

宏观点评报告

2020 年 3 月 9 日

原油价格走低带来的风险

原油价格下跌点评

核心内容：

新冠疫情爆发致使需求减弱，带来全球预期的恶化，原油需求走低。受经济前景恶化影响，原油需求同时受到压制，自疫情爆发以来原油价格快速下跌，OPEC+需要减产以保证价格。沙特试图逼迫俄罗斯回到谈判桌上来，双方均有诉求，这是沙特、俄罗斯、页岩油之间的博弈。沙特希望维持原油价格，而俄罗斯的财政又一次恶化，不愿意在已经减产的基础上再次减产，双方并未达成协议。

我们假设 1：沙特最终与俄罗斯和解，同意削减原油产量，原油市场价格仍然受到新冠疫情的影响，价格处于低迷状态，预计 WTI 价格在 40 美元/桶~45 美元/桶。

假设 2：沙特与俄罗斯战争延期，原油价格继续下滑并保持一段时间低位，有可能如预测般下滑至 20 美元/桶甚至更低位。

假设 1，那么原油价格可能只是短期波动，对全球经济的主要关注点仍然在新冠疫情的传播。全球只要关注中国的恢复速度，美国和欧洲的防控力度以及对全球产业链的影响即可，并不会带来经济和金融危机。中国生产受到的影响有限，价格水平短期会出现下调，但只要能在 1 个月之内回复，生产所受影响较低，主要影响中国经济的仍然是新冠疫情的发展。

假设 2，首先需要密切观察过低的原油价格对美国金融市场带来的冲击。美国高息债市场上能源高息债占比 10.47%，过低的原油价格会使得能源类高息债难以继，全球能源债信用市场会更加谨慎。当债券难以为继并且原油处于熊市时，债券发行人很容易违约，如果数量过多，现有债券持有人也会陷入困难。

其次，美国经济并不一定受益于低油价。2014 年 6 月~2016 年 3 月原油价格大幅下跌，美国投资随之出现衰退，主要是低油价对消费的促进作用并不能弥补原油投资下降对美国经济的拖累。

再次，原油价格下跌长期来看利好我国消费，但对生产不利。尤其是我国主要能源公司均是长期协议，原油价格过低会带来大量亏损，需要时间利好下游行业。尤其是原油价格下跌，上游行业利润和投资均出现减少，会拉动整个经济向下。2014 年至 2016 年原油价格下跌时，我国工业生产随之走低。同时发改委决定市场汽油柴油价格，2016 年发改委发文限定原油调整下限为 40 美元/桶，低过此价格发改委不再调整汽油柴油零售价格。

最后，原油价格走低会对全球带来通缩风险。对于发达国家来讲，欧洲和日本会面临通缩风险，给经济带来不利影响，美国也未能从低油价中获利。产油国由于原油价格下跌带来收入减少，原油价格下跌会进一步带来商品价格下跌，资源国经济状况恶化。全球经济转坏时，我国的出口、对外投资、海外业务不可避免受到影响，中国的经济很难独善其身。

我们仍然要强调，超低原油价格，尤其是快速回落的原油价格不仅给金融市场同时给世界经济带来诸多风险，如果低原油价格持续，全球陷入通缩，即使是中国这种生产型国家也不一定从中受益。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

执业证书编号：S0130515030003

事件:

新冠疫情爆发以来,原油价格下跌 20%以上。3 月 6 日俄罗斯拒绝同意减产 150 万桶/日的提议,由 14 个成员国及其盟友组成的 OPEC+也未能就延长目前的减产达成协议。3 月 7 日沙特大幅降低销往欧洲、远东和美国等市场的原油价格,折扣幅度创逾 20 年来最大。同时,沙特还私下告知市场参与者,如有需要将增加产量,甚至达到 1200 万桶/日的纪录水平。市场担心沙特掀起如 2016 年一样的价格战,3 月 9 日开盘,WTI 原油期货和伦敦布伦特原油期货一度跌幅达到 30%。

点评:

1、新冠疫情爆发致使需求减弱,带来全球预期的恶化,原油需求走低。经合组织在 3 月 2 日展望中说,今年全球经济增速预计仅为 2.4%,为 2009 年以来的最低水平,低于去年 11 月预测的 2.9%。OECD 预测,如果疫情在亚洲、欧洲和北美蔓延,今年全球经济增速可能会降至 1.5%。IMF 目前预计 2020 年全球经济增长率将低于 2019 年的 2.9%,并将在未来几周内发布修正后的预测。此前,IMF 在 1 月预计 2020 年全球经济增长率为 3.3%。

2、受经济前景恶化影响,原油需求同时受到压制,自疫情爆发以来原油价格快速下跌,OPEC+需要减产以保证价格。市场研究机构 IHS MARKIT 预计 2020 年第一季度石油需求可能同比减少 380 万桶/日,约占全球的 4%供应,为史上最大的季度跌幅,比 2009 年第一季度全球金融危机时期减少 360 万桶/日的幅度更大。高盛预测随着疫情爆发,全球原油需求在 2020 年上半年将预计减少 210 万桶/日。3 月 6 日,OPEC+召开会议积极推进包括俄罗斯在内的盟友减产 120 万桶/日,而俄罗斯拒绝了提议。

3、沙特试图逼迫俄罗斯回到谈判桌上来,双方均有诉求,这是沙特、俄罗斯、页岩油之间的博弈。沙特希望维持原油价格,而俄罗斯的财政又一次恶化,不愿意在已经减产的基础上再次减产,双方并未达成协议。**我们假设 1: 沙特最终与俄罗斯和解,同意削减原油产量,原油市场价格仍然受到新冠疫情的影响,价格处于低迷状态,预计 WTI 价格在 40 美元/桶~45 美元/桶。**

图 1: 俄罗斯财政收支 (%)



数据来源: Wind 中国银河证券研究院

假设 2: 沙特与俄罗斯战争延期,原油价格继续下滑并保持一段时间低位,有可能如预测般下滑至 20 美元/桶甚至更低位。

图 2: WTI 原油期货价格走势 (美元/桶)



数据来源：WIND 中国银河证券研究院

4、两种假设截然不同，如果是假设 1，那么原油价格可能只是短期波动，对全球经济的主要关注点仍然在新冠疫情的传播。全球只要关注中国的恢复速度，美国和欧洲的防控力度以及对全球产业链的影响即可，并不会带来经济和金融危机。

中国生产受到的影响有限，价格水平短期会出现下调，但只要能在 1 个月之内回复，生产所受影响较低，主要影响中国经济的仍然是新冠疫情的发展。

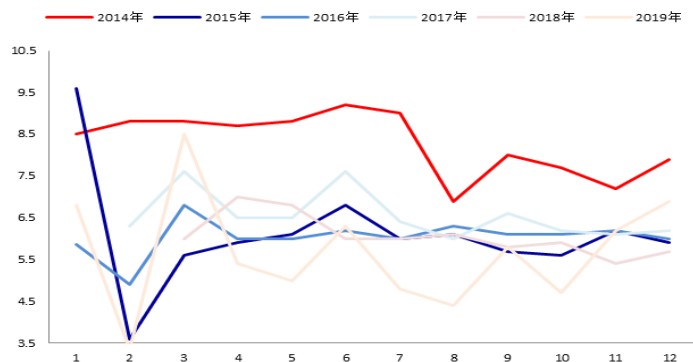
5、如果是假设 2，首先需要密切观察过低的原油价格对美国金融市场带来的冲击。美国高息债市场上能源高息债占比 10.47%¹，过低的原油价格会使得能源类高息债难以为继，全球能源债信用市场会更加谨慎。当债券难以为继并且原油处于熊市时，债券发行人很容易违约，如果数量过多，现有债券持有人也会陷入困难。

其次，美国经济并不一定受益于低油价。2018 年 11 月 18 日美联储 Kansas 分行发表关于页岩油出现后，美国经济对原油价格的反映。2014 年 6 月~2016 年 3 月原油价格大幅下跌，美国投资随之出现衰退，主要是低油价对消费的促进作用并不能弥补原油投资下降对美国经济的拖累。如果美国经济随着原油下滑低迷，那么对世界经济的冲击不可忽视。

再次，原油价格下跌长期来看利好我国消费，但对生产不利。尤其是我国主要能源公司均是长期协议，原油价格过低会带来大量亏损，需要时间利好下游行业。尤其是原油价格下跌，上游行业利润和投资均出现减少，会拉动整个经济向下。2014 年至 2016 年原油价格下跌时，我国工业生产随之走低。2015 年我国主要国企陷入困境，才启动了供给侧改革，不能不说与原油价格下跌有关。同时发改委决定市场汽油柴油价格，2016 年发改委发文限定原油调整下限为 40 美元/桶，低过此价格发改委不再调整汽油柴油零售价格。

图 3：中国工业增加值（%）

¹ 所有未偿还债券，数据来自彭博，2020 年 3 月 9 日



数据来源：Wind 中国银河证券研究院

最后，原油价格走低会对全球带来通缩风险。对于发达国家来讲，欧洲和日本会面临通缩风险，给经济带来不利影响，美国也未能从低油价中获利。产油国由于原油价格下跌带来收入减少，原油价格下跌会进一步带来商品价格下跌，资源国经济状况恶化。全球经济转坏时，我国的出口、对外投资、海外业务不可避免受到影响，中国的经济很难独善其身。

我们仍然要强调，超低原油价格，尤其是快速回落的原油价格不仅给金融市场同时给世界经济带来诸多风险，如果低原油价格持续，全球陷入通缩，即使是中国这种生产型国家也不一定从中受益。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市

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_6690

