



# 原油点评

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

## 布油跌破 70 美元关键关口在情理之中

### 布油跌破 70 美元/桶

油价展望：布油 70 美元关键点位跌破后，我们将其目标价更新为 65 美元/桶。

70 美元是布油的关键点位：2023 年以来，布油连续合约一直在 70-95 美元/桶范围内运行，布油曾在 2023 年 3-6 月多次跌至 70 美元/桶附近，2024 年 9 月 7 日开始，布油连续合约曾两次冲击 70.60 美元，9 月 10 日晚，布油顺利跌破这一关键点位。

### 基本面仍然是这次下跌的主导因素

在 2023 年 3-6 月，布油连续合约多次触及 71 美元，2023 年 3 月 20 日最低跌至 70.06 美元。此外，2022 年 12 月 12 日，布油连续合约最低跌至 72.29 美元，我们将 2023 年 3-6 月的基本面与当前进行对比。

商品价格联动：从 2024 年 5 月 20 日开始，COMEX 铜价从 5.121 美元/磅开始回落，截至 9 月 9 日，跌幅达到 20.33%，跌幅超过 2023 年 3-6 月。目前没有进入严重衰退，金价仍处于高位。

原油供应：当前的原油供应预期比 2023 年 3-6 月更宽松。2023 年 3-6 月，OPEC+ 正处于减产周期，2023 年 2 月 OPEC+ 的生产配额为 4040.1 万桶/天，2023 年 6 月为 3874.4 万桶/天，降幅达到 165.7 万桶/天，期间 Rysatad Energy 和 EIA 统计的原油产量分别下降 151.66 和 106 万桶/天，并且市场也知晓 2023 年 7 月 OPEC+ 生产配额将进一步削减 100 万桶/天。2022 年下半年到 2023 年中，美国原油产量并无明显增长，一直维持在 1220-1230 万桶/天附近。与 2023 年 3-6 月相比，我们预计 2024Q4，OPEC+ 原油产量将基本稳定，在当前的油价和 OPEC+ 市占率之下，2025 年 OPEC+ 产量将恢复增长，美国产量也将有所增长，供应预期较 2023 年更加宽松。

海外需求：2022 年 11 月至今，美国制造业 PMI 只有在 2024 年 3 月超过 50，其余时间均低于 50，意味着美国制造业已持续恶化接近 2 年，相比于 2023 年，美国非制造业 PMI 目前也更接近 50。此外，与 2023 年 3-6 月相比，美国失业率上升，个人储蓄存款和可支配收入增速放缓，信用卡违约率仍较低，但较 2023 年也明显上升，这些变化不利于未来美国居民消费增长。2023 年 3-6 月，美国汽油、航煤和馏分油平均消费量为 14.75 万桶/天，同比+0.96%，而 2024 年 8 月这三种成品油的消费量为 14.83 万桶/天，同比-1.13%。

国内需求：国内原油进口量从 2024 年 5 月开始同比下降，原油加工量从 2024 年 4 月开始同比、环比均下滑，结合我们对国内浮顶储罐库存的跟踪，国内原油呈现出明显的被动累库，抑制后续进口需求。虽然 2023 年中原油库存也处于高位，但当时进口量与加工量都非常高，更符合主动累库。

### 风险提示

经济波动的风险，原油供应变动的风险，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。



## 内容目录

基本面仍然是布油跌破 70 美元的主导因素.....	3
布油跌破 70 美元关键点位 .....	3
目前的供需预期比 2023 年 3-6 月更宽松 .....	3
风险提示.....	7

## 图表目录

图表 1: 2020 年 6 月以来布伦特连续合约日 K.....	3
图表 2: 2024 年 9 月 6 日布伦特连续合约 5 分 K.....	3
图表 3: 2021 年与 2023 年供需平衡存在显著差异.....	3
图表 4: 铜价也正在大幅下跌.....	4
图表 5: OPEC+供应预期比 2023 年更宽松.....	4
图表 6: 2023 年 3-6 月和近期美国产量均较稳定.....	4
图表 7: 美国制造业 PMI 长期低于 50, 非制造业 PMI 接近 50 .....	5
图表 8: 美国失业率高于 2023 年 3-6 月.....	5
图表 9: 美国个人储蓄存款低于 2023 年 3-6 月.....	5
图表 10: 美国可支配收入增速低于 2023 年 3-6 月 .....	5
图表 11: 美国信用卡违约率较 2023 年上升.....	6
图表 12: 2024 年 8 月美国汽油、航煤和馏分油需求同比下降.....	6
图表 13: 国内 PMI 下滑 .....	6
图表 14: 2024 年原油进口量同比减少.....	6
图表 15: 2024 年国内原油加工量同比减少.....	7
图表 16: 中国原油库存处于高位.....	7
图表 17: 地缘政治对油价影响减弱.....	7



## 基本面仍然是布油跌破 70 美元的主导因素

### 布油跌破 70 美元关键点位

70 美元是布油的关键点位。2023 年以来，布油连续合约一直在 70-95 美元/桶范围内运行，布油曾在 2023 年 3-6 月多次跌至 70 美元/桶附近，但均未跌破，在过去两年的供需结构下，70 美元成为了布油的重要支撑价。2024 年 9 月 7 日开始，布油连续合约曾两次冲击 70.60 美元，9 月 10 日晚，布油顺利跌破这一关键点位。

图表1: 2020 年 6 月以来布伦特连续合约日 K



图表2: 2024 年 9 月 6 日布伦特连续合约 5 分 K



来源: WIND, 国金证券研究所

来源: WIND, 国金证券研究所

### 目前的供需预期比 2023 年 3-6 月更宽松

2021 年，全球经济处于复苏阶段，液体燃料消费量快速恢复，而供应增速在 2021 年低于需求增速，布油在上涨过程中短暂回落至 70 美元。2022 年下半年，俄乌冲突造成的风险溢价逐渐消散，供需也不如 2021 年那么紧张，油价进入下行周期，2023 年 3-6 月正处于这个下行周期内，布油连续合约多次触及 71 美元，2023 年 3 月 20 日最低跌至 70.06 美元。此外，2022 年 12 月 12 日，布油连续合约最低跌至 72.29 美元。2021 年和 2023 年油价走势不同，我们选取 2023 年 3-6 月的基本面与当前进行对比。

图表3: 2021 年与 2023 年供需平衡存在显著差异



来源: EIA, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

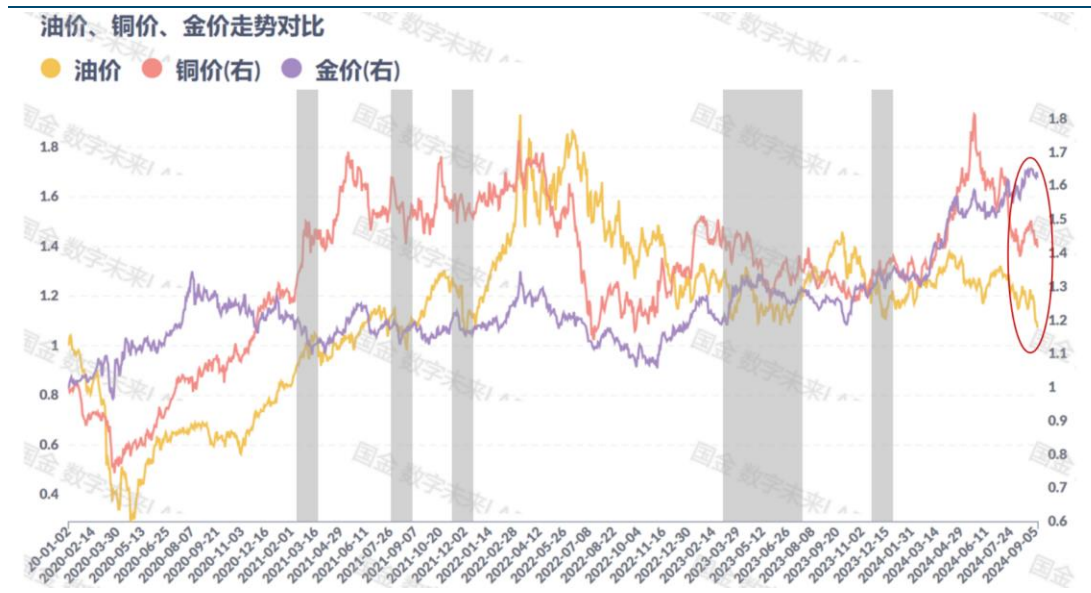
注: 阴影部分为过去布油跌至接近 70 美元/桶的时间, 期货价格以 2020 年初为基数



对比当前和 2023 年 3-6 月的原油供需及预期，本轮布油跌破 70 美元有迹可循。根据我们此前在报告《原油“乱纪元”的投资策略——如何交易经济现实》中的投资逻辑，除了原油供需外，我们还需要关注商品价格联动和宏观经济指标。

商品价格方面，从 2024 年 5 月 20 日开始，COMEX 铜价从 5.1210 美元/磅开始回落，截至 9 月 9 日，跌幅达到 20.33%，跌幅超过 2023 年 3-6 月。目前没有进入严重衰退，金价仍处于高位。

图表4: 铜价也正在大幅下跌



来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

注: 阴影部分为过去布油跌至接近 70 美元/桶的时间, 期货价格以 2020 年初为基数

当前的原油供应预期比 2023 年 3-6 月更宽松。2023 年 3-6 月, OPEC+正处于减产周期, 2023 年 2 月 OPEC+的生产配额为 4040.1 万桶/天, 2023 年 6 月为 3874.4 万桶/天, 降幅达到 165.7 万桶/天, 期间 Rystad Energy 和 EIA 统计的原油产量分别下降 151.66 和 106 万桶/天, 并且市场也知晓 2023 年 7 月 OPEC+生产配额将进一步削减 100 万桶/天。2022 年下半年到 2023 年中, 美国原油产量并无明显增长, 一直维持在 1220-1230 万桶/天附近。与 2023 年 3-6 月相比, 我们预计 2024Q4, OPEC+原油产量将基本稳定, 在当前的油价和 OPEC+市占率之下, 2025 年 OPEC+产量将恢复增长, 美国产量也将有所增长, 供应预期较 2023 年更加宽松。

图表5: OPEC+供应预期比 2023 年更宽松



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

注: 阴影部分为过去布油跌至接近 70 美元/桶的时间

图表6: 2023 年 3-6 月和近期美国产量均较稳定



来源: EIA, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

2022 年 11 月至今, 美国制造业 PMI 只有在 2024 年 3 月超过 50, 其余时间均低于 50,





意味着美国制造业已持续恶化接近 2 年，相比于 2023 年，美国非制造业 PMI 目前也更接近 50。此外，与 2023 年 3-6 月相比，美国失业率上升，个人储蓄存款和可支配收入增速放缓，信用卡违约率仍较低，但较 2023 年也明显上升，这些变化不利于未来美国居民消费增长。2023 年 3-6 月，美国汽油、航煤和馏分油平均消费量为 14.75 万桶/天，同比+0.96%，而 2024 年 8 月这三种成品油的消费量为 14.83 万桶/天，同比-1.13%。

图表7: 美国制造业 PMI 长期低于 50，非制造业 PMI 接近 50

图表8: 美国失业率高于 2023 年 3-6 月



来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

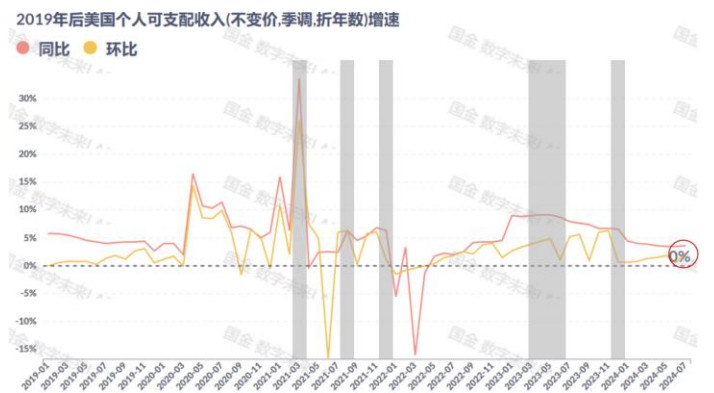
来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

注: 阴影部分为过去布油跌至接近 70 美元/桶的时间

注: 阴影部分为过去布油跌至接近 70 美元/桶的时间

图表9: 美国个人储蓄存款低于 2023 年 3-6 月

图表10: 美国可支配收入增速低于 2023 年 3-6 月



来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

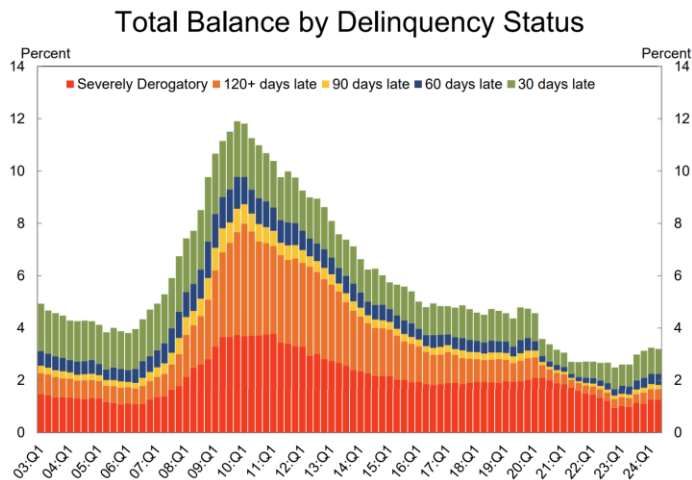
来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

注: 阴影部分为过去布油跌至接近 70 美元/桶的时间

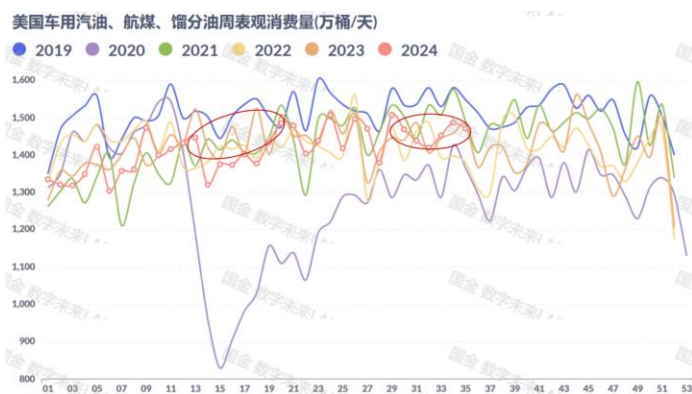
注: 阴影部分为过去布油跌至接近 70 美元/桶的时间



图表11: 美国信用卡违约率较 2023 年上升



图表12: 2024 年 8 月美国汽油、航煤和馏分油需求同比下降

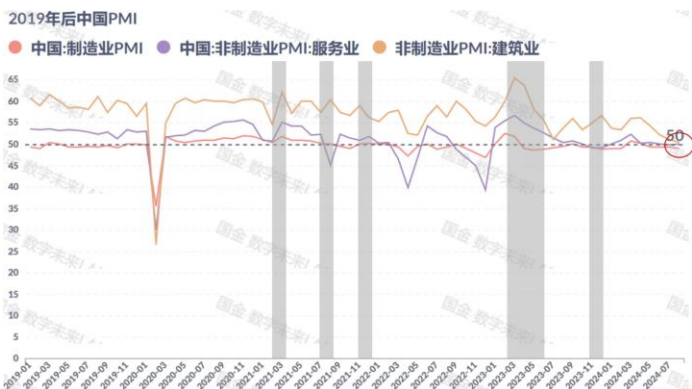


来源: 美联储, 国金证券研究所

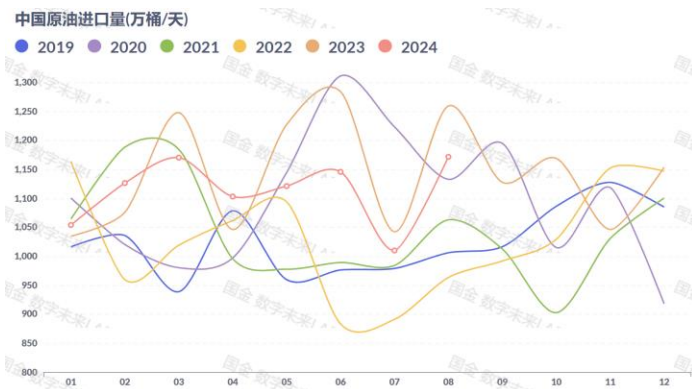
来源: EIA, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

国内制造业 PMI 已连续多月低于 50, 服务业和制造业 PMI 较 2023 年 3-6 月也已明显下滑。国内原油进口量从 2024 年 5 月开始同比下降, 原油加工量从 2024 年 4 月开始同比、环比均下滑, 结合我们对国内浮顶储罐库存的跟踪, 国内原油呈现出明显的被动累库, 抑制后续进口需求。虽然 2023 年中原油库存也处于高位, 但当时进口量与加工量都非常高, 更符合主动累库。

图表13: 国内 PMI 下滑



图表14: 2024 年原油进口量同比减少



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

注: 阴影部分为过去布油跌至接近 70 美元/桶的时间

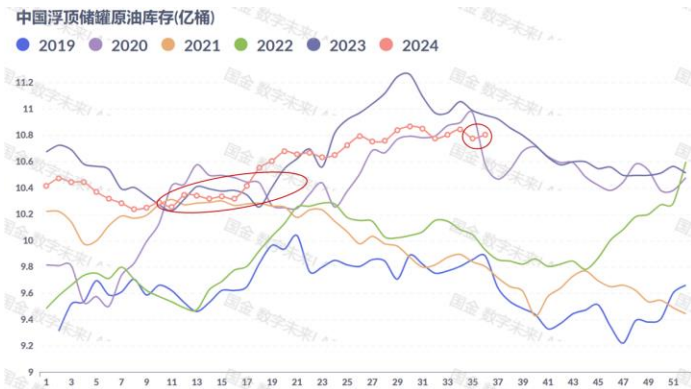


图表15: 2024 年国内原油加工量同比减少



来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

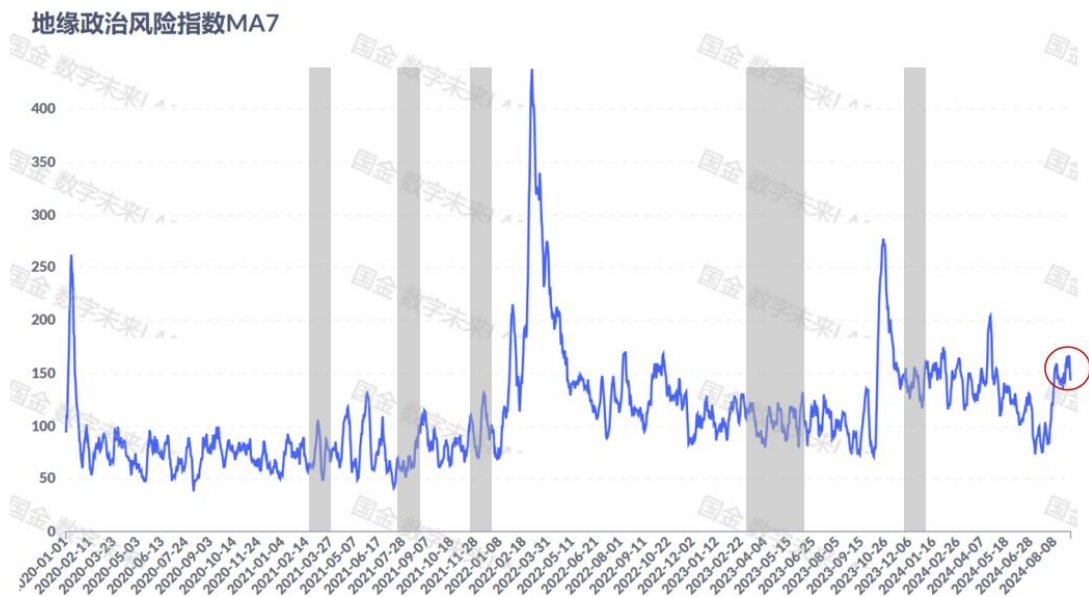
图表16: 中国原油库存处于高位



来源: VORTEXA, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

目前地缘政治风险指数高于 2023 年 3-6 月，但伊朗迟迟没有采取行动，地缘政治的影响减弱，暂时不是主要考虑因素。

图表17: 地缘政治对油价影响减弱



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

注: 阴影部分为过去布油跌至接近 70 美元/桶的时间

### 风险提示

- 1、经济波动的风险：经济波动将影响原油需求。
- 2、原油供应变动的风险：原油供应变化也存在较大不确定性，若产量增速及时放缓可提振油价。
- 3、地缘政治变化的风险：地缘政治对油价有较大影响。
- 4、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。

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