



北京中期期货经纪有限公司

BEIJING CIFCO FUTURES CO., LTD.

投资年报（能源）

部门：研究发展部

撰写：李哲

2006年12月25日 星期一

油价翻江倒海 牛市有望延续

——2006年原油、燃料油市场回顾与2007年展望

李哲

北京中期研发部 高级分析师

目 录

第一部分：国际原油市场

一，2006年国际原油市场回顾

- 2006年国际原油市场阶段性回顾

二，全球经济走向及供需等因素趋势分析

- （一）全球经济形势 - 增速将出现适度回调
- （二）国际供需 - 新兴国家需求旺盛，欧佩克限产保价
 - 需求
 - 供给
- （三）美元因素 - 上行依然阻力重重
- （四）库存影响 - 油品库存持续下滑，增加未来供给隐忧
- （五）季节天气因素 - 暖冬频现，驾车高峰季节延长
- （六）地缘政治及主要石油生产、消费国动态 - 大国利益可能令地区性矛盾再度激化
- （七）基金动向 - 审时度势，开始吸收多头筹码

三，技术分析

四，后市展望

第二部分：国内与周边地区燃料油市场

一，2006年我国燃料油期货走势回顾

二，相关市场与国内基本面变化趋势

- （一）新加坡市场
- （二）国内市场
 - 基本供求情况
 - 我国成品油市场化步伐正在加快

三，后市展望

第一部分：国际原油市场

一，2006 年国际原油市场回顾

图一：

2005 - 2006 年纽约与伦敦原油期货价格对比



(资料来源：北京中期)

图二：



(资料来源：北京中期)

2006 年国际原油市场阶段性回顾

2006年，对于国际原油市场来说是不平凡的一年，也是值得纪念的一年。在这一年里，油价连连创下历史新高。4月、7月和8月最高价均升至每桶75美元之上，其中7月14日触及了历史最高位78.40美元。与年初60美元左右的价格相比，大涨28.4%。但自从进入8月份之后，油价便一改之前的强势，转而下落。经过4个月的连续走弱，至年底油价又回到了年初60美元左右的水平。其中11月17日，纽约商品交易所（NYMEX）12月合约在隔夜电子盘中曾触及54.86美元的17个月低点。与之前的历史高点相比，价格最多又回落了30%之多。截至12月18日为止，纽约WTI原油年内均价为每桶66.43美元，伦敦布伦特原油为每桶66.35美元。

下面我们以NYMEX市场原油期货为例，分阶段（见图二）回顾2006年油价走势及其形成原因。

- 第一阶段（1月初至3月上旬）：宽幅振荡。

新年伊始，国际地缘政治格局纷繁复杂，中东和非洲主产油国等地区争端和冲突不断。除俄罗斯与乌克兰之间天然气定价问题的纷争之外，伊朗又违背之前的声明，拆除了其核能发电站上的封条，再次启动了浓缩铀的研究活动。这使国际原油市场产生了供给中断的忧虑。1月23日，油价最高曾触及每桶69.13美元的高位，为2005年9月2日以来的最高水平。之后，在欧佩克召开会议决定维持之前产量不变，美国原油和汽油库存大幅增加以及伊朗核项目问题很快受制裁的忧虑减轻的打压下，使得油价迅速回落。2月15日盘中触及57.60美元低点，为12月27日以来最低水平。在剩下的时间里，由于多空因素的交织，油价基本维持了60-64美元间的区间振荡走势。

- 第二阶段（3月中旬至4月下旬）：快速飙升，创下新高。

3月中下旬，交易商担心尼日利亚供应状况，而且对伊朗和伊拉克供应可能中断也心存疑虑再次抬头，因伊朗拒绝了联合国安理会令其停止铀浓缩活动的要求。使油价在3月28日大涨1.91美元报每桶66.07美元，创下八周来的最高位。同时也突破了之前的振荡区间。之后伊朗和西方国家围绕核问题的口水战不断升级，以及尼日利亚政府对动荡局势的控制不利，使市场对供给中断的疑虑继续不断上升。而以美国汽油库存为首的主要油品库存持续下滑也是刺激油价走强的重要因素。在此时期内，油价快速拉升，其中4月24日，6月原油期货创下了每桶75.35美元的历史纪录。

- 第三阶段（4月下旬至6月下旬）：振荡回落，高位整理。

在此期间，中东主产油国的局势有所好转，美国已经同意有条件的与伊朗展开对话，这使市场在一定程度上减缓了供给中断的忧虑。同时，由于美国政府加大了原油与成品油的进口以供应市场，使得在驾车高峰来临之际，美国的汽油库存连续 5 周增加。而欧佩克（OPEC）各成员国部长已明确表示，在 6 月初商议产量政策的会议上将维持之前的产量配额不变。这些因素致使已在历史高位的油价承压下跌。但联合国安理会仍未就伊朗的制裁问题达成一致，油价受到后期不确定因素的支撑，虽然有所回落，但并未跌破 70 美元大关。

- 第四阶段（6 月下旬至 8 月上旬）：再创新高，阻力渐强。

从 6 月底开始，国际油价由于汽油需求强劲、原油与汽油库存同时出现了下滑，再加上紧张的地缘政治局势刺激而连续上扬。之后随市场获利平仓盘的打压和同伊朗就核计划展开的谈判有望取得进展的刺激下，油价回调整理。但伊朗最后回绝了西方提出的暂停浓缩铀活动的要求，且当时数据显示美原油和汽油库存下滑，激升了油价，并在 7 月 14 日刷新了之前的历史，一举创下每桶 78.40 美元的历史新高。此后，原油期价在中东局势忽好忽坏、美国库存增加、尼日利亚因武装冲突继续减产、炼厂暂停生产和美国汽油需求依然强劲等因素的综合作用下维持了高位振荡走势。8 月初，由于 BP 石油公司位于阿拉斯加油田管道受损，使得这一美国最大的油田开始关闭。而油价在此时也开始急速拉升，并在 8 月 8 日达到月内高点每桶 77.45 美元。

- 第五阶段（8 月上旬至 9 月底）：深幅回落。

8 月 10 日，英国警方挫败了一起企图炸毁自英国飞往美国飞机的阴谋。从而引发了损害消费者信心并导致经济增长放缓的忧虑。之后联合国促成了黎巴嫩与以色列的停火且库存数据与预期相符，使交易商获利了结。期价也迅速下跌并触及 70 美元附近。同时，飓风改道绕过了墨西哥湾重要油气产区，而虽然伊朗还未接受联合国决议，但由于受到俄罗斯以及一些主要国家的力挺而使得其马上受制裁的可能性减小。另外，劳工节的结束意味着燃料需求将逐渐减弱。同时雪佛龙等公司也已经确定在墨西哥湾地区又探明一大型油田，且近期的库存数据多使市场利空。种种因素均为油价的下跌提供了动力。再加之美国中期选举即将上演，市场并不愿逆市做多。令油价在 9 月 25 日海外市场电子盘中一度跌至 3 月 8 日以来最低位每桶 59.52 美元。

- 第六阶段（9 月底至 12 月中下旬）：利空压制，低位盘整。

随着美国库存充足和伊朗态度的进一步软化等因素的打压使油价很快跌破每桶 60 美元大

关，而这正在快速削减着欧佩克国家的收入。并多次表示油价已经非常低，正损及该行业的投资，需采取必要的减产措施以稳定市场，这激发了买盘的介入。最终欧佩克决定从11月开始每日减产120万桶原油供应。并且又在12月14日的会议上决定从明年2月1日起再减产50万桶。此消息一度令期价回升至64美元附近。但不巧的是美国冬季温度持续高于平均水平，且经济的放缓和美国中期大选等因素依然压制了油价进一步上行。再加上临近年底的清淡，使油价依然保持着低位盘整的态势。

二、全球经济走向及供需等因素趋势分析

（一）全球经济形势 - 增速将出现适度回调。

2006年上半年，全球扩张依然有力，多数地区的经济活动达到或超出预测。2006年第一季度，美国的增长尤其强劲，虽然之后略有减缓。日本经济继续扩张，欧元区也取得扩张势头。新兴市场，尤其是中国经济迅速增长。得益于初级产品价格高涨，低收入国家也保持了令人瞩目的增长表现。

同时，有迹象表明，在一些国家随着持续高增长吸收了剩余产能，通货膨胀压力开始抬头。受石油价格上涨的影响，一些先进经济体的总体通货膨胀一段时间以来一直高于中央银行认为适当的区间，而目前已有迹象表明核心通货膨胀和通货膨胀预期在上升，特别是在美国。在日本，有越来越多的迹象表明通货紧缩已经结束。

世界主要中央银行已相应收紧货币政策。6月份之前，美联储继续提高利率，8月份暂时停手。近几个月来，欧洲中央银行进一步提息，日本银行在7月结束了零利率政策。美元对欧元贬值，对日元也发生了程度略低的贬值，

国际货币基金组织在今年的报告中分别将2006年和2007年全球增长的预测上调至5.1%和4.9%，比2006年4月的预测均高出0.25个百分点。由于房地产市场开始降温，2007年美国的增长率预计将从2006年的3.4%放慢到2.9%。随着经济周期成熟，日本的增长也将放慢。预计欧元区今年将维持复苏势头，尽管德国2007年的增长将因计划实施的增税措施而减缓。新兴市场和发展中国家的增长仍将十分强劲，中国经济将继续其近期的快速扩张。但世界银行认为，2007年中国经济增长将由2006年的10.4%放缓至9.6%，因为全球增长缓的传导作用。

总的说来，预计2007年全球经济增速在要发达国家增长有所放缓的带动下，会出现适度回调。而这也将会令与经济增速成正比的石油需求增量有所减弱。也就是说，在不出现供给中断的情况下，国际原油市场之前供给紧张的状况会得到一些改善。

（二）国际供需 - 新兴国家需求旺盛，欧佩克限产保价。

● 需求

石油作为不可再生资源，受资源总量和不可替代性的限制，使得全球对其具有很强的需求刚性。近年来油价高企，世界各国已经大力开展清洁与替代能源的开发，同时大力提倡节能。但是由于其开发和人们形成习惯的周期较长，将对近期的影响有限。

全球对石油不断增长的强劲需求和捉襟见肘的产能再加上破坏力巨大的自然灾害促使近3年来国际油价不断刷新记录高位。从目前情况来看，这一需求上升势头在高油价的打压下有所遏制。但同时，国际石油消费大国也似乎适应了高企的油价，对高油价的承受能力也越来越强。

在持续高位运行的油价面前，世界第一和第二大石油消费国美国与中国的总体需求却仍在攀升，虽然有短暂需求低迷的情况发生。据美国能源资料协会预测，美国06年第四季度石油需求将达到平均2105万桶/天，年比上升1.2%。07年第一季度原油需求将升至平均2091万桶/天，年比上升2.6%，较今年第四季度和第一季度分别下降1.4和4.1万桶/天。07年全年需求增长将达到1.6%，而06年则为下降0.6%。全球07年原油需求将年比上升1.9%至8710万桶/天。预期07年第一季度的全球原油需求将升至8650万桶/天，年比上升1.7%。但随着冬季需求高峰的退去，预计第二季度需求将下降160万桶/天至8490万桶/天。07年季节性原油需求降幅为210万桶/天，较06年同期降幅低25%。同时，国际能源组织（IEA）也预计07年世界原油需求增长将达到145万桶/日或1.7%。而之前05、06年的增幅分别为1.4%和1.1%。

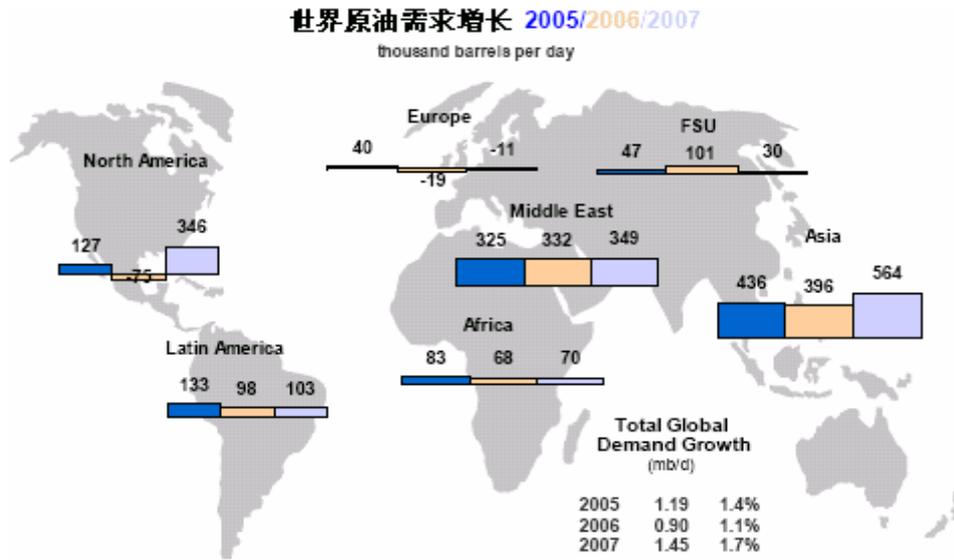
另据中国海关公布的数据显示，中国11月原油进口1354万吨，1-11月原油进口同比增长15.6%至1亿3361万吨。11月成品油进口238万吨，1-11月成品油进口同比增长21.1%至3424万吨。此前中国1-10月原油进口同比增长14.1%至1.2亿吨。中国目前是全球第二大原油消费国，但其需求增量更是占到了全球的三分之一左右。EIA预计中国在06年第四季度的原油需求将升至760万桶/天，年比上升7.0%；同时预计中国07年第一季度的原油需求将与06年第四季度持平于760万桶/天，年比上升5.6%。

相信在2007年，中国对原油的需求将会对全球供需格局产生较大的影响。今年，我们国家已经开始向战略储备库存中注油。据国家发展和改革委员会副主任陈德铭称，今后当原油的价格相对处于低位的时候，中国就会向战略石油储备库注油。自今年8月份开始，中国开始向其战略石油储备库注油。相对于约1亿桶原油的第一阶段储备计划而言，目前注入的原油仍只占很小一部分。

总体来看，未来全球对石油的需求仍将呈现较强的刚性增长。虽然全球经济有所放缓阻碍了一部分需求，但应不会使世界主要原油消费国出现需求负增长，尤其是新兴国家，中国

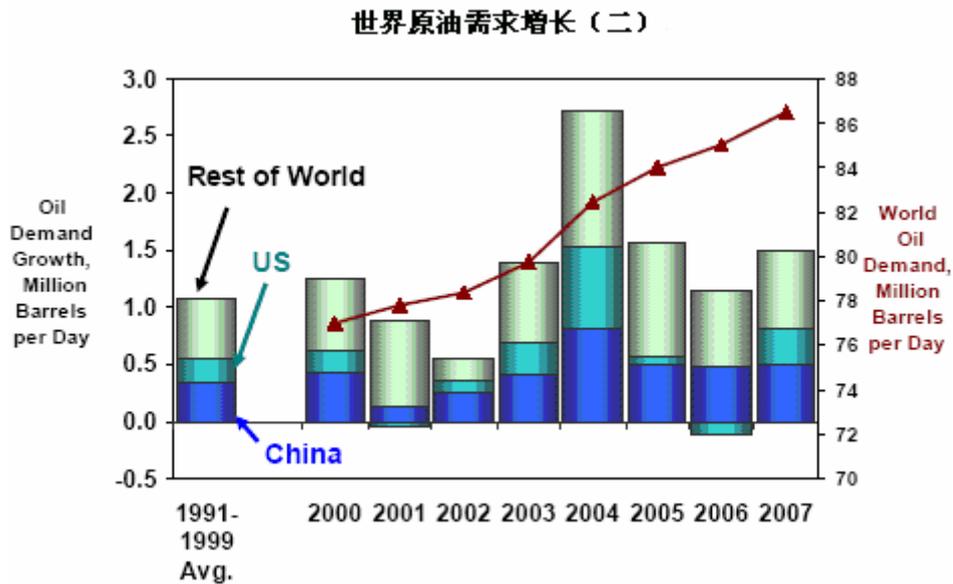
对原油保持了旺盛的需求，且表示会在价格相对低位的时候补充战略石油储备库存。所以，预计 07 年全球对石油的需求将较前两年有一个较高的增长。

图三：



(资料来源：IEA 百万桶/日与%变动)

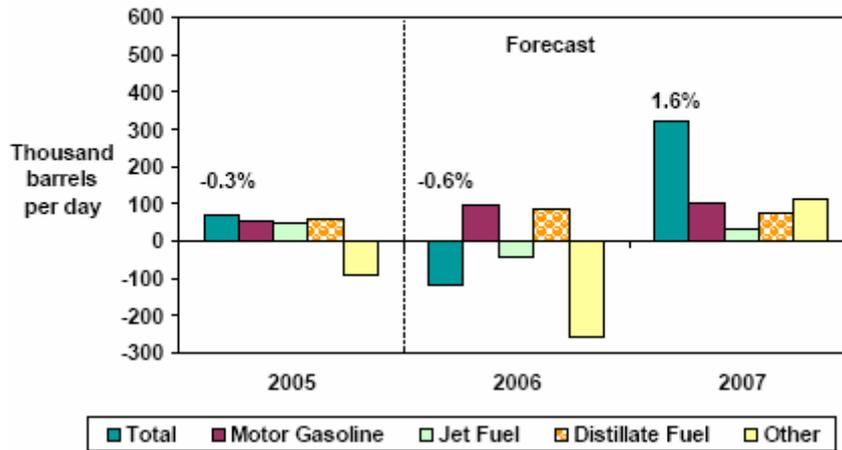
图四：



(资料来源：EIA 百万桶/日)

图五：

美国石油产品需求增长预测
(年比)



(资料来源: EIA 千桶/日)

● 供给

近两年来,随着需求的不断攀升,使全球的主要产油中心欧佩克(OPEC)产能有限,不能有效平抑高涨的油价而饱受国际社会指责。但是我们看到,在高油价的利益驱使下,OPEC与非OPEC国家的原油产量正在不断增长。再加上今年“风调雨顺”,在飓风季节里并没有像往常一样令大型炼厂或重要油气产区受到严重破坏。且没有出现实质性供应中断或大范围供给短缺等问题。再加上美国在年中时停止了其战略原油储备库存的补充,所以一度令美国各库存大幅超过历史同期水准,油价也因此而暴跌了25%左右。

油价下跌、美元贬值,正大幅削减着OPEC国家的收入。借库存高企和油价下跌将损及行业投资之辞,OPEC在年底两次宣布限产保价。分别为宣布从11月1日起减产120万桶/日和自07年2月1日起减产50万桶/日。

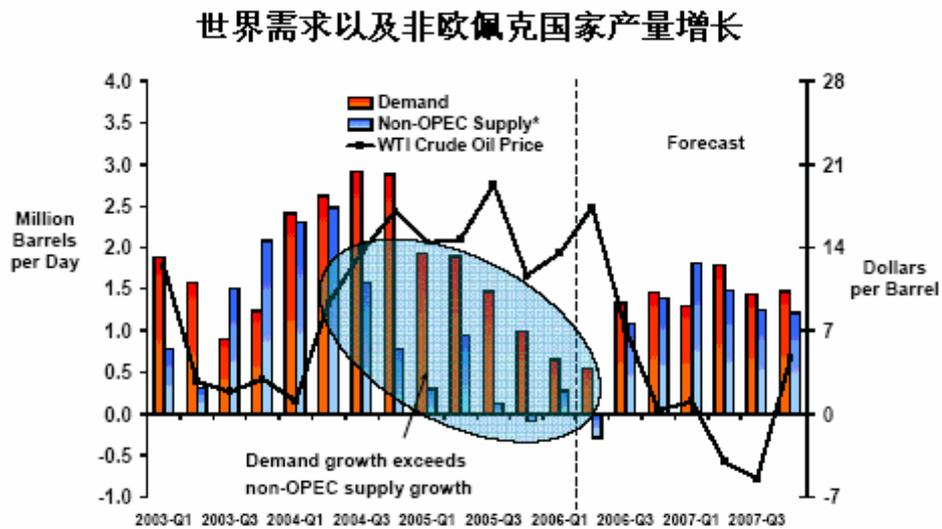
据EIA统计,OPEC11月每日石油产量为2897万桶,较10月减少49.5万桶。因自11月1日起实施的为其两年来的首次减产得到落实。预计11月至12月期间每日约减产80万桶左右。OPEC国家石油部长表示,必须通过减产将工业化国家多余的1亿桶燃料库存消耗掉。受此影响,预计第四季全球原油库存将大幅缩水。到明年年底,工业化国家持有的库存将由今年第三季达到的接近正常区间高端水平,在2007年底前降至该区间的低端附近。

在减产的同时,全球剩余产能逐渐增多。预计2007年全球剩余产能将达到每日200万桶左右,为自2003年以来最高水平(见图十)。

OPEC 在声明中指出，预计 2007 年全球石油日需求增幅为 130 万桶，而来自 OPEC 以外产油国的新增供应将达每日 180 万桶，为 1984 年以来最高的年份。但 EIA 却持有不同观点，他们认为非 OPEC 产油国产出增长缓慢，并下调了对非 OPEC 产油国产出增幅的预估。预计 2007 年非 OPEC 产油国日产量将增加 100 万桶至 5180 万桶，之前一个月的预估为每日增加 120 万桶。主要是安哥拉和尼日利亚等非洲产油国以及巴西等拉丁美洲产油国新油田产出增长情况将不及最初的预估，给全球供应带来压力（见图六至图九）。

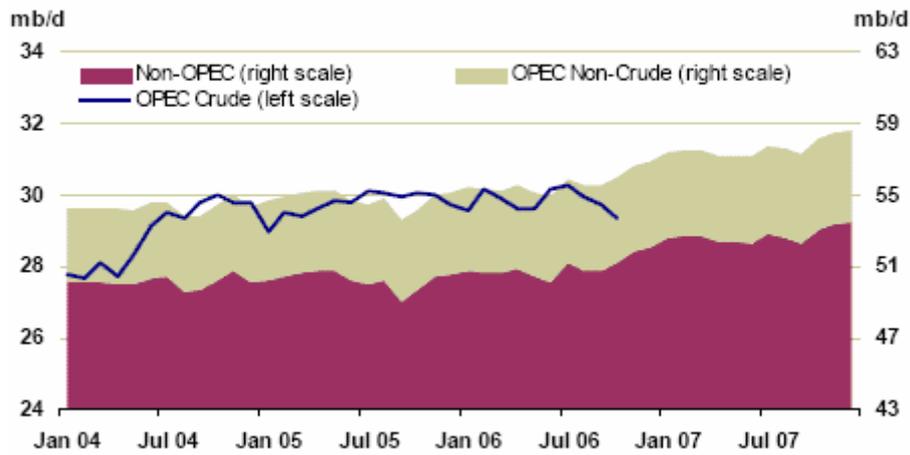
可以预见，在 2007 年若油价下滑过快的话，OPEC 组织还将会竭尽全力的采取措施保价。在这一政策下，全球供给将会逐渐偏紧，虽然剩余产能有所缓解。对于非 OPEC 国家石油供给的增长各有不同观点，笔者认为剔除两方的主观因素，将两方预测数据平均后得到的结果较为合理，得到的结果为 140 万桶/日，这与明年全球需求增量基本相符。所以说，预计明年全球供需状况仍会较为偏紧，但剩余产能的增加使其得到了一定程度的缓解。

图六：



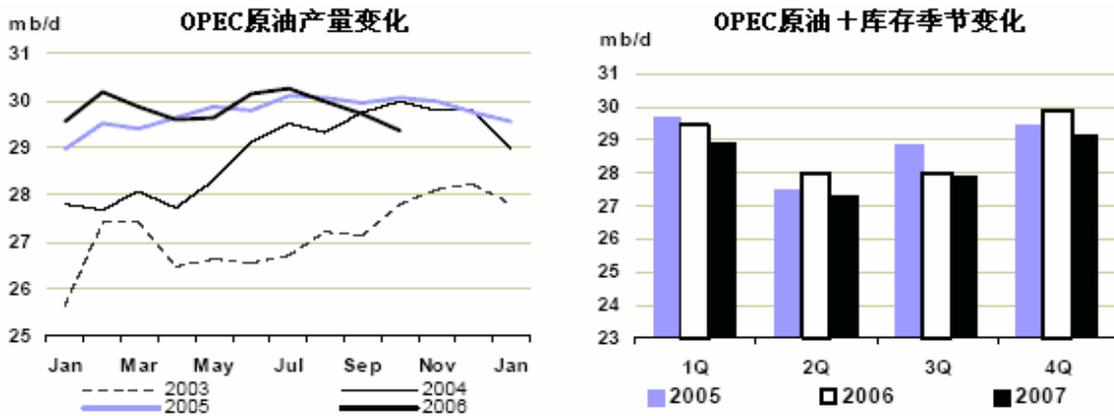
图七：

OPEC与非OPEC国家石油供给预测



(资料来源: IEA 百万桶/日)

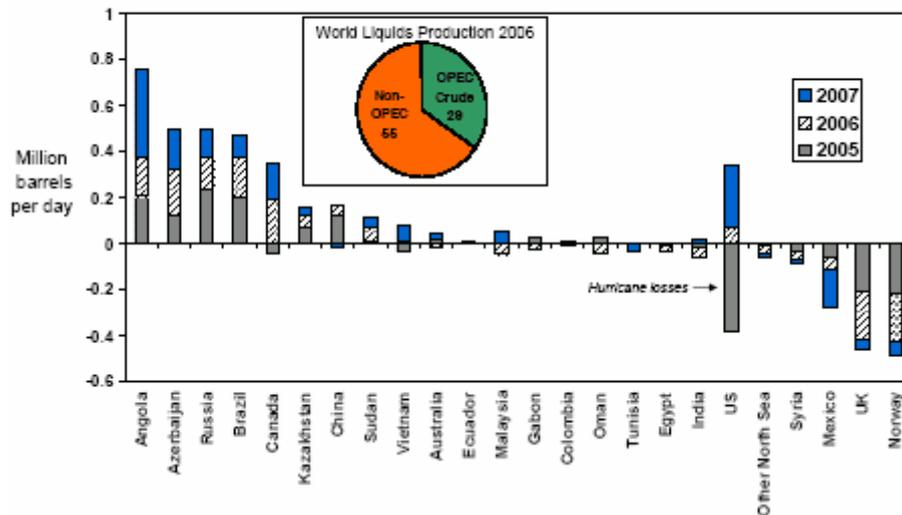
图八:



(资料来源: IEA 百万桶/日)

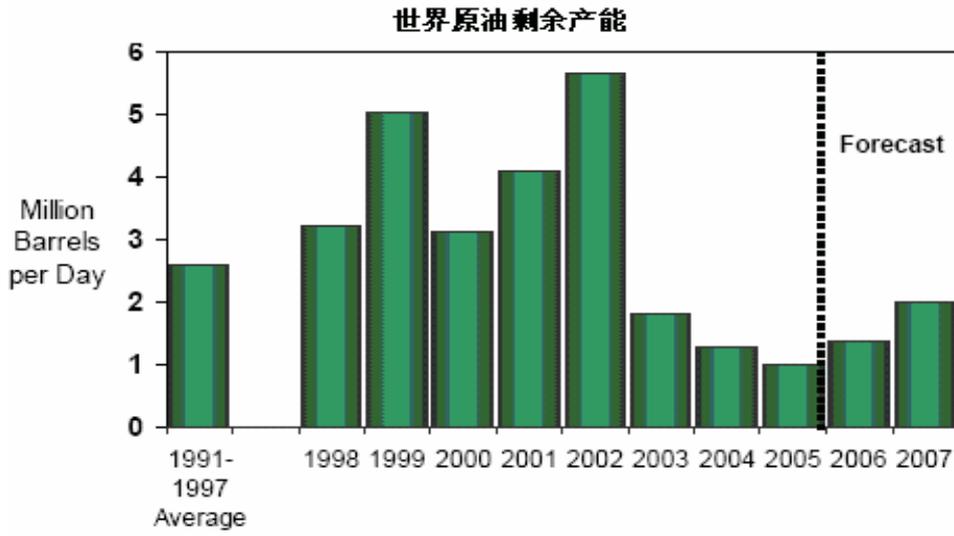
图九:

非OPEC国家原油供给增长预测 (分国别)



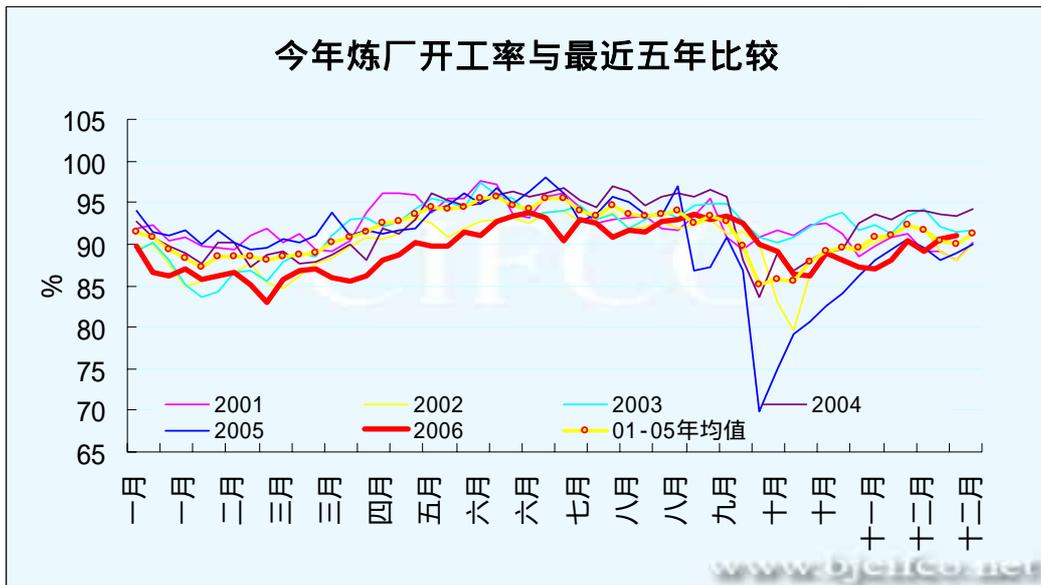
(资料来源：EIA 百万桶/日)

图十：



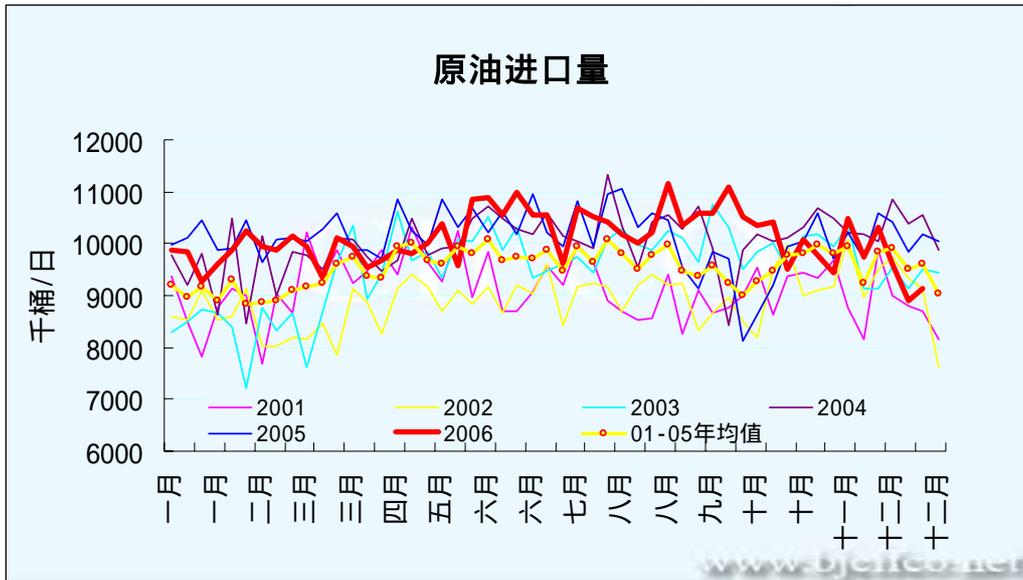
(资料来源：EIA 单位：百万桶/日)

图十一：



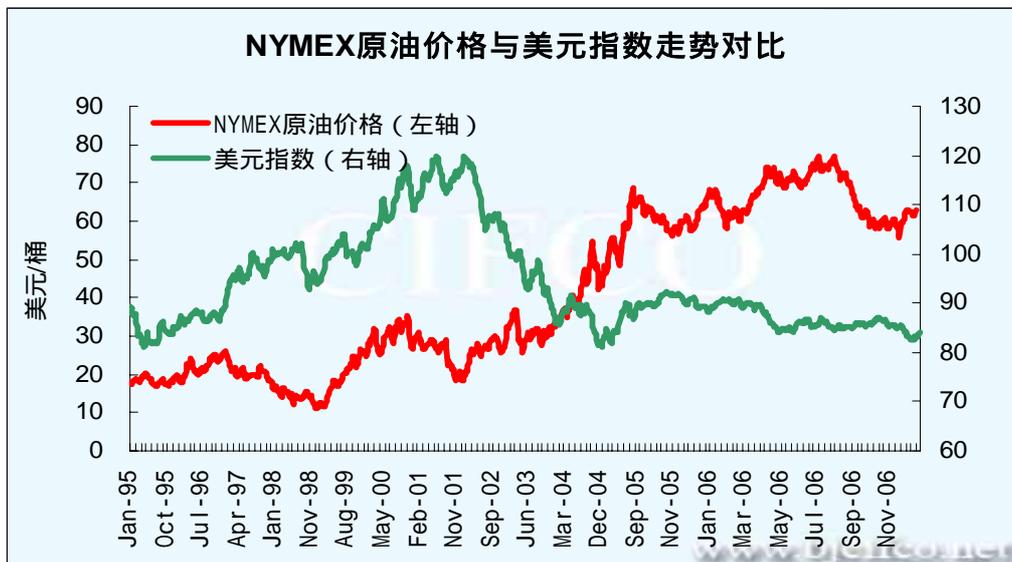
(资料来源：北京中期)

图十二：



(三) 美元因素 - 上行依然阻力重重。

图十三：



国际大宗商品多以美元计价，原油也不例外。从图十三中我们可以看出，美元的走势和原油价格的走势呈明显的反相关关系。近两年来美元的不断贬值为商品价格提供了较强支撑。自 2004 年中期以来，联邦公开市场委员会(FOMC)已经连续 17 次加息，稳步推高指标联邦基金利率至 5.25%。为自 2001 年 4 月以来最高利率水准。但今年 8 月 8 日，美国联邦储备理事会(FED)终止了持续了两年多的升息进程，宣布维持联邦基金利率于 5.25%不变。目前这一水

平一直保持至今。但里奇蒙联邦储备银行总裁拉克尔反对维持利率不变，他希望升息 25 个基点。

12 月，美国商务部公布，第三季经常帐赤字为 2255.5 亿美元，第二季赤字修正为 2171.3 亿(前值为 2184.1 亿)。接受路透访问的分析师原本预期美国第三季经常帐赤字为 2250 亿美元。另外，美国还存在庞大的贸易逆差，国际货币基金组织（IMF）一直告诫说，必须设法缩窄美国的庞大贸易逆差，以及中国和沙特阿拉伯等国的巨额贸易盈余，否则可能引发美元陡然下滑，甚至拖累经济陷入衰退。

不久之前欧洲央行(ECB)调高利率，但称预计明年通胀率将下降。ECB 总裁特里谢在宣布利率决策后的记者会上称，欧元区利率水准保持低位，但随后 ECB 又称受油价下滑推动，明年通胀率可能下降。他并没有传递出急于再次升息的有力讯号，因此下一步动向仍不确定。另外，经济合作与发展组织(OECD)近期发布的经济展望报告称，为了防范中国经济过热，缓和日益膨胀的经常项目顺差，中国需要让人民币加快升值。

欧元与人民币处于加息周期之中，美国资本净流入不足难以弥补巨大的贸易逆差，不但已停止加息，而且还出现了将来减息的可能。面对这些矛盾和困难，美元未来上行依然阻力重重。弱势美元将继续为油价带来一定支撑。

（四）库存影响 - 油品库存持续下滑，增加未来供给隐忧。

今年油价连创新高，但更多的是因为地缘政治因素的作用。当油价冲击纪录高点时库存仍处于较高水平。美国在年中时为了保证市场供应暂停了其战略储备石油的储存，到目前为止仍未见重新启动的迹象。但是近期以来除美国原油库存外，其他各主要油品库存均出现连续下滑。

据最新美国能源资料协会（EIA）石油统计数据显示（见图十四），截至 12 月 8 日当周，商业原油库存下降 430 万桶至 3.354 亿桶。由于之前总量较高，目前水平与去年同期相比仍超出 1426 万桶或 4.4%；超出近 5 年同期平均水平 3726 万桶或 12.5%。战略储备石油库存仍旧保持了零变动，总量为 6.886 亿桶。到目前为止，该库存已经连续 4 周出现库存零变动，30 周末见明显变动。单从当前现象来看，至少表明短期内美国政府并未有急于拉高油价的打

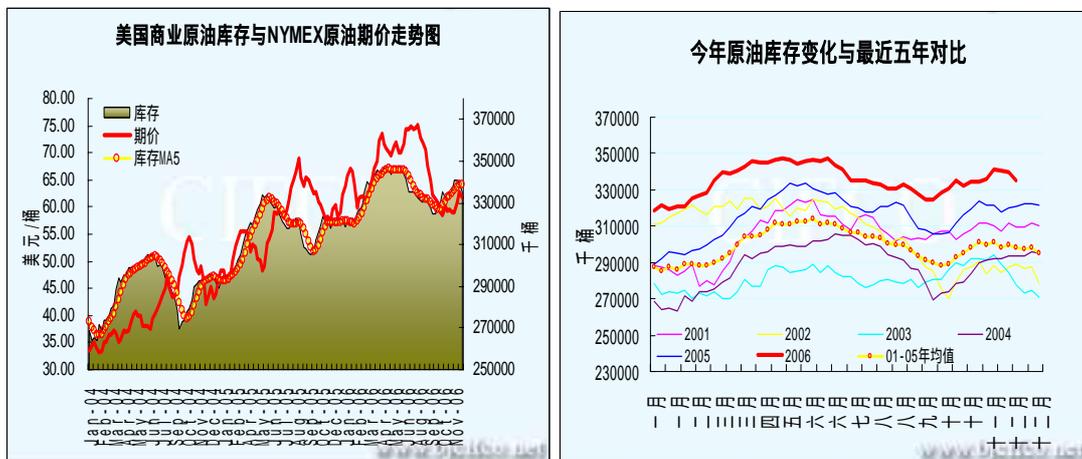
算。

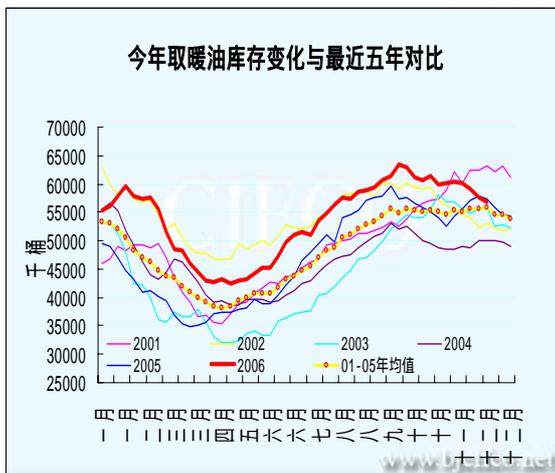
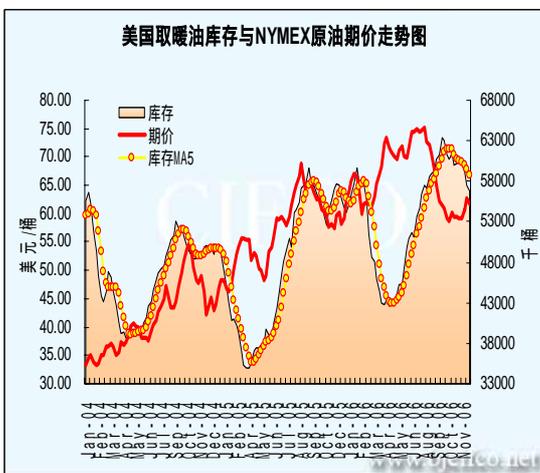
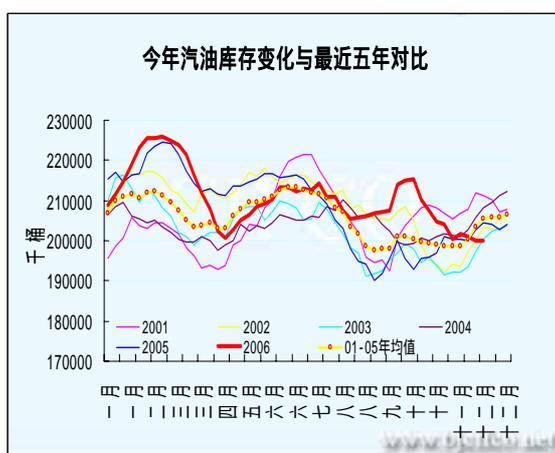
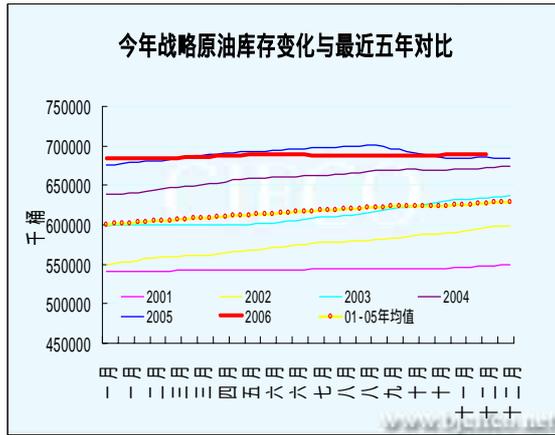
另外，汽油库存当周微降 17 万桶至 1.999 亿桶。今年汽油消费较旺且需求高峰持续时间较长。相信一直较低炼厂产能利用率（见图十一）影响到了该库存水平。因此，汽油库存延续了下滑的势头，最近 9 周有 8 周下滑，库存减少 1554 万桶。当前水平已低于去年同期均值 452 万桶或 2.2%。同时，也低于近 5 年同期平均水平 562 万桶或 2.7%。

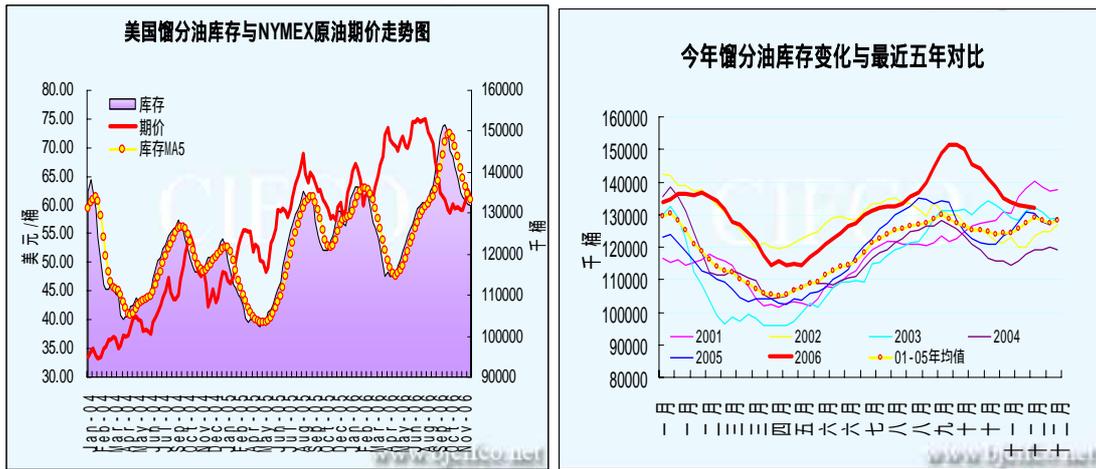
当周馏分油库存减少 45 万桶至 1.319 亿桶。目前该库存已连续 10 周下滑，总量减少 1955 万桶。目前水平较去年同期仅高出 141 万桶或 1.1%；较近 5 年同期均值高 282 万桶或 2.2%。此外，取暖油库存当周也下降 70 万桶至 5688 万桶。为自今年年初以来首次低于去年同期水平，较去年同低 57 万桶或 1%；但仍高于近 5 年同期均值 97 万桶或 1.7%。目前为止该库存已连续 4 周减少，总量共 340 万桶。在冬季，这已经是一个在市场看来比较危险的水平，但是由于近期美国大部分地区较为温暖，掩盖了这一事实。目前冬季市场普遍关注的取暖油与馏分油库存都出现连续下滑，相信一旦天气稍微转冷，必将继续大幅减少，从而成为推升油价的主要动力。

除原油库存外，其他各主要油品库存连续大幅下滑的情况就像是隐藏在市场中的一颗定时炸弹，当前暂时被一些其他因素所掩盖，但在合适的时间就会被引爆。虽然原油库存仍然高企，但鉴于一直较低的炼厂开工率和不断宣布减产的欧佩克组织，笔者并不认为它会在未来对油价起到多大压制作用。

图十四：







(资料来源：北京中期)

(五) 季节天气因素 - 暖冬频现，驾车高峰季节延长。

历年来，特定时期的天气因素都会对国际原油的价格起到相当关键的作用。例如 2004 与 2005 年的飓风季节，正是因为当时飓风肆虐，对位于墨西哥湾一带的重要油气生产设施与炼厂构成了严重威胁，而令油价分别升至当时的历史高点 50 和 70 美元。去年，由于冬季较为温暖，降低了市场对取暖燃料的需求，随令库存高企，也使油价在冬季大幅走低。此外，夏季的驾车高峰季节人们亦会关注市场对汽油的需求状况，从而影响到原油价格的走势。

随着时间进入冬季，但美国大部分地区温度近期始终高于平均水平。这一现象令市场对取暖油的需求比以往同期减少了 25% 左右，推迟了冬季能源需求高峰的到来。伴随着全球的经济增长和工业的发展，近年来全球厄尔尼诺现象也越来越严重，由于美国工业发达，其排放的二氧化碳量占全球的三分之一左右，所以冬季气候也在逐渐变暖的过程中。预计将来暖冬的时间也会越来越长，从而使冬季市场对取暖燃料的需求将较以往平均水平下滑。

另外，夏季驾车高峰季节市场对汽油的需求高峰出现了延长的迹象。今年 10 月份美国市场对汽油的消费量仍处于较高水平，和每年 6 - 9 月份的驾车高峰基本持平。笔者认为出现这一现象的原因首先是随着这两年来油价的不断高涨，消费者们已经逐渐习惯了在高油价下的生活，原先他们企盼的油价回落一直没能实现。可以说在消费者心中已经认可进入了高油价时代，所以该生活的还要去生活，该享受的还要去享受。对汽油价格的上涨已经有了泰然处之的态度。另一方面应该也和厄尔尼诺现象有关，随着全球变暖的不断加快，进入冬季的时间也在逐步后推。而温暖的天气适合出游，对于会享受生活的美国人来说，驾车高峰季节也很自然的延长了。

除此之外，我们还需注意在每年 6 - 10 月间的大西洋飓风季节。今年十分幸运，几个形

成的飓风均未能对墨西哥湾重要油气产区造成威胁。但这并不代表以后都会这样，之前我们提到的 04 与 05 年飓风灾难重演也不是没有可能。因此，在这一时间段内，市场中交易商的神经会非常敏感，任何一个热带风暴在附近海域形成似乎都会引发一阵恐慌。所以，在 6 - 8 月间刚一进入飓风季节的前期，利多预期支撑也相对较强。

在了解了以上这些季节特点和新的变化趋势之后，便能为我们在今后研判行情的时候提供有价值的参考。

（六）地缘政治及主要石油生产、消费国动态 - 大国利益可能令地区性矛盾再度激化。

石油作为一国经济的血脉，至少在短期内还具有不可替代性，且不可再生。尤其在近几年，世界大国纷纷想尽办法争夺石油资源，保障自己国家的石油安全。同时，石油这一特殊的商品也表现出了更多的金融属性，有时更会成为国际间政治角力的砝码。所以说除去作为一般商品的供需关系之外，地缘政治因素以及主要石油生产、消费国的动态都在对油价的走势发挥着越来越大的作用。

无论是石油生产国还是消费国，其最终目的均为是自己的利益最大化。相对于 OPEC 国家而言，石油的一大消费国美国的目的似乎更为复杂一些。除了要得到国民经济赖以生存的廉价石油外，还要尽可能地满足布什政府所代表的石油、军火等垄断寡头的利益，并通过石油作为武器打压全球范围内的主要竞争对手。

从今年年初开始，国际地缘政治格局便纷繁复杂，中东和非洲主产油国等地区争端和冲突不断。除俄罗斯与乌克兰之间天然气定价问题的纷争之外，伊朗又违背之前的声明，拆除了其核能发电站上的封条，并再次启动了浓缩铀的研究活动。这使国际原油市场产生了供给中断的忧虑，随令油价猛涨，也奠定了今年油价进一步冲高的基础。直到临近下半年的美国中期大选，原油作为政治砝码的作用也日益显露。11 月进行美国中期大选，而油价也在此之前就开始乖乖的回落。高油价固然可以使以布什代表的石油垄断寡头们赚得巨额利润，从而为其提供支持。但与此同时损害的是大众消费者的利益，而恰恰大多数的选票是掌握在民众手里的。因此，在选举之前的这段时期里令油价跌至民众满意的水平同时推高股市显然是一个捞取筹码的不错选择。

记得在 2004 年夏秋季节，因为飓风不断，且世界原油供给紧张，而美国在那时不但没有减少补充战略原油的进口，反而有所增加，给当时难以控制的油价火上浇油，从而使一举突

破了 50 美元大关。同时也令布什代表的石油垄断寡头集团赚的盆满钵满。而如今，似乎也可以采取同样的手段令油价走低。在需求下滑，供给充裕的情况下，美国依然保持了之前的高进口水平，且当时在 20 周之前因为供应紧张而暂停储备的战略储备原油库存依然没有重新开始注油。从而令各库存尤其是进入冬季市场普遍关注的取暖油与馏分油库存高出历史波动区间上沿越来越远。同时 EIA 与 IEA 的报告数据也十分应景的一致利空，从而压制了油价的上行动力。

同时，OPEC 国家作为单纯的石油出口国，其国民经济严重依赖于石油出口收入。大幅回落的油价和处于弱勢的美元正快速削减着 OPEC 国家的收入，这并不是他们想要看到的。终于在年底的时候实施了两次减产计划，分别为自 11 月 1 日开始减产 120 万桶/日和自明年 2 月 1 日开始再减产 50 万桶/日。他们认为目前当油价低于每桶 60 美元的时候将损及行业投资，因为现在要花费更多的勘探费用并打更深的油井才能采到石油。这一决策无疑给油价设置了一条较强的支撑线。随着布什在美国中期选举中的失利，笔者认为未来 2 年任期内其还将推行之前的高油价政策以满足他所代表的石油与军火等垄断寡头的利益，虽然这次失利会加大他在推行此政策时的难度。这一利益恰好与欧佩克的利益重合，一方是世界原油最大的供给集团，另一方是最大的消费集团，相信他们的政策将对未来油价起到重要影响。

在未来的一年中，仍然有很多地缘政治方面的因素令全球石油供应面临的危险。其中包括西方大国和伊朗围绕伊朗核计划的紧张关系，以及尼日利亚导致原油减产的暴力活动等。近期消息显示，伊朗表示愿意将自己掌握的利用核能技术与其他国家分享，尤其是阿拉伯国家。这对于西方大国来说，是一个相当危险的行为，因为这样核技术就有可能被一些“恐怖分子”掌握。几乎与此同时，美国总统布什近期即将再申请 1000 亿美元的军费，用于国防和驻伊拉克美军的开支。从这里我们可以看出在美国中期选举结束之后，布什又开始以实际行动为其所代表的利益集团牟利了。我们知道美国的大军火以及石油集团是其主要的支持者，在剩下的 2 年任期内，相信布什政府还将会不遗余力的为自己所代表的集团争取利益。话说回来，军费申请下来后要做什么用呢？目前整个世界总体处于和平时期，唯独蕴藏丰富石油资源的中东地区冲突不断，而现在为数不少的美国大兵仍旧驻扎在那里。在今年上半年闹的轰轰烈烈的伊朗核问题也因美国中期选举而暂时搁置。预计在新的军费开支申请下来后，很有可能再次挑起中东地区的争端，而这将毫无疑问的拉高油价。同时高油价又能为美国的石油垄断寡头们赚取大量金钱。这分明就是个一举两得的美事，相信布什政府在接下来的时间里会积极促成此事。

（七）基金动向 - 审时度势，开始吸收多头筹码。

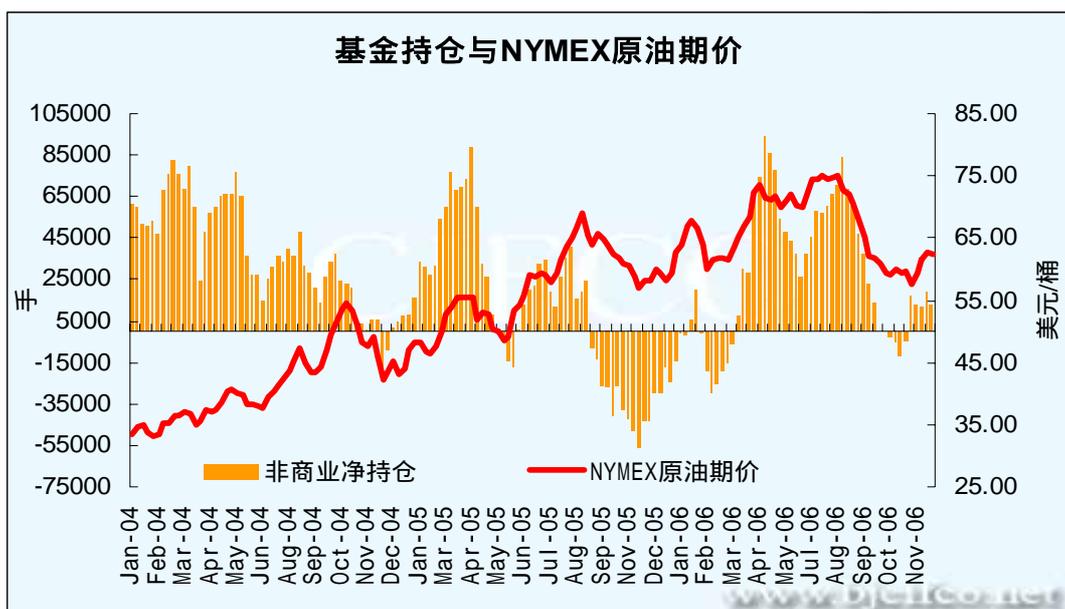
原油期货价尤其是的短期暴涨暴跌，往往与国际投机资金的介入有关。投机资金大量涌入进行多头炒做，价格便暴涨；而国际投机资金获利回吐退场的时候，价格便暴跌。从而使投机基金的净持仓与价格保持者非常高的正相关关系（见图十五）。

我们看到在近年来的多数时间里投机基金都保持着净多持仓。由于同期美元贬值，使得全球流动资本过剩，很多基金转而投向商品市场。NYMEX 原油市场在今年 4 月 18 日当周总持仓量也首次超过了 100 万手之多，到目前为止总持仓量更是超过了 120 万手。而其中的投机基金数量也在迅速扩张。甚至专家认为在油价达到峰值的时候投机基金在其中所产生的溢价高达 10 美元/桶。我们暂且不论这一观点的依据是否充足，但不可否认得是投机基金确实是一支市场中不可忽视的力量。

在图中我们可以看的比较清楚，当今年美国中期大选临近的时候，投机基金的持仓便开始配合基本面的变化逐渐减持手中的多头头寸，一直减到净空状态。直到中期选举结束，虽然美国冬季的上空仍被较暖的空气所笼罩，但基金开始逐渐的减持手中空头头寸，同时吸收多头筹码，做好推升油价的准备。截至 12 月 5 日，市场中的投机净头寸已经被多头占据了 4 周的时间，当周净多头寸再增 7197 手至 19011 手。所占总持仓的比例也升至 1.6%。同时，总持仓量已达 1218680 手，显示出资金的参与程度依然较盛。相信目前这一转变会令后期的油价易涨难跌，也有利于其在合适的时机拉升油价。

图十五：

NYMEX 原油期货价与投机基金净头寸对比

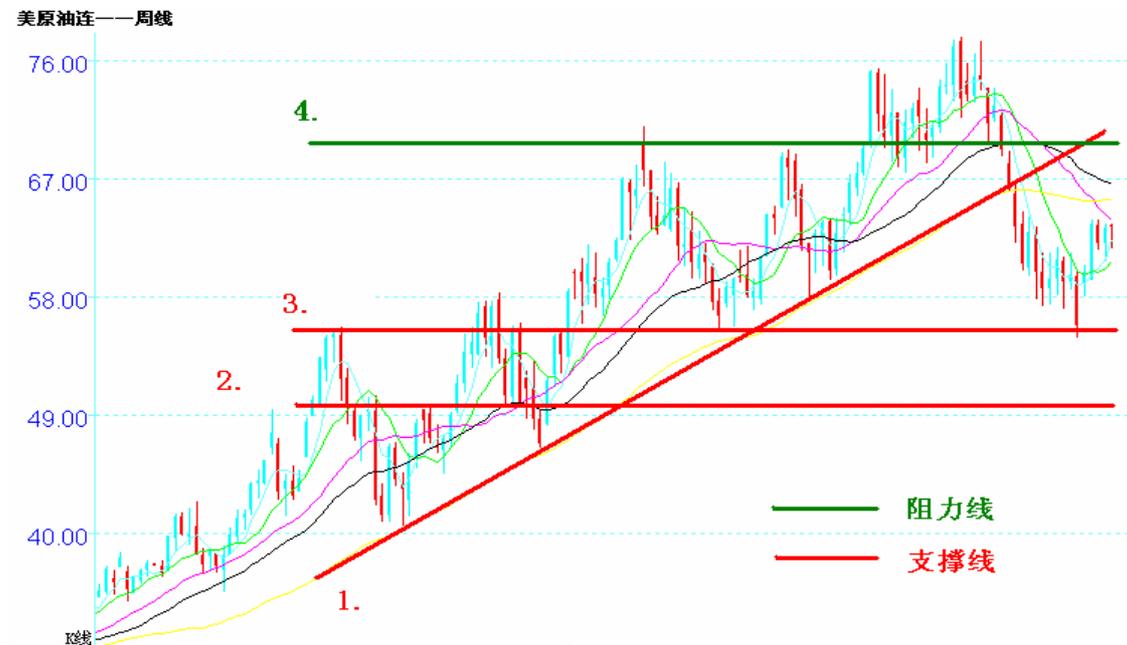


（资料来源：北京中期）

三，技术分析

从K线图我们可以看到，目前的油价走势从中短期来看仍较弱，且已经下破了67美元附近长期上涨趋势线1.的支撑。但若从长期走势来看，其目前的价位仍运行在大牛市之中。而且位于55美元一线的支撑线3.将会为油价提供非常强的支撑。下方第二支撑位2.在50美元附近，这不仅是技术图表中的支撑位，同时也是市场交易人员的一个重要心理关口。上方较强阻力位4.位于70美元一线，油价若无大的实质性利多支撑应不会超越此价位。而历史高点78.40美元将构筑最后一道阻力。

图十六：



（资料来源：北京中期）

四，后市展望

综上所述，笔者认为在2007年国际油价持续之前大幅下滑状态的可能性很小。一方面全球经济增长稳健，虽增速或有放缓，但一些新兴国家快速增长的石油需求会弥补其中一部分需求的下滑。另外，石油输出国组织（OPEC）限产保价的决心仍大，在今年年底连续不到2个月的时间内分别决定减产120万桶和50万桶，而这之前2年内从未减产。相信其作为世界原油的主要来源地会发挥它应有的作用。最后，地缘政治局势紧张的情况料会延续至明年全年。布什政府作为石油、军火垄断寡头的“代言人”，相信中东地区仍不会安宁。但是，我们同时也应该看到近年来的高油价吸引了投资，大型炼厂正在逐渐增加，非欧佩克国家产量也得到了较高的提升。同时，欧佩克减产也意味着释放了一部分产能，也就是说全球剩余产能

得到了一定程度得恢复。这些使之前全球石油市场中的一些瓶颈得到了改善。

因此，在没有严重影响市场的突发事件发生的情况下，加上以上两方面因素的共同作用，预计明年原油价格总体将保持高位运行，均价有望保持在 60 美元左右。小振荡区间在 55 - 70 美元之间，大振荡区间在 50 至历史高点 78.40 美元之间。总体而言，期价上升的支撑力将会强于下跌的阻力。若出现严重的地缘政治冲突，不排除油价再创新高的可能。

第二部分：国内与周边地区燃料油市场

一，2006 年我国燃料油期货走势回顾

燃料油是原油提炼的末端产品，也是我国市场化程度最高的成品油。自 2004 年 8 月 25 日以每吨 2098 元基准价上市交易以来，成交量与持仓量逐步放大，市场结构更加趋于合理。作为我国唯一的一个能源期货品种，在反映自身市场供需状况的同时，也逐步显示出和国际油价的连动性。在与 NYMEX 原油期货的相关性统计中，它和沪燃油期货、黄埔现货和新加坡纸货价格的正相关性分别为：91%、89%和 90%（见图十八）。而在去年的这个时候为 88%、85%和 91%。显示出沪燃油和 NYMEX 原油良好的相关性。

另外，在今年国际油价大幅波动的同时，沪燃油期价也演绎了精彩的走势（见图十七）。从年初开始便随原油一起上涨，最高涨幅达 23%。而在后半年的下跌过程中，最深跌幅达 28.6%。这与国际原油今年先涨 28.4%，再跌 30%相比，显示出了滞涨滞跌的特点。单从数据上来看，相对于国际油价，其滞涨的特性表现得更为明显一些。

图十七：



(资料来源：北京中期)

图十八：



(资料来源：北京中期)

二，相关市场与国内基本面变化趋势

(一) 新加坡市场

新加坡是世界石油交易中心之一，其燃料油市场在国际上也占有重要的地位，同时也是我国燃料油的主要进口来源地。我国南方地区的燃料油贸易商为了稳健的进行国际采购，大都委托境外代理商进行新加坡燃料油纸货交易。据统计，我国国内企业的交易量占新加坡纸货市场的三分之一以上的市场份额。但目前由于国际油价高企，新加坡又是一个相对开放的市场，有时会受到一定程度的操控。因而最近我国从韩国以及俄罗斯的进口出现了逐渐增长的势头。

由于其地域的特性，决定了它主要将以转口贸易为主。自身并没有大量的供应与需求。从上面图中我们可以看到，其燃料油价格走势与 NYMEX 原油的相关度高达 90%。因此可以说，新加坡燃料油价格后市走势将主要受国际原油价格以及到货量、库存、当地买兴情况等综合因素的影响。

当前市场呈现供需平衡态势。在来自中国方面需求平淡情况下，OPEC 组织减产给市场带来的潜在影响有限。由于之前一段时期西方船货流入一直高于预期。使新加坡库存已连续上升至约 1500 万桶的纪录高位附近，进一步增加了市场的疲势。但消息显示 2007 年 1 月西方流入亚洲的燃料油将下降至 150 - 200 万吨，远低于今年月均 240 - 250 万吨的水准。可能会

造成现货紧张。同时也不排除新加坡 BP 因此而大幅推升现货价格的举动。所以，在 2007 年年初至上半年，亚洲燃料油价格可能会因此而显得较为坚挺。

（二）国内市场

● 基本供求情况

我国国内 2006 年对燃料油的需求仍然不旺，主要是国内高的价格抑制了需求。虽然近期油价的下跌刺激了一部分需求，但目前电厂的负载运行已有降低，而随着天气转凉，短期内难以好转。而且随着近年来我国电厂建设速度的加快，供电量大幅增加，之前的电力紧张状况也得到了较好的改善。所以就更加限制了燃油电厂对燃料油的需求。此外，炼厂亦面临同样的困难。由于之前我国南方地方炼厂会进口燃料油并用它提炼粗柴油与渣油，从而赚取差额利润。但由于我国燃料油价格与国际接轨，但国内汽柴油价格则由国家调控。由于近年国际油价的大幅上涨，国际汽柴油价已经明显高于国内，严重挤压了地方炼厂的利润，使之开工积极性严重受挫。这部分需求占黄埔市场的四分之一强。这些情况使得上海燃料油期价走势较国际原油走势表现出滞涨的特性，即使目前原油持稳于每桶 60 美元以上的水平，但沪燃油主力合约仍旧与 3000 元/吨的位置存在一定差距。可以说，其价格更好的反映出了国内市场的特点。

另外，由于燃料油是原油提炼出来的一种较末端的产品，其燃烧后会对大气产生较大的污染。因此，在石油价格低廉时，燃料油一度是发达国家消费量最大的油品，但在两次石油危机（1973 - 1974，1979 - 1980）后逐步被替代，需求量大幅减少。而我国在第十个五年计划中也已经表示要逐步用其他清洁能源替代燃料油的使用。因此，我国燃料油的生产近年来也在逐步呈下降的趋势（见图十九）。但是发展中国家如中国与印度，在经济高速发展的同时，也会面对资源与资金的不足，所以近年来虽然产量逐步下滑，但进口量却在节节走高。中国成品油进口中的大部分是低附加值的燃料油。2002 年、2003 年和 2004 年，中国燃料油进口分别为 1650 万吨、2379 万吨和 3054 万吨，分别占当年国内燃料油消费总量的 42%、53%和 61%。随着国家和社会大众对环境问题的日益关注，中国政府对环境保护提出了越来越高的要求，替代油、可再生能源利用措施会逐步加强，加上西气东输工程将使部分电厂的燃料改为清洁性能较好的天然气，以及进口 LNG 项目投产等因素，燃料油用户将有更多的替代用品，因此未来中国燃料油消费量和进口量会逐年下降。

图十九：



(资料来源：北京中期)

总体而言，世界燃料油市场是一个逐步萎缩的市场，供给大于需求。所以将很难出现独立大幅上涨的行情。

- 我国成品油市场化步伐正在加快

但我国能源产品定价机制改革步伐正在加快。在加入 WTO 五年后，已经开放了成品油零售市场，批发市场也将在 2007 年 1 月 1 日开放。可以预见，未来世界大型石油公司的进入将在增加我国油源的同时，也带来更多的市场竞争，从而促进我国成品油市场的更进一步发展。而国家也将会逐步将价格放开，让其更加市场化，让市场这只看不见的手自己去调节。在油价居高不下的今天，我们暂且将其看成是对国内燃料油市场的一个利多预期。

三，后市展望

综上所述，目前全球燃料油市场的萎缩使得其供大于求。而最近两年高企的国际油价与国内成品油价脱节，使得我国对燃料油的需求出现减弱的迹象。但是由于燃料油与原油之间的特殊关系，后市国内燃料油价格总体还将跟随国际原油的步伐。但根据以上原因在供给充裕的情况下将会表现的更加滞涨。除非供给减少或国际油价跌至一定水平刺激了国内炼厂与电厂的需求。亦或者国际油价依然高企，但国内成品油价市场化改革加快，使得国内外差价基本消除，那么也会刺激国内市场对燃料油的需求。相对于国际原油价格来讲，预计国内燃料油 2007 年的价格波动小振荡区间在 2750 - 3300 元之间，大振荡区间在 2500 - 3500 元之间。

个人观点 仅供参考