

国信期货 2024 年投资策略报告

原油

新能源时代 原油需求拐点趋近

2023 年 11 月 26 日

主要结论

回顾 2023 年原油行情走势，上半年油价震荡下跌，走势偏弱；下半年则是持续上涨之后冲高回落。

上半年主要是由于持续加息导致美国爆发硅谷银行危机以及欧洲也爆发了瑞士信贷银行危机。欧美银行业危机引起市场对欧美经济衰退以及全球原油需求下滑的担忧，所以 3 月份-5 月份国际油价持续下行探底，美国 WTI 原油价格最低下探至 63.64 美元/美桶附近。二季度，欧佩克联盟（OPEC+）召开会议推出了一系列的减产政策，及时起到了稳定油价的作用。此外，欧美央行及时采取措施，阻止了银行业危机的进一步蔓延扩散，所以欧美银行业危机对实体经济负面冲击也相对有限。

下半年，先是三季度原油价格持续上涨，主要交易 OPEC+减产导致全球原油供应偏紧的逻辑。全球原油供应偏紧以及需求增长支撑原油价格走强。进入四季度后，10 月初国际油价出现一波快速下跌回调。美国释放出维持高利率较长时间的信号，市场对美联储加息和美元持续高位运行表示担忧，且美国汽油库存增加，驾车旅游旺季结束，美国原油需求转弱。

展望 2024 年，预计原油价格重心可能进一步下移。

全球原油供应端：主要关注 OPEC+产量政策变化，全球经济增速放缓背景下，产油国对原油出口收入的依赖可能会更强，OPEC+内部能否继续展现出团结一致的决心并严格执行减产政策将面临考验。美国原油日产量 2023 年下半年出现大幅增长，已经基本完全恢复至 2019 年最高水平。美国原油平均开采成本大概在 45 美元/桶左右，如果国际油价继续长时间维持在 60 美元/桶上方，美国原油产量仍可能继续增长。全球三大原油主产国沙特、俄罗斯、美国在全球原油供应市场的份额之争将更加激烈。沙特、俄罗斯是否愿意继续减产保价，却为美国做嫁衣，为美国让出市场份额。如此下去，随着美国原油产量增长，其国际原油市场定价权可能进一步增强，这是沙特、俄罗斯不愿意看到的局面。

全球原油需求端：2024 年欧美经济仍然面临衰退的风险，11 月份以来美国原油加工量明显出现减少。全球经济增速放缓，新能源汽车销量快速增长，电动汽车保有量也在逐年增加，原油需求将面临越来越大的冲击。我国电动汽车保有量已经达到 5.5%，加上我国经济结构逐步转变，传统的铁路、公路、地产基建也难以再维持高速增长，对原油需求的增速也可能会放缓。

地缘局势方面，俄乌冲突对油价影响已经越来越弱，巴以冲突也有望停战和谈，巴以冲突 2024 年扩大化的可能性较小，目前总体来看地缘局势对油价影响估计有限。

分析师：范春华

从业资格号：F0254133

投资咨询号：Z0000629

电话：0755-23510056

邮箱：15048@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、行情回顾

回顾 2023 年原油行情走势，上半年油价震荡下跌，走势偏弱；下半年则是持续上涨之后冲高回落。

上半年主要是由于持续加息导致美国爆发硅谷银行危机以及欧洲也爆发了瑞士信贷银行危机。欧美银行业危机引起市场对欧美经济衰退以及全球原油需求下滑的担忧，所以 3 月份-5 月份国际油价持续下行探底，美国 WTI 原油价格最低下探至 63.64 美元/美桶附近。二季度，欧佩克联盟（OPEC+）召开会议推出了一系列的减产政策，及时起到了稳定油价的作用。此外，欧美央行及时采取措施，阻止了银行业危机的进一步蔓延扩散，所以欧美银行业危机对实体经济负面冲击也相对有限。

下半年，先是三季度原油价格持续上涨，主要交易 OPEC+ 减产导致全球原油供应偏紧的逻辑。全球原油供应偏紧以及需求增长支撑原油价格走强。9 月上旬，沙特和俄罗斯宣布将自愿额外消减原油供应 130 万桶/天的政策延长至 2023 年底。

进入四季度后，10 月初国际油价出现一波快速下跌回调。美国释放出维持高利率较长时间的信号，市场对美联储加息和美元持续高位运行表示担忧，且美国汽油库存增加，驾车旅游旺季结束，美国原油需求转弱。10 月上旬，美国尝试促成沙特与以色列和解，美国为沙特提供民用核技术和安全保证，沙特有意向在 2024 年一季度增产石油。但是随着巴以冲突的爆发，沙特与以色列建交谈判进程暂停，沙特原油增产计划也基本破产。巴以冲突对国际油价形成了扰动，但是冲突持续 1 个多月后并没有造成风险外溢，没有导致中东原油产量或者出口量下降。所以，11 月份原油市场交易逻辑再次回归到供需基本面。三季度全球原油供应偏紧，四季度原油转向供应偏宽松，需求明显转弱。美国能源信息署数据显示，截至 11 月 10 日美国商业原油库存较两周前增加了 1750 万桶，美国原油产量连续数周维持在 1320 万桶/日，比 7 月底增产约 100 万桶/日。美国劳工部数据显示，截至 11 月 11 日当周，初请失业金人数增加了 1.3 万人至 23.1 万人，市场预期为增加 22 万。美国续请失业救济人数升至近两年来的最高水平，凸显出失业工人在寻找新工作时面临越来越多的挑战。美国原油库存增长，经济数据不佳，意味着供应充裕而需求前景令人担忧。

图：国内原油期货SC主力合约走势



图：美国原油期货WTI主力合约走势



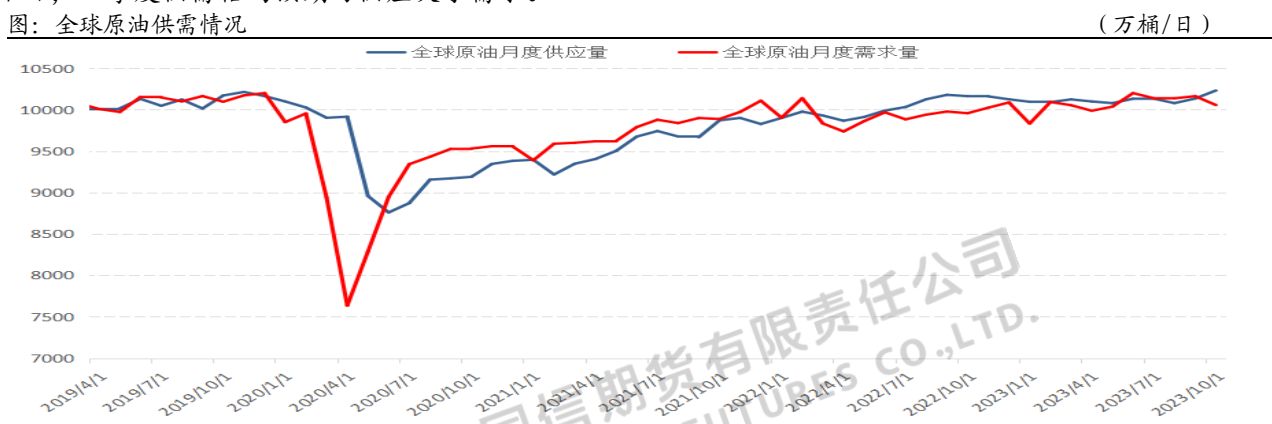
美国WTI原油价格从2014年11月份开始到2021年10月份期间，在长达近7年时间，WTI原油价格始终维持在80美元/桶下方运行。2020年上半年，疫情冲击叠加产油国之间打起价格战，倒逼OPEC+开始团结一致通过联合减产来控制原油供应量，从而推动了此后2年时间原油价格反弹。疫情期间，美国政府直接给居民发放货币补贴，刺激了美国通胀持续升温。2022年俄乌冲突爆发，欧美对俄罗斯原油、天然气进行出口制裁，进一步刺激国际油价走高。2023年，俄乌冲突对原油价格的影响逐步减弱，欧美持续加息也抑制了油价上涨。尽管2023年OPEC+再次出台了一系列减产政策，但是三季度之后美国原油产量也在持续增加。

二、全球原油供需情况分析

1、供应端，美国原油增产迅速

当地时间11月7日，美国能源信息署EIA发布新一期能源展望报告，报告显示，2023年10月全球原油供应为10231万桶/日，全球原油需求为10056万桶/日，10月当月全球原油市场供需格局为供应大于需求。从2023年四季度预测值来看，全球原油供应预期为10205万桶/日，全球原油需求预期为10185万桶/日，四季度供需格局预期为供应大于需求。

图：全球原油供需情况

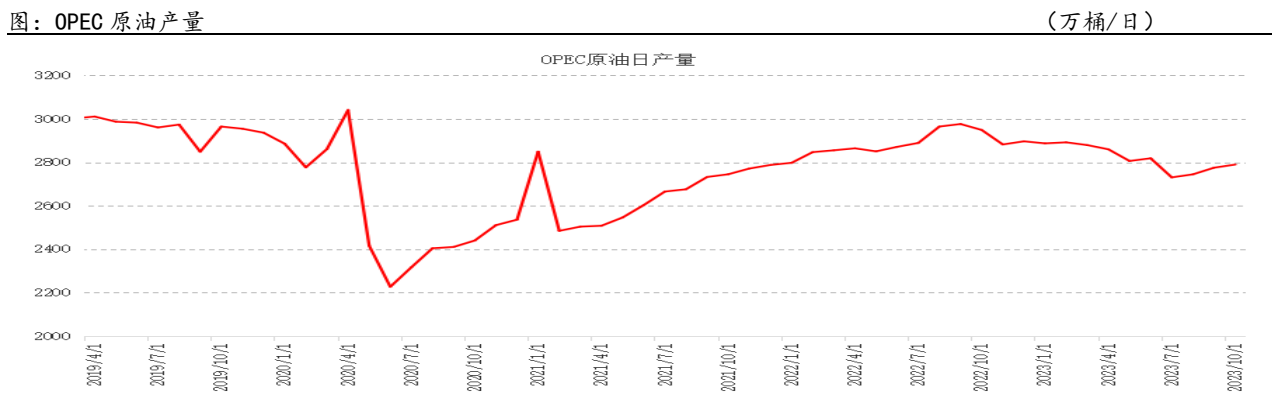


数据来源：卓创资讯 国信期货

欧佩克发布的11月份《石油市场月度报告》表示石油市场基本面仍然强劲，并将价格下跌归咎于投机者。欧佩克报告略微上调了其对于2023年全球石油需求增长的预测，并坚持其相对较高的2024年石油需求预测。欧佩克表示，中国的需求“健康”，中国10月份原油日均进口量比9月份增加了24万桶。国际能源署预计明2024年全球石油总供应量日均增加160万桶，平均每天供应量达到1.034亿桶。同时，预计2024年全球石油日均需求将增加93万桶，平均每日需求达到1.029亿桶，导致石油市场出现小幅供应过剩局面。

卓创资讯数据显示，欧佩克自身的供应量在继续上升，10月份原油日产量增至2790万桶。欧佩克将9月份日产量从之前的2775万桶上修至2782万桶，这比9月份的日产量上调了7万桶。欧佩克11月份《石油市场月度报告》显示伊朗原油日产量在10月份达到312万桶，比9月份日均增加了4.6万桶。自巴以冲突爆发以来，伊朗原油日产量一直受到市场密切关注，特别是考虑到美国对其制裁可能加强。欧佩克月度报告显示，10月份安哥拉原油日产量117万桶，比9月份日均增加了5.1万桶。10月份沙特阿拉伯原油日产量899万桶，比9月份日均减少2.6万桶。

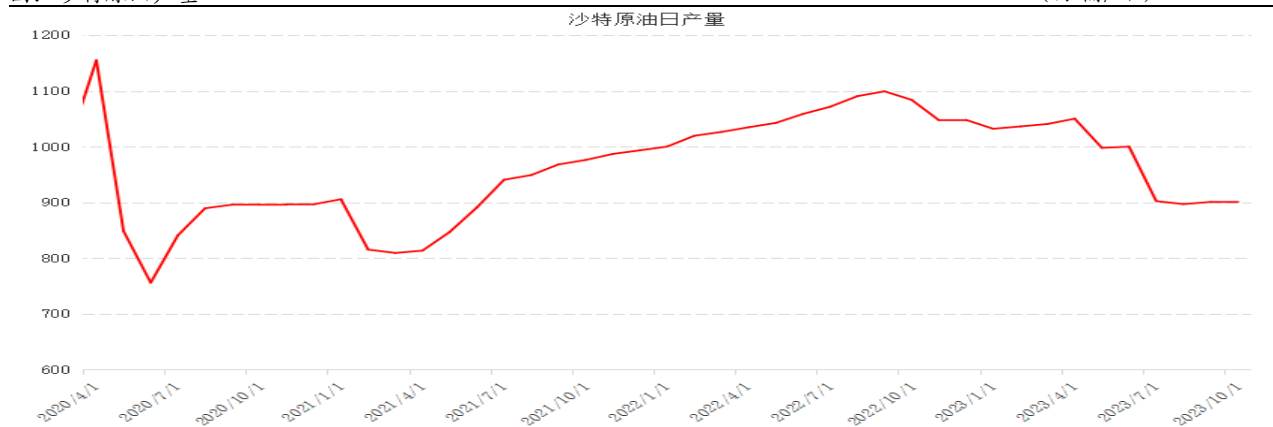
图：OPEC原油产量



数据来源：卓创资讯 国信期货

图：沙特原油产量

(万桶/日)

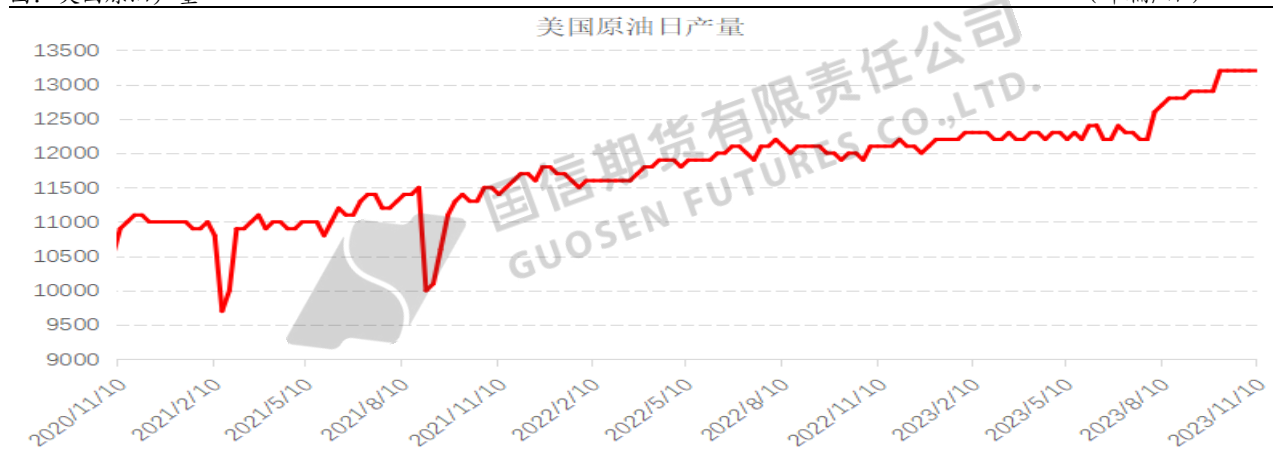


数据来源：WIND 国信期货

美国原油增产迅速，美国能源信息署（EIA）数据显示，截至11月10日当周，美国原油产量1320万桶/日，较7月底的1220万桶/日，增产约100万桶/日。美国能源信息署（EIA）数据显示，截至11月10日当周，美国原油进口量637.3万桶/日，较前一周减少2万桶/日。美国原油出口量488.9万桶/日，较前一周增加36万桶/日。美国原油加工量1539.9万桶/日，较前一周增加16万桶/日；炼油厂开工率86.1%，较前一周提升0.9%。美国油服公司贝克休斯(Baker Hughes)数据显示，截至2023年11月17日当周，石油钻井数增加6座至500座。

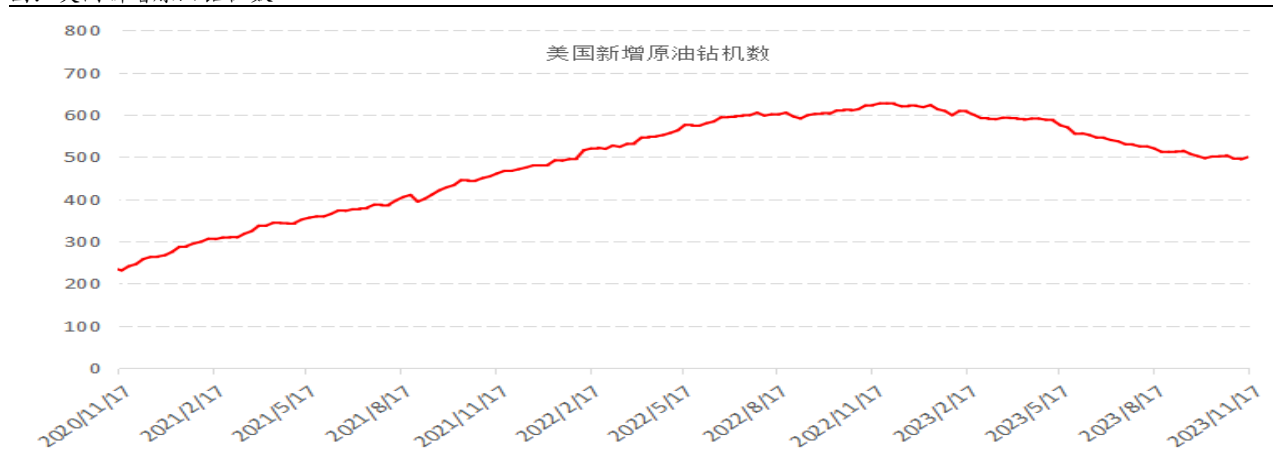
图：美国原油产量

(千桶/日)



数据来源：WIND 国信期货

图：美国新增原油钻机数



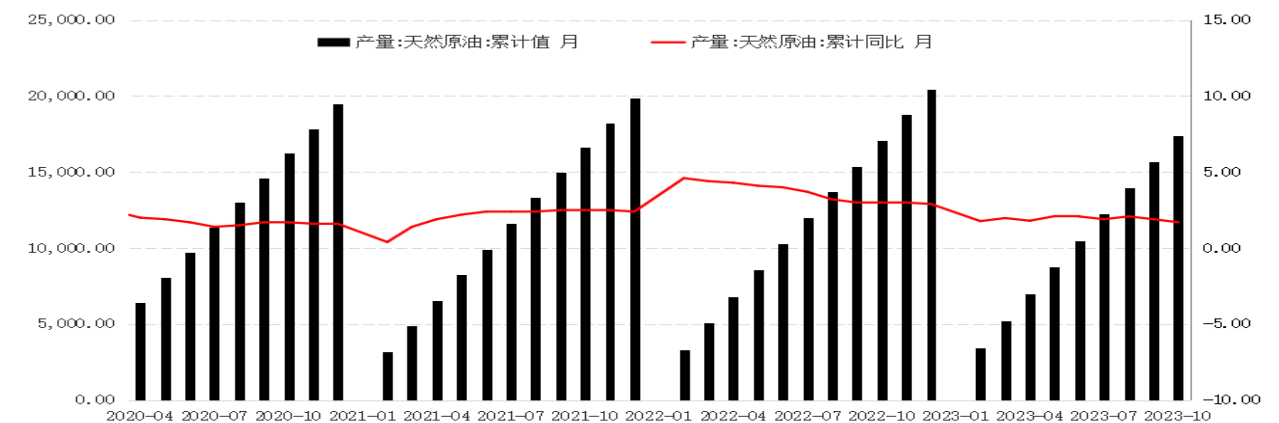
数据来源：WIND 国信期货

2、需求端，全球经济增速放缓，中、美炼厂开工率近期持续下滑

我国是世界上最大的石油进口国，同时也是世界第二大石油消费国。我国原油消费量有近 70% 需要通过国际市场进口。统计局数据显示，2023 年 10 月，我国原油产量 1732.5 万吨，环比上升 2.68%，同比上升 0.5%，1-10 月份累计生产原油 17405 万吨，累计同比增加 1.7%；10 月份我国进口原油 4897 万吨，同比增长 13.5%，1-10 月份我国累计进口原油 47322 万吨，同比增长 14.4%。

图：中国原油月度累计产量

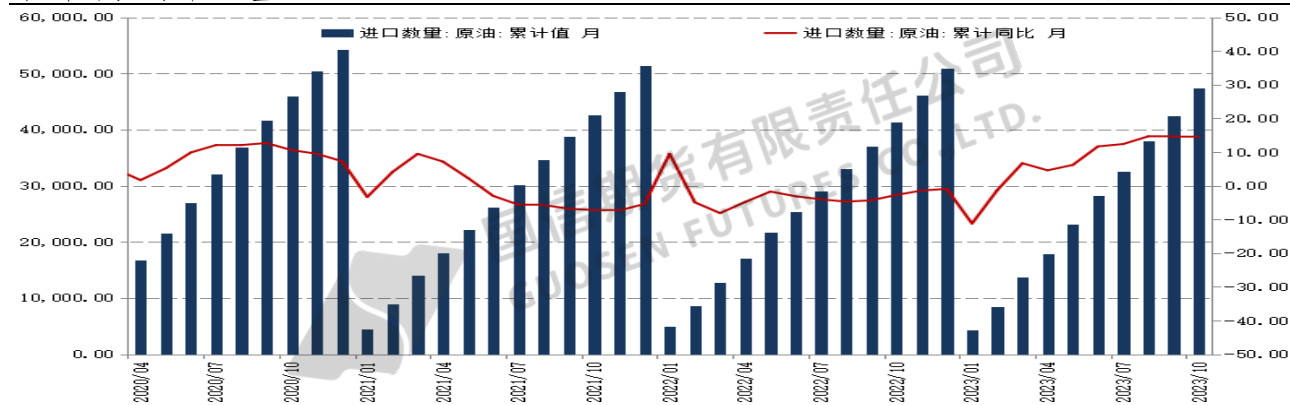
(万吨)



数据来源：WIND 国信期货

图：中国原油累计进口量

(万吨)

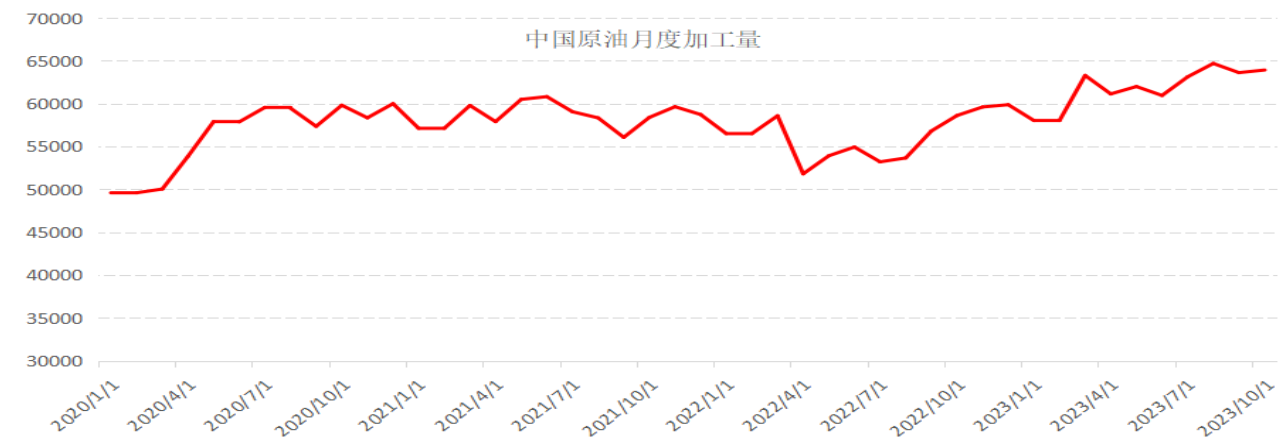


数据来源：WIND 国信期货

统计局数据显示，2023 年 10 月我国原油加工量接近 6400 万吨，同比 2022 年涨幅明显，超过 9%，1-10 月份累计加工原油 61876 万吨，累计同比增长 11.2%。从原油加工量数据来看，2023 年我国原油消费量同比前面三年增幅明显。截至 11 月 23 日，上期所原油注册仓单库存为 5118000 桶。

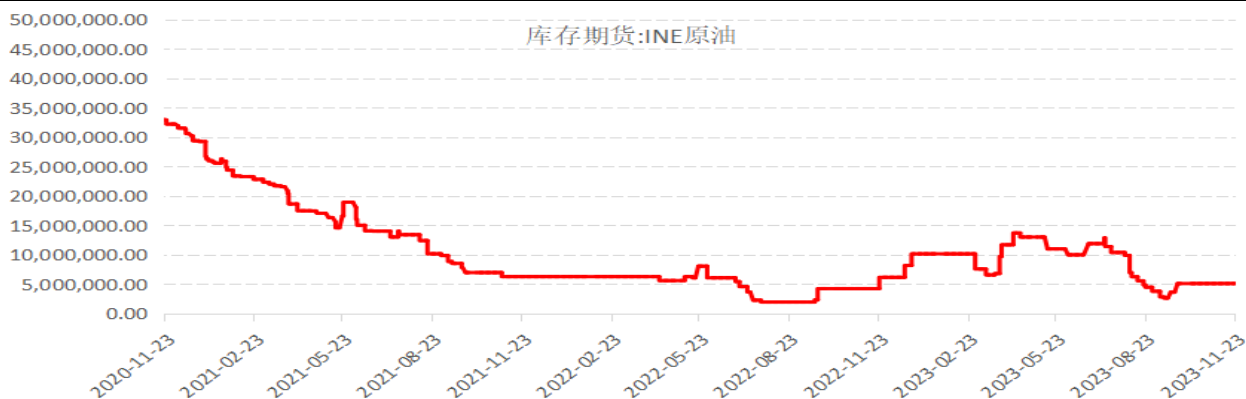
图：中国原油月度加工量

(千吨)



数据来源：卓创资讯 国信期货

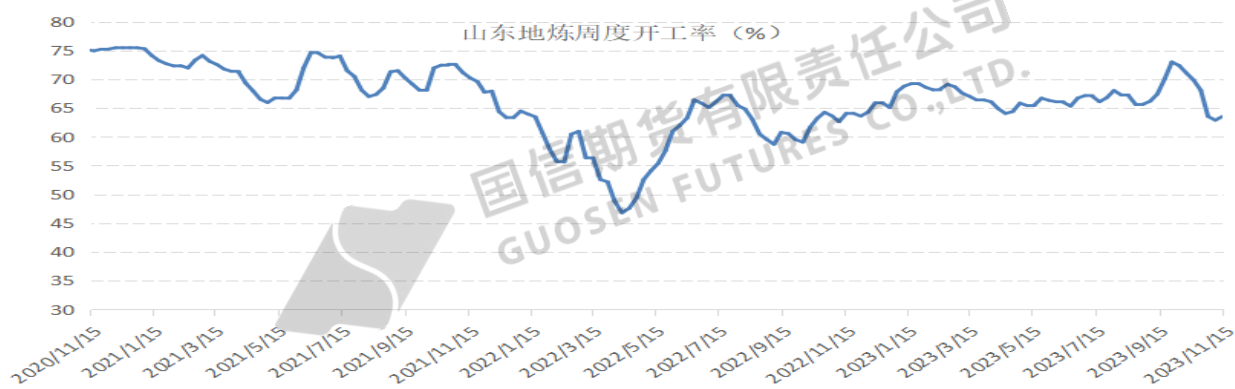
图：INE 原油仓单库存



数据来源：WIND 国信期货

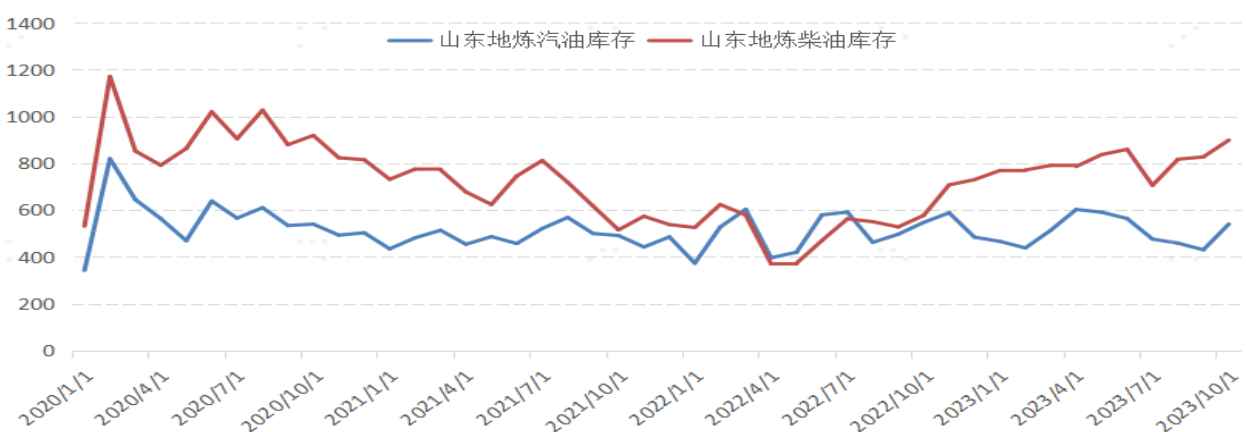
山东地区由于 10 月份汽油、柴油累库较快，11 月份开始炼厂开工率下滑明显。据卓创资讯统计，截至 11 月 8 日，山东地炼一次常减压装置平均开工负荷 62.87%，较 9 月底最高开工负荷 73%，开工率下降了约 10%。最近胜星石化常减压、焦化恢复开工，不过由于炼油利润欠佳，东营地区仍有炼厂降低负荷。近期部分炼厂二次装置存停工计划，不过炼油利润短期内或难有好转，在此背景之下，多数炼厂或维持低负荷运行。综合影响下，近期山东地炼一次常减压开工负荷或低位震荡，汽油、柴油等产品供应保持低位。

图：山东地炼周度开工率



数据来源：卓创资讯 国信期货

图：山东地炼汽油库存、柴油库存



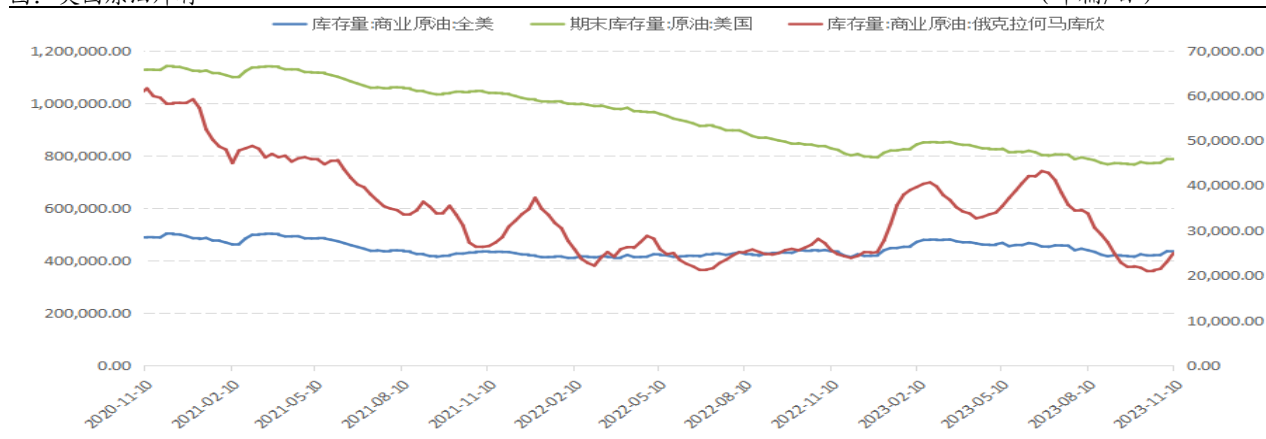
数据来源：卓创资讯 国信期货

美国能源信息署数据显示，截至 2023 年 11 月 10 日当周，包括战略储备在内的美国原油库存总量 7.906 亿桶，比前一周增长 360 万桶，过去的两周增加了 1743 万桶；美国商业原油库存量 4.394 亿桶，比前一周增长 360 万桶，比两周前增加 1750.7 万桶；美国汽油库存总量 2.157 亿桶，比前一周下降 150 万桶，比两周前减少 782.2 万桶；馏分油库存量为 1.066 亿桶，比前一周下降 140 万桶，比两周前减少 469.5 万

桶。备受关注的美国俄克拉荷马州库欣地区原油库存 2501 万桶，比前周增长 192.5 万桶，比两周前增加 351.2 万桶。

图：美国原油库存

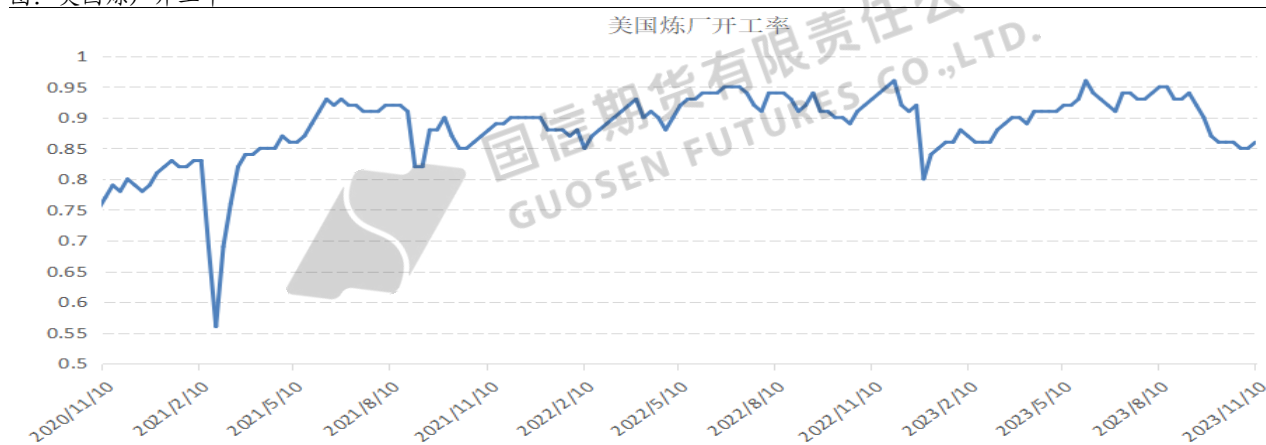
(千桶/日)



数据来源：WIND 国信期货

四季度是美国原油消费淡季。下游炼厂检修增加，开工率持续下滑，11 月份以来，美国炼厂开工率最低下降至 85%，较三季度最高 95% 时已经下降了 10% 左右。美国炼厂开工率下滑并且每周原油加工量也同步下滑明显，反应出对原油需求减少，故美国原油库存又开始快速累库。美国原油产量大幅增加，需求明显转弱，导致全球原油供需结构出现反转。

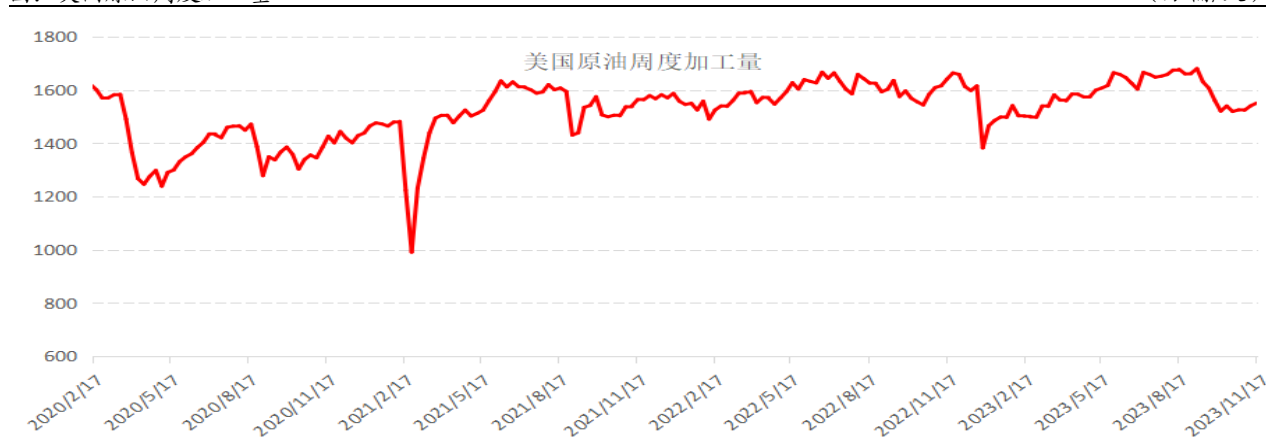
图：美国炼厂开工率



数据来源：WIND 国信期货

图：美国原油周度加工量

(万桶/天)



数据来源：WIND 国信期货

国际货币基金组织（IMF）在10月《世界经济展望报告》（WEO）中预计，全球经济增速将从2022年的3.5%放缓至2023年的3%和2024年的2.9%，低于3.8%的历史（2000-2019年）平均水平，且2024年的预测值较7月预计时下调了0.1%。

IMF预计，2023年全球经济增速将录得2001年（2.5%）以来除全球金融危机和新冠疫情期间的最低水平，且远低于全球经济在2000-2021年期间的平均水平3.6%。IMF还预计，全球经济的中期增速预测值为3.1%，处于数十年来的最低水平。较之4月时的预测，此次全球143个经济体（占全球GDP的92%）2023年的经济预期都遭到了IMF的大幅下调。

IMF称，全球从新冠疫情和俄乌冲突中复苏的进程仍然缓慢且不平衡。尽管全球经济在今年早些时候展现出了韧性——经济重新开放带来了增长反弹，且通胀自在去年达到峰值后已有所下降——但现在放松警惕还为时过早。经济活动仍不及疫情前的水平（尤其是在新兴市场和发展中经济体），各个地区的分化日益扩大。多个因素正在阻碍经济复苏。

国际货币基金组织（IMF）前副总裁朱民11月22日演讲时预测2023年全球经济增长可能是3.1%左右，2024年或是2.7%-2.8%，会继续下降，将来一个周期到2027年、2028年都会在低位缓缓地发展。估计从2024年开始，在今后的五年，全球经济进入低增长的阶段，（年化）增长也就是2.5%-2.7%。

3、新能源电动汽车产销量增长迅速

公安部10月10日发布统计数据显示，截至2023年9月底，全国机动车保有量达4.3亿辆，其中汽车3.3亿辆，全国新能源汽车保有量达1821万辆，占汽车保有量的5.5%。其中，纯电动汽车保有量1401万辆，占新能源汽车总量的76.9%。一至三季度，全国新注册登记新能源汽车519.8万辆，同比增长40%，占汽车新注册登记量的28.6%，一季度、二季度、三季度新注册登记新能源汽车分别为144万辆、170.9万辆、204.9万辆。

据中汽协会数据显示，2023年10月我国汽车产销分别完成289.1万辆和285.3万辆，产量环比增长1.5%，销量环比下降0.2%，同比分别增长11.2%和13.8%。汽车产销量继9月后再创当月历史同期新高。1-10月，我国汽车产销累计分别完成2401.6万辆和2396.7万辆，同比分别增长8%和9.1%，生产增速较1-9月提升0.7%，销售增速较1-9月提升0.9%。

据中汽协会数据，2023年10月，我国新能源汽车产销分别完成98.9万辆和95.6万辆，同比分别增长29.2%和33.5%，市场占有率达到33.5%。1-10月，我国新能源汽车产销分别完成735.2万辆和728万辆，同比分别增长33.9%和37.8%，市场占有率达到30.4%。

据乘联会数据显示，我国2021年新能源车出口59万台；2022年新能源车出口112万台；今年1-10月新能源车出口144.5万台，同比增长69%；其中2023年新能源乘用车出口140万台，同比增长77%，占比新能源汽车出口97%。

国际能源署（IEA）发布《2023年全球电动汽车展望》报告显示，目前，绝大多数电动汽车销售集中在中国、欧洲和美国三大市场。其中，中国是领跑者，2022年的电动汽车销量再次超过预期，占到2022年全球总销量的60%，目前全球已售出的电动汽车一半以上在中国。IEA认为，由于价格实惠的电动汽车越来越普及，尽管2023年中国电动汽车国家补贴已经退出，但预计销量仍将继续增长。IEA预计2023年中国电动汽车销量将比2022年高出30%以上，达到800万辆左右，销售渗透率超过35%。

IEA预测，到2030年，全球电动汽车数量将增长8倍甚至更多。IEA认为，全球电动汽车的总数量（不包括两轮/三轮车）将从2022年的近3000万辆增长到2030年的约2.4亿辆，平均年增长率约为30%。在这种情况下，到2030年，电动汽车将占道路车辆总数的10%以上。电动汽车总销量将在2025年超过2000万辆，在2030年超过4000万辆，分别占汽车总销量的20%和30%。

4、重要变量：OPEC+产量政策变化

俄乌冲突、巴以冲突对原油价格的影响、对全球原油供应的影响都在持续减弱。而随着美国原油产量大幅增加，同时冬季、春季属于原油消费淡季，全球原油供需平衡还是需要通过OPEC+减产来调节。当地时间2023年11月26日，星期日，原定计划将在维也纳举行OPEC+第36次部长级会议。最近彭博新闻发布报道称，由于沙特对一些国家的石油产量水平不满，11月26日的OPEC+部长级会议可能会推迟。推迟讨论产量政策的部长级会议，反映了其内部意见不一。后市继续关注OPEC+会议进程和产量变化。一方面，OPEC是否会由于此前对2024年原油需求预测过于乐观而出台不及预期的减产政策。另一方面，也考验沙特与俄罗斯等产油国团结一致力挺油价的决心。

此前，当地时间2023年6月4日，欧佩克和非欧佩克产油国（OPEC+）第35次部长级会议在奥地利的维也纳举行，经过7小时的漫长谈判，OPEC+决定坚持2023年的石油产量目标，今年已达成的减产协议

将延续至年底，并宣布将 2024 年 OPEC+ 产油国的原油产量上限调整为 4046.3 万桶/日。根据 2022 年 10 月第 33 次 OPEC+ 部长级会议的决定，2023 年 OPEC+ 的原油产量上限为 4185.6 万桶/日，而此次部长级会议决定 2024 年 OPEC+ 原油产量为 4046.3 万桶/日。据此，在不包括 2023 年 4 月沙特等 9 个 OPEC+ 产油国宣布的自愿减产情况下，2024 年，OPEC+ 将减产 139.3 万桶/日。

今年 2 月 10 日，俄罗斯宣布，3 月-6 月减产 50 万桶/日。4 月 3 日，在沙特等国宣布自愿减产的同时，俄罗斯也宣布自愿减产 50 万桶/日，并将减产措施延长至今年底。6 月 4 日，沙特宣布 7 月自愿减产 100 万桶/日，原油产量将从 5 月的约 1000 万桶/日降至 900 万桶/日。俄罗斯 2023 年 3 月起，自愿将日均产油量从 995 万桶水平减少 50 万桶，早前将此举实施期限延长到 2023 年年底。俄罗斯还自愿减少了原油出口，2023 年 8 月将原油日均出口量减少 50 万桶，9 月将减少 30 万桶且实施期限延长到 2023 年年底。

阿联酋是 OPEC+ 中仅次于沙特、俄罗斯和伊拉克的第四大石油生产国，自 OPEC+ 体制运行以来，阿联酋产量配额一直争议很大。2021 年 4 月 27 日 OPEC+ 第 16 次部长级会议上，阿联酋分配到的原油产量上限为 316.8 万桶/日，但阿联酋不认可这个限额，要求将原油产量上限增加到 380 万桶/日。从第 35 次部长级会议公告来看，在其他参与国减产的情况下，2024 年阿联酋的原油产量上限却增加了 20 万桶/日。

安哥拉、刚果和尼日利亚 3 个非洲产油国的产量数据也有待核实，并将在今年年底前依据核实的产量数据，更新 3 个国家 2024 年的原油产量上限。第 35 次部长级会议期间，因为不同意分配的原油产量配额，部分非洲产油国中途退出了会议。11 月 26 日第 36 次 OPEC+ 部长级会议，关于这几个非洲产油国实际原油产量的核实问题，将成为 OPEC+ 关注的焦点之一。此外，俄罗斯是否真的兑现了减产承诺，俄罗斯石油产量问题也是影响欧佩克+ 的团结和其在国际石油市场主导地位的关键因素之一。

三、2024 年原油展望

展望 2024 年，我们预计原油价格重心可能进一步下移。

全球原油供应端：主要关注 OPEC+ 产量政策变化，全球经济增速放缓背景下，产油国对原油出口收入的依赖可能会更强，OPEC+ 内部能否继续展现出团结一致的决心并严格执行减产政策将面临考验。美国原油日产量 2023 年下半年出现大幅增长，已经基本完全恢复至 2019 年最高水平。美国原油平均开采成本大概在 45 美元/桶左右，如果国际油价继续长时间维持在 60 美元/桶上方，美国原油产量仍可能继续增长。全球三大原油主产国沙特、俄罗斯、美国在全球原油供应市场的份额之争将更加激烈。沙特、俄罗斯是否愿意继续减产保价，却为美国做嫁衣，为美国让出市场份额。如此下去，随着美国原油产量增长，其国际原油市场定价权可能进一步增强，这是沙特、俄罗斯不愿意看到的局面。

全球原油需求端：2024 年欧美经济仍然面临衰退的风险，11 月份以来美国原油加工量明显出现减少。全球经济增速放缓，新能源汽车销量快速增长，电动汽车保有量也在逐年增加，原油需求将面临越来越大的冲击。我国电动汽车保有量已经达到 5.5%，加上我国经济结构逐步转变，传统的铁路、公路、地产基建也难以再维持高速增长，对原油需求的增速也可能会放缓。

地缘局势方面，俄乌冲突对油价影响已经越来越弱，巴以冲突也有望停战和谈，巴以冲突 2024 年扩大化的可能性较小，目前总体来看地缘局势对油价影响估计有限。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

