原油市场现实和预期形成正反馈

本文作者：中金财富期货研究所　刘绅
期货从业资格证书号：F3041660
期货投资咨询从业证书号：Z0015324



概述：尽管行业处于季节性过剩周期，但种种迹象表明未来供需趋于收紧，供应端保持收缩克制，需求端淡季触底回升，原油市场将有望重新转入偏紧平衡状态。站在三到六个月的中长期角度，油价将在震荡运行中为重心抬升蓄势。

供应端整体保持克制

长期以来，油价重心维持在相对高位，主要离不开 OPEC+坚持减产，将供应限制在较低水平，目前这一措施将继续延长至二季度。根据 OPEC 最新一期月报，该组织从今年 1 月开始实施新一轮自愿减产，但被尼日利亚和利比亚增产所抵消，2 月该组织原油总产量仍增加了 20.3 万桶/日至 2657 万桶/日。作为 OPEC 最重要的盟友，俄罗斯本次减产配额为 47.1 万桶/日，并且将原油产量和出口量合并统计口径，将避免出现去年纸面产量下降而实际出口激增的情况。当前美国跻身

全球第一大产油国，原油产量节节攀升并刷新历史高位记录，近期持稳在 1300-1330 万桶/日，业内普遍认为今年页岩油增速将显著放缓。此外，考虑到伊朗在灰色市场上销售的原油增长面临瓶颈，上半年全球原油总供应量有望保持克制。

不断增长的非 OPEC+产出，以及亚洲需求后劲不足的担忧，可能会影响原油走势进一步上行的节奏，但全球供应总量受限减缓市场压力，未来数月油价重心仍有一定抬升空间。

需求端预期近弱远强

一季度北半球油品消费处于传统淡季，国内外主要炼厂仍多受集中检修影响，整体开工率位于一年中的低谷。中国主营炼厂的裂解利润有所回升，但地方独立炼厂负荷持续下降，4 月部分国内炼厂即将进入春季检修期，影响原油加工需求的释放。北美炼化行业在运营节奏上通常比国内早一两个月，从近期 EIA 高频数据上，美国炼厂开工率已观察到明显反弹。随着天气逐渐转暖和汽油等燃料消费恢复，中美炼厂年检结束后开工率均呈回升态势，预计原油加工需求将有显著的季节性增长。

然而，全球经济复苏不均衡、节奏迟滞，尤其是制造业表现低迷，虽然美国通胀水平已经受控，但降息预期大幅推迟，宏观层面中性偏空。整体来看，原油市场当前处于一年中压力较大的时期，5 月开始供需平衡将有望进一步改善，年中以后传统旺季叠加美联储降息预期或将落地，刺激油价走势保持强劲。

美国回购战略库存储备

虽然3月仍处于原油市场季节性累库阶段，但EIA周报显示目前没有太大的库存压力，美国将持续回补战略原油储备，这样又额外增加了原油采购需求。美国能源部长在剑桥能源周上表示，美国战略原油储备规模将恢复到两年前大规模抛售前的水平或者更高。

回顾俄乌战争爆发导致油价飙升后，美国拜登政府曾宣布将释放1.8亿桶原油，这是史上最大规模的SPR出售，此后战略储备降至80年代以来低位。但由于2022年国会授权的销售此前被取消，使得2024-2027年本应出售的另外1.4亿桶原油得以保留，成为近期SPR回升的一部分原因。截至3月8日，美国战略原油储备规模为3.63亿桶，而2022年3月抛储前高达5.65亿桶，这意味着未来美国将从市场上采购超过2亿桶原油。美国能源部未提供今年收储的具体数量，业界估计到年底将大约补充4000万桶原油，回购的目标价格在79美元桶以下，这也从侧面指出后续原油走势预期偏强。

俄乌地缘问题再起风波

随着乌克兰使用无人机对俄罗斯炼油厂频繁发动袭击，俄乌战争再次被原油市场定价，地缘政治风险正在加剧全球能源供应危机。

在正面战场失利后，乌克兰转而加强对俄罗斯能源基础设施的打击，使用大量无人机破坏俄本土的大型炼油厂，造成部分产能的关停。2024年迄今，至少10家俄罗斯炼厂受到乌克兰无人机攻击，总共有

大约40万桶/日占7%的产能因不可抗力离线，这一威胁或将长期持续，一些炼油设施受到的损害可能是不可逆的。再加上3月俄罗斯炼厂开始进入集中检修期，设备损坏及关停造成成品油产量明显下滑。

俄罗斯炼厂遇袭和油品供应下降，一方面使得欧洲成品油市场紧张，进而大幅推涨国际油价；另一方面，俄罗斯本土原油加工量下滑，会促使其转而增加原油出口，但在OPEC+减产约束和西方严厉制裁下，扩大出口的难度也很大。地缘相关的不确定性因素正在积聚，短期内可能会使混乱程度上升，整体来看对油价的影响偏利多。

现实预期相交织，基本面指向偏强

我们注意到，在本轮油价上涨行情中，原油期货月差结构明显弱于主力合约表现，即市场实际供需关系无法匹配情绪和资金面的强势。这意味着，当前原油市场并未摆脱季节性淡季的现实情况，更多交易的是未来需求预期的改善。

尽管现货端并没有那么紧张，但从近期的高频数据来看，现阶段原油库存对油价并不构成明显压力。随着时间推移，美国汽油裂解价差持续走强，国内炼厂集中春检利空出尽，叠加二季度OPEC+继续收紧供应，原油市场经过短暂的微幅过剩后又将回到紧平衡格局。

基本面综合来看，近期原油供需层面现实和预期变化形成了正向反馈，体现在油价重心的大幅抬升。不过从交易的角度，投资者对上涨的持续性仍存在一定分歧，短期大概率将高位震荡盘整，上行驱动需要看到进一步的积极信号。

法律声明

版权免责声明：本报告由中金财富期货有限公司提供，未经中金财富期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过正当渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

报告内容免责：本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本资料仅代表报告发布当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据中金财富期货研究所后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改。

报告使用免责：本报告仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流，普通投资者若使用本资料，有可能因缺乏解读服务而对报告中的关键假设、评级、目标价等内容产生理解上的歧义，进而造成投资损失。本资料仅供投资者参考之用，并不构成对所述期货买卖的出价，在任何情况下，本报告的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。投资者不应单纯依靠本资料的信息而取代自身的独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险。我公司及研究人员不对投资者使用本资料涉及的信息所产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。

中金财富期货有限公司

公司网站：https://www.ciccwmf.cn

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 4203—4205 单元

邮编：518038

传真：0755-82912900

总机：0755-82912900