

二零二二年十二月二十二日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 全球主要经济体开始进入货币紧缩周期，对原油的需求放缓。全球主要经济体开始进入货币紧缩周期，对原油的需求放缓。全球主要经济体开始进入货币紧缩周期，对原油的需求放缓。
- 石油输出国组织及其盟友（OPEC+）的减产计划和俄罗斯断供威胁依然无法减轻油价的下行压力，市场看跌情绪正在肆虐。我们认为，市场对需求放缓的担忧远大于供给侧。
- 全球主要央行可预见的激进货币政策行动将令全球经济面临更大的衰退风险，叠加中国放开短期原油需求下行压力较大，石油需求短期或会加速下滑。展望未来，考虑到大宗商品需求持续疲弱、俄罗斯供应需求回升等因素，国际油价水平将继续波动。
- 在综合考虑各项正负面因素和平衡相关风险后，我们预计，2023 年油价将保持在 80-90 美元/桶这一区间。

林樵基
研究部主管
banny.lam@cebi.com.hk
(852)2916-9630

全球经济衰退风险加剧，石油市场波动向上

全球主要经济体进入货币紧缩周期，导致经济衰退风险激增，对原油的供需结构产生了前所未有的影响，全球石油市场持续震荡。美国和欧洲的通胀率急剧上升、中国经济增长放缓、全球利率水平上行，地缘政治风险升温等因素正使经济前景恶化，引发市场对主要商品的需求放缓。对全球经济衰退的担忧不断升级，进一步打击原油价格，油价自 6 月初开始下跌，至今跌幅约为 34%。石油输出国组织及其盟友（OPEC+）的减产计划和俄罗斯石油价格上限依然无法减轻油价的下行压力，市场看跌情绪正在肆虐。我们认为，市场对需求侧放缓的担忧远大于供给侧。全球主要央行可预见的激进货币政策行动将令全球经济面临更大的衰退风险，叠加中国放开短期内原油需求下行压力较大，石油需求短期内或会加速下滑。展望未来，考虑到大宗商品需求持续疲弱、俄罗斯供应风险升温和中国放开带动长期原油需求回升等因素，国际油价水平将继续波动。在综合考虑各项正负面因素和平衡相关风险后，我们预计，2023 年油价将保持在 80-90 美元/桶这一区间。

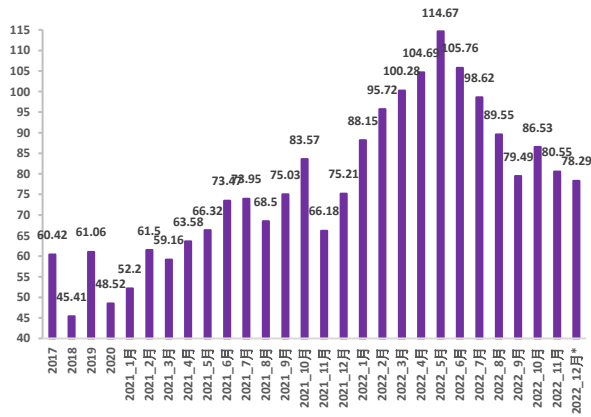
短期内经济风险弱化需求，拖累油价下跌。 各国央行在疫情期间为支持经济发展而实施的超宽松货币政策正陆续回归正常化，当前全球经济可能面临更严峻的衰退风险。对于美国而言，美联储自今年 3 月开始陆续将联邦基金利率提高 425 个基点，以迅速遏制通胀率螺旋式上升。最新的议息会议文件显示多数美联储官员预计利率峰值将超过 5%，而 9 月时仅为 4.6%。总体来看，虽然加息步伐开始放缓，但总体仍然激进，在为通胀降温的同时，亦会导致总体需求放缓。对利率较为敏感的私人消费和投资板块的增长动能将被大幅削弱，进一步打击美国经济，并减少石油需求。对中国来说，逐步放宽的防疫措施将使中国内地在短期内面临病例数激增、需求下滑的困境，进而减少燃料相关消费，石油需求有机会进一步收缩。但长期来看，中国重新放开将使经济自 2023 年一季度后重回发展轨道，料将刺激原油需求。对于欧洲而言，对俄石油价格上限短期内无法对冲经济下行导致的需求下滑风险，持续的高通胀及明年较差的经济预期带动原油供大于求。总的来说，全球主要经济体短期内正面临来自价格压力上升、金融市场波动加剧、地缘政治风险升温带来得经济发展阻力，全球经济发展前景黯淡，油价波动下行压力短期内难以缓解。不过中国放宽防疫措施将为全球原油需求上升提供基础，油价上行驱动力将逐渐显现。

OPEC+维持产量不变，看好长期需求回升。 面对宏观市场情绪低迷、全球流动性收紧、美国与伊朗谈判结果难料、原油投资不足、俄罗斯石油出口限制增加以及部分国家对俄罗斯石油贸易实施“封顶价”等不确定因素，国际油价的波动性与日俱增。不过，OPEC+目前表明仍然维持现有 200 万桶/日减产协议，以控制整体油价供应量。

OPEC 最新月报显示，其预期 2023 年石油需求量将增加 220 万桶/日至 1.018 亿桶/日，而中国逐步放开将是明年全球石油需求量的核心推动力。在我们看来，短期经济下行导致的供需紧张将使油价面临下行风险。不过，随着利空因素逐渐释放，2023 年一季度后因中国及亚洲经济开始复苏，全球原油需求有望恢复，而近年来原油投资不足导致部分国家将无法快速增产，供需不平衡状况有望缓解，进而给价格上行提供基础。

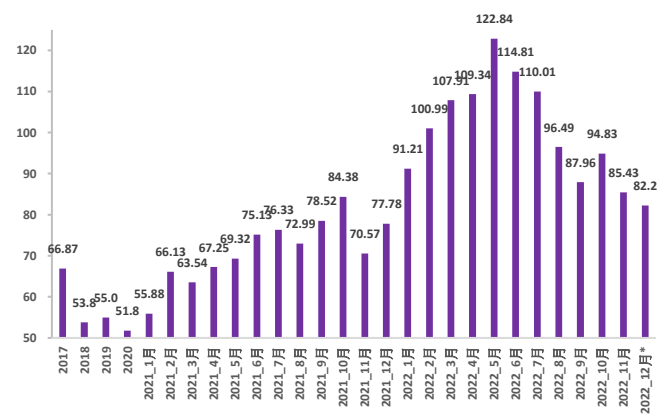
美元维持高位，原油需求下行风险仍存。为解决高通胀问题，美联储采取激进加息的货币政策立场，美元开启牛市行情，兑全球主要货币升值。由于石油普遍采用美元计价，石油买家的汇兑成本增加，导致各国的财政状况恶化，进一步削弱对石油的需求。整体而言，虽美元指数自 10 月开始有一定回调，不过仍处高位，今年已上涨约 8.61%。与此同时，油价已跌回年初水平。展望未来，美联储仍将缓解通胀压力作为当前的首要任务，这也会带来包括失业率上升和消费者支出减少等一系列经济损失。在全球滞胀风险激增的同时，美国大幅加息导致流动性从金融市场流出，投资者的风险偏好下降，并在避险情绪的驱动下持有美元。美元维持高位将令油价下行压力持续存在。

图.1: 纽约期油(每桶_美元)



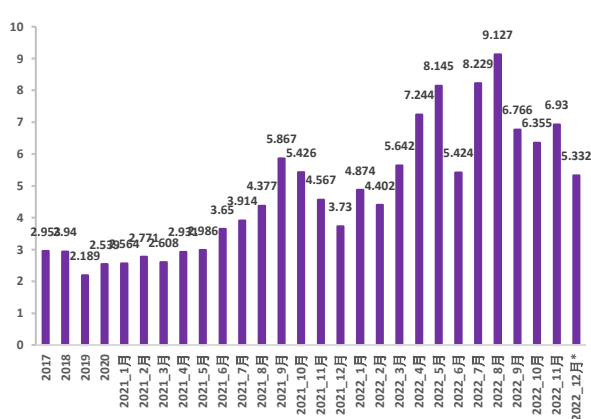
来源: 彭博 *12月21日

图.2: 布兰特期油(每桶_美元)



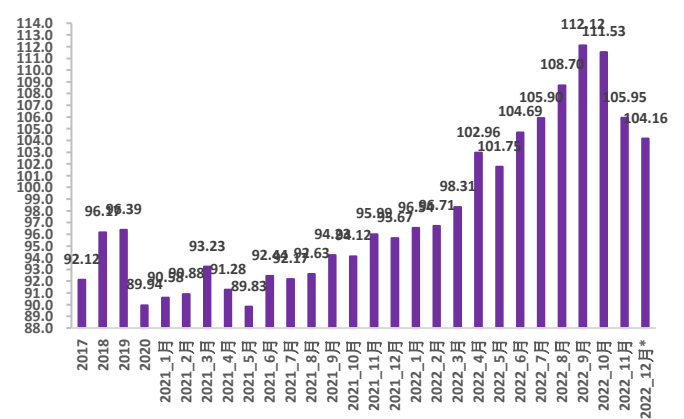
来源: 彭博 *12月21日

图.3: NYMEX 天然气期货(美元/百万英热单位)



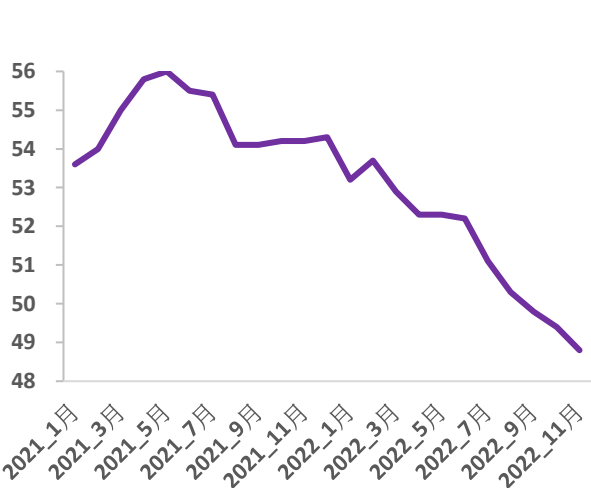
来源: 彭博 *12月21日

图.4: 美元指数



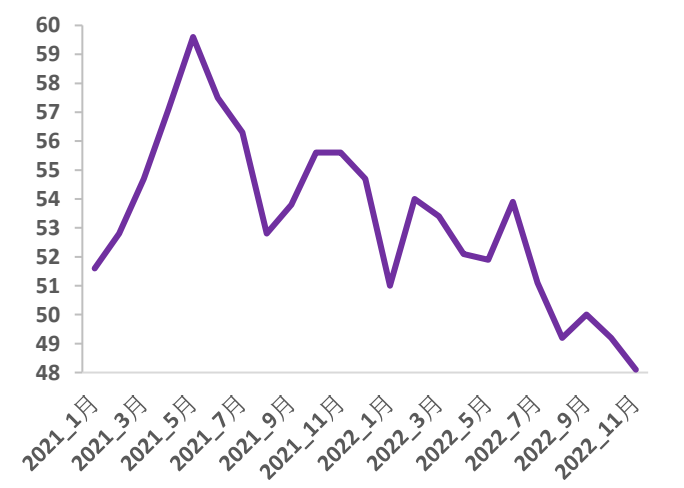
来源: 彭博 *12月21日

图.5: JP Morgan 全球制造业 PMI



来源: 彭博

图.6: JP Morgan 全球服务业 PMI



来源: 彭博

中国经济数据

	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	2021	1Q2022	2Q2022	3Q2022
实际国民生产总值 (同比%)	18.3	7.9	4.9	4.0	8.1	4.8	0.4	3.9
制造业 PMI (%)	51.3	51.0	50.0	49.9	50.3	49.9	49.1	49.5
非制造业 PMI (%)	53.4	54.5	51.3	52.5	52.7	50.4	48.1	52.3
出口(人民币/同比%)	38.7	19.7	14.1	17.6	21.0	13.2	12.6	15.3
进口(人民币/同比%)	19.3	32.4	15.7	18.6	21.5	8.4	1.6	5.5
贸易余额 (人民币/十亿)	704.9	858.6	1166.5	1599.8	4329.8	982.9	1447.3	1789.0
出口增长 (美元/同比%)	48.6	30.4	23.9	22.7	29.6	15.6	12.4	10.2
进口增长 (美元/同比%)	29.4	44.1	25.4	23.8	30.0	10.6	1.4	0.8
贸易余额 (美元/十亿)	108.0	132.8	180.8	248.9	670.4	154.4	223.2	264.9
消费物价指数 (同比%)	0.0	1.1	0.8	1.8	0.9	1.1	2.2	2.7
生产者物价指数 (同比%)	2.1	8.2	9.7	12.2	8.1	8.7	6.8	2.5
固定资产投资(年初至今/同比%)	25.6	12.6	7.3	4.9	4.9	9.2	4.2	5.7
房地产投资 (年初至今/同比%)	25.6	15.0	8.8	4.4	4.4	0.7	(9.0)	(20.7)
工业增加值 (同比%)	24.6	9.0	4.9	3.9	9.6	6.5	0.6	4.8
零售额 (同比%)	33.9	13.9	5.0	3.5	12.5	3.3	(4.6)	3.5
新增贷款 (人民币/十亿)	7667.9	5084.5	3961.4	3231.2	19945.1	8338.9	5340.1	4407.0
广义货币供应量 (同比%)	9.4	8.6	8.3	9.0	9.0	9.7	11.4	12.1
总社会融资 (人民币/十亿)	10288.9	7510.9	6967.1	6584.1	31351.0	12049.2	8971.5	6766.4

	11/21	12/21	1/22	2/22	3/22	4/22	5/22	6/22	7/22	8/22	9/22	10/22	11/22
实际国民生产总值(同比%)	-	4.0	-	-	4.8	-	-	0.4	-	-	3.9	-	-
制造业 PMI (%)	50.1	50.3	50.1	50.2	49.5	47.4	49.6	50.2	49.0	49.4	50.1	49.2	48.0
非制造业 PMI (%)	52.3	52.7	51.1	51.6	48.4	41.9	47.8	54.7	53.8	52.6	50.6	48.7	46.7
出口(人民币/同比%)	16.3	17.3	20.8	3.9	12.6	1.6	14.7	21.5	23.8	11.8	10.7	7.0	0.9
进口(人民币/同比%)	25.6	16.0	17.9	9.6	(0.9)	(1.8)	2.6	4.5	7.2	4.6	5.2	6.8	(1.1)
贸易余额 (人民币/十亿)	460.6	599.8	526.0	176.8	283.7	315.5	495.2	646.2	683.9	535.6	573.6	586.8	494.3
出口增长 (美元/同比%)	21.7	20.9	23.9	6.0	14.4	3.5	16.3	17.4	17.8	7.1	5.7	(0.3)	(8.7)
进口增长 (美元/同比%)	31.4	19.5	20.9	11.7	0.7	0.2	3.9	0.7	2.1	0.3	0.3	(0.7)	(10.6)
贸易余额 (美元/十亿)	71.7	93.7	82.5	27.8	44.7	49.6	77.6	97.4	101.3	79.4	84.7	85.2	69.8
消费物价指数 (同比%)	2.3	1.5	0.9	0.9	1.5	2.1	2.1	2.5	2.7	2.5	2.8	2.1	1.6
生产者物价指数 (同比%)	12.9	10.3	9.1	8.8	8.3	8.0	6.4	6.1	4.2	2.3	0.9	(1.3)	(1.3)
固定资产投资 (年初至今/同比%)	5.2	4.9	-	12.2	9.3	6.8	6.2	6.1	5.7	5.8	5.9	5.8	5.3
房地产投资 (年初至今/同比%)	6.0	4.4	-	3.7	0.7	(2.7)	(4.0)	(5.4)	(6.4)	(7.4)	(8.0)	(8.8)	(9.8)
工业增加值 (同比%)	3.8	4.3	-	7.5	5.0	(2.9)	0.7	3.9	3.8	4.2	6.3	5.0	2.2
零售额 (同比%)	3.9	1.7	-	6.7	(3.5)	(11.1)	(6.7)	3.1	2.7	5.4	2.5	(0.5)	(5.9)
新增贷款 (人民币/十亿)	1273.2	1131.8	3980.0	1233.6	3125.4	645.4	1888.4	2806.3	679.0	1254.2	2473.8	615.2	1210.0
广义货币供应量 (同比%)	8.5	9.0	9.8	9.2	9.7	10.5	11.1	11.4	12.0	12.2	12.1	11.8	12.4
总社会融资 (人民币/十亿)	2598.3	2368.3	6177.0	1218.4	4653.8	936.8	2840.6	5194.1	762.8	2462.3	3541.3	907.9	1990.0
全国城镇调查失业率(%)	5.0	5.1	5.3	5.5	5.8	6.1	5.9	5.5	5.4	5.3	5.5	5.5	5.7
31个大城市 城镇调查失业率 (%)	5.1	5.1	5.1	-	6.0	6.7	6.9	5.8	5.6	5.4	5.8	6.0	6.7

世界经济/金融指标

全球股指			
指数	收市价格	市盈率	一周变动 (%)
美国			
道琼斯工业平均指数	33,376.48	19.21	(1.74)
标准普尔 500 指数	3,878.44	18.81	(2.93)
纳斯达克综合指数	10,709.37	43.08	(4.13)
欧洲			
富时 100 指数	7,497.32	13.92	0.02
德国 DAX 30 指数	14,097.82	13.04	(2.51)
法国 CAC 40 指数	6,580.24	13.60	(2.24)
斯托克 600 价格指数	431.44	14.79	(2.50)
亚洲			
香港恒生指数	19,160.49	6.93	(2.61)
恒生中国企业指数	6,500.18	5.99	(3.02)
上海深圳沪深 300 指数	3,830.54	14.08	(3.14)
上海证券交易所综合指数	3,068.41	13.78	(3.40)
深证综合指数	1,969.79	36.21	(3.85)
日经 225 指数	26,387.72	17.85	(6.28)
韩国 KOSPI 指数	2,328.95	11.03	(2.93)
台湾证交所加权股价指数	14,234.40	10.35	(3.43)
标普/澳证 200 指数	7,115.09	14.64	(1.88)
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	2,626.92	16.86	(2.90)
MSCI ACWI 指数	610.14	15.84	(2.81)
MSCI 新兴市场指数	952.98	10.66	(2.13)
MSCI 美国指数	3,678.36	19.17	(3.00)
MSCI 英国指数	2,156.11	13.90	0.07
MSCI 法国指数	187.19	15.74	(2.28)
MSCI 德国指数	139.49	12.10	(2.47)
MSCI 中国指数	62.76	10.80	(3.16)
MSCI 香港指数	13,197.65	18.78	(1.88)
MSCI 日本指数	1,155.93	13.57	(4.55)

*所有市场根据 2022/12/28 收市价。

货币市场		
	收益率 (%)	一周变动 (%)
联邦基金目标利率	4.50	0.00
美国最佳利率	7.50	0.50
联储贴现率	4.50	0.50
欧洲央行最低再融资利率 1 周	2.50	0.50
日本央行政策利率	(0.10)	0.00
美国综合国债 1 个月收益率	3.6799	(0.0688)
美国综合国债 1 年收益率	4.5688	(0.0110)
美国综合国债 5 年收益率	3.7697	0.1569
美国综合国债 10 年收益率	3.6620	0.1846
美国综合国债 30 年收益率	3.7137	0.1806
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	4.3612	0.0100
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	4.7526	(0.0034)
日本综合国债 1 年收益率	(0.092)	0.005
日本综合国债 10 年收益率	0.480	0.228
德国综合国债 1 年收益率	2.483	0.175
德国综合国债 10 年收益率	2.314	0.374
中国贷款市场报价利率(1 年期)	3.65	0.00
中国国债收益率 CFIF 报价 - 1 年	2.300	0.005
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.646	(0.042)
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10 年	2.894	(0.001)
上海银行同业拆放利率- 隔夜	0.921	(0.278)
上海银行同业拆放利率- 1 个月	2.246	0.181
香港基本利率(贴现率)	1.27	(0.88)
香港银行同业拆放利率- 隔夜	1.2656	(0.8792)
香港银行同业拆放利率- 一个月	4.6483	(0.3189)
离岸人民币拆放利率-隔夜	1.1535	0.2035
离岸人民币拆放利率-1 个月	1.9823	0.2374
<u>公司债 (穆迪)</u>		
Aaa	4.53	0.0633
Baa	5.68	0.0480

全球商品			
	价格		一周变动 (%)
能源			
NYMEX 轻质低硫原油期货	美元/桶	78.29	1.31
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	82.20	(0.60)
天然气期货	美元/百万英	5.33	(17.08)
基本金属			
LME 原铝现货(\$)	美元/吨	2,363.25	(1.61)
铜期货	美元/磅	381.00	(1.75)
LME 钢筋期货	美元/吨	660.50	(1.34)
LME 铅现货(\$)	美元/吨	2,252.25	3.72
贵金属			
现货金	美元/盎司	1,813.16	0.24
黄金期货	美元/盎司	1,825.40	0.37
现货银	美元/盎司	23.97	0.08
现货铂	美元/盎司	1,001.97	(2.93)
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	662.25	1.81
小麦期货(CBT)	美元/蒲式耳	767.75	2.47
11 号糖(全球)	美元/磅	20.75	2.27
大豆期货	美元/蒲式耳	1,484.50	(0.03)

数据来源: 彭博

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	104.16	0.38
欧元/美元	1.0605	(0.72)
英镑/美元	1.2082	(2.77)
澳大利亚元/美元	0.6707	(2.29)
美元/加拿大元	1.3612	0.47
美元/日元	132.46	(2.23)
美元/瑞士法郎	0.9267	0.24
人民币中间价指数	6.9650	0.17
美元/人民币	6.9818	0.46
美元/人民币-交割远期	6.8154	0.28
美元/中国境外即期汇率	6.9864	0.63
美元/港币	7.7969	0.31
人民币/港币	1.1163	(0.15)
中国境外即期汇率/港币	1.1161	(0.30)
美元/韩元	1285.70	(0.71)
美元/新台币	30.71	0.44
美元/新加坡元	1.3514	0.33
美元/印度卢比	82.82	0.45

权益披露

分析员保证

分析员，林樵基(香港证监会中央编号:AGH217)作为本研究报告全部撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。光银国际资本有限公司不负责文中信息的更新。光银国际资本有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与光银国际资本有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。光银国际资本有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2022 年光银国际资本有限公司

该材料的任何部分未经光银国际资本有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发；

办公地址：香港，干诺道中1号，友邦金融中心22楼，光银国际资本有限公司

电话：(852) 2916 9600