



能源周观点

数据专题简报
证券研究报告

国金证券研究所

分析师：刘道明（执业 S1130520020004） 联系人：钱家洛

liudaoming@gjzq.com.cn

qianjialuo@gjzq.com.cn

是时候关注原油需求端积累的风险了

原油

油价展望：Sahm Rule 衰退指标上升引发对衰退的担忧。在历史上，当 Sahm Rule 衰退指标首次到达 0.5 前后，美国成品油表需非常容易同比下降，在这些时期，美国成品油受到了实际的负面影响。油价通常也会出现不同规模的下跌，下跌持续的时间和速度各不相同，但均会出现一轮较大幅度的下跌。从全球原油消费的季节性来看，8 月通常为一年内原油需求最高峰，9、10 月需求量季节性下降，当 Sahm Rule 衰退指标上升叠加淡季，9 月开始油价或将易跌难涨；而 7 月剩余时间以及 8 月，属于旺季现实与需求下降预期冲突阶段，油价或将以震荡为主，但若经济指标进一步利空，则油价或将提前回落。

本周行情：2024 年 7 月 19 日，布伦特期货价(连续)为 82.63 美元/桶，本周下跌 2.40 美元/桶。WTI 期货价(连续)分别收于 80.13 美元/桶，本周下跌 2.08 美元/桶。

供给端：原油供应端较需求端更加刚性，在油价未出现大幅下跌的情况下，OPEC+ 和美国产量预计将稳定，油价主要为需求端定价。

需求端：7、8 月通常是全球原油消费旺季，目前国内出行数据符合旺季需求。由于宏观经济数据如 PMI、失业率等有所恶化，因此旺季过后原油需求或难以维持，环比或将出现较大幅度下降。

天然气

气价展望：随着美国气价下跌，产量环比下降，我们在 2024 年 3 月提出的减产逻辑或将再现，此外虽然 6、7 月美国复产速度较快，但美国需求量也创下新高，美国天然气累库速度已放缓，看好夏季气价重新上涨。

本周行情：2024 年 7 月 19 日，TTF 连一为 10.13 美元/MMBtu，较上周下跌 0.01 美元/MMBtu。JKM 连一为 12 美元/MMBtu，与上周持平。HH 连一为 2.13 美元/MMBtu，较上周下跌 0.2 美元/MMBtu。

供给端：在截至 2024 年 7 月 19 日的一周内，美国干天然气产量为 28.52 亿立方米/天，同比下降 2664 万立方米/天。由于气价下跌，我们在 2024 年 3 月提出的美国减产逻辑或将再现。

需求端：在截至 7 月 19 日的一周内，美国四行业天然气消费量为 22.29 亿立方米/天，同比增长 4.66%，其中工业部门和电力部门需求恢复较好。

煤炭

本周行情：2024 年 7 月 18 日，秦皇岛 Q5500 动力煤平仓价为 638.18 元/吨，本周下跌 6 元/吨。

供给端：2024 年 7 月上旬，样本企业煤炭产量为 5326 万吨，同比下降 304.26 万吨(或-5.40%)。

需求端：近期国内降水充足，四川水库水位大幅上升，水电发电量的增长可较好满足气温上升带来的用电需求。据 ECMWF 预测，8 月开始国内降水将恢复正常，高温天气则将延续，因此 8 月煤炭需求或将同比增长。

风险提示

气温变化不及预期的风险；经济增速不及预期的风险；天然气减产规模不足的风险；地缘政治变化的风险；其他第三方数据来源出现误差对结果产生影响的风险。



内容目录

本周油、气、煤价均下跌.....	4
重视原油需求端积累的风险.....	5
目前国内原油需求仍旺盛.....	7
国内夏季航空出行改善.....	7
美国汽油需求下降.....	8
OPEC+原油供应略增.....	8
美国天然气减产逻辑或将再现.....	9
受气价影响，美国天然气产量下降.....	9
欧美天然气库存增速放缓.....	9
欧洲天然气消费稳定.....	10
美国天然气需求再创历史同期新高.....	11
国内煤炭转为去库.....	12
国内煤炭开始去库.....	12
近期国内煤炭供应格局改善.....	12
8月国内煤炭需求或将同比增长.....	13
风险提示.....	14

图表目录

图表 1： 原油期货价格(美元/桶).....	4
图表 2： 全球气价(美元/MMBtu).....	4
图表 3： 全球煤价(元/吨).....	5
图表 4： Sahm Rule 衰退指标到达 0.5 通常伴随着美国经济衰退.....	5
图表 5： 美国在国债收益率倒挂后的修复过程中通常会经历衰退.....	6
图表 6： Sahm Rule 衰退指标到达 0.5 后美国成品油表需易同比下降.....	6
图表 7： 8月通常为一年内原油需求高峰.....	7
图表 8： Sahm Rule 衰退指标到达 0.5 前后油价通常会出现不同规模的下跌.....	7
图表 9： 国内航班量保持增长.....	8
图表 10： 国内公路出行本周下降.....	8
图表 11： 美国车用汽油消费量增长.....	8
图表 12： 美国馏分油消费量维持弱势.....	8
图表 13： OPEC+原油海运出口量(百万桶/天).....	8



图表 14: OPEC+原油海运出口占比	8
图表 15: 俄罗斯原油海运出口量(百万桶/天).....	9
图表 16: 沙特原油海运出口量(百万桶/天).....	9
图表 17: 美国天然气产量再次下降.....	9
图表 18: 欧洲天然气库存增速放缓.....	10
图表 19: 美国天然气库存增速接近历史同期.....	10
图表 20: 欧洲主要国家天然气消费量同比增长.....	10
图表 21: 欧洲主要国家工业及发电天然气消费量同比持平.....	11
图表 22: 欧洲主要国家本地分销区消费者天然气消费量同比增长.....	11
图表 23: 美国四行业天然气消费量同比增长.....	11
图表 24: 美国工业部门天然气消费量同比增长.....	12
图表 25: 美国电力部门天然气消费量快速上升.....	12
图表 26: CCTD 主流港口煤炭库存(万吨).....	12
图表 27: 国内重点电厂煤炭库存(万吨).....	12
图表 28: 煤炭运销协会样本企业煤炭旬度产量(万吨).....	13
图表 29: 中国煤炭海运进口量(万吨/天).....	13
图表 30: 重点电厂煤炭日耗量(万吨/天).....	13
图表 31: 国内近期降水充足.....	14
图表 32: 四川水库水位同比上升.....	14
图表 33: 雨季仍将持续.....	14
图表 34: 预计 8 月亚洲降水将减少.....	14



本周油、气、煤价均下跌

2024年7月19日，布伦特期货价(连续)为82.63美元/桶，本周下跌2.40美元/桶。WTI期货价(连续)分别收于80.13美元/桶，本周下跌2.08美元/桶。

图表1：原油期货价格(美元/桶)



来源：WIND，国金证券研究所，国金证券数字未来实验室

2024年7月19日，TTF连一为10.13美元/MMBtu，较上周下跌0.01美元/MMBtu。JKM连一为12美元/MMBtu，与上周持平。HH连一为2.13美元/MMBtu，较上周下跌0.2美元/MMBtu。

图表2：全球气价(美元/MMBtu)



来源：Refinitiv，Wind，国金证券研究所，国金证券数字未来实验室

2024年7月18日，秦皇岛Q5500动力煤平仓价为638.18元/吨，本周下跌6元/吨。



图表3: 全球煤价(元/吨)

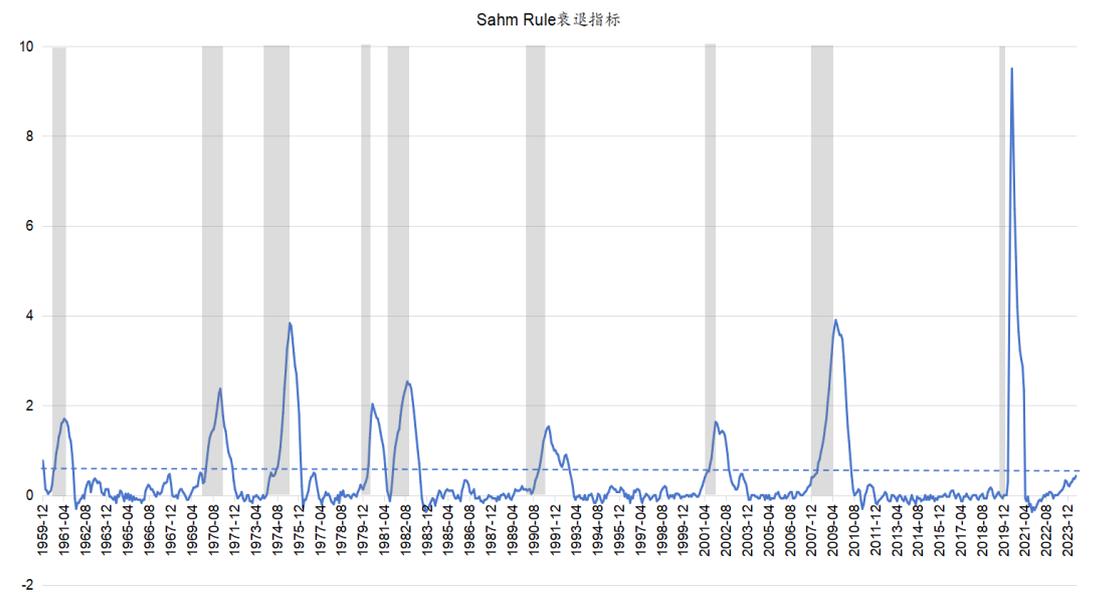


来源: Refinitiv, Wind, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

重视原油需求端积累的风险

Sahm Rule 衰退指标上升引发对衰退的担忧。2024年6月, Sahm Rule 衰退指标上升至0.43, 即将到达0.5的警戒线。该指标通过监测失业率(U3)的变化来预测经济衰退的早期阶段, 根据 Sahm Rule, 当美国失业率的三个月移动平均值比过去一年中的最低三个月移动平均失业率高出0.5%或更多时, 这标志着美国已经或即将进入经济衰退的早期阶段, 该指标在美国历年衰退时都有所反应, 因此6月该指标上升引发了对美国陷入衰退的担忧。此外, 在美债收益率倒挂后(2s10s)的利差修复过程中, 通常也伴随着衰退, 因此在原油供应相对稳定的情况下, 我们需要警惕原油需求端积累的风险。

图表4: Sahm Rule 衰退指标到达0.5 通常伴随着美国经济衰退

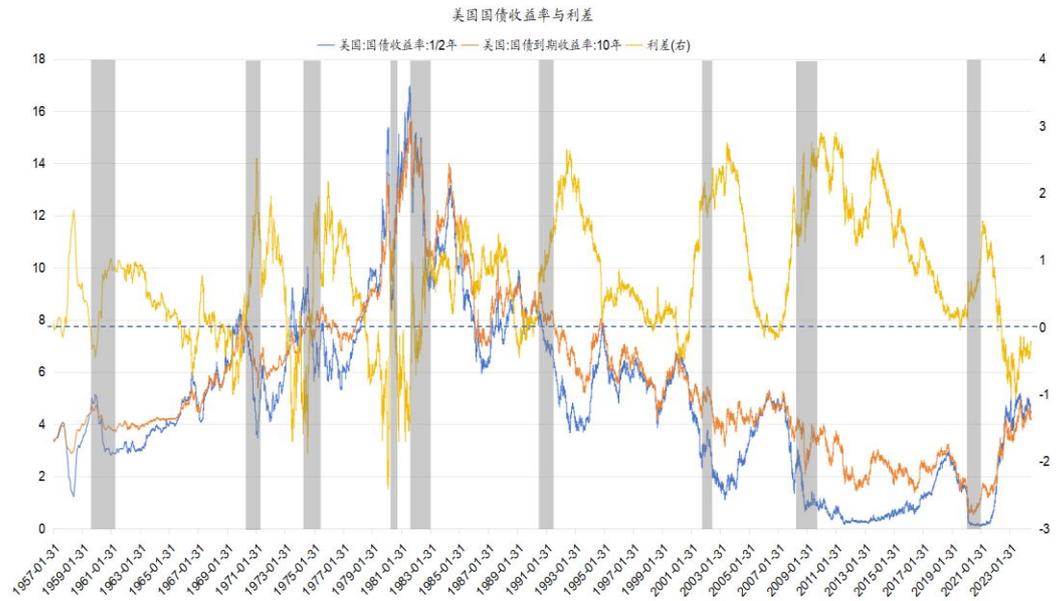


来源: 美联储, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

注: 灰色阴影为美国衰退期



图表5: 美国在国债收益率倒挂后的修复过程中通常会经历衰退



来源: WIND, 美联储, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

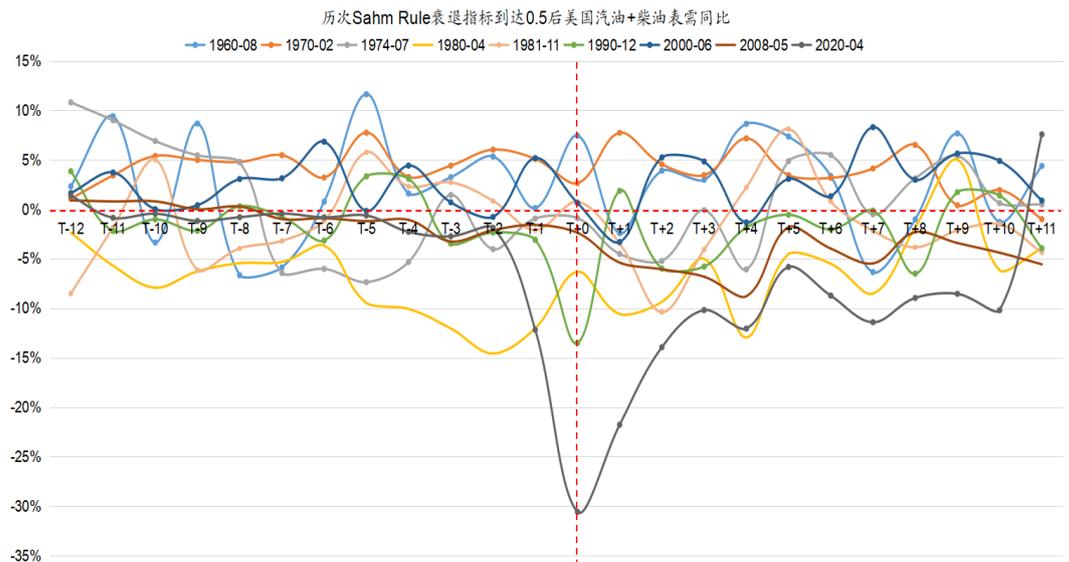
注: 灰色阴影为美国衰退期; 由于数据可得性, 短期收益率在 1976 年 6 月 1 日前采用 1 年期, 后采用 2 年期

我们统计了历年 Sahm Rule 衰退指标到达 0.5 之后美国汽油和柴油需求的同比增速, 在 Sahm Rule 衰退指标首次到达 0.5 前后, 美国成品油表需非常容易出现同比下滑, 在这些时期, 美国成品油受到了实际的负面影响。

从全球原油消费的季节性来看, 8 月通常为一年内原油需求最高峰, 9、10 月需求量季节性下降, 当 Sahm Rule 衰退指标上升叠加淡季, 9 月开始油价或将易跌难涨; 而 7 月剩余时间以及 8 月, 属于旺季现实与需求下降预期冲突阶段, 油价或将将以震荡为主, 但若经济指标进一步利空, 则油价或将提前回落。

历史上 Sahm Rule 衰退指标到达 0.5 前后油价通常会出现不同规模的下跌, 下跌持续的时间和速度各不相同, 但均会出现一轮较大幅度的下跌。

图表6: Sahm Rule 衰退指标到达 0.5 后美国成品油表需易同比下降

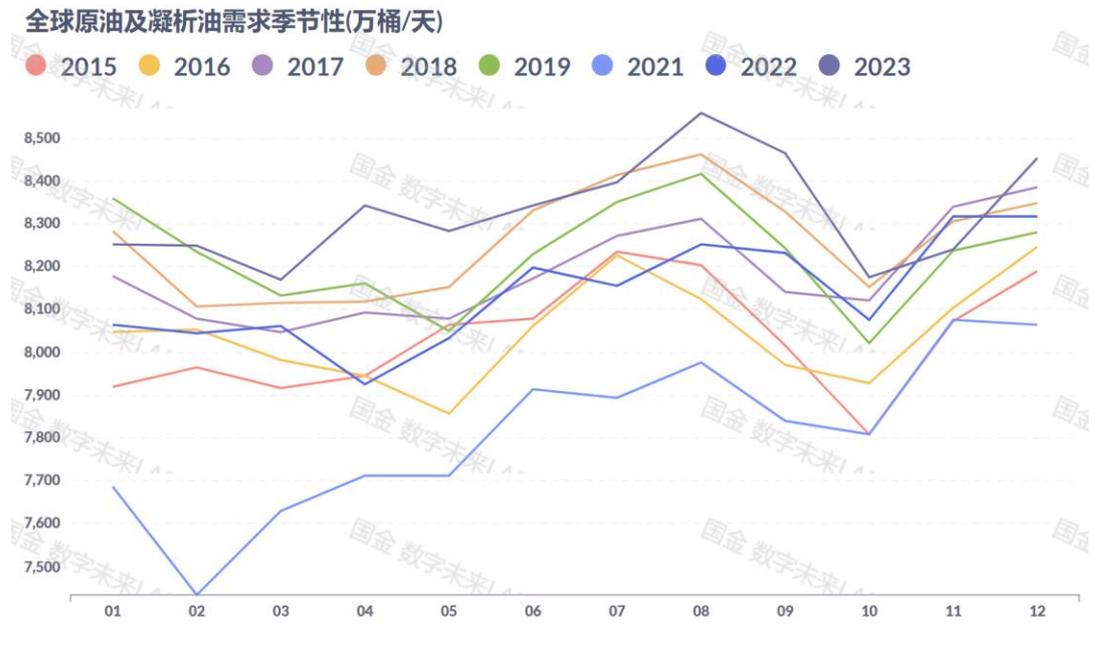


来源: EIA, 美联储, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

注: 以 Sahm Rule 衰退指标首次到达 0.5 的月为 T+0

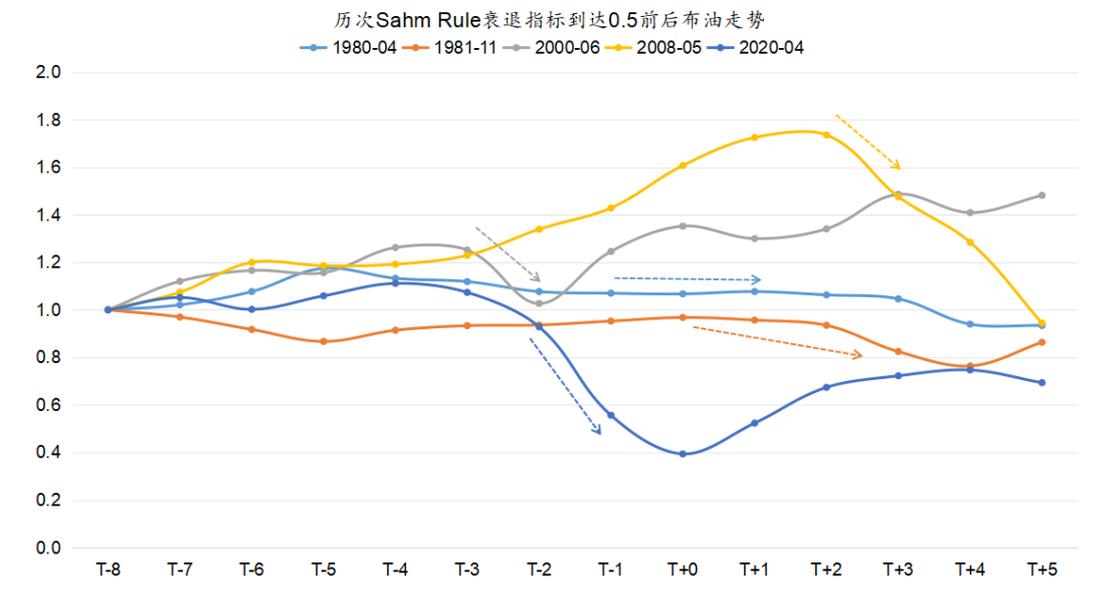


图表7: 8月通常为一年内原油需求高峰



来源: Rystad Energy, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表8: Sahm Rule 衰退指标到达0.5前后油价通常会出现不同规模的下跌



来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

注: 以 Sahm Rule 衰退指标首次到达0.5的月为 T+0, 以 T-8 月为基期

目前国内原油需求仍旺盛

国内夏季航空出行改善

国内夏季出行增长, 支撑国内成品油需求。在截至 2024 年 7 月 21 日的一周内, 国内周均航班离港量平均为 16625 架次, 同比增长 8.59%。在截至 2024 年 7 月 21 日的一周内, 全国市内拥堵指数为 129.18, 同比增长 0.07%。

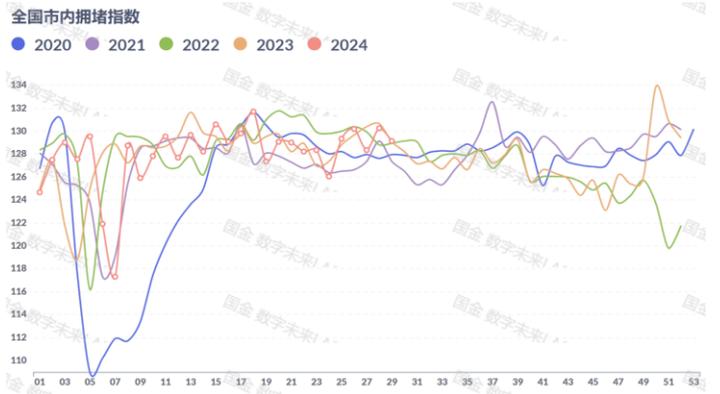


图表9: 国内航班量保持增长



来源: 航班管家, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表10: 国内公路出行本周下降

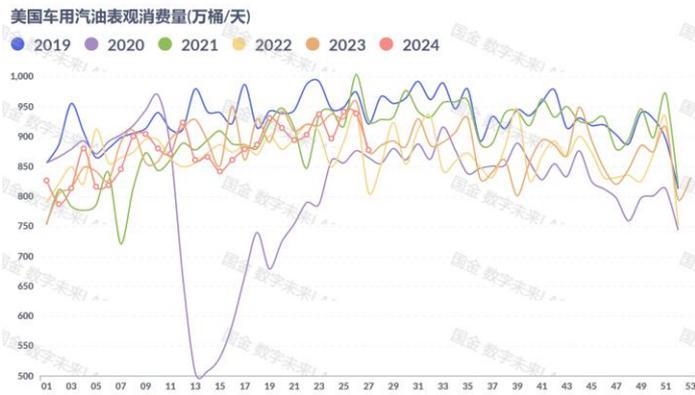


来源: 高德地图, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

美国汽油需求下降

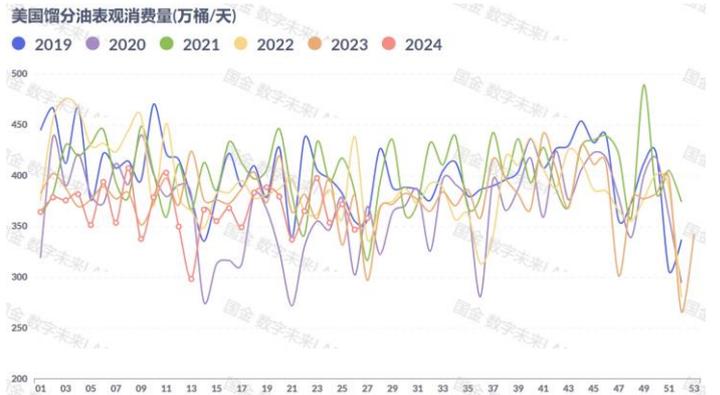
在截至7月12日的一周内, 美国车用汽油和馏分油表需分别为 878.3 和 356.5 万桶/天, 最新一周美国汽油消费量下滑明显, 与飓风影响或许有一定关联。

图表11: 美国车用汽油消费量增长



来源: EIA, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表12: 美国馏分油消费量维持弱势

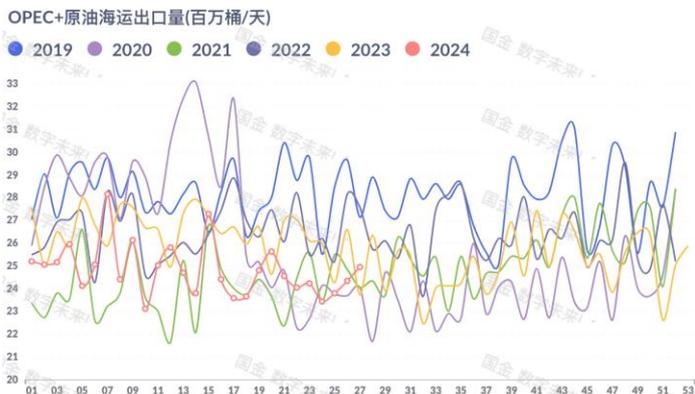


来源: EIA, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

OPEC+原油供应略增

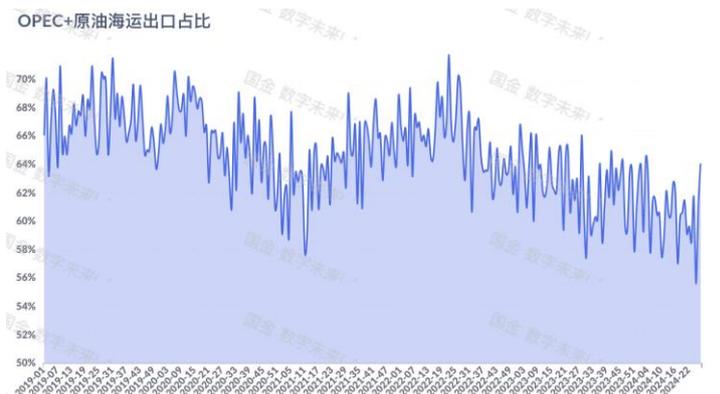
2024年7月截至13日, OPEC+原油海运出口量环比略增, 7月1-13日, OPEC+原油海运出口量平均为2403万桶/天, 较6月增长59万桶/天。

图表13: OPEC+原油海运出口量(百万桶/天)



来源: Vortexa, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

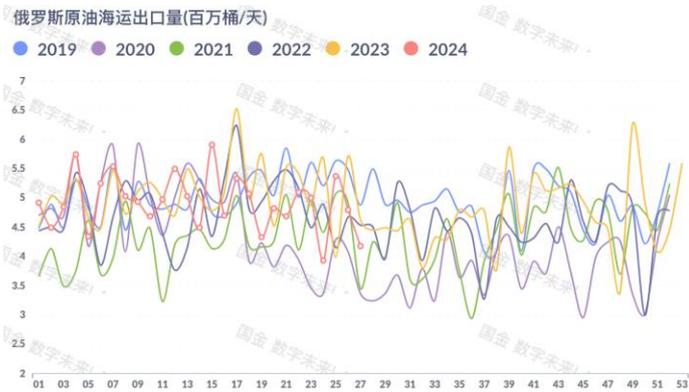
图表14: OPEC+原油海运出口占比



来源: Vortexa, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

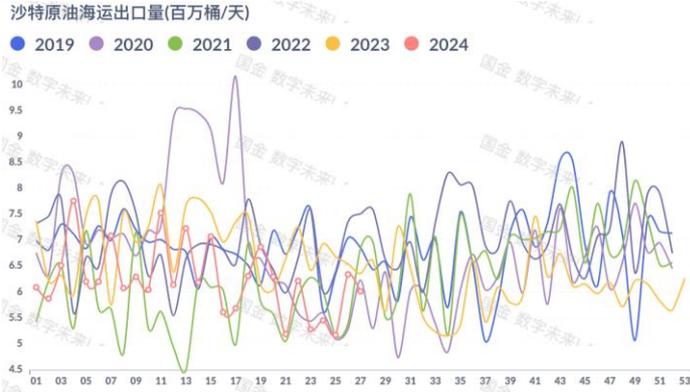


图表15: 俄罗斯原油海运出口量(百万桶/天)



来源: Vortexa, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表16: 沙特原油海运出口量(百万桶/天)



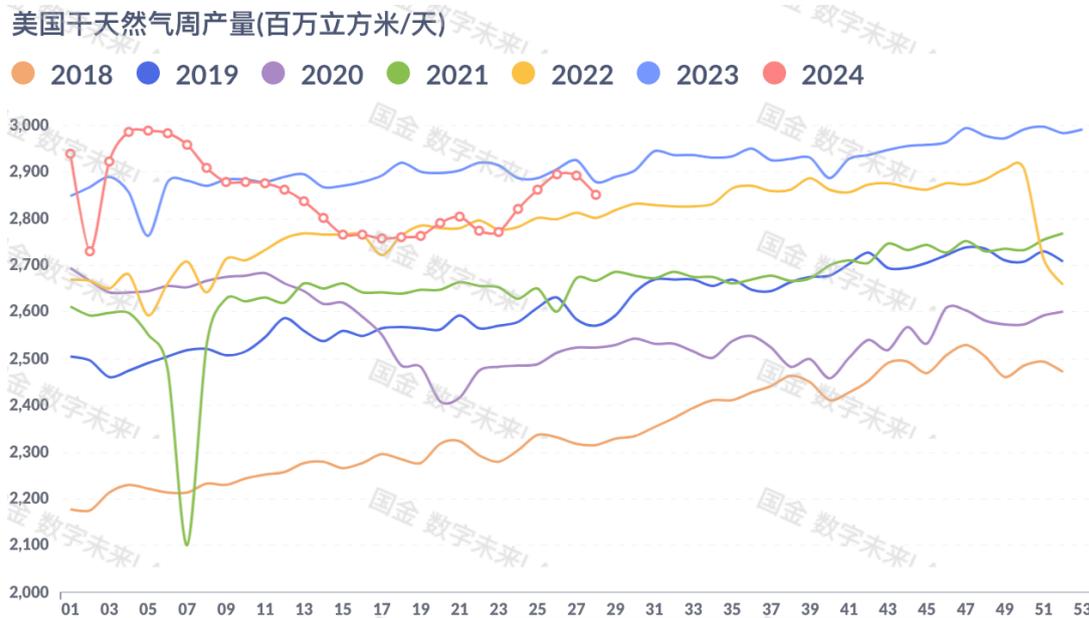
来源: Vortexa, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

美国天然气减产逻辑或将再现

受气价影响, 美国天然气产量下降

美国天然气产量随着气价的下跌再次下滑, 预计 2024 年剩余时间内产量将缓慢增长。在截至 2024 年 7 月 19 日的一周内, 美国干天然气产量为 28.52 亿立方米/天, 同比下降 2664 万立方米/天。由于美国气价下跌至接近 2 美元/MMBTU, 我们在 2024 年 3 月提出的美国减产逻辑或将再现。

图表17: 美国天然气产量再次下降



来源: Refinitiv, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

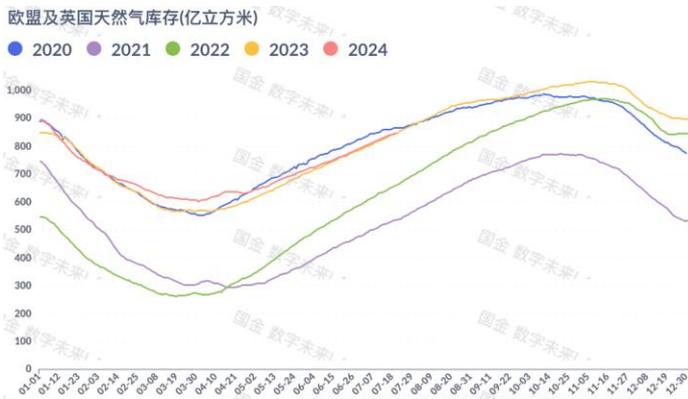
欧美天然气库存增速放缓

欧洲库存过剩得到缓解。2024 年 7 月 20 日, 欧盟及英国天然气库存为 848.02 亿立方米, 目前库存与 2023 年同期持平; 2024 年 7 月 12 日, 美国天然气库存为 908.81 亿立方米, 近一周累库速度放缓, 库存逐渐接近 2020 年同期。2024 年夏季美国天然气需求快速增长, 虽然供应端存在气价上涨后复产的问题, 但在当前的气价下, 我们认为 2024 年剩余



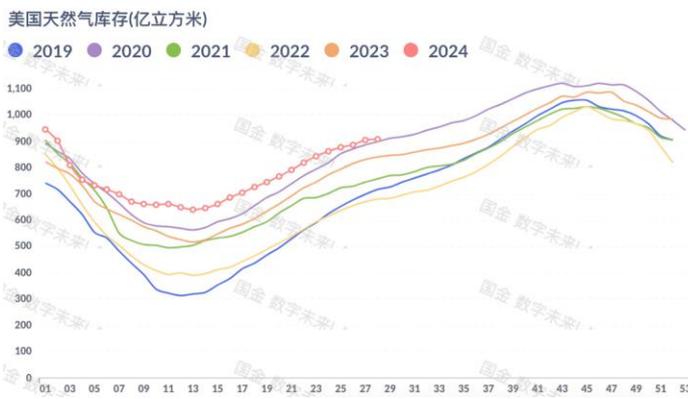
时间内美国产量仍难以超越 2023 年，因此美国库存或将逐渐接近 2023 年同期水平。

图表18: 欧洲天然气库存增速放缓



来源: AGSI, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表19: 美国天然气库存增速接近历史同期

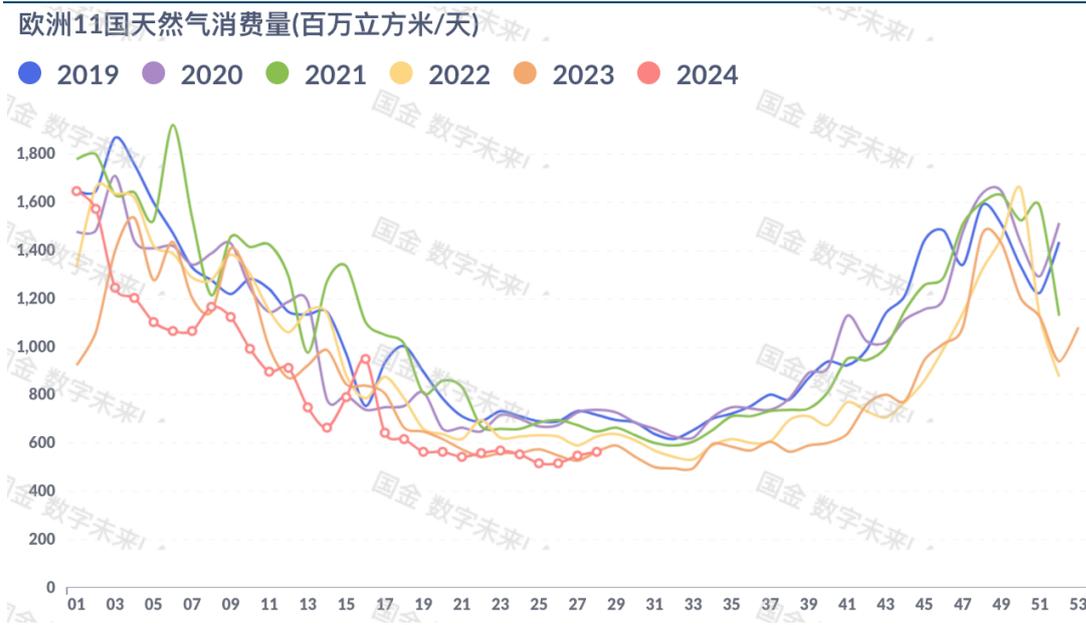


来源: EIA, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

欧洲天然气消费稳定

在截至 2024 年 7 月 18 日的一周内，欧洲 11 国天然气消费量为 5.67 亿立方米/天，同比增长 0.13%。

图表20: 欧洲主要国家天然气消费量同比增长



来源: Refinitiv, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

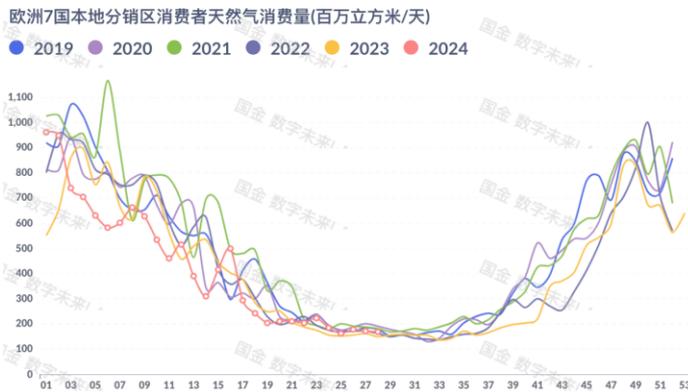


图表21: 欧洲主要国家工业及发电天然气消费量同比持平



来源: Refinitiv, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表22: 欧洲主要国家本地分销区消费者天然气消费量同比增长

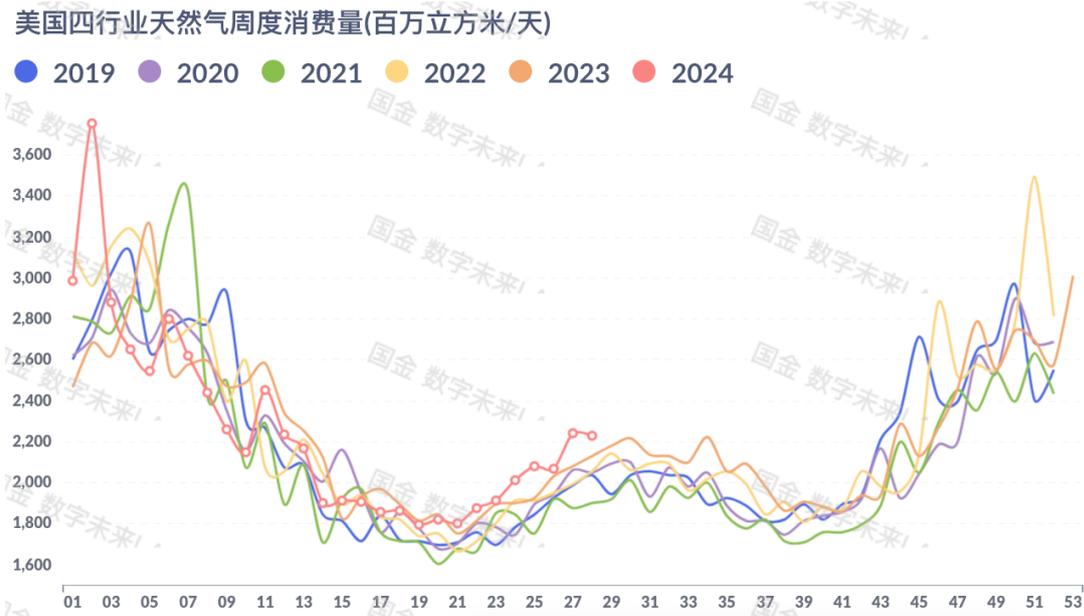


来源: Refinitiv, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

美国天然气需求再创历史同期新高

美国天然气需求快速增长。在截至7月19日的一周内，四行业天然气消费量为22.29亿立方米/天，同比增长4.66%，其中工业部门和电力部门需求恢复较好。

图表23: 美国四行业天然气消费量同比增长



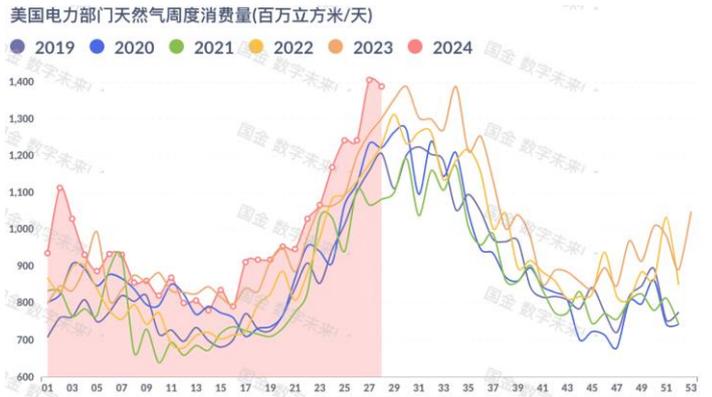
来源: Refinitiv, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室



图表24: 美国工业部门天然气消费量同比增长



图表25: 美国电力部门天然气消费量快速上升



来源: Refinitiv, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

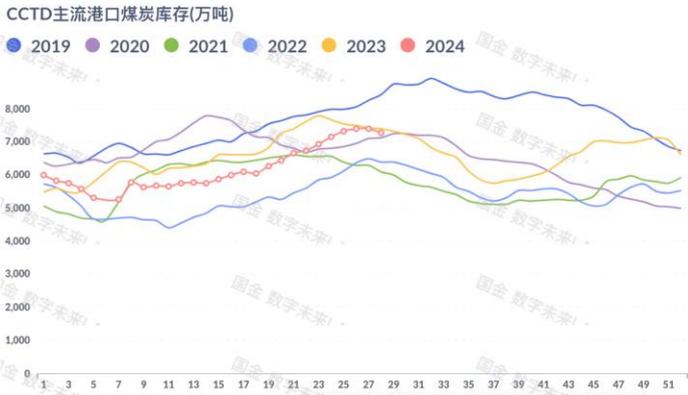
来源: Refinitiv, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

国内煤炭转为去库

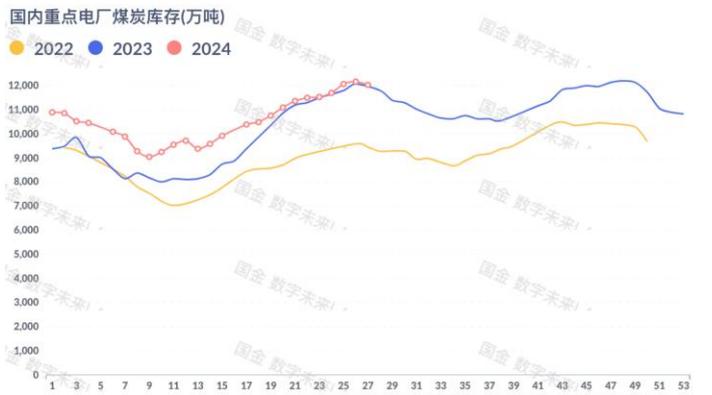
国内煤炭开始去库

国内港口和电厂煤炭均开始去库。截至2024年7月15日,CCTD主流港口库存为7275.7万吨,同比下降133.5万吨;截至2024年7月11日,重点电厂库存为1.2亿吨,同比持平。

图表26: CCTD主流港口煤炭库存(万吨)



图表27: 国内重点电厂煤炭库存(万吨)



来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

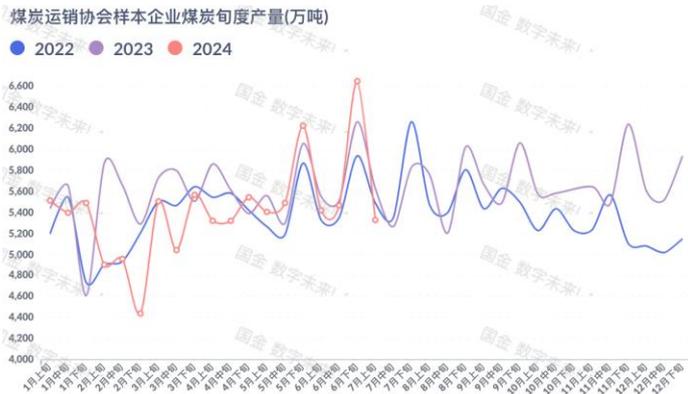
来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

近期国内煤炭供应格局改善

国内煤炭产量下降。据煤炭运销协会统计,2024年7月上旬,样本企业煤炭产量为5326万吨,同比下降304.26万吨(或-5.40%)。

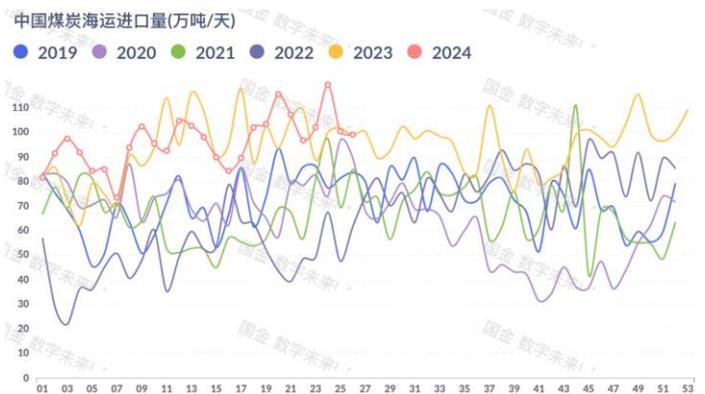


图表28: 煤炭运销协会样本企业煤炭旬度产量(万吨)



来源: 中国煤炭运销协会, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表29: 中国煤炭海运进口量(万吨/天)

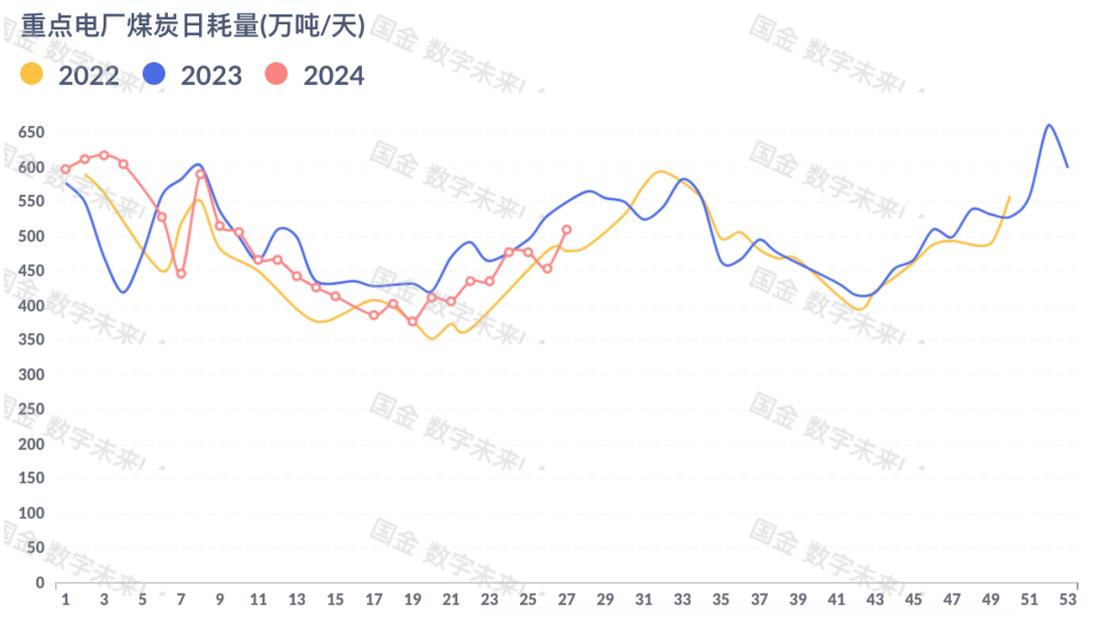


来源: Refinitiv, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

8 月国内煤炭需求或将同比增长

近一周国内电厂耗煤量同比下降。在截至 2024 年 7 月 11 日的一周内, 重点电厂煤炭日耗量为 511 万吨, 同比-19.9 万吨(或-3.75%)。近期国内降水充足, 四川水库水位大幅上升, 水电发电量的增长可较好满足气温上升带来的用电需求。据 ECMWF 预测, 8 月开始国内降水将恢复正常, 高温天气则将延续, 因此 8 月煤炭需求或将同比增长。

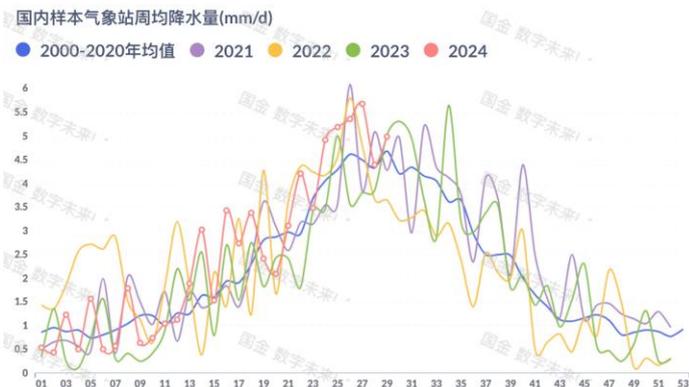
图表30: 重点电厂煤炭日耗量(万吨/天)



来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室



图表31: 国内近期降水充足



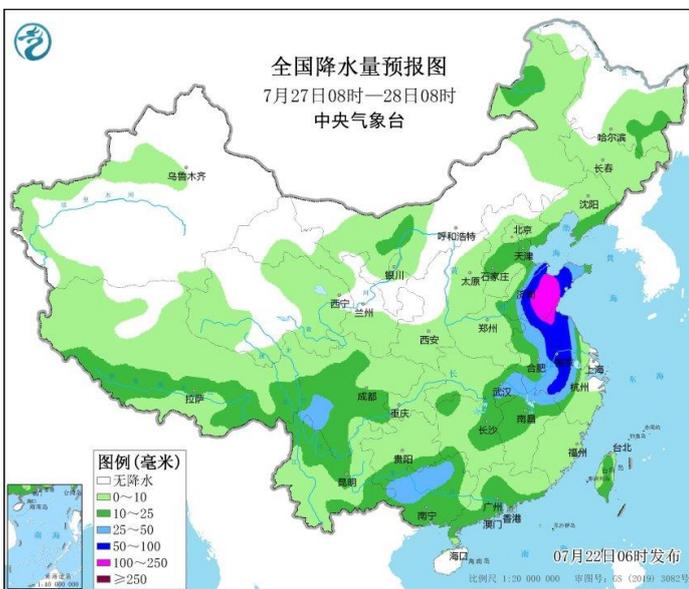
来源: meteostat, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表32: 四川水库水位同比上升



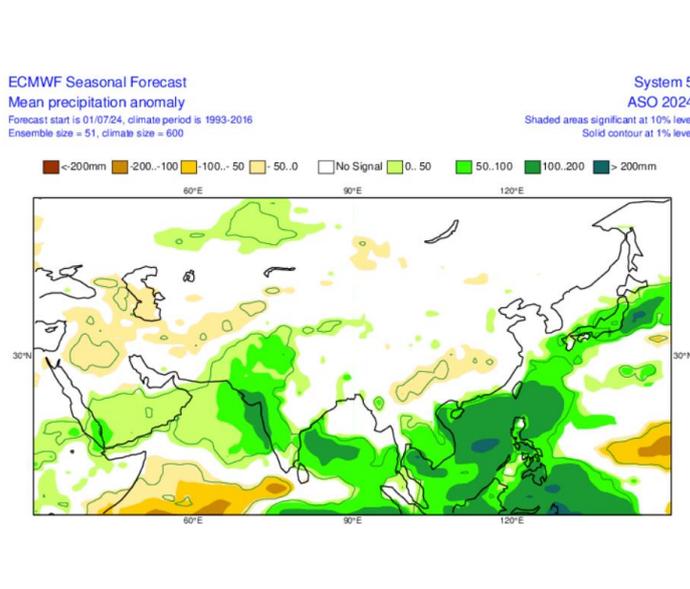
来源: 四川省大中型水库水情, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表33: 雨季仍将持续



来源: 中央气象台, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表34: 预计8月亚洲降水将减少



来源: ECMWF, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

风险提示

- 1、气温变化不及预期的风险: 夏季和冬季气温将影响煤炭和天然气需求。
- 2、经济增速不及预期的风险: 当前宏观经济运行情况复杂, 若经济增速不及预期, 将影响能源需求。
- 3、天然气减产规模不足的风险: 若美国天然气减产规模不足, 则气价上涨将受到限制。
- 4、地缘政治变化的风险: 地缘政治对油价有较大影响。
- 5、其他第三方数据来源出现误差对结果产生影响的风险: 我们进行测算时使用的数据来自多个来源, 不同数据源的数据在准确度、统计口径上存在差别。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究