

## 金融工程组

电话: 0571-87923821  
邮编: 310000  
地址: 杭州市下城区万寿亭 13 号  
网址 <http://www.zjncf.com.cn>

## 相关报告

6 月宏观与能源市场展望—印度疫情对全球经济冲击有限 中美经济仍将错峰复苏 原油仍将震荡上行 沥表或将回归弱势

2021-5-28

5 月宏观、有色与原油市场展望—全球经济复苏之路依然坎坷 原油与有色金属仍将震荡上行

2021-4-26

二季度有色与原油市场展望——全球经济复苏存大重大风险，原油与有色的上行之路或将延后

2021-3-25

3 月有色与原油市场经济展望——量化宽松与财政刺激助力全球经济复苏 原油与有色上行之跌依然畅通

2021-2-25

2 月有色与原油市场经济展望——中美经济复苏步伐或将分化 原油与有色上涨依然可期

2021-1-29

## 三季度宏观与能源市场展望一

中国经济动能高位回落 Taper 渐行渐近  
需求增加 VS 伊核谈判僵局 原油仍将震荡上行

## 观点摘要:

## 宏观经济:

整体来看，一方面，虽然全球整体新增确诊病例有所下降，但有部分国家和地区的疫情存在反弹；另一方面，在下半年全球输入性通胀高企仍将持续的情况下，我国经济增长动能将在供给瓶颈全面收紧的影响下进一步放缓，此外，美联储 6 月的议息会议将拉开货币正常化的序幕—美联储最快会在四季度启动 Taper，但加息步伐将会有所放缓。

## 原油:

一方面，虽然 OPEC、EIA、IEA 三大机构继续看好全球原油消费前景，但全球原油供需将继续维持紧平衡之势；另一方面，随着欧美疫情的好转且叠加夏季驾车出行高峰的来临、下半年全球经济的持续稳步复苏，这将对原油需求的复苏起到了一定的支撑。此外，受当前伊朗政局的影响，来自于强硬派的新总统莱希虽支持与六大国进行会谈以恢复 2015 年的核协议，但断然拒绝与美国总统拜登会面，伊核僵局短期之内或难以缓和，伊朗原油短期之内难以重返全球市场。

从整体来看，我们认为虽然自二季度以来国际原油价格呈现震荡上行之势，但展望未来，虽然当前“德尔塔”变异病毒令部分国家重启封销措施，使得市场对下半年的全球原油消费需求忧虑再起，但随着主要发达国家接种疫苗速度加速，且叠加夏季驾车出行高峰的到来、下半年全球经济的持续错峰复苏，预计下半年全球原油的消费增速在经过短暂的回落后仍将呈现大幅增长之势，全年仍将维持紧平衡状态。在全球原油供需仍保持紧平衡的情况下，国际原油价格中长期线仍将持续震荡上行，而从短线来看，受当前全球经济以及伊核谈判的进展、“德尔塔”变异病毒令在全球的传播等诸因素的影响，国际原油价格可以逢低建多。

## 关注点:

1. “德尔塔”变异病毒在全球的扩散程度；
2. 中美欧三大经济体的经济前景；
3. 伊核谈判进展、OPEC 政策前景；

## 目 录

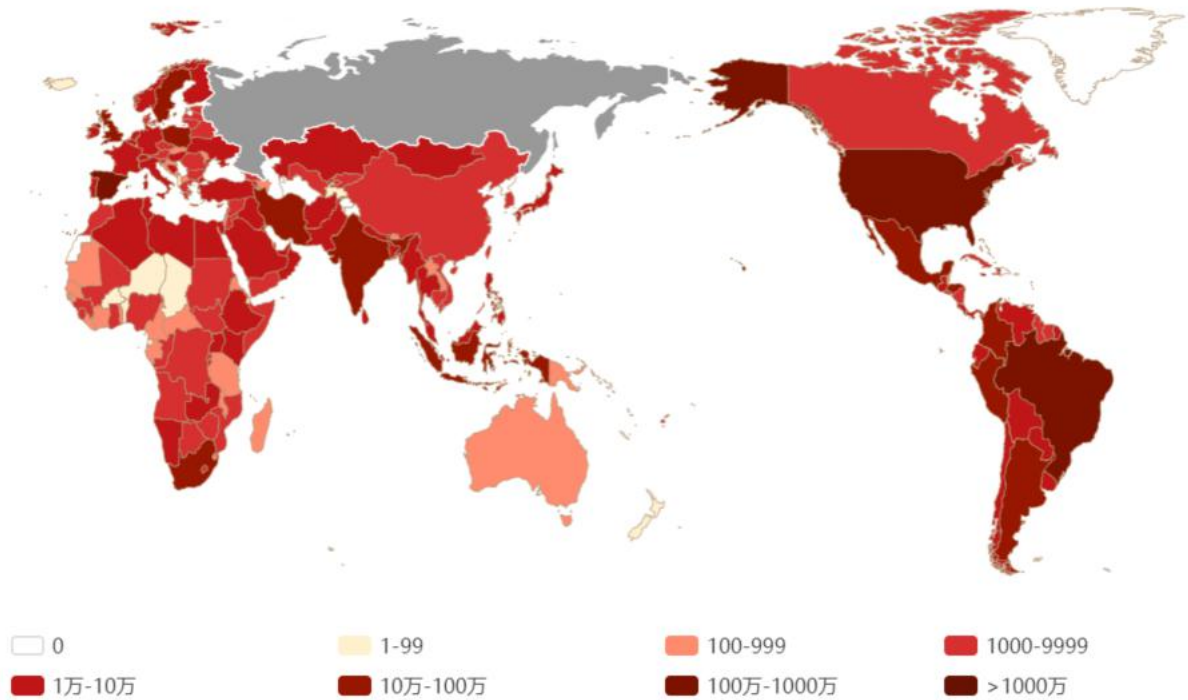
一、 全球经济复苏前景展望.....	3
(一) 6月全球疫情有所好转但防疫形势有所错位.....	3
(二) 全球通胀仍将持续高企，中国经济动能高位回落，美联储 Taper 渐行渐近.....	4
1. 下半年全球通胀仍将高企.....	5
2. 中国经济增长动能高位回落，供给瓶颈全面收紧.....	7
3. 美联储 Taper 渐行渐近，但加息节奏或将放缓.....	10
二、 欧美夏季出行高峰来临 VS 伊核谈判陷入僵局，原油价格仍将继续上行.....	17
(一) 供需：三大机构继续看好未来原油需求.....	18
1. 供应：全球供应量将继续增加，伊朗原油短期内将难以重返全球市场.....	18
2. 需求：欧美防疫措施逐步解除、夏季出行高峰到来，三大机构继续看好未来全球原油需求.....	20
3. 总供需：今年仍处于紧平衡之中.....	21
(二) 伊朗强硬派登台，伊核谈判再陷僵局，伊朗原油短期内难以重返全球市场.....	22
(三) 未来原油价格走势判断与交易策略.....	24
免责声明.....	25

## 一、全球经济复苏前景展望

### (一) 6月全球疫情有所好转但防疫形势有所错位

截止 2021-6-23 日，全球累计确诊新冠肺炎人数已超 18023 万人，累计死亡超 390 万人。

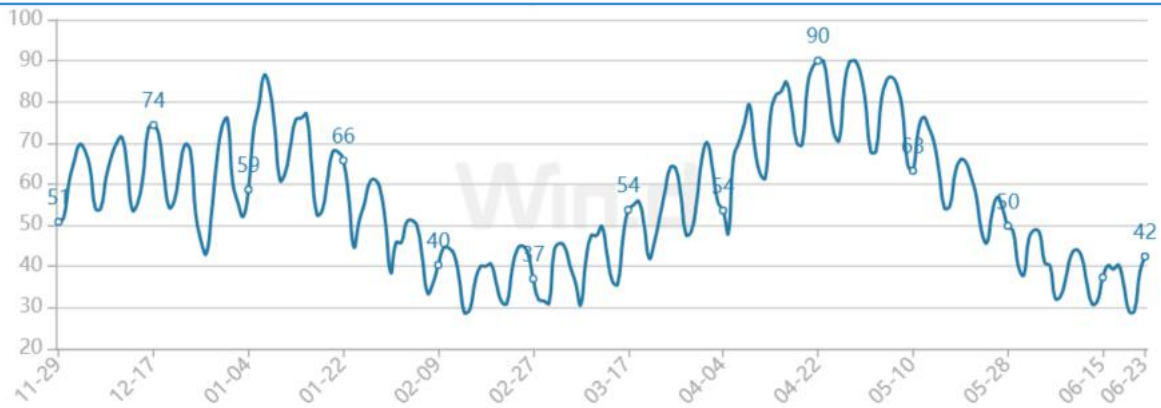
图 1：全球累计确诊新冠肺炎人数超 18023 万人



数据来源：WIND 新世纪期货

从日新增确诊病例来看，截止 2021-6-23 日，全球周度日新增病例回落至 36.6 万例，相较 5 月末的 51 万例回落逾 28%，相较 4 月末的高点 82 万例回落逾 55%。虽然全球整体新增确诊病例有所下降，但有部分国家和地区的疫情存在反弹：英国周度日均确诊病例由 5 月末的 1662 例升至 6 月第四周的 9077 例；此外，非洲部分国家疫情严重反弹，部分地区疫苗接种推进缓慢，疫情形势不容乐观。截止 6 月第四周，南非周度日均新增病例升至 13155 例，较 4 月低点反弹逾 1400%。

图 2：全球日新增确诊病例趋势图



数据来源：WIND 新世纪期货

在全球疫情好转之际，主要发达国家接种疫苗速度加速，德、英、法完全接种人数占比已分别达到 29%、45%、23%；资源国与主要生产国疫苗接种进度则相对较缓，印度、俄罗斯、巴西完全接种人数占比仅 3.5%、10.0%、11.2%，全球疫苗产业链上下游国家防疫形势有所错位。

**（二）全球通胀仍将持续高企，中国经济动能高位回落，美联储 Taper 渐行渐近**

我们在上一期 6 月月报中曾提到，除了内生性涨价因素外，输入型通胀也是各国通胀走高的主因之一。从当前的数据来看，5 月中美欧三大经济体的通胀数据呈持续攀升之势。

图 3：世界主要经济体 CPI 同比对比



数据来源：Wind 新世纪期货

### 1. 下半年全球通胀仍将高企

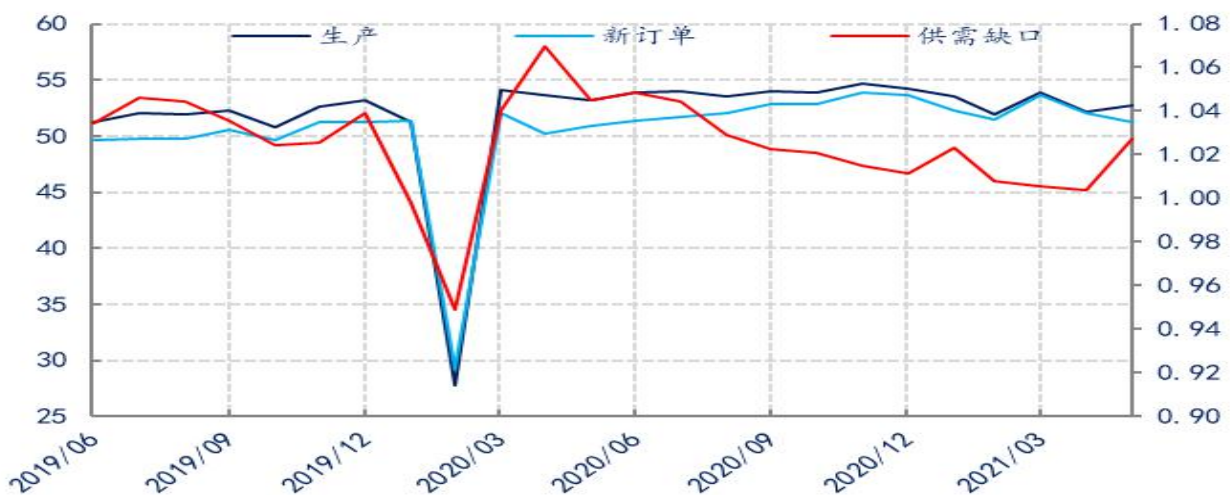
从中长期视角来看，过去十年（2010-2020 年）全球大宗商品整体处于通缩周期，其背景在于中国传统工业部门与建筑业部门过剩产能去化。而伴随疫情对资本开支的加快出清，国内工业产能利用率目前已上行至历史顶部区域，意味着产能去化过程近年或已至尾端。此外疫后全球资本开支周期有望逐步启动，这一过程本身从需求端亦会助推通胀中枢。

除此之外，国内碳中和背景下钢铁、电解铝等行业产能产量双控为长期逻辑。而拜登政府对于清洁能源的支持，以及新一届民主党任期内诸多政策推行，或将导致美国页岩油产能阶段性受限。最后值得注意的是发达国家央行对通胀的容忍度逐步上升，货币政策阈值对通胀上限的容忍度亦相应提高。因此从长期视角看，未来十年可能处于一个通胀中枢上行驱动的阶段。

从短周期的视角来看，本轮全球通胀高企仍将持续。

1) 海外疫苗接种推进及欧美接种完毕后的产能外溢助推全球经济，原油和大宗商品价格保持相对强势依然为合意推测假设。去年四季度疫苗接种进度逐步加快，全球宏观基本面修复信号进一步确认，再通胀形势的内生逻辑亦逐步显性化。若以 PMI 新订单分项代表国内需求，PMI 生产分项代表国内供给，则 PMI 生产/新订单比值则可大致表征供需缺口变化方向。去年二季度至今这一指标持续回落，信号指向宏观层面供需缺口持续偏紧，与同期大宗商品上行趋势保持一致。

图 4：国内供需缺口自 2020 年二季度以来一直呈现回落之势



数据来源：Wind 新世纪期货

此外，去年国内出口整体受益于疫情国供给修复错位带来的份额提升。今年以来表现出口

增速仍显著超预期，其中重要背景则在于海外疫苗接种情况日趋明朗：当前美英德法疫苗完全接种率已分别达到 42%、42%、24%、19%。考虑到发达国家完全接种率将于三四季度进一步上升，这一假设一则伴随边际经济增量，二则对应疫苗产能外溢至其他国家。对应下半年国内出口环境依然处于蜜月期。

当前，美国经济或将正式步入过热期，即对应资本开支加速、服务业迅速恢复阶段。伴随疫情约束逐步消除，7 月 4 日美国将全面解除疫后封锁，服务业加速吸收就业人口、经济不确定性降温有助于美国资本开支加速。目前美国劳动力市场已有 24 个州表示将在本月中下旬结束额外失业救助，未来低收入者回归就业市场意愿若持续上升，亦将为美国经济加速提供劳动力支持。此外美国房地产基本面延续景气，低库存高房价叠加高景气度的格局持续刺激开工，进一步拉动国内家电家具等部分耐用品消费品出口需求。综上所述在欧美国家疫苗接种、服务业及资本开支加速、地产景气因素推动下，三四季度发达国家基本面仍存上行预期差，支撑国内出口仍为大概率事件。

2) 对于产业链上下游，不同国家防疫形势有所错位。上半年印度、俄罗斯、南美等资源国疫情局部反复或未出现趋势性拐点。全球防疫形势逐步好转以来，部分大宗商品生产、渠道、物流、供应链等供给约束复原速度仍低，其中一个重要原因为资源国防疫形势整体不容乐观。考虑到受资源国疫情影响，运力受阻将影响工业原材料供给、流通等诸多环节。而下游主要消费国防疫好转无疑将带来供需结构错配，进而推升大宗商品价格上行趋势。

以工业金属为例：在铜矿供应紧张且海外库存处于极低水平的背景下，南美疫情防控压力对铜矿的生产运输均存干扰，整体而言下半年资源国供应或仍受疫情反复阶段性掣肘。

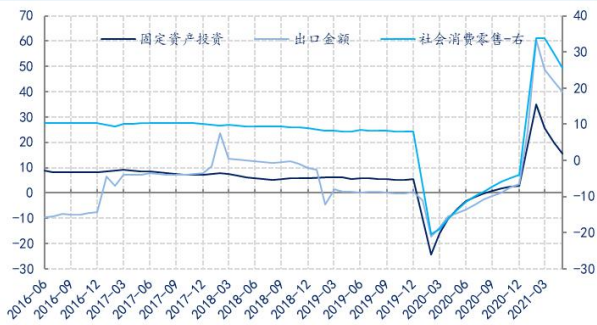
3) 从流动性来看，疫后主要经济体货币供给相对宽松，或至少按潜在名义增长率投放进而推升商品价格。本轮国内经济复苏过程中，去年国内实体部门杠杆率年度上行幅度达 23 个百分点，为 2009 年以来最高上行幅度。此外自联储 QE4 以来，去年美国非金融部门杠杆率环比上行幅度达 42.8%。总体而言疫后全球经济活动收缩，但货币供给相对宽松以稳定增长，因此“货币供给增速-名义 GDP 增速”所表征的剩余流动性均出现一轮扩张。这一指标直接对应于实体经济供需缺口变化，进而助推本轮再通胀趋势性走高。

4) 国内碳中和、美国清洁能源计划对钢铁、原油等供给端预期形成影响。一方面，碳中和战略最重要的背景是钢铁行业今年的产能产量双控，考虑到国内经济复苏阶段性延续，粗钢表观需求回升将进一步推升钢价。另一方面，美国清洁能源计划对原油供给收缩的影响亦较为积极。

## 2. 中国经济增长动能高位回落，供给瓶颈全面收紧

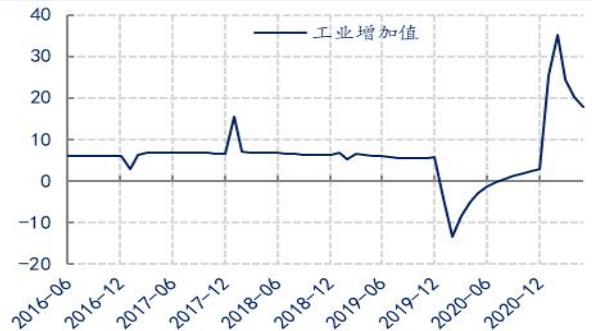
国家统计局公布的数据显示，2021年5月固定资产投资同比增长15.4%，社会零售销售同比增长29.6%，出口金额同比增长40.2%，工业增加值同比增长8.8%，均呈现小幅回落之势。虽然这四项指标目前的水平仍明显高于疫情前的高位，但从趋势来看，复苏势头已不如年初。

图 5： 固定资产投资、出口与零售销售同比高位回落



数据来源：国家统计局 新世纪期货

图 6： 工业增加值同比高位回落

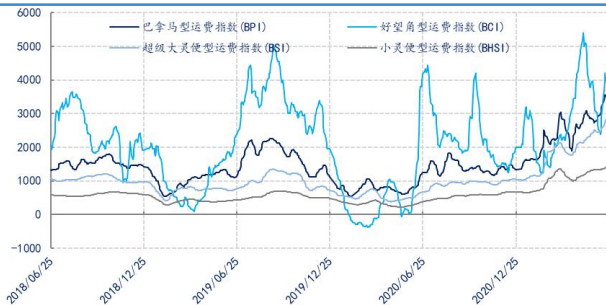


数据来源：国家统计局 新世纪期货

从经济的量价关系来看，近期中国经济增长放缓的原因主要不在需求面，而在供给面。目前，我国经济正面对着多方面供给约束的收紧。

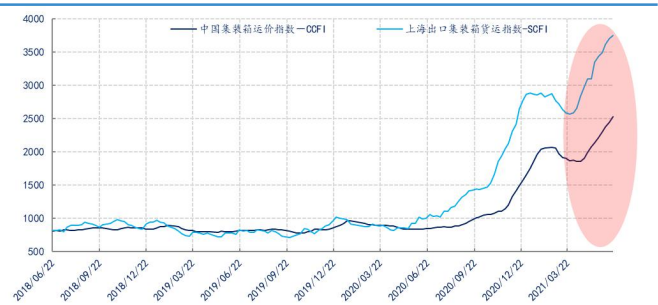
从出口的角度来看，2021年初以来，季节调整之后的我国月度出口金额高位震荡，进一步上升的动力有些不足。但同时，我国出口集装箱运价指数在 2021 年 5 月从高位进一步上升。如果是外需走弱令出口增长乏力，那么出口运价指数应该下降而非上升才对。目前这种运价涨幅高于出口金额涨幅的状况，说明相比外需而言，海运运力是我国出口的更紧约束。

图 7： 波罗的海航运指数缓步上行



数据来源：Wind 新世纪期货

图 8： 国内集装箱航运指数大幅上涨

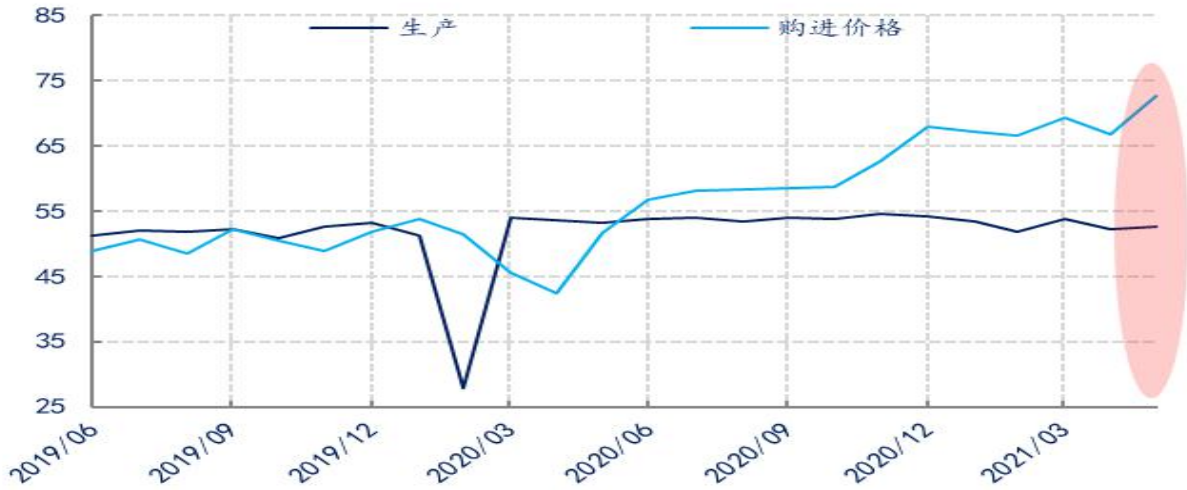


数据来源：Wind 新世纪期货

我国海运运力的收紧同样可以从制造业 PMI 的分项数据中得到进一步的印证，最近几个月。PMI 中的“生产”分项指数明显回落，而“购进价格”则显著上扬（“出厂价格”也跟随“购进价格”指数同步上升）。而在过去十几年中，PMI 中的生产和价格分项指数长期正相关。与

之相比，近期 PMI 中价格与生产指数的背离极为反常。这是我国在长期面临需求约束之后碰到供给约束的又一个证据。

图 9：PMI 分项数据中的购进价格与生产指数在最近几个月中呈背离之势

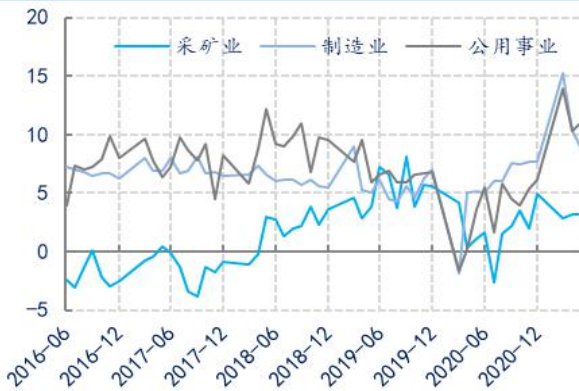


数据来源：Wind 新世纪期货

从工业增加值的角度来看，今年 3 月到 5 月，我国采矿业和制造业季节调整之后的工业增加值绝对水平先后回落。看起来，始于上游的限产已经传导到了中下游企业产出的下降。与此同时，随着供给约束在行业间的扩散，生产者价格指数 (PPI) 的通胀压力还在集聚。今年 5 月，我国 PPI 月环比涨幅达到 1.6%，处在近十年来的最高水平。去年 2 月到 5 月，因为疫情对经济活动的干扰，我国 PPI 曾连续 4 个月环比负增长，留下了较低的基数。去年的低基数反过来推高了今年 2 月到 5 月间的 PPI 同比增长率，使得一些人认为今年 PPI 通胀压力的高点会出现在今年 2 季度。但不能仅仅因为基数效应的变化就认为我国 PPI 通胀压力已经到了高点。事实上，在供给约束之下，国内 PPI 通胀压力还看不到缓解的迹象。



图 10：最近 3 个月采矿业与制造业的工业增加值先后回落



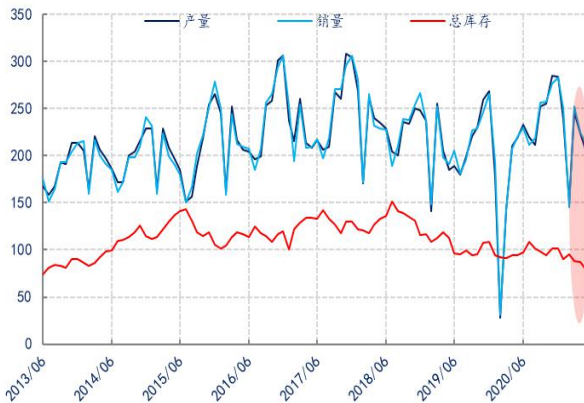
数据来源：国家统计局 新世纪期货

图 11：PPI 通胀压力还在快速累积



数据来源：国家统计局 新世纪期货

从终端需求的角度来看，同样也能看到供给约束的影子。一方面，我们可以从汽车销售与库存的对比来得到印证，今年 5 月，汽车销量增速下滑，拖累了社会消费品零售总额的增速。不过，在 5 月汽车销量下滑的同时，汽车的库存也明显走低。如果是需求减弱让汽车销量下滑，那么理应在销量下降的同时观察到库存增加。在 2015 年、2017 年和 2018 年汽车销量减少的时候，都能看到汽车库存上升——那才是汽车需求走弱的表现。而现在，汽车库存已经下滑至近八年来的新低。因此，当前汽车销量下降更应该被归因到供给约束上。另一方面，从房地产市场来看，2021 年初以来，我国地产销售面积虽一直处在较高水平，地产新开工面积却明显走低。而同期土地购置面积收缩得比新开工面积更厉害。季节调整后，当前月度土地购置面积已经下滑到去年 1、2 月份新冠疫情刚爆发时候的低位。而当前的地产销售面积则几乎是去年 1、2 月的两倍。更值得关注的是，在土地购置面积下降的同时，土地购置费用却显著上扬，显示地价在大幅上升。土地是地产的上游供给。土地购置面积的收缩既会打压地产投资，也会给地价和房价带来更强上涨动能。

**图 12: 汽车销量下降的同时汽车库存亦创了八年新低**


数据来源: Wind 新世纪期货

**图 13: 国内土地购置面积下降但购费用却在上升**


数据来源: 国家统计局 新世纪期货

综合来看, 从 2011 年“四万亿”刺激政策退出开始, 一直到 2020 年新冠疫情爆发, 我国在过去差不多十年时间里一直处在需求不足, 产能过剩的状态。需求长期是经济增长的主要约束, 相伴而来的通缩则是物价面临的主要压力所在。对我国来说, 供给瓶颈全面收紧是多年未见的现象。

供给瓶颈收紧既来自需求扩张, 也来自对供给的政策约束。新冠疫情爆发之后, 全球极度宽松的宏观政策 (尤其是美国强力的刺激政策) 令全球需求扩张, 提升了对我国出口商品的需求。而在需求扩张的同时, 我国却因为种种原因, 对生产活动施加了政策约束。这些限产政策让我国供给约束更快收紧, 因而在最近几个月给我国经济增长动能带来了明显压力, 并让通胀压力进一步上升。

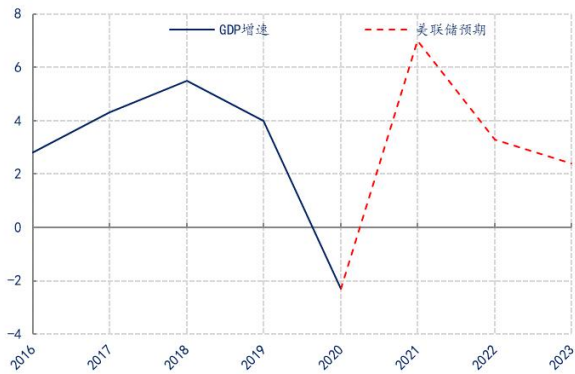
由于目前的供给约束很大程度上来自于政策对生产活动的抑制, 而非我国碰到了产能的边界, 所以通过政策调整可以相对容易地放松供给瓶颈。近期, 国内宏观政策相比之前已经有了一些变化, 转而更加注重对大宗商品价格上涨的抑制, 以及保证重点产品的供给, 这些政策调整会对供给带来正面效应。

过去十年, 我国经济曾有过数次因需求走弱而增长见顶回落的经历。与这些需求约束下的经济减速相比, 这次在供给约束下的经济走势有很大不同。差别之一是通胀。需求约束下的经济增长的回落伴随着物价向下的通缩压力; 而在供给约束下的经济减速则伴随着通胀压力。

### 3. 美联储 Taper 渐行渐近, 但加息节奏或将放缓

6 月 17 日, 美联储公布了 6 月 FOMC 会议声明, 主要释放了三点新增信息, 对经济数据、政策的乐观表态使市场理解为偏鹰派的信号: 一是 FOMC 上调了 2021 年美国经济增长和通胀的

预测，二是声明中对经济做出相对乐观表述，删掉了疫情造成经济困难表述，三是点阵图显示 FOMC 上调了对 2023 年加息次数的预测，上调至加息 2 次，认同 2022 年加息的人数也有所上升。

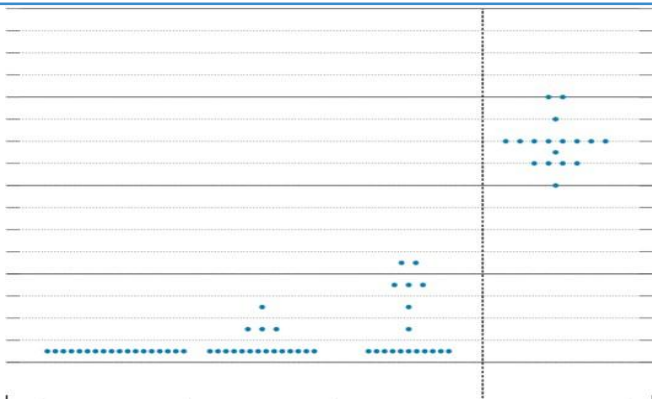
**图 14: 美联储 6 月会议上调经济预期**


数据来源: 美联储 新世纪期货

**图 15: 6 月与 3 月经济预期变化**

项目	时间	2021 年	2022 年	2023 年	长期
GDP	6 月预测	7.0	3.3	2.4	1.8
	3 月预测	6.5	3.3	2.2	1.8
	去年 12 月预测	4.2	3.2	2.4	1.8
失业率	6 月预测	4.5	3.8	3.5	4.0
	3 月预测	4.5	3.9	3.5	4.0
	去年 12 月预测	5.0	4.2	3.7	4.1
PCE	6 月预测	3.4	2.1	2.2	2.0
	3 月预测	2.4	2.0	2.1	2.0
	去年 12 月预测	1.8	1.9	2.0	2.0
核心 PCE	6 月预测	3.0	2.1	2.1	-
	3 月预测	2.2	2.0	2.1	-
	去年 12 月预测	1.8	1.9	2.0	-

数据来源: 美联储 新世纪期货

**图 16: 美联储 3 月会议点阵图**


数据来源: 美联储 新世纪期货

**图 17: 美联储 6 月会议点阵图**


数据来源: 美联储 新世纪期货

虽然美联储没有清晰描绘 Taper 前景，但对加息进程的预测也隐含了削减购债的临近，换言之，6 月议息会可能已意味着美联储要拉开货币政策正常化的序幕。

自今年二季度以来，随着美国的通胀持续超预期上行，以及市场交易数据及美联储调查数据均显示美国的通胀预期仍将不断上移，与此同时美联储内部的鹰派正在积聚力量，多名地方联储官员频繁公开表态支持尽早讨论 Taper。由此我们认为，本轮 Taper 最快会在四季度末开启，最晚则将于明年一季度开启。

图 18: 美联储内部的鹰派力量正在集聚

Role	Position	Member Name	Inclination					
			2021/4/19	2021/3/23	2021/3/22	2020/12/21	2020/9/15	2020/1/27
AV	Boston	Eric S Rosengren	H	H	H	H	H	H
AV	Cleveland	Loretta Mester	H	H	H	H	H	H
AV	Kansas City	Esther L George	H	H	H	H	H	MH
NV	Dallas	Robert Kaplan	H	H	N	N	N	N
BoG	Vice Chairman for Supervision	Randal Keith Quarles	N	N	N	N	N	N
BoG	Board of Governors	Michelle Bowman	N	N	N	N	N	H
FRB	New York Fed President	John Williams	N	N	N	N	N	N
FRB	Richmond Fed President	Thomas Barkin	N	N	N	N	N	N
FRB	Atlanta Fed President	Raphael Bostic	N	N	N	N	N	N
FRB	San Francisco Fed President	Mary Daly	N	N	N	N	N	N
NV	Philadelphia Fed President	Patrick Harker	N	N	N	N	N	H
BoG	Board of Governors	Lael Brainard	D	D	D	N	N	N
BoG	Board of Governors	Christopher Waller	D	D	D	D	D	N
BoG	Chairman	Jerome Powell	D	D	D	D	D	D
BoG	Vice Chairman	Richard Clarida	D	D	D	D	D	D
FRB	Chicago Fed President	Charles Evans	D	D	D	D	D	D
AV	St Louis Fed President	James Bullard	MD	MD	MD	MD	MD	MD
NV	Minneapolis Fed President	Neel Kashkari	MD	MD	MD	MD	MD	MD

数据截止日期截止 2021-4-19

数据来源: Bloomberg 新世纪期货

数据说明: H 表示收紧倾向, D 表示宽松倾向, MH 表示强烈收紧倾向, MD 表示强烈宽松倾向

今年以来, 市场对于 taper 的预期正以较温和的节奏间歇性地反映在资产价格中, 从 4 月以来, 随着资产价格的加剧波动, 市场对美联储提前收紧的担忧呈现上升之势, 在接下去的 7 月议息会议将评估“实质性进展”和 8 月底的 Jackson Hole 会议犹如悬空的达摩克利斯剑, 使得市场紧的神经再度紧绷, 而未来随着美联储对 taper 的更多沟通, 市场可能依旧会有间歇性的短暂波动, 然而重现 2013 年暴风骤雨式的“恐慌”的可能性较低。

在过去一个月时间中, 已有多位官员在公开场合谈论美联储讨论 Taper 的先决条件, 近期劳动力市场的恢复不及预期, 但通胀风险的上升和加速复苏的服务业, 依然使得将落未落的 taper 成为笼罩在市场面前的乌云。

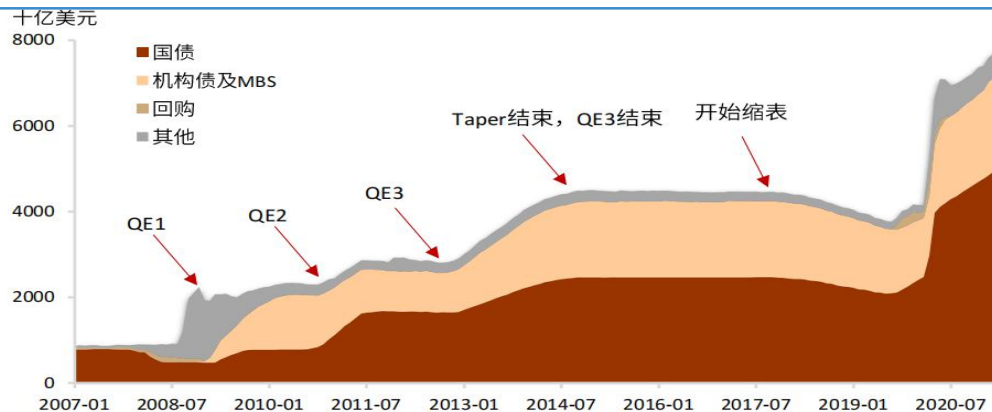
美联储货币政策回归正常化的举措包括四步: (1) 削减 QE, 资产负债表扩张速度放缓; (2) 停止 QE, 资产负债表规模停止扩张, 但对到期资产维持滚动购买; (3) 加息; (4) 缩表。其中加息和收缩资产负债表可同时进行。

对于市场而言, 美联储政策变化通常包含美联储通过前瞻指引与市场进行沟通的预期阶段和政策的实际操作阶段, 从预期到实际操作之间可能存在预期的多次反复。

2020 年之前, 美联储曾推出过三轮量化宽松 (QE), 前两轮 QE 到结束日期即止, 未经历资产购买规模的缩减期。第三轮 QE 分为两个阶段, 第一阶段自 2012 年 9 月起每月购买 400 亿美元机构 MBS, 并从 2013 年起每月再购买 450 亿美元长期国债, 第二阶段为资产购买规模的缩减期, 即市场所称的“Taper”期, 这一阶段为 2014 年 1 月 1 日至 2014 年 10 月 31 日, Taper 期间, 美联储分别在 1 月、2 月、4 月、5 月、7 月、8 月和 10 月较前一月减少购买 50 亿美元机构 MBS 和 50 亿美元长期国债。Taper 期美联储仍在进行量化宽松, 只是资产购买规模较之

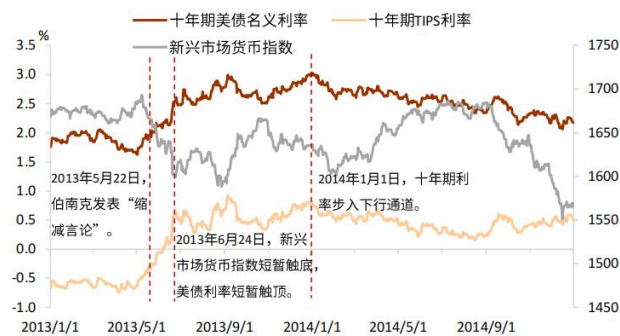
前缩减，货币宽松性质并未改变，央行资产负债表仍在继续扩大，只是边际力度趋弱。

图 19: Taper 期美联储资产负债表仍在扩张



数据来源: Haver 新世纪期货

图 20: “缩减恐慌”期，新兴市场货币急跌



数据来源: Bloomberg 新世纪期货

图 21: 两年期美债利率于 2014 年 5 月开始回升



数据来源: Bloomberg 新世纪期货

图 22: 美联储量化宽松政策梳理

量化宽松		时间区间		产出	通胀
QE1		2008年12月5日	2009年7月31日	↓	↓
		2009年8月1日	2009年12月31日	↑	↑
		2010年1月1日	2010年3月31日	↑	↓
QE2		2010年11月12日	2011年6月30日	↑	↑
QE3	QE3第一阶段 “缩减恐慌”之前 (Pre-Taper tantrum)	2012年9月14日	2013年5月21日	↑	--
		2013年5月22日	2013年6月24日	↑	--
	QE3第二阶段 “缩减恐慌”之后 (Post-Taper tantrum)	2013年6月25日	2013年12月31日	↑	--
QE3购债缩减 (Taper)	第一阶段	2014年1月1日	2014年5月27日	↑	--
	第二阶段	2014年5月28日	2014年10月31日	↑	--
QE4		2020年3月16日	2020年5月31日	↓	↓
		2020年6月1日	至今	↑	↑

数据来源: Haver 美联储 新世纪期货

图 23: 美联储量化宽松时间线



数据来源: 美联储 新世纪期货

图 24： 美联储 QE 政策、制造业 PMI 与通胀周期



数据来源：Haver 新世纪期货

回顾 QE3 始末，有三个显著的特点，一是最大的冲击源于超预期 Taper 信号下的“恐慌”，当超预期的信号被市场消化，恐慌情绪逐渐散去，在真正开启 Taper 前，市场偏好风险追逐收益率的步伐照旧。二是全球资产虽在“缩减恐慌”期普遍承压，但新兴市场痛苦最甚，恐慌期过后的回调幅度也不及发达市场。三是大类资产表现的风格在真正开启 Taper 后切换，流动性在总量上的边际收紧和结构上的腾挪转移使得市场在安全与 风险资产之间再平衡，与 QE 的正常操作时期对比，上一轮 Taper 期间美元走强、美债收益率下行、大宗显著下跌，经济增长的持续向好支撑了股市，但涨幅不及 Taper 前。

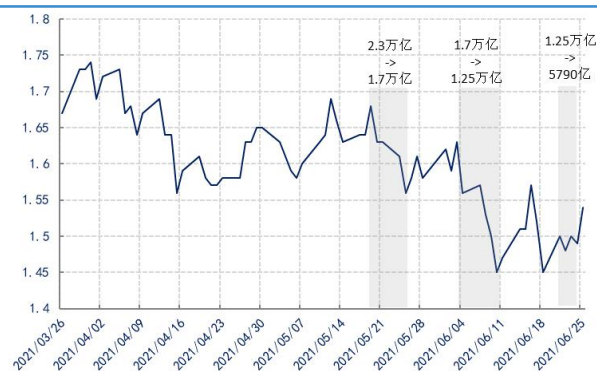
站在当前的历史时点，以史为鉴，我们认为本轮美联储的 Taper 对市场的冲击将小于上一轮，一方面，市场对美联储结束 QE 前的缩减阶段（Taper）没有成熟的预期模型，上一轮的冲击其实源于缩减的超预期，对比伯南克时期的缩减信号，在过去一个月的时间里，美联储多位官员已谈论美联储讨论 Taper 需基于对经济复苏进程的考量，伴随经济复苏深化从而考虑放缓资产购买步伐的安排似乎在今天并不意外，市场对美联储会开启 Taper 的预期较为充分，不确定性来源在于何时开启和资产购买量缩减多少。另一方面，金融危机后，前瞻指引成为与量化宽松、信贷宽松并行的非传统货币政策工具，美联储沟通的重要性系统性上升。相较于 2013 年，美联储此次更加注重市场沟通，提前引导市场情绪，缩减信号超预期的概率进一步降低。最后，美联储的 FAIT 框架成功锚定通胀预期的前提是其政策立场具有可信度，因而在谈论和开启 taper 的过程中，我们预计美联储或将更多遵循其一贯对市场的表态。毕竟令市场惊讶对其信誉无益，不利于 FAIT 框架对通胀预期的锚定。

从美联储货币正常化的角度来看，未来美联储的货币政策正常化与上一轮相比有两个显著的不同：一是弱美元环境，上一轮美元指数处于底部回升阶段，而当前美元指数则处于顶部回

落的过程中。美元指数的不同走势决定诸多资产价格未来的趋势将显著不同于上一轮；二是相对强劲的海外（非美）经济，因为疫情好转可能有利于各国的经济基本面改善，并非只有美国。

综上所述，一方面，美联储将会尽快开启货币正常化（即 Taper）；另一方面，其在开启货币政策化后，方向性影响和短期冲击仍将成立，但对非美资产价格的冲击幅度可能相对更小。

此外，在美联储加速开启货币正常化的同时，我们预计其会放缓加息的步伐。一方面，自拜登政府上台以来，我们可以看到，其刺激计划（基建）一路下调，从 3 月 31 提出的 2.3 万亿美元到 5 月 21 日的 1.7 万亿美元、6 月 9 日 1.25 万亿美元，再到 6 月 24 日美国驴象两党最终达成协议的 5790 亿美元，基建计划从开始的 2.3 万亿美元到最后的 5790 亿美元，被缩水了四分之三，而拜登在 4 月 28 日提出的 1.8 万亿美元的“美国家庭计划”（即国民教育法案）仍处于驴象两党无休止的争论之中，预计其最终结果也将是以大幅缩水而告终。从市场的变化来看，在美国基建计划被缩水的三次时间点中，十年期美国国债收益率有两次呈现明显的下行之势，与此同时，在美联储 6 月议息会议后，纳指整体呈现震荡之势，而道指则一路下行，两者均表明市场对于美国经济增长的乐观预期不断下修。

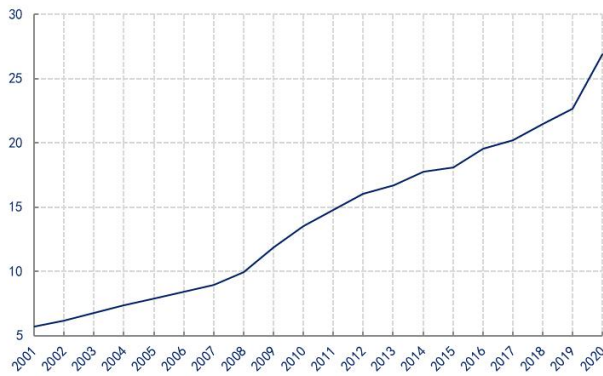
**图 25: 美基建法案缩水后，美债收益率下滑**


数据来源: Wind 新世纪期货

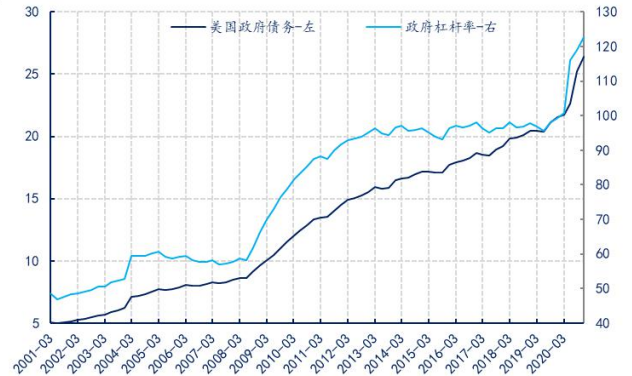
**图 26: 美国道琼斯工业指数在美联储议息会议后下滑**


数据来源: Wind 新世纪期货

另一方面，自新冠疫情爆发以来，美国政府为应对疫情的冲击，采取了大幅举债以便进行财政刺激的举措，这使得美国政府的债务规模大幅上行，从而使得后续发债偿还前期融资本金及利息的压力增加，如若此时过快加息则将进一步增加政府的融资成本负担。

**图 27: 疫情期间美国政府债务大幅增加近 5 万亿美元**


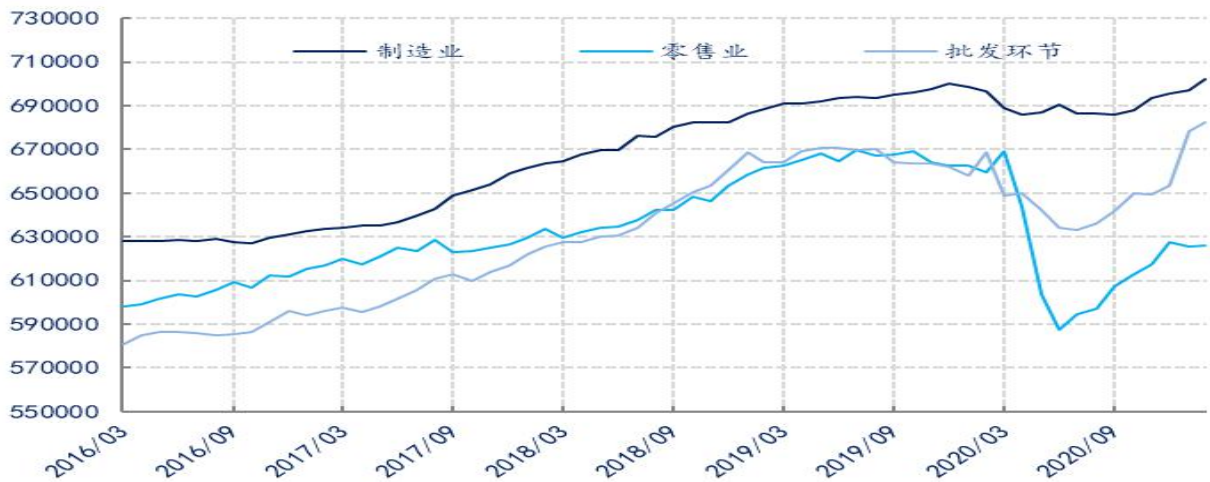
数据来源: Wind 新世纪期货

**图 28: 美国政府部门杠杆率大幅上行至 123%**


数据来源: Wind 新世纪期货

数据说明: 政府部门债务余额由美国 GDP 现价与美国政府部门杠杆率乘积估算而来

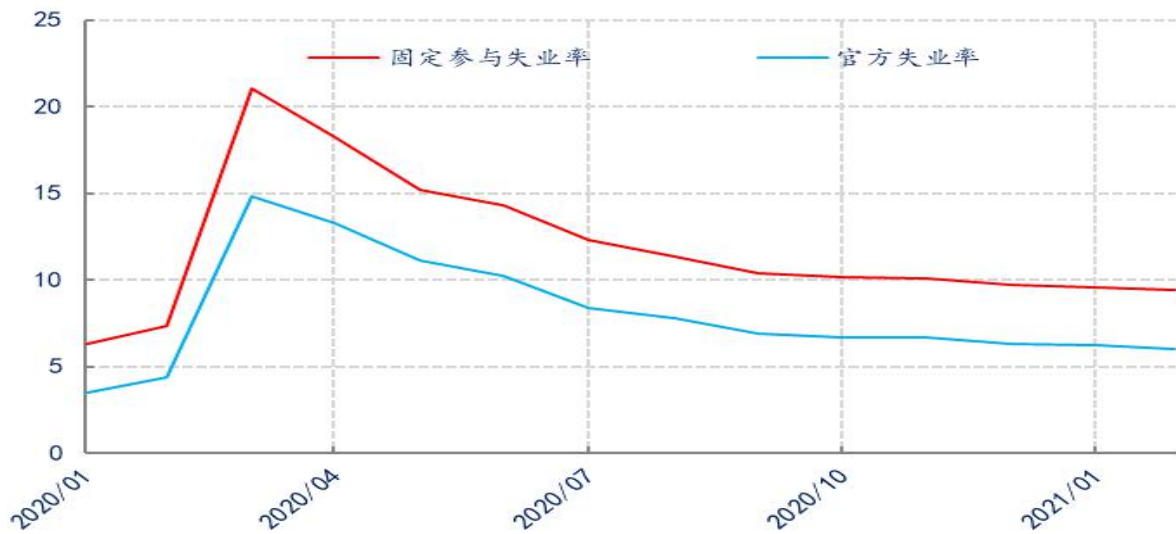
此外, 我们在 6 月报告中也曾提到, 当前美国的生产与零售端的库存“裂口”正在进一步的扩大, 且真实失业率依然较高、劳动力供给的短缺很难在 9 月的失业救济金到期日前解决。在此种情况下, 如果美联储因为持续走高的通胀及通胀预期而选择提前加息, 则将对经济与就业的修复产生明显的拖累。

**图 29: 今年一季度以来, 美国零售库存再度进入下行通道快速去化, 而生产端库存则持续攀升**


数据来源: 美国商务部 新世纪期货



图 30： 美国官方失业率与鲍威尔&耶伦青睐的固定参与失业率对比



数据来源：Wind 新世纪期货

综合来看，随着美国的通胀持续超预期上行，以及美联储内部鹰派力量的集聚，我们认为，美联储最快会在四季度开启货币正常化（即 Taper）；与此同时，考虑到当前美国不断缩水的刺激计划以及驴象两党无休止的党争、不断高企的政府债务以及居高不下的失业率、进一步加剧的供需错配，我们认为，美联储的加息步伐将会有所放缓。

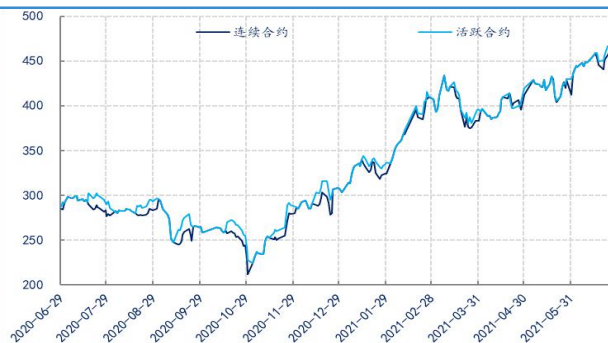
## 二、欧美夏季出行高峰来临 VS 伊核谈判陷入僵局，原油价格仍将继续上行

回顾二季度以来的国际原油价格走势，我们看到，整体二季度原油价格呈现震荡上行之势，4月在虽有中美经济强劲复苏、苏伊士运河受阻、三大机构悉数上调全球原油需求前景为原油价格提供上涨支撑，但在亚太地区疫情反弹回升、OPEC 决议有限力度增产、沙特将逐步撤回减产、美国从议院通过反垄断法案或将起诉 OPEC 等因素使得原油价格呈现先扬后抑之势；5月虽有美国最大燃油管道运营商 Colonial 在遭遇勒索软件网络攻击后被迫关闭了整个管道系统、三大国际机构最新月报继续看好 2021 年全球原油需求前景的利好支撑，但在 Colonial 重启管道、伊核谈判取得重大进展、伊朗原油将重返全球市场的预期、中国加在对大宗商品价格的管控力度等因素的共同影响下，原油在震荡上行后呈宽幅震荡整理之势；6月虽有海关总署公布的 5 月国内原油进口同比下滑 14.6% 引发市场对中国原油需求忧虑、“德尔塔”变异病毒在本月下旬开始肆虐全球的不利因素影响，但在三大国际机构继续看好全球原油需求增长前景、欧美夏季出行高峰来临、美国墨西哥湾沿岸重要产油地区（路易斯安娜州、密西西比州、阿拉巴马州、佛罗里达州等）将面临 Claudette 的风暴与山洪爆发的危险、伊核谈判一波三折的影响下，国

际原油价格依然维持震荡上行之势。整体来看，二季度国际原油价格依然维持上行之势，符合我们此前的预判。

**图 31: ICE 与 WTI 原油价格对比** 美元/桶


数据来源: Wind 新世纪期货

**图 32: INE 原油价格对比** 元/桶


数据来源: Wind 新世纪期货

### (一) 供需: 三大机构继续看好未来原油需求

#### 1. 供应: 全球供应量将继续增加, 伊朗原油短期内将难以重返全球市场

根据 OPEC 6 月月报中二手数据源显示, 2021 年 6 月, OPEC 原油总产量 2546 万桶/天, 环比增长 39 万桶/天, 产量增长主要来自沙特。OPEC 减产国整体继续维持严格减产, 根据我们测算, OPEC 减产国 5 月减产执行率 125%。

**表 1: OPEC 原油产量**

单位: 万桶/日

国家	减产基准	协议减产量	减产有效产量		实际产量		
	Oct-18	2020 年 1-4 月	2020 年 1-4 月	May-21	Apr-21	May-21	5 月环比
<b>OPEC 减产 10 国</b>							
阿尔及利亚	106	18	88	87	87	88	1
安哥拉	153	26	127	114	114	108	-6
刚果	33	6	27	27	27	26	-1
赤道几内亚	13	2	11	10	12	11	-1
加蓬	19	3	16	19	20	18	-2
伊拉克	465	80	386	391	393	397	3
科威特	281	48	233	233	233	236	3
尼日利亚	183	31	152	144	146	139	-7
沙特阿拉伯	1100	188	912	810	812	847	35
阿联酋	317	54	263	261	261	264	3
<b>OPEC 减产 10 国合计</b>	<b>2668</b>	<b>456</b>	<b>2212</b>	<b>2097</b>	<b>2104</b>	<b>2132</b>	<b>28</b>
伊朗				233	241	246	4
利比亚				120	113	116	2
委内瑞拉				53	49	53	5
<b>OPEC 总计</b>				<b>2502</b>	<b>2507</b>	<b>2546</b>	<b>39</b>

数据来源: OPEC 月报, 新世纪期货

虽然 OPEC 的增产力度有所增加，但综合 IEA、OPEC 及 EIA 六月的最新月报来看，一方面，根据 OPEC 6 月报告，预计 2021 年非 OPEC 国家油品供应增量为 80 万桶/日，上升幅度较上月预测值下调约 10 万桶/日；另一方面，根据 IEA 的 6 月报告，2021 年非 OPEC+石油产量将增加 71 万桶/日；如 OPEC+坚持当前减产政策，OPEC+的石油总供应量将增加 80 万桶/日。4 月，OECD 国家商业库存下降 0.25 亿桶至 29.26 亿桶；此外，根据 EIA 的 6 月报告，5 月原油产量上升至 1120 万桶/日，预计 2021 年原油产量为 1110 万桶/日，预计 2022 年美国原油产量为 1180 万桶/日。整体来看，今年全球原油的供应量仍将继续增加，但增幅有限。

表 2:全球非 OPEC 国家原油产量展望

单位：百万桶

世界石油产量	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020	Growth	%	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021	Growth	%
美洲	25.77	26.60	23.55	24.10	24.65	24.73	-1.05	-4.07	24.11	24.64	25.43	26.03	25.06	0.33	1.35
美国	18.43	19.05	16.87	17.34	17.30	17.62	-0.80	-4.35	16.64	17.52	17.97	18.46	17.66	0.03	0.19
欧洲	3.71	4.05	3.89	3.79	3.89	3.90	0.19	5.21	3.95	3.74	4.03	4.10	3.95	0.05	1.26
亚太地区	0.52	0.53	0.54	0.54	0.52	0.53	0.01	1.61	0.51	0.56	0.55	0.55	0.54	0.01	1.92
OECD	30.01	31.18	27.98	28.43	29.06	29.16	-0.85	-2.82	28.57	28.93	30.01	30.68	29.55	0.39	1.35
中国	4.04	4.13	4.12	4.13	4.08	4.12	0.07	1.76	4.25	4.26	4.23	4.20	4.23	0.12	2.86
印度	0.82	0.79	0.76	0.76	0.76	0.77	-0.06	-6.74	0.76	0.76	0.75	0.74	0.75	-0.01	-1.54
亚洲其他国家	2.69	2.61	2.47	2.46	2.49	2.50	-0.18	-6.84	2.55	2.50	2.48	2.47	2.50	-0.01	-0.30
拉丁美洲	6.09	6.35	5.83	6.14	5.91	6.06	-0.03	-0.51	5.96	6.11	6.31	6.51	6.23	0.17	2.79
中东	3.20	3.19	3.20	3.15	3.17	3.17	-0.03	-0.83	3.20	3.20	3.23	3.24	3.22	0.04	1.36
非洲	1.51	1.46	1.43	1.40	1.37	1.42	-0.09	-6.10	1.38	1.33	1.34	1.32	1.34	-0.07	-5.24
欧洲	11.61	11.68	10.38	10.01	10.31	10.59	-1.02	-8.78	10.47	10.71	10.66	10.66	10.63	0.03	0.32
俄罗斯	3.07	3.16	2.92	2.73	2.85	2.91	-0.16	-5.13	2.96	2.95	2.98	2.98	2.97	0.05	1.84
欧洲其他国家	0.12	0.12	0.12	0.11	0.11	0.12	0.00	-3.27	0.11	0.11	0.11	0.11	0.11	-0.01	-6.92
非 OECD	33.16	33.47	31.22	30.89	31.05	31.66	-1.50	-4.52	31.64	31.93	32.09	32.23	31.97	0.32	1.00
非 OPEC	65.43	66.80	61.05	61.47	62.26	62.89	-2.54	-3.88	62.41	63.06	64.30	65.10	63.73	0.84	1.33
前一次预估	65.42	66.77	61.07	61.48	62.27	62.89	-2.52	-3.86	62.37	63.13	63.98	64.88	63.60	0.70	1.12
本次修正	0.01	0.02	-0.02	-0.02	-0.01	0.00	-0.02	-0.02	0.04	-0.06	0.32	0.22	0.13	0.13	0.21

数据来源：OPEC 月报 新世纪期货

我们在此前的月报中曾提出，当前全球原油供应增量最大的变数就在于伊朗原油将于何时重返全球市场，如果伊朗石油不是过早地（7 月前）回归，那么随着原油消费的逐步回升，叠加欧佩克产量的调节，原油市场足以消化供应的增量，油价下方存在支撑，且中期存在进一步上行的驱动。

从当前伊核协议谈判的进展来看，随着伊朗强硬派领导人莱希的上任，伊朗在谈判桌上的态度将更为强硬，而随着美国对伊朗支持的伊拉克与叙利亚的民兵组织进行空袭，伊核谈判将更为艰难。我们预计在 8 月莱希上任前，伊核谈判仍将维持现有的僵局，不会有所推进。

对于伊朗原油未来的增量，IEA 在其月报中表示，随着重启伊朗核协议的谈判继续进行，到今年年底伊朗原油产量可能升至大约 315 万桶/日。如果达成核协议，可能还需要一个月的时间来解除美国的制裁，令产出和出口在第三季度走高。伊朗可能会以富有竞争力的价格来重新夺回市场份额，并将尽快清理存储在油轮上的超过 7500 万桶的原油和凝析油库存。伊朗今年平均石油出口量为 66 万桶/日，到 2022 年年中，可持续的原油产能可能升至 380 万桶/日。

此外，对于 7 月即将开始的 OPEC+会议，我们认为，虽然当前“德尔塔”变异病毒持续肆虐，但随着欧美防疫措施解除与夏季出行高峰的到来，需求仍将呈现大幅的增长，在此种情况下，OPEC+大概率将继续小幅增产。

## 2. 需求：欧美防疫措施逐步解除、夏季出行高峰到来，三大机构继续看好未来全球原油需求

随着欧美等国疫苗接种稳步推进，疫苗接种人数上升，欧美诸国开始逐步解除防疫措施，叠加已经到来的夏季驾车出行高峰，市场预期欧美市场的需求将大幅攀升。从 OPEC 的六月报告来看，2021 年下半年，石油消费量相比今年上半年将每天增加约 500 万桶，增幅大约为 5%，持平于上月预期。OPEC 预计 2021 年全球油品需求同比增加 595 万桶/日，持平于上月预期；其中，预计 1Q21 全球原油需求同比下降 55 万桶/天，2Q21-4Q21 全球原油需求分别同比上升 1199 万桶/天、675 万桶/天、554 万桶/天，这表明今年下半年全球原油的消费需求依然强劲。

表 3:全球石油需求展望

单位：百万桶

世界石油需求	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020	Growth	%	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2021	Growth	%
美洲	25.65	24.33	20.01	22.76	24.10	22.80	-2.85	-11.11	24.30	24.85	23.79	24.57	24.38	1.58	6.91
美国	20.86	19.66	16.38	18.67	19.78	18.62	-2.24	-10.73	19.85	20.26	19.34	20.12	19.89	1.27	6.87
欧洲	14.25	13.35	10.99	12.84	12.02	12.30	-1.95	-13.68	12.35	13.46	13.44	12.70	12.99	0.69	5.64
亚太地区	7.79	7.75	6.54	6.69	7.23	7.05	-0.74	-9.48	7.60	7.28	7.16	7.45	7.37	0.32	4.56
OECD	47.69	45.43	37.54	42.28	43.35	42.16	-5.54	-11.61	44.25	45.59	44.39	44.72	44.75	2.59	6.15
中国	13.33	10.84	12.85	13.67	14.18	12.89	-0.44	-3.31	12.45	13.87	14.71	14.93	13.99	1.10	8.55
印度	4.84	4.77	3.51	3.94	4.54	4.19	-0.65	-13.48	4.89	4.19	4.75	5.19	4.76	0.57	13.53
亚洲其他国家	9.04	8.30	7.79	8.11	8.50	8.18	-0.87	-9.57	8.40	8.96	8.57	8.64	8.64	0.47	5.73
拉丁美洲	6.59	6.11	5.61	6.20	6.08	6.00	-0.59	-8.98	6.21	6.27	6.41	6.31	6.30	0.30	5.00
中东	8.20	7.88	6.91	7.94	7.50	7.56	-0.64	-7.83	8.07	7.64	8.25	7.75	7.93	0.37	4.88
非洲	4.45	4.37	3.77	3.95	4.20	4.07	-0.37	-8.40	4.46	3.95	4.16	4.39	4.24	0.17	4.05

欧洲	5.61	5.21	4.58	4.85	5.21	4.96	-0.65	-11.52	5.43	5.17	5.14	5.45	5.30	0.34	6.82
俄罗斯	3.67	3.44	3.04	3.20	3.34	3.25	-0.36	-9.84	3.57	3.37	3.37	3.48	3.45	0.19	5.97
欧洲其他国家	2.00	1.78	1.54	1.65	1.87	1.71	-0.29	-14.53	1.86	1.81	1.77	1.97	1.85	0.14	8.43
非 OECD	52.07	47.48	45.02	48.67	50.21	47.86	-4.21	-8.09	49.92	50.06	51.98	52.66	51.17	3.31	6.92
全球	99.76	92.92	82.55	90.95	93.56	90.01	-9.75	-9.78	94.17	95.66	96.37	97.38	95.91	5.90	6.56
前一次预估	99.76	92.71	82.57	91.16	93.47	89.99	-9.77	-9.79	93.97	95.68	96.57	97.29	95.89	5.90	6.56
本次修正	0.00	0.20	-0.02	-0.20	0.09	0.02	0.02	0.02	0.20	-0.02	-0.20	0.09	0.02	0.00	0.00

数据来源：OPEC 月报 新世纪期货

### 3. 总供需：今年仍处于紧平衡之中

虽然当前“德尔塔”变异病毒令部分国家重启封销措施，使得市场对下半年的全球原油消费需求忧虑再起，但随着主要发达国家接种疫苗种速度加速，且叠加夏季驾车出行高峰的来临、下半年全球经济的持续错峰复苏，预计下半年全球原油的消费增速在经过短暂的回落后仍将呈现大幅增长之势，全年仍将维持紧平衡状态。

表 4: 全球石油供需及库存展望

	2020				2021				2022				Year		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	2020	2021	2022
<b>供应 (百万桶/日)</b>															
<b>OECD</b>	32.95	29.43	29.97	30.69	30.20	30.89	31.53	32.00	32.20	32.46	32.76	33.27	30.76	31.16	32.67
美国 (50 个州)	20.22	17.58	18.30	18.31	17.63	18.74	18.89	19.19	19.39	19.87	20.17	20.40	18.60	18.62	19.95
加拿大	5.65	4.92	4.95	5.55	5.65	5.26	5.74	5.77	5.81	5.78	5.80	5.83	5.27	5.61	5.80
墨西哥	2.00	1.94	1.91	1.90	1.93	1.95	1.92	1.89	1.83	1.80	1.77	1.73	1.94	1.92	1.78
其他 OECD 国家	5.08	4.99	4.81	4.94	4.99	4.93	4.98	5.15	5.17	5.10	5.02	5.25	4.95	5.01	5.13
<b>非 OECD 国家</b>	67.69	63.02	61.06	62.10	62.63	64.44	67.55	68.09	67.83	69.21	69.84	69.70	63.46	65.70	69.16
OPEC	33.50	30.72	28.65	30.00	30.35	30.90	33.30	34.12	34.26	34.13	34.16	34.20	30.71	32.18	34.19
原油部分	28.28	25.65	23.63	24.88	25.08	25.64	27.97	28.75	28.67	28.67	28.67	28.67	25.60	26.87	28.67
其他	5.22	5.07	5.02	5.12	5.27	5.26	5.33	5.38	5.59	5.46	5.49	5.53	5.11	5.31	5.52
欧亚大陆	14.73	13.18	12.72	13.13	13.39	13.68	13.73	13.88	14.06	14.65	14.80	14.94	13.44	13.67	14.62
中国	4.96	4.91	4.95	4.90	5.05	5.04	5.01	5.06	5.05	5.08	5.08	5.13	4.93	5.04	5.08
其他非 OECD 国家	14.50	14.21	14.75	14.06	13.84	14.83	15.51	15.02	14.46	15.36	15.79	15.44	14.38	14.81	15.27
<b>全球总供应量</b>	100.64	92.45	91.04	92.79	92.83	95.33	99.08	100.10	100.03	101.70	102.60	102.91	94.22	96.86	101.82
<b>非 OPEC 供应量</b>	67.14	61.73	62.39	62.79	62.48	64.43	65.78	65.97	65.77	67.57	68.44	68.71	63.51	64.68	67.63
<b>需求 (百万桶/日)</b>															
<b>OECD</b>	45.26	37.40	42.12	42.80	42.29	43.90	45.11	45.96	45.51	45.29	46.20	46.37	41.90	44.33	45.85
美国 (50 个州)	19.33	16.08	18.36	18.71	18.45	19.73	19.97	20.26	20.06	20.58	20.90	20.90	18.12	19.61	20.61
美国本土	0.17	0.15	0.16	0.17	0.20	0.18	0.18	0.19	0.20	0.18	0.19	0.20	0.16	0.19	0.19
加拿大	2.33	1.88	2.16	2.05	2.03	2.16	2.28	2.31	2.27	2.22	2.32	2.30	2.10	2.20	2.28

欧洲	13.33	11.01	12.87	12.51	11.96	12.75	13.41	13.38	13.05	13.21	13.57	13.27	12.43	12.88	13.28
日本	3.69	2.89	3.03	3.50	3.67	3.00	3.12	3.45	3.64	2.98	3.06	3.37	3.27	3.31	3.26
其他 OECD 国家	6.41	5.41	5.55	5.87	5.98	6.08	6.15	6.37	6.29	6.13	6.16	6.32	5.81	6.15	6.22
<b>非 OECD 国家</b>	<b>50.13</b>	<b>47.45</b>	<b>51.21</b>	<b>52.59</b>	<b>52.21</b>	<b>52.96</b>	<b>53.85</b>	<b>54.31</b>	<b>54.36</b>	<b>55.72</b>	<b>55.85</b>	<b>55.92</b>	<b>50.35</b>	<b>53.34</b>	<b>55.47</b>
欧亚大陆	4.86	4.48	5.28	5.17	4.92	5.00	5.39	5.23	5.05	5.13	5.54	5.39	4.95	5.14	5.28
欧洲	0.71	0.69	0.71	0.72	0.72	0.73	0.73	0.74	0.73	0.74	0.76	0.76	0.71	0.73	0.75
中国	13.89	14.08	14.65	15.11	15.03	15.59	15.30	15.59	15.89	16.11	15.78	16.02	14.43	15.38	15.95
其他亚洲国家	13.16	11.64	12.60	13.61	13.83	13.52	13.61	14.17	14.53	14.77	14.34	14.74	12.75	13.78	14.60
其他非 OECD 国家	17.53	16.55	17.98	17.99	17.71	18.12	18.81	18.58	18.16	18.97	19.43	19.00	17.51	18.31	18.89
<b>全球总需求量</b>	<b>95.40</b>	<b>84.85</b>	<b>93.33</b>	<b>95.39</b>	<b>94.50</b>	<b>96.86</b>	<b>98.96</b>	<b>100.27</b>	<b>99.86</b>	<b>101.07</b>	<b>102.05</b>	<b>102.29</b>	<b>92.26</b>	<b>97.67</b>	<b>101.31</b>
<b>供需平衡 (百万桶/日)</b>															
美国 (50 个州)	-0.43	-1.68	0.49	0.89	0.48	0.39	-0.14	0.47	0.06	-0.53	0.03	0.42	-0.18	0.30	0.00
其他 OECD 国家	-0.50	-1.17	0.04	0.68	0.43	0.36	0.00	-0.10	-0.07	-0.05	-0.16	-0.33	-0.23	0.17	-0.16
其他	-4.32	-4.75	1.77	1.03	0.77	0.78	0.01	-0.21	-0.16	-0.11	-0.40	-0.72	-1.55	0.34	-0.35
总供需	-5.25	-7.60	2.30	2.60	1.67	1.53	-0.12	0.17	-0.17	-0.69	-0.55	-0.62	-1.96	0.80	-0.51
<b>期末商业库存 (百万桶/日)</b>															
美国	1,321	1,453	1,422	1,344	1,302	1,284	1,297	1,258	1,257	1,309	1,309	1,280	1,344	1,258	1,280
OECD	2,963	3,201	3,166	3,026	2,945	2,895	2,907	2,877	2,883	2,939	2,956	2,957	3,026	2,877	2,957

数据来源: EIA 月报 新世纪期货

## (二) 伊朗强硬派登台, 伊核谈判再陷僵局, 伊朗原油短期内难以重返全球市场

6月18日举行的伊朗大选使得正在维也纳举行的第六轮伊核谈判横生变数, 来自保守派中的强硬派人士—伊朗前司法总监莱希在选举中获胜。莱希在第一轮选举中就独占鳌头, 获得超过61%的选票。阿卜杜勒纳赛尔·赫马提是唯一的温和派候选人, 得票率仅为8.38%。在2017年的总统选举中, 温和派候选人哈桑·鲁哈尼的支持率为57%。

虽然易卜拉欣·莱西的胜利预计不会破坏美国重返协议的努力, 但德黑兰政府的更迭已经使外交工作变得复杂。这位伊朗当选总统本人就是美国2019年制裁的对象, 而伊朗方面坚持要求以取消制裁作为恢复核协议的条件。

伊朗首席谈判代表 Abbas Araghchi 表示, 此次第六轮谈判不会立即取得突破。Araghchi 在 Telegram 上发布声明说, 外交官将返回各国进行进一步磋商, 但仍存在明显分歧, 需要进行另一轮谈判。

6月25日, 在莱希当选伊朗总统一周后, 到访巴黎的美国国务卿布林肯表示, 如果谈判无限期拖延下去, 美国回到伊核协议将“非常困难”。布林肯认为, 如果伊朗“持续运转更多的精密离心机”、加速其铀浓缩计划, 那么伊朗是在危险地接近获得核武器制造能力的突破时间。

法国外长同样呼吁德黑兰在挽救伊核协议问题上采取决定性步骤，“我们期待伊朗政府作出最后决定”。他强调，“我们正进入最后的阶段、艰难的阶段”，“需要勇敢而强力的决策”。对此他表示“谨慎乐观，但依然还是乐观的”。

对于此，伊朗政府 6 月 26 日表示，恢复与世界主要国家的伊核协议是可能的，但警告说伊朗政府“不会永远都在谈判”。伊朗外交部发言人哈提卜扎德在社交媒体上说：“伊朗坚定承诺挽救美国企图破坏的伊核协议，在维也纳是最活跃的一方，提出了大部分草案。”他指出：“伊方仍旧认为，如果美方决定放弃特朗普失败的遗产，仍有可能达成协议。伊朗不会永远都在谈判。”他指的是正在维也纳举行的旨在恢复伊核协议的会谈。

2021 年 5 月 10 日，恰逢以色列纪念 1967 年占领耶路撒冷的“耶路撒冷日”，犹太人的庆祝活动，引发了部分巴勒斯坦人极度不满，最终再次引爆了巴以冲突。

此外，在 2 月 21 日伊朗与国际原子能机构达成有效期为 3 个月临时监督协议后，双方于 5 月 24 日再度延长一个月，该协议已于 6 月 24 日到期，伊朗与国际原子能机构就再次延长协议进行谈判。

从当前伊核谈判所遇到的阻碍来看，部分是由于伊朗坚持要求美国解除全部制裁，而美国只愿解除部分制裁。

伊朗当选总统莱希公开表示，他不允许为了谈判而谈判，并排除了与美国总统拜登会面的可能性。而伊朗外交部发言人哈提卜扎德公开表示，只有在美国取消制裁并由德黑兰确认后，伊朗才会重新全面遵守 2015 年达成的核协议。

从伊核协议的历史来看，一方面，当伊朗保守派中的强硬派取代温和派上台之后，美伊之间的关系将游走于战争的边缘，另一方面，如今伊核谈判陷入僵局，既有美国前总统特朗普的“任性退群”所引发的一系列多米诺骨牌效应，也有因美国现任总统拜登的举棋不定与政府固有的“冷战思维”密不可分。

对于伊朗新总统莱希而言，其国际事务中的保守度不亚于伊朗前总统内贾德，与此同时，其外交上的发言相对要谨慎的多，这也就意味着，美国要证明制裁伊朗的合理性将会变得更为困难。

尽管美国总统拜登释放出了善意，表示愿意恢复协议并重新解除制裁的意愿，虽然其错过了与温和派、现任伊朗总统鲁哈尼政府达成伊核协议的恢复，使得保守派中的强硬派再次上台，但这并不意味着伊核协议不会得到恢复，也许在八月莱希正式就任伊朗总统后的某个时刻，美伊双方会正式握手言和，恢复协议，但从莱希的表态来看，其绝不会是内贾德 2.0，因此，伊

核协议的恢复仍具有较大的不确定性。

在美伊就伊核协议的恢复达成协议、美国解除伊朗的所有制裁之前，伊朗石油的产量既难有大幅的提升，也不可能短时间内重返全球原油市场，对全球原油价格的冲击相对较小。

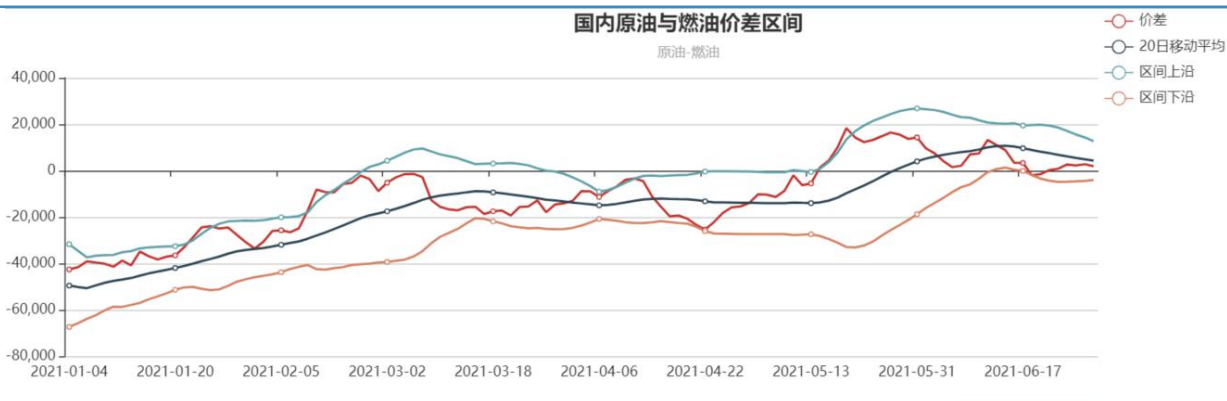
### （三）未来原油价格走势判断与交易策略

综上所述，一方面，虽然 OPEC、EIA、IEA 三大机构继续看好全球原油消费前景期，但全球原油供需将继续维持紧平衡之势；另一方面，随着欧美疫情的好转且叠加夏季驾车出行高峰的来临、下半年全球经济的持续稳步复苏，这将对原油需求的复苏起到了一定的支撑。此外，受当前伊朗政局的影响，来自于强硬派的新总统莱希虽支持与六大国进行会谈以恢复 2015 年的核协议，但断然拒绝与美国总统拜登会面，伊核僵局短期之内或难以缓和，伊朗原油短期之内难以重返全球市场。

从整体来看，我们认为虽然自二季度以来国际原油价格呈现震荡上行之势，但展望未来，虽然当前“德尔塔”变异病毒令部分国家重启封销措施，使得市场对下半年的全球原油消费需求忧虑再起，但随着主要发达国家接种疫苗种速度加速，且叠加夏季驾车出行高峰的到来、下半年全球经济的持续错峰复苏，预计下半年全球原油的消费增速在经过短暂的回落后仍将呈现大幅增长之势，全年仍将维持紧平衡状态。在全球原油供需仍保持紧平衡的情况下，国际原油价格中长线仍将持续震荡上行，而从短线来看，受当前全球经济以及伊核谈判的进展、“德尔塔”变异病毒令在全球的传播等诸因素的影响，国际原油价格可以逢低建多。

从单品种套利交易策略来看，我们建议以反套为主，从跨品种的套利交易策略来看，当前的多燃料油空原油的策略可继续持有。

图 33： 国内原油与燃料油价差区间



数据来源：Wind 新世纪期货



## 免责声明

1. 本报告中的信息均来源于可信的公开资料或实地调研资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述期货买卖的出价或征价, 投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关, 请投资者务必独立进行交易决策。我公司不对交易结果做任何保证, 不对因本报告的内容而引致的损失承担任何责任。

2. 市场具有不确定性, 过往策略观点的吻合并不保证当前策略观点的正确。公司及其他研究员可能发表与本策略观点不同甚至相反的意见。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且无需另行通告。

3. 在法律范围内, 公司或关联机构可能会就涉及的品种进行交易, 或可能为其他公司交易提供服务。

4. 本报告版权仅为浙江新世纪期货有限公司所有。未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

## 新世纪期货研究院

地址: 浙江省杭州市下城区万寿亭街13号6-8

邮编: 310006

电话: 400-700-2828

网址: <http://www.zjncf.com.cn/>