

研究报告

2018 年第 105 期

2018.12.12

执笔：宋玮

wei.songcsjr@icbc.com.cn

2019 年油价展望：低位反弹，幅度有限

要点

- 进入 2018 年四季度以来，国际油价达到四年新高之后便持续大幅下挫，跌幅超过 30%，但 12 月 7 日 OPEC 整体减产计划超出市场预期，一定程度上修复了对油价前期悲观预期。美国因素在此轮国际油价暴跌中的作用愈发明显。一是美国制裁伊朗不及预期，而美沙俄三巨头原油产量不断增加，致使短期供大于求，油价承压下挫；二是全球贸易摩擦风险居高不下、美联储加息、英国脱欧三大风险及其所引致的全球经济放缓及避险情绪高涨致使原油需求下降，加剧供大于求的市场担忧；三是美元短期升值将对油价形成一定的压制。
- 展望 2019 年，OPEC 减产通过影响全球原油供给关系推高油价，但美国加大原油供给、美元汇率先扬后抑和地缘政治事件将制约油价反弹程度，预计 2019 年 WTI 原油价格中枢或将在 50-70 美元/桶区间保持震荡。

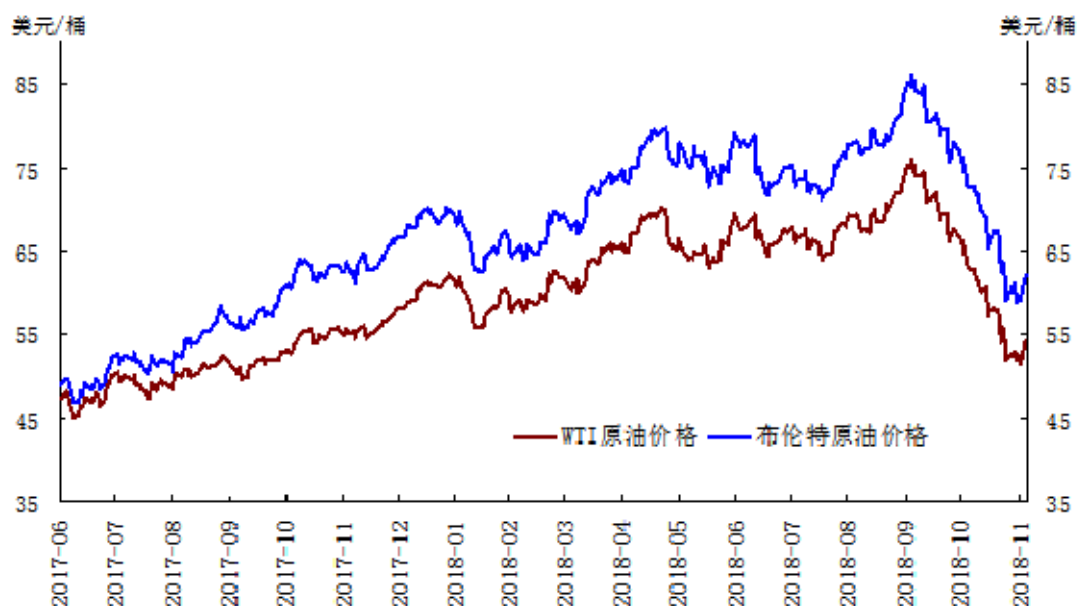
重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

2018年12月7日，欧佩克（以下简称 OPEC）发布会议公报，2019年1月至6月底限产联盟将在2018年10月份产量基础上总体减产120万桶/日，超过市场预期的100万桶/日，其中 OPEC 减产石油80万桶/日，非 OPEC 国家减产40万桶/日。虽然会议没有公布各国家的配额，且委内瑞拉、伊朗和利比亚获得减产豁免，但整体减产计划超出市场预期，在一定程度上修改了油价前期悲观预期，推动了油价在12月7日出现小幅反弹。

一、2018 年国际油价出现“过山车”行情

2018年全球原油市场出现了戏剧性的“过山车”行情。回顾2018年上半年，在供需缺口加大、中东地缘政治风险急剧恶化、OPEC 增产不及预期等因素的综合影响下，国际油价大幅上涨接近20%，已经让诸多市场人士大跌眼镜。截至2018年6月30日，布伦特原油价格收于79.12美元/桶，较年初上涨18.9%；WTI 原油价格收于69.54美元/桶，较年初上涨19.7%。进入三季度，虽然中美贸易摩擦升级以及多头的获利回吐一度推动油价震荡下行，但中东地缘政治风险再次推动油价在八月中旬迅速走高，三季度布伦特原油价格和 WTI 原油价格分别上涨4.84%和5.46%。进入四季度以来，正当市场担忧油价年内或将冲击90和100美元/桶大关之际，国际油价在10月3日达到四年新高之后便倒头持续大幅下挫，截至12月30日，布伦特原油价格收于59.07美元/桶，较10月4日的86.95美元/桶和年初的66.55美元/桶分别下跌32.06%和11.24%；WTI 原油价格收于51.50美元/桶，较10月3日的76.9美元/桶和年初的58.09美元/桶分别下跌33.03%和11.34%，不到两个月的时间暴跌超过30%，创下了近四十年最长的连续下挫记录。在 OPEC 减产协议达成的刺激下，12月7日布伦特原油和 WTI 原油收盘价格分别反弹至61.4美元/桶和54.16美元/桶。

图1 国际油价出现在2018年四季度持续下挫



数据来源：WIND，下同。

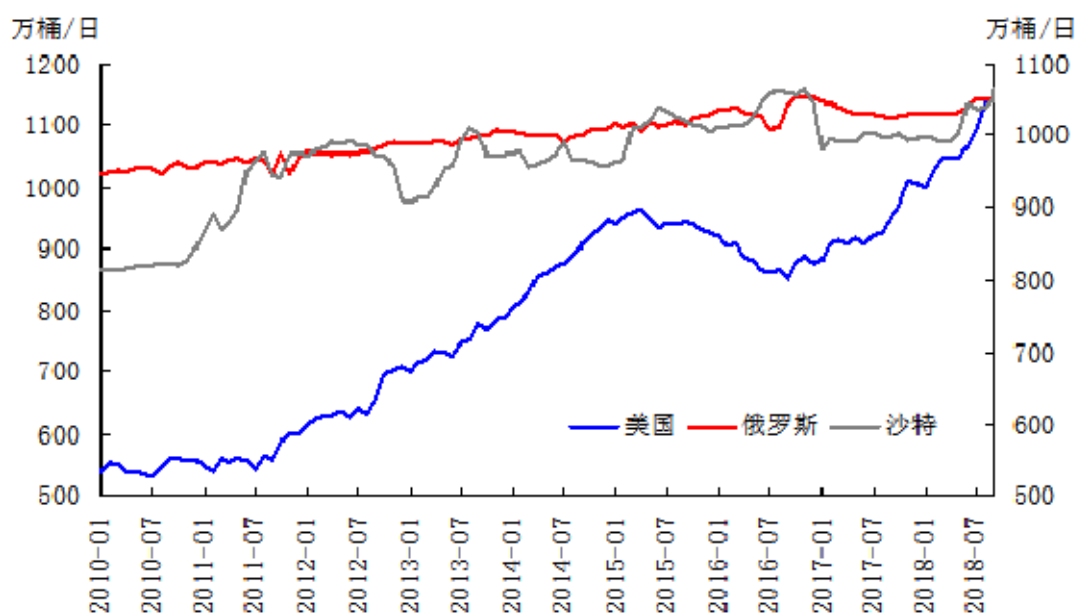
二、美国因素在此轮油价暴跌中作用愈发明显

我们认为，油价暴涨 20%后的迅速下挫 30%与中美贸易摩擦、中东地缘政治博弈、美国货币政策、美国经济前景等多种因素犬牙交错，密不可分，美国因素在此轮国际油价暴跌中的作用愈发明显。

其一，美国制裁伊朗不及预期，而美国、沙特、俄罗斯三巨头原油生产量不断增加，致使短期供大于求，油价承压下挫。11月5日，美国宣布启动对伊朗石油、银行和交通运输业的第二轮制裁，此前特朗普发誓对伊朗实施“有史以来最为严苛”的制裁，呼吁世界各国对伊朗石油进口降为零，但却对八个国家和地区进行短期豁免，预计各国对伊朗的石油进口将短期下降 100 万桶。从增加供给方面看，近两个多月美国原油供给大幅增加。受美国七个关键地区页岩油产量稳定增长，美国原油产量屡破历史峰值，库存持续累积。截至 11 月 16 日当周，美国原油产量 1170 万桶/日，比前两周产量增加 80 万桶/日，比去年

同期高出 200 万桶/日。截至 11 月 23 日当周，美国原油库存量 4.5046 亿桶，比前一周增长 358 万桶，连续第十周增加，比五年平均水平高出了 6.7%。俄罗斯 10 月原油产量 1141.2 万桶/日，接近苏联时代 1987 年创下的历史纪录 1141.6 万桶/日，虽然 11 月原油产量稍微降至 1136.9 万桶/日，是今年 1 月以来月度产量首次下降，但同比增速仍保持 3.9%。2018 年 5 月-10 月，沙特原油产量增产 73 万桶至 1063 万桶/日，连续 6 个月保持正增长，而特朗普在卡舒吉事件偏向沙特的立场推动了沙特大幅提高原油供给，沙特能源部长法利赫在 10 月 23 日宣布将石油产量提高至创纪录的 1100 万桶/日，示意其无意使用“石油武器”来对抗国际社会针对卡舒吉事件的施压，11 月沙特原油产量继续增至 1120 万桶/日，刷新了 2016 年减产前所创的最高记录。在此背景下，10 月 OPEC 原油产量增加 12.7 万桶/日至 3290 万桶/日，推动原油短期供大于求和原油价格下降。

图 2 美俄沙三国原油产量变化趋势图（2010.01-2018.11）



其二，全球贸易摩擦风险居高不下、美联储加息、英国脱欧三大风险及其所引致的全球经济放缓及避险情绪高涨致使原油需求下降，加剧供大于求的市

场担忧。2018年10月，IMF将全球经济2018年和2019年增速预期均由3.9%下调至3.7%。此外，恐慌指数VIX从10月初开始大幅走高，在12月4日更是暴涨26.16%收于20.74点，较10月初增幅高达72.8%，或将预示着全球经济已经开启并进入避险模式。在此背景下，在11月13日的最新OPEC月报中，OPEC连续第四个月下调全球原油需求预期，并称预计原油需求下降速度加快。11月14日，IEA维持2018和2019年全球石油需求增长预期不变，分别为130万桶/日和140万桶/日，但下调新兴市场原油需求。

其三，美元短期升值将对油价形成一定的压制。从今年4月16日起，美元指数从年内低点开始持续震荡升值，扭转从2017年1月3日以来的大幅下挫趋势。受美联储加息及美国10月就业数据表现靓丽影响，美元指数从10月初保持震荡走高态势，截至12月7日，美元指数收于96.78，较10月初升值1.67%，也在一定程度上加剧油价下行趋势。

图3 WTI原油价格与美元指数变化趋势图（2017.01-2018.12）

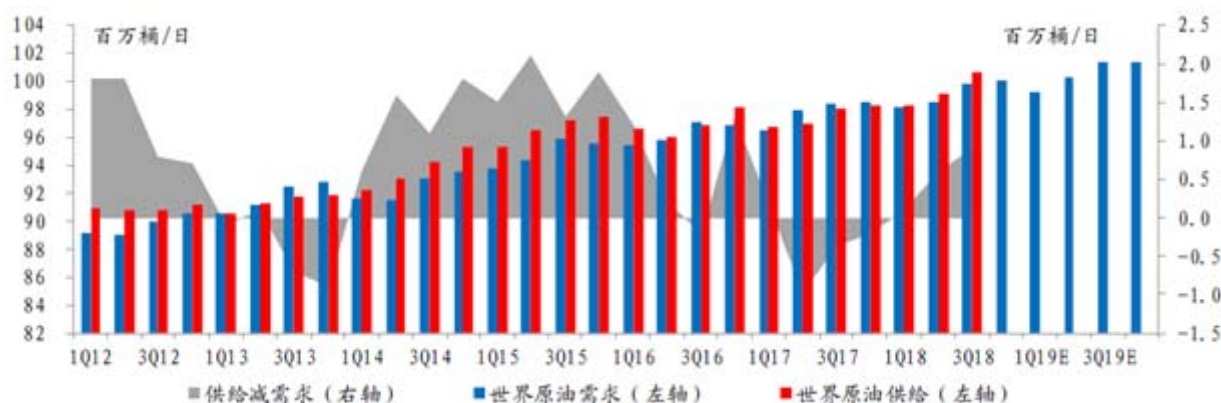


三、2019 年油价或将低位反弹，但幅度有限

展望 2019 年，OPEC 减产通过影响全球原油供给关系推高油价，但美国加大原油供给、美元汇率先扬后抑和地缘政治事件将制约油价反弹程度，预计 2019 年 WTI 原油价格中枢或将在 50-70 美元/桶区间保持震荡。

从原油供给缺口看，OPEC 减产计划将推动全球原油从此前预期的供大于求反转至供不应求状态，将在一定程度上推动 WTI 原油价格从 50 美元/桶的低位有所反弹。根据美国能源信息署（EIA）的数据来看，2017 年全球石油产量高达 9771 万桶/日，而石油消费量则为 9855 万桶/日，全年供应缺口为 84 万桶/日，处于供不应求状态。根据 EIA 预测，2018 年和 2019 年，全球石油产量分别增至 10008 万桶/日和 10214 万桶/日，而全球石油需求则分别为 10007 万桶/日和 10151 万桶/日，致使 2019 年出现供应富余 63 万桶/日。限产联盟减产 120 万桶/日的计划致使 2019 年上半年再次出现供不应求局面，推动 WTI 原油价格从 50 美元/桶的低位出现反弹。

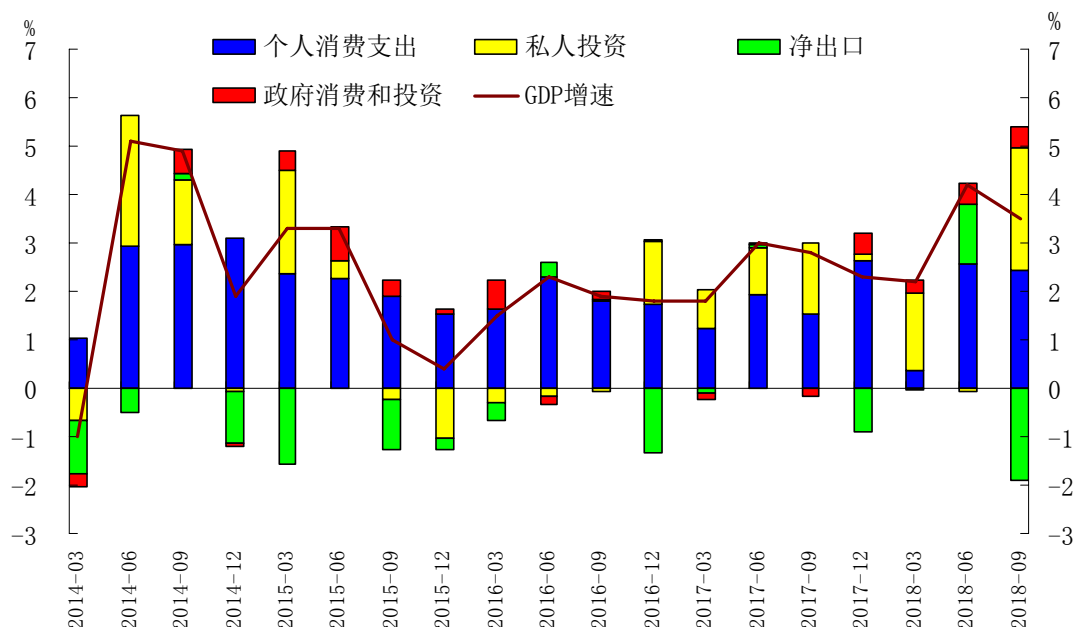
图 4 世界原油需求与供给情况变化趋势图（2012.01-2019.12）



数据来源：IEA（国际能源署）

与此同时，三大因素或将制约 WTI 原油价格的反弹幅度。其一，从供给结构来看，美国原油继续增产或将削减 OPEC 减产效果，制约油价反弹幅度。从全球结构看，随着美国页岩油生产企业资本开支的稳定增长和 2019 年下半年输油瓶颈的解决，再加上页岩油成本大幅下降至 44 美元，2019 年美国原油产量或将稳步提升，成为全球原油供给的最大贡献。随着页岩油革命推助美国页岩油产量迅速增加，美国已崛起成为世界三大主要供油国之一，2017 年美俄沙产量高达 3600 万桶/日，占全球总产量的 39%，并推动 OPEC 逐渐被边缘化，石油价格决定权已经落入美俄沙产油三巨头手中。2018 年 12 月 6 日，美国能源信息署数据显示，美国当周原油和成品油净出口总量为 21.1 万桶/日，75 年来首次成为原油和成品油净出口国。2019 年美国原油产量预计将超过 1200 万桶/日，大概率超越俄罗斯和沙特成为全球第一大原油供应国，其对国际油价的控制度将有所提升。我们认为，2019 年美国可能难以继续维持高速增长，主要原因有四方面：一是三季度住宅投资增速大幅放缓拖累固定资产投资，鉴于住宅投资是美国经济重要的先行性指标，未来其对经济增长的拖累作用或将加大。二是全球经济放缓或将增大美国经济下行压力。2018 年 10 月，IMF 将全球经济 2018 年和 2019 年增速预期均由 3.9% 下调至 3.7%。三是减税已经产生积极效应，消费稳定增长，私人投资持续扩张，但未来其对 GDP 的边际拉动效应会逐步缩减。四是失业率已处于历史低点，就业改善空间较为有限，家庭收入增长对私人消费的托底作用也在减弱。中期选举共和党失去了众议院的多数席位，致使特朗普推动需要国会投票的减税 2.0 版本、预估约为 1.5 万亿美元规模的基建计划等国内扩张性财政刺激政策以及极端的移民政策或将受到较大掣肘，或将进一步加大 2019 年美国经济的放缓程度，增长前景更为悲观。为此，特朗普多次抨击高油价和美联储的鹰派加息，希望油价和美联储基准利率保持在相对低位，防止对 2019 年美国经济增长产生更多负面影响。鉴于 2019 年美国大概率成为全球第一大原油消费国和第一大原油生产国，美国 2019 年大概率继续通过加大原油供给来抵消 OPEC 及俄罗斯主动减产的份额，来推动国际油价在 50-70 美元/桶的舒适区间震荡，以保证推动美国经济的可持续增长。

图 5 美国季度 GDP 增速趋势图（2014. Q1-2018. Q3）



其二，从美元汇率走势看，2019 年先扬后抑的震荡模式或将制约原油价格的反弹幅度。随着美国经济周期性拐点已至和贸易保护主义对自身冲击逐渐显现，美国经济或将增速放缓，特朗普今年以来八次抨击美联储及主席鲍威尔的鹰派加息节奏，迫使鲍威尔于 2018 年 11 月 29 日在纽约经济俱乐部一改此前鹰派风格，指出美国经济已经接近美联储最大化就业和价格稳定的目标，当前利率水平略低于中性水平，美联储加息风格或将由鹰偏转向中性，加息预期有所弱化。我们预计美联储 2019 年或将采取“先快后慢”的节奏，上半年加息两次，然后相机抉择，2019 年全年加息次数从 3-4 次降至 2-3 次，加息两次的概率相对最高。在此背景下，2019 年美元指数先扬后抑的概率相对较高，上半年美元升值因素稍占上风，美元或将继续震荡走高，在一定程度上抵消 OPEC 减产的效果，油价上半年在低位震荡概率较高。

其三，从地缘政治及突发事件冲击来看，中美贸易后续谈判前景及美国后续制裁伊朗力度加大或将制约油价低位反弹的程度。一方面，中美能否在未来

90 天内就强迫技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、网络入侵和网络盗窃、服务业和农业等方面的结构变革等问题进行磋商并达成协议。目前，美方只是在时间上做出有条件的让步，谈判的进展或将决定 2019 年全球经济放缓程度。由于美国指控华为违反美国对伊朗的制裁，华为副总裁、首席财务官孟晚舟于 2018 年 12 月 1 日在加拿大温哥华被拘押，致使未来 90 天中美贸易谈判的前景面临巨大考验。一旦谈判未达成协议，中美贸易摩擦或将继续升级，致使保护主义继续在全球蔓延，再加上美联储继续加息，新兴市场可能爆发新一轮的货币危机和地缘冲突，原油需求继续下滑的幅度将进一步加大，或将对油价反弹造成较大阻碍。另一方面，美国制裁伊朗的力度是否会在 2019 年 5 月继续加大是另外一大变数。2018 年伊朗原计划原油产量为 380 万桶/日，受美国制裁影响，其产量已由年初的 382 万桶/日下降至 10 月的 320 万桶/日。由于沙特 2019 年上半年将执行原油减产计划，后续美国或将在一定程度上缓解对伊朗原油出口制裁力度，从而对冲 OPEC 减产对油价的拉动幅度，抑制油价未来反弹的幅度。