



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

行业聚焦
研究报告

2011 年 4 月 15 日

能源

大宗商品研究

孔庆影*

分析师, SAC 执业证书编号: S0080511010019
kongji@cicc.com.cn

高油价将是制约油价上行的主要因素

近期油价走高主要受中东北非危机和日本灾后重建的双重影响

市场预期中东北非危机对供给的冲击是近期油价走高的主要动力。并且由于利比亚动乱造成的供应冲击已迫使欧佩克其他成员国提早释放闲置产能提高产量, 2011 年下半年欧佩克的有效闲置产能将十分有限, 因此 2011 年下半年市场要比我们之前预期的更紧。同时, 日本灾后重建对需求的提振是推动油价走高的另一动力。

但是高油价本身将抑制油品需求, 因此将成为制约油价进一步上行的主要因素

高油价本身将成为制约油价上行的主要因素。高油价主要通过两个渠道抑制油品需求: 1) 高油价影响经济增长进而造成的需求减少; 2) 油价升高对需求的直接抑制。

价格预测

我们假设利比亚动荡对石油出口的影响将持续至 2011 年年底, 在此基准情形下, 我们预测布伦特原油价格 2011 年均价为 105 美元/桶, 年底价为 115 美元/桶。

近期油价面临下行风险

我们认为近期油价的合理价位约为 101 美元/桶, 相比目前 4 月份布伦特合约均价的 122 美元/桶, 反应出约 20 美元/桶的政治风险溢价。而这部分风险溢价主要通过 CFTC 非商业原油期货净头寸的上升传导至油价。同时, 从原油期货价格概率分布的角度来看, 中东北非危机后, 尾端事件 (tail risk) 概率比危机前大幅上涨, 尤其是预期油价超过 200 美元/桶概率的大幅上升, 反应出市场对发生极端事件 (比如严重的供给中断) 担心的大幅提高, 体现出当前市场较高的风险溢价

因此, 一旦利比亚局势有所缓和, 风险降低, 市场焦虑情绪得到缓解将带动油价下行。并且, 油价在目前高位维持时间越长, 高油价对需求的抑制作用也越强, 油价未来面临的下行风险将更大。

* 报告贡献人: 张烁, 郭朝辉

高油价将是制约油价上行的主要因素

近期油价走高主要受中东北非危机和日本灾后重建的双重影响，相比之前预期，2011 年供需缺口将扩大。但高油价本身将部分抑制需求，形成对未来油价上行的主要制约因素（图 1）。

图表 1：全球石油供需平衡表

百万桶/天	2010				2011E				2009	2010E	2011E	年变化量	
	1Q	2Q	3Q	4QE	1Q	2Q	3Q	4Q				2010	2011
美国	19.2	19.4	19.9	19.6	19.6	19.6	20.0	19.9	19.1	19.5	19.8	0.5	0.2
经合组织需求	45.9	45.2	46.4	46.7	46.7	46.0	47.1	47.3	45.5	46.1	46.8	0.6	0.7
中国	9.1	9.6	9.4	10.0	9.8	10.2	10.0	10.5	8.5	9.5	10.1	1.0	0.6
非经合组织需求	40.6	41.1	41.8	42.5	42.1	42.5	42.9	44.0	39.4	41.5	42.9	2.1	1.4
全球总需求	86.5	86.3	88.2	89.3	88.8	88.5	90.0	91.3	84.8	87.6	89.7	2.7	2.1
经合组织供给	19.0	18.7	18.3	19.0	18.8	18.6	18.2	19.0	18.8	18.8	18.6	0.0	-0.1
非经合组织供给	29.6	29.7	29.9	30.0	30.3	30.3	30.5	30.8	29.0	29.9	30.5	0.9	0.6
非欧佩克供给	52.3	52.7	52.7	53.1	52.9	53.2	53.4	54.2	51.6	52.7	53.4	1.1	0.7
欧佩克天然气凝析油	5.1	5.2	5.4	5.5	5.7	5.8	6.0	6.0	4.8	5.3	5.9	0.5	0.6
欧佩克原油	29.1	29.1	29.3	29.5	29.3	30.0	30.2	30.2	28.7	29.2	29.9	0.5	0.7
欧佩克总供给	34.2	34.3	34.7	35.0	35.0	35.8	36.2	36.2	33.5	34.5	35.8	1.0	1.3
全球总供给	86.5	87.0	87.3	88.1	88.0	89.0	89.6	90.4	85.1	87.3	89.2	2.1	2.0
再库存量	-0.1	0.7	-0.9	-1.1	-0.8	0.5	-0.5	-0.9	0.3	-0.3	-0.4	-0.6	-0.1

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

近期油价走高主要受中东北非危机和日本灾后重建的双重影响

市场预期中东北非危机对供给的冲击是近期油价走高的主要动力。如我们在 2011 年 2 月 28 日报告《中东北非危机对大宗商品的影响》中所提到：利比亚战乱造成的出口中断，将迫使欧佩克其他成员国提早提高产量，释放闲置产能，但由此导致 2011 年下半年欧佩克的有效闲置产能将十分有限，假设利比亚动荡对石油出口的影响将持续至 2011 年年底，2011 年下半年市场要比我们之前预期的更紧。

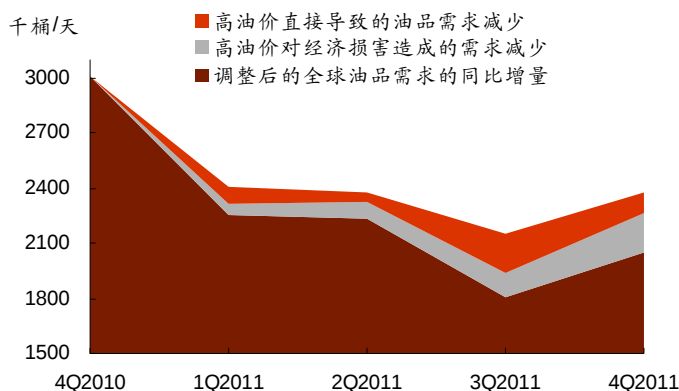
同时，日本灾后重建对需求的提振是推动油价走高的另一动力。在 2011 年 3 月 25 日报告《日本的灾后重建之路》中所提到，随着灾后重建启动，石油需求将逐步回升，此外由于核电供应可能持续中断，日本需要增加燃料油和低硫原油需求来部分弥补核电厂暂停运营造成的电力缺口。

但是高油价本身将抑制油品需求，因此将成为制约油价进一步上行的主要因素

高油价本身将成为制约油价上行的主要因素。高油价主要通过两个渠道抑制油品需求：1) 高油价影响经济增长进而造成需求的减少；2) 油价升高对需求的直接抑制。我们估算油价每升高 10%，将导致全球 GDP 增速降低 0.2%-0.3% 进而降低油品需求。而直接由于油价升高导致的需求下降幅度基本与此相似。因此，综合两方面油品需求的抑制影响，我们预期高油价将导致 2011 年年均需求减少 25 万桶/天¹（图 2）。

¹假设 2011 年油价年均价维持在 109 美元/桶

图表 2：高油价将抑制油品需求

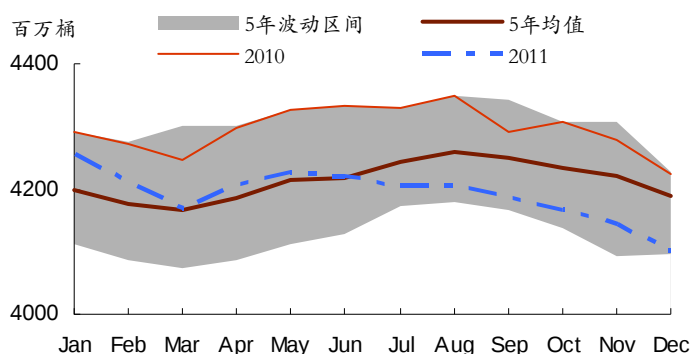


资料来源：国际能源署、中金公司研究部

库存及价格预测

基于上述分析，中东北非危机和日本灾后重建将使石油库存提早接近历史均值，并且由于 2011 年下半年欧佩克有效闲置产能的不足，石油库存将在下半年大幅低于历史均值。不过，部分的库存下降将被高油价导致的需求下降所抵消。但是总体来说，2011 年下半年市场要比我们之前预期的更紧，因此石油库存将总体呈下降趋势（图 3）。鉴于这一库存走势，我们预测 2011 年布伦特年均价为 105 美元/桶，年底价为 115 美元/桶（图 4）。

图表 3：全球石油库存



资料来源：国际能源署、中金公司研究部

图表 4：价格预测表

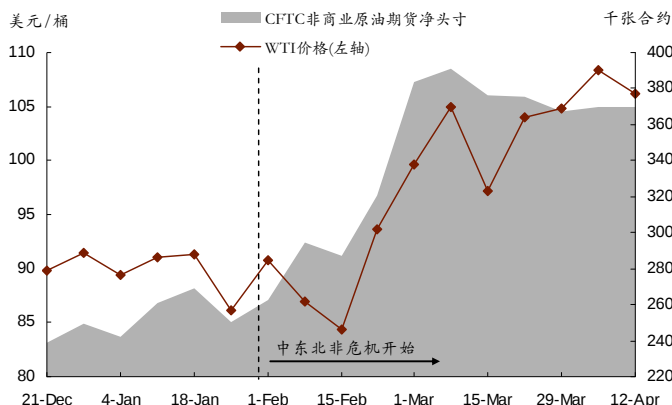
美元/桶	1m	3m	6m	Dec-11	2011年均价
中金预测	101	107	111	115	105
市场期价 ¹	121	120	119	118	120

资料来源：彭博资讯、中金公司研究部 注：截至 2010 年 4 月 14 日。价格预测指的是 1、3、6 月期的布伦特期货合约价格预测

近期油价面临下行风险

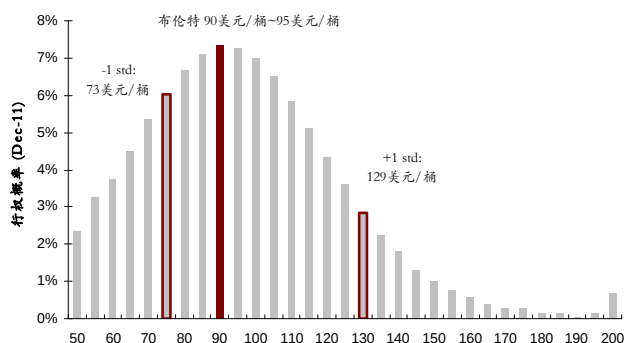
我们认为近期油价的合理价位约为 101 美元/桶, 相比目前 4 月份布伦特合约均价为 122 美元/桶, 反应出约 20 美元/桶的政治风险溢价。而这部分风险溢价主要通过危机以来 CFTC 非商业原油期货净头寸的上升传导至油价 (图 5)。同时, 从原油期货价格概率分布的角度来看², 中东北非危机后, 尾端事件 (tail risk) 概率比危机前大幅上涨, 尤其是预期油价超过 200 美元/桶概率的大幅上升, 反应出市场对发生极端事件 (比如严重的供给中断) 担心的大幅提高, 体现出当前市场较高的风险溢价 (图 6 和 7)。

图表 5: 中东北非危机以来 CFTC 非商业原油期货净头寸大幅上涨并维持高位



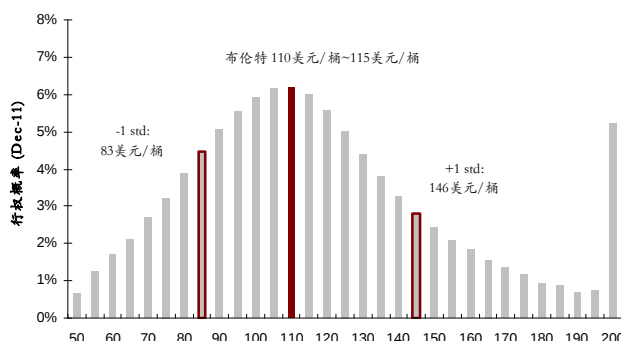
资料来源: 国际能源署, 中金公司研究部

图表 6: 危机前行权概率分布



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 7: 危机后行权概率分布

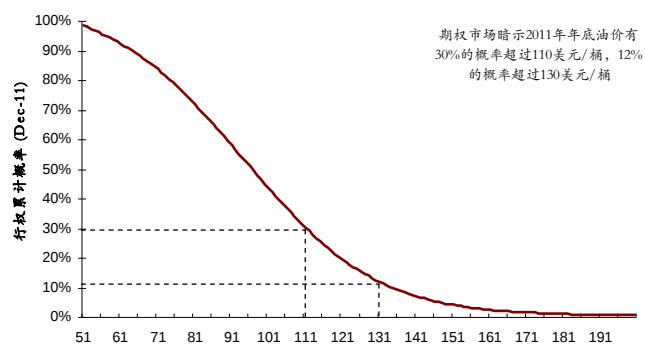


资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

特别是, 在危机前, 期权市场暗示 2011 年年底油价有 30% 的概率超过 110 美元/桶, 12% 概率超过 130 美元/桶。相比在危机后, 期权市场暗示 2011 年年底油价超过 110 美元/桶的概率达 55%, 而超过 130 美元/桶的概率达 32% (图 8 和 9)。

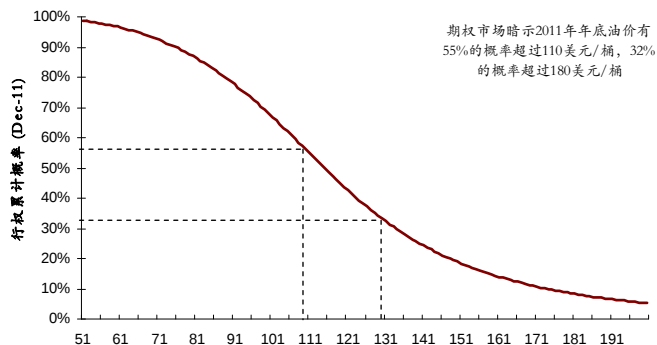
² 由买入期权得出的布伦特 2011 年年底价格分布

图表 8：美国原油库存大幅下降



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 9：库欣库存持续增加



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

因此，一旦利比亚局势有所缓和，风险降低，市场焦虑情绪得到缓解将带动油价下行。并且，油价在目前高位维持时间越长，高油价对需求的抑制作用也更强，油价未来面临的下行风险将更大。

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