

■ 财富圆桌

原油红火搭台 油气资产戏份几何

□ 本报记者 马爽

近期,原油市场犹如坐上“上涨快车”,NYMEX原油期货、布伦特原油期货、国内原油期货纷纷创下阶段新高。作为现代经济中最主要的大宗商品,原油用途极为广泛。哪些行业或大宗商品有望受益于此?投资者该如何布局油气资产?本期邀请东证衍生品研究院资深原油分析师金晓、广发期货首席原油研究员姚曦、方正中期期货原油研究员隋晓影一起探讨。

内外盘油价联袂走高

中国证券报:2018年12月底以来,内外盘原油期货价格持续攀升,背后的驱动因素有哪些?

金晓:2018年12月25日前后是原油价格走势分界岭。自2018年12月25日起,原油开始触底反弹,截至目前,布伦特原油价格累计涨幅超30%。驱动这波油价上涨的因素主要在三方面:其一,市场整体风险偏好出现转折,从极度悲观转向乐观,这一点上可以从油价与其他风险资产价格走势上看出,尤其是与美股之间具有较强的同步性;其二,油价快速上涨本身刺激下游炼厂和贸易商进行补库存,此举又进一步促进油价上涨,也就是说,价格变化本身也在塑造基本面变化;其三,沙特减产、美国对委内瑞拉制裁和利比亚供应的不稳定性等,从供应层面修复了此前油市供给过剩的局面。尽管美国页岩油供应量并未停止增长,但短期供应量环比变化不大。而OPEC的供应量出现较明显的下降,因此导致整体供应出现明显收紧。

隋晓影:这波油价上涨背后既有宏观层面因素,也有供需基本面因素。从宏观层面上看,2018年底以来,美国三大股指触底后连续反弹,涨幅达20%左右,在一定程度上提振了原油走势。从供需层面上看,美国宣布加大对委内瑞拉的制裁直接导致近期国际市场对于重油供应紧张的担忧加剧。实际上,在近两年以来,委内瑞拉原油产量及出口量已在大幅下滑,近期美国制裁的加大令市场恐慌,轻重油价差也出现大幅收缩。另外,进入2019年,减产协议进入实施阶段。从当前市场情况来看,沙特等主要产油国维持较高的减产执行率,且预期未来减产幅度仍较高。除此之外,在2018年四季度油价持续大跌后,美国的石油钻井数据也开始走软,但是否会在未来形成产量增长趋势放缓态势有待观察。

姚曦:从基本面的来看,沙特带头大幅度减产为市场多头提供信心支撑。沙特原油产量在2018年11月曾超1100万桶/天,但在短短两个月时间里就减少100万桶/天,且沙特石油部长承诺到3月会将产量降至980万桶/天。沙特在减产上的举动极大地降低了市场对油市供应过剩的担忧。另一方面,美联储态度的转变也扭转了市场的避险情绪。自2018年12月FOMC会议以来,美联储主要官员多次在公开场合表示将对加息“保持耐心”,并表示

若市场出现危机将动用一切手段保护市场。美联储官员的种种表态扭转了全球市场风险情绪,市场对美联储在2019年停止加息、甚至降息的预测概率大幅上升,资金也开始持续流入风险资产,进而助推油价上涨。

“风向标”有何指引

中国证券报:在原油走强之际,涵盖多种大宗商品 的CRB指数也出现震荡上涨。作为大宗商品的“龙头”,此轮油价回升对大宗商品走势有何“风向标”意义?

隋晓影:原油作为大宗商品的龙头,其走势对其他大宗商品走势必然会形成引领作用,尤其是对工业品的指引更加明显。在年初以来原油价格持续反弹过程中,能源化工品与部分有色金属品种与原油保持较强的同步性。原油与有色金属都属于工业品,走势联动性较强;而原油与其下游能源化工品种的联动性更是不言而喻,自年初以来,包括国际市场上的汽油、柴油等期货品种以及国内市场的沥青、燃料油、PTA等期货品种均与原油保持同步上涨态势。

金晓:本轮原油价格回升对于其他大宗商品的传导作用主要集中在原油的下游领域,对非产业链商品价格的传导作用相对有限。若原油与非同一产业链的商品同时上涨,那么该类型的上涨由需求驱动的可能性更高。

姚曦:此轮原油价格上涨不是一个单独的事件,而是全球金融市场风险情绪的转向。在美联储态度转“鸽”之后,全球资金开始了一场“狂欢”,大量资金涌入新兴市场 and 风险资产,使得股票、商品市场出现同向上涨。而作为大宗商品 的“领头羊”,原油市场因为与金融市场的联系更为紧密,相对于其他大宗商品更能敏感地反映市场情绪变化,从而对大宗商品走势起到“风向标”作用。

投资者该如何掘金

中国证券报:如何看待后市原油价格走势?

隋晓影:当前来看,原油市场仍处利多氛围,美股反弹、美国制裁委内瑞拉引发的重油供应紧张、产油国维持较高的减产执行率以及美国石油钻井数据放缓等因素均在支撑油市。不过,当前利多因素基本已在油价中兑现,如果没有更多利好因素出现,油价进一步上涨将面临较大阻力,同时技术指标也显示超买,不排除出现阶段性回落调整,但在供应



端收缩的提振下,仍看涨中期油价表现。

金晓:经历2018年波动大年之后,预计2019年油价波动率将回归常态,价格将在需求增速和页岩油产量增速之间寻求平衡。尽管2019年仍有大量炼油产能投放,但产能投放并不能从根本上解决终端产品需求增速下行问题。随着页岩油产出效率显著提升,预计2019年下半年产量受到基础设施瓶颈约束的问题将大幅缓解。但真正能够抑制页岩油产量增速的是长期低迷的油价。因此,OPEC应该做的是增产,而不是减产。在页岩油产量增速被明显抑制之前,不可对OPEC+减产寄予太多期望。长期来看,OPEC将失去原油定价能力,因为swing producer(机动产油国)不再是沙特,而是页岩油,这种大的格局不会改变。

姚曦:从技术面上看,目前WTI原油价格已接近上方60美元/桶压力位,同时从WTI期权市场上看,大量的看涨期权持仓集中在58美元/桶、60美元/桶一线,因此油价在58-60美元/桶一带将面临较大上涨压力。从基本面上看,油市供应端并未出现太多出乎市场预料的事件,而市场对沙特、俄罗斯减产以及委内瑞拉、伊朗的供应中断事件的影响已在价格上有所反应。虽然国际贸易局势出现缓和,但都属于市场公开信息,对价格影响不大。从需求端来看,目前市场基本面相对正在走弱,美国炼厂检修已使得原油库存连增五周,表明需求出现下滑,美国原油市场也进入季节性累库阶段。因此,技术面与基本面均缺乏足够动力支撑WTI油价突破60美元/桶。不过,

值得注意的是,一旦价格有效突破60美元/桶,那么市场上期权合约的止损很可能造成油价进一步上涨,从而进入超买状态。

中国证券报:投资者该如何布局相关油气资产标的投资机会?

隋晓影:投资者可参与的原油相关衍生品投资主要包括:原油期货、原油期货、相关股票以及原油ETF基金等。由于各类资产风险不同,因此投资原理也不同。其中,股票、基金类风险相对较低,适合稳健型投资者;而原油期货、期权等资产专业性及风险度较高,更加适合相对专业的投资者。从长期来看,原油价格与相关的股票、债券等资产价格相关性并不高,其在全球大类资产配置中能够有效分散股票、债券等资产所带来的风险。

金晓:从投资策略上,建议投资者关注原油期货与相关产品的套利机会。套利机会主要有地区之间价差套利机会,例如国内原油期货与布伦特原油期货、原油与下游产品加工利润之间的套利机会、国内原油期货与沥青期货或燃料原油期货以及国内原油期货本身的跨期套利机会。春节过后,我们主要推荐的策略就是看多国内原油期货看空沥青期货,因为市场此前对基建的预期过于乐观,存在下修风险。此外,华东和华北地区因为天气原因,沥青需求的释放可能会被严重推迟,而沥青供给在一季度应该不存在较大问题。市场博弈的焦点在成本与需求之间,如果需求不振,即便重油价格再强,也难以支撑沥青价格走升。

姚曦:从长周期看,目前正处全球油气投资的上升阶段,可关注上游钻井及服务板块机会。

PTA走势大起大落后重回理性

□ 中信期货研究 许俐

春节之后,PTA价格波动明显加剧,PTA期货主力合约价格从6700上方快速下挫,跌至6200附近后获得支撑,目前重回1月下旬6400-6500震荡区间。短期看,偏空情绪释放后,在成本的支撑下,跌势暂止。后期,PTA走势仍受制于原油价格走势以及下游聚酯需求的表现,偏空风险则在于成本和供需面无法共振。

短期来看,春节后的PTA走势与原油回升的走势相背离,而这主要是受空头资金的影响增强所致。PTA此轮下挫中,PTA前20位持仓由多转空,其中05净空持仓大增,而09净空持仓减少。预期背后的驱动来自5-9价差的反套操作。数据显示,2月13日,5-9价差在300附近,随着PTA价格的下跌,5-9价差缩小至200以下。价差收窄后,套利资金离场,

PTA净持仓重回净多格局,PTA走势也随之企稳,5-9价差在210-220区间波动。

但是,资金的影响主要是偏短期,随着5-9反套空间的减少,PTA单边下跌的空间将受成本利润以及基本面等因素的影响,因为短期成本和需求支撑,PTA单边下行空间暂时有限。

成本方面,近期原油价格延续回升格局,PX也较为坚挺。在PTA价格大幅下挫的影响下,近日PTA现货加工费和盘面加工费双双回落至600元/吨以下,低于2019年以来800元/吨的现货平均加工费。而一般认为,加工费跌至500元/吨附近,成本支撑将显现,利润存修复需求。然而,中长期看PX产能的投放将是成本端的主要偏空因素之一。3月初,腾龙芳烃另80万吨装置计划开车,恒力石化PX新装置也有望在3月中下旬启动一条225万吨生产线。届时国内PX产能将达1688万吨/年左右,而目前聚酯5499万吨有效产能若满负

荷生产,对应PX需求量约3080万吨。国内PX供应量的提升,将令进口需求量减少,而国外主流PX供应商对PX价格的把控力将受到挑战,PX价格有下调倾向。加上目前PX-石脑油环节的加工费接近600美元/吨,以300-350美元/吨的合理价差看,PX价格也有较大的下调空间。在行业重新分配后,留给PTA价格的可下调空间将增加。此外,原油价格的走势仍将是不确定影响因素,关注油价与PX价格走势是否持续共振,若走势背离,即油价的坚挺或减弱PX走弱的程度。

供需方面,节后聚酯需求的改善是PTA阶段性供需由空转多的主要驱动。而目前聚酯环节的复工表现较好,节后第一周聚酯负荷就回升至80%以上。虽然一季度是PTA传统的累库阶段,但目前PTA总库存在122万吨,春节期间累库约26万吨高于去年同期,但总库存量仍低于近3年同期水平,库存的绝对

压力要小于同期水平。然而,下游需求的恢复也并非一帆风顺。目前,织造行业的复工较聚酯环节滞后,一般要等到元宵节之后才会有明显起色。此外,由于织造环节节前备货较多,库存量在25-30天的水平,这也会令短期需求改善的效果滞后。由于这些因素,也导致虽然聚酯开工恢复较好,但聚酯品库存也在同步走高。若织造环节的需求启动迟于2月底,则需求的阶段性利好也将弱化。观察数据可以跟踪织造开工率、聚酯产销率、聚酯库存的走势等。

总体而言,短期偏空资金离场后,供需格局未上新台阶前,PTA价格维持区间震荡的概率较大。上行支撑,仍需成本和需求的共振,一方面,当PTA利润修复后,成本的提振需原料价格迈上新台阶;另一方面,需求利好的扩大需终端需求和织造的恢复。利空因素,仍在于成本和供需面无法共振。

基本面预期向好 机场板块仍具走强基础

□ 本报记者 黎旅嘉

在近期两市的持续回升中,机场板块的升势同样较为明显,但其涨势显然并不如成长类板块“惹眼”,不过仍然令部分此前就在板块内进行埋伏的资金获得不错收益。

2018年以来,机场板块的走势跌宕起伏,虽然行业整体向上,但股价到达高点后持续回落。分析人士指出,消费升级背景下航空需求依旧旺盛,这为机场板块的走强提供了坚实支撑。此外,由于板块基本面向好趋势的继续验证,前景依旧可观。

板块升势持续

本周以来,相较此前,两市震荡有所加剧。不过,在这样的盘面中,机场板块仍然延续着一月底以来的升势,本周以来日线方面已拉出五根阳线,周累积涨幅超10%。

业内人士认为,作为并未被市场过多关注的板块之一,由于行业景气上升,叠加后期春运数据的利好,后市场机场板块仍具演绎空间。

从基本面上看,受春节错期和春运加班等因素影响,五家上市机场产量同比增速较去年同期改善明显;五家上市机场1月起降架次、旅客吞吐量同比各增4.7%、8.3%,较去年同期增幅扩大。其中深圳机场增速领先,起降架次和旅客吞吐量同比各增7.8%、10.9%;上海机场起降架次和旅客吞吐量同比各增3.6%、8.8%,其中外线客座率同比提升明显,起降架次和旅客吞吐量同比各增2.6%和9.9%,旅客吞吐量增速领先国内2.2个百分点;白云机场起降架次和旅客吞吐量同比各增6.1%/8.7%。

从行业的未来发展空间上看,分析人士指出,2016年中国人均年乘坐飞机次数为

0.35次,美国为2.26次,这也就意味着未来我国航空客运量还有较大提升空间。从全球来看,人均GDP在6000美元-9000美元左右是航空出行需求快速上行阶段,我国2017年人均GDP为59660元,已正式迈入航空出行时代,由此以出境游为带动的国际航线市场预计将成为新的增长点。

后市值得期待

与航空板块的走势相类似,机场板块2018年以来走势也一直没有太大的表现机会,未能受到市场重视。但随着行业基本面的整体改善,被激发出看多航空板块的热情同样也会对市场板块形成一定提振。

而就配置价值的角度而言,华创证券表示,长期看好机场板块投资价值。该机构认为,在外资不断流入大背景下,作为过去最受外资青睐的板块之一,未来仍大

概率获得增量资金配置。其一,我国机场整体处于潜力释放期;其二,从全球来看,我国机场估值水平仍然偏低;其三,在于我国机场虽然当前分红比例不高,但历史上亦有过高分红操作,长期看未来存在潜在提升可能。

此外,春运数据显示,截至2月15日,前26天全国共发送旅客19.45亿人次,比去年同期增长0.46%,其中,民航增长10.04%;铁路增长6.57%;公路下降0.6%;水路下降4.87%。航空增速最快,初六-初七连续单日运输旅客超过200万人次,为历年春运最高。

针对后市,分析人士表示,由于行业趋势整体向上,叠加外部因素好转,板块估值整体已存在安全边际。此外,受到外部因素改善以及行业自身发展前景向好的共同加持,后市机场板块表现依旧值得期待。

■ 瞭望塔

行情加速上攻 热点转换加快

□ 本报记者 黎旅嘉

一改本周早先时的震荡,周五两市低开高走,拉出一根漂亮的阳线。截至收盘,沪指收涨1.91%,突破2800点关口,场内做多人气再度受到激发。

不过拉长时间来看,本周,一方面,两市热点方面活跃度相较此前一周有所降低,量能方面则屡创阶段新高,本周四沪深市场成交额分别为2645.19亿元和3576.95亿元。另一方面,市场中多空双方都有所表现,但持续力度同样不强烈。整体而言,年初至今两市各主要指数均出现10%以上的涨幅,随着行情行至阶段压力位置,前期解套盘以及获利盘压力逐渐升高使得当下市场中多空力量分化开始加大。

不难发现,虽然短期市场的确受到了情绪面的扰动,但真正决定股价高低的核心仍然还是上市公司的内在价值。正如格雷厄姆所说,市场就像一只钟摆,永远在短命的乐观(使股票过于昂贵)和不合理的悲观(使股票过于廉价)之间摆动。聪明的投资者则是现实主义者,他们向乐观主义者卖出股票,并从悲观主义者手中买进股票”。

此前中金公司就曾表示,A股中期反弹行情深化,不同属性资金逐步回归驱动市场普涨,指数加速上扬,成交显著放大;此前承压的中小板、创业板节后出现了明显补涨,上涨弹性优于主板。该机构认为:本轮中期反弹是风险偏好提升驱动的估值修复行情,对行情演绎潜在路径的判断,依赖于对不同属性资金布局节奏的预测;在“外资不断流入驱动龙头发力,博弈资金接力带动创新补涨”的阶段过后,A股市场的中期反弹行情将进入第二阶段,由普涨态势向分化格局转变。

东北证券也强调,当前市场成交额已经逼近存量资金规模所能支撑的上限,较为亢奋的市场交易情绪也意味着投资者对于未来利好的预期较为充足,因此未来利好消息出炉后的市场表现也可能存在一定的波折,这是典型的市场反弹接近后期的特征。因此,该机构建议投资者以耐心等待为主,关注本轮反弹主要增量来源的北上资金与两融资金流入的趋势变动。

在去年持续的震荡调整中,随着指数浮动,不少个股跌幅甚至超过市场整体,进入被低估的价格区域。经过此前估值收缩过后的部分超跌股对价值投资者的吸引力确实有所提升。不过,自年初以来的反弹中,尤其是从节后一周以来的盘面上看,触发市场反攻的核心引擎仍以创业板为代表的成长类个股。因此,只要成长类个股延续强势,市场整体就会保持着旺盛战斗力。但是只要成长类个股出现调整势头,不再那么强势。那么,A股市场反弹就将面临着后续乏力的压力。

针对后市,分析人士表示,本轮短期近乎单边的涨势极大调动起投资者的做多热情,由于成交量持续放大,指数出现了加速上升的趋势。美中不足的是,此前几个交易日的调整周期相对较短,不支持短线A股市场迅速出现加速抬升的趋势。或者说,A股市场持续上扬的基础尚不扎实,市场浮筹较多,需要进一步反复拉锯、清洗浮筹,以便夯实未来行情演绎的基础。

证券ETF再度涨停 券商板块打开反弹高度

□ 本报记者 牛仲逸

22日,券商板块上演涨停潮,证券ETF继2018年10月22日后,再度涨停。分析人士指出,券商板块再度走强,一方面受到消息面不断刺激,另一方面,券商股的高弹性直接受益近期市场不断提高的风险偏好。

业绩端继续分化

统计显示,37家券商披露2019年1月营收数据,合计实现营业收入193.12亿元,净利润68.08亿元。其中33家可比券商合计实现营业收入179.27亿元,环比减少35.8%,同比减少0.2%;合计实现净利润64.84亿元,环比下降1.9%,同比下降4.6%。

整体而言,券商1月业绩企稳。其中中信证券1月净利润同比增长12%,环比增长16%,龙头优势依然明显;山西证券、东北证券、第一创业利润同比增速居前。对此,中银国际表示,A股市场的回暖叠加政策的持续推进,券商板块全面受益。随着行情回暖,券商业绩有望逐步复苏。

“在一二级市场整体普遍低迷的背景下,上市券商2018年业绩下滑已成定局,2019年将呈现出业绩修复拐点。”长城证券行业研究指出,流动性改善与监管政策调整是券商业绩与估值修复的关键因素,不过券商业绩分化与转型的发展趋势不变。

此前证券行业协会发布行业2018年整体经营业绩,行业整体共计实现营业收入2663亿元,同比下降14%,实现净利润666亿元,同比下降41%。

关注头部券商

近期随着A股不断走高,市场中牛市呼声再起。虽然当前是反弹还是反转尚难断言,但券商板块受到市场较为一致的认可。那么,当前该如何配置券商板块?板块走强背后有何逻辑?

民生证券表示,从经验来看,市场利率下行对券商板块具有明显的行情推动效果,建议高度关注利率下行、流动性改善趋势下的板块估值上行趋势。近期积极政策频出,市场交易显著激活,券商板块将持续受益。

在整体经济下行的环境下,行业景气度处相对低位,优质业务资源将倾向于综合实力较强的大型券商,头部公司在传统业务上的优势明显,同时,创新型业务方面监管层秉持扶优限劣的标准,创新业务由大型优质公司先行试点。优质业务资源以及创新业务的集中将使头部券商的优势进一步明显。

申银万国表示,2019年券商板块的核心驱动力便是资本市场改革政策持续推进,进而提升券商估值,并且在市场中性假设下,业绩增速将拐头向上。结合2018年四季度至今推出的一系列政策,方向均是鼓励优质企业融资,激发资本市场活力,完善其资金匹配功能,2019年政策将继续在这个方向上延伸。由标准化基础设施-机构投资者-核心资本中介构成的资本市场基础架构将进一步完善,券商作为资本市场核心中介,将发挥其做市交易和产品创设的能力,为市场提供流动性,真正实现资本中介的职能。该机构同样重点推荐龙头券商。