

总量研究

油价还会继续上涨吗？

——大类资产配置系列第二篇

要点

引言：

年初以来，由于国内需求恢复快于预期、欧美经济韧性强于预期，叠加俄罗斯原油主动减产，油价开始企稳反弹，导致 1 月美国通胀环比跳升。市场因此担忧若未来油价进一步上涨，将再度推升通胀上行风险，引发加息预期持续走强。

核心观点：

今年油价出现单边上涨的概率较低，大概率维持高位震荡。随着油价从单边下行转向震荡格局，叠加能源价格权重下调，对美国通胀影响正逐步趋缓。

从资产价格看，市场对 6 月加息预期的定价已相对充分，若上半年内住房通胀开始回落、劳动力薪资增速延续收敛，在 6 月实际利率大概率转正的基础上，后续再度加息概率较低。这意味着当前市场的紧缩预期或步入尾声，近期美债、美元指数、金价的调整或告一段落。

油价反弹带动 1 月美国通胀数据走强

美国通胀回落过程中，预期与现实反复摩擦。去年 11 月、12 月美国通胀数据快速回落，市场对未来通胀降温的形势较为乐观，进而引发加息预期降温、降息预期升温，带动美元指数持续回落。但是，前期通胀数据的降温仍然是以油价下跌为主导，而服务通胀并未放缓，仍处在高位。因此，随着油价从单边下行转向震荡格局，叠加能源价格权重下调，对通胀影响正逐步趋缓。未来通胀下行速度更多取决于滞后的住房价格何时回落，以及劳动力成本何时缓解。

如何看待未来油价上行风险？

去年 12 月以来，油价企稳主要源于供需、流动性等多因素转向。一是，中国疫情快速过峰，经济复苏推升原油需求。二是，欧盟对俄制裁落地，俄罗斯石油开启主动减产。三是，前期加息预期趋缓，美元指数由强转弱。

今年在原油供给趋紧、需求相对韧性的情况下，供需维持紧平衡。但相较 2022 年，地缘风险已被多数消化，加息背景下海外经济放缓预期仍在逐步推进。我们预计今年布伦特原油价格以 85 美元/桶为中枢，维持高位震荡。

上半年，需求抬升叠加供给受限，油价易涨难跌，仍存在上行空间。需求方面，国内疫后复苏红利释放、欧美经济相对韧性，以及后续季节性需求抬升，将推动原油需求上行。供给方面，欧盟对俄成品油出口制裁落地后，短期内俄罗斯部分成品油出口受限，开启主动减产，对油价形成支撑。未来油价会否进一步上涨，一是，等待国内经济的进一步修复；二是，观察俄原油实际减产是否超预期；三是，若后续紧缩预期弱化，美元指数回落将进一步支撑油价。

下半年，随着俄罗斯成品油贸易逐步向欧盟以外地区转移，减产空间有望收窄，叠加美国经济逐渐走向结构性衰退，或将带动油价中枢小幅下移。但总体而言，考虑到 OPEC 挺价意愿较强、美国适时回购战略石油储备的诉求，油价下行空间有限。去年 12 月以来，布伦特原油价格已在 75 美元/桶上方站稳。

风险提示：俄罗斯石油减产超预期；国内经济复苏好于预期；欧美经济维持较强韧性。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebcn.com

分析师：刘星辰

执业证书编号：S0930522030001
021-52523880
liuxc@ebcn.com

相关研报

如何看待货币发力增量空间？——2022 年四季度货币政策执行报告点评兼光大宏观周报（2023-02-26）

黄金：短期承压，中长期趋势仍然向上——光大宏观周报（2023-2-19）

美国通胀粘性仍高，但不改下行趋势——2023 年 1 月美国 CPI 数据点评（2023-02-15）

YCC：日本银行与金融市场的对决——流动性洞见系列十二（2023-01-18）

疫情感染高峰已过，Q1 经济修复或超预期——《经济复苏追踪系列》第二篇（2023-01-14）

从部委工作会议看 2023 年经济重点——经济复苏系列报告第一篇（2023-01-05）

为什么是服务型结构性通胀？——光大宏观周报（2022-12-25）

再平衡：东升西渐、逆风复苏、价值重估——2023 年全球宏观经济展望（2022-12-20）

本轮扩大内需战略与历史几轮有何不同？——光大宏观周报（2022-12-18）

战略全局出发，提振信心入手——2022 年中央经济工作会议精神学习（2022-12-17）

智能制造如何助力高质量发展？——《产业视角看中国式现代化》系列第一篇（2022-11-29）

高质量发展是中国式现代化的首要任务——《二十大报告》精神学习第二篇（2022-10-17）

目 录

1、油价反弹带动 1 月美国通胀数据走强	4
2、如何看待未来油价上行风险?	4
3、预计 6 月实际利率大概率回正，美联储加息或步入尾声	7
4、风险提示.....	8

图目录

图 1：能源价格下跌是带动美国 CPI 同比下行的主因	4
图 2：能源、贸易价格下跌是带动美国 PPI 同比回落的主因	4
图 3：俄乌冲突以来，俄罗斯原油共减产约 100 万桶/日	5
图 4：俄乌冲突后，俄罗斯原油出口逐步转向欧盟以外地区	5
图 5：由于出口贸易转向，俄海运原油出口基本未受影响	5
图 6：去年 12 月至今年 1 月，美元指数回落支撑油价上涨	5
图 7：EIA 预计今年全球原油出现小幅累库	6
图 8：美国战略石油储备已经降至历史低位	6
图 9：OPEC 剩余产能与油价反向变动	7
图 10：OPEC 主要国家的财政平衡油价介于 60-70 美元/桶	7
图 11：预计 6 月美国 CPI 同比降至 5% 以下	8
图 12：1 月非农、通胀数据发布后，加息预期快速抬升	8

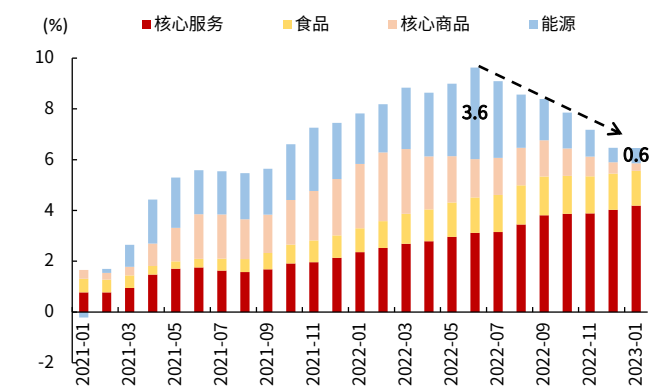
1、油价反弹带动 1 月美国通胀数据走强

去年 11 月、12 月美国通胀数据快速回落后，市场对未来通胀降温的形势较为乐观，进而引发加息预期降温、降息预期升温，带动美元指数持续回落。

但是，前期通胀数据的降温仍然是以油价下跌为主导，而服务通胀并未放缓，仍处在高位。CPI 方面，自 2022 年 6 月至 2023 年 1 月，美国 CPI 同比自高点 9.1% 降至 6.4%，共下降 2.7 个百分点。其中，能源、核心商品价格分别贡献 3.0、1.2 个百分点的同比降幅，核心服务价格贡献 1.1 个百分点的同比涨幅。同样，PPI 方面，2022 年 6 月至 2023 年 1 月，美国 PPI 同比自高点 11.1% 降至 6.0%，共下降 5.1 个百分点。其中，能源、贸易、核心商品价格分别贡献 2.5、1.4、0.9 个百分点的同比降幅。

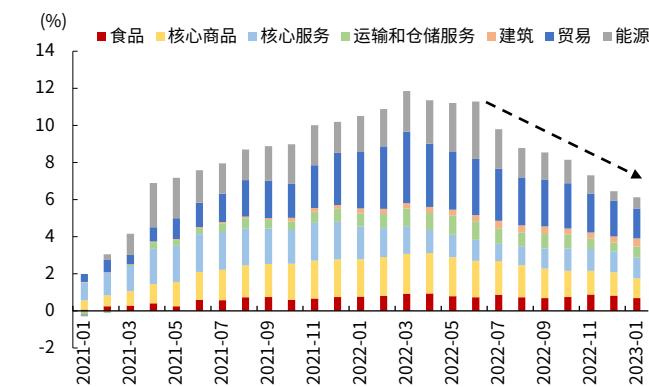
因此，随着油价从单边下行转向震荡格局，对通胀影响也逐步趋缓。1 月油价阶段性反弹，带来美国 CPI、PPI 环比明显抬升，同比下行速度放缓，市场因此又转向紧缩交易，预期加息将持续至 6 月。

图 1：能源价格下跌是带动美国 CPI 同比下行的主因



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：图中数据为 CPI 分项同比拉动力率

图 2：能源、贸易价格下跌是带动美国 PPI 同比回落的主因



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：图中数据为 PPI 分项同比拉动力率

2、如何看待未来油价上行风险？

今年以来，由于国内需求恢复快于预期、欧美经济韧性强于预期，叠加原油供给偏紧，油价开始企稳反弹，市场也因此担忧若未来油价进一步上涨，将带来通胀前景恶化。

我们认为，今年油价出现单边上涨的概率较低，大概率维持高位震荡，且上行风险更多集中在上半年。

首先，去年 12 月以来，油价企稳主要源于供需、流动性等多因素转向。

一是，中国疫情快速过峰，经济复苏推升原油需求。

11 月，中国疫情反复带来油价下行压力。但 12 月初，中国防疫政策大幅优化，推动国内疫情快速过峰，自 12 月下旬起，出行强度逐步修复，持续推升原油需求。中国也成为今年原油市场最重要的需求增量来源。

二是，欧盟对俄制裁落地，俄罗斯石油开启主动减产。

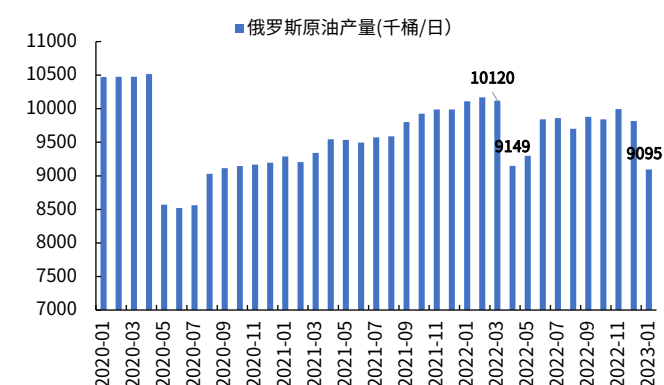
去年下半年以来，由于欧盟对俄制裁存在缓冲期，加之俄罗斯原油贸易流多数转向亚洲，俄罗斯原油出口和产量基本未受影响。

12 月 5 日，欧盟对俄原油贸易制裁落地后，俄罗斯开始释放主动减产意愿。12 月 23 日，俄罗斯方面表示，俄方可能在 2023 年初将石油产量削减 5% 至 7%，并停止向支持对俄石油设置价格上限的国家进行销售。1 月俄罗斯石油出现实质性减产，据彭博报道，1 月俄罗斯石油产量降至 910 万桶/日，较 12 月下降 72 万桶/日，相较去年 2 月俄乌冲突前水平下降 107 万桶/日。2 月 5 日，欧盟对俄成品油贸易制裁落地，2 月 10 日，俄罗斯表示，为应对制裁，石油产量每日减少 50 万桶。

三是，前期加息预期趋缓，美元指数由强转弱。

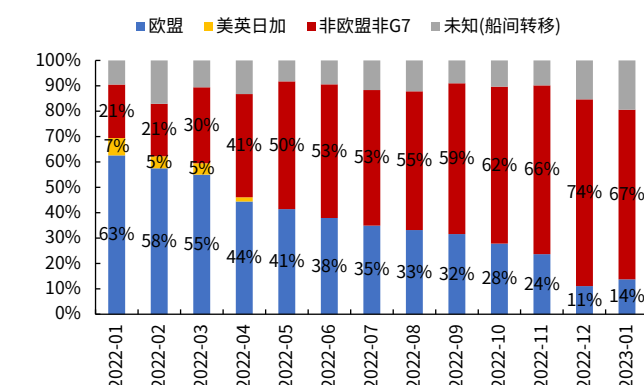
去年下半年之后，油价大幅回落，一方面与俄原油供给风险消退有关，另一方面，很大程度上受美联储持续加息影响，削弱原油金融属性。但随着 10 月美国通胀数据确认见顶，11 月、12 月通胀数据接连降温后，市场普遍预计后续加息幅度减弱，对应美元指数快速走低，对油价也构成支撑。

图 3：俄乌冲突以来，俄罗斯原油共减产约 100 万桶/日



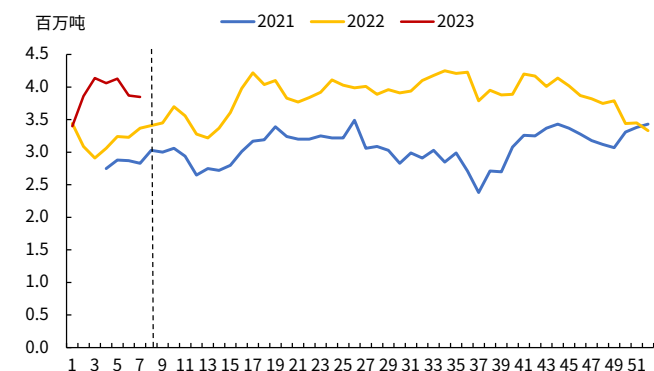
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

图 4：俄乌冲突后，俄罗斯原油出口逐步转向欧盟以外地区



资料来源：Bruegel，光大证券研究所

图 5：由于出口贸易转向，俄海运原油出口基本未受影响



资料来源：Bruegel，光大证券研究所 注：横轴代表周；数据更新至 2023 年 2 月 23 日

图 6：去年 12 月至今年 1 月，美元指数回落支撑油价上涨



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：灰色阴影指代美元指数上行期内，油价承压；黄色阴影指代美元指数下行过程中，油价企稳回升；数据更新至 2023 年 3 月 1 日

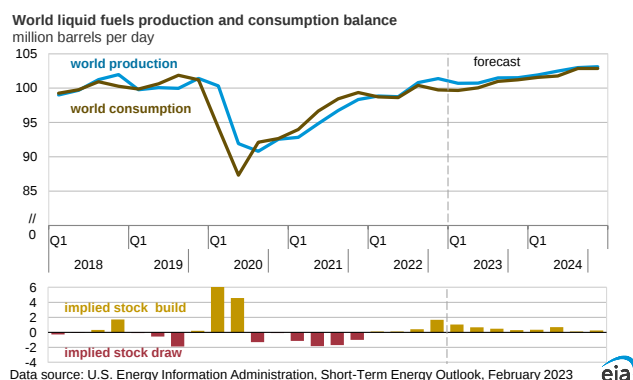
目前看，由于中国需求回暖、俄罗斯石油减产以应对制裁，以及美国适时回购战略石油储备的诉求，短期内油价底部已经形成。去年 12 月以来，布伦特原油价格已在 75 美元/桶上方站稳。

全年看，今年在原油供给趋紧，需求相对韧性的情况下，供需维持紧平衡。但相较 2022 年，地缘风险已被多数消化，加息背景下海外经济放缓预期仍在逐步推进。我们预计今年布伦特原油价格以 85 美元/桶为中枢，维持高位震荡。

上半年，需求抬升叠加供给受限，油价仍存在上涨风险。需求方面，国内疫后复苏红利释放、欧美经济相对韧性，以及后续季节性需求抬升，将推动原油需求上行。供给方面，2 月 5 日，欧盟对俄成品油出口制裁落地后，短期内俄罗斯部分成品油出口受限，开启主动减产，对油价形成支撑；OPEC 作为关键的边际定价者，在 11 月大规模减产，产量维持平稳；美国页岩油由于资本开支不足，仍在缓慢增产。总体来看，全球原油供给端弹性较差。

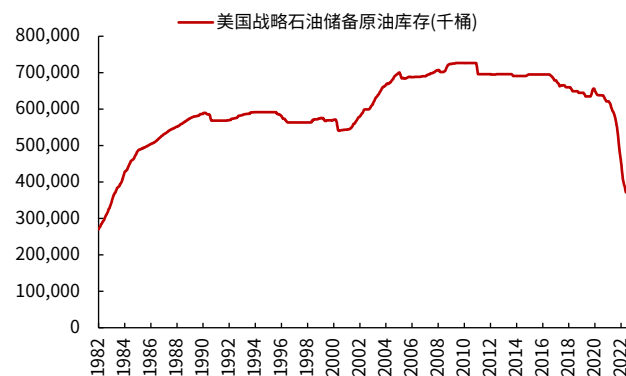
鉴于美国加息预期反复，持续扰动金融属性，油价大概率曲折前行。此外，美国计划从战略石油储备中再出售 2600 万桶原油，预计在 4 月至 6 月之间交付，将部分对冲原油供给缺口。因此，我们预计上半年布伦特原油价格在 80-95 美元/桶区间震荡，总体上行高度有限。

图 7：EIA 预计今年全球原油出现小幅累库



资料来源：EIA，光大证券研究所 注：数据来自 2 月 EIA 短期能源展望

图 8：美国战略石油储备已经降至历史低位



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：数据更新至 2023 年 2 月 24 日

下半年，随着俄罗斯成品油贸易逐步向欧盟以外地区转移，减产空间有望收窄，叠加美国经济步入结构性衰退，或将带动油价中枢小幅下移。

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_52804

