

伊朗突发事件备受各方瞩目

全球原油市场未来趋势如何发展？

■ 阎振兴

上周末，伊朗总统乘坐的直升机在途经该国西北部的东阿塞拜疆省上空发生坠毁。随着坠机事件发酵，引起国际社会广泛关注。作为中东地区的主要原油生产国，伊朗的政治稳定性对全球原油市场具有深远的影响。消息传出后，国际原油期货价格一度冲高，随后回吐涨幅。本周一国内原油期货主力2407合约呈现小幅上涨的走势，期价最高上涨至623.8元/桶，涨幅达1.50%。油市内强外弱的特征凸显。

伊朗总统坠机事件对原油市场的影响是多方面的，涉及地缘政治、市场心理、供应中断风险、OPEC+政策履行等多个层面。根据伊朗宪法第131条，如果总统在任期内去世，经伊朗最高领袖确认，由第一副总统代行总统职务。第一副总统、议会议长和司法总监将组成委员会，确定总统选举将于6月28日举行。能源大国总统更替在一定程度上会对地缘政治和原油政策产生影响。

伊朗在国际原油市场上的话语权不容小觑

众所周知，作为中东地区的主要原油生产国，伊朗在国际原油市场上的话语权颇为重要。尽管此前受到欧美国家的经济制裁，一度导致该国原油产量持续下滑，跌至200万桶/日下方，出口更是受限，不过随着近几年伊朗经济恢复，制裁有所松动，其原油产量稳步回升，出口也快速增加。据统计，4月，伊朗原油产量为321.2万桶/日，较3月增加1.4万桶/日，继续维持OPEC第三大产油国地位。而2024年第一季度伊朗平均每天生产320万桶原油，同比增加63万桶/日，是OPEC成员国中产量增幅最高的国家。此外，2024年一季度，伊朗累计原油产量超过2.9亿桶，按一吨折合7.3桶换算，伊朗一季度的原油产量近3990万吨，排在美国、俄罗斯、沙特、加拿大、中国、伊拉克、巴西之后，位居全球第八名。预计2024年年底时，伊朗原油日均产量将在目前的320万桶基础上，扩大至360万桶。不久后，这个数量还有可能向400万桶/日的高水平目标攀升，而原油日均出口量有望接近或达到250万桶。

从原油储量的角度来看，伊朗原油探明储量居世

界第四位，1974年曾达到600万桶/日的历史最高产量；该国还拥有世界第二大天然气储量，目前天然气日产量为10.7亿立方米。截至目前，伊朗仍然持续推进本土油气开发和生产活动。换言之，伊朗政坛出现任何风吹草动就会对原油市场产生影响。

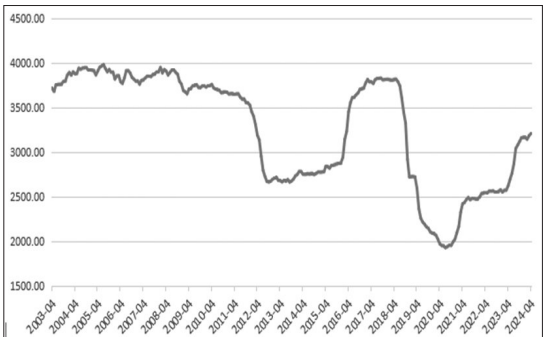


图9-1 2004—2024年伊朗月度原油产量走势(单位:千桶/日)

伊朗扼守全球原油通道“阀门”霍尔木兹海峡

伊朗地处中东地区，位于波斯湾北部，扼守众多中东国家原油外运咽喉霍尔木兹海峡。霍尔木兹海峡连接阿拉伯—波斯湾与印度洋上的阿曼湾。据统计，霍尔木兹海峡承担着全球近40%原油的输出任务，波斯湾原油总出口量的90%以上均经过霍尔木兹海峡。与此同时，每天约有1700万桶的原油油船通过该海峡，约占全球海运原油量的30%。通过该海峡的油轮有85%是运往亚洲，主要接收国家有日本、韩国、印度还有中国。在伊朗总统坠机后不久，伊朗的

最高领袖哈梅内伊就宣布了国家进入紧急状态，伊朗军队警戒级别提升至最高，进入战备状态，这让中东地区地缘政治紧张局势出现加剧迹象。

如果霍尔木兹海峡被伊朗封锁，那么波斯湾地区的能源输出就只能依靠陆地原油管道来进行。目前通过管线运送的原油量大大低于通过霍尔木兹海峡运送的原油量，远不能满足世界原油的供给需求。霍尔木兹海峡的关闭将使原油、石油产品和液化天然气的供应量急剧减少，不仅会在短期内造成原油的供应短缺，引发油价快速上涨，而且也会严重影响世界各国的经济。

中东地区原油供应对我国能源安全较为重要

中东地区与我国经济贸易关系密切。截至2023年年底，我国前10大原油进口来源国中，中东地区的原油国家就占据5个席位。其中，沙特是我国在中东地区的第一大贸易伙伴，我国也是沙特最大的原油出口市场。2022年以来，我国与沙特在能源贸易领域达成了多项合作。沙特原油出口至我国主要依靠海运走霍尔木兹海峡。能源大国伊朗总统更替在一定程度上会对中东地缘局势产生风险，影响中东原油出口至亚洲或中国的规模，从而对我国能源安全带来风险。

总体来看，伊朗作为中东地区的能源大国，总统更替可能会出现引发地缘政治局势以及原油政策的变化。作为潜在风险源之一，市场会对未来原油供应紧张感到担忧，这可能也会在将来某个时点内推高原油期货价格。

(作者单位:宝城期货)

美国消费数据走弱
金银比价下修逻辑兑现

■ 蒋文斌 钟俊轩

目前贵金属交易的主要逻辑仍是美联储的货币政策预期，受到美国通胀以及经济形势的影响，而在美国经济增长中，居民消费占到较大比重。疫情期间拜登政府的财政刺激政策令居民资产负债表中存在大量的超额储蓄，这部分超额储蓄在今年消耗殆尽，令美国零售销售及其他消费高频数据走弱。从贵金属内部比价来看，金银比价处于相对高位，上周美国低于预期的零售销售数据发布后，内外盘白银迎来新一轮的上涨。

美国个人消费支出在其GDP增长中所占比重较大，根据美国经济统计局发布的2024年一季度经济增长数据，个人消费支出占到总体经济增长比重的67.9%。疫情后，美国对居民端以及企业端都进行了一定程度的转移支付。向居民端的转移支付形成了居民资产负债表中的超额储蓄，是支持美国消费以及美国经济的重要因素。据旧金山联储估算，截至2023年9月，居民超额储蓄余额已由2021年8月的2.1万亿美元下降至4000亿美元。而到今年3月，这部分超额储蓄已经消耗殆尽，下降至-720亿美元。

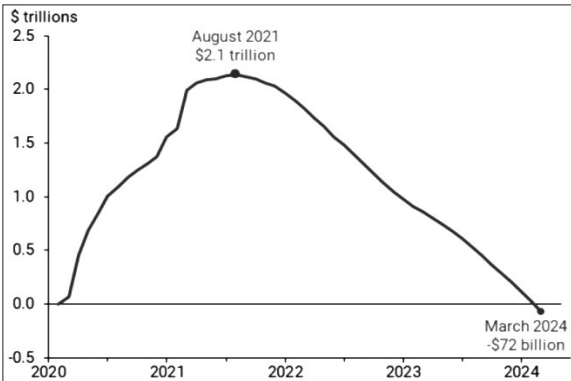


图9-2 美国居民超额储蓄余额(单位:10亿美元)

超额储蓄被消耗殆尽后，美国居民端消费走弱，美国3月零售销售环比值为0，低于预期的0.4%和前值的0.6%，零售数据中占比最大的无店铺零售业在4月录得-1.2%的环比下降，零售数据的支撑来自汽油消费。

从居民消费的高频数据——消费贷款违约数据来看，2023年四季度，3个月以上汽车贷款拖欠率达到了4.17%，超过2008年的水平。信用卡拖欠率由2021年四季度的1.58%上升至2023年四季度的3.1%，违约水平接近翻倍。

从其他经济数据来看，美国4月ISM制造业PMI为49.2，低于预期的50，且处于荣枯线之下，制造业PMI在3月出现的回升趋势中止。美国4月ISM制造业PMI录得49.4，低于预期的52。美国4月新增非农就业人数为17.5万人，低于预期的24.3万人以及修正前前值的31.5万人，相较于联储加息初期，美国劳动力市场已出现显著走弱。

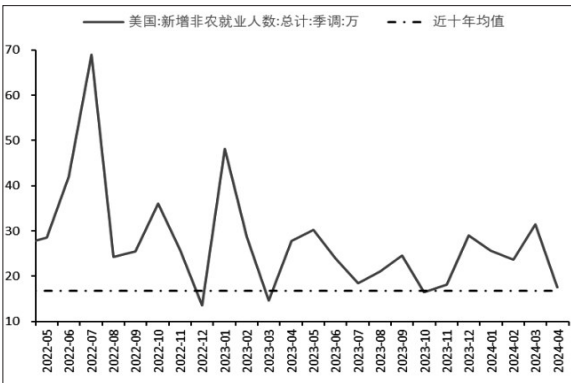


图9-3 美国新增非农就业人数(单位:万人)

美联储5月议息会议的货币政策表态总体偏中性。对于后续利率政策，美联储主席鲍威尔表示，当前的利率水平是有限制性的，下一次利率调整进行加息的可能性较低。若有足够证据表明利率政策不足以降低通胀至目标水平，则仍可能进行加息；若通胀水平维持在相对高位且劳动力市场维持火热水平，则降息时点会有所推迟。当前不确定具体的降息时点，美联储将会在就业市场出现严重问题的时候做出降息决策。本次议息会议中鲍威尔对就业市场恶化的标准做出定量表述，认为失业率需上升0.2之上，美联储才会认为美国劳动力市场出现明显的弱化。

但本次议息会议做出了放缓缩表的决定，宣布从6月1日开始，将每个月缩减600亿美元国债规模放缓至250亿美元，同时维持每个月350亿美元MBS的减持目标不变。我们认为美联储此举意在维持美元流动性，美国4月税收月对美元流动性进行收紧，美股出现一定幅度回调。5月财政部TGA账户释放资金，同样对美元流动性形成支撑。

5月15日当周，美联储资产负债表负债端的财政部一般账户余额下降1107亿美元，当前余额为7061亿美元，隔夜逆回购协议下降278亿美元，当前余额为8272亿美元。存款准备金规模则出现857亿美元的增加，美元流动性有所改善。对贵金属价格形成利多因素。

美联储放缓缩表，其资产负债表收缩速度转变为与欧洲央行接近，结合其偏弱的经济数据，美元指数预计在短期内仍将维持震荡偏弱的格局。

回顾20世纪90年代以来白银价格大幅上涨的时间段可以看到，每一轮都伴随着黄金价格先行大幅收涨，金银比价上升至高位，后续白银进行一轮补涨行情向下修复金银比价。

贵金属交易需要抓住美国经济数据转弱、美联储货币政策将在今年转向边际宽松的主要矛盾，对于金银价格可维持多头思路。当前金银比价处于相对高位，5月20日内外盘白银价格上涨，已开始兑现金银比价修复逻辑。外盘金银比价当前是76，仍存在进一步向下修复的动能，国际银价仍具备上涨空间。

(作者单位:五矿期货)

芝商所投资教育专栏

原油为何没能发动上涨攻势？

■ 程小勇

5月，在有色金属、贵金属价格涨势如火如荼的背景下，国际原油价格并没有跟随大幅上涨，反而从4月创下的高点持续下跌。当前全球货币政策即将进入宽松拐点之际，美国通胀存在韧性，中国经济稳固向好势头，原油与其他上涨的工业品处于同样的宏观环境，为何并没有大幅拉涨呢？

我们认为铜等有价金属大幅上涨，供应冲击是主因，美元利率下行和全球央行货币拐点带来的投资需求攀升是助力，而能源转型带来的实物需求扩张是长期驱动。原油市场供需基本面对铜等有价金属不同，其供给收缩可能达到一个极值，而需求下行可能尚未结束，尤其是“双碳”目标下的能源转型，引发长周期需求走弱。从历史经验来看，原油往往是大宗商品牛市中最后一个上涨的品种。

宏观环境利好大宗商品

海外市场，各国央行转向宽松的预期非常强烈，尤其是美国通胀下行刺激美联储降息预期再次升温。美国公布的4月通胀数据显示，无论是CPI还是核心CPI，无论是同比还是环比，均较前值有所回落。由于美国咨商会领先经济指标在4月环比下滑0.6%，弱于预期和前值的回落0.3%，互换市场上调对美联储年内降息速度的预期，到9月美联储会议，降息25个基点的概率超过80%。

美元利率下行有助于大宗商品上涨。截至5月20日，对货币政策敏感的2年期美债收益率下行至4.82%，此前在4月18日一度攀升至4.98%的年内最高纪录，去年同期为3.89%；反映美国经济增长前景的10年期美债收益率下行至4.44%，此前在4月25日一度创下年内最高纪录4.7%，去年同期为3.38%。

国内方面，地产政策接连出台，再加上超长长期国债的发行，这都有利于房地产行业企稳和基建投资发力。后续国内经济增长速度可能有所加快，从消费端对商品有拉动。

原油供给收缩不及预期

从供给方面来看，巴以冲突对原油供给的影响不大，远小于俄乌冲突带来的收缩效应。2024年，全球原油供应量预计将增加58万桶/日，达到创纪录的102.7万桶/日，非OPEC+产量将增加1.4万桶/日，而OPEC+产量将下降84万桶/日。

调查结果显示，4月，OPEC原油产量只是温和下降，伊拉克等部分成员国的产量仍然高于今年年初减产协议规定的水平，表明减产执行效果仍欠佳。OPEC发布的最新月报显示，4月，OPEC原油产量为2657.5万桶/日，较3月只减少了大约5万桶/日。其中，沙特4月原油产量为902.9万桶/日，较3月增长0.2万桶/日；伊朗原油产量升至321.2万桶/日，较3月增产1.4万桶/日；伊拉克原油产量略微回落至418.1万桶/日，没有达到减产22万桶/日的配额。

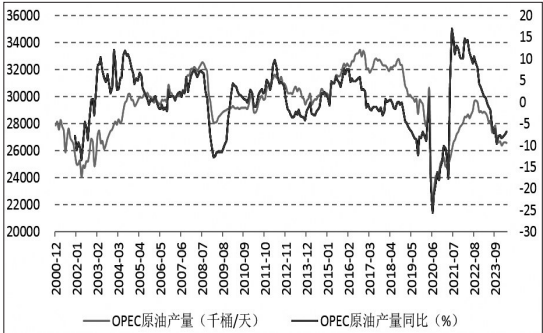


图9-4 OPEC原油月度产量及增速

从俄罗斯4月原油产量来看，俄罗斯并没有完成减产的配额。4月，俄罗斯承诺原油产量较3月减少35万桶/日，以期达到日产量909.9万桶的目标。然而，实际上俄罗斯4月原油产量依旧高达941.8万桶/日，较3月仅减产21.9万桶/日。出口方面，俄罗斯原油通过第三方国家出口到欧洲的数量并没有大幅下降。4月，俄罗斯原油出口量小幅增加5万桶/日，达到俄乌冲突爆发后的最高水平830万桶/日，远远超过其2022年和2021年的平均出口量770万桶/日和750万桶/日。2023年2月至2024年2月，土耳其从俄罗斯采购的原油数量增加了12%，同时，对欧盟的燃料出口增长了107%。

美国原油产量自3月中旬至今一直维持在1310万桶/日的历史高位，较1—2月的高点1330万桶/日仅减少20万桶/日。美国原油产量大概率维持高位，EIA在4月月度报告中预计2024年美国原油产量为1320万桶/日，3月预期为1321万桶/日；预计2025年美国原油产量为1370万桶/日，3月预期为1372万桶/日。

受益于产量的增加，美国原油出口大幅增长，欧美对俄罗斯制裁最大的受益方就是美国石油生产商。2023年，美国原油出口量创下历史新高，平均为410万桶/日，比2022年创下的年度纪录高出13%，即增长48.2万桶/日。

原油需求增长持续乏力

IEA在4月月报中称，由于经济放缓和欧洲气候温和，今年全球石油需求增长前景继续疲软。IEA预计，2024年全球原油需求将增长110万桶/日，较3月报告中的预测减少14万桶/日，为连续第二个月下调预测；2025年的需求前景相对稳定，增速略高于2024年，预计为120万桶/日。

从炼油厂开工率来看，4月，欧洲炼油厂开工率升至81.6%，高于去年同期的80.8%，说明原油需求略微好于去年同期，但是低于今年1—2月；美国炼油厂开工率升至88.6%，但低于去年同期的90.6%，说明美国原油需求弱于去年同期。截至5月10日，美国汽油日均需求在867.8万桶，较去年同期下跌4.5%，夏季消费旺季前美国汽油需求低于预期。

中国原油需求增长相对温和，1—4月原油进口量同比仅增长2%，远低于去年同期的4.6%。4月，中国原油进口量同比增长5.9%，改变3月负增长的趋势，然而交通工具用燃料价格上涨抑制原油消费。

从NYMEX和ICE原油期货市场价差结构来看，并没有出现明显的正向或反向特征，只有表现出夏季消费旺季的季节性特征，即7月和8月合约会强于5—6月以及9月至25年4月的合约，说明市场对原油需求前景并不乐观。

2023年，能源转型在博弈中加速，化石能源消费比重首次跌破80%。长期来看，能源转型和降碳活动将导致原油在全球能源消费中的占比明显下降。

综上所述，2024年，大宗商品可能会迎来一波牛市，尤其是资本开支持续减少的矿产金属，例如铜受供给冲击而创新高。作为全球经济的血液，原油呈现不同供需格局，供应进一步压缩的可能性不大，OPEC+减产履约不及预期；需求短期面临欧美经济减速和中国新能源产业发展带来的消费替代的冲击。因此，原油价格大概率是最后一个上涨的品种，即需要完成去库存。

针对原油价格可能的下行风险，境外投资者可以运用芝商所旗下的WTI原油每周期权合约进行对冲，即买入WTI原油每周看跌期权；境内投资者可以运用上期能源的原油期货和期权进行对冲。WTI原油每周期权是芝商所增长最快的能源产品之一，自推出以来，合约交易量已将近2500万份，目前交易量继续创下新纪录，每日交易合约数量达到18000份，参与度较2023年增长10%。

(作者单位:广州金控期货)