

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作者：边卫红 中国银行研究院

电话：010 - 6659 2776

签发人：陈卫东

审稿：钟红

联系人：梁婧 叶银丹

电话：010 - 6659 6874

* 对外公开

** 全辖传阅

*** 内参材料

石油地缘政治时代终结了吗*

长期以来，石油作为一种战略资源，其价格变动与原油供需、国际局势、地缘政治走势息息相关。由于石油资源、地理位置和大国介入等原因导致中东冲突不断，而中东作为世界上重要的产油区，其局势冲突深刻影响着原油价格的波动，形成了“石油地缘政治时代”。然而，2020年初，伊朗对美军基地发起空袭，将美伊紧张局势推向白热化。依据历史经验判断，以美伊冲突为代表的地缘政治风险攀升将引起石油价格飙升，但事实上，原油价格在短暂上升后继续呈现下跌趋势，可见这种影响发生了微妙的变化，这在一定程度上反映出地缘政治形势的变动对油价影响呈减弱之势。

石油地缘政治时代终结了吗

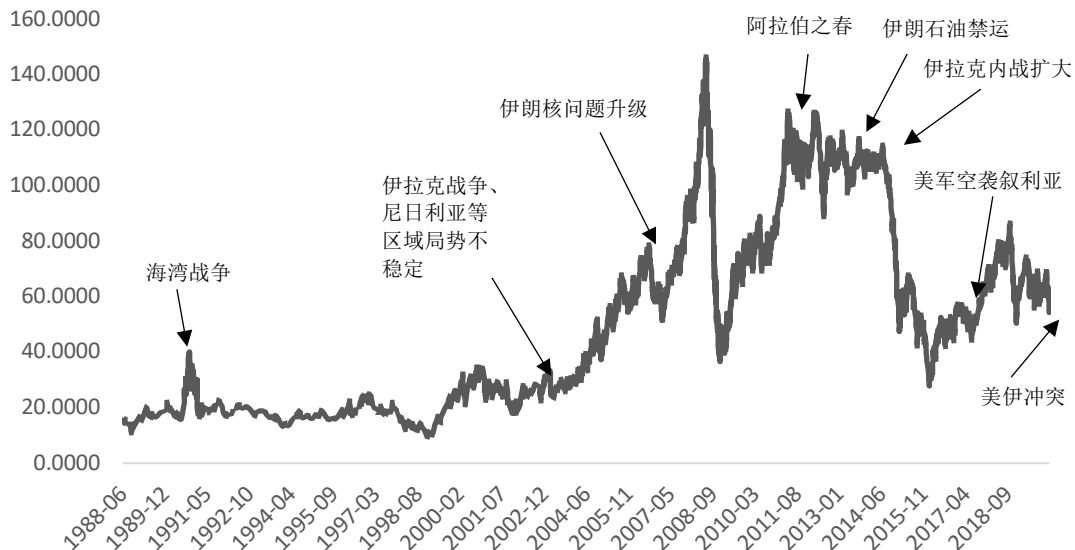
长期以来，石油作为一种战略资源，其价格变动与原油供需、国际局势、地缘政治走势息息相关。由于石油资源、地理位置和大国介入等原因导致中东冲突不断，而中东作为世界上重要的产油区，其局势冲突深刻影响着原油价格的波动，形成了“石油地缘政治时代”。然而，2020 年初，伊朗对美军基地发起空袭，将美伊紧张局势推向白热化。依据历史经验判断，以美伊冲突为代表的地缘政治风险攀升将引起石油价格飙升，但事实上，原油价格在短暂上升后继续呈现下跌趋势，可见这种影响发生了微妙的变化，这在一定程度上反映出地缘政治形势的变动对油价影响呈减弱之势。

2020 年 3 月 6 日，第 8 届 OPEC 和非 OPEC 部长级会议结束，由于俄罗斯拒绝进一步减产，仅表示支持当前减产计划，以沙特为首的 OPEC 也主动放弃了自愿减产的计划，OPEC+减产协议破裂，这完全超出市场预期。3 月 8 日，沙特宣布调低官方油价，下调幅度创 20 年之最，并对外宣称增产达每天 1200 万桶，率先打响“价格战”。这一举动导致市场信心土崩瓦解，3 月 9 日，WTI 原油开盘暴跌 28%至 30 美元，引起国际原油市场轰动。国际原油价格剧烈波动的直接诱因是世界原油供给体系的结构紊乱，根源在于原油生产、市场竞争的无序，以及对定价权的争夺。

一、历次地缘冲突与原油价格波动

中东地区历史上就是世界的“火药桶”，由于僵化的政治体制、宗教冲突以及西方国家的干预等原因使得中东地区内忧外患、战争频发，战争和冲突的爆发往往会影响市场情绪，进而引起国际原油价格的涨跌。中东地缘冲突事件不断，政治的不稳定性使油价处于波动状态。

图 1:1988 年以来布伦特原油期货结算价(美元/桶)



资料来源: Wind

(一) 伊拉克争端引起国际油价涨幅高达 102%

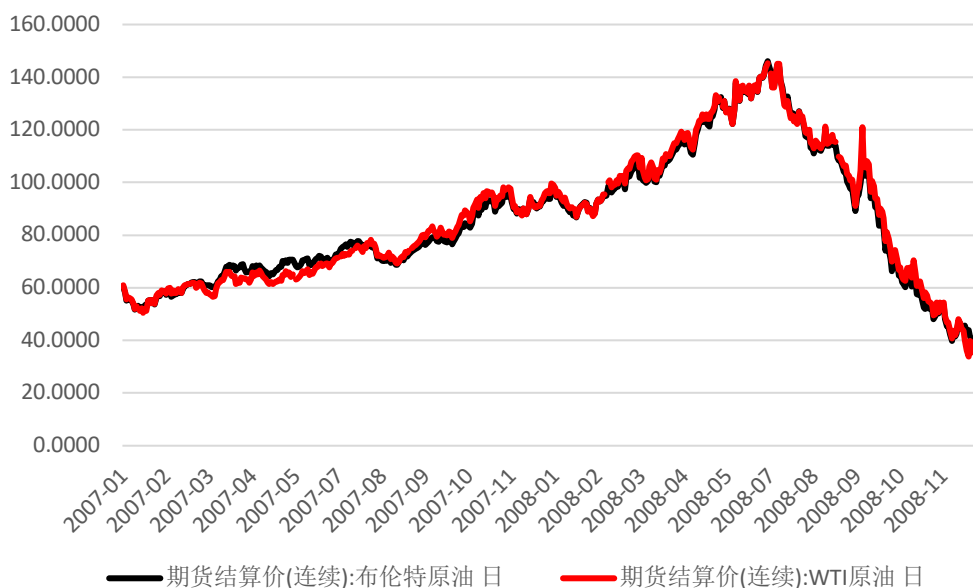
海湾位于西亚中部, 具有突出的战略地位。上世纪八、九十年代, 伊拉克和科威特作为海湾的周边国家, 是世界上重要的产油国。然而, 这两个国家对于主权和领土的划分一直有所争议。1990 年伊拉克向科威特发起进攻, 引发了历史上著名的海湾战争, 这场与石油有直接关系的战争也影响了国际石油价格的长期走向。海湾战争于 1990 年 8 月爆发, 两个月后, 即 1990 年 10 月, 世界原油价格出现弹跳式增长, 从 19.84 美元/桶上涨至 40.15 美元/桶, 涨幅高达 102%。1991 年 2 月 28 日, 各国达成停战协议。随着海湾战争的平息和结束, 布伦特原油价格下跌至 19.82 美元/桶, 恢复至战前油价水平。

2003 年 3 月, 以英美军队为主的联合部队对伊拉克发起军事行动, 伊拉克战争(也称第二次海湾战争)爆发, 原油价格由 25.81 美元/桶上涨至 2003 年 8 月的 30.25 美元/桶, 涨幅达到 34%, 2003 年 9 月下跌至 26.83 美元/桶。此次油价涨幅虽然不大, 但对于油价的影响时间长达半年之久。

（二）伊朗核问题导致国际油价巨幅上涨

20世纪50年代，在西方国家的支持下，伊朗开始了核能源开发活动。自1980年美伊断交以来，伊朗核问题一直备受世界关注。2007—2008年伊朗核问题升级，在此期间，原油价格暴涨。2007年1月，布伦特原油价格为51.7美元/桶，2008年7月，原油价格上涨至146.08美元/桶，涨幅高达183%。2008年9月27日联合国安理会重申此前通过的有关伊朗核问题的决议，要求伊朗立即予以全面执行。2008年11月，期货原油结算价下跌至51.72美元/桶。伊朗核问题导致Brent与WTI原油价格双双翻倍上涨，达到历史高点。伊朗核问题的长期性和复杂性也导致了其对国际原油市场影响的潜在长期性。

图2：Brent与WTI原油价格变化趋势（单位：美元/桶）



资料来源：Wind

（三）“阿拉伯之春”对国际原油市场影响深远

2011年的“阿拉伯之春”是阿拉伯国家的一次革命浪潮。在此之前的金融危机严重影响了阿拉伯国家的经济发展，推动了革命运动的爆发，从而影响到原油的生产出口，进而影响原油的价格。2010年8月，布伦特原油期货结算价为72.38美元/桶，

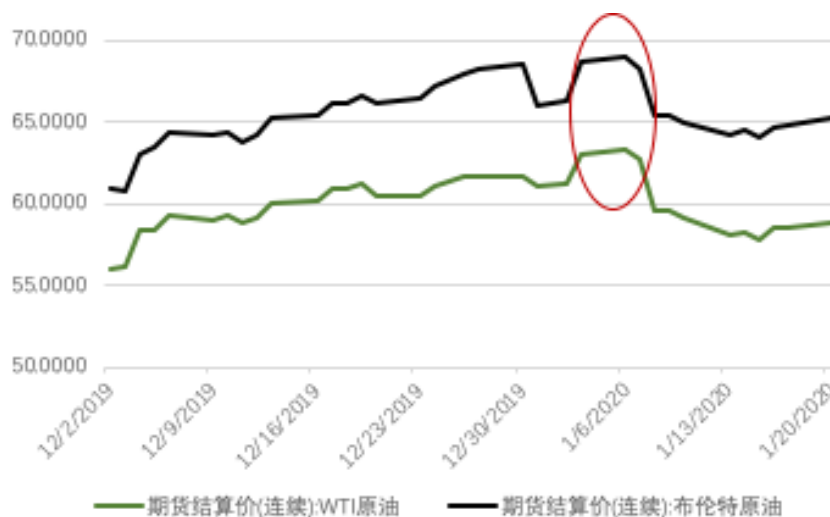
2011年4月上涨至126.65美元/桶，涨幅为74.98%。然而，“阿拉伯之春”的影响远不止于此。此次阿拉伯革命运动发生后，许多中东国家政府未能解决年轻人失业率上升和其他深层次问题，经济重压和内部矛盾依然存在，为油价的不稳定以及后续争端埋下伏笔。

从以上历史事件可以看出，1990年海湾战争、2003年的伊拉克战争、2007年伊朗核问题以及2011年“阿拉伯之春”等都对原油价格造成了较大程度的冲击。全球油价走势与中东地区的战争高度相关且影响时间较长。一般而言，中东地区争端的出现及战争的爆发往往会引起油价的上涨，地缘冲突事件对于油价的冲击显而易见。

（四）2020年美伊冲突升级，但对油价影响减弱

2020年1月3日，伊朗伊斯兰革命卫队“圣城旅”高级军官苏莱曼尼的死讯传出后，美伊冲突拉开序幕，布伦特原油盘中上涨至69美元，美国西德克萨斯中间基原油突破63美元。1月8日，伊朗对美军的空袭事件发生后，美伊冲突趋于白热化，布伦特原油价格短暂突破71美元，随后很快恢复到开盘价格。中东的紧张局势再次给石油市场前景增加了不确定性，一旦最初对持续供应震荡的担忧消退，布伦特原油价格迅速回落到原来的水平。

图3：美伊冲突升级期间 Brent 与 WTI 原油价格变化趋势（单位：美元/桶）



资料来源：Wind

总体而言，从历史事件的波幅和恢复的时间来看，地缘冲突对油价的影响程度逐步下降，表现为短期脉冲。地缘冲突对国际油价的冲击有限，中东冲突事件导致的油价波动幅度不大，且作用时间较短。

二、供给方：北美原油产量走强、中东渐弱是地缘政治因素弱化的主要原因

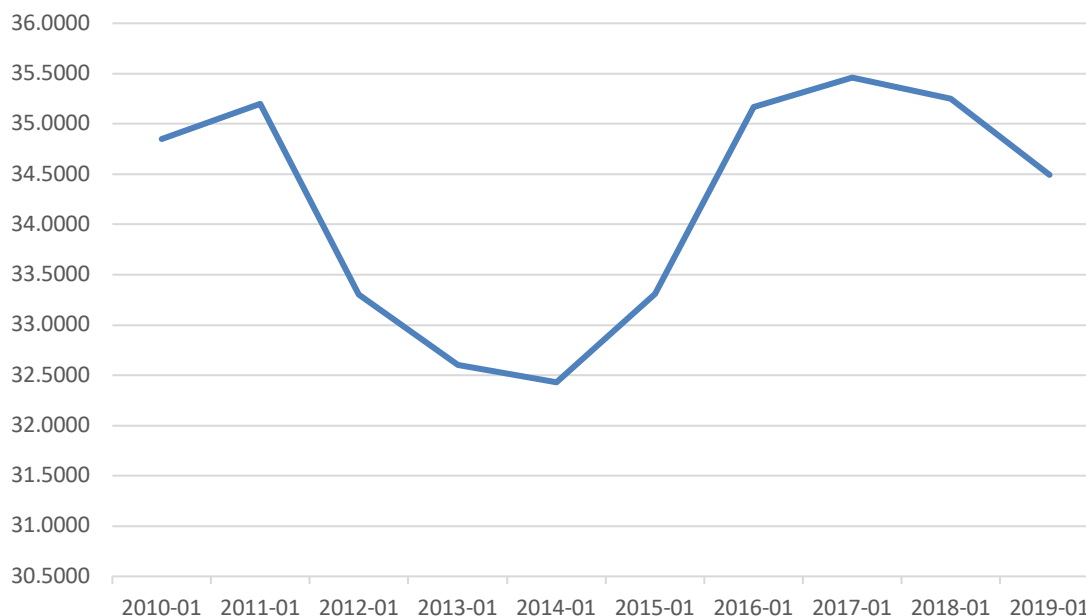
供需关系是影响原油价格的另一重要因素。近年来，国际市场上的原油供需格局面临重塑。在原油市场中，谁掌握了定价权，谁就能够左右全球石油资源的利润分配，谁就能够在全球石油资源竞争中赢得主动。沙特发起“价格战”其实是其对原油市场份额的争夺战，主要原因主要体现为：

（一）OPEC 减产协议导致市场供给份额下降

首先，OPEC 作为石油输出国组织，自 1960 年 9 月 14 日成立以来，其原油产量一直处于世界领先地位。沙特阿拉伯、伊拉克、伊朗、科威特等是其主要原油产出国，实际领导着 OPEC 的发展，对世界原油的供给拥有一定的影响力。

2016 年 11 月 30 日，为解决全球石油生产过剩的问题，石油输出国组织达成八年来首个石油减产协议。2017 年，欧佩克地区市场份额达到历史高点 43.74%。此后原油产量整体上有所减少。2018 年 12 月，OPEC 和非 OPEC 盟国达成了每日 120 万桶联合减产的协议。在减产配额方面，OPEC 将减产 80 万桶/日，非 OPEC 将减产 40 万桶/日。这份减产协议于 2019 年 1 月起实施，初步设定期限为 6 个月。近两年来，“卡塔尔退群”、委内瑞拉动荡、OPEC 减产协议的提出和实施等，使得 OPEC 原油的供给量在全球的占比有所下降，截止到 2019 年年底，OPEC 地区原油供给占比降低至 35.95%。

图 4：OPEC 地区原油产量变化（单位：百万桶/日）



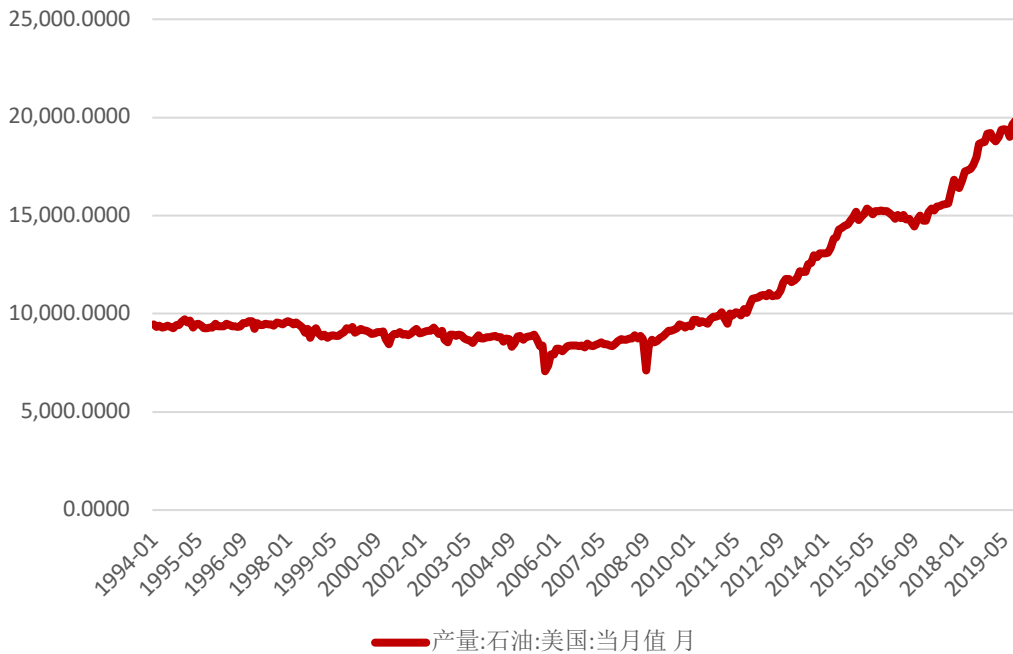
资料来源：Wind

OPEC+减产协议谈判失败后，为抢占市场份额，主要原油产出国供给量有可能竞相增加，但由于需求疲软，此举措将会形成“多输”局面。

（二）美国页岩油产量增加，成为原油供给大国

美国拥有丰富的页岩油资源，页岩油可开采量位居世界第二。技术革命使得页岩油登上国际原油市场的舞台。2005-2018 年为页岩油产量爆发式增长阶段。2008 年 9 月美国原油产量为 3914.48 千桶/日，随着美国页岩油开采技术的进步和生产成本的降低，美国钻井数量增加，美国原油产量一路飙升至 2015 年 4 月的 9738.51 千桶/日，上涨幅度达到 148.78%。2015 年 5 月—2016 年 9 月，由于油价的下跌、国际形势的复杂性等原因，美国页岩油开采量有所下降。此后，随着技术更深层次的进步，美国原油产量继续上升，截至 2019 年 9 月底，美国原油产量达到 12479 千桶/日。在过去的十年间，美国页岩油热潮深刻影响着全球原油产量，推动美国原油产量成为世界之最。

图 5：美国原油产量变化（单位：千桶/日）



资料来源：EIA

国际原油价格底线是以欧美大型原油公司高成本区的基本获利为标准。面对沙特发动“价格战”，美国作为国际石油市场的主导力量，必然维护其国家和公司的利益和竞争地位，因此或将多措并举，倾向于捍卫价格底线。只有当油价高于生产成本时，生产企业才有可能存续与发展。就成本而言，美国各页岩油地区的生产成本是有差异的，经过各方努力，美国页岩油企业的生产成本基本控制在 50 美元/桶左右，俄罗斯、沙特的原油生产成本远低于美国，沙特是世界上原油生产成本最低的国家，因此在价格上占据绝对优势。尽管如此，沙特、俄罗斯迫于财政预算约束，也并不愿原油价格长期仅维持在成本线，预计多方博弈之后，新的减产协议有可能达成，原油价格有所反弹，美国页岩油公司大规模倒闭的概率不大。

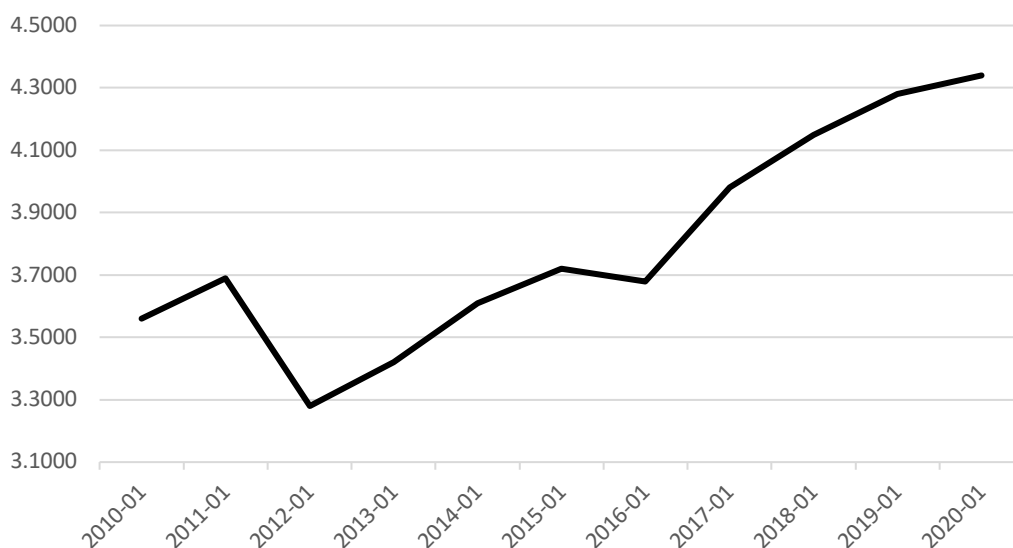
（三）加拿大角力原油市场

加拿大是世界石油市场上的重要生产国，具有丰富的石油资源。阿尔伯塔省的油砂、加拿大西部的沉积盆地和大西洋近海油田是加拿大石油生产的重要来源。加拿大

的石油储量居于世界第三，占全球总储量的十分之一，仅次于沙特阿拉伯和委内瑞拉。早期由于开采难度较大，开采工序较为复杂，在很大程度上限制了其原油产量。2012年以来，随着油价的复苏、石油管道的建设、开采油砂成本的下降等，加拿大原油产量持续增长，2019年原油供给量达全球原油总供给的4.48%，被誉为“页岩油的下一个前沿”。

据美国能源信息署(EIA)数据显示，目前，加拿大为美国进口原油最主要的来源地，美国进口加拿大原油占其进口总量的40%。加拿大原油市场广阔，北美原油供给在未来国际原油市场上将会占据更大的份额。

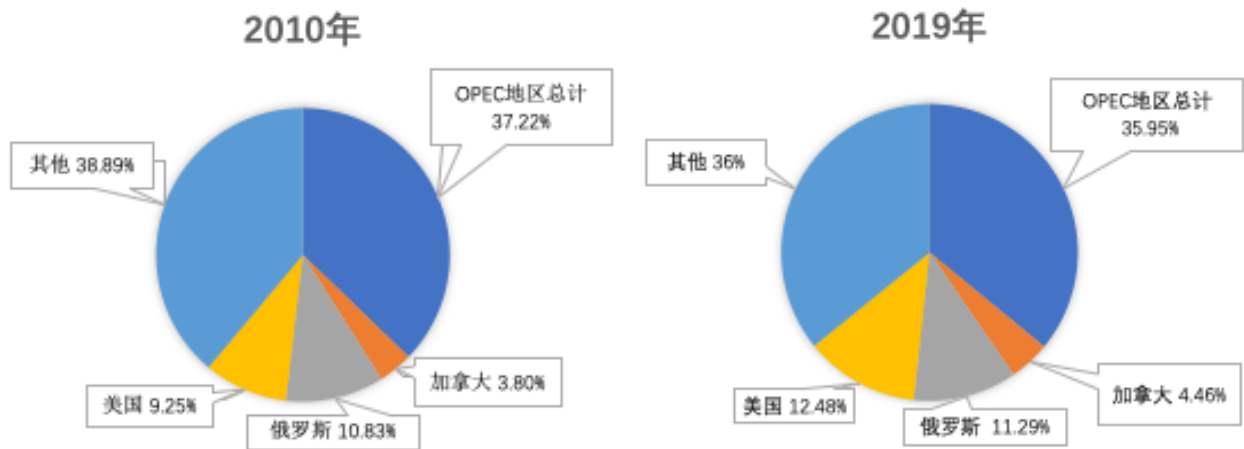
图6：加拿大原油产量变化（单位：百万桶/日）



资料来源：Wind

纵观国际原油市场，OPEC 成员国地区的原油产量份额依旧可观，但已然丧失了其国际市场上的霸主地位。总体而言，全球原油供应出现多元化趋势，且北美地区在石油供应中发挥越来越重要的作用。

图 7：全球原油供应结构变化



资料来源：EIA

三、需求方：美国及亚洲主导原油需求，中东原油市场主导力减弱

从原油的商品属性来看，原油价格不仅受供给的影响，也同样与其需求息息相关。长期以来，欧美是原油需求量较高的地区，受金融危机和英国脱欧等事件的影响，欧盟对于原油的需求量有所下降，然而美国原油需求依然高企。此外，随着新兴市场经济的快速发展，以中国、印度为主要代表的亚太地区对原油的需求量不断增加。2019年，美国原油需求量为25.69百万桶/天，中国的原油需求量达到了13.19百万桶/天，相对于2012年的9.5百万桶/天有明显增长。数据显示，2019年中美两国合计贡献了全球35%的原油消费量和贸易量，因此，中美两国在国际原油市场上的地位举足轻重。此外，亚洲其他国家也表现出旺盛的原油需求，贡献出持续增长的原油需求量，这在一定程度上削弱了全球经济疲软对油价的负面影响。

而作为原油供给方的中东地区对原油的需求量较低，且很多国家的经济对原油贸易的依存度较高，在原油供给长期大于需求的情况下，美国及亚洲逐渐主导原油需求，在国际原油市场上将拥有更多的话语权。

四、替代方：绿色能源替代石油消费，市场敏感度下降

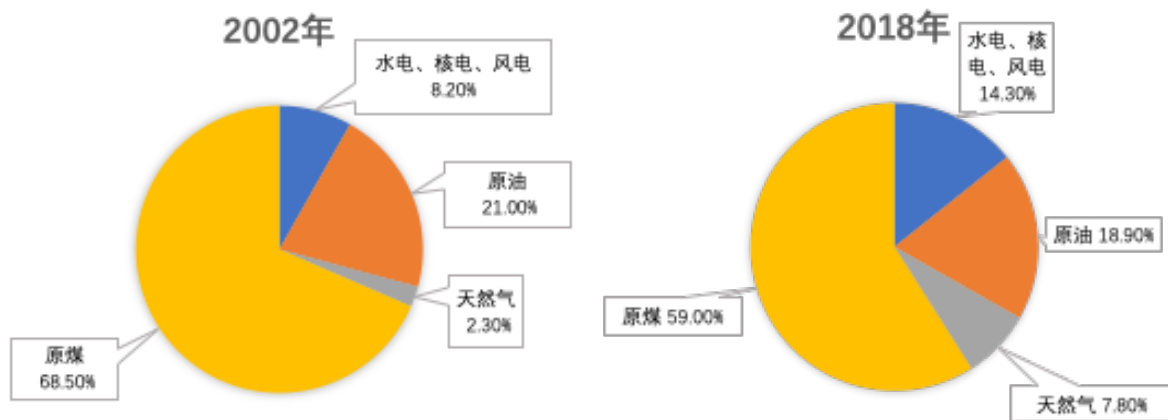
一方面，绿色能源发展趋势不可逆转。在外部经济环境复杂严峻及生态环境约束日益加大的条件下，在可再生能源及核电等清洁能源快速发展替代作用增强的情况下，能源消费及生产结构进一步改变，未来石油消费上涨趋势或将收窄，甚至存在下降的可能性。当前，能源绿色转型的要求越来越迫切，世界各国也加快了清洁能源开发利用的脚步。绿色能源，如水能、核能、风能、氢能等消费，部分替代了石油消费，世界能源消费结构发生变革。出于低碳环保的要求以及政策的倾斜，煤炭、石油等传统能源需求量降低，清洁能源越来越受到追捧，未来清洁能源有可能会满足世界能源增量的需求，国际能源市场对原油的敏感度或下降。

根据美国能源资料协会预测，预计 2049 年，美国天然气消耗量占总消耗量的比重几乎将与液体燃料消耗量的比重持平，石油消耗量占总消耗量比重会降低，天然气和可再生能源等清洁能源消耗量及消耗量所占比重会大幅上升。

就中国而言，原油消费总量一直领先于其他能源消费量。但近十年来，水电、核电、风电能源消费量不断攀升，2011 年，水电、核电、风电消费总量占比仅 8.4%，原油消费量占比为 16.8%，2018 年水电、核电、风电能源消费总量占比上涨至 14.3%，涨幅达到 70.24%，而原油仅上涨了 2.1%。

另一方面，国际大型石油公司综合化转型，可能最终使替代能源与目标能源的竞争关系转变为价格继承关系。目前，各大石油公司纷纷转型成为综合能源公司，作为能源的主要生产商，这些大型石油公司将更加倾向于将石油的垄断价格转移到替代能源领域。这将在一定程度上削弱中东地区对油价的主导权，从而降低中东冲突对油价的影响力。

图 8：中国能源消费占比变化



资料来源：Wind

五、原油价格未来驱动因素的多极化

纵观 2020 年全球原油市场，中东地缘政治环境愈加复杂、新型冠状病毒在全球范围内扩散、经济增长相对疲软、美国页岩油增产限制增多及 OPEC+ 减产受阻等，原油市场将会面临更多挑战。尽管原油价格不确定性风险增加，但其影响因素表现出明显变化，即中东冲突对原油价格冲击力减弱，而供需变动将会发挥更为重要的作用。

（一）中东地缘政治冲突频发，但对原油价格的冲击波幅收窄

中东地理位置优越，石油资源丰富。作为重要产油区，未来中东局势动荡对原油价格依旧存在影响，只是影响的力度会削弱。

一方面，外部利益冲突长期存在，美国与中东产油国之间的竞争关系深化。美国页岩油的繁荣使其有望实现“能源独立”，对美国而言，原油从“软肋”变为“筹码”。然而，由于存在技术瓶颈，美国页岩油成本居高不下，大部分页岩油企业亏本经营，债务风险一触即发，此后与中东地区的利益纠葛将会更加凸显。美伊对抗基调已然确定，美伊冲突以来，各国表现出不同的态度，伊朗、伊拉克等国家的反应使得中东局势更加扑朔迷离。同时，土耳其打击库尔德武装以谋求中东利益、未来美国大选中竞选人的表态等增加了中东局势的复杂性。

另一方面，宗教冲突使中东地区各国家之间摩擦不断。中东地区宗教信仰多元化，宗教信仰与传统习俗的不同往往会引发矛盾，从而产生冲突。由于某些矛盾的不可调和性，未来中东地区战火仍会频发。

复杂的地缘政治环境与事件仍会不断引发油价震荡，但相对于历史时期而言，不管是从作用时间，还是冲击幅度上影响力将下降。

(二) 减产协议受阻，原油供给过剩矛盾无法回避

OPEC 与俄罗斯未能就减产达成一致意见，减产协议破裂，沙特大幅增加原油产量，为了抢占原油市场份额，预计其他供给国大概率会同时调低原油价格，调增原油产量，这对于原油市场而言无疑是“雪上加霜”，价格下行压力急剧增大。俄罗斯之所以拒绝增大减产力度，是为了阻止美国在国际原油市场上的份额继续增加，而沙特通过价格战在报复俄罗斯的同时，也打击了美国长期负债经营的页岩油生产商，增加了页岩油商的市场压力，其页岩油勘探和生产企业将会受到一定冲击。

表 1：全球原油供给与需求预测

公布值 (百万桶/日)	2020					2021				
	Q1	Q2	Q3	Q4	2020	Q1	Q2	Q3	Q4	2021
世界经济合作与发展组织 需求										
总计 世界经济合作与发展组织	46.62	46.18	47.77	47.83	47.10	47.27	46.59	47.75	47.71	47.33
全球需求的 %	47.06	46.02	46.67	46.58	46.58	46.38	45.52	46.10	46.05	46.01
非世界经合组织成员 需求										
总计 非世界经合组织成员	52.45	54.16	54.58	54.87	54.01	54.64	55.76	55.84	55.88	55.53
全球需求的 %	52.94	53.97	53.33	53.42	53.42	53.62	54.48	53.90	53.95	53.99
全球需求	99.07	100.34	102.35	102.70	101.11	101.91	102.35	103.59	103.59	102.86
世界经济合作与发展组织 供给										
总计 世界经济合作与发展组织	33.29	33.71	33.56	33.62	33.55	33.27	33.29	33.42	33.91	33.47
全球供给的 %	33.11	32.99	32.60	32.75	32.86	32.82	32.57	32.47	32.86	32.68
非世界经合组织成员 供给										
总计 非世界经合组织成员	67.25	68.48	69.38	69.05	68.54	68.10	68.93	69.50	69.30	68.96
全球供给的 %	66.89	67.01	67.39	67.26	67.14	67.18	67.43	67.53	67.14	67.32
全球供给	100.54	102.19	102.94	102.67	102.09	101.37	102.23	102.93	103.22	102.44

资料来源：路透

由于减产协议、沙特价格战等事件影响，原油供给过剩矛盾会更加突出，供给端将会饱受压力，再加上市场情绪不稳定，油价大幅度震荡将会频发。未来 OPEC 与俄罗斯再度谈判的进程决定着国际原油价格恢复走势。

（三）全球经济增速放缓，原油需求下降，下行压力加大

新型冠状病毒爆发以来，中国，乃至世界经济都遭受了一定程度的冲击。2020 年 2 月 28 日，国际货币基金组织 (IMF) 表示，预计新冠疫情会使中国 2020 年经济增速降至 5.6%，较 1 月的预期下降 0.4%，并使全球经济增长下降 0.1%。随着疫情的进一步蔓延，全球经济增速将会继续放缓。

作为重要的大宗商品，原油价格直接反映了全球市场对于风险溢价的偏好程度。短期而言，此次突发公共卫生事件引发的市场恐慌情绪仍在扩散，经济增长放缓，原油需求受到打击。但新型冠状病毒属于偶发性事件，一旦疫情稳定，市场情绪得以恢复，经济将会出现反弹，原油是反映经济形势的晴雨表，原油价格会随之有所回升，短期而言，原油价格暴跌之后有望探底回升。中期来看，国际市场上原油供给大于需求将得以延续，原油价格将维持在 50 美元左右的低位徘徊。