

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）

基本面博弈宏观压力，
地缘再升温油价或止跌震荡
——原油月评

长安期货 投资咨询部

刘琳（Z0014306）

范磊（F03101876） 助理分析师

2023年10月9日

目录/Contents

01

操作建议

02

行情回顾

03

基本面分析

04

观点小结

01

操作建议

操作建议:

SC原油主力合约9月份持续偏强运行之后与后半月整体偏弱，预计10月份油价或维持相对低位宽幅震荡运行，可考虑谨慎逢低偏多短差布局，但不宜过度追涨；下游之中成品油可考虑布空裂甲价差，或布局多LU空FU、BU的跨品种套利。

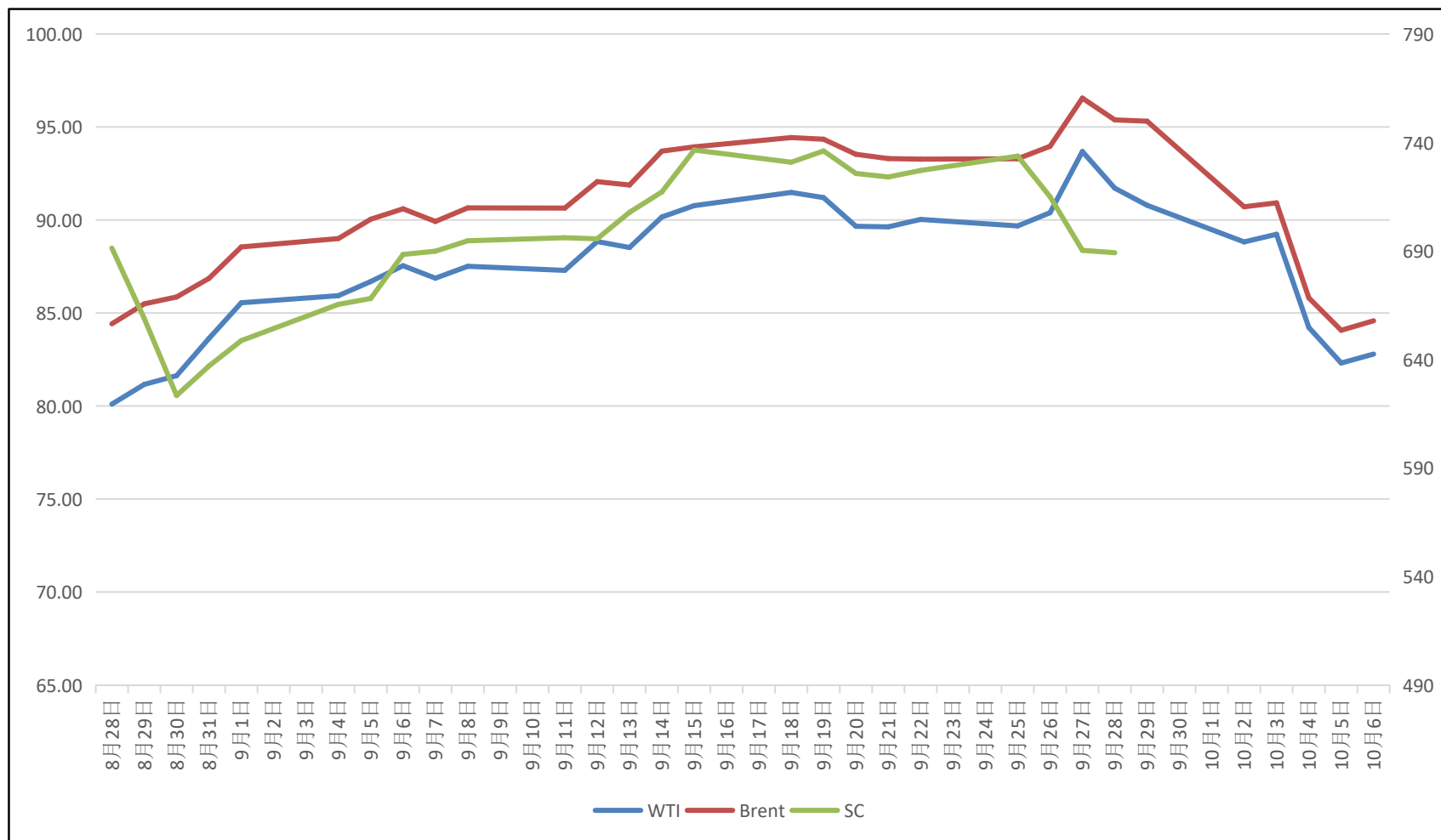


(SC主力合约月度K线走势图)

02

行情回顾

- 三大原油期货在9月整体呈现偏强震荡走势，但在9月末10月初时间快速下滑至8月以来的低点，主要原因市场在衡量供给趋紧与需求回暖之间的博弈之后受到了宏观经济下行压力的严重影响，虽然在10月国庆假期收假之后地缘冲突等因素导致油价有所反弹，但整体仍处低位。



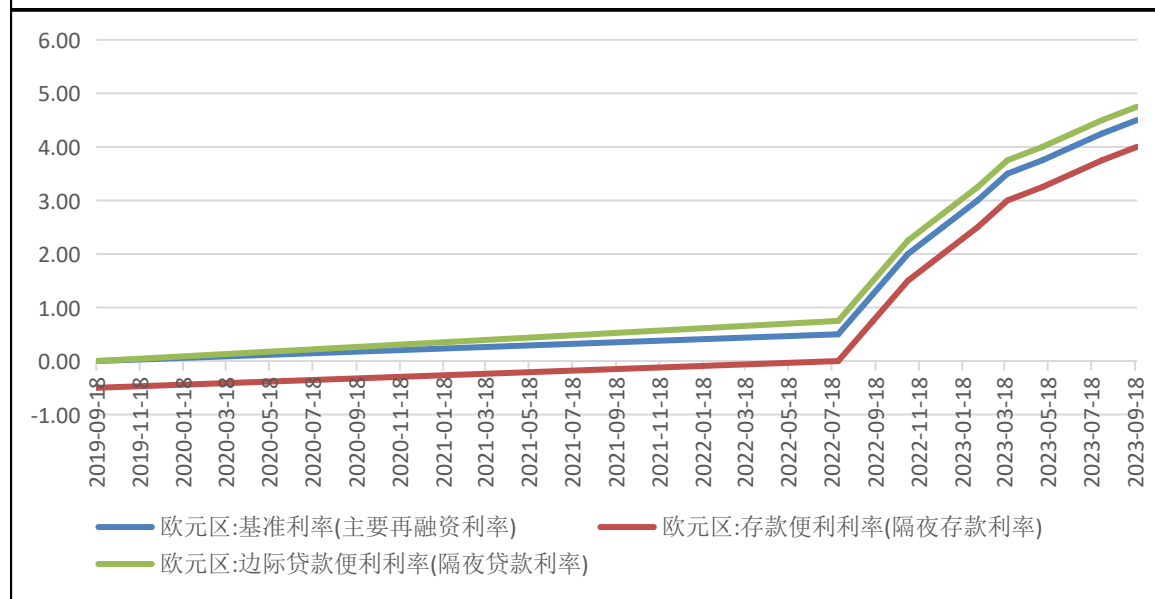
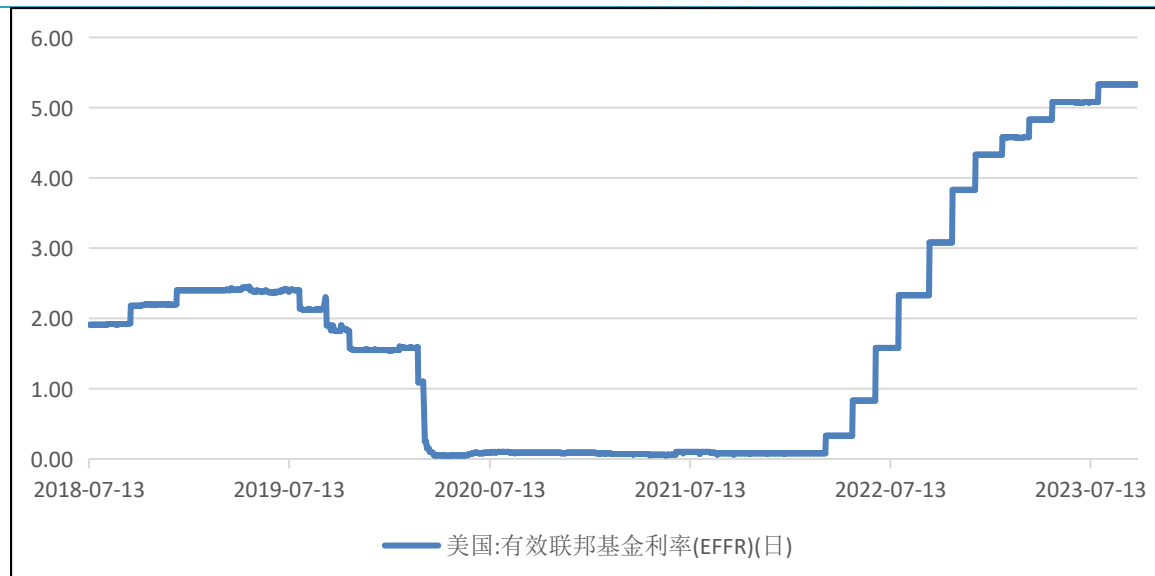
(WTI、Brent、SC(右)主力合约月度K线走势图)

03

基本面分析

(1.1) 宏观——美国加息如期暂停

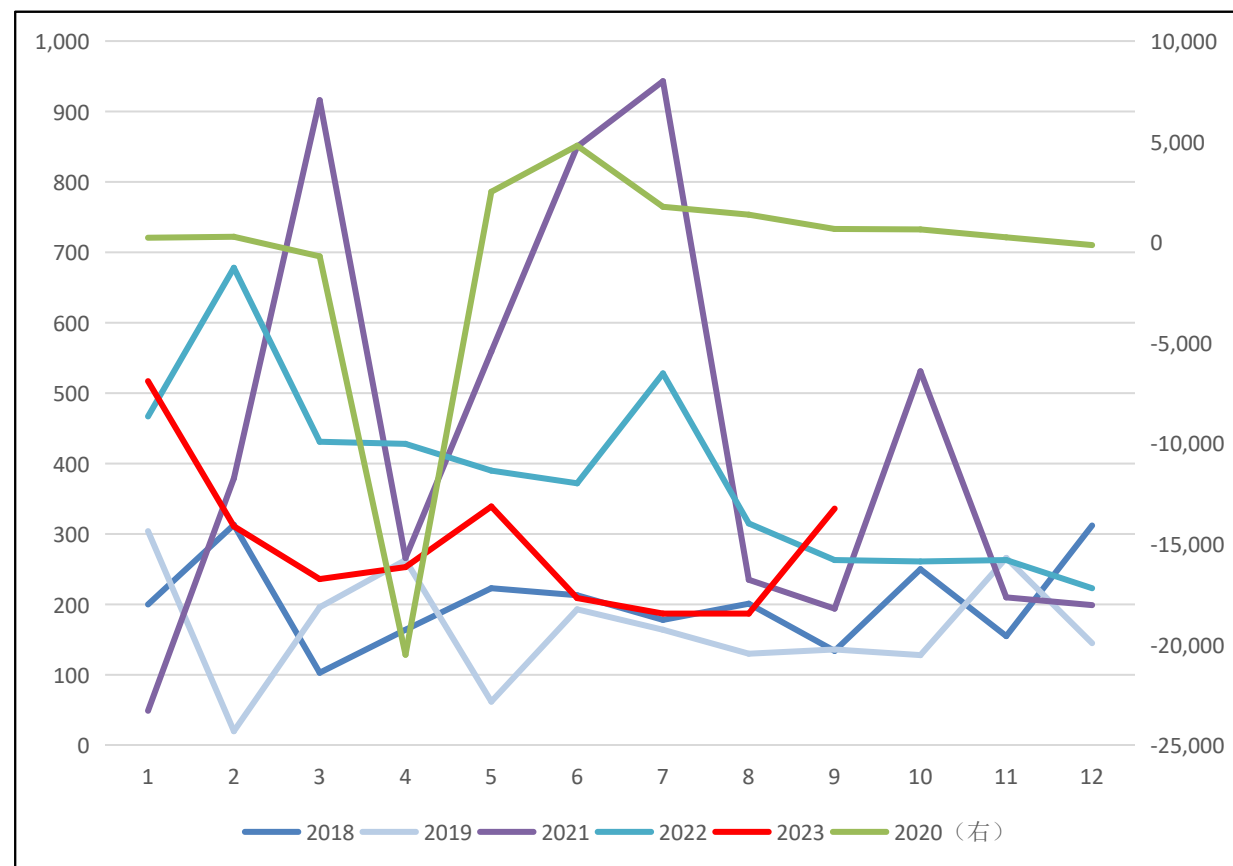
- 9月中旬时间备受市场瞩目的美联储9月议息会议以暂停加息落幕，联储官员一致同意将利率维持在此前水平，并表示就业市场目前依旧强势；但值得注意的是，美联储主席鲍威尔在会议后的新闻发布会上表示认为实现通胀目标还有很长的路要走，偏向鹰派的发言同时导致2024年的利率终点从4.6%上调到5.1%，2024年的降息次数从此前市场预期的4次降到了2次，这样的结果基本符合此前市场对于美联储将维持高利率区间的预期，这对油价将形成进一步的宏观压力



(美国联邦基金利率变化(上)欧元区基准利率变化(下))

(1.2) 宏观——9月非农超预期增长

- 国庆假期期间美国劳工部公布了最新一轮的美国非农就业人口数据，结果显示美国9月非农数据公布值意外爆冷，增长创下今年1月以来最大幅度的33.6万人，远超出此前市场预期的17万人，同时对于7月与8月的新增就业人数合计较修正前高出了11.9万人，虽然同步公布的失业率数据依旧维持稳定，平均时薪水平与劳动参与率数据也并未出现明显变化，但非农人口的增加在一定程度上表明美国劳动力市场仍旧十分强劲，对于后续美联储在11月份的加息预期提供了一定支撑，也对油价形成了一定压制



(美国非农数据同比)

(1.3) 宏观——美债收益持续飙升

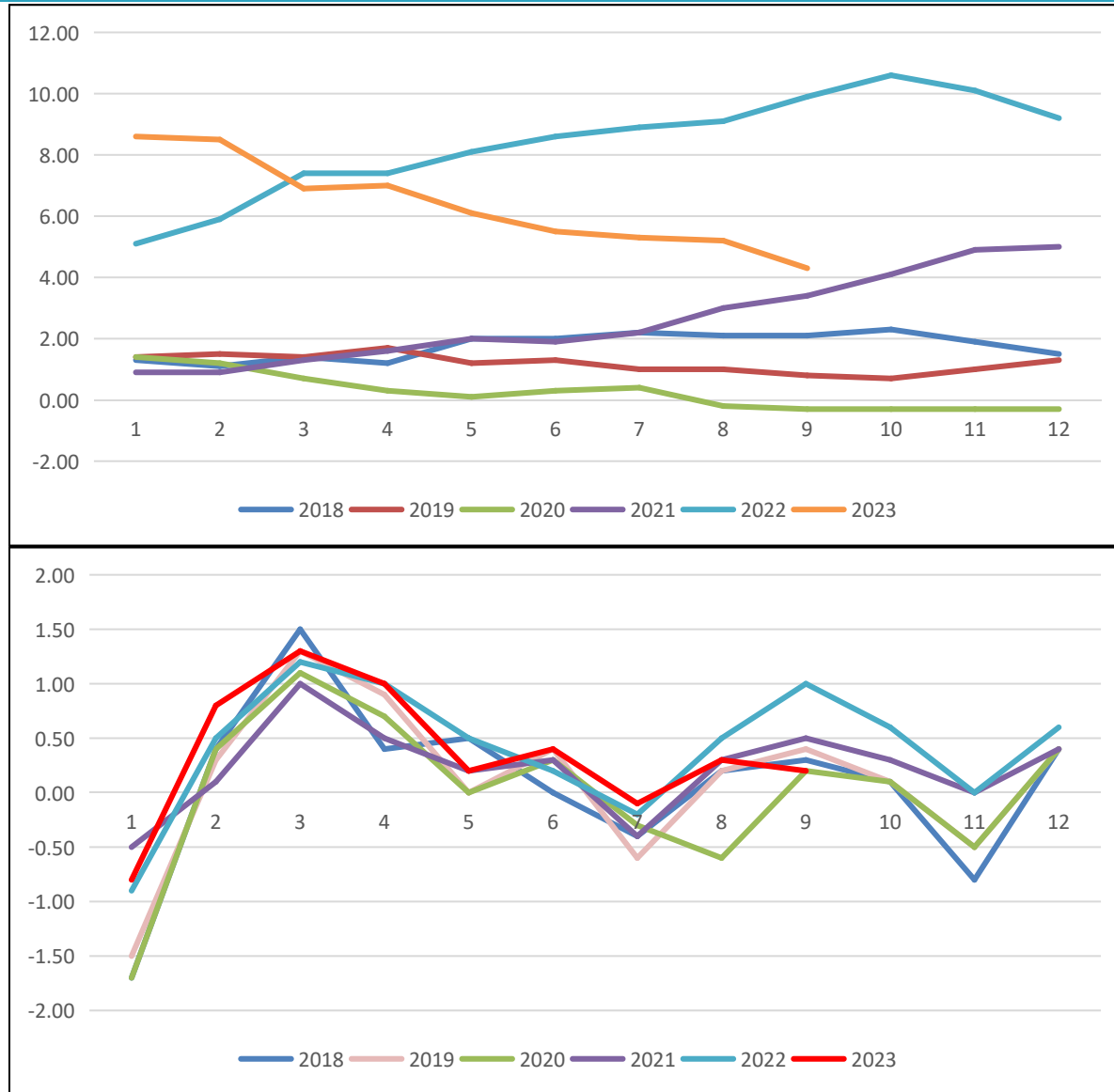
- 虽然9月份议息会议以暂停加息落幕，但国庆期间美债收益率却出现了明显的反弹，30年期收益率更是在2007年金融危机爆发前首次飙升了30多个基点来到5%上方，如此高涨的国债收益率将明显地遏制市场的风险偏好，造成股市以及大宗商品市场价格的下跌，而在考虑到市场目前对于11月加息的预期正在逐步升温，这种宏观经济下行压力或持续存在，对油价进一步造成压制。



(美国30年期国债收益率同比)

(1.4) 宏观——欧洲通胀小幅缓解

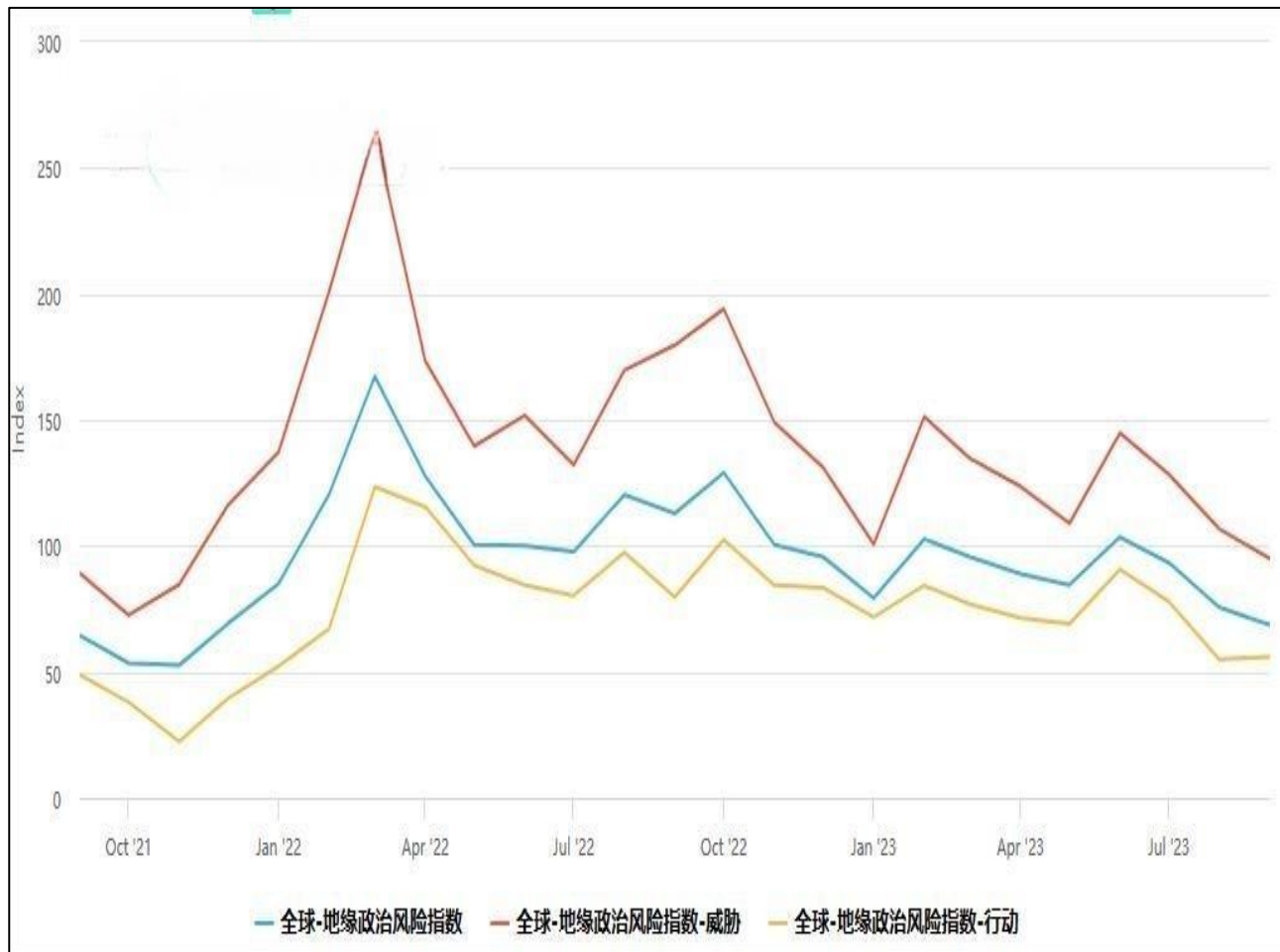
- 9月份之中，欧元区率先公布了该地区9月份的通胀数据，其中月初时公布的8月份CPI年率公布值为5.2%，同步低于预期的5.30%与前值的5.30%，为2022年1月以来的最低水平，而月底时公布的9月份CPI则为录得上涨4.3%，是自2021年10月以来的最低涨幅，这样的低通胀数据一方面表明欧洲央行紧缩性货币政策的成果兑现，另一方面也在9月高油价之时为市场带来了一定的稳定情绪，进而可能导致欧洲央行此前提及的暂停加息得到落实。



(欧元区HICP(上)欧元区核心HICP(下))

(1.5) 宏观——地缘局势仍为核心影响因素

- 9月份之中国际市场上除了衡量原油自身基本面之中供给侧趋紧以及需求侧回暖对油价的影响之外，更加焦点的因素再度回归到了地缘政治方面。其一，以美国为核心的国际地缘局势在近期依旧扑朔迷离，除了美国即将在年底迎来新一轮的大选之外，美国近期与伊朗、沙特、委内瑞拉等能源大国的国际关系也充满了不确定性；其二，伊核协议的进程仍旧难言结果，尽管此前有欧洲官员表明年底时间将重启伊核谈判，并且前有美国与伊朗达成协议，后有伊朗原油出口持续上行，但目前看来伊核谈判的重启仍遥遥无期；其三，10月初时间巴以再度爆发冲突，且规模之大可列为50年以来之最，对油价的影响也不容小觑。



(地缘风险指数)

(2.1) 供给——OPEC+8月产量增幅有限

- 9月份OPEC公布的最新月度市场报告之中，在产量方面，该组织8月份产量上升了11.3万桶/日至2744.9万桶/日，整体较7月有所增长。增量方面，伊朗产量为300万桶/天，较上月**增加14.3万桶/天**；尼日利亚产量为126.9万桶/天，较上月**增加9.8万桶/天**；伊拉克产量为427.7万桶/天，较上月**增加3.8万桶/天**；而减量方面，沙特产量为896.7万桶/天，较上月**减少8.8万桶/天**；安哥拉产量为111.5万桶/天，较上月**减少6万桶/天**；委内瑞拉产量为73万桶/天，较上月**减少42万桶/天**。从产量变化来看，各国减产幅度基本符合OPEC预期，且沙特已经在8月份逐步开始实施其后续提到的减产计划。

(千桶/天)	7月产量	8月产量	减产幅度
阿尔及利亚	959	933	-26
安哥拉	1175	1115	-60
刚果	270	255	-15
赤道几内亚	61	67	7
加蓬	204	215	11
伊朗	2857	3000	143
伊拉克	4239	4277	38
科威特	2552	2554	2
利比亚	1126	1154	28
尼日利亚	1171	1269	98
沙特阿拉伯	9055	8967	-88
阿联酋	2896	2913	17
委内瑞拉	772	730	-42
合计	27336	27449	113

(OPEC产量)

(2.2) 供给——沙特俄罗斯联手减产

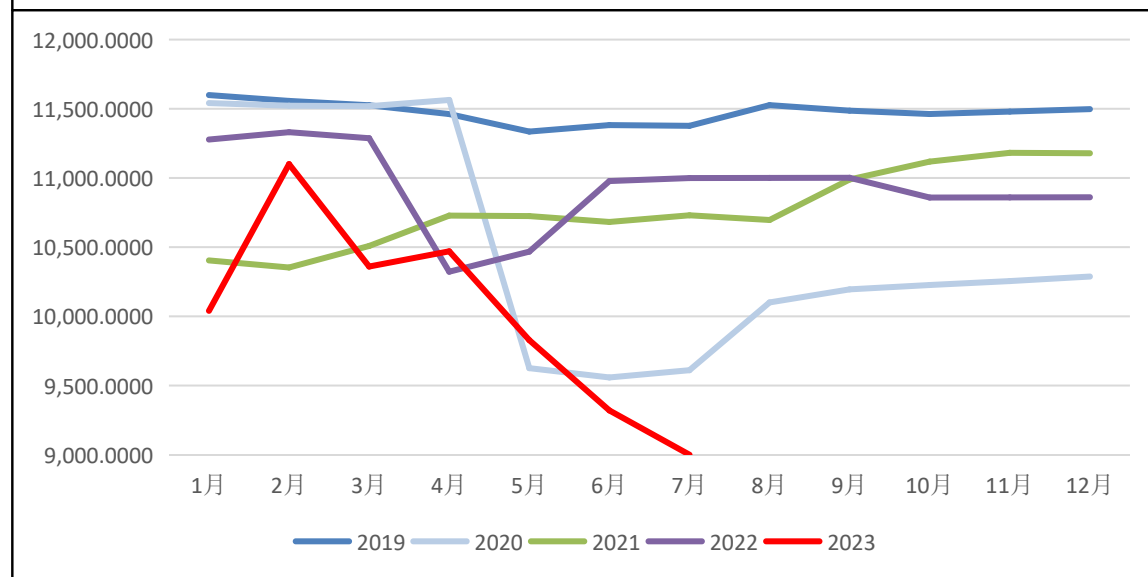
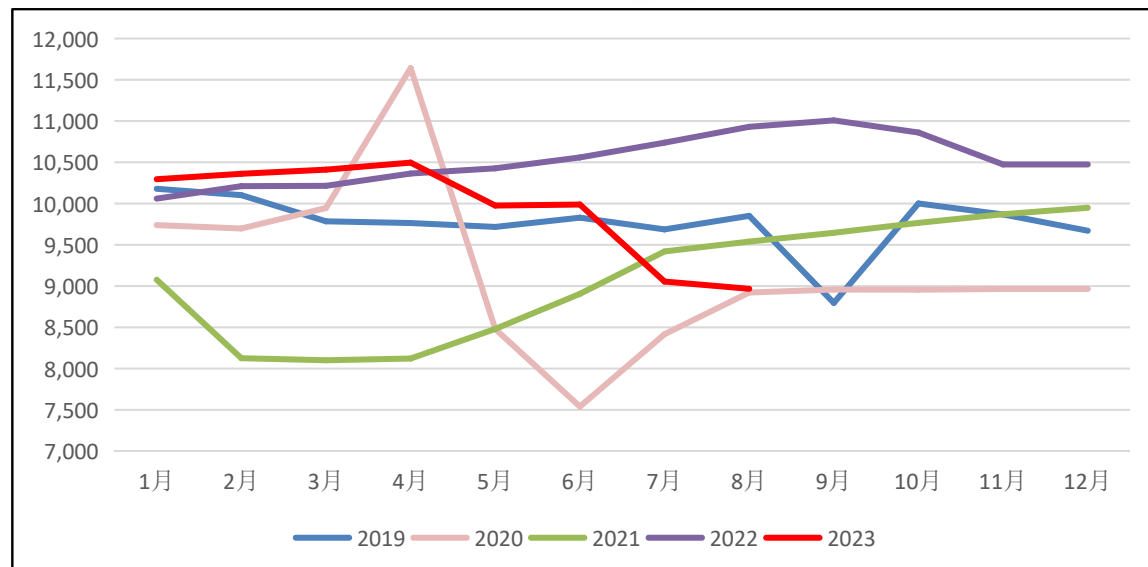
- 虽然9月之前有俄罗斯提前向市场预警该国将联合OPEC+延长此前的减产周期，但9月初时间沙特与俄罗斯正式发布的消息则完全出乎市场的预料，沙特与俄罗斯超预期的将此前的减产100万桶/日与30万桶/日的周期再度延长三个月时间至今年12月份，这样的超长周期减产直接推动油价无视宏观经济的下行压力飙涨至今年以来的最高点位，虽然两国对于后续的动态也存有保持态度，表示接下来将每月对自愿减产决定进行评估，以考虑进一步减产还是增产，但这项决议仍旧从根本上直接导致原油供给侧的趋紧程度再度激烈起来。



(沙特产量(上)俄罗斯产量(下))

(2.3) 供给——沙特俄罗斯联手减产

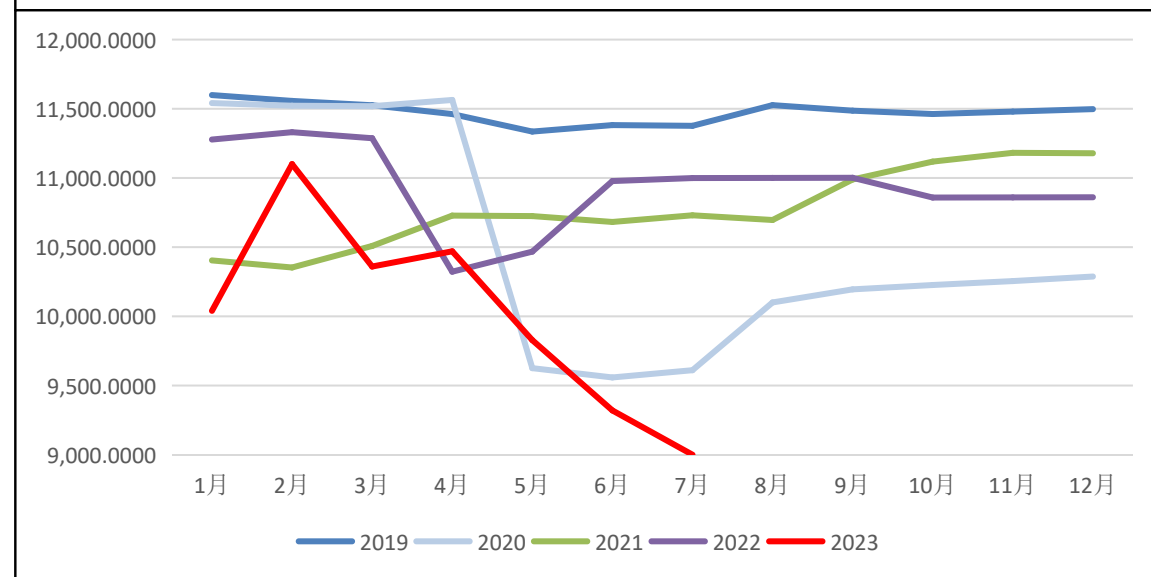
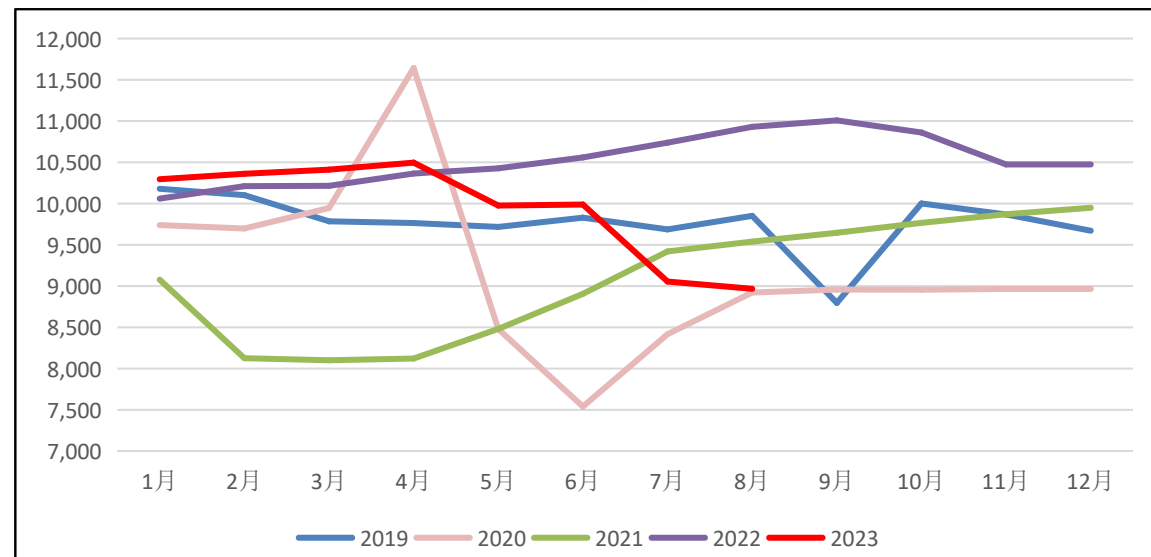
- 联合石油数据库JODI的数据显示，沙特阿拉伯7月份原油出口降至601万桶/日，较上月下降约11.6%，为2021年6月以来的最低水平，且原油产量降至901万桶/日，较6月减少94.3万桶/日；同时沙特能源大臣也表示后续的产量计划将不针对任何具体的原油价格水平，并将每月审查一次此前的减产计划，这样的言论无疑是加剧了全球原油市场的供给趋紧程度，尤其是在沙特作为全球主要减产贡献国的特殊情况之下。而与此同时，俄罗斯方面上周时间宣布将禁止柴油和汽油出口，以稳定国内供应，出口限制将于9月21日立即生效，且没有确定的截止日期。考虑到前期俄罗斯与沙特曾联手宣布将减产周期延长至今年年底时间，因此在这种供给紧缩的背景之下，全球燃油供给市场或持续趋紧；而根据目前的数据来看，俄罗斯的柴油出口量约为100万桶/日左右，而汽油约为10万桶/日，因此从规模上来看本轮禁令可能对柴油市场冲击更大，同时虽然目前俄罗斯尚未宣布禁令何时到期，但市场基本预计周期将在1至2周之间，因此俄罗斯减产的整体影响或更多作用在短周期之内。



(沙特产量(上)俄罗斯产量(下))

(2.4) 供给——沙特俄罗斯联手减产

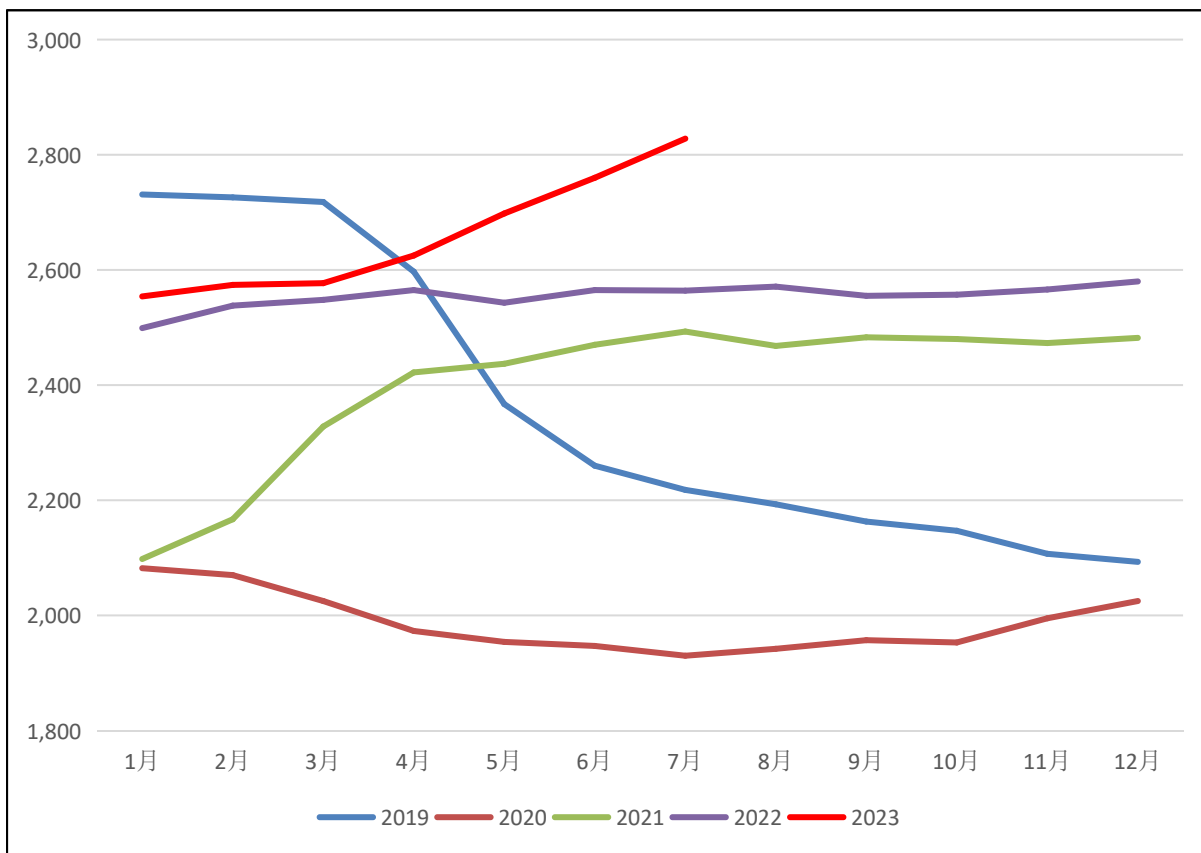
- 沙特与俄罗斯在国庆假期期间再度宣布将延续此前的减产政策至今年年底，两大产油国巨头仍然将坚持减产限制在每天100多万桶的水平，该政策的声明仍旧延续了两国此前对于高油价的诉求，不论是沙特近年以来的大型基建或是俄罗斯为了应对俄乌冲突，两国都需要高油价来应对大量的国内支出，但需特别指出的是，10月7日在与美国官员会谈之后，沙特称若油价持续走高，那么该国愿意在明年初提高产量，同时需要与美国签订额外的协议，可能包括但不限于承认以色列以及获得美国的核援助等，这项声明的态度明显与去年年底时沙特拒绝拜登政府增产时的表现相左，而这或许也将对后续原油市场的供给产生较大的影响；同时，俄罗斯方面除了此前联手沙特宣布的降低30万桶/日的原油出口之外，假期期间也接触了对于柴油出口的限制，作为全球最大的柴油海运出口国，俄罗斯方面对柴油出口的松动也预示着后续整体燃油市场的紧张情绪或进一步得到缓解，进而导致内盘成品油



(沙特产量(上)俄罗斯产量(下))

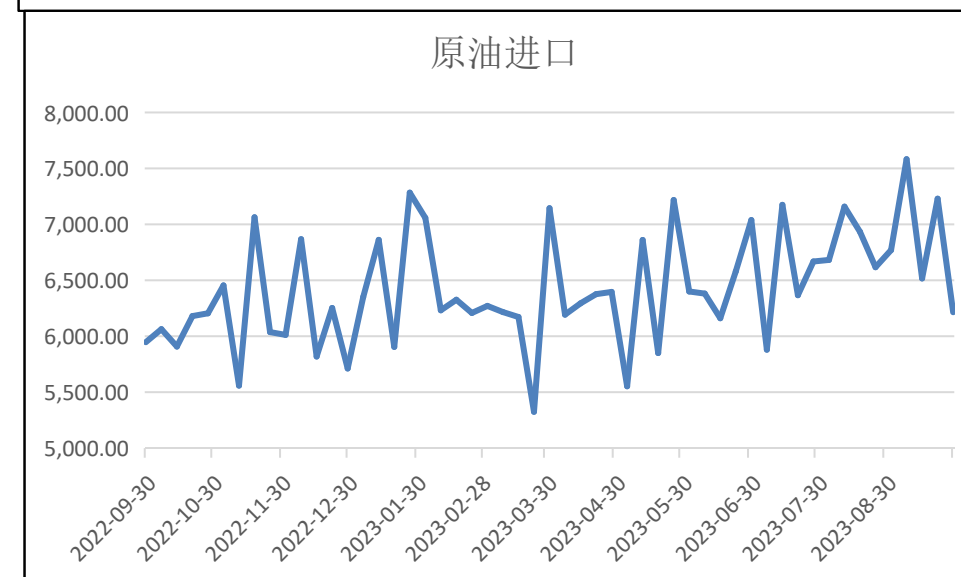
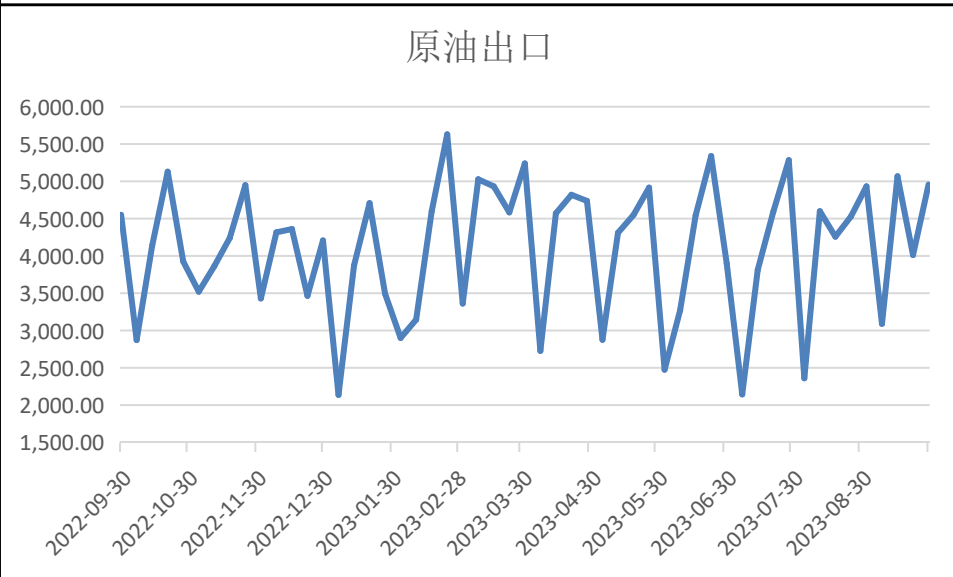
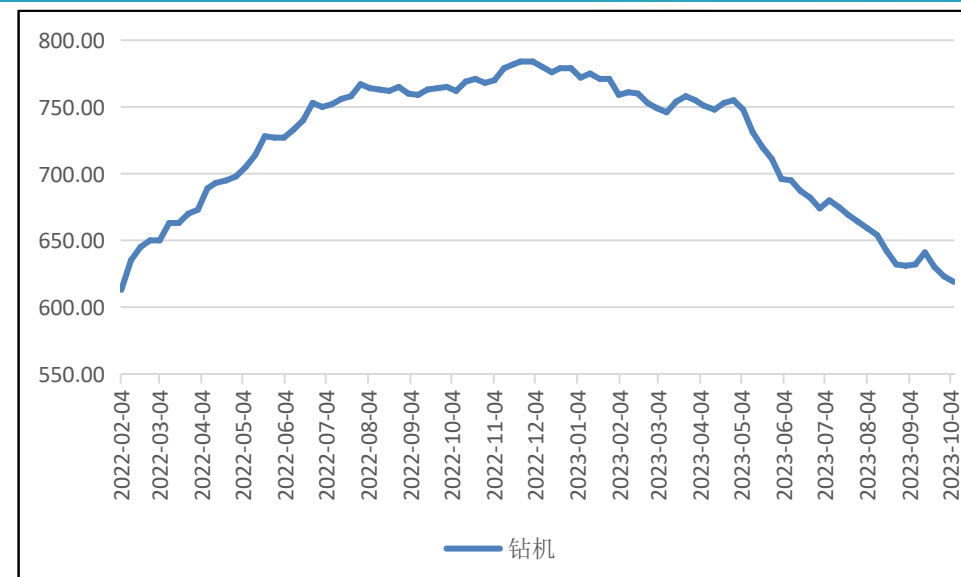
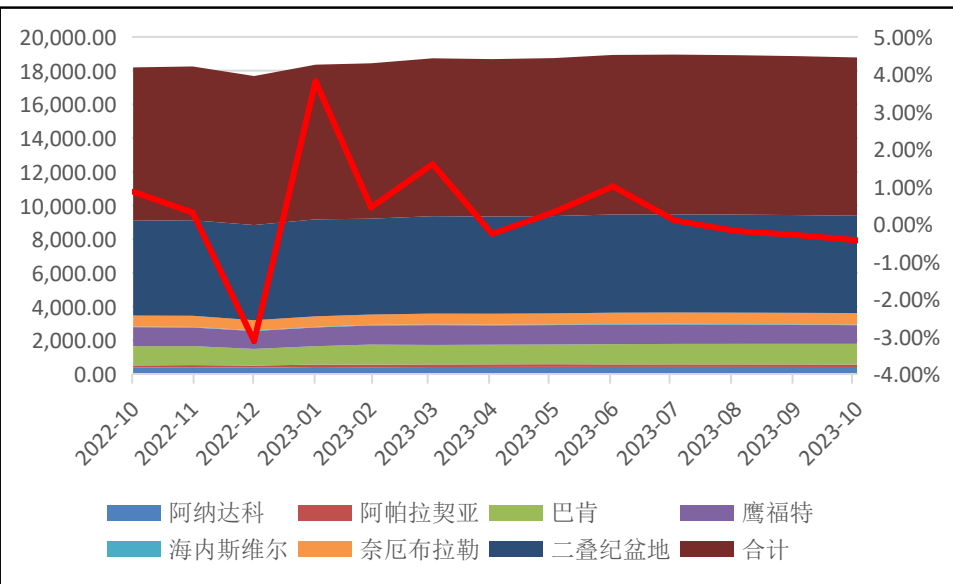
(2.5) 供给——伊朗出口抬升

- 在供给侧同时需要留意的一个关注焦点则是伊朗的原油出口数量在近年以来仍在持续上涨，考虑到目前伊朗的产量已经达到了200万桶/日的该国峰值，短期内或难有较大变化，同时受限于夏季消费旺季边际作用的逐步减弱，在未来的上涨空间可能有限，但伊朗原油今年出口量的高涨是建立在与美国外交关系于今年内有所缓解的背景之下，这意味着后续如果两国的地缘关系再度有所变化，那么伊朗的储备原油出口就极有可能在四季度对油价形成致命打击。



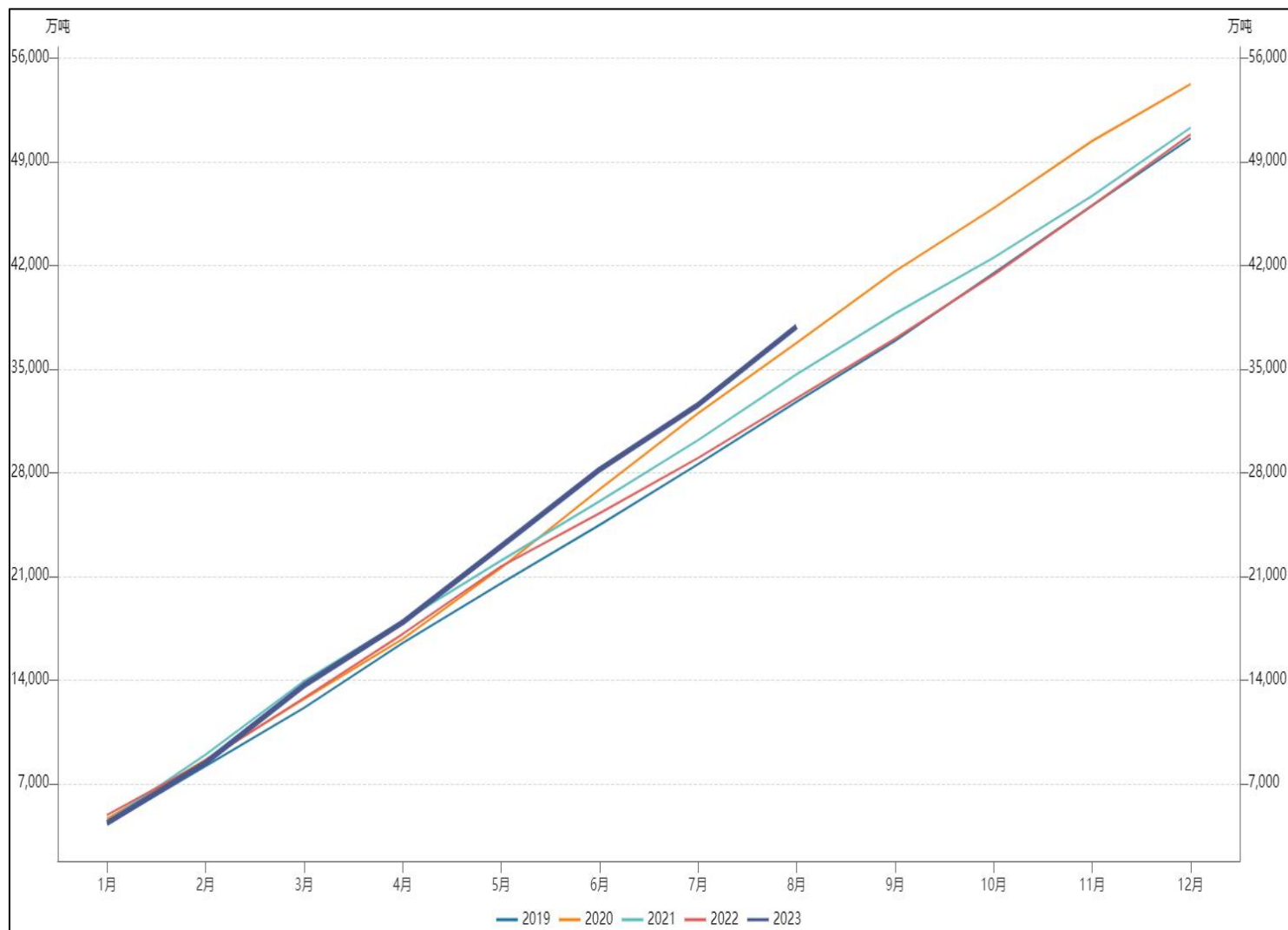
(伊朗原油产量)

(2.6) 供给——美国产量增速降低前景不佳



(3.1) 需求——我国消费仍为核心驱动

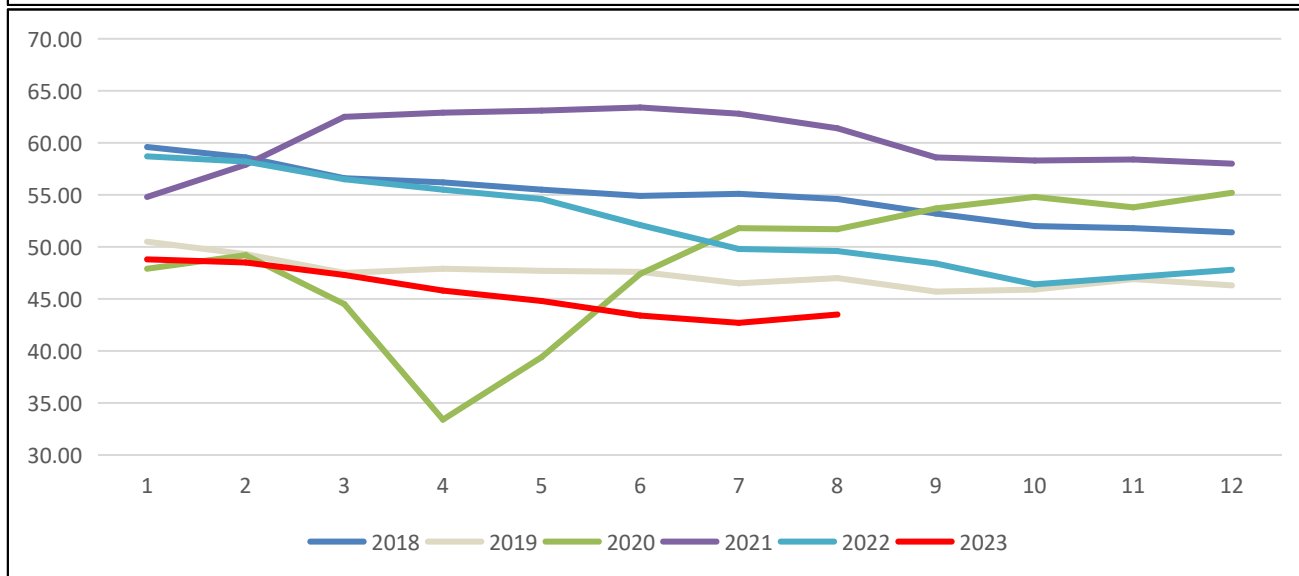
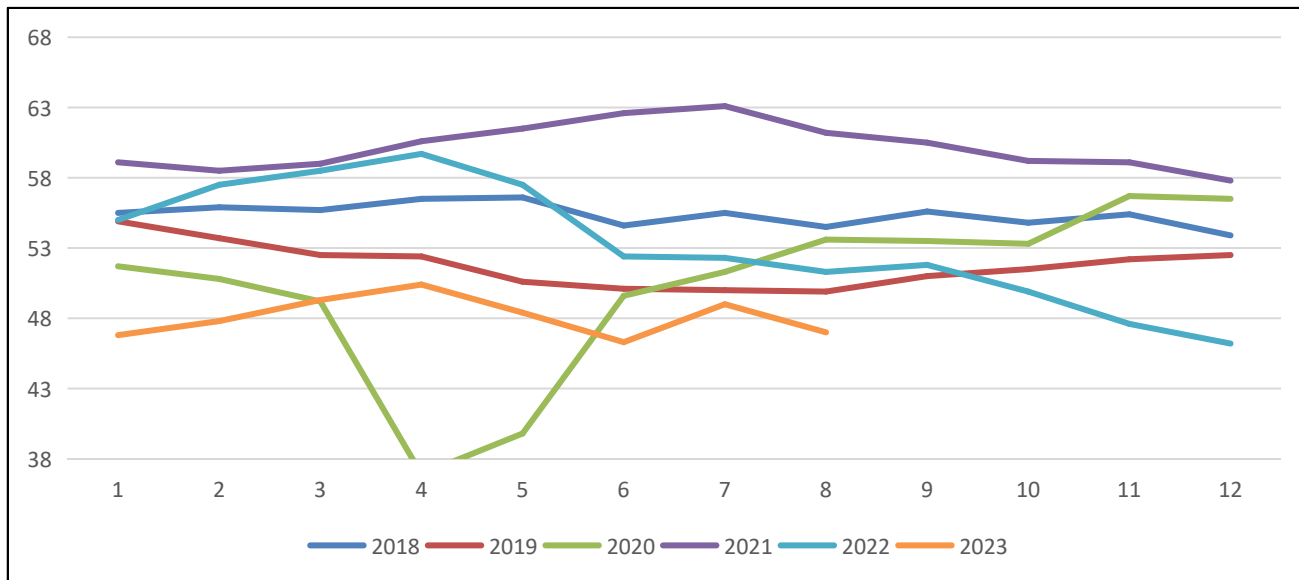
- 以我国为主的亚太地区消费情况依然是后续油价的主要支撑因素之一，海关总署数据显示我国8月原油进口5280.4万吨，而7月为4368.6万吨，环比增长达到20.9%，且我国今年1至8月原油进口为37855.4万吨，累计同比增长达到14.7%；同时而我国8月在进口与加工量分别达到5280和6469万吨，相当于1285和1536万桶/日，同比增长均达到了15%；且成品油方面我国汽、柴、航煤产量同比有所增加，且出口同步增加，这均符合我国消费回暖的预期。



(我国原油进口同比)

(3.2) 需求——欧美制造业持续疲软

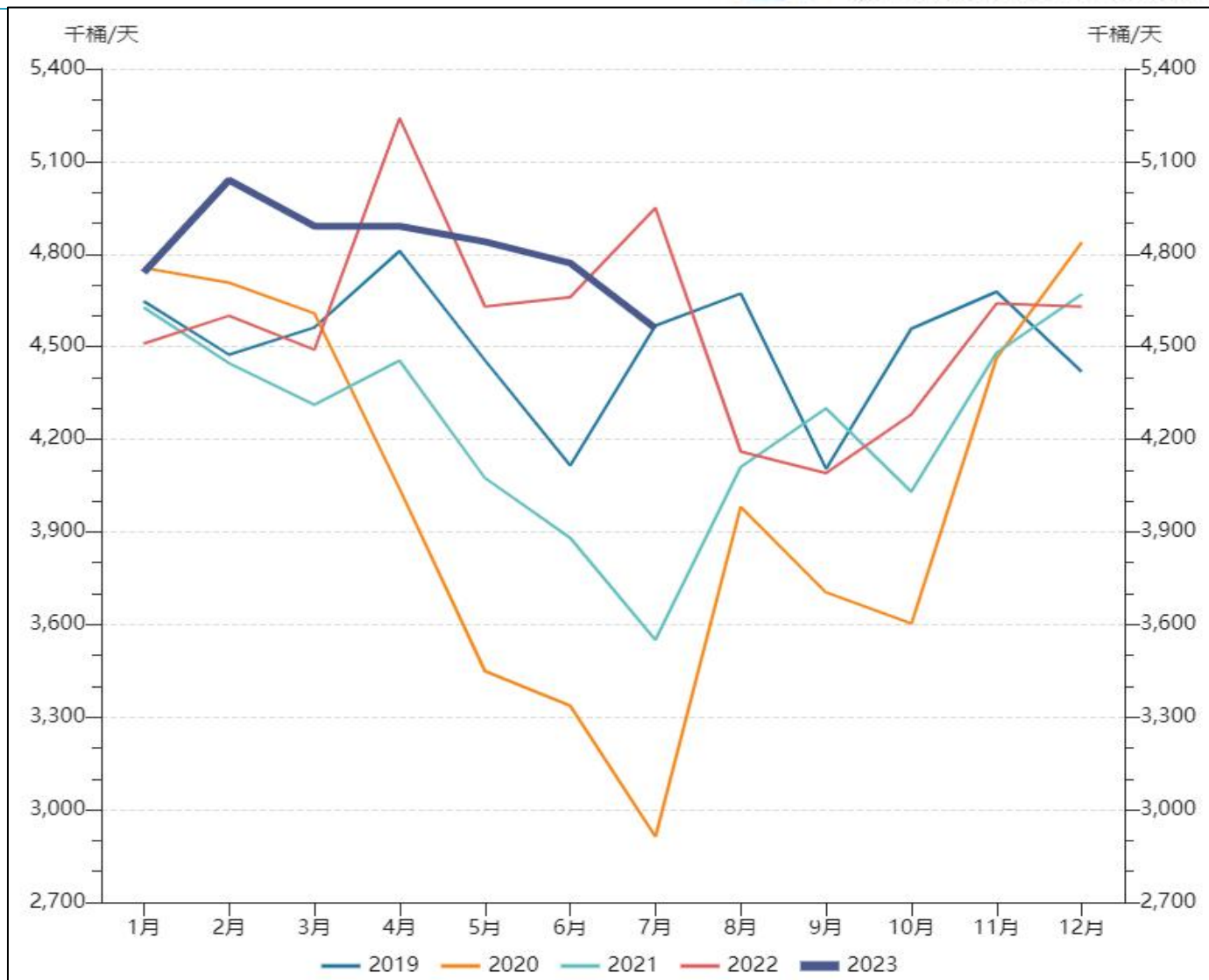
- 除了我国消费持续增加之外，欧美市场的制造业表现仍旧相对不尽如人意。美国方面，虽然9月Markit制造业PMI初值录得48.9，为2个月以来新高，超出前值的47.9与预期的48，但仍处在荣枯线水平之下，这表明制造业依旧表现疲软；而欧洲与英国方面，欧元区9月制造业PMI初值录得43.4，为2个月低位，英国9月制造业PMI 44.2，为2个月高位，两者走势虽然有所分化，但同步处在荣枯线下方的较低区间之内，这表明不论是成品油的炼化还是原油的消费水平在欧美区域的实际表现都并不理想，但同时各个主要经济体的数据均出现了一定的筑底趋势，如果这种趋势能够得到延续，那么后续原油需求或维持弱稳定格局。



(美国制造业PMI(上) 欧元区制造业PMI(下))

(3.3) 需求——高油价压制需求表现

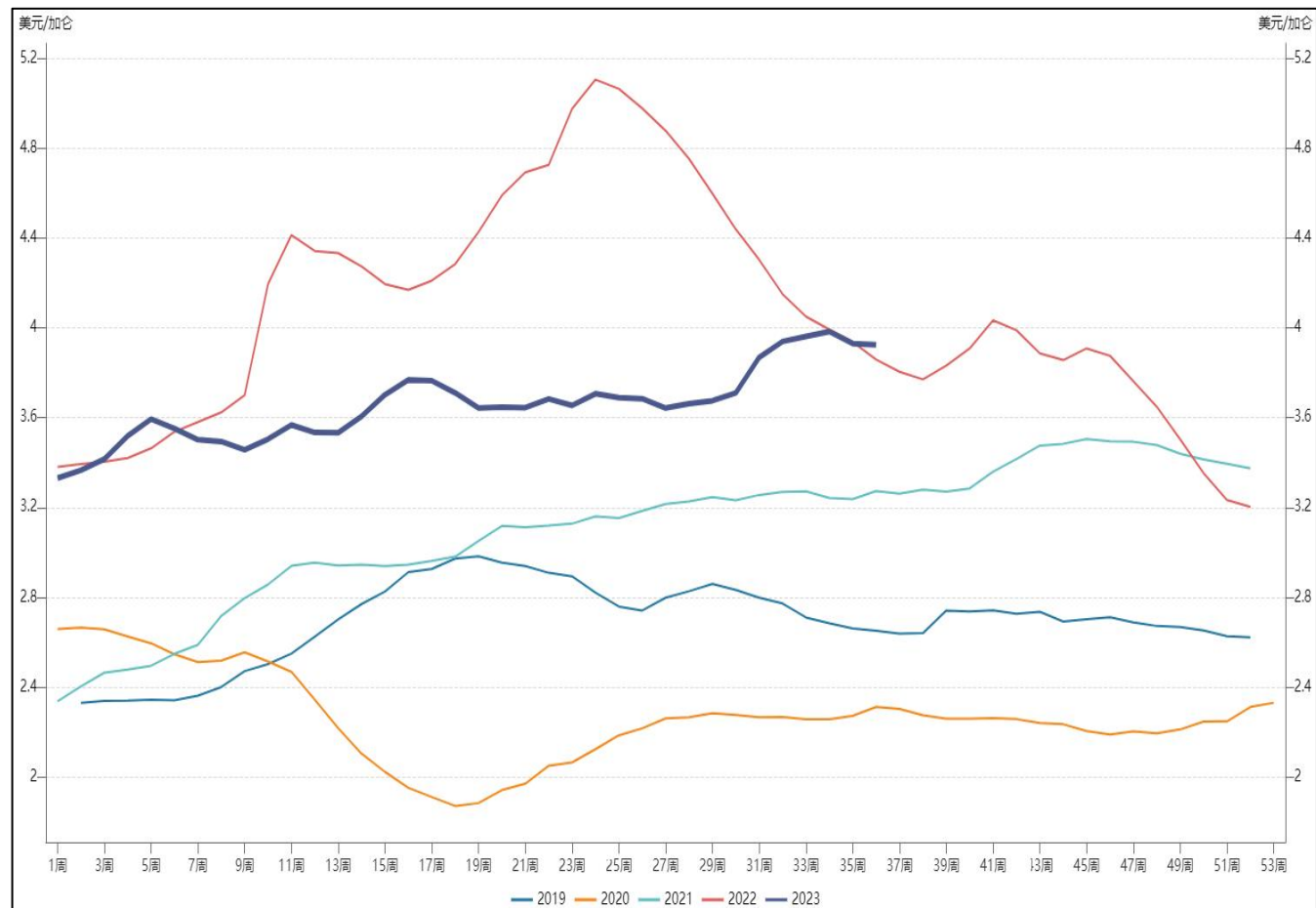
- 在国庆假期之前国际油价曾一度飙涨至将近100美元/桶的高位，这样的高油价一方面可能会导致全球主要经济体的通胀水平态度被抬高，同时也可能或导致消费者需求受到反向打压，而作为全球第三大的石油消费国，印度石油部长在国内假期期间也表示只有油价维持在80美元/桶的水平附近才能对经济有利，这或从侧面表明目前全球原油消费水平的恢复情况并不如预期所好。



(印度原油净进口量)

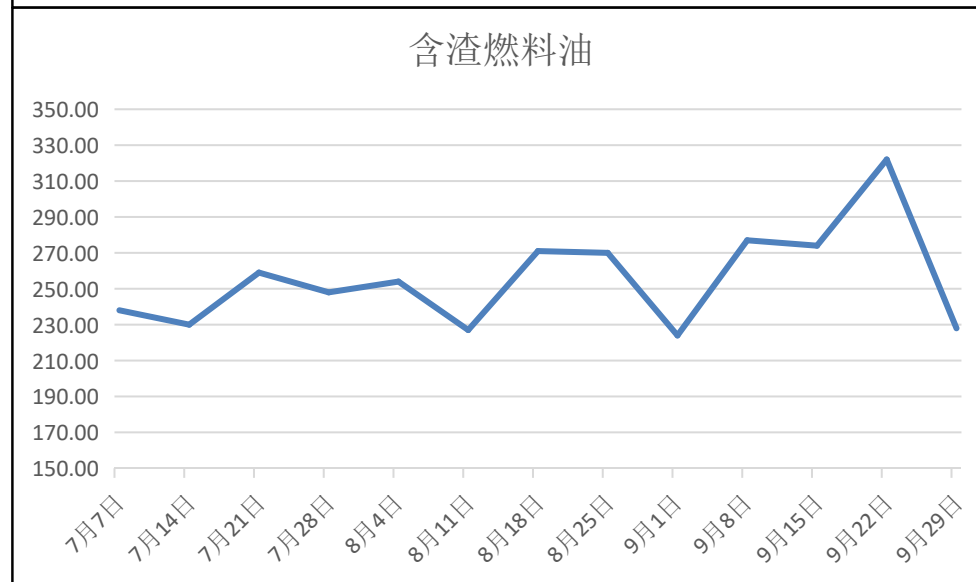
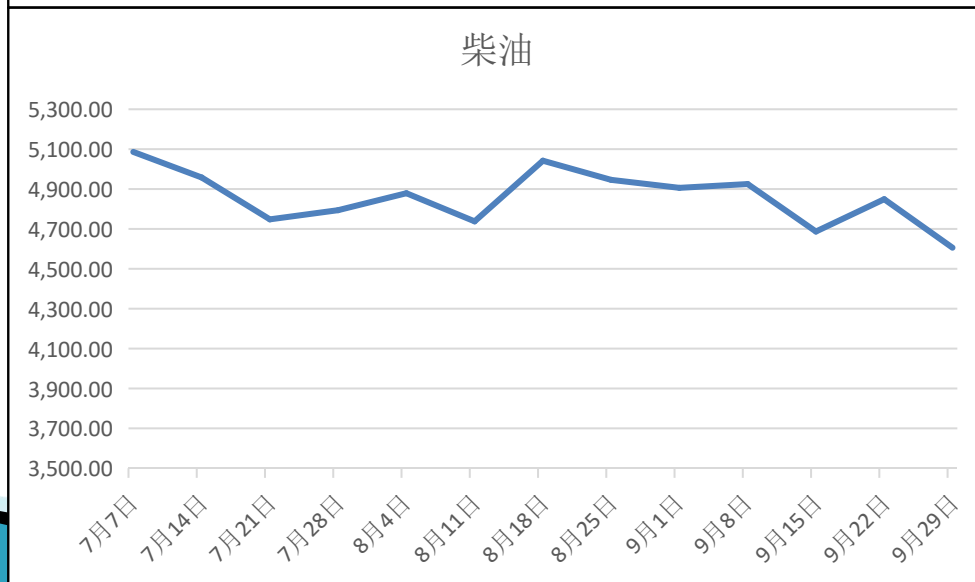
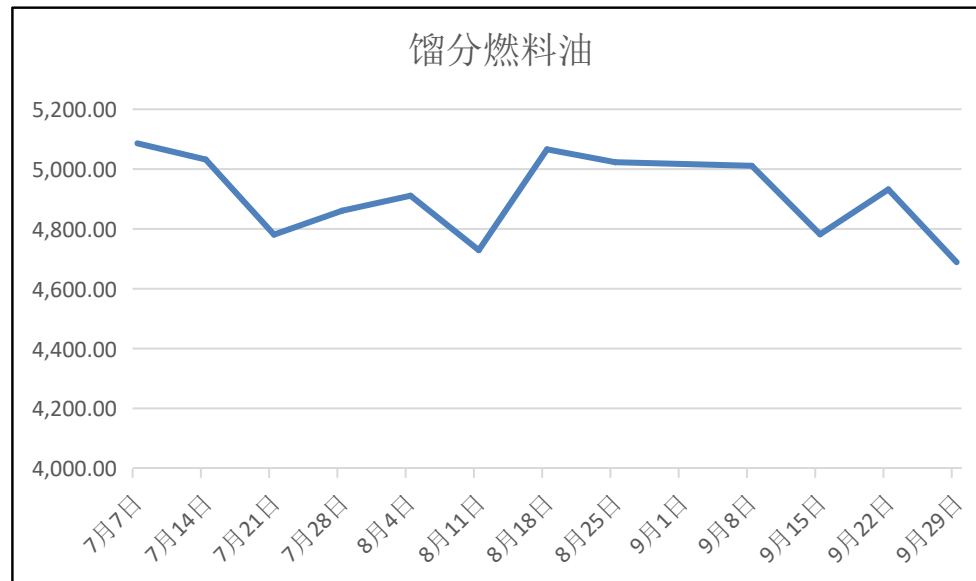
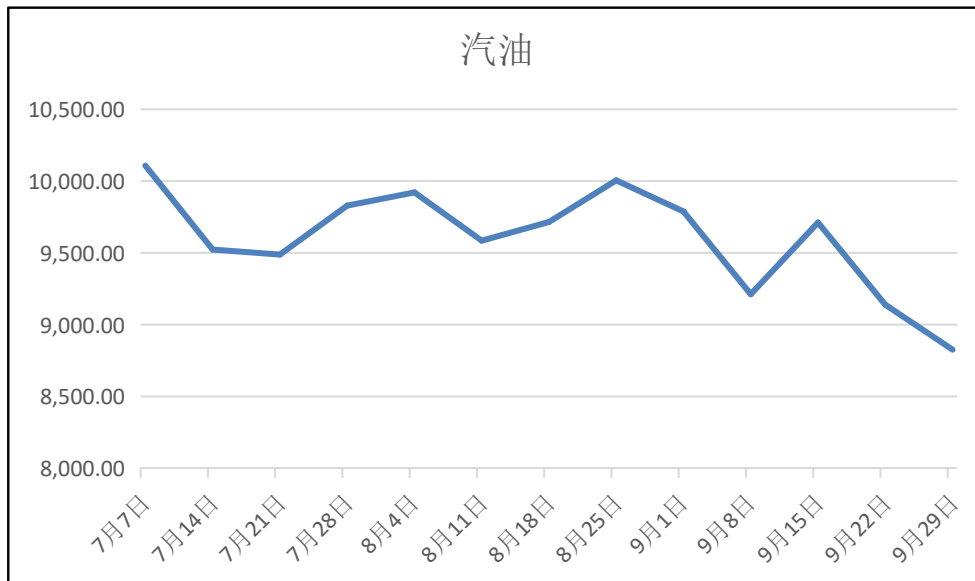
(3.4) 需求——美国市场持续动荡

- 而美国市场上除了汽车产业迎来罢工潮以外，随着油价在高涨已经直接催动美国平均汽油价格来到了将近10年以来的季节性高点每加仑3.811美元，从季节性角度来看，通常在美国夏季出行旺季在9月份结束之时，汽油价格会因为消费疲软从而出现小幅度下跌，但今年价格却出现了意外的反弹。汽油作为原油下游之中最能直接影响市场消费的品种之中，这在一方面将可能导致美国市场的通胀水平重新出现反弹，对本周的CPI数据造成不利影响，而在另一方面高油价也会对消费再度形成压制，对原油价格形成拖累。



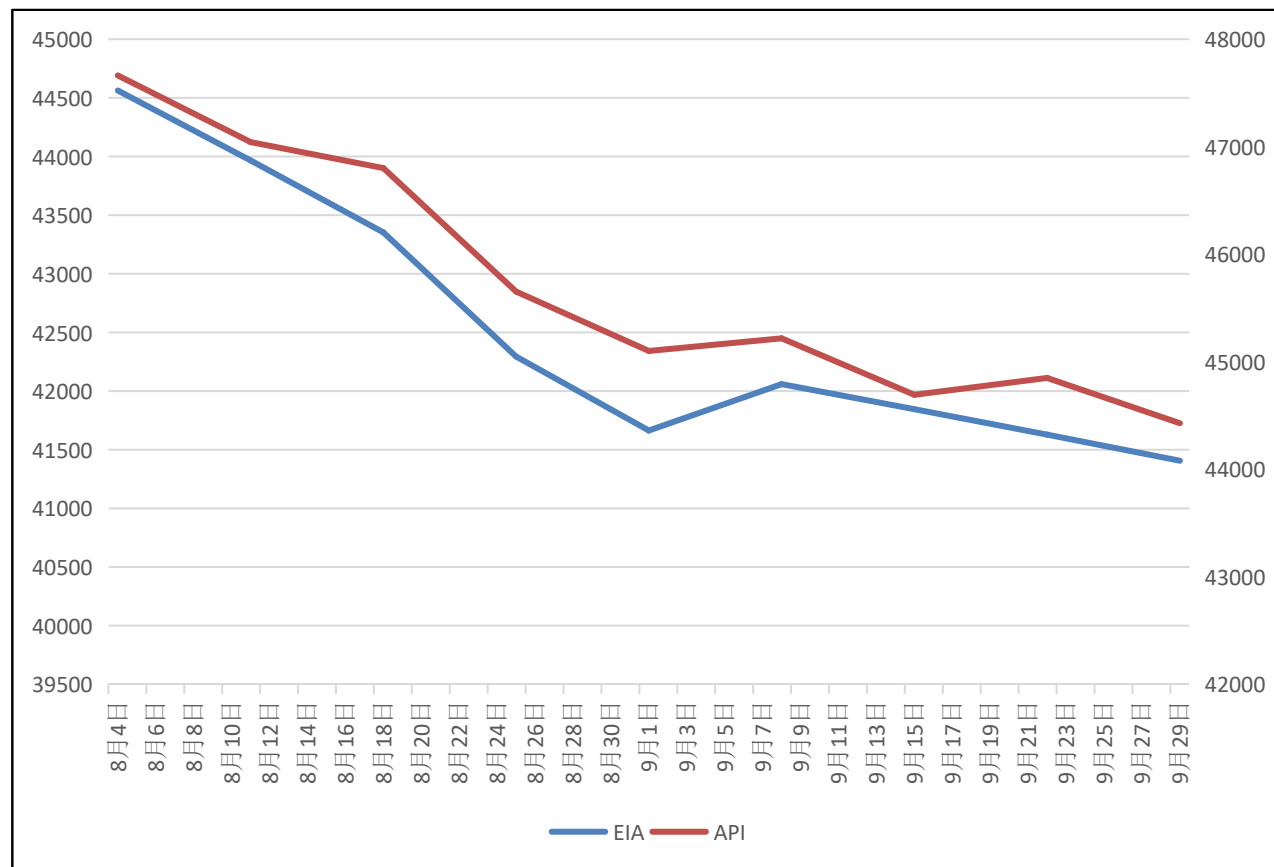
(美国汽油零售价)

(3.5) 需求——美国成品油产量持续走弱



(4.1) 库存——原油库存维持去化

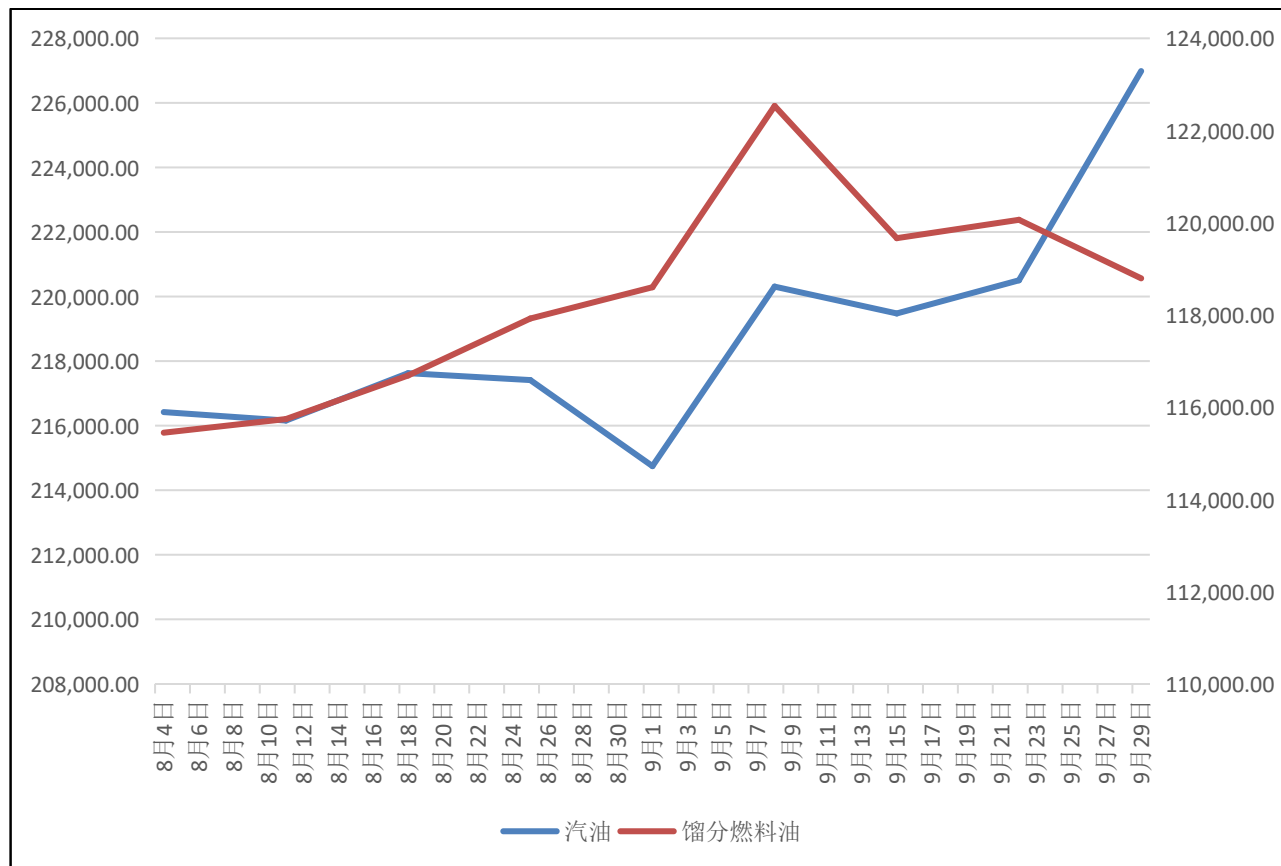
- 根据假期期间最新数据，美国至9月29日当周API原油库存下降421万桶，预期为下降9.2万桶，前值为增加158.6万桶，EIA原油库存同期下降222.4万桶，预期为下降44.6万桶，前值为减少216.9万桶，虽然两大机构的原油库存数据均出现了一定程度的下降，但值得注意的是此前已经处在低位的库欣地区库存在同期出现了13.2万桶的小幅增加，这在一定程度上对WTI原油期货近月合约的强势程度形成了压制。



(EIA/API原油库存)

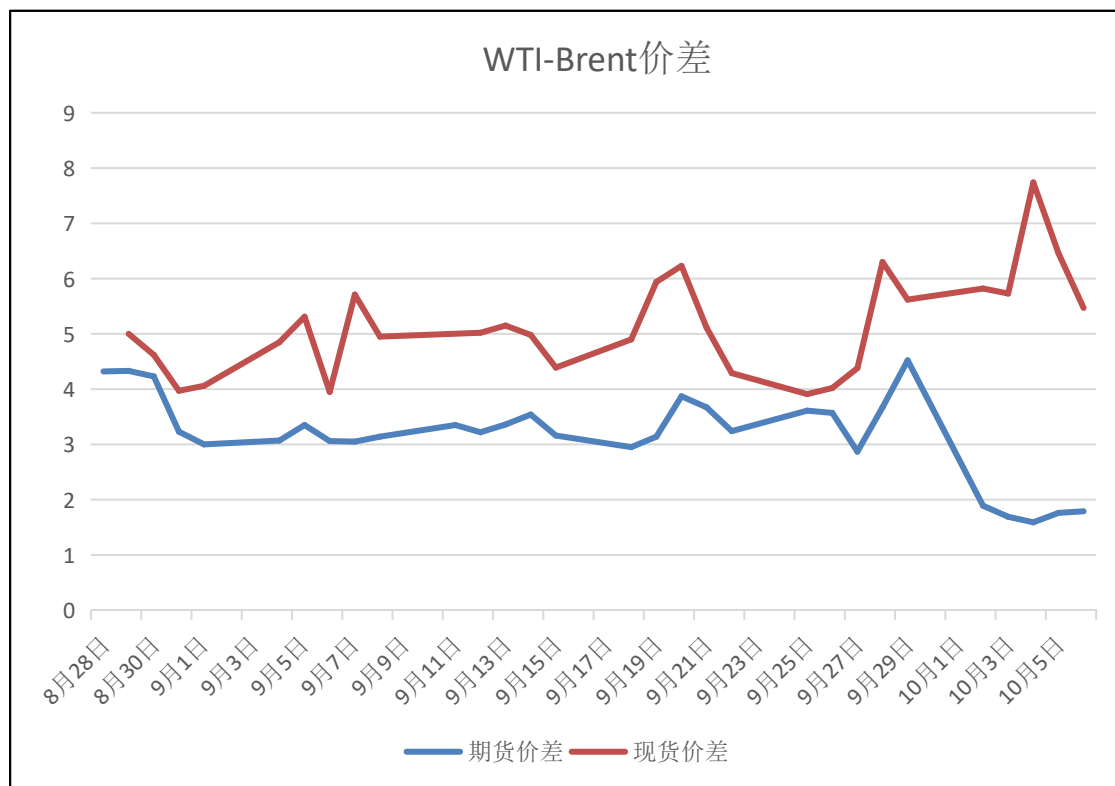
(4.2) 库存——成品油累库凸显消费不足

- 而在成品油方面，EIA汽油库存录得激增648.1万桶，预期为增加16.1万桶，前值为增加102.7万桶，精炼油库存录得降低126.9万桶，预期为减少33.3万桶，前值为增加39.8万桶。其中值得注意的是EIA车用汽油总产量引申需求数据录得885.07万桶/日，低于前值的943.3万桶/日，四周均值创1998年以来的季度最低水平，且汽油库存增幅录得2022年1月以来最高水平，这样的数据结果已经直接表明了目前的高油价正在严重的打压北美甚至是欧洲市场的汽油消费水平。

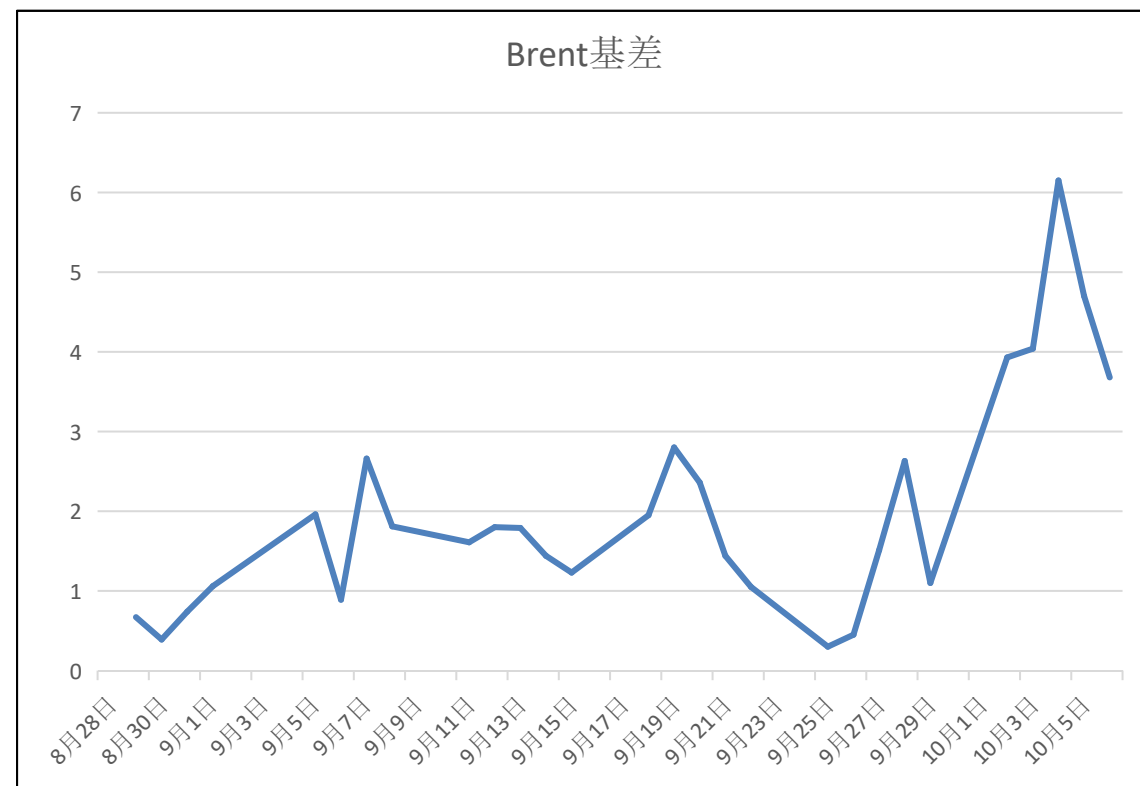


(成品油库存)

(5.1) 价差——国际期现价差



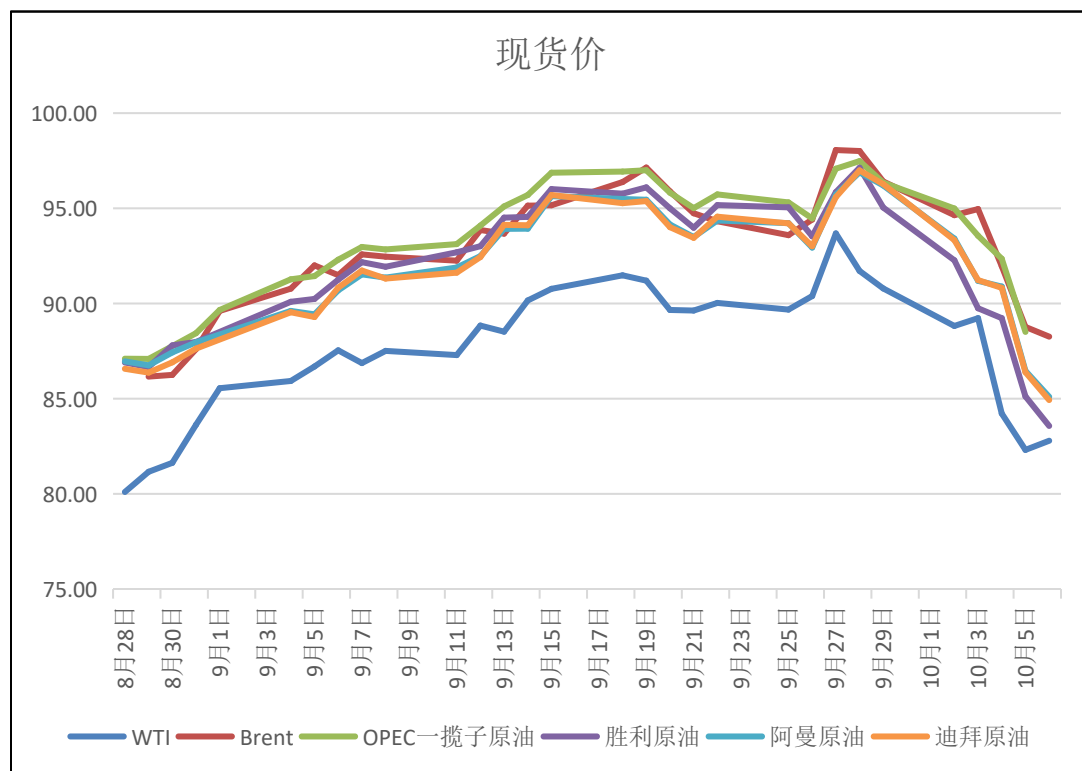
(WTI/Brent 期现价差)



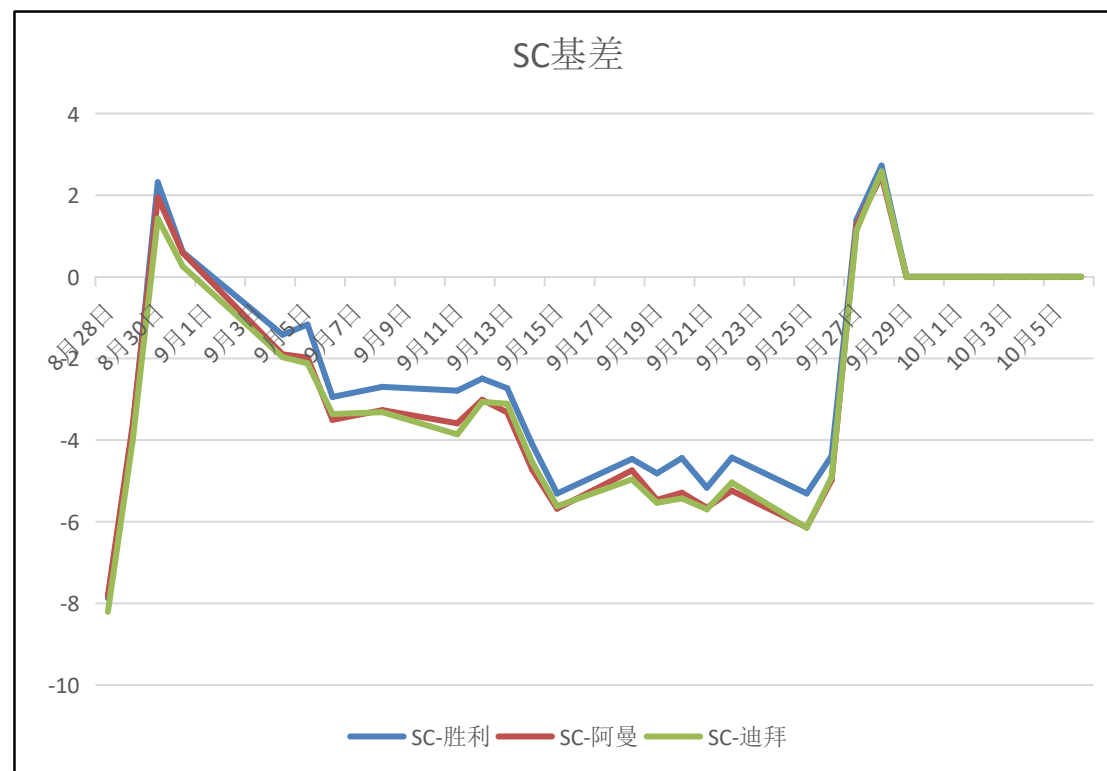
(Brent基差)

- 9月WTI与Brent期限价差震荡之后走势分化，虽然期货价差不断缩小，但随着美国出口量的增加两者现货价差一度突破至将近8美元/桶的高位；同时布油方面基差同时在10月初时间大幅走强出现回落，预计后期两者期现价差或随着波动降低进一步合拢，且布油基差也存在走弱趋势。

(5.2) 价差——国内期现价差



(现货价格)

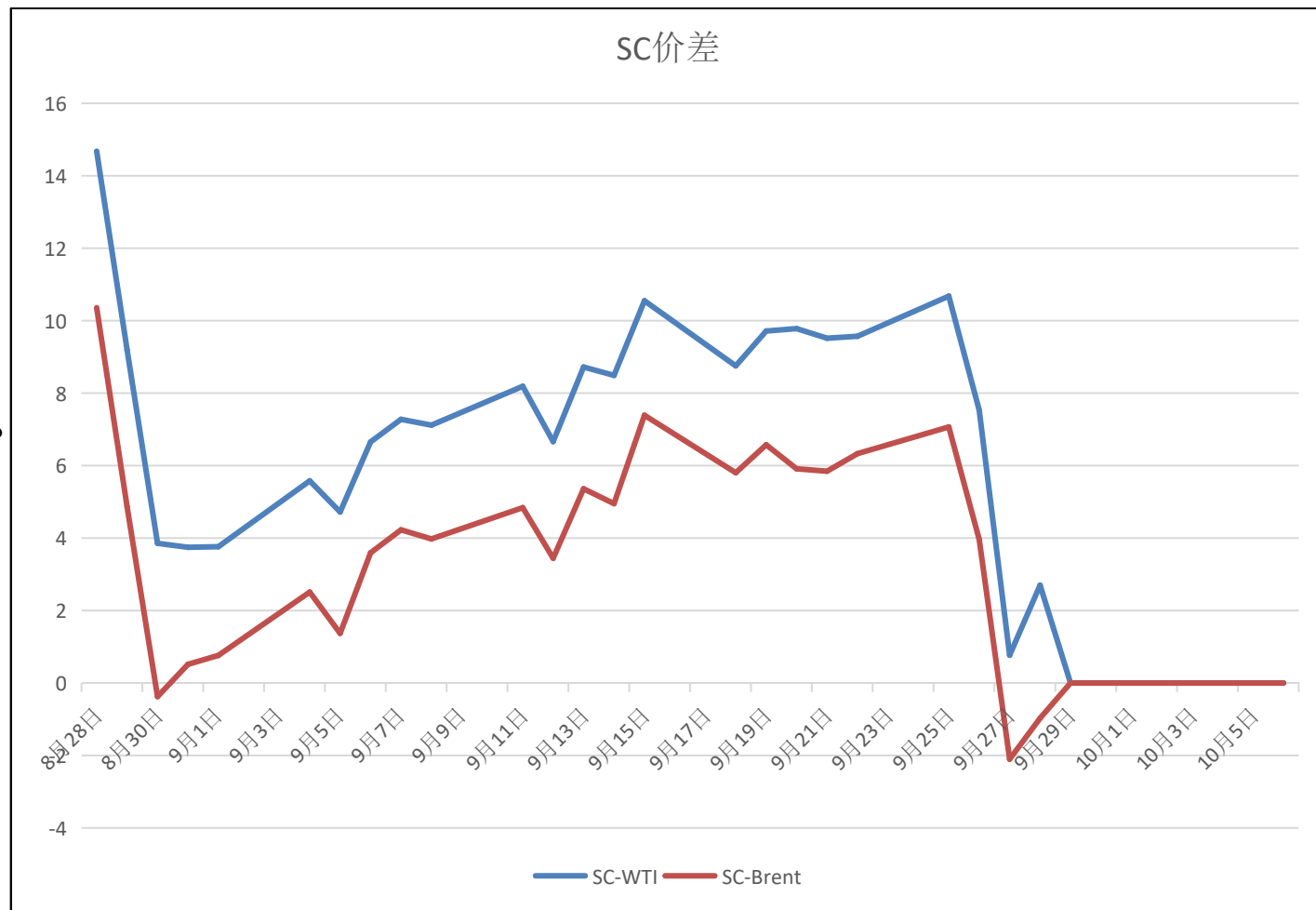


(SC基差)

- 内盘品种方面，SC基差在9月之中持续呈现偏弱运行的情况，但在9月底10月初时间随着国际油价的整体走低，基差出现明显强势，但整体幅度仍未超出前期高点2美元/桶的水平，因此后续内盘基差或进一步出现回落情况，将持续震荡在[-2, -4]的区间之内。

(5.3) 价差——内外盘价差

- 内外盘品种联系来看，SC原油期货与外盘品种的差距在9月期间持续走强，内盘品种再度展现出不俗的强势姿态，但随着月底时间国际油价整体的下行趋势展现，内外价差也在月底时迅速收拢。
- 预计本月时间内内外价差或存进一步走强的可能，但随着北半球消费水平随季节性波动有所降低，且我国消费仍处强势阶段，后续价差或存进一步触及高点的可能。



(内外盘价差)

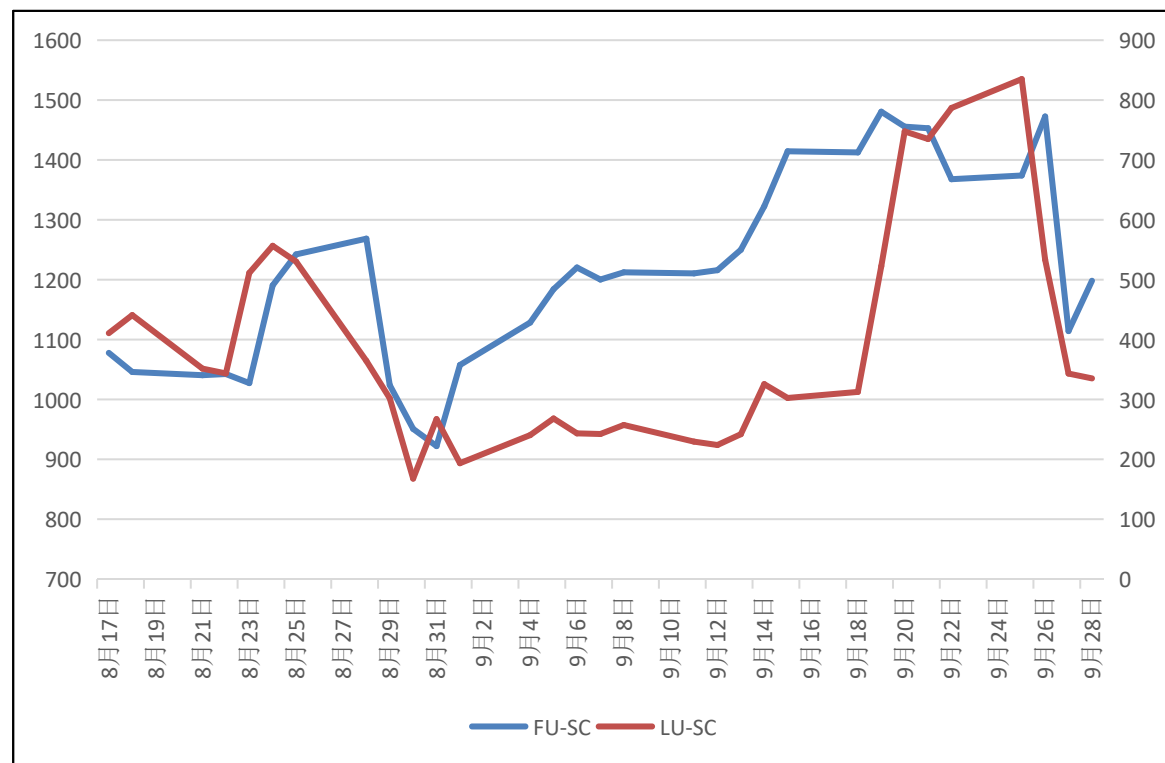
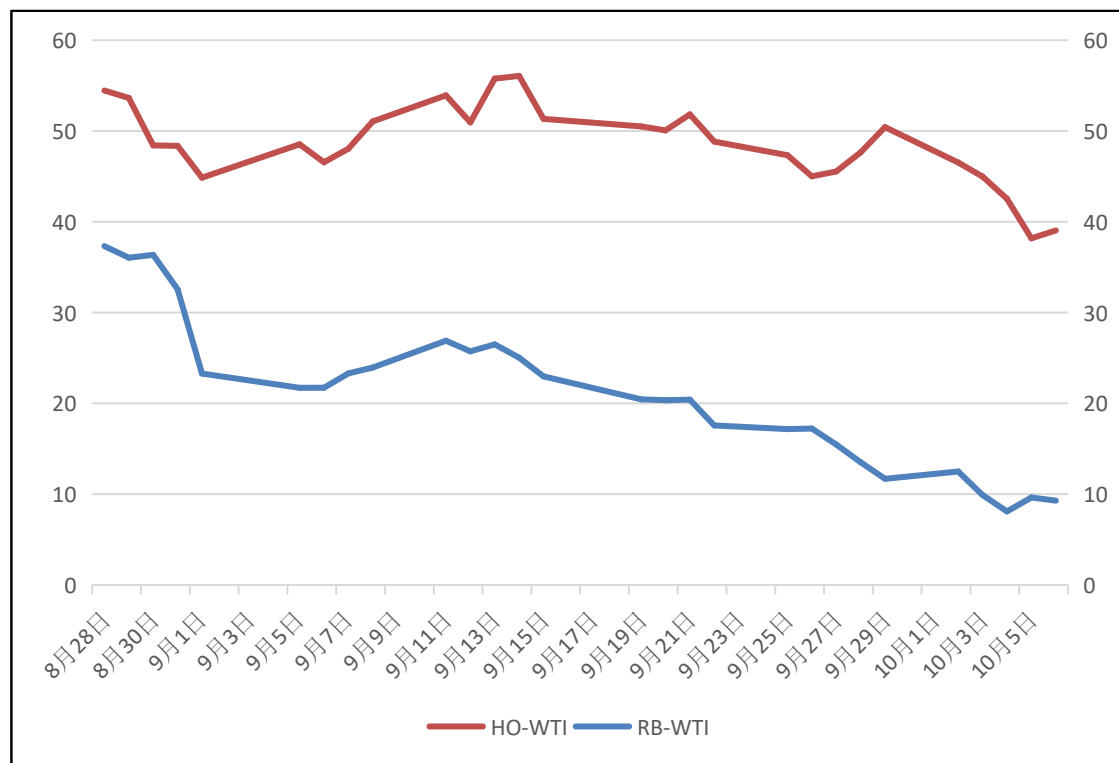
(5.4) 价差——SC月差

- SC原油期货月差结构在8月整体走势分化。其中M1价差结构并未出现明显变化，基本维持在[10-12]元/桶之内，近月合约受影响因素相对趋同；但值得注意的是M2价差结构则在9月底10月初时出现了明显走强，从前期维持震荡的不足10元/桶的水平飙升至14元/桶，进一步说明市场对于明年开始后需求疲软的预期，但整体已超出正常价差区间，因此后续对于M1月差或进一步存在逢高沽空机会，而M2月差长期或可同步逢高沽空。



(11-12、12-01月差)

(5.5) 价差——裂解价差



(成品油裂解价差)

- 9月国际汽柴油裂解价差整体偏弱震荡运行，一方面由于前期的高油价对炼厂利润形成了较大冲击，另一方面则是北美市场的消费疲软难以支撑汽柴油价格居于高位；而国内市场上，成品油裂解价差在9月份则持续走强，基本复合市场对于燃料油价格强势的预期，而随着俄罗斯对柴油限制出口的接触，整体燃油强势水平或较弱，因此后续或并存进一步布空燃油裂解价差的机会。

04

观点小结

9月以来国际原油价格整体偏强运行，但在国内国庆假期期间国际油价经历了较大幅度的下跌走势，WTI与布油自9月28日午间收盘之后截至假期期间价格均同步大幅下跌了超过10%，虽然收假前夕价格有企稳迹象，但仍处在前期的相对低位，目前价格已回落至8月底同期水平。

就目前的市场局势看来，短期之内供给侧沙特与俄罗斯减产引起的供给担忧或难再对油价形成明显的提振，而需求侧在油价从前期高位明显回落之后或出现小幅度的回暖，此两点或导致油价后续运行水平维持平稳；但全球宏观经济下行压力目前仍旧没有退却，且国际地缘局势之中不论是俄乌冲突、伊核谈判、还是中东局势或以美国为核心的地缘政治关系均存在较大的不确定性。因此综合来看，内盘原油或在节后开盘出现较大幅度的低开之后维持平稳震荡运行，下方存在一定水平的支撑。

上行风险：国际地缘政治冲突再度升温、OPEC增加减产幅度、欧美消费数据回暖、欧美彻底暂停加息等

下行风险：冬季消费进一步疲软、欧美银行业危机再现、沙特提前结束减产、伊朗原油顺利回归等

- 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

精诚合作 携手共赢



敬畏



卓越

忠诚



创新

