

研报精选

2023年9月10日 第137期

宏观专栏

通胀释放积极信号——2023年8月物价数据点评

8月中国CPI和PPI增速双双改善，其中CPI重新转为正增长、PPI降幅进一步收窄。这主要得益于基数带来的翘尾因素，此外新增涨价也有贡献。价格的变化反映了中国内需有边际回暖迹象，未来可关注稳增长政策的落地实效，物价同比增速有望进一步上行。

技术贴：解析楼市组合拳影响

降首付比、降利率稳地产力度和速度部分超出市场预期。报告预计，“认房不认贷”和下调“首付比例下限”可能将使未来数月住房销售增速提升6.5ppt，也会温和提升房地产开发投资。

专题聚焦

制造业回流VS制造升级下如何寻找产业Alpha

报告认为，产业升级的本质在于提升单位收益率。测算显示，中国的产业升级仍在加速推进中，正在从提升生产效率（流程升级）向增强国内附加值能力（产品升级）过渡。

石油：短缺格局或将延续

报告预计，石油基本面的短缺格局或于年内延续，主要由于沙特和俄罗斯决定将3Q23的供应收紧计划一次性延长至4Q23，加之需求旺季临近。往前看，伊朗原油供应或为年内全球石油市场平衡的关键不确定性因素。

宏观专栏

通胀释放积极信号——2023年8月物价数据点评

8月，CPI和PPI增速双双改善，其中CPI重新转为正增长、PPI降幅进一步收窄。增速改善的幅度中，基数带来的翘尾因素贡献较大，新增涨价因素也有贡献。CPI中猪肉、燃油、旅游等项，PPI中石油化工、金属价格等项，对总体价格拉动较大。暑期出游旺盛，对相关领域消费价格形成提振；政策提振和低库存下，内需相关的金属价格上涨。总体而言，价格的变化反映了内需有边际回暖迹象，未来关注稳增长政策的落地实效。

8月通胀数据如期回升，CPI同比从-0.3%转正至0.1%，PPI同比从-4.4%回升至-3.0%，略高于我们预期的0和-3.1%。CPI环比0.3%，高于去年同期，恢复至往年季节性均值。PPI环比0.2%，过去9个月来第一次转正。

从翘尾因素和新增因素看，前者贡献较多，后者亦有提振。受去年俄乌冲突对大宗供应溢价消退的影响，翘尾因素贡献了CPI和PPI同比较上月升幅（0.4和1.4ppt）的大部分，分别为0.3ppt和1.2ppt，但新增因素亦对CPI和PPI分别贡献0.1和0.2ppt。对CPI而言，新增因素的边际贡献主要来自猪肉、燃油和旅游，其环比涨幅均超过历史季节性均值；对PPI而言，石油化工、金属价格环比涨幅居前。

从输入性因素和内生性因素看，二者均有贡献。需求旺季叠加沙特自愿减产推高国际油价，带动PPI石油加工与开采、化学原料、燃料价格上涨，主要是输入性因素。但黑色、有色金属价格上涨更多反映政治局会议后一揽子地方化债方案和楼市组合拳力度和速度超预期，提振金属期货价格。但非金属矿物价格仍降，反映基建和地产实物量仍待实质提振。

从成本推和需求拉抬来看，猪价和工业消费品涨价主要是成本因素，大猪肥猪阶段性短缺、中央储备猪肉收储推升猪价涨超季节性，PPI降幅收窄提振工业消费品价格。但旅游价格连续第二个月创2011年以来同期最高，说明消费需求正在改善。服务CPI同比从1.2%进一步上升至1.3%。PPI新能源车整车制造

价格上涨0.8%，亦反映其竞争力提升后内外需旺盛。

往前看，随着猪油高基数消退，以及稳增长政策发力，未来数月CPI和PPI同比均将进一步上行。近期出台的新一轮化债方案仍遵循“市场化”、“属地化”原则，但可以缓解城投债再融资的流动性风险，减轻了地方政府顺周期紧缩的程度，并有更多空间和精力做好三保和逆周期调节（基建投资）。而楼市三支箭（降首付、降利率、城中村改造）有助于稳销售、增加居民收入和提振房地投资。目前政策仍集中在稳信用，而宽财政空间更大，稳增长政策空间仍大，稳内需仍有后劲。



以上观点来自：2023年9月9日中金公司研究部已发布的《通胀释放积极信号——2023年8月物价数据点评》

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

宏观专栏

技术贴：解析楼市组合拳影响

降首付比、降利率稳地产力度和速度部分超出市场预期。降首付比主要是释放合理需求，我们初步预计“认房不认贷”和下调“首付比例下限”可能将提升未来数月销售增速6.5ppt，也会温和提升房地产开发投资。降存量房贷利率和二套利率下限，我们测算可为居民年化增收1963亿元，但考虑到存款利率下调和早偿缓解，居民年收入可能一定程度上低于这个估算。要注意的是，政策调整对房地产的影响可能是非线性的，这些估算可能存在一定偏差，实际情况可能更为复杂。

中国人民银行、金融监管总局8月31日联合发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》¹和《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》²（下称通知）。结合此前住建部企业座谈会提出的落实个人住房贷款“认房不认贷”政策³。其中降首付比针对释放合理需求，降利率则是通过改善收入与分配、减少还债压力以提振消费，我们将探讨这几项政策组合拳的潜在影响。

（一）降低房贷首付比，释放合理需求

降低房贷首付比的政策主要有两个方面，一是“认房认贷”的调整，二是“首付比例下限”的调整。

► 首先是“认房不认贷”的落实。住建部会议后，广州⁴、深圳⁵、成都⁶、中山⁷、武汉⁸、惠州⁹、东莞¹⁰、上海¹¹、北京¹²等城市纷纷落实“认房不认贷”政策，特别是在一线城市的落地，可能将使这一政策成为全国各地的标准配置，

¹ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5050293/index.html>

² <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5050296/index.html>

³ http://www.news.cn/mrdx/2023-07/28/c_1310734502.htm

⁴ https://www.gz.gov.cn/xw/tzgg/content/post_9183330.html

⁵ http://zjj.sz.gov.cn/xxgk/tzgg/content/post_10811694.html

⁶ http://cdzj.chengdu.gov.cn/cdzj/c131968/2023-08/28/content_a2f17867581f43a6b6b7b96ab90bf6bc.shtml

⁷ http://jsj.zs.gov.cn/zwgk/zcwj/gfxwj/content/post_2317343.html

⁸ http://fgj.wuhan.gov.cn/hdjl_44/tzgg/202308/t20230831_2256547.shtml

⁹ http://www.huizhou.gov.cn/zfxxgkml/hzsrnzf/gzwwj/qt/content/post_5072558.html

¹⁰ http://zjj.dg.gov.cn/gkmlpt/content/4/4064/post_4064365.html#796

¹¹ <https://zjw.sh.gov.cn/gzdt/20230901/f60f77bcff5d439a9bfa6e21ecfa2e9f.html>

¹² https://www.beijing.gov.cn/zhengce/zcjd/202309/t20230901_3242582.html

有利于“卖一买一”刚性改善型需求的释放。根据中金地产组统计在本轮“认房不认贷”实施之前，32个超高/高能级城市中有16个城市仍实行“认房认贷”的政策，即对“无房有贷款记录”家庭执行的最低首付比例高于其对“无房无贷款记录”家庭的标准，如果**16城全部改为“认房不认贷”**，则“无房有贷款记录”家庭的首付比例下调空间为普通住宅**14个百分点**、非普住宅**19个百分点**。（参见[《股债联动看投资：政策陆续出台，股市和债市如何演绎？》](#)）

► 其次是下调“首付比例下限”。本次政策将各地首套房首付比下限调整为20%，二套房首付比下限统一为30%，而之前政策是“限购城市”首套和二套房的首付比下限为30%和40%，“非限购城市”才可享受首套和二套房首付比20%和30%的下限。根据中金地产组的统计，32个超高/高能级城市中尚有24城较本次确定的首付比例下限新标准有不同程度的下调空间，其中**3个超高能级城市（北上深）首套/二套的首付比例下限下调空间平均分别为13和30个百分点**，**21个高能级城市对应的首套/二套下调空间平均分别为10和15个百分点**。（参见[《首付比例和利率下限调整，基本面复苏可期》](#)）。

1. “认房不认贷”的潜在影响估算

最理想的数据是获得有潜在置换需求的总量，但这一数据难以获得，因此我们采取两种间接测算的方法。

第一种方法是利用三个关键参数，政策对销售的影响=被直接影响的基数*增速反弹的幅度*扩散效应，即1) 改善型需求在住房销售中的占比有多大，2) 反弹的幅度可能有多高，3) 房价的扩散影响。

直接受益于认房不认贷的改善型需求在全国住房销售金额中的占比可能在**10%-20%之间**。这16个城市占全国住宅销售面积的15%，占全国住宅销售金额的27%。根据中指研究院的调查，这部分城市中的改善型需求占比大约在40%。那么直接受益于认房不认贷的改善型需求占销售面积与金额的比重可能在6%和11%左右（40%*15%，40%*27%）。除此之外，贷款数据也可以帮助我们测算这个基数，2022年18%的住房公积金贷款用于支持非首套购房、10%左右的个人住房贷款用于支持非首套购房。综合来看，直接受益于“认房不认贷”

的改善型需求在全国住房销售金额中的占比可能在10%-20%。

改善型需求内生动力强，但反弹幅度也受到其他因素影响。从公积金贷款的本样来看，2022年住房交易套数下降约20%，但是非首套购房数量仍然同比增长1.4%，显示出改善型需求有较强的韧性，但也同时说明非首套购房的基数并不算低。在房价仍在上涨的2021年，非首套购房数量的同比增速在11%左右。假设这次非首套房销售增速不高于11%，那么**边际上或对未来数月的销售同比增速拉抬2个百分点左右。**

房价上升，继而提振购房者信心，带动购房需求，是投资者广泛期待的一种扩散效应。尽管需求端杠杆放松、总体购买力上升，或在供给一定的情况下有提振房价的作用。我们也要注意，“认房不认贷”支持某些“卖一买一”刚性改善型人群的购房行为，带来供给和需求的同时上升，比如偏小户型、低总价的供给增加，偏大户型、总价较高的需求上升，对房价的影响可能是分化。2015-2022年小户型的需求总体上趋势往下，在供给增加的背景下，这类房价的价格上行空间可能不会显著加大。比如杭州认房认贷调整后销售量有较大的反弹，但房价走势与此并不一致。

第二种方法是参考前期已经调整“认房认贷”的城市经验。郑州、南京、天津和杭州分别在2022年3月、8月、9月、11月调整了“认房认贷”政策，剔除掉我们简单估算的疫情波动对全国新房销售的系统性影响¹³后，四城新房销售增速在之后的5个月平均出现了20个百分点的边际涨幅，随后脉冲影响逐渐消退，半年内对销售增速平均提升了23个百分点，其中杭州最多，为96个百分点，天津最少，为-9个百分点。假设以四城的平均提振来初步推算16城“认房不认贷”落地的潜在影响，如果这些政策近期能够落地，那么未来数月全国新建商品房销售面积增速可能抬升3.5个百分点，若考虑到销售对拿地与投资的带动，未来数月全国房地产开发投资增速或将抬升0.5个百分点。

2. 首付比下限调整的影响估算

¹³ 我们利用2017-2021年四城销售与全国销售增速的关系，估计全国统一因素对四城销售的影响，并将剔除掉系统性影响后的销售增速视为“认房认贷”调整的影响

由于24个超高/高能级城市首套和二套房贷首付比下限仍有13/10和30/15个百分点的下调空间，叠加16个城市“认房认贷”可调整的影响，可下调房贷首付比的超高/高能级城市将扩围至29个，占全国销售面积的27.7%。如果继续参考前期下调首付比的四个城市的平均影响程度，未来数月，全国新建商品房销售面积增速或将抬升6.5个百分点，房地产开发投资增速的抬升幅度或超过1个百分点。

由于各城市首付比下限及非普住宅首付比的调整幅度或仍将视自身情况而定，前期房地产量价越弱的城市，调整幅度或越大。而前期房贷政策限制较严、人口基本面较好的城市，楼市政策调整后潜在反弹空间可能相对大一些。我们初步估算的打分表显示，北京、上海、深圳、广州、成都、福州等城市住房政策限制较严，而深圳、广州、重庆、成都、长沙人口增长状况较好。

不过，我们要注意的是，政策调整对房地产的影响可能是非线性的，这些估算可能存在一定偏差，实际情况比我们推算的复杂。

（二）降房贷利率，改善分配、提振消费

本次房贷利率的下调也有两个方面，一是存量房贷利率的下调，二是限购城市房贷利率下限的下调。

首先是存量房贷利率的下调。本次通知规定9月25日起，存量首套房贷借款人可申请置换存量贷款，新发利率水平不得低于原贷款发放时所在城市首套房利率政策下限。2022年5月以来全国首套房政策利率下限为LPR-20bp，但各城市并不相同，如北京2019年10月以来、上海2021年7月以来、深圳2022年5月以来的首套房贷利率下限分别为LPR+55bp、LPR+35bp和LPR+30bp。同时，不同时间点也不相同，比如郑州2019年10月至2022年5月的首套利率下限为LPR+5bp，但2023年以来则为LPR-50bp。

按照中金银行组的估计，首套房贷占存量房贷的80-90%，其中符合利率下调条件的贷款占比在80%，即占全部按揭的2/3，假设其平均下调80bp，或对全部按揭利率的下调幅度在50bp（参见[《存量按揭降息十问十答》](#)）。这将对银行

净息差影响约为7bp,根据我们的估算,这将节省居民年度利息支出1940亿元,如果按照70%的边际消费倾向估计,预计可以温和提振消费增速。

同时通知还将新增二套房贷利率政策下限调整从LPR+60bp降至LPR+20bp。如果假设二套房占比在10%-20%,全部下调40bp,对新增按揭利率的影响上限或在8bp,按照过去三年新增按揭贷款的均值来计算可以节省居民年利息支出23亿元,对消费增速的有边际影响。

不过也要考虑到新一轮存款下调的潜在影响¹⁴,中金银行组估计存款利率平均约下调15bp(一年期下调10bp、两年期下调20bp、三年和五年期下调25bp),将增厚银行净息差4bp,根据我们的估算这将使得居民利息收入减少一点。此外,早偿率与存量-新增房贷利差成正比,存量房贷利率向新房利率的回归将缓解早偿情况,根据中金银行组的估算,如果早偿率下降5%,将增厚银行息差2bp,我们预计这将增加居民利息支出582亿元。综合存量贷款利率下调、二套利率下限下调、存款利率下调和早偿缓解三个因素,对消费的影响体现为边际效应。

以上观点来自:2023年9月3日中金公司研究部已发布的《技术贴:解析楼市组合拳影响》

黄文静 分析员 SAC 执证编号: S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

周彭 分析员 SAC 执证编号: S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

段玉柱 分析员 SAC 执证编号: S0080521080004

张文朗 分析员 SAC 执证编号: S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

¹⁴ <http://www.stcn.com/article/detail/967160.html>

专题聚焦

制造业回流VS制造升级下如何寻找产业Alpha

一、我国制造业升级投入相对集中于提升生产率（流程升级），对产品附加值的能力（产品升级）还需持续提升

1、产业升级的本质在于提升单位收益率。以Gereffi和Humphrey等为代表的学者进一步地将产业升级分成四个形式：流程升级、产品升级、功能升级和链式升级。产业升级形式的选择被分为两种类别，供给驱动型（交易成本高）和需求驱动型（需求相对控制力高）。对发展中国家而言，需求驱动型产业更容易实现升级；供给驱动型产业往往采用流程、产品和功能升级并行的方式，但在发展中国家较难推进。

2、中国的制造业升级：从提升生产效率到增加单位价值量（促进价值的外溢）。我们的测算显示，中国的产业升级仍在加速推进中，从提升生产效率（流程升级）向增强国内附加值能力（产品升级）过渡。

（1）从国家层面看，我国的流程升级相对占据主导（资源投入集中于提升广义劳动生产率、资本投入规模等方面）；美国的产业升级主要以产品升级为主（资源投入主要集中于提升产品的国内附加值）。我国仍处于全球产业链的偏下游位置，出口增加值中来自于国内生产的部分相对较少，持续提升国内对产品附加价值的能力或是我国产业升级的主要方向。

（2）从行业层面看，部分行业已经显现出由流程升级向产品升级过渡的趋势（如基础化工、电力设备和汽车等）；部分行业的产品升级速度进一步提升（如机械制造业、化学燃料及制品、电气及电子制造等）；医药生物、国防机械等供给驱动型产业的功能升级速度明显较快。

二、中国产业升级新阶段，三类产业升级中的方向与机遇

1、需求驱动型产业由规模优势与结构转型助推，巩固产品升级基础、探索跨产业链升级或是重要方向。把握两条主线：大单品（提升产品力构成产业升级持续性动能之一）、新业态（引领式探索跨产业升级）。

2、供给驱动型产业更多由政策指引助推，提升功能升级的可持续性或为关键。以两条主线提升功能升级的可持续性：小赛道和定制化突破（探索专精特新“换道”创新机遇）；通用技术和基础材料（国产替代提升本土企业“被试用”机遇）。

3、供需缺口型产业由需求扩容打开新增长空间，三种升级形式的交织配合或进一步加强。需求扩张两大动力：出海带路国家（资本扩张再推进流程升级）、绿色转型（扩充部分领域需求，功能升级提速）。



以上观点来自：2023年9月5日中金公司研究部已发布的《制造业回流VS制造升级下如何寻找产业Alpha》

张捷 分析员 SAC 执证编号：S0080520120001 SFC CE Ref: BTM969

郭钰 分析员 SAC 执证编号：S0080523070008 SFC CE Ref: BTM350

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

专题聚焦

石油：短缺格局或将延续

9月5日，OPEC+主要成员国沙特与俄罗斯相继表态将在年内延长供应收缩计划¹⁵，沙特将3Q23开始执行的100万桶/天的自愿额外减产一次性延长3个月至4Q23，俄罗斯也决定将9月执行的30万桶/天的石油出口减量延长至年底。OPEC+减产延期推升石油市场短缺担忧，布伦特油价攀升至90美元/桶附近。在2023年6月13日发布的研究报告 [《能源2023下半年展望：于低谷处寻转机》](#) 中，我们提出1H23相对宽松的基本面或不宜线性外推，价格触及成本支撑后，OPEC+主动减产或将出清供应过剩，随着基本面转为短缺，3Q23布伦特油价中枢或上移至85美元/桶附近。可以看到，三季度以来，OPEC+如期减产并在贸易市场中得以落实，加之需求的季节性增量如期兑现，全球石油市场从过剩到短缺的格局切换或已如期完成，库存开启去化周期的同时，油价也如期步入上行通道，可以看到，3Q23至今布伦特油价波动中枢已上移至83美元/桶附近，基本符合我们预期。往前看，我们预期OPEC+延长减产计划或使石油市场的短缺格局得以在4Q23延续，需求季节性增量或驱动供需缺口环比小幅扩大，维持4Q23布伦特油价中枢位于90美元/桶的判断，此外，伊朗作为供给侧的重要“X因素”，我们提示或将成为影响供需平衡的关键不确定性因素。

一、OPEC+如期执行减产计划，贸易市场供应收缩亦得到落实

在2023年4月的产量会议上，OPEC+协议国超预期宣布减产计划，沙特、伊拉克、阿联酋、科威特等8个OPEC+成员国合计减产115.7万桶/天，减产周期为2023年5-12月，俄罗斯也将其自3月开始执行的50万桶/天的自愿减产延长至今年年底，以共同应对原油价格因海外风险事件而跌破边际成本支撑。随后，沙特在6月产量会议上宣布从7月起额外执行100万桶/天的自愿减产，并在7月、8月的产量会议上将额外减产周期依次延长1个月。

目前来看，不论是OPEC+的集体减产计划，还是沙特的自愿额外减产，均

¹⁵ <https://www.reuters.com/business/energy/russia-extends-oil-exports-cuts-300000-bpd-until-year-end-deputy-pm-novak-2023-09-05/>

得到了较好地执行。据彭博数据，2023年8月OPEC+协议国原油总产量为3942.7万桶/天，低于3970万桶/天的产量配额（包括沙特100万桶/天的额外减产配额），较今年4月产出累计减少约177万桶/天。其中，一方面是OPEC+集体减产计划最终兑现的约79万桶/天的产出减量，基本符合我们此前测算（详见[《OPEC+减产：趋于过剩的第一脚“刹车”》](#)），沙特50万桶/天的减产配额得到如期执行，科威特、哈萨克斯坦原油产出也依据减产配额有所下调。另一方面是沙特100万桶/天的额外减产如期执行，据彭博数据，7-8月沙特原油产量累计下降约98万桶/天至898万桶/天。

随着产出端收缩如期兑现，正如我们在[《石油：海上浮仓待出清，供应收紧仍在途》](#)中所述，OPEC+减产对基本面的主动调节或需要供应减量在贸易市场中也得到落实。目前来看，三季度以来沙特石油出口亦如期收缩，据路透船期数据，2023年8月沙特海运原油及成品油总出口降至776.7万桶/天，较4月减产前累计下降约188万桶/天，超出期间合计149万桶/天的原油产出减量；分油品来看，沙特出口减量主要为原油（4-8月累计减少约152万桶/天）和柴油（累计减少约27万桶/天）。此外，俄罗斯的海运原油和成品油出口也在三季度有所下滑。在7月OPEC+产量会议上，俄罗斯表示将在8月减少50万桶/天的石油出口，并在8月会议上表示将在9月继续执行30万桶/天的出口收缩计划。据路透船期数据，8月俄罗斯海运原油及成品油出口降至509.4万桶/天，为2022年以来月度新低，主要是7-8月累计减少出口约55万桶/天，其中原油出口减少约50.6万桶/天，主要是去往印度的原油减少。整体来看，我们认为三季度以来OPEC+的供应主动调节已在贸易市场中得到了较好落实。

二、需求季节性增量助力兑现，供需格局或已在3Q23如期切换

在能源2023下半年展望中，我们提出石油需求的季节性增量也有望成为供应过剩在2H23出清的助力之一，并在[《石油：过剩出清在途，需求增量助力》](#)中对3Q23欧美出行旺季对需求的季节性提振进行了定量测算。目前来看，三季度OECD石油需求的季节性增长如期兑现，EIA周度数据显示7-8月美国油品需求同比增速或进一步增至3.6%左右，较2Q23环比增加约72.5万桶/天；欧洲方

面，IEA初步数据显示7月OECD欧洲石油需求或延续0.7%左右的同比增速，环比亦延续小幅增长，其中航空煤油需求仍为主要支撑，欧盟统计局数据也显示7月欧盟航班执行数环比6月增加约7.7%。相较之下，非OECD石油需求环比增量相对有限，国内石油需求环比增长动能在“恢复式”增长后有所趋弱，据国家统计局和海关总署数据，7月成品油表需录得1472万桶/天，环比-1.0%，同比受益于低基数而录得较高增速；7月印度石油消费受制于天气的阶段性扰动，同比增速从1H23的5%降至2%附近，但从宏观基本面情况来看，7-8月印度制造业PMI延续57.7%-58.6%的较高水平，我们认为印度石油需求后续或仍有望延续较强的内生增长动能。

随着供给调节落实和需求增量兑现，我们预期全球石油基本面或已在3Q23如期完成从过剩到短缺的格局切换，原油库存的去化压力也相应显现。可以看到，OECD商业原油库存在今年5-6月录得连续去化，IEA初步数据显示7-8月或将继续去库；EIA数据也显示，7-8月美国商业原油库存累计去化约6.5%，较5年均值的偏离度从-1.2%扩大至-2.4%。

三、往前看，OPEC+延长减产或将延续短缺格局，供给“X因素”影响渐起

基于7-8月的供需表现和产量计划，我们测算3Q23全球石油市场或存在约68万桶/天的供需缺口，与2H23展望中的测算基本一致，其中主要是伊朗原油产出的超预期增量基本对冲了沙特延长额外减产的影响。据彭博数据，伊朗原油产量自2023年5月以来持续提升，截至8月，产量已达到307万桶/天左右，较其1-4月的平均产出水平和我们此前预期的产量增加约40万桶/天。伊朗在8月初曾表示计划在9月将原油产出进一步提升至350万桶/天，若其增产目标如期兑现，对于第三季度的供需平衡而言，我们测算或基本对冲沙特将额外减产计划延长至8-9月的影响。

往前看，随着沙特和俄罗斯决定将3Q23的供应收紧计划一次性延长至4Q23，加之需求旺季临近，我们预期石油基本面的短缺格局或将于年内延续，若伊朗如期于9月兑现增产目标，并在4Q23维持该产量水平，我们测算4Q23全球石油供需缺口或环比小幅扩大至75万桶/天左右，即OPEC内部的“此消彼长”

或使得供给的净调整相对有限。在此情形下，我们维持3-4Q23布伦特油价中枢相应上移至85-90美元/桶的判断；可以看到，三季度至今布伦特油价波动均值已如期抬升至83美元/桶附近。

风险提示方面，作为原油供给侧重要的“X因素”，我们提示伊朗原油供应或为年内全球石油市场平衡的关键不确定性因素，若伊朗增产目标的兑现不及预期，而是于年内维持当前的产量水平，我们提示OPEC+的额外减产延长或使4Q23全球石油供需缺口扩大至110万桶/天左右，支撑油价进一步上行。而若伊朗原油产量进一步超预期释放，我们提示或驱动供需缺口收窄并为油价带来一定的下行风险。



以上观点来自：2023年9月6日中金公司研究部已发布的《石油：短缺格局或将延续》

郭朝辉 分析员 SAC 执证编号：S0080513070006 SFC CE Ref: BBU524

李林惠 联系人 SAC 执证编号：S0080122070072

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2023.9.5 中国宏观专题报告：制造业回流VS制造升级下如何寻找产业Alpha
- 2023.9.7 中国宏观热点速评：对未来半年出口可以乐观一些——2023年8月进出口数据点评
- 2023.9.8 中国宏观简评：社融和物价环比改善——8月经济数据前瞻
- 2023.9.9 中国宏观专题报告：传统思维或低估潜在增长
- 2023.9.9 中国宏观简评：通胀释放积极信号——2023年8月物价数据点评

策略及大宗商品

- 2023.9.4 中国策略简评：如何理解近期外资动向？
- 2023.9.5 海外策略：中美市场的可能“变局”来自哪？海外资产配置月报（2023-9）
- 2023.9.6 大宗商品：能源：石油：短缺格局或将延续
- 2023.9.7 大类资产配置月报（2023-9）：哪种资产预测经济前景更准确？
- 2023.9.7 海外策略：从美股盈利看美国经济“滚动式”特征——美股2Q23业绩回顾
- 2023.9.7 主题策略：触底待修复——港股2023中报业绩回顾
- 2023.9.9 全球资金流向监测：南向流入创去年11月以来新高

固定收益

- 2023.9.4 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2023.9.4 资产证券化分析周报：优先档整体可控——再讨论降低存量房贷利率对RMBS的影响
- 2023.9.4 深度研究：全面净值化下理财发展新趋势和跟踪应对
- 2023.9.5 招投标备忘录：国开债23年第11期新发，第7、8期增发——利率债招标分析
- 2023.9.5 中资美元债周报：中高等级地产美元债反弹
- 2023.9.5 招投标备忘录：贴现国债23年第55、56期新发，付息国债23年第15期续发，农发债23年第9、10、11期增发——利率债招标分析
- 2023.9.6 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2023.9.7 招投标备忘录：国开债23年第15期新发、23年第13期增发、16年第13期增发——利率债招标分析
- 2023.9.7 简评：蓝天转债上市定价分析
- 2023.9.7 简评：信用下沉策略奏效，城投表现亮眼——2023年8月行业利差跟踪
- 2023.9.7 简评：博俊科技转债投资价值分析

- 2023.9.7 简评：基数效应下，出口回升，货币政策或仍需放松——8月贸易数据分析
- 2023.9.7 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2023.9.7 招投标备忘录：贴现国债23年第57期新发，付息国债23年第9期续发——利率债招标分析
- 2023.9.9 简评：油价带动通胀回升，但货币政策仍有放松空间——8月通胀数据分析
- 2023.9.9 信用债收益率跟踪周报：如何理解本轮信用债调整
- 2023.9.9 中国利率策略周报：从半年报信息看经济和债市的线索

行业

- 2023.9.4 机械：1H23通用回顾：需求待兴，不改成长属性
- 2023.9.4 不动产与空间服务：不动产服务1H23业绩回顾：把握企业发展周期位置与估值机会
- 2023.9.4 日常消费：食品饮料2Q23业绩回顾：白酒多家公司超预期，大众品关注消费复苏及成本改善
- 2023.9.4 家电及相关：7-8月空调零售降温
- 2023.9.4 软件及服务：全球观察-MongoDB：二季度业绩超预期，积极拥抱AI浪潮
- 2023.9.4 证券及其他：1H23回顾：费类业务承压、投资收入修复
- 2023.9.4 银行：从“领头羊”到“追赶者”，财报视角看理财转型方向——1H23理财业务回顾
- 2023.9.4 银行：银行中报的十个关注点——1H23业绩回顾
- 2023.9.4 金融：业绩承压周期的客户、产品与战略——1H23财富管理行业回顾
- 2023.9.4 汽车及零部件：智能汽车跟踪月报：NOA渗透率稳健提升；中央计算架构趋势显现
- 2023.9.4 电力电气设备：新能源车月度观察：中国渗透率稳中有升，8月产业链排产环比回暖
- 2023.9.4 新能源汽车：新能源月度销量跟踪：8月交付量符合预期；M3高定价带来价格战改善预期
- 2023.9.4 主题研究：1H23光伏辅材业绩回顾：关注量利修复
- 2023.9.5 金融：从交易政策预期过渡向风险偏好改善——资本市场行业9月报
- 2023.9.5 不动产与空间服务：周评#356：政策超预期调整，销售修复可期
- 2023.9.5 家电及相关：家电零售渠道复盘（二）：忆往昔峥嵘，盼今朝新机
- 2023.9.5 医疗健康：中金医药月度10+7组合：2023年9月组合
- 2023.9.5 传媒互联网：线上交易平台2Q23回顾及展望：稳中求进
- 2023.9.6 REITs：上半年业绩分化，长线资金悄然布局——REITs中报点评及8月月度市场回顾

- 2023.9.6 公募洞察系列：1H23公募分仓简析：分仓规模小幅上行、券商竞争持续加剧
- 2023.9.6 保险：建议积极把握做多寿险窗口
- 2023.9.7 金融：信贷科技1H23：需求慢复苏、业绩在分化
- 2023.9.7 科技硬件：通信设备&汽车电子1H23回顾：国内电信投资节奏向好，AI驱动云网设备长期成长
- 2023.9.7 可选消费：美妆医美月报：龙头公司1H23业绩增长强劲；8月七夕节庆带动美妆线上销售提速
- 2023.9.7 传媒互联网：广告7月：季节性影响环比平淡，关注下半年相关营销节点表现
- 2023.9.7 医疗健康：眼科：恢复仍显韧性，期待下半年高增长
- 2023.9.7 主题研究：光伏主产2Q23业绩回顾与展望
- 2023.9.7 家电及相关：8月出口数据印证出口产业链改善逻辑
- 2023.9.8 软件及服务：数字政府系列之四：财政信息化市场透视
- 2023.9.8 银行：为何银行需要保持一定利润空间？从几个分析盲区谈起
- 2023.9.8 银行：8月金融数据前瞻
- 2023.9.8 有色金属：海外锂业1H23回顾：供给持续释放而库存压力仍存；并购活跃反映乐观锂价预期
- 2023.9.8 科技硬件：1H23业绩回顾：结构性复苏初现，长期布局时点已来
- 2023.9.8 传媒互联网：线上平台2Q23回顾及展望：需求修复和效率提升有望共振
- 2023.9.8 传媒互联网：论社区的成长与商业化：以小红书为例
- 2023.9.9 机械：科学仪器：采购退税政策出台，看好行业需求增长
- 2023.9.9 旅游酒店及餐饮：全球观察-新罗免税：客源结构优化叠加机场盈利水平改善，带动营业利润率持续回升
- 2023.9.9 机械：布伦特油价连续上涨，关注油服装备估值修复
- 2023.9.9 科技硬件：光博会观察#1：高速光模块追求低功耗，核心器件国产化率有望迎来提升
- 2023.9.9 公用事业：1H23回顾：火核蹄疾步稳，水风光整装待发
- 2023.9.9 公用事业：风光公用环保周报：光伏组件博弈涨价，关注终端需求景气上行

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn