市场预期悲观，油价弱稳震荡

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：7月以来国际油价遭遇深度重挫，从年内高点回落至长期运行区间下沿寻找支撑，中短期或维持在当前位置附近波动。参考基本面供需的季节性规律，鉴于原油绝对估值水平仍然偏高，未来3-6个月大概率前高后低，或仍存在进一步的下跌空间。

非农数据利空，宏观衰退忧虑

近月以来，国际油价从阶段性高位大幅回落，市场表现疲弱的主要原因是，在自身基本面缺乏亮点的情况下，宏观经济衰退预期拖累原油在内的大类风险资产普跌。

宏观层面上，美国劳工部最新公布的数据显示：7月美国非农部门新增就业岗位11.4万个，6月数据则从20.6万下调至17.9万；7月美国失业率从6月的4.1%升高至4.3%。当期非农被解读为显著利空，美国非农就业人数远低于经济学家估计，失业率以及首次申请失

业救济金人数均表明劳动力市场有降温迹象，显示出美国经济萎缩程度超过预期。

OPEC 在最新一期月报中，维持对原油供应收紧和需求增长的乐观看法不变，但市场主流意见并不认可经济稳健复苏的论点，反而加重了对美国和非美经济体前景的疑虑。鉴于萨姆法则历史上惊人的准确性，市场对未来经济陷入衰退的担忧再次加剧，避险情绪升温波及大类资产，也助推了原油走势的深度下跌。

旺季不及预期，需求前景悲观

终端需求方面，本轮传统旺季尚未结束或证伪，但原油市场预期被机构和投资者不断看衰。

国际能源署（IEA）发布最新的月度报告，对此前的 2024 年全球原油供需关系预测再次作出了下调。IEA 预计，2024 年全球原油需求平均为 1.031 亿桶/日，比 2023 年增加 100 万桶/日，较上月下调 10 万桶/日。美国能源信息署（EIA）的高频数据显示，迄今出行高峰未能刺激汽油消费加速放量，今年的情形不同于以往传统旺季模式，后续还将面临季节性转弱的风险。对需求的担忧不仅局限于美国，中国原油进口量持续下滑，主营炼厂开工也指向需求在显著放缓。

显而易见的是，疫情结束后全球经济重启并不顺利，美国和非美经济体复苏极不平衡，原油总需求高速增长已成为历史。中国长期以来是全球原油需求增长的最主要驱动，受宏观下行导致的疲软，以及

新能源汽车替代等因素影响，中国能源消费出现显著放缓，而印度等新兴市场体量尚不够大，在可预计的 2030s 全球原油需求或将见顶。

供应保持收紧，关注减产去留

统计数据显示，6 月 OPEC 全体 13 个成员国原油总产量为 2698 万桶/日，环比 5 月下降 8 万桶/日；其中参与减产的 9 个成员国原油产量为 2169 万桶/日，环比下降 11 万桶/日。该组织能够实现减产的主要原因仍是沙特严格履约，伊拉克等国长期不能遵守承诺，不受制约的伊朗原油产量达到 324 万桶/日的近年高位。OPEC+联盟方面，6 月俄罗斯原油产量估计在 907.8 万桶/日，略高于减产配额约 10 万桶/日，执行率较前几个月有所提高。

根据自 2022 年底以来达成的协议框架，理论上 OPEC 及其盟友目前原油减产规模总计应为 586 万桶/日，约占全球原油需求的 5.7%。在上次部长级会议上，该组织同意将其中 366 万桶/日的减产份额延长至 2025 年底，但 220 万桶/日的自愿减产部分仅延长至 2024 年 9 月底，并计划从 10 月开始逐步退出。

很显然，当前的油价水平不支持大幅增产，此番下跌后已无法满足沙特的财政收支平衡，不过阿联酋等国仍致力于提高产量配额，以最大化分享这一轮牛市周期的红利。因此，未来原油市场供应端的关键在于，10 月以后取消部分减产的计划是否将做出任何改变。就现阶段而言，原油市场实际供应压力并不大，相对当前油价位置仍可提供一定支撑。

地缘政治吃紧，市场选择忽视

近期中东局势再度产生激化的迹象，但原油市场已经对地缘政治影响基本脱敏。

去年 10 月巴以冲突爆发以来地缘政治持续外溢，从也门红海危机，到黎以边境交火，再到最近哈马斯领导人遇袭，以色列与抵抗之弧的持续较量，可能会成为伊朗卷入全面对抗的导火索。不过对于本次冲突的演变，尤其是参考伊朗驻叙利亚大使馆遇袭事件，外界普遍认为各方将保持克制，仅采取有限度的打击手段，而不是开辟一条新的战线。因此，尽管地缘局势仍然十分紧张，但引发类似“顿巴斯特别行动”的概率其实不大，几乎不会对全球能源安全造成实质性威胁。

目前原油市场的主要矛盾是，需求担忧超过了供应风险，主要经济体疲弱将会阻碍能源等大类消费，极大削弱了题材炒作的动能，以至于中东紧张局势已经难以掀起波澜。简单来讲，未来只要原油供应未发生中断，盘面就难以做出积极反应。

交易机构唱衰油价，长期仍有下行空间

尽管三季度供需依然保持收紧，库存低位去化构成有效支撑，但今年旺季表现迄今尚未达到预期，出于对经济复苏和能源需求的担忧情绪，投资者多看空原油市场前景。根据美国商品期货交易委员会（CFTC）的持仓数据，对冲基金大幅削减了汽油的净多头头寸，上一次如此唱衰能源需求还是 2020 年疫情最严重的时期。

我们认为，三季度原油走势很难突破或跌破长期形成的区间，未来三到六个月重心震荡下移。以国际基准 Brent 原油为例，相比今年迄今 75-90 美元的重心区间，未来油价大概率将面临下行风险。

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