

静待原油底部的形成

电话: 020-81861792

eMail: pascale284@hotmail.com

张卉瑶 研究员

要点:

- 进入10月后原油大部分时间在85-88美元之间窄幅震荡，期间虽然受到以色列等争端的影响有过脉冲式的上涨，但并没有走出震荡区间。我们认为原油在12月份或仍将有一跌，如果一旦跌到78-80美元上下的区间，原油或将迎来中线多头机会。
- 我们认为财政悬崖的讨价还价的过程将相当艰巨，主要原因是因为财政赤字仅仅是一个开始，未来美国共和党将面临裁军或者撤军，石油开采，以及增加富人税等多方面的挑战，那么如此一来，财政问题将是共和党和奥巴马政府针锋相对的开始，因此我们认为财政问题即使最后会得到解决，但是过程的艰辛将会使得整个金融市场包括大宗商品在内的风险资产面临不小的压力，未来一段时间内的波动性将会显著增加。
- 美联储更倾向于通过资产结构的调整来实现目标，而不是扩张规模。即便未来就业市场复苏不及预期导致QE3加码，美联储的资产规模也倾向于温和扩张，之前大幅扩张的情况难以出现。

静待原油底部的形成

进入10月后原油大部分在85-88美元之间窄幅震荡，期间虽然受到以色列等争端的影响有过脉冲式的上涨，但并没有走出震荡区间。我们认为原油在12月份或仍将有一跌，如果一旦跌到78-80美元上下的区间，原油或将迎来中线多头机会。

图1 WTI Brent 原油价格



数据来源: wind资讯

数据来源: Bloomberg

财政悬崖悬而未决，利空商品

债务上限本会在2012年年底触及，但是按照惯例实际的期限将被延后到2013年一季度末。

11月20日伯南克在纽约重申了部分市场熟知的联邦公开市场操作委员会上的一些议题，其中较新的内容是：他提出了金融危机将降低美国潜在经济增长率。此前伯南克只是略有提及，但在他上周二的讲话着重讨论了这个问题。他提到长期失业导致工作错配、劳动力者技能退化，此外资本投资的削减、科技创新以及创业活动的减少都有可能降低经济潜在增长率。然而，他认为这些负面因素都只是暂时性的，并且长期的失业率将会回落至5.5%到6%之间。美国股市经历了连续5天的上涨，很多金融媒体报道都将其归结为市场对财政悬崖结果的乐观预期。与此同时，大部分政治媒体报道中强调的却是两党之间的谈判才刚刚开始，双方分歧巨大，并没有取得实质性进展（感恩节期间双方还因假期停止了谈判）。

以上观点分歧部分反映了华盛顿方面倾向于关注财政悬崖的解决过程，而金融市场更多关注的是财政悬崖的结果——过程可能不是很顺利，但是没有必要去质疑之前对财政悬崖的假设——最终双方将妥协并解决这一问题。任何对某一天市场动因的解释都只能被视作对市场随机波动的描述。

我们认为目前金融市场预期财政悬崖大部分冲击能够被避免，尽管不是全部，同时市场走势尚未充分显示未来的艰难谈判，在如此复杂的事件面前，我们认为这次讨价还价的过程将相当艰巨，主要原因是因为财政赤字仅仅是一个开始，未来美国共和党将面临裁军或者撤军，石油开采，以及增加富人税等多方面的挑战，那么如此一来，财政问题将是共和党和奥巴马政府针锋相对的开始，因此我们认为财政问题即使最后会得到解决，但是过程的艰辛将会使得整个金融市场包括大宗商品在内的风险资产面临不小的压力，未来一段时间内的波动性将会显著增加。

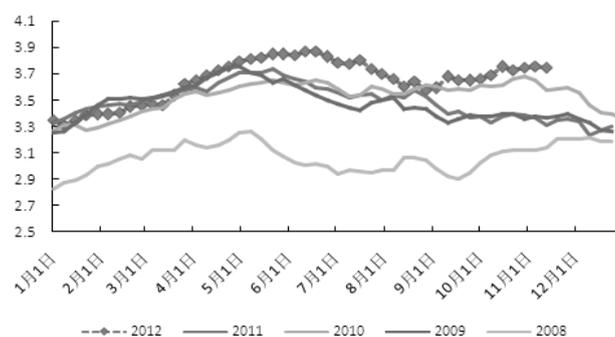
地缘政治影响减弱，原油上行动力不再

11月中旬，有以色列和巴勒斯坦冲突升级，市场一度担忧冲突将影响到中东原油的产出的运输(即苏伊士运河和SUMED管道)，WTI原油和Brunt原油全线冲高。

以色列本轮冲突优势明显，为新一届议会选举赢取选票的目的已经达到，暂时不会有更多举动；而哈马斯这里最大的风险是管理混乱，不排除有个别地区或小团队不遵从协定发动攻击的可能，但目前来看双方签署协议后表现暂稳。最新的埃及暴乱目前也没有进一步恶化的迹象，双方分歧在“总统决策不受司法限制”的决议上，而现总统穆尔西显然还没有资本采取高压手法来应对游行，最后双方相互退让妥协应是最终结果。因此中东局势目前看似纷乱不堪，但实质则是小打小闹，对于原油市场有一定支撑作用相对有限。

而对于中东问题来看，目前伊朗局势有所好转，中国10月进口伊朗原油环比上升20%，韩国也已经全面恢复进口，这使得原油前期的地缘政治溢价部分将会出现一定回落。而巴以双方也已经成功签署为期18个月的停火协议，以色列本轮冲突优势明显，为新一届议会选举赢取选票的目的已经达到，暂时不会有更多举动；而哈马斯这里最大的风险是管理混乱，不排除有个别地区或小团队不遵从协定发动攻击的可能，但目前来看双方签署协议后表现暂稳。最新的埃及暴乱目前也没有进一步恶化的迹象，双方分歧在“总统决策不受司法限制”的决议上，而现总统穆尔西显然还没有资本采取高压手法来应对游行，最后双方相互退让妥协应是最终结果。因此中东局势目前看似纷乱不堪，但实质则是小打小闹，对于原油市场有一定支撑作用相对有限。

图2 EIA 原油库存



美联储资产规模难有实质性扩大，利空商品

即使美联储再次推出QE3，但是美联储并未大幅扩张资产负债表，市场上的美元流动性并未显著增加。量化宽松主要是通过美联储资产负债表的扩张来影响美元汇率。从9月开始，美联储的确在按照每月400亿美元的速度增持MBS资产，但与此同时，前期美联储购买的一些MBS和国债等资产也在不断到期出售，两相抵消，美联储的资产规模在QE3之后不但没有大幅扩张，甚至在10月底出现了4.64亿美元的收缩（9月13日美联储总资产规模为28252.14亿美元，11月1日下降到28247.5亿美元）。

近期以来，包括芝加哥联储主席埃文斯（之前曾准确“预言”开放式QE3）在内的几位2013年FOMC投票成员频繁表态，建议美联储加码量化宽松，这可能成为政策变化的前兆。但是，延续或加码量化宽松并不意味着总资产规模的扩张。

金融体系向实体经济的货币传导正在改善。美联储的高级信贷专员调查结果显示，选择收紧工商业信贷、房地产信贷、抵押贷款以及消费信贷的银行净占比均已大幅下降到历史正常水平。这表明银行对贷款审批的标准正在持续下降，银行越来越倾向于将流动性投入实体经济。

图3 美联储资产规模

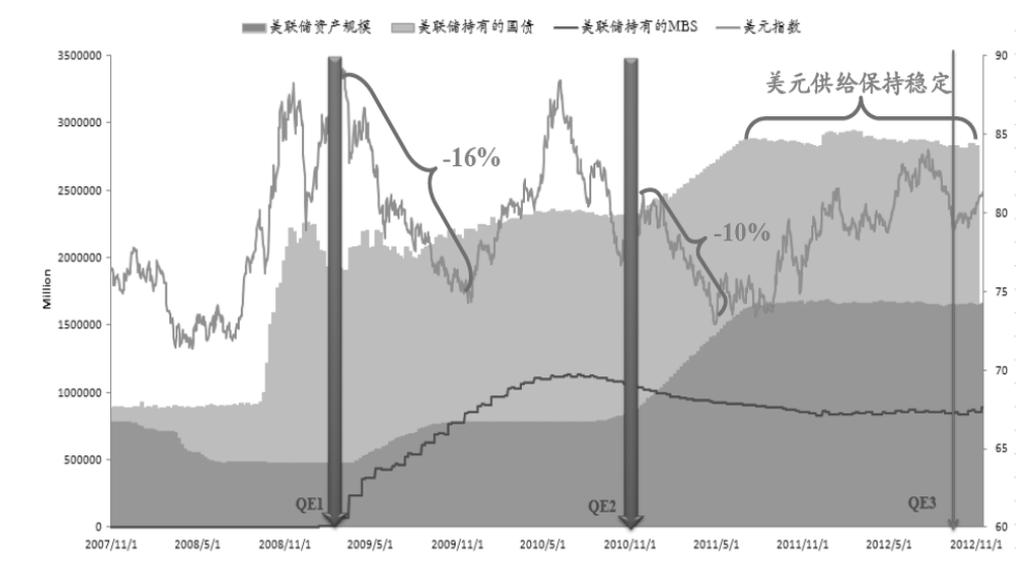
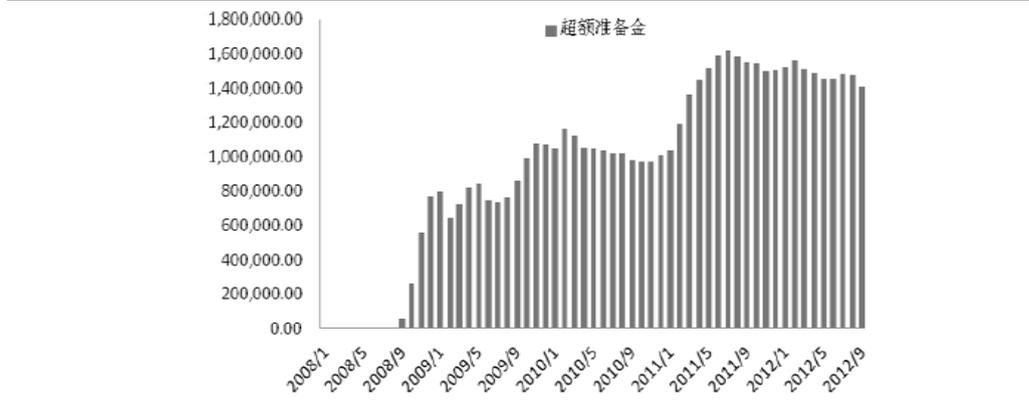


图4 银行流动性充裕



换句话说，即便美联储不扩张，随着货币乘数效应的逐步释放，美国也将维持宽松的货币环境。而如果美联储大幅扩张资产规模，则很可能带来通胀风险。从根本上说，QE3和前两轮QE的最大区别在于，它的目的是刺激房地产市场和实体经济的复苏，而不是改善流动性环境。在这种情况下，美联储更倾向于通过资产结构的调整来实现目标，而不是扩张规模。即便未来就业市场复苏不及预期导致QE3加码，美联储的资产规模也倾向于温和扩张，之前大幅扩张的情况难以出现。

美元供给的扩张仍存在不确定性，而美元需求将继续维持强劲走势，在这种情况下，美元恐怕难以开启新一轮的贬值周期，持续震荡或逐步升值的概率较大。

结合上述分析，我们相对依旧不看好原油的走势，但如果原油价格跌入80美元上下区间，可以尝试中线多单入场。