

OPEC+意外加深减产曲折油价上行路径

——评 177 届 OPEC 大会减产协议

摘要

- 北京时间 2019 年 12 月 6 日晚间，OPEC+宣布将在此前减产 120 万桶/天的基础上，于 2020 年第一季度深化减产 50 万桶，但暂未提及 2020 年第一季度结束后是否延长减产。同时沙特表示，如果其余成员都 100%减产的情况下，其将额外减产 40 万桶/天。受此影响，12 月 6 日盘中国际油价涨幅一度超过 2%，但冲高回落。截至 12 月 6 日收盘，WTI 当日上涨 1.27%，Brent 上涨 1.39%，SC 上涨 1.57%。
- 新的减产计划下，OPEC 承诺减产量为 118 万桶/天，非 OPEC 承诺减产量为 51 万桶/天。从 2019 年 11 月 OPEC+的产量来看，OPEC 成员国相较基准，减产量已经达到 116 万桶/天，主要源于沙特的超额减产。这也就意味着，沙特其实希望 OPEC 其他成员通过进一步深化减产，来分摊目前其自身承担的超额减产量。而非 OPEC 成员国确实需要在 2019 年 11 月的基础上进一步深化减产 19 万桶/天，才能达到协议承诺的减产量。
- 我们看好 2020 年油价中枢出现一定程度回升，主要逻辑在于我们认为主动补库存周期将在 2020 年第二或者第三季度到来，而目前市场低估了这一可能性。但 OPEC+计划深化减产，以及沙特将视其余成员产量灵活机动调节其自身产量这些变动，进一步曲折了油价未来的具体上行路径。OPEC+限制 2020 年第一季度油价调整空间的同时，也降低了未来可能的上行空间。同时需注意目前历史低位的基金空头持仓。

关键词：超额减产，油价

外汇商品团队

郭嘉沂

首席汇率分析师

电话：021-22852634

邮箱：880202@cib.com.cn

付晓芸

分析师

电话：021-22852638

邮箱：880219@cib.com.cn



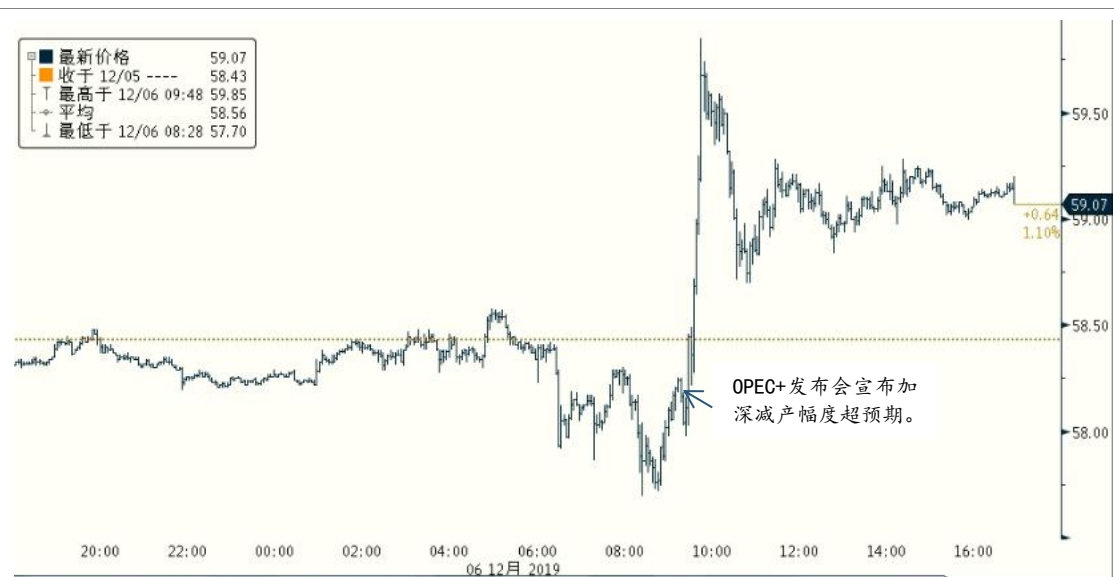
扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

事件

北京时间 2019 年 12 月 6 日晚间，OPEC+宣布将在此前减产 120 万桶/天的基础上（减产参考基准仍为 2018 年 10 月产量），于 2020 年第一季度深化减产 50 万桶，但暂未提及 2020 年第一季度结束后是否延长减产。同时沙特表示，如果其余成员都 100%减产的情况下，其将额外减产 40 万桶/天。如果承诺的减产完全执行，相比 2018 年 10 月的产量，OPEC+总计减产将达到 210 万桶/天，超出市场预期。

受此影响，12 月 6 日盘中国际油价涨幅一度超过 2%，但冲高后有所回落。截至 12 月 6 日收盘，WTI 当日上涨 1.27%，Brent 上涨 1.39%，SC 上涨 1.57%（详见图表 1）。

图表 1 WTI 原油分时图



资料来源：Bloomberg，兴业研究

点评

1、OPEC+加深减产幅度略超市场预期

在《兴业研究原油月度观察：时间换空间，更好的做多时机待来年——2019 年 12 月油价走势前瞻 20191129》中，我们提及当时市面上的媒体消息较为错乱，表明已经计划延长减产协议至 2020 年底以及暂未形成延长减产共识的消息都有，不过这基本是每次 OPEC 大会前的惯用伎俩。同时表达了我们认为 OPEC+仍将在 12 月 5 日至 6 日的会议上达成一定的减产协议来维持市场的供需平衡的观点。从 12 月 6 日的结果来看，虽然两天的会议谈判过程较为曲折，

其中 OPEC 还一度取消了原定于 12 月 5 日召开的新闻发布会, 不过最终 OPEC+ 达成了一定的减产协议, 并且承诺的减产额超出市场预期。OPEC+ 表示 2020 年第一季度将在此前 120 万桶/天减产基础上 (相较于 2018 年 10 月), 深化减产 50 万桶/天, 其中 OPEC 国家与非 OPEC 国家分别新增 37.2 和 13.1 万桶/日的减产份额。在此情况下, 相较于 2018 年 10 月基准, OPEC 的承诺减产量为 118 万桶/天, 非 OPEC 承诺减产量为 51 万桶/天。同时沙特表示, 如果其他 OPEC+ 国家 100% 完成减产目标, 其将再自愿额外减产 40 万桶/日。如果承诺的减产完全执行, 相比 2018 年 10 月的产量, OPEC+ 总计减产将达到 210 万桶/天, 超出市场预期。

从 2019 年 11 月 OPEC+ 的产量来看, OPEC 成员国的减产量已经达到 116 万桶/天, 主要源于沙特的超额减产, 该减产量已经持平 OPEC 其计划于 2020 年第一季度的总计减产量 118 万桶/天。这也就意味着, 沙特其实希望 OPEC 其他成员通过进一步深化减产, 来分摊目前其自身承担的超额减产量。这也与近期沙特的表态一致——OPEC 成员国需要履行 100% 的减产, 否则其也将不承担超额减产任务。而非 OPEC 成员国确实需要在 2019 年 11 月的基础上进一步深化减产 19 万桶/天, 才能达到协议承诺的减产量 (详见图表 2)。

图表 2 沙特原油产量

	Nov-19 基准 (2018年10月)	2019/11 减产	旧的减产额	新增减产额	总计减产额		
OPEC	沙特	9900	10633	-733	-322	-167	-489
	阿联酋	3120	3168	-48	-96	-60	-156
	科威特	2710	2809	-99	-85	-55	-140
	厄瓜多尔	515	524	-9	-16 /	/	
	阿尔及利亚	1020	1057	-37	-32	-12	-44
	加蓬	196	187	9	-6	-2	-8
	安哥拉	1285	1528	-243	-47	0	-47
	尼日利亚	1780	1721	59	53	-21	32
	赤道几内亚	128	127	1	-4	-1	-5
	刚果	318	325	-7	-10	-4	-14
	伊拉克	4600	4653	-53	-141	-50	-191
OPEC豁免国	利比亚	1140	1118	22 /	/	/	
	伊朗	2150	3330	-1180 /	/	/	
	委内瑞拉	725	1206	-481 /	/	/	
非OPEC	俄罗斯	10456	10691	-235	-230	-70	-300
	其他非OPEC减产国	6012	6102	-90	-153	-61	-214
OPEC (非豁免国)		25572	26732	-1160	-812	-372	-1184
非OPEC		16468	16793	-325	-383	-131	-514
OPEC+总计		42040	43525	-1485	-1195	-503	-1698
OPEC+总计 (包括豁免国)		46055	49179	-3124	-1195	-503	-1698

注: 单位为千桶/天。绿色为参与国 2019 年 11 月减产幅度超过原先减产协议约定份额, 红色为减产幅度未达到原先减产协议约定份额。

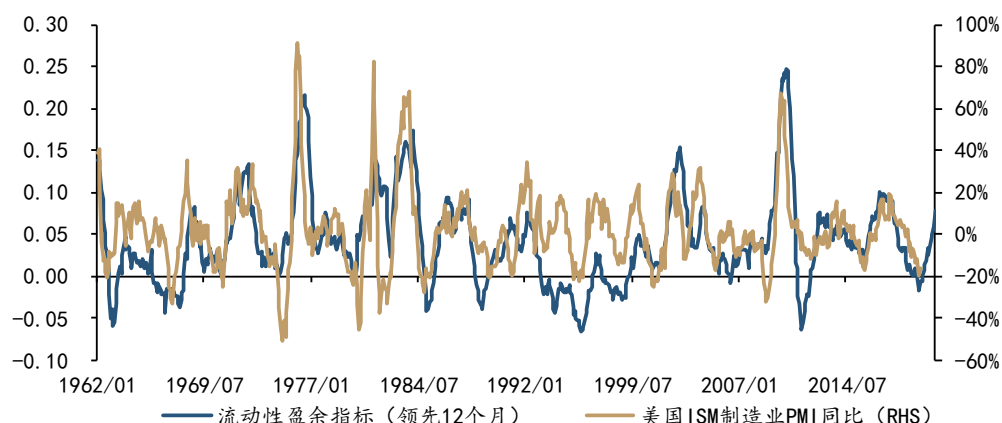
资料来源: IEA, 兴业研究

2、沙特的灵活应对曲折了油价上涨路径

很明显在近几次的 OPEC 大会中, 沙特将减产的重点从拉升绝对油价转为维持原油市场的供需平衡, 其灵活机动的特性也进一步曲折了油价未来的具体

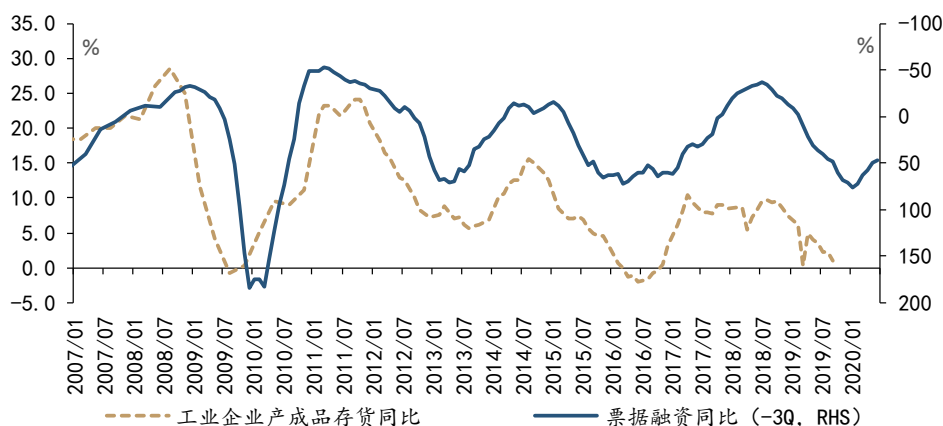
上行路径。原本如果 OPEC 只是延长减产，而未深化减产，叠加通常第一季度季节性淡季以及目前炼厂因为利润低迷而存在减产压力的情况下，油价或能在未来有一定幅度的调整。其后伴随中美等主要经济体 2020 年第二或者第三季度主动补库周期的到来（我们认为市场现在低估了明年主动补库存周期到来的可能性）以及相对低位的油价（相对目前其计划深化减产而支撑的油价中枢而言），原油市场对于资金的吸引力将明显增加，油价出现一波较为流畅的上行可能性还是非常大的。不过目前 OPEC+ 计划在 2020 年第一季度深化减产，这将降低油价因为季节性弱势调整的可能性。同时沙特将根据其余成员减产的情况来灵活机动的调节其产量，也就增大了未来产量变动的不确定性。在此情况下，短期油价下行空间减小，叠加未来供给不确定性的增大，也降低了油价在未来主动补库存周期到来时可能的上行幅度。

图表 3 流动性盈余指标与 ISM 制造业 PMI 同比



资料来源：Bloomberg，兴业研究

图表 4 票据融资与工业企业库存周期



资料来源：Wind，兴业研究

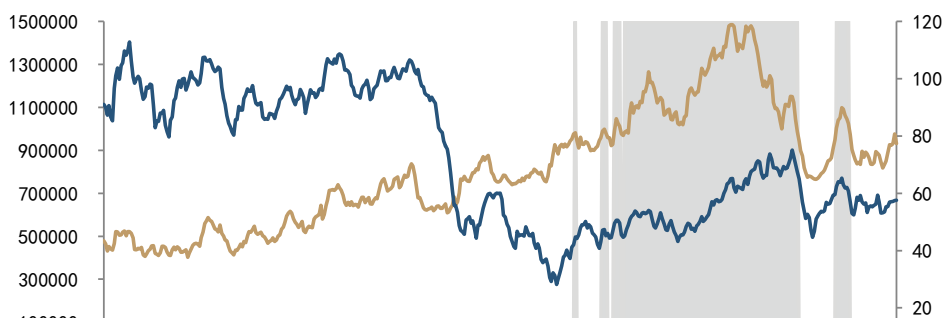
3、短期需要注意的是投机空头持仓过低

我们看好未来主动补库存周期到来时，油价仍有上行空间。不过具体的走势因为 OPEC+减产协议的变动而变得更为曲折。具体到短期而言，近期因为经济预期的好转，以及对于 OPEC+延长减产的预期，CFTC 基金多头持仓出现了一定程度的增加。不过更加需要注意的是投机空头的减仓幅度。

2011 年至今，只有 2014 年 5 月 20 日至 7 月 8 日、2018 年 2 月 20 日至 10 月 9 日（其中间或分为 3 段，分别为 2018 年 2 月 20 日至 2 月 27 日、2018 年 4 月 3 日至 5 月 1 日和 2018 年 6 月 26 日至 2018 年 10 月 16 日）以及 2019 年 4 月 9 日至 5 月 21 日这几段时期内，WTI 和 Brent 合计的基金空头持仓低于 2019 年 11 月 26 日低点。而在这几段时期内，WTI 在区间内的涨跌幅依次为 1.04%、2.04%、6.18%、2.10%和-1.91%。在本周 OPEC+意外计划超额减产的情况下，下周公布的基金持仓或仍能看到基金多头一定程度的增加以及空头的减少，在如此低位的基金空头持仓的情况下，必须要基金多头再继续大量增仓才能继续提振油价，而这往往需要主动补库存周期的出现（详见图表 5 和图表 6）。

总而言之，我们总体看好 2020 年油价的表现，但具体路径因为 OPEC+的意外减产以及沙特视其余国家减产情况而灵活调节其产量，而变得更加曲折。

图表 5 基金多头与油价



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8471

