

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、化工油品板块相关观点。

期货从业资格：F0263882

期货咨询资格：Z0011984

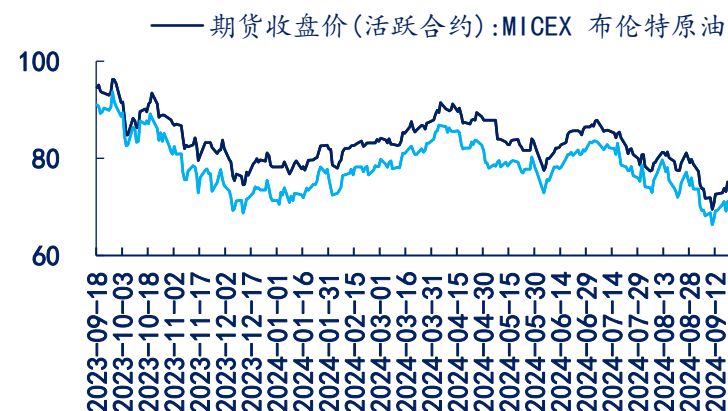
电话：
0571-87788888-8325

邮箱：
xiew1@wzgroup.cn

一、2024年原油上半年行情整体回顾

2024年上半年，原油价格重心上移，原油价格上行的主逻辑来自三方面：1.地缘政治；2.OPEC+减产；3.降息预期。一季度，原油价格因需求前景改善、宏观再通胀逻辑升温、乌克兰无人机频繁袭击俄罗斯炼厂、伊朗与以色列冲突加剧等因素叠加，布伦特原油价格超90美元/桶。随着美国宏观数据环比走弱、地缘因素放缓、OPEC+减产至三季度但低于市场延长至年底的预期、库存累积，布伦特原油价格跌至76美元/桶一线的低位。布伦特原油价格偏低引发资金入场做多，CFTC净多持仓增加，地缘政治再起以及美国经济数据显示韧性，原油价格反弹，截至6月21日，布伦特原油价格反弹至85美元/桶一线。

图 1：原油走势 单位：美元/桶



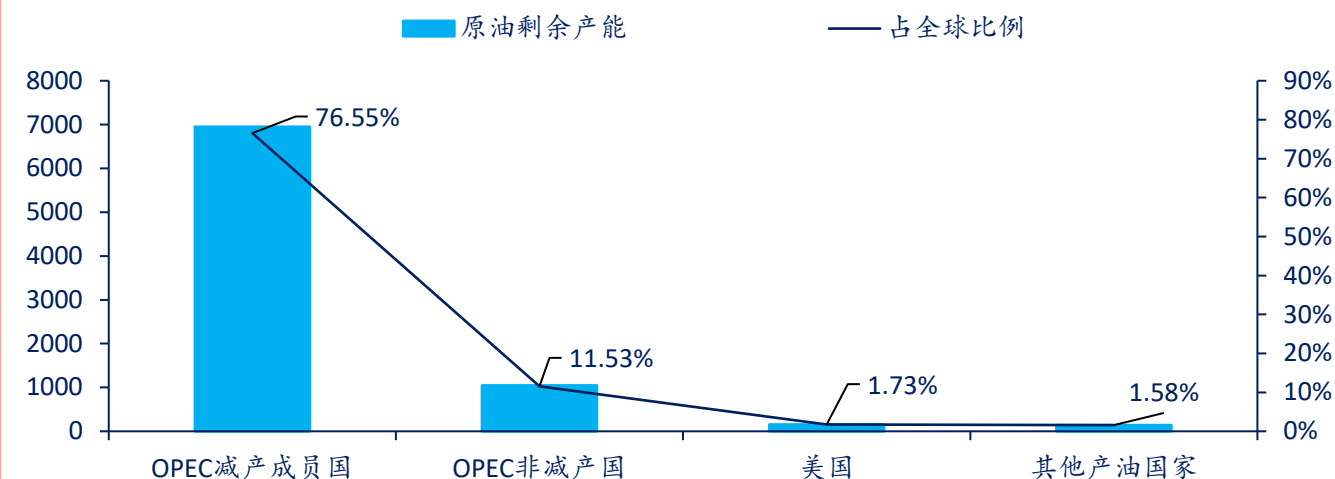
数据来源：Wind 物产中大期货研究院

我们在一季度报中提到，看好原油二季度的价格，主要是出于地缘政治冲突延续、去库预期，预估和原油相关的成品油、芳烃系（纯苯、苯乙烯、聚酯链）在二季度有相应的做多机会。展望下半年，我们认为地缘政治因素仍会对原油价格扰动，宏观方面，美国大选与加息预期也会影响原油价格。下半年原油去库，三季度原油去库的概率仍较大，原油价格偏强运行的概率较大。而四季度，随着全球炼厂季节检修的开始，原油库存累积，原油价格可能较三季度区间有所下移。

二、下半年原油主要矛盾

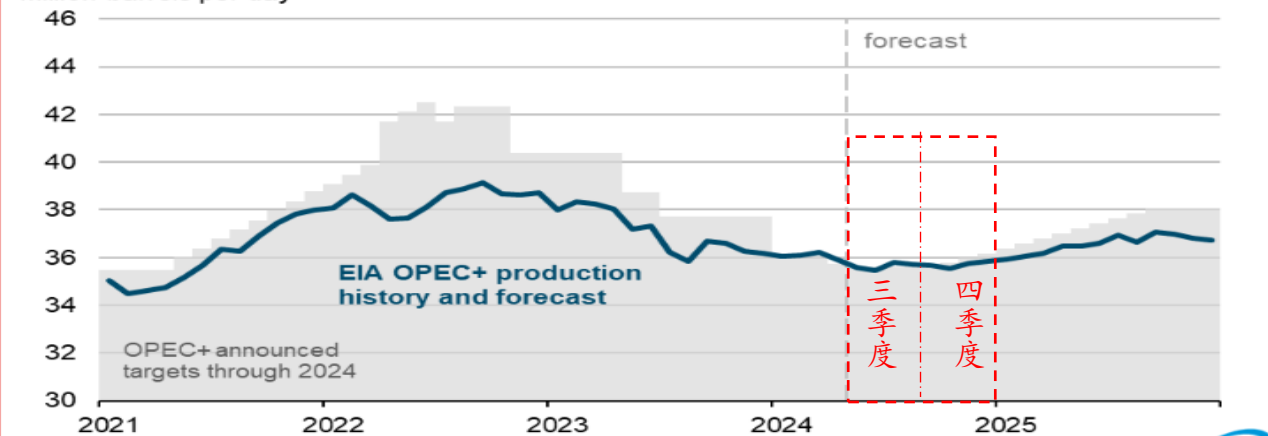
(一) 全球剩余产能集中在OPEC+，减产协议在下半年延续

图 2：全球原油剩余产能 单位：千桶/天



数据来源：彭博 物产中大期货研究院

OPEC+ crude oil production and targets
million barrels per day



Data source: U.S. Energy Information Administration, Short-Term Energy Outlook, June 2024



由于世界其他石油供应国的原油产能趋于饱和、美国页岩油难有增量，目前，全球原油生产的增量主要集中在OPEC+（图2）。因此，OPEC+是否延续减产协议对于原油供应的影响较大。

6月2日，最新会议延续了维持稳产量计划的态度，基本符合市场预期，OPEC+挺价意愿偏强：OPEC+决定将在2023年4月会议宣布的“集体性减产措施”165万桶延长至2025年12月；OPEC+决定将在2023年6月会议和11月会议宣布的“自愿减产措施”延长至Q3；2024年10月至2025年9月期间可能会逐步退出每日220万桶的自愿减产，随后沙特能源部对此解释此政策随时可能改变。可见，OPEC+在三季度仍保持减产，四季度开始逐步退出自愿减产。从供应来看，三季度OPEC+减产对原油价格利多；四季度OPEC+的供应量边际增加，因OPEC+仍高度依赖石油出口收入，减产政策可随时变化。

因此，我们推测原油供应在四季度较三季度增加，若原油价格跌至低位，不排除OPEC+供应量继续减少的可能。OPEC+主要产油国财政盈亏平衡对应的油价均值在80美元/桶附近，预估布伦特原油在80美元/桶一线支撑较强。

(二) 需求仍有增量，下半年原油仍为去库预期

下半年OECD国家宏观预期改善，近期欧央行已在6月开启降息周期，美国经济有韧性。由于汽油消费拐点多在7-8月出现，三季度油品需求环比大概率增加。从炼厂的进料需求来看，2024年是投产大年，预计总CDU增量为150万桶/日左右，并且去年中东新投的几套装置今年一直在提负。四季度，由于炼厂季节检修的时间段多在9月底至11月中，因此，三季度中东CDU装置开工率高于四季度。另外，美国、欧洲的炼厂在三季度汽油消费旺季开启之前开工率增长较快，而由于前两年为检修大年，预估2024年四季度秋检量环比、同比均下降。

从产品来看，主要产品汽柴煤的增量中，以柴油为代表的工业需求已经开始出现同比下滑，LPG、石脑油等化工需求的增幅相对更高。

非OECD国家内生需求增量可期。其中，印度宏观经济数据偏强；我国炼厂检修在三季度恢复，从公路货物周转与居民出行的情况来看，我国油品需求在下半年仍有增量。

在三季度，还需要注意天气的变化是否带来飓风，一旦飓风发生，炼厂恢复生产较慢，油品供应收缩，可能出现阶段错配的情况。近期多地高温，温度也将影响炼厂开工与电力需求。预计2024年夏天的温度高于2023年同期，11月-3月供暖天数增长6%。

表 1：全球原油供需平衡表（6月） 单位：百万桶/天

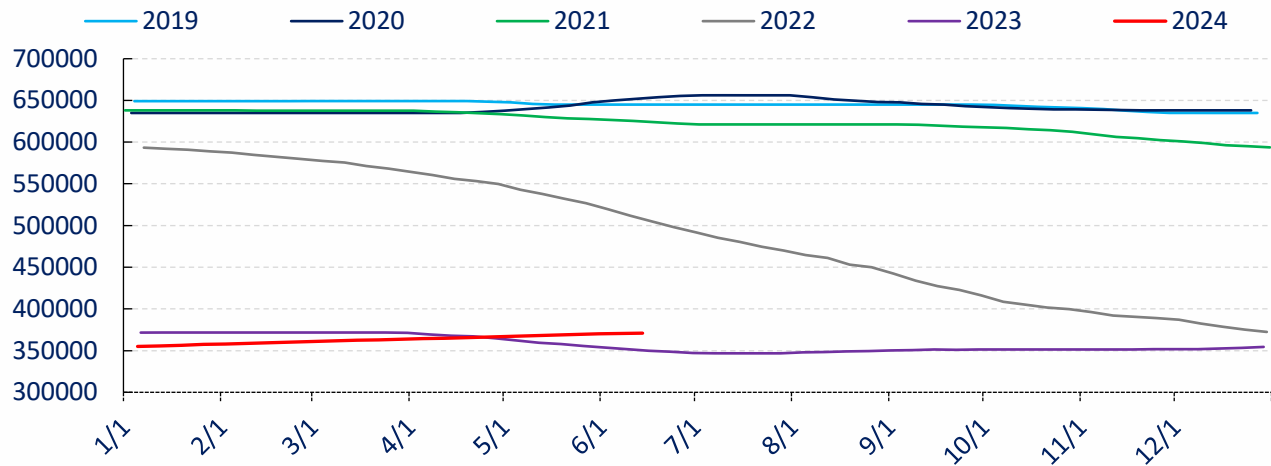
栏目	2020	2021	2022	2023	2024E	同比
全球共计	92	93.4	97.9	99.9	100.4	0.5%
OPEC	24.5	25.3	27.9	27.5	26.8	-2.55%
非OPEC	49.1	49.2	50.4	51.9	52.4	0.96%
NGLs	13.7	13.8	14.4	15	15.4	2.67%
其他	4.8	5	5.2	5.5	5.7	3.64%
全球需求	90	95.3	97.8	100.1	101.3	1.2%
OECD	41.8	44.5	45.7	45.8	45.7	-0.22%
非OECD	48.2	50.8	52.1	54.4	55.6	2.21%
供需平衡	2	-1.9	0.1	-0.2	-0.9	-

数据来源：IEA、OPEC、EIA、中金研究、物产中大期货研究院

综上，三季度，原油供需改善，库存为去库判断；四季度原油供需边际下滑，库存累积幅度高于三季度的概率较大。由于炼厂开工率在四季度将高于去年同期、供暖天数增长，四季度原油库存增幅较为有限，只是去库幅度低于三季度。

(三) 美国SPR补库支撑油价

图 3：美国战略原油储备 单位：千桶



数据来源：Wind 物产中大期货研究院

目前，美国战略石油储备（SPR）的总储量约为3.62亿桶，仍处于偏低位置，SPR有关工作将在2024年年底前完成，美国能源部预计到2024年补充石油约4000万桶。能源部原计划以每桶79美元以下的价格回购石油，6月初原油价格大幅回调，WTI回落至72.48美元/桶后反弹，美国能源部宣布将在9-12月每月额外回购150万桶原油，共计600万桶。因此，美国SPR库存偏低的情况下，原油价格回落之后，美国SPR的补库动作对原油价格有较强的托举。

(四) 地缘政治冲突在下半年大概率延续

上半年，地缘政治因素：巴以冲突、胡塞武装、俄乌冲突对原油价格形成上涨刺激，随后，随着地缘矛盾的影响弱化，原油价格一度有所回落。下半年，我们认为，地缘政治仍是影响原油价格的重要因素。地缘政治的发展仍对原油价格有较大影响，但溢价交易的空间需根据具体事件的发生进行评估。若停火协议达成，利空原油价格。若冲突扩大，利多原油价格。

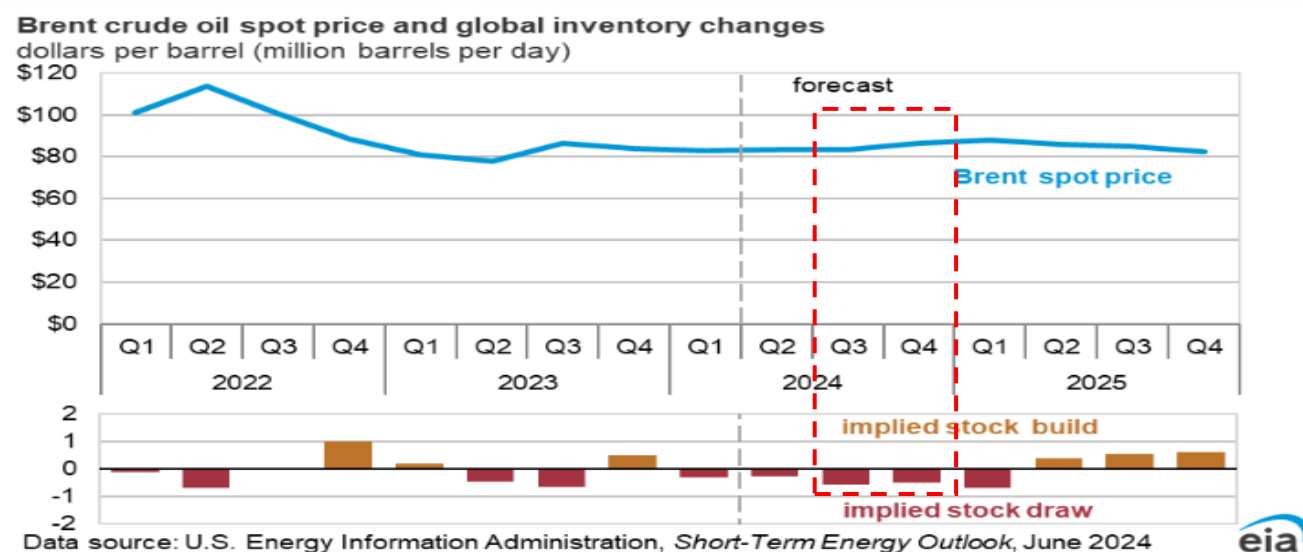
与上半年不同的是，下半年美国大选与地缘政治的格局有较大的关联。6月4日初选结束，两党的最终提名为特朗普和拜登不变，临近9月将开始第一轮辩论。由于两党执政风格不同，待选举结果落定之后，地缘政治格局将发生转变，届时关注结果对原油供需方面的边际影响。

(五) 美国降息节奏将对原油价格形成扰动

美联储6月最新点阵图预测显示，虽然没有决策者预计会再度加息，但决策者的平均预期是年底前只会降息一次。美联储理事库克表示，任何政策调整的时机将取决于经济数据及其对前景、风险平衡的影响。6月25日晚，美联储永久票委、理事鲍曼就货币政策发表讲话。鲍曼称，预计2024年不会有任何降息行动，美联储可能把降息时间推迟至2025年。

本文不讨论年内在何种情况下美国将进行加息、加息几次，仅讨论加息前后，原油价格的变化，以供参考。美国开始降息意味着美国经济数据表达出来的结果是不再具有韧性，经济数据开始出现恶化，引发市场对经济衰退的担忧。降息周期开启之后，整体商品下跌的幅度大于上涨的幅度。从历史上来看，80年代至2020年，美国共有7次降息周期，在这7次降息过程中，原油价格有两次涨幅超过了6%，一次涨幅超过2%，但也有三次下跌幅度较大，一次跌幅超过20%，两次跌幅超过45%，原油上涨和下跌的概率均为50%。与同时期的CRB指数对比来看，黄金在降息周期中作为避险资产，每次降息上涨的概率较大，其他商品跟随原油价格有不同程度的上涨或回落。

三、结论：去库预期，下方支撑较强



EIA对2024年原油下半年供需平衡的预测显示，三季度、四季度原油库存均为去库预估，且去库幅度较上半年增加，其中，四季度去库幅度低于三季度。这主要是由于四季度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。

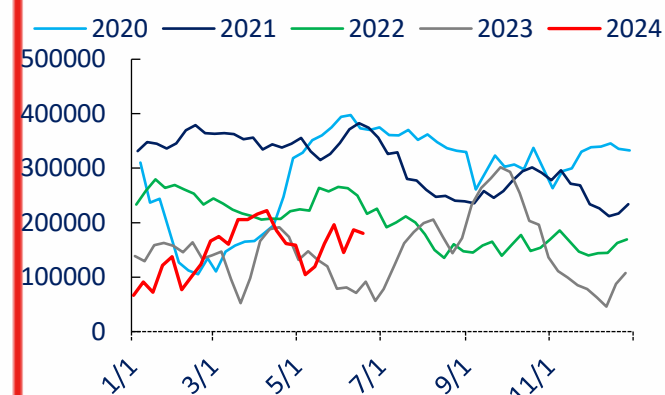
整体来看，贯穿下半年原油价格走势的主线主要在于OPEC+的减产、OECD国家的宏观经济数据好转、非OECD国家需求有增量，原油整体为去库预期。扰动因素主要在于飓风、地缘政治与加息节奏方面的变化。

绝对价格来看，出于OPEC+主要产油国财政盈亏平衡与SPR补充库存的考虑，预估布伦特原油价格在80美元/桶一线有较强支撑，跌出区间下方可适量低吸。高盛预计，三季度布伦特原油将达到每桶86美元，EIA预估布伦特原油现货价格平均：第三季度为每桶83.25美元，第四季度为每桶86.64美元。

此外，目前原油基金净多持仓处于偏低位置，在原油价格运行至年内低点时，基金持多意愿增加，原油价格反弹。后续关注资金变化对行情的影响。

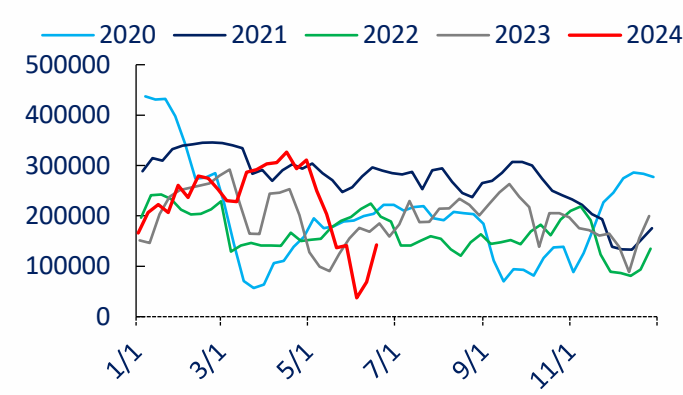
需跟踪的因素：议息会议、美国大选、OPEC+减产、汽油消费、炼厂检修情况、地缘政治进展、净多持仓。

图4：WTI原油基金净多持仓



数据来源：Wind、物产中大期货研究院

图5：布伦特原油基金净多持仓



数据来源：Wind、物产中大期货研究院