

原油市场月评

无人机袭击扭曲短期供应基本面

布伦特和 WTI 原油价格在过去一个多月的时间呈箱体震动，布伦特原油平均交易价格每桶 60.2 美元，而 WTI 原油平均交易价格为每桶 55.7 美元。9 月 14 号，针对沙特阿美两个主要油田设施的袭击打破原油供需的短期平衡，导致沙特阿美产生了每天 570 万桶的产出中断，对应沙特产出及全球原油需求比例分别约为 58% 及 5.7%。沙特受到袭击的周末过后，亚洲早盘交易时段，布伦特原油最高飙涨 19.5% 至每桶 71.95 美元。由于每天 570 万桶供应中断对目前原油供应非常显著，我们预期原油市场会将短期关注的焦点从贸易紧张局势及较弱的原油需求预期转移至供应短缺及与日俱增的递增的地缘政治风险当中，并且后续的关注将集中在 1) 沙特阿美将在多长时间内将受影响的产能恢复满产；2) 海湾地区的紧张的局面是否会进一步升级；以及 3) 在全球经济较为疲弱的背景下，主要的原油出产国将采取什么手段来抑制短期油价过快上涨。我们将 2019 年四季度布伦特原油价格展望有每桶 65-70 美元上调至每桶 70-75 美元，WTI 价格展望从每桶 50-55 美元上调至每桶 60-65 美元。取决于沙特产能恢复进度，我们认为短期油价有望上试每桶 80 美元线。

■ **无人机袭击导致沙特过半产能中断。** 沙特阿拉伯的两个主要石油生产设施，由沙特阿美运营的 Abqaiq 和 Khurais 油田，于 9 月 14 日遭到了无人机攻击。这些袭击事件导致沙特主要的原油处理设施燃起大火，并迫使沙特关停了受影响产能。根据沙特阿美的官网通报，受影响的产能为每天 570 万桶。根据彭博数据，8 月份沙特原油产量为每天 980 万桶，570 万桶的原油产出中断将分别对应沙特原油产出及全球原油需求的 58% 及 5.7%。

■ **影响：原油市场将很可能面临短期供应短缺。** 根据沙特阿美情况公告，袭击事故中没有人员伤亡，同时公司已采取措施来恢复生产，并预期在 48 小时左右（预期 9 月 16-17 号）进行产能情况进展报告。目前尚不清楚 570 万桶的产能中断是否为应急预防性保护措施，但根据金融时报信息，熟悉沙特能源部人士透露产能恢复至满产将需要花费数周时间。根据美国能源署和 OPEC 的月度报告，目前全球的原油供需状况处于平衡及略去库存状态，570 万桶的供应中断将对短期原油供应产生显著影响。尽管沙特仍具备约每天 230 万桶左右产能储备，并且还具备相当数量的原油库存以满足短期出口需求，但我们预料短期油价将具备较强的上涨动力。

■ **下一步的油价影响？将取决于沙特将需要多久来恢复受损产能。** 基于 EIA 对于经合组织（OECD）28.95 亿桶商业原油库存测算及袭击前对 2019 年三季度较为均衡的原油供需状况判断，我们认为突然出现的供应中断将对 OECD 的商业原油库存带来每天 570 万桶的去库存作用。若对沙特目前的储备产能及其它 OPEC 国家增产潜力加以考虑，我们预期供应短缺依旧将带来每天 270 万桶的去库存影响。根据我们测算 1) 若产能中断持续四周，将减少 OECD 库存 7560 万桶，并将商业库存降低至 2015 年上半年水平；2) 若产能中断持续 10 周，将减少 OECD 库存至 2010-2014 年商业库存上限，而当时原油价格为每桶 100 美元左右；及 3) 预期供应中断的时间越长，对于推

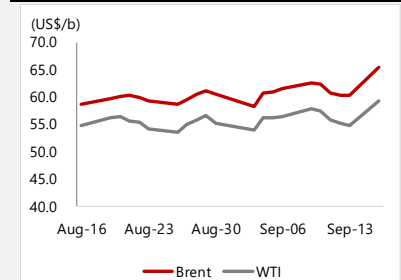
萧小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

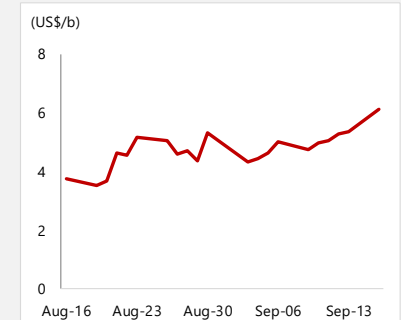
布伦特原油 65.48 美元/桶
1-月变化 +12.5%

WTI 59.36 美元/桶
1-月变化 +7.5%



资料来源: 彭博

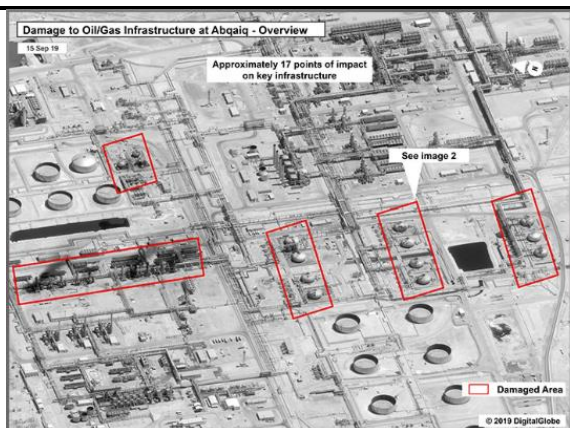
布伦特 - WTI 价差 US\$6.12



资料来源: 彭博, 招银国际

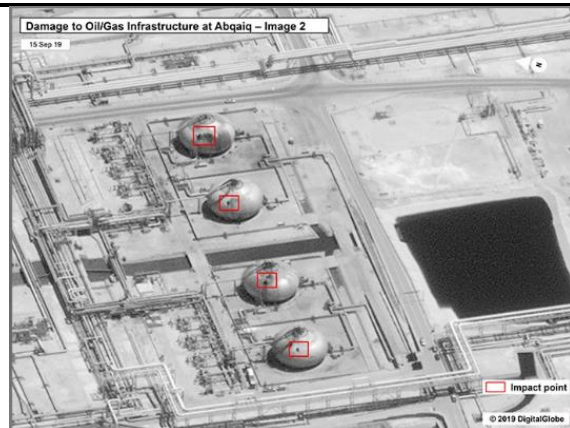
升油价的作用将愈发明显。基于上述判断，我们认为沙特阿美的产能恢复进展情况将成为未来数周左右油价关键因素。

图 1: 美国卫星影像显示对沙特的原油处理设施有 17 个袭击点



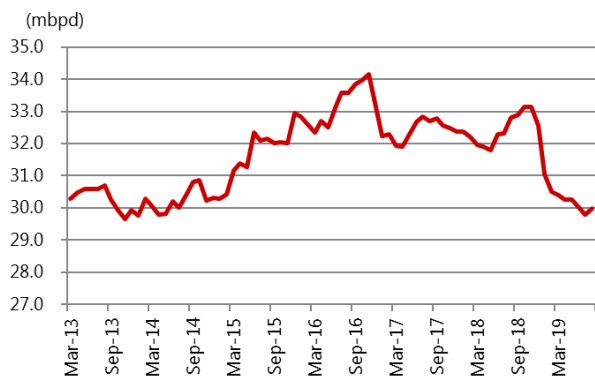
资料来源: 美国官方

图 2: 无人机袭击所造成的破坏程度尚不确切



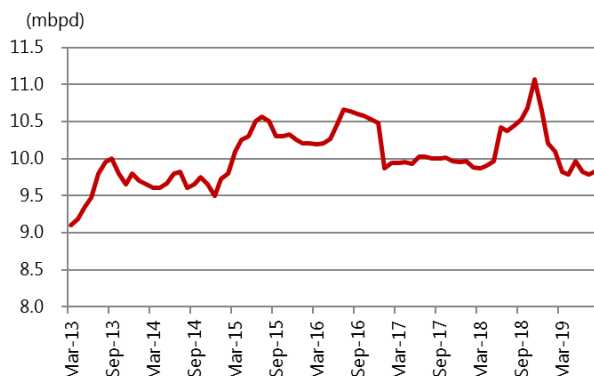
资料来源: 美国官方

图 3: 8 月份 OPEC 国家产量少于每天 3,000 万桶，依然符合减产协议要求



资料来源: 彭博、招银国际证券

图 4: 沙特 8 月份产量为每天 980 万桶，而根据沙特阿美声明，产量受损量为每天 570 万桶



资料来源: 彭博、招银国际证券

图 5: 短期来看伊拉克并不具备显著的增产空间



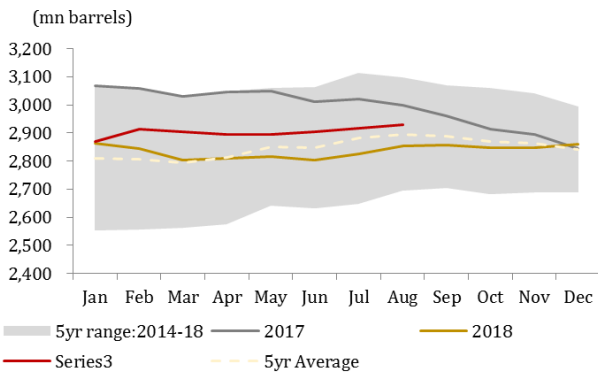
资料来源: 彭博、招银国际证券

图 6: 在沙特产能受损期间, 非 OPEC 俄罗斯具备一定的增产空间



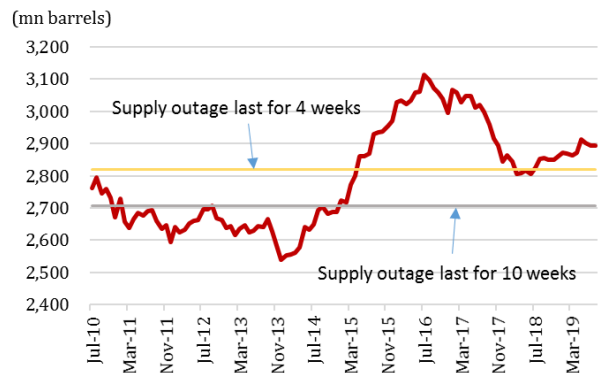
资料来源: 彭博、招银国际证券

图 7: 根据 EIA 测算, OECD 的库存量接近 2014-18 年五年平均线



资料来源: 彭博、招银国际证券

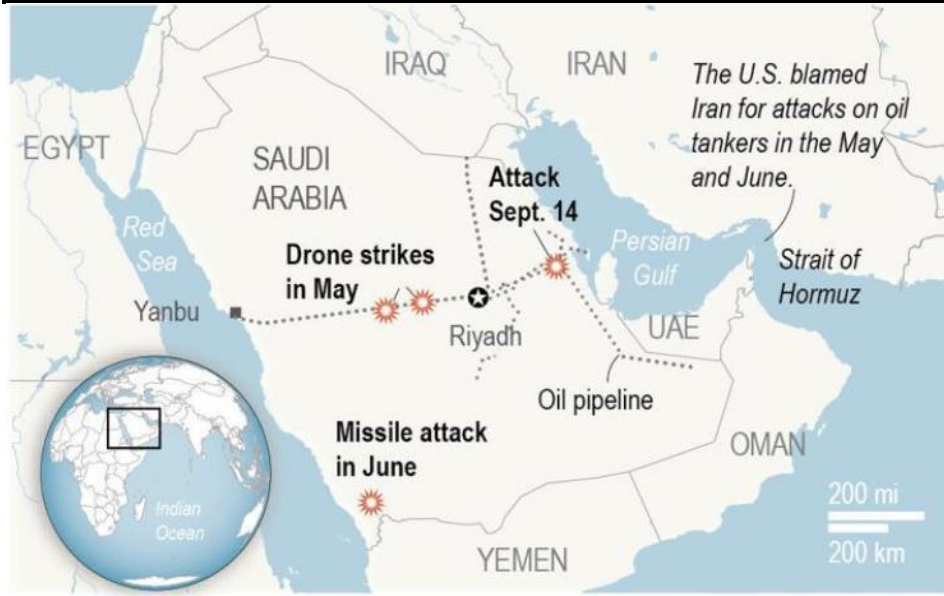
图 8: 基于 8 月份 OECD 国家库存水平 (美国能源署测算) 以及每天 270 万桶的产能损失假设, 我们预期产能中断四周 OECD 库存将降至 28.2 亿桶, 而产能中断 10 周, OECD 库存将降至 27 亿桶



资料来源: 彭博、招银国际证券

■ **海湾地区地缘政治紧张局势或将加剧。**根据目前的新闻信息, 也门胡塞武装 (伊朗盟友) 宣称对沙特无人机袭击事件负责, 然而美国国务卿迈克·蓬佩奥则指责伊朗发动了该起袭击。伊朗否认了有关指控。根据纽约时报报导, 一名美国官员称共有 19 处目标受袭, 并且袭击来自于沙特西部及西北西区, 而非沙特南部的也门地区。美国总统特朗普亦表示罪魁祸首已被锁定, 并准备好武力, 有待沙特王国进一步确认攻击目标, 而沙特则尚未明确具体的袭击来源。我们认为市场仍然对海湾地区潜在的地缘政治冲突升级持谨慎态度, 并且市场目前并未将潜在的冲突影响纳入对油价的衡量。

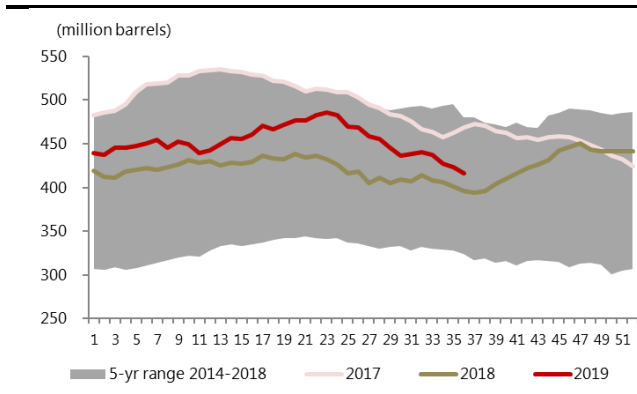
图 9: 2019 年针对沙特发生了数起袭击事件. 亲伊朗的也门胡赛武装宣称对沙特袭击负责, 而美国国务卿蓬佩奥则指责伊朗发动了该起袭击。



资料来源: 美联社, maps4news.com

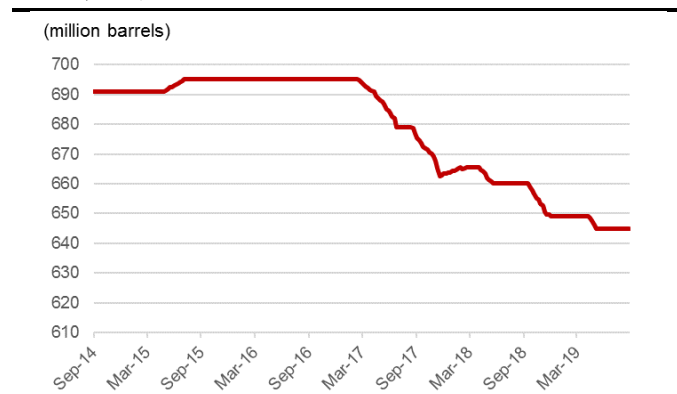
■ **原油库存将作为缓冲以抑制油价过快上涨。** 沙特目前仍握有数量可观的原油库存以维持产能供应受损后最初几周的原油出口供应。美国总统特朗普亦通过推特表示计划释放战略原油库存来平抑油价过快上涨。根据美国能源署的每周报告, 截止至 2019 年 9 月 6 日, 美国供持有 4.16 亿桶商业原油库存, 及 6.45 亿战略原油库存。最差情形下, 以每日短缺 570 万桶基准测算, 美国战略库存释放将可以维系全球供应约 113 天。基于上述信息判断, 我们认为短期内仍有充分库存支持原油供应, 同时释放库存降有助于抑制油价过快上涨。

图 10: 美国原油库存能够支持炼厂原油需求超过 22 天



资料来源: 彭博、招银国际证券

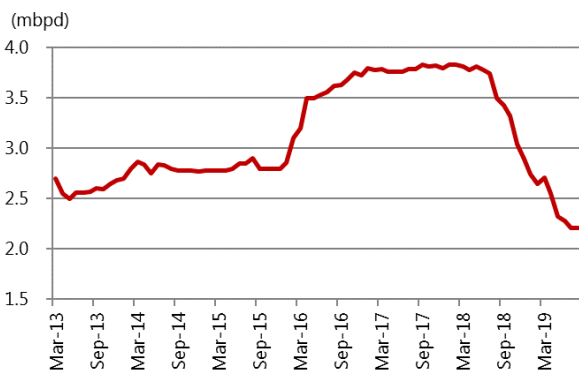
图 11: 在极端情形下, 我们测算美国战略原油库存将能够支持沙特缺口约 113 天



资料来源: 彭博、招银国际证券

- **潜在的贸易协议将进一步推升短期油价。**在沙特受袭以前，由于对中美贸易谈判的前景忧虑导致市场预期未来原油需求增长放缓。基于对于经济增长放缓的预期，EIA 及 OPEC 分别将 2020 年原油增长需求预期调低至每天 140 万桶及 108 万桶，而 IEA 则仍然维持 2020 年原油需求增长 140 万桶不变。目前，市场根据近期中美关系变化又重燃对于中美贸易谈判达成部分协议预期，我们认为若有关协议达成将强化市场对于原油需求增长预期。基于短期原油供应基本面已在沙特受袭后产生明显变化，并且海湾地区冲突或将加剧情形下，我们认为贸易协议达成或将推动油价进一步上涨。
- **伊朗仍是关键牌。**美国对伊朗的制裁决策在 2018 年下半年及 2019 年上半年均对油价产生了明显影响。随着近期美国鹰派国家安全顾问博尔顿的离任预示美国对伊朗态度或将软化。特朗普倾向与减小对伊朗的施压，同时考虑与伊朗总统哈桑鲁哈尼就德黑兰和核计划及对伊朗制裁等问题进行谈判，而博尔顿的强硬姿态与特朗普计划向左。基于目前沙特受袭所带来的油价影响，在目前美国正面临经济下行压力的时候，我们认为特朗普政府并不希望看到油价快速上涨。因此，若伊朗获证实并非沙特原油处理设施的实施国，我们预期对伊朗解除制裁的可能性会增加，而这将有助于特朗普以对自身有利的方式抑制油价上涨。

图 12: 在美国强化执行对伊朗制裁后，伊朗的原油产出呈大幅下滑



资料来源: 彭博、招银国际证券

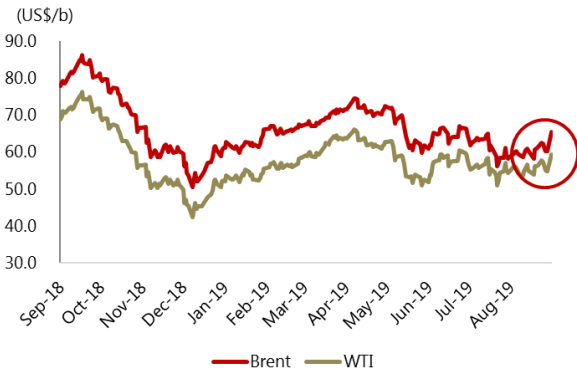
图 13: 伊朗原油出口量解除对伊朗原油出口禁令将有望成为缓解沙特供应中断所带来的供应缺口。



资料来源: 彭博、招银国际证券

- **短期油价将呈趋势性上涨。**我们对多项短期油价影响因素进行了衡量，认为
 - 1) 沙特的供应中断将持续数周，将推升油价；
 - 2) 海湾地区的潜在地缘政治冲突将推升油价；
 - 3) 潜在的中美贸易协定将改善原油需求预期，有望支撑油价上涨；
 - 4) 沙特、OECD 国家释放原油库存储备，及美国释放战略石油库存将抑制油价过快上涨；
 - 5) 解除伊朗制裁将有望加速市场恢复供需平衡，尤其是在沙特产能需要较长时间才可恢复正常的情形下。
 基于上述因素判断，我们预期短期原油价格将具备较强的上涨动力。我们将 2019 年 4 季度布伦特原油展望自每桶 65-70 美元上调至 70-75 美元，同时将 WTI 原油价格展望从每桶 50-55 美元上调至 60-65 美元。视沙特供应恢复的进度，我们认为布伦特原油有望上试每桶 80 美元线。

图 14: 原油价格在箱体震动后重现上涨动力



资料来源: 彭博、招银国际证券

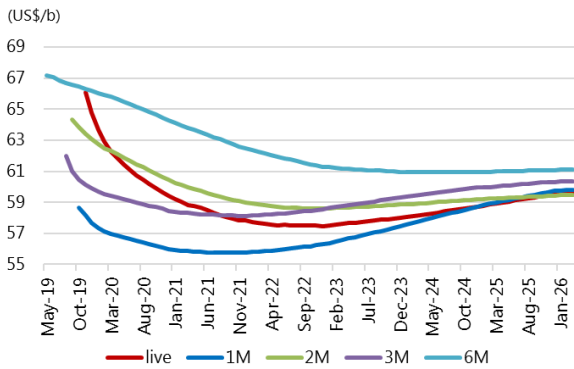
图 15: 布伦特和 WTI 价差因美国解决了管输瓶颈后有明显下降



资料来源: 彭博、招银国际证券

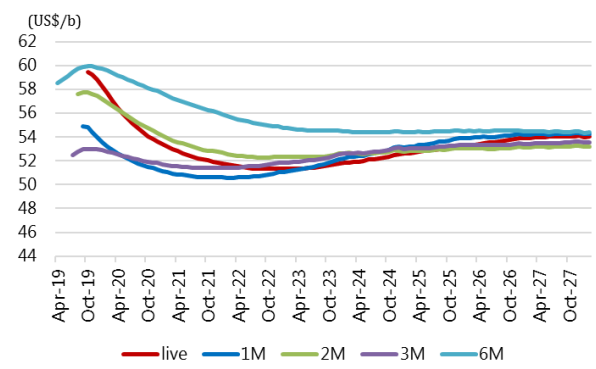
■ **原油市场长期展望依然呈压。**尽管我们预期短期油价呈向上动能，我们认为长期油价展望依然承压，主要依据为 1) 较弱的经济增长预期导致对原油需求增速预期依然疲弱；以及 2) 非 OPEC 国家的产量维持增长，尤其是美国页岩及致密油气的产能维持较快增速，导致 OPEC+ 国家需要进一步维持减产措施以维持这些产油国的预算平衡。期货价格曲线确认了我们对于长期油价的判断。中短期期货曲线向下倾斜，与几个月前相比下跌趋势更加陡峭，隐含供应中断恢复后原油市场将恢复到供应过剩状态。因此，我们对于 2020 年油价持谨慎乐观态度。我们预期长期布伦特及 WTI 均衡油价分别为每桶 60 美元及 55 美元。

图 16: 布伦特原油短期呈贴水状态，长期恢复升水形态



资料来源: 彭博、招银国际证券

图 17: WTI 原油短期呈贴水状态，长期恢复升水形态



资料来源: 彭博、招银国际证券

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级管理人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

| | |
|-----|------------------------------|
| 买入 | : 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15% |
| 持有 | : 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间 |
| 卖出 | : 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10% |
| 未评级 | : 招银国际并未给予投资评级 |

招银国际证券行业投资评级

| | |
|------|--------------------------|
| 优于大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标 |
| 同步大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若 |
| 落后大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标 |

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。