历史上的原油大跌和资产配置建议

证券研究报告

2020 年 03 月 14 日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

向静姝 联系人
xiangjingshu@tfzq.com

相关报告

本轮油价下跌是类似于 08 年和 2014-2016 年的供需双杀组合。供给端来看，在油价定价权逐渐转移到美国之后，页岩油的现金成本对油价构成硬约束，沙特财政平衡油价约为 83.6 美元/桶，目前低油价下的财政压力较大，预计这次从增产到重新达成减产协议的时间将比 2014-2016 年油价下跌时更快。需求端来看，预计全球疫情将持续到 5-6 月天气转暖后，全球原油需求回暖可能发生在三季度。

从油价下跌时的大类资产表现来看，美元受益于避险情绪，债券受益于通缩预期，权益类资产在原油需求端冲击的情况下下跌较大，原油供给端冲击对股票影响不明显。黄金表现取决于央行货币政策宽松与原油下跌的相对幅度和速度。

我们认为疫情的发酵和金融市场的猛烈下跌对实体经济的负面效应使美国经济衰退的可能性变大，建议在美联储发动量化宽松前对权益市场保持谨慎；0.6%的十年期美债隐含的期限溢价和经济预期较低，但疫情冲击不会改变经济长期前景，大概率向下空间有限，建议继续持有但不激进加仓。黄金近期因油价先于货币政策下跌和流动性偏紧回落，未来在美联储降息和向市场注入流动性后将重新受益于实际利率下行和其避险属性。

风险提示：新冠疫情扩散超预期；货币、财政政策不及预期。

表 1：六次油价大跌的时间段，原因，经济状况及部分市场表现

大跌时间段	历时（月）	第一次减产	减产到油价触底间隔（月）	大跌原因	S&P500 涨跌幅	美元涨跌幅	MSCI 新兴市场指数涨跌幅
1990.10-1991.02	4	1991.03	1	供给端	24%	1%	-
1997.01-1998.12	24	1998.04	8	需求端	56%	5%	-22%
2001.09-2001.11	2	2001.09	2	需求端	10%	4%	12%
2008.07-2008.12	5	2008.09	2	需求端	-30%	13%	-37%
2014.06-2016.01	19	2016.12	-12	供给端	-5%	23%	-18%
2018.10-2018.12	2	2018.12	-2	供给端/需求端	-14%	1%	-6%

资料来源：WIND，天风证券研究所

一、 历史上的数次油价大跌回顾

1.1 1990-1991 海湾战争 ：最大跌幅 57.6%

两伊战争后，伊拉克国民经济遭到了沉重打击。因此在 1990 年 7 月举行的 OPEC 会议上，伊拉克主张大幅提高油价以此偿还高额债务。海湾战争发生的重大原因之一是伊拉克认为科威特没有遵守 OPEC 定下的减产协议。而美国等西方石油消费国在很大程度上依赖于海湾地区的石油供应，他们并不希望出现石油价格的暴涨。

在伊拉克入侵科威特之后，沙特最大程度增产以稳定国际油价，而联合国也开启对伊拉克的经济制裁。在 1990 年的 OPEC 会议上，OPEC 决定放弃限产保价政策。当时的平均日产量达到了 2350 万桶，大大超过了石油市场的需求量。而西方国家为了应对可能因为战争而引发的石油暴涨，纷纷增加了石油的战略储备。在多方的共同作用下，石油价格出乎意料的出现了持续下跌的局面。1991 年 3 月 12 日，在海湾战争结束后，OPEC 就立即决定恢复限产保价政策，这才使油价重归平静。

1.2 1998 年亚洲金融危机：最大跌幅 61%

1996 年前后南亚国家出口因为中国制造业崛起而显著下滑，经常账户加速恶化。1997 年亚洲货币先后成为国际投机资本的攻击对象，资本大量流出，固定汇率制被迫放弃，货币大幅贬值。随后亚洲股市受到重创，房地产泡沫破裂，银行呆坏账剧增，金融机构和企业大规模破产。1998 年 8 月俄罗斯中央银行宣布推迟偿还外债及暂停国债券交易，俄罗斯债务危机爆发，随后金融危机逐步升级成经济、政治危机。

亚洲金融危机爆发导致市场对全球经济增长信心不足，风险偏好下降，1998 年全球经济增速从前一年的 4.18%减速至 2.5%，其中新兴市场平均增长从 97 年的 5.85%下滑到 3.7%，发达市场受冲击不大，平均增长仅下滑 0.7%，全球石油需求增速减速至 0.5%。

1997 年 1 月至 1998 年 12 月，布伦特原油价格自高点 24.80 美元/桶跌至 9.75 美元/桶，区间最大跌幅 61%。OPEC 在 1998 年 4 月和 7 月两次减产，幅度分别为 125 万桶/日和 133.5 万桶/日，同时全球经济在美国的强势引领下触底回升。

1.3 2001 年“911”：最大跌幅 40%

2001 年 9 月 11 日，美国纽约和华盛顿遭到恐怖分子的一系列严重袭击。投资者争先恐后地抢购石油、黄金和工业金属等风险较小的资产，油价和金价等因而上扬，但随后，油价开始大幅回落。

“911”发生前，世界经济已经减速至 2.46%，全球原油需求增长低于 1%。“911”恐怖袭击造成世界航空业的严重损失。世界各地，尤其是美国各大航空公司股票大幅下跌、乘客减少、公司大量裁员和削减航班，飞机制造公司也因预料袭击事件将减少他们的定单而大量裁员，美国甚至开始大量出口航空用油。

对需求的担忧，令布伦特原油价格在 2 个月内，自高点 29.43 美元/桶跌至 17.68 美元/桶，区间最大跌幅 40%。OPEC 两次宣布限产保价，2001 年 9 月和 2002 年 1 月分别宣布减产 350 万桶/日和 150 万桶/日，包括俄罗斯在内的非 OEPC 国家也承诺减产 46 万桶/日;而全球经济也在 2002 年后逐步回暖，石油价格也在新兴市场的经济繁荣中开启了一轮长周期的涨势。

1.4 2008 年全球金融危机：最大跌幅 75%

2004 年至 2007 年，全球经济在新兴市场飞速发展的背景下年增 5.4%，石油需求旺盛。供给方面，2004 年和 2005 年墨西哥湾地区的飓风造成了石油的生产陷入瘫痪。2003 年的伊拉克战争以及 2008 年美国对伊朗的制裁，使得中东的局势动荡不安。而美伊关系的紧张更是推动国际油价在 2008 年 7 月达到了历史最高的 144.49 美元/桶。

2008 年金融危机爆发，全球经济增速迅速下滑至 0.01%（2009 年实际 GDP），原油需求连续两年负增长，同比增速-0.39%/-1.68%。

经济和需求衰退预期出现后，2008 年 7 月布伦特原油价格从纪录高位开始快速下跌。OPEC 迅速推出三次减产：2008 年 9 月减产 52 万桶/日;2008 年 10 月减产 150 万桶/日;2008 年 12 月减产 220 万桶/日。同时，2008 年 12 月 16 日，美联储宣布将联邦基金利率降至 0 至 0.25%的超低水平，实施量化宽松政策，经济预期企稳。至 2008 年 12 月，原油触及 36.61 美元/桶低点，区间最大跌幅 75%。

1.5 2014-2016 页岩油冲击：最大跌幅 76%

2010 年后，美国的页岩油革命对全球原油供应前景产生了冲击，为了维护市场份额并争夺石油定价权，2014 年 11 月 27 日，在 OPEC 会议上沙特阿拉伯力排众议，就减产没有达成协议。会议当天，美原油暴挫 7 美元/桶，跌幅逾 6%。2015 年 6 月 5 日，OPEC 决定维持约 3000 万桶原油产量不变。2015 年 12 月 4 日，因伊朗增产，OPEC 上调原油产出上限至 3150 万桶/日，美国原油主力期货跌逾 2 美元至 40 美元/桶下方，跌幅近 2.8%。

从 2014 年 6 月至 2016 年 1 月，国际油价最高跌幅达到 76%，而 OPEC 市场份额仅增加了 3%。

2016 年 5 月，法利赫接替了纳伊米，担任沙特能源部长的职位，开始主张以石油减产来提升石油价格。2016 年年底，全球主要产油国之间达成了 15 年来首个减产协议，协议的主要推动者为沙特阿拉伯与俄罗斯。协议主要内容为，OPEC 成员国需减产 120 万桶/日至 3250 万桶/日，而其他非 OPEC 成员国则需减产约 55 万桶/日，减产联盟一直持续至今。原油价格在 2016 年触底后缓慢回升，随着减产协议的执行，原油需求的恢复，原油库存的去化，2018 年初布伦特原油价格回到 70 美元/桶。

2016 年减产会议能达成减产目标的主要原因是 OPEC 成员国在之前的两年多时间里增产的决定，并未能帮助其抢占市场份额实现对其他石油生产国的打压，反而让各个国家陷入经济危机。2015 年-2016 年间，沙特阿拉伯连续两年出现近千亿的巨额财政赤字，而新任国王所想要实现的“2030 年愿景”改革需要大量的资金支持。委内瑞拉等国经济出现严重的通货膨胀，濒临崩溃。而 2016 年，美国原油产量仅下降 60 万桶/日。并且经过多次市场整合与并购重组，其平均开采成本也下降了 50%，大大提高了开采效率。

1.6 2018 年 OPEC 增产和对伊制裁不及预期：最大跌幅 41%

2018 年 5 月 8 日，美国再次宣布退出有关解除对伊朗制裁的《联合全民行动计划》（JCPOA），并设定 90 天和 180 天的制裁缓冲期。当 2018 年 8 月 7 日，第一批制裁开始生效之后，美伊开始针锋相对。为了应对美国的制裁，伊朗总统鲁哈尼宣称要将占世界石油总出口量 60%的波斯湾进行封锁。9 月伊朗原油出口量降幅和降速远超预期，市场担忧伊朗制裁过严。尽管特朗普多次喊话要求 OPEC 增产以降低油价，但 OPEC 的表现为不予理睬。市场担忧原油供给不足，国际油价飙升至 2014 年后新高。

10 月的沙特记者事件成为沙特态度的转折点。借由此事件，美国握住沙特的把柄，最终特朗普发布声明，重申在沙特记者卡舒吉遇害案的问题上对沙特的坚定支持，而沙特为了保住王储，投桃报李带领 OPEC 增产，失掉了油价主导权。同时美国通过对长期进口伊朗石油的 8 个包括中国在内的重点国家实施 180 天的“适度豁免”，放松了对伊朗的制裁。在两方面的共同作用下，石油市场重新回到了宽松格局，油价也从 2018 年 10 月的 86.07 美元/桶跌至 12 月底的 50.57 美元/桶，区间最大跌幅 41%。

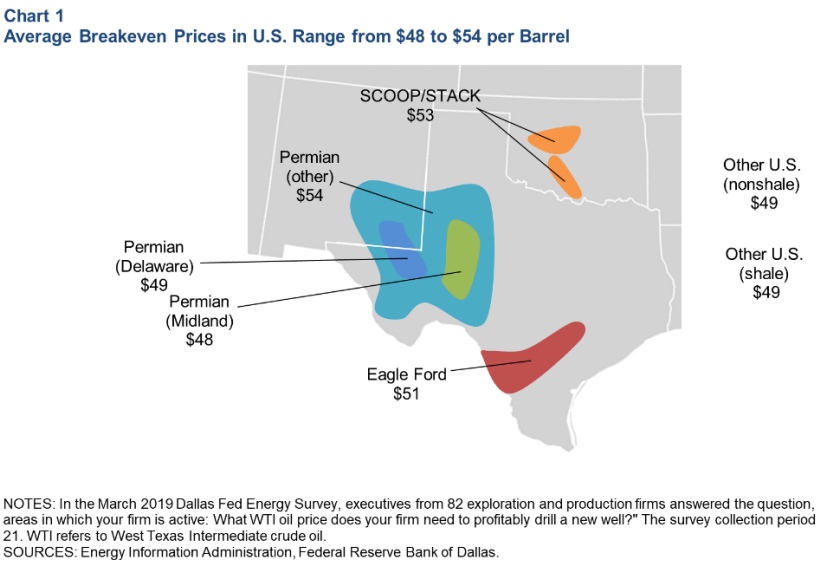
为应对下跌的油价，OPEC+达成了减产 120 万桶/日的减产协议，一季度 OPEC+减产幅度超预期，加之美国对委内瑞拉与伊朗的经济制裁，原油市场供给端收缩超预期。需求端，贸易纷争阶段性缓解，美国经济增速超预期韧性。原油价格在 2019 年 4 月回到 70 美元/桶以上。

1.7 2020 年沙特和俄罗斯大打价格战：最大跌幅 50.8%

这一次油价大跌的背景是疫情导致的需求疲软叠加 OPEC+、巴西和美国增产，是类似于 08 年和 2014-2016 年的供需双杀组合。

先从供给端来看，在油价定价权逐渐转移到美国之后，页岩油的现金成本对油价构成硬约束（详见《国际油价新平衡》）。这一次，油价已低于美国页岩油盈亏平衡线，页岩油钻机和产量增长将下降。根据 IMF 预测，2020 年沙特财政平衡油价约为 83.6 美元/桶，目前低油价下的财政压力较大，预计这次从增产到重新达成减产协议的时间将比 2014-2016 年油价下跌时更快。

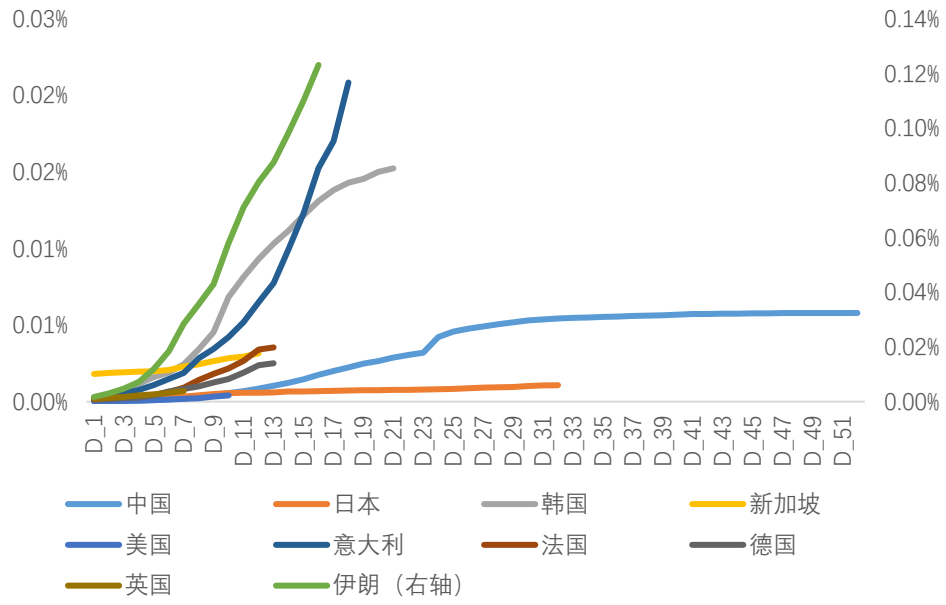
图 1：达拉斯联储关于盈亏平衡价格的调查显示页岩油厂商的盈亏平衡线在 48～54 美元/桶之间



资料来源：FRBD，天风证券研究所

从需求端来看，这次油价大跌后，各国央行降息对油价基本没有作用，因为抑制需求的是疫情。从各国疫情所处阶段来看，中国目前已经开始复工，而日韩相当于中国 2 月初，欧元区和美国相当于中国 1 月底，预计全球疫情将持续到 5-6 月天气转暖后，全球原油需求回暖可能发生在三季度。

图 2：各国新冠疫情累计确诊人数占比总人口曲线（时间从累计确诊 100 人算起为 D_1）



资料来源：WIND，天风证券研究所

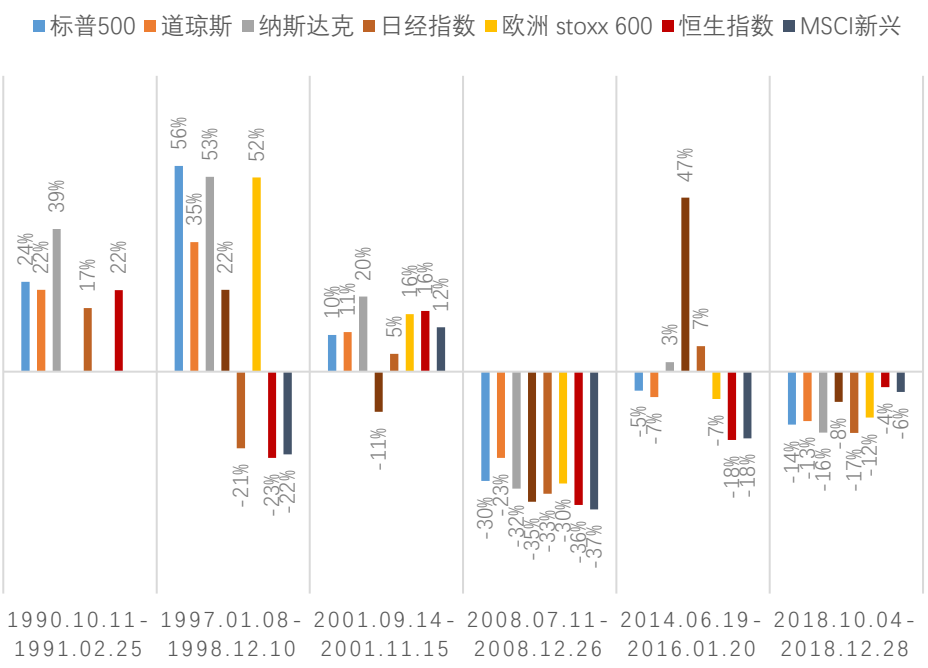
二、历史上油价大跌期间的大类资产表现

2.1 权益

一般而言，因需求造成的油价冲击同样适用于权益资产，如 08 年金融危机和 18 年 4 季度的中美贸易战，其中区域性的需求下滑-98 年金融危机仅影响该下滑区域（EM,恒生）。油价的事件性冲击对权益市场的影响往往比较短暂，而因供给造成的油价下跌对权益资产没

有明显的指向意义。

图 3：权益类资产变动情况

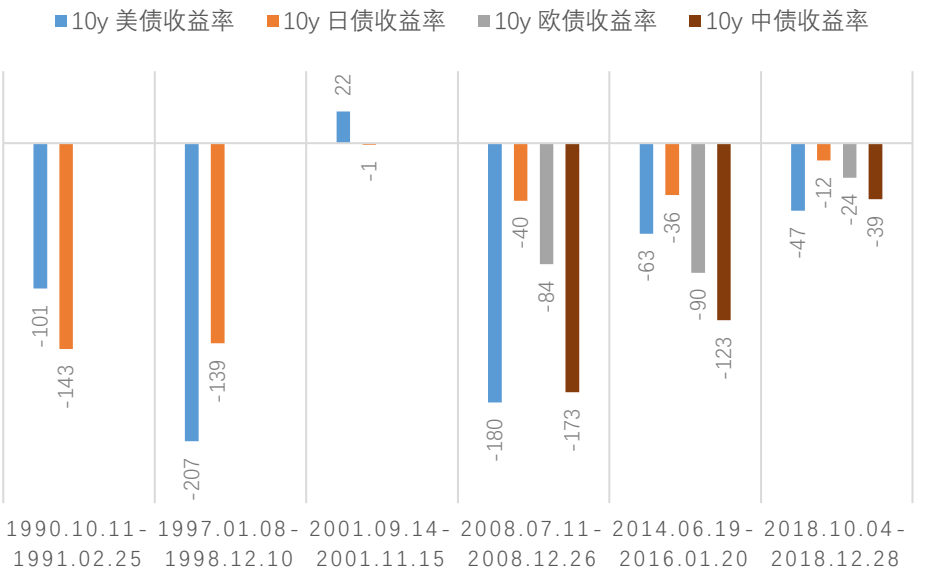


资料来源：WIND，天风证券研究所

2.2 债券

油价下跌产生通缩预期，因此国债收益率均有所下跌。其中伴有需求端隐忧的下跌往往促使美联储降息，例如 1997-1998 年美联储降息 75bp，2008 年降息 175bp，债券收益率相应的下跌更为剧烈。而 2014-2016 年欧债、日债分别因为央行的量化宽松政策（QE）收益率有较大跌幅。2001 年“911“后债券收益率回升主要因为一次性事件冲击结束后避险情绪回落。

图 4：债券类资产变动情况

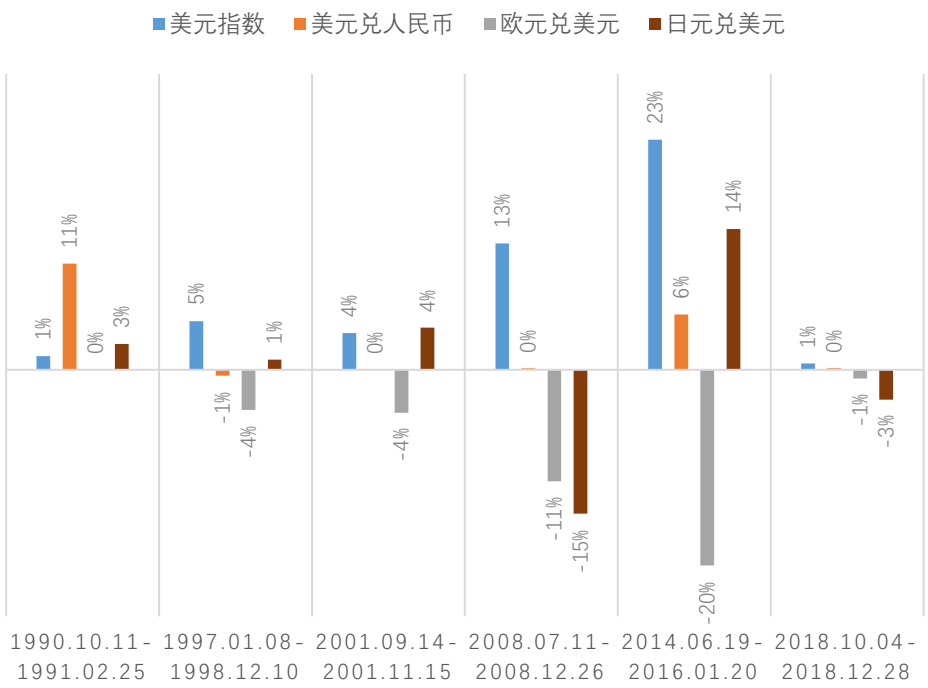


资料来源：WIND，天风证券研究所

2.3 汇率

历史上油价大跌的时候，美元指数均无一例外走强。一方面，在页岩油革命之前，油价下跌对美国经济偏利多，货币政策相对强势（1997-1998，2014-2016），另一方面，全球资产波动上升后美元会出现一定的避险属性（1990、2001、2008、2018）。

图 5：汇率变动情况

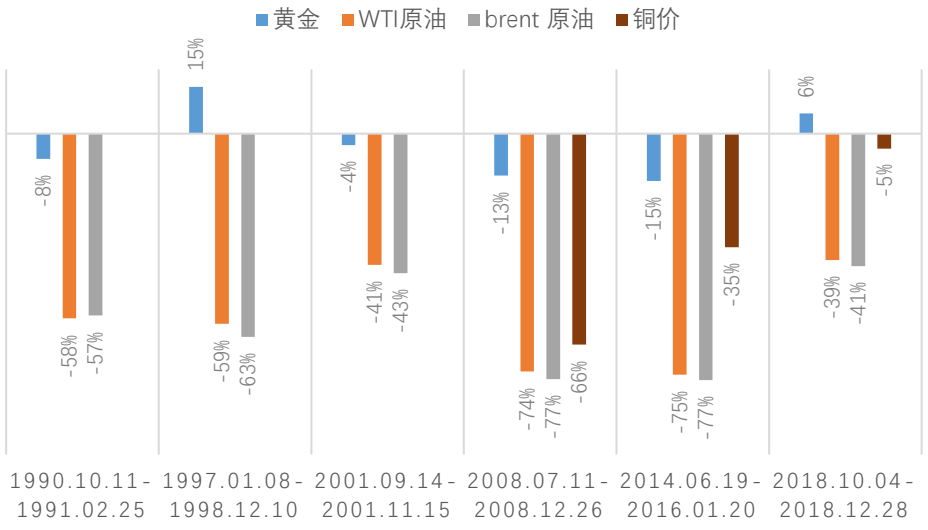


资料来源：WIND，天风证券研究所

2.4 商品

大宗商品整体表现不佳，通缩预期下工业大宗品跌幅较大，黄金的表现并不确定，取决于美国经济基本面和油价下跌引发的通缩预期之间的强度比较，但多数时候铜价下跌。

图 6：大宗商品变动情况



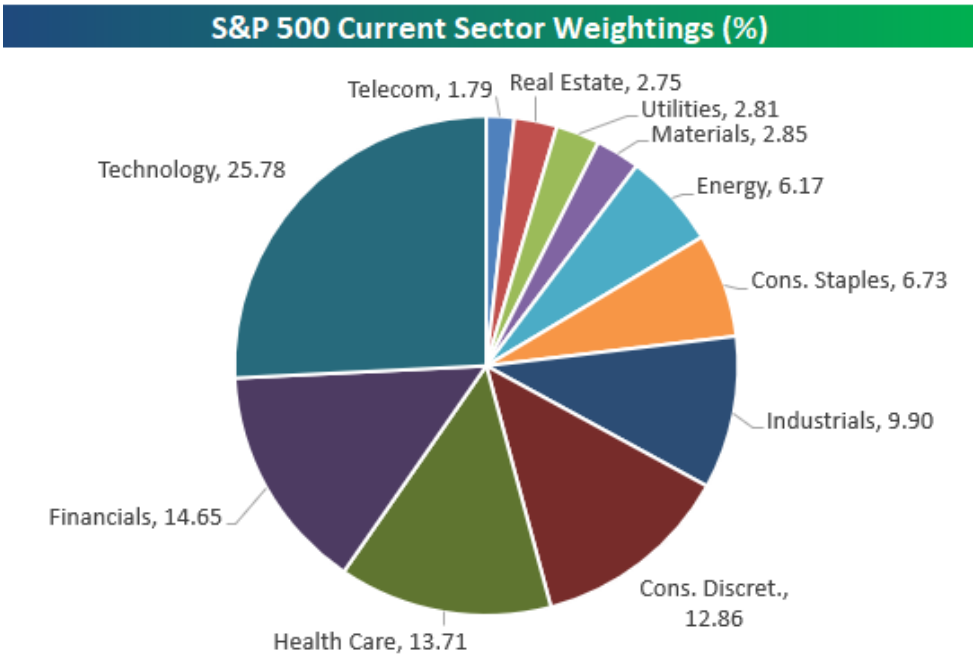
资料来源：WIND，天风证券研究所

三、资产配置建议

3.1 权益

从历史上油价大跌后的权益资产表现来看，原油供给增加导致的油价下跌对权益资产的影响并不全面，其中能源行业和持有能源债、能源行业贷款的金融机构受影响较大，能源和金融在标普 500 中占比 21%。在疫情蔓延出现可控迹象之前，疫情对需求的影响程度尚不能确定是类似于1997-98年或2018年Q4的阶段性下滑，还是会引发类似于2001年或2008年的大幅衰退，但疫情的发酵、金融市场猛烈下跌对实体经济的负面效应使后者的可能性正在变大。考虑到近期美股回撤幅度已达 20%，TTM PE 回落至 18.95，处于十年分位的48.47%，风险溢价上升到十年分位的 86%，配置价值初现，但近期流动性枯竭，在美联储出台量化宽松政策前，建议观望为主。

图 7：美股板块占比



资料来源：S&P，天风证券研究所

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_6538