

## 策略推荐：取暖油消费旺季支撑油价

2024年11月29日

上海中期期货研究所  
能源化工研发团队

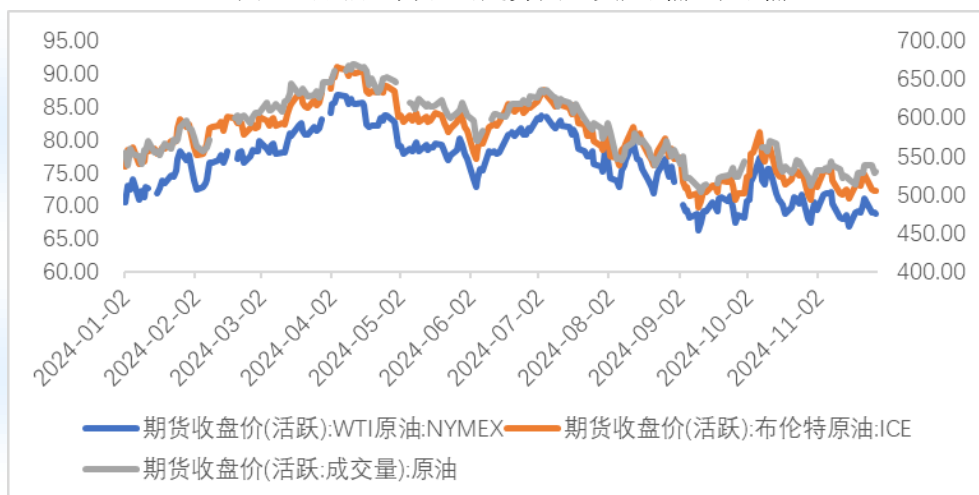
郭金诺

Z0019038

### 内容摘要：

11月原油价格呈现宽幅震荡态势。本月油价主要受地缘形势变化的影响出现波动。市场担忧中东局势升级将带来原油供应中断风险，推动油价上行。而后随着停火协议的推进，供应中断风险下降，油价回吐地缘风险溢价。俄乌方面，冲突不断升级，市场担忧原油生产受到影响，油价短时走强。随后在市场情绪降温影响下，油价再次回吐地缘溢价。12月预计全球原油市场供需结构有所修复。供应方面，市场预期OPEC+将继续延长额外减产220万桶/日，但OPEC+减产执行率方面的隐忧仍存。美国方面，虽然其原油活跃钻井数环比回落，但完井数的平稳增长和DUC井数量的下降所带来的原油产量增量将帮助美国原油产量持续维持高位，整体全球原油供应端的压力仍在。需求方面，中国相继出台的一系列货币和财政刺激措施，将推动房地产业和制造业景气程度回升，进而推动原油消费。欧美等发达经济体进入取暖油消费旺季，在预期取暖日增加的影响下，预计原油消费将受支撑。**整体来看，全球原油市场供需结构有所修复，12月油价将得到支撑，关注美联储降息节奏和地缘风险变化对油价的影响。**

图1：原油主力合约走势图（美元/桶、元/桶）



资料来源：同花顺，上海中期

## 主要因素分析：

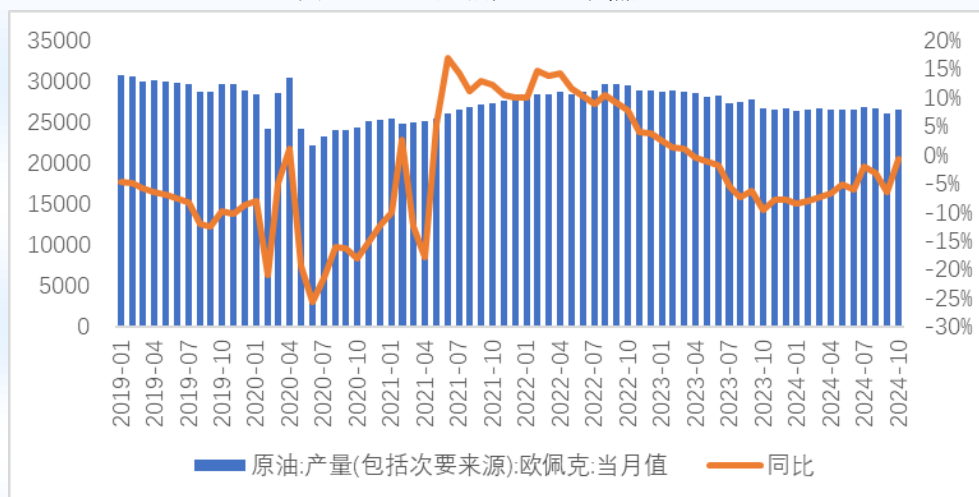
### 一、供应：OPEC+超额生产施压供应端

#### 1.1 OPEC+供应情况

10月OPEC原油产量平均为2653.5万桶/日，环比增加1.79%，同比下降0.72%。本月OPEC原油产量的增长主源于利比亚、尼日利亚和刚果的增产。其中利比亚增产55.6万桶/日、尼日利亚增产3.5万桶/日、刚果增产1.2万桶/日。沙特原油产量平均为896.8万桶/日，环比增加0.04%，同比下降0.29%。9月OPEC九国（除伊朗、利比亚、委内瑞拉外）减产执行率依然低于目标值，其中伊拉克、阿联酋和科威特超额生产位居前三。根据IEA的数据显示，9月OPEC九国产量高出目标产量60万桶/日，环比下降11.76%。非OPEC产油国产量高出目标产量11万桶/日，环比增加175%。OPEC+18国产量高出目标产量72万桶/日，环比持平。本月整体依旧超额生产，非OPEC产油国产量增长抵消了OPEC产量下降，导致本月产量增速没有进一步下降。OPEC+产油国面临市场份额和油价间的抉择，预计在目前油价重心下移的影响下，12月OPEC+的原油产量将进一步向目标值靠近。

6月2日OPEC+会议同意将2023年4月宣布的165万桶/日自愿减产措施延长至2025年底。2025年OPEC的目标产量为2413.5万桶/日，OPEC+的目标产量为1.559亿桶/日，具体国家的目标产量为：安哥拉100.7万桶/日、刚果27.7万桶/日、赤道几内亚7万桶/日、加蓬17.7万桶/日、伊拉克443.1万桶/日、科威特267.6万桶/日、尼日利亚150万桶/日、沙特1047.8万桶/日、阿联酋351.9万桶/日、阿塞拜疆55.1万桶/日、巴林19.6万桶/日、文莱8.3万桶/日、哈萨克斯坦162.8万桶/日、马来西亚40.1万桶/日、墨西哥175.3万桶/日、阿曼84.1万桶/日、俄罗斯994.9万桶/日、苏丹6.4万桶/日、南苏丹12.4万桶/日。9月5日OPEC发表声明称，8个OPEC和非OPEC产油国决定将原定9月底到期的220万桶/日的自愿减产措施延长至11月底，从12月初开始逐月回撤这部分减产力度，但将视市场情况灵活把握回撤减产的节奏。OPEC+下一次部长级会议将于2024年12月1日召开，会上将对原油市场进行评估，并采取相应措施。

图2：OPEC原油产量（千桶/日）

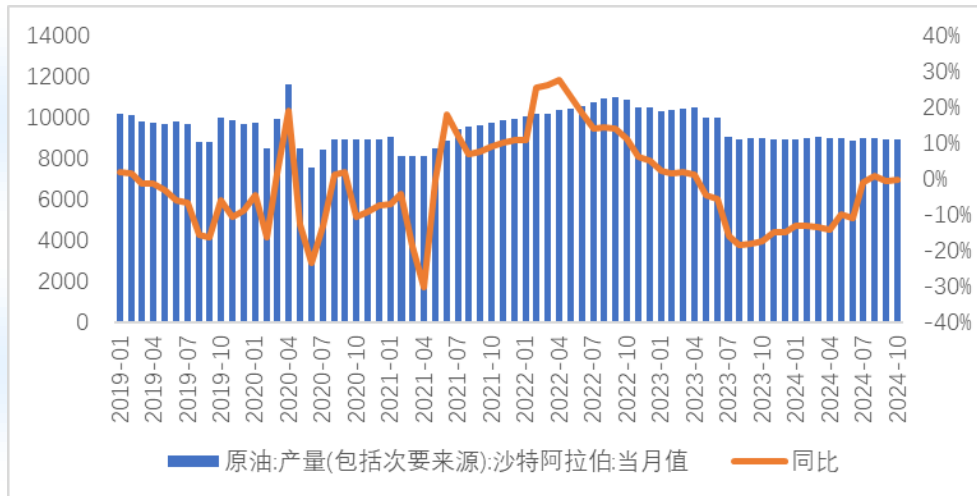


资料来源：同花顺，OPEC，上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

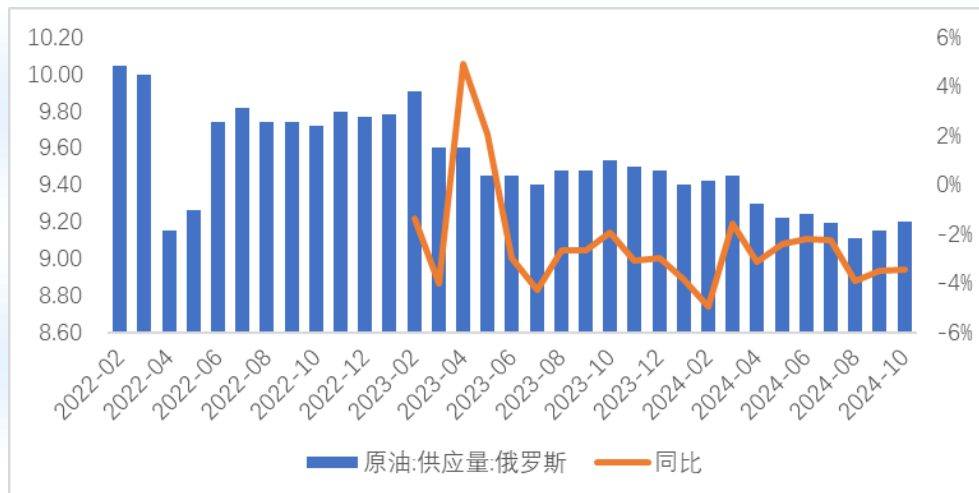
图 3：沙特原油产量（千桶/日）



资料来源：同花顺，OPEC，上海中期

**俄罗斯方面**，10 月俄罗斯原油产量为 920 万桶/日，环比增加 0.55%，同比下降 3.46%。俄罗斯原油产量高出目标产量 23 万桶/日，环比增加 64.29%，预计短期内产量表现将较为平稳。俄乌局势方面，俄罗斯总统普京 19 日签署文件，批准新版俄核威慑国家基本政策。相关法令从签署之日起生效。俄总统新闻秘书佩斯科夫曾表示，如果乌克兰使用西方的非核导弹攻击俄罗斯，那么根据新的核威慑政策，俄罗斯可以使用核武器进行回应。美国方面表示美国不寻求更广泛的地区冲突，不寻求与俄罗斯开战，但美国将继续支持乌克兰。美国国防部已于 11 月 20 日宣布再向乌克兰提供估值约 2.75 亿美元的军事支持。在本届美国政府任期结束前，美国还会向乌克兰提供更多军事支持。预计在特朗普政府上台前，俄乌冲突缓和可能较小，拜登政府执政末期俄乌局势仍将较为焦灼。

图 4：俄罗斯原油供应量（百万桶/日）



资料来源：同花顺，IEA，上海中期

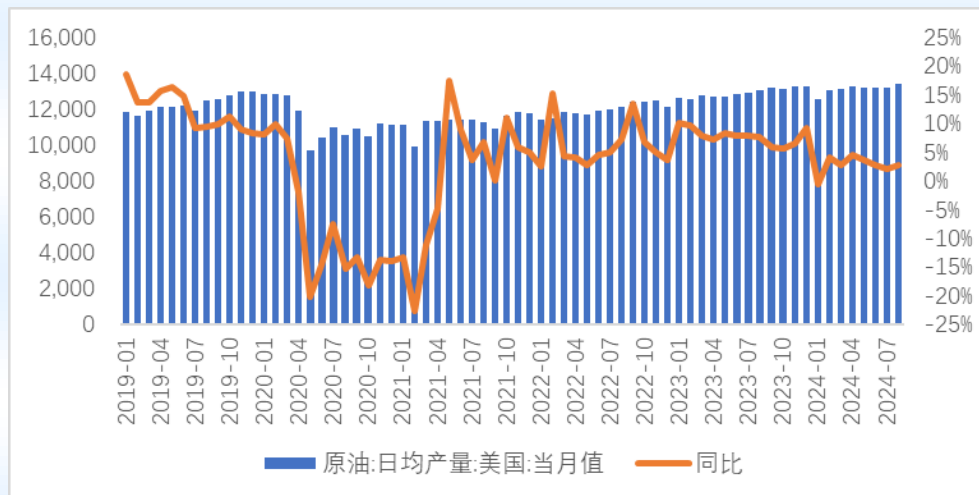
风险提示：市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

## 1.2 美国供应情况

8月美国原油产量为1340.1万桶/日，环比增加1.48%，同比增加2.71%。截止11月22日当周，美国原油产量为1349.3万桶/日，环比下降0.05%，同比增加2.22%。截止11月22日的四周，美国原油产量为1339.9万桶/日，同比增加1.51%，增速继续放缓。美国页岩油产量占其国内总产量的70%以上。因此页岩油产量的变化将决定美国原油产量的变化方向。而页岩油井衰减速度较快，一般完井后第二个月产量达到峰值，但半年内就会衰减40-50%，第二年基本失去经济价值；因此只有不断打井才能维持页岩油的高产量。活跃钻井平台数是反映页岩油行业上游投资强度和资本开支的重要指标，一定程度上也可以反映未来页岩油产量的变化。一般而言，新增钻井所带来的产量将在3个月后逐渐显现。截至11月22日当周，美国钻机数为583台，环比下降0.34%，同比下降6.27%；其中石油钻机为479台，环比下降0.21%，同比下降4.20%。9月美国五大页岩油产区新完井数为717口，连续3月维持零增速；除墨西哥湾外的其他产区新完井数为203口，环比增加1口。美国五大页岩油产区DUC井为3065口，环比减少8口；除墨西哥湾外的其他产区DUC井为2250口，环比减少12口。虽然油价走弱导致美国活跃钻石油井平台数量下降，但在DUC井持续转变为完井的支撑下，预计美国原油产量水平仍将维持高位。

图5：美国原油产量（千桶/日）

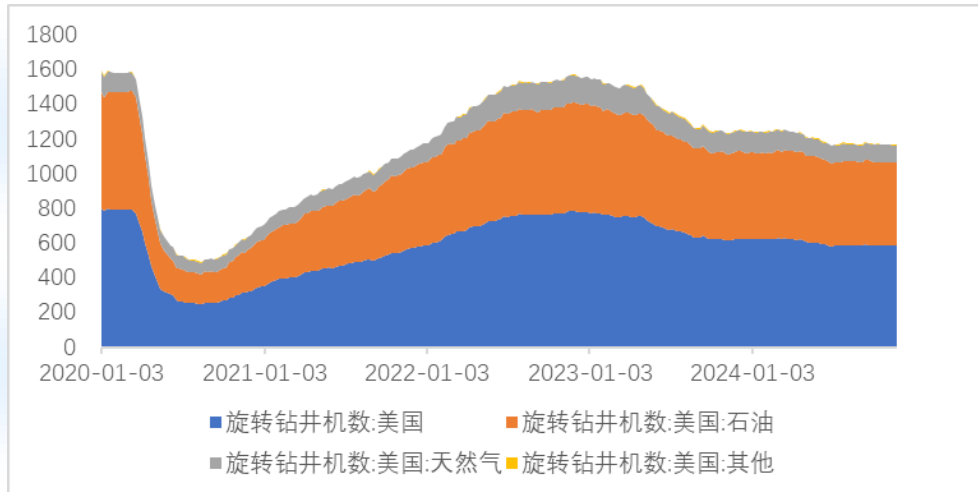


资料来源：同花顺，EIA，上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎。

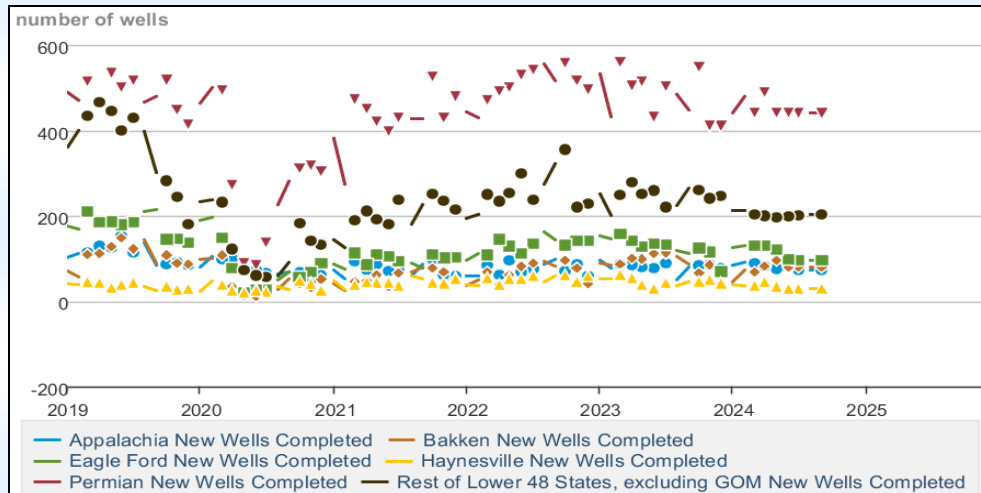
免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 6：美国钻井平台数（台）



资料来源：同花顺，Baker Huges，上海中期

图 7：除墨西哥湾外美国新完井数（口）

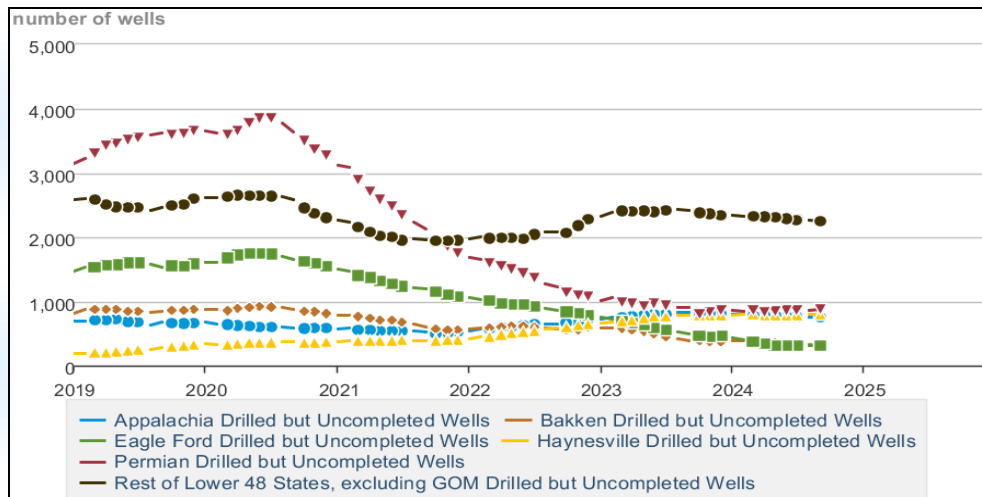


资料来源：EIA，上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 8：除墨西哥湾外美国 DUC 井数（口）

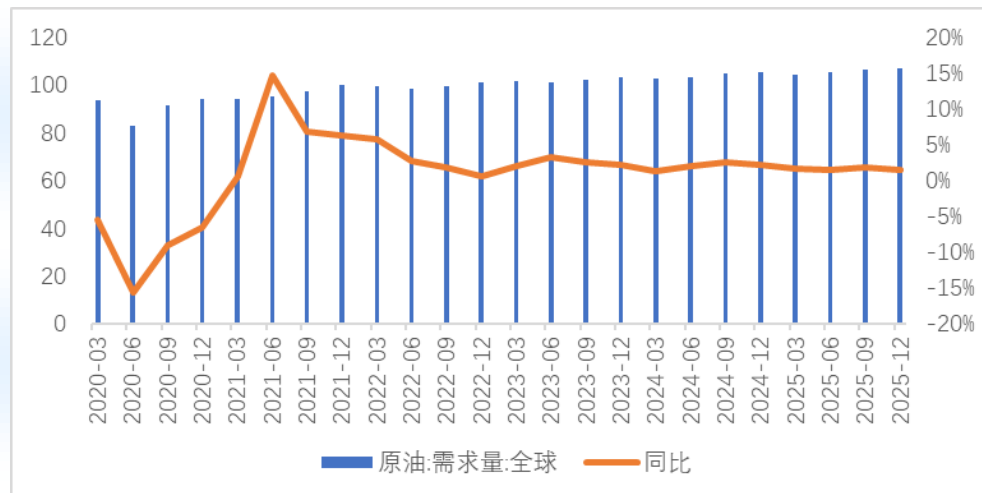


资料来源：EIA，上海中期

## 二、需求：取暖油消费高峰支撑原油需求

OPEC 11 月月报将 2024 年全球石油需求增长预测下调 10.7 万桶/日至 180 万桶/日。主要是对经合组织美洲、经合组织欧洲和非经合组织的几个地区进行了上调。与此同时，下调了中国、印度、其他亚洲、非洲和其他欧亚大陆的需求增速。经合组织的石油需求预计将增长约 20 万桶/日，主要来自经合组织美洲，并受到经合组织欧洲和亚太地区边际增长的支持。在非经合组织国家，石油需求预计将同比增长近 170 万桶/日，主要得益于中国的推动，并受到印度、其他亚洲、中东和拉丁美洲的支撑。在强劲运输燃料需求和持续健康的经济增长（尤其是在一些非经合组织国家）的推动下，预计 2024 年全球石油总需求将达到 1.04 亿桶/日。

图 9：全球石油需求量（百万桶/日）



资料来源：同花顺，OPEC，上海中期

美国方面，10 月美国炼厂开工率平均为 88.23%，环比增加 0.8%，同比增加 1.5%。美国墨西哥湾区

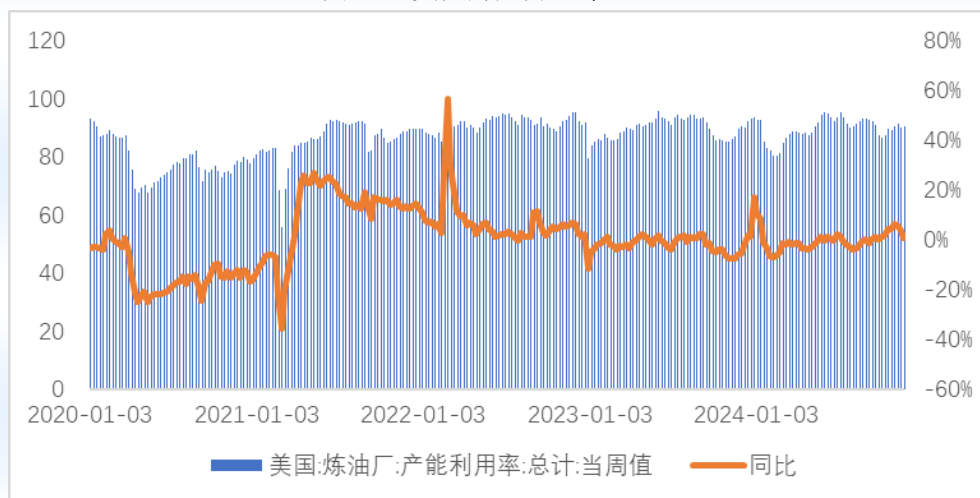
风险提示：市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

炼油毛利平均为 13.21 美元/桶，环比上涨 1.47 美元/桶，同比下跌 9.90 美元/桶。有限的成品油产量和随之而来的成品油库存下行压力推动了除汽油外所有其他产品利润的稳健增长。叠加，在温度下降和冬季开始的影响下，取暖燃料需求不断增长，使柴油成为当月利润率增长第二大贡献者。此外，在更高的里德蒸气压要求下，汽油规格从夏季调整为冬季，提振了石脑油消费。石脑油是 10 月炼油利润率上升的第三大贡献者。

预计四季度美国经济将继续得到私人家庭消费和制造业改善带来的支持。美国气象局认为拉尼娜现象几乎肯定会在 2024 年四季度和 2025 年一季度出现，这将会导致美国北部的气温变冷，燃料油消费将得到提振。航空旅行的持续活跃将带动航空煤油消费，进而继续拉动原油需求。但冬季驾驶需求放缓将拖累原油消费。OPEC 预计 2024 年四季度美国石油需求同比将增长 17 万桶/日至 2080 万桶/日。2024 年全年美国石油需求预计将增长 12.6 万桶/日至 2050 万桶/日。

图 10：美国炼厂开工率（%）



资料来源：同花顺，EIA，上海中期

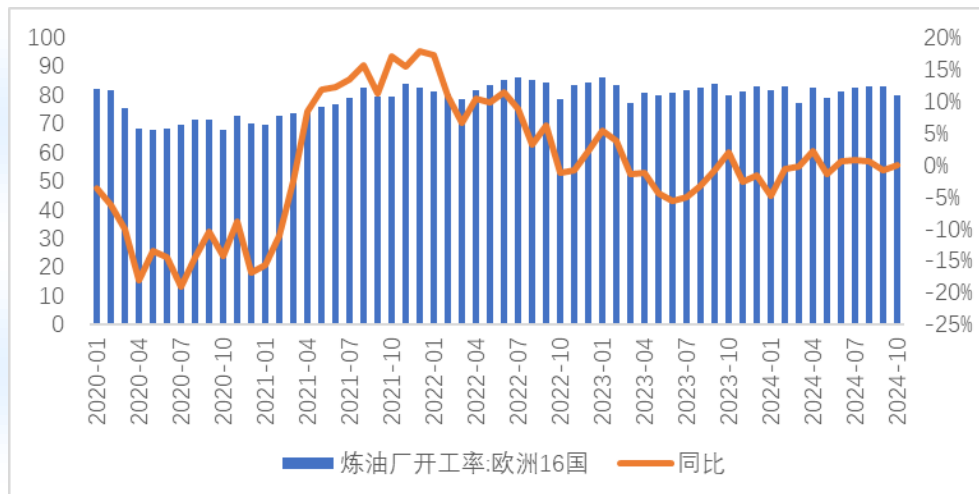
**欧洲方面**，10 月欧洲炼厂开工率为 80.06%，环比下降 3.00%，同比增加 0.40%。欧洲炼油毛利为 7.43 美元/桶，环比上涨 1.73 美元/桶，同比下跌 3.84 美元/桶。欧洲炼油毛利在连续七个月下跌后有所上升。由于大西洋盆地的重型炼油厂检修，西北欧的裂解价差得到推升。由于产量下降以及来自俄罗斯原油供应下降，欧洲高硫燃料油供应紧张，大幅推升了鹿特丹高硫燃料油裂解价，并带动整体成品油炼油毛利增长。

短期内欧洲的经济增速将维持正增长，但下半年整体将处于较低水平。2024 年一季度和二季度欧洲经济表现强于预期，预计在服务业增长的推动下，2024 年下半年石油需求将继续维持强势。但制造业和石化活动的持续低迷将在一定程度上拖累该地区的石油需求。预计 2024 年四季度欧洲石油需求同比将出现 1.6 万桶/日的温和增长。2024 年全年欧洲石油需求将同比增加 9 千桶/日至 1350 万桶/日。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 11：欧洲 16 国炼厂开工率（%）



资料来源：同花顺，OPEC，上海中期

**中国方面**，10 月原油加工量为 5953.80 万吨，同比下降 4.60%，环比增加 1.38%。9 月以来国家陆续出台各项财政和货币刺激经济措施，尽管刺激措施的影响还有待观察，但这些措施将对消费者的购买力产生积极影响，资金紧张的基础设施建设项目将得到提振。预计四季度在政策的刺激下，房地产行业、制造业的景气程度将有所改善。旅游业的持续复苏将继续推动航空煤油和汽油需求的增长。此外，预计今年年底全球成品油出口需求保持强劲，将带动四季度的石化产品需求。由于新增产能需要额外的液化石油气、乙烷和石脑油作为原料，预计石化原料需求也将保持强劲。因此 OPEC 预计 2024 年全年石油需求预计将同比增长 45.5 万桶/日至 1680 万桶/日。

根据卓创的数据显示，11 月国内主营炼厂平均开工负荷为 79.22%，环比上涨 0.77%。11 月福建联合石化、中海油宁波大榭石化及武汉石化仍处检修期，沧州石化于月末结束检修，并无其他新增检修炼厂，国内主营炼厂平均开工负荷环比上涨。12 月中海油宁波大榭石化或于月初结束检修，福建联合石化、武汉石化或于中旬结束检修，广西石化或于中旬进入全厂检修，检修损失量较 11 月份继续减少，预计 12 月主营炼厂平均开工负荷或继续增长。

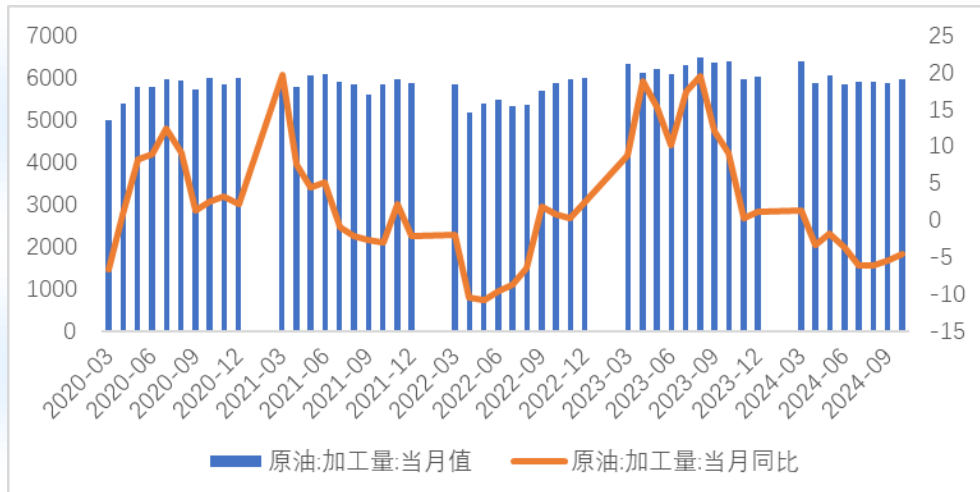
11 月山东地炼一次常减压平均开工负荷 60.38%，环比下跌 0.3%。11 月暂无新增加的检修炼厂。开工方面，岚桥石化常减压装置恢复开工。由于柴油需求表现较好，炼厂生产积极性增加，东营、淄博、烟台、菏泽等地区炼厂提升开工负荷；但因华星 10 月下旬全厂停工，导致本月山东地炼月度原油加工量环比下降。综合影响下，11 月山东地炼一次常减压开工负荷环比小幅下跌。12 月暂无炼厂计划进入检修期。随着提前批配额下发，部分炼厂原料供应或较充裕，后期存在提升负荷的可能。预计 12 月山东地炼一次常减压开工负荷或上涨。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。



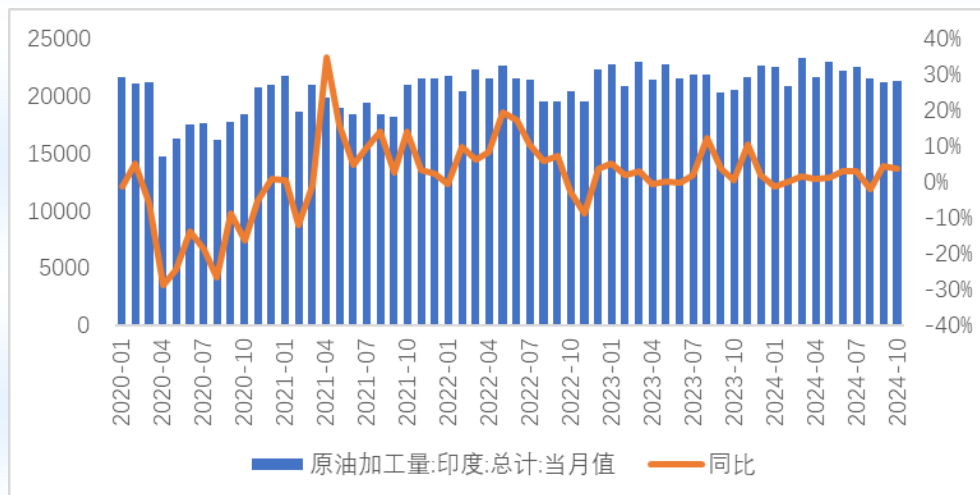
图 12: 中国原油加工量 (万吨)



资料来源: 同花顺, 国家统计局, 上海中期

**印度方面**, 10 月原油加工量为 2130.3 万吨, 环比增加 0.64%, 同比增加 3.60%。随着季风季节的结束, 石油需求将触底回升。预计印度持续强劲的经济增长将支撑该国的制造业和服务业。此外, 政府宣布将通过增加支出、创造就业机会和减免中产阶级税收来支持弱势群体、妇女、青年和农民, 将提振消费者支出并提振石油产品需求。液化石油气、乙烷和柴油消费预计将受益于小规模工业和住宅需求的增加。此外, 在驾驶出行需求和航空旅行行业复苏的背景下, 汽油和航空煤油的需求将保持稳定。印度传统的年度庆典活动也将推升运输需求并增加汽油消费。由于印度航空公司的机队今年增加了 84 架飞机, 航空燃料需求也可能激增。OPEC 预 2024 年印度原油需求将同比增加 25.5 万桶/日至 560 万桶/日。

图 13: 印度原油加工量 (千吨)



资料来源: 同花顺, 印度石油和天然气部, 上海中期

风险提示: 市场有风险, 投资需谨慎。

免责声明: 报告观点仅代表作者个人观点, 不代表公司意见, 不构成投资建议。任何单位或个人据此操作, 风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性, 但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息, 仅供公司内部参考, 不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告, 版权均属于上海中期期货股份有限公司, 未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

## 行情研判：

市场预期 OPEC+ 将延长 12 月底到期的 220 万桶/日的额外减产延长，但基于今年以来减产联盟的表现，OPEC+ 继续超额生产仍将施压供应端。美国方面，其原油产量持续维持在历史高位水平，虽然目前的低油价抑制了活跃钻井平台数量的增长，但也凸显了盈亏平衡点更低的压裂 DUC 井的经济性，完井数量的稳步增长表明美国原油产量仍将维持高位。需求方面，中国密集出台的货币和财政刺激措施凸显了政府提振经济的决心，房地产行业和制造业或在政策刺激下景气度回升，进而推动原油消费。欧美等发达经济体进入取暖油消费旺季，在预期取暖日增加的影响下，预计原油消费将受支撑。**整体来看，12 月全球原油市场供需格局有所修复，预计油价将受到支撑，关注美联储降息节奏和地缘形势变动对油价的影响。**

**风险提示：**货币政策及地缘形势变化。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。