

# 俄罗斯反对深化减产的原因简评

2020 年 3 月 7 日 星期六

中州期货·研发中心

能化研究团队

孙振宇

从业资格编号: F3084133

联系人

孙振宇

邮箱: [sunzzhenyu@zzfco.net](mailto:sunzzhenyu@zzfco.net)

## 内容提要

### ● 我们的观点

当地时间 3 月 6 日, 俄罗斯方面表示反对 OPEC 方提出的再度深化 150 万桶/天并维持减产至 2020 年底的提议, 我们认为, 主要原因是其不甘于将市场份额拱手让与非 OPEC 产油国, 尤其是美国。但即使俄罗斯持反对态度, 以沙特为首的 OPEC 也将大概率独自进行减产, 因此建议等待 OPEC 最终表态后再进行操作。

### ● 我们的逻辑

俄罗斯有一定应对低油价的能力, 相比较于低油价, 丢失市场份额更加难以接受, 但 OPEC 国家极度以来石油收入, 对低油价的承受能力极低。

1. 2018 年沙特阿美上缴税收占其国内财政收入的 65.91%, 但俄罗斯最大石油公司 Rosneft Oil 纳税占其财政收入不足 1%。
2. 欧洲和中国是俄罗斯出口的两大主要阵地, 但自减产协议执行以来, 逐渐被美国所渗透, 尤其是中美第一阶段协议中要求中国大幅增加自美国的能源产品进口, 在此之后, 俄罗斯的减产态度明显出现了摇摆。

综上, 我们认为, 俄罗斯大概率不会同意继续深化减产, 并且其未来可能会进行增产, OPEC 方面则可能会寻求独自减产, 但仍需时间进行确认。

## 目录

1. 事件回顾：俄罗斯态度摇摆令油价饱受折磨.....	3
2. 俄罗斯拒绝深化减产的主要原因是市场份额.....	3
2.1 俄罗斯经济可承受低油价 .....	3
2.2 保份额是俄罗斯首要任务 .....	4
3. 后市展望：短期严重承压，等待 OPEC 最终表态.....	6

## 图目录

图 1：石油收入对俄罗斯的财政影响相对较小.....	3
图 2：俄罗斯近 2 年产出水平持续位于减产要求上限 .....	4
图 3：欧洲和中国是俄罗斯油品的主要出口地 .....	5
图 4：美国出口至欧洲和中国的油品呈明显上涨趋势 .....	5
图 5：根据中美第一阶段协议，中国将大幅增加对美能源进口 .....	6

## 1. 事件回顾：俄罗斯态度摇摆令油价饱受折磨

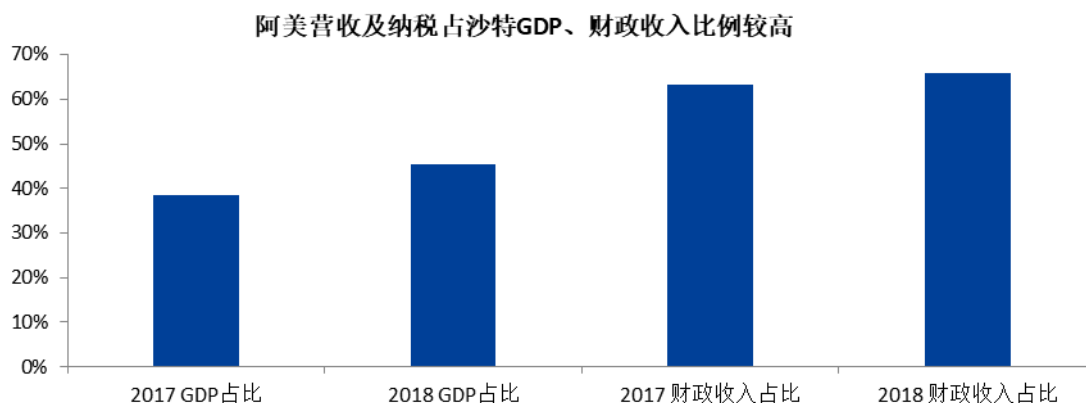
3月5日-6日，OPEC+部长级会议召开，以沙特为首的 OPEC 提议再度深化减产 150 万桶/天，并将此协议延长至 2020 年底，但俄罗斯最终表达了反对态度。自疫情爆发以来，由于对需求的悲观预期，沙特等 OPEC 国家多次表达深化减产的意愿，截至本次会议，主要官方表态按时间顺序如下：JTC 会议中 OPEC 表示希望深化减产 60 万桶/天，并提前召开部长级会议，对此俄罗斯表示反对提前召开会议；俄罗斯外交部长和能源部长表态相悖，市场对 OPEC+深化减产的预期下降至 30 万桶/天；沙特呼吁尽快达成减产协议，同时段宣布将减少 3 月对中国出口 50 万桶/天，市场预期 OPEC+深化减产额度将触及 100 万桶/天；部长级会议召开，OPEC 方面发布声明，希望深化减产 150 万桶/天直至年底，油价应声直线拉涨，但紧随其后，俄罗斯表示了反对意见，油价持续下跌；OPEC+部长级会议推迟召开，油价直线下挫。

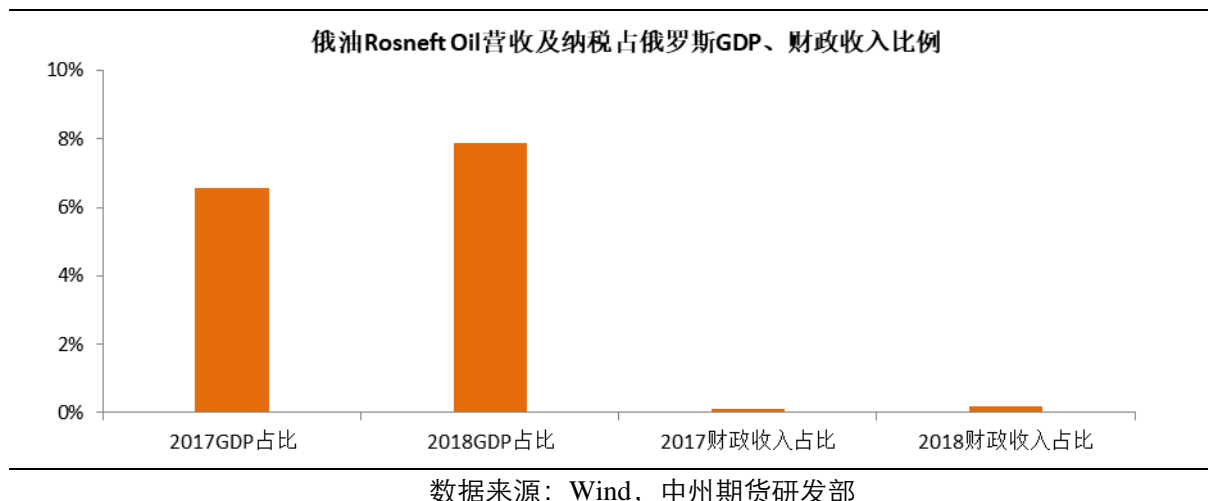
## 2. 俄罗斯拒绝深化减产的主要原因是市场份额

### 2.1 俄罗斯经济可承受低油价

据俄罗斯最大石油公司 Rosneft Oil 财报显示，其 2018 年纳税 1830 亿卢布，占当年俄罗斯财政收入的 0.18%，而同期沙特阿美贡献了沙特财政收入的 65.91%。与 OPEC 国家相比，石油收入对俄罗斯的影响并不致命，OPEC 国家考虑油价很大程度上从其财政平衡的角度，比如，沙特的原油生产成本可能只有不足 30 美元/桶，但其财政平衡点需要 80 美元/桶以上，其他 OPEC 国家也大都在 65 美元/桶以上，才能保证其国内财政收入。但俄罗斯由于财政收入的多元化，只需要考虑石油公司的生产成本即可，因此，40 美元/桶以上的价格仍在其接受范围之内。

图 1：石油收入对俄罗斯的财政影响相对较小

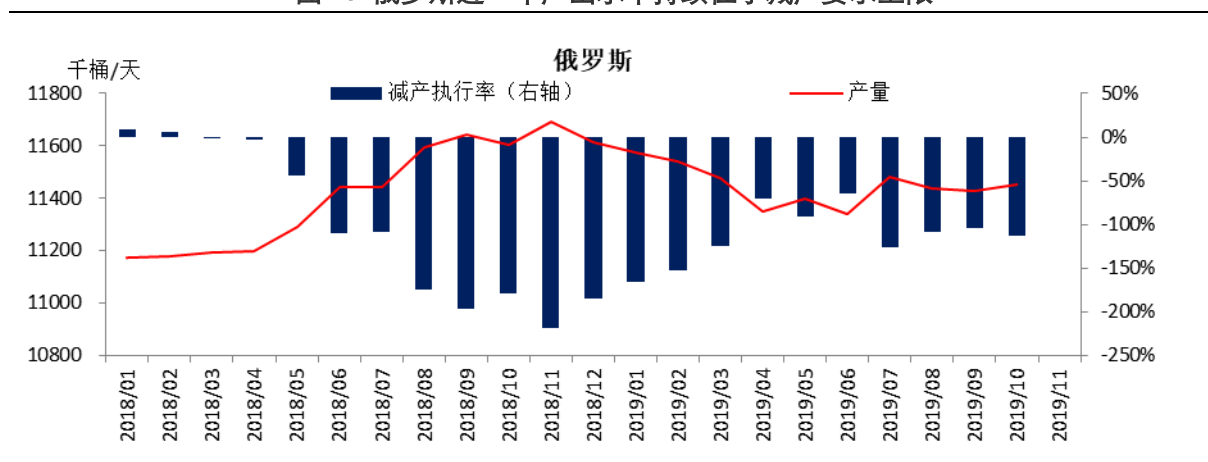




## 2.2 保份额是俄罗斯首要任务

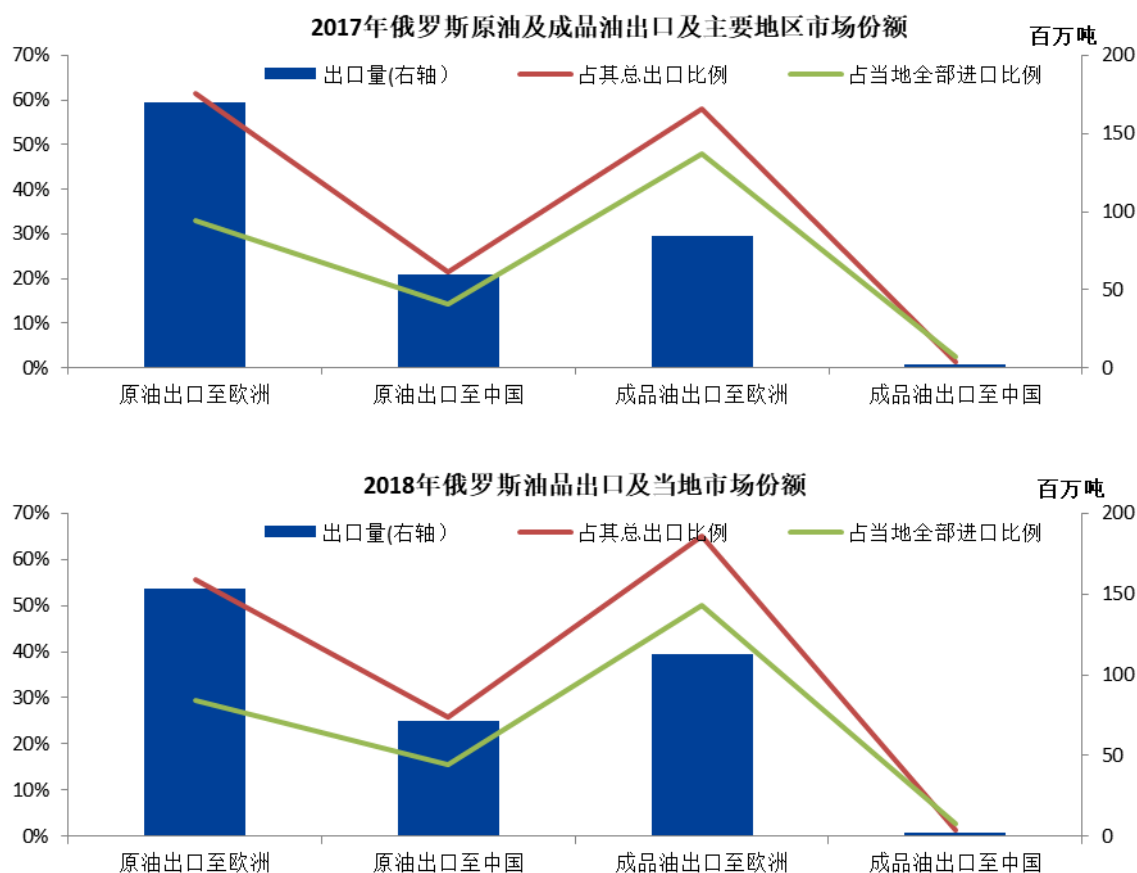
作为重要战略资源, 保证原油在欧洲和中国的市场份额是俄罗斯的首选, 但美国产出不断创新高, 对外出口不断扩大, 其主要出口阵地被美国逐渐渗透, 可能逼迫俄罗斯转向增产。实际上, 自本轮减产协议以来, 俄罗斯的减产执行率一直没有达标, 甚至自 2018 年 4 月以来产出水平持续位于减产要求上限。

图 2: 俄罗斯近 2 年产出水平持续位于减产要求上限



欧洲是俄罗斯最重要的出口地区, 该国 60%左右的原油和成品油销往欧洲, 并且在欧洲的总进口中分别占比约 30%和 50%。中国是其第二大出口地区, 2018 年俄罗斯出口至中国的原油为 112.5 百万吨, 占俄罗斯总出口的 25.95%, 成品油出口 2.3 百万吨, 占俄罗斯总出口的 1.32%, 分别占中国进口的 15.41%和 2.80%。相比较之下, 出口至中国的数量要远低于欧洲地区, 但是俄罗斯的天然气大量出口至中国, 因此, 无论是从原油的角度还是从天然气的角度, 中国市场对俄罗斯都及其重要。

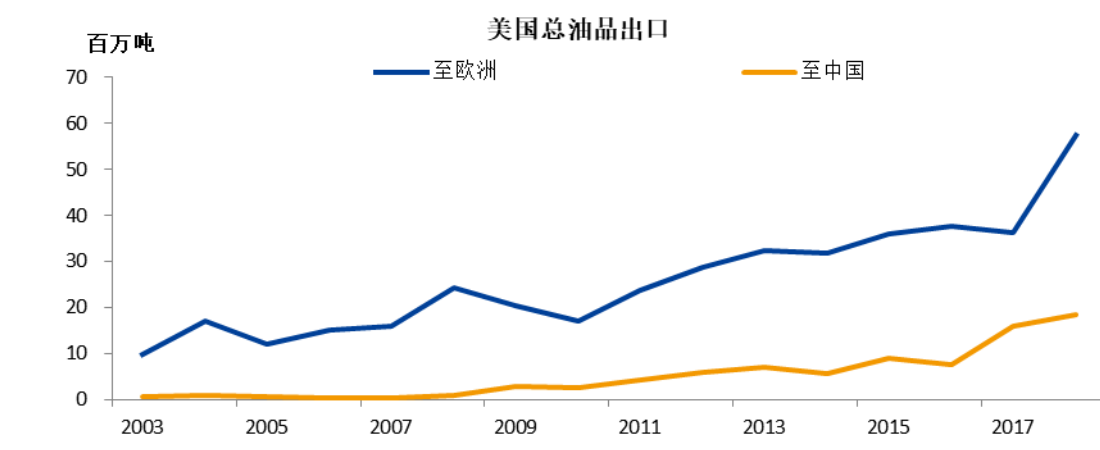
图 3：欧洲和中国是俄罗斯油品的主要出口地



数据来源：Wind，中州期货研发部

但不幸的是，欧洲和中国的市场都在被美国逐渐渗透。首先是欧洲，在过去几年，美国自中国的原油出口量相对较少，但根据中美第一阶段协议内容，在 2020 年中国自美国进口的原油将大约增加 25 百万吨至 32.7 百万吨，2021 年增加 46 百万吨至 53.7 百万吨，至 2021 年这已水平将与俄罗斯的出口量相持平，这将势必挤压俄罗斯在中国的市场份额。这也是俄罗斯在中美达成第一阶段协议以后对减产态度转变的关键原因。

图 4：美国出口至欧洲和中国的油品呈明显上涨趋势



数据来源：Wind，BP，中州期货研发部

图 5：根据中美第一阶段协议，中国将大幅增加对美能源进口

单位：十亿美元				
产品分类		美国在 2017 年基础上对中国的 额外出口		
		1 年级	2 年级	两年总计
1. 制成品		32.9	44.8	77.7
1	工业机械			
2	电气设备和机械			
3	医药产品			
4	飞机（订单和交付）			
5	汽车			
6	光学和医疗仪器			
7	铁和钢			
8	其他制成品 <sup>a</sup>			
2. 农业 <sup>b</sup>		12.5	19.5	32.0
9	油籽			
10	肉			
11	谷物			
12	棉			
13	其他农产品 <sup>c</sup>			
14	海鲜 <sup>d</sup>			
3. 能源		18.5	33.9	52.4
15	液化天然气			
16	原油			
17	精制产品			
18	煤 <sup>e</sup>			
4. 服务 <sup>f</sup>		12.8	25.1	37.9
19	知识产权使用费			
20	商务旅行和旅游			

数据来源：网络整理，中州期货研发部

综上，我们认为，俄罗斯拒绝深化减产的主要原因是担心其市场份额被美国进一步抢夺，而结合其过往的减产表现，我们有理由怀疑俄罗斯有可能会进行增产，在保市场的同时，还可以尝试逼迫美国页岩油亏损而进行一定程度的减产与对外扩张。

### 3.后市展望：短期严重承压，等待 OPEC 最终表态

在全球需求悲观预期笼罩的情况下，OPEC+深化减产作为短期内油价唯一的支撑，俄罗斯拒绝 OPEC 提议，将成为压倒油价的一根稻草。自美国加州进入紧急状态之后，受疫情的影响，全球需求悲观预期进一步加剧，恐慌情绪再度飙升，欧美股市大幅下挫。根据测算，从目前受疫情较为严重的几个国家来看，需求的实质性受损程度约为 79.51-155.18 万桶/天，并且接近此区间的中轨以下水平的概率更大一些。但是，这是在未将美国计算在内的情况下，若美国疫情进一步扩散，政府采取类似于中国的管理措施，油价将迅速靠近 2016 年的大底。

根据目前的市场消息来看，我们仍预计以沙特为首的 OPEC 产油国很难坐视油价进一步下穿。无论是从 JTC 会议中的提议深化 60 万桶/天还是 3 月 5 日提议的 150 万桶/天的减产水平，均是在当时节点下，疫情造成的需求实质受损的上限附近，沙特寻求减少供应过剩水平的态度十分坚决，而根据历史上多次 OPEC 减产经历，可以发现，无论其他国家前期如何表态，最终都会以沙特的态度为准，因此，我们认为，即使俄罗斯拒绝参与本次深化减产，甚至导致 OPEC+ 的分裂，OPEC 方面也大概率会采取行动，来平复油价。

因此，建议等待 OPEC 最终官方表态后再进行操作，短期应保持空仓观望，盲目追空不可取。

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。中州期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，中州期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为中州期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处中州期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。