



美联储降息与油价表现无明显相关性，需求增长放缓或驱动油价中枢下移

2024年9月20日 星期五

兴证期货·研究咨询部

能源化工研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

王其强

从业资格编号：F03087180

投资咨询编号：Z0016577

联系人

俞秉甫

从业资格编号：F03123867

yubf@xzfutures.com

内容提要

上周国际油价一度触及 2021 年底以来新低，布伦特自 2021 年 12 月以来首次跌破 70 美金/桶，引发市场恐慌。市场对需求预期的转弱是驱动油价持续下跌的首要因素。此外，近期油价的快速下行与投机做空行为也存在一定相关性。截至 9 月 10 日，布伦特管理基金多头持仓已降至自 2014 年以来新低，同时投机空头持仓大幅上涨至区间高位，市场情绪转弱以及投机做空行为加剧了油价下行。

9 月 18 日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间下调 50 个基点，降至 4.75%至 5.00%，美联储正式进入宽松周期。回溯历史，美联储降息与油价表现并无明显相关性。从概率上看，在降息周期中，油价下跌的概率要高于上涨的概率。从研究框架上看，联储降息可能会影响市场对需求的预期，并不能完全改变供需结构。因此，单纯关注联储降息操作对研究油价走势无重要意义。

需求端看，尽管美国已正式进入宽松周期，但降息可能无法在短时间内提振经济数据及石油需求表现，降息更多是缓解经济下行的压力。此外，作为过去 10 年全球石油需求最主要的增长地区，中国经济

的持续低迷对全球石油需求造成了较大的下行压力。短期市场仍期待国内能出台相关政策来刺激经济表现，从而有可能驱动全球石油需求重回正轨。供应端看，明年最大的变数来源于欧佩克+很可能不会像今年一样严格执行减产控价策略。在经济周期下行的背景下，该集团可能会转向寻求增产扩大市场份额，但这势必会驱动油价中枢下移。未来我们仍需要关注 12 月份的会议上，欧佩克+能否再次做出推迟增产计划的决定。

展望未来，当下油价的持续下跌主要是市场对未来预期的反应，与现实低库存和供应受限的驱动形成背离。再加上不断涌入的投机资金做空行为，短期油价存在过度做空的可能，存在小幅反弹空间，关注布伦特在 70 美金/桶附近的支撑位。但长期看，由于宏观周期开始转弱以及 OPEC+潜在增产预期的限制，未来油价中枢大概率将下移。

报告目录

1. 油价继续创新低，布伦特自 2021 年 12 月以来首次跌破 70 美金/桶.....	4
2. 美联储启动宽松周期，联储降息与油价表现并无明显相关性.....	7
3. 未来油价走势主要取决于需求变化和欧佩克+供应政策.....	8
4. 总结及展望.....	12

图表目录

图表 1: 9 月 10 日，布伦特自 2021 年 12 月以来首次跌破 70 美金/桶.....	5
图表 2: 布伦特管理基金多头持仓跌至近 10 年来低位.....	5
图表 3: 布伦特管理基金空头持仓增至近 10 年来高位.....	6
图表 4: IEA OECD 原油库存仍然低于 5 年均值（百万桶）.....	6
图表 5: 历史上在美联储降息周期中，油价更可能出现下跌.....	8
图表 6: 美国降息周期及 WTI 油价表现.....	8
图表 7: 中美两国制造业 PMI 仍低于 50，显示经济活动收缩.....	11
图表 8: 上半年中国石油需求增速降至 2020 年以来同期最低水平（百万桶/日）.....	11
图表 9: 欧佩克剩余产能较充裕，若不主动控制产量将会导致供应过剩（百万桶/日）.....	12

1. 油价继续创新低，布伦特自 2021 年 12 月以来首次跌破 70 美金/桶

上周国际油价一度触及 2021 年底以来新低，布伦特自 2021 年 12 月以来首次跌破 70 美金/桶，引发市场恐慌。自 7 月初以来，油价的趋势下行与市场交易宏观及需求衰退预期相关。至少从现实角度看，3 季度原油供应以及库存并未转向明显过剩，当下现实端的基本面并不支撑油价趋势下行。然而，由于海内外宏观数据连续不及预期，市场开始提前交易未来油品需求增长放缓，叠加 OPEC+ 释放了增产的预期，明年原油市场可能会转向累库状态。此外，近期油价的快速下行与投机行为也存在一定相关性，截至 9 月 10 日，布伦特管理基金多头持仓已降至自 2014 年以来新低，同时投机空头持仓大幅上涨至区间高位。市场情绪转差以及空头投机行为加剧了油价下行。

从基本面角度看，供应端，上周美国产量环比减少 10 万桶/日至 1330 万桶/日，近两周由于受到飓风“弗朗辛”的影响，美国原油产量可能会出现短暂下滑。截至 9 月 15 日，美国墨西哥湾联邦水域近五分之一的原油和 28% 的天然气处于停产状态。9 月 5 日，OPEC+ 同意将当前正在执行的 220 万桶/日的自愿减产计划延长两个月至 2024 年 11 月底结束。短期看，原油供应受到天气及 OPEC+ 集团主观调控影响仍然受限。

需求端，根据 IEA 数据，2024 年上半年全球油品需求增长 80 万桶/日，创下自 2020 年以来同时期最低水平。其中，中国经济及需求增速的放缓是驱动全球油品需求表现不佳的主因。此外，由于全球衰退预期的影响，国际 3 大机构在上周发布的 9 月报中继续下调全球油品需求增长预期。其中，OPEC 预计 2024 年全球原油需求增速为 203 万桶/日，此前预期为 211 万桶/日；预计 2025 年全球原油需求增速为 174 万桶/日，此前预期为 178 万桶/日。IEA 将 2024 年全球石油需求增速预测从 97 万桶/日下调至 90.3 万桶/日；将 2025 年全球石油需求增长预测维持在 95.4 万桶/日。最后，EIA 在 9 月报中将 2024 年和 2025 年全球油品需求增速分别下调 20 万桶/日和 10 万桶/日至 90 万桶/日和 150 万桶/日。可以看到，本轮油价下跌主要来源于市场对需求增长放缓的担忧。

当下全球原油库存仍较为健康。IEA 公布的全球可观测油品库存在 7 月份继续下降 4710 万桶，尤其是原油库存下降明显，库存绝对值仍低于历史 5 年均值。此外，截至 9 月 13 日当周，EIA 公布的美国商品原油库存也较 5 年均值低约 4%。总体上看，当下原油市场仍然是低库存格

局，只是市场开始提前预期油品在需求增速放缓的背景下，库存下降趋势将会开始出现拐头，未来库存将会逐步增加回升至历史中性甚至高位。

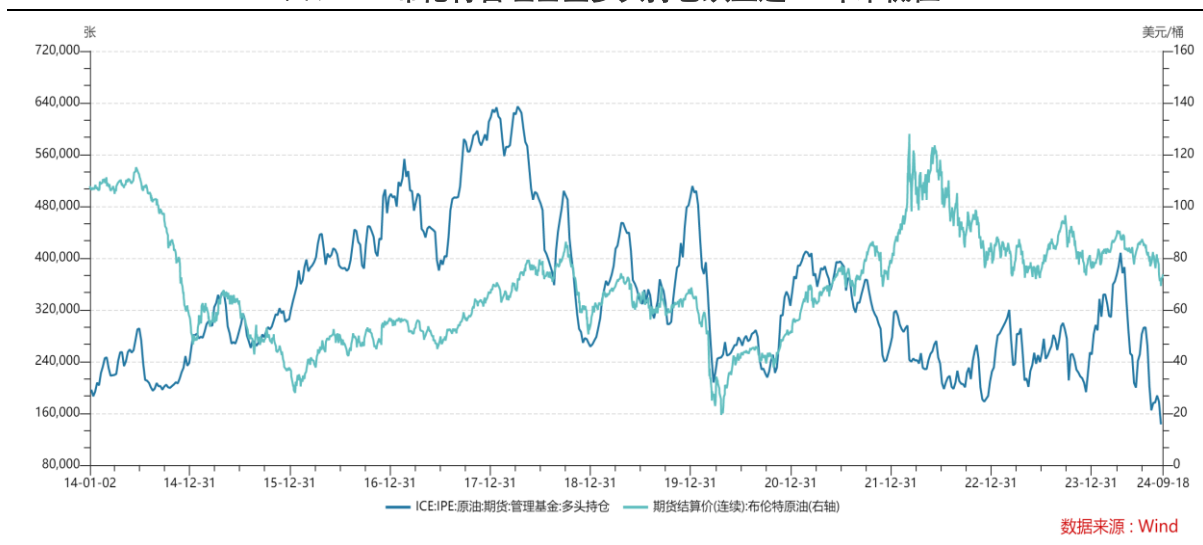
综合来看，当下油价的持续下跌主要是市场对预期的反应，与现实低库存和供应受限的驱动形成背离。再加上不断涌入的投机资金做空行为，短期油价存在过度反应下跌的可能，短期存在小幅反弹空间，布伦特价格在 70 美金/桶附近仍然存在一定支撑。但长期看，由于宏观周期开始转弱以及 OPEC+潜在增产预期的影响，未来油价中枢大概率将下移。

图表 1：9 月 10 日，布伦特自 2021 年 12 月以来首次跌破 70 美金/桶



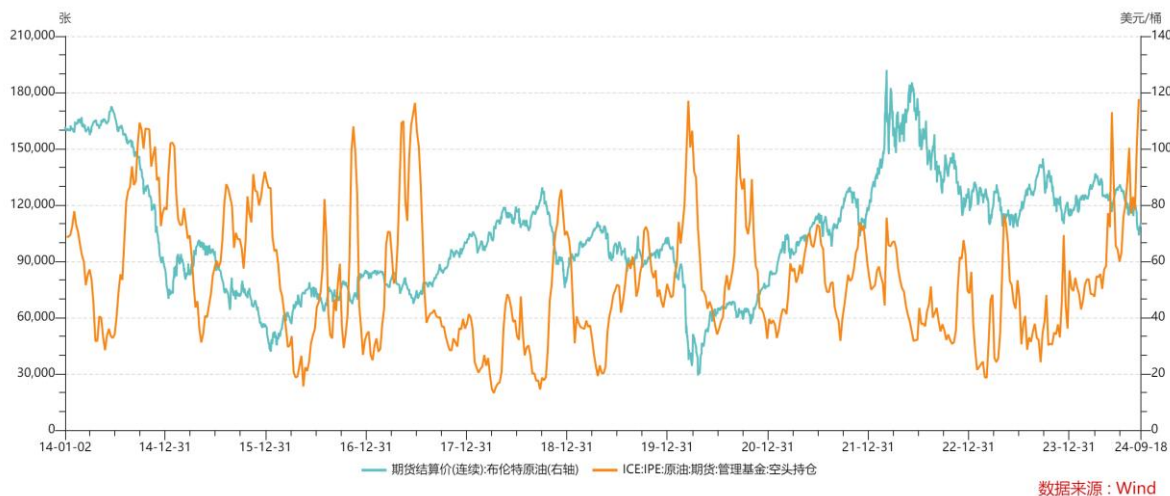
数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 2：布伦特管理基金多头持仓跌至近 10 年来低位



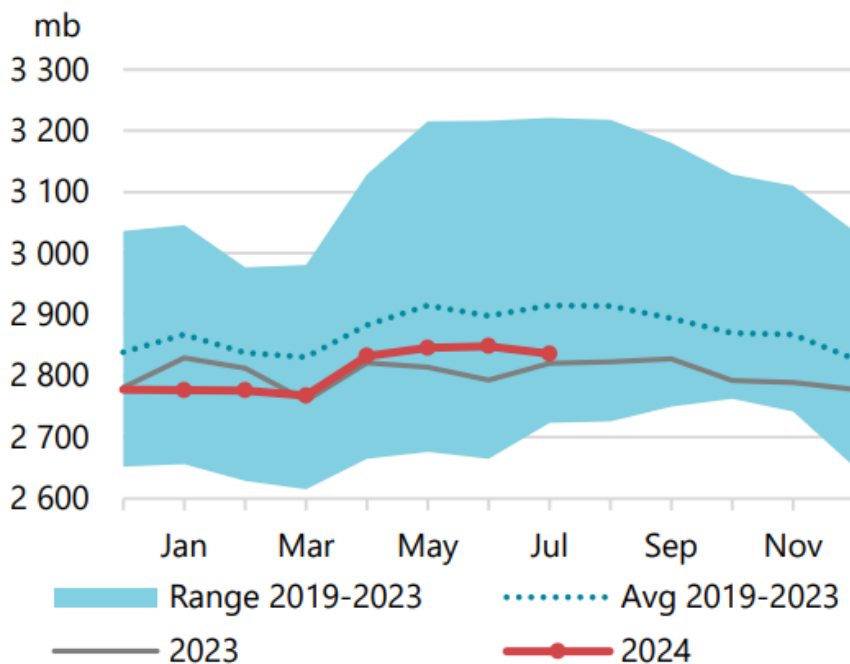
数据来源：Wind

图表 3：布伦特管理基金空头持仓增至近 10 年来高位



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 4：IEA OECD 原油库存仍然低于 5 年均值（百万桶）



数据来源：IEA，兴证期货研究咨询部

2. 美联储启动宽松周期，联储降息与油价表现并无明显相关性

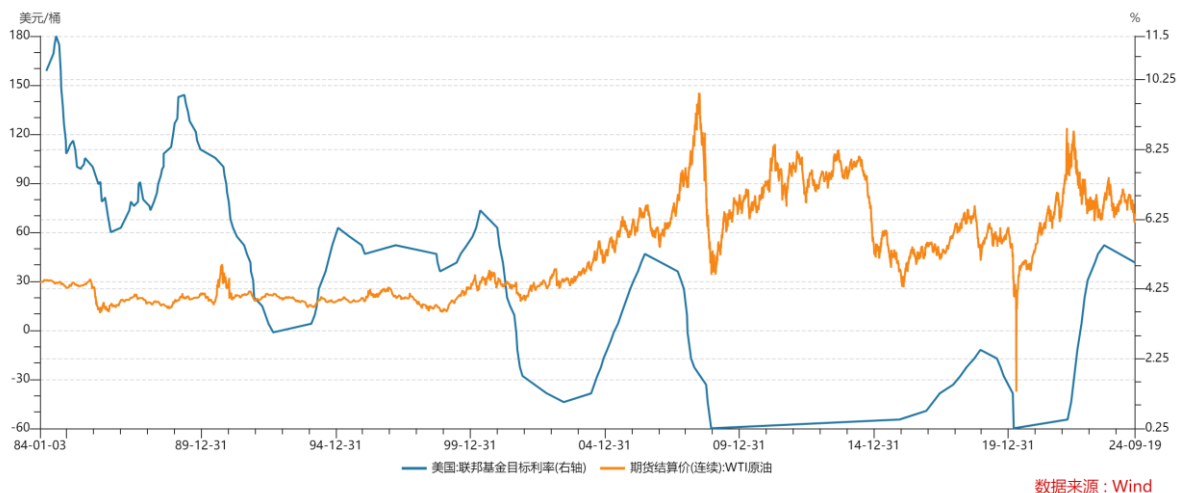
9月18日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间下调50个基点，降至4.75%至5.00%，为2020年3月以来首次降息。回溯历史，美联储降息与油价表现并无明显相关性。按照历史数据统计，在降息周期中，油价下跌的概率要高于上涨的概率。

按照客观经验解释，美联储降息主要发生在美国经济开始拐头向下或者是经济明显下滑之时，降息是为了缓解或是预防经济下行。而在供应变化不大的背景下，经济数据以及商品需求的走弱将会驱动油价趋势下行。相反，联储加息往往发生在经济数据强劲、通胀强势之时，伴随大宗商品需求上行，油价表现强势。需要注意的是，单纯分析联储加息或是降息更多是从需求层面研究油价表现，但是更为完整的原油研究框架需要建立在供应、需求以及库存表现上。从原油研究框架角度出发，关注联储是否降息核心是关注原油需求端的变化，但无法完整得出供需及库存总体变化的结论。因此，单一变量（联储加息或是降息）与油价的表现并没有直接相关性，联储降息需要先传导到需求端，然后影响到供应平衡，才有可能对油价产生影响。此外，从降息周期与美国石油需求角度看，历史数据显示两者之间也没有明显相关性。降息并不是一定可以起到刺激并提升原油需求的效果。原油的需求表现更多取决于宏观数据的变化（如PMI、GDP等），而联储的操作更多是事先预防或是事后解决经济问题，并不能完全扭转经济周期。因此，对于原油需求的预测更需要跟踪并关注未来宏观数据的变化而不能单寄希望于联储的操作可以决定或扭转经济走势。

从历史数据看，美联储自1980年以来一共出现过6次降息周期。其中在1984年、1995年、2007年和2019年开始的4次降息周期中，WTI油价均出现了较大幅度的下跌，其中3次油价跌幅超过40%。在这4次降息周期中，美国经济都出现了一定程度的下滑，驱动宏观大类资产出现普跌现象。而在1989年和2001年的两次降息周期中，油价呈现小幅上涨趋势。较为健康的基本面支撑油价在宏观弱周期中表现强势。总体上看，美联储降息一方面可以提升市场信心，但往往降息出现在宏观弱周期中，经济的下滑更可能驱动油价下跌。因此，美联储是否降息无法对油价走势起到决定性作用，核心需要关注在降息周期中原油供需情况。

综合来看，联储降息与油价表现并无明显相关性，从概率上讲，联储降息更可能意味着经济进入下行周期，伴随油价出现下滑。在降息周期中，更加准确的研究方式是跟踪原油市场供需变化。

图表 5：历史上在美联储降息周期中，油价更可能出现下跌



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 6：美国降息周期及 WTI 油价表现

首次降息时间	最后一次降息时间	降息幅度	降息原因	区间油价变现 (WTI)
1984/9/20	1986/8/21	5.63%	赤字和强美元循环	-48.41%
1989/6/6	1992/9/4	6.81%	储贷危机	6.09%
1995/7/6	1998/11/17	1.25%	预防全球金融风险	-26.55%
2001/1/3	2003/6/25	5.50%	互联网泡沫	10.07%
2007/9/18	2008/12/16	5%	房地产泡沫	-45.07%
2019/8/1	2020/3/16	2.25%	预防性降息及疫情危机	-50.50%

数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

3. 未来油价走势主要取决于需求变化和欧佩克+供应政策

本轮油价出现趋势下跌且跌至近 3 年以来低位主要因为市场预期石油需求增速放缓。援引国际能源署 (IEA) 的数据，6 月份全球石油需求增长速度继续放缓，今年上半年的需求增幅仅为 80 万桶/日，这是自 2020 年以来同期最低水平。全球经济增长放缓是制约石油需求的核心因素。由于短期经济前景仍未出现明显拐点趋势，在上周发布的 9 月石油市场报告中，IEA 将 2024

年全球石油需求增速预测从 97 万桶/日下调至 90.3 万桶/日；将 2025 年全球石油需求增长预测维持在 95.4 万桶/日。从地区上看，中国的石油需求下滑尤为严重。7 月份中国消费量同比下降 28 万桶/日，而此前 12 个月的平均增速约为 100 万桶/日。由于国内的房地产泡沫仍在持续，国内消费支出低迷，驱动汽油和航空煤油的增速已降至个位数。此外，电动汽车销量的上升以及 LNG 卡车对传统卡车的竞争进一步抑制了成品油的消费。7 月份国内汽油需求同比下滑 9%，而年初时的增幅为 9%。从行业数据上看，国内 PMI 数据的下滑以及铜、钢铁和铁矿石价格的下跌进一步突显了中国工业的低迷。IEA 预计 2024 年中国石油需求增速为 18 万桶/日，较上个月下调 12 万桶/日，远远低于 2023 年 150 万桶/日的增幅。

美国能源署（EIA）也在本月的短期能源展望中表达了和 IEA 相似的观点：全球和中国的石油需求增速将会进一步放缓。具体来看，EIA 将今年和明年石油需求增速分别较上个月下调 20 万桶/日和 10 万桶/日，当前预测 2024 年全球石油需求将增加 90 万桶/日，2025 年将增加 150 万桶/日。类似的，EIA 也认为中国需求的下滑拖累了全球市场的表现。因为中国经济活动仍在放缓，EIA 继续下调对中国 2024 年和 2025 年石油消费增长的预测，预计 2024 年中国石油消费量将增加约 10 万桶/日，2025 年将增加 30 万桶/日。高频数据显示，当下国内柴油需求、航空燃料消耗和原油炼油厂运营都在放缓。最后，一向以发表乐观观点著称的 OPEC 集团也在本月再次下调石油需求预期。本月 OPEC 预计 2024 年全球石油需求增速为 203 万桶/日，上个月预期为 211 万桶/日；预计 2025 年全球石油需求增速为 174 万桶/日，上个月预期为 178 万桶/日。这是自 OPEC 集团发布 2024 年和 2025 年需求预测以来，第一次出现连续两个月下调需求预测。

综合来看，尽管美国已正式进入宽松周期，但联储降息可能在短时间内无法有效提振经济数据及石油需求表现，降息更多是缓解经济下行的压力。此外，作为过去 10 年全球石油需求最主要的增长地区，中国经济的持续低迷对全球石油需求造成了较大的下行压力。短期市场仍然期待国内能出台相关政策来刺激经济表现，从而有可能驱动全球石油需求重回正轨。

供应端，未来一年最大的不确定性来源于欧佩克+集团的产量政策。9 月 5 日，沙特阿拉伯、俄罗斯、伊拉克、阿拉伯联合酋长国、科威特、哈萨克斯坦、阿尔及利亚和阿曼 8 国进行了线上会议，8 个参加国同意将当前正在执行的 220 万桶/日的自愿减产计划延长两个月至 2024 年 11 月底结束。此后自 2024 年 12 月 1 日起将逐步取消减产计划，同时保留灵活暂停或逆转该计划的选项。从增产量上看，此次计划与 6 月 2 日会议上提出的增产计划一致，只是从时间线上向后延迟两个月。按照欧佩克+公布的自愿减产措施退出计划表计算，从 2024 年 12 月至 2025

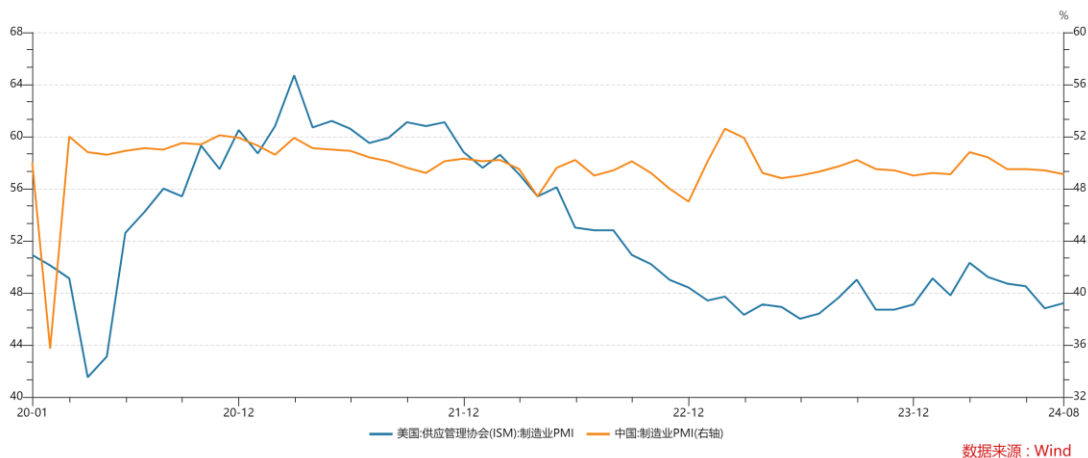
年 12 月，该计划至少新增 246.4 万桶/日的产量，且平均每个月增产约 20 万桶/日。此外，7 月 24 日，欧佩克+公布伊拉克、哈萨克斯坦和俄罗斯 3 国的补偿减产方案，以上 3 个国家在 2025 年 9 月之前分别需要补偿减产 118.4 万桶/日、62 万桶/日和 48 万桶/日。8 月 22 日，欧佩克+更新了伊拉克和哈萨克斯坦两国的补偿减产计划，此次计划是在前期已公布的补偿减产方案上继续加大补偿体量。伊朗和哈萨克斯坦两国按计划将在 2025 年 9 月之前通过补偿减产分别弥补 2024 年 1-7 月 144 万桶/日和 69.9 万桶/日的超额生产量。

上述的欧佩克+政策对短期原油市场起到支撑作用。即使现阶段需求增速放缓，但由于欧佩克+推迟增产计划，供应端仍受限于集团的主观调控，原油基本面不会迅速转向过剩。但当下市场的担忧或者说是未来的不确定性主要来源于欧佩克+集团能坚持不增产多长时间。首先，自今年 6 月份起，该集团就表达了增产的意愿，但由于近期油价的低迷表现，集团不得不推迟增产计划两个月。如果自 12 月份起，欧佩克+不再推迟增产计划的话，那在可预计的未来，原油市场将出现逐步累库的趋势。

此前，我们也在相关的专题中提到，欧佩克+主要成员国的财政平衡油价目前仍然较高，参考核心成员沙特 2025 年的财政平衡油价仍在 85 美金/桶左右。若是在经济和需求较为平稳的时期，我们有理由相信，欧佩克+集团仍然会把实现财政平衡油价作为主要目标。但是在全球经济出现下行之时，油价不断创新低，要长期实现政策平衡油价的难度在不断加大。市场开始怀疑若欧佩克+集团在明年无法实现平衡油价目标的情况下，一些成员可能会通过增产的方式来寻求扩大市场份额，换言之可能会从限产保价策略转向增产扩大市场份额的策略。尤其是近期油价在欧佩克+公布推迟增产消息后继续下跌，一度跌破 70 美金/桶的支撑位。市场的看空情绪给欧佩克+集团带来压力，若接下来油价持续低迷，很可能让集团内部对明年是否维持挺价策略产生分歧。当前欧佩克成员国的剩余产能已经超过 450 万桶/日，原油市场理论上的最大供应增量远远超过消费增量，而造成过去两年需求偏紧的原因主要是因为欧佩克+集团的主动减产。考虑到当前欧佩克+集团剩余产能较为充裕，若最终该集团选择增产扩大市场份额策略，这将导致原油市场出现过剩，驱动油价中枢下移。

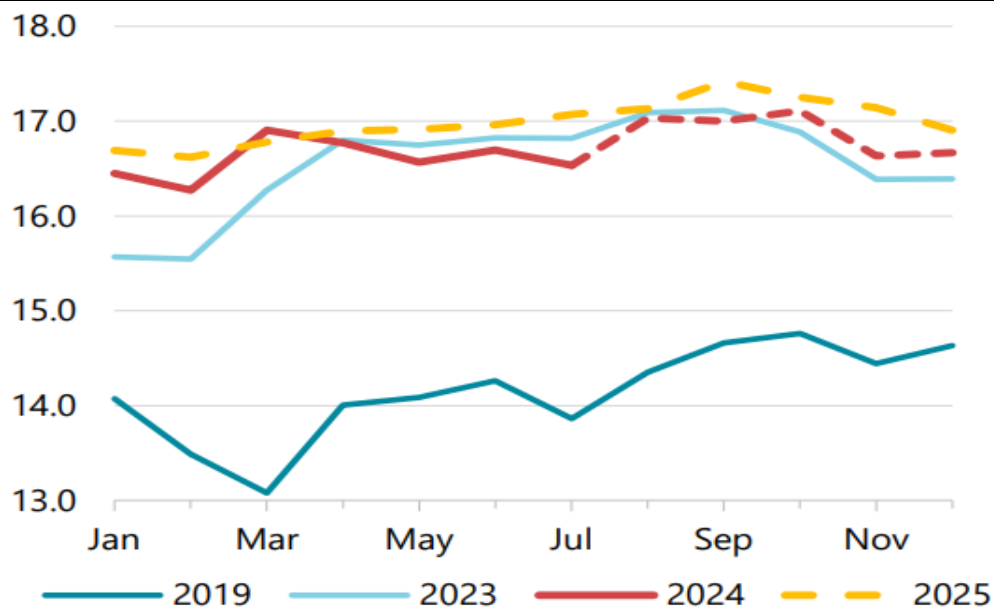
综合来看，明年供应端最大的问题来源于欧佩克+很可能不会像今年一样严格执行减产控价策略。在经济周期下行的背景下，该集团可能会转向寻求增产扩大市场份额，但这势必会驱动油价中枢下移。未来我们仍需要关注 12 月份的会议上，欧佩克+能否再次做出推迟增产计划的决定。以当下弱宏观背景来看，明年欧佩克+想要继续减产实现财政平衡油价的难度在加大。

图表 7：中美两国制造业 PMI 仍低于 50，显示经济活动收缩



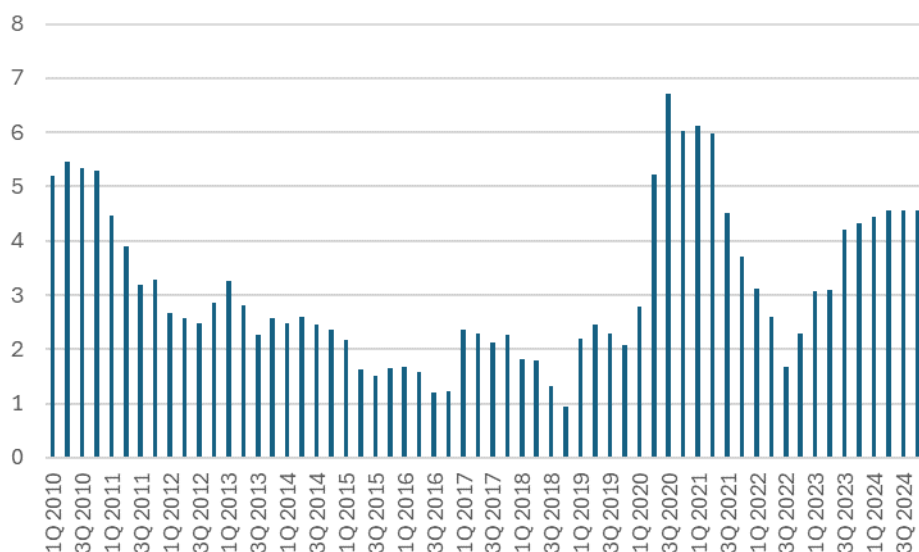
数据来源：Wind；兴证期货研究咨询部

图表 8：上半年中国石油需求增速降至 2020 年以来同期最低水平（百万桶/日）



数据来源：IEA；兴证期货研究咨询部

图表 9：欧佩克剩余产能较充裕，若不主动控制产量将会导致供应过剩（百万桶/日）



数据来源：EIA；兴证期货研究咨询部

4. 总结及展望

上周国际油价一度触及 2021 年底以来新低，布伦特自 2021 年 12 月以来首次跌破 70 美金/桶，引发市场恐慌。市场对需求预期的转弱是驱动油价持续下跌的首要因素。此外，近期油价的快速下行与投机做空行为也存在一定相关性。截至 9 月 10 日，布伦特管理基金多头持仓已降至自 2014 年以来新低，同时投机空头持仓大幅上涨至区间高位，市场情绪转弱以及投机做空行为加剧了油价下行。

9 月 18 日，美联储宣布将联邦基金利率目标区间下调 50 个基点，降至 4.75%至 5.00%，美联储正式进入宽松周期。回溯历史，美联储降息与油价表现并无明显相关性。从概率上看，在降息周期中，油价下跌的概率要高于上涨的概率。从研究框架上看，联储降息可能会影响市场对需求的预期，并不能完全改变供需结构。因此，单纯关注联储降息操作对研究油价走势无重要意义。

需求端看，尽管美国已正式进入宽松周期，但降息可能无法在短时间内提振经济数据及石油需求表现，降息更多是缓解经济下行的压力。此外，作为过去 10 年全球石油需求最主要的增长地区，中国经济的持续低迷对全球石油需求造成了较大的下行压力。短期市场仍期待国内能出台相关政策来刺激经济表现，从而有可能驱动全球石油需求重回正轨。供应端看，明年最大

的变数来源于欧佩克+很可能不会像今年一样严格执行减产控价策略。在经济周期下行的背景下，该集团可能会转向寻求增产扩大市场份额，但这势必会驱动油价中枢下移。未来我们仍需要关注 12 月份的会议上，欧佩克+能否再次做出推迟增产计划的决定。

展望未来，当下油价的持续下跌主要是市场对未来预期的反应，与现实低库存和供应受限的驱动形成背离。再加上不断涌入的投机资金做空行为，短期油价存在过度做空的可能，存在小幅反弹空间，关注布伦特在 70 美金/桶附近的支撑位。但长期看，由于宏观周期开始转弱以及 OPEC+潜在增产预期的限制，未来油价中枢大概率将下移。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。