

宏观点评 20210214

以史为鉴，油价破 60 美元和对股市的影响

2021 年 02 月 14 日

观点

- **春节前布伦特油价突破 60 关口，当前达到 62.7 美元/桶，为 2020 年 1 月以来新高。此轮油价的上涨如何演绎？对股票市场有何影响？**
- **供需趋紧、库存回落是此轮原油价上行的主导因素。**随着全球经济活动复苏，原油供需均在 2020 年中触底反弹。2020 年 9 月前由于供给仍好于需求，油价回升幅度有限（图 1）；2020 年 9 月后需求恢复超过供给、原油库存回落，油价进入上行通道。
- **春节后油价会继续上涨吗？**

是的，我们预计上半年布伦特油价有望突破 70 美元。

从需求端来看：疫苗推广叠加美国财政刺激加码，原油需求稳步回升，尤其是在美国国会已经通过拜登政府的预算决议后，新一轮财政刺激（约为 1.5 万亿美元）有望于近期在美国实施。

从供给端来看：1) 欧佩克+坚定减产立场，1 月原油减产执行率为 103%，且最大石油出口国沙特承诺在 2 月和 3 月额外减产 100 万桶/日；2) 原油期货市场价格已出现贴水迹象，即原油现货价格高于期货，而历史上贴水的出现均伴随库存的明显下降（图 2），这是因为此时原油厂商囤积库存不如当前变卖划算，从而加大去库存力度，导致原油供需进一步收紧。

- **从历史来看，油价一旦开启涨势，涨幅往往超出市场预期。**

原油作为风险资产本身波动性较大，市场一旦出现油价利好信号，其上涨往往容易超出预期。复盘近年来的油价，2009-2011 年、2017-2018 年布伦特油价在突破 60 美元/桶后均出现大幅上涨，原因集中在市场流动性和原油供给上（图 3）。具体而言：

（1）2009-2011 年源于欧佩克严格执行减产协议、美国经济复苏、中国 4 万亿刺激带动原油需求，布伦特油价在 2009 年 5 月突破 60 美元/桶，随后两年又翻了一倍，最高上涨至 127 美元/桶。

（2）2018-2019 年欧佩克减产协议执行持续超预期，布伦特油价在 2017 年 10 月突破 60 美元/桶，而后一年继续上涨，同期叠加特朗普政府单方面强行退出伊朗核协议，在 2018 年 10 月升至 86 美元/桶。

- **油价上涨如何影响股市？**

对于美股而言，一方面，随着页岩油的发展，美国正由原油的净进口国转变为净出口国，近年来油价上涨对投资的促进抵消了对消费的抑制，因此对美国经济产生净的正向拉动（表 1）；另一方面，油价的上涨也反映出美国国内需求的持续扩张，后者也体现在上市公司的盈利增长上。因此，在此前布伦特油价突破 60 美元/桶后，美股亦继续上涨，在走势上与油价表现为同涨同跌（图 4）。

对于 A 股而言，由于中国是原油的净进口国，故油价持续上涨对于整个经济运行成本是提升的。我们注意到 2017 年以来国际油价在走势上与上证综指具有一定的负相关性，且前者在走势上领先后者约 90 天，即油价在持续上涨一个季度后往往会出现股市的回调（图 5）。其背后的原因，除了油价上涨可能侵蚀到部分中下游上市公司的盈利外，更有市场对油价持续上涨引发通胀风险和货币政策收紧的担忧。

- **风险提示：**全球经济复苏不及预期，原油减产执行率不及预期

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观点评 20210211：全球房价上涨有多牛？几时休？》

2021-02-12

2、《宏观点评 20210209：1 月到底有多红？——1 月金融数据点评》2021-02-09

3、《宏观点评 20210204：流动性趋紧下的信用风险怎么看？》

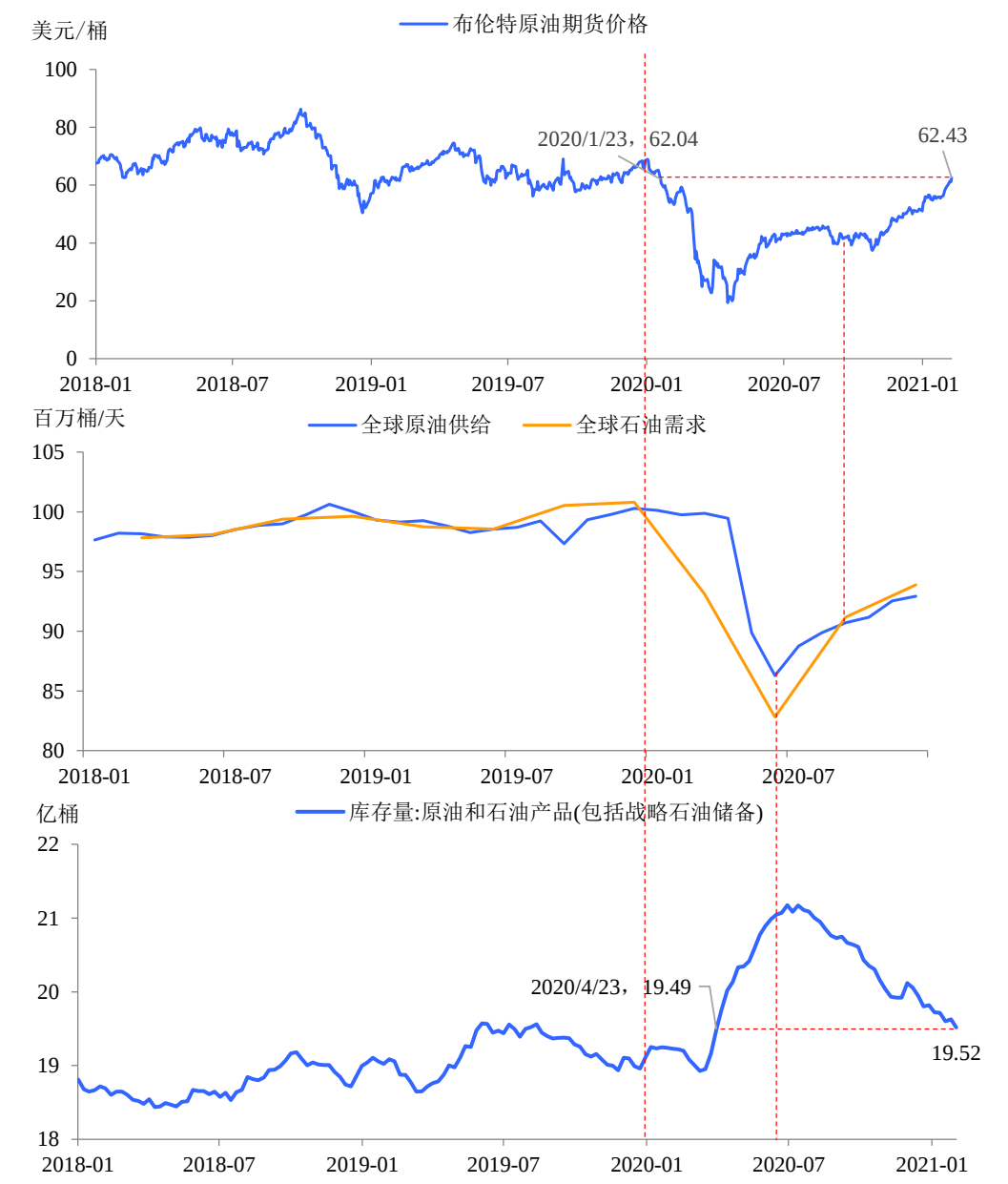
2021-02-09

4、《宏观专题报告 20210204：反思流动性：“结构性短缺”的“罪与罚”——货币政策纵横谈（一）》2021-02-04

（一）2021-02-04

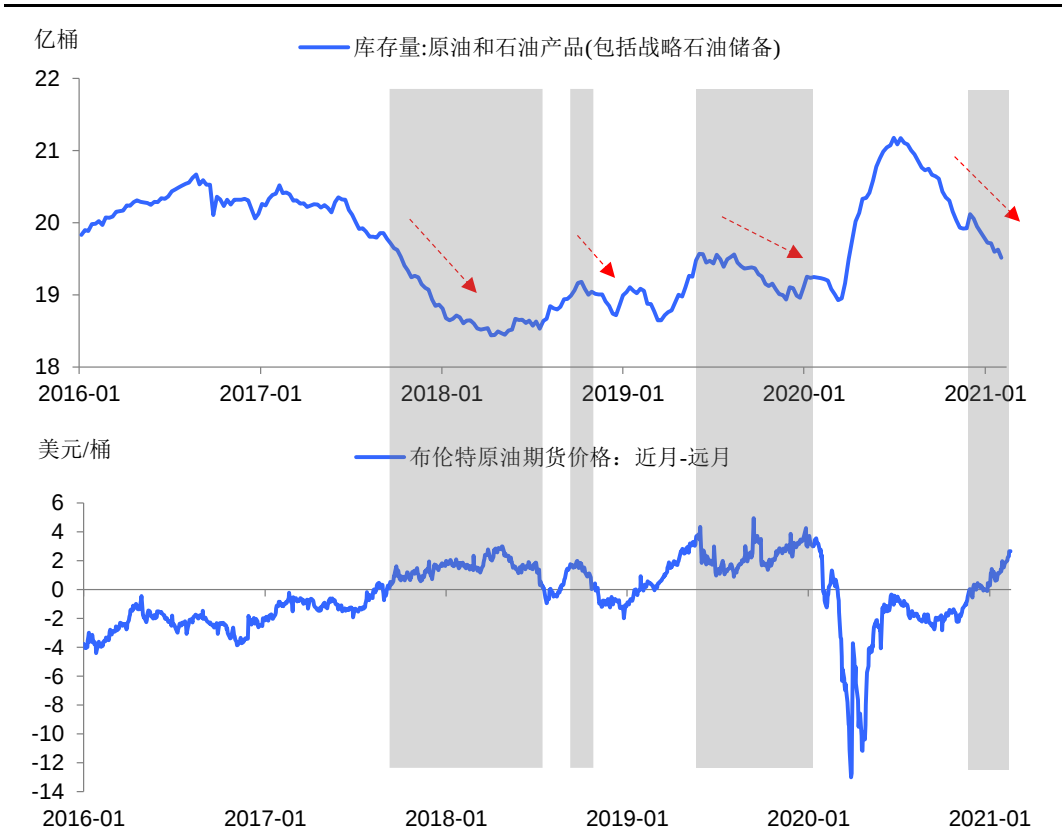
5、《宏观点评 20210203：集装箱还会紧多久？出口还会火多久？》2021-02-03

图 1：近期石油供需双升带来油价的上涨、库存下滑



数据来源：OPEC，东吴证券研究所

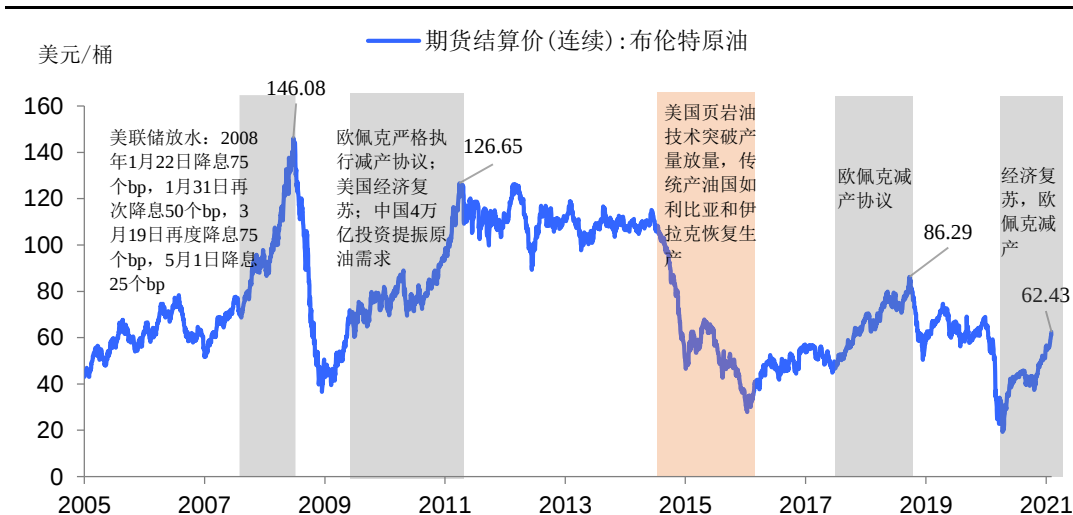
图 2：历史上油价的每一轮贴水均伴随着全球原油库存的下降



备注：阴影部分为布伦特原油期货的贴水时期

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：国际原油价格变动的影响因素主要为市场流动性和供需



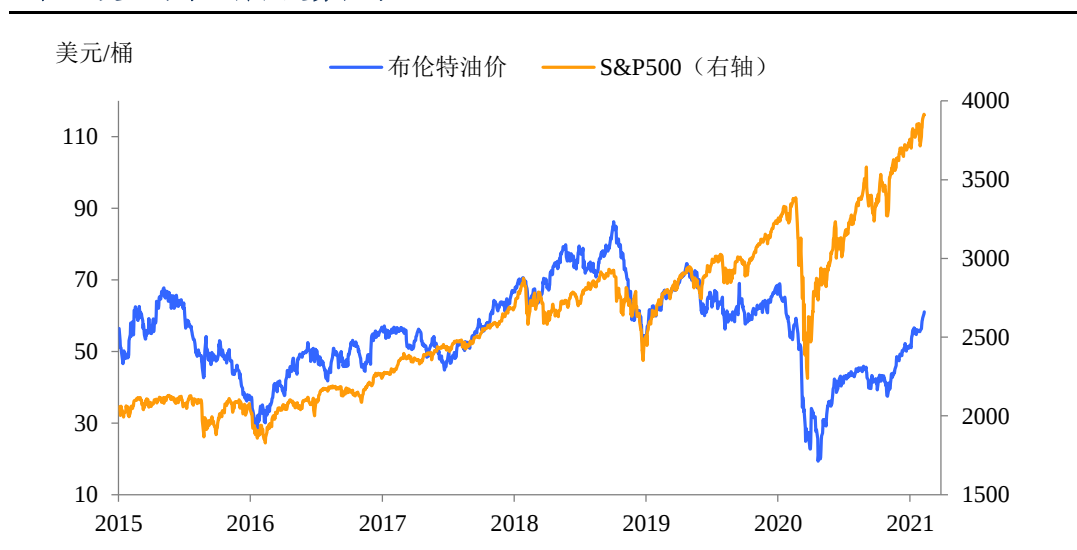
数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 1: 油价上涨对投资的拉动抵消了其对消费的抑制 (单位: %)

油价上涨对美国经济的影响 (%)			
	消费	投资	净贡献
2018Q1	-0.06	0.20	0.14
2018Q2	-0.12	0.11	-0.01
2018Q3	-0.23	0.28	0.05
2018Q4	-0.12	0.24	0.12
2019Q1	-0.09	0.07	-0.02
2019Q2	-0.03	0.09	0.06
2019Q3	0.00	0.08	0.08
2019Q4	0.07	-0.01	0.06

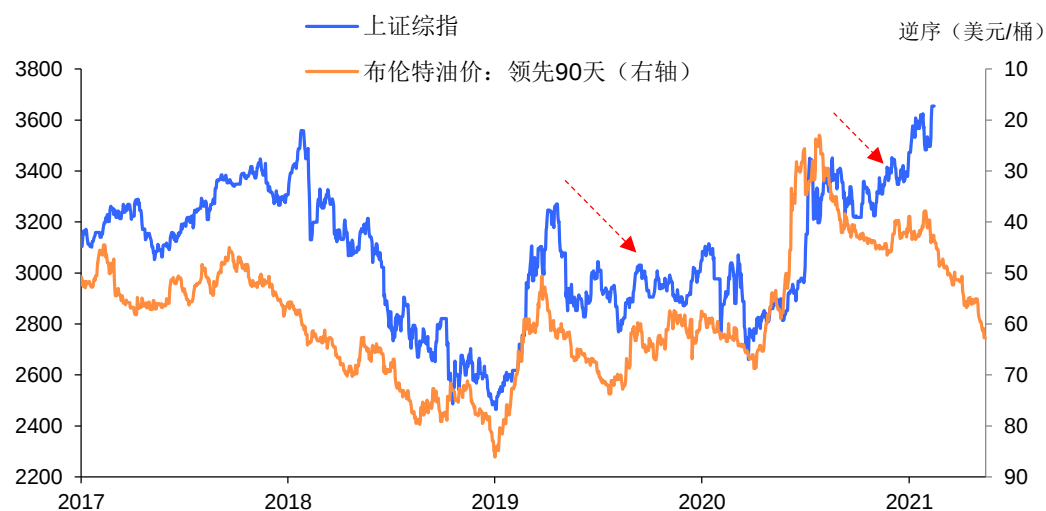
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 4: 美股与原油价格走势较为一致



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5：2017 年以来国家油价与上证综指负相关，且具有 90 天的领先性



数据来源：Wind，东吴证券研究所

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_18072

