

市场格局逆转 原油“黑金”褪色

低油价有望助力全球经济复苏

□本报记者 官平



CFP图片

原油市场打响价格战

今年上半年，原油曾在大宗商品熊市中独树一帜，实现超过10%的涨幅，直到7月“熄火”势头逐渐显现。截至10月17日当周，美国原油期货价格跌破每桶80美元大关，创2012年6月以来新低。

一方面，在美国页岩油的带动下，原油市场走向供过于求，另一方面，需求疲弱，全球经济前景难料，油价开始走下坡路。从“油老虎”到“熊大”，原油市场格局逆转。业内人士表示，美元步入新一轮升值周期，以美元计价的原油必然跌入熊市漩涡，并殃及其他大宗商品价格，但这也减少了全球经济复苏的原材料成本，进一步增强了经济复苏动力。

纽约商品交易所交投最活跃的原油期货合约（12月）遭遇了“黑色三周”，10月以来连续三周累计跌幅接近9%。截至10月17日，该合约报每桶82.25美元，较前期小幅回升。

“最近的大跌，主要还是因为市场供应过剩。”中银国际期货研究员刘俊表示，原油价格三季度以来大幅回落近20%，受到了供求的双重压力影响。从市场基本面看，利比亚原油生产的快速恢复可能是三季度以来原油价格全面承压的那根“最关键的稻草”。

公开数据显示，9月利比亚原油产量已经达到81万桶/天，而6月仅为22万桶/天。同样，伊拉克的原油供给也没有受到内战的过多影响，其9月原油日供给量已经大幅提升到320万桶/天（8月为294万桶）。为此，整个欧佩克原油供给也成功实现月度三连增，9月原油总供给达到3096万桶。

与此同时，美国页岩油产量的高速增长步伐

并未停滞。日前，美国能源信息署（EIA）最新发布的数据显示，前九个月美国原油产量达到840万桶/天，同比增长14.5%。其中9月日均原油产量为885万桶/天，相比2008年仅500万桶/天的产出水平已经增长近80%。

此外，美元强势也是一个不可忽视的环节。在过去4个月中，纽约商业交易所（NYMEX）原油、伦敦国际石油交易所（IPE）原油价格和美元指数的相关性分别为-0.89和-0.92。具体来看，美元指数从7月开始连续3个多月大幅上行，从79.74持续上行至86.7，最大涨幅在8.7%。显然，以美元标价的原油也受到了美元升值的冲击。

不过，这并非故事的全部。公开信息显示，沙特阿拉伯已经打响了全球石油“价格战”，其希望快速打压美国石油产量，以争夺市场份额。

从反映中东地区原油市场的布伦特原油期货价格来看，“价格战”效应非常明显。截至10月17日，布

兰特原油期货跌至每桶86.10美元，创四年来低点。

这也是美国页岩油行业兴起四年来遭遇的最大挑战，页岩油兴起推动石油产量升至数十年高点。刘俊认为，“阴谋论”从来不会没有市场，但市场表现从来不会脱离自身基本面的实际运行状况，而沙特发起的“价格战”又加剧了市场跌势。在7-8月份，沙特针对原油价格的下行还在一定程度上减少自身的原油出口量，而到了9月份其策略出现了大逆转。

路透社调查数据显示，9月份沙特原油供给量增加到978万桶/天（8月份为970万桶/天），其在亚洲市场的份额也在快速放大。中国9月份从中东的原油进口中，沙特占据了36.8%的市场份额（7至8月份的份额分别为29.2%、29.8%）；同样，日本9月份从中东的原油进口中，沙特占据了45.1%的市场份额（7至8月份的份额分别为39.83%、33.33%）。随后伊朗选择跟进，下调气原油出口报价，进一步加剧市场的供给压力。

大跌或预示价值回归

大，加上页岩油井周期短，一口页岩油井通常过几年后便会减产至其原有水平的一半。页岩油盈利的底线是世界石油价格不能低于70美元/桶。

在页岩气革命的推动下，美国原油产量今年以来已经创出了近30年以来的新高。与此同时，全球需求前景则因为主要经济体不景气状况而蒙上阴影。

实际上，三季度EIA、IEA（国际能源机构）、OPEC（石油输出国组织）均连续下调了今明两年全球石油需求增长预估。而伴随市场供求两端的此消彼长，过去三年因全球地缘政治冲突频发得以支撑的国际油市弱平衡局面已经开始倾斜，短期内市场出现快速调整在情理之中。

美国原油期货价格破“8”并非偶然，甚至可以说是“厚积薄发”。大宗商品数据商生意社数据显示，从与铁矿石、煤炭等其他大宗商品的对比来看，目前原油价格较2014年年初仅下跌7.01%，而2014年年初价格甚至较2011年年初上涨10.67%；

低油价助力经济复苏

原油或逐步进入真正的“低价时代”。刘心田告诉中国证券报记者，原油将和曾经达到“天价”的天胶、铁矿石、动力煤一样，逐步去泡沫化，步入理性价格区间；同为基础能源品种的天然气管道、动力煤较原油已存在过大的成本价差，三者价格博弈将使得“气涨、煤稳、油跌”。此外，原油的金融属性有减弱的趋势，以中国为代表的新兴经济体对高油价的排斥，以及光伏、风电、新能源汽车等新兴产业的普及，使原油的话语权正在由卖方向买方转移，价跌成为必然。

硬币还有另一面。“低油价成为常态的概率较

低，毕竟当前不少油田的生产成本高企，比如深海、油砂、页岩油等。如果原油价格长期低于80美元/桶，诸多边际油田开采将成亏本买卖，勘探开采投资力度自然会下滑。”一位不愿透露姓名的业内人士说，基于生产周期的考虑，2017年开始生产增速就会面临回落压力。沙特选择“价格战”也正是考虑这一诉求，从而避免重蹈80年代减产但油价继续回落、市场份额被大幅侵蚀的覆辙。

尽管如此，有业内人士称，油价大跌相当于一次超大规模量化宽松计划，它将有助于刺激磕磕绊绊的经济复苏，全球经济会因此受益。另外，油

目前天胶价格较2011年年初下跌68.81%，2014年年初价格较2011年年初亦下跌51.28%；动力煤目前价格较2011年年初亦下跌20.38%；铁矿石目前价格较2011年年初下跌39.89%，2014年年初价格较2011年年初亦下跌8.91%。

对此，生意社首席分析师刘心田认为，由此可见，原油相较于其他品种下跌周期滞后、幅度保守，扮演的角色可谓大宗商品下跌浪潮的最后一道防线。但是，在大宗商品整体从“黄金十年”巅峰回归的大潮下，原油终难独善其身，最近的连续下挫与其说是暴跌，不如说是其开始价格回归之路。

刘心田表示，最近几年，人们已经习惯接受高油价，原油此番跌破80美元引发了“低价原油”的惊呼。然而，80美元的原油对于2010年迄今的4年或可称之为低价，但相对于2008年之前（2008年之前原油基本处于85美金以下）的价格却是不折不扣的“高价”。

价大幅下滑对美国在年底消费高峰来临时的经济表现也可能构成利好，因为能源价格的走低将释放其他领域的消费需求。

花旗集团最新报告指出，石油价格处在四年低位，相当于给全球经济提供了1.1万亿美元的刺激动力，这降低了燃料及其他大宗商品的成本，给消费者和企业以额外的资金来消费并提振经济增长。

但也有分析人士指出，原油作为全球经济最为敏感的晴雨表之一，其价格持续大幅下跌显示了全球经济前景不乐观，这种情绪可能波及投资者和全球市场。

油价下跌凸显交运板块机会

□本报实习记者 叶涛

国际原油价格下跌，国内油价也接连下调。在A股市场上，这却成为航空板块的“助推器”。该指数10月至今显著跑赢沪深300。券商认为，油价成本作为航空、航运的主要成本（占30%-40%），其价格下行对行业形成利好。另外，客轮、邮轮、客运也将受益燃油成本下降，A股交运类品种有望迎来业绩拐点。

航空股走势向好

今年国庆节前夕，国家发改委分别将汽油和柴油价格每吨下调100元和95元，申万航空指数随之风生水起，独立于震荡的大盘走出一轮明显上升趋势。Wind数据显示，10月以来申万航空运输指数大涨3.11%，遥遥领先于沪深300指数同期-0.63%的阶段表现，更远超全部A股平均市场表现。

随着航空概念大热，相关个股趁势“起飞”。截至目前，10月以来申万航空板块涨势最好的个股前三名为中国国航、东方航空、海南航空，涨幅分别为7.27%、2.61%和1.95%。在大盘高位震荡的背景下，航空股纷纷录得喜人成绩反映出投资者强烈看好该板块的预期。

与航空板块走强相呼应的是，油价下跌对新能源类板块带来较强负面影响。分析人士表示，市场之前看好太阳能、氢能源，更多考虑其成本相对较低。原油价格如果持续下跌，可能令新能源价格优势不复存在，替代效应趋弱使风力发电、核电

核能等指数近期走弱。如WIND核电核电指数上周跌幅达2.49%，新能源指数跌幅更接近4%。

三主线把握良机

国金证券将航空股本轮上涨定义为反弹和估值修复行情。该机构认为，成本端改善推动基本面翻转尚需进一步观察，但油价下跌有利于催化航空板块行情发展。由于供需增速差收窄，油价下降将推动航空股明年业绩预期改善，如果经济面和油价走势配合，航空股业绩将恢复正增长。

广发证券则认为，燃油一直是航运公司最大的成本支出，油价下降可显著提升航运公司毛利率。假设全年燃油价格同比下跌10%，油价下跌带来的成本端改善较大的可能是中远航运和中国远洋，其次是中海发展和中海集运。

此外，石油行业整体产能过剩格局未变，三季度油价下行给大部分上游公司和下游化工企业业绩带来负面影响。中信证券认为，这其中蕴藏着丰富的投资机会，继续看好改革带来的红利及在经济转型背景下企业转型和行业整合的机会。标的选择上，中信证券建议重点关注以下三条逻辑主线：首先是国企改革稳步推进，在多方面、多区域试点改革的公司值得关注；其次是近两年业绩确定性高、估值显著低于国际同行的石油行业公司，以及新品销售获得突破、股权激励效应突出的公司；第三是发展思路清晰、团队优秀的相关公司。

海外机构：油价跌势尚未止步

□本报记者 张枕河

供给增加油价承压

近日纽约和北海布伦特原油期货价格持续走软，均较前期高位下跌约20%。多家海外机构表示，鉴于供需大幅失衡，沙特阿拉伯不再出手捍卫油价等因素，国际油价跌势可能仍未结束。

机构纷纷下调预期

在油价持续走软后，多家投行分析师上周纷纷下调了对明年布伦特原油价格的预估，最高降幅甚至达到每桶12美元。

法国兴业银行将明年布伦特原油期货价格由此前预期的每桶103美元下调至每桶91美元；法国巴黎银行将该价格预期由此前的每桶106美元下调至97美元；美银美林将该价格预期由此前的108美元下调至98美元；德意志银行将该价格预期由106.75美元下调至103.25美元；瑞信集团将该价格预期由102.5美元下调至97美元。

这些银行表示，下调油价预期是因市场愈发明显地感受到国际油市发生了结构性变化，美国页岩油产量不断增加，而未来几年原油需求预计只会小幅增长。此外，另一个巨大变化是全球最大的石油出口国沙特阿拉伯的石油政策突然发生转变。该国表示，接受明显降低的油价。该迹象显示，沙特阿拉伯已经放弃了过去以支撑油价为目标的石油政策，转为关注保持市场份额。

业内人士预计，随着目前全球市场原油供需失衡，新增供应量庞大，需求短期难回暖，原油价格难以重回上涨轨道。

瑞信集团全球能源分析师斯图亚特表示，目前原油市场的变化非常快。各大银行迅速大幅调降油价预估，反映出它们越来越认清全球市场的重大改变。一些人认为将迎来新的石油供给充裕时代，这将使欧佩克成员国必须决定油价下滑的底限。然而，欧佩克主要成员国表示，并不急于减产。由于美国页岩油产量激增，全球石油霸主沙特阿拉伯将容忍油价走低，以遏制外界对高成本的美页岩油进行投资。

法国兴业银行全球石油研究主管维特纳表示，沙特并未如此前其所预期的那样减产或减少出口，该国认为油价下跌部分是由短期因素所造成，因为全球原油市场也在进行结构性调整。因此沙特在支撑油价问题上未采取任何行动，这将加剧油价下行趋势。

美银美林策略师傅莱斯也表示，由于经济环境更加复杂、地缘政治恶化以及美元走强等因素，油价未来的预估区间已经被变大了。除布伦特油价外，美银美林还预计，纽约油价将在未来几个月中下探每桶75美元。美银美林指出，强劲的页岩油产出增长、通往库欣地区的新管道以及运往墨西哥湾的外国轻质原油增加将会造成美国本地供大于求，这些因素合力给纽约原油价格带来下行压力。

美国投资者保护经典案例之六

上市公司错误陈述未构成股价下跌实质原因的不担责

——阿克曼诉大羚羊通讯有限责任公司案

上市公司存在错误陈述情况，同时股价下跌，但错误陈述并不是造成股价下跌的实际原因时，上市公司是否应承担相应的民事责任？本案给出了答案。美国大羚羊公司IPO时招股说明书存在部分错误，股票发行后股价开始下跌，但大羚羊公司对外披露错误陈述时，股价又开始回升。针对投资者提出的因招股说明书存在错误导致投资损失的诉讼，美国上诉巡回法院最终认定投资者没有证据证明大羚羊股价的下跌是由招股说明书中的错误陈述造成的，因此维持地区法院驳回原告的主张。

1981年6月30日，大羚羊通讯有限责任公司（下称“大羚羊”或“发行人”）首次公开发行证券。大羚羊计划进入海外的家用故事片录像带、光碟制造和营销市场。大羚羊向美国证券交易委员会（下称“SEC”）呈交了注册陈述以及日期为

1981年6月30日的招股说明书，拟包销发行70万个单位的证券，每个单位的价格为4.75美元，包含一股普通股和一个认股权证，未来某日每个认股权证可以以5.75美元的价格再购买一股普通股。

招股说明书中包含了一份未经审计但有形式错误的财务报表，涉及公司8个月的财务状况，截止日期为1981年3月31日。根据这份财务报表，大羚羊的净销售额为931,301美元，净收益为211,815美元，每股收益为7美分。但大羚羊将其子公司的一笔大额交易算在了3月，实际上公司在4月才收到上述销售款，导致招股说明书夸大了这八个月来的收益。而这八个月的真实财务情况是：净销售额共766,301美元，净收益为94,529美元，而每股收益仅为3美分。

1981年10月12日，大羚羊的股价跌至每股4美元。1981年10月13日，大羚羊向SEC报告了

招股说明书存在错误陈述的情况。到1981年11月9日，即大羚羊向公众披露错误陈述的前一天，大羚羊股价进一步下跌至每股3.25美元。之后，股价开始回升，到1981年11月25日，即苏珊·阿克曼和莫瑞斯·阿克曼夫妇以及劳伦斯·库恩博士（下称“原告”）起诉之日，大羚羊的股价回升到每股3.5美元。

日期	事件	股价（美元）
1981年6月30日	首次公开发行招股	4.75
1981年10月15日	向SEC披露错误陈述	4.00
1981年11月10日	向公众披露错误陈述	3.25
1981年11月25日	起诉日期	3.50

原告向美国地区法院提出诉讼，主张根据《1933年证券法》的规定，由于招股说明书存在

错误，大羚羊要为其股价下跌承担民事责任。1982年7月，大羚羊就此提出动议，主要理由是，就确定责任而言，错误陈述并没有达到重大程度，而且就损害赔偿而言，错误陈述并非造成所要求的“相对关系”，不能对发行人大羚羊提起诉讼，因为本案是“包销”发行。1982年12月，原告又起诉大羚羊的承销商——摩尔-施莱公司、喀麦隆公司、罗伯特森证券公司以及莱德劳-亚当斯-佩克公司（下称“承销商”）。随后，承销商提出动议，其理由与大羚羊的理由大致相同。

美国地区法院认定，就确定责任而言，原告“从理论上”证明了重大性，但法院对所有被告做出了判决，驳回原告依据《1933年证券法》第11条针对所有被告提出的主张，理由是既然被告已经证明，招股说明书中的错误并不是造成股价

任何下跌的实际原因，被告就完成了相应的正面抗辩。同时，地区法院认为，鉴于大羚羊不是本案中相关证券的承销商，因此原告起诉作为发行人的大羚羊，缺少必需的“相对关系”。但法院认定招股说明书中的错误是重大性的，允许阿克曼夫妇向其直接销售证券的承销商。阿克曼夫妇要求将所有承销商作为一类被告，但地区法院驳回了其请求，理由是阿克曼夫妇未能证明，与每个被告都存在必不可少的相对关系。

之后，原告就地区法院法官的判决提起上诉，被告为大羚羊、承销商。此外，阿克曼夫妇就地区法院拒绝将承销商作为同类被告提出上诉。美国巡回上诉法院经审理维持了地区法院的原判。

（中国证券投资者保护基金公司供稿，翻译原文见《美国投资者保护经典案例选编》，法律出版社2014年7月第1版）