

**【原油】市场重回衰退交易逻辑，油价长期下行趋势不变****观点**

五一期间海外陆续出现风险事件，宏观数据也相继出炉，金融市场行情波动较大，外盘油价大幅下跌。4月OPEC+会议联合减产，使得油价一度大涨6%以上，并且WTI原油重新回到80美元/桶以上，最高触及83.53美元/桶，市场乐观情绪再度燃起，海外各大投行机构乐观预测在产油国供给端收紧的情形下，年内油价有望回到100美元/桶之上，并纷纷上调2023年油价的中枢。然而短短一个月时间内，国际油价已经抹去4月减产的涨幅，并且重回下行通道，WTI原油再度考验70美元/桶关口。

国际油价之所以在供给端收紧的情况下依旧表现不佳，主要在于需求端的隐忧。从2022年11月OPEC+减产200万桶后，国际油价并没有如此前市场预期那般重回俄乌战争时的强势格局，近一年多以来油价的表现更多凸显了需求端担忧。为了遏制过高的通胀，2022年下半年美联储以史无前例的强度和速度将美国利率从疫情期间的0提高至4.75%至5%之间，并且在即将到来5月4号议息会议大概率再加息25个基点。高利率给金融市场和实体经济带来了显著的压力和拖累，欧美银行业危机持续发酵是高利率环境下金融市场动荡以及实体经济衰退的侧面体现。此前在疫情前，全球经济本已处于下行通道，疫情期间全球范围内的财政和货币双宽松政策造就了短期经济虚假繁荣的景象，而今在潮水退去之后全球经济重回原有周期轨道，在没有彻底到达旧周期底部之前又何来新周期复苏一说？

目前商品市场长线交易逻辑仍是沿着全球经济衰退的主线进行，短期经济在“强现实”和“弱预期”之间摇摆，而包括原油在内的商品市场交易逻辑则在“衰退”与“复苏”之间切换，但长期主线仍是衰退的交易逻辑不变。国际原油在供给端大幅收紧的情形下依旧表现不佳，而对于其它并没有供给端故事可讲的商品，市场又能给与多高的期待？最后重申我们对油价的观点，在经济衰退预期的主导下，中长期油价的重心仍将逐步走低。

**风险点关注：美联储降息，OPEC+大幅减产，经济衰退不及预期**

国贸期货·研究院

能源化工研究中心

2023.05.03 星期三

叶海文

从业资格证号：F3071422

投资咨询证号：Z0014205

陈一凡

期货从业证号：F3054270

投资咨询证号：Z0015946

陈胜

从业资格证：F3066728

投资咨询证：Z0017251

欢迎扫描下方二维码  
进入国贸投研小程序



期市有风险，入市需谨慎



## 一、OPEC+减产难抵需求下滑拖累

当地时间 4 月 2 日，以沙特阿拉伯为首的石油输出国联盟欧佩克+（OPEC+）突然宣布，在去年 10 月减产 200 万桶/天的基础上，进一步减产约 115 万桶/天。根据沙特阿拉伯的说法，自愿减产是一种预防措施，旨在支持石油市场稳定。伊拉克、阿联酋、科威特、阿尔及利亚、阿曼等多个国家纷纷跟随，相继宣布减产计划。俄罗斯也随之宣布将自愿减产 50 万桶/日的原油减产量，延长至 2023 年底，叠加后 OPEC+ 的总体降幅达到了 165 万桶/日，是去年 10 月份宣布减产 200 万桶/日后的再次大规模减产。本次减产将使得 OPEC+ 的减产总量达到约 366 万桶/天，相当于全球需求的 3.7%。特方面表示，此次主动减产将持续至今年年底，是一项预防措施，旨在支持石油市场的稳定。

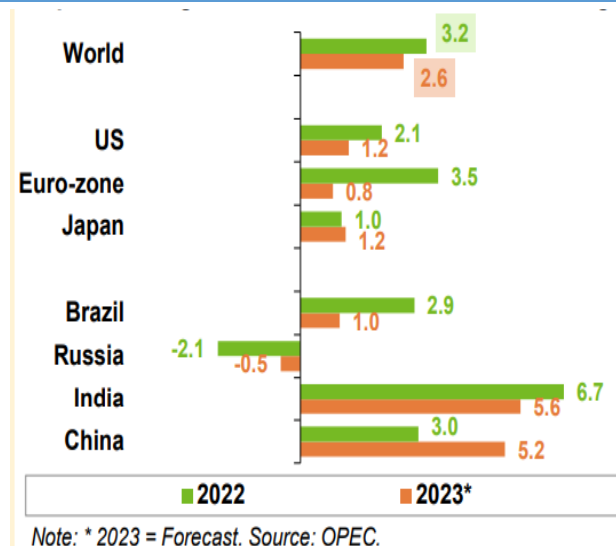
图表 1：OPEC+减产产量

国家	减产量（万桶/天）
沙特	50
科威特	12.8
阿联酋	14.4
哈萨克斯坦	7.7
伊拉克	7.7
阿尔及利亚	4.8
阿曼	4
俄罗斯	50
合计	164.9

数据来源：Bloomberg、EIA

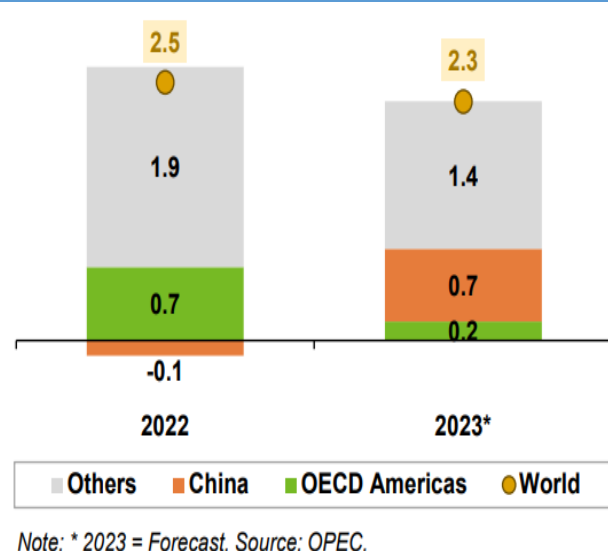
在 OPEC+ 减产的消息公布的当天，国际油价涨幅超 7%，然而随后在一个月左右的时间内国际油价不但跌去此前减产的涨幅，并且重回下行通道，WTI 原油再度考验 70 美元/桶关口。在 OPEC+ 会议前市场并没有对产油国有减产的预期，OPEC+ 减产的逻辑主要有，首先是一季度全球原油库存出现累库，油价下行至此此前美国承诺的收储价格区间时美国并没有如期进行的补库，产油国只能自己下场救市。其次 3 月份欧美银行相继破产风波引发了金融市场动荡，WTI 原油下探至最低 64 美元/桶附近，这引发了产油国的担忧。

图表 2: OPEC 月报: 全球经济增长预测



数据来源: OPEC

图表 3: OPEC 月报: 全球原油需求变动



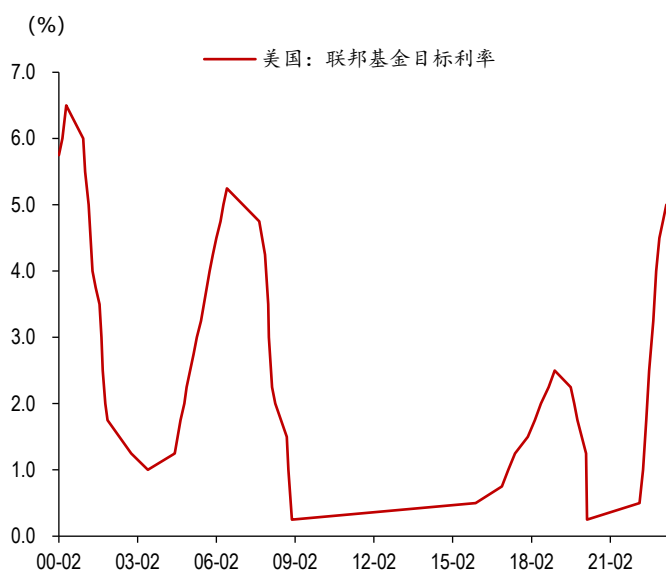
数据来源: OPEC

油价在反应完 OPEC+减产的影响后, 市场再度转向需求端逻辑, 4 月份三大月报给出并不太乐观的需求预期, 国际油价也在需求下滑预期的指引下节节下滑。IEA 国际能源署表示, 尽管近几个月发达国家的石油需求因天气变暖和工业活动低迷而放缓, 但中国和其他非经合组织国家的强劲增长正有力地抵消了这一需求下滑。国际能源署警告, 目前受困于通货膨胀的消费者, 尤其是在新兴和发展中经济体, 将会因油价上涨而遭受更大的损失。OPEC 月报则指出, 美国通常的夏季需求上升可能会受到加息导致的任何经济疲软的打击, 并警告全球经济发展面临的潜在挑战包括高通胀、货币紧缩、金融市场稳定以及主权、企业和私人债务水平高企。欧佩克月报对 2023 年全球经济增长预测维持在 2.6%, 不过认为全球经济增长存在下行风险。美国能源信息署(EIA)在其最新的《短期能源展望》(STEO)中表示, 尽管欧佩克+出人意料地减产, 但全球市场今年和明年的产量仍将过剩, 因为未来几个月低于预期的经济增长可能会影响需求增长。EIA 预测, 全球石油库存在 2022 年每天增加 40 万桶, 在 2023 年第一季度每天增加了 110 万桶, 在 2023 年下半年将基本保持不变。如果明年年初欧佩克+减产协议到期, 那么从 2024 年开始, 库存将每天平均增加约 50 万桶。

## 二、美联储加息引发银行破产潮

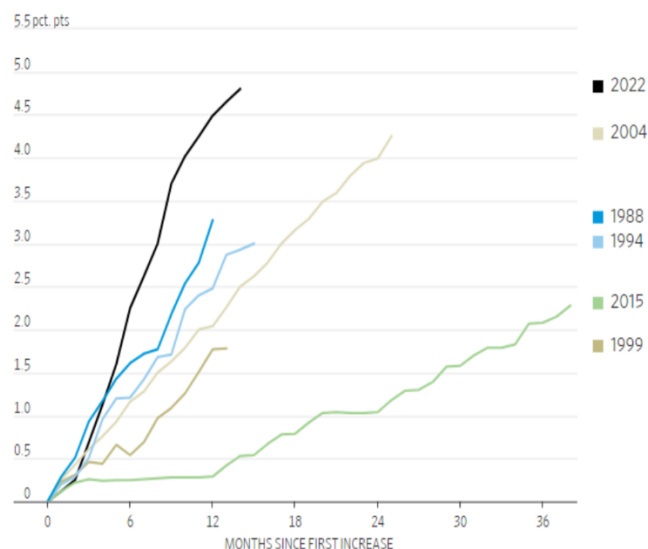
为了遏制过高的通胀，2022 年下半年美联储以史无前例的强度和速度将美国利率从疫情期间的 0 提高至 4.75%至 5%之间，并且在即将到来 5 月 4 号议息会议大概率再加息 25 个基点。最新公布的美国 3 月份核心通胀数据仍超出市场预期，美国 3 月 PCE 通胀环比边际放缓至+0.1%，与彭博预期一致(前值 0.3%)，同比增速下行 0.9pct 至+4.2%，略高于预期的+4.1%。核心 PCE 环比录得+0.3%，持平前值和预期，同比增速小幅降至 4.6%。美国通胀回落最快的时候或已过去，偏高的核心通胀水平尚不足以让联储“放松警惕”，市场预计联储 5 月议息会议上大概率加息 25bp，这将使联邦基金利率目标区间达到 5%至 5.25%，为全球金融危机以来的最高水平。

图表 4：美联储联邦基金目标利率



数据来源：美联储 Wind

图表 5：美联储历次加息速度



数据来源：美联储

高利率给金融市场和实体经济带来了显著的压力和拖累，欧美银行业危机持续发酵是高利率环境下金融市场动荡以及实体经济衰退的侧面体现。3 月 10 日，曾是全美银行排名第 16 的硅谷银行因遭遇储户挤兑、无法及时筹措资金而倒闭。两天后，纽约的签名银行也在发生类似挤兑事件后倒闭。5 月 1 号美国第一共和银行成为 3 月以来继硅

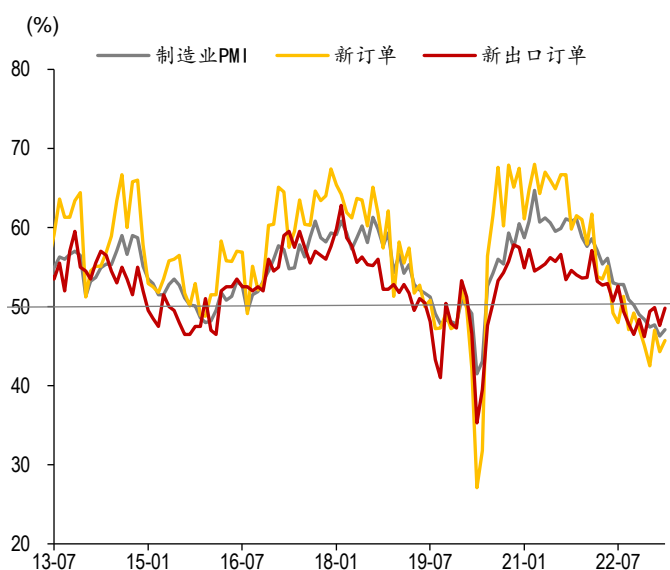
谷银行和签名银行之后第三家破产的美国银行，表明美国金融业危机死灰复燃。第一共和银行第一季度存款减少超过 1000 亿美元，导致银行股价暴跌 75%，引发破产危机，危机显示美国银行业的麻烦还没有结束，而银行业危机或进一步加速美国实体经济的衰退。

本轮美国银行业风险爆发与美联储快速加息息息相关。如果年内美联储超预期大幅快速降息，上述风险会得到有效化解，但核心通胀强韧性对美联储降息形成很大钳制。据最新的芝加哥商品交易所“美联储观察”显示，美联储 5 月维持利率不变的概率为 8.8%，加息 25 个基点的概率为 91.2%；到 6 月维持利率在当前水平的概率为 6.1%，累计加息 25 个基点的概率为 65.2%，累计加息 50 个基点的概率为 28.7%。

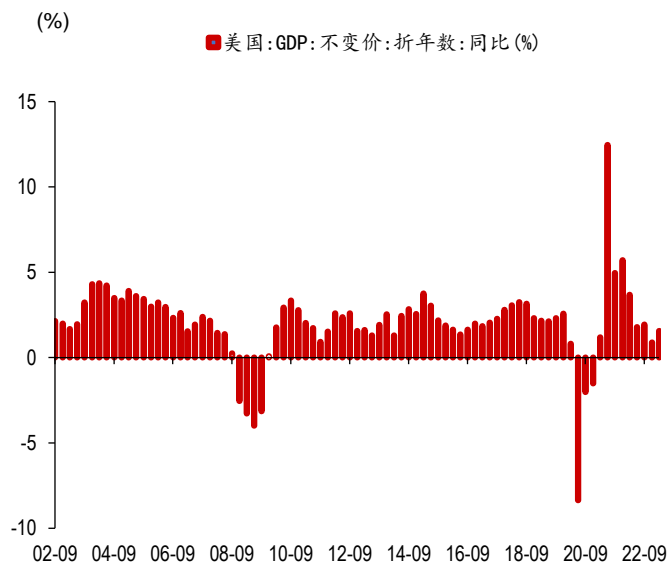
### 三、美国经济颓势明显

欧美银行破产事件本身也是经济衰退的一个侧面反应，在风险事件发生前，企业和消费者本身就已经较为担忧经济衰退，金融风险事件的发生，可能使得这种担忧进一步加重，企业和消费者信心下降，进而影响企业的资本开支、雇佣计划和消费者的支出计划等，带来需求端的下降。从数据来看，美国 4 月 ISM 制造业指数 47.1，预期 46.8，3 月前值仅 46.3，创下 2020 年 5 月以来新低，而如果剔除新冠肺炎疫情因素之后，3 月 ISM 制造业指数更是创 2009 年以来新低，处于 50 为荣枯分界线以下。

图表 6：美国 ISM 制造业 PMI



图表 7：美国 GDP 不变价折年数同比



数据来源：Wind

数据来源：Wind

此外，各地的地区联储调查数据也基本都出现大幅下降，反应银行危机对企业的信心冲击可能较大。4月美国消费者信心指数降至了101.3，创去年7月以来最低水平，显示银行危机可能应对消费者信心造成明显冲击。另外近期的一系列经济数据表明，美国的经济已经进入衰退初期，数据表明美国火爆的就业市场正在降温，3月JOLTS职位空缺959万人，降幅超预期且创近两年最低，显示就业市场进一步降温。而最新公布的美国第一季度GDP仅增1.1%，远不及预期的1.9%。一系列的数据或显示后期美国经济进入衰退的可能性正在加大，经济衰退对国际原油的需求将带来较大的拖累。

## 四、观点展望

目前商品市场长线交易逻辑仍是沿着全球经济衰退的主线进行，短期经济在“强现实”和“弱预期”之间摇摆，而包括原油在内的商品市场交易逻辑则在“衰退”与“复苏”之间切换，但长期主线仍是衰退的交易逻辑不变。国际原油在供给端大幅缩紧的情形下依旧表现不佳，而对于其它并没有供给端故事可讲的商品，市场又能给与多高的期待？最后重申我们对油价的观点，在经济衰退预期的主导下，中长期油价的重心仍将逐步走低。

**风险点关注：美联储降息，OPEC+大幅减产，经济衰退不及预期**



## 免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。

本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。

本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。

期市有风险，入市需谨慎