

## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金综合油气指数	916.37
沪深 300 指数	3972.38
上证指数	3031.24
中小板综指	9399.25

## 相关报告

- 《贸易摩擦倒逼化纤产业链外迁？中国龙头已成稀缺资产！ - 《2...》，2019.9.3
- 《2019:页岩油定价时代开启！ - 《2019-07-21 行业深...》，2019.7.21
- 《沙特减产的“作弊”模式！ - 《2019-06-28 行业点评》，2019.6.28
- 《下半年油价的最大变数：200+万桶页岩油！ - 《2019-06...》，2019.6.21
- 《油价二季度为何暴跌？ - 《2019-06-06 油价点评》，2019.6.8

刘蒙 联系人  
liumeng@gjzq.com.cn

许隽逸 分析师 SAC 执业编号：S1130519040001  
xujunyi@gjzq.com.cn

## OPEC:原油霸主陨落！非传统手段破局？

## 行业观点

石油输出国组织 OPEC 数十年来占据的全球原油边际供应霸主地位在美国页岩油崛起后快速衰落。OPEC+已取代 OPEC 成为力挺油价的核心组织，但是在页岩油持续投产大背景下，OPEC+通过传统减产手段支撑油价已越发显得无力，地缘政治事件有可能频发，以给予原油一定程度的风险溢价。

## ■ OPEC12次减产，减产执行率约60%!

从2001年至今，OPEC进行了12次减产，整体而言，OPEC减产执行率在60%左右。2016年以来，随着美国页岩油产量的飙升，OPEC与俄罗斯等NON-OPEC国家组成了OPEC+联盟，从2017年1月开始至今OPEC+进行了两次减产，尽管加入了原油产量大国俄罗斯，但两次减产效果都并不如预期，OPEC+正在逐步丧失原油主导权！

## ■ OPEC+第一次减产：美国制裁伊朗下的崩溃。

OPEC+2017年1月开始的减产，在2018年5月以前，OPEC减产执行率成为影响油价的重要因素，也就是说，OPEC+减产是有效果的。但是随着美国开始对伊朗的制裁，地缘政治成为国际油价的主导因素，尤其是在美国的施压下OPEC+在2018年6月放弃减产叠加10月伊朗制裁不及预期，导致了2018年10月原油价格经历了一轮暴跌。

## ■ OPEC+第二次减产：页岩油唱主角！

从2019年1月开始的第二次减产，尽管在沙特的超额减产情况下，OPEC整体减产率较高，但对油价影响较小！国际油价波动的主要因素已经变成美国页岩油增产不及预期、美国对伊朗和委内瑞拉的制裁、美国与其他国家的贸易摩擦导致的需求端的担忧等因素。尤其是2019年下半年美国管道瓶颈解除以后，美国页岩油巨大的增产潜力进一步使得OPEC+丧失话语权。OPEC+第二轮减产已经完全失去了原油的主导权。

## ■ OPEC依靠传统减产手段已无力支撑油价：地缘政治事件有可能频发！

截止2019年6月，美国+俄罗斯+沙特的产量已经超过OPEC，三国成为国际原油市场博弈的最主要力量！而沙特和俄罗斯配合不力给予了美国页岩油巨大的增产空间！根据OPEC预测，2020年，非OPEC国家在2020年原油产量将增加244万桶/日，其中，最主要的增加来自于美国页岩油，这也意味着，2020年世界原油市场对OPEC的原油需求将下降130万桶/日，OPEC的市场份额将下降至33%，比2016年下降5个百分点！

## 风险提示

(1) 新资源种类替代导致原油需求超预期下滑；(2) 全球经济下行超预期导致原油需求快速下滑；(3) 新原油协议签订导致国际供给格局改变；(5) 美国与伊朗关系提前缓和导致供给格局预期改变；(6) 美国内部局势剧烈变动导致原油供给不及预期或超预期；(7) 战争、自然灾害等不可控因素导致原油供给格局变更。

## 内容目录

1. OPEC 减产概述.....	5
1.1 历史上 12 次减产.....	5
1.2 2016 年 10 月后的减产情况.....	6
2. 2017 年 1 月开始的第一次减产.....	8
2.1 第一阶段：2016 年 10 月-2017 年 7 月.....	8
2.2 第二阶段：2017 年 7 月-2018 年 4 月.....	9
2.3 第三阶段：2018 年 5 月-2018 年 10 月.....	11
2.4 第四阶段：2018 年 10 月-2018 年 12 月.....	13
2.5 2017 年 1 月 OPEC+减产总结.....	14
3. 2019 年 1 月开始第二次减产.....	15
3.1 第一阶段：2019 年 1 月-2019 年 5 月.....	16
3.2 第二阶段：2019 年 5 月-2019 年 6 月.....	18
3.3 第三阶段：2019 年 6 月-2019 年 8 月.....	21
3.4 第四阶段：2019 年 8 月至今.....	22
3.5 两次减产对比：.....	23
4. 美国、沙特和俄罗斯的三国博弈.....	26
4.1 配合不力的沙特！.....	27
4.2 沙特的出口伎俩！.....	27
4.3 原油新霸主的崛起！.....	31
5. OPEC+传统减产手段已无力支撑油价！.....	34
6. 风险因素.....	37

## 图表目录

图表 1：2001 年至今 12 次减产情况（单位：千桶/日）.....	5
图表 2：2014 年至今 Brent 和 WTI 原油价格变化情况（单位：美元/桶）.....	6
图表 3：2016 年 10 月开始两次减产协议内容.....	7
图表 4：2016 年 10 月至 2018 年 12 月 Brent 原油价格变化情况（美元/桶）.....	8
图表 5：2016 年 10 月-2017 年 7 月 OPEC 减产量和 1 执行率（单位：千桶/日，%）.....	9
图表 6：2016 年 10 月至 2017 年 7 月利比亚和尼日利亚产量（单位：千桶/日）.....	9
图表 7：2017 年 7 月至 2018 年 4 月 OPEC 减产量和减产执行率（千桶/日）.....	9
图表 8：2016 年 10 月至 2018 年 4 月沙特减产量和减产执行率（千桶/日）.....	10
图表 9：2016 年 10 月至 2018 年 4 月委内瑞拉非自愿减产量和减产执行率（千桶/日）.....	10

图表 10: 2016-2017 年中国原油进口及累计同比增速 (万吨)	11
图表 11: 伊朗原油产量 (千桶/日)	12
图表 12: 伊朗原油出口 (千桶/日)	12
图表 13: OPEC+原油产量 (千桶/日)	13
图表 14: 伊朗原油豁免 (千桶/日)	14
图表 15: OPEC 各国在 2017-2018 年各季度减产率 (%)	15
图表 16: 2019 年 1 月 Brent 原油价格变化情况 (美元/桶)	16
图表 17: 2019 年 1 月至今 OPEC 减产量和减产执行率 (千桶/日)	16
图表 18: 2019 年 1 月至今 WTI 原油价格变化情况 (美元/桶)	17
图表 19: WTI 原油价格与七大页岩油区产量环比变化 (美元/桶, 千桶/日)	18
图表 20: 伊朗原油出口 (千桶/日)	19
图表 21: 2019 年 6 月彭博统计伊朗原油出口	19
图表 22: 中国进口伊朗原油	21
图表 23: 美国原油库存 (百万桶)	21
图表 24: 2019 年 6-8 月 Brent 原油价格 (美元/桶)	22
图表 25: 2016 年 10 月-2017 年 6 月 OPEC 产量 (千桶/日)	23
图表 26: 2018 年 10 月-2019 年 6 月 OPEC 产量 (千桶/日)	23
图表 27: 2019 年 6 月-8 月沙特减产量和减产执行率 (千桶/日)	24
图表 28: 沙特与伊拉克减产执行率 (%)	24
图表 29: 各国原油生产成本 (美元/桶)	24
图表 30: 各国财政平衡油价 (美元/桶)	25
图表 31: 美国、俄罗斯和沙特原油产量 (千桶/日)	26
图表 32: 美国、俄罗斯和沙特原油产量与 OPEC 对比 (千桶/日)	26
图表 33: 俄罗斯减产量与减产执行率 (千桶/日)	27
图表 34: 沙特产量与出口量与 2016 年 10 月对比 (千桶/日)	28
图表 35: 沙特按量与出口量与 2018 年 10 月对比 (千桶/日)	29
图表 36: 沙特原油库存 (百万桶)	29
图表 37: 沙特发电用原油消耗量 (千桶/日)	30
图表 38: 美国进口沙特原油 (千桶/日)	30
图表 39: 中国进口沙特原油 (千桶/日)	31
图表 40: 阿拉斯加原油产量 (千桶/日)	32
图表 41: 墨西哥湾地区原油产量 (千桶/日)	32
图表 42: STEO 预计美国原油产量 (千吨/日)	33
图表 43: 美国原油进口量 (千桶/日)	33
图表 44: 美国原油出口量 (千桶/日)	33
图表 45: 美国进口委内瑞拉原油 (千桶/日)	34
图表 46: OPEC 预测全球原油需求 (百万桶/日)	34
图表 47: OPEC 预测全球新增原油需求分国家地区 (百万桶/日)	35
图表 48: EIA 预测全球原油需求 (百万桶/日)	35

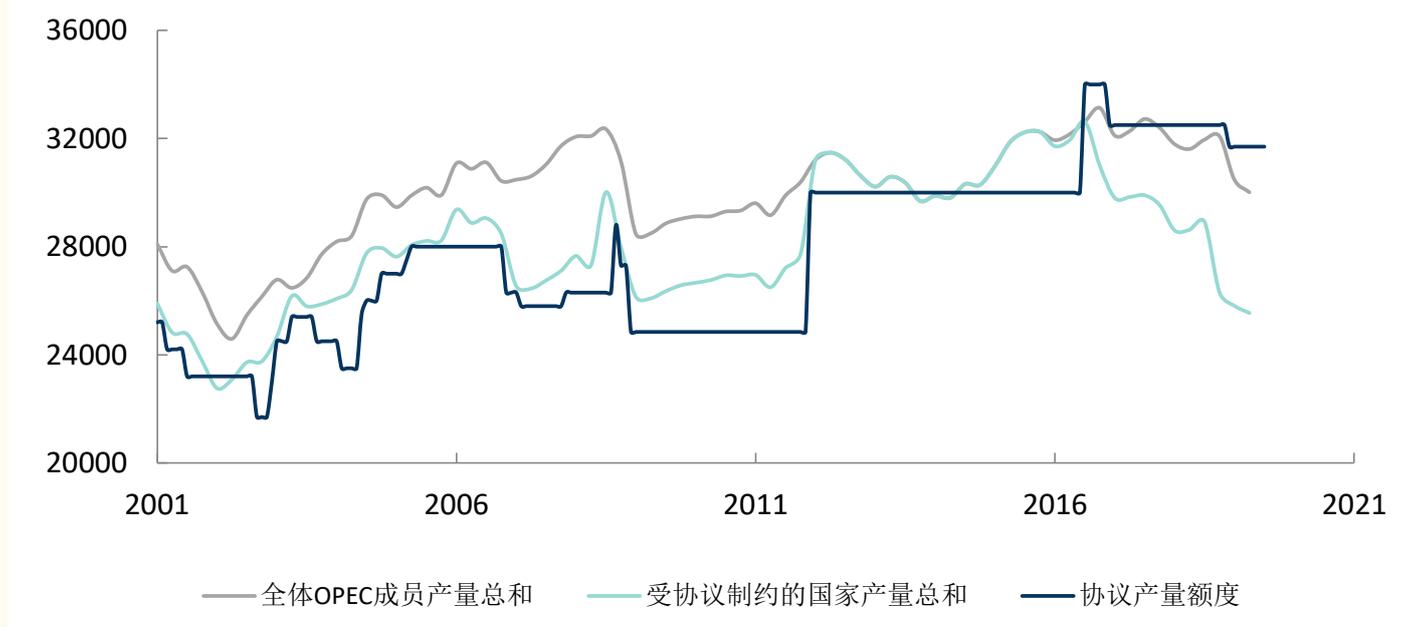
图表 49: OPEC 预测全球原油主要供应增加 (百万桶/日) .....	36
图表 50: OPEC 占世界原油份额 (%) .....	36

## 1. OPEC 减产概述

### 1.1 历史上 12 次减产

- 在进一步分析 OPEC 及其各个国家的真实减产情况前，我们首先要做下说明。当前确定各个成员国的真实原油产量是相当有难度。可以从 OPEC 官方的报告中看出，所公布的 OPEC 各国的产量有两组数据，但是两者的数值差距非常大。一组是在官方报告里被称为 **direct communication**（官方直接数据）的产量数据，即来自各国政府的官方直接数据。另外一组是在 OPEC 月报里被称为 **secondary sources**（第三方产量数据）的产量数据，该数据主要是考虑到各国政府的官方直接数据的可靠性问题，由 OPEC 在 90 年度中期通过计算市场上不同独立数据源提供的各国产量数据的均值后获得。因此，在 90 年代中期之后，OPEC 的正式报告中有关各国的产量数据就出现了这种两局分化的情况。
- 就目前而言，市场并不信任 OPEC 产油国的官方直接数据，更倾向于采用第三方数据进行参考。但同时，OPEC 各产油国对这个基于市场独立数据源的产量数据颇有怨言，认为这个 **secondary sources** 的数据严重偏离其本国真实产量数据。在 OPEC 各成员国拼命增产为了能够在任何涉及冻/减产协议中有更多筹码时，任何被统计“少”了的产量都是各国石油部长心头的一根刺。
- 从 2001 年至今，OPEC 进行了 12 次减产（采用第三方产量数据）。其减产前后产量和减产前协议减产产量对比如图 1 所示，灰色是 OPEC 整体产量，浅蓝色是 OPEC 的受产量额度制约的成员国的实际产量，深蓝色是 OPEC 的协议产量额度。从图 1 可以很直观的看出，在 OPEC 每次的产量额度出台后，其实际产量虽然向新的产量额度靠近，但是调整幅度和调整量大多数情况下同协议产量额度还是有不小的差距。从统计数字上来看，OPEC 的实际产量调整量一般仅有协议产量调整量的 60%。2011 年 12 月，在第 160 次 OPEC 会议上将协议产量调整为 3000 万桶/日。与以往不同的是，此次协议囊括了所有 OPEC 成员国，多年未参与产量协议的伊拉克这次也包括在其中。2012 年至 2016 年期间，OPEC 实际产量与协议产量额度之间的差距较之前大幅减小。

图表 1：2001 年至今 12 次减产情况（单位：千桶/日）



来源：OPEC，国金证券研究所

- 随着 OPEC 逐步丧失对国际原油市场的控制权，原油的定价机制经历了从 OPEC 产量调节定价转向边际供应定价。且随着美国页岩油产量的不断提升，并且其拥有短周期快速调节产量的特性，使得美国成为了实际上的原油边际供应国。而原油供过于求直接导致了从 2014 年年中开始的两次油价腰斩式暴跌，第一次原油价格从 100-120 美元/桶跌到 50-60 美元/桶，第二次从 50-60 美元/桶跌到 26-30+美元/桶。
- 从 2012 年到 2014 年末，不到三年时间，美国页岩油实现了 200+万桶/日的产量增量，而同期的 OPEC 原油产量下降了约 100 万桶/日，美国页岩油产量增量摧毁了全球原油供求平衡，导致原油价格在 2014 年-2015 年期间第一次腰斩。不过，油价第二次腰斩的驱动因素同第一次腰斩相比已完全不同：2015 年 6 月至 2016 年 1 月，主导第一次油价腰斩的美国原油产量开始出现衰减，但是 OPEC 三巨头沙特，伊朗和伊拉克以及 NON-OPEC 产油巨头俄罗斯在半年左右时间内增产约 70 万桶/日，使得市场再次出现约 50 万桶/日级别的原油供应净增量，由此导致了原油价格的第二次腰斩。

图表 2：2014 年至今 Brent 和 WTI 原油价格变化情况（单位：美元/桶）



来源：Wind，国金证券研究所

### 1.2 2016 年 10 月后的减产情况

- 为了稳定国际原油的价格，OPEC 和 Non-OPEC 于 2016 年 4 季度宣布减产，从 2017 年 1 月开始，以 2016 年 10 月为减产参照月份，OPEC 减产 120 万桶/日，以及 NON-OPEC 减产 60 万桶/日。从 2016 年开始的减产与之前有两个显著的差别，第一是减产变为 OPEC+减产，除了 OPEC 成员国，还加入了以俄罗斯为代表的 Non-OPEC 成员国，整体而言，OPEC+ 联盟原油产量占世界原油产量的比例更高。但也是从这次减产开始，部分成员国由于自身经济、政治环境等原因获得了减产豁免权，但这些国家尽管获得了豁免，仍然由于经济原因可能“被动”减产，比如油田设施长期无资金投入环境下的产量持续衰减就属于典型的“被动”减产。因此在减

产统计时，我们需要严格区分“主动减产”和“被动减产”。2016年10月确定的减产，从2017年1月开始，其中利比亚和尼日利亚获得豁免。

- 2018年6月份，美国政府主动要求 OPEC 国家及 Non-OPEC 国家增产约 100 万桶/日，在 2018 年 6 月 OPEC+ 开会后，各个国家达成一致，决定从 2018 年 6 月开始增产。也即宣告了 2017 年开始的减产结束。但是，2018 年 10 月，一方面，由于美国政府宣布对伊朗制裁给予 8 个国家和地区豁免，另一反面，自 2018 年 6 月以来 OPEC 增产超预期导致国际油价再次大幅下跌，2018 年 12 月，在 2018 年 12 月 7 日的 OPEC 会议上，OPEC 和 NON-OPEC 达成一致将于 2019 年 1 月到 6 月共同减产 120 万桶/日，其中 OPEC 减产 80 万桶/日，非 OPEC 减产 40 万桶/日，减产基准为 2018 年 10 月。此次减产，伊朗、利比亚和委内瑞拉获得了豁免。
- 根据 OPEC 官网消息，北京时间 2019 年 7 月 1 日晚间，在奥地利维也纳举行的 176 届 OPEC 会议上，OPEC 决定将自 2019 年 1 月开始的减产延长 9 个月，减产将延续至 2020 年 3 月 31 日。根据 CNBC 报道，北京时间 2019 年 7 月 2 日，在第 6 届 OPEC 和 Non-OPEC 部长会议上，包括俄罗斯在内的 Non-OPEC 国家同意 OPEC 延长减产的决定！OPEC+ 整体将维持自 2019 年 1 月开始的 120 万桶/日的减产规模至 2020 年 3 月。同时，在此次会议上，OPEC 与 non-OPEC 国家还通过了一项长期《合作宪章》，根据长期合作章程，OPEC+ 部长会议将每年至少举办一次！

图表 3：2016 年 10 月开始两次减产协议内容

第一次减产协议			第二次减产协议		
OPEC 国家	参考水平 (2016.10)	协议减产量 (千桶/日)	OPEC 国家	参考水平 (2018.10)	协议减产量 (千桶/日)
阿尔及利亚	1,091	50	阿尔及利亚	1,057	32
安哥拉	1,751	78	安哥拉	1,515	47
厄瓜多尔	543	26	刚果	321	10
赤道几内亚	140	12	厄瓜多尔	521	16
加蓬	203	9	赤道几内亚	124	4
伊朗	3,709	90	加蓬	185	6
伊拉克	4,571	210	伊朗	-	-
科威特	2,848	131	伊拉克	4,654	141
利比亚	-	-	科威特	2,753	85
尼日利亚	-	-	利比亚	-	-
卡塔尔	645	30	尼日利亚	1,760	53
沙特阿拉伯	10,566	486	沙特阿拉伯	10,637	322
阿联酋	3,068	139	阿联酋	3,177	96
委内瑞拉	2,072	95	委内瑞拉	-	-
欧佩克	31,207	1176	欧佩克	26,704	812

来源：OPEC, Reuters, 国金证券研究所

- 对于 OPEC 减产的效果（最直接的即油价），需要指出，减产协议是一方面，但更重要的是减产实际对国际原油供需产生的影响。这一影响主要取决于几个因素，首先是供给端的四个因素：第一，减产参与国的实际减产执行率，如果减产执行率低，那么将严重影响减产效果，第二，原油出口量，对于国际原油供应而言，出口量是更为直接的影响国际原油供应的因素，在减产过程中，可能存在部分国家减产执行效果较好，但通过抽提库存增加出口的情况，那么也将影响减产的效果。反之，如果产量并没有下降，但是出口量受到限制，也会影响国际原油供应格局。第三，减产豁免国的产量/出口量。第一次减产，减产豁免国尼日利亚成为影响减产效果的重要因素，而伊朗、委内瑞拉在第一次减产后期及第二次减产过程中的被动减产也成为影响减产效果的重要影响因素。第四，非 OPEC 国家产量。非 OPEC 国家中，美国由于页岩油技术的突破，已经成为挑战 OPEC 原油霸主地位的重要因素，因此在减产执行期间，美国原油产量的增产也将直

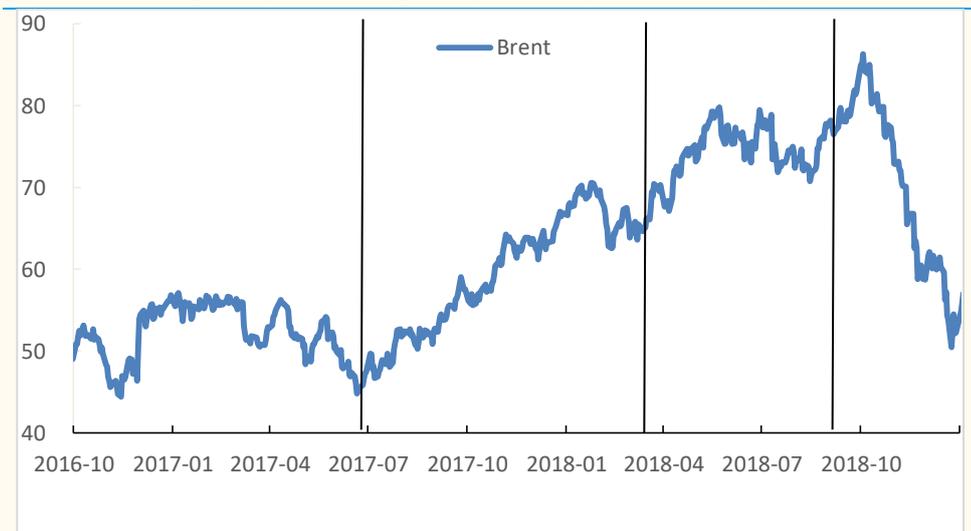
接影响国际原油供需平衡关系。除了供给端的因素，全球原油需求的边际增量也是影响减产效果的重要因素。

- 接下来，我们将重点分析 2017 年 1 月开始的第一次减产和 2019 年 1 月开始第二次减产的效果以及在减产过程中各个主要国家的变化情况。

## 2. 2017 年 1 月开始的第一次减产

- 对于 2017 年开始的第一次减产，我们分为四个阶段来进行分析，2016 年 10 月至-2017 年 7 月，这段时期，Brent 油价在 45-55 美金/桶的范围内波动，第二阶段，为 2017 年 7 月至 2018 年 4 月，油价开始上涨，Brent 油价上涨至 65 美金/桶附近，第三阶段，为 2018 年 4 月-2018 年 10 月，Brent 原油价格继续上涨，Brent 原油最高达到 85 美金/桶，第四阶段为 2018 年 10 月-12 月，Brent 原油价格在 2 个月的时间内大幅下跌，从 85 美金/桶跌回 50 美金/桶附近。
- 每一个阶段油价的变化，都是由 5 个影响减产效果的不同因素决定的。实际上，2018 年 6 月之后，实际上 OPEC 已经放弃减产，而之所以油价并没有受到 OPEC 放弃减产的影响，是因为第三阶段和第四阶段的主要因素发生了变化。

图表 4: 2016 年 10 月至 2018 年 12 月 Brent 原油价格变化情况 (美元/桶)



来源: Wind, 国金证券研究所

### 2.1 第一阶段: 2016 年 10 月-2017 年 7 月

- 随着 2016 年 10 月份宣布减产，Brent 油价有个小幅度的上涨 3 美元/桶左右，但是随后在 11 月份又下跌了 7 美元每桶/日，一方面是由于市场整体对 OPEC 减产能否真正实行还存在质疑，另一方面，更重要的是，虽然 2016 年 10 月达成了减产协议，但是 OPEC 成员国在 2016 年 11、12 月两个月的时间里进行了增产，换句话说，在减产正式生效前进行了抢生产。但是随着 2017 年 1 月开始，OPEC 各国开始切实地进行减产，首月 OPEC 整体减产率达到 84% 左右，给了市场足够的信心。于是全球油价随着而涨，从 11 月份低谷的 44 美元/桶增长到 57 美元每桶，涨幅达到将近 30%。从 2017 年 1 月到-2017 年 4 月期间，Brent 原油价格也一致维持在 55 美金/桶附近。

图表 5: 2016 年 10 月-2017 年 7 月 OPEC 减产量和 1 执行率 (单位: 千桶/日, %)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 2016 年 10 月至 2017 年 7 月利比亚和尼日利亚产量 (单位: 千桶/日)

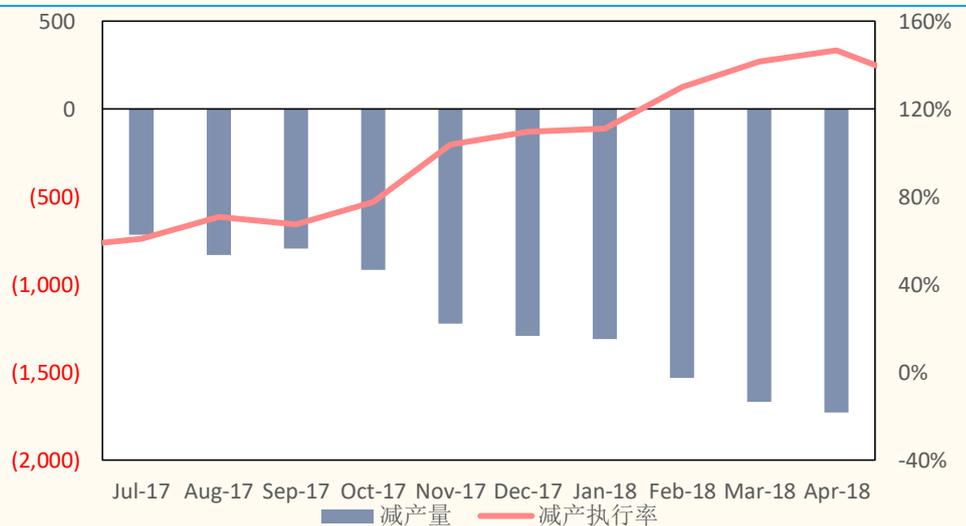


来源: Wind, 国金证券研究所

## 2.2 第二阶段: 2017 年 7 月-2018 年 4 月

- 2017 年 7 月之后, 油价开始反弹, 这主要是由两方面因素导致的, 第一是 OPEC 减产率再次回升, 2017 年 7 月之后, OPEC 的减产执行率逐步上升, 尤其是 2018 年以后, OPEC 的减产执行率超过了 100%。OPEC 减产执行率上升有两个主导国家, 一个是沙特, 一个是委内瑞拉, 沙特是主动减产, 而委内瑞拉则是“被动减产”。除此以外, 3 季度和 4 季度为全球原油需求的旺季, 也使得国际油价随着 OPEC 减产率的提升逐步增加。到 2018 年 1 季度, 尽管 1 季度为需求淡季, 但是因为 OPEC 减产执行率超过 100%, 减产执行率超市场预期, 仍然使得国际油价继续上涨。

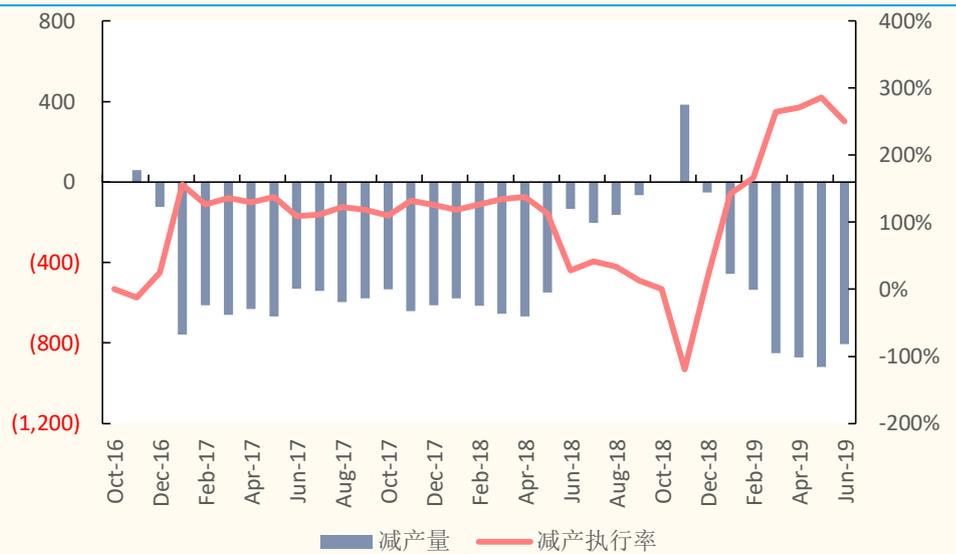
图表 7: 2017 年 7 月至 2018 年 4 月 OPEC 减产量和减产执行率 (千桶/日)



来源: Wind, 国金证券研究所

- 沙特一直是影响 OPEC 减产执行率最重要的国家之一。从 2017 年 1 月开始, 沙特不仅是减产量最大 (除委内瑞拉因非自愿原因持续减产)、减产执行率最高的国家, 沙特的减产执行率持续维持在 110% 以上, 仅在 2017 年 6-7 月, 沙特减产执行率下降至 110% 以下, 但仍然是严格执行减产。但也可以看出, 沙特减产执行率一下降, 就导致 OPEC 整体减产率的下降。

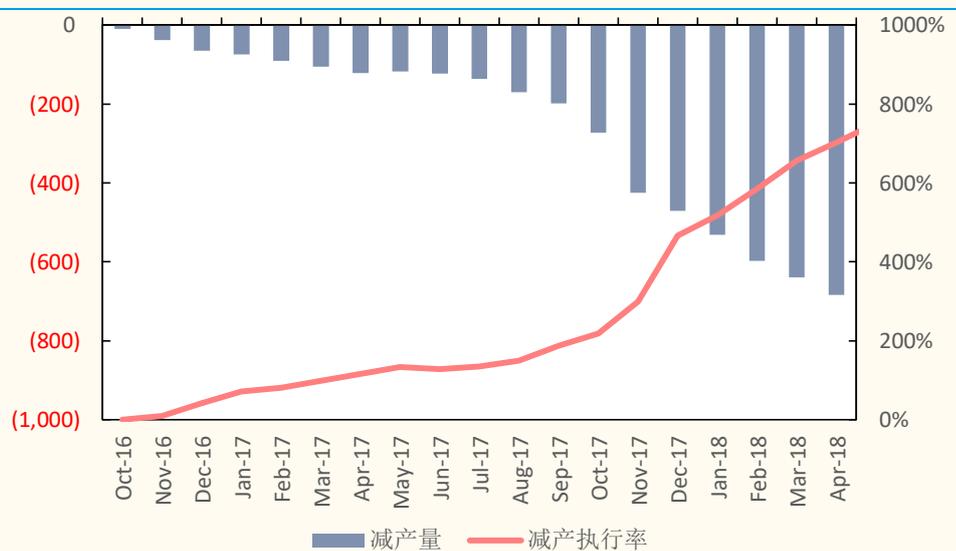
图表 8: 2016 年 10 月至 2018 年 4 月沙特减产量和减产执行率 (千桶/日)



来源: Wind, 国金证券研究所

- 而从委内瑞拉的角度来看, 委内瑞拉属于非自愿减产。委内瑞拉由于国内经济原因, 石化行业缺乏有效投资, 导致国内原油产量持续下降。以 2016 年 10 月减产参考月来衡量, 截止 2018 年 4 月, 委内瑞拉减产 59.8 万桶/日, 产量衰减速度达到平均每个月近 4 万桶/日。

图表 9: 2016 年 10 月至 2018 年 4 月委内瑞拉非自愿减产量和减产执行率 (千桶/日)



来源: Wind, 国金证券研究所

- 需要注意的因素是, 2018 年以前, 沙特维持高减产率和委内瑞拉减产产量持续创新高, 但 OPEC 整体减产率仍然没有超过 100%。油价推升的另一个重要因素来自于需求端, 一方面, 3 季度和 4 季度是全球原油需求的旺季, 另一方面, 原油新增需求的一个重要来源中国, 受到国内成品油地板价定价机制的原因开始大规模进口原油 (屯油)。根据海关总署公布的数据, 2016/2017 年两年, 中国原油进口速度持续保持在 10% 以上。

图表 10: 2016-2017 年中国原油进口及累计同比增速 (万吨)

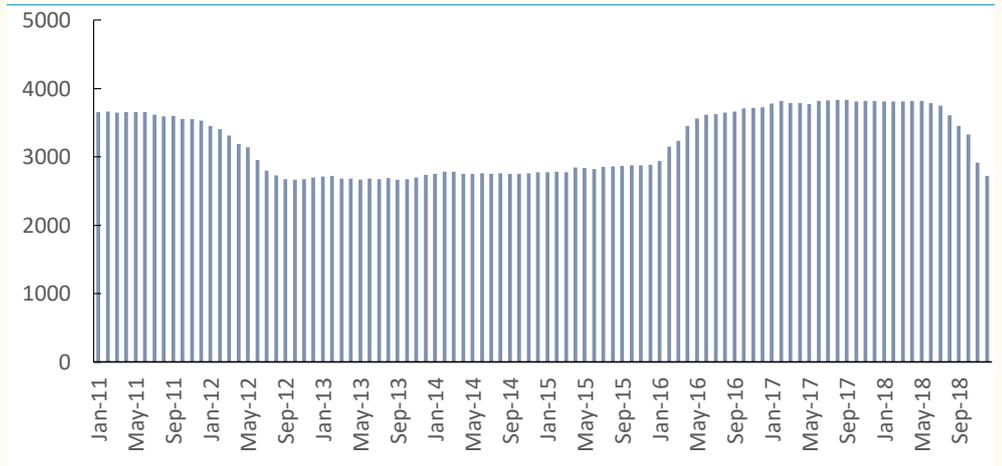


来源: Wind, 国金证券研究所

### 2.3 第三阶段: 2018 年 5 月-2018 年 10 月

- 2018 年 4 月, OPEC 减产执行率达到 146% 的最高水平。2018 年 5 月, OPEC 减产执行率开始下降, 已经下降至 133%, 下降了 13 个百分点。但是在 OPEC 减产执行率下降的过程中, 国际油价仍然在持续上涨, 这是因为地缘政治事件: 美国对伊朗制裁成为影响国际原油供应的最重要因素。
- 2018 年 5 月 8 日, 美国总统特朗普正式宣布退出 2015 年 7 月签订的“联合综合行动计划”(JCPA, Joint Comprehensive Plan of Action), 并重新恢复对伊朗的能源行业、金融机构和工业部门的制裁。具体来说, 对于美国国内企业而言, 制裁将立即实施, 即任何与伊朗发生的新交易的美国国内企业将被立即制裁; 而对于外国企业而言, 财政部则根据行业不同而给出了 90-180 天 (3-6 个月) 不等的宽限期 (过渡期), 其中石油相关企业的制裁宽限期为 180 天 (6 个月), 若外国企业拒绝接受制裁, 则该企业将被财政部禁入美国市场。
- 美国对伊朗的制裁, 影响来自两方面, 第一是产量, 第二是原油出口。对于伊朗的产量下降, 由于美国对伊朗的制裁主要影响的是伊朗的上游投资, 可以参照对于伊朗的上一次制裁 (2012 年), 当时, 伊朗的产量从 350 万桶/日下降至 250 万桶/日左右, 下降了约 100 万桶/日。但是产量的下降总共花了约 1-2 年的时间。从伊朗的产量变化来看, 2018 年 5 月至 2018 年 12 月, 伊朗产量从 380 万桶/日下降至 280 万桶/日, 7 个月的时间下降了 100 万桶/日, 伊朗在 2018 年受到制裁以后产量下降的速度快于 2012 年的产量下降速度。但也需要注意到, 380 万桶/日的产量也是比第一次受到制裁的 350 万桶/日的产量基础要高。

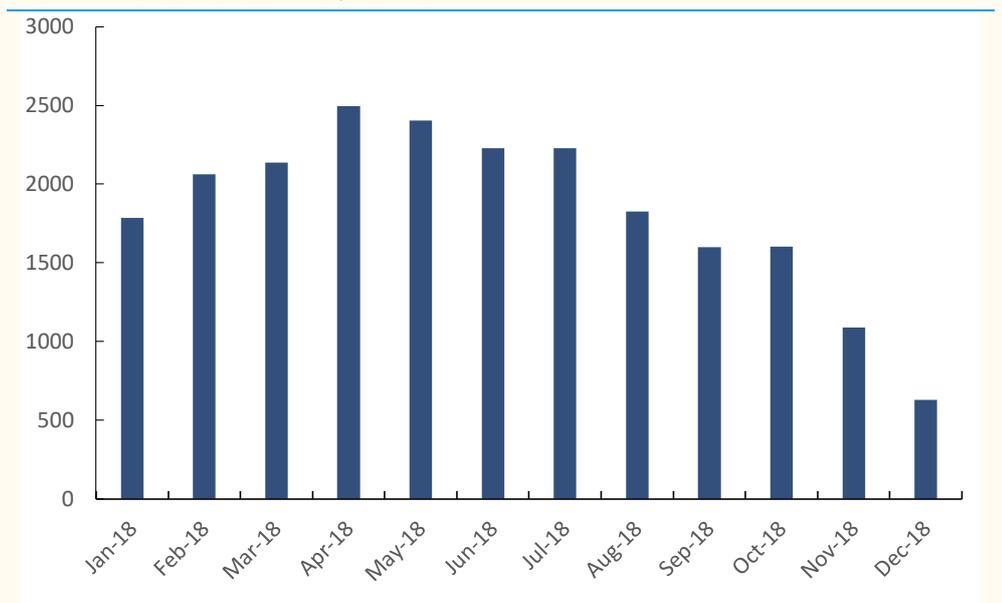
图表 11: 伊朗原油产量 (千桶/日)



来源: Wind, 国金证券研究所

- 市场更为关心的则是伊朗的原油出口, 尤其是在制裁宽限期 180 天结束后, 由于美国对于采用美元交易的企业限制, 可能对所有购买伊朗原油的进口国家产生影响。市场担忧伊朗的原油出口在 10 月之后可能下降至 100 万桶/日以下甚至降至 0。
- 从伊朗的原油出口数据来看, 根据彭博统计, 2018 年 5 月, 伊朗原油出口为 240 万桶/日, 到 2018 年 12 月, 伊朗的原油出口只剩下 69 万桶/日, 出口下降了近 200 万桶/日, 出口的下降速度显著快于产量的下降速度。这也是市场对于原油供应紧张担忧加剧, 油价持续上升的重要因素。
- 不过需要强调的是, 伊朗的实际原油出口可能比彭博统计的更高, 这是因为一般在统计原油出口时, 都是基于油轮的 AIS 信号, 油轮在运输的过程中需要持续的向卫星发送其位置信号, 因此机构可以根据这个定位信号确定油轮的去向从而确定原油出口。但是在伊朗被制裁以后, 伊朗选择关闭了很多油轮的 AIS 信号, 这也使得这些关闭了 AIS 信号的油轮变成了无法追踪的出口量。

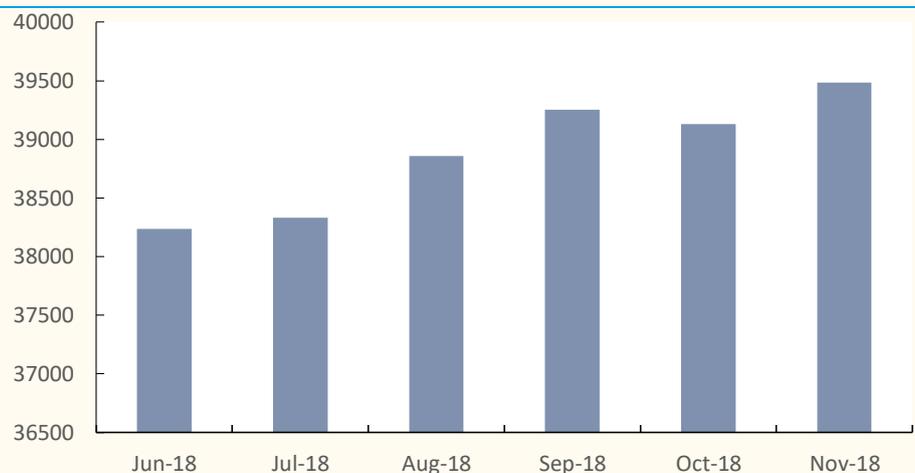
图表 12: 伊朗原油出口 (千桶/日)



来源: 彭博, 国金证券研究所

- 2018年6月份，美国政府主动要求 OPEC 国家及 Non-OPEC 国家增产约 100 万桶/日。不过，值得注意的是，本次增产 100 万桶/日其实是对 OPEC 减产执行率过高的一种矫正，目的是使减产执行率从 150%降至 100%（减产总目标 180 万桶/日\*50%约等于 100 万桶/日），并非在 2016 年 10 月的产量基础上增产 100 万桶/日。在 2018 年 6 月 OPEC+开会后，各个国家达成一致，决定从 2018 年 6 月开始增产。为了弥补美国制裁伊朗所造成原油供应中断，沙特、俄罗斯和阿联酋等国于 2018 年 5-11 月期间大幅增产。我们剔除掉伊朗和委内瑞拉两个国家被动减产的量，可以发现，从 2018 年 5 月开始，OPEC 国家即开始增产，增产量在 2018 年 11 月已经达到 170 万桶/日。这远远超过了计划的 100 万桶/日的增产量。另外一个值得注意的事情是，尽管 OPEC 是在 2018 年 6 月的会议上才决定放弃减产（或者说使得减产执行率下降至 100%），但是 OPEC 自愿减产的成员国，尤其是沙特、俄罗斯等，在 2018 年 5 月已经开始增产。

图表 13: OPEC+原油产量 (千桶/日)

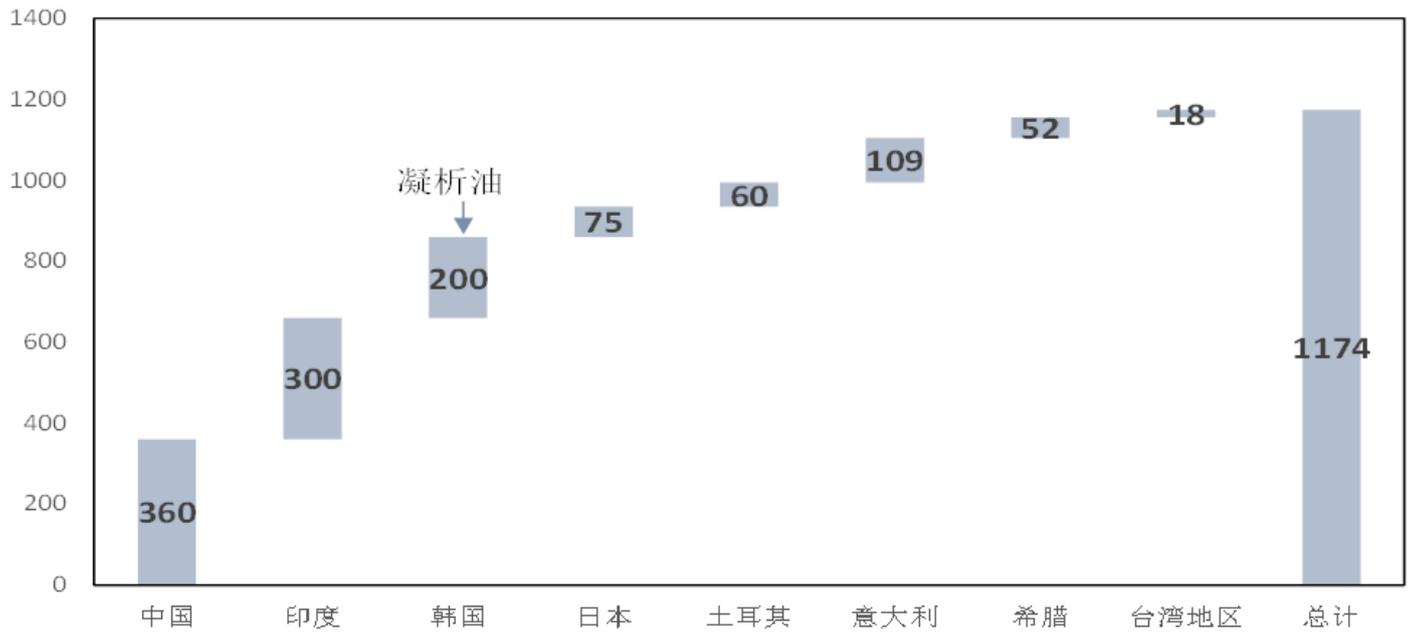


来源：彭博，国金证券研究所

#### 2.4 第四阶段：2018 年 10 月-2018 年 12 月

- 这一阶段，OPEC 已经完全放弃了第一次减产，在 2018 年 5 月-2018 年 11 月期间，OPEC+(除伊朗和委内瑞拉)增产 170 万桶/日，远超市场预期。但是在 2018 年 10 月之前，国际原油价格持续上涨，直到 2018 年 10 月之后，国际原油价格 (Brent) 经历了一轮从 85 美金/桶快速下跌至 55 美金/桶的阶段。
- 这其实主要是与前一段国际油价上涨的因素直接相关。在市场普遍预期在 180 天宽限期到期后，美国可能开始对伊朗进行第二轮严厉制裁，但 2018 年 11 月 5 日，美国却给予了 8 个国家和地区累计约 120 万桶/日进口伊朗原油（含凝析油）的豁免额度。而从彭博跟踪的伊朗原油出口来看，2018 年 11 月，伊朗的原油出口量为 100 万桶/日，也就是说，市场原本预期伊朗原油出口继续下降，而在豁免条件下，伊朗原油出口将保持在当前水平。

图表 14: 伊朗原油豁免 (千桶/日)



来源: 彭博, 国金证券研究所

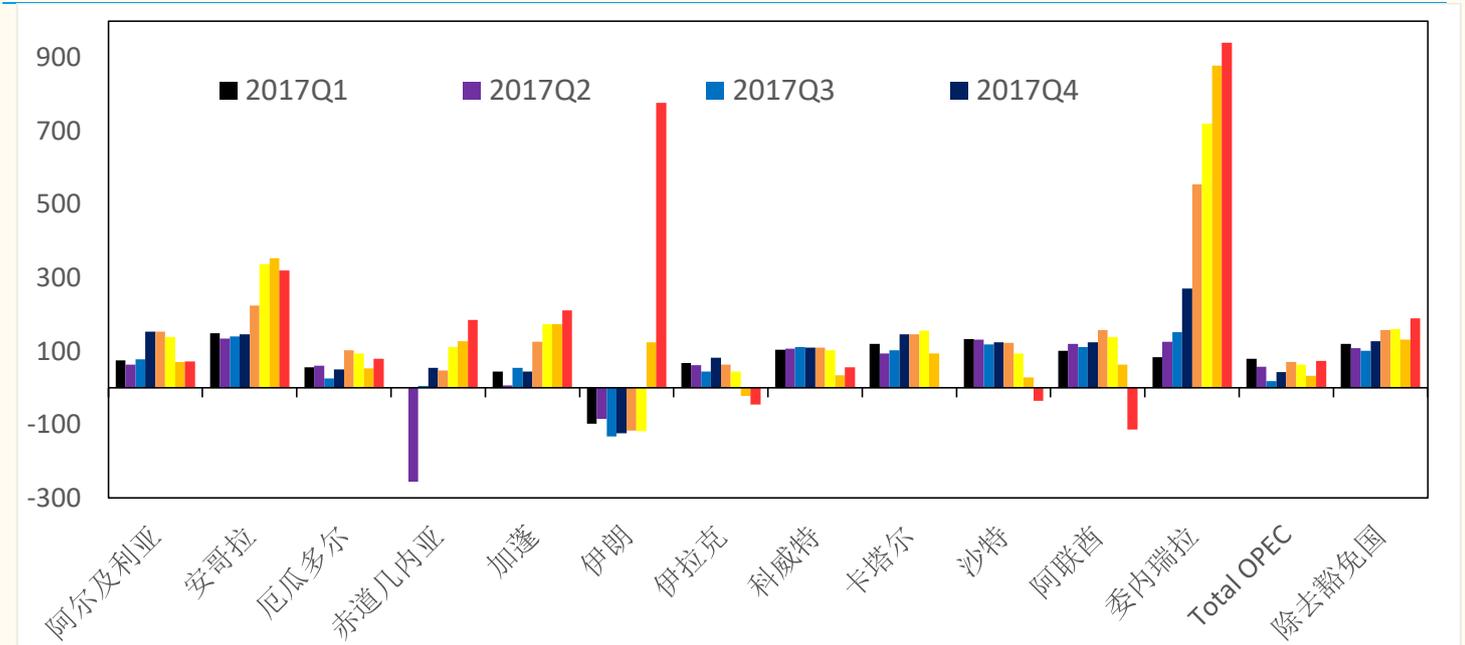
- 在 2018 年 12 月 7 日的 OPEC 会议上, OPEC 和 NON-OPEC 达成一致将于 2019 年 1 月到 6 月共同减产 120 万桶/日, 其中 OPEC 减产 80 万桶/日, 非 OPEC 减产 40 万桶/日, 减产基准为 2018 年 10 月。该次减产协议里各个国家具体的减产量和 2018 年 10 月的产量参考如在表格 1 中列出, 可以发现沙特阿拉伯、伊拉克和阿联酋仍然为最大的减产国, 分别减产 32.2 万桶/日、14.1 万桶/日和 9.6 万桶/日, 且本次出现三个豁免国家, 分别为伊朗、利比亚和委内瑞拉。

## 2.5 2017 年 1 月 OPEC+ 减产总结

- 从我们跟踪的 OPEC+2017 年 1 月至今的减产情况来看, 在第一阶段和第二阶段, OPEC 减产执行率成为影响油价的重要因素, 也就是说, OPEC+ 减产是有效果的。但是从第三阶段开始, 我们发现, OPEC 减产执行率下降和 OPEC 放弃减产 (增产 100 万桶/日), 都不是影响国际油价最直接的因素, 而变成了美国对于伊朗的制裁。
- 地缘政治成为主导因素的最主要因素在于, 产量的变化速度小于美国制裁对于出口的影响速度, 同时, 减产是基于各个国家的主动行为, 这一行为本身受到各个国家经济状况、原油生产成本、财政平衡油价等综合因素影响, 因此容易造成各个国家在执行减产时减产执行率并不一致。而像伊朗被制裁出口暴跌、委内瑞拉持续减产, 都是被动的。这也造成了减产效果大打折扣。
- 我们按季度来统计 OPEC 各个国家在 2017 年 1 月开始的这轮减产的减产执行率, 可以发现, 委内瑞拉由于被动减产, 减产执行率持续创新高; 而伊朗在 2018 年 5 月被制裁前, 减产执行率一直是负的 (也就是说实际是在增产), 而在被制裁之后, 减产执行率也迅速提高。
- 而排除掉这两个被动减产的国家, 减产执行率一直较高的主要是沙特、阿联酋、安哥拉, 沙特和阿联酋也在 2018 年 6 月决定增产之后, 减产执行率迅速转负 (增产), 而 OPEC 另一个产油国伊拉克的减产执行率一直较低, 也就是说, 伊拉克实际上在减产问题上与 OPEC 是存在分歧的。另外, 值得注意的是, 虽然阿联酋、安哥拉这两个国家减产执行率也较高, 但是两个国家的减产配额仅为 20 万桶/日, 不及沙特减产配额的一半。

- 也就可以说，OPEC 减产，其实近乎变成沙特的独角戏。其他国家对于减产执行率的影响较小，沙特超额减产叠加部分国家（主要是委内瑞拉和伊朗）的非自愿减产，才是推动 2017 年 1 月开始的减产减产执行率较高的最关键因素！

图表 15: OPEC 各国在 2017-2018 年各季度减产率 (%)



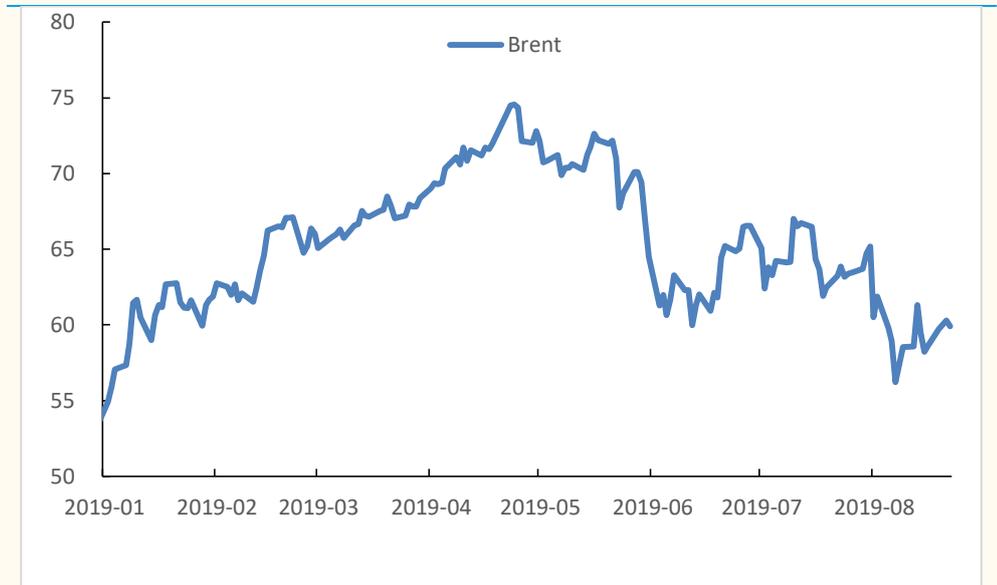
来源：彭博，国金证券研究所

### 3. 2019 年 1 月开始的第二次减产

- 2019 年 1 月开始的第二次减产，首先从减产协议上来说，与第一次有两个不同，第一，减产的量和减产参考月不同，2017 年 1 月开始的第一次减产，减产目标为 180 万桶/日，其中 OPEC 减产 120 万桶/日，Non-OPEC 减产 60 万桶/日，减产参考月为 2016 年 10 月，当时的 OPEC（参与减产的国家）的产量为 3120 万桶/日。第二次减产，减产目标为 120 万桶/日，其中 OPEC 减产 80 万桶/日，Non-OPEC 减产 40 万桶/日。减产参考月为 2018 年 10 月，当时的 OPEC（参与减产的国家）的产量为 2670 万桶/日。第二个不同，是减产豁免国家和参与国家不同。第一次，减产豁免国为利比亚、尼日利亚，这两个国家被豁免的原因均是因为在 2016 年以前，两个国家由于受到本国的经济、政治因素影响产量下降。而在第二轮减产协议中，豁免国家已经变成了伊朗、委内瑞拉和利比亚，这主要是因为，在 2018 年，伊朗受到美国制裁产量已经大幅下降，委内瑞拉则是受到国内经济影响产量持续下降。利比亚国内局势仍然不稳定，尽管在减产参考月 2018 年 10 月，利比亚产量相对在高位，但其产量仍然时刻受到国内两派势力斗争的影响。上一轮减产的尼日利亚由于在 2017 年 1 月开始的减产期间大规模增产，本轮也开始参与减产。豁免国变化以外，参与国中，卡塔尔在 2018 年 12 月 3 日宣布自 2019 年 1 月开始退出 OPEC 联盟，因此也就不参与 2019 年 1 月开始的第二轮减产。而新增的国家为刚果，2018 年 6 月 22 日，OPEC 委员会正式通过并接纳刚果成为新的成员国。尽管卡塔尔（原油产量约在 60 万桶/日左右）和刚果（原油产量约在 30 万桶/日左右）的原油产量在 OPEC 国家中不高，且承担的减产份额也很小，但是 OPEC 成员国，尤其是减产参与国家的变化，也反映出 OPEC 成员国内部的诉求不同，OPEC 作为一个联盟组织的有效性因此大打折扣。
- 从 2019 年至今，国际油价（以 Brent 原油考虑）来看，也大体上经历了 4 个阶段，第一个阶段，为 2019 年 1 月至 2019 年 5 月，Brent 原油价格从年初的 55 美金/桶水平上涨至 75 美金/桶的水平，涨幅达到 36%；第二阶

段为 2019 年 5 月至 2019 年 6 月，Brent 原油价格再次暴跌，从 75 美金/桶暴跌至 60 美金/桶，一个月的时间下跌了约 15 美金/桶；第三，2019 年 6 月至 2019 年 8 月，Brent 原油价格基本在 60-65 美金/桶的水平震荡；第四阶段为 2019 年 8 月至今，国际油价再次经历两次快速下跌，下跌至 55 美金/桶附近。我们也以这四个阶段来分析 OPEC 减产效果。

图表 16: 2019 年 1 月 Brent 原油价格变化情况 (美元/桶)



来源: Wind, 国金证券研究所

### 3.1 第一阶段: 2019 年 1 月-2019 年 5 月

- 在这一阶段，国际油价震荡上行，5 个月的时间里，上涨了 36%。那么，是 OPEC 的减产起到了效果吗？我们首先看 OPEC 的整体减产率。2019 年开始的第二轮减产，除了 2019 年 1 月以外（刚开始减产），OPEC 减产执行力度较高，从 2019 年 2 月开始就接近 100%，到 2019 年 3 月时，减产执行率已经达到了 150%。尽管 2019 年 4-6 月，减产执行率有所下降，但是仍然高于 100%。
- 但是从国际油价来看，国际油价在 2019 年 1 至 5 月是震荡上行的，5 月之后出现了大幅的下降，与 OPEC 减产执行率的变化并不一致，因此，我们认为在第一阶段，OPEC 超额减产是影响国际油价上涨的因素之一，但不是主要因素！

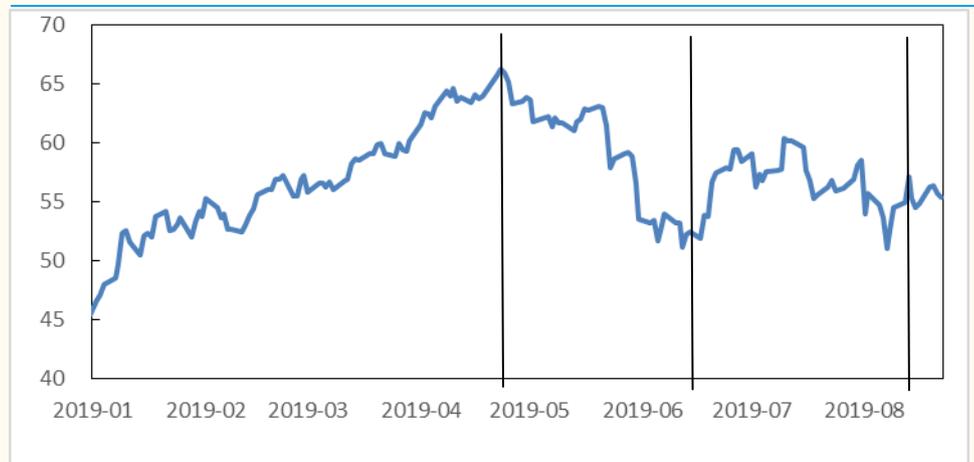
图表 17: 2019 年 1 月至今 OPEC 减产量和减产执行率 (千桶/日)



来源: Wind, 国金证券研究所

- 对于 2019 年 1-5 月国际油价的上涨，我们认为主导因素有两个，第一，仍然是美国对于伊朗的制裁，美国于 2018 年 11 月宣布对 8 个国家和地区进口伊朗原油给予了 180 天的豁免期限，也就是说，在 2018 年 11 月至 2019 年 5 月期间，伊朗原油出口将保持在 100 万桶/日的水平。而在 2019 年 5 月之后，美国大概率取消豁免，市场担忧在豁免取消后伊朗原油出口下降至 0，那么国际原油供应将再次有百万桶/日的中断。因此，地缘政治因素主导的风险溢价影响了 1-5 月国际油价的上涨。
- 第二，从油价来看，我们前面讨论的是 Brent 原油价格，而美国原油期货品种 WTI 与 Brent 原油价格虽然整体变化趋势一致，但是 WTI 原油与 Brent 原油存在着 10 美金/桶的折价，2019 年初，WTI 原油价格已经在 2018 年 10 月的暴跌过后，下降至 45 美金/桶的水平。美国自 2017 年以来，原油增量主要来自页岩油，而页岩油的生产成本在 45-50 美金/桶，也就是说 WTI 原油价格已经跌至美国原油生产成本以下，这将影响美国原油产量的增长。而美国原油产量的增长，是最近 2 年国际原油供应增加的主要来源。因此，我们认为 2018 年 4 季度国际原油价格是存在超跌的，2019 年 1 季度价格的反弹是对于前期超跌的一个修复。

图表 18: 2019 年 1 月至今 WTI 原油价格变化情况 (美元/桶)



来源: Wind, 国金证券研究所

- 根据 EIA 的数据，美国 7 大页岩油区的产量由于 WTI 原油价格下跌至成本线以下，在 2019 年 1 月至 2 月出现了环比下降的现象。从历史数据来看，在 2016 年，WTI 整体油价低于 50 美金/桶的水平，页岩油产量也出现了环比下降，可见当前水平来看，页岩油生产成本其实是 WTI 原油价格的一个底部下跌的下限。交易端虽然总是存在超跌超涨，但整体而言，当油价跌破美国页岩油生产成本时，美国原油产量的环比下降将支撑油价修复。

图表 19: WTI 原油价格与七大页岩油区产量环比变化 (美元/桶, 千桶/日)

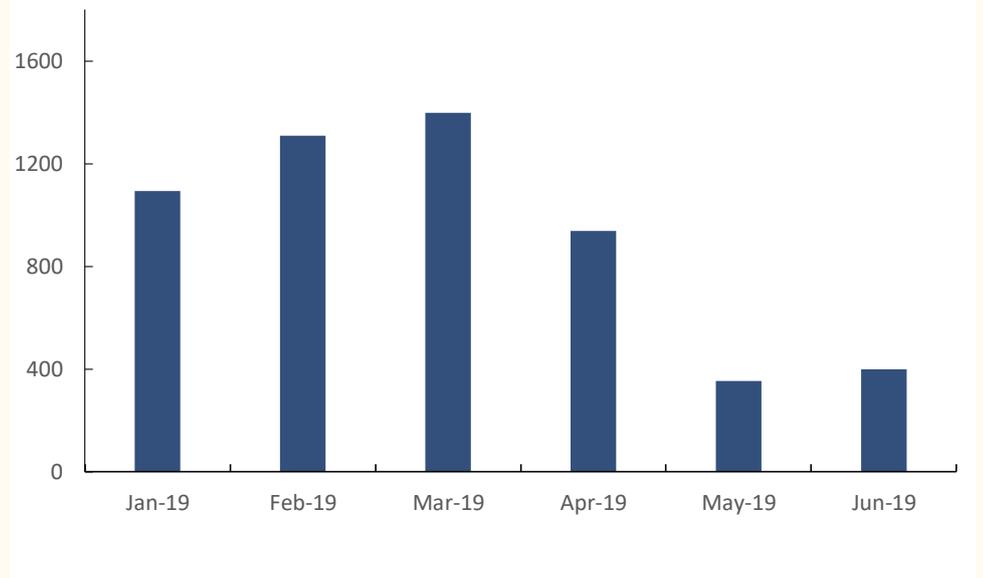


来源: Wind, 国金证券研究所

### 3.2 第二阶段: 2019 年 5 月-2019 年 6 月

- 在这一阶段, 国际油价 (Brent) 从 75 美金/桶一个月的时间内暴跌至 60 美金/桶。OPEC 在 2019 年 5 月至 6 月虽然减产率有所下降, 从 134%下降至 116%, 下降了 18 个百分点, 但是, 更值得关注的仍然是地缘政治因素造成的影响。
- 由于市场在 2019 年 5 月前, 普遍担心在 2019 年 5 月 2 日之后美国取消对 8 个国家和地区的豁免权, 在豁免取消以后, 伊朗的百万桶/日的原油出口可能中断。2019 年 4 月 22 日, 美国政府宣布在对 8 个国家和地区伊朗原油进口豁免于 2019 年 5 月 2 日到期后, 将不再继续豁免。2019 年 6 月 7 日, 美国财政部宣布对伊朗最大的石化企业波斯湾石化工业公司 (PGPIC) 及其子公司和境外销售网络进行制裁。美国财政部表示, 波斯湾石化工业公司为伊斯兰革命卫队 (IRGC) 提供支持, 因此对其实行制裁, 同时美方会继续制裁为伊斯兰革命卫队提供财政支持的企业。
- 美国政府确实在 2019 年 5 月豁免到期之后取消了豁免, 但是实际效果要从伊朗的原油出口来看。根据彭博的统计, 2019 年 5 月, 伊朗原油出口量为 35.4 万桶/日, 较 2019 年 4 月下降约 50 万桶/日, 但是, 2019 年 6 月, 伊朗出口增加至 40 万桶/日。尽管伊朗出口确实在豁免取消以后下降了, 但是有两方面显著低于市场预期, 一个是出口下降的规模, 市场原本预期在豁免取消以后, 所有国家都无法进口伊朗原油, 也就是说伊朗出口要降至 0, 但是伊朗原油出口并没有下降至 0。

图表 20: 伊朗原油出口 (千桶/日)



来源: 彭博, 国金证券研究所

- 值得注意的是, 彭博监测的原油出口仅包含打开了 AIS 信号的油轮出口量, 而在豁免取消以后, 伊朗故伎重演, 伊朗开始大量关闭油轮的 AIS 信号。以 6 月伊朗的原油出口来看, 彭博统计的打开 AIS 信号的油轮为 9 艘, 其他有近 40 艘油轮由于关闭了 AIS 信号没有追踪到。也就是说, 伊朗的实际出口下降可能比彭博预测的要高, 更加不及市场预期。

图表 21: 2019 年 6 月彭博统计伊朗原油出口

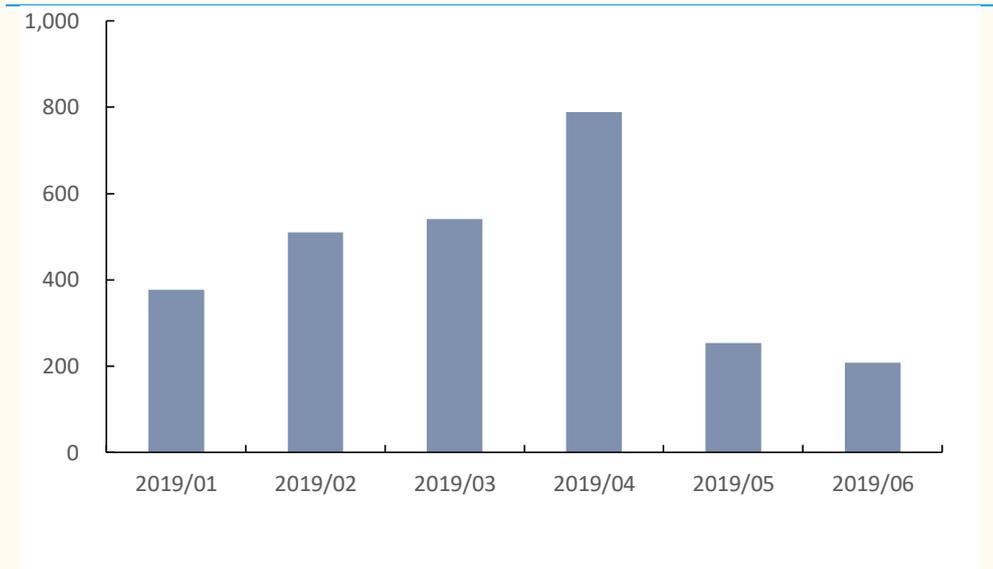
Vessel	IMO	TYPE	FULL or EMPTY	Location Last Seen	Date
<b>Last seen shipping Iranian crude, condensate</b>					
Humanity	9180281	VLCC	FULL	Moored Tianjin	16-Jun
Sarak (Amore Mio II)	9226968	SUEZ	FULL	China	17-Jun
Stream	9569633	VLCC	FULL	China	17-Jun
Dan	9357729	VLCC	FULL	China	12-Jun
Hedy	9212888	VLCC	FULL	China	10-Jun
Sea Shark	8919154	SUEZ	FULL	Egypt	17-Jun
Happiness I	9212905	VLCC	FULL	Red Sea	17-Jun
Dore	9357717	VLCC	FULL	Khor Fakkan	17-Jun
Salina	9357377	SUEZ	FULL	South China	14-Jun
<b>Last seen at an Iranian terminal</b>					
Diamond II	9218478	VLCC	EMPTY	Assaluyeh	2-Dec
Deep Sea (Darab)	9218492	VLCC	EMPTY	Assaluyeh	28-Mar
Dover	9218466	VLCC	EMPTY	Assaluyeh	13-May
Halti	9212890	VLCC	EMPTY	Assaluyeh	13-May
Naroon (Nobel)	9079066	VLCC	EMPTY	Assaluyeh	13-May
Starla	9569621	VLCC	EMPTY	Assaluyeh	15-May
Dune	9569712	VLCC	EMPTY	Assaluyeh	17-May
Herby	9362059	VLCC	FULL	Assaluyeh	1-Jun
Navarz	9079078	VLCC	FULL	Kharg	16-Sep
Derya	9569700	VLCC	FULL	Kharg	20-May
Sobar (Rise Dignity)	9221970	SUEZ	FULL	Kharg	22-May

Galaxy Royal	9169421	SUEZ	EMPTY	Kharg	5-Jun
Solan (Rise Glory)	9155808	SUEZ	FULL	Kharg	16-Jun
<b>Last seen in, or near, the Persian Gulf (those in red have had enough time to load a cargo since last seen)</b>					
Devon	9218454	VLCC	EMPTY	Persian Gulf	31-Dec
Dino I	9569671	VLCC	EMPTY	Persian Gulf	25-May
Sea Star III	9569205	VLCC	EMPTY	Persian Gulf	31-May
Nasha	9079107	VLCC	EMPTY	Bandar Abas	1-Oct
Stark I	9171450	SUEZ	EMPTY	Bandar Abas	12-May
Sabiti	9172040	SUEZ	EMPTY	Bandar Abas	25-May
Dorena	9569669	VLCC	EMPTY	Bandar Abas	6-Jun
Huge	9357183	VLCC	EMPTY	Hormuz	23-Apr
Felicity	9183934	VLCC	EMPTY	Hormuz	8-May
Helm	9357391	VLCC	EMPTY	Hormuz	13-May
Dream II	9356593	VLCC	EMPTY	Hormuz	13-Jun
Downy	9218480	VLCC	EMPTY	Khor Fakkan	14-Jan
Sea Cliff	9569657	VLCC	EMPTY	Khor Fakkan	12-Feb
Serena	9569645	VLCC	EMPTY	Khor Fakkan	2-May
Diona	9569695	VLCC	EMPTY	Khor Fakkan	15-May
Snow	9569619	VLCC	EMPTY	Khor Fakkan	15-May
Sevin (Sana)	9357353	SUEZ	EMPTY	Khor Fakkan	21-May
Daniel (Diamend)	9569683	VLCC	EMPTY	Khor Fakkan	21-May
Sonia I	9357365	SUEZ	EMPTY	Khor Fakkan	21-May
Hero II	9362073	VLCC	EMPTY	Khor Fakkan	24-May
Henna	9212929	VLCC	EMPTY	Khor Fakkan	24-May
Amber	9357406	VLCC	EMPTY	Khor Fakkan	23-May
Hilda I	9357389	VLCC	EMPTY	Khor Fakkan	26-May
Sanan (Sol)	9171462	SUEZ	EMPTY	Khor Fakkan	17-Jun
<b>Last seen returning towards the Persian Gulf</b>					
Hasna	9212917	VLCC	EMPTY	Moored Zhoushan maintenance dock	17-Jun
Destiny	9177155	VLCC	EMPTY	Red Sea	11-Jun
Sinopa	9172038	SUEZ	EMPTY	Red Sea	8-Jun

来源：彭博，国金证券研究所

- 伊朗制裁不及预期的另一个重要因素在于 2019 年 6 月伊朗原油出口较 2019 年 5 月增加。也就是说，在伊朗豁免到期以后，伊朗正在通过关闭 AIS 信号、避免使用美元交易、降低出口价格等方式来尽量避免出口的下降，且取得了一定的成果。这让市场对美国严厉制裁的效果产生了一定的疑虑。
- 从中国海关总署公布的数据来看，2019 年 5 月和 6 月，中国进口伊朗原油分别为 25.3 万桶/日和 20.8 万桶/日，虽然较 4 月接近 80 万桶/日的进口量出现了大幅的下滑，但是整体仍保持了 20-30 万桶/日的进口量。如果再考虑印度、土耳其等国家可能存在的进口，伊朗出口保持在 50 万桶/日左右的实际出口仍然十分可能。

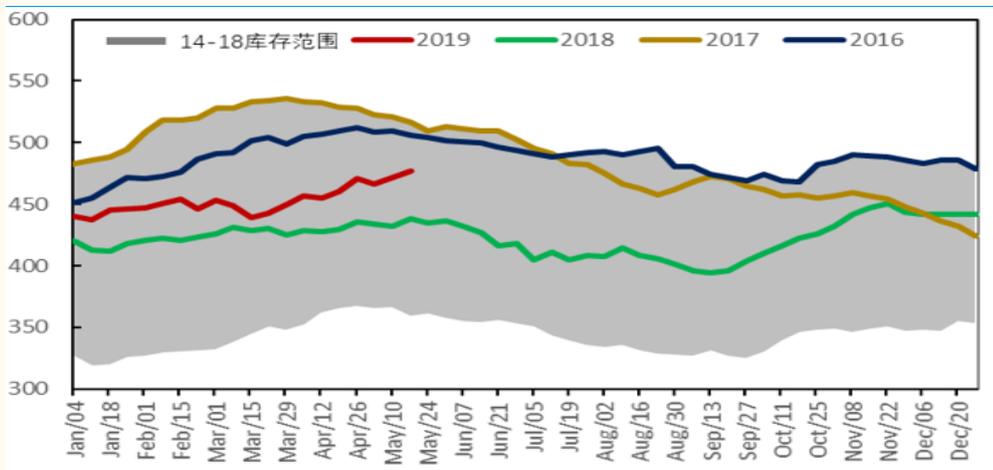
图表 22: 中国进口伊朗原油



来源: Wind, 国金证券研究所

- 在伊朗制裁豁免到期严重不及预期的同时，2019年5月，全球原油交易员的重要参考标准之一美国原油库存连续超预期增加，2019年5月22日，EIA公布2019年5月10-5月17日这一周美国原油库存，增加474万桶，而市场预期为下降189万桶，远超市场预期。当天，Brent原油收盘70.99美元/桶，创下2019年1月至当时原油当日最大跌幅，日跌幅达到1.65%。也就是说，5月原油价格下降，美国原油库存超预期增加是一个直接的导火索。

图表 23: 美国原油库存 (百万桶)



来源: Wind, 国金证券研究所

- 从第一阶段和第二阶段综合来看，2019年上半年，油价经历了缓慢的持续上涨（1-5月）和迅速下跌（5-6月），市场普遍认为，油价上涨是由OPEC减产超预期主导的，实际上，OPEC减产对油价的影响在这一轮减产已经明显减弱，油价变化的节点与OPEC减产执行效率之间的关系明显出现了背离。

### 3.3 第三阶段：2019年6月-2019年8月

- 在第三阶段，国际油价（Brent）经历了两个月左右的时间在60-65美金/桶的震荡区间。在经历了5月-6月的油价暴跌以后，OPEC不停向市场释

放出 2019 年 1 月开始的减产将延长的消息。原本定于 2019 年 6 月底召开的 OPEC 会议最终在 2019 年 7 月 1 日在奥地利维也纳召开。在奥地利维也纳举行的 176 届 OPEC 会议上，OPEC 决定将自 2019 年 1 月开始的减产延长 9 个月，减产将延续至 2020 年 3 月 31 日。在第 6 届 OPEC 和 Non-OPEC 部长会议上，包括俄罗斯在内的 Non-OPEC 国家同意 OPEC 延长减产的决定！

- OPEC+决定延长减产的消息给了市场一部分信心，另外，每年的下半年，将是原油需求的旺季。从美国原油库存来看，进入 2019 年 7 月，随着炼厂加工率回升以及墨西哥湾地区的原油产量受到飓风影响下降等因素的影响，美国原油库存开始下降。但是需要注意的是，影响 2019 年下半年油价的除了 OPEC 是否减产以及减产执行率的问题，还有美国原油产量。美国原油产量由于受到页岩油管道瓶颈的限制，在 2018 年 4 季度至 2019 年 1 季度，放慢了增产速度。但是 2019 年下半年，Permian 地区将有超过 200 万桶/日的管道运力将投放，这使得市场普遍预计 2019 年下半年美国页岩油产量将再次迎来增加。因此，多空交织的讯息使得 2019 年 6 月至 8 月，油价进入了震荡区间。

### 3.4 第四阶段：2019 年 8 月至今

- 2019 年 8 月 1 日，美国总统特朗普通过社交媒体发文表示将从 9 月 1 日起对价值 3000 亿美元的中国商品加征 10% 的关税。在中美贸易摩擦原本市场预计已经有所缓和的情况下，特朗普的发文再次引发市场对于贸易摩擦前景的担忧。由于中国和印度等新兴市场是国际原油需求增加的主要来源，市场担忧在中美贸易摩擦进一步加剧的情况下，一方面，中国本身的新增原油需求将会显著受到影响，另一方面，全球经济增速下滑的情况下，全球原油新增需求也会受到影响。
- 除此以外，在贸易摩擦的背景下，全球避险情绪上升，风险资产原油、股市都明显受到影响。2019 年 8 月 1 日，Brent 原油暴跌 7.17% 至 60.5 美元/桶，创下近 3 年以来单日最大跌幅。WTI 原油更是暴跌 7.9% 至 53.95 美元/桶，单日跌幅达到将近 8%。

图表 24：2019 年 6-8 月 Brent 原油价格（美元/桶）



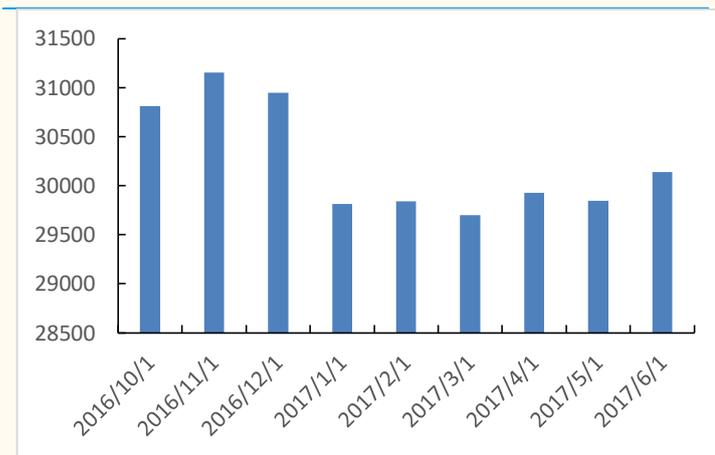
来源：Wind，国金证券研究所

- 但是根据普氏能源调查显示，2019 年 7 月，OPEC 产量将再次创下新低，2019 年 7 月 OPEC 原油产量将下降至 2988 万桶/日，同时出口也会将进一步下降。可见，尽管 OPEC+ 仍然严格甚至超预期执行了减产，但不管是在 2019 年 5 月的原油价格下跌、2019 年 6 月-8 月的反弹震荡还是 2019 年 8 月的原油价格暴跌，OPEC 减产执行率都已经不成为影响油价的主导因素，OPEC+ 减产效果已经大不如前。

### 3.5 两次减产对比：

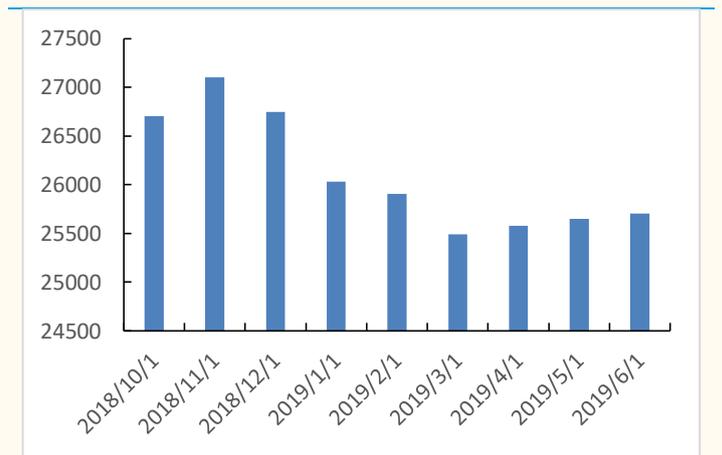
- 对于两次减产，我们首先根据两次减产协议对比了他们的不同，第一为减产目标不同，第二是减产参与国家不同。那么从减产效果来看，两次减产也有显著的不同，第一次减产，在 2018 年 4 月以前，可以看到，OPEC+ 整体减产还是对有一定效果的，是影响油价的主要因素之一，但是自 2018 年 4 月以后，由美国主导的对伊朗制裁事件、美国原油产量本身的大规模增加、美国与中国的贸易摩擦等由美国主导的因素成为了影响国际原油市场最重要的因素，OPEC+ 逐步将原油定价的主导权交出。
- 但是两次减产也有相似之处。我们接下来主要分析两次减产的相同之处。
  - **第一，减产前的突袭！**两次减产都是在以减产达成协议的当年 10 月为减产参考月的。第一次减产的参考月为 2016 年 10 月，第二次为 2018 年 10 月。减产开始都是次年的 1 月。而根据 OPEC 公布的数据，2016 年 11-12 月，OPEC 进行了增产，2016 年 10 月-11 月，参与减产的 OPEC 成员国增产 34 万桶/日。同样的，在 2018 年 11 月-12 月，OPEC 减产国相较于 2018 年 10 月也进行了增产，2018 年 11 月，OPEC 减产成员国相较于 2018 年 10 月增产 39.7 万桶/日。而且需要注意的是，2018 年 5 月-10 月，OPEC+ 成员国（剔除委内瑞拉和伊朗）已经增产将近 180 万桶/日。

图表 25：2016 年 10 月-2017 年 6 月 OPEC 产量（千桶/日）



来源：Wind, 国金证券研究所

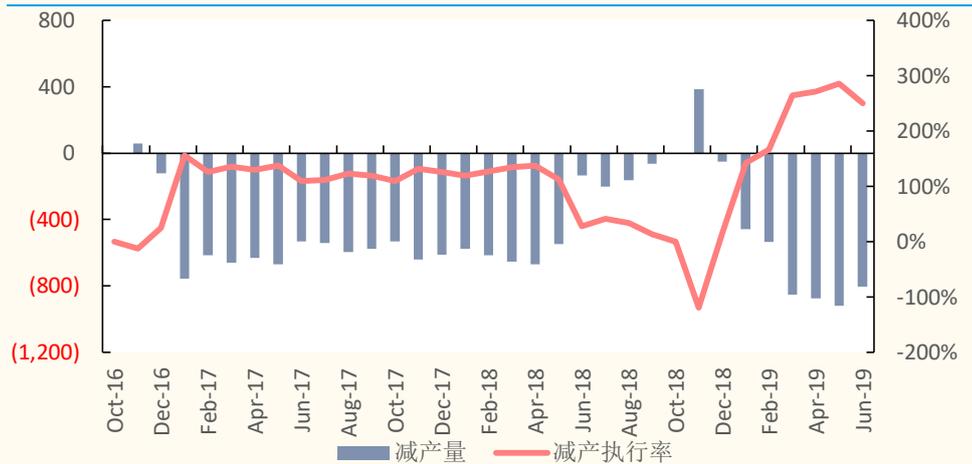
图表 26：2018 年 10 月-2019 年 6 月 OPEC 产量（千桶/日）



来源：Wind, 国金证券研究所

- **第二，沙特的独立强撑？**在两次减产过程中，我们发现，沙特都是减产力度最大、减产率（不考虑被迫减产的国家）最高的国家，可以说，OPEC 整体减产率的高低，与沙特的减产力度关系最大。第一次减产期间，沙特整体的减产执行率在 120% 左右，沙特减产量占 OPEC 整体减产量的一半以上。而第二次减产，沙特的减产率一度接近 300%，这也使得 OPEC 整体减产率曾经接近 150%。尽管沙特严格减产甚至超额减产，但从实际效果来看，沙特在第二次减产中更卖力的减产并没有换来更好的结果。

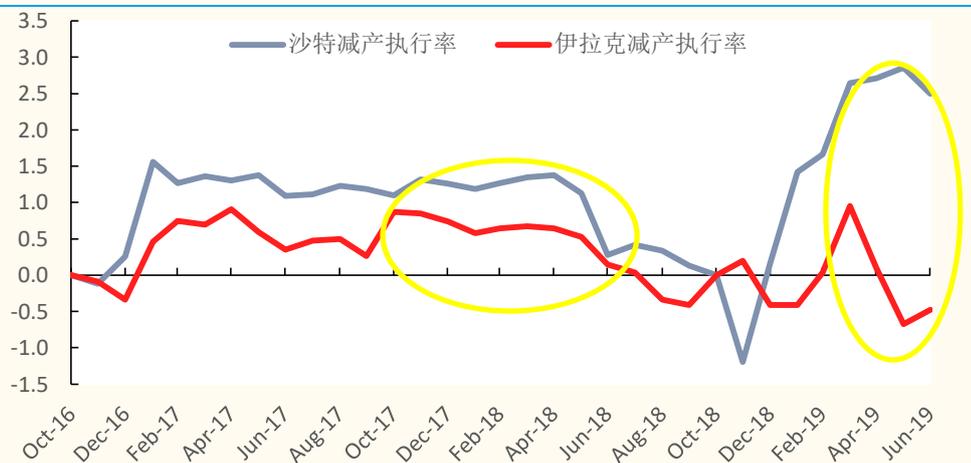
图表 27: 2019 年 6 月-8 月沙特减产量和减产执行率 (千桶/日)



来源: Wind, 国金证券研究所

- 第三: 沙特与伊拉克的分道扬镳。**从两次减产的减产执行率来看, OPEC 的重要成员国伊拉克与沙特形成了鲜明的对比。在第一次和第二次减产的前期, 沙特与伊拉克的减产执行率保持了相对的一致, 只不过沙特的减产执行率要高于伊拉克。但是从减产的后期 (2017 年下半年以及 2019 年 4 月以后), 沙特仍然维持了相对较高的减产率, 而伊拉克的减产执行率出现了明显的下降, 甚至出现了减产执行率为负的情况。尤其是 2019 年 5 月, 沙特减产执行率达到了历史性的 295%, 而伊拉克的减产率却为负的 65%。因此, 虽然表面上看, OPEC 成员国达成了一致的协议, 但是从实际执行层面来看, 内部存在巨大的分歧!

图表 28: 沙特与伊拉克减产执行率 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

- OPEC 成员国在具体执行的分歧, 主要与各国的不同的原油生产成本和财政平衡油价有关。根据 Rystad Energy 的统计, OPEC 整体的原油生产成本都较低, 沙特、伊拉克均在 10 美金/桶左右。

图表 29: 各国原油生产成本 (美元/桶)

国家	2017 年	2016 年
英国	52.37	52.50
巴西	48.67	48.80
加拿大	41.04	41.10

国家	2017年	2016年
美国	36.35	36.30
挪威	36.34	36.10
安哥拉	35.59	35.40
哥伦比亚	35.33	35.30
尼日利亚	31.63	31.50
中国	29.90	29.90
墨西哥	29.15	29.00
哈萨克斯坦	27.90	27.80
利比亚	23.96	23.80
委内瑞拉	23.70	23.50
阿尔及利亚	20.24	20.40
俄罗斯	17.28	17.30
伊朗	12.84	12.60
阿联酋	12.58	12.30
伊拉克	10.85	10.70
沙特阿拉伯	10.10	9.90
科威特	8.61	8.50

来源：Rystad Energy，国金证券研究所

- 而根据 IMF（国际货币基金组织）的测算，2019 年沙特的财政平衡油价在 73.5 美金/桶左右，而伊拉克的财政平衡油价在 60 美金/桶，在 2018 年，沙特的财政平衡油价高达 83.4 美金/桶，而伊拉克为 56 美金/桶。也就是说，沙特的财政平衡油价显著高于伊拉克，尽管两者的差距有所缩小，但仍然差 10 美金/桶以上。而两国的财政收入都严重依赖于原油，且两国的原油生产、销售也由国家控制。在更高的财政收入的压力下，沙特有更强的动力去推高油价，也就需要更积极的减产。而相对而言，伊拉克则只需要在油价达到其财政平衡油价之后尽可能多的卖油。

图表 30：各国财政平衡油价（美元/桶）

	2017	2018	2019
俄罗斯			75
沙特	83.7	83.4	73.3
科威特	43.6	47.4	47.4
阿联酋	60.7	69.5	67.4
伊拉克	42.1	56	60.2
利比亚	102.8	106.9	114.4
阿尔及利亚	89.8	105.1	98.6

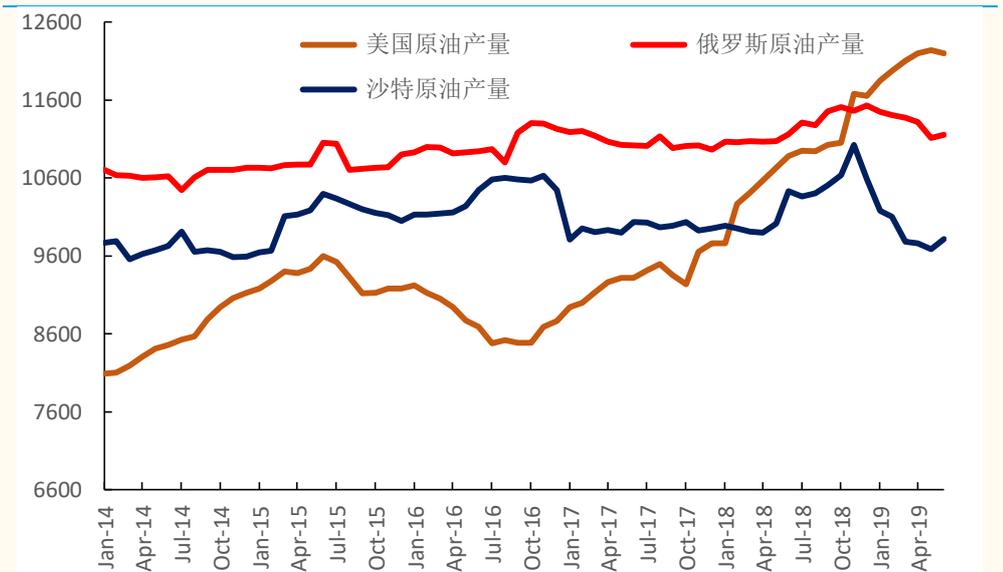
来源：IMF，国金证券研究所

- 就整体而言，OPEC+由于占据国际原油市场供应的份额较大，其联合减产对国际原油市场仍在产生一定的影响，但随着美国页岩油的崛起以及美国对于部分国家制裁产生的巨大影响，OPEC+减产的影响力正在逐渐减弱，甚至可以说，OPEC+减产现在已经演变成 OPEC+市场份额下降，而美国页岩油抢占市场的一个过程。另外，从分析中我们也可以看出，由于 OPEC+减产主要是靠沙特在支撑，Non-OPEC 中俄罗斯则是产量最大的国家，而美国在页岩油实现技术突破以后，产量迅速增加。这三个国家目前的产量都在千万桶/日量级，三者相加达到约 3000 万桶/日，与 OPEC 目前 3000 万桶/日的规模相当，因此，实际上，现在的国际原油格局已经变成沙特、俄罗斯和美国三国博弈的格局，而其中美国占据了主导地位。因此我们将进一步分析这 3 个国家之间的博弈。

#### 4. 美国、沙特和俄罗斯的三国博弈

- 根据 EIA 最新数据，2019 年 7 月，美国原油产量为 1200 万桶/日，而根据彭博和 OPEC 数据，2019 年 6 月，俄罗斯原油产量为 1115 万桶/日，沙特原油产量为 981 万桶/日。美国目前已经是世界上原油产量第一国家！在 2016 年以前，沙特和俄罗斯是世界原油生产国中绝对的霸主，2017 年 1 月 OPEC 开始减产以后，沙特严格执行减产，而俄罗斯减产力度较小，两国的产量差距扩大，而在此期间，美国原油产量开始飙升，超过了沙特。2018 年 5 月，沙特开始增产，并在 2018 年 11 月创下近 5 年初含量新高，俄罗斯也同时增产。但是，两国的增产速度仍然不及页岩油的产量增加，2018 年 11 月，美国超过（月度）俄罗斯，成为原油产量最大的国家！

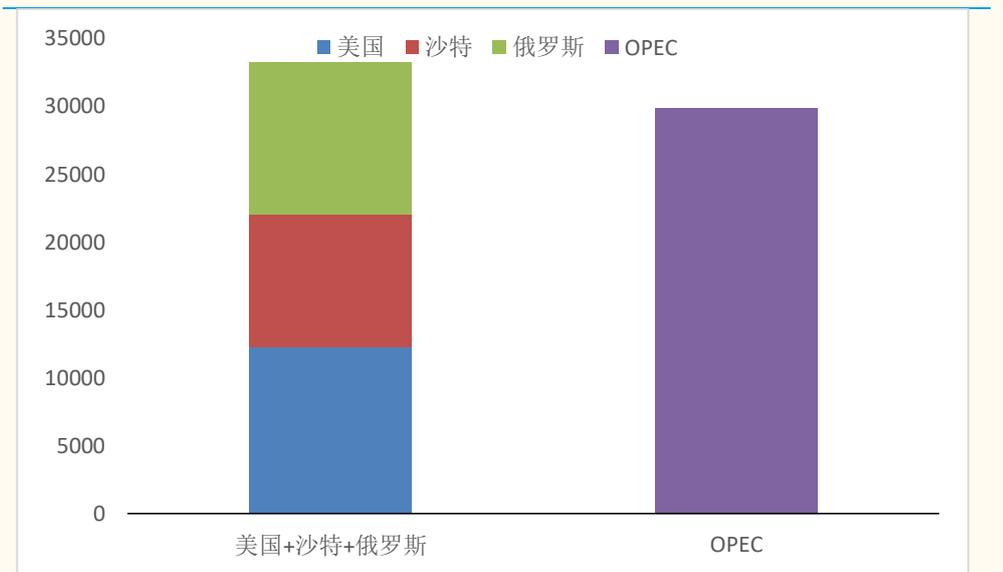
图表 31：美国、俄罗斯和沙特原油产量（千桶/日）



来源：Wind，国金证券研究所

- 我们选取 2019 年 6 月的数据，可以看到，美国+俄罗斯+沙特的产量加起来为 3321 万桶/日，而 OPEC 最新 2019 年 6 月产量为 2983 万桶/日，美国、沙特和俄罗斯三国已经成为影响国际原油市场最重要的力量！

图表 32：美国、俄罗斯和沙特原油产量与 OPEC 对比（千桶/日）

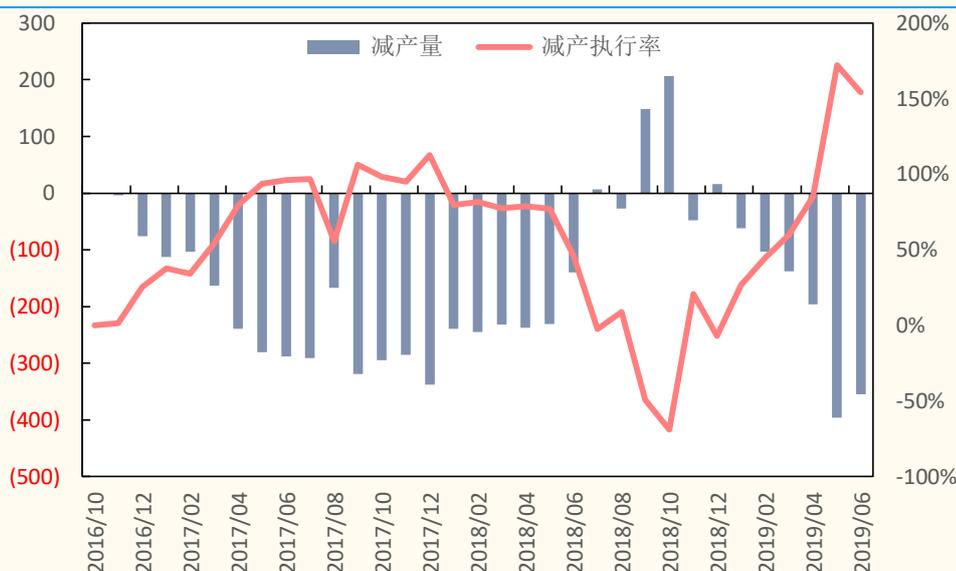


来源：Wind，国金证券研究所

#### 4.1 配合不力的沙特!

- 自 2017 年 1 月减产以来，OPEC 就形成了与 NON-OPEC 国家的联盟，达成了 OPEC+减产协议。在 OPEC 本身超过 3000 万桶/日产量的基础上，加上俄罗斯、墨西哥、阿塞拜疆等主要产油国，OPEC+联盟的原油产量突破 4000 万桶/日，约占世界原油供应的 40%左右。但是，在 Non-Opec 国家中，俄罗斯明显产量高于其他国家，因此也成为影响 Non-OPEC 国家减产执行力度最重要的国家。
- 但是从 OPEC 减产的实际执行力度来看，与沙特形成鲜明对比的是，俄罗斯一方面在沙特积极推进减产的同时态度暧昧不清，另一方面从实际减产执行率来看也与沙特有鲜明的差距。

图表 33：俄罗斯减产量与减产执行率（千桶/日）



来源：彭博，国金证券研究所

- 根据彭博统计的减产执行情况，在两次减产中，沙特的减产速度都很慢，与沙特在减产开始的第一个月立即开始减产，第 2-3 个月减产执行率即达到接近 100%相比，第一次减产，俄罗斯直到 2017 年 9 月才第一次减产执行率达到 100%，2017 年 9-12 月短暂的维持了 100%左右的减产执行率以后，减产执行率即开始下降，到 OPEC+召开会议决定增产前，俄罗斯的减产执行率已经下降到 50%以下，而 OPEC+决定增产以后，俄罗斯迅速的增产，减产执行率立即在 2018 年 10 月达到-69%，也就是相比于减产参考月增产了约 20 万桶/日。开始于 2019 年 1 月的第二轮减产，俄罗斯相对也并不积极。尽管 2019 年 5 月和 6 月，俄罗斯减产执行率历史性的突破了 150%，但是值得注意的是，2018 年 5 月和 6 月，俄罗斯的减产实际上也并非和沙特一样是自愿减产，根据新华社报道，2019 年 4 月，白俄罗斯发现俄罗斯的友谊管道原油有机氯化物超标，在 2019 年 4 月 19 日至 22 日的抽检中，有机氯化物含量超过限定值 15 倍之多！根据统计，受影响的原油运输量可能达到 800 万桶/日。因此，2019 年 5 月和 6 月，俄罗斯的产量下降，更多的并不是出于主动执行减产计划，而是受到原油管道污染的被动减产！
- 从俄罗斯参与减产的情况来看，俄罗斯的减产呈现出减产速度慢、而产量恢复速度迅速的特点，也就是说，OPEC+联盟中的另一个主要原油生产国俄罗斯显然与沙特的目标并不一致！

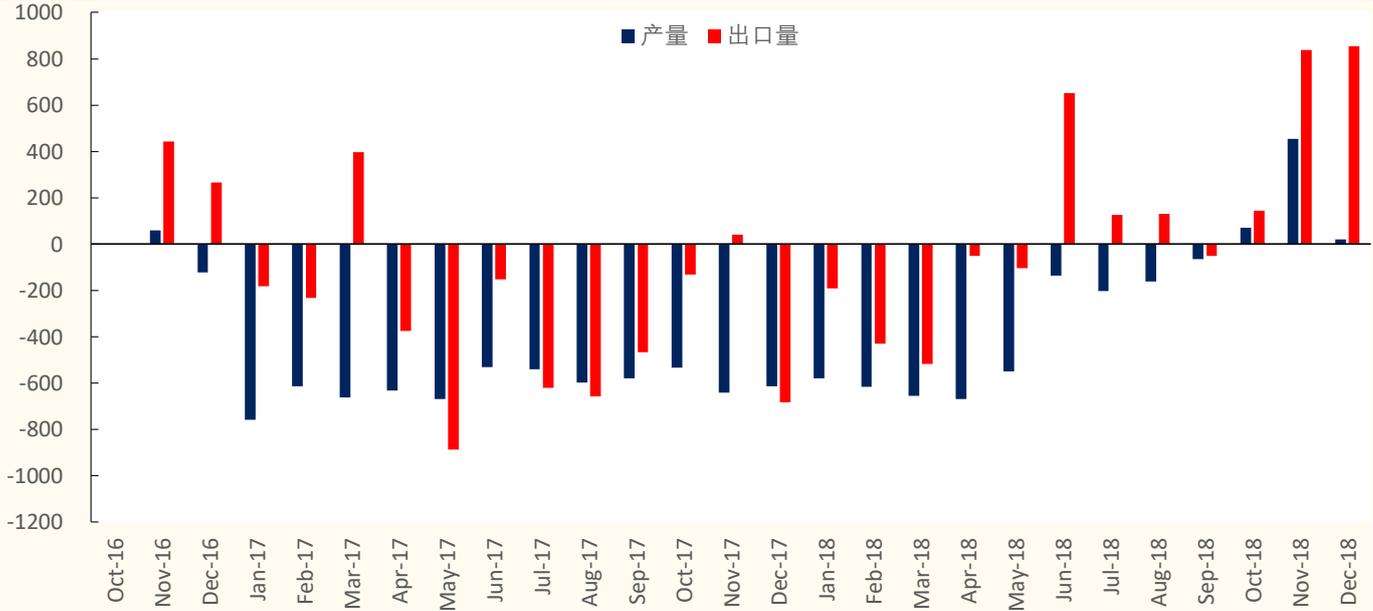
#### 4.2 沙特的出口伎俩!

- 在两次减产过程中，我们重点强调了沙特在减产执行力度上的超市场预期表现。但是，需要指出的是，直接影响世界原油供应的是原油出口。而从

原油出口的角度来看，我们发现沙特的原油出口并不像原油产量下降一样下降迅速。

- 在第一次减产期间，2017年1月至2018年5月，与2018年10月相比，沙特平均减产规模为52.4万桶/日，而与2018年10月的出口相比，沙特的平均出口下降为22.6万桶/日，出口下降不及产量下降的一半！而且需要特别指出的是，由于夏季温度较高、沙特用油发电量激增导致夏季沙特国内原油消费增加，沙特的原油出口存在明显的季节性特征，即夏季出口少，冬季出口多。而减产参考月为冬季，也就是说，以出口来看，减产参考月的出口量本身就处于季节性的高点，因此如果要剔除掉季节性的因素，那么出口下降不及产量下降30万桶/日的规模更大！

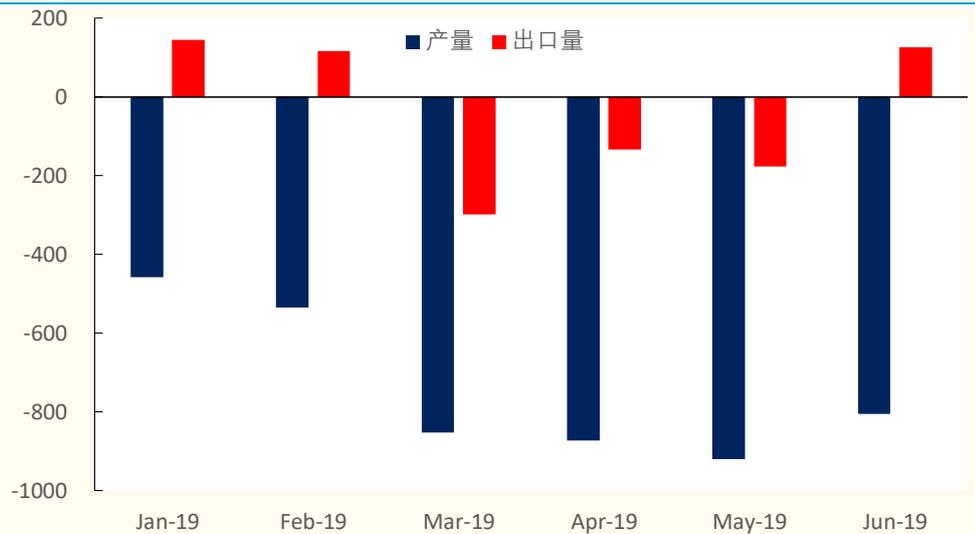
图表 34：沙特产量与出口量与2016年10月对比（千桶/日）



来源：彭博，国金证券研究所

- 在2019年1月开始的第二轮减产中，沙特的出口和产量的这种不同趋势更加明显。在第二轮减产中，2019年1-6月，沙特平均减产规模达到74.8万桶/日，而出口平均仅下降3.6万桶/日。两者的差距达到了70万桶/日，也就是说，如果以出口量来衡量，沙特原油出口基本相当于没有下降！

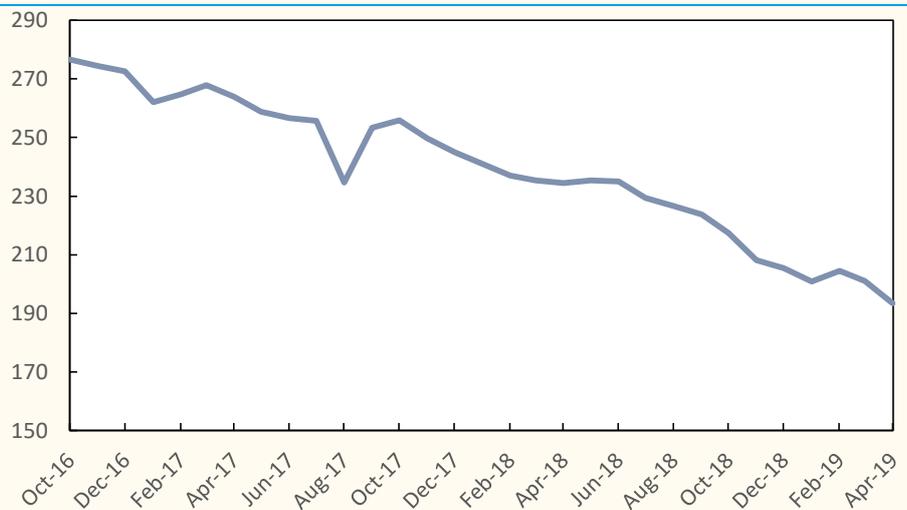
图表 35: 沙特按量与出口量与 2018 年 10 月对比 (千桶/日)



来源: 彭博, 国金证券研究所

- 那么沙特是如何做到产量大幅下降出口量却下降严重不及产量的呢? 首先就是抽提库存! 根据 JODI 跟踪的沙特库存数据, 自 2016 年 10 月以来, 沙特的原油库存持续下降, 沙特原油库存从 2016 年 10 月的 276 百万桶下降至 2019 年 4 月的 193 百万桶, 沙特原油库存存在 30 个月的时间里下降了 8300 万桶!

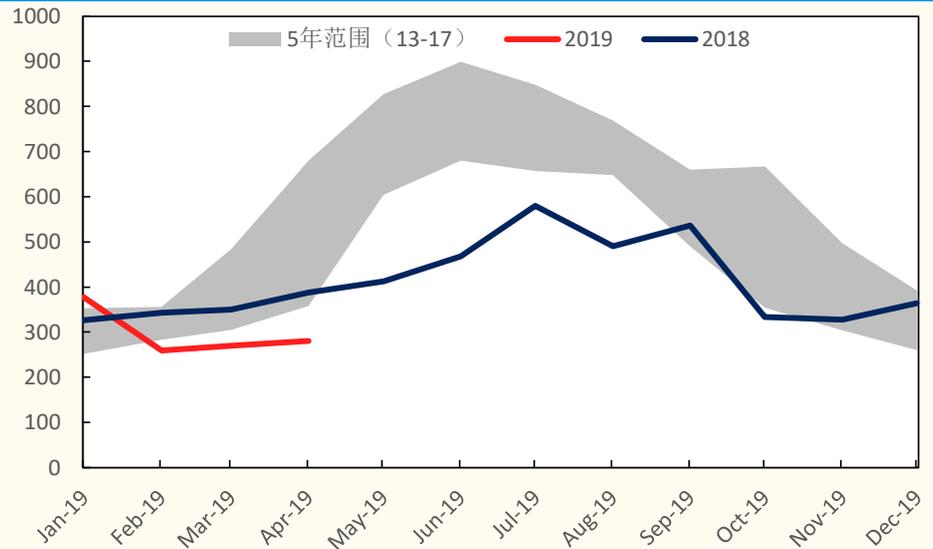
图表 36: 沙特原油库存 (百万桶)



来源: JODI, 国金证券研究所

- 除此以外, 沙特的发电用原油消耗量持续下降。沙特通过增加用天然气和其他油品发电的方式替代了直接用原油发电, 2018 年, 沙特发电用原油消耗量为 45 万桶/日, 较 2017 年下降 5 万桶/日, 较 2016 年下降 10 万桶/日。而 2019 年 1-4 月, 发电用原油消耗量平均为 40 万桶/日, 再下降了 5 万桶/日。

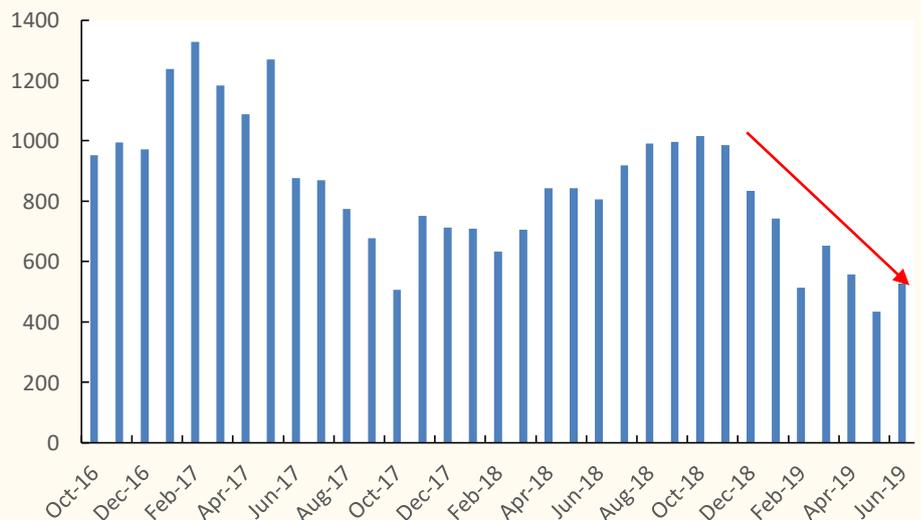
图表 37: 沙特发电用原油消耗量 (千桶/日)



来源: JODI, 国金证券研究所

- 因此, 从出口来看, 沙特的原油出口下降是严重不及预期的!
- 除此以外, 还需要指出, 沙特一方面通过抽提库存来增加出口 (相对于产量下降更少), 另一方面也试图通过改变原油出口流向来操纵油价。由于美国原油库存是原油交易员判断原油供需平衡并进行交易的重要指标之一, 因此沙特在整体出口基本不变的情况下, 通过减少对美国的原油出口, 增加对亚洲的原油出口, 来降低美国的原油库存, 从而达到支撑油价的作用。
- 根据 EIA 统计的数据, 美国进口沙特原油在 2016-2017 年期间出现了一次明显的下降 (第一次减产), 在 2018-2019 年间出现了第二次明显的下降 (第二次减产), 平均而言, 2017 年, 美国进口沙特原油平均为 94 万桶/日, 到 2018 年为 85 万桶/日, 下降了约 10 万桶/日, 而 2019 年 1-6 月, 美国进口沙特原油平均为 57 万桶/日, 大幅下降近 20 万桶/日。

图表 38: 美国进口沙特原油 (千桶/日)

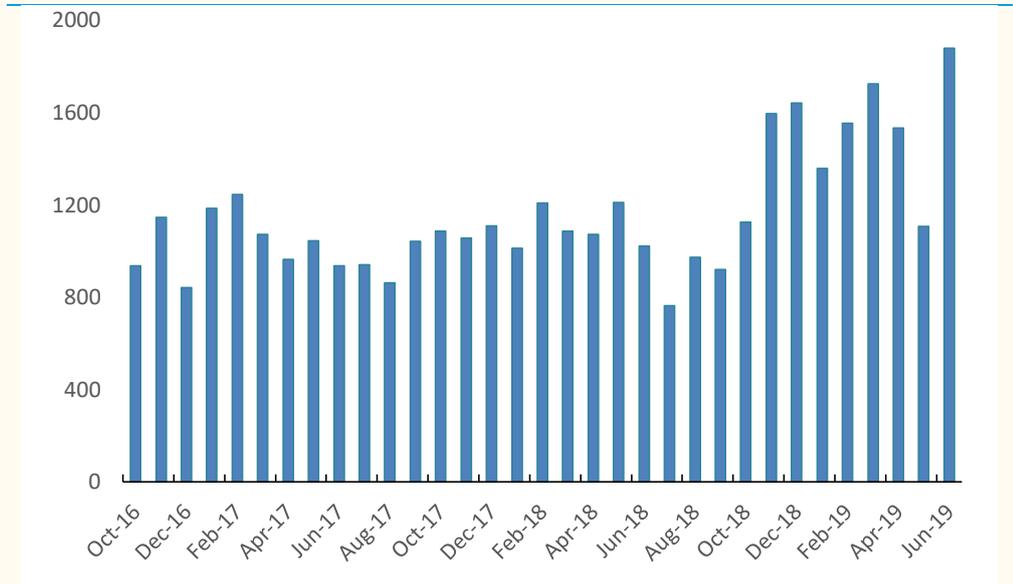


来源: EIA, 国金证券研究所

- 在沙特减少对美国的原油出口的同时, 沙特增加了对中国的原油出口。根据海关总署的数据, 2016 年, 中国进口沙特原油平均为 102 万桶/日, 2017 年平均为 104 万桶/日, 2018 年为 113 万桶/日, 而到 2019 年 1-6 月,

平均已经达到 153 万桶/日，与 2016 年相比，2019 年的中国进口沙特原油进口量大幅增加了近 50%。沙特增加对中国的原油出口在第二次减产期间尤其明显，2018 年-2019 年，中国进口沙特原油增加了 39 万桶/日！也就是说，沙特对美国减少的原油出口全部转移到了中国！

图表 39：中国进口沙特原油（千桶/日）

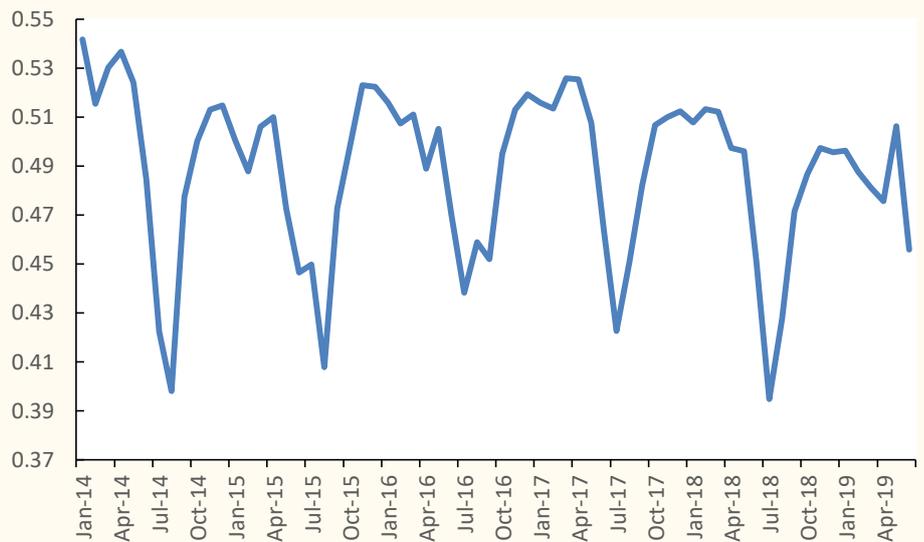


来源：海关总署，国金证券研究所

#### 4.3 原油新霸主的崛起！

- 美国作为目前全球第一大原油生产国家，其对全球原油供应的影响已经显著超越 OPEC！这也是 OPEC+ 在 2019 年 1 月开始的减产逐渐失效的重要原因！美国原油霸主地位主要体现在 3 个方面，第一，美国原油产量具有迅速的市场调节机制，当 WTI 原油价格高于 45-50 美金/桶的生产成本时，美国页岩油具有强大的增产能力，2018 年全年，美国全年原油产量增产近 200 万桶/日，更加证明了美国页岩油巨大的潜力！第二，美国既是世界上原油产量最大的国家，也是世界上炼油产能最大的国家之一，因此在美国原油产量增加的同时，其还能通过进口/出口对世界原油市场产生重要影响，尤其是 API 和 EIA 在每周三公布的原油库存数据都会对当周的原油交易产生重要的指导意义，而美国原油库存则容易受到美国进出口、产量和消费量的影响；第三，美国以及以美元为主的金融交易体系的强势地位。2018 年以来，世界原油市场的主要供应端影响事件除了 OPEC+ 减产以外，主要就是伊朗和委内瑞拉被制裁，且这两个事件不管是从对原油供给中断的影响还是对油价产生的影响，都远超过 OPEC+ 减产。
- 首先我们来看美国原油产量。美国原油产量主要由两部分组成，一个是阿拉斯加产量，一个是本土 48 州产量。阿拉斯加产量大约在 50 万桶/日的规模，且呈现明显的夏季低冬季高的季节性特征。

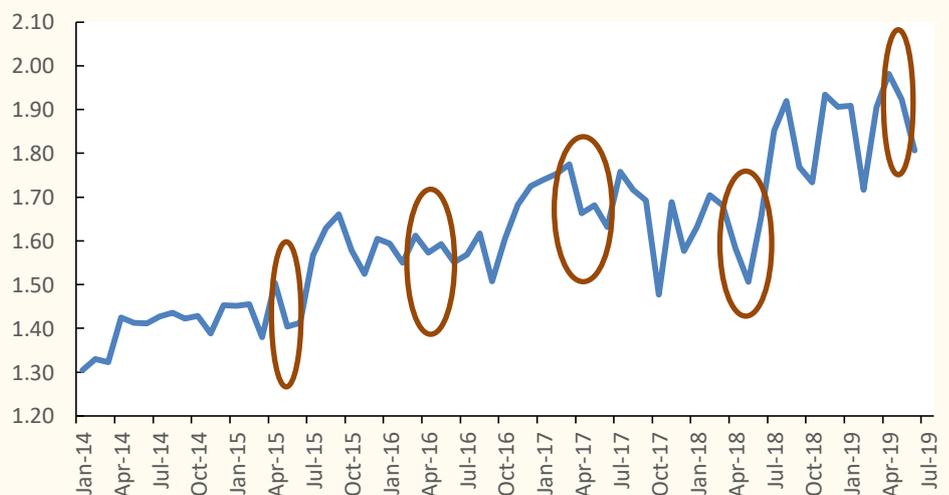
图表 40: 阿拉斯加原油产量 (千桶/日)



来源: EIA, 国金证券研究所

- 而本土 48 州原油产量又可以分为墨西哥湾 (Gulf Coast) 地区产量和非墨西哥湾地区产量。墨西哥湾主要是一些海上油田项目, 因此在每年春夏之交和夏秋之交, 如果墨西哥湾地区发生飓风, 墨西哥湾地区的产量容易受到影响。

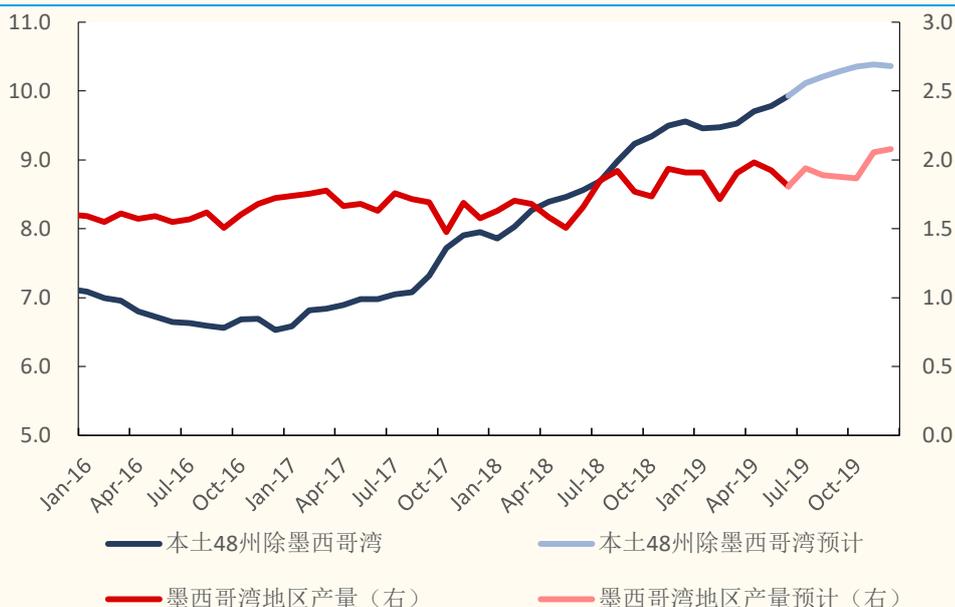
图表 41: 墨西哥湾地区原油产量 (千桶/日)



来源: EIA, 国金证券研究所

- 非墨西哥湾地区原油产量则主要是页岩油产量。2017 年以来, 页岩油产量大幅增加, 美国原油产量的增加主要来自页岩油。2019 年 6 月, 美国原油产量 (根据周度数据平均) 为 1220 万桶/日, 较 2019 年 5 月下降了 4 万桶/日。而且美国整体钻机数也在持续下降, 是美国页岩油增产能力出现了问题吗?
- 实际上, 2019 年 6 月美国产量的下降, 主要是由于阿拉斯加进入夏季低产期, 而墨西哥湾地区又受到今年 6-7 月的飓风 Barry 的影响而出现了下降, 页岩油仍然在增产。而且根据 EIA2019 年 7 月的 STEO (Short-term Energy Outlook) 预计, 随着飓风影响的消除, 2019 年全年平均墨西哥湾产量仍将较 2018 年增长近 20 万桶/日, 而美国原油产量全年仍将增加百万桶/日以上。

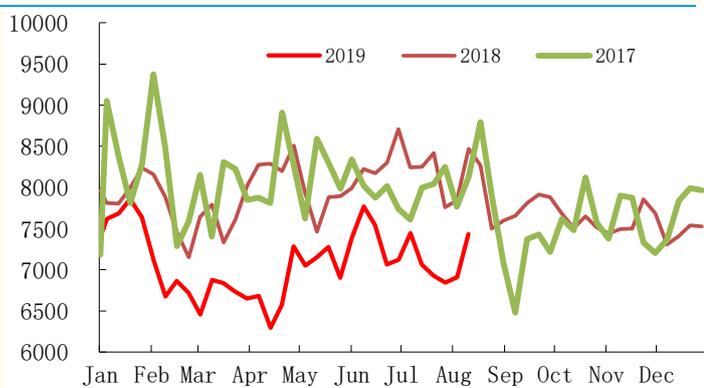
图表 42: STEO 预计美国原油产量 (千吨/日)



来源: EIA, 国金证券研究所

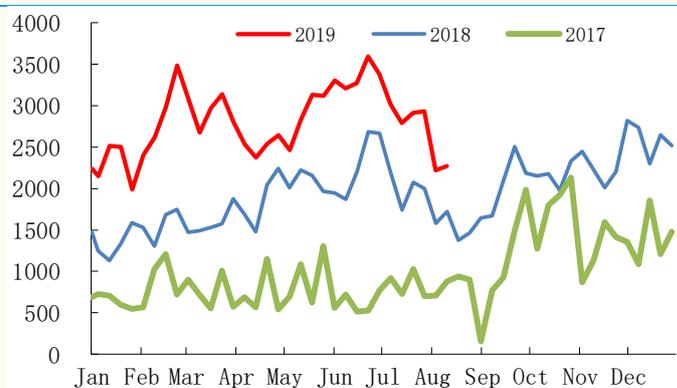
- 2017 年至 2019 年, 美国原油进口显著下降, 从 2017 年平均 789 万桶/日下降至 2019 年的 707 万桶/日, 原油进口下降了 82 万桶/日, 而另一方面, 出口在显著增加, 从 2017 年平均 97 万桶/日增加至 2019 年的平均 280 万桶/日, 增加了约 200 万桶/日。也就是说, 美国原油产量增长中, 有一半以上的原油用于了出口!

图表 43: 美国原油进口量 (千桶/日)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 44: 美国原油出口量 (千桶/日)



来源: Wind, 国金证券研究所

- 最后, 美国对于其他国家产量的影响, 我们已经在 OPEC+ 减产中分析了美国对于伊朗制裁在第一次和第二次制裁期间对国际油价的影响, 除此以外, 委内瑞拉原油产量被迫减产也是影响减产效果的重要因素。但是, 我们还需要注意到的是, 2019 年 1 月, 美国政府宣布对委内瑞拉国家石油公司 PDSVA 实施制裁, 限制美国的公司与 PDSVA 进行原油和石化产品交易, 2019 年 8 月, 美国政府宣布对委内瑞拉的制裁进一步升级, 警告外国政府和企业继续与委内瑞拉政府进行交易。
- 美国对于委内瑞拉的制裁, 主要影响的是委内瑞拉原油的出口。在 2019 年 1 月制裁以前, 美国是委内瑞拉原油的最大出口国家 (地区), 2018 年, 美国平均进口委内瑞拉原油达到 51.6 万桶/日, 而 2019 年 1 月制裁实施之后, 美国进口委内瑞拉原油迅速下降, 2019 年 5 月之后完全下降至 0。

图表 45: 美国进口委内瑞拉原油 (千桶/日)

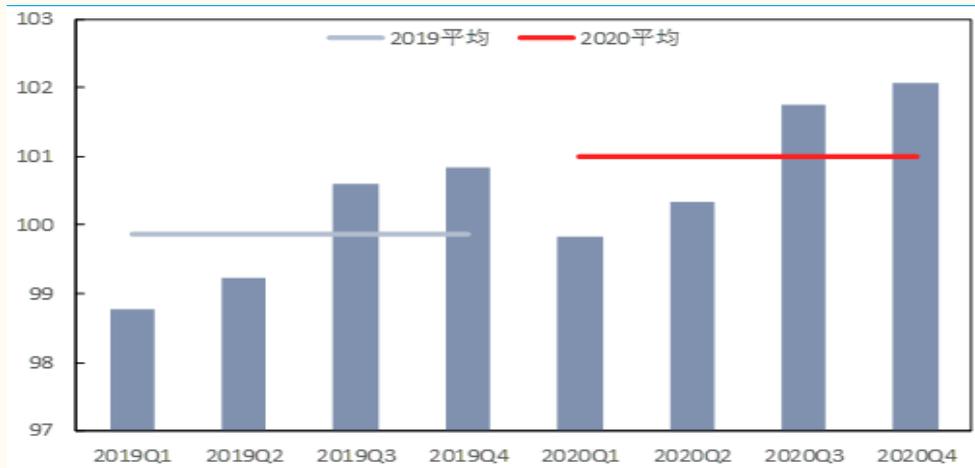


来源: EIA, 国金证券研究所

### 5. OPEC+传统减产手段已无力支撑油价!

- 对于 2020 年的全球原油供需, 从需求端来看, OPEC 在 2019 年 7 月报首次对 2020 年需求进行了预测, OPEC 预测 2020 年全球原油需求为 101 百万桶/日, 较 2019 年增加 114 万桶/日, 同比增速 1.14%, 较 2019 年下降 0.01 个百分点。

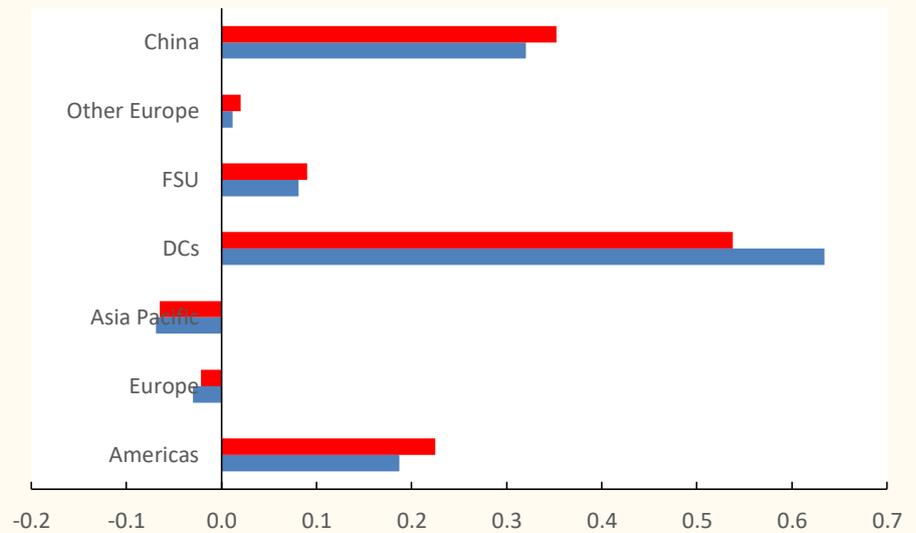
图表 46: OPEC 预测全球原油需求 (百万桶/日)



来源: OPEC, 国金证券研究所

- 而对于新增需求的来源, 主要是以中国、印度为主的发展中国家。而 OPEC 预测欧洲, OECD 亚太地区国家原油需求都可能出现下降。

图表 47: OPEC 预测全球新增原油需求分国家地区 (百万桶/日)



来源: OPEC, 国金证券研究所

- 而根据 EIA2019 年 7 月的预测, EIA 预计 2020 年全年全球原油平均需求为 102.78 百万桶/日, 比 2019 年 1 月预测的 103.07 百万桶/日下降了 29 万桶/日。需要指出的是, 在 2019 年 1 月至 4 月, 处于对于全球经济增速下降的担忧, EIA 连续下调了全球原油需求预测, 2019 年 6 月更是下调至 102.56 百万桶/日, 但是 2019 年 7 月, EIA 上调了 22 万桶/日需求。但另一方面, 整体而言, EIA 预测全球原油新增需求仍在 150 万桶/日左右。

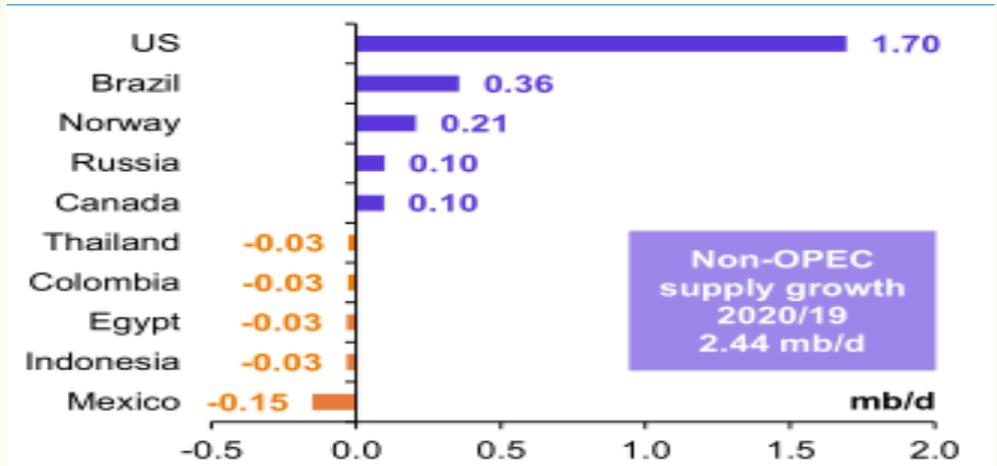
图表 48: EIA 预测全球原油需求 (百万桶/日)



来源: EIA, 国金证券研究所

- 在 OPEC 和 EIA 预计 2020 年全球新增原油需求百万桶/日量级的基础上, 根据 OPEC 预测, 2020 年, 非 OPEC 国家在 2020 年原油产量将增加 244 万桶/日, 其中, 最主要的增加来自于美国页岩油, OPEC 预计 2020 年美国原油产量增加 170 万桶/日, 占全球新增原油产量的 70%。除此以外, 随着新的油田投产, 巴西和挪威原油也将分别增产 36 万桶/日和 21 万桶/日。

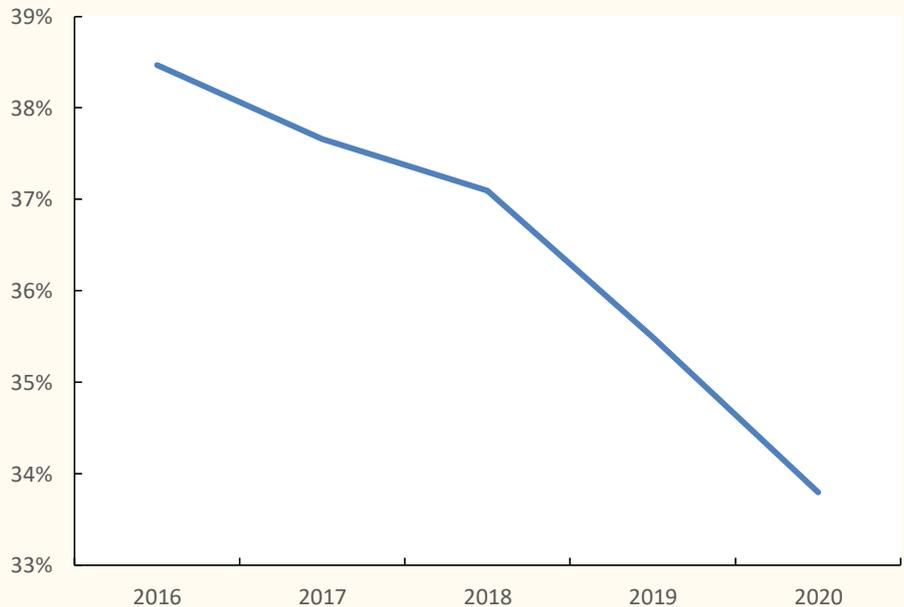
图表 49: OPEC 预测全球原油主要供应增加 (百万桶/日)



来源: OPEC, 国金证券研究所

- 由于非 OPEC 国家新增原油供应远超全球原油需求增加, 这也意味着原油市场对于 OPEC 原油的需求下降。OPEC 预测 2020 年, 世界原油市场对于 OPEC 原油的需求将下降 130 万桶/日, 这也意味着, 2020 年, OPEC 需要全年维持减产, 甚至在当前的减产规模基础上进一步加大减产力度, 才有可能实现全球原油供需平衡。
- 而如果 OPEC 为了维持全球原油供需平衡减产, 那么 OPEC 的市场份额将会进一步下降。根据 OPEC 预测, 在假设 2020 年 OPEC 原油产量等于对 OPEC 原油需求的情况下, OPEC 占世界原油市场的份额将下降至 33%, 较 2016 年下降 5 个百分点!

图表 50: OPEC 占世界原油份额 (%)



来源: OPEC, 国金证券研究所

## 6. 风险因素

- 新资源发掘开采导致当前资源供给格局改变；
- 全球经济下行超预期导致原油需求快速下滑；
- 新原油协议签订导致国际供给格局改变；
- 美国与伊朗关系提前缓和导致供给格局预期改变；
- 美国内部局势剧烈变动导致原油供给不及预期或超预期；
- 战争、自然灾害等不可控因素导致原油供给格局变更；

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH