

国泰基金吴向军：国际原油价格的底在哪里？

在经历了一个月的股市暴跌和暴涨之后，上周全球金融市场相对比较平静。美国标普 500 股票指数上周小幅上涨 0.7%，再次创出新高。纳斯达克综合指数无涨跌。而欧洲股市多小幅下降。

从宏观方面，上周的经济数据基本符合预期。美国公布 10 月份新增非农业就业 21.4 万人，失业率从 5.9% 小幅下跌一点至 5.8%。欧洲央行也保持利息不变，同时并没有开启量化宽松。上周二的美国中期选举中，共和党大获全胜，一举夺回参议院多数席位，并且扩大了在众议院中的领先地位。美国总统奥巴马在剩下的两年任期中彻底成了一只跛脚鸭。由于总统和国会分别被两党控制，在下一任总统被选出之前，美国难以有重大的政策出台。美国选举的结果对股市没有太大影响。不过，由于共和党一向坚持比较偏向强硬的货币政策，上周美债收益率有所上升，美元兑其它主要货币也继续上涨。美元兑欧元上涨 0.5%，兑日元涨 2%。

进入下半年，美元相对于其它主要货币直线上涨。美元指数 DXY 上涨了 9.4%。我在两个月前曾经预测过“强美元周期的开始”。由于美国经济强劲，美联储即将进入货币政策收紧周期，而欧洲、日本深陷衰退泥潭，正在开始或者加强放松货币政策，美元在今后几年相对欧元和日元两大货币不断升值应该是大概率事件。我预测美元这次升值最终有可能会重新回到 1 欧元兑 1 美元的水平（现在 1 欧元兑 1.245 美元）。

美元大涨的直接结果就是黄金和原油价格的大跌。上周五，美国 WTI 原油价格收于每桶 78.43 美元。而在 2013 年 9 月，美国 WTI 原油价格还在每桶 110 美元。到底还有什么其它原因造成原油价格大跌？原油价格会向哪里去？



图一：美国 WTI 和英国北海布伦特原油价格(单位：美元/桶)。来源：Bloomberg

主导原油价格涨跌的有三个主要因素，全球原油的供求关系、中东的地缘政治、以及美元币值的升降。供求关系影响任何商品的价格。中东产油国的战争等突发事件常常会造成油价的飙升。而美元越贵，其它货币越便宜，以美元计价的原油价格就会越便宜。反之亦然。在美元越来越强的环境中，原油价格的大幅下降很容易理解。

除了美元越来越强以外，原油价格下跌的另外一个重要原因就是近几年美国页岩油产量大幅上升，使得全球原油市场的供求关系出现了基本面的改变。

首先，我们熟悉几个数字。全球原油的需求在每天 9200 万桶左右。年需求增长并不高，每天 50-60 万桶左右。前几年，由于中国等发展中国家的需求增长非常快，全球原油需求每年增长曾经接近 100 万桶。现在中国等发展中国家需求增长明显减缓。另外，更重要的是，原本产量持续下滑了 30 年之久的美国在最近几年出现了产量突飞猛进的增长。



图二：美国原油产量。单位：千桶/天。来源：Bloomberg

美国为全球最大的原油消耗国，为 1900 万桶（日产）。也是仅次于俄罗斯和沙特的第三大产油国。现产油 860 万桶（日产）左右。但是如果加上天然气中的凝析液（类似轻质原油），美国的原油产量其实是全球第一，达到 1170 万桶（日产）。

从上图我们可以清楚地看到，自从美国的原油产量在上世纪 70 年代达到顶峰之后，从 70 年代末至 2010 年，美国的原油产量从 1000 万桶下跌到了 500 万桶。美国原油产量的下降和世界原油需求增长之间的差，大部分是由欧佩克的新增产能消化掉的。2004 年以后，欧佩克的新增产能赶不上全球的需求增加，石油价格一度狂飙至每桶 147 美元。但是，上图清楚地告诉我们，从 2010 年开始，美国的原油产量突然增加，每年增加近 100 万桶（日产）。美国原油产量突增的主要原因同天然气产量大增的原因一样，都是水平井技术的发展造成原来竖井无法开采而被废弃的油页岩成为新的油田。而且现在行业普遍认为，如果油价保持现

在水平，美国的原油产量会在今后三年内保持每年增长 100 万桶（日产），超过全球原油需求的增长。自 1970 年以来，美国首次取代欧佩克成为国际原油市场左右市场供应的一方。在这种趋势下，一直处于供应紧张的全球的原油市场产量有可能会再次出现供过于求的情况！

美国页岩油产量的大幅增加会造成原油价格在现在的基础上大跌吗？油价短期内的大幅波动有可能。但是从长期看来，国际原油应该不会低于每桶 80 美元很多。**美国页岩油的生产增速非常大，但是边际成本也非常高。**当原油长期价格跌至每桶 80 美元以下的时候，美国 70%左右的页岩油项目的长期投资回报率会跌至 11%以下（据高盛计算）。除非美国的页岩油技术再次出现革命性的进步，每桶 70-80 美元应该是美国新页岩油项目的生死线。从这一点来看，国际原油价格从长期来看不应该明显低于每桶 80 美元。现在的原油价格应该离筑底不远了。