

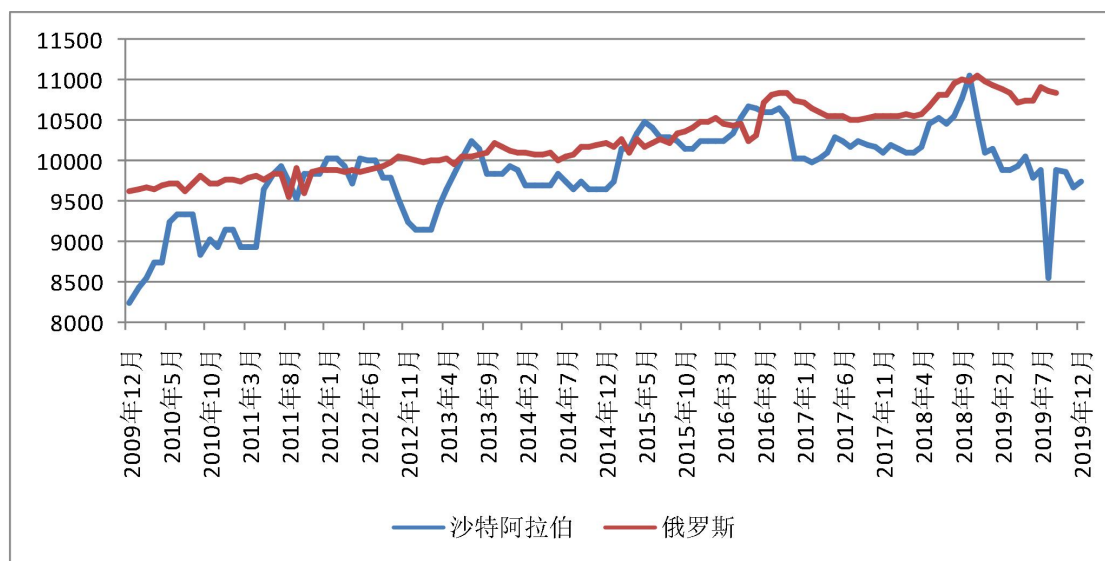
疫情叠加“价格战”，国际油价短中长期走势推演

2020 年 3 月 6 日，因俄罗斯拒绝深度减产，第八届欧佩克与非欧佩克部长级会议未能达成联合减产协议。随后，沙特宣布大幅降低欧洲、远东和美国等国外的市场的原油价格，并宣布立即将国内产量增产至 1000 万桶/日以上。沙特发动“价格战”的消息传出后，石油市场迅速做出反应，3 月 9 日，布伦特期货和 WTI 期货价格均都创下 1991 年以来的最大单日跌幅，盘中最大跌幅分别达到 34.3%和 31.3%，而 WTI 油价则是连续击破两个支撑价位，由上一个交易日 41.53 美元，最低降至 27.30 美元。而国际油价的大幅下跌，引发了全球恐慌，国际油价未来走势也成为了市场关注的焦点。然而，从供求角度来看，沙特发动“价格战”对油价的影响已大不如前，只是在新冠疫情的助攻下，“价格战”才会对油价产生巨大冲击。而在中长期，石油供求基本面仍将是主导国际油价走势的决定因素。

短期：新冠疫情助攻“价格战”，诱发国际油价超跌

石油供给均都缺乏弹性，石油供需的略微变动都会影响，这也是历史上，沙特或欧佩克每次发动价格战，都能引发国际油价大幅下跌的重要原因。特别是在 1985 年年末，沙特发动价格战之后，在短短 3 个月内，将 WTI 油价由 1985 年年末的 25 美元/桶，拉低至 10 美元/桶左右，总体跌幅超过 60%。因此，当前市场对于沙特发出的“死亡威胁”反应如此剧烈，自然也在情理之中。

图 1. 2010 年 1 月~2020 年 1 月沙特、俄罗斯月度石油产量变化（单位：千桶/日）



资料来源：EIA, OPEC.

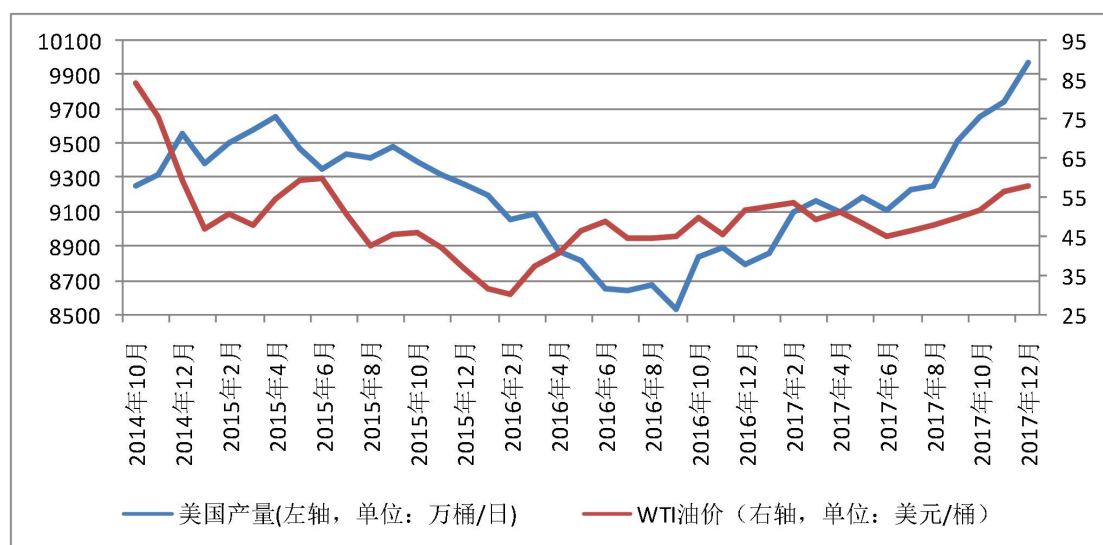
其实，包括沙特在内，产油国影响油价的唯一手段就是剩余产能，1985 年末，沙特发动“价格战”时，掌握的剩余产能超过 400 万桶，科威特、阿联酋、利比亚等主要产油国的产能利用率都在 50%左右，拥有巨大的增产空间。而时至今日，包括沙特在内，市场主要参与者的剩余产能已十分有限，根据欧佩克数据，2020 年 1 月，沙特石油产量为 973 万桶/日，而沙特历史最高产量是 2018 年 11 月创下的 1102 万桶/日，以此衡量，产能利用率高达 88%，即使能够产能全开，增产幅度也仅有 129 万桶/日，而包括另一位带头大哥俄罗斯在内，2020 年年初，参与联合减产的很多国家产能利用率甚至超过 95%。因此，单纯从供给角度来看，如果没有新冠疫情的助攻，沙特发起的“价格战”很难会对国际油价造成如此冲击。而沙特采取的竞争性策略，更像是疫情恐慌下的最后一根稻草，压垮市场紧绷的神经。

中期：页岩油产量调整将对油价形成支撑，油价将在 45 美元/桶找回平衡

市场参与者如今普遍认为美国页岩油是沙特、俄罗斯等传统石油大国的敌人，但是，资源国如若能控制好财政支出规模，由衰减率极高的页岩油作为市场边际供给，本该对这些国家维持高油价均衡更为有利。50 美元/桶的油价高不高？现在很多认为是低油价，然而，按照 2018 年美元价格计算，令市场极为惊恐的第一次石油危机，1973 年“石油禁运”，也仅仅是将油价推高至 55 美元/

桶左右的油价水平。页岩油开采是不是新科技，很多人认为页岩油是新东西，然而，页岩油的商业开发却可以追述到 1835 年的法国洛伦，而 20 世纪 70 年代 55 美元/桶的油价水平也曾催生了当时的页岩油开发热潮，这波热潮随同油价攀升在 20 世纪 80 年代初达到顶峰，当时，美国、苏联都制定了规模庞大的页岩油开发计划，而在 1981 年举行的联合国新型能源和可再生能源会议，也正式确立了页岩油在新能源中的合法身份。然而，页岩油开发的第一次热潮却因为 1985 年“价格战”的爆发以及长期低迷的油价而销声匿迹。

图 2. 2014 年 10 月~2017 年 12 月，WTI 及美国石油产量走势图



资料来源：EIA, OPEC.

页岩油之所以对市场垄断力量维持高油价有利，是因为页岩油生产的停业点明显高于常规油田。常规油田的停业点并非是包含勘探、开发、采油支出在内的综合成本，而仅是油田的采油成本（把石油从地下采出的成本），即便油田综合成本在 100 美元/桶，但如果采油成本只有 20 美元/桶，只要油价不低于 20 美元/桶，油田便不会停产。这也是为何沙特在 1985 年底发动的“价格战”，仅挤出少量非欧佩克产量的重要原因，例如，挪威当时被认为是高成本产油国，然而，“价格战”不但没有将挪威石油挤出市场，1986 年挪威石油产量同比反而增长了 10.2%。

然而，与 1985 年不同的是，当前石油市场的边际油田已经不再是常规油田，而是美国页岩油。1985 年“价格战”爆发时，页岩油开发才刚刚兴起，产量有限，而在今天，页岩油已在美国石油产量中占有很高比例。页岩油井衰减率非常高，页岩油井一般在完井后的第二个月产量达到峰值，半年内产量会衰减一半，

2 年后会失去经济价值。而高衰减率意味着页岩油的停业点是其综合成本，页岩油的产量也对国际油价高度敏感。

尽管市场关于美国页岩油生产成本的估测众说纷纭，但若认真分析美国石油产量与 WTI 油价波动的关系，却仍能发现一些端倪。从 2014 年第三季度国际油价下跌与美国石油产量走势的关系来看，45 美元/桶大概就是美国页岩油的停业点，如图 2 所示，2014 年第三季度的油价暴跌最初并未对美国石油产量带来太大影响，直到 2015 年 11 月，油价跌至 45 美元/桶以下，美国石油产量才开始下滑，此后 2016 年 9 月，油价站稳在 45 美元/桶以上之后，美国石油产量才开始止跌回升。如果借用 2015~2016 年发生的情况作为判断油价未来的走势。油价在经历当前的超跌之后，也将会重回 45 美元/桶左右，而这也是美国页岩油投资所决定的石油市场边际油田的停业点。

长期：石油供求陷入结构性产能过剩，持续高油价将难重现

从国际油价波动的历史来看，世界经济持续高于或低于预期增长，往往会带来高油价均衡与低油价均衡的交替。因此，国际油价未来长期变化，仍是取决于世界经济的未来走势。而对比近 10 年来，国际货币基金组织对世界经济增长的预测以及世界经济实际增长的变动，可以发现，世界经济已经进入实际增长持续低于预期的发展阶段。例如，2011 年，国际货币基金组织预测 2016 年世界、发达国家、新兴经济体与发展中国家分别为 4.9%、2.7%和 6.7%，而其 2016 年的实际增长率却分别仅为 3.3%、1.7%和 4.4%，远远低于当时的预测值，而这一现象至今仍在持续，2015 年，国际货币基金组织预测 2020 年世界、发达国家、新兴经济体与发展中国家的经济增长率分别为 4.0%、1.9%和 5.3%，而国际货币基金组织在 2019 年 10 月发布的报告中，将其分别校正为 3.5%，1.7%和 4.7%，仍要低于 5 年前的预测。

表 3. 国际货币基金组织关于世界经济增长预测

	5 年前的预测					实际值与 2019 年 10 月预测值				
	16 年	17 年	18 年	19 年	20 年	16 年	17 年	18 年	19 年	20 年

世界	4.9	4.6	4.1	4.0	4.0	3.3	3.8	3.6	3.2	3.5
发达国家	2.7	2.6	2.5	2.3	1.9	1.7	2.4	2.2	1.9	1.7
新兴与发展中国家	6.7	6.2	5.5	5.2	5.3	4.4	4.8	4.5	4.1	4.7

数据说明：5年前的预测是当年向前推5年的预测。

资料来源：IMF, World Economic Outlook Report, 2011~2019.

世界经济增长持续低于预期，特别是石油收入弹性最高的新兴经济体与发展中国家的经济增长低于预期，意味着石油市场参与者在高油价均衡下，基于高增长需求做出的投资决策已经带来石油市场上结构性产能过剩，而供过于求的市场环境也将会推动国际油价长周期波动向由边际油田停业点决定的低油价均衡过度，这一进程尽管受到美国对委内瑞拉、伊朗实施石油禁运、欧佩克非欧佩克联合减产的阻挠。然而，新冠疫情的爆发，特别是首先在石油收入弹性依然很高的中国爆发，却加速了这一进程的到来。而在结构性产能过剩的市场上，产油国供给中断对国际油价的影响，也将如同20世纪90年代初的海湾危机和海湾战争所引发的“第三次石油危机”那样，具有“快起速落”。

按2018年美元价格计算，1973年“石油禁运”后，国际油价的平均水平（1974~2018年）是61.4美元/桶，除非世界经济出现超预期持续上涨，在低油价均衡的市场环境下，长期来看，国际油价将会很难持续站在61.4美元/桶的均值水平之上。

（作者简介：刘冬，中国社会科学院西亚非洲研究所经济室副主任、副研究员，本文发表在《财经》2020年3月10日。）