

## 在云脚下，等雨落下——油价可能再次上涨

### 报告要点：

#### ● 新一轮库存周期上行动力偏弱，对油价提振有限

- 1) 新一轮库存周期大概率是弱周期，表现为：补库持续时间短、库存同比增幅小、商品价格上涨力量不足。
- 2) 中美库存周期错位，商品波动更为复杂、补库进程反复；
- 3) 过剩产能尚未出清，反弹乏力；地产、出口及财政无法提供补库推手。

#### ● 需求端：整体表现疲弱，新兴经济体支撑增长

- 1) OECD 国家经济缺乏增长动能，需求延续偏弱；
- 2) 以中印为代表的非 OECD 国家贡献主要增量，但增速边际放缓；

#### ● 供给端：供给主动配速，美国与 OPEC+ 博弈

- 1) OPEC+ 减产极限承压，组织内部矛盾演化。2023 年 11 月会议宣布减产加码或将在 2024 年 Q1 兑现，导致短期供给偏紧；
- 2) 随库存井（DUC）持续释放，美国页岩油增量边际触顶，或将面临产能瓶颈。

#### ● 金融属性：市场交易情绪，关注美国降息开启时间

- 1) 短期油价受交易情绪驱动、地缘冲突扰动；利好因素的作用微弱，或无法兑现，看空预期逆转乏力；
- 2) 美国降息开启时间将成为油价中枢拐点的决定性因素，通胀回落情况将成为油价振幅的重要指引。预计美联储不迟于 2024 年 Q3 开启降息。

#### ● 总结：

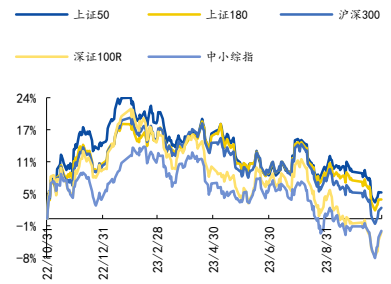
- 1) 石油作为稀缺资源，供给偏紧是主旋律，但供需缺口是源于供给端调整配速，还是需求端升温拉动，将成为判断油价走势的关键。
- 2) 2024 年布油运行中枢预计为 90 美元/桶。震荡区间位于 85-100 美元/桶。2024 年 H1，基本面主导，中枢先上行后回落承压；H2 交割逻辑主导，随美联储降息窗口开启，油价迎来上行拐点。

**风险提示：** 宏观经济不及预期，地缘冲突升级。

### 主要数据：

上证综指：	2865.90
深圳成指：	8820.60
沪深 300：	3364.93
中小盘指：	3287.10
创业板指：	1726.86

### 主要市场走势图



资料来源：Wind

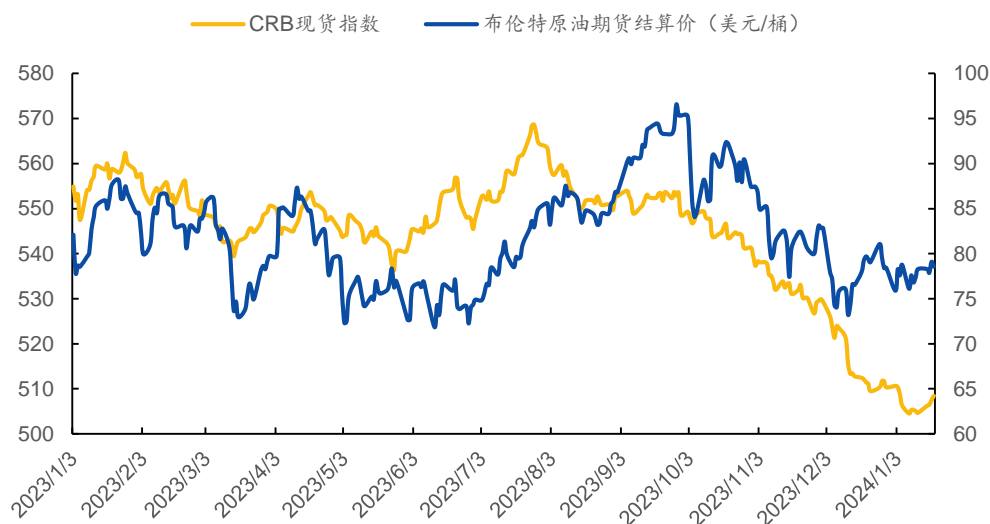
### 报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

## 1. 新一轮库存周期开启：上行动力偏弱，对油价提振有限

回顾 2023 年 Q4，布油价格自 9 月末开始震荡下跌，截至年底最大跌幅 22.4%，触底位报价 73.2 美元/桶。大宗商品整体价格同步走弱，CRB 价格指数与油价表现一致。展望 2024 年，随着新一轮库存周期开启，商品结构性补库或为油价提供修复动力：历次库存周期的经验表明，商品（尤其能化类）在主动补库阶段表现较为强劲。但是，从历史经验和供需错配的角度看，新一轮的库存周期可以参照 2012-2013 年，表现为弱周期，即：补库持续时间短、库存同比增幅小、商品价格上涨力量不足。原因在于：产能出清不够彻底，实际库存仍然偏高，补库缺乏强力政策推手。因此，很难期待 2024 年结构性补库带来的商品价格大幅增长。

图 1：2023 年 Q4 布油价格与 CRB 指数同步下跌



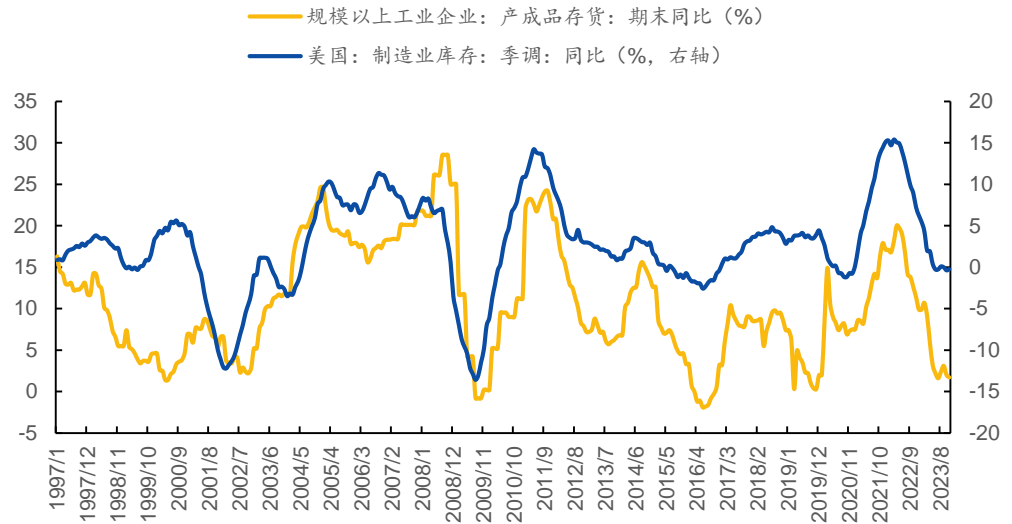
资料来源：Wind，国元证券研究所

### 1.1 中美周期错位，补库进程反复

从周期轮动的角度看，中美作为世界首要两大经济体，在国际贸易和资金流动的作用下，库存周期往往呈现共振走势，分化时间不会持续太久，且中国的库存周期轮动稍慢于美国。但由于 2023 年中国宏观经济企稳修复，叠加美联储数次加息，美国经济处于衰退边缘，因此本轮周期表现为中国先行开启补库：2023 年 Q3 开始，中国工业企业陆续开启累库，但同期美国数据显示制造业库存仍在低位负增长。虽然 2023 年 11 月美国石油商业库存水位回升，部分观点以此作为美国开启补库的信号，但实际驱动或在于季节性累库与炼厂设备检修，并且库存水位随后迅速回落。另外，从数据上看，美国实际库存显著高于过往去库拐点的位置。目前来看，中美库存周期处于错位阶段，距离共振补库还有一段时间，从库存周期的平均时长看，预期不晚于 2024 年 Q2 进入共振阶段。

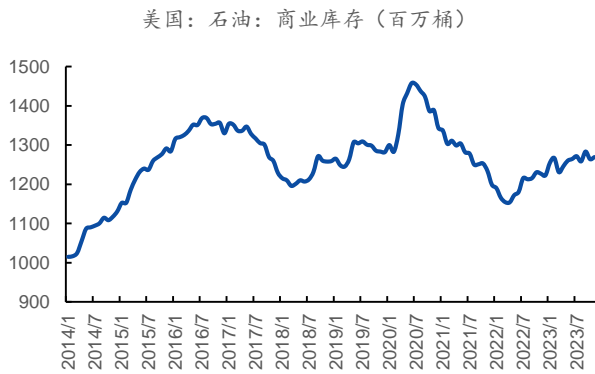
经验表明，中美共振补库能够放大商品的表现，与之对应的周期错位则导致商品波动更为复杂、补库进程反复，数据表现为2023年10月我国工业产成品库存同比增速2%，持续两个月环比上行中断，库存出现小幅回踩；工业企业利润修复边际降速，叠加PPI下行，补库弹性进一步收缩。参照2012-2013年，补库进程同样表现反复，库存维持在低位震荡。

图2：中美库存周期往往呈现共振走势



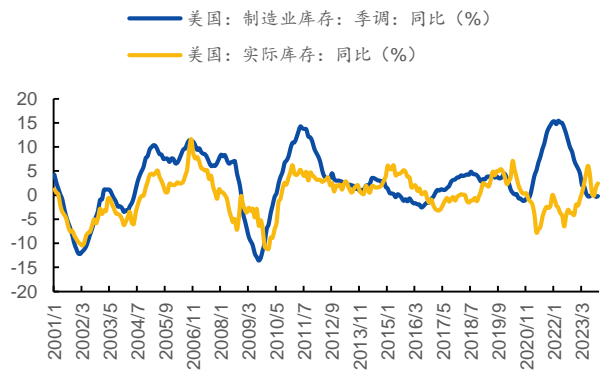
资料来源：Wind，国元证券研究所

图3：美国石油商业库存回落



资料来源：Wind，国元证券研究所

图4：美国实际库存高于历史去库拐点



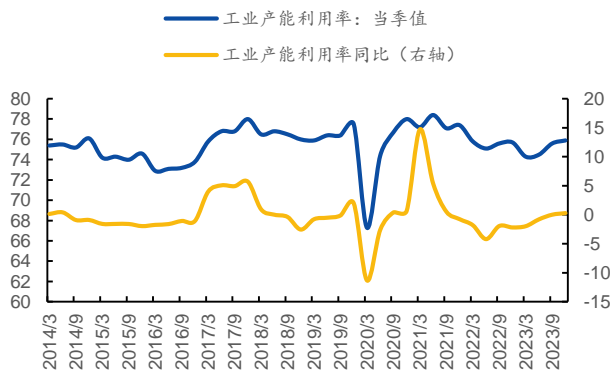
资料来源：Wind，国元证券研究所

## 1.2 过剩产能尚未出清，库存反弹乏力

回顾 2021 年的商品全面走强，前提是疫情导致全球需求严重衰退，产能加速去化。随后世界经济筑底修复，工业品需求大幅反弹，催生出一波商品牛市。而在 2022-2023 年的库存下行周期，世界各国经济分化，过剩产能尚未出清，新一轮上行周期反弹力度受限。数据上看，我国产能利用率仍处于低位，即使进入补库阶段，对于产能扩张的需求也不大。

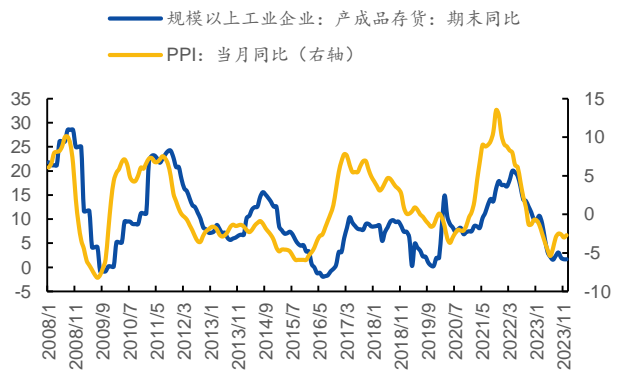
同时，产成品库存是一个名义指标，由“量”与“价”共同作用。2023 年 Q4 我国 PPI 同比负增长超预期，通胀中枢加速回落，企业利润承压；叠加大宗商品价格变化，厂商采购态度谨慎，以观望为主，导致累库进程缓慢，库存小幅回踩。从逻辑上讲，以石油为主的大宗商品价格变化对于库存上行作用表现为“加速偏离”：油价下跌——PPI 上行斜率受限——企业利润承压——补库意愿不足——油价缺乏需求支撑，进一步下跌。这一自发偏离的循环通常依靠需求端的刺激打破，回顾历史，地产和出口是主要推手。但就目前来看，以上二者均不能在这一轮上行周期提供有利支撑。地产方面，虽然国内地产已经企稳，但仍处于收缩区间，无法提供显著需求增量。出口方面，受制于世界经济环境，PMI 新订单数仍在低位，短期之内看不到大幅反弹的积极信号。

图 5：产能尚未出清，产能利用率偏低（%）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 6：PPI 回落，库存小幅回踩（%）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 7：房地产企稳，但处于收缩区间



资料来源：Wind，国元证券研究所

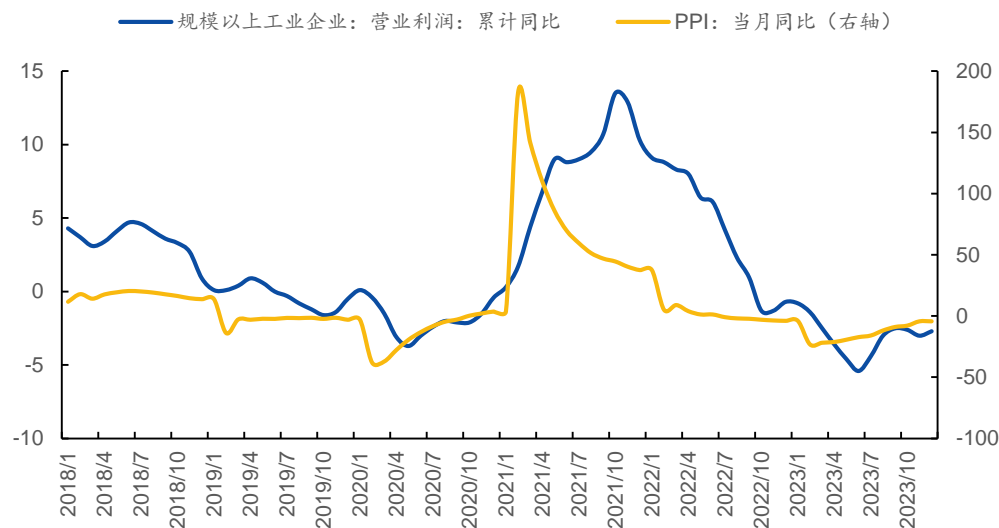
图 8：PMI 新出口订单仍在低位



资料来源：Wind，国元证券研究所

从微观主体的角度看，主动补库的前提是企业基于盈利修复产生补库意愿。目前来看，工业企业营收增速斜率较为平缓，叠加宏观政策以稳增长为主要目标，无法期待财政加码提供推手。因此，本轮库存周期的反弹力度有限。

图 9：受 PPI 影响，工业企业营收增速斜率平缓（%）



资料来源：Wind，国元证券研究所

## 2. 需求端：整体表现疲弱，新兴经济体支撑增长

三大机构对 2024 年原油基本面看法不一，尤其 IEA 和 OPEC 给出相反预测。IEA 预测 2024 年全球石油消费增量维持在 110 万桶/天，依靠非 OPEC 产油国的供给即可覆盖，认为 OPEC+减产对供需缺口修复作用不大。而 OPEC 在月度报告中预测 2024 年全球石油需求将增加 225 万桶/天，非经合国家需求贡献主要增量，全年石油供给偏紧，油价将全面上涨。

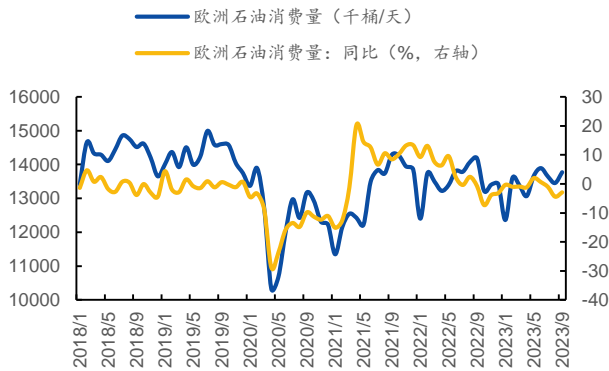
机构的预期分歧聚焦需求侧，这是因为石油的供给端具备相当的能动性，能够针对油价进行负反馈调节，从而控制供需缺口在合理范围，稳定价格中枢。事实上，石油作为稀缺资源，供给偏紧是长期主旋律，但供需缺口是源于供给端的主动调整配速，还是全球需求升温的有效拉动，将成为判断油价走势的关键。

### 2.1 发达经济体需求延续偏弱，或将同比收缩

目前，以欧美日为代表的 OECD 国家经济增长缓慢。欧洲、日本等经合国家经济修复乏力，复苏进程反复，需求延续偏弱。美国经济在高利率的环境下持续降温，预计 GDP 增速回落，石油消费需求同步放缓。

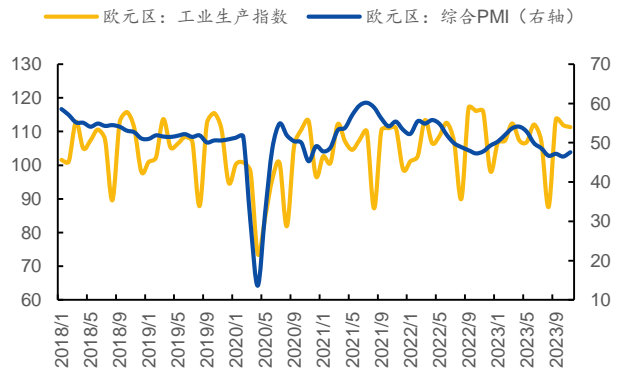
欧洲方面，工业产值同比增速自 2023 年 3 月以来持续为负，综合 PMI 连续 7 个月低于荣枯线。随着疫情复苏，航空出行需求的恢复式增长叠加取暖季开启，一定程度上缓冲欧洲对工业品的需求降速。但随着出行缺口的修复，11 月欧洲石油需求同比-1.3%，用油需求颓势难掩。

图 10：欧洲需求延续偏弱



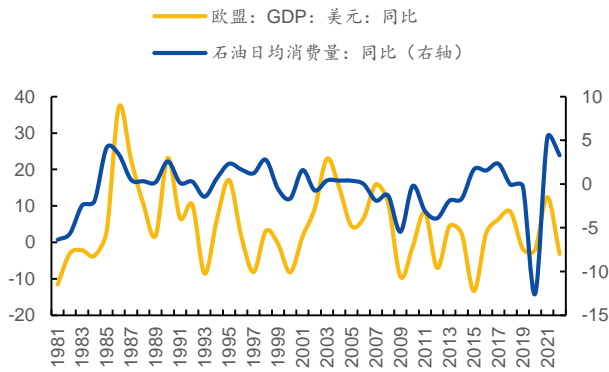
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 11：欧洲综合 PMI 长期低于荣枯线



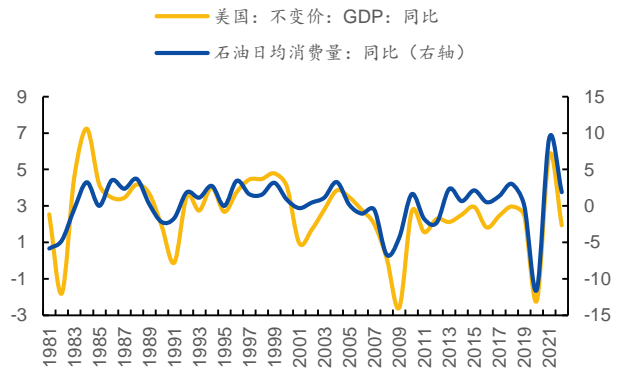
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 12：欧洲经济复苏缓慢 (%)



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 13：美国经济持续降温 (%)

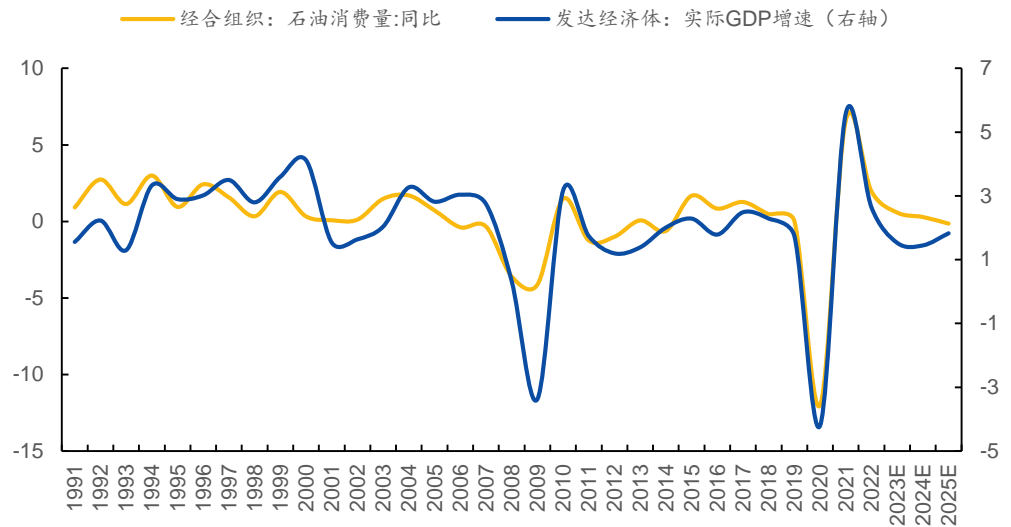


资料来源：Wind，国元证券研究所

展望未来，欧美国家经济增长缺乏动能，增速缓慢，对石油需求增量的贡献有限。IMF 给出未来五年发达国家实际 GDP 增长预期位于 1.5-2% 的低速区间，2024 年实际 GDP 增速预期为 1.45%，低于 2023 年水平。总的来说，未来几年发达国家对石油的消费需求依赖存量拉动，疲弱仍为主旋律。另外，警惕美国通胀“硬着陆”威胁：如果美国经济出现严重衰退，石油需求仍有下行空间，甚至面临同比收缩的风险。



图 14：欧美国家石油消费疲弱仍为主旋律，需求依赖存量拉动



资料来源：Wind，国元证券研究所

## 2.2 新兴经济体支撑基本面，增量边际放缓

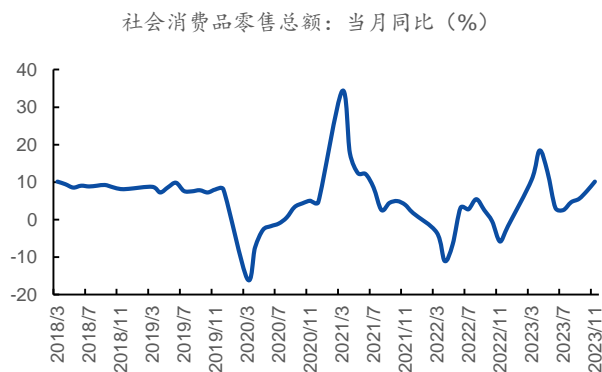
相较于 OECD 国家经济的持续性低迷，以中国、印度为首的新兴经济体将成为本轮周期上行的主要驱动力。国际能源署 (IEA) 数据显示，2023 年前三季度非 OECD 国家石油需求同比增长 4.4%，占据全球石油需求增量的主要来源，中印增量表现亮眼。2023 年 Q4，中印石油需求同比增速放缓，引发市场对需求前景的担忧。

### 1) 中国经济稳中向好，石油需求边际放缓

国内方面，受到低基数影响，2023 年中国石油消费同比增长。但是，随着消费修复带来的恢复式增长接近饱和，经济从消费修复驱动回归至内生增长驱动，数据显示，消费已经逐渐回归疫情前的增长轨道。2023 年 Q4 由于补库进程反复，叠加全球大宗商品价格下跌，国内石油需求增速出现明显放缓。

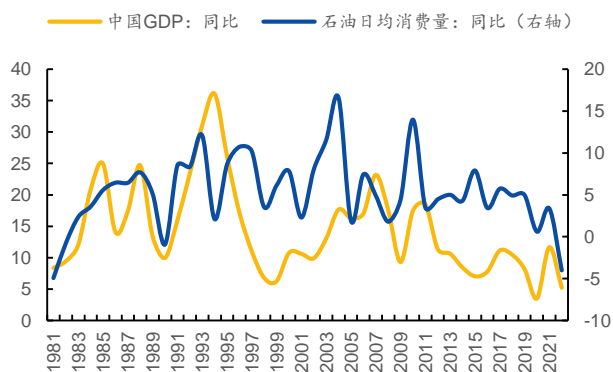
展望 2024 年，本轮商品上行周期缺乏地产市场的支撑，只能期待中美开启共振补库，为出口贡献增量。同时，关注财政发力，针对地产逆周期调节；万亿国债分批发行，城投公司化债利好基建。但目前来看 2024 年政策重心在于稳增长，在消费回归上行轨道之后，无法期待政策继续加码，“三大工程”项目只能帮助地产企稳，不会带来大幅提振。相应地，2024 年中国经济依然能为世界石油需求提供增长动力，但需求随经济增速同步放缓。

图 15: 消费回归增长轨道



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 16: 中国石油需求随经济增速同步放缓 (%)



资料来源: Wind, 国元证券研究所

## 2) 印度或贡献重要增量，但提振需求能力有限

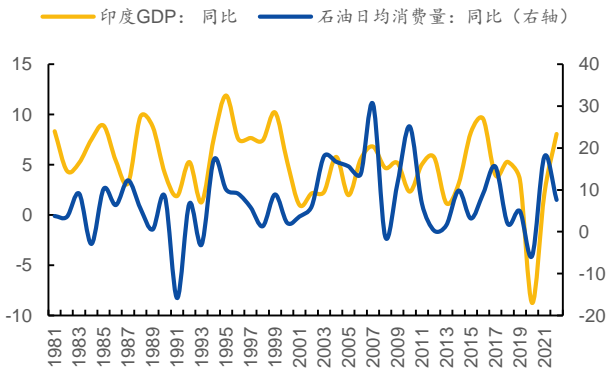
印度方面，2023 年印度经济重回高速增长轨道，为石油需求贡献重要增量。目前印度仅次于中美，位列世界第三大石油进口国，且在全球石油需求的比重逐年增加，地位日益显著。根据 EIA 的预测，2024 年印度对石油的需求增量将达到 560 万桶/日。同样地，OPEC 也将印度列为 2024 年石油需求增量的主要贡献者。

从经济数据看，印度的 GDP 增速与其石油消费量走势同步，近几年印度经济处于上行通道，在全球宏观经济低迷的大背景下以相对高速增长，原因在于强劲的内需驱动：印度工业化和城市化进程位于上行区间，联合国预测 2023-2030 年印度的城市化率将从 35% 提升至 40%，支撑上游材料产业、制造业及运输业发展。目前，印度制造业 PMI 维持高位。同时，政府财政发力为工业化进程加速。印度政府公布 2023/24 财年的财政预算同比增长 33%，创历史最大增幅，且增项主要集中于国防和基建支出；政府资本性支出加持基础设施建设，带动上游制造业景气度攀升。另外，印度充足的劳动力供给和较低的城镇化水平也为经济长期增长提供支撑。

但是，需要警惕印度经济存在一定脆弱性，惠誉评级将印度的投资等级评为 BBB-，并指出公共财政疲弱为印度最大的制约因素。同时，印度存在贫富差距分化、农业发展相对落后等问题。因此，可以期待 2024 年印度经济保持较强韧性，并贡献相当的石油需求增量。但是，单凭印度的需求增长，对全球石油需求的增量提振有限，中美和欧洲经济修复情况仍为石油需求主导。

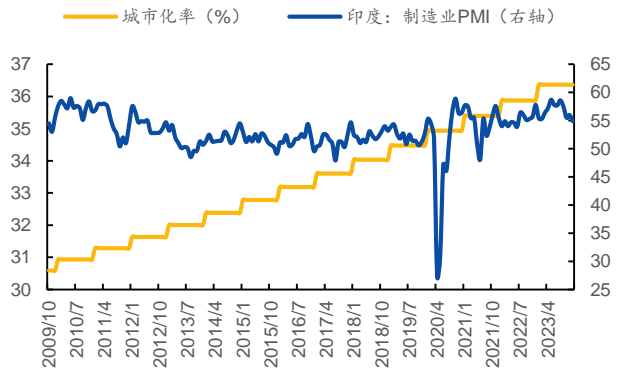


图 17: 印度贡献重要增量 (%)



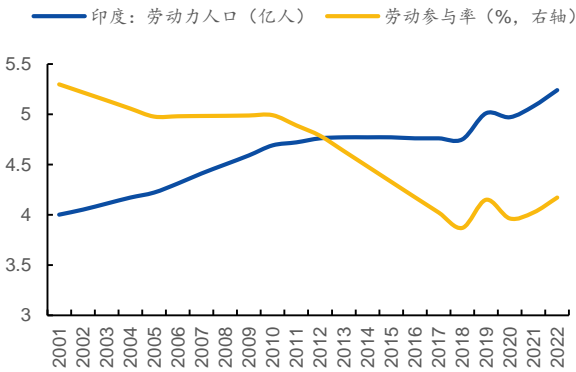
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 18: 工业化和城市化进程位于上行区间



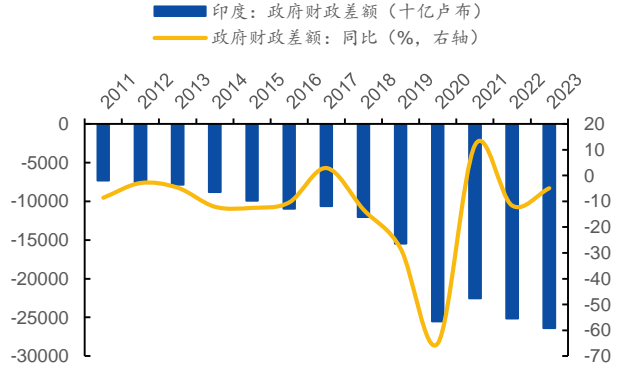
资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 19: 充足劳动力供给为经济提高长期支撑



资料来源: Wind, 国元证券研究所

图 20: 公共财政疲弱, 经济存在脆弱性



资料来源: Wind, 国元证券研究所

### 3. 供给端: 内外嵌套的动态博弈

2017 年俄罗斯等欧佩克组织外的产油国宣布组成“OPEC+”，立场向 OPEC 靠拢。同时，北美产油国也统一立场，形成势力相当的两股抗衡力量。事实上，石油的供给端可以理解为以沙特和俄罗斯为首的 OPEC+ 和以美国为首的北美两股势力之间的外部博弈、嵌套 OPEC+ 成员国之间的内部博弈。对于主动减产的一方，“保油价”和“稳盈利”之间往往需要取舍。

目前来看，OPEC+ 在这场存量博弈中持续承压，产量削减已至极限水位，组织内部矛盾演化。

#### 3.1 OPEC+ 减产能动性遭质疑：“狼来了”的故事

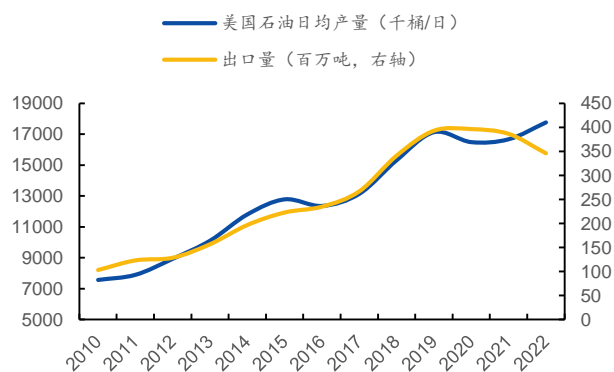
回顾历史上 OPEC 数次主动减产，油价在其作用下显著回调，减产成效显著。2023 年 11 月 30 日 OPEC+ 会议上，OPEC+ 将自愿减产计划延长至 2024 全年，并在 2024 年 Q1 额外执行约 170 万桶/天的减产，由沙特、伊拉克及部分非洲国家承担。同时，俄方对石油出口的主动约束也将延长至 2024 年 Q1。然而，本次减产计划公开后，国际

原油期货价格却一反常态地连夜跳水。这表明 OPEC+ 宣布的减产力度不足以抵消市场对供给过剩的消极预期，同时其减产的执行力遭到外界质疑，市场对计划的落实存在担忧。对应同时期 EIA 披露的美国商业原油超额累库数据，本次 OPEC+ 减产对市场看空情绪反转无力。

OPEC+ 通过减产对油价的托底效果大不如前，这是因为：

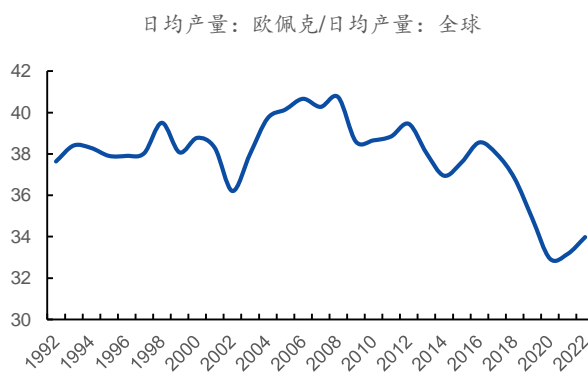
第一，2012 年美国完成页岩油气革命，石油产量井喷式增长；2015 年出口解禁，美国从世界最大的石油进口国一跃成为最大产油国，OPEC 所占市场份额遭严重削减，较历史最高水平下降 13%。即使后续俄罗斯等产油国的加盟一定程度上壮大了 OPEC 的势力，但 OPEC 在石油价格“一言堂”的时代已经宣告结束。

图 21：美国页岩油气革命成功，产量井喷式增长



资料来源：Wind，国元证券研究所

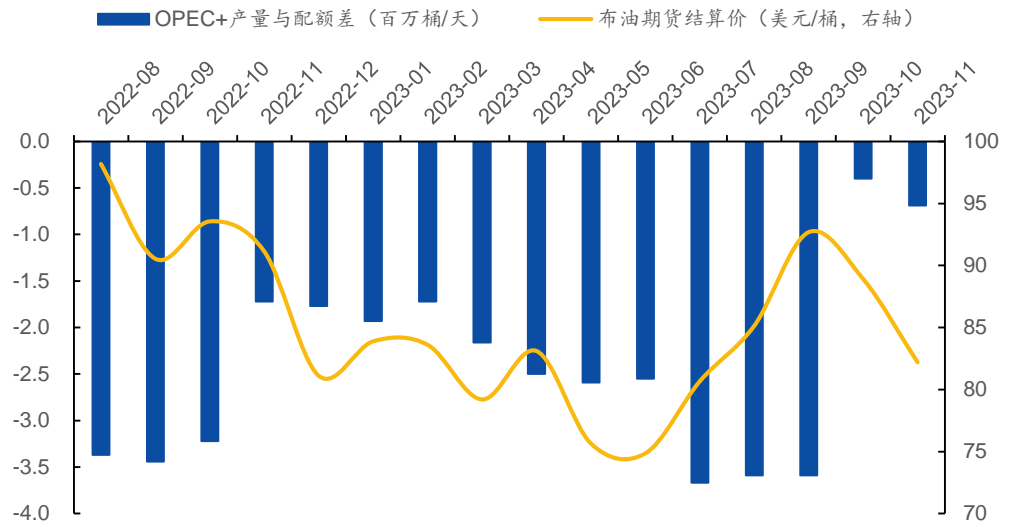
图 22：OPEC 市场份额遭严重削减 (%)



资料来源：Wind，国元证券研究所

第二，OPEC+ 内部矛盾演化，分歧不断。OPEC+ 在 2023 年 11 月会议下调对部分非洲产油国的配额这一举动，可以理解为针对 2023 年 Q4 减产执行力不足的组织内部整顿。“OPEC+19 减产协议国产量与配额差”这一指标表明：2023 年 6 月沙特宣布额外减产 100 万桶/日，OPEC+ 的减产执行力触顶，油价同步走高反馈供给紧张。在严格减产维持 3 个月后，10 月 OPEC+ 减产松动，实际产量与配额差大幅上升，油价随之调整回落。但是，由于市场对供给偏紧的预期钝化，叠加 2023 年 Q4 预期逆转导致的看空情绪延续，OPEC+ “纪律整顿”向市场传达的减产决心未能在油价兑现。

图 23: OPEC+减产执行力触顶, 内部矛盾演化

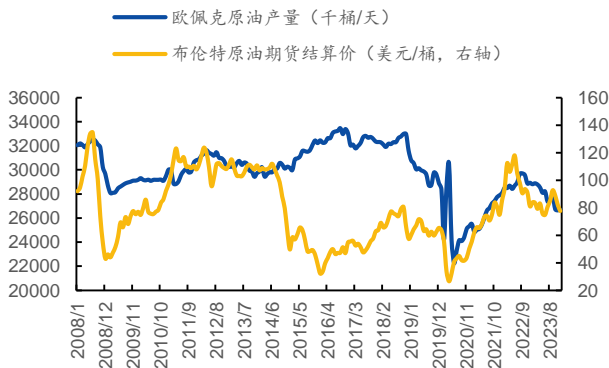


资料来源: Wind, 国元证券研究所

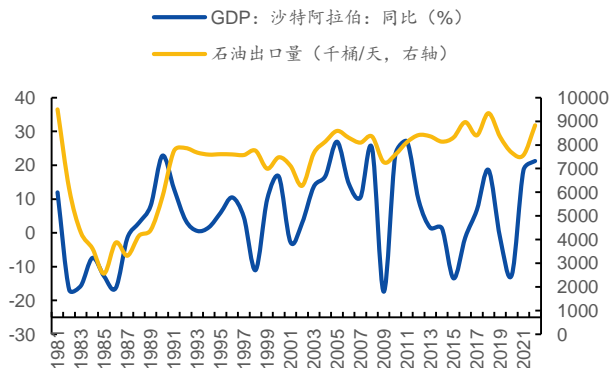
第三, OPEC+ 虽然是减产的主动方, 但在与美国的博弈中处于相对被动的地位。这是因为 OPEC+ 的石油种类主要为传统石油, 集中分布在各大油田, 前期勘探难度大、成本高, 投资周期长, 在市场自发调节时, 供给对油价的反应相对迟滞, 举例来讲, 2014 年国际油价大跌之后, OPEC 国家的石油产量下降滞后许久。相对地, 美国页岩油资源分布更广, 勘探和开发成本均低于传统石油, 且能够通过库存井 (DUC) 灵活调整产能, 所以, 美国页岩油在控制产量方面的机动性更强。另外, OPEC+ 国家的经济结构相对单一, 经济增长对石油出口的依赖程度非常高。因此, 目前由 OPEC+ 主导的石油减产, 实际由 OPEC+ 国家的经济承压。

图 24: OPEC 供给对油价的反应相对迟滞

图 25: OPEC 国家经济对石油依赖程度高



资料来源: Wind, 国元证券研究所



资料来源: Wind, 国元证券研究所

短期来看, OPEC+ 减产加码或在 2024 年 Q1 兑现, 第一季度石油供给偏紧, 叠加北半球冬季取暖需求, 油价运行中枢高于 2023 年 Q4。展望未来, 需要进一步关注 OPEC+ 对于减产承压的极限水位, 是否还有维持现有计划或继续加力的空间。

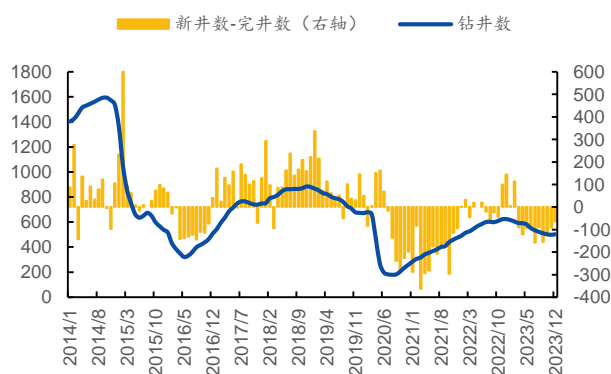
### 3.2 美国页岩油放量增速受限：DUC 降至历史低位

在刚刚过去的 2023 年，美国页岩油产量超出市场预期呈现大幅上涨，出口创历史新高。EIA 解释这一上升趋势背后的关键驱动在于油井效率的提升。截至 1 月 12 日，EIA 在月度报告中预计美国页岩油产量将在未来几年持续增长，2024 年达到 1320 万桶/日。但同时，EIA 预测美国页岩油产量边际降速，这一预测与《钻井生产率报告》中披露的钻井产能利用率高达 80% 相符。目前来看，美国页岩油放量增速受到钻井使用效率与钻井存量的制约，未来几年石油产量增速或出现衰减。

原因在于：

第一，库存井（DUC）产能持续释放，钻井总量与油价背离。根据 EIA 发布的《钻井生产率报告》，2023 年 10 月美国库存井（DUC）存量已至 2013 年 12 月以来最低水平，可见美国这一轮石油产出增量主要源于过去两年建成的库存井投产，潜在产能持续释放。实际钻井数量反映美国页岩油开采强度回落，尤其在 2023 年 Q2 国际油价持续走高的情况下，页岩油的开采强度未能与之匹配，原因或在于美国面临产能瓶颈或增产意愿不足。

图 26：库存井（DUC）产能持续释放



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 27：钻井总量与油价背离，开采强度回落

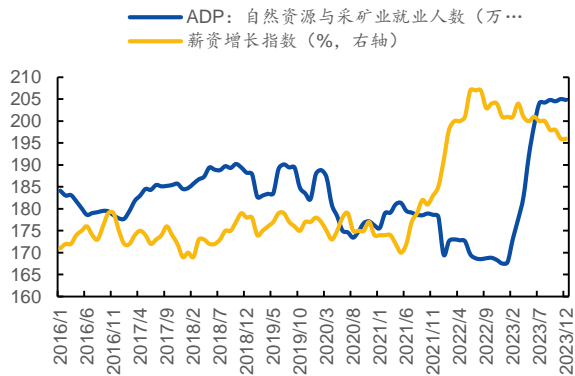


资料来源：Wind，国元证券研究所

第二，从企业行为角度看，过去一年美国就业市场表现强劲，劳动力缺口与工资增长导致企业生产成本承压。同时，大部分能源企业面临经营模式转型。2023 年 Q4 美国达拉斯联储对于 144 家能源公司的调查结果显示，超过 60% 的受访企业高管认为 2024 年企业的资本支出将与 2023 年持平或轻微增长，这一数据表现与过往油价中枢抬升时企业的高投资意愿相悖。在美联储维持低流动性与就业市场温度不减的情况下，能源企业的经营模式更为稳健，倾向于保持股东回报率与企业现金流稳定，再投资意愿相对不足，产能扩张受限。

展望未来，美国页岩油产量或将进入边际衰减通道，应关注其产量边际触顶拐点到来。

图 28：工资上涨，油气企业成本承压



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 29：美国页岩油产量或将进入边际衰退通道



资料来源：Wind，国元证券研究所

总结来看，OPEC+和美国的的外部博弈仍是短期供给的主导因素，OPEC+的减产加码或将在 2024 年 Q1 兑现，造成石油短期供给偏紧，油价中枢震荡上行。未来应关注：(1) OPEC+减产承压极限，内部矛盾演化；(2) 美国页岩油增量边际触顶回落。

## 4. 金融属性：市场交易情绪，关注美联储降息开启时间

### 4.1 “去美元化”之下，石油定价逻辑转变

在基本面变化不大的情况下，主导油价的是金融逻辑，即交割逻辑。在经历两次石油危机之后，美国通过大量购买中东石油建立石油-美元体系，以美元作为石油计价基准。因此，全球商品价格与美元指数在石油-美元体系的运作之下，往往呈现负相关走势。美元的强弱也是以往预测油价的重要依据，逻辑路径为：美元强势——国际汇率变化——大宗商品价值重估——油价下行。在计价逻辑中，美元是自变量，油价是因变量。

#### 1) 石油-美元体系解体：油价与美元共振

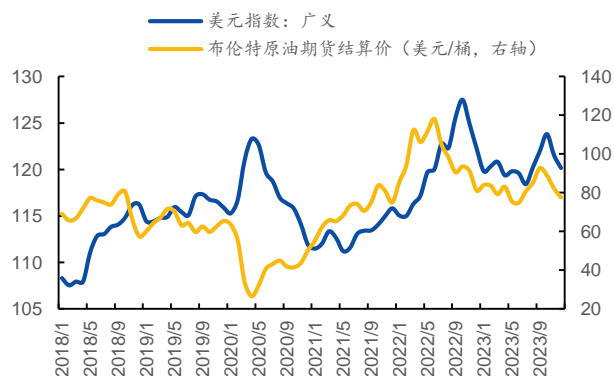
2022 年以来，美元指数与油价经历多次共振。石油-美元计价体系在全球经济多极化与“去美元化”的作用下逐渐崩坏。具体原因在于：

第一，美国页岩气革命重塑全球石油格局。2015 年美国石油出口解禁，美国从高度依赖石油进口转变为对外出口石油。而石油出口国的经济增长对油价依赖程度很高，油价与这些国家的货币价值涨跌同向变化，比如加拿大和中东国家。随着美国的原油出口量增加，美元指数与石油价格的负相关性逐渐减弱。

第二，美元指数是一个相对概念，与世界经济边际相关。根据相对增长理论，如果美国经济边际优于世界其他国家，则美元相对其他货币升值，美元指数随之走强。然而，以美元计价商品的逻辑则是单线外推的“绝对”概念。世界格局不断演化的当下，单线外推不再具备说服力，也很难兑现。

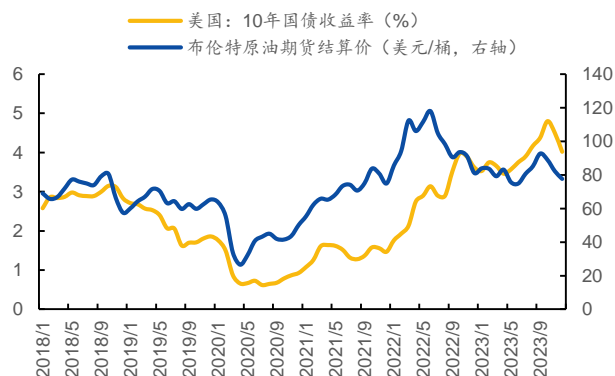
第三，预期主导下，美元与油价逻辑转变。2023 年以来美联储数次加息，通过人为塑造的高利率环境迫使通胀降温。在市场对加息的预期判断下，油价成为影响通胀的自变量，美元与油价的逻辑关系转换为：油价上涨——美国通胀预期升温——美债收益率上行——美元指数上涨。在新的主导逻辑中，油价和美元因果转换。

图 30：2022 年以来，美元指数与油价多次共振



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 31：美元与油价的主导逻辑转换



资料来源：Wind，国元证券研究所

因此，美元与油价的共振，既可以理解为世界格局演化下的石油-美元体系解体，也可以解释为双方本就是相互作用的关系，主导逻辑发生转换。

## 2) 美股与油价背离：风险资产定价逻辑

除美元指数外，美股是另一个与油价相关度较高的指标，原因在于 2015 年巴黎协定达成后全球向化石燃料领域提供大量融资，石油的风险资产属性逐步凸显。美股指数受到能化板块影响，与石油景气度呈现一致走势。从风险资产定价的角度看，股票与石油都受到风险溢价的作用。在 2021 年美股走低时，市场基于以上逻辑预测油价，随后油价符合预期回落。

但是，回顾 2023 年，美股和油价的相关性明显减弱，上述逻辑已经行不通。原因在于：一方面，支撑 2023 年上半年美股走强的不是能化领域，而是 AI 革命引起的科技股投资热潮。另一方面，盈利预期和流动性交替主导风险资产定价。2023 年下半年，美联储维持紧缩的货币政策，无风险利率处于历史高点，市场流动性偏紧，因此，估值逻辑支撑股票价格高位运行，而油价则受到悲观预期主导震荡向下。



图 32：美股和油价的相关性明显减弱



资料来源：Wind，国元证券研究所

总结来看，在“去美元化”和全球多极化的历史进程下，此前多项用于锚定或指引油价的市场指标逐渐丧失这一功能。因此，无论是从美元还是美股的角度，依靠经验主义的逻辑外推已经很难立足。

## 4.2 交易情绪驱动、地缘冲突扰动下的油价

2023 年 Q4，悲观预期主导下油价震荡走弱，利好因素难以兑现，具体表现在：11 月底，OPEC+ 宣布减产计划延续；12 月中旬，红海危机爆发，胡塞武装袭击航运船只，红海航运业务暂停；12 月下旬，美联储下修第三季度 GDP 及 PCE 指数，显示通胀稳定回落。非农数据超预期，就业市场继续支撑美国经济。然而，以上事件均未能对油价跌势“刹车”，即使地缘因素带来风险溢价推升油价，但脉冲作用时间短暂，溢价迅速回吐，油价重回下跌轨道。利好因素的作用微弱，原因在于预期主导下的投机交易，市场看空油价逆转乏力。

### 1) 红海事件脉冲作用短暂，风险溢价回吐

2023 年 12 月 13 日，胡塞武装部队袭击红海航运船只，随后多家航运公司宣布暂停红海业务，其中包括英国 BP 石油公司和欧洲油气巨头 Equinor。今年 1 月 12 日，英美空袭胡塞武装部队所在城市。两次事件爆发导致欧线航运价格大幅上涨，油价反馈单日走强幅度逾 4%，但随即下跌回吐溢价。目前市场认为红海危机升级不会像俄乌冲突大幅抬升油价，原因在于：第一，红海危机影响范围有限。红海连通苏伊士运河港口，主要影响地中海-欧洲-美东航线，不会对亚太等地区航运业务构成威胁，叠加欧洲经济复苏进程缓慢，需求长期疲弱，从全球供应链角度看红海事件对石油供给的影响有限。第二，红海事件目前未对石油实际产出构成影响，中东地区产油国产量和出口量维持正常区间。

整体来看，地缘冲突导致 2024 年 Q1 油价振幅加剧，整体中枢微弱上行，未来需关注红海局势是否会进一步恶化，辐射范围扩大对全球贸易造成影响，或进一步

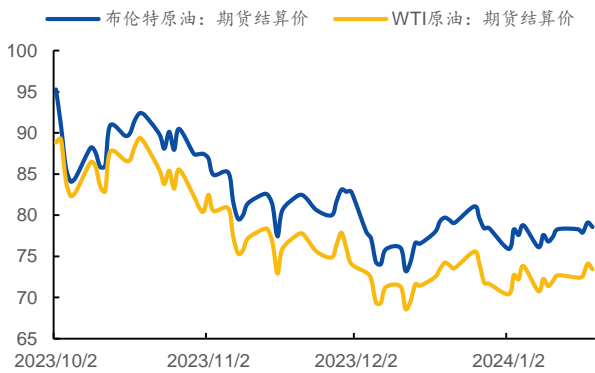
提振油价。

## 2) 市场激进押注美国降息，对经济指标反应“钝化”

1月5日美国劳工统计局发布12月非农报告，显示美国12月新增就业人数21.6万人，超出市场预期的17.5万人，失业率维持3.7%，就业市场依然强劲，反映出美国经济韧性仍在。但劳动参与率下降至62.5%，非全职就业比例上升；家庭新增就业人数减少68.3万人，创2020年5月以来新高，表明美国劳动力市场在边际降温。

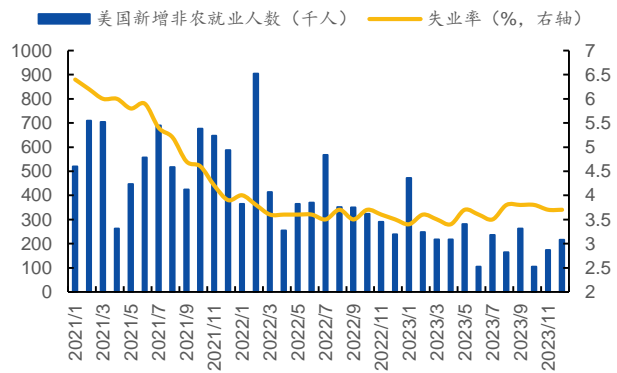
关注通胀数据，美国2023年10月至12月核心CPI同比持续回落，12月PCE物价指数同比增速2.6%，低于市场预期的2.8%。虽然核心CPI小幅超预期，但其主要受到住房分项拉升，且CPI数据此前多次经历下修，因此可以认为美国通胀整体处于平稳回落阶段，“肥尾”抬头的风险不大。同时，强劲的就业市场为美国经济“软着陆”提供支撑。

图 33：红海危机升级不会大幅抬升油价（美元/桶）



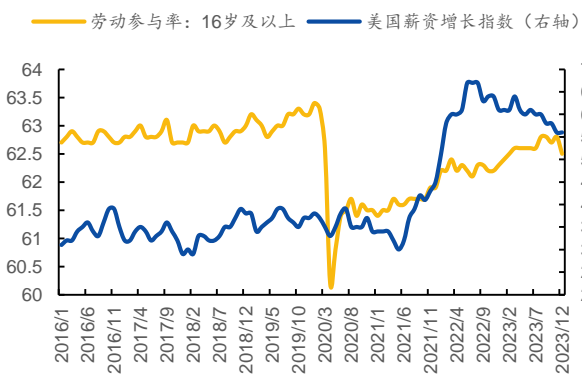
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 34：美国就业市场依然强劲



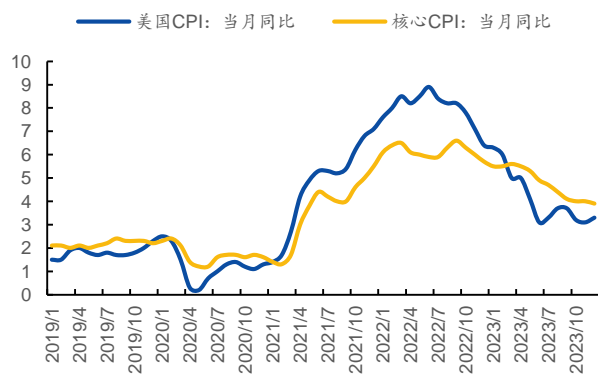
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 35：劳动力市场边际降温（%）



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 36：核心 CPI 同比持续回落（%）



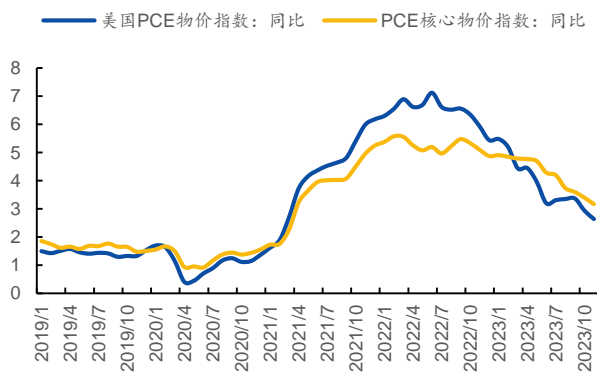
资料来源：Wind，国元证券研究所

理论上，如果美国经济出现严重衰退，油价将会大幅下跌，而“软着陆”则为油价缓和波动区间。从这个角度看，美国经济“软着陆”的预期利好油价。但实际上，市场对美联储降息开启的预期过分激进，鸽派押注未能兑现反将导致油价下跌。另外，2023年年初至今美联储数次加息，就业市场持续表现强劲，市场对“软着陆”信号的敏感程度不再，反应随时间“钝化”。

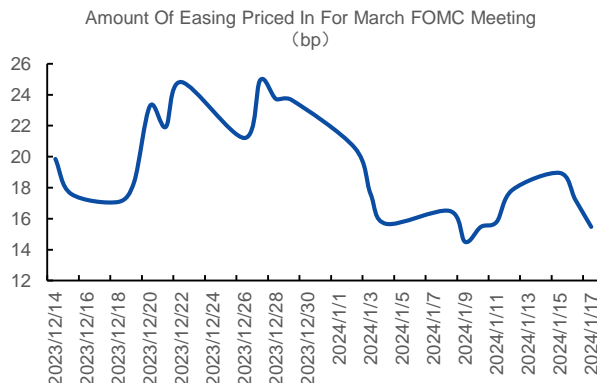
目前，市场对美联储2024年降息次数最高预期为7次，对降息窗口开启时间最早预期为2024年3月，对降息幅度最大预期逾150bp。在美国公布12月核心CPI超预期之后，CME显示交易员对3月降息的预期押注反而在隔日升至75%，其原因在于情绪驱动与对于经验主义的过分依赖。美联储官员对此表示，由于经济活动和劳动力市场状况良好，“没有理由像过去一样迅速采取降息”。整体来看，虽然部分美联储官员释放鸽派信号，但美联储对于降息开启窗口还保持较为审慎的态度。

图 37：美国通胀降温，释放“软着陆”信号（%）

图 38：市场对美联储降息预期过分激进



资料来源：Wind，国元证券研究所



资料来源：Bloomberg，国元证券研究所

展望2024年，美联储降息窗口的开启时间将成为油价中枢运行拐点的决定性因素，而美国通胀的回落情况将成为油价运行幅度的重要指引。预计在美国经济不出现严重衰退的前提下，美联储将维持利率在高位以防止通胀“肥尾”抬头，降息窗口将不早于2024年Q3开启。另外，应当警惕市场激进鸽派押注未能兑现后的交易情绪转向，或将导致油价短期震荡下跌。

## 5. 2024年油价展望总结

石油作为一种稀缺资源，供给偏紧是主旋律，但石油的供需缺口是源于供给端调整配速，还是需求端升温拉动，将成为判断油价走势的关键。回顾2023年，布油价格自9月末开始震荡下跌，Q4油价与大宗商品价格同步走弱，需求疲弱与市场预期是主导因素。

自上而下展望2024年，从宏观周期轮动出发，期待新一轮补库周期开启能在一定程度上修复油价，但提振效果有限，原因在于：新一轮的库存周期大概率为弱周期，补库持续时间短、库存同比增幅小、商品价格上行力量不足；目前中美周期错位，对商品价格作用复杂、中国补库进程反复；过剩产能尚未出清，PPI回落致使企业补库意愿不足，库存反弹乏力；地产、出口及财政无法提供补库推手。从库存周期的平均时长看，预期不晚于2024年Q2进入中美共振补库阶段。

从基本面角度看,需求缺乏强劲动力,以欧美为代表的 OECD 国家需求延续偏弱,或将同比收缩;以中印为代表的非经合国家是中坚力量,但增速边际放缓。短期油价修复要求供给端主动配速,但需要注意的是:OPEC+减产极限承压,组织内部矛盾演化,未来供给调整能动性遭质疑;美国页岩油增速边际触顶,受到钻井使用效率与钻井存量制约。

基于交割逻辑出发,随世界经济多极化与“去美元化”,此前多项用于锚定或指引油价的市场指标逐渐丧失这一功能,经验主义难以立足。油价受地缘政治与交易情绪扰动,目前地缘脉冲作用短暂,需要关注红海局势是否会进一步恶化。同时,警惕市场对美联储降息预期过分激进,鸽派押注未能兑现反将导致油价下跌。美联储降息窗口的开启时间决定油价拐点;经济衰退情况决定油价振幅。目前来看,预计美联储降息窗口开启时间不早于 2024 年 Q3。

2024 年布油运行中枢预计为 90 美元/桶,震荡区间位于 85-100 美元/桶。2024 年 H1,基本面主导油价,OPEC+减产加码预计于 2024 年 Q1 兑现,短期供给偏紧叠加地缘冲突作用,中枢上行后回落承压;2024 年 H2 交割逻辑主导,随美联储降息窗口开启,油价迎来上行拐点。



## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: [www.gyzq.com.cn](http://www.gyzq.com.cn)

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188