

EIA抛弃WTI的背后

WTI 与 Brent 市场影响力此消彼长，对国内原油进口及成品油价格的影响并不大。国内应当早日推出中国自己的原油期货，提升在国际原油市场中的影响力。

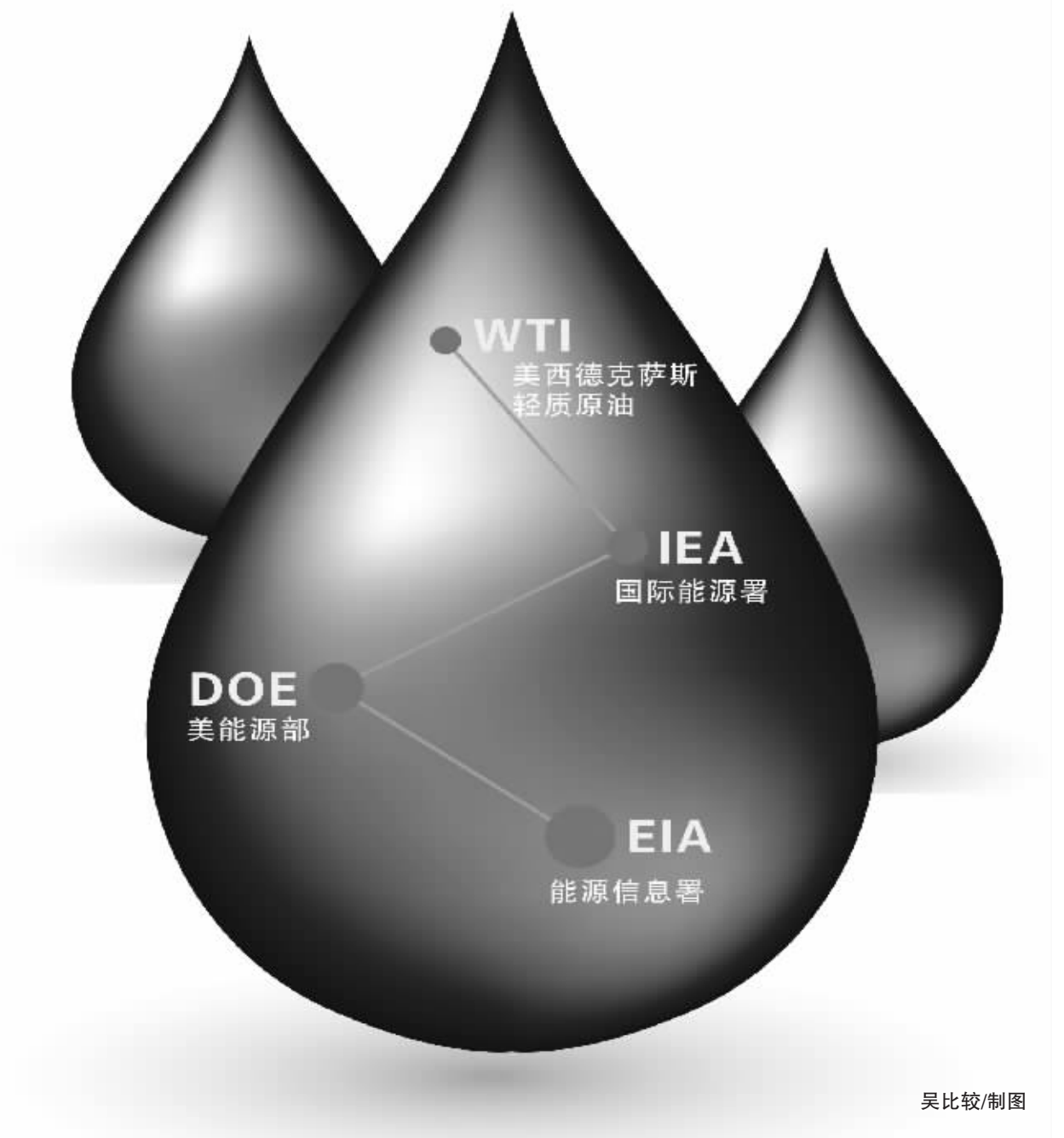
刘建

上周美国能源部公布的年报前瞻中，首次使用了布伦特（Brent）替代美国西德克萨斯轻质原油（WTI）作为标的物进行分析，这是自能源信息署（EIA）成立近 40 年以来的首次。近些年来，美国国内石油产量迅速增长，加上全球能源需求格局变化，WTI 价格逐渐变成了区域性标杆价格，与全球原油价格间差异在拉大。作为全球重要的能源信息机构之一，EIA 有必要修正其基准原油价格，以便能充分反映当前全球能源格局及价格演变趋势。

Brent 与WTI价差渊源

自 2011 年初以来，中东局势的骤然升温打破了国际原油市场的原油供需格局，WTI 与 Brent 之间原有的升贴水结构被打破，Brent 对 WTI 的溢价迅速扩大；但同期，加拿大原油产量的快速提升，使美国可以偏安一隅并独享低油价。随后两年，虽然地缘政治因素降温，但整体而言供需格局并未打破，不过 Brent 与 WTI 却以 15 美元以上的价差形成常态。

主要原因是北美能源格局整体改变的影响，一方面美国页岩油产量出现快速增长，近一季度持续创下近 20 年以来最高纪录，其次加拿大和墨西哥产量持续提升，为美国脱离非洲和中东进口提供了可能；此外，页岩气革命虽目前尚未对原油供需格局形成实质性影响，但在一定程度影响到市场心态和对油价的重新评估，多重因素共同作用之下，WTI 在近两年



吴比较/制图

时间内持续维持疲弱，对 Brent 呈现出跟跌不跟涨的局面。

另一方面，亚太国家能源需求近两年持续快速增长，中国需求增长成主要部分，而日本在福岛核危

机之后加大了进口力度，天然气价格一度 5 倍于同期美国价格、2 倍于欧洲价格；而韩国加大原油采购等，进一步加剧了目前 Brent 市场的供需不平衡。而目前中东局势依

旧不稳定，巴以冲突、伊朗核危机、埃及政局再度混乱，叙利亚内战不息，多重因素造成目前除美国之外，全球整体供应依旧存有较大中断风险。

QE4如期而至

徐高

第四轮量化宽松（QE4）如期而至。美联储宣布每月将增加购买 450 亿美元长期国债，以此代替将于年底到期的“扭转操作”。这样，目前正在进行的第三轮量化宽松（QE3）的每月购债规模会上升到 850 亿美元，变成市场已早有预期的 QE4。这会为美国明年的温和复苏提供积极的货币政策支持。

美联储将基准利率的调整与失业率挂钩，迈出了货币政策调整的又一大步。在这次会议上，美联储声称只要预期通胀率不超过 2.5%，那么就会把目前的低利率政策维持到失业率回落至 6.5% 以下。根据美联储目前预测，失业率在 2015 年年中会滑落到这个阈值。因此，看起来这个提法看似与联储之前所说的“将低利率政策维持到 2015 年”没什么变化。但它体现出了更强的用宽松货币推动就业改善的政策取向。考虑到失业率的下行还有可能慢于预期，这种将利率调整与某个具体经济变量挂钩的做法，更是货币政策调控的一个重要变化。

美联储对当前经济形势的总体判断是：近几个月美国经济活动与就业继续温和扩张”。显然 11 月非农就业数据出乎意料的表现令美联储更加看好就业市场的逐步改善。联储非常担心“企业固定资产投资已经放缓”。三季度美国国内生产总值（GDP）年化环比增长率高达 2.9%。这主要是拜企业存货投资增加和政府开支增加所赐。由于库存投资难以持续保持高增长，未来经济增长很可能会从三季度的高点下滑。

美联储 QE4 基本在市场预期内。目前主导市场的仍是“财政悬崖”。民主共和两党围绕财政悬崖的谈判如何收场，将在很大程度上决定明年美国经济的表现。

（作者系光大证券首席经济学家）

页岩油，革命还是泡沫？

刘建

四季度美国“页岩油革命”，成为财政悬崖和第四轮量化宽松（QE4）之后的另一个焦点。

美国在此前的 40 年时间里，维持其在外交、军事、政治和经济上绝对支配地位，靠的是对美元、石油和粮食的掌控。然而随着近年来能源的逐步去战略化，美国在原油上的主导地位开始逐步减弱，其本土油价美国西德克萨斯轻质原油（WTI）也开始逐步被市场所抛弃。

2012 年 11 月 13 日，国际能源署（IEA）公布了 2013 年全球能源展望，以远超市场预期的乐观态度对美国未来 10 年的原油产量进行预估，认为美国原油产量将在 2020 年增至 1110 万桶，较 2011 年增长一倍，并位居全球第一大产油国，其中主要增长来自于页岩油和其它致密油。这一报告引发了市场对于美国将通过原油再度主导全球经济格局的无限遐想。

热情的预期

市场热情的突然爆发并非一蹴而就，最早点燃市场对美国原油生产可能改变全球能源格局预期的，是路透社在 10 月 12 日新闻，原文为《BP 寻求向加拿大出口美国原油》，文中称，英国石油公司（BP）今夏获得了美国商务部颁发的石油出口牌照，允许其将原油出口至加拿大。

路透社的新闻看起来中立，但忽略了重要一点：即美国在过去 10 年内每天有 30 万桶原油出口，目的地只有一个，加拿大。原因在于美国西北部地区生产出来的原油难以运抵主要精炼厂，本地亦无法消化，因而出口至加拿大炼厂并随后将成品油重新进口回国。

因此 BP 获准出口原油，毫无意

投行是上一轮美国页岩气革命的推动者之一，在 2007~2011 年之间，投行推动的油气交易总额逾万亿美元，带来的结果是投行赚得盆满钵满，而大量能源公司目前仍挣扎在破产线上。在目前页岩油成本高企，环保压力巨大的背景之下，想要继续维持大幅增长之势已属不易，更何况奥巴马至今仍对大选前能源行业的抵制耿耿于怀。未来 1 年，“页岩油革命”是骡子是马也将终见分晓。

义。文中最后提到，BP 获得许可后的 4 个月内并未出口。加拿大作为经合组织（OECD）国家中最大的石油生产和出口国，出口占比近一半，出口地基本只有美国，常年被迫以低价出售，在全球油价已全面步入 3 位数时代，加拿大原油还多数在 70 美元以下；因此美国即使想要出口，加拿大也毫无进口的理由。

不过，对于美国将成为“原油出口国”的报道开始甚嚣尘上。而随着新闻的扩散，说法愈发耸人听闻，大量文章将“原油”、“石油和石油产品”同“原油和其它液态燃料”混淆，分别给出美国“原油产量”已达 1800 万和 1100 万桶的说法，并称美国已经是全球第一大产油国。但事实上，截至 11 月，美国原油产量达到 18 年最高水平，也仅 670 万桶，进口依赖度仍有 6 成，其中多数来自于北美以外。

不过，就在全球目光都集中于美国那两块高产的“模范油田”：北达科他州的 Bakken 和南德州的 Eagle Ford、并幻想新的能源时代及伴随而来的黄金十年时，美国本土却非常冷静。12 月 7 日美国能源部（DOE）下属能源信息署（EIA）公布的年报显示，美国远期原油生产有望出现“急剧”增长，但直到 2040 年，仍将 有 37% 依赖进口；在

未来 30 年内，美国预期最高原油产量为 750 万桶 / 天，较 2012 年提升约 21%，且不会超过沙特和俄罗斯。而市场分析 EIA 对 IEA 观点的方式多样，却无法定论。

事实上，投行是上一轮美国页岩气革命的推动者之一，在 2007~2011 年之间，投行推动的油气交易总额逾万亿美元，带来的结果是投行赚得盆满钵满，而大量能源公司目前仍挣扎在破产线上。

据 悉，仅 投 行 Jeffries 在 2010~2011 年两年间，从能源交易中 所 赚 取 的 各 类 佣 金 就 逾 10 亿 美 元；而同期其大力推动进入页岩气开发的 Chesapeake 大幅亏损，又不得不因投行设计的条款被迫持续亏损生产。埃克森在 2010 年曾以 410 亿美元收购天然气巨头 XTO Energy，今夏其 CEO 无奈表示“我们现在亏得连裤子都没了，我们根本不赚钱，所有人都在亏钱。”

投行的“乐观情绪”易于理解，

WTI另一片“市场”

不过 EIA 舍弃 WTI，并不意味着这一引领全球油市近 30 年的油价指标就此消亡。WTI 从创立之初就定位为美国本土区域性原油价格指标，其交割地选取于西部地区库欣而非墨西哥湾，就是为了避免进口市场对美国本土供应产生影响。不过，WTI 目前所遇到的瓶颈只是短暂的，美国经济增速缓慢但同期产量快速增长，而本届总统奥巴马积极支持环保和清洁能源，多重因素造成目前美国原油运输格局的不匹配。不过，一旦美国放开 Keystone XL 和 Keystone3 期南延段的审批，或是在未来几年内放开原油出口，这一价差将被迅速修复。

当然，目前加拿大和美国原油的总产量相较于全球原油总需求量依旧是杯水车薪，若 WTI 与 Brent 价差修复，必然是以 WTI 上升来实现，因此也未必是美国人所希望看到的情况，从 2010 年开始，美国原油输送的瓶颈每年对加拿大都形成了较大的压力，加拿大总理也曾称目前美国每一加仑汽油中，加拿大都贡献了 3 美分（0.48 元 / 升）；而奥巴马本就一直反感能源行业，通过压低油价，也有助于实现其财政目标。未来即便价差能够得以修复，在奥巴马任期内，也将是非常缓慢的过程。

对国内的影响

不过，WTI 与 Brent 市场影响力的此消彼长，对国内原油进口及成品油价格的影响并不大。唯一可能的影响，发改委曾提及的定价公式中将更换 Brent 为 WTI，目前看可能性不大。长期而言，国内应当加快原油期货市场建设，进一步理顺完善各项配套制度政策，早日推出中国自己的原油期货，提升在国际原油市场中的影响力。若 DME 的 Oman 原油期货未来两年仍继续提升，届时中国再推出原油期货，已经意义不大。而近两年俄罗斯加大对远东地区的原油供应，对国内未来上市的原油期货能否胜任亚太基准原油，也是一大挑战。

（作者系中证期货研究员）

积极营造市场气氛，才能更好构建下一个页岩油泡沫的出现，继而带来更多的收益，虽然伴随其而来的可能是油气行业的痛苦。但对于 IEA，其看起来并不非常“靠谱”的乐观令人生疑。不过纵观 IEA 的报告，除刻意上调美国原油产量的供应外，还对 OPEC 之外国家，包括中国、俄罗斯和巴西产量增长，以及可再生能源发展给予了非常乐观预期，只下调了对 OPEC 市场份额的预期，预计降至 30% 以下。事实上，IEA 最早成立就是为了对抗 OPEC，也因此，IEA 与 OPEC 在多年间也一直龃龉不断；去年 6 月份 IEA 抛储后，OPEC 就称 IEA 是美国的政治玩偶，而 IEA 也一直致力于引导市场降低对 OPEC 的认可以及削减其影响力。

另一颇值得注意的事件是，美国政府在“页岩油革命”热潮中的暧昧态度。这与在 10 月来的飓风应对如出一辙，美国政府部门纵容“千年一遇”、“史上最大”等信息在网络上大量传播，为的是助力奥巴马选举。而此次美国政府在“页岩油革命”中的纵容，对奥巴马能源政策的误读和美国原油实际产量的曲解，其一可以继续压低美国本土油价，其二可以降低向能源行业开刀的阻力，其三也可以引导日韩和欧洲对美国的向心力，可谓一举多得。

不过，美国原油钻井数量自三季度触及峰值之后开始连续 4 个月下滑，随之自 11 月开始原油产量增长也开始出现停滞。在目前页岩油成本高企，环保压力巨大的背景之下，想要继续维持大幅增长之势已属不易，更何况奥巴马至今仍对大选前能源行业的抵制耿耿于怀。未来 1 年美国页岩油产量能否如期大幅增长值得关注，届时“页岩油革命”是骡子是马也将终见分晓。

（作者系中证期货研究员）

名家 | Columnist |

影子银行” 25万亿风险之忧

刘焯辉

规模25万亿元以上

由于国情不同，我们恐怕不能用市场型信用机构来定义近年在中国日益兴盛的“影子银行”，因为这些非信贷融资的业务多在银行体系内完成，包括银行理财，更合适的称呼应是“银行的影子业务”，即区别于正规信贷业务的其他债务融资方式。

根据央行公布的非存款性公司资产负债表，截至 2012 年 9 月，其他存款性公司总资产 128.57 万亿元，其中对其他存款性公司的净债权大致 12.1 万亿元，再剔除银行持有的政策性金融债和商业银行债。据中债统计，10 月末，商业银行和信用社持有的政策性银行债为 64484 亿元，持有的商业银行债为 3505 亿元。

因此，通过同业创新方式形成的信用供给，估计为 5.28 万亿元。然后再加上对其他金融机构的债权 4.52 万亿元，所以，目前银行表内的影子业务的规模或在 10 万亿左右。较之去年同期增加了约 3.1 万亿元。

惠誉数据显示，截至 2012 年 3 月底，全国理财产品的规模超过 10.4 万亿元，其中非保本的产品占比约 80%-90%，计 8-9 万亿元。如果再加上私人直接持有信托（约 6.32 万亿元）、企业债券；再算上未贴现的票据和民间借贷（央行调查约 3-4 万亿元）。

如此，区别于正规信贷业务的其他债务融资方式，即所谓的中国式“影子银行”的规模估计在 25 万亿元以上。

体制异化的产物

“影子银行”体系迅速崛起原因复杂。自 2009 年实行扩张性的货币政策以来，逐步产生通货膨胀和资产泡沫，中央不得不进行宏观调控，紧约束中国正规的信贷系统，包括信贷额度配制制、资本金约束、贷存比流动性约束等；此外，银监会着手清理地方融资平台债务，定下“降旧控新”规则，要求银行对于到期的平台贷款本息，一律不得展期和以各种方式借新还旧。

逐步加强的调控力度，使得许多已经开展的地方政府项目的后续资金得不到有效的满足，前期 2009 年大投资借的信贷逐步到期没办法偿付。而在中国国有银行体制中，银行行长也不希望前期发出去的贷款在其任期内变成坏账，也有继续供款的动机。双方一拍即合，银行开始绕道，通过非信贷的方式，藉“影子银行”救济地方政府；各种金融创新层出不穷——包括前期的信托、后期券商的资产管理，实际上或多或少扮演着通道角色。

要么没风险 要么系统性风险

业内普遍盛行资金池信托业务，这是典型的中国式影子银行业务。资金池信托实质是一种不定向信托，资金多数流向政府平台和地产等项目，累积风险很大。当前体制下，遇到风险都不可避免地会回表，以银行表内不良资产形式表现出来。由于隐含的是政府和银行的担保，最后还由银行兜底，归根结底由中央政府信用兜底。

中国利率市场化下一步推进的最大障碍，在于没有合格的市场参与主体。无论是融资者还是投资者。融资者主体主要由地方政府和国有经济部门构成，由于软预算约束、道德风险和“庞氏风险”丛生。这些主体融资，扩张债务时，很少考虑还款的问题。

而投资者总认为融资行为背后，存在中央银行的信用背书。只要风险溢价稍微给一点，就有很多投资者参与监管套利行为，缺乏市场化意识和风险意识。

面对中国扭曲的市场体制和政府干预惯性，要么没风险，如果出风险，一定是系统性风险。这样，很难形成真正的市场利率。要改变的话，中国一定要建立现代国家的硬的预算约束机制，政府进行各种投资项目必须要有一个广泛的公众听证制度予以制衡。

新一届政府无论其中长期会实施一个怎样的改革策略，抑制债务的雪球进一步滚大，都是当务之急。

金融监管开始收紧应是最先启动的政策信号：开始清理 2012 年无序扩张状态的影子银行业务。最可能的措施是：总量控制、限制增长、风险排查。抑制规模进一步滚大，同时推动理财资产无可避免的要回表。由于债务的供给压力开始下降，货币市场利率和理财收益率将摆脱“纠结”开始下行，是可以预期的一个结果。

（作者系华泰证券首席经济学家）