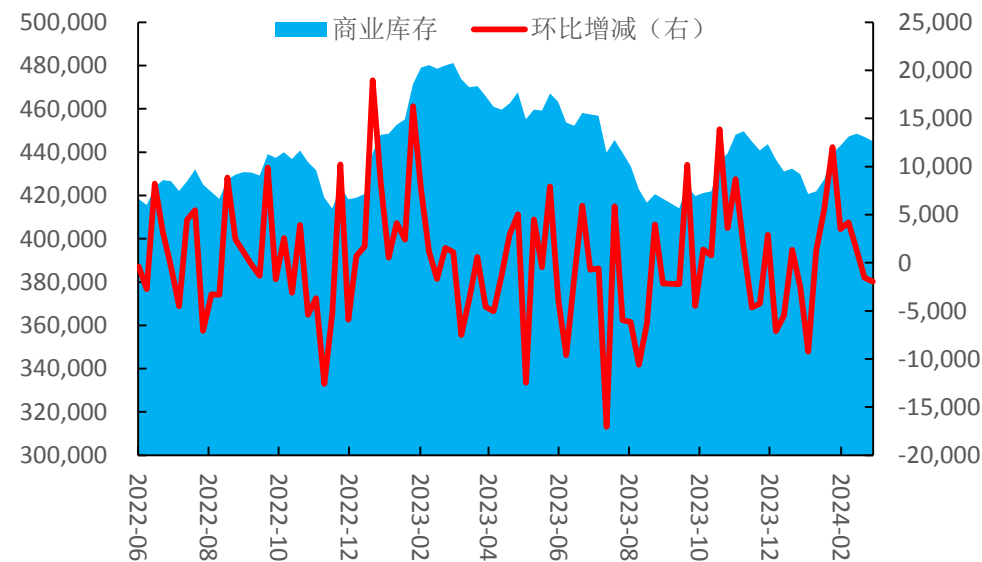
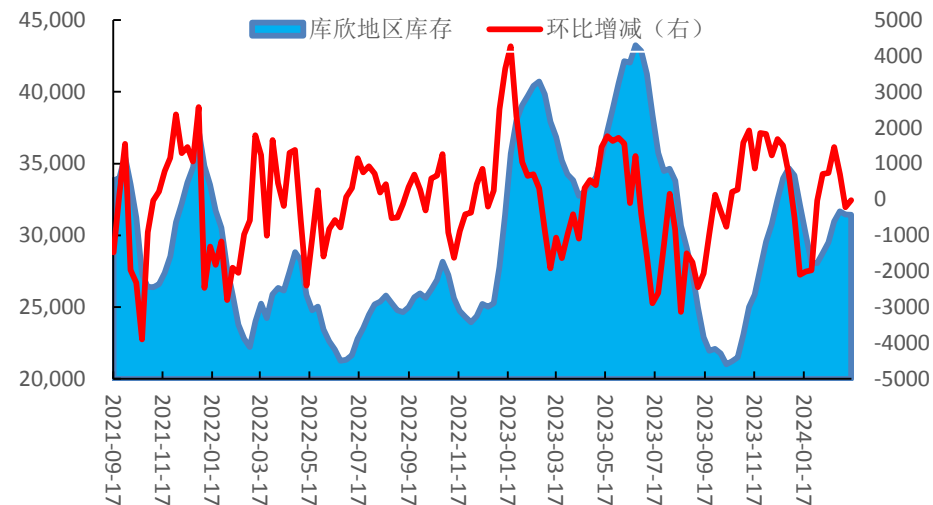
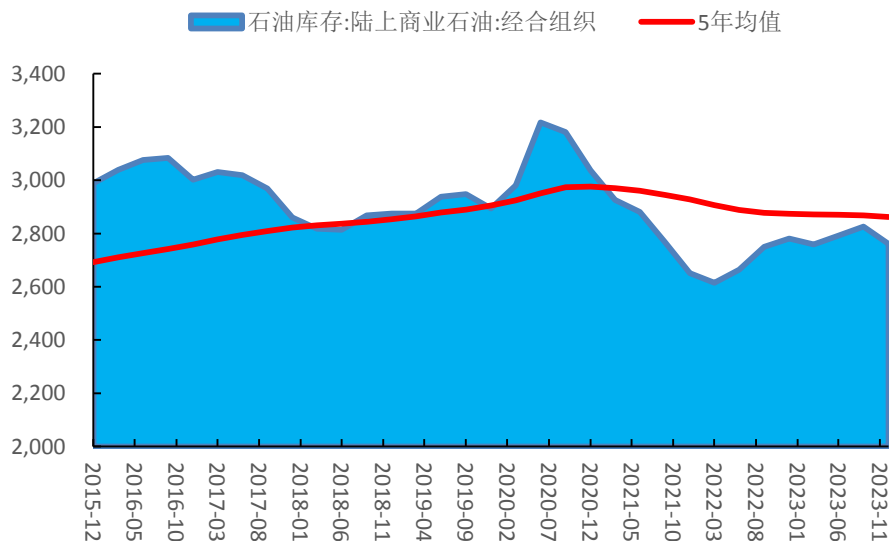


资料来源：Wind，申万期货研究所



# 平衡：库存小幅回落

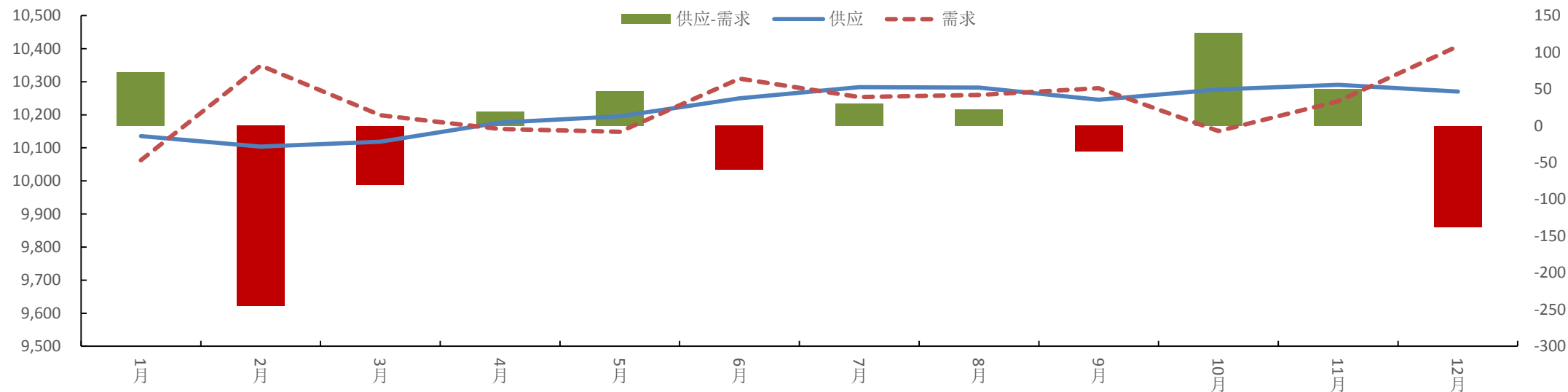
- 全年库存回落。2023年12月OECD库存为27.67亿桶，5年均值28.62亿桶。原油库存4.48亿桶，比去年同期低6.27%；比过去五年同期低1%。库欣地区原油库存3167万桶，比去年同期减少800万桶。





# 平衡表：2024年供需平衡表

供需平衡表（万桶/天）



|       | 1月    | 2月    | 3月    | 4月    | 5月    | 6月    | 7月    | 8月    | 9月    | 10月   | 11月   | 12月   |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 供应    | 10067 | 10118 | 10148 | 10149 | 10080 | 10210 | 10152 | 10119 | 10226 | 10227 | 10253 | 10192 |
| 需求    | 9776  | 10145 | 10078 | 9925  | 10105 | 10238 | 10105 | 10157 | 10188 | 10057 | 10126 | 10301 |
| 供应-需求 | 291   | -28   | 70    | 224   | -25   | -28   | 48    | -37   | 38    | 171   | 127   | -110  |



## 预测：磨砺以须，以待天时

市场状况：从区间角度，油价长期内运行空间将较为狭窄。OPEC推动的减产和全球经济软着陆带来的需求下滑将限制油价空间。后期主要关注四个因素。一是OPEC生产配额的变化以及阿联酋、伊拉克的执行情况；二是美国原油产量，我们预期今年5、6月美国原油产量将出现下降，届时关注其具体情况；三是全球经济导致的需求问题，重点关注美国小银行的破产风险以及美联储降息时间表；四是中东以及俄乌地缘政治因素。价差方面考虑到炼油能力的变化，预计内盘将持续强势。综合而言，在OPEC政策发生变化前，油价维持605-650区间震荡。

波动区间：SC【605-650】、WTI【75-82】、布伦特【80-87】。

地缘冲突频发

沙特有维护油价意愿

多

空

全球需求复苏缓慢

欧美维持高利率



# 2024年二季度原油期货操作建议

波段操作

- 关注sc原油650元/桶附近做空机会

套利操作

- SC-布伦特大于4美元/桶时买入布伦特卖出SC

# 风险因素

- 俄乌问题出现变化
- OPEC减产出现变化
- 伊朗核问题出现大幅变化
- 美国产量大幅增加

# 免责声明

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格  
(核准文号 证监许可[2011]1284号)

## 研究局限性和风险提示

报告中依据和结论存在范围局限性，对未来预测存在不及预期，以及宏观环境和产业链影响因素存在不确定性变化等风险。

## 分析师声明

作者具有期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者及利益相关方不曾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获取任何形式的利益。

## 免责声明

本报告的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。市场有风险，投资需谨慎。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。