

观点

从 3 轮起伏看原油价格波动规律

文/高健

自 1983 年 3 月 30 日美国西德克萨斯州轻质原油（WTI）期货上市至今已近 40 年时间，1988 年英国伦敦国际石油交易所推出布伦特原油期货。WTI 和布伦特是全球影响最大的两个原油期货。随着成交量逐步扩大，直至成为全球最大的商品期货合约，原油期货已经集商品属性、政治属性和金融属性三重属性于一身。

从原油期货价格的波动规律来看，上市的头 20 年，即 1983~2004 年，其金融属性并不强，油价更多受到商品自身供需关系的影响，原油期货价格整体处于低位、窄幅区间波动，范围在 10~30 美元（每桶价格，下同）。自 2004 年之后，随着全球经济爆发式发展，原油期货市场活跃度迎来井喷。在商品属性和地缘属性的基础上，金融属性的加持使得原油波动幅度急速放大，并且呈现出极强的周期性规律。

从 2004 年至今，原油经历过 3 个完整的周期，分别是 2004~2009 年、2010~2015 年、2016~2020 年。当下原油已经进入第四轮周期。以下从原油平衡表、库存、美国通胀、美联储利率、美元指数、原油期货持仓和全球 GDP 等维度，来回顾过去 3 个周期原油价格的波动情况。

第一轮，2004~2009 年原油波动周期历经 6 年。

2000 年后，全球经济从亚洲金融危机中迅速复苏并且加速增长，但由于欧佩克产量政策出现失误，原油市场的供需关系滞后于全球宏观大形势。即便如此，从宏观背景来看，得益于全球经济的高速发展，该阶段全球经济处于高速发展阶段，美联储完成了一轮利率周期操作，而且利率调整幅度较大，原油期货持仓量快速增加，原油市场交投日益活跃，期货市场的前瞻性特点体现得淋漓尽致。2004~2005 年原油市场出现过剩，但油价依然持续走高，布伦特期货均价甚至自 30 美元升至 60 美元水平，实现翻番。油价与库存之间呈现正相关性，即出现累库涨价的现象。在金融属性的驱动之下，该时段油价的波动脱离了原油基本面。

2006 年之后，原油供求关系调整进入紧缺阶段，原油市场进入金融属性和商

品属性共振上行阶段。在供应紧缺的市场背景下，借助原油市场流动性的持续增强，原油价格加速冲高，并于 2008 年中达到历史最高值，布伦特日结算价最高升至 146.08 美元。不过，随着美国次贷危机逐步发酵并于 2008 年中全面爆发，进而引发全球经济危机，全球原油需求迅速削弱，原油供应缺口迅速收缩甚至转为过剩。原油市场转而进入金融属性和商品属性共振下跌阶段，油价在 6 个月内暴跌 75%。

第二轮，2010~2015 年原油波动周期同样历经 6 年。

与第一轮周期相比最大的不同之处在于：全球经济增速、美国 CPI、美联储利率环境基本处于稳定状态，WTI 原油期货总持仓稳步增加，原油市场活跃度进一步提升。因此，在第二轮原油周期，宏观和金融属性对油价的影响减弱，原油重归商品属性，受到供求关系的影响更大。2010 年下半年~2014 年上半年，原油市场长期处于供应紧缺状态，油价在 2009 年复苏之后进一步延续涨势，并且价格在较长期维持高位。直至 2014 年下半年原油市场基本面坍塌，原油平衡表由供应紧缺迅速进入供应过剩状态，最终引发油价崩盘。第二轮周期中，油价与库存之间显现出较强的负相关性，由此也反映出该时段原油处于商品属性主导阶段。

第三轮，2016~2020 年原油波动周期缩短至 5 年。

这一轮 WTI 原油总持仓在 2018 年达到峰值后逐步降低，金融属性有所减弱。此外，与第一轮周期类似，美联储同样完成了一轮利率周期操作，但利率调控空间比第一轮有所收窄。除 2020 年全球经济受到疫情的短暂冲击之外，全球经济并未发生严重的系统性危机。所以，第三轮原油波动周期中，原油商品属性占主导，金融属性居其次。而且，第三轮原油波动周期经历了过剩→紧缺→过剩→紧缺的两个小周期，比前两轮多出一个小周期。

综合分析上述 3 轮原油波动周期，可以得出 4 个基本结论：

第一，油价中长期运行趋势与平衡表趋势基本一致，即商品供需是价格的决定性因素。第二，特定时段内，宏观因素和金融属性会导致油价波动脱离基本面，但商品基本面最终会向宏观形势靠拢，油价波动最终会回归基本面。第三，在金融属性和商品属性背离时，油价与库存之间的相关性可能会逆转，如 2004~2005

年虽然经合组织石油库存持续增加，但油价跟随库存上涨。第四，美联储加息与通胀和经济形势基本同步，即美联储加息具有极强的前瞻性。美联储加息与 CPI 和油价之间存在较强的正相关性，即美联储加息阶段，美国 CPI 和油价同时上涨。

此外，从 3 轮原油波动周期还可得出两个规律：

其一，原油波动时间周期缩短，由前两轮的 6 年缩短至 5 年。时间周期缩短主要是受供应端的影响，具体表现在原油供应的垄断性逐步降低，供应逐步多元化，由欧佩克一家独大演变到当前美沙俄三足鼎立格局。尤其是新冠疫情之后，欧佩克+产量调整周期缩短到月度，供应的灵活性进一步提高，油价波动周期可能进一步缩短。

其二，原油波动空间逐步收缩。在过去 3 轮原油波动周期中，油价波动的空间分别为 115 美元、100 美元和 65 美元。而且，原油波幅的收缩主要体现在高点逐步下移。而油价低点则相对稳定在 30 美元附近。油价高点的逐步下移，在很大程度上验证了原油产能逐步过剩的现状，原油的稀缺性逐步降低。而油价低点的相对稳定则反映出全球原油密集产能的生产成本大概稳定在 30 美元附近，而且美国页岩油开采成本趋势性降低，正逐步向 30 美元区域靠近。

从前 3 轮波动周期的经验和规律来看，自 2021 年以来原油市场已经处于第四轮波动周期当中。理由是：

首先，美联储利率暂时稳定，但 2022 年大概率进入加息周期，不过预计利率调整空间有限。这一背景与第三轮周期相似。但与前几次相比，美联储加息明显滞后，在很大程度上还是出于对疫情不确定性以及供应链短缺的担忧。WTI 原油总持仓规模显著减少，可能预示着未来全球流动性将收紧。所以，第四轮原油波动周期中，原油的金融属性将增强。但由于美联储加息滞后于 CPI，所以，加息与 CPI 和油价的正相关性特征将弱化，甚至不排除加息与 CPI 和油价出现负相关性的可能。

其次，从平衡表来看，未来原油市场存在较大的过剩风险，经合组织石油库存也将进入累库阶段。从商品属性层面来看，未来油价是利空的。

最后，从时间周期来看，预计第四轮原油波动的时间周期不会超过第三轮，即不超过 5 年时间。自 2020 年 5 月至今，原油价格反弹已经有 1.5 年。假设第

四轮原油波动周期不超过 5 年，则意味着当前油价上涨可能已经进入尾部阶段。同时参考油价高点来看，波动的时间和空间都将有限。

综合来看，预计第四轮原油波动周期会出现金融属性和商品属性并重的局面。由于美联储加息与 CPI 产生时间差，所以，要高度留意第四轮后半周期原油金融属性和商品属性共振造成价格下跌的风险。

（作者单位为招金期货有限公司）