



2020年4月23日 星期四

## 原油价格不取决于成本

联系人 吴晨曦  
电子邮箱 wu.chenxi@jyqh.com.cn  
电话 021-68555105

### 主要内容:

- 原油价格的支撑不由产油国预算平衡点决定，也不由总成本决定，甚至在短期，也不由边际成本决定。

这篇报告显然发晚了。在4月15号，我们在原油线上会议就和投资者详细探讨了原油价格虽然接近甚至低于现金成本，依然不适合买入。而4月21号，WTI原油5月合约跌入负值区间，4月22号，WTI原油6月合约触发三次熔断，收于每桶12美元下方。毫无疑问，市场用一周不到的时间，以载入史册的动作，为我们反常识的观点（彼时市场弥漫着抄底之声）标记了惊人的脚注。

虽然这篇专题报告主要回顾一周前的思考，却依然不失亮色。因为这个观点在当下依然适用——比如，应该因为价格跌破现金成本而抄底原油吗？

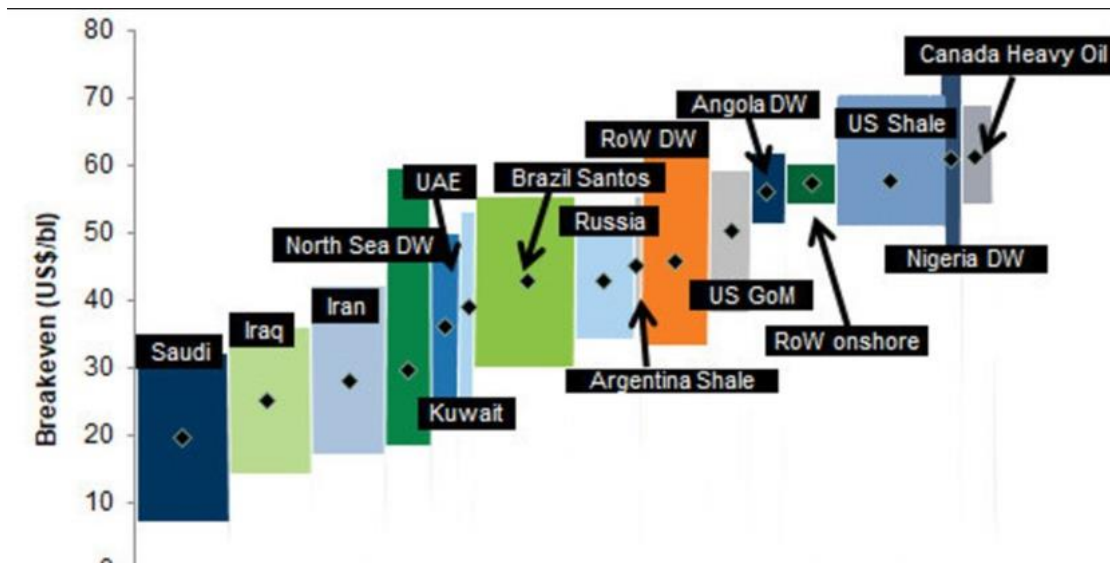
图表1 原油价格及原油现金成本



数据来源：高盛，铜冠金源期货

生产成本、边际成本、机会成本乃至进入成本各不相同。投资者的重要误区在于，认为生产成本会决定商品价格。在经济学理论中，如果价格低于成本，那么企业就会减少生产或是被迫倒闭，从而导致供给下降，市场出清，最终使得成本回归于价格。这个逻辑在大部分时候的确是成立的，而人们往往忽略的是，市场出清并非一蹴而就，而需要一个反复博弈的过程。长期来看，这个逻辑成立，但两三年的长期逻辑无法应用在短期的价格走势上。换言之，这个逻辑对判断短期价格是完全无效的。

图表 2 原油产地国预算成本与原油价格的平衡点



数据来源：高盛，铜冠金源期货

投资者判断油价，往往以支付油国预算的水准，或开采、探钻及运输原油的总成本衡量。即图 2 中所谓的均衡油价。大多投资者认为，一旦油价跌破某个产油国能够承受的水平，产油国的财政支出即难以为继，所以产油国一定会用尽各种手段将油价维持在预算成本线之上。这一思路显然混淆了“意愿”和“能力”的问题。产油国的愿望，并不代表他们能够做到。甚至，即使 OPEC 有能力做到，组成 OPEC 的各大产油国也有意愿去做，依然可能遭遇著名的囚徒困境。今年沙特在俄罗斯拒绝协同后的增产带来的双输局面，显然就是囚徒困境的体现。

相比生产成本而言，边际成本更主导价格。比如多余的飞机票的定价，只要高于飞机餐的价格就足够了。当然，边际成本也直接催生了价格歧视，即针对不同的顾客收取不同的价格。飞机票的价格是著名的例子。这一点在原油的定价中也存在，所谓“亚洲升水”，即指每桶中东原油销往中国等东北亚地区的价格比销往欧、美地区的价格要高大约 1-3 美元左右。据《彭博社》专栏分析师 Gary Shilling 测算，无论中东诸国还是美国页岩油产业，其产油边际成本普遍的 10-20 美元上下。换言之，哪怕油价在 20 美元的水平，原油产商也不会因为价格而关闭油田。

但是，价格依然能够跌破边际成本。这是因为进入成本的存在。进入成本指的是进入一个行业的初始投资，在原油的范围里，意味着重新开启油田所需耗费的成本。企业主动以低于边际成本的价格销售，往往被视作“倾销”。上个世纪美国的原油巨头洛克菲勒所创建的标准石油公司，凭借更雄厚的资金和更完善的产业链，以极低的价格销售精炼油，最终迫使竞争对手破产，从而达到美国石油市场的垄断地位。三星公司在半导体领域的竞争中，也使用了类似的极低定价的策略。当然，低于边际成本的价格并非总是主动定价导致，产商如果预期未来油价回升，同样可能在边际成本之下继续生产。因为进入成本的存在，一旦对手被

挤出生产领域，重新开启生产后，进入成本平摊到较低的产量上，最终会导致极高的平均成本。原油产商如果关闭油田，那么就不得不等到极高的油价时才能重新回归生产。同时，考虑到原油产商无法在长期在价格低于边际成本的水平维持，最终会发生市场出清，即产商破产，供给减少，价格回升到边际成本（当需求独立时）。所以，边际成本，并非短期油价的支撑，却可以是长期油价的支撑。换言之，就短期而言，油价没有跌不破的价格。

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

### 总部

上海市浦东新区源深路 273 号  
电话：021-68559999（总机）  
传真：021-68550055

### 上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 305、  
307 室  
电话：021-68400688

### 深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方  
广场 2104A、2105 室  
电话：0755-82874655

### 大连营业部

辽宁省大连市河口区会展路 129 号  
期货大厦 2506B  
电话：0411-84803386

### 芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号  
伟星时代金融中心 1002 室  
电话：0553-5111762



### 郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来  
公寓 1201 室  
电话：0371-65613449

### 铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财  
富广场 A2506 室  
电话：0562-5819717

## 免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。