

固收半月谈|近期油运风险事件的影响如何？

固收行家解读债市焦点

主讲人介绍



许卓岩

【热点关注】油运风险事件的影响如何？

由于中东地缘政治事件，12月9日，也门胡塞武装禁止前往以色列的商船在红海与阿拉伯海航行，随后连续有五艘商船遇袭，影响红海-苏伊士运河货物航运，当地承载全球10.2%原油贸易以及11.6%成品油贸易，本周英国、挪威等地石油公司暂停经红海油轮的航行，12月18日晚布伦特原油价格最多上涨4%。

油运行业主要指原油与成品油的海上运输，运价为行业景气度的重要指标，受油运供需影响，而油运供需又受原油价格变化的影响，即油价的一阶导数。

油运需求端关注运量、运距指标。其中，运量主要受到原油、成品油的产量、消费量、价格等因素影响；运距主要取决于各地区原油、成品油供需结构，受多边政治、经济博弈高度影响。

供给端关注游船数量、船速等指标。其中，新船交付、储油船运力释放均可扩大船队规模，而老船拆解将导致船队规模收缩，船速小幅增加可以抵御一部分油船供给不足的风险。

短期来看，红海事件使得经当地油船运距大幅增加，运费提升的同时目的地短期原油短缺，造成目的地油价提升，原油区域价差走阔。运距提升使得大型邮轮经济性提升，可能造成 VLCC（超大型油船：VeryLargeCrudeCarrier）运价进一步提升，需关注恢复航线时间。

此外，巴拿马运河面临干旱导致的通航困难，由于巴拿马运河并非油品主要贸易通道，对油运影响尚可。

中长期来看，今年以来 VLCC 新船订单占存量运力比重降至 2.3% 的历史低位，主因是产能不足叠加成本高企导致新船供给不足，老船退役，未来三年运力难有正增长，供给增速预计远小于需求增速，支撑 2024 年油运运价。

【12 月以来市场回顾】

国内利率债市场方面，12 月伊始资金面紧平衡导致短端利率继续承压，随着公布的通胀、金融等数据表现一般，以及政治局会议和中央经济工作会议也未出现增量重磅政策，市场情绪好转，利率债收益率整体以下行为主。具体来看，截至 12 月 18 日收盘：

（1）国债方面，1Y 国债收益率下行 4BP，至 2.30%；3-5Y 国债收益率下行 8BP，收于 2.39%；7Y-10Y 国债收益率下行 6-7BP，10Y 国债收于 2.61%。

（2）政金债方面，1Y 国开债收益率下行 12BP，1Y 口行债收益率下行 9BP，1Y 农发债收益率下行 14BP；3Y 国开债收益率下行 10BP，3Y 口行债收益率下行 4BP，3Y 农发债收益率下行 13BP；5Y 政金债收益率下行 8-9BP；7Y 政金债收益率下行 6-7BP；10Y 政金债收益率下行 4-5BP 不等，10Y 国开债收于 2.73%。

信用债市场方面，12 月以来信用债收益跟随利率债下行。期限上看，1 年期下行幅度最小，普遍在 1bp 左右，3 年期、5 年期表现更好，1Y、3Y、5YAAA 城投债收益率分别下行 1bp、7bp、7bp。信用利差被动走阔，其中短端走阔幅度更大，1Y、2Y、3YAAA 城投 12 月分别走阔 11bp、11bp、3bp。二永跟随利率债下行幅度

更大，表现普遍优于普通信用债，在资产紧缺催化下中小城农商行二永表现很突出，12月以来1Y、3YAA-二级资本债下行27p、46bp。

国内权益与转债市场方面，12月整体表现不佳，权益市场整体下跌，截至12月18日，Wind全A下跌3.7%，沪深300下跌4.8%，上证指数下跌3.26%，创业板指下跌5.3%，中证转债下跌0.99%，转债估值有所拉升。行业来看，表现较好的板块主要来自通信、计算机、传媒和公用事业，整体抗跌；跌幅较多的板块主要为食品饮料、美容护理、建材和电力设备，整体下跌6%-8%。

海外市场方面，美联储议息会议超预期透露鸽派表态，欧央行也暂停加息，令欧美股市得到提振，债券收益率出现大幅下行。具体来看，截至12月18日收盘，当月法国CAC40上涨3.53%，德国DAX指数上涨2.68%，英国富时100上涨2.16%，标普500上涨3.78%；亚洲股市方面，韩国综合指数上涨1.25%，日经225下跌2.17%，恒生指数下跌2.43%。债券市场方面，德国10Y国债收益率下行39BP至2.06%；法国的10Y国债收益率下行43BP，收于2.43%；美国10Y国债收益率下行42BP，收于3.95%；英国10Y国债收益率下行37BP至3.85%。

【12月下半月市场展望】

宏观利率方面，短期债市利多因素居多。一方面，随着前期政府债券发行完毕，财政资金释放，叠加央行呵护，资金面偏紧的情况有好转迹象；另一方面，基本面当前偏弱，债市短期情绪尚可。此外，上周50Y国债发行结果超预期表明保险、银行等配置机构有提前发力迹象。在交易和配置力量双重发力的情况下，债市短期走强概率较大，策略上建议维持中性略高的久期，短端品种性价比仍更占优，但也需关注资金面的波动变化。

信用债方面，1年期品种信用利差和收益率在历史40%分位数左右，性价比不低，可以考虑左侧介入，由于信用利差被动走阔，因此2年、3年期信用利差分别在2019年以来54%、44%历史分位数，性价比尚可，可以考虑对资质较好的主体拉长久期。品种上短久期弱资质城投债收益已经演绎到极致，实际上城投债推进存在摩擦成本，区域化债推进落地的预期差会带来估值的反复，因此1年内挖掘的性价比较低，短久期城投品种从收益和安全性的角度推荐强区域次要平

台。二级资本债方面，近期资产紧缺下中小城商行二永表现突出，1年期AA-二级资本债近一个月下行42bp，当前收益率在历史15%分位数、信用利差0.3%分位数，处于历史很低分位数，且中小银行面临较大的资本压力，因此建议谨慎。

权益市场方面，近期市场持续弱势，沪深300PE降至约11倍，整体股息率超过3%，不利因素定价较为充分，后续悲观预期修复的概率更大，进入较好的配置区间，实际上虽然当前经济数据仍然偏弱，但环比二季度已有好转，同比数据也将出现一些改善迹象，同时外资净流出压力也在大幅缓解，后续如果能迎来一些利好，市场触底反弹概率较大。当前转债从绝对价位和估值上也开始产生一定性价比，目前我们策略上会更加积极。一方面，可关注跌入价值区间的困境改善行业，如医药，农林牧渔；顺周期但与地产弱相关行业如煤炭、消费电子、有色和非银等，选取股性更强的转债。另一方面，AI、出海与进口替代、自动驾驶等行业寻找绝对价格不高有安全垫但能受益于产业主题带动弹性的标的。

【债券知识小课堂】原油价格研究框架以及回顾展望

原油是最重要的全球定价的能源品之一，影响油价的因素细分来看可能有上百个，本次我们基于布伦特原油价格，选取近年最关键的一些影响因素为大家简要阐述原油价格的分析框架，同时对今明两年的原油价格进行回顾展望。

原油的供给与需求为最主要的变量，其中供给因素便于跟踪，需求因素较为复杂，为相对的慢变量，有一定季节性，近年供给、需求弹性均较大，在不同阶段左右油价走势。

供给方面，主要关注美国与OPEC+组织的原油开采与贸易情况。美国页岩油革命以来，于2017年成为全球最大产油国，技术成熟后，页岩油较传统原油投资成本低，投资周期短，对油价较为敏感，关注美国活跃钻机数、新油井、完成油井以及库存油井数量，对6-9个月后的美原油供给有指引。OPEC组织为获得油价话语权诞生，主要成员国为中东、北非主要产油国，2015年加入俄罗斯等9国形成OPEC+，当前占全球原油贸易量的70%左右，其中沙特基于其2030经济发展愿景，减产稳价以平衡财政收支的诉求强，俄罗斯为全球最大原油出口国，受地缘政治影响当前基本调整完毕，贸易去向从欧洲转向印、中，OPEC+组织剩余产能多，产量向上向下空间均较大，会根据需求与油价调整至平衡。

需求方面，原油下游 60%为日常的汽油、柴油、煤油，20%为其他燃料油，10%生产润滑油、沥青等产品，剩余约 10%流向化工领域，下游覆盖人们的衣食住行，因此 90 美元以上的高油价会对需求形成抑制。全球原油需求复合增长率在 1-2%区间波动，最主要的需求国为美国、中国，分别占全球原油消费量的 19%、15%，过往三年两国出行需求均经历大幅波动，美国车用汽油、航空煤油消费于 2021 年快速恢复，国内 2023 年快速恢复，预计明年大概率开始稳定增长，化工领域需求过往数年受影响尚可，总体稳定增长，除两国外还需关注近年需求增速快的印度等国。

库存主要由供需差决定，库存变化结合供给情况和预期可以侧面反映需求情况，主要关注数据较高频的美国库存数据，包括其战略原油库存、商业原油库存以及期货结算地的库欣原油库存，上述指标 2023 年下半年持续处于历史低位，美国有一定补库诉求，对原油价格有一定支撑。

其他中短期因素包括金融市场因素、金融属性因素、地缘政治因素、原油运输情况；长期因素主要是气候因素带来的环保政策以及能源替代，当前还未对原油需求形成显著抑制。

回顾 2023 年，布油价格总体在 70-95 美元/桶震荡。具体来看，1、2 月在 80-88 美元窄幅震荡，3 月受美国银行风险影响，全球经济衰退预期带动油价下探至 70 美元，随着 OPEC 产量下降以及国内出行需求恢复强劲，油价至 4 月中快速回升至 87 美元，之后美联储加息预期强，油价至 5 月初又回落至 70 美元，短期剧烈波动后油价于 75 美元位置低位震荡，直至沙特、俄罗斯开始自愿减产 130 万桶/日叠加夏季需求高峰，油价持续上行，9 月中达峰至 95 美元，后由于冬季季节性需求下降，2024 年需求预期偏弱，OPEC+减产不及预期等因素，油价波动下行至 75 美元，当前处年内较低位置。

展望 2024 年，供给端向上弹性不足。美国页岩油钻机数量、新井完井库存井储备持续下行，同时由于通胀影响，油企资本开支的成本抬升，主要油气企业倾向于分红与并购，潜在产能增量受限；同时沙特、俄罗斯自愿减产维持至第一季度，二季度继续维持的预期较强，其余 OPEC+产油国合计自愿超额减产 70 万桶左右，主要产油国减产稳价的诉求仍强，其 70-80 美元的财政平衡油价对油价有一定支撑。

需求端来看，2024 美国需求预计维持 1-2%增速，关注纺服等行业补库幅度，国内需求增速预计有所收窄，但仍有高个位数增长，关注航空煤油潜在增量，印度需求或维持 8-10%的增速，全球需求预计受欧洲等地拖累增速小幅收窄。

总体来看，若无重大突发事件，2024 年原油整体维持紧平衡，低库存对油价有所支撑，预计维持 2023 年的价格运行区间，年初、年末需求淡季油价或出现探底。

风险提示：基金有风险，投资需谨慎。本材料中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成任何投资建议。投资人购买基金时应仔细阅读基金的基金合同、招募说明书和基金产品资料概要等法律文件，充分认识基金的风险收益特征和产品特性，充分考虑自身状况选择与自身风险承受能力相匹配的产品。本公司作为基金管理人承诺恪尽职守、诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金产品存在收益波动风险，基金管理人管理的其他基金的业绩和其投资管理人员取得的过往业绩并不预示其未来表现，也不构成本基金业绩表现的保证。我国基金运作时间较短，不能反映股市发展的所有阶段。