

首席宏观报告

弱需求驱动油价创年内新低

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn

研究助理

范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn

李卓剑 一般证券从业资格编号
S1060122030023
LIXIAOJIAN257@pingan.com.cn



事项:

2022 年 11 月以来, 国际油价持续下行, 本周创下年内新低。

平安观点:

1、首先, 针对俄罗斯原油出口的“限价令”正式实施, 加剧油价波动。今年 9 月, G7 财长达成协议, 将对俄罗斯出口原油实施限价。12 月 5 日, 欧盟和七国集团等针对俄罗斯海运出口原油设置价格上限机制正式生效, 价格上限为 60 美元/桶。如果俄罗斯出口原油价格超过设置的价格上限, 将禁止欧盟企业为俄罗斯原油运输提供保险、金融等服务。俄罗斯方面之后表示, 俄罗斯将不会供应石油给支持对俄石油限价的 国家。因此, 在俄原油被限价后, 国际原油市场供给端将面临更大压力。

目前“限价令”的影响颇有争议, 实际影响仍需观察。一方面, 市场或有理由担心俄罗斯主动减产, 加剧全球石油供给的稀缺性, 向发动制裁的西方国家施压, 这可能带来油价上行压力。另一方面, 不少市场预测认为, 60 美元/桶对俄罗斯而言或是一个比较“舒服”的油价水平。据 Euronews 报道, IMF 在 2021 年预测俄罗斯盈亏平衡油价仅 30-40 美元/桶; 标普全球预测, 2021 年俄罗斯盈亏平衡油价为 69 美元/桶, 而 2018-19 年平均为 52 美元/桶; Trading Economics 的数据显示, 当前乌拉尔原油期货合约价格已降至 60 美元/桶附近。综合来看, 当前油价可能不会过度抑制俄罗斯产油的积极性。而一定程度的限价, 或也有助于市场快速消化前期有关地缘博弈的油价“泡沫”, 促使国际油价从一个更为合理的水平“再出发”。这也解释了“限价令”短期对油价的抑制效果。

2、其次, 近期油价显著向下调整反映了市场对需求的悲观预期。截至 12 月 6 日当周, WTI 原油非商业净多头(多头-空头)持仓数量较一个月前已减少 4.3 万张, 至 23.2 万张, 基本处于 2016 年以来最低水平。

市场对美联储加息预期保持高位, 美国经济“硬着陆”风险有增无减。一方面, 目前市场预计美联储将在 12 月 14 日举行的议息会议上加息 75BP 的概率为 21.8%, 较一个月以前提升了 7.2 个百分点, 而对于终端利率的预期已经达到 5%左右。12 月 5 日, 有“新美联储通讯社”之称的 Nick Timiraos 撰文称, 美联储官员已暗示, 计划在下周会议上将基准利率上调 0.5 个百分点, 且劳动密集型服务业的工资大幅增长或通胀上升, 可能促使更多决策者支持明年将基准利率提高到 5%以上。另一方面, 中短端美债收益率仍处高位, 11 月下旬以来, 6 个月、1 年期美债收益率高位企稳, 而 2 年期美债收益率同样处于高位, 这亦反映出市场对于美联储的加息预期并未明显降温。特别是, 10 年与 2 年期美债利差倒挂幅度达到 84BP, 10 年与 3 个月期美债利差倒挂程度亦达到 87BP, 均创下了新高, 亦折射出市场对美国经济衰退的预期似乎更加明显。

在高通胀、供给冲击、货币紧缩等多重扰动下，全球经济增长前景愈发黯淡，削弱国际原油的需求前景。OECD 今年 11 月预测显示，2023 年全球经济增速将下滑至 2.2%，低于 2022 年 3.1% 的增速。其中，美国经济增速将从 2022 年的 1.8% 降至 2023 年的 0.5%，而欧元区将从 3.3% 降至 0.5%。另外，国际评级机构惠誉在 12 月 5 日发布的《全球经济展望》报告中也下调了其对 2023 年全球经济增速预期，预计 2023 年全球经济增速为 1.4%，低于其 9 月时预测的 1.7%，而美国、欧元区将分别从今年底、明年中步入衰退。OPEC 在 11 月月报中，将 2023 年的石油需求增长下调至 224 万桶/日，较上月预期减少 10 万桶/日。而 EIA 本周发布的短期能源展望报告中，将 2023 年全球原油需求增速预期下调 16 万桶/日，至 100 万桶/日，并同时下调了今年及明年的原油价格预期。

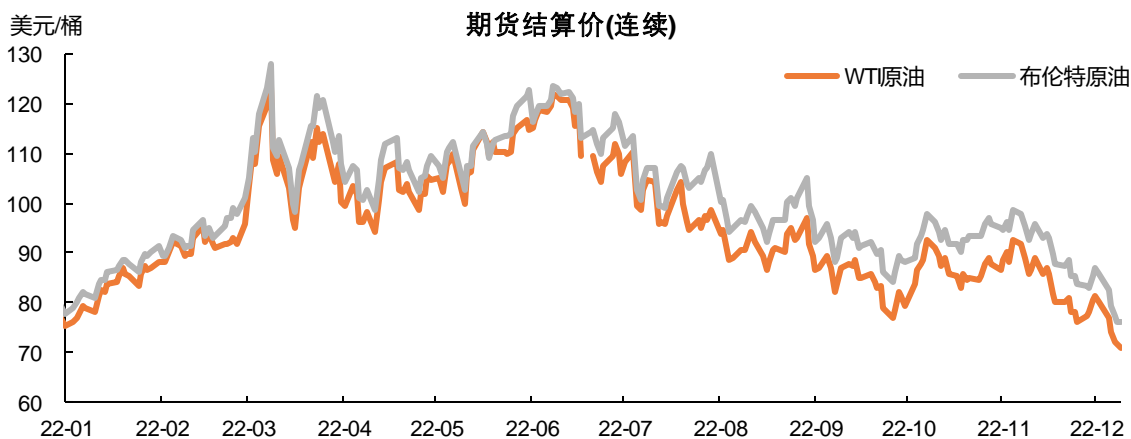
3、然而，当前市场可能充分关注需求下滑的影响，却一定程度上忽略了石油供给的紧张与弹性。

一方面，美国原油产能恢复缓慢，使得原油市场供给更为紧张。今年以来，美国原油产能逐步恢复、但进展缓慢。根据美国能源部发布的数据，截至 12 月 2 日当周，美国原油产量为 1220 万桶/天，仅恢复至疫情前 93% 左右的水平。尤其是今年 8 月以来，美国原油产能恢复出现停滞，这使得原油市场供给更为紧张。

另一方面，OPEC+ 仍坚持减产，且未来有望采取进一步行动保护油价。今年 8 月以来，OPEC 相继上演“象征性增产”与减产，显著增加了产油决策的灵活性，使油价在美联储强力紧缩的背景下仍保持高位波动。10 月 5 日，OPEC+ 会议决定减产 200 万桶/日。而在 12 月 4 日召开的 OPEC+ 部长级会议上，OPEC+ 宣布维持原油生产配额不变，即将继续减产原油 200 万桶/日直至 2023 年底。展望未来，倘若石油需求切实下滑，OPEC 有望采取更积极的行动，阻止油价过快降温。

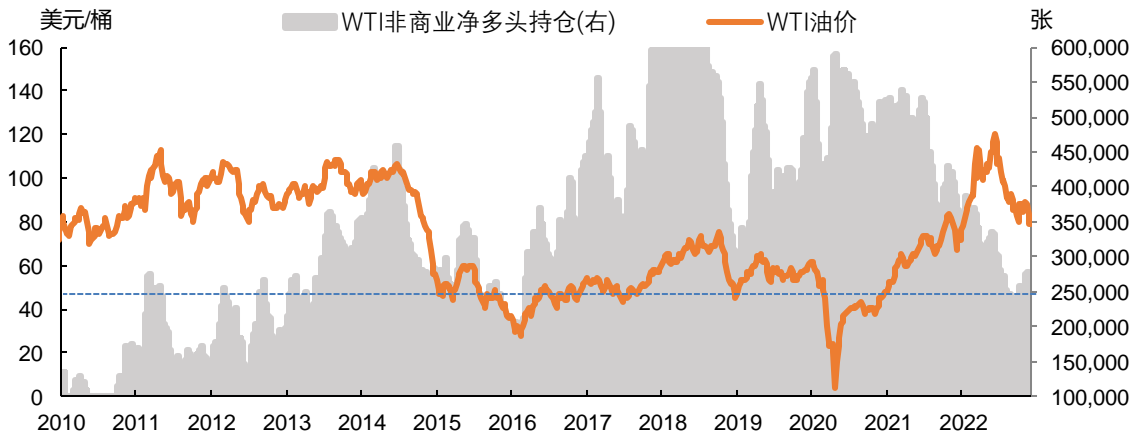
此外，虽然美联储紧缩的终点尚不明确，但随着经济下行与通胀降温，美联储政策取向需要由紧转松。事实上，近一个月，随着美联储暗示即将放缓加息节奏，10 年美债利率和美元指数已由本轮高点明显回落。往后看，当前处于高位的美元指数仍有下跌空间，这也可能成为油价下跌的阻碍之一。

图表1 11 月以来国际油价持续下行，本周创下年内新低



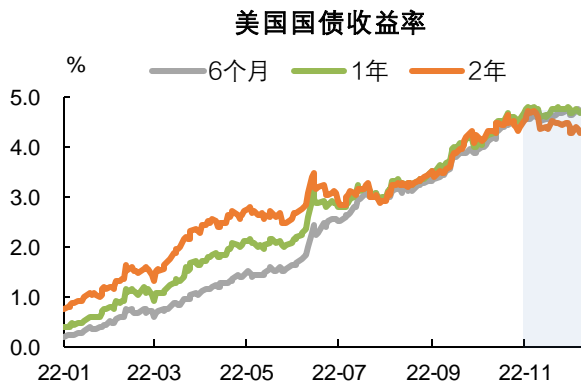
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 WTI非商业净多头持仓水平降至2016年以来最低水平



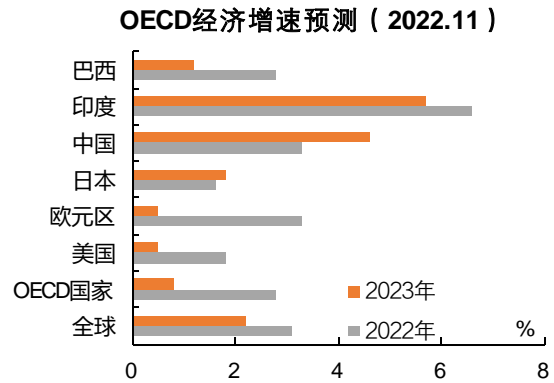
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 近期中短端美债收益率保持高位



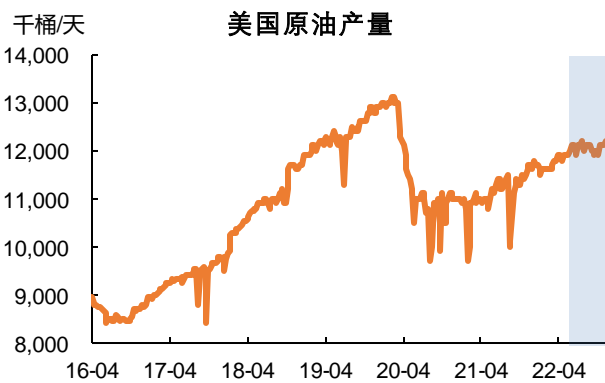
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 OECD预计明年全球经济增长将放缓



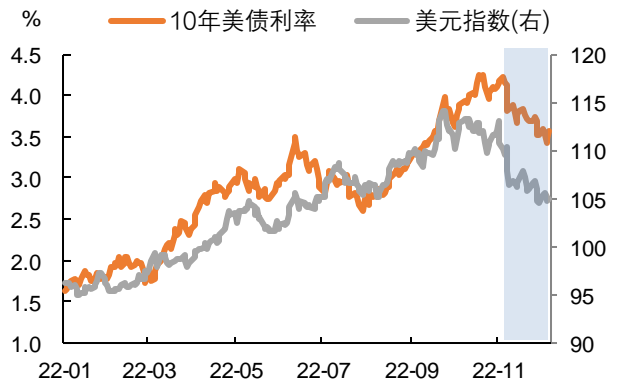
资料来源: OECD, 平安证券研究所

图表5 美国原油产能恢复缓慢



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 近一个月10年美债利率和美元指数回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033