

跌跌不休

约翰·巴菲斯、艾汉·高丝、弗兰齐斯卡·奥恩佐格、马克·斯托克

过去30年间发生过几次油价暴跌，2014年的暴跌则是最近发生的一次，这可能预示油价将长期处于低位

油价在每桶100美元的价格相对稳定了四年之后，在2014年6月开始下跌50%以上。油价大幅下跌与其他大宗商品价格下跌共同标志着21世纪初开始的经济繁荣（或者称为超周期）的终结。但油价下跌也并非史无前例。这次崩盘之前，油价曾有三次暴跌（见图1）。

伴随着每次下跌，石油市场和全球经济都出现了重大变化。最近的油价崩盘不仅引发了有关其前因后果的激烈讨论，而且也引起人们对本次油价崩盘与以往不同之处提出问题。

我们分析了每次油价崩盘的主要特点，发现虽然每次崩盘都有自己的故事，但是第一次和最近这次惊人的相似，相似点包括价格处于高位一段时间后，非常规供应快速增加和石油输出国组织（欧佩克）转变了政策。这些相似点表明油价在一段时间内仍将保持相对低位。

潜在的石油供需条件以及未来发展预期决定了长期价格趋势。但预期也可以在市场情绪短期波动中发挥作用。在当前油价

跳水期间，应注意调整供需预期，但这种调整并不是例外并且幅度也不是很大——调整本身不可能引起价格剧烈波动。

最近这次暴跌的背后

但是，这些预期的变化与其他四大发展态势同时发生：美国石油产量快速增加、欧佩克目标发生重大转变、地缘政治风险降低和美元大幅升值。这些因素再加上较长期供需动态变化，形成了油价暴跌的完美风暴：

- 供给和需求：全球石油市场一直受到供应超出预期的长期趋势影响，尤其是来自美国的石油开采非常规来源供应，其次是来自加拿大的油砂供应和生物燃料（产自植物，如玉米和甘蔗）供应。2009年之后油价上涨和特别有利的融资条件使美国从致密岩层（页岩资源）开采石油有利可图，导致美国石油产量显著增加（见图2）。这些非常规石油项目不同于标准的钻井作业，因为它们的资本成本相对较低，而且生命周期较短——从开发到正式开采仅需2.5—

中国大庆油田的油井架。

3年，而常规钻井需要数十年。与此同时，人们曾预测石油供应会上升，但2011年以来全球增长再三令人失望，导致石油需求预测下降（见图3）。而供应和需求相关因素在压低油价方面发挥了作用，经验估计表明，供应（远超需求）因素是最近油价跳水的主要原因。

非常规石油供应商很可能继续作为重要的石油供应商。

- **欧佩克的目标**：欧佩克成员国每天约生产3600万桶石油，占全球石油供应的40%，尽管在全球产量中所占的份额比十年前低，但是如果欧佩克愿意，仍然有可能成为全球石油市场的无拘束产油国（见专栏）。也就是说，欧佩克有足够的闲置产能，可以轻松增加或减少石油供应来影响油价。21世纪10年代初期，欧佩克的原油期望价格范围从21世纪初期的每桶25—35美元逐步上升到了每桶100—110美元。然而，因为目标价格高和非常规石油产量不断上升，欧佩克在全球石油供应中所占的份额面临着不断减少的风险。为了阻止进一步损失市场份额，一些欧佩克成员国在2014年第三季度开始向亚洲石油进口国提供折扣，标志着欧佩克有意放弃价格目标。在2014年11月的会议上，欧佩克没有改变2011年12月达成的产量配额，这意味着欧佩克将不再是无约束产油国。

- **地缘政治发展**：油价长期以来一直受到产油地区政治紧张局势的影响。尽管早在2010年，非常规石油供应使全球产量增加了100多万桶/天，起初这个额外的供应仅仅弥补中东和北非各个产油国的不足。但到2014年下半年，中东和东欧的冲突对石油供应的影响明显低于预期。尽管利比亚出现了内部冲突，但是2014年第三季度的产量增加了500000桶/天。在伊拉克，因为伊斯兰国的发展停滞不前，石油产量明显不会中断。最后，因为俄罗斯和乌克兰冲突引起的2014年6月之后实施的制裁和反制裁对欧洲能源市场的影响甚微。

- **美元升值**：2014年6月以来，按贸易加权汇率计算，美元对主要货币升值15%以上（见图4）。通常来说，美元全面升值往往会提高使用不与美元挂钩的货币的国家的石油本币成本，导致这些国家需求疲软。这也促使非美元产油国增加供应，如俄罗斯，该国投入成本以本币计价。

过去是序幕

本次油价暴跌之前还曾有三次油价大幅下跌——1985—1986年、1990—1991年第一次海湾战争期间以及2008—2009年全球金融危机期间（见表）。

伊朗1979年革命导致油价几年居高不下，之后在1986年油价崩盘。欧佩克的做法是以沙特阿拉伯的优质

图1
油价四次触底

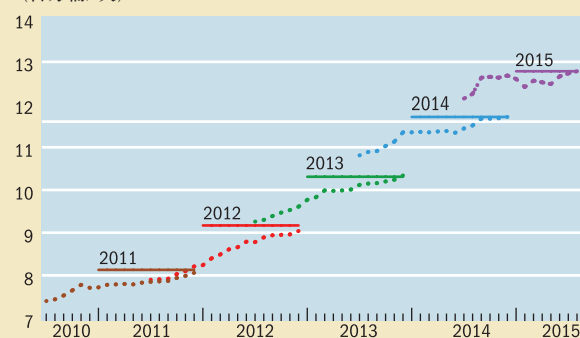
本次油价崩盘之前还发生过三次崩盘——1985—1986年、1990—1991年以及2008—2009年。
(油价以2014年定值美元计)



资料来源：作者的计算。
注：最后一次价格观察为2015年9月。欧佩克=石油输出国组织。

图2
产量上升，惊喜连连

2011年开始，非常规开采技术稳步发展，美国石油产量持续超出预期。
(百万桶/天)



资料来源：作者的计算。
注：美国石油产量包括来自于诸如玉米和甘蔗等植物的生物燃料。虚线表示年产量逐月预测值。实线表示当年实际产量。2015年实线与2015年9月进行的当年全年预测相对应。

轻质原油为基准，为成员国生产的不同类型的原油设定官方定价。1981年，沙特轻质原油的价格为每桶34美元。油价高和20世纪80年代早期的全球经济衰退导致石油消费量大幅下降，主要是发达经济体消费量下降。价格高也鼓励燃料保护，使用其他燃料替代石油——尤其是发电，包括核电——也鼓励提高效率，尤其是提高汽车的最低燃油效率标准。价格高也鼓舞了非欧佩克成员国，尤其是美国阿拉斯加、墨西哥和北海生产石油。需求疲软和非欧佩克成员国石油产量上升迫使欧佩克将产量削减了将近一半，其中大部分产量削减来自于沙特阿拉伯。然而，由于全球经济活动疲软和若干个成员国决定在官方定价的基

础上打折从而增加出口，1985年沙特轻质石油价格下跌到每桶28美元。1985年之前，沙特阿拉伯的石油产量从几年前的每天1000万桶下降到每天230万桶。为了重新获得市场份额，沙特阿拉伯提高产量，放弃官方定价，并采用现货定价机制。

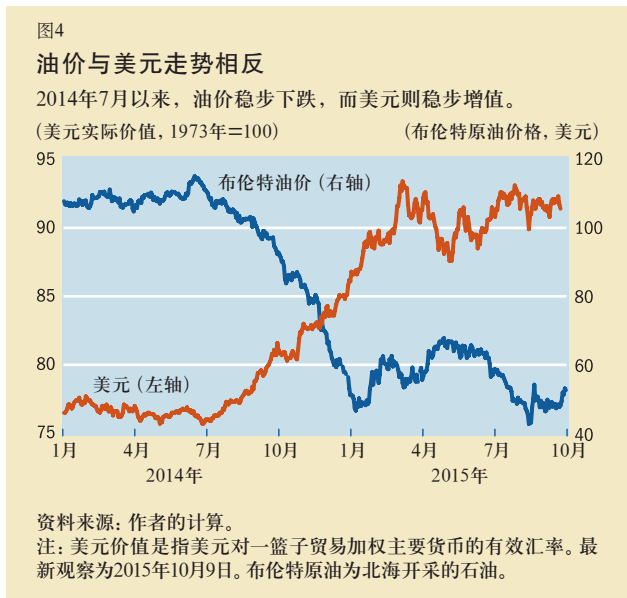
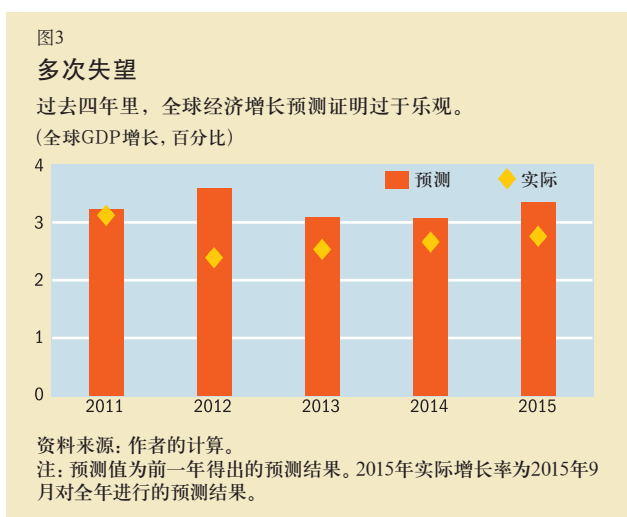
1990年8月，伊拉克入侵科威特，间接导致了1990—1991年油价崩盘。入侵之前的若干年里，油价一直在低位。北海（布伦特）石油前五年的平均价为每桶不到17美元。伊拉克入侵科威特和随后的伊拉克战争使科威特恢复独立，这使伊拉克和科威特合计每天400多万桶原油退出市场。其他欧佩克成员国有丰富的尚未利用的产能来弥补这一缺口，但他们需要时间来增加产量，所以油价暴涨。1990年9月，布伦特原油价格一度上升至每桶40多美元，然后在12月因为有其他石油供应进入市场，才慢慢回落到28美元。随后，1991年1月中旬油价突然暴跌。战争前，国际能源署（IEA）同意如果发生战争，主要发达经济体成员国将从持有的紧急原油储备每天运出250万桶石油。IEA的行动和联合国部队提前结束伊拉克对科威特的控制促使油价立即降到每桶20美元以下。在受到外部冲击之后，1990—1991年的油价崩盘暴跌又恢复到高峰之前的低位水平。这次崩盘不同于其他三次，因为其他三次崩盘是在油价长期保持高位之后发生的。

2008—2009年油价下跌是二战以来下跌幅度最大的，也是2008年全球金融危机造成的结果。2008年下半年，油价跌幅超过70%。价格崩盘反映了全球的不确定性因素和需求的大幅减少，不只是石油价格出现下跌。大多数股票市场都经历了类似的价格下跌，其他大宗商品价格亦如此，包括如煤炭、金属、粮食大宗商品、农业原材料（如天然橡胶）等其他能源产品的价格；2008年油价崩盘也伴随着市场剧烈波动，包括石油在内的大部分大宗商品价格也同样下降。2008年油价严重崩盘的根源在于欧佩克

最后一个卡特尔组织

石油输出国组织（欧佩克）成立于1960年，旨在“协调和统一成员国的石油政策”，是全球原油市场的最大参与者。欧佩克现有12个成员国——阿尔及利亚、安哥拉、厄瓜多尔、伊朗、伊拉克、科威特、利比亚、尼日利亚、卡塔尔、沙特阿拉伯、阿联酋和委内瑞拉。

1973年，欧佩克决定禁止石油出口，导致油价翻了兩番——从1973年9月每桶2.7美元上升到1974年1月每桶13美元——此后欧佩克开始在全球石油市场发挥重要作用。油价从1978年10月每桶12.85美元上升到1979年11月每桶40.75美元，油价涨了两倍，欧佩克的行动功不可没。效率提升和新石油供应商的出现以及欧佩克成员国之间的分歧（特别是在两伊战争和第一次海湾战争期间）削弱了该卡特尔组织在随后20年间的影



于21世纪初决定恢复石油限供。欧佩克的短期目标是让原油价格保持在每桶22—28美元的范围内。然而，当2004年油价超出此范围时，欧佩克逐步上调“首选目标价格”，最终达到每桶100—110美元。随着金融危机蔓延，2008—2009年发达经济体出现经济衰退，油价下跌到每桶不足40美元。但，在两年内全球经济反弹使得需求更加强劲，欧佩克决定每天减少400万桶的供应量，得益于此，油价飙升回100美元大关。

对比

四次油价崩盘有一些关键相似点和不同点。

最引人注目的是1985—1986年油价崩盘和当前的这次崩盘。两者都是在价格保持高位以及非欧佩克成员国增加产量之后发生的——1985—1986年的产量增加来自于阿拉斯加、北海和墨西哥，而当前这次价格崩盘的产量增加来自于美国油页岩、加拿大油砂和生物燃料。在这两次崩盘中，欧佩克都改变了其政策目标，由改变产量到维持目标价格，再到低价出售，以维持市场份额。1990—1991年和2008—2009年的价格崩盘亦有相似之处。两者都受到全球事件的影响：第一次海湾战争和2008年全球金融危机。

最近这次油价崩盘在许多方面都与20世纪80年代以及全球金融危机期间的情况相似。然而，最近两次油价下跌也有明显的差异。2014年开始的油价下跌幅度远远超过其他大宗商品的下跌幅度。2008—2009年，受全球经济严重衰退的影响，大宗商品价格的跌幅相似，包括油价在内的大多数大宗商品的价格在经济衰退触底后迅速反弹。其他价格和市场发展也表明，最近的暴跌主要是由一系列石油行业的特定因素引起的，而2008—2009年暴跌则由多种因素所导致——全球金融危机之后需求大幅下降、全球不确定性因素和流动性约束。例如，相比2008—2009年，2014年年底以来油价与其他大宗商品的价格的相关性减弱。此外，在最近这次事件中，油价与股票市场价格的相关性也不如全球金融危机期间强烈。

石油市场的前景

导致油价跳水的最新发展态势似乎会对石油市场产生持久影响，很可能导致油价走低一段时间。随着非常规生产的成本继续大幅下降，非常规石油供应商很可能继续作为重要的石油供应商。因为可以根据需求变化合理迅速

并肩下滑

1985年以来的四次油价崩盘既有相同点，也有差异。

	1985—1986年	1990—1991年	2008—2009年	2014—2015年
主要统计数据				
时期	1985年11月—1986年3月	1990年11月—1991年2月	2008年7月—2009年2月	2014年10月—2015年1月
持续时间(天)	82	71	113	83
价格下跌(百分比)	66	48	77	51
波动率(百分比)	4.69	5.18	4.62	2.58
市场和政策环境				
根本驱动因素	非欧佩克石油供应增加，尤其是来自阿拉斯加、墨西哥和北海	“沙漠风暴”行动和IEA降低应急储备稳定了石油市场	2008年金融危机导致资产价格下跌(包括大宗商品)	非欧佩克石油供应增加，尤其是来自美国的页岩油
欧佩克政策目标	保护市场份额，而非目标价格	保持石油市场供应充足	瞄准价格范围	保护市场份额，而非目标价格
欧佩克的行动	提高产量	提高产量	降低产量	提高产量
崩盘前的油价	逐步下调欧佩克官方定价	急剧上涨	崩盘前油价大幅上涨	相对稳定在每桶100美元的价格水平
崩盘后的油价	约有20年处于低位	回归到高峰期的价位	两年回到崩盘前的价位	预计继续走低
资料来源：作者的计算。 注：IEA=国际能源署；欧佩克=石油输出国组织。				

地调节非常规产量，非常规石油供应商可能会取代欧佩克无约束产油国的地位。如果欧佩克近期继续保持当前政策立场——力求保持石油市场份额，而非保持油价处于高位——就像1985—1986年暴跌时实施的政策一样，新的无约束产油国地位可能会更牢固。此外，石油使用量较少的生产技术会成为全球长期发展趋势，这一趋势将会继续打压石油需求增长，从而对油价施压。

然而，随着全球经济增长缓慢好转，全球油价应该会逐步回升。如果非常规供应商大幅降低产量，油价也可能快速上升。正如过去所发生的那样，地缘政治紧张局势升级可能会推高油价。然而，作为一次大事件，2014年年中以来的油价大幅下跌可能会对全球石油市场产生持久影响，并被载入史册。■

约翰·巴菲斯(John Baffes)是世界银行发展经济学展望工作组高级经济学家、艾汉·高丝(M. Ayhan Kose)是该部门主任，弗兰齐斯卡·奥恩佐格(Franziska Ohnsorge)是该部门首席经济学家，马克·斯托克(Marc Stocker)是该部门高级经济学家。

本文基于2015年世界银行政策研究纪要“The Great Plunge in Oil Prices: Causes, Consequences, and Policy Responses”，John Baffes, M. Ayhan Kose, Franziska Ohnsorge和Marc Stocker著。