

OPEC+新減產協議雖不足以救市， 但油價可望於第二季落底

李冠皓¹

2020年武漢肺炎疫情爆發，並於全球快速擴散，受到疫情的影響，經濟活動大幅受限，對原油需求因此大降。且禍不單行，兩大產油國--沙烏地阿拉伯(以下稱沙國)與俄羅斯(以下稱俄國)竟在此時發起一波價格戰，導致油價重挫，累計今年初至4/17止布蘭特原油價格已下跌達6成。而4月初在美國總統川普的斡旋下，沙、俄兩國和談，價格戰告一段落，且OPEC+新一輪的減產協議也出爐，每日將減產970萬桶，減產幅度約占全球原油供給的1成，為有史以來最大規模的減產。但因疫情造成原油需求大減近3成，減產力道顯然不足，故油價續跌。

今年2月筆者曾對於油價做過相關預測，不過，因3月起武漢肺炎疫情大爆發，先前預測需做修正。儘管OPEC+減產協議已達成，但目前市場仍十分悲觀。筆者認為短期內油價跌幅已深，且在主要產油國對於減產已有共識的情況下，油價應可於第二季落底，下半年回升的機率仍相當高。以下做簡要說明。

一、武漢肺炎疫情擴散，致原油需求大減

今年初武漢肺炎疫情爆發，且於全球快速擴散，截至4月中，全球確診人數已超過2百萬人，且有13萬人死亡。由於疫情嚴重，且在解藥及疫苗均尚未問世的情況下，各國政府為了防止疫情擴大，紛紛採取旅遊禁令及封城等方式因應。而上述措施雖然可以減緩疫情的擴散，但對於經濟活動卻也造成極大的衝擊。因大部分的經濟活動停擺，交通運輸量頓時銳減，對於原油的需求急凍。

如表一，根據IEA、OPEC及Rystad Energy的預估，因武漢肺炎疫情的影響，2020年全球對於原油的需求將減少691萬桶(-6.9%)到960萬桶(-9.6%)。雖然三個機構對於需求衰退的預估有所差異，但相同的是，均

全球封城，原油需求大減，且4月最慘，衰退達3成。

¹台灣經濟新報研究員。

認為疫情的高峰會落在第二季，衰退幅度將最為嚴重。之後隨著疫情趨緩，各國陸續解禁復工後，對於原油的需求將可逐季回溫。如以 IEA 的預估，今年第二季每日原油需求量將減少約 2,300 萬桶，其中，以四月份的衰退將最為嚴重，需求將大減 2,900 萬桶。但隨著疫情高峰過後，六月需求衰退將降至 1,500 萬桶，12 月將降至 270 萬桶。雖然到今年底需求還是無法回復至以往水準，但至少呈現逐季好轉的狀況。

表一：原油需求衰退預測（2020）

單位：萬桶 / 日、%

預測機構	預測時間	全年需求變動量	備註
IEA	4/15	-930 萬桶 (-9.3%)	4 月-2,900 萬桶、5 月-2600 萬桶、 6 月-1500 萬桶、12 月-270 萬桶
OPEC	4/16	-691 萬桶 (-6.9%)	Q1-466 萬桶、Q2-1,150 萬桶、 Q3-697 萬桶、Q4-454 萬桶
Rystad Energy	4/16	-960 萬桶 (-9.6%)	4 月-2,760 萬桶、5 月-1,930 萬桶

資料來源：IEA、OPEC、Rystad Energy，TEJ 整理。

二、沙、俄翻臉，開啟另一波油價戰

今年油價的跌幅之所以如此慘重，除了武漢肺炎疫情造成原油需求大減外，還有一個因素，就是沙、俄兩國反目，並開啟另一波油價戰所致。由於 OPEC+ 持續了三年多的減產協議於今年 3 月底到期，故 2 月初 OPEC 的技術委員會先行開會討論，並建議 OPEC+ 於 4 月起再擴大減產 60 萬桶。但俄國以武漢肺炎的疫情尚待觀察為由，故不願支持擴大減產的提議，因此惹怒沙國，開啟了另一波價格戰。

筆者認為，從近三年 OPEC+ 聯合減產的情形觀察，俄國的產油實力明明與沙國相當，但實際上分配減產的數量卻遠低於沙國²，且還常常擺出老大姿態，表示不在意低油價，於減產協議中占盡便宜。故推測本次俄國並不是真心想退出減產協議，只是故技重施想獲取較好的談判結果而以。但弄巧成拙，沒想到沙國這次不願意買單，反而採取更激烈的方式來反制。遂於 3 月 6 日雙方協商破局後，沙國立即發動價格戰，大幅調降原油出口價格，每桶降價 6 至 8 美元，尤其針對俄國原油的主要市場歐洲，降價最多，明顯是針對俄國而來。而且還表示 4 月起每日將向市場供應 1,200 萬桶原油，等同於每日增產超過 200 萬桶。於是在次個交易日（3 月 9 日）布蘭特原油價格

成事不足，敗事有餘，沙俄開啟油價戰，致油價暴跌。

² 根據 OPEC 統計資料，2019 年沙國每日平均產油量 978 萬桶，每日平均減產 86 萬桶；俄國每日平均 1,144 萬桶，每日平均減產 31 萬桶。

隨即重挫 3 成，由每桶 45.51 美元跌至 33.34 美元，且開啟了另一波跌勢。截至截稿日為止（4/17），布蘭特油價仍於每桶 25 美元至 30 美元的低檔區間波動，已創下 2003 年以來的最低價。

圖二：布蘭特原油期貨價格（2020/1/1~2020/4/17）

單位：美元 / 桶



資料來源:TIAS 塑化產業模組。

三、美國斡旋，價格戰落幕，但新減產協議效果仍未顯現

原油價格重挫，除了讓 OPEC+ 產油國財政大幅赤字外，也讓美國頁岩油業者受到嚴重的衝擊。即便近年來美國頁岩油開採技術日趨成熟，但每桶的生產成本（含開採及其他營運成本）仍介於 35~50 美元³，故當油價跌至 35 美元以下，多數頁岩油商已無利可圖，更何況目前西德州原油的價位已跌至每桶 20 美元以下，賣油的收入甚至已無法支付其生產所需的現金成本。故近期油價重挫，已讓美國頁岩油業者陷入虧損及資金用罄的窘境。就在 4 月 1 日美國頁岩油公司 Whiting Petroleum 向法院聲請破產，成為沙俄油價戰下第一個破產的大型石油公司。雪上加霜的是，同月 3 日，位在美國西維吉尼亞州的銀行 First State Bank 也宣告破產。

為了避免低油價引發進一步的系統性風險，美國政府終於無法再坐視價格戰繼續下去，故居中斡旋，要求沙國不要增產，否則將對其原油課徵關稅，並將從沙國撤軍。而美國出面壓制沙國，讓俄國有台階可下，故也同意擴大減產。於是 4 月 12 日包括 OPEC+、美國及其他 G20 成員國史無前例的

沙、俄油價戰，美國油商及金融機構亦受衝擊。

³ 台塑化董座陳寶郎 3 月中接受財訊訪問時表示，頁岩美國頁岩油業者開採成本約在每桶 35 到 50 美元之間，中東大約是 20 到 30 美元，俄羅斯則約為 20 美元左右。財訊網站 <https://www.wealth.com.tw/home/articles/24703>。

一起開會討論減產事宜，會議中達成共識如下：

1. OPEC+ 自 2020 年 5 月 1 日起到 6 月底，每天減產 970 萬桶（詳表三）；7 月 1 日起到年底將減產 770 萬桶；2021 年 1 月 1 日起至 2022 年 4 月底將減產 580 萬桶。
2. 美國雖然未做出具體減產承諾，但美國能源部長表示，在自由市場的運作下，低油價會讓美國油商自動減產，並預估 2020 年美國原油產量將減少約 200 萬桶，且將進一步擴大購買戰備儲油。
3. 其他 G20 國家表示認同減產，但未做出具體減產承諾。

表三：OPEC+ 減產目標（2020/5~2020/6）

單位：千桶、%

產油國	2018/10 產油量	擬減產	減產%	預計產量
OPEC 產油國				
-Saudi Arabia	11,000	-2,508	-23%	8,492
-Iraq	4,653	-1,061	-23%	3,592
-U.A.E.	3,168	-722	-23%	2,446
-Kuwait	2,809	-641	-23%	2,169
-Nigeria	1,829	-417	-23%	1,412
-Angola	1,528	-348	-23%	1,180
-Algeria	1,057	-241	-23%	816
-Congo	325	-74	-23%	251
-Gabon	187	-43	-23%	144
-Eq. Guinea	127	-29	-23%	98
OPEC 合計	26,683	-6,084	-23%	20,599
非 OPEC 產油國				
-Russia	11,000	-2,508	-23%	8,492
-Kazakhstan	1,709	-390	-23%	1,319
-Mexico	1,753	-100	-6%	1,653
-Oman	883	-201	-23%	682
-Azerbaijan	718	-164	-23%	554
-Malaysia	595	-136	-23%	459
-Bahrain	205	-47	-23%	158
-South Sudan	130	-30	-23%	100
-Brunei	102	-23	-23%	79
-Sudan	75	-17	-23%	58
Non-OPEC 合計	17,170	-3,616	-21%	13,554
OPEC+合計	43,853	-9,700	-22%	34,153

資料來源：OPEC、Zero Hedge，TEJ 整理。

OPEC+新減產協議
--減產 970 萬桶；
--但尚無法解除供
過於求之疑慮。

雖然 OPEC+ 新的減產規模將近千萬桶，占全球原油供給的 1 成，但如前所述，當前（4 月）武漢肺炎疫情嚴重，讓全球經濟活動停擺，對原油需求衰退將近 3,000 萬桶，故即便在沙俄價格戰落幕，且 OPEC+ 也推出一個規模空前的減產協議，但因減產規模仍不足以改變供過於求的狀況，市場恐慌情緒未解，故油價繼續下跌。

四、TCRI 觀點 -- 油價跌幅已深，第二季落底之機率高

如前所述，今年 2 月我們原本預估 2020 年布蘭特原油平均價格會再跌 2 成，每桶均價將降至 50 至 55 美元間。但因 3 月份全球疫情大爆發，導致原油需求大幅衰退，油價大跌，先前的估值已不適用。目前（4/17）布蘭特原油價格每桶已跌至 28 美元，累計今年跌幅已達 6 成；西德州原油更慘，每桶只剩 18 美元，今年累計跌幅更高達 7 成。不過，筆者認為近期市場已陷入極度恐慌，導致油價在短期內呈現非理性的下跌。預期油價應會於第二季落底，之後隨著各國陸續解封，價格可望反彈。以下將做簡要說明。

首先，武漢肺炎疫情讓原油需求在短期內急凍，包括 IEA 等機構均認為在 4 月份全球原油需求每日將大減 3 成。由於這種情況前所未見，也無法預期，加上全球各地仍處於封城狀態，在疫情未明顯趨緩的情況下，市場上充斥著極度悲觀的情緒，導致負面資訊很容易被擴大解讀。但若從較理性或樂觀的角度來看，包括 IEA 等機構均認為疫情影響最嚴重的期間是第二季，過了疫情高峰後，市場將逐漸復甦，對於原油的需求也將回溫。估計整年度的需求其實只會衰退 6%~10%，而非現在的 3 成。且筆者認為不論疫情高峰是否落在第二季，但若觀察全球前兩大經濟體的復工情形，中國已陸續復工中；美國現在雖然疫情嚴峻，但也趕著在 5 月復工，估計最差 6 月底前應可解封。一旦復工後，則對於原油需求將會快速回升，故推測油市最差的情況應會落於 4 月，之後應不會比現在更差了。

另外，再從供給面來看，油價已跌至近 20 年來的低檔，以一桶原油剩 25 美元的價位，不論是傳統產油國或美國頁岩油商均很難在如此低的價位中獲利，甚至無法支應現金成本。在虧損及現金流失的情況下，對於生產彈性相對較高的頁岩油商應會快速減產，加上目前市況不佳，籌資不易，可預期頁岩油商減產的情形將會很快發生。另外，OPEC+ 新的減產協議將於 5 月起開始生效，雖然減產規模不足以扭轉供過於求的現況，但將近千萬桶的減產規模對於縮小供需差距仍不無小補。且近期傳出 OPEC+ 擬再討論擴大

減產規模或提前減產，故 5 月起在 OPEC+ 及頁岩油商同時減產下，預期油市供需差距將可明顯縮小，至少狀況不會比 4 月差。

綜上所述，2020 年在武漢肺炎疫情的影響下，全球經濟受到前所未有的衝擊，導致油價於短期內出現崩跌的現象。但筆者認為油市供需最壞的情況已出現，5 月起 OPEC+ 開始減產，再伴隨著疫情趨緩，各國陸續解封復工，供需狀況應會逐漸好轉，對於短期油價崩跌的狀況，不必過度悲觀。不過，預期第二季石化產業因產品行情大跌，營運恐將面臨巨幅的衰退及虧損，對於財務槓桿過高及流動性不佳的業者須特別留意。受限於篇幅，個別公司狀況，不作細述，請參考 *TCRI* 及 *TCRI Watch Dog*。

參考資料：

1. OPEC，Monthly Oil Report，2020/4。
2. IEA，Oil Market Report，2020/4。
3. Rystad Energy，COVID-19 Report: Global Outbreak Overview and Its Impact On the Energy Sector，2020/4。