

飞奔的油价，全球通胀的“灰犀牛”？

近期，俄乌冲突升级的背景下，原油价格大涨至 100 美元/桶附近，究竟是昙花一现，还是处于行情上半场？最新梳理，供您参考。

■ 需求改善、供给受限，共同推动油价涨至 100 美元附近

近期，油价大幅上涨、一度站上 100 美元/桶关口，市场观点对后市研判分歧较大。2021 年 12 月以来，原油价格接连突破 80、90 美元/桶，一度站上 100 美元/桶关口。目前，Brent、WTI 油价已分别较年初上涨 26%、20%，涨幅远远超过了黄金、铜及美股等其他大类资产。油价短期极为强势的表现，使得部分市场观点提出本轮油价顶部已现，也有部分观点提出油价有望涨至 120 美元/桶以上。

本轮油价上涨，俄乌冲突仅是导火索，背后的需求改善、供给受限才是核心推手。历史回溯来看，大部分时段，需求决定了油价的趋势方向，供给影响空间。本轮油价飙升的直接导火索，是俄乌冲突持续升级、打压原油供给预期。同时，OPEC+ 维持谨慎增产，美国页岩油资本开支缓慢，屡屡打消市场对原油供给放量的担忧。越来越多的发达经济体陆续完全防疫措施，大幅提振原油需求预期。

■ 短期来看，疫情退潮提振需求，OPEC 定价权强化，油价易上难下

2022 年，疫苗放量、疫情退潮下，全球“场景修复”，有望进一步提振原油需求预期。2021 年全球经济活动深受疫情反复干扰，背后是疫苗供给不足。2022 年，上市疫苗供给充裕，加之全球近 6 成人群已完成完全接种、新冠药物亦有面市，疫情影响或将快速“退潮”，带动全球性“场景修复”。这一背景下，全球出行强度有望恢复至往年正常水平，意味着原油需求预期依然有望进一步改善。

供给端，页岩油增产潜力受限，OPEC 定价权强化，或推动油价易上难下。资本开支意愿低迷、新增钻机缓慢、油井库存枯竭等影响下，美国页岩油潜在增产或低预期。身为原油市场的头号玩家，OPEC 核心成员国对原油的定价权达到空前高度，有望维护供给稳定。市场所担心的伊朗原油供给，实际释放力度存疑；替代能源生物燃料，考虑到上游粮食通胀已“自身难保”，大幅增产的概率不大。

■ 中长期来看，能源转型下的能源价格高企，或将成为通胀的“灰犀牛”

在能源转型的过渡期，传统能源资本开支低企、价格高企，可能成为“新常态”。站在能源转型框架来看，为给绿色能源“让路”，传统能源资本开支低企，大概率并非暂时性的。在能源转型的过渡期，绿色能源尽管更环保、经济，但产能增长缓慢且稳定性不及传统能源，可能意味着能源价格高企将演变为新常态。与此同时，极端天气频频发生，还容易阶段性放大能源短缺、加剧价格波动。

总结而言，持续高位的能源价格，不仅是能源转型的“阵痛”，更是被低估的通胀“灰犀牛”。对于政策制定者而言，仅仅意识到能源转型下的能源价格高企是远远不够的，而是应该积极作为、打压潜在通胀风险。以美国为例，CPI 能源项的占比高达 7.3%，CPI 的历史走势与油价高度相关、稳健性高。2022 年油价中枢如果维持在 95 美元/桶附近，对 CPI 同比的直接贡献将达到 1.3 个百分点。

风险提示：全球疫苗产能释放低预期；全球新冠病毒变异超预期；主要产油国再次发起价格战。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

曹金丘 联系人
caojinqiu@gjzq.com.cn

内容目录

1、周度专题：飞奔的油价，全球通胀的“灰犀牛”？	4
一、需求改善、供给受限，共同推动油价涨至 100 美元附近	4
二、短期来看，疫情退潮提振需求，OPEC 定价权强化，油价易上难下	8
三、中长期来看，能源转型下的能源价格高企，或将成为通胀的“灰犀牛”	11
风险提示：	14

图表目录

图表 1：油价短期极为强势的表现，使得市场对后市研判的分歧越来越大	4
图表 2：Brent、WTI 油价较年初上涨 26%、20%	4
图表 3：原油跑赢一众大类资产	4
图表 4：原油需求主要来自交通运输等服务业活动	5
图表 5：油价趋势方向与美国服务业景气变化密切相关	5
图表 6：原油供给结构高度集中	5
图表 7：OPEC 中，沙特占据绝对主导	5
图表 8：供给端的变化，往往影响历轮油价的涨跌幅表现	6
图表 9：3 次石油危机，背后均与军事冲突有关	6
图表 10：第 1 次石油危机的导火索是第 4 次中东战争	6
图表 11：第 2 次原油危机的导火索是两伊战争	7
图表 12：第 3 次原油危机的导火索是海湾战争	7
图表 13：OPEC+维持谨慎增产	7
图表 14：美国石油钻机数依然处于历史低位	7
图表 15：发达经济体疫苗接种率高	8
图表 16：越来越多的发达经济体陆续放开防疫	8
图表 17：2022 年，疫情影响或将快速“退潮”	8
图表 18：全球出行强度有望恢复至往年正常水平	8
图表 19：2021 年美国油气厂商投资支出规模依然较低	9
图表 20：美国新增钻机缓慢、油库存快速消耗	9
图表 21：完成勘探后，页岩油钻井约需 2 个月，完井需至少 3 个月	9
图表 22：OPEC 手握全球 9 成以上的闲置产能	9
图表 23：沙特与阿联酋对原油的定价权极高	9
图表 24：上轮伊朗被解除制裁后，油价受到冲击	10
图表 25：伊朗的原油闲置产能约为 130 万桶	10
图表 26：生物柴油主要由大豆、玉米等生产	10
图表 27：上游粮食通胀已经“自身难保”	10
图表 28：供给受限、需求向好下，2022 年油价依然易上难下	11
图表 29：主要经济体对碳减排的关注度越来越高	11
图表 30：传统能源资本开支低企或并非暂时性的	11

图表 31: 美国加快向绿色新能源转型	12
图表 32: 欧洲加快向绿色新能源转型	12
图表 33: 风力发电的季节性特征显著	12
图表 34: 水力发电的季节性特征显著	12
图表 35: 疫后碳排放权的价格一路向上	12
图表 36: 能源转型期, 能源价格持续高位或是常态	12
图表 37: 2021 年欧洲风电“停摆”	13
图表 38: 2021 年美国水电“停摆”	13
图表 39: 美国 CPI 能源项与油价走势相关、波动更小	13
图表 40: 美国 CPI 能源项与油价高度正相关	13

1、周度专题：飞奔的油价，全球通胀的“灰犀牛”？

近期，俄乌冲突升级的背景下，原油价格大涨至 100 美元/桶附近，究竟是昙花一现，还是处于行情上半场？最新梳理，供您参考。

一、需求改善、供给受限，共同推动油价涨至 100 美元附近

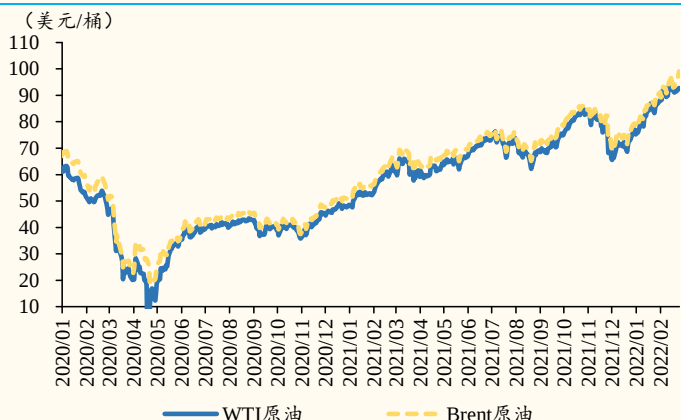
近期，油价大幅上涨、一度站上 100 美元/桶关口，市场观点对后市研判分歧较大。2021 年 12 月以来，原油价格一路上涨，接连突破 80、90 美元/桶，甚至一度站上 100 美元/桶关口。截至 2 月 25 日，Brent、WTI 油价已分别较年初上涨 26%、20%，涨幅远远超过了黄金、铜及美股等其他大类资产。油价短期极为强势的表现，使得市场对后市研判的分歧越来越大。部分市场观点提出本轮油价顶部已现、接下来进入回落通道。相反，也有部分市场观点提出油价拥有巨大上涨空间，未来有望涨至 120 美元/桶以上。

图表 1：油价短期极为强势的表现，使得市场对后市研判的分歧越来越大

机构	油价研判	观点
花旗银行	看空	伊朗产量的增加，以及伊拉克、委内瑞拉、美国、加拿大和巴西的潜在产量增长， 强化了对布油价格到年底将跌破 65 美元/桶的预期。
渣打银行		原油价格已经“高到足以显著降低需求增长的程度” 。对欧佩克原油需求增幅的预期从去年 8 月份的 150 万桶/日降至了 4.4 万桶/日。欧佩克尚无需担心高油价的影响，影响已经开始显现，需求增幅可能会下降，2022 年和 2023 年美国的供应将意外地多。
摩根大通	短期偏多	原油价格可能在下一季度持续高企 ，预计第二季度布伦特原油均价为 110 美元/桶，WTI 原油均价为 107 美元/桶，对美、布两油的这一预期均较此前预期高出 22 美元。此外， 预计今年年底布伦特原油将回落至平均 90 美元/桶的水平 。该预测假设俄罗斯和西方国家之间在乌克兰问题上的紧张局势进一步升级，同时伊朗核协议达成，得以向市场注入一些供应。东欧紧张局势给油价煽风点火的同时，供不应求的局面正在压缩全球石油库存。
美国银行		预计布伦特原油将在 2022 年年中达到 120 美元/桶，基本面因素证明近期油价上涨是合理的 ；由于需求回落，预计布伦特原油平均水平在 2022 年下半年恢复到 80 美元/桶。如果发生宏观背景利多也可能在下半年支持原油接近三位数水平。
高盛	全年看多	欧佩克+的增产决定可能无法抑制油价上涨 。欧佩克+决定将 3 月份石油增产幅度维持在 40 万桶/日，但这一决定可能不会削弱油价的涨势，因为该组织在实现之前同样增产幅度方面面临困难。欧佩克 1 月份的产量仅增加了 25 万桶/日，而其配额为 40 万桶/日。尽管这在一定程度上是季节性的，但也反映出钻井活动缺乏增长，短期闲置产能相对有限。鉴于石油需求强劲，因此重申对油价上涨的预测。
瑞银		在供应中断的情况下，俄乌局势进一步升级可能推高油价，任何朝着和平解决问题的进展都可能导致近期油价跌向预期的 90 美元/桶的底部。不管乌克兰的局势如何，对石油的前景依然乐观，全球能源市场的基本面失衡可能会支撑油价。 油价将在未来一年继续上涨，直到 2023 年 。上调布伦特原油价格预期，预计 6 月前布油达到 95 美元/桶，12 月前达到 100 美元/桶。

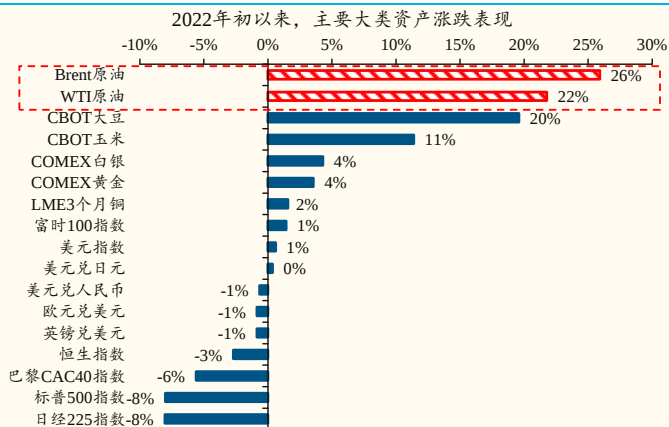
来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表 2：Brent、WTI 油价较年初上涨 26%、20%



来源：Wind、国金证券研究所

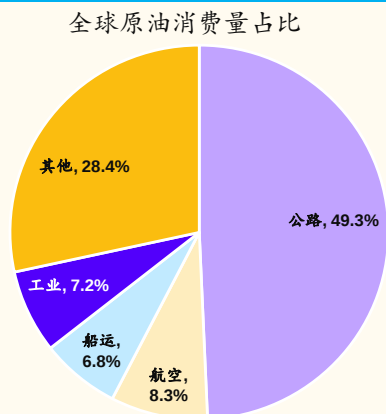
图表 3：原油跑赢一众大类资产



来源：Wind、国金证券研究所

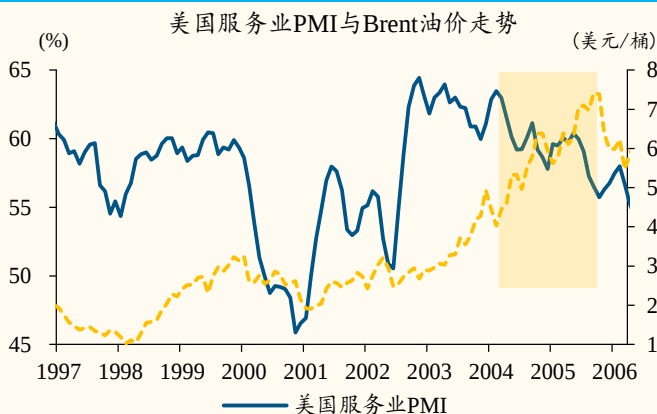
作为“大宗商品之母”，油价的趋势方向主要由全球服务业景气变化主导。作为“大宗商品之母”，原油的价格变动直接受供需格局影响。同时，经历了上世纪 80 年代的 2 次石油危机后，油价的决定机制逐渐稳定下来。其中，油价的趋势方向主要由需求决定。从历史数据来看，由于原油需求中的“大头”来自交通运输等服务业活动，以及美国是全球最大的原油消费国，油价的趋势方向与美国服务业景气变化密切相关。

图表 4：原油需求主要来自交通运输等服务业活动



来源：IEA、国金证券研究所

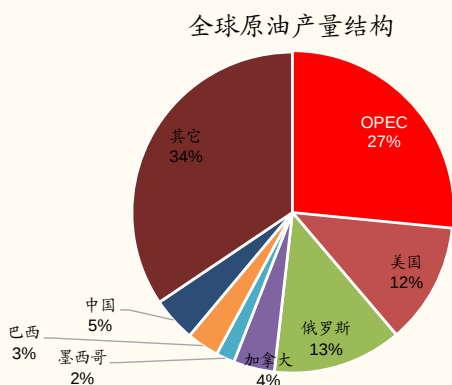
图表 5：油价趋势方向与美国服务业景气变化密切相关



来源：Wind、国金证券研究所

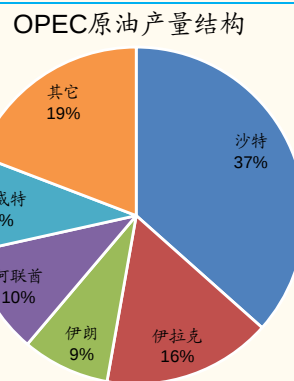
由于波动较大，供给端的变化，往往影响历轮油价的涨跌幅表现。供给端的高度集中（OPEC、美国、俄罗斯合计占比超过 50%），使原油的供给容易受少数几个产油国(或组织)的产量变化扰动，波动较大。回溯历轮油价周期，在需求端变化相似阶段，供给端压力的不同，往往导致油价最终涨跌幅存异。典型的如 2016 年至 2019 年，因为美国页岩油大幅增产，推升全球原油供给，油价的周期高点明显低于以往。

图表 6：原油供给结构高度集中



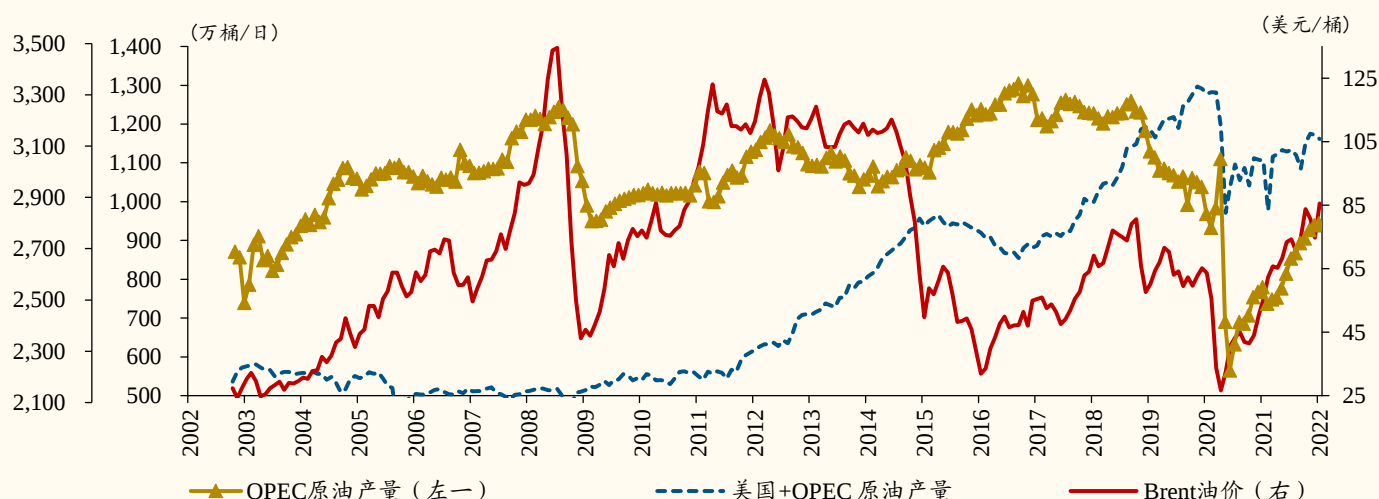
来源：Wind、国金证券研究所

图表 7：OPEC 中，沙特占据绝对主导



来源：Wind、国金证券研究所

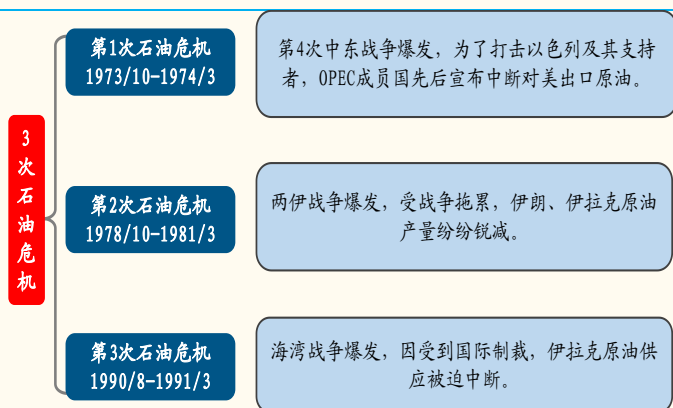
图表 8：供给端的变化，往往影响历轮油价的涨跌幅表现



来源：EIA、OPEC、国金证券研究所

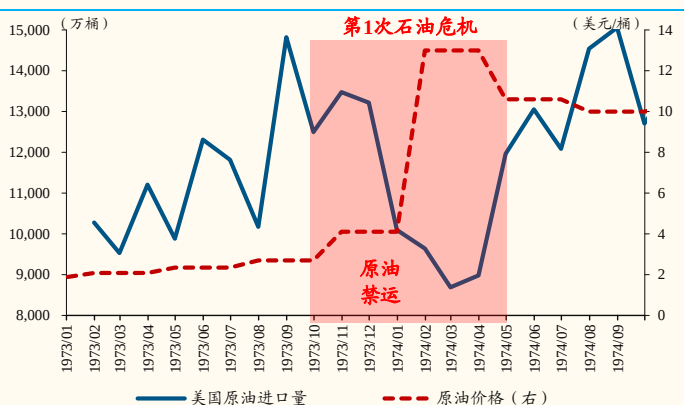
本轮油价飙升的直接导火索，是俄乌冲突持续升级、打压原油供给预期，与 3 次石油危机类似。与俄乌冲突类似的主要产油国参与的战争，在历史上并不罕见，以 3 次石油危机最为典型。历史回溯来看，第 1 次石油危机的导火索是第 4 次中东战争的爆发，为了打击以色列及其支持者，OPEC 多个成员国先后宣布中断对美国的原油出口。受此影响，油价由 3 美元/桶大涨至 10 美元/桶以上。与第 1 次石油危机相似，第 2 次、第 3 次石油危机爆发背后分别是两伊战争、海湾战争。由于战争拖累了原油的生产、供应，全球油价随之大幅上涨。

图表 9：3 次石油危机，背后均与军事冲突有关



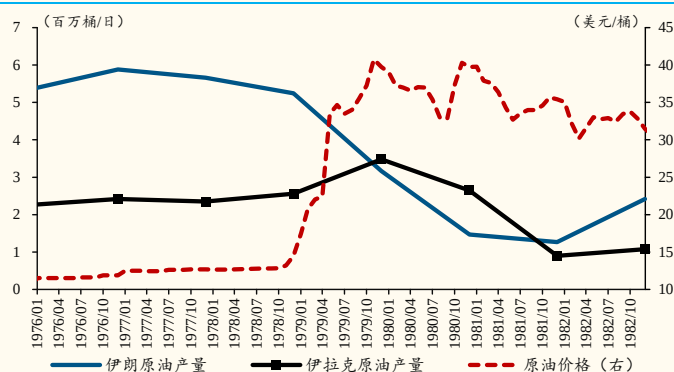
来源：OPEC、国金证券研究所

图表 10：第 1 次石油危机的导火索是第 4 次中东战争



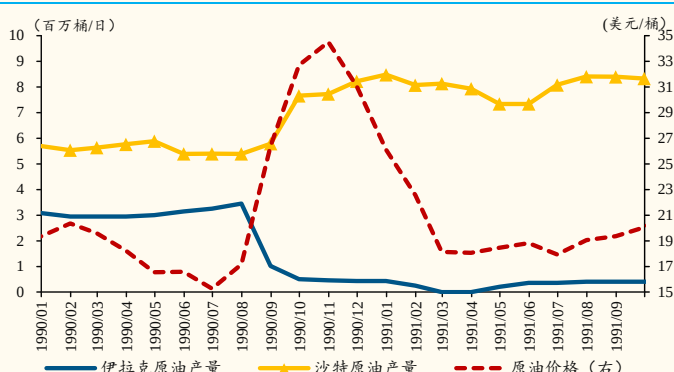
来源：Wind、国金证券研究所

图表 11：第 2 次原油危机的导火索是两伊战争



来源：Wind、国金证券研究所

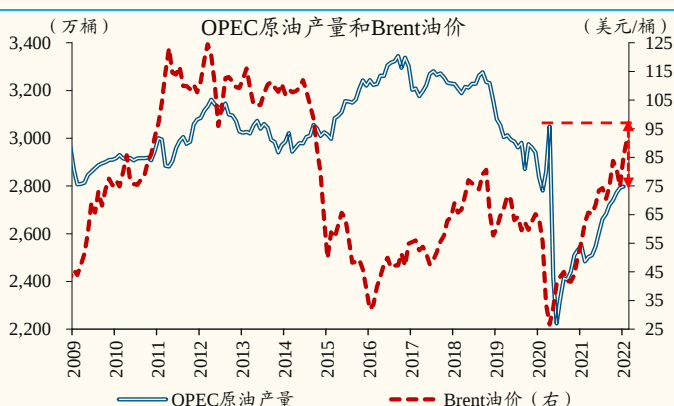
图表 12：第 3 次原油危机的导火索是海湾战争



来源：Wind、国金证券研究所

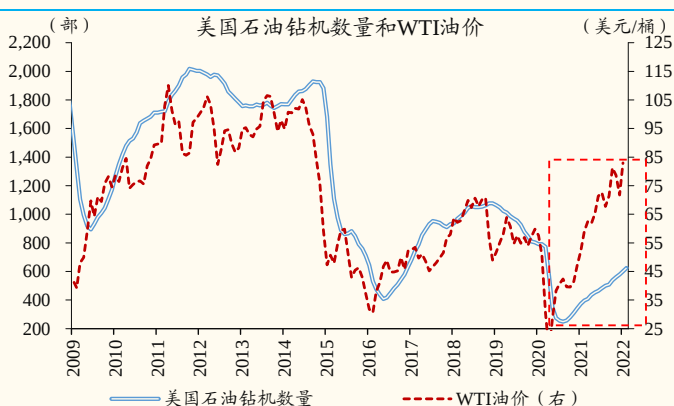
同时，OPEC+维持谨慎增产，美国页岩油资本开支缓慢，屡屡打消市场对原油供给放量的担忧。尽管疫后油价持续走高，但是 OPEC+丝毫“不为所动”，按部就班地执行每月 40 万桶的增产计划。美国方面，油气厂商 2021 年以来的经营现金流已升至历史高位，但投资支出规模仍远未修复至疫情前水平。受此影响，美国石油钻机数依然处于历史低位，反过来又对油价形成强力支撑。

图表 13：OPEC+维持谨慎增产



来源：Wind、国金证券研究所

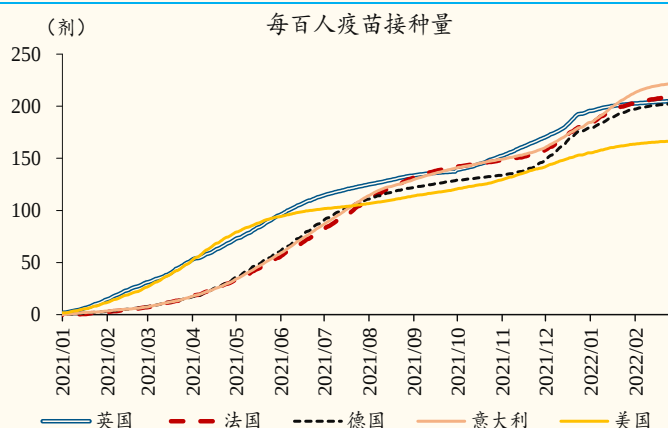
图表 14：美国石油钻机数依然处于历史低位



来源：Wind、国金证券研究所

需求端，越来越多的发达经济体凭借着高疫苗接种率，陆续完全防疫措施，大幅提振原油需求预期。自新冠病毒首次被发现以来，全球疫情大约每 4 至 5 个月就经历一轮反弹，阶段性打压原油需求预期。伴随疫苗接种率及防控能力的提升，以及病毒整体向着“高传染性、低致死率”的大方向演化，疫情“流感化”的长期趋势基本已定，对经济活动的扰动趋弱。正因为此，部分疫苗接种率较高的经济体，已陆续完全放开防疫措施，给原油需求预期带来强力提振。

图表 15：发达经济体疫苗接种率高



来源：Wind、国金证券研究所

图表 16：越来越多的发达经济体陆续放开防疫

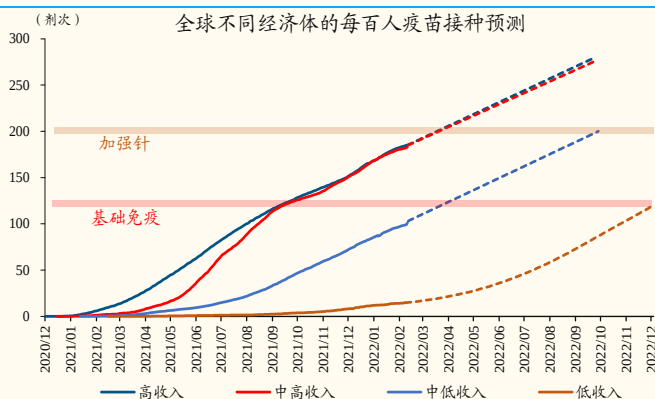
国家	时间	最新政策
英国	2月9日	将在2月21日提出“与新冠共存”战略，计划提前一个月结束限制措施。
欧盟	2月1日	游客只需携带疫苗接种证明或康复证明或阴性检测证明即可在欧盟27个国家之间流通，无需隔离或额外做新冠病毒检测。
法国	2月2日	2月3日起，在佩戴口罩的情况下，所有体育、文化场馆不再限制参加人数，同时允许室内、室外活动，且户外佩戴口罩的规定将取消，居家办公由强制变为推荐；2月16日起，夜总会、音乐会可以重新向公众开放，酒吧、火车、电影院和体育场允许食用食品和饮料。
意大利	2月9日	2月11日至3月31日，取消户外强制佩戴口罩的规定，要求民众在私人住宅以外的室内场合、户外人群聚集处必须佩戴口罩。
瑞典	2月9日	新冠将不再被视为社会危害，政府将取消剩余的限制措施，大规模的免费检测也将中止，哪怕是有症状的感染者也不再会享受免费检测。

来源：BBC、国金证券研究所

二、短期来看，疫情退潮提振需求，OPEC 定价权强化，油价易上难下

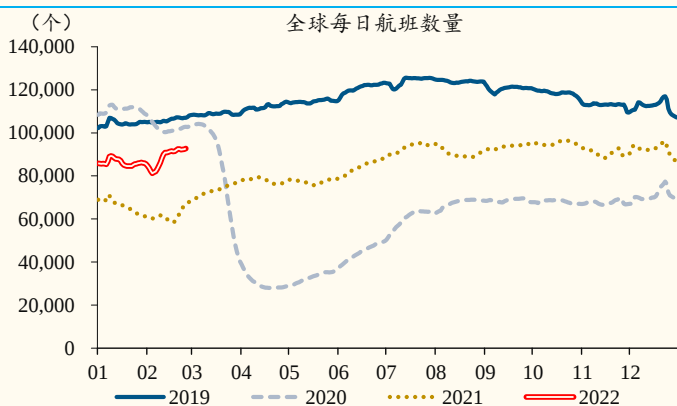
2022 年，疫苗放量、疫情退潮下，全球场景修复，有望带动出行预期大幅改善，进一步提振原油需求预期。2021 年全球供应链、经济秩序非常容易受到疫情反复干扰，背后是疫苗供给不足。2022 年，上市疫苗厂商供给充裕，加之过去一年多时间里，全球近 6 成人群已完成完全接种、新冠药物亦有面市，疫情影响或将快速“退潮”，带动全球性“场景修复”。这一背景下，全球出行强度有望恢复至往年正常水平，意味着原油需求预期有望进一步改善。

图表 17：2022 年，疫情影响或将快速“退潮”



来源：Our World in Data、国金证券研究所

图表 18：全球出行强度有望恢复至往年正常水平



来源：Bloomberg、国金证券研究所

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_38624

