

伊朗制裁不及预期，油价难掩颓势

兴证期货·研发中心

2018年11月14日 星期三

能化研究团队

施海

从业资格编号：F0273014

投资咨询编号：Z0011937

刘倡

从业资格编号：F3024149

黄韵之

从业资格编号：F3048897

联系人

黄韵之

021-20370972

huangyz@xzfutures.com

内容提要

● 行情回顾

2018年11月5日，美国重启对伊朗石油和金融业的制裁。油价曾因本次制裁的来临于2018年10月3日升至高位，WTI报76.41美元/桶，布伦特报86.29美元/桶。但由于美国本次制裁力度不及预期，给予8个国家及地区临时进口豁免权，加之各主要产油国皆在制裁来临前提高了产量，不仅弥补了供应缺口，还引发了供给过剩的担忧，因此油价自10月中下旬期接连下滑。

● 后市展望及策略建议

目前因全球经济增长率预期不佳，原油未来需求也不容乐观；加之供给过剩，油价难掩颓势。未来可能对油价形成支撑的三大因素为：美国增强对伊朗的制裁力度，减少供给；美国放缓贸易摩擦，提振新兴市场原油需求；欧佩克2019年减产计划。预计临时豁免期结束前，油价震荡偏空，仅供参考。

1. 伊朗原油情况简介

1.1 伊朗的原油储量及产量

伊朗油气资源丰富，是欧佩克的初创国之一。截至 2017 年底：伊朗原油储量为 1572 亿桶，占全球储量的 9.3%；伊朗原油产量为 498.2 万桶/日，占全球产量的 5.4%。伊朗的原油储量及产量排名皆位于世界第 4 位，可见其是世界上最重要的产油国之一。

图 1：世界原油储量占比

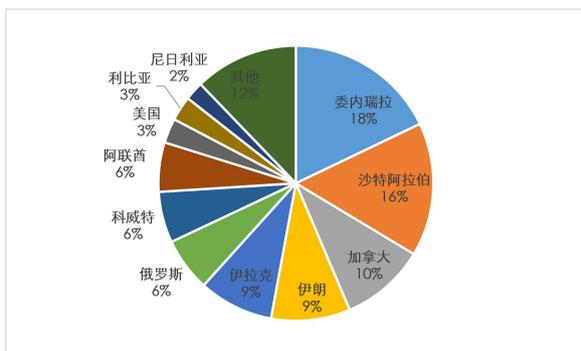
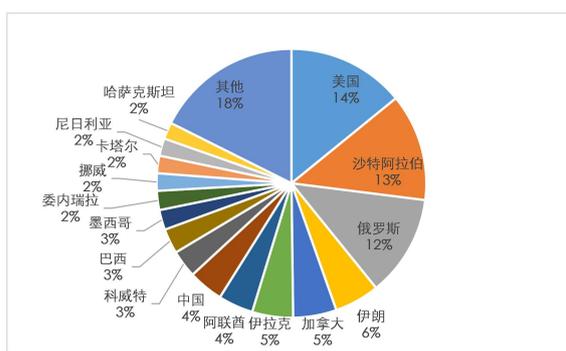


图 2：世界原油产量占比



数据来源：BP 统计年鉴，兴证期货研发部

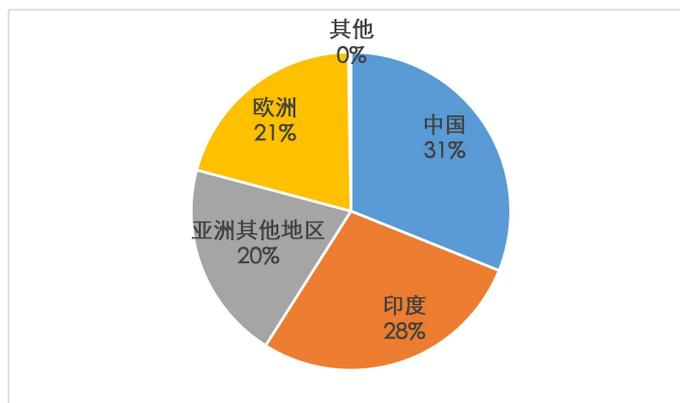
数据来源：BP 统计年鉴，兴证期货研发部

1.2 伊朗的原油出口情况

伊朗自身的经济也高度依赖石油行业，原油出口占该国出口货物价值的 42%。伊朗主要出口重质及轻质两种原油，两者占其出口原油总量的 90% 以上。并且，伊朗地理位置特殊，全球最主要的原油通道霍尔木兹海峡即隶属于伊朗。中东的沙特、伊朗、阿联酋等海湾产油国的大多数原油都通过霍尔木兹海峡运往世界各地，其日均通过量约为 1700 万桶，占全球原油海上贸易量的 35%。霍尔木兹海峡能通过最大体量的油轮，其运输能力非中东地区的管输能力可比，因此该海峡的战略地位无可比拟。伊朗也因拥有该海峡隶属权而在国际社会上占据着不可忽视的地位。

伊朗的主要出口地有中国、印度及欧亚的其他国家。2018 年伊朗平均出口原油 208.5 万桶/日，出口至亚太市场的约占 79%，至欧洲约 21%。因此伊朗原油的出口量对亚太地区的新兴国家影响较大。

图 3：2018 年伊朗原油出口地占比



数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

2. 伊朗制裁始末

2.1 伊核计划起步

虽然美国及欧盟屡次因对伊核问题制裁伊朗，但伊核计划其实是于 20 世纪 50 年代起，由美国及其西方盟友支助起步的。由于伊朗石油资源丰富，又占据了极其重要的地理位置，美国及西方国家帮扶伊朗的目的也十分明确：一为控制伊朗的石油资源及海上要道霍尔木兹海峡；二为遏制与伊朗接壤的苏联在中东扩张。经过约 20 年的发展，伊核计划在 20 世纪 70 年代后期已经渐入佳境。

2.2 美伊关系恶化，多次制裁生效

1979 年，伊朗民众对于本国及美国政府的不满导致“伊斯兰革命”爆发，伊朗政权由亲美的巴列维王朝转移至中立于美苏双方的霍梅尼手中，这是美国失去对伊朗控制的第一步。革命成功后，伊朗学生还冲进美国大使馆劫持人质，这意味着美国在中东处心积虑的布局被打破。美伊关系由此逐渐恶化。美国停止了对伊核计划的援助，且在军事、经济、外交等方面同时对伊朗实施制裁。事态发展至 1980 年，已演变至美伊断交。美国甚至还帮助伊拉克在两伊战争中攻打伊朗。虽然制裁和战争都没能打垮伊朗，但伊核计划已经彻底瘫痪了。

20 世纪 90 年代，美苏冷战格局瓦解，以美国为首的西方大国占据了世界政治格局的上风。伊朗考虑其战略发展及地缘政治的需要，决定重启伊核计划。虽然不可能再从美国及其西方盟友手中获得支助，但伊朗也通过自己的外交手腕，获得了中国、巴基斯坦、俄罗斯、印度等国的帮助，伊核计划也有了长足的发展。美国在此期间一直声称担忧伊核计划向非民用方向转变，于 1995 年对伊朗实施贸易禁运，同时也对帮扶伊核计划的国

家施压。

2002年9月，美国政府利用伊朗两处疑似核设施的卫星图片，指责伊朗秘密研制核武器。伊朗方面则表示其铀浓缩活动只是为了民用，并于2003年12月签署了《不扩散核武器条约》附加议定书。但在2004年9月，伊朗又开始了铀转化实验。伊核问题继续发酵。

2005年6月，伊朗保守派内贾德掌权，并在伊核问题上态度强硬。2006年4月，伊朗声称已制出纯度3.5%的浓缩铀。美国与其西方盟友在此情形下推动了联合国陆续通过了5项暂停伊核计划及制裁伊朗的决议，然而收效甚微。

2008年9月，伊朗浓缩铀的能力进一步提升。美国及其西方盟友与伊朗互以军事演习相威胁，显然伊核问题并未因此得到遏制。于是美国于2010年7月开始对伊朗进口及进口渠道实施制裁，美国的西方盟友们也加入了多边制裁阵营。伊朗在此轮制裁中，原油出口受限，经济遭受严重打击。

2.3 美伊关系缓和，签署《伊核协议》

现任伊朗总统鲁哈尼就任后，与美国及其西方盟友的关系逐步缓和。2015年7月14日，伊朗与英、德、中、俄、美、法等六国签署了《伊核协议》，并于2016年1月16日开始实施。

2.4 美退出《伊核协议》，重启制裁

2017年，美国总统特朗普就任后，推行其美国优先的战略，数次威胁退出《伊核协议》，并于2018年5月8日正式退出，又分别于2018年8月7日及11月5日重启对伊朗的两轮制裁。目前中、英、法、俄、德和伊朗均未宣布退出。

起始于2010年的制裁在时间上离2018年11月的制裁最近，也是历次制裁中对伊朗打击最重的一次，因此将2010年制裁作为2018年制裁的比较对象，以比较两轮制裁的异同，推测2018年制裁可能产生的影响及后果。

3. 两次伊朗制裁比较

3.1 制裁的背景与内容

2018年的制裁背景已从2010年的浓缩铀活动转向对伊朗弹道导弹的限制上。美国限制了伊朗发展核武器后，又将目光聚焦于伊朗能携带多弹头，且覆盖近、中、远程的弹道导弹。总而言之，美国就是为了防止伊朗在中东一家独大，中东地区的不稳定才有助于美国控制该地区的地缘政治及油气资源。

从主导制裁的对象看，2010年制裁时，伊朗处于孤立无援的状态，美国及其西方盟友联合将制裁力度最大化；但2018年制裁，除了美国退出《伊

核协议》外，其余国家均未宣布退出，因此伊朗所处的国际环境较上轮制裁更为宽松。

从内容上看，2018年的制裁范围较2010年变化不大，主要还是集中与能源及金融行业，继续打压伊朗经济。但是2018年的伊朗原油出口制裁对中国、印度等8个进口地给予了临时豁免权。根据美国法律，此类豁免最多不超过180天。美国给予豁免权的目的在于维持原油价格稳定，主要是特朗普为了共和党能赢得中期选举而刻意打压油价。这导致本轮制裁的力度不及2010年，也不及市场之前的预期，油价并未因为本轮制裁生效而上行。

表 1: 2010 年与 2018 年制裁的背景与内容

	2010年制裁	2018年制裁
背景	2006年联合国制裁对伊朗收效甚微。2008年伊朗浓缩铀能力进一步提升，美国及其西方盟友与伊朗互以军事演习相威胁，但伊核问题并未因此得到遏制。	2015年美国未能将伊朗的弹道导弹纳入伊核协议。2017年特朗普任美国总统后，希望以制裁豁免为条件，在协议中结束伊朗的弹道导弹，然而未果。2018年5月8日，特朗普宣布退出伊核协议，并于180日内重启制裁。
内容	2010年：美国制裁向伊朗出口石油制品或帮助伊朗石油生产的实体；2011年：美国冻结与伊朗央行有石油业务的金融机构的在美资产；2012年：美国进一步限制伊朗石油收入的回流，冻结伊朗的海外石油收入。2013年：美国制裁伊朗能源、航运、造船和港口部门，全面限制伊朗石油出口。	2018年8月7日，美国重启之前解除的次级制裁：包括伊朗金融、金属、矿产、汽车等行业；2018年11月5日，美国新增制裁伊朗的能源、造船、航运等行业，并制裁继续购买伊朗石油以及和进入黑名单的伊朗公司做生意的国家和企业。但中国、印度、日本、韩国、土耳其、希腊和意大利暂时得到原油进口豁免权。

数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

3.2 制裁的影响及后果

自2010年制裁生效以来，伊朗的原油产量开始回落。2011年末，美国与欧盟全面对伊朗实现原油禁运，伊朗原油的产量迅速下跌。自2011年末的高点至2013年5月的低点，下跌了22.4%。直到2016年制裁解除，伊朗原油的产量才逐步恢复至4000千桶/日以上的水平。出口量则在2011年8月及12月两度突降为0，并自2012年3月起连续下滑，维持在低于200万桶/日的水平上，直到2016年5月才恢复。在2010年制裁期间，伊朗原油产量平均损失15.80%，出口量平均损失18.35%。从全球原油供需平衡情况来看，在2014年美国页岩油产量暴增之前，全球原油的供需面一直处于相对偏紧的状态，可见伊朗产量及出口量的下滑对供给面造成了较大的影响。为弥补伊朗造成的供应缺口，OPEC提高了产量，自2011年8月以后基本保持在3000万桶/日的水平上。2016年制裁解除后，伊朗复产，OPEC总产量不断提高，2016年9月达到了3344.7万桶/日的高点。2016年12月起，OPEC执行减产协议，产量稳定在3200-3300万桶/日，全球原油供需也回到紧平衡的状态。作为OPEC最大的产油国，沙特自2010年7月制裁

生效后就逐步提高产量，至 2011 年 6 月达到 949.3 万桶/日，之后一直稳定在 900 万桶/日以上。美国在 2010 年制裁期间，虽然页岩油产量开始快速增长，但美国尚未开放原油出口，因此并未对供给端造成有力影响。俄罗斯的原油产量在 2010 年制裁期间也逐步上升，但出口量始终稳定在 421-548 万桶/日。因此美、俄两国在 2010 年制裁中并未起到缓解供给的作用，主要还是依靠 OPEC 自身调节产量，稳定供给。

2018 年的第一轮制裁于 8 月 7 日生效，伊朗原油产量暂时未见明显下滑。但伊朗原油向亚洲的出口量降至 32 个月低位，至 113 万桶/日；日本在 9 月将伊朗原油进口量削减了 31%，韩国则将进口量下降至 0。10 月伊朗向欧洲出口的原油下降了 23 万桶/日，至 2016 年制裁解除后的低位。2018 年 11 月 5 日，第二轮制裁生效，不过美国在生效之初即给予了 8 个国家及地区进口伊朗原油的豁免权，分别为中国、印度、日本、韩国、希腊、意大利和土耳其，而并未如之前所说，要从制裁开始即迫使伊朗原油出口量直接降为 0。豁免国中包含了目前世界上最大的两个原油进口国：中国及印度，这就使伊朗受制裁的力度暂且没有达到巅峰。不过，依照美国法律，豁免权的期限通常为 180 日。中国也已经开始为豁免权结束做准备，与沙特、科威特等产油国签订了 2019 年的原油供应协议。因此，后续制裁的力度还要观测豁免权结束后伊朗造成的供给短缺情况，及失去豁免权的国家及地区采取了何种措施应对进口短缺。与 2010 年制裁不同的是，本次制裁之前，OPEC、美国、俄罗斯等主要产油国为了应对供给短缺，提前将产量提高至接近创纪录的水平。尤其是美国页岩油产量大增，加之自 2016 年起解除原油出口禁令，美国已成为全球原油产量的最主要来源之一。但全球原油的供需平衡并未因为两轮制裁生效而出现供给短缺的情况。因此，各产油国的提前增产反而引发了供给过剩的担忧。

图 4：伊朗原油产量及出口量



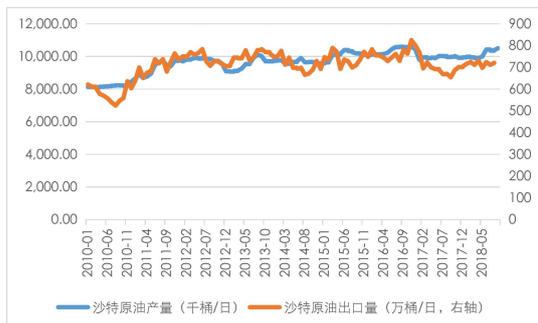
图 5：OPEC 原油产量



数据来源：BLOOMBERG，卓创资讯，兴证期货研发部

数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 6：沙特原油产量及出口量



数据来源：WIND，卓创资讯，兴证期货研发部

图 7：美国原油产量及出口量



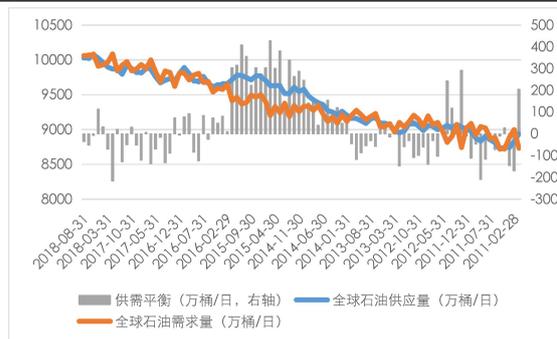
数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

图 8：俄罗斯原油产量及出口量



数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 9：全球原油供需平衡

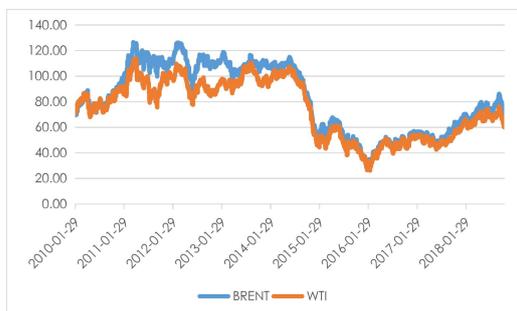


数据来源：卓创资讯，兴证期货研发部

2010 年制裁推动美、布两油在 2011 年 2 月-2014 年 8 月始终在高位运行。虽然当时推涨油价的主要动力是新兴市场需求大增，但伊朗原油产量及出口量的下滑及地缘危机带来的供给忧虑仍起到不可忽视的作用。值得一提的是，此次制裁期间，美、布两油价差拉大。造成该现象的原因是，欧亚地区是伊朗主要的原油出口地之一，因此伊朗的原油产量及出口量下滑，势必对欧亚地区的油价影响更为显著。而同时期的美国却因页岩油产量激增，供给短缺的情况得到缓解，因此美油价格波动小于布油，美布价差因此拉大。

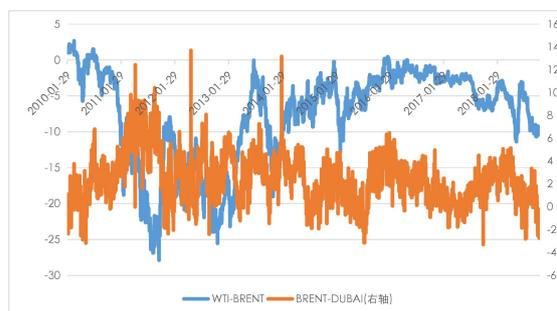
2018 年制裁也在 2018 年 10 月 3 日将美、布两油推至高点。但由于本次制裁处于需求走弱的时期，因此对制裁造成的供给担忧只造成了非常短暂的影响，市场一旦消化了供给担忧，加之其他主要产油国的提前增产，油价颓势立显，一路走低。本次制裁也出现了美、布两油价差拉大的情况，但价差幅度显然不及 2010 年制裁。这是由于美国解除了原油出口禁令，美国原油也开始参与调节全球原油供需，因此美国原油产量的增加不再如 2010 年制裁时，只缓解美国本土的原油供需，而是也参与弥补伊朗带来的供给短缺。

图 10：世界主要期货价格走势



数据来源：WIND，兴证期货研发部

图 11：世界主要期货现货价差

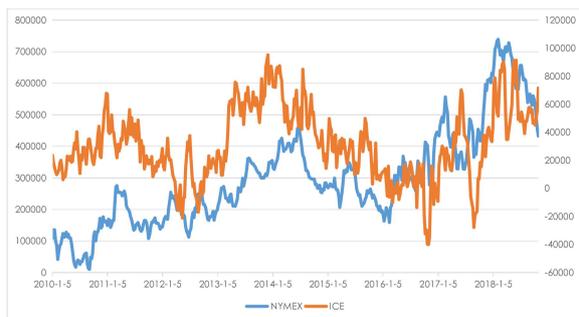


数据来源：WIND，兴证期货研发部

从 CFTC 非商业净持仓量上看，自 10 月初美、布两油见顶后，原油多头资金即开始撤离。制裁生效后，未见对油价的有力拉升，投机基金加速撤离。这显示伊朗制裁的担忧问题基本已经释放完毕，目前看空情绪占上风。

从美元走势上看，2010 年制裁时，美国量化宽松的货币政策导致美元贬值，这也是推升当时油价的一个因素；而 2018 年制裁时，由于美国经济向好、美联储加息、全球贸易争端等共同因素，美元正处于升值趋势，这也对油价造成打压。

图 12：CFTC 原油非商业净持仓量



数据来源：BLOOMBERG，兴证期货研发部

图 13：美元指数与 WTI 价格



数据来源：WIND，兴证期货研发部

2018 年世界经济增长预期下调了 0.1%，至 3.7%，下调原因主要来自于新兴工业国家及发展中国家经济增长缓慢。比如美国及中国 2019 年的经济增长率都下降了 0.4%，印度下降了 0.2%。这三个国家都是世界原油需求的主要国家，此三者经济增长率下滑，意味着明年世界原油需求也很可能下行。2019 年 OECD 经济增长率由 2.2% 下调至 2.0%，2019 年非 OECD 经济增长率由 4.3% 下调至 3.8%。经济预期的下行会将 2019 年全球原油需求拉低至 1.5 百万桶/日，而 2018 年 4 月时预计的 2019 年需求是 1.8 百万桶/日。需求的恶化也是导致本次制裁难以长期推升油价的主因。

表 2：世界主要经济体 GDP 增长率

	2018 GDP 增长率	2019 GDP 增长率
全球		3.7
经合组织		2.0
美国	2.9	2.5
欧元区	2.0	1.9
日本	1.1	1.1
非经合组织		3.8
中国	6.6	6.2
印度	7.6	7.4
巴西	1.1	1.8
俄罗斯	1.6	1.7

数据来源：EIA，OPEC，兴证期货研发部

4. 美国中期选举

2018 年伊朗制裁另有一个影响要素，即与美国中期选举临近。该选举能决定执政党是否能保证政策制定和执行的有效性，也与特朗普 2 年后是否能成功连任相挂钩，因此本轮制裁的力度及效果也受到美国中期选举竞选时及选举后的影响。

4.1 美国中期选举制度简介

《美国宪法》规定：美国总统四年选举一次，国会每两年选举一次。因此其中一次国会选举会与总统选举一起举行，另一次在总统任期内举行，后者即称为“中期选举”。

美国国会由参议院和众议院组成。两院议员由各州选民直接选举产生。参议员每州 2 名，50 州共 100 名，任期 6 年，每 2 年改选 1/3；众议员按约 50 万人中选一名的比例在各州中选出，共 435 名，任期 2 年，到期全部改选。同时，中期选举也会改选多名州长。

美国国会不仅掌握着国家立法权，还负有监督总统行使权力的责任。因此执政党如占国会多数席位，总统实施政策将更为顺畅；若在野党占多数，就会与总统形成相互制衡的局面，尤其是众议院还独享弹劾权，更会对总统造成威胁。

4.2 2018 年中期选举结果及影响

中期选举前，特朗普为了提升支持率，极力想要打压油价。首先，油价过高会拖累美国这个原油需求大国的经济增长，特朗普想要继续提振美

国经济，获得民心，就不会希望油价过高。其次，共和党的票仓红州主要位于美国中部及南部沿海，主要产业为农牧业、采矿业、伐木业。选民平均薪资较低，但因产业关系消耗的汽柴油较多。特朗普为了保住红州支持率，会更加想要抑制油价。因此，特朗普在选举前曾直接喊话 OPEC 要求降油价，美国自身也通过不断增产来平抑油价。

中期选举后，共和党与民主党分别获得参众两院多数。民主党可能会在内政方面限制总统，甚至可能因“通俄门”启动弹劾程序。特朗普面对内忧，很可能将矛盾向其有较大自主权的外交及外贸转移。特朗普竞选时的最大卖点是刺激经济，他为了连任，首先要继续提振美国经济。美国油服企业的经营情况对美国经济的增长有着不可忽视的贡献，如果油价下跌，油服企业未来的资本支出将难以维持，这与特朗普的政念不和。因此特朗普可能会加大对伊朗的制裁，以推升油价，显示自己一切以美国利益为优先的理念。此外，美国的贸易在 2018 年三季度时已经转为负面影响，并未因贸易摩擦改变美国贸易逆差的问题。因此特朗普的贸易政策可能放缓。之前中美会谈中已出现良好的势头，如果贸易问题得到缓解，全球经济也会有向好的趋势，新兴市场的原油需求有望回升，这对油价长期回温也有利。

5. 结论

综上所述，伊朗制裁暂且未对油价形成利好，美国中期选举前的打压油价成效显著。目前因全球经济增长率预期不佳，原油未来需求也不容乐观；加之供给过剩，油价难掩颓势。未来可能对油价形成支撑的三大因素为：美国增强对伊朗的制裁力度，减少供给；美国放缓贸易摩擦，提振新兴市场原油需求；欧佩克 2019 年减产计划。预计临时豁免期结束前，油价震荡偏空，仅供参考。

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。兴证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，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。