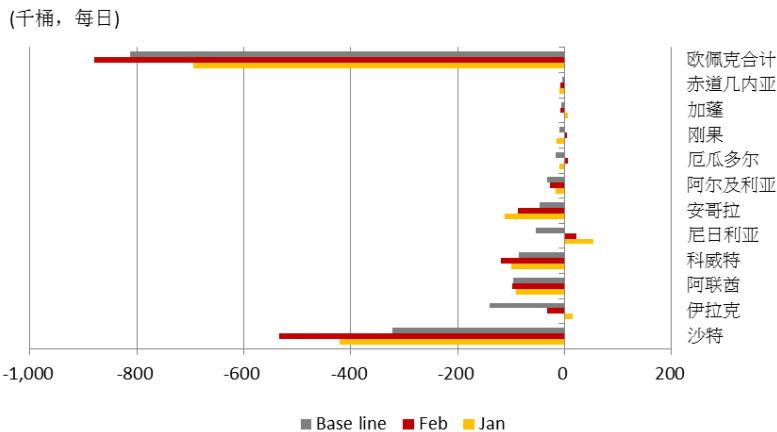


## 供应偏紧将有条件支撑油价上行

❖ **原油价格在 1-2 月期间稳定上行。**布伦特原油和 WTI 价格在过去两个月稳步攀升至 65 美元和 56 美元每桶，接近我们此前的 2019 年油价前景的上限。年初至今，布伦特原油和 WTI 分别反弹 22.1% 和 23.4 %。我们认为中美之间贸易紧张局势趋向缓和是过去两个月内提振油价的主要动力。随着中美越来越接近达成全面的贸易协议，我们认为市场目前对全球经济增长以及原油需求方面的展望趋于稳定。展望未来，尽管美国总统特朗普通过推特评论对油价继续上涨施加了压力，但由于沙特阿拉伯一直采取较为激进的方式减少产出，我们预计市场会将短期焦点将转向原油供应。未来三个月，我们预计 1) 由沙特阿拉伯牵头的欧佩克减产，2) 俄罗斯对第二轮减产的反应，以及 3) 美国页岩油和致密油产量增长将成为决定油价走势的短期关键。基于我们对于目前原油供需目前基本面处于较强阶段的理解，我们对 2019 年原油价格展望上调每桶 5 美元，即布伦特原油上调至 65-70 美元/桶，WTI 则上调至 55-60 美元/桶。

❖ **沙特正采取更加激进的减产措施。**根据彭博数据，沙特的原油产量自 2018 年 10 月份日产量 10.6 百万桶减产协议基准线减产至 2019 年 1 月份 10.2 百万桶，每天减少 42 万桶。根据彭博对 2 月份数据的初步统计，沙特在 2019 年 2 月将产量进一步减少至 10.1 百万桶。参考上述数据，我们认为沙特在 1-2 月期间减产实现率均超出减产协议约定比例（即以 2018 年 10 月产量为基准减产 32.2 万桶）。与上一轮减产相比，我们认为沙特目前采取更为激进的方式，力图在较短的时间内恢复供需平衡，并将经合组织的库存水平降至 5 年平均线以下。根据英国“金融时报”近期报导，沙特能源部长 Khalid al-Falih 表示将在 3 月份将原油产量进一步减至 9.8 百万桶/日，表明该国在 10.3 百万桶产量目标基础上进一步减产 50 万桶。除了沙特的减产幅度高于预期外，我们还观察到其他欧佩克国家正在逐步提高减产实现率，导致石油输出国组织的总产量减少至每日 87.9 万桶，结合 2 月整体情况来看，我们测算整体减产实现率为 108.3%。我们认为沙特和欧佩克国家的积极减产将对油价构成有力支持。

图 1: 沙特超出基准目标的减产行为，导致欧佩克整体的减产量超出协议约定



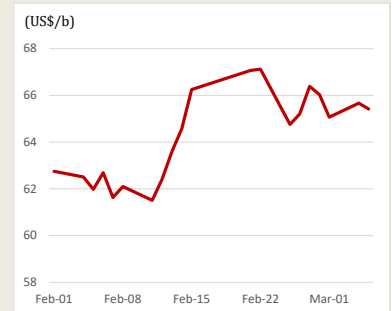
资料来源: 彭博, 招银国际

萧小川

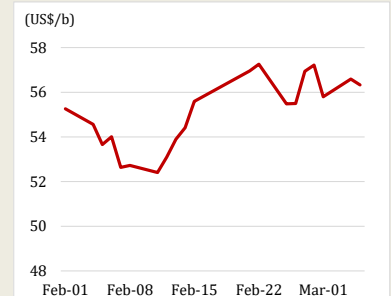
电话: (852) 3900 0849

邮件: robinxiao@cmbi.com.hk

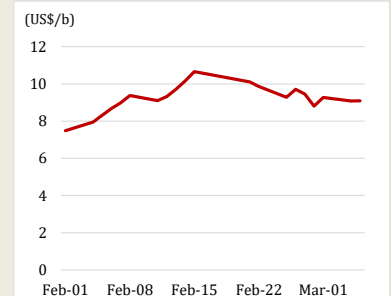
布伦特原油 US\$65.67  
1 个月价格变化 4.8%



WTI 原油 US\$56.03  
过去一个月之价格变动 3.7%

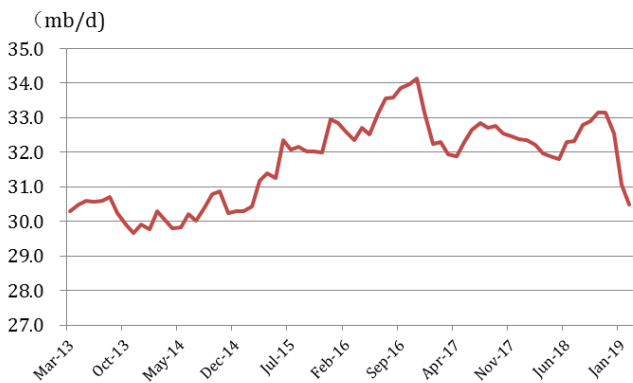


布伦特-WTI 价差 US\$9.64



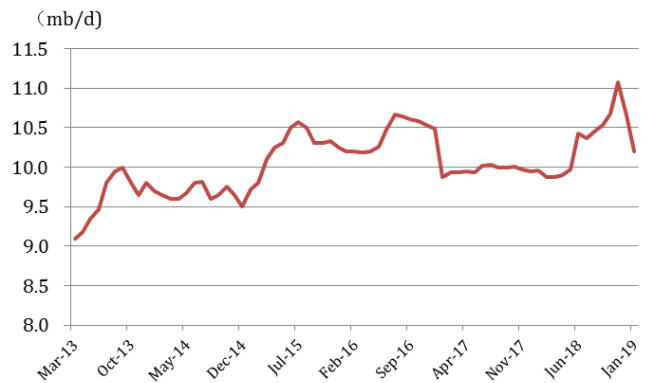
❖ **俄罗斯尽管行动较为迟缓，但仍遵从减产协议安排。**作为沙特及欧佩克在原油产量控制及实现合理油价的关键盟友，俄罗斯此轮对于原油减产的反应较为迟缓。国际能源机构（IEA）数据显示1月份俄罗斯实际减产仅为每天4.2万桶，远低于协议约定的每天23万桶。若按OPEC+减产协议约定量判断，1月份的减产实现率仅为18.3%。俄罗斯较为迟缓的反应使得市场对于OPEC+国家联合减产是否能够持续产生了质疑，特别是在此期间部分国家对其它原油减产国进行利益收割。所幸，根据CDU TEK的初步数据，2月份俄罗斯的产量在1月基础上再下降4万桶，显示了该国对减产协议的尊重。根据近期的新闻，俄罗斯能源部长亚历山大诺瓦克表示，由于严酷的冬季气候会导致油井冻结，因此大幅削减石油产量存在困难。尽管如此，据诺瓦克部长称，俄罗斯将努力加快实现目标，并仍计划在1季度末以前达到减产目标。鉴于上次石油输出国组织合作期间提高石油价格的成功经验，我们预计俄罗斯可能会在北美页岩油产量增加的背景下遵守限产措施。

图 2: 欧佩克原油产量 (百万桶/日)



资料来源: 彭博, 招银国际

图 3: 沙特原油产量 (百万桶/日)



资料来源: 彭博, 招银国际

图 4: 伊朗原油产量 (百万桶/日)



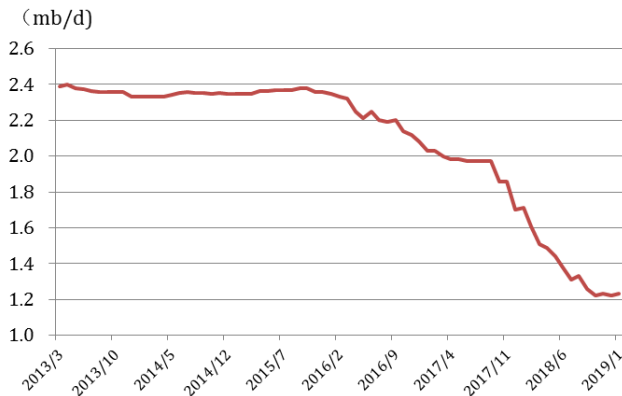
资料来源: 彭博, 招银国际

图 5: 俄罗斯原油产量 (百万桶/日)



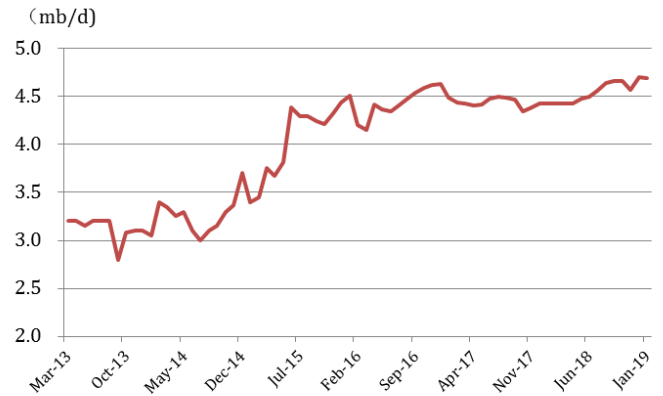
资料来源: 彭博, 招银国际

图 6: 委内瑞拉原油产量



资料来源: 彭博, 招银国际

图 7: 伊拉克原油产量



资料来源: 彭博, 招银国际

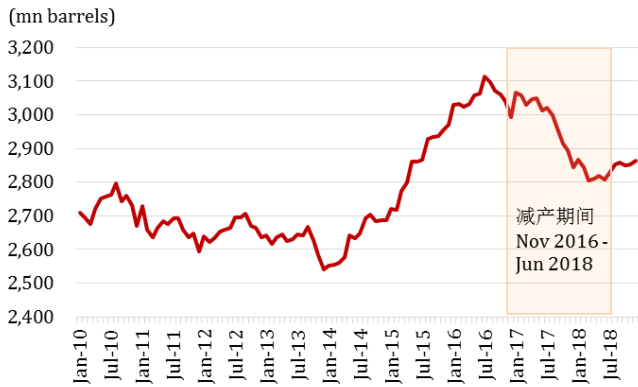
图 8: OPEC+ 减产目标及 1-2 月份的减产实现率

国家	基准产量	目标产量	减产目标	Jan-19			Feb-19		
				产量	实际减产	减产实现率	产量	实际减产	减产实现率
<b>欧佩克国家</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%
阿联酋	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%
尼日利亚	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%
阿尔及利亚	1,057	1,025	-32	1,041	-16	50.0%	1,030	-27	84.4%
厄瓜多尔	524	508	-16	515	-9	56.3%	530	6	-37.5%
刚果	325	315	-10	310	-15	150.0%	330	5	-50.0%
加蓬	187	181	-6	193	6	-100.0%	180	-7	116.7%
赤道几内亚	127	123	-4	117	-10	250.0%	120	-7	175.0%
<b>欧佩克合计</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>非欧佩克产油国</b>									
俄罗斯	11,747	11,517	-230	11,705	-42	18.3%	N/A		
哈萨克斯坦	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%			
马来西亚	698	683	-15	685	-13	86.7%			
巴林	217	212	-5	212	-5	100.0%			
南苏丹	124	121	-3	121	-3	100.0%			
不丹	115	112	-3	113	-2	66.7%			
苏丹	74	72	-2	72	-2	100.0%			
<b>非欧佩克合计</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+ 合计</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>

资料来源: 彭博, 招银国际

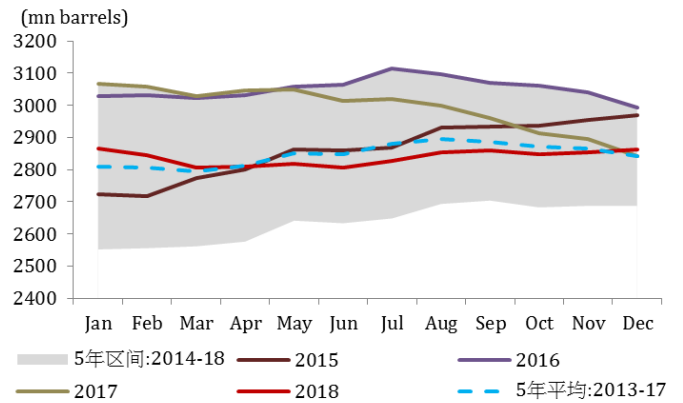
❖ **我们预计减产将持续六个月。**基于初步数据显示欧佩克国家和非欧佩克产油国的对于减产的实现率日益提高，我们对减产协议对于恢复供需平衡，以及将经合组织（OECD）原油库存恢复到 2014-17 年平均库存水平以下持乐观态度。在上一轮减产实施过程中，OECD 库存在 20 个月内（2016 年 11 月-2018 年 5 月）下降超过 2.4 亿桶，对应日库存减少量 0.4 百万桶。对于目前正在实施的第二轮减产，我们认为 OECD 5 年原油库存平均线仍然是 OPEC+ 国家此轮减产的目标基线。根据 EIA 近期数据，OECD 目前库存水平较 2014-17 年 5 年平均水平高约 70 万桶。基于 OPEC+ 减产能够带来每日库存容量下降 0.4 百万桶的假设，我们估计此轮减产需要约 175 天将原有库存降至目标水平，期间约 6 个月左右。由于伊朗仍受美国制裁，我们认为伊朗在 6 月份将不会提供额外的原油产出供应，因此，我们认为 OPEC+ 国家将需要于 6 月前根据市场情况制定减产协议的退出计划。

**图 9: 减产协议显著舒缓了 OECD 国家的原油库存压力**



资料来源: EIA, 彭博, 招银国际

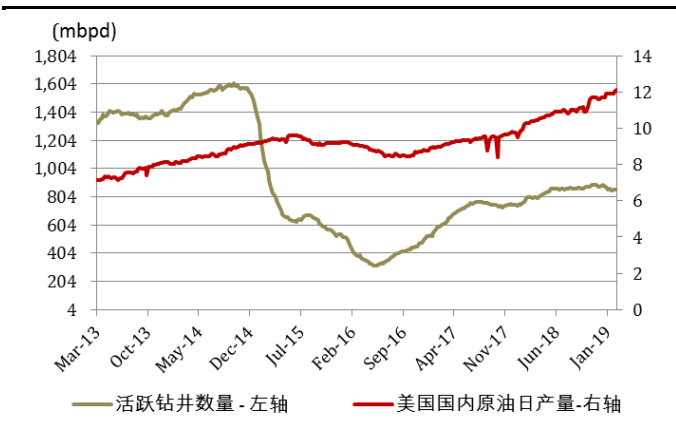
**图 10: OECD 目前的原油库存略高于 5 年平均线**



资料来源: EIA, 彭博, 招银国际

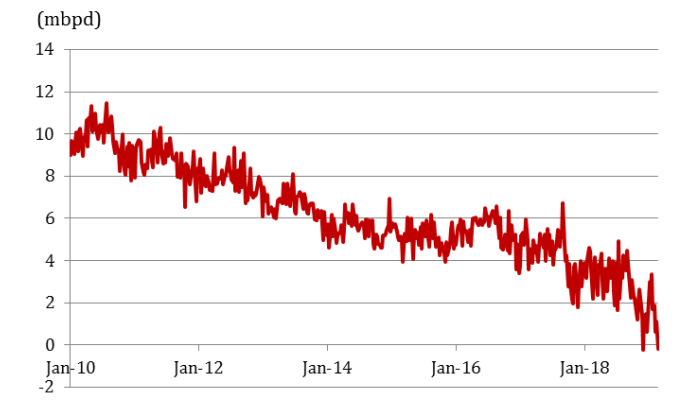
- ❖ **美国以成为全球最大原油产出国。**在 OPEC+ 国家整忙于减产的同时，美国页岩油和致密油生产商则一直在增加产量。根据 EIA 的每周产量数据，截至 2019 年 2 月底，美国国内油田日产量已达 12.1 百万桶，成为全球最大的原油产出国。美国 2019 年 2 月的产出水平较 2018 年 10 月高出 90 万桶/天，大致抵消了欧佩克国家为减产所作努力。此外，结合不断增加的美国原油产量以及逐渐下降的贝克休斯活跃钻井数量，我们认为美国页岩油和致密油生产商一直在提高生产运营效率。接下来的问题，是这些页岩油和致密油开发商的产出效率能够达到什么高度。我们认为效率提升将在 2019 年触顶，即产量增加在 2019 年内将不会在目前基础上快速提升。根据 EIA 2018 年记录的平均日产量 10.8 百万桶数据，我们预计 2019 年美国日产量将增加 120-150 万桶至 12.0 - 12.3 百万桶。
- ❖ **美国将从 2019 年开始转为净原油和石油产品净出口国。**国内产量的大幅增加显著改变了美国原油供应，如将原油和石油产品一并纳入计算，美国在 2 月底已成为净出口国。截至 2019 年 2 月底，美国的石油日炼化产能 18.6 百万桶，每日炼化投入为 16 百万桶，其中约 42.0% 依赖进口重质原油。基于对美国炼化设施仍将维持一定比例的进口重质原油的判断，我们认为产量飙升的美国内轻质原油将转向出口市场，增加全球市场原油供应。
- ❖ **美国能源署库存数据在 2 月下旬开始下降。**尽管原油库存通常在 1 季度累计，但美国原油库存存在 2 月 22 日当周显著下降了 860 万桶。然而，在石油产品端，美国汽油库存仍处于历史高位，表明美国炼厂将面临毛利压力，未来对原油需求也将呈一定压力。

图 11：美国内原油产出效率显著提升（百万桶/日）



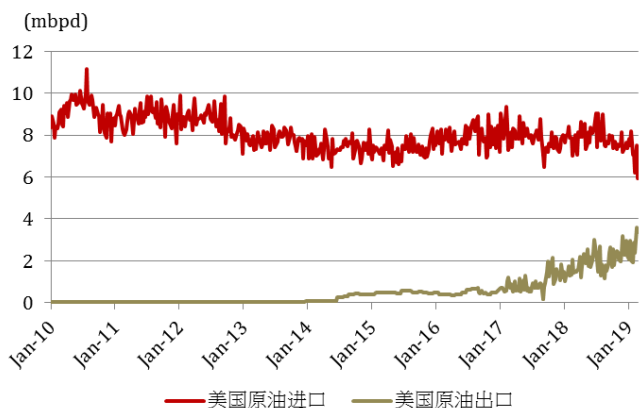
资料来源: 美国能源署, 彭博, 招银国际

图 12: 美国已逐渐有石油及产品净进口过转为净出口国（百万桶/日）



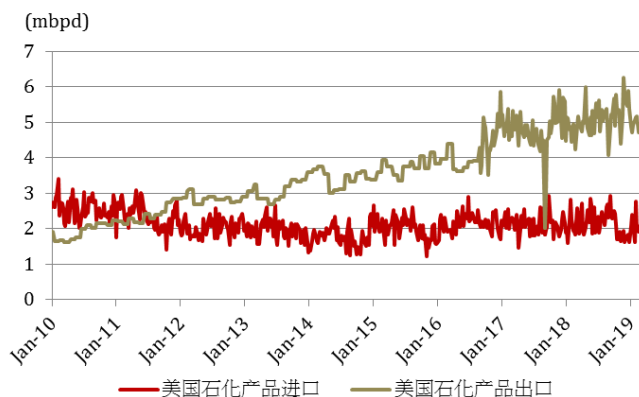
资料来源: 美国能源署, 招银国际

图 13: 美国原油进口及出口情况 (百万桶/日)



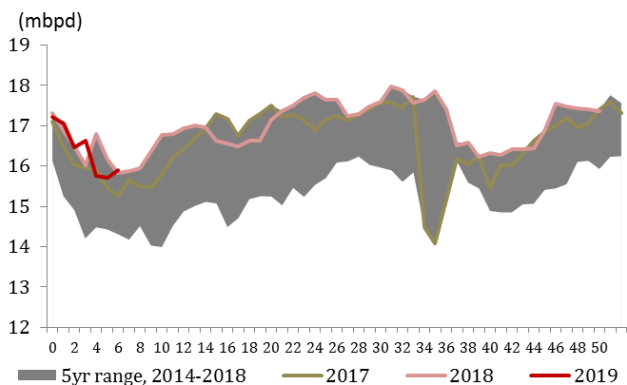
资料来源: 美国能源署, 招银国际

图 14: 美国石化产品进口及出口情况 (百万桶/日)



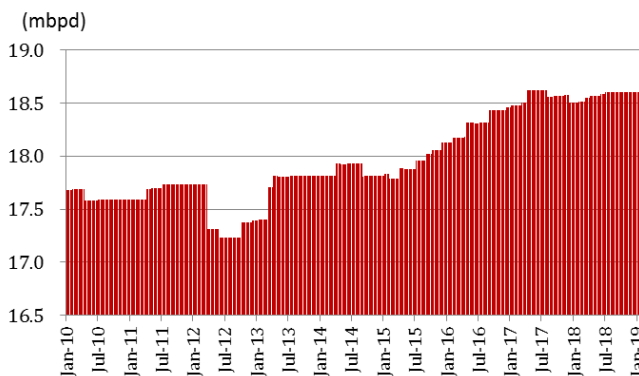
资料来源: 美国能源署, 招银国际

图 15: 美炼化原油净投入量



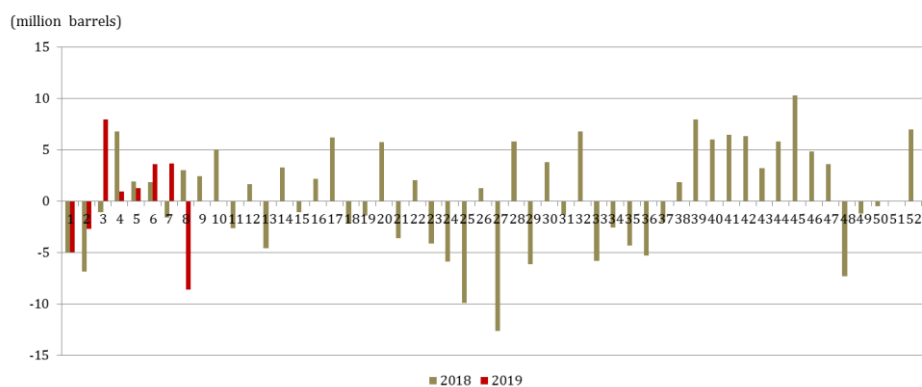
资料来源: 美国能源署, 招银国际

图 16: 美炼化产能情况

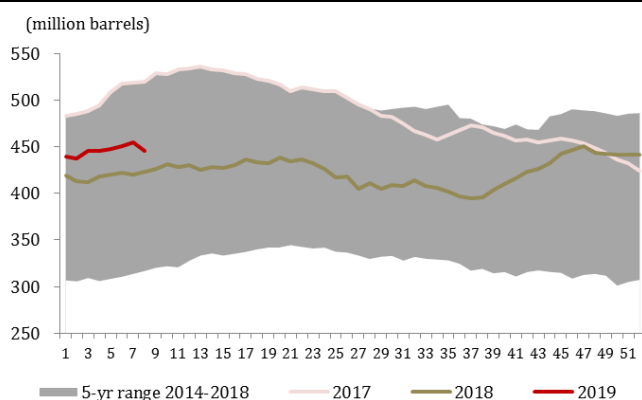


资料来源: 美国能源署, 招银国际

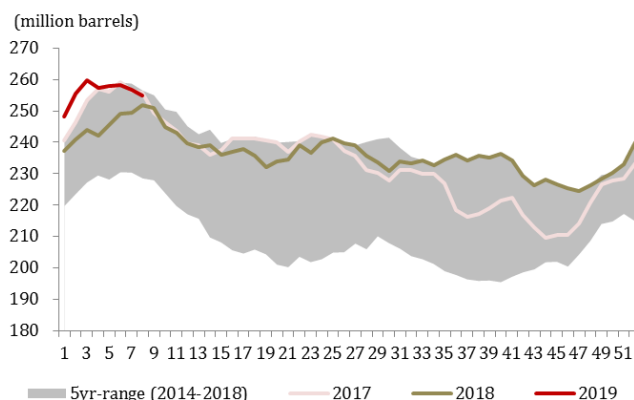
图 17: EIA 库存数据显示 2 月末原油库存明显下降 (百万桶/日)



资料来源: 美国能源署, 招银国际

**图 18: 尽管 1 季度为季节性库存增加期，原油库存情况仍实现了较为明显的下降**


资料来源: 美国能源署, 招银国际

**图 19: 美国汽油库存量处于历史高位**


资料来源: 美国能源署, 招银国际

- ❖ **需求展望保持稳定。**随着美中贸易紧张局势持续缓和并接近达成全面贸易协议，我们认为全球经济前景以及原油需求增长趋于稳定。欧佩克，IEA 和 EIA 对全球石油需求的主要估测需求增长区间为 124 万桶/日至 149 万桶/日。对于全球原油需求增长，欧佩克似乎显得更为保守，该组织 2 月份基于对 OECD 美国、欧洲，拉美国家和中东地区的经济预期下调，使得对于 2019 年的原油需求预期略微下调了 8 万桶。而 EIA 和 IEA 的全球油液需求前景保持稳定在 140 万桶及以上。在供应过剩方面，这三家主要机构估计 2018 年供应过剩测算区间为 24 万桶到 80 万桶，表明 OPEC+ 若实现减产 120 万桶将对 2019 年的原油库存情况产生影响。即便考虑到美国的页岩及致密油产量增长，我们认为减产的效果也将非常明显。

**图 20: 主要机构对于全球原油需求及供应的预测**

	全球需求			全球供应			隐含供应过剩/(短缺)			需求增长		
	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

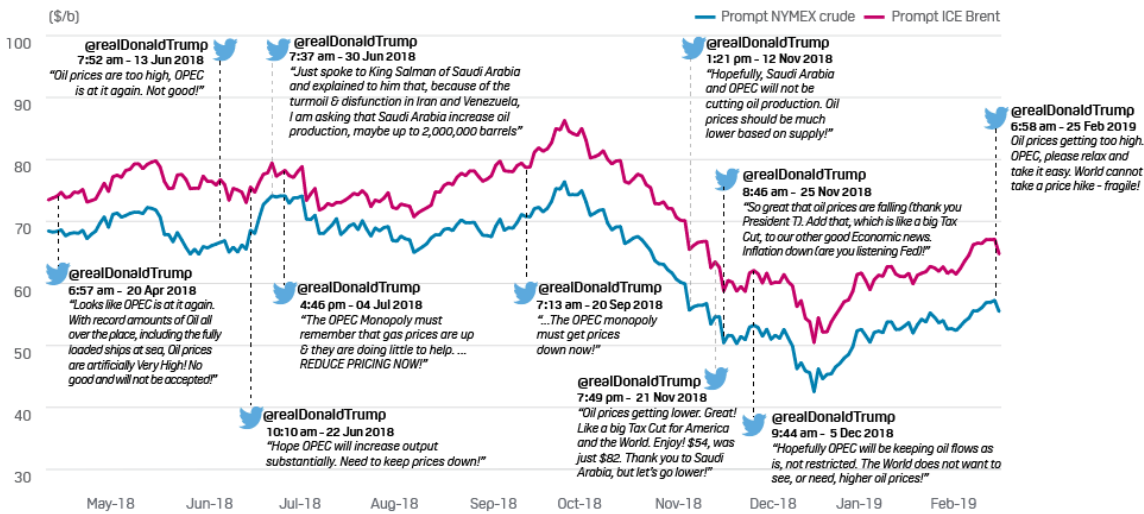
资料来源: 欧佩克, 美国能源署, 国际能源署, 招银国际

❖ **2019 年较强基本面将对油价形成有力支撑。**与我们上次原油市场更新相比，全球石油市场基本面变得更加稳固，因为 1) 中美之间的贸易协议有助于稳定全球经济增长和石油需求预期；2) 沙特阿拉伯的决心以及石油输出国组织在减产方面的合作将在短期内使原油市场供需恢复平衡；3) 我们认为 2019 年美国页岩气和致密油产量的供应增长潜力将较为有限。对于短期风险，因基于近期特朗普敦促欧佩克“放松”以应对价格上涨，我们认为美国总统特朗普对提高油价的态度变得微妙。尽管如此，我们对于他的推特治油能够 2019 年产生多大影响表示怀疑，目前其对于伊朗和委内瑞拉的制裁均未取得效果，我们认为目前其影响市场价格的手段比较有限。

**图 21: 美国总统特朗普的“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.



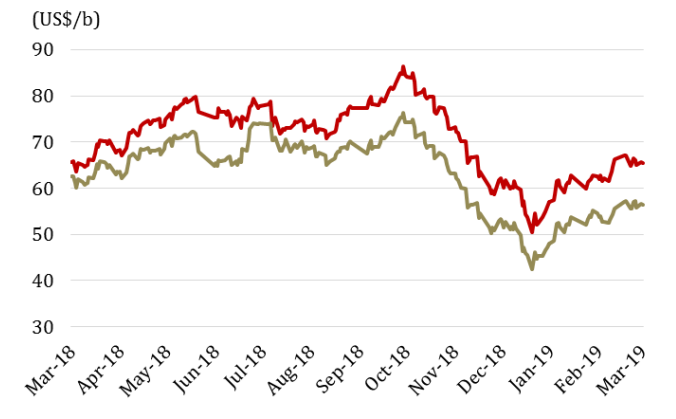
资料来源：标普全球普氏

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



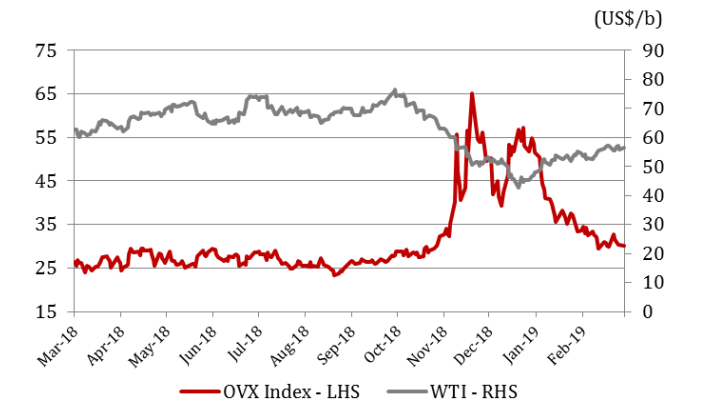
❖ **将油价展望调升 5 美元/桶。**基于我们对未来几个月油价基本面将转强预期，我们将全年油价展望上调 5 美元/桶，自此前布伦特原油每桶 60-65 美元上调至 65-70 美元，以及 WTI 原油 50-55 美元上调至 WTI 的 55-60 美元。我们认为短期原油期货曲线也证实了我们的观点。期货曲线短期呈升水状态，此后恢复长期贴水形态。我们认为市场仍然预期长期原油供应处于充足状态，但 2019 年面临短期供应偏紧。除了我们的短期油价上涨前景外，我们还预计油市将呈现相对较低的波动性，如 OVX 指数（芝加哥期权交易所原油波动率指数）跌至更低水平，表明市场展望偏向稳定。

图 22: 1 年期布伦特及 WTI 价格波动曲线



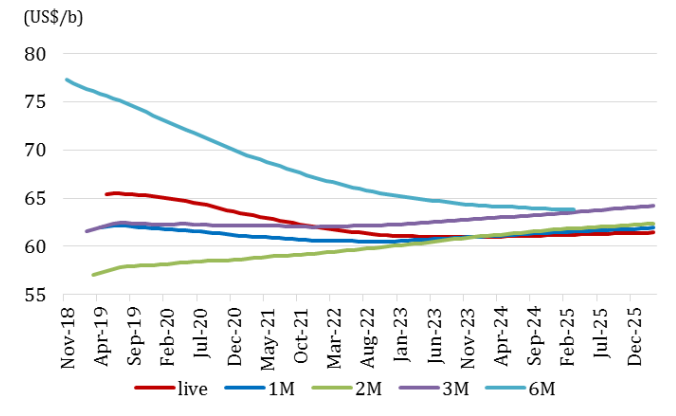
资料来源：彭博，招银国际

图 23: 原油价格波动指数在 1-2 月期间显著下跌



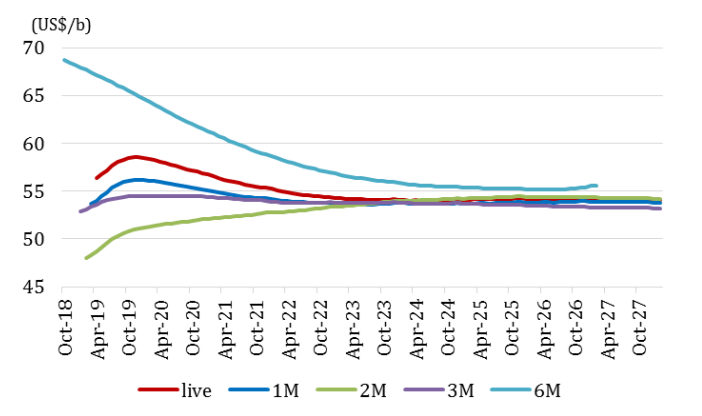
资料来源：彭博，招银国际

图 24: 布伦特期货短期曲线走高，随后回落贴水状态



资料来源：彭博，招银国际

图 25: WTI 期货曲线短期向上更为明显



资料来源：彭博，招银国际

## 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人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

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

### 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: 香港中环花园道三号冠君大厦 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法律责任。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。

本公司或其附属关联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国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 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。