

目录

1. 原油需求转弱压制油价，会否持续？	6
2. 供给增加也拖累油价，“双低”格局将扭转？	8
3. 油价新变化的潜在非对称影响？	10
4. 生产高频跟踪：工业生产表现平淡，建筑业开工位于历史低位	13
5. 需求高频跟踪：整车货流延续上涨，出行活跃度季节性减少	17
6. 物价高频跟踪：蔬菜价格位于高位，工业品价格继续下滑	22

图表目录

图 1：7 月以来油价持续回落，近期加速下跌	6
图 2：7 月以来油价基差由负转正，期货价低于现货价	6
图 3：OPEC 全球原油需求预测（8 月较 7 月变化）	6
图 4：OPEC 全球原油需求预测（9 月较 8 月变化）	6
图 5：全球经济增长与原油需求变化的关系	7
图 6：下半年全球制造业 PMI 持续回落	7
图 7：替代效应对服务消费的驱动过程接近尾声	7
图 8：原油需求更多由服务性需求驱动（出行）	8
图 9：原油需求增速与服务消费增速更匹配	8
图 10：今年以来美国原油产量恢复好于钻机数	8
图 11：美国单井产量明显提升	8
图 12：OECD 原油库存与布油价格	9
图 13：EIA 原油库存与 WTI 油价	9
图 14：2021-2022 年战略库存减少，但今年增加	9
图 15：美国原油产量优先于保障国内供应	9
图 16：各产油国原油产量（万桶/日）	10
图 17：OPEC 原油份额（%）降至历史新低	10
图 18：中东原油钻机数滞后于美国	10
图 19：沙特财政收入恢复至高位	10
图 20：1970 年至今，原油寡头“相机抉择”策略，相应产生五轮能源周期	11
图 21：原油供需缺口及预测	11
图 22：国际油价影响国内石化产业链 PPI	12
图 23：石化产业链 PPI 对整体 PPI 影响较大	12
图 24：PPI 同比及预测	12
图 25：PPI 两大驱动因素的影响机制	13
图 26：PPI 领先指标：产能利用率变化	13
图 27：国际油价与石油开采成本率反向变化	13
图 28：石油开采和石化中下游成本率反向变化	13

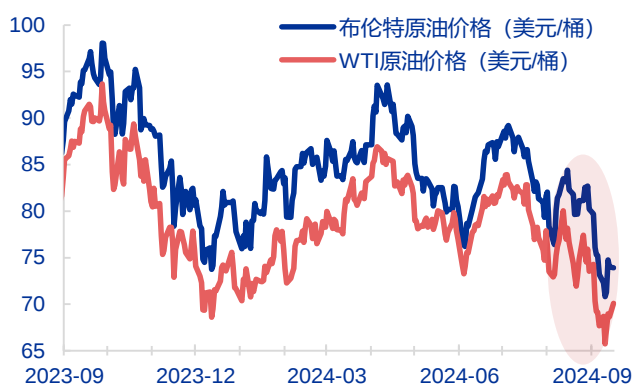
图 29: 本周, 钢厂盈利率持续回升	13
图 30: 本周, 高炉开工率持平上周	13
图 31: 本周, 钢材周表观消费有所回升	14
图 32: 本周, 钢材社会库存持续下滑	14
图 33: 本周, 铝行业开工率有所回落	14
图 34: 本周, 铜杆开工率有所增加	14
图 35: 本周, 电解铝现货库存持续减少	15
图 36: 本周, 社铜库存延续下滑	15
图 37: 本周, 纯碱开工率持续下滑	15
图 38: 本周, 国内 PTA 开工率有所回落	15
图 39: 本周, 涤纶长丝开工率略有回升	15
图 40: 本周, 汽车半钢胎开工率小幅增加	15
图 41: 本周, 水泥粉磨开工率小幅下滑	16
图 42: 本周, 水泥出货率小幅上涨	16
图 43: 本周, 水泥库容比有所减少	16
图 44: 本周, 水泥均价略微下滑	16
图 45: 本周, 玻璃产量持续回落	16
图 46: 本周, 玻璃周表观消费小幅回落	16
图 47: 本周, 玻璃库存持续回升	17
图 48: 本周, 沥青开工率下滑	17
图 49: 本周, 全国商品房成交回落	17
图 50: 本周, 一线城市商品房成交大幅回落	17
图 51: 本周, 二线城市商品房成交有所下滑	18
图 52: 本周, 三线城市商品房成交有所减少	18
图 53: 本周, 全国二手房成交面积有所提升	18
图 54: 本周, 一线城市二手房成交面积涨幅较大	18
图 55: 上周, 全国整车货运流量持续回升	19
图 56: 上周, 多省市整车货运流量环比增加	19
图 57: 上周, 铁路货运流量有所下滑	19

图 58: 上周, 高速公路货运流量小幅上涨.....	19
图 59: 上周, 监测港口货物吞吐量有所回落	19
图 60: 上周, 监测港口集装箱吞吐量有所回落.....	19
图 61: 本周, 全国迁徙规模指数持续回落.....	20
图 62: 本周, 国内执行航班架次有所下滑.....	20
图 63: 本周, 全国样本城市地铁客流量有小幅回落.....	20
图 64: 本周, 多数样本城市地铁客流量有所减少	20
图 65: 本周, 全国拥堵延时指数季节性增加	20
图 66: 本周, 多数样本城市拥堵延时指数回升.....	20
图 67: 本周, 票房收入持续小幅下滑	21
图 68: 本周, 观影人数持续大有所回落	21
图 69: 上周, 乘用车五周平均零售量小幅回升.....	21
图 70: 上周, 乘用车五周平均批发量小幅回升.....	21
图 71: 本周, CCFI 综合指数延续回落	22
图 72: 本周, 东南亚航线运价指数持续下滑	22
图 73: 本周, 美西航线运价指数也有回落.....	22
图 74: 本周, BDI 运价有所回升	22
图 75: 本周, 猪肉平均批发价	22
图 76: 本周, 28 种重点监测蔬菜价格	22
图 77: 本周, 7 种重点监测水果价格	23
图 78: 本周, 鸡蛋平均批发价	23
图 79: 本周, 南华工业品价格指数	23
图 80: 本周, 南华能化价格指数	23
图 81: 本周, 南华金属价格指数	23
图 82: 本周, 南华黑色价格指数	23

1. 原油需求转弱压制油价，会否持续？

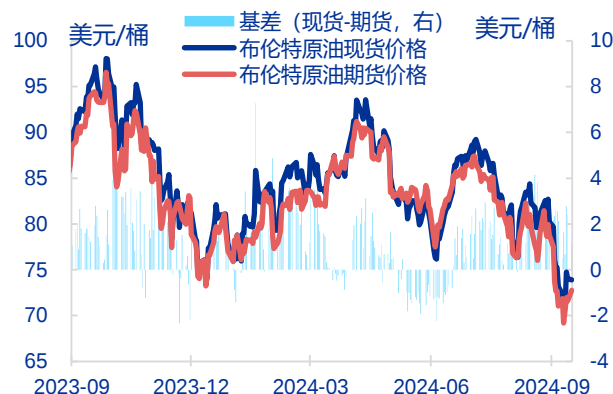
下半年以来油价明显回落，9月以来加速下行，同期基差由负转正，期货价格更明显低于现货。6月之前，国际油价总体呈现震荡走势。但7月以来，布油与WTI原油价格均大幅下滑，两者截至目前累计下跌16.2%、15.9%。且9月以来加速下行，近半月布油与WTI原油价格分别下跌7.9%、4.7%，布油价格一度跌至70美元/桶左右。在此过程中，布油基差由6月上旬-1.2美元/桶，扭转为目前平均2美元/桶左右，期货价格开始更明显低于现货价，也说明原油市场对于远期油价预期更悲观。

图 1：7 月以来油价持续回落，近期加速下跌



资料来源：CEIC，申万宏源研究

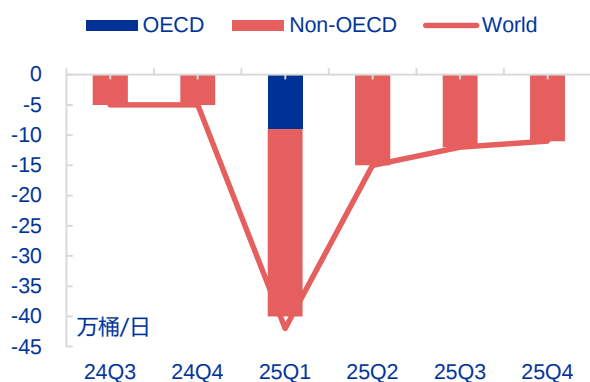
图 2：7 月以来油价基差由负转正，期货价低于现货价



资料来源：CEIC，申万宏源研究

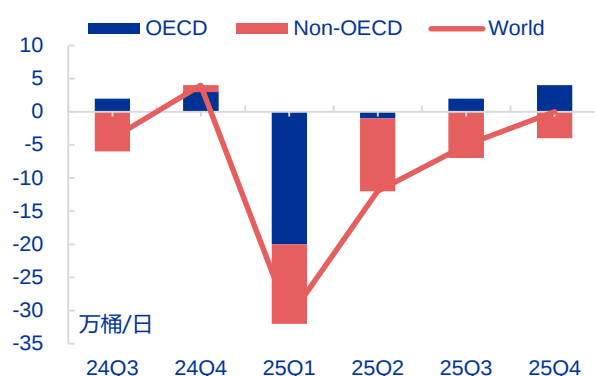
需求预期转弱是油价下行的原因之一，7 月以来 OPEC 连续下修原油需求预测，尤其是集中下修明年初预测，此外美国非农等经济数据验证不佳也对预期构成影响。首先，从 OPEC 的月报来看，8 月、9 月月报连续下修从今年 Q3 到明年 Q4 的全球原油需求预测，两次累计下修 2025 年需求预测 32 万桶/日。而从具体节奏来看，两次下修更多集中于 25Q1 的预测，合计下修 73 万桶/日，包括 OECD 与非 OECD 国家预测。此外，7 月以来美国非农数据持续不及预期，全球制造业 PMI 也时隔半年下滑至 50 以下，8 月继续回落 0.2 个百分点至 49.5%，其中美国回落明显（-1.7 个百分点至 47.9%）。

图 3：OPEC 全球原油需求预测（8 月较 7 月变化）



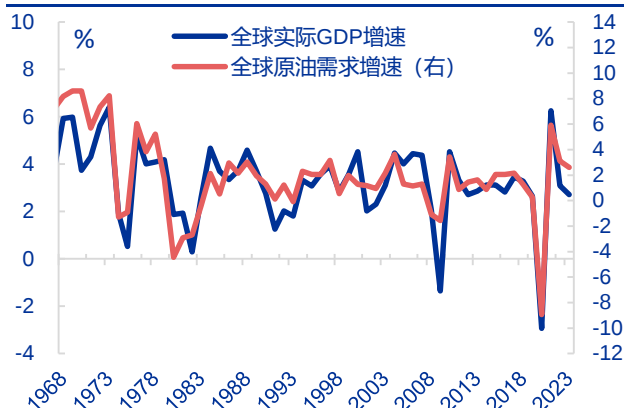
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 4：OPEC 全球原油需求预测（9 月较 8 月变化）



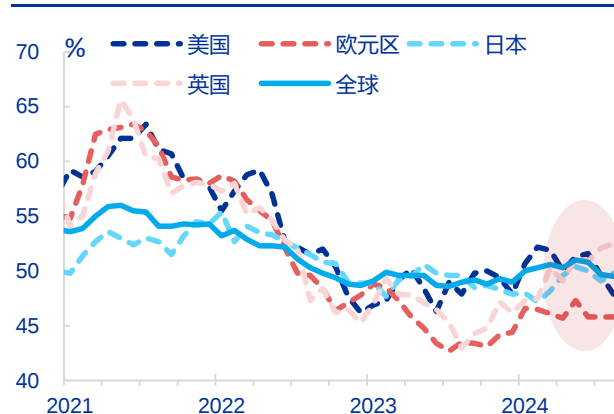
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 5：全球经济增长与原油需求变化的关系



资料来源：CEIC，申万宏源研究

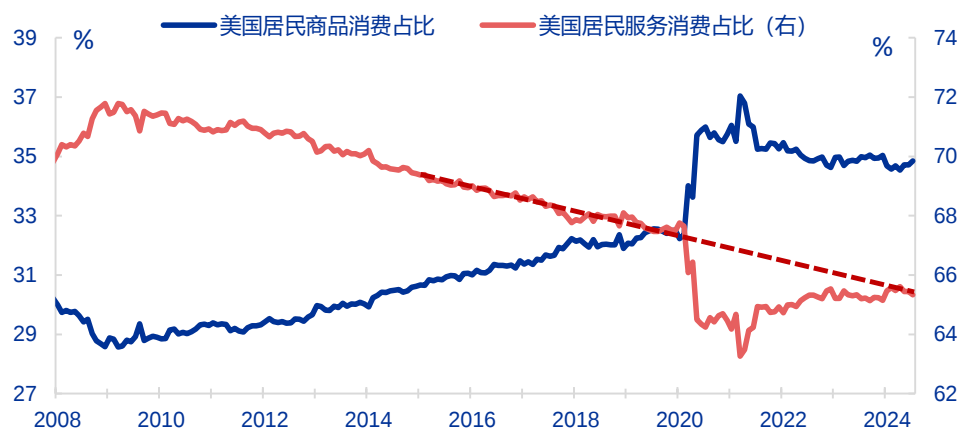
图 6：下半年全球制造业 PMI 持续回落



资料来源：Wind，申万宏源研究

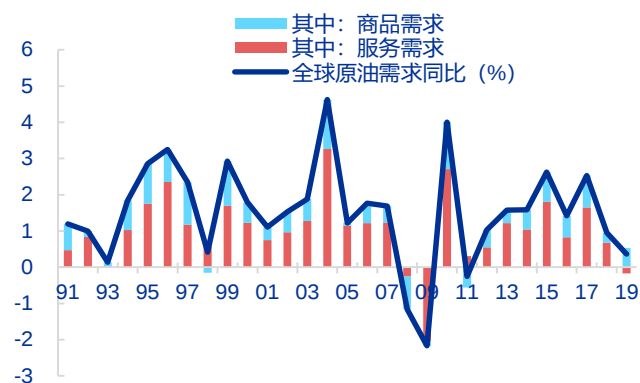
展望后续，美联储降息或更多影响商品消费需求，但原油需求权重更大的是服务消费，后者受超额储蓄耗尽、扭转替代效应消退的影响更直接，明年原油需求下行风险客观存在。全球原油需求中 65%是服务消费，35%是商品消费。过去两年全球原油需求的恢复，更多得益于服务消费回升，背后是疫情缓和后替代效应扭转（服务消费占比上升，商品消费占比下降）。而截止目前，美国服务消费占比已回到疫情前潜在趋势中。未来即使美联储降息，或更多影响汽车家电等商品消费，对服务消费影响或并不直接，后者在超额储蓄消耗完毕、扭转替代效应结束后，或面临下行风险。

图 7：替代效应对服务消费的驱动过程接近尾声



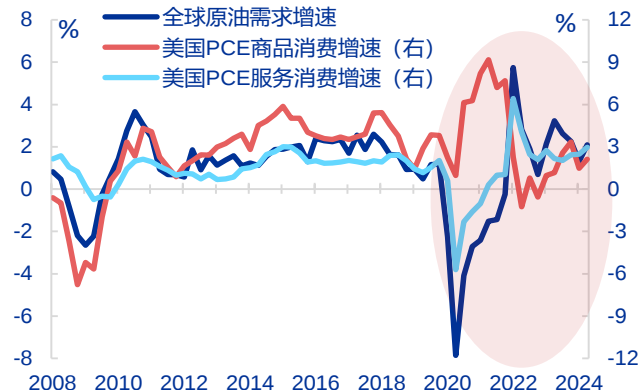
资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 8：原油需求更多由服务性需求驱动（出行）



资料来源：CEIC，申万宏源研究，数据按 12MMA 处理

图 9：原油需求增速与服务消费增速更匹配

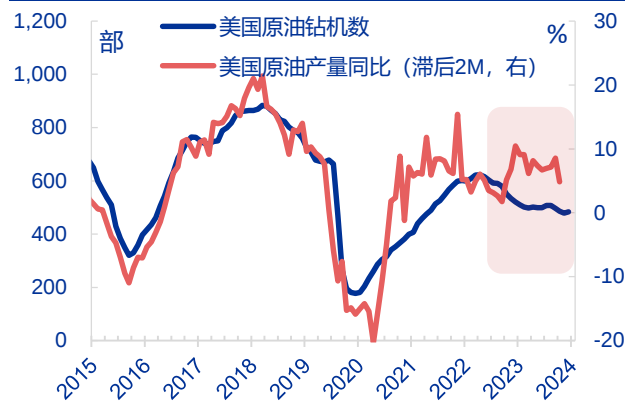


资料来源：CEIC，申万宏源研究

2. 供给增加也拖累油价，“双低”格局将扭转？

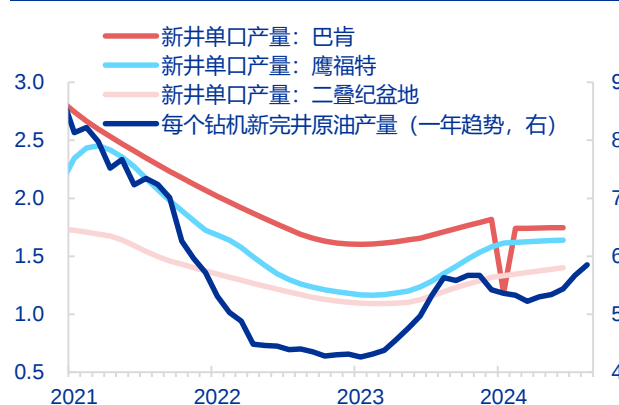
供给增加风险是导致油价加快下行的原因之二，美国大选两党对于传统能源一致的鼓励态度，利比亚政治局势的缓解，美国原油单井产量上升，均对油价构成利空。7月下旬前，特朗普大选民调快速上升，出于对页岩油供给增加的预期，国际油价开始走低。7月下旬之后，哈里斯能源领域政策也鼓励传统能源，继续对油价形成压制。与此同时，下半年以来美国新井单口产量快速上升 7.5%，推动原油产量恢复情况持续好于钻机数回落的态势。此外 8 月下旬利比亚国内政治局势逐步缓解，增产预期升温，同时市场一度预期 OPEC+ 按原计划于 10 月后逐步增产，加速了 9 月以来油价下跌。

图 10：今年以来美国原油产量恢复好于钻机数



资料来源：CEIC，申万宏源研究

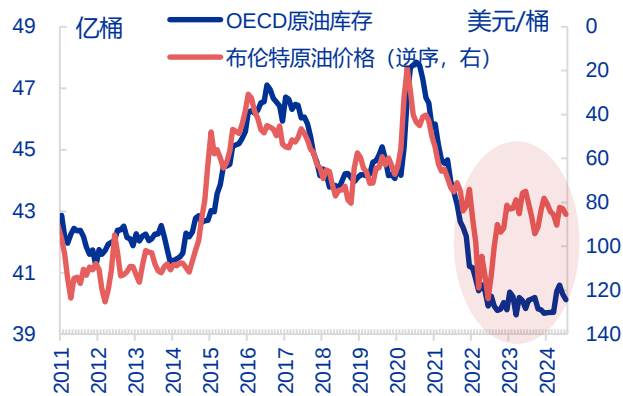
图 11：美国单井产量明显提升



资料来源：CEIC，申万宏源研究

而供给侧预期极度敏感的背后，是目前全球原油供给的“双低”格局，其一体现为全球原油低库存，这种情况下任何可能导致供给增加的事件均会牵动市场神经。近两年来美国 EIA 原油库存维持高位，但并非显示全球原油供给充足，更广口径的 OECD 库存目前仅 40.1 亿桶左右，为近十年最低。两大库存分化主因美国原油储备和出口的非线性变化。2022 年以来，美国战略原油库存大量减少，保障商业原油库存。而 2023-2024 年，战略储备虽增加，但美国通过增加原油产量、减少原油出口的模式，更多保障国内供应和缓和通胀压力，但欧洲等原油进口型经济体的原油库存持续偏低。

图 12: OECD 原油库存与布油价格



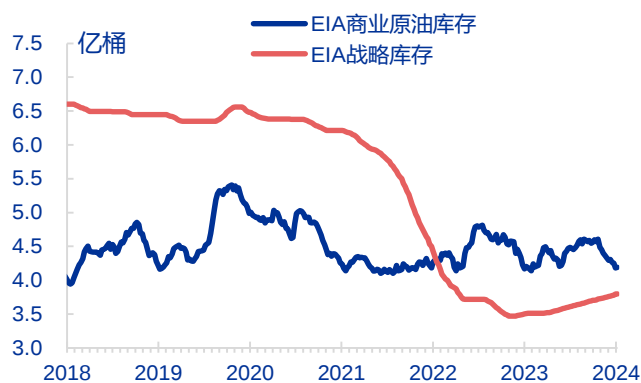
资料来源: CEIC, 申万宏源研究

图 13: EIA 原油库存与 WTI 油价



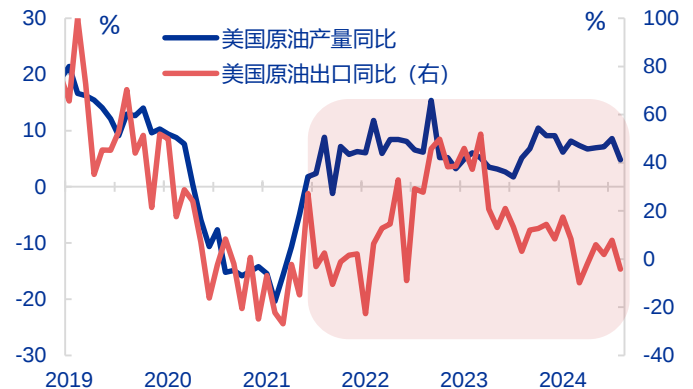
资料来源: CEIC, 申万宏源研究

图 14: 2021-2022 年战略库存减少, 但今年增加



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

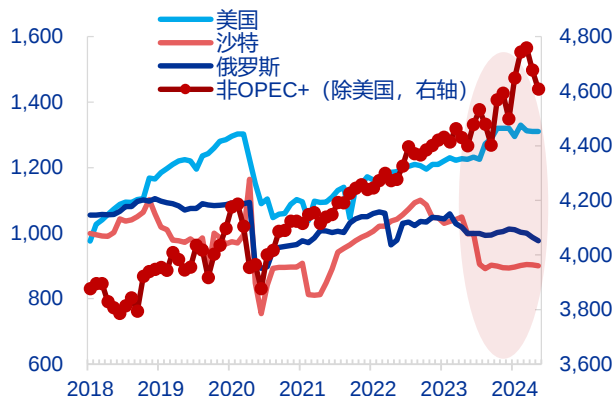
图 15: 美国原油产量优先于保障国内供应



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

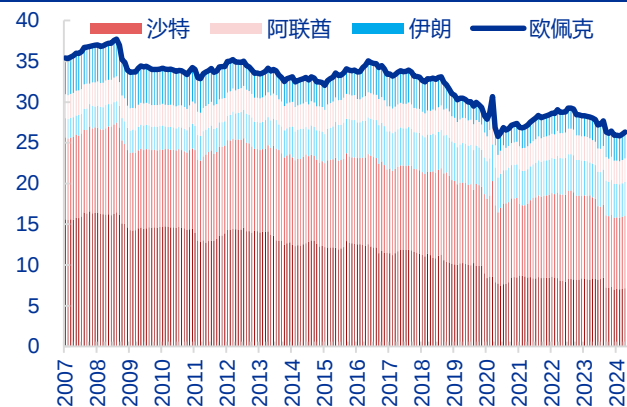
供给“双低”格局之二体现为 OPEC “低份额”，意味着持续减产保价的空间有限。虽然近三年俄罗斯减产、美国产量恢复速度相对温和，但全球除 OPEC+ 与美国以外的零散产油国（占全球产量比重近 46%）开始大幅增产，相较于疫情前增产幅度达 12.5%。这导致 OPEC 在减产过程中，面临持续的份额流失压力。目前 OPEC 原油份额仅 26.3%，为近二十年以来的新低。意味着 OPEC 难以持续维持“限产保价”策略。结合原油历史性低库存，两者均指向供给进一步减少的空间相对有限。

图 16：各产油国原油产量（万桶/日）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 17：OPEC 原油份额（%）降至历史新低



资料来源：CEIC，申万宏源研究

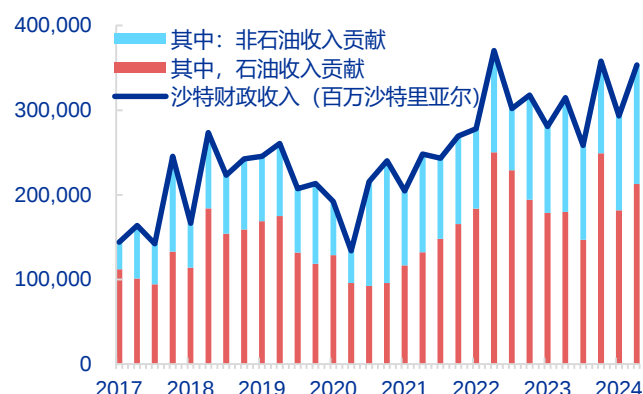
在供给“双低”格局下，OPEC 产量策略也高度锚定美国，若美国大选结束后原油产量逐步释放，OPEC 或大概率转向增产保份额、压低油价，原油收入恢复也夯实了未来潜在增产保份额策略的基础。从沙特财政收入来看，24Q2 原油收入达到 2129.9 亿沙特里亚尔，已恢复至历史性高位，“限产保价”策略的必要性也在下降。因此目前 OPEC 产量策略高度锚定美国，领先指标中 OPEC 钻机数也滞后于美国。目前美国尚未实质性增产，因此 OPEC 可以选择延长原定于 10 月的增产协议，仍维持“限产保价”，但若美国开始增产，或大概率重演 2020 年疫情初沙特大幅增产保份额的格局。

图 18：中东原油钻机数滞后于美国



资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 19：沙特财政收入恢复至高位

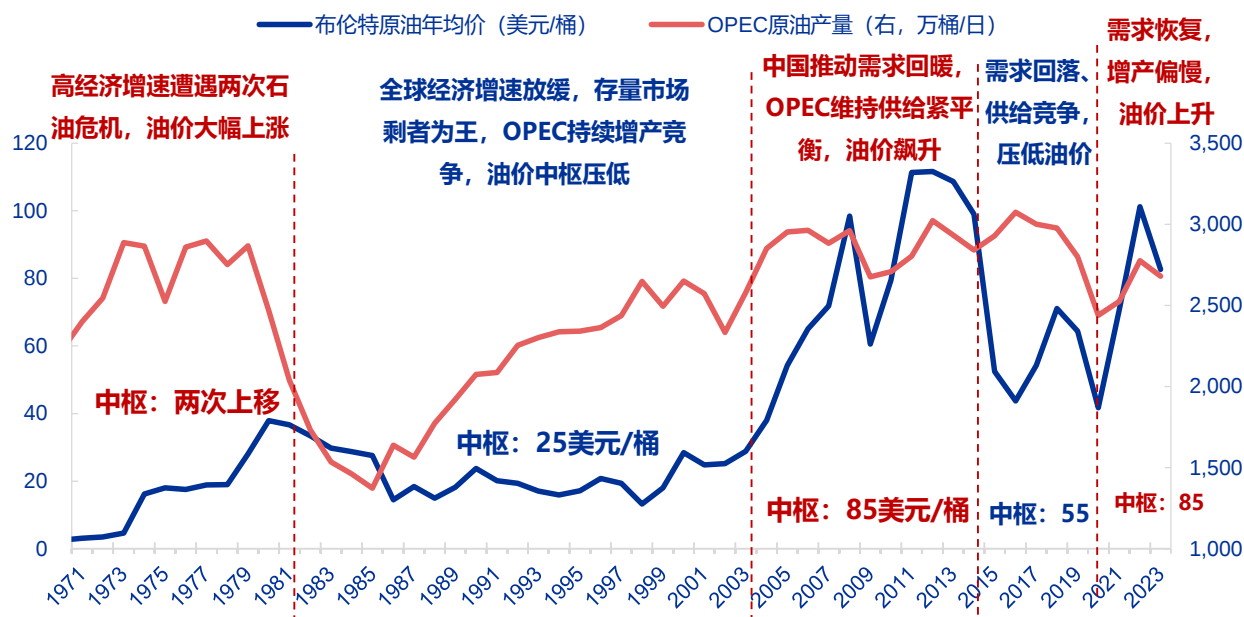


资料来源：CEIC，申万宏源研究

3. 油价新变化的潜在非对称影响？

从更长周期来看，OPEC 产量策略存在典型的锚定需求“反向相机抉择”模式，需求增加则“限产保价”、需求下滑则“增产保份额”。OPEC 国家经济增长高度依赖石油业，从而其供给竞争的最终目标是追求长期利益的最大化，而原油供给高度集中格局=放大供给波动特征，逐步形成针对全球原油需求环境的“相机抉择”模式。在原油需求回暖时限产保价、受益于财政收入的回升。如两次石油危机、04-13 年。在需求回落时，存量市场“剩者为王”，原油寡头多增产保份额，譬如 80-03 年、14-19 年，史上首次“负油价”也来源于此。2021 年以来全球原油需求恢复过程中，OPEC 也持续维持供给偏紧，沙特更是屡次自愿减产、推高油价，也是典型案例之一。

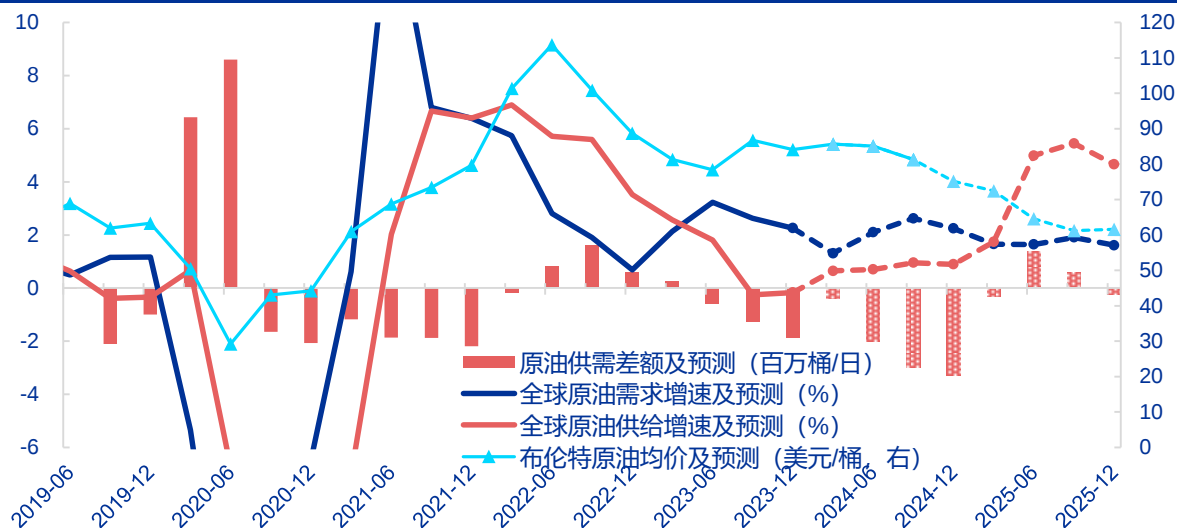
图 20：1970 年至今，原油寡头“相机抉择”策略，相应产生五轮能源周期



资料来源：CEIC，申万宏源研究

展望后续，原油需求存在下行风险，此背景下 OPEC 与美国产量竞争或更加激烈，油价中枢存在下行压力，尤其是明年上半年需求集中下修、供给集中释放的阶段。上文提到，服务消费下行风险或压制原油需求，OPEC 也持续下修原油需求预测，尤其是下修明年上半年。在需求走弱背景下，OPEC 相机抉择模式或体现为增产保份额。而美国大选后页岩油供给释放，或强化 OPEC 由极低份额开始增产保份额的决心。在需求走弱、供给释放过程中，明年原油供给或整体大于需求，对应油价中枢明显回落，尤其是明年上半年。

图 21：原油供需缺口及预测



资料来源：CEIC，申万宏源研究

若油价下行，或对国内 PPI 和企业盈利构成非对称影响，其一表现为压制国内 PPI，或同时导致石化产业链上游和中下游 PPI 走低。国际油价总体领先国内石化产业链 PPI

半个月左右，其中油价对于石化上游（石油开采）和中下游（石油加工、化学原料制品、化学纤维等）PPI 影响均较直接，而总体石化产业链 PPI 可以解释过去十年整体 PPI 波动幅度的 38%。

图 22：国际油价影响国内石化产业链 PPI



资料来源：CEIC，申万宏源研究

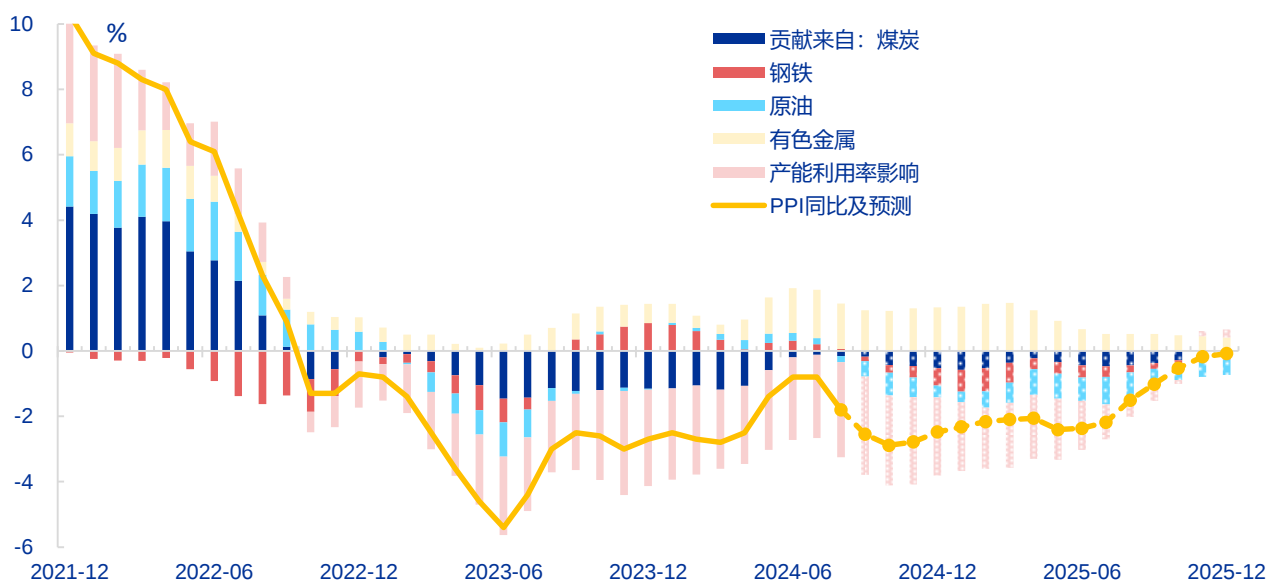
图 23：石化产业链 PPI 对整体 PPI 影响较大



资料来源：CEIC，申万宏源研究

后续油价回落过程中，美国潜在关税与国内地产投资进一步下行或也更多集中于明年上半年，对应国内大宗价格下行与产能利用率偏低的压力或也持续，预计 PPI 同比在今年 10 月和明年 5 月出现“双底”。8 月 PPI 大幅下行已受到国际油价的影响，彼时 PPI 环跌 0.7%，其中环跌 0.2% 的幅度即是油价影响。而 9 月以来油价再度明显下行，加之上文预计油价至明年年底整体均趋于回落，预计将持续压制国内 PPI。另一方面，地产与传统基建偏弱拖累煤炭钢铁价格，加之国内中下游产能利用率导致相关行业 PPI 出现超跌迹象，也将对国内价格形成约束。预计 9 月后 PPI 继续走弱，今年 10 月（-2.9%）与明年 5 月（-2.4%）或出现两轮低点。

图 24：PPI 同比及预测



资料来源：CEIC，申万宏源研究

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/616140052243010230>