

原油：去库预期，下方支撑较强



作者简介

谢雯，物产中大期货研究院院长助理/化工油品组组长/芳烃产业链高级分析师。毕业于江西财经大学，11年能化/芳烃/农产品产业链研究经历，具有扎实的研投功底，曾获大连商品交易所“十大研发团队”成员、“大连商品交易所油脂油料期货品种优秀研究员”、“大连商品交易所优秀学员”。多次获“期货日报最佳农副产品期货分析师”称号。2022年获“郑州商品交易所PTA高级分析师”。2022年、2023年获“期货日报最佳工业品分析师”称号。常年在期货日报、第一财经等主流媒体发表农产品、能化、芳烃板块相关观点。

期货从业资格：F0263882

期货咨询资格：Z0011984

电话：0571-87788888-8325

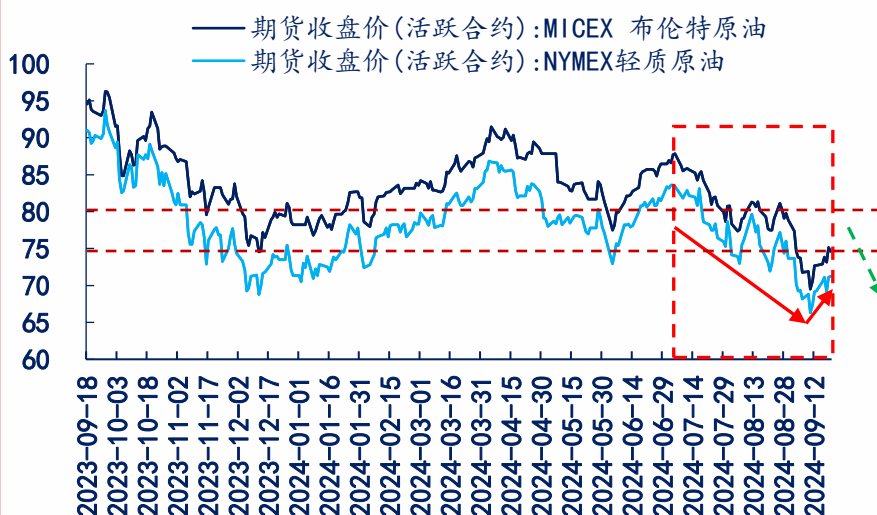
邮箱：xiew1@wzgroup.cn

一、三季度原油行情回顾

我们在原油半年报中认为：贯穿下半年原油价格走势的主线主要在于OPEC+的减产、OECD国家的宏观经济数据好转、非OECD国家需求有增量。扰动因素主要在于飓风、地缘政治与加息节奏方面的变化。因四季度OPEC+减产幅度低于三季度，四季度季节性检修对需求有一定的拖累，原油四季度去库幅度低于三季度。

三季度，基本面信息的转变让市场对原油的远期价格有偏空预期，带动原油价格区间下移。其中最关键的因素是市场对远期原油需求的担忧：一是季节性需求下滑，二是美国经济数据偏弱带来的需求不佳的预期。除此之外，OPEC+增产只是推迟，并不会取消。因此，供需双增叠加奠定原油累库预期的基础，而地缘政治对原油价格带来的只是短期的脉冲扰动。整体主线日渐明朗，原油价格在三季度一度下跌流畅。

图 1：原油走势 单位：美元/桶



数据来源：Wind 物产中大期货研究院

美联储召开2024年9月议息会议，本次宣布降息50个基点，降息周期正式开始。本年度后续议息会议召开的时间在2024年11月12日至13日和2024年12月18日至19日。四季度，市场对美国降息的节奏和幅度较为关注，议息会议召开前的非农就业等关键数据将影响市场对经济是否衰退预期的判断。此外，OPEC+增产在路上，加之欧美炼厂即将进入到秋季检修，供需面暂无向上驱动，价格重心大概率下移。

考虑到当前美国库欣库存处于5年同期低位和地缘政治仍在发酵的影响，原油价格可能下跌途中有脉冲反弹的小波段行情。预估布伦特原油价格的上方压力区间预估为75-80美元/桶。关注原油价格的反弹抛空机会。

二、四季度原油行情展望

(一) 扰动项：降息节奏决定经济衰退预期

图 2：美国长短端利差

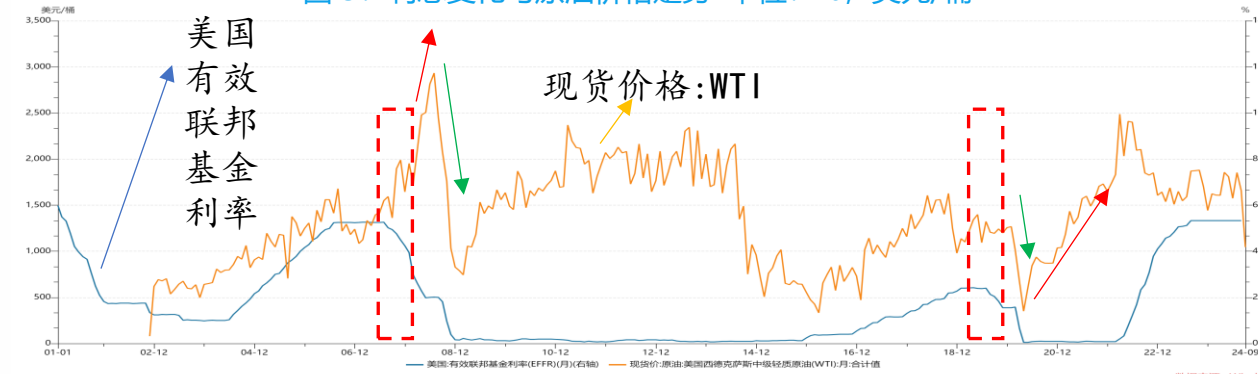


数据来源：Wind 物产中大期货研究院

从目前降息50个基点来看，若按点阵图预期未来最多降225个基点来看，此次降息额度达到了预期降幅的22%。由于美国总统选举未成定局，到2024年12月底，美国还要降息约50-75个基点。根据市场机构评估，当前全年降息基准情形为9月份50bp、11月份25bp、12月份50bp。

美债长短端利差倒挂逐步消失，推断后续经济步入衰退的概率较大。若后续降息的幅度和节奏放缓，则意味着衰退没有发生。议息会议的间隔期，美联储关注点由通胀转向劳动力市场，失业率是关键因素，美联储预期的4.4%是关键值。历史上来看，降息周期开启意味着经济出现疲软，降息对经济的刺激存在一定的滞后，因此，在降息初期，原油波动率放大，随后进入较为连贯的趋势行情。

图 3：利息变化与原油价格走势 单位：%；美元/桶



图片来源：Wind 物产中大期货研究院

(二) OPEC增产“虽迟但到”，非OPEC国家原油产量也将增加

9月5日OPEC国家举办会议，将前期的220万桶/日的减产向后继续延长两个月至2024年12月。并且在此会议上重申OPEC在面对油价的摆动将灵活的暂停或取消产量回补时间表，给出了后续的操作空间。在原油价格跌至低位之后，将减产时间延长到年底也属合理。但是，伊拉克和哈萨克斯坦并未真实减产，后续OPEC国家对于减产的执行力难以统一。

从之前OPEC增产的情况来看，高油价下OPEC减产是为了挺价；而低油价下，OPEC则需要通过

图 4：OPEC+原油产量 单位：百万桶/天

OPEC+ Crude Oil Production (excluding condensates)						
(million barrels per day)						
	Jul 2024 Supply	Aug 2024 Supply	Aug Prod vs Target	Aug 2024 Implied Target ¹	Sustainable Capacity ²	Cap vs Aug ³
Algeria	0.92	0.91	0.00	0.91	1.0	0.1
Congo	0.26	0.27	-0.01	0.28	0.3	0.0
Equatorial Guinea	0.06	0.07	0.00	0.07	0.1	0.0
Gabon	0.22	0.23	0.06	0.17	0.2	0.0
Iraq	4.38	4.38	0.47	3.91	4.9	0.5
Kuwait	2.52	2.52	0.11	2.41	2.9	0.4
Nigeria	1.31	1.36	-0.14	1.50	1.4	0.1
Saudi Arabia	9.01	9.01	0.03	8.98	12.1	3.1
UAE	3.30	3.30	0.39	2.91	4.3	1.0
Total OPEC-9	21.98	22.05	0.92	21.13	27.1	5.1
Iran ⁴	3.38	3.42			3.8	
Libya ⁴	1.16	0.98			1.2	0.2
Venezuela ⁴	0.92	0.92			0.9	0.0
Total OPEC	27.44	27.37			33.0	5.3
Azerbaijan	0.48	0.48	-0.07	0.55	0.5	0.0
Kazakhstan	1.60	1.45	0.03	1.42	1.6	0.2
Mexico ⁵	1.57	1.58			1.6	0.0
Oman	0.76	0.76	0.00	0.76	0.9	0.1
Russia	9.19	9.11	0.13	8.98	9.8	
Others ⁶	0.69	0.72	-0.15	0.87	0.9	0.1
Total Non-OPEC	14.29	14.09	-0.06	12.58	15.2	0.4
OPEC+ 18 in Nov 2022 deal⁵	34.70	34.56	0.85	33.71	40.7	5.5
Total OPEC+	41.73	41.46			48.2	5.7

1 Includes extra voluntary curbs and revised, additional compensation cutback volumes.
2 Capacity levels can be reached within 90 days and sustained for extended period.
3 Excludes shut in Iranian, Russian crude.
4 Iran, Libya, Venezuela exempt from cuts.
5 Mexico excluded from OPEC+ compliance.
6 Bahrain, Brunei, Malaysia, Sudan and South Sudan.

数据来源：IEA 物产中大期货研究院



数据来源：美国能源信息署，短期能源展望，2024年9月

增产来保住市场份额。因此，我们判断OPEC增产只是时间后移，远月OPEC供应趋于增加。这一延迟使该联盟有时间进一步评估明年的需求前景，关注后续演变。

根据IEA数据：对于非OPEC国家而言，2024年增量为93万桶/日，其中美国占比最大约69万桶/日，加拿大15万桶/日，圭亚那20万桶/日，巴西、阿根廷2万桶/日。2025年非美非OPEC增量进一步扩大至178万桶/日。

远月全球原油供应大概率增长，需关注OPEC的原油增产节奏。

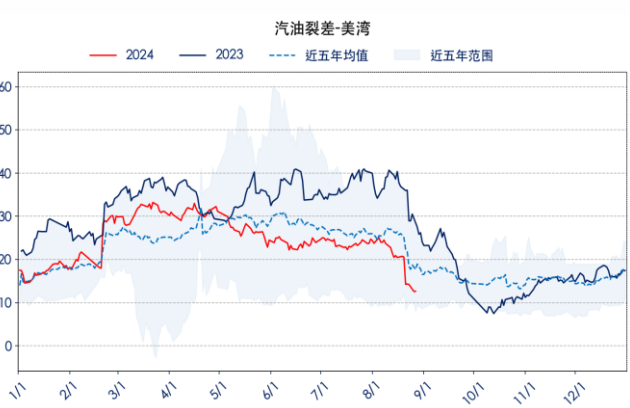
(三) 四季度原油需求预期下调，政策干预提升中国消费预期

9月三大机构（IEA、EIA、OPEC）均下调了2024年全球原油的需求。其中OPEC将中国区域的需求下调了5万桶/日；EIA对中国的需求下调了16万桶/日，下调幅度较大。对中国原油需求下调的原因主要来自炼厂的需求下降。这主要是因为经济放缓以及加速从石油转向新能源对消费造成压力。

而从全球的视角来看，主要是成品油端表现不佳。尤其是二季度成品油处于季节旺季时，汽油、柴油的裂解价差走弱，对原油价格下跌有一定的助推。原油的库存转移到了下游，成品油库存高位，需求的不畅对原油价格持续压制。

从季节性来看，四季度为原炼厂检修季节，9-10月炼厂检修损失量将增加。而炼厂利润下降情况下，预估秋检的力度可能同比高于往年。

图5：汽油裂解价差-美湾

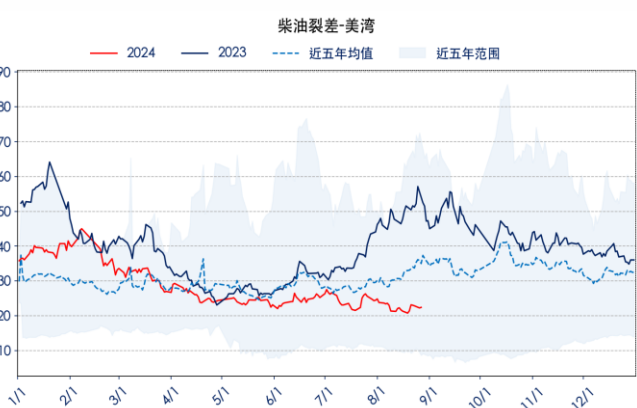


数据来源：彭博、物产中大期货研究院



数据来源：美国能源信息署，短期能源展望，2024年9月

图6：柴油裂解价差-美湾



数据来源：彭博、物产中大期货研究院



从宏观经济数据来看，美国9月PMI录得47%，创近十五个月新低。欧元区、德国、法国、英国9月制造业PMI较前值和预期均减少，分别为44.8、40.3、44、51.5。欧美制造业PMI走弱也强化了市场对需求不足的印证。

四季度原油需求下降的概率较大。需要关注的边际变量是：中国的经济刺激政策。9月24日的政策，主要是从货币、房地产、投资方面对经济进行刺激，但是流动性方面无论是价的下调和量的放款所能起到的效果最终还需回归到政府部门能否承担起加杠杆的主力，从而带动使居民和企业部门改善预期、重回资产负债表的稳步扩张。关注中国经济政策的后续变化。

（四）地缘政治时有扰动，美国大选较为不确定

中东区域地缘政冲突未消，中东战事不断，并且短期没有结束的迹象。地缘政治引发的市场担忧一方面是原油源头的供应带来的缩减，另一方面是原油物流被地缘政治牵连，从而降低原油的正常贸易带来供给的影响。据数据显示，1-5月，OPEC+海运原油出口平均数为2524.8万桶/日，6-9月，该数据为2405.5万桶/日，下滑主要来自汽油消费旺季开启，原油分流至炼厂。2024年1-9月OPEC+海运原油出口总量仅低于有俄乌冲突发酵的2022年和2023年，可见地缘政治对原油的运输没有影响。最新事件为：黎巴嫩和以色列冲突升级，但伊朗并未卷入其中，地缘溢价有限，关注这一事态的后续发展。

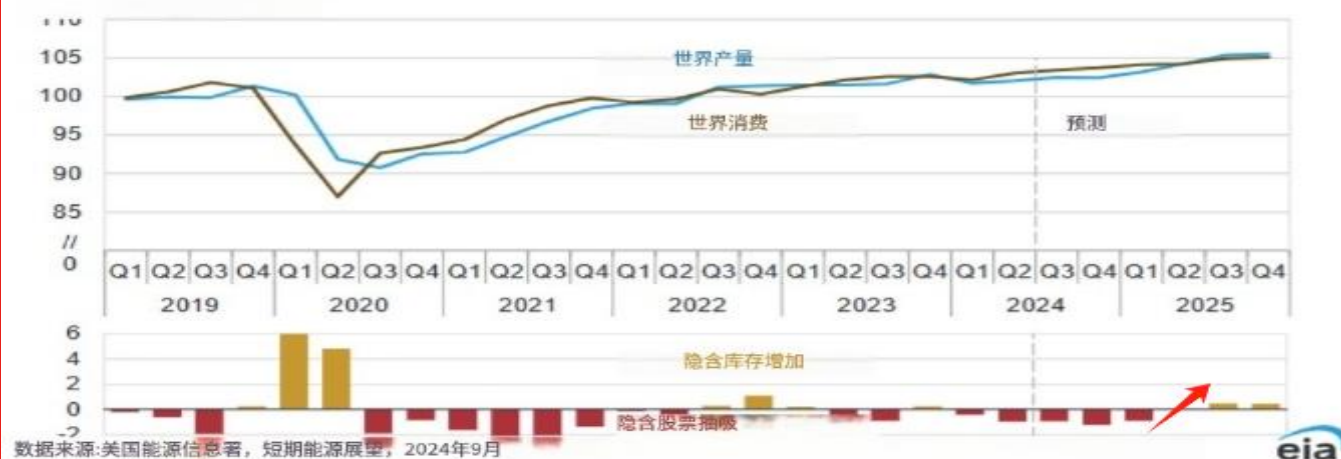
美国大选还未最终定局，特朗普执政风格更倾向于变更原油政策以及对伊朗原油是否延续制裁；而哈里斯则倾向于用新能源替代传统能源。关注这一因素带来的扰动。

整体上，地缘政治和美国选举的结果对原油价格的影响具有情绪化、时间短的特点，带来的大概率是脉冲类行情，关注这些因素对盘面的扰动。

三、结论：累库预期下，原油价格区间下移

图 7：原油库存后续逐步累积

世界石油产量和消费量每天平衡千百万桶。



数据来源：EIA 物产中大期货研究院

美联储降息周期正式开始。历史上来看，降息周期开启意味着经济出现疲软，降息对经济的刺激存在一定的滞后，因此，在降息初期，原油波动率放大，随后进入较为连贯的趋势行情。四季度，市场对美国降息的节奏和幅度较为关注，议息会议召开前的非农就业等关键数据将影响市场对经济是否衰退预期的判断。

供应方面，我们判断OPEC增产只是时间后移，远月OPEC供应趋于增加。这一延迟使该联盟有时间进一步评估明年的需求前景，关注后续演变。

需求方面：四季度为原炼厂检修季节，9-10月炼厂检修损失量将增加。而炼厂利润下降情况下，预估秋检的力度可能同比高于往年。欧美制造业PMI走弱也强化了市场对需求不足的印证。四季度原油需求下降的概率较大。需要关注的边际变量是：中国的经济刺激政策。是否传导至财政政策进而撬动需求的实质增长。

地缘政治和大选：黎巴嫩和以色列冲突升级，但伊朗并未卷入其中，地缘溢价有限，关注这一事态的后续发展。美国大选还未最终定局，特朗普执政风格更倾向于变更原油政策以及对伊朗原油是否延续制裁；而哈里斯则倾向于用新能源替代传统能源。

考虑到当前美国库欣库存处于5年同期低位和地缘政治仍在发酵的影响，原油价格可能下跌途中有脉冲反弹的小波段行情。年初原油的低点可能为压力位，预估布伦特原油价格的上方压力区间为75-80美元/桶。四季度，累库预期下，原油价格区间下移，原油价格大概率呈正套格局，也可关注原油价格的反弹抛空机会。