

原油市場月評

無人機襲擊扭曲短期供應基本面

布倫特和 WTI 原油價格在過去一個多月的時間呈箱體震動，布倫特原油平均交易價格每桶 60.2 美元，而 WTI 原油平均交易價格為每桶 55.7 美元。9 月 14 號，針對沙特阿美兩個主要油田設施的襲擊打破原油供需的短期平衡，導致沙特阿美產生了每天 570 萬桶的產出中斷，對應沙特產出及全球原油需求比例分別約為 58% 及 5.7%。沙特受到襲擊的週末過後，亞洲早盤交易時段，布倫特原油最高飆漲 19.5% 至每桶 71.95 美元。由於每天 570 萬桶供應中斷對目前原油供應非常顯著，我們預期原油市場會將短期關注的焦點從貿易緊張局勢及較弱的原油需求預期轉移至供應短缺及與日俱增的遞增的地緣政治風險當中，並且後續的關注將集中在 1) 沙特阿美將在多長時間內將受影響的產能恢復滿產；2) 海灣地區的緊張的局勢是否會進一步升級；以及 3) 在全球經濟較為疲弱的背景下，主要的原油生產國將採取什麼手段來抑制短期油價過快上漲。我們將 2019 年四季度布倫特原油價格展望有每桶 65-70 美元上調至每桶 70-75 美元，WTI 價格展望從每桶 50-55 美元上調至每桶 60-65 美元。取決於沙特產能恢復進度，我們認為短期油價有望上試每桶 80 美元線。

- 無人機襲擊導致沙特過半產能中斷。** 沙特阿拉伯的兩個主要石油生產設施，由沙特阿美運營的 Abqaiq 和 Khurais 油田，於 9 月 14 日遭到了無人機攻擊。這些襲擊事件導致沙特主要的原油處理設施燃起大火，並迫使沙特關停了收影響產能。根據沙特阿美的官網通報，受影響的產能為每天 570 萬桶。根據彭博數據，8 月份沙特原油產量為每天 980 萬桶，570 萬桶的原油產出中斷將分別對應沙特原油產出及全球原油需求的 58% 及 5.7%。
- 影響：原油市場將很可能面臨短期供應短缺。** 根據沙特阿美情況公告，襲擊事故中沒有人員傷亡，同時公司已採取措施來恢復生產，並預期在 48 小時左右（預期 9 月 16-17 號）進行產能情況進展報告。目前尚不清楚 570 萬桶的產能中斷是否為應急預防性保護措施，但根據金融時報信息，熟悉沙特能源部人士透露產能恢復至滿產將需要花費數周時間。根據美國能源署和 OPEC 的月度報告，目前全球的原油供需狀況處於平衡及略去庫存狀態，570 萬桶的供應中斷將對短期原油供應產生顯著影響。儘管沙特仍具備約每天 230 萬桶左右產能儲備，並且還具備相當數量的原油庫存以滿足短期出口需求，但我們預料短期油價將具備較強的上漲動力。
- 下一步的油價影響？將取決於沙特將需要多久來恢復受損產能。** 基於 EIA 對於經合組織（OECD）28.95 億桶商業原油庫存測算及襲擊前對 2019 年三季度較為均衡的原油供需狀況判斷，我們認為突然出現的供應中斷將對 OECD 的商業原油庫存帶來每天 570 萬桶的去庫存作用。若對沙特目前的儲備產能及其它 OPEC 國家增產潛力加以考慮，我們預期供應短缺依舊將帶來每天 270 萬桶的去庫存影響。根據我們測算 1) 若產能中斷持續四周，將減少 OECD 庫存 7560 萬桶，並將商業庫存降低至 2015 年上半年水平；2) 若產能中斷持續 10 周，將減少 OECD 庫存至 2010-2014 年商業庫存上限，而當時原油價格為每桶 100 美元左右；及 3) 預期供應中斷的時間越長，對於推

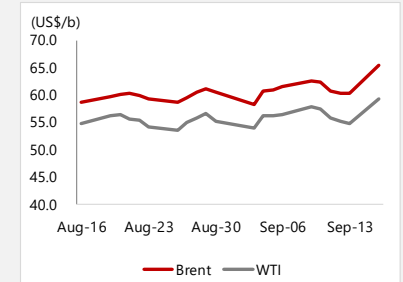
蕭小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

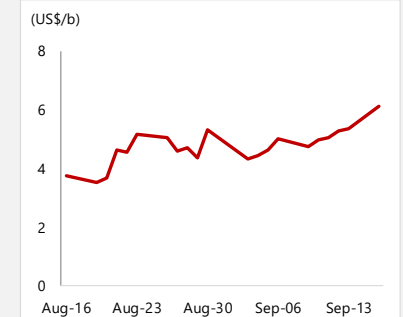
布倫特原油	65.48 美元/桶
1-月變化	+12.5%

WTI	59.36 美元/桶
1-月變化	+7.5%



資料來源：彭博

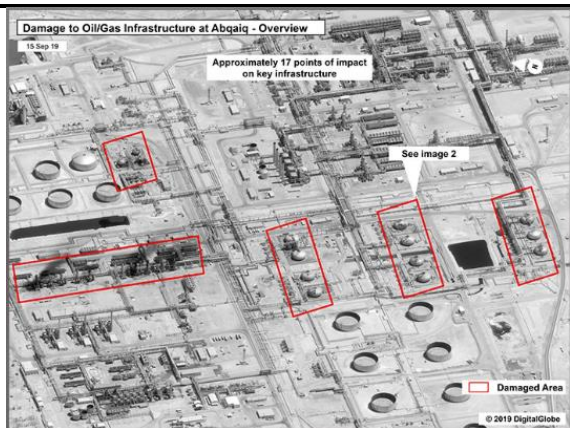
布倫特 - WTI 價差	US\$6.12
--------------	----------



資料來源：彭博，招銀國際

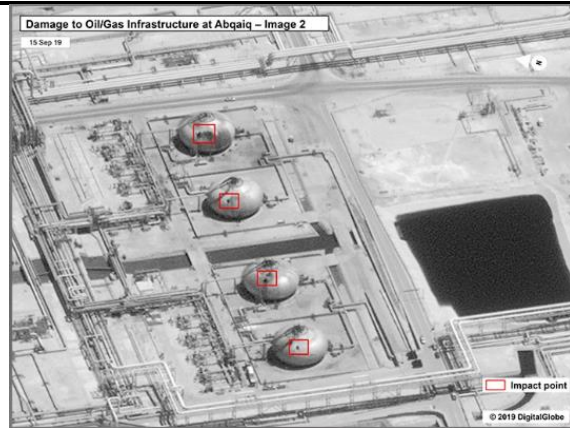
升油價的作用將愈發明顯。基於上述判斷，我們認為沙特阿美的產能恢復進展情況將成為未來數周左右油價關鍵因素。

圖 1: 美國衛星影像顯示對沙特的原油處理設施有 17 個襲擊點



資料來源: 美國官方

圖 2: 無人機襲擊所造成的破壞程度尚不確切



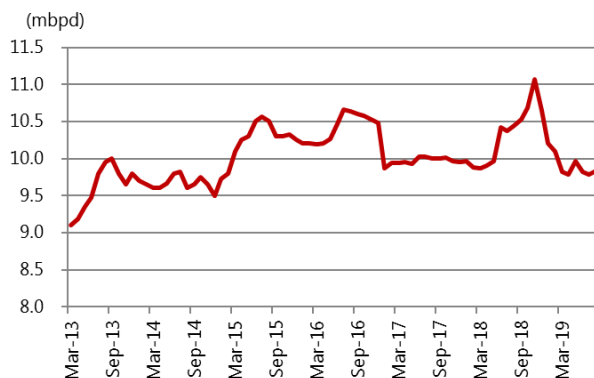
資料來源: 美國官方

圖 3: 8 月份 OPEC 國家產量少於每天 3,000 萬桶，依然符合減產協議要求



資料來源: 彭博、招銀國際證券

圖 4: 沙特 8 月份產量為每天 980 萬桶，而根據沙特阿美聲明，產量受損量為每天 570 萬桶



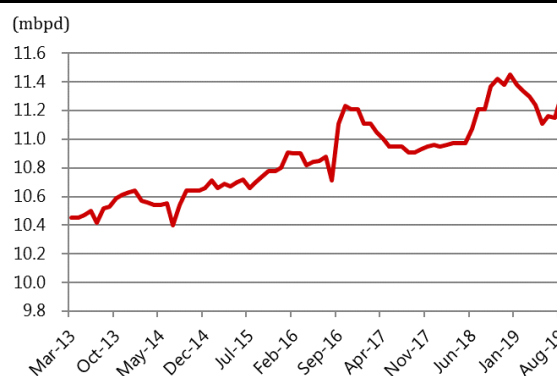
資料來源: 彭博、招銀國際證券

圖 5: 短期來看伊拉克並不具備顯著的增產空間



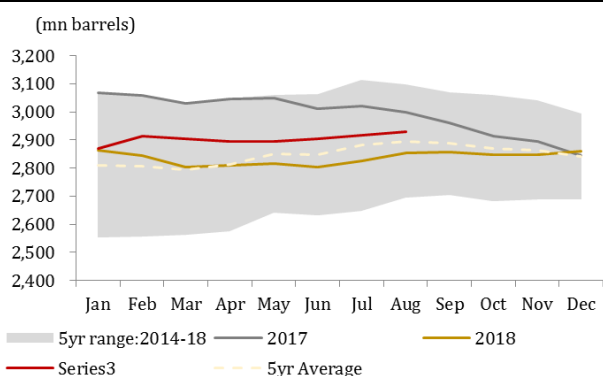
資料來源: 彭博、招銀國際證券

圖 6: 在沙特產能受損期間，非 OPEC 俄羅斯具備一定的增產空間



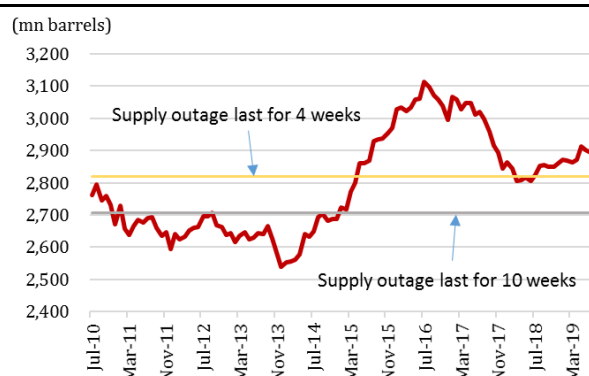
資料來源: 彭博、招銀國際證券

圖 7: 根據 EIA 測算，OECD 的庫存量接近 2014-18 年五年平均線



資料來源: 彭博、招銀國際證券

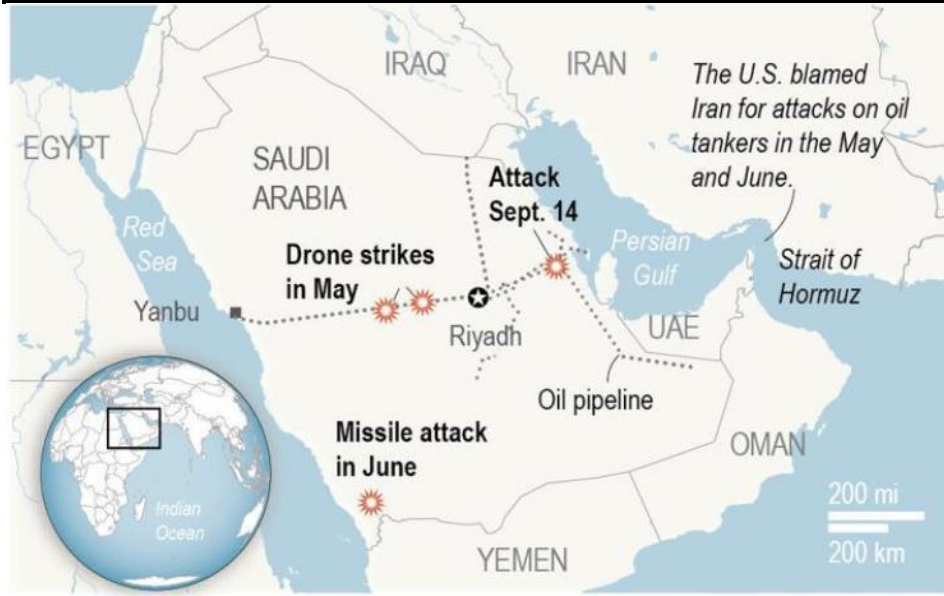
圖 8: 基於 8 月份 OECD 國家庫存水平 (美國能源署測算) 以及每天 270 萬桶的產能損失假設，我們預期產能中斷四周 OECD 庫存將降至 28.2 億桶，而產能中斷 10 周，OECD 庫存將降至 27 億桶



資料來源: 彭博、招銀國際證券

- **海灣地區地緣政治緊張局勢或將加劇。**根據目前的新聞信息，也門胡塞武裝（伊朗盟友）宣稱對沙特無人機襲擊事件負責，然而美國國務卿邁克·蓬佩奧則指責伊朗發動了該起襲擊。伊朗否認了有關指控。根據紐約時報報導，一名美國官員稱共有 19 處目標受襲，並且襲擊來自於沙特西部及西北西區，而非沙特南部的也門地區。美國總統特朗普亦表示罪魁禍首已被鎖定，並準備好武力，有待沙特王國進一步確認攻擊目標，而沙特則尚未明確具體的襲擊來源。我們認為市場仍然對海灣地區潛在的地緣政治衝突升級持謹慎態度，並且市場目前並未將潛在的衝突影響納入對油價的衡量。

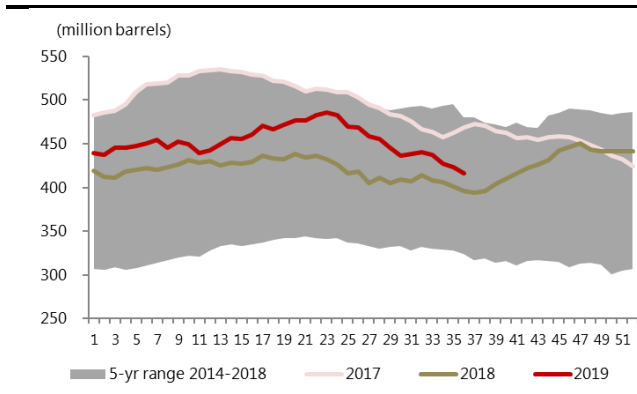
圖 9: 2019 年針對沙特發生了數起襲擊事件. 親伊朗的也門胡賽武裝宣稱對沙特襲擊負責，而美國國務卿蓬佩奧則指責伊朗發動了該起襲擊。



資料來源: 美聯社, maps4news.com

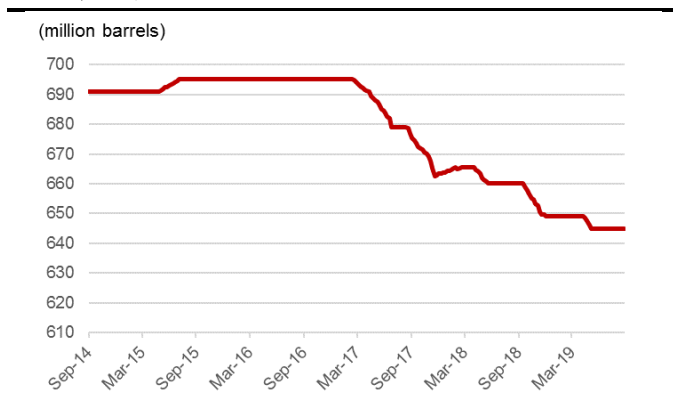
- **原油庫存將作為緩衝以抑制油價過快上漲。** 沙特目前仍握有數量可觀的原油庫存以維持產能供應受損後最初幾周的原油出口供應。美國總統特朗普亦通過推特表示計劃釋放戰略原油庫存來平抑油價過快上漲。根據美國能源署的每週報告，截止至 2019 年 9 月 6 日，美國供持有 4.16 億桶商業原油庫存，及 6.45 億戰略原油庫存。最差情形下，以每日短缺 570 萬桶基準測算，美國戰略庫存釋放將可以維繫全球供應約 113 天。基於上述信息判斷，我們認為短期內仍有充分庫存支持原油供應，同時釋放庫存降有助於抑制油價過快上漲。

圖 10: 美國原油庫存能夠支持煉廠原油需求超過 22 天



資料來源: 彭博、招銀國際證券

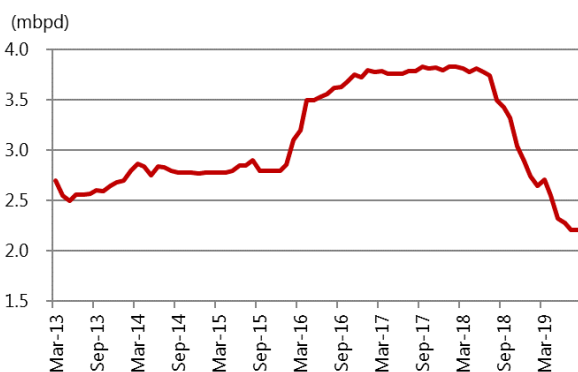
圖 11: 在極端情形下，我們測算美國戰略原油庫存將能夠支持沙特缺口約 113 天



資料來源: 彭博、招銀國際證券

- **潛在的貿易協議將進一步推升短期油價。**在沙特受襲以前，由於對中美貿易談判的前景憂慮導致市場預期未來原油需求增長放緩。基於對於經濟增長放緩的預期，EIA 及 OPEC 分別將 2020 年原油增長需求預期調低至每天 140 萬桶及 108 萬桶，而 IEA 則仍然維持 2020 年原油需求增長 140 萬桶不變。目前，市場根據近期中美關係變化又重燃對於中美貿易談判達成部分協議預期，我們認為若有關協議達成將強化市場對於原油需求增長預期。基於短期原油供應基本面已在沙特受襲後產生明顯變化，並且海灣地區衝突或將加劇情形下，我們認為貿易協議達成或將推動油價進一步上漲。
- **伊朗仍是關鍵牌。**美國對伊朗的制裁決策在 2018 年下半年及 2019 年上半年均對油價產生了明顯影響。隨著近期美國鷹派國家安全顧問博爾頓的離任預示美國對伊朗態度或將軟化。特朗普傾向與減小對伊朗的施壓，同時考慮與伊朗總統哈德魯魯哈尼就德黑蘭和核計劃及對伊朗制裁等問題進行談判，而博爾頓的強硬姿態與特朗普計劃向左。基於目前沙特受襲所帶來的油價影響，在目前美國正面臨經濟下行壓力的時候，我們認為特朗普政府並不希望看到油價快速上漲。因此，若伊朗獲證實並非沙特原油處理設施的實施國，我們預期對伊朗解除制裁的可能性會增加，而這將有助於特朗普以對自身有利的方式抑制油價上漲。

圖 12: 在美國強化執行對伊朗制裁後，伊朗的原油產出呈大幅下滑



資料來源: 彭博、招銀國際證券

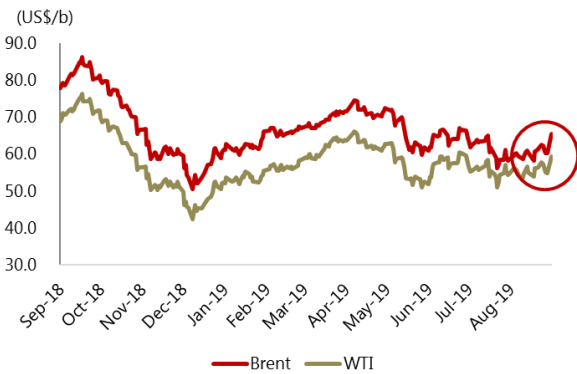
圖 13: 伊朗原油出口量解除對伊朗原油出口禁令將有望成為緩解沙特供應中斷所帶來的供應缺口。



資料來源: 彭博、招銀國際證券

- **短期油價將呈趨勢性上漲。**我們對多項短期油價影響因素進行了衡量，認為
 - 1) 沙特的供應中斷將持續數周，將推升油價；
 - 2) 海灣地區的潛在地緣政治衝突將推升油價；
 - 3) 潛在的中美貿易協定將改善原油需求預期，有望支撐油價上漲；
 - 4) 沙特、OECD 國家釋放原油庫存儲備，及美國釋放戰略石油庫存將抑制油價過快上漲；
 - 5) 解除伊朗制裁將有望加速市場恢復供需平衡，尤其是在沙特產能需要較長時間才可恢復正常的情形下。
 基於上述因素判斷，我們預期短期原油價格將具備較強的上漲動力。我們將 2019 年 4 季度布倫特原油展望自每桶 65-70 美元上調至 70-75 美元，同時將 WTI 原油價格展望從每桶 50-55 美元上調至 60-65 美元。視沙特供應恢復的進度，我們認為布倫特原油有望上試每桶 80 美元線。

圖 14: 原油價格在箱體震動後重現上漲動力



資料來源: 彭博、招銀國際證券

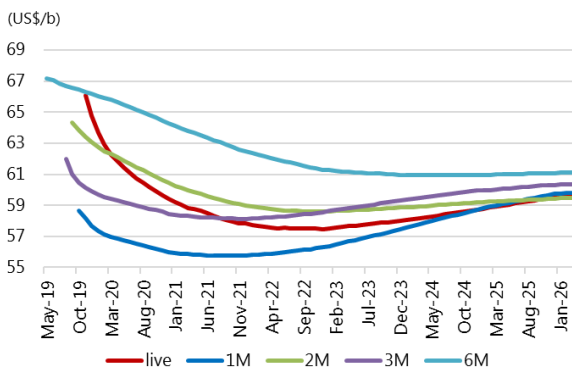
圖 15: 布倫特和 WTI 價差因美國解決了管輸瓶頸後有明顯下降



資料來源: 彭博、招銀國際證券

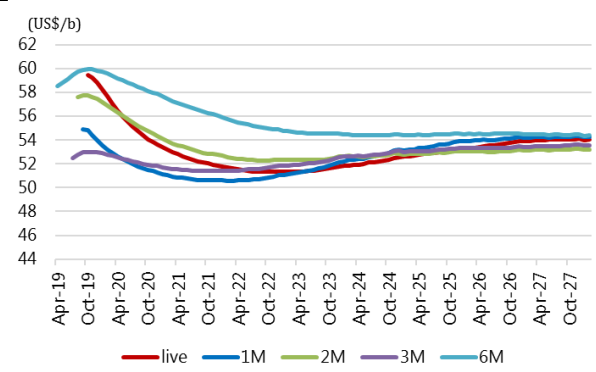
■ **原油市場長期展望依然呈壓。**儘管我們預期短期油價呈向上動能，我們認為長期油價展望依然承壓，主要依據為 1) 較弱的經濟增長預期導致對原油需求增速預期依然疲弱；以及 2) 非 OPEC 國家的產量維持增長，尤其是美國葉岩及緻密油氣的產能維持較快增速，導致 OPEC+ 國家需要進一步維持減產措施以維持這些產油國的預算平衡。期貨價格曲線確認了我們對於長期油價的判斷。中短期期貨曲線向下傾斜，與幾個月前相比下跌趨勢更加陡峭，隱含供應中斷恢復後原油市場將恢復到供應過剩狀態。因此，我們對於 2020 年油價持謹慎樂觀態度。我們預期長期布倫特及 WTI 均衡油價分別為每桶 60 美元及 55 美元。

圖 16: 布倫特原油短期呈貼水狀態，長期恢復升水形態



資料來源: 彭博、招銀國際證券

圖 17: WTI 原油短期呈貼水狀態，長期恢復升水形態



資料來源: 彭博、招銀國際證券

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並無直接或間接關係。

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。

招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

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3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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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投資銀行相關業務聯繫。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士。