

市场在交易什么：紧缩与衰退——2023 年第三期

相关研究报告：

《市场在交易什么：短择与坚守——2023 年第二期》——2023/02/21

《市场在交易什么：现实与预期的冰与火之歌——2023 年第一期》——2023/01/15

证券分析师：张冬冬

电话：13817265616

E-MAIL: zhangdd@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522040001

核心观点：硅谷银行和瑞士信贷的破产危机引发衰退交易，预计未来一个季度宏观交易主线将逐步从紧缩切换至衰退。与社会主义现代化相关性强与传统经济相关性弱的行业中 TMT 盈利增速排名靠前，且在上周典型的衰退交易中表现亮眼，预计在随后的衰退交易为主轴的周期里将继续获得超额收益。指数中 TMT 权重较高的为恒生科技指数及科创 50 指数，预计将跑赢其余指数。此外，恒生指数中海外银行权重较高预计表现弱于恒生科技指数。本月美联储坚持快速加息并保持鹰派是正确的决定，也是难以进行的反人性抉择，会议的结果决定的是交易节奏而非方向，衰退交易不会缺席。值得注意的是，由于高通胀的因素使得美联储难以像以往一样快速转向，紧缩和衰退的交织下资产波动率可能大幅提升。以原油为观察指标来看，60-65 美元/桶的 WTI 原油或意味着短期风险的充分释放，对权益类资产可进行部分仓位配置博取反弹。55 美元/桶附近的原油价格可视为本轮经济周期中衰退定价即将结束的标志之一，仓位配置可进行加大。

硅谷银行和瑞士信贷的破产危机引发市场对美国及欧洲经济衰退的预期，市场进行的是典型的未发生系统性风险的衰退交易。资产表现主要有以下几点：一是与经济周期相关性强的资产尤其是与风险发生地相关的资产表现较差，如美国和欧洲银行类股票，商品中的原油等。二是受益于避险情绪的资产表现较好，如债券以及贵金属。三是成长类风格的股票强于价值类股票。一方面避险情绪带动债券收益率走低利好成长类股票的估值，另一方面衰退交易下与经济增速股票分红相关性更高的价值类股票受到的影响更大，如美国的纳斯达克指数以及中国的科创板指数表现最好。此外受美债影响较大的香港恒生科技指数也表现强于大部分内地指数。

对于美联储来说，快速加息的鹰派政策是正确的选择，但也是难以进行的反人性的抉择。从通胀数据来看，美联储从 2022 年 10 月开始放缓加息的政策导致抗击通胀的努力失效。在 2022 年 10 月后，美国金融环境指数趋于宽松，核心 PCE 环比开始上行，最新的 CPI 也数据也显示核心商品通胀的下行在放缓，而核心服务通胀仍在上行，此外硅谷银行破产使得美联储在一周的时间扩表了超 3000 亿美元来提供流动性。这些都指向继续坚持快速加息是有必要的。

本月 FOMC 会议将决定交易的节奏而非方向，预计未来一个季度紧缩和衰退仍将交织但衰退将逐步取代紧缩成为宏观交易的主轴。硅谷银行发生破产的本质是美国高通胀下货币政策不得不使得利率

曲线保持高度倒挂所致，高通胀的背景下，以通胀稳定为政策目标的美联储无法打开降息空间，鸽派的预期指引在短期扭转市场的悲观情绪后，类似硅谷银行破产的事件将继续发生，衰退的定价也将持续。如果选择鹰派的快速加息，那么市场将直接进行衰退定价，通胀快速下行将打开降息空间，利率曲线恢复正常后，问题才能得到根本的解决。

宏观交易正处于紧缩向衰退切换的时期，但是与过去 20 年的宏观环境不同，当下的美联储在高通胀的限制下并没有立刻宽松的政策空间，因此紧缩和衰退交织或将持续一段时间，这将使得资产波动率大幅提升。从美债和美股的波动率来看，预计短期美债波动率在快速上行至 2008 年以来新高后上行将放缓，且美联储坚持加息的必要性使得利率的下行尤其是短端利率已较为充分，但目前美股波动率仍处于较低水平，也意味着后续美股波动率可能会进一步放大。从欧洲股市与欧元汇率、原油与黄金的波动率来看，各资产的波动率快速上行后仍处于较低或中性的水平，后续随着紧缩和衰退定价的持续，波动率上行空间仍较大。

复盘上一轮美联储加息末期到危机发生时期的表现，预计行业中的 TMT 以及指数中的恒生科技指数和科创 50 指数有望获得超额收益。将十年期美债利率见顶到加息周期结束划为第一阶段；降息启动至危机来临之前为第二阶段；危机到来至美联储启动 QE 为第三阶段。当下正处于第一向第二阶段过渡的时期，通过对上一轮周期的复盘，第二阶段中成长风格的股票拥有明显的超额收益，且 TMT 行业涨幅最大。在上一周的衰退交易中 TMT 行业涨幅再次录得领先，考虑到 2023 年 TMT 行业盈利增速预期在成长类行业中靠前，且电力设备行业受到海外国家政策影响的缘故，TMT 行业再下次衰退交易中上涨的确定性更强。指数中恒生科技指数和科创 50 指数中的 TMT 行业占比最高且上周衰退交易中的表现也明显强于其余指数，预计两者的领先优势将持续。此外，由于恒生指数中海外银行的权重较高，预计将弱于恒生科技指数。

原油作为商品中与经济及利率相关性极强的品种其价格可作为重要的观察指标，60-65 美元的原油（WTI）价格在低库存、页岩油新井数量下降以及需求旺季的支持下具有较强的支撑，短期的风险或在原油价格打到此区间后释放较为充分，但最终的衰退风险定价可能在原油价格达到 55 美元附近的边际生产时结束。

配置：指数中的科创板指、港股及行业中盈利与成长兼备的 TMT 行业将拥有超额收益。

风险提示：1、衰退深度超预期；2、美联储超预期宽松；3、地缘及战争风险超预期

目录

一、 市场进行的是典型的衰退交易，股票、原油、有色等大幅下挫，美债和贵金属表现强势，风格上成长强于价值。	3
二、 本月 FOMC 会议将决定交易的节奏而非方向，预计衰退交易将在未来一个季度逐步取代紧缩交易成为宏观交易的主轴	6
（一） FOMC 会议将影响短期的交易节奏，但不改交易的方向，鹰派的加息政策是正确的选择，但也是反人性的抉择。	7
（二） 未来一个季度市场的宏观交易主线将逐渐从紧缩向衰退切换，预计资产波动率将放大	10
（三） 复盘上一轮美联储加息末期到危机发生时期的表现，预计行业中的 TMT 以及指数中的恒生科技指数和科创 50 指数有望获得超额收益	12
三、 原油价格可作为重要的观察指标，60-65 美元的原油（WTI）价格或意味着短期风险释放较为充分，最终的衰退风险定价可能在原油价格达到 55 美元附近时结束	18

一、市场进行的是典型的衰退交易，股票、原油、有色等大幅下挫，美债和贵金属表现强势，风格上成长强于价值。

硅谷银行和瑞士信贷的破产危机引发市场对美国及欧洲经济衰退的预期，市场进行的是典型的未发生系统流动性风险的衰退交易。硅谷银行破产事件爆发，主要原因是在美联储大幅加息前的低息时代配置了过多的债券类资产，在利率快速上行后债券面值下跌引发资产端缩水，而负债端的成本也在加息下大幅上升所致。从美联储快速上行的贴现窗口以及资产规模来看，硅谷银行的破产确实使得一部份银行遇到了流动性风险，不得不选择向美联储借钱来度过危机使得贴现窗口规模一度超过1500亿美元（一般情况下银行不会选择向联储借钱，以免给市场留下流动性紧缺的印象），美联储也通过银行定期融资计划（BTFP）向遇到困难的银行给予充足的流动性以免扩散成系统性风险。从欧洲和美国各大银行的CDS，以及反映银行间信贷压力的FRA-OIS利差来看，除了之后爆发的瑞士信贷之外，市场还不认为本次风险会扩散至其余大型银行并引发系统性的危机。在这种背景下，典型的非系统流动性风险的衰退交易正在发生，资产表现主要有以下几点：一是与经济周期相关性强的资产尤其是与风险发生地相关的资产表现较差，如本次风险事件相关的美国和欧洲银行类股票，商品中与美国经济相关性最强的原油等；二是受益于避险情绪的资产表现较好，如债券以及贵金属，在事件爆发后市场快速对美国的衰退进行定价，美债全曲线收益率下行，代表美联储货币政策利率导向的2年期下行幅度最大，市场对美联储的加息预期由3月初的50个bp降至25个bp，加息终点从5.75%-6%降至5%-5.25%，反映了市场对美联储从大幅加息到快速降息的转变；三是成长类风格的股票强于价值类股票，这主要是因为一方面避险情绪带动债券收益率走低利好成长类股票的估值，另一方面衰退交易下与经济增速股票分红相关性更高的价值类股票受到的影响更大，如美国的纳斯达克指数以及中国的科创板指数表现最好。此外受美债影响较大的香港恒生科技指数也表现强于大部分内地指数。

图表1：受益于衰退交易的资产表现较好

代码	指数名称	3.13-3.18区间涨跌幅
NDX.GI	纳斯达克100	5.8%
IXIC.GI	纳斯达克综指	4.4%
AU8888.SHF	黄金指数	3.7%
000688.SH	科创50	2.2%
SPX.GI	标普500	1.4%
SHY.O	美债1-3年债券指数ETF	1.3%
HSI.GI	恒生指数	1.0%
DJI.GI	道琼斯工业平均	-0.2%
000016.SH	上证50	-0.3%
399905.SZ	中证500	-0.3%
000852.SH	中证1000	-0.9%
399006.SZ	创业板指	-3.2%
FCHI.GI	法国CAC40	-4.1%
GDAXI.GI	德国DAX	-4.3%
SC8888.SHF	原油指数	-10.0%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

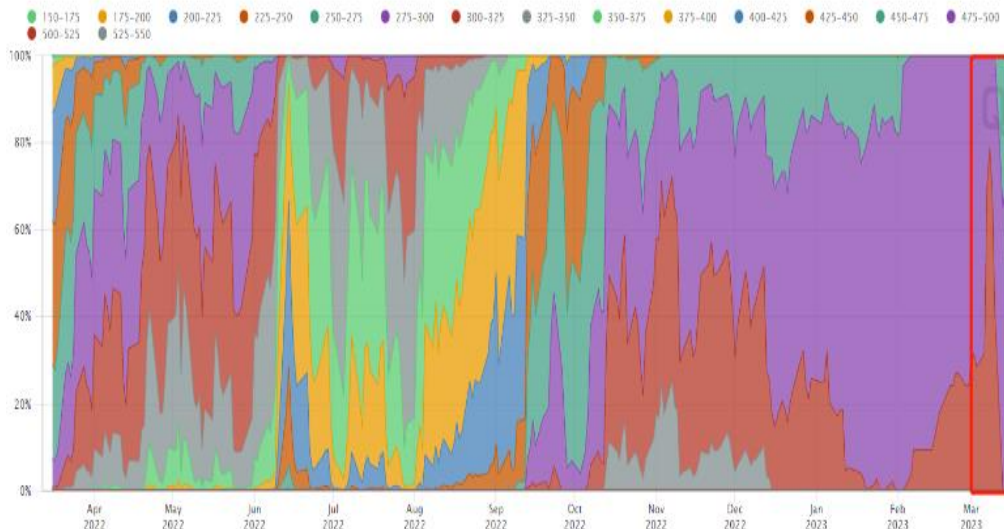
图表2：美债收益率全曲线下行，2年期下行幅度最大



资料来源：Bloomberg，太平洋研究院整理

图表3：一周时间市场对美联储加息定价急速转向

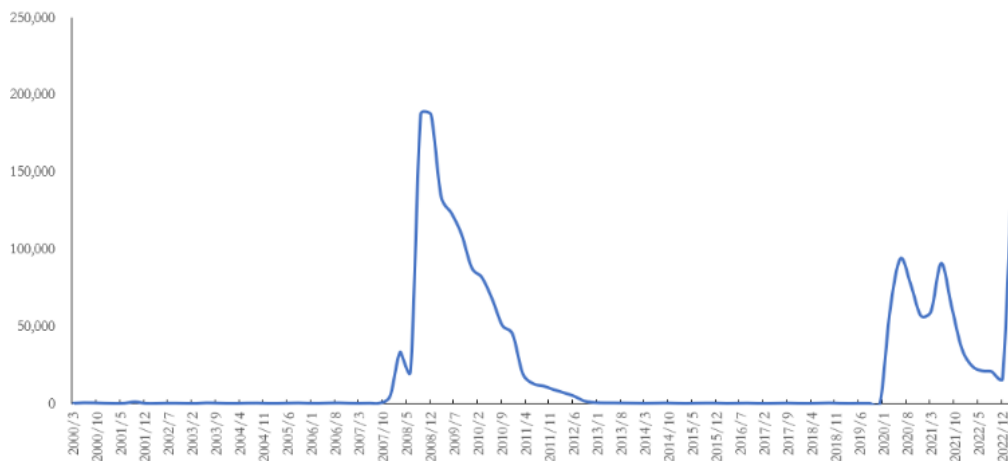
TARGET RATE PROBABILITY HISTORY FOR FEDERAL RESERVE MEETING ON 22 3月 2023



资料来源：CME，太平洋研究院整理

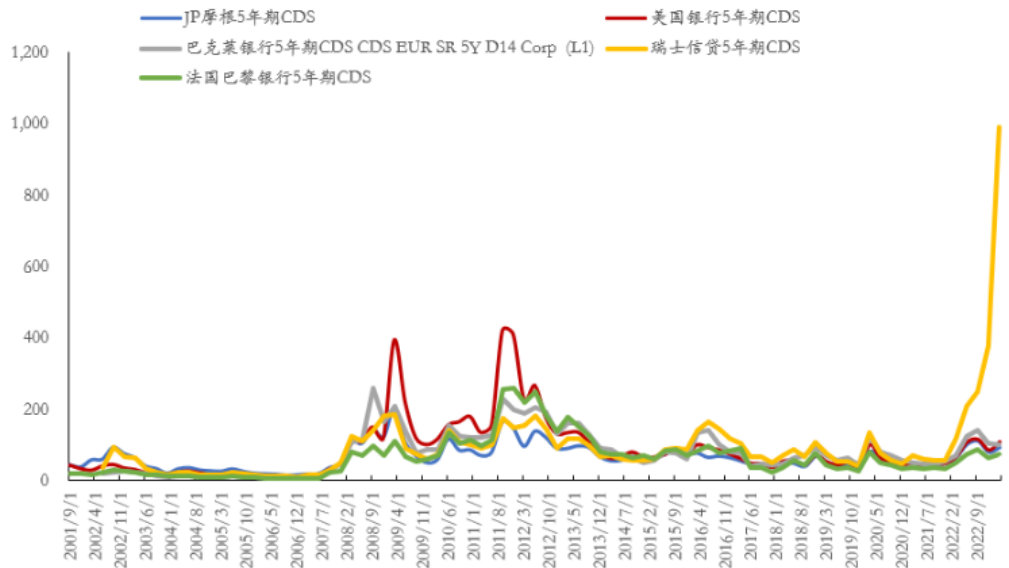
图表4：美联储贴现窗口规模超1500亿美元

——美联储贴现窗口规模（百万美元）



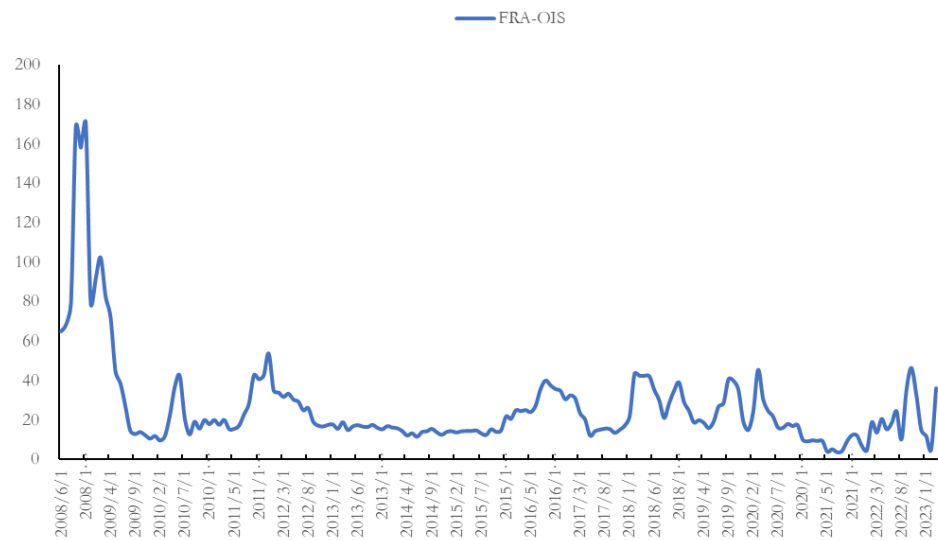
资料来源：Bloomberg，太平洋研究院整理

图表5：瑞士信贷银行的危机并未扩散至其他银行



资料来源：Bloomberg，太平洋研究院整理

图表6：FRA-OIS利差显示全球银行体系的信贷压力上升但未到2008年水平



资料来源：Bloomberg，太平洋研究院整理

二、本月 FOMC 会议将决定交易的节奏而非方向，预计衰退交易将在未来一个季度逐步取代紧缩交易成为宏观交易的主轴

（一） FOMC 会议将影响短期的交易节奏，但不改交易的方向，鹰派的加息政策是正确的选择，但也是反人性的抉择。

对于美联储来说，快速加息的鹰派政策是正确的选择，但也是难以进行的反人性的抉择。从通胀数据来看，美联储从2022年10月开始放缓加息的政策导致抗击通胀的努力失效。一方面，2022年10月后美联储释放加息放缓的讯号后，被美联储认为压制通胀的关键因素之一的美国金融环境收紧彻底失败，金融环境指数下行并伴随着核心PCE环比反弹。

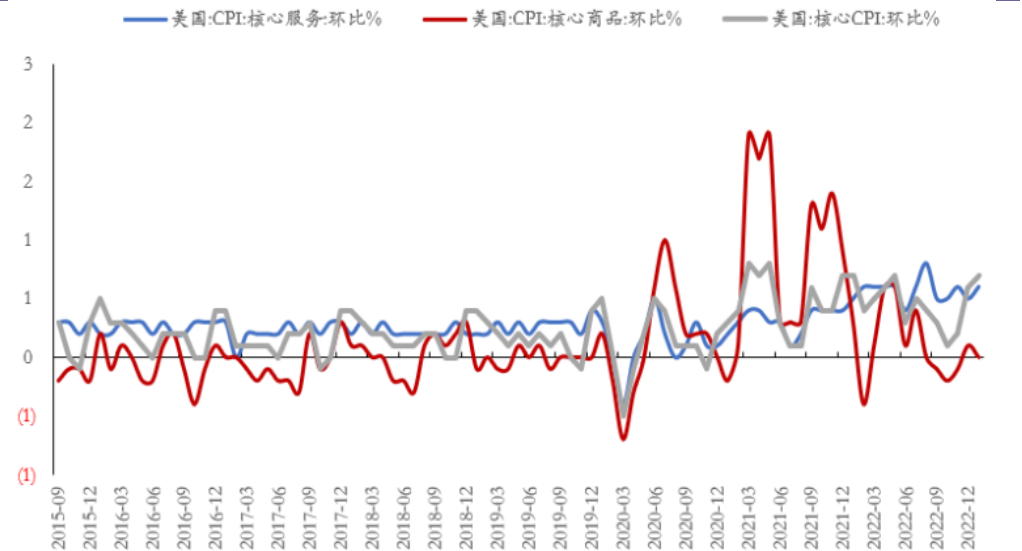
图表7：美联储放缓加息后，金融环境指数下行伴随核心PCE环比走高



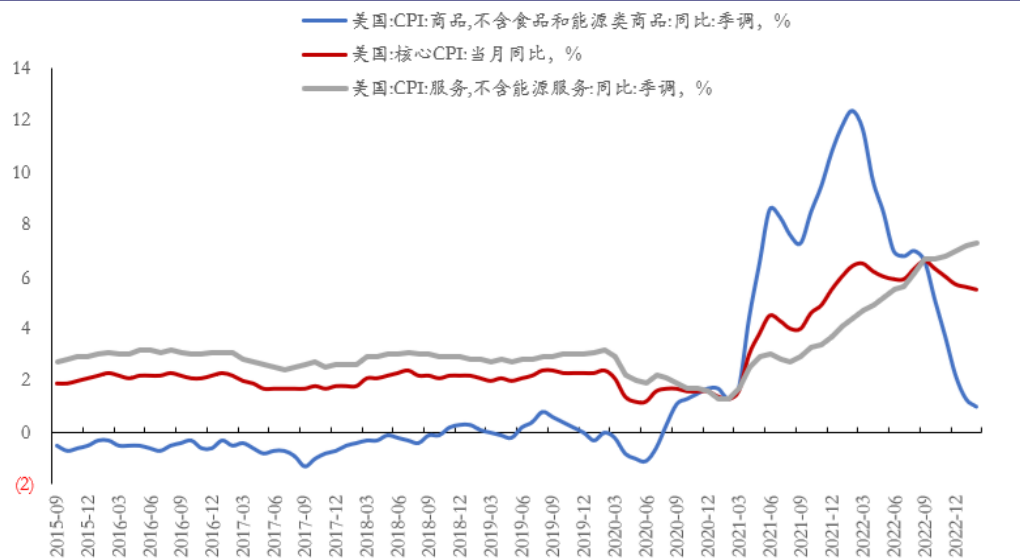
资料来源：Bloomberg，太平洋研究院整理

另一方面，2022年10月后核心CPI环比大幅上行，其中核心商品环比下行放缓，核心服务环比继续上行，这意味着看似符合预期的CPI同比数据基本源自于商品CPI的下行和基数的提高。

图表8：2022年10月后，商品通胀下行放缓，核心CPI环比反弹



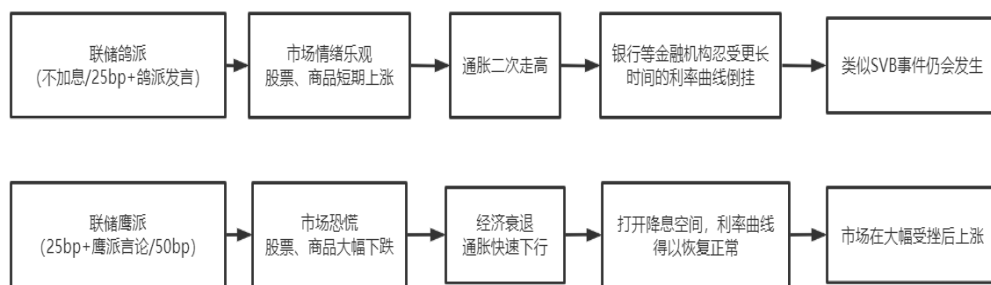
图表9：同比下行的CPI数据基本来自于商品通胀的下行和基数的提高



此外，美联储在应对硅谷银行的危机中，选择向市场提供了大量的流动性，这使得美联储的资产负债表短短一周的时间扩大超3000亿美元，这也意味着控制通胀需要更快甚至更高的加息。本次硅谷银行的破产将美联储逼到墙角，滞胀和衰退的选择已摆在了桌面上。从人性的角度看，面对衰退坚持鹰派加息主是任何领导者都难以进行的选择，这也是70年代保罗沃尔克在衰退面前坚持加息面对极大阻力的原因。

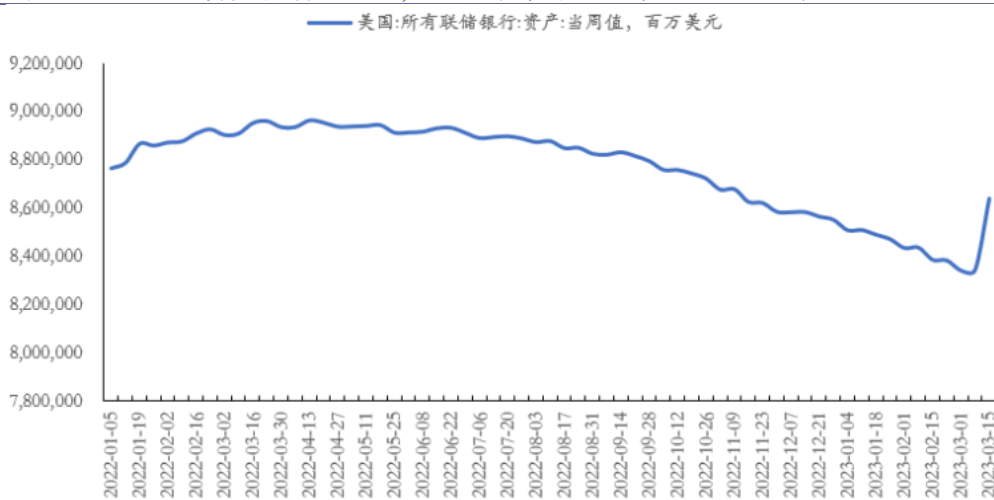
鲍威尔能否在紧接着的FOMC会议上向保罗沃尔克一样进行同样的选择不得而知，但是可以确认的是无论是哪种抉择，在当下的美联储政策目标的框架下，衰退的定价都不会缺席，但交易的节奏会受到影响。硅谷银行发生破产的本质是美国高通胀下货币政策不得不使得利率曲线保持高度倒挂所致，高通胀持续的背景下，以通胀稳定为政策目标的美联储就无法打开降息空间，根本性的问题无法得到解决，联储给予鸽派的指引可能在短期扭转市场的悲观情绪，但是类似硅谷银行破产的事件将继续发生，银行系统在忍受更长时间的利率倒挂的同时，衰退的定价也将持续。如果选择鹰派的快速加息，那么市场将直接进入更深的衰退定价，经济的衰退将使得通胀快速下行并打开降息空间，利率曲线恢复正常后，银行系统问题才能得到根本的解决。

图表10：硅谷银行破产的根本性问题不解决，衰退的定价就不会缺席



资料来源：太平洋研究院整理

图表11：美联储资产负债表扩大，意味着需要更为鹰派的加息政策



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表12：市场仍定价美联储大概率坚持加息25个基点

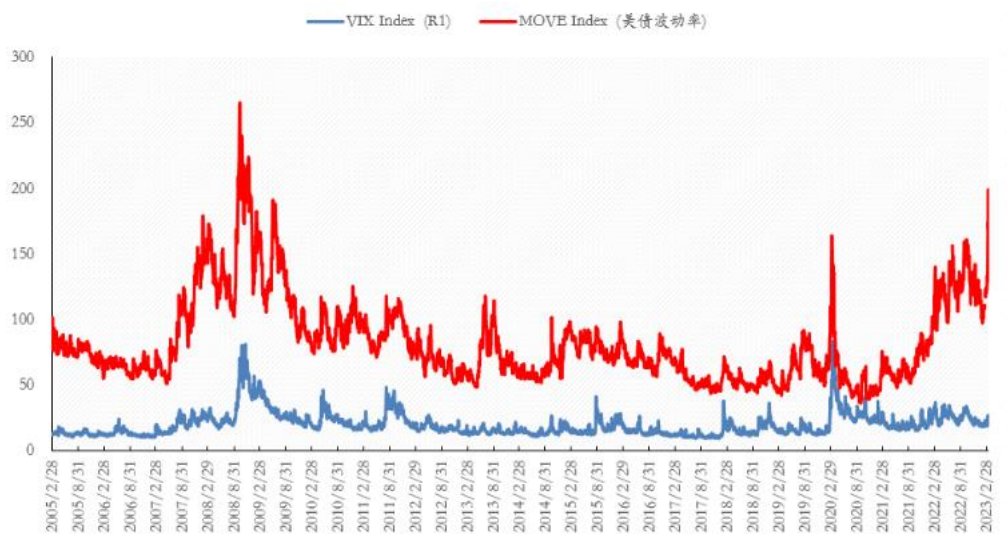
MEETING PROBABILITIES												
MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2023/3/22					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.1%	81.9%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.7%	31.2%	65.1%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	21.4%	53.0%	23.3%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	3.2%	22.7%	51.7%	22.3%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.3%	16.8%	43.0%	31.1%	6.7%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	7.7%	26.6%	38.6%	22.0%	4.2%	0.0%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	4.2%	16.9%	32.4%	30.5%	13.4%	2.2%	0.0%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	1.8%	8.9%	22.7%	31.7%	24.2%	9.2%	1.4%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.1%	0.9%	4.9%	15.0%	26.6%	28.4%	17.6%	5.7%	0.8%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.1%	0.6%	3.6%	11.7%	22.8%	27.8%	21.1%	9.6%	2.4%	0.2%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.2%	1.4%	5.8%	14.7%	24.2%	26.0%	18.0%	7.7%	1.8%	0.2%	0.0%
2024/7/31	0.1%	0.9%	3.9%	10.8%	20.1%	25.2%	21.5%	12.1%	4.3%	0.9%	0.1%	0.0%

资料来源：CME，太平洋研究院整理

（二） 未来一个季度市场的宏观交易主线将逐渐从紧缩向衰退切换，预计资产波动率将放大

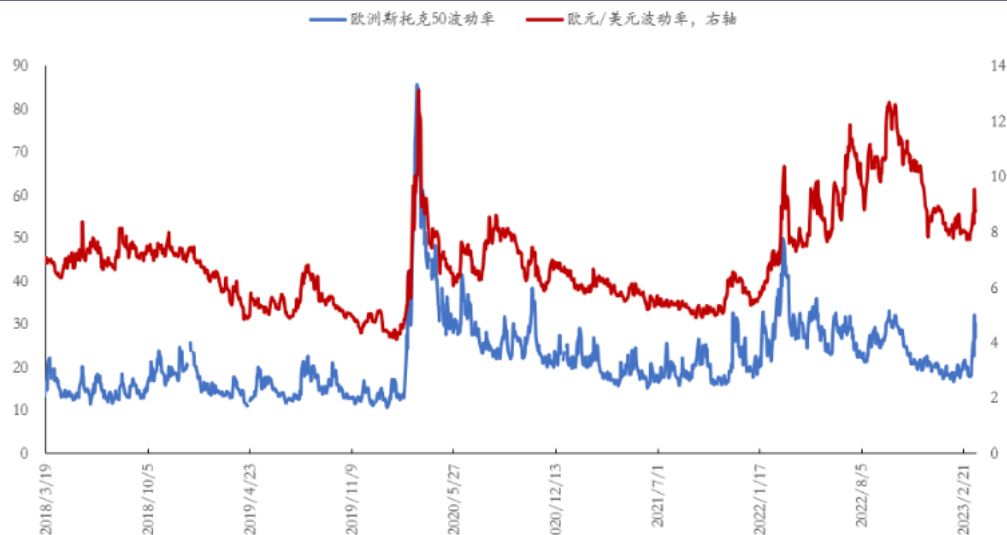
宏观交易正处于紧缩向衰退切换的时期，但是与过去20年的宏观环境不同，当下的美联储在高通胀的限制下并没有立刻宽松的政策空间，因此紧缩和衰退交织或将持续一段时间，这将使得资产波动率大幅提升。从美债和美股的波动率来看，预计短期美债波动率上行速度将放缓，美股波动率仍有较大上行空间。美债波动率快速创出2008金融危机以来新高，说明了市场的定价已较为极端。同时从基本面来看，美联储有必要坚持加息；短期来看，利率的下行尤其是短端利率已较为充分。从历史来看，美债波动率大幅上行时期美股波动率也会放大，但目前美股波动率仍处于较低水平，也意味着后续美股波动率可能会进一步放大。从欧洲股市与欧元汇率、原油与黄金的波动率来看，各资产的波动率快速上行后仍处于较低或中性的水平，后续随着紧缩和衰退定价的持续，波动率上行空间仍较大。

图表13：美债波动率快速上行，但美股波动率仍在底部



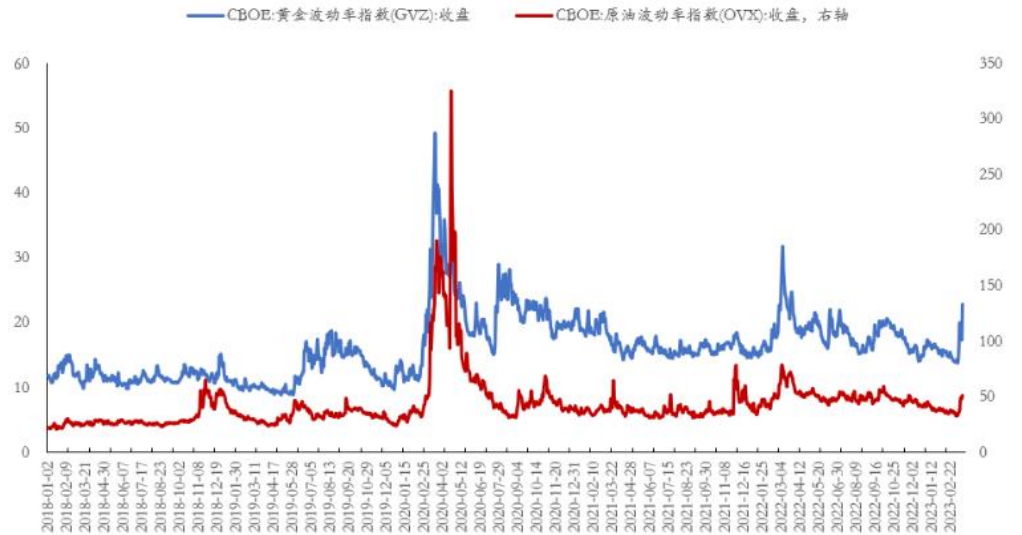
资料来源：Bloomberg，太平洋研究院整理

图表14：欧洲股票和欧元汇率波动率快速上行但仍处于底部



资料来源：Bloomberg，太平洋研究院整理

图表15：黄金和原油波动率快速上行但仍有较大上行空间



资料来源：Bloomberg，太平洋研究院整理

（三） 复盘上一轮美联储加息末期到危机发生时期的表现, 预计行业中的 TMT 以及指数中的恒生科技指数和科创 50 指数有望获得超额收益

复盘上一轮美联储加息末期到危机发生时期的表现，当衰退交易发生后权益中以估值为股价主要推动力的成长风格超额收益明显。根据十年期美债利率以及美联储加息利率作为时间划分：

第一阶段：2018年10月5日-2018年12月20日，十年期美债利率见顶到加息周期结束期间（即长短端倒挂），仅黄金录得小幅正收益。此时美联储的紧缩进入尾声，加息对经济的滞后效应开始显现，利率曲线呈现倒挂。

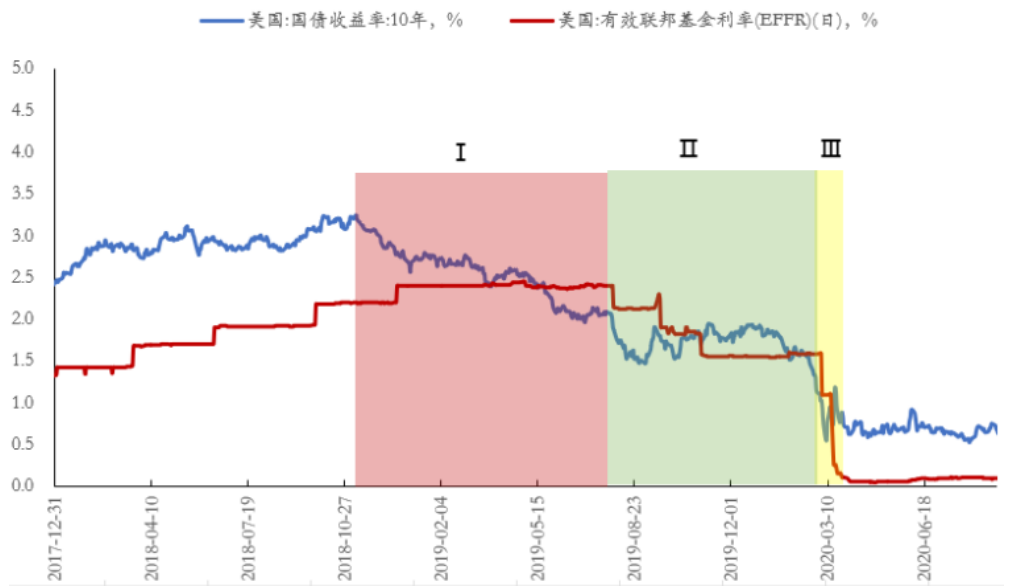
第二阶段：2018年12月20日-2020年2月20日，降息周期开始至危机发生前，成长类风格股票明显具有超额收益。在此阶段一方面经济的基本面开始转弱，利率曲线全面下移，使得以估值为股价主要推动力的成长风格类股票跑赢其他资产。另一方面由于危机未发生，市场预期降息将对经济产生正面效应，对盈利的预期也有好转。资产普遍上涨，但成长表现更佳。

第三阶段：2020年2月20日-2020年3月16日，危机导致利率快速下降，流动性紧张使得资产普跌。新冠疫情导致市场对未来经济的前景季度恐慌，流动性危机爆发，在此阶段央行提供无限流动性和大幅降息来挽救市场，也往往对应着市场的最后一跌。

从行业来看，成长类行业中TMT涨幅最大，估值对股价的推动力更大。从第二阶段的行业涨幅来看，TMT中的电子和计算机最为领先，传媒和通信也录得不错涨幅。从盈利增速来看，涨幅靠前的行业盈利增速并不一定最大，说明了在第二阶段估值对股价的带动作用更强。

从指数来看，在成长类行业的带动下创业板指数和恒生科技指数表现更佳。创业板指数中成长类行业代表的TMT、电力设备以及国防军工比重超50%，恒生科技指数中TMT占比约65%。高比重的成长类行业使得两大指数超额收益明显。

图表16：根据10年期美债和美国政策利率将上个周期行情划分三个阶段



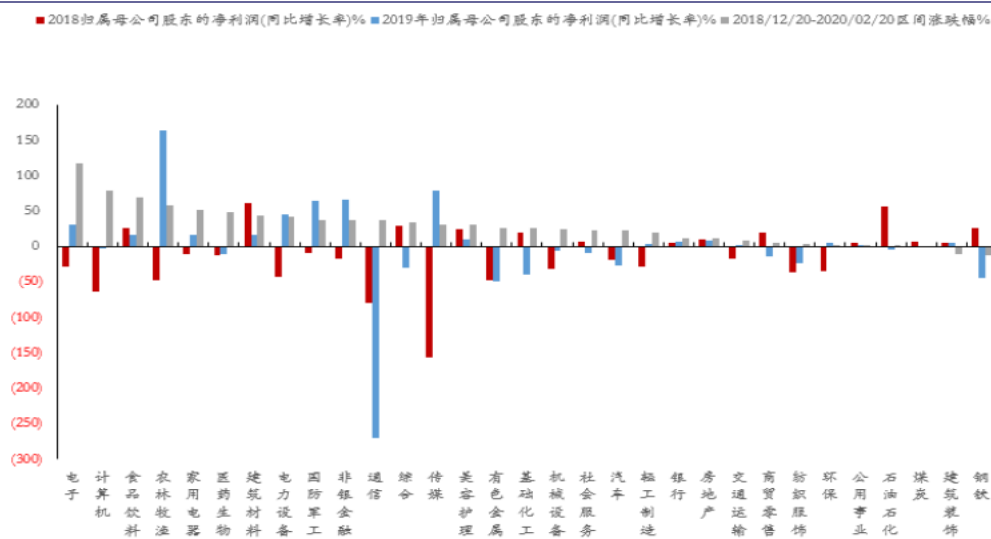
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表17：第二阶段成长类股票大幅跑赢市场

资产/风格名称	2018/10/05-2018/12/20 十年期美债利率见顶-加息利率见顶 区间涨跌幅(%)	2018/12/20-2020/02/20 加息利率见顶-危机发生前 区间涨跌幅(%)	2020/02/20-2020/3/16 危机发生大幅降息 区间涨跌幅(%)	总涨跌幅(%)
创业板指	-5.58	72.35	-10.69	35.39
恒生科技	-11.35	52.61	-21.29	-0.14
纳斯达克指数	-15.61	46.92	-29.67	-12.37
中证1000	-5.54	35.32	-5.99	13.44
科创50	/	34.83	-18.81	11.51
标普500	-14.46	34.55	-29.53	-17.77
中证500	-8.32	34.34	-7.19	8.32
COMEX黄金连续	5.29	29.28	-6.53	25.51
德国DAX	-11.18	26.92	-36.60	-28.60
法国CAC40	-11.47	26.89	-36.49	-28.27
上证50	-6.11	25.69	-7.86	3.35
道琼斯工业指数	-13.69	25.28	-31.21	-24.18
NYMEX WTI原油连续	-37.82	13.92	-46.16	-61.40
COMEX铜连续	-2.62	-4.67	-8.82	-13.85
恒生指数	-2.21	6.74	-16.60	-13.37
成长(风格:中信)	-10.85	57.72	-6.47	28.72
消费(风格:中信)	-12.74	49.41	-5.24	21.45
金融(风格:中信)	-6.57	25.04	-6.64	7.38
稳定(风格:中信)	-5.64	1.19	-4.16	-9.09
周期(风格:中信)	-10.76	20.34	-5.89	-0.68

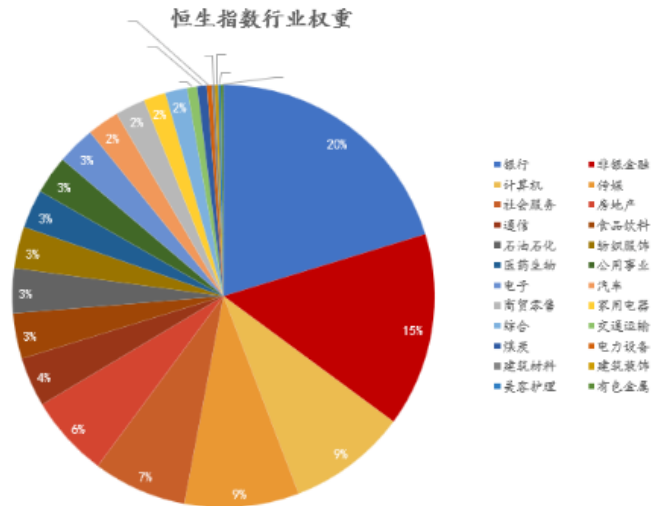
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表18：上一次降息周期中TMT行业涨幅领先



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

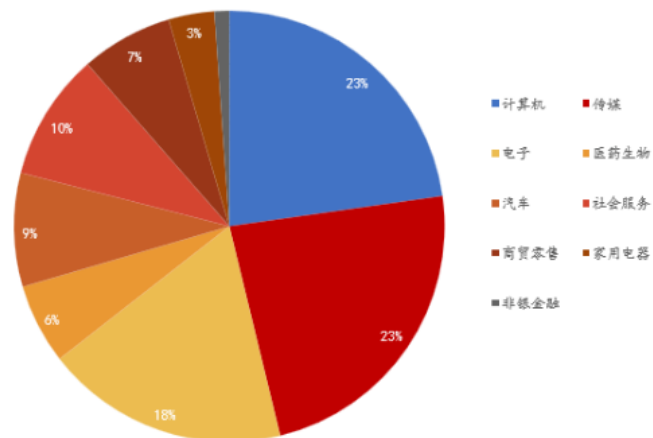
图表19：恒生指数中外资银行权重较高表现预计弱于恒生科技指数



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表20：恒生科技指数中TMT行业权重占比高且受益于美联储的宽松预期

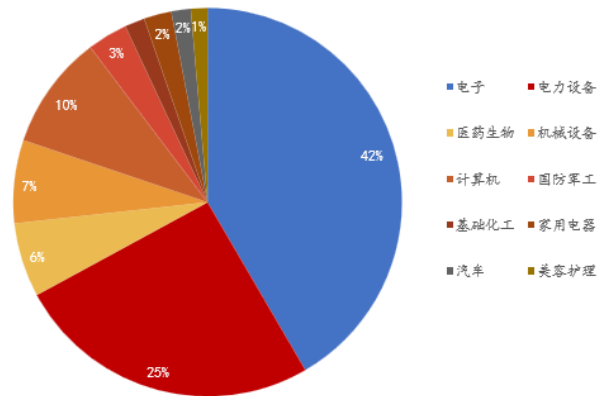
恒生科技指数行业权重



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表21：科创50指数中TMT行业占比超50%

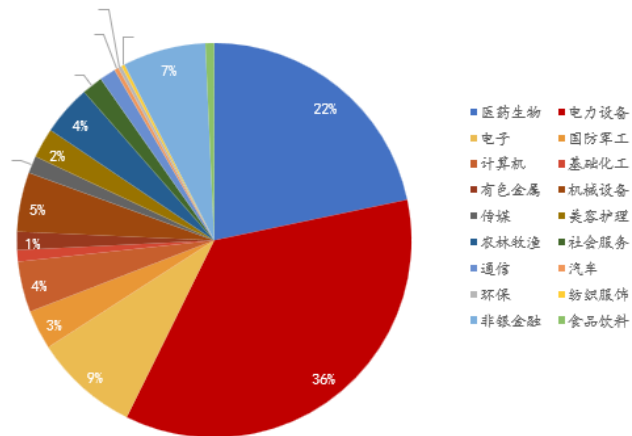
科创50指数行业权重



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表22：创业板指数中占比最高的医药生物和电力设备，TMT占比不高

创业板指数行业权重



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

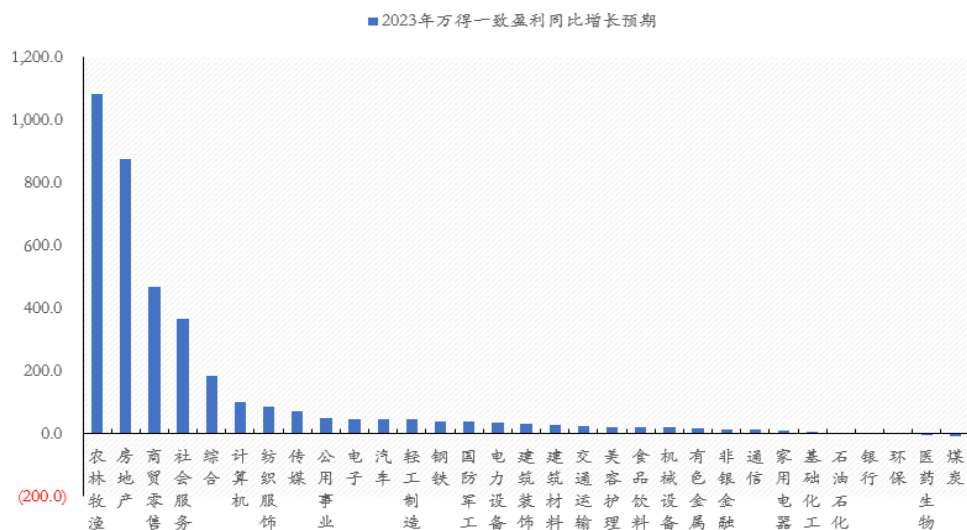
当下的市场正处于第一阶段向第二阶段的过渡时期，由于此次通胀问题的限制，美联储可能难以向以往一样迅速降息，市场在未来几个月可能仍将处于第一阶段和第二阶段交织的状态，但是欧美银行业的压力表明迈向第二阶段的大方向已经明确，此时此刻已经可以提前对成长类风格股票进行布局。

行业中成长类更优，且TMT行业确定性强于其余成长类行业。从上一周的行业涨跌幅来看，行业表现与上一轮周期的第二阶段有相同之处也有不同之处。相同之处在于TMT行业再次取得领先地位，且周期类则表现不佳。不同之处在于，上一轮周期中表现亮眼的电力设备行业由于欧洲限用国内光伏的消息表现较差。此外，从盈利端来

看TMT盈利增速也优于电力设备、国防军工等成长行业，拥有更强确定性。

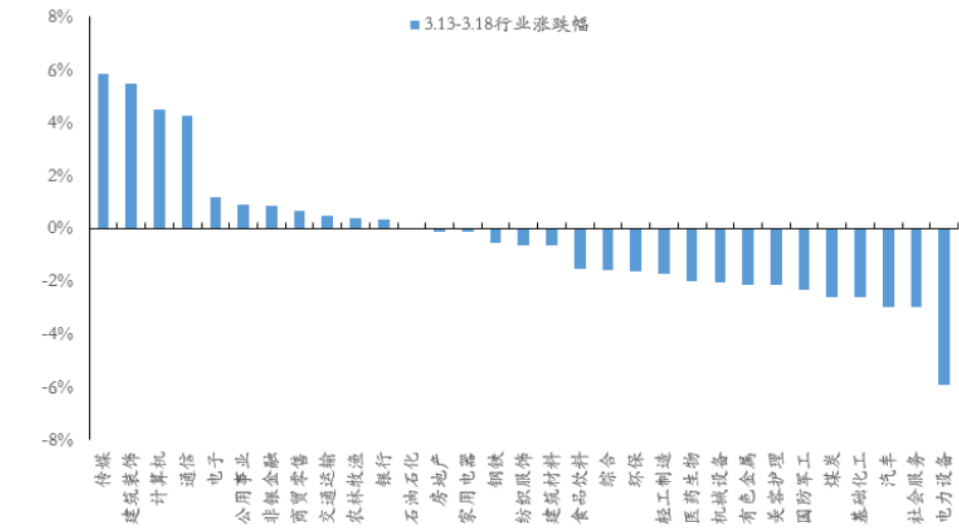
指数中恒生科技指数和科创50指数中TMT占比高，且上周涨幅最大，预计将在衰退交易中录得更佳表现。从各大指数的行业权重来看，TMT占比最高的为恒生科技指数，其次为科创50指数。创业板中由于电力设备占比较大，其确定性可能稍逊于科创50指数。此外，虽然港股受益于美债利率下行以及美联储的宽松预期，但恒生指数中此次风险事件的导火索海外银行权重占比较高，其表现预计将弱于恒生科技指数。

图表23：2023年成长类行业中TMT盈利增速预期排名靠前



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表24：TMT行业在上周衰退交易中涨幅领先



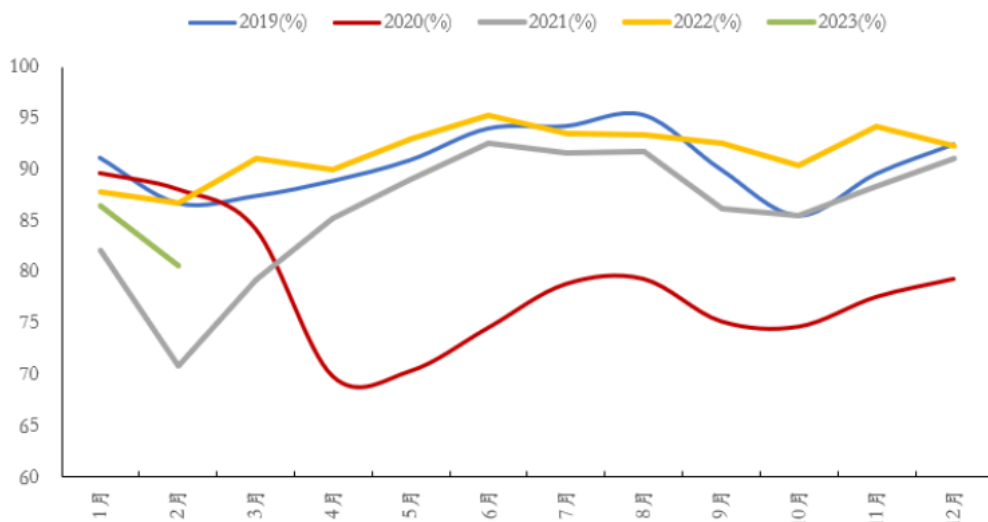
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

三、 原油价格可作为重要的观察指标，60-65 美元的原油（WTI）价格或意味着短期风险释放较为充分，最终的衰退风险定价可能在原油价格达到 55 美元附近时结束

对于此轮衰退的定价进行到哪一步难以具体量化，但原油作为商品中与经济及利率相关性极强的品种其价格可作为重要的观察指标，60-65美元的原油（WTI）价格具有较强的支撑，短期的风险或在原油价格打到此区间后释放较为充分，但最终的衰退风险定价可能在原油价格达到55美元附近时结束。

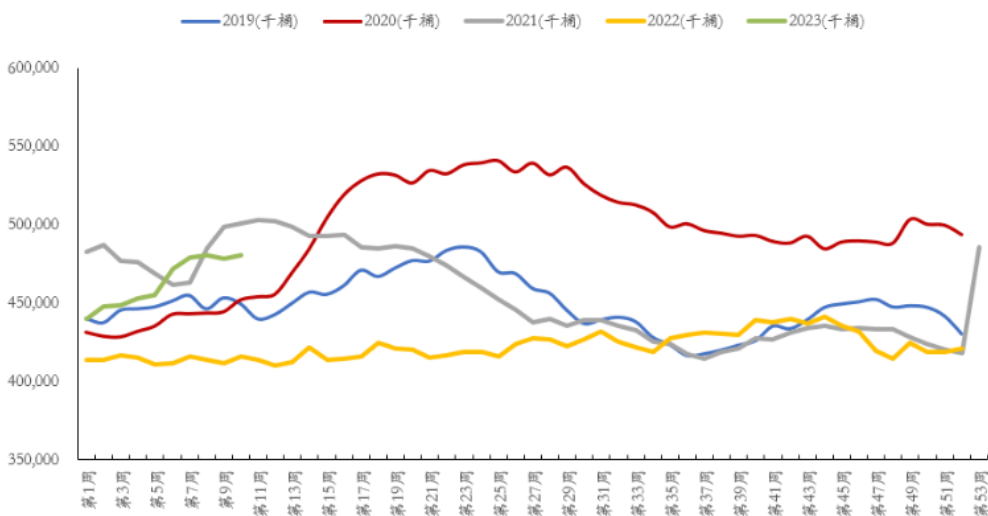
短期的风险在原油价格打到60-65美元区间后释放较为充分的判断主要来自于以下两点：一是原油的基本面并无恶化，且即将进入到需求旺季。从原油的库存端来看，商业原油的库存看似高于5年均值，但这主要是由于美国大规模的战略石油库存的转移以及炼厂开工率较低所致。一方面，包括战略石油储备的原油库存仍处于5年最低水平，且美国总统拜登已表示当油价低于70美元时将重新补充战略石油储备库存。另一方面，成品油中的汽油和馏分油库存皆处于5年较低水平，这意味着裂解利润难以收窄，在没有极强的经济衰退预期下，炼厂有足够的动力进行更多的原油消耗。此外，从季节性规律来看，原油需求将进入旺季，炼厂开工率有望季节性回升，而库存将进入季节性下降，需求和库存两方面将共同对油价形成支撑。二是60-65美元的油价已达到部分页岩油的运营成本价，在原油价格跌至70美元下方后，新开井数增长已大幅放缓，近期更是连续两周下滑，在OPEC+不进行价格的前提下，原油供给端难以大幅增长。三是从技术上来看，60-65美元的油价属于本轮原油价格上涨的起涨点，且成交量较大，在技术上有着较强的支撑。

图表25：美国炼油厂开工率将季节性回升



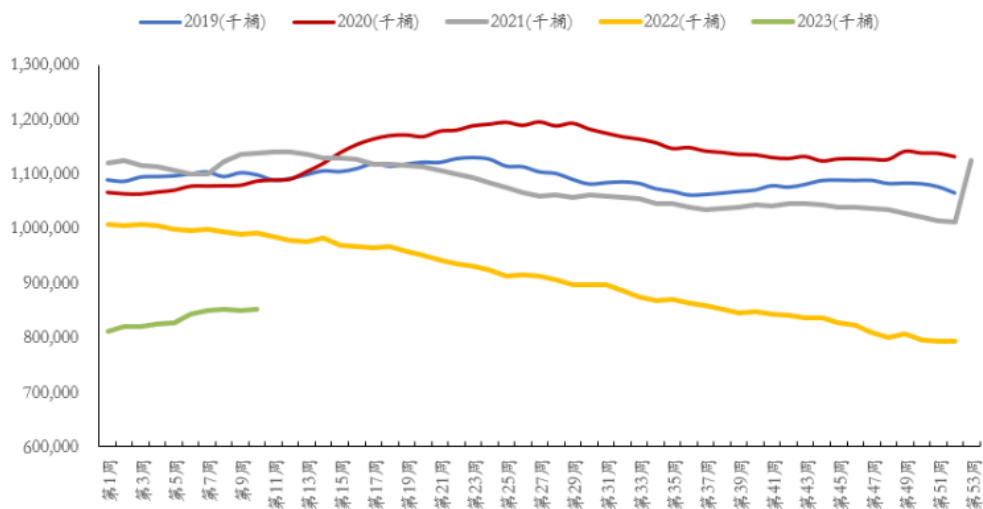
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表26：不包括战略石油储备的库存高于5年均值



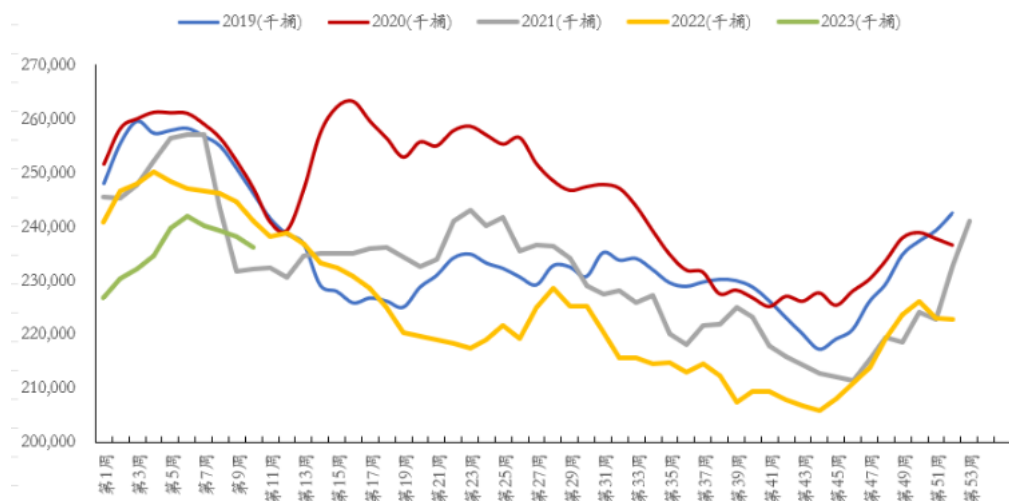
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表27：包括战略石油储备的原油库存5年最低



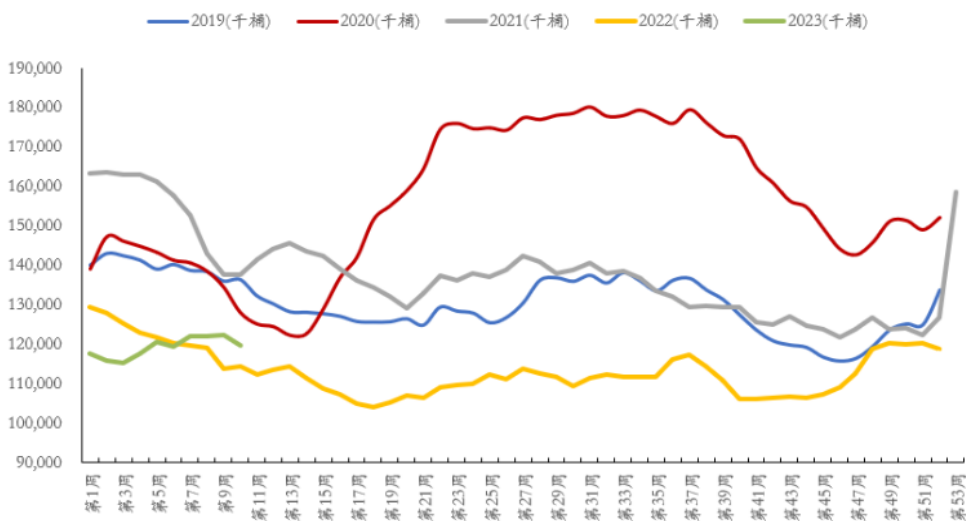
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表28：美国汽油库存属于近五年较低水平



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表29：美国馏分油库存属于近五年较低水平



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表30：随着油价下跌到70美元下方，美国新开井数已连续两周下滑



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

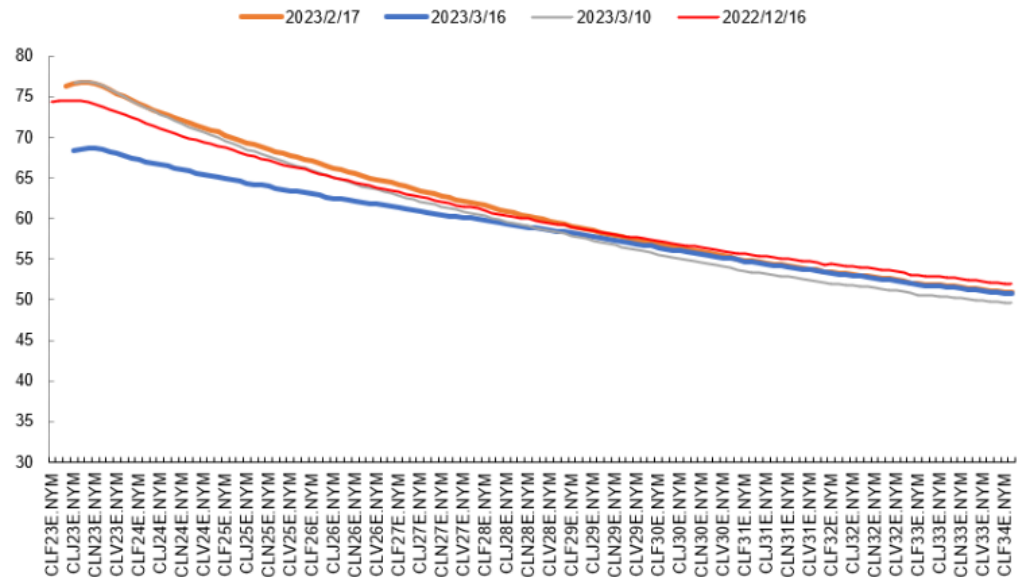
对最终衰退风险定价可能在原油价格达到55美元附近时结束的判断主要有以下两点：一是从原油的远期价格曲线来看，此次衰退的定价对油价的影响主要集中在近月，远月仍保持去库的back结构，且远期收敛结构维持在55美元附近，这意味着当前原油的边际成本在55美元左右，仅是衰退带来的需求回落而没有供应端大幅放量的情况下，55美元的原油边际成本价格较难跌破。二是从技术上看，55美元附近的原油价格在历史上属于平均成交量较大的时期，意味着这个价格的原油有着较大的吸引力，技术支撑较强。

图表31：从成交量来看，60-65美元的原油以及55美元附近的原油有较强的技术支



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表32：原油远期收敛价格即边际成本稳定在55美元/桶附近



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

风险提示：

- 1、衰退深度超预期；
- 2、美联储超预期宽松；
- 3、地缘及战争风险超预期。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liy@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。