

2023年12月01日

宏观仍呈主导，油价或先抑后扬

——原油2024年年度投资策略

分析师

王亦路：

从业资格证号：F03089928

投资咨询证号：Z0019740

电话：021-68757827

邮箱：wangyil@qh168.com.cn

分析师

冯冰

从业资格证号：F3077183

投资咨询证号：Z0016121

电话：021-68758859

邮箱：fengb@qh168.com.cn

分析师

刘晨业

从业资格证号：F3064051

投资咨询证号：Z0018826

电话：021-68757223

邮箱：liucy@qh168.com.cn

投资要点：

- **概要：**2023年油价波动较大，但价格区间相比往年更小。驱动上更多来自于宏观情绪对利率环境预期以及相应的需求变化预期，现实需求计价往往偏滞后，该情况可能会延续至24年的计价逻辑。减产持续成为油价低位支撑，预计24年也将继续成为油市最大的上行驱动，不过各地供应都有不小增长，减产将在24年面临极大挑战，弱无法覆盖供应增量，在需求出现明确恢复之前，油价中枢有较大可能继续下移。
- **需求面：**OECD国家需求在23年趋势下行，并且在三季度开始出现了较为明显的塌陷。24年需求恢复预期将弱于23年水平，并仍可能维持一段时间的弱势，直至利率环境改变，由此带来的需求预期以及现货采购弱势可能会先后体现在明年前半时段的行情中。
- **供给面：**OPEC+内部恢复生产意愿强烈，减产执行率将继续成为24年的重要供应依据。另外新兴产地如圭亚那24年也将继续有一定增量出现，美油也将机修有一定增量，明年总体供应增加压力较大。
- **结论：**2024年原油仍然面临着宏观环境的剧烈干扰。需求短期可能低迷，供应高位导致的小幅过剩可能会在前半时段计价。后期宏观环境有变化契机，需求可能将随之出现修复。因此油价总体可能在上半年或部分时间内继续计价过剩情况，直至后期可能会出现低位稳定或小幅回暖。
- **操作建议：**一季度甚至二季度之前，油价维持偏空的逻辑不太改变，下半年可根据需求拐点情况适时切换多空并验证。
- **风险因素：**俄罗斯供应变动，OPEC减产履约率，伊朗和委内瑞拉等制裁产能释放情况，宏观利率环境变化情况等。

正文目录

1. 行情回顾	4
2. 2023 年展望	5
2.1. 全球原油需求 2023 年展望	5
2.1.1. OECD 需求	5
2.1.2. 非 OECD 需求	8
2.2. 全球原油供给 2023 年展望	9
2.2.1. OPEC+	9
2.2.2. 非 OPEC+	11
3. 总结	12

图表目录

图 1 基准油价格	5
图 2 基准油三月月差	错误! 未定义书签。
图 3 美国通胀情况	错误! 未定义书签。
图 4 美国 CPI 分项	6
图 5 欧盟 27 国 CPI 分项	6
图 6 美国工业活动情况	6
图 7 美国消费情况	6
图 8 EIA OECD 需求预测	7
图 9 OPEC OECD 需求预测	7
图 10 美国就业指数	7
图 11 美国时薪同比	7
图 12 中国原油进口量	8
图 13 原油进口配额情况	8
图 14 印度原油进口量	9
图 15 沙特原油财政	10
图 16 OPEC 部分国家原油财政平衡	10
图 17 OPEC 产量情况	10
图 18 委内瑞拉对中出口	10
图 19 俄罗斯原油海运出口情况	11
图 20 俄罗斯成品油出口情况	11
图 21 美国生产情况	11
图 22 美油东向出口冲击	11
图 23 页岩油公司资本开支情况	12
图 24 圭亚那产量发展	12

1. 行情回顾

2023 年的原油市场相比于 2022 年，单一趋势性更弱，价格中枢上下的波动性更强。一年的价格多锚定在宏观，从年初全球市场软着陆的预期，到 3 月开始海外流动性危机开始，多数的短期价格走势均从宏观驱动开始。同时，沙特和俄罗斯的减产从 2 季度开始贯穿了一整年，其减产情况也成为了为数不多的配合宏观对盘面产生影响的因素。后期的每次油价变动，实际都是从宏观利率变动的预期变化，引起的对需求预期变动的结果。时至年底，宏观逻辑仍然是油市重要的计价点。而对 23 年一整年的逻辑进行回归梳理，也能更好地去理解以及推断 24 年的价格路径。

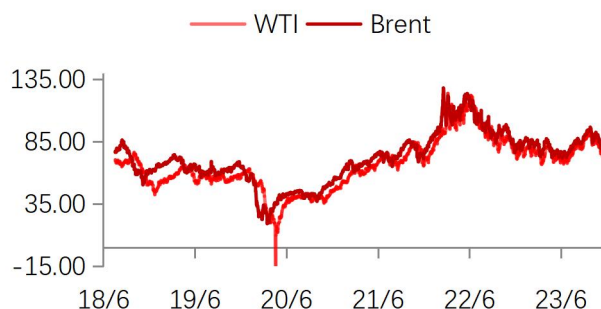
一季度中，市场普遍对中国放开后需求恢复抱有较高期待，叠加欧盟对俄罗斯成品油施加了禁令，所以在 12 月末到 1 月末的时段中，油价上行。但是，从 2 月开始到一季度末，市场发现海外需求一般，而中国市场的需求恢复情况也有限，叠加硅谷银行引起的流动性恐慌，风险资产集体进入大幅回调，油价自身供需的弱势跟随此轮宏观情绪发酵导致价格大幅下跌，衍生品的套保也加剧了此轮下跌行情的幅度。但 Brent 在 70 美元成功支撑，并在月末重回 80 美元，也基本对应了 2 季度的主旋律，即需求的恢复和供应的受限。导致油价出现了明显的回调。

二季度中，由于需求前景趋于悲观，沙特领衔 OPEC+ 进行了大幅减产，该举措一下刺激了油价大幅上行。但是事实证明，除了减产之外，市场发现对俄罗斯的制裁并没有能成功遏制其供应出口，其供应仍然能处于偏高位置。另外在第一共和银行出现流动性危机且得不到解决的背景下，市场对衰退预期愈演愈烈，直接导致了原油 2-3 季度的需求预期极度弱势，油价再度崩盘。此后直至二季度末，油价一直在 75 中枢低位徘徊。

三季度后，国内需求明显开始有所回暖，而多数厂家在一至二季度经历了被动去库之后，在需求回升的基础上也有了一定的补库需求，所以整体工业活动回升明显，个人消费水平也有不少的增加，叠加海外通胀开始持续下行，市场普遍开始预期美联储将逐渐结束加息，并不久将开启降息进程，油价开始再度朝向乐观方向发展。这阶段中，原油市场供应也推波助澜，俄罗斯出口出乎预料地按约减产，沙特从 7 月开始的减产也卓见成效，叠加夏季需求进入峰季，环比增幅明显，导致现货市场贴水不断上升

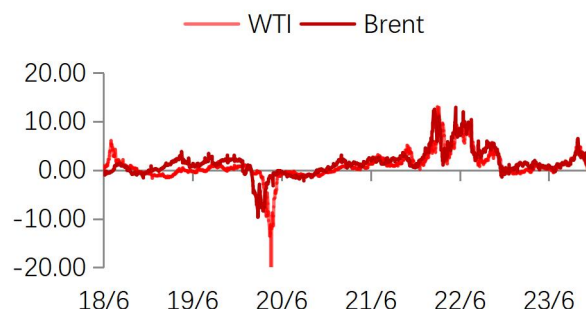
到四季度，随着中东以哈局势不断紧张，伊朗也不断制造声音，随时有介入事态的可能，对中东供应的担忧陡然上升，油价在经历了弱化波动后，催生出了年内最后一波，也是近幅度最猛烈的涨势，但在这之后，地缘政治的盘面溢价逐渐褪去，时间也走出了夏季需求峰季，各地供应也再度攀升，同时市场也再度开始重新考量之前对结束加息以及开启降息周期的预期是否过于乐观，叠加通胀数据有所反复，以及就业和工业活动数据都开始有所下行，油价因此大幅走弱。

图1 基准油价格



资料来源：东海期货研究所，Wind

图2 基准油月差



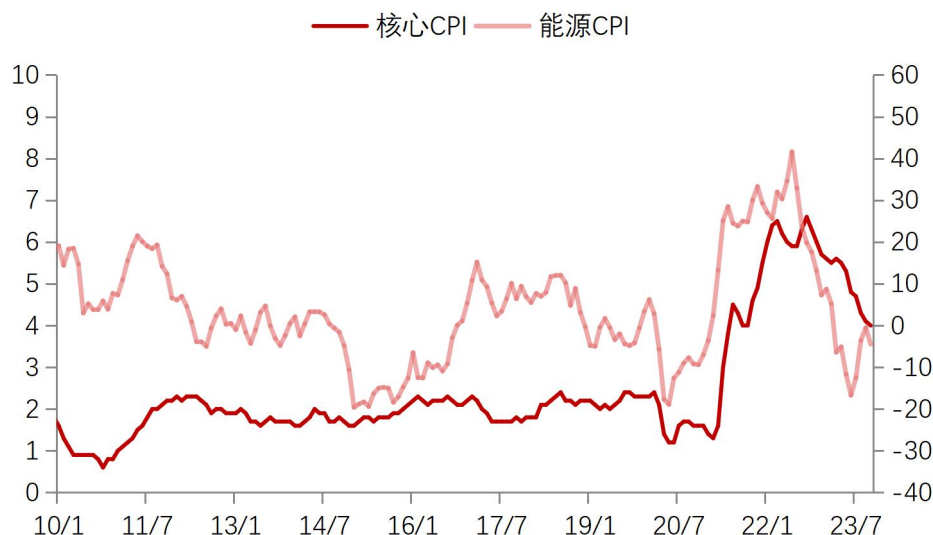
资料来源：东海期货研究所，Wind

2. 2023 年展望

2.1. 全球原油需求 2023 年展望

2023 年一整年中，海外需求尤其是美国需求在大部分实践中仍然是比较坚挺，但在年中至年末的时段开始出现颓势。而国内需求在上半年则相对疲软，但从 6 月开始，虽然幅度有限，但是需求已经开始有不小的回升。尽管在年底炼化利润都出现了较大的下行，但是这也是相对于之前过高的炼化利润相对比，目前更多是回归中性水平。2024 年，油价虽然和 23 年一样仍然会较多地计价宏观驱动，但是在加息周期末段和降息周期开启阶段，油市将会继续出现驱动锚定宏观的情况，而节奏将会继续紧跟需求预期情况以及利率变动预期。

图3 美国通胀情况



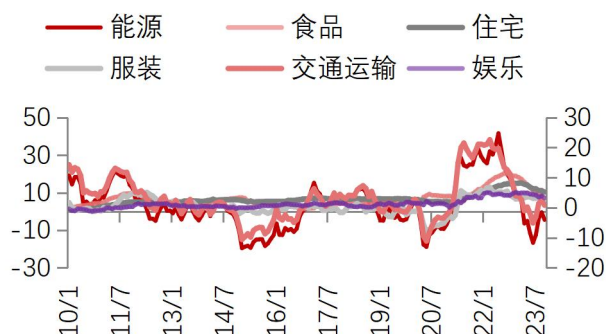
资料来源：东海期货研究所，Wind

2.1.1. OECD 需求

从宏观来看，CPI 在近期有所反复，最主要原因仍然是消费项和能源项的波动。而虽然核心 CPI 已经出现了明显的下降，但从美联储表态来看，直至到达 2% 目标之前，联储不希

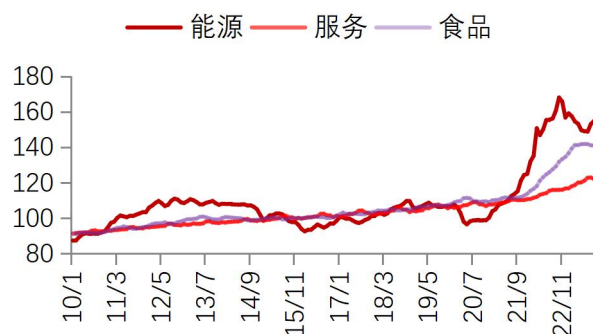
望市场预期导向对结束加息以及开启降息周期过于乐观。从分项上看，目前海外通胀主要部分的服务消费和能源部分近一年时间中有明显下行，但近期也有所反复且边际下行力度已经越来越小，欧洲的能源通胀则由于天然气供应问题甚至还有所反复。后期海外央行对于遏制通胀的抬头仍有较强烈需求，在其认为目标达成之前，一旦市场出现对开启新周期的乐观预期，很可能再度出现 23 年 10 月的类似情况，从央行放出相关压制消息，从而影响原油等风险资产。所以在海外通胀完全到达央行能接受的幅度内之前，油价仍然面临着从宏观情绪引发的需求预期变动影响。

图 4 美国 CPI 分项



资料来源：东海期货研究所，Wind

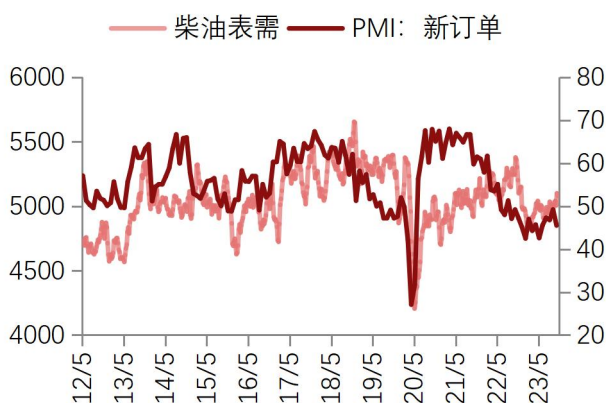
图 5 欧盟 27 国 CPI 分项



资料来源：东海期货研究所，Wind

从就业数据来看，海外 24 年的消费预期仍旧会和宏观数据挂钩明显。从过去数年的路径来看，工业新订单的往往能够给柴油消费以一定的先导性指引，最近的一轮趋势是 23 年伊始的持续工业活动触底，带来了柴油的表需上升，当然这其中也有柴油自身供应的因素。但从近期的新订单数据来看，虽然仍在低位，但是也基本触底并有小幅回升的情况，可能海外已经到了库存周期的补库阶段的前期，只是在当下仍然需要一定时间的调整。从消费品的同比变化上来看，最坏的时段可能在 23 年已经度过，所以明年的海外格局可能总体就是呈复苏的，在年初的部分利空因素消化之后，大方向从需求上仍宜偏多对待。

图 6 美国工业活动情况



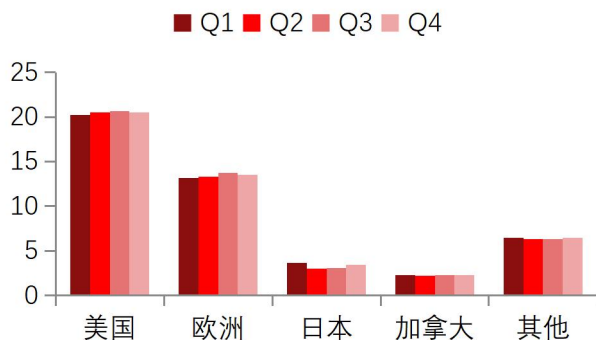
资料来源：东海期货研究所，Google

图 7 美国消费情况



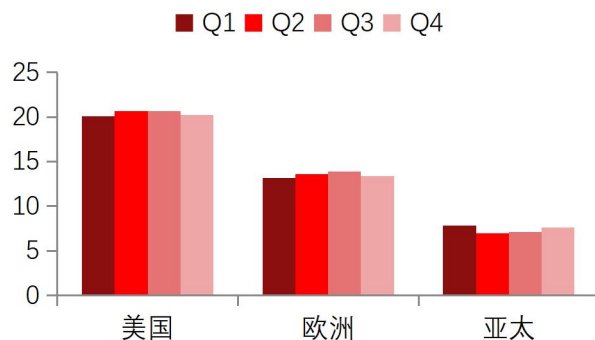
资料来源：东海期货研究所，OAG

图 8 EIA OECD 需求预测



资料来源：东海期货研究所，EIA

图 9 OPEC OECD 需求预测

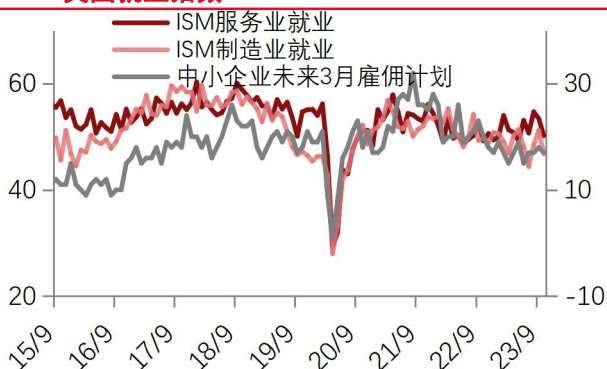


资料来源：东海期货研究所，IEA

鉴于当下过剩情绪浓厚，加上联储持续压制新利率周期的预期，导致对明年的需求预期都偏悲观。目前对明年的需求预期普遍都低于 23 年需求增量。EIA 对 2024 年需求预测为 1.024 亿桶/天，增长 140 万桶/天，比 23 年的需求增量下降了 58 万桶/天；IEA 对 2024 年需求预测为 1.029 亿桶/天，需求同比增量为 93 万桶/天，相比 23 年的 240 万桶/天大幅放缓；而 OPEC 的需求一如既往地最为乐观，目前对 2024 年的需求预测为 1.0436 亿桶/天，增长 225 万桶/天，相比今年放缓 20 万桶/天。所以目前对明年的需求判断分歧也较大，但共通的一点是明年的需求增量都会受到宏观压制，目前的预期都不如 23 年，所以从需求预期出发，如果供应无法给出明确的减量，那么在需求恢复过程中，短期的价格中枢将会收到压制。

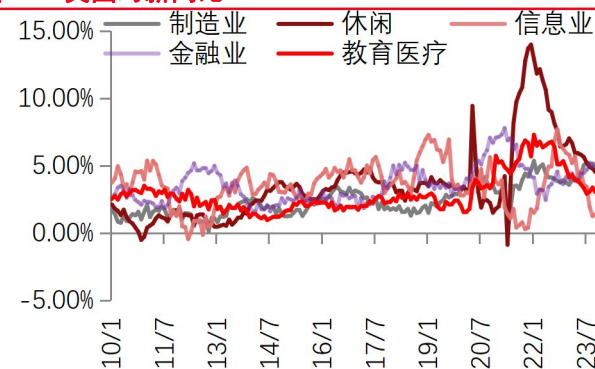
24 年最终的需求恢复很大程度仍然要挂钩在海外联储的利率决议上，从目前的就业及薪资数据来看，已经出现了一些疲软的迹象，短期对于成品油的需求将会有明显的压制影响，但是长期来看，如果能够成功压制通胀遏制消费，加息结束乃至降息的周期将会在明年较为确定地开启，目前企业未来雇佣计划指数也多月持平，也符合海外明年总体复苏的节奏。

图 10 美国就业指数



资料来源：东海期货研究所，Wind

图 11 美国时薪同比



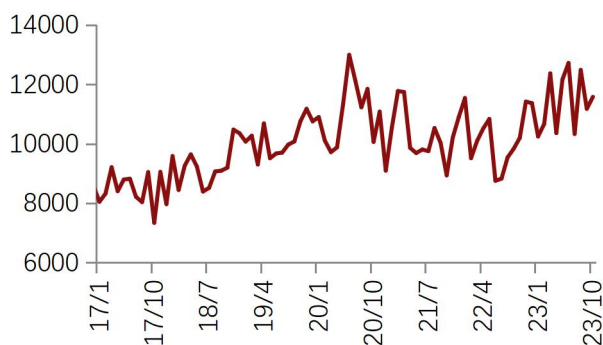
资料来源：东海期货研究所，Wind

而目前的工资增速已经开始回落，尤其是服务行业，此前通胀的大头就系于服务业居高不下的工资水平，而在工资确定形成下行趋势后，明年前半段时期的需求将会呈偏低迷态势，这也是促使美联储彻底放开转向降息的必要路径，所以从这个角度出发，油价也需要经历一段时间的低迷，节奏上才能有彻底的转折。

2.1.2. 非 OECD 需求

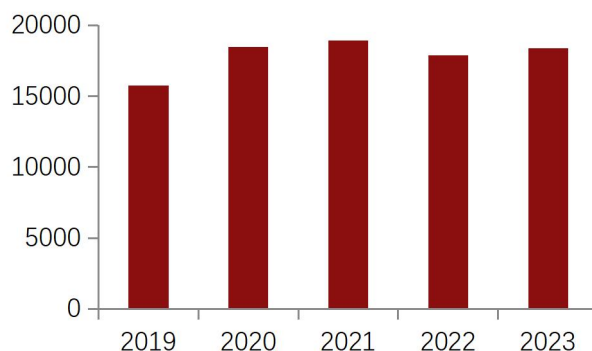
2023 年大半时段中，亚太需求都是为数不多的油市亮点，而这样的支撑在 4 季度也最终下行，导致油价出现年内再度的走弱。其中中国需求在前三季度表现总体不错，即便国内原油库存有所增加，但是进口量仍然保持在较高水平，但 4 季度国内炼厂利润开始走低，炼厂开工随之下降，叠加海外炼厂同样受到低利润和低成品油消费影响，促成了油价的下跌。2024 年国内需求可能会继续保持高位，但是或难以维持 2023 年的高进口水平。首先从进口上来看，23 年底炼化利润下行，开工大幅下降，另外 23 年长时间的大量进口已经导致国内的原油库存累积到高位，在没有得到明显去化，以及炼厂开工仍在低位的情况下，24 年一季度的进口可能不会能够重现 23 年的高位。叠加配额上近年来已经维持在稳定水平，23 年也就维持在 1.83 亿吨，虽然相比 22 年的 1.78 亿吨有增量，但基本都维持在 20 年开始的水平线，所以 24 年的中国需求可能最多维持在 23 年水平，甚至前段时间可能会出现弱化。

图 12 中国原油进口量



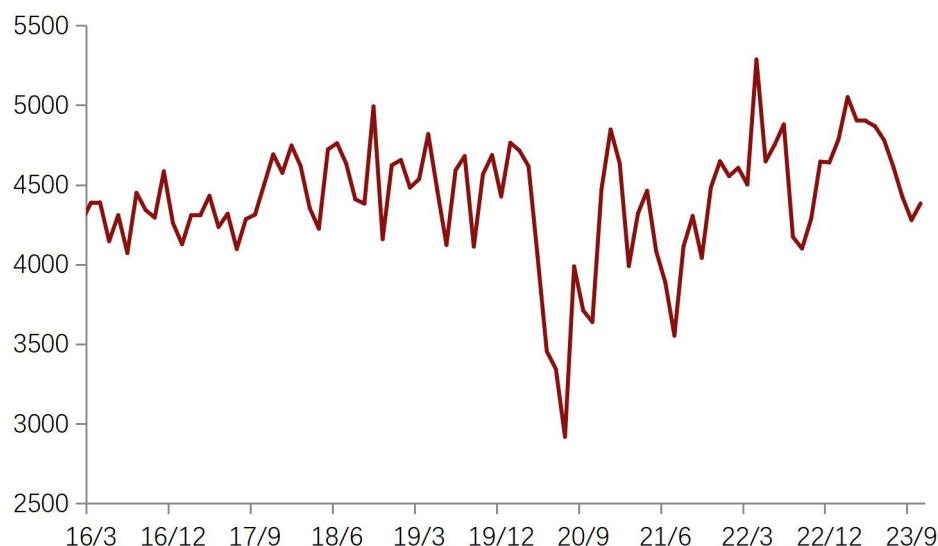
资料来源：东海期货研究所，Wind

图 13 原油进口配额情况



资料来源：东海期货研究所，公开资料整理

印度的需求则在 23 年经历了较原油贸易格局重新变动带来的变化。由于俄罗斯原油向西流量大幅减少，较多出口都转向了亚太地区，其中印度便是最主要的目的地。而印度在增加了自俄进口之后，炼厂开工持续走高，生产成品油之后再度出口至欧洲，相当于成为了俄罗斯的代加工厂，完成了贸易格局的转换。而此格局在 23 年仍然能够持续，尤其是在近期欧洲成品油尤其是柴油库存极低的情况下，俄转从印度的出口仍将在后期扮演重要角色。虽然 23 年后期印度进口由于炼化利润而出现波动，但是由于西向出口地位增加，所以印度自其他产区的进口需求在 24 年也大概率将维持在偏高位置。

图 14 印度原油进口量

资料来源：东海期货研究所，Wind

2.2. 全球原油供给 2023 年展望

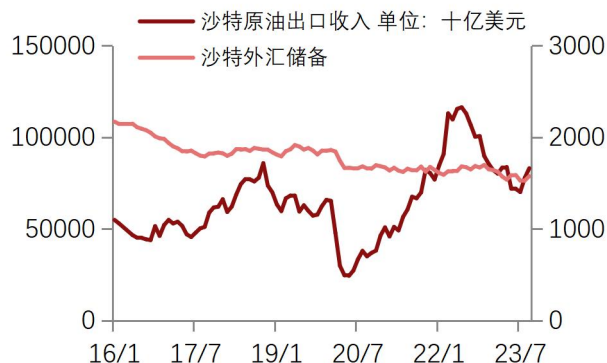
2023 年在经历了 1 季度的偏弱走势之后，沙特和俄罗斯在 4 月宣布了将会进行超 150 万桶/天的大减产。在 7 月减产意外得到严格落实之后，整体油价出现了回升。但在 8 月之后较多新供应出现，但是并未在盘面得到计价，直至以哈局势热度退散，过剩担忧才开始在盘面显现，直至年底都未能散去。从全球供应来看，明年最重要的两块供应，OPEC+与其他新兴供应地，将成为 24 年最重要的边际变量。

2.2.1. OPEC+

OPEC+今年的减产路径也颇为不平坦，从上半年的减产来看，减产执行力度并不尽如人意，但这也给 7 月开始的减产拉低了市场预期，导致了下半年行情的开始。但是伊朗在 8 月开始与美国出现关系缓和，其制裁也有所放松，而供应也有所回升。俄罗斯减产力度也在四季度开始再度松懈，整体供应都有所回升。

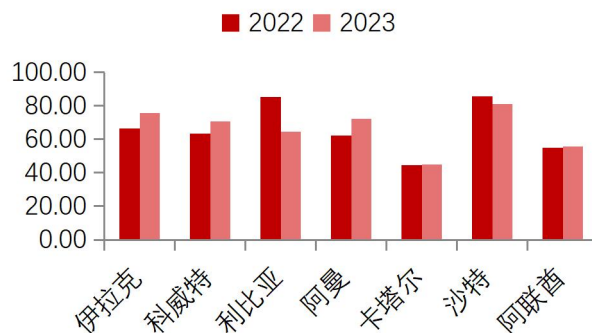
从之前的表态来看，除沙特以外的 OPEC 主要生产国，阿联酋科威特等，都已经对继续减产，尤其是深化减产表达了较大的抵触，这也是 23 年底减产会议被推迟的主要原因之一。另外西非产油国由于受到大量美油的冲击，也对深化减产持反对态度。另外重要的一点是美国开启加息周期以来，各国本身就已经被减产所影响的外汇储备面临更加困难的情况，所以从这点出发，各国对持续的深化减产有抵制态度也不难理解。所以 24 年除非沙特自愿大幅深化减产幅度，否则 OPEC+供应将难以出现明显的进一步深化。

图 15 沙特原油财政



资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

图 16 OPEC 部分国家财政盈亏平衡

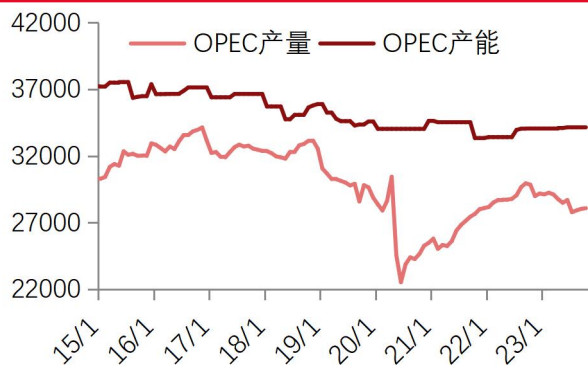


资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

产能回归在 24 年也将会是主题，除去已经有回归迹象的伊朗，伊拉克北部超 40 万桶/天的库尔德出口也可能会在 24 年谈判恢复。另外此前数年受美制裁导致供应仅通中国的委内瑞拉，近期制裁放松之后，虽然生产恢复仍需大量凝析油品，但是 24 年也大概率在恢复过程中，只是产量回升至以前的 100 万桶/天以上有较大难度。

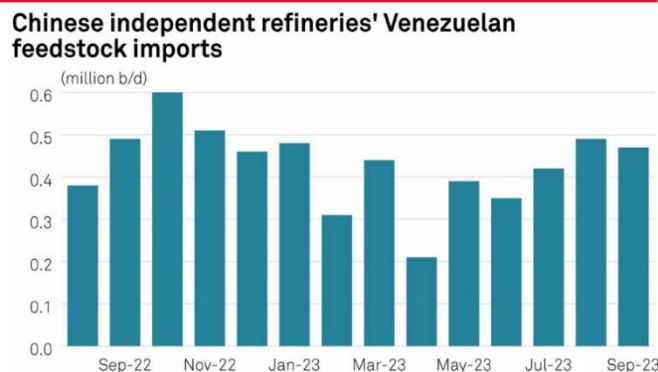
而此前一直对 OPEC 产量持续造成制约的产能投资不足的问题，在现阶段也基本不再成为关键问题。虽然安哥拉、尼日利亚等国仍然存在一定产能受限，但是一来问题严重程度随近两年投资回归有所缓解，二来当下过剩格局也稀释了产能不足的问题，所以该问题预计不会在 24 年成为关键。

图 17 OPEC 产量情况



资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

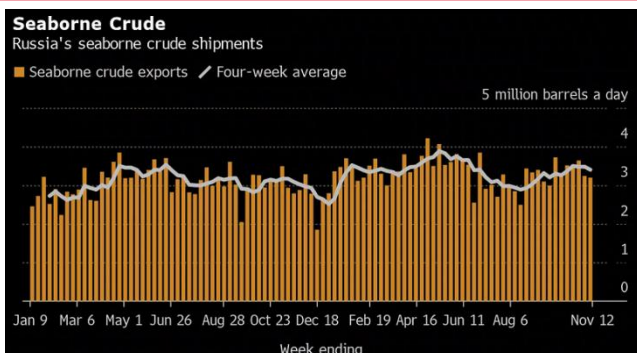
图 18 委内瑞拉对出口



资料来源：Platts

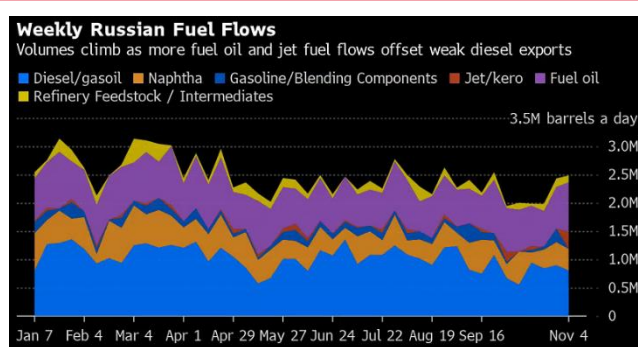
而俄罗斯的减产执行力度，以及出口条件等，将继续成为 24 年的关键边际变量。23 年的大部分时间里，俄罗斯并未完全履行其承诺的减产执行量，整体海运出口都偏高，仅在 7 至 10 月的时段内出现了超预期的正常减产，出口量遏制在 290 万桶/天以内，其余时间平均都保持在 320 万桶/天以上。但是首先其承诺减产份额在后期减少了 20 万桶/天，其次后期的时间里俄油出口再度出现了回升的情况，而 G7 对俄油的制裁不管是从价格还是从数量上，可以说基本宣告失败，所以减产执行不力的俄油将在 24 年继续扮演油价关键影响因素。

图 19 俄罗斯原油海运出口情况



资料来源：Bloomberg

图 20 俄罗斯成品油出口情况



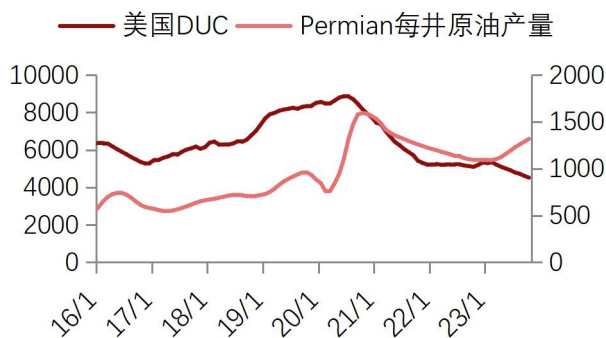
资料来源：Bloomberg

不过从成品油供应上来看，由于受到制裁影响力度较大，俄供应已经对欧洲的库存产生了较大影响，一年多以来已经下降不少，导致目前欧洲柴油库存整体都处于低位，如果一季度出现冷冬情况，则将成为 24 年油价支撑的最大因素。

2.2.2. 非 OPEC+

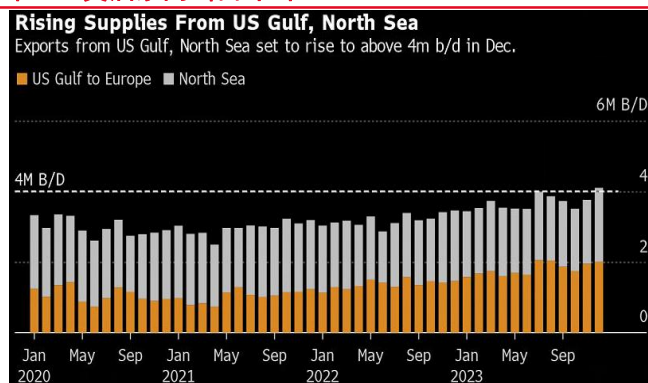
非 OPEC+ 供应中，美国产量也在高油价刺激下不断增长，而新兴供应地圭亚那，巴西等也在不断增加常规供应。美国页岩油公司在经历了近期的超级并购潮之后，虽然各公司主要业务重心目前仍然较为分散，但是后期对于 Permian 等中心区块的开采计划仍将会在寡头模式下受到更多保障，而对 DUC 的消耗也仍有一定可持续性，技术的进步是每井产量再度出现了上升，这些都导致美油 23 年下半年产量飙升，出口已经接近平均 500 万桶/天，对欧出口冲击力度尤其巨大，已经长期保持 200 万桶/天以上，Brent 将 WTI 纳入计价标准也说明美油的扩张已经带来了重要影响。

图 21 美国生产情况



资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

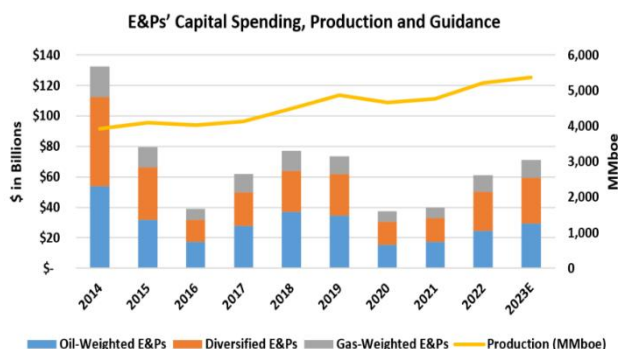
图 22 美油东向出口冲击



资料来源：Bloomberg

而从前些年制约页岩油公司开采的重要因素资本开支上来看，23 年总体是有一定回升的，加上近期并购之后，页岩油公司债务问题得到一定稀释，上游开支在 24 年预计大概率会维持在小幅增长的局面。

图 23 页岩油公司上游开支情况



资料来源：RBN

图 24 圭亚那产量发展

Exxon ramps up oil production in Guyana

Exxon-led group aims to hit 1.2 million barrels per day of oil and gas in 2027 from six platforms



资料来源：Exxon Mobil

而在 2015 年开始得到勘探发现的圭亚那，作为重要新兴产油国的潜力在 23 年终于得到了兑现。其主要开发商埃克森美孚圭亚那预计到 2027 年底，圭亚那 Stabroek 区块将有 6 艘 FPSO 投入运营。第四个和第五个项目 Yellowtail 和 Uaru 目前正在建设中，预计 27 年产量将达到 120 万桶/天以上。23 年 11 月，圭亚那 Stabroek 区块的第三个海上石油开发项目 Payara 开始生产，使圭亚那的总产能达到约 62 万桶/日，目前产量也已经基本稳定在 50 万桶/上，增量十分明显，24 年预计将至少继续有 20 至 30 万桶/天的增量。

其他新兴供应地区，如巴西等，虽然产量也在增长，但是 24 年出现产能兑现的幅度可能不会太高，至少短期内不会成为油市的供应边际量。但是归根结底，OPEC+内部供应回归意愿较高，新兴供应在 24 年的回归也较为确定，明年的供应增量将给油价带来较大压力。

3. 总结

2023 年前三季度供需矛盾并不突出，但是需求问题随着海外长时间高利率环境已经出现了弱化，24 年大概率将延续至一季度甚至半年度时间，除非利率环境改变，消费和工业活动出现明显回暖迹象，或者冬天的冷冬带动大量成品油消费。而供应端口在 24 年出现回归的概率较高，不管是 OPEC+内部还是外部，供应增量都较为确定，这也为 24 年沙特持续深化减产和执行力度提出了要求。综合来看，24 年根据宏观和消费以及工业活动环境的转变时点，可能会经历先抑后扬的局面，但是也需要注意库存低位情况，从近两年经验来看，也会为油价提供底部支持。

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。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导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn