

# 国际油价五年四次入熊为哪般

□本报实习记者 叶斯琦

一般认为，大宗商品下跌幅度超过20%，就符合进入熊市区间的定义。照此计算，截至10月13日收盘，IPE布伦特原油期货在82个交易日日内累计跌幅达22.37%，NYMEX原油在85个交易日内累计跌幅达20.48%，两大原油期货品种已然携手步入“熊周期”。其实，这已经是IPE布油最近五年来第四次“入熊”。

分析人士指出，此轮下跌与前几轮的较大差异在于缺乏一个非常明确的触发因素。在多重利空影响下，市场看空预期显然高过前面几轮“熊周期”。短期而言，原油价格可能会呈现易跌难涨的姿态。由于原油的基础性作用，其影响可能扩展至产业链，乃至整个资本市场。

## 国际油价跌入“熊周期”

截至10月13日，IPE布油报收于88.61美元/桶，创下2012年6月22日以来的最低点位。据中国证券报记者统计，IPE布油指数曾于6月19日涨至115.71美元/桶的阶段高点，不过在短短82个交易日内，累计下跌22.37%。就在同一天，NYMEX原油报收于84.97美元/桶，较6月13日阶段高点的累计跌幅达20.48%。两大原油跌幅均逾20%，双双进入“熊周期”。

宝城期货研究员陈栋认为，国际原油价格自6月以来陷入震荡回落趋势，背后原因有五点：首先，全球经济增速放缓，导致能源需求展望预期调低。其次，供应端压力不减，欧佩克和美国增产利空油价。第三，需求转入季节性淡季，全球炼厂毛利逐步下滑，未来开工率仍有下滑空间。第四，国际投行纷纷做空原油，净空头寸创今年以来最低水平。第五，美元中期强势姿态不改，令以美元计价的国际原油承压。

数据显示，欧佩克9月石油产量跳增至近两年来最高位；同时，美国页岩油产量也在全力提速，9月中旬起日产量从850万桶跃升至880万桶，创近30年来高点。中信期货原油分析师潘翔表示，这次供给压力主要体现在轻质油方面，属于结构性供应过剩，当前全球轻质油供给过剩量约为50—100万桶/日。

美国商品期货交易委员会(CFTC)的数据显示，截至10月7日的过去一周，对冲基金和其他大型投机者削减西得克萨斯中质原油(WTI)原油期货多头仓位4.8%，减幅创五周新高；同期空头仓位大增8%，增幅创近一个月新高。

“10月以来，随着油价进一步下跌并不断刷新低点，中东等主要产油国政策开始出现调整。三季度积极减产的沙特开始削减售价(OSP)并加大船货出货量，随后伊朗和伊拉克亦跟随降价，幅度均在2美元以上。这引发了油价自10月开始的新一轮下跌。”华泰长城期货能源化工行业高级研究员刘建说。

## 缺乏明确触发因素

近几年来，国际油价频繁出现大幅下跌，例如2011年5月至8月最高下跌19%；2012年4月至6月最高下跌29%；2013年2月至4月最高下跌19%，等等。其实，在过去五年中，

布伦特原油曾四次进入跌幅超过20%的熊市区间，累计下跌幅度分别约为22%、34%、29%和21%。

“此轮下跌与前几轮的较大差异在于缺乏一个非常明确的触发因素。”刘建表示，相较而言，2011年大跌源自美国抛售及打压油价的态度，2012年大跌源自欧美债务危机，2013年大跌源自于塞浦路斯银行危机及美联储退出QE预期。而今年的下跌，市场普遍认为由于供需偏弱、地缘政治溢价消退、欧洲经济疲弱等，却没有一个很明确的主导因素。

值得注意的是，此轮下跌是在原油的商品属性和金融属性弱势背景下开始的。陈栋指出，一方面，当前供需矛盾扩大导致原油商品属性均弱于以往几轮油价下跌背景；另一方面，美元的强势崛起使原油的金融属性减弱，这是以往几轮油价下跌行情中不具备的利空因素。

市场人士表示，在多重利空之下，市场看空预期显然高过前面几轮下跌。之所以出现这种情况有三点原因。首先，从市场层面上看，油价跌破100美元/桶并持续了逾1个月，这对市场心态影响较大；且布伦特原油从长期升水转为贴水，波动率持续维持低位，这都表明整体供需状态较为不佳。其次，下跌引发了中东产油国政策转变，沙特放弃了通过减产提升油价的做法，而选择以增产来平衡财政，这与1985—1986年油价的崩盘略有相似。再次，美元持续上升，美联储加息预期高涨，大宗商品强势的整体货币基础逐步改变。

## 料传导至产业链和股市

“油价下跌最直接的影响是下游产品成本。由于国内工业品，尤其是化工品长期处于过剩状态，基本都是成本支撑定价，因而油价的回落对其价格影响较为巨大。”刘建认为，“对整体经济而言，油价回落对经济整体是良性的，但幅度并不明显。不过，油价回落幅度过大有可能引发包括中东、俄罗斯以及南美等主要产油国局势不稳，这反过来可能重新影响国际政治和经济。”

陈栋也认为，原油价格走低会令整个化工产业链陷入成本塌陷危机，化工品价格集体走低，企业利润面临先增加后压缩的风险。

而对于整个资本市场的影响，业内人士普遍表示，原油价格下跌对股市可能起支撑作用。虽然油价下跌对油气行业会产生不利影响，但总体来看，对美元以及非产油国货币将产生支撑。此外，油价回落将降低通胀，继而给予管理层更多操作空间，并在一定程度上压低利率水平。

展望后市，未来美联储升息预期、供需端变化、地缘政治以及季节性需求特征依然是决定国际油价中短期走势的关注因素。短期而言，油价可能会呈现易跌难涨的姿态。

“需求方面，随着冬季到来，原油需求量将现季节性回升；加之中国经济触底，战略储备重新注油，都将在一定程度上提升原油需求。”

“需求方面，随着冬季到来，原油需求量将现季节性回升；加之中国经济触底，战略储备重新注油，都将在一定程度上提升原油需求。”



布伦特原油过去五年四次陷入熊市

新华社图片 合成/王春燕

## 美股大跌下的投资新逻辑——美元强势黄金弱 股票商品双熊债券牛

□宝城期货金融研究所 程小勇

9月中旬以来，全球金融市场波动率明显上升，三大基础资产：股票、债券和商品走势明显分化，欧洲、美国甚至新兴经济体(初中国外)股市都遭遇重挫，债券价格大幅攀升，大宗商品早就自6月份开始持续下跌。

因此，此前的投资逻辑可能在新形势下出现了极大变化。此前，股市和债市双牛，商品熊市，美元强势、贵金属弱势。从10月份开始，有可能演变为股市和商品双杀，而债券受益于避险和宽松政策涨势扩大，贵金属跌势也有可能阶段性迎来转机。

## 宏观环境风头转向

10月份，在美联储退出QE、全球经济增速疲软(欧元区通缩和日本刺激失效)的背景下，投资者的忧虑日益加重，以美股为代表的全球股市遭到抛售，标普500指数已较9月的历史高点跌去5.2%。

在商品黄金十年，甚至是2009—2011年期间，全球市场都还在指望中国经济保持相对高速增长。

而对于整个资本市场的影响，业内人士普遍表示，原油价格下跌对股市可能起支撑作用。虽然油价下跌对油气行业会产生不利影响，但总体来看，对美元以及非产油国货币将产生支撑。此外，油价回落将降低通胀，继而给予管理层更多操作空间，并在一定程度上压低利率水平。

展望后市，未来美联储升息预期、供需端变化、地缘政治以及季节性需求特征依然是决定国际油价中短期走势的关注因素。短期而言，油价可能会呈现易跌难涨的姿态。

“需求方面，随着冬季到来，原油需求量将现季节性回升；加之中国经济触底，战略储备重新注油，都将在一定程度上提升原油需求。”

“需求方面，随着冬季到来，原油需求量将现季节性回升；加之中国经济触底，战略储备重新注油，都将在一定程度上提升原油需求。”

以对冲其他经济体下滑带来的负面影响。然而，实际情况是，房地产持续降温，信贷数据持续低迷，PMI连月下滑，经济增长速度可能从7.5%的目标放缓至7%。受此影响，巴西等新兴市场国家增速均呈放缓趋势。

## 美联储退出QE叠加波动率上升

美联储QE结束叠加金融市场波动率上升，这意味着未来一段时间内风险资产将遭遇抛售。尽管QE对于实体经济本身的促进作用可能还存在争议，但历史数据显示，QE对于债市和股市来说意义非凡。在金融危机后的几年中，美股涨跌与美联储QE有着紧密联系。2010年3月美联储首次QE结束，标普500指数一个月后触顶，并在接下来的三个月内跌去16%。2011年6月QE2结束后，标普500指数更是下跌了19%。如此看来，这次QE3结束引发的股市震荡难以避免。

由于金融市场动荡，避险资产将受到青睐。当前金融波动性正在显著回升，市场紧张程度越来越高。6月份，海外市场波动率处于历史低位，而此次波动率回归意味着市场不确定性或者风险在上

升。数据显示，10月13日，反映欧美市场恐慌情绪的VIX指数上涨至24.64点，为2012年6月6日以来最高记录，当时原油价格也首次跌破90美元大关。

国内股票和商品市场或也将受到冲击，债券将受益。原因在于，一是美联储若10月份正式退出QE就意味着，美联储资产负债表扩展到头了，资金向美元资产回流是大概率事件；二是股市遭遇大规模抛售会引发市场恐慌，连锁反应使得商品成为第二波资金出逃的头寸；三是中国央行继续引导回购利率汇率，但利率市场不统一意味着，银行间利率下行对资本市场利率下行影响受限。而商品还受制于下游偏紧的资金面不应急补库，而上游却受利率和信贷红利而困境缓解，因此供应恢复快于需求恢复的传统问题还将存在。

当然，商品遭遇抛售的强度和节奏有所分化。一些国内完成去库存的品种如锌、铅将相对抗跌；而一些产能过剩，库存高企和成本塌陷的品种还将继续抛售，如煤焦钢、化工、建材、棉花和白糖等；作为避险资产的贵金属反而可能短期受益，但中长期也面临机会成本上升的抛压。

## 成本支撑塌陷 化工品弱势难改

□华泰长城期货 刘建

预计国际油价短期继续向下仍有空间，布伦特下沿支撑将在80美元一线，而国内化工品受其拖累整体偏弱，但影响将趋弱化，品种间将略有分化。

## 四季度难现显著好转

就四季度来看，随着冬季的到来，原油需求量将现季节性回升；加之中国经济触底，战略储备库重新注油，都将在一定程度提升原油需求。而从欧洲气象局以及NOAA发布的信息来看，今冬欧洲气温偏低，英国将出现近一个世纪以来最低气温，取暖需求将有所增长，同时由于俄罗斯与欧盟之间的互相制裁，欧洲四季度天然气供应量将略有短缺，将在一定程度推升取暖油料的消费。整体看，预期四季度原油消费将略有回升。

同期，全球原油供应量快速增长，8月升至历史最高水平9360万桶/天，9月从历史上来看，伴随炼厂检修和淡季到来，多数油田同步检修。但今年利比亚和安哥拉均大举增产，致使OPEC整体产量环比上升41万桶/天，同时美国产量增长大增25万桶/天，俄罗斯出口量亦上升38万桶/天，因此9月供应压力急剧增长。而从10月以及四季度来看，中东、西北非、俄罗斯以及北海整体出口船货仍维持增长，因而整体供应压力仍较大，四季度整体供应压力见明显舒缓。

## 国内化工品弱势难止

国内化工品自7月末开始回落，国庆前随着备货的回升以及国内经济数据的转好，一度有所反弹，橡胶、PTA和塑料均有不同幅度上涨。不过随着国庆长假之后国际油价的大幅下挫，化工品重现下跌，但跌幅较此前有所放缓。笔者预期油价对化工品影响将趋于弱化，化工整体维持弱势，但品种间将略有差异。

橡胶在经过快速下跌之后，目前主产国开始商讨出台维护价格的举措，市场上收储传闻不断，短期现货市场价格以及国内外胶价也开始尝试反弹，市场上利多消息开始增加。另外，国内复合胶标准下调至低于88%的含量的传闻，将对天胶产生支撑，预计10月底该标准将出台。利好消息还有，美国“双反”案在推进，预计受此影响，近段时间，国内对美国市场的轮胎出口将比正常情况减少1/3。而俄罗斯针对国内轮胎的反倾销调查也在进行中，后期轮胎厂面临的形势将会严峻。在没有更多宏观利空的情况下，天胶下跌动能有所缓解，预期后期将维持底部盘整，并有望出现阶段性反弹。

塑料整体状态则略显不佳。进入10月之后，农膜旺季开始步入尾声，实际需求情况一般，下游贸易商储货意向同样不强。目前实际开工率仅有44%，较去年同期下滑3%。而随着进口废旧塑料的增加，以及四季度两套煤制烯烃项目的投产，供应压力较大，预计整体仍将维持弱势，跌破10000元之后，仍将继续下探9500元/吨。

PTA方面，上游PX目前已经跌至1058美元/吨，折算PTA成本为5925元，已经高于市场价。但PTA仍维持供过于求，下游聚酯涤纶价格亦持续回落，市场产销状况不佳。终端纺织服装出口增速维持低位，无太多新增需求。总体来看，PTA供求过剩，成本支撑削弱，将受到油价最大拖累，短期来看仍将维持回落。

## 欧佩克调控能力弱化加剧原油跌势

□兴证期货 施海

有可能依据市场形势减少原油产量。

欧佩克对原油价格的控制能力较地归功于沙特阿拉伯的生产弹性。该国不但是欧佩克组织中原油储量和产量最大的国家，而且是唯一拥有充裕的扩产空间的成员国，其甘心缩减本国产量，来弥补其他成员超出配额的产量，由此对增强该组织调节原油产量产生积极影响。

其次，诸多利空因素对于该组织作用形成巨大冲击作用。面对全球经济减速、原油消费需求增长缓慢、以页岩气为代表的替代品层出不穷、非欧佩克产油国稳步增产、扩展市场份额等诸多利空因素的挑战，沙特终归顶不住压力，而意欲放弃该组织领导者的角色，而该组织的原油出口配额也陷入名存实亡的处境。另外，组织内各成员国原油成本各异、鸽派

派别不同、对原油价格的敏感度和接受程度各异等因素，也致使该组织调控油价能力显著弱化。

在此背景下，欧佩克各国为扩展各自出口市场而压价销售，加剧油价跌势。继前期科威特主动下调油价后，近期沙特不仅产量仍维持在960万桶/日，而且主动下调油价，事先未征询任何OPEC成员。对于市场预期的该组织会否实施限产保价政策，该组织认为为时尚早，且实现欧佩克实施减产目标也不是一国的决定。在目前原油市场供应趋于过剩、卖方竞争加剧的背景下，成员国更偏向要量不要价策略，欧佩克通过减产平衡市场将面临更大阻力。欧佩克欲通过限产保价，提振油价，不但需要在欧佩克国家内部达成一致，还需要得到非欧佩克产油国配合，而目前上述两个条件均难以满足。

## 金价反弹难以持续

眼下的美国经济一枝独秀确定无疑，但这对黄金等大宗商品不一定是好事。

由于美国复苏强劲，美联储已经从去年12月开始月缩减购买资产的QE规模，很有可能下月就彻底停止QE，美联储内部主张快加息的鹰派势力日渐壮大，反映在市场上就是美元指数在基本面的强势下主动上涨，同时还在欧元疲软不堪的推动下被动上涨，5月以来美元指数从78.85点一路涨至86.68点，上涨9.93%，同期金价跌幅在12%左右，二者如此鲜明的负相关关系让空头高兴，因为通常理解黄金就是以美元标价的贵金属货币，美元自身价格上涨，金价自然下跌。

此外，近日欧美股市大跌，实际上就是市场意识到美联储距离危机后的首次加息已经越来越近。通过几年来巨额QE，美联储资产负债表已经扩大几倍，扔进市场的巨额金钱已经在股市、债市、大宗商品投机市场上翻了几个来回，让华尔街精英们赚饱了，现在利润也收割得差不多了，该把钱撤出市场了，所以股市下跌了。由于就业和生产类指标良好，暂时没有必要购买黄金对冲风险，因此在股市下跌的同时我们

并没有看到从股市撤出资金投向黄金的迹象，金价持续低位弱势震荡。

国金汇银认为，目前金价已经低于去年大妈抢金的点位几乎100美元，但是扛着巨额浮亏的各国民众都早已失去了抢金的锐气，尽管目前是中国和印度的黄金消费旺季，但实物金需求对金价的拉动作用几乎为零！反倒是连续上涨了5个月的美元指数出现了疲态，10月6日至10日美指下跌震荡一周对应金价反弹一周，鲜明的负相关关系确实代表美国已经逐步走出危机恢复正常，只是欧洲、日本和中国等新兴市场的经济没有美国这么敏捷矫健。

经济复苏单凭美国一国独木难支，但只要美元还是全球基础货币，美国又领先世界重回经济繁荣，那美元

指数就还能继续上涨，金价的低位震荡和下跌难说会长期化。技术上看，金价短期若能返回1250美元/盎司以上，那么第四季度还有希望，若不能就是还要继续下跌，如果美指的回调下跌幅度能更大一些，金价则有希望能反弹得更高。

客服热线：95503

公司网站：www.orientfutures.com

## 中国期货保证金监控中心商品指数 2014年10月14日

指数名	开盘	收盘	最高价	最低价	前收盘	涨跌	涨跌幅(%)
商品综合指数	75.41	75.35	75.35	75.35	0.06	0.08	
农产品期货指数	866.16	877.56	878.18	865.88	866.48	11.09	1.28
油脂指数	589.68	598.13	598.94	589.11	590.32	7.81	1.32
粮食指数	1335.53	1344.37	1347.88	1331.37	1323.00	21.37	1.62
软商品指数	765.14	767.28	769.19	758.93	762.82	4.46	0.58
工业品期货指数	758.76	760.79	762.01	756.86	758.81	1.98	0.26
能化指数	650.79	652.99	654.07	646.94	647.49	5.51</	