

原油：牛市周期见顶，重心趋势下移

分析概述

- 我们在 2022 年 7 月首次提出，原油市场将长期受限产调控和宏观衰退双主线逻辑主导，即供应决定地板，需求决定天花板，这一观点已经在近年来油价走势上多次得到验证。
- 前些年原油市场经常受一致性预期主导产生极端行情，然而当前诸多影响因素相互制衡，且难以形成一边倒的局面，缺乏单一强势的决定性逻辑。未来原油市场主要变数仍集中在供应端，在供应不发生重大变故的前提下，需求端将遵循中间强、两头弱的季节性规律，供需平衡结果在一季度累库到三季度去库之间过渡。
- 过去长期以来，国际原油维持相对高位上的震荡走势，接下来油价重心或将下移到 70 美元/桶附近徘徊，2021-2023 年的牛市周期或将结束并逐渐转入下一个熊市阶段。
- **风险点：**中东地缘政治局势、OPEC+减产执行情况、美联储货币政策导向、全球经济衰退预期。

研究员

刘坤

从业资格编号：F3041660

投资咨询编号：Z0015324

shen.liu@cicc.com.cn

目 录

多空因素出尽，题材交易充分	3
减产支撑仍存，内部矛盾凸显	4
地缘溢价抹平，风险情绪脱敏	5
美油重回繁荣，再创历史新高	7
经济复苏迟缓，需求前景悲观	9
库存拐点出现，短缺转向过剩	11
加息临近尾声，降息预期开启	13
牛熊周期转势，重心震荡下移	14
法律声明	15

多空因素出尽，题材交易充分

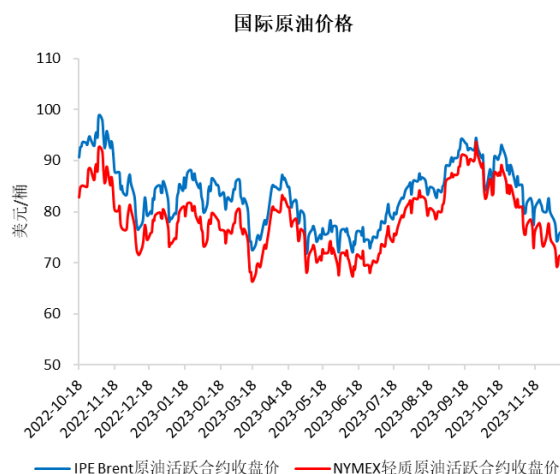
回顾我们 2022 年底提出的观点，经历过从负油价到 130 美元/桶以上的剧烈波动后，各种多空因素均得到反复交易和充分反馈，2023 年国际原油市场表现如期回归理性。

本轮自 2020 年二季度启动的油价牛市周期，究其原因全球原油供应端收缩造成市场结构性紧张。沙特领导 OPEC+ 坚持执行减产政策，通过供给侧调控掌握原油定价话语权，令现货供需常态化保持紧平衡状态。不过，高油价时期已持续长达三年，以美国为首的非 OPEC+ 产油国再次崛起，OPEC+ 联盟内部分歧也愈发尖锐，未来限产稳价模式对原油市场的把控能力将面临挑战。

相对应的是，全球宏观经济和整体需求预期偏悲观，对原油市场表现构成压制，拖累油价重心下移。美联储本轮漫长而激进的加息周期，给全球经济复苏带来了不可逆的影响，国内地产后周期也缺乏新的增长点，原油下游能源化工需求前景不容乐观。反观产油国的减产行为，本质上也只是通过削减供应以重新匹配需求的下滑，并不是能够长期维持油价上涨的核心驱动。

此外，原油是一个金融属性较强的品种，极易受系统性危机和国际事件的冲击，短期市场情绪切换往往频繁剧烈。近年来相关领域不乏黑天鹅翻飞，俄乌战争和巴以冲突等地缘政治问题，一次次引发对原油风险溢价的巨大争议。但归根结底，仍然是基本面发生的实质性改变，最终决定原油市场的长期均衡状态。

图表 1：原油市场表现已经回归理性



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

减产支撑仍存，内部矛盾凸显

2023 年国际原油 Brent 基准价格重心大致落在 80-90 美元/桶附近运行，整体上仍位于近十年来偏高水平，这主要受到沙特领导 OPEC+减产行动的支撑。相比 2017-2019 年亡羊补牢式的被动做法，现阶段该组织采取实时监测、提前预判、主动干预的做法，试图将高油价红利最大化。

今年一季度，原油市场在传统淡季出现了阶段性小幅过剩的情况，OPEC+随即宣布从 5 月起直至年底削减原油产量总计达 166 万桶/日，且该数字是在 2022 年 10 月达成的上一版减产协议（减产 200 万桶/日）的基础上追加的。此后更加重磅的是，沙特从 7 月开始自愿额外减产 100 万桶/日，俄罗斯也配合减少 30 万桶/日的原油出口量。OPEC+减产规模相当于全球原油总需求量的 1%以上，有力地收紧了市场供需平衡，推动了三季度的全面去库。

图表 2：OPEC+政策对供应起决定性作用



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 3：沙特自愿额外减产挑大梁

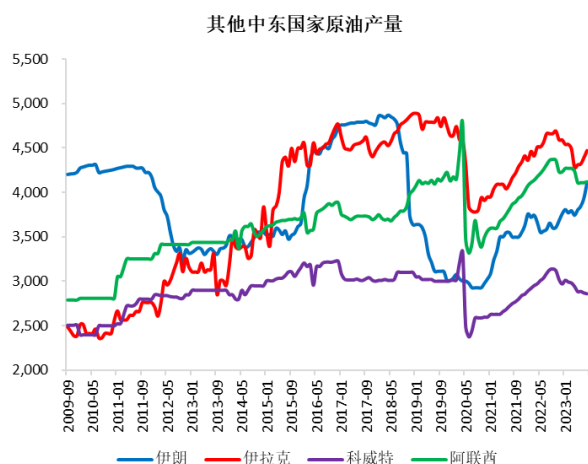


资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

然而，关于 2024 年减产政策何去何从，OPEC+内部却暴露出严重的分歧。经过一波三折，OPEC+声明在 2024 年初将其原油总产量在现有基础上再减少 100 万桶/日，即将自愿减产总量定为 220 万桶/日。但问题在于，本次减产并不是作为 OPEC+协议签署的，而是由成员国以自愿形式各自宣布的，使得后续履约缺乏制度性保障，令投资者对实际减产情况抱有质疑态度。

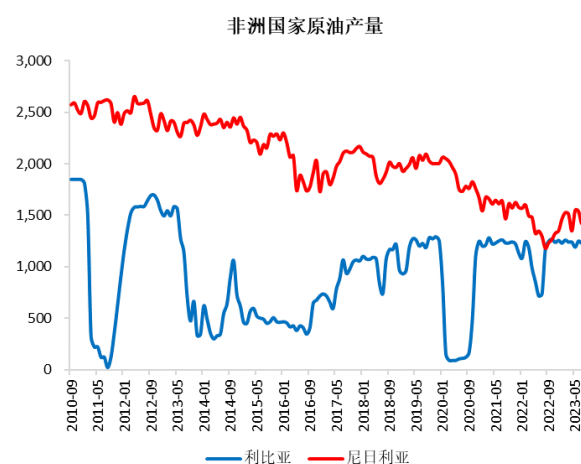
对于 OPEC+而言，对高油价的诉求是全体产油国的共同利益，但各成员国原油生产情况和定价话语权差异很大。减产的领导者沙特为支持其“愿景 2030 计划”，需要国际原油价格维持高达 85 美元/桶，而最重要的盟友俄罗斯在 60 美元/桶的价格上即可获得满意的利润。市场影响力上，产量最大的沙特和俄罗斯担负起限产稳价的主要任务，而一些产量占比较小的成员国例如尼日利亚和安哥拉，则希望扩产来实现高油价红利的最大化。由此可见，OPEC+联盟作为一个纪律约束较为松散的组织，深化减产一旦涉及到具体成员国的配额问题，往往容易产生内部矛盾。

图表 4：其他海湾产油国均显著增产



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 5：非洲成员国谋求更多配额



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

需要明确的是，沙特等国减产是以量换价，面临既要在短期内支撑油价，又要维持长期市场份额的两难选择。未来实际能够削减多少产量，联盟内部还有多大斡旋空间，以及在全球经济放缓的预期下，单靠供给侧调控进行重新匹配能否奏效，这些疑点都还有待商榷。且美国页岩油产量再创历史新高，明年原油市场格局一定程度上参考 2018-2019 年，OPEC+ 减产对油价的支撑作用或将边际减弱。

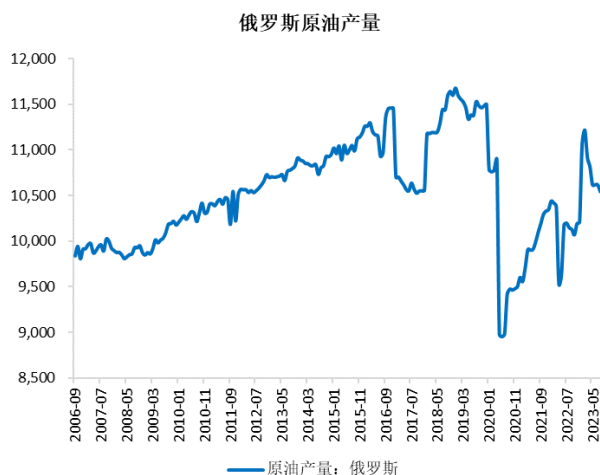
地缘溢价抹平，风险情绪脱敏

在国际形势波诡云谲，世界面临百年未有之大变局之际，原油行业相关的地缘政治问题接二连三，从 2018 年伊朗核协议破裂，到 2022 年俄乌战争爆发，再到 10 月迄今的巴以冲突，都在原油市场上一度掀起不小的波澜。

经过近两年的沉淀消化，俄乌战争的热度似乎已经降温，但其对全球原油贸易流造成了深远的影响。过去数十年来，俄罗斯一直都是欧洲最大的原油进口来源国，然而目前欧盟几乎摆脱了对俄罗斯的能源依赖，找到了新的替代进口渠道，曾经预想中的欧洲能源危机并未发生。与此同时，俄罗斯原油出口形式也被迫发生转变，乌拉尔原油相对国际基准的售价折扣如此诱人，非西方阵营买家纷纷加大了购买力度，拓展出不受约束的市场渠道。G7 给俄罗斯海运出口原油设定的价格上限为 60 美元/桶，但俄罗斯已经在很大程度上摆脱对西方航运和保险服务体系的依赖，从而令制裁逐渐失效。事实证明，市场各方迅速适应了变化后的全球原油贸易格局，并没有造成严重的结构性问题。

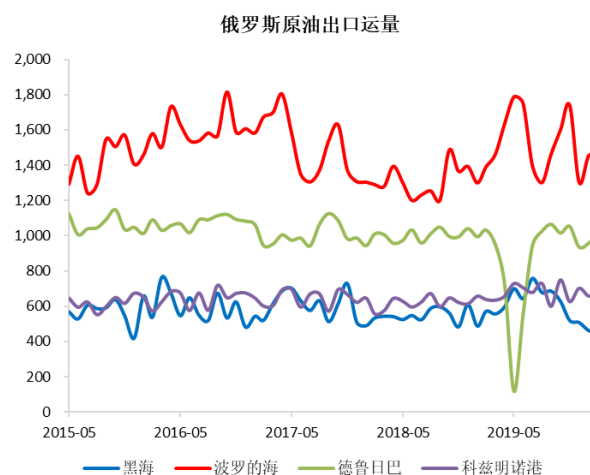
自今年 5 月以来，俄罗斯已经暂停公布石油、天然气和凝析油产量的官方统计数据，直至 2024 年 4 月。俄罗斯海运原油出口数据不透明饱受业界质疑，但联系到俄罗斯原油生产具有较强的刚性，即边际变化幅度较小，给国际原油市场带来的供应中断或过剩的风险都不高。俄乌战争及其引发的一系列制裁已经兑现，对原油供需预期造成的影响充分发酵，成为了被市场广泛接受的事实。

图表 6: 俄罗斯原油供应保持刚性



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 7: 西方制裁令局部贸易流重构



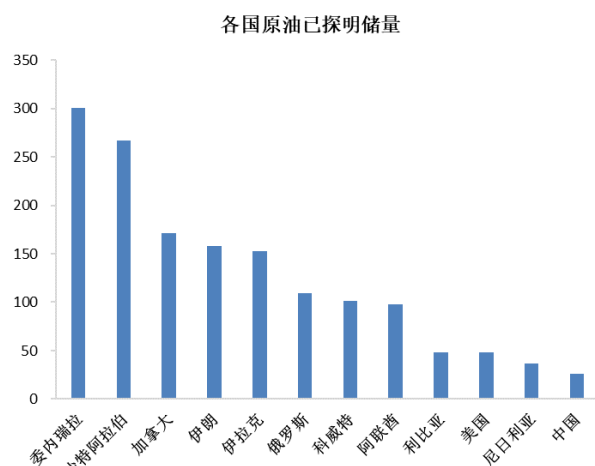
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

2023 年 10 月巴以冲突石破天惊, 中东地缘政治再度牵动原油市场的敏感神经。自冲突发生迄今, 造成的后果为第四次中东战争以来最严重, 以色列正在对加沙地带发动全面封锁和军事打击, 联合国安理会调停草案进展不利。从周边地缘来看, 巴以冲突可能直接波及到巴勒斯坦、叙利亚、黎巴嫩、约旦甚至埃及, 但以上均不是主要原油产区, 暂时不会直接威胁到全球原油供应体系的稳定性。理论上, 到目前为止冲突对原油供需平衡的改变几乎为零, 然而如果假设冲突外溢甚至有引发第六次中东战争的风险, 就不得不考虑域内产油大国介入的情形, 尤其是伊朗方面。

本次中东局势的焦点是巴以双方, 但对原油市场最大的潜在影响却集中在伊朗。2018 年特朗普政府单方面撕毁伊朗核协议, 随着美国对伊朗制裁重启, 到 2020 年伊朗原油销量一度降至 40 万桶/日左右。2022 年俄乌战争爆发, 为缓解油价上涨造成的通胀压力, 拜登政府在一定程度上默许了伊朗通过灰色渠道出口原油。近两年来, 伊朗原油产量和出口量迅速回升, 粗略估计分别在 300 和 200 万桶/日以上, 超过 OPEC 原油总供应量的 10%, 边际变化上的影响力仅次于沙特。主流舆论认为哈马斯背后离不开伊朗的支持, 如果伊朗参与冲突得到确认, 将意味着该国原油出口可能再次受到严厉制裁。

回顾围绕以色列的历次中东战争, 曾直接导致 1973 年石油禁运危机, 但也并非每一次都会造成油价暴涨, 具体要看原油供应风险是否兑现, 市场将据此对预期差进行修正。以俄乌战争引发的过度交易为鉴, 原油市场对地缘政治产生了“雷声大雨点小”的认知, 交易者经历了太多炒作落空, 在一定程度上已经脱敏, 现在只有实际发生供应中断才具有说服力, 因而巴以冲突短期带来的风险溢价被悉数抹去。

图表 8：巴以周边不涉及主要产油国



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 9：伊朗原油输出已重回高位



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

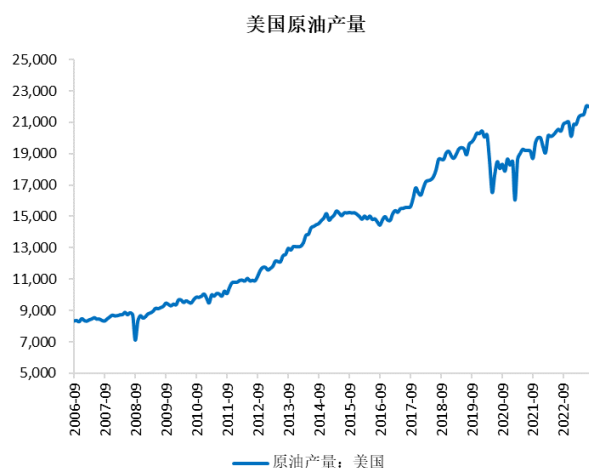
美油重回繁荣，再创历史新高

历史上美国长期作为原油第一大进口国，海湾—美湾曾经是全世界最繁忙的原油贸易航线。2015 年页岩油技术革命发生后，美国本土原油产量井喷式增长，短短数年间就超过沙特和俄罗斯，一跃成为全球最大的原油生产国。后来 2020 年新冠疫情大流行，OPEC+ 导演了一出价格战，令国际油价陡然降至冰点。美国页岩油行业以其成本高、集中度低、高杠杆经营，在这场风暴中首当其冲，并受资本支出限制长期一蹶不振。

相比传统中东产油国，美国页岩油勘探开采周期相对迅速，但油井衰减枯竭速度也同样很快，需要不断钻探补充才能保持足够的产量。然而，在过去三年高油价的持续刺激下，美国原油钻探生产活动触底反弹，使其再度成为全球原油供应最大的增长来源。今年以来美国页岩油业重回繁荣景气，特别是 8 月以后的月度数据体现出明确的上行趋势。美国能源信息署（EIA）数据显示，美国原油产量已经超过了疫情前峰值水平，近期周度产量创下 1320 万桶/日的历史新高，且有可靠依据表明仍在逐渐增加。

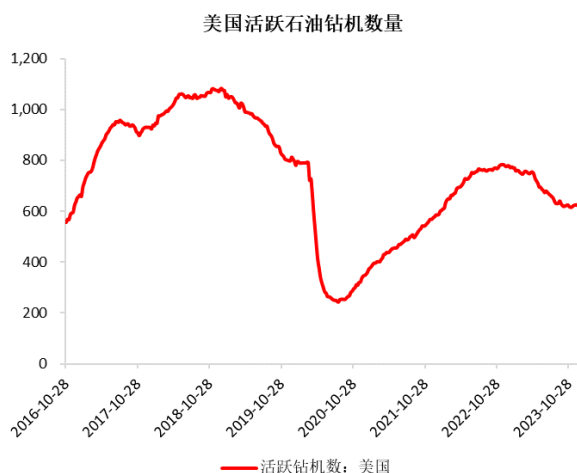
EIA 最新发布的月度报告中，对未来美国原油供应和全球原油供需平衡的预测做出了较大调整。EIA 预计，2023 年美国原油产量将增加 85 万桶/日，达到创纪录的 1276 万桶/日；到 2024 年美国原油产量将增加 33 万桶/日，达到 1309 万桶/日。在新冠疫情重挫原油需求之前，2019 年度美国原油产量的历史记录为 1230 万桶/日。另一方面，按照 OPEC 的统计口径，该组织将 2023 年非 OPEC 原油产量预测上调至 180 万桶/日，对 2024 年预测维持 140 万桶/日，以美国为主的非 OPEC+ 占全球原油供应增量的绝大部分。

图表 10: 高油价刺激美国原油产出激增



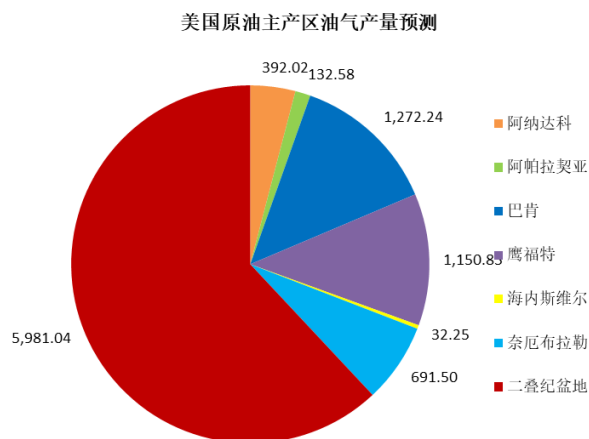
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 12: 钻探活动回暖但不复当年



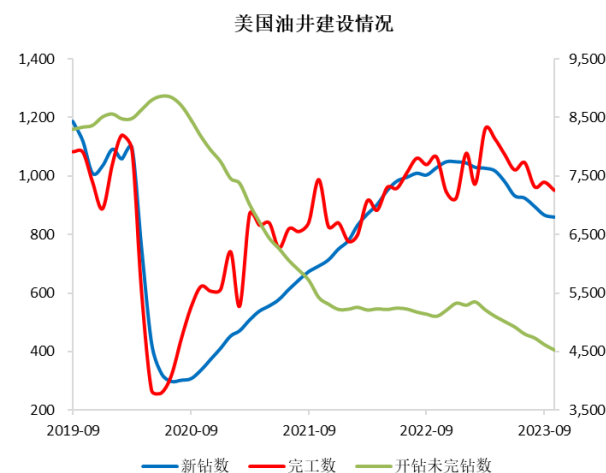
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 11: 二叠纪盆地页岩油产量仍然强劲



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 13: 上游投资变得更加谨慎



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

这里特别提到我们的一个猜想, 国际原油市场形势出现与 2018-2019 年相似的端倪, 这意味着持续减产提振油价的措施一旦被证明缺乏成效, 沙特原油生产与销售政策可能会出现戏剧性的逆转。美国页岩油行业今年出现爆发式增长, 令原油市场再度面临供需失衡的问题。另一方面, 沙特领导的减产缺乏其他 OPEC 成员国的支持, 阿联酋、尼日利亚等国继续生产更多原油, 而伊朗正在蚕食沙特在中国原油进口市场中所占份额。OPEC+减产计划大约一半的份额来自沙特, 如果联盟整体履约诚意不足, 以让渡大量市场份额为代价的沙特就会成为唯一的受害者。更糟糕的是, 全球原油需求表现疲弱且后劲乏力, 这令人想起 2020 年初新冠疫情大流行时的情况。越来越多业界人士担忧, 如果油价下跌令减产无效化, 则不排除沙特逆转其产量政策, 从限产保价转向大幅增产以重新夺取市场份额, 这将会颠覆近三年来全球原油市场的基本格局。

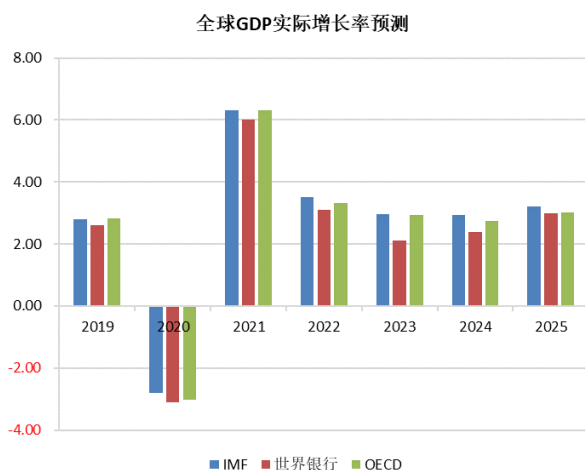
经济复苏迟缓，需求前景悲观

尽管国际原油贸易是一个经典的卖方市场，定价逻辑往往受供应端主导，但长期来看油价重心由需求端决定，说到底市场仍是在围绕供应更少还是需求更差来博弈。

现阶段全球经济复苏呈不均衡、不稳定、不及预期的特点，原油市场对宏观因素的敏感度正在增强，衰退预期逐渐开始照进现实。根据联合国世界经济形势与展望报告预测，2023 年全球经济将增长约 2.3%，在高通胀、高利率和其他系统性风险下，全球经济复苏的前景依然黯淡。目前关于全球经济衰退问题，市场主要是对欧美前景持较为悲观态度，而寄希望于中国等亚太地区新兴市场需求延续增长趋势。中国经济重启后总体符合外界预期，但参考近期发布的宏观数据，国内需求同样缺乏增长亮点。

即使抛开对经济周期论的争议，当前原油和成品油等消费季节性下滑，令石油化工产业链自下而上逐步转弱，在主流能源机构对供需平衡预期的调整上均有体现。在缺乏新的增长点的情况下，基于全球经济复苏迟滞导致能源消费恢复不佳，预计原油需求增速将显著放缓，对油价构成长期的压制。

图表 14：世界宏观经济复苏节奏偏迟滞



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 15：全球原油总需求恢复至疫情前水平



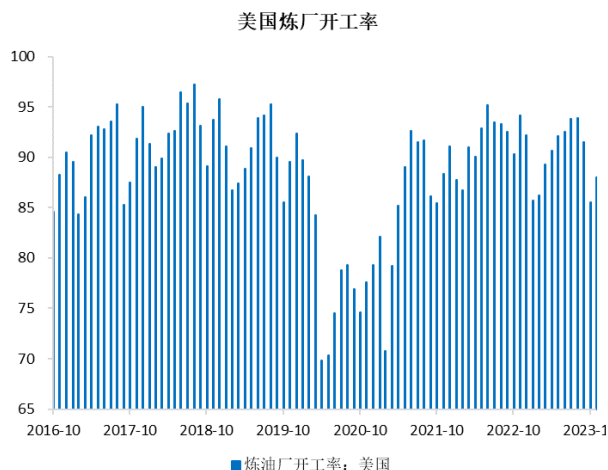
资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

客观地讲，目前原油自身供需层面并没有发生实质性恶化。石油输出国组织（OPEC）和国际能源署（IEA）月报均维持对今年全球原油需求显著恢复的预测，但二者对于 2024 年市场需求前景产生较大分歧。OPEC 预测 2023 年全球原油需求将强劲增长 250 万桶/日至 1.022 亿桶/日，基于宏观的韧性和增长惯性，该组织认为 2024 年原油需求将继续增长 225 万桶/日。IEA 同样维持 2023 年全球原油需求大幅增长 240 万桶/日的判断，然而对于 2024 年 IEA 仅给出了不到 100 万桶/日的保守估计。可以肯定的是，今年全球原油需求将超过 2019 年疫情前水平，鉴于旅游业、航空业和驾车出行的复苏，经济活动的恢复增长推动了原油需求上升。

根据以往经验来看，通常每年 5 月末的美国阵亡将士纪念日标志着美国夏季旅行高峰期到来，这一传统燃油消费旺季将一直持续到 9 月初美国劳工节结

束，期间对汽油和航空煤油需求大概率出现季节性增长。10月夏季出行高峰期过后，成品油裂解利润出现大幅下滑，这是能源需求下行的直观体现。尽管欧美经济表现仍然好于预期，但汽油等终端零售市场产生负反馈，长期高油价反过来伤害了原油需求。随着全球经济复苏迟滞和高利率环境的影响显现，明年欧美原油需求增长态势将会放缓。主流机构普遍预测，经合组织（OECD）原油需求预计将进入长期下行阶段，转而看好中国、印度为主的亚洲新兴市场。

图表 16：美国炼厂开工季节性规律明显



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

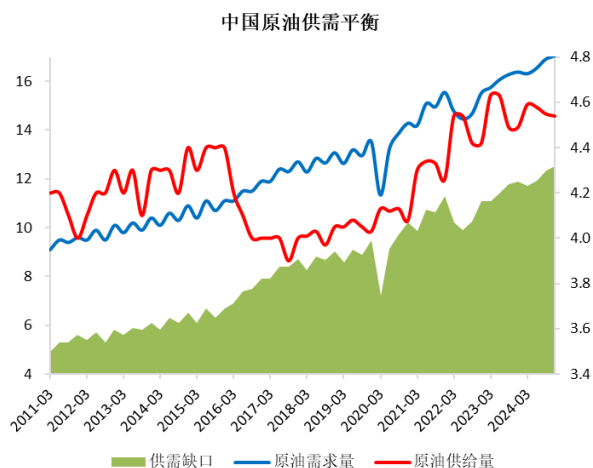
图表 17：经合组织原油需求增长前景不佳



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

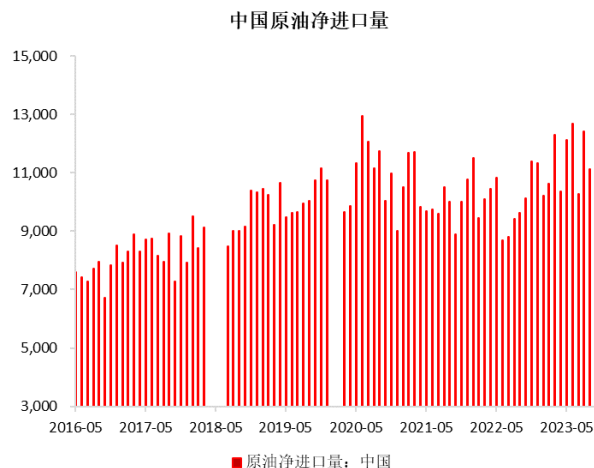
中国位居全球第二大原油消费国和第一大原油净进口国，2023年疫情解封后经济恢复正常化，成为全球原油需求增长最主要的驱动因素。OPEC 统计显示，今年以中国为主的非 OECD 国家经济活动复苏，贡献了全球原油需求增量的绝大部分（近 240 万桶/日），而 OECD 国家原油需求仅增长约 10 万桶/日。IEA 同样认为，全球原油需求增长主要来自以中国为主的一些非 OECD 国家，2023 年中国原油需求将达到 1.02 亿桶/日。不过，地产后周期国内经济复苏节奏未能如预期般强势，中国能源消费在疫情结束的恢复性增长过后，明年或仅有匹配经济增长水平的增量。

图表 18: 国内原油供需缺口逐年扩大



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 19: 中国进口贡献需求主要增量



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

库存拐点出现, 短缺转向过剩

回顾今年一季度, 由于俄罗斯大量倾销乌拉尔原油, 叠加需求的季节性淡季, 全球原油市场曾短暂处于小幅过剩状态, 但随后沙特的强力举措彻底扭转了这一格局, 令全球原油库存在二季度就开始去化, 使得市场供需平衡再度收紧。OPEC+采取积极主动的干预措施, 适逢全球原油贸易量从疫情、制裁等破坏中回升, 全球原油库存在 7-9 月出现大幅去化。OPEC 估计, 在供需阶段性偏紧的局面下, 2023 年三季度原油市场大概出现了 100 万桶/日的缺口。IEA 统计显示, 三季度全球原油库存大幅下降 1.414 亿桶, 成品油库存下降 1.127 亿桶。

然而, 鉴于非 OPEC+ 产油国原油产量增速比预期更快, 令三季度的结构性偏紧状况发生改变。进入四季度以后, 由于供应超预期和需求季节性下滑, 由此导致供需缺口大幅缩窄。OPEC+ 关于明年的原油减产政策引人关注, 但主流机构认为, 即使将现有的减产计划继续递延, 在需求和供应边际增速不匹配的情况下, 原油市场长期的紧平衡格局或将松动甚至反转。IEA 综合预测, 2024 年全球原油总供应量为 1.034 亿桶/日, 总需求量为 1.029 亿桶/日, 这意味着大概率将出现小规模过剩, 并在 2024 年一二季度对原油价格产生下行压力。

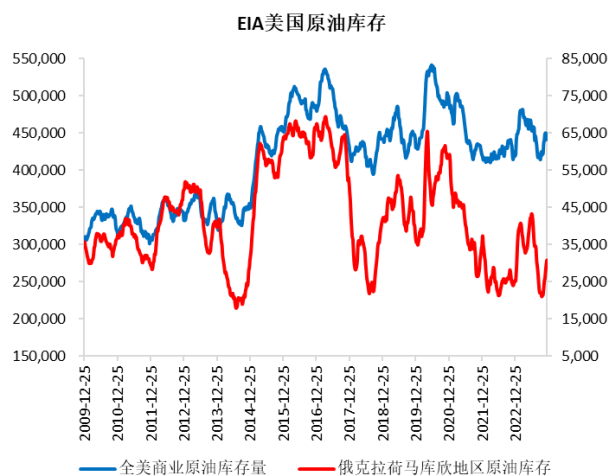
图表 20: OECD 原油库存仍处于历史性低位



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

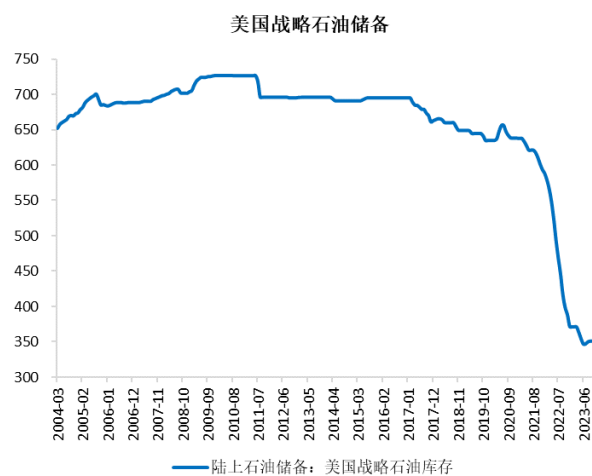
美国是全球最大的产油国和油品消费国,其 WTI 原油期货是两大国际基准原油之一,因此美国原油市场是全球原油体系重要的风向标。在国际原油交易惯例中,美国能源信息署(EIA)发布的原油及成品油库存高频数据,是行业最为重视的一组库存指标。美国商业原油库存变动可以视为一段时期内美国原油市场供需关系的总结,回顾三季度原油走势的强劲表现,主要原因是供应收紧和需求旺季使得市场阶段性处于短缺状态,体现在美国以及全球原油库存的大幅去库上。不过从近期 EIA 库存数据变动来看,11 月以来原油和成品油全口径库存呈大幅增加态势。按照往年经验来看,每年年底至来年一季度都是原油需求相对偏弱的时期,美国等北半球原油消费市场也将迎来累库存阶段,未来一段时期内原油库存数据表现亮点难寻。当前美国战略石油储备 (SPR) 处于历史低位,拜登政府已寻求在 2024 年 3 月为 SPR 回购 300 万桶,但这一规模尚不足以缓解市场对累库的担忧。

图表 21: EIA 商业原油库存转入累库周期



资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

图表 22: 美国战略石油储备尚未全面回补



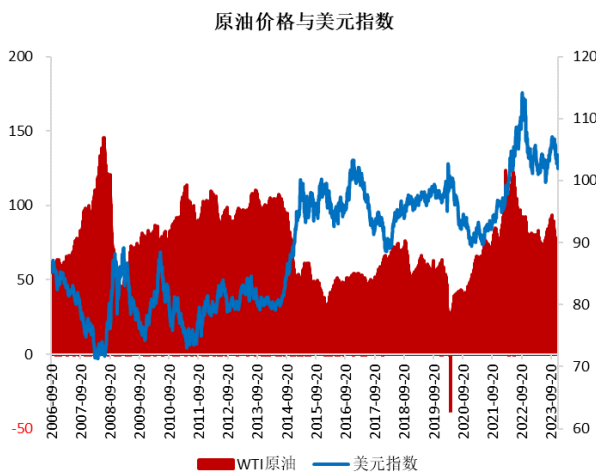
资料来源: 万得资讯, 中金财富期货研究所

加息临近尾声，降息预期开启

相对一般的大宗商品，原油是一个比较特殊的品种，除了自身供需关系之外，宏观经济对原油金融属性的影响至关重要，有时甚至能压倒其基本面。众所周知，石油美元循环是美国金融体系的支柱和美元霸权的根基，国际原油市场主流交易以美元定价和结算，因而美联储货币政策对油价走势具有很强的直接和间接作用。

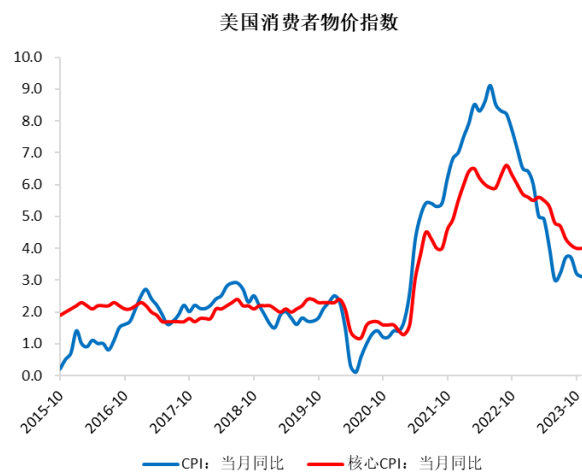
自 2022 年 3 月起，美联储开启历史上最为激进的一轮加息周期，尽管流动性收紧和借贷成本提高，美国经济依然表现出很高的韧性，因而具备一次又一次渐进式加息的条件，目前美联储已经将联邦基金利率上调至 5.25%-5.50% 的高位区间。在加息节奏的把控上，美联储主要参考通胀和非农两大数据：若通胀高企而非农理想，则倾向于选择暴力加息；若通胀回落且非农走弱，则会温和加息甚至暂停加息。对此国际金融市场不断有批评声音，指出美联储是在一个高频的世界做出低频的决策，即后知后觉、动作迟钝、缺乏前瞻性。外界普遍预计美联储本轮加息周期或已见顶，但 2% 的理想通胀时期一去不复返，全球经济衰退预期不太可能立即发生扭转。

图表 23：油价和美元指数长期呈负相关



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 24：美国通胀大幅缓解但仍显顽固



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

可以简单地理解为，美国联邦基金利率是经济增长的领先指标，而通胀尤其是核心 CPI 是利率的预测指标。美联储加息能否真正抑制顽固通胀存疑，但由此导致经济硬着陆的风险却与日俱增。四季度美国经济增长动能明显放缓，消费和地产的支撑力度减弱，外围市场开始正式交易降息预期。根据 CME 的 Fed Watch 工具，当前市场预期美联储在 2024 年 5 月甚至 3 月开启降息周期的可能性较大，预计到 2024 年底联邦基金利率将下降约 100 个基点。

基准情形下，明年经济与通胀的回落意味着产出缺口与通胀缺口的收敛，为美联储降息提供充分与必要条件，在货币政策从“非常紧”到“相对紧”的叙事变化上已有体现。短期需要警惕过于乐观的降息预期存在纠偏风险，尤其是金融条件过度放松倒逼美联储重新释放鹰派信号。长期来看，中性利率的抬升对应着美联储面临有限的降息幅度，限制性的高利率水平将阻滞经济增长，从而在需求端持续施压油价。

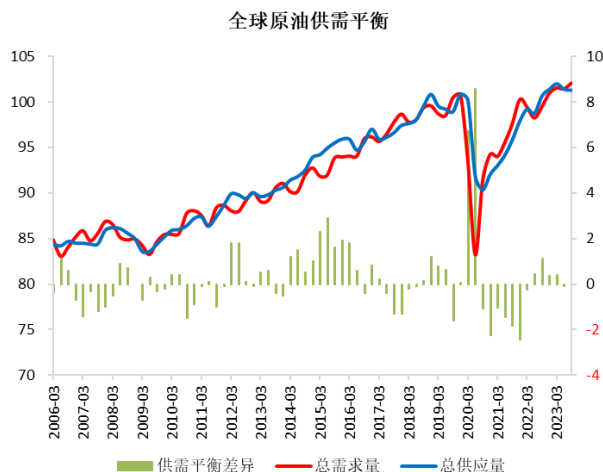
牛熊周期转势，重心震荡下移

我们在 2022 年 7 月首次提出，原油市场将长期受限产调控和宏观衰退双主线逻辑主导，即供应决定地板，需求决定天花板，这一观点已经在近年来油价走势上多次得到验证。

未来原油市场主要变数仍集中在供应端，关注 OPEC+减产协议存续，以及巴以问题应如何收场。但经过俄乌战争后，国际原油市场在赋予地缘政治溢价上变得更为谨慎，因此原油定价将根据供应受到的实质性影响来不断修正估值。另一方面，世界格局已经发生不可逆转的改变，经济仍面临长期低增速的问题，陷入停滞乃至衰退的风险增加。更长远来看，随着人类能源结构转型加速，到 2030 年代全球原油需求增长预计将会触顶。

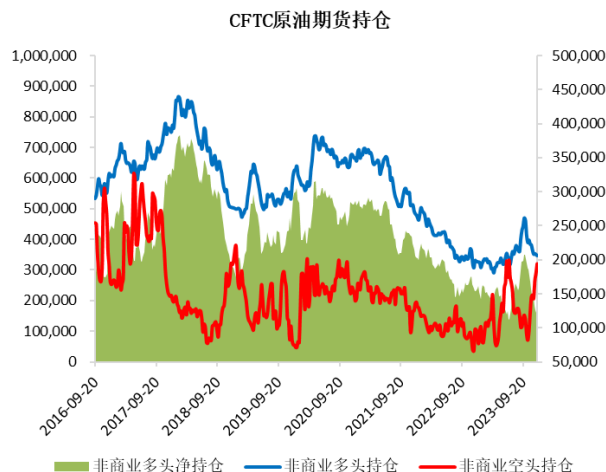
回想前些年的原油市场，中短期经常受一致性预期主导产生极端行情，然而当前是诸多影响因素相互制衡，且难以形成一边倒的局面，缺乏单一强势的决定性逻辑。在供应端不发生重大变故的前提下，需求端将遵循中间强、两头弱的季节性规律，供需平衡结果在一季度累库到三季度去库之间过渡。

图表 25：原油市场供需整体维持平衡



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

图表 26：期货持仓结构逐渐由多转空



资料来源：万得资讯，中金财富期货研究所

总体来看，全球主要经济体弱于预期的经济前瞻增加了对衰退的忧虑，宏观利空因素限制了油价向上的空间，接下来重心或将下移到 70 美元/桶附近徘徊，但继续下跌则很可能触发 OPEC+防御性减产机制，从而起到托底性支撑的作用。过去长期以来，国际原油维持相对高位上的震荡走势，但这个运行区间被向下击穿的概率正在增加，从而结束 2021-2023 年的牛市周期，转入下一个熊市阶段。

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。本资料仅供订投资者参考之用，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。



扫码立即下载中金财富期货APP

客服热线：4001087888

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：518048

传真：0755-82912900

总机：0755-82912900