



东吴期货
SOOCHOW FUTURES

原油专题

加息终点是衰退的前兆



我们认为：

- OPEC+减产已经price in，因此市场更关注的是需求
- 与银行业事件引发的上一轮下跌不同，本轮下跌中我们看到了明显的需求疲软迹象。或者也可以认为需求疲软引发了本轮下跌
- 停止加息之后，即将迎来衰退，加息预期下降意味着衰退离美国更近了
- 油价仍维持偏弱，直到需求好转

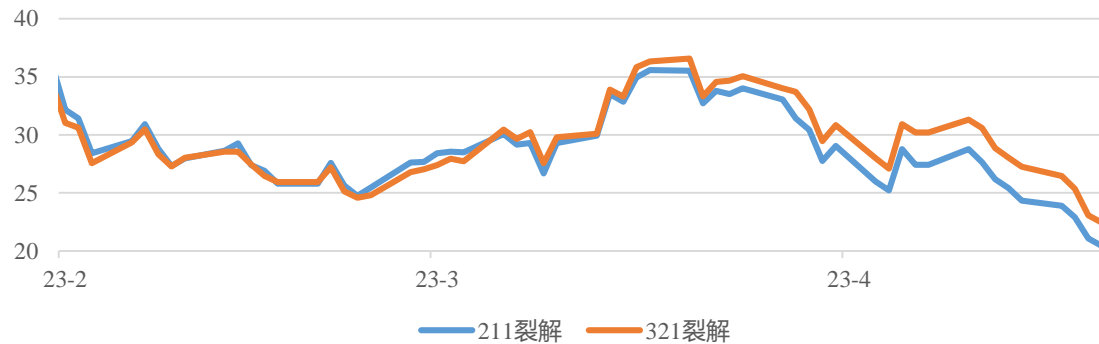
风险点：

- 5月OPEC+开始减产
- 美国三季度开始收储

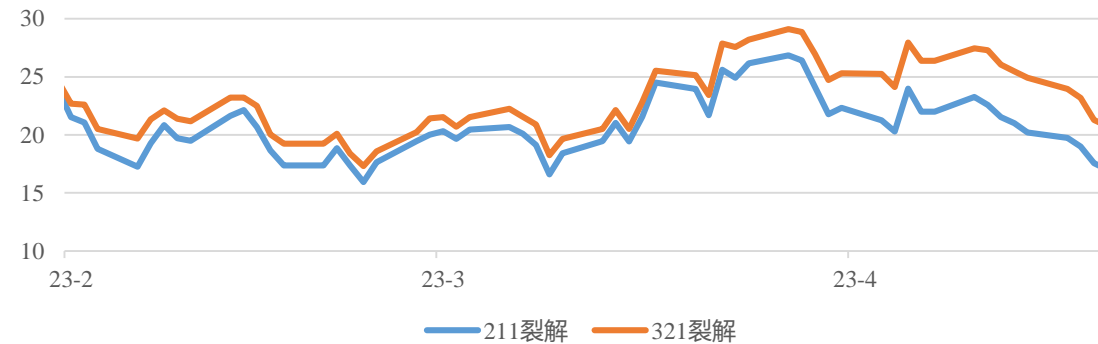
	供应	需求
现实	供大于求	偏弱，裂解价差持续下行
预期	OPEC+联合减产，已经计价，五月兑现	偏弱，衰退预期
潜在支撑	美国收储（不提供向上驱动）、OPEC+进一步减产（概率较低）	
潜在风险	欧美银行业危机出现进展	

2 全球裂解走弱，需求才是这轮油价下跌的罪魁祸首

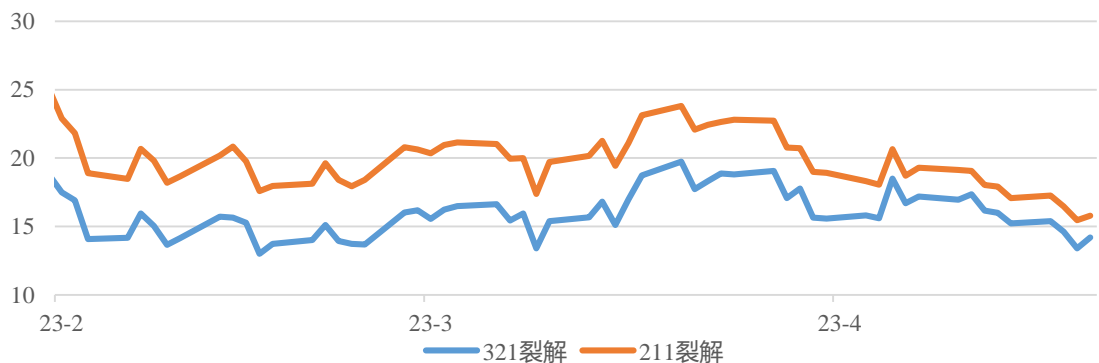
美湾裂解WTI



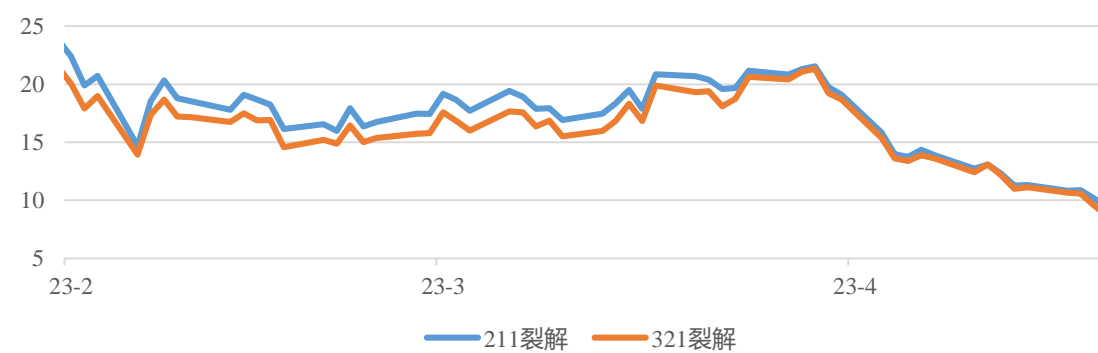
纽约港裂解Brent



西北欧裂解Brent



新加坡裂解Dubai

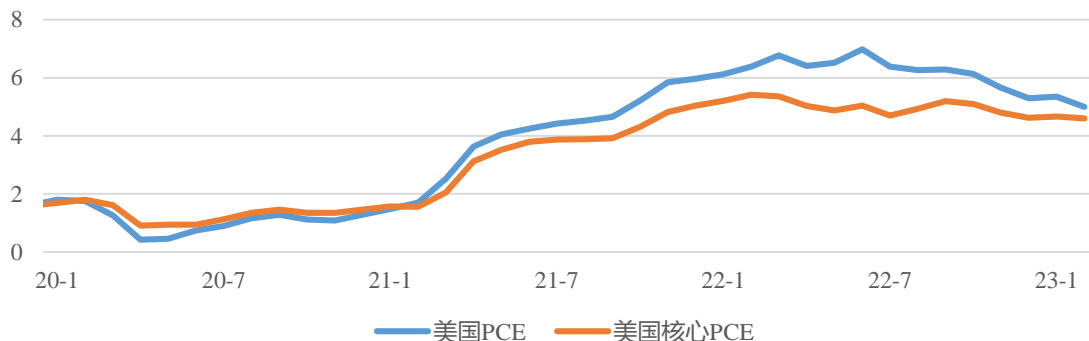


资料来源: Bloomberg

- 与银行业危机发酵期间不同，本轮油价下跌伴随全球裂解走弱，突出下游需求疲软
- 亚洲区域裂解尤为疲软，供应端额外受到中国成品油出口增加以及俄罗斯成品油大量涌入新加坡和中东影响

3 加息初期和末期对需求影响路径不同

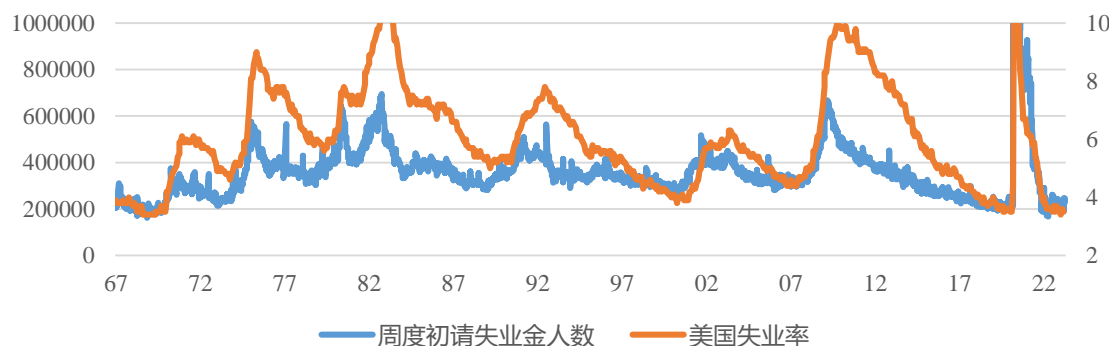
美国通胀核心指标：PCE



美国利率期货隐含加息概率

会议	加息/降息#	加息/降息%	隐含利率变动	隐含利率
05/03/2023	+0.792	+79.2%	+0.198	5.027
06/14/2023	+0.935	+14.3%	+0.234	5.062
07/26/2023	+0.635	-30.0%	+0.159	4.988
09/20/2023	-0.035	-67.0%	-0.009	4.820
11/01/2023	-0.925	-89.0%	-0.231	4.597
12/13/2023	-1.787	-86.1%	-0.447	4.382
01/31/2024	-2.745	-95.8%	-0.686	4.142

美国就业市场依然坚韧



美国3个月FRA-OIS

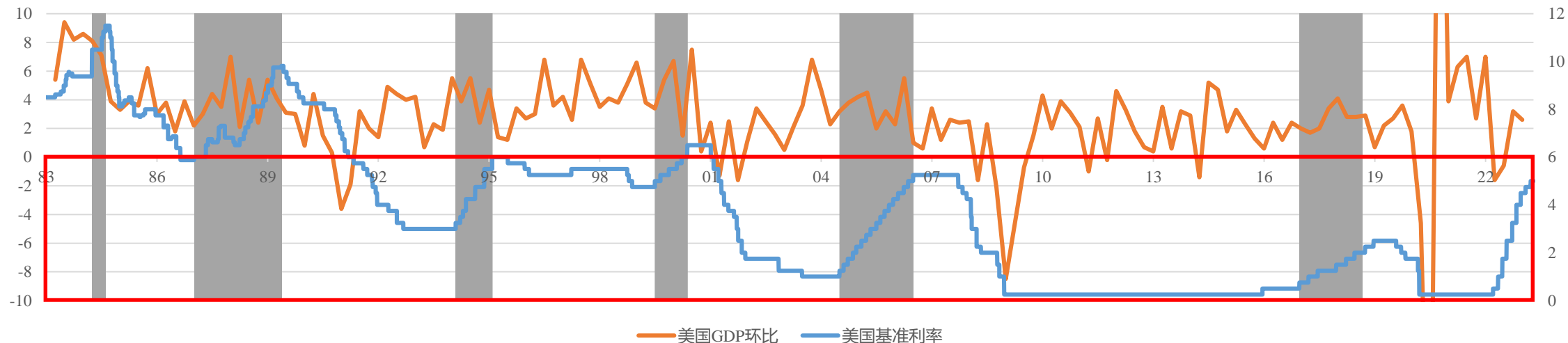


资料来源：Bloomberg、Wind

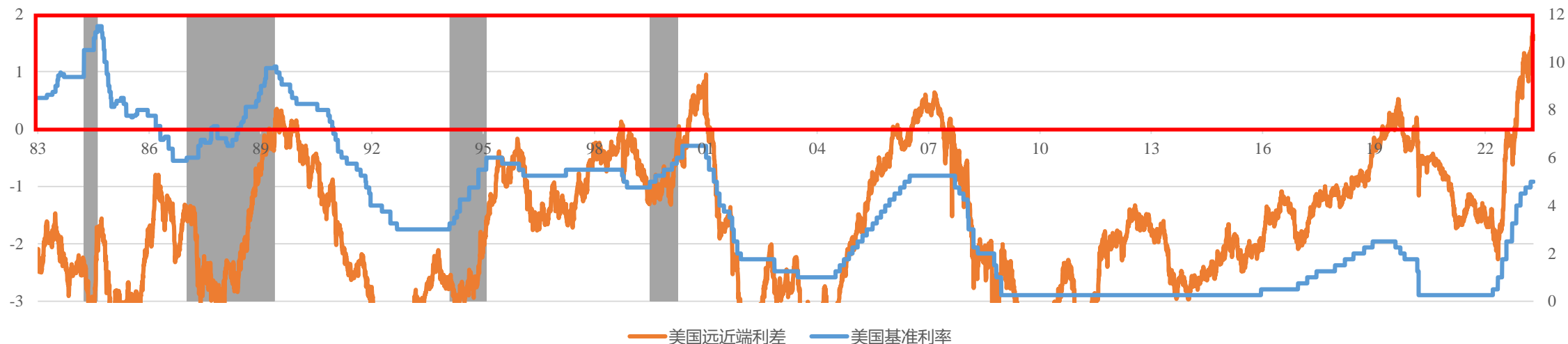
- 加息初期，物价原本就受到通胀影响处于高位，且加息预期需求下行，往往给强现实的商品带来很弱的预期（比如去年6月的原油）
- 加息末期甚至降息初期，往往是由于经济下行或者金融风险使得央行无法继续加息，并不能“举一反三”地认为带来需求强预期
- 根据当前美国利率期货市场，最终利率显示大概率还有1次加息，其中5月加息概率最大，已经非常接近加息末期
- 当前美联储最青睐的通胀指标PCE与2%的目标相距甚远，且就业市场仍然坚韧，我们只能将加息在此时就接近尾声且利率期货市场相对于美联储点阵图更加积极且显著地预期未来降息解读为衰退将至

4 历史行情显示美联储加息终点后往往迎来经济衰退

美国基准利率×GDP环比（连续2个季度GDP环比为负数被视为技术性衰退）



美国基准利率×美国国债利差3M10S（倒挂往往被视为衰退，即3M-10Y > 0）

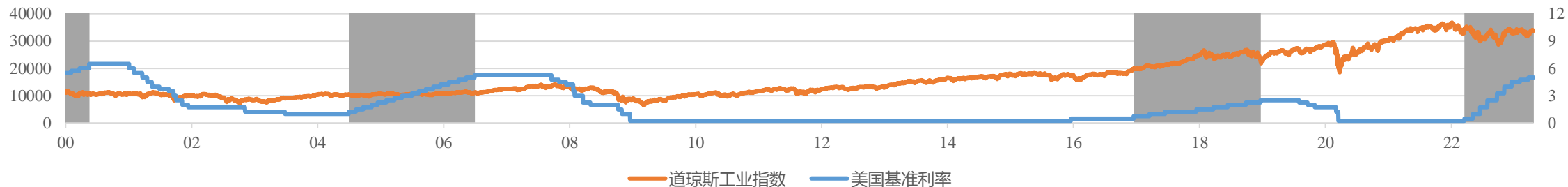


资料来源：Bloomberg

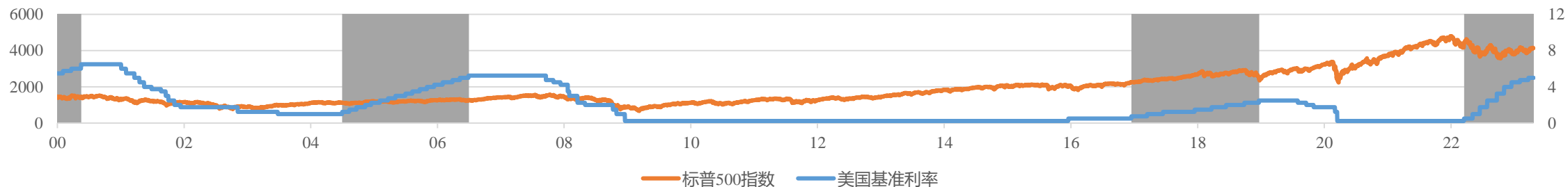
➤ 历史经验表明，技术性衰退以及由利差顶部隐含的经济底往往在加息终点右侧，停止加息往往代表苦难即将到来

5 历史行情显示美联储加息终点后的美股往往是震荡或下跌

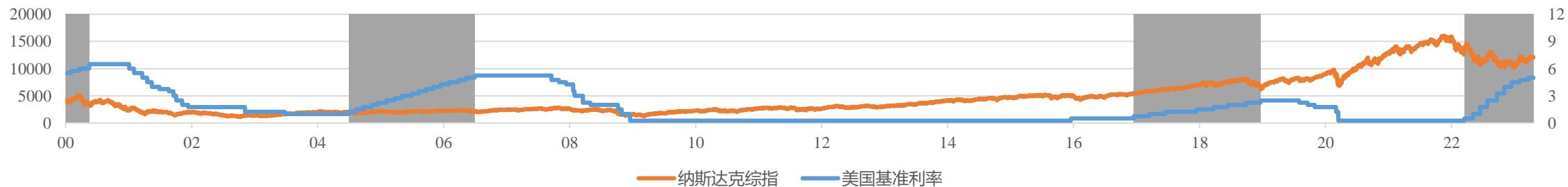
美国基准利率×道指



美国基准利率×标普500



美国基准利率×纳指

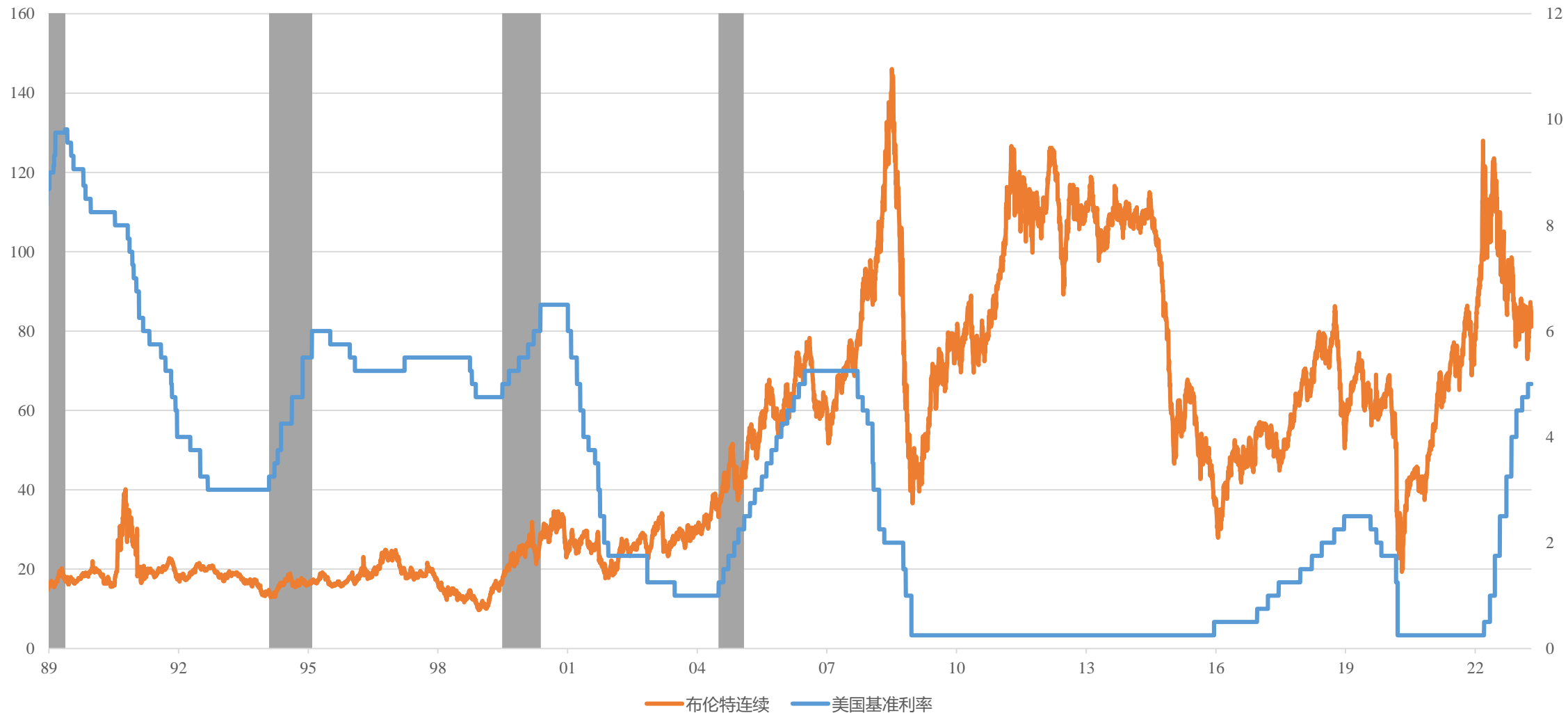


资料来源: Bloomberg

➤ 历史经验表明，加息终点后美股往往呈现震荡或回落走势

6 历史行情显示美联储加息终点后的原油表现更差

美国基准利率×布伦特原油连续



资料来源：Bloomberg

- 我们在之前的专题已经论证过原油的后周期属性，这就意味着原油的底部往往比美股、铜更晚，更有可能落在加息终点的右侧。历史数据也予以支持

谢谢！

请联系东吴期货研究所，期待为您服务！

400-680-3993

<http://yjs.dwfutures.com>

本报告由东吴期货研究所制作及发布。报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者需自行承担风险。未经本公司事先书面授权，不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节、修改、及用于其它用途。

期市有风险，投资需谨慎！