



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 8 月 30 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

张烁

联系人, SAC 执业证书编号: S0080110110027
zhangs4@cicc.com.cn

善疑者，疑人之所不疑

美国增长昙花一现，全球需求此消彼长

最近八月以来美国需求的上升受益于工业恢复，过热天气和油价回落

八月份美国油品需求环比增长将近 80 万桶/天，似乎彰显美国原油需求开始走出七月的低迷，反弹强劲。然而，通过我们的分析，估计八月份工业生产复苏带来需求环比增长约 40 万桶/天，而高温天气和油价回落导致需求环比各增长 10 万桶/天，故真实需求总计环比增长应在 60 万桶/天左右。

同时，出口的低估也部分解释了八月份美国需求的上升

最近几个月，美国油品出口数据持续存在低估导致美国油品需求被高估。其中，因馏分油（柴油和取暖油）出口量被低估明显，导致其需求被显著高估。在八月份，我们注意到美国柴油周出口量的缩小和欧洲与美国柴油价差的扩大走势相悖，因此我们预计柴油出口量在八月份被进一步低估约 10 万桶/天。出口的低估也部分解释了八月份需求的上升。

往前看，美国需求上升可能是昙花一现，但全球需求此消彼长

往前看，美国今年经济复苏前景黯淡。最近 PMI 数据大幅下跌，美国二季度的 GDP 年化环比增速也从 1.3% 下调至 1.0%。同时，我们宏观组将美国 2011 年 GDP 下调至 1.6%。因此，由日本地震后产业链复苏带动的美国工业生产的增长可能有限，八月需求的迅猛增长很可能只是昙花一现。

然而，也应该看到美国出口量的上升反映了美国以外地区（主要是新兴市场）油品需求增长依然强劲。因此，新兴市场需求增长将部分抵消美国疲软的需求，全球油品需求仍然保持健康增长。

美国增长昙花一现，全球需求此消彼长

所谓善疑者，疑人之所不疑。八月份 EIA 公布的三周数据显示，美国需求环比增长将近 80 万桶/天，似乎彰显美国原油需求开始走出七月的低迷，反弹强劲。然而，通过分析，我们发现工业生产复苏、高温天气以及油价回落等利好因素却并不能够支持这般巨大的需求增量，故近期 EIA 周数据有待考究。

值得注意的是，由于美国成品油的进出口量在周数据中是估计值，而八月美国柴油出口量在周数据中的缩小和欧洲与美国柴油价差扩大的走势相悖。另外，近几月 Containers Shipped 及 Railcar Traffic 数据显示柴油需求呈下滑态势。因此，我们相信因柴油出口量的低估，美国柴油需求可能被高估。据此，我们估计八月美国真实总需求应该在 19.4 百万桶/天左右，环比增量约 60 万桶/天。

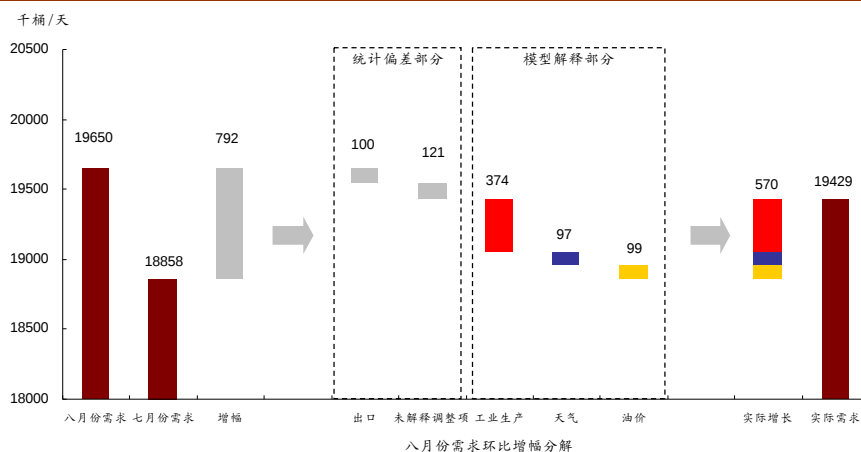
往前看，美国今年经济复苏前景黯淡。而最近 PMI 数据大幅下跌，和费城制造业指数为 -30，预示经济有再次进入衰退的可能。同时，我们宏观组将美国 2011 年 GDP 下调至 1.6%。因此，由日本地震后产业链复苏带动的美国工业生产的增长可能有限，八月需求的迅猛增长很可能只是昙花一现。

然而，同时也应该看到美国出口量的上升反映了美国以外地区（主要是新兴市场）的油品需求增长强劲。因此，新兴市场需求增长将部分抵消美国疲软的需求，全球油品需求仍然保持健康增长。

八月份美国油品需求周数据分解

根据美国能源部公布的周数据，八月份美国油品需求环比增长将近 80 万桶/天，似乎彰显美国原油需求开始走出七月的低迷，反弹强劲。然而，通过我们的分析，估计八月份工业生产复苏带来需求环比增长约 40 万桶/天，而高温天气和油价回落导致需求环比各增长 10 万桶/天，故真实需求总计环比增长应在 60 万桶/天左右。此外，我们认为由柴油出口被低估而造成总需求虚高的幅度在 10 万桶/天左右，剩下的 10 万桶/天的需求增长则不能解释，即未来的周数据可能进一步显示需求增速回落（图 1）。

图表 1：美国八月份需求环比增幅分解

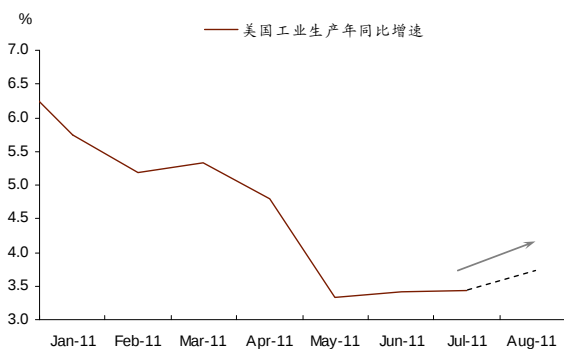


资料来源：美国能源部、中金公司研究部

► 驱动需求关键因素：工业生产增长

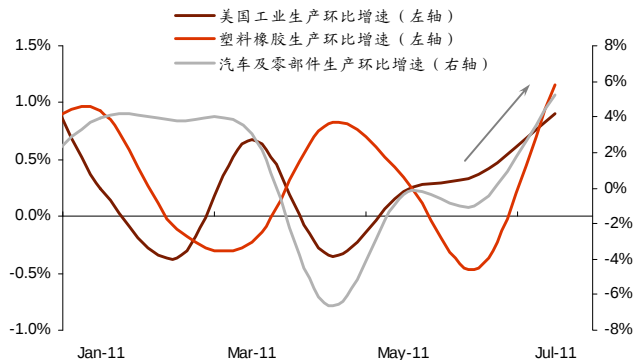
根据宏观组的预测，美国工业生产八月份环比可能进一步上升4%左右（图2），我们估计由此带来美国油品需求增长约为40万桶/天。美国七月份的工业生产数据显示，受益于日本地震后产业链的恢复，经济活动正在逐渐增强。从部门细分数据来看，汽车及零部件生产和塑料橡胶生产部门的年同比增速均达到2011年年初以来的最高水平（图3）。而随着产业链的继续复苏，八月份工业生产环比有可能进一步上升，进而推升油品需求的增长。

图表 2：美国八月份工业生产环比增长将进一步上升



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 3：...汽车及塑料生产部门反弹迅速

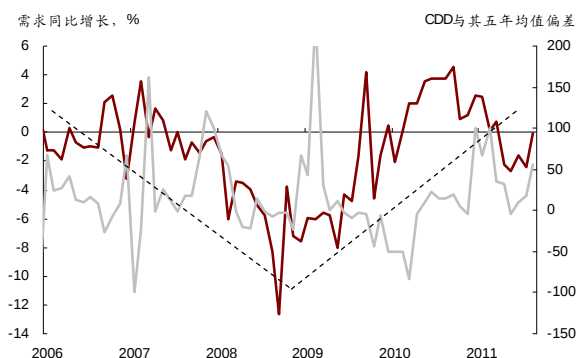


资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

► 驱动需求关键因素：天气过热

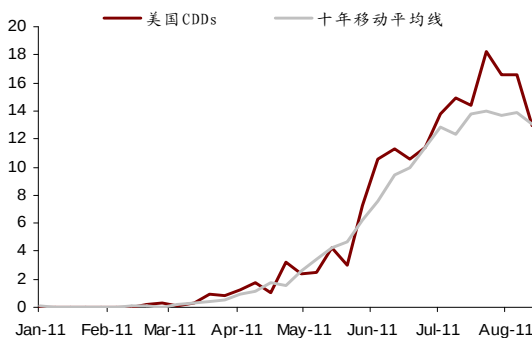
其次，八月份美国炎热的天气引致了约10万桶/天的需求环比增长。一般来说，CDD与其五年均值偏差和油品需求的增长之间存在正相关关系，近期尤为明显（图4）。而今年八月份，美国天气炎热程度较十年平均水平显著升高，为总油品需求的环比增长贡献了近10%的增幅（图5）。

图表 4：CDD 与其五年均值偏差和需求增速正相关



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表 5：八月美国过热天气同样引致了需求的环比增长

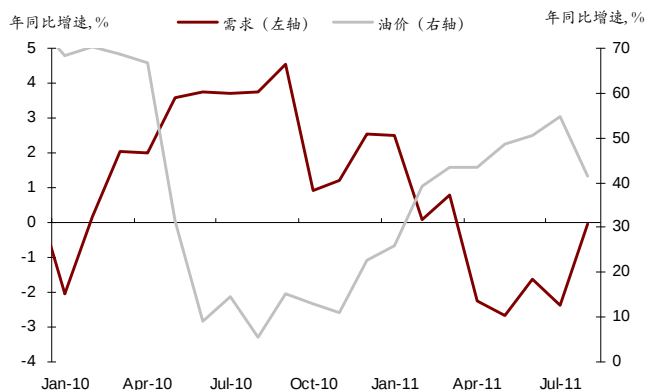


资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

► 驱动需求关键因素：油价回调

再次，八月份以来回落的油价对需求形成支撑，解释了约10万桶/天的油品需求环比增长。八月份WTI平均价格较七月份的水平下降了约11%，这也成为驱动需求增长的一个重要因素（图6）。

图表 6：油价与需求间存在明显的负相关关系



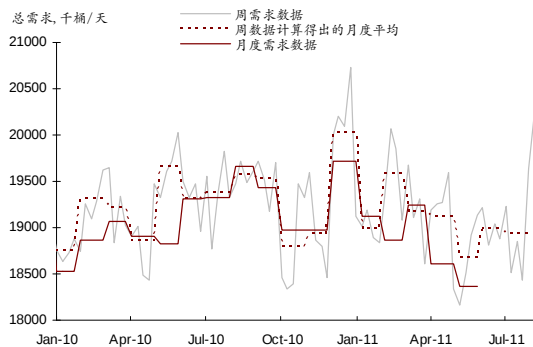
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

出口的低估导致美国需求被高估

最近几个月，美国油品出口数据存在低估，导致美国油品需求被高估。其中，因馏分油（柴油和取暖油）出口量被低估明显，导致其需求被显著高估。同时，我们注意到八月美国柴油周出口量的缩小和欧洲与美国柴油价差的扩大走势相悖，因此我们预计柴油出口量在八月份将被进一步低估。基于此，我们估算在七、八月剩余的（不能被经济，天气和价格解释的）20 万桶/天需求环比增幅中，约 10 万桶/天的增幅是因柴油出口被进一步低估而造成的。

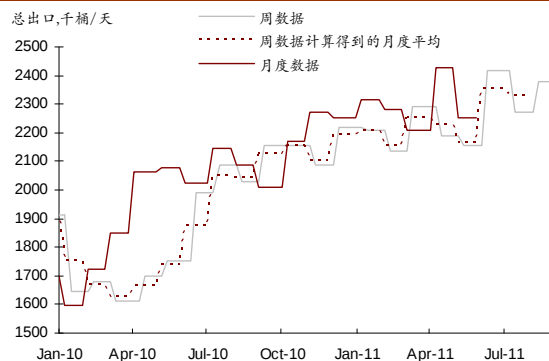
比较四月以来的美国油品周数据和月数据可以发现，周需求数据存在系统性的高估偏差，偏差幅度大约为 30 万桶/天，而主要原因是出口数据存在低估（图 7 和 8）。其中，因馏分油出口量在周数据中被低估，导致其消费量虚高（图 9 和图 10）。

图表 7：四月以来周需求数据存在系统性高估偏差



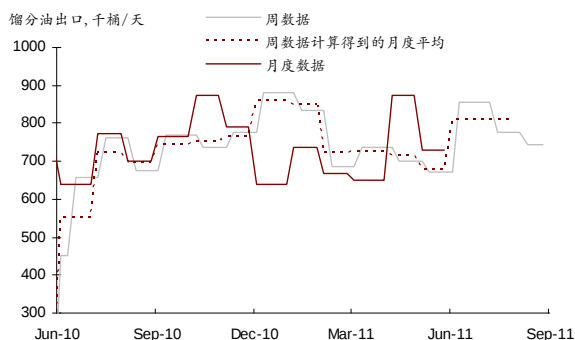
资料来源：美国能源部、中金公司研究部

图表 8：因周出口数据存在低估



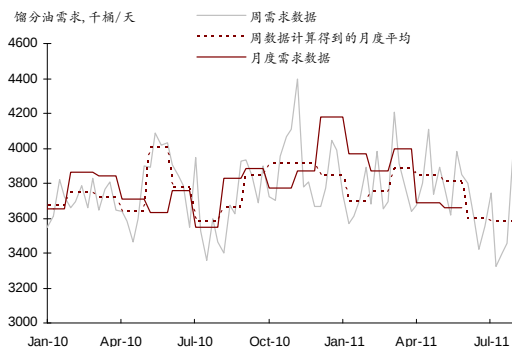
资料来源：美国能源部、中金公司研究部

图表 9：馏分油周出口数据被低估



资料来源：美国能源部、中金公司研究部

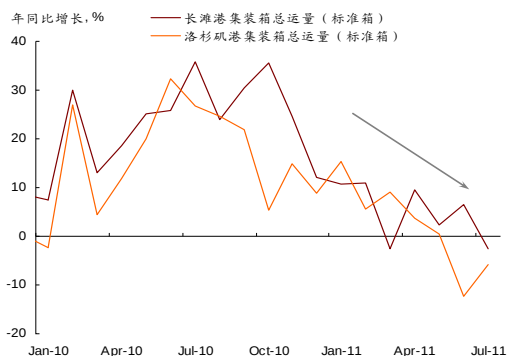
图表 10：导致馏分油周需求数据被高估



资料来源：美国能源部、中金公司研究部

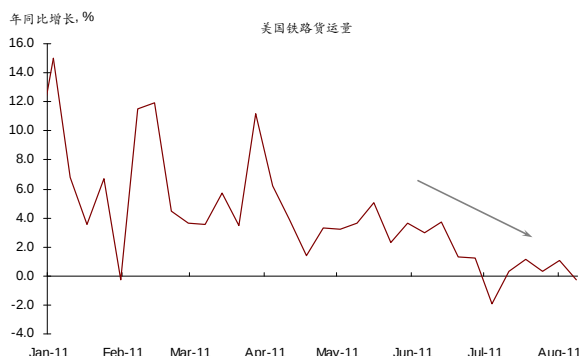
这种情况在八月份更加突出，因为根据周数据，馏分油需求在八月份出现大幅上升，但这与其他高频数据并不一致：2011 年底以来，美国集装箱运输量数据呈现出持续的增长疲弱态势，长滩和洛杉矶的集装箱总运量的近期数据显示年同比已为负增长，反映了美国国内疲弱的馏分油需求（图 11）。而且，铁路货运量高频数据同样呈现出增长乏力（图 12）。

图表 11：集装箱运输量数据显示了疲弱的馏分油需求



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

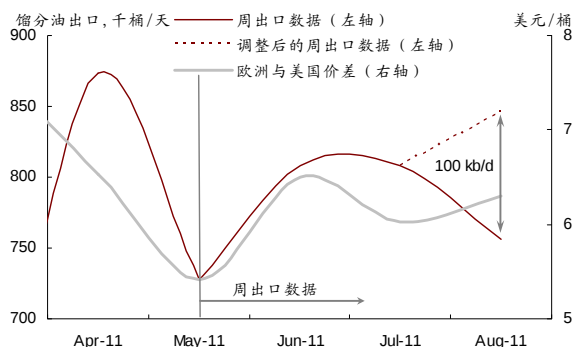
图表 12：...铁路货运量数据也呈现出同样的趋势



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

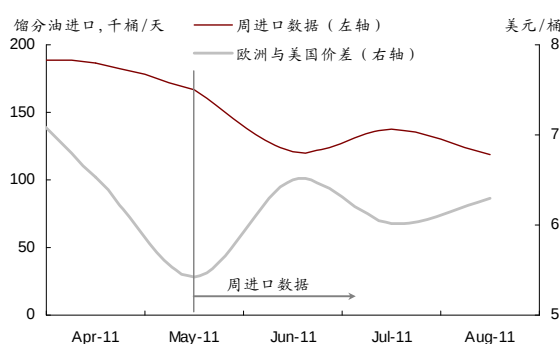
因此，我们估计馏分油的需求在八月份可能被进一步高估，而原因是被进一步低估的馏分油出口量。具体来说，我们认为相较七月份，八月份馏分油出口量多低估了 10 万桶/天。因为，从七月底开始，欧洲柴油价格较美国价格的溢价持续扩大，但是美国的周出口数据却显示出口量不升反降（图 13）。但是，周进口数据却不存在这种有悖常理的问题（图 14）。所以，通过馏分油出口量与价差之间的关系，我们估计八月份周出口量环比被低估了约 10 万桶/天。

图表 13：八月份馏分油出口量环比很可能被低估...



资料来源：美国能源部、中金公司研究部

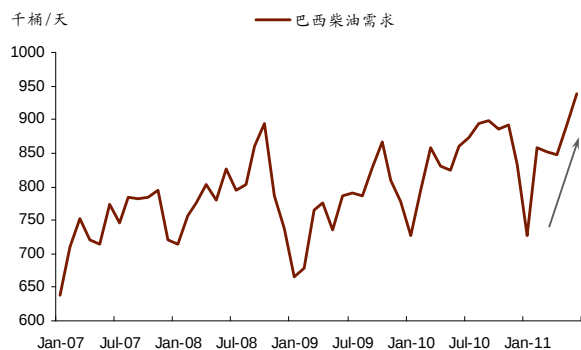
图表 14：...但是进口数据却未出现同样的问题



资料来源：美国能源部、中金公司研究部

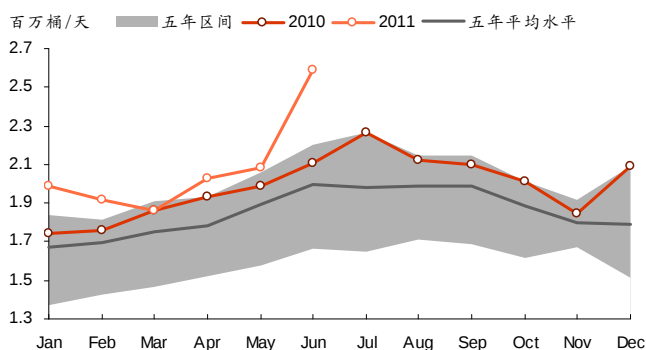
同时，近来拉美，中东等新兴市场柴油需求的大幅上升，也从另一方面为美国柴油出口增加提供了佐证。与美国国内疲软的需求相反，新兴市场国家相对较快的经济增速为柴油需求的快速增长提供了动力。巴西柴油需求持续快速上升，而受到夏季用电紧张的影响，中东柴油需求大幅飙升并已远远超过五年以来的历史高位（图 15 和图 16）。

图表 15：巴西柴油需求持续快速上升



资料来源：JODI、中金公司研究部

图表 16：中东地区柴油需求飙升



资料来源：国际能源署、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/或机构投资者提供。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

北京市建国门外大街甲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

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路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

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

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

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



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