



原油专题研究

数据专题研究(动态)

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

原油“乱纪元”的投资策略——如何交易经济现实

重视原油需求侧积累的风险

我们认为，8 月为旺季和悲观预期冲突时期，叠加地缘政治风险，油价可能还会有所抵抗，9 月下跌则更为轻松。6 月 4 日，布油主力合约曾跌至 77.52 美元/桶，目前的供应预期与当时一致，但需求预期明显下调，因此布油后续或会在 77 美元/桶以下运行。同时我们密切关注中东局势，在中东局势没有发生剧烈恶化的情况下（如伊朗本土陷入战火之中），我们建议将风险溢价视为短期扰动，仍以交易经济现实（需求侧）为主。

随着美国经济指标下行，商品市场从交易降息转变为交易衰退，我们认为在未来较长时间内，市场都将围绕经济现实进行交易。2024 年 6 月，Sahm Rule 衰退指标上升至 0.43，逐渐接近 0.5 的警戒线，对美国衰退的预期加强，7 月美国失业率上升进一步加剧了这种担忧。根据我们的统计，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。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。

从历史行情寻找涨跌背后的共性

我们选取 2001 年和 2008 年的油价行情进行重点复盘，分析油价见顶、下跌和筑底阶段的基本面变化。我们认为在当前阶段，需要重点关注经济指标、商品价格联动和需求的季节性变化。

见顶信号：（1）经济指标加速恶化。既然是基于衰退或衰退预期的下跌，那么油价见顶必然伴随着经济指标的恶化，但在具体时间节点上，我们需要进一步区分宏观经济指标开始恶化和加速恶化阶段，我们发现油价在指标初步恶化阶段通常还不会受预期改变而下跌，油价见顶通常发生在经济指标加速恶化阶段。（2）商品价格联动下跌。商品价格联动下跌通常意味着衰退炒作氛围更加浓厚，后续油价也易跌难涨，不同商品价格的下跌通常不完全同步，当金价和铜价进入震荡行情或是已经开始下跌时，则需开始警惕油价的下跌行情。（3）旺季结束。通常每年的 8 月为全年原油需求最旺盛的月份，旺季结束或者即将结束为油价下跌提供了一个契机。

触底信号：（1）经济指标恶化速度放缓。油价触底需要配合基本面的变化，这似乎也是显然的，但油价筑底并不需要等待基本面反转、重新向上，只需要指标恶化速度放缓便可。以 PMI 和失业率为例，油价筑底不需要等待 PMI 重回扩张区间或是失业率下降，PMI 较最低点回升或是失业率走平后油价便会开始筑底。（2）最后一次降息。美联储最后一次降息的时间通常会在经济指标恶化速度放缓时，与油价止跌基本同步。（3）商品价格联动。金价通常会领先于油价和铜价触底回升，油价和铜价的筑底阶段则较为同步，当铜价和油价均止跌，并且金价已开始上涨则是油价触底的信号。

油价进入易跌难涨阶段

综合宏观经济数据、大宗商品价格和需求的季节性，我们认为当前油价正处于筑顶-下跌阶段，布油或将真正跌破 77 美元/桶。目前美国就业数据和 PMI 呈现加速恶化，铜价也已下跌超过两个月，原油消费旺季结束后需求也会季节性下降；而供应端，OPEC+的减产空间比 2001、2008 年时更小，油价大跌之前预计供应仍将增长。

风险提示

经济增速波动的风险；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；OPEC+减产政策变化的风险。



内容目录

重视原油需求侧积累的风险.....	4
美国经济并不乐观.....	4
行情复盘：目前可参考 2001、2008 年行情.....	6
从 2001、2008 年行情中寻找涨跌的共性.....	6
2000-2001 年行情回顾	8
2008 年行情回顾.....	10
目前行情所处阶段：易跌难涨.....	13
美国宏观经济指标恶化速度加快，铜价正在下跌.....	14
原油供应处于上升周期.....	15
原油需求季节性明显，旺季结束后油价将再少一个支撑.....	16
从交易降息切换至交易经济现实.....	18
风险提示.....	18

图表目录

图表 1： 6 月 Sahm Rule 衰退指标上升至 0.43.....	4
图表 2： 美债收益率仍倒挂(%).....	5
图表 3： Sahm Rule 衰退指标到达 0.5 后美国柴油+汽油表需大概率将下降.....	5
图表 4： 一年内原油需求通常在 8 月最高.....	6
图表 5： Sahm Rule 衰退指标到达 0.5 前后原油易出现下跌行情.....	6
图表 6： 用于判断油价所处阶段的指标.....	7
图表 7： 历史上美国衰退期间油价走势.....	7
图表 8： 1999-2003 年油价行情复盘.....	8
图表 9： 1999-2003 年美国 GDP 增速与油价所处阶段.....	8
图表 10： 1999-2002 年美国 PMI 与油价所处阶段	8
图表 11： 1999-2002 年美债利差与油价所处阶段.....	9
图表 12： 1999-2002 年美国就业与油价所处阶段.....	9
图表 13： 1999-2002 年油价与铜、金价走势对比.....	9
图表 14： 1999-2002 年全球液体燃料从 2000 年 4 月开始过剩	10
图表 15： 2001 年下半年液体燃料需求增速放缓.....	10
图表 16： 油价下跌后 OPEC 与非 OPEC 国家产量反向变化.....	10
图表 17： 2007-2009 年油价行情复盘.....	11
图表 18： 2006-2009 年美国 GDP 增速与油价所处阶段.....	11



图表 19: 2006-2009 年美国 PMI 与油价所处阶段	11
图表 20: 2006-2009 年美债利差与油价所处阶段	12
图表 21: 2006-2009 年美国就业与油价所处阶段	12
图表 22: 2008 年油价与铜、金价走势对比	12
图表 23: 2008 年 7 月开始供应转为过剩	13
图表 24: 2008 年下半年开始液体燃料需求不足	13
图表 25: 油价下跌后非 OPEC 国家产量仅短暂下降	13
图表 26: 目前油价处于第二阶段中期	14
图表 27: 美国制造业 PMI 加速下跌	14
图表 28: 美国失业率上升	14
图表 29: 美国个人储蓄存款下降	15
图表 30: 美国实际个人可支配收入增速放缓	15
图表 31: 美国消费者信心指数下降	15
图表 32: 近期铜价下跌, 金价横盘	15
图表 33: 美国油井钻机数下降	16
图表 34: 美国原油主要产区新井产量趋于稳定	16
图表 35: OPEC+ 生产配额将逐渐增长	16
图表 36: OPEC+ 产量接近生产配额	16
图表 37: 全球油品需求仍在季节性增长	17
图表 38: 美国原油表需目前处于高位	17
图表 39: 美国汽油+航空煤油+馏分油表需较一般	17
图表 40: 7 月国内航班量创下新高	18
图表 41: 国内公路出行季节性增长	18
图表 42: 国内主营炼厂开工率一般	18
图表 43: 山东地炼开工率偏低	18



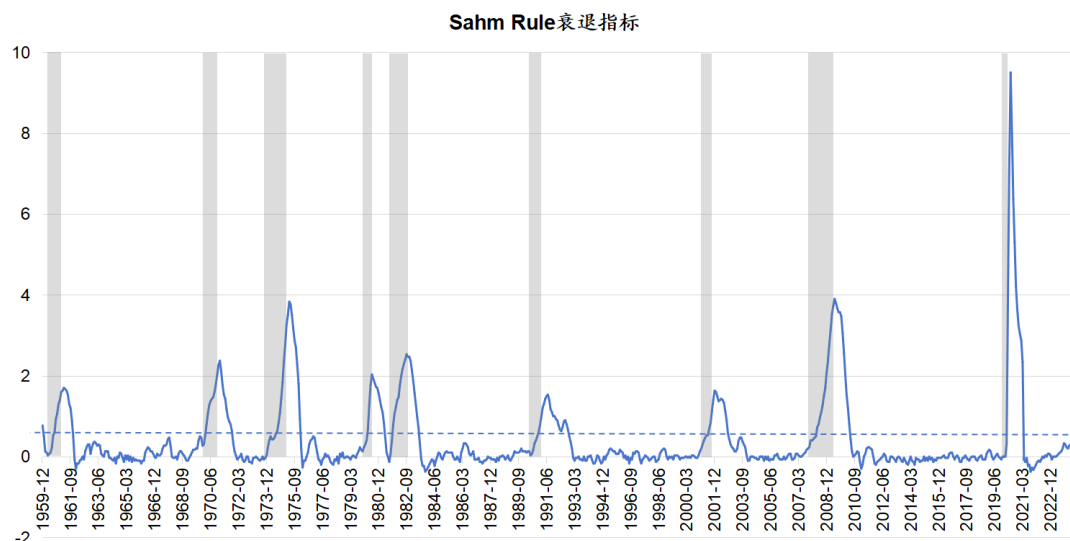
重视原油需求侧积累的风险

在全球经济的波动浪潮中，原油市场正步入一个充满不确定性的“乱纪元”。2024H1，我们见证了宏观经济的不确定性、全球逐渐进入降息周期、美国大选变局、地缘政治持续紧张、OPEC+维持大规模减产，商品市场也从炒作降息预期转为炒作衰退预期，这些因素共同作用形成了一个混乱的原油市场环境。在本报告中，我们对这一宏观背景下原油市场的投资策略进行讨论，参考历史上相似的时期，尝试化繁为简，从众多影响油价的因素中找出未来一段时间内需要重点关注的部分。

美国经济并不乐观

2024年6月，Sahm Rule 衰退指标上升至0.43，逐渐接近0.5的警戒线，对美国衰退的预期加强。Sahm Rule 衰退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，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，而7月美国失业率上升进一步加剧了这种担忧。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。

图表1: 6月 Sahm Rule 衰退指标上升至0.43

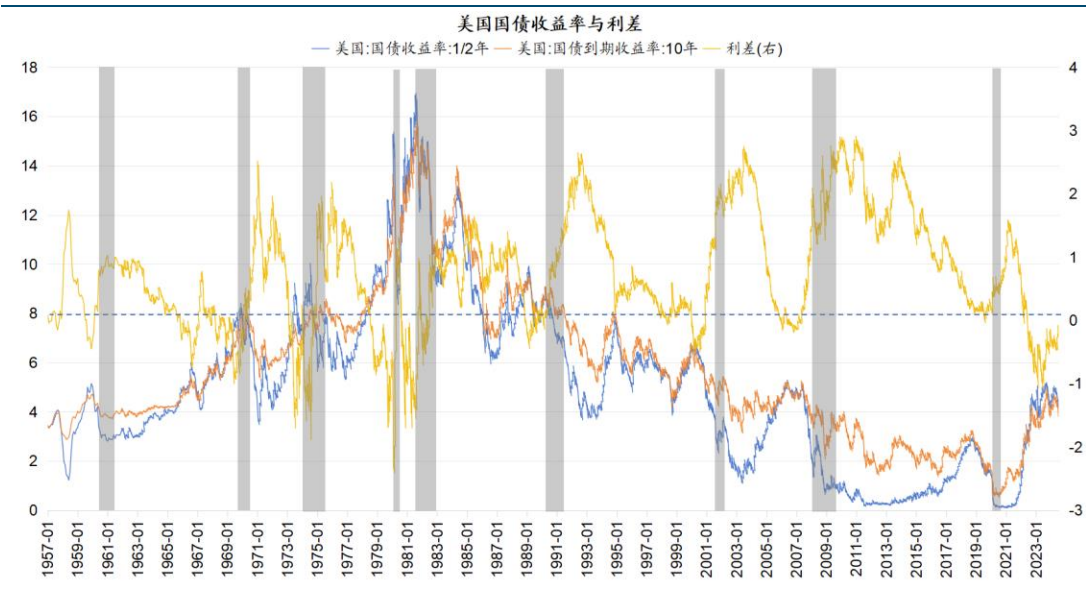


来源：美联储，国金证券研究所，国金证券数字未来实验室

注：灰色阴影为美国衰退期



图表2: 美债收益率仍倒挂(%)

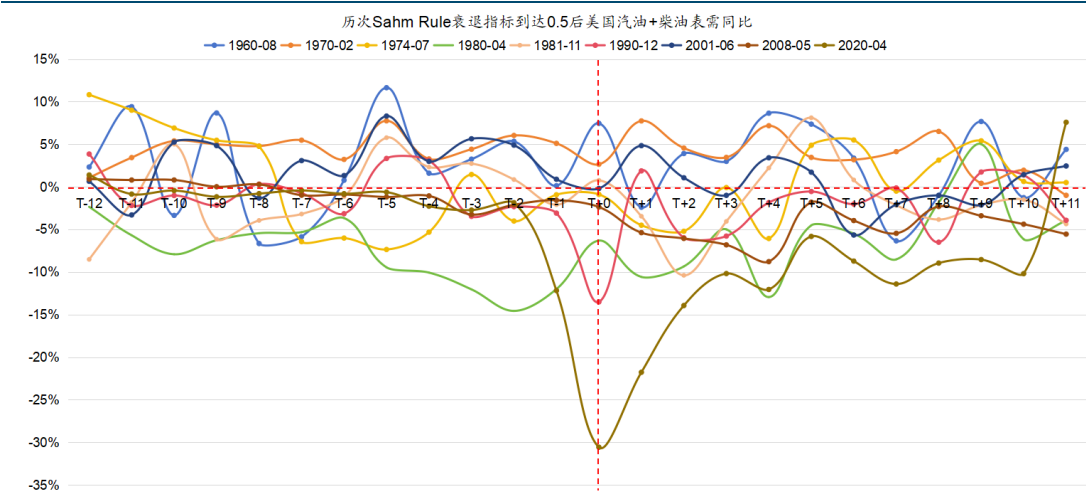


来源: Wind, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

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。1960 年和 1970 年表需在大多时间同比仍增长, 这与当时原油需求正处于高增速有关。

图表3: Sahm Rule 衰退指标到达 0.5 后美国柴油+汽油表需大概率将下降



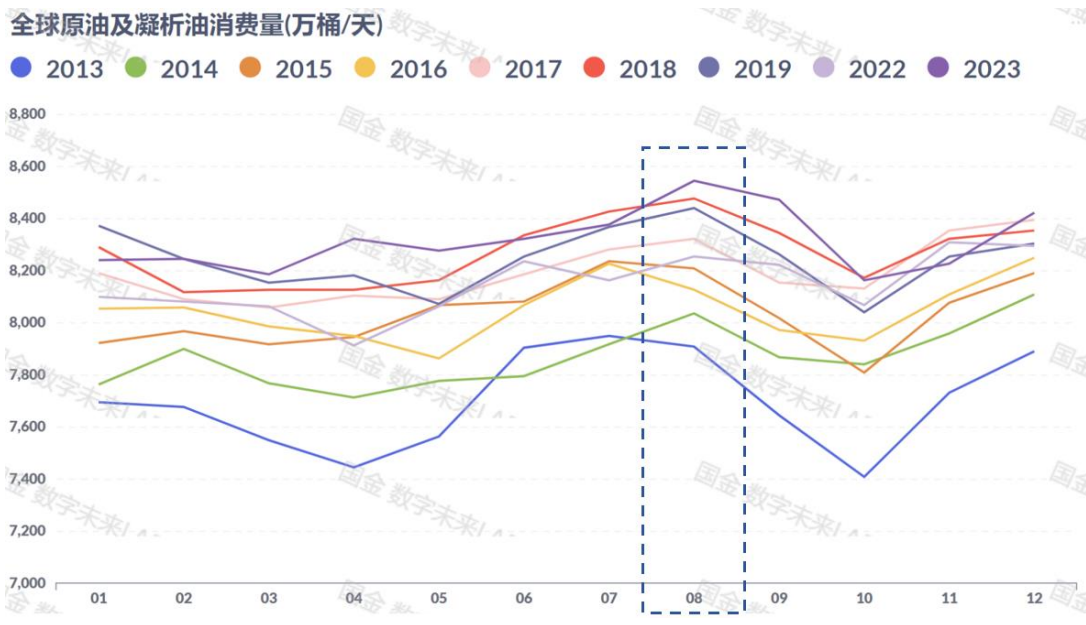
来源: EIA, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

注: 以 Sahm Rule 衰退指标首次到达 0.5 的月为 T+0

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, 旺季结束也同样会抑制油价。



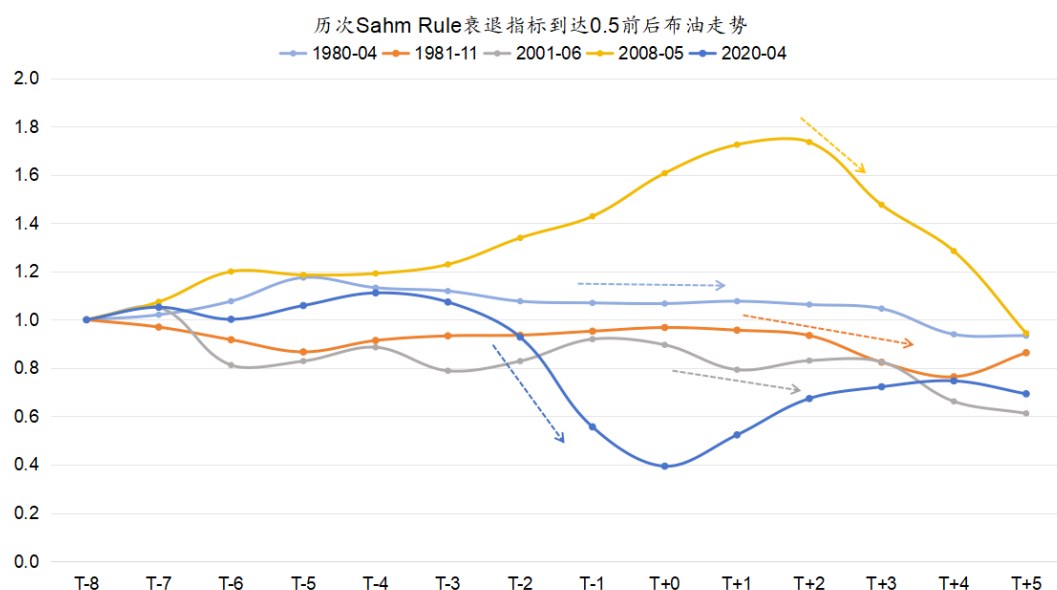
图表4：一年内原油需求通常在8月最高



来源：Rystad Energy，国金证券研究所，国金证券数字未来实验室

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5：Sahm Rule 衰退指标到达 0.5 前后原油易出现下跌行情



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，油价以 T-8 月为基准

行情复盘：目前可参考 2001、2008 年行情

从 2001、2008 年行情中寻找涨跌的共性

1960 年以来美国共经历过 9 次衰退，1980 年、1982 年和 1990 年原油供应问题是导致衰退的原因之一，更久之前的衰退时期数据可得性存在问题，因此我们选取 2001 年和 2008 年的油价行情进行重点复盘。我们从一系列宏观经济指标、主要商品价格、降息周期和原油需求的季节性出发，分析 2001 年和 2008 年的油价变化节奏，我们重点关注过



程中油价触顶、快速下跌以及触底的时间节点。

图6: 用于判断油价所处阶段的指标

关注点	选取指标
宏观经济	PMI
	GDP
	美债利差
	就业
商品价格	铜
	金
降息周期	联邦基金目标利率
	联邦基金利率期货

来源: 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

参考 2001、2008 年的油价变化节奏, 我们发现:

一、在以下三个条件叠加时油价易见顶。

(1) 经济指标加速恶化。既然是基于衰退或衰退预期的下跌, 那么油价见顶必然伴随着经济指标的恶化, 但在具体时间节点上, 我们需要进一步区分宏观经济指标开始恶化和加速恶化阶段, 我们发现油价在指标初步恶化阶段通常还不会受预期改变而下跌, 油价见顶通常发生在经济指标加速恶化阶段。

(2) 商品价格联动下跌。商品价格联动下跌通常意味着衰退炒作氛围更加浓厚, 后续油价也易跌难涨, 不同商品价格的下跌通常不完全同步, 当金价和铜价进入震荡行情或是已经开始下跌时, 则需开始警惕油价的下跌行情。

(3) 旺季结束。通常每年的 8 月为全年原油需求最旺盛的月份, 旺季结束或者即将结束为油价下跌提供了一个契机。

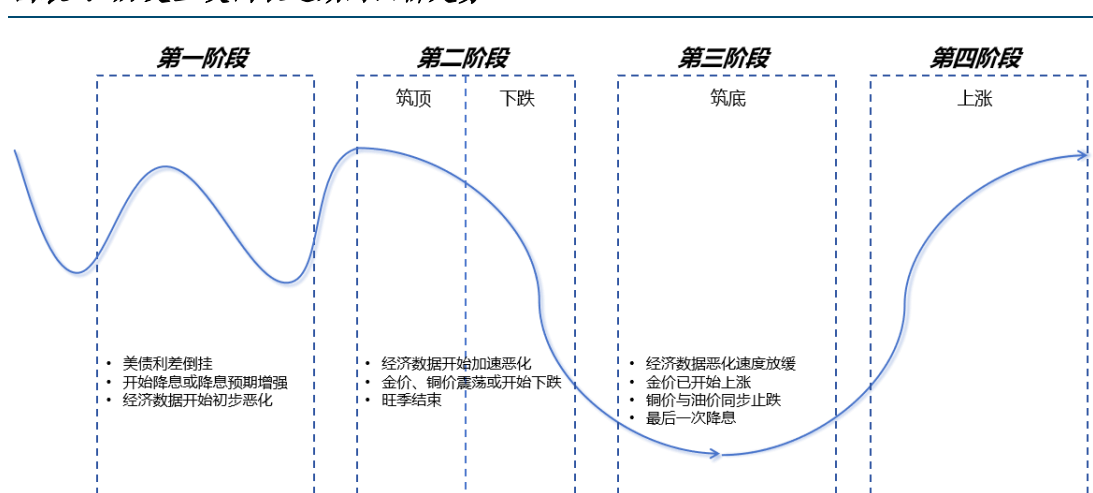
二、在以下三个条件叠加时油价易触底。

(1) 经济指标恶化速度放缓。油价触底需要配合基本面的变化, 这似乎也是显然的, 但油价筑底并不需要等待基本面反转、重新向上, 只需要指标恶化速度放缓便可。以 PMI 和失业率为例, 油价筑底不需要等待 PMI 重回扩张区间或是失业率下降, PMI 较最低点回升或是失业率走平后油价便会开始筑底。

(2) 最后一次降息。美联储最后一次降息的时间通常会在经济指标恶化速度放缓时, 与油价止跌基本同步。

(3) 商品价格联动。金价通常会领先于油价和铜价触底回升, 油价和铜价的筑底阶段则较为同步, 当铜价和油价均止跌, 并且金价已开始上涨则是油价触底的信号。

图7: 历史上美国衰退期间油价走势



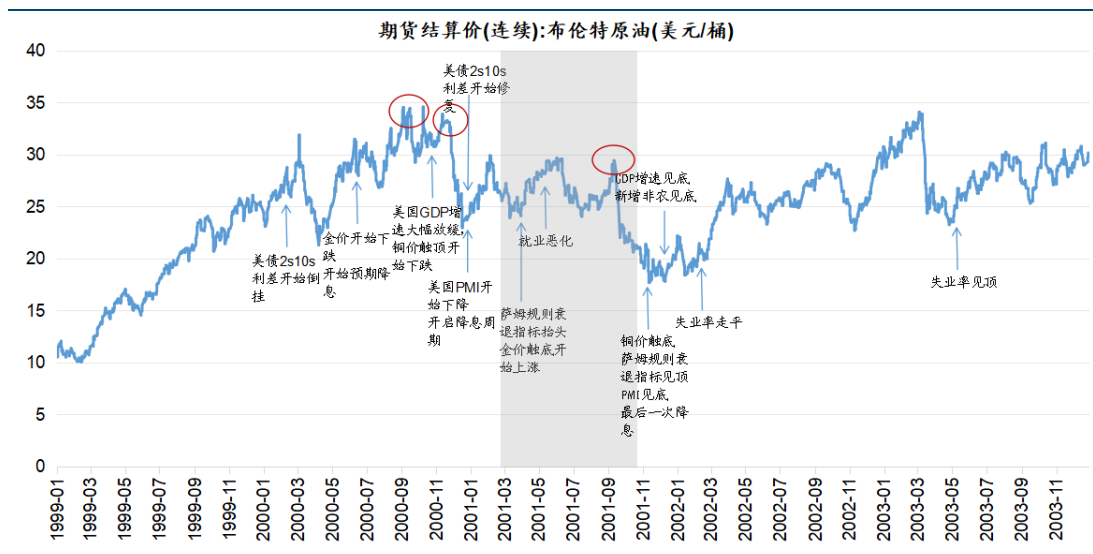
来源: 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室



2000-2001 年行情回顾

本轮油价下跌可分为两个阶段：2000年8月-12月和2000年12月-2001年12月。第一阶段，2000年8月下旬至11月中旬为高位震荡筑顶阶段，11月下旬至12月下旬出现大幅下跌；第二阶段，2000年12月下旬至2001年9月中旬宽幅震荡，2001年9月中旬至11月末再次大幅下跌。下跌结束后，2001年12月至2002年2月为油价的筑底阶段。

图表8：1999-2003 年油价行情复盘



来源：Wind，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

1) 宏观经济指标

在2000年9-11月油价第一轮筑顶阶段之前，市场在2000年6月已有明显的降息预期；在第一轮筑顶阶段内，美国GDP增速大幅放缓，制造业PMI进入收缩区间；在2000年12月第一轮大幅下跌阶段，美国制造业PMI加速收缩，非制造业PMI开始下滑；2001年1月初美国进入降息周期后，美债利差开始修复，油价开启了第二轮宽幅震荡，期间失业率开始上升，Sahm Rule衰退指标也开始抬头；2001年9月油价开始第二轮大幅下跌，当时美国GDP增速和失业率加速恶化。2001年11月-2002年2月，在下跌结束后油价进入筑底阶段，2001年末，Sahm Rule衰退指标见顶，美国PMI和GDP增速见底，同时美联储进行了最后一次降息，2002年初，美国失业率结束快速上升阶段开始走平。

图表9：1999-2003 年美国GDP增速与油价所处阶段



来源：Wind，国金证券研究所，国金证券数字未来实验室

图表10：1999-2002 年美国PMI与油价所处阶段



来源：Wind，国金证券研究所，国金证券数字未来实验室



图表11: 1999-2002 年美债利差与油价所处阶段



来源: Wind, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表12: 1999-2002 年美国就业与油价所处阶段

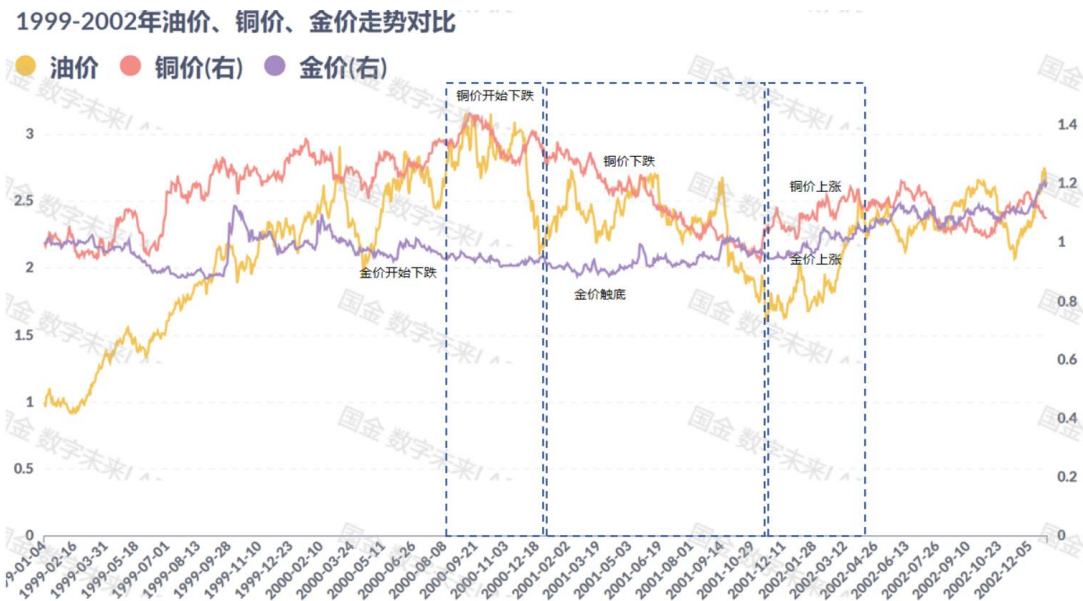


来源: Wind, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

2) 商品价格联动

油价第一轮的筑顶阶段之前, 金价已从 2000 年 6 月进入明显的下跌趋势; 在第一轮筑顶期间, 铜价在 2000 年 9 月中旬触顶开始回落; 在油价第一轮下跌至第二轮震荡阶段, 铜价持续下跌而金价提前触底回升; 在油价下跌结束后的筑底阶段, 铜价也开始回升, 金价则已初步进入上升趋势。

图表13: 1999-2002 年油价与铜、金价走势对比



来源: Wind, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

注: 以 1999 年 1 月 4 日价格为基数

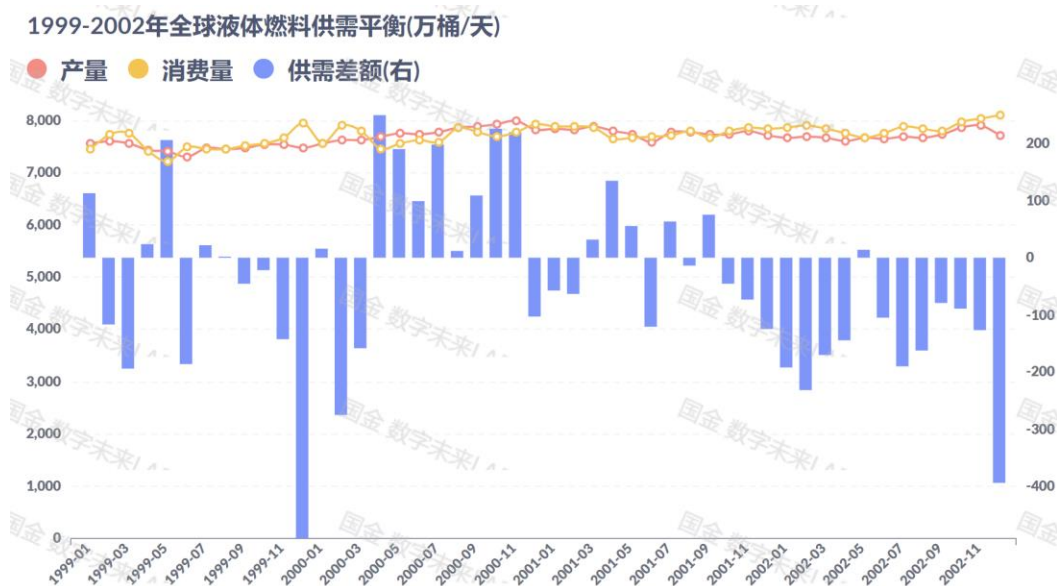
3) 需求季节性和供需平衡

油价在 2000 年和 2001 年的 9 月初都达到一段时间内的最高值, 2000Q4 油价虽有所反复, 但未能突破 9 月上旬的价格高点, 2001 年 9 月后油价大幅下跌。

1999 年开始全球液体燃料需求保持较高增速, 但 OPEC 实施减产, 导致 1999 年全年以及 2000Q1 原油供应紧张, 油价大幅上涨, 2000Q2 开始 OPEC+逐步恢复产量, 虽然 2000Q3 原油需求同比仍保持高增速, 但供应已开始转为过剩, 随之而来的是 2000 年 12 月的油价下跌。2001 年全年原油需求增速较低, 部分月的需求同比下降, OPEC 再次减产帮助原油供需在 2001 年基本保持平衡, 而非 OPEC 国家产量基本保持增长, 在需求不足时油价受需求不足的影响更大, 油价易跌难涨。

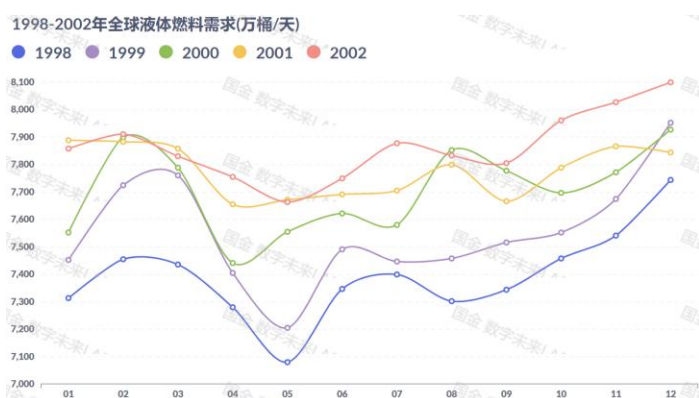


图表14: 1999-2002 年全球液体燃料从 2000 年 4 月开始过剩



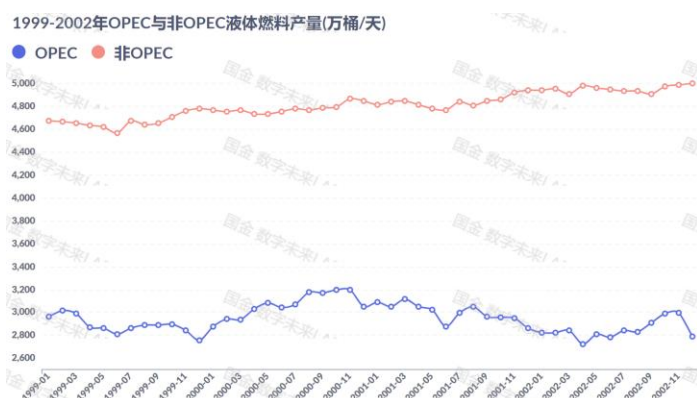
来源: EIA, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表15: 2001 年下半年液体燃料需求增速放缓



来源: EIA, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表16: 油价下跌后 OPEC 与非 OPEC 国家产量反向变化



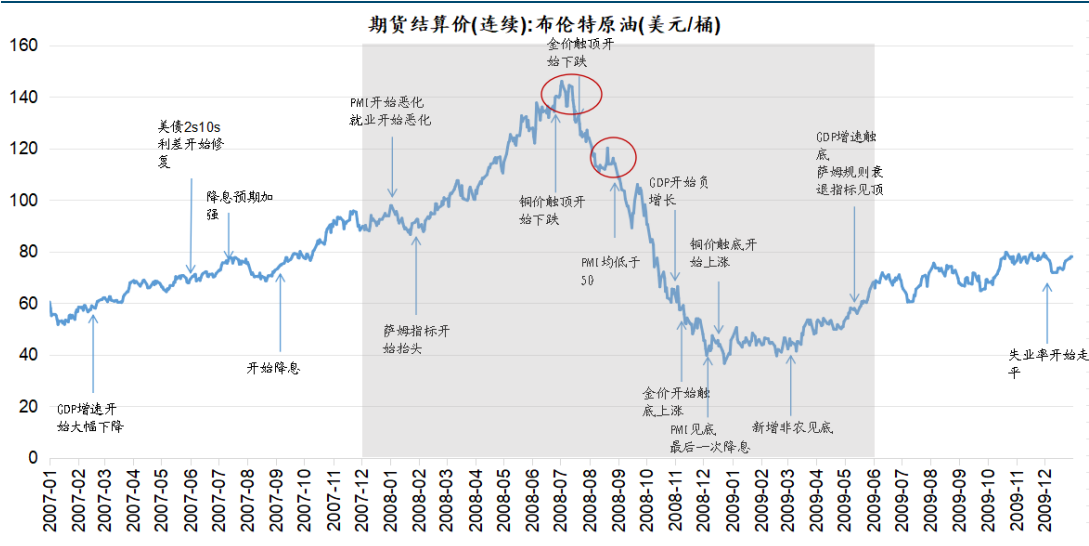
来源: EIA, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

2008 年行情回顾

2008-2009 年油价走势与 2000-2001 年期间有明显不同，油价于 2008 年 7 月之前大幅上涨，见顶后又单边下跌至 2008 年 12 月。



图表17: 2007-2009 年油价行情复盘



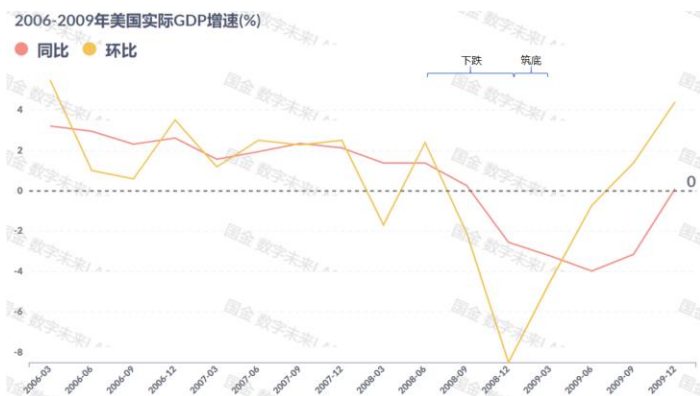
来源: Wind, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

注: 灰色阴影为美国衰退期

1) 宏观经济指标

在2008年7月之前,美国宏观经济指标就已经纷纷开始恶化,2008年上半年制造业和非制造业PMI均进入收缩区间,GDP增速放缓,失业率也开始上扬,但并没有逆转油价的上涨趋势;直至2008Q3上述宏观指标加速恶化,油价才开启单边下跌行情;2008年底-2009年3月,油价开始筑底,2008年12月,美国PMI见底,美联储也进行了最后一次降息,2009年3月,新增非农就业人数见底,随后油价筑底完成开始上涨,GDP增速见底和Sahm Rule衰退指标见顶则姗姗来迟,直到2009Q2才发生。

图表18: 2006-2009 年美国GDP增速与油价所处阶段



来源: Wind, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表19: 2006-2009 年美国PMI与油价所处阶段



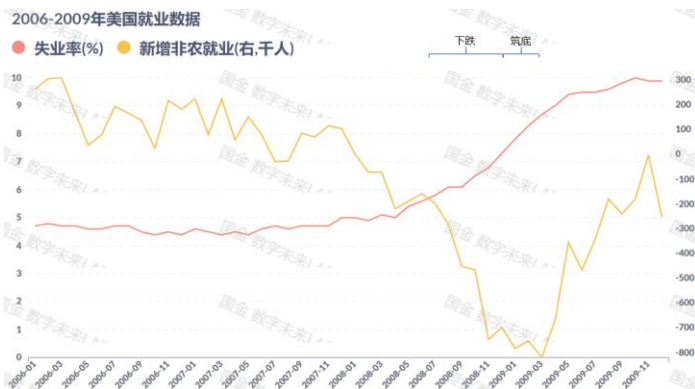
来源: Wind, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室



图表20: 2006-2009 年美债利差与油价所处阶段



图表21: 2006-2009 年美国就业与油价所处阶段



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

2) 商品价格联动

在 2008 年 7 月油价触顶回落前, 铜价和金价已进入震荡行情, 2008 年 7 月上旬油价触顶初期, 铜价略早于油价下跌, 下跌也相对更加顺畅, 金价下跌则稍晚一些。金价从 2008 年 11 月开始筑底, 油价在 2009 年初筑底时和铜价走势基本同步, 而金价当时已进入上涨阶段。

图表22: 2008 年油价与铜、金价走势对比



来源: Wind, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

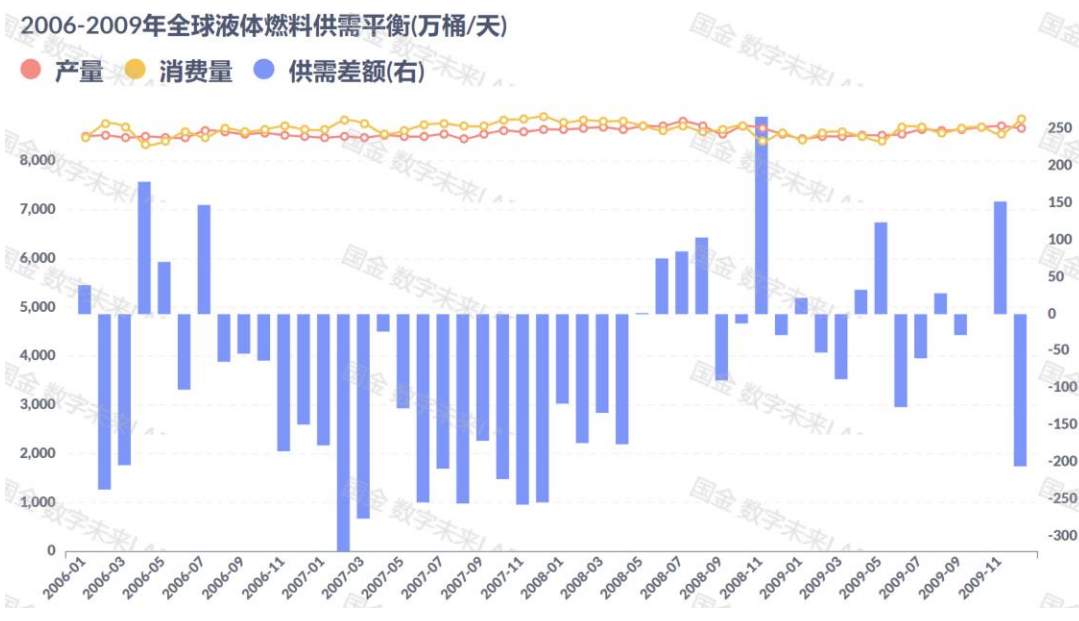
注: 以 2006 年 1 月 3 日价格为基数

3) 需求季节性和供需平衡

2006H2-2007H1, OPEC 减产导致全球液体燃料产量下降, 2006 年 6 月至 2007 年 6 月 OPEC 产量下降 70.10 万桶/天, 同时需求增速尚可, 全球液体燃料在 2006H2-2008Q1 长期处于供不应求状态, 油价也从 2007 年初开始进入牛市。2008 年旺季不旺, 全球液体燃料需求从 2008 年 6 月开始同比下降, 尤其是 2008 年 8 月全球液体燃料需求环比下降 113.50 万桶/天, 这引发了对原油需求不足的强烈关注, 而截至 2008 年 7 月产量仍在增长, 因此 2008 年油价在 7 月便开始下跌。在油价大幅下跌之后, OPEC 只能再次进入减产周期, 2008 年 7 月至 2009 年 3 月 OPEC 产量下降 285.38 万桶/天, 期间非 OPEC 国家产量则只短暂的在 2008 年 8、9 月下降, 随后继续增长。



图表23: 2008 年 7 月开始供应转为过剩



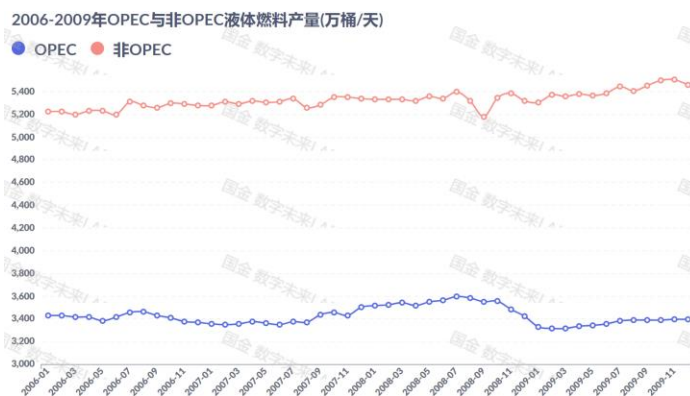
来源: EIA, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表24: 2008 年下半年开始液体燃料需求不足



来源: EIA, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表25: 油价下跌后非 OPEC 国家产量仅短暂下降



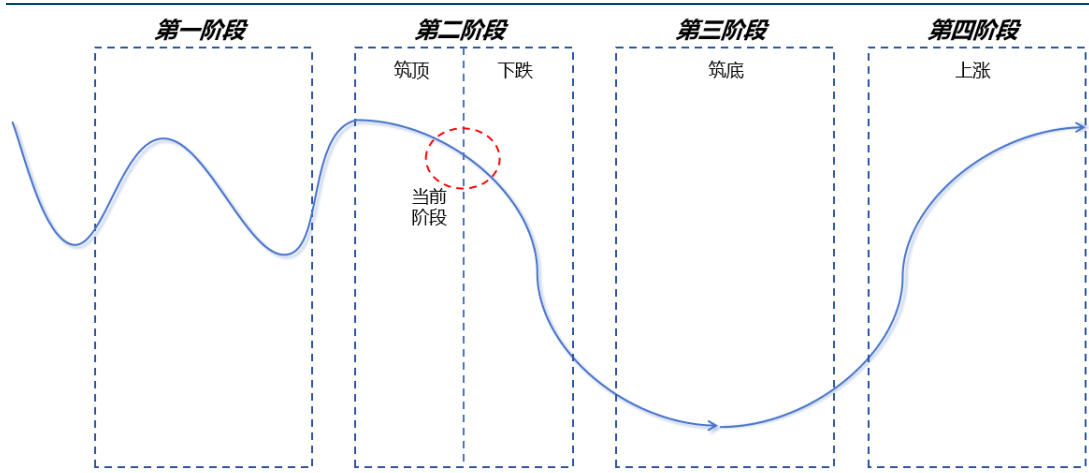
来源: EIA, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

目前行情所处阶段：易跌难涨

综合宏观经济数据、大宗商品价格和需求的季节性，我们认为当前油价正处于筑顶-下跌阶段，布油或将真正跌破 77 美元/桶。目前美国就业数据和 PMI 呈现加速恶化，铜价也已下跌超过两个月，原油消费旺季结束后需求也会季节性下降；而供应端，OPEC+的减产空间比 2001、2008 年时更小，油价大跌之前预计供应仍将增长。我们认为 8 月油价可能还会有所抵抗，9 月下跌则更为轻松。6 月 4 日，布油主力合约曾跌至 77.52 美元/桶，目前的供应预期与当时一致，但需求预期明显下调，因此后续布油或会在 77 美元/桶以下运行。



图表26: 目前油价处于第二阶段中期



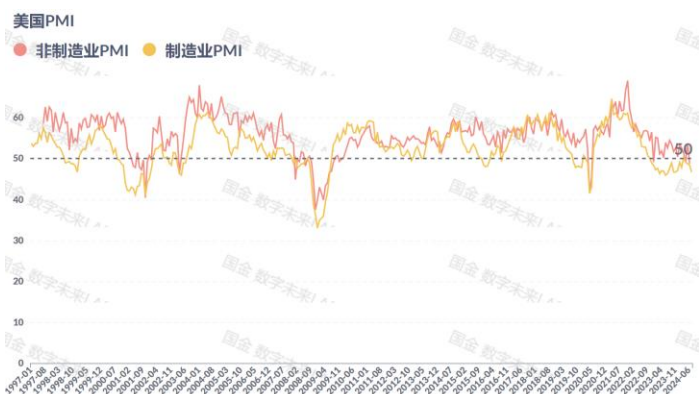
来源: 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

美国宏观经济指标恶化速度加快, 铜价正在下跌

PMI 方面, 2024 年 6 月, ISM 美国非制造业 PMI 为 48.8, 7 月, ISM 制造业 PMI 降至 46.8, 为 2023 年 11 月以来新低, 有加速下降的迹象; 就业方面, 7 月经季调 U3 失业率为 4.3%, 有初步上升趋势; 6 月 Sahm Rule 衰退指标为 0.43, 接近 0.5 的警戒线; 居民消费能力方面, 6 月美国经季调个人储蓄存款折年数为 7030.4 亿美元, 处于偏低水平, 实际个人可支配收入增速放缓, 2024Q2 同比增速约 1%, 密歇根大学消费者信心指数也已连续 4 个月下降。

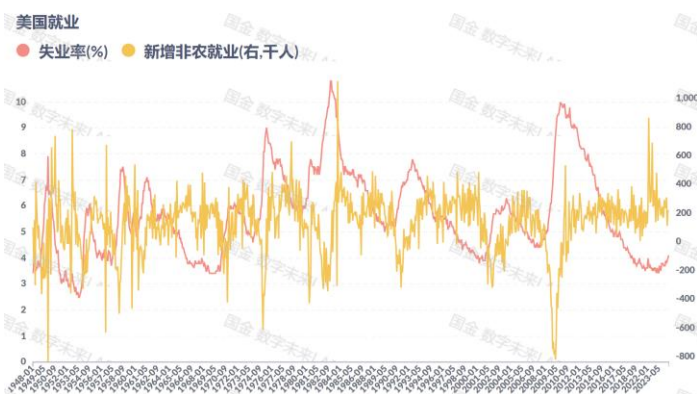
铜价从 2024 年 5 月下旬开始下跌, 8 月 2 日, COMEX 铜价为 4.11 美元/磅, 较 5 月 20 日的高点已跌去 19.74%; 金价目前处于横盘阶段, 8 月 2 日, COMEX 黄金为 2440.20 美元/盎司, 处于横盘区间高点。

图表27: 美国制造业 PMI 加速下跌



来源: Wind, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表28: 美国失业率上升



来源: Wind, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

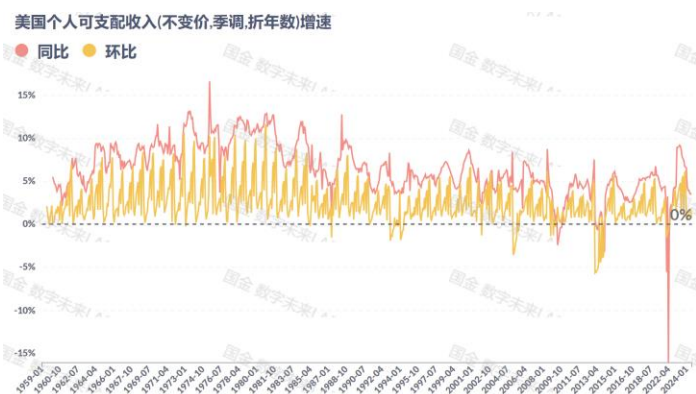


图表29: 美国个人储蓄存款下降



来源: Wind, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表30: 美国实际个人可支配收入增速放缓



来源: Wind, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表31: 美国消费者信心指数下降



来源: Wind, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表32: 近期铜价下跌, 金价横盘



来源: Wind, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

注: 以 2023 年 1 月 3 日价格为基准

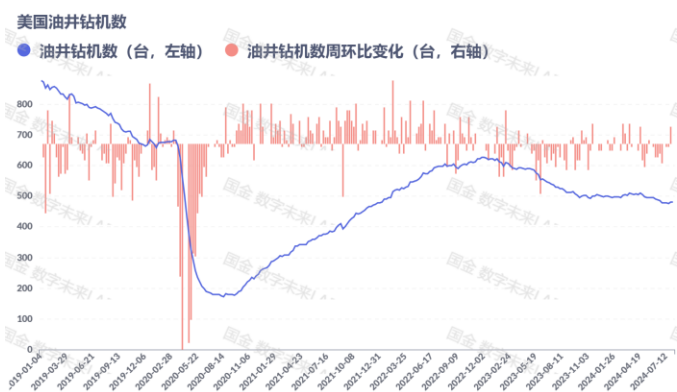
原油供应处于上升周期

预计 2024H2-2025 原油供应将小幅增长。原油供应变化我们主要关注 OPEC+和美国, 在油价未出现大幅下跌的情况下, 预计 2024H2-2025 年 OPEC+和美国原油产量将小幅增长。据 Rystad Energy 数据, 2024H1, OPEC+、美国、其他国家原油及凝析油产量分别为 3973.66/1313.32/2937.19 万桶/天, 分别同比变化-222.55/+43.86/+139.45 万桶/天, OPEC+的减产对维持 2024H1 的油价非常重要。与 2024H1 相比, 我们认为未来供给端最大的变化是从 2024Q4 开始, OPEC+原油产量或许会开始回升。

美国油井活跃钻机数下滑趋势未变, Rystad Energy 预计美国原油资本开支将在未来 3 年内下滑, 意味着油企投资于开发的意愿减弱, 平均每台钻机的新井产油量趋于稳定, 2025 年美国原油产量同比增幅或接近 50 万桶/天。

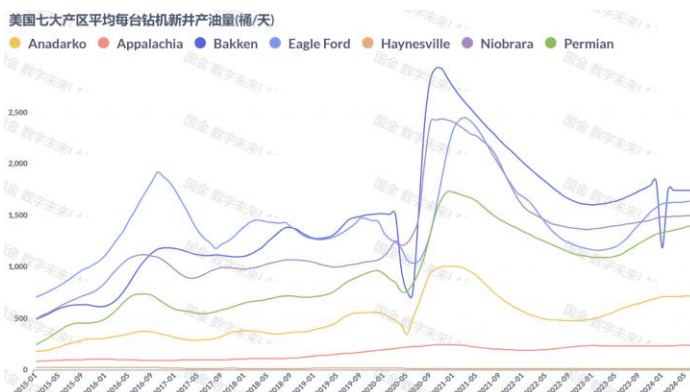


图表33: 美国油井钻机数下降



来源: EIA, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

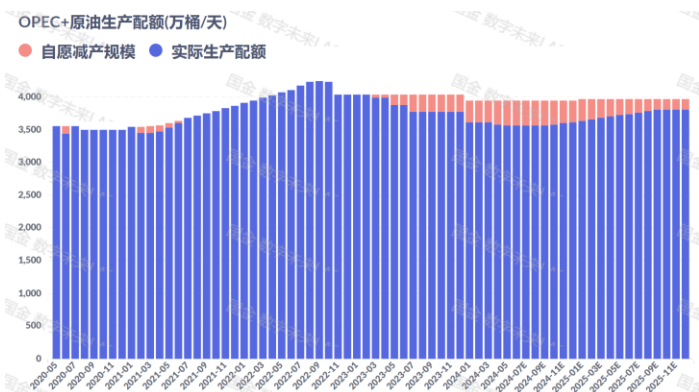
图表34: 美国原油主要产区新井产量趋于稳定



来源: EIA, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

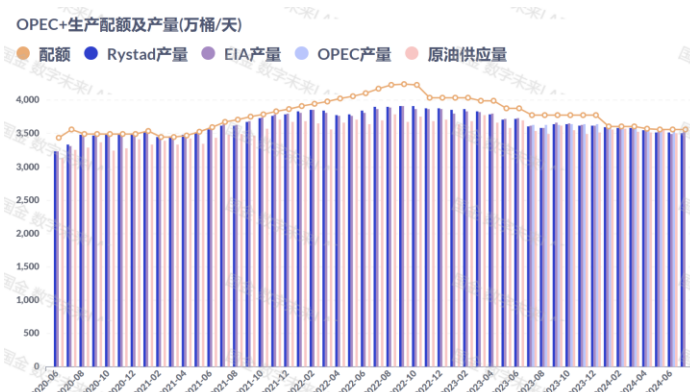
根据当前的计划, OPEC+2025 年生产配额将比 2024 年增长约 160 万桶/天, 2025 年基准配额与 2024 年相比只增加了 30 万桶/天, 配额增长主要来自于自愿减产规模的缩减, 实施自愿减产对产量的压制效果一般, 根据此安排, 预计 2025 年 OPEC+原油产量增长将低于 160 万桶/天, 大概率将在 100-150 万桶/天范围内。在油价没有下跌至新的价格区间时, OPEC+下调 2024H2-2025 年生产配额的动力不强, 即使进行了下调, 也难以下调至比当前(2024 年 7 月)更低水平(详见报告《OPEC+的产量策略分析: 供应偏紧或将持续》)。

图表35: OPEC+生产配额将逐渐增长



来源: OPEC, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表36: OPEC+产量接近生产配额



来源: OPEC, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

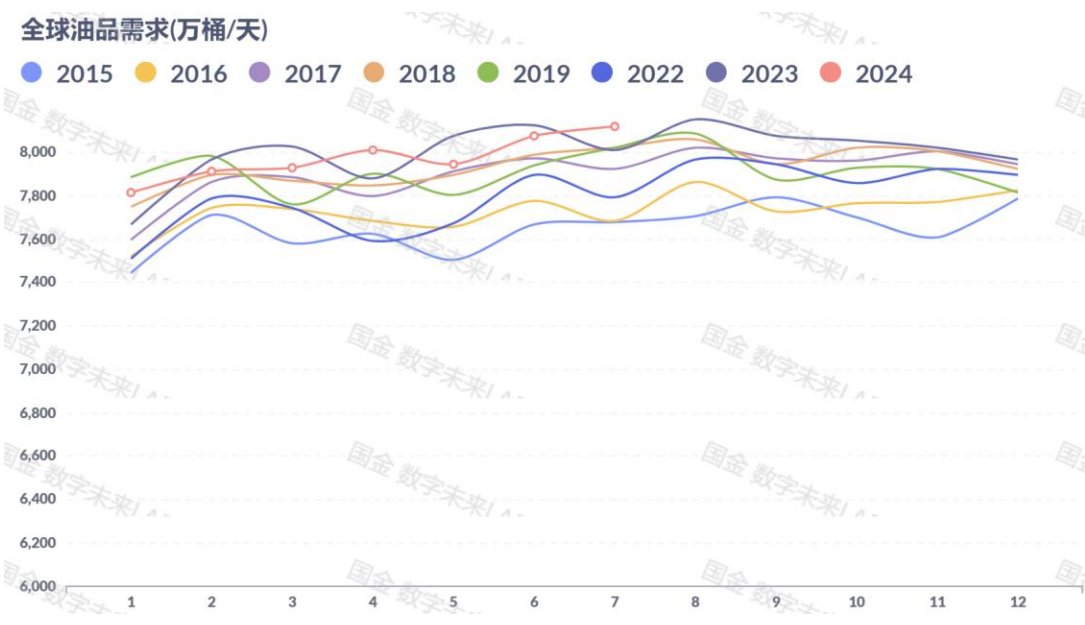
原油需求季节性明显, 旺季结束后油价将再少一个支撑

8 月属于需求旺季和宏观经济风险共存的月份, 8 月油价或有反复, 而 9 月开始随着旺季过去, 油价更有可能下行至更低的区间。

目前原油需求旺季特征明显, 据 Rystad Energy 数据, 2024 年 7 月全球油品需求为 8118.52 万桶/天, 同比增长 1.32%, 为 2024 年至今需求最高值。



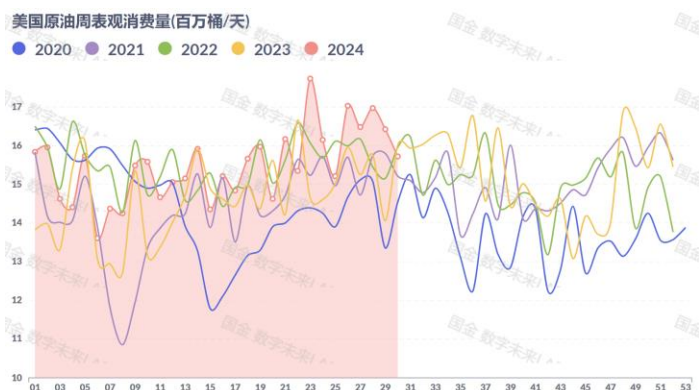
图表37: 全球油品需求仍在季节性增长



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

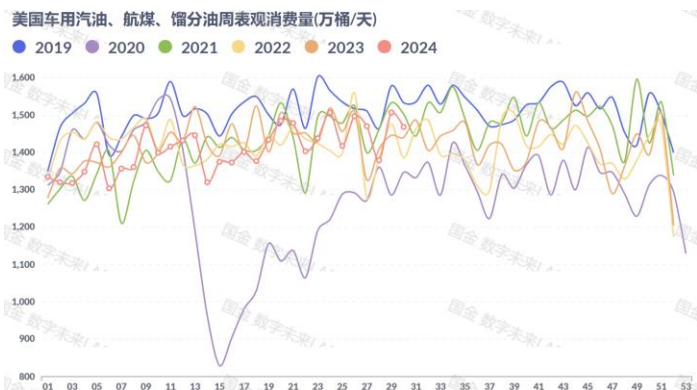
目前美国油品表需和炼厂开工处于年内最高水平。在 2024 年 7 月 5 日-7 月 26 日的四周内, 美国原油表观消费量平均为 1640.21 万桶/天, 处于年内高点, 同比增长 7.40%; 车用汽油+航空煤油+馏分油表观消费量平均为 1456.43 万桶/天, 同样处于年内高点, 同比增长 3.26%, 但仍低于 2019 年和 2021 年同期。

图表38: 美国原油表需目前处于高位



来源: EIA, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表39: 美国汽油+航空煤油+馏分油表需较一般

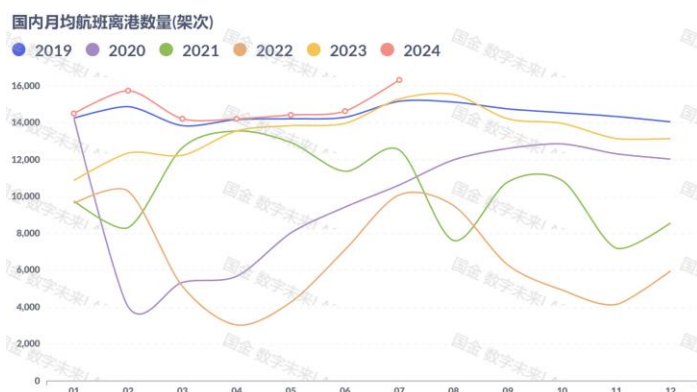


来源: EIA, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

国内出行较好, 炼厂开工率偏低。2024 年 7 月, 国内拥堵指数为 129.14, 同比下降 0.28%, 国内月均航班离港量为 16310.43 架次, 同比增长 6.88%; 近期国内主营炼厂开工率在 75% 附近波动, 略低于 2019 年和 2021 年同期开工率; 山东地炼开工率则处于低位, 近期开工率仅 53% 左右。

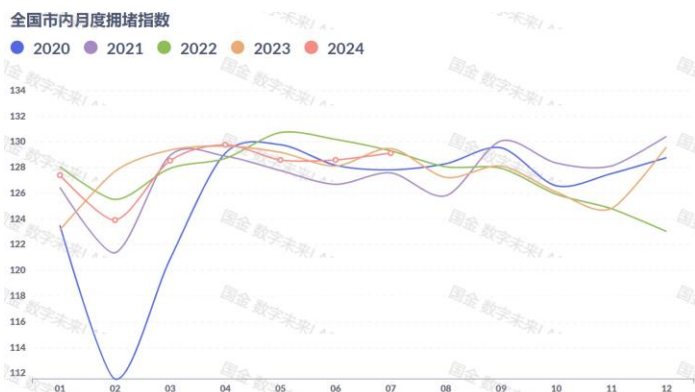


图表40: 7月国内航班量创下新高



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41: 国内公路出行季节性增长



来源: 高德地图, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表42: 国内主营炼厂开工率一般



来源: Wind, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表43: 山东地炼开工率偏低



来源: Wind, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

从交易降息切换至交易经济现实

从 2024Q2 至 7 月, 商品市场逐渐由交易降息预期转为交易经济现实。交易模式切换的具体表现为前期市场逻辑为: 经济数据下行→降息预期加强→商品价格上涨, 而 6 月开始逻辑切换为经济数据下行→衰退预期加强→商品价格下跌。从历史行情来看, 当开始交易经济现实后, 这种交易逻辑会持续非常长的时间, 降息对油价的影响则会减弱。

风险提示

- 1、经济增速波动的风险: 经济走向不明确可能会导致油价处于宽幅波动。
- 2、地缘政治变化的风险: 地缘政治对油价有较大影响。
- 3、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。
- 4、OPEC+减产政策变化的风险: 油价下跌可能会导致 OPEC+减产以支撑油价。



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。

任何形式的复制、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