



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）



供给趋宽高利率维持，地缘波动下油价或维持偏弱

原油月评 2024年2月5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





长安期货
CHANG-AN. FUTURES

01



操作思路

忠诚 敬畏 创新 卓越

操作思路:

SC主力本月价格或维持偏弱震荡的走势运行，月度建议以短差思路为主，谨慎偏空为辅，关注区间【520-590】；中长期受地缘影响，油价上沿仍存一定的突破可能，但供给侧的变数及欧美的高利率政策延续持续压制油价，期权侧可考虑以认沽期权多头布局为主，同时可考虑以燃料油为多配的跨品种套利策略。



(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 |



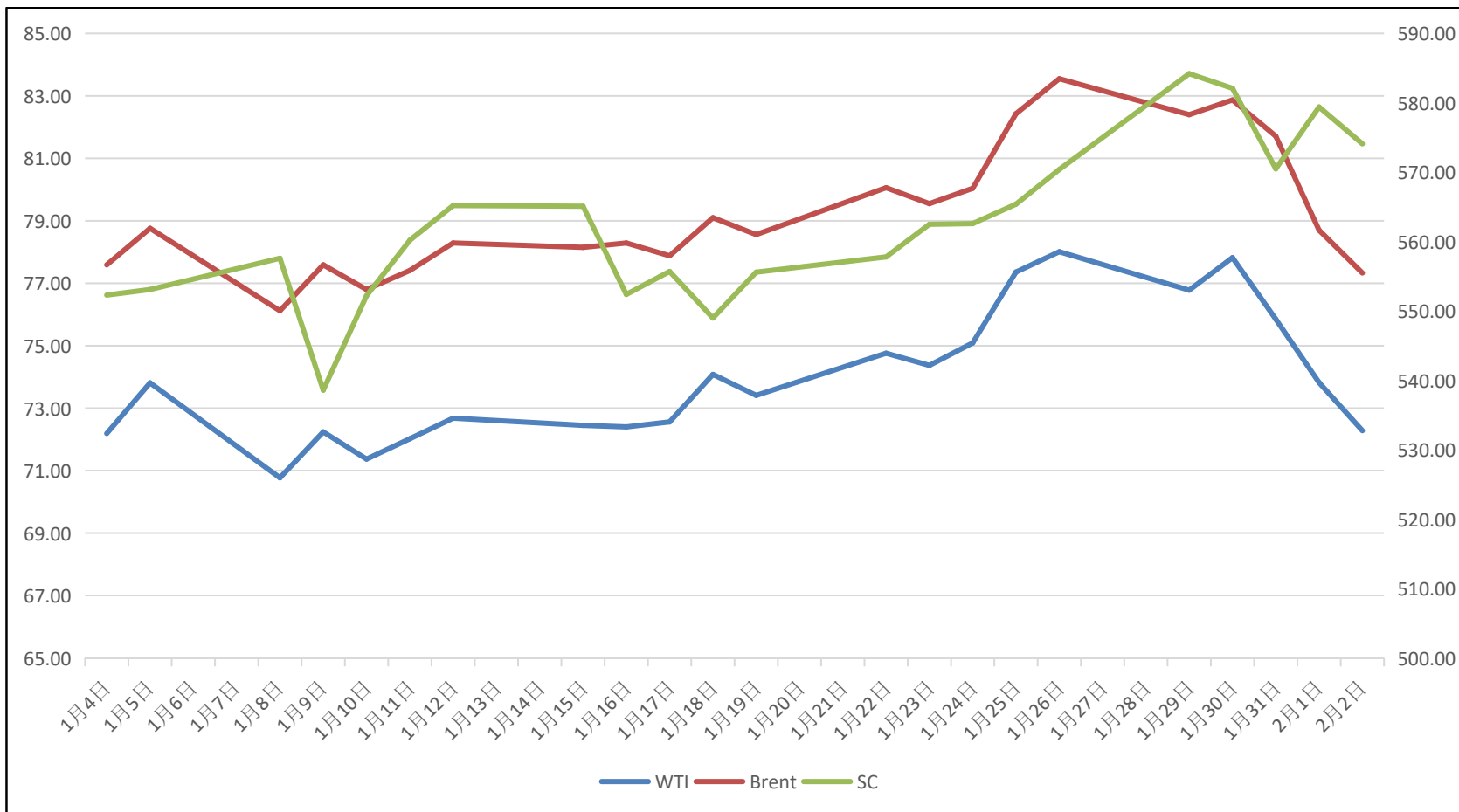
行情回顾

忠诚 敬畏 创新 卓越

行情回顾

行情回顾:

1月中三大原油期货价格走势明显阶段性分化，前半程时间整体维持宽幅震荡，而后半程时间在红海危机的影响下迅速飙升创下去年12月以来新高，但随后在供给宽松预期、欧美货币政策紧俏、以及地缘局势降温等因素的影响下价格持续回调，最终收于1月中旬水平。



(三大原油期货主力合约价格走势)

忠诚 敬畏 创新 卓越



长安期货
CHANG-AN. FUTURES

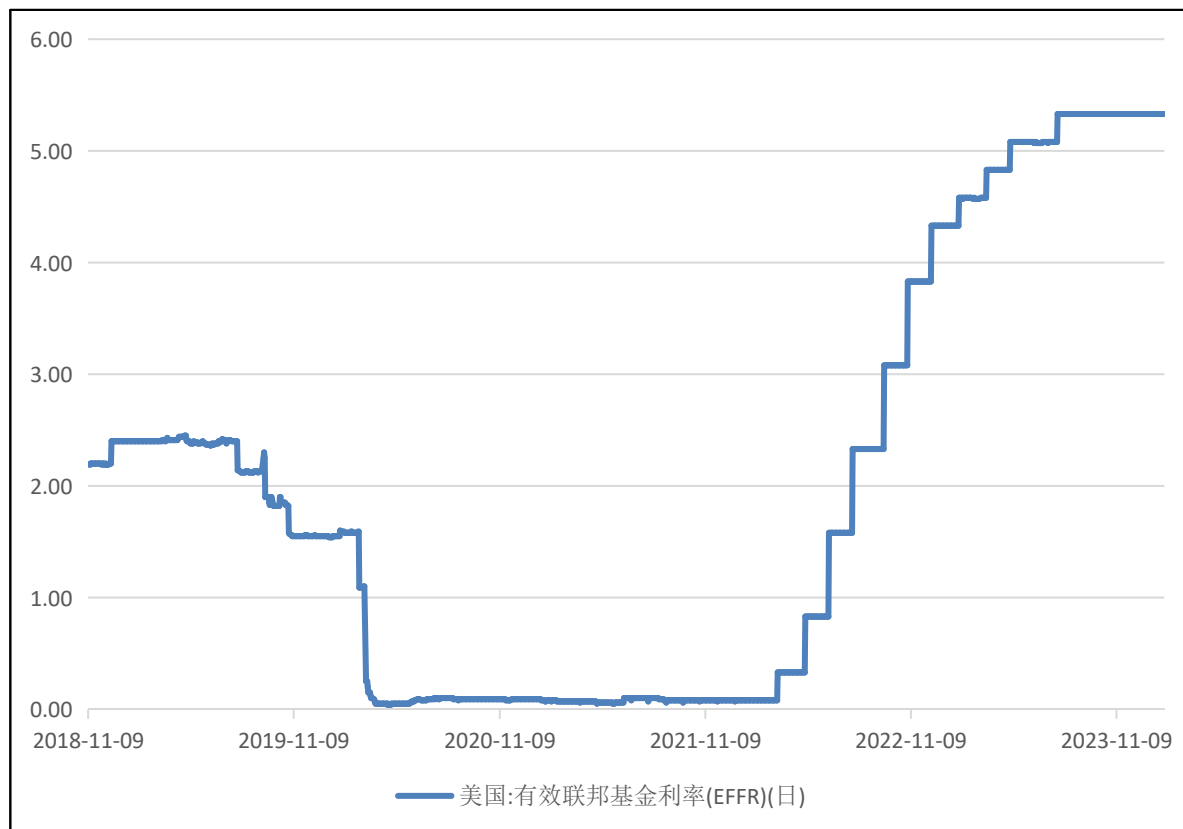
03



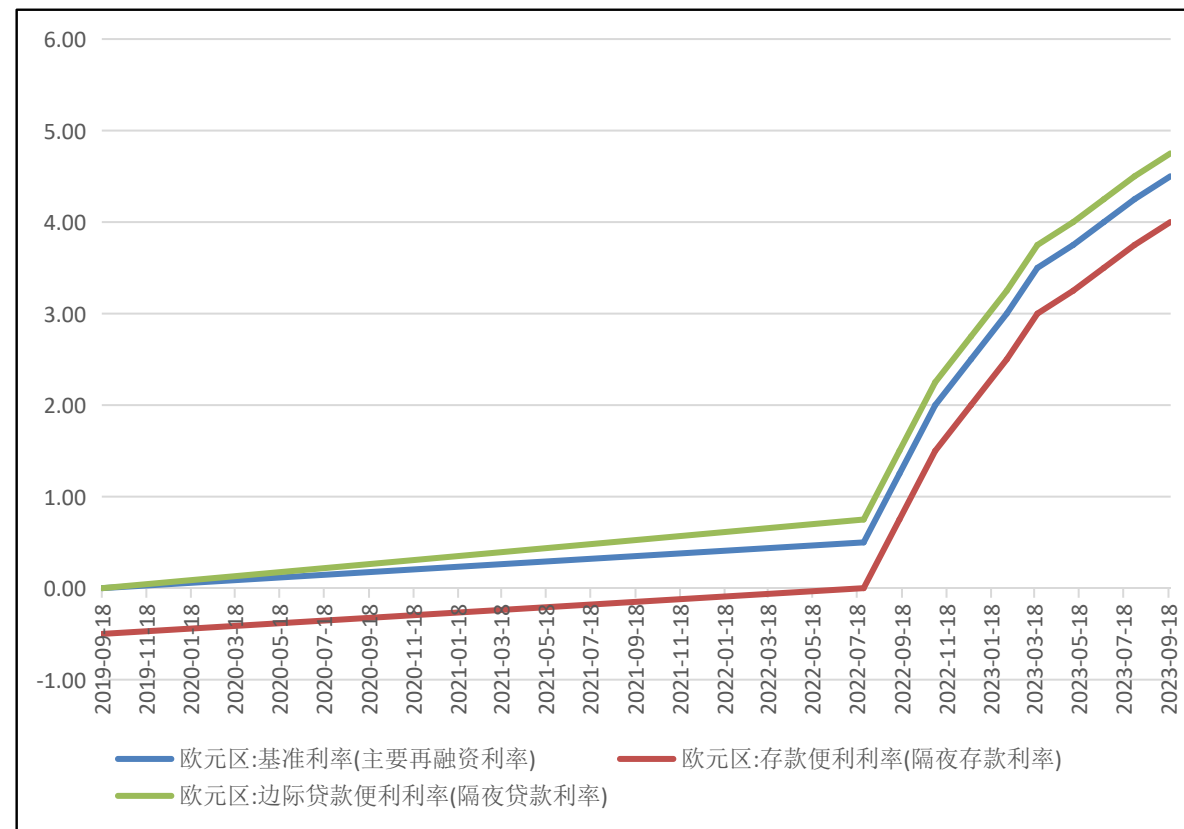
基本面分析

忠诚 敬畏 创新 卓越

(1.1) 宏观——欧美央行维持利率决议



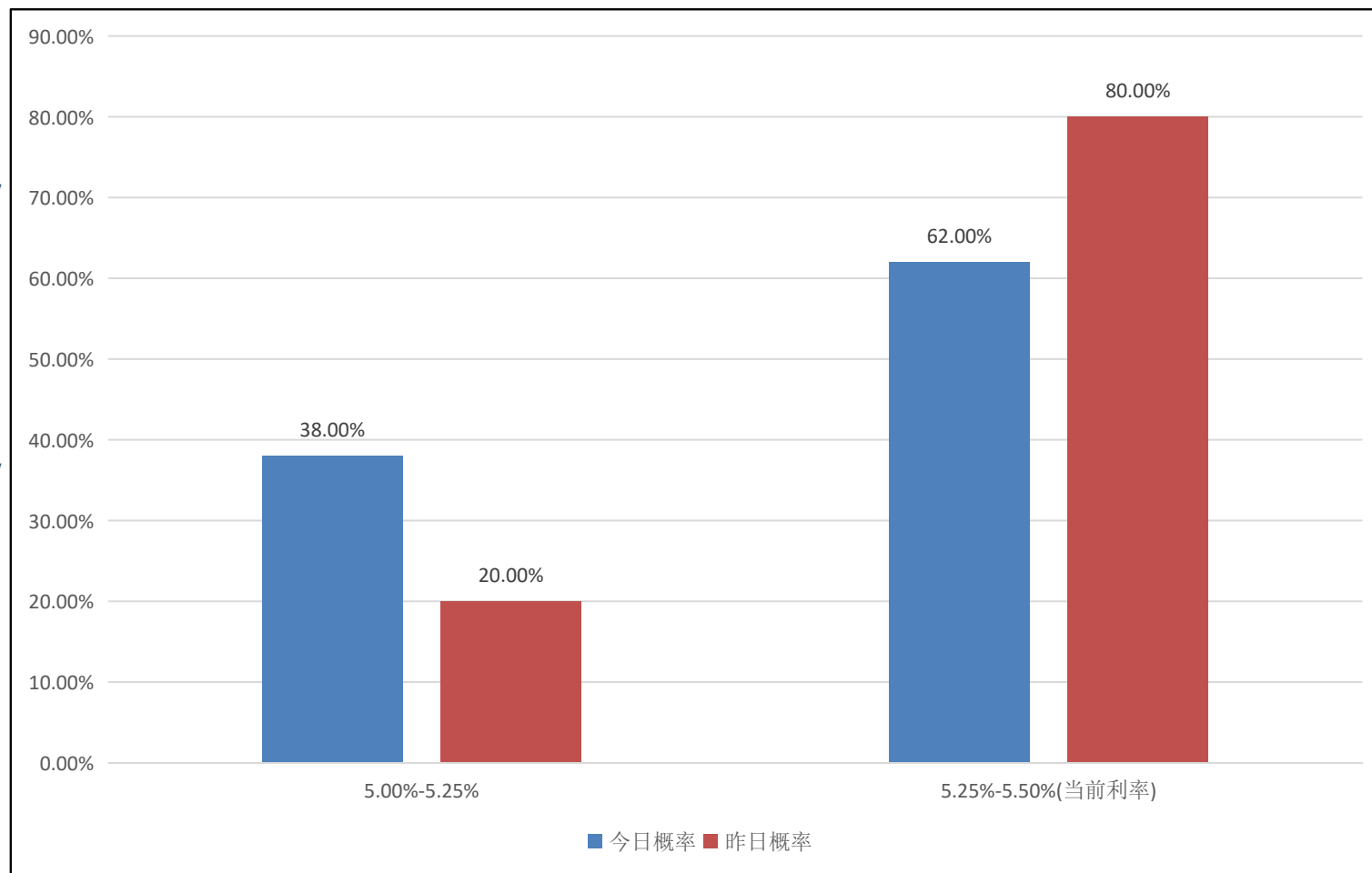
(美国联邦基金利率变化)



(欧元区基准利率变化)

(1.2) 宏观——美国后续降息预期降温

- 2月初时间市场迎来了美联储年内第一次的议息会议，本轮会议结果与市场此前的预期和欧洲日本央行的决议一致，均保持了高利率的存续时间，但会后美联储主席鲍威尔的发言对后续的降息预期形成了一定的打击，鲍威尔表示，政策利率可能已达到峰值，今年某个时候开始降息可能是合适的，但如有需要，准备长期维持当前政策利率，因为通胀能否持续获得进展仍“不确定”。
- 若后续高利率水平将在一季度持续维持，那么后续强势美元对于油价的打压是可以预见的，但考虑到后续市场对于降息的预期并未完全消退，因此油价的压力也或相对有限。

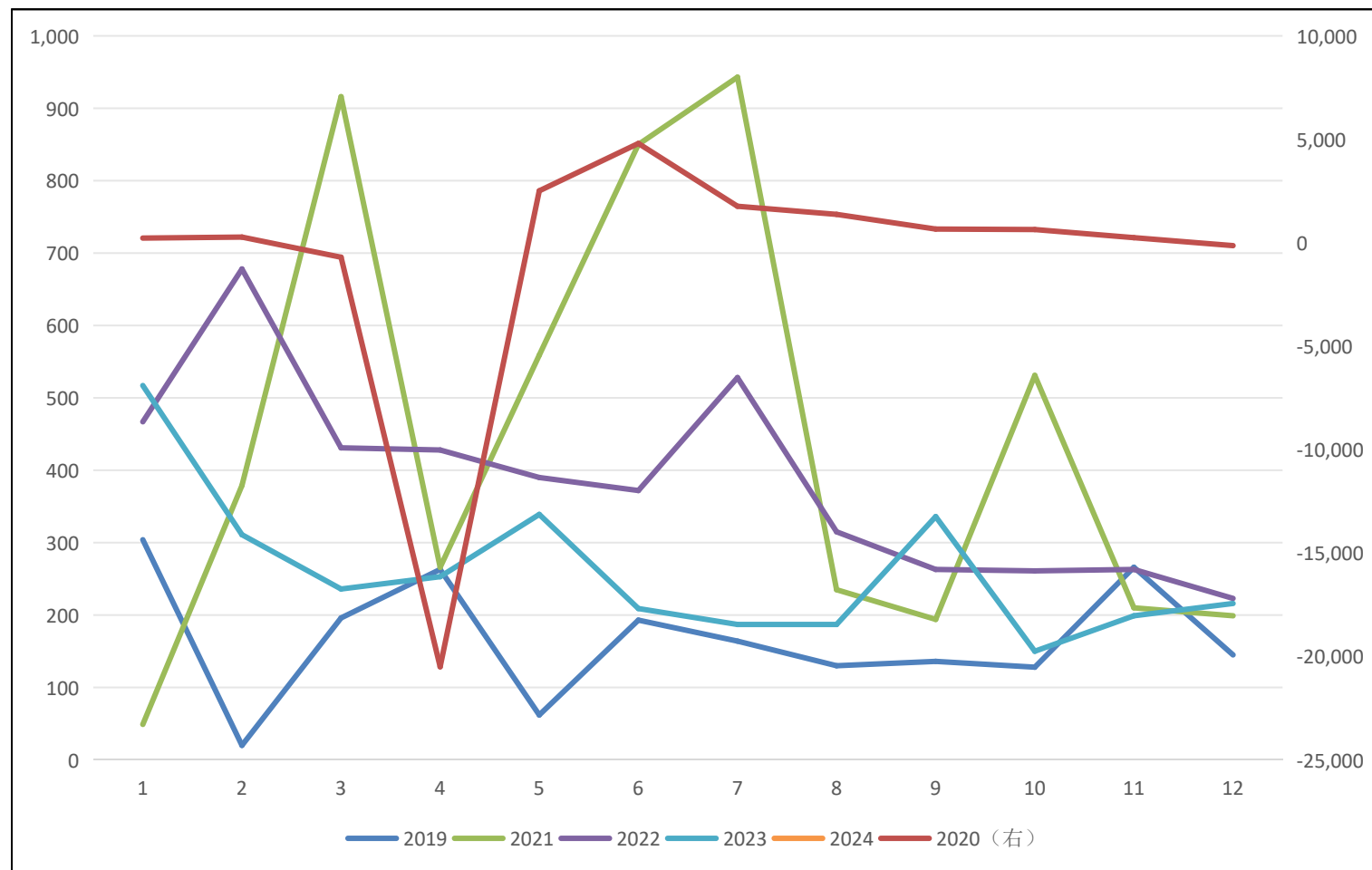


(CME降息预期)

忠诚 敬畏 创新 卓越

(1.3) 宏观——1月非农打压降息预期

- 美国1月份的大小非农数据再次形成了背离，美国1月ADP就业人数 10.7万人，预期14.5万人，前值16.4万人，这在一定程度上表明了就业市场的放缓，并对降息预期形成了提振，但非农数据意外“大爆表”，1月季调后非农就业人口大增35.3万人，为2023年1月以来最大增幅，大超预期的增加18万人；失业率维稳在3.7%，低于预期的3.8%；工资增速较前一个月再度加速，比市场预期的翻了一番至0.6%，增幅创2022年3月以来新高，该数据的公布则完全压制了ADP数据的提振效果，导致降息预期进一步有所下滑，对油价形成压制。



(美国非农同比)

忠诚 敬畏 创新 卓越

(1.4) 宏观——警惕欧美银行业风险

- 1月底时间，美国国家银行因商业房地产风险敞口而股价暴跌，引发市场对银行业系统性危机的担忧。周三，美国纽约社区银行财报显示上季度亏损2.52亿美元，其中很大部分与商业房地产相关，该行股价盘中暴跌46%，并带动银行股连续下跌，此后日本的青空银行股价也受到影响股价暴跌20%，这在一定程度上也反映了目前银行业的持续疲软，若后续银行业危机再度爆发，那么可以预见的是，整体大宗商品市场或再度受到拖累而持续下跌。

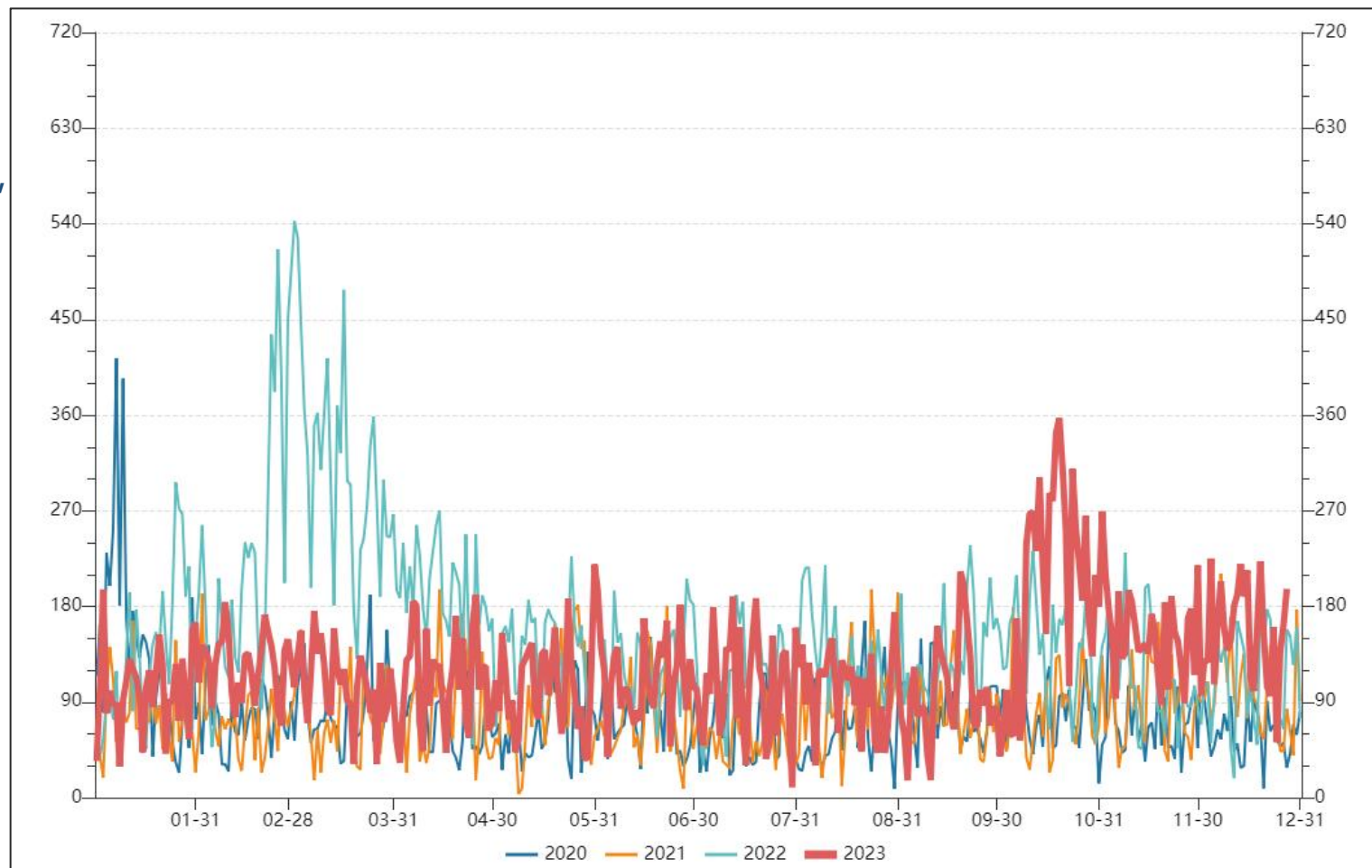


(美国纽约社区银行股价K线)

忠诚 敬畏 创新 卓越

(1.5) 宏观——地缘仍存不确定性

- 政治属性方面，虽然前期红海局势、中东局面，东西方国家关系的紧张局势对油价形成了提振，但近期油价依然保持着缓慢回吐风险溢价的走势，叠加1月底时间市场传出巴以冲突有停火可能的消息之际，油价再度出现大幅下行的走势，这或导致后续地缘冲突对油价的提振效果有限；但同时，以美国以及伊朗为核心的国际地缘关系依然不确定性较强，后续的动荡也将持续加剧油价的波动幅度。

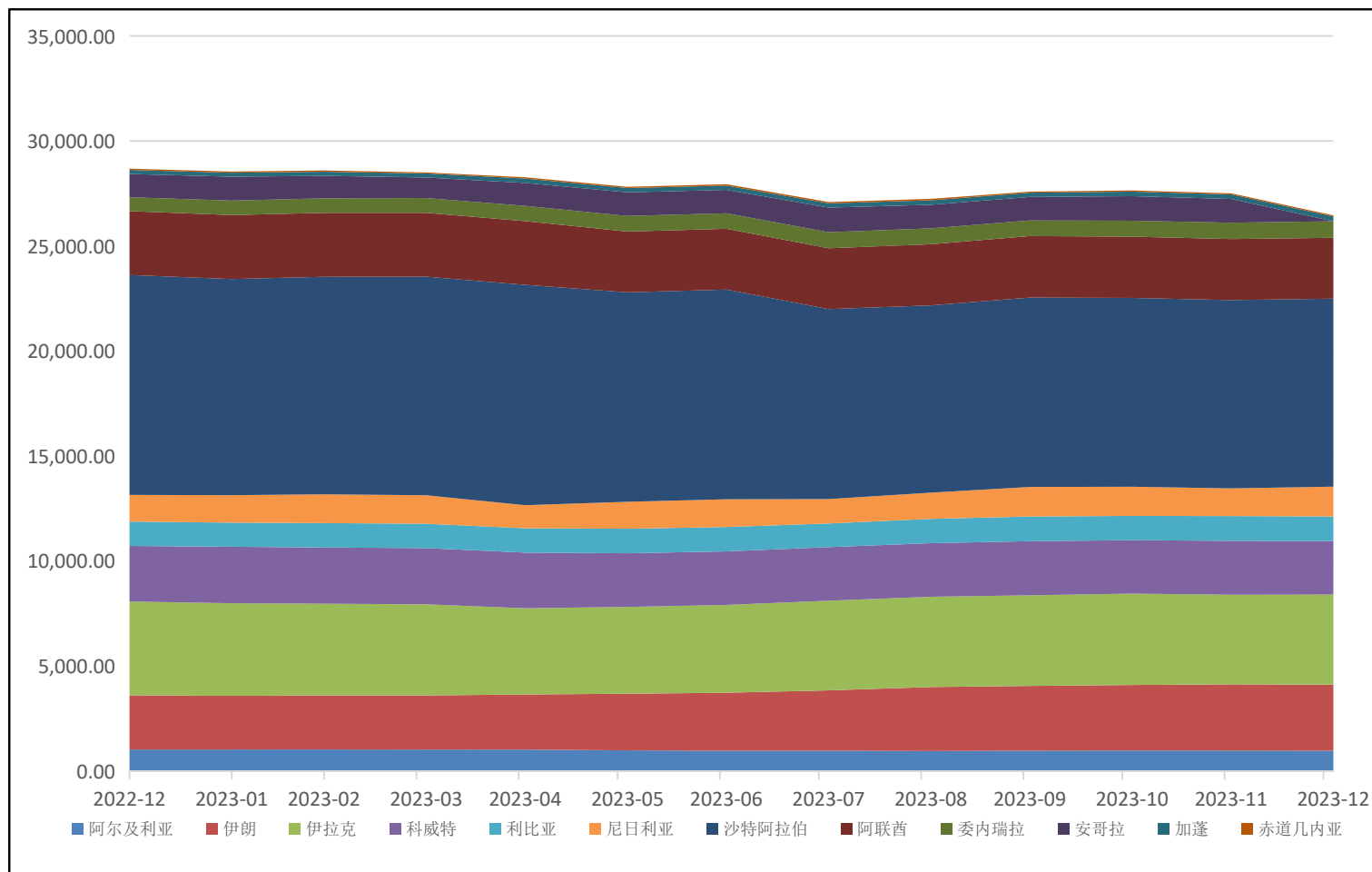


(地缘政治风险指数)

忠诚 敬畏 创新 卓越

(2.1) 供给——OPEC+会议落幕

- OPEC+检测会议于2月初时间落幕，值得注意的是，本轮会议上各个产能国并未进一步延长减产措施，但重申“随时准备采取额外措施”并定于4月3日再次举行会议。会后沙特能源部长表示如果需要，目前的欧佩克+减产“绝对”可以延长到第一季度之后，俄罗斯方面也表示将支持OPEC+的决议，随时有可以减产的准备，这导致后续市场的关注焦点或转移至OPEC+国家在3月底时产量政策的调整之上。



(美国纽约社区银行股价K线)

忠诚 敬畏 创新 卓越

(2.2) 供给——OPEC产量仍处高位

- 而从产量上来看，目前OPEC国家的产量降幅依然不及市场的预期，市场各方的调查数据也显示OPEC国家内部或存在着不可忽视的产量调整矛盾，这在后续或需要保持关注，若再度出现安哥拉退出的类似情况，整体减产政策的落实或更加不及预期。

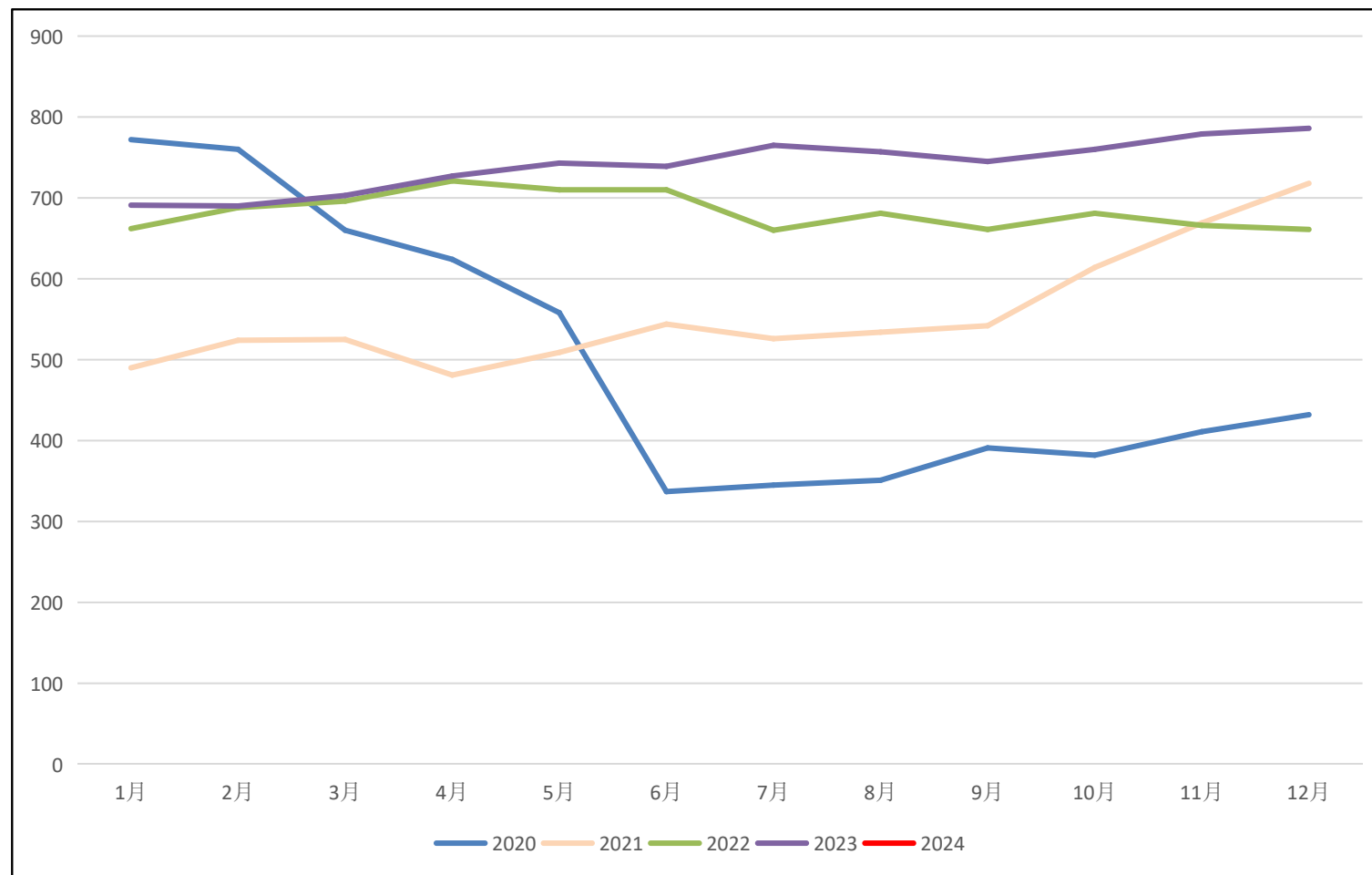
(千桶/天)	11月产量	12月产量	减产幅度
阿尔及利亚	963	959	-4
刚果	253	245	-8
赤道几内亚	51	55	4
加蓬	218	226	7
伊朗	3154	3143	-11
伊拉克	4269	4292	23
科威特	2567	2545	-23
利比亚	1180	1177	-3
尼日利亚	1319	1418	100
沙特阿拉伯	8968	8956	-12
阿联酋	2907	2898	-8
委内瑞拉	779	786	7
合计	26628	26700	73

(OPEC产量)

忠诚 敬畏 创新 卓越

(2.3) 供给——委内瑞拉或产量下降

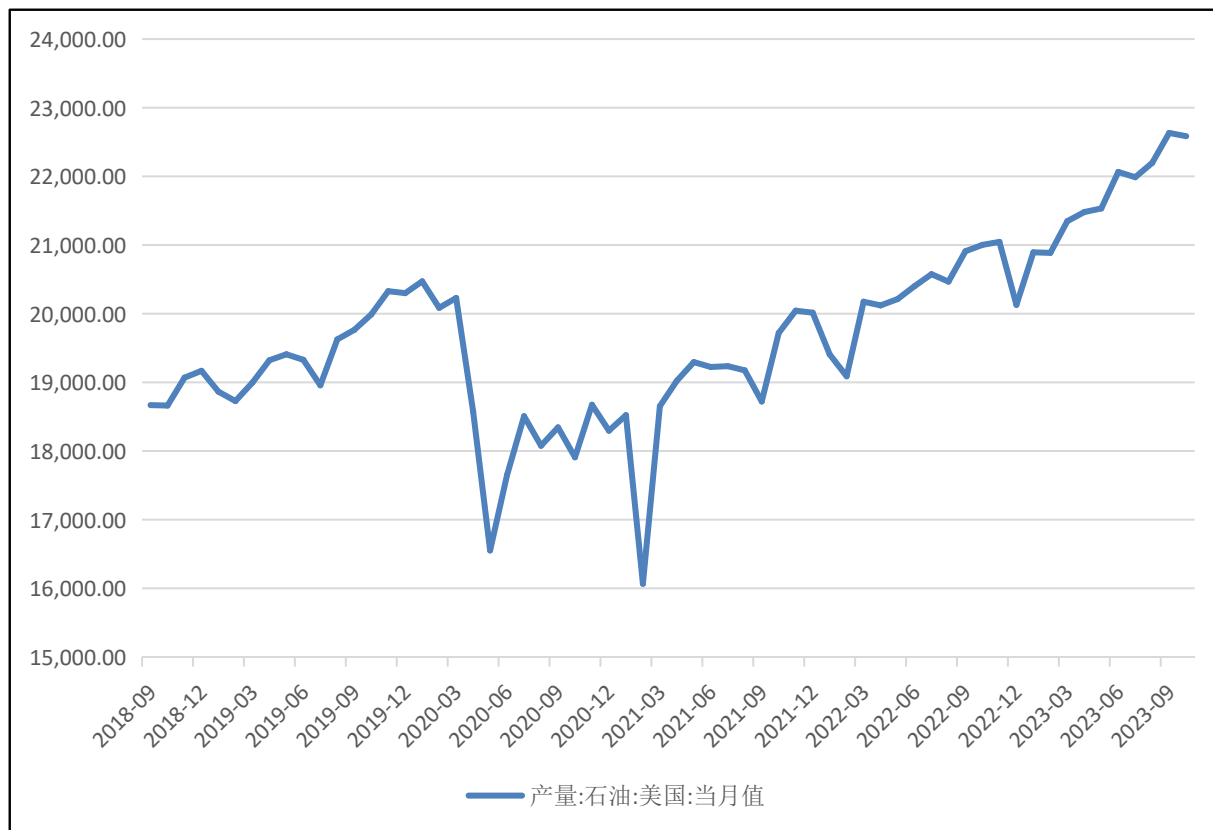
- 1月后半旬时间，美国与委内瑞拉的矛盾或再度升级，美国国务院决定不续签第44号通用许可证，这将对委内瑞拉部分能源贸易制裁将重启，若后续该许可不再被续签，那么委内瑞拉的产量或在短期内急速下降三分之一，对市场也将造成长远的影响。



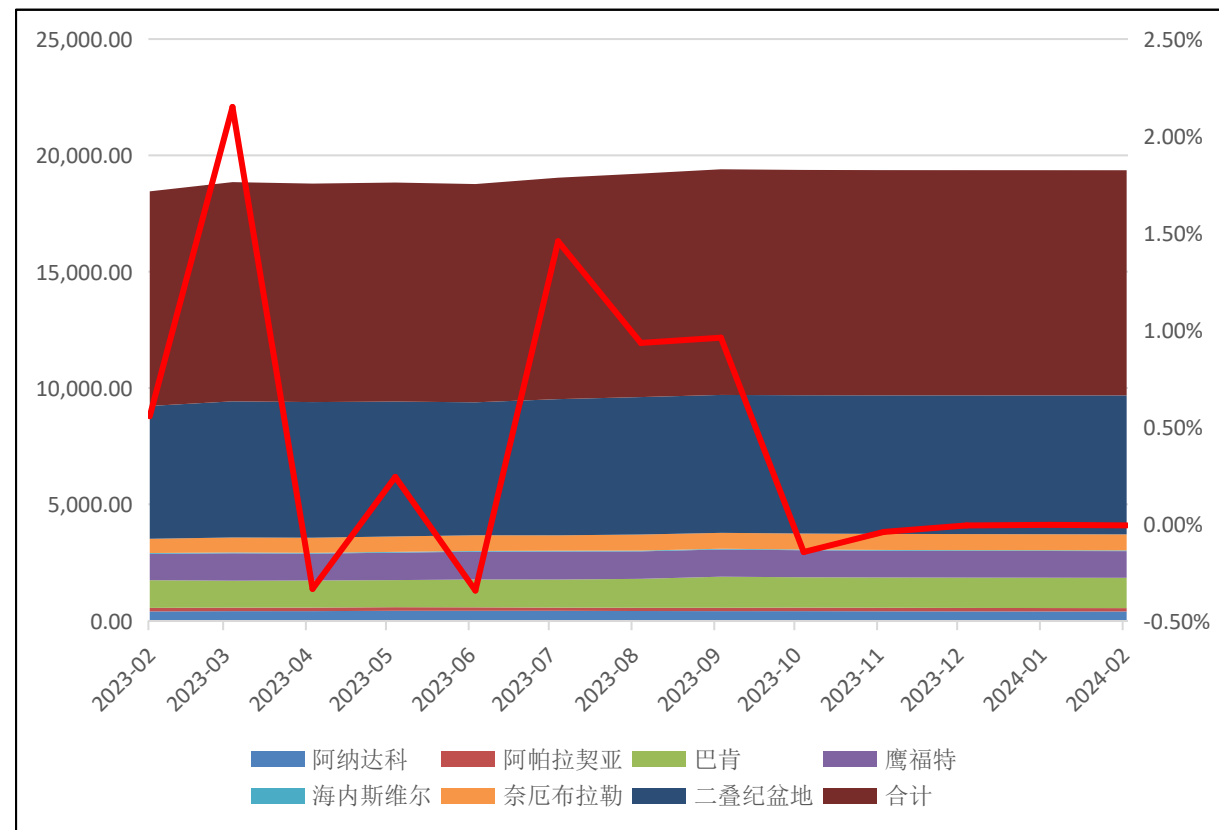
(委内瑞拉产量)

忠诚 敬畏 创新 卓越

(2.4) 供给——美国产量仍在高位

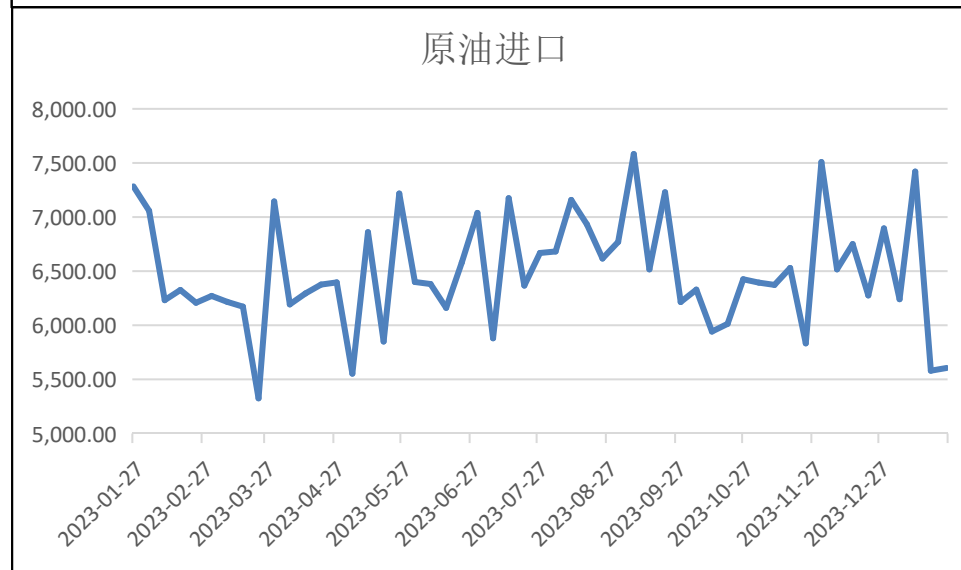
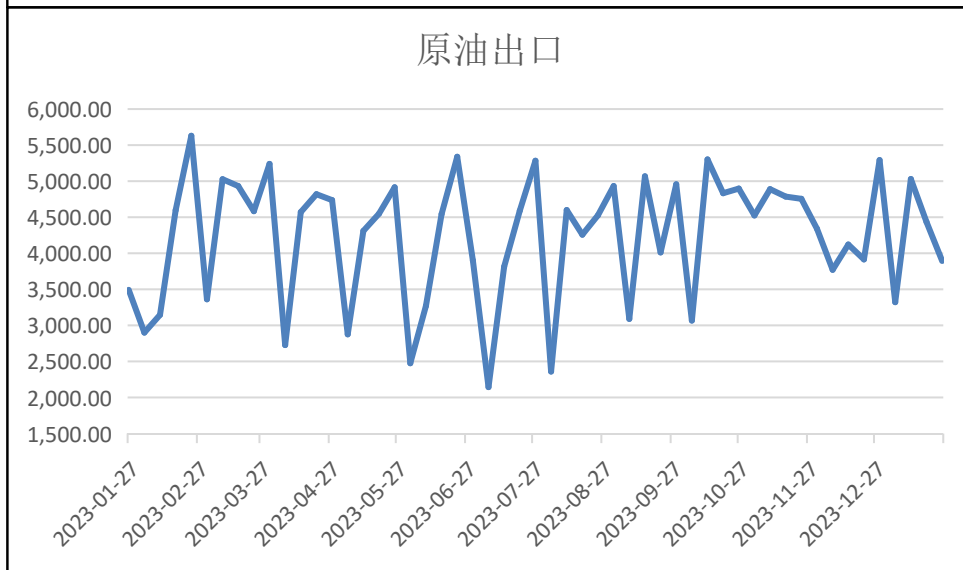
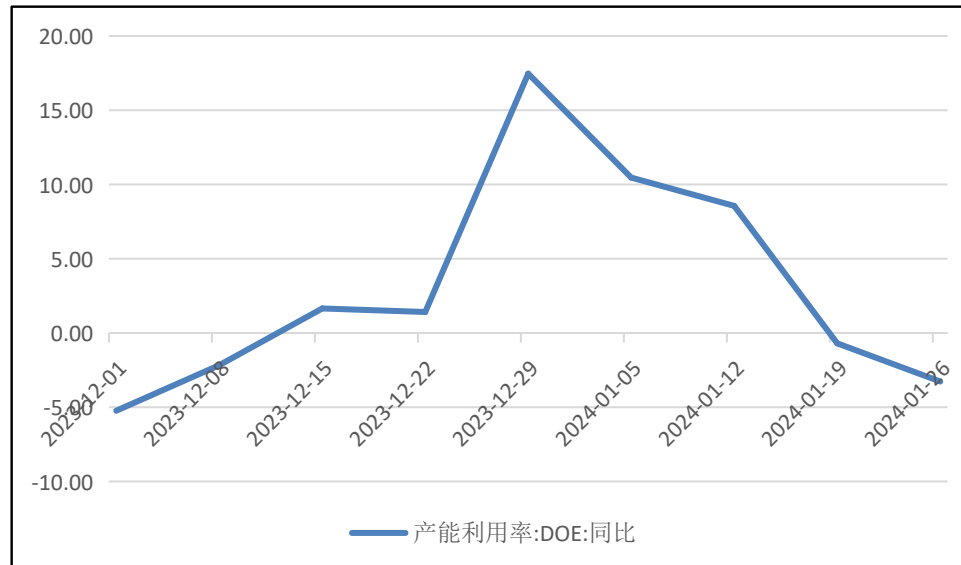
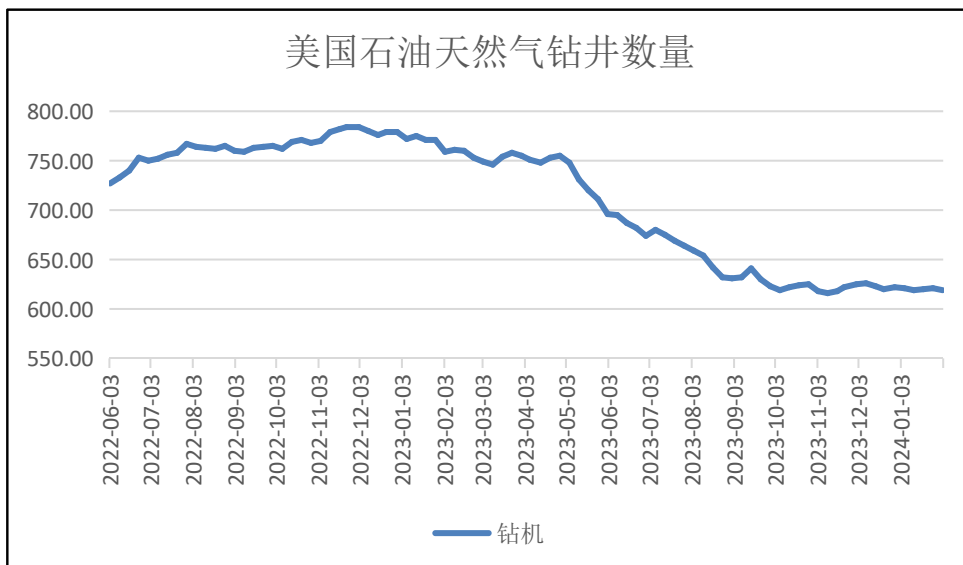


(美国原油产量)



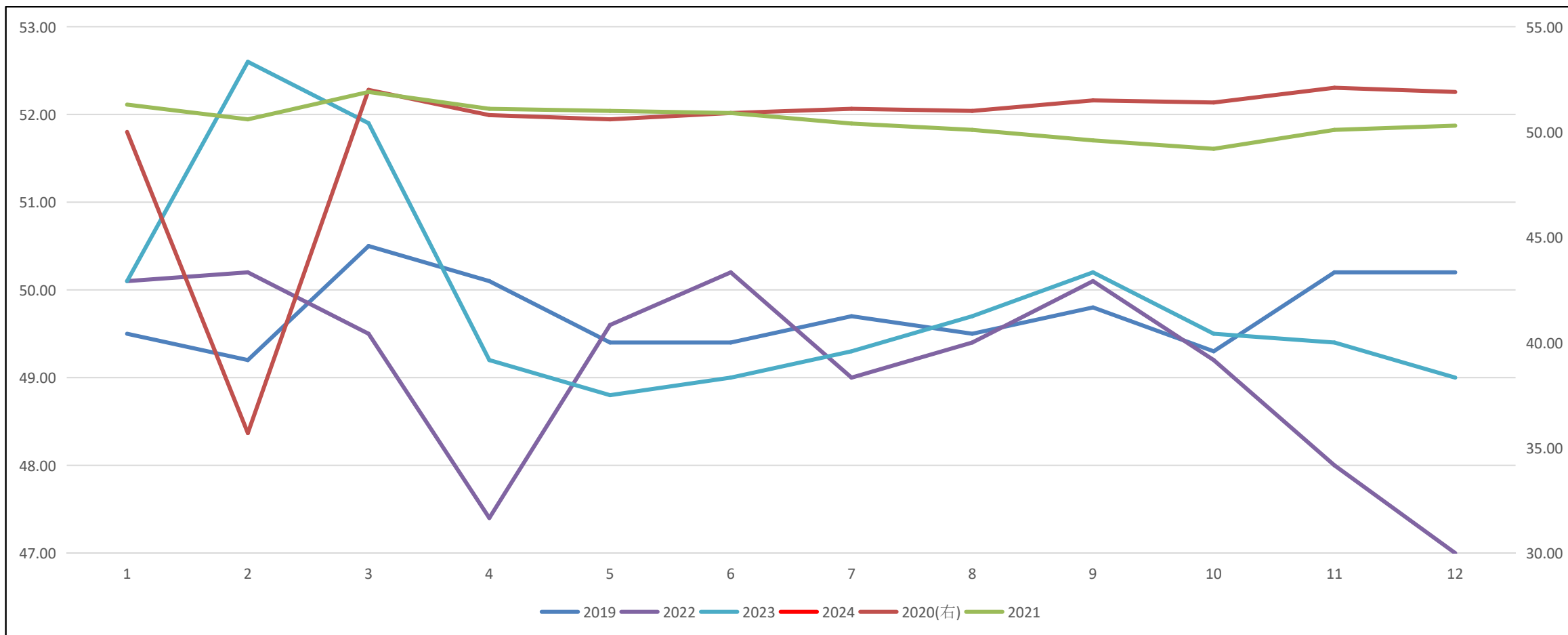
(美国页岩油产量)

(2.5) 供给——美国高产或维持



资料来源:
贝克休斯油服、EIA
长安期货

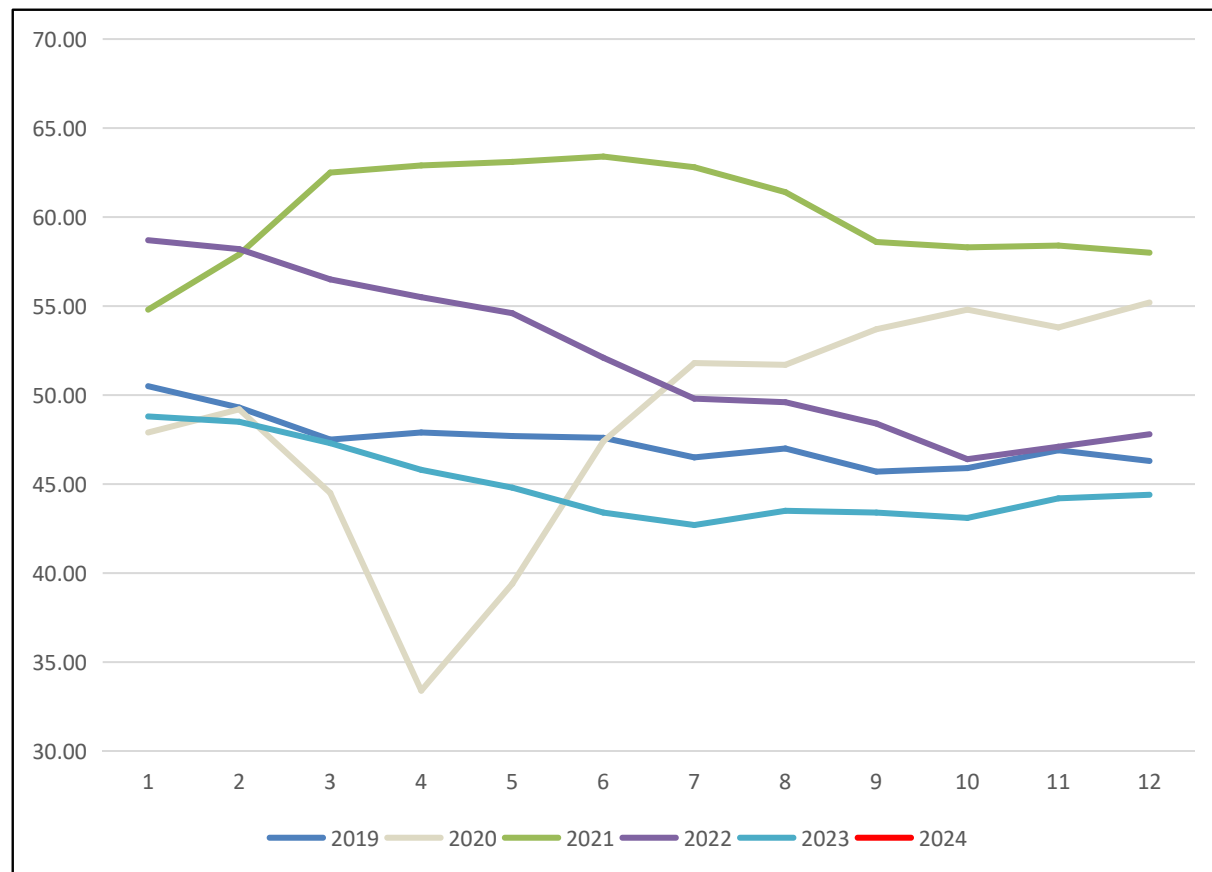
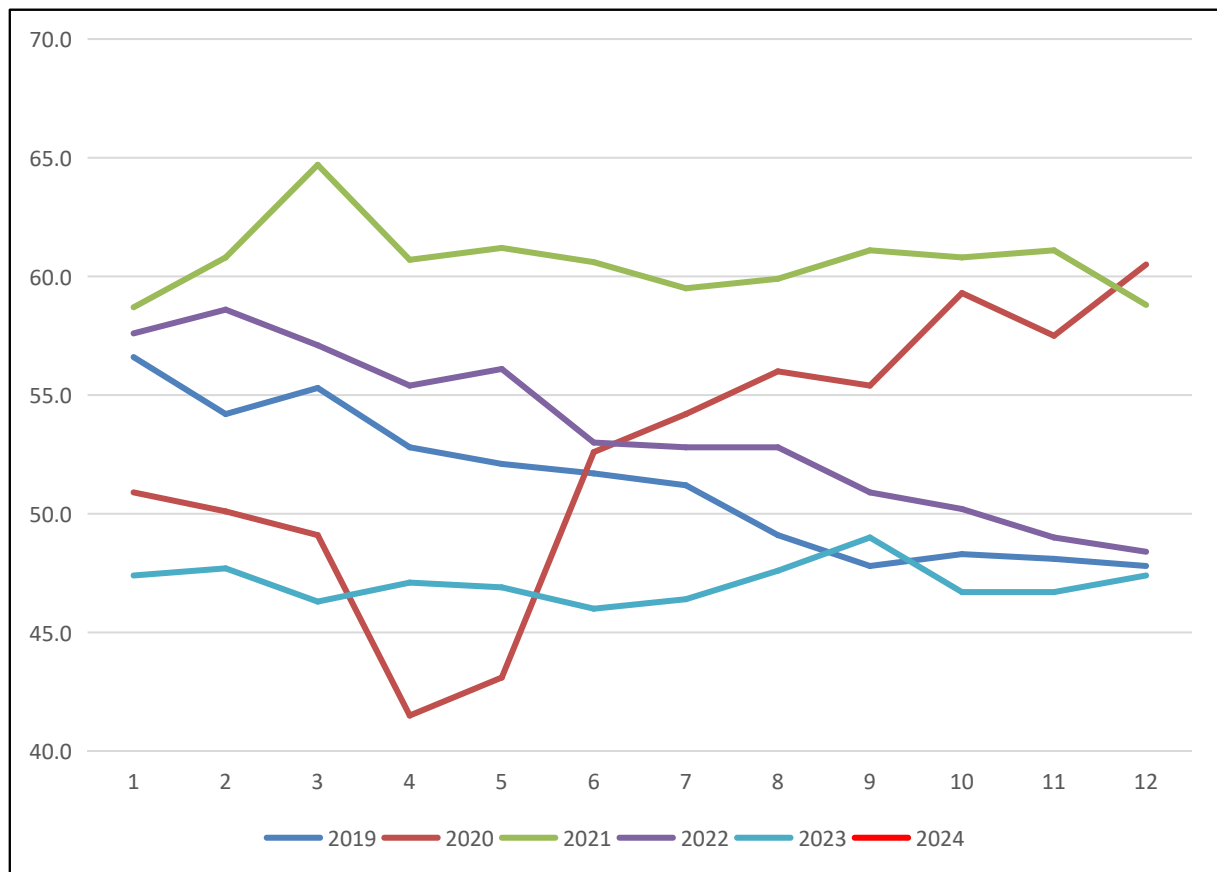
(3.1) 需求——我国制造业小幅回暖



(我国制造业PMI同比)

忠诚 敬畏 创新 卓越

(3.2) 需求——欧美制造业PMI同步回暖



(欧美制造业PMI)

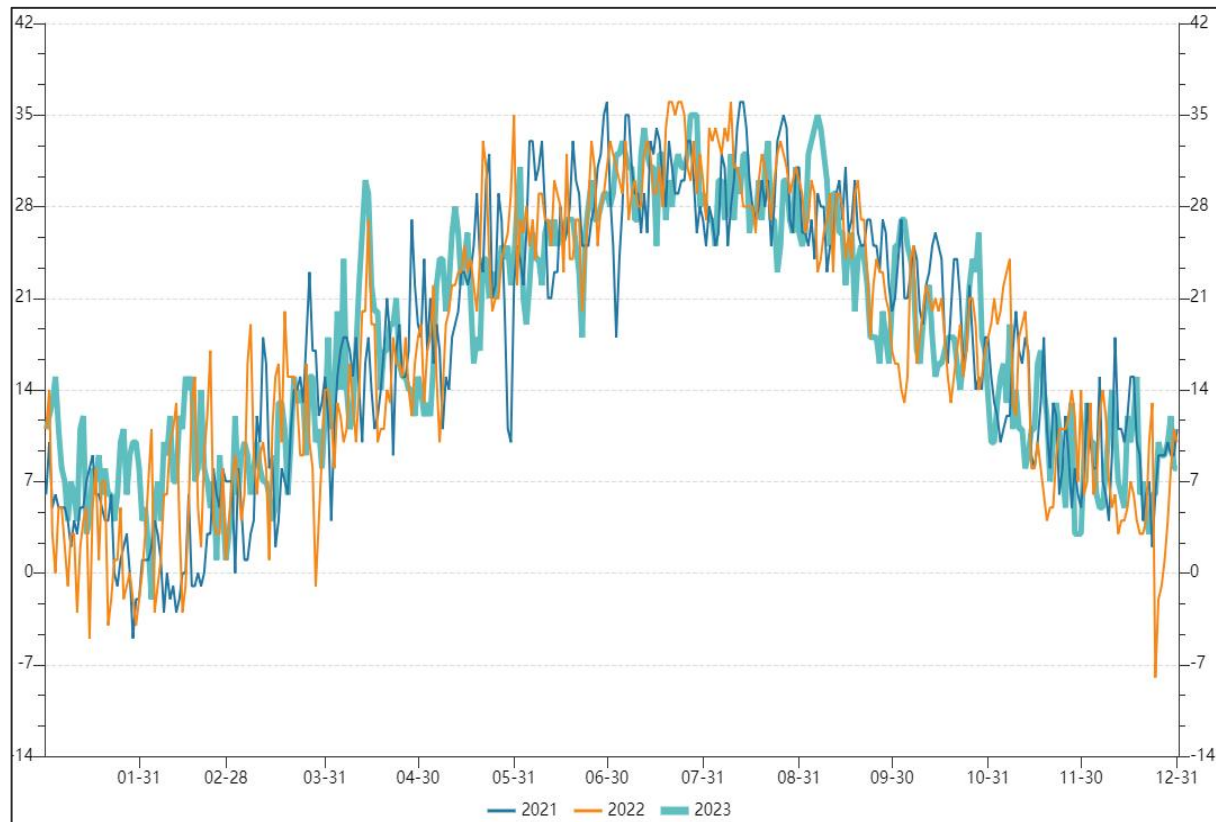
(3.3) 需求——机构需求预期持平

- EIA、IEA与OPEC在其2024年的第一份月报中公布：EIA将2024年全球原油需求增速预期上调5万桶/日至139万桶/日，此前预期为134万桶/日，这表明该组织在短期内对于需求回暖有一定预期，但长期看法仍不乐观。IEA连续第三次上调2024年全球石油需求增长预测，该机构2024年首份月报将2024年全球石油需求增长预期从此前的110万桶/日上调至120万桶/日，仅为去年230万桶/日增幅的约一半，预计总需求达到平均1.03亿桶/日；而在周三公布的OPEC月报之中，预计全球石油需求将增加225万桶/日，达到创纪录的1.0436亿桶/日，这与去年年底月报的预测持平，并未对市场形成明显提振。

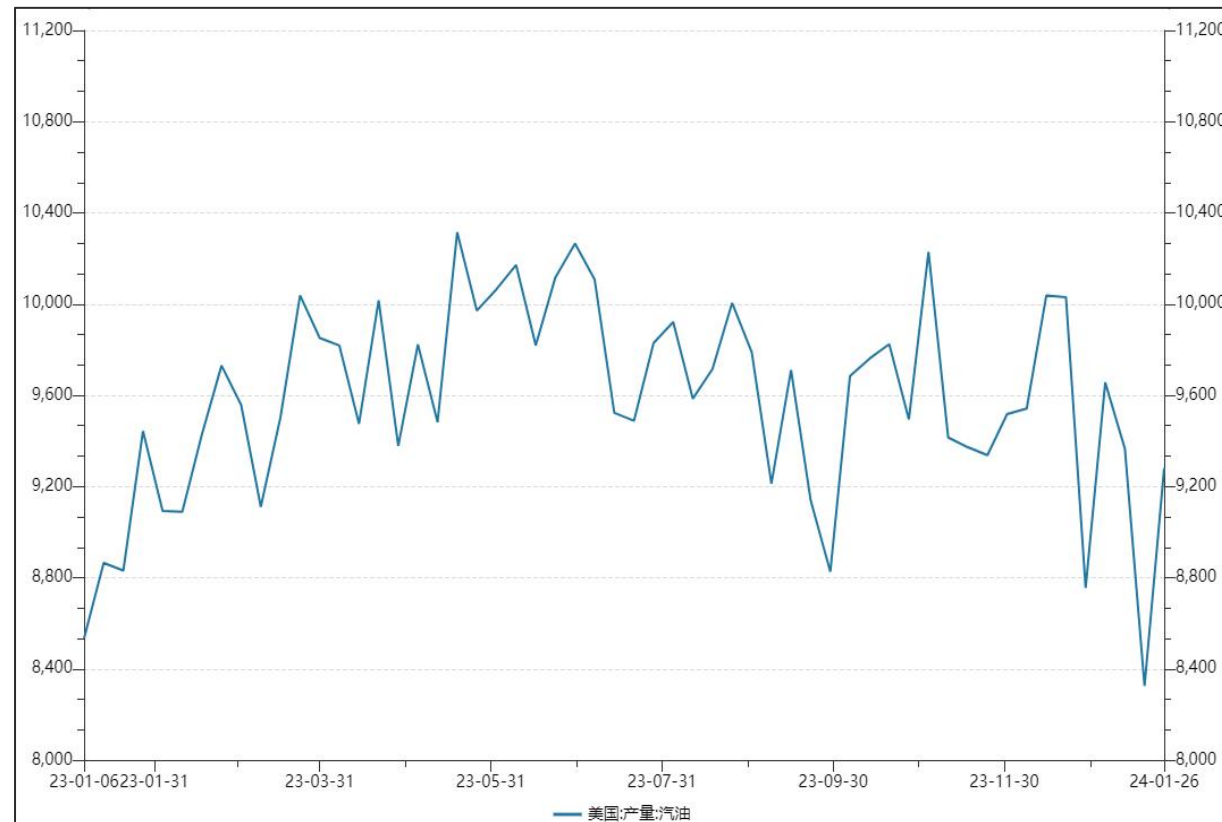


(美国汽油消费预期)

(3.4) 需求——冷空气或提振成品油产量



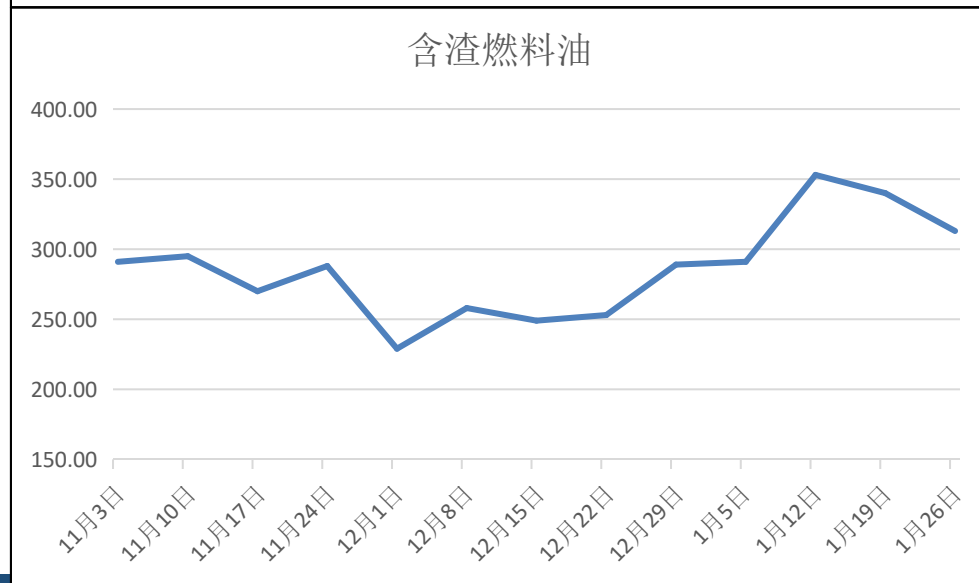
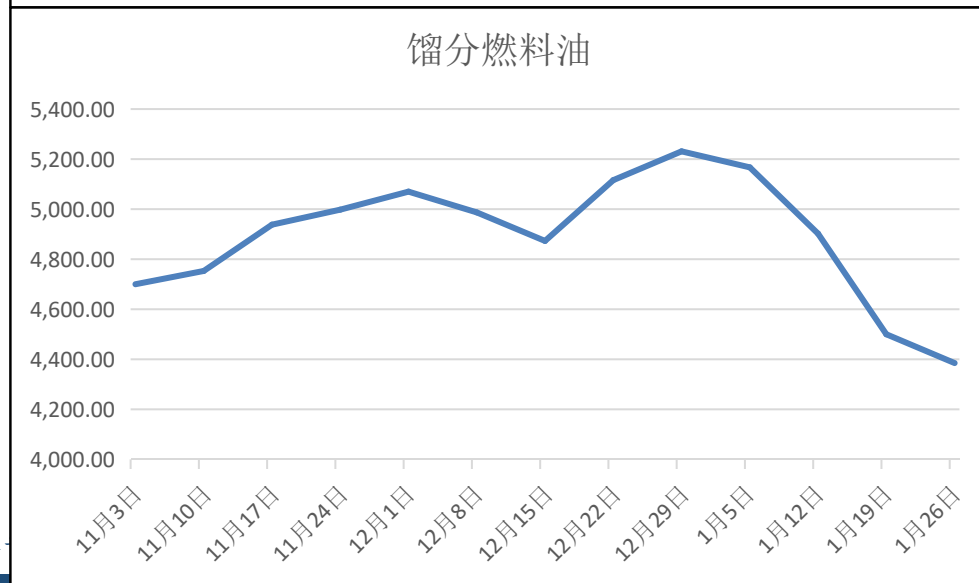
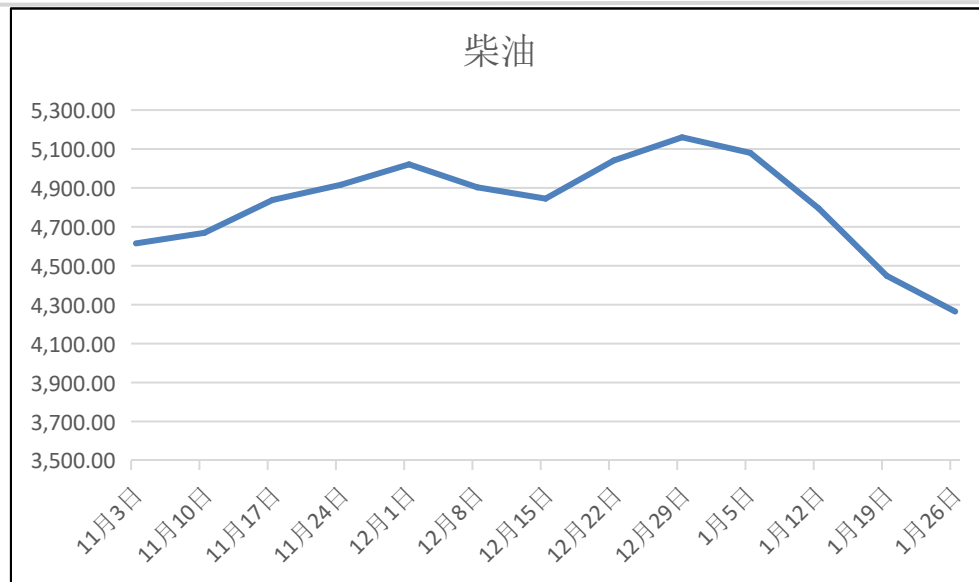
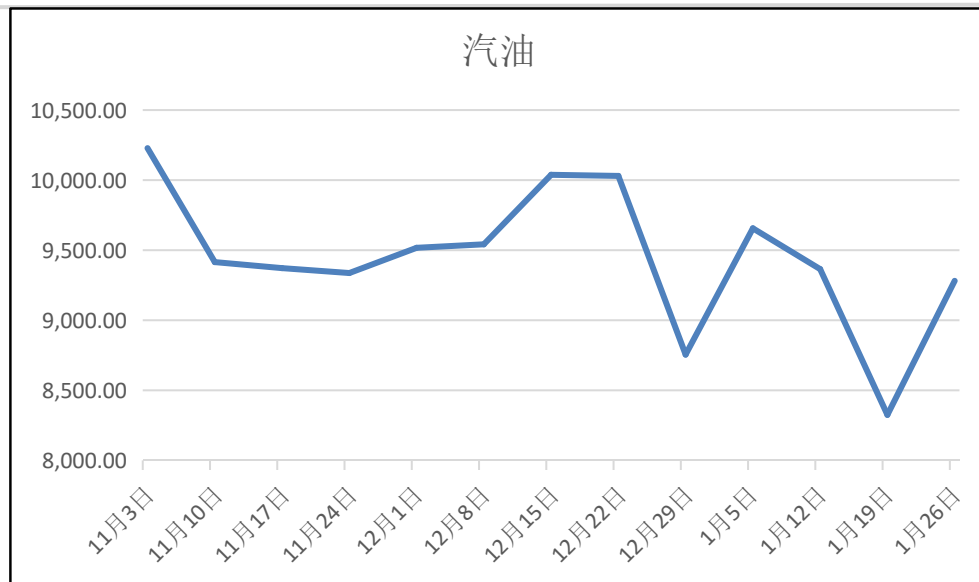
(美国纽约最高气温)



(美国汽油产量)

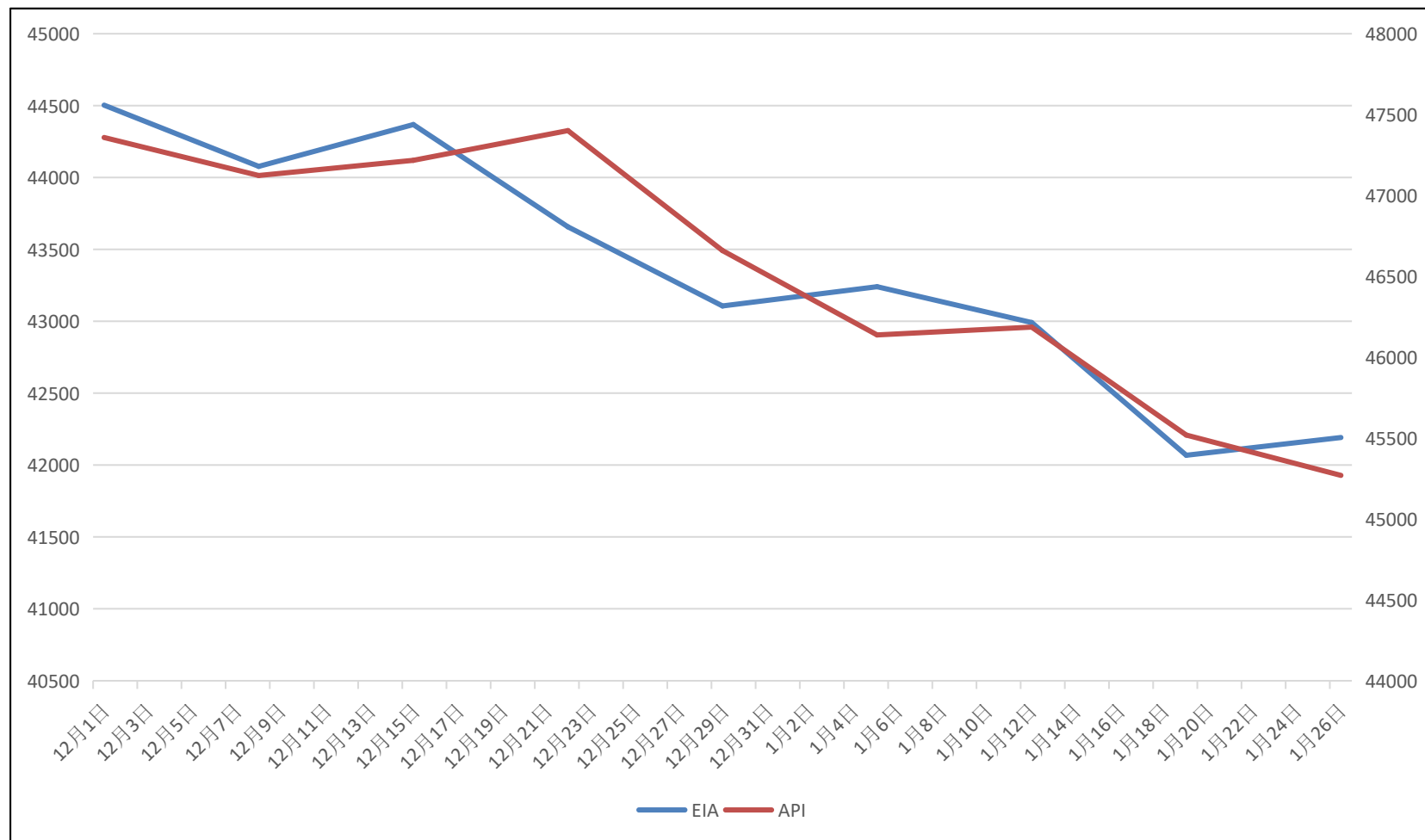
忠诚 敬畏 创新 卓越

(3.5) 需求——北美成品油产量回暖



(4.1) 库存——原油持续去库

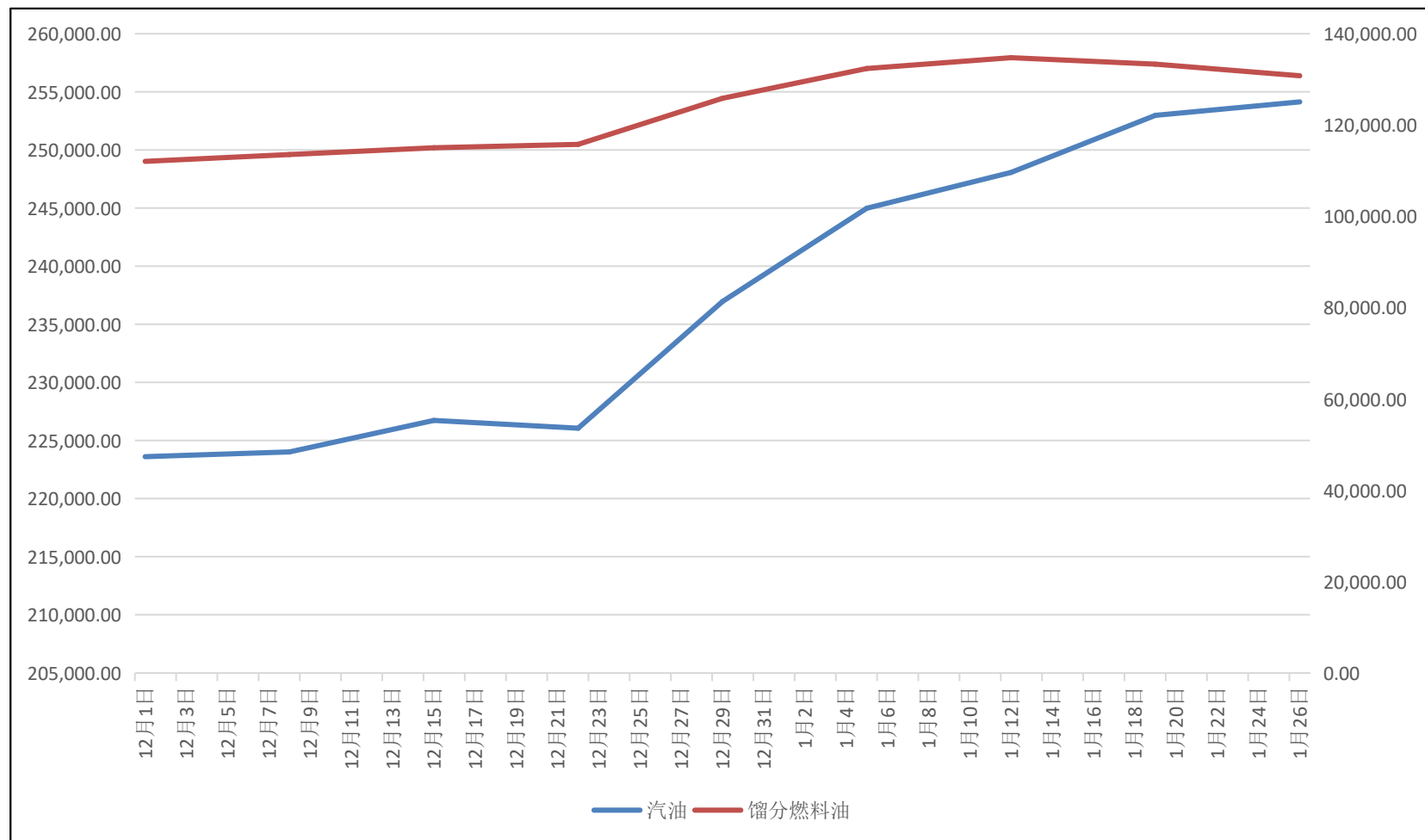
- 原油方面，美国至1月26日当周API原油库存录得再度下降249.3万桶，前值为锐减667.4万桶，预期为下降86.7万桶；同时1月26日当周EIA原油库存录得意外增加123.4万桶，前值为下降923.3万桶，预期为下降21.7万桶。两大原油库存数据在1月最后一周的数据中再度迎来了分化的变化，虽然前期原油库存数据持续下降对油价形成了一定的提振，但本周库存的意外增加则对价格形成了一定的压制。



(API、EIA原油库存)

(4.2) 库存——成品油连续积累

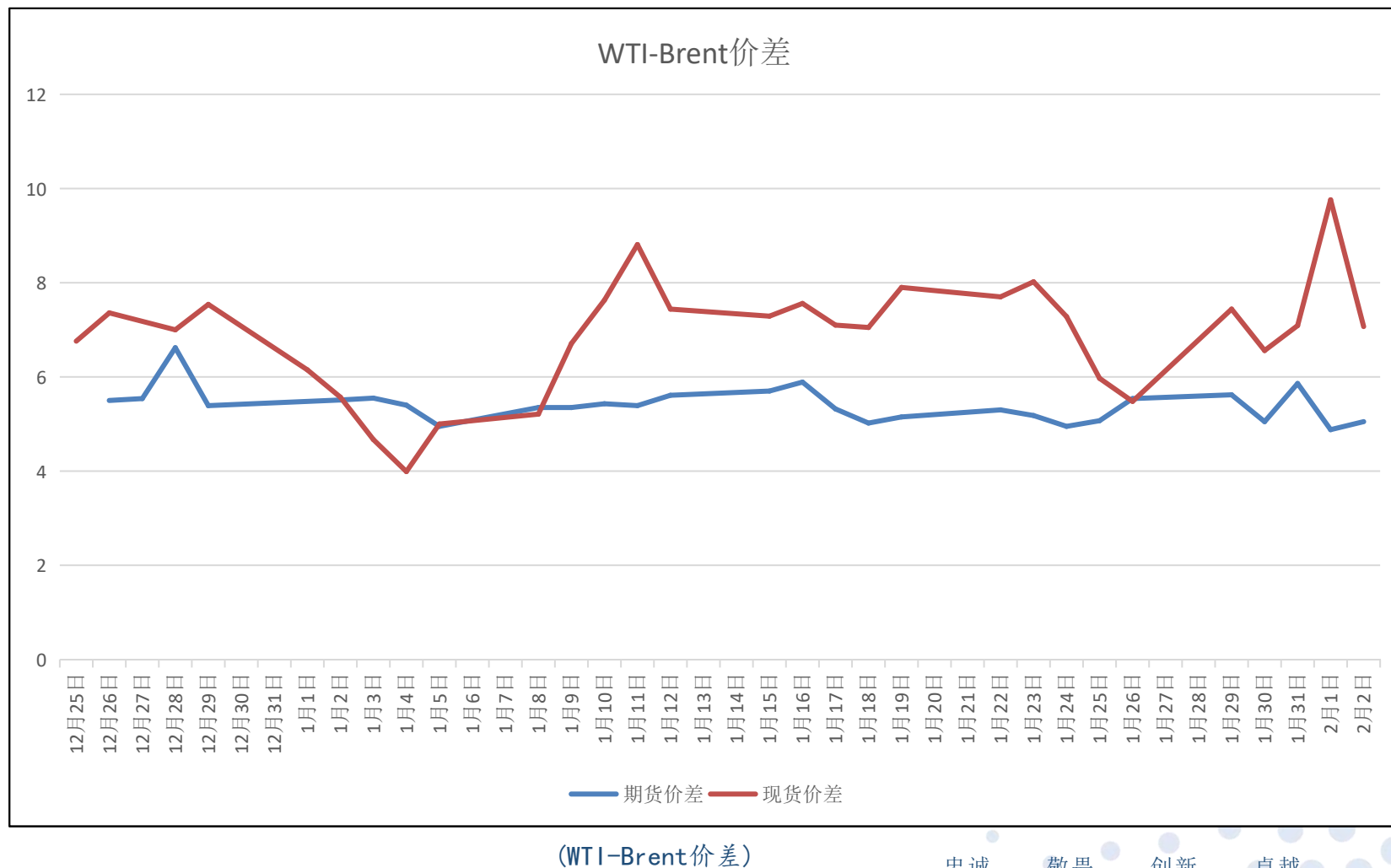
- 而在成品油方面，美国至1月26日当周汽油库存公布再度增加115.7万桶，前值增加491.2万桶，预期为增加148.3万桶，整体库存水平持续升至自2021年2月以来的最高水平；同时精炼油库存公布则再度下降254.1万桶，前值为下降141.7万桶，预期为下降42.5万桶，降幅录得2023年11月3日当周以来最大。从成品油的角度来看，尽管精炼油库存存在连续的去库，但作为原油主要消费之一的汽油库存的连续大量积累对油价依旧是形成了明显的拖累，这也一定程度上表明了目前的消费市场依旧疲软。



(成品油库存)

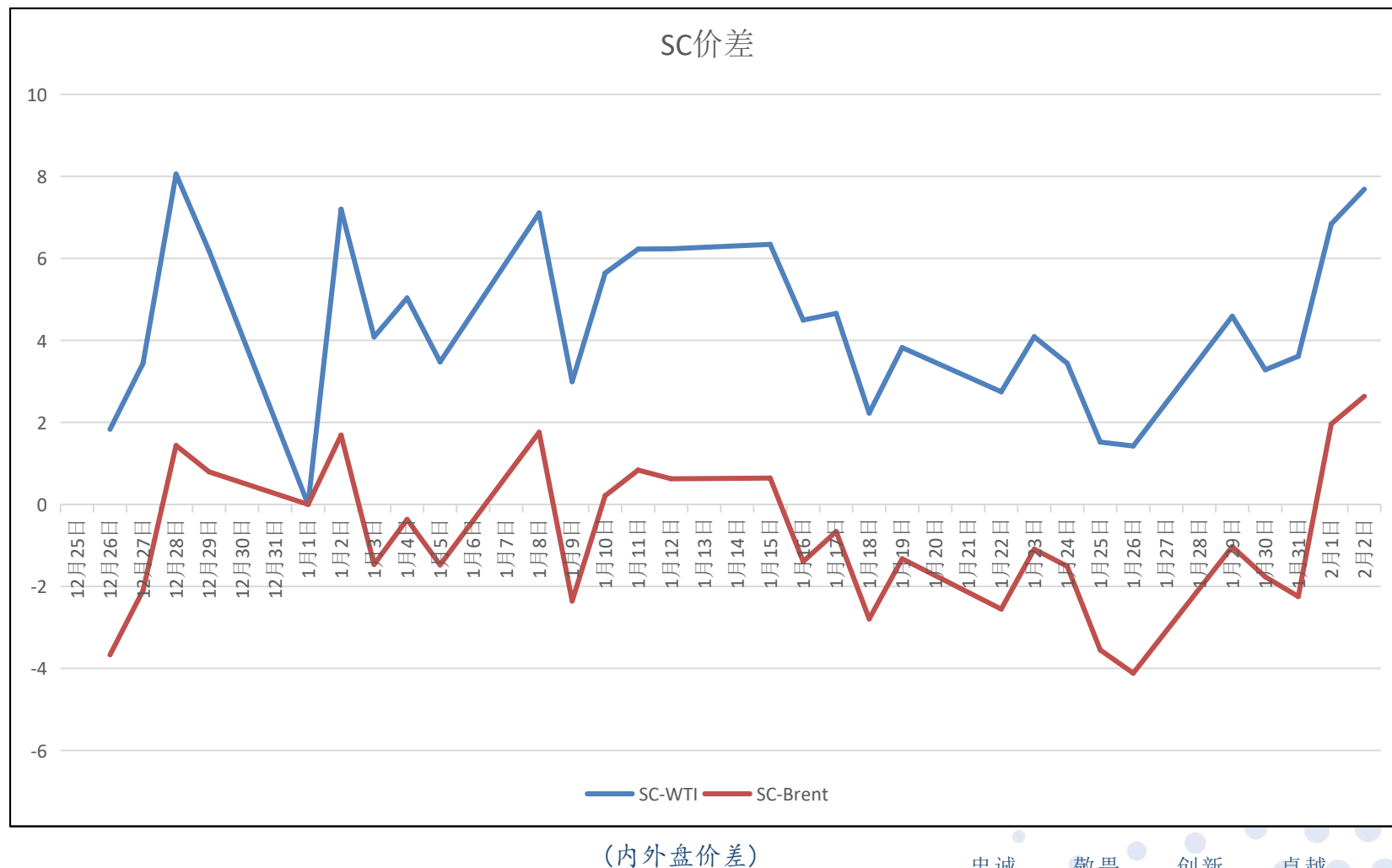
(5.1) 价差——WTI-Brent价差

- 期货方面：1月WTI与Brent期货价差并未出现明显的变化，价格基本在正常的价差区间【5-6】美元/桶之内，预计后市在两者受到价格影响因素趋紧的情况下，将依然维持当前的价差走势。
- 现货方面：1月份之中两大国际原油品种的现货价差出现了较大的走势变化，上旬时间价差虽然一度走低，但在月中时间恢复至高位并维持了较长时间的震荡，且在下旬时间再度触底反弹，甚至一度突破至10美元/桶，这主要是由于美国进出口变化的影响，后续预计两者价差或恢复正常，难出现再度大幅上行的可能。

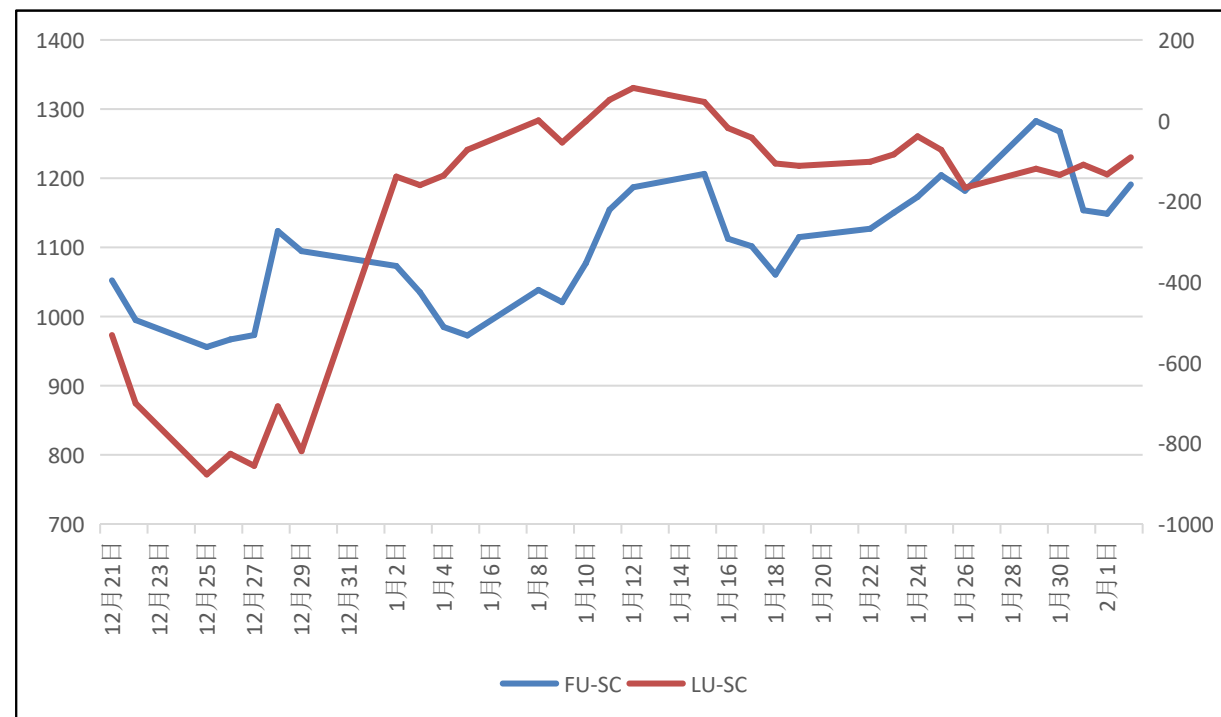
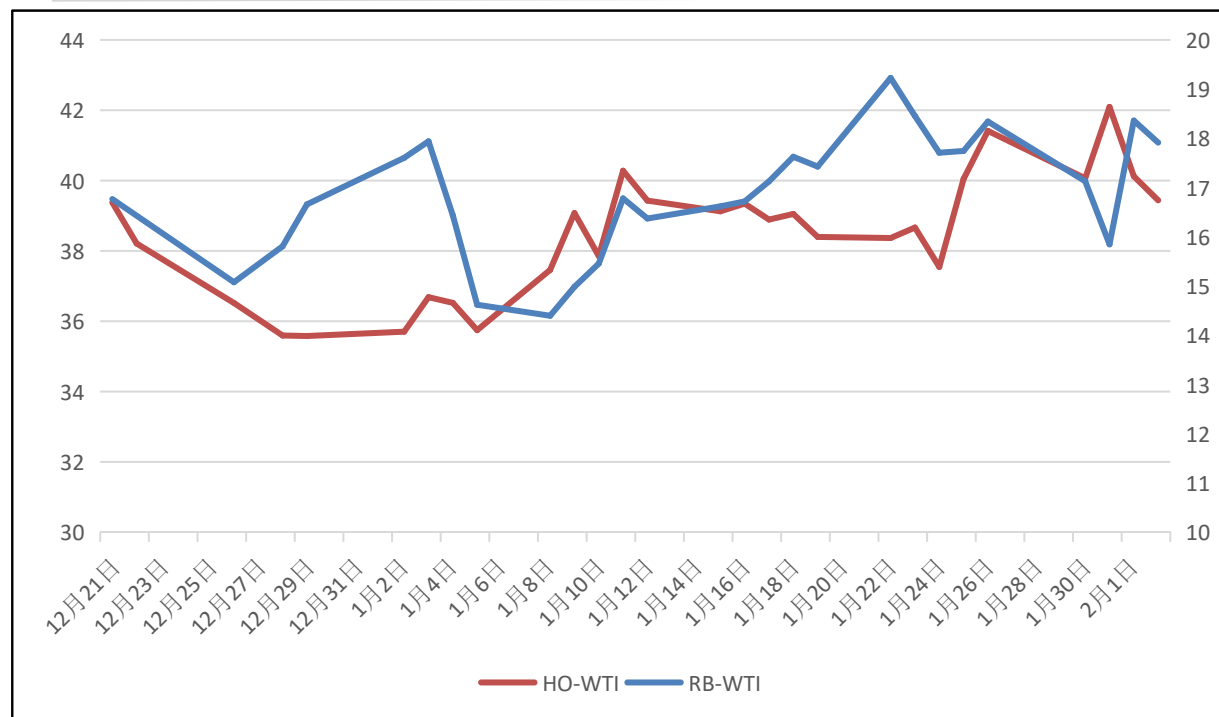


(5.2) 价差——内外盘价差

- 1月之中内外价差的走势基本如此前报告中预计的一般，在一月中上旬时间均维持了内盘表现相对较弱的走势，内外价差也一度重心持续回落，这主要是由于国际油价大幅上行而内盘跟涨的原因所致；但在1月底时间内盘强势水平再度有所恢复，这也是由于内需强劲而国际油价下跌所致。
- 预计2月之中随着国际油价面临的下行压力进一步加剧，同时考虑到国内消费水平的进一步回暖，内外价差或出现进一步的走强可能，届时可依旧考虑以内盘为多配的跨市套利。



(5.3) 价差——成品油裂解价差



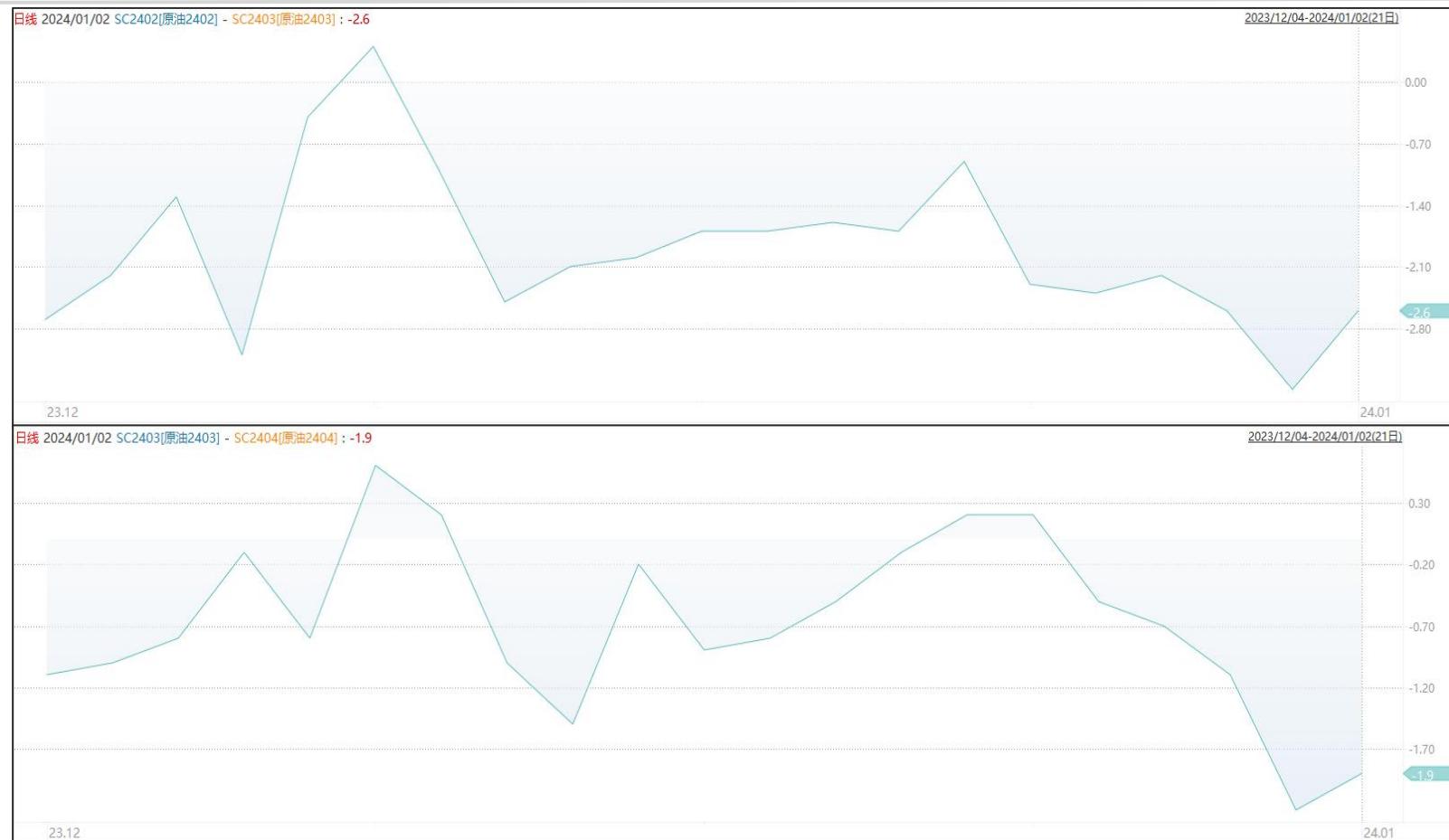
(美国汽柴油裂解价差)

(内盘高低硫裂解价差)

- 裂解价差方面，国际汽柴油裂解价差走势依然相对分化，其中柴油裂解重心明显上移，而汽油裂解则维持震荡走势，这在一定程度上削弱了汽油价格的强势水平而提振了柴油的消费预期；传导至内盘品种之中，可以明显看到高硫裂解在1月之中明显上行，这符合我们此前报告中对于以FU为多配的套利预期，同时LU裂解则在依然维持震荡，难有入场机会。
- 因此预计后市之中，前期以FU为多配的套利组合可及时保护利润，同时两大燃油系的裂解价差组合或存一定偏空布局机会。

(5.4) 价差——SC月差

- 12月之中，SC原油月差结构整体触顶回落。其中M1价差在月初短暂徘徊在0元上方之后，于大部分时间处在倒挂区间之内，且价差曾一度超过3元/桶；而M2价差虽然走势与M1大致相同，但整体运行区间略有收窄，月底价差最高触及2.2元/桶。
- 预计本月之中，随着主力合约的更换，M1价差或逐步上行，而M2价差则存进一步的下探可能，因此操作上或存一定的对02空03，或空03多04的套利可能。



(内盘M1月差(上)M2月差(下))

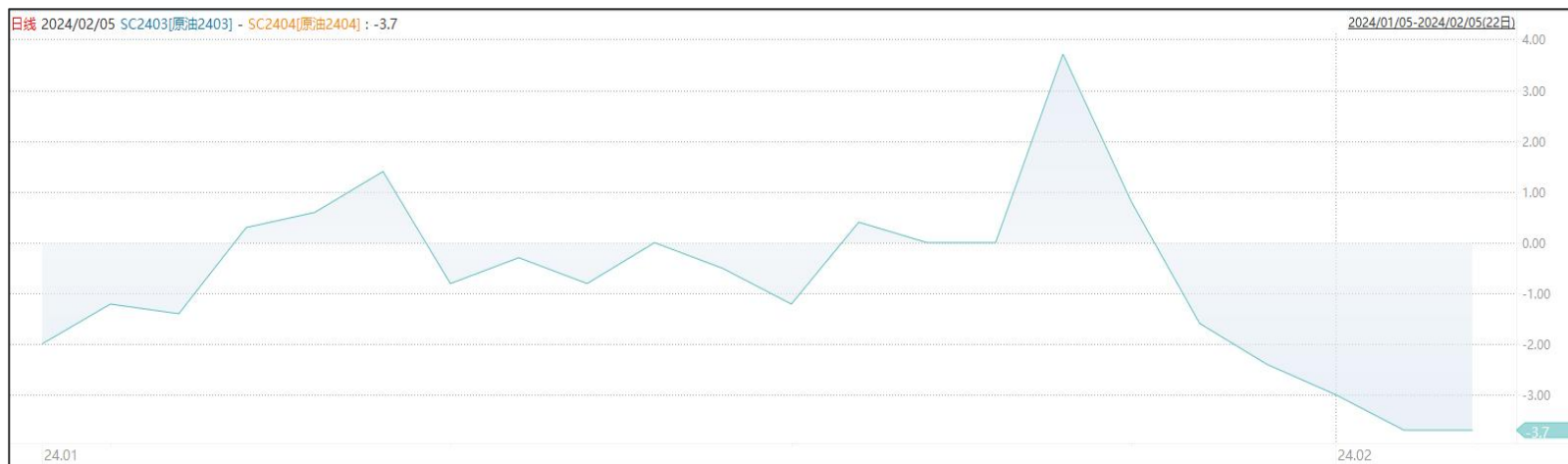
忠诚 敬畏 创新 卓越

(5.4) 价差——SC月差

- 1月之中，内盘SC原油03-04月差结构在12月底触及-1.9元/桶之后，于2月之中持续上行至3.7元/桶的水平，随后进一步出现大幅下探，并最低触及-3.7元/桶的水平；整体价差水平前后如我们在此前报告中的预期一般，最终出现了明显的下跌，但期间值得注意的是，随着近月合约的强势水平进一步提升，价差也出现了明显的上行走势。
- 因此在后续的操作之中，我们认为内盘M1、M2价差或在月中同步出现进一步的上行可能，但考虑到国内即将迎来春节假期，内盘行情或跳过上行阶段，因此建议依然以偏空思路对待。



(内盘1月M1价差)



(内盘2月M1价差)



04



观点小结

整体看来，1月以来国际油价在维持了一段时间的宽幅震荡之后经历了触顶回落的走势，虽然1月月线水平整体有所上行，但结合2月初的走势，价格仍旧存在明显的回落。

就目前的形势来看，商品属性之中，供给侧的变数依然处在OPEC+的减产以及其余非传统产能国的增产之中，而在两者的拉扯之下，油价的波动幅度也应声扩大，同时需求侧数据表现有所回暖，但结合库存数据的反复波动，整体基本面对油价的托底作用存在边际减弱的迹象；金融属性方面，近期各大央行议息会议均以维持高利率为结果落幕，同时后续3月议息会议上降息的预期也有所降低，这在一定程度上对油价有所压制；政治属性上，前期的红海危机、中东局势、东西方国家的冲突在近期依然存在不确定性，但在冲突出现明显升级之前，市场缓慢回吐风险溢价的走势也不会出现明显的改变。因此综合以上因素，后续的油价或依然维持以偏弱的态势运行，但需警惕地缘因素的不确定性带来的反弹可能。

风险点：

上行风险：地缘冲突紧张升级、产能国产量锐减等

下行风险：美国产量持续上行、中东局势进一步缓和、北美银行业风险进一步爆发等

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！

