



Research and
Development Center

复盘美联储加息对全球石化板块的影响

2022 年 6 月 23 日

左前明 能源行业首席分析师
执业编号: S1500518070001
联系电话: 010-83326712
邮 箱: zuoqianming@cindasc.com

陈淑娴 石油化工行业首席分析师
执业编号: S1500519080001
联系电话: +86 21 61678597
邮 箱: chenshuxian@cindasc.com

证券研究报告

行业研究

点评报告

左前明 能源行业首席分析师
执业编号: S1500518070001
联系电话: 010-83326712
邮箱: zuoqianming@cindasc.com

陈淑娴 石化行业首席分析师
执业编号: S1500519080001
联系电话: +86 21 61678597
邮箱: chenshuxian@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

复盘美联储加息对全球石化板块的影响

2022年6月23日

- **美联储六轮加息对全球石化板块的影响有限。**我们回顾了历史上美联储六轮加息周期中,油价和石化板块股票的表现。我们将股票分为三类:(1)一体化石油巨头企业包括英国石油(BP)、雪佛龙(CHEVRON)、中国石油和中国石化;(2)上游石油公司包括西方石油(OCCIDENTAL)、康菲石油(CONOCOPHILLIPS)和中国海油;(3)下游炼厂公司包括瓦莱罗能源(VALERO)、马拉松原油(MARATHON)和PHILLIPS 66。根据我们的分析,历史上美联储六轮加息周期对油价和石化板块股票价格变化趋势的影响有限。其中在第一、二轮加息周期中油价呈平稳,全球一体化石油巨头和上游石油公司股价均呈上涨趋势。第三轮加息周期中,油价依旧保持上涨态势,一体化石油巨头股价上涨,上游石油公司股价保持平稳。在第四、五轮加息周期中油价仍维持原有的上升态势,一体化石油巨头、上游石油公司和下游炼油公司石化板块股价也整体呈现上升趋势。第六轮加息周期大多数时间,油价整体呈上涨态势,一体化石油巨头、上游石油公司和下游炼油公司股价整体呈上升趋势,但在本轮加息期最后两个月,因特朗普豁免伊朗原油出口,油价和石化板块股价均有回落。
- **我们认为,影响能源价格大幅变动的原因主要还是市场供求关系,加息政策对能源价格的影响并不大,尤其对于供给产能周期性短缺带来的价格上涨更是如此。**我们认为这一轮能源资源的通胀类似**2002-2007年**,目前相当于**2004年**前后,都同是一轮真正意义上的产能周期,此轮加息类似第五轮加息**2004-2006年**,油价和石化板块股票仍将保持上涨趋势。本轮能源通胀实际上是供给产能周期为根本,叠加长期货币超发为助推下的一轮。投资机会方面,未来**3-5年**能源资源有望处在景气度向上的周期,行业形势由过去数年的震荡向下,改为未来数年的震荡向上,继续坚定看好本轮能源大通胀,继续坚定看好能源资源在产能周期下的历史性配置机会。
- **第一轮加息期间(1983.3-1984.9)原油价格基本趋于稳定,一体化石油巨头和上游石油公司股价同步上涨,加息政策影响有限。**1983年3月到1984年9月期间,美联储加息13次,大幅上调275bps。但即便是在短短的一年半的时间内有如此频繁且大幅的加息政策,原油价格仍然维持相对稳定。虽然原油价格变化幅度小于一体化石油巨头和上游石油公司的股价变化幅度,但是整体上的变化方向基本保持同步。反观本次加息的前因和后续,1979-1980年爆发的两伊战争导致全球石油供给短缺,国际油价飙升引发通胀,而之后1985年的原油价格战引发原油价格大幅下跌。由此可见,影响国际油价的主导因素是市场的供需关系,而加息政策的影响是有限的。
- **第二轮加息期间(1987.1-1989.7)原油价格基本趋于平稳,全球石化板块企业股价整体上涨。**里根政府出台了一系列促进贸易的政策而引发通胀,1986年年末通胀率从2%上升至4%。美联储开始加息,基准利率在



1989 年最终上调至 9.8%。一体化石油巨头和上游石油公司的股价基本和原油价格保持同步变化。反观之前 1983-1985 年期间，美国和沙特为了削弱各自对手的经济，扩大原油产量及出口，使得原油价格一度从 31.72 美元/桶跌至 10.42 美元/桶，跌幅达 67%。由此可见，市场供求关系仍为影响国际油价的主要因素。

- **第三轮加息期间（1994.2-1995.2）原油价格依旧呈上升态势，全球石化板块企业股价也同步上升，加息政策影响有限。**90 年代初美国经济逐渐恢复，而后金融市场出现过热迹象。为控制通货膨胀，美联储开启了第三轮加息，但对原油价格的上升态势未产生有效抑制作用，期间石化板块各企业股价基本和原油价格保持同步增长。
- **第四轮加息期间（1999.6-2000.5）原油价格整体上涨，全球石化板块企业股价小幅下落后回升，加息政策影响有限。**1999 年美联储开启第四次加息周期，以预防之前宽松的经济政策所可能带来的经济过热的情况。本次加息政策对于控制核心通胀率有一定的作用，但原油价格不降反增，这证明了加息政策对于原油价格影响的重要性水平是有限的。一体化石油巨头、上游石油公司和下游炼厂公司股价均在加息初期小幅回落，并在末期有所回升。反观 1990-1998 年期间，中东地区增产导致原油价格一度从 40 美元/桶下跌至 10.72 美元/桶，降幅达 73.2%。由此可见供求关系才是影响原油价格的重要因素。
- **第五轮加息期间（2004.6-2006.6）加息政策对于抑制整体通胀的效果有限，原油价格及全球石化板块各企业股价依旧大幅上涨。**彼时的美国因为此前的大幅降息激发了房地产泡沫，2003 年下半年经济强劲复苏，需求快速拉动通胀。2004 年美联储开始加息，连续 17 次加息 25bps，基准利率从 1%上调至 5.25%。但原油供给端短缺，油价继续大幅上涨，本次加息政策对于通胀率的抑制效果相对有限。从整体上来说，一体化石油巨头股价、上游石油公司和下游炼油公司的股价变动走势和原油价格也同样基本保持同步。反观 2002-2007 年伊拉克和美国等地出现罢工、战争和自然灾害导致原油产量和出口量大幅下降，国际油价上扬，这证明了供求关系失衡是导致中长期原油价格变动的主要因素。
- **第六轮加息期间（2015.12-2018.12）加息政策对于抑制整体通胀作用相对有限，原油价格和全球石化板块各企业股价整体依旧上行，期末略有回落。**2016 年石油输出国组织决定降低生产目标，较之前减产约 120 万桶/日，导致原油价格攀升。在此背景下，加息政策对整体通胀控制有限。在此轮加息大多数时间（2015.12-2018.10），石化板块股价和油价同步上涨。在加息期期末，2018 年 10 月，特朗普豁免伊朗原油出口，导致油价暴跌，石化板块股价和油价同步下跌。由此可见，供求关系依旧主导着原油价格的波动，而加息政策影响的重要性水平相对较小。整体上来看，一体化石油巨头股价、上游石油公司股价、炼厂公司股价和原油价格走势几乎保持同步。
- **风险因素：**疫情反复、经济波动的风险；地缘政治风险

目 录

一、美联储六轮加息对全球石化板块的影响有限	5
二、六次加息情况具体回顾	6
风险因素	10

表 目 录

表 1: 六轮加息对应油价和石化板块股票价格变化	5
--------------------------------	---

图 目 录

图 1: 一体化石油巨头股价和原油价格变化情况	6
图 2: 上游石油公司股价和原油价格变化情况	6
图 3: 一体化股、石油股和原油价格变化情况	6
图 4: 一体化石油巨头股价和原油价格变化情况	7
图 5: 上游石油公司股价和原油价格变化情况	7
图 6: 一体化股、石油股和原油价格变化情况	7
图 7: 一体化石油巨头股价和原油价格变化情况	8
图 8: 上游石油公司股价和原油价格变化情况	8
图 9: 一体化股、石油股和原油价格变化情况	8
图 10: 一体化石油巨头股价和原油价格变化情况	8
图 11: 上游石油公司股价和原油价格变化情况	8
图 12: 炼厂公司股价和原油价格变化情况	9
图 13: 一体化股、石油股、炼厂股和原油价格变化情况	9
图 14: 一体化石油巨头股价和原油价格变化情况	9
图 15: 上游石油公司股价和原油价格变化情况	9
图 16: 炼厂公司股价和原油价格变化情况	9
图 17: 一体化股、石油股、炼厂股和原油价格变化情况	9
图 18: 一体化石油巨头股价和原油价格变化情况	10
图 19: 上游石油公司股价和原油价格变化情况	10
图 20: 炼厂公司股价和原油价格变化情况	10
图 21: 一体化股、石油股、炼厂股和原油价格变化情况	10

一、美联储六轮加息对全球石化板块的影响有限

我们回顾了历史上美联储六轮加息周期中，油价和石化板块股票的表现。我们将股票分为三类：（1）一体化石油巨头企业包括英国石油 (BP)、雪佛龙 (CHEVRON)、中国石油和中国石化；（2）上游石油公司包括西方石油 (OCCIDENTAL)、康菲石油 (CONOCOPHILLIPS) 和中国海油；（3）下游炼厂公司包括瓦莱罗能源 (VALERO)、马拉松原油 (MARATHON) 和 PHILLIPS 66。

根据我们的分析，历史上美联储六轮加息周期对油价和石化板块股票价格变化趋势的影响有限。其中在第一、二轮加息周期中油价呈平稳，全球一体化石油巨头和上游石油公司股价均呈上涨趋势。第三轮加息周期中，油价依旧保持上涨态势，一体化石油巨头股价上涨，上游石油公司股价保持平稳。在第四、五轮加息周期中油价仍维持原有的上升态势，一体化石油巨头、上游石油公司和下游炼油公司石化板块股价也整体呈现上升趋势。第六轮加息周期大多数时间，油价整体呈上涨态势，一体化石油巨头、上游石油公司和下游炼油公司股价整体呈上升趋势，但在本轮加息期最后两个月，因特朗普豁免伊朗原油出口，油价和石化板块股价均有回落。

表 1：六轮加息对应油价和石化板块股票价格变化

时间段	时间跨度 (月)	加息次数 (次)	加息幅度 (bp)	价格	起始价	终止价	区间振幅	能源价格 变动方向
第一轮				WTI (美元/桶)	29.29	29.66	1.26%	平稳
1983.3- 1984.9	18	13	275	一体化石油巨头均价 (美元/股)	0.57	0.83	45.26%	上涨
				上游石油公司均价 (美元/股)	2.28	3.24	41.80%	上涨
第二轮				WTI (美元/桶)	18.13	18.31	0.99%	平稳
1987.1- 1989.7	30	21	344	一体化石油巨头均价 (美元/股)	1.60	2.47	54.73%	上涨
				上游石油公司均价 (美元/股)	3.25	5.07	55.95%	上涨
第三轮				WTI (美元/桶)	15.92	18.49	16.14%	上涨
1994.2- 1995.2	12	7	300	一体化石油巨头均价 (美元/股)	4.29	4.70	9.64%	上涨
				上游石油公司均价 (美元/股)	5.79	5.80	0.30%	平稳
第四轮				WTI (美元/桶)	16.34	29.01	77.54%	上涨
1999.6- 2000.5	11	6	175	一体化石油巨头均价 (美元/股)	17.65	19.45	10.18%	上涨
				上游石油公司均价 (美元/股)	8.86	12.32	39.00%	上涨
				下游炼油公司均价 (美元/股)	2.94	4.36	48.33%	上涨
第五轮				WTI (美元/桶)	42.33	73.93	74.65%	上涨
2004.6- 2006.6	24	17	425	一体化石油巨头均价 (美元/股)	11.69	16.13	38.00%	上涨
				上游石油公司均价 (美元/股)	15.68	30.37	93.67%	上涨
				下游炼油公司均价 (美元/股)	10.64	41.71	292.21%	上涨
第六轮				WTI (美元/桶)	39.94	45.41	13.70%	上涨
2015.12- 2018.12	36	9	225	一体化石油巨头均价 (美元/股)	29.07	34.81	19.77%	上涨
				上游石油公司均价 (美元/股)	57.90	58.43	0.91%	平稳
				下游炼油公司均价 (美元/股)	46.77	49.74	6.35%	上涨

资料来源：万得，信达证券研发中心

我们认为，影响能源价格大幅变动的原因主要还是市场供求关系，加息政策对能源价格的影响并不大，尤其对于供给产能周期性短缺带来的价格上涨更是如此。我们认为这一轮能源资源的通胀类似 2002-2007 年，目前相当于 2004 年前后，都同是一轮真正意义上的产能周期，此轮加息类似第五轮加息 2004-2006 年，油价和石化板

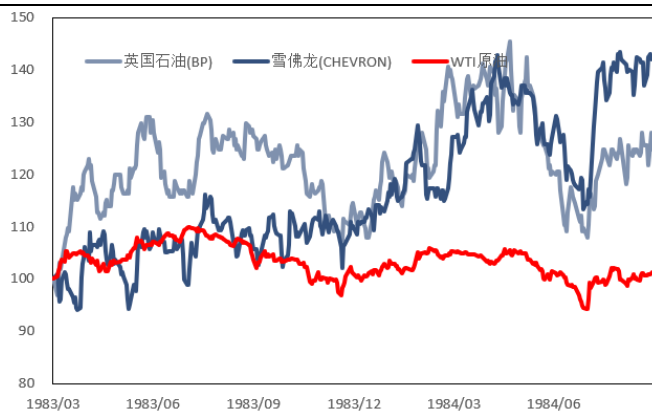
块股票仍将保持上涨趋势。本轮能源通胀实际上是供给产能周期为根本，叠加长期货币超发为助推下的一轮。投资机会方面，未来 3-5 年能源资源有望处在景气度向上的周期，行业形势由过去数年的震荡向下，改为未来数年的震荡向上，继续坚定看好本轮能源大通胀，继续坚定看好能源资源在产能周期下的历史性配置机会。

二、六次加息情况具体回顾

第一轮加息期间（1983.3-1984.9）原油价格基本趋于稳定，一体化石油巨头和上游石油公司股价同步上涨，加息政策影响有限。1983 年 3 月到 1984 年 9 月期间，美联储加息 13 次，大幅上调 275bps。但即便是在短短的一年半的时间内有如此频繁且大幅的加息政策，原油价格仍然维持相对稳定。虽然原油价格变化幅度小于一体化石油巨头和上游石油公司的股价变化幅度，但是整体上的变化方向基本保持同步。

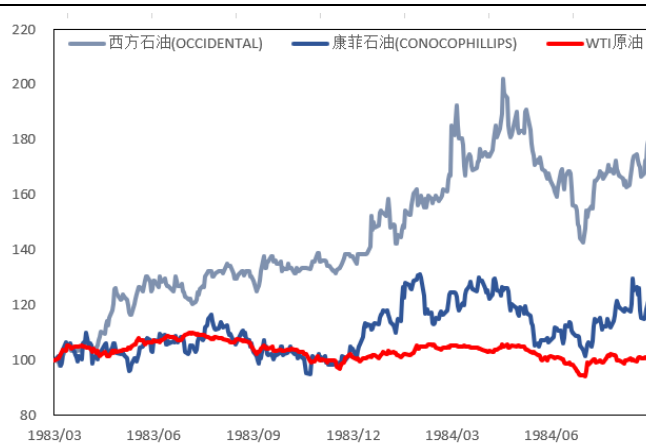
反观本次加息的前因和后续，1979-1980 年爆发的两伊战争导致全球石油供给短缺，国际油价飙升引发通胀，而之后 1985 年的原油价格战引发原油价格大幅下跌。由此可见，影响国际油价的主导因素是市场的供需关系，而加息政策的影响是有限的。

图 1：一体化石油巨头股价和原油价格涨跌幅（%）



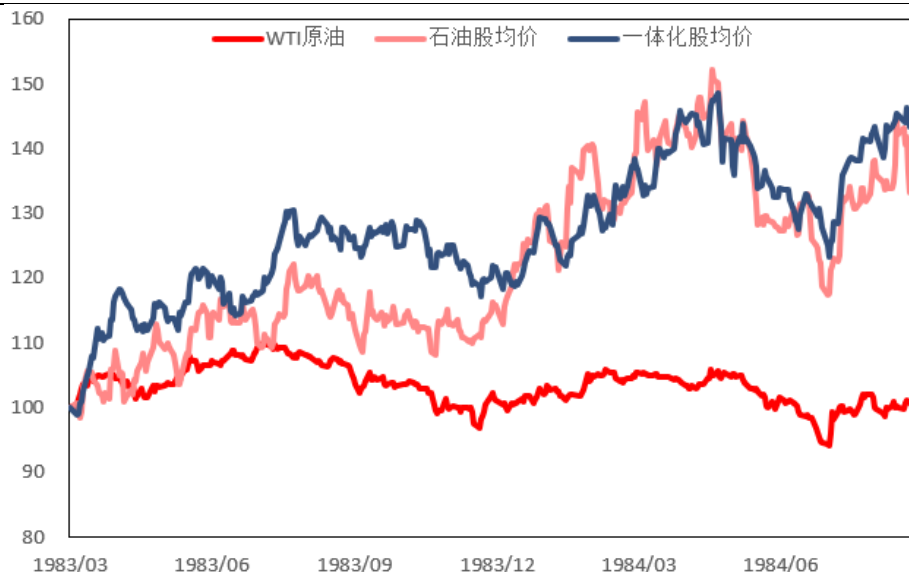
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：上游石油公司股价和原油价格涨跌幅（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：一体化股、石油股和原油价格涨跌幅（%）

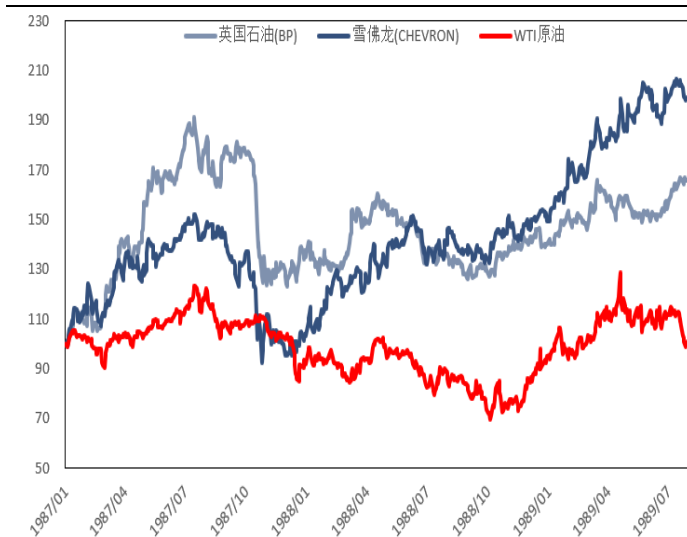


资料来源：万得，信达证券研发中心

第二轮加息期间（1987.1-1989.7）原油价格基本趋于平稳，全球石化板块企业股价整体上涨。里根政府出台了一系列促进贸易的政策而引发通胀，1986 年年末通胀率从 2% 上升至 4%。美联储开始加息，基准利率在 1989 年最终上调至 9.8%。一体化石油巨头和上游石油公司的股价基本和原油价格保持同步变化。

反观之前 1983-1985 年期间，美国和沙特为了削弱各自对手的经济，扩大原油产量及出口，使得原油价格一度从 31.72 美元/桶跌至 10.42 美元/桶，跌幅达 67%。由此可见，市场供求关系仍为影响国际油价的主要因素。

图 4：一体化石油巨头股价和原油价格涨跌幅（%）



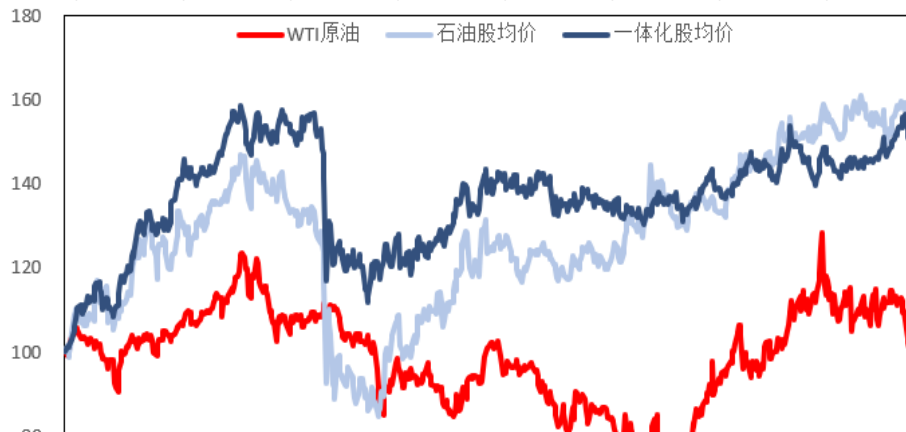
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：上游石油公司股价和原油价格涨跌幅（%）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：一体化股、石油股和原油价格涨跌幅（%）



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_43225

