

无近忧，有远虑

核心内容

大宗商品普跌 原油一枝独秀

原油由于供给的相对垄断性、消费的不可回收利用，以及地缘政治的影响，原油走势按照自身供需展开，这一现象在未来仍将延续。

无近忧有远虑 未来将震荡攀升

埃及地缘政治、夏季对汽柴油消费的季节性旺季，下半年原油自身供需将呈现供不应求的状态，这将支撑油价呈现出震荡攀升的走势。从较长期来看，页岩气的开采以及特斯拉汽车的推广，全球能源消费格局的改变或将使得未来原油价格出现拐点，但时间点难以预测。

风险点提示: 1、经济复苏若远弱于预期将抑制需求压制价格; 2、叙利亚以及周边极端地缘政治事件将改变原油价格运行节奏。

✉: dept_paqhyjs@pingan.com.cn

研究所 化工研究小组

✉: dept_paqhtzzxb@pingan.com.cn

投资咨询部 整理/分发

✍: 牟宏博 (化工研究)

☎: 86-755-82532648

✉: mouhongbo698@pingan.com.cn

☎: 期货从业资格:F0271813

☎: 投资咨询资格:Z0002055

相关报告

1、自然赐予，原油时代——2013 七盏明灯系列之美的明灯·化工

2012.12.12

摘 要

大宗商品普跌，原油逆势上涨。大宗商品受经济复苏弱于预期，自身供需过剩严重以及全球货币出现拐点等因素共同作用，2013 年上半年呈现逐级下跌的走势。而原油受下游需求刚性及出口垄断的特性，上半年价格反而上涨 10%。

BRENT 与 WTI 两地溢价缩小。俄克拉何马州石油外运的 Seaway 管道日运力的提升，使得 BRENT 较 WTI 长期以来维持在 20 美元之上的高溢价大幅缩小至 10 美元之下。

需求弱于预期，供应有所改善。欧洲经济的超预期下滑以及中国经济增速的超预期减速，使得市场对原油市场整体的需求前景愈发悲观，并对油价持续施压。供应方面，非 OPEC 国家原油的供应改善较大，而 OPEC 国家原油供应改善空间极为有限。

消费旺季来临，油价将震荡攀升。下半年中东地缘政治风险较大，除持续困扰市场的叙利亚动乱以外，埃及爆发反政府示威活动。埃及位于中东原油的运输要道之上，其局势的恶化将威胁原油供应的稳定，并支撑油价。

目 录

摘 要.....	2
目 录.....	3
引子 大宗商品普跌 原油一枝独秀	4
一、多因素共振，大宗商品跌势未止.....	4
二、分化明显，原油一枝独秀.....	4
原油高位震荡，BRENT 与 WTI 溢价缩小.....	6
一、金融属性减弱，基本面主导价格.....	6
二、海航运力提升，BRENT 与 WTI 两地溢价缩小	7
经济下滑强于预期，原油需求弱于预期	9
一、美国经济复苏曲折，欧洲下滑强于预期.....	9
二、中国原油需求增长超预期下滑.....	10
三、国际机构下调原油需求预期.....	11
四、非欧佩克国家原油供应将出现大幅增长.....	11
五、OPEC 供应改善空间较为有限	12
原油无近忧 但有远虑.....	13
一、新科技应用将改变全球能源消费结构.....	13
二、地缘政治及消费旺季支撑下半年油价.....	13
三、下半年油价有望震荡攀升.....	14

引子 大宗商品普跌 原油一枝独秀

一、多因素共振，大宗商品跌势未止

2013 年上半年，大宗商品延续之前的熊市，跌势一浪盖过一浪。截止 6 月末，我们跟踪的大宗商品 CRB 指数，下跌幅度超过 9%，金属的代表伦铜下跌幅度接近 15%，而黄金则从年初的最高 1700 附近，跌至 6 月末的 1200 附近，跌幅接近 30%。

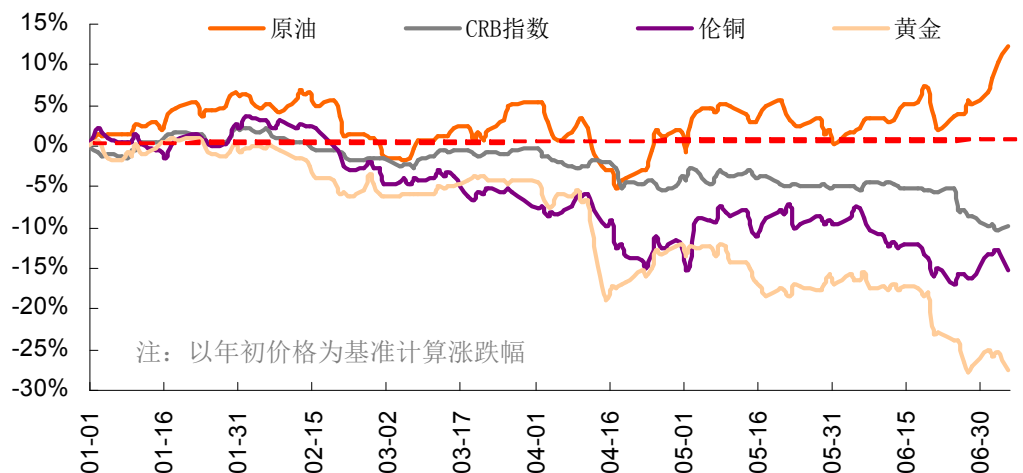
大宗商品延续熊市，主要原因有以下几点：一是宏观面欧元区债务危机和部分新兴经济体经济增速下降，使得美国经济复苏放缓；二是大宗商品自身供需面压力也非常明显，特别是工业品，在需求放缓和供应加速增长背景下，已经全面进入过剩周期，去库存和去产能双重压力叠加，使得工业品整体弱势非常明显。三是全球货币扩张已经达到极限，而新兴经济体货币稳中趋紧，风险资产去金融化和去泡沫化也同步上演，美联储货币政策常规化即将启动，货币因素成为压垮大宗商品价格的最后一根稻草。

二、分化明显，原油一枝独秀

从大宗商品上半年的整体表现可以看出，分化迹象愈发明显：黄金、铜、玉米等大幅下挫，黄金、白银的累积跌幅分别达到 25%与 35%，进入“熊市”；玉米、伦铜累计跌幅分别达到 23%与 12%；而原油价格却累计上涨约 10%，表现出“一枝独秀”的姿态。

图1-1:原油与其他大宗商品走势背离，呈现一枝独秀的现象

[2013年]

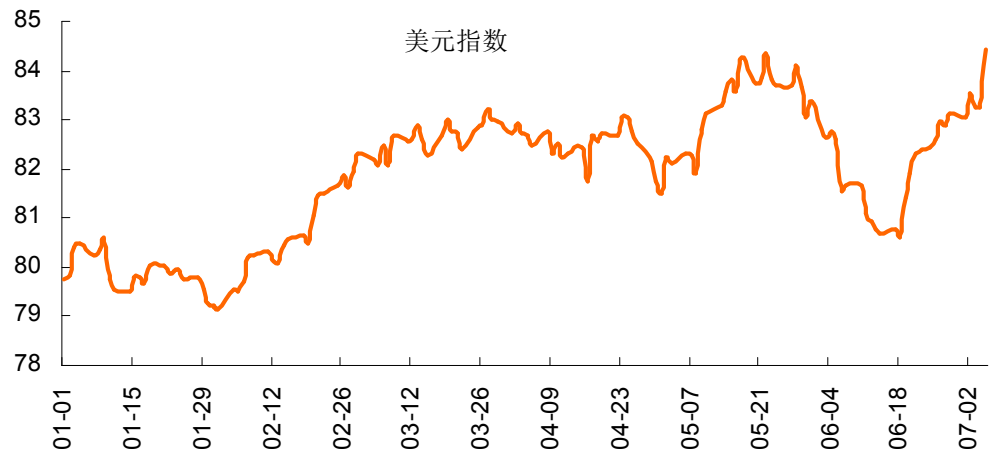


资料来源:wind、平安期货研究所

我们认为，导致大宗商品走势分化的原因在于这些板块属性差异，黄金、铜、大豆、玉米等更易受宏观经济复苏速度慢、商品需求难以启动、美国 QE 可能提前退出等因素影响。特别是由于美元指数大幅上涨，黄金保值作用下降，导致黄金在短期内出现断崖式下挫。

图1-2:2013年美元强势上涨

[2013年]



资料来源:wind、平安期货研究所

对黄金、白银来说，上半年的大跌备受关注，市场将其原因归结于美联储对 QE 政策的态度松动。与美元高度相关的黄金，已经面临美国货币相对收紧、政府去杠杆过程，对应的是社会利率抬升，这意味着黄金作为全球美元金融水位的“浮标”自然将进入熊市周期中。

原油却是个例外，从商品与原油的关系来看，原油作为商品的上游主要原材料和母产品，是一种一次性消费性商品，而不能重复回收使用，生产供应具有较强的垄断性、脆弱性，同时还受到较重的地缘政治、消费需求季节性等因素综合作用，需求较为刚性，加上原油又由石油输出口垄断，使得原油的价格刚性更加明显，这也是促使原油价格不跌反涨的主要原因。

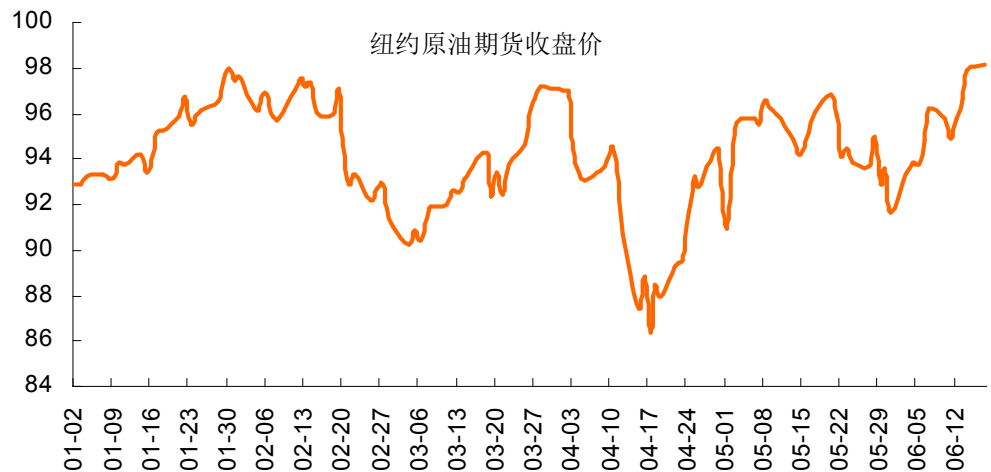
原油高位震荡，BRENT与WTI溢价缩小

一、金融属性减弱，基本面主导价格

正如我们去年年报中指出的那样，2013年原油的金融属性将显著减弱，基本面的供需因素将主导价格走势，原油更多的将维持高位震荡的走势。从图 1-1 中可以看出，上半年纽约原油最高价格出现在 2 月，为每桶 98.92 美元，价格低谷出现在 4 月，最低价格为 85.89 美元/桶，原油实际走势完全吻合我们年报中提到的高位震荡的观点。

原油在 1 月、3 月、6 月都有接近 5% 的涨幅，而在 2 月、4 月、5 月则出现下跌。具体而言，原油在今年 1 月份的走势更多的是去年 12 月走势的延续，主要是冬季消费旺季带动需求上升从而推动价格强势；2 月份受穆迪下调英国评级、塞浦路斯局势恶化以及欧债危机的复燃，市场投机情绪较为谨慎，原油价格跌幅超过 5%。3 月份国际宏观环境好转，原油期货空头大幅减少，投机活动现回暖状态，油价随之出现反弹。4 月及 5 月受全球经济复苏弱于预期影响，特别是中国经济增速下滑引起世界的关注，各大能源机构纷纷下调原油需求预期，同时原油库存再次触及历史新高，进一步印证了人们的担忧。与此同时，出于美国非农就业数据的良性恢复，市场不时传出美联储将终止量宽，整体商品市场均以大幅下跌回应，受此影响，国际原油在 4 月、5 月均呈现下跌走势。6 月受夏季汽柴油消费的高峰带动，原油价格再次反弹。

图2-1:2013年上半年WTI原油价格呈现高位震荡

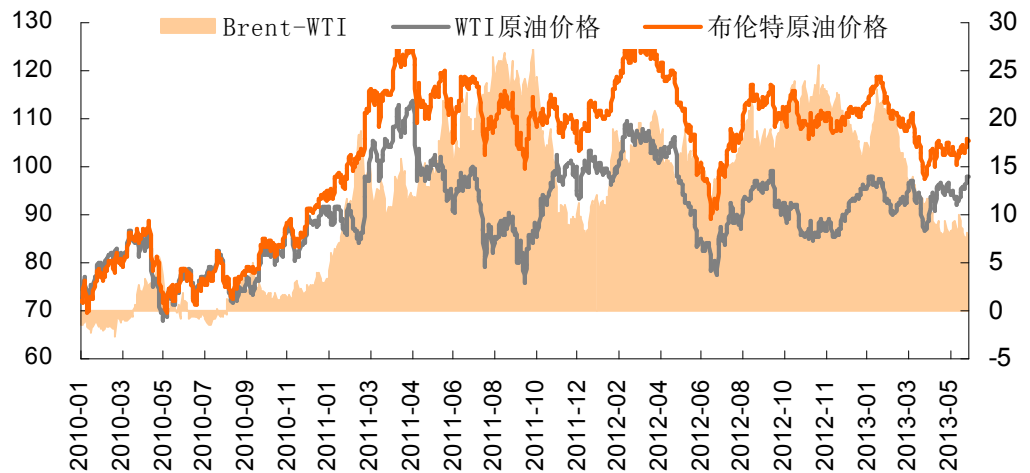


资料来源:wind、平安期货研究所

二、海航运力提升，BRENT 与 WTI 两地溢价缩小

从 2010 年四季度起，国际两大原油期货 WTI 和 BRENT 的走势开始分化。在此之前两大原油期货价格基本一致，并且 WTI 由于其低硫、轻质，油品质量较好，一直比 BRENT 略高。但是 2010 年四季度之后，BRENT 开始持续对 WTI 出现大规模的溢价，最高价差超过 25 美元。

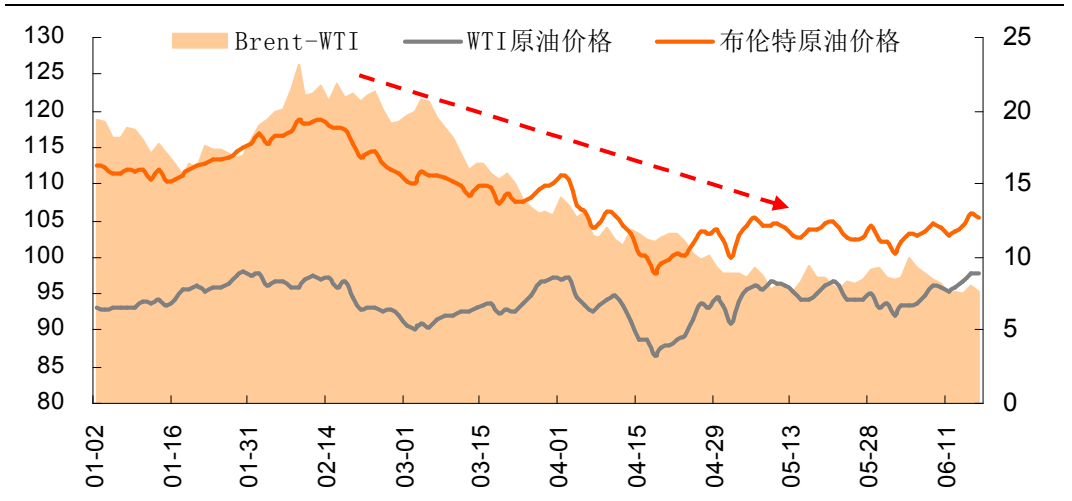
图2-2: BRENT较WTI原油长期以来存在较大溢价



资料来源:wind、平安期货研究所

布伦特溢价的出现，主要有以下两个原因：一是美国国内的能源形势发生变化。近年美国国内的石油天然气产量持续增加，页岩气的大规模开采已经使美国的天然气价格大幅度的降低。而美国日益增加的石油产量，也使美国的原油对外依存度日益下降。WTI 所代表的美国轻质低硫原油，其价格在更多的反应美国的能源供需形势。二是布伦特则代表了中东输往欧洲和东亚等地区的价格。中国购买中东地区的原油，以及中国国内中石油中石化等公司自产原油所挂靠的米纳斯、塔皮斯等原油价格，都与布伦特息息相关。因此，与“偏安一隅”的 WTI 相比，布伦特更多的反映了中东局势的混乱，（利比亚、叙利亚、伊朗），反映了以“中国需求”为代表的发展中国家日益增长的需求，因而持续对 WTI 发生溢价。

图2-3:2013年3月以来BRENT较WTI原油溢价大幅缩小



资料来源:wind、平安期货研究所

但自今年3月份开始，BRENT较WTI溢价逐步缩小，从3月之前长期相对稳定的20美元之上，到5月二者价差基本稳定在10美元之下。究其原因，主要是美国将俄克拉何马州石油外运的Seaway管道日运力提升至40万桶，这意味着从美国中西部运到墨西哥湾地区的成本将大幅降低。过去投资者做多布伦特，同时做空西德克萨斯轻质原油。现在他们意识到两者之间的差价过大，已经到了不合理的地步。输油管道能力上升后，库欣地区的石油库存将减少，导致之前做空纽约石油期货的投资者现在不得不大幅买入，这一因素成为了纽约和伦敦两地油价价差缩小的最直接原因。

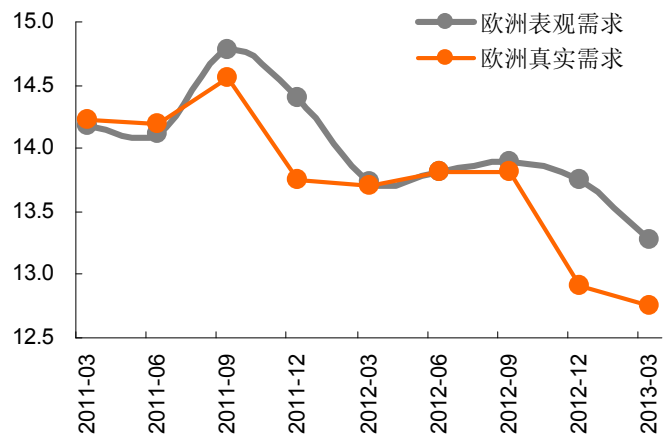
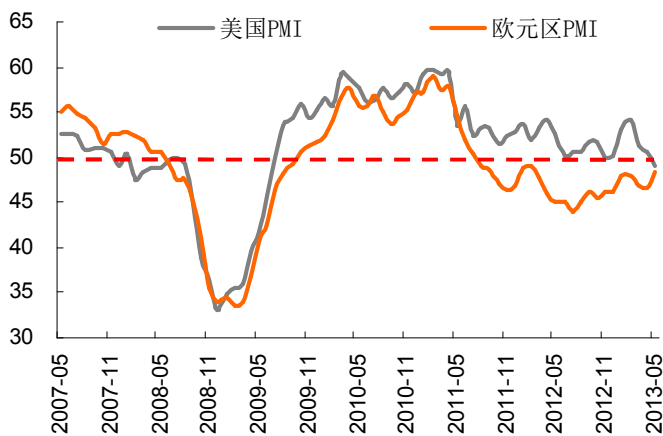
经济下滑强于预期，原油需求弱于预期

一、 美国经济复苏曲折，欧洲下滑强于预期

美国经济复苏形势较为确定，但前景依然坎坷，虽然美国最新的 PMI、消费者信心指数、非农就业及耐用品订单等数据均再度回升，但低于市场预期的 1 季度 GDP 和初请失业金人数表现有效打压了市场乐观情绪。再考虑到量化宽松退出或减少购买额度预期的不断放大及财政缩减对经济表现的影响将逐步增大，后市美国经济面临的考验难减；欧元区的经济情况似乎更差一些，虽然欧央行再度降息，但考虑到德国强势的反对态度和欧央行实际能下降的幅度有限，短期可预期的利好效应有限，而欧元区经济的持续低迷这一点则更为确定。

图3-1: 美国和欧元区PMI走势

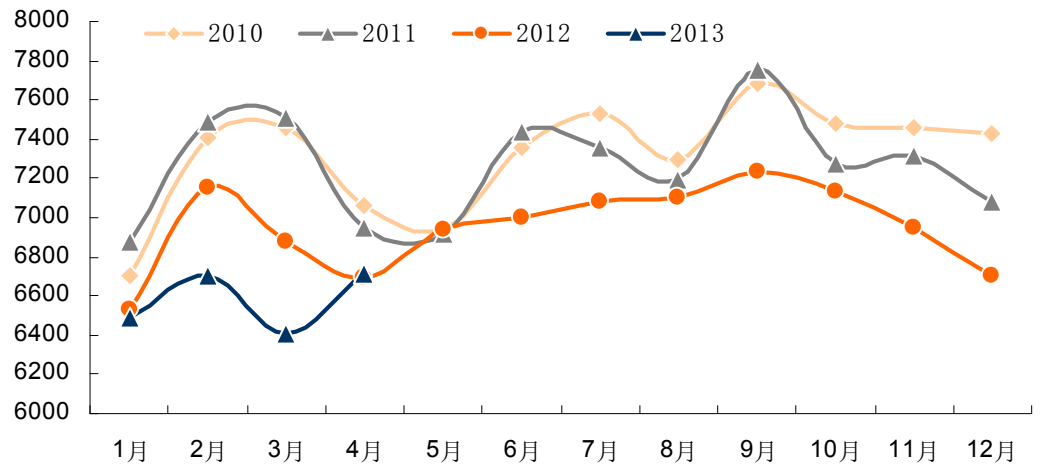
图3-2: 欧洲原油真实需求大幅下滑



资料来源:国际能源署、平安期货研究所

欧洲需求 1 季度为 1320 万桶/天，同比下滑 3.8%，下滑幅度高于预期的 2%，为近 10 年来最低水平，且主要油品需求呈加速下滑态势。1, 2 月份欧洲需求的下滑主要是因汽油和柴油的需求下滑所致，反映了持续低迷的欧洲汽车销售情况，进入 3 月份，石脑油需求也加入到下行的行列，反映了欧洲的化工等制造业用油需求也在回落。拖累欧洲需求的主要因素是不及预期的欧洲经济情况，而塞浦路斯事件的发展给欧元区经济带来的更多不确定性，我们预计欧洲需求在 2013 年下滑 3.6%，欧洲需求对应一季度下调 20 万桶/天，后续每个季度下调幅度逐渐减小，全年下调 12 万桶/天。

图3-3:2013年一季度原油需求进一步大幅下滑

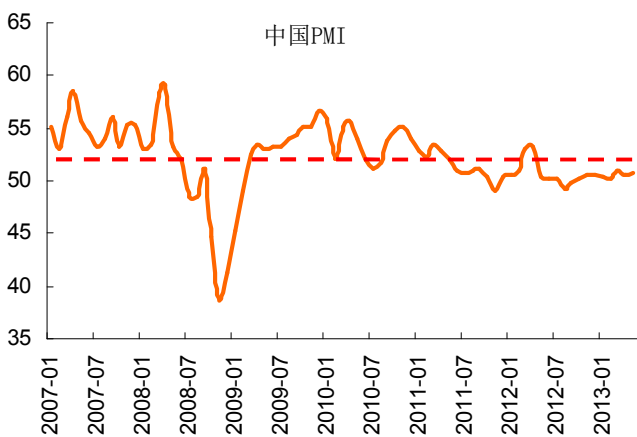


资料来源:wind、平安期货研究所

二、 中国原油需求增长超预期下滑

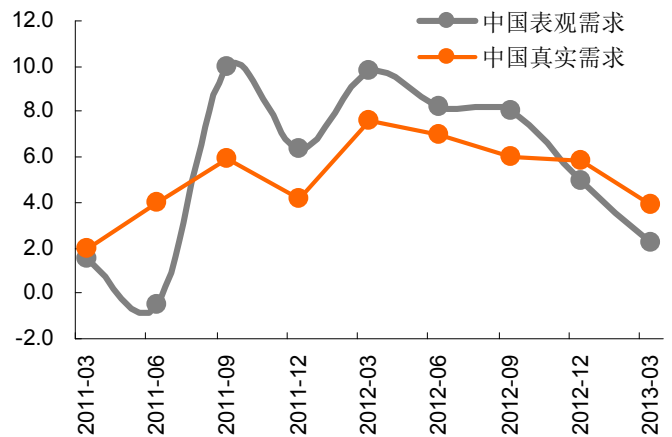
作为全球原油需求增速的主要驱动力,中国经济活跃度依然不济:5月中国 PMI 数据出现分化,汇丰 PMI 初值降至 8 个月低点 49.2,官方 PMI 环比回升至 50.8,小型企业拖累整体制造业走势。5月中国进出口数据大幅下滑,中国经济减速风险增大。短期我国经济活跃度难有明显难改,趋势性下行趋势未止。

图3-4:中国PMI走势



资料来源:wind、平安期货研究所

图3-5:中国石油需求超预期放缓



资料来源:wind、平安期货研究所

1、2月份中国原油需求同比增长 5%,而3月份需求同比下滑至 3.6%,导致一季度中国原油需求低于 6 万桶/天,中国国内原油需求的疲软主要是柴油需求下滑所引起。

综上,全球主要经济体近期的经济活跃度显著走弱,并且这一趋势将延续至明年,这让市场对原油市场整体的需求前景愈发悲观,并对油价持续施压。

三、 国际机构下调原油需求预期

5 月三大机构预计 13 年需求增量为 0.8-0.9 百万桶/日（4 月为 0.7-1.0 百万桶/日）；EIA 预计 14 年需求增量为 1.2 百万桶/日（4 月为 1.3 百万桶/日）；6 月整体预测与 5 月偏离不大。

5 月 IEA 上调 13 年需求预测 0.1 百万桶/日，EIA 分别下调 13 年和 14 年需求预测 0.1 和 0.2 百万桶/日，OPEC 预测变化不大。

6 月 OPEC 略微下调 13 年需求预测 1 万桶/日，EIA 分别上调 12、13 和 14 年需求预测 12、9 和 8 万桶/日，对应下调 13 和 14 年需求增量分别为 3 和 1 万桶/日，IEA 预测变化不大。

根据 EIA 的预测，13 年和 14 年非 OPEC 国家石油供应增量为 110 和 180 万桶/日（上调 20 万桶/日），北美地区（美国页岩和其他致密油及加拿大油砂）贡献绝大部分增量；13 年 OPEC 的原油供应将会减少 50 万桶/日，14 年供应增加 10 万吨/日。

表 3-1: 三大国际机构对原油供需的预测（单位：百万桶/日）

机构	最新更新 日期	需求				较上次预测修改幅度		
		2011	2012	2013E	2014E	2012	2013E	2014E
IEA	2013.6.12	88.9	89.8	90.6	---	---	---	---
EIA	2013.6.11	88.4	89.2	90.0	91.2	0.12	0.09	0.08
OPEC	2013.6.11	88.0	88.9	89.7	---	---	-0.01	---

资料来源:IEA、EIA、OPEC、平安期货研究所

四、 非欧佩克国家原油供应将出现大幅增长

在年报中我们提到，我们预期非欧佩克供应在 2013 年将出现大幅增长，不仅因为北美产量的进一步上升，也因为更多样化的供应增长来源和 2012 年干扰因素消失带来的复产。2012 年，对于北美以外的非欧佩克国家的石油供应而言是多事之秋，虽然 2012 年非欧佩克国家供应整体实现了约 40 万桶/天的增长，但如果剔除北美接近 110 万桶/天的增长，北美外的非欧佩克国家石油供应实际上再次出现下滑，其中原因既有叙利亚，南苏丹，也门等地缘动荡导致的产量下降，也有像在巴西因环境和技术问题导致的停产或增产不达预期。我们预计 2013 年非 OPEC 原油将增长 85 万桶/天，达到 5400 万桶/天。

图3-6:2013年原油供给量预测值

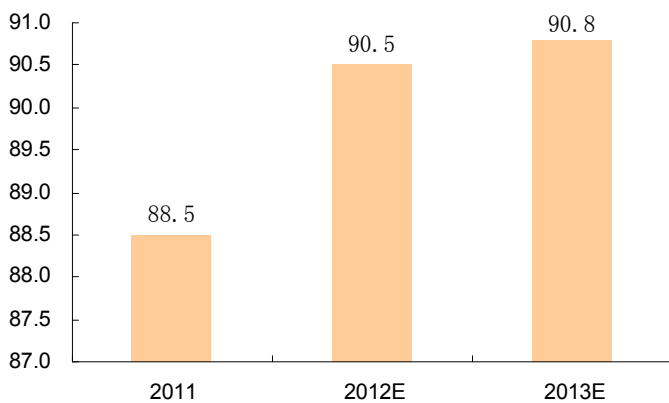
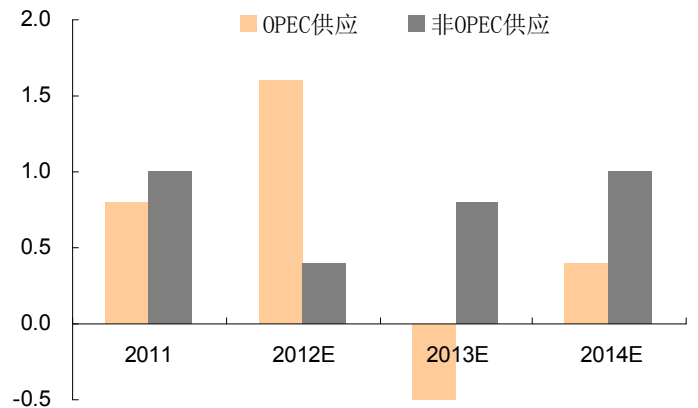


图3-7:非OPEC供应未来将持续增长 (相对上一年)



资料来源: 国际能源署、平安期货研究所

就上半年情况来看, 非 OPEC 国家原油的供应在持续改善, 除了之前提到的美国石油产量继续保持快速增长, 低于预期的墨西哥和欧洲北海老油田产量的下滑使得 1 季度非 OPEC 国家产量回升强劲, 年同比达 60 万桶/天, 回升幅度超过原先预期 12 万桶/天。

五、 OPEC 供应改善空间较为有限

欧佩克原油产能的建设也预期在未来两年出现改善, 其中主导供应增长的包括伊拉克, 也包括核心成员国。其中, 伊拉克预期在未来 2 年产能平均增长 50 万桶/天, 至 420 万桶/天。而核心成员国的方面, 沙特 Manifa 大油田预计将于 2013 年上半年上线, 之后持续增长并接近 90 万桶/天的设计产能。

2013 年 1 季度沙特年初大幅减产支撑油价, 而进入 2 季度沙特并没有进一步减产, 反而预计增产, 对油价的支撑作用消失。沙特产量从 2012 年中的 1000 万桶/天降至 2013 年 1 月份的 925 万桶/天, 减产力度大于市场之前的预期, 约 45 万桶/天。

原油无近忧 但有远虑

一、 新科技应用将改变全球能源消费结构

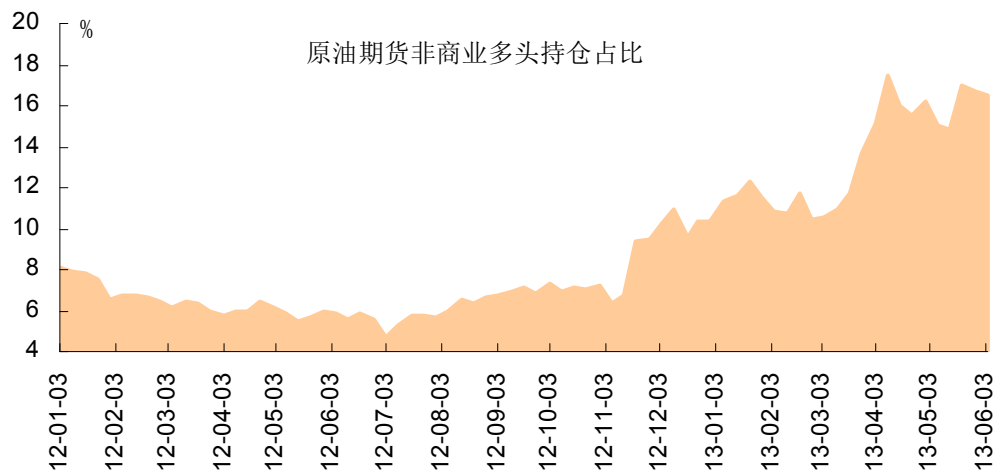
进入 2013 年以来，全球科技浪潮再次来袭：以“3 D 打印”为代表的快速成型技术正在改变着传统的制造业；以斯诺登事件为信号的“大数据”概念逐步引起人们的兴趣，并已在某些领域产生出了一定的商业价值；以智能手表为代表的“移动穿戴”设备已来到身边。

在能源领域，中国开始大规模投入页岩气的开采，从实际进展来看，要好于之前的预期；而作为一款震撼世界的纯电动车汽车—美国特斯拉汽车，在未来或将凭借低廉的消耗成本以及优异的加速性能，取代现有的汽油车。虽然目前我们难以测算何时页岩气的开采量将对原油的供给产生质的影响，以及特斯拉汽车为代表的电动车大规模取代汽油车，但这一时代的到来无非是时间问题。届时，全球的能源消费结构将发生变化，原油的消费占比或将大幅度下滑，那么显而易见，原油价格或将在那时一落千丈。

二、 地缘政治及消费旺季支撑下半年油价

下半年中东地缘政治风险较大，除持续困扰市场的叙利亚动乱以外，埃及爆发反政府示威活动。埃及位于中东原油的运输要道之上，其局势的恶化将威胁原油供应，并支撑油价。英国石油公司的资料显示，2012 年中东地区的原油产量占全球的 33%。

图4-1:原油非商业多头持仓占比二季度大幅上升



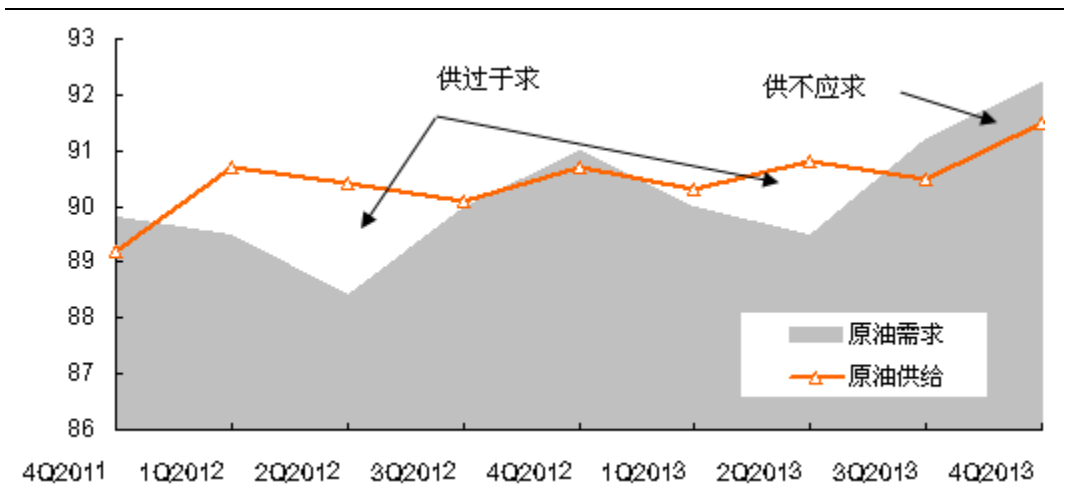
资料来源:wind、平安期货研究所

美国商品期货管理委员会最新统计，截止 6 月 11 日当周，纽约商品交易所原油期货中持仓量 1815904 手，增加 75241 手。大型投机商在纽约商品交易所原油期货中持有净多头 269831 手，比前一周增加 13997 手，增幅达 5.5%，其中多头增加 10031 手，空头减少 3966 手。从我们跟踪的数据来看，近几周基金在纽约原油期货上的多头持仓整体呈现增长趋势，目前已达 4 个月以来新高，而空头持仓整体呈现下降趋势，表明在消费旺季来临以及需求将改善的预期下，基金对油价后市持乐观态度。

三、 下半年油价有望震荡攀升

综上，我们认为：原油由于供给的相对垄断性以及消费的不可回收利用，短期内走势仍将围绕自身的供需展开，其它大宗商品下跌的走势对其影响不大。下半年由于埃及地缘政治的因素、夏季对汽柴油消费的季节性旺季，以及本身供需在下半年供求关系的转变，或将支撑原油在下半年呈现出震荡攀升的走势。从长远来看，由于新技术的应用，全球能源消费格局的改变或将对原油的长期走势造成重大影响，虽然这一时间点我们难以预测，但这只是时间问题。因而我们对原油的观点可概括为“无近忧，有远虑”。

图4-2:2013年下半年原油供不应求



资料来源:wind、平安期货研究所

风险点提示: 1、全球经济复苏状况，经济复苏远弱于预期抑制需求压制价格; 2、叙利亚以及周边黎巴嫩、土耳其等国形势变化，极端地缘政治事件爆发将使原油价格运行节奏出现大的变化。

平安期货研究所研究员简介:

牟宏博: 平安期货投资咨询负责人, 研究所高级研究员。北京化工大学高分子材料学硕士毕业, 先后在中国石油及大型咨询公司从事过市场咨询、管理咨询、战略咨询等项目研究, 目前主要从事投资咨询、股指期货及能源化工方面的研究工作。

风险提示:

期货市场是一个风险无时不在的市场。您在进行交易时存在赢利的可能, 也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券, 期货交易。市场有风险, 投资需谨慎。

免责声明:

此报告旨在发给平安期货有限公司(以下简称“平安期货”)的特定客户及其他专业人士。未经平安期货事先书面明文批准, 不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

平安期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断, 可随时更改。此报告所指的期货、期权和证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问, 此报告所载观点并不代表平安期货有限公司的立场。

平安期货有限公司版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安期货有限公司

地址: 深圳市福田区中心区福华三路88号时代财富大厦26楼

客服: 400 8888 933

电话: 0755-8378 8578

传真: 0755-8378 5241

邮编: 518031

网址: <http://futures.pingan.com>