



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

行业聚焦
证券研究报告

2011 年 2 月 18 日

能源

大宗商品研究

孔庆影*

分析师, SAC 执业证书编号: S0080210060015
kongji@cicc.com.cn

WTI 不再是全球原油市场的风向标

结构性因素导致 WTI 和布伦特价差扩大并预计将持续

正如我们在 2011 年 1 月 17 日报告《库欣原油库存与美国整体库存走势背离》中所预期,最近 WTI 和布伦特价差不断扩大,至 18.8 美元/桶,主要原因是结构性因素压低了 WTI 的价格。同时,最近中东及北非(MENA)的动荡推升了布伦特价格,使其获得了约 10 美金/桶的“政治风险溢价”。

往前看,我们预期在近期内 WTI 原油价格仍将持续明显低于布伦特价格:1) 影响 WTI 的结构性因素仍将存在;2) 美国炼厂将陆续进入“维护期”,需求的季节性下降将加剧库欣库存上升的压力;3) 如果中东及北非地区的局势进一步恶化,相比 WTI,布伦特会受到更大的影响。

我们持续看好全球石油市场基本面并维持价格预期不变

虽然市场可能担心石油供给过剩,但我们的分析认为 2011 年非欧派克国家供给增长将放缓,因此非欧佩克国家供给不会出现同去年一样的大幅增长。结合最近的市场发展,供给方面,有消息显示伊拉克产量有可能比我们预期的还要高。而从需求方面看,新兴市场需求的的增长,尤其是由于干旱导致的中国需求的增长可能比预想的更高。因此,结合供需两方面的信息,我们仍然维持此前对 2011 年全球石油市场基本面的预期,并维持价格预期不变。

中东及北非动荡局势的影响

通常而言,地缘政治影响难以预测。然而,如果中东及北非动荡局势无法缓和且进一步加剧,进而引发市场对未来石油供应的担忧,那么布伦特将可能会承受更大的影响。继埃及动荡之后,更多中东国家蒙受局势动荡之阴影,如也门、阿尔及利亚、利比亚及巴林四国,该四国石油总产量占全球产量的 4.6%左右。如果这些国家受动荡影响,产量下降 10%,约为 40 万桶/天,我们预期会推升年均价 8 美金/桶。但是在我们看来,只要欧佩克核心成员国免于动荡,那么中东局势对产量的实际影响将十分有限。

* 报告贡献人: 张烁, 郭朝辉

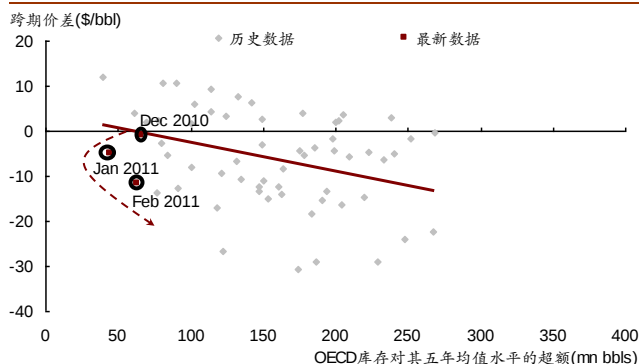
WTI 不再是全球原油市场的风向标

结构性因素导致 WTI 和布伦特价差不断扩大并预计将持续

正如我们在 2011 年 1 月 17 日报告《库欣原油库存与美国整体库存走势背离》中预期的，最近 WTI 和布伦特价差不断扩大，至 18.8 美元/桶，原因主要是结构性因素压低了 WTI 的价格。同时，最近中东及北非(MENA)的动荡局势推升了布伦特价格，使其获得“政治风险溢价”。往前看，我们预期在近期内 WTI 原油价格仍将持续明显低于布伦特价格。

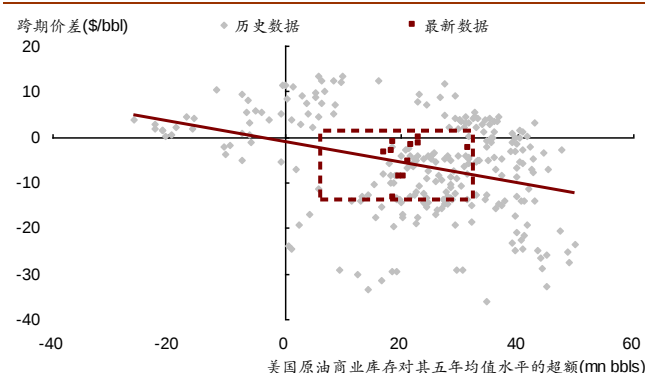
WTI 价格走低是由结构性因素导致，而不能反映全球石油市场的基本面。WTI 作为最重要的全球石油市场价格指标，最近的走势已经不能反映全球石油市场供需的变化，实际的基本面比表面看起来更为紧张。OECD 国家库存变动一般被认为是衡量全球石油市场供需变动的指标，而通过分析我们发现，从统计意义上讲，最近 WTI 时间价差已经明显偏离了其 OECD 国家库存水平的历史关系（图 1）。相反，WTI 时间价差近期的变动，符合其与美国国内库存的关系（图 2）。因此，我们在 1 月份报告中提到的结构性问题导致区域性供给过剩，直接推升库欣库存并压低 WTI 价格，造成目前 WTI 更反映美国国内供需变化，而非全球石油市场的供需变动的风向标。

图表 1: WTI 时间价差偏离其与 OECD 国家库存的历史关系



资料来源：美国能源部、中金公司研究部

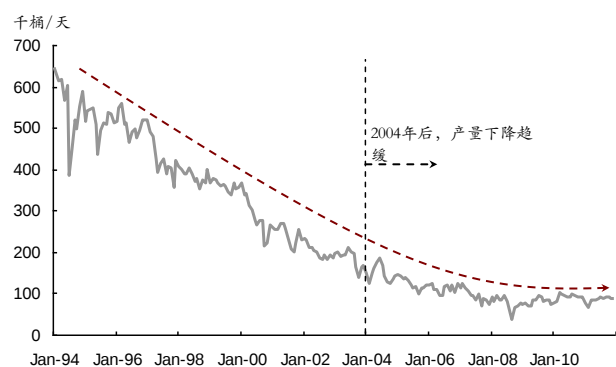
图表 2: WTI 时间价差与美国国内库存的关系仍维持在历史水平



资料来源：美国能源部、中金公司研究部

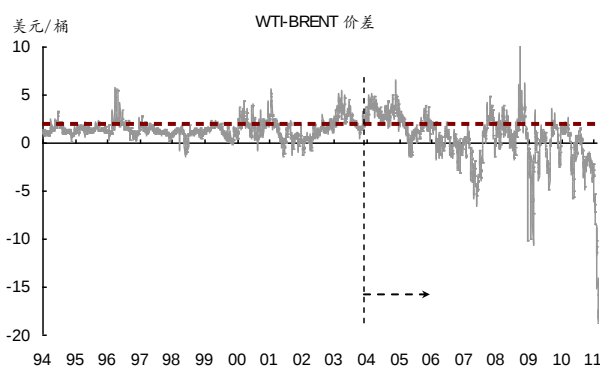
另一方面，最近中东及北非(MENA)的动荡局势推升了布伦特价格，使其获得了约 10 美金/桶的“政治风险溢价”。从历史上看，由于 WTI 的油品质稍好于布伦特，相较于 WTI，布伦特一般存在一定折价。此前，一些理论认为，最近布伦特价格的上涨，是收益于布伦特产量的逐年下降所获得的“供给溢价”。然而，我们认为这种“供给溢价”应该很小，因为布伦特产量从 2004 年以来保持相对平稳，而从 2010 年全年来看，WTI 和布伦特价差很小，接近 0（图 3 和图 4）。我们认为最近布伦特的上升是由中东及北非动荡局势带来的“政治风险溢价”。基于对油品基本面的分析，我们认为现在的 WTI 合理油价应在 91 美金/桶，因此布伦特的合理价位也应为 91 美金/桶左右，而二月份布伦特平均价格为 101 美金/桶，所以布伦特的政治风险溢价约为 10 美金/桶（图 5）。

图表 3：布伦特产量



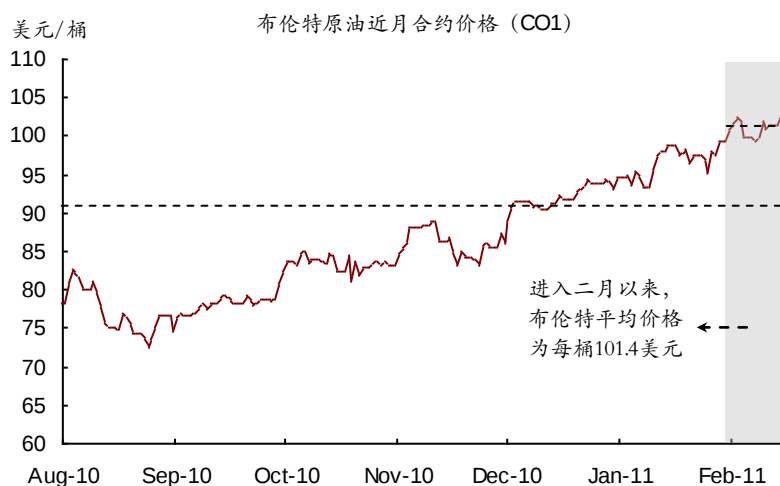
资料来源：美国能源部、中金公司研究部

图表 4：WTI-Brent 价差



资料来源：美国能源部、中金公司研究部

图表 5：布伦特原油近月合约价格走势



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

往前看，我们预期在近期内 WTI 原油价格仍将持续明显低于布伦特价格：1) 影响 WTI 的结构性因素仍将存在，美国页岩油产量预期将持续快速增长，加拿大的进口量也将增加，而从库欣向其他州运输的运力相对有限，新建管道短期内都难以竣工，比如连接库欣和墨西哥湾沿岸的 Keystone XL 项目预期最早在 2013 年完工；2) 美国炼厂将陆续进入“维护期”，需求的季节性下降将加剧库欣库存上升的压力；3) 如果中东及北非地区的局势进一步恶化，相比 WTI，布伦特会受到更大的影响。

我们持续看好全球石油市场基本面并维持价格预期不变

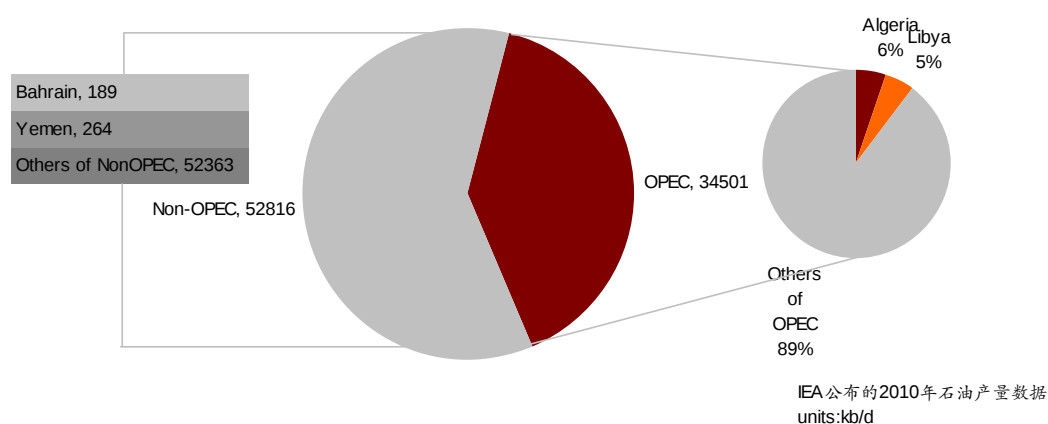
虽然市场可能担心石油供给过剩，但我们的分析认为 2011 年非欧派克国家供给增长将放缓，因此非欧佩克国家供给不会出现同去年一样的大幅增长。结合最近的市场发展，供给方面，有消息显示¹伊拉克政府有可能认可之前库尔德斯坦地区政府与国际石油公司签订的合同，那样 Taq Taq 油田和 Tawke 油田有复产的可能，伊拉克产量因此也有可能比我们预期的还要高。而从需求方面看，新兴市场需求的的增长，尤其是中国需求的增长可能比预想的更高。由于中国近来的干旱，对农作物灌溉力度预期将加大，因此中国石油需求增长可能超出我们的预期。结合供需两方面的信息，我们仍然维持此前对 2011 年全球石油市场基本面的预期，并维持价格预期不变。

¹ 国际能源署

中东局势对石油市场的影响

通常而言，地缘政治影响难以预测。然而，如果中东及北非动荡局势无法缓和且进一步加剧，进而引发市场对未来石油供应的担忧，那么布伦特将可能会承受更大的影响。继埃及动荡之后，更多中东国家蒙受局势动荡之阴影，如也门、阿尔及利亚、利比亚及巴林四国，该四国石油总产量占全球产量的 4.6% 左右（图 6）。如果这些国家产量下降 10%，约为 40 万桶/天，我们预期会推升年均价 8 美金/桶，年底价 16 美金/桶。但是在我们看来，只要欧佩克核心成员国免于动荡，那么中东局势对产量的实际影响将十分有限。欧佩克核心成员国与其它成员国的社会经济状况不可相提并论，所以此次政治动荡波及核心国的可能性虽然不可忽视，但是危言耸听也大可不必。值得一提的是，核心成员国之一的科威特是过去十年中全世界经济增长最快的国家，也是以人均 GDP 衡量最富有的国家。

图表 6：2010 年，利比亚、阿尔及利亚、也门及巴林四国石油总产量约占全球产量的 4.6%



资料来源：IEA、中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED