

【文章导语】

11月25日，卓创资讯研究院举行第五十二期研究例会，本期主题围绕“再迎降准，大宗商品，最薄弱方向在哪？”，降准是货币层面宽松的信号，会给市场释放流动性宽松的信号，但难以获得立竿见影的效果，大宗商品价格表现最薄弱方向或在下而不在上。

【核心观点】

宏观研究员刘新伟：

降准更多是在解决信心层面的问题，但信心能否提振还需要看后续企业在融资方面是否有显著改善。大宗商品价格受此影响相对较弱，短期仍震荡偏弱为主，反映需求端的疲软状态。

能源首席钟健：

近日，在国际石油市场上有两条消息值得关注。其一，国际油价首行价与次行价的结构价差，转换为近低远高的正向结构。另一条消息是，11月21日，沙特石油部长称，“如果需要采取进一步措施，将通过减产来平衡供需，沙特随时准备进行干预”。

能源研究员赵渤文：

限价引发能源市场调整，价格上限确定，底部仍有支撑，后续关注由此引发的多方应对措施。

能源研究员赵颖：宏观层面持续施压，限价区间抬高缓解供应风险。

农业研究员孙光梅：

全球加息节奏略有放缓，中国降准如约而至。农产品旺季难以恢复往年水平，粮油企业“高成本、低开工、低需求”态势运行。进入11月下旬，各地多点散发，尽管防控政策灵活，但物流对粮油蔬菜等的影响仍存，上周五交通运输部表示将聚焦粮食蔬菜、能源等运输需求，保障运输安全有序。

农业研究员曹慧：

宏观流动性预期宽松，国际农产品市场出口加速，国内结构性失衡。

农业研究员孙继森：

降准释放流动性，有望刺激12月份的需求水平。降准对农产品的直接影响较小，更多的是通过刺激市场整体需求来提振农产品的需求，从而对农产品价格形成支撑。

化工研究员李训军：

降准对于商品市场的影响是一个“润物细无声”的过程，短期影响更多体现在情绪方面。由于成本及供需基本面均缺乏有效支撑，因此短期化工市场或延续偏弱震荡局面。考虑到企业亏损压力较大且存在降低开工负荷对冲需求下行风险的现象，因此短期调整幅度有限。

化工研究员张凤：

化纤及纺织行业的供需矛盾缓解更加依赖于居民消费意愿的提升，“降准”对消费意愿提升的作用有限，但是可以缓解企业的资金压力，提升市场的流动性。从行业自身来看，终端的服装销售在未来一个月有望提升，但对于化纤及纺织行业的提升作用有限。



能源首席：钟健

近日，在国际石油市场上有两条消息值得关注。其一，国际油价首行价与次行价的结构价差，转换为近低远高的正向结构。另一条消息是，11月21日，沙特石油部长称，“如果需要采取进一步措施，将通过减产来平衡供需，沙特随时准备进行干预”。

国际石油市场上有两条消息值得关注。其一，国际油价首行价与次行价的结构价差，已从较长期的近高远低结构，转换为近低远高的正向结构。11月21日时的12月结算价为75.99美元，1月结算价为80.2美元，结构差价为正向4美元左右，这是标志性的一天。

我们在判断石油市场的供需关系时，设为期货市场中“纸盘”上的虚拟供需关系，以及现货市场中真实的供需关系两种供需评价状态。

期货市场中“纸盘”上的虚拟供需关系，往往是由期货市场中的资金决定的，它表征的是资金多头与空头之间的博弈。

它意味着，期货市场中“纸盘”上的供应紧张局面消退了，石油金融商们已不在交易“供应紧张”这一题材了，这也比较好解释近日油价持续下跌背后的原因。

当然，现货市场中的真实供需关系并不是这样。以美国能源信息署的数据，预计12月份时，全球石油市场将有170万桶的供应缺口，并在2月、3月份时仍有250万桶与150万桶的供应缺口。如果，所预计的年底以及明年初的供应缺口如期到来，那么，石油金融商们仍然会重拾“供应紧张”这一题材去交易油价上涨。

另一条消息是，11月21日，沙特石油部长否认了媒体关于OPEC+考虑宣布增产的报道。他表示，11月开始实行的每日200万桶的产量额度会一直持续到2023年的年

底。而真正引起市场震动的是这位部长的另一句话“如果需要采取进一步措施，将通过减产来平衡供需，沙特随时准备进行干预”。

但是，当前的实际情况是，OPEC+产油同盟国整体的实际产量远低于目标产量，10月份时OPEC+整体的实际产量距目标产量还有日均350万桶的生产欠量，如果在实际产量不做调整的情景下，当进入11月份执行减产200万桶的协议后，与目标产量仍将有日均150万桶的生产欠量。

但是，对于OPEC+产油同盟国而言，关键的问题是油价而不是什么“供需”问题，更深远的意义是对油价主导权的归属问题，用供需平衡说事不过是市场容易接受的一套流行语境而已。

在近一段时期内，一方面，油价已形成了明显跌势；另一方面，下跌后的油价又十分接近OPEC+曾经启动减产政策时的触发价位。如今，西方国家限价政策对油价下挫又将新添动力。此时，沙特放言“如果需要采取进一步措施，将通过减产来平衡供需，沙特随时准备进行干预”也许不是一句空话。无论仅是放言减产，或是真实再出减产政策，对油价交易心态的影响都是明显的。

本周全球能源行业最重点的消息来自于欧盟对欧洲某国油气限价的会议及其引发的一系列市场表现。从目前传递出的消息来看，当前已经初步达成的限价共识是对天然气限价275欧元/兆瓦时，原油限价为60-70美元/桶。结合限价的具体执行条件来看，这两个限价可以说“十分宽松”，超出了市场此前的预期（市场此前预期限价更低），对于欧洲某国而言也更能接受。此消息一出引发了油价的下调回应，而欧洲天然气价格表现较为稳定。分析限价的情况来看，首先目前的限价讨论并未达成最终共识，仍有较多欧盟国家（尤其是以航运业务发达的国家）甚至不同意设定价格上限，因此对限价的讨论仍在继续，最终结果有待观望；其次，此次的价格上限较为宽松，会对现有的贸易形成扰乱，但对原本的供需基本面造成的影响有限；最后，限价对能源价格的影响已经初步展现，短期内市场预期的兑现压低了能源价格，但考虑到各方尤其是供应方不会坐以待毙，且价格下跌意味着可以适时补充当前亏空的库存，因此由限价引发的价格下跌或将到底。

后期需要关注三点：第一，限价对于能源价格的打压会到什么位置，结合前期的消息来看，美国有消息传出将以70美元/桶的价格开始收储，结合本次限价消息透露出的65-70美元/桶来看，WTI70美元很可能是重要的支撑位；第二，限价之后是12月5日开始执行的“禁运”，11月26日德国总理再次重申了“将坚持在今年年底对欧洲某国石油实施禁令”，这对于欧洲能源的供应影响将大于限价，需要持续关注；第三，仍需重点关注能源脆弱的基本面情况，包括欧洲本冬季天然气、电力的供需问题，全球能源库存问题，以及12月初OPEC会议中，是否会因为限价和禁运等问题，做出“出于调节全球原油供需平衡”的进一步调整。

2-10年期收益率倒挂一度创历史新低，超-75个基点，突显衰退担忧。收益率曲线倒挂，意味着在美联储持续实施紧缩的货币政策以压制通胀的背景下，市场预期经济增长前景将走弱。从历史上看，收益率曲线倒挂往往预示着未来的经济衰退，而增长放缓和美联储降息往往会在收益率曲线倒挂之后出现。从对原油价格影响上看，市场对衰退预期的升温，宏观层面影响继续主导油价走势，压制原油价格重心。

而在供需情景下，欧盟成员国代表周三举行会议，就拟定下月实施的东欧某国原油价格上限计划展开磋商，各方考虑将区间设定在每桶65至70美元之间，处于此前预期目标水平的上端。从经济学理论来说，当设定最高限价低于均衡价格时，价格低于均衡价格会使得市场供给减小，市场需求增加，从而导致市场供给量小于需求量，这会带来市场价格上涨的压力。此前的消息普遍指向，12月5日起生效的原油价格上限可能在40到60美元/桶，基本等于东欧国际局势动荡前东欧某国的石油生产成本。周三欧盟对于油价限价的设定在每桶65至70美元之间，处于此前预期目标水平的上端，也高于目前东欧某国的实际生产成本，这样一来，供应风险降温，限价对供给侧的看涨冲击明显减小，这也导致近期供应偏紧预期对原油价格的支撑作用明显减弱。当然，限价区间还未最终确定，实际对于油价的影响还需视限价的区间而定。



化工研究员：李训军

降准对于商品市场的影响是一个“润物细无声”的过程，短期影响更多体现在情绪方面。由于成本及供需基本面均缺乏有效支撑，因此短期化工市场或延续偏弱震荡局面。考虑到企业亏损压力较大且存在降低开工负荷对冲需求下行风险的现象，因此短期调整幅度有限。

中国人民银行决定于2022年12月5日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。从理论上来看，降准有利于增加社会流动性从而推涨商品价格。不过从流动性真正释放到流向商品会有一个相对较长的时间周期，是一个“润物细无声”的过程，因此降准短期最主要的是体现在对市场情绪的影响，一般在期货市场最先得体现。在国常会透露“适当运用降准等货币政策工具，保持流动性合理充裕”之后，化工品部分期货市场出现了小涨的局面，不过现货市场对此反映相对平淡。由于整体需求较为疲软，加之在成本端原油持续下跌，市场缺乏有效支撑，故整体偏弱震荡运行为主。

整体而言，此次降准短期对化工市场的支撑相对有限，目前影响化工市场的主要因素依然在成本和自身基本面。成本端，宏观和基本面对原油盘面的支撑在逐步转弱，后期要侧重留意避险情绪升温所带来的进一步压力，原油盘面下行压力依然偏强。需求层面，由于市场进入传统的消费淡季，加之宏观环境影响，需求缺乏改善的动能，因此短期化工市场偏弱震荡概率较大。考虑到企业亏损压力相对较大，加之部分企业通过降低开工负荷的方式来对冲需求下行风险，因此向下调整的幅度较为

有限。