

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作 者：边卫红 中国银行国际金融研究所
电 话：010 - 6656 2776

签发人：陈卫东
审 稿：钟 红 边卫红
联系人：梁 婧 范若滢
电 话：010 - 6659 4097

* 对外公开
* * 全辖传阅
* * * 内参材料

主导全球原油价格走势的因素研判*

——基于商品属性、金融属性的视角

原油作为重要的大宗商品类战略资源，其价格涨跌是全球经济增长的“晴雨表”，重塑全球经济利益的格局，隐藏地缘政治的魅影。原油主要生产国之间的博弈，产能此消彼长，原油的商品属性主要体现在原油供求等方面的角逐。随着国际金融市场的迅猛发展，原油在逐步凸显能源现货市场与金融衍生品市场的相互作用、相互影响的演进过程中，金融化程度进一步深化，原油金融属性对油价的波动推波助澜。原油商品属性和金融属性共振驱动油价单边走势，而当原油的商品属性和金融属性发生背离时，需要寻找主导油价的核心因素。

主导全球原油价格走势的因素研判

——基于商品属性、金融属性的视角

原油作为重要的大宗商品类战略资源，其价格涨跌是全球经济增长的“晴雨表”，重塑全球经济利益的格局，隐藏地缘政治的魅影。原油主要生产国之间的博弈，产能此消彼长，原油的商品属性主要体现在原油供求等方面的角逐。随着国际金融市场的迅猛发展，原油在逐步凸显能源现货市场与金融衍生品市场的相互作用、相互影响的演进过程中，金融化程度进一步深化，原油金融属性对油价的波动推波助澜。原油商品属性和金融属性共振驱动油价单边走势，而当原油的商品属性和金融属性发生背离时，需要寻找主导油价的核心因素。

一、商品属性：供给变化主导商品属性，美国页岩油产量攀升为其增添砝码

原油的本质是一种商品，商品价格波动源于供需关系变化，供需相对强弱的结果是库存变动，因此，原油的商品属性主要体现为库存周期。库存周期包含产量、出口、库存、炼油需求和原油需求。

（一）产量区域布局改变，OPEC 及非 OPEC 供给此消彼长

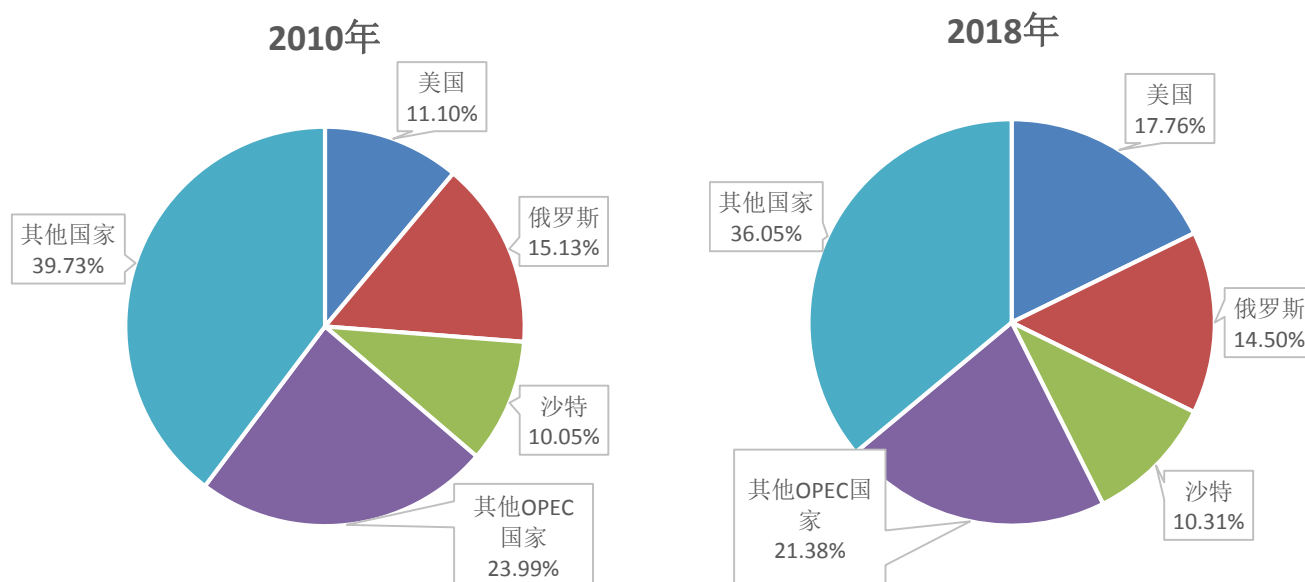
2019 年 4 月，参与减产的产油国对减产协议的执行率高达 168%。OPEC 主要产油国及俄罗斯等其他国家大幅减产，每日减产 120 万桶。主要产油国沙特、科威特等均维持较高的减产执行率，且至少在 2019 年上半年减产策略将继续得以实施。沙特大幅削减产量，其减产份额达到减产总额的四分之一，可见，沙特减产执行情况对最终的减产效果起到至关重要的作用。OPEC 大部分产油国维持财政收支平衡所需要的油价要比当前油价高。例如，沙特维持财政收支平衡的油价高达 80 美元。

与此同时，IEA 将全球除 OPEC 以外的原油供应增幅从之前的每日 160 万桶上调至每日 180 万桶。2019 年非 OPEC 国家原油产量主要增长仍来自美国，美国的增量占比

超过 80%¹。2018 年，美国原油产量在时隔 45 年后跃居世界首位。2018 年美国原油年产量达到创纪录的 1096 万桶/日，比 2017 年的水平高 160 万桶/日。2018 年 12 月，美国原油月产量达到 1196 万桶/日，是美国历史上原油产量月度最高水平。预计 2019 年和 2020 年美国原油将继续增长，平均分别为 1230 万桶/日和 1300 万桶/日。

一方面，OPEC 国家为了维持油价水平，合力减产；另一方面，美国、俄罗斯产量不断攀升。OPEC 原油产量占全球供给量的比例逐步下滑，而美国在全球原油供给中的占比出现攀升。

图 1：全球原油供应结构变化



资料来源：国际能源署、Bloomberg

（二）全球原油需求增速下滑，中国原油需求占比攀升

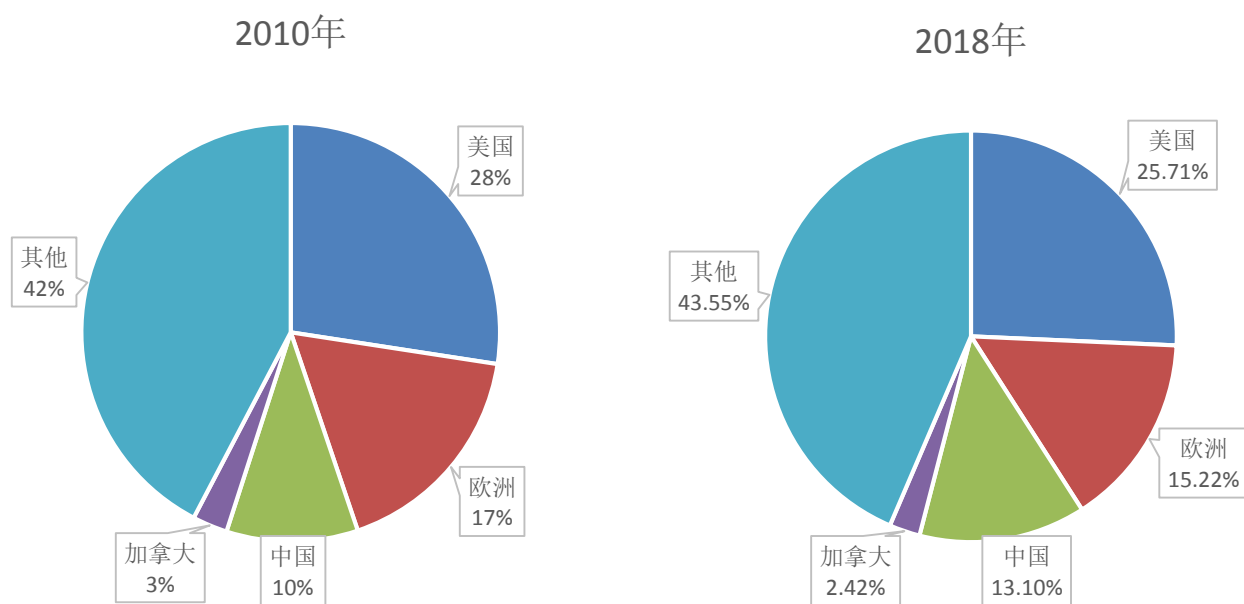
全球主要原油需求国经济走弱对需求的影响是显而易见的，在原油需求上，IMF 下调经济增长预期，全球经济形势不容乐观。从历史数据来看，全球原油需求增幅与全球 GDP 以及油价基本呈现正相关性，但油价与前两者的高低点存在一些偏差。尤其是在欧洲市场，由于英国脱欧、意大利以及法国的抗议活动带来的政治不确定性拖累

¹ 2017 年，其原油产量仅次于俄罗斯和沙特阿拉伯，排在第三位，但随着页岩油的增产，产量比 2017 年增加约两成，超过了两国。

经济发展，原油需求不振。

全球经济在未来两年走势将弱于 2018 年，全球原油需求增幅同比也将出现下滑。EIA、IEA 和 OPEC 对 2019 年全球原油需求增长的预测分别为 145 万桶/日、140 万桶/日和 124 万桶/日。2019 年世界经济合作与发展组织的原油需求为 47.66 百万桶/日，非世界经济合作与发展组织的原油需求为 53.70 百万桶/日。

图 2：全球原油需求变化



资料来源：Bloomberg

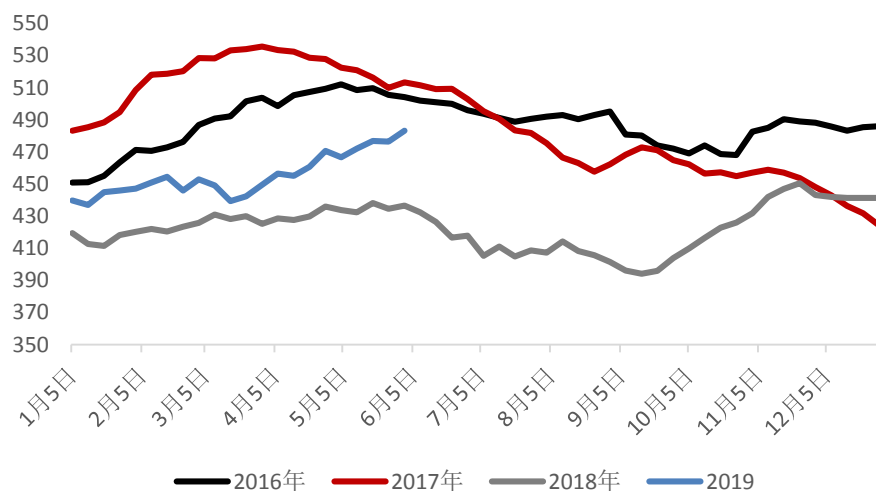
（三）去库存是市场短期衡量供需平衡的主要逻辑

库存变化是当期供需差的直观反映，因此可以通过分析库存来指导当前基本面的情况，去库存的程度与速度是当前市场衡量供需平衡的主要逻辑。截至 2019 年 5 月 23 日，全球原油浮仓库存为 129.75 百万桶，自 2019 年初以来，全球原油浮仓库存已经累计上升 5700 万桶。在生产超过消费期间，可以储存原油和石油产品以备将来使用。库存的水平对当前石油价格与未来价格预期之间的关系很敏感。

截至 2019 年 5 月 17 日的 EIA 周报显示，库存方面，美国原油库存意外大增 474 万桶至 4.7678 亿桶，远超市场预期的库存减少 170 万桶，原油库存刷新 2017 年 8 月

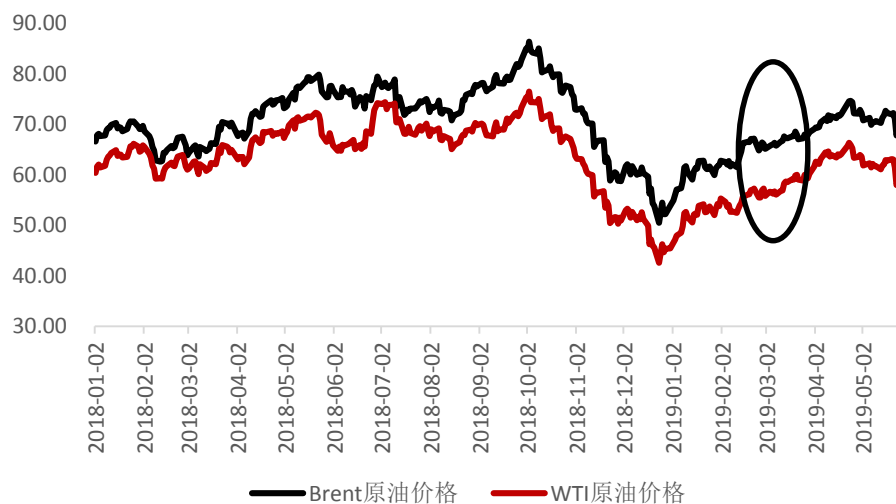
以来最高水平。市场重新聚焦原油库存本该下降的时点，原油库存的超预期累积无疑会施压市场情绪，也直接导致了油价的暴跌。2019 年 5 月 23 日，Brent 和 WTI 原油继续大幅下跌，Brent 收盘 67.76 美元/桶，跌幅 4.55%；WTI 收盘 57.91 美元/桶，跌幅 5.71%。Brent 和 WTI 原油均创下 2019 年以来最大单日跌幅。

图 3：美国原油库存变化情况（单位：百万桶）



资料来源：路透

图 4：Brent 与 WTI 原油价格变化趋势（单位：美元/桶）



资料来源：路透

（四）地缘政治风险通过供求传导渠道影响国际油价

地缘政治之所以会对国际原油定价格局产生影响，是因为该因素会对国际原油市场供求双方和中间方的心理预期及行为产生影响，进而促使各方对原油产量、库存、贮存、囤货等做出相应调整。因此，地缘政治事件可能导致国际原油短期供应短缺、石油运输成本上升，从而拉升国际油价。例如，2019 年一季度油价攀升的主要原因之一便是受到中东地缘政治风险的影响。

1. **美国终止对伊朗制裁的豁免，伊朗原油面临断供风险。**美国突然宣布终止对伊朗制裁的豁免，2018 年 11 月美国重启了对伊朗的制裁，而此举无疑将切断伊朗对外部大概每日 120 多万桶的原油供给。2018 年美国重启伊朗制裁前该国原油出口量为 250 万桶/日，2019 年 5 月伊朗原油出口为 50 万桶/日。进口伊朗原油的国家将被迫向其他国家寻求进口的补充，而如果没有沙特等产油国增产来填补缺口的话，伊朗断供将进一步增加市场的供需矛盾，地缘政治再度增加对供给端的扰动。

2. **欧佩克减产政策“骑虎难下”，减产协议延期遇挑战。**2017 年至今，欧佩克组织联合部分产油国实施“限产保价”政策，成为支撑国际油价回归平稳，乃至阶段性上升的基石。欧佩克组织最新发布报告显示，该组织已连续两月创两年内最大减产规模，特别是沙特减产幅度领先各国，比规定配额多减产约 50 万桶/日。从发展态势看，欧佩克组织为维持国际原油价格在相对较高区间有序波动，仍将保持现有的原油出口政策，包括减产规模及时限等。但欧佩克组织未来的原油出口政策或将“骑虎难下”。

首先，在其与俄罗斯等其他产油国减产份额和时限不变的前提下，现有 120 万桶/日的减产量很有可能被美国页岩油增产量所抵消。一方面，欧佩克等传统产油国苦苦压产保价；另一方面，美国页岩油产量则持续增长，不断扩张原油市场份额，并对国际油价走势产生下行压力。

其次，如果欧佩克组织和俄罗斯等产油国不能坚持现有减产协议，降低减产规模或缩短减产期限等，将在一定程度上引发原油市场供给增长预期，也将对国际油价产生下行压力。

再者，如果美国页岩油产量大幅增长或俄罗斯等其他产油国拒绝持续减产，欧佩克组织或将被迫放弃“协议稳产”，并将原油出口策略由“在相对较高的价格区间内通过稳定原油供给获取收益”转向“在相对较低的价格区间内通过加大原油供给获取收益”，即重启 2015-2016 年间曾执行过的低价争夺市场份额的“零和博弈”模式，将使国际原油市场出现供大于求的状况，也可能导致国际油价出现新一轮的大幅下跌。

二、金融属性：原油价格是一种货币现象，能源金融化退潮

金融属性就是基于原油作为一种大宗商品，也可以在金融市场上进行投资，作为风险产品的一种。原油价格与流动性、风险偏好，以及美元币值具有一定的相关性。在全球流动性下降背景下，发达经济体出现能源过度金融化的态势有所缓和。

（一）原油价格与利率呈反向趋势走向

原油的金融属性还体现其价格受流动性的影响。货币的流动性强弱能够对资产价格的走势产生显著影响。流动性越充裕，作为一般等价物的货币的价值相应就会降低，在同等资产的规模或数量一定时，该资产价格就有上行动力，这在长中短期均会有较明显的表现。

图 5：原油价格与利率走势图



资料来源：路透

最为明显的背离阶段为，2008 年金融危机之前，在全球流动性宽松及美联储实行

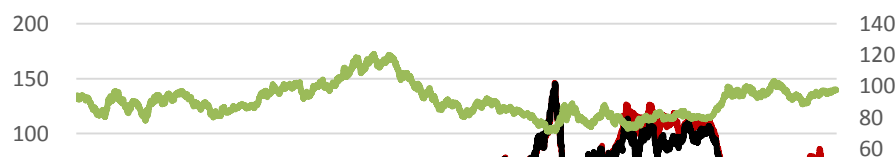
低利率的背景下，过剩的流动性涌入能源金融市场进行投资，原油等大宗商品价格迅速飞升，严重脱离了供需基本面，出现了过度金融化现象。2008 年金融危机爆发，全球流动性趋紧，投机资金大量撤离石油期货市场，石油期货资产泡沫破灭，油价出现断崖式的下跌。中长期而言，央行缩表退出量化宽松政策，超低利率的、流动性泛滥的时期已经结束，原油价格去金融化使其回归基本面。

（二）作为以美元计价的大宗商品，原油价格与美元币值的负相关关系波动较大

与美元币值的相关性，原油的金融属性首先体现在其作为重要的大宗商品，与有色、煤炭等其他大宗一样均以美元计价，价格往往受美元指数走势的影响。与其他大宗商品一样，由于美元是国际油价的计价货币，故美元指数往往与油价有着明显的反向关联。

比较原油和其他大宗商品价格与美元指数走势的关联度水平可以发现，原油与美元指数的负相关程度较强，且整体强于农产品与有色，但在年度区间的测算上低于铜与大豆。另外，布伦特原油价格与美元指数的负相关程度在中短期略强于 WTI 原油价格，有色品种中铜与美元指数的负相关程度较强，农产品中大豆与美元指数的负相关程度较玉米、小麦等品种更强。

图 6：美元指数与国际原油价格变化关系



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_11922

