

证券研究报告

特朗普执政对国际原油影响研究： 整体弊大于利，基本面定价逻辑未变

有色与新材料 强于大市（维持）

平安证券研究所 有色与新材料研究团队

证券分析师

陈潇榕 投资咨询资格编号：S1060523110001 邮箱：chenxiaorong186@pingan.com.cn

马书蕾 投资咨询资格编号：S1060524070002 邮箱：mashulei362@pingan.com.cn

2024年11月14日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

核心观点：

- **回顾特朗普上一任期油价走势：适时打压油价，布油多数时间在60-70美元/桶区间震荡。**假设剔除2020年主因疫情导致的原油需求大幅下滑、油价暴跌，自2016年11月特朗普胜选到2020年1月，美国WTI油价在40-75美元/桶间、均价在57美元/桶左右，英国布伦特油价在40-90美元/桶之间、均价在63美元/桶左右，布油在特朗普执政期间仅在2018年9月、10月的少数时间超过80美元/桶，多数时间在60-70美元/桶区间震荡。特朗普执政的核心政策是低通胀，美国消费结构中能源占据较高比例，油价是影响美国CPI物价指数和PCE通胀指标的重要因素之一，因此特朗普在油价持续高于60美元/桶时会采取措施打压油价。
- **特朗普上任中长期偏空油价，短期对基本面影响有限。**从直接因素和核心利益上来说，特朗普上台对油价整体弊大于利，可能会使油价更快降至支撑线附近：1) 特朗普执政期间与石油直接挂钩的政策主要是支持美国本土传统能源开发，放松油企环保要求，美国页岩油产量增速或加快；2) 特朗普政府为对冲因减税等政策带来的潜在通胀压力，有压低油价的诉求，可能会再次向中东产油国施压要求其增产；3) 美国是原油净进口国，民众对低油价也存在较高诉求。因此特朗普执政对中长期原油基本面和油价影响偏空，但不完全利空，具体需结合实际颁布政令，我们认为基本面仍将是油价交易主线，特朗普上任后油价短期下跌更多是消息面和基本面过剩预期利空共振效果，大选落地后消息面利空渐出尽，中期预计布油震荡区间在65-75美元/桶、WTI油在60-70美元/桶。
- **特朗普执政原油供应预期变化：美国和OPEC产量增加、伊朗和委内油流出减少。**特朗普执政期间大概率再次加大对伊朗油和委内瑞拉油的制裁，预计将导致伊朗油和委内瑞拉油产量减少75-100万桶/日和10万桶/日左右；美国方面，特朗普政府支持本土传统能源开发，美国页岩油产量增幅或提升，预期2025年美国石油增幅在70万桶/日左右；OPEC+方面，特朗普可能会通过制裁等手段再次对沙特等中东主要产油国施压要求其增产，此前实施过的手段主要是公开谴责OPEC+以减产人为抬高油价、推动NOPEC法案（《禁止石油生产和出口卡塔尔法》）、利用卡舒吉事件要求沙特增产。
- **结合特朗普两届任期不同宏观经济和资源禀赋环境分析原油形势：本届任期前美国通胀和债务偏高，经济预期软着陆，原油需求偏弱；油气资源渐触峰值，产量高增缺乏动力。在宏观环境上，**本轮任期美国通胀、利率、政府债务水平明显高于上个任期，本轮任期前，全球宏观经济整体处于下行期，美联储正开启降息周期，主要为降低失业率、提振制造业等生产活动，美国经济正逐步走向软着陆，预期任期内宏观经济可能呈现宽开口的V型走势；而上轮任期前经济处于上行期，美联储正开启加息周期，主要为应对通胀问题。因此就宏观经济角度而言，上轮任期原油在需求端更具优势，呈现供需齐增状态。**在资源禀赋和生产成本上，**本轮任期美国多个页岩油主产地开采程度接近或者超过储量的一半，产量接近峰值，增长已相对缺乏动力，且随着优质矿井的不断减少，页岩油田运营成本和钻井盈亏平衡点明显逐年抬升，因此从这个角度而言，本轮任期的原油供应增幅可能不及预期，油价底部支撑方面有更大优势。
- **投资建议：**特朗普上任短期对国际原油供需影响有限，油价下跌更多是消息面和基本面过剩预期的利空共振效果，随着美国大选落地，消息面的利空渐出尽，国际原油市场将回归基本面主导。我们认为短期国际原油供需仍将维持紧平衡，中期或由紧转松；价格端，短期在供应边际扰动和地缘冲突尚难平息等因素影响下，油价尚存一定支撑，中期基于基本面趋于过剩的预期和特朗普执政偏空油价的观点，油价中枢有下移的压力。虽然国际油价面临下行担忧，但在特朗普执政期间，能源独立的重要性或将再次凸显，传统能源企业开发支出有望再次上行，我们认为油气勘探力度加大、增储上产目标明确、海外市场开拓潜力较大的头部油服企业仍具有价值挖掘空间，**建议关注：海油工程、中海油服。**同时随着国家能源安全战略的深入实施，炼化一体化项目建设的推进，三桶油作为国家能源安全的重要保障，有望持续受益于相关政策支持，**建议关注：中国石油、中国海油、中国石化。**
- **风险提示：**1) 宏观经济走弱导致需求不振的风险；2) 供应扰动的风险；3) 货币政策的不确定性；4) 地缘局势的不确定性；5) 能源迭代的风险。



1 特朗普任期油价和能源政策回顾与展望

1.1 油价回顾与展望：适时打压油价，对抗通胀压力

1.2 政策回顾与展望：强调能源独立，回归传统能源

2 特朗普执政对原油供应可能产生的影响

2.1 预期增产方：美国加大开发，欧佩克受压增产

2.2 预期减产方：美对伊朗油和委内油制裁或加严

3 结合两届任期的不同环境分析油价走势

3.1 宏观环境：本届通胀和债务偏高，经济和需求偏弱

3.2 资源禀赋：本届任期产量渐触峰值，成本边际抬升

4 投资建议和风险提示

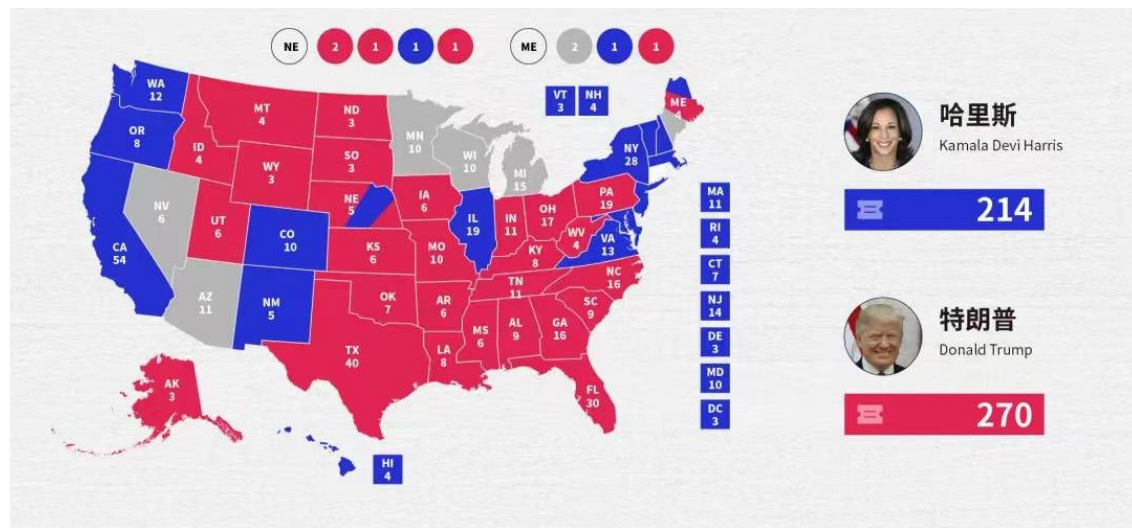
特朗普胜选美国总统，共和党高概率横扫两院，或将以压低油价抗通胀

■ 2024年11月6日，特朗普以领先票数锁定胜局，当选第47届美国总统；同日，共和党提前拿下51个席位，锁定参议院控制权；11月13日，据CBS预测，共和党赢得众议院控制权、获得至少218个席位，出现和第115届(2016-2017年)相同的政治格局，即“特朗普当选+共和党横扫参众两院”，该局势将更利于特朗普政府推行减税、加征关税、支持传统能源企业的系列政令，预期将呈现“贸易保护-逆全球化”“宽货币-推高通胀”“宽财政-高赤字”“回归传统能源”“制造业回流”“美国本土经济回温”的政策效果，同时为解决“抗通胀”的政治主张和实际政策更易做高通胀的矛盾，特朗普政府可能会采取打压油价、降低监管成本等来对冲潜在的通胀压力。

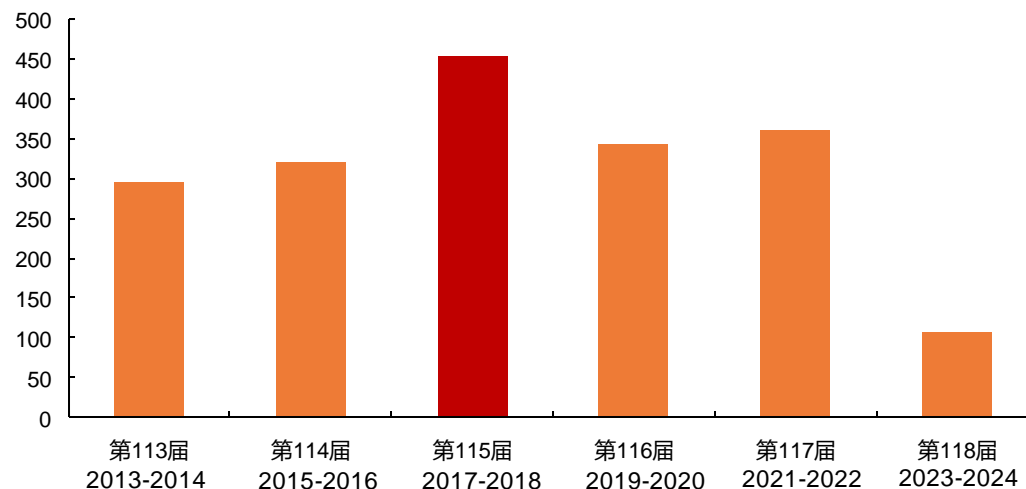
特朗普政府主要政治主张



特朗普以270票胜选新任美国总统



历届美国国会两院通过的法案和决议数量 (件)

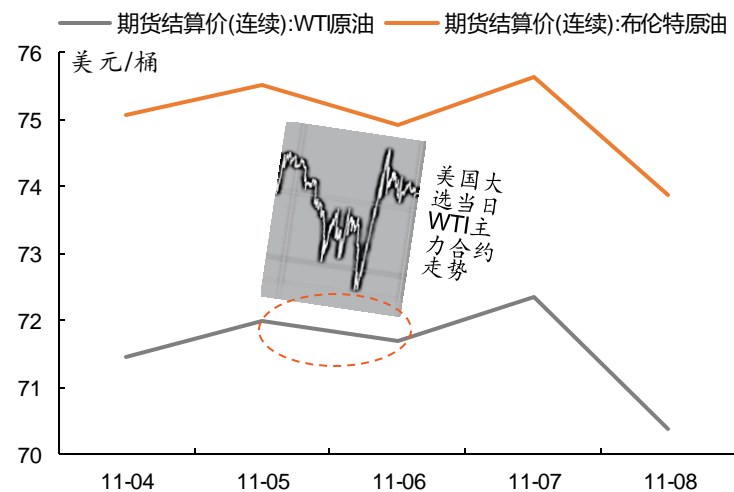


资料来源: legiscan, 《2024年大选共和党党纲》, 财联社, 平安证券研究所

1.1 特朗普上届任期油价回顾：适时打压油价，布油均价在63美元/桶

- 回顾特朗普上一任执政期油价走势：假设剔除2020年因疫情导致的原油需求大幅下滑、油价暴跌，自2016年11月特朗普胜选到2020年1月，美国WTI油价在40-75美元/桶之间、均价57美元/桶左右，英国布伦特油价在40-90美元/桶间、均价63美元/桶左右，布油在特朗普执政期间仅在2018年9月、10月的少数时间超过80美元/桶，多数时间在60-70美元/桶区间震荡。特朗普执政的核心政策是低通胀，美国消费结构中能源占据较高比例，油价是影响美国CPI物价指数和PCE通胀指标的重要因素之一，因此特朗普在油价持续高于60美元/桶时会采取措施打压油价，上一任执政期间特朗普曾于2018年4月油价持续上行期在社交平台公开指责OPEC“人为抬高油价”，抨击沙特减产计划，意图对产油国施压增产，促使油价回调。
- 本届美国大选当日，WTI连续期货合约呈现深V型走势，冲低后快速反弹，体现出一定韧性，随着美国大选结果的落地，消息面的利空渐出尽，国际原油市场或将回归基本面主导，特朗普执政对原油供需的影响偏远期且不完全利空，具体需结合实际颁布的政令。

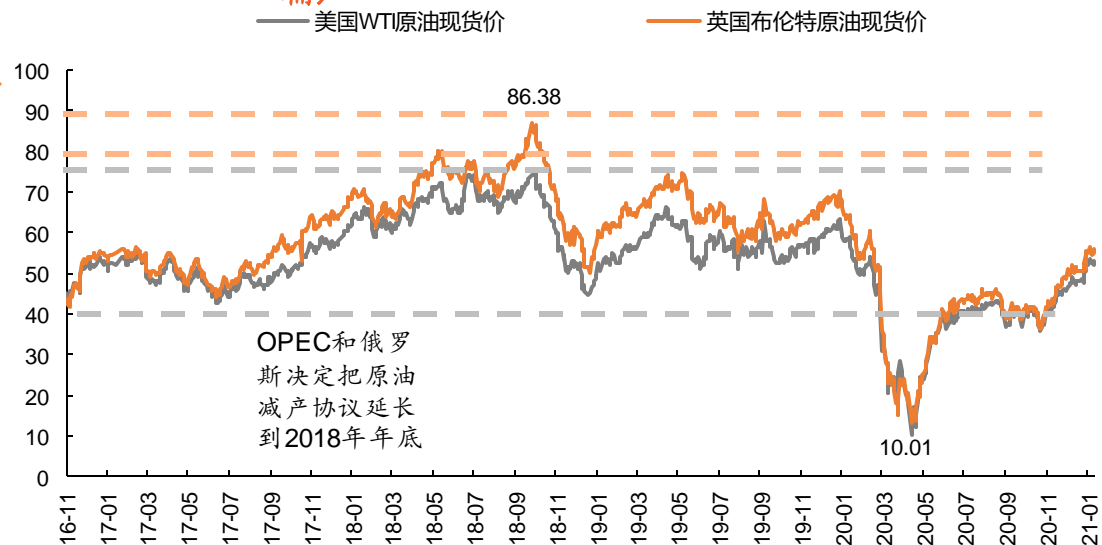
美国大选当周WTI和布伦特油主力期货走势



国际油价走势（美元/桶）



特朗普上一任执政期国际油价走势（美元/桶）



资料来源：wind，平安证券研究所

1.1 特朗普上台对国际原油利弊分析：整体弊大于利，短期对供需影响有限

- 综合各方面因素判断，从直接影响因素和核心利益上来说，特朗普执政期间与石油直接挂钩的政策主要是主张加大美国本土传统能源开发，油企加大资本开支、美国页岩油加速开采或将带来国际原油供应增长；同时，美国作为原油净进口国，民众对低油价有一定诉求，且特朗普政府为对冲减税等政策导向的潜在通胀压力，可能再次向中东产油国施压，在油价持续高于60美元/桶时适时打压油价，就目前73美元/桶左右的布伦特油价而言，特朗普上台对油价影响弊大于利，但页岩油开发渐触资源瓶颈、边际成本上行，为不造成油企亏损，油价底部支撑正逐渐上移。
- 我们认为基本面仍将是油价交易主线，特朗普执政短期对原油供需影响有限，更多是消息面和基本面过剩预期的利空共振效果，市场对汽柴油消费下滑的担忧和对中国经济复苏的不确定性导致原油需求预期被多次下调，而以美国为代表的美洲国家产量持续增加和OPEC+逐渐退出220万桶/日自愿减产、恢复增产带来的供应增量更是加剧了基本面过剩担忧。综上，从中期来看，基于基本面趋于过剩的预期和特朗普执政偏空油价的观点，预计2025年油价中枢同比下移5-10美元/桶，布伦特油价格在65-75美元/桶、WTI油价格在60-70美元/桶区间震荡。

特朗普上台对国际油价的利与弊

影响层面	利	弊
地缘政治方面	巴以冲突加剧的风险可能升温： 从政治利益、宗教信仰角度，特朗普可能会继续支持以色列，这将会加剧中东地缘动荡，从而使国际原油重新体现出地缘风险溢价	特朗普政府可能减少或中断对乌援助： 特朗普对美国在乌克兰的干预持怀疑态度，在此前多次演讲中都明显表现出对乌克兰战争的不耐烦，特朗普上台后，俄乌战争可能会加速走向终结
基本面-供应端	流通在市场上的伊朗油和委内瑞拉油预计会减少：特朗普执政期间对伊朗和委内瑞拉严格执行二级制裁（不仅限制本国炼油商和贸易商购买对方原油，任何第三方国家购买也可能受到制裁），拜登执政期间对伊朗和委内瑞拉制裁有所放松，特朗普上台后大概率会再次加强对两国的制裁，预期将有约75-100万桶/日伊朗油产量收缩	石油巨头是特朗普的核心支持者，因此特朗普上台预期会再次对油企进行补贴支持，松绑环保监管、降低开发成本，鼓励油企加大资源开发；结合前文对特朗普上一任执政期的能源政策，预计大概率会再次出台相关政策加快美国本土油气等传统能源的开采，美国页岩油产量增速或将加快，预计增幅可能在50-70万桶/日
基本面-需求端 (相对间接)	1) 强调美国优先，主要通过减税、加征关税和货币政策调整来促进美国本土制造业复兴，鼓励美国国内的投资和消费，有利于提振美国经济，从而刺激原油需求；2) 强调能源独立，曾表示若再次当选，将立即补充战略石油储备，该举措有望增加美国原油需求	特朗普主张“美国优先”，大概率会继续实施较激进的国际贸易保护政策，再次开启贸易战，特别是对中国的贸易制裁，采取加征高额关税等贸易保护措施，这可能损害全球经济增长和原油需求，对中国成品油需求和出口造成一定打击
宏观经济方面	回顾特朗普上一任期，主要通过减税、放松监管、推动基建等政令刺激经济，这可能会较大程度刺激美国本土经济实现增长	特朗普政府主张做低通胀，但加大国内减税、对外加征关税等政策导向或放缓通胀降幅乃至推高通胀，因此可能会通过压低油价对冲潜在通胀压力；同时，美国是原油净进口国，民众对低油价存在一定诉求。此外，油价走势多数时间与美元指数呈现较强负相关性，强美元相对利空油价；特朗普政府计划实施激进的贸易保护措施，对外加征高关税或将推动美元走强，利空以美元计价的大宗商品价格

资料来源：2024年共和党党纲，美联社，The White House，平安证券研究所整理

1.1 特朗普新任执政期间较高概率会再度打压油价对抗潜在通胀压力

■ 根据特朗普政府拟实施的政策初步判断可能导向的结果：美国通胀面临再次走高的潜在风险，美元走强的概率偏高；利好美国本土经济，不利于贸易全球化。上述结果对油价的影响：一方面强美元利空以美元计价的原油等大宗商品价格，另一方面为对冲潜在的通胀压力，特朗普政府可能再度打压油价。具体来看，特朗普政府政策主张偏激进的贸易保护主义，强调“美国优先”，通过高关税促使制造业回流、增加国内就业机会；力推减税政策刺激消费，拉动经济增长；同时可能会采取主动压低美元以提振出口，改善美国贸易赤字；在能源方面，支持加大美国本土传统能源开发，放松环保监管，主张压低油价缓解通胀压力，而对发展绿色能源持怀疑态度；同时支持基础设施建设，致力于推动制造业等产业回流。

◆ 特朗普和哈里斯政策主张对比

	★ 特朗普	通胀	经济增长	哈里斯
地缘	减少美国在海外的军事参与，减小对乌克兰的支持，或将加快俄乌冲突的结束；但可能继续支持以色列，加剧中东局势动荡			延续拜登的政策，继续支持乌克兰和以色列，需警惕地缘风险的扩大
外交/贸易	1) 主张贸易保护，重新对中国等加征高额关税，挑起中美贸易摩擦；2) 重新对伊朗和委内瑞拉进行严格的二级制裁；3) 拒绝TPP协定，战略性追求《美墨加协定》等条款	↑↑	↓	强化非关税壁垒，针对重点产业实施“友岸外包”战略。1) 对中国基本保留原定关税；2) 继续对伊朗和委内瑞拉持宽松态度，不会进一步制裁其石油供应
移民	采取更严厉的反移民措施，遣返非法移民			确保边境安全，改革庇护制度，扩大合法移民
财政/税收	继续推进规模化减税：①主张让2018年的《减税和就业法案》永久化；②减少联邦支出和监管；③进一步取消小费税；④将企业所得税从当前的21%降至15%，激励企业加大资本支出	↑	↑↑	降低中低收入家庭税收负担，针对富人阶级加税：①提议针对中产阶级家庭和低收入者减税，扩大儿童税收抵免额度；②计划将企业税率从现行的21%提高至28%；④主张提高富人个人所得税率，可能对高收入者增加资本利得税
美元/汇率	前期对外加征高关税等政策有较高概率促使美元走强，后续可能通过财政干预和向贸易伙伴国施压等手段主动压低美元，以提振出口和提升美国制造业在全球竞争力，从而改善贸易赤字	↑↑	↑	哈里斯关税政策和贸易保护措施相对温和，美元需求增长或放缓，无明确以汇率为目标的表态，长期美元或维持强势。
能源	支持加大美国本土传统能源开发，放松环保监管，压低原油价格；对电动车和绿色能源持怀疑态度，反对发展新能源，可能减少对电动车的联邦补贴，甚至削减对电动车充电基础设施的投资	↓	↑	对传统能源产业持严格限制态度，可能会通过增加环保监管、限制开采许可和取消补贴等方式逐步减少美国对传统能源的依赖。大力发展新能源，扩大清洁能源劳动力
基建	支持基础设施投资，瞄准道路、桥梁、海港和新兴技术相关的基础设施	↑	↑↑	支持基础设施投资，继续推进《两党基础设施法案》，促进供应链回流
制造业	计划通过将关键供应链带回美国，禁止将工作外包的公司与联邦政府开展业务等措施，推动制造业回流美国	↑	↑↑	制定“美国前进”战略，投资新兴技术以及实现传统产业的现代化转型

资料来源：2024年共和党党纲，美联社，民主党官网，CNBCNews，平安证券研究所

1.2 特朗普上届任期传统能源政策回顾：支持传统能源开发，松绑环保监管

- 回顾特朗普上一轮执政期间的能源政策：特朗普政府倾向于支持本土传统能源开采，松绑环保监管，降低能源成本，最大化利用国内资源，降低对外国石油的依赖，强调能源独立。据我们梳理，特朗普上届执政期颁布了多项利好传统能源开发而不利于环境保护和新能源发展的政令，例如提出“美国优先能源计划”，废除气候行动计划，减少对价值50万亿美元的化石能源生产活动的限制，支持大规模勘探开发美国国内丰富的油气资源；签署总统备忘录，重启横跨美加的重要石油运输管道Keystone XL，同时推动完成达科他输油管道；签署“促进能源独立和经济增长”的政令，暂停实施奥巴马政府时期防止环境污染、减少温室气体排放等措施；2017年6月特朗普宣布将退出《巴黎气候协定》，根据规定，签署国只能在正式加入后三年才能申请退出，因此美国正式退出时间在2020年11月。

◆ 特朗普上一任执政期间的重要能源政策梳理

时间	政策/法案	政策内容
2017-01	美国优先能源计划	1) 废除气候行动计划、清洁水法案等对美国“有害且不必要”的政策；2) 减少对价值50万亿美元的化石能源生产活动的限制，支持大规模勘探开发美国国内丰富的油气资源，加快化石燃料如天然气、页岩油和石油的开发；3) 发展洁净煤技术，复兴美国煤炭业；4) 承诺实现能源独立，彻底摆脱从石油输出国组织（OPEC）或敌视美国利益的任何国家进口能源，同时推行与海湾盟国积极的能源关系；5) 大幅缩小美国环保署工作范围和削减其预算。
2017-01	签署总统备忘录	重启横跨美加两国的重要输油管道（Keystone XL）项目，直接推翻了奥巴马任期内否决该项目的决定；推动完成达科他输油管道（Dakota Access Pipeline）建设。2017年3月24日，正式批准Keystone XL输油管道建设。
2017-03	签署“促进能源独立和经济增长”的政令	暂停实施奥巴马政府时期防止环境污染、减少温室气体排放等措施，同时放松美国化石能源开采限制，取消对出租联邦土地用于煤炭开采的禁令。行政令还要求重新评估奥巴马《清洁电力计划》（该计划是奥巴马政府2015年推出的一项减排政策，要求美国发电企业到2030年将碳排放量在2005年的基础上减少32%）。
2017-06	退出《巴黎气候协定》	特朗普在讲话中称，他深切关注环境议题，“但无法支持一项惩罚美国的协定”。他认为巴黎协定是“一项对美国企业不利的协定”，强调退出协定是为了维护美国劳工的尊严。根据《巴黎协定》规定，签署国只能在正式加入后三年才能申请退出。而在过一年之后，退出才能生效，因此美国最快在2020年11月正式退出。

1.2 特朗普上届任期传统能源政策回顾：支持传统能源开发，松绑环保监管

◆ 特朗普上一任执政期间的传统能源政策梳理（续表）

时间	政策/法案	政策内容
2017-04	签署“执行美国优先离岸能源战略”政令	重新评估奥巴马政府颁布的大西洋、太平洋和北极水域钻探禁令，以加大海洋油气开采力度。美国内政部将重新评估并修改奥巴马政府制订的2017年至2022年外大陆架油气发展计划，包括取消奥巴马离任前颁布的北极部分地区永久性禁止油气钻探的禁令。美国商务部则将停止设立或扩大海洋保护区，并重新评估过去10年设立或扩大的海洋保护区。
2017-05	《美国优先海上能源战略》行政令	美国内政部将重新评估并修改奥巴马政府制定的2017-2022年外大陆架油气发展计划，将近海油气钻探延伸至北极地区和其他一些不受限制的地区，包括取消北极部分地区永久性禁止油气钻探的禁令。
2017-07	海洋能源管理局（BOEM）批准意大利埃尼油气公司-美国分公司的钻井计划	该计划是搁置十年的租赁钻井计划协议，埃尼公司旗下美国分公司将成为自2015年以来首个在阿拉斯加州联邦水域开采石油的能源公司。此次计划得以批准的条件是埃尼公司已获取其他州政府以及联邦政府的许可，而在过去情况下，一般只需获得BOEM的批准即可。
2017-10	正式宣布将废除奥巴马政府推出的气候政策《清洁电力计划》	10月10日，美国环境保护局局长斯科特·普鲁伊特签署一份文件，宣布将废除此前奥巴马政府推出的《清洁电力计划》。就普鲁伊特最新签署的这份文件，美国环保局专门发布声明称，经过对《清洁电力计划》的仔细审查，发现该计划超越了法律赋予环保局的权限。该声明还指出，废除《清洁电力计划》将有助于更好利用美国的能源资源，减少不必要的监管障碍。
2018-08	美国环保局发布“平价清洁能源”计划	“平价清洁能源”计划将赋予各州更宽泛的权限，让它们自行决定如何限制二氧化碳和其他温室气体排放，这项计划着重点是提高火力发电厂效率、允许各州在改善环境前提下降低“无效合规成本”。
2019-03	白宫发布2020年预算提案	提议取消电动车购买者的联邦税收抵免和对可再生能源的补贴。特朗普政府表示，优惠政策的削减将在未来十年内为联邦政府节省25亿美元开支。
2020-03	发布新的汽车排放标准	宣布终结奥巴马时期所采用的美国汽车排放标准，要求汽车制造商到2026年每年提高1.5%的燃油效率，而不是之前的5%。
2020-08	美国国家环境保护局（EPA）计划取消对油气行业的甲烷排放监管	EPA正准备采取新的规则，将取消有关甲烷排放的一些监管规定，新规包括终止有关石油和天然气生产商必须拥有系统和程序来检测其系统中甲烷泄漏情况的要求。改变后的规则将适用于那些自2016年以来钻探的和自此之后开采的油井，并将最大的管道、储存点和输送系统的其他部分从EPA对雾霾和温室气体排放的监督规则中移除。

1.2 特朗普2.0能源政策展望：强调能源独立，回归传统能源

- 2024年和2016年共和党党纲相比，更强调“美国优先”，激进关税、加码减税，税收减免措施更直接、力度更大，延续“低利率-宽货币”、“低税率-宽财政”的政策主张。从特朗普竞选期间的言论可见，特朗普2.0或将采取更为激进的贸易保护主义、对外特别是对华实施更高的关税，通过限制进口和重新谈判贸易协议减少美国贸易逆差，推动制造业回流，以“美国优先论”重塑国际经济秩序，同时继续采取严格的移民控制措施，延续1.0时期的产业及能源政策，再次回归发展传统能源，强调能源独立的重要性，进一步放松行业监管降低企业监管成本。

◆ 特朗普2.0和1.0政策主张对比

	特朗普1.0	特朗普2.0
贸易保护升级	特朗普政府援引美国国内法单边启动“232”、“201”和“301”等贸易调查，单边采取大幅提高关税和投资门槛、设置贸易壁垒等贸易保护主义措施，2018年3月22日发起对华贸易战（共加征四轮关税），2018年3月宣布对进口钢铝产品加征关税。	提议对全球所有国家加征10%基准关税，对中国征收60%或更高的定向关税，对产自墨西哥的中国汽车加征100%关税；强化对中国的“第一阶段协议”中尚未完全实施的部分，要求中国履行更严格的知识产权保护、减少技术转移，并扩大对美国农业和金融市场的开放；推进《互惠贸易法案》，向任何对美国征收出口关税的国家征收同标准的“互惠关税”
继续加大减税	降低个人所得税，部分条款2025年底到期；企业所得税率从35%永久性调降至21%；实施属地税原则；允许将短期资本投资全部费用化，调整流转税	将2017年推出的《减税和就业法案》永久化，延长个税条款到期期限（2025年底到期）；进一步降低企业所得税率，从现行的21%至20%；增加遗产税免税额
回归传统能源	取消石油天然气开采禁令；放宽温室气体排放标准；退出《巴黎协定》	支持传统能源，加大美国本土油气资源开采，终止《通胀削减法》，终止民主党绿色新政，取消对电动汽车的补贴，可能再次退出《巴黎协定》等
严格移民政策	修建边境墙；限制庇护申请，要求等待庇护裁决的申请人在墨西哥停留	大规模驱逐非法移民；继续修建边境墙；加重非法入境惩罚
外交上美国优先	要求北约其他成员更多履行其支付义务，推动北约成员国分担防务费用；退出跨太平洋伙伴关系协定（TPP），要求重新协商北美自由贸易协定（NAFTA）	可能会取消对乌克兰的援助
支持数字货币和区块链产业	对加密货币持开放态度，并强调美国在全球加密货币行业中的领导地位	宽松的监管框架



1 特朗普任期油价和能源政策回顾与展望

1.1 油价回顾与展望：适时打压油价，对抗通胀压力

1.2 政策回顾与展望：强调能源独立，回归传统能源

2 特朗普执政对原油供应可能产生的影响

2.1 预期增产方：美国加大开发，欧佩克受压增产

2.2 预期减产方：美对伊朗油和委内油制裁或加严

3 结合两届任期的不同环境分析油价走势

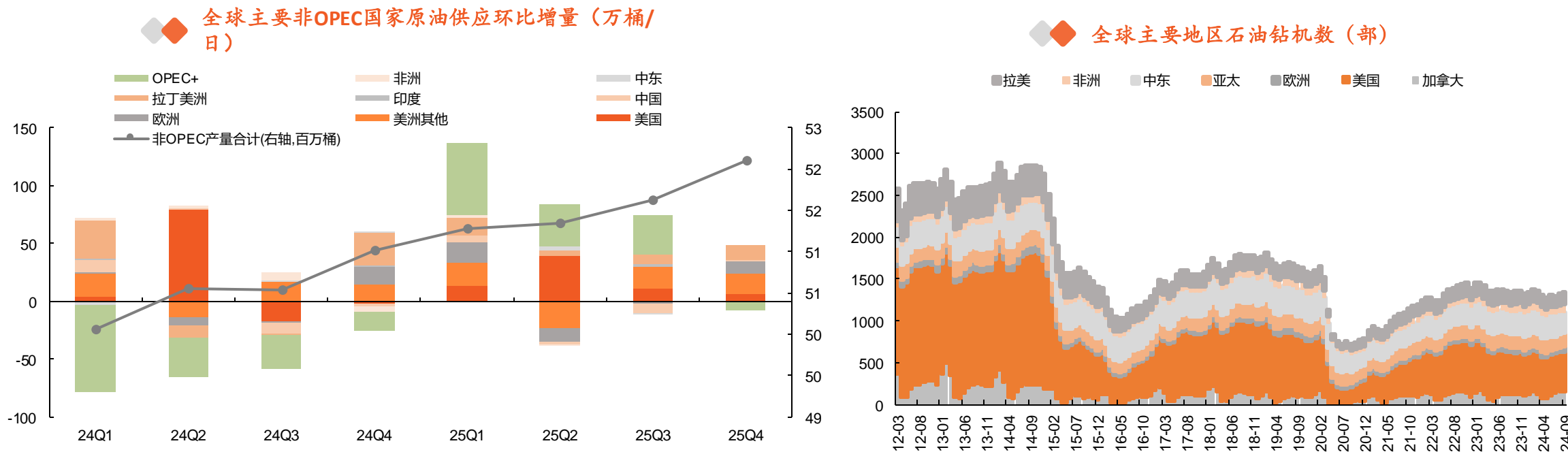
3.1 宏观环境：本届通胀和债务偏高，经济和需求偏弱

3.2 资源禀赋：本届任期产量渐触峰值，成本边际抬升

4 投资建议和风险提示

特朗普执政原油供应预期变化：美国 and OPEC 产量增加、伊朗和委内油流出减少

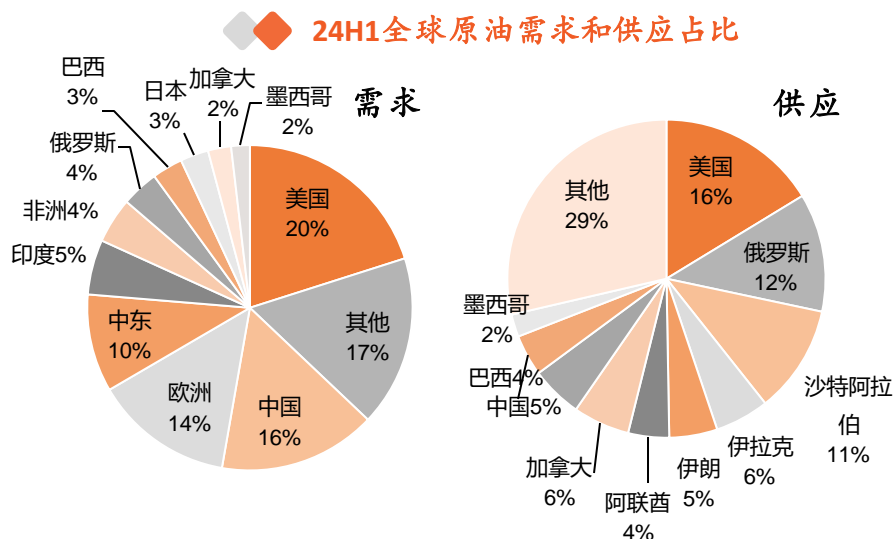
■ 机构2024年10月报原油供应预期：EIA预计2024年全球原油产量同比减少4万桶/日，2025年同比增加181万桶/日，2025年全球原油供应增量将主要来自美国和墨西哥、加拿大、巴西、圭亚那等美洲国家；OPEC预计2025年美国产量将同比增加约50万桶/日（EIA预计同比增加32万桶/日），美洲其他国家产量将同比增加约16万桶/日，非OPEC国家原油同比增加约105万桶/日（EIA预计同比增加111万桶/日）；且随着OPEC+220万桶/日的自愿减产计划逐渐退出，OPEC+2025年基础产量配额同比上调了54.2万桶/日，EIA预计2025年OPEC+原油产量将同比增加约71万桶/日。**特朗普上台后需考虑的新供应变化：**结合下文，特朗普执政期间大概率会再次加大对伊朗油和委内瑞拉油的制裁，预计将导致伊朗油和委内瑞拉油产量减少75-100万桶/日和10万桶/日左右；美国方面，特朗普政府支持本土传统能源开发，美国页岩油产量增幅或将提升；OPEC+方面，特朗普可能会对沙特等中东主要产油国施压，此前实施过的手段主要是公开谴责OPEC以减产措施人为抬高油价、推动NOPEC法案（禁止石油生产或出口卡特尔法案，旨在通过反垄断法对OPEC国通过减产抬高油价的行为进行起诉）、利用卡舒吉事件要求沙特增产等。



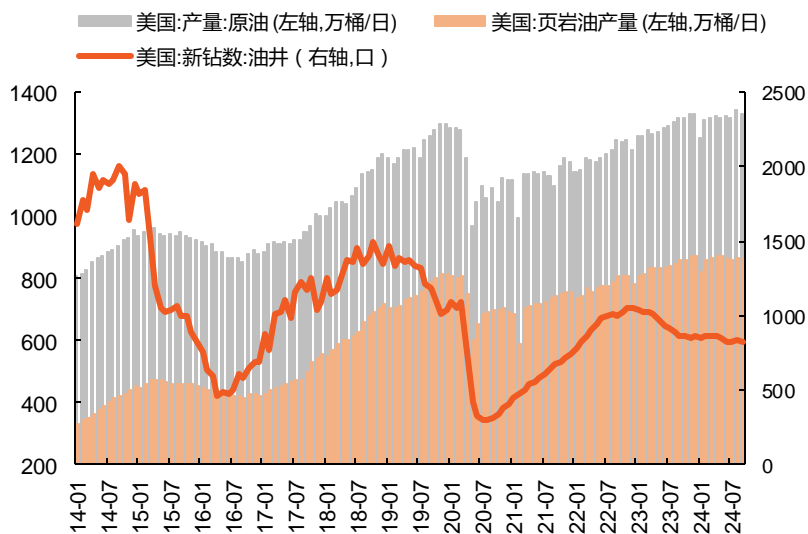
资料来源：OPEC, EIA, wind, 平安证券研究所整理，注：左图除非OPEC产量合计外其余均为左轴，单位：万桶/日

2.1 美国预期将再度加大页岩油开发，但产量增幅难及特朗普上一任期

- 美国对全球原油供需均有关键作用，是全球最大产油国和最大石油消费国。特朗普上一任期美国加大石油资源开发，增发油田勘探许可证，钻机数和新钻油井显著增加，**2016-2019年页岩油产量年复合增速超20%**，本轮任期特朗普大概率再度支持本土传统能源开发，美国原油供应增速或提升，但考虑到核心页岩油田开发度已触及乃至超过储量的50%，理论上产量难以实现上轮增幅，详见P22。
- 美国是全球第二大原油进口国（仅次于中国）、第五大原油出口国，目前仍是原油净进口国，净进口量约250万桶/日，因此从美国人民的利益角度出发，对于低油价有较强的诉求，特朗普政府也有通过压低油价对抗通胀压力的政治诉求。



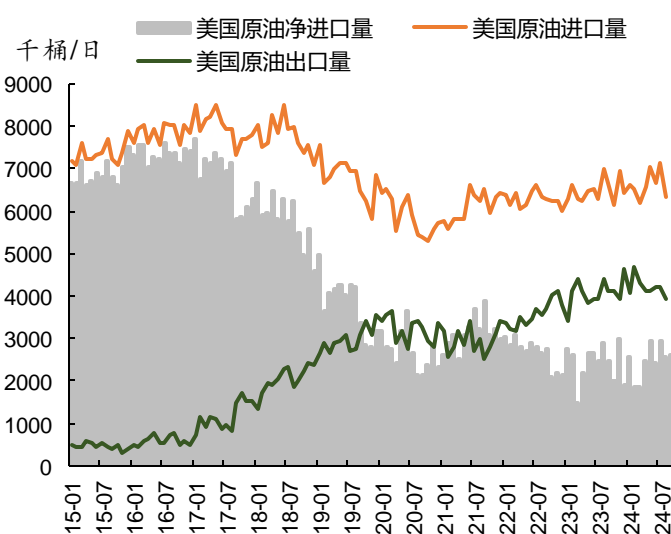
◆ 美国原油和页岩油产量及新钻井数情况



◆ 美国页岩油产区完井/新钻井/库存井数



◆ 美国目前仍是原油净进口国

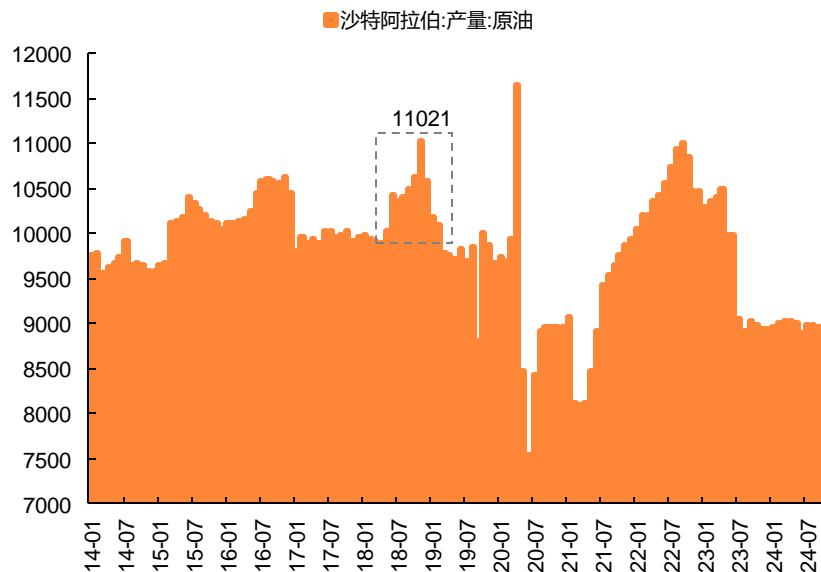


资料来源: wind, EIA, 平安证券研究所

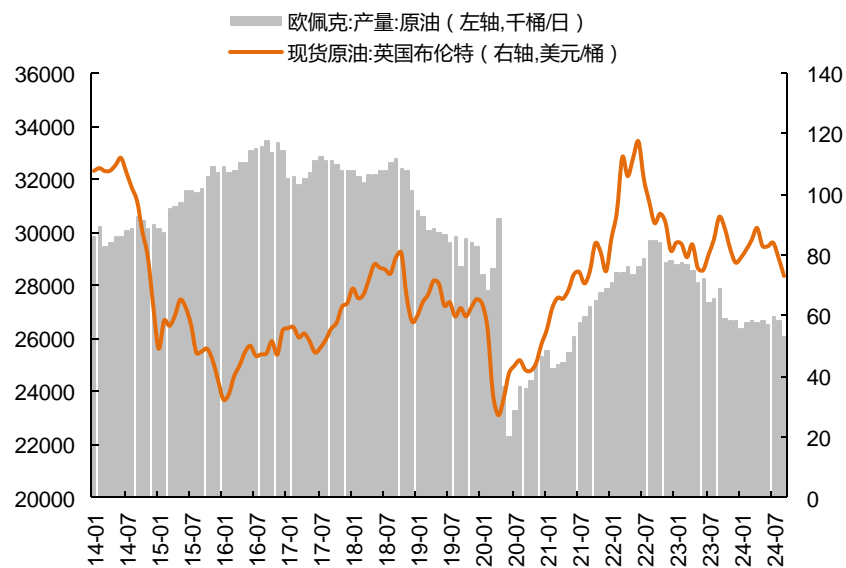
2.1 特朗普政府或对以沙特为代表的OPEC国家施压，要求其恢复增产压低油价

■ **OPEC方面**，当油价持续上涨时，特朗普可能会再度对沙特等中东主要产油国施压，要求其取消减产计划、恢复增产，从而压低油价。回顾其上届执政期间实施过的手段，主要是公开谴责OPEC以减产措施人为抬高油价、推动NOPEC法案(全称为《禁止石油生产和出口卡塔尔法》，旨在针对OPEC及其成员国进行反垄断调查和限制的法律提案，在油价上涨时，特朗普曾表示支持该法案以应对OPEC的减产政策)、利用卡舒吉事件(沙特著名记者在沙特驻土耳其领事馆遇害，特朗普亲自致电表示已制裁相关参与者，打算继续与沙特保持坚定的伙伴关系，并称沙特对油价保持合理水平做出了积极回应，此后沙特同意原油增产)给沙特施压要求其增产。

◆ 沙特原油产量 (千桶/日)



◆ 欧佩克原油产量及布伦特油价走势



◆ 特朗普上届任期对中东施压事件

2016年11月30日，OPEC+达成减产协议，OPEC国原油产量削减120万桶/日，以俄罗斯为代表的非OPEC产油国产量共削减60万桶/日

2018年5月8日，美国正式退出伊核协议，对伊朗石油出口进行制裁

2018年7月和同年11月-12月间，多次在公开平台抱怨油价过高，谴责OPEC故意减产抬高油价，与沙特等国沟通要求其增产

2019年2月7日，美国众议院一委员会批准了NOPEC法案；4月4日，美国众议院司法委员会通过了NOPEC法案，标志着美国在通过该法案上迈出了重要一步。

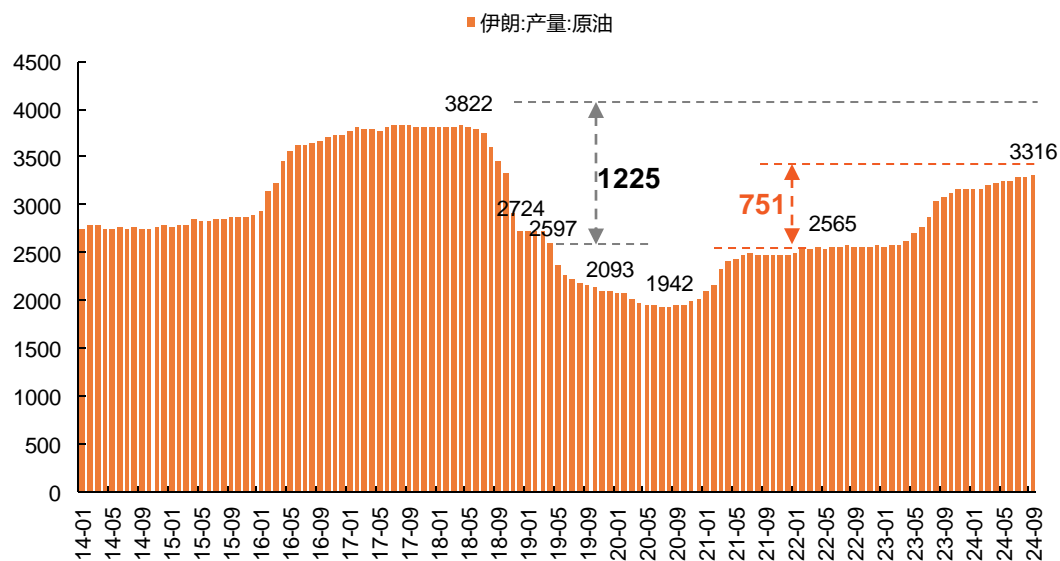
2018年10月2日，沙特著名时评记者贾迈勒·卡舒吉(《华盛顿邮报》供稿人，曾因采访本拉登在美国享有较高知名度。)在沙特驻土耳其领事馆遇害，特朗普亲自致电沙特国王，解释由于伊朗和委内瑞拉的动乱，需要沙特增加石油产量以稳定市场，沙特方面最终同意增产，2018年10月沙特产量环增100万桶/日至1102万桶/日。

资料来源: wind, OPEC, Reuters, 财联社, 平安证券研究所

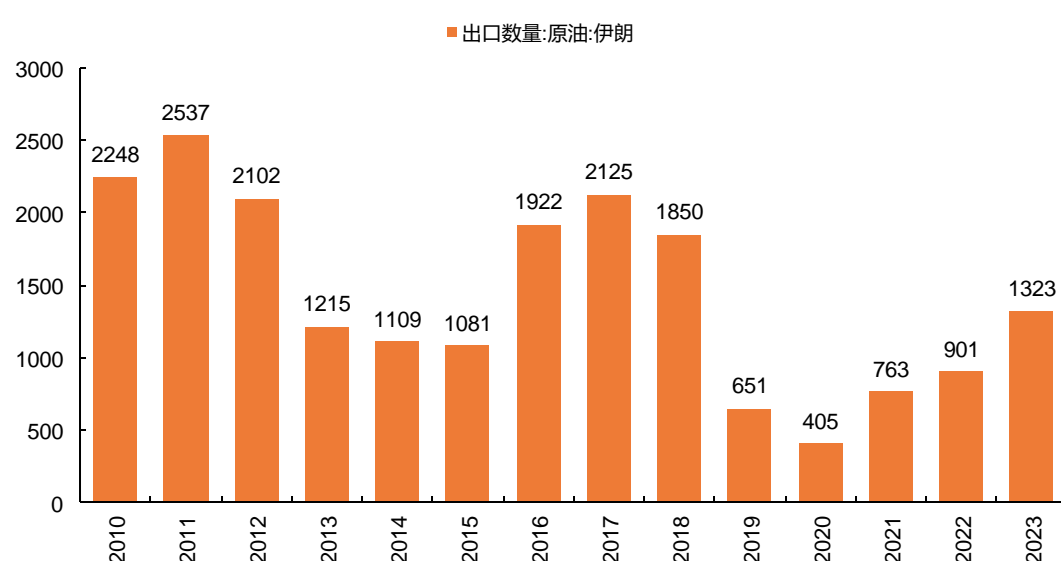
2.2 特朗普政府对伊制裁大概率重新加严，或导致75-100万桶/日伊朗油产量收缩

■ 特朗普执政期间伊朗油产量和出口量下降明显。2018年5月8日，美国单方面退出伊核协议，并在同年8月7日全面重启对伊制裁（即美方设定90天和180天两个制裁缓冲期的第一个缓冲期到期日），同年11月4日美国设定的第二个制裁到期日到来，美国将对伊朗实施更大力度的制裁，其中制裁重点是素有伊朗经济“生命线”之称的石油业，当月伊朗原油产量环比下降409千桶/日，2019年-2020年伊朗油产量和出口量均出现较大幅度的下降，出口量分别降至651.1和404.5千桶/日，同比大幅减少1198.5和246.6千桶/日，由此可见特朗普在任期间对伊朗的制裁执行严格的二级制裁（详见备注），伊朗油出口空间被严重压缩，伊朗正常的产量是380万桶/日，在特朗普执政时期伊朗的产量最低降至200万桶/日以下，但是拜登政府对伊朗石油生产和出口制裁明显放松，大量伊朗油和委内瑞拉油充斥在市场上，主要由中国山东地炼购买，拜登政府执政的近几年来，伊朗油产量和出口逐年增加，基本上到了330万桶/日、接近正常产量，特朗普上台大概率会再次加大对伊朗油的制裁，从而导致75万桶/日左右的伊朗油产量重新收缩，供应端压力的减小利好油价。

◆ 伊朗原油产量（千桶/日）



◆ 伊朗原油出口量（千桶/日）

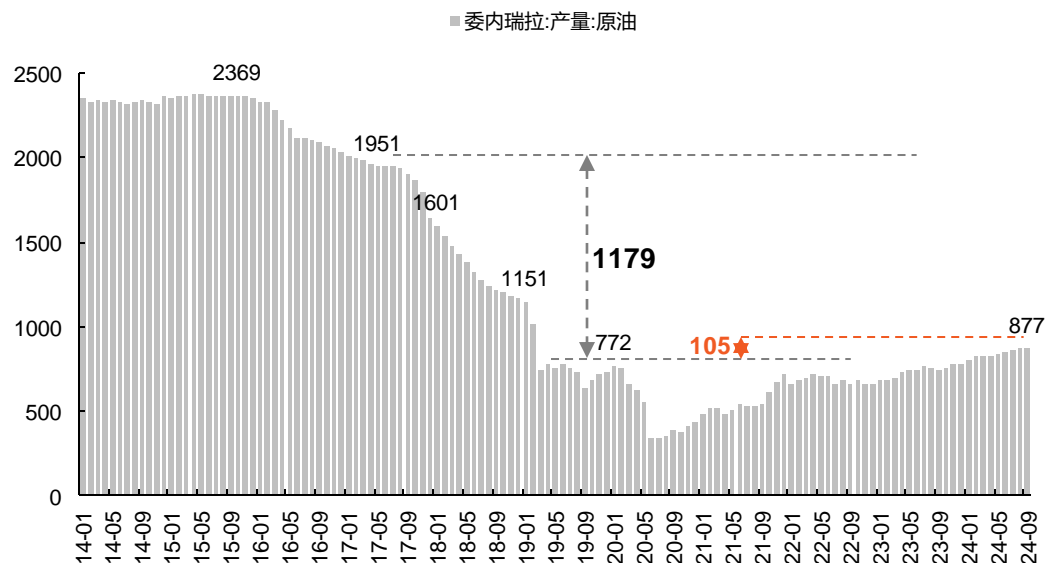


资料来源：wind，平安证券研究所，注：一级制裁一般指限制本国的炼油商和贸易商购买被制裁国家的原油，二级制裁不仅限制本国炼油商和贸易商购买对方原油，任何第三方国家购买也可能受到制裁，即“长臂管辖”

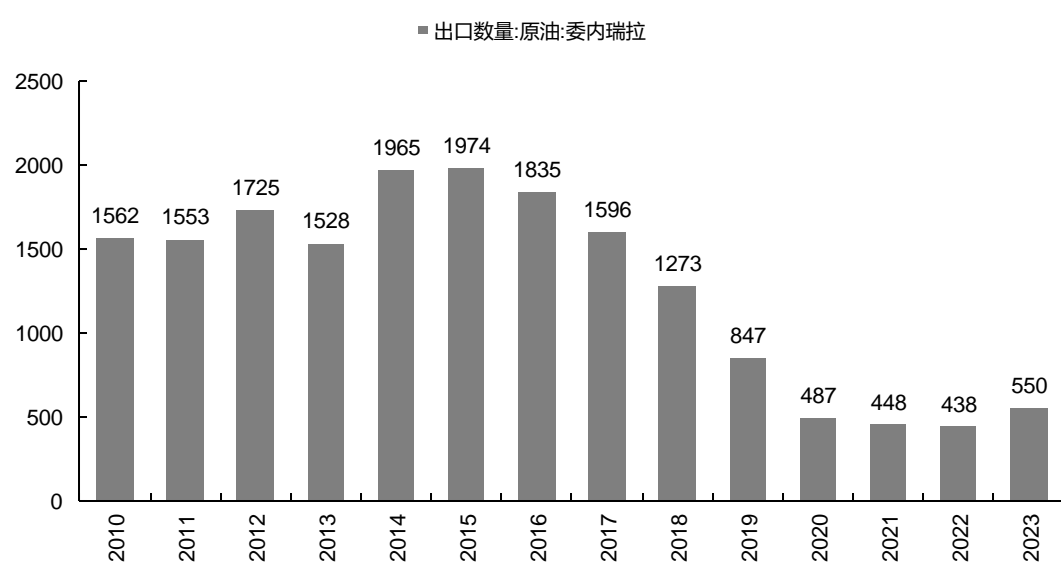
2.2 美国对委内瑞拉或再次执行严格制裁，预期导致委内油产量减少约10万桶/日

- 特朗普执政期间对委内瑞拉油实施严格的二级制裁，导致其产量和出口量大幅减少。白宫于2017年8月25日宣布，美国总统特朗普当天签署行政命令，决定对委内瑞拉政府及国有石油公司施加新一轮制裁，2017年以来委内瑞拉原油产量和出口量快速下滑，2019年末该国原油日产量降至73.5万桶/日，较2017年8月下降约120万桶/日，2017-2020年委内瑞拉原油出口量持续下滑至不到50万桶/日。委内瑞拉油产量正常在235万桶/日，特朗普执政期间其产量一度降至正常水平的1/3，但是拜登政府对其出口制裁有所放松，委内瑞拉油产量呈现小幅上升趋势，特朗普上台后预计会再次对其执行严格的二级制裁，市场上的委内瑞拉油供应大概率会再次收紧，预计会较目前87.7万桶/日产量再下降10万桶/日左右。

◆ 委内瑞拉原油产量 (千桶/日)



◆ 委内瑞拉原油出口量 (千桶/日)





1 特朗普任期油价和能源政策回顾与展望

1.1 油价回顾与展望：适时打压油价，对抗通胀压力

1.2 政策回顾与展望：强调能源独立，回归传统能源

2 特朗普执政对原油供应可能产生的影响

2.1 预期增产方：美国加大开发，欧佩克受压增产

2.2 预期减产方：美对伊朗油和委内油制裁或加严

3 结合两届任期的不同环境分析油价走势

3.1 宏观环境：本届通胀和债务偏高，经济和需求偏弱

3.2 资源禀赋：本届任期产量渐触峰值，成本边际抬升

4 投资建议和风险提示

结合特朗普两届任期的不同环境，分析油价走势可能面临的变化

- 虽然我们认为特朗普上台对油价整体影响弊大于利，但是当前的宏观经济及美国石油资源禀赋和上一任期有较大不同，因此也需结合实际情况进一步分析。首先在宏观环境上，特朗普本届任期前，美国通胀、利率、政府债务水平明显高于上个任期；今年全球宏观经济整体仍处于下行期，美联储刚开启降息周期，主要为降低失业率、提振制造业等生产活动，美国经济正逐步走向软着陆，预期特朗普任期内的宏观经济可能呈现宽开口的V型走势；而上轮任期前全球和美国经济处于上行期，美联储正开启加息周期，主要为应对通胀问题。因此就宏观经济而言，上轮任期原油在需求端更具优势，呈现供需齐增状态。其次在资源禀赋和生产成本上，本轮任期美国多个页岩油主产地开采程度接近甚至已超过储量的一半，产量接近峰值，增长已相对缺乏动力，且随着优质矿井的不断减少，页岩油田运营成本和新钻井盈亏平衡点逐年抬升，因此从这个角度而言，本轮任期的原油供应增幅可能不及预期，油价底部支撑方面有更大优势。

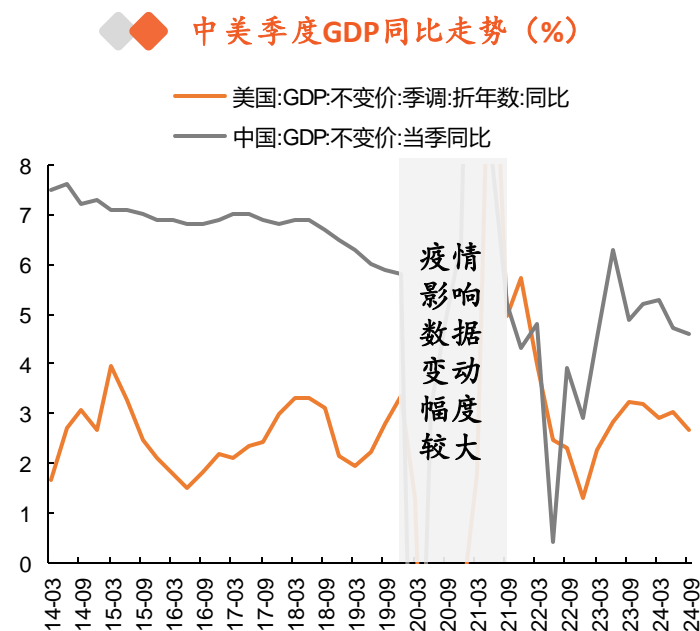
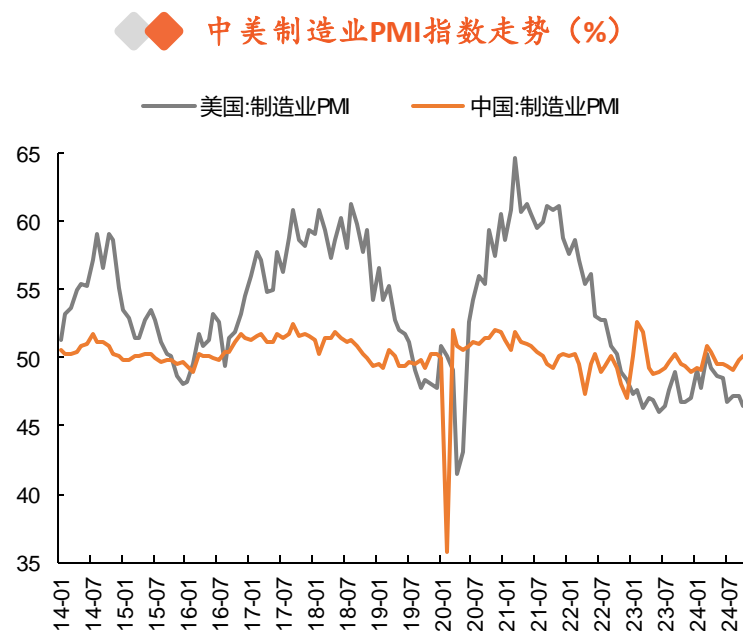
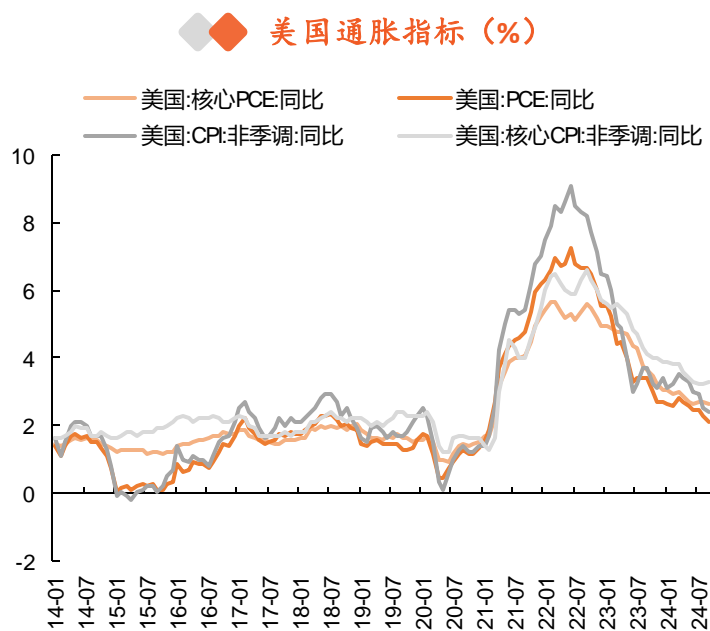
特朗普1.0和2.0宏观经济和资源禀赋等情况的不同

方面	上一任期	本轮任期
宏观经济不同	剔除疫情影响，整体呈现N型走势。2016年全球经济和制造业回暖，美国通胀回升；2017-2018年经济增长触顶，美联储继续加息，2018年中美贸易争端开启后，经济增速回落；2019年下半年美联储开始降息，2020年疫情全面爆发，全球经济衰退，美联储加速扩表。	全球宏观经济整体处于下行期，当前经济环境较上一任期前偏悲观，制造业需求和生产活动动力仍偏弱，随着降息周期的开启，美国经济正逐步走向软着陆，预期本次特朗普任期内美国经济可能呈现开口较宽的V型走势。
利率政策不同	以加息开局，应对经济中的通胀问题，2016年12月14日开启新一轮加息，至2018年12月19日结束，共加息8次、200bp；2019年中期开始降息，年内降息3次、各25bp，2020年3月受疫情影响紧急降息150bp刺激经济复苏，2020年3月-2022年3月保持0.00%-0.25%的低利率区间。	利率水平远高于上一任期：为降低失业率、提振生产活动，2024年9月美联储再次开启降息周期，年内首次降息50bp，本次任期处降息周期中，可能以预防式降息为主，推动美国经济逐步走向软着陆。
政府财政情况不同	特朗普上一任期的前三年（2017-2019年，疫情前）美国未偿国债总额逐年小幅提高，占GDP的比重较为稳定，财政赤字压力相对小；2020年疫情全面爆发后，为加速恢复经济，美国大幅扩表导致未偿债务规模持续攀升，同时在美联储高频降息、连续量化宽松政策下，美国财政赤字面临恶化，据CBO预测，2024年财政赤字/GDP为7%，到2034年达6.9%，远超过去50年均值3.7%。	
资源禀赋不同	假设剔除疫情影响下的石油需求和产量骤减期间，2016年末-2019年末美国七大页岩油田产量增幅达4094千桶/日，年复合增速高达21.36%。	本轮任期鹰福特、巴肯、二叠纪三大页岩油主产地累计开采量已接近或超过储量的50%，产量增长已相对乏力，难以达到上一任期内的增幅，即使政府再次大力支持传统能源开发，预期2025年美国石油增幅在700千桶/日左右。
生产成本增加	随着优质矿井的不断减少，美国页岩油田运营成本和新增钻井盈亏平衡点持续抬升：根据达拉斯联邦储备银行2024年一季度能源调查报告，美国主要产区现有在产油井的平均运营成本约为39美元/桶，高于2023年的37美元/桶；页岩油田新钻井的平均盈亏平衡点为64美元/桶，同比增长2美元/桶，二叠纪盆地新钻井的盈亏平衡点油价约为65美元/桶，同比提高4美元/桶。	

资料来源：Federal Reserve Board， CBO， 平安证券研究所整理

3.1 宏观环境不同：上一任期美国经济增速呈N型，本轮任期或呈宽开口V型

■ 特朗普上一任期前及任期中的宏观经济环境与当前有所不同。上一任期前：假设不考虑疫情对经济的剧烈冲击，疫情前美国经济整体呈现N型走势。任期前，2016年全球经济和制造业回暖，商品价格上涨，美国通胀回升；任期内，2017-2018年经济增长触顶，美联储继续加息，2018年中美贸易争端开启后，经济增速回落、制造业转弱，2019年下半年美联储开始降息，2020年疫情全面爆发，全球经济衰退，美联储加速扩表、紧急降息2次共150bp刺激经济修复，连续高频量化宽松导致美国通胀指数高升。本次上任前：2024年商品价格回落，美国通胀放缓，宏观经济偏弱，制造业较疲软，2024年9月18日美联储宣布降息50bp，正式开启降息周期。本次任期前的全球宏观经济整体处于下行期，当前经济环境较上一任期前偏悲观，制造业需求和生产活动动力仍偏弱，随着降息周期的开启，美国经济正逐步走向软着陆，但现阶段通胀水平仍偏高，且美国经济韧性仍存，后续美联储降息进程有较大放缓可能性，特朗普本轮任期内，美国 and 全球宏观经济增速或呈宽开口的V型走势。

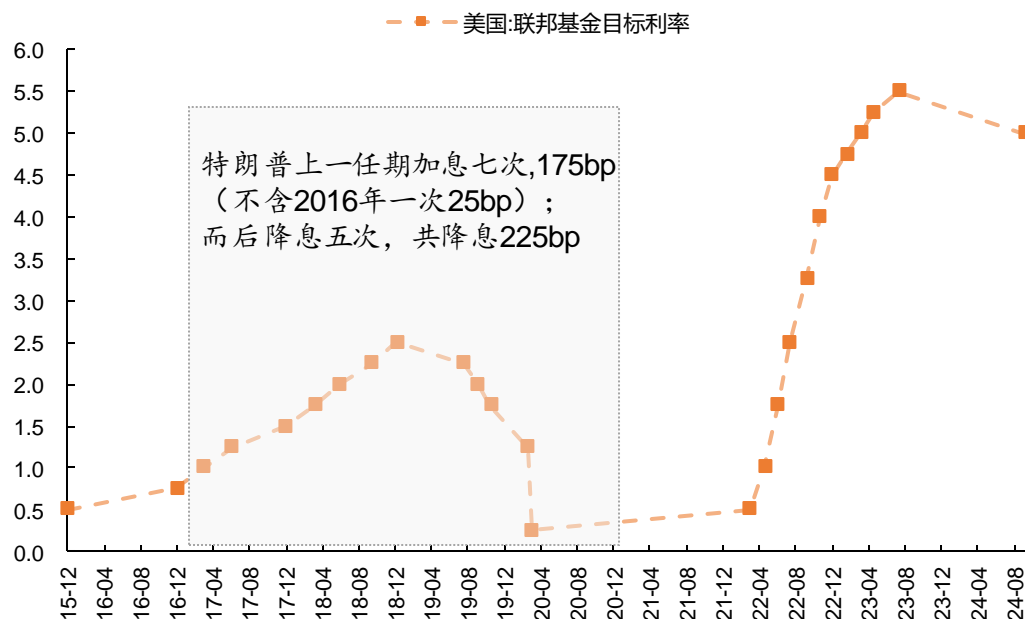


3.1 利率政策不同：上一任期以加息开局，本轮任期处降息周期

■ 回顾特朗普上一任期美联储采取的利率政策：前期实施加息政策应对经济中的通胀问题，美联储在2016年12月14日开启新一轮加息，至2018年12月19日结束，共加息8次、200bp，自2018年6月后美国经济增长逐渐放缓；2019年中期美联储开启降息，年内降息3次、各25bp，2020年3月受疫情影响紧急降息150bp刺激经济复苏，2020年3月-2022年3月的两年时间内均保持0.00%-0.25%的低利率目标区间，美国经济快速从疫情中复苏实现高速增长。在大幅降息和连续量化宽松政策下，美国通胀持续走高、未偿债务规模攀升、财政赤字恶化，为缓解严重化的高通胀问题，2022年3月美联储重新开启加息周期，2022年3月-2023年7月共加息11次、525bp，美国通胀指数逐步回落；为降低失业率、提振生产活动，2024年9月美联储再次开启降息周期，年内首次降息50bp，本次任期处降息周期中，可能以预防式降息为主，推动美国经济逐步走向软着陆。

◆ 特朗普上一任期美联储加息降息回顾

◆ 美国联邦基金目标利率上限 (%)



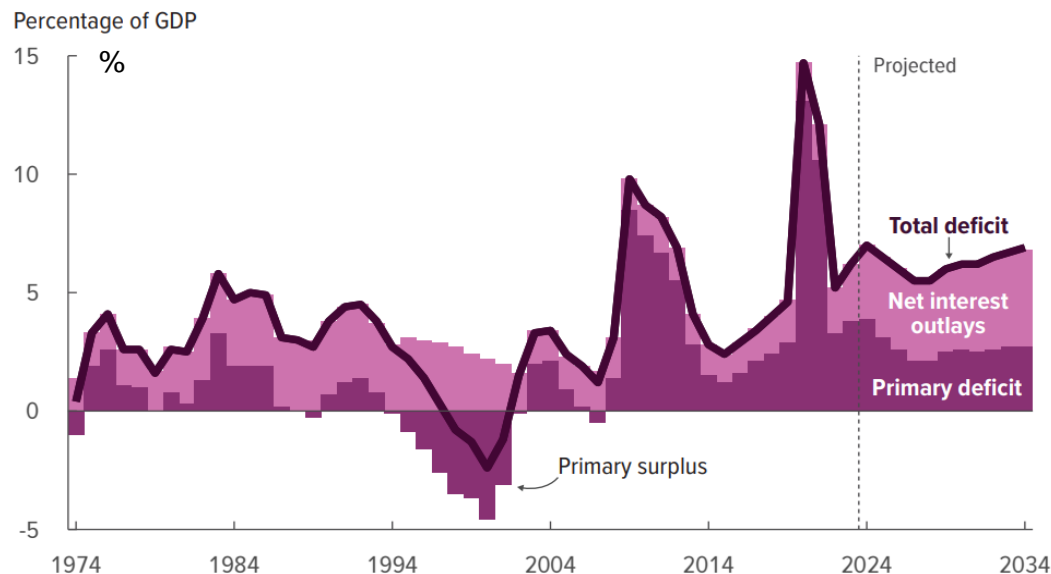
资料来源：Federal Reserve Board, wind, 平安证券研究所

时间	FFR	加息/降息
2015年12月16日	0.25%-0.50%	+25bp
2016年12月14日	0.50%-0.75%	+25bp
2017年3月15日	0.75%-1.00%	+25bp
2017年6月14日	1.00%-1.25%	+25bp
2017年12月13日	1.25%-1.50%	+25bp
2018年3月21日	1.50%-1.75%	+25bp
2018年6月13日	1.75%-2.00%	+25bp
2018年9月26日	2.00%-2.25%	+25bp
2018年12月19日	2.25%-2.50%	+25bp
2019年7月31日	2.00%-2.25%	-25bp
2019年9月18日	1.75%-2.00%	-25bp
2019年10月30日	1.50%-1.75%	-25bp
2020年3月2日	1.00%-1.25%	-50bp (主因疫情)
2020年3月15日	0.00%-0.25%	-100bp (主因疫情)
2022年3月16日	0.25%-0.50%	+25bp
2024年9月18日	4.75%-5.00%	-50bp

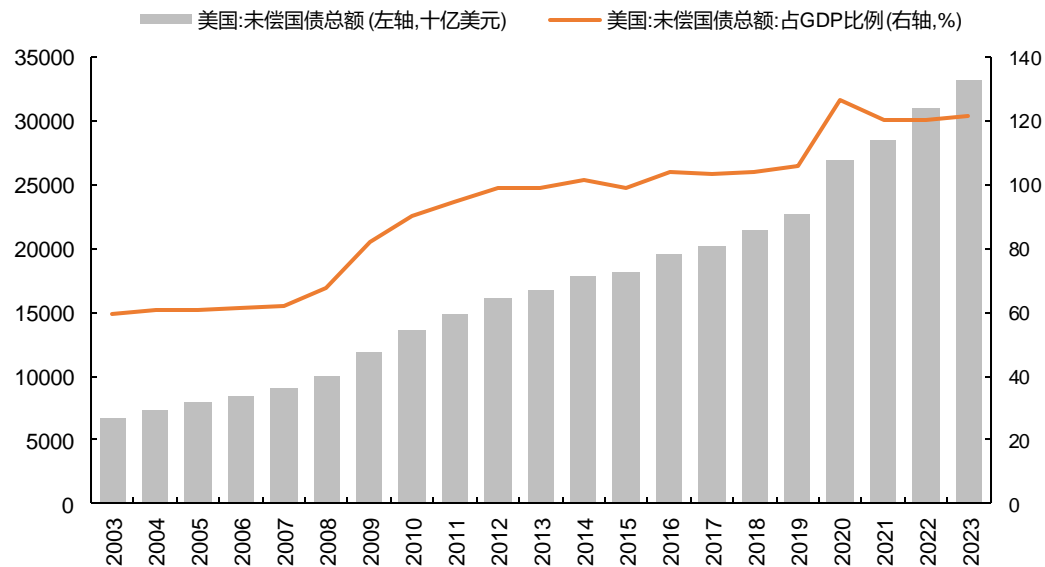
3.1 政府财务情况不同：本轮任期前财政赤字和政府债务压力显著提升

- 特朗普本轮任期面临的财政赤字和政府债务压力更大。特朗普上一任期的前三年（2017-2019年，即疫情前）美国未偿国债总额逐年小幅提高，占GDP的比重较为稳定，财政赤字压力相对小，2020年疫情全面爆发后，为加速恢复经济，美国大幅扩表导致未偿债务规模持续攀升，同时在美国联储高频降息、连续量化宽松政策下，美国财政赤字面临恶化，据CBO预测，2024年财政赤字/GDP为7%，到2034年达6.9%，远超过去50年均值3.7%。美债高企造成美元信用面临逐渐削弱的情况，全球贸易逐步呈现去法币化趋势。
- 根据2024年共和党党纲，本轮任期内，特朗普政府将继续对内实行减税政策，减轻企业和个人负担，提振本国投资和消费，但在短期内政府税收收入或将减少，美国政府财政赤字率偏高、债务压力重的现状较难改变，进而带来的利息成本负担面临加重的风险。

美国财政赤字率或面临长期高位的风险



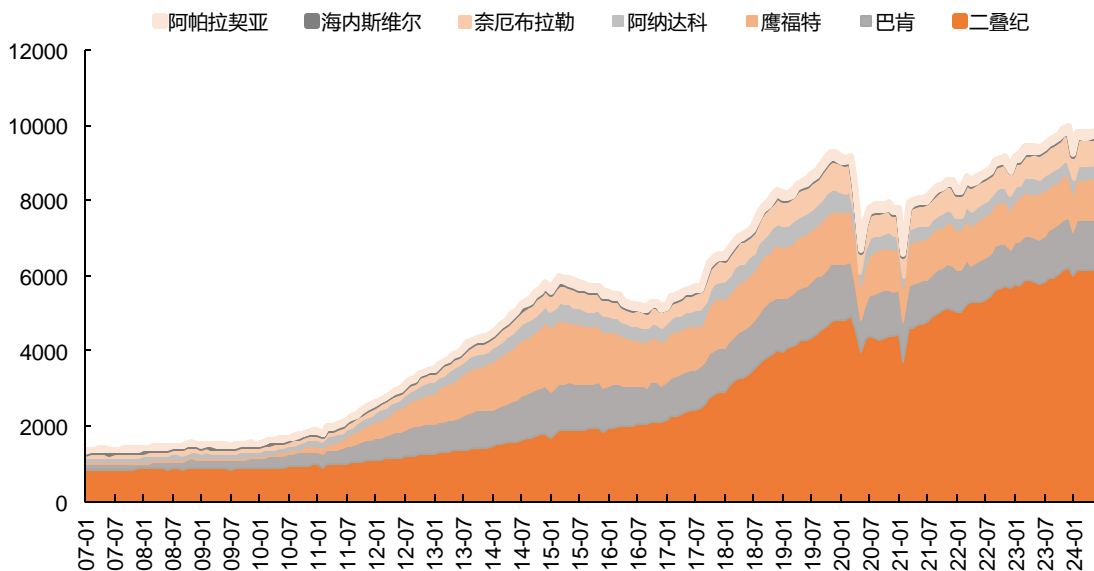
疫后美国未偿国债总额持续增加



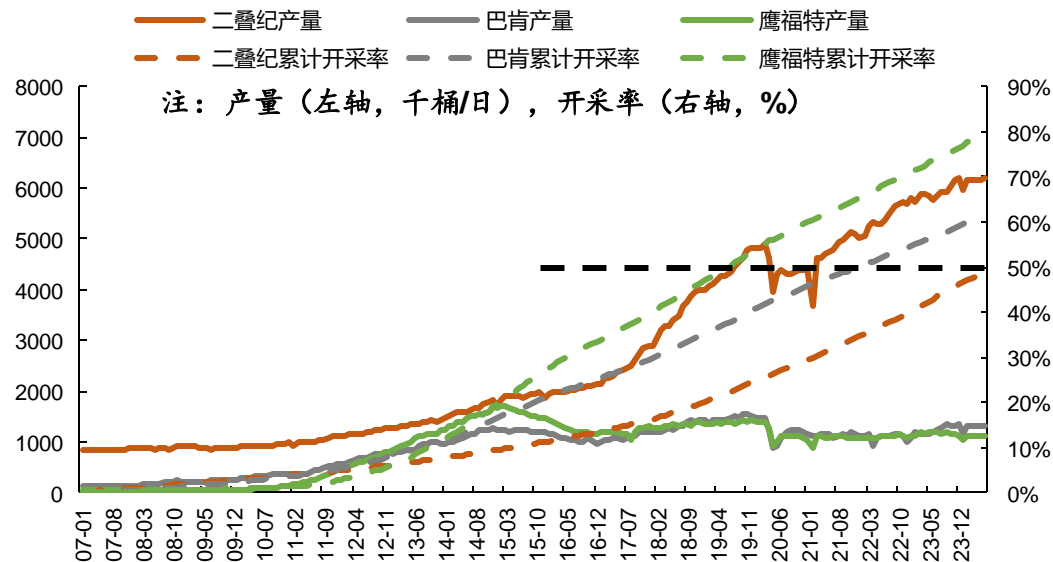
3.2 资源禀赋不同：油气资源渐触峰值，产量高增缺乏动力

- 上一任期和本轮任期美国油气资源禀赋已有所变化：美国油气资源即将到达峰值，产量已缺乏快速增长的动力。
- 特朗普上一任期出台系列利好石油开发的政策后，假设剔除疫情影响下的石油需求和产量骤减期间，2016年末-2019年末美国七大页岩油田原油产量从5199千桶/日提升至9293千桶/日，产量增幅达4094千桶/日，年复合增速高达21.4%。拜登任期内美国页岩油产量增速明显放缓，2020年末-2024年中七大页岩油田原油产量从7818千桶/日提升至9853千桶/日，增幅2035千桶/日，年复合增长6.8%。
- 根据G&R models的报告，一旦累计开采量达到可采储量的一半以上，油气盆地产量就会达到峰值，其中，美国七大页岩油田中的鹰福特(Eagle Ford)和巴肯(Bakken)可采石油储量分别为70亿桶和90亿桶，截至24H1累计生产量已达储量的79%和62%，与Hubbert的理论一致，这两个盆地在超过50%大关后，产量增长明显放缓、停滞乃至下滑；G&R预计美国最大的页岩油田-二叠纪盆地(Pemian)可采储量约340亿桶，其中140亿桶(41%)已经开采，按照目前的生产水平，到2024年底，二叠纪盆地的累计开采量将达到储量的一半，此后产量或将逐渐停止增长。因此我们认为本轮任期受到资源量的瓶颈限制，即使油企再次加大资本开支，产量也难以达到上一任期内的高增幅，假设再次出台政策大力支持传统能源开发，预计2025年美国石油增幅在700千桶/日左右。

◆ 美国七大页岩油田产量（千桶/日）



◆ 美国主要的三大页岩油田产量（千桶/日）及累计开采程度



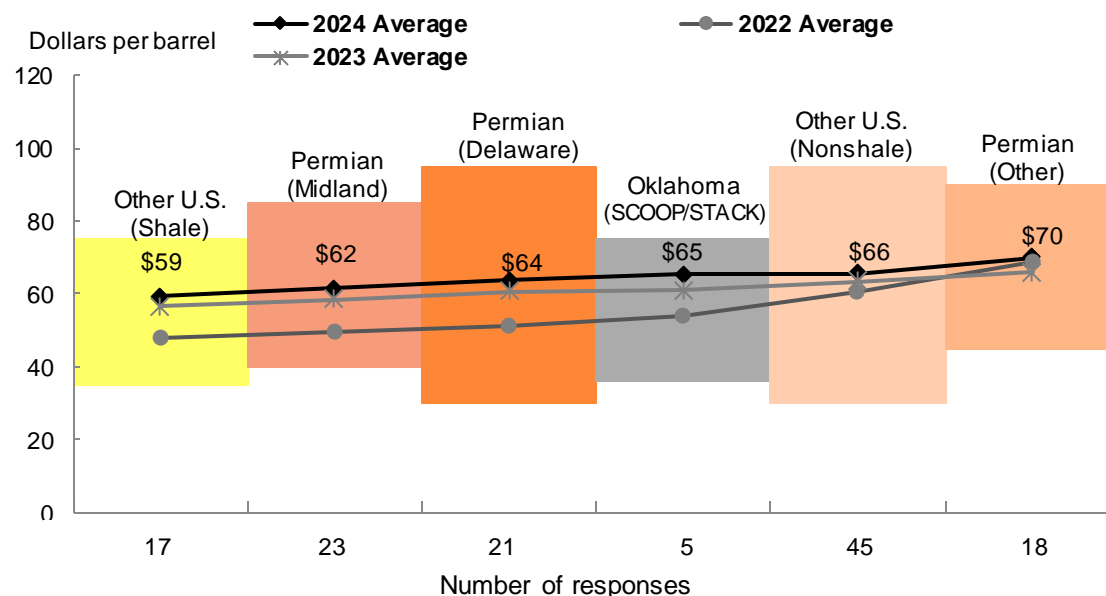
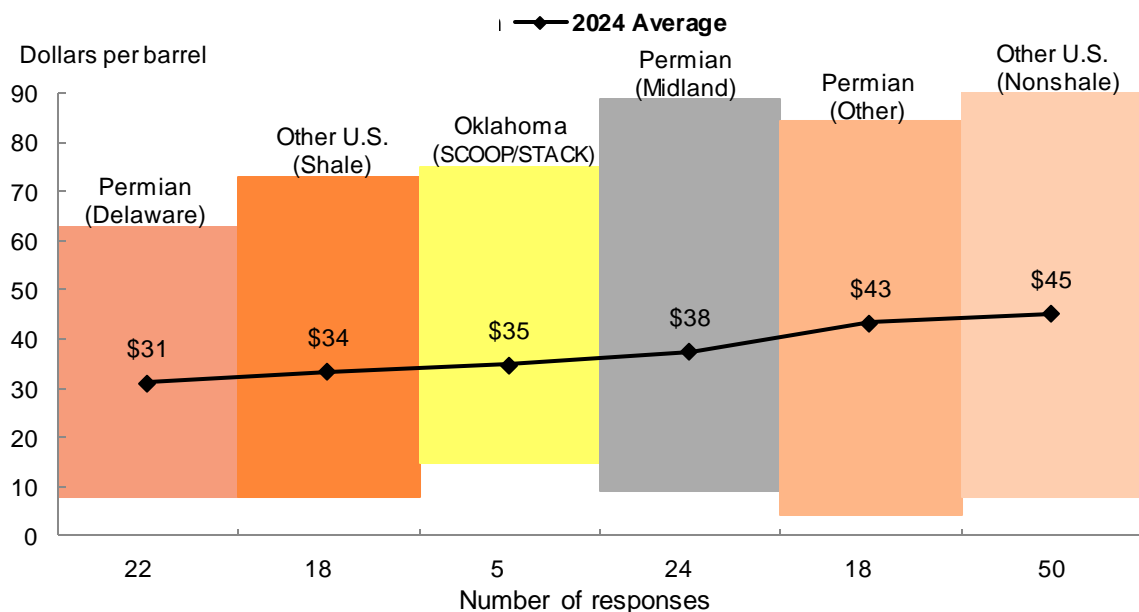
资料来源：G&R Models, wind, 平安证券研究所整理

3.2 生产成本增加：开发和运营成本边际抬升，新钻井盈亏平衡点逐渐上移

■ 随着优质矿井的不断减少，美国页岩油田运营成本和**新钻井盈亏平衡点**在边际抬升：根据达拉斯联邦储备银行2024年一季度能源调查报告，美国主要产油区现有在产油井的平均运营成本约为39美元/桶，高于去年的37美元/桶；为增加产量，二叠纪等油田水平井长度不断延伸，但是单位长度生产效率却在下降，新钻井生产成本呈现抬升趋势，2024年美国主要页岩油田新钻井的平均盈亏平衡点为64美元/桶，同比增长2美元/桶，二叠纪盆地新钻井的盈亏平衡点油价约为65美元/桶，较去年高出4美元/桶。随着优质矿井的不断减少以及主要产油区资源开发程度逐步接近峰值，美国页岩油开发和运营成本均呈现出边际抬升趋势，结合前文提及特朗普背后力量中油企巨头也是关键支持者，油企利益也是其需要考虑的因素，因此页岩油边际生产成本的抬升也将成为油价重要的底部支撑点。

◆ 主要产油区维持现有油井运营费用对应的WTI油价（美元/桶）

◆ 主要产油区新钻井实现盈亏平衡的油价（美元/桶）



注：线表示平均值，柱表示响应范围。以上是来自91家勘探和生产公司的高管在2024年3月13日至21日的调查收集期间给出的答案

注：线表示平均值，柱表示响应范围。上图是来自87家勘探和生产公司的高管在2024年3月13日至21日的调查收集期间给出的答案



1 特朗普任期油价和能源政策回顾与展望

1.1 油价回顾与展望：适时打压油价，对抗通胀压力

1.2 政策回顾与展望：强调能源独立，回归传统能源

2 特朗普执政对原油供应可能产生的影响

2.1 预期增产方：美国加大开发，欧佩克受压增产

2.2 预期减产方：美对伊朗油和委内油制裁或加严

3 结合两届任期的不同环境分析油价走势

3.1 宏观环境：本届通胀和债务偏高，经济和需求偏弱

3.2 资源禀赋：本届任期产量渐触峰值，成本边际抬升

4 投资建议和风险提示

投资建议

- 特朗普上任短期对国际原油供需影响有限，油价下跌更多是消息面和基本面过剩预期的利空共振效果，随着美国大选落地，消息面的利空渐出尽，国际原油市场将回归基本面主导，在OPEC+延长减产、中东局势暂未平息、美国飓风影响供应等事件扰动下，短期油价尚有支撑；中期来看，特朗普执政对国际原油基本面弊大于利但不完全利空，需根据实际颁布的政令分析，参考特朗普上一任期油价区间，结合不同宏观经济及资源禀赋环境，基于基本面趋于过剩的预期和特朗普执政偏空油价的观点，我们预期2025年布油价格在65-75美元/桶、WTI油价在60-70美元/桶区间震荡。综上，我们认为短期国际原油供需仍维持紧平衡，中期或由紧转松，价格端我们认为短期油价尚存较强支撑，中期油价中枢有向下的压力。
- 虽然国际油价面临下行担忧，但在特朗普执政期间，能源独立的重要性也将逐步凸显，传统能源企业开发支出有望再次上行，同时国内油气巨头通过一体化发展对冲了部分油价下行的压力，因此我们认为油气勘探力度加大、增储上产目标明确、海外市场开拓潜力较大的头部油服企业仍具有价值挖掘空间，**建议关注：海油工程、中海油服**。同时随着国家能源安全战略的深入实施，炼化一体化项目建设的推进，三桶油作为国家能源安全的重要保障，有望持续受益于相关政策支持，**建议关注：中国石油、中国海油、中国石化**。

重点公司估值表

股票名称	股票代码	股票价格 (元)	EPS(元/股)				P/E(倍)				评级
		2024/11/13	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
海油工程	600583.SH	5.59	0.37	0.46	0.52	0.60	15.1	12.2	10.8	9.3	暂未评级
中海油服	601808.SH	15.55	0.63	0.74	0.93	1.12	24.7	21.0	16.7	13.9	暂未评级
中国石油	601857.SH	8.07	0.88	0.95	0.99	1.02	9.2	8.5	8.2	7.9	暂未评级
中国海油	600938.SH	26.45	2.60	3.13	3.32	3.48	10.2	8.5	8.0	7.6	暂未评级
中国石化	600028.SH	6.24	0.51	0.50	0.55	0.60	12.2	12.5	11.3	10.4	暂未评级

资料来源：wind，平安证券研究所，注：EPS来自wind一致预期

风险提示

- 1) 宏观经济走弱导致需求不振的风险：若欧美经济持续走弱、中国等新兴经济体消费回暖不及预期，则可能导致国际原油需求持续不振；
- 2) 供应扰动的风险：OPEC+改变原油供应计划，调整增减产计划的风险；美国油企资本开支调整，页岩油产量释放速度、钻机开工数等均存在较大不确定性；
- 3) 货币政策的不确定性：美国经济仍具韧性，后续美联储降息节奏仍存一定不确定性；
- 4) 地缘局势的不确定性：巴以、伊以和俄乌冲突尚未平息，中东局势尚不明晰，若后市地缘局势发生巨大变化，地缘风险再度升温，仍会油价造成较大扰动；
- 5) 能源迭代的风险：新能源加速替代传统能源的风险，全球2050年净零排放政策调整的风险。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券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判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。