总量研究中心

全球大通胀系列之七

宏观专题研究报告

# 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。

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.cnz

曹金丘 联系人
caojinqiu@gjzq.com.cn

■ **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。

# 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 24：20223 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

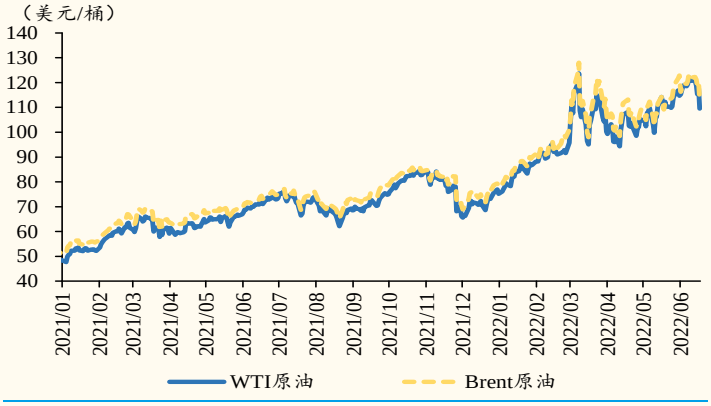
## 1、周度专题：能源通胀第二波

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

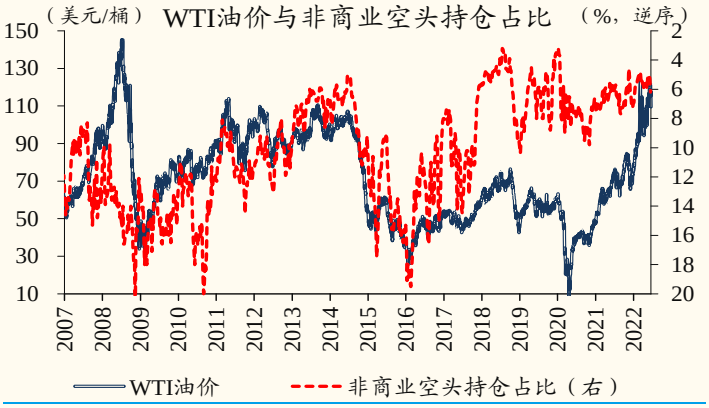
**近期，受供需两端“利空”因素的打压下，油价由 120 美元/桶附近大幅回落至 110 美元/桶附近。**供给端，美国总统拜登突然宣布将于 7 月 15 日开展对沙特的首次访问，引发市场对沙特等大幅增产的预期升温；同时，俄罗斯总统普京表示不反对乌克兰加入欧盟，似乎透露出俄乌局势出现边际缓和的迹象，也导致油价走势承压。需求端，美联储高强度紧缩引发市场对美国经济衰退的担忧升温，对油价形成利空。再结合交易指标来看，衡量油价做空情绪的非商业空头持仓占比出现阶段性反扑，也在一定程度上导致油价回调。

*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

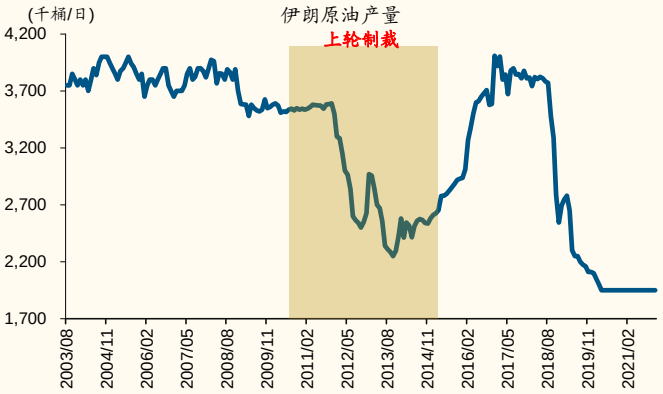
*图表 2：做空情绪出现阶段性反扑*




来源：Wind、国金证券研究所

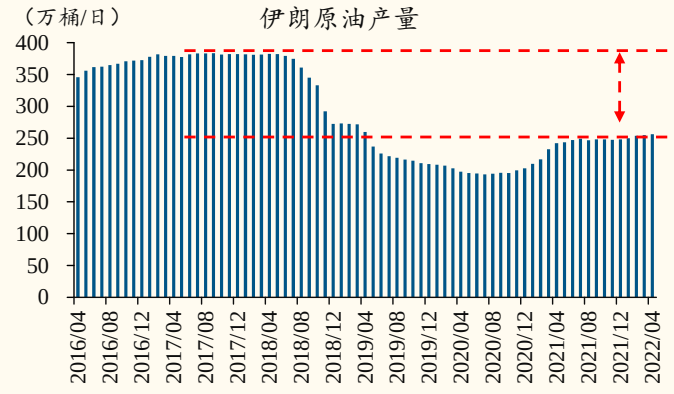
**供给端方面，无论是美国与沙特关系或俄乌局势，对油价影响或将相对有限。**原因在于，美国总统拜登即将出访沙特，即使美沙联合增产，但背后大概率是伊核协议谈判的搁置。换言之，沙特进一步增产与伊朗原油回归市场属于互斥事件，整体来看对供给端的边际扰动或相对有限。俄乌战争爆发以来，俄罗斯通过原油转口贸易等形式，出口量不降反增，意味着俄乌局势的变化对原油供给端的影响其实也并不显著。

*图表 3：上轮伊朗被解除制裁后，油价受到冲击*



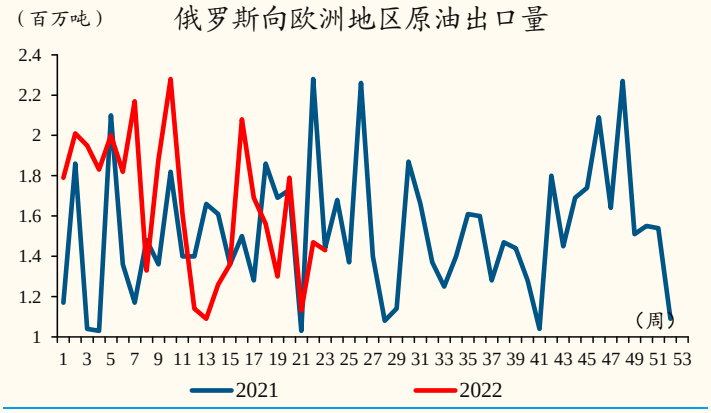

来源：Bloomberg、国金证券研究所

*图表 4：伊朗的原油闲置产能约为 130 万桶*



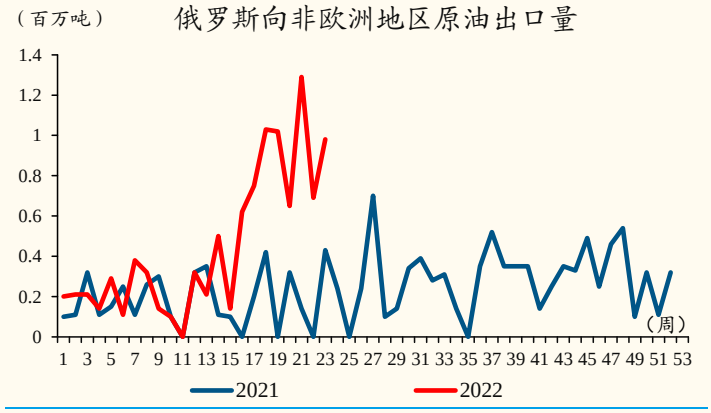

来源：Bloomberg、国金证券研究所

**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

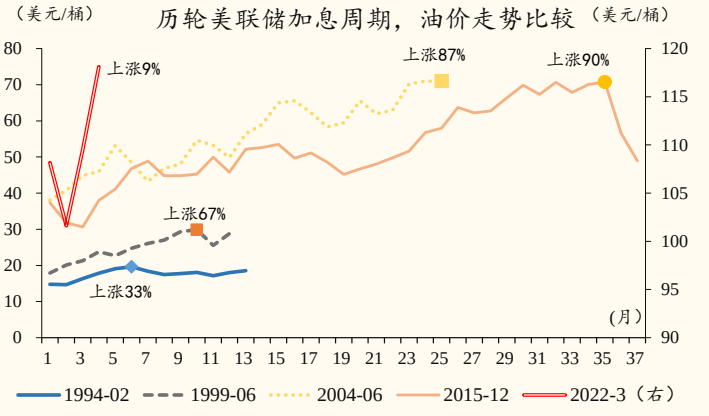
**图表 6：俄罗斯对非欧洲地区原油出口大增**




来源：Bruegel、国金证券研究所

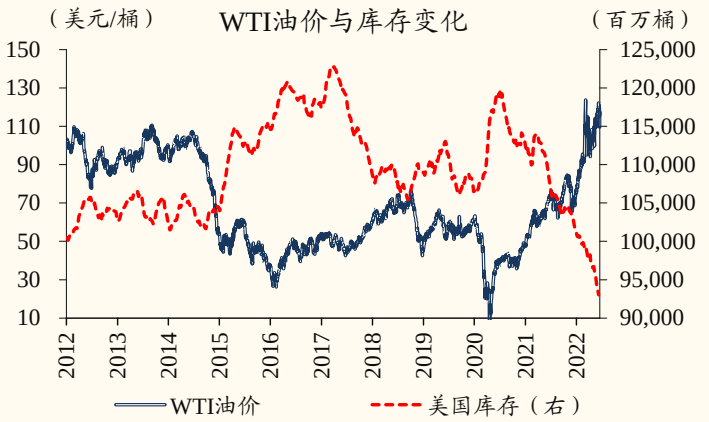
**以史为鉴，货币金融环境的大幅收紧，从来不是油价见顶的真正理由；供需矛盾，才是决定油价走势的真正推手。**回溯 1990 年代以来的 4 轮完整加息周期，加息开启并非意味着油价快速见顶。原因在于，不同于利率高度敏感的耐用消费品，原油相关消费属于偏刚性的支出，对利率环境的敏感度较低。鉴于美联储刚刚开启加息周期，对油价的分析应该回归供需基本面本身。作为供需矛盾的结果，全球原油库存变化对油价走势具有非常高的解释力；眼下，全球原油库存仍处于去化趋势中。

**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**



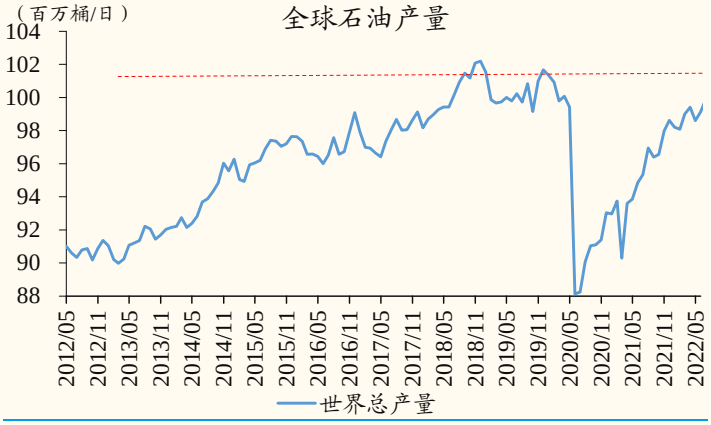

来源：Wind、国金证券研究所

## 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[1]，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。

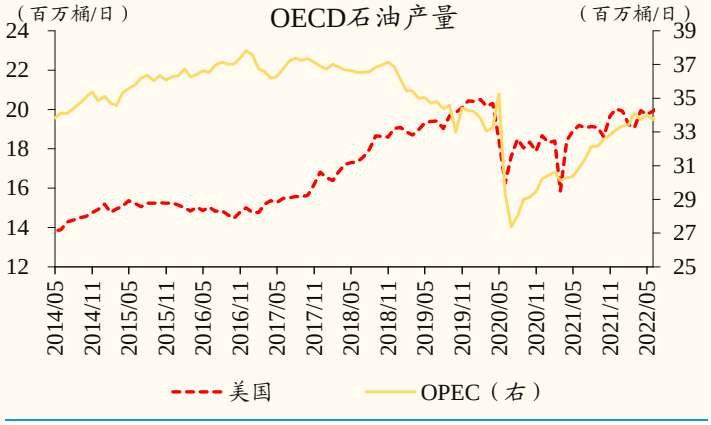
[1] 另一个增产“巨头”俄罗斯，因近期生产数据质量较差，更多从出口数据佐证俄罗斯原油对全球原油供给的影响。

**图表 9：全球原油产量日均低出约 256 万桶**



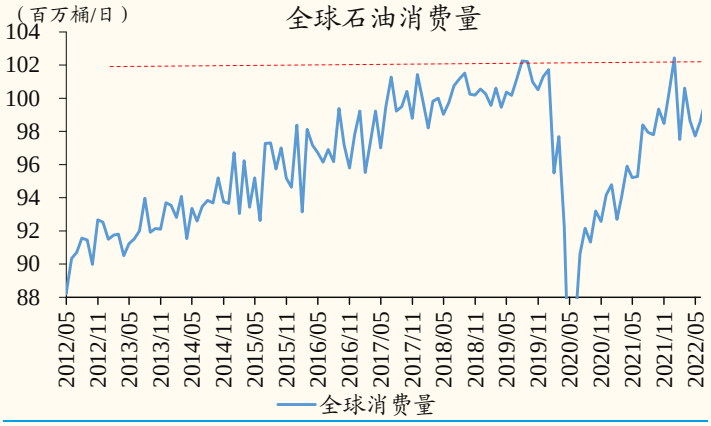

来源：Wind、国金证券研究所

**图表 10：供给修复主要看美国、OPEC**



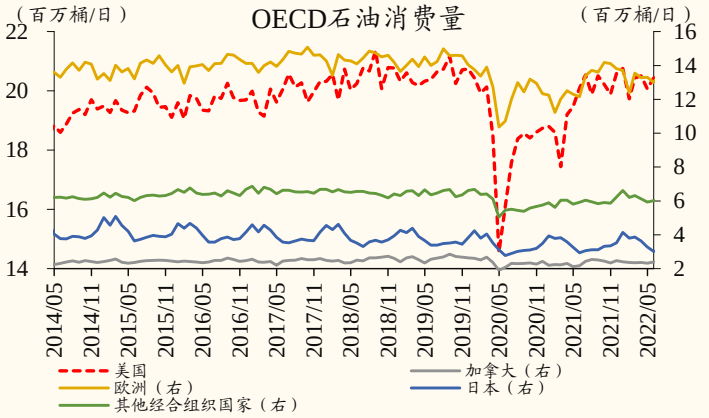

来源：Wind、国金证券研究所

**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**

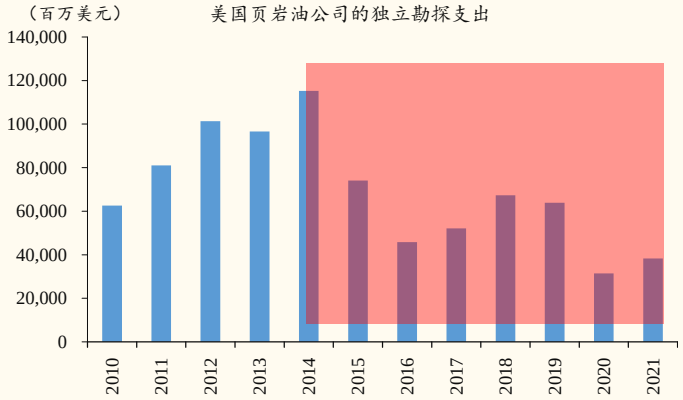



来源：Wind、国金证券研究所

**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[2]，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[3]，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。

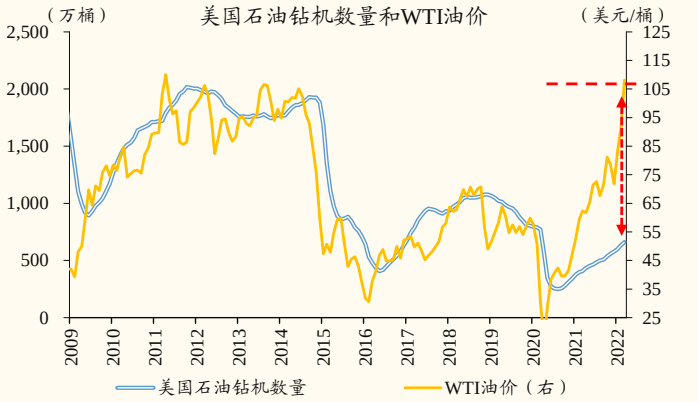
[2] 悲观、中性、乐观分别对应美国近 1 年的增产速度、2018-2019 年的增产速度、2012 年 Q4 创下的单季增产峰值。
[3] 悲观、中性、乐观分别对应 OPEC 今年以来的增产执行率、2021 年 5 月以来的增产执行率、100%的增产执行率。

**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**



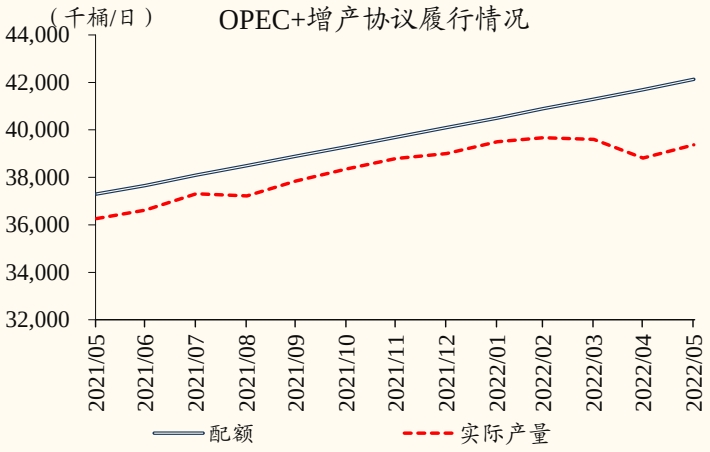

来源：Wind、国金证券研究所

**图表 15：OPEC+增产基准上调幅度较低**

| 国家 | 2018年10月产量基线 | 2022年5月产量新基线 | 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 |
| 阿联酋 | 3168 | 3500 | 332 |
| **OPEC10** | **26683** | **27815** | **1132** |
| 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 | -- |
| **非OPEC** | **17170** | **17670** | **500** |
| **OPEC+** | **43853** | **45485** | **1632** |

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**

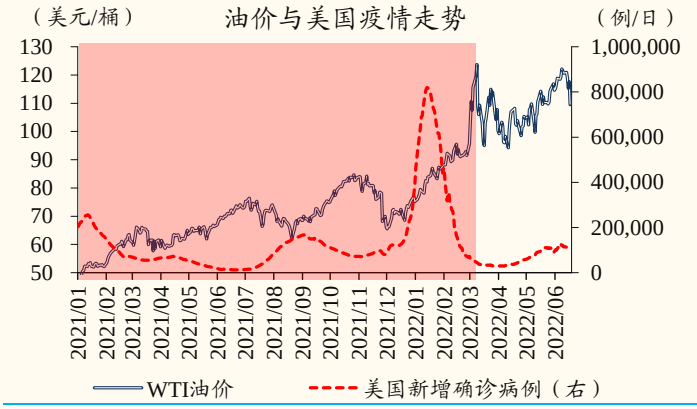



来源：OPEC、国金证券研究所

**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[4]，3 季度原油日均消费增量分别为 180、287、359 万桶。

[4] 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**



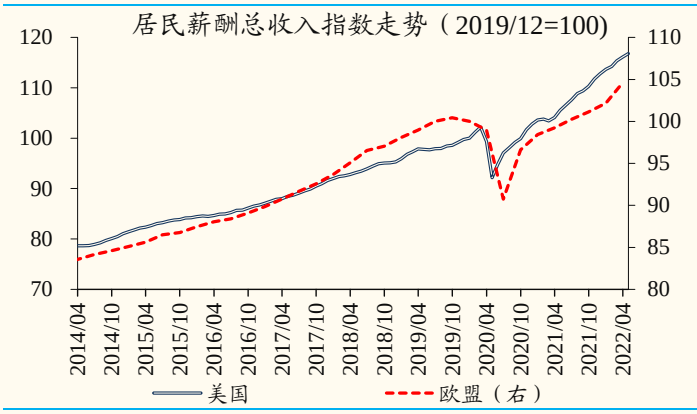

来源：Bloomberg、国金证券研究所

**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 | 缅甸 | 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 |

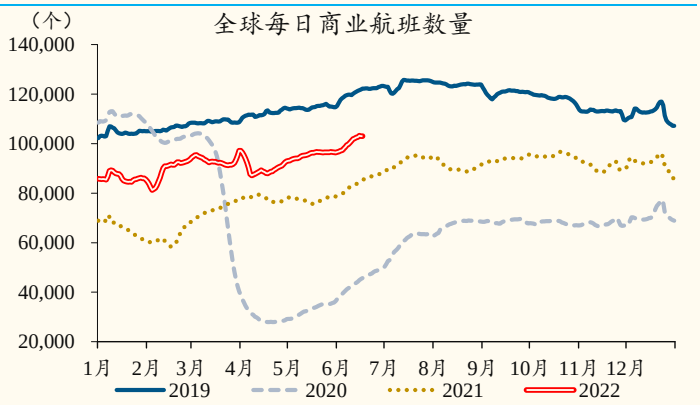
来源：Wind、国金证券研究所

**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

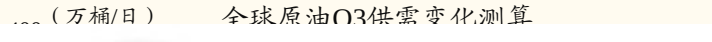
**图表 20：全球航班数量有望进一步修复**



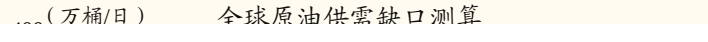

来源：Bloomberg、国金证券研究所

**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**




**图表 22：全球 3 季度原油供需缺口或将进一步走扩**




预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_43208