

2023年07月31日

日央行YCC政策微调，原油价格延续回暖

——FICC&资产配置周观察[2023/07/24-2023/07/30]

证券分析师：

谢建斌 S0630522020001
xjb@longone.com.cn

证券分析师：

李沛 S0630520070001
lp@longone.com.cn

证券分析师：

张季恺 S0630521110001
zjk@longone.com.cn

相关研究

- 1.《从油价、商品规律与经济周期，展望资产方向——FICC&资产配置深度报告》
- 2.《美联储加息及衰退预期下大宗商品研究框架》
- 3.《资产配置框架与行业比较复盘深度报告——资产联动下的周期规律》
- 4.《美债收益率曲线及中美利差》
- 5.《存款利率下行，债牛或延续》
- 6.《多因素下债牛延续，关注降息预期》
- 7.《如何看待美元兑人民币汇率破“7”》
- 8.《贵金属或再迎配置窗口期》
- 9.《如何看待国内降息可能性》
- 10.《历轮降息前后债市如何演绎？》
- 11.《海外鹰派信号略有升温》
- 12.《人民币汇率有望于三季度企稳》
- 13.《如何看待美国地产景气度的反弹？》
- 14.《全球流动性拐点临近，股、商、汇共振回暖》
- 15.《央行释放稳外信号，30年国债期货创新高》

投资要点

- **海外：日央行YCC框架边际调整或源于日元贬值及通胀压力。**日央行7月28日宣布，维持短期基准利率于-0.1%不变，将10年日本国债收益率目标维持±0.5%区间，但将提升YCC政策“灵活性”，或实质放宽10年日本国债收益率上限至1%，以更好发挥债市功能。利率指引带动全球风险资产波动，10年日债收益率盘中曾突破0.5%上限。2022年海外多数发达经济体开启加息周期，而日央行奉行经济增长优于货币稳定的目标，延续2016年以来YCC政策，Carry Trade套息交易逻辑下，美日政策周期差驱动2022年日元大幅走贬近30%。
- **疫后日本逐步摆脱通缩，CPI连续15月高于目标值2%。**新冠疫情后日本大规模财政刺激推动经济需求渐进式改善，日本逐步摆脱通缩困境。2022年12月日本CPI录得4%，物价高位叠加10年期日债收益率突破上限0.25%，日央行宣布放宽YCC目标区间至±0.5%。2023年6月日本核心CPI录得3.3%，8年来首次高于美国，且连续15月高于日央行2%的目标水平。日央行将2023年CPI同比预期值上调至2.5%，而YCC区间灵活调整则或助力通胀降温。展望而言，未来日央行货币政策取向或取决于日本实际通胀及预期通胀博弈下的相机抉择。
- **何为YCC框架？**2016年Q3日本央行引入YCC宽松政策，一旦10年期国债利率触发上限，日央行将无限量购买国债压低国债利率。极低宽松利率干预行为主要源于日本长期以来的通缩环境，日央行试图以此提振内需，带动经济走出通缩。各国央行政策利率传导通常由短端传递至长端，而YCC是直接作用于长端利率。长此以往，YCC政策对收益率曲线期限形态形成一定扭曲，债券利率的市场化引导能力减弱，且将导致政府债务杠杆的持续扩张。
- **如何看待日央行YCC灵活调整影响？**日央行本次调整信号意义较大，但并不意味日本货币政策转向正常化，对全球资产价格扰动或偏短期。日本在美债海外投资者中占比最大，达15%。中期而言，叠加联储加息尾声下美元强弩之末，YCC的边际调整或推动日债收益率上行，国际资本有望回流日本，Carry Trade交易下，日元有望结束贬值而重拾升势，美元兑日元年内或回130下方，日本股市等日币计价风险资产亦有望持续受益。当前日本政府部门杠杆率不断攀升至2022年末的263%，而2022财年日央行持有政府债券比例达45%。本次调整或抑制央行购债动力，并一定程度冲击日本央行及其他金融机构资产负债表。
- **商品：多重因素支撑原油价格回暖，布油报收84美元/桶。**[1]供需走向拐点，短期油价有望抬升。美国原油增产减缓，下游需求迎来季节高峰。[2]美国页岩油产量难以提升。一些油气井由于产量限制、经济等因素无法在正常的时间内完成，使原油增产出现滞后性。[3]成本抬升制约资本开支迅速提升。近年上游成本支出上升，主要为原材料成本的增加。[4]OPEC+原油供应收缩即将迎来峰值。7月3日，沙特表示将把减产期限延长至8月份，同时俄罗斯承诺将原油出口量减少50万桶/日。[5]国内原油需求持续修复。6月份，国内加工原油同比升11%，国内进口原油同比增45%。OPEC预计，随中国航空旅行和工业活动复苏，2023年第三季度对OPEC原油需求将增至2987万桶/日，第四季度将增至3059万桶/日。
- **原油价格预期有望上调，但总体或维持相对高位区间震荡。**尽管全球对经济衰退保持担忧，但亚洲地区石油消费仍强劲，OPEC+减产、美国增产不及预期共振，或使市场供需保持紧张。考虑全球上游历史资本开支不足、技术进步对于开采效率边际影响下降、油井老化等因素，我们上调布油价格预期至中高位80-100美元/桶区间震荡，预期中枢83美元/桶。国内资源储备水平良好、炼油产能领先、开采成本控制良好的产业链或将迎来价值回归。
- **风险提示：美国通胀回落速度不及预期、海外银行业危机蔓延、国际地缘摩擦超预期。**

正文目录

1. 资产配置核心观点	5
2. 海外：日本央行 YCC 政策微调	6
3. 商品：供需走向拐点，短期油价有望抬升	9
3.1. 美国原油增产减缓，下游需求迎来季节高峰	9
3.2. 美国页岩油产量难以提升	10
3.3. 成本抬升制约资本开支迅速提升	12
3.4. OPEC+原油供应收缩即将迎来峰值	13
3.5. 国内原油需求持续修复	14
3.6. 预期上调，油价继续维持较高位震荡	15
4. 债券市场	16
4.1. 国内债市	16
4.2. 海外流动性观察	18
4.3. 基准利率及债市情绪	19
5. 商品市场	20
6. 外汇市场	22
7. 经济日历	23
8. 风险提示	23

图表目录

图 1 资产周度表现汇总	5
图 2 日本央行最新利率决议	7
图 3 日本国债 10 年基准利率及市场利率	7
图 4 美日国债 10 年利差及美国联邦基金目标利率	7
图 5 美国政府债务杠杆率超过 260%	8
图 6 日本央行持有日本国债占比近 5 成	8
图 7 日本 CPI 及核心 CPI 仍高于目标水平 2%	8
图 8 2022 年美日货币政策周期引发日元大幅贬值	8
图 9 日本在美国海外国债发行总额中占比最高	8
图 10 日本贸易逆差于 2022 年大幅上升	8
图 11 美国原油产量与钻机数 (万桶/日)	9
图 12 美国原油库存 (亿桶)	9
图 13 美国汽油库存 (亿桶)	9
图 14 美国馏分油库存 (亿桶)	9
图 15 美国炼厂情况 (万桶/日)	10
图 16 美国汽油产量及价格 (万桶/日, 美元/加仑)	10
图 17 世界原油总产出与全球工作钻机数量 (万桶/日)	10
图 18 美国钻井情况	11
图 19 美国主要产区单钻机产量 (桶/日)	11
图 20 美国 9 家上市页岩企业维持纪律性 (亿美元)	12
图 21 美国主要油气产地钻机数	12
图 22 上游成本指数 UICI (顶部) 和上游页岩成本指数 USICI (底部)	13
图 23 上游成本增长主要来自于原材料	13
图 24 2023 年油井干预开支	13
图 25 全球油井干预数量预期	13
图 26 OPEC 产量 (万桶/日)	14
图 27 原油供需预期 (百万桶/日)	14
图 28 俄罗斯及沙特原油产量 (百万桶/日)	14
图 29 国内原油加工及进口量 (万桶/日)	15
图 30 国内成品油消费同比 (%)	15
图 31 公开市场操作货币净投放[逆回购]	16
图 32 MLF+TMLF 合计净投放	16
图 33 银行间质押式回购总量	16
图 34 商业银行净息差	16
图 35 新增国债及政金债发行规模	16
图 36 新增地方政府债券发行规模	16
图 37 信用利差与国债 10Y-2Y 期限利差	17
图 38 国债 10Y-1Y 期限利差	17
图 39 IRS 质押式回购定盘利率	17
图 40 AAA 同业存单收益率	17

图 41 国债期货收盘价	17
图 42 投资级中资美元债	17
图 43 中美 10 年期国债利差	18
图 44 海外国债收益率	18
图 45 美联储总资产及联邦基金利率	18
图 46 美国成屋销售中位数及 30 年抵押贷款利率	18
图 47 美债长短端收益率走势	18
图 48 最新存款基准利率[2015 年 4 月调整至今]	19
图 49 最新国有行存款利率[以建行为例]	19
图 50 央行政策利率走廊	19
图 51 主要政策利率及市场利率报价	19
图 52 主要产品利率走势	20
图 53 隐含税率“牛市下行、熊市上行”	20
图 54 RJ/CRB 商品及南华期货商品指数, 点	20
图 55 铁矿石与螺纹钢指数, 点	20
图 56 焦煤、焦炭价格, 点	21
图 57 原油价格指数	21
图 58 工业金属指数	21
图 59 农产品价格指数, 点	21
图 60 国产锂价	21
图 61 钴价	21
图 62 美元兑人民币、美元兑日元汇率	22
图 63 英镑兑美元、欧元兑美元汇率	22
图 64 2022 年来本币汇率与权益市场联动增强	22
图 65 2020 年来美元指数与港股呈明显负向联动	22
图 66 下周主要经济事件及数据	23

1.资产配置核心观点

本周资产表现回顾：港股>A股>原油>铜>美元指数>美股>高收益地产债>中债利率债

图1 资产周度表现汇总[休市则为最新交易日数据]

2023/7/28	指标名称	单位	现价	单位	本周涨跌幅	本月涨跌幅	年初至今涨跌幅
权益	上证指数	点	3275.93	%	3.42	2.31	6.04
	深证成指	点	2052.62	%	2.03	0.17	3.90
	创业板指	点	2219.54	%	2.61	0.20	-5.42
	沪深300	点	3992.74	%	4.47	3.91	3.13
	恒生指数	点	19639.11	%	4.41	3.82	-0.72
	恒生科技	点	4341.19	%	8.83	10.99	5.14
	日经225	点	29157.95	%	1.41	-12.15	11.74
	韩国综指	点	2500.94	%	-0.06	-2.60	11.83
	道琼斯工业	点	35459.29	%	0.66	3.06	6.98
	纳斯达克	点	14316.66	%	2.02	3.83	36.79
	标普500	点	4582.23	%	1.01	2.96	19.34
	欧元区STOXX50	点	4466.50	%	1.71	1.53	17.74
	英国富时100	点	7694.27	%	0.40	2.16	3.25
	德国DAX	点	6517.18	%	1.81	1.96	14.50
法国CAC40	点	7476.47	%	0.59	1.03	15.49	
债券	DR001	%	1.32	bp	20.31	-8.33	-70.81
	DR007	%	1.82	bp	5.22	-36.62	-54.65
	R001	%	1.46	bp	20.24	-72.15	-95.24
	R007	%	1.96	bp	7.83	-116.49	-82.56
	SHIBOR:隔夜	%	1.33	bp	22.80	-15.20	-62.50
	SHIBOR:7天	%	1.81	bp	2.70	-25.70	-41.70
	中债国债收益率:10Y	%	2.6533	bp	4.54	1.82	-18.20
	国债期货收盘价格:10Y	%	102.06	bp	-0.30	0.07	1.84
	FR007 IRS:1Y	%	2.03	bp	2.19	1	-15
	同业存单收益率AAA:1Y	%	2.31	bp	1.97	-1	-18.6
	中资地产美元债BBB:3Y	%	3.93	bp	15	50	-44
	美国国债收益率:10Y	%	3.96	bp	12	15	8
	中美国债利差:10Y	bp	131	bp	7	13	26
	10s2s美债利差	bp	-91	bp	7	15	-38
	10s3m美债利差	bp	-156	bp	10	6	-102
	美国TED利差	bp	12	bp	1	0	-18
	英国国债收益率:10Y	%	4.31	bp	1	-14	51
德国国债收益率:10Y	%	2.49	bp	1	5	-2	
法国国债收益率:10Y	%	3.03	bp	4	9	-8	
日本国债收益率:10Y	%	0.44	bp	-4	2	-1	
商品	ICE布油	美元/桶	84.99	%	4.84	13.47	-1.07
	NYMEX WTI原油	美元/桶	80.58	%	4.55	14.07	0.40
	伦敦金现	美元/盎司	1959.12	%	-0.10	2.07	7.48
	COMEX黄金	美元/盎司	1958.80	%	-0.26	1.61	7.03
	COMEX白银	美元/盎司	24.51	%	-1.11	6.75	1.34
	LME铜	美元/吨	8675.00	%	2.81	4.27	3.59
	SHFE螺纹钢	元/吨	3851.00	%	0.73	3.49	-6.19
	DCE铁矿石	元/吨	834.50	%	-1.42	1.46	-3.30
	南华有色金属	点	1634.67	%	1.06	5.05	-3.37
	南华农产品	点	1155.64	%	1.94	5.48	2.94
外汇	美元指数	点	101.7130	点	0.6273	-1.6658	-1.7765
	美元兑人民币	点	7.1645	点	-0.0145	-0.0975	0.2131
	港元兑人民币	点	0.9176	点	-0.0008	-0.0095	0.0267
	英镑兑美元	点	1.2854	点	-0.0001	0.0159	0.0759
	欧元兑美元	点	1.1010	点	-0.0113	0.0144	0.0344
	美元兑日元	点	141.17	点	-0.6275	-3.1415	10.0410

资料来源：Wind，东海证券研究所

2.海外：日本央行 YCC 政策微调

日本央行 7 月 28 日宣布，维持短期基准利率于-0.1%不变，将 10 年日本国债收益率目标维持 $\pm 0.5\%$ 区间，但将提升 YCC 政策的“灵活性”，以更好发挥债市功能。利率指引带动全球风险资产波动，10 年日债收益率盘中曾突破 0.5%上限，本次日央行决议或实质放宽 10 年日本国债收益率上限至 1%。

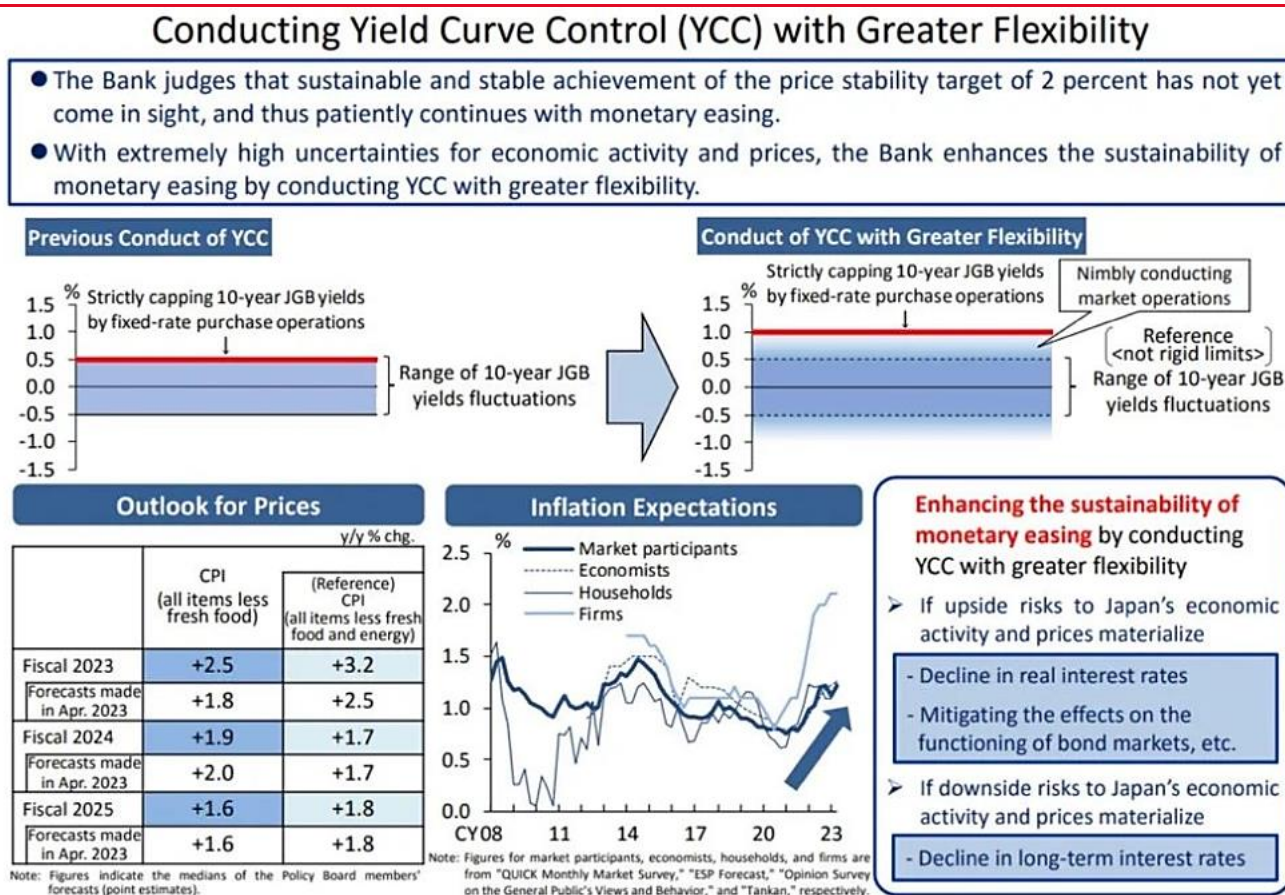
何为 YCC 框架？ 2016 年初，日央行将超额存款准备金利率由 0.1%降至-0.1%，日本正式步入“负利率”时代。2016 年 Q3，日央行引入 YCC[Yield Curve Control]政策，也是时任日央行行长黑田东彦对 2013 年安倍经济学“量化+质化”QQE 政策的强化版。在此框架下，一旦 10 年期国债利率触发上限，日央行将无限量购买国债，将国债短端利率和 10 年长端利率分别压低并维持于-0.1%与 0%。极低宽松利率干预行为主要源于日本长期以来的通缩环境，日央行试图以此提振需求，带动经济走出通缩。各国央行政策利率传导通常由短端传递至长端，而 YCC 是直接作用于长端利率。长此以往，YCC 政策对日本债券收益率曲线期限形态形成一定扭曲，债券利率的市场化引导能力减弱，且造成了政府债务杠杆的持续扩张。

美日政策周期差驱动日元大幅走贬，但日本已逐步摆脱通缩。 Covid-19 蔓延后，美国开启 QE 并加大财政补贴投放，联储总资产扩表 1 倍至 9 万亿美元，叠加俄乌冲突推动的全球能源供需缺口，美国通胀逐步抬升。为抑制经济过热寻求“软着陆”，美联储于 2022 年 3 月开启加息周期，截至目前美国联邦基金目标利率累计提升 525bp 至 5.25%-5.50%。同期欧元区等主要发达经济体央行亦处金融条件紧缩周期，而日本央行奉行经济增长优于汇率稳定的目标，延续 2016 年以来的 YCC 政策，将国债发行成本控制极低水平。利率平价套息交易[Carry Trade]逻辑下，美日国债利差走阔，美元大幅升值而日元明显贬值。2022 年日元兑美元贬值最大区间幅度近 34%。而新冠疫情后日本大规模的财政刺激推动日本经济需求渐进式改善。2022 年日本 CPI 同比逐步越过 2%的温和增长目标区间，摆脱通缩困境。至 2022 年 12 月日本 CPI 录得 4%，物价高位叠加当时 10 年期日本国债收益率突破目标上限 0.25%，日央行宣布将 10 年期国债收益率目标上限从 0.25%上调至 0.5%左右，并宣布放宽 YCC 目标区间 $\pm 0.25\%$ 至 $\pm 0.5\%$ 左右。

我们认为 YCC 框架边际松动主要源于日元贬值及日本通胀压力。 2023 年 6 月日本核心 CPI 录得 3.3%，8 年以来首次高于美国[美国 6 月 CPI 同比 3%]，且连续 15 月高于日央行 2%的目标水平。此外，日央行将 2023 年全年 CPI 同比由 4 月的预期值 1.8%上调至 2.5%。整体而言，YCC 区间灵活上调或助力日本通胀降温，而未来日本货币政策方向或主要取决于日本实际通胀及预期通胀博弈下的相机抉择。

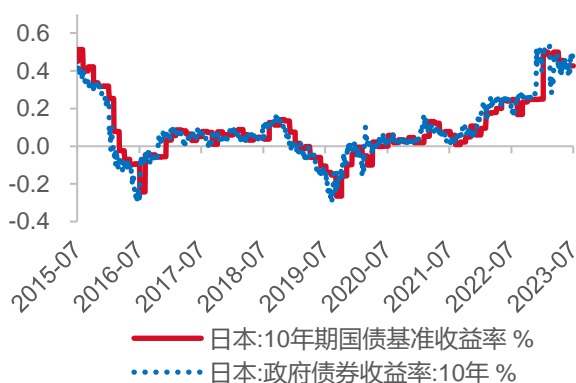
如何看待日央行 YCC 灵活调整影响？ 总体而言该调整信号意义较大，但并不意味日本货币政策转向正常化，对全球资产价格扰动或偏短期。日本投资者在美债海外投资者中占比最大，达到 15%。中期而言，叠加联储加息尾声下美元强弩之末，套息逻辑下 YCC 的边际调整或推动日债收益率上行，国际资本有望回流日本，日元有望结束贬值而重拾升势，美元兑日元年内可能回到 130 以下。日本股市等日币计价风险资产亦有望持续受益。日本政府长期以低成本债务扩张，当前日本政府部门杠杆率已从 2000 年的 142%不断攀升至 2022 年末的 263%，而日央行于 YCC 框架下持续购债，2022 财年日央行持有政府债券比例达 45%。本次调整或抑制央行购债动力，并一定程度冲击日本央行及其他金融机构的资产负债表。

图2 日本央行最新利率决议



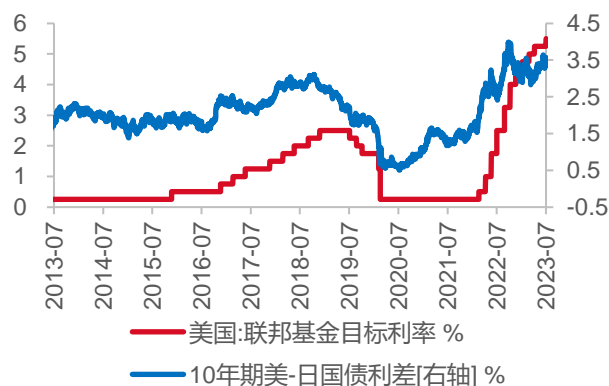
资料来源：Bank of Japan，东海证券研究所

图3 日本国债 10 年基准利率及市场利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

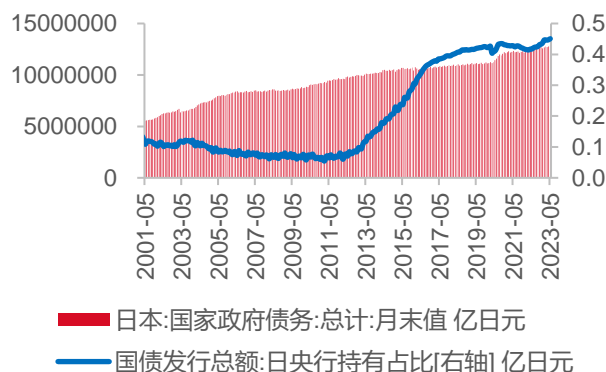
图4 美日国债 10 年利差及美国联邦基金目标利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

图5 美国政府债务杠杆率超过 260%

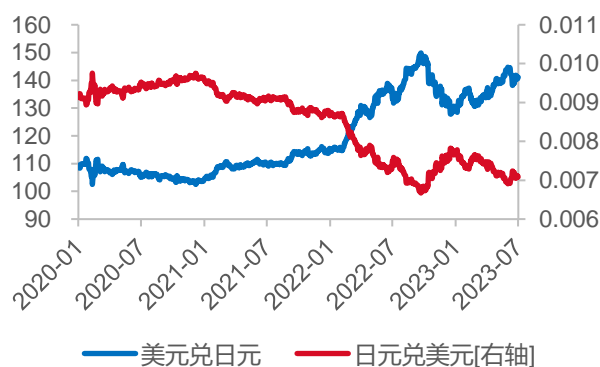
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图6 日本央行持有日本国债占比近 5 成

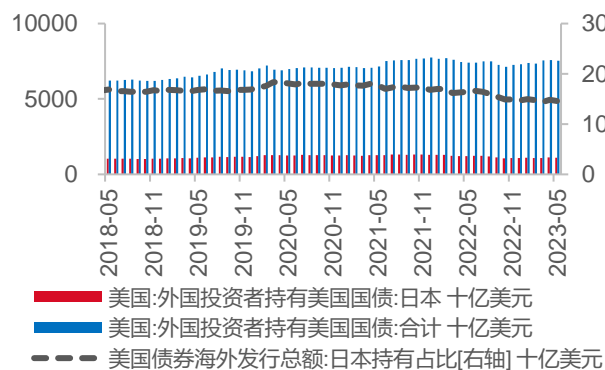
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图7 日本 CPI 及核心 CPI 仍高于目标水平 2%

资料来源: Wind, 东海证券研究所

图8 2022 年美日货币政策周期引发日元大幅贬值

资料来源: Wind, 东海证券研究所

图9 日本在美国海外国债发行总额中占比最高

资料来源: Wind, 东海证券研究所

图10 日本贸易逆差于 2022 年大幅上升

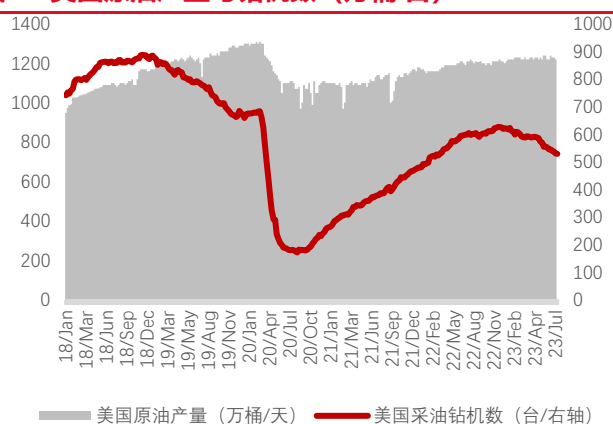
资料来源: Wind, 东海证券研究所

3.商品：供需走向拐点，短期油价有望抬升

3.1.美国原油增产减缓，下游需求迎来季节高峰

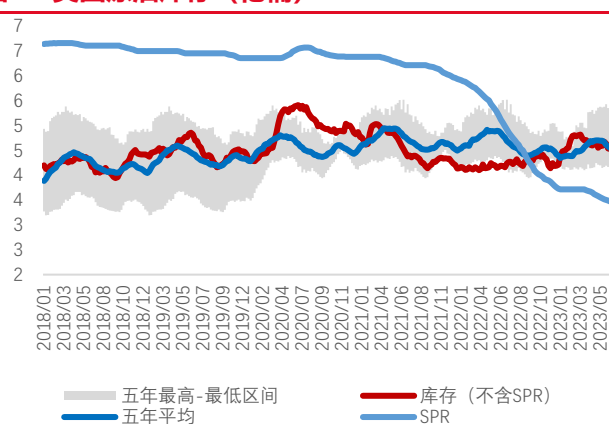
美国通胀数据放缓，沙特减少和俄罗斯限制出口对供应产生收紧，国际原油持续上涨，其中布伦特原油自5月份以来首次突破80美元/桶上方。至7月21日，美国原油商业库存4.57亿桶，SPR库存3.47亿桶；汽油库存2.18亿桶，周环比略降，依旧维持在五年最低位置；馏分油库存1.18亿桶，周环比减少25万桶；美国原油产量1220万桶/天，周环比减少10万桶/天，较去年同期增加10万桶/天。美国活跃钻机数减少，至7月28日当周，钻机数664台，较上周减少5台，较去年同期减少103台；其中采油钻机数529台，周减少1台，较去年同期减少76台。从美国炼厂开工情况来看，截至7月21日当周，原油吞吐量1647.8万桶/日，开工率93.4%，已显现出季节性攀升。

图11 美国原油产量与钻机数（万桶/日）



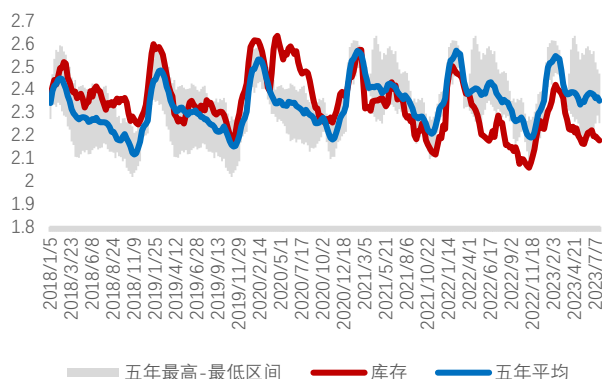
资料来源：EIA、Baker Hughes，东海证券研究所

图12 美国原油库存（亿桶）



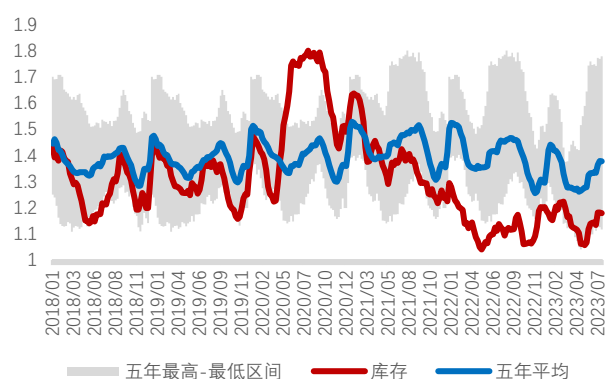
资料来源：EIA，东海证券研究所

图13 美国汽油库存（亿桶）



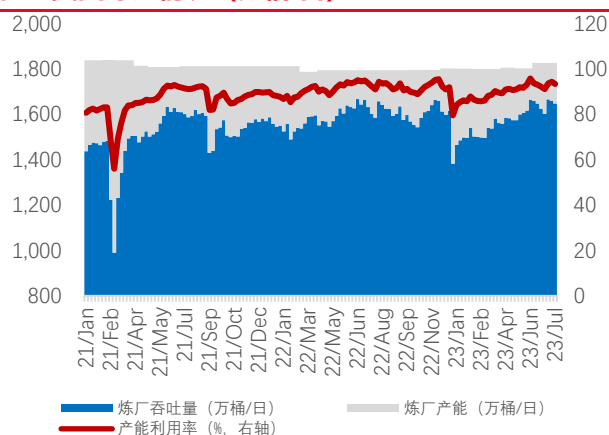
资料来源：EIA，东海证券研究所

图14 美国馏分油库存（亿桶）



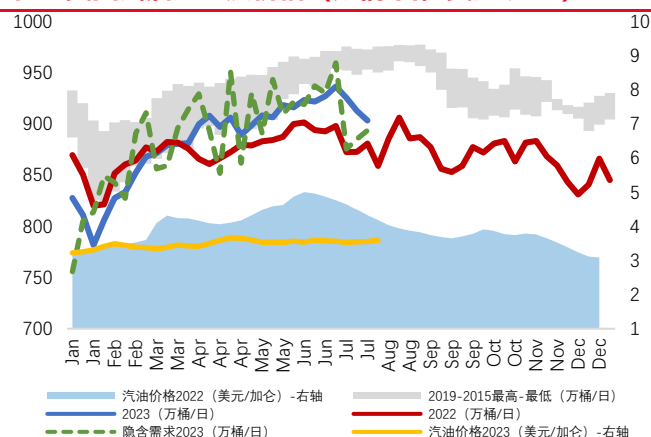
资料来源：EIA，东海证券研究所

图15 美国炼厂情况 (万桶/日)



资料来源：EIA，东海证券研究所

图16 美国汽油产量及价格 (万桶/日, 美元/加仑)

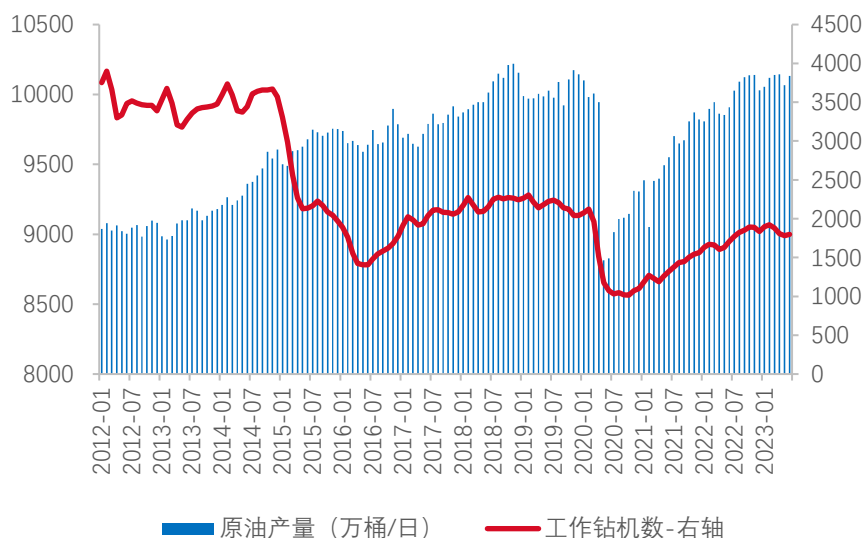


资料来源：EIA，东海证券研究所

3.2.美国页岩油产量难以提升

一般油气井从钻井到完井需要6个月，但一些油气井由于产量限制、经济等因素无法在正常的时间内完成，随着完井平均时间的增加，已钻未完井（DUC）的数量随之增加，故使得整体原油增产出现更长时间的滞后性。从世界原油总产量和工作钻机数的关系可以看出，2012-2013年上游支出的高景气度直到2013-2014年才能体现到原油产量的增长，期间约有一年不到的滞后时间。而2020年以来工作钻机数与产量的正相关性，则是源于新冠大流行导致的全球已有产能的迅速停工后又逐步复工，与钻机的相关度不高，但二者恰好同步复工，体现出一定耦合性。

图17 世界原油总产出与全球工作钻机数量 (万桶/日)

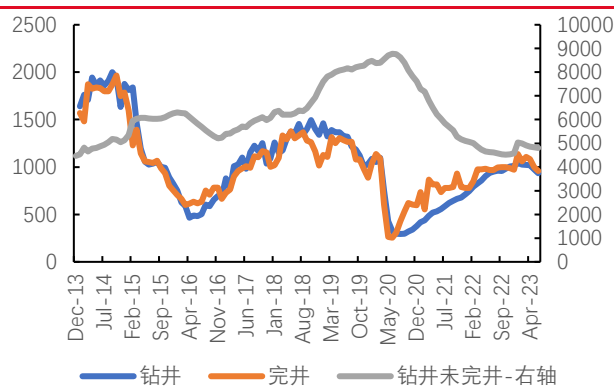


资料来源：EIA、Baker Hughes，东海证券研究所

从美国的数据来看，2019年至2021年12月的低油价导致DUC数量从约4,000减少到1,446，下降超过75%。在这段时间内，由于每桶油价低于70美元，石油公司急需收入并需要控制成本，因此转而利用DUC来维持产量。2022年1月后，更高的油气价格推动了钻探速度的迅速增加，并减弱了DUC激活的趋势。从2023年1月开始，DUC的提取和钻探都有所下降，而DUC的提取是自2021年1月以来新增产量中的主要原因。

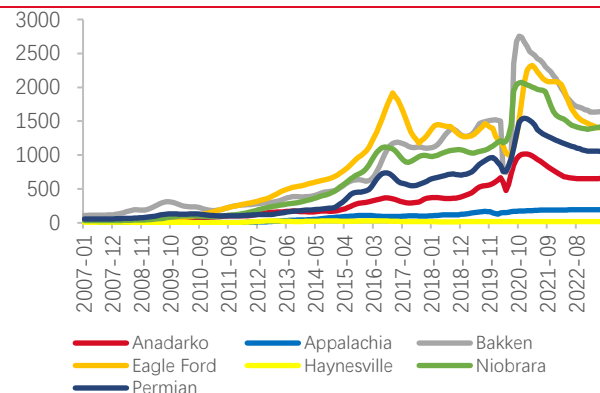
从2023年1月开始，美国每月新增石油产量快速下降，该现象同时与美国2021年投产的DUC产量下降相耦合。这表明了钻机数提升与DUC投产这驱动美国页岩油产量的两大因素正在消弭，因此页岩油的日产量可能正在接近拐点，并且难以逆转。考虑到美国当前DUC数量已接近十年来的最低水平，除非快速增加钻机数，否则美国难以增加原油产量。而增加钻机在目前的经济环境对于大部分能源商而言也是难以接受的。

图18 美国钻井情况



资料来源：EIA，东海证券研究所

图19 美国主要产区单钻机产量（桶/日）

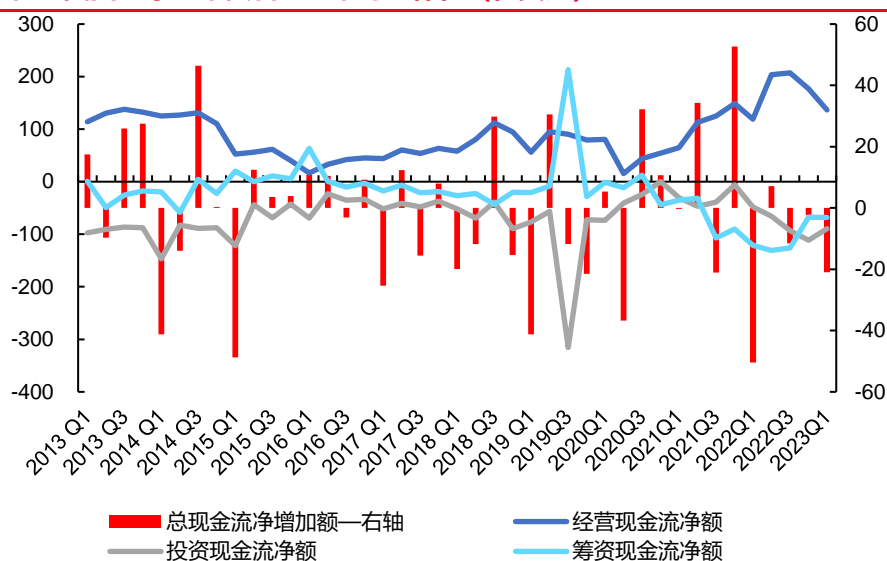


资料来源：EIA，东海证券研究所

从北美的数据来看，较小的钻井公司试图部署钻机以在油价飙升阶段快速盈利。2022年俄乌冲突导致WTI油价突破了每桶120美元的关口，促使新墨西哥州和德克萨斯西部地区的私营运营商占据了该地区约一半的钻机，推动美国石油产量迅速反弹。但是，不断下滑的大宗商品价格以及持续的通货膨胀现在压缩了私营运营商的利润空间。美国原油价格较去年高峰时下降约40%，天然气价格下降至每百万英热单位约2.60美元，而2022年时为每百万英热单位超过9.80美元。在今年一季度，低迷的天然气价格已经显著影响了能源公司钻井的积极性，大批天然气钻探活动进行了退出，进而影响了伴生原油的产量。

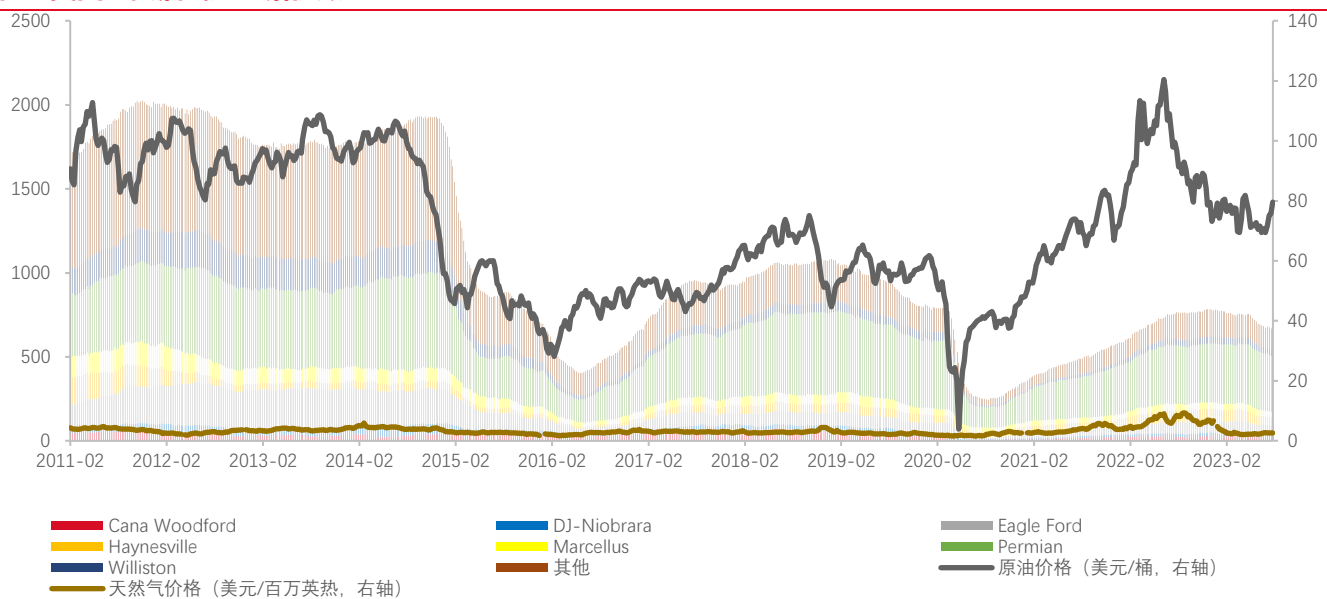
此外，新冠大流行后，包括较小规模在内的能源企业快速增加了油气井的钻探活动，并开采了大量优质的剩余油井，但油价的快速回落使得平衡油价在60-70美元/桶左右的小型页岩油商捉襟见肘，使其不得不减缓开采速度。Element Petroleum表示，公司的盈亏平衡点已经上涨了5到10美元，达到每桶55美元到60美元，主要原因是材料成本的上涨，如钢管比18个月前高出约40%。而与此同时，具备更强成本和资金优势的上市公司并没有显著调整其钻井计划，并更趋向于保有目前的优质油井资产。据Enverus数据，德克萨斯和新墨西哥州的佩尔米安盆地中，非上市钻井公司的钻机占比已经降至42%，这是自2021年5月以来的最低水平。尽管对于拥有优质产地资产的公司而言，目前油价尚可接受，但低迷的天然气价格仍在持续侵蚀其现金流。

图20 美国9家上市页岩企业维持纪律性 (亿美元)



资料来源：Wind，东海证券研究所

图21 美国主要油气产地钻机数



资料来源：EIA、Wind，东海证券研究所

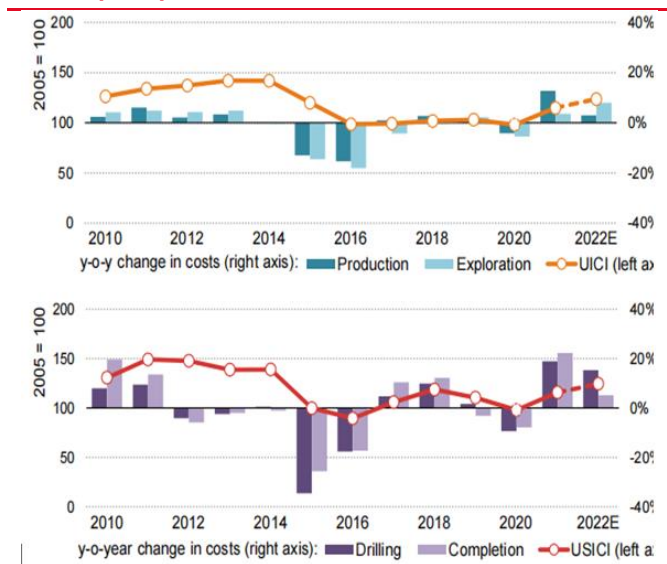
3.3.成本抬升制约资本开支迅速提升

上游资本开支方面，近年上游成本支出上升，主要为原材料成本的增加。虽长期来看上游成本将逐步下降，但自2020年以来，新冠流行、俄乌冲突等严重影响上游生产勘探供应链，通货膨胀推高原材料、燃料成本。IEA指出由于持续的供应链压力、关键材料供应瓶颈以及价格上涨以及专业劳动力和服务市场紧张，近年行业成本压力将加剧，其中上游成本增长主要来自于原材料价格的上涨。

根据 Rystad Energy 数据，随着石油和天然气生产公司寻求高效且具有成本效益的方法来增加产量，上游企业将更趋向于油井干预措施——一种从现有油井中提取额外资源而不

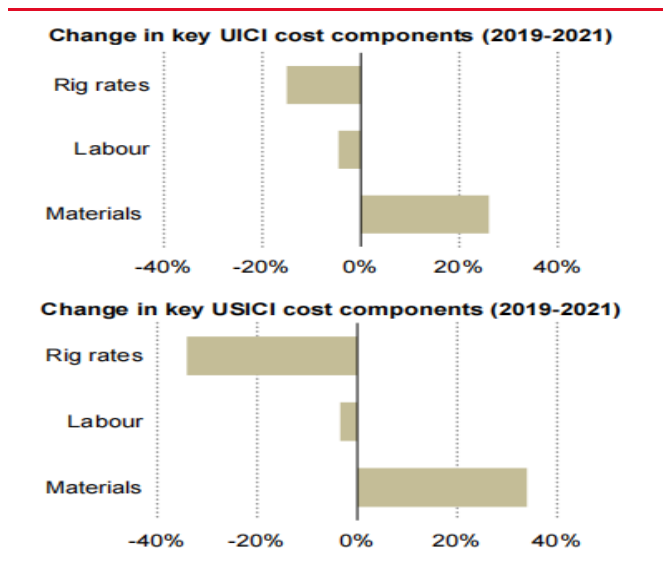
是钻新井的方法，预计今年将增加近 20%，总计 580 亿美元。为了提高产量而不是钻新井，运营商更有可能对已经生产超过五年的成熟资产进行干预，这些资产的生产率相对较高，但已开始出现下降迹象。2024 年，亚洲、南美和非洲的陆上干预活动将推动干预作业量增长 9%。预计到 2027 年，北美将占准备干预的油气井总数的 64%，而亚洲和南美洲将在 2026 年达到最高水平。

图22 上游成本指数 UICI (顶部) 和上游页岩成本指数 USICI (底部)



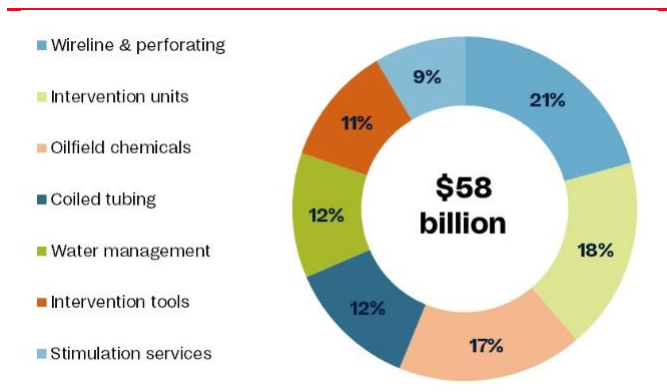
资料来源：IEA，东海证券研究所

图23 上游成本增长主要来自于原材料



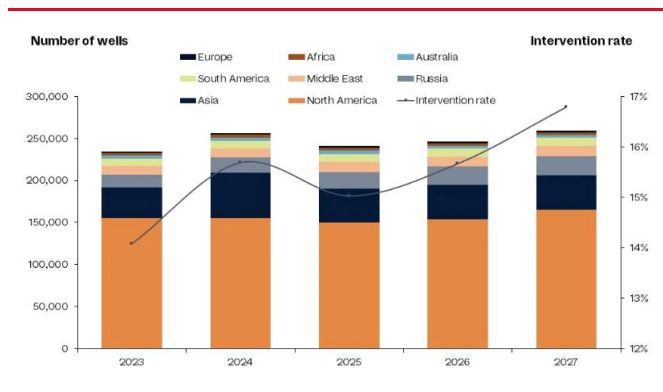
资料来源：IEA，东海证券研究所

图24 2023 年油井干预开支



资料来源：Rystad Energy，东海证券研究所

图25 全球油井干预数量预期



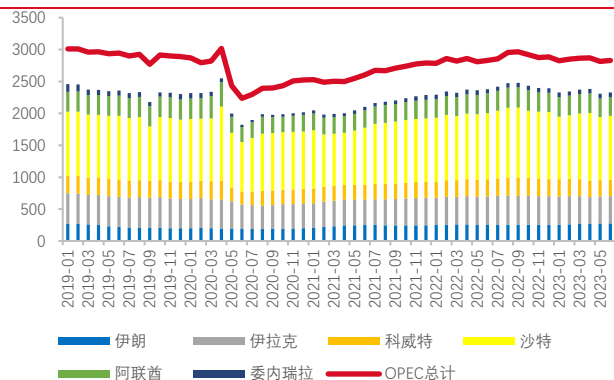
资料来源：Rystad Energy，东海证券研究所

3.4.OPEC+原油供应收缩即将迎来峰值

供需方面，2022 年 10 月以来，OPEC+总计宣布了总计减产 366 万桶/日，7 月份沙特将单方面减产 100 万桶/日。7 月 3 日，沙特表示将把减产期限延长至 8 月份，同时俄罗斯承诺将原油出口量减少 50 万桶/日，阿尔及利亚承诺将产量控制在 2 万桶/日。OPEC 预计，随着中国航空旅行和工业活动的复苏，2023 年第三季度对 OPEC 原油需求将增至 2987 万桶/日，第四季度将增至 3059 万桶/日。

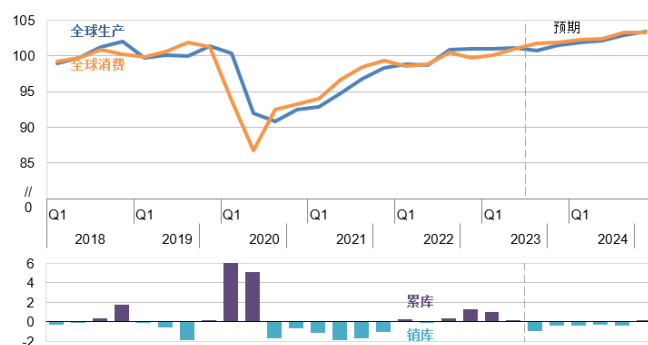
根据 S&P 调查显示, OPEC+ 6 月产量小幅增长 1 万桶/日, 至 4134 万桶/日。此前, 5 月份产量大幅下降 67 万桶/日, 跌至 19 个月低点, 七个国家加入俄罗斯的行列自愿减产。这些削减将持续到 2023 年底。随着沙特额外减产 100 万桶/日, 7 月份产量将大幅下降。而已经承诺减产 50 万桶/日的俄罗斯则表示将在 8 月减少原油出口 50 万桶/日。根据 EIA 数据, 预计 2023 年全球石油消费 10115 万桶/日, 而消费为 10110 万桶/日, 其中 2023 年三季度开始供需逐渐紧张, 供不应求的局面将会维持到 2024 年的三季度, 在四季度供需平衡。预计 2024 年全球原油需求 10257 万桶/日, 产量为 10280 万桶/日。

图26 OPEC 产量 (万桶/日)



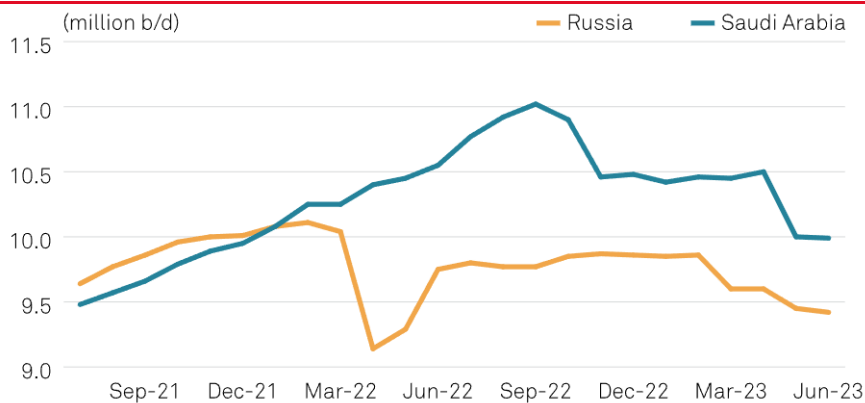
资料来源: EIA, 东海证券研究所

图27 原油供需预期 (百万桶/日)



资料来源: EIA, 东海证券研究所

图28 俄罗斯及沙特原油产量 (百万桶/日)



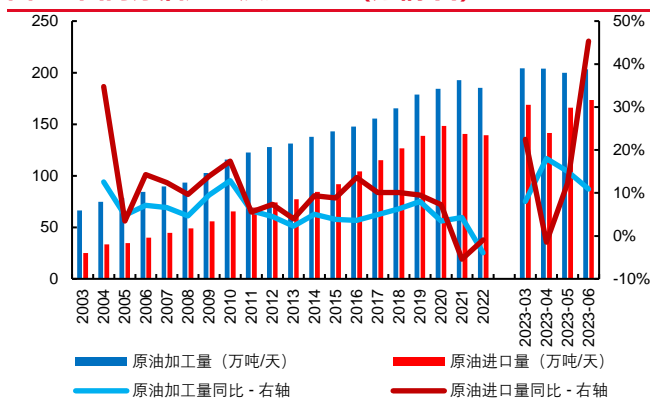
资料来源: S&P, 东海证券研究所

3.5.国内原油需求持续修复

6 月份, 国内加工原油 6905 万吨, 同比上升 11%, 加工量显著回升, 日均加工 203 万吨。6 月份, 国内进口原油 5206 万吨, 同比增加 45%, 持续回升; 1-6 月, 国内汽油、煤油、柴油表观消费同比增速分别为 3%、71%、23%, 成品油总消费表观增速为 17%, 航空活动恢复明显。

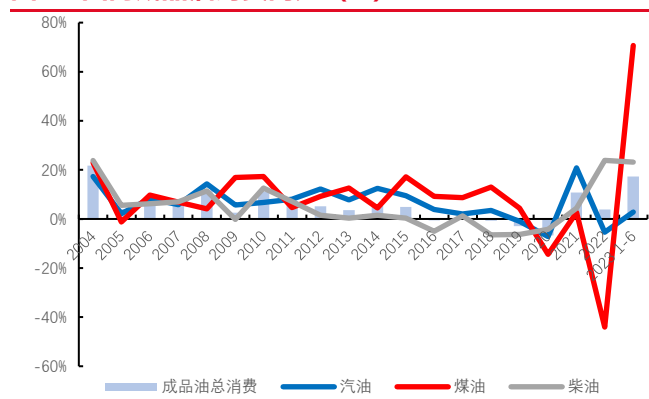
1-6 月, 国内累积生产原油 10505.50 万吨, 加工原油 36358.02 万吨, 进口原油 28229 万吨, 实现原油库存累库 2376 万吨 (1.74 亿桶)。其中, 今年 3 月以来, 除 4 月库存有所下降, 其余月份原油库存都在增加。

图29 国内原油加工及进口量 (万桶/日)



资料来源：Wind，东海证券研究所

图30 国内成品油消费同比 (%)



资料来源：Wind，东海证券研究所

3.6.预期上调，油价继续维持较高位震荡

我们继续维持**2023年原油价格维持区间震荡，但均价中枢提升**的预期。尽管全球市场对于经济衰退保持担忧，但亚洲地区石油消费仍然保持强劲，同时OPEC+减产、美国增产不及预期共振，可能使市场供需保持紧张，进而维持油价。考虑到**全球上游历史资本开支不足、技术进步对于开采效率的边际影响下降、油井老化**等因素，上调布伦特原油价格预期，预计油价将在中高位**80-100美元/桶**区间震荡，预期中枢**83美元/桶**。国内资源储备水平良好、炼油产能领先、开采成本控制良好的上市石化国企将迎来价值回归。

表1 原油价格受多因素影响

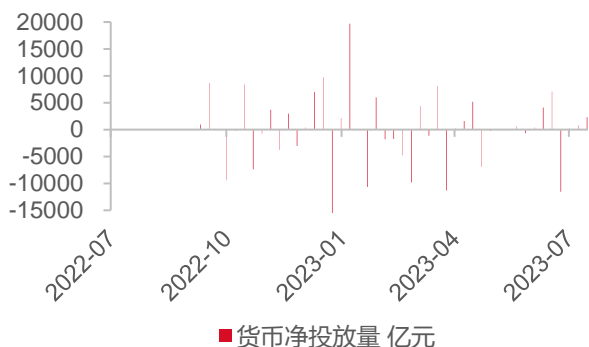
事件	影响
OPEC+维持目标减产产量不变，面对全球石油库存的增加有望再次减产	利好
中国放松对疫情的限制，未来需求前景被市场看好	利好
俄罗斯成品油制裁下需求下降，预期产量下降	利好
美国收储指导价支撑油价	利好
沙特上调销往亚洲地区官价	利好
制裁背景下俄罗斯原油出口超预期	利空
美国连续加息+欧洲能源短缺带来经济增速下滑，海外需求疲软	利空
美国经济数据更有助于美联储倾向鹰派	利空
美国商业原油库存持续回升	利空
碳中和进度加快，降低化石燃料成为全球大趋势	利空

资料来源：东海证券研究所整理

4.债券市场

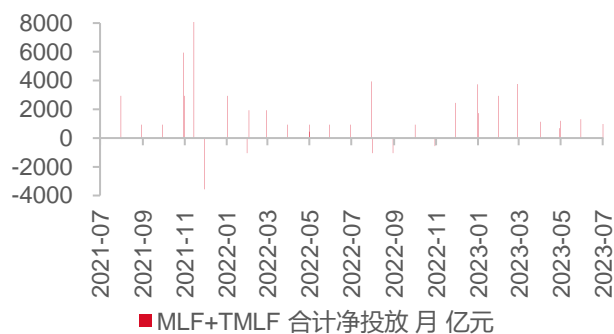
4.1.国内债市

图31 公开市场操作货币净投放[逆回购]



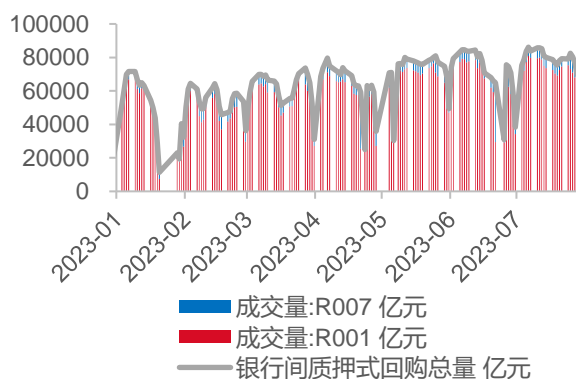
资料来源：Wind，东海证券研究所

图32 MLF+TMLF 合计净投放



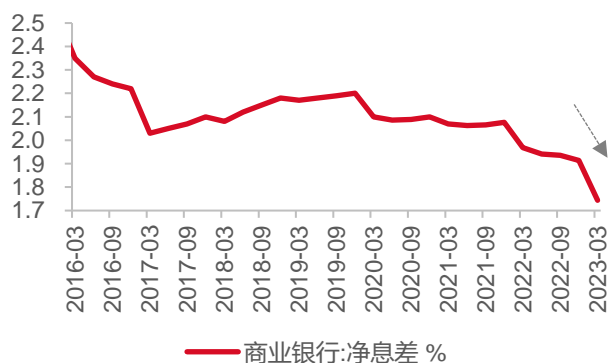
资料来源：Wind，东海证券研究所

图33 银行间质押式回购总量



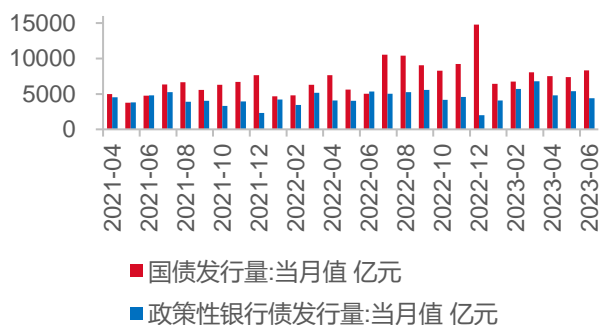
资料来源：Wind，东海证券研究所

图34 商业银行净息差



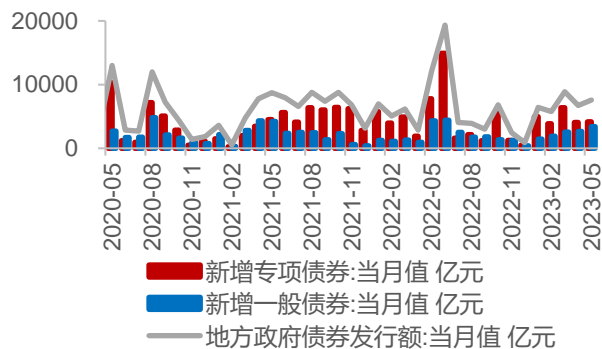
资料来源：Wind，东海证券研究所

图35 新增国债及政金债发行规模



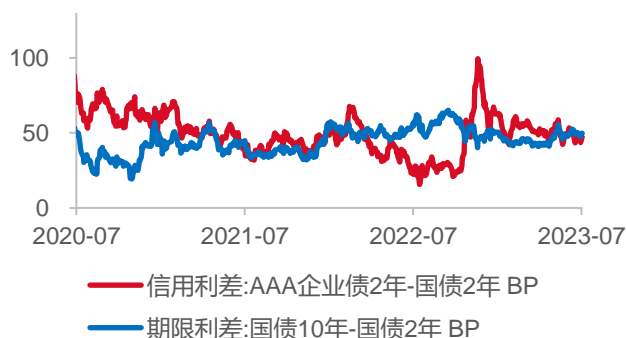
资料来源：Wind，东海证券研究所

图36 新增地方政府债券发行规模



资料来源：Wind，东海证券研究所

图37 信用利差与国债 10Y-2Y 期限利差



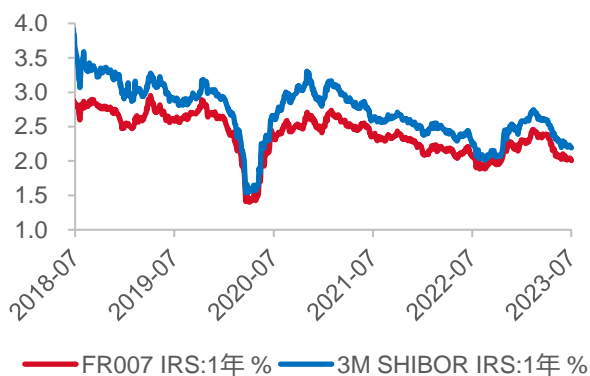
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图38 国债 10Y-1Y 期限利差



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图39 IRS 质押式回购定盘利率



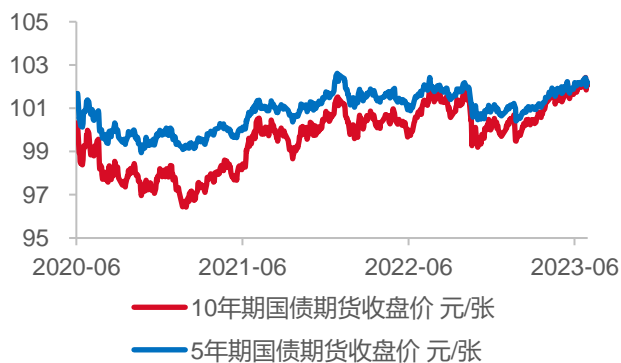
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图40 AAA 同业存单收益率



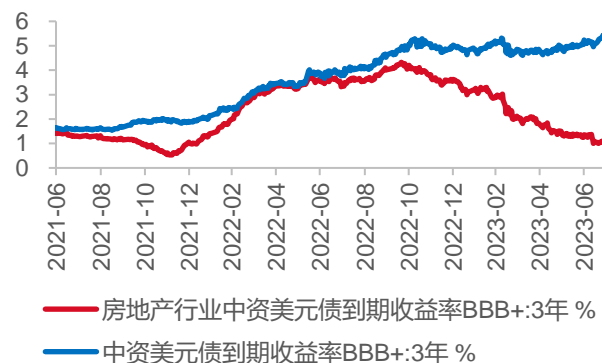
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图41 国债期货收盘价



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图42 投资级中资美元债



资料来源: Wind, 东海证券研究所

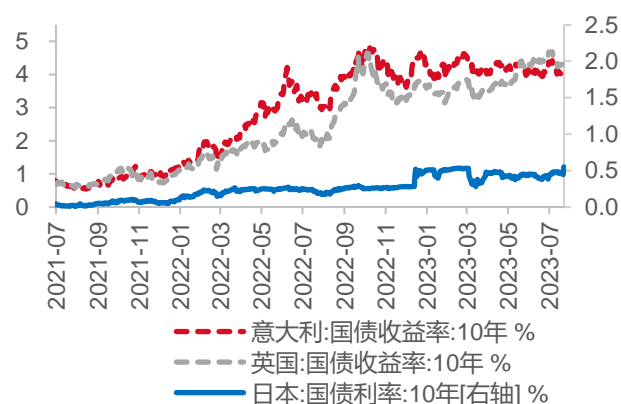
4.2.海外流动性观察

图43 中美 10 年期国债利差



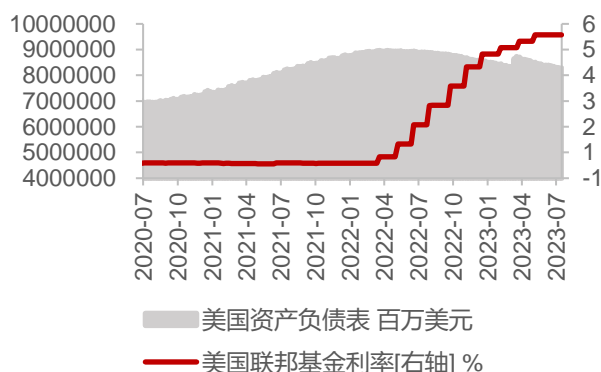
资料来源：Wind，东海证券研究所

图44 海外国债收益率



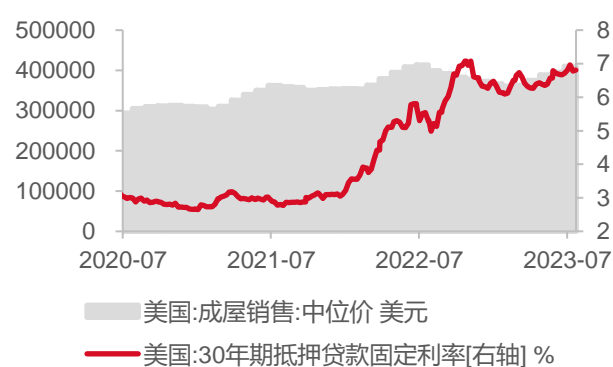
资料来源：Wind，东海证券研究所

图45 美联储总资产及联邦基金利率



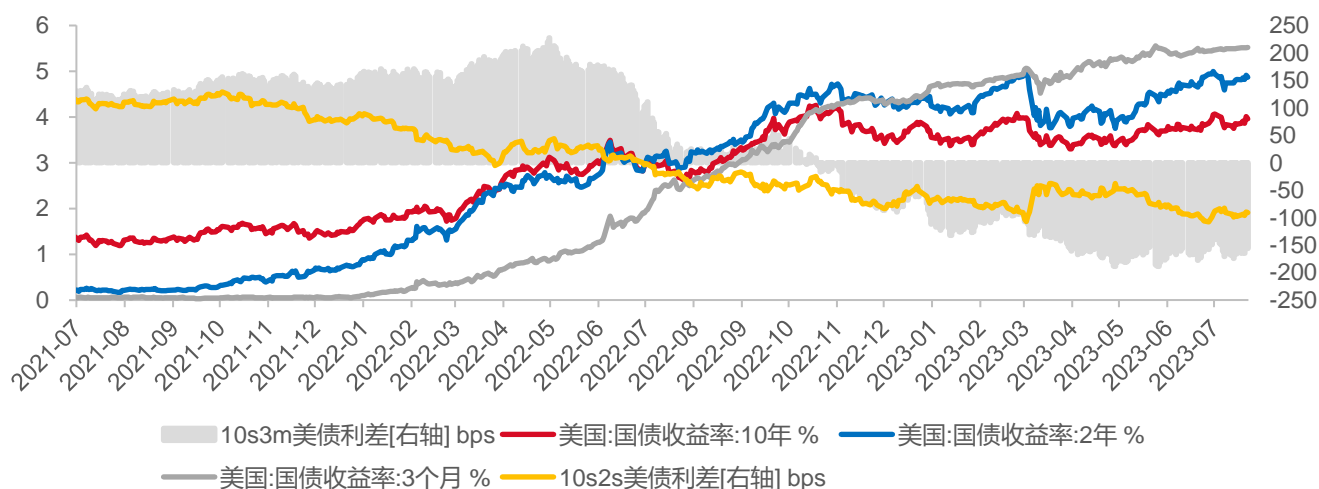
资料来源：Wind，东海证券研究所

图46 美国成屋销售中位数及 30 年抵押贷款利率



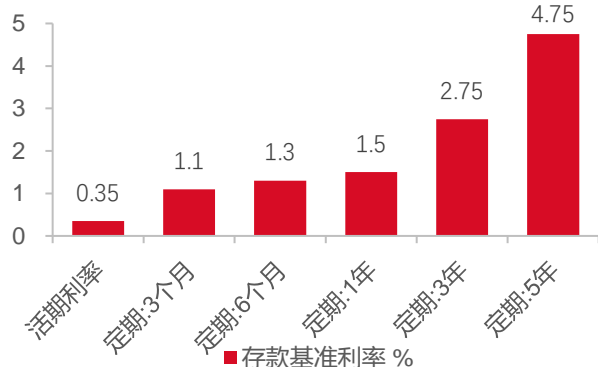
资料来源：Wind，东海证券研究所

图47 美债长短端收益率走势

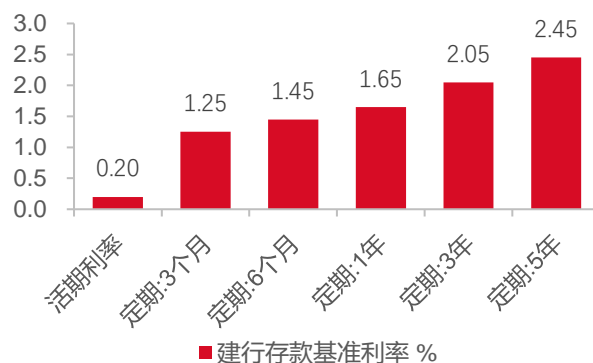


资料来源：Wind，东海证券研究所

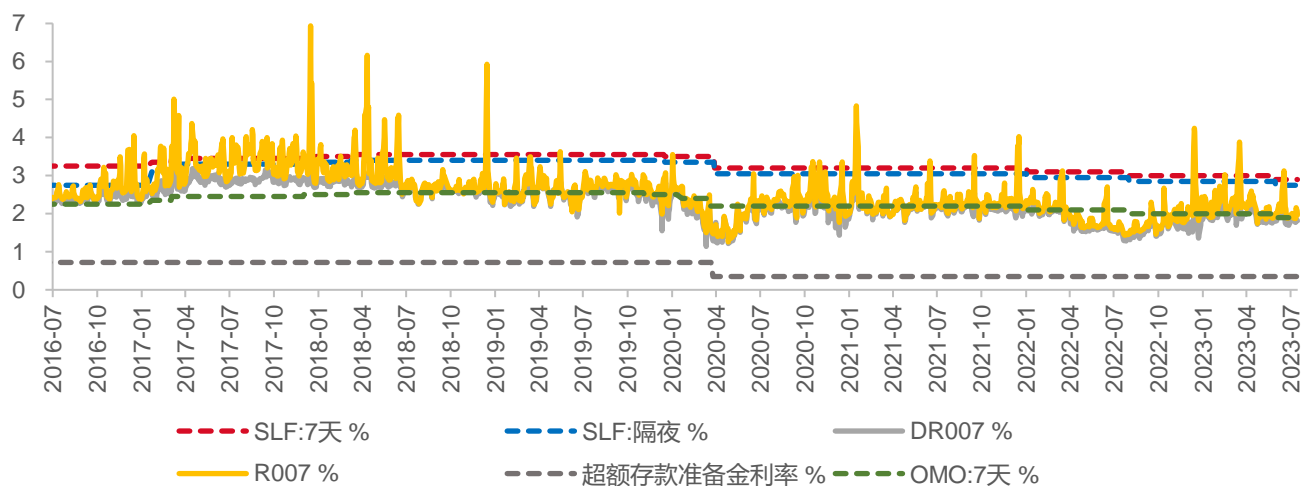
4.3.基准利率及债市情绪

图48 最新存款基准利率[2015年4月调整至今]


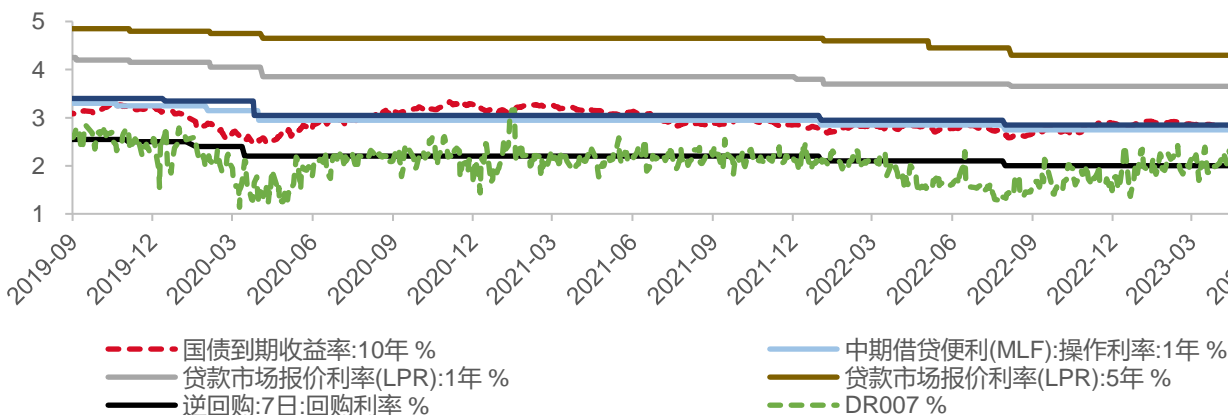
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图49 最新国有行存款利率[以建行为例]


资料来源: Wind, 东海证券研究所

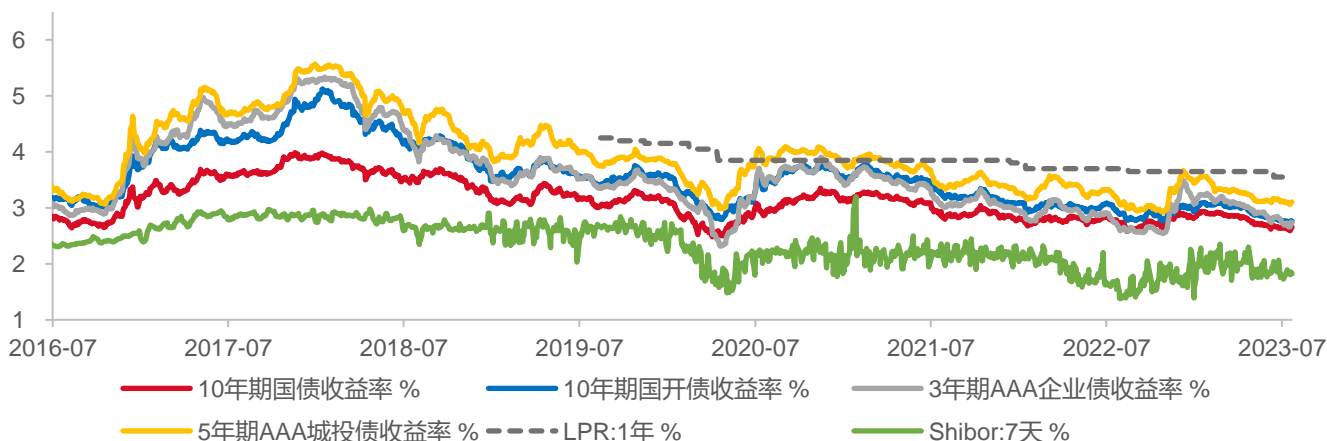
图50 央行政策利率走廊


资料来源: Wind, 东海证券研究所

图51 主要政策利率及市场利率报价


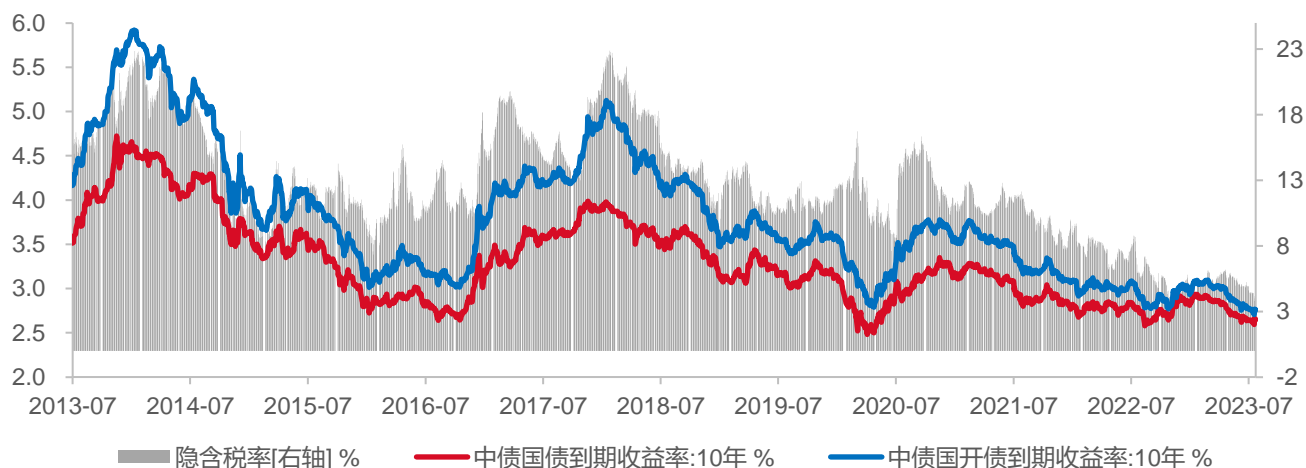
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图52 主要产品利率走势



资料来源：Wind，东海证券研究所

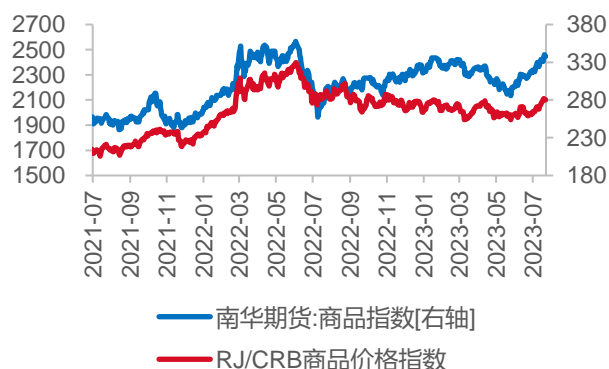
图53 隐含税率“牛市下行、熊市上行”



资料来源：Wind，东海证券研究所

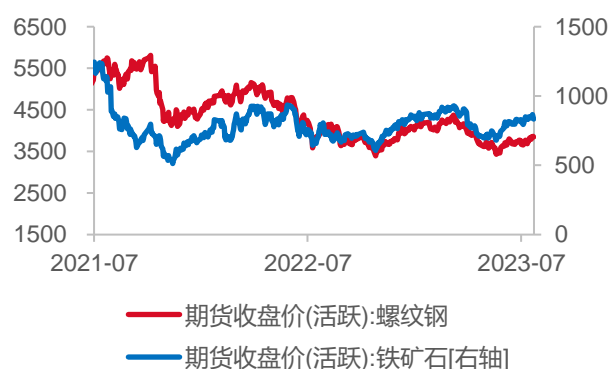
5.商品市场

图54 RJ/CRB 商品及南华期货商品指数，点



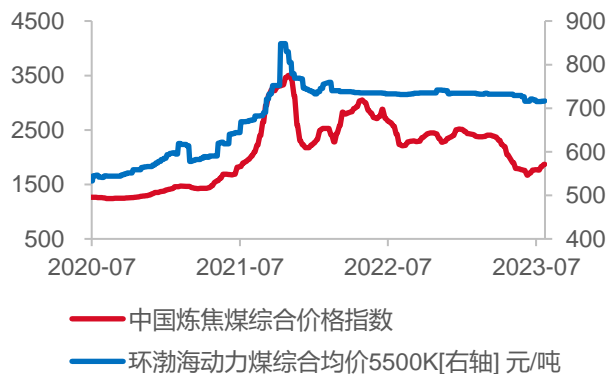
资料来源：Wind，东海证券研究所

图55 铁矿石与螺纹钢指数，点



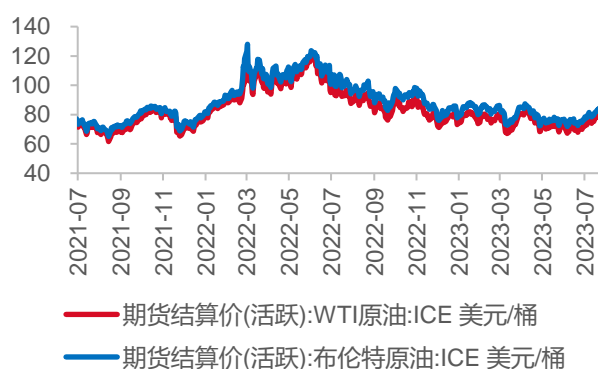
资料来源：Wind，东海证券研究所

图56 焦煤、焦炭价格，点



资料来源：Wind，东海证券研究所

图57 原油价格指数



资料来源：Wind，东海证券研究所

图58 工业金属指数



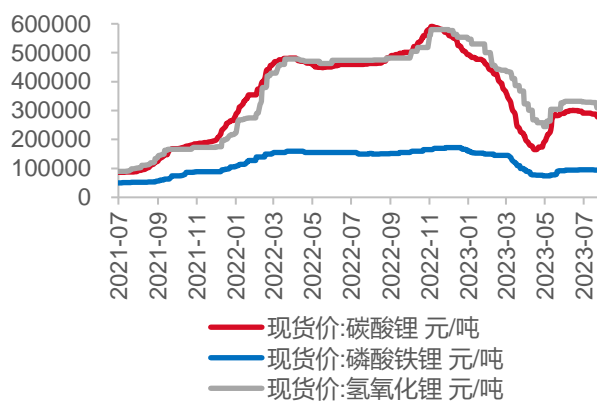
资料来源：Wind，东海证券研究所

图59 农产品价格指数，点



资料来源：Wind，东海证券研究所

图60 国产锂价



资料来源：Wind，东海证券研究所

图61 钴价



资料来源：Wind，东海证券研究所

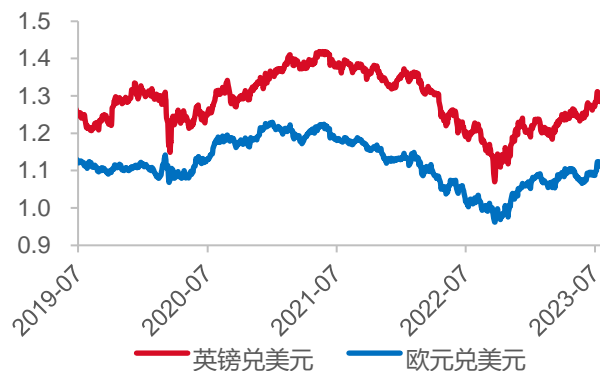
6. 外汇市场

图62 美元兑人民币、美元兑日元汇率



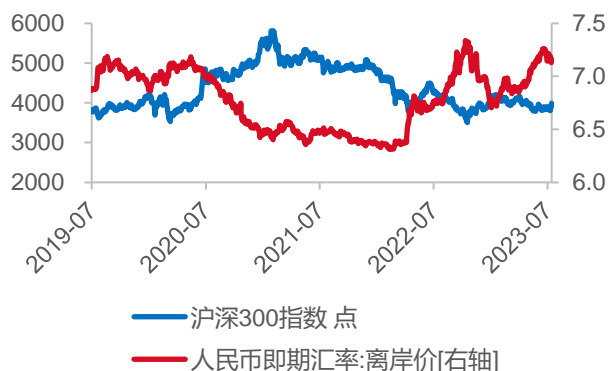
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图63 英镑兑美元、欧元兑美元汇率



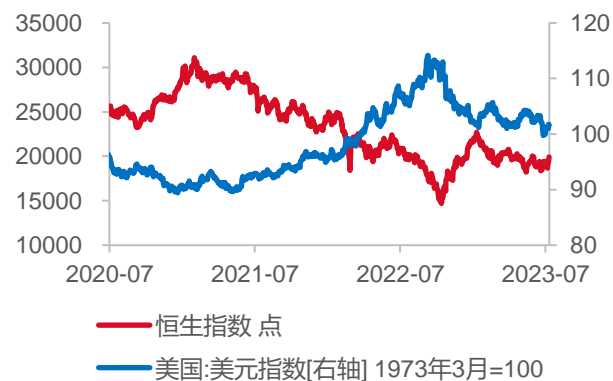
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图64 2022 年来本市汇率与权益市场联动增强



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图65 2020 年来美元指数与港股呈明显负向联动



资料来源: Wind, 东海证券研究所

7.经济日历

图66 下周主要经济事件及数据

日期	时间	国家/地区	指标/事件	前值	预期值
2023-07-31	09:30	中国	7月官方制造业PMI	49	-
2023-08-01	14:00	德国	6月失业率:季调(%)	2.9	-
2023-08-01	14:00	德国	6月失业人数:季调(千人)	1310	-
2023-08-01	14:55	德国	7月制造业PMI	40.6	40.3
2023-08-01	15:50	法国	7月制造业PMI	46	-
2023-08-01	16:30	英国	7月制造业PMI	46.5	-
2023-08-01	22:00	美国	7月制造业PMI	46	46.5
2023-08-02	20:15	美国	7月ADP就业人数:季调(人)	128506000	-
2023-08-02	22:30	美国	7月28日EIA库存周报:商业原油增量(千桶)	-600	-
2023-08-03	20:30	美国	7月29日当周初次申请失业金人数:季调(人)	221000	-
2023-08-03	22:00	美国	6月耐用品:新增订单(百万美元)	288567	-
2023-08-03	22:00	美国	6月耐用品:新增订单:季调:环比(%)	1.98	-
2023-08-03	22:00	美国	6月全部制造业:新增订单(百万美元)	588600	-
2023-08-03	22:00	美国	7月非制造业PMI	53.9	-
2023-08-03	19:00	英国	8月英国央行公布利率决议和会议纪要	-	-
2023-08-04	20:30	美国	7月失业率:季调(%)	3.6	3.6
2023-08-04	20:30	美国	7月新增非农就业人数:季调(千人)	209	184

资料来源: Wind, 东海证券研究所

8.风险提示

美国通胀回落速度不及预期: 美国当前劳动力市场依旧强劲, 通胀水平仍处高位, 若回落不及预期或引发美联储态度偏鹰, 中美国债利差进一步倒挂或使我国利率下行空间有限。

海外银行业危机蔓延: 部分海外银行资产端以长久期、低利率产品为主, 流动性相对较差。而全球多数发达经济体央行连续加息背景下, 银行负债端若集中于久期短且利率高的产品, 或使得资产负债期限错配、净息差压缩甚至倒挂, 引发一定流动性危机和挤兑风险。

国际地缘摩擦超预期: 俄乌冲突尚未结束, 地缘摩擦扰动或引发大宗价格大幅波动, 引发通胀上行。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 具备专业胜任能力, 保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑, 采用合法合规的数据信息, 审慎提出研究结论, 独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论, 不受任何第三方的授意或影响, 其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券股份有限公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议, 任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200215

北京 东海证券研究所

地址: 北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089