

2021 年 02 月 21 日

油价上涨远未结束

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

徐骥（分析师）

xuji@kysec.cn

证书编号：S0790520070008

曹金丘（联系人）

caojinqiu@kysec.cn

证书编号：S0790120080057

1990 年以来，油价大部分时段，需求决定方向、供给影响空间。全球疫情改善、需求修复加快，及 OPEC+、页岩油增产可控下，本轮油价涨势大概率远未结束。

● 需求修复加快，及供给压力相对可控背景下，本轮油价的涨势大概率远未结束

1990 年以来，大部分时段，需求决定了油价的趋势方向，供给影响空间。经历了上世纪 80 年代的 2 次石油危机后，油价的决定机制逐渐稳定下来。其中，油价的趋势方向主要由需求决定，涨跌幅表现受供给影响较大。2014 年以来，伴随美国页岩油大幅增产、推升全球原油供给压力，油价的运行中枢较以往有所回落。

2020 年 5 月至 8 月，美国等服务业景气回升，及 OPEC+、美国页岩油大幅减产，共同推动油价止跌回升。疫情暴发后，油价一度跌至历史最低位。但随后，美国等开启复工及大规模刺激政策支持下，服务业景气开始回升，带动原油相关需求回暖。OPEC+、页岩油的大幅减产，进一步推动油价由 27 涨至 45 美元/桶。

2020 年 11 月以来，OPEC+ 继续大幅减产，及美国等疫情形势改善、服务业景气重回回升势，驱动油价持续加速上涨。虽然 2020 年 9 月后疫情再次反弹、一度拖累油价下跌，但从 11 月开始，OPEC+ 的坚定大幅减产让油价止住跌势。沙特随后的额外减产，及美国等的疫情改善，驱动油价由 37 加速涨至 60 美元/桶以上。

伴随疫苗大规模推广、全球疫情形势持续改善，叠加拜登大规模财政刺激法案即将落地，原油相关需求的修复将进一步加快。1 月中旬以来，美国等疫苗接种进度持续提升，疫情形势加速改善。同时，为减轻居民偿债压力，拜登积极推动 1.9 万亿美元财政刺激法案落地。疫情改善、对线下经济活动压制的显著缓解，以及财政刺激政策支持居民收入持续改善，将推动原油相关需求的修复进一步加快。

原油需求向好的同时，OPEC+ 近年来在减产上积极主动、增产上克制谨慎，有利油价上涨。2017 年以来，经历了前期低油价带来的显著负面冲击后，OPEC+ 为改善经济、对高油价的追求越发强烈。以沙特为例，2017 年 1 月至 2018 年 5 月，油价从 53 上涨至 80 美元/桶过程中，一直坚持日均减产 50 万桶。2021 年 1 月，虽然油价已止跌反弹，但沙特宣布自愿在 2 月、3 月额外减产 100 万桶/日。

受页岩油厂商大幅削减资本开支影响，美国页岩油 2021 年的增产幅度可能相对有限。达拉斯联储的调查数据显示，美国超过 80% 的页岩油厂商在制定 2021 年资本开支计划时，对油价的预期低于 49 美元/桶。过低的油价预期，及前期低油价导致行业偿债压力激增，使美国采矿业设备投资增速持续下滑，2020 年 4 季度更是降至历史低位-18.2%。受此影响，美国页岩油 2021 年增产幅度或相对有限。

综合来看，本轮油价会否涨破 80 美元/桶尚未可知，但类比历史相似阶段，上涨趋势大概率远未结束。回溯历史，2009 年至 2012 年，受需求大幅改善等带动，Brent 油价由 47 美元/桶最高涨至 122 美元/桶；2017 年至 2018 年，伴随需求持续改善及 OPEC+ 控制产量，Brent 油价自 53 美元/桶最高涨至 86 美元/桶。展望本轮油价，需求修复加快及供给压力相对可控下，油价上涨趋势大概率远未结束。

● 风险提示：因疫苗效果不佳，疫情频频反弹。

相关研究报告

目 录

1、 周度专题：油价上涨远未结束	4
2、 大类资产回溯：主要经济体长端国债利率大幅上行	10
3、 重点关注：美国 1 月新屋销售年化总数	12
4、 数据跟踪：美国 1 月零售销售大超预期	12
4.1、 美国数据	12
4.1.1、 美国 1 月零售销售环比、工业产出环比双双高于预期	12
4.1.2、 美国 1 月成屋销售总数、营建许可总数高于预期，新屋开工总数不及预期	12
4.1.3、 当周 EIA 原油库存降幅高于预期，当周初请失业金人数意外增加	13
4.2、 欧洲数据	13
4.2.1、 欧元区 2 月制造业 PMI 续创新高，服务业 PMI 有所回落	13
5、 风险提示	14

图表目录

图 1： 2021 年以来，油价持续、快速上涨	4
图 2： 油价涨幅远远超过铜、黄金、白银、美股等	4
图 3： 油价的趋势方向主要由美国服务业景气变化主导	4
图 4： 美国服务业 PMI 的拐点领先油价拐点变化	4
图 5： 供给端的变化，往往影响历轮油价的涨跌幅表现	5
图 6： 2020 年 5 月以来，美国服务业景气回升推升油价	5
图 7： 2020 年 5 月以来，美国人员流动等逐渐恢复	5
图 8： 疫情暴发后，OPEC 和美国原油产量大幅下滑	6
图 9： 疫情暴发后，沙特和俄罗斯主动大幅减产	6
图 10： 1 月中旬以来，美国、英国等疫情持续改善	7
图 11： 美国疫苗接种速度加速提升，欧盟等也持续推进	7
图 12： 疫情改善，将显著减轻线下经济活动受到的压制	7
图 13： 拜登计划为美国居民再次提供大规模财政援助	7
图 14： 2017 年以来，沙特有着明显的高油价追求，减产上积极主动、增产上克制谨慎	8
图 15： 美国石油钻井数滞后 WTI 油价变化	8
图 16： 本轮油价回升后，美国石油钻井数增加相对较慢	8
图 17： 美国大部分页岩油厂商对油价预期保守	9
图 18： 美国采矿业的设备投资增速大幅下滑	9
图 19： 以史为鉴，需求改善及供给压力可控背景下，油价往往迎来大幅上涨	9
图 20： 当周，美元下跌，欧元持平，英镑上涨	10
图 21： 当周，美元指数震荡下跌	10
图 22： 当周，主要国家 10Y 国债收益率大幅上行	11
图 23： 当周，10Y 美债收益率继续上行	11
图 24： 当周，全球主要股指涨跌分化	11
图 25： 当周，纳斯达克下跌，恒指上涨	11
图 26： 当周，WTI、Brent 原油价格涨跌分化	11
图 27： 当周，COMEX 黄金价格下跌	11
图 28： 美国 1 月零售销售环比大超预期	12

图 29: 美国 1 月工业产出环比增速高于预期	12
图 30: 美国 1 月成屋销售总数高于预期	13
图 31: 美国 1 月营建许可大超预期, 新屋开工不及预期.....	13
图 32: 美国当周 EIA 原油库存降幅高于预期.....	13
图 33: 美国当周初请失业金人数意外增加	13
图 34: 欧元区 2 月制造业 PMI 续创新高	14
图 35: 欧元区 2 月服务业 PMI 有所回落	14
表 1: 2020 年疫情暴发后, OPEC+实施了有史以来最大规模的联合减产行动	6
表 2: 海外重点数据发布日期情况	12

1、周度专题：油价上涨远未结束

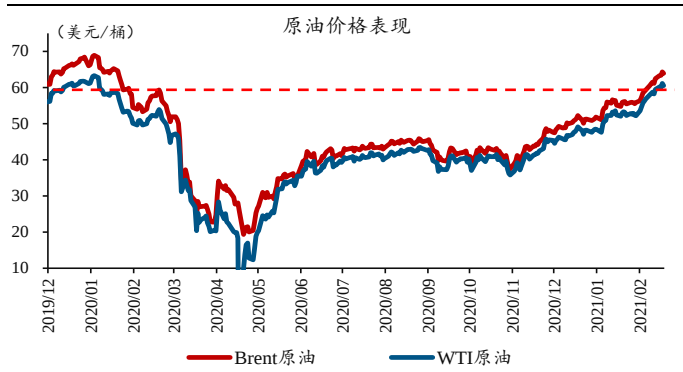
事件：2月以来，随着油价持续大涨，市场对油价研判的分歧越来越大。

资料来源：彭博社、Wind

点评：

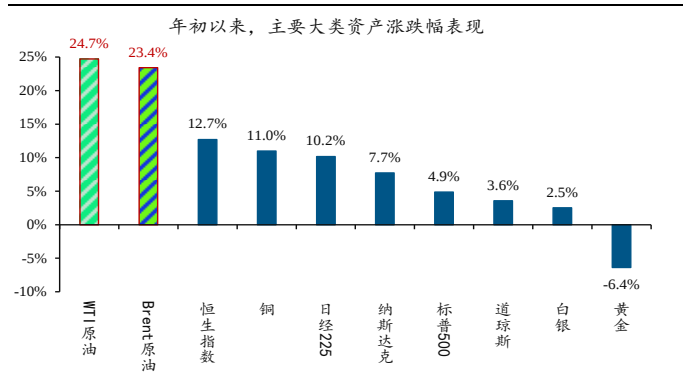
2月以来，随着Brent油价涨破60美元/桶、超过疫情暴发前水平，市场对油价研判的分歧加大。截至2月19日，Brent、WTI油价已分别较年初上涨23.4%、24.7%，涨幅远远超过了铜、黄金及美股等其他大类资产。Brent油价涨破60美元/桶、超过2020年疫情暴发前水平后，市场对油价研判的分歧越来越大。部分市场观点提出本轮油价上涨已近尾声，接下来将面临调整压力。相反，也有部分市场观点提出油价拥有巨大上涨空间，未来有望涨至100美元/桶以上。

图1：2021年以来，油价持续、快速上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

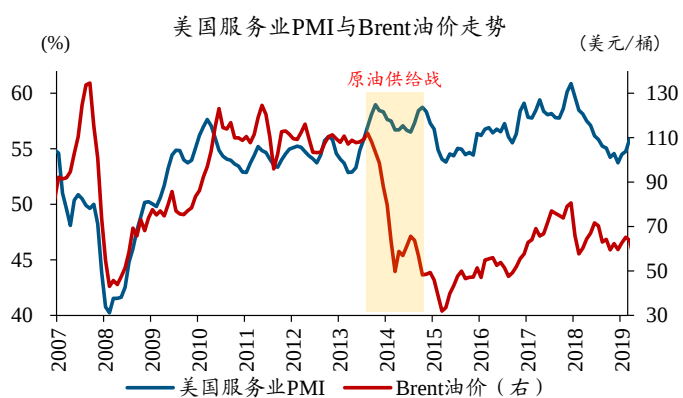
图2：油价涨幅远远超过铜、黄金、白银、美股等



数据来源：Wind、开源证券研究所

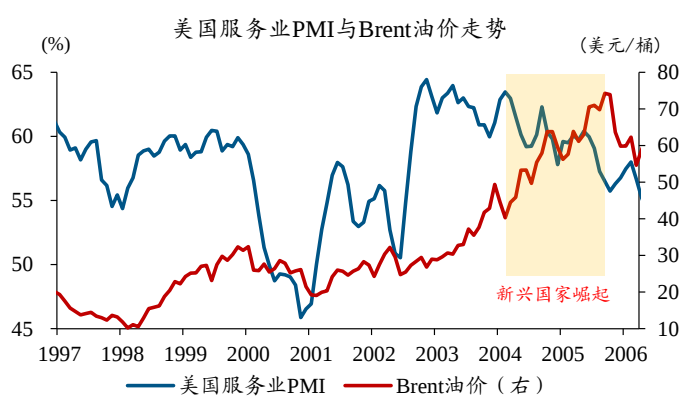
大历史观来看，1990年以来，大部分时段，油价的趋势方向主要由全球、尤其是美国的服务业景气变化主导。作为“大宗商品之母”，原油的价格变动直接受供需格局影响。同时，经历了上世纪80年代的2次石油危机后，油价的决定机制逐渐稳定下来。其中，油价的趋势方向主要由需求决定。从历史数据来看，由于原油需求中的“大头”来自交通运输等服务业活动，以及美国是全球最大的原油消费国，油价的趋势方向与美国服务业景气变化密切相关。

图3：油价的趋势方向主要由美国服务业景气变化主导



数据来源：Wind、开源证券研究所

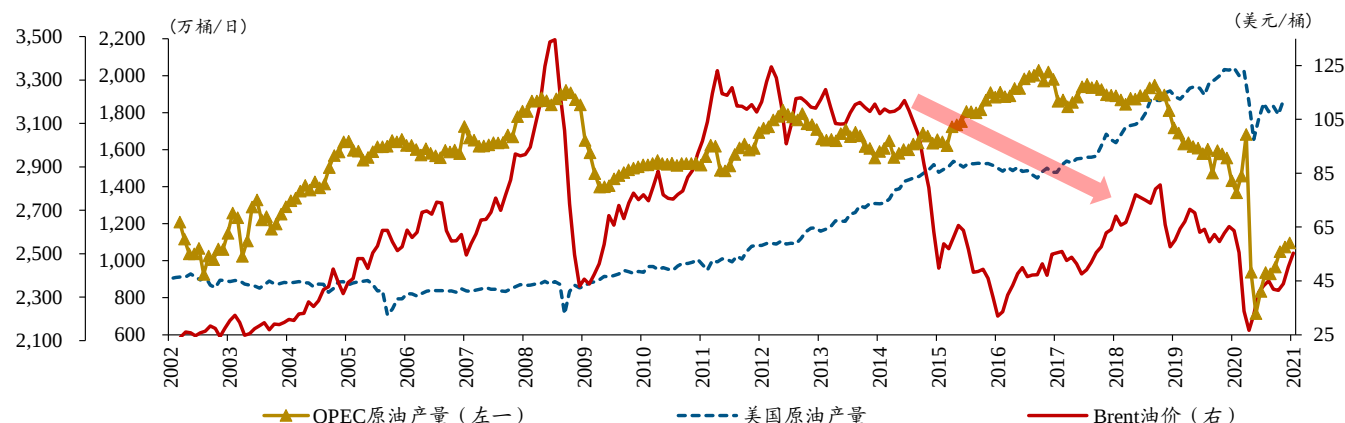
图4：美国服务业PMI的拐点领先油价拐点变化



数据来源：Wind、开源证券研究所

由于波动较大，供给端的变化，往往影响历轮油价的涨跌幅表现。供给端的高度集中（OPEC、美国、俄罗斯合计占比接近 60%），使原油的供给容易受少数几个产油国（或组织）的产量变化扰动，波动较大。回溯历轮油价周期，在需求端变化相似阶段，供给端压力的不同，往往导致油价最终涨跌幅存异。典型的如 2016 年至 2019 年，因为美国页岩油大幅增产、推升全球原油供给，油价的周期高点明显低于以往。

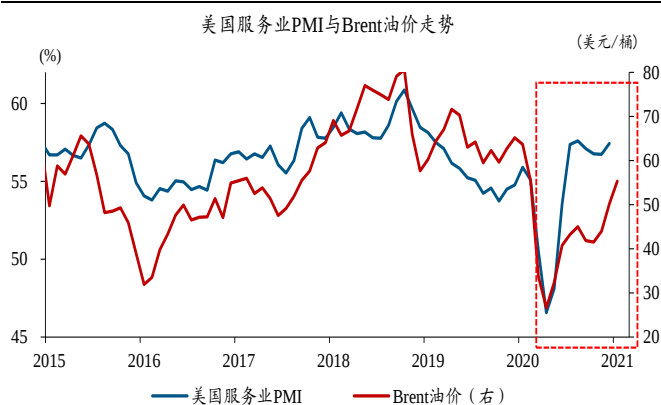
图5：供给端的变化，往往影响历轮油价的涨跌幅表现



数据来源：EIA、OPEC、开源证券研究所

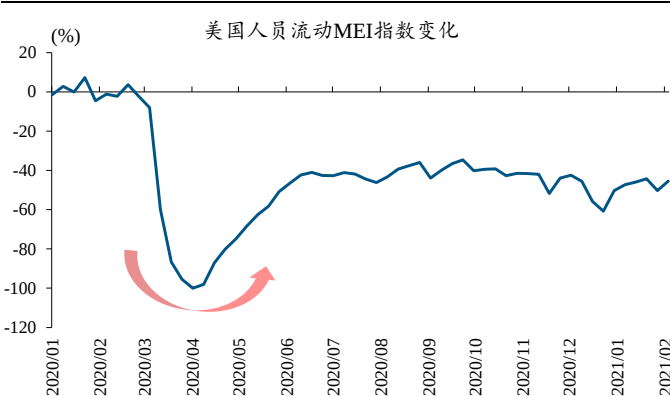
2020 年 5 月以来，油价止跌反弹背后，与美国服务业景气回升密切相关。回顾本轮油价表现，2020 年 3 月美国疫情集中暴发后，随着美国政府实施“禁足令”等防控措施、拖累服务业景气降至历史低位，油价大幅下挫。直至 2020 年 5 月，在美国各州陆续解封、开启复工复产，以及大规模宽松货币、积极财政政策的支持下，美国服务业景气开始止跌回升，交通运输等活动逐渐恢复。受此影响，油价随之自低位回升，进入到上涨通道中。

图6：2020 年 5 月以来，美国服务业景气回升推升油价



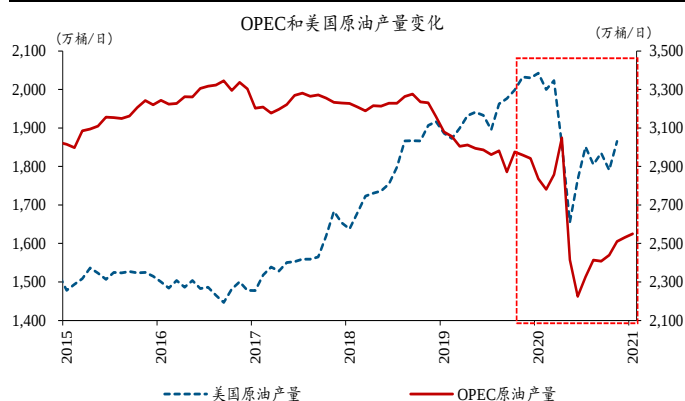
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2020 年 5 月以来，美国人员流动等逐渐恢复

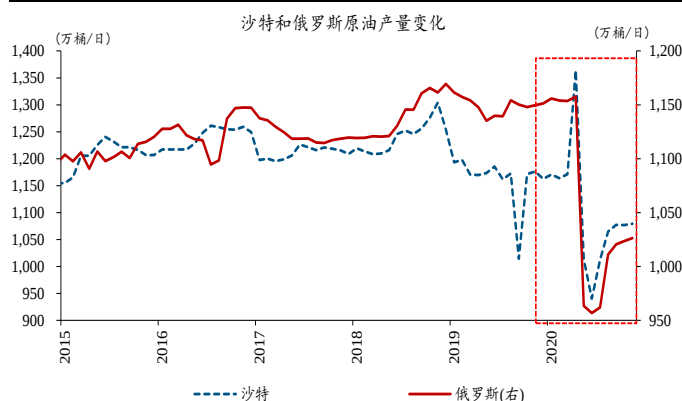


数据来源：Dallas Fed、开源证券研究所

OPEC+及美国页岩油的减产，推动了油价加速反弹。除了需求端改善外，OPEC+（OPEC 与俄罗斯等部分非 OPEC 国家联合组织）自 2020 年 5 月 1 日起，实施了有史以来最大规模的减产行动，将日均原油产量大幅下调 970 万桶。美国页岩油厂商也纷纷“效仿”、开启减产，合计减产规模一度达到了 370 万桶/日。OPEC+及美国页岩油的大幅减产，推动油价加速上涨。

图8: 疫情暴发后, OPEC 和美国原油产量大幅下滑


数据来源: EIA、OPEC、开源证券研究所

图9: 疫情暴发后, 沙特和俄罗斯主动大幅减产


数据来源: EIA、OPEC、开源证券研究所

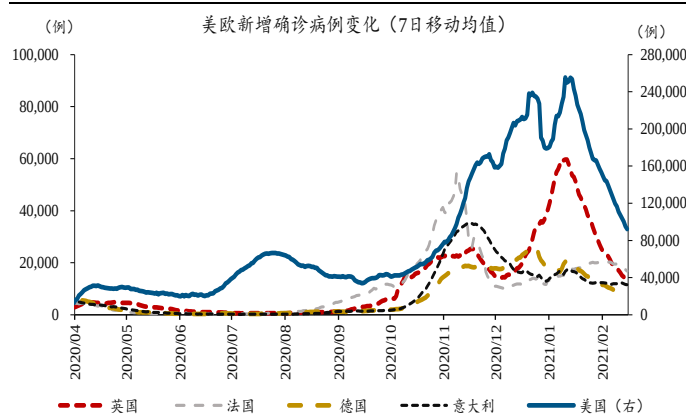
表1: 2020 年疫情暴发后, OPEC+实施了有史以来最大规模的联合减产行动

时间	会议	内容	期限	减产量
2020/4/9	第9届欧佩克和非欧佩克部长级会议	从5月1日开始, 将原油产量下调1000万桶/日, 为期2个月。从7月1日到12月31日, 总减产量为800万桶/日。随后将在2021年1月1日至2022年4月30日的16个月内减产600万桶/日。	2020.5.1-2020.6.30	1000万桶/日
			2020.7.1-2020.12.31	800万桶/日
			2021.1.1-2022.4.30	600万桶/日
2020/4/12	第10届欧佩克与非欧佩克产油国部长级视频会议	将5月至6月的减产规模调整为970万桶/日, 7月至年底减产规模将降至770万桶/日, 2021年1月至2022年4月减产规模降至580万桶/日。	2020.5.1-2020.6.30	970万桶/日
			2020.7.1-2020.12.31	770万桶/日
			2021.1.1-2022.4.30	580万桶/日
2020/6/6	第11届欧佩克与非欧佩克产油国部长级视频会议	将日均970万桶的原油减产规模延长至7月底。同时, 5月和6月未能完成减产配额的国家, 将在7月至9月额外减产作为弥补。	2020.5.1-2020.7.31	970万桶/日
			2020.8.1-2020.12.31	770万桶/日
			2021.1.1-2022.4.30	580万桶/日
2020/7/15	欧佩克联合部长级监察委员会会议	减产规模下调200万桶至770万桶/日。	2020.5.1-2020.7.15	970万桶/日
			2020.7.16-2020.12.31	770万桶/日
			2021.1.1-2022.4.30	580万桶/日
2020/12/3	第12届欧佩克和非欧佩克部长级会议	自2021年1月开始, 将减产数自770万桶/日调整至720万桶/日。从2021年1月起每月召开欧佩克和非欧佩克部长级会议, 以评估市场状况, 并决定下个月的进一步调整产量, 每月调整不超过50万桶/日; 补偿减产期限延长至2021年3月底, 以确保所有参与国对过量生产的石油给予充分补偿。	2021.1.1-2021.1.31	720万桶/日
2021/1/5	第13届欧佩克和非欧佩克部长级会议	2021年2月和3月的减产规模, 分别调减到712.5万桶/日、705万桶/日, 也即2021年2月和3月, 欧佩克+将在2021年1月增产50万桶/日的基础上, 分别再增产7.5万桶/日和15万桶/日。	2021.2.1-2021.2.28	712.5万桶/日
			2021.3.1-2021.3.31	705万桶/日
2021/2/3	欧佩克联合部长级监察委员会会议	维持1月份达成的减产协议。	2021.2.1-2021.2.28	712.5万桶/日
			2021.3.1-2021.3.31	705万桶/日

资料来源: OPEC、开源证券研究所

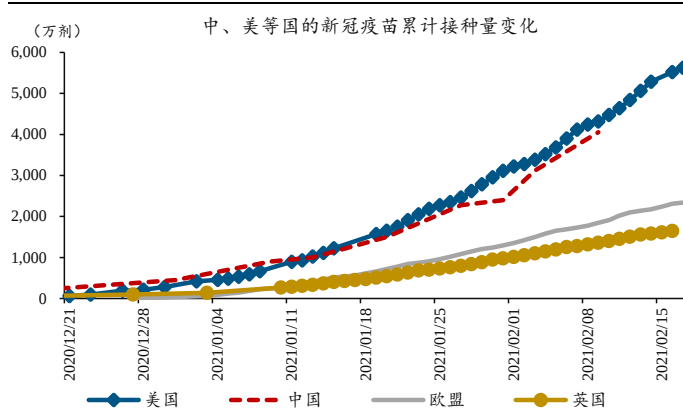
伴随着疫苗大规模推广、全球疫情形势持续改善，叠加拜登 1.9 万亿美元财政刺激法案即将落地，原油相关需求的修复将进一步加快。1 月中旬以来，美国疫苗接种进度加速提升，欧盟、英国等疫苗接种也持续推进。同时，美国、欧盟及全球新增确诊病例大幅下降，疫情形势不断改善。考虑到居民端面临房贷、房租等集中到期偿付压力，拜登政府还积极推动 1.9 万亿美元财政刺激法案落地，为居民部门提供超 1 万亿美元的财政援助。随着财政刺激政策支持居民收入持续改善，以及疫情形势好转，显著减轻对线下服务类活动的压制，全球原油相关需求的修复进一步加快。

图10：1月中旬以来，美国、英国等疫情持续改善



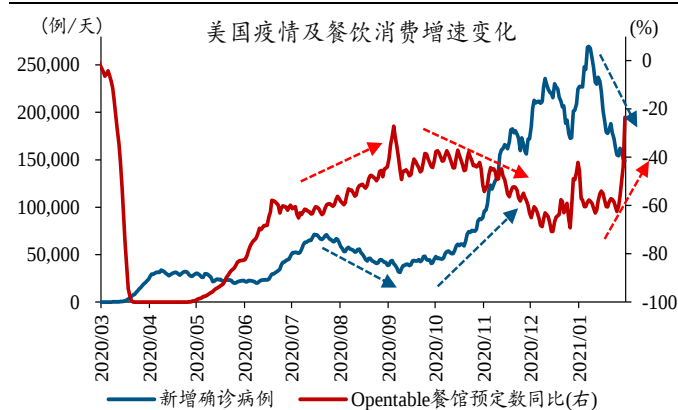
数据来源：WHO、Wind、开源证券研究所

图11：美国疫苗接种速度加速提升，欧盟等也持续推进



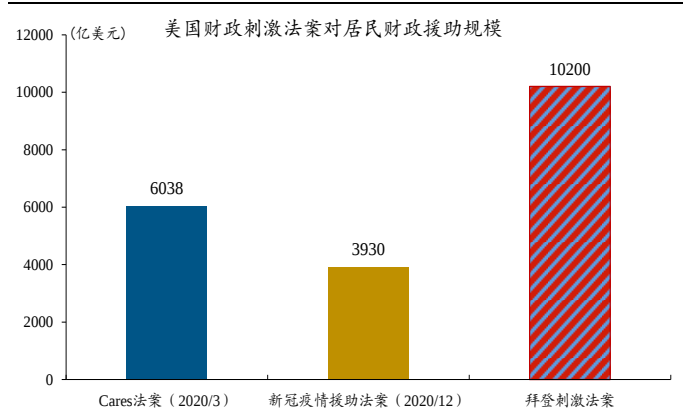
数据来源：Our World in Data、开源证券研究所

图12：疫情改善，将显著减轻线下经济活动受到的压制



数据来源：Opentable、WHO、开源证券研究所

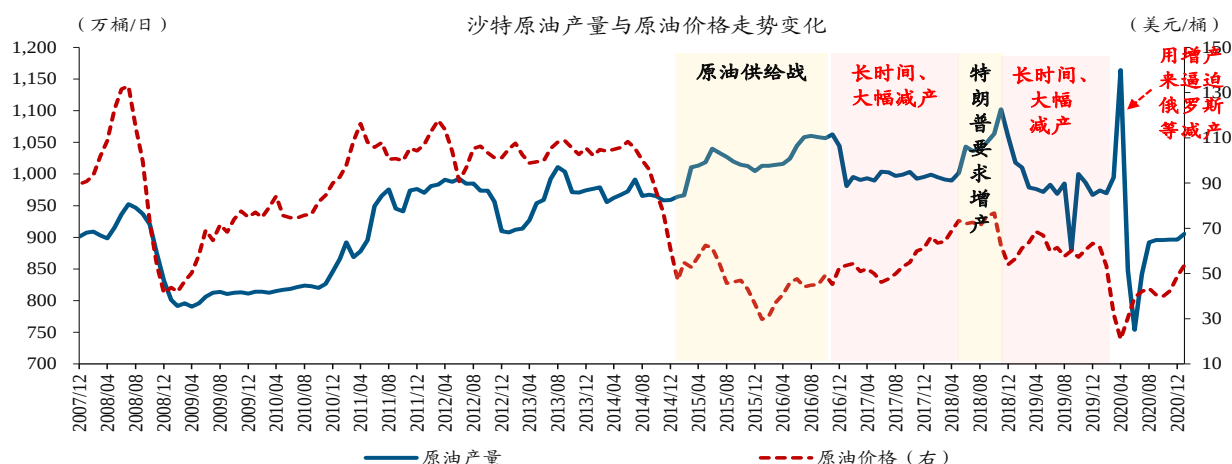
图13：拜登计划为美国居民再次提供大规模财政援助



数据来源：US Congress、开源证券研究所

原油需求向好的同时，OPEC+近年来在减产上积极主动、增产上克制谨慎，有利油价上涨。2017 年以来的经验显示，经历了前期低油价带来的显著负面冲击后，OPEC+对高油价的追求越发强烈，在减产上积极主动、增产上克制谨慎。以 OPEC+内最大产油国沙特为例，2017 年 1 月至 2018 年 5 月，在油价从 53 上涨至 80 美元/桶过程中，一直坚持每日平均减产 50 万桶。2019 年，为托底油价，沙特将日均减产规模进一步提升至 80 万桶。2021 年 1 月，虽然油价已自低位大幅上涨，但沙特宣布自愿在 2 月、3 月额外减产 100 万桶/日。

图14: 2017年以来, 沙特有着明显的高油价追求, 减产上积极主动、增产上克制谨慎



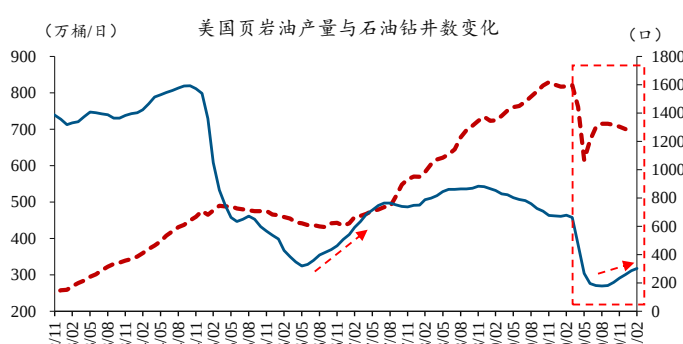
数据来源: EIA、OPEC、开源证券研究所

受页岩油厂商大幅削减 2021 年的资本开支影响, 美国页岩油的增产幅度可能相对有限。本轮油价止跌回升后, 美国页岩油厂商的石油钻井数的增加速度, 明显慢于以往周期。这背后, 与前期低油价使页岩油厂商债务压力激增、及对未来油价预期大幅下滑, 导致后者大幅削减资本开支密切相关。达拉斯联储的最新调查结果显示, 美国超过 80% 的页岩油厂商在制定 2021 年资本开支计划时, 预设的油价低于 49 美元/桶。同时, 2020 年 3 季度以来, 美国采矿业的设备投资增速持续大幅下滑, 4 季度更是降至历史低位-18.2%。综合来看, 美国页岩油 2021 年增产幅度可能相对有限。

图15: 美国石油钻井数滞后 WTI 油价变化



图16: 本轮油价回升后, 美国石油钻井数增加相对较慢



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_17988

