



Research and  
Development Center

# 油价中枢短期下移，后市展望如何看？

2023年10月10日

左前明 能源行业首席分析师

执业编号：S1500518070001

联系电话：010-83326712

邮 箱：zuoqianming@cindasc.com

胡晓艺 石油化工行业研究助理

邮 箱：huxiaoyi@cindasc.com

证券研究报告

行业研究

点评报告

左前明 能源行业首席分析师

执业编号: S1500518070001

联系电话: 010-83326712

邮箱: zuoqianming@cindasc.com

胡晓艺 石化行业研究助理

邮箱: huxiaoyi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 油价中枢短期下移，后市展望如何？

2023年10月10日

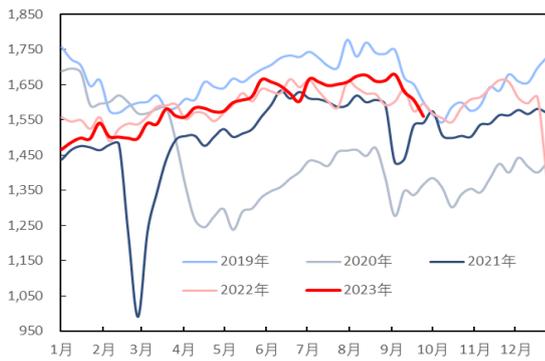
- **事件：**近日国际油价出现了连续大幅下跌，9月28日布伦特、WTI期货结算价分别为95.38、91.71美元/桶，10月6日两者结算价分别为84.58、82.79美元/桶，分别较9月28日下跌了11.32%、9.73%。
- **点评：**
- **近日国际油价下跌原因分析：**我们认为，与今年7月以来由供给端收紧导致的油价上行不同，此次油价下跌并不是由单一重要因素引发的，而是多因素共振的结果。我们分析主要存在以下四个方面因素：
  - **1) 供需博弈处于短期转折阶段。**今年上半年，油价整体呈下跌趋势，主要源于对需求端的担忧，尤其是美国银行业危机和中国2023Q2以来部分宏观经济指标疲软带来的需求悲观预期。今年下半年，油价呈整体上行态势，主要受原油供给端收紧影响，即沙特和俄罗斯分别提出额外自愿减产计划并延长至12月底，此举不断给市场施加压力，油价加速上行，同时也会带来上行动力的加速释放乃至超额释放。同时，我们认为，这也意味着未来几个月，原油供给端主动控产控价手段阶段性使用完毕，关于沙特、俄罗斯如何退出减产或将成为市场逐步关注的问题，在这种情况下，我们认为短期原油需求端的波动带来的边际效果或将放大。
  - **2) 原油需求进入短暂季节性淡季。**9月中下旬至10月是居于夏季交通用油旺季和冬季取暖用油旺季之间的成品油需求淡季，根据JODI，2015-2022年，全球原油加工量增速在9月和10月分别为-1.35%和-2.38%。近期需求端数据指标已经出现短期供需紧张形势有所缓解的迹象。据EIA数据，美国原油加工量已经从9月8日的近1700万桶/天迅速下降到9月29日的约1560万桶/天，美国炼厂开工率同样由9月8日的93.7%迅速降至9月29日的87.3%。美国商业原油库存的下降态势在9月初步企稳，库欣地区原油库存在上周略有反弹。美国汽油表观消费量已经从9月初的932万桶/天降到9月末的801万桶/天，最近一周的美国汽油表观消费量已降至近5年同期水平以下。
  - **3) 宏观经济风险加大，市场悲观情绪再起。**近期美国政府面临“停摆”风险，尽管在9月底两党达成了临时方案，但美国政府停摆风险并未完全解除，且众议院议长被罢免一事更增添了美国政府在未来几个月的变数。此外，近期美国30年期国债收益率一度突破5%，升至2007年以来的最高水平，美国劳工部表示，9月美国增加了33.6万个非农就业岗位，远超市场预期，市场担心美联储或将在更长时间内维持较高利率以抑制通胀，利率提升引发了对于原油需求的长期担忧。
  - **4) 前期期货市场维持多日超买，调整来临时放大波动。**今年下半年沙特、俄罗斯开启自愿减产以来，原油期货多头寸迅速反弹，WTI

原油期货非商业净多头持仓量从7月初的约14.14万张迅速增至9月底的约35万张。与此同时，原油期货也迅速进入超买区间，并维持至9月中下旬。随着10月以来需求端短期多重风险因素显现，原油多头获利变现和回吐也加剧了油价短期波动。**需要注意的是，我们判断当前原油期货或已快速接近超卖区间，风险释放已经较为充分。**

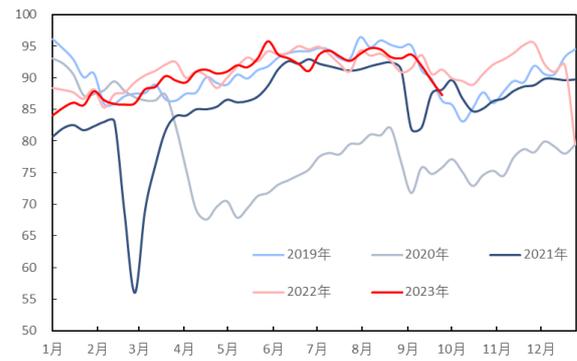
- **对于接下来的原油市场走势，我们认为有两方面因素需要密切关注：**
- **1) 国际政治层面：近期美国《纽约日报》报道美方正在与沙特阿拉伯商讨一项新的安全协议。**我们认为，当前原油剩余产能集中、沙特减产带来的边际影响较大，而能够使得沙特恢复增产并让渡经济利益的，大概率是美国在政治层面的利益交换。尽管我们认为沙美、沙以相关谈判进程不会十分迅速，但任何关键进展或都将会为市场预期、沙特和俄罗斯协作、伊朗的市场行为带来重要影响，或将使得油价出现明显波动。近期巴以冲突成为影响国际政治形势和原油供给的重要不确定因素，需密切关注其后续走向以及伊朗在多大程度上牵涉其中，此外中东地区沙特、阿联酋等重要原油供给方随着冲突演进的立场和反应，或将会较大程度影响沙美和沙以谈判、减产计划的调整及全球原油供给。
- **2) 原油供需层面：**我们认为，美国宏观经济前景预期、11月17日临时协议到期前新的财政支出方案能否达成，或都将会在需求面和情绪面对油价产生影响。本轮油价回调后，沙特、俄罗斯在进行产量逐月审查时，是否会有新的举措出台，也将从供给面对原油市场产生影响。近期沙特释放了可能将在2024年逐步退出减产的可能信号，这种信号会否随着油价水平及国际政治形势的变化而消除或增强，或将为全球原油供给带来较大影响。
- **总体来看，我们认为近期油价已经就短期需求风险进行了相对充分的释放和回调，中长期来看，原油需求仍保持增长态势，原油供给偏紧的格局并未改变。叠加巴以冲突升级可能施压原油供给端，进入11月后冬季取暖用油旺季来临等，或将刺激油价产生上行动力。因此，我们仍然看好本轮油价景气周期的持续性，我们预计2023Q4和2024年油价或将保持坚挺。**
- **相关标的：**我们持续看好油价或将长期处于中高位，依然推荐景气周期下游资源型企业和油服企业的投资机遇。建议关注中国海油/中国海洋石油（600938.SH/0883.HK）、中国石油/中国石油股份（601857.SH/0857.HK）、中国石化/中国石油化工股份（600028.SH/0386.HK）、中海油服/中海油田服务（601808.SH/2883.HK）、海油工程（600583.SH）、中曼石油（603619.SH）、杰瑞股份（002353.SZ）等。
- **风险因素：**美国解除对伊朗制裁的风险；美国调整页岩油生产相关政策的风险；OPEC+调整产量政策的风险；宏观经济风险；地缘政治风险。

**图 1: 布伦特、WTI 原油价格变化走势图 (美元/桶)**

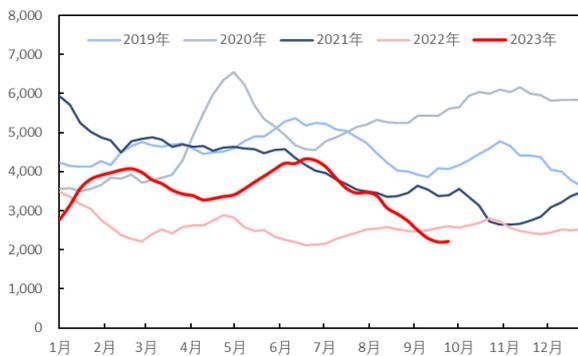

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

**图 2: 美国炼厂原油加工量 (万桶/天)**


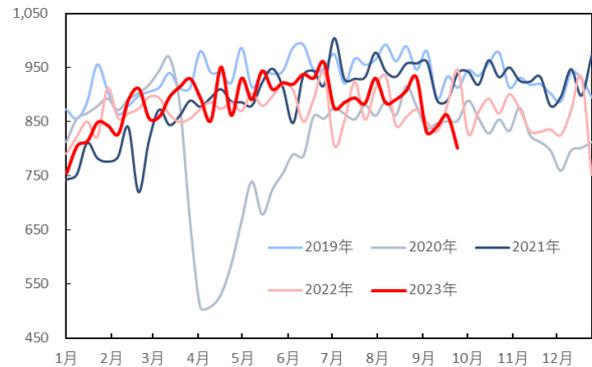
资料来源: EIA, 信达证券研发中心, 注: 截至 2023.09.29

**图 3: 美国炼厂开工率 (%)**


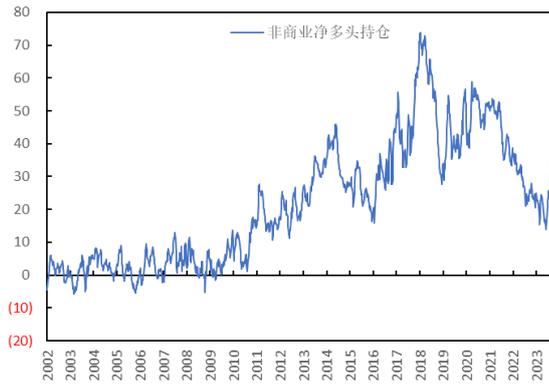
资料来源: EIA, 信达证券研发中心, 注: 开工率=总投入/产能, 总投入=原油投入+其他原料投入, 截至 2023.09.29

**图 4: 美国库欣地区原油库存 (万桶)**


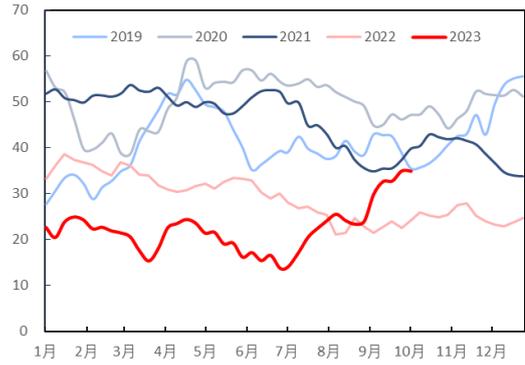
资料来源: EIA, 信达证券研发中心, 注: 截至 2023.09.29

**图 5: 美国成品车用汽油消费量 (万桶/天)**


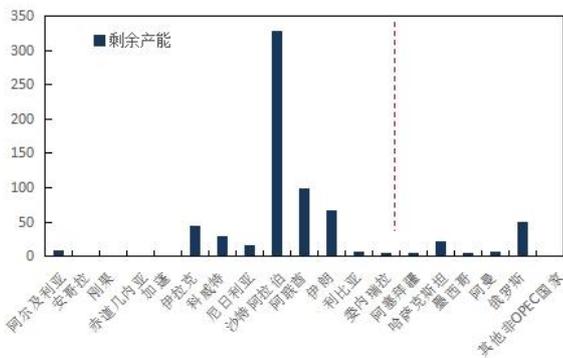
资料来源: EIA, 信达证券研发中心, 注: 截至 2023.09.29

**图 6: WTI 原油期货非商业净多头持仓量 (万张)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心, 注: 截至 2023.10.03

**图 7: WTI 原油期货非商业净多头持仓量 (万张)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心, 注: 截至 2023.10.03

**图 8: IEA 对 OPEC+2023.08 的剩余产能测算 (万桶/日)**


资料来源: IEA, 信达证券研发中心

**图 9: 2023.09 三大机构对全球原油供需及库存变化预测均值 (万桶/日, 万桶/日)**


资料来源: IEA, EIA, OPEC, 信达证券研发中心

## 信达能源研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

### 石化组：

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望 2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入：股价相对强于基准20%以上；	看好：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准5%~20%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。