



长安期货
CHANG-AN. FUTURES

长安期货有限公司

投资咨询业务资格（陕证监许可字[2012]101号）



需求担忧油价回吐涨幅，地缘扰动后续仍存上行可能

原油月评 2023年11月6日



刘琳 (Z0014306) 范磊 (F03101876) 助理分析师

忠诚 敬畏 创新 卓越

目录

CONTENTS



长安期货
CHANG-AN. FUTURES

操作思路

1

行情回顾

2

基本面分析

3

观点小结

4





01



操作思路

操作思路:

SC主力本月价格或在当前位置获得较强支撑，短期建议以中性短差思路对待，关注区间

【630-680】；

中长期受地缘影响，油价下沿压力较弱，或仍存在一定的上行可能，可考虑围绕估值谨慎偏多布局，或逢低布多看涨期权，但需留意波动率对期权溢价的影响，且不易过度追涨。



(SC主力合约K线走势图)

忠诚 敬畏 创新 卓越



长安期货
CHANG-AN. FUTURES

|| 02 |



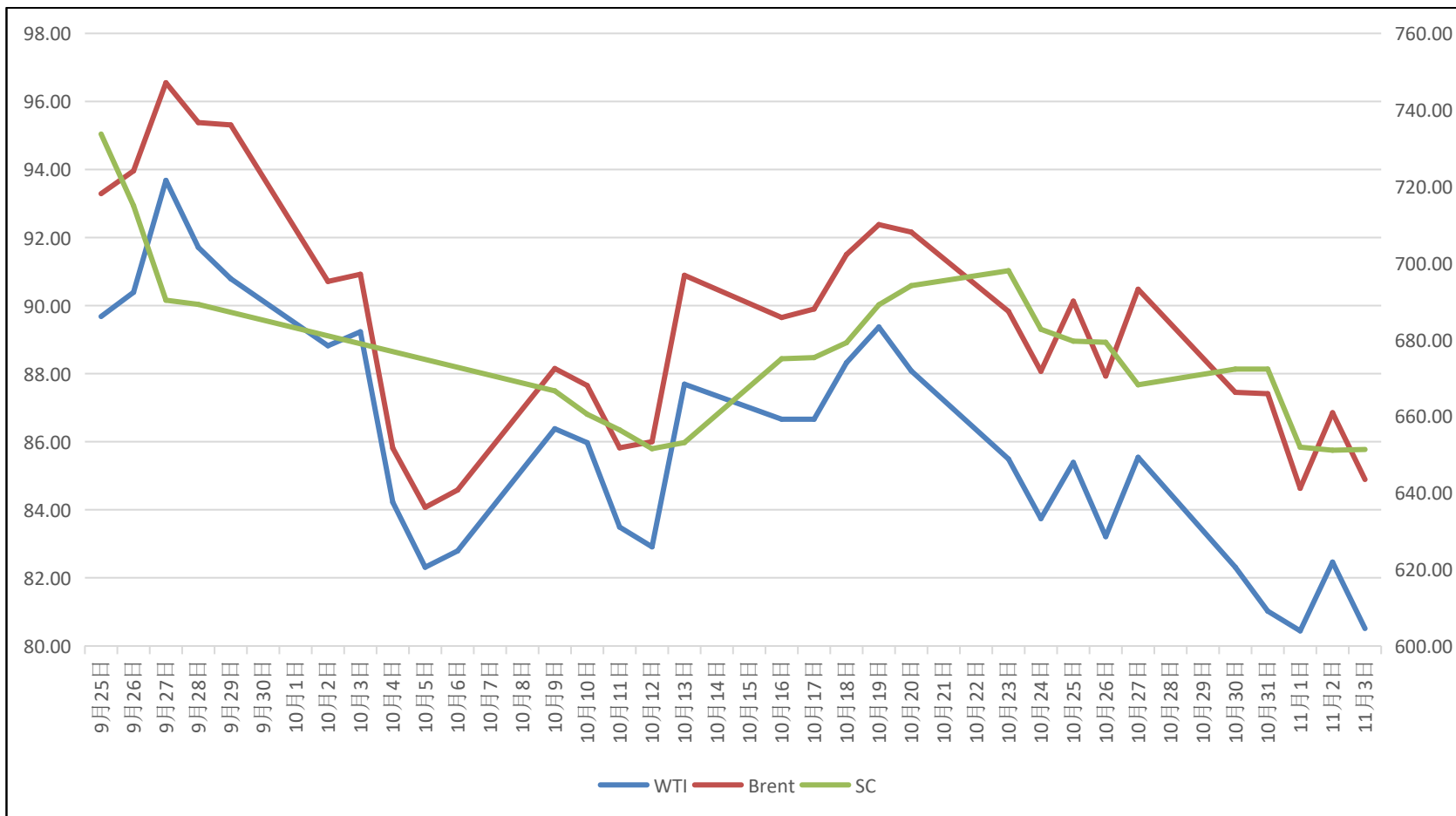
行情回顾

忠诚 敬畏 创新 卓越

行情回顾

行情回顾:

10月中三大原油期货价格同步宽幅运行，10月初受到巴以冲突影响经历了大幅上涨，之后随着地缘局势的降温与需求担忧的影响逐步回吐溢价并向下跌探，但目前三大原油期货价格在下方均获得了较强支撑，价格存在一定的企稳迹象。



(三大原油期货主力合约价格走势)



长安期货
CHANG-AN. FUTURES

03

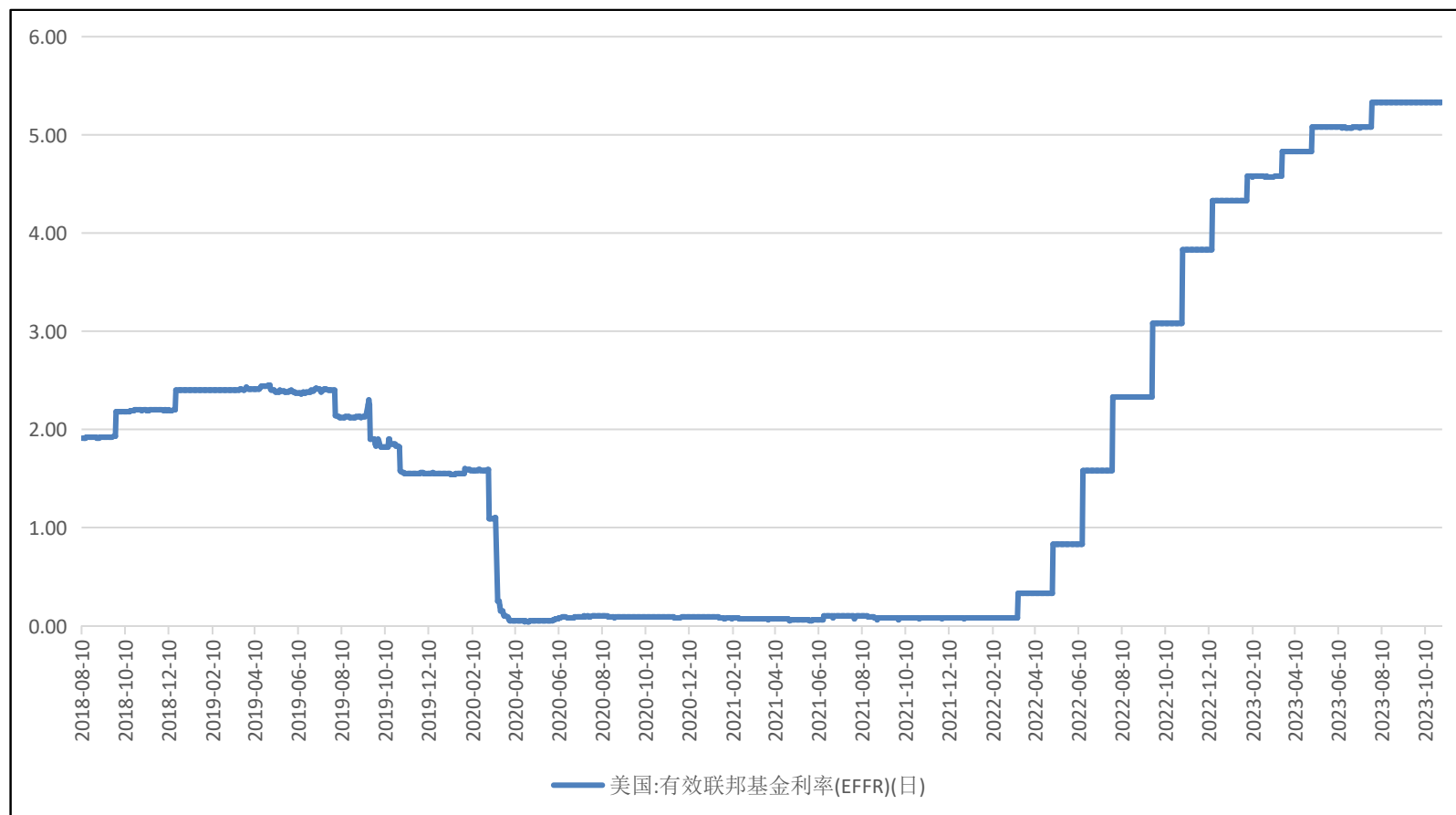
基本面分析



忠诚 敬畏 创新 卓越

(1.1) 宏观——美联储再度维持利率决议

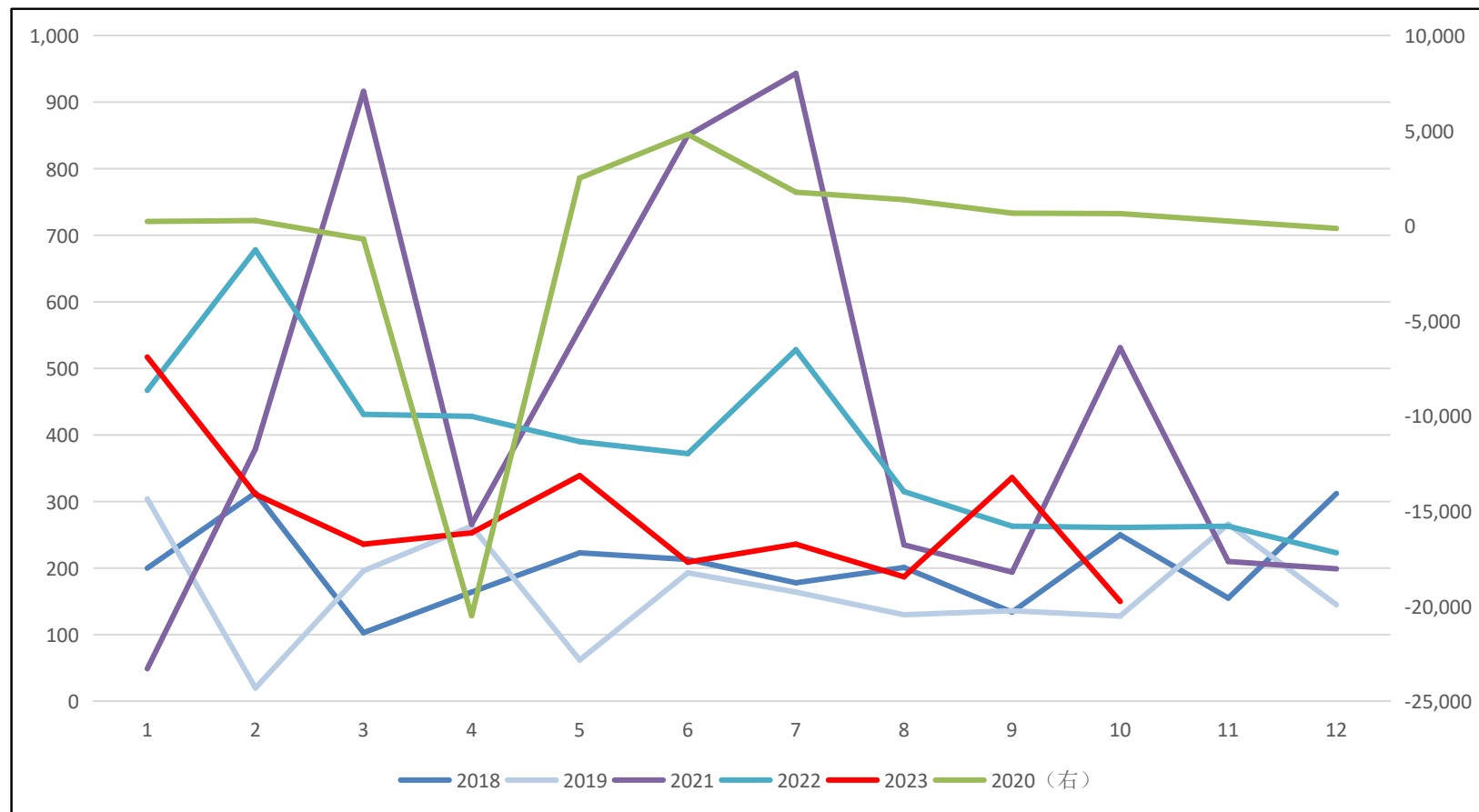
- 10月最后一周备受市场关注的美联储议息会议终于再度以暂停加息落幕，该结果基本上符合市场前期的预期，值得注意的是会后鲍威尔称目前仍未有考虑降息的打算，同时将视后续经济数据的表现来决定加息与否，并强调将高度关注后续的通胀走向，这导致后续对于降息来临的预期进一步降低。



(美国联邦基金利率变化)

(1.2) 宏观——美国非农降温明显

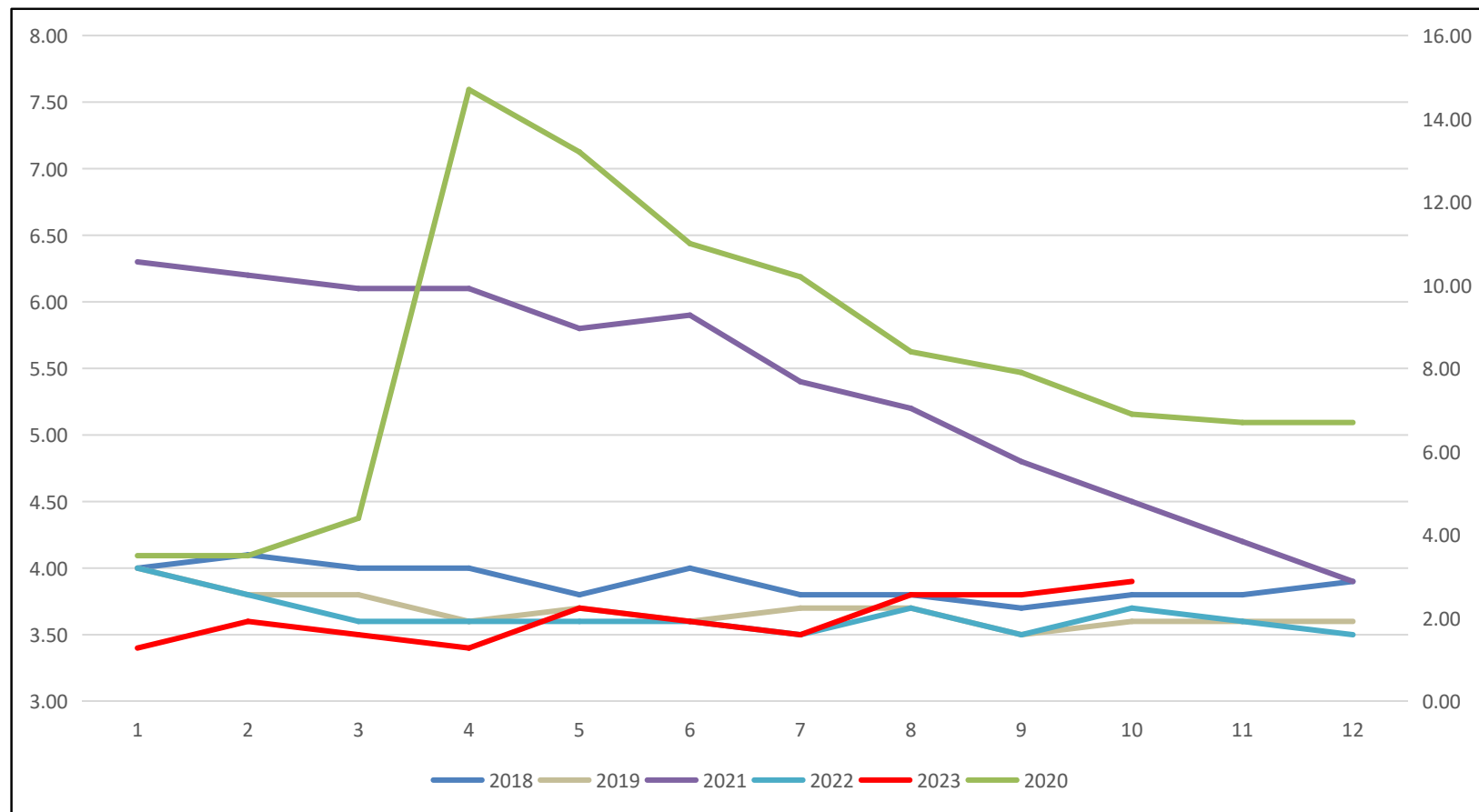
- 11月初时间市场迎来了美国新一轮的劳动力市场数据，其中美国10月季调后非农就业人口增加15万人，为6月以来最小增幅，不及市场预期的18万人，并且美国10月失业率录得3.9%，为2022年1月以来最高水平，市场预期为3.8%，前者的进一步降温为美联储的暂停加息提供了数据支撑，但后者失业数据逼近4%的红线则再度为市场敲响了警钟



(美国非农同比)

(1.3) 宏观——失业率再度上行

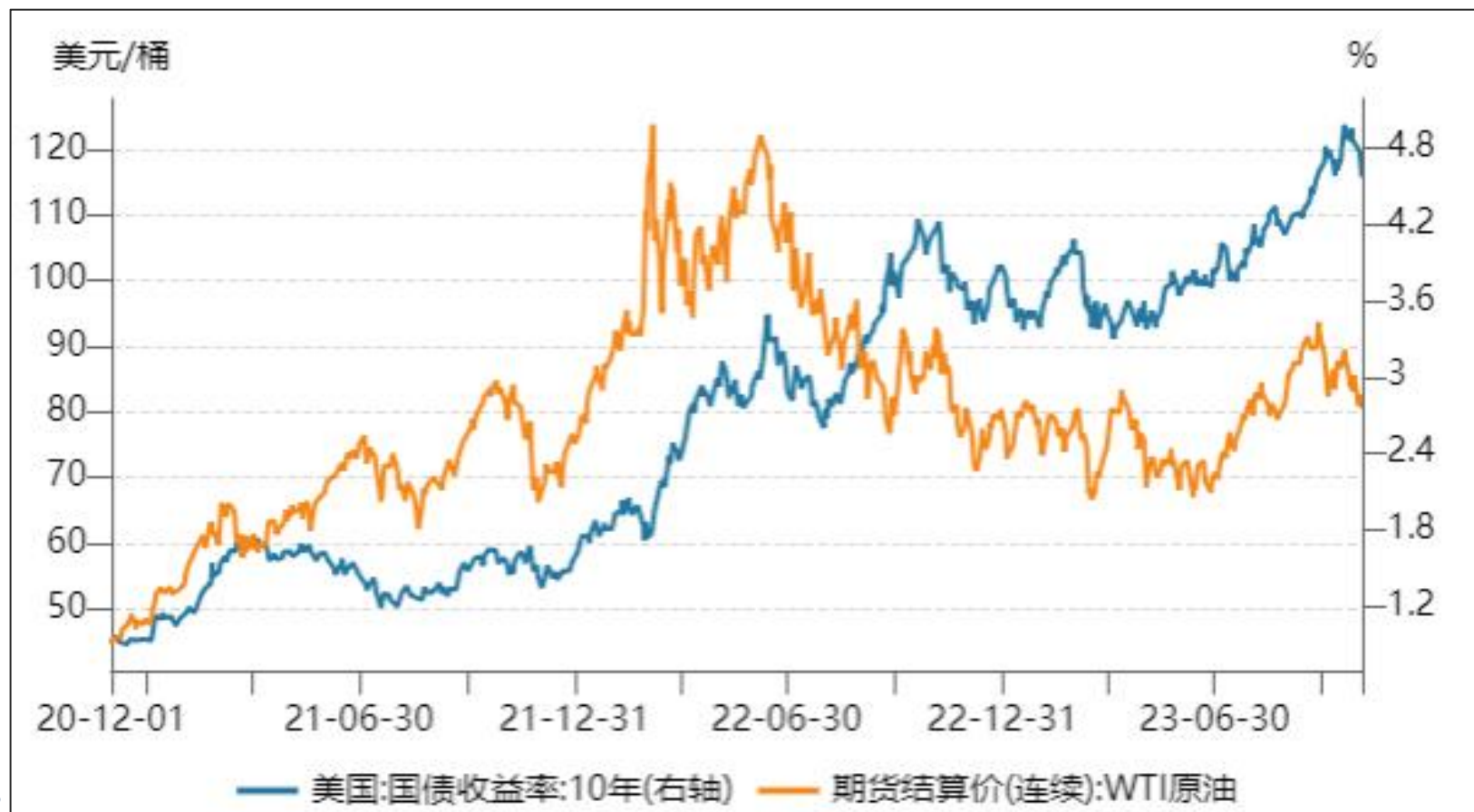
- 两者结合看来，就业增长疲软，失业率略有上升，工资增长放缓，这意味着美联储12月加息的可能性将无限被降低，而此也或将导致后续宏观经济下行压力进一步减弱，从而为油价的反弹提供支撑。



(美国失业率同比)

(1.4) 宏观——美债收益率回落

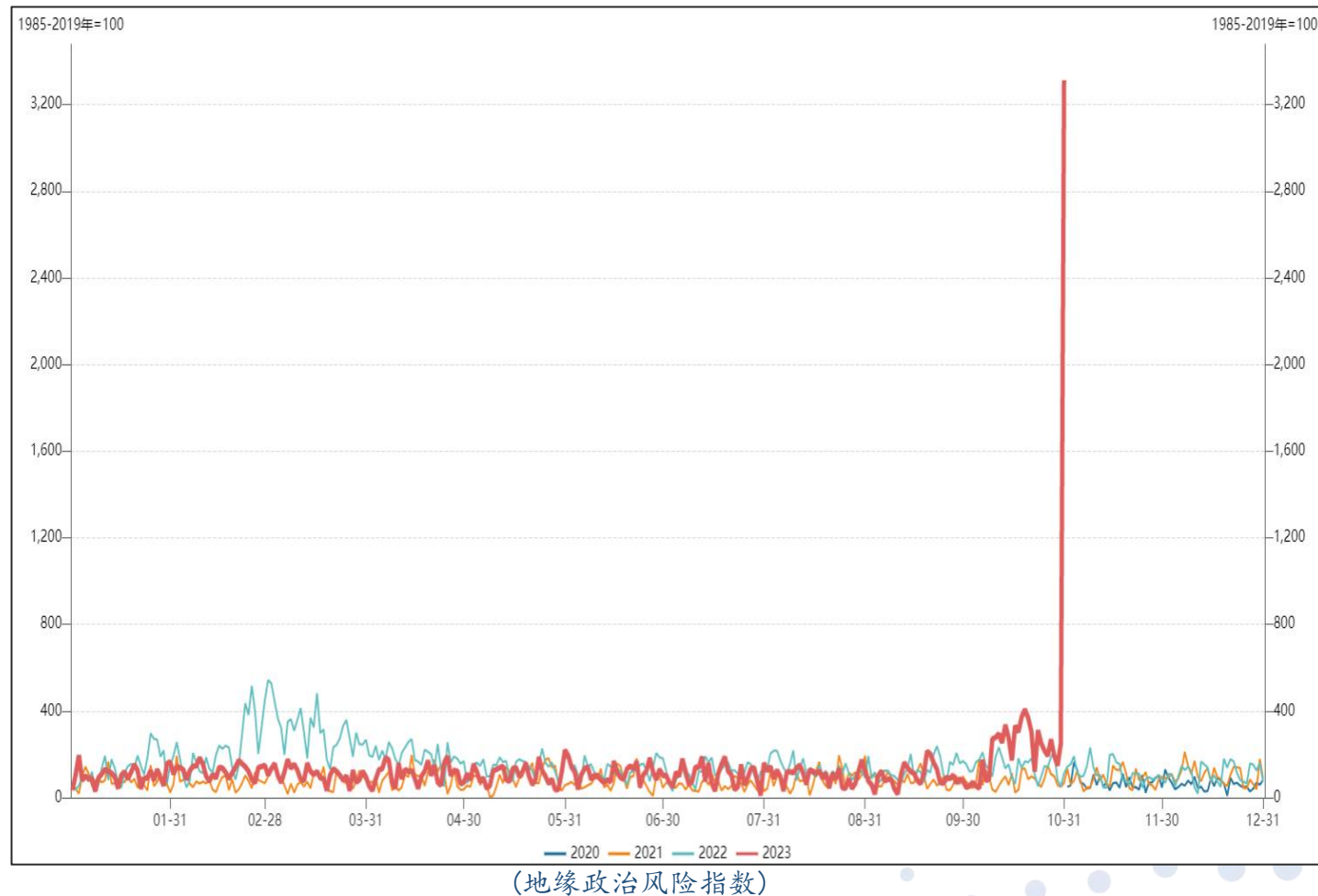
- 10月之中受到市场关注的美债收益率问题也出现了新动向，前期美国财政部将10月至12月当季净借款预估下调至7760亿美元，低于前期预估的8520亿美元，且到12月底现金余额将达到市场预期的7500亿美元，尽管该数据是美国四季度借贷额度的新高，但低于预期的结果也进一步导致美债收益率出现了下跌；而从长期的综合走势来看，原油价格基本保持与长期美债收益率正相关的走向，在前期出现小幅分歧之后，若后续美债收益率进一步下行，那么油价或受到一定程度的打压。



(美国长期国债与WTI价格走势)

(1.5) 宏观——地缘仍存不确定性

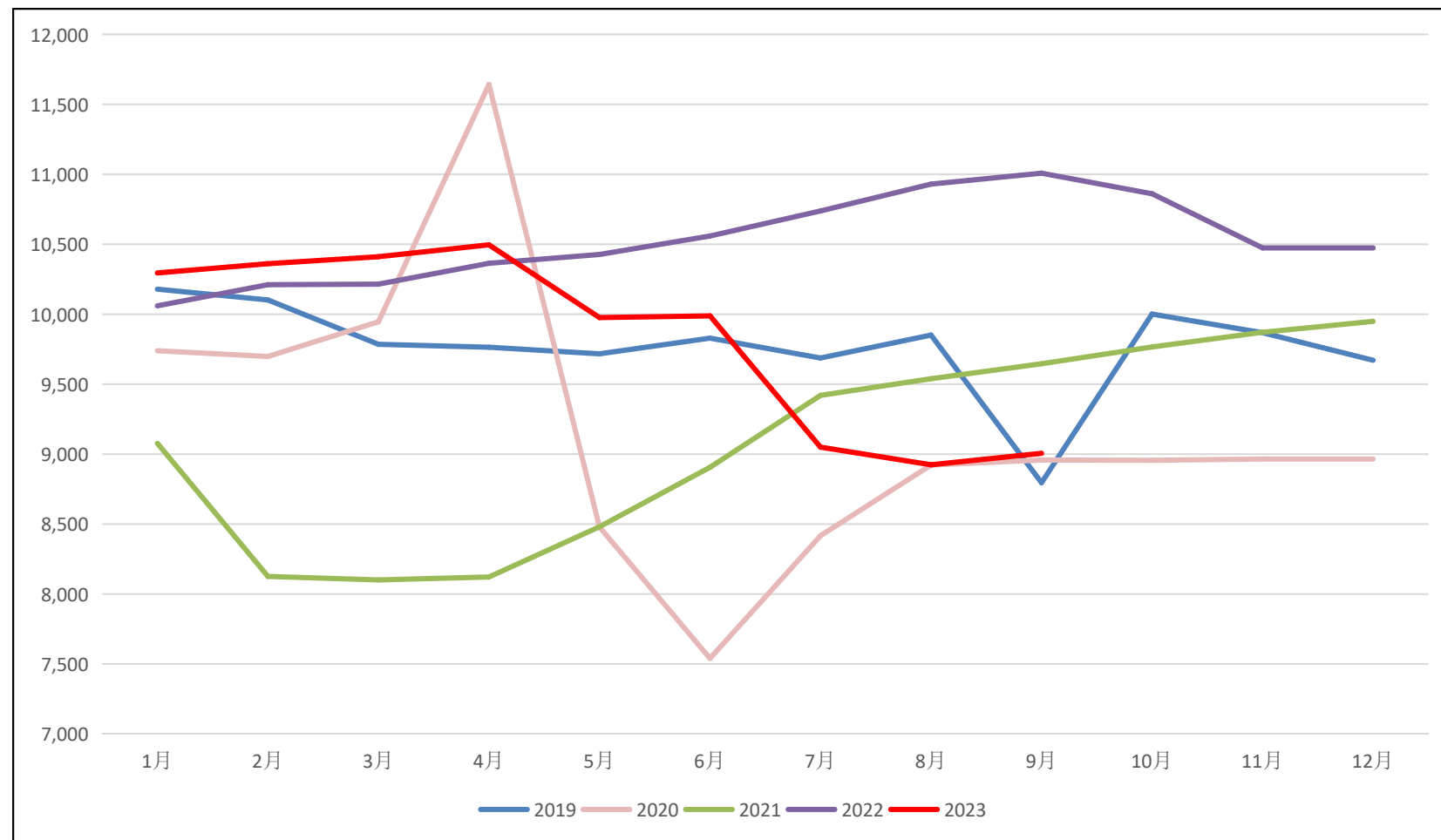
- 截至目前，巴以冲突爆发一个月之际，加沙地区已经有接近万人次的伤亡，虽然10月中下旬时间多个国家与地区呼吁停战，联合国也召开了相关会议，但巴以双方强硬的对外回答之中均预示着冲突短期内或难以存在缓和的机会；而从油价的走向来看，10月下旬油价已经基本完全回吐前期由地缘风险因素带来的溢价空间，这意味着即便后续地缘因素进一步降温，油价或也难再有下行空间可运行，反而一旦有产能国被卷入冲突之中，那么油价就极有可能再度打开上方的风险溢价空间而出现明显的反弹。



忠诚 敬畏 创新 卓越

(2.1) 供给——产能国减产延续

- OPEC+的主要成员沙特与俄罗斯自7月份开始的自愿减产策略将持续存在，并对市场造成影响，前者的产量自6月数据以来便持续下降，但在9月最新的数据之中却出现了小幅度的反弹，这对于后续沙特能否落实其100万桶/日减产策略的预期或造成影响

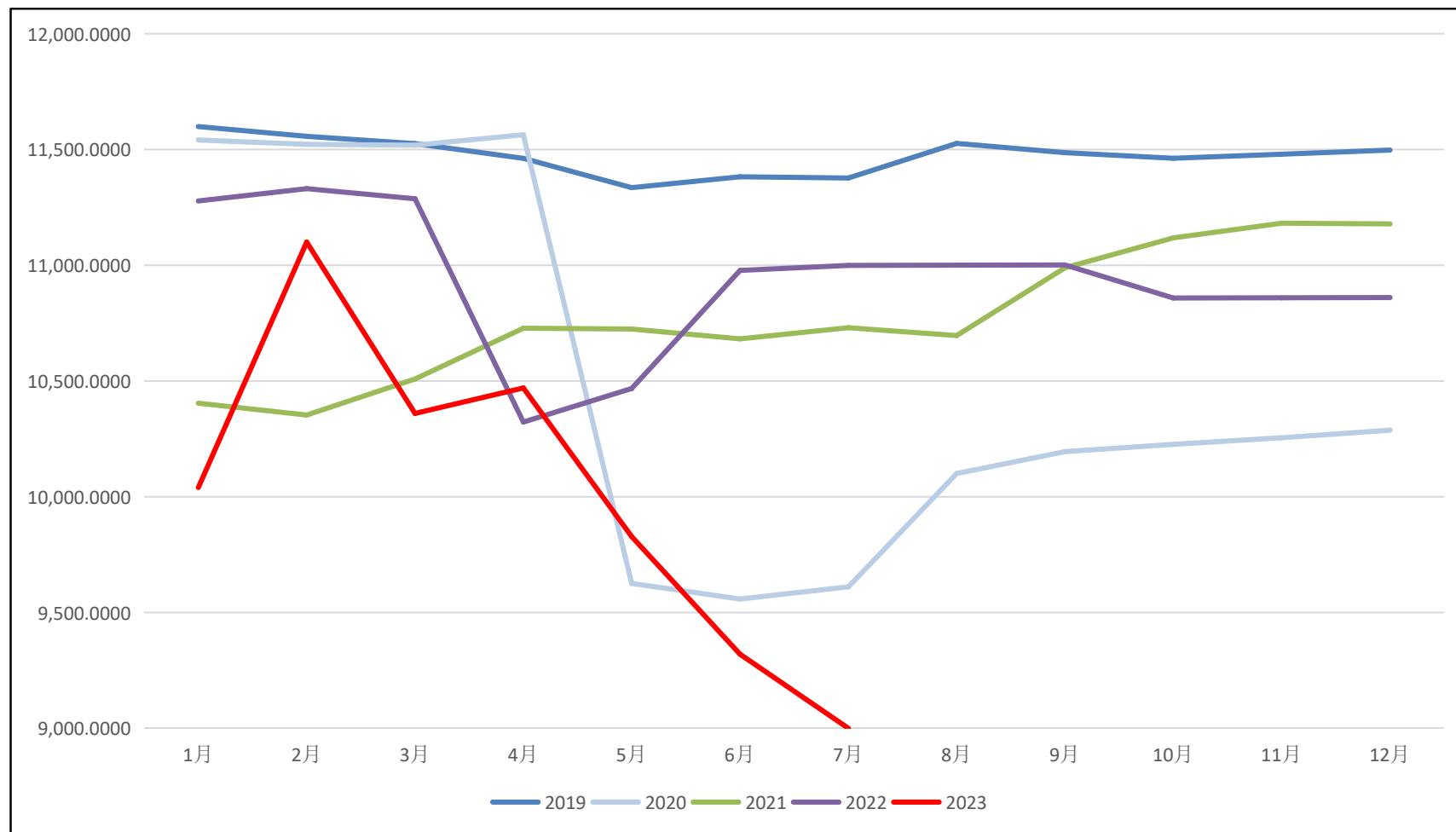


(沙特产量)

忠诚 敬畏 创新 卓越

(2.2) 供给——俄罗斯供给存疑

- 而后者俄罗斯方面，该国的减产策略并不是直接削减产量而是禁止出口，从近期数据来看，虽然俄罗斯大量海运港口在10月份受到极端天气的影响陷入停摆导致出货量有所下降，但从贸易商数据却显示俄罗斯海运出口量同步存在小幅增加的迹象，此两者因素的叠加或导致后续原油供给侧趋紧程度的影响有所减弱。



(俄罗斯产量)

忠诚 敬畏 创新 卓越

(2.3) 供给——OPEC产量增加

- 根据10月中旬OPEC公布的原油市场月度报告内容可见，OPEC整体产量在9月份存在27.3万桶/日的增量，略超出了市场的预期。在增长方面，主要以尼日利亚14.1万桶/日，沙特阿拉伯8.2万桶/日、以及科威特2.5万桶/日为首，但值得注意的是阿尔及利亚、伊朗、以及伊拉克与阿联酋等国的增产幅度均维持在1万桶/日以上；而减产方面则较8月数据有所减弱，主要以委内瑞拉的2.5万桶/日以及赤道几内亚的1.4万桶/日为主。其中沙特的产量变化明显超出市场预期，但整体幅度基本符合前期沙特提到的主动减产幅度，因此可以预计10月份沙特产量或依然维持在900万桶/日的水平左右。

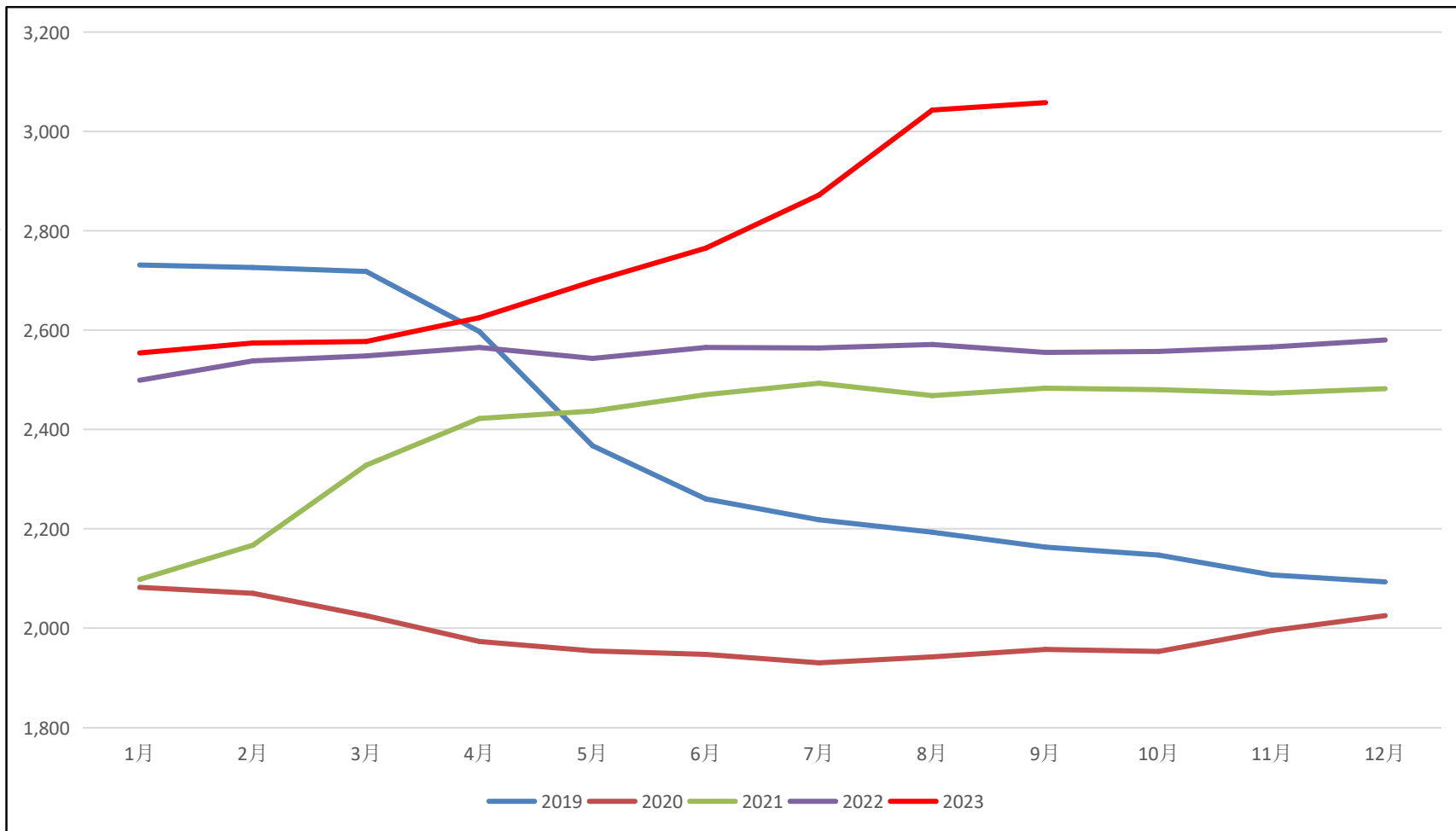
(千桶/天)	8月产量	9月产量	减产幅度
阿尔及利亚	940	957	17
安哥拉	1123	1119	-4
刚果	259	259	0
赤道几内亚	69	55	-14
加蓬	211	208	-3
伊朗	3043	3058	15
伊拉克	4292	4307	15
科威特	2551	2576	25
利比亚	1154	1164	10
尼日利亚	1249	1390	141
沙特阿拉伯	8924	9006	82
阿联酋	2911	2924	14
委内瑞拉	758	733	-25
合计	27482	27755	273

(OPEC产量)

忠诚 敬畏 创新 卓越

(2.4) 供给——伊朗产量仍有不确定性

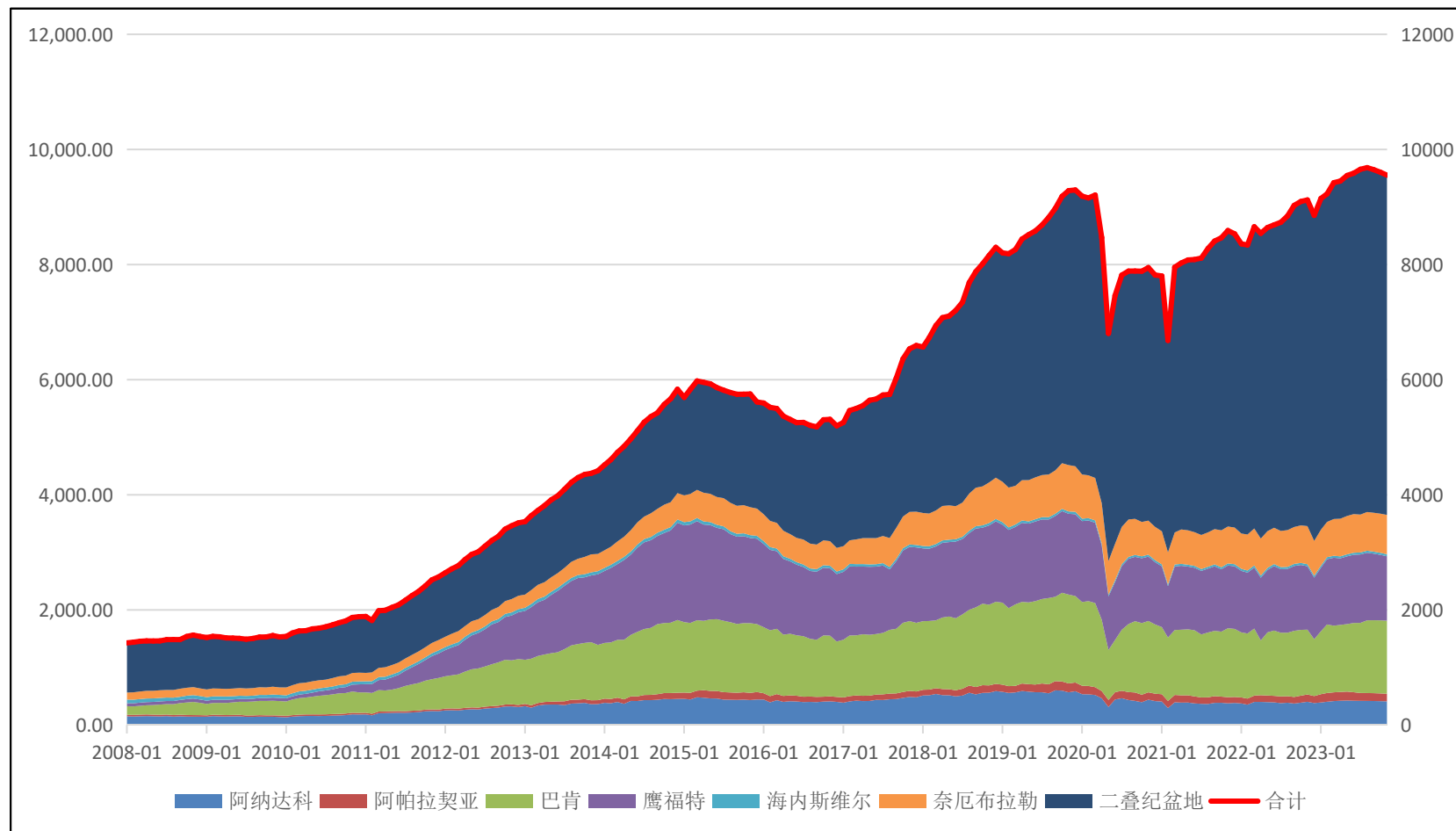
- 受到巴以冲突的影响，中东地区产油国的原油产量变化在近期也是市场的关注焦点之一，一方面与巴勒斯坦关系友好的伊朗自2018年开始就一直是原油市场的“明星国家”之一，无论是伊核协议的走向还是市场消息所称的伊朗才是巴方的支撑者，抑或是伊朗呼吁的对以色列实施石油禁运等，地缘因素对于中东国家的供给影响都不容小觑，同时10月之中还存在有沙特等国的相关言论出现，若战火波及任一产油国，那么原油市场便极有可能再度迎来更加紧张的供给收缩局面。



(伊朗产量)

(2.5) 供给——美国产量或维持高位

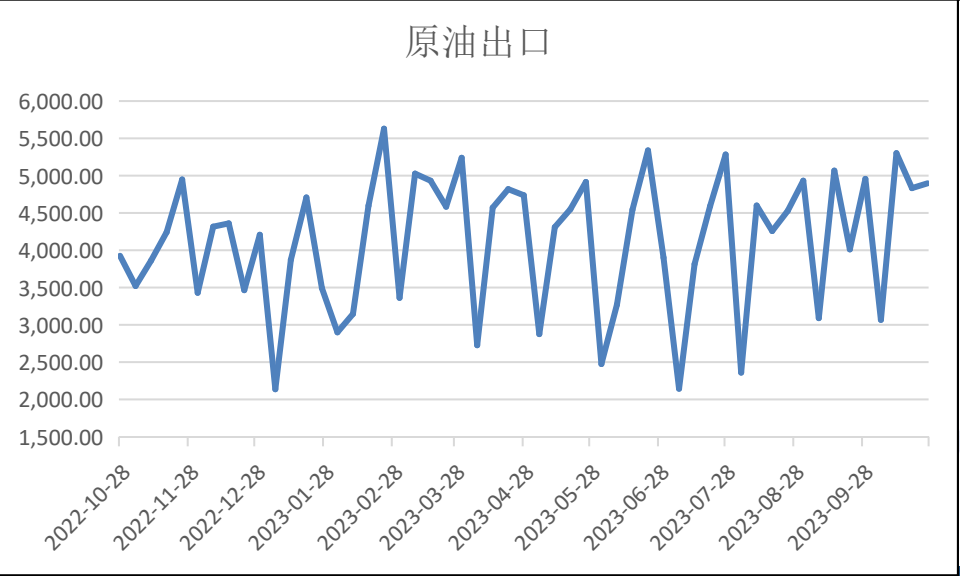
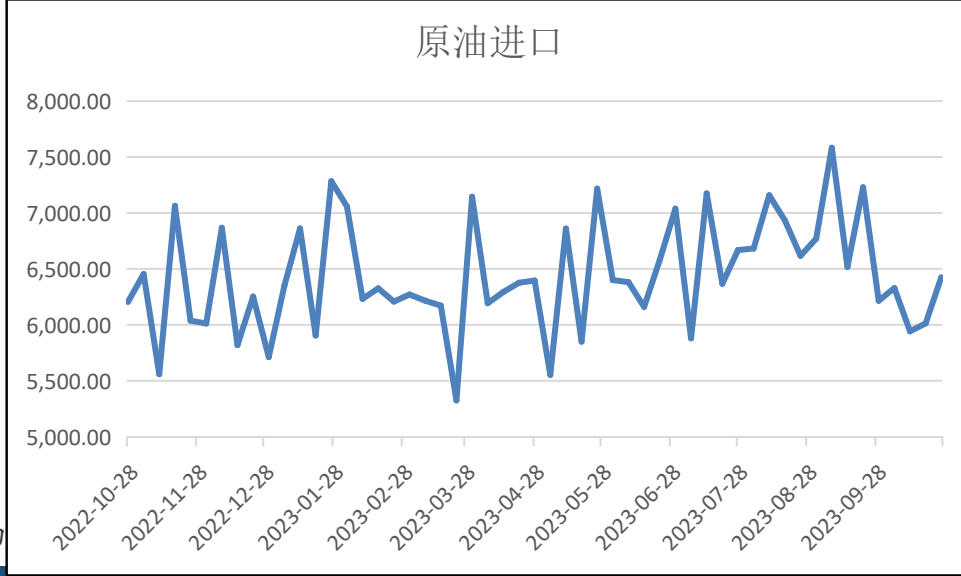
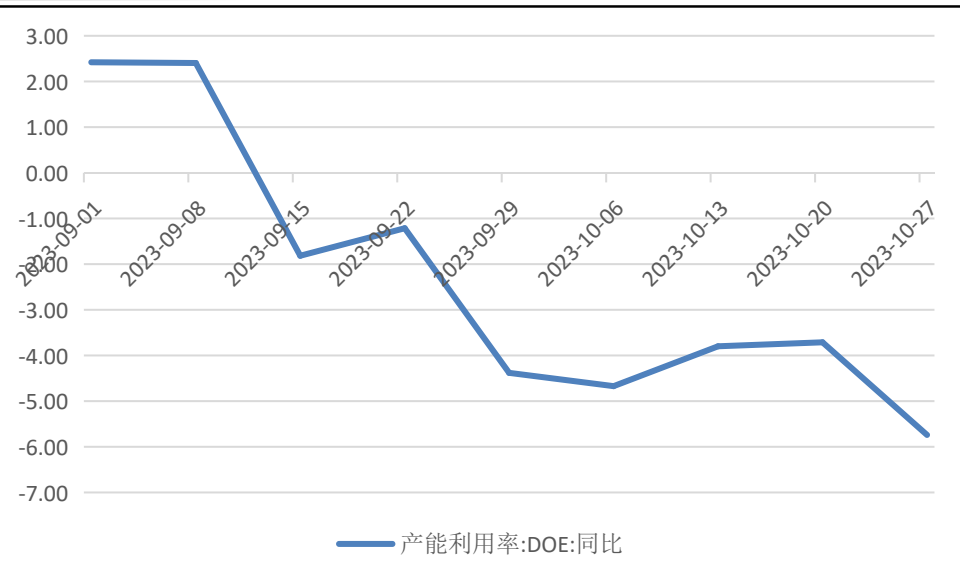
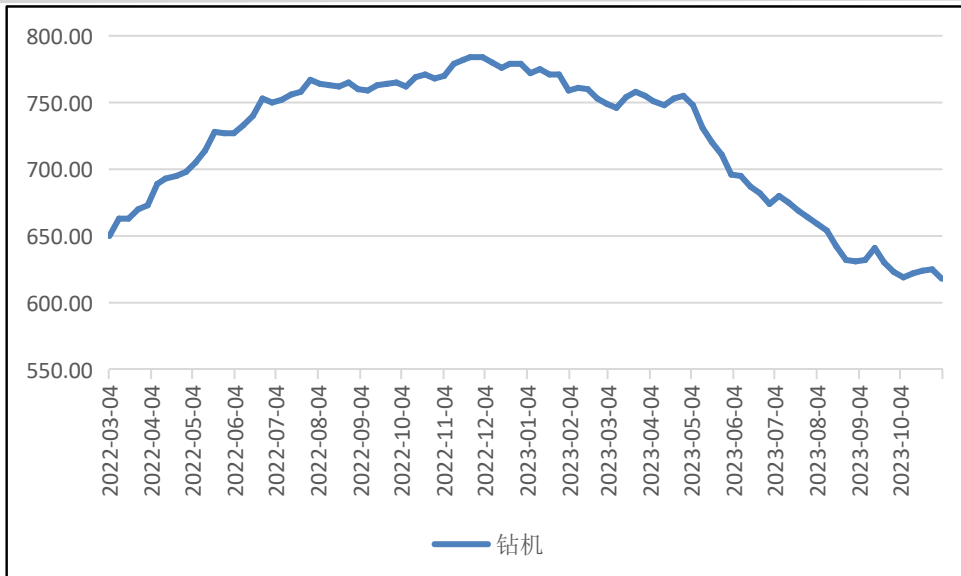
- 作为目前全球最大的原油产能国，美国的产量自8月份达到峰值以后便基本维持在高位，虽然北美石油钻井数量存在持续的下滑，但北美油气公司通过对单井提取率的提升实现了原油产量的进一步上行，这意味着尽管中东局面如前文提及一般处在动荡局面之中，但美国坚实且巨大的产量基础或导致油价后续的趋紧程度也将被进一步减弱。



(美国产量)

忠诚 敬畏 创新 卓越

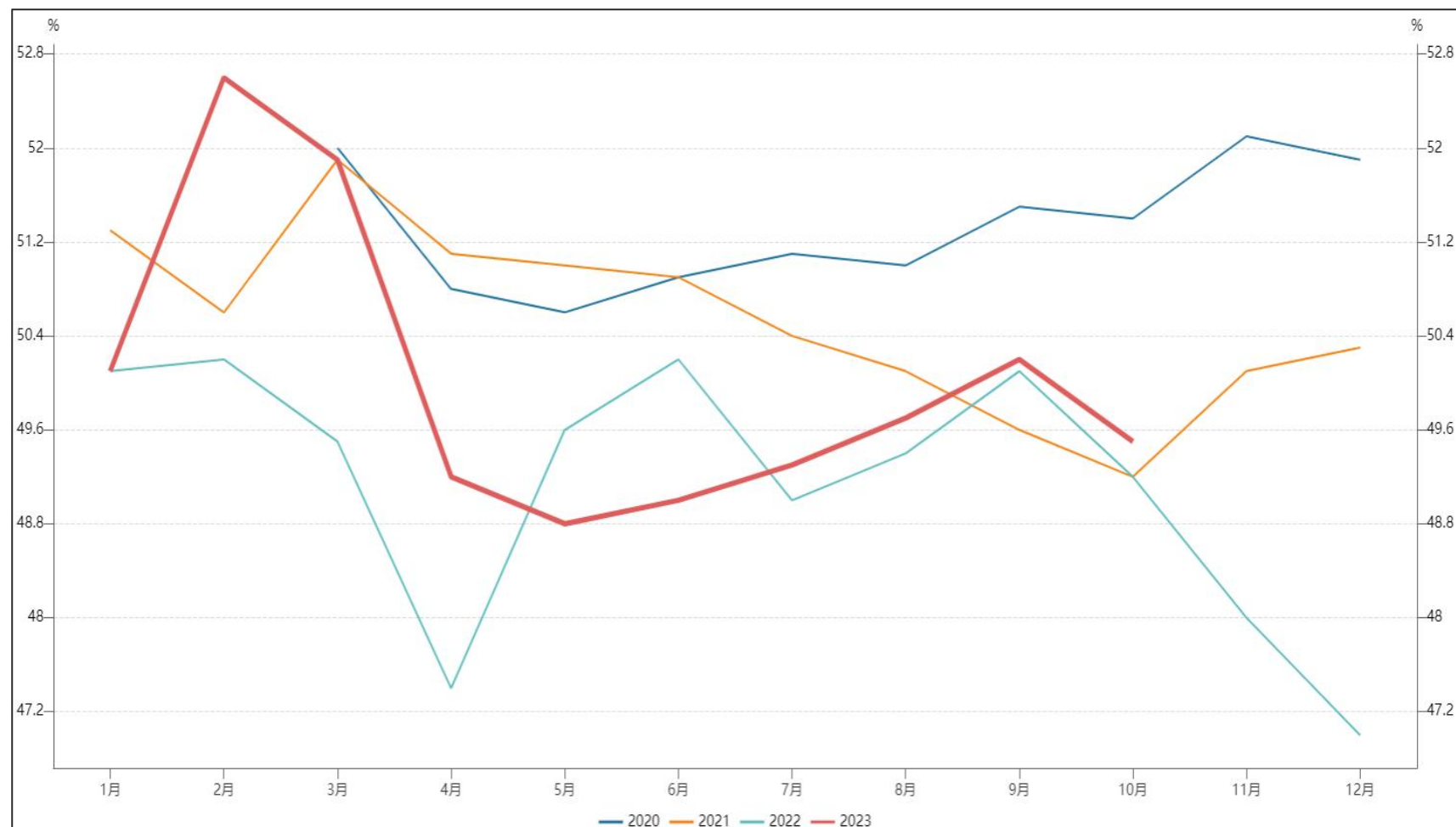
(2.6) 供给——美国产量上行空间不足



资料来源：贝克休斯油

(3.1) 需求——我国制造业增速放缓

- 我国10月制造业PMI数据录得49.5，低于预期的50.8与前值的50.6，虽然制造业数据的下滑一部分是由于我国在10月初经历了国庆长假的因素影响，但本轮制造业PMI数据的下降意味着我国除了9月数据短暂恢复至荣枯线以上之外，已经连续6个月处在收缩区间当中，但值得注意的是其中新订单增速仍旧保持在了扩张区间之中，这也从侧面表明我国目前面临的或更多是增速相对放缓。

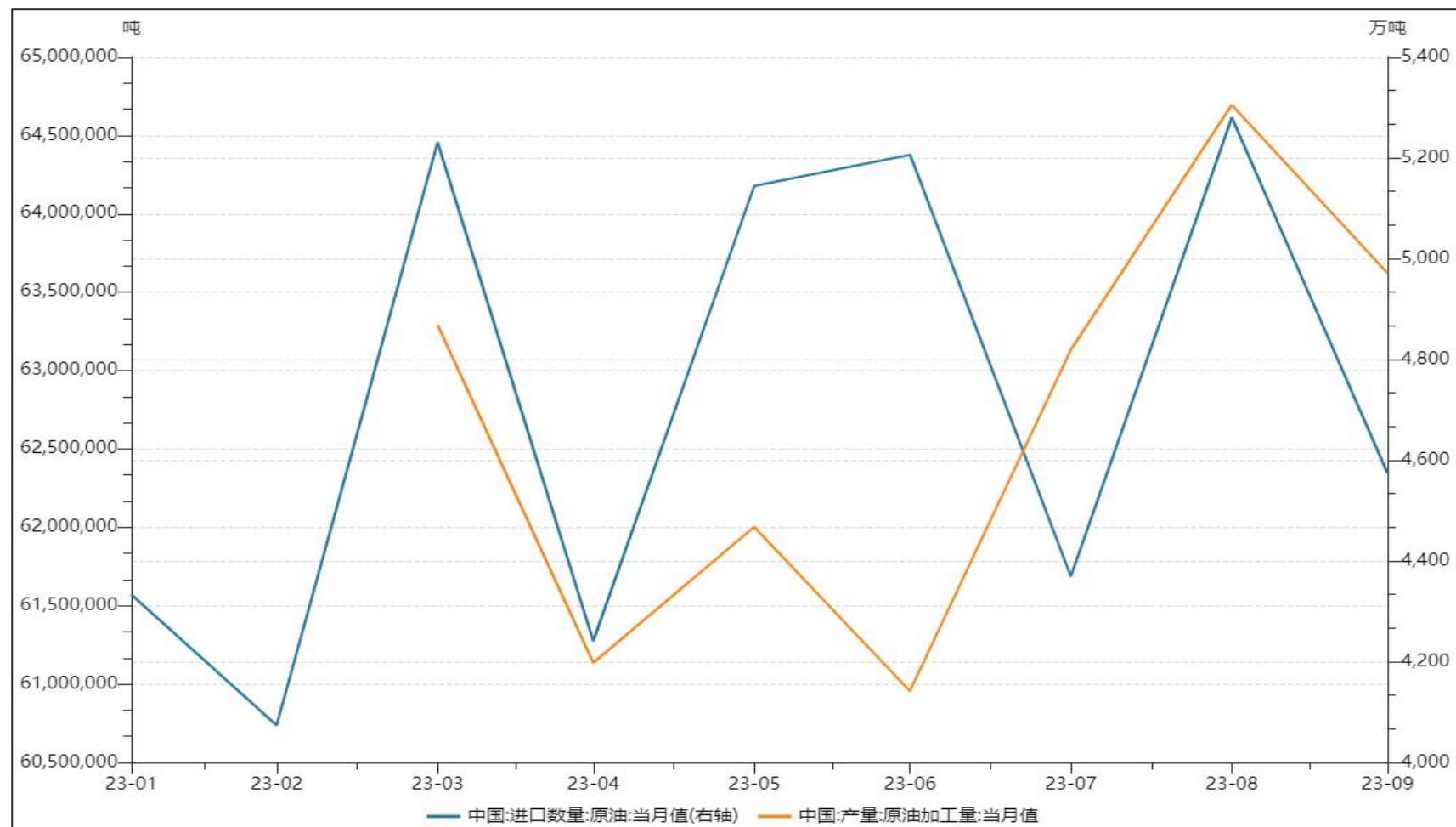


(我国制造业PMI同比)

忠诚 敬畏 创新 卓越

(3.2) 需求——我国10月进口或下降

- 10月底时间商务部下发了原油非国营贸易进口允许量总量，明年允许量为24300万吨，整体额度与去年相同，但其中值得注意的是我国原油进口量在8月份达到数年高点之后与9月份有所下滑，同时市场预期我国10月进口数量也将在公布之后难出现较大增长，这意味着我国年内剩余时间的进口与消费情况或基本保持稳定。

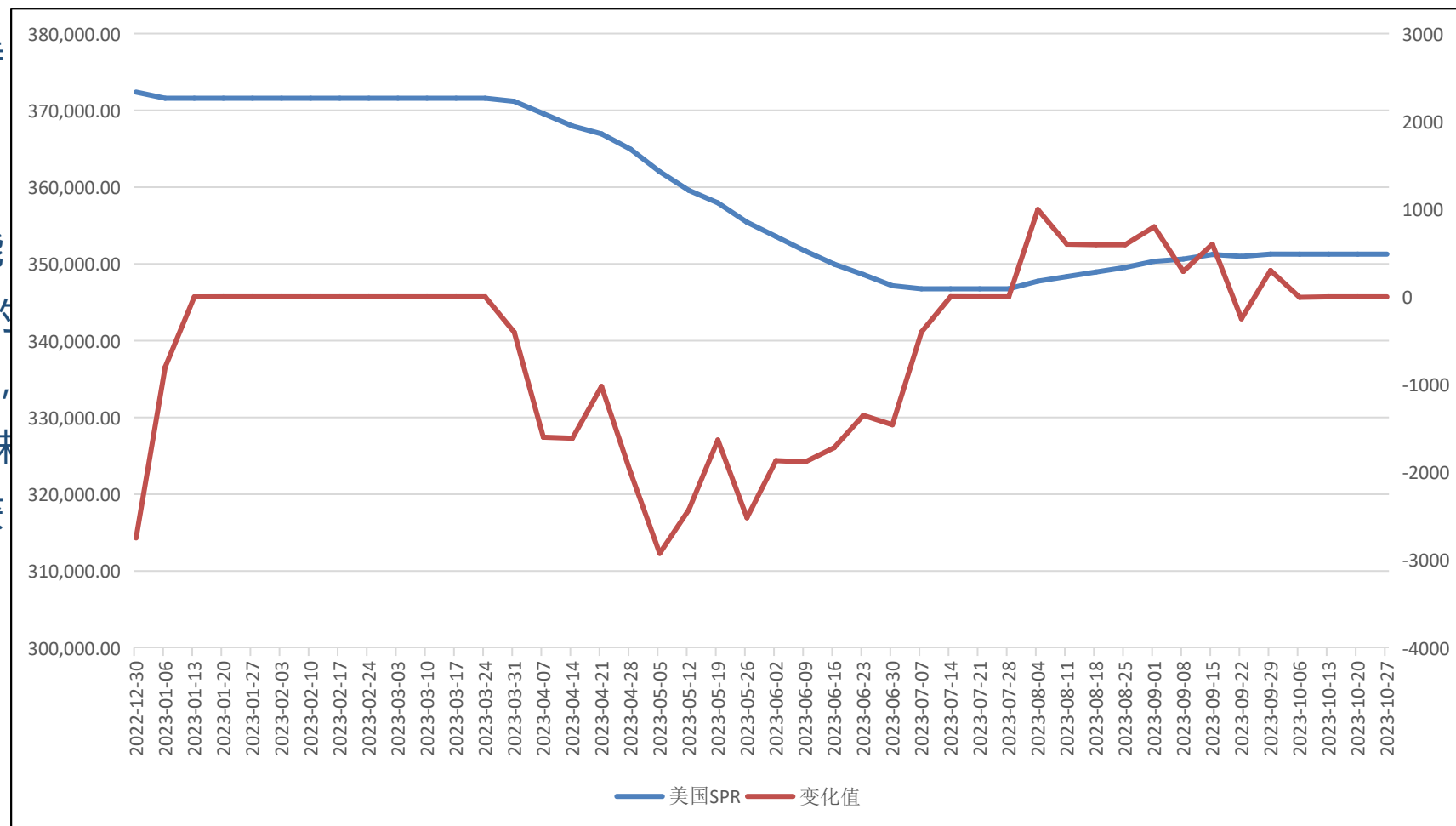


(我国原油进口量/加工量)

忠诚 敬畏 创新 卓越

(3.3) 需求——美国收储或提供支撑

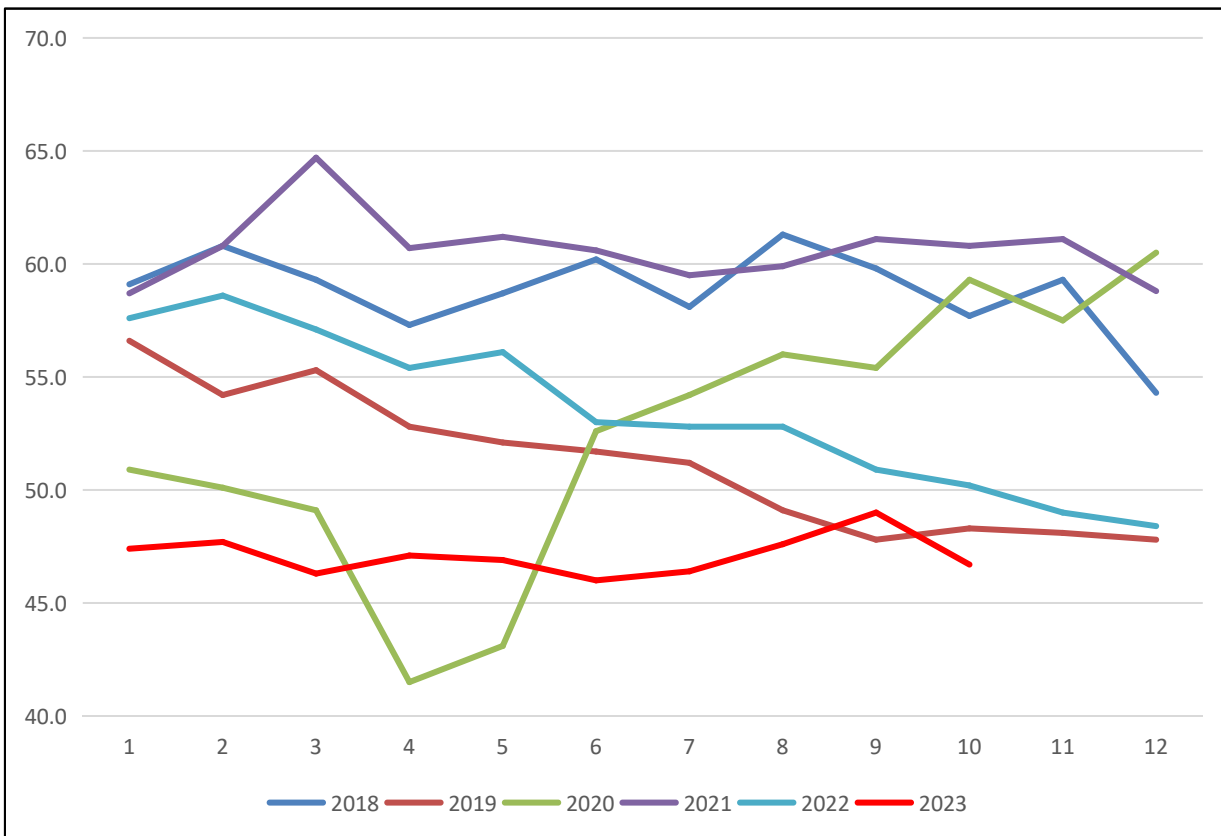
- 美国方面除了柴油价格在10月之中持续强势对北美市场形成了一定刺激以外，美国后续收储的进程或需要被进一步摆上桌面，10月中旬时期美国能源部曾宣布希望以79美元/桶或更低的价格来收购原油以补充战略原油储备，且该决议将延续至明年1月份，这意味着后续油价或再度于79美元的位置获得较强的支撑力量并难以向下突破，同时考虑到自拜登政府去年为了抑制通胀而大规模的释储之后，美国对于收储的需求十分强烈，此因素或在后续成为对油价的一大利多影响。



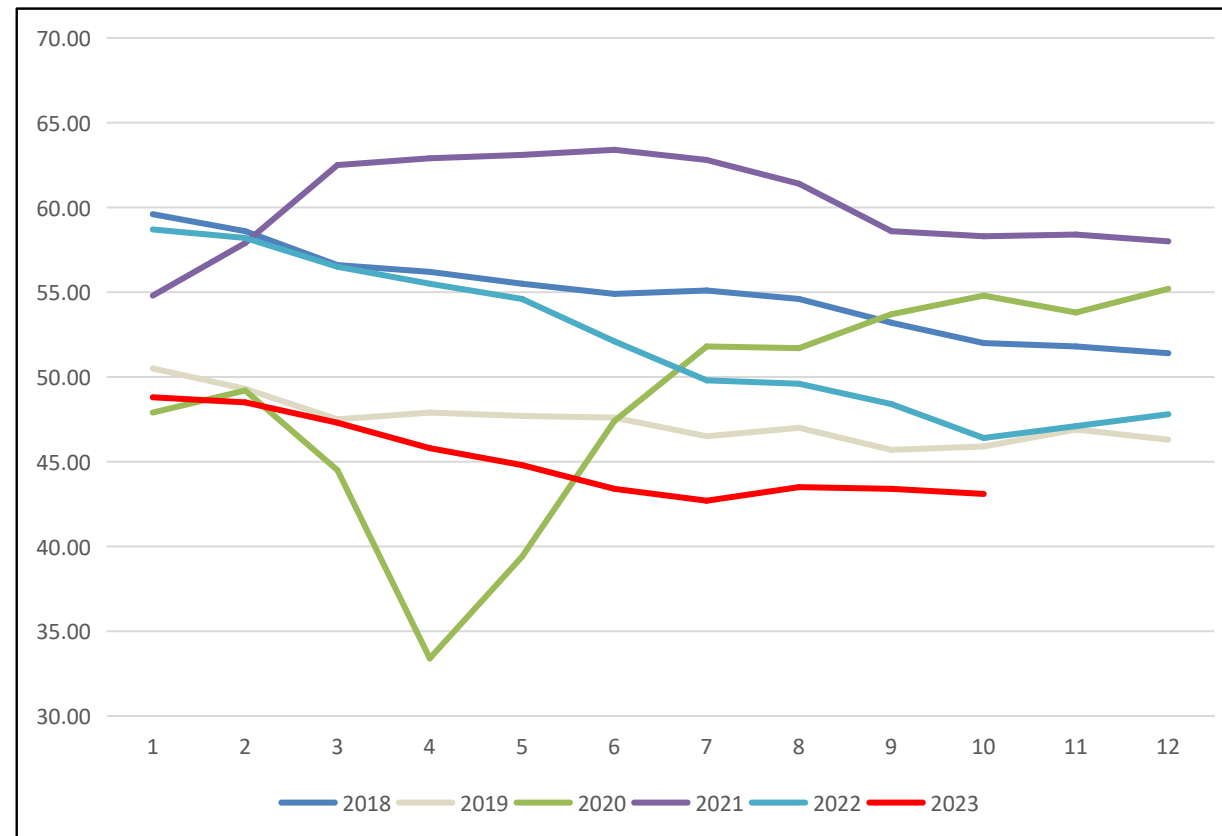
(美国战略原油储备及增速)

忠诚 敬畏 创新 卓越

(3.4) 需求——欧美制造业持续疲软



(美国制造业PMI同比)

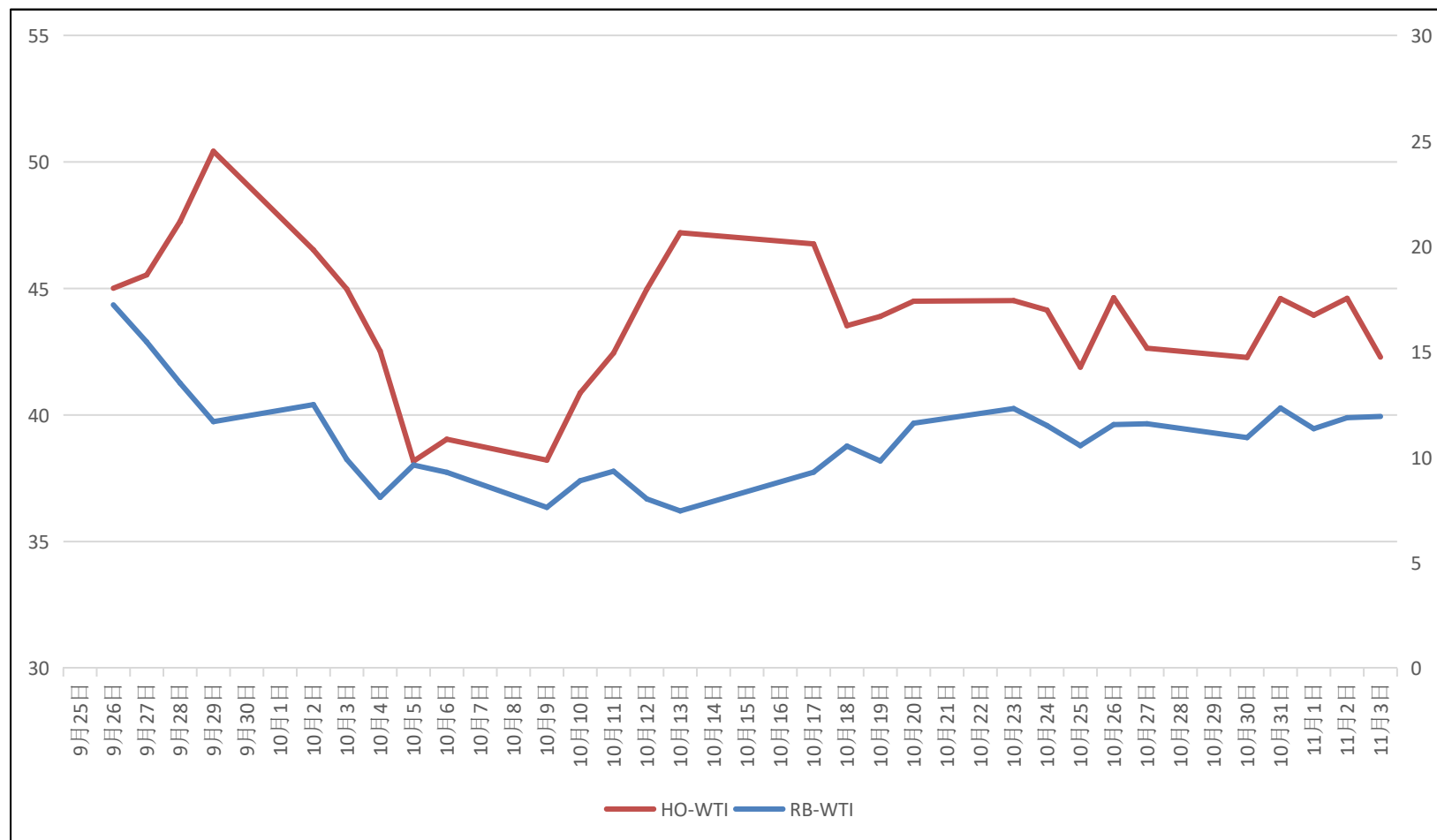


(欧元区制造业PMI同比)

忠诚 敬畏 创新 卓越

(3.5) 需求——成品油利润震荡

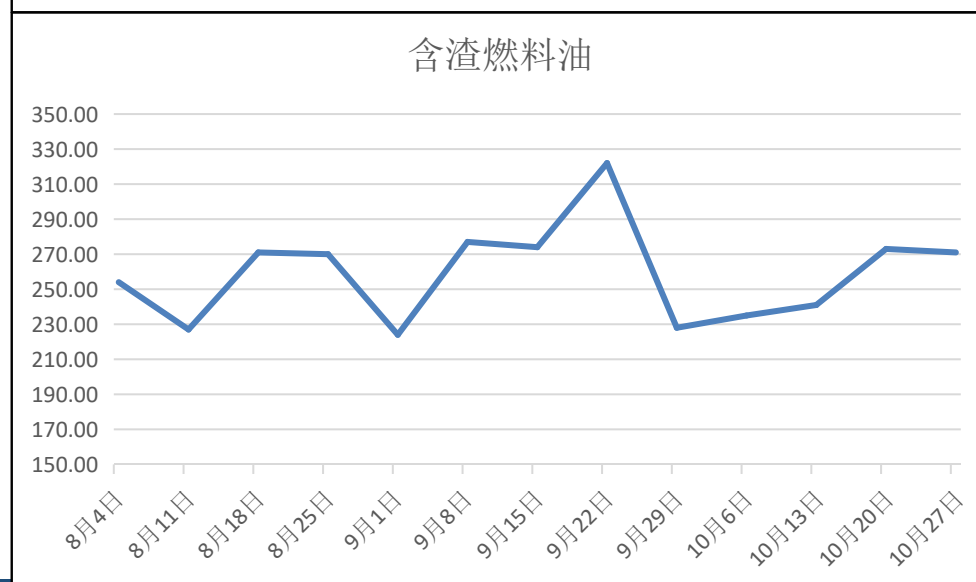
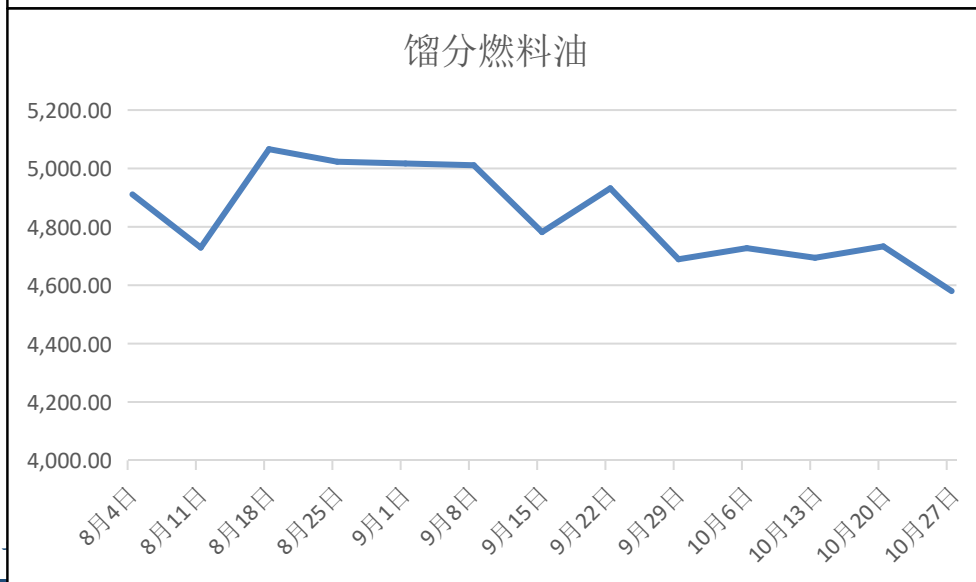
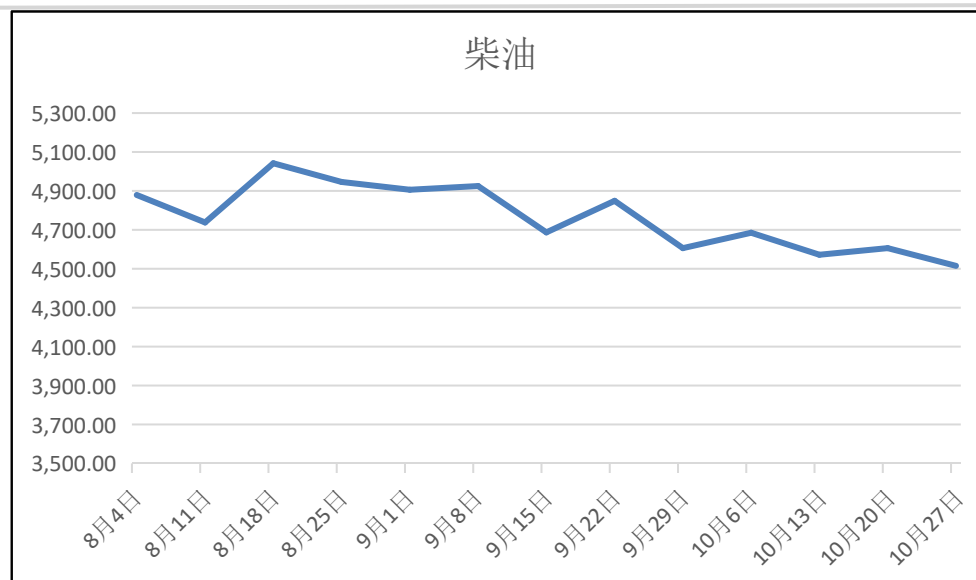
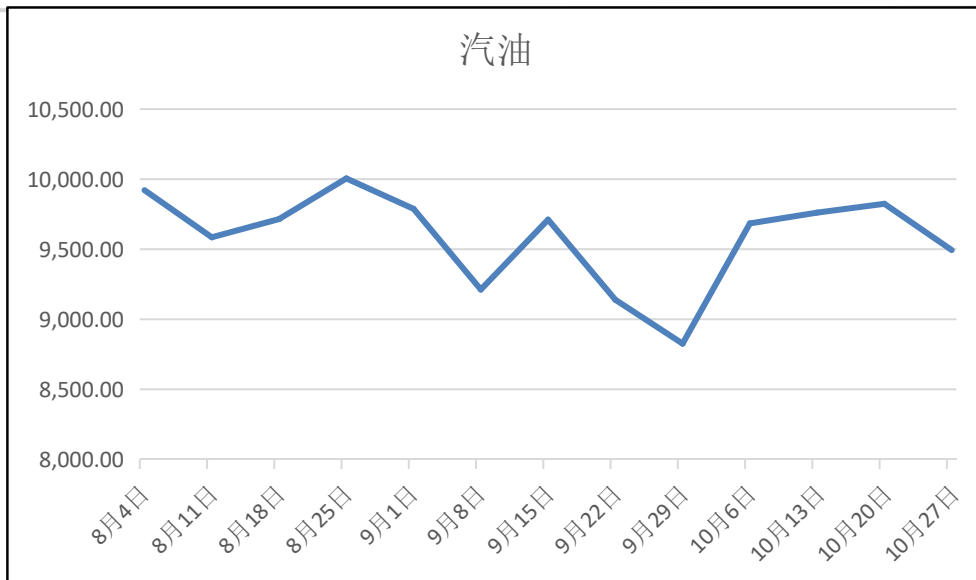
- 在成品油的表现方面，10月受到地缘因素的影响，全球主要成品油裂解价差在10月份并未出现跟涨，反而基本呈现出企稳走势，但之后随着原油风险溢价的逐步回吐，裂解价差整体出现进一步走弱的趋势，这一方面是由于全球大量炼厂在10月迎来了季节性检修，并且油价的弱化导致下游品种的强势程度不在，但随着后续炼厂检修的结束，且北美柴油价格的回落，预计后续裂解价差或出现进一步的企稳走势进而有所反弹。



(美国成品油裂解价差)

忠诚 敬畏 创新 卓越

(3.6) 需求——北美成品油产量持续下降



(4.1) 库存——原油库存震荡变化

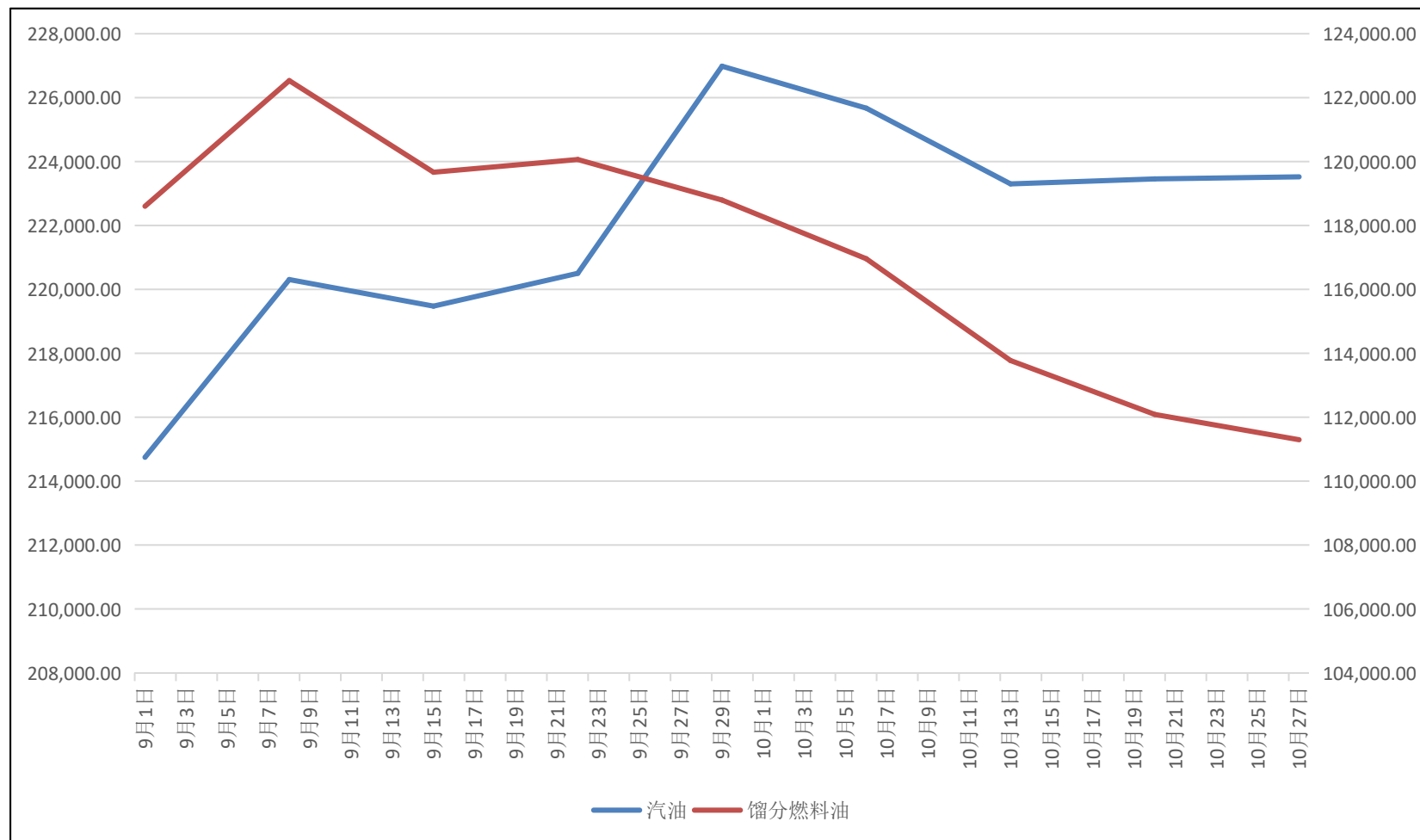
- 原油方面，美国至10月27日当周API原油库存增长134.7万桶，预期为增加160.1万桶，前值为下降266.8万桶，API整体走势与市场预期一致但幅度相对较小；同时10月27日当周EIA原油库存同步增加77.3万桶，预期增加126.1万桶，前值为增加137.2万桶。两者数据在本轮公布的结果之中基本均与市场预期相同，但幅度均小于市场的预估，主要原因也是在于美国同期原油进口数量增加41.2万桶/日至642.5万桶/日，但出口数量仅增加6.4万桶/日至489.7万桶/日所致。



(API、EIA原油库存)

(4.2) 库存——成品油降幅收窄

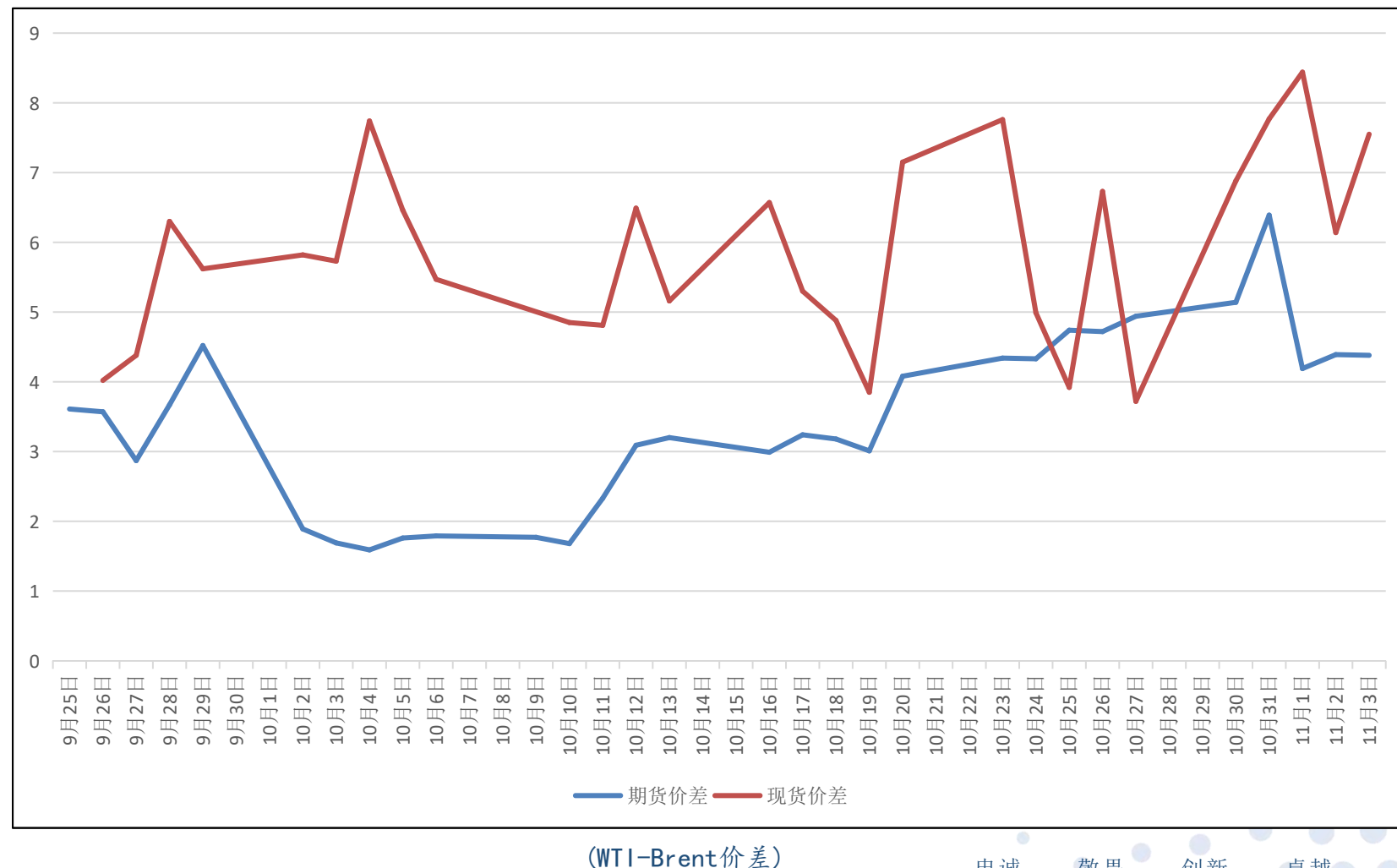
- 而在成品油方面，EIA汽油库存录得同期再度小幅增加6.5万桶，预期为降低80.3万桶，前值为增加15.6万桶，而精炼油库存则录得再度降低79.2万桶，预期为降低154万桶，前值为减少168.6万桶。两大成品油库存数据之中汽油库存再度迎来了小幅的积累，而精炼油库存则与前期一直依旧维持下降，但后者降幅在最新数据之中有所放缓，同时值得注意的是美国东海岸柴油库存降至2022年10月以来的最低水平，这或导致后续柴油价格的强势将再度延续一段时间，进而传递至国内导致下游燃油价格同步有所强势。



(成品油库存)

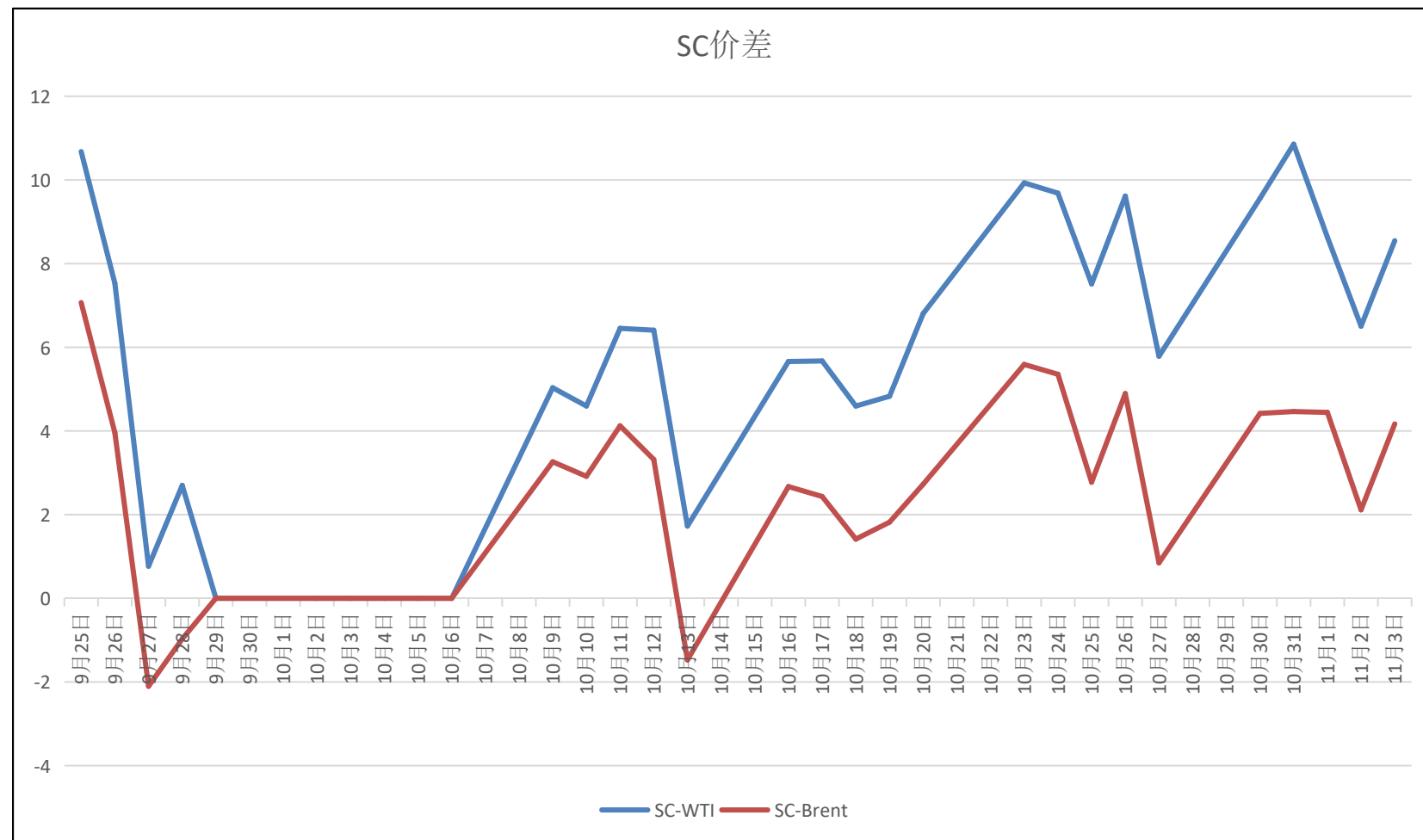
(5.1) 价差——WTI-Brent价差

- 期货方面：10月份WTI与Brent期货价差持续走强，存在明显的上升走势，主要原因是在于美国库欣地区原油库存存在10月持续处于低位导致WTI期货价格偏强所致。而随着近期该地区库存的回暖，预计后续两者价差或难再出现大幅走强的空间，或维持在5美元/桶下方。
- 现货方面：10月两者现货价差基本维持震荡走势，维持在中枢6-7美元/桶的附近，主要也是由于WTI现货已加入Brent定价体系所致，因此后续两者现货价差或维持在当前位置的震荡走势。



(5.2) 价差——内外盘价差

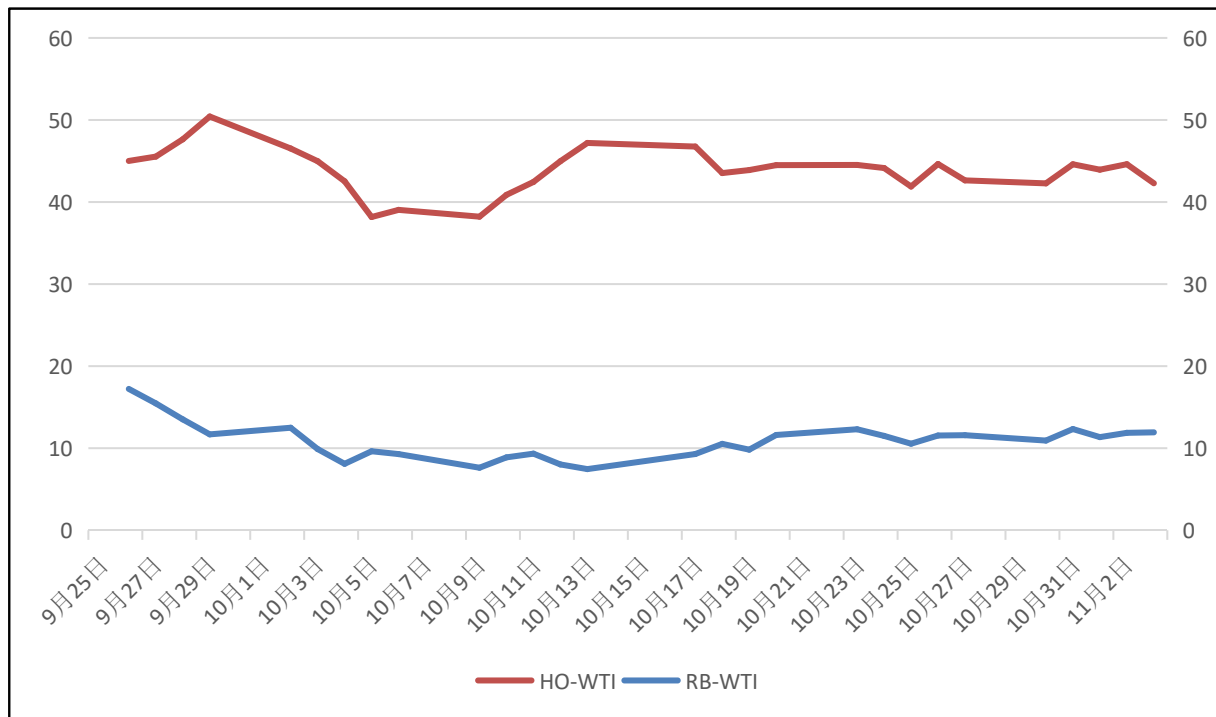
- 10月之中内盘SC原油与国际油价之间的价差水平存在着明显的走强趋势，重心较国庆节假期前期有明显的上升，主要是由于国内原油价格受到国内消费回暖复苏的预期提振，走势明显强于国际品种，且国际油价受到地缘因素影响较多，在后半程逐步回吐了风险溢价。
- 预计后市随着地缘因素的进一步降温，且国际市场对于需求担忧情绪的重燃，内外价差或难再走出前期高位，后续或出现进一步的下行可能。



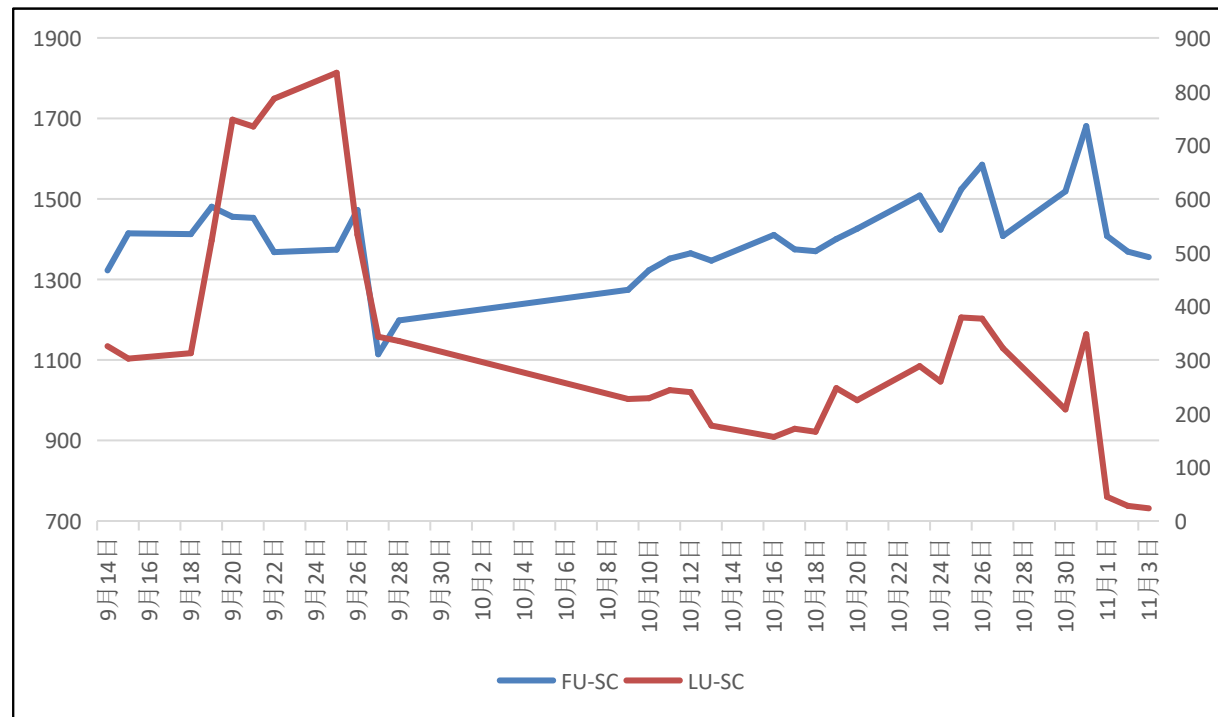
(内外盘价差)

忠诚 敬畏 创新 卓越

(5.3) 价差——成品油裂解价差



(美国汽柴油裂解价差)



(内盘高低硫裂解价差)

- 裂解价差方面，国际汽柴油裂解价差如前文需求3-5所示，后续或存一定的企稳反弹可能；
- 而内盘裂解价差方面，可以明显看到内盘高低硫裂解在10月份走势分化，高硫裂解受到国际柴油价格高企且柴油供给低迷的影响逐渐偏强，而低硫裂解则从前期高位逐步回落至逼近0点。结合前文汽柴油裂解走势的分析，预计后市国内成品油裂解之中LU或存在一定的企稳反弹可能，届时或存一定的以LU为多头的跨品种套利空间：多LU空FU或空BU。

忠诚 敬畏 创新 卓越

(5.4) 价差——SC月差

- 10月之中内盘SC原油月差结构整体走出了触底小幅反弹的走势。其中M1月差结构自月中时间的高点10元/桶回落至3元/桶附近之后反弹至7元/桶左右，而M2月差则在同期自9.5元/桶回落至2元/桶之后反弹至6元/桶左右。可以明显看到近月月差结构在近期的波动幅度相较于次月月差结构更大，这也说明目前内盘近月合约波动率相对较高，而远月相对较低，且后续或难再触及高位。
- 因此在内盘跨期操作上建议考虑反套操作，或多M1月差空M2月差。



(内盘M1月差(上)M2月差(下))



长安期货
CHANG-AN. FUTURES

04



观点小结

忠诚 敬畏 创新 卓越

整体看来，10月之中国际油价整体经历了先涨后跌的走势，月初时间受到巴以冲突的影响油价纷纷在国内假期之后迅速拉升，但随后在各方经济体疲软的经济数据以及下游消费的悲观预期影响下，油价伴随着中东局面的逐步稳定回吐的大量溢价，其中WTI在10月的月线跌幅达到10.38%，布油达到7.05%，SC原油达到8.81%。

就目前的市场形势看来，原油商品属性或依然维持紧张平衡的局面，供给侧虽然长期趋紧但短期或存边际增长的可能性，同时叠加需求端表现在近期数据的证明下或偏弱，整体基本面对油价的支撑力度较前期或有所减弱；金融属性方面目前市场对于后续加息的预期基本已经退却，且考虑到欧美银行业短期内无再度暴雷风险，整体宏观经济下行压力较前期或有小幅减弱；政治属性方面短期中东局面或难爆发大规模冲突，但中长期看来周边产能国仍有被卷入其中的风险，考虑到前期的风险溢价已经被市场完全回吐，这意味着后续油价仍旧存在着不俗的上行动力。因此综合看来，油价目前下沿承受的风险相对较低，后续或难再出现进一步的大幅度下跌走势，操作上建议短期以震荡思路对待，短差操作为主；中期油价上方或仍存一定的上行可能，可谨慎偏多对待。风险点：

上行风险：中东冲突大规模升级、降息预期高涨、沙特俄罗斯扩大减产幅度等

下行风险：欧美金融业系统性风险再度爆发、伊核协议重回国际舞台、委内瑞拉产量迅速增加等

免责声明



长安期货
CHANG-AN. FUTURES

- 本报告基于已公开的信息编制，但对信息的准确性及完整性不作任何保证。本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成个人投资建议。投资者应当充分考虑自身投资经历及习惯、风险承受能力等实际情况，并完整理解和使用本报告内容，不能依靠本报告以取代独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。
- 本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。
- 长安期货有限公司版权所有并保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长安期货投资咨询部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。



长安期货
CHANG-AN. FUTURES

谢谢观看！

