



紫金天风期货

立足产业 研究驱动

原油：关注需求端变量

原油半年报 2024. 6. 13

作者：王谦

从业资格证号： F03123709

交易咨询证号： Z0019934

研究联系方式： wangqian@thanf.com

审核：肖兰兰

交易咨询证号： Z0013951

我公司依法已获取期货交易咨询业务资格



- 行情回顾方面，Q2受地缘溢价回吐和需求弱化的双重打击，出现大幅折返行情。但高点和低点均未突破2023年Q3以来的高位低位，当下宏观和地缘逻辑转弱的现实条件下，交易关注点转向微观，Q3汽油旺季的真实需求表现成为未来一段时间的关注重点。
- 另外当下一个比较大的可能扰动在于，美联储议息会议可能带来的风险偏好转向，当前基准降息情形延后至11月，油价重心下移导致再通胀概率下行的背景下，警惕可能的鸽派发言带来的资金端的转向。另外地缘方面的高频冲击也逐渐被市场所接受，在无新题材炒作的背景下，地缘溢价将持续维持低位。
- 供应端：**依旧定性脆弱**。OPEC延长减产整体符合市场预期，也给出了产量回补时间路线，但整体对Q3的供需平衡影响有限。美国钻机数继续下移，叠加可能的飓风影响等，非OPEC方面对潜在增量保守看待，但OPEC内部的分歧性和地缘对供应端的扰动依旧为潜在风险点。
- 需求端：**旺季汽油韧性仍在**。虽然年初至今IEA和EIA对2024年的需求持续下修，但是分项来看临近旺季汽油需求依旧上调，背后或隐藏着真实需求或较表观需求相比更好，但是从另一个角度来看，大西洋附近的新炼厂的产出和拜登政府为博取政治筹码对压制旺季汽油价格有所诉求，汽油紧张程度的真实情况仍需进一步跟踪。
- 总结来看，我们认为低库存背景下的去库格局会进一步对油价的底部有所支撑，WTI低价美国SPR也开始进一步收储，中期依旧维持偏多思路。中国端政策的进一步发力和主要国家财政刺激政策的实施节奏将是地缘故事后有一个可能炒作的短期题材，区间参考Brent70-90，四季度OPEC减产有退出预期叠加汽油需求弱化的因素，下方有破前低的可能。

行情回顾

主题

行情回顾

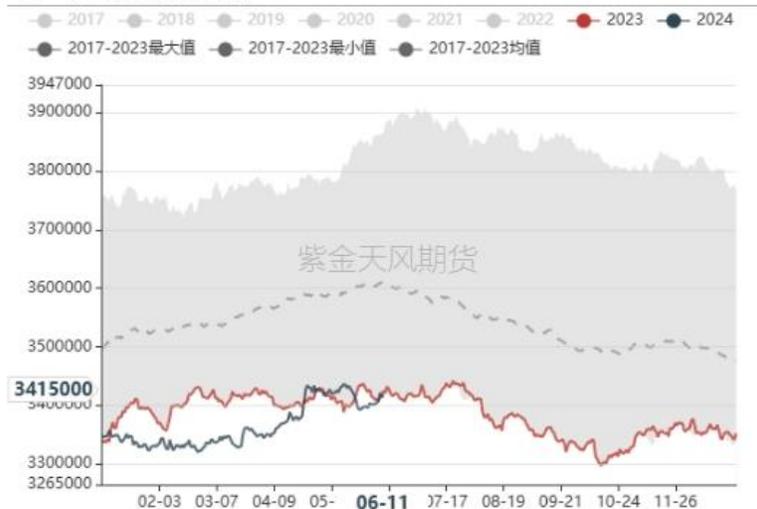


Q2季节性累库趋势仍在

【SC】全球原油库存 岸罐+水上



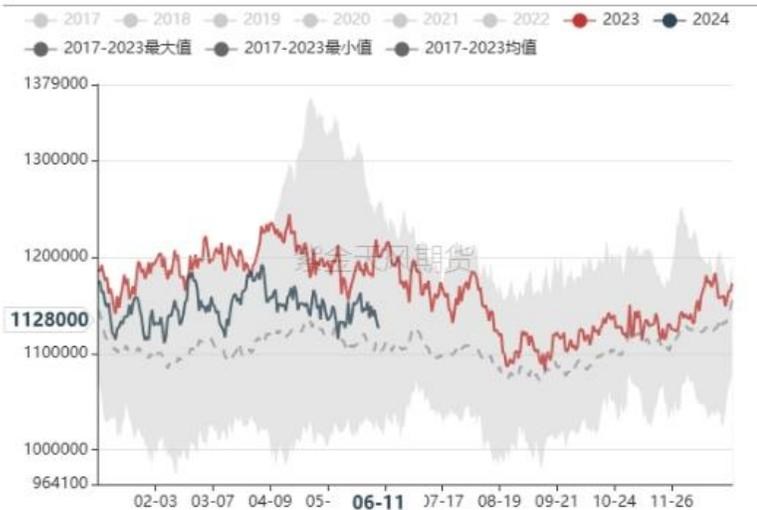
【SC】全球原油岸罐库存



【SC】全球商业库存



【SC】全球水上原油



【SC】全球原油浮仓库存



【SC】全球原油在途



Q2需求有继续下修的可能，Q3维持去库格局

- 参考最新的IEA数据，我们给出Q2中性，Q3维持去库的判断。结合Q2真实库存仍有季节性累库趋势的背景，需求端可能有继续下修的可能，Q3汽油旺季的前提下，中期维持做多思路，四季度供需双杀的背景下，可能会出现年内低点。

原油	季度平衡表推算（单位：万桶/天）												版本：2024/6/14
分项\时间	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	
总产量	9890	9890	10110	10140	10200	10180	10210	10300	10190	10250	10340	10410	
OPEC产量	3280	3300	3390	3370	3380	3320	3240	3250	3240	3280	3280	3310	
NGL产量	540	540	540	540	550	550	550	560	550	560	560	560	
非OPEC产量	6610	6590	6720	6770	6820	6860	6970	7050	6950	6970	7060	7100	
OECD产量	2880	2890	2960	3000	3040	3050	3120	3200	3130	3150	3180	3240	
非OECD产量	3250	3160	3200	3250	3280	3260	3250	3290	3300	3250	3280	3300	
总需求	9940	9840	10010	10030	10060	10230	10340	10270	10150	10260	10420	10410	
OECD需求	4570	4520	4610	4570	4510	4560	4600	4600	4480	4540	4580	4590	
非OECD需求	5370	5320	5400	5460	5550	5670	5740	5670	5670	5720	5840	5820	
Call On OPEC	2790	2710	2750	2720	2690	2820	2820	2660	2650	2730	2800	2750	
过剩量	-50	50	100	110	140	-50	-130	30	40	-10	-80	0	

欧元区降息落地，美联储还要多久？

主题

欧洲复苏预期向好但现实仍较脆弱

- 2024年以来欧元区复苏态势向好，数据层面领先指标欧元区经济增长预期持续攀升，趋势性来看欧元区制造业PMI边际有转暖态势，2024年1季度欧盟GDP同比增长0.5个百分点，较23年Q4有明显的复苏迹象。
- 但现实来看，制造业PMI依旧不到50荣枯线，原因主要是地缘对欧洲区域供应链的冲击较大。另外欧洲战略自主性较弱，外部势力影响的背景下，其自身的各项政策容易被美国方面所影响。

【SC】ZEW欧元区经济增长预期与制造业PMI



【宏观】欧盟GDP



脆弱经济的背景下多国开启降息节奏

- 非美国国家来看，在制造业持续疲软和去通胀如期的大背景下，脆弱经济使得多国不得不开启降息节奏。就近期的各国央行表态而言，当地时间6月5日，加拿大中央银行宣布将基准利率下调25个基点，由5%降至4.75%。这是加央行自2020年3月底以来首度降息，也是新冠疫情发生后G7集团中首个降息的国家。
- 随后6月6日，欧洲央行如期降息25个基点，将三大利率分别降至4.25%、3.75%、4.50%，为2019年以来首次降息，是G7成员国中第二个降息的央行，欧元区降息已经到来，美国还会远吗？

【宏观】欧元区PMI



【SC】欧元区CPI当月同比



消费支出持续支撑美国经济

- 经济指标来看，5月份美国非制造业PMI收至53.8，依旧为支持美国经济主要动力。劳动力市场方面，虽然失业率有些许上行，但是整体结构性就业紧缺的问题仍在，导致工人薪资依旧居于高位，消费能力带动的服务业需求仍然较为旺盛。
- 当下节点，金融条件的收紧尚未带来明显的流动性风险，就业-薪资-消费的正反馈循环仍未被打破，消费支撑对美国经济的韧性仍在，美国降息稳经济的诉求不高。

【SC】美国ISM指数



【SC】美国劳动力参与率 %



【SC】美国薪资水平



美联储担忧通胀粘性，高利率或继续维持

- 6月12日公布的美国5月份CPI数据显示，美国5月CPI同比上升3.3%，预估为3.4%，核心CPI同比增长3.4%，增速降至三年多来的最低，整体来看依旧维持去通胀节奏。
- 但是，13日晚间的鲍威尔发言仍略偏鹰，声称未对通胀有更大的信心，随后公布的PCE和核心PCE数据也与发言结果互相佐证。虽然整体处于去通胀的通道内的趋势不改，但是随着有利于去通胀的CPI高基数效应和临近大选可能的财政政策托底，粘性通胀可能仍旧维持。
- 当下节点来看，美联储的首次降息情形为9月，降息概率为57.5%，点阵图显示今年降息预期从3次降至1次，保守评估下半年的降息节奏。

【SC】美国CPI当月同比

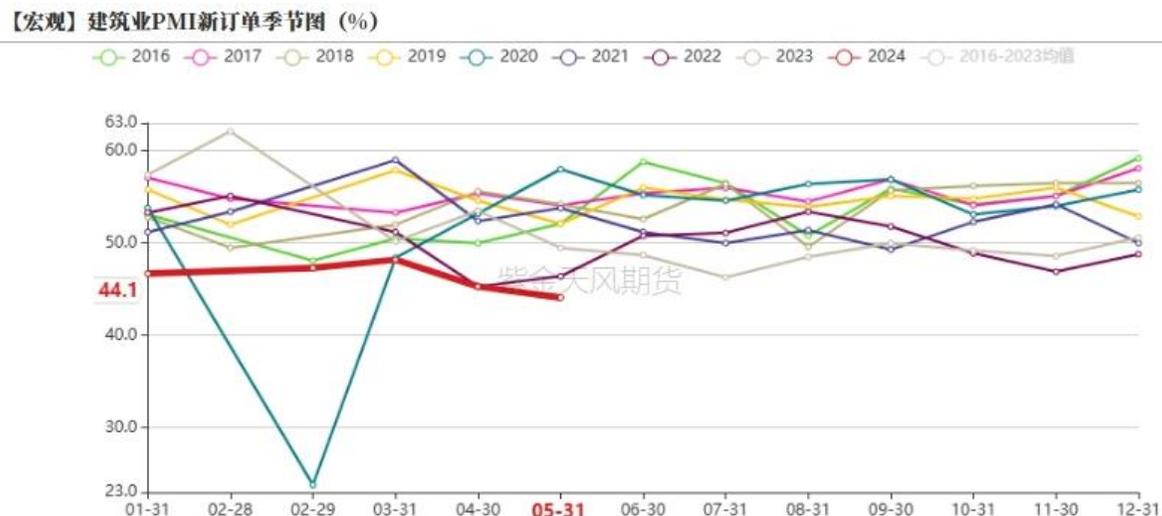
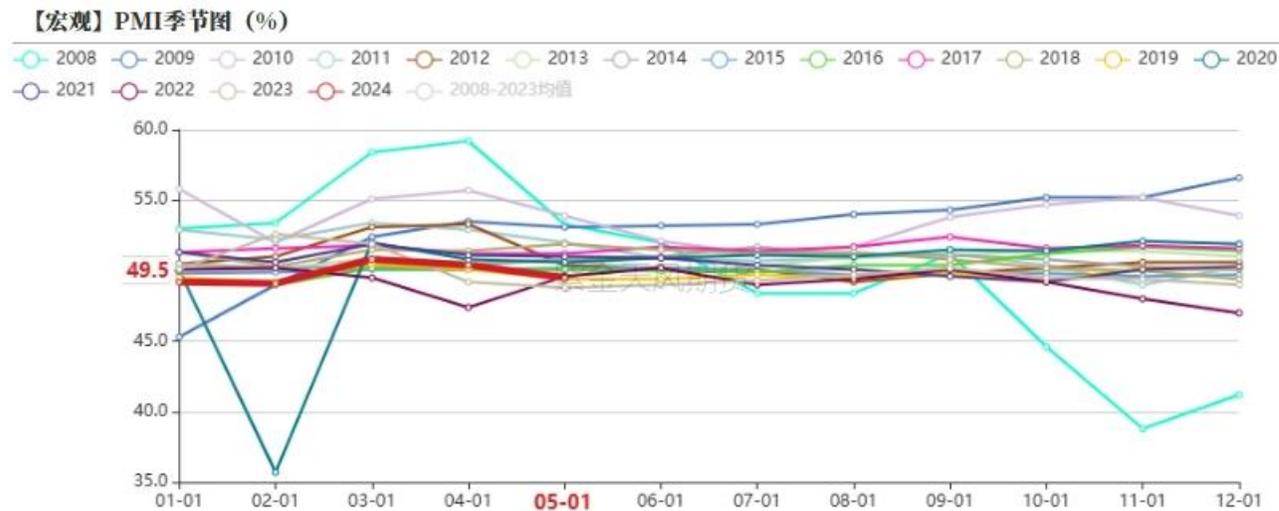


Variable	Median ¹			
	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.1	2.0	2.0	1.8
March projection	2.1	2.0	2.0	1.8
Unemployment rate	4.0	4.2	4.1	4.2
March projection	4.0	4.1	4.0	4.1
PCE inflation	2.6	2.3	2.0	2.0
March projection	2.4	2.2	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.8	2.3	2.0	
March projection	2.6	2.2	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	5.1	4.1	3.1	2.8
March projection	4.6	3.9	3.1	2.6

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/7/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.3%	91.7%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.9%	57.5%	37.6%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.7%	22.9%	50.7%	24.8%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	17.1%	43.1%	31.8%	6.8%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	9.6%	30.9%	37.1%	18.5%	3.2%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.4%	6.3%	22.9%	34.8%	25.5%	8.9%	1.2%
2025/4/30	0.0%	0.2%	3.1%	13.9%	28.3%	30.6%	18.0%	5.4%	0.6%
2025/6/18	0.1%	1.9%	9.6%	22.6%	29.7%	23.0%	10.4%	2.5%	0.3%
2025/7/30	0.9%	5.1%	15.0%	25.5%	26.9%	17.7%	7.1%	1.6%	0.1%

中国政策还需进一步发力

- 进入2季度以来，中国区域制造业PMI表现不佳，连续两个月出现回落，5月份PMI收至49.5，较上月回落0.9个百分点。另外，非制造业PMI收至51.1，小幅低于预期。
- 分项来看，主要还是建筑业PMI拖累所致，其中建筑业PMI新订单收至年内新低。政策方面，国家层面年初至今刺激政策不断加码，多地也配合出台稳楼市政策，建筑业的低迷还需要政策措施进一步跟进。

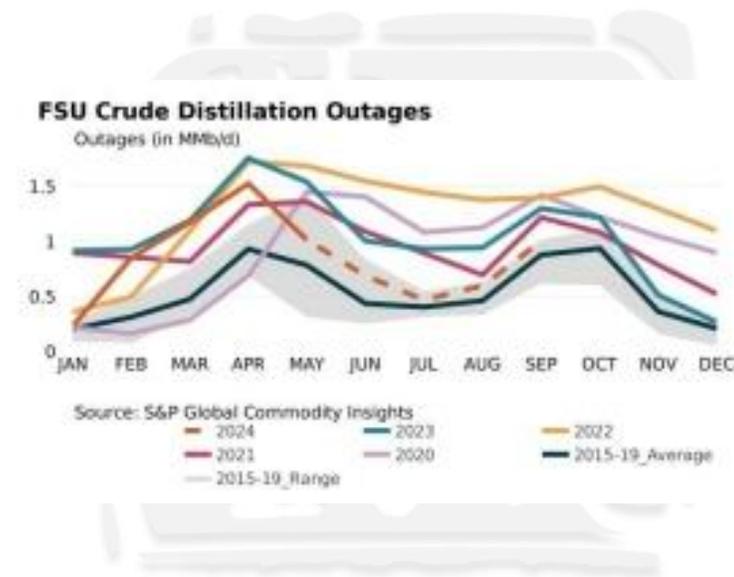
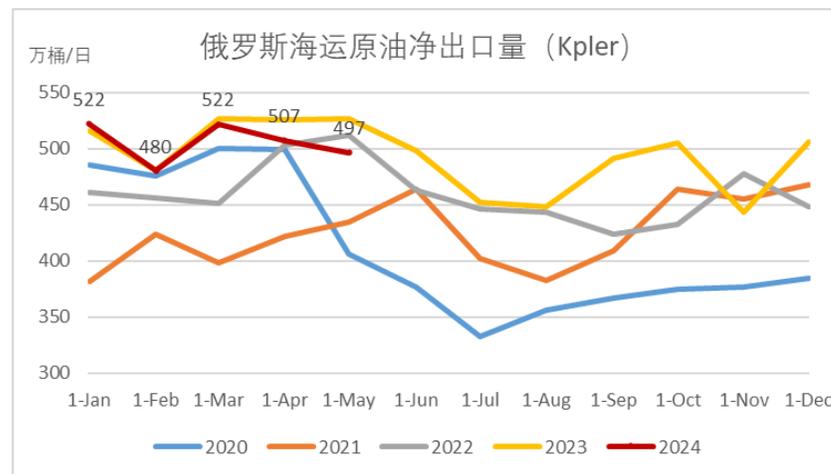
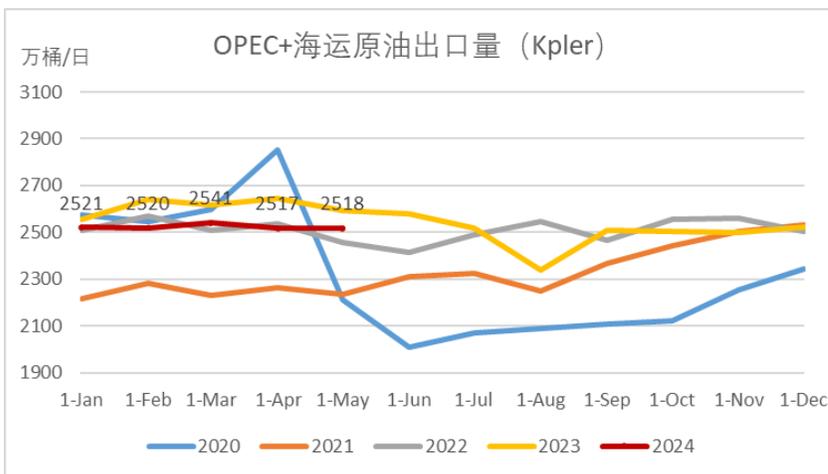


地缘：对既有事件的逐渐适应

主题

本次中东危机并未明显影响出口

- 值得注意的是，本次中东危机并未明显影响OPEC端的出口，年初至今的OPEC发运情况可以看出，整体出口量级维持在2510-2040万桶日之间，和之前几次地缘冲突不同，本轮地缘冲突对OPEC国家的出口并没有特别明显的影响。
- 而俄罗斯方面则受乌克兰袭扰较大，侵袭炼厂倒逼原油出口的情况时有发生，这也是导致俄罗斯上半年出口超额的一个原因之一，趋势性来看炼厂检修和原油出口有着较为明显的同向关系，6-7月份炼厂回归叠加补偿减产措施的背景，俄罗斯原油出口可能有所回落。



供应：OPEC减产延续

主题

OPEC继续延续减产定调

- 6月2日晚间，OPEC就减产协议达成一致，将前期减产的220万桶日的措施延长至Q3，就OPEC官方给出的产量限额来看，Q3多给了俄罗斯方面40万桶日左右减产的量，整体而言延续前期的减产定调，符合市场预期。

OPEC+成员国减产计划 (千桶/日)		Required Production 24年生产配额 (2024-1 to 2024-12)	配额变化	36届部长级会议		OPEC+ 延长减产		OPEC+ 延长减产		OPEC+ 延长减产		Required Production 25年生产配额 (2025-1 to 2025-12)	配额变化	
				Voluntary Production 2024-1 to 2024-3	Voluntary Production 2023-4 to 2023-6	Voluntary Production 2023-6 to 2023-9	Voluntary Production 2023-10 to 2023-12							
OPEC	减产国	Algeria	1007	-48	-51	908	0	908	0	908	9	917	1007	0
		Congo	276	-49	-34	276	0	276	0	276	0	276	277	1
		Equatorial Guinea	70	-57	-51	70	0	70	0	70	0	70	70	0
		Gabon	177	-9	0	169	0	169	0	169	0	169	177	0
		Iraq	4431	-220	-223	3997	0	3997	3	4000	37	4037	4431	0
		Kuwait	2676	-135	-135	2413	0	2413	0	2413	23	2436	2676	0
		Nigeria	1380	-446	-362	1380	0	1380	0	1380	0	1380	1500	120
	Saudi Arabia	10478	-526	0	8978	0	8978	0	8978	167	9145	10478	0	
	UAE	3219	40	37	2912	0	2912	0	2912	27	2939	3519	300	
	豁免国	Venezuela												
Iran														
Libva														
非OPEC	Azerbaijan	551	-166	-133	551	0	551	0	551	0	551	551	0	
	Bahrain	196	-9	0	196	0	196	0	196	0	196	196	0	
	Brunei	83	-19	-14	83	0	83	0	83	0	83	83	0	
	Kazakhstan	1628	-78	-82	1468	0	1468	0	1468	14	1482	1628	0	
	Malaysia	401	-193	-166	401	0	401	0	401	0	401	401	0	
	Mexico	1753	0	0	1753	0	1753	0	1753	0	1753	1753	0	
	Oman	841	-40	-42	759	0	759	0	759	7	766	841	0	
	Russia	9828	-1176	-172	9328	29	9357	-379	8978	79	9057	9949	121	
	Sudan	64	-11	-8	64	0	64	0	64	0	64	64	0	
South Sudan	124	-6	0	124	0	124	0	124	0	124	124	0		
总计							37139		36763		37126	41005		

补偿减产能实现吗？

- 高油价下部分产油国超产的情况也屡有发生，以IEA数据口径而言，其中OPEC 9国4月份超产20万桶日，其中伊拉克24万桶日、阿联酋24万桶日，OPEC+成员国中超产51万桶日，俄罗斯超产20万桶日。
- 就超产的国家而言，部分国家前期给出了下半年补偿减产的时间表，6月份的OPEC会议也对各方的补偿减产措施表示欢迎，至少就当下的主要参与各方表态而言，减产挺价的意愿仍在。

OPEC+ Crude Oil Production (excluding condensates)						
	Mar 2024	Apr 2024	Apr Prod vs	Apr 2024	Sustainable	Cap
	Supply	Supply	Target	Implied Target ¹	Capacity ²	vs Apr ³
Algeria	0.91	0.91	0.00	0.91	1.0	0.1
Congo	0.25	0.26	-0.02	0.28	0.3	0.0
Equatorial Guinea	0.06	0.05	-0.02	0.07	0.1	0.0
Gabon	0.23	0.21	0.04	0.17	0.2	0.0
Iraq	4.26	4.24	0.24	4.00	4.9	0.6
Kuwait	2.47	2.49	0.08	2.41	2.9	0.4
Nigeria	1.24	1.28	-0.22	1.50	1.4	0.1
Saudi Arabia	9.02	9.03	0.05	8.98	12.1	3.1
UAE	3.14	3.15	0.24	2.91	4.3	1.1
Total OPEC-9	21.58	21.62	0.40	21.22	27.1	5.5
Iran ⁴	3.25	3.30			3.8	
Libya ⁴	1.16	1.19			1.2	0.0
Venezuela ⁴	0.86	0.86			0.9	0.0
Total OPEC	26.85	26.97			33.0	5.5
Azerbaijan	0.48	0.48	-0.08	0.55	0.5	0.1
Kazakhstan	1.62	1.59	0.13	1.47	1.7	0.1
Mexico ⁵	1.59	1.60			1.6	0.0
Oman	0.76	0.76	0.00	0.76	0.9	0.1
Russia	9.45	9.30	0.20	9.10	9.8	
Others ⁶	0.76	0.73	-0.13	0.87	0.9	0.1
Total Non-OPEC	14.67	14.46	0.12	12.75	15.4	0.4
OPEC+ 18 in Nov 2022 deal⁴	34.65	34.48	0.51	33.97	40.9	5.8
Total OPEC+	41.52	41.43			48.4	5.9

1 Includes extra voluntary curbs where announced.
2 Capacity levels can be reached within 90 days and sustained for extended period.
3 Excludes shut in Iranian, Russian crude.

4 Iran, Libya, Venezuela exempt from cuts.
5 Mexico excluded from OPEC+ compliance.
6 Bahrain, Brunei, Malaysia, Sudan and South Sudan.

Table: Overproduction Compensation Plan for Iraq and Kazakhstan

Country	Cumulative over-production Jan. 2024 to March 2024 (tb/d)	Compensation Plan									
		*April	May	June	July	Aug.	Sept.	Oct.	Nov.	Dec.	
Iraq	602	na.	50	50	50	50	50	100	100	152	
Kazakhstan	389	-100	18	0	0	131	0	299	40	0	

*The overproduction that may arise in the month of April 2024 for these countries will be accommodated in the respective compensation plans over the remaining months in 2024.

公布减产退出时间，最早于Q4开始兑现

- 本次会议中稍偏空的一点为，对于前期的每日220万桶的自愿减产给出了一个退出的可能路径，OPEC官方也给出了一个时间表作为参考，即从2023年Q4开始逐步退出减产，一共220万桶日的减产量级分4个季度完成，每个季度退出约50万桶日左右。
- 对于此项政策我们认为，短期对油价的冲击将对远月更为明显，政策出台后市场对其解读还是以偏空为主，主要在于减产政策转向后带来的情绪性影响。

Production Levels with the Phase-out of only November 2023 Voluntary cuts which will be applied starting from October 2024 until September 2025

Country	2024				2025										Required Production Level as per 37 th ONOMM
	Jun-Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sept	Oct-Dec	
Algeria	908	912	917	921	925	929	934	938	942	946	951	955	959	959	1,007 ⁽¹⁾
Iraq	4,000	4,018	4,037	4,055	4,073	4,092	4,110	4,128	4,147	4,165	4,183	4,202	4,220	4,220	4,431 ⁽¹⁾
Kuwait	2,413	2,424	2,436	2,447	2,458	2,469	2,481	2,492	2,503	2,514	2,526	2,537	2,548	2,548	2,676 ⁽¹⁾
KSA	8,978	9,061	9,145	9,228	9,311	9,395	9,478	9,561	9,645	9,728	9,811	9,895	9,978	9,978	10,478 ⁽¹⁾
UAE	2,912	2,926	2,939	2,953	3,000	3,047	3,094	3,140	3,187	3,234	3,281	3,328	3,375	3,375	3,519 ⁽¹⁾⁽²⁾
Kazakhstan	1,468	1,475	1,482	1,489	1,495	1,502	1,509	1,516	1,523	1,530	1,536	1,543	1,550	1,550	1,628 ⁽¹⁾
Oman	759	763	766	770	773	777	780	784	787	791	794	798	801	801	841 ⁽¹⁾
Russia	8,978	9,017	9,057	9,096	9,135	9,174	9,214	9,253	9,292	9,331	9,371	9,410	9,449	9,449	9,949 ⁽¹⁾⁽³⁾

(1) Required production levels as per the 37th ONOMM before applying the additional voluntary cuts announced in April 2023 and November 2023

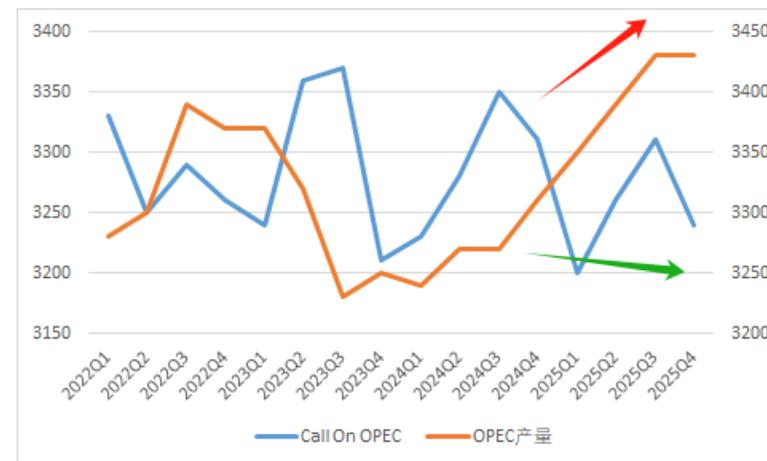
(2) UAE required production has been increased by 300 kbd. This increase will be phased in gradually starting January 2025 until the end of September 2025 as per the 37th ONOMM.

(3) This is the required production level as per 37th ONOMM as assessed by the secondary sources, and Russia is working with secondary sources to update production figures.



OPEC产量管理的核心是价格管理

- 本次会议对部分国家的产量配额给予提升，产量配额方面，阿联酋增加30万桶日、俄罗斯和尼日利亚增加了12万桶日左右。
- 若以OPEC方面给出的产量退出路径真实推演的话，25年的过剩程度将更大，考虑到OPEC产量管理的核心是价格管理，我们认为相关政策主要以预期引导为主，以防止政策出台后带来的极端炒作事件。



January 2024- December 2024

	Required Production Level
Algeria	1,007
Angola	1,280*
Congo	276**
Equatorial Guinea	70
Gabon	177
Iraq	4,431
Kuwait	2,676
Nigeria	1,380**
Saudi Arabia	10,478
UAE	3,219
Azerbaijan	551
Bahrain	196
Brunei	83
Kazakhstan	1,628
Malaysia	401
Mexico	1,753
Oman	841
Russia	9,828***
Sudan	64
South Sudan	124
OPEC 10	24,994
Non-OPEC	15,469

Country	Required Production Level for 2025
Algeria	1,007 ⁽²⁾
Congo	277
Eq. Guinea	70
Gabon	177
Iraq	4,431 ⁽²⁾
Kuwait	2,676 ⁽²⁾
Nigeria	1,500
Saudi Arabia	10,478 ⁽²⁾
UAE	3,519 ⁽¹⁾⁽²⁾
Azerbaijan	551
Bahrain	196
Brunei	83
Kazakhstan	1,628 ⁽²⁾
Malaysia	401
Mexico	1,753
Oman	841 ⁽²⁾
Russia	9,949 ⁽²⁾
Sudan	64
South Sudan	124
OPEC	24,135
Non-OPEC	15,590
OPEC+	39,725

Notes:
(1) UAE required production has been increased by 300 kbd. This increase will be phased in gradually starting January 2025 until the end of September 2025.
(2) The required production level is before applying any additional production adjustments.

原油	季度平衡表推算 (单位: 万桶/天)								版本: 2024/6/14
分项\时间	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	
总产量	10190	10250	10340	10410	10430	10550	10650	10710	
OPEC产量	3240	3280	3280	3310	3350	3390	3430	3430	
NGL产量	550	560	560	560	560	570	570	570	
非OPEC产量	6950	6970	7060	7100	7080	7160	7220	7280	
OECD产量	3130	3150	3180	3240	3230	3250	3240	3300	
非OECD产量	3300	3250	3280	3300	3320	3330	3360	3400	
总需求	10150	10260	10420	10410	10260	10390	10530	10460	
OECD需求	4480	4540	4580	4590	4480	4500	4580	4570	
非OECD需求	5670	5720	5840	5820	5780	5890	5950	5890	
Call On OPEC	2650	2730	2800	2750	2620	2660	2740	2610	
过剩量	40	-10	-80	0	170	160	120	250	

伊朗方面的可能

- 高油价背景下，其他豁免国也开始对增产跃跃欲试。伊朗国家石油公司提交了一份拟增加该国原油产量的计划报告，此报告称，原油产量每天将增加40万桶，从原来的360万桶日升至400万桶日。
- 与伊朗方面不同，委内瑞拉方面供应量则一直处于低位，当下保持在86万桶日左右。
- 考虑到名义上伊核协议仍未完全回归，伊朗方面产量的落地依然受美国方面制裁的限制，伊朗方面的增量也将考虑美国方面后续的态度。

【SC】伊朗产量

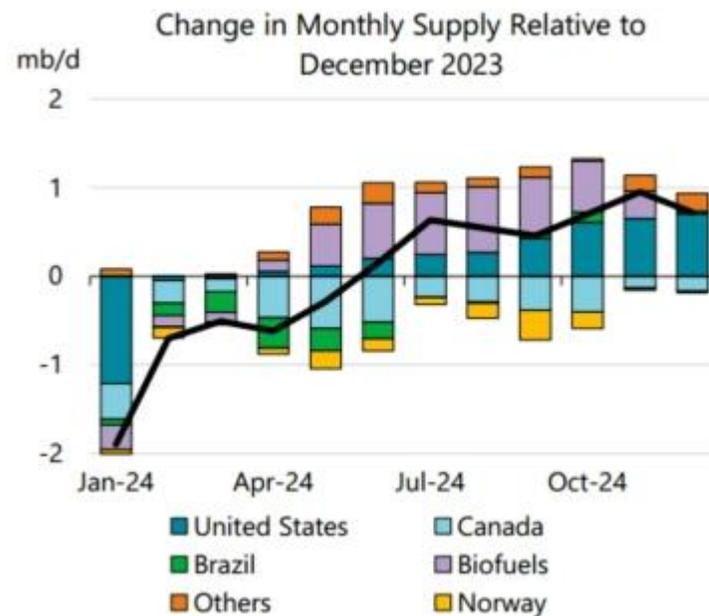
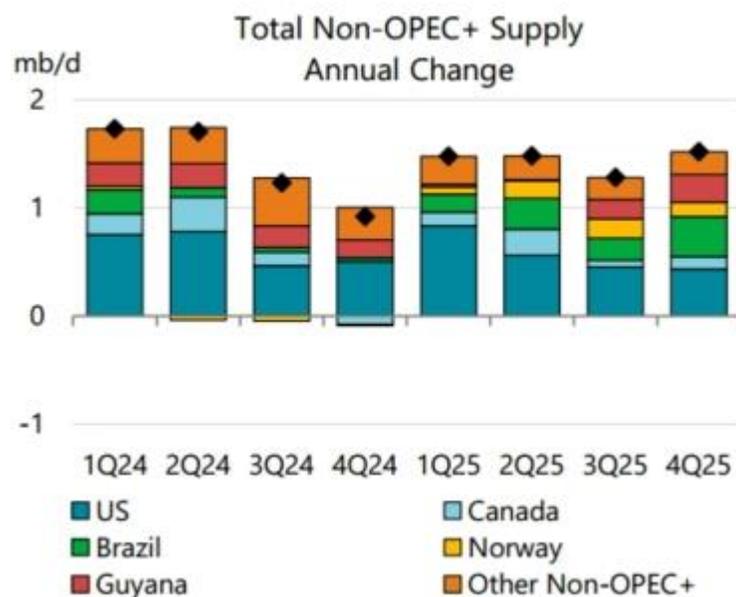


【SC】委内瑞拉产量



中性看待下半年非OPEC增量

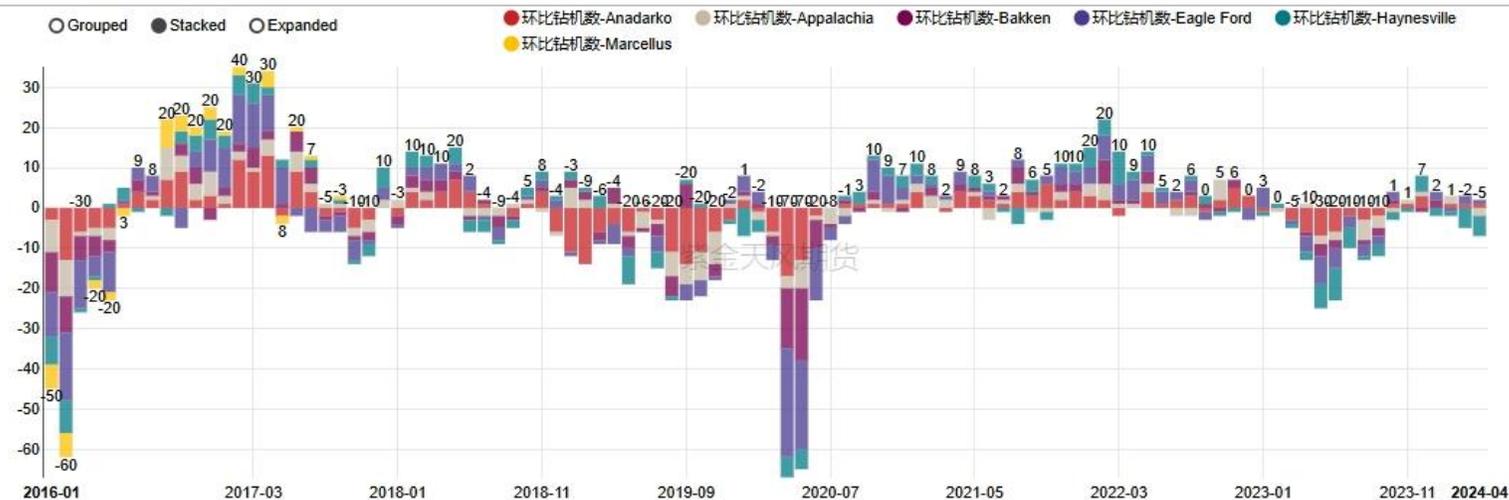
- 对于非OPEC方面，IEA给出了141万桶日左右的供应增量，其中美国依旧为增量主力约为64万桶日，占据增量的45%左右，加拿大为14万桶日，巴西为10万桶日，圭亚那为20万桶日。
- 鉴于其余国家投产周期较长，非美的供应端弹性较弱，24年非美产量占非OPEC增量约为55%左右，预计25年才将进一步提升至的60%左右。



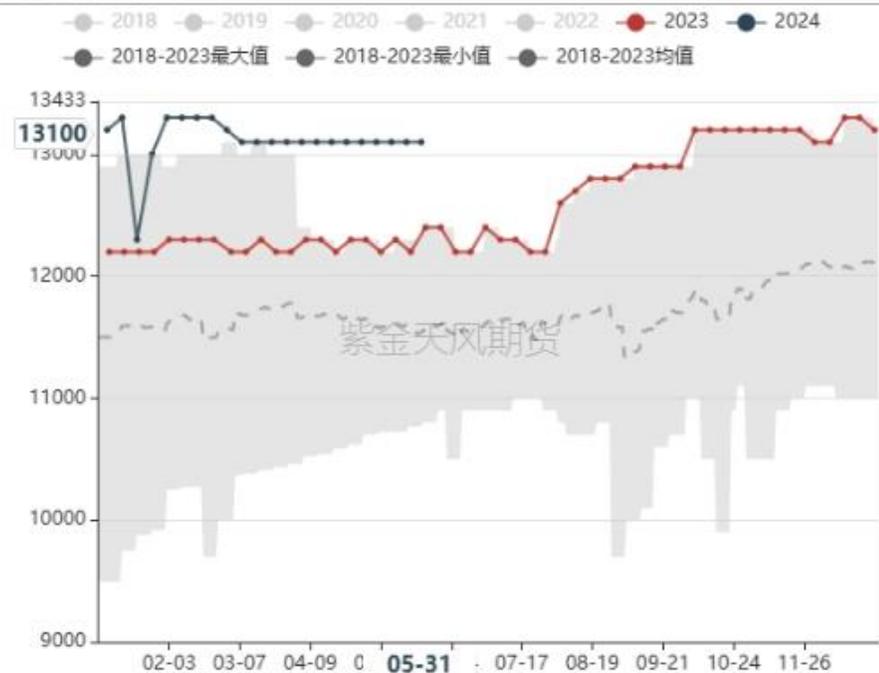
钻机数下降的背景下美国产量保守看待

- 回顾今年的美国产量可以发现，除了1月份受冬季风暴的影响，月度产量下跌至1258千桶日以外。3月份至今美国原油产量持稳，一直为1310千桶日。
- 月度频率统计钻机数发现，美国页岩油钻机数环比持续下跌，此背景下对未来美国产量增量保守看待。

【SC】页岩油钻机数环比增量

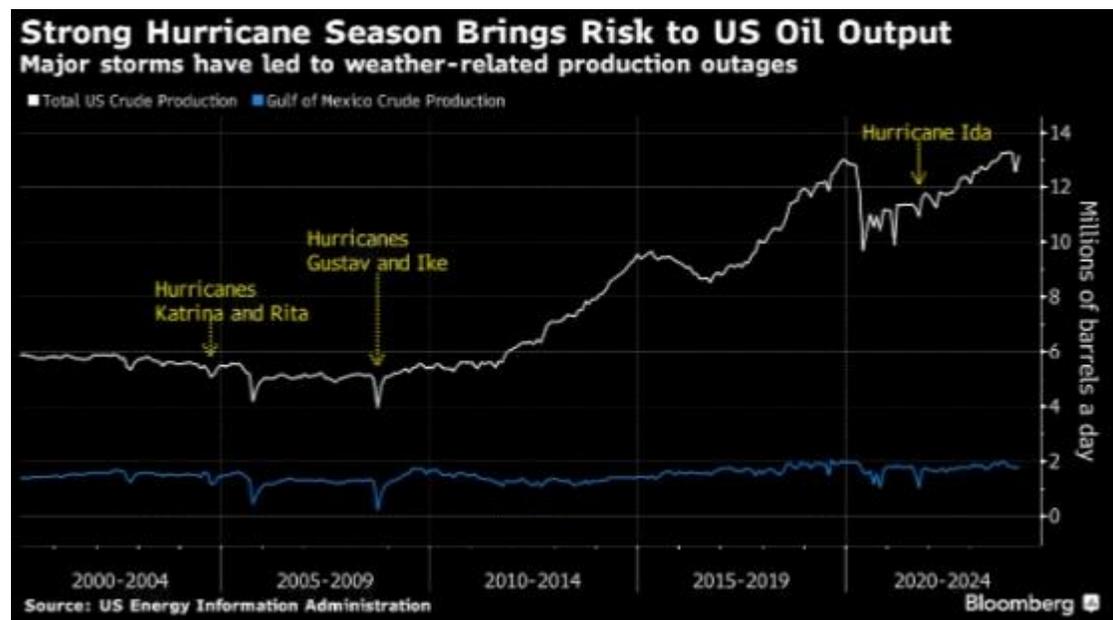
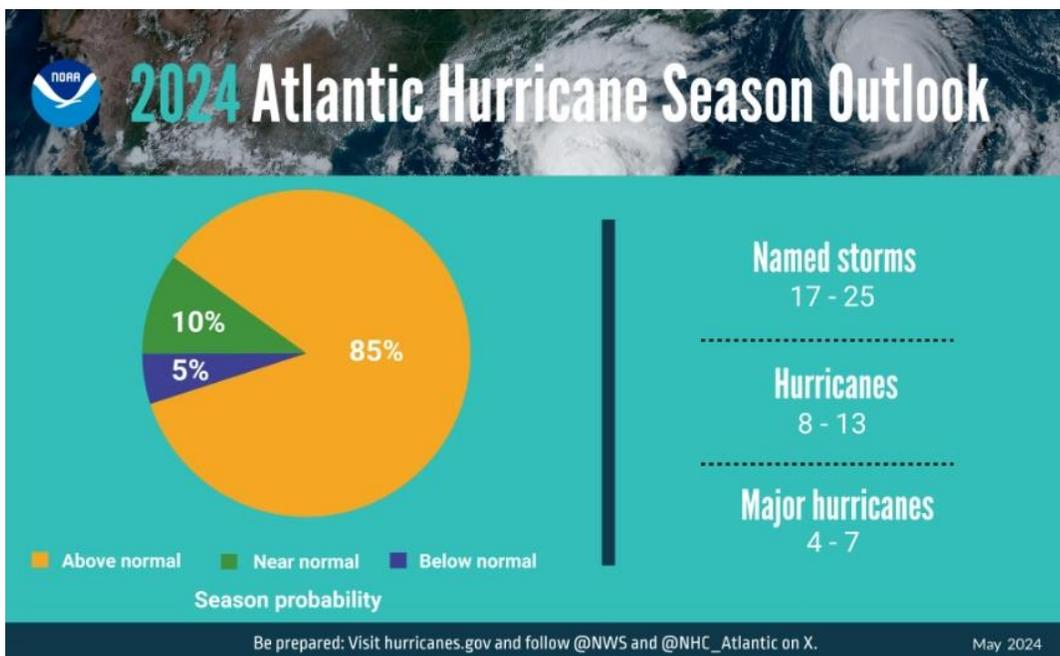


【SC】美国原油产量



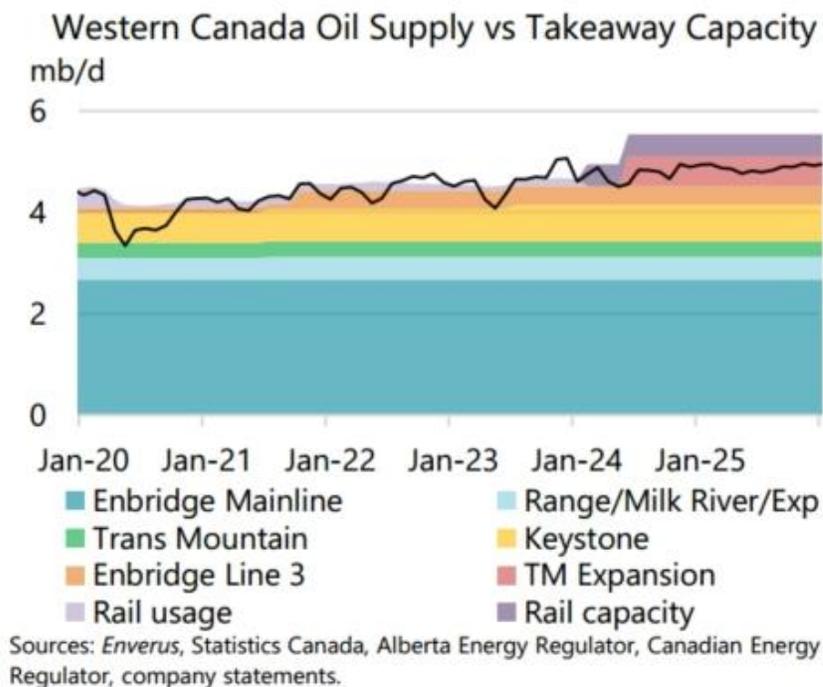
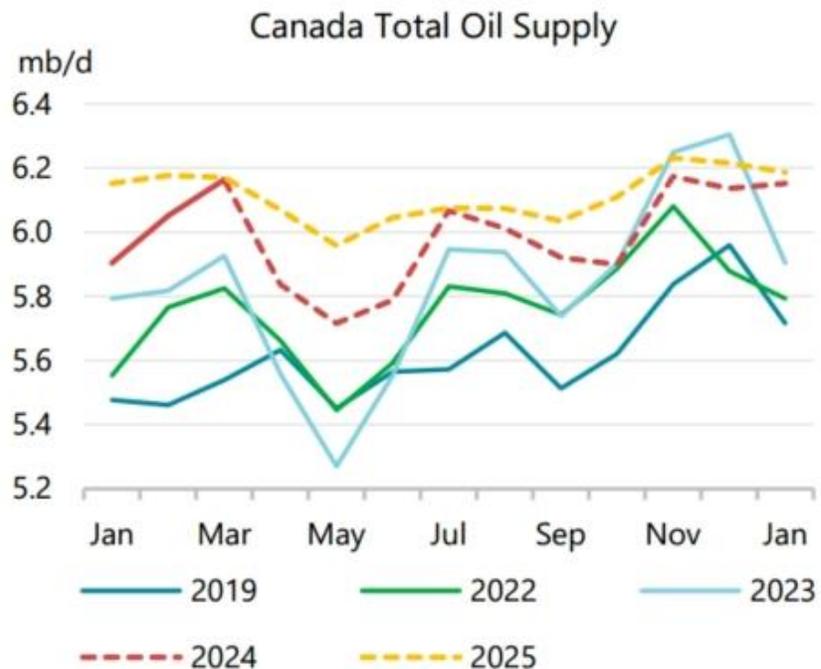
飓风影响较往年概率更高

- 另外根据NOAA的预测，今年的大西洋区域的飓风活动超出往年同期的概率高达85%，其中可能发展为大型飓风的有4-7个（风速超过111英里/小时）。
- 参考过往年份的飓风影响，跟飓风路径和风力呈直接相关。飓风到来之前往往市场炒作原油供应紧张的预期先行。相比较产油端和炼油端后者由于装置更为复杂，影响时间则更长，将在两周甚至一个月的时间，关注后续飓风对原油端和炼油端的实际影响。



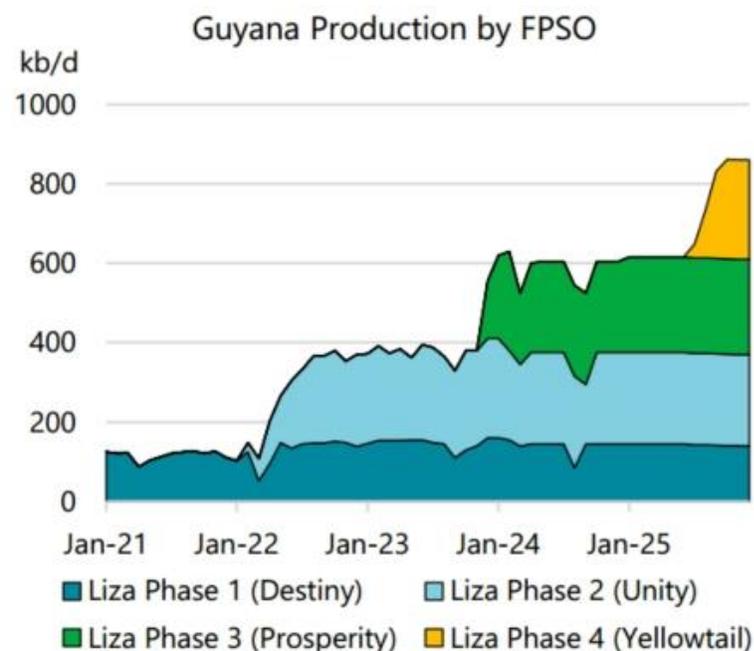
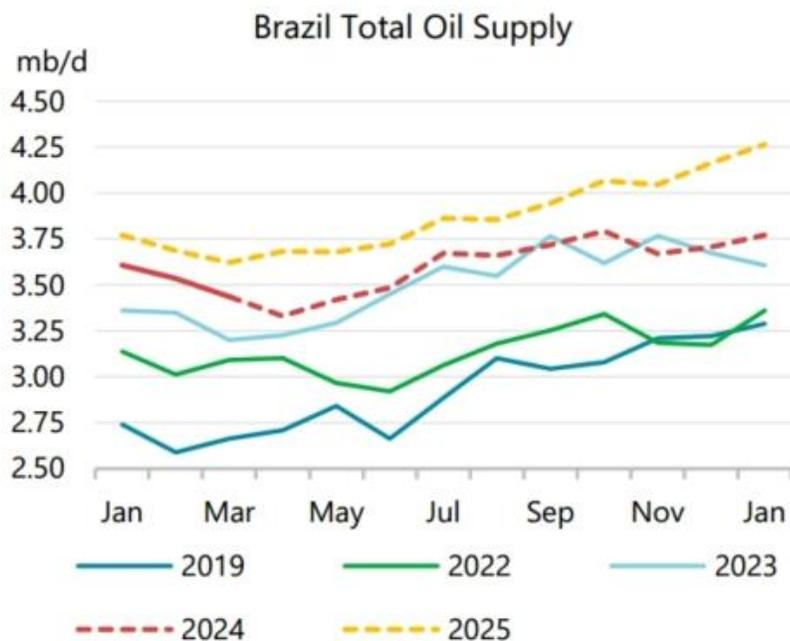
加拿大TMX项目投产带来的增量有限

- 加拿大方面，根据阿尔伯塔能源监管机构的数据，由于春季油砂维护开始，4月份的产量下降了33万桶日，预计5月份将再减少12万桶日。预计2024年和2025年的年产量将分别增加14万桶日，达到600万桶日和610万桶日。
- 其中最大的变量是跨山扩建项目(TM X)的交付，加拿大出口瓶颈是限制其产量的直接因素，目前信息来看第一批货物已经于5月18日装船，6月运往中国。但短期正值检修维护的背景来看，其对于供应端在增量的体现不甚明显。



其他非OPEC国家表现平平

- 巴西方面，根据巴西国家石油署(ANP)的数据显示，3月份产量下降了10万桶日。其中4月份受停工影响，4月份的产量比上个月的报告低了36万桶日。而后随着装置的回归，其后产量可能扭转下降趋势。虽然24年上半年的产量低于之前的预期，但该报告仍预计今年的产量将增长10万桶日，2025年的产量将进一步增加26万桶日。
- 南美的圭亚那方面主要在于Liza油田装置的投产节奏，新装置Yellowtail的上线将再增加12万桶日的产量，预计上线时间将在25年下半年。

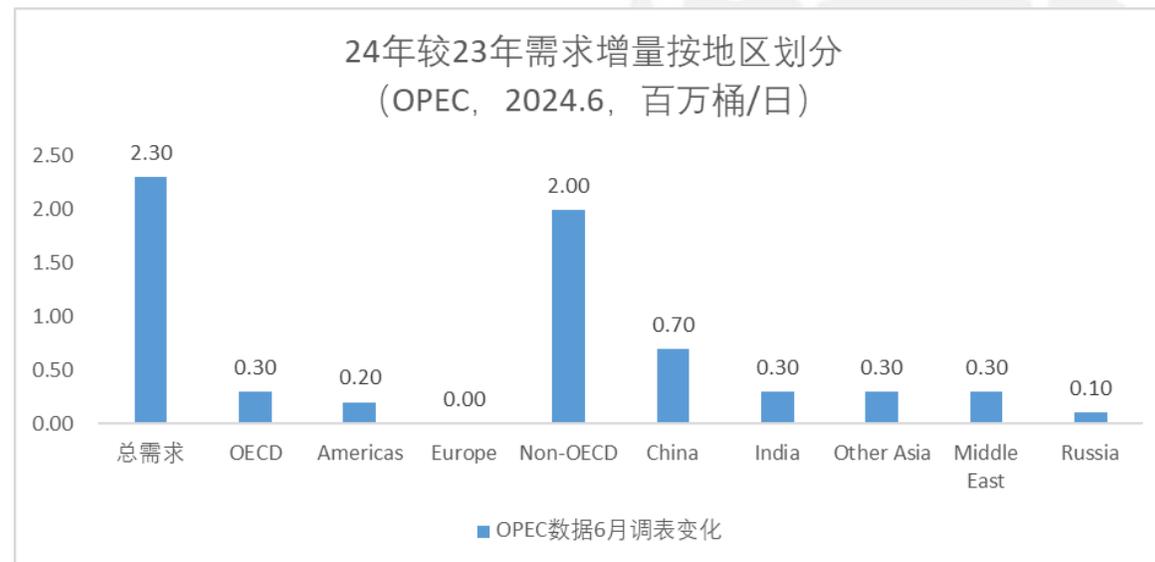
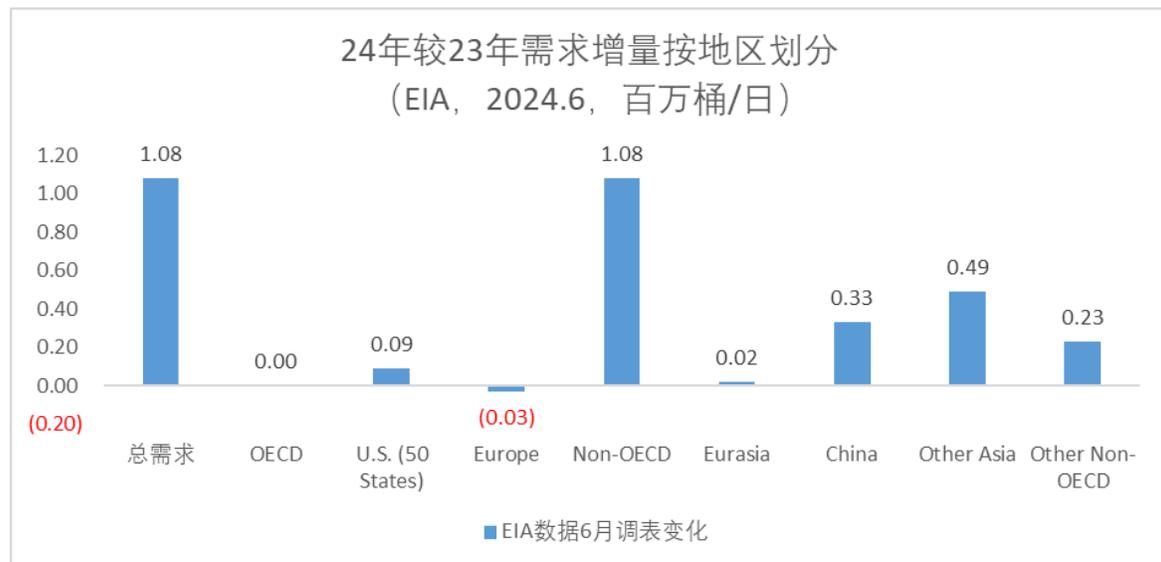
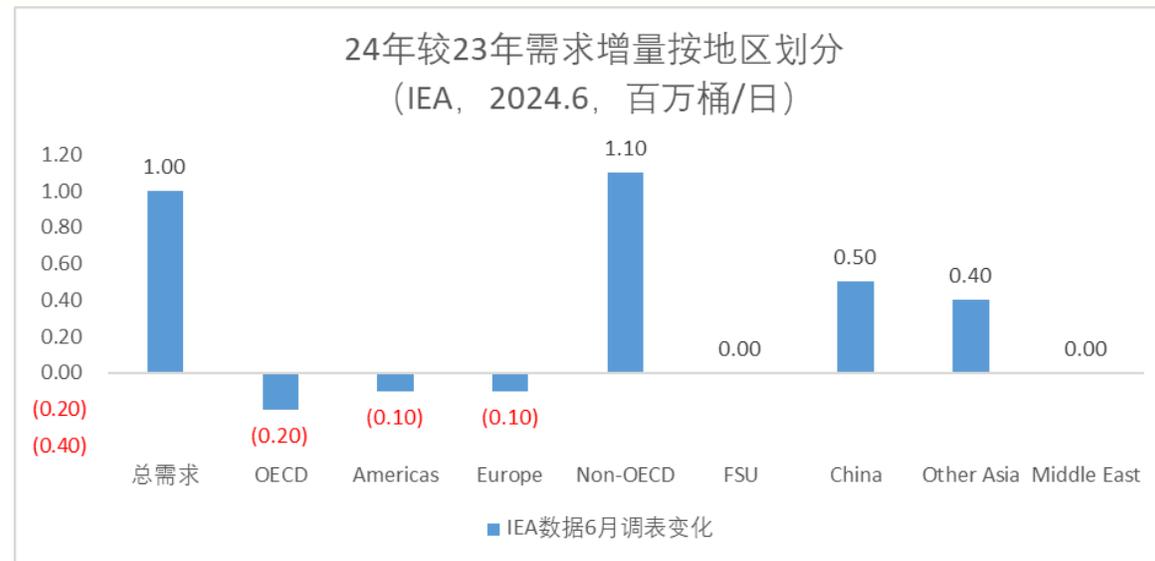


需求：旺季汽油还能旺下去吗？

主题

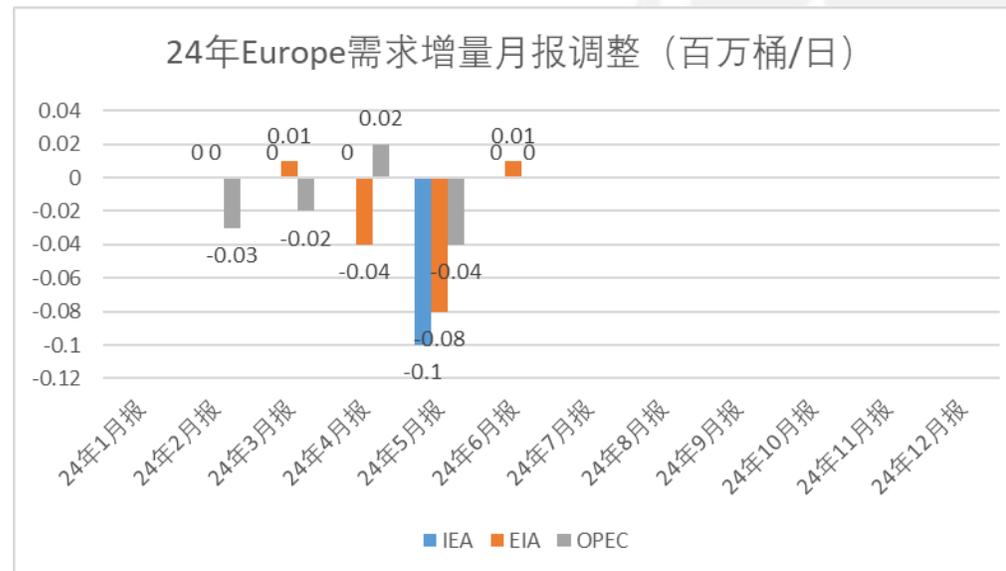
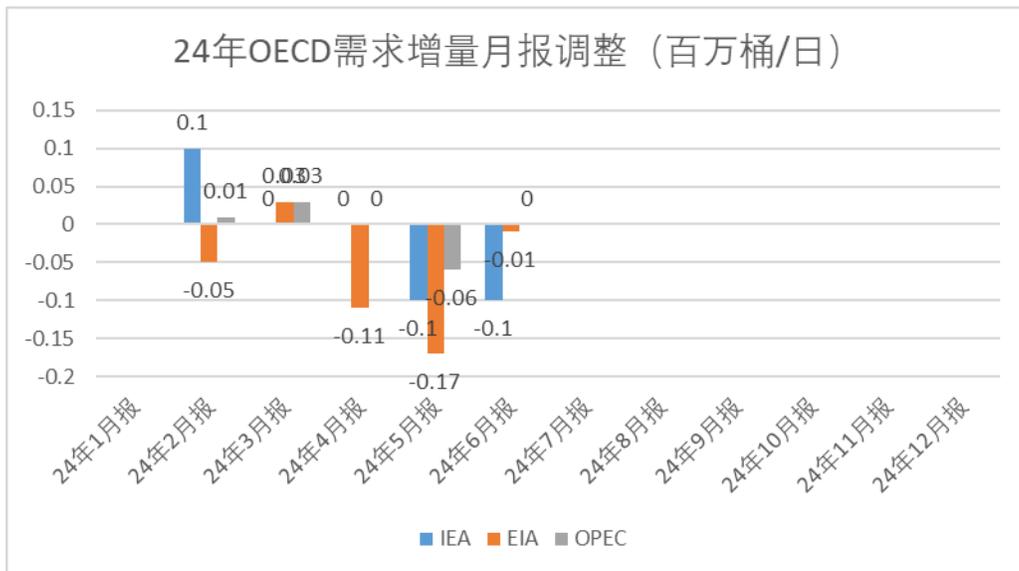
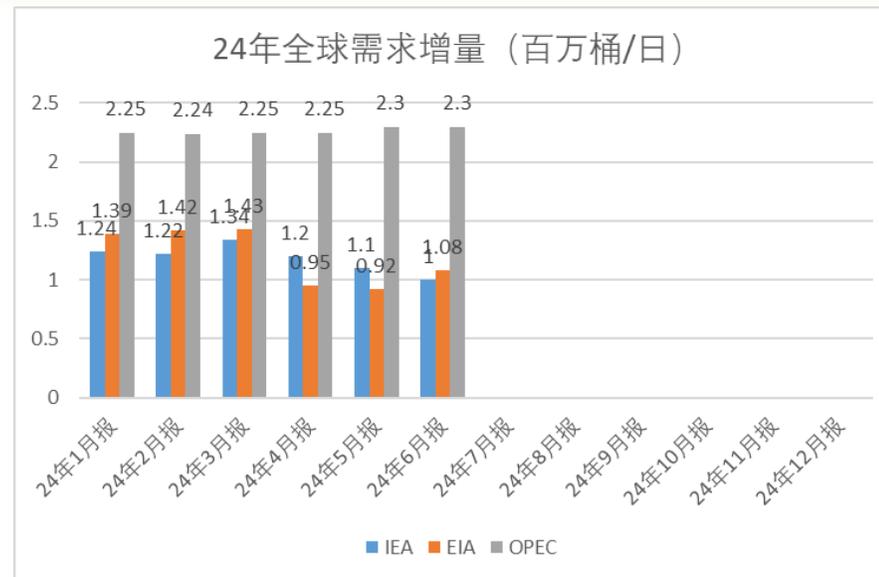
非OECD国家依旧为需求增量主要区域

- IEA、EIA、OPEC均认为非OECD国家为需求增量的主要区域，这与年初预估一致。
- 其中OPEC国家对中国和中东等亚洲国家的需求预期较其他两大机构更多，反观OECD国家三大机构均给出保守预估。



年初至今OECD国家需求增量持续下修

- 从需求增量角度考虑，我们发现三大机构而言，OPEC对今年的需求增量持续稳定在230万桶日左右，而IEA和EIA增量则有年初的130万桶日左右减少至100万桶日左右。
- 分区域来看，OECD国家下修明显，成为全球需求下修的主要变量。
- 其中分区域来看欧洲区域下修一致性最为明显。



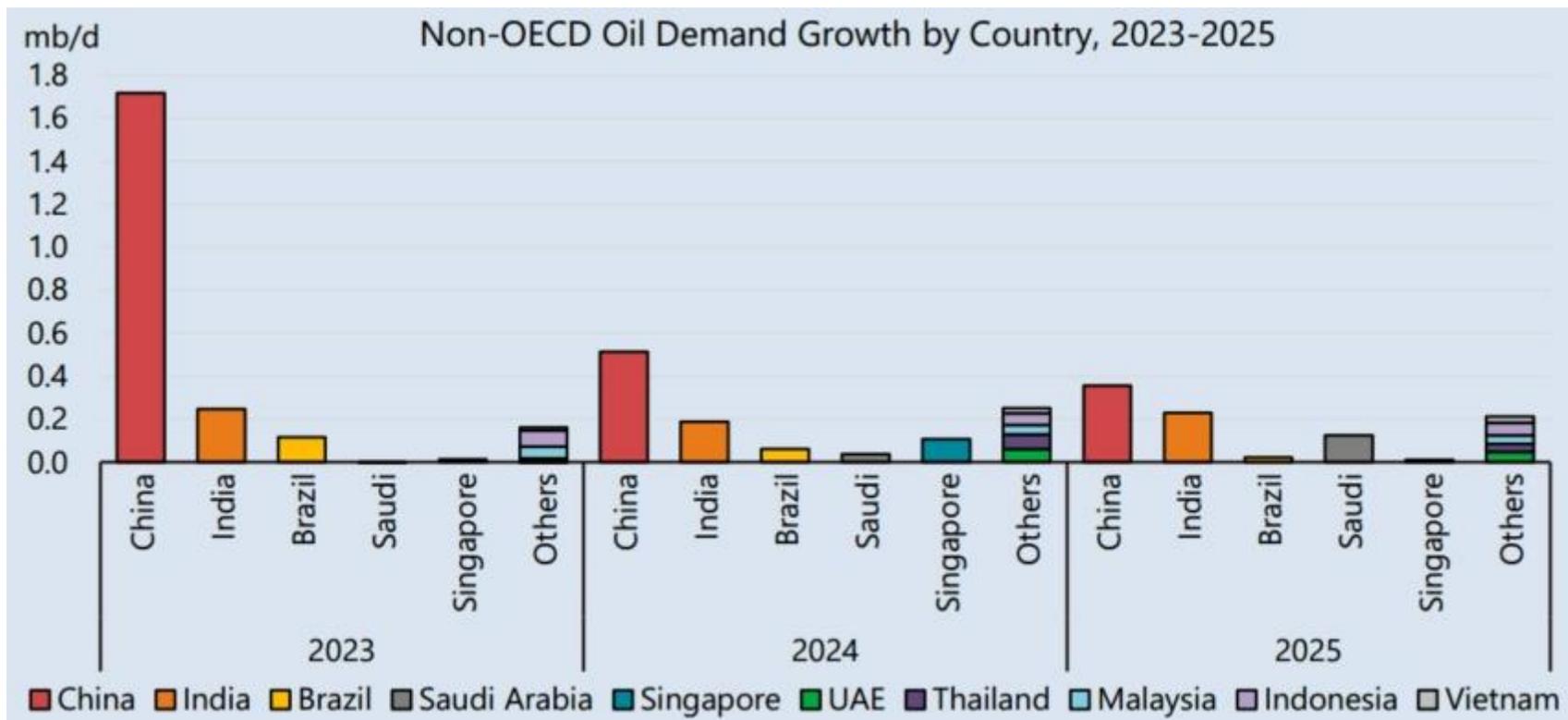
汽车替代+暖冬持续压制欧洲柴油需求

- 近年来，对该地区汽油需求最重要的结构性拖累是柴油汽车销售的暴跌。欧洲使用柴油发动机的乘用车数量在2019年达到顶峰，当时汽油车和柴油车近乎等同。到2024年，柴油车的数量较此水平下降14.5%。与2019年相比，今年这些变化对柴油需求的影响将接近30万桶/天，每年减少约6万桶/天。
- 根据冬季气温的不同，这种取暖油的年平均使用量一般在500万桶日至600万桶日之间。而23年第四季度和24年第1季度异常温和，与五年平均水平相比，冬季汽油消费量可能减少了15万桶日至20万桶日。



中国和印度依旧是当下的整体需求增量主力

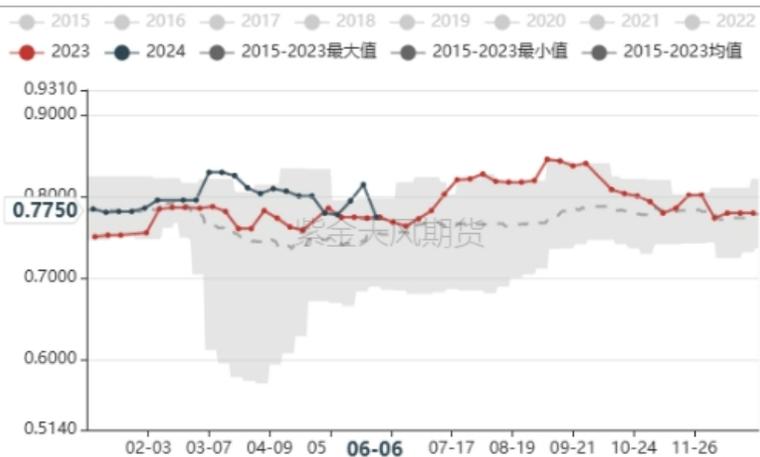
- 23年鉴于中国疫情的放开，中国区域增量高达170万桶日。随着需求端常态化的推进，24、25年中国的需求增量虽然依旧为主导，但是增量占比跌至43%、29%。
- 当下来看，中国印度依旧为增长的主力，24年中国增长约为50万桶日，印度约为20万桶日。



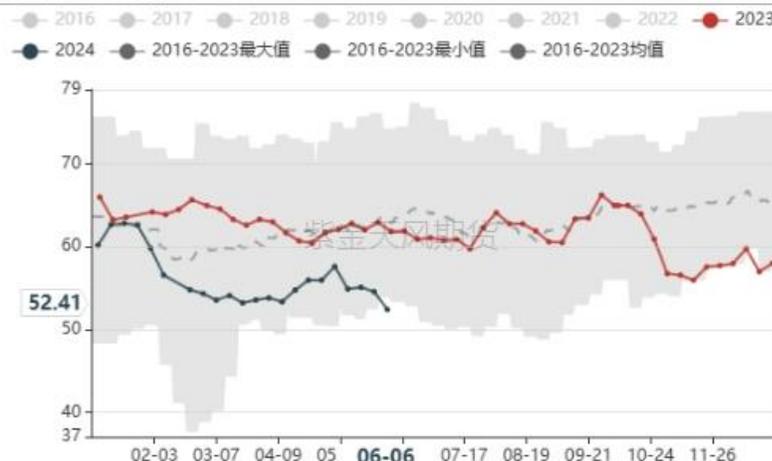
中国：政策刺激传导至微观需要时间

- 微观指标显示，国内主营炼厂的开工虽然居于同期中性略偏高的水平，但是就与利润敏感的地炼常减压开工率却屡创新低，当前开工收至52.41%，低利润背景下，地炼开工欲望偏低。
- 中国方面宏观指标不佳政策端开始发力的背景下，对经济体的传导尚需一段时间来验证。

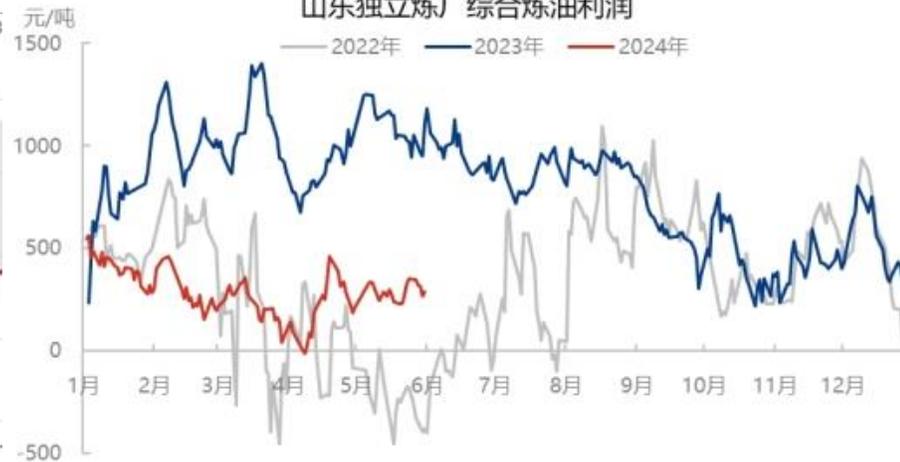
【SC】主营常减压开工率



【SC】地炼常减压开工率

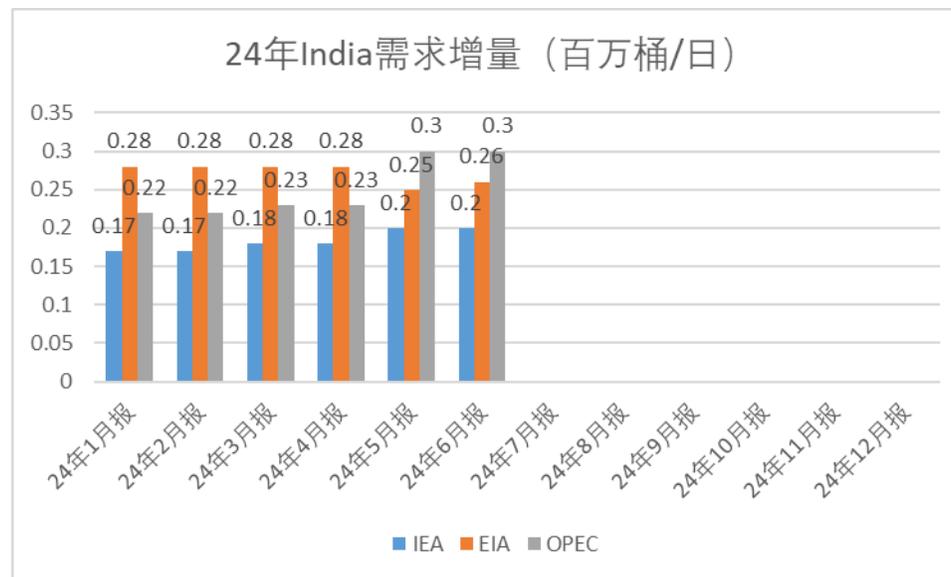
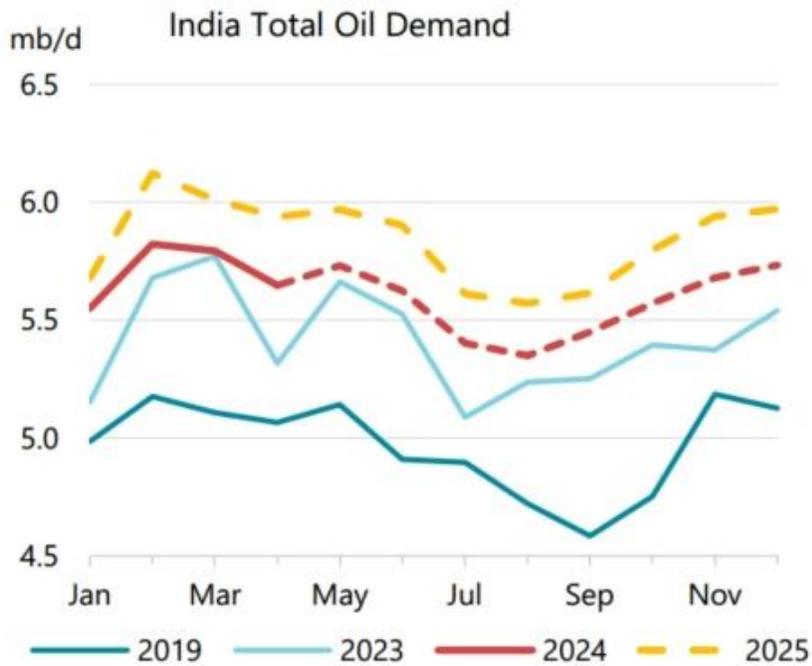


山东独立炼厂综合炼油利润



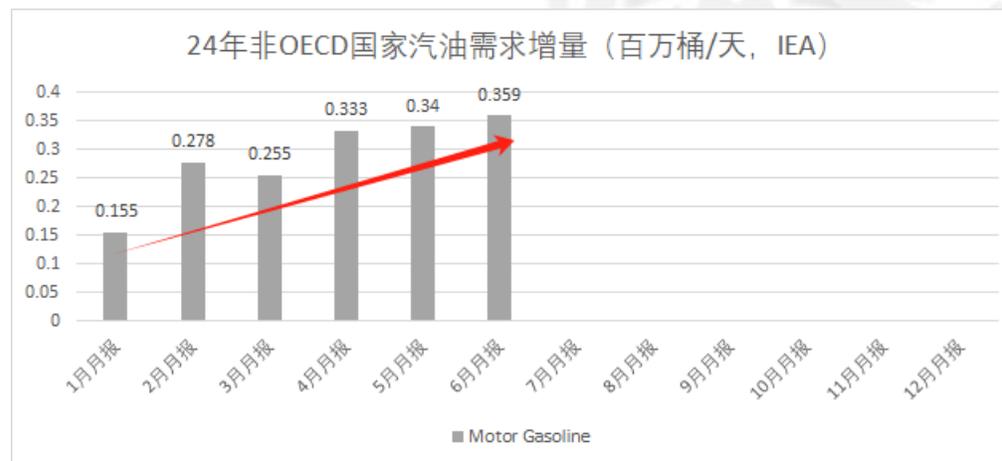
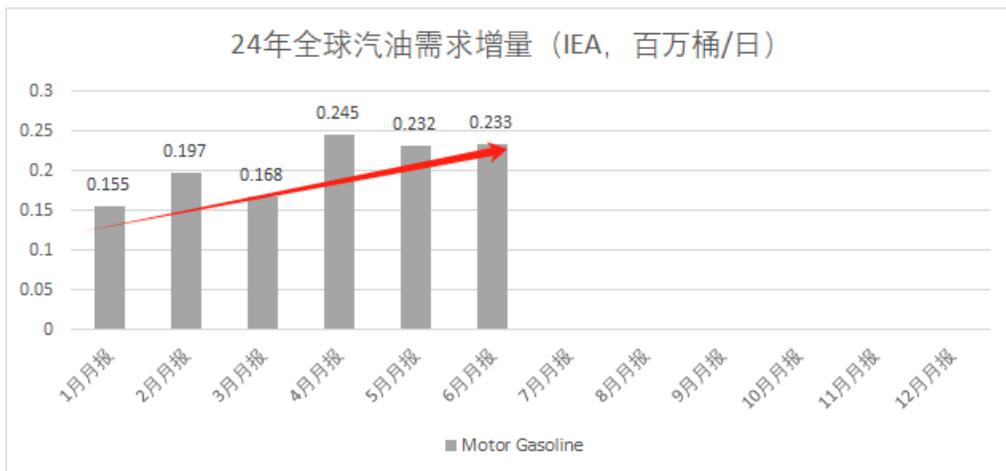
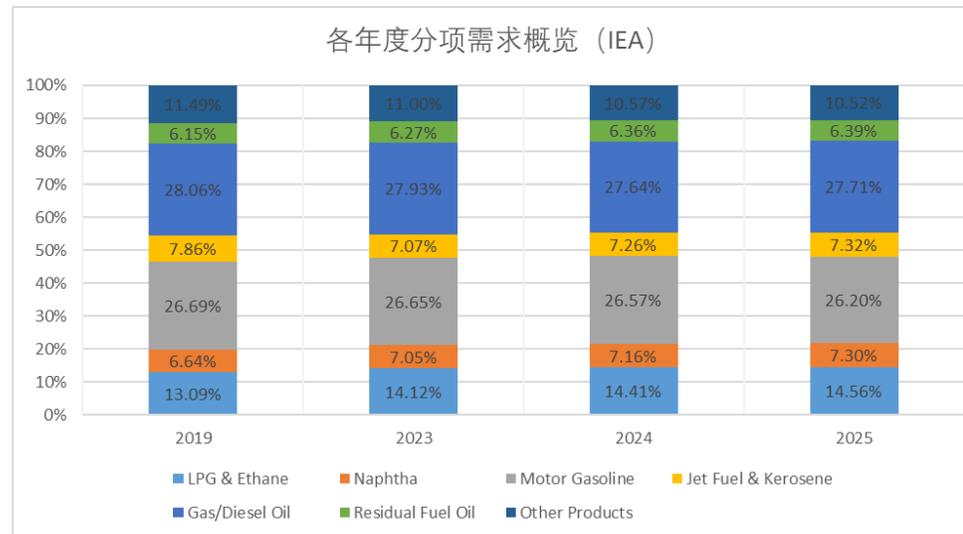
印度：绝对量变化不显著，季节性趋势较强

- 绝对量而言，三大机构对于印度24年的增量整体趋于20万桶日-30万桶日范围内，4、5月份对其需求增量均有小幅上调但幅度不大，月度调整级别均保持在2万桶日左右，若无大的政策变动全年印度需求变化量级不大。
- 季节性方面，印度方面呈现较为明显的季节性特征，6月份以后其需求有较为明显的转弱趋势。



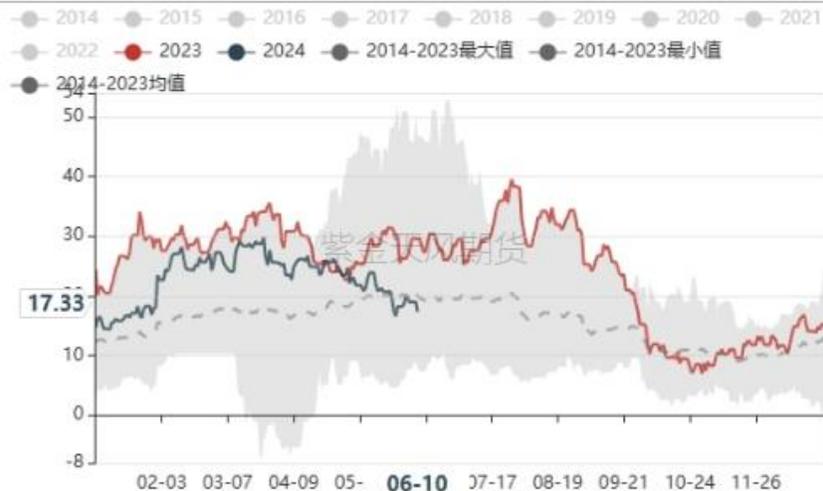
旺季将至，汽油需求检验成为关键

- 需求端分油种来看，近五年数据显示，需求端变化不大，其中汽油、柴油占比为主产品，分别占比约26%和27%左右。
- 较1月份预估，临近汽油旺季的当下，汽油需求增量较年初有明显的提高，季节性托底的因素仍在。
- 但是分区域来看，汽油需求的上调主要在于非OECD国家，主要在于多轮政策刺激下对新兴经济体国家需求的看好，欧美为代表的OECD国家较年初变动不大。

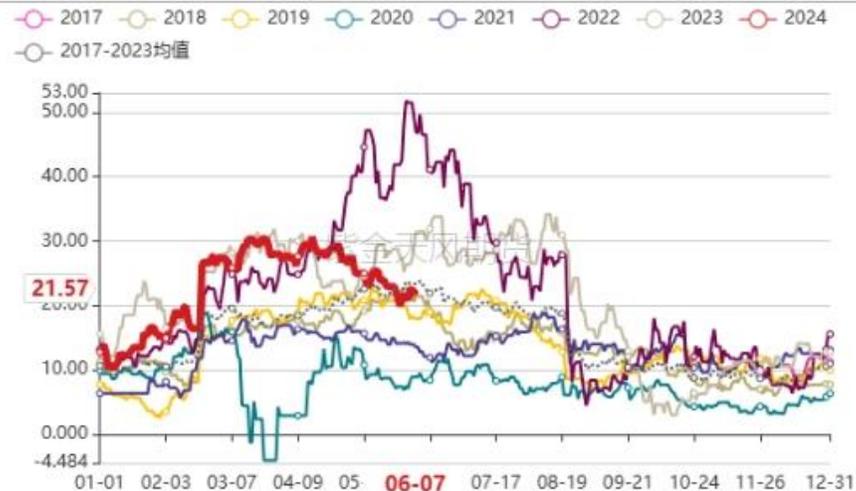


汽油裂解低位持续压制原油上方空间

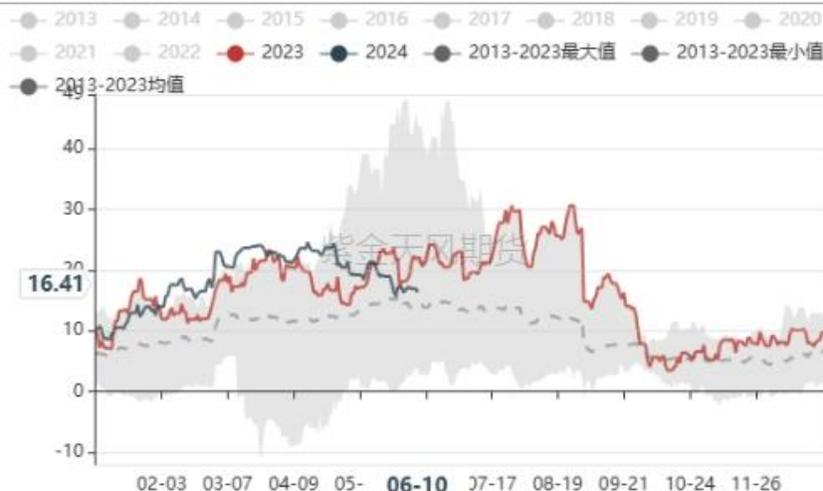
【SC】裂解价差 美湾汽油-WTI



【SC】美国汽油利润 (除RINs)



【SC】汽油炼油利润 西北欧汽油-BRENT

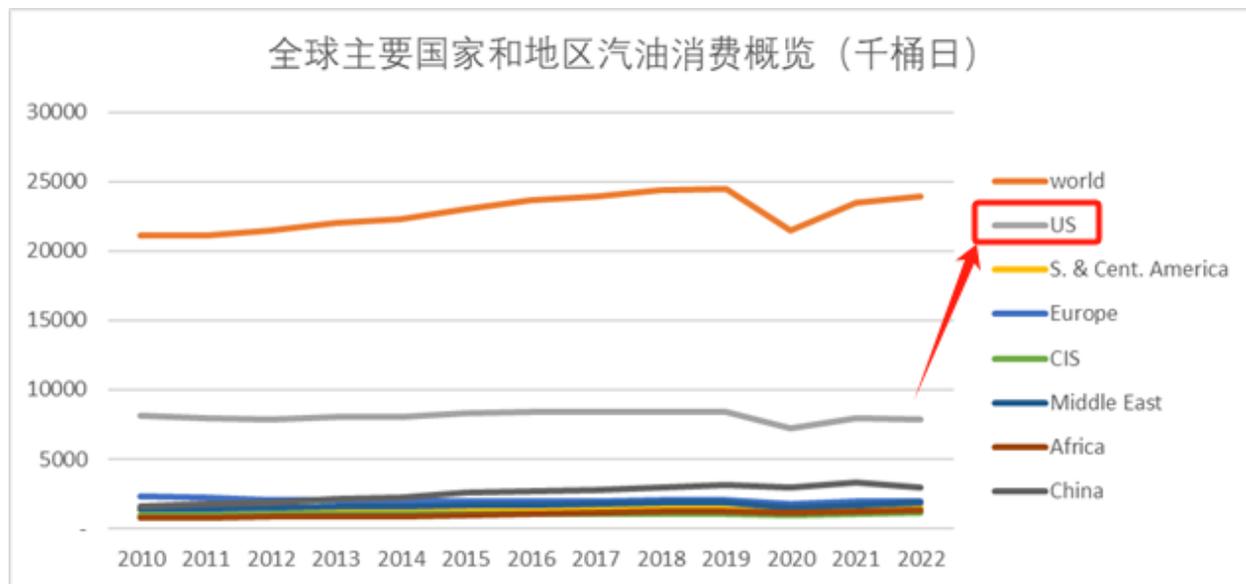


【SC】汽油炼油利润 新加坡汽油-Brent



关键点依旧在美国，旺季还能旺吗？

- 就全球范围内的汽油需求来看，根据EI的数据显示，2022年全球汽油需求量约为2390万桶日，其中仅美国就有790万桶日左右，占全球汽油需求的35%左右，为最大的汽油需求国。
- 结合前期美国汽车协会（AAA）预计，阵亡将士纪念日假期旅行期间，今年的旅行者总数比去年增加了4%，这不仅意味着游客人数超过了疫情前的水平，也可能是今年出行旺季可能超预期的另一个佐证。



2024 Memorial Day Travel Forecast

Share of Travelers by Mode



Number of Travelers by Mode

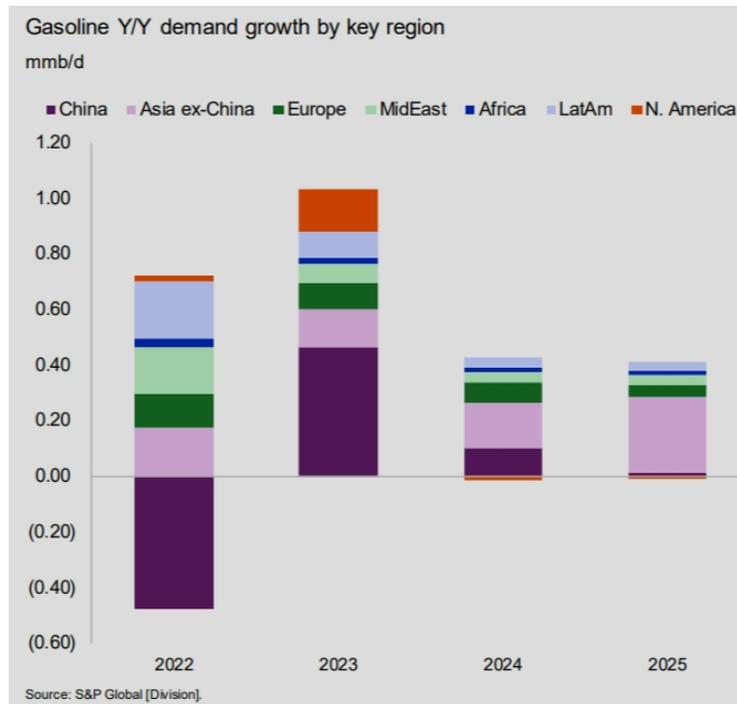
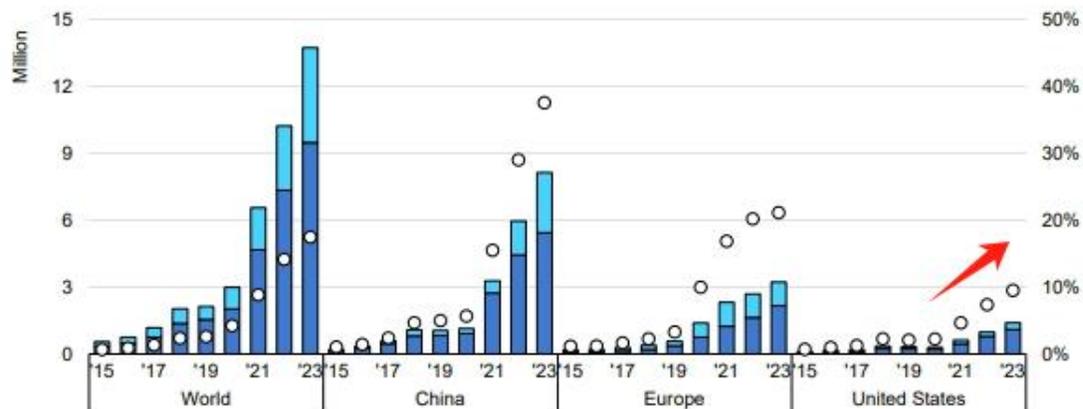
	Auto	Air	Other	Total
2024 (forecast)	38.4M	3.51M	1.90M	43.8M
2023	36.9M	3.35M	1.80M	42.0M
2019	37.6M	3.22M	1.90M	42.8M
Growth* (2023 to 2024)	4.0%	4.8%	5.6%	4.1%
Growth* (2019 to 2024)	1.9%	9.3%	0.3%	2.4%

*Percentages may differ due to rounding. | Source: S&P Global Market Intelligence

新能源的渗透也是削弱汽油需求的原因之一

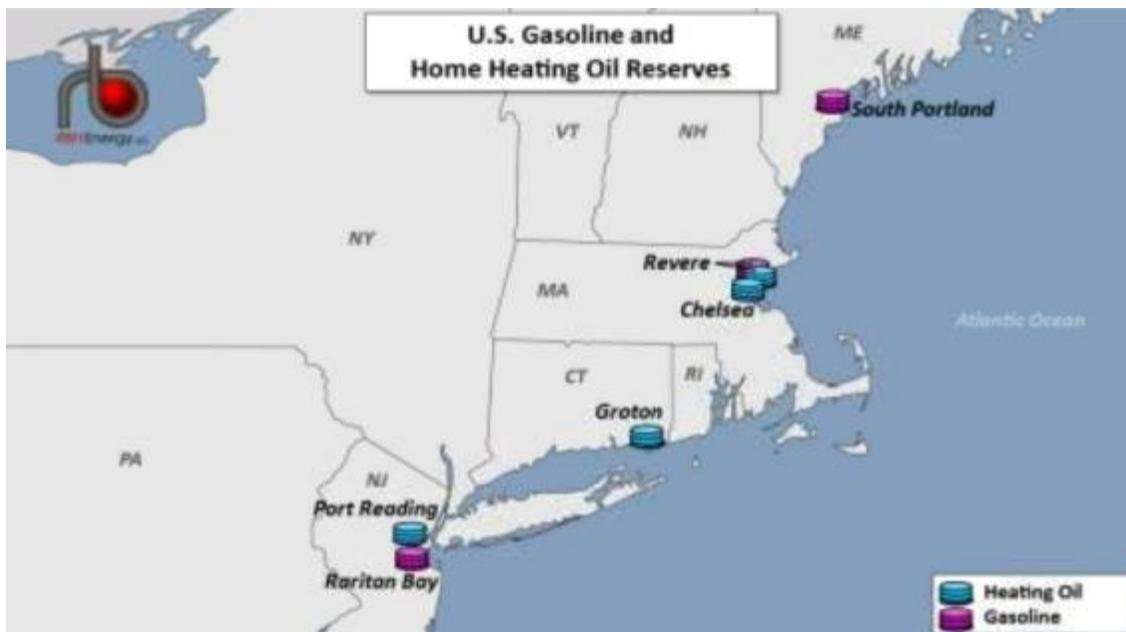
- Platts数据评估，美国区域的汽油需求已经不是未来主要的需求增量区域，其中新能源的不断渗透也是一个潜在的原因。整体而言美国新能源渗透率较欧洲、中国偏低，根据IEA方面评估美国新能源销售份额维持在10%左右，但整体仍处增长趋势。
- 随着OPEC方面减产的逐渐回归+汽油需求弱化的背景下，我们认为四季度存见底的可能。

Electric car registrations and sales share in selected countries and regions, 2015-2023



美国压制汽油价格的政治诉求

- 2012年受超级风暴影响，两家炼油厂受损严重，使得纽约港40多个码头关闭，部分加油站燃料缺失达30天，因此2014年美国能源部长授权建立汽油应急库存，量级约为100万桶。其中70万桶汽油位于纽约港地区，20万桶位于波士顿地区，10万桶位于缅因州南波特兰。
- 美国能源部宣布在阵亡将士纪念日（5月30日）至7月4日之间，释放全部100万桶汽油战略储备，这也是此项战略储备建立起来以后第一次释放，压制汽油价格以赢取下半年选票的支持也是拜登政府的政治诉求。



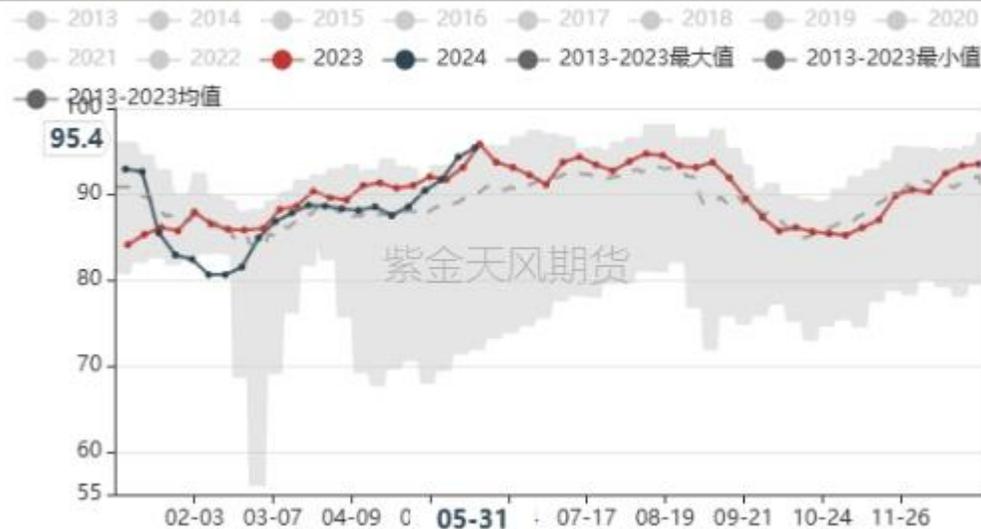
关注美国汽油真实兑现情况

- 经过数周的累库，美国汽油库存依旧解决历史中位水平，背后主要在于今年汽油需求向好的乐观预期下，炼厂方面极高负荷开工所致。
- 真实需求是否如期还需要继续跟踪，尤其是主要消费地PADD1区的变化情况。

【SC】美国汽油库存



【SC】美国炼厂开工率



【SC】PADD1汽油库存



免责声明

本报告的著作权属于紫金天风期货股份有限公司。未经紫金天风期货股份有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为紫金天风期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于紫金天风期货股份有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但紫金天风期货股份有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且紫金天风期货股份有限公司不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，紫金天风期货股份有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与紫金天风期货股份有限公司及本报告作者无关。





紫金天风期货

立足产业 研究驱动

感谢!

THANKS FOR YOUR ATTENTION

