

原油专题报告

降息周期原油价格和需求表现不佳

主要逻辑：

2022 年 3 月美联储进入加息周期，经过连续十次加息，美国联邦基金利率提高到 5.00%—5.25% 的区间，为 2007 年以来的新高。美联储在 5 月议息会议声明中删掉了上次声明中出现的一句话，“委员会预计一些额外的政策紧缩可能是合适的”。市场普遍据此预计美联储将在 6 月议息会议上暂停加息。2023 年下半年美联储会不会进入降息周期？降息对原油价格的影响如何？

从历史上美国的五轮降息周期看，降息并非一定引发油价的持续上涨。除了第三、五轮降息周期油价呈上涨走势，第一、二、四轮降息周期都表现为油价下跌。因此，降息对原油价格的影响并没有显著的规律性。**降息周期内原油价格往往都会有一波大幅回调。**

从有数据的四轮降息周期看，美国石油需求与降息并没有很强的负相关关系。第三轮降息周期石油需求先升后降，降幅约为 10%。第四轮降息周期石油需求震荡向下。第五轮降息周期前期石油需求整体持稳，中期受新冠疫情影响，石油需求大幅下降，后期逐渐回升。

投资建议：

2023 年美联储如果降息不成为油价的利多因素。

风险提示：

美国遭遇经济危机，利率快速下滑并伴随量化宽松。

能化专题报告

分析师：董丹丹

邮箱地址：dongdandan@csc.com.cn

期货交易咨询从业信息：Z0017387

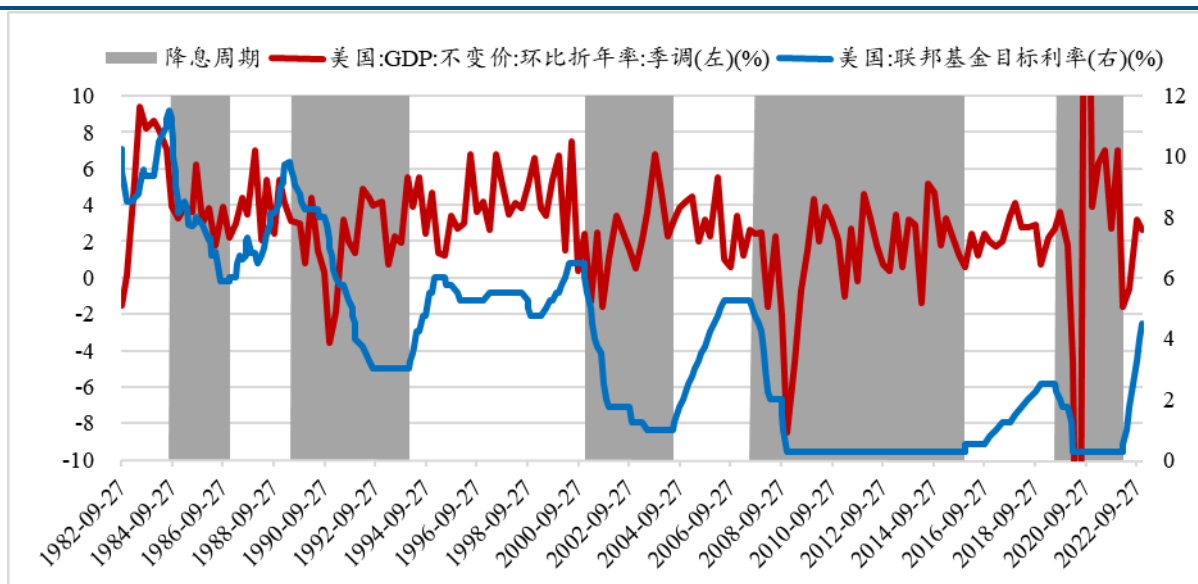
期货从业信息：F03095464

联系方式：18616602602

发布日期：2023 年 5 月 10 日

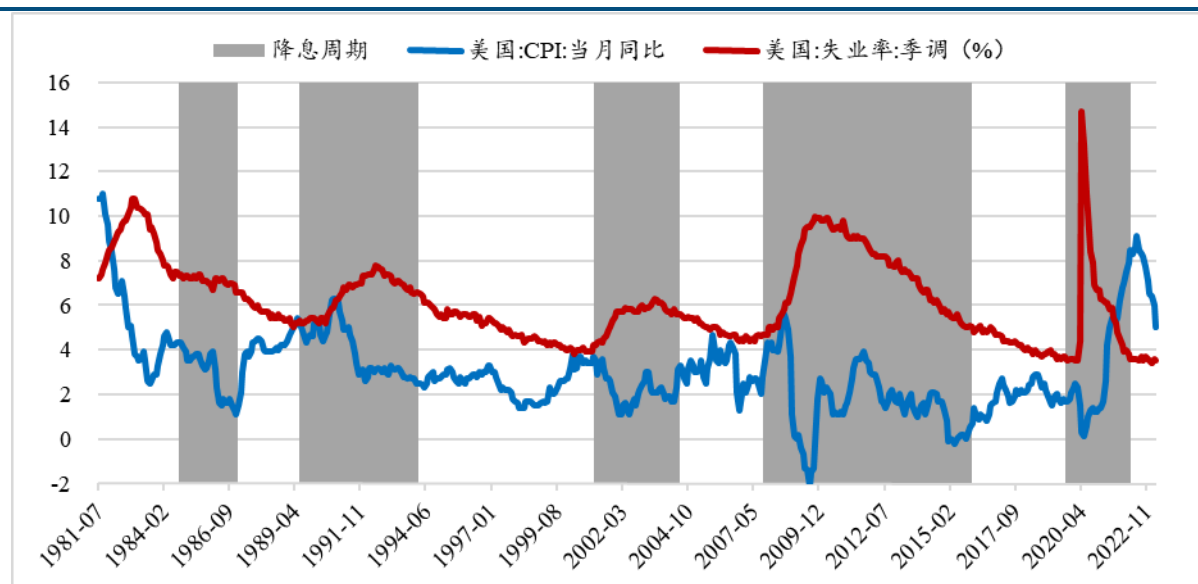
一、降息周期经济运行特征

图表 1：降息起点均面临较大经济下行压力



数据来源：Wind，中信建投期货

图表 2：后四个降息周期通胀先落后升、失业率先升后降



数据来源：Wind，中信建投期货

由于 WTI 原油期货合约于 1983 年 10 月 1 日在纽约商品交易所正式挂牌交易，因此本文主要研究 1983 年 10 月以来美联储降息周期与原油价格及需求之间的关系，1983 年 10 月以来美国经历了五个较大的降息周期，分别为 1984.9-1987.1、1989.6-1994.2、2001.1-2004.6、2007.9-2015.12 及 2019.8-2022.3。美联储降息的目的大都是维护市场信心，刺激信贷增长，向市场注入流动性，调节过于疲软的资本市场。每次降息的结束都以经济逐渐复苏，通胀与失业率的目标达成。

1984.9-1987.1、1989.6-1994.2、2001.1-2004.6、2007.9-2015.12 和 2019.8-2022.3 这五个降息周期进入了大缓和时代，通胀压力相对前期大为减弱。经济运行方面，这五个降息周期，美联储开始降息时均面临较大的经济下行压力，除了 1984.9-1987.1 这个时期，后四个时期首次降息后不久，美国经济均滑入衰退。但是待到降息末期，经济逐渐复苏，重获增长动能。

通胀方面，1984.9-1987.1 这一周期的降息起点是在前期物价水平飙升之后，通胀压力得到极大缓解的时刻。开启首次降息之后，通胀快速回落。后四个降息则是危机爆发之后，美联储果断采取行动，应对经济下行趋势，期间通胀同样经历一段快速下滑的过程。

失业率方面，除了 1984.9-1987.1，其余四个降息周期起初阶段，失业率均开始飙升，待到降息周期结束，失业率大多有所回落。

上半年在美联储快速大幅加息带来的高利率环境下，欧美银行业危机引发市场关注，金融稳定问题或使得美联储抗通胀的紧缩货币政策面临掣肘，美联储加息在上半年停止的概率较大。不确定性更多存在于美国是否在 2023 年衰退以及美联储降息的概率，2023 年美联储如果降息，会导致原油需求下滑和油价下滑吗？降息周期下油价和石油需求是如何演变的？

图表 3：1983 年以来历次降息周期与基准原油价格走势

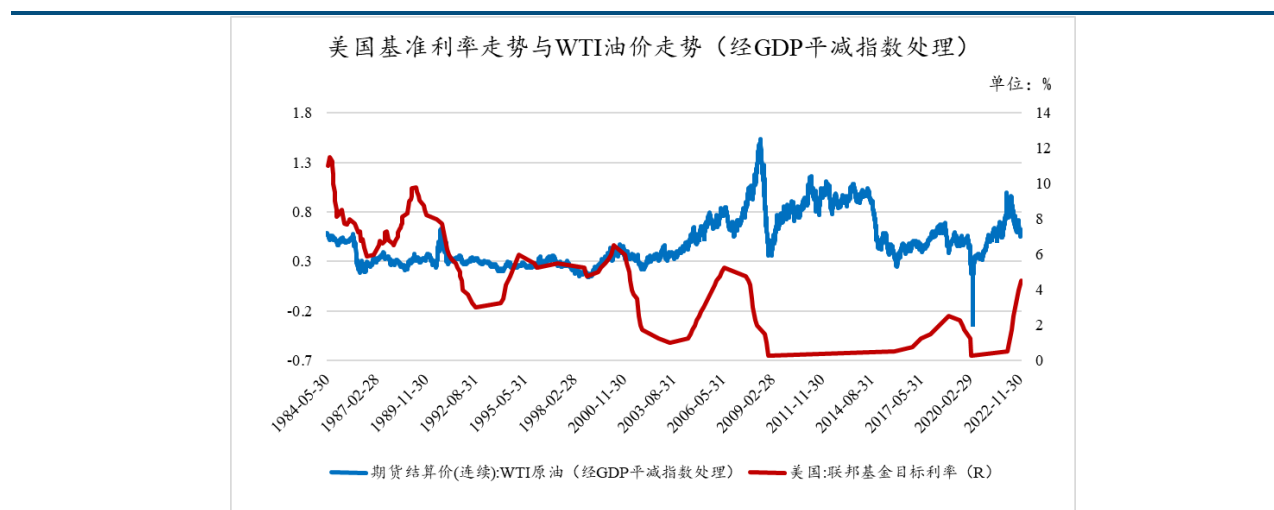
美国降息周期	时间	降息幅度	基准利率变化	降息背景	WTI 起始价 (美元/桶)	WTI 终止 价 (美元/ 桶)	区间 振幅	能源价 格走势
第一轮	1984.9.20- 1987.1.4	11.25%- 5.88%	-537BP	经济增长放缓，通胀数据 下滑	29.58	18.13	-39%	下跌
第二轮	1989.6.6- 1994.2.3	9.56%- 3.00%	-656BP	受海湾战争、第三次石油 危机、日本经济泡沫破 裂、苏联解体等影响，经 济相对低迷	20.46	15.89	-22%	下跌
第三轮	2001.1.3- 2004.6.29	6.00%- 1.00%	-500BP	互联网泡沫破裂，9.11 事 件，通胀数据前期下行	28.00	35.66	27%	上涨
第四轮	2007.9.18- 2015.12.16	4.75%- 0.25%	-450BP	全球次贷危机引发 2008 年 金融危机，雷曼兄弟倒闭 动摇金融市场，通胀数据 快速下行	81.51	35.52	-56%	下跌
第五轮	2019.8.1- 2022.3.16	2.25%- 0.25%	-200BP	经济放缓，2020 年新冠疫 情引起美国经济衰退	53.95	95.04	76%	上涨

数据来源：Bloomberg，中信建投期货

二、降息与油价：降息周期内原油价格通常有一波大幅回调

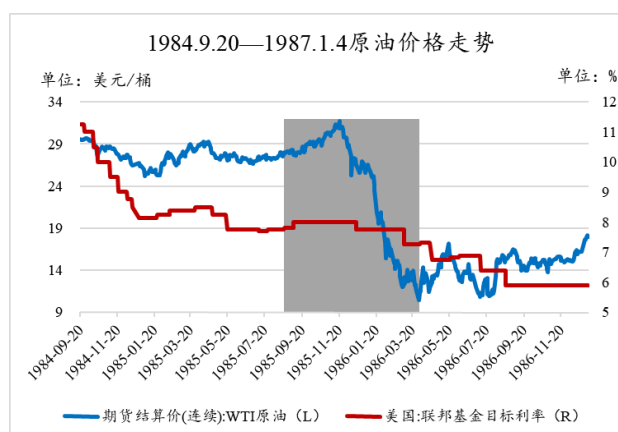
通常来说，油价可以作为利率的一个先行指标。常规环境下，原油价格的上升会导致物价的上升，从而引发通货膨胀，进而抬升利率；相反，如果油价下跌，则可能引发通货紧缩，从而导致利率的下降。相关研究指出，油价变动领先利率约一个月¹。我们对 1984 年以来 WTI 油价与美国基准利率变动进行分析，其中我们将 WTI 油价经过了 GDP 平减指数处理，以此来减弱通胀的影响，但与其与美国联邦基金目标利率的相关性为-0.45，即油价变动与美国利率环境处于负相关。因此，上述的传导过程应该是短周期下的影响，还需要进一步划分不同的时间周期进行观察。

图表 4：美国基准利率走势与 WTI 油价走势（经 GDP 平减指数处理）

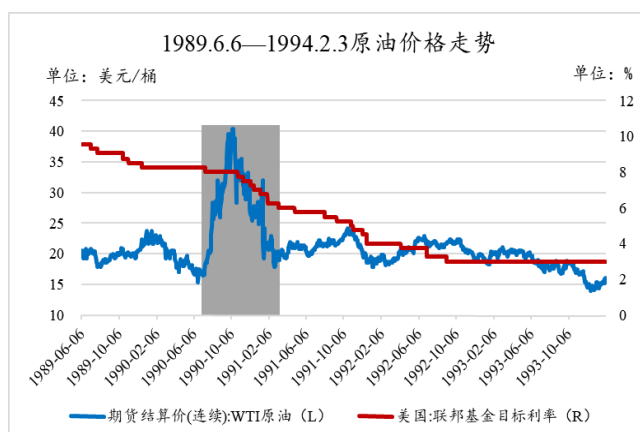


数据来源：Wind，中信建投期货

图表 5：1984.9.20—1987.1.4 原油价格走势



图表 6：1989.6.6—1994.2.3 原油价格走势



¹ 参考刘文波，2017.《全球利率环境与原油价格》

数据来源: Wind, 中信建投期货

数据来源: Wind, 中信建

投期货

从历史上美国的五轮降息周期看, 降息并非一定引发油价的持续上涨。降息后, 油价一般表现为不规律的波动走势。这是因为降息后, 一方面会引发市场对资金宽松的预期, 投机资金会倾向选择一些诸如大宗商品类的风险资产, 此时会促进油价的短期上涨; 另一方面, 美联储降息会使得美元的回报率会变小, 从而导致美元指数走低, 即美元购买力下降, 这使得 OPEC 成员国想要促使油价上升的意愿会更强。但是, 降息周期一般也是美国经济下行周期, 美国经济下行还会产生较大的负外在性, 美国需求锐减, 会导致欧元区、日本和中国等出口占比较大的经济体增速放缓, 全球经济共振下行, 对原油的需求锐减, 因此, 降息周期内原油价格往往会有一波大幅回调。

以上是基于只考虑美联储降息下的理论逻辑, 但实际在传导过程中, 原油价格还会受到原油市场自身基本面的影响。

图表 7: 2001.1.3—2004.6.29 原油价格走势

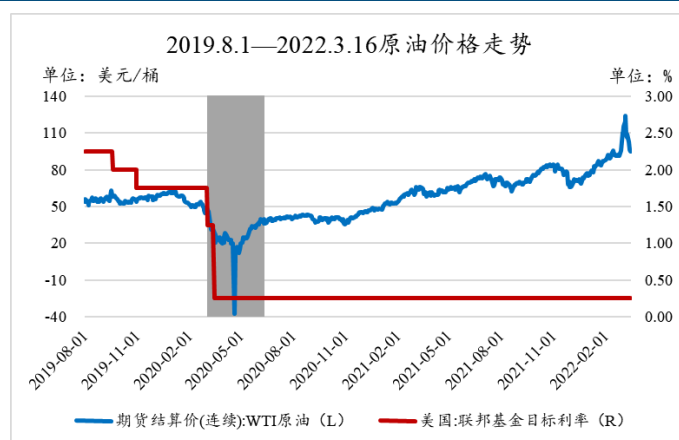
图表 8: 2007.9.18—2015.12.16 原油价格走势



数据来源: Wind, 中信建投期货

数据来源: Wind, 中信建投期货

图表 9: 2019.8.1—2022.3.16 原油价格走势



数据来源: Wind, 中信建投期货

我们统计了 WTI 油价 1984 年以来 5 轮降息前后的表现, 分为降息前期, 即降息前一个月 (若上次加息

期货交易咨询业务资格: 证监许可〔2011〕1461 号

周期结束到首次降息之间不到一个月，则为上次加息结束末到首次降息期间)、降息当天、降息一周、降息一个月和降息全周期五个时间段，具体数据如图表 9 所示。

图表 10：1984 年以来，降息前后 WTI 油价变化 (%)

降息周期	降息阶段	降息前期	降息当天	降息一周	降息后期	降息全周期
1	1984.9.20—1987.1.4	0.61%	-0.14%	-0.14%	-6.36%	-38.70%
2	1989.6.6—1994.2.3	1.94%	-0.29%	-5.87%	-0.78%	-22.34%
3	2001.1.3—2004.6.29	-15.02%	2.90%	-11.89%	11.39%	27.36%
4	2007.9.18—2015.12.16	11.93%	1.17%	0.69%	9.77%	-56.42%
5	2019.8.1—2022.3.16	-0.86%	-7.90%	-5.30%	1.65%	76.16%

数据来源：Wind，中信建投期货

从上表可以看出，降息对原油价格的影响没有显著的规律性。在降息的预期阶段，第一、二、四轮降息周期表现为油价上涨，但第三轮和第五轮的降息周期表现为油价下跌；在降息当天，第三、四轮降息周期油价涨幅分别为 2.9%和 1.17%，相反第一、二、五轮降息周期当天油价下降，其中第一、二轮降息周期下降幅度并不大，分别为-0.14%和-0.29%；在降息后的较短时间内，仅第四轮降息周期表现为油价上涨，且一个月的涨幅要高于一个星期，其余四轮降息周期均表现为下降；在整个降息全周期下，第三、五轮降息周期油价呈上涨走势，其中第五轮降息周期油价涨幅高达 76.16%，而第一、二、四轮降息周期则表现为油价下跌。整体看来，降息全周期内原油价格下降的情况较多。

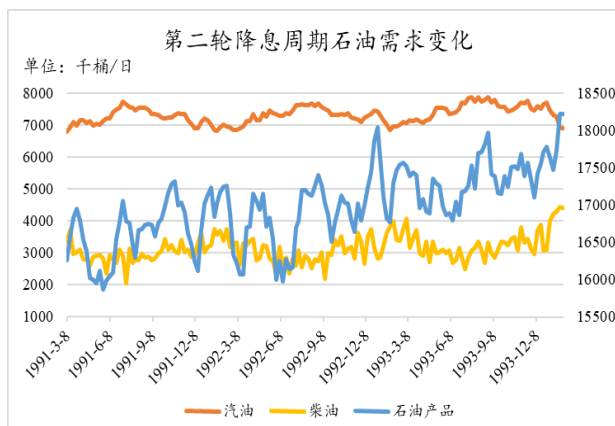
因此，从数理统计上，油价的实际表现与理论或许有所不同。因为原油作为大宗商品，更多受到自身基本面的影响，降息仅是短期的情绪扰动。

三、降息与原油需求：降息并不会导致原油需求增加

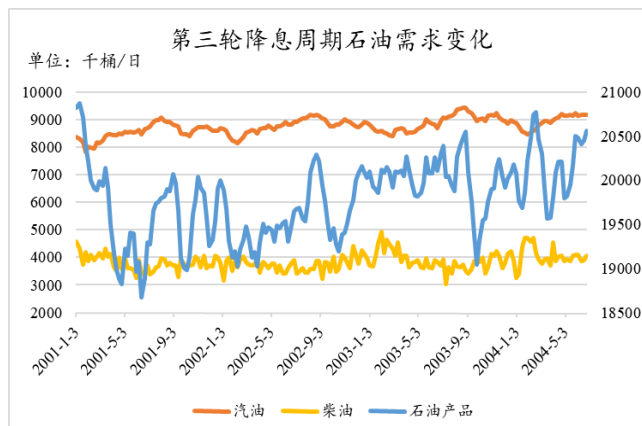
从有数据的四轮降息周期看，美国石油需求与降息并没有很强的负相关关系。美国能源信息署 (EIA) 有 1991 年迄今的石油需求数据，我们对石油需求和降息周期的考察即从第二轮降息周期开始。第三轮降息周期石油需求先升后降，降幅约为 10%。第四轮降息周期石油需求震荡向下。第五轮降息周期前期石油需求整体持稳，中期受新冠疫情影响，石油需求大幅下降，后期逐渐回升。

图表 11：第二轮降息周期石油需求变化

图表 12：第三轮降息周期石油需求变化



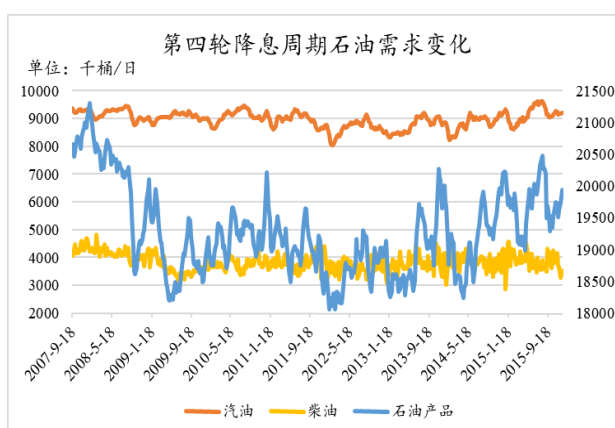
数据来源：EIA，中信建投期货



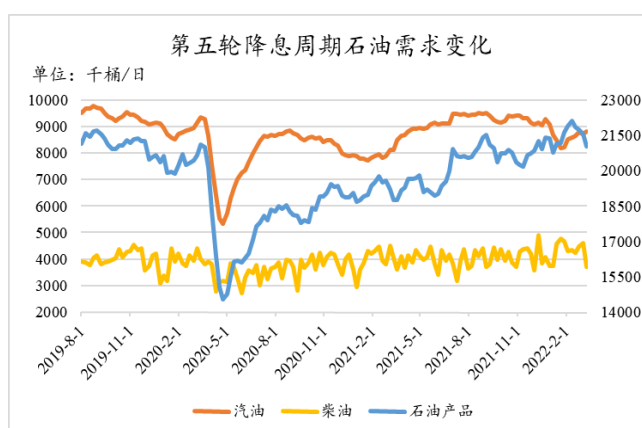
数据来源：EIA，中信建投期货

图表 13：第四轮降息周期石油需求变化

图表 14：第五轮降息周期石油需求变化

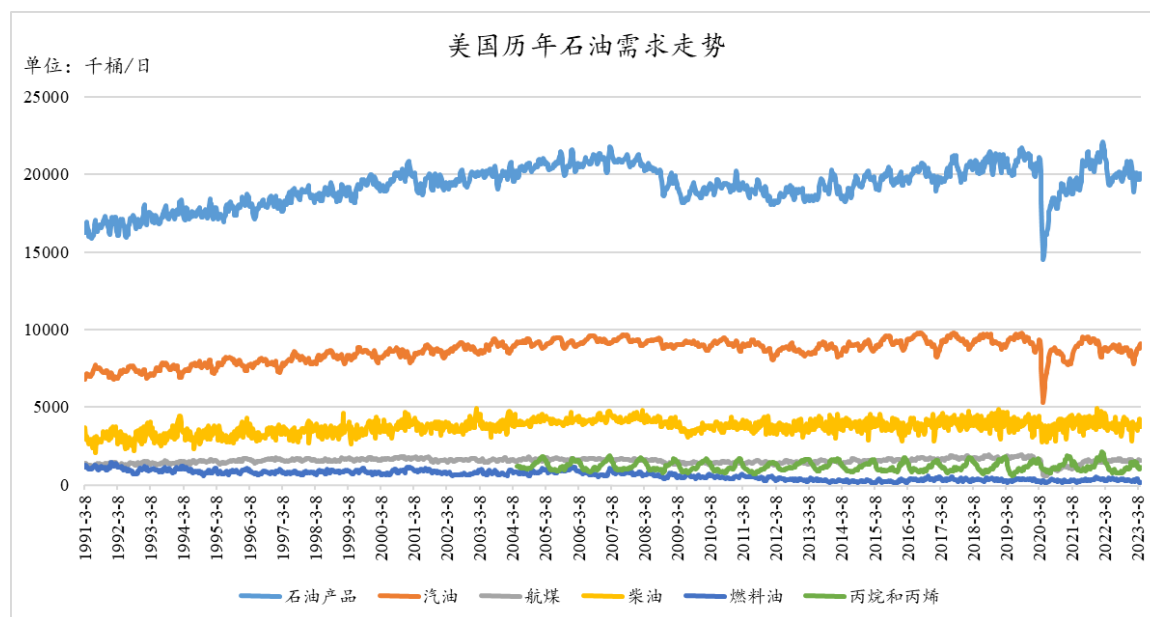


数据来源：EIA，中信建投期货



数据来源：EIA，中信建投期货

图表 15：美国历年石油需求走势



数据来源：EIA，中信建投期货

纵观历史 32 年，美国石油需求整体处于稳态化发展。1991-2007 年之间需求小幅增长。2008-2009 年金融危机导致石油需求连续几年都处于收缩格局，并在更低的水平上持稳。2014 年随着页岩革命油价回落，美国石油需求又回升到 2008 年金融危机前高位。2020-2022 年的故事就不赘述了。

联系我们

中信建投期货总部

重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心27楼、30楼

电话：023-86769605

上海分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦电路490号，世纪大道1589号8楼08-11单元

电话：021-58301589

济南分公司

地址：济南市历下区泺源大街150号中信广场A座六层611、613室

电话：0531-85180636

湖南分公司

地址：长沙市岳麓区观沙岭街道茶子山东路112号滨江金融中心C座2127、2128室

电话：0731-82681681

大连分公司

地址：大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2901号房间

电话：0411-84806336

河南分公司

地址：郑州市未来路69号未来大厦2205、2211、1910房，未来公寓1306、1506、1806房

电话：0371-65612397

河北分公司

地址：廊坊市广阳区吉祥小区20-11号门市一至三层、20-1-12号门市第三层

电话：0316-2326908

深圳分公司

地址：深圳市福田区深南大道和泰然大道交汇处绿景纪元大厦111

电话：0755-33378759

杭州分公司

地址：浙江省杭州市江干区钱江国际时代广场3幢702室

电话：0571-87380613

宁波分公司

地址：浙江省宁波市鄞州区和济街180号国际金融中心F座1809室

电话：0574-89071681

西安分公司

地址：陕西省西安市高新区科技路38号林凯国际大厦十九层1905、1906、1907室

电话：029-85725585

重庆渝北分公司

地址：重庆市渝北区龙山街道新南路439号中国华融现代广场3幢19-1/2号

电话：023-67380500

上海浦东分公司

地址：中国（上海）自由贸易试验区浦东南路528号2202室

电话：021-68597013

四川分公司

地址：成都市武侯区科华北路62号力宝大厦南楼1801、1802、1803室

电话：028-62818710

重庆分公司

地址：重庆市渝中区中山三路107号上站大楼平街名义层11-A4-A6

电话：023-61361140

海南分公司

地址：海南省海口市龙华区滨海大道77号中环国际广场10层1002号

电话：0898-68538536

苏州分公司

地址：苏州市相城区高铁新城南天成路55号相融大厦5层501-1

电话：0512-65093771

北京朝阳门北大街营业部

地址：北京市东城区朝阳门北大街6号首创大厦207室

电话：010-85282866

江西分公司

地址：江西省南昌市红谷滩区红谷中大道998号绿地中央广场A1#办公楼4801A室、4802室

电话：0791-82082701

广州东风中路营业部

地址：广州市越秀区东风中路410号第16层自编1605C、1605B、1606房

电话：020-28325286

漳州营业部

地址：福建省漳州市龙文区九龙江大道以东漳州碧湖万达广场A2地块9幢1203号

电话：0596-6161601

安徽分公司

地址：安徽省合肥市包河区马鞍山路130号万达广场C区6幢1903、1904、1905室

电话：0551-2889767

上海徐汇营业部

地址：上海市徐汇区斜土路2899甲号1幢1601室

电话：021-64040178

湖北分公司

地址：武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼/单元36层3601号02-03室

电话：027-59909521

南京分公司

地址：南京市黄埔路2号黄埔大厦11层D1、D2座

电话：025-86951881

北京北三环西路营业部

地址：北京市海淀区中关村南大街6号9层912

电话：010-82129971

太原营业部

地址：山西省太原市小店区长治路103号阳光国际商务中心A座902室

电话：0351-8366898

广州分公司

地址：广州市天河区黄埔大道西100号富力盈泰大厦B座1406

电话：020-22922102

北京国贸营业部

地址：北京市朝阳区光华路8号17幢一层A113房间

电话：010-85951101

福州营业部

地址：福建省福州市台江区宁化街道振武路70号（原江滨西大道北侧）福晟·钱隆广场18层01商务办公

电话：0591-83625596

方顿物产（重庆）有限公司

地址：重庆市渝中区中山三路131号希尔顿商务中心2603室

电话：023-86769662

重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更

改。

中信建投的销售人员、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报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com