



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）



# 减产落地叠加高利率拉扯，油价或维持高位震荡

原油月评 2024年3月4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





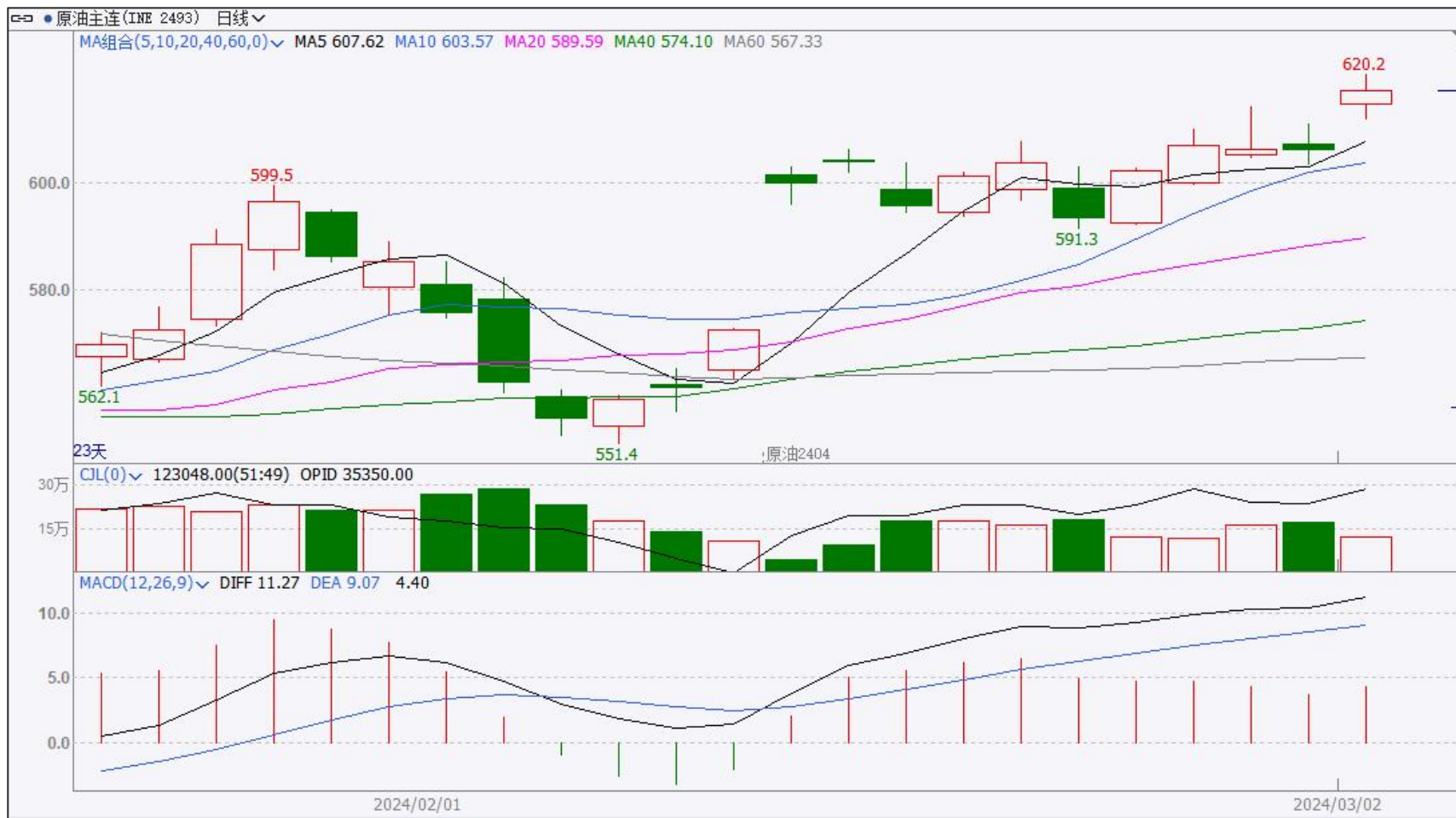
# 01



## 操作思路

## 操作思路:

SC主力或在高位维持震荡走势，在地缘降温预期以及高利率存续期间或存一定的偏弱运行可能，建议谨慎逢高沽空，但在地缘不确定性影响下不宜过度逐跌，关注区间【580-640】；中长期油价上沿仍存小幅突破可能，内盘可考虑正套布局，期权侧可考虑偏多布局认沽期权，或以燃料油为多配进行跨品种套利。



(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 |



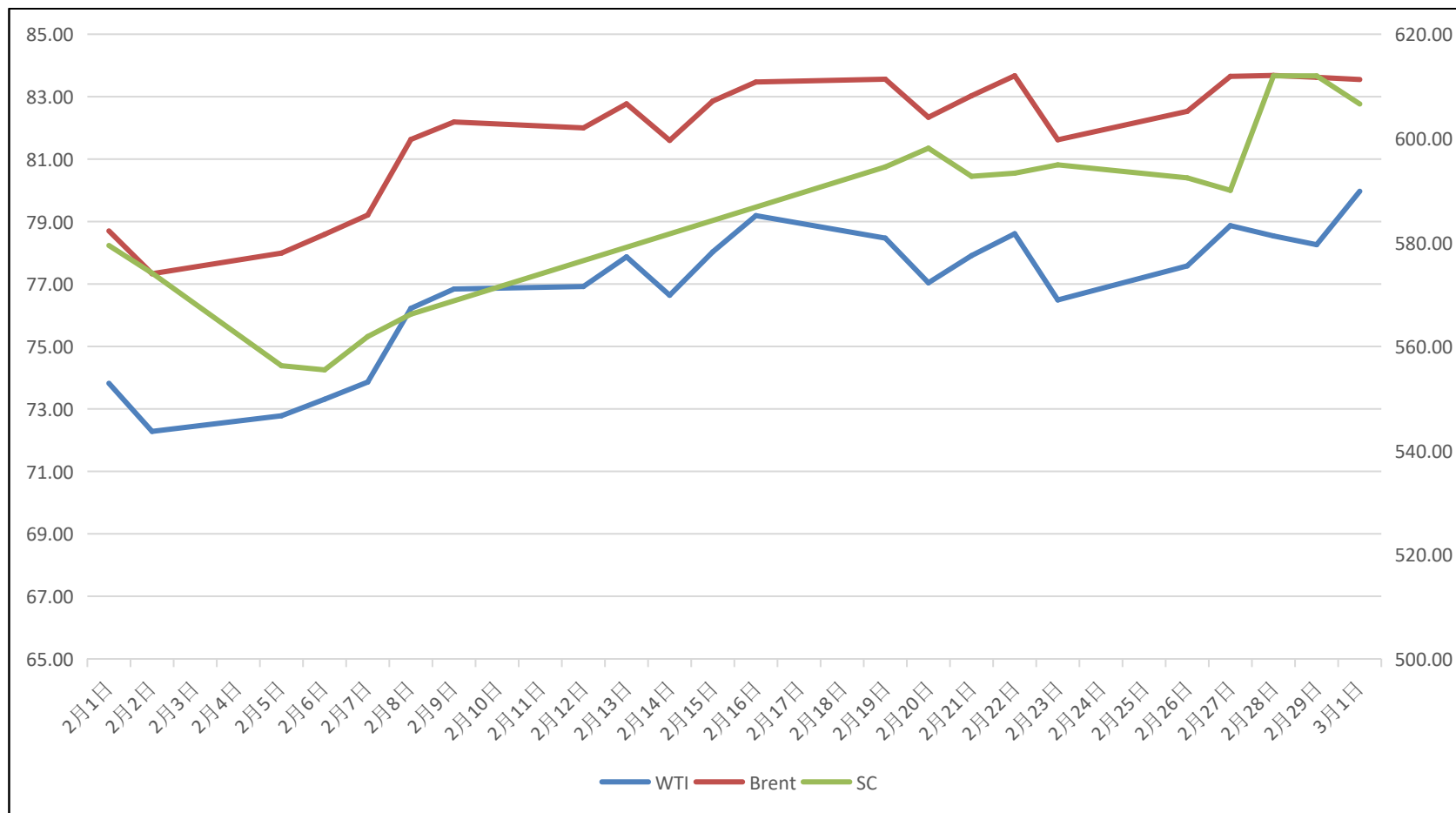
# 行情回顾

忠诚 敬畏 创新 卓越

# 行情回顾

## 行情回顾:

2月中三大原油期货价格走势整体相对偏强，重心小幅上移，主要涨幅集中在月初以及月末时间，均是受到地缘冲突升级影响导致油价打开了上方的风险溢价空间；尽管今年以来的降息预期已经下降至冰点，月中一度受之影响出现了一定的回调，但整体依旧录得涨幅存在。



(三大原油期货主力合约价格走势)



长安期货  
CHANG-AN. FUTURES

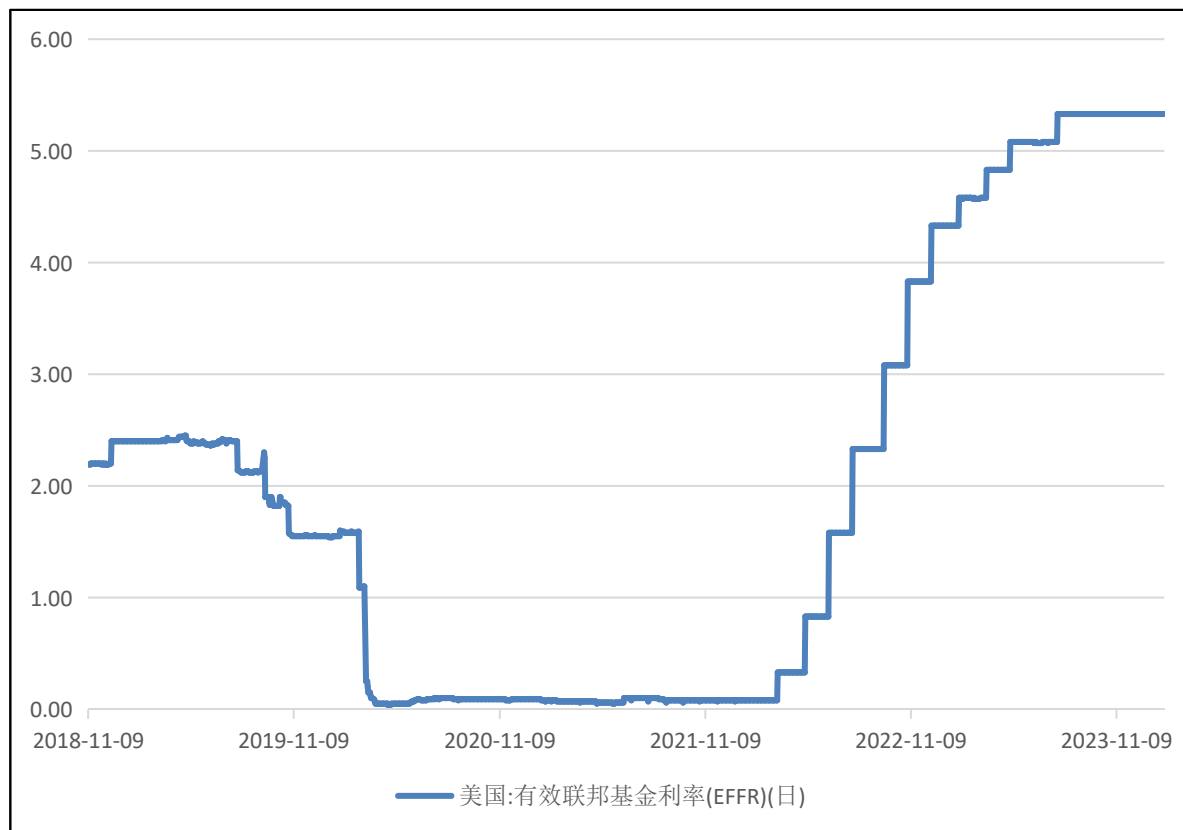
03

# 基本面分析

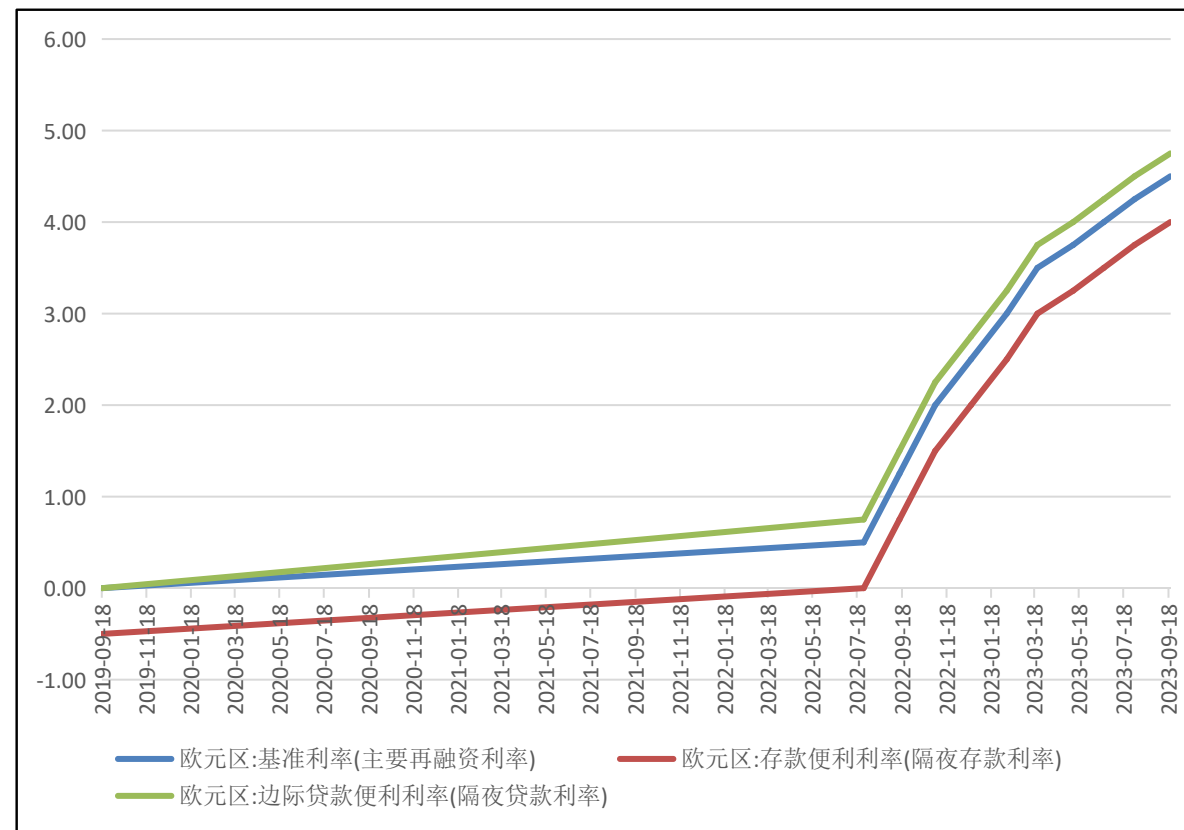


忠诚 敬畏 创新 卓越

# (1.1) 宏观——欧美3月或维持高利率



(美国联邦基金利率变化)



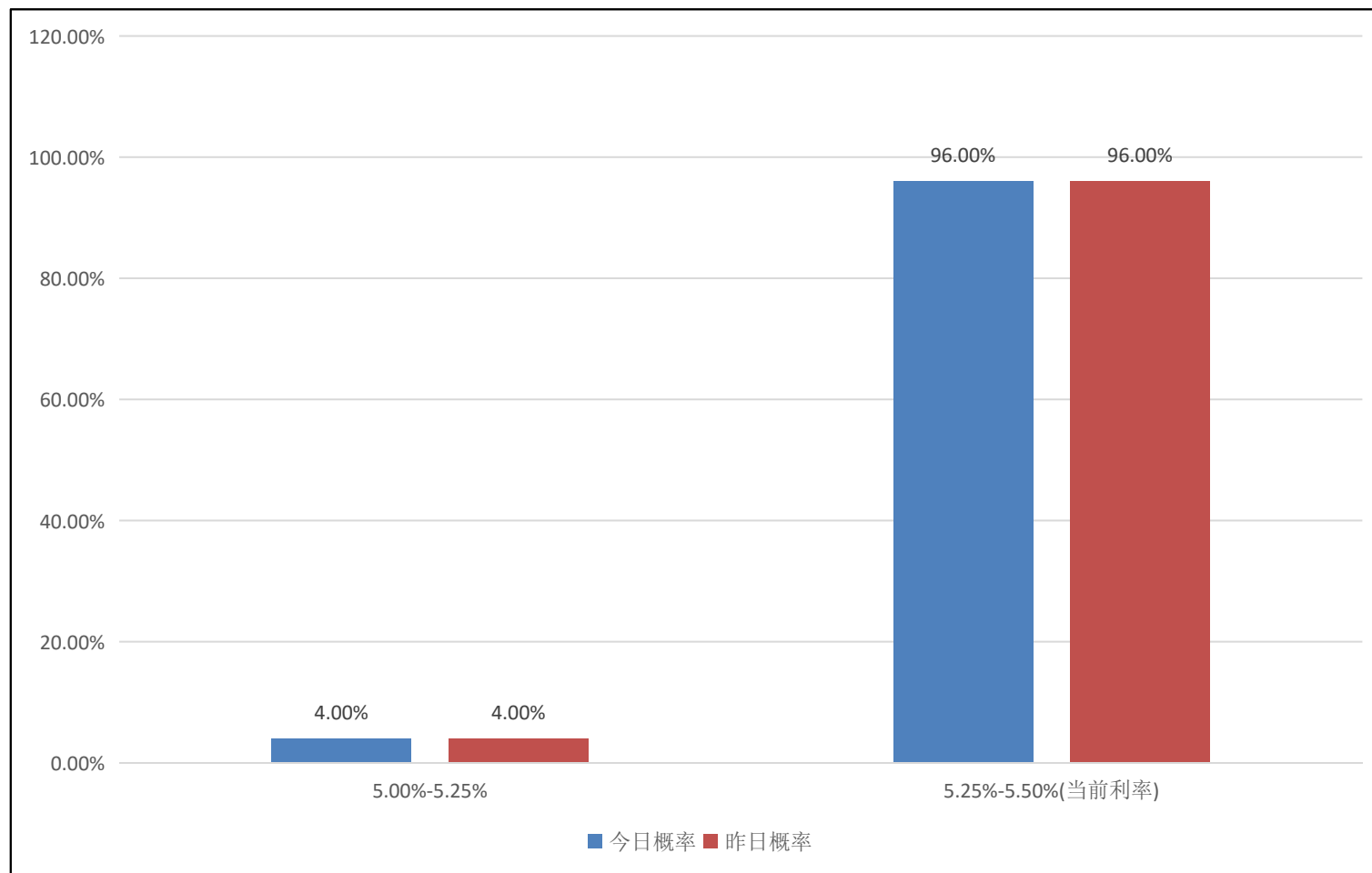
(欧元区基准利率变化)

忠诚 敬畏 创新 卓越



## (1.2) 宏观——美国降息预期进一步降温

- 目前市场对于美联储降息的预期出现了进一步的降温，对于年内降息的预计达到了统一的年内或仅出现三次；
- 联储官员威廉姆斯表示，年内进行三次降息是官员们进行讨论的合理选项，降息路径不必与点阵图挂钩，同时鲍曼也表示太早降息以后可能就得加息，现在开始降息还为时过早；
- 以上代表性言论均符合当下美联储整体的鹰派形象，在高利率维持可能性较高的情况下，油价或持续承压

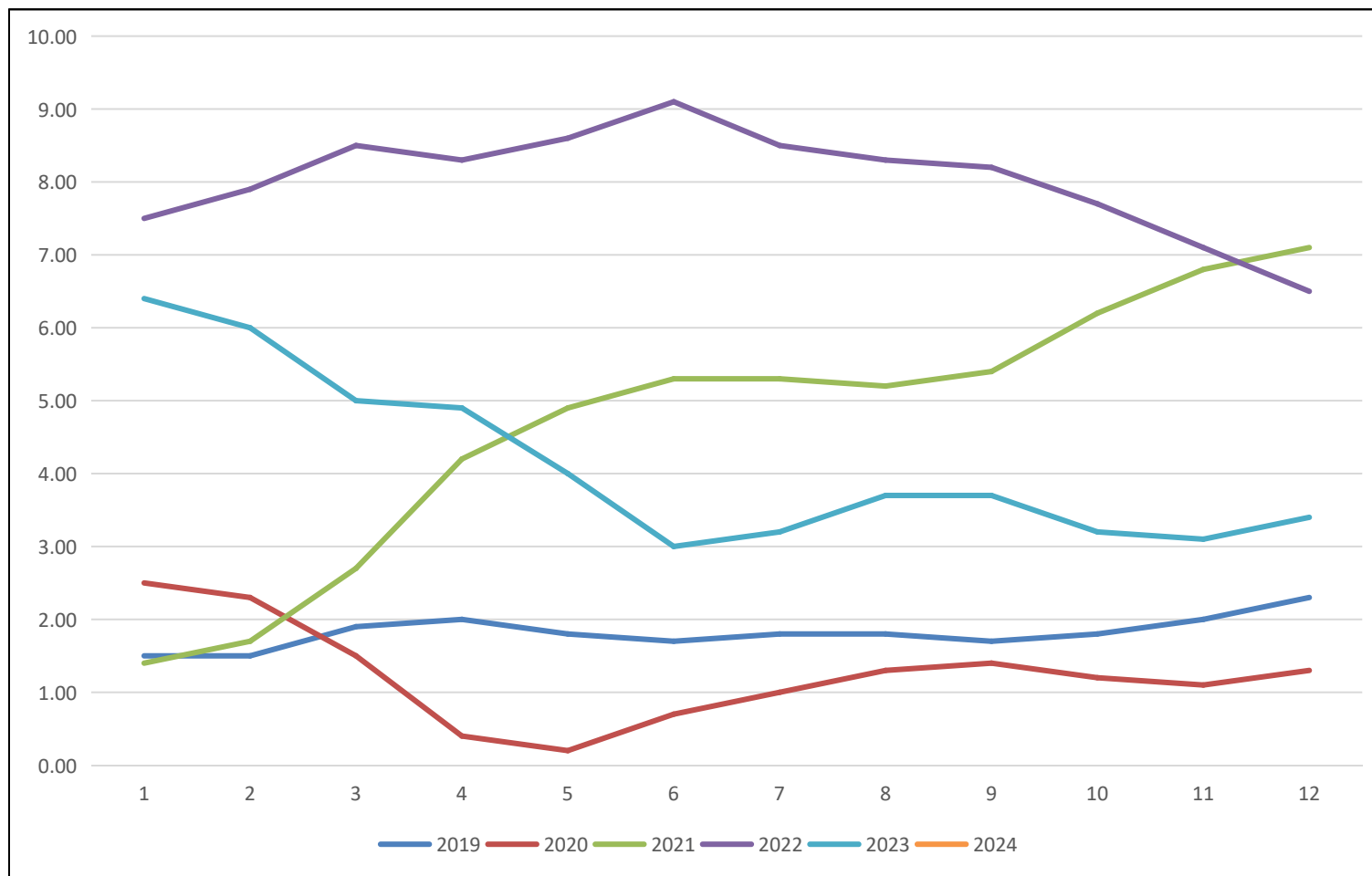


(CME降息预期)

忠诚 敬畏 创新 卓越

# (1.3) 宏观——2月通胀表现决定后市动向

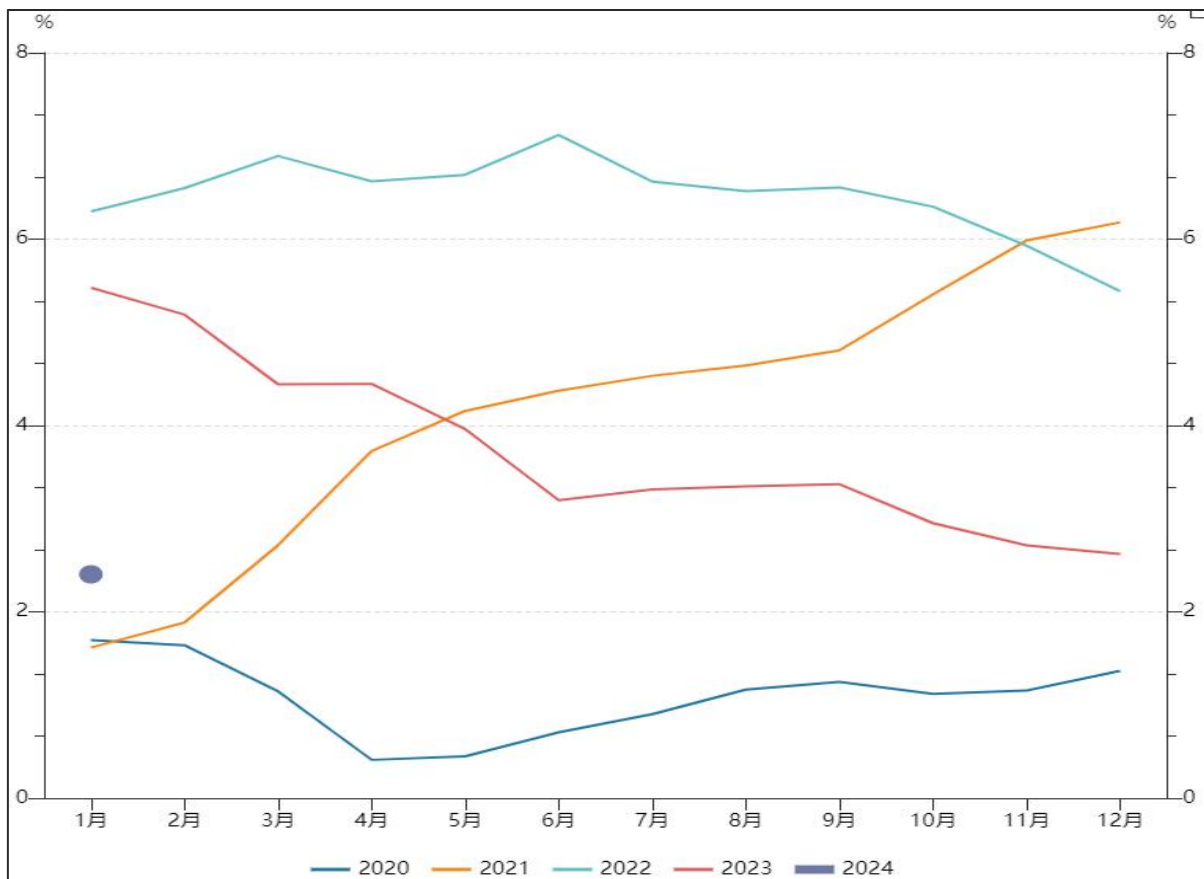
- 同时，目前通胀数据的表现基本符合联储官员的预期，较多官员将注意力放在了即将公布的2月通胀数据之上，该数据将帮助美联储确认上个月的通胀反弹是一次性的还是令人担忧的趋势，若本轮数据再度出现反弹，那么后续美联储或有较大概率进一步推迟降息的可能，甚至出现再度加息的极端操作。



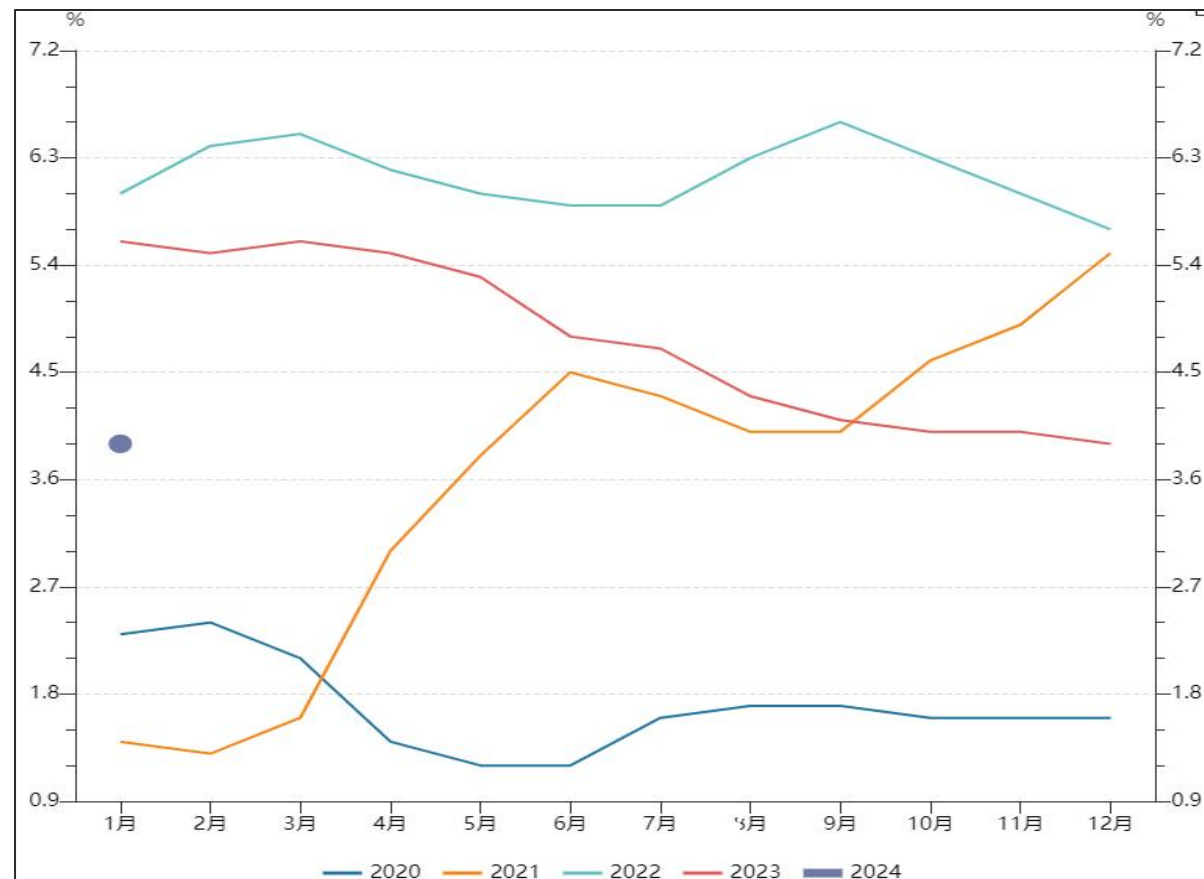
(美国CPI同比)

忠诚 敬畏 创新 卓越

# (1.4) 宏观——警惕欧美银行业风险



(美国PCE物价指数同比)

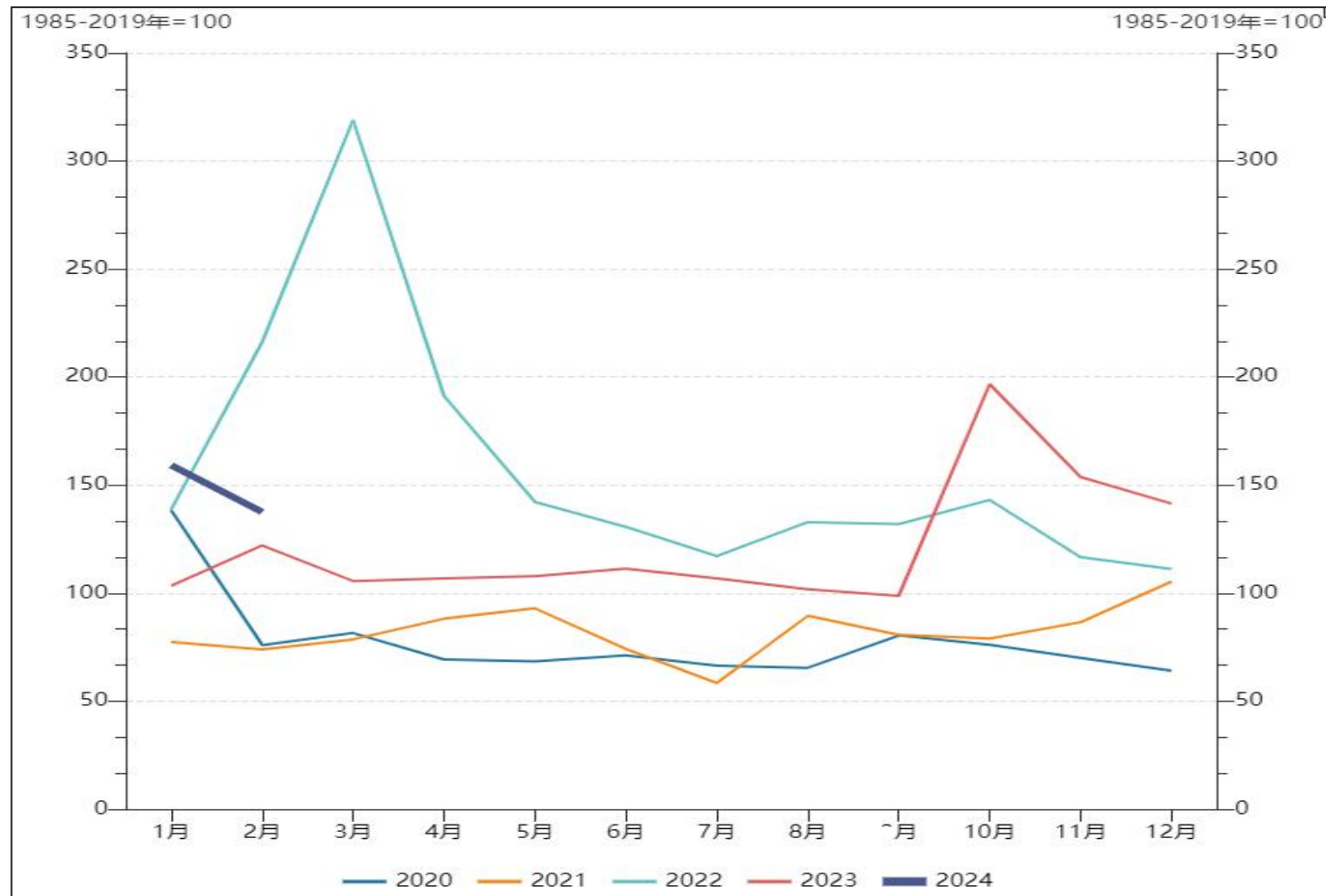


(美国核心CPI同比)

忠诚 敬畏 创新 卓越

# (1.5) 宏观——地缘或存降温预期

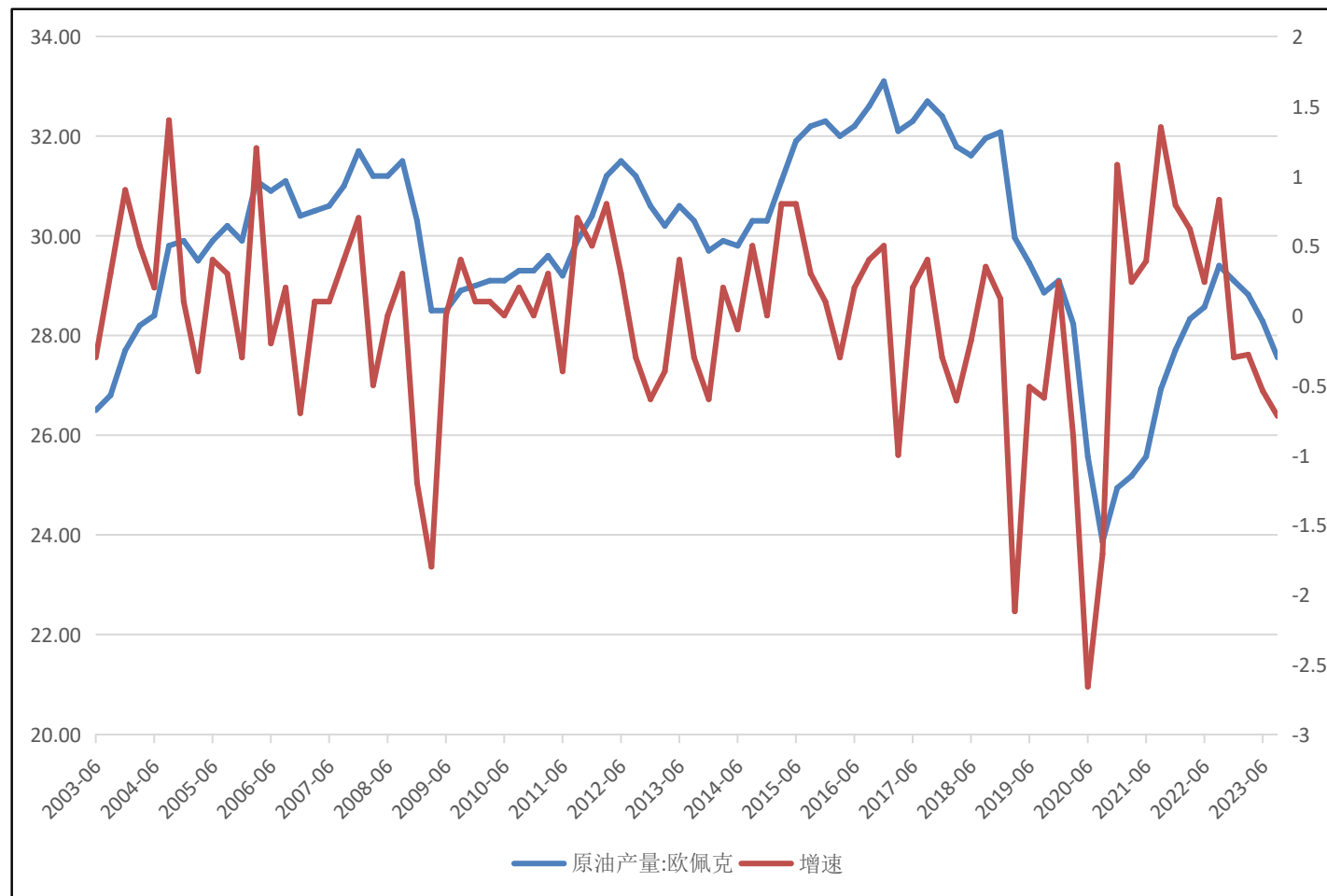
- 政治属性方面，2月最后一周之中曾有市场消息称巴以双方将在斋月停火，但随后被以方强硬的军事态度所打破，虽然目前冲突依然在延续，但在3月初时间哈马斯方面则表示，如果以色列接受要求，加沙地带可能在24到48小时内停火，同时周末时间也正在进行关于停火的谈判，若后续巴以冲突能够得到有效的缓解，那么后续油价上方的风险溢价空间或持续被压缩；同时，在红海危机方面，2月底全球第三大的集装箱班轮公司达飞集团宣布，将在个案基础上恢复在红海区域的运输，尽管此前俄罗斯曾一度宣布运往亚洲的天然气等货物将绕过红海途径非洲，但若后续红海的冲突也能够伴随巴以双方关系的缓解进一步宽松，那么油价的地缘风险影响因素或进一步降温。



(地缘政治风险指数)

## (2.1) 供给——OPEC+延续减产

- 供给侧目前市场较为关注的要点在于OPEC+能否在二季度延续减产，且非OPEC+集团的其余产能国能否持续生产并提供原油。自去年11月开始，OPEC+便宣布将在今年一季度实施将近220万桶/日的减产政策，其中包括沙特此前自愿减产的100万桶/日以及俄罗斯的30万桶/日，这从目前的生产情况来看基本符合OPEC+的预期，沙特目前的产量仅维持在900万桶/日左右，较其最大产量约有25%的下降，但这也带给了市场十足的担忧情绪，因为在OPEC不断力挺原油需求积极回暖的情况下，产能国持续的减产可能会对其自身的市场份额造成不俗的影响



(OPEC产量及增速)

忠诚 敬畏 创新 卓越

## (2.2) 供给——OPEC产量仍处高位

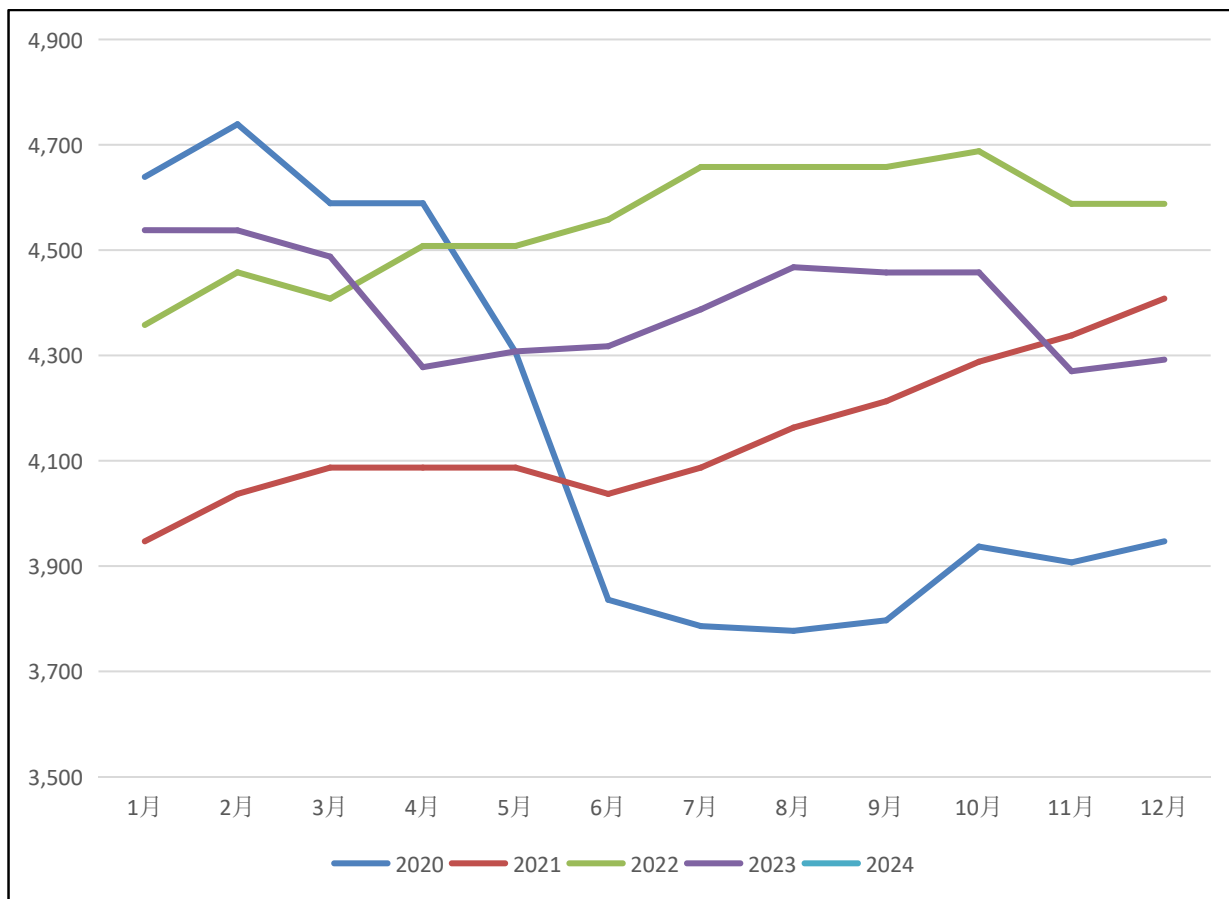
- 尽管如此，3月第一周时间OPEC+便表示，同意将自愿减产措施延长至第二季度末，其中几个成员国的名义减产总量约为220万桶/日：沙特每日自愿减产规模为100万桶、俄罗斯47.1万桶、伊拉克22万桶、阿联酋16.3万桶、科威特13.5万桶、阿尔及利亚5.1万桶、阿曼4.2万桶，哈萨克斯坦8.2万桶。这一结果较前期市场预期的300万桶/日开外相对较低，因此可以预见的是，在此次减产的影响下，国际油价或在短期内获得一定的上行支撑力量，但从中长期来看，上行力量或持续边际减弱，叠加非OPEC+国家产量的持续增长，整体油价的涨幅也或将有限。

(千桶/天)	12月产量	1月产量	减产幅度
阿尔及利亚	958	911	-46
刚果	241	247	5
赤道几内亚	54	61	7
加蓬	220	211	-9
伊朗	3168	3163	-5
伊拉克	4292	4194	-98
科威特	2543	2434	-109
利比亚	1177	1015	-162
尼日利亚	1422	1419	-3
沙特阿拉伯	8940	8965	25
阿联酋	2896	2927	31
委内瑞拉	782	796	14
合计	26692	26342	-350

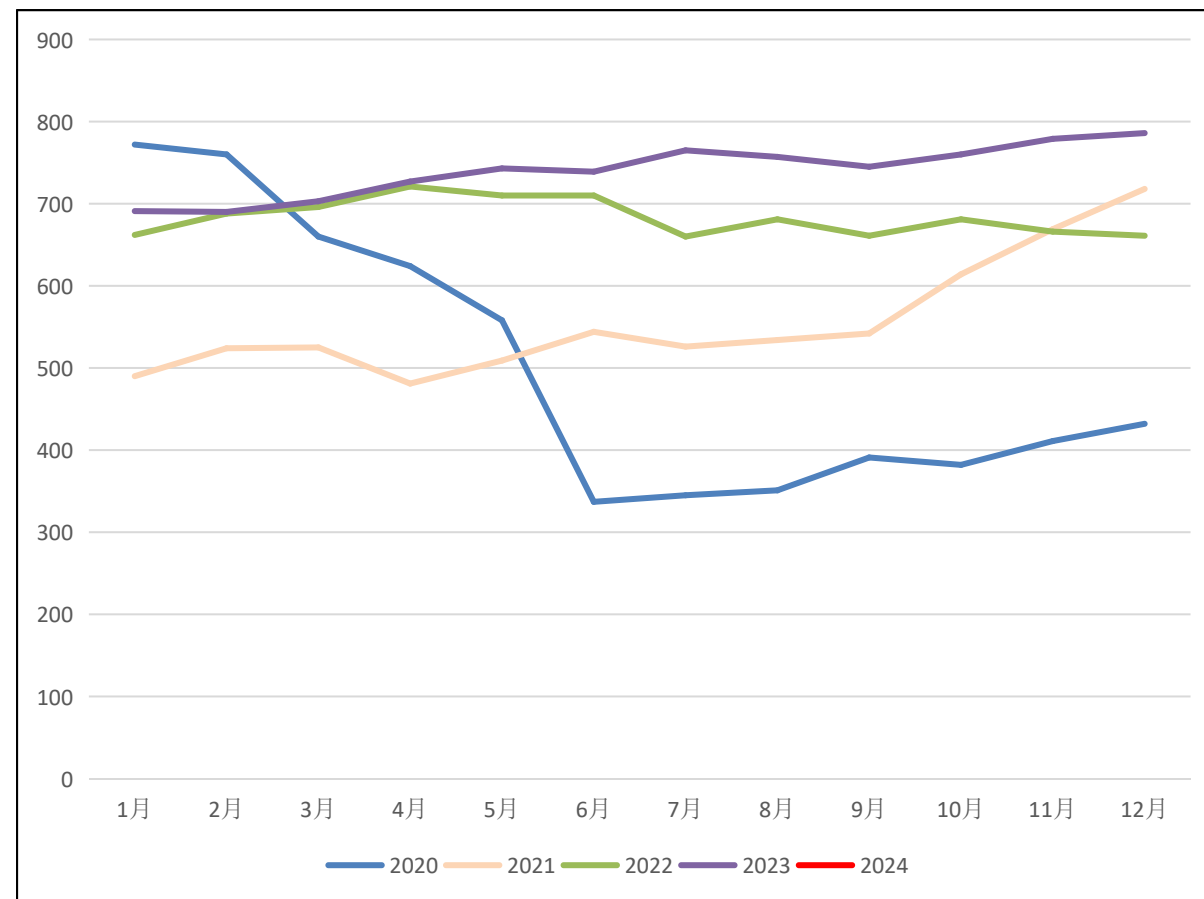
(OPEC产量)

忠诚 敬畏 创新 卓越

## (2.3) 供给——关注伊拉克等国产量变化



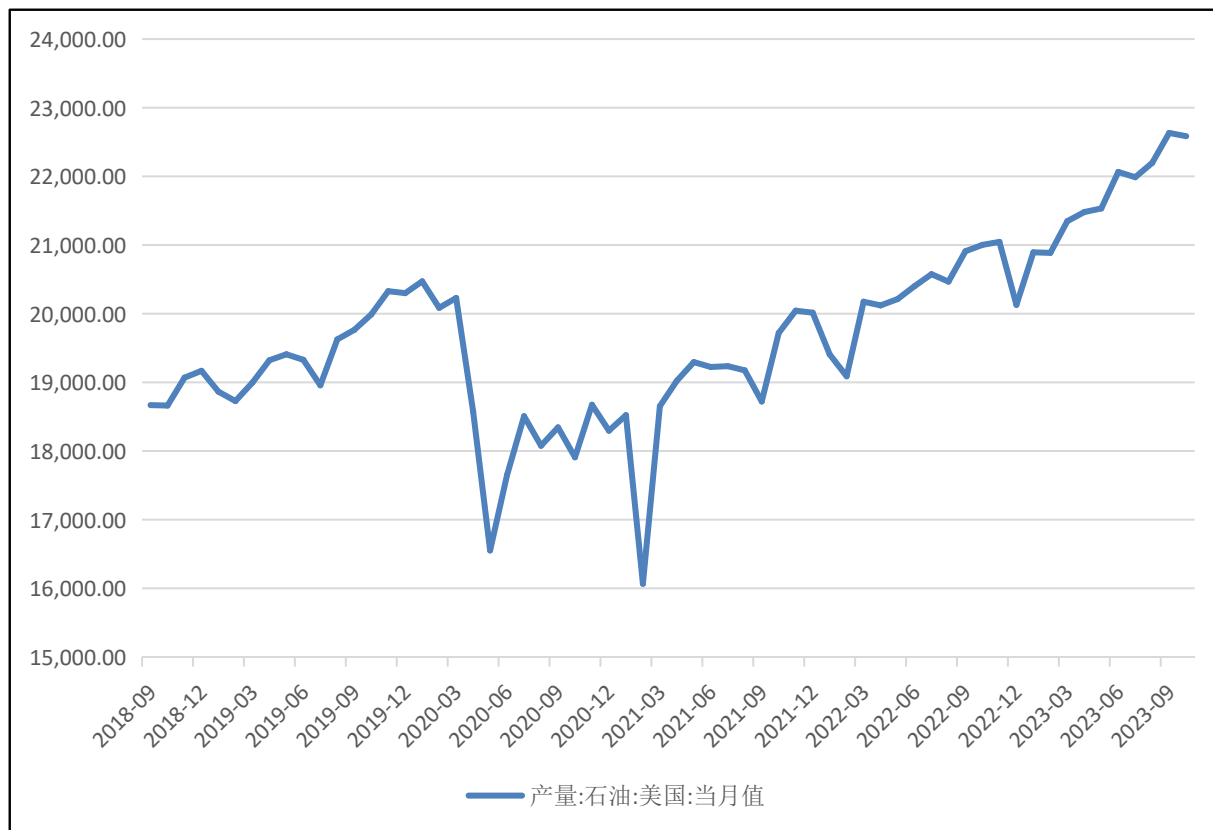
(伊拉克产量)



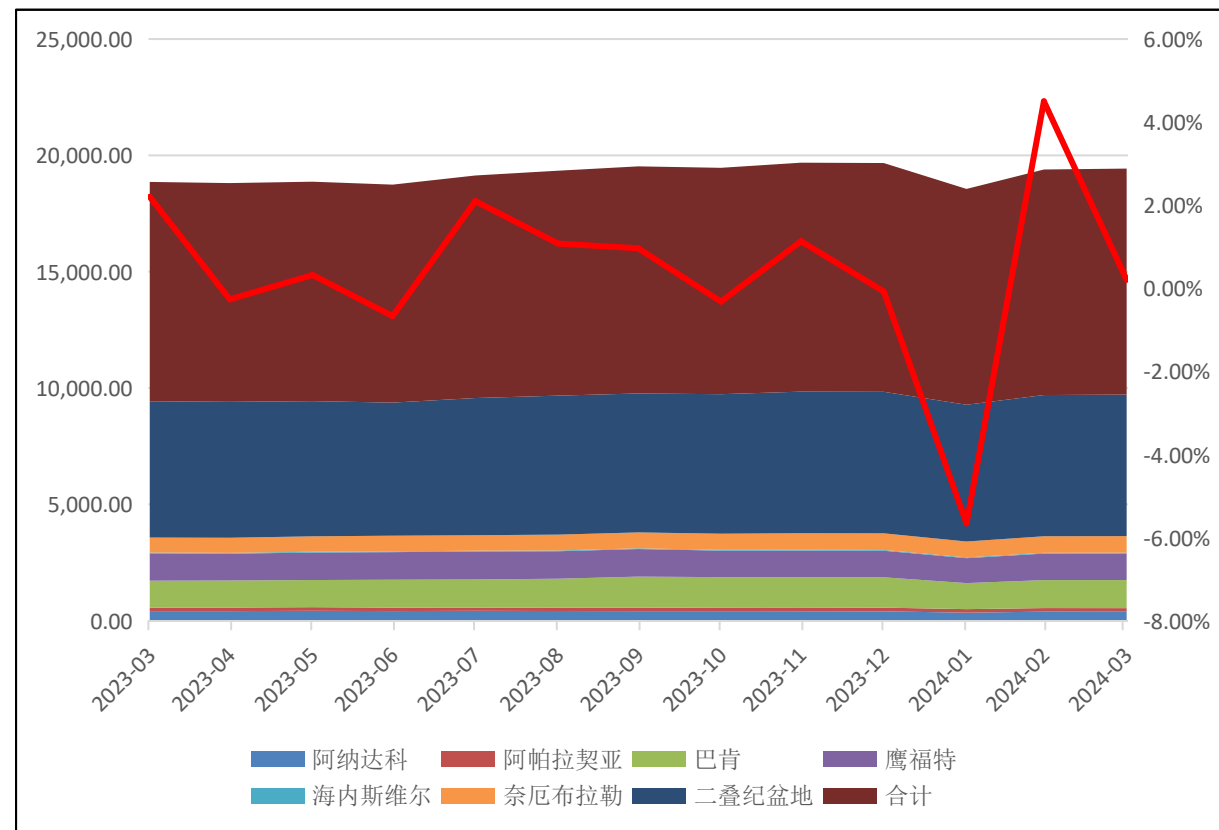
(委内瑞拉产量)

忠诚 敬畏 创新 卓越

## (2.4) 供给——美国或维持高产量



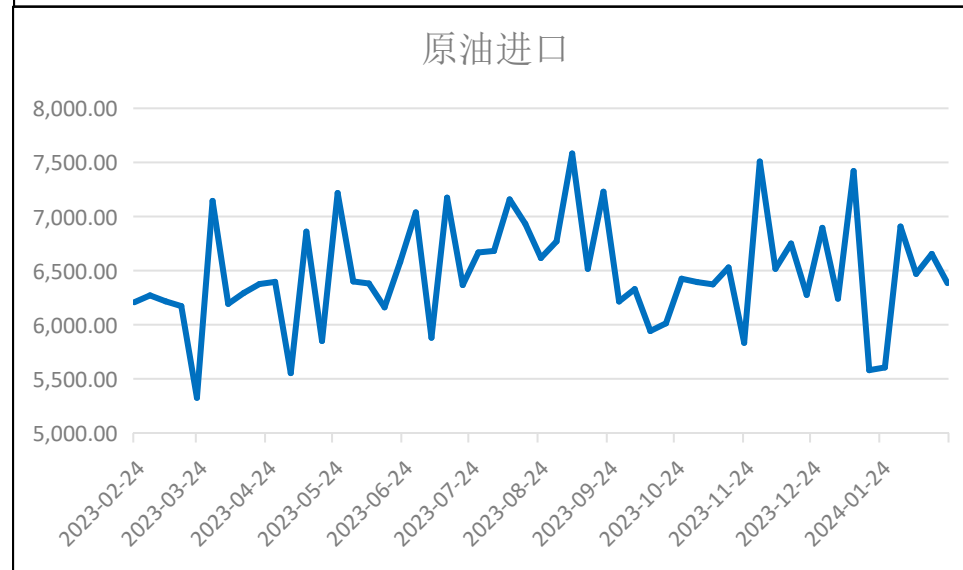
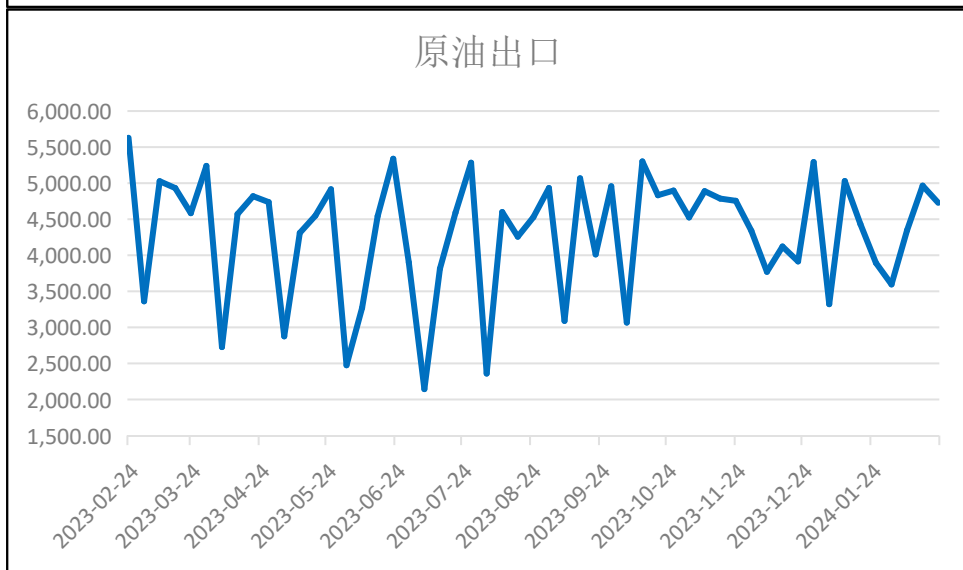
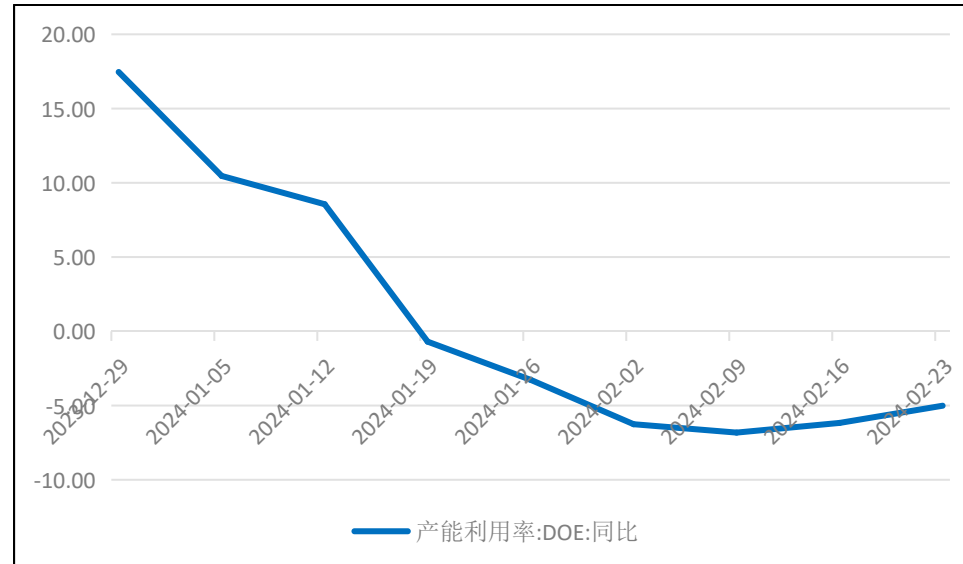
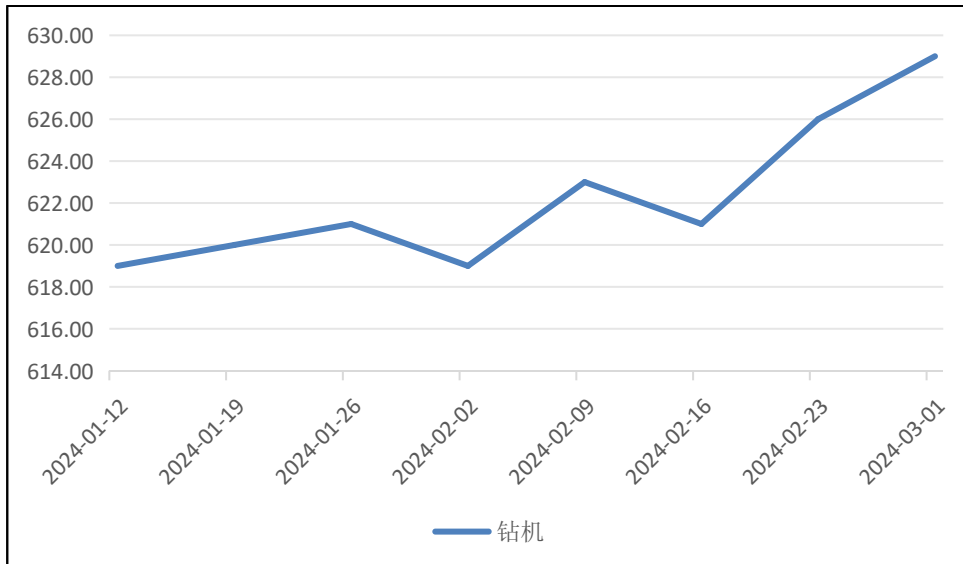
(美国原油产量)



(美国页岩油产量)



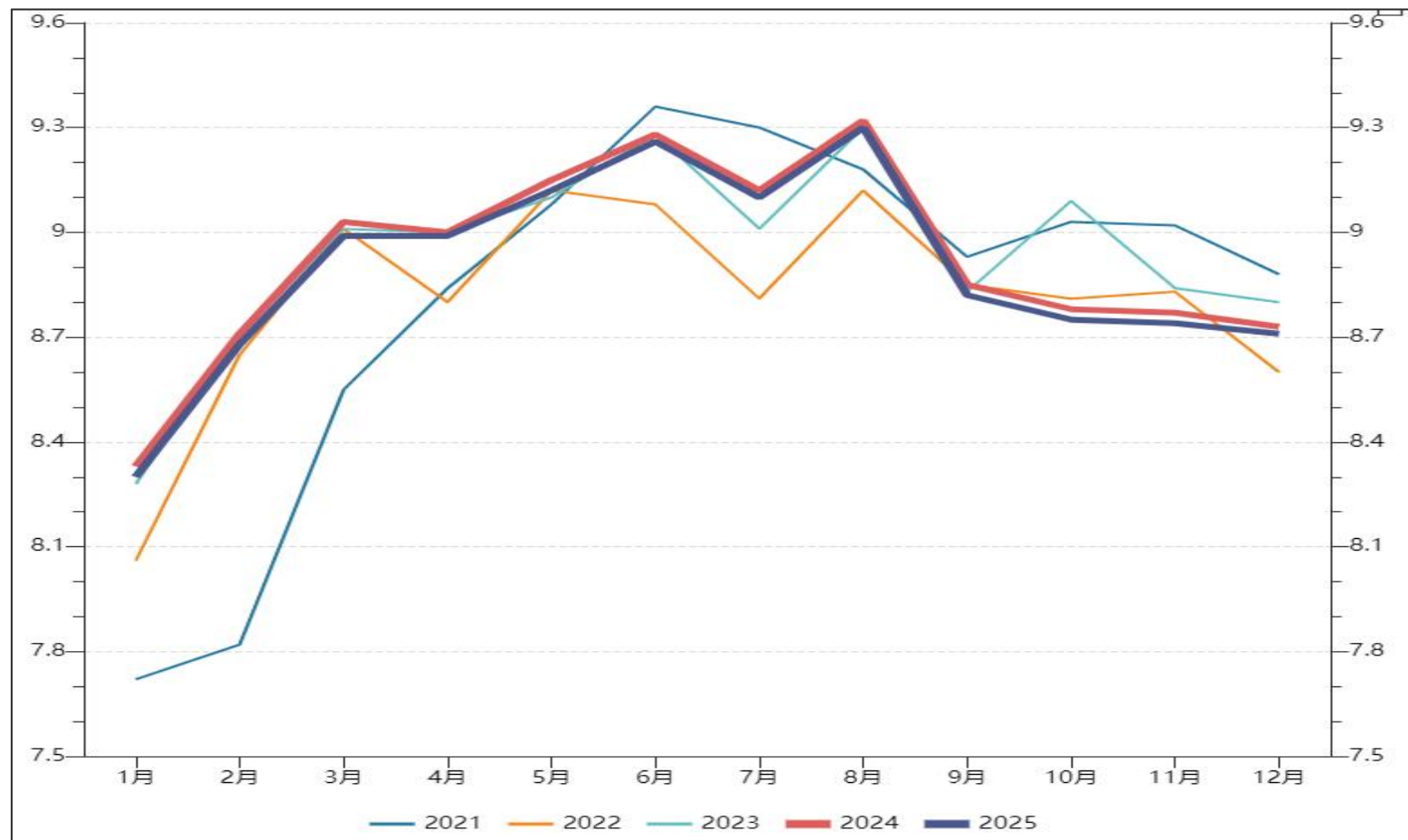
# (2.5) 供给——美国高产或维持



资料来源：  
贝克休斯油服、EIA  
长安期货

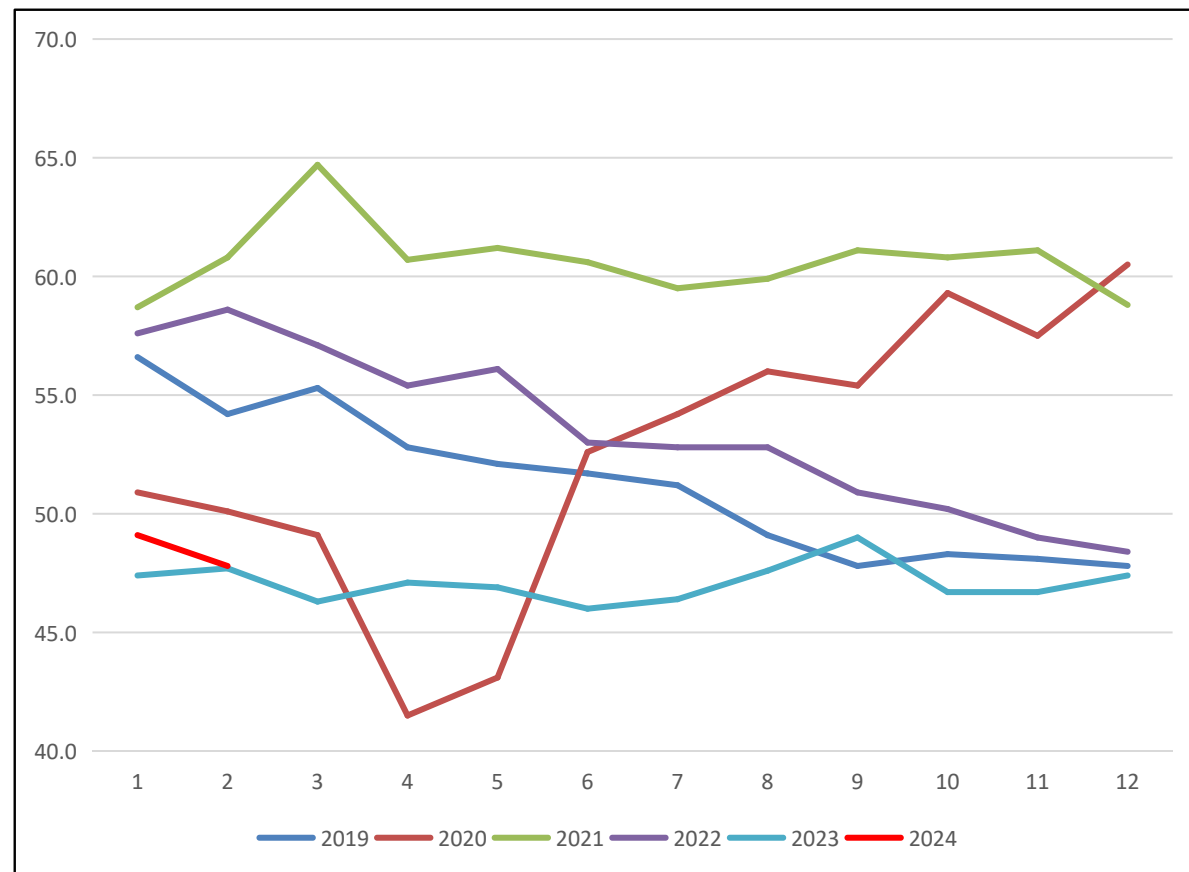
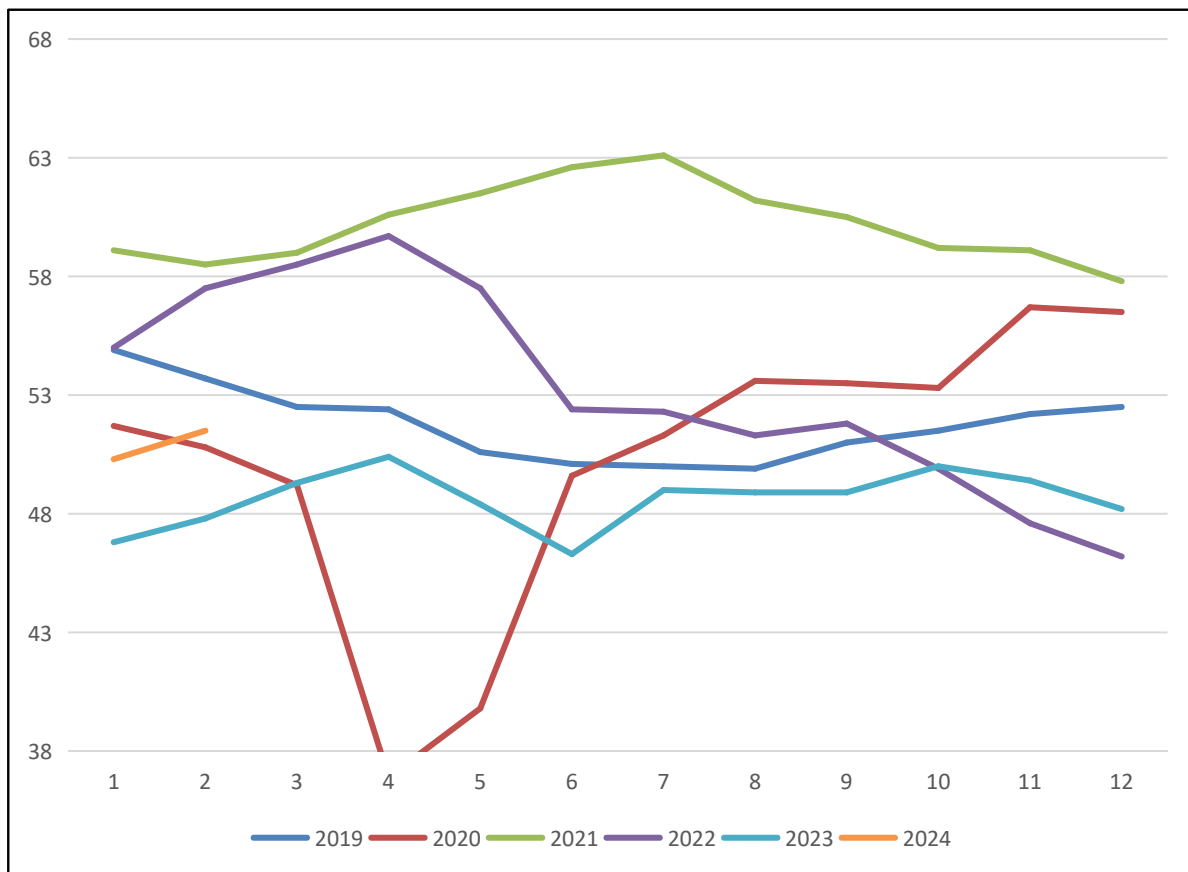
## (3.1) 需求——机构预期分歧

- 从宏观角度来看，今年全球原油市场需求前景的预期并不确定，其中OPEC对需求的看法仍然乐观，预计今年的需求增长将相对强劲，为225万桶/日，亚洲的需求增长将尤其明显，但IEA则依然维持了往期较为悲观的看法，预计今年的原油需求增长将仅为122万桶/日，两者之间的看法差距也是延续自去年的预期，这在一定程度上将左右市场对于后续的看法，并导致油价波动幅度进一步出现扩大。



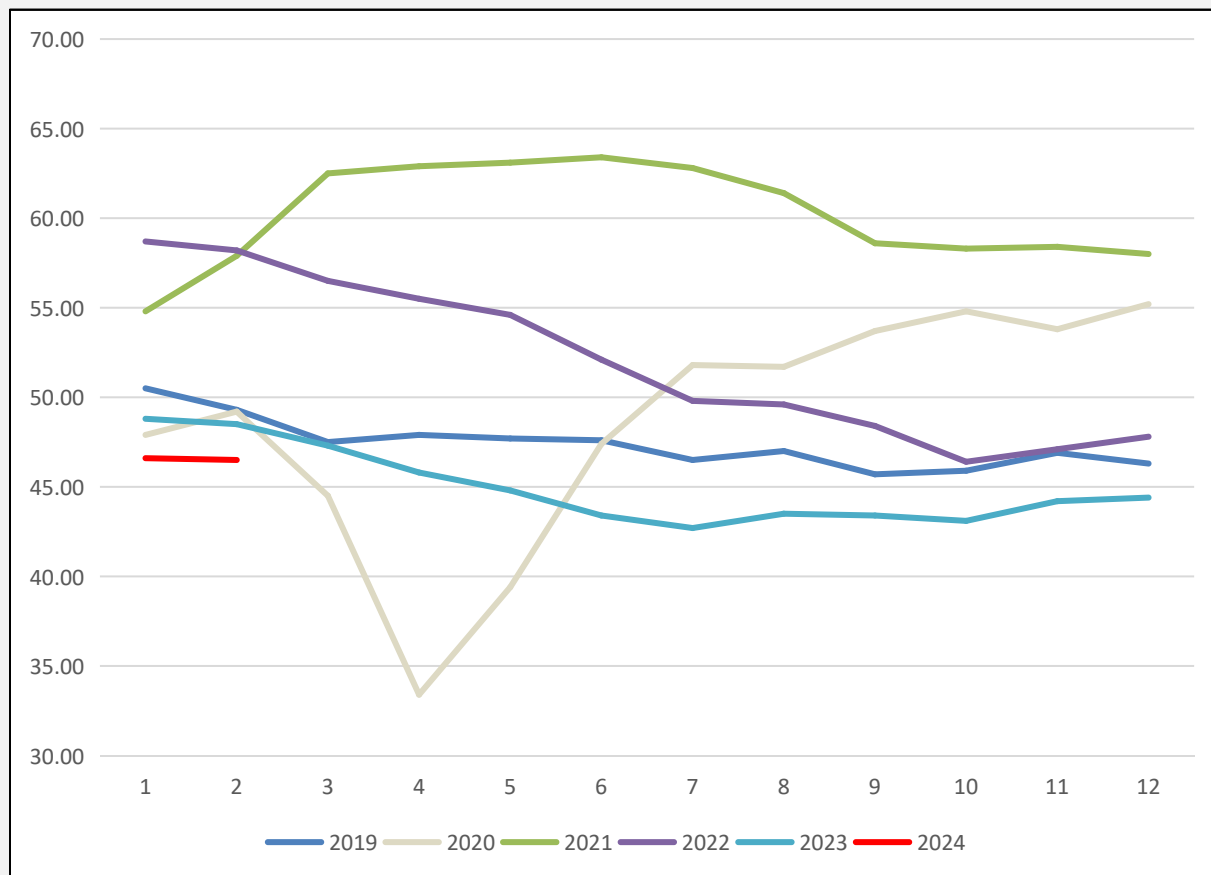
(美国汽油消费预期)

## (3.2) 需求——美国制造业显著回暖

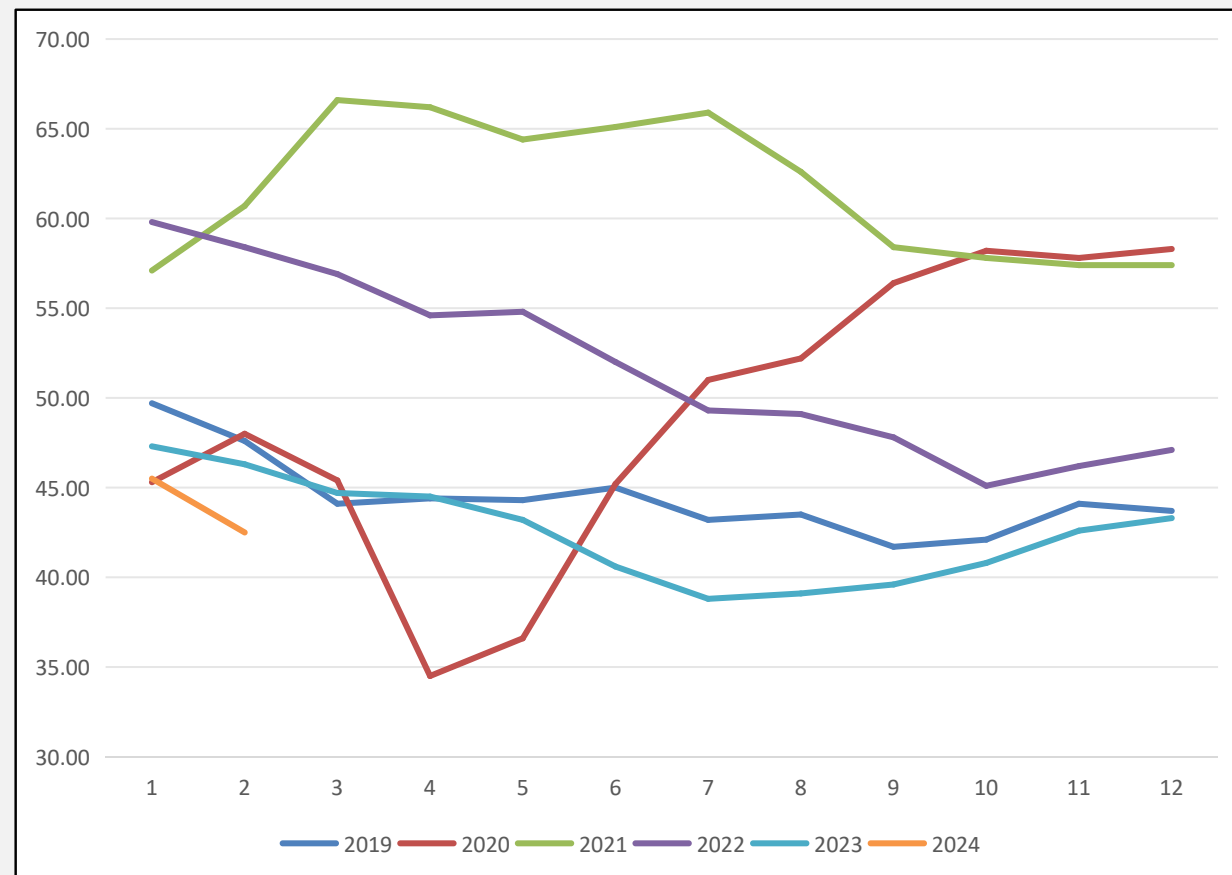


(美国制造业PMI同比Markit(左) ISM(右))

# (3.3) 需求——欧洲制造业依旧疲软



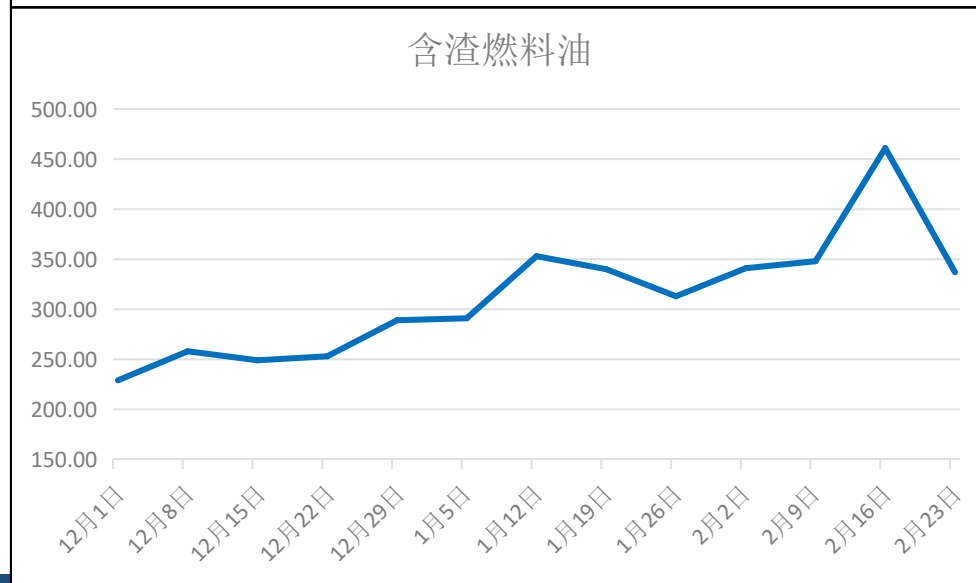
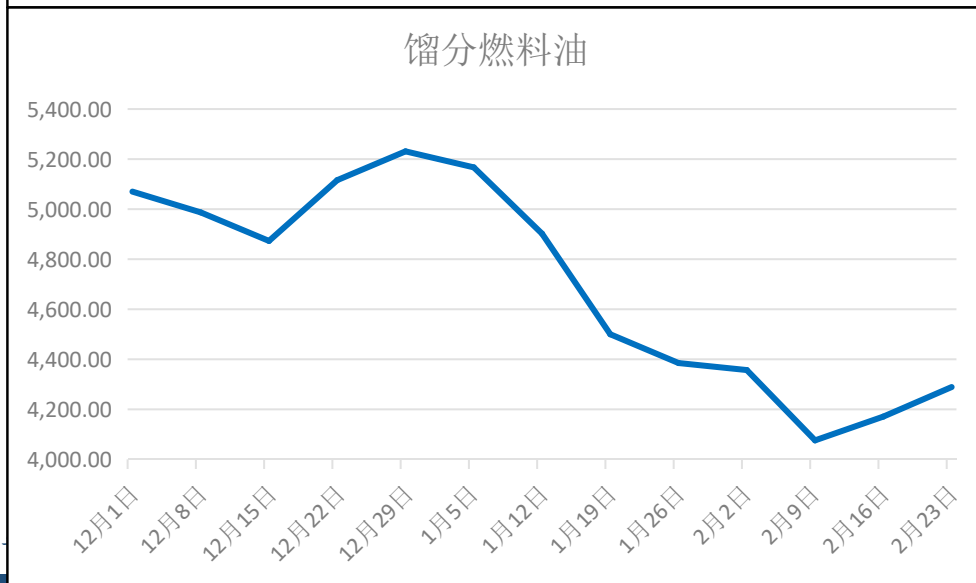
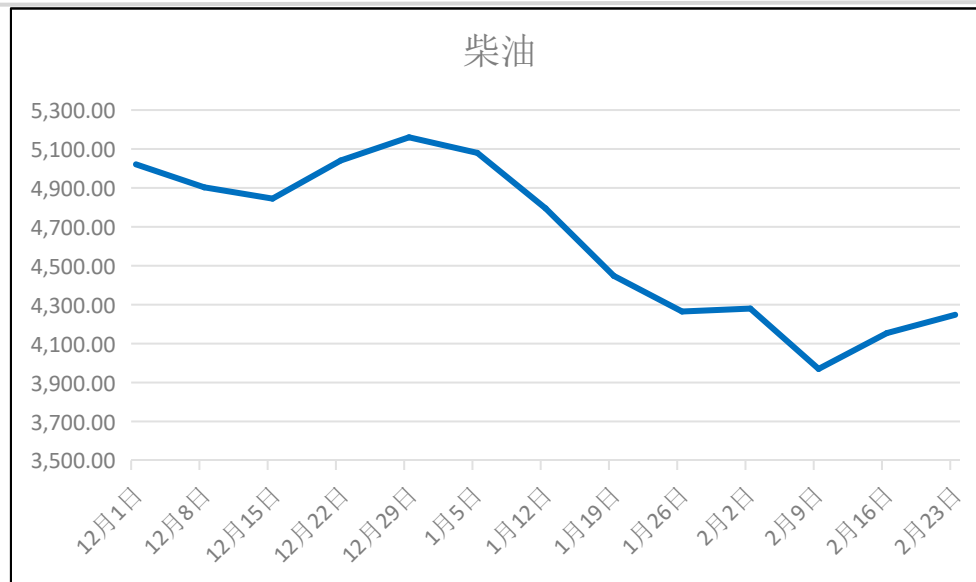
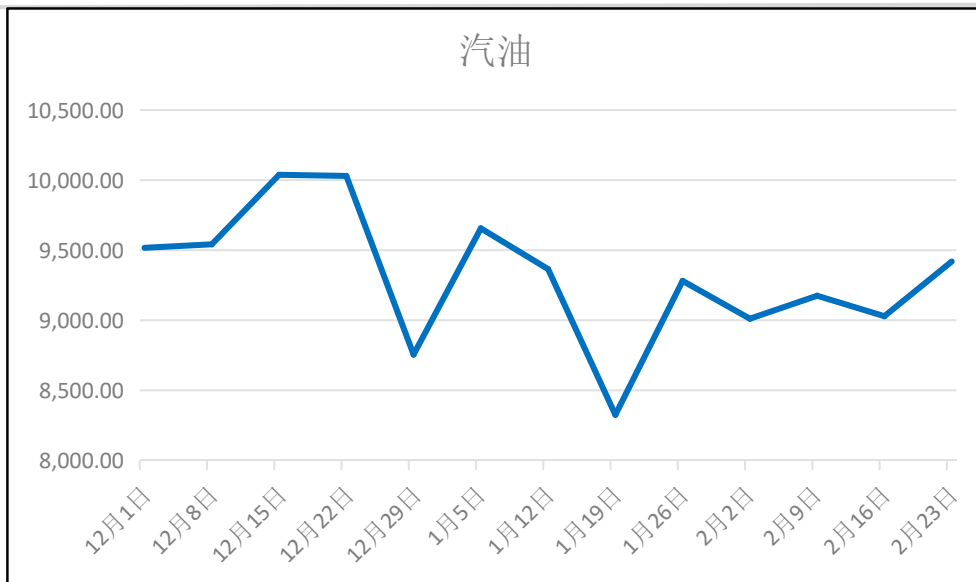
(欧元区制造业PMI)



(德国制造业PMI)

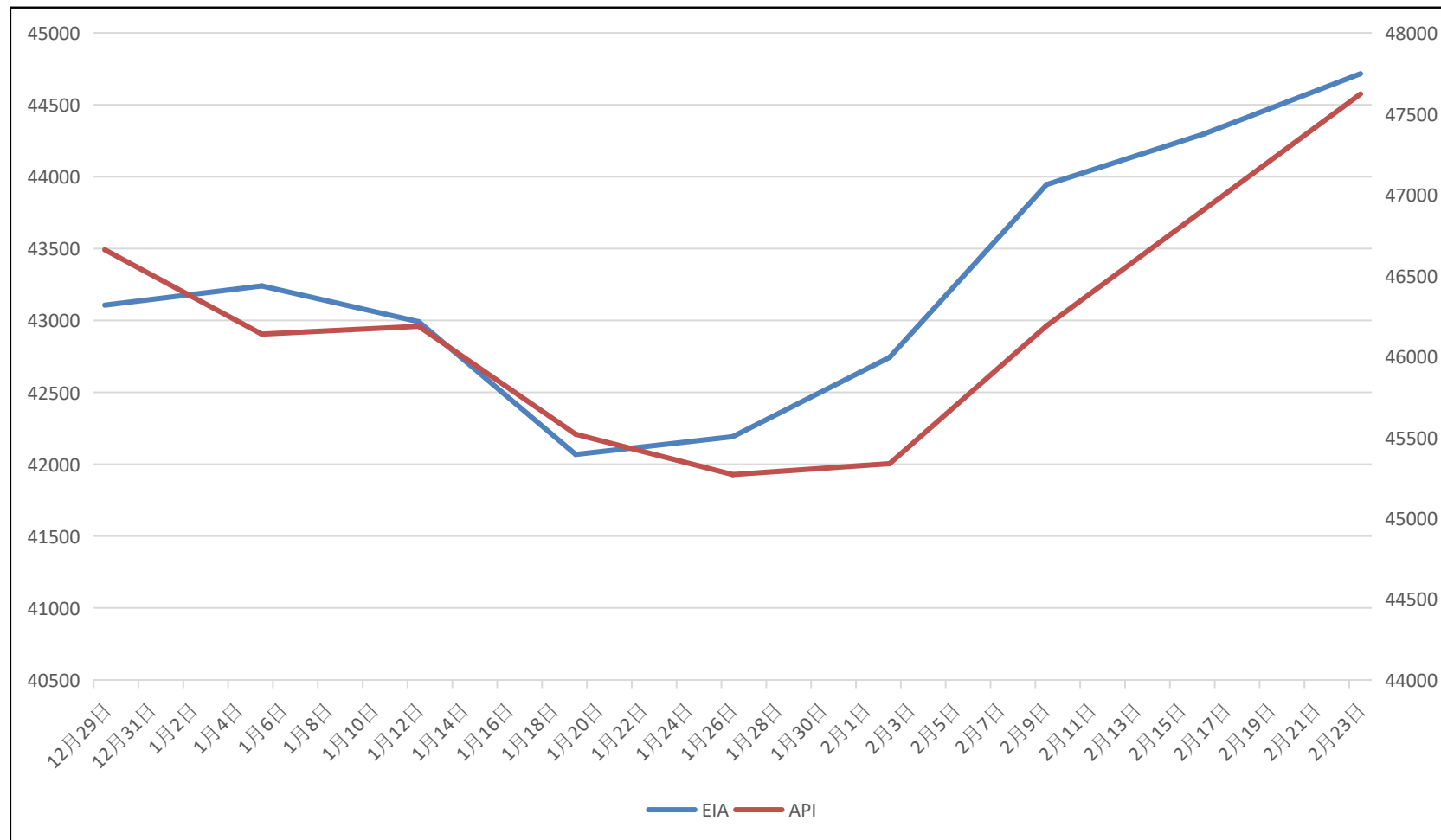
忠诚 敬畏 创新 卓越

# (3.4) 需求——北美成品油产量回暖



## (4.1) 库存——原油再度累库

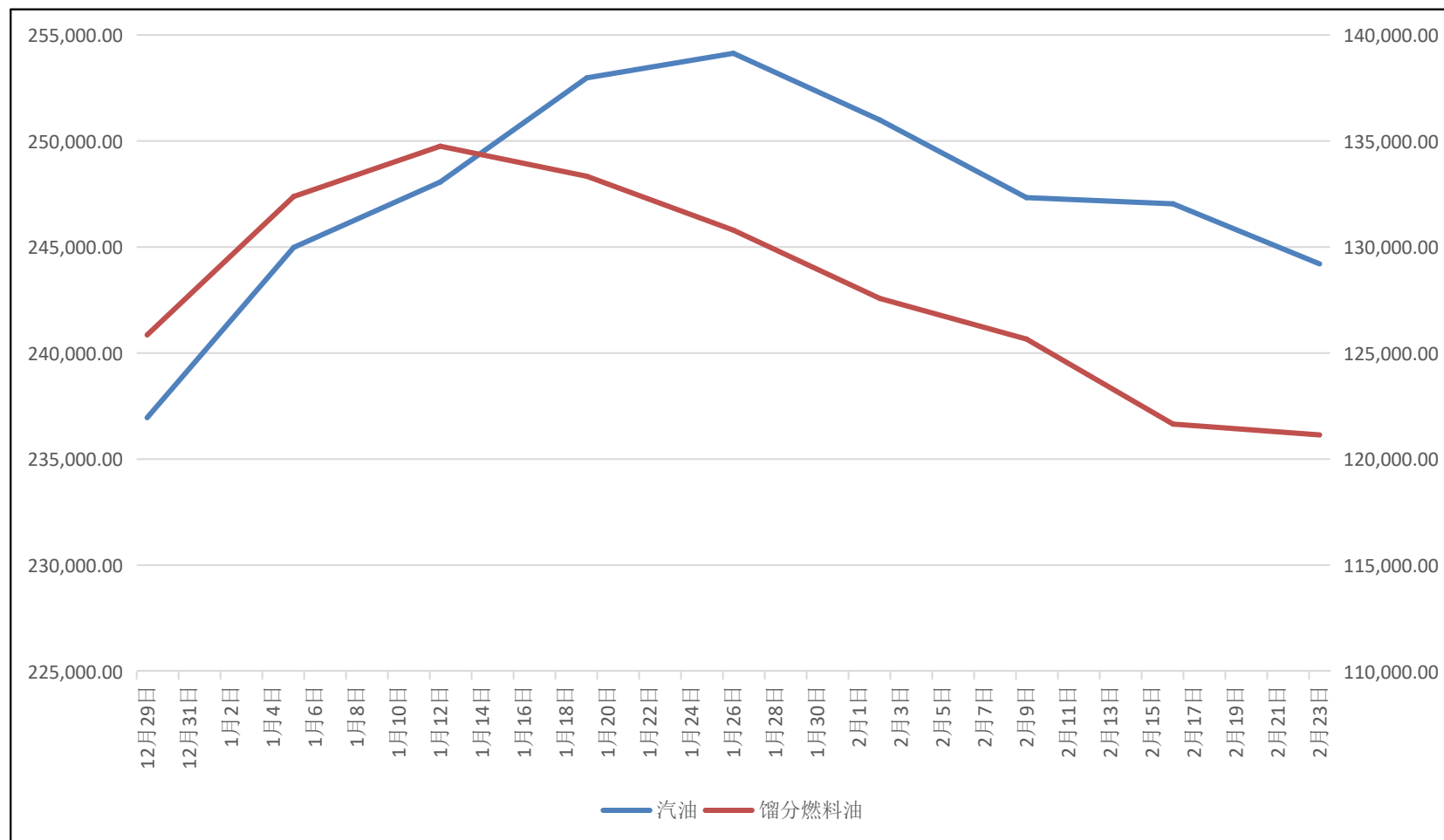
- 原油方面，美国至2月23日当周API原油库存录得增加842.8万桶，前值为增加716.8万桶，预期为增加180万桶；同时2月23日当周EIA原油库存录得为增加419.9万桶，前值为增加351.4万桶，预期为增加274.3万桶。两大原油库存的数据在最新公布的结果之中再度得到了积累，其中值得注意的是美国SPR再度增加74.3万桶至3.603亿桶，达到2023年5月5日当周以来最高，且美国能源署依然在持续收储，且俄克拉荷马州库欣原油库存再度增加145.8万桶，这些因素对于油价的压制作用将不容小觑。



(API、EIA原油库存)

## (4.2) 库存——成品油小幅去库

- 在成品油方面，美国至2月23日当周汽油库存公布值减少283.2万桶，前值为下降29.3万桶，预期为减少146万桶；同时精炼油库存公布则再度减少51万桶，前值为减少400.8万桶，预期为减少214万桶。成品油的角度来看，2月以来的成品油库存基本维持了宽幅震荡，虽然前期一度经历了幅度不小的积累，但在近期再度迎来了去库，这一方面是由于美国的消费依然强劲，另一方面也是由于成品油利润的下降导致了产量的下滑。

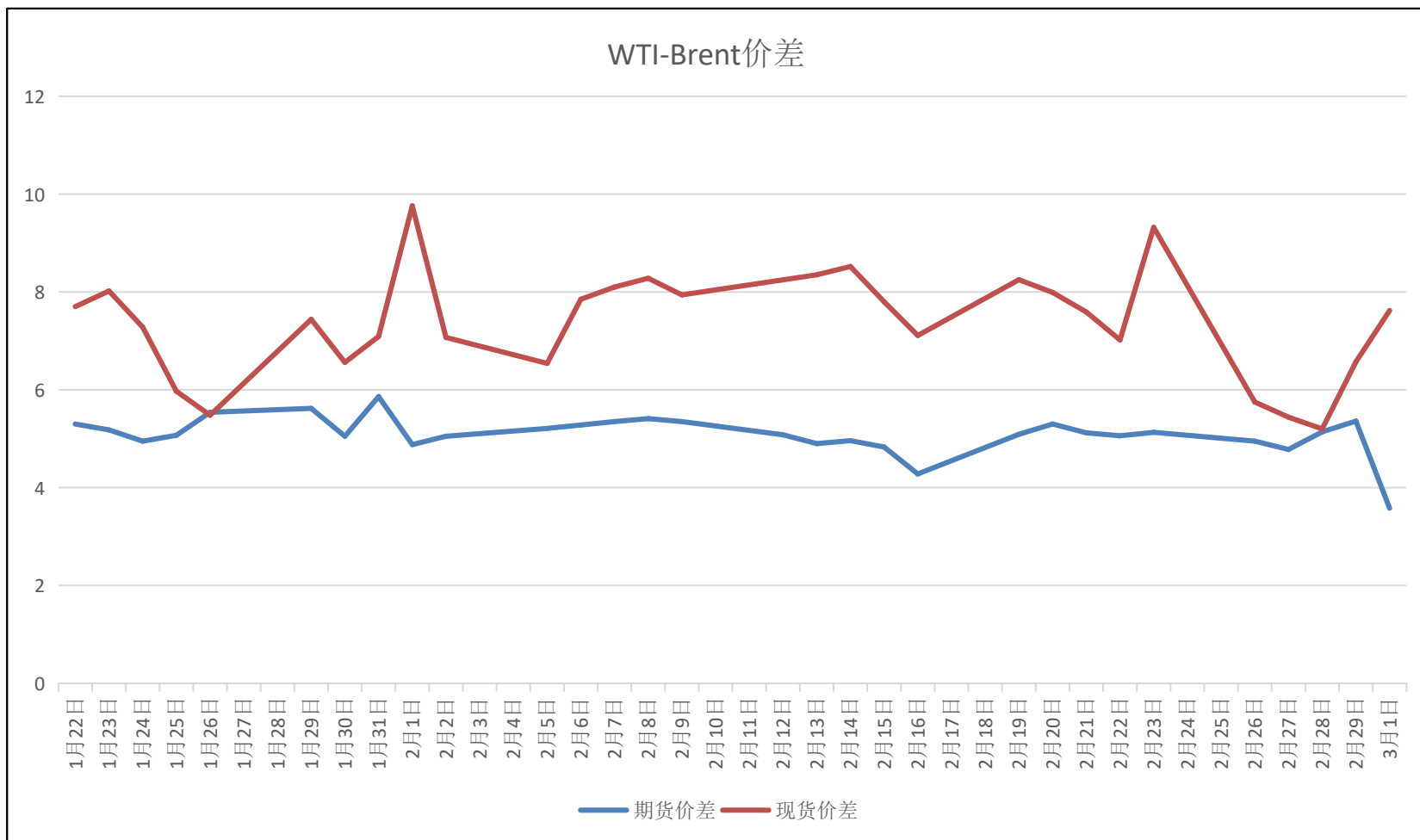


(成品油库存)

忠诚 敬畏 创新 卓越

# (5.1) 价差——WTI-Brent价差

- 期货方面：2月WTI与Brent期货价差整体维持震荡，虽然在2月底时间一度走阔之后迅速回调至4美元/桶以下，但并未再度出现突破，预计本月两者期货价差或维持在【3.5-5.5】美元/桶的区间之内震荡。
- 现货方面：2月份之中两大国际原油品种的现货价差波动幅度相对明显，前半程时间维持震荡之后于2月下旬迅速向上突破并出现明显回落，并于2月底时间恢复至8美元/桶附近，主要原因在于美国在2月下旬时间降低出口所致，因此这样的影响在3月份或难以维持，两者现货价差或将继续围绕8美元/桶的价格中枢运行。

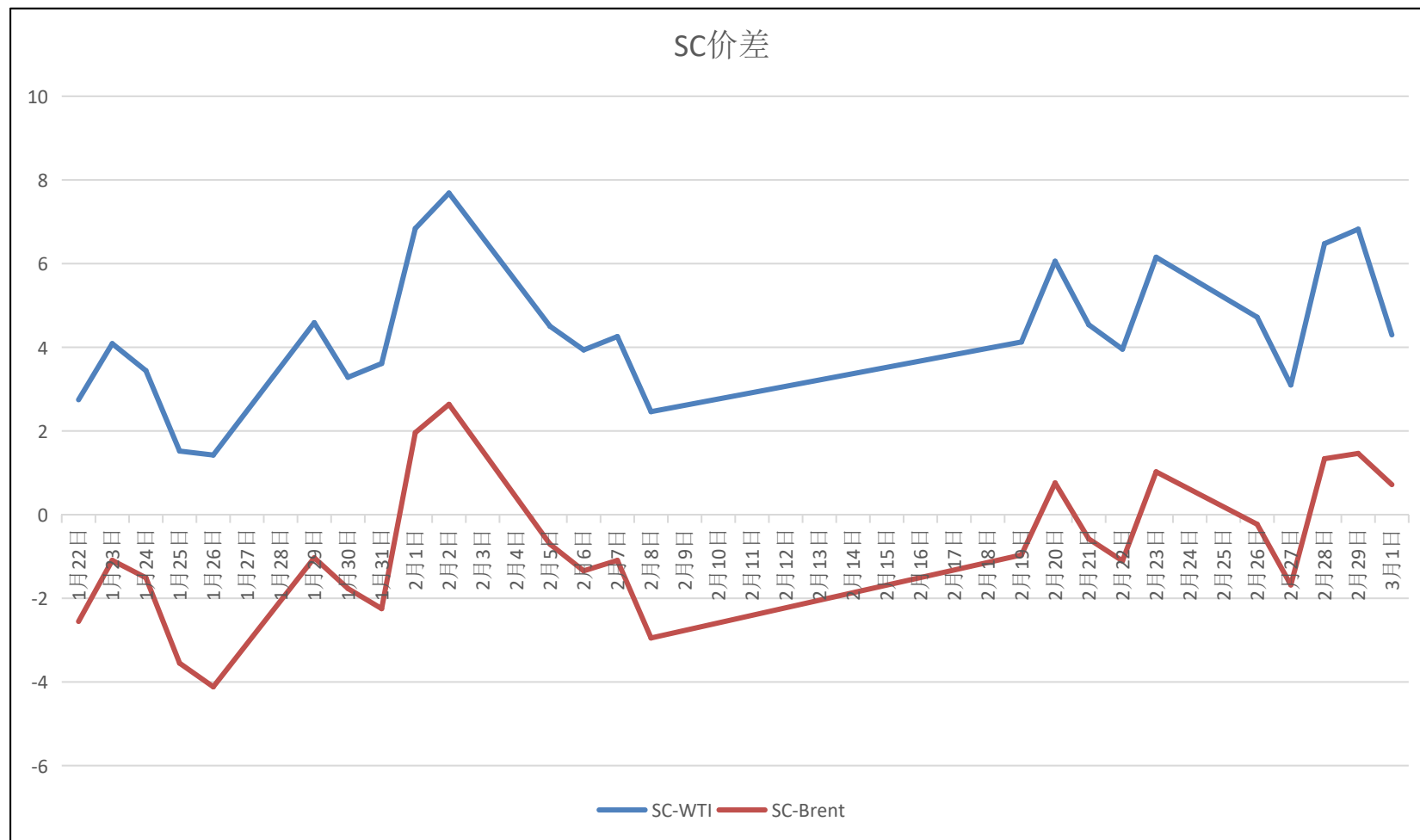


(WTI-Brent价差)



## (5.2) 价差——内外盘价差

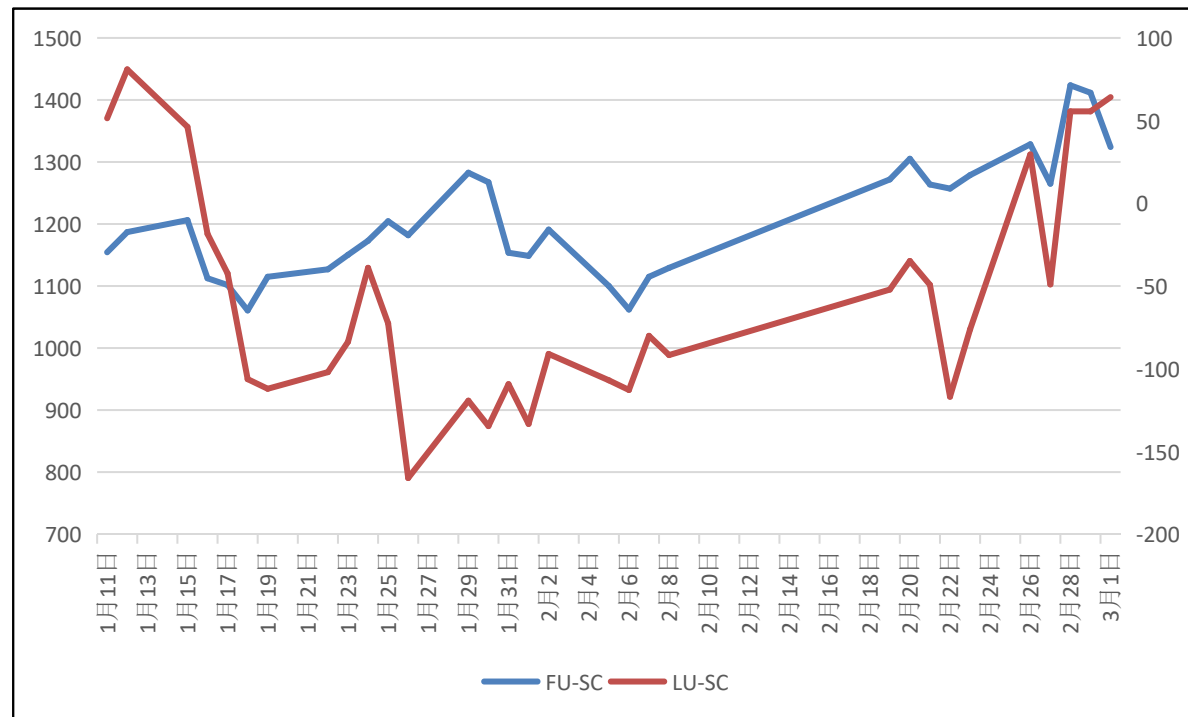
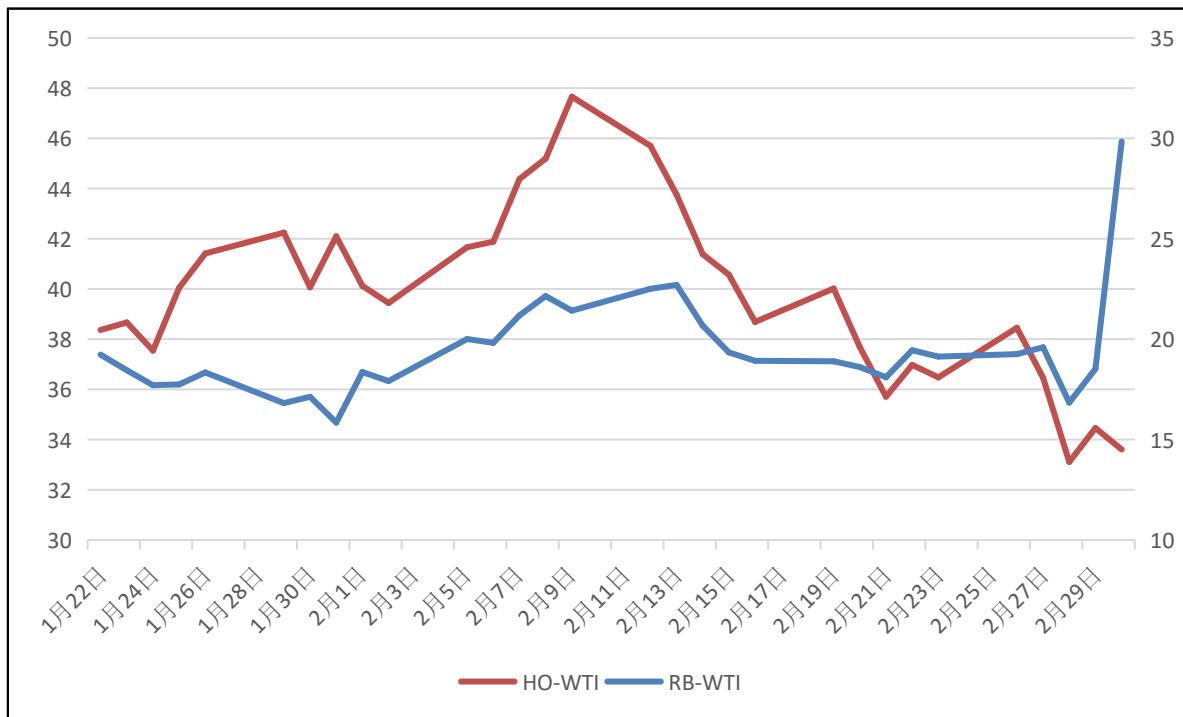
- 2月之中内外价差的走势基本符合此前月报中的预期，重心小幅回暖，主要是由于国内消费水平的恢复对内盘起到了一定的提振作用，同时国际油价面临的下行压力逐步导致内盘强势程度更甚所致。
- 预计3月之中随着国际市场上油价重心上行过程中的盘稳走势，内外价差或存在进一步重心上移的可能，本月内或仍存一定的以内盘为多配的跨市套利空间，同时前多建议及时保护利润。



(内外盘价差)

忠诚 敬畏 创新 卓越

## (5.3) 价差——成品油裂解价差



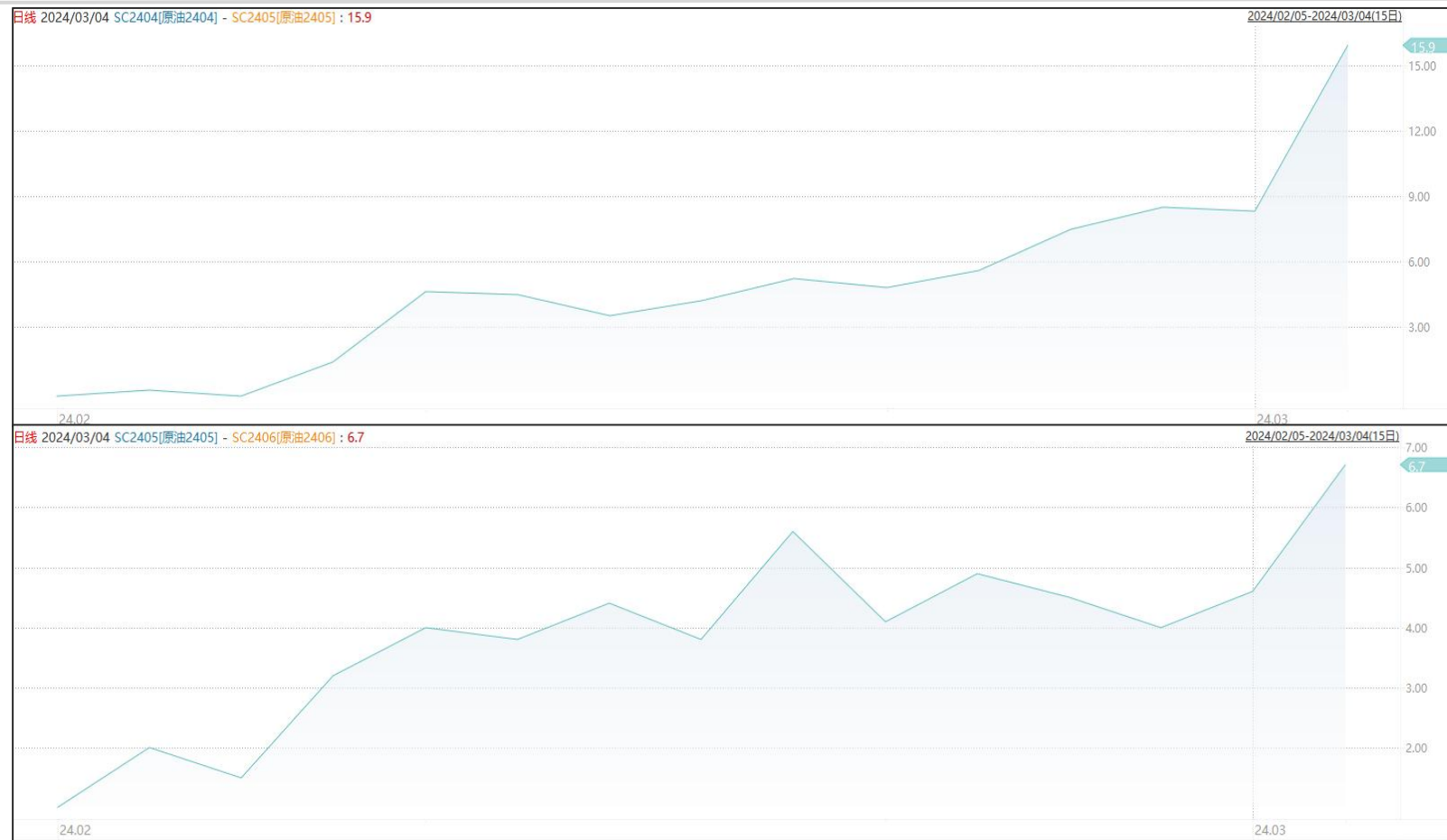
(美国汽柴油裂解价差)

(内盘高低硫裂解价差)

- 裂解价差方面，国际汽柴油裂解价差走势在2月之中整体相对偏弱，这主要是由于美国市场上成品油消费相对疲软所致，但在2月底时间汽油裂解迅速飙升11美元/桶之多，这或对后续成品油裂解形成较强的压制力量；而在内盘方面，高低硫裂解如此前预期一般整提表现相对较强，但目前看来已经触及相对高位，因此在内盘方面，建议以成品油为多配的前多组合可及时保护利润离场，本月内可谨慎小幅偏多布局，但不宜过度追涨；在FU-LU方面，两者价差目前处在中性水平，但在后

## (5.4) 价差——SC月差

- 2月之中，SC原油月差结构整体持续走强，其中M1月差在2月之中持续上行并突破至15元/桶的上方；而M2月差则涨幅相对较低，但依然同步在2月之中持续上移并突破至6.7元/桶的高位。
- 预计本月之中，随着主力合约的更换，M1价差或仍存一定的上行空间，同步将带来后续的月差结构持续扩大的可能，建议针对内盘原油或可考虑正套布局，但需留意油价上方空间限制对价差造成的影响。



(内盘M1月差(上)M2月差(下))

忠诚 敬畏 创新 卓越



长安期货  
CHANG-AN. FUTURES

# 04



## 观点小结

---

忠诚 敬畏 创新 卓越

整体看来，2月最后一周之中油价整体偏强运行，涨幅主要集中在周初与周末时间，主要依然是受到了地缘因素的影响导致风险溢价的水平再度扩大。

就目前的 market 形势来看，基本面之中OPEC+的减产得以延续，虽然220万桶/日的幅度较市场预期相对较为保守，但在短期内依然会为油价提供上行动力，而考虑到非OPEC+国家的持续增产以及出口，供给侧趋紧为油价带来的利多作用或在中期时间持续边际减弱；金融属性方面，美联储的持续鹰派表现导致年内的降息预期已经下降至三次，接下来美国2月经济数据的表现或起到决定性作用，而高利率的延续也或持续压制油价；政治属性方面，虽然目前中东地区以及其余的地缘冲突依然在延续，但降温可能也在逐步升温，本月之中地缘关系或同样迎来较大的改变，但短期内或难以出现明显变化，而中期之内若巴以双方顺利停火，那么油价将迅速回吐前期的风险溢价水平，但同时需要留意西方国家与俄罗斯的制裁关系，或导致地缘关系进一步僵化。综合来看，油价短期内或面临一定的再度上行压力，可谨慎逢高沽空，但不宜过度逐跌；中长期视角下正套布局以及以成品油为多配的跨品种套利或仍存一定的操作空间。

风险点：

上行风险：中东停火谈判陷入僵局、美国巴西等国产量锐减等

下行风险：OPEC+减产力度不及预期、巴以冲突红海局势迅速降温等

# 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！

