

## 套利资金推升纽约原油

张卉瑶

近期商品走势中最为抢眼的就是原油，纽约原油从75美元的低位一路攀升，目前已经来到102美元的位置。我们认为，后市原油价格仍然有上涨的空间，大致在105美元左右，空间不大。

分析这轮纽约原油上涨的最根本原因，我们认为主要是伦敦和纽约两个原油市场的套利盘所致。10月中旬，布伦特原油与纽约原油同月合约价差拉大到28美元，创下历史纪录。纽约原油由于库欣地理位置的关系，局部原油过剩较为明显，自身的供应除了有美国大陆的页岩油还有加拿大供应的油砂原油，而中西部原油消费与海湾地区相比，显然要疲软一些。供应相对过剩，输油管道又没有建好，其他的运输方式又跟不上，导致纽约原油价格严重低估。不过随着时间的推移，其他运输方式已经跟上了，库欣库存加快外运，中西部原油价格随之上涨。近期加拿大Enbridge公司表示，同意收购一条由美国墨西哥湾沿岸至俄克拉荷马州输油管道50%的权益，并改变输油方向，此举或缓解美国中西部地区不断积累的原油瓶颈问题。根据我们的测算，目前纽约原油价格与布伦特原油价差大概在8美元-10美元左右是比较合理的，套利盘可以适当减仓。

就目前的经济形势来看，高油价或将成为油价进一步上涨的阻力。原油处于整个产业链的上端，下游化工产品众多，并且直接跟汽油价格相关。根据一些经济机构的测算，油价每升高10%，将导致全球经济增长降低0.2%-0.3%，进而降低汽柴油等油品需求。

目前全球经济不具备支撑长时间高油价的能力。欧洲经济在欧债危机打压下，流动性受到一定影响，加上财政紧缩措施，以及消费者对经济前景的悲观，有可能陷入轻微的经济衰退。近期公布的欧元区经济数据表明，法国、西班牙和意大利经济均在萎缩，德国经济也仅勉强保持增长，而且整体状况有可能会进一步恶化。如果欧元区经济陷入衰退，包括意大利、西班牙、葡萄牙等国在内的众多南欧国家将无法完成预定的赤字削减目标。另外美国经济仍然处在弱势复苏中，高油价恐怕会成为拖累美国经济复苏的障碍。从发达国家原油需求端的表现来看，均不支持原油长期高位运行，因此我们认为后市原油上涨空间或将有限。

另外我们认为欧债危机仍然是市场的“黑天鹅”，资金有望回流至美元市场，美元上涨将会直接压制原油上涨空间。从欧洲商业银行持有“欧猪”五国的债权看，欧洲商业银行体系持有意大利国债最多，意大利总的负债规模是另外四国之和的四倍。现在一个希腊就足以让欧洲银行业捉襟见肘，那么7倍于希腊的意大利如果出现危机，不仅是欧洲，整个世界经济都将受到重创。目前意大利临时政府组建已得到参众两院通过，这对市场来说是一个利好，但中期看能否严格推进改革，能否平衡各政党之间的矛盾将成为未来的一个看点。目前宏观大势不存在明显向好的可能，因此我们认为欧债危机有可能仍将继续发酵，市场信心仍然不足。美元有望继续上涨，这将明显制约原油上涨的空间。

结合技术面的分析，我们认为目前布伦特原油与纽约原油之间的价差已恢复至比较合理的水平，套利盘可以适当减仓，纽约原油要持续维持在105美元上方困难不小。

(作者系广发期货分析师)

**广发期货有限公司**  
GF FUTURES CO., LTD.  
诚信 专业 创新 共赢  
全国统一服务热线: 95105826  
网址: www.gfqh.com.cn

## 世界黄金协会称今年中国黄金需求达750吨

证券时报记者 魏曙光

世界黄金协会昨日发布最新的《黄金需求趋势》报告，预计今年中国的黄金总需求很可能达到750吨。其中黄金首饰需求可能达300吨，投资需求将达到250吨。今年前三个季度中国的黄金投资需求(主要是金条和金币)总计204吨，去年全年为187吨。

这份报告表示，受投资需求增长33%提振，第三季度世界黄金需求上升6%。随着欧洲经济前景的恶化，黄金作为避险资产的吸引力越来越大。第三季度全球黄金需求总计1053.9吨，高于上年同期的991.1吨。第三季度的黄金投资需求也创出季度最高水平，为468.1吨。

世界黄金协会称，当季交易所交易基金(ETF)的黄金需求加速上升，黄金ETF及类似产品的黄金需求量为77.6吨，较上年同期的49.1吨上升58%。第二季度ETF黄金需求较上年同期减少82%，至51.7吨。

报告指出，第三季度金条和金币的黄金需求较上年同期增加29%，至390.5吨。不过，由于金价飙升抑制需求，第三季度金饰需求较上年同期减少10%，仅为465.6吨。

## 聚焦 FOCUS 国际原油期货一枝独秀

# 寒冬中 原油一枝独秀难持久

自10月份商品市场艰难展开反弹以来，国际原油价格既没有随着欧洲主权债务危机的发展而跌宕起伏，也没有完全被欧美经济数据等宏观因素所左右。原油维持持续攀升态势，突破了100美元的水平，在被欧债危机左右的商品市场中，其特立独行构建了一道亮丽的风景。

程小勇

原油价格回升，一方面是其自身基本面出现阶段性利好，另一方面，由于原油黄金的比价偏低，比值回归促使其补涨。然而由于全球经济依旧处于低迷阶段，美国经济短暂回暖可能难以为继，需求放缓是制约油价反弹的最大利空因素。而且，在当前经济环境下，各国尤其是美国不会容忍油价大幅上涨，因能源成本会侵蚀其经济复苏动能。笔者认为，油价升破100美元后，进一步上行空间不大。

### 全球需求前景堪忧

对于原油价格走高，有四大因素构成阶段性利好。

首先，自10月份开始，美国经济指标出现好转，美国销售、工业产出和住房指数都在回暖，这对于原油价格有很大的提振作用，因为美国是全球最大的能源消费国。然而，我们认为美国经济只是阶段性回暖，未来一个季度不排除大幅萎缩的可能，需求前景依旧堪忧。

其次，中东局势紧张导致对原油供应的担忧加剧，不过眼下中东局势更大程度上对布伦特原油有影响。而且布伦特原油近期涨势明显弱于纽约原油，导致二者价差缩小，从而判断，纽约原油后市涨势

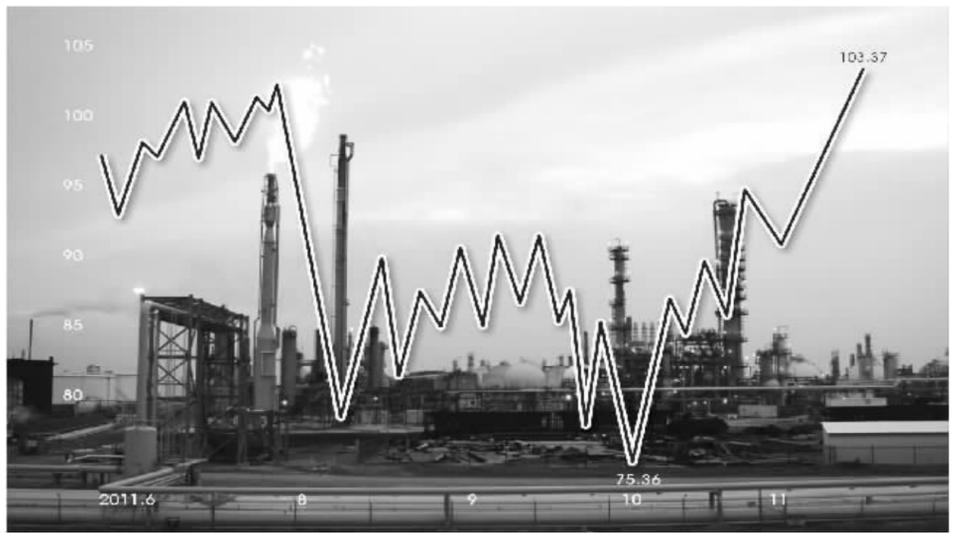
会趋缓。

再次，美国冬季消费需求刺激原油出现“近强远弱”的逆价差格局。这一方面是美国原油库存下降的效果，另一方面，逆价差有利于多头实现展期收益，因而原油价格短期表现强劲。

最后，全球货币政策再现宽松，这可能会激发投行等机构重新把赌注押在原油上。然而，由于目前欧美金融机构面临欧债风险敞口的问题，资金继续大规模投机原油市场的可能性并不大，况且美国加强了对原油市场的投机监管。

受需求前景不乐观、宏观经济低迷、欧洲债务危机和各国政策等因素制约，油价进一步走高的空间有限。未来5年，欧美经济仍将处于低速增长时期，而中国产业结构的调整也可能拖累经济平均增速，原油需求增幅将放缓。而欧债危机已进入第二阶段，核心国家也受到冲击，美国金融系统因与欧洲有千丝万缕的联系，目前还不确定美国金融机构到底持有多少欧债的风险敞口，因而金融市场风险还在加剧。

最后，原油作为“商品之王”，直接反映生产和生活的能源成本。一旦油价异常强势，会导致欧美股市雪上加霜，中国也会因通胀反弹进一步紧缩货币，最终导致油价回落。



自10月4日低点至11月17日，纽约原油一路攀升，涨幅高达37%。截至昨日北京时间20:10，纽约原油1月合约大跌2.12%，报100.42美元/桶。

### 稀缺资源成为避险新工具

原油的基本投资特征正在发生改变，变得更像是类似于黄金、与经济衰退概念相关的投资对象，而非领先的牛市指标。相对于股市和其他商品，原油作为实物资产和稀缺资源对投资者更具有吸引力。

作为避险的最重要工具黄金和美国国债，经过9月份的一轮大跌洗盘后，市场留下的是坚定的避险资金。而且随着危机向第三阶段迈进和欧美货币政策再度放松，资金把吸纳囤积的资金再度投向黄金产品，部分资金也会流向原油市场。

从美国商品期货交易委员会公布的原油非商业持仓来看，空头持仓几

乎没有太大变动。从美国国债收益率看，9月份10年期国债收益率都处于2%以下，而11月份全部处于2%以上，反映市场恐慌程度的VIX指数也处于历史高位。截至11月16日，该指数为33.51%。这暗示金融市场的风险偏好资金没有恢复信心，依旧需要寻找较好的避险工具。而在避险的同时又想获取较高收益，因而原油就成为其追逐的对象。

### 油价涨势或暂歇

对比历史数据可以发现，2007年6月至2008年9月，原油和黄金价格比值在0.1以上，而2009年1月份一度跌至0.04，10月份比值开始回归，11月份回升至0.053-0.055

区间。由于2007年至2008年9月是金融危机爆发期，原油与黄金的比价远高于历史均值0.08。而在当前经济增长低迷，甚至衰退风险没有解除之际，原油与黄金比价已回升到0.058，比值回归基本上到位，因而这也限制原油进一步走高。

总之，在当前欧债危机发展到新阶段后，稀缺资源成为低融资成本逐利的对象，与黄金一起构建避险和保值的组合。尽管中东局势紧张和美国冬季季节性旺季导致原油上冲，然而，随着原油和黄金比值的回归，加上油价上涨不是以经济复苏好转和需求增长为前提的，各国也不会容忍油价暴涨，原油一枝独秀难持续。(作者系宝城期货分析师)

## 原油破百 金银价格未获提振

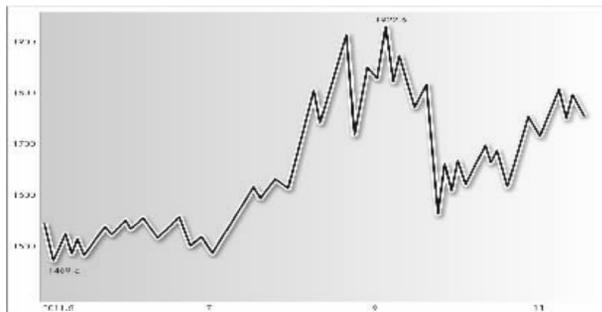
王宗欣

自上周希腊与意大利两国总理辞职短暂提振金价上扬以后，本周金价脱离了上周的走高态势，转为明显的震荡下跌。而下跌的主要原因并不是因为避险情绪的消退，而是市场流动性趋紧以及美元走强两方面因素。在这样的背景下，市场往往会出现抛售风险资产的现象，大宗商品、股市、一些非美货币等等均会出现不同程度的下跌。

值得注意的是，商品指数中没有受到经济衰退、欧债危机影响而走低的就只有原油，可以称之为“一枝独秀”。从原油目前技术盘面看，日线“双底”已形成，价格在强势突破90.50美元的颈线位后继续上扬，周三已突破100美元/桶大关，存在继续上探的可能。因黄金也具有很强的商品属性，所以CRB指数、原油与黄金价格保持着长期的正相关性，但为什么原油会与其他商品指数、黄金等形成背离走势呢?

上周因市场传出伊朗可能因核武器试验等与美国军方发生冲突，当市场出现地缘政治冲突以及预期时，原油初期往往会大涨，因市场会出现战争爆发后原油供给减少的预期，尤其是伊朗的原油产量在中东地区占很大的比重。

市场流动性资金进入原油市场，机构炒作原油预期将其推至



纽约黄金期货走势图

100美元/桶上方。目前市场上各类资产在欧债、美债危机的影响下已经出现过多次的暴涨暴跌，市场资金流动已不像以往经济发展状况比较好的时候相对规律，不排除进入原油市场的可能。

近期市场关注的焦点，依旧是欧元区各国国债收益率问题。欧元等非美货币周四盘中经历一波反弹之后再度溃不成军。一方面是因为惠誉警告欧债危机威胁到美国银行评级，另一方面是因为欧洲央行想尽办法压低欧元区各主要成员国的国债收益率，但效果甚微。

在这样的情况下，尽管原油走势强劲，黄金短线上也未能得到提振。对于白银而言，本身不具备避险属性，欧债危机的不断恶化所引发的避险情绪对白银的影响甚微。反之，当恐慌情绪蔓延时，会加大

市场对风险资产抛售的力度。

白银近期与除原油之外的商品走势关联性极强。所以，商品指数近期如果不出现大幅上扬的态势，白银短期内仍难有所作为。另外，由于近期美元与贵金属市场的关系若即若离，投资者操作时不能完全参考美元、原油走势来判断。

另外，综合目前盘面看，黄金自1608美元上涨以来形成的短期上升通道被跌破，白银自探底26.60美元以来形成的中期上升通道下沿周三也被测试，若再度收阴，可以确认其有效跌破。而从两者均线系统上看，目前的震荡走势仍将延续；从近四个交易日收盘价、最低价的变化上看为震荡下行。另外，目前短线上由于商品指数反弹乏力，贵金属可能会因为流动性趋近继续走弱。

(作者系高赛尔贵金属分析师)

## 需求不旺 化工产品跟风上涨难

证券时报记者 李哲

尽管国际油价重返100美元上方，但是作为下游的化工产品——精对苯二甲酸(PTA)、聚氯乙烯(PVC)和塑料等价格却依然颓势不改，而需求的持续萎缩和成本的抬升，使得化工行业困境继续深化。

11月份以来国际原油连续拉涨，持续高位运行。16日纽约原油期货重新站上100美元上方。但国内下游化工市场行情僵持，原油价格飙升对PTA、PVC和塑料价格走势干预效果不明显。同时，由于需求端进入淡季，需求进一步萎缩，加上欧债危机前景不明，市场信心难有提振，现货交易非常清淡。

在PTA现货市场，华东内贸市场PTA报盘维持在8100元/吨-8150元/吨，市场交投气氛依旧偏淡。从供需面来看，受纺织企业阶段性低位补货需求带动，本周PTA下游聚酯涤纶销量有所提升，带动PTA现货行情超跌反弹；但国内纺织行业整体开机率依旧偏低，江浙地区约在55%左右，PTA以及聚酯的现货行情反弹持续性有待观察。

隆众资讯分析报告认为，外围宏观环境存在诸多变数，欧债形势仍有较大不确定性的情况下，PTA价格中期走势仍不乐观，而且涤纶产销回升仅维持一周左右，目前又重现回落趋

势，也可见PTA需求并没有实质性改善。

在PVC市场，情况也不容乐观。经历10月份快速下跌后，近日国内电石价格有所企稳，PVC现货库存依旧高企，市场价格也在月初经历小幅反弹后逐步下探。下半年以来烧碱价格大幅走高，对PVC供需及价格有较大影响。

厂家以电石为原料生产PVC的同时也会产出烧碱。8月底以来，氯碱企业轮流检修，市场需求不断，烧碱价格屡创新高，至11月17日国内32%液碱涨幅逾18%，PVC已逐渐沦为烧碱的副产品。厂家生产PVC出现亏损，考虑到烧碱利润增加，综合下来仍有利可图，因此仍保持较高开工率。17日，华东主流电石料报收于6500元/吨，华南地区主流电石料报收于6550元/吨。而PVC下游需求未得到有效改善时，仍维持较高开工率，直接导致市场供给快速增加，打压现货价格上行空间。

塑料市场也面临同样局面。中宇资讯的统计表明，由于聚乙烯(PE)现货市场交投气氛不活跃，市场低价成交较多，下游工厂对于线性需求依旧明显低迷，难以形成刚性成交。华北方面，中原市场塑料价格承压下行，加重终端观望情绪，加之需求疲软之势难改，出货阻力较大。

### 行情点评 | Daily Report |

#### 沪胶:多单持有

昨日，沪胶主力合约1205探底后震荡走高，收报25850元，上涨845元。中国货币政策放松预期浓厚，欧债负面信息短期已在高峰，美国经济数据不错，宏观面短期展望利好。需求面看，日本汽车重启泰国工厂的生产，泰国洪水未影响供给，影响需求的利空因素在减少。供应面看，国内云南停割期临近，泰国南部胶农已同意至少削减25%的橡胶供应，以遏制近期橡胶价格跌势。纽原油走强利多沪胶。操作上多单持有，观察26500元左右压力位。

#### PTA:持续震荡

纽约原油继续保持强劲上涨势头，但受下游精对苯二甲酸(PTA)市场低迷影响，对二甲苯(PX)价格继续下滑，PTA成本重心也进一步下滑至8200元/吨以下。下游聚酯市场产销继续回落，江浙地区主流厂商报价稳定有降。现货市场方面，交投氛围一般。下游需求回落及成本重心下滑是限制PTA上行的阻力，但近期原油期价持续走强或为PTA反弹提供支撑。整体来看PTA基本面偏弱，从盘面来看8000元依然是近期多空争夺的焦点。

#### 焦炭:涨势暂歇

近日钢厂限产力度加强促使钢材价格反弹，但钢厂对焦炭采购量仍极少。另一方面，焦炭价格已很低，达到焦化厂所能接受的底线，然而下游钢厂检修增加，焦炭仍有价无市。焦化厂成本高企，部分已和上游煤矿提出降价要求，后期焦煤价格仍有一定下行空间。在房地产、铁路建设放缓的节奏下，终端需求走弱，后期焦煤价格下跌或将促使焦炭期货再度探底。近日焦炭期货大幅上涨，投机上涨行情难以持续。建议空单持有。

(伍矿期货)