供需平衡收紧，国际油价走强

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



前言：展望 7-9 月，我们的基本看法是：在 OPEC+以及美国等非传统产油国总供应量大致稳定的情况下，夏季强劲的旅游和发电等需求将推动原油市场去库，并造成较为明显的供需缺口。三季度国际原油市场整体表现料应偏强，但上有压制下有支撑，不出重大意外难以打破长期形成的震荡区间。

三季度供应端整体保持克制

由于 OPEC 及其盟友在三季度维持减产落地，原油供应过剩的叙事不适用于夏季，期间全球原油原油库存极大概率将得到去化。然而，由于主要产油国保有巨量的闲置产能，能够有效抑制供应端波动风险，从而给油价上涨限定了空间。

第三方统计数据显示，5 月 OPEC 原油产量为 2662.9 万桶/日，较上年同期减少 145.5 万桶/日，环比微增 2.9 万桶/日。实际上，伊拉

克等多个主要产油国实际产量高于配额，主要靠沙特100万桶/日的自愿额外减产保持总量约束。5月OPEC及其盟友总共22国整体原油可持续生产能力为4817万桶/日，有效剩余产能562万桶/日，其中沙特就占到308万桶/日。

俄罗斯配合进行年内最大幅度的减产，5月俄罗斯原油产量达到939.3万桶/日，但仍高于配额17万桶/日，更是超出其承诺的自愿减产目标。俄罗斯原油出口量也保持增长，中国、印度等亚洲市场贡献的增量弥补了对欧洲出口的减少。

美国依旧坐稳全球第一大产油国，EIA高频数据显示原油产量升至1320万桶/日，但活跃钻机数再次下滑显示上游资本支出不足，将会限制未来美国页岩油行业的增产空间，对全球原油供应的边际影响力较2017-2019年大幅削弱。

总体而言，5月全球原油产量约为1.02亿桶/日，在接下来的三四个月大概率略低于需求量，从而保持偏紧平衡的态势。

OPEC+自愿减产去留成为关键

如我们此前总结，OPEC及其盟友就2024-2025年的产量框架基准顺利达成一致，很大程度上化解了该组织的内部分歧，进一步降低了原油市场的不确定性。不过交易者对现行减产协议的约束力忧心忡忡，质疑未来OPEC+的定价话语权可能会被削弱，从而导致现货市场充斥着过剩现象，这也是OPEC+会议落地后油价第一反应是下跌的直接原因。

目前OPEC+的理论减产额度中有220万桶/日的自愿部分，这是该组织持续追加减产的结果，以抵消竞争对手增加的产量，否则将面临油价下行的压力。不过，本次沙特强调对于自愿减产逐步退出的方案，保留暂停甚至逆转的选项，伊拉克、哈萨克斯坦等履约率较低的成员国也声明将遵守纪律并补偿性减产，这220万桶/日的闲置产能或暂不具备回归条件。

总之，原油供给侧调控能否保持有效将是非常关键的因素，10月以后自愿减产退出的预期存在变数，重点关注沙特等主要海湾国家的表态对四季度产量政策的指引。

需求前景预期存在较大争议

主流国际能源机构观点来看，国际能源署(IEA)对全球原油需求前景看法较为悲观，而原油最大卖方机构OPEC维持乐观预期。

IEA将2024年全球原油需求增长预测下调10万桶/日至96万桶/日，预计2025年原油需求增长100万桶/日，并认为随着主要经济体能源结构转型的推进，到2020s这十年末，全球原油需求总量将稳定在1.06亿桶/日附近，而总供应能力可能攀升至近1.14亿桶/日，这将造成原油市场供需过剩高达800万桶/日。

OPEC在6月报告中维持对2024和2025年全球原油需求增长预估分别为225和185万桶/日不变的结论。具体来看，OPEC将2024年一季度全球原油需求增量统计值下调5万桶/日至1.0351亿桶/日，同

时将二季度预测值上调 5 万桶/日，并预计下半年全球原油需求增长平均值为 230 万桶/日。

目前原油期货月差结构企稳，汽油、柴油等成品油裂解价差回暖，是市场季节性走强的一个迹象。接下来应观察供需层面能否持续改善，去库存拐点将是影响油价的关键指标。业界多数分析师估计，原油市场至少会在三季度保持收紧，供需缺口中性预期在 170 万桶/日左右。

如何辩证看待权威机构分歧

IEA 的主要依据是经济疲弱和能源转型构成长期利空，自疫情后经济和需求反弹失去动力，发达经济体能源消费预计将持续数十年的下降趋势，以中国为首的亚洲新兴经济体出现失速，因此全球原油需求增长正在显著放缓，并将在 2030 年达到历史峰值。

与以往一样，每次国际能源署 IEA 发布看空观点后，OPEC 都会对此予以驳斥。OPEC 秘书长表示，IEA 预测的全球原油需求见顶还不会出现，需求达峰论容易误导市场，致使能源价格产生空前剧烈的波动。IEA 曾判断全球汽油需求在 2019 年见顶，但事实上 2023 年汽油消费量达到创纪录水平。

抛开两大机构的买方和卖方立场，客观来看，尽管新能源转型是大势所趋，但全球原油日均供需平衡量级高达 1 亿桶以上，数十亿人需要稳定、充足和经济的能源供应来源，因此今年观察到的增长放缓，不能表明数年内即将转入下行。廉价能源时代已经一去不返，但未来油价上涨空间同样受到制约，大多数时间应以高位区间震荡作为常态。

油价走势偏强，震荡区间难破

包括原油在内，大宗商品期货交易的既是基本面，也是对基本面的预期，还是对预期差的修正。

回顾 6 月初 OPEC+会议延长减产落地，油价在长期震荡区间内部触底，市场弥漫着悲观氛围和看空情绪。但超跌后有反弹修复需求，同时基本面逐渐从需求疲软和超预期累库中缓解，投机性资本趁机获利了结空单并回补多头头寸，市场风向的转变推动国际油价在 6 月录得超 10%的涨幅。经过本轮强势反弹后，原油市场已经兑现了部分利多预期，随着三季度传统消费旺季正式到来，原油供需的季节性缺口能否如期出现，这将是接下来交易预期差的核心变量。

在 5 月原油市场表现低迷时，我们坚持认为旺季预期将会兑现；但现在油价涨势迅猛时，我们反而不对天花板抱有过多幻想。我们认为，到 9 月出行旺季结束前，油价大概率仍将走强，只是上涨空间相对有限，Brent 价格可能会升至 90 美元/桶以上，但很难突破 100 美元，四季度或将再次回落。无论如何，至少三季度原油市场表现偏强是业界共识，我们维持滚动式做多的策略。

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