

## 原油期货价格暴跌的前因后果

行业点评

### ● 原油期货价格暴跌的直接原因是库存趋满导致交割困难

此次原油期货价格大跌是市场交易直接导致的。WTI原油期货需要实物交割，5月合约是4月21日到期，如果到期持有期货合约，必须接受原油。但是疫情导致全球石油需求暴跌，石油库存趋满，即将到期的原油期货无法进行交割，而又来不及生产新的仓库，要处理原油是一件很困难的事情，这种情况下，原油期货投资者宁愿倒贴很多来卖掉合约。由于6月原油期货交割还有一段时间，当前库存欠缺对交割的影响还没那么大，6月原油期货价格仍为正值，但是假若未来需求没有改善，也没有新建库存投入，6月原油期货交割同样可能面临困境，从而导致油价跌为负数。

### ● 原油价格暴跌的根本原因是疫情导致需求大幅下滑

在OPEC+达成减产协议以及美国考虑给石油公司补贴让其停产后，油价的远期曲线变得更加陡峭，协议来得太晚，对近月的影响小，而疫情以及原油价格战已经引发供需关系严重失衡，这是近月端最为担忧的。从中国经验来看，即便疫情拐点到来，欧美等发达国家也很难在短时间实现V型反转，一旦疫情转化为内生冲击，那么经济走向衰退就已无法避免，因此原油需求恢复是一个缓慢的过程，EIA预计2020年全球石油需求量同比下降930万桶/天，远月期货升水走平也正是反映这一预期。

### ● 油价暴跌增加美国企业信用风险

近期金融市场流动性压力有所缓解，但是美国信用利差仍然很大，这说明疫情冲击下，市场仍然很担心美国企业债务。当油价大跌时，全球市场风险偏好显著回落，资金从高收益债中流出，高收益债利差上升。若利差持续飙升，企业将感受到明显的利息偿付压力，尤其是能源部门，美国高收益债中，能源部门占比在20%左右，若油价持续位于产油企业盈亏平衡线之下，能源部门可能面临较大的信用风险。一旦美国石油部门出现信用风险，那将传导到其他实体和金融部门，从而引发经济金融危机。

### ● 油价暴跌可能加剧中国通缩风险

油价大跌会引发其他工业品价格下跌，加剧通缩预期。高库存和外需恶化会导致产品价格下滑，油价下跌则会进一步加剧通缩风险。油价下跌会直接影响原油产业链的价格，但是会通过预期影响到整体经济。油价下跌将会加剧PPI增速下滑，非原油产业链的企业生产经营可能会通过负的PPI增速误判本行业的经济形势，进而收缩投资，减少库存，这反而导致整体经济通缩的形成，从而使企业进入债务通缩困境，引起经济的螺旋式下滑。

### ● 全球金融市场还没完全反映疫情冲击

分析疫情对市场的影响，不能仅仅看油价，需要通盘考虑，看大的趋势。目前发达经济体市场仅仅反映了疫情作为一次外部冲击对经济的影响，并没有考虑疫情这一外部冲击转化为对经济的内生冲击，所以我们觉得未来发达经济体股票市场的走势大概率会像1929年之后，只是未来下降的幅度和持续的时间会比那次柔和。我们预计未来海外的疫情仍处于发酵期，市场仍然在寻找市场底，震荡不可避免，但大幅下跌的风险警报在政策的支持下应该是逐步解除。A股在海外市场震荡期间，预计也将处于调整阶段。一旦海外市场市场底寻出，A股将继续沿着自有的上升通道演进。

### ● 风险提示：海外疫情全面扩散

#### 潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

#### 刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

#### 邢曙光（联系人）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118060007

#### 陈韵阳（联系人）

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

#### 相关报告

宏观报告：隔离的经济成本需要灵活审慎的政策来对冲——2020年1-2月经济数据点评

2020-3-16

## 目 录

1、 原油期货价格暴跌的直接原因是库存趋满导致交割困难.....	3
2、 原油价格暴跌的根本原因是疫情导致需求大幅下滑.....	3
3、 油价暴跌增加美国企业信用风险.....	4
4、 油价暴跌可能加剧中国通缩风险.....	5
5、 全球金融市场还没完全反映疫情冲击.....	5

2020年4月20日,即将到期的5月美国轻质原油WTI期货价格暴跌约300%,收于每桶-37.63美元,是1983年纽约商品交易所开始交易后首次跌入负数,而且还是一个负很多的数。这引起市场极大兴趣,那么其原因是什么?这又会对经济和市场产生什么影响?

## 1、原油期货价格暴跌的直接原因是库存趋满导致交割困难

此次原油期货价格大跌是市场交易直接导致的。WTI原油期货需要实物交割,5月合约是4月21日到期,如果到期持有期货合约,必须接受原油。但是疫情导致全球石油需求暴跌,石油库存趋满,即将到期的原油期货无法进行交割,只好倒贴卖掉。

近期美国石油基金(USO)在内的交易所交易基金一直在抛售5月合约并买入6月合约。但移仓损耗相对较小的滚动持有远期合约的美国石油基金(12月滚动)(USL),是远远跑赢USO的,这也说明本次WTI原油期货5月合约暴跌基本上就是技术性问题导致。

油价为负,意味着原油运输、储存的成本超过原油本身的价值,原油期货投资者情愿以负的价格卖掉。但是这也解释不了油价可以负那么多。其实,库存仍有空间的时候,储存油价的成本就是运输和库存成本,此时油价不会负那么多。但是一旦库存趋满,又来不及生产新的仓库,要处理原油是一件很困难的事情,即使烧掉、倒掉也不行,这是不被环保部门允许的,或者需要付出很大的代价,这种情况下,原油期货投资者宁愿倒贴很多来卖掉合约。

由于6月原油期货交割还有一段时间,当前库存欠缺对交割的影响还没那么大,6月原油期货价格仍为正值,但是假若未来需求没有改善,也没有新建库存投入,6月原油期货交割同样可能面临困境,从而导致油价跌为负数。

和WTI原油期货不同,布伦特原油期货不须实物交割,所以其价格跌幅就没那么大。现货原油同样没有大规模的突然交割困扰,价格降幅也没那么大。不过,原油现货价格和期货价格紧密联动,期货价格暴跌不可避免地对现货价格产生了负面影响。

## 2、原油价格暴跌的根本原因是疫情导致需求大幅下滑

在OPEC+达成减产协议以及美国考虑给石油公司补贴让其停产,油价的远期曲线变得更加陡峭,这反映了减产效果,但协议来得太晚,减产是5月开始,对近月的影响小,而疫情以及原油价格战已经引发供需关系严重失衡,这是近月端最为担忧的。从中国经验来看,即便疫情拐点到来,欧美等发达国家也很难在短时间实现V型反转,因此原油需求恢复是一个缓慢的过程,远月期货升水走平也正是反映这一预期。

疫情使全球商务活动停止,对世界经济产生重大冲击。4月14日IMF公布的《世界经济展望》,预计2020年全球经济将急剧收缩3%。4月17日公布的中国经济数据显示,2020年一季度中国实际GDP同比下降6.8%,同时出口、投资、消费名义同比分别下降13.3%、16.1%、13.3%,如果剔除价格因素,总需求下降幅度更大。不仅如此,目前意大利、西班牙、美国、英国、法国、德国等成熟经济体的疫情演化,已远超我们之前对疫情传播的预期。成熟经济体情况相对透明地呈现出来了,尽管超出了市场的预期,但由于这些国家医疗资源相对充裕,应该不会有极端事件

的产生。但对于医疗资源缺乏、卫生环境相对糟糕一些的发展中经济体，情况可能就是另外一种景象。从意大利、西班牙、英国、纽约等地的感染数据、重症率和死亡率数据来看，要实行群体免疫几乎不太可能，未来终止疫情传播唯一的可能就是特效药的推出或者疫苗面世，否则全球都将效仿中国——封国封城。

封国封城是可以有效地遏制疫情的传播，但全球经济将付出巨大的代价，让疫情对经济冲击从外生冲击转化为内生冲击。因为封国封城，随之而来的是全球贸易活动快速的萎缩，工业革命以来全球贸易自由化带来的国际专业化分工产业链将面临短期停摆的风险，一些经济体将面临产能过剩而出现通缩，而另外一些经济体将面临产品短缺而出现饥荒或物价失控，伴随而来的将是企业的倒闭和大规模失业。美国3月非农就业十年来首次负增长，3月失业率从3.5%上升至4.4%，但受调查时间、方法等因素影响，3月失业率数据不能反映3月实际就业情况，4月失业率可能在10%以上。

一旦疫情转化为内生冲击，那么经济走向衰退就已无法避免，剩下需要讨论的就是衰退的量级，而衰退的量级就依赖于特效药或者疫苗推出的时间，推出的时间拖得越长，全球经济衰退的程度越大。如此，市场对石油的需求便会大幅下降，国际能源署（IEA）发布的《4月石油市场报告》，预测2020年全球石油需求量同比下降930万桶/天，其中，4月需求将同比减少2900万桶/天，为1995年以来的最低水平，这也是原油价格暴跌的根本原因。

### 3、油价暴跌增加美国企业信用风险

前一段时间，出于对新冠疫情的担忧，金融市场的投资者开始防风险，股票、债券、黄金等资产被无差别抛售，出现了美元流动性短缺，TED利差与美国高收益债利差飙升。随着美国启用CPFF、PDCF、MMLF、货币互换、无限量QE、PMCCF、SMCCF等政策后，金融市场流动性压力有所缓解。但是美国信用利差仍然很大，这说明疫情冲击下，市场仍然很担心美国企业债务。

次贷危机之后，美国政府部门加杠杆应对美国居民部门去杠杆，美国政府杠杆率从2007Q2的57%，不断上升至2013Q1的96.2%，此后基本保持平稳，虽然美国政府杠杆率略高，但是鉴于美元铸币税的存在，美国政府债务不是大的问题。和以往经济复苏时期居民加杠杆不同，此轮美国经济复苏，居民部门反而在去杠杆，2019Q3美国居民杠杆率为75.2%，低于次贷危机时期98%左右的水平，美国居民的资产负债表相对健康。当前美国三大部门中，最脆弱的可能是企业部门，次贷危机后的低利率环境刺激了企业部门大量投资，企业部门杠杆率持续飙升，2019Q3企业部门杠杆率已经超过居民部门杠杆率。而企业部门中，信用风险比较大的是能源部门，次贷危机后的低利率环境加上美国财政补贴，美国能源部门迅速扩张，原油产量持续飙升，2018年美国成为世界上最大石油生产国，但是很多页岩油行业企业仍然处于亏损状态。

次贷危机后，VIX指数与油价负相关，当油价大跌时，VIX指数往往飙升，全球风险偏好显著回落，这将导致资金从高收益债中流出，高收益债利差上升。若利差持续飙升，企业将感受到明显的利息偿付压力，尤其是能源部门，美国高收益债中，能源部门占比在20%左右，若油价持续位于产油企业盈亏平衡线之下，能源部门可能面临较大的信用风险。一旦美国石油部门出现信用风险，那将传导到其他实体和金融部门，从而引发经济金融危机。

## 4、油价暴跌可能加剧中国通缩风险

若油价持续低迷，对国内而言是好坏参半。一方面，我国是原油净进口国，油价下跌可以降低我国原油进口成本与下游行业生产成本，从这个角度来看，低油价可以看成是产油国对中国等原油消费国的补贴；但另一方面，油价大跌会引发其他工业品价格下跌，加剧通缩预期。

2020年一季度实际GDP同比下降6.8%，降幅远低于三大需求，一个重要原因是库存上升。2020年1月企业生产经营预期指数回升至57.9%，为2019年以来最高，企业在春节前赶工备货，但受到疫情影响，需求回落而存货会明显累积，2020年1-2月产成品存货同比增速较2019年末上升6.7个百分点，单月升幅为2012年以来最高。同时，虽然3月复工复产快速推进，但3月工业且产销率仅为95%，反映产品的产销衔接情况很差，存货可以理解为已经生产但还未销售的产品，低产销率也将体现为存货增加。这样一来，存货的被动增加会导致三大需求与GDP差距加大。由于国内需求回升偏缓以及海外经济衰退，短期企业生产经营预期会比较谨慎，这将体现为一季度高企的存货逐渐去化。

从中国的经验来看，即便发达国家能够在二季度中后期复工，需求的恢复也是很缓慢的，这将严重影响中国外需。同时，值得注意的是，近期印度等发展中国家疫情数据出现指数级增长，这些国家对抗疫情冲击的能力及MMT空间比发达国家要弱，但GDP在全球占比又高于发达国家，因此，即便接下来欧美等发达国家疫情出现拐点并逐渐重启经济，这些发展中经济体可能会继续拖累全球经济。这些国家很多都是“一带一路”成员国，2020年一季度我国与“一带一路”沿线国家合计出口1.1万亿元，占整体出口比重达到33%，出口同比下降1.8%，比整体出口增速快9.7个百分点。历史经验表明，在出口差的时候，经济很难有太好的表现，这是因为出口具有乘数效应，除了影响净出口以外，还会影响投资与消费。

高库存和外需恶化会导致产品价格下滑，油价下跌则会进一步加剧通缩风险。油价下跌会直接影响原油产业链的价格，但是会通过预期影响到整体经济。油价下跌将会加剧PPI增速下滑，非原油产业链的企业生产经营者可能会通过负的PPI增速误判本行业的经济形势，进而收缩投资，减少库存，这反而导致整体经济通缩的形成，从而使企业进入债务通缩困境，引起经济的螺旋式下滑。

## 5、全球金融市场还没完全反映疫情冲击

仅仅就油价下跌而言，这对市场的影响存在分化。由于国内外油价的联动性，国内上游石油石化行业利润可能会受损，特别是对库存比较的企业。油价下跌会降低能源价格，受疫情影响较大的航空、交通运输等行业会直接受益，从而弥补一些损失。交通运输、石化原材料价格的下降，则会降低塑料、橡胶、纺织、服饰等中下游行业的成本，缓解通货膨胀压力，此外长期油价下跌也会刺激燃油汽车的消费，并在一定程度上挤出新能源消费，从不不利于新能源行业，比如抑制新能源汽车消费。虽然石油和煤电、水电等其他能源在运用方面交叉不大，但油价下跌往往意味着需求低迷，其他能源的消费也不会好很多。

分析疫情对市场的影响，不能仅仅看油价，需要通盘考虑，看大的趋势。任何外部冲击对经济的影响都是短暂的、一次性的，冲击过后，在政府强力的反周期政策的操作之下，经济和金融市场都会出现“V”型反转，例如第二次世界大战、9.11事件、伊拉克战争、08年金融危机等对经济的影响。

在货币宽松的刺激下，美国股市出现了较大幅度的反弹。但是随着原油价格下跌，处于对需求低迷、通缩紧缩、债务风险的担忧，美国股市再次下跌，这说明目前市场仅仅反映了疫情作为一次外部冲击对经济的影响，并没有考虑疫情这一外部冲击转化为对经济的内生冲击。所以我们觉得未来发达经济体股票市场的走势大概率会像1929年之后，只是未来下降的幅度和持续的时间会比那次柔和，因为当时是金本位时代，现在是信用货币时代，当遇到危机时，政府可考虑实施MMT，无限量地向市场提供流动性。

A股目前运行的“位置”和周期不一样，我国在2017年起中央开始执行“去杠杆”的宏观操作，不仅实体经济进行了一把“去杠杆”操作，对金融也进行了一把“去杠杆”操作，有效地降低了宏观杠杆率的增速，把一些风险也提前释放了。所以在面对全球动荡的时候，我国可以保持“处变不惊”。另外，2019年以来，A股慢慢走入了一个上升周期，在处于上升周期的时候，海外的大幅震荡，A股也会表现出调整，一旦海外企稳，A股预计将继续攀升，因为有流动性和政策的支撑。而且目前估值并不贵，市盈率和市净率均低于历史的均值，可以说A股是进入了估值不贵、流动性充裕的阶段。

我们预计未来海外的疫情仍处于发酵期，市场仍然在寻找市场底，震荡不可避免，但大幅下跌的风险警报在政策的支持下应该是逐步解除。A股在海外市场震荡期间，预计也将处于调整阶段。一旦海外市场市场底寻出，A股将继续沿着自有的上升通道演进。

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\\_5668](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5668)

