

原油“劫”：OPEC 再现飞刀，油价遭遇落井下石

1、再次见证历史：再一次反预期而行之

周五油价遭遇暴跌，WTI 主力合约跌幅为 10.07%，下跌 4.62 美元至 41.28 美元/桶，为 2014 年 11 月以来最大单日跌幅；Brent 主力合约跌幅为 9.44%，下跌 4.72 美元至 45.27 美元/桶，为 2008 年 12 月以来最大单日跌幅。OPEC+产量不减反增，与市场大致预期背道而驰，危机模式重演，油市遭遇供需的双重打击。

2、熊市亦未能携手，要再谈联盟已很难

此轮 OPEC+会议可以称为历史性的拐点，宣布为期 3 年又一个季度的 OPEC “供给侧改革”联盟破裂。6 日 OPEC+大会无果而终，欧佩克未能就进一步减产计划达成协议。熊市下未能出现携手，欧佩克不打算在 3 月后单独减产，有与俄解除同盟关系的意愿。此外原定的欧佩克+不太可能于 6 月举行会议，欧佩克+成员国或于 4 月增产。OPEC+的拍案而起引发市场对于供应端的担忧再进一步加剧。

图表 1：本次会议消息动态

时间	动态
3 月 4 日	沙特推动 OPEC+统一减产超过 100 万桶/日
3 月 5 日	OPEC 部长同意减产 150 万桶/日
3 月 5 日	OPEC 是否深化减产 150 万桶/日，将视俄罗斯的支持而定
3 月 5 日	OPEC 将于周五决定减产配额，预计 OPEC 承担减产份额中的 100 万桶/日，同盟国承担另外的 50 万桶/日的减产量
3 月 6 日	OPEC 提议 150 万桶/日的减产延续到年底
3 月 6 日	OPEC+减产协议未达成

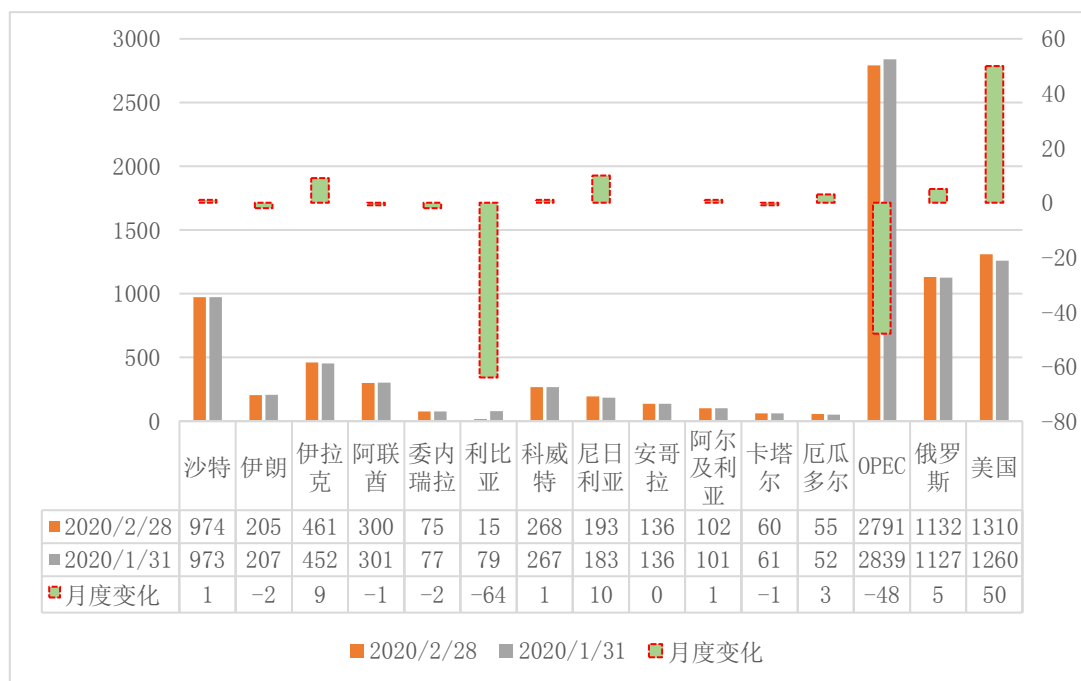
图表 2：历史上 OPEC 减产的力度和时间节点

	当期会议宣布的欧佩克产量调整幅度	参与减产国家的目标产量
2008 年 9 月	-52	2880
2008 年 10 月	-150	2730
2008 年 12 月	-220	2484
2016 年 9 月	-75	
2016 年 11 月	-120	2980.4
2018 年 6 月	0	2998
2018 年 12 月	-80	2602.6

2019 年 12 月	-77.2	2514.6
2020 年 3 月	OPEC+未能达成减产协议宣布减产联盟破裂	

3、俄罗斯：石油届的混子，减产联盟中的老油条

图表 3：OPEC 以及美、俄原油月度产量（单位：万桶/日）



3月6日晚间，俄罗斯能源部长诺瓦克表示，自4月1日起，各国可以不受限制地按意愿产油；同意继续与OPEC+成员国合作，俄罗斯的产量将取决于企业的计划。在OPEC+代表谈判失败后，普京总统也表示没有和沙特领导人对话的打算，所以在国家高层领导间对话的希望也破灭了。

根据OPEC的月度产量数据来看，2019年12月OPEC减产包括沙特额外减产的40万桶/日，加上此前减产的幅度，欧佩克+总减产达到210.3万桶/日。截止2月最新的产量数据，OPEC月度产量为2791万桶/日，跌破2800万桶/日的关口，其中利比亚军事冲突产量大幅下降近100万桶/日，美国加重对委内瑞拉的制裁，伊朗石油投资遭遇制裁的严重打击，地缘冲突在今年以来不断加剧使得OPEC在被动减产的路上越行越远。

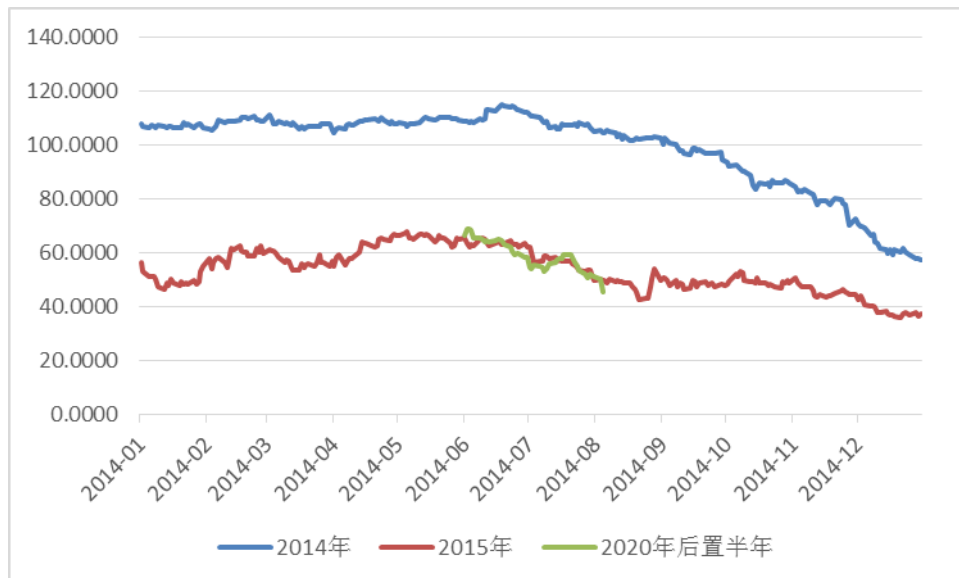
而俄罗斯作为减产联盟中不变的油条，产量一直居于1100万桶/日以上的高位，2月石油产量不减反增。如果按照之前市场预期的协议，OPEC+要达成深化减产的协议，OPEC成员国承担减产份额中的100万桶/日，而非OPEC国家承担额外的50万桶/日，那么意味着俄罗斯要在目前的

产量基础上承担起这减产的重任，毫无疑问是俄罗斯要对自己的市场份额做出让步，同时令美国在这场博弈中坐收渔翁之利。毕竟目前美国原油产量已经创下历史新高的 1310 万桶/日。从会议结果来看，俄罗斯的选择也无疑是：伤敌一千、自损八百。

4、雪崩之下，没有一片雪花是无辜的

重新审视 2020 年的原油供需格局，彻底弱化，需求因疫情而崩是因，供应没有如预期般提供支撑也是因，油价的崩跌是果。从目前的态势看，可能是类似于 2014 年的境况，供需双重打击，危机将再现。

图表 4:2014-2015-2020 年布油价格走势对比（单位：美元/桶）



回顾 2014 年油市面临的基本面的情况：1、全球经济在 2014 年除了美国之外，恢复的幅度实际都略低于预期，尤其欧洲和中国下半年经济增速的放缓，导致了对大宗商品需求量的下降。2、供给面的冲击主要来自于两个方面，其一是美国页岩油产量放量，另一个是传统产油国如利比亚和伊拉克生产开始恢复。3、原油的绝对价格太高，年中布伦特原油还站在 115 美元/桶之上。

而 2020 年在一系列动态变化的演绎下有着类似的情状：1、年初新型冠状病毒袭击中国导致一季度中国需求崩塌，2 月之后全球均受到新冠疫情扩散的影响，导致全球需求的进一步衰退，简单来说，国内既无内需，又难依赖进出口。需求是因，其占影响因素比例在 70-80%。2、美国产量步步新高，俄罗斯也维持高产量，即使在 OPEC 成员国遭遇地缘政治影响而大幅减产的背景下，油市的供需平衡仍出现了大幅过剩。而此时 OPEC+ 不再靠减产来维系油价，而是选择了争取市场份额。因而供需双弱，油价将进一步下探生产成本线，从而进行新的行业洗牌。此因素占比

20-30%。此外，即算有这次 OPEC+减产协议，油价的颓势可能也将延续，直待需求的恢复，区别是连续的急跌和缓慢的阴跌的区别。

2014 年布油连续下跌超过 6 个月，从最高点 115.71 美元/桶跌至 46.4 美元/桶，跌幅 69.31 美元，跌幅为 60%。2015 年 5 月在反弹至将近 70 美元/桶之后再迅速回落，跌至 2016 年 1 月的历史低位 27.1 美元/桶。而目前布油自 1 月的高点 71.75 美元回落至最新的 45.18 美元/桶位置，跌幅 26.57 美元，跌幅为 37%，因而从无论是从时间还是幅度上油价仍难言见底，这取决于新一轮行业变革的深度。危机来临，供需双弱下，油价寻底之路漫漫，需求以及油价的弱势或将持续到 6 月份，而价格重心也将向 2015 年的低位靠拢！

光期研究所 钟美燕

供给	<p>1、为期 2 天的 OPEC+会议与 3 月 6 日落下帷幕，会议宣布 OPEC+未能达成新的减产协议，执行到 3 月底，此轮 OPEC+会议可以称为历史性的拐点，宣布为期 3 年多的 OPEC+减产协议破裂。此外原定的欧佩克+不太可能于 6 月举行会议，欧佩克+成员国或于 4 月增产 1000 万桶/日以上，俄罗斯能源部长表示：自 4 月 1 日起，各国可以不受限制地增产，增产将取决于企业的计划，供应存在不减反增的担忧使得原本脆弱的供需平衡进一步承压。</p>
需求及库存	<p>海外疫情接棒第二波将拖累全球经济增长，从美国股市的悲观表现到周末中东局势预期正在朝最坏的方向发展。中东的伊朗，欧洲的意大利，韩国、日本以及美国等国的疫情态势。尤其伊朗多名高官感染更是加剧了区域性恐慌。另外，由于对疫情扩散导致经济活动的米诺骨牌效应，对原油需求的影响仍将是全方位的，汽柴油、航煤等需求将出现萎缩。因此，对于全球原油市场将呈现再库存的结构，另外本来寄希望于 OPEC+减产协议落地局也将落空，重新审视 2020 年的原油供需格局，彻底弱化，新冠疫情需求下降，供应支撑不足。</p>
价差	<p>周五油价遭遇暴跌，WTI 主力合约跌幅为 10.07%，下跌 4.62 美元至 41.28 美元/桶，创大单日报跌幅；Brent 主力合约跌幅为 9.44%，下跌 4.72 美元至 45.27 美元/桶，创大单日报跌幅。OPEC+产量不减反增，与市场大致预期背道而驰，危机模式重演，油市供需格局或将进一步恶化。SC2004 合约收盘在 357.3 元/桶，周一原油大概率将封于跌停板，价格将达到跌停板，市场仍将延续且周末沙特阿美将 4 月份对亚洲和美国的官价铁水至 4-6 美元/桶，估计突破 4 美元/桶。</p>

策略观点

我们认为目前原油市场具有强趋势演绎路径的特征，因而从无论是从时间还是幅
决于新一轮行业变革的深度。危机来临，供需双弱下，油价寻底之路漫漫，需求
6 月份，而价格重心也将向 2015 年的低位靠拢，