

海外市场跟踪系列

油价会不会是下一个“灰犀牛”？

核心摘要

2021年5月下旬以来，油价又迎来新一轮快速上涨。近期全球原油供需缺口扩大，主因是供给不足而非需求扩张，尤其美国原油供给大幅不及预期。本文重点讨论此次美国及其他产油国原油增产缓慢的原因，以及展望下半年油价走势及其影响。

1、美国页岩油生产恢复异常缓慢。当前油价足以使大部分美国油企“有盈利地”新开钻井，然而美国原油钻机数量恢复异常缓慢。截至6月18日当周，美国原油钻机数为373部，接近2016年7月水平，但当时WTI油价仅为每桶45美元左右。我们认为，本轮美国原油钻机增加缓慢的主要原因有三：**1）油企对2014-2015年增产导致油价崩坍的情形“心有余悸”。**2014年超过100美元/桶的油价，曾吸引美国油企将原油钻井数量在9个月时间里增加200部。然而，2014年底和2015年初油价崩坍，2015年1月油价每桶已跌破50美元。**2）油企将更多利润用于债务偿还而不是投资。**2020年疫情冲击和油价下跌进一步加剧了油企债务压力。美国前两大石油生产商雪佛龙和埃克森美孚的债务股本比率，分别由2019年底的0.19和0.24，大幅增加至2021年1季度的0.34和0.40。雪佛龙2021年1季度石油开采收入和债务偿还支出大幅增加，同期资本开支同比减少43%。**3）美国 and 全球能源转型需求进一步抑制原油生产投资。**2021年美国及全球不断强化绿色转型目标，众多油气公司被迫低碳化，企业对高碳产业的投资格外谨慎。例如5月26日荷兰法院判令全球第二大石油生产商皇家壳牌公司增大减排幅度。

2、OPEC+原油增产仍相对克制。美国石油扩产受阻的同时，OPEC原油增产的节奏也相对克制。**第一，OPEC增产步伐慢于需求增长。**2020年6月以来，OPEC实际产量与全球石油产品消费量的比值降至26%左右，低于疫情前水平约4个百分点。近期OPEC稍微加快增产步伐，但仍然相对克制。我们测算，即使OPEC在6月和7月分别增产100万和110万桶/日，上述比值将仍然低于疫情前水平。OPEC维持较为克制的增产计划，主要原因或在于：**1）**其对疫情后全球石油需求的看法偏悲观，**2）**伊核协议谈判仍在进行，伊朗石油仍有望重回市场，**3）**中东国家希望在较高油价下修补财政赤字。包括沙特在内的众多OPEC成员的财政盈亏平衡油价仍在70美元/桶以上。**第二，沙特和俄罗斯在疫情反扑亦可能弱化OPEC+增产动力。****第三，伊朗石油回归市场的地缘政治变数仍存，且节奏可能不会太快。**伊朗强硬派领导人上台，或加大伊朗原油回归市场的阻力。即使美国取消制裁，由于近年来伊朗油田投资和产能已经大幅下降，重新投资到产量释放的过程需要时间，今年下半年伊朗石油产量以及出口的增幅料将有限。

3、我们的基准预测是，2021年下半年油价主要维持在70-80美元/桶区间，同时不排除油价短时间升破80美元/桶的可能。供给方面，预计美国石油钻井增速以及页岩油增产节奏维持缓慢，OPEC+原油生产维持克制；需求方面，预计石油需求保持与今年上半年相近的速度增长。综合来看，预计下半年全球石油供需维持紧平衡，油价维持相对较高（但亦不会过高）的水平。

两方面影响值得关注：其一，油价上涨可能刺激美国通胀预期走高，“再通胀”交易有望回归。2015年以来，美国油价水平（不是增速）与美债市场隐含通胀预期的相关性愈发显著，高于70美元/桶的油价可能会明显抬升市场通胀预期。**其二，今年9-10月中国PPI和美国CPI同比增速可能“二次探顶”（假设油价为70美元/桶）。**中国方面，由于下游行业向终端消费者进行成本转移的能力较弱，需更加重视下游企业利润承压的状况；美国方面，需警惕油价和通胀指标对美联储政策节奏的影响。若通胀指标和通胀预期走高，美联储迈向Taper的步伐可能进一步加快，其“通胀暂时论”说服力减弱，市场波动风险随之上升。

风险提示：全球原油需求增长超预期、OPEC+增产速度快于预期、美债收益率上升速度超预期、美联储行动超预期等。

2021年3-4月，国际油价在60-65美元/桶附近“喘息”；5月下旬以来，油价又迎来新一轮快速上涨，布伦特原油和WTI原油期货价分别在6月1日和6月8日升破70美元/桶关口，6月23日布油升破75美元/桶关口。

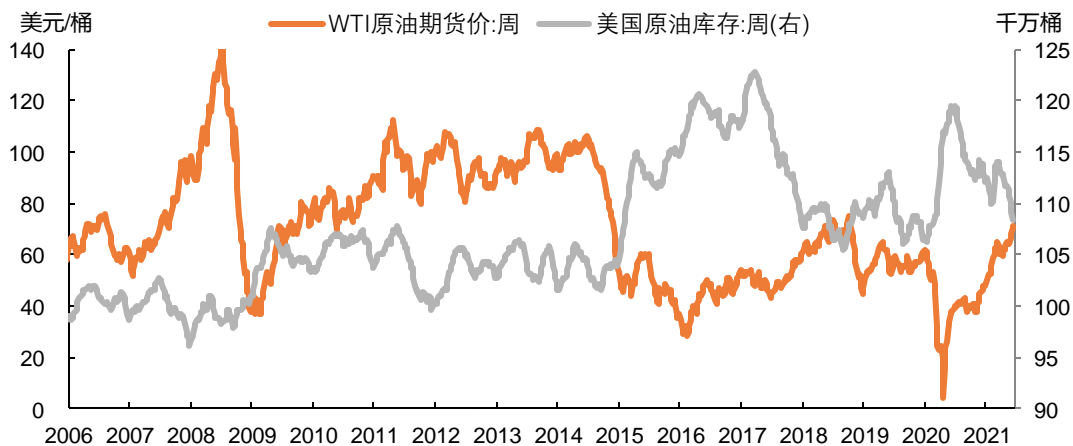
2021年2季度以来，全球原油供需缺口扩大，主因是供给不足而非需求扩张，尤其美国原油供给大幅不及预期。据EIA在6月发布的数据，5月全球液体燃料消费量实际值为9622万桶/日，比3月的预测值低45万桶/日，这至少说明全球石油产品消费量并未超过预期。与之形成对照的是，5月全球液体燃料产量的实际值为9502万桶/日，比3月的预测值低168万桶，其中美国的实际产量比预期值低98万桶/日。页岩油革命后，美国石油产能可在半年左右的短周期内释放，一度成为全球原油市场的“搅局者”。而且，由于没有类似OPEC+的集体行动难题，追求最大化效益的美国油企通常会在油价快速上涨时及时增产。但本轮美国石油供给弹性却弱于我们此前预期，这是全球原油供需缺口扩大并可能持续一段时间的一个关键原因。

因此，本文重点讨论此次美国及其他产油国原油增产缓慢的原因，以及展望下半年油价走势及其影响。

一、美国页岩油生产恢复异常缓慢

今年2季度以来美国原油库存下降较快，原油供给预期进一步趋紧并刺激油价上涨。今年2季度以来，美国原油库存开始持续下滑，自3月底至6月中旬，库存减少了约5300万桶，相应地油价从每桶60美元上涨至70美元。近期美国原油库存下降趋势仍强，6月18日当周美国原油期末库存减少931.9万桶，超过前值的824.6万桶。历史上，美国原油价格与库存呈现高度负相关性（图表1）。原油库存不仅反映真实供需状况，较低水平或者下降速度过快的库存也引导着市场对于未来原油供给偏紧的预期，涨价预期和提前交易将进一步鼓励油价上涨。

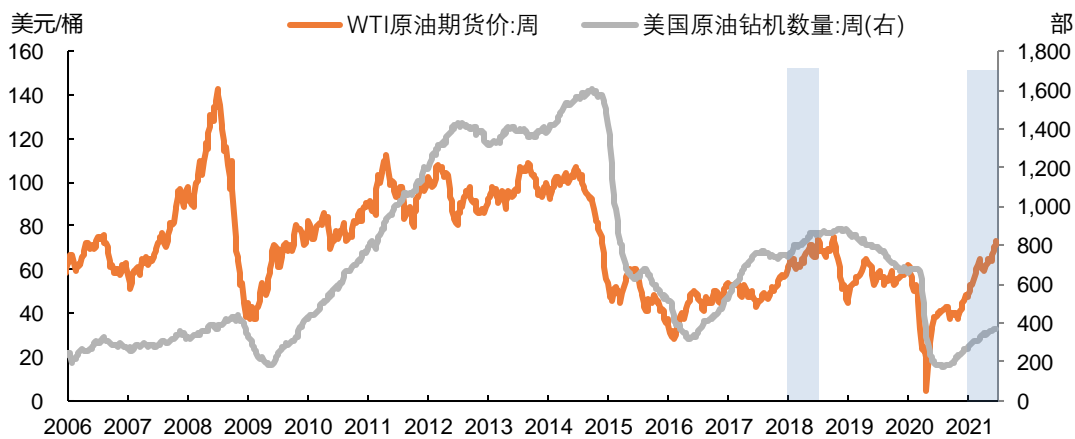
图表1 美国原油价格与库存呈现高度负相关性



资料来源: Wind, 平安证券研究所

本轮原油供给的弹性明显弱于历史表现及我们的预期，尤其是美国钻井增速异常缓慢。过去十年，如果油价高于55-60美元/桶，那么美国页岩油生产商通常都会增产，并从OPEC+攫取市场份额。根据达拉斯联储6月公布的调查数据，当WTI原油价格每桶达58美元后，至少超过半数的美国受访原油生产商能够“有盈利地”新开钻井。而美国页岩油革命后，从新增钻机到产量切实增加的周期已经缩短至半年左右。因此，根据以往经验，美国原油供给能对油价的上涨较快地做出反应。然而，2021年美国原油钻机数量恢复异常缓慢，2月中旬至6月中旬，WTI油价由每桶58美元升至70美元，钻机数量仅增加了约70部，至370部。对比2018年1月至5月期间，WTI油价由每桶59美元升至70美元，钻机数量增加了约100部，至850部。从钻机数量与油价的对比关系上看，截至今年6月18日，美国原油钻机数为373部，接近2016年7月时的水平，当时WTI油价仅为每桶45美元左右（图表2）。

图表2 美国原油钻机数量恢复异常缓慢

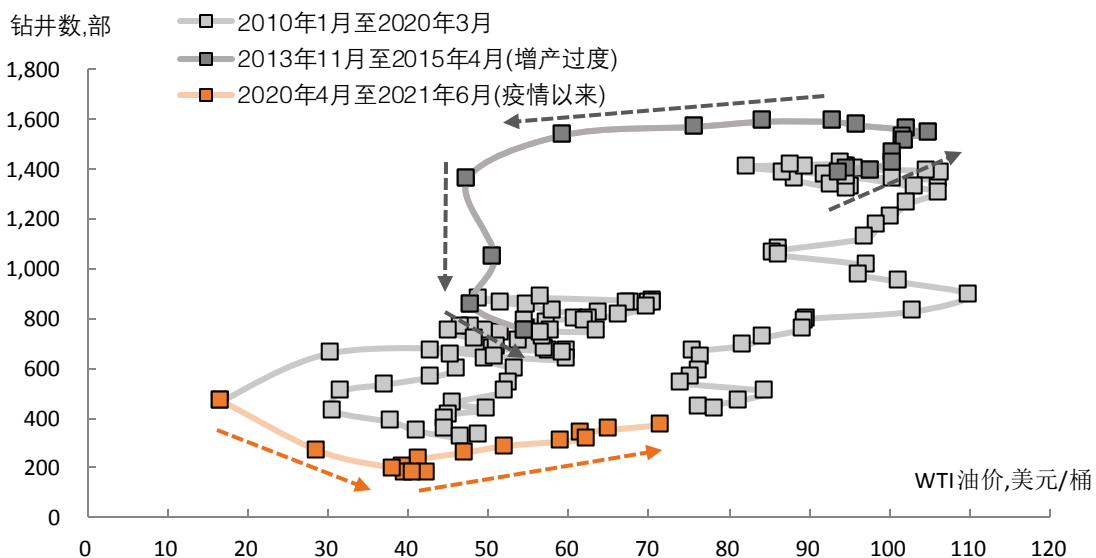


资料来源: Wind, 平安证券研究所

我们认为，本轮美国原油钻机增加缓慢的主要原因有三点：

1) 油企对 2014-2015 年增产导致油价崩坍的情形“心有余悸”。路透社 2021 年 6 月报道，美国主要油企在近期与投资人的交流中，继续强调利润和提高利润率的重要性，而不是增加钻井数量和原油产量。他们希望避免 2011-2014 年原油繁荣之后快速崩塌的情形再度上演。当时超过 100 美元/桶的油价，曾吸引油企将原油钻井数量从 2014 年 1 月的 1400 部一度增加至 9 月的 1600 部，即在 9 个月时间里增加了 200 部。然而，2014 年下半年油价开始下跌，每桶跌破 100 美元，2014 年底和 2015 年初油价崩坍，2015 年 1 月油价每桶已跌破 50 美元（图表 3）。

图表3 2014-2015 年美国原油钻机数快速增加后油价崩坍，目前油企对新增钻机非常克制

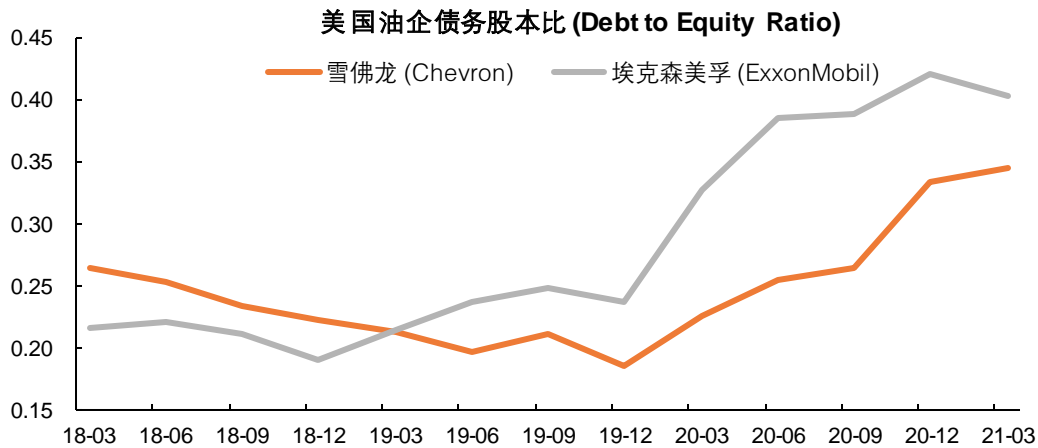


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2) 油企将更多利润用于偿债而不是投资。2010-2015 年的五年里，原油价格在 80-100 美元/桶左右，而 2017-2019 年的三年里，原油价格在 50-70 美元/桶左右。这一价位上油企能够盈利，但利润空间已然不及 2015 年以前水平，因此美国油企不得不加大举债以维持增产。2020 年疫情冲击和油价下跌进一步加剧了油企债务压力。例如，美国前两大石油生产商雪佛龙和埃克森美孚的债务股本比率，分别由 2019 年底的 0.19 和 0.24，大幅增加至 2021 年 1 季度的 0.34 和 0.40

(图表4)。因此,油价上涨后,油企需要将更多利润用于债务偿还,且考虑到投资者分红回报的高要求,现阶段油企可能更加顾不上增加钻井投资。例如,雪佛龙2021年1季度财报显示,其在美石油开采等上游业务收入为9.41亿美元,比2020年1季度增长了7亿美元(同比增长74%),然而其“全部其他支出”(包括现金管理、债务偿还、企业运营等)高达9.78亿美元(同比增长57%),继而其1季度资本开支同比减少了43%。

图表4 新冠疫情下美国前两大石油生产商债务压力大幅上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

3) 美国 and 全球能源转型需求进一步抑制原油生产投资。2021年美国及全球不断强化绿色转型目标,拜登政府上台后对气候变化高度重视,这使企业对高碳产业的投资格外谨慎。加上众多油气公司被迫低碳化,对包括原油在内的高碳行业的投资,企业和投资人的积极性均受到了较为直接的抑制。截至目前,壳牌、BP、道达尔等油气巨头均已宣布“净零排放”目标,美国的雪佛龙和埃克森美孚等石油巨头在公司内部也通过了更多减排决议。2021年4月,全球第二大石油生产商皇家壳牌公司宣布减排计划,计划在2023年(以2016年为基数)减少碳排放6%,继而在2030年、2035年、2050年分别减排20%、45%和100%。2021年5月26日,荷兰海牙法院裁决壳牌公司必须在2030年之前将碳排放量控制在2019年的水平的45%。这是全球范围内首例此类裁决,体现了国际法对油企减排的强硬态度。据CNBC的6月报道,壳牌公司正考虑出售其在美国得克萨斯州二叠纪盆地的部分或全部业务,价值或达100亿美元,此前该公司已同意出售其绝大部分在美炼油厂业务。

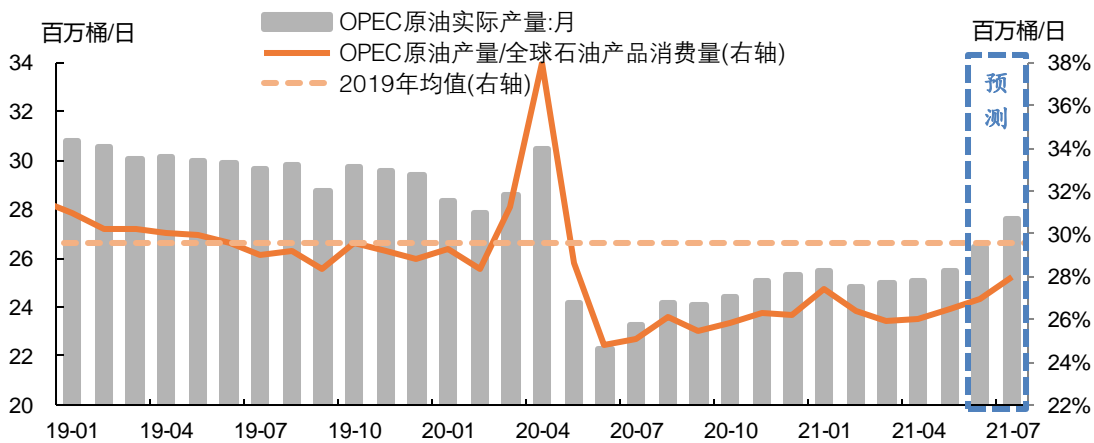
二、OPEC+原油增产仍相对克制

美国石油生产受阻的同时,OPEC+原油增产的节奏也相对克制,增产前景也不是十分乐观。

第一,OPEC增产步伐慢于需求增长。2020年6月以来OPEC在增产上保持谨慎,其增产速度不及需求恢复速度。2020年4月后,OPEC一度大幅减产以修复受损的油价,与全球石油产品消费量(EIA数据)比较,OPEC减产幅度更大。2020年6月以来截至目前,OPEC实际产量与全球石油产品消费量的比值降至26%左右,低于疫情前水平约4个百分点(2019年这一比值平均约为30%)。

近期OPEC稍微加快了增产步伐,但仍然相对克制。2021年4月,以沙特和俄罗斯为首的23个OPEC+成员国同意5-7月分别增产35、35、40万桶/日,加上沙特将逐步释放之前自愿性减产的100万桶/日,预计7月以前OPEC+总共将增产210万桶/日。最新数据显示,OPEC在5月仅增产39万桶/日,预计俄罗斯增产也较为有限。我们测算,即使OPEC在6月和7月分别增产100万和110万桶/日,OPEC产量与EIA预测的全球石油产品消费量的比值将分别达到27%和28%,仍然低于新冠疫情前水平(图表5)。考虑到210万增产额度还需分摊给俄罗斯等OPEC外的其他产油国,该比值还会更低。

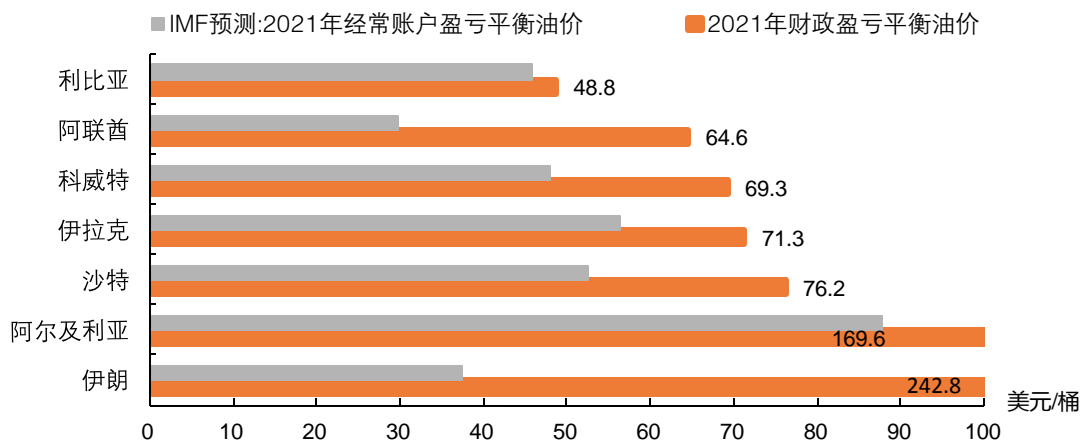
图表5 2020年6月以来，OPEC实际产量与全球石油产品消费量的比值持续低于疫情前水平



资料来源: OPEC, EIA(2021.6), 平安证券研究所

需要注意的是，OPEC成员目前仍然拥有充足的“闲置产能”（EIA将其定义为30天内可投产并至少持续90天的产量），客观上具备较强的生产调节能力。而目前OPEC维持较为克制的增产计划，主要原因或在于：一是，其对新冠疫情后全球石油需求的看法偏悲观；二是，因此前伊核协议谈判持续进行，伊朗石油有望重回市场；三是，与美国油企的态度类似，中东国家也看重“利润率”，希望在较高的油价下修补财政赤字。据IMF估算，对众多OPEC成员国而言，当前的油价虽然已经足够平衡其经常帐赤字，但平衡财政赤字仍需要油价维持在70美元/桶以上（图表6）。在这些背景下，OPEC+认为小幅、高频地增产，更有助于降低因供应过剩导致油价崩塌的风险。

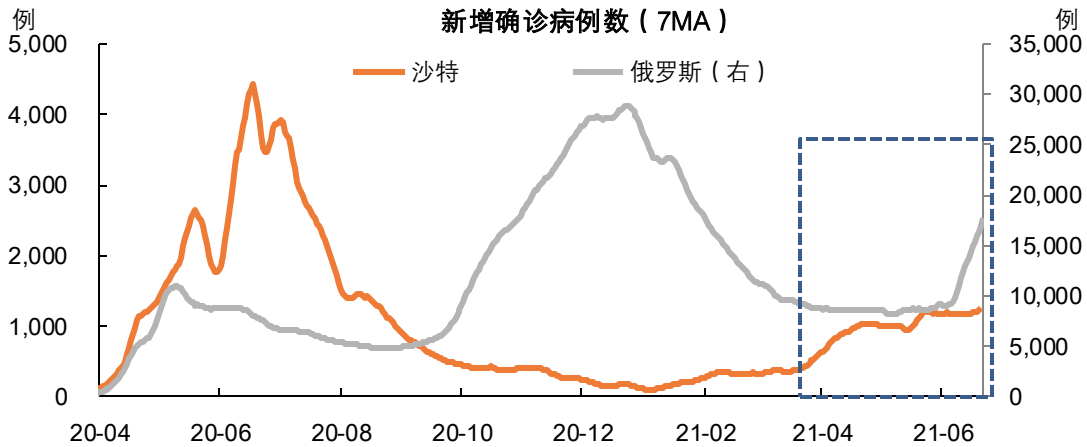
图表6 众多OPEC成员的财政盈亏平衡油价在70美元以上



资料来源: IMF(2021.4), 平安证券研究所

第二，沙特和俄罗斯的疫情反扑亦可能弱化OPEC+增产动力。沙特自2021年4月以来新增新冠确诊数重新上升，截至6月下旬单日新增确诊约1200例，而1月单日新增仅约200例。俄罗斯疫情自6月初以来亦显著加重，6月下旬单日新增确诊已超过1600例，约为4-5月水平的两倍（图表7）。疫情反扑一方面一定程度上直接影响石油生产活动，另一方面可能强化OPEC+对地区乃至全球疫情风险以及石油需求恢复前景的担忧，继而在增产计划的讨论中更偏于谨慎。

图表7 今年2季度沙特和俄罗斯疫情反扑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

第三，伊朗石油回归市场的地缘政治变数仍存，且节奏可能不会太快。今年伊朗核协议谈判重启以及伊朗石油回归市场备受关注。美国在2018年5月宣布退出伊核协议后，伊朗的石油产量几近腰斩，从之前每日400万桶一度减少至约200万桶。伊核协议重启以来，伊朗计划将石油产量从目前的210万桶/日增加到380万桶/日（制裁前水平）。

一方面，伊朗强硬派领导人上台或加大伊朗原油回归市场的阻力。6月19日伊朗强硬派领导人易卜拉欣·莱西赢得大选，将于8月正式就职，这给核协议谈判带来更大变数。莱希在此前已被美国制裁，其对美欧等发达国家一贯持超强硬的政治外交立场。莱西赢得大选后，市场对于美伊之间达成核协议更加不抱希望，因此，伊朗原油回归市场及其对油价的威胁在预期层面出现弱化，进一步抬升了油价。6月20日伊朗核协议的第六轮会谈结束，目前美国和伊朗可能希望在8月前达成协议。据路透社6月23日报道，伊朗方面称美国已经同意取消对伊朗石油和航运的所有制裁，但其实施情况仍不确定，尤其是在未来美伊关系大方向趋于紧张的背景下。

另一方面，伊朗石油增产节奏可能不会太快。即使美国取消制裁，由于近年来伊朗油田投资和产能已经大幅下降，预计重新投资到产量释放的过程需要时间，今年下半年伊朗石油产量以及出口的增幅料将有限。

三、 下半年油价可能维持高位，警惕通胀“反扑”

我们的基准预测是，2021年下半年油价主要维持在70-80美元/桶区间，同时不排除油价短时间升破80美元/桶的可能。

供给方面：预计美国石油钻井增速以及页岩油增产节奏维持缓慢，OPEC+原油生产维持克制。需求方面：预计石油需求

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_20430

