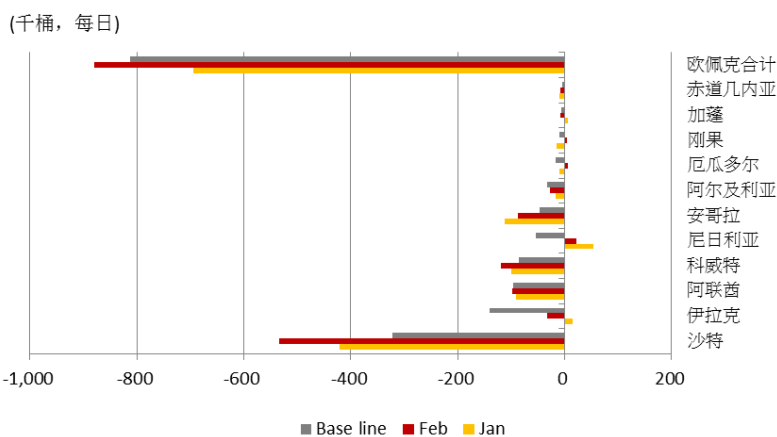


## 供應偏緊將有條件支撐油價上行

❖ **原油價格在1-2月期間穩定上行。**布倫特原油和WTI價格在過去兩個月穩步攀升至65美元和56美元每桶，接近我們此前的2019年油價前景的上限。年初至今，布倫特原油和WTI分別反彈22.1%和23.4%。我們認為中美之間貿易緊張局勢趨向緩和是過去兩個月內提振油價的主要動力。隨著中美越來越接近達成全面的貿易協議，我們認為市場目前對全球經濟增長以及原油需求方面的展望趨於穩定。展望未來，儘管美國總統特朗普通過推特評論對油價繼續上漲施加了壓力，但由於沙特阿拉伯一直採取較為激進的方式減少產出，我們預計市場會將短期焦點將轉向原油供應。未來三個月，我們預計1)由沙特阿拉伯牽頭的歐佩克減產，2)俄羅斯對第二輪減產的反應，以及3)美國葉岩油和緻密油產量增長將成為決定油價走勢的短期關鍵。基於我們對於目前原油供需目前基本面處於較強階段的理解，我們對2019年原油價格展望上調每桶5美元，即布倫特原油上調至65-70美元/桶，WTI則上調至55-60美元/桶。

❖ **沙特正採取更加激進的減產措施。**根據彭博數據，沙特的原油產量自2018年10月份日產量10.6百萬桶減產協議基準線減產至2019年1月份10.2百萬桶，每天減少42萬桶。根據彭博對2月份數據的初步統計，沙特在2019年2月將產量進一步減少至10.1百萬桶。參考上述數據，我們認為沙特在1-2月期間減產實現率均超出減產協議約定比例（即以2018年10月產量為基準減產32.2萬桶）。與上一輪減產相比，我們認為沙特目前採取更為激進的方式，力圖在較短的時間內恢復供需平衡，並將經合組織的庫存水平降至5年平均線以下。根據英國“金融時報”近期報導，沙特能源部長Khalid al-Falih表示將在3月份將原油產量進一步減至9.8百萬桶/日，表明該國在10.3百萬桶產量目標基礎上進一步減產50萬桶。除了沙特的減產幅度高於預期外，我們還觀察到其他歐佩克國家正在逐步提高減產實現率，導致石油輸出國組織的總產量減少至每日87.9萬桶，結合2月整體情況來看，我們測算整體減產實現率為108.3%。我們認為沙特和歐佩克國家的積極減產將對油價構成有力支持。

圖1: 沙特超出基準目標的減產行為，導致歐佩克整體的減產量超出協議約定



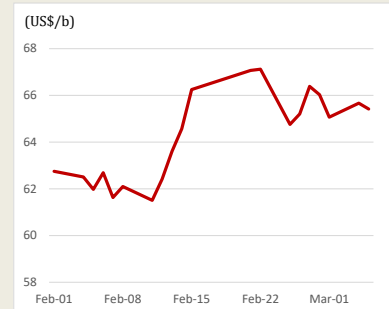
資料來源: 彭博, 招銀國際

蕭小川

電話: (852) 3900 0849

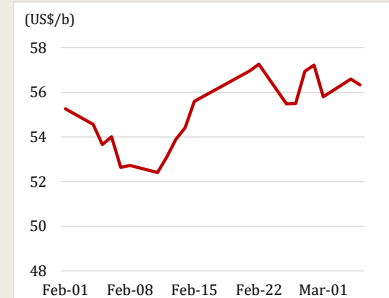
郵件: robinxiao@cmbi.com.hk

布倫特原油 **US\$65.67**  
1個月價格變動 **4.8%**



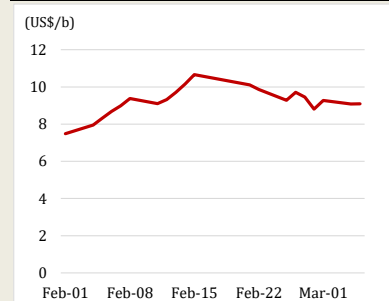
資料來源: 彭博

WTI原油 **US\$56.03**  
過去一個月之價格變動 **3.7%**



資料來源: 彭博

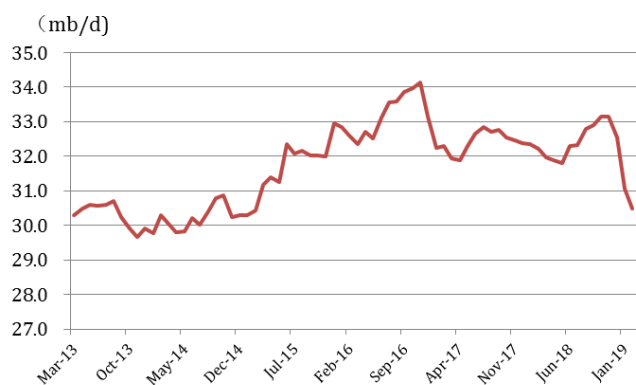
布倫特-WTI價差 **US\$9.64**



資料來源: 彭博

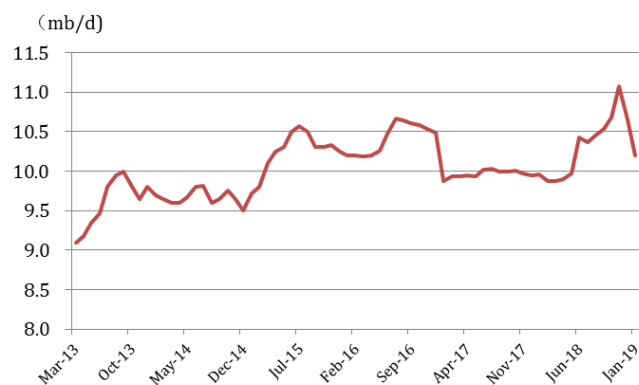
❖ 俄羅斯儘管行動較為遲緩，但仍遵從減產協議安排。作為沙特及歐佩克在原油產量控制及實現合理油價的關鍵盟友，俄羅斯此輪對於原油減產的反應較為遲緩。國際能源機構（IEA）數據顯示 1 月份俄羅斯實際減產量僅為每天 4.2 萬桶，遠低於協議約定的每天 23 萬桶。若按 OPEC+ 減產協議約定量判斷，1 月份的減產實現率僅為 18.3%。俄羅斯較為遲緩的反應使得市場對於 OPEC+ 國家聯合減產是否能夠持續產生了質疑，特別是在此期間部分國家對其它原油減產國進行利益收割。所幸，根據 CDU TEK 的初步數據，2 月份俄羅斯的產量在 1 月基礎上再下降 4 萬桶，顯示了該國對減產協議的尊重。根據近期的新聞，俄羅斯能源部長亞歷山大諾瓦克表示，由於嚴酷的冬季氣候會導致油井凍結，因此大幅削減石油產量存在困難。儘管如此，據諾瓦克部長稱，俄羅斯將努力加快實現目標，並仍計劃在 1 季度末以前達到減產目標。鑒於上次石油輸出國組織合作期間提高石油價格的成功經驗，我們預計俄羅斯可能會在北美葉岩油產量增加的背景下遵守限產措施。

圖 2: 歐佩克原油產量 (百萬桶/日)



資料來源: 彭博, 招銀國際

圖 3: 沙特原油產量 (百萬桶/日)



資料來源: 彭博, 招銀國際

圖 4: 伊朗原油產量 (百萬桶/日)



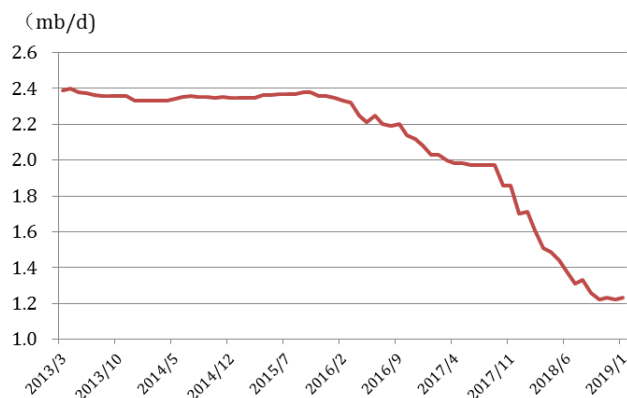
資料來源: 彭博, 招銀國際

圖 5: 俄羅斯原油產量 (百萬桶/日)



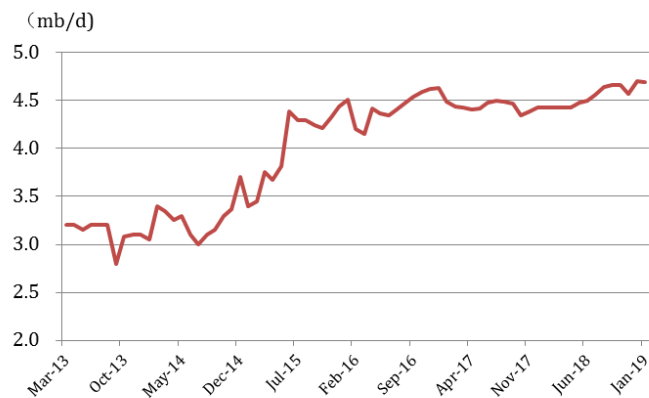
資料來源: 彭博, 招銀國際

圖 6: 委內瑞拉原油產量



資料來源: 彭博, 招銀國際

圖 7: 伊拉克原油產量



資料來源: 彭博, 招銀國際

圖 8: OPEC+ 減產目標及 1-2 月份的減產實現率

國家	基準產量	目標產量	減產目標	Jan-19			Feb-19		
				產量	實際減產	減產實現率	產量	實際減產	減產實現率
<b>歐佩克國家</b>									
沙特	10,633	10,311	-322	10,213	-420	130.4%	10,100	-533	165.5%
伊拉克	4,653	4,512	-141	4,669	16	-11.3%	4,620	-33	23.4%
阿聯酋	3,168	3,072	-96	3,078	-90	93.8%	3,070	-98	102.1%
科威特	2,809	2,724	-85	2,710	-99	116.5%	2,690	-119	140.0%
尼日利亞	1,738	1,685	-53	1,792	54	-101.9%	1,760	22	-41.5%
安哥拉	1,528	1,481	-47	1,416	-112	238.3%	1,440	-88	187.2%
阿爾及利亞	1,057	1,025	-32	1,041	-16	50.0%	1,030	-27	84.4%
厄瓜多爾	524	508	-16	515	-9	56.3%	530	6	-37.5%
剛果	325	315	-10	310	-15	150.0%	330	5	-50.0%
加蓬	187	181	-6	193	6	-100.0%	180	-7	116.7%
赤道几内亞	127	123	-4	117	-10	250.0%	120	-7	175.0%
<b>歐佩克合計</b>	<b>26,749</b>	<b>25,937</b>	<b>-812</b>	<b>26,054</b>	<b>-695</b>	<b>85.6%</b>	<b>25,870</b>	<b>-879</b>	<b>108.3%</b>
<b>非歐佩克產油國</b>									
俄羅斯	11,747	11,517	-230	11,705	-42	18.3%	N/A		
哈薩克斯坦	2,028	1,988	-40	2,082	54	-135.0%			
墨西哥	1,993	1,953	-40	1,940	-53	132.5%			
阿曼	1,003	978	-25	978	-25	100.0%			
阿塞拜疆	797	777	-20	794	-3	15.0%			
馬來西亞	698	683	-15	685	-13	86.7%			
巴林	217	212	-5	212	-5	100.0%			
南蘇丹	124	121	-3	121	-3	100.0%			
不丹	115	112	-3	113	-2	66.7%			
蘇丹	74	72	-2	72	-2	100.0%			
<b>非歐佩克合計</b>	<b>18,796</b>	<b>18,413</b>	<b>-383</b>	<b>18,702</b>	<b>-94</b>	<b>6</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>
<b>OPEC+ 合計</b>	<b>45,545</b>	<b>44,350</b>	<b>-1,195</b>	<b>44,756</b>	<b>-789</b>	<b>66.0%</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>	<b>n/a</b>

資料來源: 彭博, 招銀國際

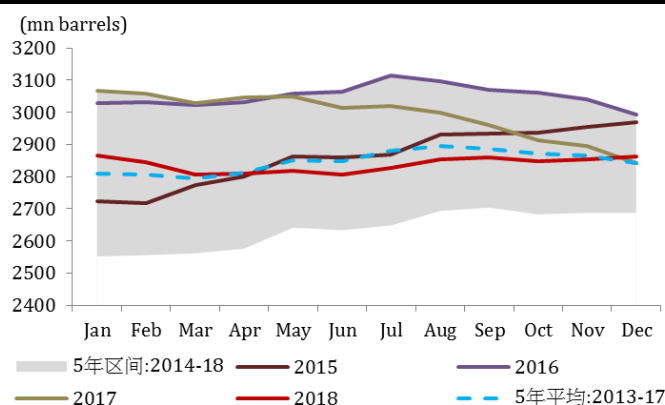
❖ **我們預計減產將持續六個月。**基於初步數據顯示歐佩克國家和非歐佩克產油國的對於減產的實現率日益提高，我們對減產協議對於恢復供需平衡，以及將經合組織（OECD）原油庫存恢復到 2014-17 年平均庫存水平以下持樂觀態度。在上一輪減產實施過程中，OECD 庫存在 20 個月內（2016 年 11 月-2018 年 5 月）下降超過 2.4 億桶，對應日庫存減少量 0.4 百萬桶。對於目前正在實施的第二輪減產，我們認為 OECD 5 年原油庫存平均線仍然是 OPEC+ 國家此輪減產的目標基線。根據 EIA 近期數據，OECD 目前庫存水平較 2014-17 年 5 年平均水平高約 70 萬桶。基於 OPEC+ 減產能夠帶來每日庫存量下降 0.4 百萬桶的假設，我們估計此輪減產需要約 175 天將原有庫存降至目標水平，期間約 6 個月左右。由於伊朗仍受美國制裁，我們認為伊朗在 6 月份將不會提供額外的原油產出供應，因此，我們認為 OPEC+ 國家將需要於 6 月前根據市場情況制定減產協議的退出計劃。

圖 9: 減產協議顯著舒緩了 OECD 國家的原油庫存壓力



資料來源: EIA, 彭博, 招銀國際

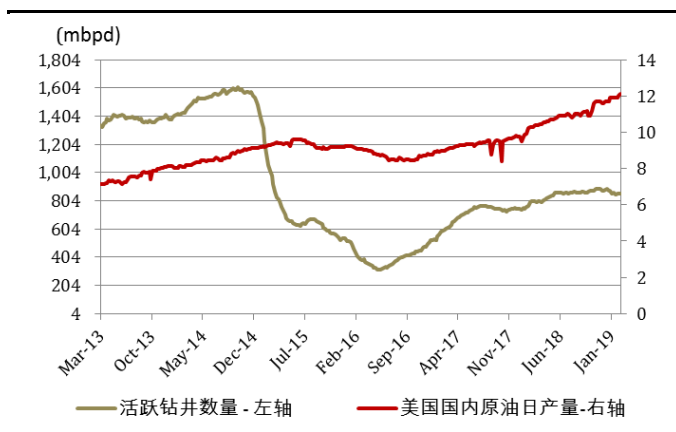
圖 10: OECD 目前的原油庫存略高於 5 年平均線



資料來源: EIA, 彭博, 招銀國際

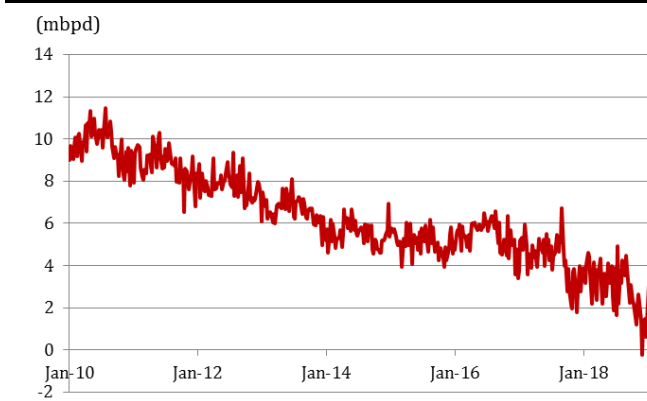
- ❖ **美國以成爲全球最大原油產出國。**在 OPEC+ 國家整忙於減產的同時，美國葉岩油和緻密油生產商則一直在增加產量。根據 EIA 的每周產量數據，截至 2019 年 2 月底，美國國內油田日產量已達 12.1 百萬桶，成爲全球最大的原油產出國。美國 2019 年 2 月的產出水平較 2018 年 10 月高出 90 萬桶/天，大致抵消了歐佩克國家爲減產所作努力。此外，結合不斷增加的美國原油產量以及逐漸下降的貝克休斯活躍鑽井數量，我們認爲美國葉岩油和緻密油生產商一直在提高生產運營效率。接下來的問題，是這些葉岩油和緻密油開發商的產出效率能夠達到什麼高度。我們認爲效率提升將在 2019 年觸頂，即產量增加在 2019 年內將不會在目前基礎上快速提升。根據 EIA 2018 年記錄的平均日產量 10.8 百萬桶數據，我們預計 2019 年美國日產量將增加 120-150 萬桶至 12.0-12.3 百萬桶。
- ❖ **美國將從 2019 年開始轉爲淨原油和石油產品淨出口國。**國內產量的大幅增加顯著改變了美國原油供應，如將原油和石油產品一并納入計算，美國在 2 月底已成爲淨出口國。截至 2019 年 2 月底，美國的石油日煉化產能 18.6 百萬桶，每日煉化投入爲 16 百萬桶，其中約 42.0% 依賴進口重質原油。基於對美國煉化設施仍將維持一定比例的進口重質原油的判斷，我們認爲產量飆升的美國內輕質原油將轉向出口市場，增加全球市場原油供應。
- ❖ **美國能源署庫存數據在 2 月下旬開始下降。**儘管原油庫存通常在 1 季度累計，但美國原油庫存在 2 月 22 日當周顯著下降了 860 萬桶。然而，在石油產品端，美國汽油庫存仍處於歷史高位，表明美國煉廠將面臨毛利壓力，未來對原油需求也將呈一定壓力。

圖 11：美國內原油產出效率顯著提升（百萬桶/日）



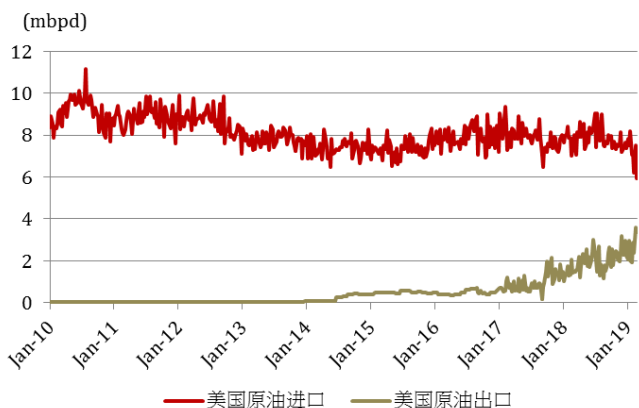
資料來源：美國能源署，彭博，招銀國際

圖 12：美國已逐漸有石油及產品淨進口過轉爲淨出口國（百萬桶/日）



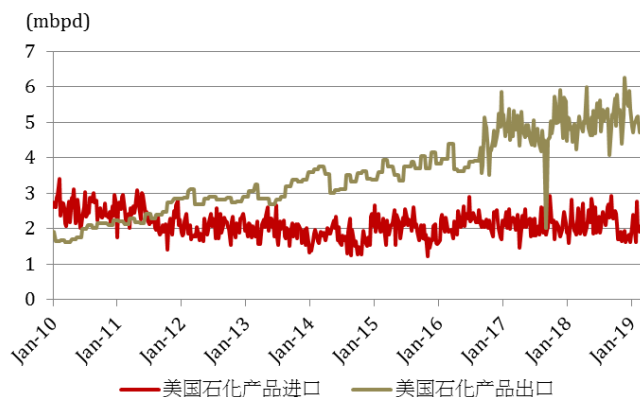
資料來源：美國能源署，招銀國際

圖 13: 美國原油進口及出口情況 (百萬桶/日)



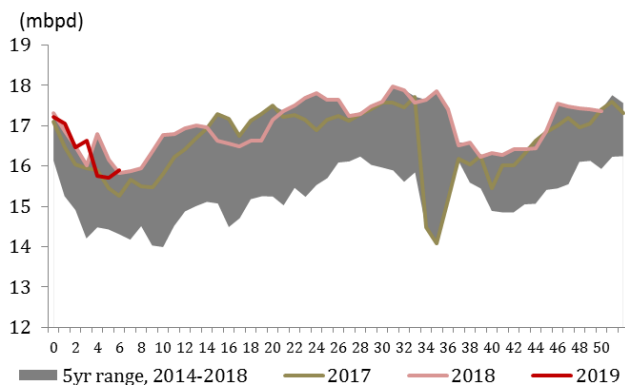
資料來源: 美國能源署, 招銀國際

圖 14: 美國石化產品進口及出口情況 (百萬桶/日)



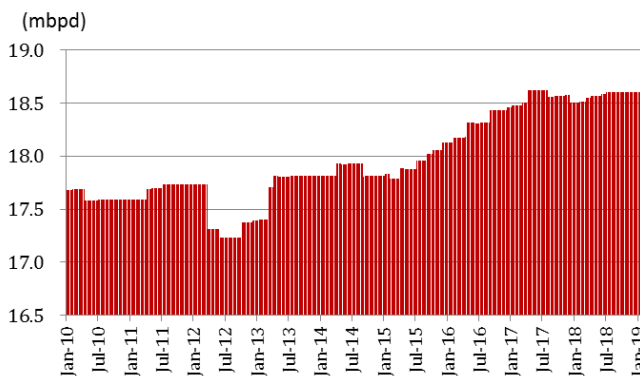
資料來源: 美國能源署, 招銀國際

圖 15: 美煉化原油淨投入量



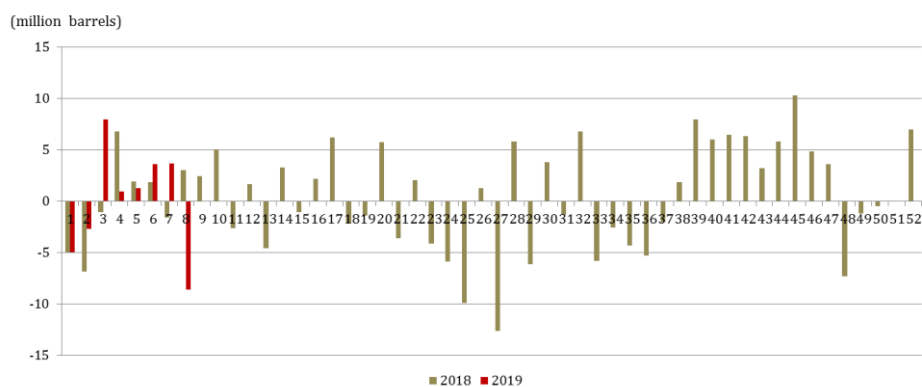
資料來源: 美國能源署, 招銀國際

圖 16: 美煉化產能情況



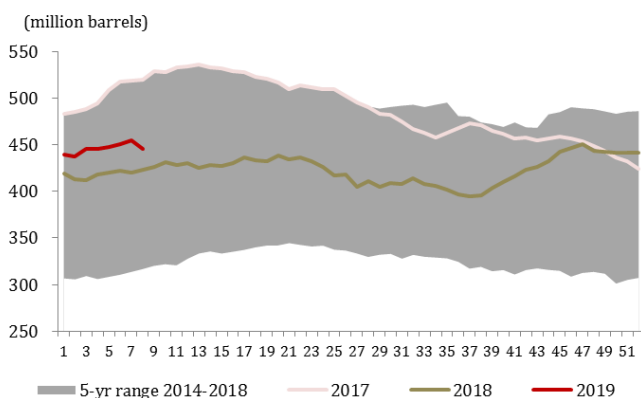
資料來源: 美國能源署, 招銀國際

圖 17: EIA 庫存數據顯示 2 月末原油庫存明顯下降 (百萬桶/日)



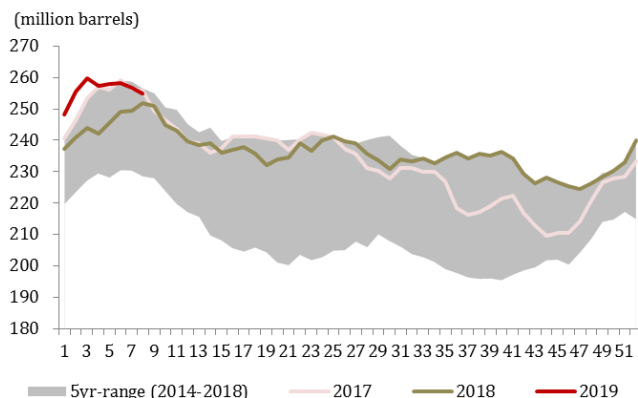
資料來源: 美國能源署, 招銀國際

圖 18: 儘管 1 季度為季節性庫存增加期，原油庫存情況仍實現了較為明顯的下降



資料來源: 美國能源署, 招銀國際

圖 19: 美國汽油庫存量處於歷史高位



資料來源: 美國能源署, 招銀國際

- ❖ **需求展望保持穩定。**隨著美中貿易緊張局勢持續緩和并接近達成全面貿易協議，我們認為全球經濟前景以及原油需求增長趨於穩定。歐佩克，IEA 和 EIA 對全球石油需求的主要估測需求增長區間為 124 萬桶/天至 149 萬桶/日。對於全球原油需求增長，歐佩克似乎顯得更為保守，該組織 2 月份基於對 OECD 美國、歐洲，拉美國家和中東地區的經濟預期下調，使得對於 2019 年的原油需求預期略微下調了 8 萬桶。而 EIA 和 IEA 的全球油液需求前景保持穩定在 140 萬桶及以上。在供應過剩方面，這三家主要機構估計 2018 年供應過剩測算區間為 24 萬桶到 80 萬桶，表明 OPEC+ 若實現減產 120 萬桶將對 2019 年的原油庫存情況產生影響。即便考慮到美國的葉岩及緻密油產量增長，我們認為減產的效果也將非常明顯。

圖 20: 主要機構對於全球原油需求及供應的預測

	全球需求			全球供應			隱含供應過剩/(短缺)			需求增長		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
OPEC	97.29	98.76	100.0	96.4	99	n/a	(0.89)	0.24	n/a	1.68	1.47	1.24
EIA	98.55	99.96	101.45	98.03	100.49	101.89	(0.52)	0.53	0.44	1.62	1.41	1.49
IEA	98.0	99.2	100.6	97.4	100	n/a	(0.60)	0.80	n/a	1.60	1.20	1.40

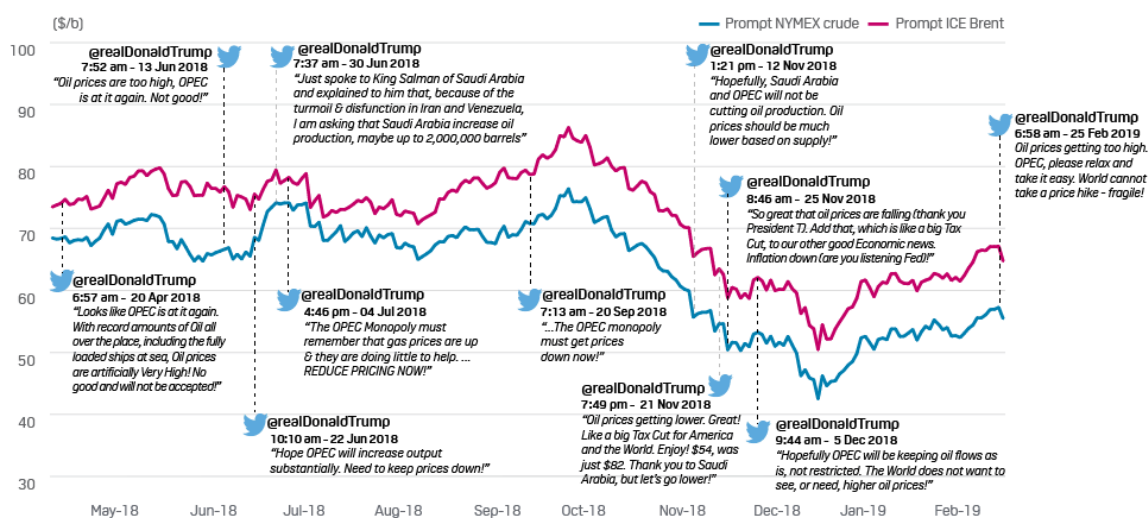
資料來源: 歐佩克, 美國能源署, 國際能源署, 招銀國際

❖ **2019 年較強基本面將對油價形成有力支撐。**與我們上次原油市場更新相比，全球石油市場基本面變得更加穩固，因為 1) 中美之間的貿易協議有助於穩定全球經濟增長和石油需求預期；2) 沙特阿拉伯的決心以及石油輸出國組織在減產方面的合作將在短期內使原油市場供需恢復平衡；3) 我們認為 2019 年美國葉岩氣和緻密油產量的供應增長潛力將較為有限。對於短期風險，因基於近期特朗普敦促歐佩克“放鬆”以應對價格上漲，我們認為美國總統特朗普對提高油價的態度變得微妙。儘管如此，我們對於他的推特治油能夠 2019 年產生多大影響表示懷疑，目前其對於伊朗和委內瑞拉的制裁均尚未取得效果，我們認為目前其影響市場價格的手段比較有限。

**圖 21: 美國總統特朗普的“推特治油”**

**US OIL DIPLOMACY BY TWEET**

US President Donald Trump's latest tweet aimed at OPEC comes as ICE Brent crude futures were inching closer to \$70/b amid output cuts by Saudi Arabia and other producers, while US sanctions restrict oil flows from Iran and Venezuela.



資料來源：標普全球普氏

<https://www.spglobal.com/platts/en/market-insights/latest-news/oil/022519-trump-tweets-oil-prices-getting-too-high-calls-for-opec-to-relax>



- ❖ 將油價展望調升 5 美元/桶。基於我們對未來幾個月油價基本面將轉強預期，我們將全年油價展望上調 5 美元/桶，自此前布倫特原油每桶 60-65 美元上調至 65-70 美元，以及 WTI 原油 50-55 美元上調至 WTI 的 55-60 美元。我們認為短期原油期貨曲線也證實了我們的觀點。期貨曲線短期呈升水狀態，此後恢復長期貼水形態。我們認為市場仍然預期長期原油供應處於充足狀態，但 2019 年面臨短期供應偏緊。除了我們的短期油價上漲前景外，我們還預計油市將呈現相對較低的波動性，如 OVX 指數（芝加哥期權交易所原油波動率指數）跌至更低水平，表明市場展望偏向穩定。

圖 22: 1 年期布倫特及 WTI 價格波動曲線



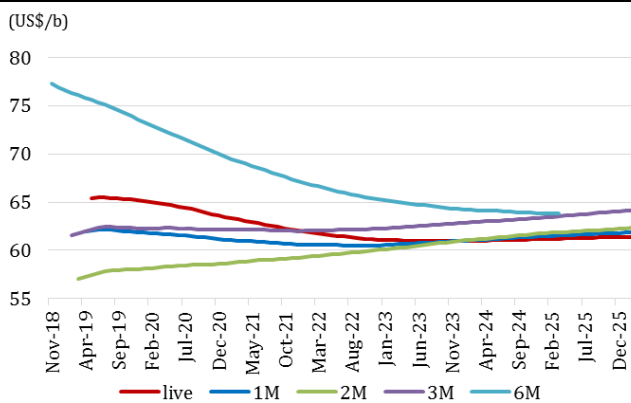
資料來源：彭博，招銀國際

圖 23: 原油價格波動指數在 1-2 月期間顯著下跌



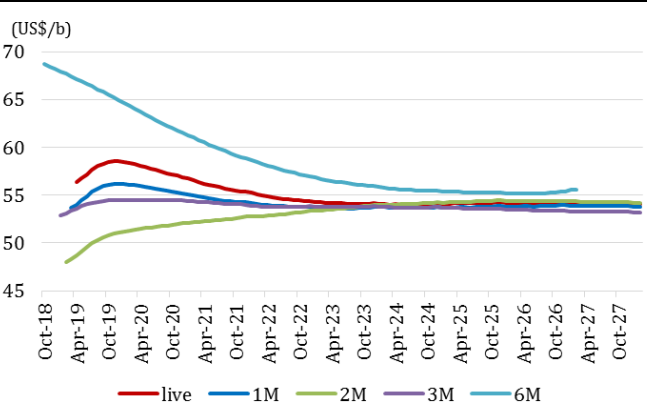
資料來源：彭博，招銀國際

圖 24: 布倫特期貨短期曲線走高，隨後回落貼水狀態



資料來源：彭博，招銀國際

圖 25: WTI 期貨曲線短期向上更為明顯



資料來源：彭博，招銀國際

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

### 行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來 12 個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來 12 個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來 12 個月預期表現跑輸大市指標

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。