

评美国退出伊核协议

增添供给侧不确定性，美国及盟友获得更大定价权

美国于8日宣布退出伊朗核协议。该协议于2015年由美英法德中俄六国签订，以伊朗按照要求限制其铀浓缩活动为条件，解除对其经济和金融的制裁措施。截至目前，国际原子能机构认为伊朗对协议的执行状况较好，但协议自特朗普竞选阶段以来一直是其明确抨击对象。此次美国单方面退出协议并重启对伊朗的制裁，主要是出于美国对全球能源布局和其盟友利益的考虑。

对油价走势的影响

❖ **受事件影响油价短期趋势走强。**伊朗拥有规模庞大的石油和天然气储量，美国退出伊朗核协议并决定立即对伊朗实施制裁给石油市场带来了重大影响。新的石油制裁措施短期将减少全球石油供应，并有可能将今年以来原油市场上较高的价格水平进一步向上推升，而供需平衡收紧使石油市场更容易受到供应冲击的影响。

我们预计对伊朗的制裁将使伊朗的贸易伙伴难以继续获得金融机构的融资支持，这将大幅遏制伊朗的原油出口。根据美国政府官员的说法，企业和银行有90或180天的时间来减少和取消目前对伊朗贸易关系，具体取决于交易类型。

根据OPEC数据，2018年4月伊朗原油产量为每天375万桶。根据上一轮制裁历史，我们预计美国对伊朗新一轮制裁将使原油市场供应减少50-100万桶。除市场供应将受影响以外，我们预计有关制裁措施将引发伊朗反制举措，而较激进的反制措施将加剧海湾地区趋势动荡，将使油价在短期内有较强支持。

❖ **制裁目的意在油价。**美国在实现页岩气和致密油勘探和生产大获成功之后已成为全球原油产量领先国家，在原油市场的角色已从原油进口国逐步向原油出口国进行转变。致密油产出的大幅增长也使原油市场进入供应过剩局面，并导致自2014年底以来的油价下跌。通过降低成本和实现生产效率的提升，美国石油生产商显然已从近3年的低油价环境中恢复。贝克休斯的统计数据显示，美国国内石油钻井平台数量变得更为活跃，截止2018年5月4日，这一数字已攀升至834口。此外，EIA数据显示美国原油近期日产量已超过1060万桶，较去年同期上涨了140万桶/天，并使得美国实际上成为目前全球第二大原油产出国。根据路透社报道，2018年美国原油出口规模为每天150-200万桶，而原油净进口量已从2005年每天1250万桶减少至400万桶。

随着美国国内石油生产商对于原油出口的呼声越来越高，我们认为特朗普政府将致力于展示其在石油市场及油价方面的控制力，以获取国内原油产出区域选民支持。除原油市场以外，我们认为针对伊朗的举措还有额外的政治意图，获取美国海湾地区盟国如沙特和以色列的支持。

对经济、通胀和市场的影晌

- ❖ 油价上升压力加大，将很快推高名义物价指数，并通过提高以石油及石油制品为原材料的产业成本，例如航空运输、化工制造等，进一步渗透到剔除能源价格的核心通胀，但该过程需要更长时间。对美国来说，短期比较明显的影响是对通胀预期的提升，进一步推高长期美债收益率。对美联储加息进程影响不大。
- ❖ 油价上涨且不稳定，长期来看会拖累经济增速，特别是发达国家作为能源的消耗大户，生产和消费部门对石油依赖性强，高油价将增加企业成本开支、挤压盈利空间，并增加企业在对冲能源价格波动方面的投资开支；私人部门开支增加从而压制消费。历史上这类供给侧因素推高油价的情况之后常常会跟随发达国家在接下来几年时间出现经济增速的损失。

成亚曼, 博士 (全球宏观)

电话: (852) 3900 0868

邮件: angelacheng@cmbi.com.hk

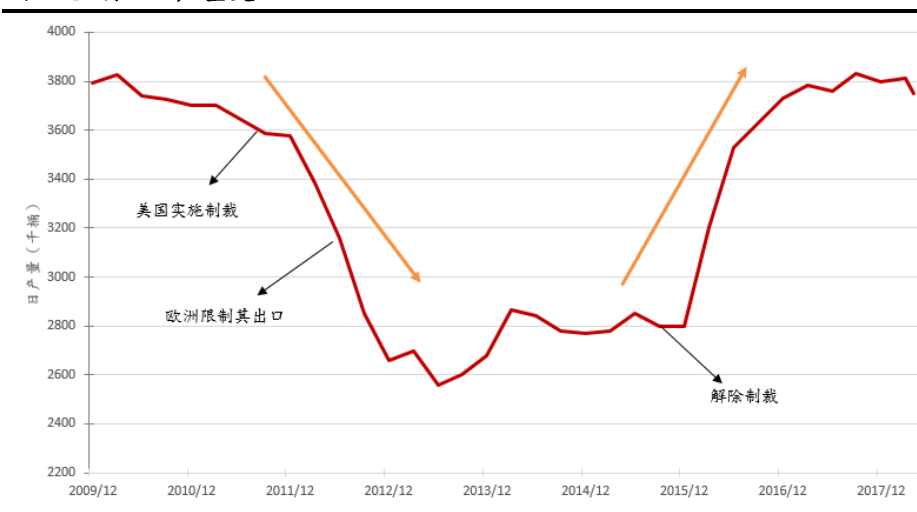
萧小川 (能源板块)

电话: (852) 3900 0849

邮件: robinxiao@cmbi.com.hk

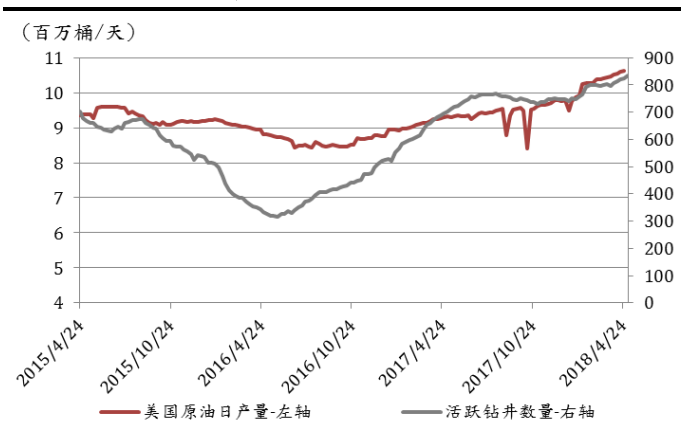
- ❖ **制裁措施将打击商业活动**，特别是欧洲在上轮制裁解除后开启的商业投资受影响最大，在航空、汽车、旅游等领域，涉及企业包括波音、道达尔、通用电气等。之前法德领导人多次劝阻特朗普的退出决定，但都无济于事。虽然此次是美国单边制裁，欧洲也正在积极提供融资平台来降低美国制裁的影响，但跨国公司和国际银行基本都与美国千丝万缕的联系，不论是融资渠道和投资决定都会收到美国此轮“最严厉制裁”的影响。
- ❖ **对中国石油进口影响不大**。虽然中国是伊朗最大的出口国，但对于中国来说，来自伊朗的石油仅占一成左右，进口量和占比都是比较稳定的，受过往国际制裁的影响较小。由于进口来源地可选择范围大，不担心对石油进口量有影响。
- ❖ 近期投资产品当中比较看好大宗商品和相关期货和石油股，因为对中东地缘政治的担忧加剧也将会抬高油价，增大对稳定油源的需求。但需要看到短期价格的增长是市场情绪主导，是缺乏根本支撑的。美国沙特等国掌握了核心定价权，特朗普对于油价走势的偏好会非常影响原油供应和市场情绪，特朗普之前也多次指责油价过高。价格稳定因素依然存在，此次是美国单边制裁，伊朗出口并不会崩溃。同时美国、沙特等国将借此适当增产，实际上是获得了很大的定价权。

图 1: 伊朗石油产量变化



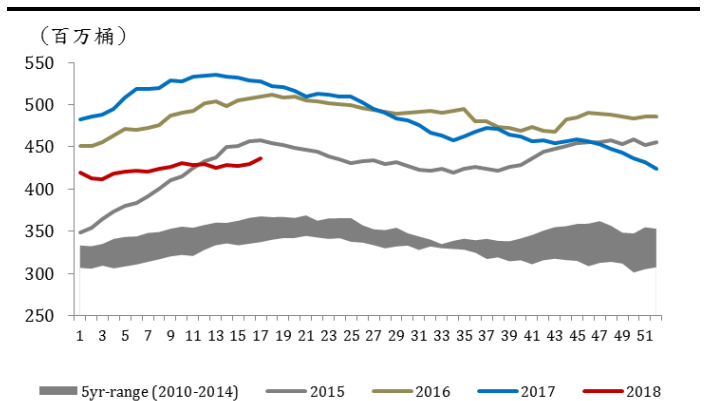
资料来源：彭博、招银国际

图 2: 美国原油产量持续刷新纪录，已达每日 1060 万桶以上，同时活跃钻井数量则上升至 834 口



资料来源：彭博，招银国际

图 3: 原油产量增加，但美国商业原油库存则较过往 2 年同比回到了较为舒适区间，显示石油出口增加



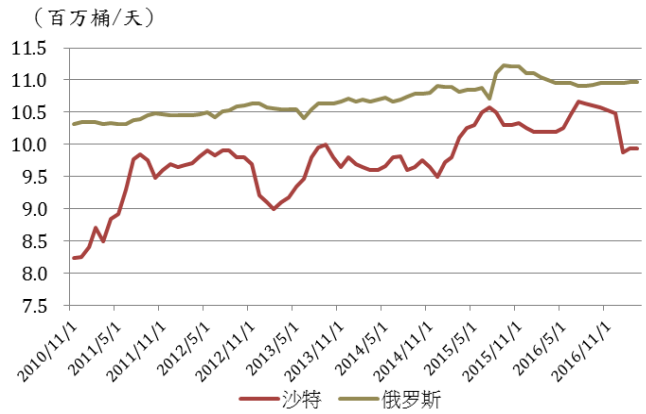
资料来源：彭博，招银国际

图 4: 参考上一轮制裁历史, 我们预计本轮制裁将对伊朗原油产出最多带来每天 100 万桶影响



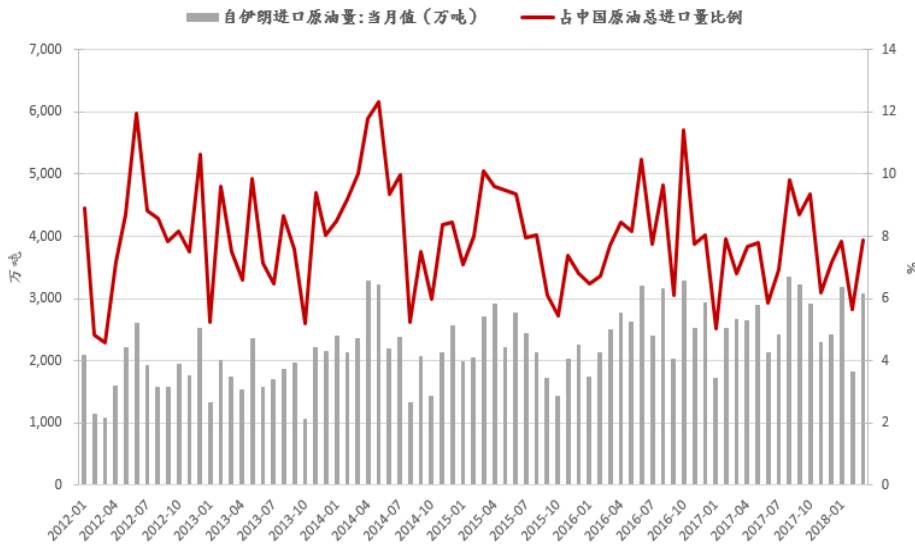
资料来源: 彭博, 招银国际

图 5: 沙特和俄罗斯等主要石油出口国将受益于油价提升



资料来源: 彭博, 招银国际

图 6: 中国进口的伊朗石油量受影响不大



资料来源: 彭博、招银国际

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 及 46 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。