

## 【申银万国期货】油价还能继续下跌吗

### ——申万期货原油专题

2024 年 5 月 13 日

摘要：

- 当前对油价的主要支撑在于 OPEC 持续减产的信心和美国在 80 美元附近的收储，即将到来的夏季出行高峰也给与一定的想象空间；主要压力则来自于不断推迟的降息和逐渐淡出视角的地缘冲突，伊拉克突如其来的发言也给了一定打击。但整体上油价维持 600-650 元/桶的区间中。目前处于区间下沿。一旦明确降息节点以及地缘出现新的变化，油价就可能重新向上。因此操作上建议轻仓多为主。

分析师

董超 能化分析师

从业资格号：F3030150

投资咨询号：Z0012596

电话：021-5058 3880

邮箱：dongchao@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号

宝安大厦 7、8、10 楼

邮编：200122

电话：021 5058 8811

传真：021 5058 8822

网址：[www.sywgqh.com.cn](http://www.sywgqh.com.cn)



申银万国期货  
宏观金融研究



申银万国期货研究



宏观与商品

油价最近一天不如一天，很多投资者都在问现在上车还来得及么，其实来不来得及要看原油为什么会跌，而跌的理由还能延续多久。

## 一、OPEC 内部意见不一

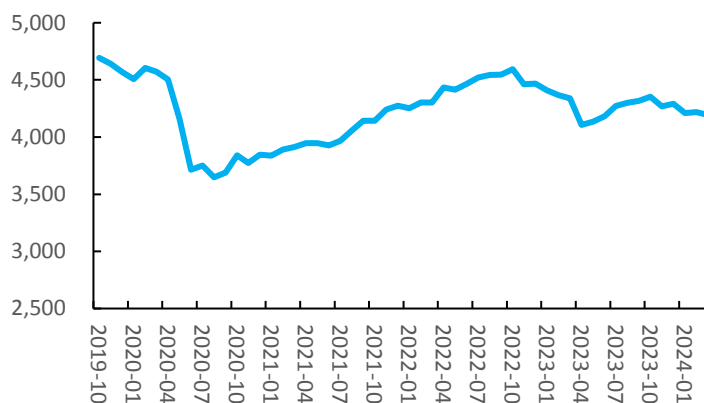
周六的时候伊拉克举行了一场招标活动，一口气将 29 个石油和天然气勘探项目打包上架。目前伊拉克的原油储量为 1450 亿桶，而伊拉克的石油部长表示，希望通过此举将原油储量进一步提高至 1600 亿桶。伊拉克预期通过这一系列拍卖，每天额外获得 9800 万立方米的天然气和 100 万桶的石油。考虑到该国财政预算中 90% 由石油支撑，这对伊拉克很重要。伊拉克是 OPEC 框架内的第二大产油国，近几年来，伊拉克的石油产能已经从 300 万桶/天增加到了 500 万桶左右。根据目前 OPEC+ 的减产协议，伊拉克的产量需要控制在近 400 万桶/天。

原油市场并不担心这些几年以后上线的产量，但在此次招标活动上，伊拉克石油部长还表示在下一一次 OPEC+ 会议上，不会支持对减产进行任何延期。伊拉克是欧佩克框架内目前唯一没有足额减产的国家。其中一二三月份分别超出目标产量 19.4 万桶、21.7 万桶和 19.3 万桶/日。该国此前刚向欧佩克秘书处提交了补偿计划，其中 5 至 9 月将产量控制在限额下方 5 万桶/天，今年最后三个月还要翻倍扩大限产。

伊拉克此次表态有两点意图，一是给竞拍者一个定心丸，此前很多巨头退出竞拍就是由于担心勘探出产能后无法足额生产。二是通过不同意减产施压沙特，今年以来伊拉克从未严格执行减产，以至于需要再 5 月后开始补足减产份额，伊拉克此举显然是希望能够像当初阿联酋那样增加自己的生产配额。毕竟大家无序增产并不符合伊拉克利益，集体减产的同时自身增

加配额才更为划算，这就需要考验沙特的智慧了。预计 6 月份大概率仍能维持目前产量不变，但后期伊拉克弥补减产的可能性渺茫，同时有可能伊拉克会单独增加生产配额。

图 1：伊拉克原油产量（千桶/日）



资料来源：EIA，申万期货研究所

## 二、利率政策不断施压

周末美联储理事、美联储公开市场委员会成员鲍曼表示，美联储政策应谨慎、审慎地推进。达拉斯联储主席洛根表示，考虑到今天初几个月令人失望的通胀数据，现在考虑降息为时过早。明尼阿波利斯联邦储备银行总裁卡什卡利周五表示，目前的经济状况意味着他不确定联储利率政策的下一步会是什么。

回顾历史，从 1983 年至今美联储总计有 7 次加息降息周期。我们发现基本上油价与利率同向变化，唯有在此轮加息中出现不同。或者换一种角度，油价与 CPI 的关联度更高，CPI 的上涨一般伴随着油价的上涨，同时 CPI 的上涨会导致美联储加息，反之亦然。

当前的周期整体逻辑就与往常不同，在此次加息周期中 CPI 一开始就高达 8.5%，正常而言美联储应该在很早之前就开始加息控制 CPI，但一方面新冠疫情的影响经济使其不得不推迟加息，

另一方面美联储认为过高的 CPI 是由于原油前值过低所导致的短期影响，不必过于在意。油价方面，2022 年 2 月俄乌冲突爆发油价冲到高点，随后地缘局势逐步稳定，油价开始回落。因此此次加息周期与之前的周期有很大的不同。此前加息周期更多的是存在一定的通胀压力，但通胀还在逐步攀升中的提前预防式加息，而此次加息则是通胀已经无法控制，经济又由于各种压力没有起色的滞胀式加息。

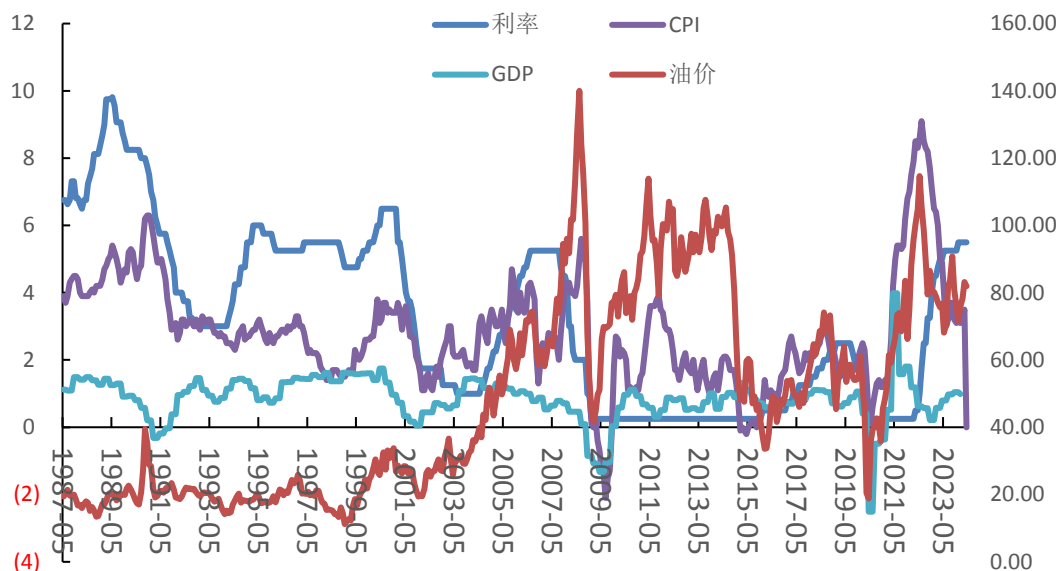
本轮的降息周期大概率将在今年 9 月份启动，目前美国 CPI 为 3.5%、GDP 为 1.04%，基本处于正常水平，随着高利率的维持认为本次降息开始时 CPI 有望进一步下滑，因此预计此次降息周期不会与其他周期有太大不同，但是降息周期中的油价表现与利率关联度没有加息周期中那么大，尤其是降息中不存在特别大的系统性风险情况下。

表 1：OPEC+原油生产配额（万桶/日）

	加息周期	加息幅度	CPI 初值	CPI 终值	CPI 变动值	油价初值	油价终值	油价变化幅度
1	1983.03-1984.08	3.00%	3.60%	4.30%	0.70%	29.35	29.23	-0.41%
2	1987.01-1989.05	4.00%	1.50%	5.40%	3.90%	18.66	20.03	7.34%
3	1994.02-1995.02	3.00%	2.50%	2.90%	0.40%	14.77	18.53	25.46%
4	1999.06-2000.05	1.75%	2.00%	3.20%	1.20%	17.92	28.81	60.77%
5	2004.06-2006.06	4.25%	3.30%	4.30%	1.00%	38.05	70.97	86.52%
6	2015.12-2018.12	2.25%	0.70%	1.90%	1.20%	37.33	48.98	31.21%
7	2022.03-2023.11	4.25%	8.50%	3.10%	-5.40%	100.28	75.96	-24.25%
	降息周期	降息幅度	CPI 初值	CPI 终值	CPI 变动值	油价初值	油价终值	油价变化幅度
1	1984.08-1986.08	6.00%	4.30%	1.60%	-2.70%	29.23	15.90	-45.60%
2	1989.05-1992.09	6.50%	5.40%	3.00%	-2.40%	20.42	20.62	0.98%
3	1995.06-1998.11	1.25%	3.00%	1.50%	-1.50%	17.40	11.22	-35.52%
4	2000.12-2003.06	5.50%	3.40%	2.10%	-1.30%	33.82	30.19	-10.73%
5	2007.08-2008.12	5.00%	2.00%	0.10%	-1.90%	74.04	44.60	-39.76%
6	2019.07-2020.03	2.25%	1.80%	1.50%	-0.30%	58.58	20.48	-65.04%

资料来源：Wind，申万期货研究所

图 2：历年利率周期与油价（%、美元/桶）



资料来源：Wind，申万期货研究所

首先我们要明确，利率政策是一个背景性因素。其主要是告诉我们当前的经济环境以及政策导向。降息周期中虽然每次出台的降息政策都是利好油价的，但这种政策出台本身就意味着美联储认为经济处于下行通道中，CPI 以及 GDP 在不断下降过程中。其次我们要注意利率政策改变的时间点，尤其是预期改变的时间点。例如最近一段时间市场对美联储降息开始时间点的预期从 3 月推迟至 6 月再推迟至 9 月，每一次推迟都会引发当天油价的下跌。这种改变主要体现在利率变化开始的前期以及尾端，市场会对何时开始变化充分博弈。

### 三、总结

当前对油价的主要支撑在于 OPEC 持续减产的信心和美国在 80 美元附近的收储，即将到来的夏季出行高峰也给与一定的想象空间；主要压力则来自于不断推迟的降息和逐渐淡出视角的地缘冲突，伊拉克突如其来发言也给了一定打击。但整体上油价维持 600-650 元/桶的区间中。目前处于区间下沿。一旦明确降

息节点以及地缘出现新的变化，油价就可能重新向上。因此操作  
上建议轻仓多为主。

## 四、风险提示

地缘局势波动导致供应变化。

美国迅速开始降息周期

国际宏观需求大幅改善

本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格  
(核准文号 证监许可[2011]1284 号)

#### 研究局限性和风险提示

报告中依据和结论存在范围局限性,对未来预测存在不及预期,以及宏观环境和产业链影响因素存在不确定性变化等风险。

#### 分析师声明

作者具有期货投资咨询执业资格,保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于作者的职业理解,本报告清晰准确地反映了作者的研究观点,力求独立、客观和公正,结论不受任何第三方的授意或影响,作者及利益相关方不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的利益。

#### 免责声明

本报告的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息,本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。市场有风险,投资需谨慎。我们力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨,投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议,不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的,所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

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,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为申银万国期货,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

