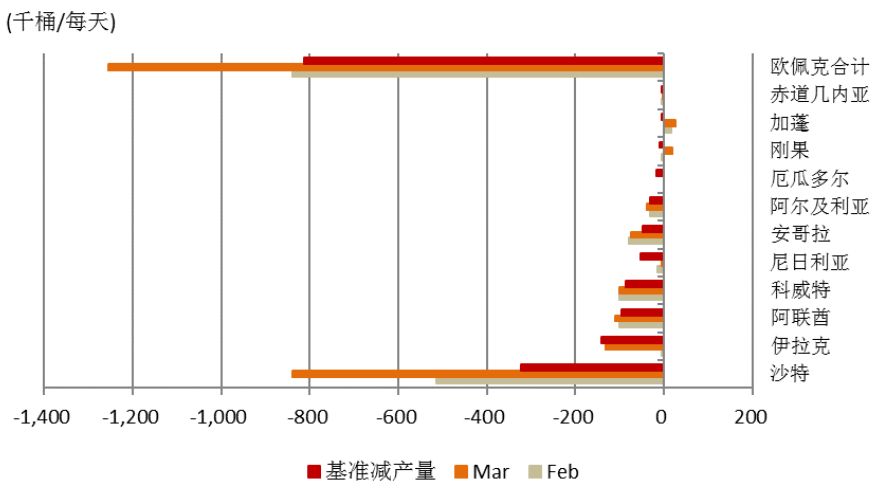


## 受地缘政治事件影响，原油短期供应偏紧

❖ **短期供应偏紧对油价构成支持。**布伦特原油和 WTI 价格在过去一个月分别呈现稳定上涨 6.1% 及 9.2%。我们认为驱动油价上升的主要原因为供应状况偏紧，并且主要的事件驱动为 1) OPEC+ 减产有效实施稳定了全球原油市场对于经合组织原油库存持续降低，以及供需状况恢复的预期，2) 来自伊朗、委内瑞拉及利比亚的地缘政治事件影响，导致更多的原油供应中断出现，从而进一步影响了原油供给。尽管 OPEC、EIA 和 IEA 基于对经济状况的保守预估略微调低了 2019 年全球原油需求，我们仍然认为需求端维持稳固状态。展望未来，我们预期地缘政治事件对于油价的影响将会持续。更具体来说，我们预期 1) 美国在 5 月是否对伊朗制裁豁免续期，2) 委内瑞拉及利比亚的供应波动，以及 3) OPEC+ 对于 6 月以后的减产持续或退出策略，将成为左右油价趋势的主要影响因素。我们维持对于布伦特原油价格 65-70 美元/桶预期，并上调 WTI 原油价格预期值 59-64 美元/桶。

❖ **三月份 OPEC 减产实现率达 154%。**3 月份 OPEC 的产量数据显示出该组织决议恢复原油供需平衡的决心。根据彭博数据，OPEC 3 月份合计产量为每天 30.39 百万桶，较 2 月份较为激进的减产进一步降低。根据 OPEC 月度报告的次要信息来源，沙特仍然维持其在减产协议中的领导地位，实现减产 83.9 万桶，同时，除厄瓜多尔、刚果和加蓬有小幅产出增长以外，主要的 OPEC 组织国家均兑现了较高的减产实现率。与 2018 年 10 月产量相比，OPEC 国家合计减产了 125 万桶原油产出。在减产协议非 OPEC 组织盟友方，俄罗斯也兑现了其减产承诺。根据 OPEC 次要信源，俄罗斯产量自 2018 年 10 月每天 11.75 百万桶减少至 2019 年 3 月的每天 11.49 百万桶，对应 3 月份减产实现率超过 100%。在目前供应偏紧的背景下，我们并不认为 OPEC 将会在 3 月份基础上进一步减产。与市场预期 OPEC+ 减产或将出现动摇不同，我们预期 OPEC+ 的减产行为将持续到 6 月，直至新的产量决议出现。

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



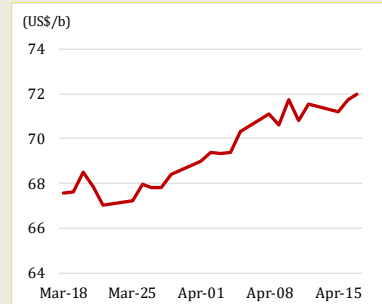
资料来源：彭博，招银国际

萧小川

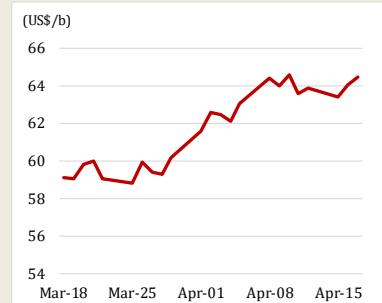
电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

布伦特原油 **US\$71.72**  
1 个月价格变化 **6.1%**



WTI 原油 **US\$64.46**  
过去一个月之价格变动 **9.2%**



布伦特-WTI 价差 **US\$7.51**

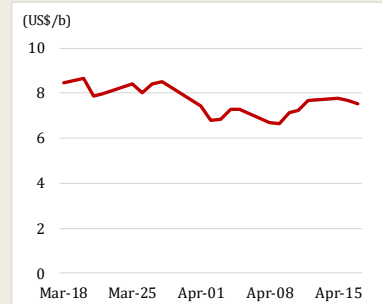


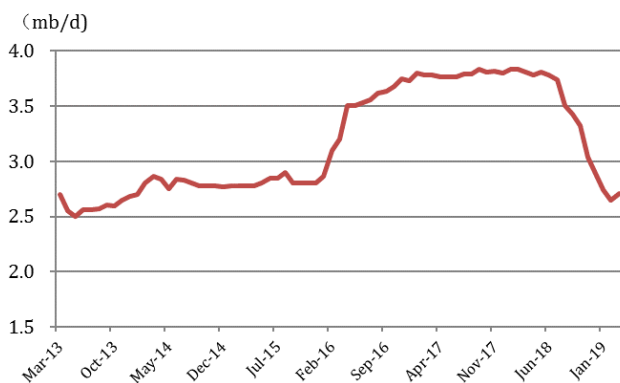
图 2: OPEC+ 减产目标, 以及 2 月至 3 月减产实现率

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
<b>OPEC Countries</b>									
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%
<b>OPEC Total</b>	<b>26,749</b>	<b>25,937</b>	<b>-812</b>	<b>25,909</b>	<b>-840</b>	<b>103.4%</b>	<b>25,495</b>	<b>-1,254</b>	<b>154.4%</b>

资料来源: 彭博, 招银国际

- ◆ **对伊朗的制裁豁免即将到期。**美国在 2018 年 11 月 5 日实施了对伊朗的第二论制裁。同日, 美国总统特朗普签署了对于八个国家/地区的豁免, 豁免期为六个月。这八个国家/地区均为伊朗原油的主要买家。根据彭博数据, 截止至 2019 年 3 月份, 仍有四国维持对于伊朗原油有较为显著的进口量, 这四国合计进口超过 100 万桶伊朗原油。由于对于伊朗制裁豁免即将到期, 美国政府是否继续延长对于伊朗制裁的豁免将成为决定油价走势的短期因素。由于美国总统特朗普此前已对油价过高发表过关切, 我们认为市场已大致反映了对于制裁豁免延长的乐观预期, 若制裁豁免到期未能得到延长将使目前供应偏紧的状况愈发变得严峻, 届时将与特朗普希望抑制油价上涨的愿望相抵。因此, 我们预期任何偏离市场预期的状况将很可能助推油价进一步上升。

图 3: 伊朗原油产量水平



资料来源: 彭博, 招银国际

图 4: 伊朗原油出口水平



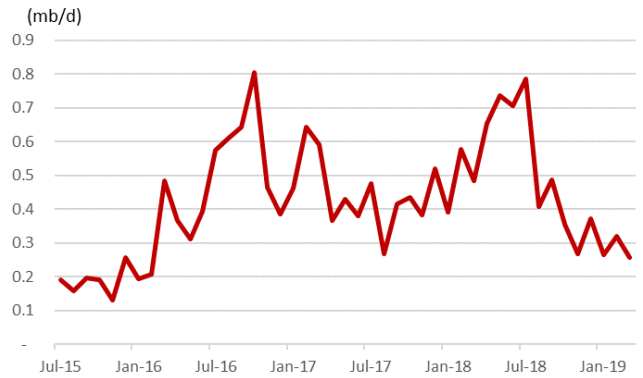
资料来源: 彭博, 招银国际

图 5: 伊朗对中国原油出口量



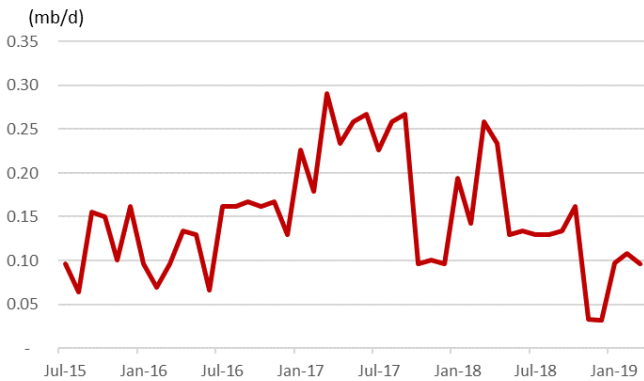
资料来源：彭博，招银国际

图 6: 伊朗对印度原油出口量



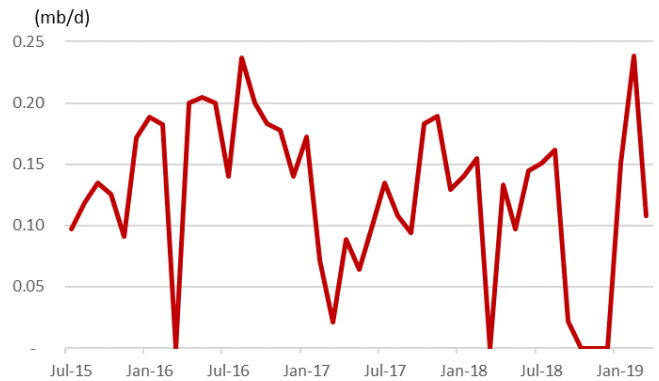
资料来源：彭博，招银国际

图 7: 伊朗对土耳其原油出口量



资料来源：彭博，招银国际

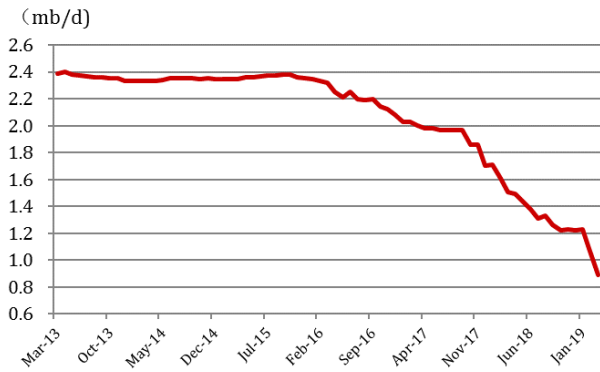
图 8: 伊朗对日本原油出口量



资料来源：彭博，招银国际

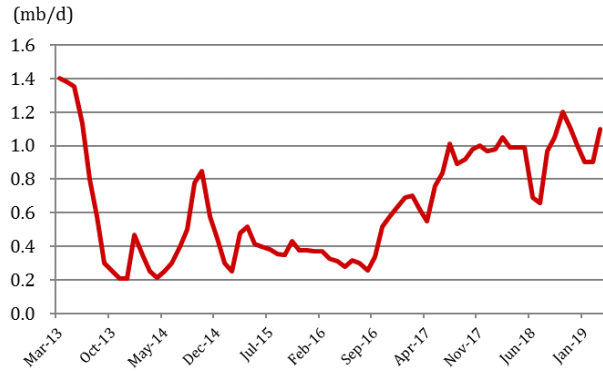
❖ **委内瑞拉和利比亚带来了更多的供应波动。**美国对于马杜罗政府的制裁将委内瑞拉政治经济危机推向了一个新的阶段。美国政府希望通过制裁来迫使委内瑞拉石油贸易绕过委内瑞拉国家石油公司（PDVSA），从而减少流入马杜罗政府的经济收入来源，并推动委内瑞拉国内实施新的选举。长期的社会经济和政治危机导致改过陷入动荡，造成大面积的停电以及原油产量大幅减少。根据彭博数据，委内瑞拉原油产量已从 2017 年超过每天 200 万桶锐减至 2019 年 3 月的每天 89 万桶。利比亚方面，其国内内战在 4 月份再度爆发。控制利比亚原油产出超过每天 100 万桶的 Khalifa Haftar 将其军队指向了首都黎波里，以反对前首相 Fayez al-Sarrai。根据利比亚的历史产油数据，内战的爆发将很可能导致改过原油产量产生波动。根据彭博数据，利比亚原油产量在 2019 年 3 月回升至每天 110 万桶，较好的产能恢复将很可能受到内战影响和中断。鉴于目前的情况，我们预计委内瑞拉和利比亚都需要时间来恢复原油产量和出口，这可能会增加短期供应的压力。

图 9: 委内瑞拉原油产出水平



资料来源：彭博，招银国际

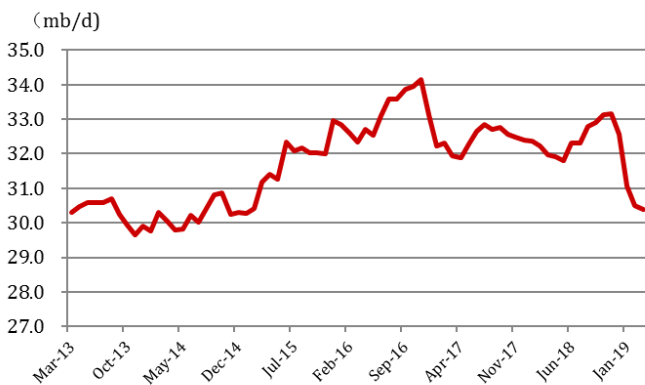
图 10: 利比亚原油产出水平



资料来源：彭博，招银国际

❖ **OPEC+取消了4月份会议，但影响不大。**根据EIA数据，经合组织库存水平自2019年1月的28.75亿桶显著下降至3月的28.29亿桶。库存水平较2014-18年5年平均从2019年1月的68百万桶降低至3月份的17百万桶。我们认为OPEC+的减产努力将有望将经合组织的库存降至5年平均之下水平，而额外的供应中断则是加快了这一进程。鉴于伊朗、委内瑞拉、和利比亚原油供应中断的不确定性，我们认为OPEC+国家有意推迟有关减产的进一步决定，直到情况变得更加明朗化，特别等待美国对伊朗制裁豁免延期。接下来OPEC+成员国将迎来5月份联合部长级监测委员会会议(JMMC)以及6月25日举行的成员国全员会议。我们预计欧佩克将更好地掌握更多信息，以决定是否延长产量削减或制定出口减产的退出计划。

图 11: OPEC 原油产出明显减少



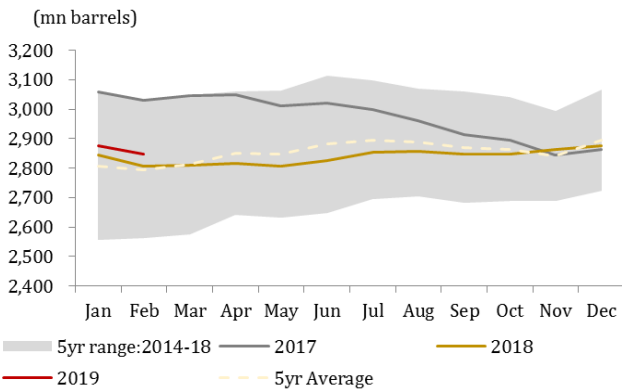
资料来源：彭博，招银国际

图 12: 俄罗斯也兑现了其减产承诺



资料来源：彭博，招银国际

图 13: 经合组织库存水平逐步趋近与 2014-18 年平均



资料来源：彭博，EIA，招银国际

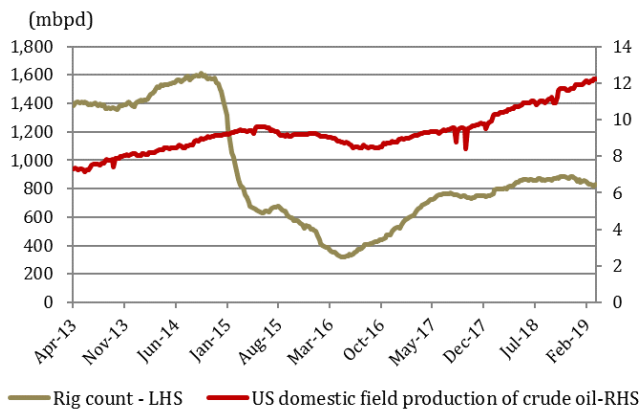
图 14: OECD 经合组织库存水平自 2019 年一季度起明显降低



资料来源：彭博，EIA，招银国际

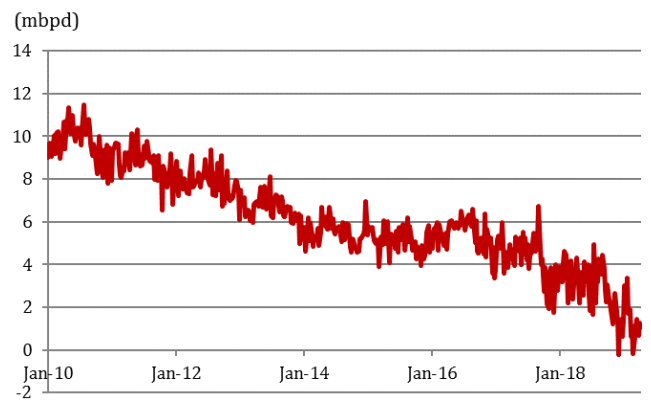
❖ **美国的原油产量增长将对油价长期趋势产生影响。**根据 EIA 的数据，美国国内油田原油产量再增加 10 万桶，从 3 月初的每天 12.1 百万桶增加到 4 月 5 日当周的每天 12.2 百万桶。贝克休斯活跃石油钻井平台数量也扭转了连续下跌趋势，从 2018 年 10 月 18 日开始下降，到 2019 年 4 月 5 日的一周内增加了 15 个钻井平台，恢复到 831 个钻井平台。在库存水平方面，EIA 的库存数据显示美国原油库存在最近三周（3 月 22 日 - 4 月 5 日）一直在上升，而汽油库存则呈现数周的下降趋势。我们认为美国原油库存最终将随着炼油厂投入的增加而下降，为夏季需求做好准备。由于美国已建立稳定的国内原油产量，我们认为市场对油价长期前景的担忧日益增加，主因随着美国原油产量的增长，未来的原油供应势将充分，同时新的输油管线建设将大大增强美国原油出口能力。

图 15: 美国国内原油产出及贝克休斯活跃油井数量



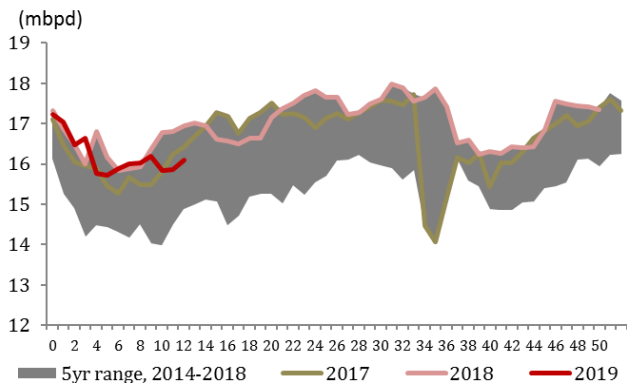
资料来源：EIA，招银国际

图 16: 美国原油及石化产品净进口量



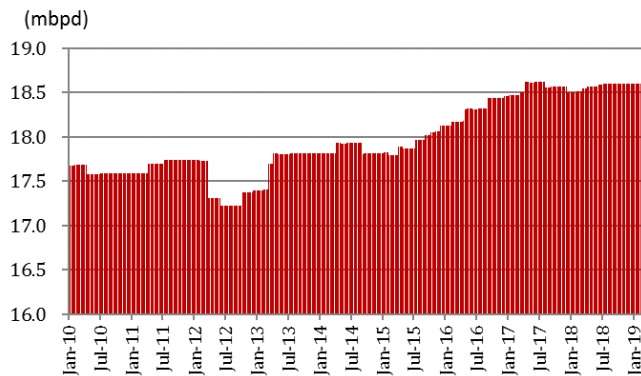
资料来源：EIA，招银国际

图 17: 美国炼化净投入量



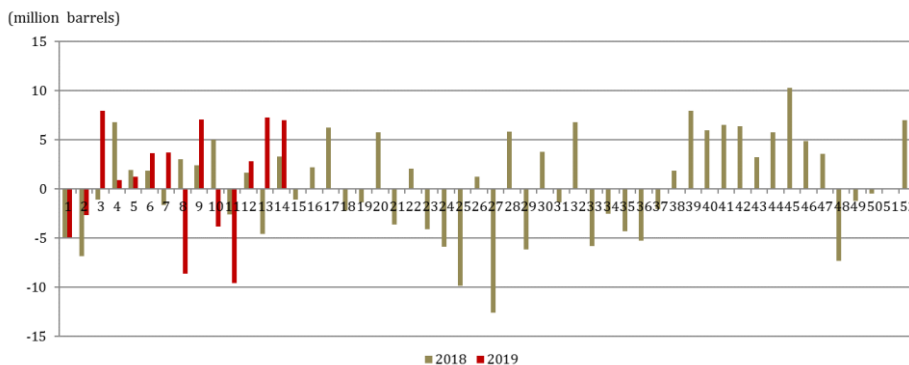
资料来源：EIA，招银国际

图 18: 美国炼化产能



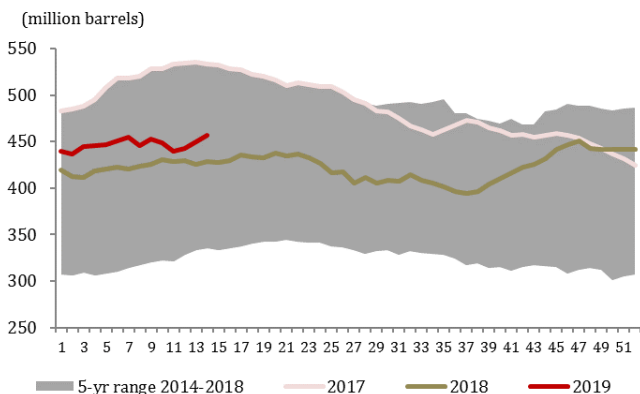
资料来源：EIA，招银国际

图 19: EIA 库存数据每周环比情况



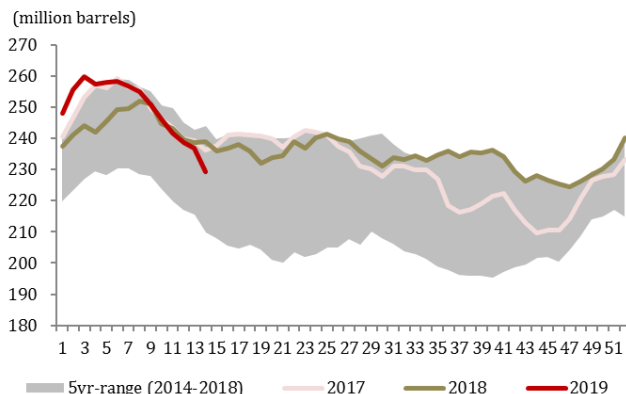
资料来源：EIA，招银国际

图 20: 美国原油库存近期有所上扬



资料来源：EIA，招银国际

图 21: 美国汽油库存明显回落



资料来源：EIA，招银国际

❖ **需求略有减弱。**OPEC 和 EIA 在最近的月度报告中略微调低了 2019 年全球原油需求预测。经济合作与发展组织经济增长放缓，燃油效率提高和电动汽车替代率上升是预测调整背后的主要原因。与供应中断相比，我们认为这些轻微的需求波动不会成为改变市场情绪的关键因素。我们预计全球需求前景将基本保持稳定，经合组织国家的库存减少趋势可能在 2019 年第二季度持续。

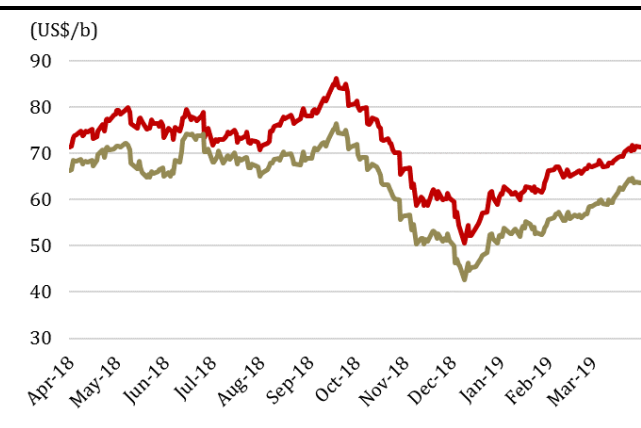
图 22: 主要机构对于全球原油供应及需求预测

	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

资料来源：欧佩克，美国能源署，国际能源署，招银国际

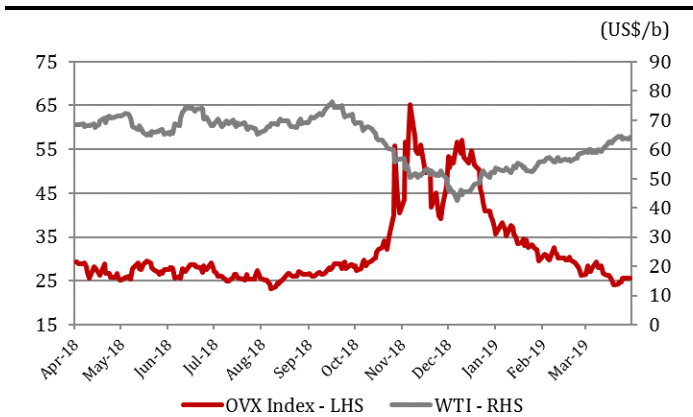
❖ **维持布伦特原油价格预期在 65-70 美元/桶。**OPEC+的原产所带来的库存减少快于预期，同时受到多个地缘政治事件影响带来了进一步供应扰动，推动原油价格在过去一个月录得连续攀升。我们认为油价短期趋势受到当前紧缩供应基本面以及近期地缘政治演变的支撑，即 1) 伊朗制裁豁免延期，2) 对委内瑞拉和利比亚产量和出口的任何进一步影响，以及 3) OPEC+对于目前供应状况的反应及其未来减产决定，将成为短期左右油价趋势的关键因素。然而，从长远来看，我们预计美国产量增加将抑制油价上涨趋势。期货长期曲线仍处于贴水形态，表明市场对长期油价前景并不乐观。对于 WTI，我们注意到短期内期货曲线仍处于短期上扬形态。我们认为 WTI 的短期上扬反映了市场对 WTI 对布伦特原油价差缩窄的看法，主要源于新的管道投运将提高美国原油出口能力。我们维持布伦特原油的油价前景在 65-70 美元/桶，并将 WTI 前景从 55-60 美元/桶上调至 59-64 美元/桶。

图 23: 布伦特及 WTI 原油一年期价格走势



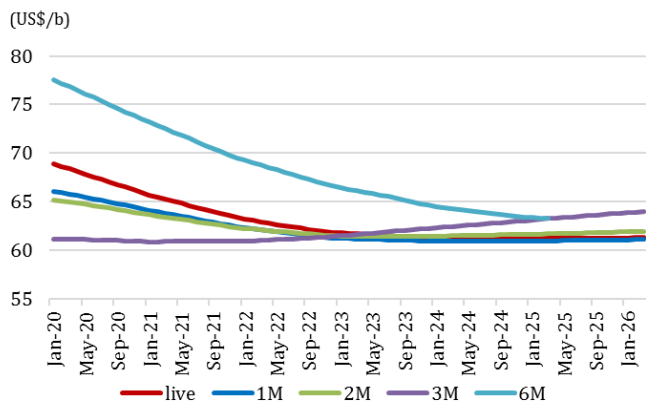
资料来源：彭博，招银国际

图 24: OVX 波动指数变化



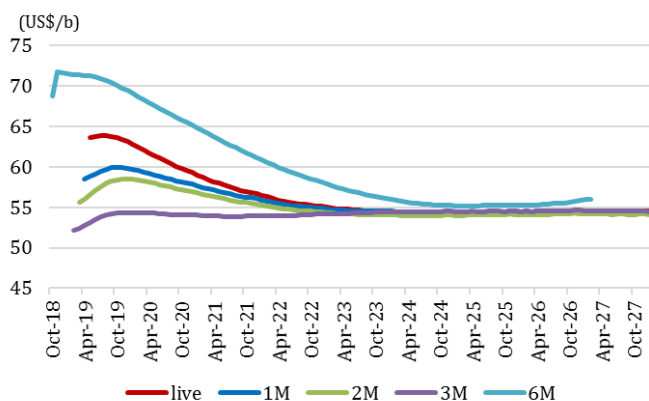
资料来源：彭博，招银国际

图 25: 长期期货曲线呈贴水形态



资料来源：彭博，招银国际

图 26: WTI 短期曲线上扬，但长期仍呈贴水形态



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上责任。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 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。