

湘财证券研究所

宏观研究部

余炜彬

Tel: 021-68634518-8562

E-Mail: ywb2839@xcsc.com

事件：

上周国际油价曾连续两日站上 82 美元/桶的高位，但周五大幅下降 1.06%，报收于 81.24 美元/桶。

主要观点：

近期油价在新兴国家需求不断增长以及美国经济数据基本向好的作用下出现较大涨幅，但我们认为以美国为代表的 OECD 国家的能源消费前景依旧不容乐观，仅仅依靠新兴国家的需求难以长期维持油价的快速增长。在明确美国和世界经济强劲复苏之前，未来油价不会出现大幅上涨，将以在 80 美元/桶左右宽幅振荡为主。而决定油价短期振荡方向的因素主要包括美欧经济表现、美国股市走势以及中印等新兴国家的石油需求等。由于国际大宗商品价格波动对国内的影响主要是通过原油等能源的价格来表现，则伴随着国际油价上涨速度的放缓，输入通胀对我国未来物价的影响将日趋减弱。

□ 新兴国家需求增长改善基本面

伴随着经济的持续复苏，以中印为代表的新兴国家对于原油的需求不断增长。2 月份中国共加工原油 3191 万吨，同比增加 24%，剔除去年低基数的影响，同比增速大致在 8.5% 左右，已经接近 08 年同期水平。2 月份中国净进口原油 1829 万吨，环比增长 7.7%，增幅比 08 年同期高了 3.8 个百分点。印度精炼资本利用在去年 5 月跌至低点 10.3 万吨后逐步回升，近期一直稳定在 11 万吨左右。基于此，全球原油需求的基本面逐步得到改善。

□ 美国就业数据提升需求预期

作为世界最大石油消费国，美国近期的就业数据令市场对于未来原油需求的预期得到提升。截至 3 月 6 日，当周初次申请失业金人数为 46.2 万人，比最坏的时候减少了 21.2 万人。非农就业人数虽然依旧逐月减少，但降幅已经大幅收窄。EIA 日前宣布，将全球 2010 年石油日均需求量的估计从原先的比 09 年增加 120 万桶/天调升至增加 147 万桶/天。OPEC 最新报告亦称，2010 年对欧佩克原油的日均需求量将在 2894 万桶左右，较之前的估计增加了 19 万桶。上周五，国际能源署也宣布将 2010 年全球原油需求预期上调 7 万桶/

天，至 8660 万桶/天。

□ 美国能源消费前景不支持油价大涨

数据显示，美国 1 月能源类进口大幅减少，石油进口量下降至近 10 年以来最低点。这说明美国能源消费前景依旧不容乐观。与此同时，美国原油商业库存依旧处在峰值的左端。另外美国精炼厂设备利用率情况也不容乐观，虽然在 2 月份有所回升，但总体上依旧处在 07 年开始的下行通道中。伴随着能源消费旺季冬季的过去，美国原油库存和精炼产能利用率的情况将重新给油价带来一定的压力。最近一周美国精炼厂设备利用率下滑 1.2 个百分点就已经初现端倪。

□ 仅靠新兴国家需求难以维持高油价

数据显示，去年世界石油需求于第四季度才开始复苏，而新兴国家成为其中主要的增长力量。据 EIA 统计，2009 年第四季度全球石油消费量为 8488 万桶/天，比第一季度增加了 147 万桶/天。同期 OECD 国家石油消费量减少 52 万桶/天，非 OECD 国家增加了 200 万桶/天，而其中中国增加了 86 万桶/天，占了增加总量的 58.5%。而据 EIA 预测，10 年全球石油消费量增速将大大放缓：第四季度比第一季度仅增加 80 万桶/天。主要原因是以中国等非 OECD 国家石油消费量增速大大减缓的同时 OECD 国家石油需求持续疲软：非 OECD 国家同期石油消费量增加 108 万桶/天，其中中国增加 35 万桶/天；OECD 国家同期石油消费量减少 27 万桶/天，其中日本减少 41 万桶/天，而美国仅增加 2 万桶/天。

□ OPEC 不断增产将使油价上行受压

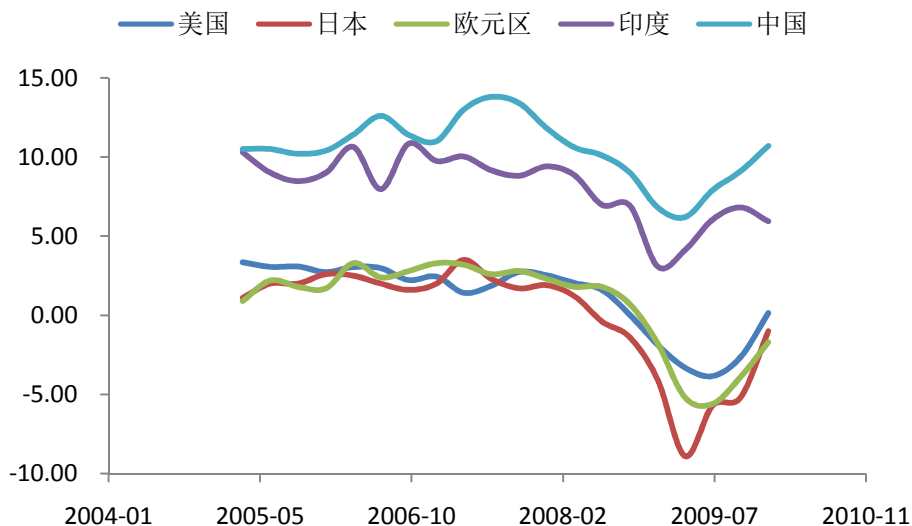
虽然 OPEC 最近上调了 10 年全球石油需求预期，但其同时认为今年世界对欧佩克原油的需求量大致在 2894 万桶/天左右，低于现行产量。另有数据显示，2 月份 OPEC 日均产量比 1 月又增加了 1.1 万桶/天。与此同时，OPEC 减产协议执行力度目前只有 53%，这比先前的历史低位 53.5% 又下降了 0.5 个百分点。我们认为这主要是欧佩克各成员国在近期高油价的刺激下纷纷增加了原油实际产量。根据以往 OPEC 原油生产调整的滞后性，其日均产量增长的态势仍将维持一段时间。我们认为充足的供给将给油价大幅上行带来相当的压力。

□ 输入通胀对 PPI 的上行压力将趋缓

自 1996 年成为原油净进口国以来，我国原油对外依存度逐年攀升，并于 2009 年首次超过 50%。随着对外依存度的不断提升，近年来国际油价波动对国内物价的影响日益明显，尤其是对采掘工业的工业品出厂价格。这在客观上使得国际油价的上涨对我国存在一定的

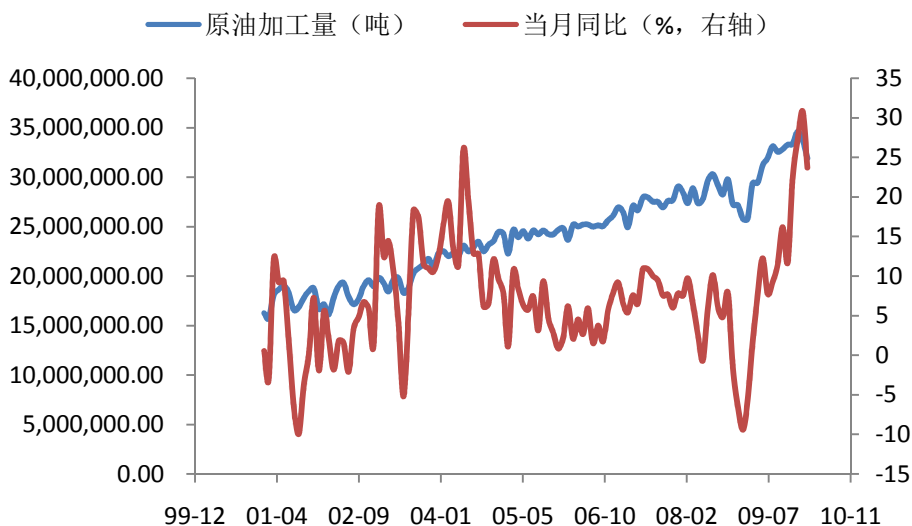
通胀输入效果：首先是对工业生产起到一定的成本推动作用，然后再通过上下游的传递造成物价上涨。我们认为未来伴随着国际油价上涨速度的放缓，输入通胀所带来的物价上行压力将大大减弱。

图1 各经济体 GDP 当季实际同比 (%)



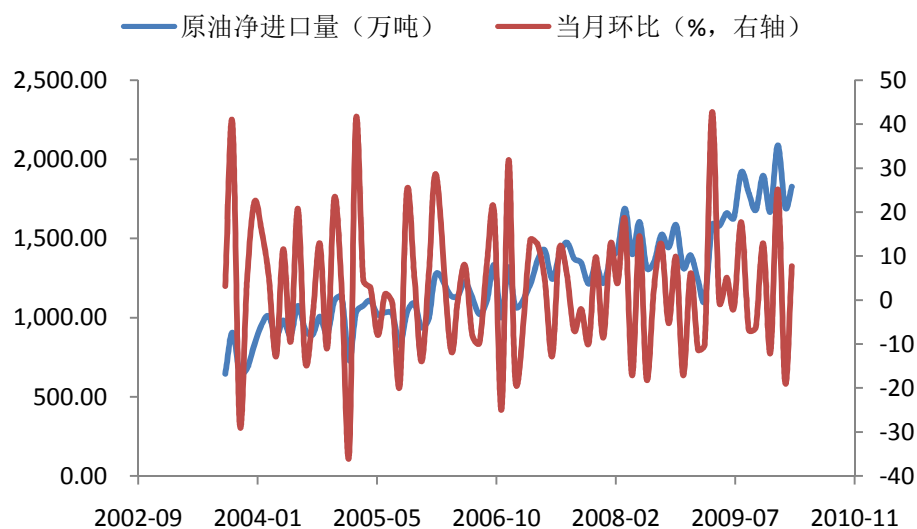
数据来源: Wind, 湘财证券研究所

图2 中国每月原油加工情况



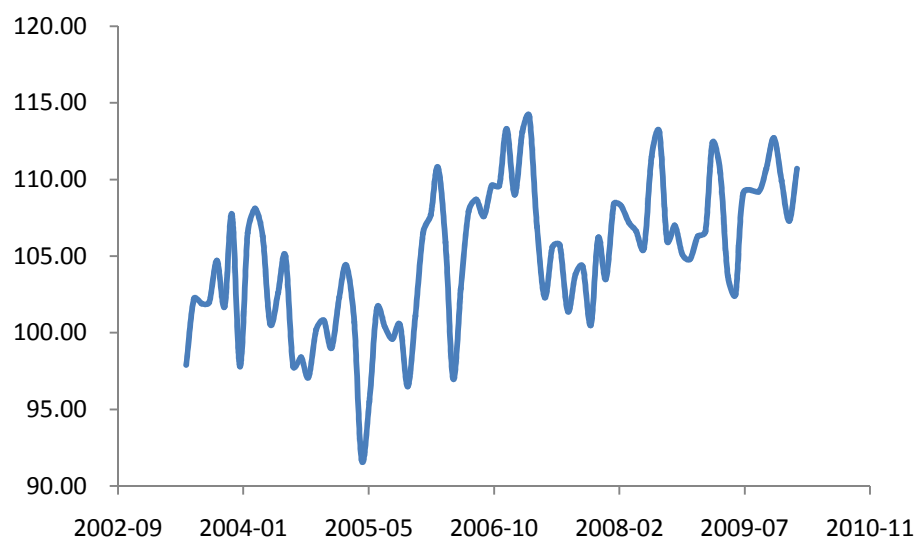
数据来源: Wind, 湘财证券研究所

图3 中国每月原油净进口情况



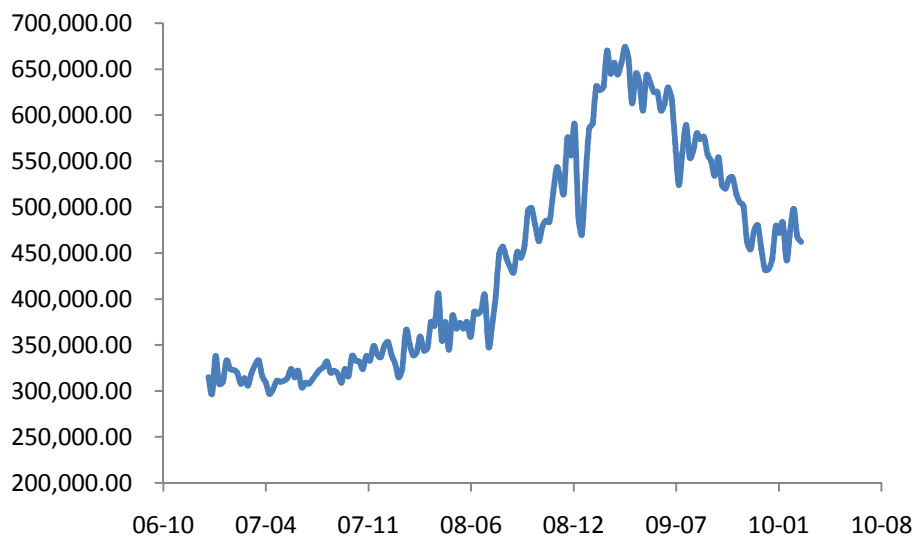
数据来源：Wind，湘财证券研究所

图4 印度精炼资本利用（千吨）



数据来源：Wind，湘财证券研究所

图 5 美国当周初次申请失业救济人数（人）



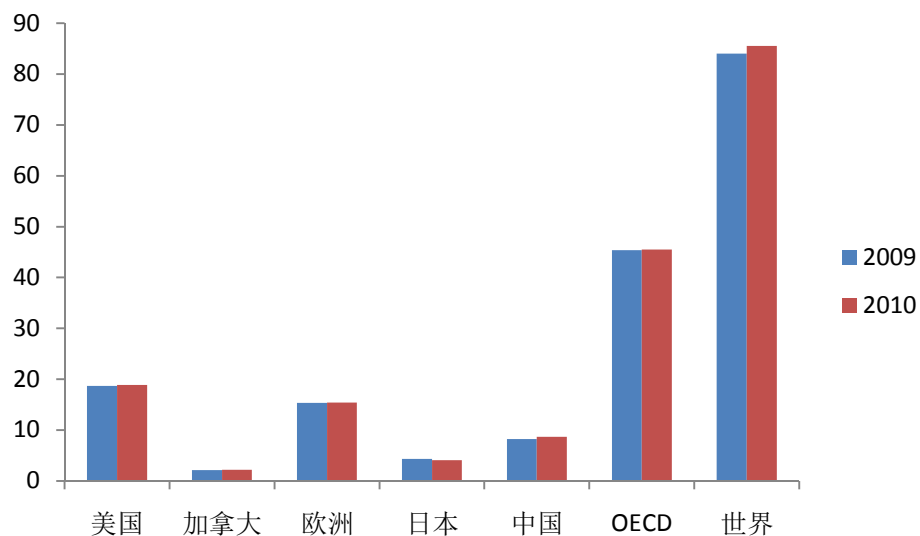
数据来源：Wind，湘财证券研究所

图 6 美国非农就业人数当月变化值（千人）



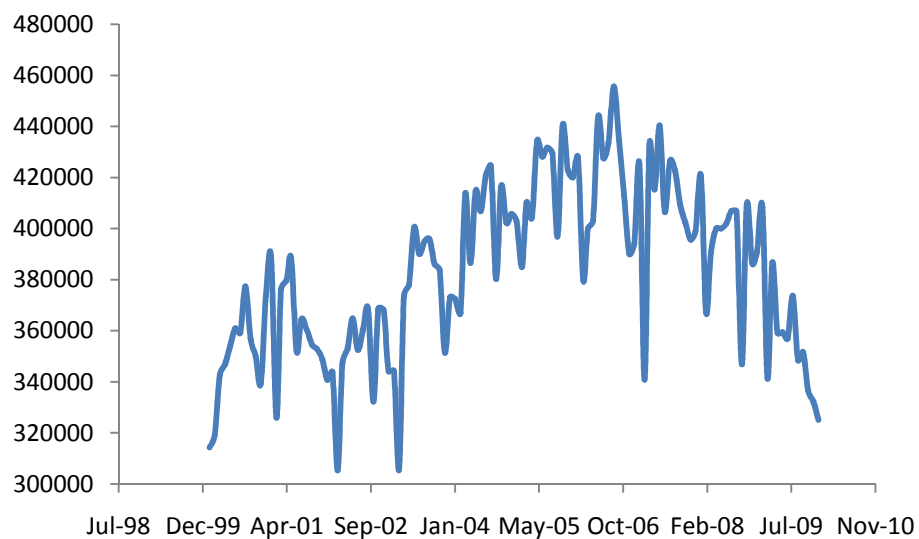
数据来源：Wind，湘财证券研究所

图7 世界各经济体 10 年石油需求预测（百万桶/天）



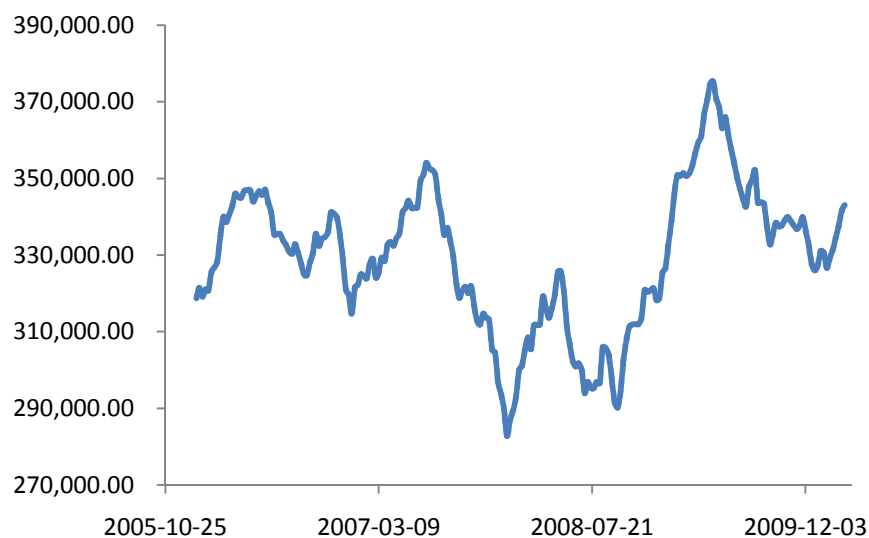
数据来源：EIA，湘财证券研究所

图8 美国当月石油进口量（千桶）



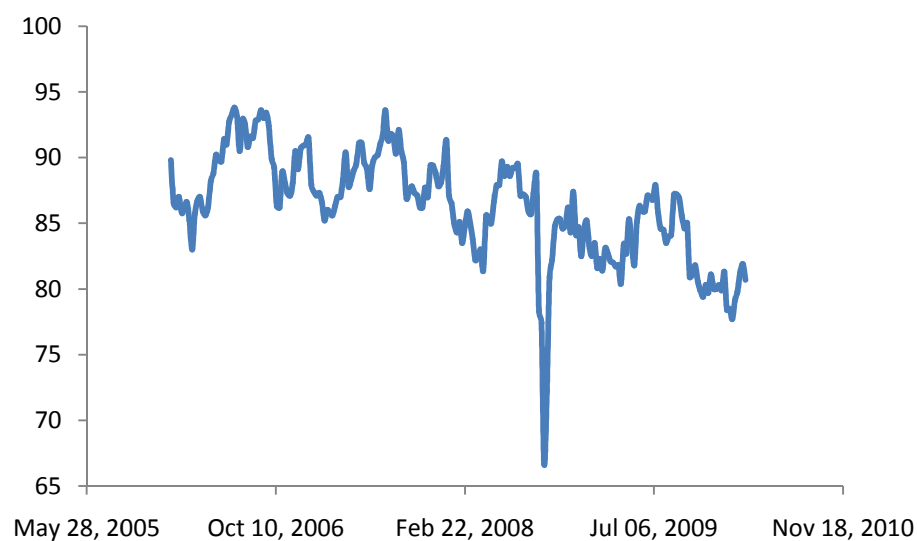
数据来源：EIA，湘财证券研究所

图9 美国原油商业库存（千桶）



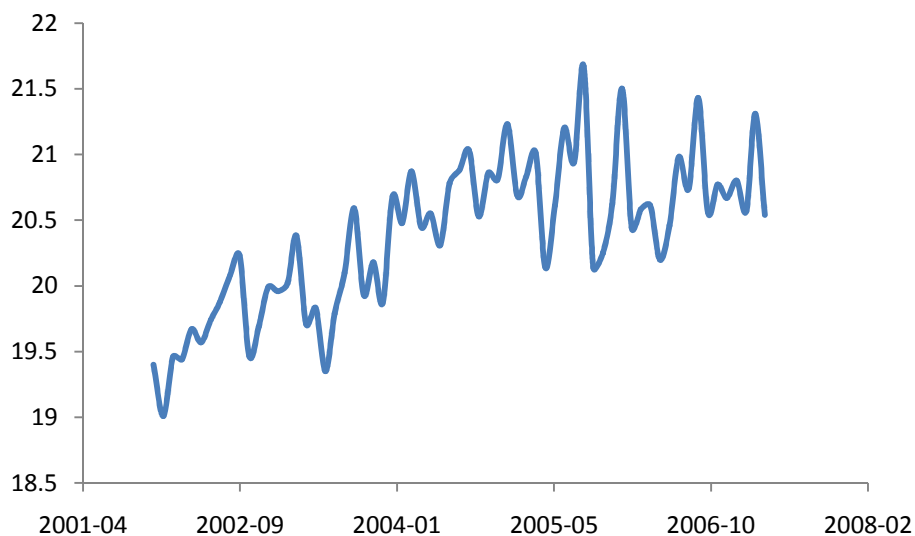
数据来源：EIA，湘财证券研究所

图10 美国精炼厂设备利用率（%）



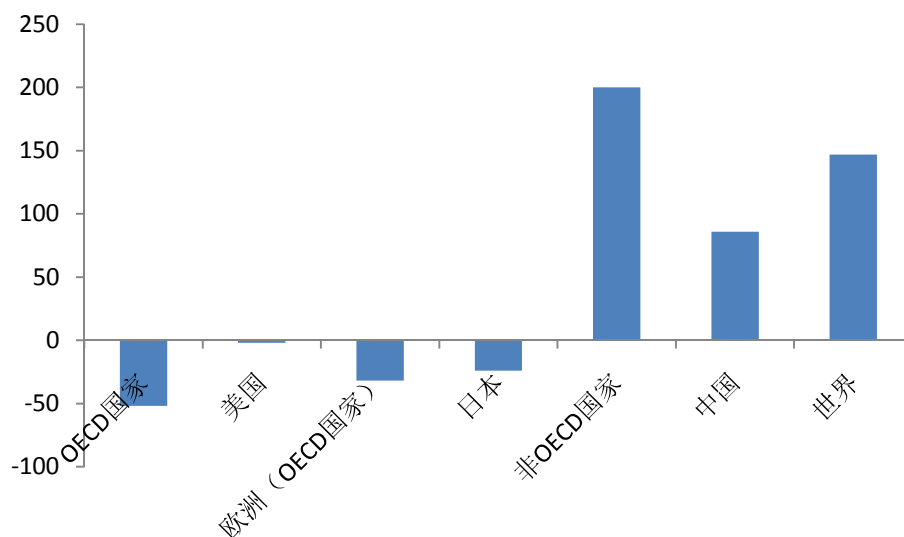
数据来源：EIA，湘财证券研究所

图 11 每年的夏冬两季是美国石油消费旺季（百万桶/天）



数据来源：Wind，湘财证券研究所

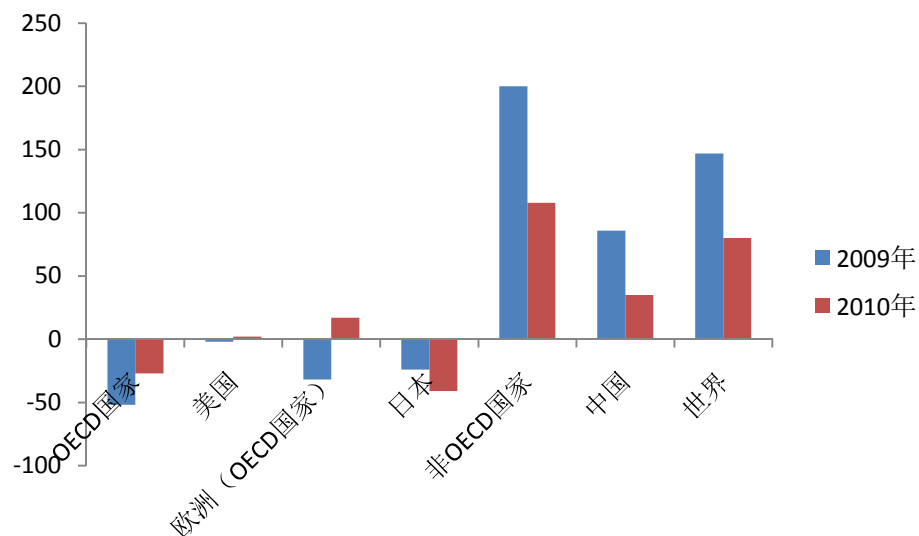
图 12 非 OECD 国家成为 09 年石油需求回暖的主要力量（万桶/天）



数据来源：EIA，湘财证券研究所

注：图中为 09 年第四季度与第一季度石油消费量之差

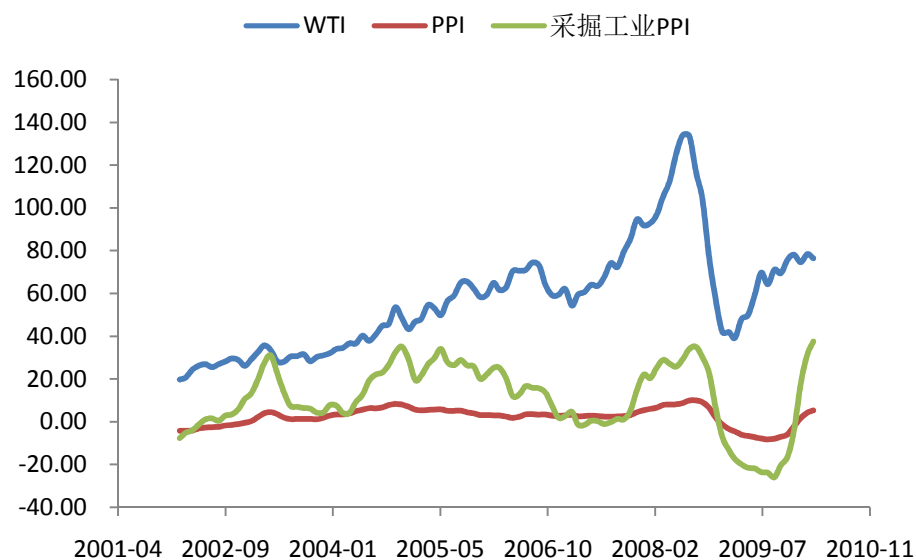
图 13 2010 年石油消费量增速将大大放缓（万桶/天）



数据来源：EIA，湘财证券研究所

注：图中为各年第四季度与第一季度石油消费量之差

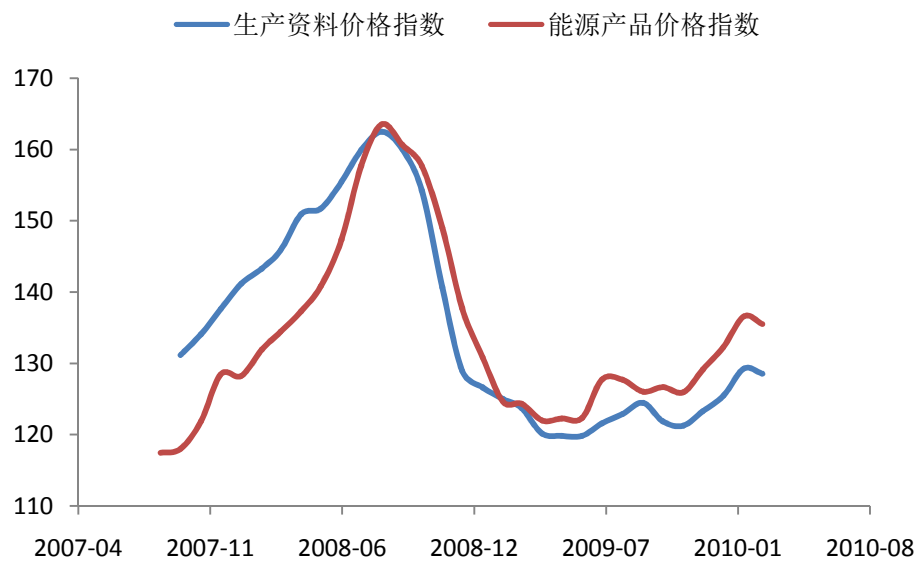
图 14 国际油价波动对 PPI 影响日益显著（%）



数据来源：Wind，湘财证券研究所

注：图中为当月同比

图 15 国内生产资料价格受能源产品影响很大



数据来源：商务部，湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。