

海外宏观周报

近期油价涨势为何超预期？

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- **主题评论：近期油价涨势为何超预期？** 国际油价在近一个月快速上涨。截至10月15日，WTI原油和布伦特原油期货价分别收于82.3和84.9美元/桶，近一个月上涨了9.4-9.7美元/桶，涨幅达12.5-13.3%。目前支撑油价强势的主要因素，包括全球Delta病毒冲击减弱、美国及OPEC+产油国的供给不足等，基本符合我们的前期判断。然而，近期油价上升速度之快，也有超预期的成分，包括“冷冬”预期的强化、欧美“能源危机”与天然气等互补品价格暴涨、以及美国战略原油储备投放不及预期。往后看，考虑到美国石油战储仍有可能如期投放，在80美元/桶的油价背景下OPEC增产动力更足，以及美联储和美国政府对通胀的容忍度可能下降，我们建议，对于未来1-2个季度油价波动以及下挫的可能性需保持警惕。
- **海外经济跟踪：**1) 美国通胀指标增速反弹，且上涨压力还在路上。美国9月CPI同比上涨5.4%，连续5个月破5%。由于近期能源品价格进一步走高，CPI上涨压力可能更大。美国9月PPI同比上升8.6%，未来美国PPI仍可能进一步向CPI传导。2) 美国9月零售销售意外走强，疫情冲击正在改善。3) 美国短期通胀压力继续成为抑制消费信心的“罪魁祸首”，即使失业情况继续改善。美国10月密歇根大学消费者信心指数为71.4，不及预期和前值。密歇根大学消费者对未来1年的通胀预期为4.8%，继续创2008年来最高。美国初请失业金人数疫情以来首次下降至30万人以内。4) 非美经济：供应链瓶颈拖累发达经济体。IMF发布最新世界经济展望报告(WEO)，普遍下调发达国家2021年经济增速预测，主要原因是供应中断对工业经济体带来负面冲击。近期欧洲花旗经济意外指数走弱，欧洲在供应链瓶颈和“能源危机”中面临较大挑战。
- **全球资产表现：**1) 全球股市，近一周主要地区股市普涨。推升全球股价的动能包括：一是，市场尚不担心货币政策过快收紧，加上美国国会通过暂停债务上限提案，全球风险偏好维持高位。二是，全球能源品价格上涨，推升能源、周期板块。三是，市场对中美关税调整乃至经贸关系边际缓和有所期待。四是，美欧金融企业等部分企业Q3业绩出炉并超市场预期。2) 全球债市，10年美债收益率收于1.59%，实际利率整周下跌8bp至0.97%，隐含通胀预期则上行6bp至2.56%，超过了今年5月份的高点(2.54%)。美国利率市场交易明年“加息”，交易结果显示2022年6月加息25个基点的概率近50%。3) 大宗商品，多数商品仍然维持上涨态势，国际油价整周涨3-3.7%，COMEX金和银价格分别上涨0.6%和2.8%，有色金属铜、铝价格因通胀预期上行而突然蹿升，动力煤整周暴涨26.4%。4) 外汇市场，市场风险偏好和通胀预期走强使美元贬值。美元指数在10月12日收于94.52创下今年新高，但15日收于93.97。我们维持四季度美元指数企稳于94点上方的判断。英镑走强，市场预期英国央行今年加息。

一、主题评论：近期油价涨势为何超预期？

1.1 支撑油价的主因

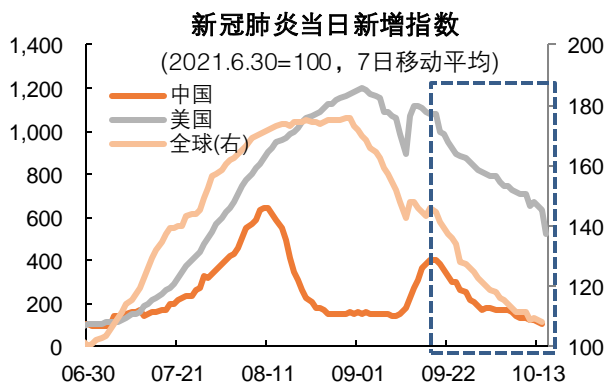
国际油价在近一个月快速上涨。布伦特原油、WTI原油期货价分别于10月4日和11日收于80美元/桶上方。截至10月15日，WTI原油和布伦特原油期货价分别收于82.3和84.9美元/桶，近一个月上涨了9.4-9.7美元/桶，涨幅达12.5-13.3%。

目前支撑油价强势的主要因素，包括全球Delta病毒冲击减弱、美国及OPEC+产油国的供给不足等，基本符合我们的前期判断。（参考相关报告：《油价会不会是下一个“灰犀牛”》《原油市场“三剑客”：病毒、飓风和美国政府》等。）

需求方面，今年7月以后，以中美为代表的石油需求国均受新一轮Delta病毒引发的疫情冲击，市场的需求预期受到压制。我们9月初前期判断，新一轮疫情对全球经济活动及石油需求的实际影响有限，市场可能已经充分（甚至过度）price in本轮疫情冲击。9月下旬以来，随着中美及全球新增确诊数量显著下降（图表1），市场对原油需求的预期得到了修正。

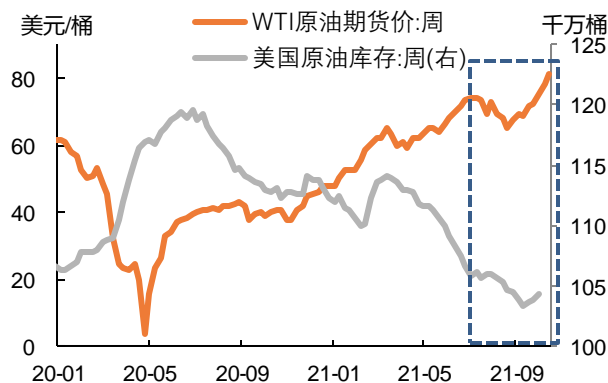
供给方面，下半年以来美国原油库存紧张格局未变（图表2），美国钻井平台增速并未增加，且美国“艾达”等飓风在9月上旬还影响了部分钻机平台作业（图表3）。OPEC+集团对油价的上涨也“无动于衷”，进一步限制了市场对原油供给的预期。10月4日，OPEC+最新部长级会议维持7月决定的增产计划，即11月该联盟总产量仍继续按照40万桶/日的节奏上调，同时其总体减产计划的结束日期仍将延续至明年12月。根据我们前期测算，假设OPEC自8月开始每月增产40万桶/日，至少在今年下半年，其增产幅度仍不及全球石油需求的增加（图表4）。

图表1 近一个月全球疫情显著改善



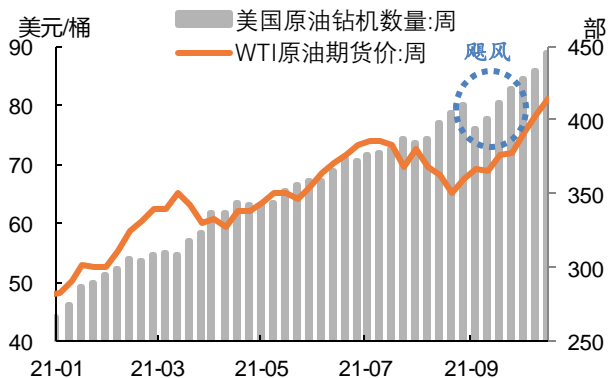
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 下半年以来美油库存紧张格局不变



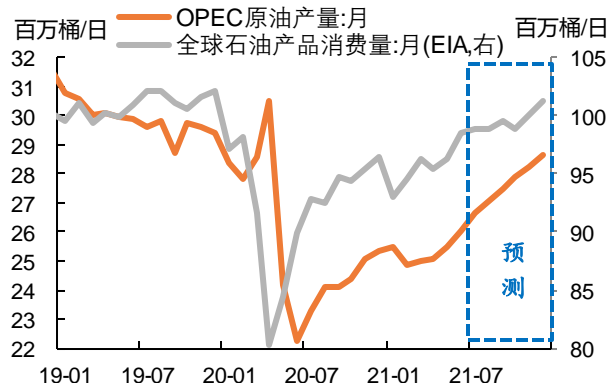
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 美国飓风短期抑制原油供给恢复



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 OPEC当前增产计划仍属克制



资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.2 油价快涨的催化剂

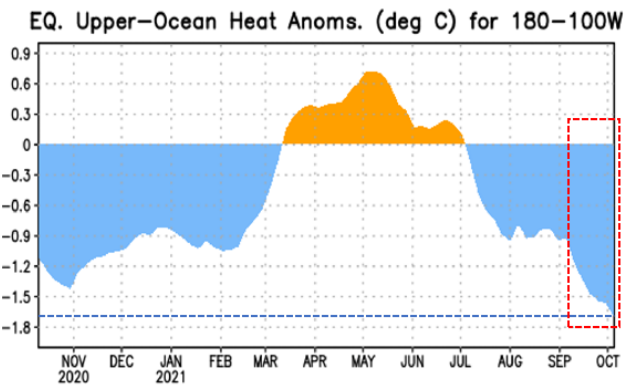
然而近期油价上升速度之快，也有超预期的成分，包括“冷冬”预期的强化、欧美“能源危机”与天然气等互补品价格暴涨、以及美国战略原油储备投放不及预期。

1) “冷冬”预期强化。10月14日，美国海洋大气管理局(NOAA)最新预警称，在过去的一个月里，太平洋中部和东部的大部分地区都观测到了海洋温度的负异常，已经低于2020年冬季水平(图表5)。NOAA预计，在2021年12月至2022年2月期间，拉尼娜(海面温度持续异常偏冷的现象)出现的概率为87%。

2) 全球“能源危机”意外来袭。受“冷冬”预期影响，以及供应链瓶颈的不断发酵，全球天然气、煤炭和电力等原油互补品的价格超预期暴涨(图表6)，进一步带动油价上升。例如，英国和美国天然气期货价格在9月分别环比上涨49%和27%，同期油价仅上涨了5%。10月14日，国际能源总署(IEA)表示，全球能源危机将推升石油需求，并上调今年全球石油需求至9630万桶/日，较之前的报告增加了550万桶/日。

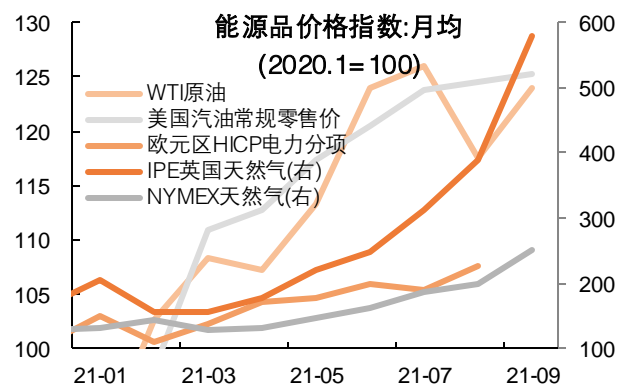
3) 美国战略储备投放不及预期。8月23日，美国能源部曾宣布将至多出售2000万桶战略原油储备，拟于今年10月1日至12月15日之间交付。换言之，按照计划，美国将在10月以后的10周里每周释放至多200万桶战储。然而，截至10月8日当周，美国战略原油储备仅下降了80万桶，不及计划水平的一半。10月6日，美国能源部长在英国《金融时报》能源转型战略峰会上表示，美国政府不排除动用战略石油储备以应对油价上涨。7日，美国能源部发言人表示，目前没有计划启用战略石油储备。目前，本轮美国石油战储的预售情况、以及未来是否会增大投放量，仍有不确定性。

图表5 近一个月海面温度显著低于历史平均水平



资料来源:美国海洋大气管理局(NOAA,2021.10.14),平安证券研究所

图表6 除原油外其他能源互补品价格快速上涨



资料来源:Wind,平安证券研究所

1.3 油价调整风险尚存

往后看，考虑到美国石油战储仍有可能如期投放，在80美元/桶的油价背景下OPEC增产动力更足，以及美联储和美国政府对通胀的容忍度可能下降，我们建议，对于未来1-2个季度油价波动以及下挫的可能性需保持警惕。

1) 美国政府抛储等行动可能短期抑制油价。据我们前期梳理，1991年-2011年期间美国政府曾五次出售战略原油储备且均造成了油价下跌，WTI和布伦特油价最大跌幅分别为20-44%和16-45%区间，时间间隔在1-3个月左右(图表7)。且由于拜登政府有强烈意愿抑制油价以缓解通胀压力，不排除其后续加大政策力度(例如增加抛储、限制石油出口)的可能性。

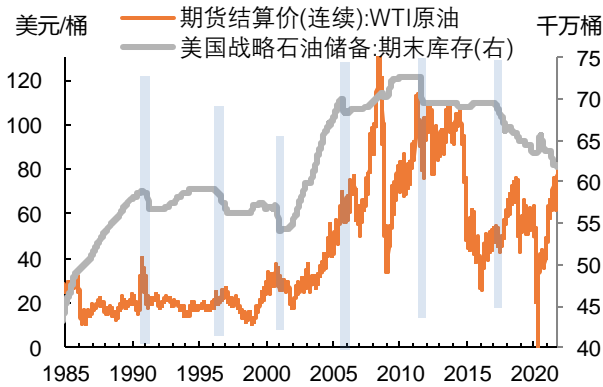
2) OPEC在当前油价下的增产动力显著增强。本轮OPEC增产计划保持克制，其中一个重要原因是，产油国希望在较高的油价下修补财政赤字。据IMF数据，60美元/桶的油价可以平衡大部分OPEC成员的经常帐赤字，而平衡财政赤字仍需要油价维持在70美元/桶以上。然而，当前油价已经达到80美元/桶，已经超过沙特、阿联酋、伊拉克等大多数OPEC成员的“财政盈亏平衡油价”，这些成员适当增产可以进一步增加财政收入，意味着其加大增产的可能性更大。

3) 美联储对于通胀的看法正在变化。10月13日公布的美国9月CPI环比增速超预期反弹至0.4%、同比增速达5.4%；10月15日公布的密歇根大学消费者对于未来1年的通胀预期超预期升高至4.8%。面对节节走高的物价和越来越强的通胀预期，

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

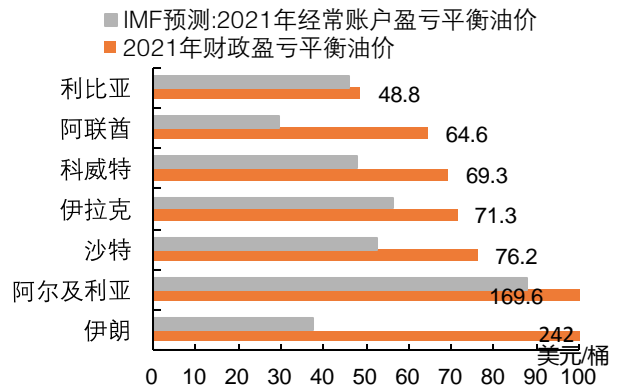
美联储的态度已经开始发生变化。9月28日，美联储主席鲍威尔国会讲话对于通胀的态度发生了变化，不再像往常那样强调“通胀暂时论”，而是称供应链瓶颈影响比预期得更持久。10月13日，美联储公布的9月会议纪要提到，供应链中断、劳动力短缺以及其对价格和薪酬的影响都要比预期得更加严重，通胀的主要风险趋于上行。如果美联储不再“淡定”，例如日后加快削减资产购买（Taper）的节奏，市场风险偏好的回落可能加剧油价波动与下挫。

图表7 历史上美国战储投放短期抑制油价



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 80美元/桶的油价已经超过沙特等大部分 OPEC 产油国的财政盈亏平衡油价



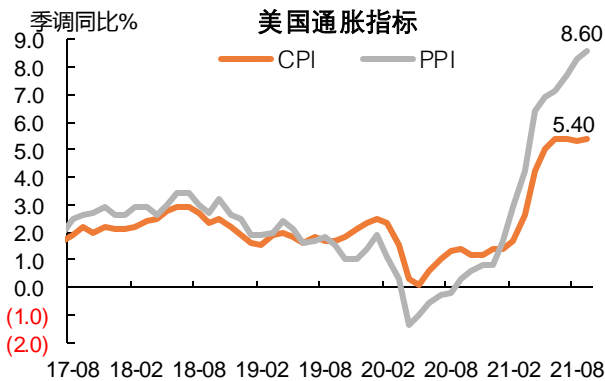
资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、海外经济跟踪

2.1 美国经济：通胀压力持续、抑制消费信心

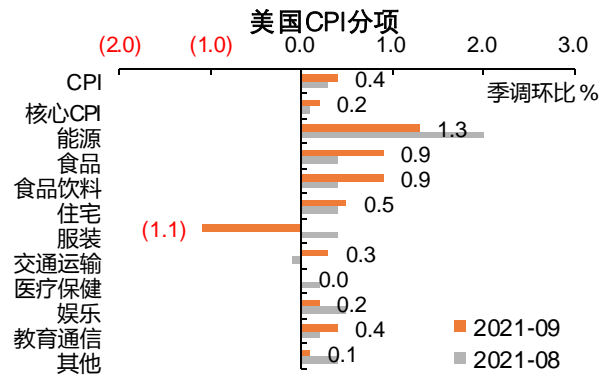
美国通胀指标增速反弹，且上涨压力还在路上。美国9月CPI同比上涨5.4%，超市场预期和前值的5.3%，继续创2008年7月以来最高水平，且连续第5个月同比破5%。9月CPI环比上涨0.4%，市场预期和前值均为0.3%。美国9月核心CPI涨幅有所放缓，同比上涨4%，环比上涨0.2%，基本符合预期。分项看，能源品、食品以及食品饮料分项环比分别为1.3%、0.9%和0.9%，主导了9月CPI上涨；二手车和卡车分项环比为-0.7%，价格降幅不及前值的-1.5%。而往后看，由于近期能源品价格进一步走高，CPI上涨压力可能更大。美国9月PPI同比上升8.6%，再创历史新高，且与CPI的剪刀差进一步扩大。考虑到美国历史上PPI和CPI的增速基本同步，未来美国PPI仍可能进一步向CPI传导。

图表9 未来美国PPI仍可能进一步向CPI传导



资料来源: Wind, 平安证券研究所

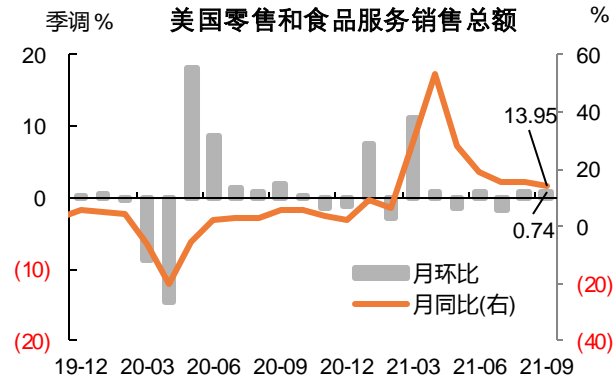
图表10 美国9月CPI推升主力是食品和能源品



资料来源: Wind, 平安证券研究所

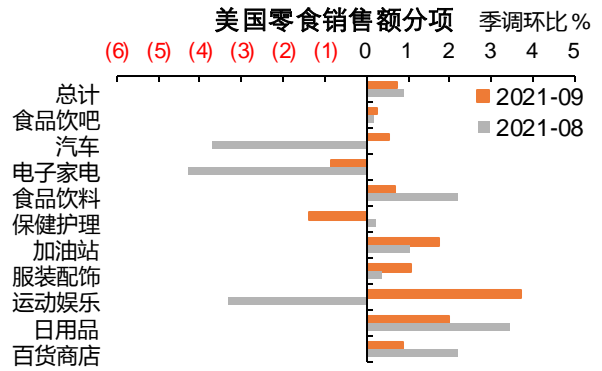
美国 9 月零售销售意外走强，疫情冲击正在改善。美国 9 月零售销售总额环比增加 0.7%，此前市场预期环比下降 0.2%，意外超出预期，前值由 0.7% 上修至 0.9%。分项上看，在 8 月表现疲弱的汽车、电子家电、运动娱乐等零售数据显著好转，或体现“缺芯”问题边际好转；保健护理分项环比下滑、服装配饰分项环比增长，体现疫情影响减弱、居民外出需求增加。

图表11 美国 9 月零售销售环比上升



资料来源: Wind,平安证券研究所

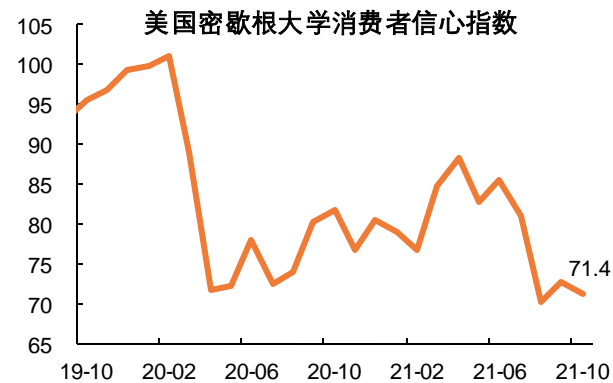
图表12 美国 9 月大部分零售销售分项环比上升



资料来源: Wind,平安证券研究所

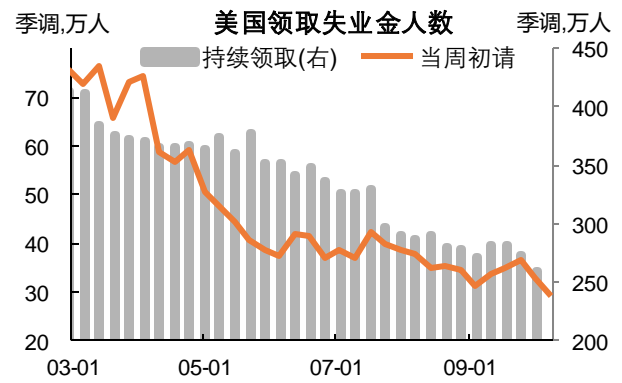
美国短期通胀压力继续成为抑制消费信心的“罪魁祸首”，即使失业情况继续改善。美国 10 月密歇根大学消费者信心指数为 71.4，不及预期的 73.1，前值为 72.8，该数字仍然是除今年 8 月以外疫情爆发以来（以及 2011 年以来）的最低值。10 月密歇根大学消费者对未来 1 年的通胀预期为 4.8%，创 2008 年来最高，预期为 4.7%，9 月为 4.6%；消费者预计未来 5-10 年通胀率为 2.8%，前值为 3%。截至 10 月 9 日当周，美国初请失业金人数为 29.3 万人，为疫情以来首次下降至 30 万人以内，前值 32.6 万人，预期 32 万人；截至 10 月 2 日当周，续请失业金人数为 259.3 万人，前值 271.4 万人，预期 267 万人。

图表13 美国 10 月消费信心继续低迷



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表14 美国失业情况继续改善



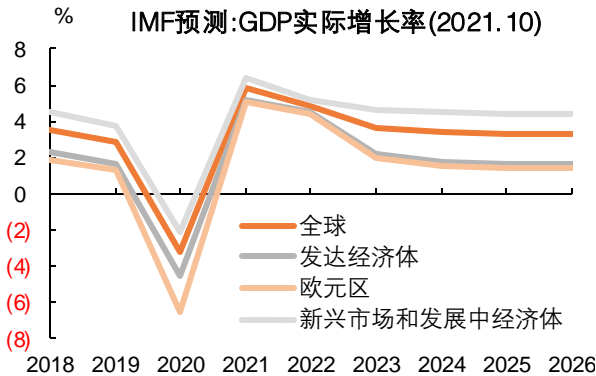
资料来源: Wind,平安证券研究所

2.2 非美经济：供应链瓶颈拖累发达经济体

10 月 12 日，IMF 发布最新世界经济展望报告 (WEO)，对于 2021 年全球经济增长预估为 5.9%，较 7 月报告下调 0.1 个百分点；将美国 2021 年实际经济增速下调了 1 个百分点至 6.0%；将德国、日本全年经济增速分别下调 0.5 个百分点和 0.4 个百分点。发达国家经济增速预测的下调，主要原因是供应中断对工业经济体带来负面冲击。新兴市场方面，IMF 对中国 2021 年的增长预测下调了 0.1 个百分点至 8.0%，对印度的增长预测则维持 9.5% 不变，但对于其他大部分亚洲新兴国家都进行了下调，主要原因是疫情冲击仍未消退，全球复苏仍不均衡。观察花旗经济意外指数，近期欧洲经济出现边际转弱迹象，美国

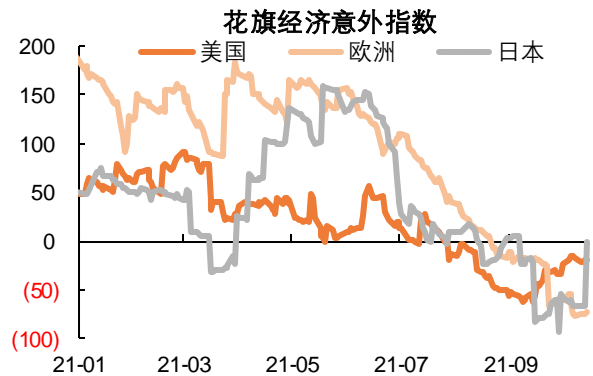
和日本相对更有韧性。当前，欧洲经济在供应链瓶颈以及“能源危机”中面临较大挑战。

图表15 IMF下调2021年全球经济增长预期



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表16 近期欧洲经济边际转弱,美国和日本更强



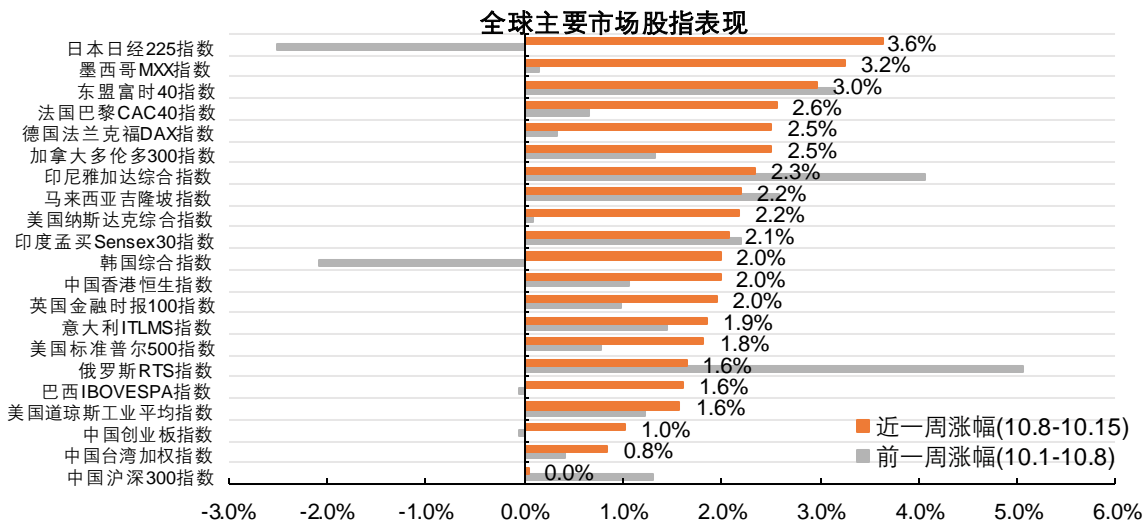
资料来源: Wind,平安证券研究所

三、全球资产表现

3.1 全球股市：全球普涨

近一周(截至10月15日),全球主要地区股市普涨, 日经225、中国香港恒生指数和美国标普500指数分别涨3.6%、2.0%和1.8%。A股表现相对逊色于海外市场, 创业板指数涨1.0%、沪深300指数几乎未涨。全球地区风格不明显, MSCI 新兴市场和发达市场指数整周分别涨1.75%和2.12%, 而 MSCI 亚太地区和欧洲指数整周分别涨2.13%和2.33%。近一周推升全球股价的动能包括: 一是, 继美国“非农”数据疲弱后, 市场尚不担心货币政策过快收紧, 加上美国国会两院通过暂停债务上限提案, 全球风险偏好维持高位。二是, 全球能源品价格上涨, 推升能源、周期板块。三是, 在美国通胀压力攀升背景下, 市场对中美关税调整乃至整体经贸关系边际缓和有所期待, 市场信心较强。四是, 美欧金融企业等部分企业 Q3 业绩出炉并超市场预期, 进一步抬升估值。

图表17 近一周全球股市普涨

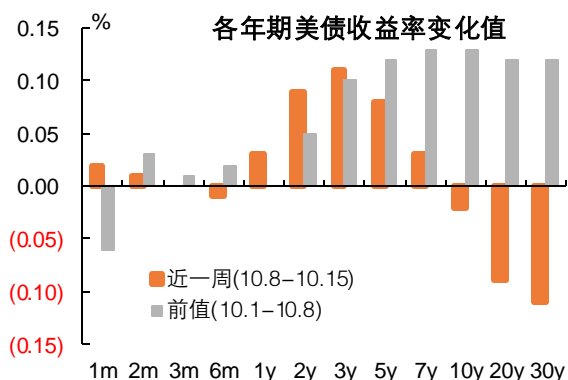


资料来源: Wind,平安证券研究所

3.2 全球债市：通胀预期上行

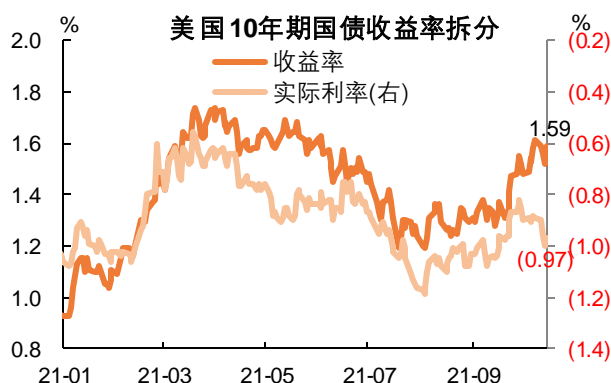
近一周美债收益率曲线趋平，1-7年期美债收益率上行，其中3年期收益率上行11bp；10年期及以上美债收益率下降，其中30年期收益率下降11bp。10年美债收益率整周经历V型走势后收跌2bp于1.59%，其中实际利率整周大幅下跌8bp至0.97%，隐含通胀预期则明显上行6bp至2.56%，且已经超过了今年5月份的高点（2.54%）。5年TIPS隐含通胀预期整周收于2.71%，基本持平于今年5月的高点。随着美债收益率攀升，以及美联储对于通胀的态度更偏鹰派，美国利率市场正在交易明年的“加息”：10月15日的利率掉期交易结果显示，市场预测2022年6月加息25个基点的概率近50%，预期9月加息25个基点的概率为百分之百。今年9月，全球主要地区10年期国债/公债利率跟随美债利率上涨，其中南非、英国、俄罗斯等国债收益率上行更明显，而印度、中国、越南、日本等亚洲地区国债表现出更强韧性。

图表18 近一周美债收益率曲线趋平



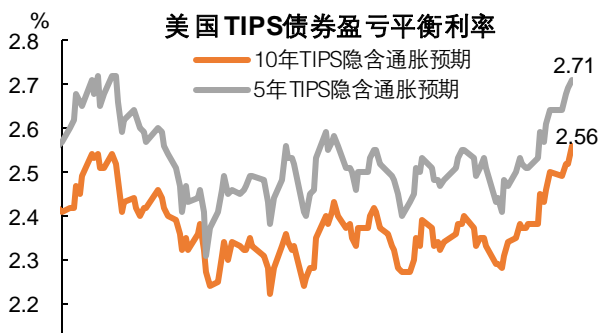
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表19 近一周10年美债实际利率明显下行



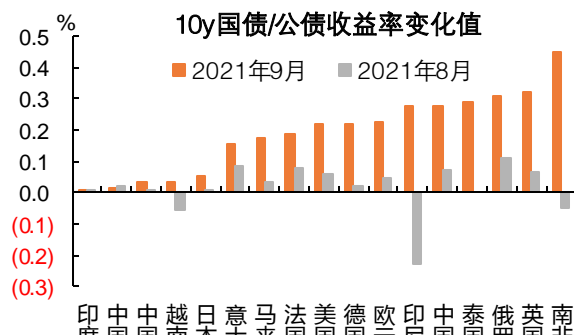
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表20 近一周美债市场隐含通胀预期大幅走高并持平于今年5月的高点



云报告
https://www.yunbaogao.cn

图表21 9月全球主要地区国债收益率显著上升



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_27895



云报告
https://www.yunbaogao.cn