

2018年11月26日

宜信财富：油价暴跌为哪般？

- 供需失衡导致原油价格创近年最大跌幅，12月减产会议值得关注
- 英国脱欧谈判取得新进展，但最终结果尚存重大不确定性
- 欧盟或就预算草案惩罚意大利，欧元区经济复苏仍有拖累
- 欧洲多国制造业 PMI 表现疲弱，OECD 下调欧洲经济增速预期
- 科技板块和能源板块带动美股下跌，A股“市场底”还未到来

李琳 博士

宜信财富董事总经理
资产配置策略研究负责人

夏天然 博士

投资策略师

每周观点聚焦

从近期低迷的全球股市表现中，我们不难看出投资者的情绪依然低迷。美股连续两周收跌，标普 500 指数累计下跌 5.3%，抹去全年涨幅；A 股未能延续前一周的反弹态势，上证综指周跌幅达到 3.7%。这样的市场表现，不仅反映出投资者对全球经济增长的信心不足，也体现了一些事件的影响，包括英国脱欧谈判、意大利预算问题以及近期暴跌的油价。**英国脱欧谈判暂时告一段落，但后期仍面临国内议会的“挑战”，意大利政府则与欧盟僵持不下，在中期内，这两个事件仍会是欧洲经济稳定和复苏的绊脚石。**

对于油价，上周接近 12% 的跌幅可谓触目惊心，近一个月来已经下跌 24%。**其背后的原因不难理解，一方面美国和沙特方面产量过剩，另一方面全球需求放缓，再加上俄罗斯对减产表现得意兴阑珊，供需失衡必然导致价格下跌。**12月6日的 OPEC 大会可能是个契机，如果减产协议达成，或许能够给油价一些支撑，但供需再平衡还需时日。

除了对以上事件保持关注，**投资者还要留意本周的两个重要事件：美联储主席和多位官员讲话，以及 G20 峰会上的习特会。**前者如果继续释放鸽派信号，美联储后期加息的节奏可能切实放缓，后者则决定了中美贸易战的走向。从某种程度上来说，这两个因素也将是影响明年乃至未来多年全球经济和政治格局的关键。

重大政策事件追踪

英国脱欧谈判取得新进展，但最终结果尚存重大不确定性

虽然上上周英国议会发生剧烈动荡，多位重要官员宣布离职以反对英国首相提出的脱欧协议，但上周英国政府仍与欧盟在有关直布罗陀问题上达成了一致意见，且双方表示“有决心”用更好、更持久的解决方案代替目前的爱尔兰边界后备计划，这几乎可以算是双方谈判的最后一个障碍。在该消息的刺激下，英镑上周四（11月22日）跳涨，英镑兑美元一度超过 1.29。在周日（11月25日）举行的欧盟特别峰会上，欧盟已经正式批准了英国政府的脱欧协议。

然而，英国首相特雷莎·梅接下来还要啃一块“硬骨头”——英国议会，因为当前英国议会中的各个派系，包括反对党工党，保守党中的脱欧派，亲欧派和民主联盟党，均表示反对当前的协议。12月英国下议院将对脱欧协

议进行投票表决，特雷莎·梅在议会的优势微弱，一旦少数保守党议员反水，协议就很可能被否决。我们在上周的报告中提到，脱欧谈判最终结果有三种可能：第一，当前协议通过；第二，无协议脱欧；第三，再举行另一场公投决定脱欧与否。**现在看来，第一种和第二种结果的概率均不小。即便议会通过了脱欧协议（第一种结果），预计也会对多项条款进行修订，在议会投票结果落定之前，英镑仍会较为动荡。如果是无协议脱欧（第二种结果），英镑无疑会再度大跌。**

欧盟或就预算草案惩罚意大利，欧元区经济复苏仍有拖累

在 10 月中旬的欧盟峰会上，欧盟就曾驳回了意大利的预算案，要求其在 10 月 22 日之前提交修改方案，但意大利并没有做出改变。上周三（11 月 21 日）欧盟执委会再度否决了意大利的预算草案，并计划实施“超额赤字程序”（Excessive Deficit Procedure），对意大利进行罚款。程序将在 12 月或明年 1 月正式开启，如果意大利仍拒绝修改提案，欧盟将对意大利开出约等于其国内生产总值 0.2%，即 34 亿欧元的罚单。

意大利方面对此则表示强硬，民粹主义副总理、北方联盟党首萨尔维尼（Matteo Salvini）对欧盟的回应是：重申制裁是对意大利的不尊重，可以“小幅调整”预算案，但在养老金改革和减税等核心条款上不会让步妥协。但意大利总理孔特的态度更为强硬，他认为目前的预算计划是“绝佳的”、“符合意大利人民和欧洲的利益”。

意大利政府强硬的态度可能部分是因为明年 5 月将迎来欧洲议会选举，意大利政府认为欧盟不愿在此之前引起更多动荡。欧盟此前也对西班牙和葡萄牙等国启动过 EDP 程序，但并没有实施惩罚，意大利可能是首个被处罚的国家。如果意大利真的被处罚，则会加重布鲁塞尔与意大利疑欧派之间的对立情绪。**在欧洲民粹主义抬头的背景下，这种对立不仅会不利于欧盟的稳定，还会导致金融市场动荡和经济增长的进一步放缓。我们仍需密切关注意大利问题的动向，这可能是 2019 年全球最重大风险点之一。**

重要经济数据分析

欧洲多国制造业 PMI 表现疲弱，OECD 下调欧洲经济增速预期

上周欧洲多国最新 PMI 数据出炉，欧元区整体制造业 PMI 弱于预期，11 月初值为 51.5 低于预期的 52 和前值 52，这是欧元区 PMI 连续第 11 个月走低，为 2015 年 3 月以来的最低水平。德国、法国的 11 月制造业 PMI 同样不及预期，并低于前值。作为经济的领先指标，欠佳的 PMI 数据显示出四季度欧洲经济继续疲弱。三季度欧元区 GDP 同比增速为 2015 年以来最低，四季度似乎并没有明显改善。

我们在此前的报告中曾指出，一些临时性因素压低了欧洲经济三季度的表现，如果这些因素消散，欧洲经济可能会有所好转。但目前的形式是，欧洲经济的两大不确定因素——英国脱欧以及意大利预算案均未有最终定论，尤其是意大利问题的负面影响可能会持续至明年，欧洲经济的前景堪忧。上周 OECD 发布了最新的经济预测报告，下调了欧元区的增速预期，今明两年的增速分别为 1.9% 和 1.8%，其主要的担忧就是意大利经济放缓“严峻程度远超预期”。**对于投资者来说，经济的不稳定性势必会造成金融市场动荡，中期内欧洲股市的相对投资价值较低。这也可能推迟欧央行收紧货币政策的决定，欧元在中期内或仍保持弱势。**

大类资产走势回顾

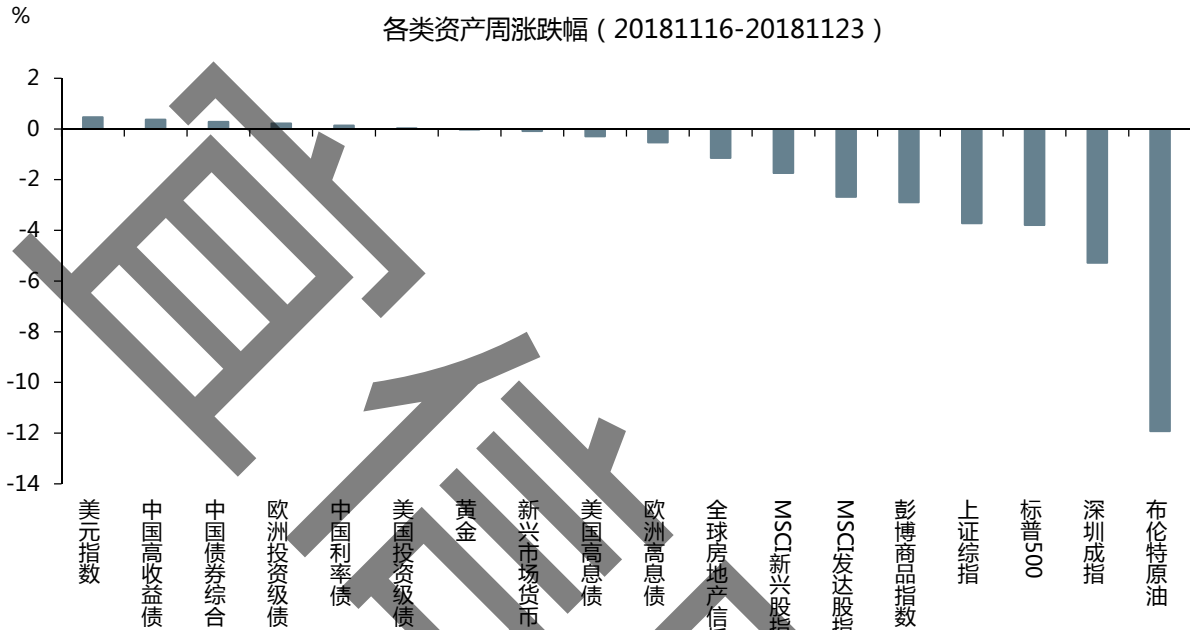
全球股市普跌，A 股“市场底”还未到来

上周全球股市再度下跌，MSCI 全球股指下跌 2.8%，标普 500 指数下跌 3.8%，上证综指下跌 3.7%。美股的大跌主要受到科技板块和能源板块的拖累，苹果公司的股价上周下跌了 10.98%，收于 172.29 美元，已经基本回吐年内全部涨幅。而油价的大跌导致能源板块下跌，该板块上周累计下跌 5.1%。经历过近期的下跌，美股估值

的压力已经有所释放，但多个科技巨头三季度盈利不及预期，美股的重要支撑力量不足，我们对后期美股继续保持谨慎态度。

A 股上周表现也较弱，上证综指和深证成指分别下跌 3.7%和 5.3%，表明此前一周的反弹根基并不牢固。我们仍提示，A 股短期内的壳股垃圾股爆发是典型的游资特征，长期稳定资金还未入市，“政策底”不意味着“市场底”。投资者不必冒险追求短期收益，熊市中选择右侧投资的成功率更高。

图表 1：布伦特原油录得 2016 年以来最大单周跌幅



数据来源：Bloomberg，宜信财富

原油创近年最大跌幅，12 月减产会议值得关注

上周原油价格跌幅扩大，布伦特原油下跌 11.9%，收于 58.8 美元/桶，为 2016 年以来最大单周跌幅，成为上周表现最弱的资产。这也是原油连续第 7 周的下跌。**油价的大跌有多方面原因促成：第一，全球原油库存持续增长。**上周美国能源信息署（EIA）的数据显示，美国原油商业库存增加了 485.1 万桶至 4.469 亿桶，连续第 9 周增长，创下一年半以来最长的连涨记录。上周沙特能源部长表示，该国原油日产量超过 1070 万桶，为近年来最高水平。**第二，OPEC 减产有待观察。**自从 OPEC 等产油国 2017 年减产以来，油价一路上涨至今年 10 月，而今年 6 月以后沙特和俄罗斯均不再减产，推动全球石油产量逐渐回升。面对油价快速下跌的局面，OPEC 曾将会在 12 月 6 日举办会议，计划再次大幅减产，但上周俄罗斯并没有表现出合作的意向，表示要先“了解 11 月和 12 月初的情况如何发展”。如果缺少了产油大国俄罗斯的支持，再加上伊朗石油出口的豁免，供需不对称的情况将继续施压油价。**第三，全球需求下降。**面对全球增长放缓的诸多迹象以及贸易局势和政治局势的不确定，IMF 和 OECD 均下调了未来的全球增长预期，投资者的悲观情绪会在中长期内对油价形成压制。

短期内，全球经济偏弱和政治不稳定的局面难以改变，但 12 月初的减产会议可能会影响市场情绪。投资者需要关注这次会议前产油国透露出来的消息，如果减产获得多方支持，油价短期内将有支撑。

受避险情绪推动，美元指数小幅收涨

美元指数上周收涨 0.5%，收于 96.92 在各类资产普跌的背景下，美元已经成了表现最好的资产。但其上涨显然与经济基本面以及政策动向无关，因上周公布的包括耐用品订单、首申失业金人数等在内的多个经济数据不及预期，美联储 3 号人物威廉姆斯也表现出了鸽派加息的态度。所以，**美元上涨主要是因为避险情绪的回升，油价、股价的大跌以及欧洲局势动荡令避险资金流向美元**。短期内，美元或继续维持高位震荡的走势，本周需要关注美联储主席和多位官员的讲话，以及 G20 峰会的消息，英国脱欧和意大利预算的消息还会间接影响美元。

宜信财富

图表 2：全球股市再度下跌

股票-国家(当地货币)	% w/w	% m/m	% YTD
上证综合指数	-3.7	-0.9	-22.0
香港恒生指数	-1.0	3.7	-13.3
台湾加权指数	-1.3	1.5	-9.2
韩国 KOSPI 指数	-1.7	-0.3	-16.6
标普 500 指数	-3.8	-2.7	-1.5
欧洲 Stoxx 600 指数	-1.0	-0.3	-9.0
英国富时 100 指数	-0.9	-0.7	-9.6
日经 225 指数	-0.2	1.8	-4.9
澳洲 ASX 指数	-0.3	0.9	-5.8
加拿大 TSX 指数	-1.0	0.6	-7.4
印度 BSE 100 指数	-1.3	4.4	-2.0
股票-地区(美元)			
MSCI 全球	-2.8	-1.6	-6.1
MSCI 亚洲(不包括日本)	-1.4	3.0	-16.3
MSCI 大中华	-1.6	3.0	-14.0
MSCI 新兴市场	-1.7	2.2	-14.5
MSCI 东盟	-0.2	3.0	-12.1

数据来源：Bloomberg，宜信财富

图表 3：油价单周跌幅近 12%

10 年国债收益率 (%)	bp w/w	bp m/m	bp YTD	
中国	3.40	4.7	-13.7	-48.0
美国	3.04	-2.4	-7.8	63.4
德国	0.34	-2.7	-5.7	-8.4
英国	1.38	-3.1	-6.1	19.1
日本	0.09	-0.5	-1.8	5.0
韩国	2.17	-5.5	-10.7	-30.2
澳洲	2.65	-2.8	3.9	2.0
加拿大	2.34	-2.6	-11.1	29.5
印度	7.74	-4.8	-13.0	41.6
商品	价格	% w/w	% m/m	% YTD
布伦特原油 (美元/桶)	58.8	-11.9	-23.5	-12.1
黄金 (美元/盎司)	1223.1	0.0	-0.8	-6.1
道琼斯商品 指数	605.0	-2.8	-3.0	-3.3
铜(美元/吨)	6236.5	0.2	-0.3	-13.5

数据来源：Bloomberg，宜信财富

图表 4：美元指数震荡上涨

货币	汇率/指数	% w/w	% m/m	% YTD
美元兑在岸人民币	6.9485	0.2	0.0	6.8
美元兑离岸人民币	6.9449	0.4	-0.1	6.6
人民币汇率指数	92.48	0.0	0.4	-2.5
美元指数	96.92	0.5	0.2	5.2
欧元兑美元	1.1337	-0.7	-0.6	-5.6
英镑兑美元	1.2814	-0.2	-0.6	-5.2
美元兑瑞士法郎	0.9974	-0.3	-0.2	2.4
美元兑日元	112.96	0.1	0.6	0.2
美元兑韩圆	1,130	0.2	-0.7	5.9
澳元兑美元	0.7233	-1.4	2.1	-7.4
新西兰元兑美元	0.6781	-1.4	3.9	-4.5
美元兑加币	1.3238	0.7	1.6	5.3
美元兑印度卢比	70.70	-1.7	-3.5	10.7
德银新兴市场货币指数	84.96	-0.1	0.7	-7.3

数据来源：Bloomberg，宜信财富