

石油价格战增加市场冲击



Dimitry Dayen
注册金融分析师兼
能源业高级分析师



Jeffrey Schulze
注册金融分析师兼
投资策略师

重点摘要

- 在新型冠状病毒（新冠肺炎）疫情严重削弱全球石油需求，令全球供应过剩之际，沙特阿拉伯与俄罗斯掀起石油价格战，导致原油价格急挫。
- 若出现最坏的情况，石油输出国组织（OPEC）和利比亚将会增产，但需求回升却还需一段时间。石油库存升至近期高位，将促使美国页岩油气生产商大幅减产。而最乐观的情况则是疫情的影响减退，带动全球需求在下半年复苏。
- 受最近的油价战冲击，股市遭进一步抛售，加上疫情削弱了消费和商业信心，令经济衰退的可能性增加。

环球需求减弱，但产量可能增加

在上周，石油输出国组织与减产伙伴国（简称 OPEC+）的减产协议不获俄罗斯支持。俄罗斯表示不会顺应沙特阿拉伯的最后通牒，大幅降低其石油产量，令人联想起 2014 年的感恩节油价崩盘（Thanksgiving massacre）。沙特阿美（Saudi Aramco）自行调低其出口石油的价格，启动了石油价格战，消息拖累原油价格暴跌。全球股市因而在周初显著低开。

在市场陷入新冠肺炎危机之际，OPEC+ 油价战是三个最不利的潜在冲击之一，其余两个是假定美国封锁部份经济领域，以及中国出现第二波感染。事态变化加快了央行利率趋于一致的预期，并将长期债券收益率推向零的水平。由于经济环境持续恶化，相信美联储在 3 月会议将进一步降息 50 基点。

沙特阿拉伯起初建议石油输出国组织每日减产 100 万桶，OPEC+（以俄罗斯为主）则每日减产 50 万桶。据我们在 OPEC+ 的维也纳会议场地得知，俄罗斯希望美国的勘探及生产公司承受压力，而非获 OPEC+ 保护。俄方亦希望石油输出国组织本身承担更多减产责任，就如过去四年一样。沙特阿拉伯已暗示有意在 4 月起大幅增产，从而与俄罗斯争夺市场份额，OPEC+ 联盟亦暂时终止。

石油需求显著减少、OPEC+ 不愿支持市场，加上利比亚的产油前景不明朗，意味石油库存量或会累积至超越 2016 年高位。读者或许记得当时原油价格跌至仅略高于 30 美元，而自该次 OPEC 会议后，原油期货价格亦跌至相若水平。市场需要平衡石油产量在短期内减少的情况，尤其是美国勘探及生产公司减少钻探导致的产量下跌。我们期望随着新冠肺炎疫情减退，需求可逐步回升。2014 至 2016 年期间，在美国减少供应和 OPEC 重新介入的支持下，石油市场在大约六个季度后见底。反观今次事件，油价在显著较短的时间内已跌至每桶 30 美元的水平，因此市场需要更迅速地作出调整。以下列出我们以模型推算的潜在结果及库存所受的影响。

踏入新一年，市场预期全球整体每日需求按年减少 240 万桶，是 2009 年以来需求首次下跌（见图一）。目前国际能源组织已把全球需求的基本预测调低至每日减少 10 万桶。然而，该项预测假设需求将于第二季起回升。疫情在全球扩散，可能进一步打击欧洲等地区的需求。

只供依据中国银行业监督管理委员会就银行代客境外理财计划颁布的有关规定，投资于由指定银行发行代客境外理财产品的投资者参考之用。
请参阅末页的重要信息。

图一：全球原油需求增长



资料来源：国际能源组织，截至 2020 年 3 月 9 日。

与此同时，利比亚内战再度升级令市场供应量显著减少。当地局势不稳，交战双方亦正在谈判，但土耳其和埃及传言会加入战事。更多国家卷入战争将对石油供应量产生更长远影响。回顾过去五年，利比亚政局导致当地石油出口量大幅波动。

石油市场两个潜在处境

国际能源组织经修订的增长预测假设需求在第二至第四季度期间回升，但这将视乎新冠肺炎疫情的受控程度。原油供求短期内或呈现两种走势：

- 最坏的情况（目前事态看来正循这个方向发展）是，OPEC 在第二季增产，利比亚恢复生产，而需求仅在第二季（甚至需要更长时间）逐步回升。在此情境下，第二季每日石油供应过剩量将高达 300 万桶，而库存量亦会升至历史高位。布兰特原油可能跌至每桶 30 美元或以下，导致现有生产停顿，并迫使美国页岩油气大幅减产。（见图二的紫色线）
- 较乐观的情境是需求在第二季回升，而油组亦于下次在 6 月举行的会议上决定减产，抵销利比亚恢复供应石油的影响。这将导致库存量在上半年增加，再于下半年局部回落。油价将于第二季下跌，其后于 2020 年下半年攀升至边际成本水平。（见图二的绿色线）

图二：原油库存情况



资料来源：凯利投资及国际能源组织，截至 2020 年 3 月 9 日。

OPEC：石油输出国组织。

俄罗斯和沙特阿拉伯陷入油价战不会令任何国家受惠。由于原油基本因素忽然变得脆弱，并可能进一步恶化，加上新冠肺炎、利比亚和 OPEC+ 三个难以预测的因素令前景非常不明朗，我们对能源业维持优质的防御性配置。鉴于美国石油产量或不再增长，我们较为偏好财务状况稳健，并有能力缔造自由现金流的勘探及生产商。原油价格远低于边际成本，通常是入市时机。然而，价格维持在这水平的长时间或远超我们预期，一旦高杠杆信贷出现违约危机，将导致相关股价下跌。另一方面，如果疫情缓和，而俄沙两国亦能够和解，需求弹性或会使需求出现较预期强劲的复苏。

整体而言，环球经济经过这一轮打击后，市场增加了以下利淡因素，令美国经济陷入衰退的可能性大增：

- 页岩油气产量下跌。钻油台点算在 2016 年见底，较目前少 50%，反映钻油活动大幅减少。虽然能源股仅占标普 500 指数的 3%，但却占指数企业收益的 8%。
- 波音停产客机。
- 冬季气候较温暖导致需求提前出现，但其后的需求却会相应减少。
- 疫情削弱消费和商业信心，导致消费开支下降。
- 劳工市场紧张和关税相关问题，令企业利润率受压。

凯利投资经济衰退风险仪表板的信号仍稳守于“黄色”区间。相信确认疫情发展和美国应对措施的功效之前，投资者将倾向回避股票市场。

重要信息：

本文件乃根据美盛子公司凯利投资的意见拟备。本文件为凯利投资分析师 Jeffrey Schulze 及 Dimitry Dayen 截至 2020 年 3 月 9 日的判断，或会因市场或其他因素而随时改变，亦可能与其他投资经理、专业人士及公司整体的观点或有不同。

信息来源：美盛及凯利投资。本文件由美盛资产管理香港有限公司（「美盛」）仅提供给透过中华人民共和国（「中国」）的商业银行根据中国银行业监督管理委员会相关法规发行的理财产品（「QDII 理财产品」）投资的中国投资者。投资者在投资本文件内提及的任何项目前应细阅相关文件，如有需要请透过相关中国的商业银行及/或其他专业顾问寻求专业咨询。请注意，美盛及其关联公司仅为 QDII 理财产品投资于境外基金的经理，并不获任何中国监管机构批准在中国从事业务或投资活动。

本文件只作参考用途，并不构成要约或招揽中华人民共和国的公众认购或出售任何投资项目。本文所载信息不应被视为投资、法律、税务或其他建议，亦不应作为作出投资或其他决定的依据。个别证券的提述并不构成亦不应视为购买、持有或出售有关证券的意见或任何建议，而任何有关个别证券（如有）的信息并不能构成足够依据去作出投资决定。本文件并不构成美盛、其关联公司及人士、其高级人员、职员或董事在中华人民共和国进行任何商业活动。

本文件所载观点并不拟作为对未来情况推测、或对未来业绩的保证。本文内表达的所有观点反映美盛在本文件刊发当天的观点。该等观点可随时因应市场或其他状况而更改，不会另行通知。本文件所载数据乃根据相信可靠的资料来源拟备，但并不保证资料的准确及完整性。基金分配、持有及特性可随时更改。过往数据可能不时经数据提供者重新调整。美盛香港、其关联公司及人士、高级人员或董事可能就本文件所载的证券的认购或出售有利益关系。

投资附带风险。过往表现并不预示未来业绩。美盛、其关联公司及人士、其高级人员、职员或董事对任何因使用本文件或其内容而引致的任何损失概不负责。本文件的内容属保密资料及专有内容，仅供收件的客户使用，并且不得在未得到美盛的书面同意下以任何方式复制、派发或发表。本文件可能在某些地区限制派发。任何人士管有本文件应就有关限制详情征询意见，并遵守该等限制（如有）。

CN2003023