

油价低迷创新低，下方空间仍有限

2023 年 12 月 11 日 星期一

兴证期货·研究咨询部

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

王其强

从业资格编号：F03087180

投资咨询编号：Z0016577

吴森宇

从业资格编号：F03121615

俞秉甫

从业资格编号：F03123867

内容提要

行情回顾

上周，原油价格单边震荡下跌，一度创今年 6 月以来新低。尽管上周 EIA 数据显示，美国库存近 6 周来首次出现大幅去库，但仍然无法缓解市场悲观情绪。截至上周五（12 月 8 日），布伦特收于 75.65 美金/桶，周涨幅-4.09%；WTI 收于 71.29 美金/桶，周涨幅-3.79%；SC 收于 548.5 元/桶，周涨幅-6.06%。

核心观点

10 月后原油大幅下跌主要有 3 大原因：1. “巴以冲突”局势缓和，前期地缘政治带来的溢价消失。10 月中旬由于“巴以冲突”带来的恐慌情绪造成原油短期冲高，布伦特价格一度突破 90 美金/桶，后期随着地缘局势缓和，地缘因素带来的这部分溢价回落。2. 10 月后美国 EIA 库存大幅度累库，显示了原油供应过剩的格局。EIA 美国商品原油库存自 10 月以来大幅度增加，库存绝对值从 10 月初的历史均值低位已经上升至历史均值中位数附近。从 EIA 数据显示看，此前市场对原油低库存的担忧正在消除。此外，美国 10 月和 11 月页岩油产量连续两月创新高。3. OPEC+减产不及预期，无法支撑原油过剩的格局。此前在美国 EIA 库存大幅增加的情况下，原油价格一度仍在维持震荡。主要原因是市场寄希望于 OPEC+会与今年 3 月油价跌到 70 美金/桶附近一样，

通过进一步的减产调控来支撑价格。但是 11 月 30 日，OPEC+ 公布的减产协议不及市场预期。首先，成员国中产量前二的沙特和俄罗斯只是将现有的减量 130 万桶/日延长至明年 3 月底，并无新增减量。实际明年额外减量只有 90 万桶/日。其次，鉴于此前成员国内部存在诸多反对减产的声音，当前虽然已达成口头协议，但市场对实际落地情况存疑，例如安哥拉已明确表态反对。

上周原油基本面数据有小幅改善，EIA 美国商品原油库存结束了连续 6 周的累库；EIA 美国原油产量也出现了小幅下滑。但是当期供应过剩的局面仍然存在，市场情绪仍然低迷，宏观预期仍然不容乐观。短期看，原油价格承压，无明显利多驱动。但是原油价格下方空间也有限。逻辑上，明年在全球经济不出现大幅度萎缩的背景下，全球供应增量有限，OPEC+仍有很强的调控能力来支撑油价。当前市场担忧 OPEC+可能会在明年 1 季度减产不及预期。但是一旦原油价格继续大幅下跌，例如布伦特跌破 70 美金/桶甚至到更低，这将会加强 OPEC+减产意志，从而起到底部支撑。由于当前美国页岩油产量基本见顶，明年供应端 OPEC+有较强话语权。

综合来看，当期油价呈现较为疲软状态。长期看，油价下探空间不大。在经济周期不大幅衰退背景下，OPEC+仍有较强能力，可以通过减产来控制价格。仅供参考。

➤ 风险提示

OPEC+减产协议执行力度不及预期；美联储加息

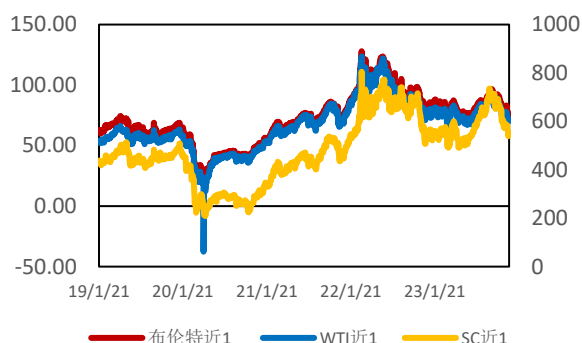
1、价格回顾

绝对价格：震荡下跌，创 6 月以来新低。布伦特和 WTI 连续第七周周线下跌，为五年来持续时间最长的一轮周线连跌。布伦特一度跌破 75 美金/桶，WTI 一度跌破 70 美金/桶；此前市场寄希望于 OPEC+在明年 1 季度减产能够提振市场，但 11 月 30 日的 OPEC+会议内容整体不及市场预期。同时，10 月后 EIA 美国商品原油库存大幅累库，显示了当前原油基本面供应过剩，短期价格承压。

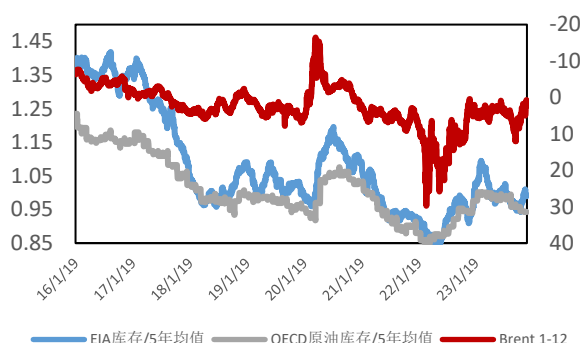
月差：布伦特和 WTI 近端月差均转为负值，反应了近端基本面存在过剩压力。上周 EIA 库存边际变化有小幅转好，但月差继续走弱。

汽柴油裂解：美国汽油裂解周度环比小幅反弹，美国柴油裂解周度环比小幅下降；新加坡汽油和柴油裂解周度环比有较明显提升。近期看，成品油利润有一定修复。

图表 1：期货价格（美元/桶；元/桶）

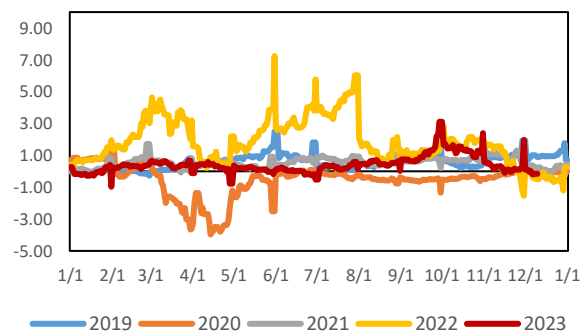


图表 2：月差&库存（美元/桶）

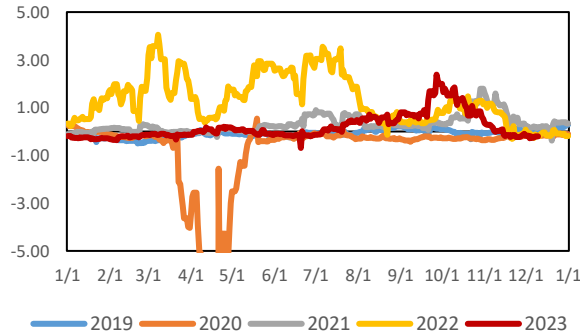


数据来源：Bloomberg；兴证期货研究咨询部

图表 3：Brent 月差 1-2（美元/桶）

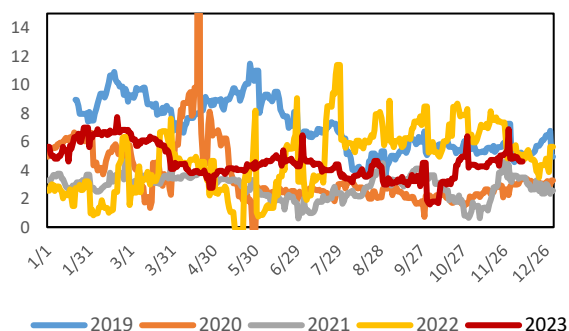


图表 4：WTI 月差 1-2（美元/桶）

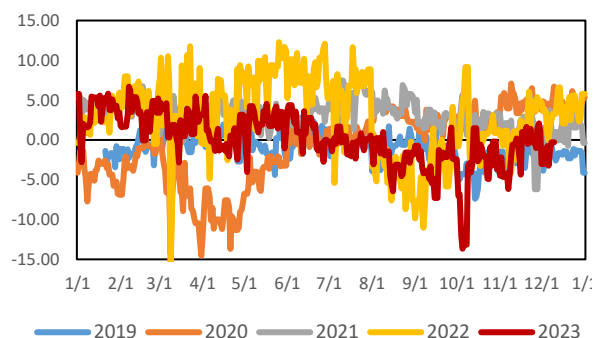


数据来源：Bloomberg；兴证期货研究咨询部

图表 5: Brent-WTI (美元/桶)

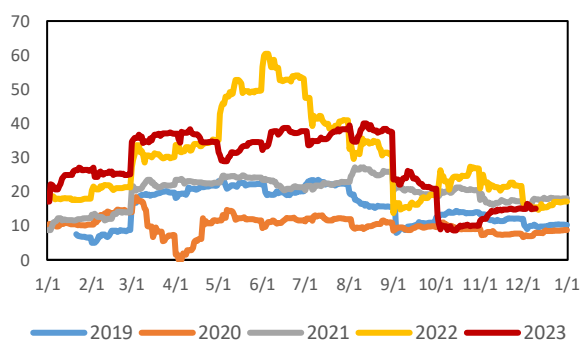


图表 6: Brent-SC (美元/桶)

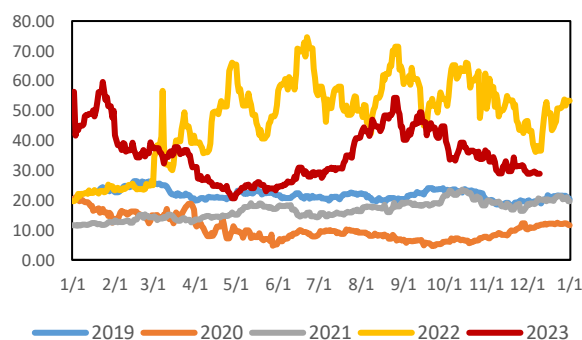


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 7: 美国汽油裂解 (美元/桶)

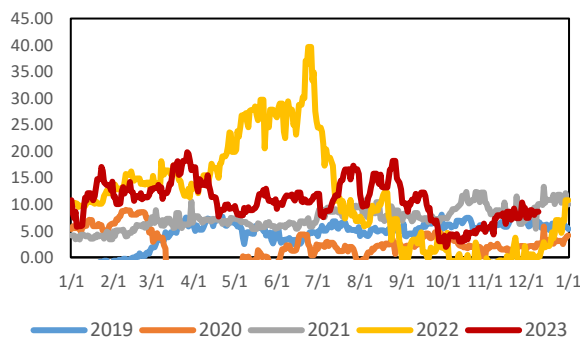


图表 8: 美国柴油裂解 (美元/桶)

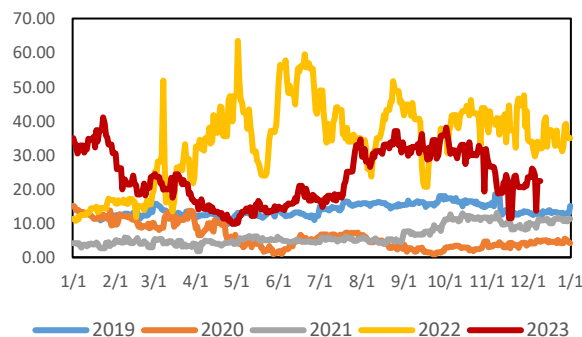


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 9: 新加坡汽油裂解 (美元/桶)



图表 10: 新加坡柴油裂解 (美元/桶)



数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

2、 基本面数据

2.1 库存

美国：上周 EIA 商品原油库存结束此前连续 6 周的累库趋势，周度-463.3 万桶，预期-135.4 万桶，前值+161 万桶。当周 EIA 原油库存降幅为自 2023 年 9 月 1 日当周以来最大，周度去库超市场预期，边际利多油价。当周 EIA 俄克拉荷马州库欣原油库存 +182.9 万桶，前值+185.4 万桶。总体上看，美国商业库存已从前期的历史均值低位恢复至中性水平。成品油端，柴油库存仍然较低；汽油周度超预期去库。柴油基本面优于汽油。

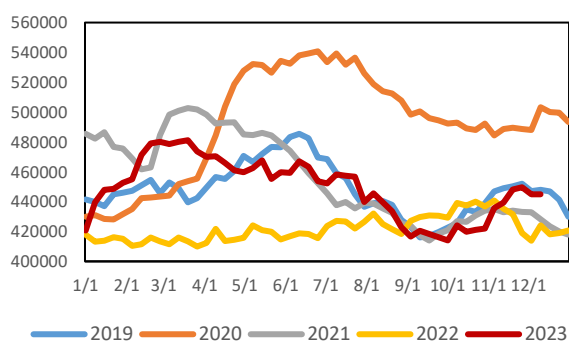
欧洲 ARA：上周原油库存出现较明显累库，但油品总库存有小幅下降。成品油端，汽油库存高，柴油库存低，整体情况与美国类似，柴油基本面优于汽油。

新加坡：油品总库存处于历史中性偏低，上周环比去库，其中轻质组分小幅累库，其他组分均出现较明显去库。

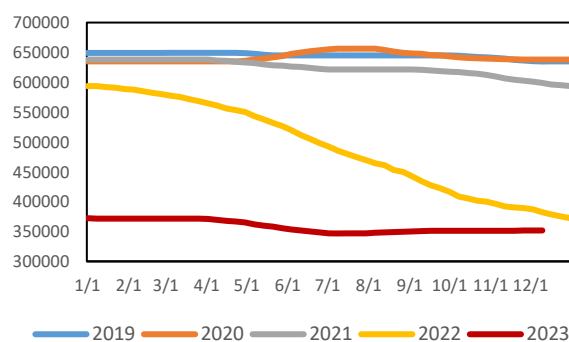
OECD 全球：前值较低，数据滞后。历史回溯 OECD 库存与 EIA 美国库存走势较接近，推测 10 月/11 月会有一定幅度的累库。全球不同区域库存分化，美国库存显示当前原油基本面承压。

其他：浮仓周度环比小幅上升；海上原油周度环比小幅下降。

图表 11：美国流通原油库存（千桶）

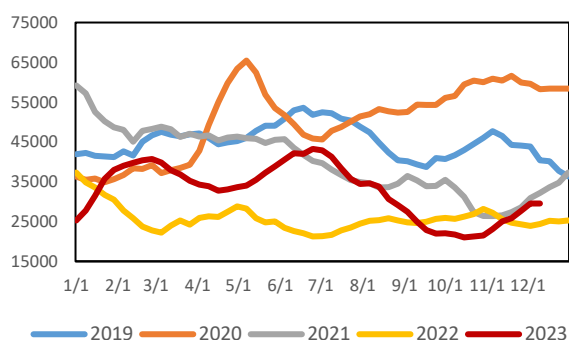


图表 12：美国 SPR 原油库存（千桶）

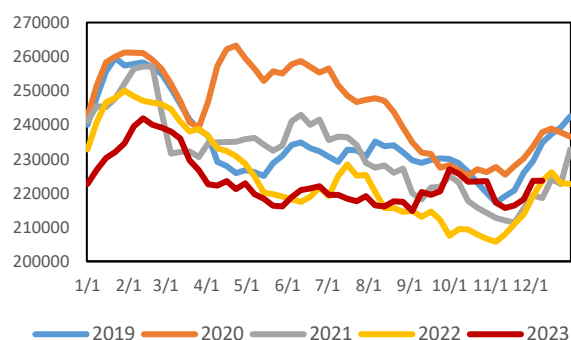


数据来源：Bloomberg；兴证期货研究咨询部

图表 13: 美国库欣原油库存 (千桶)

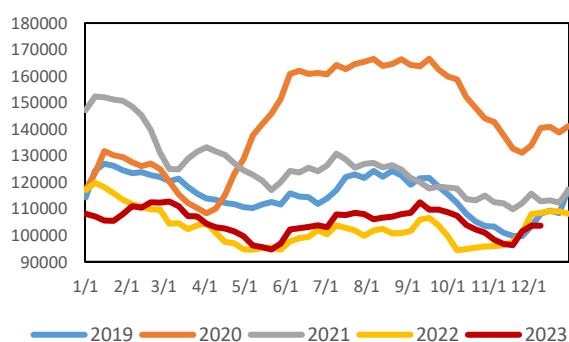


图表 14: 美国汽油库存 (美元/桶)

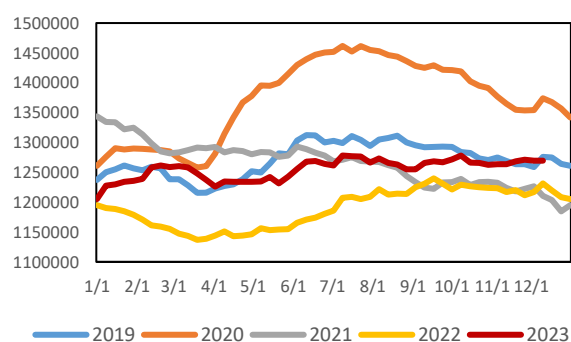


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 15: 美国柴油库存 (千桶)

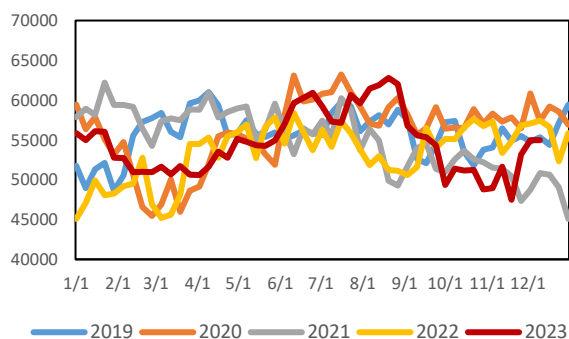


图表 16: 美国油品总库存 (千桶)

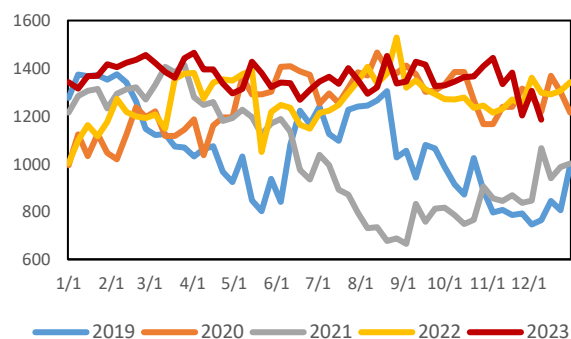


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 17: ARA 原油库存 (千吨)

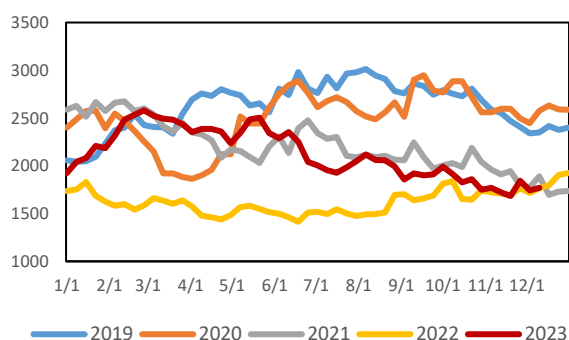


图表 18: ARA 汽油库存 (千吨)

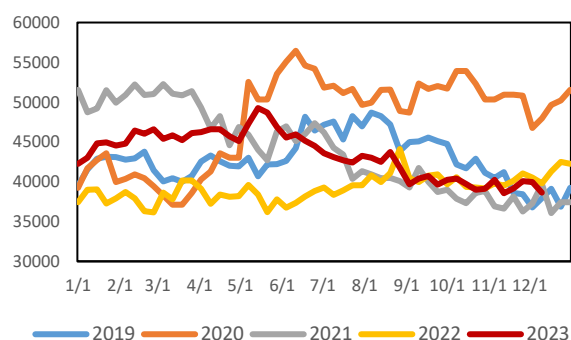


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 19: ARA 柴油库存 (千吨)

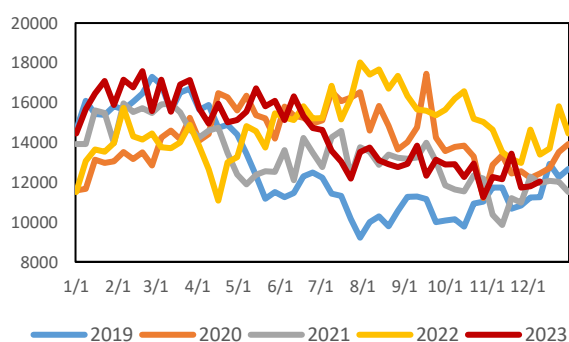


图表 20: ARA 油品总库存 (千吨)

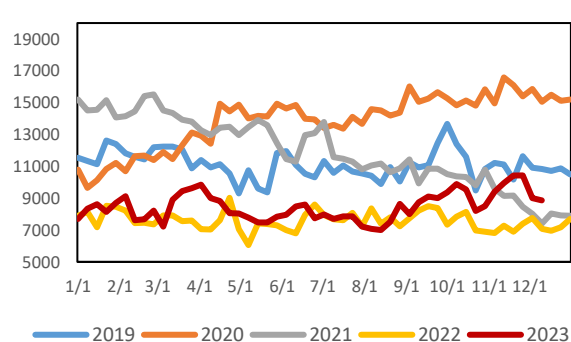


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 21: 新加坡轻组分库存 (万桶)

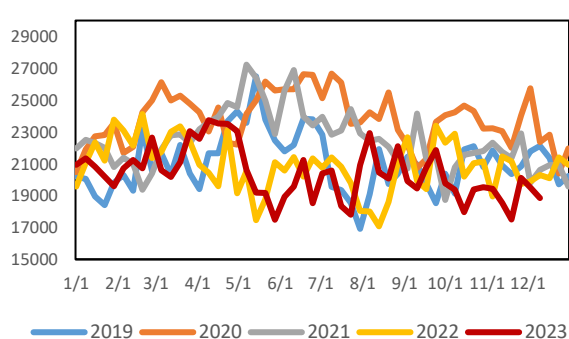


图表 22: 新加坡中间组分库存 (万桶)

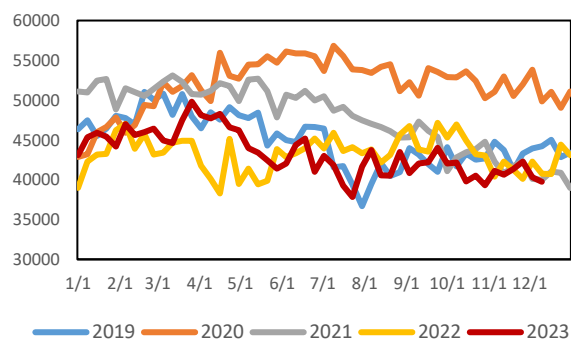


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 23: 新加坡渣油库存 (万桶)

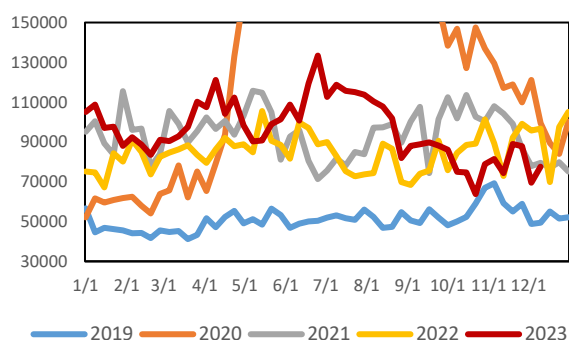


图表 24: 新加坡油品总库存 (万桶)

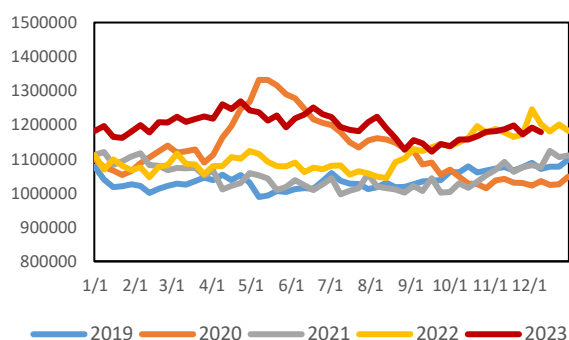


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 25：世界浮仓（万桶）



图表 26：海上运输原油



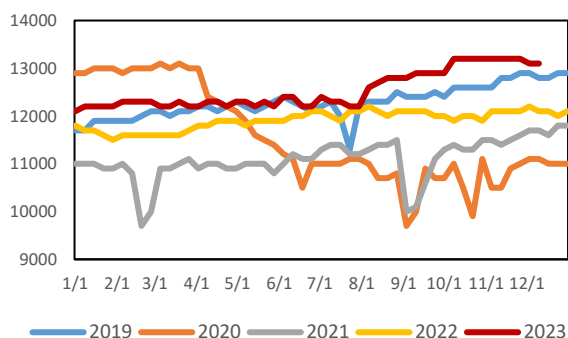
数据来源：Bloomberg；兴证期货研究咨询部

2.2 供应

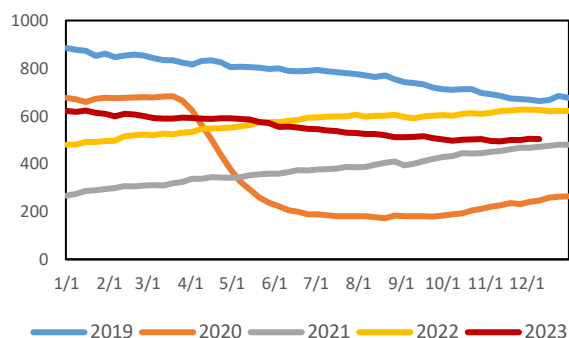
美国：上周 EIA 美国国内原油产量减少 10.0 万桶至 1310.0 万桶/日，当周国内产量为 2023 年 9 月 29 日当周以来最低。上周原油活跃钻机数下滑 2 台。趋势上，活跃钻机数已经见顶下滑，美国页岩油产量大概率已经见顶。

OPEC+：11 月 30 日，OPEC+在部长会议上达成协议，成员国同意明年初自愿减产约 220 万桶/日。具体看，沙特和俄罗斯延长自愿削减供应 130 万桶/日的行动至明年 3 月底。到 2024 年第一季度末，俄罗斯将把每日 30 万桶的额外自愿减产再增加 20 万桶/日。明年一季度，伊拉克将自愿减产 22 万桶/日；科威特将自愿减产 13.5 万/日；阿联酋将自愿减产 16.3 万桶/日；哈萨克斯坦将自愿减产 8.2 万桶/日；阿尔及利亚将自愿减产 5.1 万桶/日。2024 年尼日利亚的目标产量为 150 万桶/日，安哥拉为 111 万桶/日，刚果为 27.7 万桶/日。减产协议存在 3 大疑点：首先，成员国中产量前二的沙特和俄罗斯只是将现有的减量 130 万桶/日延长至明年 3 月底，并无新增减量。其次，鉴于此前成员国内部存在诸多反对减产的声音，当前虽然已达成口头协议，但市场对实际落地情况存疑，例如安哥拉仍然反对减产。最后，此次达成的协议为自愿减产行为，不如此前表述的减产配额有约束力。后期重点跟踪明年 1 季度各成员国实际产量，是否匹配减产协议内容。总体看，此次 OPEC+减产协议小幅不及市场预期。

图表 27: 美国原油产量 (千桶/日)

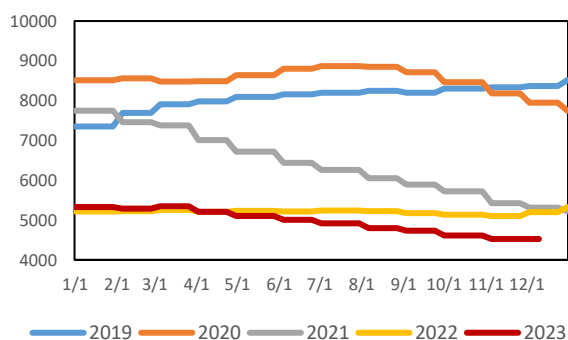


图表 28: 美国原油活跃钻机

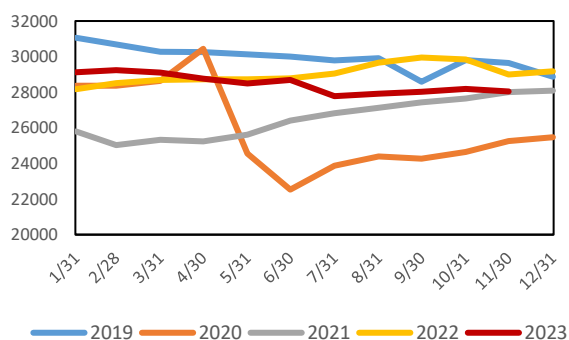


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 29: 美国 DUC 数量

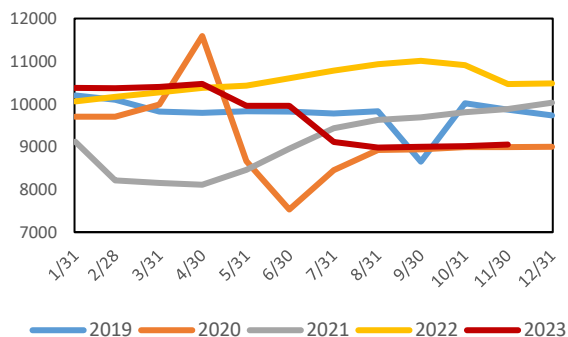


图表 30: OPEC 供应量 (千桶/日)

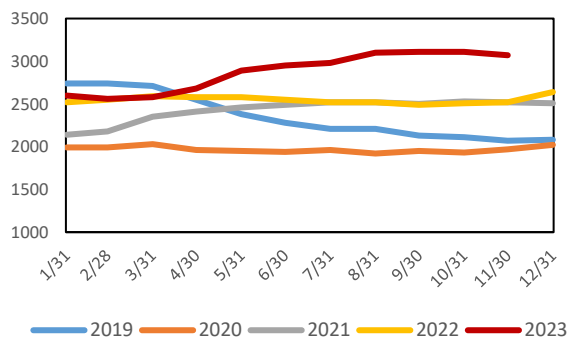


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 31: 沙特产量 (千桶/日)

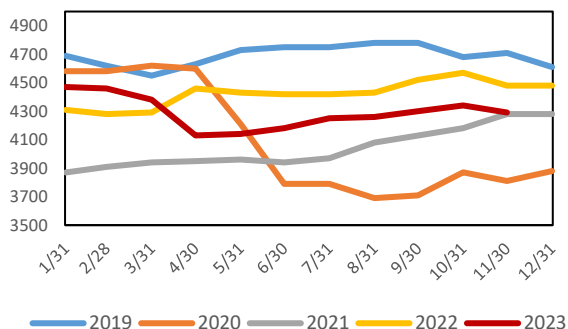


图表 32: 伊朗产量 (千桶/日)

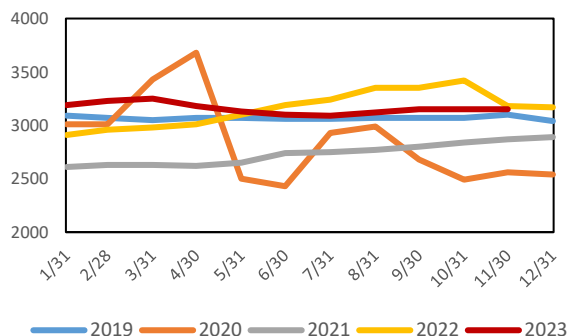


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 33: 伊拉克产量 (千桶/日)



图表 34: 阿联酋产量 (千桶/日)

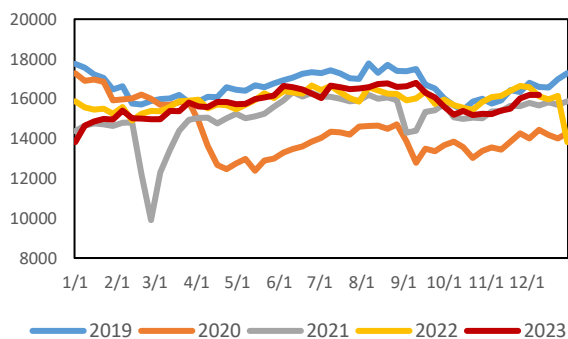


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

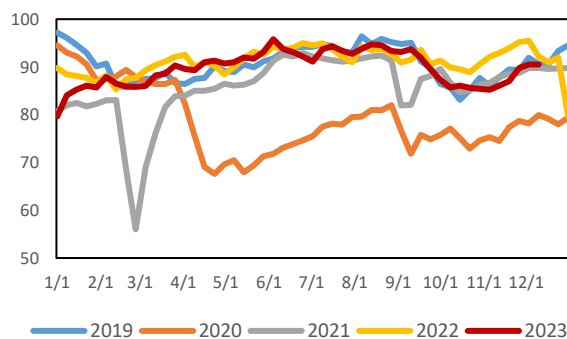
2.3 需求&进出口

上周,美国炼厂开工率及原油加工量环比小幅上升,但炼厂开工率及原油加工量仍低于疫情前均值水平。汽油受到下游新能源车替代的影响较明显,表需较差,未来需求的增长主要看柴油。周度数据看,上周汽油表需下滑较明显,柴油表需小幅上升。利润角度,布伦特 321 裂解利润小幅上升,库欣裂解利润小幅下滑。总体上看,当前油品需求仍然疲软,长期需求表现主要看全球经济复苏节奏。

图表 35: 美国原油加工量 (千桶/日)

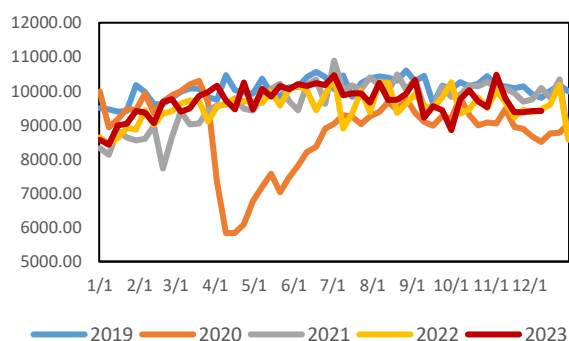


图表 36: 美国炼厂开工率

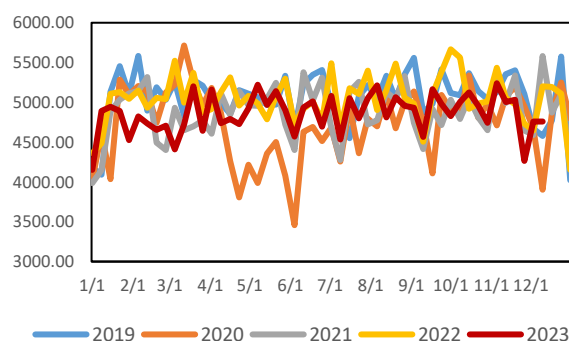


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 37: 美国汽油表需 (千桶/日)

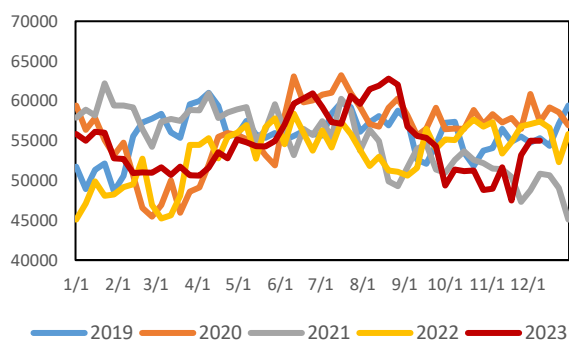


图表 38: 美国柴油表需 (千桶/日)

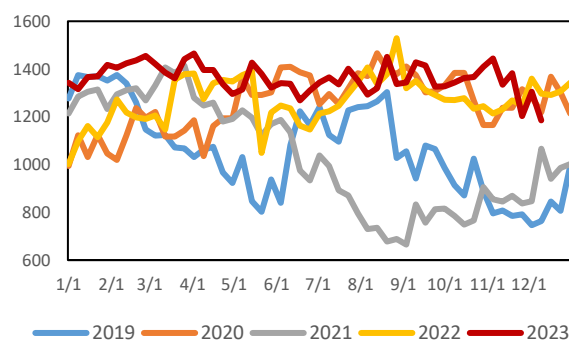


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 39: 美国原油净出口 (千桶/日)

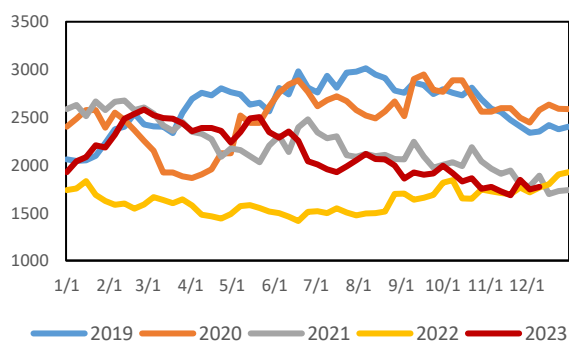


图表 40: 美国汽油净出口 (千桶/日)

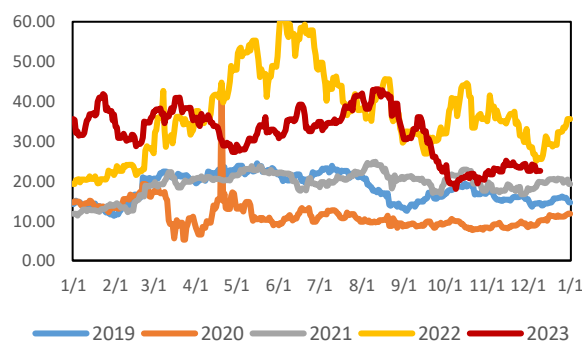


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 41: 美国柴油净出口 (千桶/日)

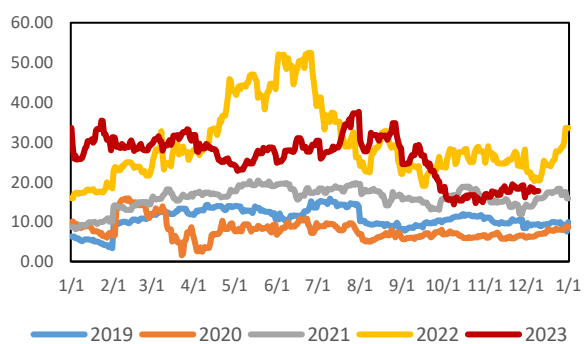


图表 42: 库欣 321 裂解 (美元/桶)



数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 43: Brent 321 裂解 (美元/桶)

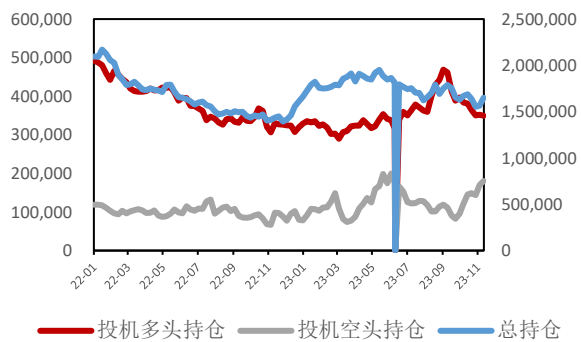


数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究

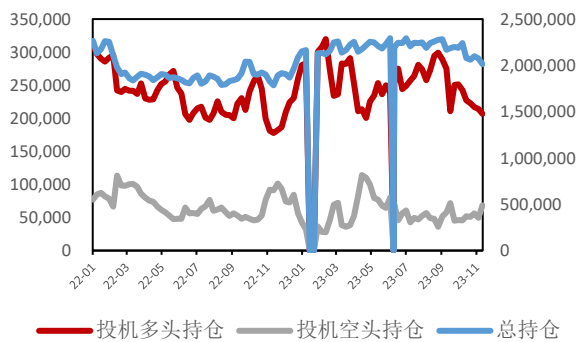
3、 资金情绪

投机情绪：多头减仓，空头增仓，市场情绪短期偏空。

图表 44: WTI 投机基金持仓



图表 45: Brent 投机基金持仓



数据来源: Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

4、市场资讯

1. 美国至 12 月 1 日当周 EIA 原油库存 -463.3 万桶，预期-135.4 万桶，前值 161 万桶。美国至 12 月 1 日当周 EIA 俄克拉荷马州库欣原油库存 182.9 万桶，前值 185.4 万桶。美国至 12 月 1 日当周 EIA 原油库存降幅录得 2023 年 9 月 1 日当周以来最大，结束此前连续 6 周的增加趋势。
2. 俄罗斯副总理诺瓦克周五表示，如果市场形势需要，欧佩克+主要产油国集团将随时准备做出决定。“我们将分析石油市场的形势，并在必要时做出适当的决定，”诺瓦克对记者表示。诺瓦克称，石油市场形势要求各方共同做出决定。欧佩克+联盟上周同意自愿削减总计约 220 万桶/日的供应量，其中包括延长沙特和俄罗斯现有的 130 万桶/日的自愿减产，以支撑低迷的石油市场。然而，这一决定未能稳定油价：布伦特原油期货和 WTI 原油期货本周势将录得五周以来最大跌幅。在诺瓦克发表评论之前，石油市场对是否会全面实施自愿减产持怀疑态度。沙特和俄罗斯周四呼吁所有欧佩克+成员国加入减产协议。
3. 美国计划至少在明年 5 月份之前进行月度招标，为战略石油储备（SPR）采购石油。拜登政府推进计划，补充目前处于 40 年来最低水平附近的石油储备。美国能源部周五发布声明，拟采购至多 300 万桶 3 月交割的高硫原油。此前已宣布采购同样数量 2 月交付的原油。美国政府迄今为止购买了近 900 万桶原油，均价 75 美元/桶。此前，在俄罗斯入侵乌克兰后，美国历史性地释放了 1.8 亿桶储备原油，已从埃克森美孚石油（XOM.N）、Phillips66 和麦格理集团等公司购买了原油。
4. 美国 11 月就业增长加速，11 月非农就业岗位增加 19.9 万个，高于预期的增加 18 万个，10 月确认为增加 15 万个；失业率从前月的 3.9% 降至 3.7%，这些迹象表明劳动力市场基本面强劲，暗示金融市场对明年初降息的预期可能为时过早。不过，就业报告并未改变美联储加息周期已经结束的看法，11 月薪资同比仅温和上涨。报告公布后，金融市场降低了对美联储 3 月降息的预期。
5. 以色列向加沙地带南部主要城市汗尤尼斯发起新一轮攻势，周日以军坦克向该市中心地带推进。以色列领导人称，数十名哈马斯武装分子已经投降，并鼓励更多人投降，但哈马斯予以否认。加沙卫生当局称，约有 18000 名巴勒斯坦人在战争中丧生。
6. 在俄罗斯的旗舰级石油价格跌破每桶 60 美元的上限后，印度可能会购买更多的俄罗斯石油。一位印度政府高级官员表示，印度炼油商可以使用更多的船只来收集俄罗斯石油，而不必担心违反制裁规定。据 Kpler 的数据，11 月印度从俄罗斯进口的石油较上月增长 9.7%，至 174 万桶/日，不过这仍低于 5 月创下的 215 万桶/日的峰值。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，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，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。