

OPEC+内讧对后续油价走势有何影响？

基本观点：OPEC+内讧仍处僵持状态，给后续油价走势增添了很大不确定性。在减产协议不会分崩离析的中性预测下，年内后续 OPEC+ 仍有望推进其增产计划，但增产幅度料难以弥合原油供需缺口，加之年内美国页岩油产量仅将小幅增加，因此，除非伊朗产能全面回归，否则年内原油供给将持续偏紧，支撑油价走势波动向上。不过，在全球流动性收紧、供给侧不确定性显著增大、需求侧受到变异毒株扰动的情况下，下半年油价上行斜率将明显小于上半年，且上行路径将一波三折。预计下半年布油期货价将在每桶 70-85 美元之间波动，这意味着平均价格水平会比上半年提升约 12 美元/桶，同比涨幅也将较上半年略有扩大。

一、因阿联酋反对延长减产协议，7月初 OPEC+会议未能通过 8 月增产提议，市场预期不稳导致近期国际油价波幅加大。

7月1日，OPEC+召开 OPEC-JMMC（联合部长级监督委员会）会议。会前市场普遍预计 OPEC+ 将会通过 8 月增产 50 万桶/日的提议。在 5 月和 6 月增产 35 万桶/日、7 月增产 45 万桶/日后，市场认为 8 月 OPEC+ 将增产 50 万桶/日的原因主要包括：一是 8 月、9 月为欧美传统出行高峰，叠加疫情封锁措施逐步解除，原油需求端对增产决定有较强支撑；二是 6 月下旬沙特能源大臣在讲话中曾暗示 OPEC 会配合控制油价以遏制全球通胀势头；三是 6 月伊朗外交部公开美伊谈判结果，显示美国有望解除对伊朗的所有制裁，而一旦原油制裁解除，伊朗原油产量将会大幅增加，因此，OPEC+ 及时增产也可减少伊朗对其市场份额的侵占。

表 1 2020 年 4 月达成减产协议以来 OPEC+ 减产情况

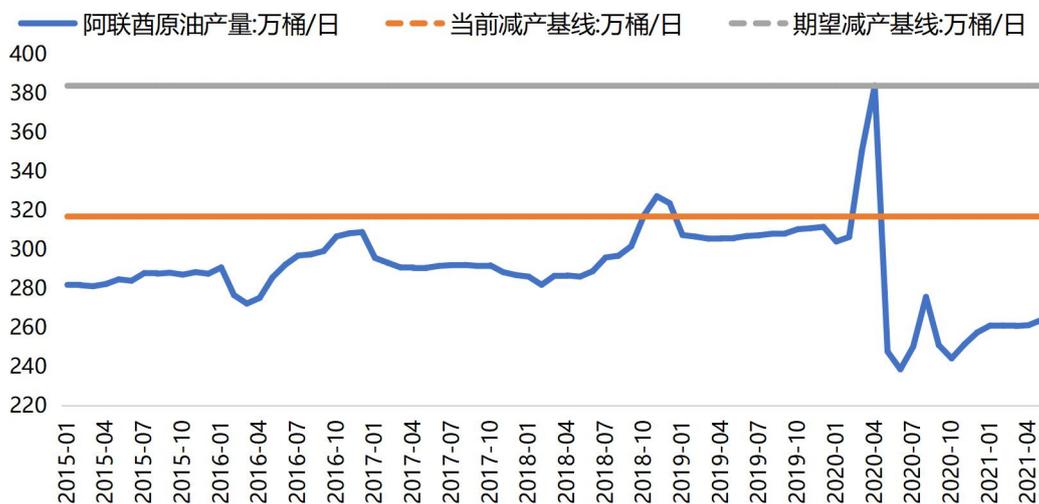
时期	计划减产规模（万桶/日）	实际减产规模（万桶/日）
2020 年 5 月	970	970
2020 年 6 月	970	970
2020 年 7 月	770	970 ¹
2020 年 8 月	770	770
2020 年 9 月	770	770
2020 年 10 月	770	770
2020 年 11 月	770	770
2020 年 12 月	770	770
2021 年 1 月	720	720
2021 年 2 月	712.5	812.5 ²
2021 年 3 月	705	805
2021 年 4 月	690	790

2021年5月	655	730
2021年6月	620	660
2021年7月	575	575

注：1. 2020年6月6日，OPEC+会议决定将原定在2020年5月-6月执行的为期2个月的970万桶/日减产计划延长1个月至2020年7月底。2. 2021年2月-4月，沙特额外减产100万桶/日；5月额外减产75万桶/日；6月额外减产40万桶/日。

但此次会议未能通过下一阶段增产计划。原因在于，会议在表决年内剩余月份增产计划的同时，还提议将当前减产协议延长至2022年底。这遭到了阿联酋的反对。尽管阿联酋支持8-12月每月增产40万桶/日的决定，但要求提高本国减产基线，否则不会同意延长减产协议。OPEC+目前的减产基线采用的是各成员国2018年10月的产量，当时阿联酋的原油产量是317万桶/日。阿联酋要求其减产基线提高至384万桶/日（这是2020年4月阿联酋的原油产量，也是迄今为止该国单月最高产量）。这意味着，如果减产量不变，减产基线的提高可以使阿联酋额外增产大约67万桶/日。简言之，阿联酋并非反对增产，而是想要通过提高减产基线以谋求自身更大幅度的增产。阿联酋的反对意见引发沙特强烈不满。沙特坚持要求将减产协议延长至2022年底，沙特能源大臣谴责阿联酋是在对抗所有其他OPEC+成员国，不能同意阿联酋的要求，同时表示如果不能达成协议，8月将不会增产。

图1 阿联酋原油产量及减产基线



数据来源：Wind，东方金诚

由于阿联酋和沙特之间的分歧，7月1日-2日的OPEC+会议无果而终，但商议于7月5日重新谈判。由于会议未能通过增产计划，且即便通过，40万桶/日的增产幅度也低于会前市场预期，故油价应声上涨。至7月5日，OPEC宣布由于双方仍存在分歧，原定于当晚召开的会议取消，消息一出，市场认为OPEC+内部分歧可能最终导致8月无法如期增产，原油

供需将持续偏紧，提振日内油价快速拉升，布伦特原油价格隔夜升破 77 美元/桶大关，为 2018 年 11 月以来首次。但随后市场开始从另一角度解读这一事件，认为内部分歧意味着 OPEC+ 这一限产联盟的稳定性下降，减产协议对各方约束力减弱，这可能导致最终的增产幅度超出预期，甚至也不能完全排除阿联酋退群、减产协议瓦解、成员国各自增产的可能性。因此，7 月 6 日-7 日油价大跌，并回吐此前因分歧带来的全部涨幅。

图 2 近 3 个月布伦特原油期货结算价（连续）走势



数据来源：Wind，东方金诚

二、在油价快速上涨背景下，各产油国都有增产冲动，围绕石油政策长期存在的利益分歧便浮出水面。受减产影响，目前阿联酋约有 1/3 原油产能处于闲置状态，且自减产协议执行以来，该国原油产量占 OPEC 总产量的比重下降，故此番由阿联酋引燃分歧并非无迹可寻。

在今年油价快速上涨至近两年多高位背景下，高度依赖石油收入的各产油国都有增产冲动。这意味着，通过减产以托底油价这一共同的利益基础被动摇，而围绕石油政策长期存在的利益分歧便浮出水面。有观点认为，阿联酋和沙特素为同盟，阿联酋在政策方面一直是沙特的追随者，因两国分歧导致谈判破裂令人意外。实际上，早在去年底，阿联酋就因不满石油政策与沙特发生过摩擦，并萌生退出 OPEC 之意，但最终二者达成一致“停火”。因此，此番由阿联酋引燃分歧早已有迹可循。

近年来，阿联酋加大了对油气行业上游的投资力度，即便在疫情期间也未暂停其投资计划，故原油产能实现大幅增长。2021 年 6 月阿联酋原油产能为 420 万桶/日，较减产前的 2020

年4月提高了80万桶/日，而在此期间其他参与减产协议的OPEC成员国原油产能均未有明显提升。2021年5月阿联酋原油产量为264万桶/日，这意味着该国约有1/3的产能处于闲置状态，在所有参与减产协议的OPEC成员国中闲置产能占比最高（见表2）。另外，自减产协议执行以来，阿联酋原油产量占整个OPEC原油产量的比重有所下降，降幅仅次于沙特（见表3）。但值得一提的是，受减产协议影响，闲置产能规模最大、产量占比下滑幅度最大的OPEC成员国均为沙特，这也是沙特反对阿联酋提高减产基线的理由之一。

表2 减产协议执行以来 OPEC 成员国原油产能变动情况及闲置产能占比

	2020年4月产能： 万桶/日	2021年6月产能： 万桶/日	闲置产能： 万桶/日	闲置产能 占比：%
阿尔及利亚	1080	1080	198	18.3
安哥拉	1450	1450	371	25.6
刚果	330	330	65	19.7
赤道几内亚	150	150	41	27.3
加蓬	220	220	43	19.5
伊拉克	4800	4800	833	17.4
科威特	3075	3075	716	23.3
尼日利亚	2000	2000	612	30.6
沙特阿拉伯	11500	11500	3034	26.4
阿联酋	4200	3400	760	37.1

数据来源：Wind, Bloomberg, 东方金诚

注：闲置产能计算基于2021年5月实际产量

表3 减产协议执行以来 OPEC 成员国原油产量及占比变动情况

	2020年4月产量： 万桶/日	占OPEC产量 比重：%	2021年5月产量： 万桶/日	占OPEC产量 比重：%	占比变动： 百分点
阿尔及利亚	1006	3.3	882	3.5	0.2
安哥拉	1313	4.3	1079	4.2	-0.1
伊朗	1973	6.5	2455	9.6	3.2
伊拉克	4505	14.8	3967	15.6	0.8
科威特	3118	10.2	2359	9.3	-1.0
利比亚	82	0.3	1155	4.5	4.3
尼日利亚	1777	5.8	1388	5.5	-0.4
沙特阿拉伯	11642	38.2	8466	33.2	-4.9
阿联酋	3841	12.6	2640	10.4	-2.2
委内瑞拉	624	2.0	531	2.1	0.0
赤道几内亚	125	0.4	109	0.4	0.0
加蓬	196	0.6	177	0.7	0.1
刚果	281	0.9	256	1.0	0.1

数据来源：Wind, 东方金诚

三、目前谈判处于僵持状态，预计下一次 OPEC+会议将在 7 月底 8 月初举行，谈判结果仍存不确定性。但阿联酋真正“退群”的概率很小，重演价格战的可能性也不大，较为可能的结果是双方各退一步，先寻求在年内增产计划上达成一致，后续再讨论减产协议延期事宜。

在 7 月 5 日 OPEC+会议取消后，市场开始关注 OPEC+内部分歧会不会进一步激化，甚至出现阿联酋退群、减产协议分崩离析的局面。我们认为，**虽然目前谈判仍处于僵持状态，但阿联酋真正退出 OPEC 的概率很小，各国各自增产、重演去年价格战的可能性也不大。**首先，从利益角度看，此前 OPEC+联合减产对托底油价起到了重要作用，虽然当前需求端对油价的支撑明显增强，但还不到全面增产的时候，更何况油价上涨可能会促使美伊加快达成协议¹，后续伊朗可能重回国际原油市场，使得 OPEC+各成员国仍有继续维系减产协议的共同利益基础。**其次**，从阿联酋实际行动上来看，7 月 5 日谈判取消后，阿联酋并未单方面采取任何实质性增产活动，也未像去年底那样威胁退出 OPEC，展现出一种愿意继续谈判的姿态。**最后**，双方分歧公开化后，美国和俄罗斯也在积极斡旋，设法促成各方达成妥协。

考虑到 7 月中下旬伊斯兰国家将迎来古尔邦节假期，因此**下一次 OPEC+会议可能要到 7 月底 8 月初举行**。从后续 OPEC+谈判走向来看，有以下可能性：**一是**双方均不愿妥协，新的增产计划迟迟无法落地，导致后续更长时间原油产量维持在 7 月水平；**二是**阿联酋妥协，放弃调整减产基线，同意后续增产计划和减产协议延期决定；**三是**沙特妥协，同意调整阿联酋减产基线至 384 万桶/日，以换取减产协议延期决定的通过；**四是**双方各退一步，先在年内增产计划上达成一致，后续再讨论减产协议延期事宜。

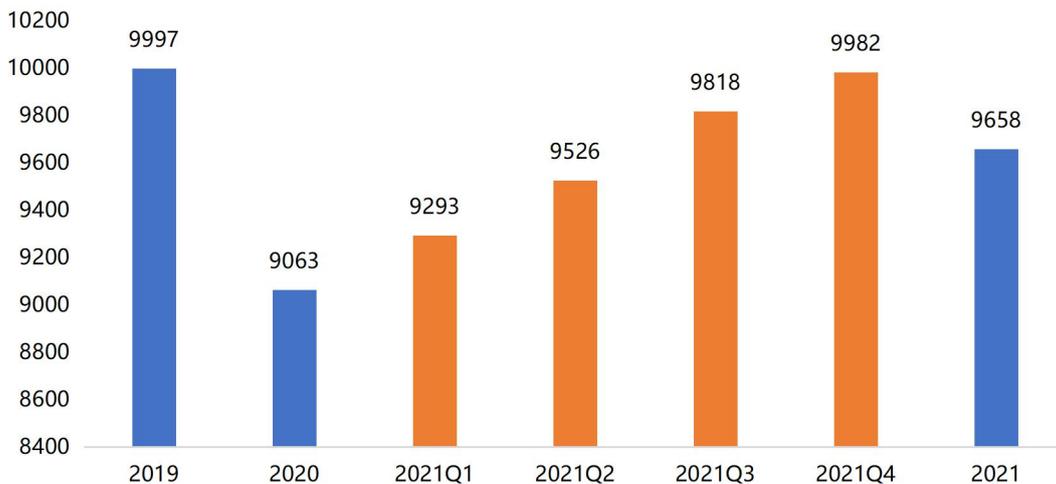
我们认为，**第四种走向出现的可能性更大**。一方面，在油价上涨背景下，增产符合各方利益，是大势所趋，OPEC+各成员国以及美国应当都不愿意看到新的增产计划无法落地。另一方面，此前阿联酋和沙特表态坚决，任何一方全面妥协的可能性都不大，并且，如果单独允许阿联酋大幅调整其减产基线，将难以平衡各方利益，很可能导致减产协议的约束力大幅减弱。因此，双方更有可能各退一步，即先让 8 月-12 月增产计划落地，后续再讨论有关减产协议延期的决定——毕竟减产协议原定 2022 年 4 月底到期，各方还有较长的时间博弈相关事宜。

¹ 由于伊朗重回原油市场有助于平抑油价涨势，高油价带来的通胀压力下，美国会更有动机加速美伊谈判并最终解除对伊朗制裁。

四、尽管 OPEC+内讧给后续油价走势增添了很大不确定性，但在减产协议不会分崩离析的中性预测下，下半年原油市场将维持供给偏紧的格局，油价走势料将波动向上。

从需求端来看，随着全球经济快速修复、疫苗接种范围扩大、封锁措施逐步解除，加之三季度为欧美传统出行旺季，下半年原油需求有望继续受到提振。根据 OPEC 发布的 6 月石油市场月报，2021 年石油需求将较 2020 年增加 595 万桶/日至 9658 万桶/日，其中三季度需求量增加至 9818 万桶/日，四季度进一步增加至 9982 万桶/日，基本恢复到疫情前水平。

图 3 全球石油需求及预测（万桶/日）



数据来源：OPEC，东方金诚

而从供给端来看，美国页岩油产量并未出现明显增加迹象，预计年底前仅将呈现小幅增加状态，所以年内美国页岩油对油价尚无法构成明显利空，供给端不确定性主要在于 OPEC+ 后续增产计划能否落地及增产幅度，以及伊朗能否重归原油市场及回归时点和节奏（伊朗全面回归原油市场将带来大约 150 万桶/日的增量供给）。我们注意到，2021 年 5 月全球原油供应量为 9367 万桶/日，估计 6 月在 9500 万桶/日、7 月在 9600 万桶/日左右。这就意味着，如果 OPEC+ 原油产量维持在 7 月水平，那么在美国页岩油产量仅将小幅增加、伊朗迟迟未回归原油市场的情况下，下半年国际原油市场将面临较大供给缺口，其中，三季度缺口将在 200 万桶/日，四季度缺口将扩大至 320 万桶/日。

考虑到下一次 OPEC+ 会议可能要到 7 月底 8 月初举行，而即便多方协调下能够在 7 月内促成增产协议，受假期影响，原油产量也不太可能迅速增加。因此，8 月 OPEC+ 原油产量很有可能维持 7 月水平，供给紧张将在短期内对油价产生明显支撑。7 月底 8 月初谈判重新启动后，在减产协议不会分崩离析的中性预测下，我们认为后续 OPEC+ 仍将推进其增产计划。

按照前文分析的最可能出现的情景，下一次 OPEC+会议有望先就年内增产计划达成一致，预计 9 月起 OPEC+将每月增产 50 万桶/日，即年内增产 200 万桶/日。而如果伊朗不回归或回归节奏较缓，这一增产幅度仍难以弥合原油供需缺口，从而支撑油价走势继续向上。不过，在全球流动性收紧、供给侧不确定性显著增大、需求侧受到变异毒株扰动的情況下，下半年油价上行斜率将明显小于上半年，且上行路径将一波三折。我们预计，下半年布油期货价将在每桶 70-85 美元之间波动，平均价格水平会比上半年提升 12 美元/桶左右，同比涨幅也会在上半 56.3%的基础上进一步升至 75%左右。考虑到国内“PPI 看油”，这意味着尽管 6 月国内 PPI 涨幅开始见顶回落，但下半年仍将持续处于 5.0%以上的偏高水平。

风险提示：变异毒株扩散影响发达国家解除封锁进度，导致需求恢复不及预期；伊朗回归原油市场进度超出预期；OPEC+谈判破裂，减产协议瓦解，成员国增产幅度超出预期。

东方金诚研究发展部高级分析师冯琳