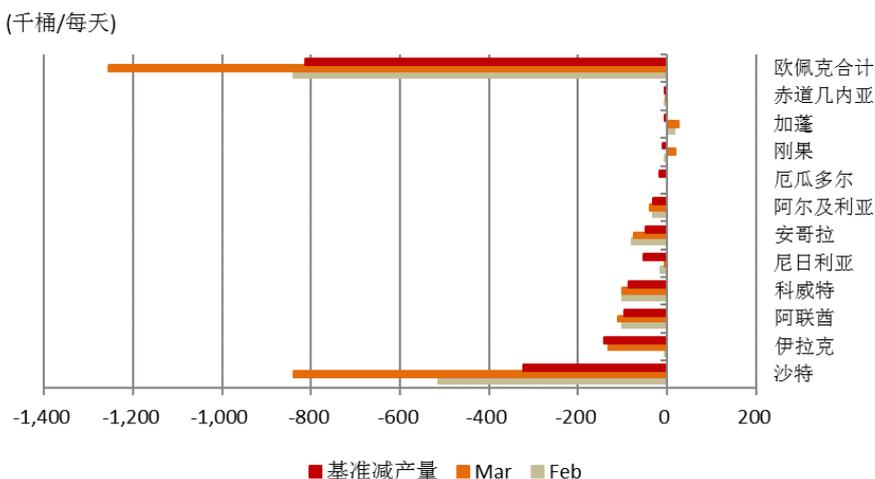


受地緣政治事件影響，原油短期供應偏緊

❖ **短期供應偏緊對油價構成支持。**布倫特原油和 WTI 價格在過去一個月分別呈現穩定上漲 6.1% 及 9.2%。我們認為驅動油價上升的主要原因為供應狀況偏緊，並且主要的事件驅動為 1) OPEC+ 減產有效實施穩定了全球原油市場對於經合組織原油庫存持續降低，以及供需狀況恢復的預期，2) 來自伊朗、委內瑞拉及利比亞的地緣政治事件影響，導致更多的原油供應中斷出現，從而進一步影響了原油供給。儘管 OPEC、EIA 和 IEA 基於對經濟狀況的保守預估略微調低了 2019 年全球原油需求，我們仍然認為需求端維持穩固狀態。展望未來，我們預期地緣政治事件對於油價的影響將會持續。更具體來說，我們預期 1) 美國在 5 月是否對伊朗制裁豁免續期，2) 委內瑞拉及利比亞的供應波動，以及 3) OPEC+ 對於 6 月以後的減產持續或退出策略，將成為左右油價趨勢的主要影響因素。我們維持對於布倫特原油價格 65-70 美元/桶預期，並上調 WTI 原油價格預期值 59-64 美元/桶。

❖ **三月份 OPEC 減產實現率達 154%。**3 月份 OPEC 的產量數據顯示出該組織決議恢復原油供需平衡的決心。根據彭博數據，OPEC 3 月份合計產量為每天 30.39 百萬桶，較 2 月份較為激進的減產進一步降低。根據 OPEC 月度報告的次要信息來源，沙特仍然維持其在減產協議中的領導地位，實現減產 83.9 萬桶，同時，除厄瓜多爾、剛果和加蓬有小幅產出增長以外，主要的 OPEC 組織國家均兌現了較高的減產實現率。與 2018 年 10 月產量相比，OPEC 國家合計減產了 125 萬桶原油產出。在減產協議非 OPEC 組織盟友方，俄羅斯也兌現了其減產承諾。根據 OPEC 次要信源，俄羅斯產量自 2018 年 10 月每天 11.75 百萬桶減少至 2019 年 3 月的每天 11.49 百萬桶，對應 3 月份減產實現率超過 100%。在目前供應偏緊的背景下，我們並不認為 OPEC 將會在 3 月份基礎上進一步減產。與市場預期 OPEC+ 減產或將出現動搖不同，我們預期 OPEC+ 的減產行為將持續到 6 月，直至新的產量決議出現。

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\$71.72**
1 個月價格變化 6.1%



WTI 原油 **US\$64.46**
過去一個月之價格變動 9.2%



布倫特-WTI 價差 **US\$7.51**



圖 2: OPEC+ 減產目標，以及 2 月至 3 月減產實現率

Country	Reference Output 基准产量	Output target 目标产量	Pledged cut 减产目标	Feb-19			Mar-19		
				Output 产量	Actual cut 实际减产	conformity 减产实现率	Output 产量	Actual cut 实际减产	conformity 减产实现率
OPEC Countries									
Saudi Arabia	10,633	10,311	-322	10,118	-515	159.9%	9,794	-839	260.6%
Iraq	4,653	4,512	-141	4,647	-6	4.3%	4,522	-131	92.9%
UAE	3,168	3,072	-96	3,068	-100	104.2%	3,059	-109	113.5%
Kuwait	2,809	2,724	-85	2,709	-100	117.6%	2,709	-100	117.6%
Nigeria	1,738	1,685	-53	1,723	-15	28.3%	1,733	-5	9.4%
Angola	1,528	1,481	-47	1,448	-80	170.2%	1,454	-74	157.4%
Algeria	1,057	1,025	-32	1,026	-31	96.9%	1,018	-39	121.9%
Ecuador	524	508	-16	524	0	0.0%	524	0	n/a
Congo	325	315	-10	321	-4	40.0%	344	19	n/a
Gabon	187	181	-6	204	17	-283.3%	214	27	n/a
Eq. Guinea	127	123	-4	121	-6	150.0%	124	-3	75.0%
OPEC Total	26,749	25,937	-812	25,909	-840	103.4%	25,495	-1,254	154.4%

資料來源：彭博，招銀國際

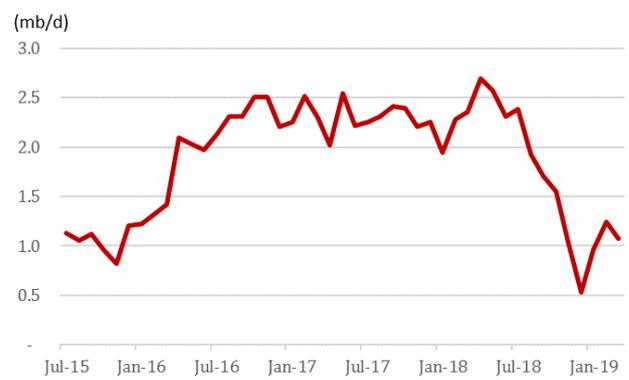
- ◆ **對伊朗的制裁豁免即將到期。**美國在 2018 年 11 月 5 日實施了對伊朗的第二輪制裁。同日，美國總統特朗普簽署了對於八個國家/地區的豁免，豁免期為六個月。這八個國家/地區均為伊朗原油的主要買家。根據彭博數據，截止至 2019 年 3 月份，仍有四國維持對於伊朗原油有較為顯著的進口量，這四國合計進口超過 100 萬桶伊朗原油。由於對於伊朗制裁豁免即將到期，美國政府是否繼續延長對於伊朗制裁的豁免將成為決定油價走勢的短期因素。由於美國總統特朗普此前已對油價過高發表過關切，我們認為市場已大致反映了對於制裁豁免延長的樂觀預期，若制裁豁免到期未能得到延長將使目前供應偏緊的狀況愈發變得嚴峻，屆時將與特朗普希望抑制油價上漲的願望相抵。因此，我們預期任何偏離市場預期的狀況將很可能助推油價進一步上升。

圖 3: 伊朗原油產量水平



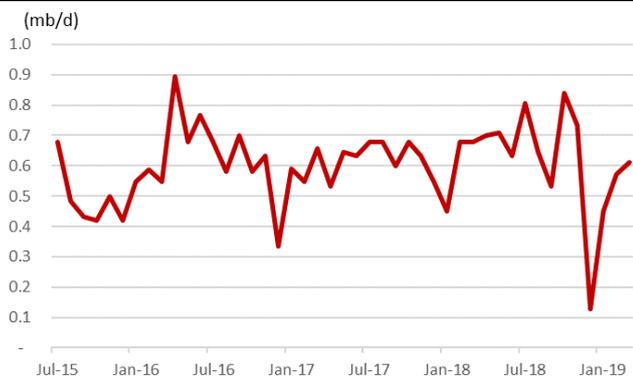
資料來源：彭博，招銀國際

圖 4: 伊朗原油出口水平



資料來源：彭博，招銀國際

圖 5: 伊朗對中國原油出口量



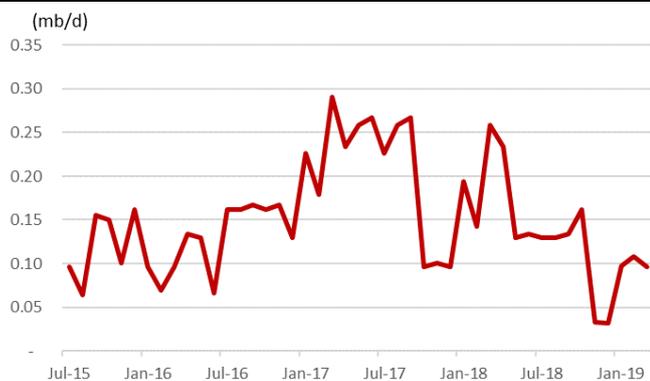
資料來源：彭博，招銀國際

圖 6: 伊朗對印度原油出口量



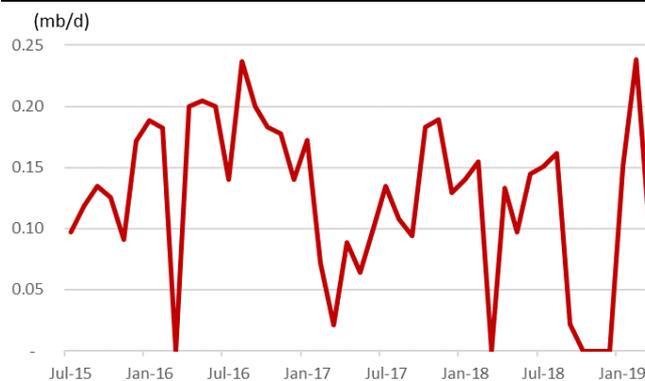
資料來源：彭博，招銀國際

圖 7: 伊朗對土耳其原油出口量



資料來源：彭博，招銀國際

圖 8: 伊朗對日本原油出口量



資料來源：彭博，招銀國際

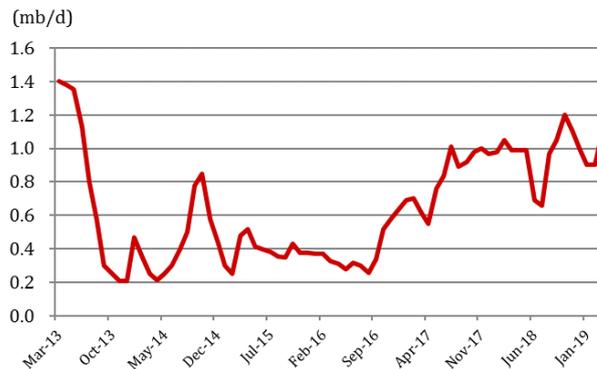
- ❖ **委內瑞拉和利比亞帶來了更多的供應波動。**美國對於馬杜羅政府的制裁將委內瑞拉政治經濟危機推向了一個新的階段。美國政府希望通過制裁來迫使委內瑞拉石油貿易繞過委內瑞拉國家石油公司（PDVSA），從而減少流入馬杜羅政府的經濟收入來源，並推動委內瑞拉國內實施新的選舉。長期的社會經濟和政治危機導致改過陷入動盪，造成大面積的停電以及原油產量大幅減少。根據彭博數據，委內瑞拉原油產量已從 2017 年超過每天 200 萬桶銳減至 2019 年 3 月的每天 89 萬桶。利比亞方面，其國內內戰在 4 月份再度爆發。控制利比亞原油產出超過每天 100 萬桶的 Khalifa Haftar 將其軍隊指向了首都黎波裡，以反對前首相 Fayez al-Sarrai。根據利比亞的歷史產油數據，內戰的爆發將很可能導致改過原油產量產生波動。根據彭博數據，利比亞原油產量在 2019 年 3 月回升至每天 110 萬桶，較好的產能恢復將很可能受到內戰影響和中斷。鑒於目前的情況，我們預計委內瑞拉和利比亞都需要時間來恢復原油產量和出口，這可能會增加短期供應的壓力。

圖 9: 委內瑞拉原油產出水平



資料來源：彭博，招銀國際

圖 10: 利比亞原油產出水平



資料來源：彭博，招銀國際

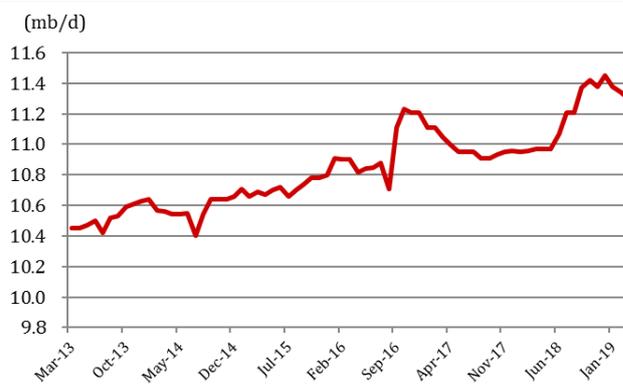
- ❖ **OPEC+取消了4月份會議，但影響不大。**根據EIA數據，經合組織庫存水平自2019年1月的28.75億桶顯著下降至3月的28.29億桶。庫存水平較2014-18年5年平均從2019年1月的68百萬桶降低至3月份的17百萬桶。我們認為OPEC+的減產努力將有望將經合組織的庫存降至5年平均之下水平，而額外的供應中斷則是加快了這一進程。鑒於伊朗、委內瑞拉、和利比亞原油供應中斷的不確定性，我們認為OPEC+國家有意推遲有關減產的進一步決定，直到情況變得更加明朗化，特別等待美國對伊朗制裁豁免延期。接下來OPEC+成員國將迎來5月份聯合部長級監測委員會會議(JMMC)以及6月25日舉行的成員國全員會議。我們預計歐佩克將更好地掌握更多信息，以決定是否延長產量削減或制定出口減產的退出計劃。

圖 11: OPEC 原油產出明顯減少



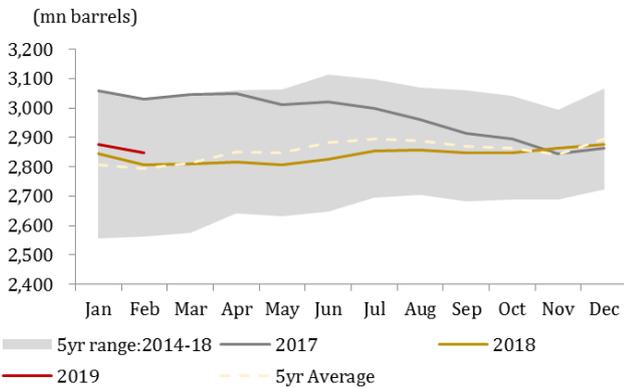
資料來源：彭博，招銀國際

圖 12: 俄羅斯也兌現了其減產承諾



資料來源：彭博，招銀國際

圖 13: 經合組織庫存水平逐步趨近與 2014-18 年平均



資料來源：彭博，EIA，招銀國際

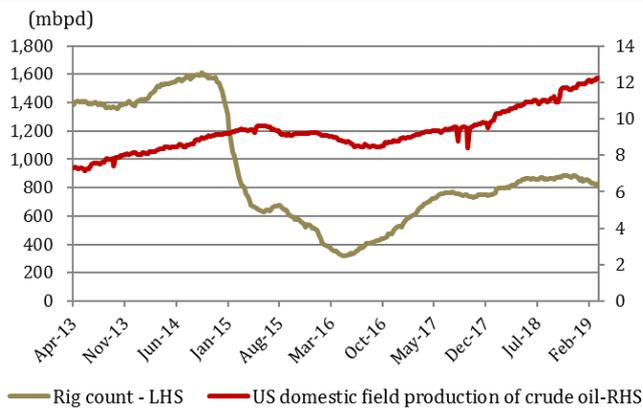
圖 14: OECD 經合組織庫存水平自 2019 年一季度起明顯降低



資料來源：彭博，EIA，招銀國際

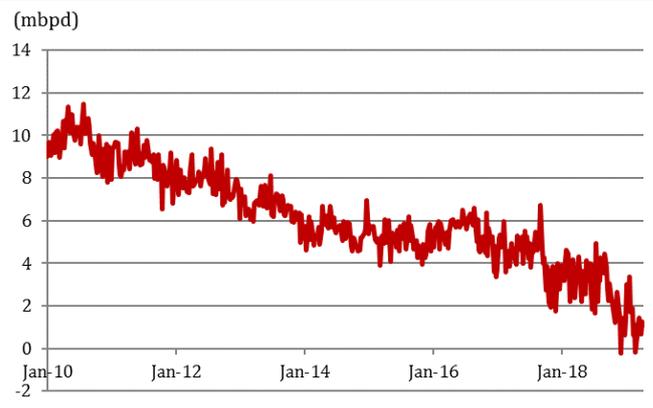
❖ 美國的原油產量增長將對油價長期趨勢產生影響。根據 EIA 的數據，美國國內油田原油產量再增加 10 萬桶，從 3 月初的每天 12.1 百萬桶增加到 4 月 5 日當周的每天 12.2 百萬桶。貝克休斯活躍石油鑽井平臺數量也扭轉了連續下跌趨勢，從 2018 年 10 月 18 日開始下降，到 2019 年 4 月 5 日的一周內增加了 15 個鑽井平臺，恢復到 831 個鑽井平臺。在庫存水平方面，EIA 的庫存數據顯示美國原油庫存在最近三周（3 月 22 日 - 4 月 5 日）一直在上升，而汽油庫存則呈現數周的下降趨勢。我們認為美國原油庫存最終將隨著煉油廠投入的增加而下降，為夏季需求做好準備。由於美國已建立穩定的國內原油產量，我們認為市場對油價長期前景的擔憂日益增加，主因隨著美國原油產量的增長，未來的原油供應勢將充分，同時新的輸油管線建設將大大增強美國原油出口能力。

圖 15: 美國國內原油產出及貝克休斯活躍油井數量



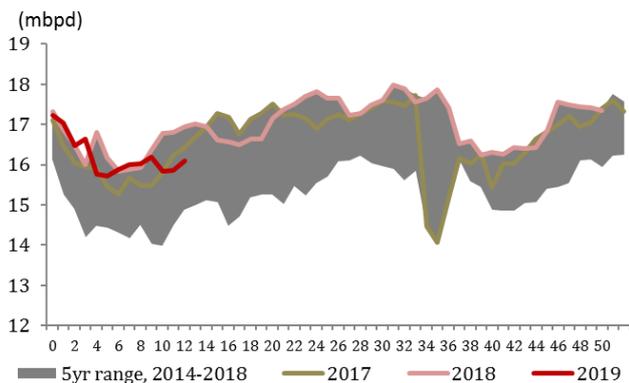
資料來源：EIA，招銀國際

圖 16: 美國原油及石化產品淨進口量



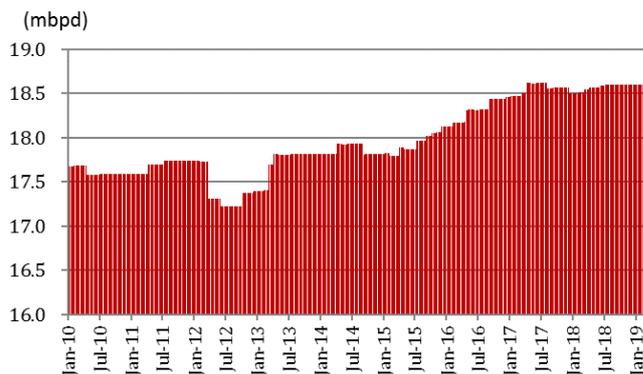
資料來源：EIA，招銀國際

圖 17: 美國煉化淨投入量



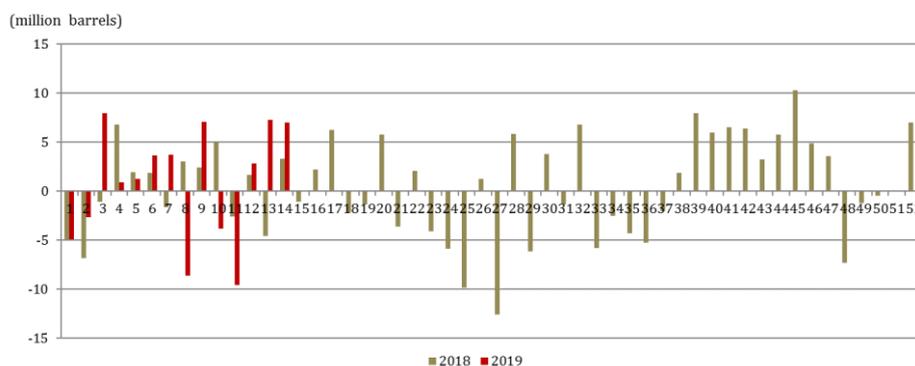
資料來源：EIA，招銀國際

圖 18: 美國煉化產能



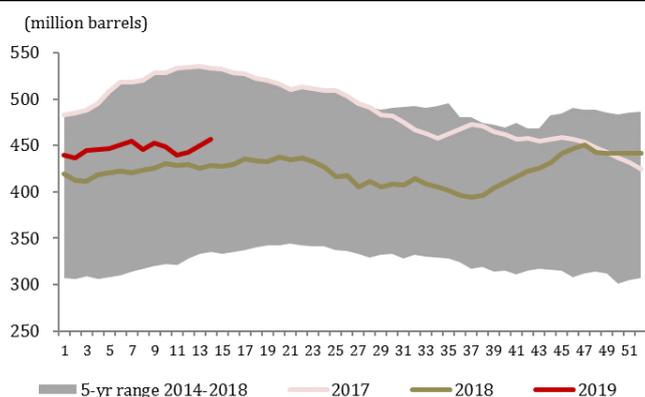
資料來源：EIA，招銀國際

圖 19: EIA 庫存數據每週環比情況



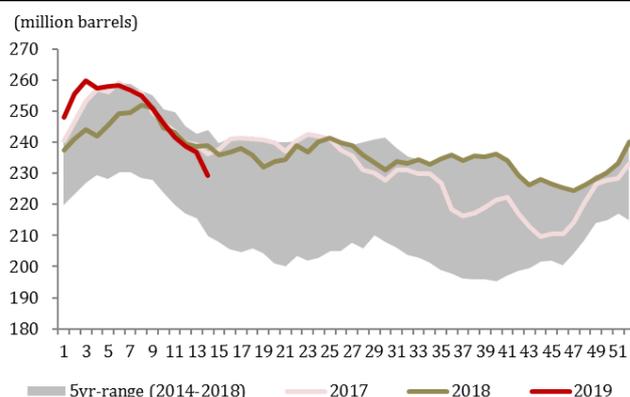
資料來源：EIA，招銀國際

圖 20: 美國原油庫存近期有所上揚



資料來源：EIA，招銀國際

圖 21: 美國汽油庫存明顯回落



資料來源：EIA，招銀國際

- ❖ **需求略有減弱。**OPEC 和 EIA 在最近的月度報告中略微調低了 2019 年全球原油需求預測。經濟合作與發展組織經濟增長放緩，燃油效率提高和電動汽車替代率上升是預測調整背後的主要原因。與供應中斷相比，我們認為這些輕微的需求波動不會成為改變市場情緒的關鍵因素。我們預計全球需求前景將基本保持穩定，經合組織國家的庫存減少趨勢可能在 2019 年第二季度持續。

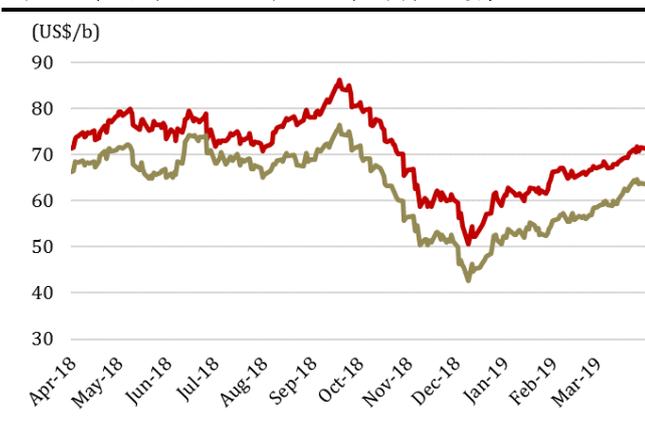
圖 22: 主要機構對於全球原油供應及需求預測

	Global Demand			Global Supply			Implied Supply Glut/(shortfall)			Demand growth		
	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
OPEC	97.29	98.76	100.0	96.41	99.21	n/a	-0.88	0.45	n/a	1.68	1.41	1.21
EIA	98.55	99.98	101.38	98.03	100.66	101.53	-0.52	0.68	0.15	1.62	1.43	1.40
IEA	98.0	99.2	100.6	97.4	100	n/a	-0.60	0.80	n/a	1.60	1.30	1.40

資料來源：歐佩克，美國能源署，國際能源署，招銀國際

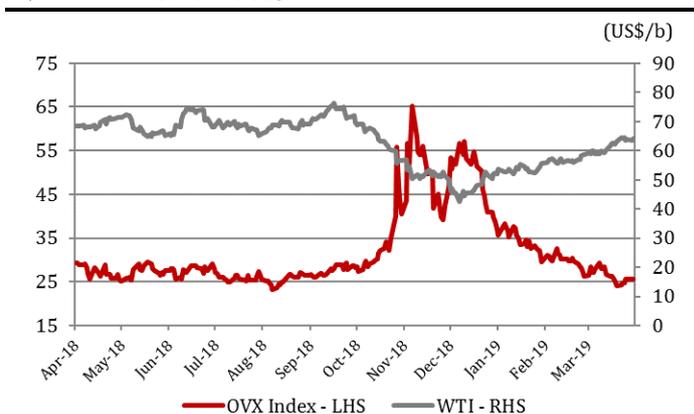
- ❖ **維持布倫特原油價格預期在 65-70 美元/桶。**OPEC+的原產所帶來的庫存減少快於預期，同時受到多個地緣政治事件影響帶來了進一步供應擾動，推動原油價格在過去一個月錄得連續攀升。我們認為油價短期趨勢受到當前緊縮供應基本面以及近期地緣政治演變的支撐，即 1) 伊朗制裁豁免延期，2) 對委內瑞拉和利比亞產量和出口的任何進一步影響，以及 3) OPEC+對於目前供應狀況的反應及其未來減產決定，將成為短期左右油價趨勢的關鍵因素。然而，從長遠來看，我們預計美國產量增加將抑制油價上漲趨勢。期貨長期曲線仍處於貼水形態，表明市場對長期油價前景並不樂觀。對於 WTI，我們注意到短期內期貨曲線仍處於短期上揚形態。我們認為 WTI 的短期上揚反映了市場對 WTI 對布倫特原油價差縮窄的看法，主要源於新的管道投運將提高美國原油出口能力。我們維持布倫特原油的油價前景在 65-70 美元/桶，並將 WTI 前景從 55-60 美元/桶上調至 59-64 美元/桶。

圖 23: 布倫特及 WTI 原油一年期價格走勢



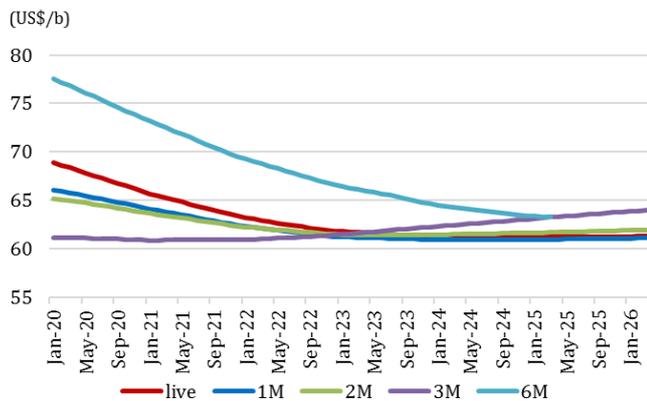
資料來源：彭博，招銀國際

圖 24: OVX 波動指數變化



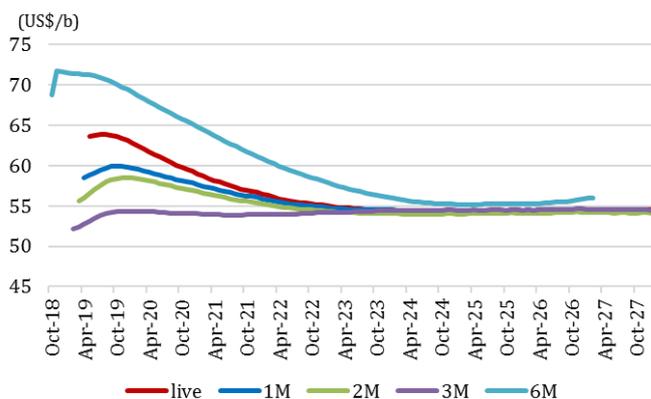
資料來源：彭博，招銀國際

圖 25: 長期期貨曲線呈貼水形態



資料來源：彭博，招銀國際

圖 26: WTI 短期曲線上揚，但長期仍呈貼水形態



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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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，并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，并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。