

# 大类资产周报第 1 期

## 宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

 分析师: 赵伟 (执业 S1130521120002)  
zhaow@gjzq.com.cn

 联系人: 李欣越  
lixinyue@gjzq.com.cn

## 原油，供求的“天平”会倾向何方？

近期，原油价格宽幅震荡，但多次跌至 70 美元/桶附近时均有反弹。市场对原油供求分歧何在、会如何演绎，有哪些因素潜在的供需变化值得后续关注？本文分析，可供参考。

### 热点思考：原油，供求的“天平”会倾向何方？

**一问：2022 年以来的油价的表现？供需交替冲击下，一波三折**

2022 年以来，原油价格受供需交替，波动较大，大致可以分为三段。1) 第一阶段，2022 年 1 月 1 日-6 月 8 日，WTI 原油大涨 61%。疫情冲击下供求矛盾加剧、叠加俄油供给缺口担忧，油价被推至高位。2) 第二阶段，2022 年 6 月 9 日-9 月 26 日，美油大跌 37%；衰退担忧、叠加加息周期下美元的强势，对油价形成明显压制。3) 第三阶段，2022 年 9 月 27 日至今，美油震荡下跌 9%；经济延续走弱，需求预期仍在下修，而 OPEC+ 的两次减产则对油价有所提振。

**二问：历史上衰退期油价的走势？风险催化下、油价多有调整**

历史上，美国经济衰退期油价均有一跌；出行类需求的相对刚性、OPEC 收缩计划产量的应对，导致衰退初期市场分歧较大，风险事件的爆发往往成为油价下破支撑位的核心驱动。历史回溯来看，1990 年美国经济的 4 次衰退，油价均在经济步入衰退后半年内大幅调整。经济下行初期，出行类需求未明显收缩、叠加 OPEC 下调配额，市场分歧较大，油价通常箱体震荡。但产油国财政压力下减产多不能有效执行；需求端风险事件的冲击，往往会带来油价的快速下行。

**三问：值得留意的供需变化？美国战略储备的补库节奏、OPEC+ 减产的执行情况**

当下，支撑油价上行的需求侧逻辑在于美国出行的修复、中国需求的拉动、美国库存的低位；但风险事件的或有冲击、美油补库的节奏，仍需要密切关注。1) 近期美国出行指数回升实为夏季临近的季节性波动，历史上衰退期回落的规律值得留意。2) 中国经济复苏斜率不高、交运修复已放缓，支撑效应或相对有限。3) 美油库存走低，主因战略储备原油库存释放的拖累，商业原油库存仍高于历史均值。后续需要留意风险事件的或有冲击、战略储备的补库节奏等。供给侧支撑油价的逻辑在于 OPEC+ 主动减产、美油资本开支较低产能受限、俄油制裁下供给有约束；但 OPEC+ 减产约束力存疑、美油供给仍在增加、俄油制裁暂无成效，供给端托底作用的持续性仍待观察。1) OPEC+ 前期减产执行率高，实为产能缺口尚未弥合；当前油价远高主要产油国外部均衡价，减产实际执行力存疑。2) 美油供给仍在放量，油价高于美油盈亏平衡线，美油仍有扩产动能。3) 俄油通过印度等非欧盟国家转出口，2 月实施的 60 美元/桶价格上限大幅高于俄油成本价，俄油出口未现明显收缩。后续值得跟踪 OPEC+ 减产执行情况、美油钻井增速、俄油转出口规模。

### 周度回顾：日德股市相继创下新高，人民币汇率再度贬值破“7”

**股票市场：**全球主要股票指数普遍上涨，港股领跌。发达国家股指中，日经 225、纳斯达克指数、德国 DAX、标普 500、法国 CAC40 和道琼斯工业指数领涨，分别上涨 4.8%、3.0%、2.3%、1.6%、1.0% 和 0.4%。

**债券市场：**发达国家 10 年期国债收益率普遍上行。美国 10Y 国债收益率上行 24.00bp 至 3.70%，德国 10Y 国债收益率上行 20.00bp 至 2.45%；法国、意大利和英国分别上行 15.20bp、14.00bp 和 5.64bp，仅日本下行 0.10bp。

**外汇市场：**美元指数走强，人民币贬破“7”。挪威克朗、日元和欧元兑美元分别贬值 1.77%、1.61% 和 0.43%，英镑兑美元持平，仅加元兑美元升值 0.44%。在岸、离岸人民币兑美元分别贬值 0.73%、0.76% 至 7.0084、7.0242。

**商品市场：**大宗商品价格涨跌分化，原油上涨，贵金属下跌，有色、黑色和农产品涨跌分化。受供应增加、地产需求释放缓慢的影响，玻璃大跌 13%；因蒙煤、澳煤供应缩减，而下游对部分超跌煤种增加采购，焦煤大涨 10%。

### 风险提示

俄乌冲突再起波澜；大宗商品价格反弹；工资增速放缓不达预期

## 内容目录

一、热点思考：原油，供求的“天平”会倾向何方？	5
一问：2022 年以来的油价的表现？供需交替冲击下，一波三折	5
二问：历史上衰退期油价的走势？风险催化下、油价多有调整	7
三问：值得留意的供需变化？美国战略储备的补库节奏、OPEC+减产的执行情况	9
二、大类资产高频跟踪（2023/05/12-2023/05/19）	13
（一）权益市场追踪：全球资本市场全线上涨	13
（二）债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率普遍上涨	15
（三）外汇市场追踪：美元指数走强，人民币兑美元贬值、兑欧元和英镑均贬值	16
（四）大宗商品市场追踪：原油价格上涨，贵金属下跌，黑色、有色和农产品涨跌分化	17
风险提示	19

## 图表目录

图表 1：2022 年以来，原油价格大幅波动	5
图表 2：2022 年以来，原油价格的三阶段波动情况	5
图表 3：俄罗斯原油占全球原油产量比重约 15%	5
图表 4：供需缺口快速推高原油价格	5
图表 5：2022 年二季度，美国经济持续低预期	6
图表 6：2022 年 Q2，美元持续走高，对油价形成压制	6
图表 7：美、欧一季度 GDP 增速均低于市场预期	6
图表 8：OPEC+4 月会议宣布大幅减产	6
图表 9：2022 年中以来，油价多次在 70 美元位置反弹	6
图表 10：期货市场上，非商业净持仓波动加剧	6
图表 11：美国经济步入衰退后，原油价格均有一跌	7
图表 12：近 4 次美国衰退中，油价的跌幅与持续性	7
图表 13：原油需求与价格走势较为相关	7
图表 14：美国原油需求略滞后于经济增速	7
图表 15：2001 年初，油价持续在 25 美元/桶以上震荡	8
图表 16：2019 年，油价持续在 50 美元/桶以上震荡	8
图表 17：2001 年衰退中，OPEC 减产不及预期	8
图表 18：2008 年衰退中，OPEC 减产亦不及预期	8
图表 19：2020 年衰退中，供给冲击带来产量大幅收缩	9
图表 20：经济衰退期，沙特财政收支均有恶化	9

图表 21: 美国制造业 PMI 新订单领先 GDP 约 2 个季度.....	9
图表 22: 美国出行指数的回升符合季节性.....	9
图表 23: 我国整车货运流量指数上行趋势放缓.....	10
图表 24: 我国国内航班复苏弹性不大.....	10
图表 25: 2022 年 11 月减产协议似乎执行率“较高”.....	10
图表 26: OPEC+实际产量与目标产量存在较大缺口.....	10
图表 27: OPEC 主要产油国 4 月实际产量环比收缩.....	10
图表 28: 主要石油出口国外部均衡价多低于 50 美元/桶.....	10
图表 29: 美国油企资本开支增速与钻机数相关.....	11
图表 30: 美国页岩油产量创下历史新高.....	11
图表 31: 美国钻井、完井数有所放缓.....	11
图表 32: 当下油价仍大幅高于美油盈亏平衡线.....	11
图表 33: 俄油价格上限主要作用于保险服务.....	12
图表 34: 俄罗斯原油大量通过印度等国实现转出口.....	12
图表 35: 影子船队对俄油出口有一定替代作用.....	12
图表 36: 乌拉尔原油价格折价后低于价格上限.....	12
图表 37: 当下 OECD 原油总库存并不低.....	12
图表 38: 美国商业原油库存实际也不低.....	12
图表 39: 库消比与原油价格走势密切相关.....	13
图表 40: 需求收缩、供给难紧, 原油供给或将过剩.....	13
图表 41: 当周, 发达国家股指全线上涨.....	14
图表 42: 当周, 新兴市场股指涨跌分化.....	14
图表 43: 当周, 美股行业涨跌分化.....	14
图表 44: 当周, 欧元区行业涨跌分化.....	14
图表 45: 当周, 恒生指数全线下跌.....	15
图表 46: 当周, 恒生行业全线下跌.....	15
图表 47: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率普遍上涨.....	15
图表 48: 当周, 美德英 10Y 收益率均上行.....	15
图表 49: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益涨跌不一.....	16
图表 50: 当周, 土耳其、巴西 10Y 利率分别下行、上行.....	16
图表 51: 当周, 美元指数上涨, 仅加元兑美元升值.....	16
图表 52: 当周, 英镑、欧元兑美元分别持平、贬值.....	16
图表 53: 当周, 主要新兴市场兑美元涨跌分化.....	16
图表 54: 土耳其里拉、雷亚尔兑美元贬值, 韩元升值.....	16
图表 55: 当周, 美元、英镑和欧元兑人民币升值.....	17

图表 56: 当周, 人民币兑美元贬值.....	17
图表 57: 当周, 商品价格走势涨跌分化.....	17
图表 58: WTI 原油、布伦特原油价格上涨.....	18
图表 59: 当周, 动力煤价格持平, 焦煤价格大涨.....	18
图表 60: 当周, 铜铝价格上涨.....	18
图表 61: 当周, 通胀预期升温.....	18
图表 62: 当周, 黄金、白银价格均下跌.....	18
图表 63: 当周, 10Y 美债实际收益率上行.....	18

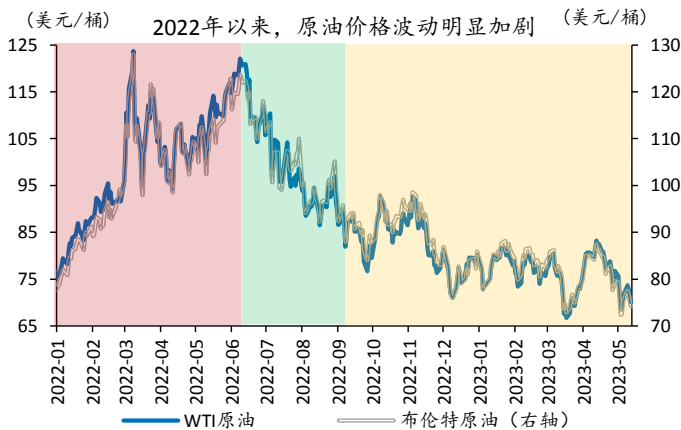
近期，原油价格宽幅震荡，但多次跌至 70 美元/桶附近时均有反弹。市场对原油供求分歧何在、会如何演绎，有哪些因素潜在的供需变化值得后续关注？

## 一、热点思考：原油，供求的“天平”会倾向何方？

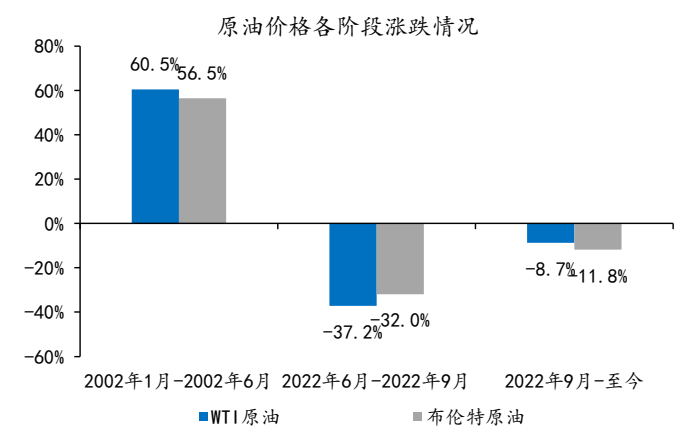
一问：2022 年以来的油价的表现？供需交替冲击下，一波三折

2022 年以来，原油价格受供需交替冲击，波动较大，大致可以分为三段：1) 第一阶段，2022 年 1 月 1 日-2022 年 6 月 8 日，WTI 原油、布伦特原油分别大涨 60.5%、56.5%，均突破 120 美元/桶，创 2008 年以来新高；2) 第二阶段，2022 年 6 月 9 日-2022 年 9 月 26 日，美油、布油分别大跌 37.2%、32.0%；3) 第三阶段，2022 年 9 月 27 日至今，美油、布油均震荡走跌，分别下跌 8.7%、11.8%。

图表1：2022 年以来，原油价格大幅波动



图表2：2022 年以来，原油价格的三阶段波动情况

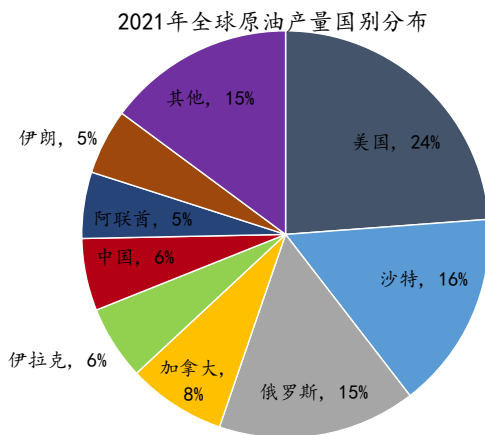


来源：Wind，国金证券研究所

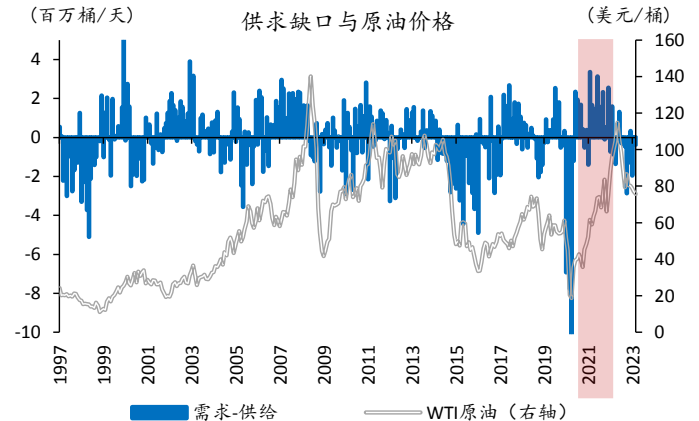
来源：Wind，国金证券研究所

第一阶段，疫情冲击下供求矛盾加剧、叠加俄油供给缺口担忧，油价被推至高位；第二阶段，衰退担忧与美元的强势对油价形成压制。1) 2022 年 1 月-2022 年 6 月，油价快速上行。一方面，疫情快速加剧原油供求矛盾，海外供给端仍受供应链、劳动力等约束，需求端已逐步修复；另一方面，俄乌冲突使市场担忧全球产量占比 15%左右的俄油供给出现缺口。2) 2022 年 6 月-2022 年 9 月，油价快速下跌。这一期间，美国经济大幅走弱，花旗美国意外指数持续低于 0，衰退担忧叠加加息周期下美元的强势，对油价形成明显压制。

图表3：俄罗斯原油占全球原油产量比重约 15%



图表4：供需缺口快速推高原油价格



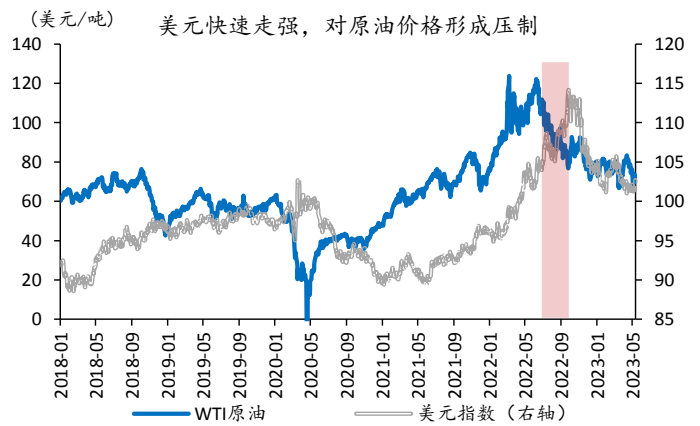
来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表5: 2022年二季度, 美国经济持续低预期



图表6: 2022年Q2, 美元持续走强, 对油价形成压制

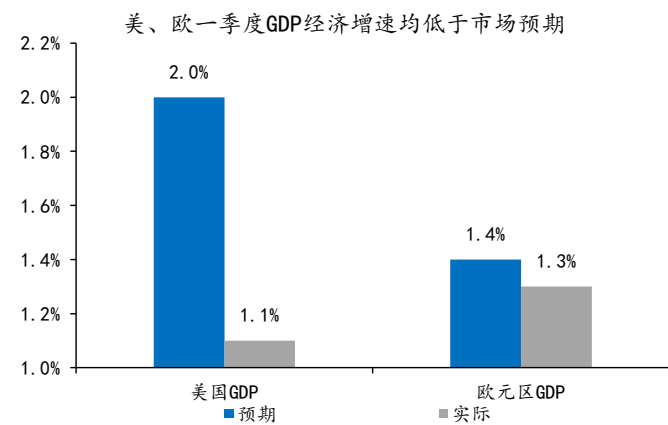


来源: Wind, 国金证券研究所

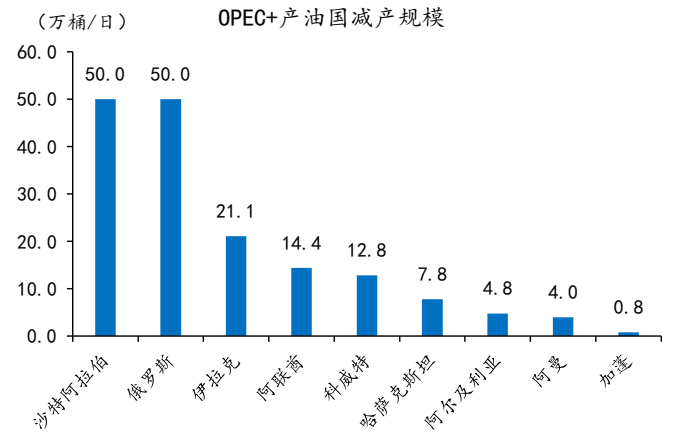
来源: Wind, 国金证券研究所

第三阶段, 供给收缩与需求走弱的碰撞下, 原油价格波动加剧; 但 WTI 原油多次触及 70 美元/桶均有反弹, 市场在底部位置分歧明显加大。2022 年 9 月 27 日至今, 原油价格震荡走弱。一方面, 经济延续走弱, 需求预期仍在下修; 美、欧一季度 GDP 分别录得 1.1%、1.3%, 均低于市场预期。另一方面, OPEC+ 在 11 月、4 月的两次减产, 计划合计减产 166 万桶/天, 则对油价形成提振。供给收缩与需求走弱的碰撞下, 油价多次跌至 70 美元/桶, 随后反弹; 从期货市场持仓情况来看, 这一阶段, 市场净头寸波动加剧, 分歧明显加大。

图表7: 美、欧一季度 GDP 增速均低于市场预期



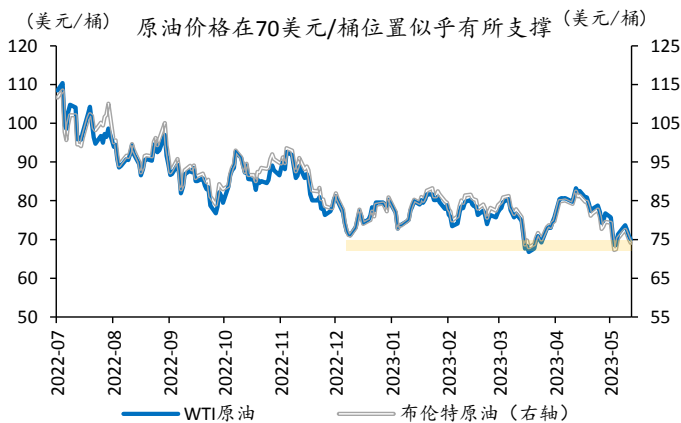
图表8: OPEC+4月会议宣布大幅减产



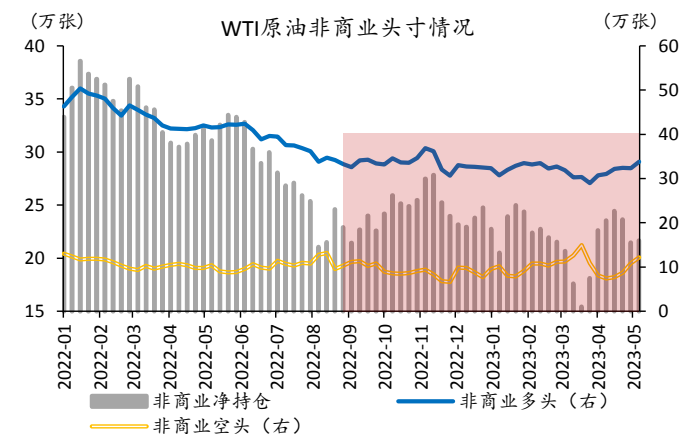
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: OPEC, 国金证券研究所

图表9: 2022年中以来, 油价多次在70美元位置反弹



图表10: 期货市场上, 非商业净持仓波动加剧



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

## 二问：历史上衰退期油价的走势？风险催化下、油价多有调整

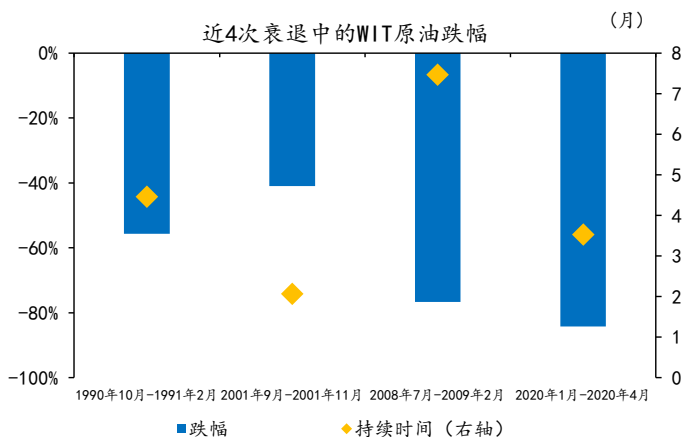
历史回溯来看，美国经济衰退期油价均有一跌。1990年以来，美国经济共经历了4次衰退；分别是1990年“第三次石油危机”、2001年“互联网泡沫”、2008年“次贷危机”、2020年“新冠疫情”引发的经济衰退。美国经济衰退期间，原油价格均有下跌，油价大幅调整的起点通常在经济步入衰退半年内出现。四次衰退中，WTI原油价格分别下跌56%、41%、77%和84%，下跌通常持续1-2个季度。

图表11：美国经济步入衰退后，原油价格均有一跌



来源：Bloomberg，国金证券研究所

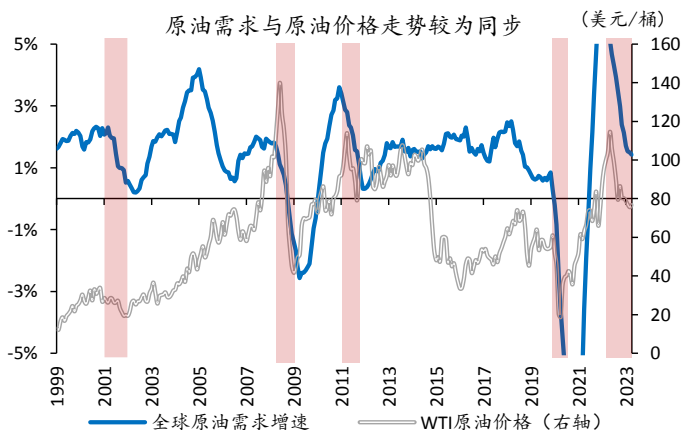
图表12：近4次美国衰退中，油价的跌幅与持续性



来源：Bloomberg，国金证券研究所

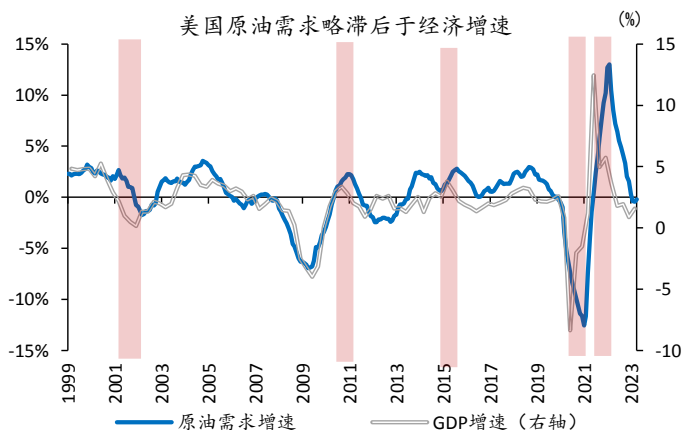
油价对需求高度敏感，而出行类需求的相对刚性、导致经济步入衰退初期市场分歧往往较大。经济下行周期中、风险事件的爆发往往成为油价下破支撑位的核心驱动。历史回溯来看，WTI原油价格与全球原油需求走势较为同步；而原油需求中，交运类需求占比高达7成。出行类需求相对粘性，往往在经济持续下行一段时间后会明显收缩；这导致原油需求通常滞后于经济拐点1-2个季度。经济下行初期，原油需求仍未明显收缩，市场分歧较大，油价通常箱体震荡；直至2001年“911”事变、2020年“新冠蔓延”这类风险事件直接冲击后，原油价格才会快速下破前期25美元/桶、50美元/桶的支撑位。

图表13：原油需求与价格走势较为相关



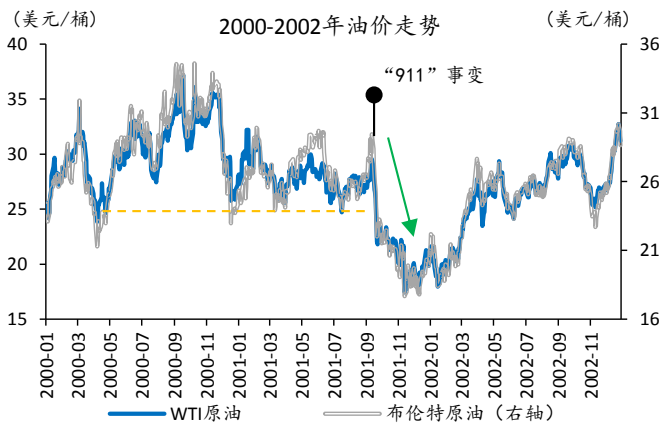
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表14：美国原油需求略滞后于经济增速



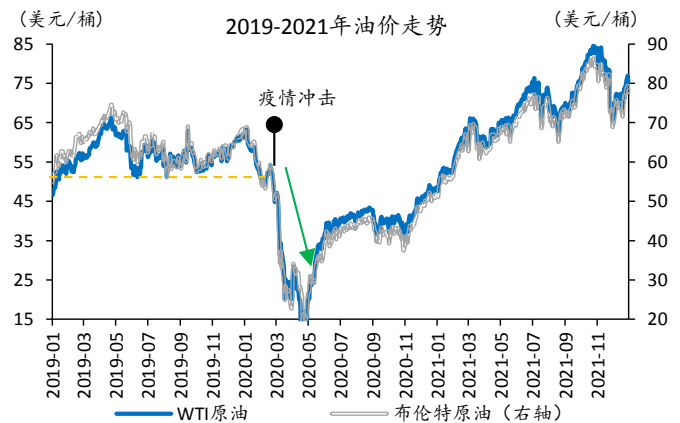
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表15: 2001年初, 油价持续在25美元/桶以上震荡



来源: Wind, 国金证券研究所

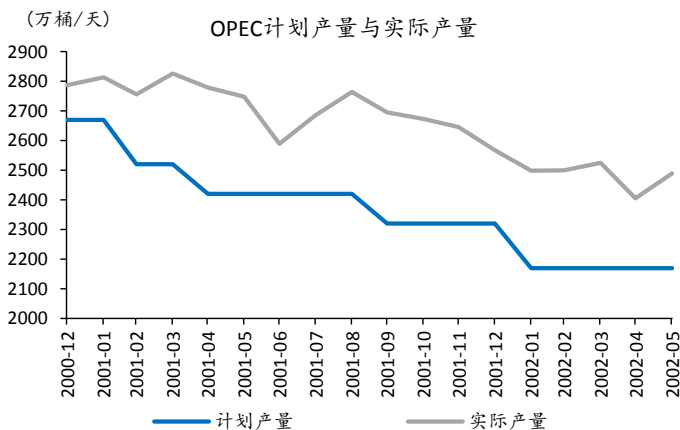
图表16: 2019年, 油价持续在50美元/桶以上震荡



来源: Wind, 国金证券研究所

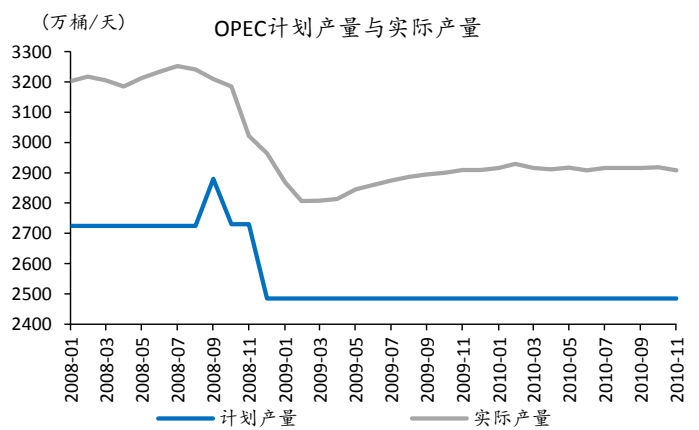
历轮经济衰退中, OPEC 均曾收缩产量以应对需求端冲击; 但经济下行中, 沙特等产油国财政收支多有恶化, 这一背景下减产计划往往也并不能得到有效执行。2001年、2008年、2020年的经济衰退中, OPEC 均多次下调计划产量, 计划产量分别下调 500 万桶/天、396 万桶/天、745 万桶/天, 而 2001 年与 2008 年, OPEC 实际产量持续高于计划产量, 实际减产规模也仅为 298 万桶/天、302 万桶/天; 仅 2020 年供应链冲击下才带来了减产的较好“执行”。究其原因, 全球衰退背景下, 产油国财政收支压力明显上升, OPEC 主要产油国间“囚徒困境”博弈加剧, 导致最终减产效果往往也会大打折扣。

图表17: 2001年衰退中, OPEC 减产不及预期



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

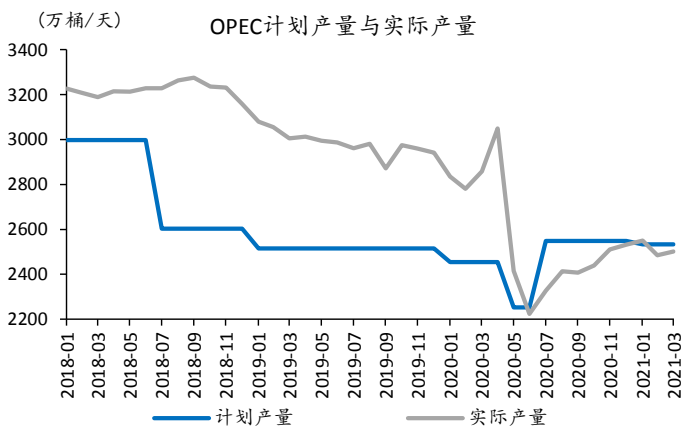
图表18: 2008年衰退中, OPEC 减产亦不及预期



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

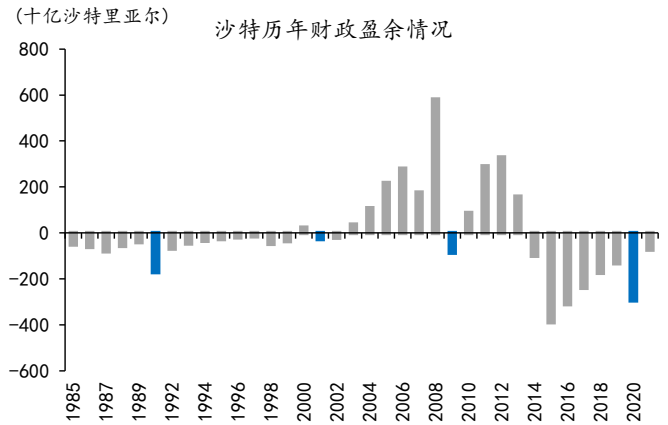


图表19: 2020年衰退中, 供给冲击带来产量大幅收缩



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表20: 经济衰退期, 沙特财政收支均有恶化



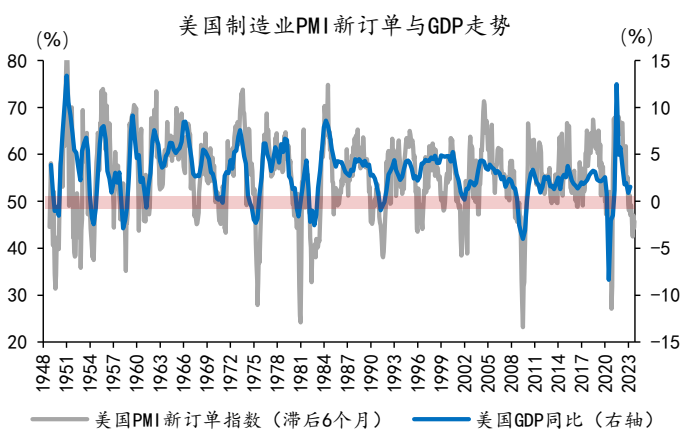
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

### 三问: 值得留意的供需变化? 美国战略储备的补库节奏、OPEC+减产的执行情况

当下, 部分市场观点认为原油价格或难跌破 70 美元/桶的支撑位, 主要逻辑在于美油库存低位、或有补库需求; 供给端 OPEC+决议减产、美油供给受资本开支约束、俄油上限禁令启动; 但部分逻辑的中期验证, 仍待进一步观察。

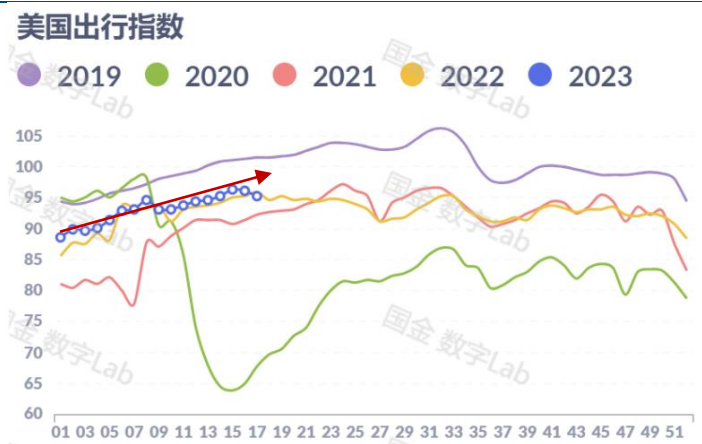
美国经济难逃衰退, 当下出行指数回升仅为季节性波动, 不宜过度解读; 中国经济复苏弹性不大, 对原油价格后续支撑效应相对有限。从领先指标来看, 当下美国经济或已处在从放缓到衰退的“十字路口”; 美国制造业 PMI 新订单指数领先 GDP 约 2 个季度, 2022 年年中以来, 已连续 8 个月低于荣枯线, 或指向经济下行仍将延续。市场看多需求的两个逻辑中: 1) 美国出行指数的回升实为夏季临近的季节性波动, 历轮衰退期均会出现大幅回调; 2) 中国需求确有复苏, 但经济复苏斜率不高、交运修复已经放缓, 支撑效应或相对有限。

图表21: 美国制造业 PMI 新订单领先 GDP 约 2 个季度



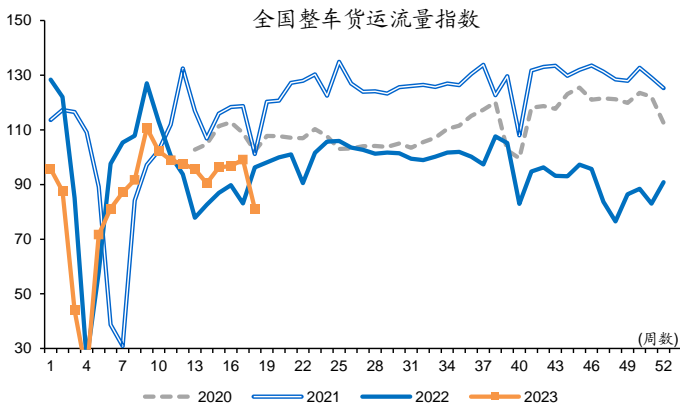
来源: Wind, 国金证券研究所

图表22: 美国出行指数的回升符合季节性



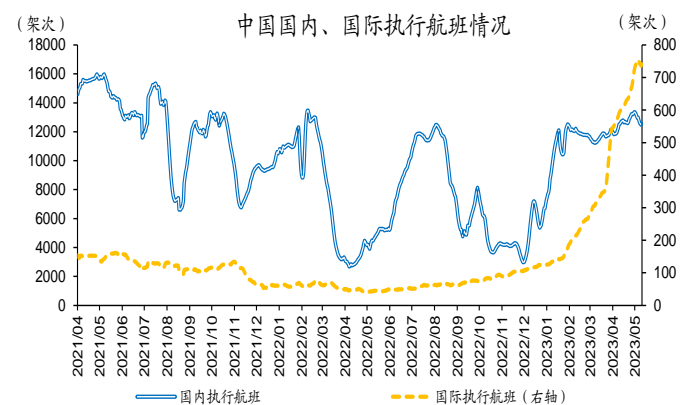
来源: 国金数字未来 Lab, Bloomberg, 国金证券研究所

图表23: 我国整车货运流量指数上行趋势放缓



来源: Wind, 国金证券研究所

图表24: 我国国内航班复苏弹性不大



来源: Wind, 国金证券研究所

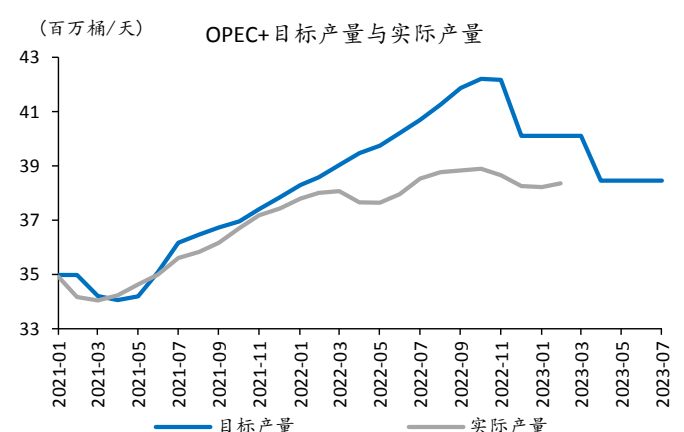
供给端, 当前较高的减产执行率, 实为前期产能缺口尚未弥合, 后续减产的实际约束力仍待检验。OPEC+在2022年10月宣布减产200万桶/天, 从2月实际生产数据来看, 减产似乎得到了较有力的执行; 实际上, 前期产量与目标配额有较大缺口, 看似较高的“执行率”不足以验证减产约束力。4月, OPEC主要产油国产量环比减少19.1万桶/天, 但主因伊拉克北方库尔德地区出口受阻与尼日利亚国内的不可抗力扰动, 也并非减产意愿的体现。向后看, 外部均衡价格才是产油国有动力力挺的价格底线, 沙特、阿联酋等主要产油国均低于50美元/桶; 结合历史规律衰退中较弱的减产执行力, 当前油价下减产实际执行存疑。

图表25: 2022年11月减产协议似乎执行率“较高”



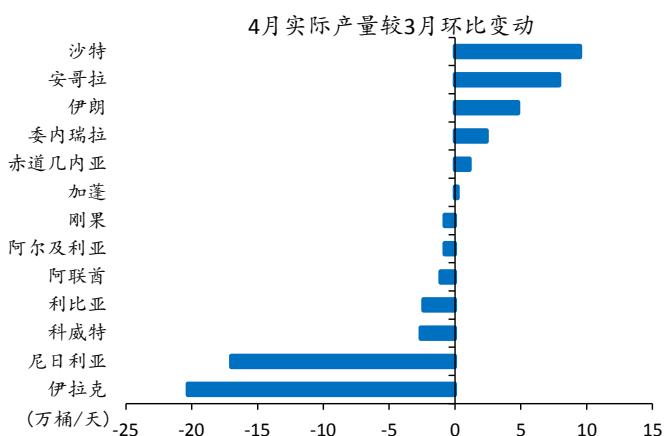
来源: OPEC, Bloomberg, 国金证券研究所

图表26: OPEC+实际产量与目标产量存在较大缺口



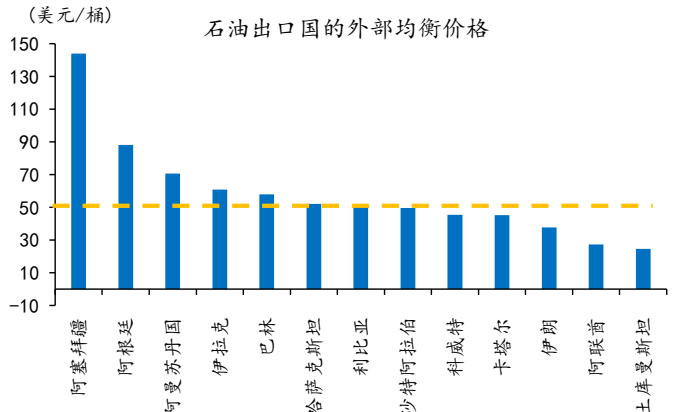
来源: OPEC, Bloomberg, 国金证券研究所

图表27: OPEC主要产油国4月实际产量环比收缩



来源: OPEC, Bloomberg, 国金证券研究所

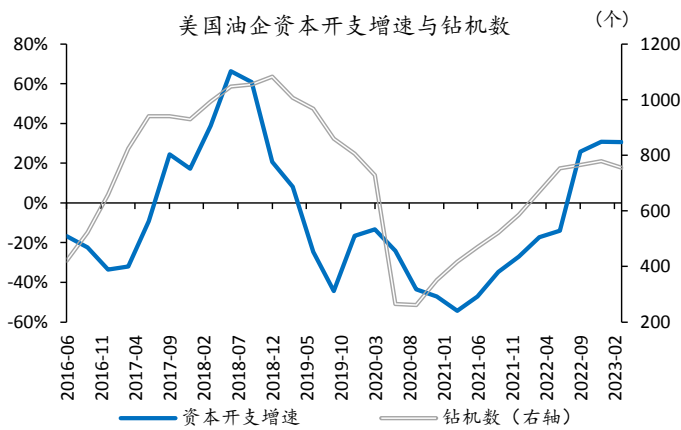
图表28: 主要石油出口国外部均衡价多低于50美元/桶



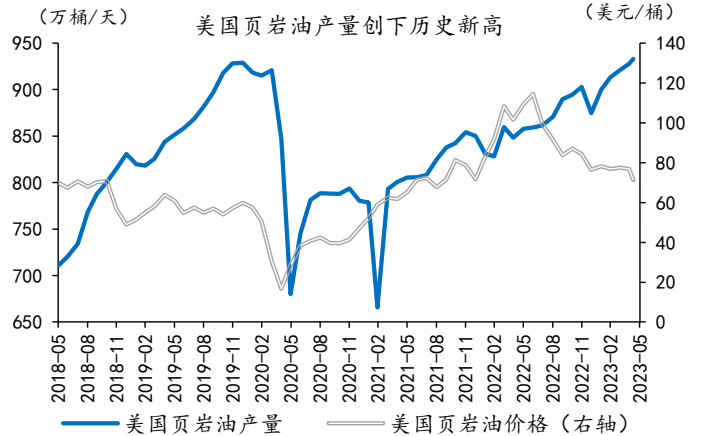
来源: OPEC, Bloomberg, 国金证券研究所

美国页岩油的供给增速虽有放缓，但当前油价下油企仍有扩产能动，产量难现明显收缩。钻井许可证发放的收紧、劳动力成本的上升，确实约束了美国页岩油企业的投资意愿，但高油价带来的高额现金流在分红、回购后，仍有部分用于资本开支。截至2023年一季度，美国油企的资本开支增速高达30.6%；历史回溯来看，资本开支增速与钻井数量息息相关。钻井数温和增长下，美油供给仍在放量，截至2023年5月11日，美国页岩油产量达933万桶/天，创历史新高。当下油价仍大幅高于美油约45美元/桶的盈亏平衡线，美国油企仍有一定扩产动能，美油的供给增速或有放缓，但产量难现明显收缩。

图表29：美国油企资本开支增速与钻机数相关



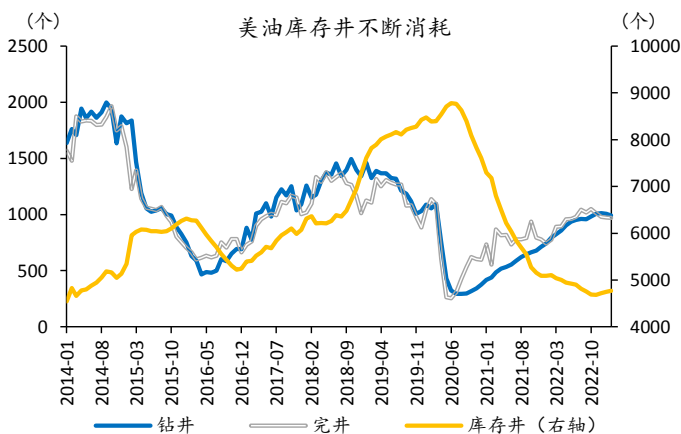
图表30：美国页岩油产量创下历史新高



来源：Bloomberg，国金证券研究所

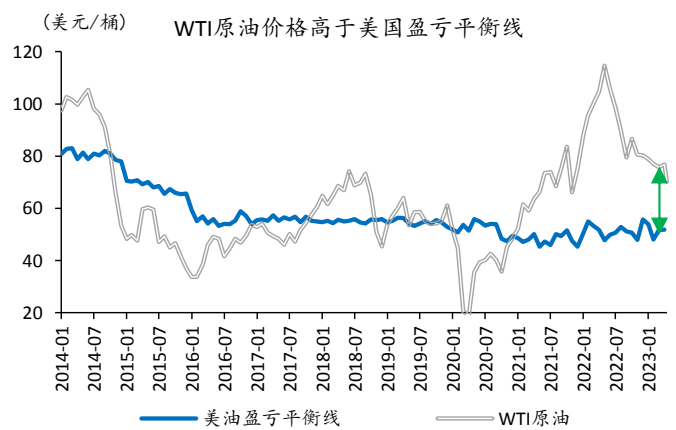
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表31：美国钻井、完井数有所放缓



来源：Bloomberg，国金证券研究所

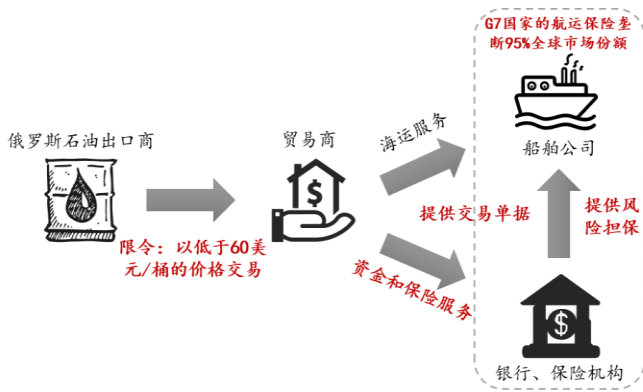
图表32：当下油价仍大幅高于美油盈亏平衡线



来源：Bloomberg，国金证券研究所

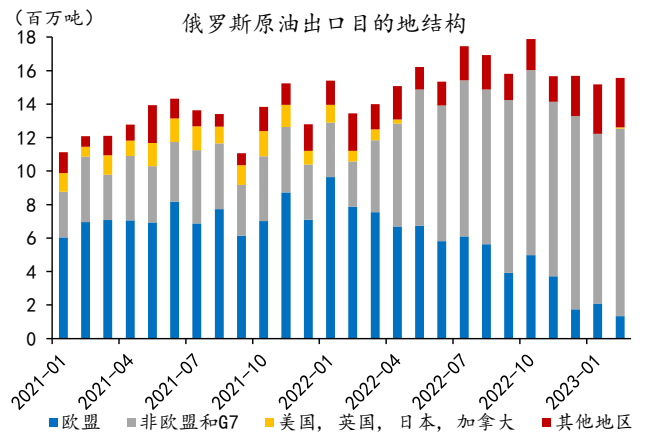
俄油价格上限、出口禁令制裁的执行效果也不及预期。2022年12月，除部分豁免国，欧盟已禁止对俄罗斯原油的直接出口；2023年2月，欧盟等国进一步对俄油实施60美元/桶价格上限的制裁，禁止本国金融机构为高于限价的俄罗斯原油运输提供航运保险服务。但实际制裁效果并不明显，2023年3月俄油出口仍在增长。一方面，俄油大量通过印度等非欧盟国家实现转出口。另一方面，60美元/桶的价格上限大幅高于俄油生产成本，限价水平下，俄油虽相对布伦特原油有折价，但依然有利可图，截至2023年2月，近6成通过欧盟、G7等国家保险的俄罗斯原油均在以限价以下的价格售出，供给未现冲击。

图表33: 俄油价格上限主要作用于保险服务



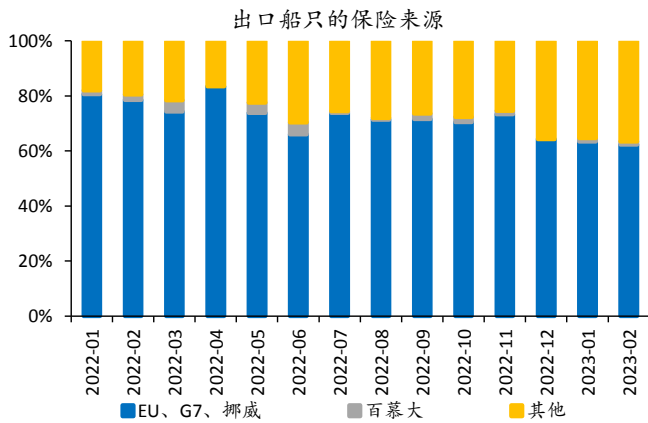
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表34: 俄罗斯原油大量通过印度等国实现转出口



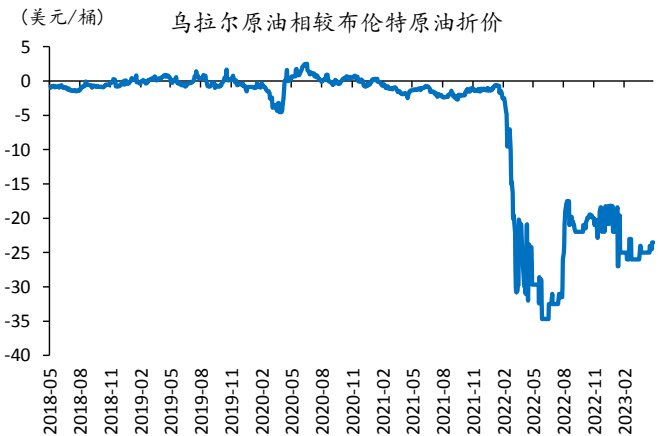
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表35: 影子船队对俄油出口有一定替代作用



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

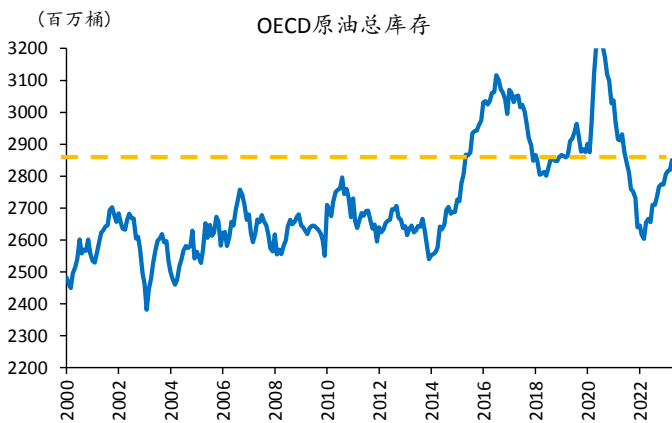
图表36: 乌拉尔原油价格折价后低于价格上限



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

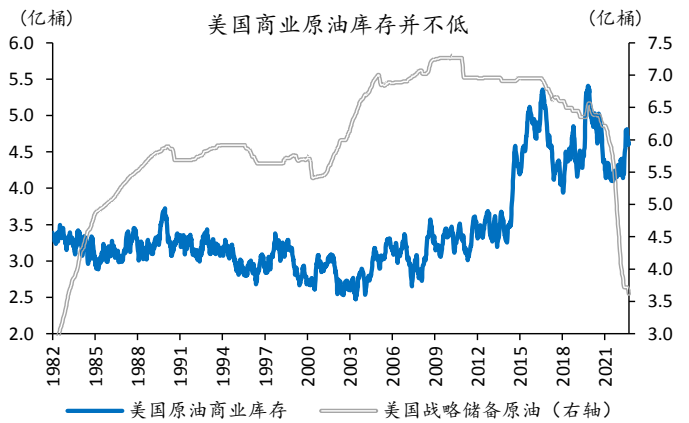
此外, 当下 OECD 原油库存、美国商业原油库存均不低; 库消比持续走低的大趋势下, 供给相对过剩的油价难有起色。当下, OECD 原油总库存约 28.8 亿桶, 高于 27.2 亿桶的历史均值; 美油库存虽在走低, 但主因战略储备原油库存多次释放的拖累, 截至 5 月 5 日, 商业原油库存仍有 4.6 亿桶, 高于历史均值的 3.4 亿桶。库存并不低、而消费持续走弱, 库消比的持续上行或将进一步驱动油价的弱势表现。

图表37: 当下 OECD 原油总库存并不低



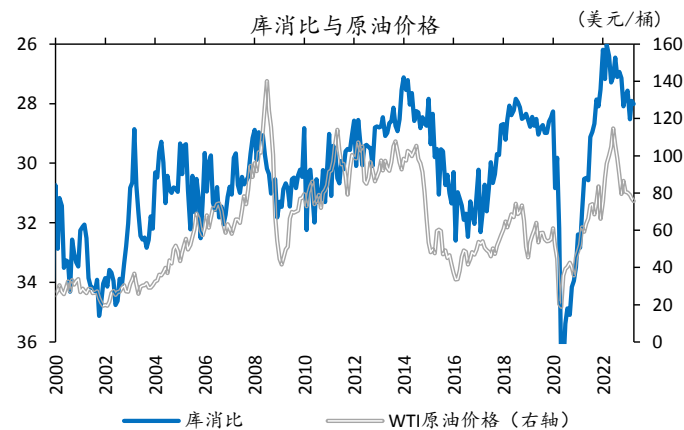
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表38: 美国商业原油库存实际也不低

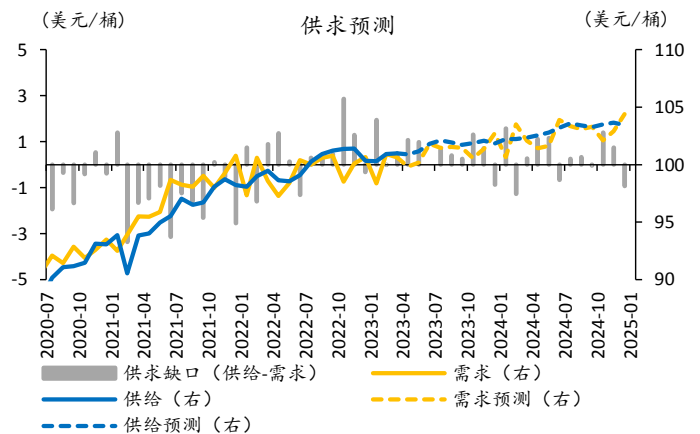


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表39: 库消比与原油价格走势密切相关



图表40: 需求收缩、供给难紧, 原油供给或将过剩



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, EIA, 国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

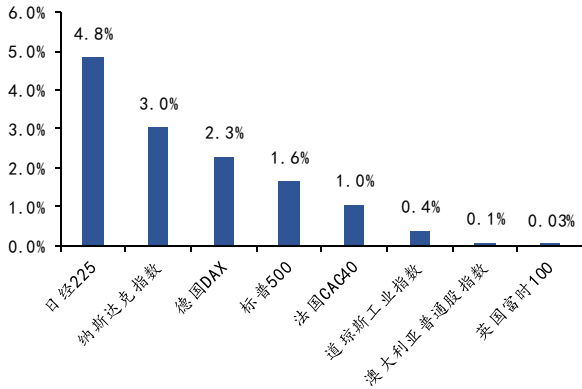
- 1) 2022 年以来, 原油价格受供需交替冲击, 一波三折。1) 第一阶段, 2022 年 1 月 1 日-2022 年 6 月 8 日, 疫情冲击下供求矛盾加剧、叠加俄油供给缺口担忧, 油价被推至高位; 2) 第二阶段, 2022 年 6 月 9 日-2022 年 9 月 26 日, 衰退担忧与美元的强势对油价形成压制, 美油、布油分别大跌 37%、32%; 3) 第三阶段, 2022 年 9 月 27 日至今, 供给收缩与需求走弱的碰撞下, 原油价格波动加剧, 美油、布油均震荡下跌。
- 2) 历史回溯来看, 美国经济衰退期油价均有一跌。出行类需求的相对刚性、OPEC 收缩计划产量的应对, 导致经济步入衰退初期市场分歧往往较大; 风险事件的爆发往往成为油价下破支撑位的核心驱动。出行类需求相对粘性, 导致原油需求通常滞后于经济拐点 1-2 个季度。经济下行初期, 原油需求仍未明显收缩、叠加 OPEC 下调计划产量, 市场分歧较大, 油价通常箱体震荡。但全球衰退背景下, 产油国财政收支的压力导致减产计划多不能有效执行; 需求端风险事件的直接冲击, 往往使油价快速下破支撑位。
- 3) 当下, 支撑油价上行的需求侧逻辑在于美国出行的修复、中国需求的拉动、美国库存的低位; 但风险事件的或有冲击、美油补库的节奏, 仍需要密切关注。1) 近期美国出行指数回升实为夏季临近的季节性波动, 历史上衰退期回落的规律值得留意。2) 中国经济复苏斜率不高、交运修复已放缓, 支撑效应或相对有限。3) 美油库存走低, 主因战略储备原油库存释放的拖累, 商业原油库存仍高于历史均值。后续需要留意风险事件的或有冲击、战略储备的补库节奏等。
- 4) 供给侧支撑油价的逻辑在于 OPEC+ 主动减产、美油资本开支较低产能受限、俄油制裁下供给有约束; 但 OPEC+ 减产约束力存疑、美油供给仍在增加、俄油制裁暂无成效, 供给端托底作用的持续性仍待观察。1) OPEC+ 前期减产执行率高, 实为产能缺口尚未弥合; 当前油价远高主要产油国外部均衡价, 减产实际执行力存疑。2) 美油供给仍在放量, 油价高于美油盈亏平衡线, 美油仍有扩产动能。3) 俄油通过印度等非欧盟国家转出口, 2 月实施的 60 美元/桶价格上限大幅高于俄油成本价, 俄油出口未现明显收缩。后续值得跟踪 OPEC+ 减产执行情况、美油钻井增速、俄油转出口规模。

二、大类资产高频跟踪 ( 2023/05/12-2023/05/19 )

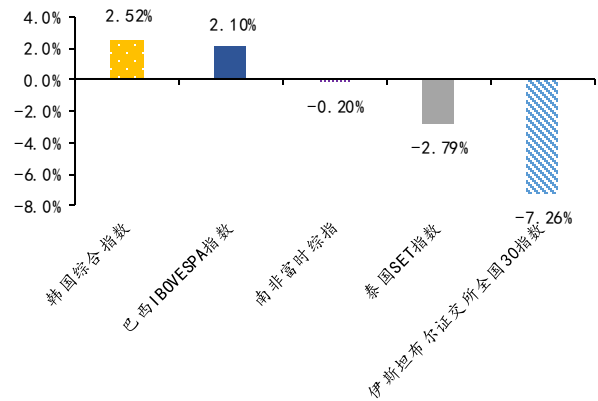
(一) 权益市场追踪: 全球资本市场全线上涨

发达国家股指全线上涨, 新兴市场股指涨跌分化。日经 225、纳斯达克指数、德国 DAX、标普 500、法国 CAC40、道琼斯工业指数、澳大利亚普通股股指和英国富时 100 分别上涨 4.8%、3.0%、2.3%、1.6%、1.0%、0.4%、0.1%和 0.03%。巴西 IBOVESPA 指数和韩国综合指数分别上涨 2.52%和 2.10%, 伊斯坦布尔证交所全国 30 指数、泰国 SET 指数和南非富时综指分别下跌 7.26%、2.79%和 0.20%。

图表41: 当周, 发达国家股指全线上涨



图表42: 当周, 新兴市场股指涨跌分化

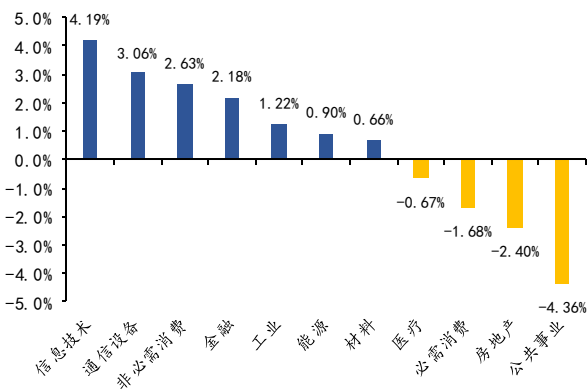


来源: Wind, 国金证券研究所

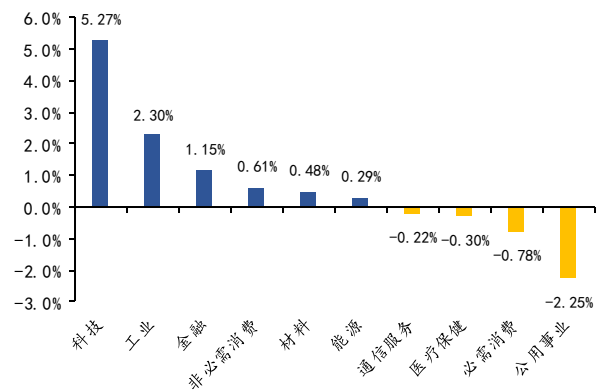
来源: Wind, 国金证券研究所

从美国标普 500 的行业涨跌幅来看, 本周美股行业涨跌分化。其中信息技术、通信设备和非必需消费领涨, 分别上涨 4.19%、3.06%和 2.63%; 公共事业、房地产和必需消费领跌, 分别下跌 4.36%、2.40%和 1.68%。从欧元区行业板块来看, 本周欧元区行业涨跌分化。其中材料、工业和金融领涨, 分别上涨 5.27%、2.30%和 1.15%; 公用事业、必需消费和医疗保健领跌, 分别下跌 2.25%、0.78%和 0.30%。

图表43: 当周, 美股行业涨跌分化



图表44: 当周, 欧元区行业涨跌分化

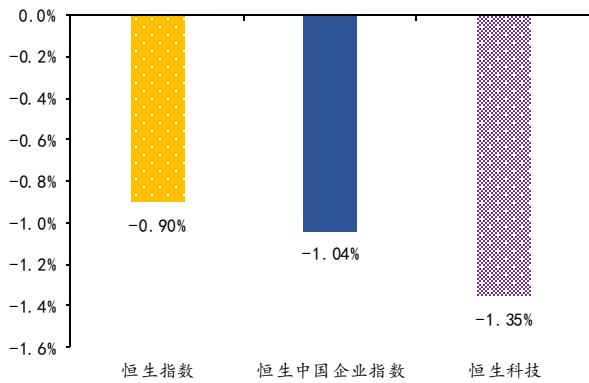


来源: Wind, 国金证券研究所

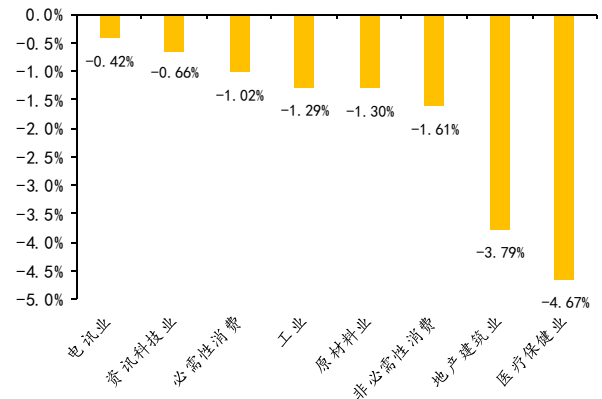
来源: Wind, 国金证券研究所

香港市场全线下跌, 恒生科技、恒生中国企业指数和恒生指数分别下跌 1.35%、1.04%和 0.90%。行业方面, 恒生行业全线下跌, 其中医疗保健业、地产建筑业、非必需性消费和原材料业领跌, 分别下跌 4.67%、3.79%、1.61%和 1.30%。

图表45: 当周, 恒生指数全线下跌



图表46: 当周, 恒生行业全线下跌



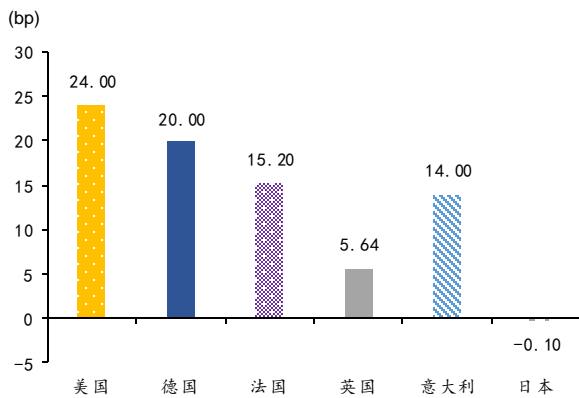
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

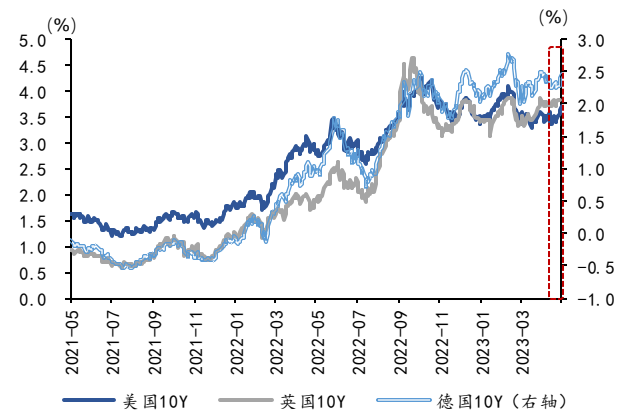
## (二) 债券市场追踪: 发达国家 10 年期国债收益率普遍上涨

发达国家 10 年期国债收益率普遍上行。美国 10Y 国债收益率上行 24.00bp 至 3.70%，德国 10Y 国债收益率上行 20.00bp 至 2.45%；法国、意大利和英国分别上行 15.20bp、14.00bp 和 5.64bp，仅日本下行 0.10bp。

图表47: 当周, 主要发达国家 10Y 国债收益率普遍上涨



图表48: 当周, 美德英 10Y 收益率均上行

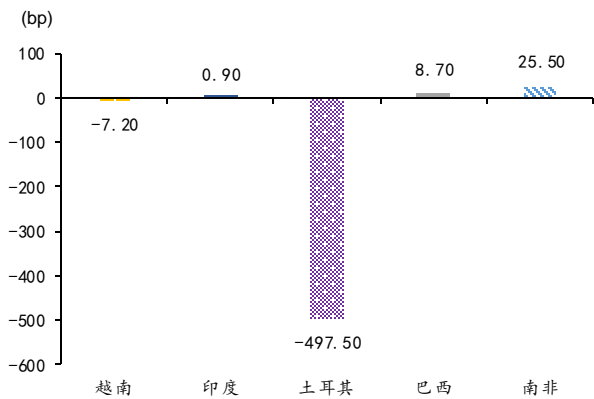


来源: Wind, 国金证券研究所

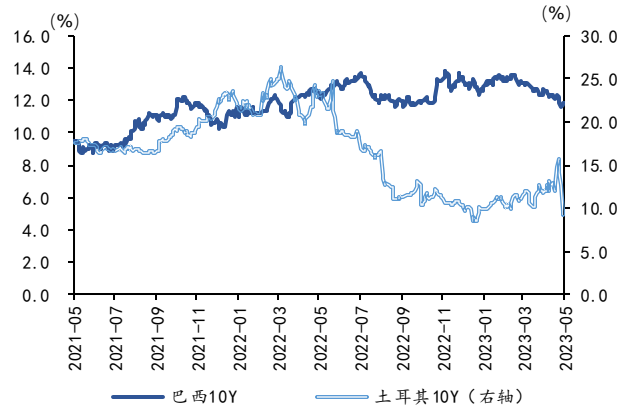
来源: Wind, 国金证券研究所

新兴市场 10 年期国债收益率涨跌分化。土耳其 10Y 国债收益率大幅下行 497.50bp 至 9.13%，巴西 10Y 国债收益率上行 8.70bp 至 11.88%；南非、泰国和印度 10Y 国债收益率上行 25.50bp、8.70bp 和 0.90bp，越南 10Y 国债利率下行 7.20bp。

图表49: 当周, 主要新兴国家 10Y 国债收益涨跌不一



图表50: 当周, 土耳其、巴西 10Y 利率分别下行、上行



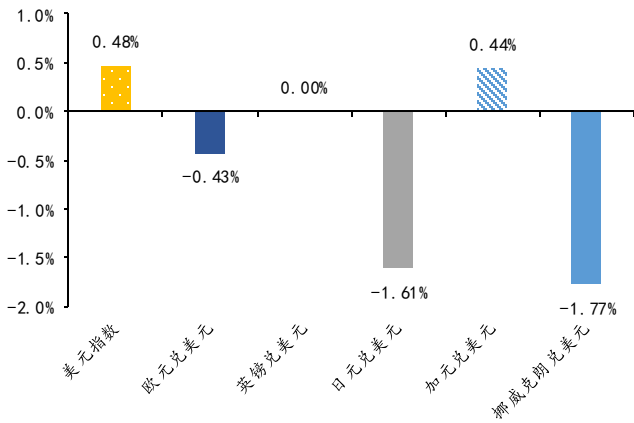
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

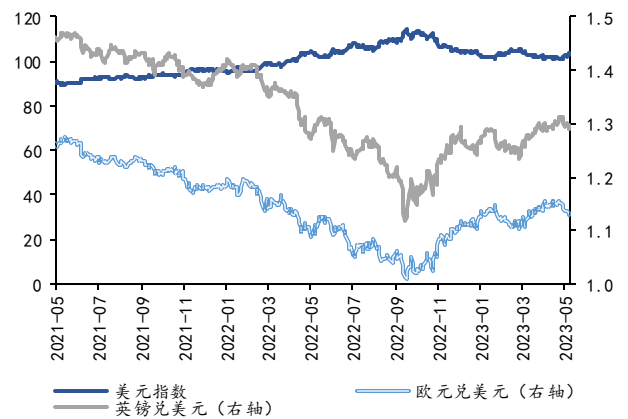
(三) 外汇市场追踪: 美元指数走强, 人民币兑美元贬值、兑欧元和英镑均贬值

美元指数走强, 本周上涨 0.48% 至 103.1921。挪威克朗、日元和欧元兑美元分别贬值 1.77%、1.61% 和 0.43%, 英镑兑美元持平, 仅加元兑美元升值 0.44%。主要新兴市场兑美元汇率涨跌分化, 雷亚尔、土耳其里拉和印尼卢比兑美元分别贬值 1.59%、1.18% 和 0.68%。

图表51: 当周, 美元指数上涨, 仅加元兑美元升值



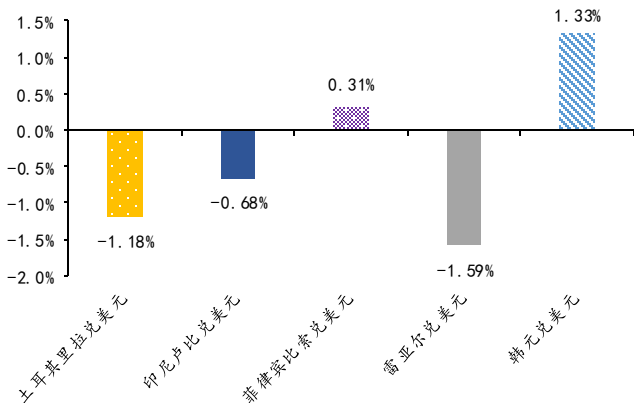
图表52: 当周, 英镑、欧元兑美元分别持平、贬值



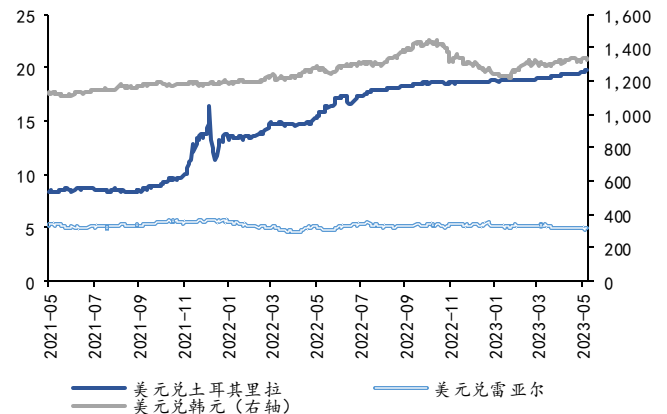
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表53: 当周, 主要新兴市场兑美元涨跌分化



图表54: 土耳其里拉、雷亚尔兑美元贬值, 韩元升值



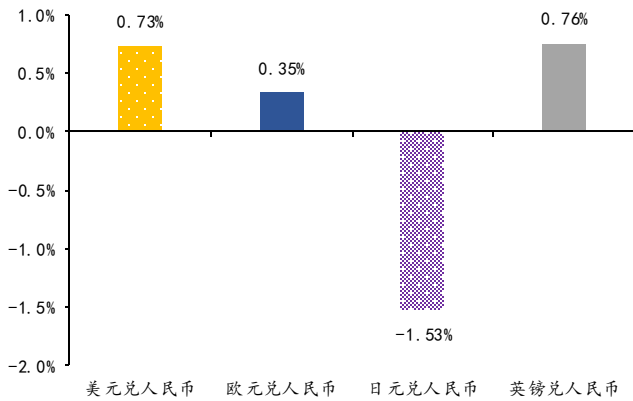
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

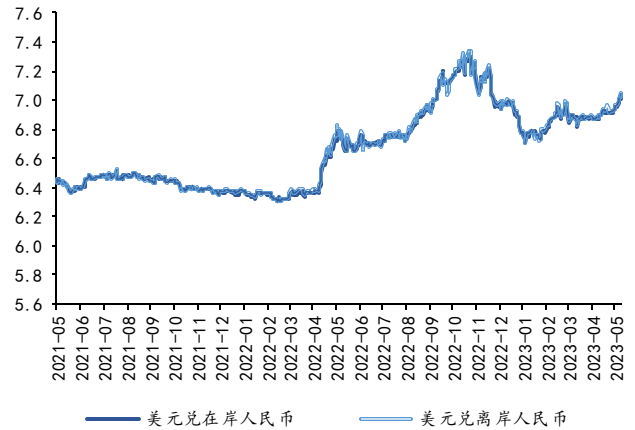


人民币兑美元贬值 0.73%，兑欧元和英镑分别贬值 0.35% 和 0.76%。美元兑在岸人民币汇率较上周环比上行 510bp 至 7.0084，美元兑离岸人民币汇率上行 532bp 至 7.0242。

图表55: 当周, 美元、英镑和欧元兑人民币升值



图表56: 当周, 人民币兑美元贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

#### (四) 大宗商品市场追踪: 原油价格上涨, 贵金属下跌, 黑色、有色和农产品涨跌分化

原油价格上涨, 贵金属价格下跌, 黑色、有色和农产品价格涨跌分化。其中, 焦煤、沥青、螺纹钢和棉花领涨, 分别上涨 10.28%、6.06%、5.83% 和 3.54%; 跌幅最大的是玻璃、豆粕和豆油, 分别下跌 13.40%、8.70% 和 7.21%。玻璃供应增加, 而因降雨需求走弱, 叠加地产需求释放缓慢, 玻璃大跌; 因蒙煤、澳煤供应缩减, 而下游对部分超跌煤种增加采购, 焦煤大涨。

图表57: 当周, 商品价格走势涨跌分化

类别	品种	2023-05-19	2023-05-12	2023-05-05	2023-04-28	2023-04-21
原油	WTI原油	2.16%	-1.82%	-7.09%	-1.40%	-5.63%
	布伦特原油	1.90%	-1.50%	-5.33%	-2.60%	-5.39%
贵金属	COMEX黄金	-1.87%	0.12%	1.11%	0.36%	-1.04%
	COMEX银	-0.19%	-6.76%	2.59%	-0.38%	-1.25%
有色	LME铜	0.01%	-2.79%	-0.91%	-2.73%	-2.86%
	LME铝	2.62%	-2.34%	-2.22%	-2.34%	0.46%
	LME镍	-2.76%	-6.39%	-0.94%	-1.90%	0.78%
	LME锌	-1.54%	-3.74%	-1.59%	-2.39%	-4.74%
黑色	玻璃	-13.40%	0.15%	0.60%	5.71%	11.43%
	焦煤	10.28%	1.05%	-1.98%	-17.84%	-13.22%
	沥青	6.06%	0.97%	-2.76%	-2.71%	-1.25%
	铁矿石	-2.58%	1.22%	-4.64%	0.47%	-9.21%
	螺纹钢	5.83%	-3.59%	-1.14%	-6.40%	-1.34%
农产品	生猪	0.07%	0.35%	-0.35%	-4.17%	3.24%
	棉花	3.54%	-3.54%	3.10%	4.50%	0.44%
	豆粕	-8.70%	2.75%	2.55%	3.31%	-2.40%
	豆油	-7.21%	-1.73%	2.83%	-1.60%	-2.66%

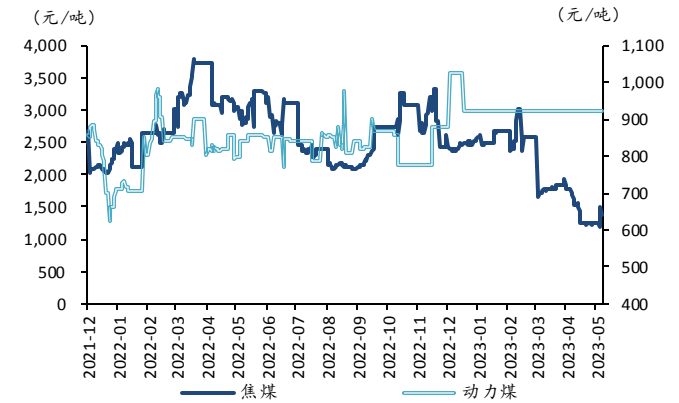
来源: Wind, 国金证券研究所

原油价格均上涨, 黑色价格多数上涨。WTI 原油价格上涨 2.16% 至 71.55 美元/桶, 布伦特原油价格下上涨 1.90% 至 75.58 元/桶。动力煤价格持平在 921 元/吨, 焦煤价格大涨 10.28% 至 1379 元/吨; 螺纹钢和沥青价格分别上涨 5.83% 至 3614 元/吨、6.06% 至 3851 元/吨, 铁矿石价格下跌 2.58% 至 811 元/吨。

图表58: WTI 原油、布伦特原油价格上涨



图表59: 当周, 动力煤价格持平, 焦煤价格大涨

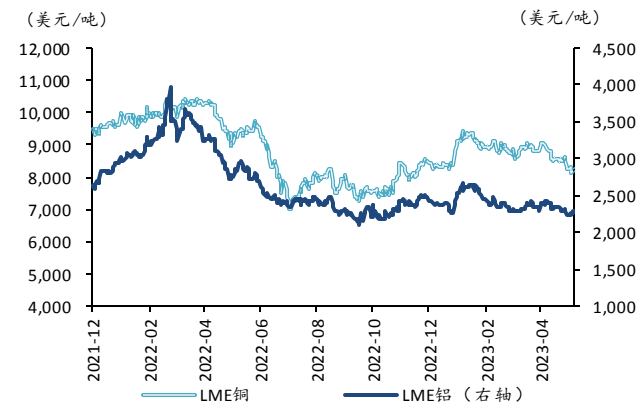


来源: Wind, 国金证券研究所

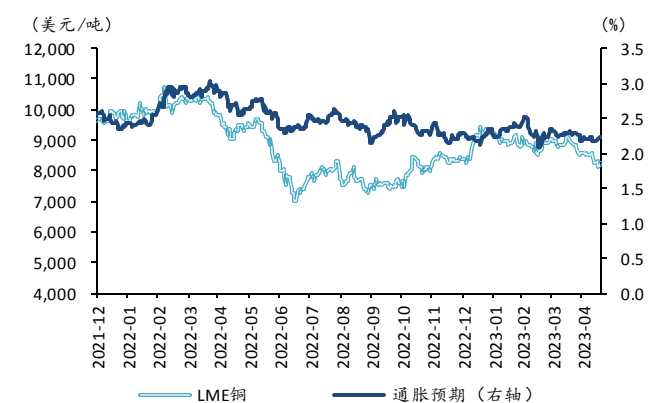
来源: Wind, 国金证券研究所

铜铝价格上涨, 贵金属价格均下跌。LME 铜上涨 0.01%至 8271 美元/吨, LME 铝上涨 2.62%至 2295 美元/吨。通胀预期从前值的 2.18%上升至 2.24%。COMEX 黄金下跌 1.87%至 1976.70 美元/盎司, COMEX 银下跌 0.19%至 23.95 美元/盎司。10Y 美债实际收益率从前值的 1.28%上行至 1.46%。

图表60: 当周, 铜铝价格上涨



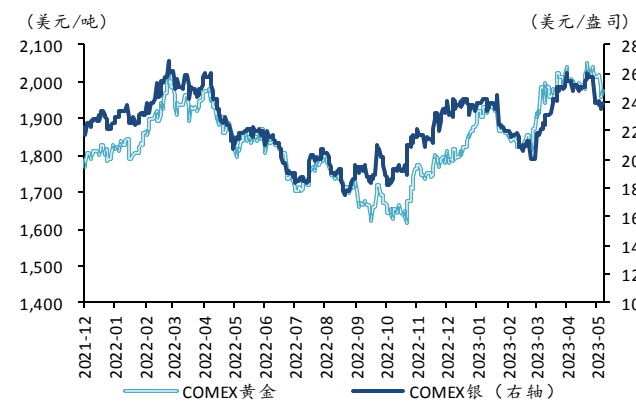
图表61: 当周, 通胀预期升温



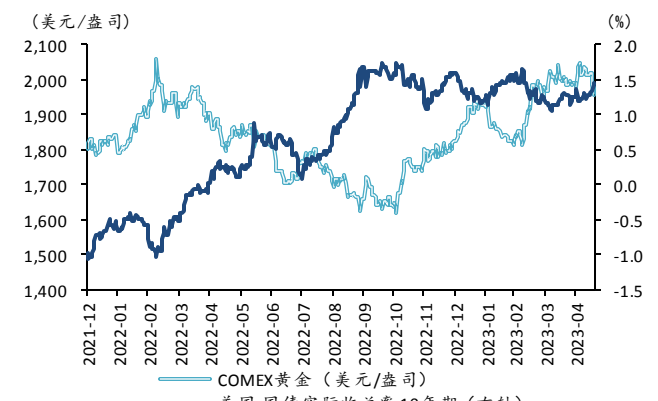
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表62: 当周, 黄金、白银价格均下跌



图表63: 当周, 10Y 美债实际收益率上行



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

## 风险提示

1. 俄乌冲突再起波澜：2023 年 1 月，美德继续向乌克兰提供军事装备，俄罗斯称，视此举为直接卷入战争。
2. 大宗商品价格反弹：近半年来，海外总需求的韧性持续超市场预期。中国重启或继续推升全球大宗商品总需求。
3. 工资增速放缓不达预期：与 2%通胀目标相适应的工资增速为劳动生产率增速+2%，在全球性劳动短缺的情况下，美欧 2023 年仍面临超额工资通胀压力。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806