



2015年1月30日,国际油价出现了半年来少有的一次反弹,两个重要的原油期货合约“纽约原油”和“布伦特原油”当日涨幅都超过7%,再次引发业界对油价触底反弹的猜想。

每桶100美元的纽约原油期货关口是在2014年7月15日跌破的,之后一路走低至今,2015年1月29日的收盘价为44.59美元每桶。上一次如此跌幅,还是2008年下半年全球金融危机爆发之时。

但通过分析历史上六次油价大幅下跌的原因,我们基本可以预判,未来5-10年,油价将维持在靠近边际生产成本的低价位时代。

低油价时代与中国机会

断崖式下跌

2008年以来,美国石油供给增量实现了持续、大幅正增长,2013年以来产量甚至超过了沙特。沙特的石油政策从稳定价格转向稳定市场份额,尽管油价暴跌,中东地区没有减产。

过去半年来的断崖式下跌原因很复杂,但主要还是来自长期供给面冲击,包括以美国为代表的石油供给增长和OPEC石油供给政策的变化。

2008年以来,美国石油供给增量实现了持续、大幅正增长,进口下降了约25%,出口则增长了约66%。2013年以来,美国的石油产量甚至超过了

沙特。美国供给增长的主因是近年来爆发的页岩油革命。2014年美国页岩油每天生产90万桶,已经相当于全球每天石油产量9000万桶的1%。页岩气开发也促进了天然气等可替代性能源的持续增产。根据美国能源署的预测,未来两年内美国将实现

天然气净出口。

沙特过去一直扮演着通过调整产量稳定石油价格的角色。但是在2014年下半年油价剧跌的情况下,沙特的石油政策从稳定价格转向稳定市场份额,尽管油价暴跌,中东地区石油没有减产,导致2014年全球石油产出增量达到过去34年以来的高峰水平。

供给面的冲击究竟多大程度上影响了油价,以1980至2013年石油数据的回归分析为基础,我们测算2014年石油供给变化对此轮油价剧跌的贡献占了七成,全球经济增长疲软等需求端的变化则贡献了三成;IMF研究员Arezki的相关估算结果是供需影响为六四开。

重回长期低价

从1970年至今,石油价格一共经历了六次大幅下跌。从下降的原因来看,除了1981至1986年的下跌来自新油田开采、OPEC石油供应策略变化等长期供给面冲击,之后四次受到的都是短期供需改变的影响。先是1990至1993年的海湾战争带来的短期供给面变化,紧接着1996至1997年的东亚金融危机减少了短期需求,而2001年的美国互联网泡沫破裂、2007至2009年的全球金融危机,也都是短期需求面的冲击最后迎来了2014年下半年这一轮长期供给改变。

事实上,长期供给面的影响从上世纪80年代中期一直延续到了21世纪初。在长达20

作为影响全球经济的重要能源产品,石油价格的大幅波动的影响原因虽然复杂,但简单来讲,无非就是或长期或短期的供需改变。长期的如新油田开采、替代能源产生、全球经济增长等;短期的如地缘政治冲突、金融市场动荡等。

年时间内,石油价格始终保持在低于30美元以内的低位,其中经历了海湾战争、东南亚金融危机以及互联网泡沫等各种短期冲击带来的石油价格大幅波动,都没有改变石油价格低位的长期格局。直到21世纪初迎来全球经济高增长的长期需求面冲击,石油价格才一路攀升到超过100美元/桶的高位。

这一次,长期供给面的冲击重新显现,我们预期2015年油价将维持在50-65美元/桶,未来5-10年内油价都将保持在低位,油价将出现新的常态水平。

为什么这么说?短期来看,美国的石油供给增长不会

显著改变,油价走向主要取决于OPEC会否减产。基于目前中东的地缘局势,各国之间的博弈是一场“囚徒困境”,率先减产者损失最大;为了争夺市场份额,只要油价水平仍然高于产油的边际成本,沙特难以主动减产。

中长期来看,目前中东地区的开采成本依然具有明显比较优势,但随着页岩油气开发技术的进一步突破,未来美国产油成本可能进一步下降。考虑到各类采油厂商的现金流状况以及页岩油气厂商巨大的前期投入,厂商对油价的承受力将在略高于采油边际成本的水平上,未来会出现以靠近边际生产成本为定价原

则的低油价时代。当然,这个预测的前提是未来5-10年的长期需求基本面,也就是全球经济增长没有太大起色。

唯一的变化因素在地缘政治冲突。石油如果持续下跌,很多产油国财政赤字将大幅上升,政府将遭遇巨大压力,为爆发地缘政治冲突铺下了温床。从以往经验看,地缘政治冲突势必会带来油价的显著反弹,少则3-6个月,多则2-3年,但终究还是会回归到长期供给面和长期需求面决定的低油价水平。

唯一的变化因素在地缘政治冲突。从以往经验看,地缘政治冲突短期内势必会带来油价的显著反弹。

中国新机会

低油价会给中国经济的增长注入新的活力,保增长压力减小,为消化前期债务和降低债务杠杆提供了空间和时间。同时,强势美元和低油价组合也为中国外汇储备管理改革提供了最佳机遇。

毫无疑问,对于石油净进口国而言,进口原油价格下降会对宏观经济产生直接和间接双重影响。一方面,油价下降带来生产成本下降,刺激短期要素投入增加,造成产出上涨和CPI下降,这是直接影响;另一方面,要素投入的增加和价格水平下降又会促使一国央行的货币政策改变,带来产出和价格水平的第二轮变化,这是间接影响。

国际货币基金组织研究认为,此轮油价下跌将可能使2015年全球GDP增速提升约0.3%至0.7%,2016年全球GDP增速提升约0.4%至0.8%。同时,油价大幅下跌还将导致石油净进口国与净出口国之间的财富重配。石油净进口国将

更明显受益于油价下跌,比如中国GDP增速2015年可能因此提升约0.4%至0.7%,2016年可能提升0.5%至0.9%;而石油净出口国,尤其是中东、北非等地区可能陷入财政困境。

具体到对中国宏观经济的影响,我们的测算结果是,石油价格每下降10美元,就能提升中国工业增长值增速0.5个百分点,提升GDP增速0.2-0.3个百分点,压低CPI 0.1个百分点。

当然,影响的力度和宽度,很大程度上还取决于货币当局的政策变化。如果石油价格下降带来的通胀水平降低促发了货币当局更加宽松的货币政策,石油价格下降对工业增加值、GDP增长带来的刺

激作用就会力度更大、时间上更持久。反之,如果货币当局不对油价变化做出反应,这一效果将在半年以后逐渐消退。

如果按照我们的预测,2015年国际油价维持在50-65美元/桶,那么将会给中国经济的增长注入新的活力,保增长压力减小,为消化前期过度债务积累和降低债务杠杆提供空间和时间。

同时,强势美元和低油价组合也为中国外汇储备管理改革提供了最佳机遇。中国外汇储备资产的真实购买力有两个关键决定因素:一是美元汇率;二是石油价格。强势美元和低油价背景下,单位美元的真实购买力处于高位。这为外汇储备改革提供了难得机

遇。未来几年应抓住这个机遇推进外汇储备资产管理机构多元化改革,借助制度力量和市场力量实现外汇储备资产真实购买力的保值增值。

需要警惕的是,作为能源消费大国和石油净进口国,中国不能因为石油价格下降延误对能源消费的节省,不能延误替代能源创新。财政政策方面,可考虑减少对能源消费的补贴,增加对石油消费征税,将所得税收入用于补贴中低收入群体或者支付改革成本。但为了打消广大居民对石油相关产品税收增加的疑虑,也应明确公布这部分税收的数量和去向,并安排一些与石油税收增加相匹配的税收减免或者其他措施。(据南方周末)



美国供给增长的主因是近年来爆发的页岩油革命。图为美国北达科他州页岩油矿区,火车和卡车正在运出原油。

