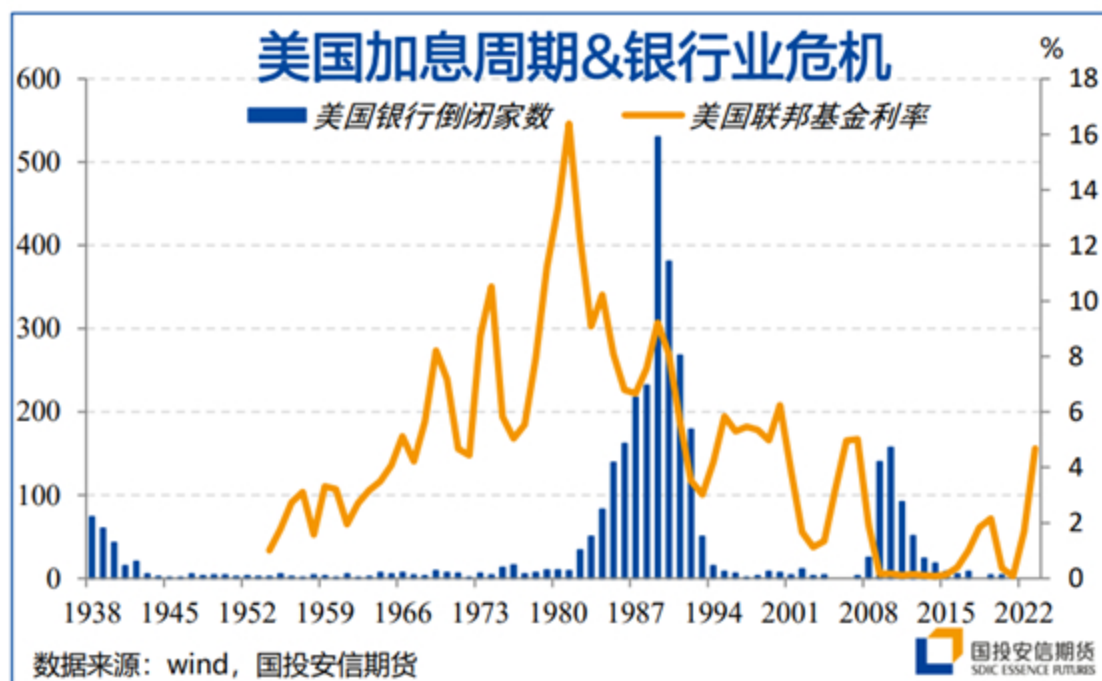


美国银行业危机对原油需求冲击的路径评估

国投安信|能源深度

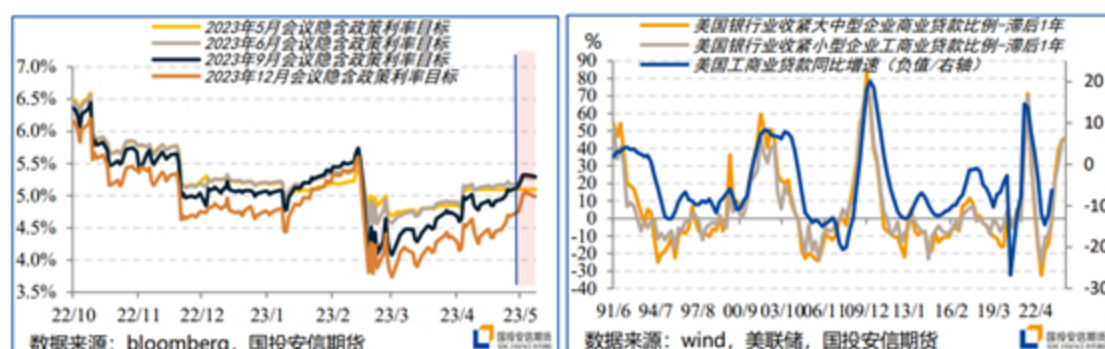
一、加息周期、美国银行业危机与经济衰退的传导路径



从货币政策传导的角度来看，从快速的加息到金融体系的剧烈收缩往往有一个传导过程。以美国历史上的两次加息后的银行业危机为例：第一次是在80年代的储贷危机中，美国联邦基金利率1981年见顶，随后在80年代前半段美国奉行宽松的金融监管一定程度上缓解了储贷机构的压力，但在87-89年美国再度回归到加息周期，随即迎来了储贷机构的倒闭潮，银行倒闭数量于1989年达到峰值；第二次是在07-08年美国次贷危机到金融危机阶段，美联储2004年开始快速的加息，与此同时金融监管放松之下信用衍生品得到了快速发展，因此虽然房地产基本面在2005年已经见顶，但资产质量恶化向金融体系的传导存在一个时滞，美国联邦基金利率2007年见顶，08年雷曼冲击后到2010年美国银行破产家数才达到峰值。

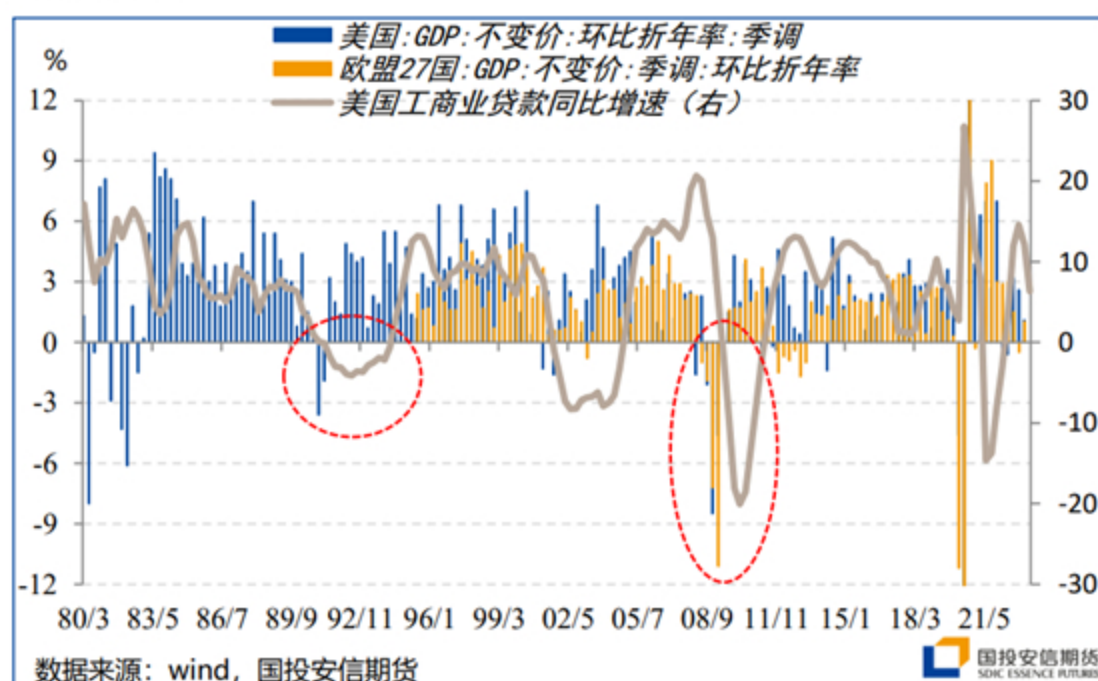
从传导机制来看，快速加息至高位，要么直接对于金融体系的负债端造成冲击，要么通过实体经济影响到金融体系的资产质量。不管是哪种方式，在金融体系出现问题主动收缩资产负债表的过程中，都会再把压力传导给实体经济。2023年一季度，随着硅谷银行问题的暴露，美国银行业的冲击表明本轮加息正在触碰到天花板，但高利率环境的持续时间并不明确，虽然银行业问题爆发后美联储和财政部采取了快速的行动，但美国银行业危机暴发的风险并未彻底消除，货币政策紧缩向银行业压力的传导机制仍然存在。在此次银行业冲击之后，美联储采取了快速的救助方案，这使得信用收缩对于服务业的冲击虽有影响但幅度相对可控，美国的就业市场保持了韧性，同时非核心通胀也保持了一定的粘性，因此近期美联储6月加息预期再度升温。与此同时，美国信贷增速的拐点已经显现，2022年11月以来，美国工商业贷款同比增速见顶回落，且工商业贷款余额的环比回落也自今年1月下旬以来初露端倪，美国信贷紧缩的压力在逐步显现。在美联储紧缩延续、美国银行业负债端压力不断积累的背景下，从中期来看信贷收缩的大趋势或难以扭转。

根据美联储公布的银行借贷行为调查结果，今年二季度美国银行业对各类规模工商业企业的信贷标准进一步收紧至上世纪90年代初储贷危机、21世纪初互联网泡沫时的峰值水平，由此来看美国工商业贷款同比增速下行的趋势将至少持续至2024年二季度，且同比的萎缩或难以避免。

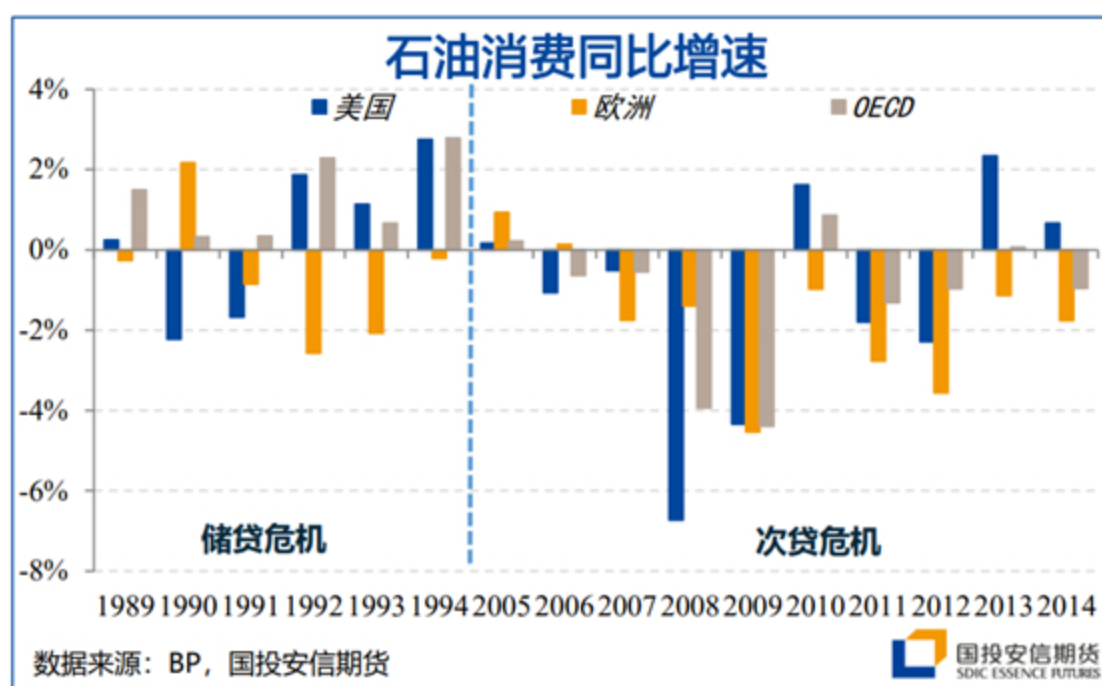


去年下半年以来，市场关于美国经济到底是“硬着陆”还是“软着陆”的探讨在不断增加。由于美国持续的加息和全球地缘局势的冲击，全球制造业受到的冲击较大，但美国的信贷增速维持高位对于美国经济保持韧性起到了重要作用。因此，关于探讨美国是否会陷入衰退几乎可以等同于探讨美国银行业的冲击是否会演化为信贷增速的快速收缩。

从历史经验来看，美国工商业贷款的同比萎缩总是伴随着经济的衰退而发生。储贷危机后，1990年四季度至1991年一季度美国实际GDP连续两个季度负增长，陷入技术性衰退，1991年一季度至1994年一季度美国经历了连续3年的工商业贷款负增长；次贷危机时期，2008年三季度至2009年二季度美国经历了持续1年的经济衰退，工商业贷款增速自2008年4月见顶回落，2009年二季度至2011年一季度美国经历了近两年的信贷萎缩，且由于次贷危机波及范围较广，欧盟国家几乎同时经历了5个季度之久的经济衰退。由此来看，在美联储紧缩取向延续，银行业压力未解除的背景下，对于信贷收缩和经济衰退的风险要持续关注。如果这种压力不断深化，对原油下游的成品油消费需求会构成冲击。

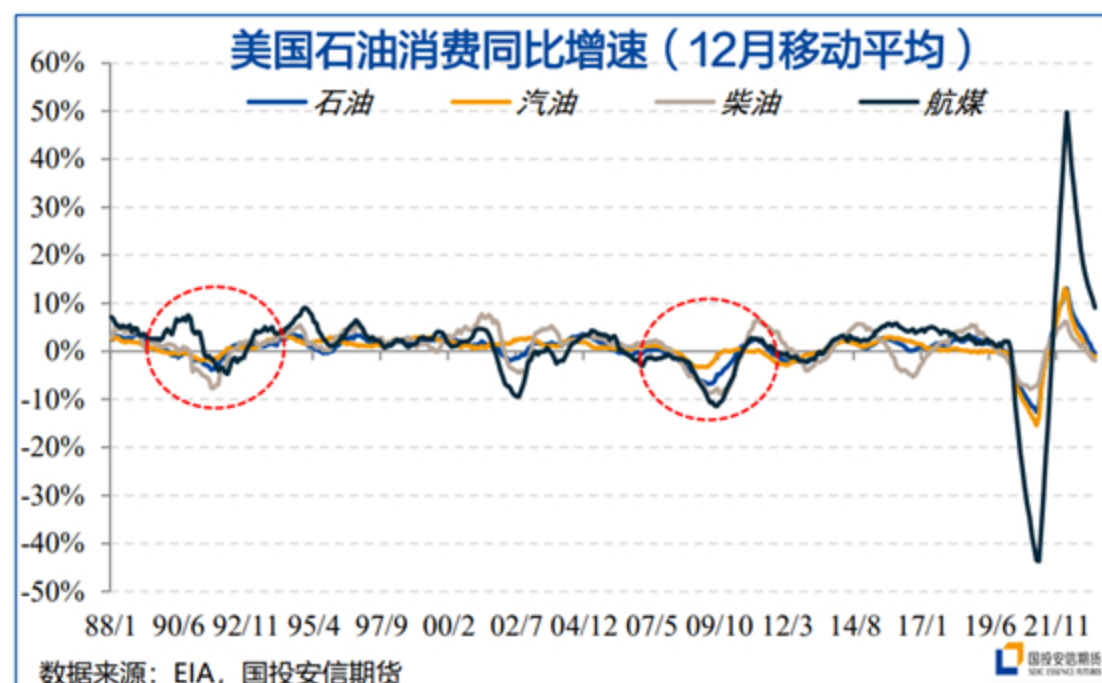


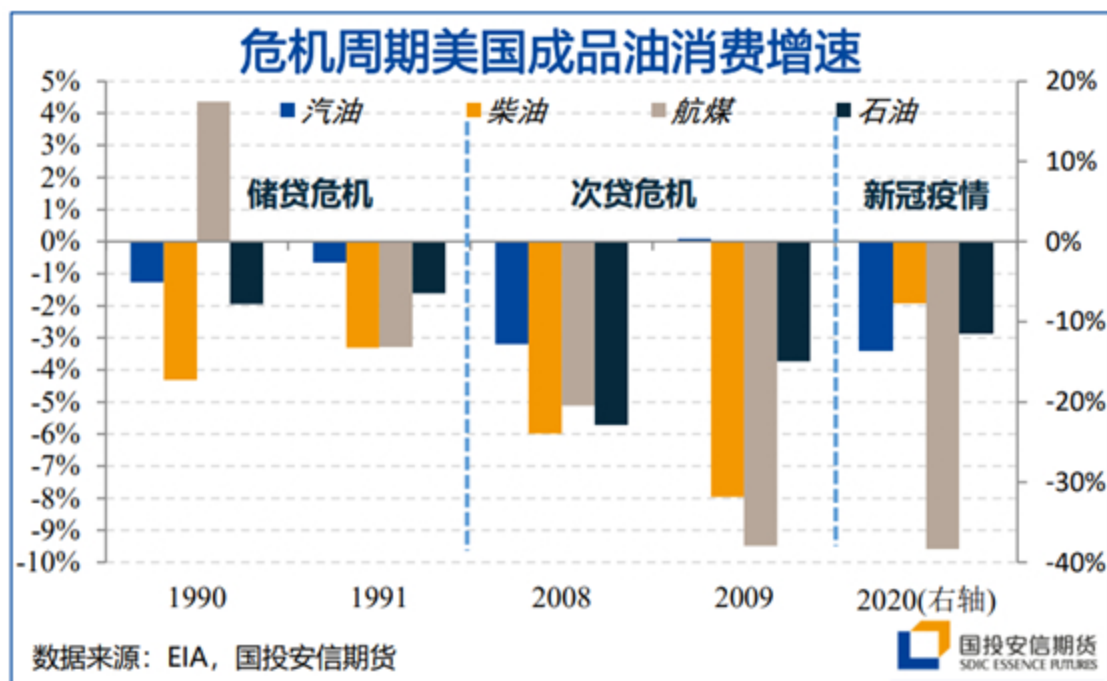
二、以史为鉴：历次美国银行业危机对油品需求的冲击路径



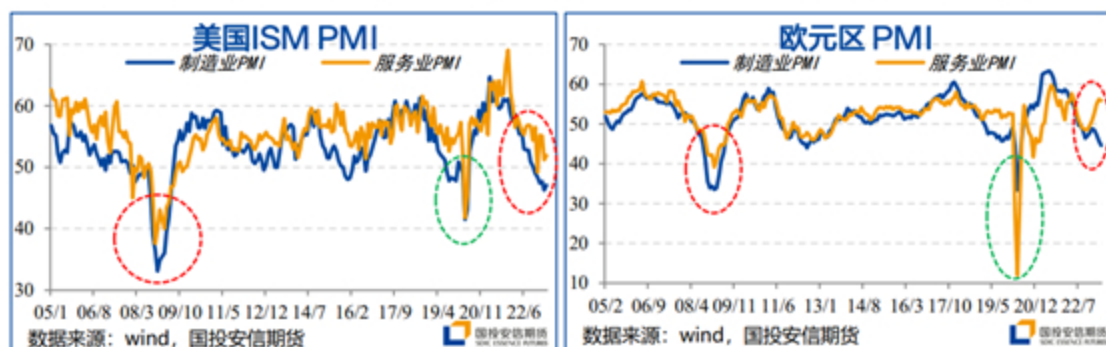
上世纪美国储贷危机期间，油品需求的衰退首先在美国发生，1990年和1991年美国石油需求分别下降2.2%、1.7%，而欧洲石油需求的负增长从1991年才开启，且1992-1993年的加速下行周期美国经济及油品需求已摆脱衰退困境。由于欧美石油需求的衰退错期发生，美国储贷危机期间OECD总体石油需求避免了负增长的出现，更多表现为消费增速的降温，1990-1991年OECD石油需求增速自过去3年的均值2.2%回落至0.3%。

而2008年次贷危机时期石油需求则经历了更为严厉的冲击，首先在次贷危机集中暴发前2006-2007年美国石油需求已经历了连续2年1%左右的负增长，2008年9月雷曼破产后美国油品需求的坍塌集中兑现，2008-2009年美国石油需求分别大幅下降6.7%、4.3%；由于本次次贷危机波及范围较广，欧洲石油消费共振式走弱，且这一衰退延续至欧债危机期间。受此影响，2006年、2007年OECD石油需求经历了连续2年0.5%左右的负增长，2008、2009年的衰退幅度更是达到4%左右。





从美国两次银行业危机中具体成品油品类所受消费冲击的表现来看,汽油、柴油消费对经济衰退相对敏感,而航煤需求的恶化则更加滞后。从具体的冲击幅度来看,2020年新冠疫情公共卫生事件对经济系统中服务业的冲击更甚于制造业,对油品需求的冲击也集中体现在出行链条,因此首当其冲的是航煤和汽油,工业生产属性更强的柴油消费降幅有限;而在两次银行业危机引发的经济衰退中,欧美制造业部门的PMI降幅远大于服务业,工业生产和商业活动受到集中冲击,因此汽油需求的降幅远小于柴油和航煤。这一特征与去年下半年以来美国、欧洲乃至全球制造业和服务业景气程度的分化极为类似,由此可见在或有的美国银行业危机引发的经济衰退中,轻质馏分油相对于中质馏分产品将更加坚挺,目前成品油市场中汽强柴弱的格局有望延续。

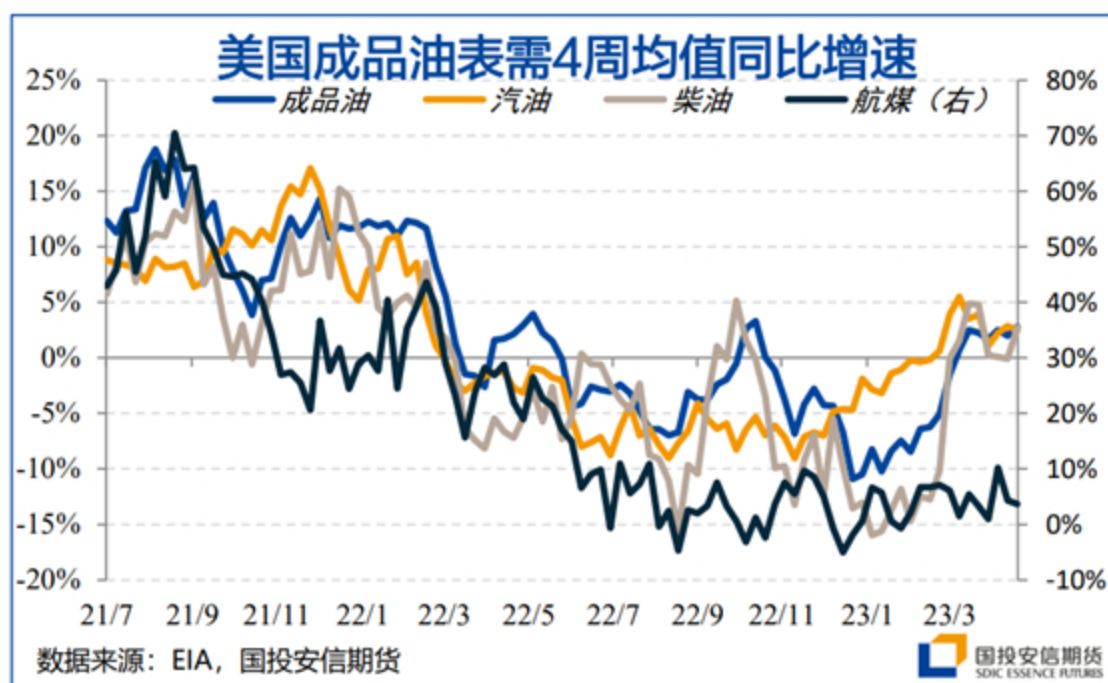


三、美国银行业危机对油品需求及油价影响的展望

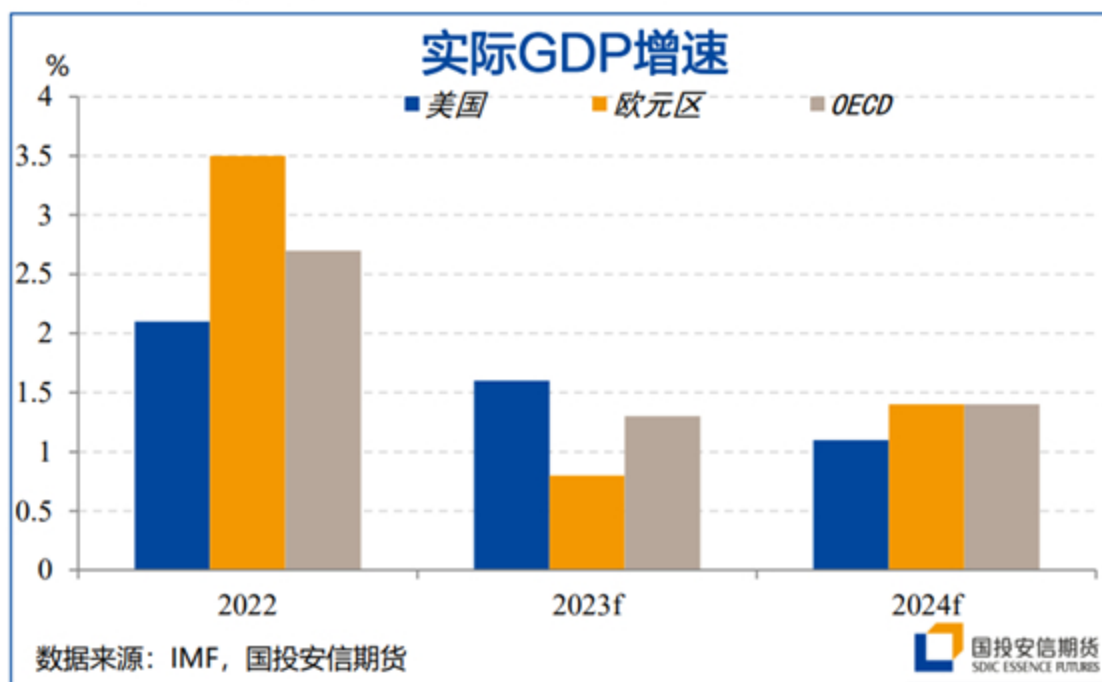


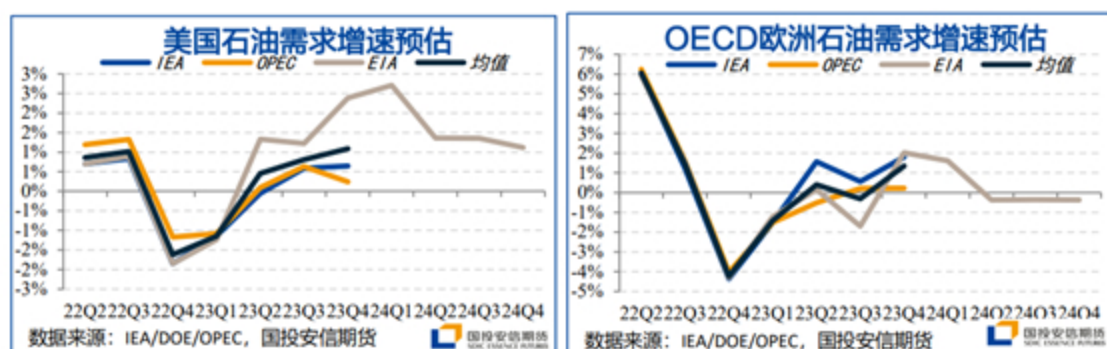
从当下美国成品油终端需求的表现来看,地面拥堵及航空出行强度均保持了10%左右的同比增速,体现出较强韧性;衡量工业生产及柴油消费强度的卡车销量相对偏差,但亦自去年下半年呈现环比改善,且今年4月起摆脱了同比衰退区间。反映在成品油表观需求上,疫情影响消退后航煤需求的增长相对稳健,并未体现出经济衰退的迹象,汽、柴油消费似乎也在近日摆脱了2022年高油价及天然气溢出需求带来的高基数影响,进入温和增

长区间。



与这一高频数据观察体现出的经济韧性相对应，目前国际机构普遍预测欧美经济体将避免经济衰退的发生，而仅以经济增速温和回落的形式实现软着陆。如根据国际货币基金组织2023年4月最新发布的《世界经济展望》，今明两年美国GDP增速仅自2022年的2.1%小幅回落至1.6%、1.1%。与此同时，IEA、DOE、OPEC三大机构总体认为美国石油需求的负增长仅限于去年四季度至今年一季度，后续油品需求增速将温和回升，给予OECD欧洲的需求增速预估弱于美国，但同样并未将衰退模式作为基准预期。

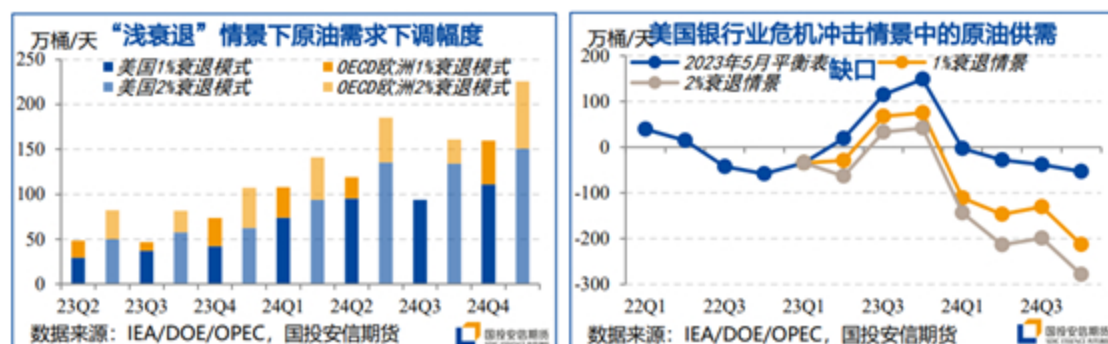




尽管如此，自硅谷银行暴雷之后，市场关于美国银行业危机引发经济衰退进而冲击原油下游产品需求的担忧从未消除，且构成年内原油市场最为关切的下行风险。从过去两次美国银行业危机的经验来看，工商业贷款增速的见顶回落基本对应着油品需求负增长的开启，且持续时间为1-2年。本轮美国工商业贷款增速的见顶回落始于去年11月，且由截至今年二季度放贷标准收紧的强度来看，这一下行趋势或至少持续至2024年二季度，贷款余额同比萎缩的情景亦难以排除。由此来看，设立衰退情景假设，并评估其对原油需求及全球平衡表的影响仍具有较强的现实意义，且将为我们探索美国银行业危机对油价负面冲击的幅度提供指引。

考虑到目前美国终端需求数据及成品油表需的总体韧性，当下至多处于美国银行业危机引发或有经济衰退的初期阶段，因此我们仅评估2023年二季度至2024年四季度美国及欧洲油品需求1%-2%负增长的“浅衰退”情景；考虑到金融危机后美国居民及企业部门的去杠杆成效及当下美联储、美国财政部相对及时的干预态度，2008年雷曼式衰退在今明两年重演的概率较小，因此彼时OECD经济体4%左右的油品需求降幅暂不在我们的讨论范围之内。

由下图可见，在欧美石油需求负增长1-2%的“浅衰退”模式下，我们对原油市场需求展望的下调绝大部分来自于美国，而由于当下国际机构对欧洲的经济增长和油品需求前景已相对悲观，相应的需求预估值下调幅度相对有限。具体到对供需平衡表的影响上，以5月三大机构的预测为基准，二季度原油市场将进入小幅去库期，三、四季度供需缺口进一步扩大至114.7万桶/天、148.8万桶/天；在“浅衰退”情景假设下，二季度原油市场仍将延续去年下半年以来的累库周期，且1%和2%幅度衰退情景中下半年供需缺口将分别缩窄至71.5万桶/天和37.4万桶/天。而根据目前美国能源部对2024年全球原油市场的供需展望，市场将进入30.5万桶/天的小幅累库周期，且在1%、2%幅度的“浅衰退”模式中，这一宽松幅度会大幅扩大至150.4万桶/天、208.7万桶/天。



备注：考虑到数据完整性问题，2024年季度平衡表仅以DOE数据评估

由此来看，在OPEC+联盟不采取额外措施的前提下，我们考虑欧美未能在今明两年幸免经济衰退的相对悲观情景，下半年原油价格或延续低位震荡格局，虽不至于大幅坍塌但向上的弹性亦将被明显制约；步入2024年，若这一“浅衰退”模式进一步延续，油价中枢下移的驱动将更加明确。

高明宇 首席分析师

F0302201 Z0012038

新顺柔子 中级分析师

F3025620 Z0014424

免责声明

国投安信期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。

本报告仅供国投安信期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投安信期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。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导致的任何损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。