

宏观研究报告

证券分析师

钟正生

投资咨询资格编号:S1060520090001
邮箱
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

研究助理

张璐

一般证券从业资格编号:S1060120100009
邮箱 zhanglu150@pingan.com.cn

范城恺

一般证券从业资格编号:S1060120120052
邮箱 fanchengkai146@pingan.com.cn

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。



海外市场跟踪系列

原油市场“三剑客”：病毒、飓风和美国政府

平安观点：

今年7月以来，国际油价经历大幅震荡下行，这背后有三个关键词——病毒、飓风和美国政府。上述“三剑客”将对今年9月以后的国际油价产生复杂影响，本文重点讨论其影响并再次展望今年下半年油价走势。

剑客一：Delta 变异病毒。今年7月以后，全球新冠疫情因Delta变异病毒而进一步恶化，美国和中国作为全球前两大石油消费国均受影响。本轮疫情暂时仍未对全球石油消费造成明显冲击，但显著打击了需求预期。国际能源署（IEA）8月报告中，将2021年下半年原油需求预估下调55万桶/日。考虑到，今年6-7月全球石油消费维持强劲、全球航班数据显示8月需求不弱、主要经济体本轮防疫政策力度有限等，新一轮疫情对全球经济活动及石油需求的边际影响或有限。今年7-8月WTI原油期货非商业多头占比下滑至疫情以来新低。目前市场可能已经充分（甚至过度）price in本轮疫情对于下半年石油需求的冲击。

剑客二：飓风。8月29日登陆美国的艾达飓风广受市场关注。参考2005年卡特里娜飓风和2017年哈维飓风的影响，我们判断，本次艾达飓风对油价的影响整体有限：短期或表现为小幅拉升，因墨西哥湾石油生产活动受阻；但在未来的2-3周，路易斯安那州的持续性停电将主要影响石油加工厂的生产活动，或一定程度上减弱石油需求并对油价形成一定抑制作用。

剑客三：美国政府抛储。8月23日美国能源部宣布拟至多出售2000万桶战略原油储备，于今年10月1日至12月15日之间交付，出售规模为2011年以来最高。我们梳理了1990年以来美国6次大规模出售战略石油储备对油价的影响。整体来看，美国出售战略石油储备或短期（半年内）抑制国际油价。1991年-2011年期间的五次出售均造成了油价下跌，WTI和布伦特油价最大跌幅分别为20-44%和16-45%区间，时间间隔在1-3个月左右。本次出售的规模和节奏或将大于和快于历史平均水平。同时，不排除拜登政府后续加大政策力度以抑制油价的可能性。美国政府抛储等行动可能对今年下半年油价形成较为明显的抑制作用。

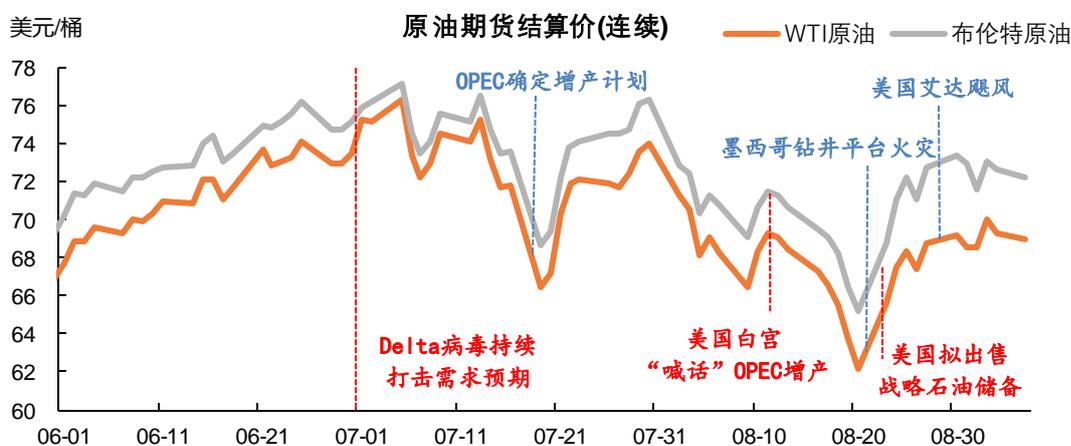
综合判断，我们下调2021年9-12月国际原油价格目标区间至65-75美元/桶区间，且不排除油价短期下探至65美元/桶下方的可能性。1）需求方面，虽然本轮疫情对全球经济活动和石油需求的边际影响有限，但我们对下半年全球石油需求的判断更加谨慎。此外，由于中国疫情已经控制而美国疫情仍在蔓延，布伦特原油价格可能在未来1-2个月仍保持对WTI原油的相对强势。**2）供给方面，**美国政府抛储将提高今年10-12月的石油供给，期间油价大概率承压。若不考虑美国抛储的影响，下半年原油供给偏紧的格局仍将维持，这也是我们并未大幅下调油价目标区间的关键原因。**3）金融环境方面，**即使美联储在年内实施Taper，下半年美国金融市场或保持相对稳定，美元大幅走强的概率也不高。不过，仍需警惕的是，美联储正式宣布Taper前后金融市场的波动风险，届时不能排除油价跌破65美元/桶的可能性。

今年7月以来，国际油价经历大幅震荡下行，这背后有三个关键词——病毒、飓风和美国政府（图表1）。

7月5日，WTI原油和布伦特油价分别涨至76.3和77.2美元/桶的高位。但好景不长，Delta新冠变异病毒的全球扩散持续引发市场恐慌，叠加阿联酋与OPEC+协议出现短暂分歧，致使油价上行趋势终结。8月以来，国际油价连续三周下跌，其中8月11日美国白宫呼吁OPEC+增产，加剧了油价的下行趋势。8月20日WTI原油和布伦特原油分别跌至62.1和65.2美元/桶，距离7月5日高点分别下跌19%和16%。

8月下旬，墨西哥钻机平台火灾与美国墨西哥湾“艾达”飓风对石油供给的扰动，助力油价强力反弹，WTI原油和布伦特原油在8月23-30日期间分别涨11%和13%，布伦特油价重新企稳于70美元/桶，但WTI油价持续低于70美元/桶，二者价差不断拉大。8月23日，美国能源部宣布拟于今年10-12月出售至多2000万桶战略原油储备，又为后续油价走势增添变数。

图表1 今年7月以来国际油价经历大幅波动并呈下行趋势



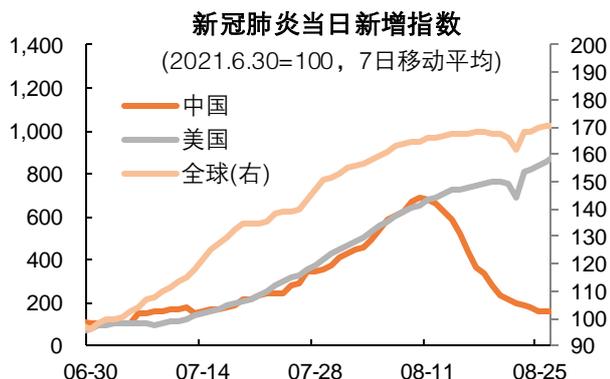
资料来源: Wind, 平安证券研究所

我们在2021年6月判断，2021年下半年国际油价主要维持在70-80美元/桶区间，同时不排除油价短时间升破80美元/桶的可能（参考2021年6月30日报告《油价会不会是下一个“灰犀牛”？》）。但Delta变异病毒对中美等石油需求大国的冲击、美国飓风对供给的扰动、以及美国政府通过抛售等手段企图抑制油价，这些均超出我们此前的预期。上述“三剑客”将对今年9月以后的油价产生复杂影响，本文重点讨论其影响并再次展望今年下半年油价走势。

剑客一：Delta变异病毒

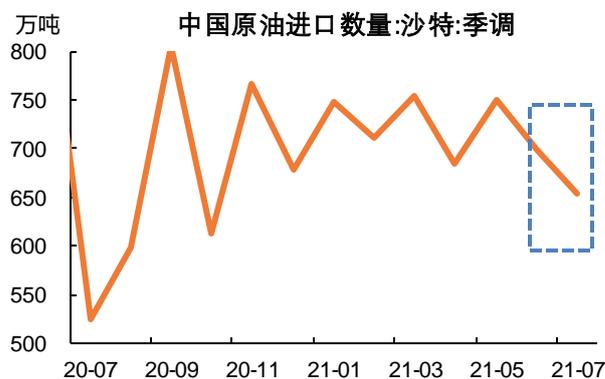
今年7月以后，全球新冠疫情因Delta变异病毒而进一步恶化（图表2），其中美国和中国作为全球前两大石油消费国，其疫情影响受到原油市场高度关注。中国方面，7月以前本土新增确诊数基本保持个位数，但8月上旬最严重时本土病例日增破百。在此背景下，多地政府重新加强防疫管控，市场开始担忧交通出行等活动减少及相关石油产品需求的减少。尤其是，6月和7月中国自沙特进口原油数量（季调）环比连续下滑6.8%和6.6%，且7月进口数量为2020年10月以来新低（图表3）。美国方面，新冠单日新增确诊数从7月以前的2万人以下，升至8月的10万人以上。疫情抬头叠加疫苗接种速度缓慢，使美国政府不得不推迟宣布经济的彻底解封。

图表2 今年7月以后中美及全球疫情进一步恶化



资料来源: Wind,平安证券研究所

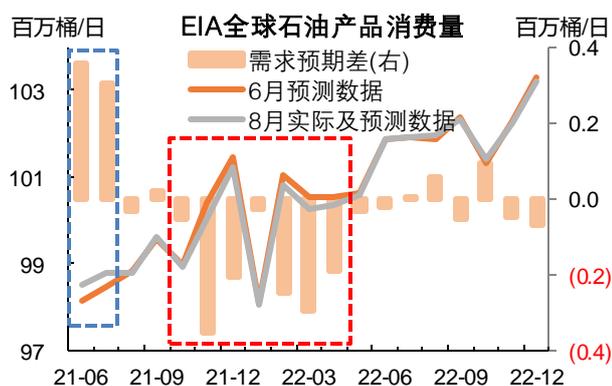
图表3 今年6、7月中国自沙特原油进口连续下滑



资料来源: Wind,平安证券研究所

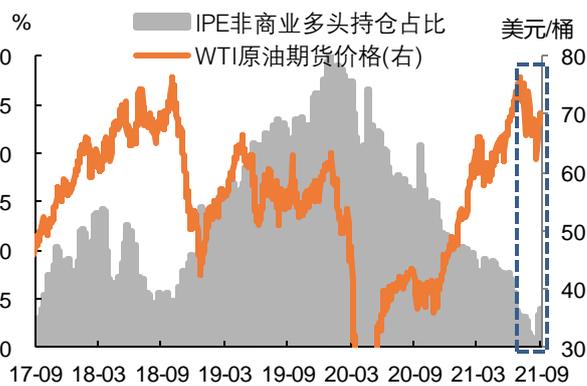
因变异病毒扰动,国际机构陆续下调 2021 年下半年原油需求预测,期货市场做多原油情绪受到抑制。国际能源署 (IEA) 在 8 月报告中将 2021 年下半年原油需求预估下调 55 万桶/日,将全年全球石油需求下调 10 万桶/日至 9620 万桶/日。EIA 和 OPEC 的 8 月报告保持各自对 2021 年和 2022 年世界石油需求增长预测不变,但欧佩克预计 2021 年对欧佩克原油的需求将减少 20 万桶/日至 2740 万桶/日。若将 EIA 在 8 月的预测与 6 月比较,其预测 2021 年 11 月和 12 月全球石油产品消费量分别减少了 35 万桶/日和 21 万桶/日 (图表 4)。同时,原油市场持续 price in 新一轮疫情冲击, IPE 期货交易结果显示,6 月下旬以来,WTI 非商业多头占比开始下滑,并继续创下疫情以来新低,多头的抛售也加剧了油价的下行 (图表 5)。

图表4 今年6、7月全球石油实际消费量超预期,而EIA下调了未来半年全球石油消费预测



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表5 今年6月下旬以来美国原油期货多头出现抛售



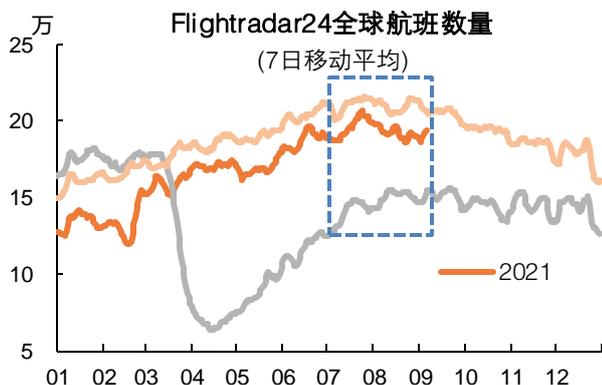
资料来源: Wind,平安证券研究所

我们判断,新一轮新冠疫情对全球经济活动及石油需求的边际影响可能有限。第一,今年6、7月全球石油消费在疫情扰动下维持强劲,本轮疫情对石油需求的冲击尚未显现。对比 EIA 在 6 月和 8 月更新的数据,今年 6、7 月全球石油实际消费量反而超预期增加,分别超过 6 月预测值 36 万桶/日和 30 万桶/日。第二,高频数据显示 8 月全球交通需求不弱。例如,Flightradar24 统计的全球航班数在 7 月和 8 月期间并未大幅减少,且当前水平已经接近 2019 年疫情前的水平 (图表 6)。第三,主要经济体本轮防疫政策力度有限,继而对经济活动和石油需求的影响有限。中国、日本等亚洲经济体短期升级了防疫管控,但力度仍较有限;英国、德国和美国等欧美经济体在疫苗保护下趋于“躺

平”。据牛津大学 OurWorld in Data 网站测算，新一轮疫情爆发后，主要经济体政府防控疫情的“严格指数”（Stringency Index）并未显著超过今年年初水平（图表 7）。

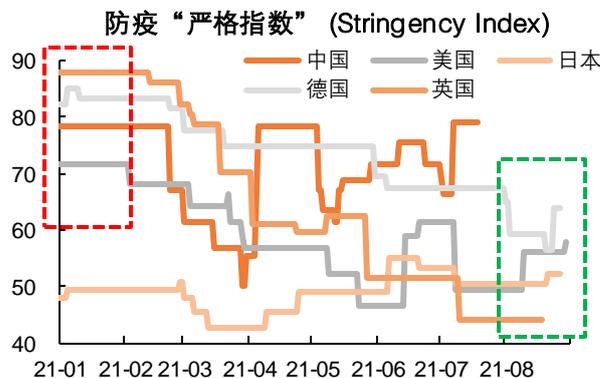
总之，本轮疫情暂时仍未对全球石油消费造成明显冲击，但显著打击了需求预期。不过，目前市场可能已经充分（甚至过度）price in 本轮疫情对于下半年石油需求的冲击。

图表6 全球航班数在今年7月和8月并未大幅减少



资料来源: Flightradar24, 平安证券研究所

图表7 主要经济体防疫严格程度并未显著超过年初



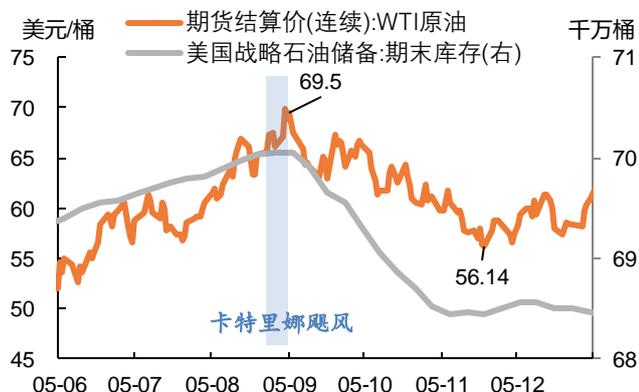
资料来源: Our World in Data, 平安证券研究所。注: 该指数涵盖学校关闭、工作场所关闭、旅行禁令等 9 个指标, 指数范围是 0-100 (100 表示最严格)。

剑客二：飓风

8月29日，美国墨西哥湾地区遭遇四级飓风“艾达”，导致墨西哥湾近海 90-95%的石油生产关闭（涉及产能约 170 万桶/日）。该飓风在登陆 16 小时后降级为“热带风暴”，但其对路易斯安那州的电网造成“灾难性”破坏。预计停电将持续 3 周左右，期间或导致石油加工和化工厂停产。

历史上，飓风对油价的影响并不确定，因飓风可能同时影响石油供需，且美国政府还可能通过出售战略石油储备以平抑油价。2005 年“卡特里娜”飓风（五级）和 2017 年哈维飓风（四级）是美国历史上对经济影响最大的两次飓风。2005 年美国飓风在一周内拉升油价，因飓风主要破坏了石油生产和供给；但美国政府随后出售战略石油储备，令油价持续 2-3 个月下行（图表 8）。2017 年美国飓风在一周内使油价小幅下跌，原因是飓风主要影响炼油厂生产，意味着炼油厂对原油的需求减弱；而随后战略石油储备的出售并未阻止下半年油价上行趋势（图表 9）。

图表8 2005年美国飓风在一周内拉升油价，但战略石油储备的出售令油价持续2-3个月下行



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 2017年美国飓风在一周内使油价小幅下跌，而战略石油储备的出售并未阻止下半年油价上行趋势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

总之，本次艾达飓风对油价的影响整体有限：短期或表现为小幅拉升，因墨西哥湾石油生产活动受阻；但在未来的2-3周，路易斯安那州的持续性停电将主要影响石油加工厂的生产活动，或一定程度上减弱石油需求，这或对油价形成一定抑制作用。

剑客三：美国政府抛储

8月23日，美国能源部化石能源和碳管理办公室发布公告，计划在9月13日之前确定至多出售2000万桶战略原油储备的合同，并于今年10月1日至12月15日之间交付。这次出售规模为2011年以来最高。

我们梳理了1990年以来美国历次大规模出售战略石油储备对油价的影响（图表10）。1990年以来美国政府进行过6次规模在1500-3000万桶的战略石油储备出售，触发因素包括战争、飓风等紧急事件，以及缓解财政赤字、缓解季节性用油紧张、或讨好选民等。

第一，整体来看，美国出售战略石油储备或短期（半年内）抑制油价，但难改中期（半年以上）趋势。1991年-2011年期间的五次出售均造成了油价下跌，WTI和布伦特油价最大跌幅分别为20-44%和16-45%区间，最大跌幅时间间隔在1-3个月左右、平均为52天。而2017年哈维飓风后，由于战略石油储备出售规模较小（仅1500万桶）、且释放节奏较慢（持续约4个月），油价不跌反涨。

第二，如果抛储规模较大（如2000年和2011年均超过3000万桶）或者抛售节奏较快（如1991年仅耗时2个月），则相应油价调整幅度也越大。

第三，美国抛储期间的WTI和布伦特油价走势并未发生明显背离，说明美国抛储将对原油市场产生全球性的影响。

图表 10 1990 年以来美国历次大规模出售战略石油储备对油价的影响



售储时间	1991 年 2 月-4 月	1996 年 3 月-9 月	2000 年 8 月-12 月	2005 年 9 月-11 月	2011 年 6 月-9 月	2017 年 8 月-12 月
特殊事件/ 主要目的	海湾战争	缓解赤字	冬季取暖	卡特里娜 飓风	利比亚战争	哈维飓风
动用石油 储备量(万桶)	1700	1800	3000	1700	3100	1500
WTI/布伦特 最大调整	-44%/ -45%	-22%/ -23%	-27%/ -31%	-20%/ -19%	-24%/ -16%	+13%/ +11%
油价调整 持续天数	32	50	29	80	70	28
起始日期	1991/1/16	1996/4/11	2000/11/21	2005/8/30	2011/7/26	2017/8/30
WTI/布伦特 (美元/桶)	32.0/ 30.2	25.3/ 23.1	35.4/ 33.1	69.8/ 67.6	99.6/ 118.3	46.0/ 50.9
结束日期	1991/2/22	1996/5/31	2000/12/20	2005/11/18	2011/10/4	2017/9/27
WTI/布伦特 (美元/桶)	17.9/ 16.6	19.8/ 17.8	25.8/ 23.0	56.1/ 54.9	75.7/ 99.8	52.1/ 56.3

资料来源: Wind, 平安证券研究所

我们认为，本次战略石油储备出售的主要原因在于，拜登政府希望抑制油价以缓解通胀压力。

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_26251



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn