

2023年10月07日

## 标配

## 证券分析师

张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn

## 证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

## 证券分析师

吴骏燕 S0630517120001

wjyan@longone.com.cn

## 联系人

张磊

zlei@longone.com.cn

## 联系人

花雨欣

hyx@longone.com.cn



## 相关研究

- 1.从国际页岩油公司资本开支,展望未来原油供需——原油研究系列(四)
- 2.高油价下的美国原油独立与进出口套利——原油研究系列(三)
- 3.三大权威机构对石油最新报告解读——原油研究系列(二)
- 4.近期油价上涨成因及展望——原油研究系列(一)

# 近期油价回调与影响,及供需基本面展望

——原油研究系列(五)

## 投资要点:

- **事件:** 国庆期间,国际原油价格大幅下跌,至10月6日布伦特原油收于84.58美元/桶,较9月29日下跌11.3%。
- **对比2018年10月份的国际原油大幅下跌,当前原油供需基本面良好。**在普遍看涨预期中,2018年10月份的原油意外大跌主要与美国为中期选举而抑制通胀,放松对伊朗制裁、要求沙特增产,同时美国页岩油正处于产量上升期有关。我们认为当前原油仍受基本面支撑:OPEC+减产致供应仍然紧张;美国及全球库存处于低位;页岩增产难度较之前加大等。
- **OPEC+减产政策影响边际减弱:** 今年三季度的油价上涨主要受OPEC+联合减产支撑,但在10月4日最新结束的OPEC+部长级会议中,各成员国表示自愿减产政策保持不变,影响边际减弱。
- **美国原油库存及DUC继续释放,下游需求缓和。**自8月以来,美国原油库存连续减少相当于50万桶/天;截至EIA最新8月数据,美国48州钻井数894、完井数933、已钻未完井数4749,保持自2023年以来的下行趋势,其中已钻未完井数已达到2014年以来的最低水平。9月29日当周,美国原油产量1290万桶/天,同比增加90万桶/天。从美国炼厂开工情况来看,截至9月22日当周,原油吞吐量1606.5万桶/天,开工率89.5%,下游需求走弱。
- **机构预计今年石油供需保持紧张:** OPEC、IEA、EIA、OIES四大机构预计2023年石油需求增速在1.81~2.44百万桶/天,供给增速在1.24~1.96百万桶/天,供给盈余在-0.55~1.67百万桶/天;2024年石油需求增速则为0.99~2.25百万桶/天,供给增速在1.20~1.70百万桶/天,供给盈余在-0.15~0.81百万桶/天。
- **油价下行有望为国际货币政策提供空间:** 2020年6月到2022年6月,美国的CPI同比增速从0.1%上升到9.1%,同期油价的上涨可以解释55%的涨幅;PCE同比增速从0.74%上升到6.98%,其中油价上涨的解释力度为57%。在2022年7月以来的去通胀进程中,原油价格的下跌成为了主要驱动力,对CPI和PCE增速下降的解释力度分别达到了87%和79%。随着国际油价从高位回落,或有利于美国控制通胀水平,影响加息进程。
- **国际油价对我国通胀影响相对有限:** 国际油价对于我国PPI影响较为直接,若选取近两年数据进行计算,可得油价与PPI的相关系数为0.77;而对CPI的影响则较弱,需通过交通通信分项进行传导,且最终贡献比例较低。随着油价下行,我国工业企业进口成本有望改善,进而改善工业企业利润。
- **油价展望:** 我们认为原油价格维持区间震荡,但均价中枢提升。目前美联储加息背景下影响全球石油需求;夏季旅游旺季的结束,航空燃油需求有所缓解;同时伊朗、委内瑞拉增产可能;预计上行空间有限。考虑到全球上游历史资本开支不足、技术进步对于开采效率的边际影响下降、油井老化等因素,预计油价将在中高位80-100美元/桶区间震荡。
- **投资建议:** 油价中枢维持较高位置,建议关注国内油气行业龙头;全球油服资本开支稳定增长,海上油气增产以弥补美国页岩资本开支的减少,建议关注国内油服龙头;同时国内轻烃一体化及煤化工一体化成本相对优势凸显,建议关注相关龙头。
- **风险提示:** 全球经济衰退风险;油价引发通胀加剧风险。

## 正文目录

<b>1. 当前原油供需基本面良好 .....</b>	<b>4</b>
1.1. OPEC+主要产油国减产政策边际放松.....	4
1.2. 美国原油库存及 DUC 继续释放，下游需求缓和.....	5
1.3. 国内石油消费修复良好.....	7
<b>2. 权威机构预计今年石油供需保持紧张.....</b>	<b>7</b>
<b>3. 油价下行有望为国际货币政策提供空间 .....</b>	<b>10</b>
3.1. 美国去通胀挤压全球经济复苏.....	10
3.2. 全球 GDP 修复仍然承压 .....	11
3.3. 美国通胀有望进一步得到缓和.....	12
<b>4. 国际油价对我国通胀影响相对有限 .....</b>	<b>14</b>
4.1. 我国能源对外依存度较高 .....	14
4.2. 原油价格对 PPI 影响幅度更大.....	14
<b>5. 我们认为：油价将继续维持较高位震荡 .....</b>	<b>15</b>
<b>6. 风险提示 .....</b>	<b>16</b>

## 图表目录

图 1 OPEC 产量 (万桶/天)	4
图 2 俄罗斯及沙特石油产量 (百万桶/天)	4
图 3 俄罗斯能源出口情况 (万吨/天)	5
图 4 美国原油产量与钻机数 (万桶/天)	5
图 5 美国原油库存 (亿桶)	5
图 6 美国汽油库存 (亿桶)	6
图 7 美国馏分油库存 (亿桶)	6
图 8 美国炼厂情况 (万桶/天)	6
图 9 美国汽油产量及价格 (万桶/天, 美元/加仑)	6
图 10 世界原油总产出与全球工作钻机数量 (万桶/天)	7
图 11 美国钻井情况 (个)	7
图 12 国内原油加工及进口量 (万桶/天)	7
图 13 国内成品油消费同比 (%)	7
图 14 EIA 预期全球石油供需情况 (百万桶/天)	9
图 15 四大机构对全球石油需求预期 (百万桶/天)	9
图 16 四大机构对全球石油供应预期 (百万桶/天)	9
图 17 四大机构对全球石油供应盈余预期 (百万桶/天)	10
图 18 此轮美联储加息强势推高美元指数	10
图 19 油价与美联储加息进程	10
图 20 欧美 PMI 情况	11
图 21 石油需求增速与 GDP 增速高度正相关	11
图 22 油价与美国 PPI (%)	13
图 23 油价与美国 CPI、PCE (%)	13
图 24 2022 年国内原油产量仍未突破 2 亿吨	14
图 25 油价与我国 PPI (%)	15
图 26 油价与我国 CPI (%)	15
图 27 油价与我国 CPI 交通通信分项 (%)	15
表 1 OPEC 预测 2023—2024 年石油供需情况 (百万桶/天)	8
表 2 IEA 对全球经济增速预期	11
表 3 IMF 对于全球经济增速预期	12
表 4 2023 年美国中 CPI 各项权重 (%)	13
表 5 原油价格受多因素影响	16

## 1.当前原油供需基本面良好

对比 2018 年 10 月份的国际原油大幅下跌，当前原油供需基本面良好。在普遍看涨预期中，2018 年 10 月份的原油意外大跌主要与美国为中期选举而抑制通胀，放松对伊朗制裁、要求沙特增产，同时美国页岩油正处于产量上升期有关。我们认为当前原油仍受基本面支撑：OPEC+减产致供应仍然紧张；美国及全球库存处于低位；页岩增产难度较之前加大等。

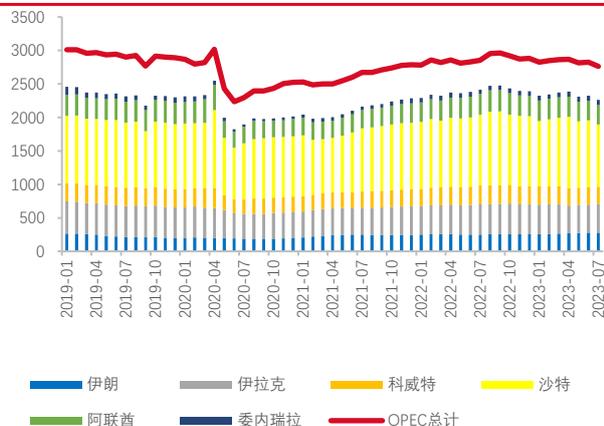
### 1.1.OPEC+主要产油国减产政策边际放松

国庆期间，国际原油价格大幅下跌，至 10 月 6 日布伦特原油收于 84.58 美元/桶，较 9 月 29 日下跌 11.3%。

今年三季度的油价上涨主要受 OPEC+联合减产支撑。2022 年 10 月以来，OPEC+宣布了总计减产 366 万桶/天，7 月份沙特将单方面减产 100 万桶/天。9 月 5 日，沙特表示将延长 100 万桶/天的减产协议，该协议于 7 月首次实施，随后延长至 8 月至 9 月，此次再延长三个月至 2023 年底。俄罗斯还表示，将把 30 万桶/天的原油出口削减计划延长至年底。但在 10 月 4 日最新结束的 OPEC+部长级会议中，各成员国表示自愿减产政策保持不变，影响边际减弱。

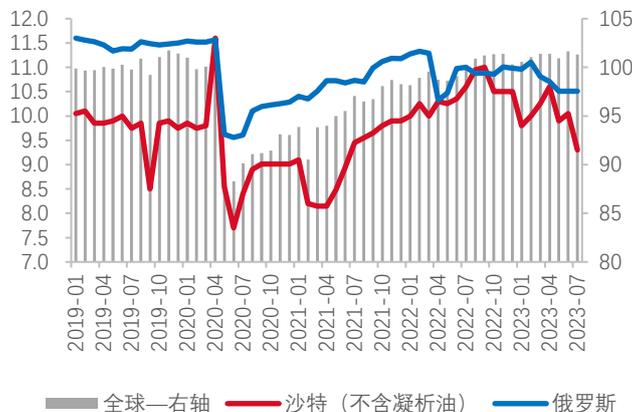
然而，根据 CREA 数据，9 月俄罗斯并未能很好地履行承诺，原油出口量达到 73 万吨/天（约 535 万桶/天），较 8 月增加了约 66 万桶/天。尽管俄罗斯 9 月 21 日起临时禁止成品油出口，直至能够完全国内市场需求为止。而俄罗斯国内储存能力十分有限，导致部分炼厂可能会削减产量。为保存秋冬季节的成品油供应能力，俄罗斯或于几周内恢复成品油出口。

图1 OPEC 产量（万桶/天）



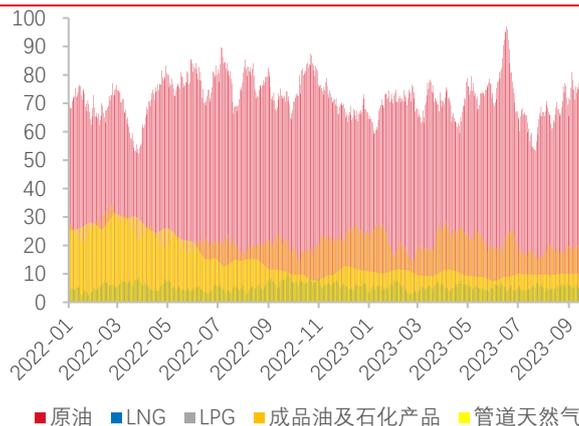
资料来源：EIA，东海证券研究所

图2 俄罗斯及沙特石油产量（百万桶/天）



资料来源：EIA、S&P，东海证券研究所

图3 俄罗斯能源出口情况 (万吨/天)



资料来源：CREA，东海证券研究所

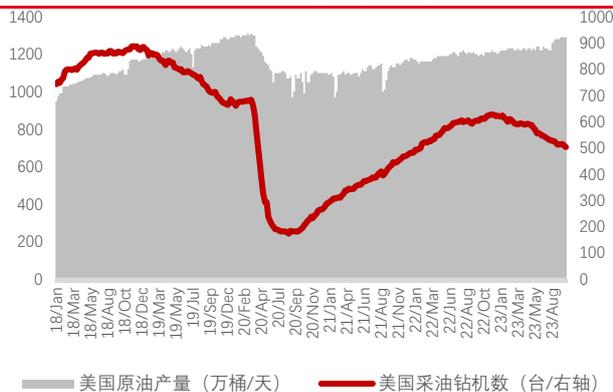
注：14日移动平均

## 1.2.美国原油库存及 DUC 继续释放，下游需求缓和

截至 9 月 29 日，美国原油商业库存 4.14 亿桶，周下降 222 万桶，SPR 库存 3.51 亿桶，自 8 月以来，美国原油库存连续减少相当于 50 万桶/天，但 SPR 已基本停止下行趋势；汽油库存 2.27 亿桶，周增长 648 万桶，好于去年同期，迅速修复至五年平均水平；馏分油库存 1.19 亿桶，周减少 127 万桶，同比增加 788 万桶，但仍处于低位。

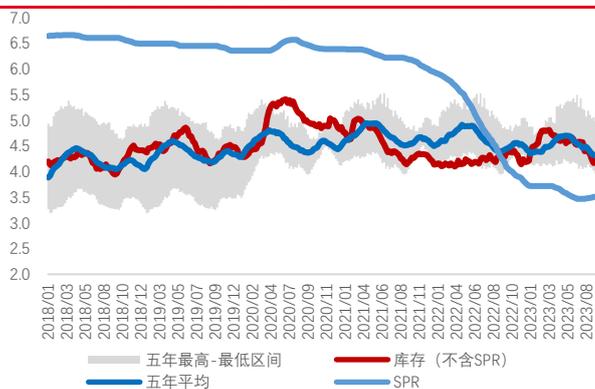
9 月 29 日当周，美国原油产量 1290 万桶/天，周环比不变，较去年同期增加 90 万桶/天。从美国炼厂开工情况来看，截至 9 月 29 日当周，原油吞吐量 1560.2 万桶/天，开工率 87.3%，表明美国正进入能源需求相对较弱的秋季，下游需求走弱。

图4 美国原油产量与钻机数 (万桶/天)



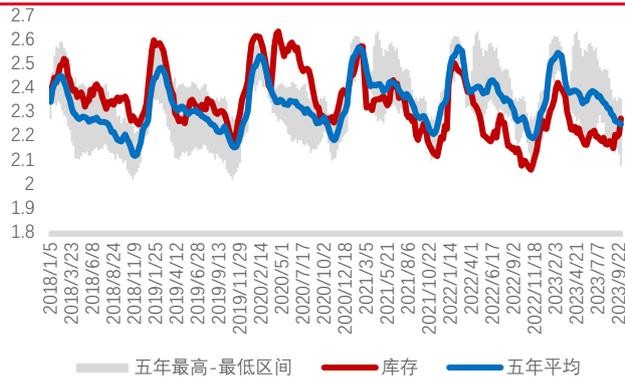
资料来源：EIA、Baker Hughes，东海证券研究所

图5 美国原油库存 (亿桶)



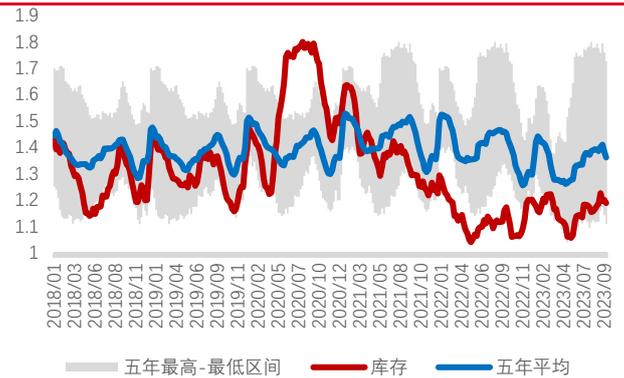
资料来源：EIA，东海证券研究所

图6 美国汽油库存 (亿桶)



资料来源：EIA，东海证券研究所

图7 美国馏分油库存 (亿桶)



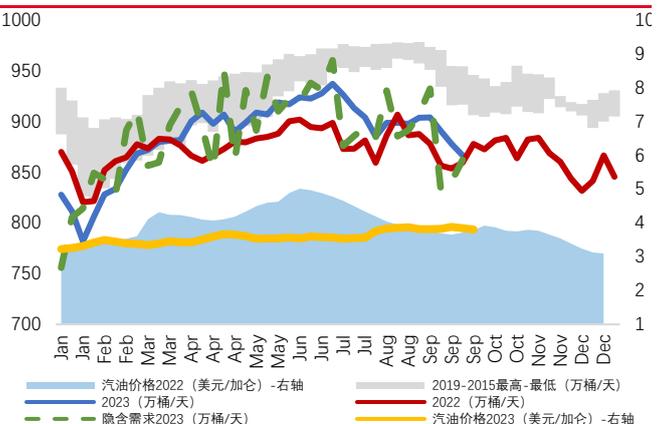
资料来源：EIA，东海证券研究所

图8 美国炼厂情况 (万桶/天)



资料来源：EIA，东海证券研究所

图9 美国汽油产量及价格 (万桶/天, 美元/加仑)

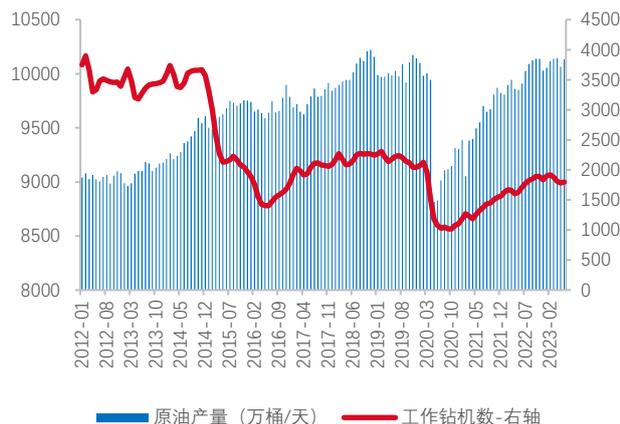


资料来源：EIA，东海证券研究所

一般油气井从钻井到完井需要6个月，但一些油气井由于产量限制、经济等因素无法在正常的时间内完成，随着完井平均时间的增加，已钻未完井（DUC）的数量随之增加，故使得整体原油增产出现更长时间的滞后性。从世界原油总产量和工作钻机数的关系可以看出，2012-2013年上游支出的高景气度直到2013-2014年才能体现到原油产量的增长，期间约有一年不到的滞后时间。而2020年以来工作钻机数与产量的正相关性，则是源于新冠大流行导致的全球已有产能的迅速停工后又逐步复工，与钻机的相关度不高，但二者恰好同步复工，体现出一定耦合性。

美国活跃钻机数减少，至9月29日，美国钻机数623台，周环比减少7台，较去年同期减少142台；其中采油钻机数502台，周环比减少5台，较去年同期减少102台。从美国的数据来看，2019年至2021年12月的低油价导致DUC数量从约4,000减少到1,446，下降超过75%。在这段时间内，由于每桶油价低于70美元，石油公司急需收入并需要控制成本，因此转而利用DUC来维持产量。2022年1月后，更高的油气价格推动了钻探速度的迅速增加，并减弱了DUC激活的趋势。从2023年1月开始，DUC的提取和钻探都有所下降，而DUC的提取是自2021年1月以来新增产量中的主要原因。截至EIA最新8月数据，美国48州钻井数894、完井数933、已钻未完井数4749，保持自2023年以来的下行趋势，其中已钻未完井数已达到2014年以来的最低水平。

图10 世界原油总产出与全球工作钻机数量 (万桶/天)



资料来源: EIA、Baker Hughes, 东海证券研究所

图11 美国钻井情况 (个)

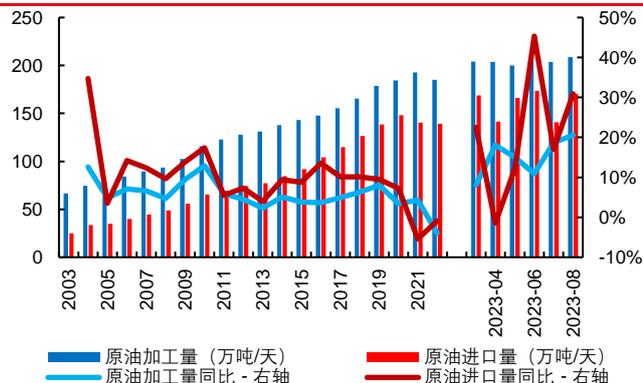


资料来源: EIA, 东海证券研究所

### 1.3.国内石油消费修复良好

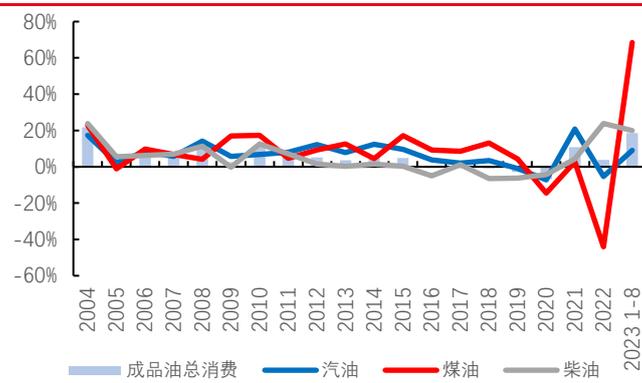
8月份,国内加工原油6469万吨,同比上升21%,加工量显著回升,日均加工209万吨。8月份,国内进口原油5280万吨,同比增加31%,持续回升;1-8月,国内汽油、煤油、柴油表观消费同比增速分别为9%、68%、20%,成品油总消费表观增速为19%,航空活动恢复明显。1-8月,国内累积生产原油13984万吨,加工原油49140万吨,进口原油37855万吨,实现原油库存累库2699万吨(1.98亿桶)。

图12 国内原油加工及进口量 (万桶/天)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图13 国内成品油消费同比 (%)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

## 2.权威机构预计今年石油供需保持紧张

### OPEC:

2023年,全球石油需求增长率保持在2.4万桶/天,增量与上个月的评估基本持平,预计全年平均102.1百万桶/天。在OECD地区,预计2023年石油需求将上调12万桶/天至46.1百万桶/天。在非OECD地区,预计2023年总石油需求将增加约2.3百万桶/天至55.9百万桶/天。受到中国经济活动的复苏以及其他非OECD地区的增长支持,运输和工业燃料需求稳步增加,预计将推动该地区2023年的需求增长。2024年,全球经济增长稳健,中国经济持续改善,有望进一步提振石油消费。预计全球石油需求将同比增加2.2百万桶/天,总全球石油需求预计平均104.3百万桶/天。

石油供应方面:2023年,预计非OPEC液体石油产量将同比增长1.6百万桶/天,达到67.4百万桶/天。目前预计2023年美国页岩油产量将保持缓慢而稳定的增长,将增长1.2百

万桶/天。2023 年的主要增长预计将由美国、巴西、挪威、哈萨克斯坦、圭亚那和中国拉动。2024 年，预计非 OPEC 液体石油产量将增长 1.4 百万桶/天，平均为 68.8 百万桶/天。预计 2024 年 OECD 液体供应将增加 0.9 百万桶/天，而非 OECD 液体供应将增加 0.4 百万桶/天。预计 2023 年 OPEC 天然气液体和非传统液体产量将增长约 50 万桶/天，平均为 5.4 百万桶/天。至于 2024 年，预计将增长 65 万桶/天，平均为 5.5 百万桶/天。

**表1 OPEC 预测 2023—2024 年石油供需情况（百万桶/天）**

	2020	2021	2022	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024
<b>OECD 需求总计</b>	42.03	44.85	46.00	45.62	45.75	46.89	46.22	46.12	45.89	46.00	47.20	46.42	46.38
<b>非 OECD 需求总计</b>	49.2	52.3	53.6	56.1	55.5	55.2	57.0	55.9	57.9	57.4	57.5	58.9	57.9
<b>(a) 全球需求总计</b>	<b>91.19</b>	<b>97.13</b>	<b>99.62</b>	<b>101.74</b>	<b>101.26</b>	<b>102.06</b>	<b>103.18</b>	<b>102.06</b>	<b>103.76</b>	<b>103.43</b>	<b>104.74</b>	<b>105.28</b>	<b>104.31</b>
<b>OECD 产量总计</b>	29.31	29.77	30.97	32.04	32.09	32.67	32.87	32.42	33.10	32.99	33.41	33.85	33.34
<b>非 OECD 产量总计</b>	31.64	31.85	32.44	33.21	32.87	32.26	31.70	32.50	32.63	32.80	33.00	33.24	32.92
<b>(b)非 OPEC 石油及 OPEC NGLs 产量总计</b>	<b>68.27</b>	<b>69.18</b>	<b>71.21</b>	<b>73.16</b>	<b>72.91</b>	<b>72.82</b>	<b>72.46</b>	<b>72.83</b>	<b>73.74</b>	<b>73.85</b>	<b>74.43</b>	<b>75.11</b>	<b>74.28</b>
<b>OPEC 原油产量</b>	25.73	26.35	28.86	28.85	28.28								
<b>全球石油产量总计</b>	94.00	95.53	100.07	102.01	101.18								
<b>(a) - (b)</b>	<b>22.91</b>	<b>27.95</b>	<b>28.41</b>	<b>28.58</b>	<b>28.35</b>	<b>29.23</b>	<b>30.71</b>	<b>29.23</b>	<b>30.03</b>	<b>29.58</b>	<b>30.31</b>	<b>30.17</b>	<b>30.02</b>

资料来源：OPEC，东海证券研究所

#### IEA:

在中国消费、航空燃油和石化原料需求复苏的带动下，2023 年世界石油需求仍将增长 2.2 百万桶/天，年均消费达到 101.8 百万桶/天。到 2024 年，石脑油和液化石油气/乙烷将成为增长的主要驱动力，但增幅较为温和，为 0.99 百万桶/天，预计 2024 年需求达到 102.8 百万桶/天。增速放缓的主要原因为预期的经济增长放缓，以及主要石油消费国道路运输燃料使用量的结构性下降。

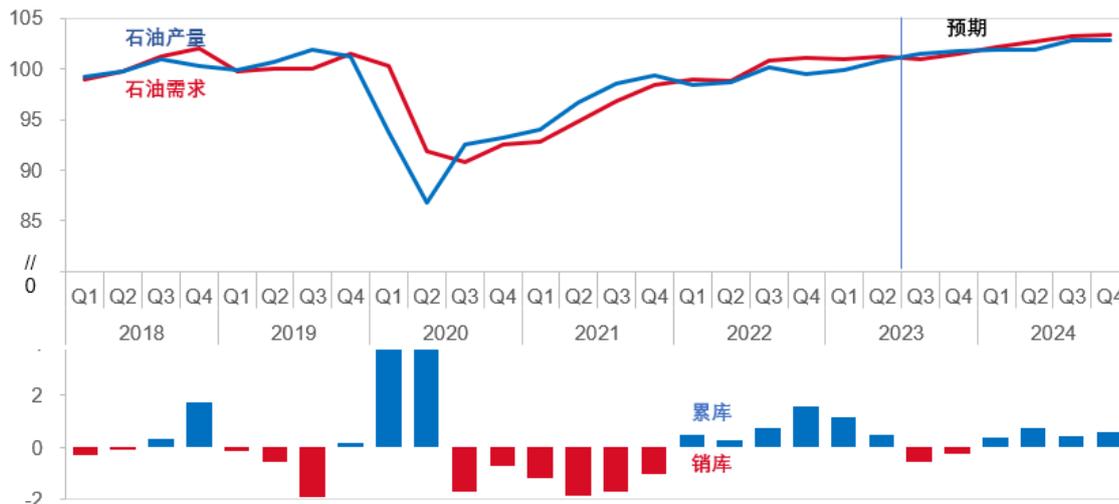
沙特和俄罗斯将减产期限延长至年底，将在 2023 年第四季度制造大量市场缺口。截至今年 8 月底，OPEC+的产量已下降 2 百万桶/天，但总体减产因伊朗产量大幅增加而有所缓解。截至 8 月份，非 OPEC+供应量增加 1.9 百万桶/天，达到创纪录的 50.5 百万桶/天。2023 年全球供应量将增加 1.5 百万桶/天，其中美国、伊朗和巴西是主要增长来源。

#### EIA:

全球石油供应方面，尽管 OPEC+进行自愿减产，但非 OPEC 国家石油增产将会支撑 2023 年产量增加 1.2 百万桶/天，达到 101.18 百万桶/天。而 2024 年全球石油供应将会增加 1.7 百万桶/天，至 102.88 百万桶/天。其中，非 OPEC 产量预计将在 2023 年增加 2.0 百万桶/天，并 2024 年增加 1.3 百万桶/天，主要由美国、巴西、加拿大和圭亚那带动。

需求方面，预计 2023 年全球石油消费将增长 1.81 百万桶/天至 100.98 百万桶/天，其中 OECD 国家需求增量为 0.14 百万桶/天，而非 OECD 国家增量达到了 1.66 百万桶/天，中国的需求增量为 0.78 百万桶/天；到 2024 年，全球石油消费将增加 1.36 百万桶/天至 102.34 百万桶/天，OECD 国家消费将会缩减 0.03 百万桶/天，非 OECD 国家消费增加 1.36 百万桶/天，中国消费增长将会减缓至 0.40 百万桶/天。

图14 EIA 预期全球石油供需情况（百万桶/天）



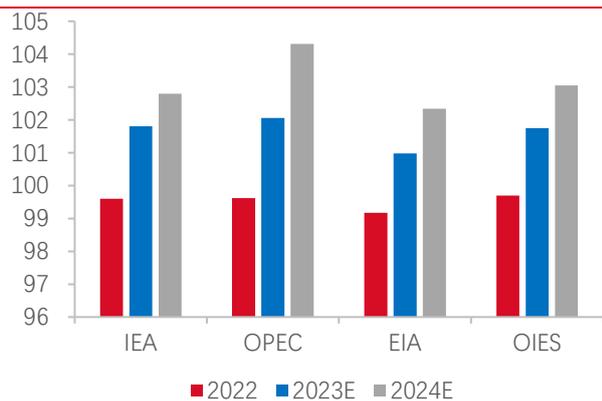
资料来源：EIA，东海证券研究所

OIES:

需求方面，中国和美国在 2023 年的需求增长方面占据了最大的份额，而欧洲、亚太地区和其非 OECD 亚洲地区的需求增长较为疲弱，预计 2023 年增长 2.1 百万桶/天至 101.8 百万桶/天，而 2024 年增长 1.3 百万桶/天，至 103.1 百万桶/天。

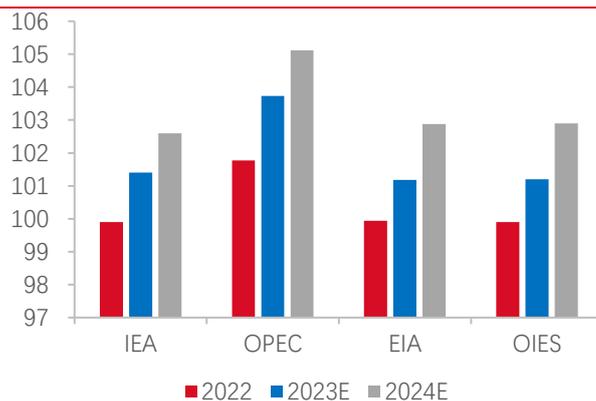
预计 2023 年下半年，全球石油供应将首次自 2021 年下半年以来同比下降 0.23 百万桶/天，主要是由于沙特及俄罗斯主动减产，而其他地方的原油增长不稳定。总体而言，2023 年全球石油供应预计将增长 1.3 百万桶/天至 101.2 百万桶/天，其中非 OPEC 占 1.2 百万桶/天，而 OPEC 原油产量预计将减少 520 万桶/天。乐观估计 OPEC 将会在 2024 年一季度结束主动减产，故预期 2024 年全球石油供应增加 1.7 百万桶/天至 102.9 百万桶/天。

图15 四大机构对全球石油需求预期（百万桶/天）



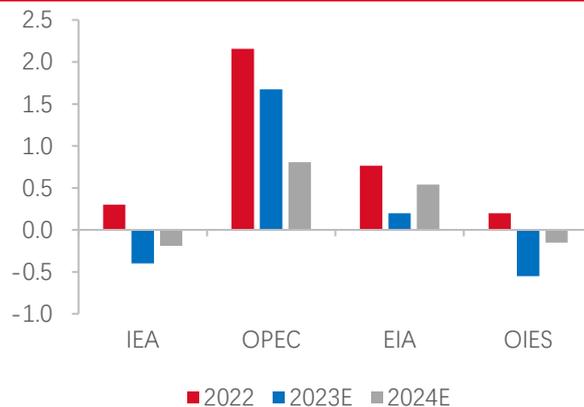
资料来源：IEA、OPEC、EIA、OIES，东海证券研究所

图16 四大机构对全球石油供应预期（百万桶/天）



资料来源：IEA、OPEC、EIA、OIES，东海证券研究所

图17 四大机构对全球石油供应盈余预期（百万桶/天）



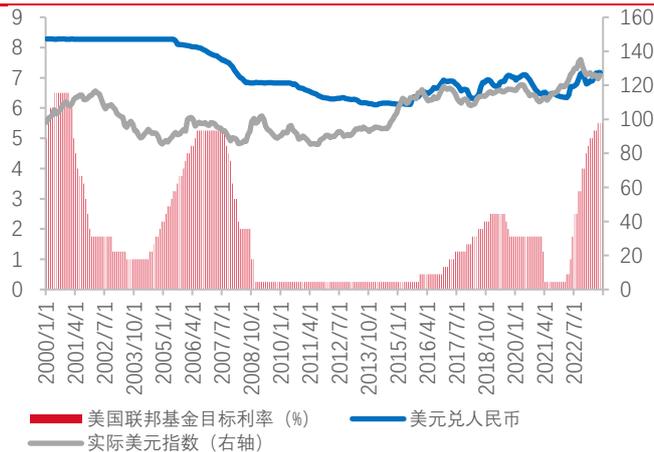
资料来源：EIA，东海证券研究所

### 3. 油价下行有望为国际货币政策提供空间

#### 3.1. 美国去通胀挤压全球经济复苏

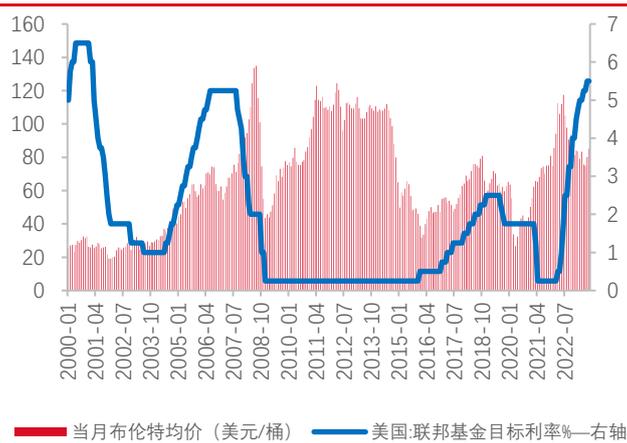
7月27日美联储宣布上调联邦基金利率目标区间到5.5%，这是美联储自去年3月开启本轮加息周期以来第十次加息，累计加息幅度为525个基点。从美联储加息与油价的关系来看，油价对于加息存在一定滞后效应。而如果从供需的角度来看，油价上涨带来通胀预期，促使美联储进行加息操作，而加息导致的美元回流则对全球需求带来抑制并抬高美元指数，进而抑制油价。欧美PMI值从2022年连续下滑至今，已低于荣枯线，经济衰退风险较大。而历史上原油价格和全球经济增速呈高度正相关，因此伴随着经济增速下滑。而此次油价周期缺少了中东增产的配合，转而进行减产对抗，很大程度上促使了三季度原油价格的逆周期强势上行。

图18 此轮美联储加息强势推高美元指数



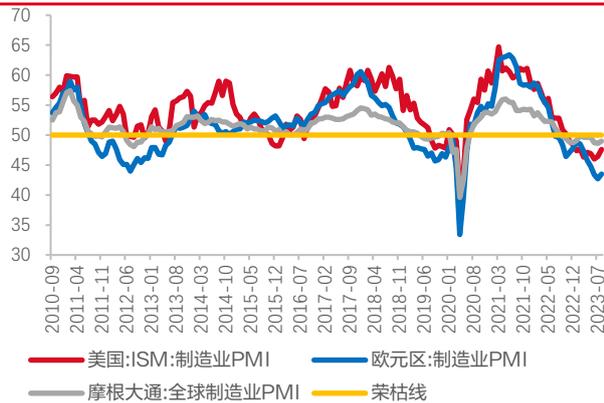
资料来源：Wind、美联储，东海证券研究所

图19 油价与美联储加息进程



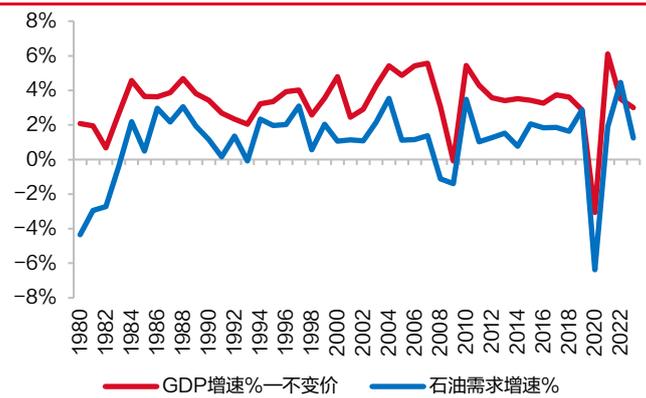
资料来源：Wind，东海证券研究所

图20 欧美 PMI 情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

图21 石油需求增速与 GDP 增速高度正相关



资料来源：Wind、EIA，东海证券研究所

### 3.2.全球 GDP 修复仍然承压

全球经济在 2021 年初已初步回到了疫情前的水平。在 2020 年下降了 3.1% 之后，随着各国开始解除封锁、政府和央行大规模增加财政和货币刺激措施，全球实际 GDP 在 2021 年增长了 6.4%。然而，随着需求的快速增长、供应链问题的困扰以及俄乌冲突导致的大宗商品价格飙升，全球经济反弹在 2022 年逐渐减弱。所有这些因素迫使全球央行从 2022 年初开始采取更为鹰派的货币政策立场。

IEA 在 2023 年全球石油展望中表示，美联储连续加息对 OECD 经济增长产生了严重的负面影响，并提高了衰退的可能性，**预计将导致美国和欧元区 2023 年的 GDP 增长降至约 1% 左右**。发达经济体的经济下行趋势使全球前景更加依赖于中国在后疫情时代能否维持早期的增长势头。**这一悲观的前景将导致 2023 年和 2024 年的全球 GDP 维持在 2.4% 和 2.8%**，只有在 2025 年，随着 OECD 经济体的复苏和货币宽松政策的实施，才有望实现明显的复苏。预计在 2025 年达到 3.7% 的高峰后，全球 GDP 增长将在 2026 年至 2028 年期间平均为 3.3%。

表2 IEA 对全球经济增速预期

	2019	2020	2021	2022	2023	2024-2028
美国	2.30%	-2.80%	5.90%	2.10%	0.90%	1.70%
欧洲	1.80%	-5.80%	5.40%	3.60%	0.70%	1.70%
亚太	4.40%	-1.30%	6.90%	3.80%	4.10%	4.70%
日本	-0.40%	-4.30%	2.20%	1.00%	0.60%	1.30%
中国	6.00%	2.30%	8.50%	3.00%	5.50%	4.60%
印度	4.60%	-6.40%	9.20%	6.90%	4.80%	6.90%
非洲	3.90%	-1.30%	5.70%	3.60%	2.50%	3.30%
全球	2.90%	-3.10%	6.40%	3.30%	2.40%	3.30%

资料来源：IEA，东海证券研究所

IMF 在今年 7 月发布的《世界经济展望》中，将 2023 及 2024 年全球经济增速从 2022 年的 3.5% 下调至 3.0%，主要原因为各国央行为抗击通胀采取的加息政策继续对经济活动造成拖累。预计全球总体通胀将从 2022 年的 8.7% 下降至 2023 年的 6.8% 和 2024 年的 5.2%，但地缘冲突的不确定性、极端天气发生频率增加，仍然存在使得通胀保持高位甚至拉升的可能，进而引发货币政策的进一步收紧，随之传导至金融部门流动性等、汇率等方面，对于发展中国家则可能面临国内资产定价萎缩的风险，经济复苏进程被打断。

表3 IMF 对于全球经济增速预期

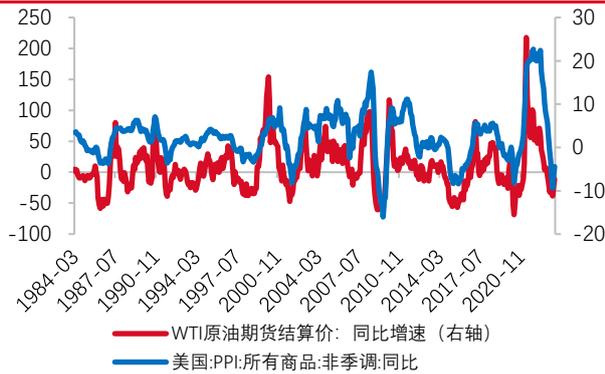
	2022	2023E	2024E
<b>世界产出</b>	<b>3.5</b>	<b>3.0</b>	<b>3.0</b>
<b>发达经济体</b>	<b>2.7</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>
美国	2.1	1.8	1.0
<b>欧元区</b>	<b>3.5</b>	<b>0.9</b>	<b>1.5</b>
德国	1.8	-0.3	1.3
法国	2.5	0.8	1.3
意大利	3.7	1.1	0.9
西班牙	5.5	2.5	2.0
日本	1.0	1.4	1.0
英国	4.1	0.4	1.0
加拿大	3.4	1.7	1.4
其他发达经济体	2.7	2.0	2.3
<b>新兴市场和发展中经济体</b>	<b>4.0</b>	<b>4.0</b>	<b>4.1</b>
<b>亚洲新兴市场和发展中经济体</b>	<b>4.5</b>	<b>5.3</b>	<b>5.0</b>
中国	3.0	5.2	4.5
印度	7.2	6.1	6.3
<b>欧洲新兴市场和发展中经济体</b>	<b>0.8</b>	<b>1.8</b>	<b>2.2</b>
俄罗斯	-2.1	1.5	1.3
<b>拉美和加勒比地区</b>	<b>3.9</b>	<b>1.9</b>	<b>2.2</b>
巴西	2.9	2.1	1.2
墨西哥	3.0	2.6	1.5
<b>中东和中亚</b>	<b>5.4</b>	<b>2.5</b>	<b>3.2</b>
沙特阿拉伯	8.7	1.9	2.8
<b>撒哈拉以南非洲</b>	<b>3.9</b>	<b>3.5</b>	<b>4.1</b>
尼日利亚	3.3	3.2	3.0
南非	1.9	0.3	1.7
<b>新兴市场 and 中等收入经济体</b>	<b>3.9</b>	<b>3.9</b>	<b>3.9</b>
<b>低收入发展中国家</b>	<b>5.0</b>	<b>4.5</b>	<b>5.2</b>

资料来源：IMF，东海证券研究所

### 3.3.美国通胀有望进一步得到缓和

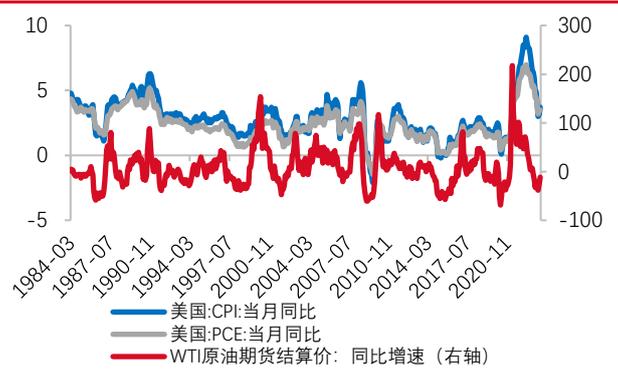
当前美国的通胀指标有 PPI、CPI、PCE 等。其中，CPI 每月公布时间较早，对市场情绪影响较大，PCE 的权重调整及时，是美联储更为看重的决策指标。油价与美国 PPI 高度相关，与 CPI、PCE 等消费者通胀指数的相关性略低。1980 年至今，WTI 油价与美国 PPI、CPI、PCE 同比增速的相关系数分别为 0.74、0.5、0.47。这是由于原油是工业生产的重要原料，与工业生产息息相关，而在消费者物价指数中，与原油无关的服务价格的占比较高。由于能源消费对其他类型的消费存在挤压效应，在油价高增的时期，原油在美国消费者通胀中的重要性会有所提高，且由于 PCE 的权重调整更为及时，油价在 PCE 中的权重会超过在 CPI 中的权重。过去 3 年中，油价与 PPI、CPI、PCE 的相关系数分别达到了 0.81、0.51、0.53。

图22 油价与美国 PPI (%)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图23 油价与美国 CPI、PCE (%)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

油价对美国消费者物价的影响渠道以直接消费为主、间接消费为辅, 和服务价格通胀的黏性也有一定关系。能源大类在美国 CPI 中的权重约为 7%, 汽油和燃油的直接消费的权重有 3%-5%左右, 能源服务有 4%, 对于能源的直接消费是原油价格影响美国通胀的主要形式。油价与核心 CPI 的历史平均相关系数仅有 0.05, 可以认为相关性微乎其微, 与核心 PCE 相关性也非常薄弱, 说明原油的间接消费的影响比较微弱。原油的间接消费主要体现在商品分项, CPI 的核心商品分项中, 与原油消费存在互补关系的新车和二手车的权重之和为 7%-9%, 其他商品占比约在 13%左右。服务在核心 CPI 中的占比高达 58%, 主要是由住房价格组成, 房地产行业与原油关联较小, 受货币政策的影响更为密切。工资是除住房之外的核心服务价格的主要驱动力, 根据上文分析的油价与收入的关系, 油价上涨与服务价格也存在隐性关系, 尽管这种关系在大多数时期并不明显, 但在 20 世纪 70-80 年代美国出现“工资-通胀”螺旋的时期, 油价与核心 CPI 价格的相关系数上升到了 0.15 左右, 而在过去 3 年中的相关系数达到了 0.4。

表4 2023 年美国中 CPI 各项权重 (%)

分项	权重
<b>CPI</b>	<b>100</b>
1.食品	13.5
1.1 家庭食品	8.7
1.2 非家用食品	4.8
2.能源	6.9
2.1 能源类商品	3.5
2.1.1 汽油 (所有种类)	0.2
2.1.2 燃油	3.3
2.2 能源服务	3.4
2.2.1 电力	2.5
2.2.2 管道燃气服务	0.9
<b>核心 CPI</b>	<b>79.5</b>
1.商品不包含能源和食品	21.4
1.1 新车	4.3
1.2 二手汽车和卡车	2.7
1.3 服装	2.5
1.4 医疗类商品	1.5
2.服务不包含能源服务	58.2
2.1 住房	34.4
2.2 运输服务	5.8
2.3 医疗服务	6.7

资料来源: 美国劳工部, 东海证券研究所

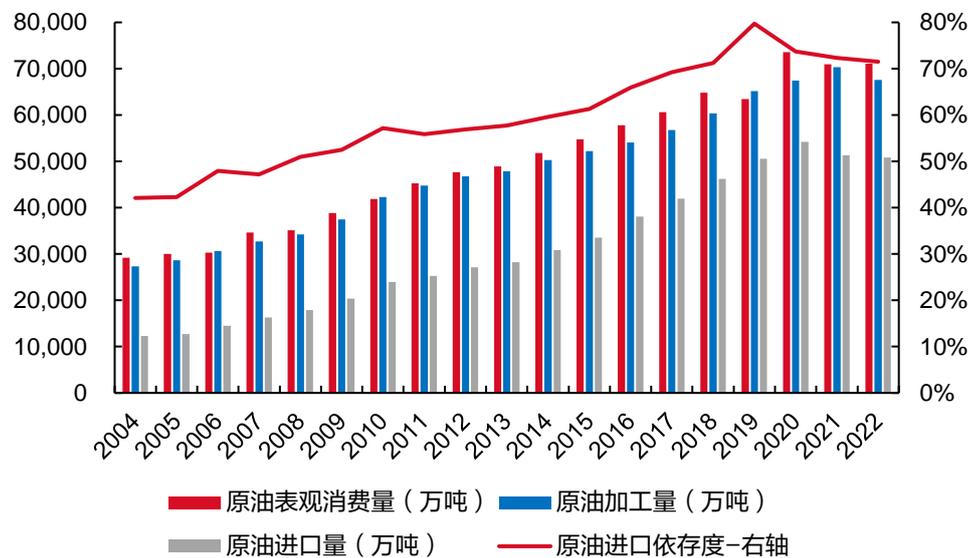
2020年以来,油价在美国通胀的周期中起到了重要作用。2020年6月到2022年6月,美国的CPI同比增速从0.1%上升到9.1%,同期油价的上涨可以解释55%的涨幅;PCE同比增速从0.74%上升到6.98%,其中油价上涨的解释力度为57%。在2022年7月以来的去通胀进程中,原油价格的下跌成为了主要驱动力,对CPI和PCE增速下降的解释力度分别达到了87%和79%。随着国际油价从高位回落,或有利于美国控制通胀水平,影响加息进程,为国际货币政策提供空间。

## 4.国际油价对我国通胀影响相对有限

### 4.1.我国能源对外依存度较高

我国原油产量自2015年达到峰值2.15亿吨后因油价波动而下降,至2022年仍未突破2亿吨。然而我国原油表观消费量逐年上涨,2012-2022年我国原油表观消费量复合增速4.1%,增产速度低于需求增速致使能源对外依存度逐年提升,2022年我国原油进口依存度为71.49%,故国际油价对我国工业生产有较为直接的影响。

图24 2022年国内原油产量仍未突破2亿吨



资料来源: Wind, 东海证券研究所

### 4.2.原油价格对PPI影响幅度更大

为消除汇率影响,我们将WTI原油月均价乘以美元兑人民币中间价月均值计算WTI原油人民币价格同比,用以计算原油价格与PPI线性回归关系。2000年至今油价与PPI的相关系数为0.71,而若选取近三年数据进行计算,可得油价与PPI的相关系数为0.77,可见相关性较高。这也符合逻辑推理:我国原油消费高度依赖进口,而原油作为最主要的工业基础原料之一,对工业生产的影响度较高。若通过近两年数据进行简单的线性回归分析,可得回归系数0.068,即油价同比上涨10%,贡献PPI同比0.68个百分点的涨幅。

同样的方法,可得2000年至今WTI油价与我国CPI相关系数为0.19,若将研究区间缩减为近两年则为-0.23,可见无法通过简单线性回归对二者进行研究。故需将CPI拆分为一篮子分项进行进一步讨论。

图25 油价与我国 PPI (%)



资料来源：Wind，东海证券研究所

图26 油价与我国 CPI (%)



资料来源：Wind，东海证券研究所

从逻辑上推理，我们认为国际油价通过大致两条路径对我国 CPI 进行影响：其一为国际油价影响石化原料价格，进而传导至居民消费，这一传导路径影响范围较为广泛，但传导速度较慢；其二为成品油价直接影响交通通信分项，进而影响 CPI。根据东海证券研究所 FICC 部门提供 CPI 分项拟合数据，对 CPI 影响较大的几个分项主要为居住、教育文化娱乐、医疗保健、交通通信（约 12%）、卷烟、酒类，故直接选取交通通信分项进行分析。

计算可得，2000 年至今油价与交通通信分项的相关系数为 0.47，而若选取近两年数据进行计算，可得油价与 PPI 的相关系数为 0.85，可见随国内生产力和物质生活水平提升，居民对于成品油消费支出逐步提升。通过选取近两年数据进行线性回归，可得回归系数 0.062，即油价同比上涨 10%，贡献交通通信分项同比 0.62 个百分点的涨幅，进而贡献 CPI 约 0.076 个百分点。可见油价波动对于我国 CPI 的影响较为有限。

图27 油价与我国 CPI 交通通信分项 (%)



资料来源：Wind，东海证券研究所

综合来看，油价波动对于我国 PPI 影响更大，对于居民消费端的影响则相对较小。随着油价下行，我国工业企业进口成本有望改善，进而改善工业企业利润。

## 5.我们认为：油价将继续维持较高位震荡

我们继续维持 2023 年原油价格维持区间震荡，但均价中枢提升的预期。目前美联储加息背景下影响全球石油需求；夏季旅游旺季的结束，航空燃油需求有所缓解；同时伊朗、委内瑞拉增产可能；预计上行空间有限。考虑到全球上游历史资本开支不足、技术进步对于开采效率的边际影响下降、油井老化等因素，预计油价将在中高位 80-100 美元/桶区间震荡。

建议关注国内油气行业龙头；全球油服资本开支稳定增长，海上油气增产以弥补美国页岩资本开支的减少，建议关注国内油服龙头；同时国内轻烃一体化及煤化工一体化成本相对优势凸显，建议关注相关龙头。

**表5 原油价格受多因素影响**

事件	影响
OPEC+维持目标减产产量不变，面对全球石油库存的增加有望再次减产	利好
中国放松对疫情的限制，未来需求前景被市场看好	利好
俄罗斯成品油制裁下需求下降，预期产量下降	利好
美国收储指导价支撑油价	利好
沙特上调销往亚洲地区官价	利好
制裁背景下俄罗斯原油出口超预期	利空
美国连续加息+欧洲能源短缺带来经济增速下滑，海外需求疲软	利空
美国经济数据更有助于美联储倾向鹰派	利空
美国商业原油库存持续回升	利空

资料来源：东海证券研究所整理

## 6.风险提示

全球经济复苏未达预期进入衰退，下游需求萎缩不及预期；

油价上涨导致通胀加剧，引发主要经济体一系列抑制政策，进而打断全球复苏进程。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 座机：( 8621 ) 20333275  
 手机：18221959689  
 传真：( 8621 ) 50585608  
 邮编：200215

### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 座机：( 8610 ) 59707105  
 手机：18221959689  
 传真：( 8610 ) 59707100  
 邮编：100089