



道通期货  
DotoFutures

## 供给控制力变弱，需求不确定性大

--2024 年原油市场分析

2024 年 1 月 10 日

道通期货研究所

### 道通期货研究所

原油研究员：黄世俊

邮箱：hsj@doto-futures.com

执业编号：F3072074（从业），  
Z0015663（投资咨询）

### 我们的观点：

2024 年全球原油需求的不确定性将是市场关注的焦点，全球经济依旧有较大的衰退风险。供给端强有力的控制预计将出现一定的变化，减产联盟的效果将逐步减弱。库存有望触底反弹，亚洲的需求变化将是价格变化的重要因素，全球主要经济体的降息节奏对油价依旧有利多影响。上半年油价预计在一定区间内震荡走强概率较大，Brent 原油价格中枢持续在 80-100 美元/桶，WTI 原油有望在 75 美元/桶获得较强支撑，下半年价格可能会出现回落。

2024 年原油价格预计冲高回落：

1) 2023年11月30日OPEC+部长级会议同意在原油价格下滑和预测2024年供给将再次出现过剩的情况下深化减产。OPEC+成员国们各自宣布在2024年一季度“自愿”减产，总规模合计219.3万桶/日，其中沙特和俄罗斯分别减产100万桶/日和50万桶/日。其余国家的减产规模分别为：伊拉克22万桶/日、阿联酋16.3万桶/日、科威特13.5万桶/日、哈萨克斯坦8.2万桶/日、阿尔及利亚5.1万桶/日、阿曼4.2万桶/日。此外，OPEC产油国组织还公告显示，第37届会议定于2024年6月1日举行，巴西将于2024年1月加入OPEC+组织。2023年6月初，OPEC+召开半年一度的部长级会议，会议最终达成成果，包括将此前两次减产总计366万桶/天的协议时间延长至2024年底，将2024年OPEC+产量目标定于4046.3万桶/天。

2) 权威机构对供需前景较为乐观。OPEC、IEA、EIA、OIES 四大机构最新预计2023年石油需求增长在184~249万桶/天，供给增长在160~216万桶/天，供给盈余在-20~182万桶/天，供需紧张的局面有所舒缓；2024年石油需求增长则为93~225万桶/天，供给增长在57~160万桶/天，供给盈余在-16~95万桶/天，对明年供需前景的预期同样较为乐观，这也与当前原油价格变动相对应。IEA预计2024年我国石油需求增量将占全球的75%。

3) EIA在12月能源展望中对2024年美国产量增速预期较谨慎，预计增长18万桶/天。并购活动导致低成本资源进一步集中于高效的生产商手中，效率持续的改善导致美国页岩油产量超预期的可能性在增加。2023年5月以来，美国七大页岩油产区单井产量均回升明显，增幅达到30万—50万桶/日，这在上游投资活动保持低迷的情况下，支撑了页岩油产量的增长。

4) 经济活动探索中前进，但不确定性仍存：巴以冲突带来的包括红海危机等地缘变化都考验着中东产油国的经济。俄乌战争的影响力在减弱，预计全球主要经济体需要对后通胀以及新的地缘格局将做出新的政策调整。

总体而言，当前油市在价格大幅回落的情况下供给端持续收缩的可能性非常低，2024年的需求能否达到预期是市场关注的焦点。同时经济政策的影响力度减小情况下原油价格预计将保持震荡偏强。降息周期的影响不确定性以及全球货币政策变化、地缘格局变化等现实因素，仍然是油市中的风险点。

----- 高效、严谨、敬业 -----

# 目录

## 第一部分 2023 年原油市场行情回顾

## 第二部分 原油市场基本面分析

### 一、全球原油市场供需状况

- 1、欧佩克+减产的裂痕显现
- 2、页岩油供给小幅波动
- 3、需求持续，期待惊喜
- 4、库存徘徊，有望反弹

### 二、国内原油市场供需状况

### 三、全球宏观形势

### 四、原油市场其他指标

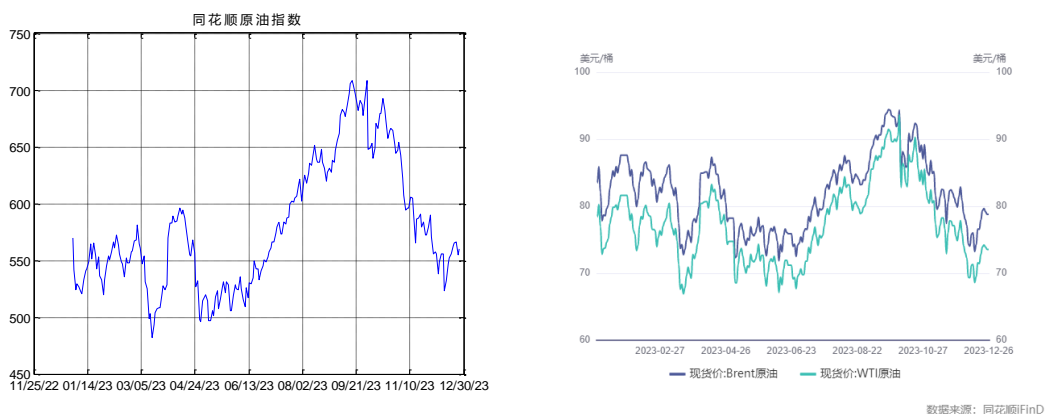
- 1、原油市场价差结构
- 2、全球原油贸易结构
- 3、炼厂

## 第三部分 2024 年原油市场行情展望

----- 高效、严谨、敬业 -----

## 第一部分 2023 年原油市场行情回顾

2023年原油市场整体呈现出三段行情，上半年价格呈现明显低位震荡的格局，油价中枢持续维持低位。三季度开始，在产油国的坚持减产操作下，油价走出了一波明显的牛市行情。四季度开始，在需求预期持续走弱下，原油价格出现了大幅的回调，再次来到了较低区间。纵观整个2023年，原油基本面影响主要因素从供给端转为了需求端应当引起额外关注。欧美市场即将进入降息周期，不断降息操作引发市场对经济恢复的担忧，对原油市场影响还有较大的不确定性。俄乌战争虽在持续，但给予原油的地缘政治溢价空间却呈现边际递减的效应，最近发生的巴以冲突以及之后的红海问题，都将促使中东及阿拉伯地区形成新的地缘局势。欧佩克+数次宣布减产对油价产生的刺激作用在下降，当前需求预期保持良好状态的时间有待商榷，未来一段时间原油的基本面将持续处于略微偏紧状态。



## 第二部分原油市场基本面分析

### 一、全球原油市场供需状况

自新冠疫情和俄乌冲突以来，东欧及中东的地缘结构发生了极大的变化。近期爆发巴以冲突加剧了人们对阿拉伯地区地缘的担忧，相应的原油主产国和世界主要经济体都在努力调整自己的外交方略，全球原油的供需格局正在悄然发生变化。美国以及欧盟国家还是主张联合力量通过能源制裁紧紧束缚俄罗斯，包括对俄罗斯原油价格的限制，原油上下游产品出口的限制等等。美国自身的经济也面临多重考验，面对接踵而至的通胀压力，美联储的强势加息操作，不断地改变着市场对原油的预期，如今加息周期已结束，通胀未知性还在。2023年以来，俄乌战争仍在持续中，战事日渐平稳，俄罗斯不断蚕食着乌克兰地区，战争的结果也呼之欲出。俄罗斯出口欧盟的石油大受影响，往东方出口却打开了窗口。最近的巴以冲突成为了新的地缘焦点，并且引起的相关中东产油国的外交变化更让市场担忧，红海事件的冲击出乎意料可见一斑。

**Table 4 - 2: World oil demand in 2024\*, mb/d**

World oil demand	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	Change 2024/23	
							Growth	%
<b>Americas</b>	25.04	24.70	25.38	25.67	25.10	25.22	0.18	0.72
of which US	20.24	20.06	20.64	20.62	20.19	20.38	0.14	0.70
<b>Europe</b>	13.41	13.16	13.60	13.74	13.38	13.47	0.06	0.41
<b>Asia Pacific</b>	7.37	7.84	6.97	7.10	7.65	7.39	0.02	0.29
<b>Total OECD</b>	<b>45.82</b>	<b>45.70</b>	<b>45.96</b>	<b>46.51</b>	<b>46.13</b>	<b>46.08</b>	<b>0.26</b>	<b>0.56</b>
China	16.11	16.30	16.52	16.89	17.04	16.69	0.58	3.60
India	5.37	5.63	5.64	5.40	5.69	5.59	0.22	4.10
Other Asia	9.28	9.60	9.73	9.48	9.54	9.59	0.31	3.34
Latin America	6.68	6.79	6.88	6.97	6.84	6.87	0.19	2.84
Middle East	8.63	8.91	8.76	9.38	8.98	9.01	0.38	4.40
Africa	4.48	4.70	4.42	4.44	4.96	4.63	0.15	3.35
Russia	3.79	3.89	3.70	3.89	4.08	3.89	0.10	2.65
Other Eurasia	1.17	1.27	1.24	1.08	1.28	1.22	0.04	3.77
Other Europe	0.79	0.81	0.78	0.77	0.84	0.80	0.01	1.75
<b>Total Non-OECD</b>	<b>56.29</b>	<b>57.90</b>	<b>57.68</b>	<b>58.29</b>	<b>59.25</b>	<b>58.28</b>	<b>1.99</b>	<b>3.53</b>
<b>Total World</b>	<b>102.11</b>	<b>103.60</b>	<b>103.64</b>	<b>104.80</b>	<b>105.38</b>	<b>104.36</b>	<b>2.25</b>	<b>2.20</b>
Previous Estimate	102.11	103.60	103.64	104.79	105.38	104.36	2.25	2.20
Revision	0.00	-0.01	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00	0.00

Note: \* 2024 = Forecast. Totals may not add up due to independent rounding.

Source: OPEC.

当前美联储降息的节奏依然有较大的变化空间，其他全球主要经济体央行的降息预期仍在讨论中，经济衰退的担忧依旧笼罩在原油市场上空。在此基础上，能源机构依然给予偏乐观的原油需求评估报告，对原油的需求增长有较强信心，最乐观的需求增幅预估为230万桶/日（OPEC口径）。

**Table 5 - 7: OPEC crude oil production based on secondary sources, tb/d**

Secondary sources	2021	2022	1Q23	2Q23	3Q23	Sep 23	Oct 23	Nov 23	Change Nov/Oct
Algeria	913	1,017	1,013	979	953	960	965	962	-2
Angola	1,123	1,140	1,058	1,104	1,135	1,118	1,168	1,130	-37
Congo	263	260	269	264	259	249	257	258	2
Equatorial Guinea	98	84	53	59	59	50	56	56	0
Gabon	182	197	194	206	205	204	217	218	2
IR Iran	2,392	2,554	2,572	2,698	3,003	3,082	3,121	3,128	7
Iraq	4,046	4,439	4,371	4,135	4,287	4,317	4,355	4,278	-77
Kuwait	2,419	2,704	2,684	2,585	2,560	2,577	2,552	2,571	19
Libya	1,138	981	1,157	1,168	1,160	1,177	1,157	1,178	21
Nigeria	1,373	1,204	1,348	1,234	1,273	1,407	1,388	1,370	-17
Saudi Arabia	9,114	10,531	10,357	10,150	8,993	9,020	8,987	8,998	12
UAE	2,727	3,066	3,045	2,941	2,912	2,929	2,918	2,909	-9
Venezuela	553	680	694	751	764	745	757	780	23
<b>Total OPEC</b>	<b>26,341</b>	<b>28,858</b>	<b>28,817</b>	<b>28,276</b>	<b>27,562</b>	<b>27,837</b>	<b>27,895</b>	<b>27,837</b>	<b>-57</b>

Notes: Totals may not add up due to independent rounding, given available secondary sources to date.

Source: OPEC.

拜登政府对油价的态度，始终致力于遏制其价格，担心通胀的抬升，连续不断地中东地区行走便是佐证。在面对低油价的困局时，中东地区的地缘政治出现了转机，各国寻求改善关系。OPEC+依然需要通过产量政策调节对冲外部供应增长和需求增长降速，预计24年油价中枢下移至75-80美元/桶（布伦特）区间内。土耳其在面对着不断高企的通胀，也在努力改善与俄罗斯的关系，俄罗斯从土耳其境内输送的能源保持畅通，双方合作融洽。从新冠疫情以来，俄罗斯与沙特的能源战略协同一直在保持，美国页岩油显得较为孤立。

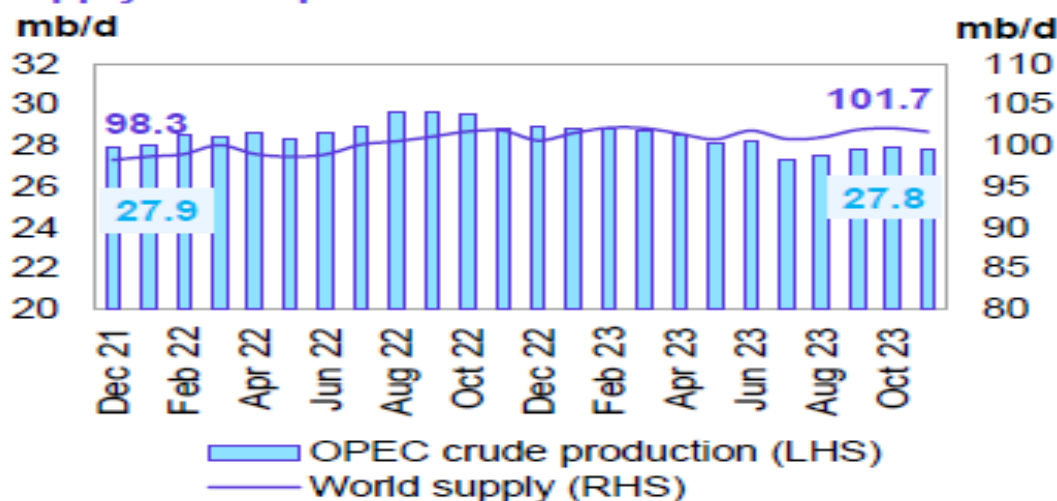


在美国通胀大概率继续回落并不断接近2%的政策目标位情况下，美联储上半年降息的概率在提升。这在2023年12月的美联储FOMC会议上已经基本明确，具体时间是在一季度还是二季度开启还有待观察。全球疫情后需求恢复式增长基本结束，中国消费市场需求增长也有不确定性，对于2024年中国成品油消费增长的预期，由于需求疫情后修复式增长的空间已经较小。非OECD地区也需要承担起全球增长动能，因此市场普遍对24年需求增速前景维持谨慎。在世界主要能源机构对于需求的预期中，OECD地区石油产品需求增长将大幅放缓，IEA预计汽柴航煤都将出现负增长，而EIA对美国柴油和航空煤油的增长稍乐观。

### 1、欧佩克+减产的裂痕显现

2023年为了应对原油价格的低迷表现，OPEC+产油国实施了更强减产措施，目的是防止供应过剩的情况进一步恶化。在之前的会议中达成了一致，产油国们在2022年10月减产200万桶/天的基础上，沙特、伊拉克和阿联酋等产油国联合俄罗斯在内的OPEC+8国削减产能共计约166万桶/日。11月底OPEC+会议结果表明，OPEC+希望通过约束产量来支撑油价的诉求虽然没有发生太大改变，但2023年下半年深化减产挺价对油价的影响效果出现边际下滑，油价持续回落对石油收入的负面影响将可能导致产油国减产的积极性受抑制，未来的减产措施对油价的利好效果存在质疑。近两次减产均以“自愿”的形式实施，也表明减产联盟的协议约束力减弱，对于市场信心而言较为不利。由于沙特和俄罗斯的宣布的自愿减产从2023年7月起已经开始执行，因此在12月会议中合计宣布的220万桶/天纸面自愿减产中，仅90万桶/天为新增。

Graph 5 - 30: OPEC crude production and world oil supply development



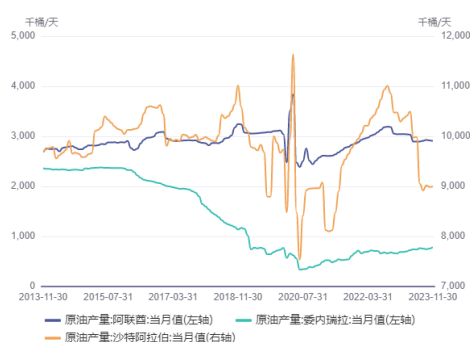
Source: OPEC.

11月的会议中，OPEC决定邀请巴西加入OPEC+，12月初巴西表示将以观察员身份加入OPEC+，在其中扮演合作者和决策观察者的角色，但不参与原油生产配额制度。OPEC+的影响力需要日益加大，然而困难重重，背地里暗潮涌动，少数产油国的单独行动让人担忧。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。由于沙特和俄罗斯只是延长目前的减产计划，预计与2023年第四季度的计划水平相比，明年总供应减少约50万桶/日。

从原油开采的成本角度看，中东主要产油国严重依赖原油出口创汇来维持国内的财政收支平衡。近年来技术的提升并没有带来产油成本的明显下降，不同国家在经济方面摆脱石油依赖的努力需要长期才能看到成果。财政收支角度，IMF在2023年10月的报告里对中东国家进行了新一轮测算，当前估算沙特需要接近86美金/桶的油价来平衡2024年的财政预算，较5月的估算上调了5美金/桶。高盛估算当前沙特方面需要维持油价在80-88美金/桶以实现财政收支平衡。



数据来源：同花顺FinD



数据来源：同花顺FinD

沙特需要对“2030远景计划”持续投入，加快产业结构转型。沙特及其旗下主权基金（PIF）需要在未来的一段时间内仍然需要通过高油价来实现收支平衡。由于减产执行率较高以及原油价格难以提振，OPEC内部有分裂的可能，难以持续的达成减产协议，从之前一些国家的行为中也能看出苗头。

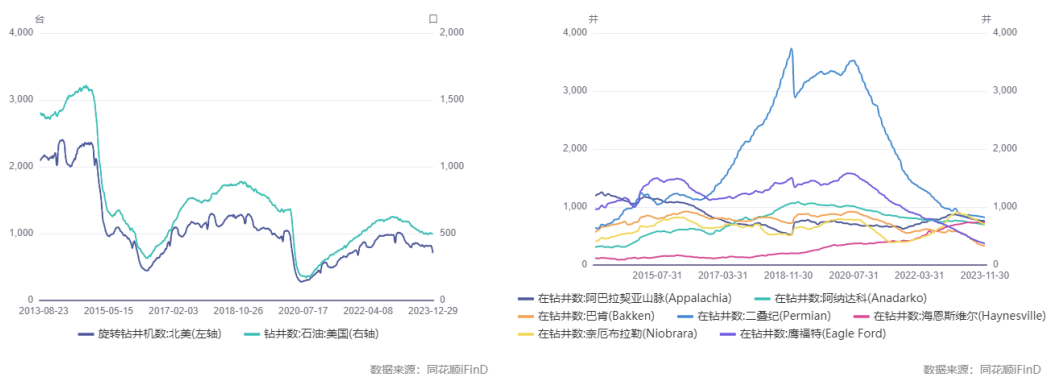
根据Kpler的航运数据，俄罗斯今年油品出口量从3月开始出现较明显下滑，基本遵守了年内的减产协议。11月30日OPEC+会议上，俄罗斯表示2024年1季度自愿延长30万桶/日

原油的减量，之后再继续减产20万桶/日的量。

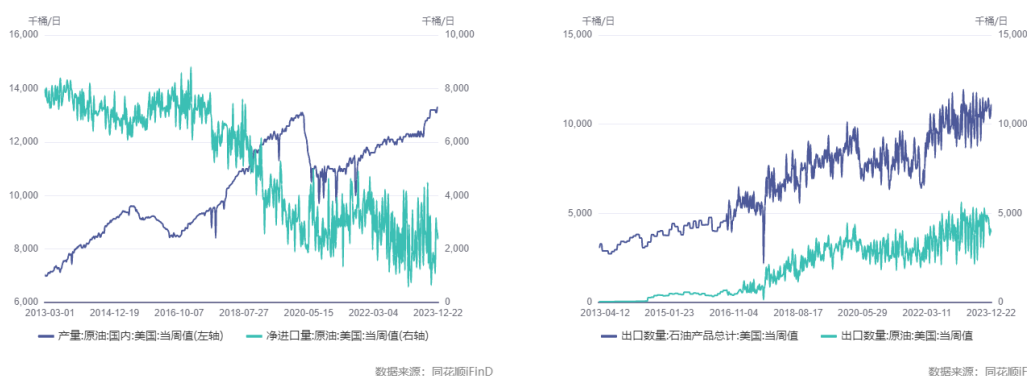
后续市场将更为关注余下欧佩克国家的产量政策，以及最新政策的影响，因此 2024 年依旧可以给到一定的增产空间，届时将会根据全球地缘政治的变化情况、经济的恢复情况以及原油需求现状和预期变化，OPEC+ 产油国来决定在价格与产量之间进行取舍。

## 2、页岩油供给小幅波动

2022年美国战略储备库存基本释放完毕，2023年美国尚未进入补库周期，战略储备库存长期在低位徘徊。美国原油产量在2023年实现超预期的增长，根据EIA统计，美国原油产量在8月上升至超过1,300万桶/天，超过新冠疫情前的单月最高产量。考虑优质页岩油库存井已严重消耗，美国页岩油公司受投资者约束（分红、还债）、供应链短缺、通胀成本高、政府清洁能源政策等一系列因素影响，资本开支增幅有限，增产意愿不强，2023开年以来，由于油服上游资本开支减少，北美活跃钻机数环比持续下降，美国活跃油气钻井平台数量连续下降，为2020年7月以来首次。前9个月美国平均原油产量达到1,281万桶/天，较2022年均值上升90万桶/天。在页岩油主产区中，Permian仍然是增产贡献最大的产区，根据EIA DPR11月报告的预期，Permian产区的产量增长趋势将持续至年底接近600万桶/天附近。不过伴随着DUC库存消耗和钻机数量下降，Permian产量同比增速正在逐渐下降。

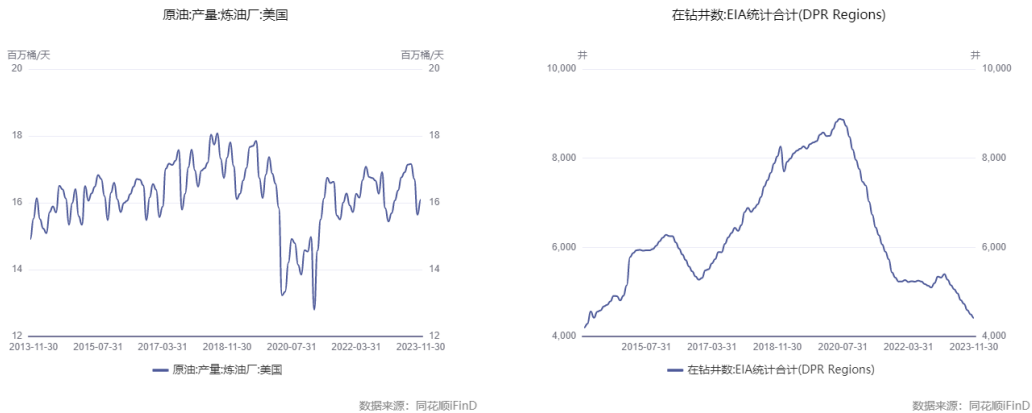


美国页岩油各产区原油开采成本基本保持在35-45美元/桶区间，在拜登就任美国总统期间，美国和沙特关系急剧下滑，近期内出现恢复的难度非常大。



当前较高的利率水平也令页岩油企业资金成本上升，进一步制约其上游的投资行为。因油价暴跌后，油服公司缺少投资，导致压裂设备和压裂工人不足，2022年开始，压裂能力已经达到瓶颈。整体来看，由于产油效率的提高，美国原油产量暂时出现回升，但美国页岩油行业上游勘探投资活动仍然低迷，很难支撑产量的增长。另外，BP、壳牌等欧美能

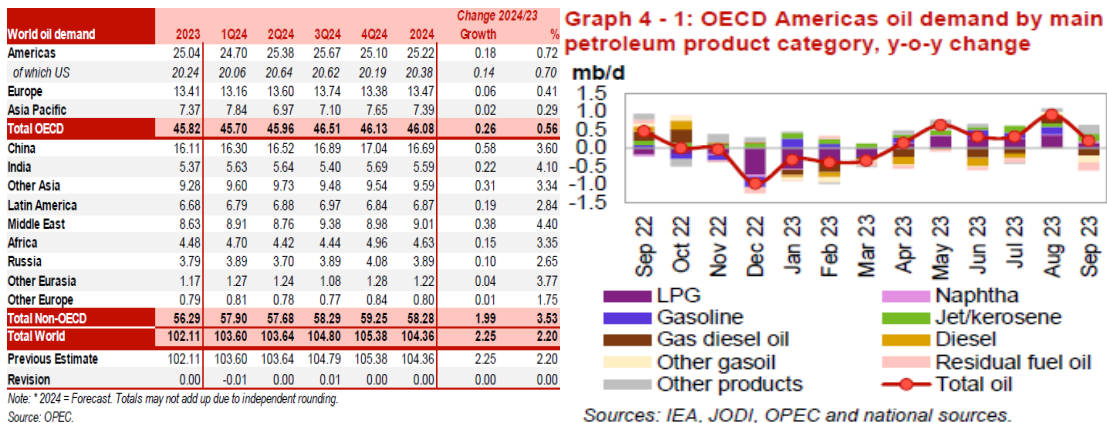
源公司致力于发展绿色能源，或将逐步减少原油产量。当前大量的页岩油企业大受到战略规划的转移、政策的限制等阻力，钻机数占比较疫情前均有不同程度的下滑。美国页岩油企业是共和党的主要票仓，拜登政府持续对油价施压，也有打击共和党的意图在内。



美国油服公司贝克休斯 (BakerHughes) 公布数据显示，截至2024年1月5日，美国石油活跃钻井平台数量周环比小幅增加0座，至501座。美国七大页岩油产区钻井数和完井数自去年四季度也在持续下滑，显示美国页岩油行业上游勘探活动持续转弱。原油价格在今年一季度触及页岩油边际成本70-75美金/桶附近，此后可以看到美国活跃钻机数量开始出现显著的趋势性下滑。从页岩油主产区的DUC数量变化与新井单产来看，2024年美国页岩油新井数量恢复前景堪忧。

### 3、需求持续，期待惊喜

2023年以来，全球经济整体表现低迷，对全球石油消费形成明显打压。上半年美国炼油输入量低于去年同期水平，虽然三季度略有回升，但1—8月美国炼油输入量仍然低于2019年平均水平，欧洲及亚太地区炼油输入量大部分时间显著低于去年同期水平。根据OPEC组织的数据，预计2023年全球石油需求将增加246万桶/日，全年同比增长2.47%。从结构上看，OECD发达国家总体需求小幅正增长，主要得益于航空燃料需求的恢复和汽油需求的改善。欧洲地区经济受到高通胀、地缘政治等因素，复苏仍然缓慢，需求同比下滑。2023年欧美的出行旺季原油需求保持良好，也带动了原油价格的不断走强。2023年，新冠疫情对于全球范围石油消费的冲击已经基本结束，站在当下需要重新考虑需求增长的内生动力。随着疫情的彻底放开，2024年石油消费增速将取决于经济增速。从当前需求情况来看，中国的需求能有一定补充，需求表现良好的情况能持续。



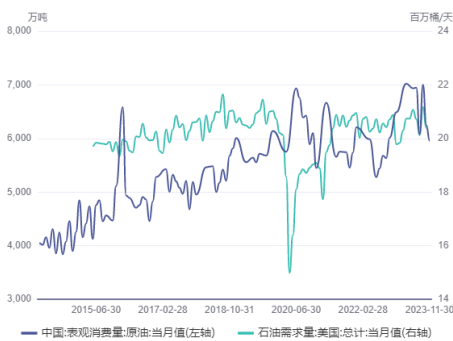
EIA、OPEC、IEA对2024年需求预估，其中包括中国今年出行好于预期，预计2024年的



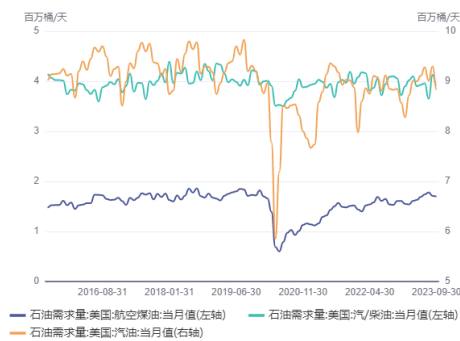
原油需求依旧有相当的缺口。2023年随着中国防疫政策逐步放开后，居民出行显著恢复，旅游需求也得到释放，恢复速度快于市场预期，未来仍然有一定的增长空间。

2023年欧美延续了之前的加息政策，叠加发生了数次国家银行业危机、主权债务水平高企、劳动力市场趋紧以及持续的供应链约束等压力因素不断冲击市场，全球经济增长持续存在较大压力，市场担忧氛围一直存在。而2023年实际表现看，三四季度多国经济都呈好转态势，短期内对全球经济增长的支持可能来自通胀下行，欧美等主要央行能够考虑相对宽松的货币政策。此外，新兴亚洲经济体，尤其是印度、巴西和俄罗斯，因国内需求和对外贸易改善，经济表现可能会超过预期。

俄罗斯政府对于已禁止出口柴油和汽油有较多的规定，并且规定仍有改动的区间，值得市场关注。禁令包括成品汽油、夏季、中期和冬季柴油以及包括汽油在内的重质馏分油。EIA预计大多数液化燃料需求增长都发生在以中国和印度为代表的非经合组织亚洲地区。



数据来源：同花顺FinD



数据来源：同花顺FinD

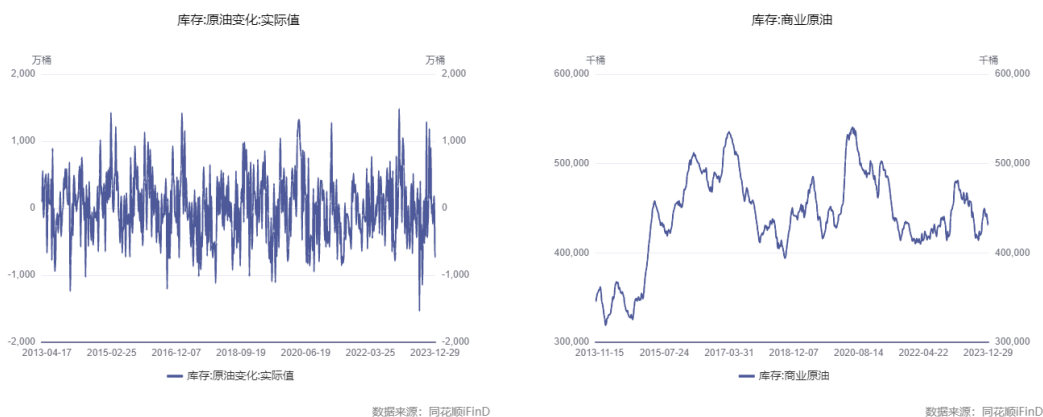
疫情影响下，2020年全球航空业跌入低谷，此后几年由于疫情防控以及经济环境低迷，航空业恢复步伐缓慢。中国作为目前世界上最大的航空市场，2023年航空出行需求显著增加，国内航班基本恢复到疫情前水平，但国际航班仅恢复到疫情前的50%。全球新增炼厂也主要分布在东半球，据不完全统计，2022-2026年中国、印度和中东的炼油能力预计增加约770万桶/日，占全球总增量的将近八成。欧美成品油消费结构略有差异，道路燃料中汽油使用比例较高，柴油消费则与工业需求相关程度较高。欧洲柴油消费的占比接近47%，也是主要的道路燃料。2023年，美国原油需求同比小幅正增长0.37%，较2022年增加了约8万桶/日。其中，一二季度美国原油表需同比低于去年，下半年，随着下游交通运输以及炼化产业的恢复，需求逐步复苏，同比恢复正增长，其中航空航煤需求复苏较为显著。当前，下游炼厂总体裂解利润及开工率仍低于疫情前水平，未来的变化有待观察。

据2019年测算，我国交通需求占总需求的57.6%。美国的交通运输消费占比相对国内更高。这些交通运输消费包括了汽油、柴油、航空煤油和燃料油等成品油消费总和。今年上半年亚洲地区恢复步伐显著加快，但亚洲地区国际航线恢复显著偏慢，较疫情前仍有30%左右的差距。

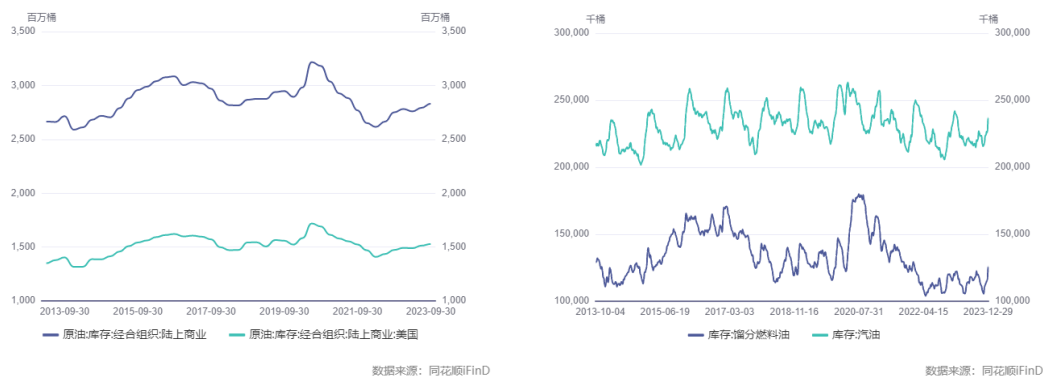
#### 4、库存徘徊，有望反弹

2023年内API库存冲高回落，一季度持续累库，二季度处于去库阶段，库存水平高于去年同期，三季度缓慢累库，四季度基本持平，但库存高于去年同期。EIA原油库存与API库存波动性相似，预计2024年原油库存仍将呈现季节性波动特征，二季度季节性累库，三季度去库，而四季度会小幅累库。伴随着出行旺季的较好需求，美国EIA商品原油库存存在10月初，一度处于5年均值最低位，但从10月开始，需求情况有所变化，EIA商品原

油库存开始连续 6 周超预期累库。商品原油库存从 10 月初的历史低位逐步增加至历史均值附近。边际上，库存 5 年均值的大幅上升也与以往经验中所出现的价格及月差大幅走弱较为一致。EIA 商品原油库存的走势一定程度上解释了当前原油基本面的疲软，10 月后在美国高产量的背景下，经济却出现较大下行压力，原油阶段性出现供应过剩。此外，WTI 交割地区库欣当地的库存走势也与商品原油库存较为一致，从 10 月开始出现明显累库。

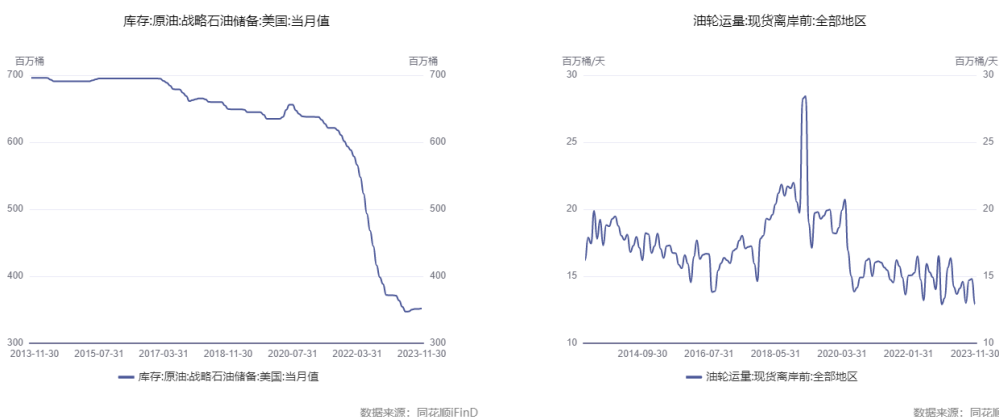


美国 SPR 库存当前仍然处于历史低位，此前美国政府为了抑制过高的油品价格，自 2021 年 11 月起开始大量释放战略石油储备以平抑油价、遏制美国严重的通货膨胀。该库存已经从拜登总统上任时的 6380 亿桶下降到今年夏天的 3470 亿桶。在 2023 年加息的影响下，美国通胀压力逐步消退，本轮战略原油库存释放接近尾声，未来政府能够进一步抛售的战略库存非常有限。未来欧美主要经济体将开启降息周期，该库存的变化又将有新的动向。美国政府此前宣布计划在油价降至 70 美元/桶以下时向 SPR 注入原油，但后因原油价格仍然偏高，该计划后来将这一数字修正为 79 美元/桶，未来的补库操作可能需要更多全盘考虑。SPR 的管理并非完全市场化，虽然美国今年多次表达收储意愿，但实际补充 SPR 的幅度十分有限，未来大规模收储的驱动也不强。影响原油月差和绝对价格的主要因素始终是商业库存水平，因此结构性的低库存矛盾难以将原油估值推上高位。自 2021 年 2 季度开始，原油开启一轮强力去库，到 21 年底全球岸罐库存已经降至五年均值以下。尽管 21 年 4 季度美国已经开始抛储，但商业库存仍录得去库并跌至五年均值以下。到 2023 年初，原油岸罐总库存仍处于历史低位，但商业库存已经回升至五年均值上方。



水上库存同样存在结构性的矛盾，随着近期红海危机的爆发，情况可能有进一步变化。随着伊朗浮仓的释放，12 月份，全球原油浮仓已经下降至 5000 万桶下方，低于 2018 年同期最低水平。在途原油数量自 2022 年下半年起大幅上升，一方面由原油运输时间加

长所导致的，它反映出当前原油海运物流的新常态，而并非实际意义上的库存积累。



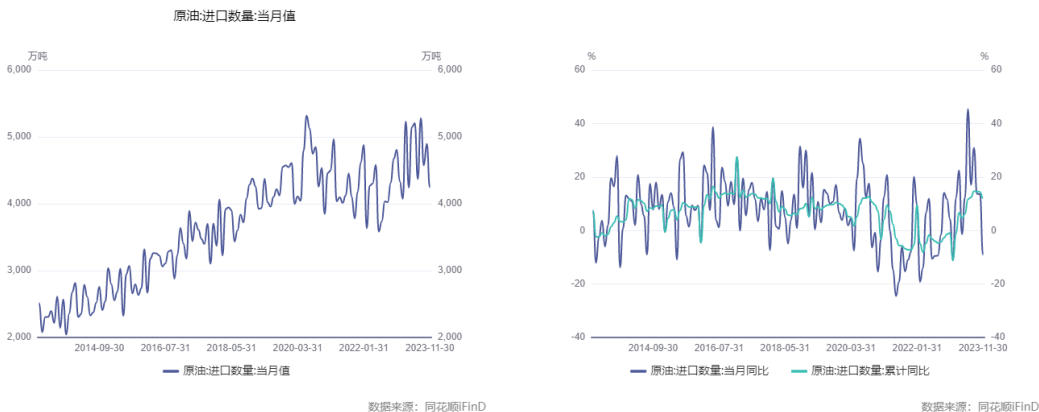
市场分析随着SPR的释放结束，美国政府必须将战略石油储备库存回补至至少5亿桶以上，潜在的补库需求将成为油价利好的重要指标，何时开启补库周期依旧是市场的难题。此前美国政府面对低油价时的数次行为，引发了以沙特为首的OPEC+成员国不满，中东各产油国对于美国的迟迟不作为非常气愤。

## 二、国内市场供需状况

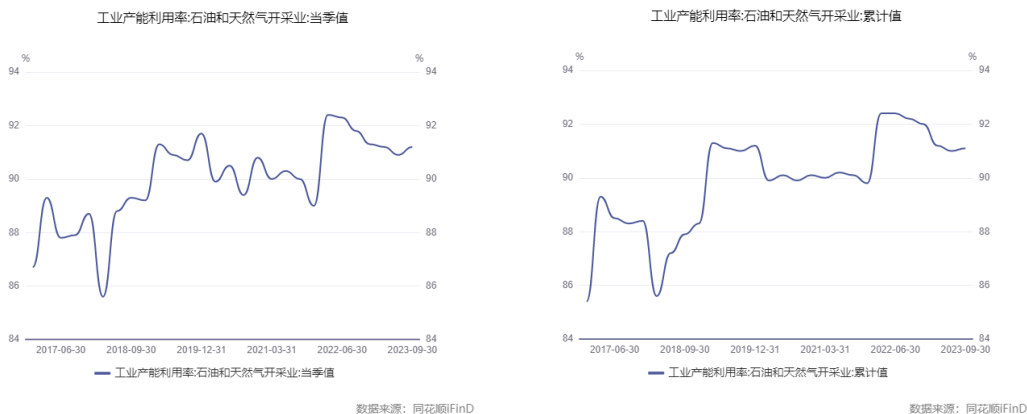
据国家统计局发布的数据显示，2023年10月份，我国生产原油1733万吨，同比增长0.5%，增速比9月份加快0.2个百分点，日均产量55.9万吨。10月我国加工原油6393万吨，同比增长9.1%，增速比9月份放缓2.9个百分点，日均加工原油206.2万吨。10月我国进口原油4897万吨，同比增长13.5%，增速比9月份放缓0.2个百分点。2023年1-10月份，我国生产原油17405万吨，同比增长1.7%。加工原油61876万吨，同比增长11.2%。我国进口原油47322万吨，同比增长14.4%。2023年中国原油预计产量维持在400万桶/天的水平，虽然经历了三年的新冠疫情影响，炼油产业的产量保持相对稳定。



根据中国最新的五年计划（FYP）和指导方针，到2025年，中国的目标是将液体产量保持在400万桶/天以上。预计2024年原油产量平稳，年产量将增长5-10万桶/天。在需求方面2023年一季度，国内防疫政策松绑后对消费的提振作用明显，2023年，中国原油需求同比增长约5.23%。中国成品油表需在低基数的背景下同比增长100-150万桶/天，实际增长速度基本符合市场预期。2023年国内石油消费整体较2022年有一定增长，由于原料及利润等问题影响，地炼开工负荷相对偏低。据测算中国原油需求量达到了1563万桶/天，同比大幅增长86万桶/天，三季度国内进一步刺激政策出台，四季度随着经济复苏进一步夯实，原油需求增长平稳。



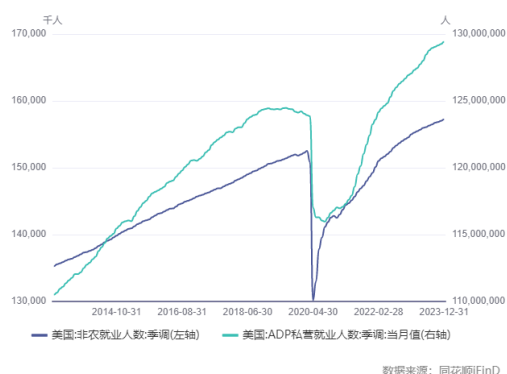
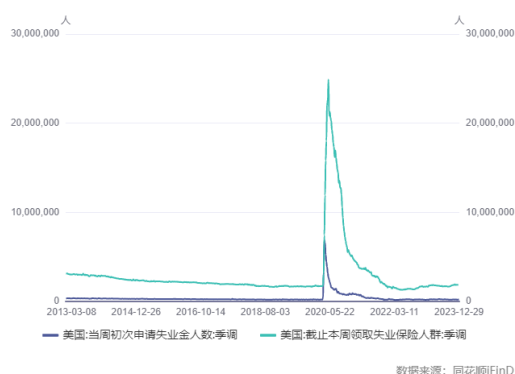
从近期数据来看，11月中国成品油表需同比小幅上涨4%，增速边际放缓。国内出行指数近期出现下滑，11月百度迁徙指数环比下滑20%，航班数量也较前期有一定下滑趋势。总体看，当期出行数据已修复疫情造成的缺口，已不具备前期低基数高增长的态势，短期进一步提升驱动不足，后期需要伴随经济周期的复苏实现上升动力。



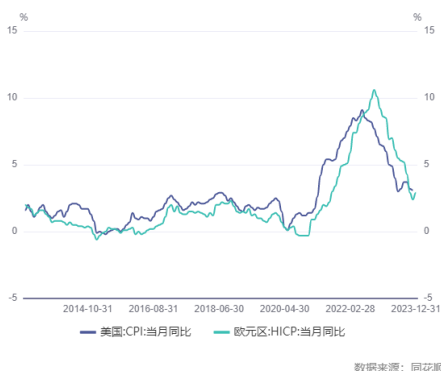
随着我国稳增长政策措施不断释放利多效应，原油需求料将持续保持增长势头，从而刺激国内原油产量和进口量延续增长势头。但是2024年中国经济面临出口受限、消费增长乏力等困境，经济增速或有下滑，或将导致原油需求增速下滑，近几年国内石油消费增长显著放缓。2024年市场预期成品油出口配额将下发超过4000万吨，较2023年仍有小幅增长，出口配额的限制已经明显放宽。考虑到2024年海外炼厂陆续投产，全球成品油供需整体趋于宽松，出口利润或将难以重现过去两年的高位状态，进而影响出口量的释放。2024年中国成品油出口水平预计将主要受出口利润主导。

### 三、国际宏观形势

近期宏观主要矛盾仍在于海外，包括地缘风险以及金融业风险，美联储货币政策调整的不确定性，风险资产价格短期压力有所加大。美联储于2022年3月开启史上最快加息周期，在11次议息会议上加息10次，将政策利率从0-0.25%推升至5.25-5.5%区间。当前美联储加息操作基本结束，市场开始对降息周期做出预测。2022年四季度以来，为了应对经济下行的压力，美国财政政策采取扩张措施，财政与货币政策陷于“相互制约的冲突之中。在美联储若干次暗示将收紧政策的言论中，市场反应剧烈，未来开展大规模收紧工作愈发艰难。市场最终发现加息终点和维持在终点的时间程度决定是否衰退，此外，财政政策更加体现了拜登政府对冲紧缩货币政策负面影响的意图。

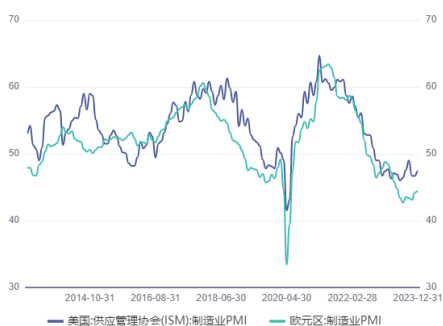


展望2024年通胀或将维持高位相当一段时间，美国劳动力缺口依旧或难弥合，当前劳动力需求接近疫情前水平，劳动力供给中主要增量部分的劳动参与率已然接近历史高位，中低收入人群维持较高收入增长水平，商品通胀有下行阻力，美国科技、制造和地产均衡发展模式也进一步支撑通胀维持高位。2023年数据可以看出，主要经济体的GDP增速表现差异较大。美联储经济预测显示美联储对美国的经济仍然比较乐观，经济恢复韧性依旧存在，岗位空缺数与就业供给的差距缩小。欧美制造业PMI是否能够稳定回升依旧存在疑问，欧洲离俄乌冲突与巴以冲突都比较紧，受到影响比较直接。



2023年以来，除欧元区经济继续明显走弱外，美、日、中以及全球制造业PMI均基本走平，中国在防控放开后并未体现出具有持续性的强势复苏，相较发达国家并未体现出明显的优势，中国经济的恢复韧性还有待观察。欧元区中，德国制造业PMI再探新低的可能依旧存在，法国近期社会活动较多，经济冲击很大。欧美商品库存仍在高位，仍有较大的去库存任务需要完成。欧洲经济何时触底回升也是大家一直在思考的问题。

从美国公布的数据可以看出，美国核心通胀在2024年一季度将仍大概率难以下降，不排除超出市场预期的可能，而随着高基数效应以及美国实际需求的下滑，美国通胀再次冲高难度也很大。这一年来许多国家整体通胀有所放缓，主要因为货币政策收紧、供应链改善以及能源和食品价格下降等原因。根据IMF的估计，由于食品和能源价格下降以及全球需求放缓，核心通胀可能仅缓慢回落，油价对通胀的影响依旧不可忽略。



数据来源：同花顺FinD



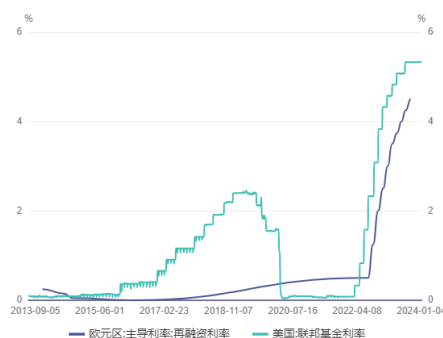
数据来源：同花顺FinD

世界范围内，市场普遍预测大多数国家的通胀不太可能在2025年之前恢复到目标水平。受高通胀冲击，实际人均个人可支配收入仍低于长期趋势。生产部门就业继续停滞，服务业稳步回升，政府部门恢复加速。虽然大多数发展中国家的工资增速仍属可控，但由于劳动力市场紧张，部分发达经济体在2023年出现了工资明显上涨。

当前市场普遍认为2024年一季度美联储开始降息的概率较大，全球融资条件大幅改变，叠加能源问题、地缘政治紧张和全球供应链紧张，实体经济衰退已经持续较长时间。



数据来源：同花顺FinD



数据来源：同花顺FinD

展望2024年全球的通胀影响和欧美经济体货币政策是金融市场关注的焦点，2024年地缘格局博弈不断变化的背景下，全球尤其是海外经济下行甚至陷入衰退的风险依旧较大，商品整体的需求将持续面临下行的压力，美联储的暂停加息将会稍微减缓下行压力。巴以冲突对中东格局的影响将非常直接，中东地区近期时有发生政治事件，各方势力的新角逐不断上演，世界主要经济体也将看到中东产油国真正的减产底气。

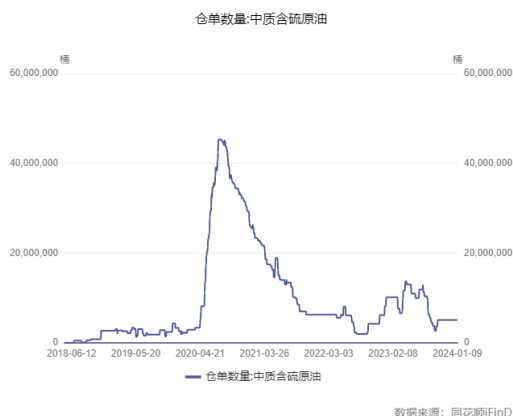
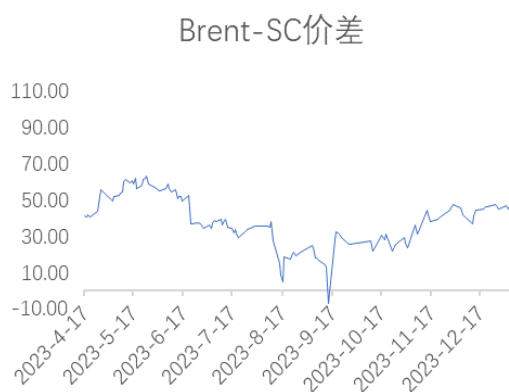
#### 四、原油市场其他指标

##### 1、原油市场价差结构

较低的裂解价差对原油的需求有较强的抑制效果，低裂解价差是可以成为低需求的原因，裂解价差也将成为观察原油市场需求恢复进展的重要指标，其维持低位的可能性较大。22年3季度前，海外成品油供需矛盾较为明显，汽柴油裂解价差站上历史高位，之后裂解价差不断走低。



23年夏季高温增加了炼厂降温负担，导致美国炼厂开工始终无法达到前期高位，汽柴油旺季开启前预期先行，二季度裂解价差矛盾再度上演，随后又快速回落。2024年不排除裂解价差再次走高的可能，原油价格冲高难度较大。



上海原油与布伦特原油的价差在最近一年也有较大变化，持续关注国内原油的库存情况，在库存较低的情况下，不排除缩小与布伦特原油价差的可能。

## 2、全球原油贸易结构

俄乌战争爆发之初，俄罗斯原油受到明显制裁，俄罗斯原油价格贴水布伦特原油明显，近期俄罗斯的原油出口上也有更多选择。自欧美及其盟友对俄罗斯石油出口实施限价政策以来，俄罗斯停止了向限价联盟成员国直接出口石油，原油出口目标转向了中国、印度、土耳其、阿联酋和新加坡等国，甚至采取船对船装卸的交易实现出口，目前对俄罗斯的制裁影响效果不再明显。数据显示，印度5月份从俄罗斯进口的原油数量甚至超过自沙特、伊拉克、阿联酋和美国进口量之和。但10月初中东地区再次爆发地缘危机，巴以冲突导致市场担忧该地区原油供应遭受影响，油价短线飙升。为了稳定国内市场，俄罗斯已暂时禁止向四个前苏联加盟共和国以外的所有国家出口汽油和柴油，并立即生效。



数据来源：同花顺FinD



数据来源：同花顺FinD

在印度5月进口的原油总量中，俄罗斯原油的比例接近42%，这是近年来单一国家对印度原油供应量的最高占比，而5月OPEC国家向印度所供原油占比则降至39%的历史低点。未来印度依然将是全球原油需求增量的重要来源。

2023年以来，国际原油期货价格重心逐渐下移，市场做多信心出现动摇，近期多头信心再次出现打击，多头持仓再次回到较低位置。截至1月2日当周，非商业多头持仓为34.1114万张。

### 3、炼厂

在疫情的出行影响后，2023年整体的出行旺季原油需求良好，汽油、柴油、航空煤油的价格都有支撑。美国炼厂开工率很快恢复到了高位。由于长期的高炼厂开工率，下游石化行业利润收到挤压，近期由于裂解利润出现反复，炼厂利润下滑，美国炼厂开工率出现一定反复。截至2023年12月29日当周，美国炼厂开工率为93.50%，较上周上升0.2pct。



数据来源：同花顺FinD



数据来源：同花顺FinD

预计2024年美国炼厂开工率将持续处于中等较高水平，这也间接导致美国商业原油库存持续处于徘徊状态，成品油需求的进一步下滑或者裂解利润进一步缩减，传导到炼油缓解才会进一步压制美国炼厂开工水平。从新冠疫情，原油价格战以来，欧洲的原油各下游裂解普遍低于美国，炼厂开工率也持续在低位徘徊，欧洲原油加工量恢复缓慢。

## 第三部分 2024 年行情展望

综合来看，对于2024年国内外原油期货市场而言，上半年价格小幅区间震荡走强的可



能性较大，也存在大幅波动的风险。俄乌战争的短期影响在逐步消退，巴以冲突的影响突然变大，对世界能源格局的深远影响还在持续，经济复苏预期有所增强，商品需求前景比之前有所改观。从原油供需基本面展望，预计2024年上半年全球原油将出现小幅供不应求的格局，供应节奏将取决于欧佩克坚持减产后的政策博弈和经济复苏情况，OPEC当前产量已属低位，不少产油国有扩大产能的需求；而美国作为非OPEC中的增产主力军，在当前开采成本不断下降、油价震荡走强的情况下，维持当前产量的可能性较大。原油需求方面，经济的不确定性是制约需求增长的最主要因素，经济刺激政策逐步结束，原油对通胀的影响也不如之前强烈。长远来看，2024年在巴以局势逐步缓和与主要经济体开启降息周期后原油需求有望加速恢复，原油库存整体呈现区间徘徊的状态。美联储降息周期的开启可能是原油供需平衡的转折点。

在地缘因素方面，2024年中东、东欧关系仍将不排除间歇性地缘冲击的可能，从而给油价带来溢价空间，矛盾短时间内难以解决。对于之前国际原油市场整体运行维持振荡走低的态势，原油价格重心料有所抬升。节奏上看，我们虽然看待油价小幅震荡走强，但不排除出现连续大段走势，其中处于低位的供给就是一个无形的支撑。众多的风险因素都可能使得现实不及预期，因此建议2024年上半年原油总体以小幅震荡走强操作为主，下半年等待拐点出现，注意仓位控制，设好止损。



## 免责声明

本报告中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，报告中的内容和意见仅供参考。我公司及员工对使用本报刊及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报刊版权归道通期货所有。

## 业务团队

### 南京事业部

电话：025-83276979，传真：025-83276908，邮编：210024

### 产业事业部

电话：025-83276938，传真：025-83276908，邮编：210024

## 分支机构

### 北京营业部

北京市海淀区蓝靛厂东路 2 号院 2 号楼(金源时代商务中心 2 号楼)10(9)层 3 单元(c座)10B-1

电话：010-88596442，传真：010-88599543，邮编：100089

### 海口营业部

海南省海口市国贸路36号嘉陵国际大厦18楼1807室

电话：0898-31676621，传真：0898-31676619

### 宜兴营业部

宜兴市宜城街道瑞德康城花苑70号

电话：0510-87221878，传真：0510-87077608

### 张家港营业部

张家港市杨舍镇暨阳中路158号东方银座大厦五楼501室

电话：0512-35025818，传真：0512-35025817，邮编：215600

### 宿迁营业部

宿迁市宿城区洪泽湖路88号皇冠国际公寓9#楼前02铺

电话：0527-84665888，传真：0527-84665569