

分析师

王涵 S0190512020001
高群山 S0190512040003
卢燕津 S0190512030001
贾潇君 S0190512070005
王连庆 S0190512090001
王轶君 S0190513070008
唐跃 S0190513070005

研究助理

段超

联系方式

wanghan@xyzq.com.cn

相关报告

20150104

晴朗天空中的两朵乌云

20141214

全球避险情绪上升

20141130

全球油价下跌的原因及影响
分析专题

原油暴跌的影响？不只是基本面

2015年1月14日

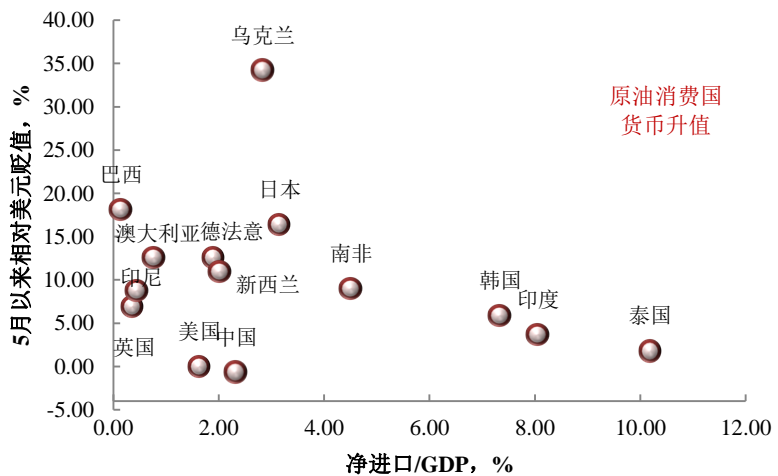
要点

- **低油价只是影响基本面吗？**低油价的影响到底是什么？目前市场上主要还是集中在对经济基本面的分析上，我们曾指出三条低油价对基本面的传导路径：
 - 1) 油价疲弱将会直接影响和原油相关的终端需求；
 - 2) 油价疲弱导致 CPI 波动较小且位于低位，利于宽松货币政策；
 - 3) 油价疲弱导致以原油为原材料的企业竞争力改善。同时，从国别角度，我们指出低油价对生产国和消费国的影响各有不同，低油价的环境实际上是生产国在向消费国补贴，从进出口的角度来看，俄罗斯受损最严重，而亚洲消费国较为受益。
- **暴跌的油价，累积的金融风险。**实际上，低油价的影响并没那么简单和线性。在原油价格一路下跌的过程中，实际上金融的风险正在逐渐累积。因此上周的油价新一轮暴跌可以说是避险情绪上升的触发因素，而非避险情绪带来的结果。我们认为金融风险主要集中在三个方面：
 - 1) 国家主权债务风险；
 - 2) 主权基金配置对金融市场冲击；
 - 3) 能源企业的信用风险上升。

原油暴跌的影响？不只是基本面

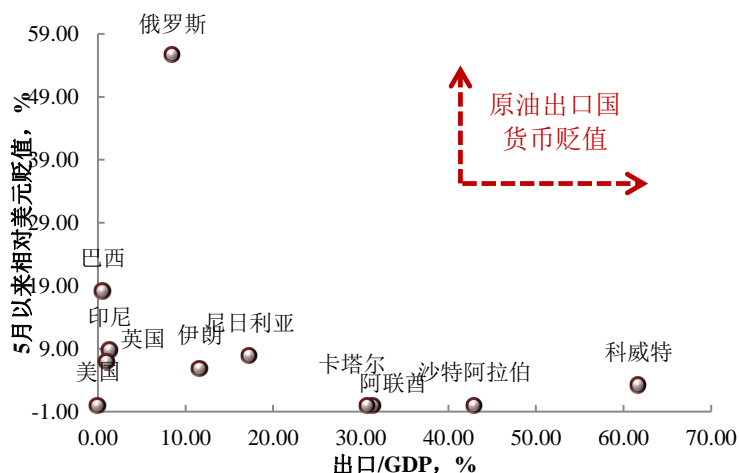
- **多因素重挫油价，特别是供需结构和地缘政治导致油价持续下跌。**自 2014 年 5 月起，原油价格跌幅累计已超 50%，上周破 50 美元之后，前天又再度遭遇暴跌，市场对于原油的各种疑问也逐渐多了起来。如果细细来看，这轮原油下跌并不是单因素决定的，而且在不同阶段其和其他资产之间的关联性也不尽相同。我们曾在 11 月 30 日报告《全球油价下跌的原因及影响分析专题》中指出供需结构调整和地缘政治是影响油价下跌的主因，美元强势和其他因素起到了推波助澜的作用。
- **低油价只是影响基本面吗？**那么问题就来了，低油价的影响到底是什么？目前市场上主要还是集中在对经济基本面的分析上，我们也在 11 月 30 日报告《全球油价下跌的原因及影响分析专题》中指出三条低油价对基本面的传导路径：1) 油价疲弱将会直接影响和原油相关的终端需求。2) 油价疲弱导致 CPI 整体相对波动减小，有利于货币政策保持宽松。3) 油价疲弱导致以原油为原材料的企业竞争力改善，同时降低相应产品的终端价格刺激需求。同时，从国别角度，我们指出低油价对生产国和消费国的影响各有不同，低油价的环境实际上是生产国在向消费国补贴，从进出口的角度来看，俄罗斯受损最严重，而亚洲消费国较为受益。

图表 1：低油价使亚洲消费国较收益



数据来源：Bloomberg, CEIC, Comtrade, 兴业证券研究所

图表 2: 大部分中东汇率与美元挂钩, 因此油价暴跌对俄罗斯冲击较大



数据来源: Bloomberg, CEIC, Comtrade 兴业证券研究所

- 暴跌的油价, 累积的金融风险。**实际上, 低油价的影响并没那么简单和线性。在原油价格一路下跌的过程中, 实际上金融的风险正在逐渐累积。因此上周的油价新一轮暴跌可以说是避险情绪上升的触发因素, 而非避险情绪带来的结果。我们认为金融风险主要集中在三个方面: 1) 国家主权债务风险; 2) 主权基金配置对金融市场冲击; 3) 能源企业的信用风险。(部分内容请参考 12 月 14 日的报告《全球避险情绪上升》)。
- 产油国国家主权债务风险:** 产油国经济对原油出口的依赖程度较高, 其财政融资大部分依靠卖原油。随着原油价格下跌, 其财政收支难以平衡, 进而影响外债的偿付能力, 主权债务风险上升。从 BIS 的数据来看, 产油国的风险敞口主要集中于欧洲国家;

图表 3: 油价已经低于各国财政平衡所要求的价位

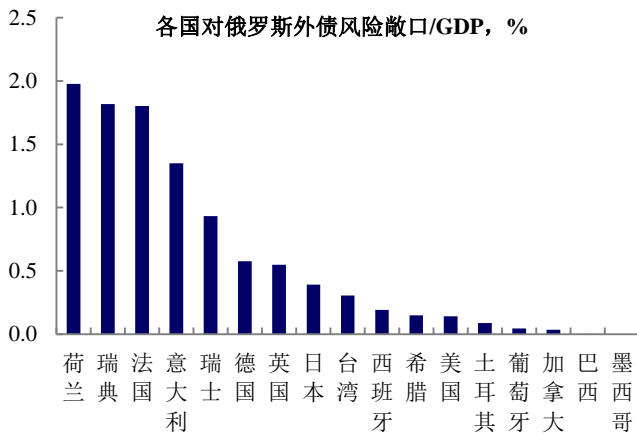
各国原油价格财政平衡点	
国家	原油价格, 美元/桶
利比亚	184.2
委内瑞拉	162
伊朗	130.5
尼日利亚	126.2
阿尔及利亚	112.8
伊拉克	109.4
俄罗斯	100.1
沙特	92.7
墨西哥	85
阿联酋	73.3
卡塔尔	71.2
科威特	63.9

数据来源: Financial Times, 兴业证券研究所

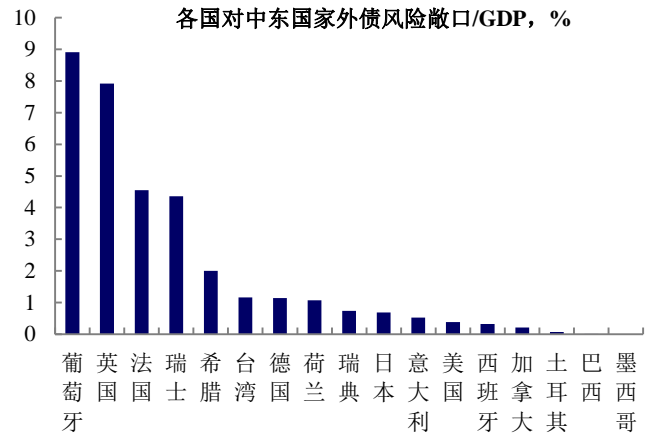
图表 4: 俄罗斯 CDS 和委内瑞拉国债收益率快速上升



数据来源: Bloomberg, 兴业证券研究所

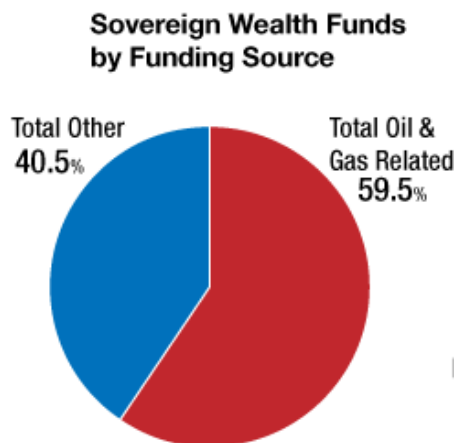
图表 5: 西欧国家持有较多俄罗斯外债


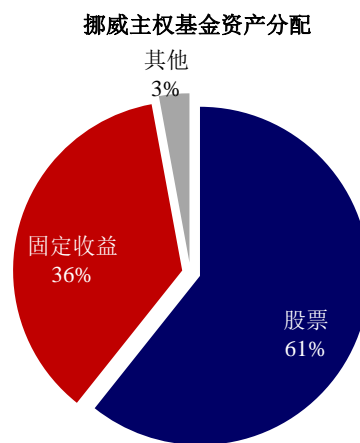
数据来源: CEIC, 兴业证券研究所

图表 6: 中东国家的外债敞口也集中在欧洲


数据来源: CEIC, 兴业证券研究所

- 主权基金配置对金融市场冲击:** 随着原油价格的大幅下跌, 大部分产油国家的油价财政平衡点已被打破, 这意味着政府可能调动更多的主权财富基金以应对油价下跌。早在 10 月, 挪威政府就表示可能提高其全球最大的主权财富基金——政府养老基金的可动用上限。而从资本配置来看, 挪威等主权财富基金相当大的一部分资产都配置在股票上(而非债券), 主权财富基金的提取可能将导致全球资本市场的震荡。

图表 7: 近 6 成主权财富基金是基于能源资源建立

 注: 数据截止至 2014 年 10 月。
 数据来源: SWFI, 兴业证券研究所

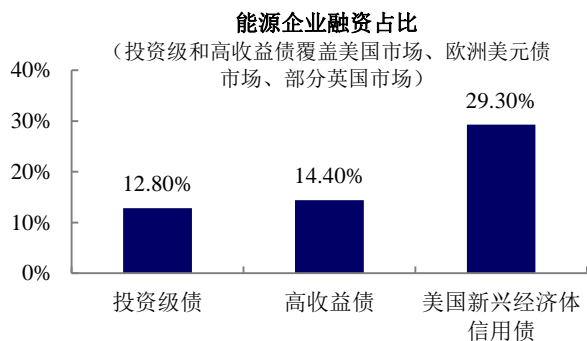
图表 8: 股票在挪威主权财富基金资产中的占比较大


数据来源: Bloomberg, 兴业证券研究所

- 能源企业的信用风险上升:** 从全球来看, 能源企业无论在银行信贷还是在企业债市场融资占比较高, 原油企业在欧美高评级债市场、高收益债市场占比分别为 12.6%、14.4%, 而其在次级贷款市场的占比则超过 4%。由于油价已经跌破许多能源企业的盈亏平衡点, 导致企业经营风险上升, 加大债务违约的可能性。对能源企业破产违约的风险已经在高收益债市场有了很明显的反应, 2014 年年中开始高收益债利率回升。最近 3 个月, 能源相关债券随着原油价格暴跌对信用债市场投资者已造成 14% 的损失。不管是信贷还是债券市场, 银行是主要参与者, 因此对持有相关债务的银行(特

别是美国银行)来说, 资产恶化的风险急剧上升。

图表 9: 能源企业在债市融资占比较高



数据来源: Bloomberg, 兴业证券研究所

图表 10: 高收益债市场已经收到原油价格下跌的拖累



数据来源: Fred, 兴业证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135)			传真: 021-38565955		
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033)			传真: 010-66290200		
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元踐	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035)			传真: 0755-23826017		
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135)			传真: 021-38565955		
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135)			传真: 021-38565955		

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准,本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料,我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。