



油价回落，美国通胀能否 “松口气”



6 月份以来，以金属原材料为代表的国际大宗商品价格呈现出一轮“下跌潮”，叠加期间美债利率的“摸高回落”，市场对于“衰退”的讨论络绎不绝。进入 7 月份，原油价格一改前期稍显韧性的走势，出现显著松动，这是否意味着美国经济“衰退”又近了一步呢？

我们认为，本轮原油价格下挫的背后，并非是美国进入衰退的“镜像”，而是美元的走强。

强美元的一大推手，是持续疲软的欧元。目前欧美通胀高企，但美联储已经开启加息，追赶曲线，而欧洲尚未开始正式收紧货币政策。在欧美货币政策背离格局下，欧元有持续走弱的基础。

本轮欧元大幅下挫的一大导火索是 7 月份欧元区投资者信心指数大幅下行，为欧洲增长放缓再添阴霾。由于国际原油价格以美元标价，在“标尺效应”下，美元走强使得原油价格出现大幅回落。

虽然本轮原油价格的下挫，更多受短期美元走强扰动。但是全球经济增速放缓已是一致预期，这是否意味着原油价格会迅速进入下行通道？

历史上来看，原油价格与全球经济周期高度相关，但是价格下跌总是滞后于经济增速放缓，我们认为背后原因主要有二：1) 当经济刚开始放缓时，原油需求仍不弱；2) 当市场预期需求放缓时，原油产能会主动调节，进而对油价产生相应支撑。

类比于本轮，我们同样可以从需求和供给两大维度出发，我们认为，

现在开始看空原油和交易美债利率下行一样，仍为时过早。

1.不宜高估需求回落

原油价格和经济增速的高相关性背后，实则反映的是原油由需求侧定价。历史上来看，美欧的原油需求占据了全球需求的 35%，因此，美欧的经济走势将很大程度上决定原油的需求。

市场在交易美债利率下行的同时，实际上是在交易经济衰退的预期，但是目前美国经济实际上正从“过热”回归中性的过程中，难言疲软。

欧洲的情况也类似，从 PMI 指数来看，欧元区经济增长放缓较快，但目前仍处于荣枯线以上。

在全球经济增长没有陷入实际衰退的格局下，原油需求仍有一定支撑。根据美国能源信息署（EIA）预测，2023 年，全球原油需求量仍会小幅增长，将从目前 0.99 亿桶/天增加至 1.03 亿桶/天。因此，我们认为，虽然全球经济衰退“预期先行”，但不宜高估短期内原油需求回落的幅度。

2.供给是否存在超预期

自从美国页岩油革新以来，美国原油产能迅速扩张，目前全球原油生产主要集中在美国 and OPEC 成员国之间，占全球原油生产 50%以上。美欧通胀高企格局下，对原油“扩产降价”有一定诉求，然而本轮原油在供给端的弹性或许相对有限：

1)美国页岩油扩产并非一帆风顺。由于美国页岩油生产具有高衰减性，美国原油扩产依赖于新井钻探。历史上来看，原油价格略领先于美国活跃钻井数量。2021年下半年以来，原油价格迅速上行，但是钻井数量并没有“迅速跟上”，目前仍较疫情前最高钻井数量差 293 座。

根据达拉斯联储 6 月份的能源行业调查来看，目前美国原油扩产主要存在两大阻力：

招工难掣肘原油扩产。新井钻探与生产需要大量专业人员和设备投入，虽然美国就业市场持续恢复，但是原油生产作为“老旧行业”依然面临招工难问题，年轻人入行意愿低，叠加目前美国薪酬水平高涨，招工难问题使得原油生产商很难在短期内增设人员，扩大产能。

原油价格波动加剧，扩产意愿有所下降。自原油高位回落以来，原油价格波动加剧，而增设钻井一般需要 4-9 个月时间，一旦全球经济进入“降速后周期”，前期的大规模扩产可能会使原油厂商面临更高的成本风险。

2) OPEC 扩产意愿存疑。由于沙特是 OPEC 成员国中原油产量最高的国家，目前美国对于“增产降价”的希望也主要寄托在沙特增产上，我们认为不宜对原油增产幅度太过乐观，原因有二：

对于沙特能否有效增产，市场依旧存在分歧。根据 Bloomberg 估算，2016 年以来，沙特最大产能为 1150 万桶/天，但历史上来看，沙特产油较难长时间维持在 1100 万桶/天以上。历史上仅在 2018 年和 2020 年两

次短暂地将原油产量提升至该水平。

历史上来看，当下 OPEC 剩余产能已经接近疫情前平均水平。由于 OPEC 成员国财政大量依托于原油出口，因此，在当下原油波动加剧格局下，OPEC 增产也将面临一定财政风险，扩产幅度或许相对有限。

3.年内油价如何演绎？

综合以上两点，在需求端韧性尚存，而供给端弹性有限的格局下，短期内，原油供需仍将维持“紧平衡”，原油价格或许难以出现大幅松动。

EIA 的原油报告中，市场对原油需求与原油库存关注度较高。我们使用需求与库存的比值来综合反映原油供需的“松紧度”。经过研究，我们发现，“需库比”同比增速与原油价格增速高度相关，作为因子可以对原油价格有较好拟合效果。

EIA 月度报告披露两个口径的原油库存数据：美国商业原油库存、OECD 商业原油库存，以及两个口径的原油需求数据：美国原油需求量、OECD 原油需求量。我们通过两两组合发现，“OECD 原油需求量+美国

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_43943

