

新冠疫情叠加油价暴跌，全球金融市场动荡或将进一步持续



2020 年 3 月 11 日

联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

邮箱：lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228

PICC 大厦 17 层

网 址：www.lhratings.com

新冠疫情叠加油价暴跌，全球金融市场动荡或将进一步持续

联合资信评估有限公司 主权部

主要观点

- 新冠疫情爆发致使全球经济预期恶化，OPEC+减产协议破产加剧原油价格下行，引发市场恐慌情绪攀升
- 实际减产力度松懈，各国财政压力不同，OPEC+分歧由来已久，协议破产引发 OPEC+ 联盟破裂风险显著上升，对能源市场影响力将显著下降，短期内油价仍有下探空间
- 全球经济低速增长环境对原油需求形成持续抑制，多重不确定下全球经济前景难言明朗，原油需求回升乏力，无减产协议下的油价市场将有利于过剩产能快速出清，油价或将长期低迷
- 在新冠疫情蔓延全球背景下，油价暴跌引发金融市场震荡，将对前期积累的资产泡沫产生挤出效应，金融市场的脆弱性将暴露的更彻底，或将引发新一轮经济衰退

事件概述

3月6日，石油输出国组织（OPEC）举行 OPEC 及 OPEC+会议，就 OPEC 和 OPEC+ 国家是否继续减产商讨后续方案。然而，俄罗斯拒绝继续额外减产 150 万桶/日的提议，随后 14 个 OPEC 成员国内部也未能就继续延长减产达成协议。当日，伦敦布伦特原油（以下简称“布油”）下跌 9.9%，纽约商品交易所（NYMEX）原油（以下简称“美油”）下跌 10.4%。

3月7日，沙特阿美公布原本应于 5 日发布的月度定价公告，大幅调低其不同级别的主要原油定价，削减的幅度创下 20 年来最大，并私下告知市场参与者，如需求反弹将增产至 1200 万桶/日的纪录水平。随着沙特宣布降价后，俄罗斯也表示将提高产量。

3月8日，中东股市遭遇“黑色星期日”。沙特股市下跌 7.15%，全球最大市值公司、原油巨无霸沙特阿美开盘破发。同一时间，科威特股指跌逾 10%，市场暂停交易。迪拜 DFM 指数跌近 8%，开罗 EGX30 指数跌近 4%。

3月9日开盘后，美、布原油大幅低开，布油大跌 31%，美油跌幅超过 24%，现货黄金则一举突破 1700 美元/盎司。同时，美股市场出现大幅波动，标普 500 指数跌 7% 触发第一级熔断机制，美股三大股指全部暂停交易 15 分钟。再度开盘后，恐慌依旧，收盘时，道指下跌 7.79%，标普 500 跌 7.60%，纳指跌 7.29%。

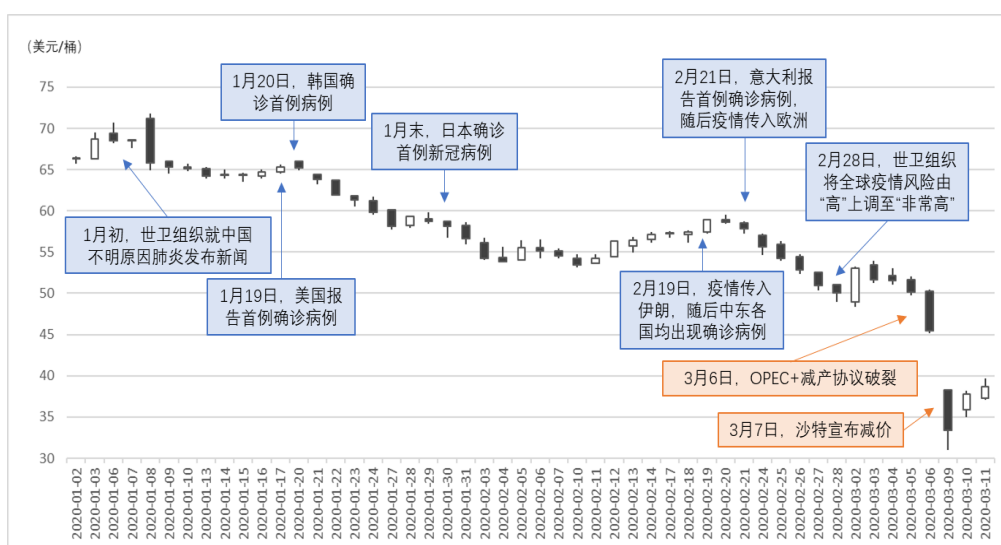
新冠疫情下，原油价格下跌将加剧市场恐慌情绪，全球金融资本市场迎来双重打击。3月12日，疫情蔓延全球，市场恐慌情绪攀升，全球股市纷纷再现大幅下跌行情。

评论正文

新冠疫情爆发致使全球经济预期恶化，OPEC+减产协议破产加剧原油价格下行，引发市场恐慌情绪

自新冠疫情爆发以来，全球经济前景预期恶化，能源需求受到抑制，原油价格自 2020 年初以来表现出明显下滑行情。作为全球最大原油进口国，中国受疫情防控防疫影响推迟复工复产，旅游消费、交通运输等经济活动急剧萎缩，能源需求大幅下滑。2 月以来，多个国际机构下调全球经济增长预期。随着新冠疫情的迅速蔓延，IMF 预计 2020 年全球经济增长将低于 2019 年的 2.9%。另外，经合组织认为 2020 年全球经济增长为 2.4%，低于 2019 年增速，而且若疫情恶化则仅增长 1.5%。亚洲开发银行预计新型冠状病毒疫情将使今年全球经济增长减少 0.1 至 0.4 个百分点，财政损失预计将在 770 亿至 3470 亿美元之间，除中国以外的亚洲发展中地区今年经济增长可能减少 0.2 至 0.5 个百分点；国际投资机构高盛表示，随着遏制病毒传播措施的影响从中国溢出到世界其他地区，最新爆发的冠状病毒疫情将会拖累今年的全球经济增长，2020 年全球 GDP 增长将受到 0.1 至 0.2 个百分点的打击。全球经济预期恶化使得全球能源需求受到压制，国际油价持续走低。截至 2 月 28 日，伦敦布伦油由年初 66.34 美元/桶下滑至 50.09 美元/桶，最低时突破 50 关口，下探至 48.94 美元/桶，累计收跌 24.5%；NYMEX 原油价格则由年初的 61.18 美元/桶下跌至 45.26 美元/桶，累计收跌 26.0%。

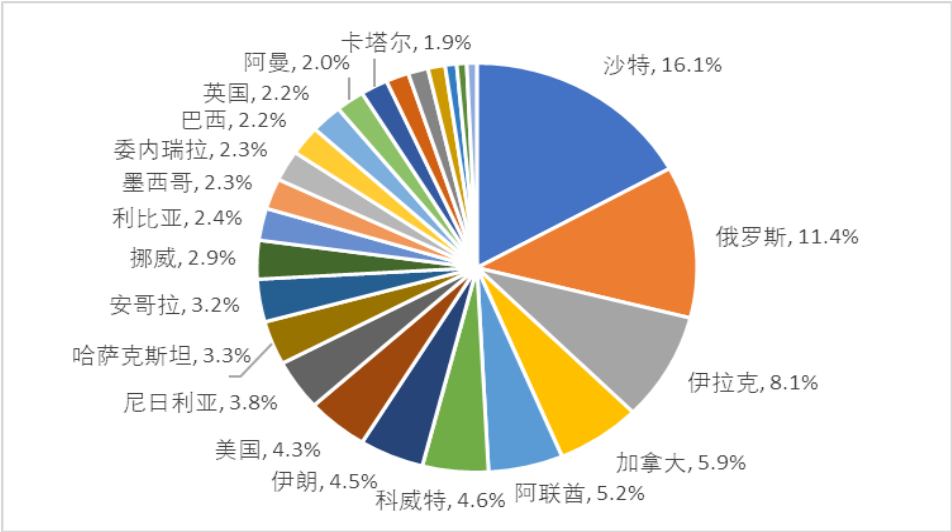
图 1 2020 年全球原油价格走势



数据来源：Wind 布油收盘价，联合资信整理

在此背景下，此次 OPEC+减产协议的破产对国际原油价格形成巨大打击，并引发市场恐慌情绪。作为全球原油供应国联盟，OPEC+减产协议一度被市场寄予厚望。在美国页岩油革命后，能源供应迅速提升，全球能源供应明显过剩，而 OPEC+联盟提供了全球近 40% 的原油供应，减产协议对保正油价，减缓下跌趋势至关重要。然而 3 月 6 日，OPEC+进一步减产协议在俄罗斯的否决后宣告破裂，并且 OPEC 的 14 个成员国内部会议也未达成协议，引发市场对原油过剩的担忧，伦敦布伦油和纽约 NYMEX 原油盘中最大跌幅均超过 9%，创 2008 年以来最大的单日跌幅。3 月 9 日，原油大幅低开，布伦特原油大跌 31%，NYMEX 原油跌幅超过 24%；另一方面，作为避险资产的黄金则一举突破 1,700 美元/盎司大关。

图 2 2018 年全球原油供应国占比情况

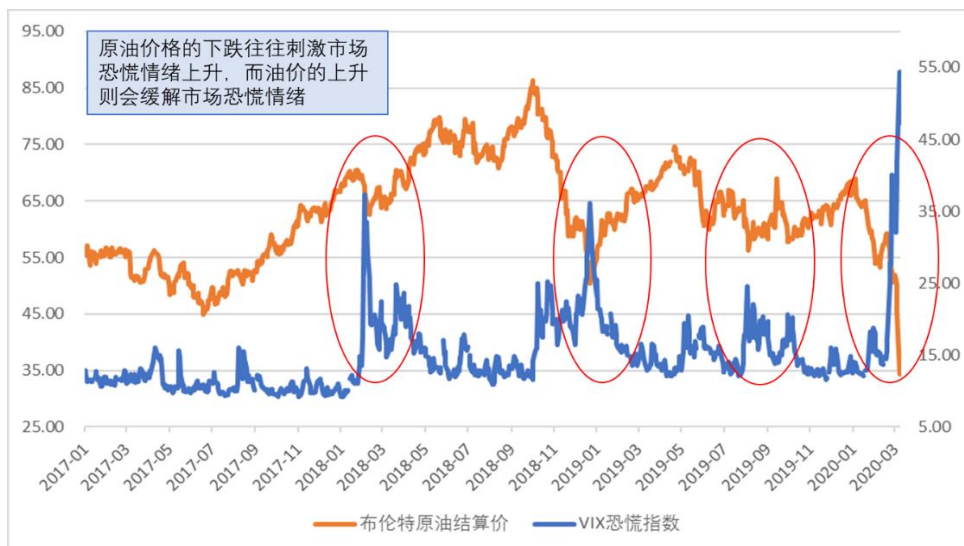


数据来源：WTEx，联合资信整理

另一方面，原油的金融属性决定了原油价格对稳定市场信心的重要作用，过低的油价将会对全球金融市场带来冲击。从 VIX 恐慌指数与油价的相关性来看，原油价格的下跌往往刺激市场恐慌情绪上升，而油价的上升则会缓解市场恐慌情绪。此次国际油价的暴跌后，VIX 恐慌指数急剧上升至 54.4，单日增幅达到近 30%。市场恐慌情绪迅速蔓延至全球股市，中东、欧洲、亚太和美国股市均出现大幅下跌行情。中东股市遭遇“黑色星期日”。沙特股市下跌 7.15%，沙特阿美开盘破发。同一时间，科威特股指跌逾 10%，市场暂停交易。迪拜 DFM 指数跌近 8%，开罗 EGX30 指数跌近 4%。3 月 9 日开盘后，德国 DAX 指数跌 7.4%，英国富时 100 指数跌 8.3%。日经 225 指数大跌 5%。韩国综合指数大跌 4.19%，创去年 9 月以来新低。香港恒生指数收盘跌 4.23%报 25,040.46 点，险守 25,000 点关口，创 2018 年 2 月以来最大单日跌幅。美股市场出现大幅波动，标普 500 指数跌 7%触发第一级熔断机制，美股三大股指全部暂停交易 15 分钟。这是三十多年来的美股市场第二次触发熔断，历史仅

有 1997 年一次。而且再度开盘后，恐慌依旧，收盘时，道指下跌 7.79%，标普 500 指数跌 7.60%，纳指跌 7.29%。

图 3 原油价格走势与市场情绪波动



数据来源：Wind，联合资信整理

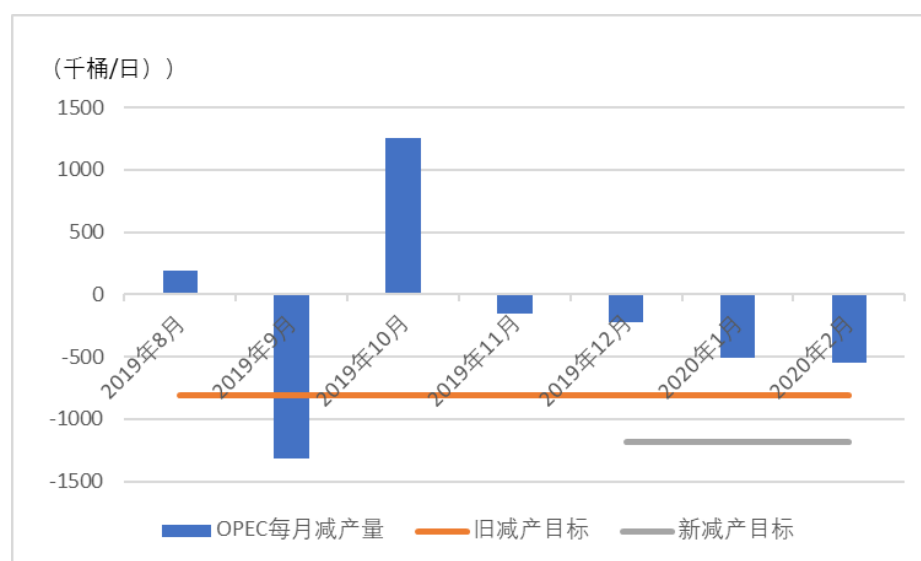
实际减产力度松懈，各国财政压力不同，OPEC+分歧由来已久，协议破产引发 OPEC+联盟破裂风险显著上升，对能源市场影响力将显著下降，短期内油价仍有下探空间

实际减产纪律松懈，各国财政对石油收入需求不同，此次扩大减产会议谈崩更深层次的揭示了 OPEC+内部的分歧，是 OPEC+联盟组建三年多以来遭遇的最大危机。OPEC+联盟破裂风险显著上升，对能源市场影响力将显著下降。同时，3 月 31 日以后，OPEC+生产将重回无限制状态，根据现有的减产规模测算，预计将有 200 万桶/日的供应重回国际市场，原油供应过剩局面加剧。若后续 OPEC+内部无法达成协议，短期内油价仍有继续下行空间。

从此轮减产协议开始实施以来，OPEC+内部减产纪律松懈，实际减产完成度不高。此轮减产协议始于 2019 年 1 月 1 日，在当时 OPEC 公布的减产配额表中，在 OPEC 减产的成员國中，沙特承担了 40%的减产比例；而在非 OPEC 减产国家中，俄罗斯承担了 62%的减产比例，沙特和俄罗斯承担了主要减产任务。协议在 6 月再度延长，减产目标定为 120 万桶/日。在 2019 年 12 月 5 日召开的 OPEC 会议中，以沙特阿拉伯和俄罗斯为首的产油国达成协议，在现有减产协议的最后 3 个月再增加减产 50 万桶/日的任务，即减产目标上升至 170 万桶/日。其中 OPEC 成员国减产比例为 70%，减产任务为 118.4 万桶/日，非 OPEC 产油国减产比例为 30%，减产任务为 51.4 万桶/日。但从实际执行效果来看，减产目标实现

效率较低。从 2019 年下半年减产执行情况来看，截至 2020 年 2 月，合计 7 个月中，OPEC 只有 2019 年 9 月份完成减产目标，超额生产则是常态。伊拉克、尼日利亚、阿联酋、厄瓜多尔，和俄罗斯等国均未完成减产目标，其中伊拉克在 2019 年没有任何一个月份完成减产目标，俄罗斯则只有 2019 年 5 月、6 月和 7 月完成减产任务。OPEC+内部实际减产效果并未达到预计效果，国际油价反弹的动力不足。

图 4 OPEC 产油国减产实际完成情况

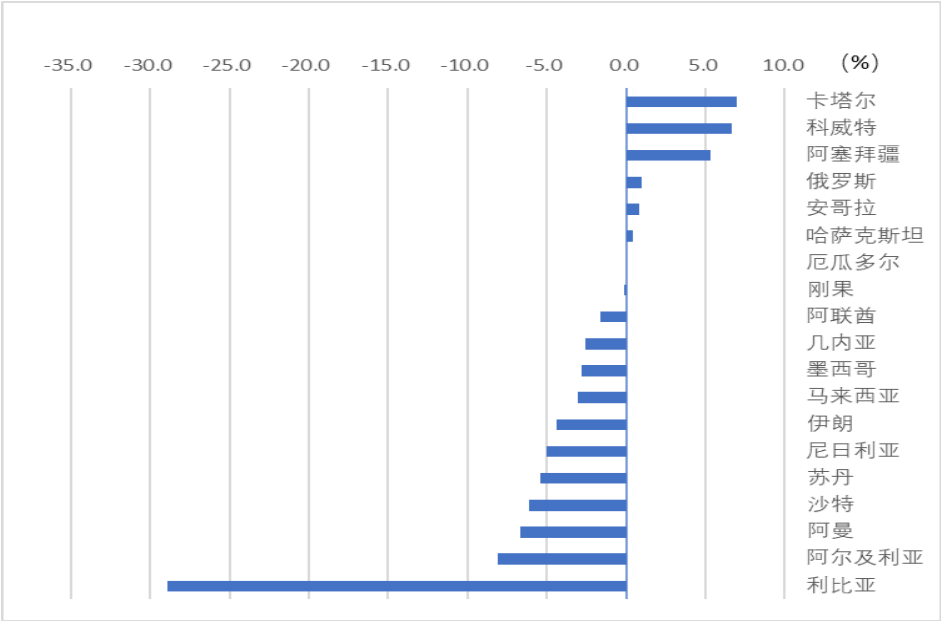


数据来源：OPEC，联合资信整理

另一方面，OPEC+内各国财政压力不同，导致各国对原油价格的需求不同，这也是各国对减产协议产生分歧的根本原因所在。从 2019 年 OPEC+各国财政盈余状况来看，除了科威特、卡塔尔和阿塞拜疆保持了相当于 GDP 的 5%以上的财政盈余之外，俄罗斯、安哥拉和哈萨克斯坦财政状况暂时良好，稍有盈余；而其余 OPEC+产油国均面临不同程度的赤字状况。其中，利比亚因国内战争等负面因素影响，财政急剧恶化，2019 年财政赤字率近 30%。利比亚 2020 年初因为国内动乱原油供应一度停滞，预计其财政压力将继续上升。沙特作为 OPEC 内主要减产国，近几年国内财政状况持续恶化，2019 年财政赤字达到 6.1%。低油价对财政压力较大的 OPEC+国家将产生直接冲击。

正因如此，沙特选择深化减产达到保油价进而保障财政收入的目的。但这一提议遭到俄罗斯的抵制。沙特转而寻求降价寻求市场份额来达到保证收入的方式，目前来看，俄罗斯也表态将在下月增加原油产量。双方的价格战将对 OPEC+联盟稳定能源价格的功能和作用产生致命打击，同时带动其他 OPEC+产油国，特别是财政压力较大的国家，加入增产大军。在沙特、俄罗斯表态增产后，阿联酋和尼日利亚均表示也将在 4 月增产。在无减产协议约束下，4 月份各国原油产量将没有任何限制，预计国际油价仍有进一步下行的空间。

图 5 2019 年 OPEC+产油国财政盈余/GDP



数据来源：IMF，联合资信整理

从长期来看，中东地区的盈亏平衡油价普遍在 60~80 美元/桶的较高区间，沙特的盈亏平衡油价约为 80 美元/桶，俄罗斯盈亏平衡油价约在 40 美元/桶，均高于当前油价。因此，沙特和俄罗斯仍有重回谈判的可能性。

另一方面，此轮协议的破裂将加深 OPEC+联盟内部分歧，加大 OPEC+联盟分裂风险，降低其对国际能源市场的影响力。自 2016 年国际原油价格大幅跳水之后，依赖石油收入的经济体陷入困境。而鉴于美国页岩油生产商产量激增情况下油价上升乏力，OPEC 成员国主力沙特携手俄罗斯通过全球减产协议推动油价上升，当时二者原油输出约占全球原油供应的 31%，排在全球原油出口的第一和第二位。自 2017 年减产协议以后，国际油价逐步由 30 美元/桶攀升至 80 美元/桶，同时 OPEC+这一概念正式形成。OPEC+通过减产成功控制了原油供应，从而在全球原油供应端形成管理决策机制，对全球原油市场产生了深刻影响。然而，随着近几年油价的阶段性和各国经济发展需求的变化，OPEC+内部对减产力度出现分歧。特别是作为 OPEC+内拥有主要影响力和承担主要减产任务的沙特和俄罗斯。双方依靠石油谈判在近几年内建立了广泛的政治伙伴关系，在一些地区的地缘政治问题上存在对立局势。同时，双方国内经济对原油依赖的程度的不同，财政压力不同导致各自对原油价格 and 市场份额的立场产生根本分歧。相比于俄罗斯，沙特经济对石油收入依赖度更高。此轮协议破裂之后，沙特阿美公布月度定价公告，公开宣布降价，刺激国际油价继续走低；随后，俄罗斯的强硬表态则加剧了国际恐慌情绪，国际油价继续下探。二者之间的公开对立深刻揭示了 OPEC+的内部分歧。另一方面，随着美国页岩油技术革命，美国能源供应呈

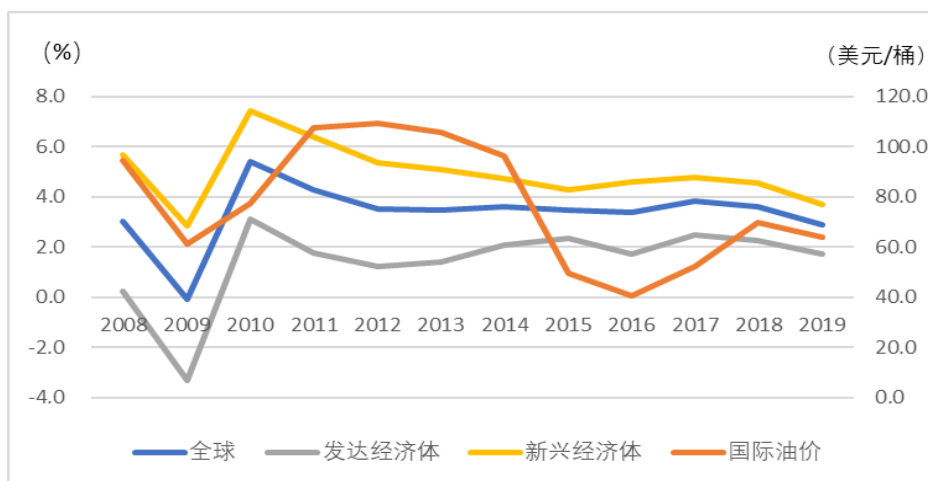
现持续上升态势，OPEC+国际原油市场份额占比持续下滑。根据最新 OPEC 月度报告，2020 年 2 月 OPEC 原油供应占全球能源供应的 27.8%，将上月份下降 0.5 个百分点，这已经是自去年 10 月以来连续 5 个月呈现下滑趋势。

总体看，短期内，在沙特降价增产以及俄罗斯增产带动下，预计其他 OPEC+产油国也会陆续加入增产大军，国际油价仍将继续下行。但过低油价对 OPEC+内各国财政及经济均带来较大压力，或将促使沙特与俄罗斯重回谈判桌。

全球经济低速增长环境对原油需求形成持续抑制，多重不确定下全球经济前景难言明朗，原油需求回升乏力，无减产协议下的油价市场将有利于过剩产能快速出清，油价或将长期低迷

全球经济低速增长环境对全球能源需求形成长期抑制，原油需求长期低于原油供应，全球能源过剩是油价增长动力不足的根本原因。当前全球经济仍处在复苏阶段。2008 年以来，次贷危机、金融海啸和欧债危机给全球经济带来的阵痛并未全部消除，全球经济仍处在深度调整阶段。在欧美央行超常规货币政策下，全球经济结构性问题并未得到解决，人口老龄化、贫富分化以及经济发展不平衡等问题仍然突出，工业化进程虽有突破，但工业周期调整越发短期化，低通胀一直困扰发达国家，发达国家经济持续增长动力不足。新兴市场国家增长潜力虽然大于发达国家，但随着国际经贸环境和资本市场的高度融合和流通，国际贸易形势的恶化对新兴市场国家影响明显更大，新兴国家对资本市场动荡脆弱性更为明显。另一方面，近年来，在贸易单边主义盛行、民粹主义兴起、国际贸易形势恶化、地缘政治风险事件频发、生态环境恶化等多重因素下，发达经济体与新兴国家经济增速均出现放缓，全球经济增长乏力，经济增长长期低速运行，全球能源需求受到持续抑制。

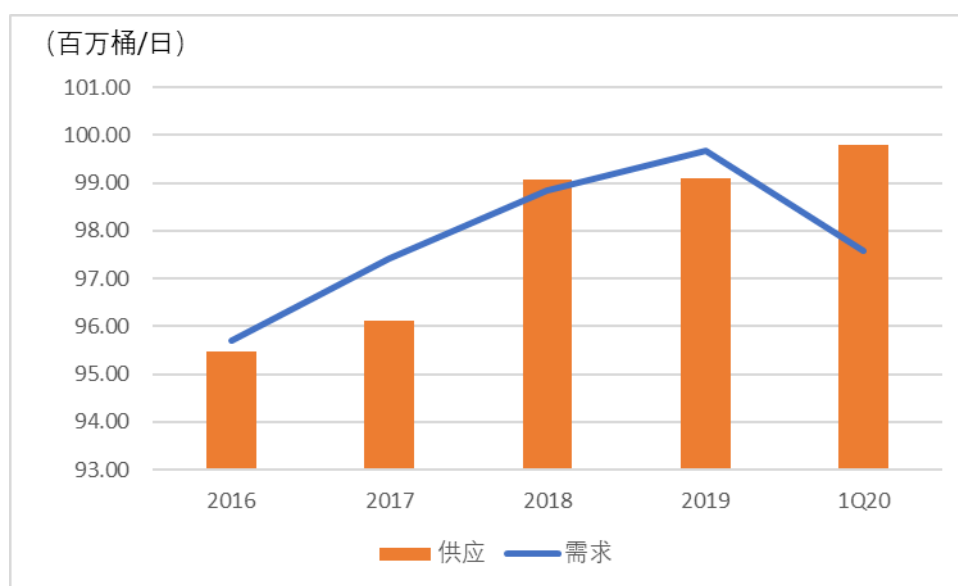
图 6 全球经济增长及国际油价情况



数据来源：IMF，OPEC（官方年度油价），联合资信整理

多重不确定性下全球经济前景难言明朗，各国经济下行压力较大，全球能源需求回升乏力。当前的全球新冠疫情将持续制约需求回升，将成为接下来供应过剩的主要原因。全球范围内交通运输、航空、船运用油及炼厂用油需求减少，当前石油市场过剩幅度或超过 200 万桶/日，实际上即使 OPEC+如期成功减产，也并不能明显改变过剩格局。在 4 月份无减产协议约束下，各国产油水平将不受限制。同时，美国页岩油在过去 OPEC+减产的几年间，趁机抢占原油供应市场份额。据统计，自 2016 年 10 月份以来，OPEC 市场份额从 39.2% 降至 2020 年 2 月份的 34.0%，而美国则由 12.5% 增至 17.6%。目前市场的过剩不能仅靠 OPEC+出清，还需要依靠页岩油减产来实现再平衡。中期内低油价将有利于市场过剩产能快速出清。长期来看，在多重不确定性下，全球经济前景黯淡，能源需求回升动能不足，市场出清面临多重角力，油价或将进入长期低位常态。

图 7 国际原油供应与需求



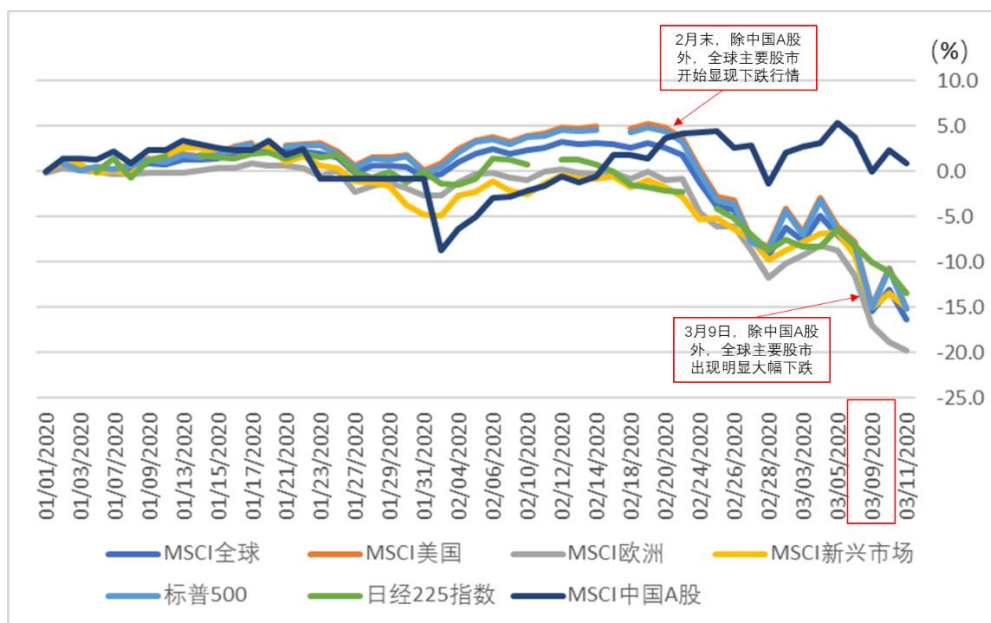
数据来源：OPEC，联合资信整理

在新冠疫情蔓延全球背景下，油价暴跌引发金融市场震荡，将对前期积累的资产泡沫产生挤出效应，金融市场的脆弱性将暴露的更彻底，或将引发新一轮经济衰退

今年 2 月初，随着新冠疫情蔓延至亚太和欧洲，全球各主要股市开始出现下滑行情，特别是欧洲股市和亚太股市，均出现明显下跌行情。同时，全球避险情绪上升，全球各债券市场收益率逐步上升，特别是发达国家债券市场受到投资者青睐，美国和欧洲债券市场

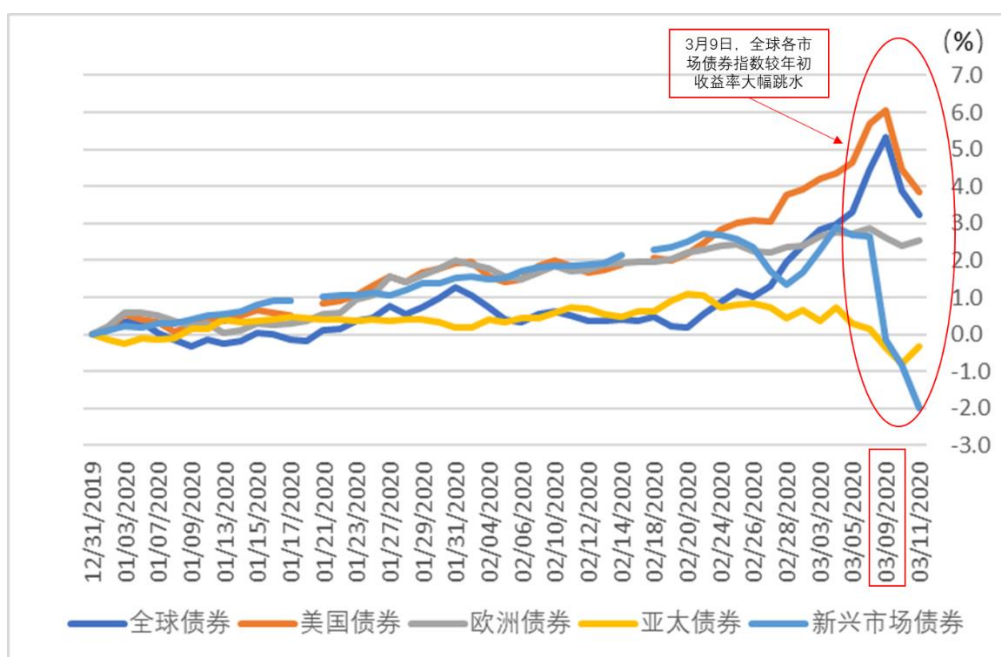
收益率上升较快。3月6日，OPEC+减产协议破产触发的油价暴跌，引发全球金融市场动荡。3月9日开盘后，全球避险情绪急剧攀升，全球股市、债市和大宗商品价格无一幸免，均出现大幅下跌跳水，而具备避险属性的国债和黄金受到青睐。

图 8 2020 年以来全球股指较年初累计涨跌幅



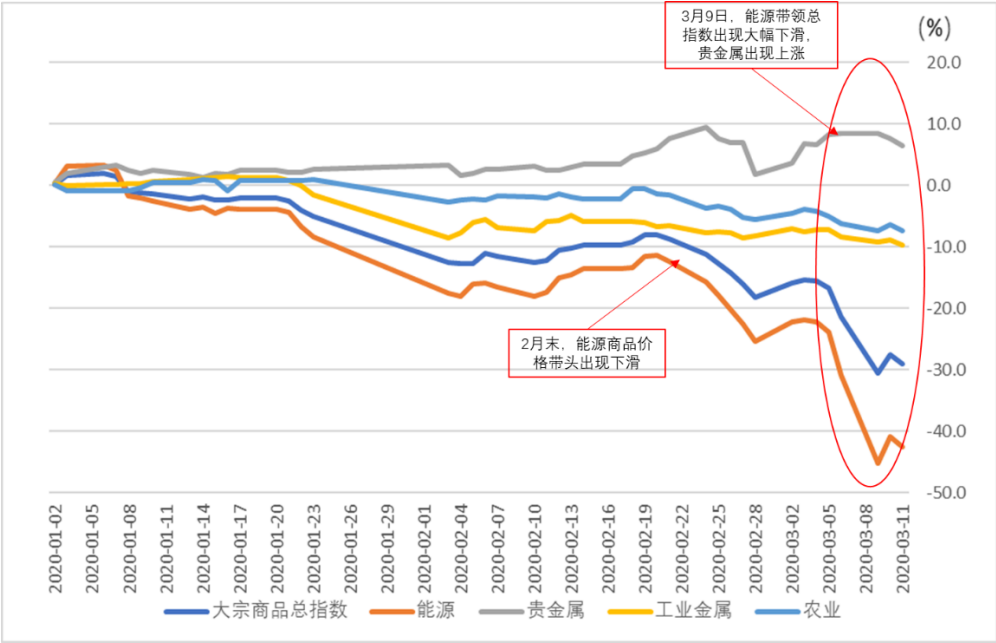
数据来源：Bloomberg，联合资信整理

图 9 2020 年以来全球债市收益率



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

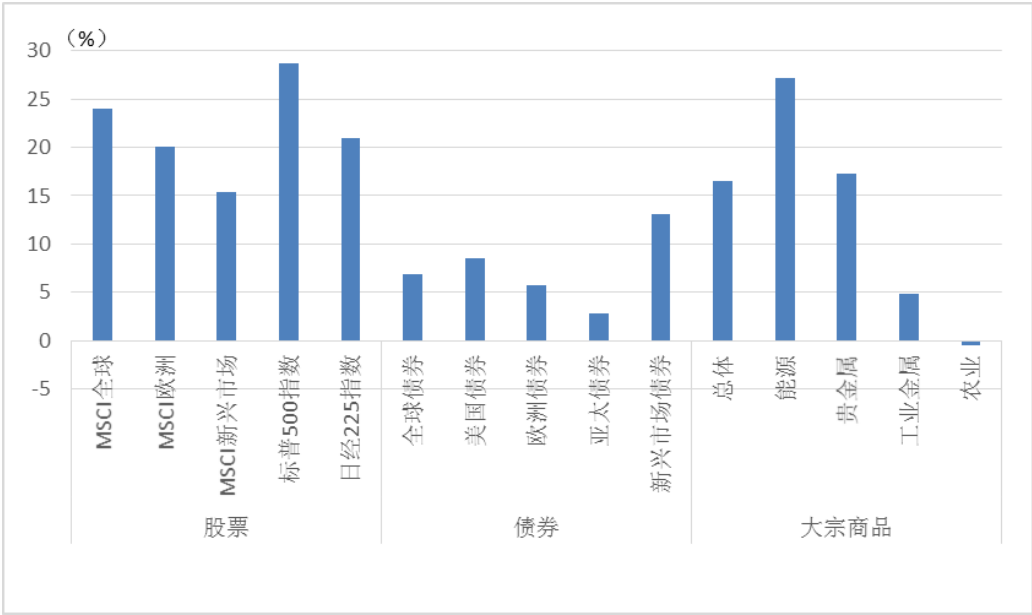
图 10 2020 年以来国际商品价格指数回报率变动



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

而在 2019 年，得益于全球主要央行货币政策趋向宽松、市场风险偏好持续提升等因素，全球主要大类资产迎来普遍上涨，股票市场、债券市场和大宗商品市场的全年回报率分别达到 24.0%、6.8%和 16.5%，其中以股票、大宗商品为代表的风险资产涨幅显著高于以债券为代表的避险资产涨幅。

图 11 2019 年全球主要大类资产回报率

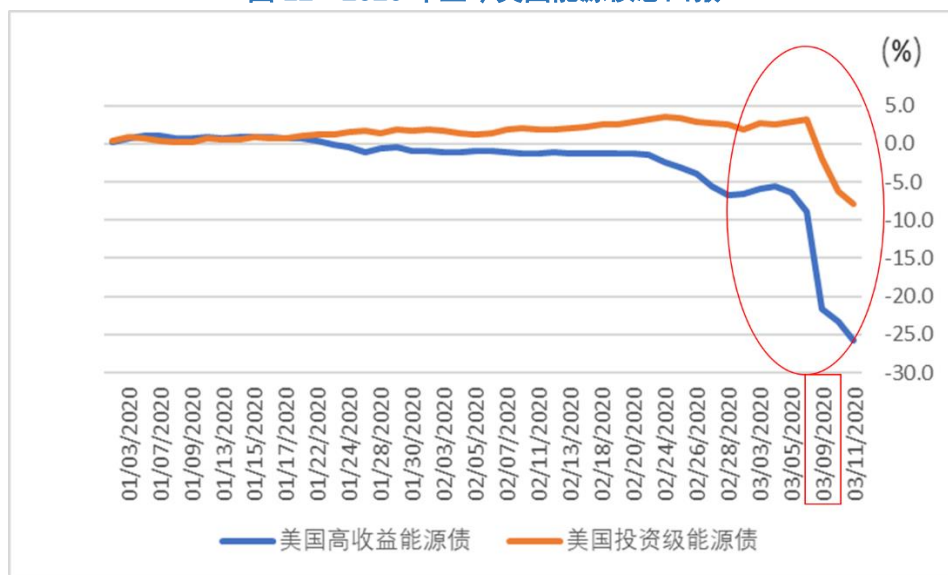


数据来源：Wind，Bloomberg，联合资信整理

受到全球货币政策持续宽松影响，2019 年即使在全球经济增速下滑至近年低点的情况下，全球大类资产仍然呈现出普涨局面。此次新冠疫情叠加油价暴跌，对全球金融市场产生震荡作用，对前期累计的资产泡沫产生挤出效应，金融市场的脆弱性将暴露的更彻底。金融市场的泡沫风险主要体现在金融市场和实体经济之间的背离。特别是股票市场，由于前期涨幅较大，全球各主要股市均面临持续的回调风险，尤其是以美国为代表的发达国家股市。而通过此次全球金融市场表现来看，在此次疫情和油价暴跌冲击下，股票市场脆弱性暴露的更为明显。中东、欧洲、亚太以及美国股市均出现大幅下跌行情，多个国家股市出现熔断暂停交易。

以美国为例，3 月 9 日美国三大股指纷纷暴跌，甚至出现熔断，能源股领跌大盘，市场对美国经济陷入衰退的概率预期已经高达 80%。另外，债券市场方面，在原油价格大幅跳水的背景下，美国能源相关的债券指数价格持续走低，指数总回报持续下滑，能源债券违约风险正逐步上升。此前，美联储深夜紧急降息 50 个 BP，尽管美联储强调这是为了遏制疫情对经济产生负面冲击。但历史来看，近 20 年期间，美联储在 2001 年科技股泡沫破裂期间和 2008 年金融危机期间共启动过 6 次紧急降息，每次紧急降息都伴随着经济下行周期的来临。

图 12 2020 年至今美国能源债总回报



数据来源：Bloomberg，联合资信整理

在全球主要央行降息节奏放缓、利率水平处于历史低位的情况下，新冠疫情和油价暴跌的双重打击下，全球恐慌情绪急剧攀升，全球金融市场短期内恐难以平稳。而若新冠疫情出现大幅恶化，金融市场震荡影响实体经济增长预期，则不排除全球陷入新一轮衰退的可能性。