

2024年12月31日

冬季需求仍需观察，油价持续低波运行

——原油策略报告

投资要点：

分析师：

王亦路：

从业资格证号：F03089928

投资咨询证号：Z0019740

电话：021-68757827

邮箱：wangyil@qh168.com.cn

分析师

冯冰

从业资格证号：F3077183

投资咨询证号：Z0016121

电话：021-68758859

邮箱：fengb@qh168.com.cn

- **短期逻辑：**季节性取暖需求有一定转强，且气温预测下后期仍有一定持续度，实质需求仍然需要观察，但目前炼厂利润及单品裂解仍偏低位。中国进口明显回升，但炼厂开工及成品油需求恢复速度仍然偏慢，后续仍需看到明确转好迹象。
- **后续预期：**短期油价将持续保持窄幅震荡，由于制裁担忧价格将逐渐偏向区间上沿，但真正实现趋势突破仍然需要看到实质性需求增量验证，以及事件性供应减量的出现。
- **操作建议：**短期底部价格逐渐夯实，但反弹缺乏长期的明确指引，预计将继续维持区间震荡。
- **风险因素：**中东地缘政治风险影响原油生产运输，OPEC+减产政策再出变数，美国对伊朗等供应再加制裁，以及中国需求恢复水平速度仍然低于预期等。

正文目录

1. 策略概述	4
2. 需求季节性小幅回升，后续持续度仍需观期	4
2.1. 取暖需求短期有限恢复，后期或仍能保持	4
2.2. 中国进口小幅回升，但消费恢复仍需时间	6

图表目录

图 1 基准油 3 月差	4
图 2 原油 VIX 指数	4
图 3 美国取暖油表需	5
图 4 美国取暖油库存	5
图 5 美湾炼化利润	5
图 6 美国取暖油裂解	5
图 7 美东地区气温预测	6
图 8 西北欧地区气温预测	6
图 9 欧洲炼化利润	6
图 10 欧洲取暖油裂解	6
图 11 中国原油进口同比	7
图 12 3 月内驶向中国油轮数量	7
图 13 中国油品计算表需	7
图 14 炼厂开工率	7
图 15 样本汽油库存	8
图 16 样本柴油库存	8

1. 策略概述

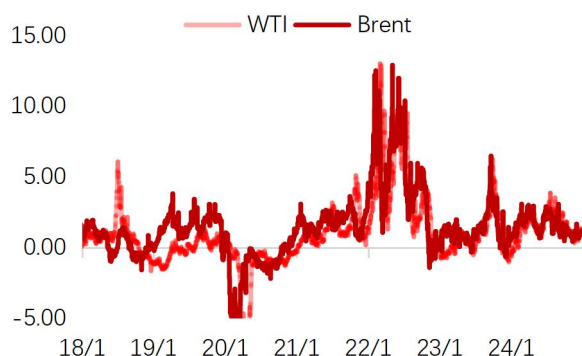
近期原油价格持续保持低位震荡，对 25 年的过剩预期仍然较强，这也压制了价格短期的上行，但近期也出现了一些好的迹象，中国进口情况在好转，以及后续海外成品油需求可能出现一定转机，油价远期预期在正常化，底部价格预计在近期夯实，但需求端仍需要后期验证，才能给出短期价格明确方向指引。

2. 需求季节性小幅回升，后续持续度仍需观察

2.1. 取暖需求短期有限恢复，后期或仍能保持

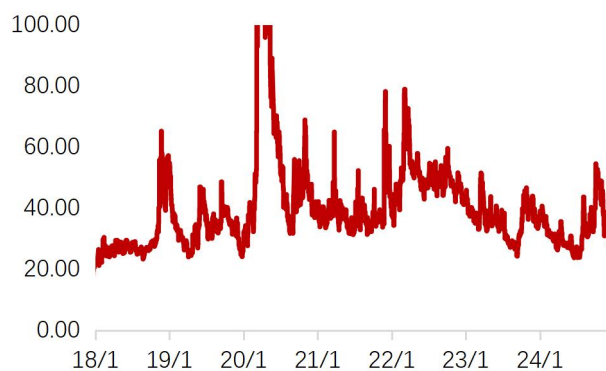
原油价格短期持续保持低位震荡，目前由于美元短期走强，以及过剩计价较为充分，所以价格出现小幅区间性反弹。结构上，3 月差近期明显走强，WTI 变动较小，但 Brent 结构已经从前期的不到 1 美金恢复至目前的 1.2 美金左右，远期预期明显转好。另外近期 VIX 指数持续保持多年来的低位，油价也确实缺乏相应的方向性指引，更多依靠短期的需求变化来进行价格变动。

图 1 基准油 3 月差



资料来源：Wind，东海期货研究所

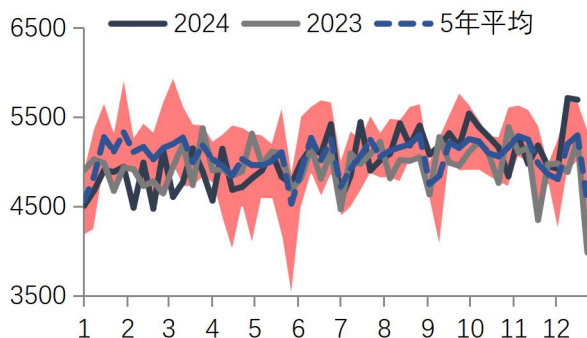
图 2 原油 VIX 指数



资料来源：Wind，东海期货研究所

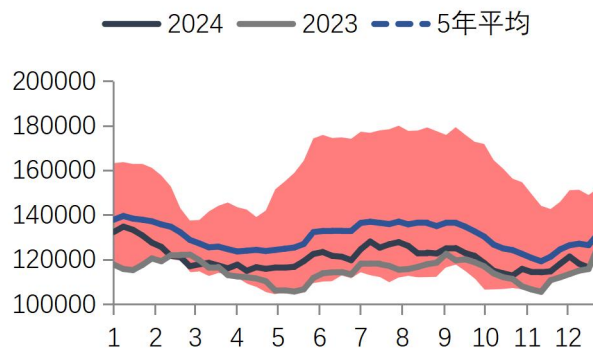
而短期进入到冬季后，取暖以及工业需求仍然是市场最为关心的，近半个月来，海外中质馏分油需求略有回升，其中美国需求恢复情况较好，欧洲情况中性，总体需求恢复状况基本也在季节性中位偏高水平。

图3 美国取暖油表需



资料来源：Wind，东海期货研究所

图4 美国取暖油库存

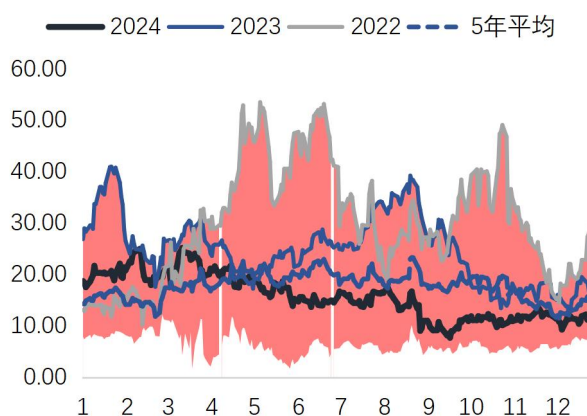


资料来源：Wind，东海期货研究所

其中，美国取暖油近期保持比较好的恢复水平，半月内平均需求为570万桶/天，高于往年同期水平，取暖油库存也出现了较为明显的去库。并且这是建立在进料持续增长的基础上的，上两周美国炼厂进料平均保持1671万桶/天水平，取暖油产量也平均保持在518万桶/天水平。虽然出口也超出往年平均量，维持在133万桶/天左右，高于往年平均约10万桶/天，但是不可否认近期取暖油需求水平确实有较为明显的恢复。

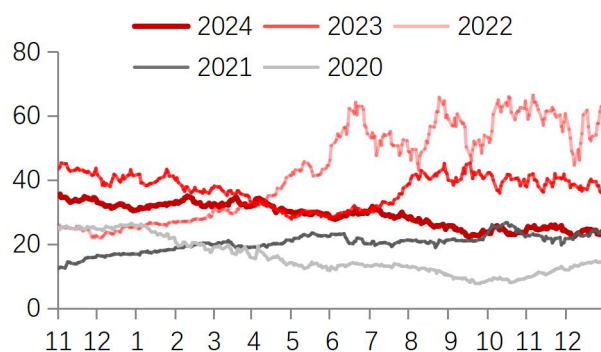
不过近期从炼厂利润上来看，综合利润和单品价差水平均未有明显的提升，目前美湾炼化利润仍然保持在低于过去两年高位的水平，而取暖油裂解也仍然保持在偏低位置，并未出现明显的季节性上行。

图5 美湾炼化利润



资料来源：CCF，东海期货研究所

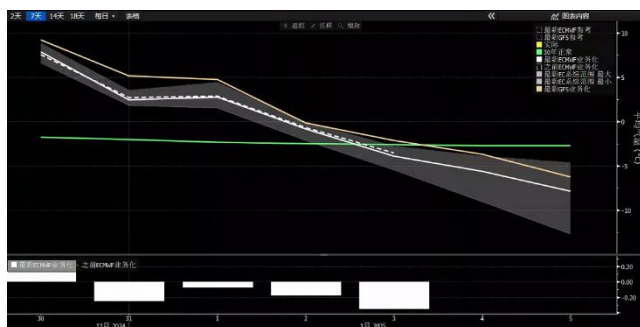
图6 美国取暖油裂解



资料来源：CCF，东海期货研究所

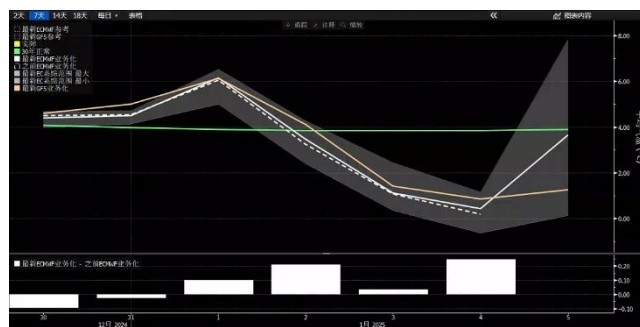
而从气温方面来看，后期主要消费区将进入气温下降阶段，且从气温预测来看，预计会下行至多年平均一下，对取暖油需求利好。届时取暖油可能存在库存去化后带动原油价格的驱动。

图 7 美东地区气温预测



资料来源: Bloomberg

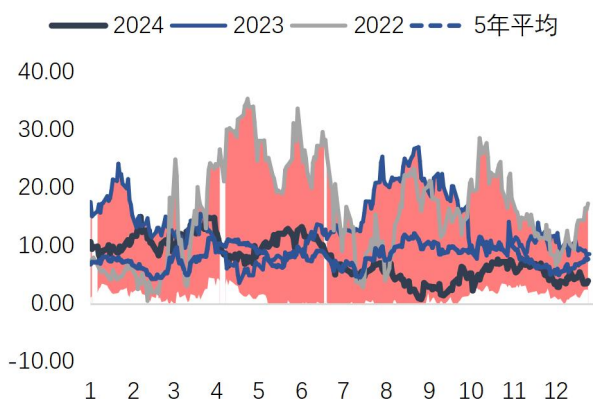
图 8 西北欧地区气温预测



资料来源: Bloomberg

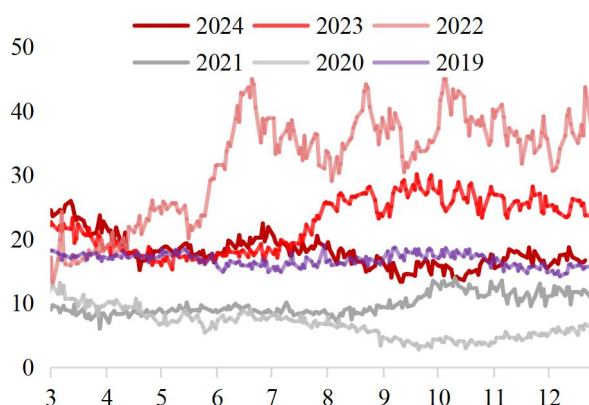
另外欧洲方面, 同样气温较有可能会在 1 月后进入下行通道, 届时取暖需求也将会有所提升。但考虑到今年天然气价格相对较低, 欧洲天然气屯库水平也较高, 冬季油品取暖需求可能会相对受到限制。所以到目前为止, 欧洲炼化利润也仍然处在相对低位, 单品裂解也未出现明显增长。

图 9 欧洲炼化利润



资料来源: CCF, 东海期货研究所

图 10 欧洲取暖油裂解

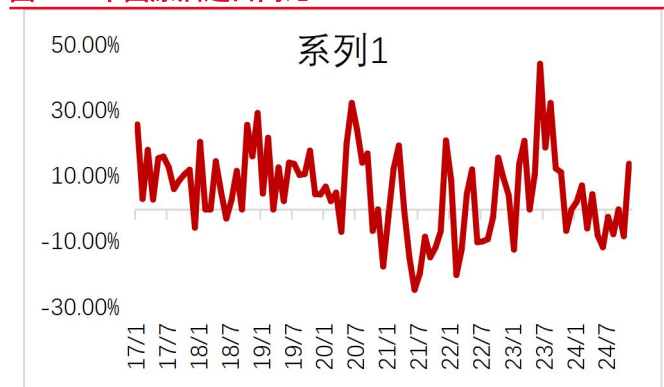


资料来源: CCF, 东海期货研究所

2.2. 中国进口小幅回升, 但消费恢复仍需时间

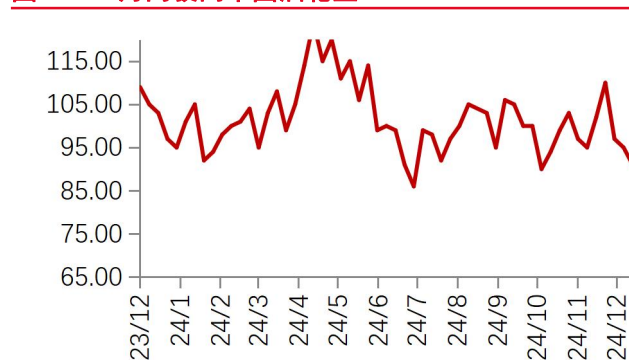
11 月后, 中国需求小幅回升, 从下发 25 年进口配额开始, 中国进口量就出现了触底反弹, 11 月进口同比增长 13%, 一举扭转了从 23 年 11 月以来持续低迷的进口同比走势。

图 11 中国原油进口同比



资料来源：Wind，东海期货研究所

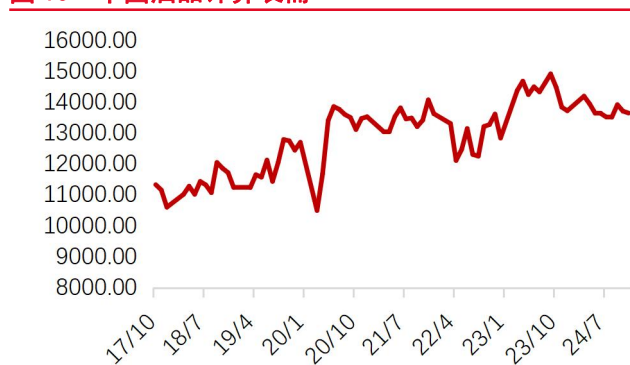
图 12 3 月内驶向中国油轮量



资料来源：Wind，东海期货研究所

但从开工来看，近期进口可能仍然集中在低位屯库需求。短期国内炼厂开工回升幅度明显尚不及进口需求增量，油品需求仍然保持相对低位。这其中有汽柴油需求的相对低迷，也有化工产品需求增速的放缓，另外电动车保有量的持续增加，也已经对国内油品需求产生了较明确的影响。所以近期油品表需并未有实质性恢复，另外炼厂开工也保持相对平稳，起势有限。

图 13 中国油品计算表需



资料来源：Wind，东海期货研究所

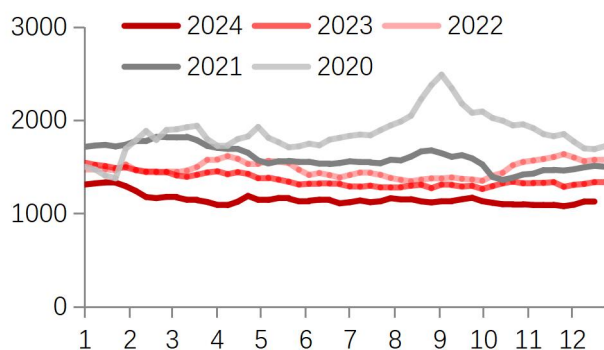
图 14 炼厂开工率



资料来源：Wind，东海期货研究所

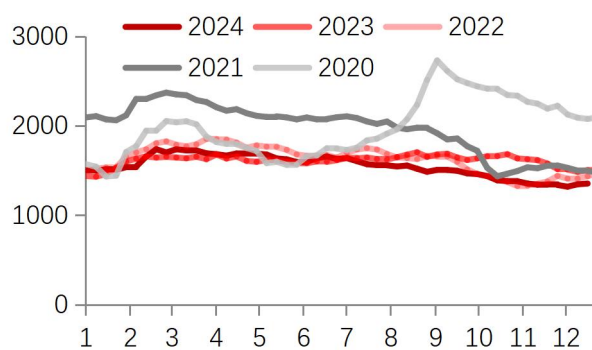
在此情况下，国内成品油仍然保持供需两弱的态势，成品油库存也继续保持相对低位，去化速度仍然较缓，后期国内进口需求因此可能有所放缓，至少在看到炼厂利润恢复刺激开工实质性上升之前，脉冲式的进口可能会进入一阶段的瓶颈期。

图 15 样本汽油库存



资料来源: Wind, 东海期货研究所

图 16 样本柴油库存



资料来源: Wind, 东海期货研究所

总体来看，油价近期需求有限恢复，但多为季节性恢复为主，前期市场所关注的中国需求恢复较缓，以及炼厂利润偏低下的实质性问题仍然未得到明确解决。后期市场将继续计价制裁供应的影响，短期需求恢复或能在此基础上一定程度推升油价，但长期来看，油价真正的上升趋势形成仍然有不小距离。

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn