

以史为鉴，原油站上 100 美元后如何演绎？

2022 年 02 月 24 日

- **原油史上第三次站上 100 美元，像 2008 年还是 2011 年？** 随着俄乌冲突的升级，原油（布伦特原油期货价格，下同）价格将史上第三次突破 100 美元/桶的大关，我们在之前的报告《PPI“死灰复燃”的三大风险点》中提到，2022 年原油供需格局将继续偏紧，站上 100 美元是大概率事件，只是东欧地缘政治危机的爆发使得这一幕提前来临。无独有偶，前两次油价站上 100 美元（2008 年和 2011 年）也有地缘政治事件的“火上浇油”。
- **历史上，原油价格站上 100 美元，经济和市场都发生了怎样的变化？**
- **2008 年 3 月：**美国次贷危机开始扩散，美联储等五大央行联合宣布救市，大幅降息且为市场注入大量流动性。而供给方面，尽管油价不断上涨，OPEC 顶住外界压力、在增产方面始终保持克制。油价在 3 月 5 日升破 100 美元，并且在 7 月 11 日触及 147 美元的历史高位。随后，全球金融危机不断发酵，经济和需求大幅走弱，油价在 9 月跌破 100 美元，并在 12 月触及 36 美元的低位。
- **2011 年 1 月：**全球金融危机和此后爆发的欧债危机使得全球主要发达经济体货币政策持续保持宽松，美联储在 2010 年 11 月推出 QE2；供给方面，OPEC 在 2010 年油价稳步上涨的过程中维持产量目标不变；地缘政治方面中东局势紧张，2010 年 12 月起，以突尼斯为起点，被称为“阿拉伯之春”的民主化运动席卷北非和西亚，重要产油国社会动荡。油价在 1 月 31 日站上 100 美元，此后在 2012 年 3 月触及 128 美元的高点，最终 2014 年下半年在美联储货币转向紧缩和页岩油“搅局”的多重影响下，供需格局扭转、油价进入快速下跌的通道。
- **以史为鉴，要扭转高油价，需求萎缩的影响更直接，供给扩张的破局则更加缓慢。** 2008 年金融危机使得全球经济陷入衰退，需求的崩塌使得油价在半年之内就“由盛转衰”。而 2011 年之后全球经济缓慢复苏，需求持续增长，但在美国页岩油的冲击下主要产油国纷纷增加产出，油价在 100 美元上方持续了 3 年有余才转为趋势性下跌。
- **展望 2022，需求改善，供给扩张不顺，这将导致油价持续位于高位。**
- **从供需角度看，2022 年需求将延续复苏性增长。**除了全球经济延续疫情后的复苏外，可能更重要的是“全球大流行（pandemic）”有望在今年结束（最早可能在上半年），经济回归正常化将进一步提振出行等相关原油需求，OECD 对于 2022 年全球原油需求的估计很可能是偏低的。从原油期货的月差来看，地缘政治局势叠加夏季旺季需求，近月月差已经超过 1991 年海湾战争时期，即使不考虑情绪因素，2022 年第二季度供需矛盾可能进一步加剧。
- **供给方面因素复杂，俄乌冲突升级可能会加快伊核谈判的推进，产能依旧是最大约束。**欧美的制裁无疑会影响到核心产油国俄罗斯的油气出口，进一步推升全球能源价格，这对于复苏不稳的欧洲和即将面临中期选举的美国都是不利的，重启和推进伊核谈判、逐步解除伊朗石油禁运将是欧美重要的选项。不过值得注意的是其中可能存在权衡，伊核问题进展越快也意味着对俄罗斯的制裁会加码，两相抵消原油供给的增加可能不如人意。除此之外，高油价带来的利润和产能约束下 OPEC 加速增产的意愿并不强烈，在投资和库存约束下美国页岩油的增产空间也存疑。
- **美联储收紧货币政策是影响油价的次要因素。**宽松的货币流动性环境为油价大幅上涨创造了有利环境，但紧缩的政策对于油价的影响并不“立竿见影”，尤其是在加息初期。例如 1994 年和 2005 年美联储分别加息 250bp 和 200bp，而原油价格分别上涨超过 25% 和 40%。2022 年至今油价已经上涨超过 20%，油价大幅上涨对于美国消费的影响已经开始显现，美联储 7 次加息的难度在上升。
- **风险提示：**疫情扩散超预期，政策对冲经济下行的效果不及预期。

证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn
研究助理 邵翔

shaox@dwzq.com.cn

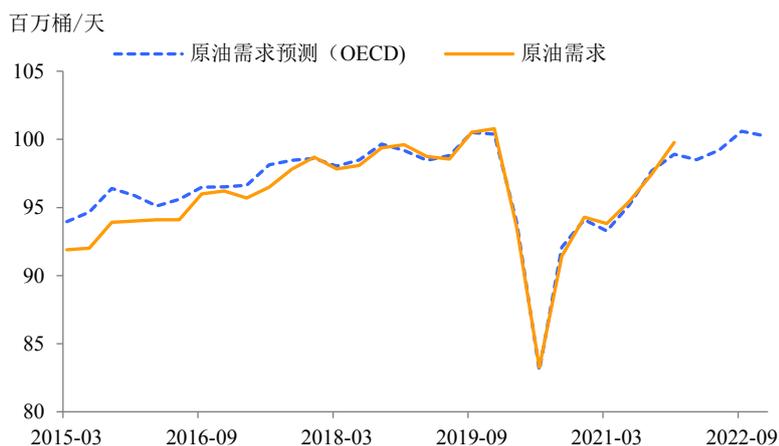
- 1、《宏观周报 20220220：黄金突破 1900 美元/盎司后还有多少上升空间？》2022-02-20
- 2、《宏观周报 20220218：防疫“躺平”国家的股市为何抗跌？》2022-02-18
- 3、《宏观月报 20220216：PPI“死灰复燃”的三大风险点》2022-02-16
- 4、《宏观周报 20220215：俄对外战争与油价见顶：历史的巧合还是必然？》2022-02-15
- 5、《宏观月报 20220215：MLF 点评：宽松窗口渐紧，3 月降息可期》2022-02-15

图 1: 历史上油价只有三次站上 100 美元/桶



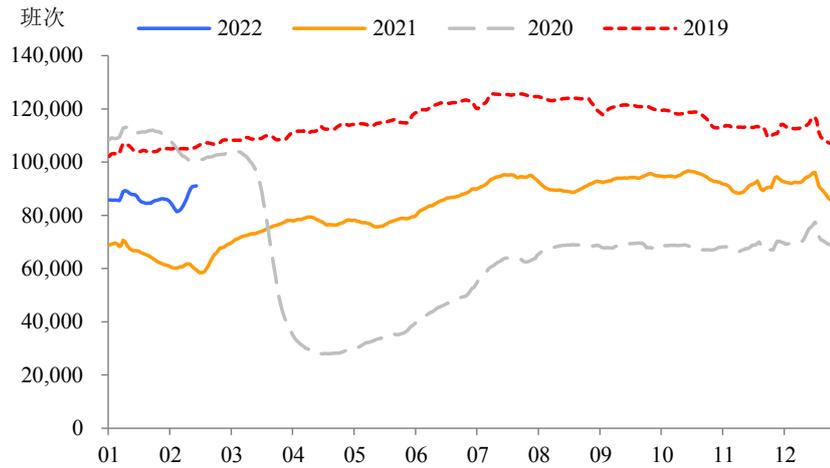
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 2: 2022 年原油需求将继续复苏



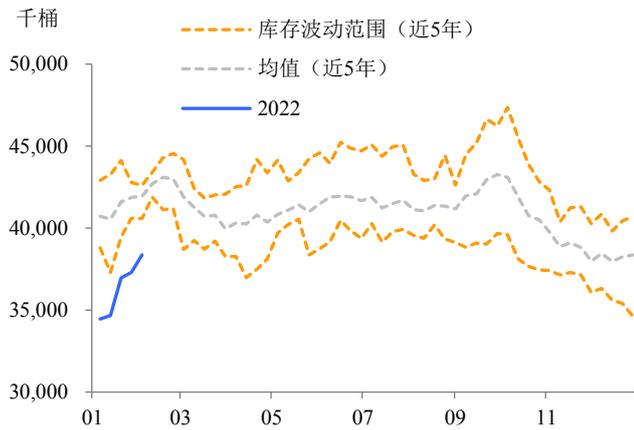
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 3: 全球商务航班每日班次跟踪



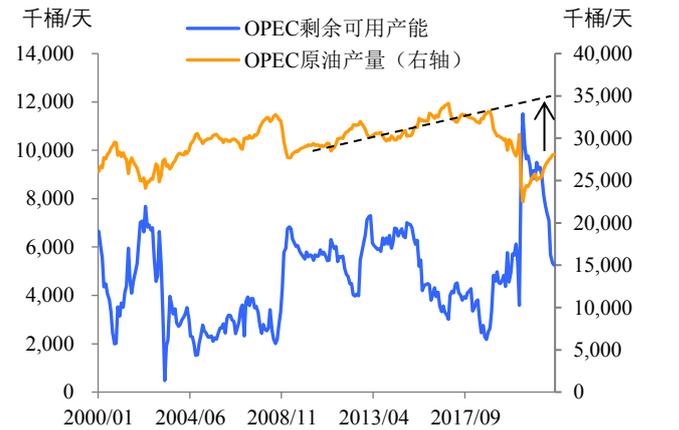
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 4: 美国航油库存处于近 5 年低位



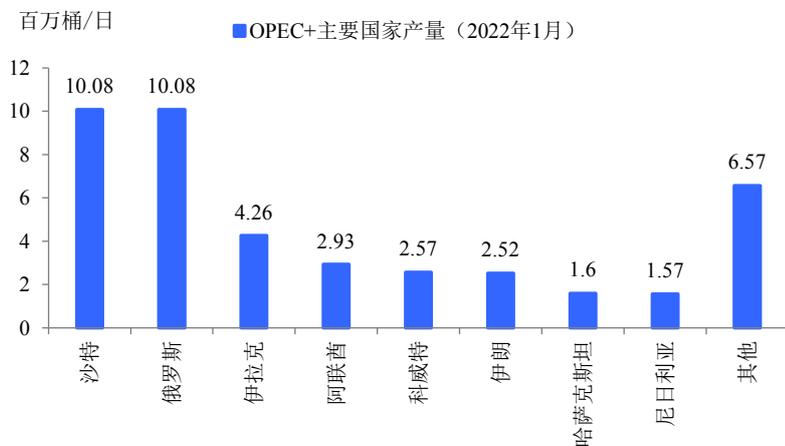
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: OPEC 剩余产能持续下降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 6: OPEC+ 主要国家原油产量



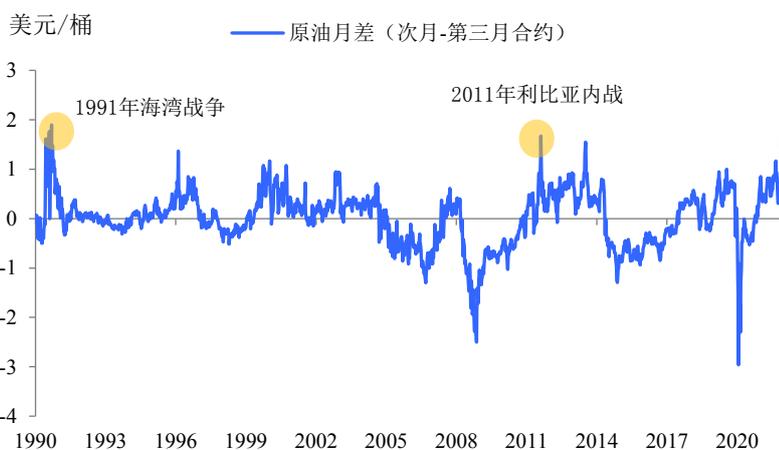
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 7: 主要产油国产能和产量情况

国家	产量 (千桶/天)	产能 (千桶/天)	空闲产能 (产能-产量)	产能利用率
阿尔及利亚	1,003.8	1,006.2	2.4	99.76%
安哥拉	1,149.5	1,149.5	0.0	100.00%
刚果	280.8	280.8	0.0	100.00%
赤道几内亚	104.2	104.2	0.0	100.00%
加蓬	190.2	190.2	0.0	100.00%
伊拉克	4,424.0	5,555.1	1,131.1	79.64%
科威特	2,447.2	2,720.0	272.8	89.97%
尼日利亚	1,342.2	1,620.0	277.8	82.85%
沙特阿拉伯	10,142.2	11,904.4	1,762.1	85.20%
阿联酋	2,951.9	4,081.3	1,129.3	72.33%
伊朗	2,488.0	3,647.6	1,159.6	68.21%
利比亚	1,139.9	1,310.0	170.1	87.01%
委内瑞拉	815.6	1,090.7	275.0	74.78%
阿塞拜疆	607.1	623.8	16.7	97.32%
巴林	40.4	40.4	0.0	100.00%
文莱	101.2	101.2	0.0	100.00%
哈萨克斯坦	1,705.5	1,725.1	19.7	98.86%
马来西亚	449.7	485.5	35.8	92.62%
阿曼	820.0	857.2	37.2	95.66%
俄罗斯	10,164.1	10,262.7	98.6	99.04%
南苏丹	122.1	132.3	10.2	92.29%
苏丹	79.3	79.3	0.0	100.00%

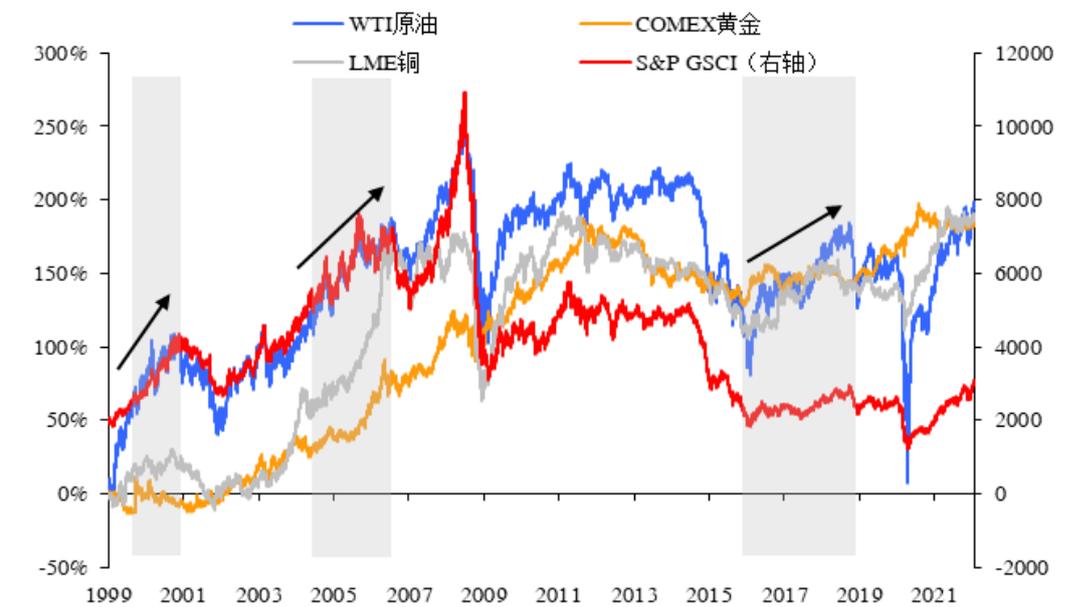
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 8: 布伦特原油月差扩大超过 1991 年海湾战争的水平



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 9: 大宗商品区间涨跌幅 (以 1999 年为基准)



数据来源: Bloomberg, 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_37870

