

Alpha Helix Asset Management

投資備忘錄（二十五）

2021. 03. 31

RE: 產業供需再平衡 - 後疫情時代衍生的投資機會

隨著疫苗施打進程持續的推進，意味著人們將逐步回復正常的生活，2021 年全球將逐步走出新冠肺炎的陰霾。於此同時，全球股票、債券指數均處於歷史高點，如何找到下一個投資亮點是很多投資人共同的疑問。

在疫情嚴峻期間供給、需求兩端嚴重失衡的產業，隨著社會活動的重新開放，將逐步回到正軌，這也為未來的投資，提供了良好的契機。其中，原油市場就是一個非常值得投資人關注的區塊。

在疫情爆發之前，全球原油需求每日大約 1 億桶，隨著疫苗的施打以及經濟活動的逐步回復，目前原油的需求已經回復到約每日 9600 萬桶。依據國際原油研究機構的估算，當前原油的產量大約每日 9100 萬桶，也就是說目前的需求大於供給大概有 500 萬桶之多。而目前全球原油的庫存大約 26 億桶，OPEC 已發佈的減產目標，是希望能將全球庫存降低至 20 億桶的水準。預期今年第二季原油的供需應該都還是會維持著需求大於供給的態勢，這代表油價即使有波動，但是要跌破 50 元/桶的機率極低。

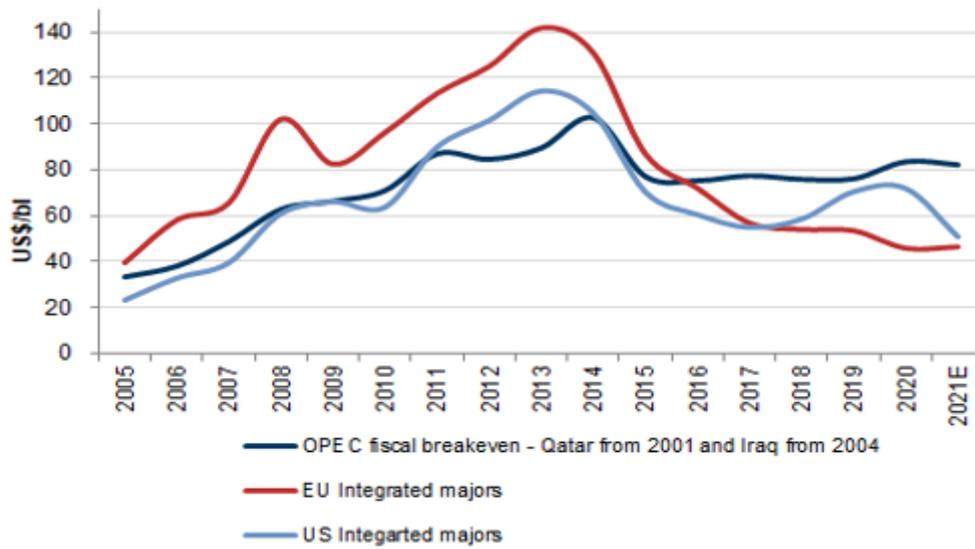
展望下半年，疫苗施打的完成率將大幅提高，預計北美、英國、歐洲等疫情重災區將可脫離疫情的威脅，原油需求的回復是顯而易見的事，所以對於油價來說，最大的疑慮還是在於供給端是否可以保持紀律，不要太急躁的增產。

關於這個問題，我們可以從兩個面向來觀察增產的動態。首先，在以沙烏地阿拉伯為主的 OPEC，目前看來維持聯合減產紀律的可能性極高。沙烏地阿拉伯在 3 月初的時候以主動自願減產的方式，表達維持減產紀律的決心，並呼籲 OPEC 其他成員能夠保持團結。而俄羅斯是唯一與沙烏地阿拉伯意見相左的另一個產油大國。然而，受到近期歐洲擴大封鎖的影響，近期俄羅斯也表態支持沙烏地阿拉伯的主張。可見雖然油價已經從谷底回升至 60 美元的水準，但 OPEC 的成員國目前仍是空前團結。

雖然沙烏地阿拉伯、俄羅斯這些產油大國每桶油的生產成本低於 30 美元，但是對於這些國家來說，銷售原油賺取的外匯可說是支撐政府財政支出最重要的命脈。按照估計，油價必須維持在每桶 80 元以上的水準，這些產油國才能維持財政收支平衡(請參下圖一)。更重要的是，對於歐美的大油商來說，經過過往幾年的整併與調整，損益平衡點已經由原來的每桶 100 元大幅下降到每桶 60 元以下，這也讓 OPEC 失去了過往用戰略性增產、壓低油價打擊競爭對手的操作空間，因此若貿然增產造成油價的下跌，對 OPEC 的衝擊將遠大於對歐美大油商的影響。

圖一、OPEC 與歐美大油商的損益平衡點比較

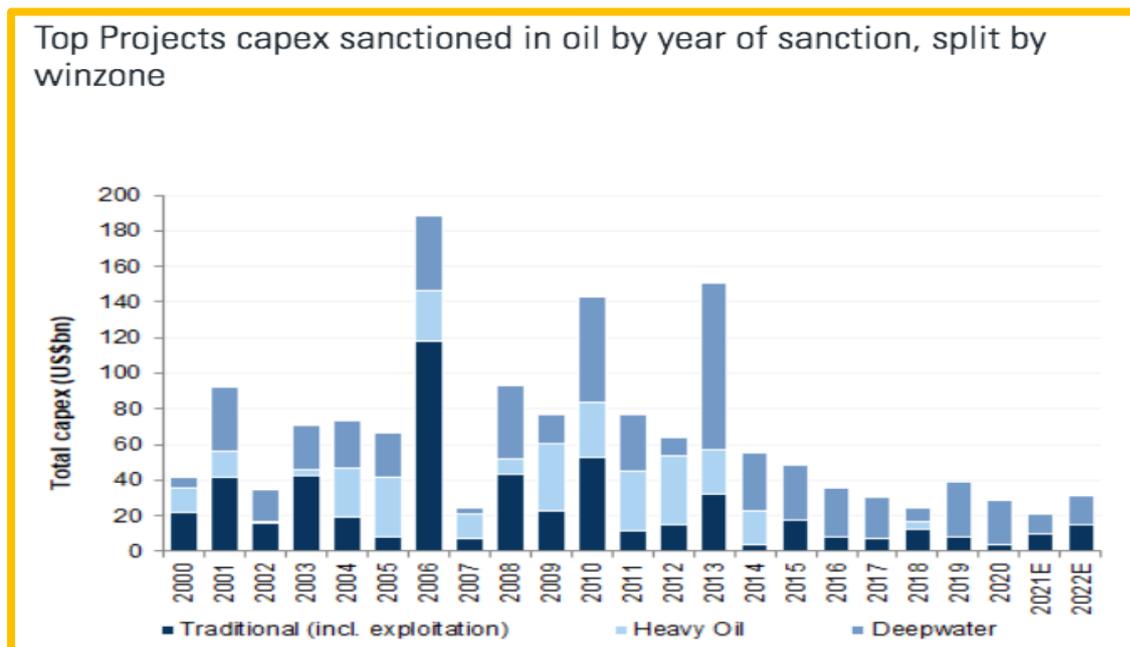
OPEC fiscal breakeven vs. Brent and Big Oils corporate breakevens through time



Source: IMF, EIA, Company data, Goldman Sachs Global Investment Research

對於歐美大油商而言，歷經了 2020 的原油大崩潰，對於資本支出變得更加謹慎小心，這意味著貿然增產搶奪市佔率的行為將不復存在。實際上經歷過 2014 年的油價大崩跌，大油商已經明顯收縮資本支出的金額(見下圖二)，展望 2021、2022，對於油商而言，獲利比市佔率更為重要的趨勢仍將持續。

圖二、2000~2022 油場總資本支出統計與預估



結論：

OPEC 與歐美油商的相對成本呈此消彼長的態勢，OPEC 失去了過往戰略性增產壓低油價打擊競爭對手的操作空間，因此若貿然增產造成油價的下跌對 OPEC 的衝擊將大於對歐美大油商的影響。

雖然疫情過後原油需求將逐步恢復，但油商由於供給彈性較差加上對能源轉型的預期，投資支出保守，年底前大量增產不易，油價仍可期待。