

# 从宏观策略角度如何看待近期油价走高

## 尚未看到全面的商品再通胀

供给收缩消息冲击下，布伦特油价升破 90 美元/桶，但全面的商品价格走高的迹象尚不显著；长端美债收益率仍有上行空间，但也难以一蹴而就；美元指数和人民币双边汇率有望维持区间震荡。

- **供给收缩消息冲击下，布伦特油价升破 90 美元/桶，但全面的商品价格走高的迹象尚不显著。**近期，在 OPEC+ 持续的减产消息的刺激和全球制造业边际略有企稳的背景下，布伦特油价逐渐从约 70 美元/桶的近期低位震荡走高，并于 9 月 5 日升破 90 美元/桶的关键水平。不过，我们注意到同期其它主要商品价格并未出现普遍的持续性上行。实际上，大宗商品综合指数 CRB 指数自去年 4 季度以来持续在 550 点左右的水平横盘震荡。考虑到商品价格走势整体相对稳定以及油价上涨的节奏（受供给侧消息呈现脉冲式跳涨），我们认为近期油价上涨的推动力可能更多的来自供给侧因素的冲击，而并不是主要由需求显著回暖所拉动。基于此判断，同时考虑到目前全球经济周期仍处于下行阶段的宏观背景，我们认为目前大宗商品整体缺乏全面持续上涨的宏观基础。当然，我们注意到南华商品指数近期突破历史新高，但是这在一定程度上可以被汇率因素所解释，而未必意味着中国经济活动需求已经快速走高。
- **油价上涨助推通胀担忧升温，美债收益率和美元指数走高；长端美债收益率仍有上行空间，但也难以一蹴而就。**正如我们在周报中提示的，近期市场大类资产交易的核心宏观线索是对于美国通胀走势的预期。尽管全面的商品再通胀缺乏基础，但是近期持续上行的油价（尤其是当布油突破了 90 美元/桶的关口时）仍然推动了市场对于美国通胀反弹的担忧（意味着市场不得不计价更为紧缩的美联储货币政策走势）。我们也因此看到了更高的美债收益率和更强的美元。我们的测算显示，如果布伦特油价在近期达到并保持在 100 美元/桶左右，美国 CPI 能源项目的同比增速在未来数月可能会由 7 月的 -12.5% 快速转正并回升至 3%-9% 的水平。不过，考虑到美国 CPI 权重和美联储关注的焦点，我们认为服务业通胀（而不是商品通胀）以及与之紧密联系的劳动力市场供需再平衡将仍然是近期决定市场对美国通胀走势预期的关键。整体来看，在劳动力市场边际降温而不是显著降温的背景下，我们预期美债收益率（尤其是长端）仍有一定的震荡上行的空间。但是我们不认为短期商品通胀会带动美债收益率顺畅快速上行。
- **我们仍然预期美元指数和美元兑人民币短期处于震荡区间。**尽管近期美元指数升至 105 左右的区间震荡高位，但我们仍然认为短期美元指数可能会维持区间震荡的态势而不是顺畅持续上行。美元指数的持续走高可能会受到两方面的挑战：1) 在通胀压力仍然较大的背景下，欧央行可能会在 9 月 14 日的议息会议上释放偏鹰派的信号。2) 在美元对日元升至接近 150 的关键水平之际，日本财务省表示“不会排除任何选项（干预汇率）”。与此同时，日本央行也有可能在 9 月 22 日的会议上对进一步边际放松 YCC 表达出更开放的态度。就人民币而言，区间震荡的美元指数也意味着人民币双边汇率有望保持相对稳定。与此同时，我们注意到 9 月 6 日的人民币对美元中间价较市场预期偏强程度创有预测历史以来的最大值，这显示了央行持续维稳人民币的态度。另一方面，近期中国政府对经济支持政策的持续释放和经济活动数据的边际好转也都有助于保持人民币的相对稳定。
- **风险提示：黑天鹅事件导致油价暴涨；美国服务业通胀走势偏离预期。**

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：周亚齐

(8621)20328270

yaqi.zhou@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090002

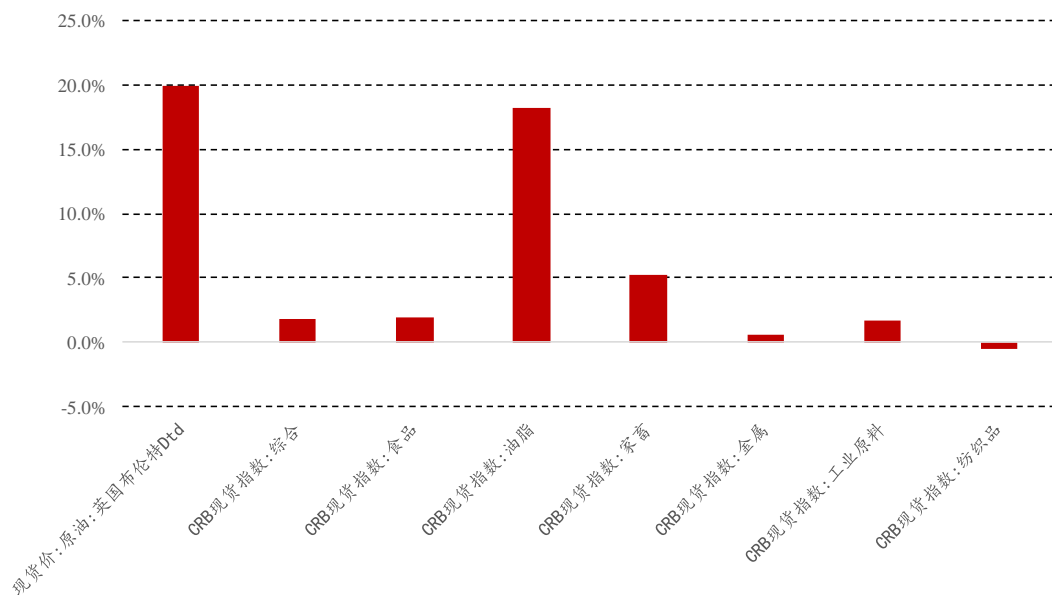
证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

图表 1. 2023 年 6 月 1 日至 9 月 1 日价格变动情况：布伦特原油 VS CRB 及其主要分项指数



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 南华商品指数表现较 CRB 指数的相对强势在一定程度上是人民币对美元走弱导致的



数据来源：Wind

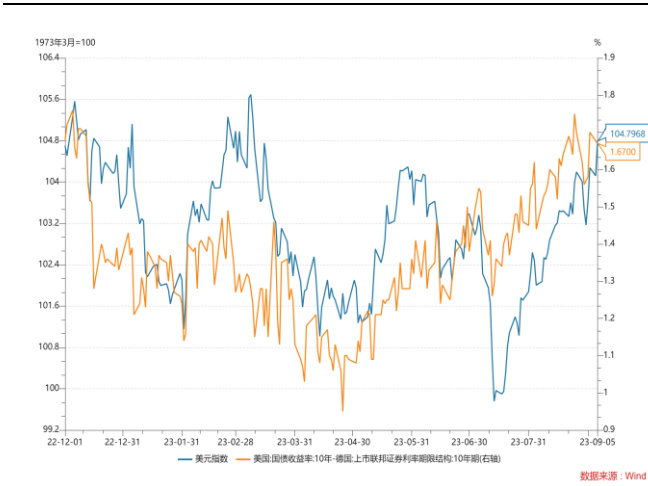
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 不同情形下美国 CPI 能源通胀同比走势预期



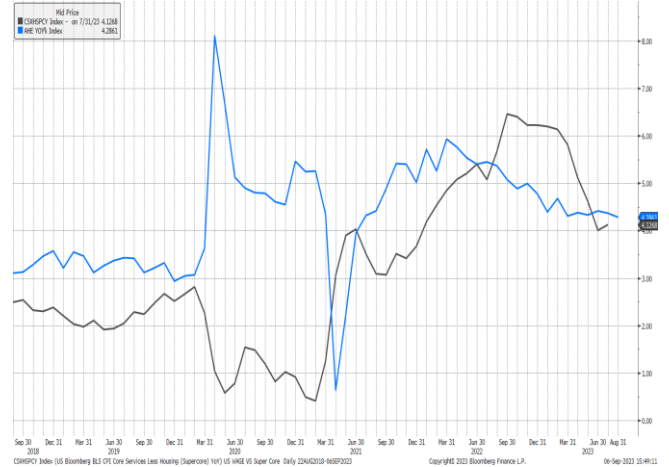
资料来源：彭博，中银证券；\*基准情形 = 布伦特原油月均值为 80 美元/桶；通胀较强情形 = 布伦特原油月均值为 100 美元/桶；通胀较弱情形 = 布伦特原油月均值为 60 美元/桶；

图表 5. 美德 10 年国债收益率差值 VS 美元指数



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 美国时薪增速 (蓝色线) VS 剔除住房服务外的服务业通胀同比变动 (Super Core, 灰色线)



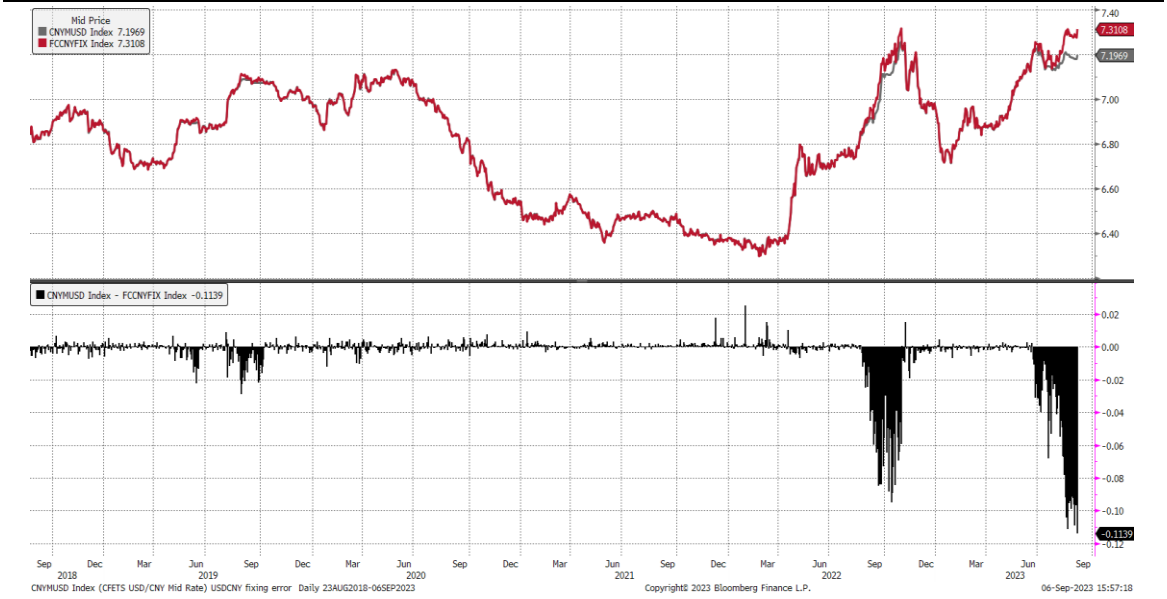
资料来源：彭博，中银证券

图表 6. 美元对日元再次接近 1990 年以来的 150 左右的历史最高水平



资料来源：彭博，中银证券

图表 7. 人民币对美元中间价: 官方值(灰色线), 预期值(红色线)以及二者偏离度(黑色柱状)



资料来源: 彭博, 中银证券

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371