

交易悲剧 能源并购 货币战争

原油暴跌续集：三主线演绎“血雨腥风”

□本报记者 王朱莹

多年以后，当我们谈论起能源史时，2014年11月27日的OPEC会议将是一个无法回避的标志性事件。正是由于会议没能达成减产协议，原油上演了历史罕见的暴跌剧情，震惊全球。

这正如那句政治经济学的名言所预测：如果你控制了石油，你就控制了所有国家；如果你控制了粮食，你就控制了所有人；如果你控制了货币，你就控制了整个世界。

自7月开启断崖式下跌以来，“商品之王”屡屡掀起资本市场的“血雨腥风”。但油价暴跌不是结束，而只是蝴蝶效应的开始。

后续发生的故事续集将会演绎三条主线：交易领域中将发生悲剧性事件，并进一步加大价格的波动；石油、天然气等强势能源对弱势能源产能形成挤兑淘汰，以形成供应端的新平衡，若干年后能源领域大并购案例可以预见；能源价格的下跌，扩大了通缩的疑虑，将纵容各央行的货币扩张政策，实体杠杆收缩之后的货币杠杆是价格平衡的最终力量。”业内资深人士预测，在非金融危机背景下，消费增长国增长放缓周期，与产出供应释放周期，两个周期形成叠加，同时页岩等新兴供应力量将加速失衡摆动。



新华社图片 合成/刘海洋

主线一：交易领域诞生悲剧事件

“油价下跌我们出租车司机感受是最明显的，以前加满一箱油要400-500元，现在只要350元左右，跑一天活能多落下30元左右，挺好的。”出租车司机陈师傅笑着对中国证券报记者说。

伴随国际油价的大跌，国内成品油历史性兑现“八连跌”，各地零售市场价重回“6时代”，国内汽、柴油零售价格跌至4年半以来的最低价，这让出租车司机及私家车主们节省了不少驾驶成本。

7月以来，国际油价出现断崖式下跌，布伦特原油和WTI原油期货至今跌幅逾37%。尤其上周，在欧佩克周四宣布产量决定后，周五WTI期货迅速跌破每桶70美元关口，暴跌10.45%，收报每桶65.99美元，创下2009年7月22日以来最低收盘价。

“原油濒临60美元/桶大关，成交量，估计期权市场博弈一触即发，波动率堪比2008年。交易领域中将发生悲剧性事件，并进一步加大价格的波动。”市场人士陈先生评论道。

在2014年上半年，能源市场深受史上鲜见波动率低迷之苦。低波动率降低了商业公司套期保值的需求；并意味着交易者在进行下一次交易之前，需要更长时间来等待市场价格出现

变动，从而导致每日出现较低的交易量。

原油价格的暴跌点燃了期权火爆行情。自6月末以来，原油价格一直下跌并在10月加快了下跌速率，美国“电子交易”原油期货的交易量自10月出现激增，原油期货波动率从15%跃升至30%以上。

法国巴黎银行（BNP Paribas SA）驻伦敦股市兼大宗商品衍生品策略师Antoine Porcheret表示，石油生产商一直在下跌的油价中进行套利保值。交易员已在他所认为的关键技术支撑位——布伦特原油为90美元/桶，西得克萨斯中质油(WTI)为85美元/桶，下方做空波动率。

Porcheret表示，短期合约方面，在目前水平上不会有什么变化。不论OPEC是否减产，会议后近月期货波动率下跌的可能性很大。

但就在OPEC会议前，原油期货隐含波动率大涨，布伦特原油当期期权隐含波动率上周三上涨了32.23%，为2012年7月以来最高水平，意味着后续原油期货价格可能仍然会有大的波动，这成为悬挂做空波动率者头上的达摩克利斯之剑。

而期货市场上“一将功成万骨枯”的多空博弈更为激烈，在无数空头争得盆满钵满的同

时，无数多头的交易悲剧正泣血成文。2011年至今年上半年，WTI原油期货价格始终在100美元/桶附近横盘震荡，且每每在跌破100美元/桶后便迅速回升，这给多头造成100美元关口是油价“底部”的错觉，今年5月底6月初，WTI原油期货净多头头寸规模当时创下历史新高。

当时的交易员持仓报告显示，大型投机者积累了超过41万张净多头合约，小型投机者净多头头寸也增加了1.9万张。商品策略师、经纪人Carley Gamer表示，这是CFTC有记录以来投资者在原油市场持有净多头头寸规模最大的一年。以往历史纪录中，20万张都是高水平。这些净多头头寸都在原油价格中枢不断下移过程中灰飞烟灭，成为了空头庆功狂欢的战利品。

同样的事情仍然在上演，美国商品期货管理委员会（CFTC）最新统计，截至11月11日当周，纽约商品交易所原油期货中持仓量1509371手，增加10635手。大型投机商在纽约商品交易所原油期货中持有净多头276832手，比前一周增加8300手。其中持有多头442119手，比前一周增加6470手；持有空头165287手，减少1830手。

主线二：能源并购潮起 世界500强重新排序

“由供应力量主动驱动的油灾与股市不存在正相关，这反而是产油国对用油国经济的补贴，价格的下跌减少了上万亿美元的年度花费，何尝不是一次大减税，世界500强重新排序是必然。”陈先生表示。

“如果油价长期走低，可能打击以液体为侧重的页岩能源开采，相应地引发页岩气价格下跌。页岩气占北美天然气总产量的很大一部分。如果美国页岩气供应减少，可能给多数地区的天然气价格带来上涨压力，促使电力公司恢复使用煤炭发电，从而使煤炭矿商受益。”评级机构惠誉表示。

惠誉认为，在美国经营化学裂解装置的石化企业受冲击可能最重。目前这些企业是受益的，他们有北美充足的低成本轻质原料，却按

照全球最高的边际生产成本为产品定价。美国页岩油产量下滑可能导致原料成本上升，令石化企业利润率下降。

对钢铁生产企业的影响可能更加复杂。天然气价格上涨，将增加钢材的生产成本，而开采活动减少则会降低石油产业对管道等钢材产品的需求。不过由于汽油价格长期来看处于下跌走势，对体积更大汽车的需求可能增加（汽车业占全球钢铁需求的12%），这可能抵消石油产业需求下降的影响。

“此外，石油、天然气等强势能源将对弱势能源产能形成挤兑淘汰，以形成供应端的新平衡，若干年后能源领域大并购案例可以预见。”陈先生表示。

事实上不必预见，能源领域的并购已经悄

然兴起。世界第二大石油服务公司哈里伯顿和世界第三大石油服务公司贝克休斯当地时间11月17日对外宣布联姻，一举成为全球油服巨头，收购耗资348亿美元。

而早在2008年世界性金融危机持续发酵之际，油价经历了一轮过山车，当年中国就掀起了一轮能源行业的并购潮。根据清科集团对中国并购市场的最新研究显示，截至2008年12月31日，中国TMT、生技/健康和能源三个产业在研究范围内的并购事件总数达128起，其中2008年TMT行业并购金额达202.32亿美元，能源行业的并购金额则达到了78.17亿美元，当时均达到历史最高水平。就能源行业而言，一方面是国内大型能源企业间的重组整合；另一方面是国内企业

“现阶段全球原油市场仍有可用库容，但持续的供应盈余一旦填满岸上库容和浮动储罐，就没有多余的地方可供存储，只有停止开采。这种情况下，价格将会跌到生产成本60美元/桶下方。”国泰君安期货资深分析师董丹丹指出。

一份最新的美国参院常务调查附属委员会关于华尔街银行参与实物大宗商品交易的报告显示，摩根士丹利2010年最多时持有1230万桶原油库存，价值约9.79亿美元。

该报告称，“今年9-10月份，原油价格累计下跌了20%，从每桶约100美元跌到80美元，一下子压低了以美元计价的实物大宗商品库存价值。”据统计，经历了近期油价暴跌之后，摩根士丹利有1230万桶的原油库存价值缩水超过4亿美元。

当然，交易领域的悲剧将不仅局限于原油市场，油价的下跌同样会拖累其他商品价格，多空博弈的后果。法国兴业银行的分析师Michael Haigh在一份电邮报告中称，如果原油价格果真如预期那样持续下跌，那么金价在之后的三个月将有5%的跌幅。而棉花价格则可能在一年内下跌6.8%，煤炭价格可能下跌约3%。

收购国外诸如煤炭、石油等领域的资源。这两方面的动力使得2008年度能源行业的并购金额达到了历史峰值。长远来看，能源领域还将会是国内企业进行海外收购的重点领域。

目前全球油价暴跌再次给中国企业出海并购带来良机。中国石油大学中国能源战略研究院助理研究员刘乾近期表示，在国际油价寻找再平衡的过程中，国际石油公司、油服公司也在调整战略，以实现资本效益的最大化，因此国际市场上会出现各种并购、资产剥离或出售、优化交易比较活跃的情况。“据我了解，不少国内民企在寻找对俄罗斯、中亚、非洲、中东、北美、南美地区新的交易的可能性，包括上中下游企业。”

欧洲央行未来购买欧元区主权债券的可能性越来越高。

英镑同样不能幸免于下挫的命运。正如巴克莱资本所说，在11月通胀报告中，英国央行大幅下调通胀预期，这显示其不急于收紧货币政策。相应的，该行的经济学家已经推迟了升息时间预期，从此前的明年第一季度调至第三季度。

在我国，央行也开始“放水”。11月21日，中国人民银行宣布，自2014年11月22日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。在中金公司看来，为了避免国际油价大幅下跌对中国的冲击影响，货币政策放松空间或将放大。

“如果油价短期内能企稳反弹，能源版图可能依旧如故；但如果油价长期下跌，蝴蝶效应可能出乎意料。”一位能源研究学者指出，历史正处在这个转折点，我们熟悉的规则和格局，可能都将重新书写。

■ 一周黑马

螺纹钢探底回升

□本报记者 王姣

因市场逐渐形成稳增长政策的利多预期，加之前期获利空单大量减仓，持续低迷的螺纹钢成为上周期货市场当之无愧的一匹黑马，其主力1505合约不仅周内创出四连阳，且一度封涨停板，最终以4.08%的周涨幅领涨大宗商品市场。

上周盘面显示，RB1505合约周初一度小幅下行，但随即便在空头离场的拉动下重回升势，周四期价尾盘封涨停板，周五触及三周高位2577元/吨并再涨2.41%，周末最终收高2548元/吨，持仓下滑至302.5万手，成交量为773.29万手。

在业内人士看来，上周螺纹钢期价的探底回升主要得益于三大因素：一是央行暂停正回购，降息预期再升温。继央行11月21日意外降息后，上周又在公开市场上频繁释出宽松的货币政策信号；二是工信部公布第三批钢企“白名单”，作为国家层面重点推进的重组行业，钢铁板块内的上市公司也将有望迎来一轮新的并购重组潮，有助于淘汰落后产能；三是技术性修复需求和空头大举离场，因螺纹钢远期价格长期遭受打压，期货贴水长期维持高位、钢厂套保意愿减弱等令空头心态发生变化，主力空头上周主动砍仓离场，导致钢材铁矿在超跌后一次报复性反弹。

“螺纹钢强势反弹，对整体市场心态产生明显提振，后期现货市场压力重重。”方正中期期货研究院院长王骏指出，一方面，铁矿石跌幅超预期，钢铁行业成本塌陷持续拖累成品材市场，市场的悲观预期长期压制螺纹钢期货价格，造成市场长期忽视期现价差。随着外围铁矿石减产、提价等不确定性因素的出现，期货市场存在理性回归的理由，也是期螺多头逼仓的基础；另一方面，临近年底，市场资金面日趋紧张，管理层放松“银根”，对钢铁等资金密集型行业是重大利好。然而进入12月份之后，市场需求将进一步萎缩，随着螺纹钢反弹动能的释放，现货供需基本面也将再度主导市场价格，预计本周整体市场价格在冲高之后或重回弱势。

油价暴跌拖累 豆类或继续承压

□广发期货 鲍红波

美豆丰产上市，南美大豆种植面积增加，全球大豆产量增加，整体油脂油料市场承受供应压力。原油价格暴跌，油脂市场受到打压，国内菜油、豆油市场库存仍然处于高位。国内水产养殖进入淡季，生猪存栏量处于历史低位，粕类饲料需求疲弱，粕类价格缺乏回升支撑。多种因素压力下，国内豆类市场价格继续面临回落压力。

首先，美豆丰产上市，南美大豆种植增加。2014/2015年度美豆产量为39.58亿蒲式耳，单产为每英亩47.5蒲式耳，美豆期末库存为4.5亿蒲式耳。美豆产量较上一年度同比增长17.8%，美豆巨量增产对豆类市场产生较大的供应压力。当前美豆处于集中上市期，全球大豆面临供应压力。

2014/2015年度南美大豆产量预计也将增加，美国农业部预计巴西种植面积预计增加至3150万公顷，较上一年度增加140万公顷；阿根廷大豆种植面积200万公顷，较上一年度增加20万公顷。巴西和阿根廷大豆产量将分别达到9400万吨和5500万吨，分别较上年度增加730万吨和100万吨，全球大豆供应量继续保持宽松状态。

其次，我国大豆到港量将扩大。2014年11月份国内港口进口大豆预报到港为623万吨，高于10月份的到港量439万吨，12月份大豆到港量预估超过700万吨，明年1月份预估最新预估580万吨。当前我国大豆港口670多万吨，后期到港大豆数量庞大，港口大豆库存将逐步回升。

因美盘价格大豆回落，我国大豆进口成本价格大幅回落，青岛港口美湾陈豆、美西豆进口商报3800元/吨，成交价格集中在3740-3750元/吨，美湾陈豆港口成交价在3700元/吨，12月初新豆到港后货源紧张局面将有所缓解，国内港口进口大豆价格面临回调压力。

再次，下游饲料需求低迷。10月份至春节前一股为国产大豆季节性需求旺季，今年国储不再收储，销区大豆食品加工企业观望心理较重，对未来市场看空情况下，囤货意愿极低，库存维持偏低水平。美豆丰产，进口大豆低廉仍将长期对国产大豆形成压制。

我国饲料需求状况低迷，国内水产养殖进入淡季，而生猪存栏量处于历史低位，饲料需求受到较大影响，11月份农业部发布了2014年10月份4000个监测点生猪存栏信息，其中生猪存栏同比9月份减少0.2%，同比2013年同期减少6.5%。

最后，原油价格的影响及国内油脂库存。石油输出国组织欧佩克（OPEC）决定维持每天3000万桶的产量目标，原油价格暴跌至70美元以下。原油价格从6月份至今已经下跌超过30%，供应未减而需求疲弱致原油价格大幅下挫，以油脂作为生物柴油制备原料的利润受到打压，油脂的生物柴油油需求受到影响。

国内油脂处于消化商业库存阶段，国内棕榈油库存下降明显，豆油商业库存下降至120多万吨；棕榈油库存从120万吨下降至60万吨。我国国储油脂库存基本没有消化，国内豆油国储储备估计有200万吨，菜油国储储备达到700多万吨，市场预计菜油商业库存也有200万吨，整体油脂的隐性库存压力仍然较大。