

OPEC+ 历次增产的特殊背景及当下启示

报告要点

本篇报告梳理了 OPEC+ 成立以来三次阶段性增产的市场背景，与当下市场环境及本轮增产进行对比分析，通过研究 2018 年市场核心因素的异同点，对当下行情判断形成启示。

摘要

（一）OPEC+ 历次增产的背景回顾

OPEC+ 作为缓解过剩产能的组织，成立以来大部分时期处于减产周期，但在本次增产之前，共有 3 次由减产转向阶段性增产，均处于较为特殊的市场背景。2018 年与当下均处于 OPEC+ 协议增产的利空与伊朗、委内瑞拉减产的利多博弈期，且在 OPEC+ 协议增产及页岩油增产的预期下，远期的过剩压力持续存在。

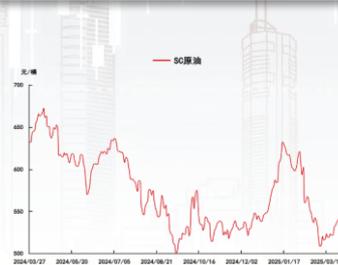
（二）当前地缘端的支撑力度不及 2018 年

预计年内伊朗及委内瑞拉供应难以复制 2018 年的大幅降量。市场对伊朗供应多次买预期卖现实，当前需关注在难有实质性制裁措施加码时供应降量预期已经跟进不足，反而存在对此后伊朗及委内瑞拉供应的小幅降量开始卖现实的可能。

（三）地缘利好阶段性释放后，油价中枢仍将下移

我们在 3 月 4 日《“协议增产”叠加“补偿减产”，OPEC+ 声明对油价指向偏空》及 3 月 21 日《美国升级对伊朗制裁，油价压力减弱》中对近期 OPEC+ 及伊朗因素的边际变化进行了定调，3 月以来油价呈现先跌后涨。地缘利好阶段性释放后，协议增产对远期累库预期的强化与 2018 年类似，最终亦可能是通过油价中枢下移倒逼 OPEC+ 重新减产来达到新的平衡，但 OPEC+ 更加高频次的产量政策调整及页岩油成本的提升将使得下跌空间不及 2018 年。

风险：（1）美国加大对俄罗斯、伊朗、委内瑞拉制裁；（2）OPEC+ 调整产量政策。



能源化工组：

研究员：

李云旭

从业资格号 F03141405

投资咨询号 Z0021671

重要提示： 本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

目录

一、 OPEC+此前三次减产转增产的背景回顾	4
（一）OPEC+产量概览.....	4
（二）2018年6月增产背景：美国退出伊核协议、委内瑞拉产量下滑.....	5
（三）2020年3月增产背景：需求坍塌，保量弃价.....	6
（四）2020年7月增产背景：紧盯需求，循序渐进.....	6
二、 2018年原油市场与当下的对比及启示	7
（一）基本面背景对比.....	7
（二）美国对伊朗、委内瑞拉制裁政策对比.....	8
（三）油价对伊朗产量多次买预期卖现实.....	9
（四）结论：地缘利好阶段性释放后，油价中枢仍将下移.....	10

图表目录

图表 1： OPEC+2025年2月产量分布（百万桶/日）.....	4
图表 2： OPEC+协议减产国原油产量（百万桶/日）.....	4
图表 3： OPEC产量同比与油价同比（%）.....	4
图表 4： 美国PCE与CPI同比（%）.....	5
图表 5： 沙特与被动减产3国产量走势（百万桶/日）.....	5
图表 6： 2020至2022年石油供需走势（百万桶/日）.....	6
图表 7： 2020年前后全球原油库存走势（百万桶）.....	6
图表 8： OPEC+2020年4月至2021年4月期间确定的减产量（百万桶/日）.....	6
图表 9： OPEC+4月开始的累计增产量（万桶/日）.....	7
图表 10： OPEC+总产量及配额路线图（百万桶/日）.....	7
图表 11： 2016至2018年供需增量（万桶/日）.....	8
图表 12： 2018年OECD商业石油库存（百万桶）.....	8
图表 13： 2023至2025年供需增量（万桶/日）.....	8
图表 14： OECD商业石油库存及预测（百万桶）.....	8
图表 15： 伊朗、委内瑞拉产量及关键制裁时间点（万桶/日）.....	9
图表 16： 伊朗原油海运出口（百万吨）.....	9

图表 17: 委内瑞拉原油出口（百万吨）	9
图表 18: 伊朗产量（百万桶/日）与油价（美元/桶）	10
图表 19: 2018 年油价（美元/桶）及关键产量（千桶/日）	10
图表 20: 页岩油部分产区完全成本（美元/桶）	11
图表 21: 页岩油部分产区运营成本（美元/桶）	11

步伐加快，OPEC+协议减产国产量持续受到压制。OPEC+协议减产国 2017 至 2019 年间平均产量 4000 万桶/日，2022 至 2024 年间平均产量为 3706 万桶/日，产量中枢明显下移，剩余产能被动放大。OPEC+作为缓解过剩产能的组织，成立以来大部分时期处于减产周期，但在本次增产之前，共有 3 次由减产转向阶段性增产，均处于较为特殊的市场背景。

（二）2018 年 6 月增产背景：美国退出伊核协议、委内瑞拉产量下滑

2017 年 1 月 OPEC+开始执行 180 万桶/日减产，虽然此后也不断提及考虑退出减产，但在油价中枢偏低及库存偏高的背景下，减产得以延续，驱动 2017 年全球石油库存持续下滑。

2018 年 6 月 OPEC+部长级会议决定从 7 月起降低减产履约率，相当于增产约 84.6 万桶/日，该决议前布伦特油价约 75 美元/桶，本次增产的背景主要在于美国退出伊核协议带来伊朗原油降量预期，同时委内瑞拉产量已持续下滑，与特朗普对沙特的增产施压也可能存在关系。

特朗普 2017 年上任后即开始推动对伊朗、委内瑞拉制裁加码，2017 年 11 月开始限制委内瑞拉国家石油公司融资及关键物料的获取，2018 年委内瑞拉在前期金融制裁及投资不足背景下的产量下滑加速体现。特朗普上一任期内，初期对伊朗主要集中在警告威慑、外交孤立，制裁伊朗革命卫队，2018 年 5 月，美国正式宣布退出伊核协议，并将分阶段恢复对伊朗的石油、金融、航运等领域制裁。

沙特作为最重要的机动产油国，长期也是 OPEC、OPEC+政策的主导者，往往在伊朗、利比亚、委内瑞拉等国因地缘因素导致产量大幅波动时进行逆向调节。在上世纪第二次及第三次石油危机时期沙特均以增产应对，近年来，在利比亚、伊朗、委内瑞拉等被动减产国产量大幅下降时，沙特均阶段性进入增产，2018 年 6 月 23 日 OPEC+会议的增产决议亦是这一特征的延续，在此背景下，OPEC+增产只是减缓了油价因伊朗禁运预期带来的上行，但也为后期的供应过剩埋下伏笔。

图表4：美国 PCE 与 CPI 同比（%）



资料来源：万得 美国劳工部 中信期货研究所

图表5：沙特与被动减产 3 国产量走势（百万桶/日）



资料来源：同花顺 OPEC 中信期货研究所

另一方面，2017 年至 2018 年三季度油价整体处于 OPEC+减产推动的上行趋势，美国通胀逐步抬升，处于加息周期。2018 年特朗普面临中期选举，多次指责 OPEC+的减产行为并施压沙特增产，如当年 4 月 20 日、6 月 13 日均推特指责 OPEC “操纵油价”，6 月 20 日正临近 OPEC+会议召开，外媒报道特朗普向沙特等国私下施压要求增产，当日美国能源部长佩里称“全球市场需要更多石油供应”。

（三）2020年3月增产背景：需求坍塌，保量弃价

2020年3月6日OPEC+减产会议未达成协议，4月开始减产联盟产量不再受限，该会议前布伦特油价约50美元/桶，会议后出现连续暴跌。

2020年3月处于新冠疫情初期，其背景在于OPEC+对市场前景无法评估，产量政策制定及监管难度放大，保量弃价下的“囚徒困境”再次出现。著名经济学家克鲁德曼在2000年提出多重均衡模型，核心思想在于当原油因外部冲击处于较低价格时，因为减产对价格的提振有限，减产联盟为达到收入目标不得不扩大生产和出口，形成低油价均衡，但当外部冲击减弱，油价处于高位时，由于原油需求缺乏弹性，减产亦对油价形成支撑，形成高油价均衡。OPEC在2014至2015年页岩油革命影响下的持续增产，以及OPEC+2020年3月决定的增产均符合低价均衡的特征。

然而，本次增产的持续时间仅一个月，当年4月12日OPEC+重新达成巨量减产协议，将从5月开始减产970万桶/日，一方面是需求的评估已逐渐清晰，另一方面则是供需严重错配下累库速度较快，全球原油库容已较为紧缺，若不主动减产最终亦将面临因库容不足倒逼的极端价格与被动减产。

图表6：2020至2022年石油供需走势（百万桶/日）



资料来源：EIA 中信期货研究所

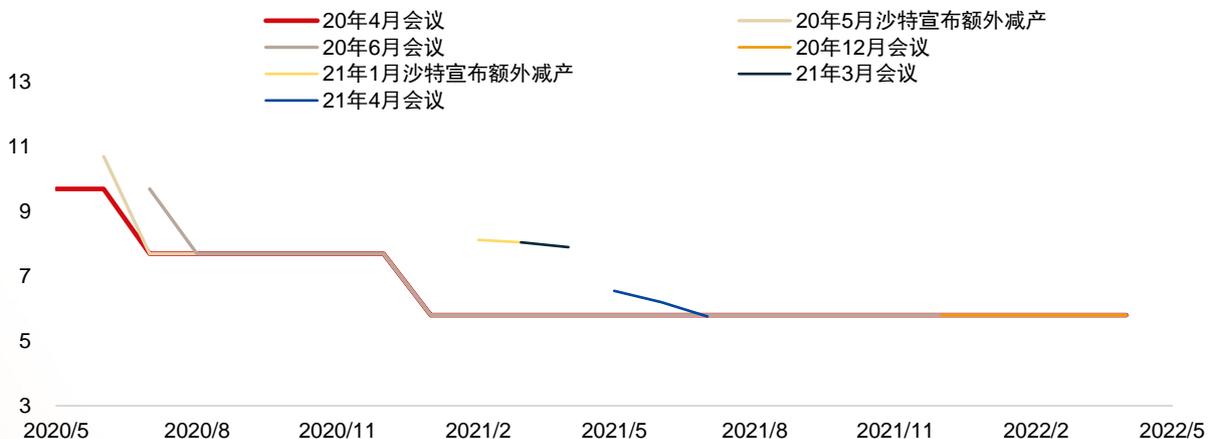
图表7：2020年前后全球原油库存走势（百万桶）



资料来源：Kpler 中信期货研究所

（四）2020年7月增产背景：紧盯需求，循序渐进

图表8：OPEC+2020年4月至2021年4月期间确定的减产量（百万桶/日）



资料来源：OPEC 中信期货研究所

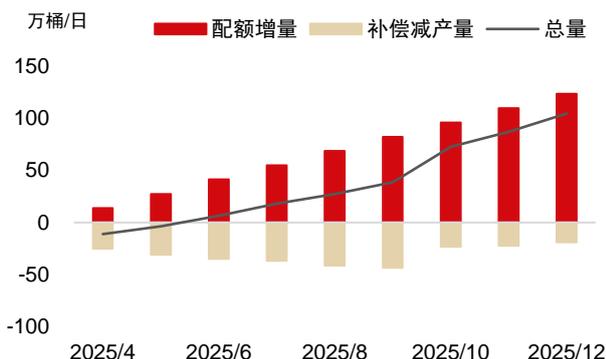
图表 2 中所示的第三次增产从 2020 年 7 月开始，即 OPEC+ 开始逐步减少新冠疫情期间的减产量，该计划符合 2020 年 4 月确定的产量路线，本次增产前布伦特油价约 40 美元/桶。自此开始，OPEC+ 进入紧盯需求，循序渐进的增产期，也是 OPEC+ 成立以来增产持续时间最长的一次。

本轮增产过程中，OPEC+ 的产量管理更加高频次、精细化，临近月份的减产量多次被临时调高，即放缓增产速度。在此背景下，原油持续去库，油价延续底部回升的上行趋势。

二、2018 年原油市场与当下的对比及启示

今年 3 月 3 日，OPEC+ 自愿减产 8 国发表联合声明，将从 2025 年 4 月至 2026 年 9 月间逐步退出此前 220 万桶/日自愿减产，阿联酋在此期间逐步获得额外 30 万桶/日产量基准线的增加，同时强调可能根据市场情况暂停或逆转产量政策；另一方面，3 月 20 日起产国发布补偿减产计划，7 个国家在 2025 年 3 月至 2026 年 6 月间补偿减产，每个月较其基准配额补偿减产总计 18.9 万桶/日至 43.5 万桶/日之间。在补偿减产完全执行的乐观情形下，实际增产将从 6 月开始，至年末将形成 104.5 万桶/日增量。

图表9：OPEC+4 月开始的累计增产（万桶/日）



资料来源：OPEC 中信期货研究所

图表10：OPEC+总产量及配额路线图（百万桶/日）



资料来源：OPEC IEA EIA 中信期货研究所

由前文可以看出，OPEC+ 成立以来由减产转向阶段性增产均处于较为特殊的市场背景，本次增产也不例外，伊朗、委内瑞拉供应的潜在扰动威胁及特朗普低油价诉求是推动 OPEC+ 协议增产的关键，与 2018 年极为相似。若除去因新冠疫情冲击导致的产量政策转变，OPEC+ 成立以来仅 2018 年下半年处于协议增产周期，因此，2018 年的油价波动对当下具有借鉴意义。

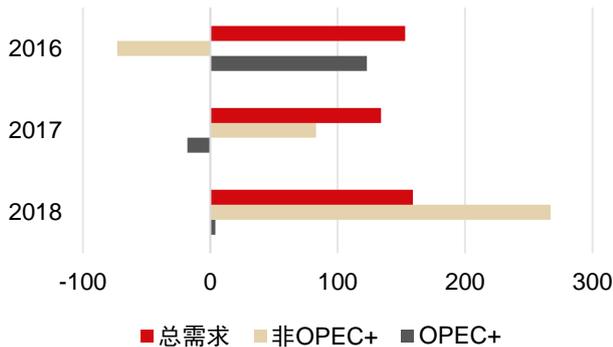
（一）基本面背景对比

2018 年初，在 OPEC+ 持续减产的推动下，全球石油库存处近 3 年同期最低，由于油价已脱离低位，美国页岩油处增产期，非 OPEC+ 供应增速大于全球需求增速，OPEC+ 产量成为稳定供需平衡的关键，OPEC+ 希望逐步退出此前的减产，但迫于基本面的弱预期，增产未能推行。

以上特征与 2025 年初的市场背景具有较高的相似性，但 2025 年初美国对俄罗斯的制裁升级放大了油

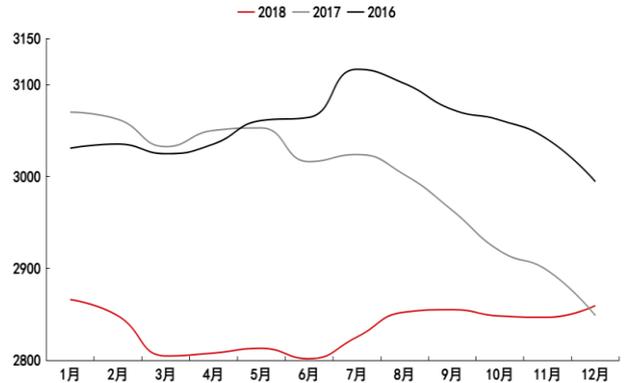
价波动。2018 年 OPEC+总产量最终与 2017 年基本持平，因沙特等协议产油国的产量增加抵消了伊朗及委内瑞拉的产量下降。2025 年 OPEC+总产量变化的不确定性，亦主要来源于伊朗、委内瑞拉的降量程度及 OPEC+对增产路线的调整，伊朗、委内瑞拉的被动减产与沙特等 OPEC+协议产油国的主动增产均是 2018 及 2025 年油价的决定性因素。

图表11：2016 至 2018 年供需增量（万桶/日）



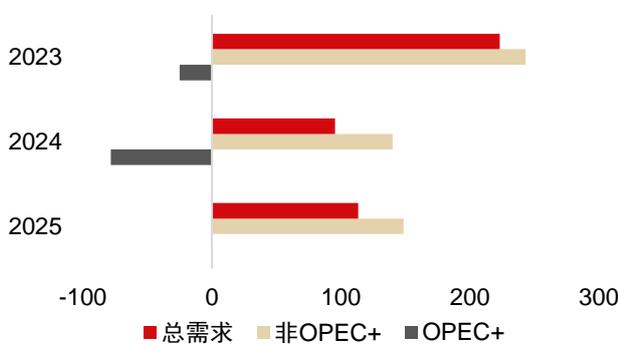
资料来源：IEA EIA OPEC 中信期货研究所

图表12：2018 年 OECD 商业石油库存（百万桶）



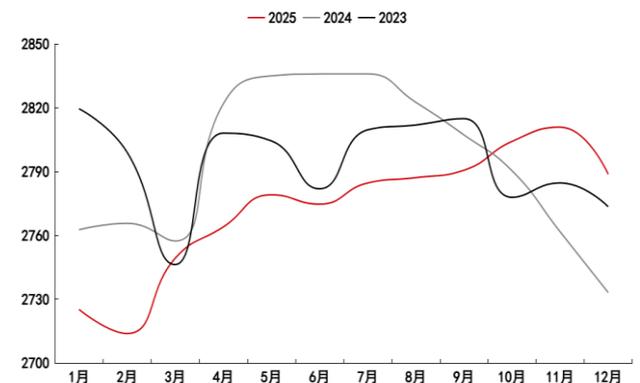
资料来源：彭博 中信期货研究所

图表13：2023 至 2025 年供需增量（万桶/日）



资料来源：IEA EIA OPEC 中信期货研究所

图表14：OECD 商业石油库存及预测（百万桶）



资料来源：彭博 中信期货研究所

（二）美国对伊朗、委内瑞拉制裁政策对比

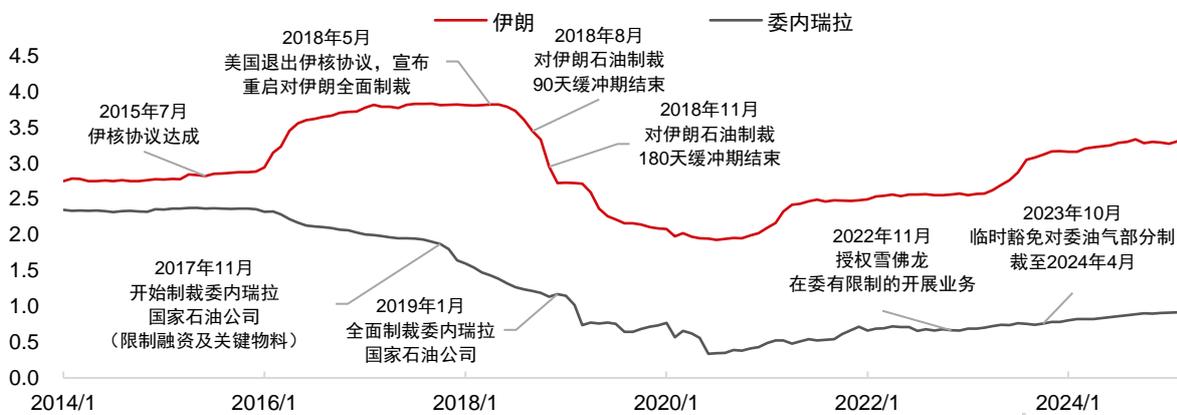
不同于对俄罗斯石油的限价制裁，美国对伊朗、委内瑞拉的石油禁运更为严格。2018 年 11 月美国对伊朗石油领域的制裁正式重启，禁止各国购买伊朗石油，并重新将伊朗国家石油公司、伊朗石油贸易公司列入 SDN 名单，给予部分国家 6 个月的缓冲期于 2019 年 4 月结束；美国 2019 年 1 月对委内瑞拉石油行业的全面制裁中，亦将委内瑞拉石油公司列入 SDN 名单。

拜登任期内，启动了多轮旨在恢复伊核协议的谈判但未达成，美国对伊朗的制裁政策并未出现松动，且不断零星增加了与伊朗相关的连带制裁实体。与此不同的是，2022 年开始美国对部分公司发放委内瑞拉石油开采及运输的许可证，并在 2023 年 10 月至 2024 年 4 月期间阶段性豁免了对委内瑞拉制裁。

从伊朗及委内瑞拉原油的出口变化来看，特朗普上一任期大幅下滑，拜登任期内有所恢复，但伊朗的出口恢复主要因形成了通过船对船转运、影子船队等规避制裁的贸易方式，委内瑞拉的出口恢复既有与伊朗类似的依靠规避制裁形成的贸易流，也有阶段性豁免及部分拥有许可证的石油公司正常贸易的贡献。

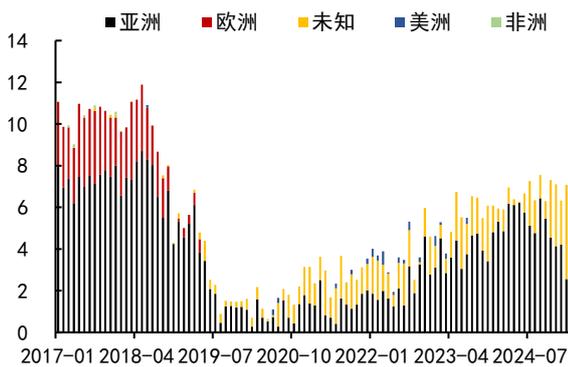
目前特朗普已开始着手取消雪佛龙委内瑞拉石油业务的许可证，即和 2018 年相比，对伊朗将维持全面制裁，对委内瑞拉则是恢复全面制裁，主要的新增变数在于美国本周首次提出将对购买委内瑞拉石油和天然气的国家加征 25% 的关税，将制裁威胁上升到了国家层面，但实行难度预计较大。雪佛龙由于参与委内瑞拉石油开采，其退出后将导致约 20 万桶/日的产量下滑，但伊朗及委内瑞拉因规避制裁的贸易方式支撑，即使与 2018 年相比更严厉的制裁措施也并不意味着更多的产量下降，目前伊朗原油供应在美国制裁升级后仍有韧性，预计今年伊朗及委内瑞拉产量难以复制 2018 年的大幅下降。

图表15：伊朗、委内瑞拉产量及关键制裁时间点（百桶/日）



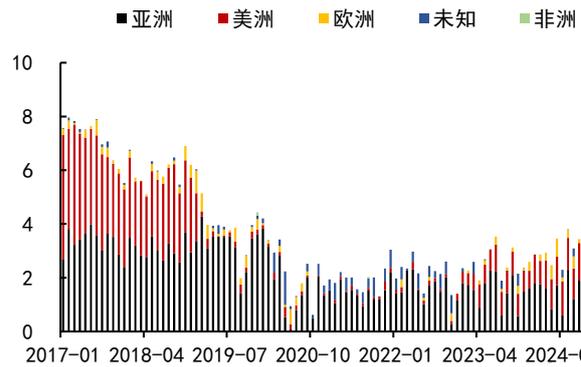
资料来源：OPEC 中信期货研究所

图表16：伊朗原油海运出口（百万吨）



资料来源：Kpler 中信期货研究所

图表17：委内瑞拉原油出口（百万吨）



资料来源：Kpler 中信期货研究所

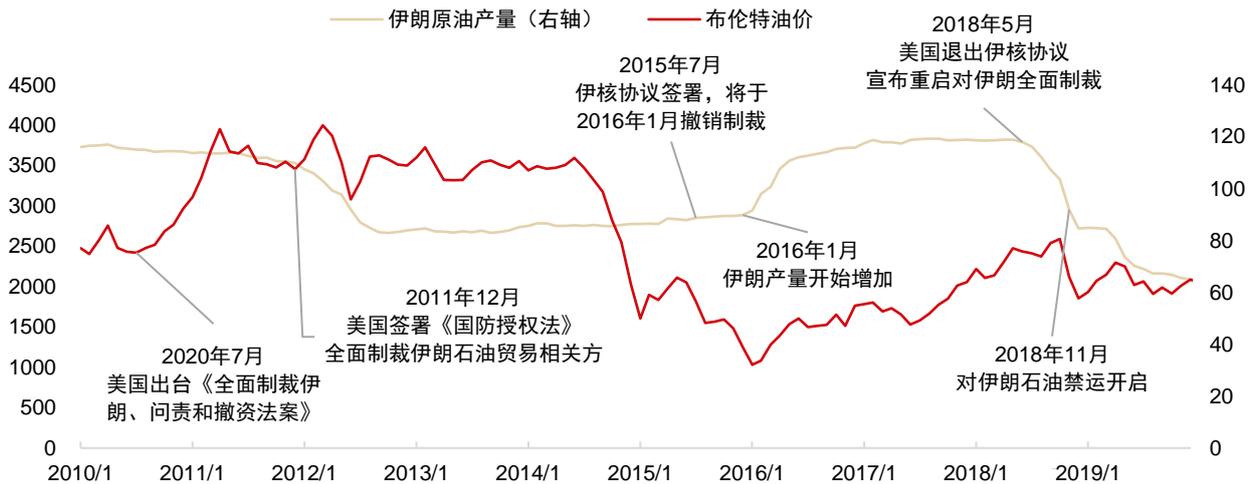
（三）油价对伊朗产量多次买预期卖现实

2010 年以来，因欧美制裁导致的伊朗原油产量变化对油价形成了多次冲击，每一次都呈现出买预期卖现实的特征，2018 年也不例外。伊朗产量变动的中后期基本都与油价变动方向相同，如伊核协议签署后 2016 年 1 月伊朗产量开始回升，油价基本也于同期见底回升，2018 年 11 月伊朗产量加速下滑，油价同期

也正处快速下跌之中，主要因前期对伊朗产量预期进行了充分交易。

反观当下，美国已多次对伊朗进行极限施压的表态，并不断增加连带制裁实体，3月20日将亚洲炼厂加入制裁名单，对市场情绪再度形成提振，但仍难以给出大规模降量预期。当前需关注的是在难有实质性制裁措施加码时供应降量预期已经跟进不足，反而存在对此后伊朗及委内瑞拉供应的小幅降量开始卖现实的可能。

图表18：伊朗产量（百万桶/日）与油价（美元/桶）

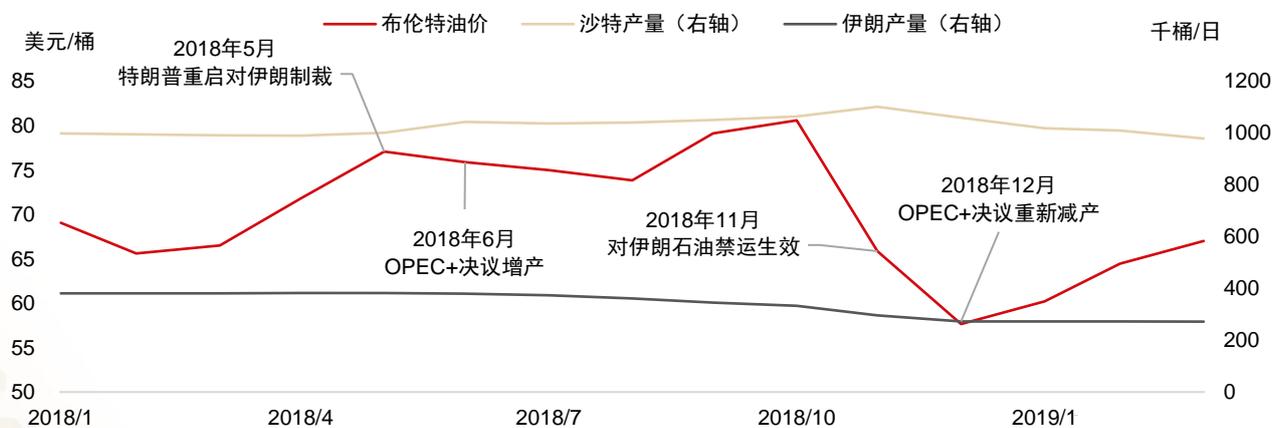


资料来源：路透 OFAC OPEC 中信期货研究所

（四）结论：地缘利好阶段性释放后，油价中枢仍将下移

2018年6至9月，处于OPEC+协议增产的利空与伊朗、委内瑞拉减产的利多博弈期，在此期间油价呈现了较长时间的震荡局面，但在OPEC+协议增产及页岩油增产的预期下，远期的过剩压力持续存在。2018年10月伊朗禁运临近生效，叠加海外宏观情绪走弱，油价开启快速下跌定价过剩预期，直至12月OPEC+重回减产以扭转市场预期。

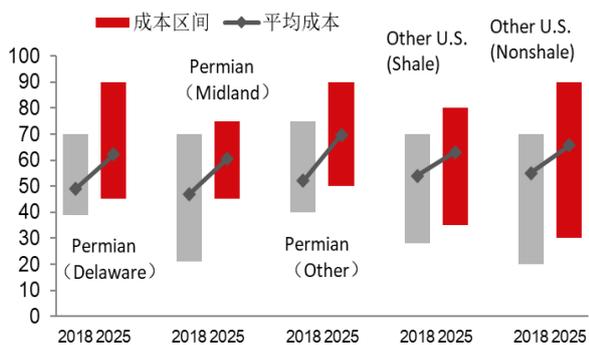
图表19：2018年油价（美元/桶）及关键产量（千桶/日）



资料来源：路透 OPEC 中信期货研究所

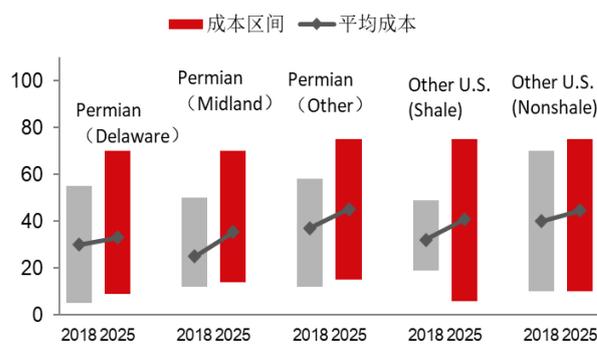
目前也处于 OPEC+协议增产利空与伊朗、委内瑞拉利多的博弈期，按照当前 OPEC+的协议增产路线，远期的累库预期亦较强。但与 2018 年相比，目前伊朗降量的想象空间相对有限，利多的跟进可能更显不足，这将限制反弹高度，另一方面，协议增产对远期累库预期的强化与 2018 年类似，最终亦可能是通过油价中枢下移倒逼 OPEC+重新减产来达到新的平衡。

图表20：页岩油部分产区完全成本（美元/桶）



资料来源：达拉斯联储 中信期货研究所

图表21：页岩油部分产区运营成本（美元/桶）



资料来源：达拉斯联储 中信期货研究所

但与 2018 年不同的是，目前 OPEC+的增产呈现缓慢渐进的特征，产量政策的调整频率也更高，当油价中枢明显下移后预计 OPEC+的干预也会更为及时，因此不太可能出现 2018 年四季度的下跌幅度。另一方面，2018 年 WTI 远月合约最低点约为 46 美元/桶，阶段性下破了当时 48 美元/桶的页岩油完全成本，根据 2025 年 3 月达拉斯联储的最新调查，当前页岩油主产区完全成本约 61 美元/桶，较 2018 年同期的调查已高出 13 美元/桶，这也意味着 WTI 远月合约在 60 美元/桶附近存在较强支撑，但若 OPEC+产量政策没有实质性的转变，近月合约的压力可能被进一步放大。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：<http://www.citicsf.com>