以史为鉴，油价破 60 美元和对股市的影响

2021 年 02 月 14 日

观点

- **春节前布伦特油价突破 60 关口，当前达到 62.7 美元/桶，为 2020 年 1 月以来新高。此轮油价的上涨如何演绎？对股票市场有何影响？**
- **供需趋紧、库存回落是此轮原油价上行的主导因素。**随着全球经济活动复苏，原油供需均在 2020 年中触底反弹。2020 年 9 月前由于供给仍好于需求，油价回升幅度有限（图 1）；2020 年 9 月后需求恢复超过供给、原油库存回落，油价进入上行通道。
- **春节后油价会继续上涨吗？**

是的，我们预计上半年布伦特油价有望突破 70 美元。

从需求端来看：疫苗推广叠加美国财政刺激加码，原油需求稳步回升，尤其是在美国国会已经通过拜登政府的预算决议后，新一轮财政刺激（约为 1.5 万亿美元）有望于近期在美国实施。

从**供给端来看：**1）欧佩克+坚定减产立场，1 月原油减产执行率为 103%，且最大石油出口国沙特承诺在 2 月和 3 月额外减产 100 万桶/日；2）原油期货市场已出现贴水迹象，即原油现货价格高于期货，而历史上贴水的出现均伴随库存的明显下降（图 2），这是因为此时原油厂商囤积库存不如当前变卖划算，从而加大去库存力度，导致原油供需进一步收紧。

- **从历史来看，油价一旦开启涨势，涨幅往往超出市场预期。**

原油作为风险资产本身波动性较大，市场一旦出现油价利好信号，其上涨往往容易超出预期。复盘近年来的油价，2009-2011 年、2017-2018 年布伦特油价在突破 60 美元/桶后均出现大幅上涨，原因集中在市场流动性和原油供给上（图 3）。具体而言：

（1）2009-2011 年源于欧佩克严格执行减产协议、美国经济复苏、中国 4 万亿刺激带动原油需求，布伦特油价在 2009 年 5 月突破 60 美元/桶，随后两年又翻了一倍，最高上涨至 127 美元/桶。

（2）2018-2019 年欧佩克减产协议执行持续超预期，布伦特油价在 2017 年 10 月突破 60 美元/桶，而后一年继续上涨，同期叠加特朗普政府单方面强行退出伊朗核协议，在 2018 年 10 月升至 86 美元/桶。

- **油价上涨如何影响股市？**

对于美股而言，一方面，随着页岩油的发展，美国正由原油的净进口国转变为净出口国，近年来油价上涨对投资的促进抵消了对消费的抑制，因此对美国经济产生净的正向拉动（表 1）；另一方面，油价的上涨也反映出美国国内需求的持续扩张，后者也体现在上市公司的盈利增长上。因此，在此前布伦特油价突破 60 美元/桶后，美股亦继续上涨，在走势上与油价表现为同涨同跌（图 4）。

对于 A 股而言，由于中国是原油的净进口国，故油价持续上涨对于整个经济运行成本是提升的。我们注意到 2017 年以来国际油价在走势上与上证综指具有一定的负相关性，且前者在走势上领先后者约 90 天，即油价在持续上涨一个季度后往往会出现股市的回调（图 5）。其背后的原因，除了油价上涨可能侵蚀到部分中下游上市公司的盈利外，更有市场对油价持续上涨引发通胀风险和货币政策收紧的担忧。

- **风险提示：**全球经济复苏不及预期，原油减产执行率不及预期

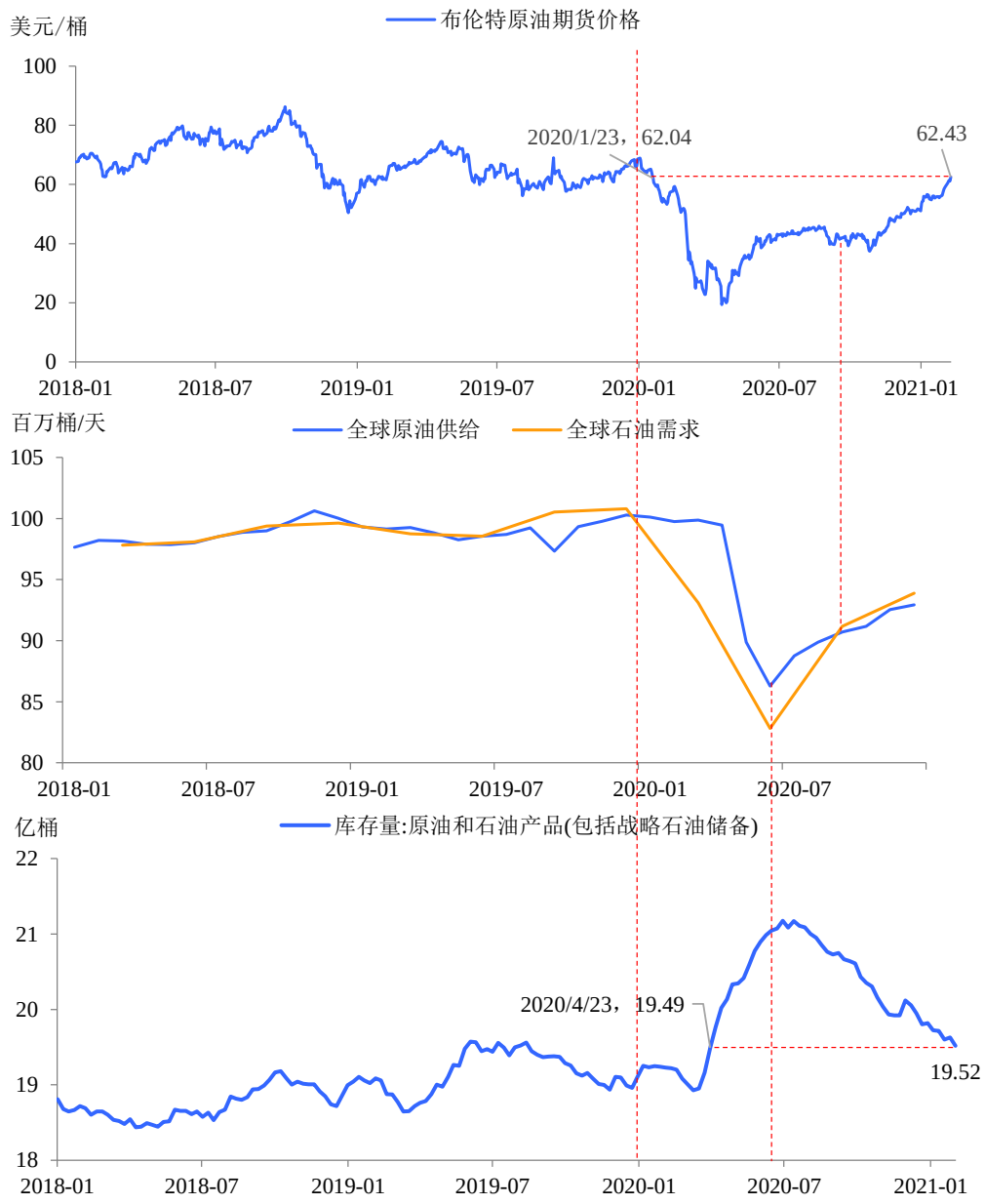
证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
taoch@dwzq.com.cn
研究助理 赵艺原
zhaoyy@dwzq.com.cn

相关研究

1、《宏观点评 20210211：全球房价上涨有多牛？几时休？》2021-02-12
2、《宏观点评 20210209：1 月到底有多红？——1 月金融数据点评》2021-02-09
3、《宏观点评 20210204：流动性趋紧下的信用风险怎么看？》2021-02-09
4、《宏观专题报告 20210204：反思流动性：“结构性短缺”的“罪与罚”——货币政策纵横谈（一）》2021-02-04
5、《宏观点评 20210203：集装箱还会紧多久？出口还会火多久？》2021-02-03

请务必阅读正文之后的免责声明部分

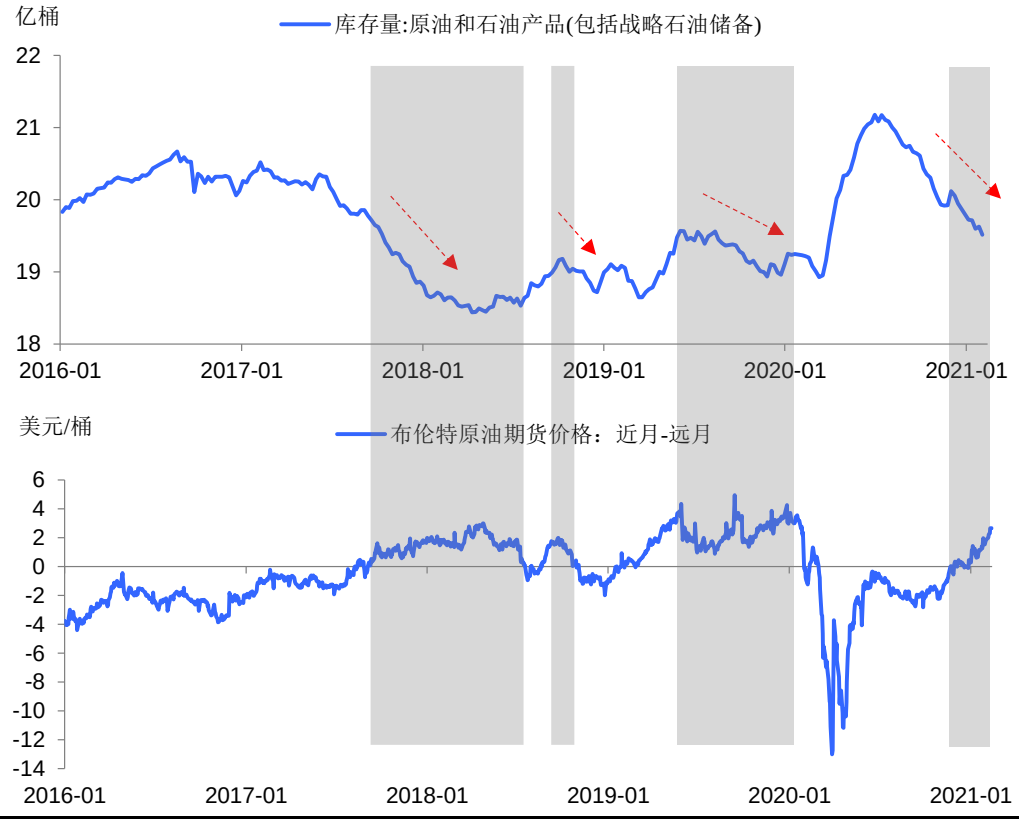
图 1：近期石油供需双升带来油价的上涨、库存下滑



数据来源：OPEC，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

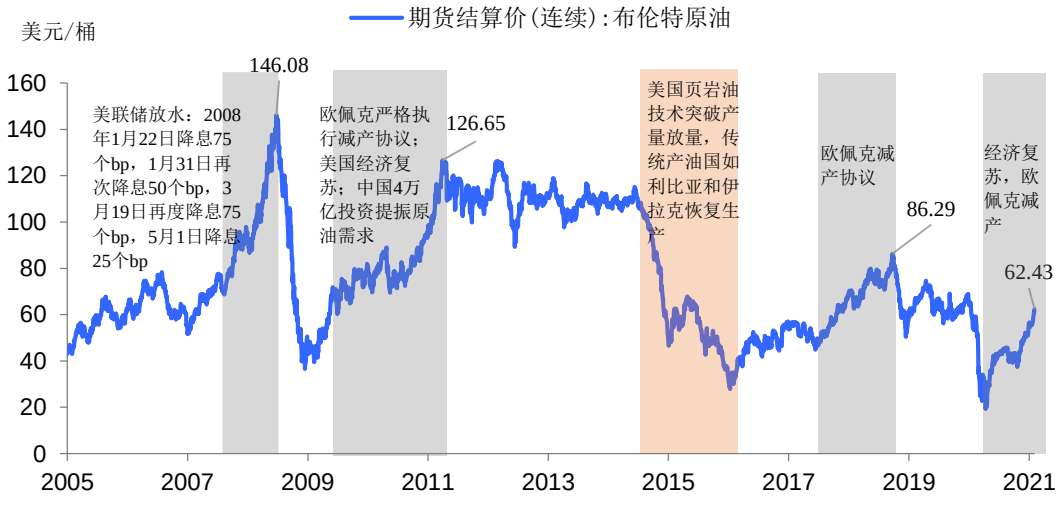
图 2：历史上油价的每一轮贴水均伴随着全球原油库存的下降



备注：阴影部分为布伦特原油期货的贴水时期

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：国际原油价格变动的影响因素主要为市场流动性和供需



数据来源：Wind，东吴证券研究所

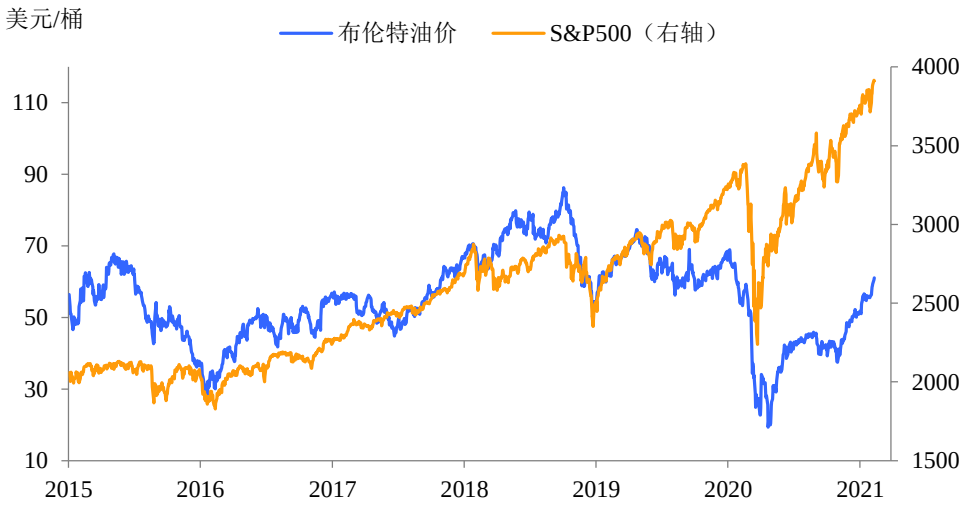
请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 1：油价上涨对投资的拉动抵消了其对消费的抑制（单位：%）

油价上涨对美国经济的影响（%）			
	消费	投资	净贡献
2018Q1	-0.06	0.20	0.14
2018Q2	-0.12	0.11	-0.01
2018Q3	-0.23	0.28	0.05
2018Q4	-0.12	0.24	0.12
2019Q1	-0.09	0.07	-0.02
2019Q2	-0.03	0.09	0.06
2019Q3	0.00	0.08	0.08
2019Q4	0.07	-0.01	0.06

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

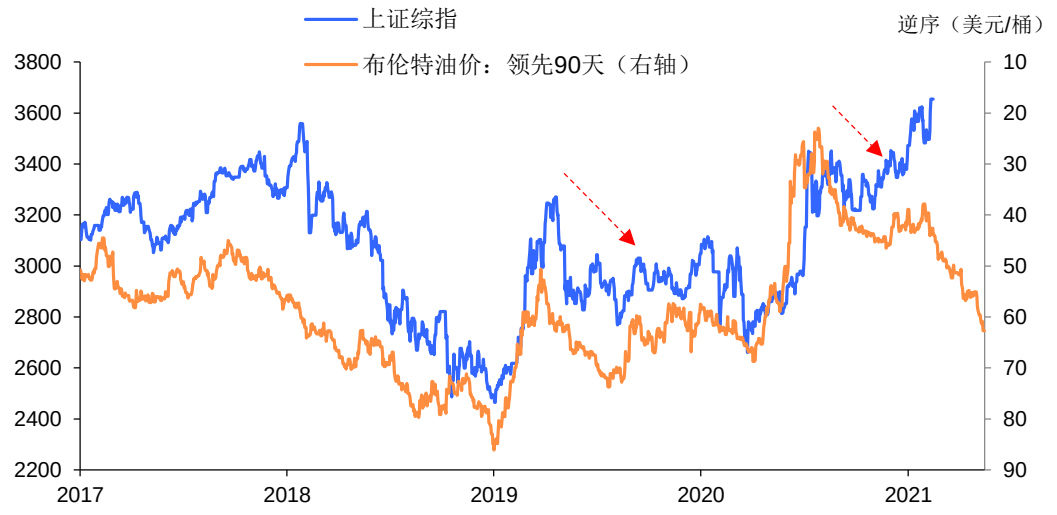
图 4：美股与原油价格走势较为一致



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 5：2017 年以来国家油价与上证综指负相关，且具有 90 天的领先性



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

