



# 能源周观点

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

## 美国大选对油价影响有限，维持基本面看跌观点

### 原油

**油价展望：基于供需基本面，我们维持中期油价看空观点。**特朗普上台同时带来了潜在利多和利空因素，相对于潜在利空，潜在利多因素更加不确定，发生的概率更低，但一旦发生，其产生的影响则会更大。在特朗普政府采取不利于原油供应的政策之前，我们仍建议重点关注供需基本面，相关事件发生概率大幅提高后再评估其影响。

**本周行情：**2024年11月8日，布伦特期货价(连续)为73.87美元/桶，本周上涨0.77美元/桶。WTI期货价(连续)分别收于70.38美元/桶，本周上涨0.89美元/桶。

**供给端：**1-2个月内中性，3个月以上偏空。OPEC+从2025年1月开始增产的概率仍非常高，将增产推迟1个月并不能扭转2025年OPEC+供应大增的预期。

**需求端：**1-2个月内偏空，后续中性。国内原油进口量和加工量均同比持续下滑，呈现被动累库，抑制后续国内原油进口需求，2025年国内刺激政策或将对国内原油需求产生一定刺激，同时在2024年的基础上进一步下降的概率也较低。

**地缘政治：**本周偏空，后续中性。近期中东暂无重要新闻传出，风险溢价仍有回落空间，未来中东局势或仍有波澜，导致油价波动。

### 天然气

**气价展望：在2024年12月和2025年2月或许存在做多机会，TTF机会优于HH，其余时间偏中性。**由于2023年12月和2024年2月欧美气温异常偏暖，因此在2024年12月和2025年2月气温更大概率会同比下降。目前气价的一个重要潜在利空是美国随时可能复产，在美国复产过程中气价，尤其是美国气价可能会受到明显抑制。目前2025年俄罗斯过境乌克兰对欧输送管道气的合约仍无法续签，因此欧洲气价上涨机会大于美国。

**本周行情：**2024年11月8日，TTF连一为13.25美元/MMBtu，较上周上涨0.89美元/MMBtu。JKM连一为14美元/MMBtu，较上周上涨1美元/MMBtu。HH连一为2.67美元/MMBtu，较上周上涨0.01美元/MMBtu。

**供给端：**在未来1-2个月内偏空，美国供应较欧洲更宽松。虽然本周美国天然气产量因天气原因短暂下降，但从前2个月的产量来看美国生产商随时可能复产，增量可达1亿立方米/天。对于欧洲来说，2025年俄罗斯管道气或断流，存在约4000万立方米/天的下降空间。

**需求端：**在2025年3月前偏多。由于2023年12月和2024年2月欧美气温异常偏暖，因此在2024年12月和2025年2月气温更大概率会同比下降。

### 煤炭

**本周行情：**2024年11月8日，秦皇岛Q5500动力煤平仓价为847元/吨，本周下跌1元/吨。

**供给端：**2024年9月，全国原煤产量为4.14亿吨，同比增长4.40%。

**需求端：**在截至2024年10月31日的一周内，重点电厂煤炭日耗量为447万吨，同比增长6.48%。

### 风险提示

气温变化不及预期的风险；经济增速不及预期的风险；天然气减产规模不足的风险；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

基于基本面，油价观点仍偏空.....	4
美国大选结果落地，基本面或将继续主导油价.....	6
限制伊朗原油出口的潜在影响.....	7
特朗普对美国产量的潜在影响.....	7
原油数据更新.....	8
国内原油库存充足.....	8
国内原油进口量下滑.....	9
美国成品油需求下滑.....	10
OPEC+原油供应回升.....	10
美国原油产量缓慢上升.....	11
天然气数据更新.....	12
美国天然气产量短暂下滑.....	12
欧美天然气库存趋势分化.....	12
欧洲天然气消费增长.....	13
美国天然气秋冬旺季即将开启.....	14
煤炭数据更新.....	15
国内煤炭库存偏高.....	15
国内煤炭产量增长.....	15
电厂耗煤量增长.....	16
风险提示.....	16

## 图表目录

图表 1: 油价观点: 偏空.....	4
图表 2: 原油期货价格(美元/桶).....	4
图表 3: 气价观点: 中性.....	5
图表 4: 全球气价(美元/MMBtu).....	5
图表 5: 全球煤价(元/吨).....	6
图表 6: 特朗普上台对原油影响一览.....	6
图表 7: 伊朗原油出口恢复的同时目的地发生巨大转变.....	7
图表 8: 仍不断有新油轮首次运输伊朗原油.....	7
图表 9: 油轮在运输伊朗原油后主要运输中东、俄罗斯-亚洲路线.....	7
图表 10: 仍不断有新油轮首次运输伊朗原油.....	8



图表 11: 美国原油市场集中度提高.....	8
图表 12: 拜登在任时期同样积极发放水平井许可证.....	8
图表 13: 美国活跃钻机数下滑.....	8
图表 14: 国内原油库存仍充足.....	9
图表 15: 主营炼厂开工率接近年内最低水平.....	9
图表 16: 山东地炼开工率仍无起色.....	9
图表 17: 国内原油进口量同比下滑.....	10
图表 18: 美国车用汽油消费量较低.....	10
图表 19: 近期美国馏分油消费量有所增长.....	10
图表 20: 10 月 OPEC 原油海运出口量环比+27 万桶/天.....	11
图表 21: 10 月沙特原油海运出口量环比持平.....	11
图表 22: 10 月俄罗斯原油海运出口量环比+14 万桶/天.....	11
图表 23: 10 月其他成员国原油海运出口量环比+20 万桶/天.....	11
图表 24: 美国原油产量稳定.....	12
图表 25: 本周美国天然气产量下降为飓风影响.....	12
图表 26: 欧洲天然气库存趋于正常水平.....	13
图表 27: 美国天然气库存暂未走平.....	13
图表 28: 欧洲主要国家天然气消费量增长.....	13
图表 29: 欧洲主要国家工业及发电天然气消费量同比小幅增长.....	14
图表 30: 欧洲主要国家本地分销区消费者天然气消费量同比大幅增长.....	14
图表 31: 欧洲主要国家气电发电量.....	14
图表 32: 欧洲主要国家风电发电量.....	14
图表 33: 美国天然气消费淡季接近尾声.....	15
图表 34: CCTD 主流港口煤炭库存(万吨).....	15
图表 35: 国内重点电厂煤炭库存(万吨).....	15
图表 36: 国内原煤产量增长.....	16
图表 37: 中国煤炭海运进口量(万吨/天).....	16
图表 38: 重点电厂煤炭日耗量(万吨/天).....	16



## 基于基本面，油价观点仍偏空

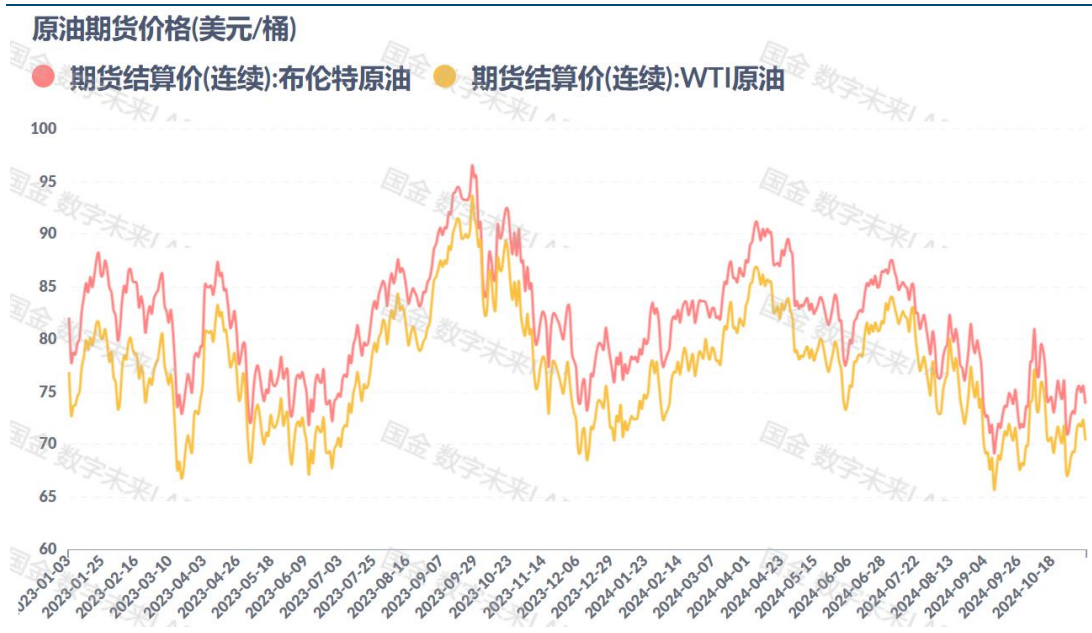
我们维持油价偏空的观点。2024年11月8日，布伦特期货价(连续)为73.87美元/桶，本周上涨0.77美元/桶。WTI期货价(连续)分别收于70.38美元/桶，本周上涨0.89美元/桶。

图表1: 油价观点: 偏空

因素	多空	理由
库存	略看空	国内库存高于历史同期且仍未开始去库
供应: 其他国家产量	中性	预计其他国家原油产量增速稳定
供应: OPEC+	强烈看空	OPEC+将增产推迟1个月, 减缓了对供应近期就将过剩的担忧, 但已反映至油价中, 预计未来增产计划仍将进行
需求: 中国原油进口	强烈看空	10月国内原油进口同比-8.73%
需求: 中国炼厂开工	强烈看空	国内炼厂开工率持续低位
需求: 美国成品油需求	略看空	美国成品油需求难以增长
需求: 国内经济刺激政策	略看涨	政策有助于未来国内原油需求, 但近期油价对国内政策并不敏感
美国大选	略看涨	特朗普上台后一旦采取影响原油供应的措施, 则整体将利多原油

来源: 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表2: 原油期货价格(美元/桶)



来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

天然气利空利多因素交织, 较好的做多机会或在2024年12月和2025年2月。2024年11月8日, TTF连一为13.25美元/MMBtu, 较上周上涨0.89美元/MMBtu。JKM连一为14美元/MMBtu, 较上周上涨1美元/MMBtu。HH连一为2.67美元/MMBtu, 较上周上涨0.01美元/MMBtu。

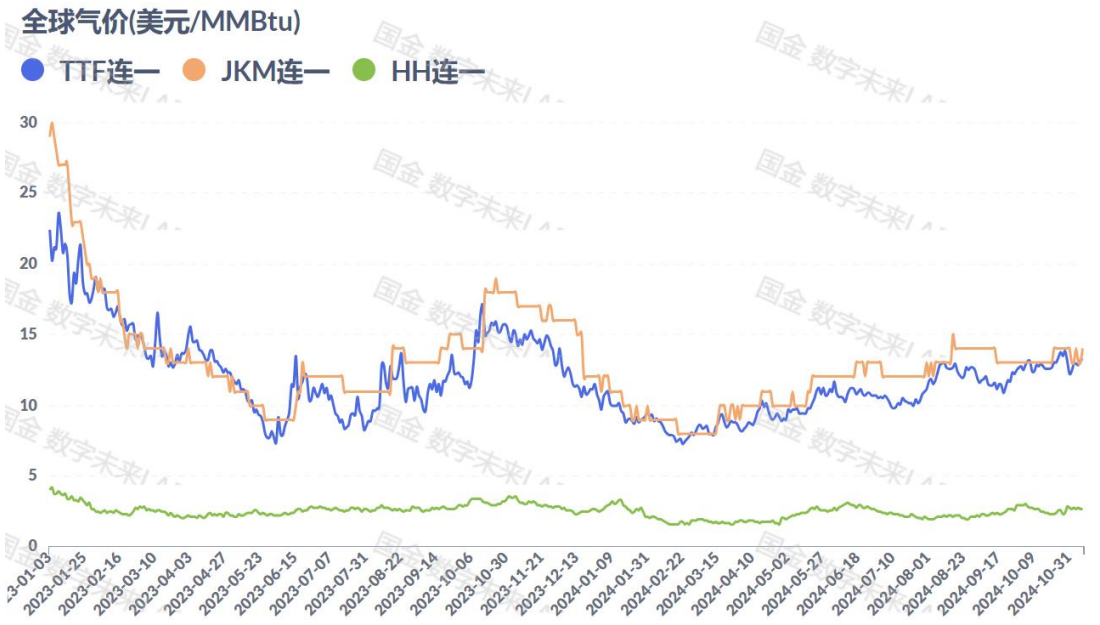


图表3: 气价观点: 中性

因素	多空	理由
库存: 美国	略看空	近期美国累库速度偏快
库存: 欧洲	中性	欧洲去库速度与往年持平
需求	略看涨	上个冬季欧美气温非常偏暖, 这个冬季气温同比或有所下降, 尤其在2024年12月和2025年2月
供应: 美国	略看空	本周美国产量为天气短暂影响, 从最近两个月的产量来看本轮减产随时将结束, 存在约1亿立方米/天的潜在增量

来源: 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表4: 全球气价(美元/MMBtu)



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

2024年11月8日, 秦皇岛Q5500动力煤平仓价为847元/吨, 本周下跌1元/吨。



图表5: 全球煤价(元/吨)

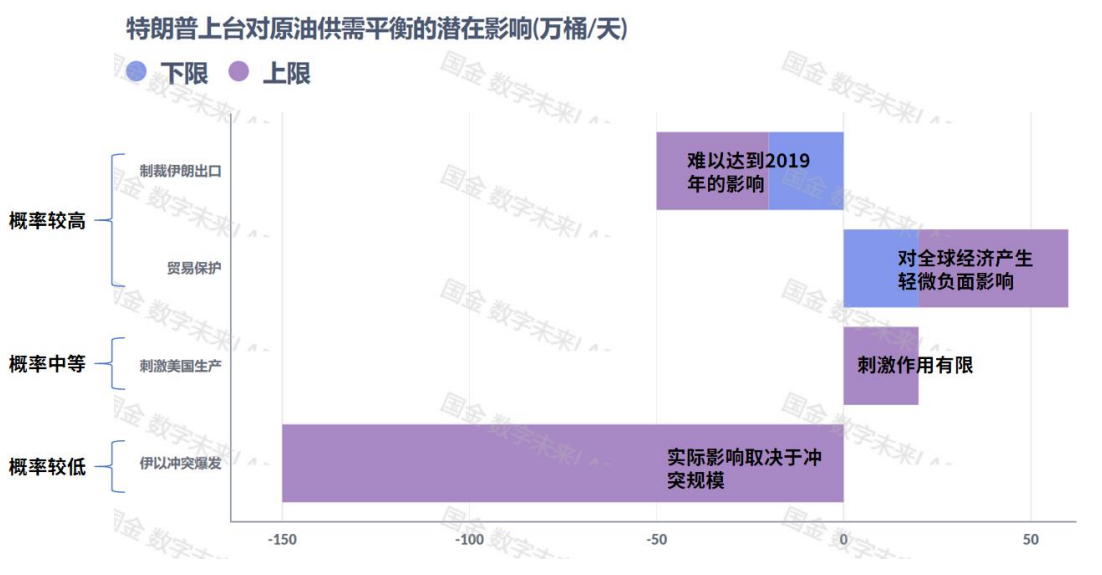


来源: Refinitiv, WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

美国大选结果落地，基本面或将继续主导油价

特朗普胜选为油价带来不确定性，应更重视确定性更高的供需基本面。特朗普上台带来的潜在利多包括：（1）特朗普上台后可能会对伊朗原油出口实施更严格的限制；（2）加大了后续中东局势的风险，其曾在10月的一次演讲中表示以色列应打击伊朗核设施。潜在利空包括：（1）特朗普更支持美国石油开采活动，对美国产量有刺激作用；（2）若美国实施新的贸易保护措施，不利于原油需求增长；（3）共和党与沙特关系更为密切，OPEC+可能会更快进行增产。相对于潜在利空因素，潜在利多因素更加不确定，发生的概率更低，但一旦发生，其产生的影响则会更大。

图表6: 特朗普上台对原油影响一览



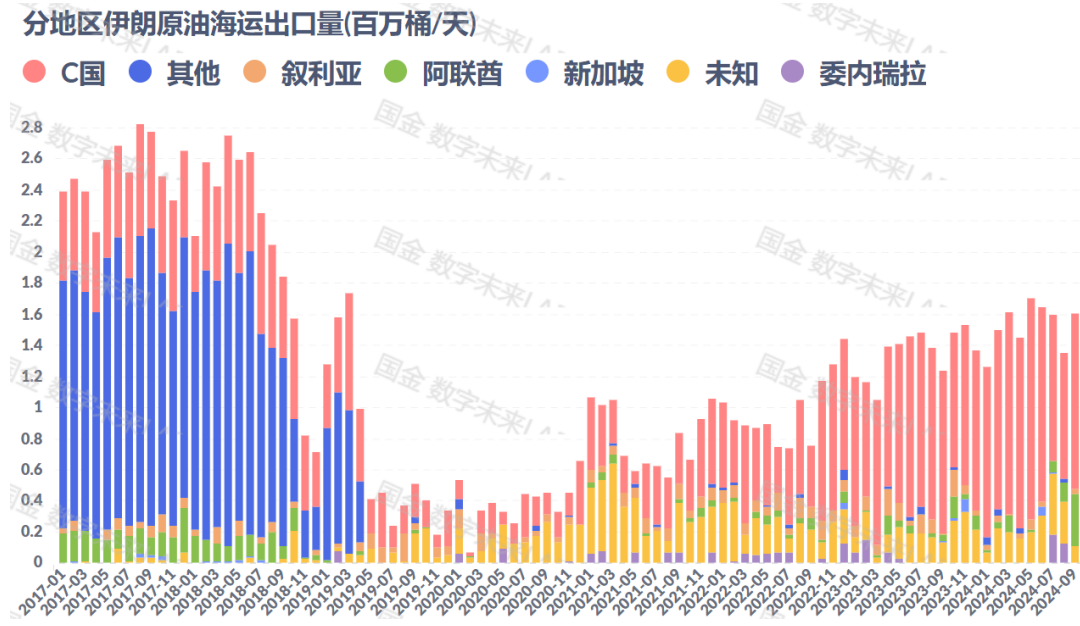
来源: 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室



### 限制伊朗原油出口的潜在影响

伊朗原油出口受制裁的影响缩小，加大制裁后的影响或在 50 万桶/天以内。第一，2019 年伊朗受到制裁后，其原油出口目的地发生了较大转变。第二，2019 年以来仍然持续有油轮加入到运输伊朗原油的队伍中；第三，油轮在运输过伊朗原油后，将主要在中东、俄罗斯至亚洲的航线上进行运输，受美国制裁的影响相对较小。即使特朗普加大对伊朗原油出口的制裁，也难以复现 2019 年的效果，此外，若伊朗出口下滑，OPEC+可能会加速增产步伐，增幅取决于伊朗受影响的程度。

图表7: 伊朗原油出口恢复的同时目的地发生巨大转变



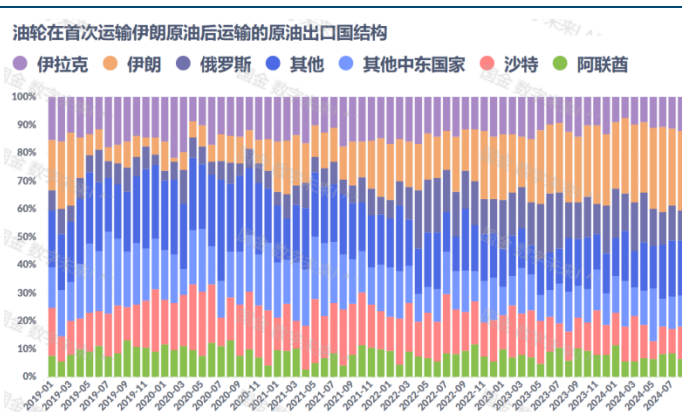
来源: Vortexa, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表8: 仍不断有新油轮首次运输伊朗原油



来源: Vortexa, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表9: 油轮在运输伊朗原油后主要运输中东、俄罗斯-亚洲路线



来源: Vortexa, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

### 特朗普对美国产量的潜在影响

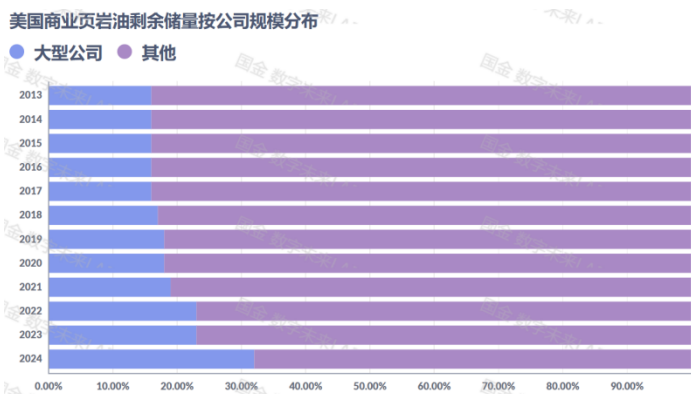
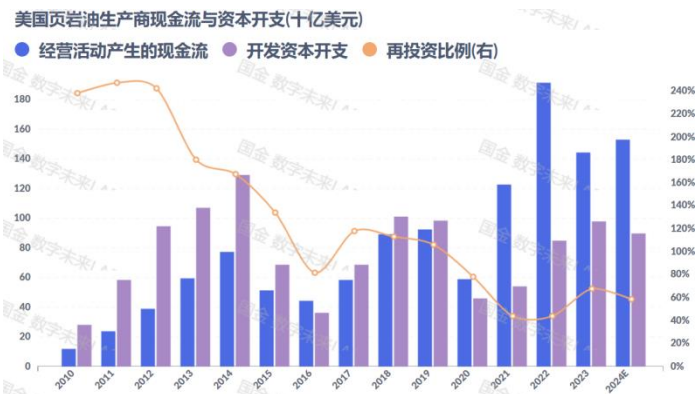
预计特朗普对美国原油产量增速的刺激作用有限。目前美国原油生产商更注重提高股东回报，也更频繁通过收购进行扩张，压缩了资本支出的空间。中小生产商更有可能利用特朗普政府的激励措施，近年页岩油行业的市场集中度明显提高，中小型生产商对美国产量的影响减小，据 Rystad Energy 统计，目前大型公司持有美国剩余商业页岩油储量的约 32%，占比持续上升。从水平井许可证发放情况来看，2023 年二叠纪特拉华盆地联邦土地水平井许可证发放数量高于特朗普在任时期 2017-2019 年的数量，实际上拜登在任时期也没有对美国石油开采进行非常严格的限制，2023 年开始美国活跃钻机数持续下滑，说明



目前官方政策不是美国原油产量增速放缓的主要原因，增速放缓主要是油企的选择，预计特朗普上任后进一步放松限制对增产的刺激作用也有限。

图表10: 仍不断有新油轮首次运输伊朗原油

图表11: 美国原油市场集中度提高

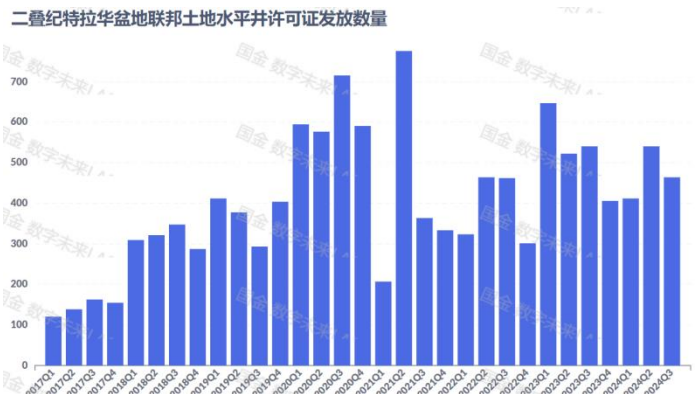


来源: Rystad Energy, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

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

图表12: 拜登在任时期同样积极发放水平井许可证

图表13: 美国活跃钻机数下滑



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

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

## 原油数据更新

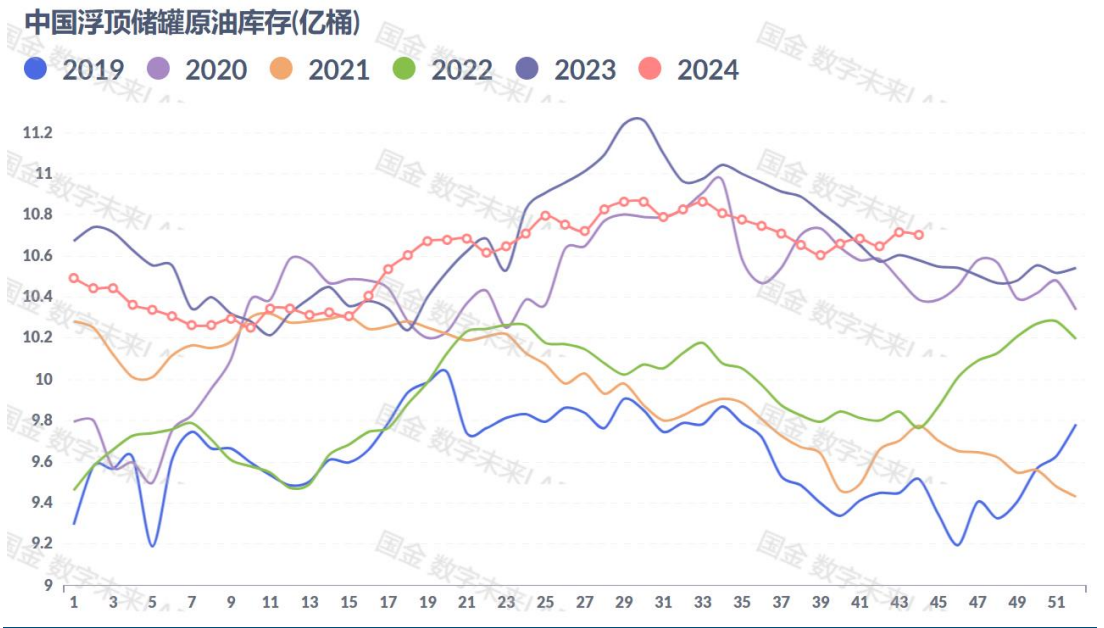
### 国内原油库存充足

在截至 2024 年 11 月 9 日的一周内，中国浮顶储罐原油库存为 10.70 亿桶，处于高位。





图表14: 国内原油库存仍充足

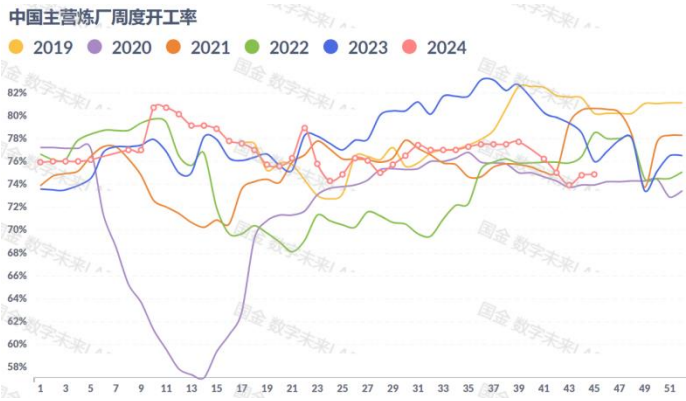


来源: Vortexa, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

国内原油进口量下滑

在截至 2024 年 11 月 7 日和 11 月 6 日的一周内, 主营炼厂和山东地炼开工率分别为 74.88% 和 55.98%, 开工率较低。2024 年 10 月, 国内原油进口量为 1056.84 万桶/天, (按 7.33 桶/吨), 同比下降 8.73%。

图表15: 主营炼厂开工率接近年内最低水平



来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

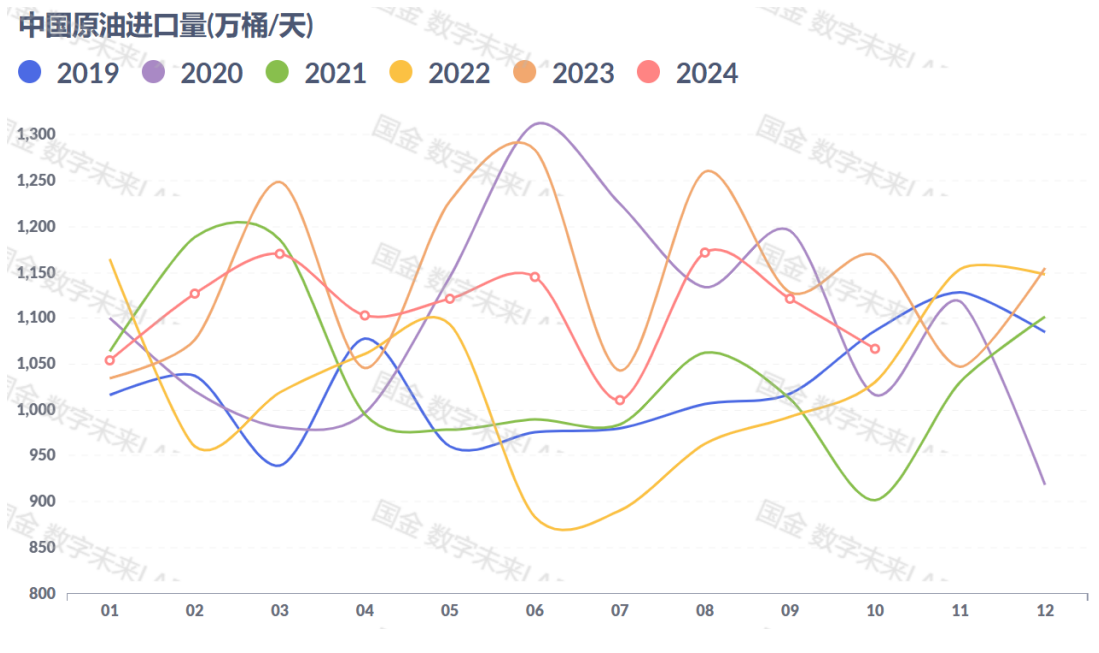
图表16: 山东地炼开工率仍无起色



来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室



图表17: 国内原油进口量同比下滑

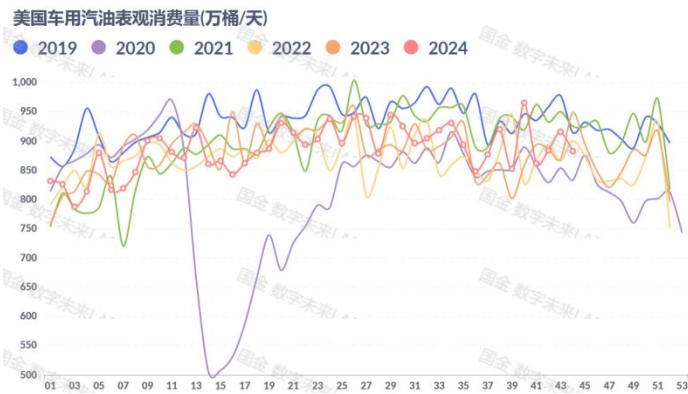


来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

美国成品油需求下滑

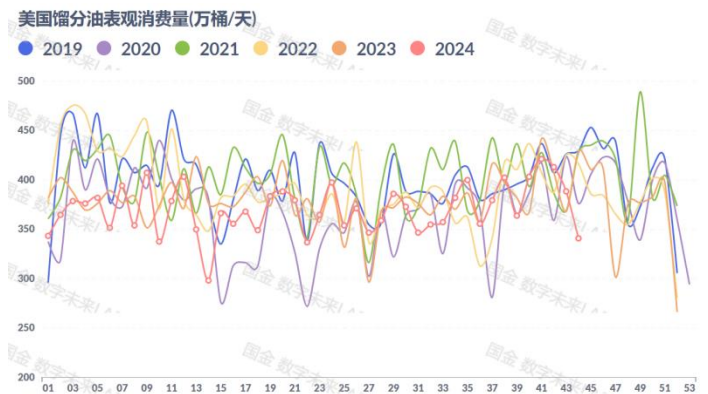
在截至 11 月 1 日的一周内, 美国车用汽油和馏分油表需分别为 882.8 和 340.6 万桶/天, 分别同比下降 7.00%和 20.75%。

图表18: 美国车用汽油消费量较低



来源: EIA, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表19: 近期美国馏分油消费量有所增长



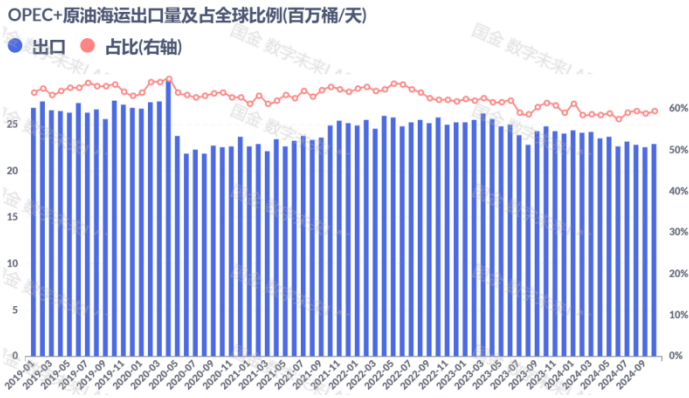
来源: EIA, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

OPEC+原油供应回升

2024 年 10 月, OPEC+原油海运出口量为 2289 万桶/天, 环比小幅增长 27 万桶/天。

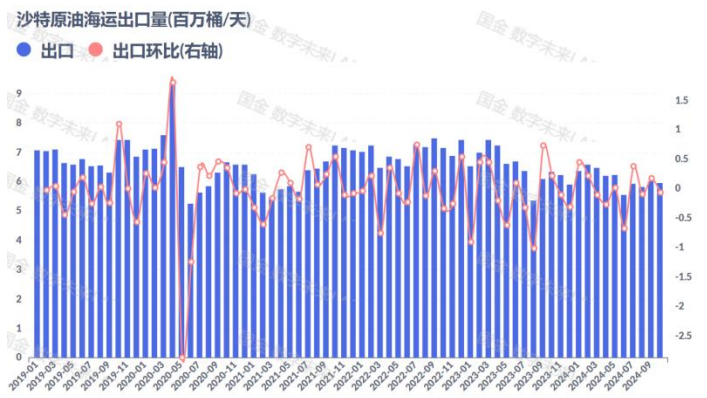


图表20: 10月OPEC原油海运出口量环比+27万桶/天



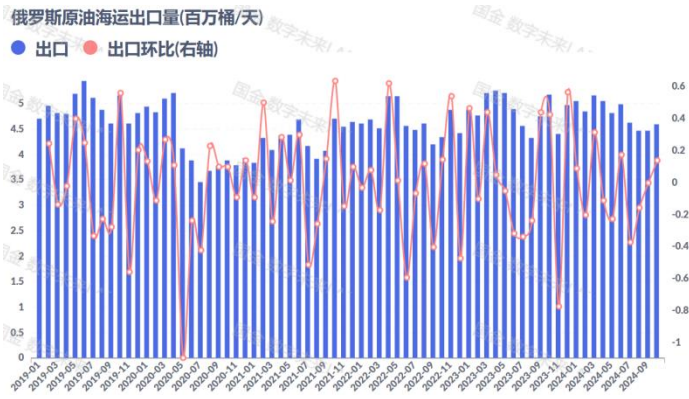
来源: Vortexa, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表21: 10月沙特原油海运出口量环比持平



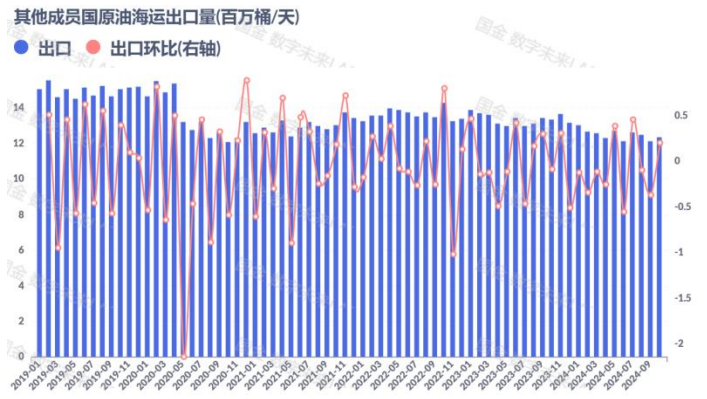
来源: Vortexa, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表22: 10月俄罗斯原油海运出口量环比+14万桶/天



来源: Vortexa, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表23: 10月其他成员国原油海运出口量环比+20万桶/天



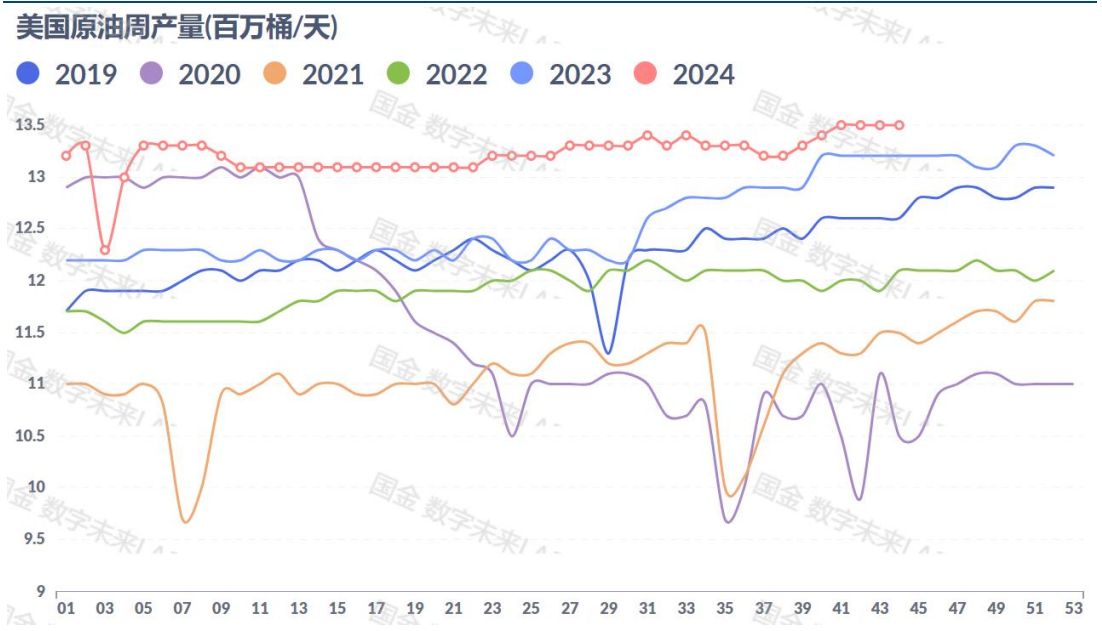
来源: Vortexa, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

### 美国原油产量缓慢上升

在截至11月1日的一周内, 美国原油周产量为1350万桶/天, 近1个月内产量稳定, 处于年内最高水平。



图表24: 美国原油产量稳定



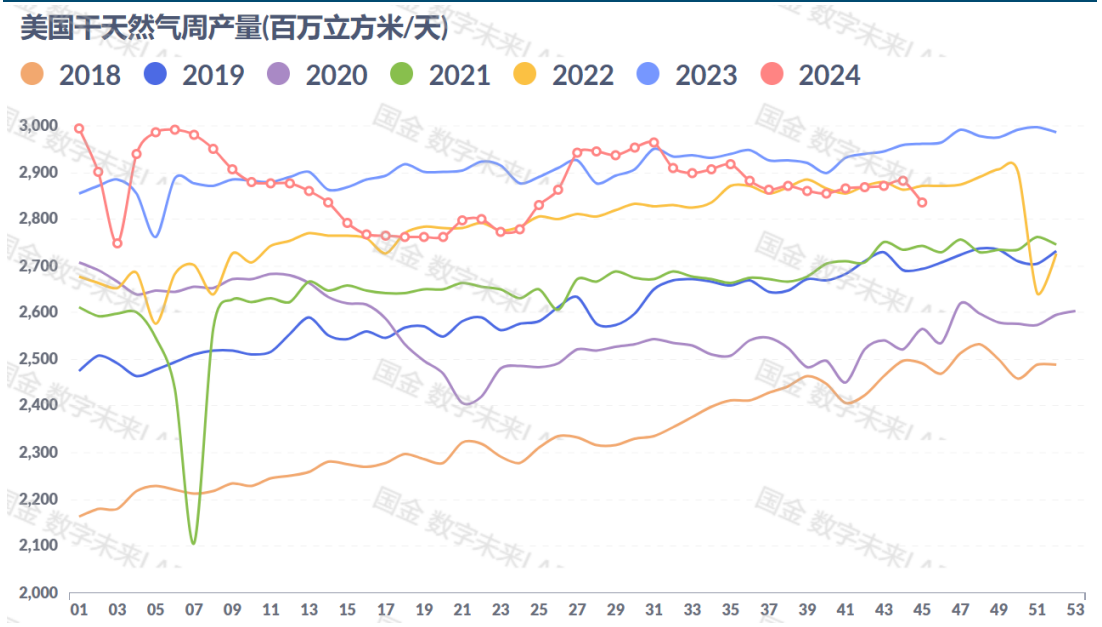
来源: EIA, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

### 天然气数据更新

#### 美国天然气产量短暂下滑

在截至 2024 年 11 月 9 日的一周内, 美国干天然气产量为 28.35 亿立方米/天, 同比下降 3.92%, 本周产量下降与飓风拉斐尔有关, 企业为挺气价进行的减产或许已接近尾声。

图表25: 本周美国天然气产量下降为飓风影响



来源: Refinitiv, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

#### 欧美天然气库存趋势分化

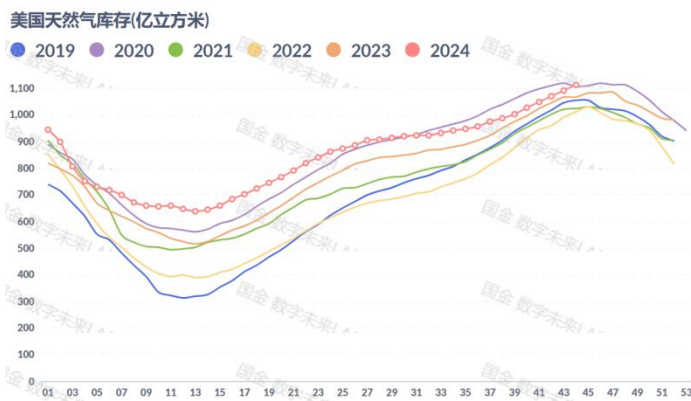
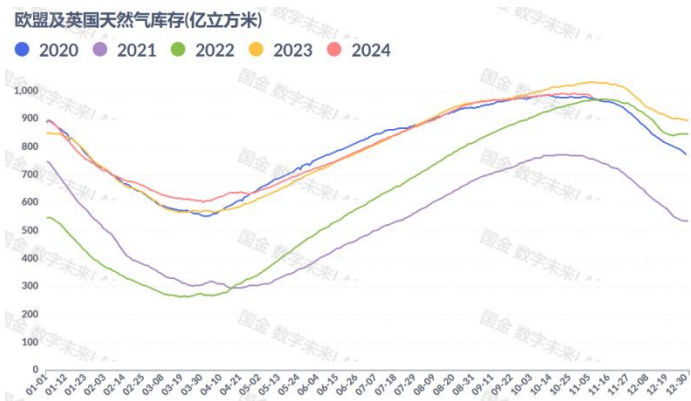
欧洲库存过剩得到缓解, 美国则继续累库。2024 年 11 月 7 日, 欧盟及英国天然气库存为 977.28 亿立方米, 目前库存略高于 2020 年同期; 2024 年 11 月 1 日, 美国天然气库存为



1113.57 亿立方米，近一周库存异常上升。

图表26: 欧洲天然气库存趋于正常水平

图表27: 美国天然气库存暂未走平



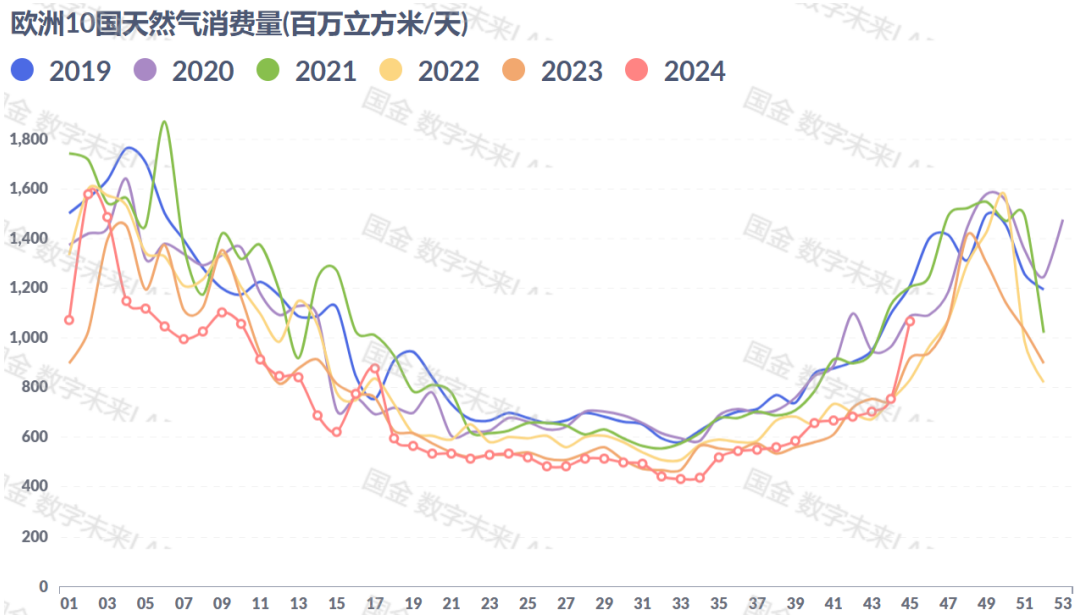
来源: AGSI, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

来源: EIA, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

### 欧洲天然气消费增长

在截至 2024 年 11 月 8 日的一周内，欧洲 10 国天然气消费量为 10.66 亿立方米/天，同比增长 15.75%。本周欧洲发生了“Dunkelflaute”现象，意为风速极低且阳光不足，天然气消费量激增的主要原因为欧洲风光电不足，需要通过气电来弥补缺失。

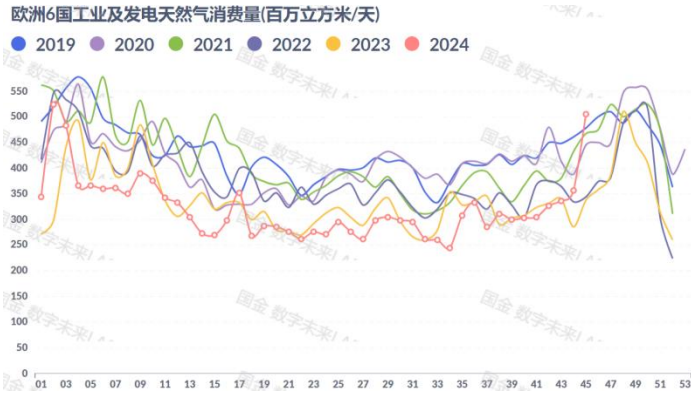
图表28: 欧洲主要国家天然气消费量增长



来源: Refinitiv, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

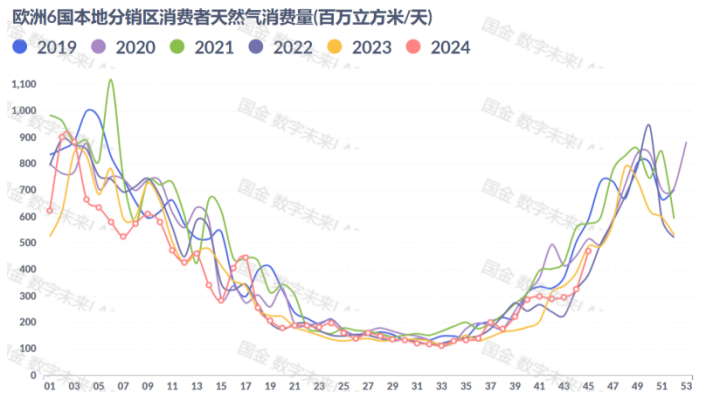


图表29: 欧洲主要国家工业及发电天然气消费量同比小幅增长



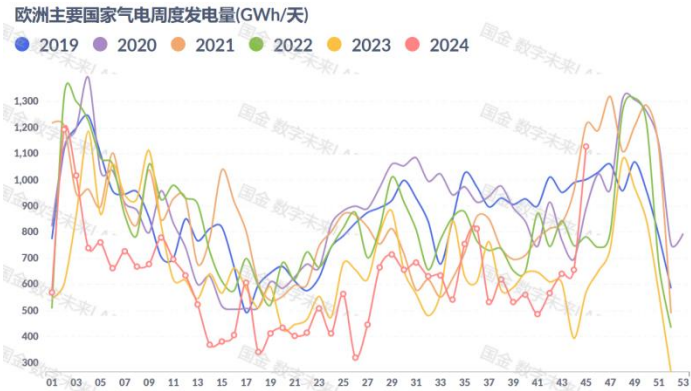
来源: Refinitiv, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表30: 欧洲主要国家本地分销区消费者天然气消费量同比大幅增长



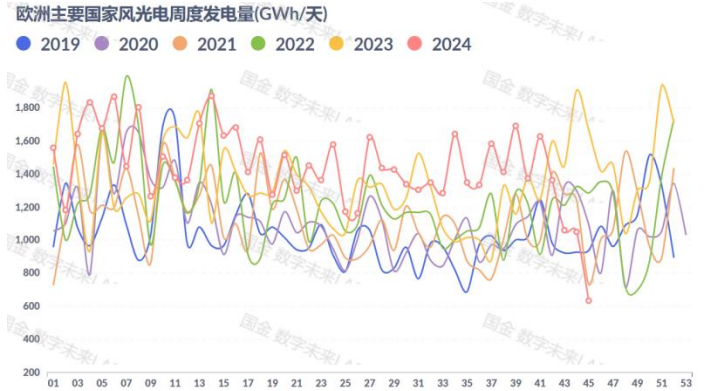
来源: Refinitiv, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表31: 欧洲主要国家气电发电量



来源: Refinitiv, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表32: 欧洲主要国家风电发电量



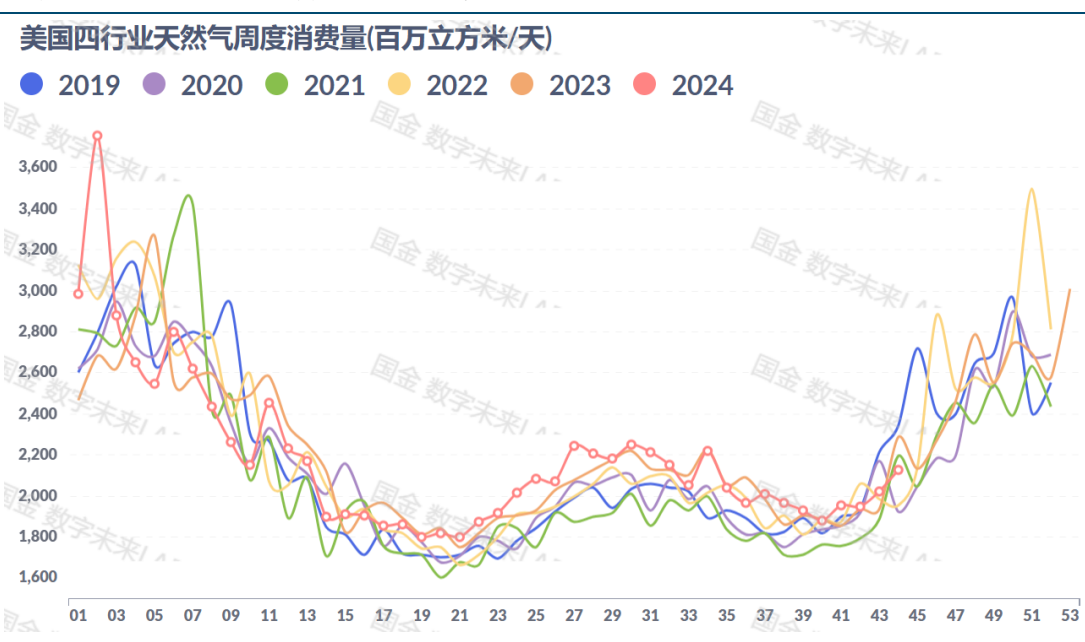
来源: Refinitiv, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

美国天然气秋冬旺季即将开启

在截至11月9日的一周内,四行业天然气消费量为21.28亿立方米/天,同比下降6.96%。



图表33: 美国天然气消费淡季接近尾声



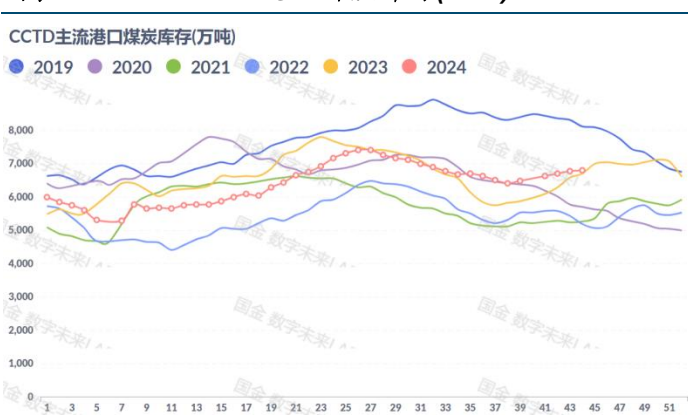
来源: Refinitiv, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

煤炭数据更新

国内煤炭库存偏高

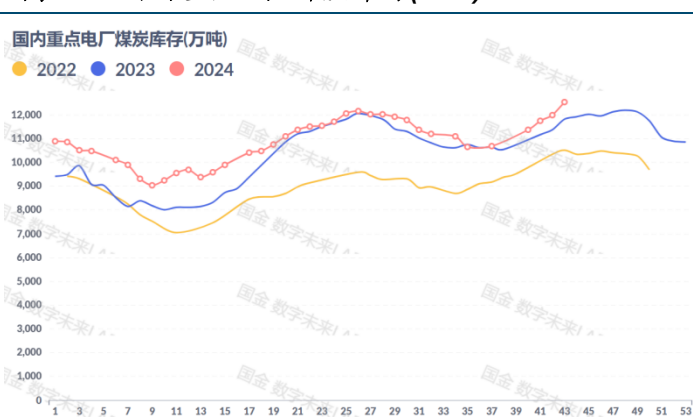
港口和电厂煤炭库存均偏高, 电厂库存增长较快。截至 2024 年 11 月 4 日, CCTD 主流港口库存为 6802.7 万吨, 同比增长 1.40%; 截至 2024 年 10 月 31 日, 重点电厂库存为 1.25 亿吨, 同比增长 6.04%。

图表34: CCTD 主流港口煤炭库存(万吨)



来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

图表35: 国内重点电厂煤炭库存(万吨)



来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

国内煤炭产量增长

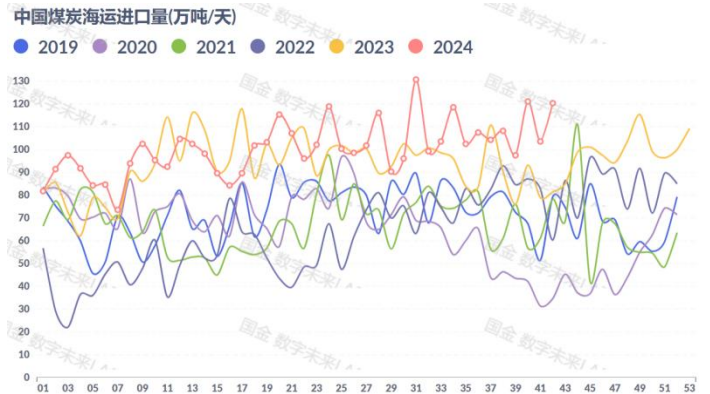
2024 年 9 月, 全国原煤产量为 4.14 亿吨, 同比增长 4.40%, 煤炭海运进口量处于历史同期最高值。



图表36: 国内原煤产量增长



图表37: 中国煤炭海运进口量(万吨/天)



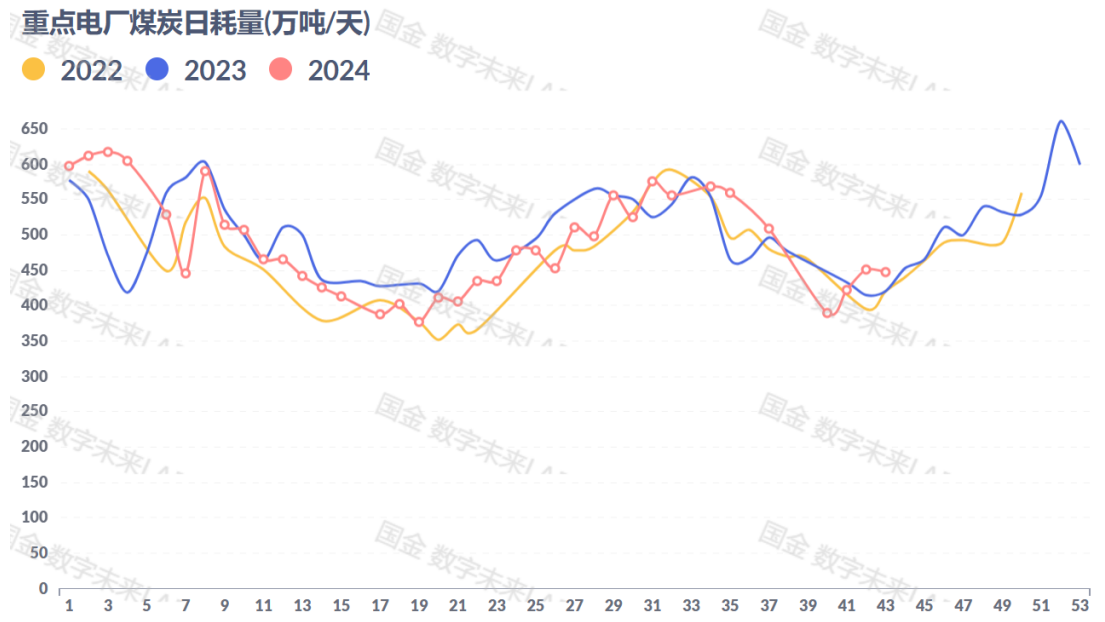
来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

来源: Refinitiv, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

电厂耗煤量增长

在截至2024年10月31日的一周内,重点电厂煤炭日耗量为447万吨,同比增长6.48%。

图表38: 重点电厂煤炭日耗量(万吨/天)



来源: WIND, 国金证券研究所, 国金证券数字未来实验室

风险提示

- 1、气温变化不及预期的风险: 夏季和冬季气温将影响煤炭和天然气需求。
- 2、经济增速不及预期的风险: 当前宏观经济运行情况复杂,若经济增速不及预期,将影响能源需求。
- 3、天然气减产规模不足的风险: 若美国天然气减产规模不足,则气价上涨将受到限制。
- 4、地缘政治变化的风险: 地缘政治对油价有较大影响。
- 5、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。

任何形式的复制、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