

## 能源通胀第二波

近期，油价从 120 美元/桶的高位大幅回落，是情绪扰动或趋势反转？回归供需格局分析，未来油价如何演绎，对政策节奏及经济形势有何影响？敬请关注。

### ■ 120 美元/桶的油价，高处不胜寒？供需、历史经验等显示并非如此

近期，在多重“利空”因素的打压下，油价由 120 美元/桶附近大幅回落至 110 美元/桶上下。供给端，美国与沙特关系“回暖”、俄乌局势透露缓和迹象，引发市场对原油供给放量的担忧、压制油价走势。需求端，美联储高强度紧缩引发市场对美国经济衰退的担忧升温，对油价形成利空。交易指标反映的是，衡量油价做空情绪的非商业空头持仓占比出行阶段性反扑，在一定程度上导致油价回调。

**短期油价调整，更多是情绪上的扰动；未来走势推演，仍需回归最核心的供需格局分析。**供给端方面，无论是美国与沙特关系或俄乌局势，对油价影响或将相对有限。以史为鉴，货币金融环境的大幅收紧，也从来不是油价见顶的真正理由；供需矛盾，才是决定油价走势的真正推手。作为供需矛盾的结果，全球原油库存变化对油价走势具有非常高的解释力；眼下，全球原油库存仍处于去化趋势中。

### ■ 未来油价走势？供给受限、需求改善下，第二波上涨在途中

中性情景下，考虑到美国页岩油、OPEC 成员国等增产幅度可能有限，全球 3 季度日均原油产量或将增加 165 万桶。其中，美国、OPEC 成员国将为增产的主要贡献。中性情景下，美国日均产量或将增加 40 万桶，可类比 2018-2019 年时期；OPEC 日均产量或将增加 125 万桶，相当于维持去年以来的增产执行率。悲观、乐观情景下，美国、OPEC 合计日均产量或将分别增加 59、264 万桶。

中性情景下，考虑到需求改善，全球 3 季度原油日均供需缺口有望进一步扩大到 150 万桶，能源通胀第二波仍在途中。伴随疫情退潮及出行旺季的到来，美国、欧洲等将为需求改善的主要贡献。中性情景下，假设出行强度相比疫情前的差额修复 80%，全球 3 季度原油日均供需缺口有望进一步扩大到 150 万桶。回归预测模型显示，3 种情景下的油价合理水平，或分别为 105、127、146 美元/桶。

### ■ 高油价下，有哪些需要注意的风险？通胀第二波，加息“硬着陆”

油价引领的通胀第二波下，美联储等将继续维持高强度的政策正常化，仍将阶段性扰动全球资产定价。以美国为例，CPI 能源商品相关分项的权重占比达到 4%。结合原油价格走势来看，若 3 季度汽油价格涨破 6.5 美元/加仑，对 CPI 同比的直接贡献或将超 4 个百分点。最近，美联储也承认正紧密关注油价走势及广义通胀变化，高强度的加息节奏仍是必要选择，对全球市场的不利影响需关注。

紧货币的同时，财政“有心无力”，加大了本轮美国经济“硬着陆”的风险，冬春之交或将是重要观察窗口。原油等供给冲击，让经济更易“滞胀”、政策陷入“两难”；货币政策“慢了一拍”、财政政策“有心无力”，加大了“硬着陆”的风险，冬春之交或将是重要观察窗口。货币金融环境趋紧的背景下，地产链条、弱资质企业等领域或更早表现出脆弱性，其风险暴露情况也需要持续重点观察。

**风险提示：**欧盟原油制裁力度不及预期；全球出行强度恢复不及预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

许隽逸 分析师 SAC 执业编号：S1130519040001  
xujunyi@gjzq.com.cn

曹金丘 联系人  
caojinqiu@gjzq.com.cn

## 内容目录

|  |    |
|--|----|
| 1、周度专题：能源通胀第二波.....                      | 4  |
| 1.1、120 美元/桶的油价，高处不胜寒？供需、历史经验等显示并非如此.... | 4  |
| 1.2、未来油价走势？供给受限、需求改善下，第二波上涨在途中.....      | 5  |
| 1.3、高油价下，有哪些需要注意的风险？通胀第二波，加息“硬着陆”.....   | 9  |
| 2、数据跟踪：美国 5 月零售销售、欧元区 5 月工业生产均低预期.....   | 11 |
| 2.1、美国经济跟踪：美国 5 月零售销售低预期，消费者通胀预期抬升.....  | 11 |
| 2.2、欧洲经济跟踪：欧元区 4 月工业产出不及预期.....          | 14 |
| 3、重点关注：美国 5 月成屋销售 .....                  | 14 |
| 风险提示： .....                              | 15 |

## 图表目录

|   |   |
|---|---|
| 图表 1：油价由 120 美元/桶附近大跌至 110 美元/桶附近 ..... | 4 |
| 图表 2：做空情绪出现阶段性反扑.....                   | 4 |
| 图表 3：上轮伊朗被解除制裁后，油价受到冲击.....             | 4 |
| 图表 4：伊朗的原油闲置产能约为 130 万桶.....            | 4 |
| 图表 5：俄罗斯对欧洲地区原油出口并未下降.....              | 5 |
| 图表 6：俄罗斯对非欧洲地区原油出口大增.....               | 5 |
| 图表 7：历轮加息周期初段，油价保持上涨态势.....             | 5 |
| 图表 8：库存变化对油价走势仍具有非常高的解释力.....           | 5 |
| 图表 9：全球原油产量日均低出约 256 万桶.....            | 6 |
| 图表 10：供给修复主要看美国、OPEC .....              | 6 |
| 图表 11：全球原油消费量日均低出约 359 万桶.....          | 6 |
| 图表 12：需求修复主要看美国、欧洲等.....                | 6 |
| 图表 13：2021 年美国油气厂商投资支出规模依然较低.....       | 7 |
| 图表 14：美国新增钻机缓慢.....                     | 7 |
| 图表 15：OPEC+增产基准上调幅度较低.....              | 7 |
| 图表 16：OPEC+实际增产力度持续不达预期.....            | 7 |
| 图表 17：2021 年，油价走势与疫情演绎高度相关.....         | 8 |
| 图表 18：部分经济体已陆续完全放开防疫措施.....             | 8 |
| 图表 19：全球居民收入超趋势性改善.....                 | 8 |
| 图表 20：全球航班数量有望进一步修复.....                | 8 |
| 图表 21：全球 3 季度原油供需仍将延续紧平衡.....           | 8 |
| 图表 22：全球 3 季度原油供需缺口或将进一步走扩 .....        | 8 |
| 图表 23：油价走势与库存变化高度负相关.....               | 9 |
| 图表 24：2022 3 季度，WTI 油价预测.....           | 9 |
| 图表 25：油价引领通胀第二波.....                    | 9 |
| 图表 26：CPI 能源商品分项同比或将升至 100%.....        | 9 |

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图表 27: 美联储表示正在高度关注油价.....          | 10 |
| 图表 28: 美联储 6 月利率点阵图对未来政策利率的预测..... | 10 |
| 图表 29: “赶作业式”加息, 可能加剧“硬着陆”风险.....  | 10 |
| 图表 30: 重要观察窗口, 或在冬春之交.....         | 10 |
| 图表 31: 按揭利率上行下, 地产销售大幅走弱.....      | 11 |
| 图表 32: 汽车等耐用品消费或受到抑制.....          | 11 |
| 图表 33: 未来, 美国信用债迎来集中到期.....        | 11 |
| 图表 34: 美国到期的信用债中, 垃圾债占比逐年提升.....   | 11 |
| 图表 35: 5 月, 美国零售销售环比为负.....        | 12 |
| 图表 36: 5 月, 美国名义、实际零售销售同比增速分化..... | 12 |
| 图表 37: 名义值来看, 绝大部分零售销售分项表现强劲.....  | 12 |
| 图表 38: 实际值来看, 绝大部分零售销售分项表现疲弱.....  | 12 |
| 图表 39: 美国 5 月工业生产弱于预期.....         | 13 |
| 图表 40: 美国 5 月制造业产出环比为负.....        | 13 |
| 图表 41: 美国 5 月新屋开工、营建许可均不及预期.....   | 13 |
| 图表 42: 美国按揭利率上升的背景下, 地产销售走弱.....   | 13 |
| 图表 43: 当周, 美国初请失业金人数差于预期.....      | 14 |
| 图表 44: 当周, 美国 EIA 原油库存意外回升.....    | 14 |
| 图表 45: 欧元区 4 月工业生产指数小幅回升.....      | 14 |
| 图表 46: 欧元区 4 月工业产出增速不及预期.....      | 14 |
| 图表 47: 下周海外重点数据发布日期情况.....         | 15 |

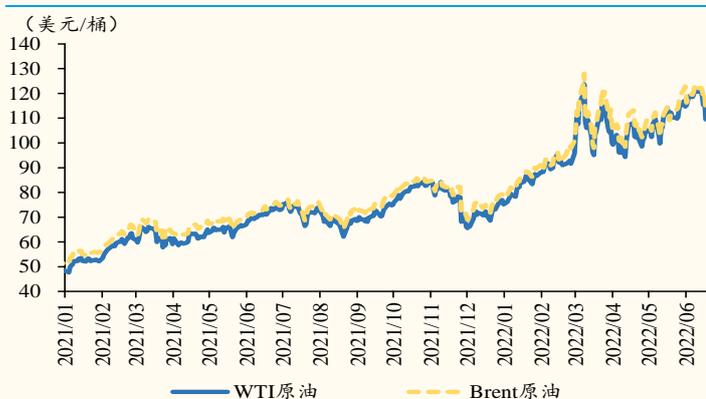
## 1、周度专题：能源通胀第二波

近期，油价从 120 美元/桶的高位大幅回落，是情绪扰动或趋势反转？回归供需格局分析，未来油价如何演绎，对政策节奏及经济形势有何影响？敬请关注。

### 1.1、120 美元/桶的油价，高处不胜寒？供需、历史经验等显示并非如此

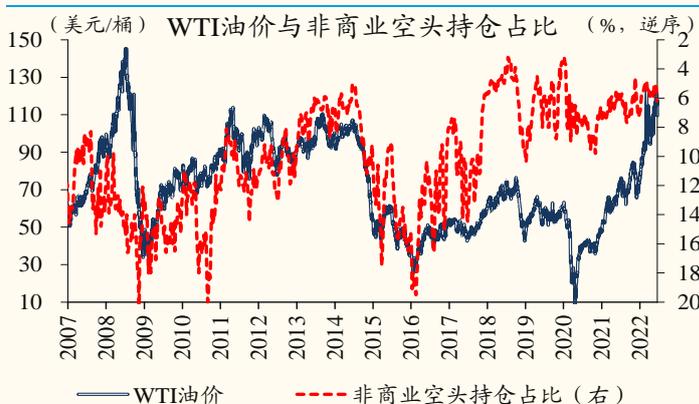
近期，受供需两端“利空”因素的打压下，油价由 120 美元/桶附近大幅回落至 110 美元/桶附近。供给端，美国总统拜登突然宣布将于 7 月 15 日开展对沙特的首次访问，引发市场对沙特等大幅增产的预期升温；同时，俄罗斯总统普京表示不反对乌克兰加入欧盟，似乎透露出俄乌局势出现边际缓和的迹象，也导致油价走势承压。需求端，美联储高强度紧缩引发市场对美国经济衰退的担忧升温，对油价形成利空。再结合交易指标来看，衡量油价做空情绪的非商业空头持仓占比出现阶段性反扑，也在一定程度上导致油价回调。

图表 1：油价由 120 美元/桶附近大跌至 110 美元/桶附近



来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：做空情绪出现阶段性反扑



来源：Wind、国金证券研究所

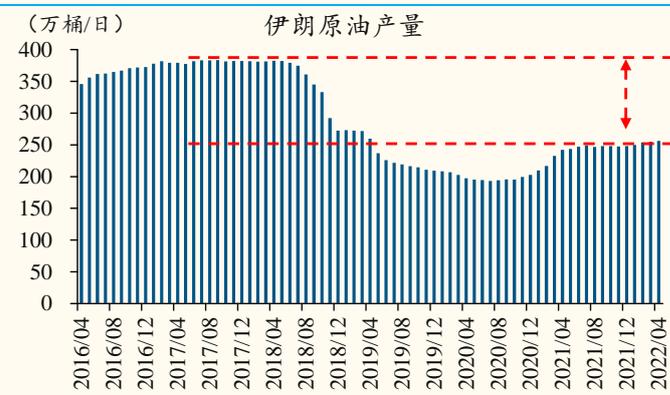
供给端方面，无论是美国与沙特关系或俄乌局势，对油价影响或将相对有限。原因在于，美国总统拜登即将出访沙特，即使美沙联合增产，但背后大概率是伊核协议谈判的搁置。换言之，沙特进一步增产与伊朗原油回归市场属于互斥事件，整体来看对供给端的边际扰动或相对有限。俄乌战争爆发以来，俄罗斯通过原油转口贸易等形式，出口量不降反增，意味着俄乌局势的变化对原油供给端的影响其实也并不显著。

图表 3：上轮伊朗被解除制裁后，油价受到冲击



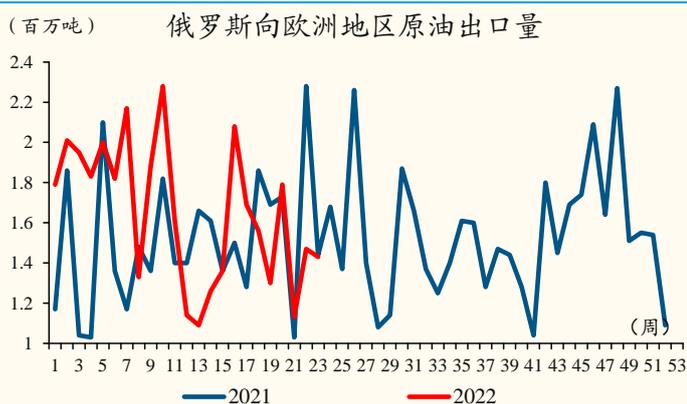
来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表 4：伊朗的原油闲置产能约为 130 万桶



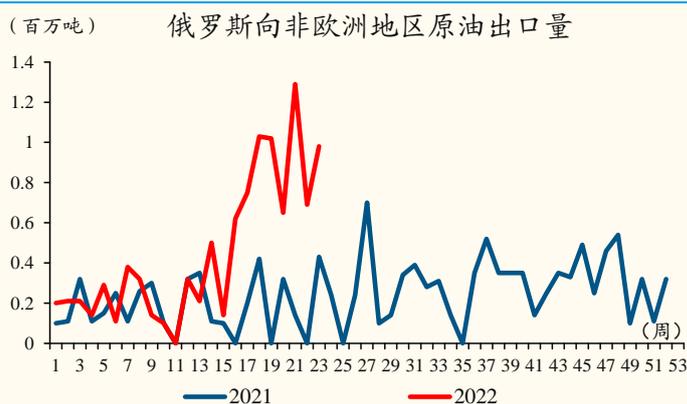
来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表 5: 俄罗斯对欧洲地区原油出口并未下降



来源: Bruegel、国金证券研究所

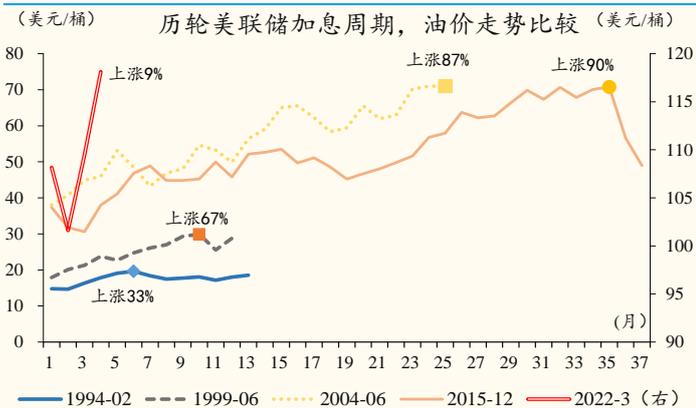
图表 6: 俄罗斯对非欧洲地区原油出口大增



来源: Bruegel、国金证券研究所

以史为鉴，货币金融环境的大幅收紧，从来不是油价见顶的真正理由；供需矛盾，才是决定油价走势的真正推手。回溯 1990 年代以来的 4 轮完整加息周期，加息开启并非意味着油价快速见顶。原因在于，不同于利率高度敏感的耐用消费品，原油相关消费属于偏刚性的支出，对利率环境的敏感度较低。鉴于美联储刚刚开启加息周期，对油价的分析应该回归供需基本面本身。作为供需矛盾的结果，全球原油库存变化对油价走势具有非常高的解释力；眼下，全球原油库存仍处于去化趋势中。

图表 7: 历轮加息周期初段，油价保持上涨态势



来源: Wind、国金证券研究所

图表 8: 库存变化对油价走势仍具有非常高的解释力



来源: Wind、国金证券研究所

## 1.2、未来油价走势？供给受限、需求改善下，第二波上涨在途中

展望未来，供给修复主要看美国、OPEC，需求修复则主要关注美国、欧洲等。从总量来看，相比疫情前水平，全球原油日均产量、消费量分别低出约 256、359 万桶。供给端，美国、OPEC 原油日均产量分别较疫情前低出约 52、56 万桶<sup>1</sup>，将为未来增产的主要贡献。需求端，美国、欧洲等日均消费量分别较疫情前低出约 73、158 万桶，将为需求改善的主要贡献。考虑到原油近 7 成需求与出行相关，未来需重点关注上述经济体的出行恢复情况。

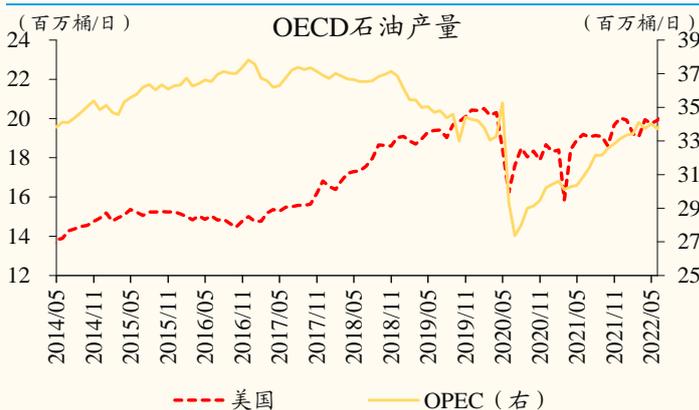
<sup>1</sup> 另一个增产“巨头”俄罗斯，因近期生产数据质量较差，更多从出口数据佐证俄罗斯原油对全球原油供给的影响。

图表 9: 全球原油产量日均低出约 256 万桶



来源: Wind、国金证券研究所

图表 10: 供给修复主要看美国、OPEC



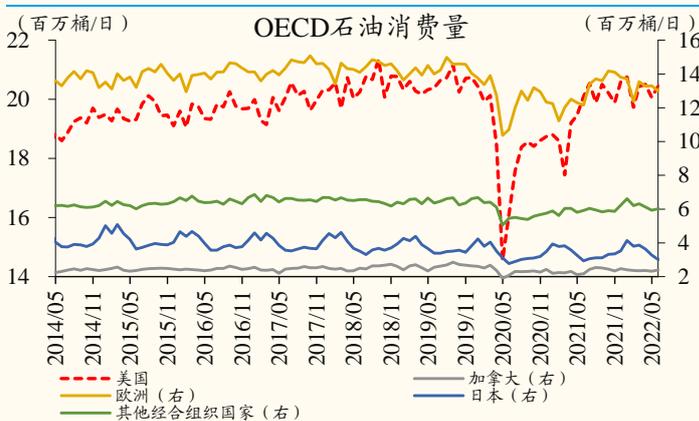
来源: Wind、国金证券研究所

图表 11: 全球原油消费量日均低出约 359 万桶



来源: Wind、国金证券研究所

图表 12: 需求修复主要看美国、欧洲等



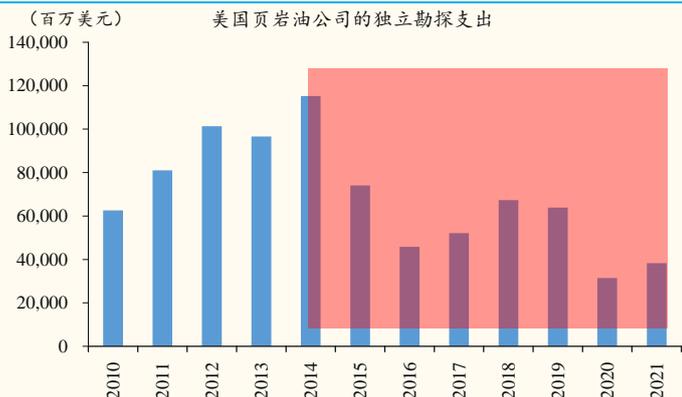
来源: Wind、国金证券研究所

中性情景下，考虑到美国页岩油、OPEC 成员国等增产幅度可能有限，全球 3 季度日均原油产量或将增加 165 万桶。悲观、中性、乐观情形下<sup>2</sup>，美国 3 季度原油日均产量分别有望增加 20、40、70 万桶。OPEC 作为原油市场的“头号玩家”，近期增产屡屡不及预期，且石油财政主导下高油价诉求较强，缓慢增产或将是常态。悲观、中性、乐观情形下<sup>3</sup>，OPEC 增产执行率或分别为 20%、64%、100%，对应的原油日均产量分别增加 39、125、194 万桶。

<sup>2</sup> 悲观、中性、乐观分别对应美国近 1 年的增产速度、2018-2019 年的增产速度、2012 年 Q4 创下的单季增产峰值。

<sup>3</sup> 悲观、中性、乐观分别对应 OPEC 今年以来的增产执行率、2021 年 5 月以来的增产执行率、100% 的增产执行率。

图表 13: 2021 年美国油气厂商投资支出规模依然较低



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 14: 美国新增钻机缓慢



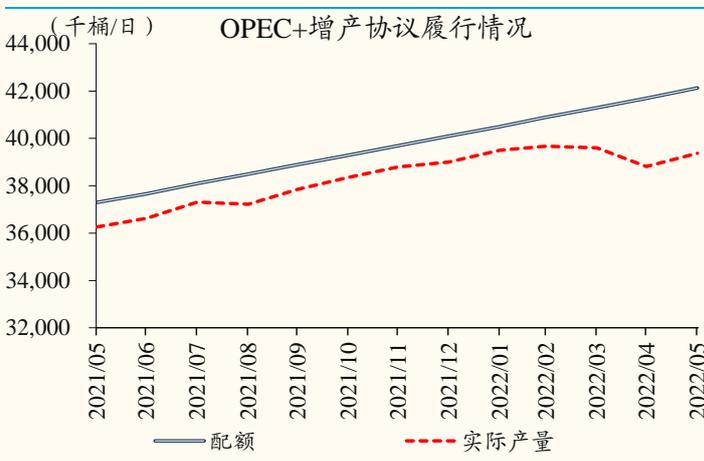
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: OPEC+增产基准上调幅度较低

| 国家            | 2018年10月产量基准 | 2022年5月产量新基准 | 增产幅度 (千桶/日) |
|---------------|--------------|--------------|-------------|
| 阿尔及利亚         | 1057         | 1057         | --          |
| 安哥拉           | 1528         | 1528         | --          |
| 刚果(布)         | 325          | 325          | --          |
| 赤道几内亚         | 127          | 127          | --          |
| 加蓬            | 187          | 187          | --          |
| 伊拉克           | 4653         | 4803         | 150         |
| 科威特           | 2809         | 2959         | 150         |
| 尼日利亚          | 1829         | 1829         | --          |
| 沙特            | 11000        | 11500        | 500         |
| 阿拉伯           | 3168         | 3500         | 332         |
| <b>OPEC10</b> | <b>26683</b> | <b>27815</b> | <b>1132</b> |
| 阿塞拜疆          | 718          | 718          | --          |
| 巴林            | 205          | 205          | --          |
| 文莱            | 102          | 102          | --          |
| 哈萨克斯坦         | 1709         | 1709         | --          |
| 马来西亚          | 595          | 595          | --          |
| 墨西哥           | 1753         | 1753         | --          |
| 阿曼            | 883          | 883          | --          |
| 俄罗斯           | 11000        | 11500        | 500         |
| 苏丹            | 75           | 75           | --          |
| 南苏丹           | 130          | 130          | --          |
| <b>非OPEC</b>  | <b>17170</b> | <b>17670</b> | <b>500</b>  |
| <b>OPEC+</b>  | <b>43853</b> | <b>45485</b> | <b>1632</b> |

来源: OPEC, 国金证券研究所

图表 16: OPEC+实际增产力度持续不达预期

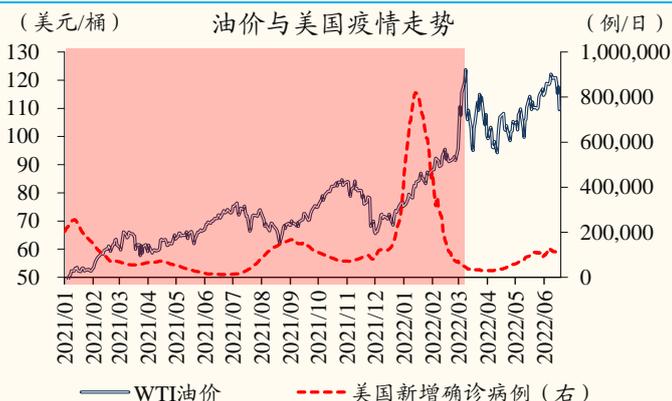


来源: OPEC, 国金证券研究所

疫情退潮及出行旺季的到来, 中性情景下, 全球 3 季度原油日均消费量或增加 287 万桶。2021 年, 油价走势与疫情演绎高度相关。原因在于, 2021 年疫苗接种尚不充分, 疫情反复对经济活动的扰动较大。眼下, 疫情退潮及出行旺季的到来, 叠加居民薪酬收入依然处于良性改善通道中, 过去被压抑的服务修复有望持续修复。其中, 悲观、中性、乐观情形下<sup>4</sup>, 3 季度原油日均消费增量分别为 180、287、359 万桶。

<sup>4</sup> 悲观、中性、乐观分别对应出行强度相比疫情前水平的差额, 修复率分别达到 50%、80%、100%。

图表 17: 2021 年, 油价走势与疫情演绎高度相关



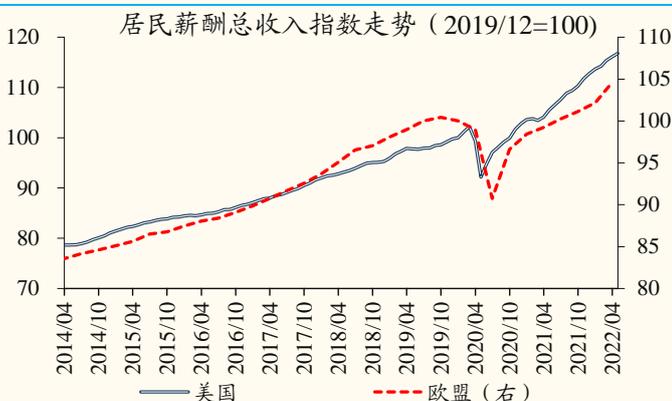
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表 18: 部分经济体已陆续完全放开防疫措施

| 地区 | 时间   | 国家   | 防疫措施放松政策                     |
|----|------|------|------------------------------|
| 欧洲 | 2/1  | 丹麦   | 取消全部防疫限制措施                   |
|    | 2/21 | 英国   | 发布与新冠共存“新计划”，解除所有现行新冠限制措施    |
|    | 5/17 | 欧盟   | 取消所有防疫限制措施和航空防疫管制            |
|    | 5/17 | 法国   | 公共场所全面开放，仅部分医院保留基本防疫管制       |
|    | 5/17 | 德国   | 公共场所全面开放，仅部分医院保留基本防疫管制       |
| 北美 | 2/9  | 美国   | 多州陆续取消强制佩戴口罩，以及入境隔离规定        |
|    | 4/25 | 加拿大  | 持疫苗接种完成证明或阴性检测证明，即可自由活动      |
| 亚洲 | 3/14 | 日本   | 放松入境限制，单日入境人数上限从5000人增至7000人 |
|    | 3/27 | 印度   | 持疫苗接种完成证明以及阴性检测证明，即可自由活动     |
|    | 4/1  | 马来西亚 | 持疫苗接种完成证明，入境后进行核酸检测阴性，即可自由活动 |
|    | 4/1  | 菲律宾  | 持疫苗接种完成证明以及阴性检测证明，即可自由活动     |
|    | 4/26 | 新加坡  | 持疫苗接种完成证明或阴性检测证明，即可自由活动      |
|    | 5/1  | 泰国   | 持疫苗接种完成证明，入境后进行快筛检测阴性，即可自由活动 |
|    | 5/15 | 越南   | 持疫苗接种完成证明以及阴性检测证明，即可自由活动     |
|    | 5/15 | 越南   | 入境无需提供证明，境内需遵守防疫规定           |
|    | 5/18 | 印尼   | 持疫苗接种完成证明，即可自由活动             |

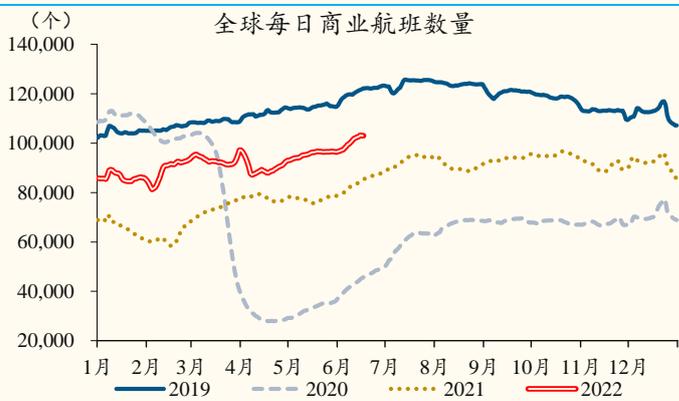
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 19: 全球居民收入超趋势性改善



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

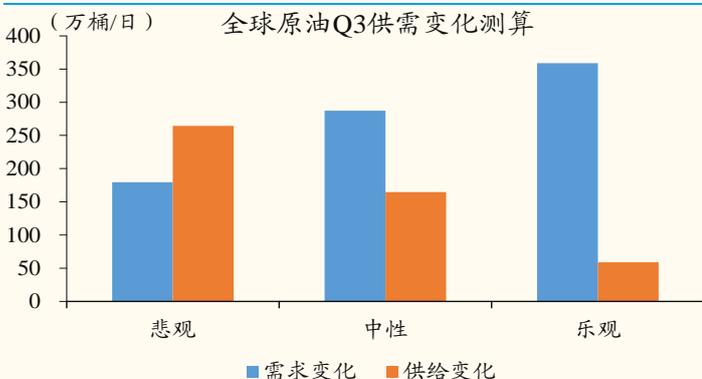
图表 20: 全球航班数量有望进一步修复



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

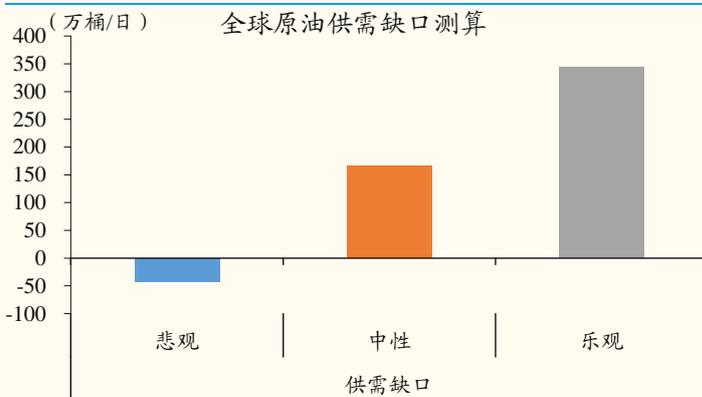
中性情景下，考虑到需求改善，全球 3 季度原油日均供需缺口有望进一步扩大到 150 万桶，能源通胀第二波仍在途中。最新数据预估，2 季度原油日均供需缺口约为 43 万桶。结合历史经验及未来供需演绎来看，中性情景下，全球 3 季度原油日均供需缺口有望进一步扩大到 150 万桶。悲观、乐观情景下，对应的日均供需缺口或分别为-42、343 万桶。回归预测模型显示，3 种情景下的油价合理水平，或分别为 105、127、146 美元/桶。

图表 21: 全球 3 季度原油供需仍将延续紧平衡



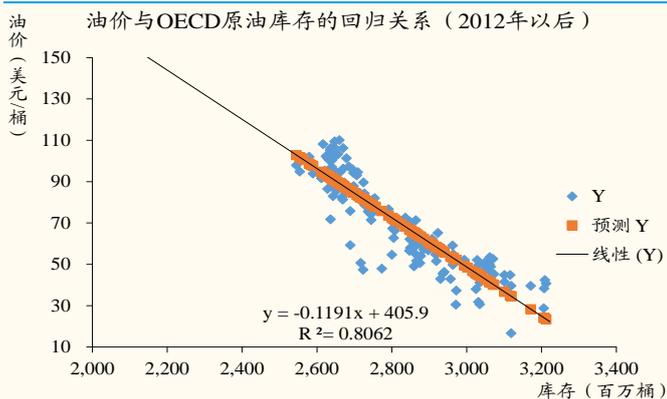
来源: 国金证券研究所

图表 22: 全球 3 季度原油供需缺口或将进一步走扩



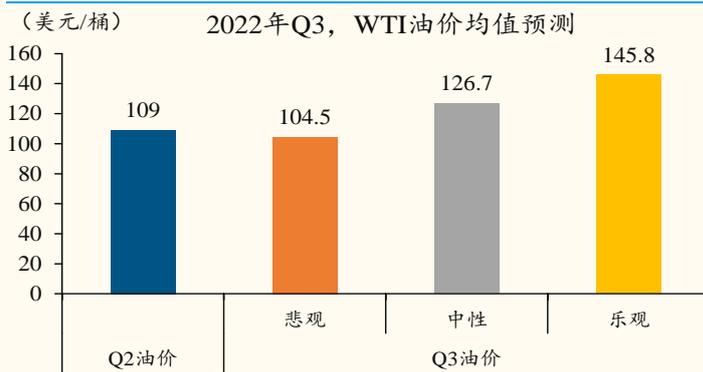
来源: 国金证券研究所

图表 23: 油价走势与库存变化高度负相关



来源: Wind、国金证券研究所

图表 24: 2023 季度, WTI 油价预测



来源: Wind、国金证券研究所

### 1.3、高油价下, 有哪些需要注意的风险? 通胀第二波, 加息“硬着陆”

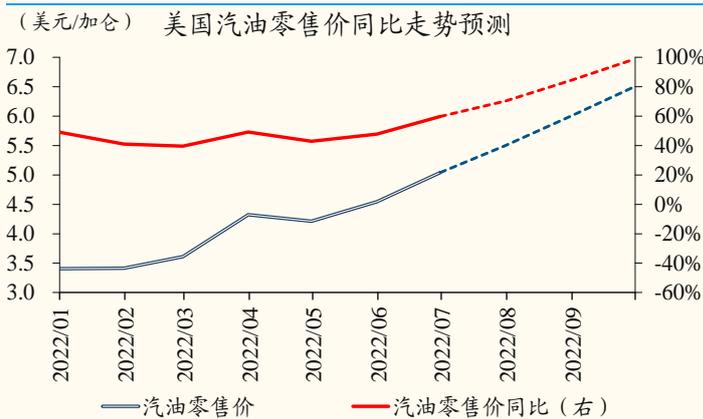
年内来看, 油价引领的能源涨价第二波, 最直接的影响是全球通胀第二波。以美国为例, CPI 能源商品相关分项的权重占比达到 4%, 5 月对 CPI 的贡献达到 2 个百分点。结合原油价格走势来看, 中性情景下 3 季度汽油零售价涨破 6.5 美元/加仑, 对 CPI 同比的直接贡献或将超过 4 个百分点, 由此引发的通胀第二波不容小觑。

图表 25: 油价引领通胀第二波



来源: Wind、国金证券研究所

图表 26: CPI 能源商品分项同比或将升至 100%



来源: Wind、国金证券研究所

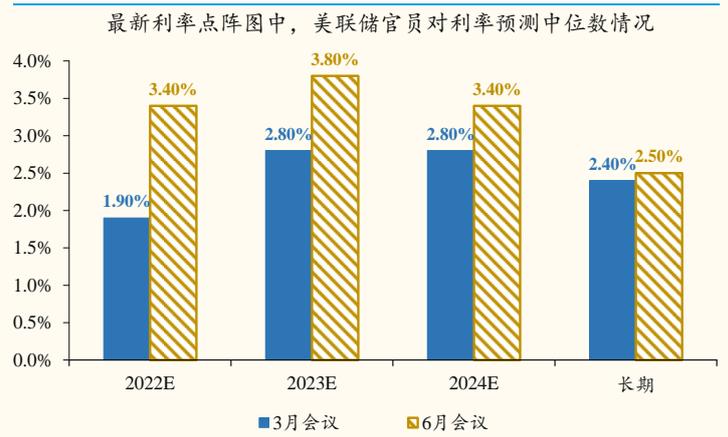
能源通胀第二波下, 美联储等将继续维持高强度的政策正常化, 仍将阶段性扰动全球资产定价。居民并不关心广义通胀与核心通胀的区别, 但对汽油消费支出大幅增加的感受却是真真切切的, 并且会直接影响到通胀预期及预期的自我实现。因此, 美联储最近也承认正在紧密关注油价走势及广义通胀变化。再结合美国经济短期韧性犹在, 在油价引领的通胀第二波下, 高强度的加息节奏 (单次 50bp 是基准, 不排除 75bp 的可能) 仍是必要选择 (详情请参见《繁荣的顶点? 美国“硬着陆”风险讨论》)。

图表 27: 美联储表示正在高度关注油价

| 记者提问          | 鲍威尔回答  |
|---------------|--|
| 为什么加息 75bp?   | 如果你退一步看, 我们正在寻找可信的证据表明通胀压力正在减弱、通胀正在回落, 我们希望看到的是一系列下降的月度通胀数据, 至少是通货膨胀趋于平缓的明显迹象, 最理想的情况下是直接开始下降。但通胀指标再次意外上行, 一些通胀预期的指标已经上升。我们会依赖数据, 专注于数据, 高度关注通胀风险。因此, 我们认为这次会议有必要采取强有力的行动。 |
| 关注广义通胀还是核心通胀? | 从法律上讲, 我们要对通胀负责, 而这个通胀就是总体通胀。我们仔细研究核心通胀是因为它是一个很好的预测通胀走向的指标, 而且与我们的政策工具息息相关。现在的情况更加复杂, 决定油价和食品价格的是全球大宗商品价格。我们必须注意总体通胀对通胀预期的潜在影响, 我们难以控制在核心通胀之外但在总体通胀之内的因素。                  |

来源: Wind、国金证券研究所

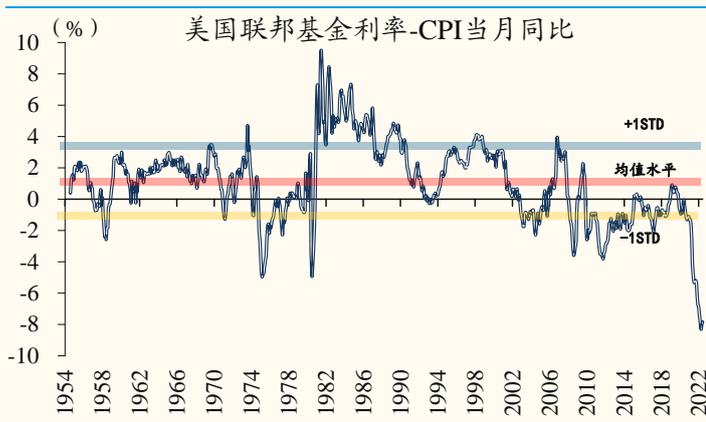
图表 28: 美联储 6 月利率点阵图对未来政策利率的预测



来源: Wind、国金证券研究所

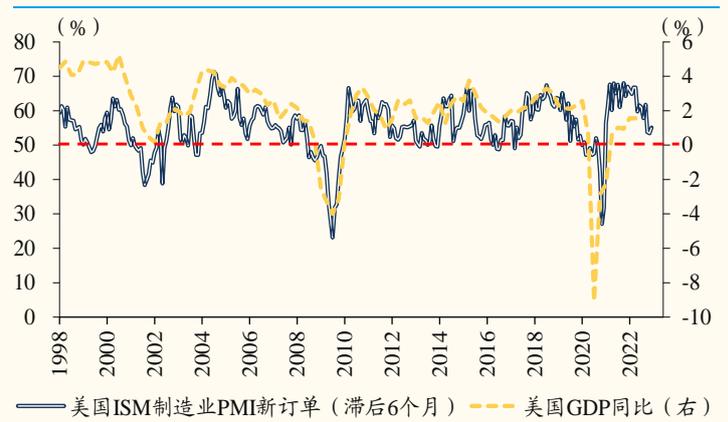
以原油为代表的供给冲击, 让经济更易“滞胀”、政策陷入“两难”; 货币政策“慢了一拍”、财政政策“有心无力”, 加大了本轮周期“硬着陆”的风险。持续的高通胀, 已成为影响美国社会稳定最重要的宏观变量; 慢了一拍的货币政策, 只能“赶作业”式的收紧, 持续保持高强度的收紧。与过往周期相比, 财政政策更被动的处境, 使货币收紧的同时, 财政对冲“有心无力”, 加大经济“硬着陆”风险。以史为鉴, 重要观察窗口, 或在冬春之交。

图表 29: “赶作业式”加息, 可能加剧“硬着陆”风险



来源: Wind、国金证券研究所

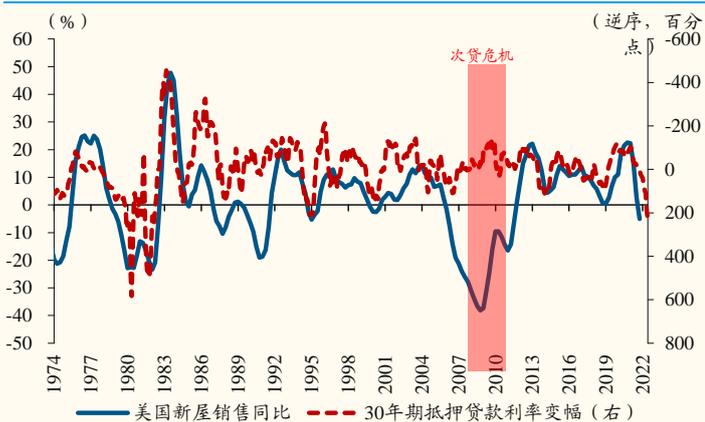
图表 30: 重要观察窗口, 或在冬春之交



来源: Wind、国金证券研究所

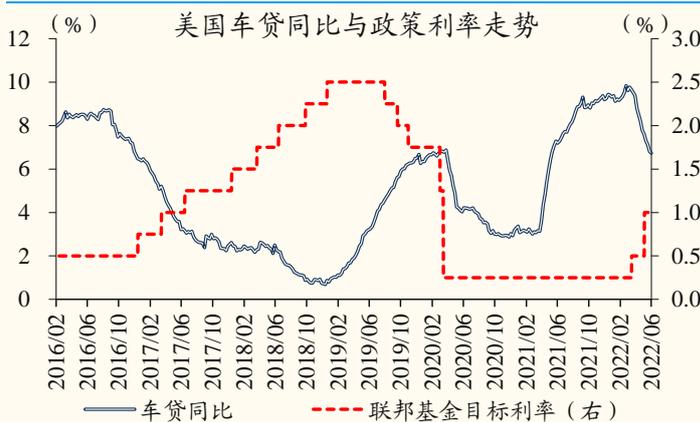
货币金融环境趋紧的背景下, 地产链条、弱资质企业等领域或更早表现出脆弱性, 其风险暴露情况也需要持续重点观察。2021 年大部分时段, 30 年期按揭贷款利率在 3.0%附近上下浮动; 2022 年初以来加快上行, 截至 4 月中旬以来持续保持在 5%以上; 其他期限的利率水平有类似特点。地产、汽车、弱资质企业等领域, 相应经济活动对利率的敏感度较高, 利率快速上行的影响, 或更早体现。以地产为例, 地产销售一般领先地产投资 2-4 个月。眼下, 地产销售已经明显走弱, 预示着地产投资也将面临大幅放缓压力。

图表 31: 按揭利率上行下, 地产销售大幅走弱



来源: Wind、国金证券研究所

图表 32: 汽车等耐用品消费或受到抑制



来源: Wind、国金证券研究所

图表 33: 未来, 美国信用债迎来集中到期



来源: Wind、国金证券研究所

图表 34: 美国到期的信用债中, 垃圾债占比逐年提升



来源: Wind、国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

- 近期, 在多重“利空”因素的打压下, 油价由 120 美元/桶附近大幅回落至 110 美元/桶上下。短期油价调整, 更多是情绪上的扰动; 未来走势推演, 仍需回归最核心的供需格局分析。作为供需矛盾的结果, 全球原油库存变化对油价走势具有非常高的解释力; 眼下, 全球原油库存仍处于去化趋势中。
- 中性情景下, 考虑到美国页岩油、OPEC 成员国等增产幅度可能有限, 全球 3 季度日均原油产量或将增加 165 万桶; 疫情退潮及出行旺季的到来, 假设出行强度相比疫情前的差额修复 80%, 全球 3 季度原油日均供需缺口有望进一步扩大到 150 万桶。回归预测模型显示, 3 种情景下的油价合理水平, 或分别为 105、127、146 美元/桶。
- 油价引领的通胀第二波下, 美联储等将继续维持高强度的政策正常化, 仍将阶段性扰动全球资产定价。美联储收紧货币的同时, 财政“有心无力”, 加大了本轮美国经济“硬着陆”的风险, 冬春之交或将是重要观察窗口。

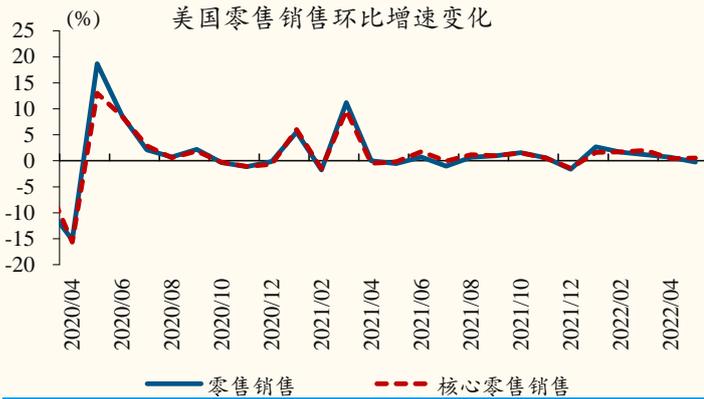
2、数据跟踪: 美国 5 月零售销售、欧元区 5 月工业生产均低预期

2.1、美国经济跟踪: 美国 5 月零售销售低预期, 消费者通胀预期抬升

■ 2.1.1、美国 5 月零售销售远不及预期

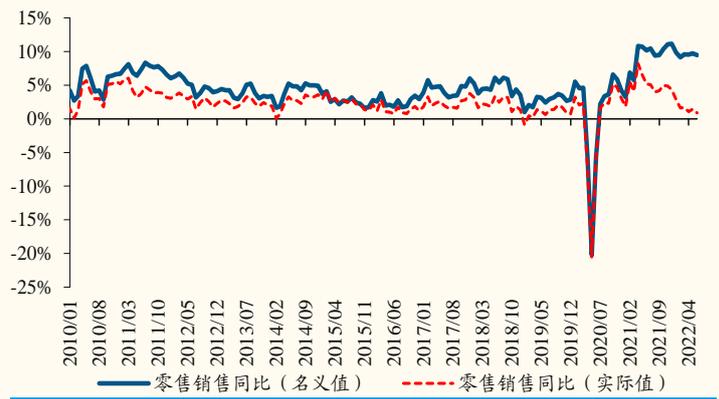
当周（6 月 13 日-6 月 17 日），美国公布 5 月零售销售数据。具体来看，美国 5 月零售销售环比-0.3%，预期 0.1%，前值由 0.9%下修为 0.7%；剔除汽车分项后，5 月核心零售销售环比 0.5%，预期 0.7%，前值由 0.6%上修为 0.4%。同比方面，5 月名义零售销售同比 9.5%，所处历史百分位 95%；但经过物价平减处理后，5 月实际零售销售同比仅为 0.9%，所处历史百分位 24%。主要分项中，除了无店铺零售业、运动商品零售、加油站等分项，其余分项的实际零售销售同比所处历史百分位均不足 50%。

图表 35：5 月，美国零售销售环比为负



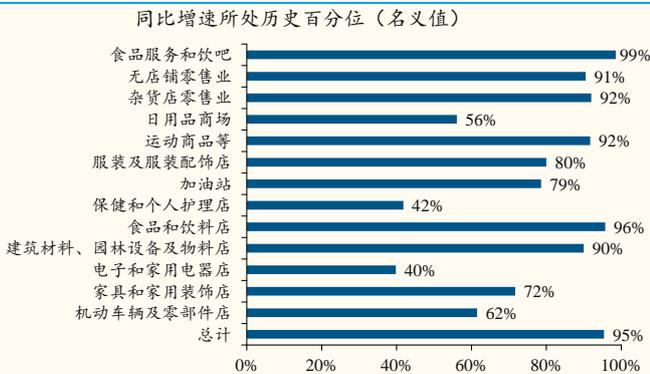
来源：Wind、国金证券研究所

图表 36：5 月，美国名义、实际零售销售同比增速分化



来源：Wind、国金证券研究所

图表 37：名义值来看，绝大部分零售销售分项表现强劲



来源：Wind、国金证券研究所

图表 38：实际值来看，绝大部分零售销售分项表现疲弱



来源：Wind、国金证券研究所

■ 2.1.2、美国 5 月工业生产弱于预期，其中制造业产出环比为负

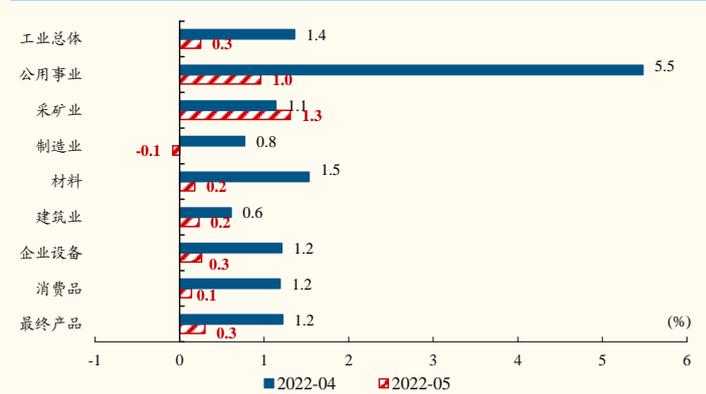
当周（6 月 13 日-6 月 17 日），美国公布 5 月工业产出数据。具体来看，美国 5 月工业产出环比 0.2%，预期 0.4%，前值由 1.1%上修至 1.4%。其中，5 月公用事业产出环比 1%，前值 5.5%；5 月采矿业产出环比 1.3%，前值 1.1%；5 月制造业产出环比-0.1%，前值 0.8%；5 月消费品产出环比 0.1%，前值 1.2%；5 月材料产出环比 0.2%，前值 1.5%。

图表 39: 美国 5 月工业生产弱于预期



来源: Wind、国金证券研究所

图表 40: 美国 5 月制造业产出环比为负

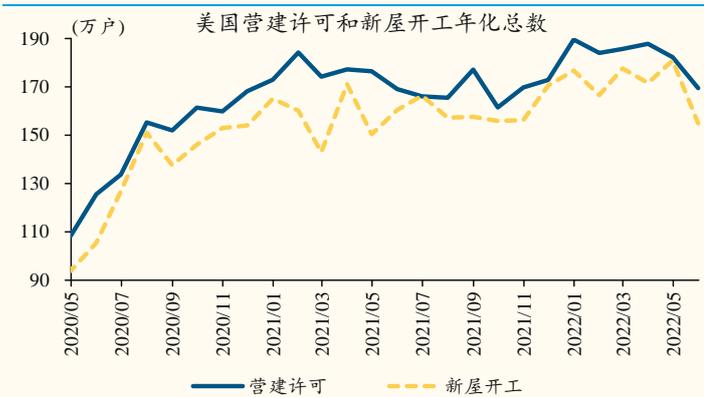


来源: Wind、国金证券研究所

### 2.1.3、美国 5 月新屋开工、营建许可均不及预期

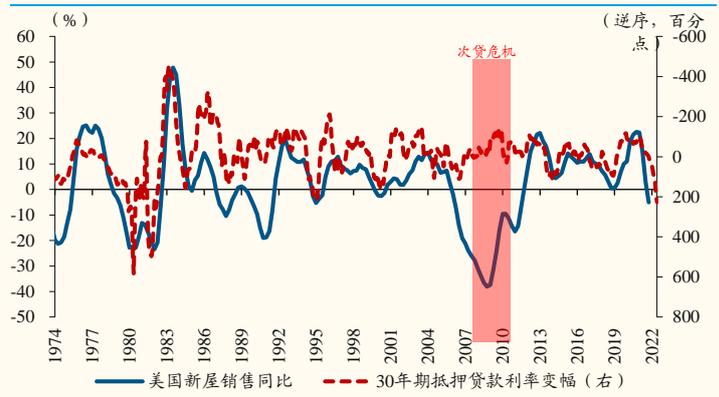
当周 (6 月 13 日-6 月 17 日), 美国公布 5 月地产施工数据。具体来看, 美国 5 月新屋营建许可年化总数 169.5 万户, 预期 177.8 万户, 前值由 181.9 万户上修为 182.3 万户; 5 月新屋开工年化总数 154.9 万户, 预期 169.3 万户, 前值 172.4 万户上修为 181 万户。地产投资数据趋势下滑, 主因按揭利率上升的背景下, 领先指标地产销售快速回落。

图表 41: 美国 5 月新屋开工、营建许可均不及预期



来源: Wind、国金证券研究所

图表 42: 美国按揭利率上升的背景下, 地产销售走弱

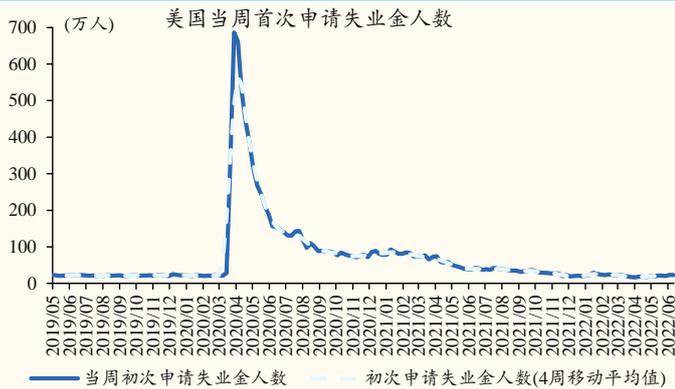


来源: Wind、国金证券研究所

### 2.1.4、美国当周初请失业金人数差于预期, EIA 原油库存意外回升

当周 (6 月 13 日-6 月 17 日), 美国公布 6 月 11 日当周初请失业金人数和 6 月 10 日当周 EIA 原油库存数据。其中, 当周初请失业金人数 22.9 万人, 预期 21.8 万人, 前值由 22.9 万人上修至 23.2 万人。当周 EIA 原油库存上升 195.6 万桶, 预期值为下滑 220 万桶, 前值为上升 202.5 万桶。

图表 43: 当周, 美国初请失业金人数差于预期



来源: Wind、国金证券研究所

图表 44: 当周, 美国 EIA 原油库存意外回升



来源: Wind、国金证券研究所

## 2.2、欧洲经济跟踪: 欧元区 4 月工业产出不及预期

### ■ 2.2.1、欧元区 4 月工业产出环比 0.4% 略低于预期

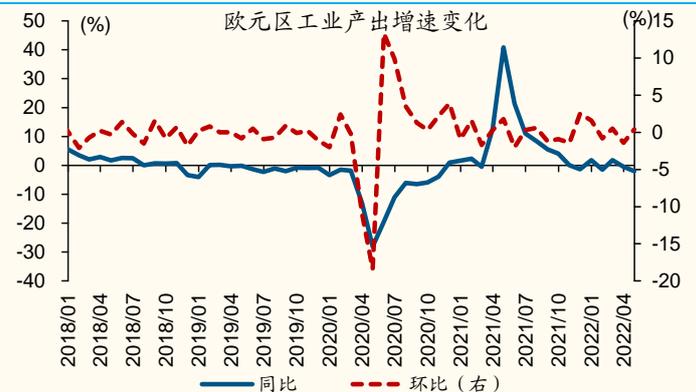
当周 (5 月 30 日-6 月 3 日), 欧元区公布 4 月工业生产数据。具体来看, 欧元区 4 月工业生产指数录得 103.8%, 高于前值 103.4%。4 月工业产出同比-2%, 预期-1.1%, 前值由-0.8%修正为-0.5%。4 月工业产出环比 0.4%, 预期 0.5%, 前值由-1.8%修正为-1.4%。其中, 能源产出环比 5.4%, 中间产品 0.7%, 非耐用消费品 0.4%, 耐用消费品 0.2%, 资本品产出-0.2%。

图表 45: 欧元区 4 月工业生产指数小幅回升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 46: 欧元区 4 月工业产出增速不及预期



来源: Wind、国金证券研究所

## 3、重点关注: 美国 5 月成屋销售

**图表 47: 下周海外重点数据发布日期情况**

| 经济体  | 日期               | 经济指标                          | 期间      | 预期    | 前值    |
|------|------------------|-------------------------------|---------|-------|-------|
| 美国   | 6/21             | 美联储布拉德（22年票委）讲话               | -       | -     | -     |
|      |                  | 美联储梅斯特（22年票委）讲话               | -       | -     | -     |
|      | 6/22             | 美联储巴尔金（24年票委）讲话               | -       | -     | -     |
|      |                  | 美联储主席鲍威尔发表半年度货币政策证词           | -       | -     | -     |
|      |                  | 美联储埃文斯（23年票委）讲话               | -       | -     | -     |
|      | 6/23             | 美联储哈克（23年票委）和巴尔金（24年票委）讨论美国经济 | -       | -     | -     |
|      | 6/25             | 美联储戴利（24年票委）讲话                | -       | -     | -     |
|      | 6/21             | 成屋销售总数年化(万户)                  | 5月      | 540   | 561   |
|      |                  | 成屋销售年化环比                      | 5月      | -3.7% | -2.4% |
|      |                  | 当周初请失业金人数(万人)                 | 6月18日当周 | -     | 22.9  |
|      | 6/23             | Markit制造业PMI初值                | 6月      | 57    | 56.3  |
|      |                  | 当周EIA原油库存变动(万桶)               | 6月17日当周 | -     | 195.6 |
| 6/24 | 密歇根大学消费者信心指数终值   | 6月                            | 50.2    | 50.2  |       |
|      | 美国5月新屋销售总数年化(万户) | 5月                            | 59.5    | 59.1  |       |
| 欧元区  | 6/21             | 欧洲央行管委穆勒发表讲话                  | -       | -     | -     |
|      |                  | 欧洲央行行长拉加德发表讲话                 | -       | -     | -     |
|      | 6/22             | 消费者信心指数初值                     | 6月      | -20.9 | -21.1 |
| 6/23 | 制造业PMI初值         | 5月                            | 53.8    | 54.6  |       |
| 英国   |                  | CPI环比                         | 5月      | 0.7%  | 2.5%  |
|      | 6/22             | CPI同比                         | 5月      | 9.2%  | 9%    |
|      |                  | 核心CPI同比                       | 5月      | 6%    | 6.2%  |
| 德国   | 6/23             | 制造业PMI初值                      | 6月      | 54    | 54.8  |
|      | 6/24             | IFO商业景气指数                     | 6月      | 92.8  | 93    |

来源: Bloomberg、国金证券研究所

### 风险提示:

- 1、欧盟原油制裁力度不及预期。** 欧盟表面维持对俄罗斯制裁的高姿态，但实际上未完全禁止俄油。
- 2、全球出行强度恢复不及预期。** 全球疫情对居民出行的影响或将长期化，导致对应的原油需求难回疫情前水平。

**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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402