

不确定性增长，油市振荡偏强

中证期货研究部 能源化工小组

刘建	刘宾	许俐
电话: 0755-83212739	电话: 0755-83212741	电话: 0755-83212748
邮件: liujian@citicsf.com	邮件: liubin@citicsf.com	邮件: xuli@citicsf.com

- ❖ **商品格局轮动，油价表现强势：**2011 年国际能源市场表现突出，成为商品轮动最大的受益板块，除年均价较去年大幅抬高，并屡创新高外，更出现了一些新的走势特征。主要包括，波动性加剧但金融属性略有淡化，品种间差异明显等。
- ❖ **2011 年观点回顾：**我们在 2011 年对能源市场整体维持偏多的观点，并从 2 季度开始提示油价上行风险的积累；在半年报中也对下半年走势提出了 3 季度不乐观，4 季度不悲观的观点，并从 4 季度开始提示油价有望出现反弹；整体把握了油市运行的节奏，最大的误判出现于 8 月份。
- ❖ **全球供需分析：**我们预计明年随着美国经济的逐步复苏，美国原油消费将会有所增长，预计将达到 30 万桶/天；中国经济有望于 2 季度见底，原油消费有望增长 50 万桶/天，整体保持平稳；而欧洲和日本原油消费将会继续萎缩。预计全球原油消费增长将达 200 万桶/天。
- ❖ **美国市场供需格局：**我们预计 2012 年美国原油供给整体保持平稳，而消费量则有望小幅增长 30 万桶/天，至 1500 万桶/天，略高于美国能源部 12 万桶/天的预期。
- ❖ **美国市场异动：**我们预计，就中长期来看，WTI 和 Brent 价差在较长时间仍将难以收敛。预计明年前仍有望维持 WTI 贴水状态，2012 年年底有望缓慢收敛至 5 美元以下。
- ❖ **地缘政治影响：**我们预计 2012 年地缘政治因素仍将繁琐，对油价也仍将产生持续影响；其中，伊朗局势仍将成为关注重心，不过其发生战争可能性不大，对油价支撑也将持续但细微。
- ❖ **2012 年展望：**我们对 2012 年油价走势整体维持谨慎乐观的态度；油价历经了近一年的快速反弹之后，在 2012 年仍将延续向上的格局，全年均价有望达到 98 美元，较 2011 年将略有上涨，整体表现为振荡偏强格局。全年走势节奏可以用一句话概述，即上半年不乐观，下半年不悲观。

目 录

商品格局轮动，油价表现强势	1
政治因素助推，油价屡创新高	2
2011 年观点回顾	4
全球供需分析	错误！未定义书签。
美国市场供需格局	6
美国市场异动	9
地缘政治影响	10
2012 年油价走势判断	11

图 表 目 录

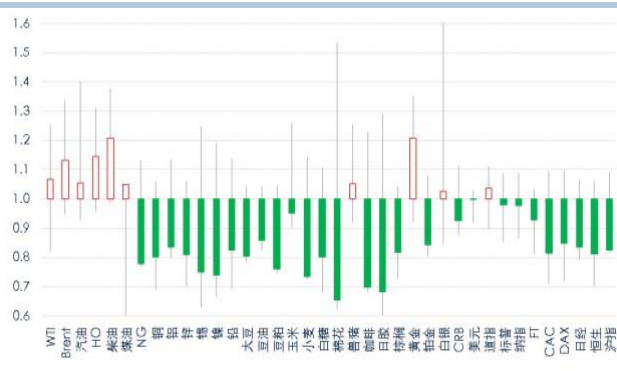
图 1: 2011 年主要商品表现	2
图 2: WTI 2011 年走势	2
图 3: 油价与美股、商品和美元相关性	2
图 4: 油价日内振幅分布	2
图 5: 油价 4 季度走势	3
图 6: 油价与第十版CRB比值	3
图 7: 油价全年表现	4
图 8: 我们的月报观点	4
图 9: 全球油品供需平衡（单位：百万桶/天）	5
图 10: 全球原油需求（单位：百万桶/天）	5
图 11: OPEC产量	6
图 12: OPEC闲置产能	6
图 13: 美国汽油消费量（单位：千桶/天）	6
图 14: 美国人均汽油消费量	6
图 15: 美国汽车消费量（单位：万辆）	7
图 16: 美国汽车注册量（单位：万辆）	7
图 17: 美国石油产品消费增减	7
图 18: 美国馏分油消费	7
图 19: 美国成品油出口（单位：千桶/天）	8
图 20: 美国原油进口降低明显	8
图 21: 美国商业原油库存（单位：百万桶）	8
图 22: 美国原油供需平衡	8
图 23: 分地区原油进口、库存和炼厂开工	9
图 24: 美国原油进口源地	9
图 25: 苏伊士型运费费率（左轴：美分/桶）	9
图 26: 美国油气井数量	9
图 27: 库欣商业原油库存	10
图 28: 其它地区商业原油库存	10
图 29: Keystone管道布局	10
图 30: 我们的观点	12
图 31: 美国能源部展望	12

商品格局轮动，油价表现强势

2011 年国际能源市场表现较为突出，WTI 和 Brent 均价较上年分别上涨 19.1% 和 37.6%。而同期其它商品以及股票市场普遍表现疲弱。从图 1 中可以看出，能源品自年初以来均表现居前，其中柴油和取暖油表现尤其强势，而其它商品中，仅贵金属与畜牧业较年初略有反弹。油价在 2011 年摆脱了去年的弱势振荡，振幅和波动率大幅提升，并再度创下了 08 年以来最高水平，年内也重新站上 100 美元整数关口。

能源市场在 2011 年除了表现强势，领先于其它商品市场之外，其自身内部也出现了较多新的特征。其一是波动性较去年有明显改变，隔夜波动率显著提高，日内振幅也较去年有了较大幅度提高，单日振幅超过 4% 的交易日占比增至 24%，而去年仅为 10%；其二则是市场结构的变化，国际两大基准原油 WTI 和 Brent 走势严重分歧，价差一度走阔至 28 美元，历史上从未出现，且 10 月份，WTI 也出现了近月合约升水，也是自 05 年来首次；其三，自 05 年开始，原油与美股走势相关性趋同性逐年增长，但在 11 年这一趋势略有放缓，原油与股市、商品和美元的走势关联度都有削弱。

图 1: 2011 年主要商品表现



资料来源: Bloomberg 中证期货研究部

图 2: WTI 2011 年走势

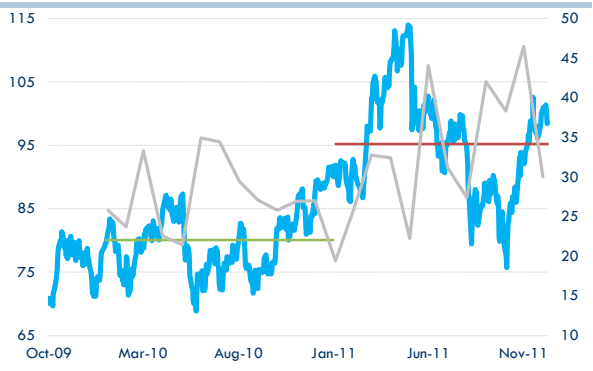
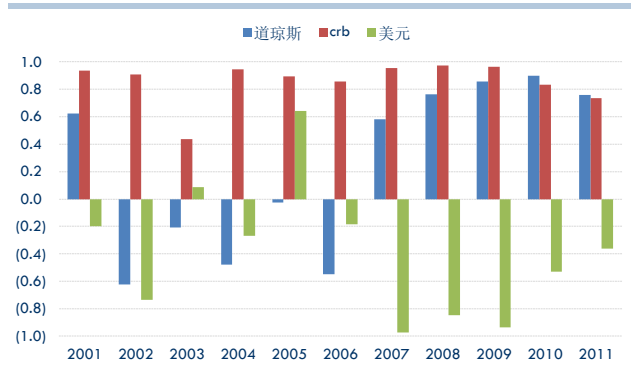
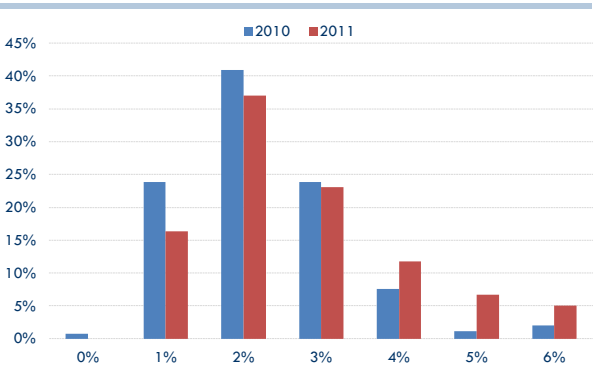


图 3: 油价与美股、商品和美元相关性



资料来源: Bloomberg 中证期货研究部

图 4: 油价日内振幅分布



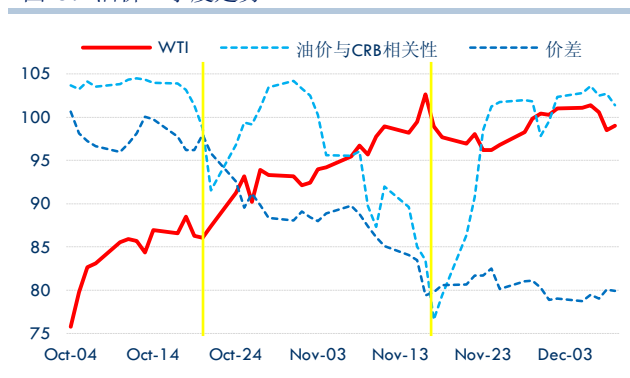
政治因素助推，油价屡创新高

整体而言，2011 年原油的走势可以分为 3 个主要波段。第一个阶段始从年初到 4 月末，原油处于上行阶段。其中，在 1~2 月份，上行的主导因素为商品市场的整体推动，整体商品市场表现较为趋同，此阶段中虽然埃及局势对油价产生支撑，但并不明显，WTI 和 Brent 出现价差，但维持于 10 美元下方；从 2 月末到 4 月末的 2 个月中，北非局势迅速恶化，3 月份北约空袭利比亚，利石油生产中断，受此推

动，油价在整体商品陷入弱势回落时继续上涨，WTI 和 Brent 分别创下 08 年以来的新高。

第二个波段从 5 月份到 10 月初。5 月初，商品市场连续 8 月上行，CRB 指数自反弹起点 2010 年 8 月份上涨幅度近 50%，各品种皆已轮动；美两党就债务上限问题出现僵局，各类经济数据皆显示国际经济存二次探底风险；在市场走势压力以及各类利空信息的共同抑制之下，商品市场在 5~6 月份出现了快速回落，油价跟随回落，并在 6 月 24 日 IEA 宣布释放储备后下探至 89 美元；而在 8~9 月份，美债危机和欧债危机相继显现，再度推动油价快速回落；9 月末，美联储推出扭转操作，QE3 预期破灭；同时，希腊未实现既定财政紧缩目标，欧盟推迟发放第六批援助资金，市场在多重利空的打击下出现暴跌，油价盘中一度下探至 75 美元，接近 10 年 8 月份低点。

图 5: 油价 4 季度走势



资料来源：中证期货研究部

图 6: 油价与第十版 CRB 比值



第三个波段位于 4 季度，油价自低位快速反弹，再度成为商品市场领头羊。从走势上来看，同样可以分为 3 个小阶段，其中，第一阶段，从 10 月 5 日到 10 月 26 日欧盟峰会，为避免希腊债务违约以及银行倒闭，欧元区出台了包括扩容 EFSF 稳定基金、对希腊债务进行减记、提高银行核心资本充足率等多项措施。商品市场快速反弹，此阶段，油价跟随反弹，并回复至下跌前 9 月初水平，英美两地原油价差维持稳定。我们从图 5 中可以看到，油价与 CRB 指数保持较高相关性，而 WTI 和 Brent 价差维持稳定。

第二阶段始于 10 月末到 11 月中旬，美国中西部地区和库欣原油库存快速降低，Keystone 管道被叫停，多重因素推动下，WTI 表现强势，能源市场内部进入“再平衡”过程；11 月 16 日，Seaway 管道宣布将在明年 2 季度逆向输油，WTI 大幅上扬，收于 103 美元。从上图中可以看到，此阶段，油价与 CRB 指数相关性降低，而价差持续缩减。

第三阶段自 11 月下旬开始，地缘政治因素成为主导。伊朗局势未出现恶化，而叙利亚虽然动乱却并未对油价产生明显影响。在经过近两周对于中东局势的判断后，油市在 12 月初走势又开始向整体商品收敛。不过从目前油价的表现来看，对于伊朗和中东局势尚未完全反应。

整体而言，在历经了 10 年一年的长期抑制后，油价在 2011 年借力于中东局势的乱局重新出现上行，并再度成为商品市场领头羊，因素固然来自于多方面，但在目前经济环境下，油价的上行仍旧可能成为压垮经济的最后一根稻草。从油价与 CRB 指数的比值来看，又重新回到了 0.3 以上，而自第十版 CRB 指数修订之后，这是第四次出现，前两次分别出现于 08 年 7 月份、10 年 5 月份以及 11 年 5 月份；其后原油和整体商品都出现了大幅回落。

我们认为，短期来看，油价受政治、天气等多方因素助推，在年末到明年 1 月份有望延续强势。但目前的快速上行仍积累了较大风险，预计在 1 季度将跟随整体商品出现快速回落，继而在风险进行释放之后，2 季度重新启稳并出现新一轮反弹。

2010 年观点回顾

整体而言，我们在 2011 年全年较好的把握了油市运行的节奏。年报中，我们延续了去年 4 季度开始对于能源市场的乐观态度，认为商品格局轮动，能源品将成为主要受益板块；对能源市场上行的预期中，认为油价年均价将在 88 美元，年内高点将在 100 美元上方。从实际的走势来看，突发的地缘政治动荡成为我们预期之外的因素，油价的年均价在 95.3 美元，高于我们预期 8.5%，高点达到了 114 美元。但从美国能源部数据来看，国际原油日需求量从 2010 年的 8707 万桶增长至 8813 万桶，其中 OECD 国家减少 42 万桶，而新兴市场贡献了主要的增长；在全球经济增速放缓的同时，能源需求仍维持增长，在 11 月上旬的反弹中，美国市场的好转也一度推动油价的快速上涨。

而从月度观点来看，我们从 1 季度持续看多油价，并在 2 季度提示了油价下行的风险；在半年报中也提出了三季度不乐观，四季度不悲观的观点；而自 9 月份起也持续看多能源市场并坚持至今。

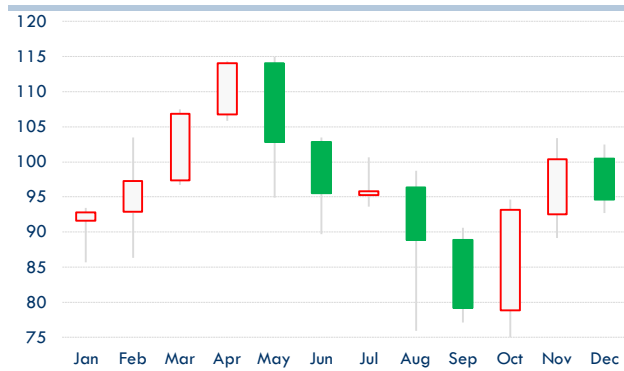
回顾全年，我们较大的一次失误出现于 8 月份，7 月整体商品市场的快速反弹让我们对于油价走势的节奏产生了误判，并过早认为油价将出现反弹；然而在 8 月份开始逐步显现的欧债危机推动油价大幅回落，出乎了我们的预期，此后我们在 9 月份修正了观点，认为油价将逐步探底。

此外，3 月份我们也误判了利比亚局势，认为西方直接武力介入的可能性不大，利比亚内乱将会长期延续；继而油价在 2 季度将触顶并逐步回落。然而法国对利比亚态度强硬，并牵头北约对利比亚进行了长达半年的空袭，此后油价一路走高并触及 114 美元高位，直至 5 月份才出现回落。

下面是对我们年初以来月度报告的回顾：

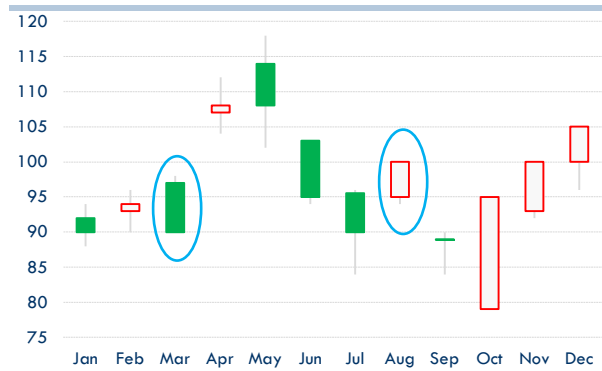
年报：需求好转仍将支撑油价上行：我们认为油价在 1 月份有望逐步上行，重心将上移至 92 美元附近，最高有望上探 94~96 美元，底部将在 88~90 美元附近。而就全年而言，预计油价仍将维持整体上行格局；年均价在 88 美元左右，年内高点有望在 100 美元上方。

图 7： 油价全年表现



资料来源：中证期货研究部

图 8： 我们的月报观点



2 月：扭曲的 WTI 难维持：WTI 的暴跌难以持续，近期有望启稳，2 月中旬有望重回 90 美元上方

3 月：中东旧局将被替，油价高位难维系：我们认为油价历经近一段时间的飙涨之后，拉平了 WTI 相对的滞后，后期有望出现一波较大的回落

4 月：市场状态好转，油市维持强势：4 月份油价大部分时间内有望维持在 104~108 区间之内波动，但最高有望触及 112 美元

5 月：系统风险酝酿，油市或陷振荡：我们预计油价仍有一定上行动力，但囿于整体商品市场逐步积累的系统性风险，油价 5 月份或陷入宽幅震荡，区间将在 108~118 之间

6 月：系统风险仍主导，油价弱势难改变：我们对短期能源市场表现仍保持谨慎态度，6 月份或仍维持弱势震荡，有望回落至 95 美元下方

半年报：供需格局略改变，油市短期不乐观：我们预计下半年能源市场整体将向好，但短期仍有较强的回落风险。其中 WTI 有望跌至 88 美元下方，但继续深跌至 80 美元的可能性甚微；预计 3 季度末到 4 季度油价仍有望继续上行，重回 100 美元上

8 月：系统风险渐消退，油市酝酿再上行：原油第三季度将逐步走稳，四季度有望进一步上行。而近期随着市场系统性风险的逐步消退，油市的上行有可能会提前出现

9 月：系统因素主导，油市寻求探底：油价在 9 月份仍将维持振荡偏多的格局，月初或维持 85~90 美元区间波动，月底或在逐步震荡筑底后逐步上行。

10 月：系统因素难消退，油市短期仍振荡：油价近期有望持续维持振荡格局，区间仍将维持在 80~90 美元/桶区间之内。年底到明年 1 季度，在欧债危机进一步明朗之后，有望持续反弹至 95 美元上方

11 月：油市整体偏强，分化仍将延续：我们仍整体略看多整体能源市场，而在市场仍将会持续分化，美国市场受益明显，而欧洲市场则相对偏弱。

全球供需分析

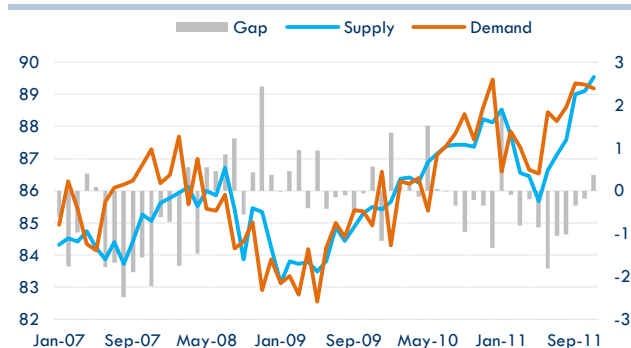
从历史上来看，供需对于油价的影响并不对称。我们在此前的报告中也有过分析，相较于基本金属和化工品，由于汽柴油和天然气较强的消费和公共属性，能源品需求相对刚性；而由于原油供给相对集中，又易受到政治、天气等突发因素影响，故而供给容易出现突发性中断。从过去 10 年的数据来看，原油的大幅上涨多来自于供给层面，而下跌时则往往伴随着经济衰退的预期。

我们在上文的分析中也有提及，2011 年能源市场的主导因素主要来自于三个方面，第一是宏观经济环境，其中欧债危机在下半年来到了主导；第二是地缘政治因素，分别在 1 季度和 4 季度占据主导；第三是美国因素，库存的高企造成了 WTI 较 Brent 大幅贴水；而 2~3 季度美国成品油出口量的大幅增长，则拉动了美国原油库存的快速降低。

就全球供需来看，能源市场全年基本处于紧平衡状态之中；除年初欧洲消费量快速降低曾短暂造成供过于求，其余全年基本都处于供给偏紧的状态之中。上半年中东北非局势动荡，原油产量快速降低，虽然油价上涨抑制了全球需求，但供给缺口仍旧不断扩大。4~7 月份，沙特为平抑油价开始逐步提高产能，原油供给开始逐步回升，供给缺口开始逐步收缩。而 10 月份卡扎菲被击毙后利比亚局势趋于稳定，产量开始逐步提高，11 月份全球能源供给再度出现供过于求。

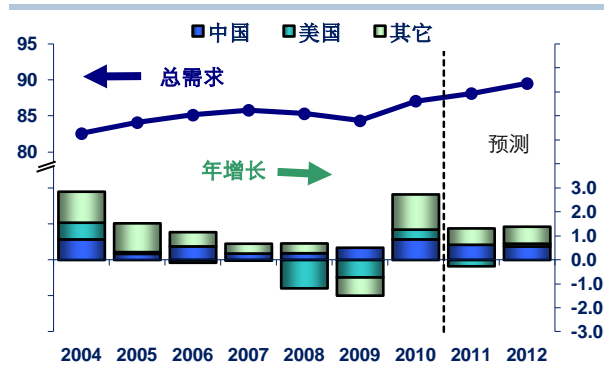
而从分地区需求增长情况来看，中国以及其它新兴市场仍旧是原油需求的主要增长力量，中国 2 期战略储备接近尾声，原油消费和进口量虽然增幅放缓，但仍不断创下新高。2 季度和 4 季度初出现的柴油荒也一度推高了亚太地区乃至全球柴油价格。

图 9：全球油品供需平衡（单位：百万桶/天）



资料来源：EIA Bloomberg 中证期货研究部

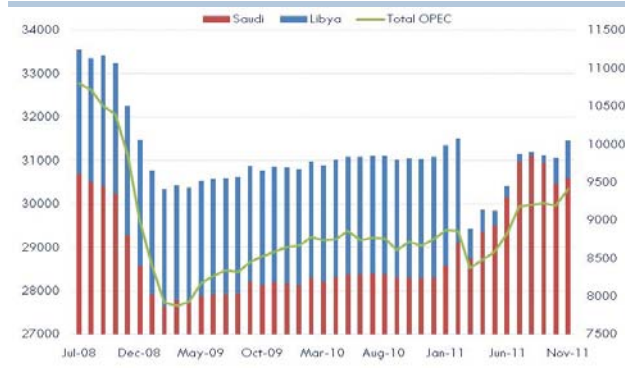
图 10：全球原油需求（单位：百万桶/天）



虽然利比亚局势趋稳，沙特也开始逐步削减产能，但从目前 OPEC 闲置产量来看，能用以平抑价格波动的筹码越来越少。在 08 年油价大幅下跌之后，近两年其产能增长并不明显。11 月 OPEC 产量重

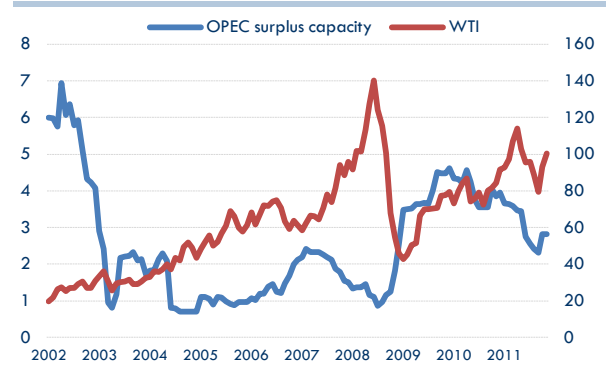
回 3000 万桶/桶以上，达到 08 年以来最高水平，闲置产能仅约 280 万桶/天，考虑到 OPEC 各成员国对高油价的接受程度不同，OPEC 能用于平抑油价的产能可能也仅 150 万桶左右。这即意味着，若 OPEC 任一成员国出现供给中断，都会引发油价的飙升。

图 11: OPEC 产量



资料来源：中证期货研究部

图 12: OPEC 闲置产能



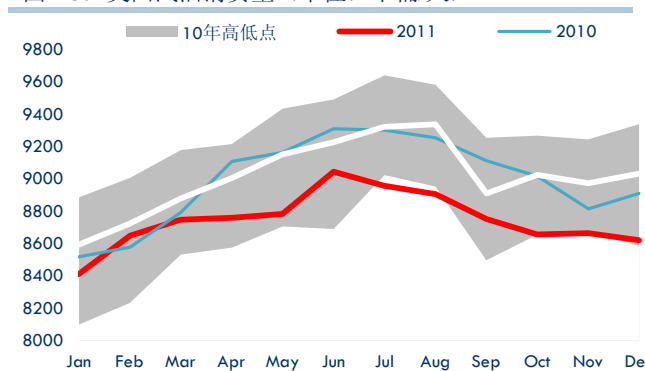
我们预计明年随着美国经济的逐步复苏，美国原油消费将会有所增长，预计将达到 30 万桶/天；中国经济有望于 2 季度见底，原油消费有望增长 50 万桶/天，整体保持平稳；而欧洲和日本原油消费将会继续萎缩。预计全球原油消费增长将达 200 万桶/天。

美国市场供需格局

美国市场在 2011 年整体表现偏弱，汽油消费持续回落，但成品油出口的增加一定程度填补了这一缺口。而由于 WTI 对 Brent 的大幅贴水导致美国海外原油进口快速回落，美国自下半年开始各类油品库存均出现快速回落，最终在 4 季度带动油价快速反弹，并一定程度收复了对 Brent 的贴水。

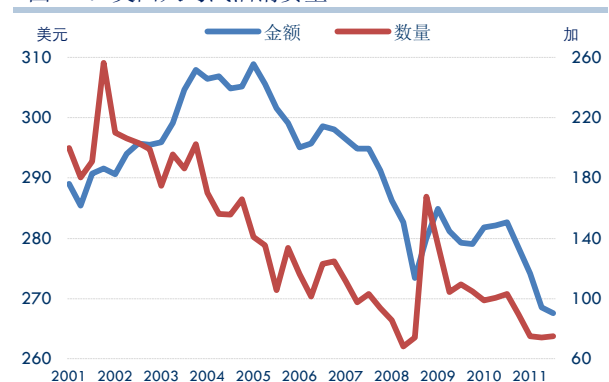
从成品油消费来看，今年汽油的消费水平偏低；自年初汽油价格快速反弹之后，汽油消费量便一直徘徊于较低水平，2~3 季度消费旺季也并未出现明显增长，在 7~8 月份还达到了近 10 年的最低水平。从下图人均消费情况来看，美国人均汽油消费金额较去年同期并无明显减少，前三季度仅微降 4%，而由于汽油价格的快速上涨，人均消费汽油数量较去年同期降低逾 25%。

图 13: 美国汽油消费量 (单位: 千桶/天)



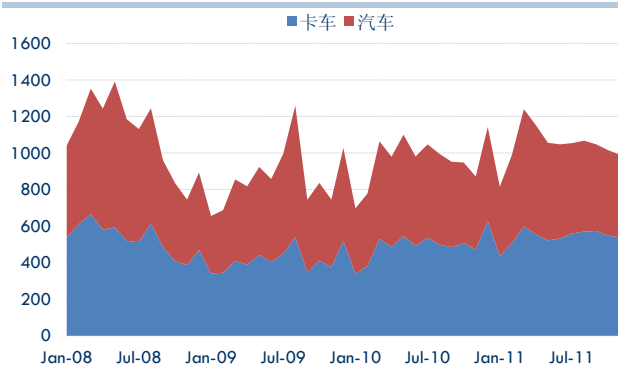
资料来源：EIA Bloomberg 中证期货研究部

图 14: 美国人均汽油消费量



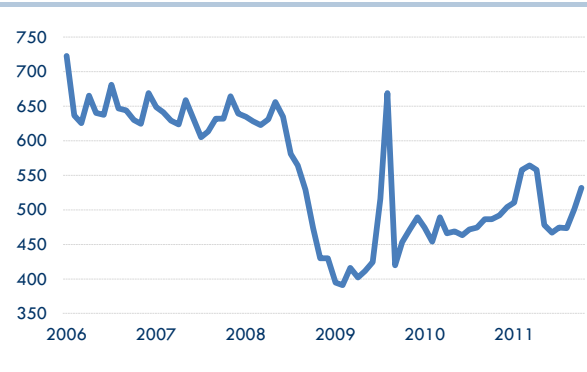
不过对比美国汽车销量数据，却难以得到佐证。今年 1~11 月份汽车销量较去年同期增长逾 10%，其中卡车增长 12.61%，轿车销量增长 7.67%。前 10 个月累计注册数量也较去年同期增长近 8%。不过从月度数据看来，汽车注册量在 4 月份大幅回落，此后几个月维持于低位，而汽车销量随后也出现了下滑。不过 9~10 月份注册机动车数量快速提高，预计汽车消费量在年底前将出现企稳上涨。

图 15: 美国汽车消费量 (单位: 万辆)



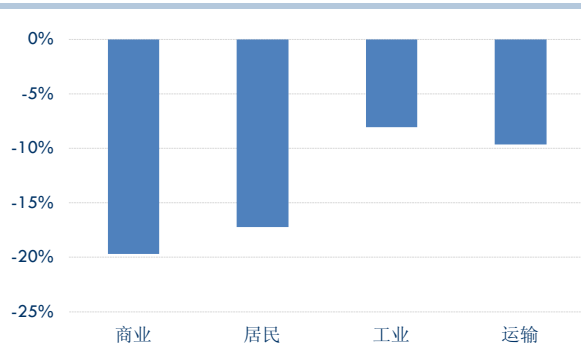
资料来源: EIA Bloomberg 中证期货研究部

图 16: 美国汽车注册量 (单位: 万辆)



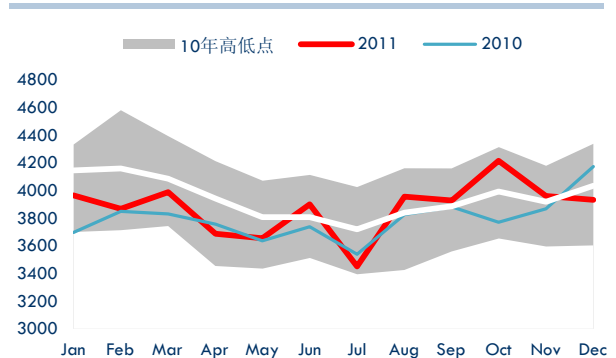
相较于汽油,柴油在 2011 年表现略强。我们从文首的图中可以看到,不论是 ICE 的柴油还是 NYMEX 的取暖油,在 2011 年表现均领先于其它能源品。从石油产品分行业的消费增减来看,柴油产品的主要消费行业,运输和工业在 2011 年降低略小;而汽油的主要消费方,商业和居民降幅较为显著。从下图可以看到,柴油表观消费量在 2011 年较去年同期增幅明显,10 月份在取暖油消费的带动下,一度接近历史同期高位。即便是淡季的 2~3 季度,在出口增长的带动下仍旧维持强势。

图 17: 美国石油产品消费增减



资料来源: EIA Bloomberg 中证期货研究部

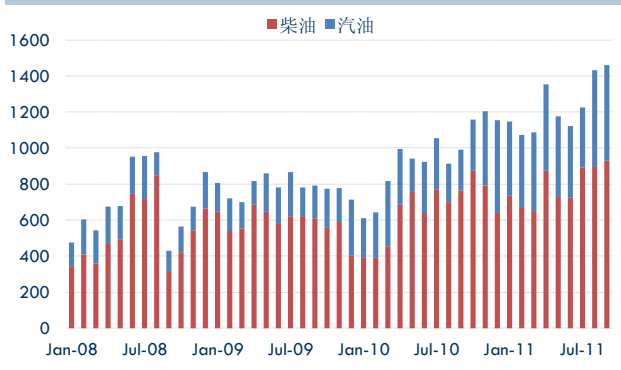
图 18: 美国馏分油消费



美国 2011 年能源消费体现的新特征是原油进口减少而成品油出口快速增长。其中,前者因为美国自 2003 年开始主动转变能源战略,加拿大和墨西哥在美国原油供给方面开始发挥重要作用。而随着油价近两年的快速飙升,加拿大油砂以及美国北部页岩油开始开发速度显著提高;虽然 Keystone4 期因为油砂油的高污染被否,但页岩气的成功经验仍会促使美国加强对于非常规能源的开采,这在我们的专题报告《非常规能源——上帝的另一扇窗》中也有过专门的介绍。此外,值得关注的是,近两年随着巴西深海原油资源被大量勘测发现,美国政府和石油公司也表现出了极大的兴趣。可以预见的是,在未来 3~5 年内,不同于中国华而不实的清洁能源,美国将在非常规能源的商业化上取得长足进步,继而在能源战略以及定价权上仍将占有极大优势;而这在未来 3~5 年的时间内将会改变能源市场的运行规律,原油供给中心将逐步向西转移,而化石能源,尤其是油气资源仍将是能源的主导,替代和清洁能源仍将只是一个空乏的口号。

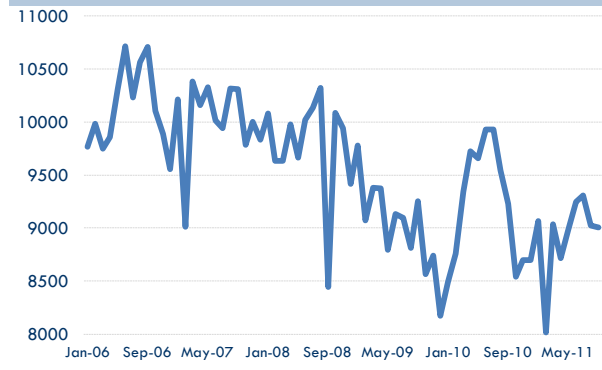
而后者则因为美国享受着来自于加拿大的廉价石油,虽然相较于去年同期美国汽油价格增长明显,也一定程度抑制了汽油消费,但相较于其它地区,美国汽油价格仍明显偏低。也因此,今年美国成品油出口量显著增长,其中柴油增速尤为明显,已经占美国消费量逾 2 成;受其影响,柴油和取暖油库存也快速降至年底低点。

图 19: 美国成品油出口 (单位: 千桶/天)



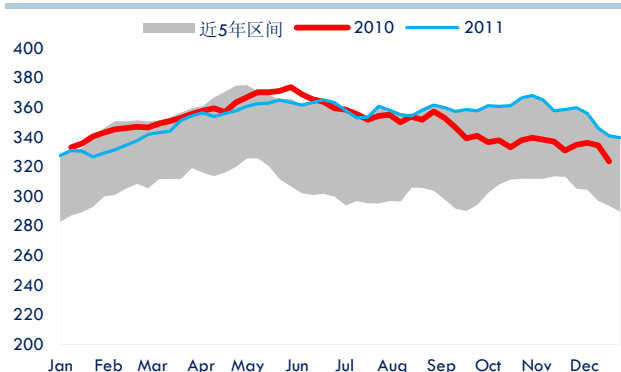
资料来源: EIA Bloomberg 中证期货研究部

图 20: 美国原油进口降低明显



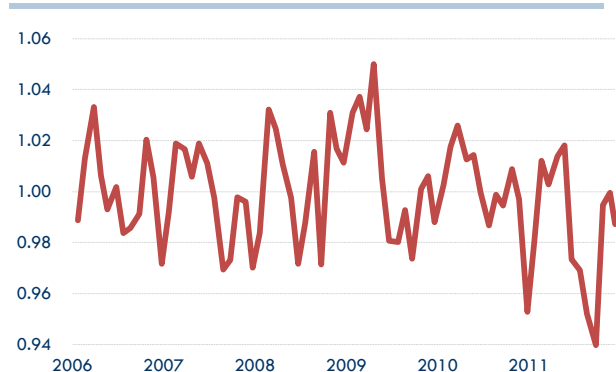
不过虽然成品油消费低迷, 但美国原油库存在年内却一直快速降低。12 月末公布的最近一期数据显示原油库存锐降逾 1000 万桶, 重回 08 年以来最低水平; 1000 万桶超过了印度所有的战略储备, 是美国 10 年以来最大的单周降幅。虽然从下图可以看到, 目前原油库存仍处于近 5 年的平均水平之内, 不过从原油供给日来看, 目前已经处于近 3 年的最低水平, 22 天以下。从存量的情况来看, 原油库存降低较为明显, 而从动态角度来看, 我们用 (进口+国内产量)/炼厂投放量作为衡量供需平衡的指标。从下图中可以看到, 由于进口的降低, 虽然 2011 年美国本土产量快速增长, 但供给仍处于相对紧平衡之中, 历史上这一数值围绕 1 上下波动, 而 2011 年均值达到了 0.98, 9 月份一度下探至 0.94 的近 5 年最低水平。

图 21: 美国商业原油库存 (单位: 百万桶)



资料来源: EIA Bloomberg 中证期货研究部

图 22: 美国原油供需平衡

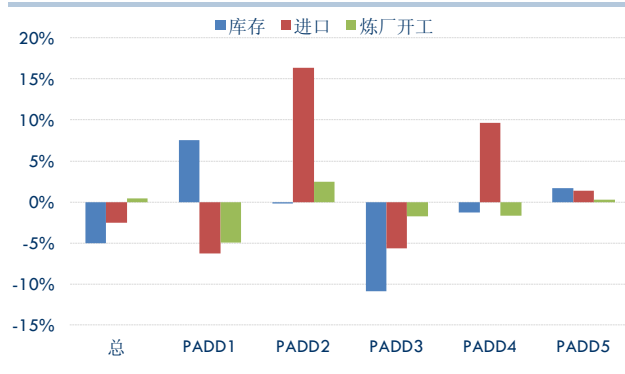


原油供给的偏紧主要来自于地区间的不平衡, 我们在下文中也将有专门的分析。中西部地区因为有加拿大充裕的原油供应, 因此在去年进口和库存一直维持高位, 而 NYMEX 交割地 Cushing 恰位于此地。高企的库存压低了 WTI 价格, 继而致使中东和北非油轮转运欧亚, 湾区进口和库存一直维持较低水平。

从供给端来看, 今年美国原油供给显著缩减。虽然 2012 年美国国内原油日均产量 563 万桶, 较去年同期增长约 2.5%; 但进口缩减 20 万桶至 870 万桶抵消了这一增长。

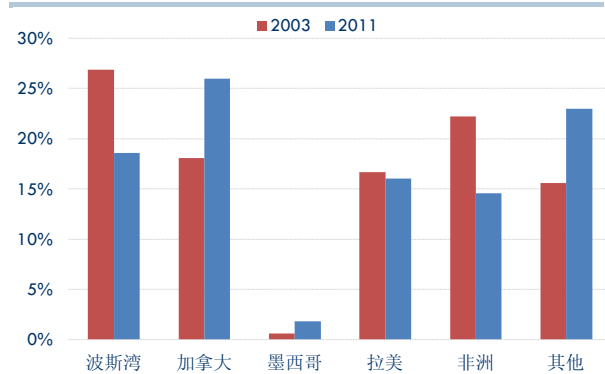
目前 WTI 与 Brent 的价差来看, 我们预期其在 2012 年将会缓慢收敛至 5 美元附近, 下文中也会有详细分析。而从目前油轮费率来看, 从美国东海岸转运至欧洲大陆不足 2 美元/桶, 1 年期远期价格更是在 1.5 美元以下, 即便考虑到从西海岸转运, 费用也不足 3 美元/桶。因此即使从俄罗斯进口经美国转运至欧洲, 甚至从尼日利亚进口经美国转运至日本, 仍有利可图。因而在 2012 年, 美国海外原油进口量有望维持缩减。我们预计 2012 年美国原油进口量将继续缩减至 1100 万桶/天以下, 降幅约为 3%。

图 23: 分地区原油进口、库存和炼厂开工



资料来源: EIA Bloomberg 中证期货研究部

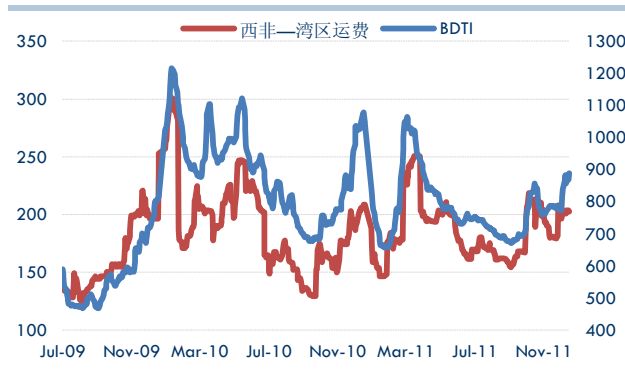
图 24: 美国原油进口源地



(美国近 10 年持续削减对中东和西非原油的需求)

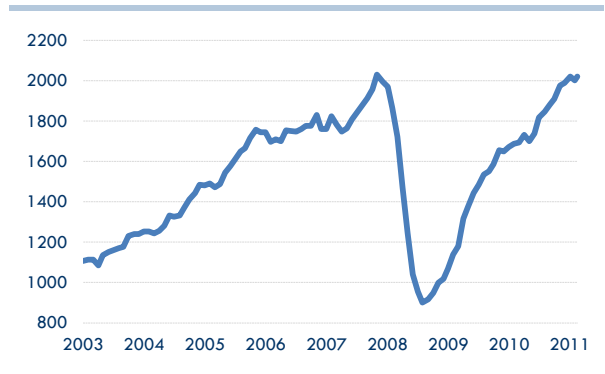
而从美国国内生产情况来看,目前美国钻井总量维持于 2000 以上,虽然较去年同期仍有近 2 称的增长,但较去年逾 4 称的增速仍有放缓。此外,去年墨西哥湾漏油之后,近海原油勘探被叫停;虽然 12 月美国政府再度开放勘探权,但从油井的开采周期来看,在未来一年内不会有显著增长。因此,我们预计明年美国原油产量将会小幅增长,幅度将在 2% 左右,日均产量将维持在 575~580 万桶。

图 25: 苏伊士型运费费率 (左轴: 美分/桶)



资料来源: EIA Bloomberg 中证期货研究部

图 26: 美国油气井数量



而从需求端来看,美国经济在 2012 年有望逐步向好,而汽车销量则有望启稳(参见我们的宏观报告)。因此,美国原油消费量 2012 年有望在消费和出口双增长的带动下继续增加,我们预计美国原油消费量明年将小幅增长 30 万桶/天至 1500 万桶/天,略高于美国能源部 12 万桶/天的预期。

美国市场异动

2011 年能源市场除了大幅上涨引发了市场的广泛关注外,其内部走势的分歧也成为市场关注的焦点。WTI 和 Brent 作为国际通用的基准价差,在历史上都维持着较好的稳定性。WTI 因其品级较高,一般较 Brent 升水;自 09 年以来,WTI 多次出现异动,被广泛指责为美国定价体系的不完备以及美国政府的操控。但如同今年一样的高贴水以及持续近一年不收敛,仍是历史上首次。

北美地区原油运输以管道输送为主,在 03 年伊拉克战争之前,美国原油进口以中东和中北非为主,墨西哥湾是主要进口地,原油管道多数为从墨西哥湾到中西部地区的单向管道。而近几年,随着加拿大盐湖油田以及美国东北部页岩油的快速开发,运抵中西部地区的原油快速增长,而此地区炼厂产能近几年来增长缓慢,造成了库存高企且难以消化,NYMEX 交割地位于中西部地区的库欣,从下图中可以较为清晰的看到,自 6 月份以来,随着汽油消费旺季的到来以及美国成品油出口的增长,除中西部地区外,其它地区原油商业库存快速降低,在 10 月份又重新回到了 5 年同期低点,而同期库欣库存仍

位于历史相对高位。全美偏紧的供给平衡，与库欣库存的巨大压力，造成了美国地区间的不平衡以及全球两大基准原油的背离。

图 27: 库欣商业原油库存

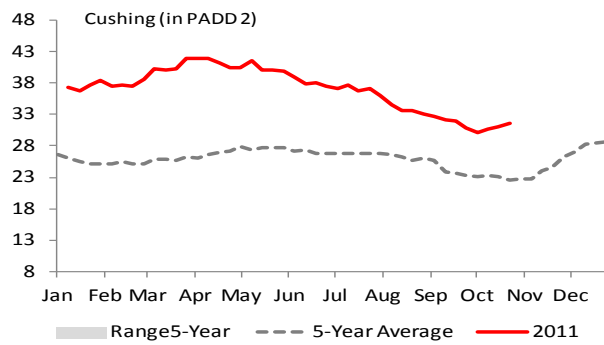
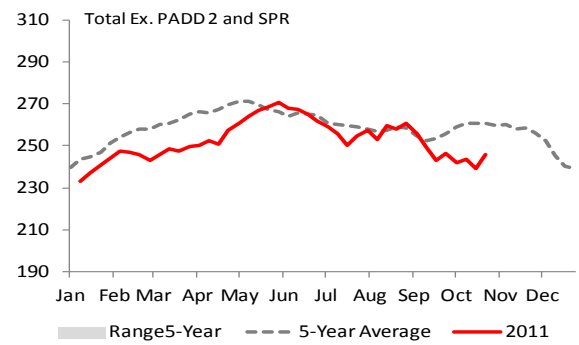


图 28: 其它地区商业原油库存



资料来源: EIA Bloomberg 中证期货研究部

不过随着 9 月份 Keystone XL (第四期) 被推迟, 在此管道避开敏感环保区域后, 最早将于 2013 年做出最终决定; 此管道连接加拿大中部至美国中西部, 将艾伯塔省的油砂以及美国北达科他州页岩油到库欣地区。自 9 月后, 随着库欣库存的降低以及 Keystone 管道将推迟的消息推动了 WTI 向 Brent 收敛。而 11 月 16 日, Seaway 管道将在 2012 年 2 季度开始从库欣向墨西哥湾逆向输送原油的消息推动了 WTI 当日飙升逾 3%。

图 29: Keystone 管道布局



资料来源: EIA 中证期货研究部

我们认为, 虽然 Keystone 推迟以及 Seaway 将逆向输送, 但从中西部地区的原油进口量以及自身的炼厂产能情况来看, 在目前条件下, 该地区库存易升难降的整体格局仍将维持。而相对于多变的中东局势, 美国中西部地区稳定的供给更是可以偏安一隅, 独享低油价。因此, 就中长期来看, WTI 和 Brent 价差在较长时间仍将难以收敛。预计明年前仍有望维持 WTI 贴水状态, 年底前有望缓慢收敛至 5 美元以下。

地缘政治影响

原油作为现代社会最重要的原料，系关国民经济、国家安全等各个方面的因素。而由于其产销地的不平衡，地缘政治因素历来都是短期助推能源市场最大的动力，无论是 70 年代的石油危机，还是 03 年油价的飙升，背后莫不是地缘政治因素的推动。11 年上半年油价的飙升也正是来自于北非局势的动荡以及利比亚政局的变动。

如上文所言，自 10 月份开始的反弹，3 个阶段中，前两个阶段分别体现了对欧洲局势担忧的缓解以及能源市场内部的平衡。而对于中东局势，伊朗核危机以及叙利亚局势目前的状态，尚未有明确的反应。笔者对于中东局势的看法是，目前伊朗局势进一步恶化并发生战争的可能性较小，而叙利亚局势在大国角力之间，其政坛的变动同样仍将缓慢进行。

目前从伊朗的强硬态度来看，西方对其制裁仍将延续。但伊朗作为中东霸主，且在阿拉伯世界也受到较强支持；而目前美国和欧洲深陷经济衰退泥潭，对于伊朗动武的可能性同样不大，更有可能维持目前这种龃龉状态，伊朗和以色列仍将僵持不下。同样，伊朗封锁霍尔木兹海峡的可能性同样不大。故而伊朗局势对油价的影响，将难以像 2 月份利比亚动乱一样推动油价进入下一个上涨阶段，但仍将不断传出各类对油价的利好支撑信息。

而叙利亚产量和出口量均较小，本身对整体能源市场影响并不大；而目前局势来看，虽然目前俄罗斯明确对叙利亚的支持态度，但叙利亚乱局来自于国内民意的反抗，而非美国的介入，故而其现政府垮台的可能性仍较大，而东盟对其态度强硬，预计其动乱也将难以转移至周边国家。故而其政局的变动预计不会对国际能源市场产生较大影响。

此外，值得关注的是，虽然伊朗局势难以演变为战争，但出于能源安全的考虑，仍有可能推动中印这两个中东原油进口大国加快战略储备的建立。目前中国 2 期战略储备仍在建设之中，现储备量仅略高于 1.1 亿桶，距离中国政府 5 亿桶（100 天）的目标相差甚远。远期规划在 2020 年前将完成这一目标，但目前中东乱局有可能加快这一规划。而印度储备不足 1000 万桶，不足两周的供应量，出于能源安全的考虑，也有可能促使印度政府加快储备的建立。

2012 年油价走势判断

对于 2012 年油价的整体判断，我们维持相对谨慎乐观的态度。我们认为油价历经了近一年的快速反弹之后，在 2012 年仍将延续向上的格局，全年均价有望达到 98 美元，较 2011 年略有上涨，整体表现为振荡偏强格局。全年走势节奏可以用一句话概述，即上半年不乐观，下半年不悲观。

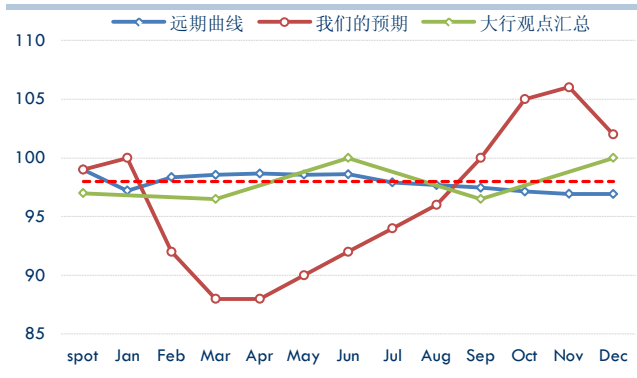
1 季度，先抑后扬。其中，1 月份，受地缘政治因素以及取暖因素推动，油价有望短暂冲高，预计有望重新上探前期高位 104 美元，主要波动区间维持于 96~102 美元；2~3 月份，受到整体商品市场回落拖累，油价有望出现一轮下行，行情主导为宏观因素，最低或探至 85 美元，主要波动区间将维持于 88~94 美元；

2 季度，受整体市场好转带动，宏观因素以及夏季汽油消费高峰到来前的季节性因素有望推动油价企稳反弹，油价有望自低位出现反弹，重新回到 100 美元附近，但仍将低于年初水平，主要波动区间维持于 90~96 美元；

3 季度，国内经济趋稳，欧债危机整体释缓；季节性消费将成为能源市场主导因素；油价维持上行，重新站回 100 美元上方，主要波动区间将维持 96~105 美元，上方可能突破 2011 年高点 115 美元；

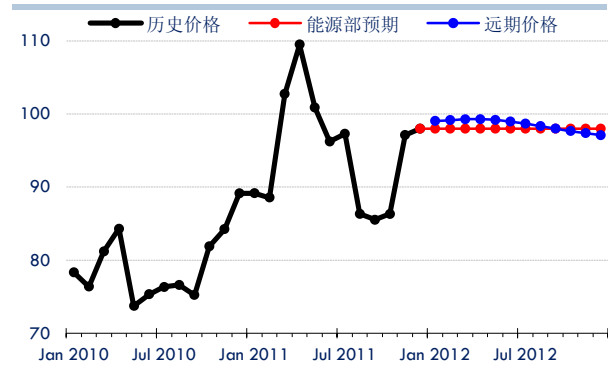
4 季度，整体商品限于弱势，取暖消费对油市略有支撑，油价表现相对弱势；区间将维持于 94~100 美元之间。

图 30: 我们的观点



资料来源: EIA Bloomberg 中证期货研究部

图 31: 美国能源部展望



免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中证期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使中证期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中证期货有限公司。未经中证期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中证期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中证期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中证期货有限公司认为可靠，但中证期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而中证期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中证期货有限公司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。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中证期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

中证期货有限公司2011版权所有。保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场二期14层

邮编：518048

电话：(0755)83200909 400-6789-819

传真：(0755)83217421

网址：<http://www.citicsf.com>

上海营业部

地址：上海市浦东区世纪大道
1777号东方希望大厦9层H室
邮编：200122

电话：(021)68401585

传真：(021)61019873

郑州营业部

郑州市郑东新区商务外环路14号
顺驰第一国际18层1803号
450003

(0371)65613352

(0371)69102132

大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连
国际金融中心A座期货大厦2508室
116023

(0411)84806372

(0411)84806872

青岛营业部

地址：青岛市香港中路6号
世贸中心B座105室
邮编：266071

电话：(0532)85917799

传真：(0532)85917780

杭州营业部

杭州延安路515号
国信大厦11楼1117室
310006

(0571) 85060830

(0571) 85069980

北京营业部

北京市朝阳区建国门外大街
8号国际财源中心A座8层801
100007

(010) 57762888

(010) 57762999