

预期油价走高的五个原因

2017年5月



杜纳恩 (Neil Dwane)
环球投资策略师

虽然油价近日大幅下挫，但我们相信环球需求稳健、供应再度受限及投资仍然严重不足，可望带动油市逐步回升。从收益和资本回报的角度来看，这为投资于能源业提供充分理据。

重点

- 鉴于石油库存减少，投资者应预期油价在中至长期走高。
- 油价上升的主因包括：主要石油生产国同意延长减产协议，部份源于多个依赖石油收益的国家经济日益脆弱；环球经济增长改善应可刺激需求增加；以及发掘新油田越来越困难。
- 油价扬升利好能源业投资者，但亦带来不利影响：把通胀推至较高水平，并会像税收般削弱经济活动。
- 投资于能源业仍提供吸引的股票收益和资本回报机会，但风险管理至为重要。

为何我们看好石油业

近期看好油价的投资者不多，但安联投资在过去12至18个月一直看好石油业。随着石油输出国组织（油组）的成员和非成员国承诺继续限制生产，以支持油价上升，现在是检讨油市前景的时机。以下是我们认为油价将会回升的五个原因，以及投资者为何应考虑作出部署伺机获利。

1 全球石油需求非常稳定

虽然国际能源署将2017年石油需求增长预测由每日140万桶下调至130万桶，但环球需求仍然非常稳定。截至2016年底，全球每日消耗略超过9,700万桶石油，故国际能源署轻微调低预测似乎影响不大，亦反映需求增长依然稳健。另一方面，石油库存正在下跌，而环球经济则强劲增长。综合以上因素，即使油价走高，石油需求应会维持稳定。

值得注意的是，油价上涨亦带来不利影响，会如税收般削弱整体消费活动和环球经济。油价走强可能会打击消费开支，并推高整体通胀水平。环球货币走势可令上述情况恶化，因为油价通常以美元定价。举例来说，英镑在英国脱欧公投后贬值，消费者需支付的油价在汇率重订后相等于每桶70美元的水平。

2 多个因素限制石油供应

鉴于油组成员和非成员国协定减产，以纾缓石油供应过剩及刺激油价上升，因此较难评估2016年11月的全球石油供应量。在5月

25日，该协议获延长至2018年3月。虽然分析协议的实质成效仍然困难，但无疑已改善供求失衡的情况。

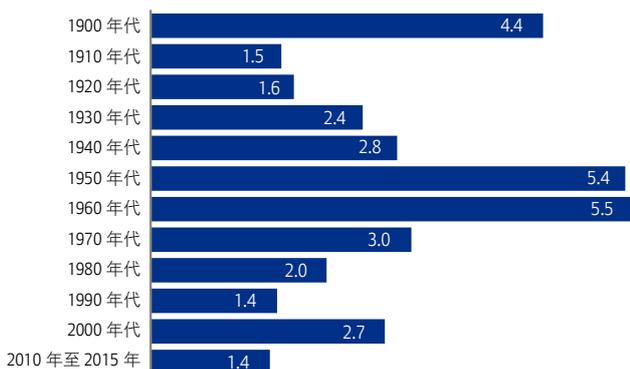
此外，石油是不少油组成员国的经济命脉，大部份政府资金均来自油气业税收。当油价面对挑战，这些政府将受到威胁。鉴于油价处于偏低水平一段时间，多个国家已出现严峻问题：

- 美国总统特朗普的贸易和移民政策已令墨西哥受压，其石油产量和利润下跌更大幅削弱当地的收益和财政灵活性。
- 每日生产约200万桶石油的委内瑞拉备受超级通胀所困，随着现金、信贷和粮食逐渐耗尽，当地似乎濒于崩溃。
- 尼日利亚不仅受表现疲弱和容易引发通胀的货币和经济所累，当地的产油三角洲地区亦面临重大保安问题。
- 利比亚和伊拉克等国家局势持续动荡，威胁整个中东地区的石油产量。两地形势可能进一步恶化后才会缓和。

多个依赖石油收益的国家经济脆弱，是油组致力透过减产支持油价的原因之一。美国空袭叙利亚和北韩试射导弹，本已令地缘政治风险处于甚高水平，上述受困国家则令有关风险进一步升温。假若市场的不安情绪加深，我们预期油价将进一步上扬。

能源产量增长放缓

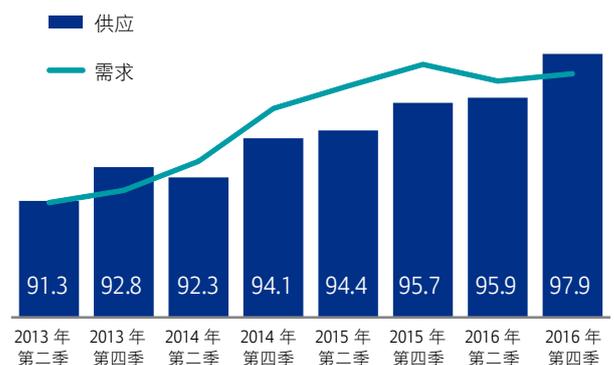
每十年的能源产量增长百分比（百万吨油量）



资料来源：国际能源署，截至2015年12月31日。

供求失衡的情况或逐渐转变

全球石油供求（百万桶 / 每日）



资料来源：国际能源署，截至2016年12月31日。

3 新油田数量逐渐减少

在过去数十载，发掘新油田变得越来越困难。全球经济基本上仅依赖几个老旧和日益老化的超级油田，以提供所需的石油。事实上，除美国页岩油业在近年取得重大进展外，只有少数能源企业增加探索新油田方面的投资。不少企业亦在2015-2016年大幅削减资本开支，意味着投入发掘新油田的资金更少。能源公司改为专注于控制成本和缔造现金。假若它们坚守资本纪律，而油价持续靠稳，则股价可望趋升，特别是考虑到油价波动已使其估值偏低多年。

另一方面，部份能源公司选择优先开发「棕地」，试图利用具成本效益的技术提升现存油田的产量。虽然此举有助企业迅速提高现金流，但这些油田的存量越来越有限。诚然，Rystad Energy最近一项研究显示石油业的储量替代率已跌至70年来的最低水平。尽管储量下跌不一定带来即时影响，但长远将遏抑环球供应。倘若投资并无显著增长，有关数据应难以回升。

我们认为新油田数量下跌的影响将于2019年开始浮现，使石油供应大幅减少。对投资者而言，这意味着油价于不久将来可能再度攀升。

4 美国页岩油业困难重重

近年，新科技和钻油技术带动美国页岩油业畅旺，不但显著增加石油供应，亦有助推低油价。油组成员国在去年底限制石油产量，主要是为了应对油价低迷。当时美国页岩油生产商把握机会提升产量和出口量，进一步改变环球石油市场的供求状况。

对美国能源企业来说，页岩油显然是有利可图的业务，但值得一提的是，美国仍是石油和其他石油产品的净进口国。此外，美国页岩油业整体正面临以下重大问题：

- 不少美国石油生产商的现金流仍处于负数，须依赖银行和投资者融资，以提供业务运作所需的现金。
- 随着人员和设备供应日益受限，钻油活动于去年录得强劲增长后势必放缓。
- 页岩油的热潮来得快亦去得快。行业于2012年冒起，但在2014年便急速步入衰退。故此，上一浪热潮的人才、技术和产能大部份已不复存在。尽

管目前产量仍然高企，但低得不可持续的成本开始急升。

虽然美国总统特朗普明确支持本土能源生产，而且相比前任总统较不重视环保议题，但其政策应不会对美国钻油地点和开采步伐造成太大影响。油价需要上涨且靠稳，方能提振美国页岩油业的投资和就业水平。预计一般损益平衡点徘徊于每桶45至50美元的区间，但只限优质油田。此等油价水平对众多生产力较低的油田影响较大。

5 亚洲经济蓬勃，但本土产量下跌

综观其他国家，中国的本土产量亦报跌，而且预期会进一步回落。另一方面，中国的能源需求与人口规模同步增长，反映内地供应将越来越依赖环球市场。此外，即使预料整体地区经济大幅增长，但印度、印尼和其他亚洲国家的产量仍录得跌幅。有关情况应可带动环球市场需求转强。

油价偏低令石油成为吸引的投资选择

沙特阿拉伯和俄罗斯在5月15日达成共识，同意延长减产协议至2018年3月，藉此控制库存过剩的情况。消息公布后，油价升逾3%至每桶52.52美元。在短短十天后，油组和非油组成员国亦同意延长减产协议，我们将留意油价会否随着时间出现相应调整。

一旦库存重返正常水平，油组最终将会撤销有关限制，应会促使供求达致较自然的平衡。正如我们在上文所探讨，地缘政局紧张，以及勘探活动和新获批项目不足，应会导致环球石油供应减少。综合以上因素，环球剩余产能可望跌至历史低位，为油价回升奠定基础。

此外，我们预料市场对沙特阿美（Saudi Aramco）即将进行首次公开招股感到雀跃，估计该公司将成为全球十大估值最高的企业之一。这亦可能带来光环效应。

鉴于石油库存未有如市场预期般急跌，油价在近月持续受压；投机性期油长仓因而下跌。我们认为这个现象至少部份源于缺乏清晰的环球库存数据，反映市场只专注于美国数字。无论如何，库存一般会在这段时期受季节性因素带动而趋升，但目前却录得跌幅。我们相信此情况可为投资者提供吸引的机遇。

投资涉及风险。投资价值及投资收益可升可跌，投资者可能无法取回全部投资本金。过往表现并非未来表现的指引。

本文件乃提供市场讯息之用，仅供参考。本文并非就任何证券提供投资建议或建议或邀请或招揽买卖该等证券。本文件所载的观点及意见，属发行人及 / 或其联营公司在刊发之时的观点及意见，可予以更改而毋须另行通知。

所载的资料于刊载时均取材自本公司相信是准确及可靠的来源，但并不保证对其准确性或完整性对其使用所产生的任何直接或间接损失，本公司不会承担任何责任。本文件的内容不可以任何方式影印、复制或再发布。

本文件并未经任何监管当局审阅。如于中国大陆使用，旨在为境内商业银行根据适用合格境内机构投资者制度的法规规则而发行的代客境外理财产品，提供辅助信息。本文件乃透过以下安联投资旗下公司分发：Allianz Global Investors U.S. LCC（在美国证券交易委员会注册的一家投资顾问公司）；Allianz Global Investors GmbH（受德国 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) 监管的一家德国金融服务 (Finanzdienstleistungsinstitut) 特许提供商以及在美国证券及交易委员会注册的一家投资顾问公司）；安联环球投资亚太有限公司（获香港证券及期货事务监察委员会许可）；Allianz Global Investors Singapore Ltd.（受新加坡金融管理局监管[公司注册编号：199907169Z]）；Allianz Global Investors Japan Co. Ltd.（日本注册为金融工具交易商）；Allianz Global Investors Korea Ltd.,（获金融监督委员会（韩国）许可）；以及安联证券投资信托股份有限公司（获金融监督委员会（台湾）许可）。