

油价陷入“丛林搏杀” 大震荡呼唤风控通道

□本报记者 官平



CFP图片 制图/尹建

作为大宗商品市场的风向标,国际油价暴跌无疑会拖累铜等大宗商品价格。今年上半年纽约原油期货价格累计涨幅超过10%,下半年至今累计跌幅却近35%。上周伦敦LME铜价累计跌幅超过5%,跌至八个月新低。

分析人士指出,国际油价带动大宗商品集体“走熊”,一方面的确降低了原材料成本,有效缓解价格压力;但另一方面,要警惕国际油价快速反弹的风险,特别在目前国内原油市场化程度低的背景下,应加快上市原油期货,为中国企业应对油价大幅震荡建立风险纾解通道。

原油价格连续下跌

资料显示,1986年,沙特的原油“水龙头”足足四个月没有关上,油价暴跌67%,仅仅高于10美元/每桶。美国原油产业遭遇重创,在随后的近20年里原油产量一蹶不振,沙特重夺原油市场的老大宝座。

纵观油价涨跌曲线,从2002年开始到2008年拐点之前,世界原油价格年均价大致以每年10美元至13美元的速率上升。然而从2007年9月18日,美联储备受争议的意外降息50个基点的事件开始,油价震荡之路的大门被叩开。在不到10个月的时间内,油价飙升了近70美元。

国际油价2008年1月2日突破每桶100美元之后,不到半年时间,纽约原油期货价格大幅上涨了近40%——击穿了140美元大关。仅5月份纽约市场油价涨幅就达到17%。在前半年的时间里,油价暴升47.98

美元直达每桶147.24美元,半年的涨幅超过历史年度平均水平的3倍。但一个月之后,国际油价犹如瀑布一般下跌。仅2008年下半年,纽约油价惨遭“腰斩”,累计跌幅达57%。

今年上半年纽约原油期货价格还一路向上,但下半年至今纽约油价累计跌幅已近35%。业内人士表示,国际原油价格最近数年的“过山车”行情早已超出了传统的供求关系范畴,价格曲线的背后,实际上是石油大亨们在“掰手腕”。

一位不愿具名的石油专家表示,有人认为俄罗斯与美国之间的博弈无限放大,原油市场是双方战略棋局之中的必争之地;此外,从产业角度出发,将传统产油大国沙特和美国页岩油开发商对立起来,简言之是为市场份额进行的一次价格肉搏。

积极争夺石油定价权

“欧佩克不会减产的消息明确后,国际原油市场连续暴跌。本次暴跌的原因是关于国际原油主要供应方欧佩克的生产政策,对市场的影响应该是中长期的,短期内大幅反弹的风险不大。”格林大华期货分析师原欣亮表示。

从历次国际油价暴涨暴跌来看,中国市场似乎只有选择被动接受。目前我国现有的原油定价机制导致了“逢高多买,逢低观望”的现象,每一次国际油价的飙涨,几乎都伴随着国内原油进口的大幅增加,在国际油价下跌的情况下,反而持币观望。

中国从1998年6月1日开始采用“与国际油价接轨”的价格机制,开始实行新的

内成品油价格机制,进一步缩短调价周期,增强油价调整透明性;在调价幅度上,应充分反映国内外市场真实情况,应提升国内原油市场的市场化程度,推动原油期货尽快上市。

石化企业或许比消费者感受更为明显。原欣亮表示,通常而言,原油价格大幅波动会引发市场对于原油期货等衍生品工具的需求。就中国的产业客户来说,主要是在国际市场采购大量原油。在价格下跌的时候,需要原油期货来规避长购合同的风险。然而,目前国内原油期货尚未有上市,一些石化企业只能被动接受市场价格波动。

对冲油价异动风险

操作原油期货期权产品。

由于国内大型石油企业都是一体化经营,每年需要从海外进口大量原油,油价每下跌1美元都会使中国企业面临很大风险。而国内大型石油企业保有的原油、成品油库存量,价格大幅波动时却没有可靠的国内风险管理工具可以利用。

原欣亮表示,对于年内国际油价的走势,现在正处在市场份额争夺的初期阶段,预计年内国际油价将在厮杀中下跌,美国油价有望跌至60美元/桶。

国际油价大起大落也会波及其他大宗

商品价格。业内人士表示,原油和铜、煤等其他大宗商品之间实际上是有相应比价关系的,部分大宗商品之间还有替代关系,所以大宗商品之间的价格相关性比较强,原油价格暴跌实际上也相应打压了其他商品价格。

目前我国原油对外依存度接近60%,能源安全令人担忧。中国石油经济技术研究院石油市场研究所高级经济师陈蕊表示,国内石油企业迫切需要通过原油期货进行保值操作,希望国内原油期货尽早推出,给产业链企业提供规避风险的工具。

■ 美国投资者保护经典案例之十一

法院保护被告获得陪审团公正审判的权利

——斯基林诉美国案

攀升,另一方面秘密抛售自己持有的股票。安然破产后的几年内,政府调查逐步深入,2004年7月7日,大陪审团起诉斯基林,公司创始人肯尼斯·莱和安然的前首席执行官理查德·考西。

起诉书称,这些被告“参与了范围很广的骗局,就安然业务的真实状况欺骗公众投资者,欺骗手法包括操纵财务报告结果,以及就安然的财务状况发表虚假和误导性的陈述”。

起诉书第一项指控是,斯基林与他人共同实施证券欺诈和电报欺诈,特别指称斯基林试图剥削安然及其股东获得“诚实服务”的无形权利。起诉书还指控斯基林犯有25项实质性的证券欺诈、电报欺诈、虚假陈述以及内幕交易罪。

安然公司成立于1985年,总部位于美国得克萨斯州的休斯敦市。十几年间,公司逐渐发展成为全球最大的电力、天然气及电讯公司。斯基林1990年进入安然公司,从一家子公司的负责人逐渐上升为公司首席执行官。2001年8月14日,斯基林从安然辞职。

斯基林离开后不到四个月,安然陷入破产,公司股票价格由2000年的每股90美元跌至2001年末的每股不足1美元。为弄清公司倒闭的原因,美国司法部对安然展开调查。政府调查后发现了十分复杂的阴谋:安然公司长期进行财务造假,包括斯基林在内的许多高管一方面对公司财务状况进行虚假陈述,鼓吹股价还将继续

是无罪,与安然或是受到安然倒闭影响的人的关系等。当事双方特别商定,任何陪审团候选人对安然或被告有先入为主的观念,就不适合作为陪审团成员。

在庭前陪审团预先审查程序中,法院再次强调,审判不

是“要报复安然的高管”,“我们要的……陪审员,是那些入选后能够忠实、积极和公正服务的人”地区法院先向候选人提问,候选人到法官面前回答问题,控辩双方根据回答向法官提出排除具体候选人的请求,由法官作出裁决。最后法庭选出12名成员组成陪审团,另有4名候补成员。

经过4个月的审判及将近5天的讨论,陪审团认定,包括违

背“诚实服务”的欺诈罪在内的19项罪名成立,但9项内幕交易罪名不成立。地区法院判处斯基林292个月的监禁,3年监视释放以及4500万美元的赔款。

斯基林被指控提出一系列的虚假陈述,包括有关公正审判和诚实服务的论点,提出上诉。第五巡回法院裁定,可以驳回陪审团的偏见,但该上诉团的判决是“合乎诉讼法的”,因而可以驳回这一裁定。法院对上诉团的判决表示支持,结果合议庭维持原判,构成“诚聘服务”欺诈方面的同谋。上诉团推翻支持斯基林的主张。

斯基林对此提出,他的行为不适用诚实服务条款,即使

适用,该条款由于过于模糊,也是违宪的,并要求最高法院提供救济。

最高法院首先审议了斯基林所指称的陪审团成员偏见的问题。

最高法院指出,陪审团成员的公正并不需要对事实一无所知,最适合担任陪审员的人中,很少有人对案件的是非曲直

没有任何印象或观点的,只有在最极端的情况下,才假定陪审员有偏见。

最高法院审理了多个因陪审团偏见而变更审判地的案例,认为斯基林案与这些案件相比存在重大差别。第一,从案件发生地的规模来看,休斯顿是全美第四大城市,有450万人可以担任陪审员,在人口如此之多,背景如此多元化的

情况下很难说找不到12个没有偏见的人担任陪审员;第二,对斯基林的报道并不友好,但报道并没有提到他的任何口供,也没有受众无法避免的偏见信息;第三,与广泛报道后立即审判的

案件不同,安然破产4年后才对斯基林进行审判,媒体的注

意力已经有所降低;第四,也是最重要的,陪审团认定斯基林9

项内幕交易罪的指控不成立,这足以说明陪审团不存在偏见。

法院认为,就预先审查而言,并没有固定的标准和模式,“公正并不是技术概念,而是一种心理状态”,而挑选陪审员主要

属于法官的职权范围。初审法院通过问卷调查以及面对面的

低油价打压石油石化景气度

□本报记者 汪珺

国际油价跌跌不休令石油石化行业“心惊胆颤”。据市场机构统计,石油石化公司三季度单季增速较二季度明显下降。

业内人士认为,油价跌势短期内难言反转,颓势或将持续到明年一季度。受此影响,石油公司上游勘探开采利润将大幅缩减,油服行业或出现分化,中下游炼油化工行业的利空则要看“价差”脸色。但总体而言,石油石化行业景气度将受到油价低迷的打压,企业或需过一段紧日子。

利空石化行业

“年底奖金估计要减半了!”上周五全球原油价格再重挫,一位石油公司人士半开玩笑地对中国证券报记者表示。“上周五成品油消费税提高以后对公司更加不利,可能影响销售。”该人士进一步指出。

据中金公司估算,油价从100—110美元/桶区间回落到80—90美元/桶区间,中国大型石油企业利润下滑的幅度已经十分可观。2015年,如果以85美元/桶油价为基准情形进行敏感度分析,如油价在80美元/桶时,中海油的净利润可能下滑13%,中石油则减少利润11%;当油价进一步下滑至70美元/桶时,中海油的净利润可能将较85美元油价时缩减40%,中石油则为35%。偏重下游业务的中石化集团的利润敏感度可能低于前面两家上游资产偏重的企业。

“三季度油价下行在上市公司业绩上已有所体现。”中金公司分析师指出,石油石化公司三季度单季增速较二季度明显下降,从二季度增长23%转为下降8%。

不过,受油价影响明显的下游航空和航运业业绩则明显好转。其中,航运板块从二季度增长234%进一步上升至增长489%,航空板块则从90%的负增长大幅收窄至11%的负增长。

“历史表现上,油价下行多对应航空和汽车板块走强,石化相关板块则表现不佳。”中金公司研究报告指出,从2008年至今油价有四次比较明显的下跌,期间A股市场上航空和汽车行业大多取得了超越市场的表现,而石油石化板块在此期间均表现疲弱,跑

■记者手记

油价跳水“铜博士”遭殃

□本报记者 官平

原油正在搅动整个金融市场。上周五,国际油价的惊天一跳,其中纽约商品交易所原油期货价格创下近5年多来新低。这也令其大宗商品难兄难弟——铜博士”遭殃,当日伦敦金属交易所LME铜价跌逾3%。

2000年后原油价格和铜价格的相关性明显增强,原油价格暴跌对铜价走低起到直接推动力。若油价进一步走低,铜价也难能独善其身,或将再创新低。而“铜博士”一直是宏观经济的先行指标,若铜价持续下跌,无疑会对全球经济造成影响。

今年工业品市场上,铜算是幸运的。数据显示,今年以来国际油价跌幅已经超过28%,大连铁矿石期货价格同期跌逾46%,上海螺纹钢期货价格跌幅也超过了28%,而LME铜价累计跌幅还不到14%,在上周五(11月28日)大跌之前,累计跌幅仅10%左右。

“铜博士”有其“硬扛”的道理。富宝金属分析师雷连华指出,从基本面上看,铜产业链并没有明显变差,精铜供需仍趋于平衡,且当前价格接近国储局收铜的价位,或将刺激国储局进一步采购。同时,新增铜矿供给给现金成本上涨,若铜价格大幅走低将增加铜矿山减产预期,铜价格将受到支撑。

此外,央行再启降息操作,给资金紧张的实体经济下了一场“及时雨”。业内人士表示,降息是一个积极信号,会在一定程度上缓解企业资金压力,融资环境未来可能进一步宽松。降息消息公布后,铜价高开低走。中银国际期货研究员陈冠因表示,在供给过剩的大背景下,单凭降息不足以令铜市反转。从中间需求看,目前铜杆、铜管开工率环比小幅提高,但铜板带箔相关企业受到资金压力,开工率略有下滑,11月主要中间加工商的整体开工率将在72%左右。未来铜价的反弹需要冶炼厂的检修、进口下降与终端开工增加来提振。整体上,单纯的降息政策对于1-2个月的行

情来说,利多有限。

雷连华表示,欧佩克不减产,俄罗斯不减产,油价继续往下走,铜价也会继续往下走,铜本来成本就比较低,真要往下跌,空间很大。

高盛分析师在报告中称,美元走强和投入成本的降低意味着更低的成本和价格。对供求平衡或者供应小幅大于需求的大宗商品市场而言,价格倾向于接近边际生产成本。

因欧佩克表示将不会减产来缓解全球供应过剩的状况,11月28日,伦敦金属交易所(LME)三个月期铜跌至3月来最低的每吨6342美元,收盘报每吨6323美元,大跌3.32%,为今年3月以来最大的跌幅。

屋漏偏逢连夜雨。随着冬季来临,中国铜需求将减弱。雷连华表示,上海现货市场成交不佳,尽管近期国家对基建的投资增加,但是在短期内难在市场上有明显反应,降息会在一定程度上缓解企业资金压力,会增加企业备库存的可能性,但是在需求不明朗的情况下,企业心态依旧谨慎。在稳增长的前提下,政策层致力于改革和经济转型,预计不会出台大规模、持续性的刺激措施,中国铜需求难以有明显好转。另外,10月份家电销售同比增长大幅回落,而年底开工的基建项目也没有提振铜的订单,最主要的原因是地方政府无法保障资金在短期到位。

雷连华进一步表示,从基本面上看,全球经济复苏乏力令铜消费增速回落,随着冶炼产能瓶颈的逐渐克服,铜矿供给压力将传导至精铜市场,价格还没有走出熊市格局,中长期下跌行情不变,存在创新低的可能。

业内人士表示,国际油价暴跌带动了大宗商品集体走熊,亦是利空叠加,市场选择确定性较高的空头方向,后市中国是否因数据疲软扩大货币政策和微刺激政策,成为市场关注点。若政策预期落空,且在国际油价短期偏空的影响下,铜价可能进一步滑落。

询问来判断陪审员的心理状态,并充分保障了控辩双方参与审査的正当权利。最高法院认为,陪审团不存在偏见,对斯基林的审判是公正的。

关于斯基林提出的《美国法典》1346节“诚实服务”条款违宪的问题,最高法院指出,“判例法要求我们尽可能尊重国会的立法,而不是谴责国会的立法”,在认定一项联邦法律因模糊而无效之前,我们必须考虑,是否可以通过解释限制有关内容。最高法院审理了“诚实服务”条款的起源和相关判例,认为该理论的核心在于:诚实服务案件中很大一部分涉及的是官员,他们违反信义责任,收取了贿赂和回扣,因而构成欺诈。基于此,最高法院对“诚实服务”条款进行了限制性解释:该条款在刑事方面仅适用于有关贿赂和回扣的案件。根据这一解读,斯基林并没有从事诚实服务欺诈。

最终,最高法院裁定维持第五巡回法院关于斯基林公正审判的裁决,撤销其有关斯基林“诚实服务”欺诈同谋罪的判决。

(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)