

让衍生品
成为新的生产力

Make derivatives
the new productivity

中辉期货研究院
交易咨询业务资格：
证监许可[2015]75 号

作者：郭艳鹏

能源化工团队

何 慧 Z0011420

郭建锋 F03126846

郭艳鹏 F03104066

原油基本面乐观，上方仍有上升空间

摘 要

2024 年一季度，国际油价偏强运行。2024 年 1 月份，由于极寒天气导致美国原油重要产区生产中断，美国原油产能下降超过 100 万桶/日，油价企稳上升。2024 年 2 月初，OPEC+ 年内首次部长级会议维持先前产能政策不变，油价连续走弱，2 月 5 日春节前，中国央行下调存款准备金率给市场注入信心，油价企稳回升。2024 年 3 月份，多重利好助推油价突破压力位，首先是 3 月初，OPEC+ 宣布延长减产计划，其次 3 月中旬，国际能源机构上调 2024 年全球原油需求增速，再次 3 月下旬，乌克兰通过无人机袭击俄罗斯炼厂，美联储议息会议偏鸽发言，外盘 WTI 原油突破 80 美元/桶压力位，内盘 SC 原油突破 600 元/桶压力位。

展望 2024 年二季度，油价预计先盘整后上升。一季度为原油消费淡季，三季度为原油消费旺季，二季度为淡旺季过渡阶段，所以从消费季节性看，需求端不断回暖会拉动油价往上走。从供需角度看，二季度依然处于 OPEC+ 减产周期，供给偏紧。宏观经济方面，欧美制造业 PMI 值呈上升走势，通胀水平得到一定程度控制，欧美央行已将降息提上日程，中国经济韧性较强，政府不断出台政策提振市场信心。从库存角度看，美国从 2023 年 8 月份开启战略原油补库，日均补库 10 万桶，补库需求对油价起到利好作用。地缘方面，俄乌冲突和巴以冲突继续持续，俄乌冲突对全球能源影响较大，3 月下旬乌克兰通过无人机袭击俄罗斯能源设施，以期降低俄罗斯能源收入，加上近期爆发的俄罗斯音乐厅恐怖袭击事件，俄乌双方冲突不断升级，地缘冲突方面有较大不确定性。

策略：油价先盘整后走强，可逢低轻仓试多

风险提示：

1. 中国需求不及预期
2. 美国通胀抬头，推迟降息

目录

一、原油行情回顾与展望	3
1.1 原油一季度行情回顾及事件梳理	3
1.2 原油二季度行情展望	3
二、二季度重要驱动和扰动因素	4
2.1 全球地缘冲突	4
2.2 中国原油需求有较大不确定性	5
三、期限结构与裂解价差	7
3.1 原油期限结构呈 Back 结构	7
3.2 汽油裂解价差走强	8
四、全球宏观面向好	9
4.1 美联储年内降息预期	9
4.2 欧美 PMI 呈上升走势	10
4.3 中国下调 LPR 利率，重启 PSL	12
五、OPEC+产能缩紧，全球原油供需紧平衡	12
5.1 全球供需平衡表	12
5.2 原油供应偏紧	14
5.3 原油需求相对乐观	18
5.4 美国继续补充战略原油储备	21
六、原油期货多头持仓处于年内高位	23
七、投资建议	24

一、原油行情回顾与展望

1.1 原油一季度行情回顾及事件梳理

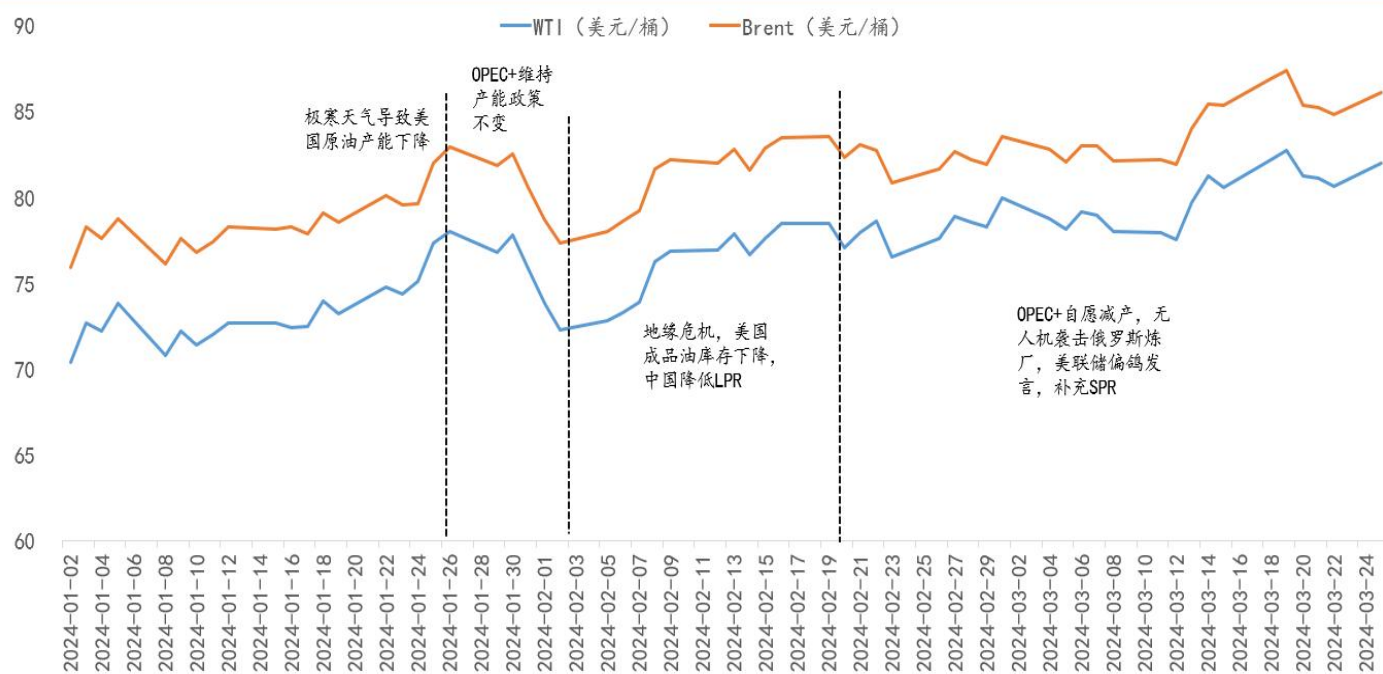
2024 年一季度，国际油价偏强运行。主要的驱动因素包括：

1 月份受极寒天气影响，美国原油产能大幅下降，油价走强。

2 月初，OPEC+部长级线上会议维持原有产能政策不变，油价连续下降；2 月 5 日，中国央行发布公告，自 2 月 5 日起，金融机构存款准备金率下调 0.5 个百分点，降准将向市场提供长期流动性约 1 万亿元，油价上行。

3 月 4 日 OPEC+宣布延长减产至二季度，多国推出新一轮自愿减产计划；3 月中旬 EIA、OPEC、IEA 发布月报对 2024 年全球原油需求保持乐观；3 月下旬乌克兰通过无人机对俄罗斯炼厂进行袭击，3 月 20 日美联储议息会议偏鸽发言，油价上行。

图表1：国际原油期货价格走势（美元/桶）



数据来源：wind，中辉期货研究院

1.2 原油二季度行情展望

展望二季度，我们认为原油价格先盘整后拉升，国际油价依然存在上涨空间。从供需角度看，目前处于 OPEC+减产周期，原油供需紧平衡，二季度处于淡季向旺季过渡阶段，需求呈上行趋势；从宏观面看，美联储预计下半年正式开启降息，宏观面相对乐观；从库存角度看，美国继续补充 SPR 对油价起到一定支撑；从地缘政治看，俄乌冲突、巴以冲突将继续持续，特别是俄乌冲突不确定性更大，地缘不确定性对油价也起到利好支撑。油价后期不确定因素主要是美联储降息节奏，俄乌冲突，中国原油需求情况。

图表2：原油驱动因素

影响因素	驱动	影响方向
宏观经济因素	美联储年内预计3次降息	利多
	中国降准、降息	利多
	欧美PMI企稳	中性偏多
需求	中国原油进口维持高位	利多
	欧美需求保持平稳	中性
供给	OPEC产能维持低位	利多
	乌克兰无人机袭击俄罗斯炼厂，俄罗斯产能下降	利多
	美国产能维持在高位，扩充空间相对有限	中性
库存	美国开启战略原油补库	中性偏多
	旺季即将开启，原油和成品油去库	中性偏多
政治	美24年大选，下半年大选进行最后阶段，执政党控制通胀	利空
风险因素	中国新能源快速发展，原油需求下降	利空

数据来源：wind，中辉期货研究院

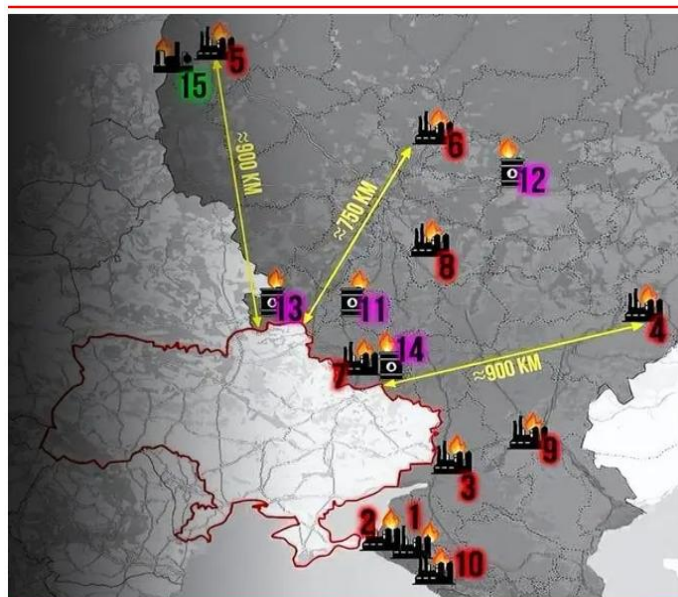
二、二季度重要驱动和扰动因素

2.1 全球地缘冲突

无人机+恐怖袭击，俄乌冲突升温。近期，乌克兰采用无人机对俄罗斯炼厂进行袭击，导致俄罗斯炼厂产能下降 10%左右，进而达到降低俄

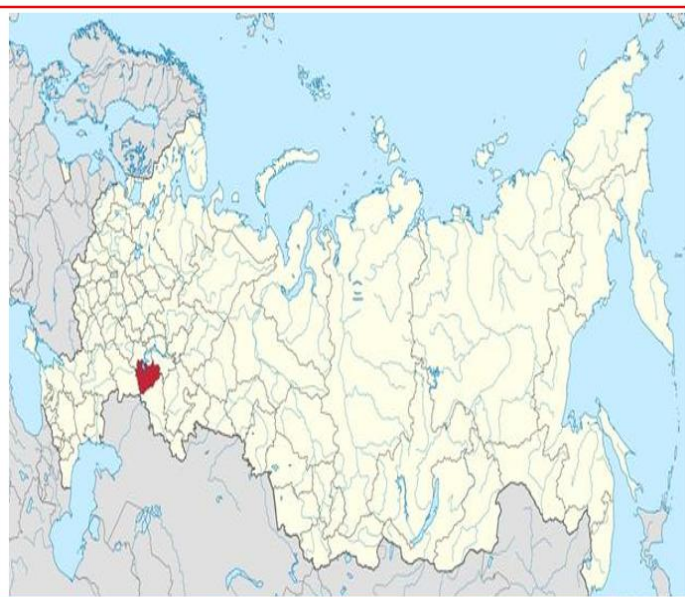
斯能源收入目的。3月14日，乌克兰国防部称，乌军使用无人机袭击了俄罗斯新沙赫金斯克市、下诺夫哥罗德州克斯托沃和列宁格勒州基里希的三座石油化工厂；3月16日，俄罗斯萨马拉州州长通报称，该州两家炼油厂遭到乌克兰无人机袭击并发生火灾，没有造成人员伤亡。乌克兰远程对俄罗斯进行袭击，乌克兰在北约支持下，通过战争对俄罗斯进行消耗，预计俄乌战争将会继续持续；3月22日，俄罗斯首都莫斯科近郊克拉斯诺戈尔斯克市“克罗库斯城”音乐厅发生枪击事件，截至3月25日，恐袭事件造成139人死亡。

图表3：乌克兰袭击俄罗斯炼油厂



数据来源：网络公开资料，中辉期货研究院

图表4：俄罗斯萨马拉州



数据来源：网络公开资料，中辉期货研究院

2.2 中国原油需求有较大不确定性

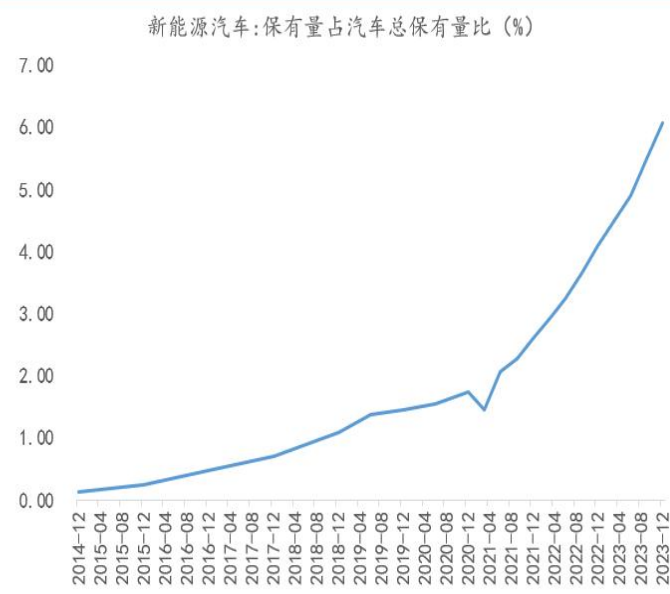
新能源汽车渗透率不断提高。2020年以来，国内新能源产业大爆发，其中新能源汽车发展迅速，目前中国新能源汽车销量占全球一半以上。根据公安部数据，截至2023年12月，国内新能源汽车保有量占比为6.07%；根据乘联会数据，截至2024年2月，国内新能源汽车零售渗透率为35.80%，占比逐渐接近50%。

图表5: 国内新能源汽车零售渗透率



数据来源: wind, 中辉期货研究院

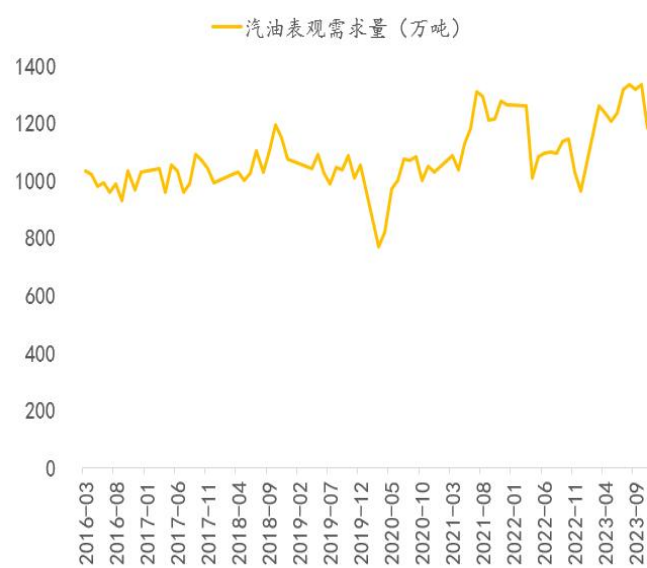
图表6: 国内新能源汽车保有量占比



数据来源: wind, 中辉期货研究院

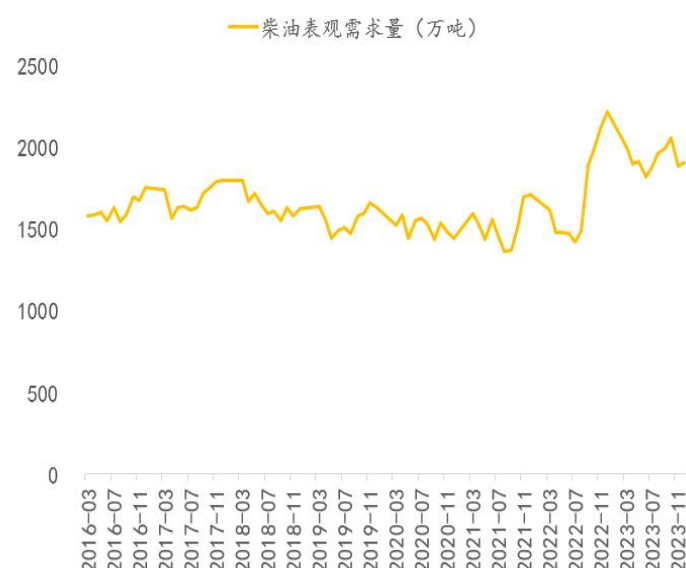
中国成品油表观消费有见顶迹象。2023 年 12 月中国汽油表观需求量 1219.41 万吨, 柴油表观需求量 1905.67 万吨, 从汽柴油表需走势来看, 汽油表需高点在 1300 万吨附近, 柴油表需高点在 2200 万吨附近。

图表7: 国内汽油月度表观需求量 (万吨)



数据来源: wind, 中辉期货研究院

图表8: 国内柴油月度表观需求量 (万吨)



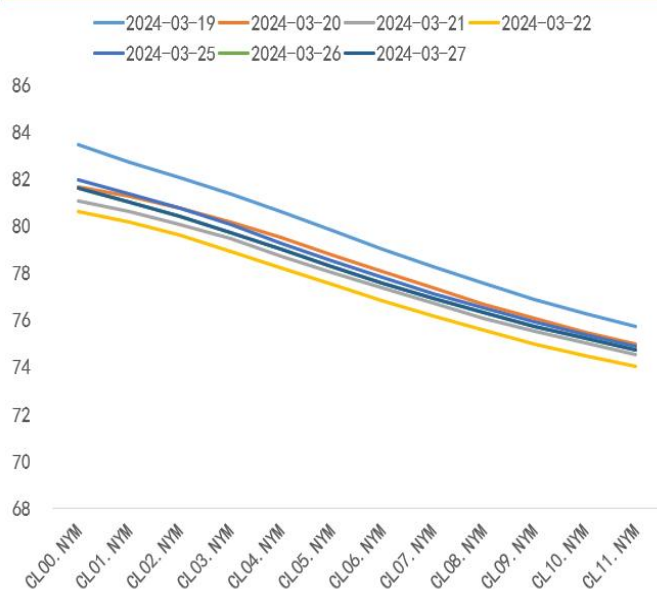
数据来源: wind, 中辉期货研究院

三、期限结构与裂解价差

3.1 原油期限结构呈 Back 结构

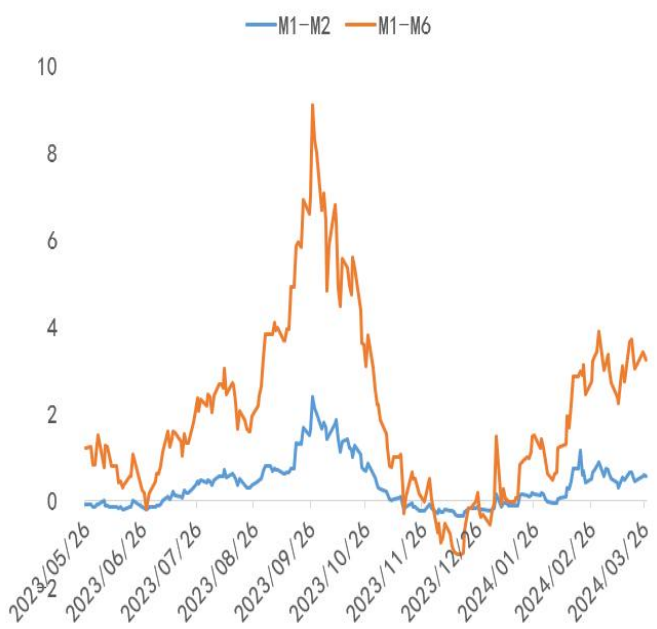
WTI 和 Brent 均呈 Back 结构。一季度国际原油偏强运行，原油期货期限结构呈近高远低的 Back 结构。从月间价差来看，截至 2023 年 3 月 27 日，WTI M1-M2 为 0.58 美元/桶，M1-M6 为 3.34 美元/桶，Brent M1-M2 为 0.62 美元/桶，M1-M6 为 3.46 美元/桶，价差处于年内高位，上方依然存在一定上升空间。

图表9: WTI远期曲线 (美元/桶)



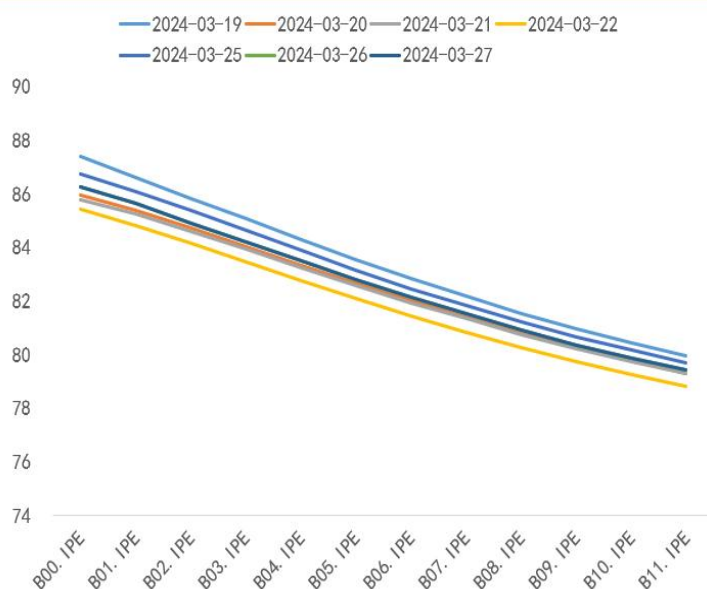
数据来源: wind, 中辉期货研究院

图表11: WTI月间价差 (美元/桶)



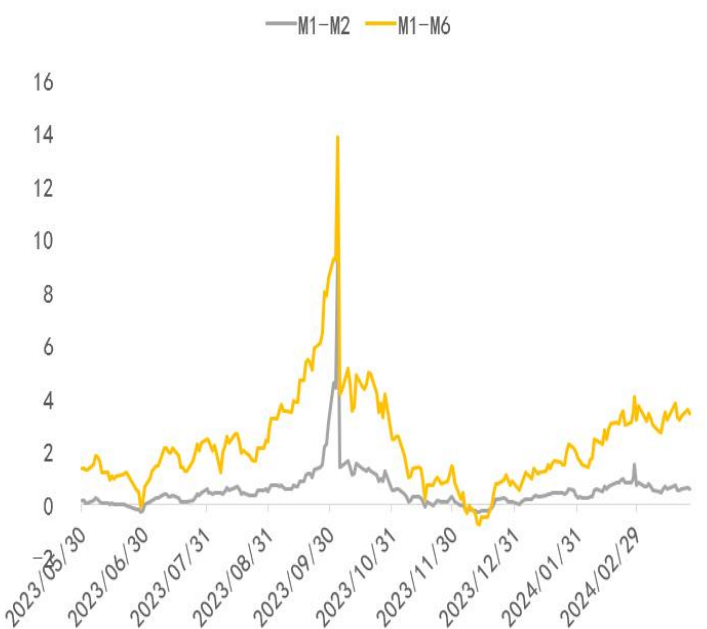
数据来源: wind, 中辉期货研究院

图表10: Brent远期曲线 (美元/桶)



数据来源: wind, 中辉期货研究院

图表12: Brent月间价差 (美元/桶)



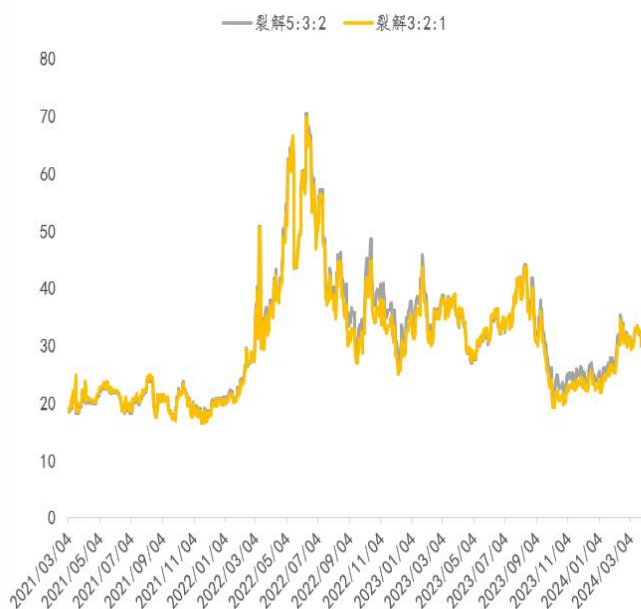
数据来源: wind, 中辉期货研究院

3.2 汽油裂解价差走强

原油裂解价差处于年内高位，汽油裂解价差走强。截至3月27日，原油5:3:2裂解价差为29.99美元/桶，3:2:1裂解价差为30.18美元/桶，汽

油裂解价差为 31.15 美元/桶，柴油裂解价差为 28.25 美元/桶。原油和汽油裂解价差处于年内高位，柴油裂解价差走弱，原油裂解价差还有进一步上涨空间。

图表13: 原油裂解价差 (美元/桶)



数据来源: wind, 中辉期货研究院

图表14: 汽柴油裂解价差 (美元/桶)



数据来源: wind, 中辉期货研究院

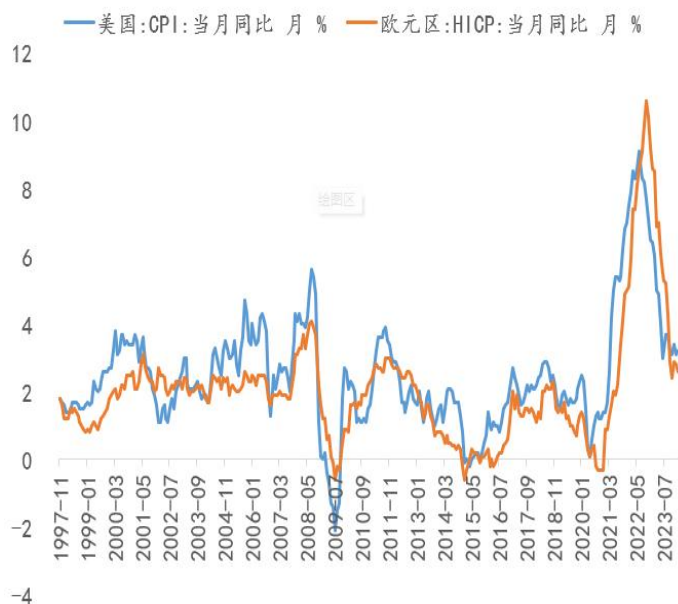
四、全球宏观面向好

4.1 美联储年内降息预期

美欧通胀水平逐渐下降。2024 年 2 月，美国 CPI 当月同比为 3.20%，核心 CPI 同比增速为 3.80%，欧元区 CPI 当月同比为 2.60%，核心 CPI 当月同比增速为 3.10%。欧美 CPI 呈下降趋势，其中欧元区 2 月份下降的较为明显，美国核心 CPI 环比上升，存在一定通胀回头风险。

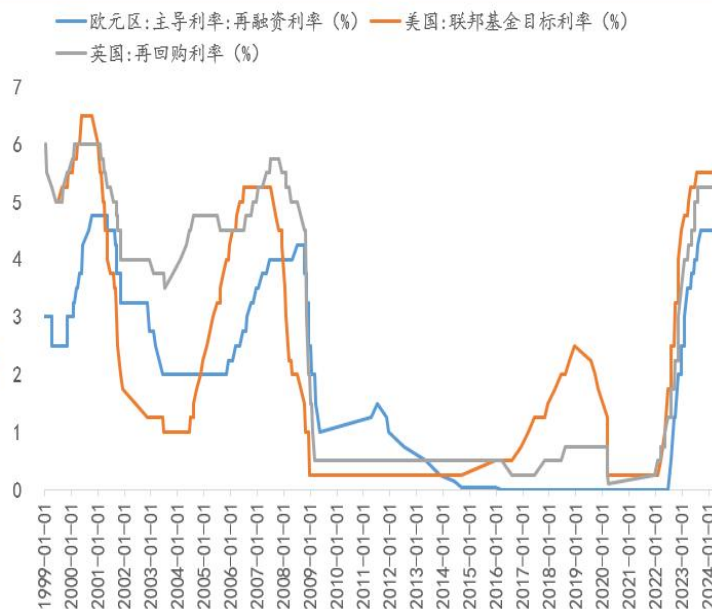
2024 年 3 月美联储议息会议偏鸽。3 月 20 日，美联储 FOMC 会议宣布维持政策利率在 5.25%-5.50%，美联储点阵图暗示年内预计有 3 次降息，共计 75BP 降息幅度。美联储偏鸽发言提振了市场信心，市场预计美联储将于 2024 年 6 月前后正式开启降息周期。

图表15: 美欧CPI走势



数据来源: wind, 中辉期货研究院

图表16: 欧美利率水平



数据来源: wind, 中辉期货研究院

4.2 欧美 PMI 呈上升走势

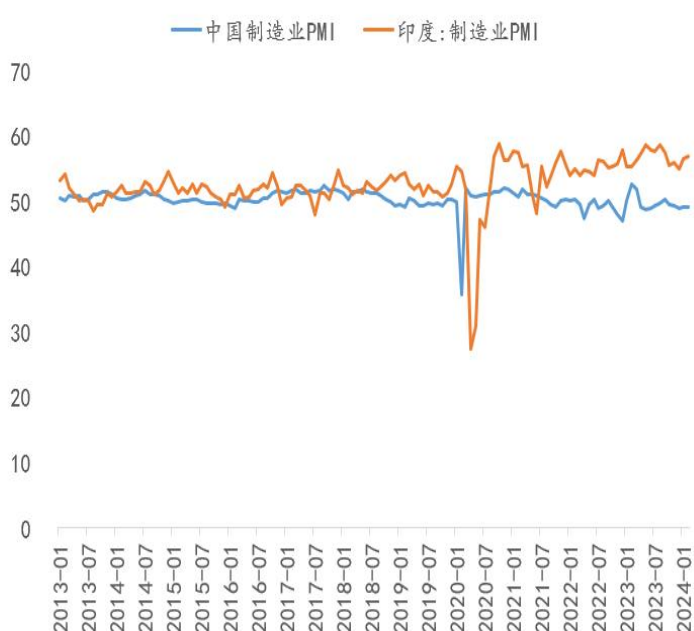
2024 年 2 月, 美国制造业 PMI 值为 47.80 点, 环比下降 1.30 点, 欧元区制造业 PMI 值为 46.50 点, 环比下降 0.10 点, 欧美 PMI 值目前呈上升走势, 谷底为 2023 年二三季度。中国和印度经济发展动力强劲, 2024 年 2 月, 中国制造业 PMI 值为 49.10 点, 环比下降 0.10 点, 印度制造业 PMI 值 56.90 点, 环比上升 0.40 点, 印度已连续数年 PMI 值处于扩张区间, 成为全球新的增长极。

图表17: 美欧PMI走势



数据来源: wind, 中辉期货研究院

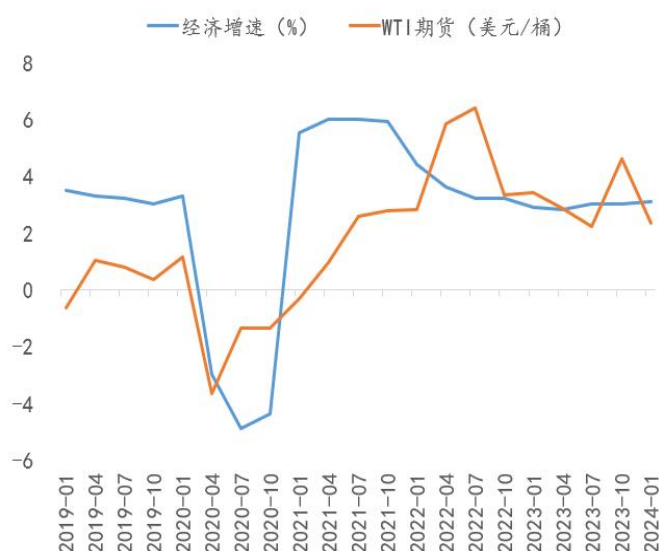
图表18: 中印PMI走势



数据来源: wind, 中辉期货研究院

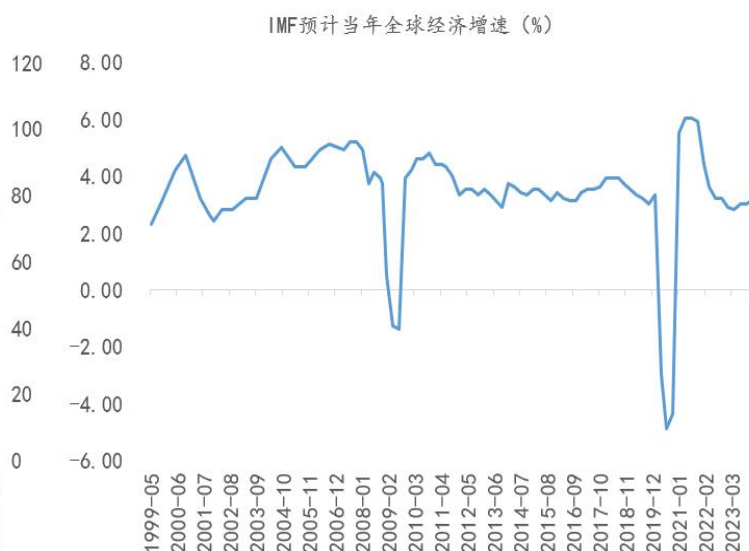
机构上调 2024 年全球经济增速。2024 年 1 月, IMF 预计 2024 年全球经济增速为 3.10%, 较 10 月份上调 0.10%。预计中国、美国、欧元区、印度 2024 年经济增速分别为 4.60%、2.10%、0.90%、6.50%。

图表19: 原油价格与全球经济增长走势



数据来源: wind, 中辉期货研究院

图表20: IMF预测:GDP实际增长率:全球

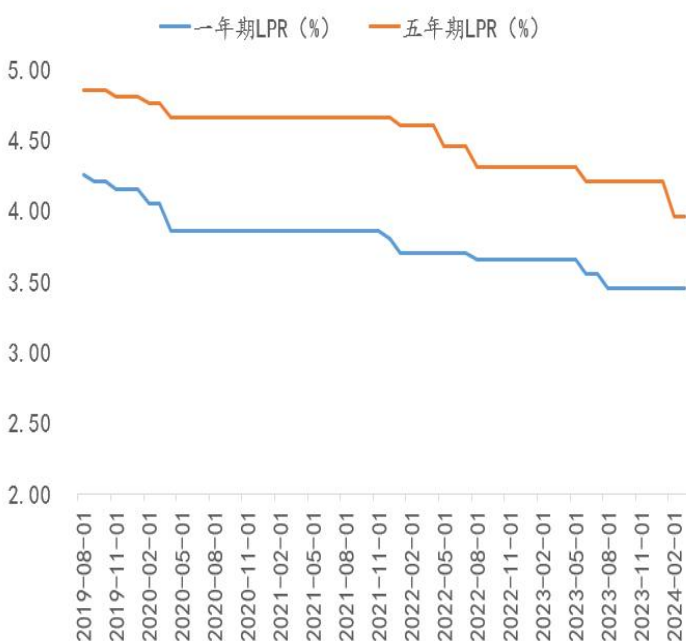


数据来源: wind, 中辉期货研究院

4.3 中国下调 LPR 利率，重启 PSL

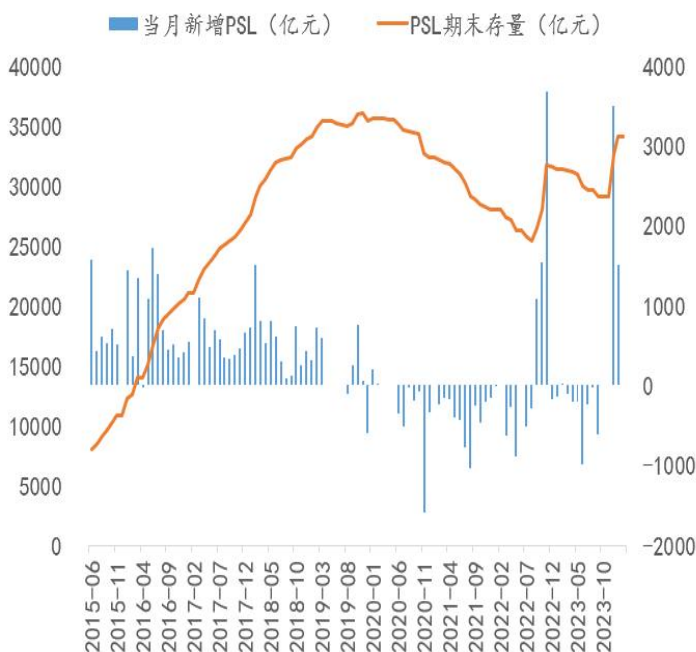
2023 年以来，政府密集出台利好政策。2024 年春节过后，5 年期 LPR 利率超预期下降，2024 年 2 月最新一期 5 年期 LPR 贷款利率为 3.95%，较 2024 年 1 月下调 25 个基点。2023 年 12 月份，国内重启 PSL，2023 年 12 月单月投放量为 3500 亿元，2024 年 1 月新增投放量 1500 亿元，累计投放 5000 亿元。

图表21：中国LPR贷款利率走势



数据来源：wind，中辉期货研究院

图表22：中国PSL存量情况



数据来源：wind，中辉期货研究院

五、OPEC+产能缩紧，全球原油供需紧平衡

5.1 全球供需平衡表

2024 年全球原油供需紧平衡。根据 2024 年 3 月 EIA 最新数据，2024 年二季度，全球原油供给缺口大约为 86 万桶/日，三季度和四季度供给短缺有所缓和。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/918047072102006052>