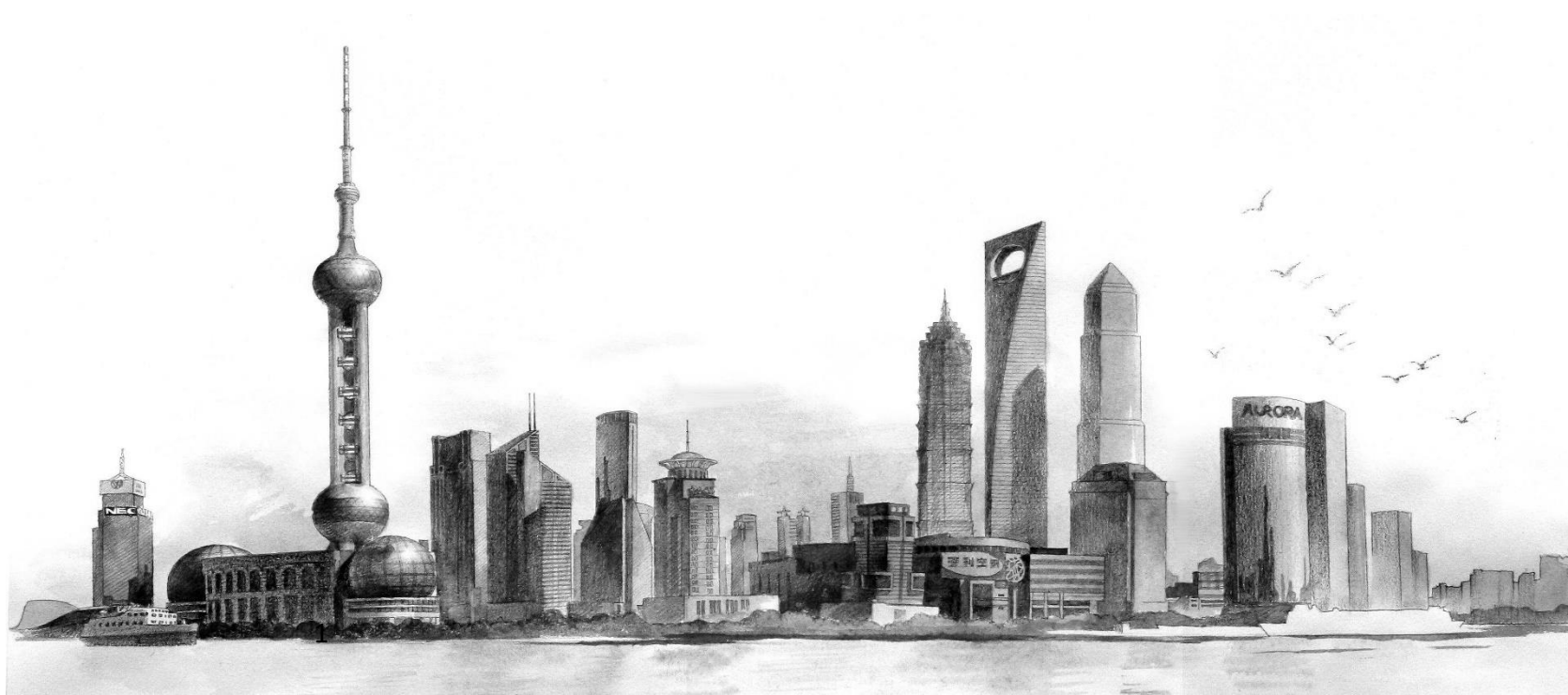


# 不确定性充斥，需求预期偏弱

## ——2025年原油年报

海证期货研究所

2024年12月27日



**供给端：**OPEC+延长减产至明年一季度末，财政收支平衡对应的高油价，致使OPEC+在价格和市场份额抉择中进退两难；美国大选特朗普当选，其政策虽利多美国原油产量，但受制于CAPEX，且需要长期的高油价支撑；非OPEC+产油国为2025年最大增长点，如圭亚那、巴西以及挪威。特朗普上台后，地缘风险的不确定性仍然较强。

**需求端：**国内新旧能源转换持续，减油增化路径不变，传统能源需求下滑，考虑到国内经济刺激措施提振，需求增长预期小幅上调；美国原油需求预计维持稳定，欧洲或小幅回落；印度原油需求增量相对可观，考虑到其基数偏低，对全球原油需求的拉动相对有限。

**宏观面：**特朗普上台后，经济刺激政策或将抬高通胀水平，美联储下调了明年的降息预期以及上调了利率中值水平。

**供需平衡及投资建议：**2025年在需求拖累下，全球原油预计供需过剩，若OPEC+无挺价行为，则油价存在下行风险，低库存使得油价在下跌过程中存在一定的抗跌性。我们预计，Brent价格55-88美元/桶，WTI价格50-85美元/桶，SC价格400-640元/桶。

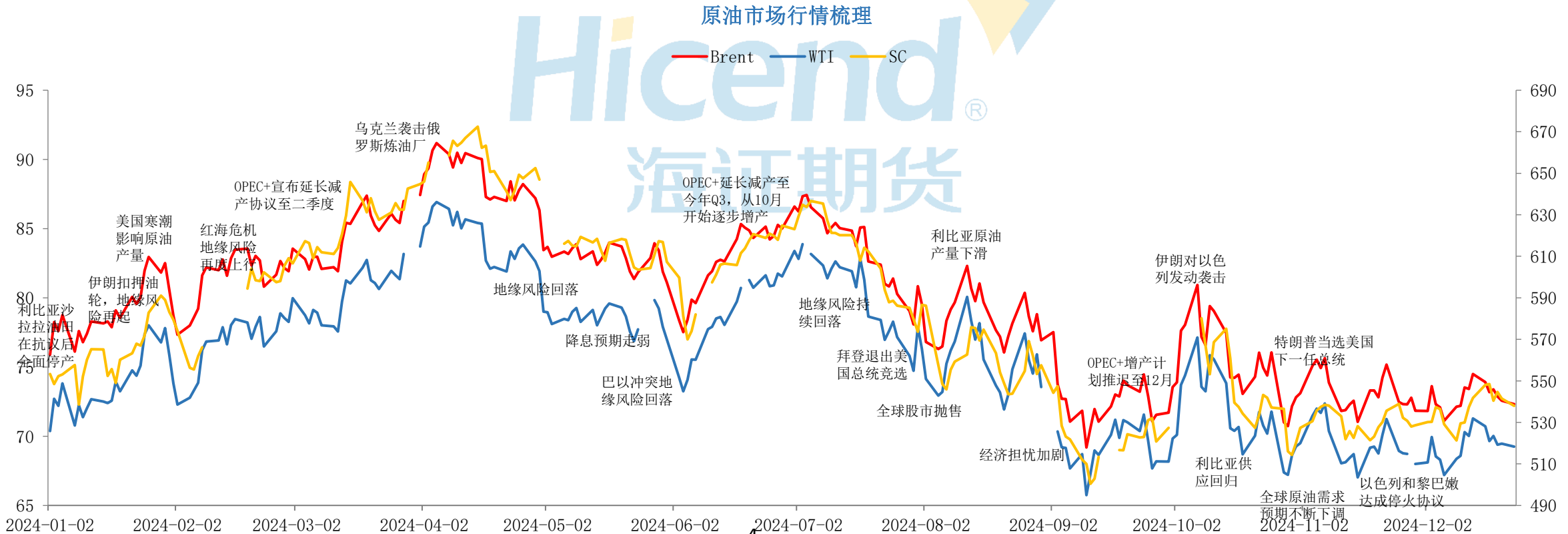
**风险提示：**特朗普上台后政策兑现及推行顺序不确定较强；地缘风险上行风险。

# 01

## 原油市场行情回顾及梳理

2024年油价先涨，随后在需求抑制的推动下振荡下行，整体重心下移

2024年一季度在红海危机、俄乌冲突、巴以冲突的阶段性地缘，以及OPEC+减产推动下油价上涨；二季度地缘风险回落，OPEC+再度延长减产，油价有所反弹；但三季度地缘风险持续回落，宏观及经济担忧风险加大；四季度随着利比亚因不可抗力带来的供应下滑逐步恢复，美国大选特朗普再次当选下一任总统，市场情绪偏观望，全球原油需求预期不断下调，油价振荡，上行乏力。



02

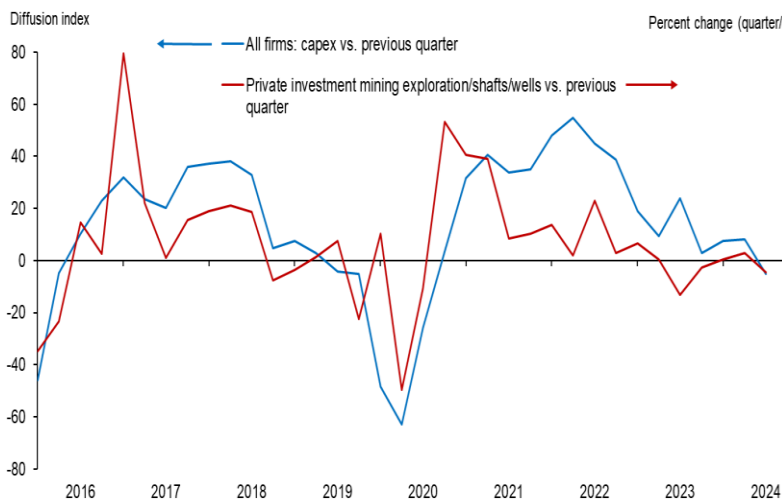
原油供应增量在非OPEC+

据达拉斯联储三季度能源调查显示，资本支出持续下降，石油及天然气勘探和生产企业以及油气服务公司的成本压力也在持续下降。

石油和天然气板块回报率不及标普500指数，其中，综合炼油商的总回报率高于石油及天然气勘探和生产企业以及设备和服务企业。

Chart 1

Capex and investment



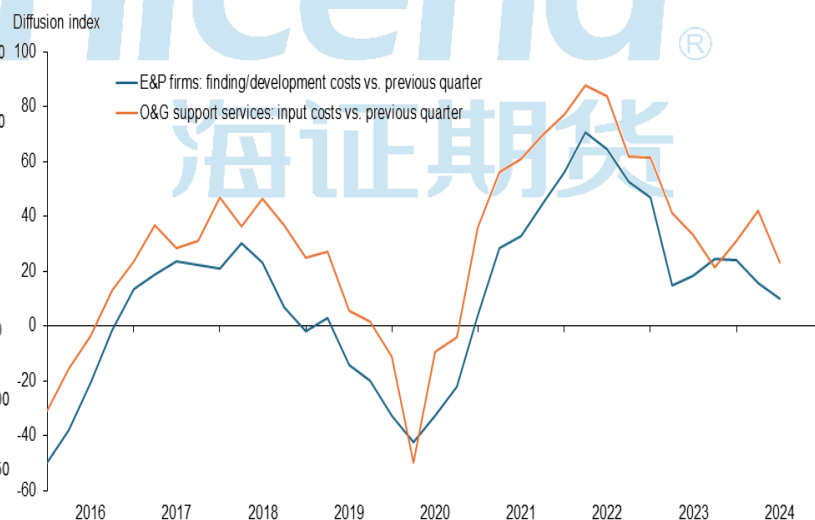
NOTE: The left vertical axis represents a diffusion index based on the difference in share of survey respondents reporting a decrease or increase in their capital expenditures compared with the previous quarter. The right vertical axis represents growth rate in percent terms compared with the previous quarter. Both series are seasonally adjusted and in nominal terms.

SOURCE: Dallas Fed Energy Survey; Bureau of Economic Analysis.

Federal Reserve Bank of Dallas

Chart 2

Development and input costs



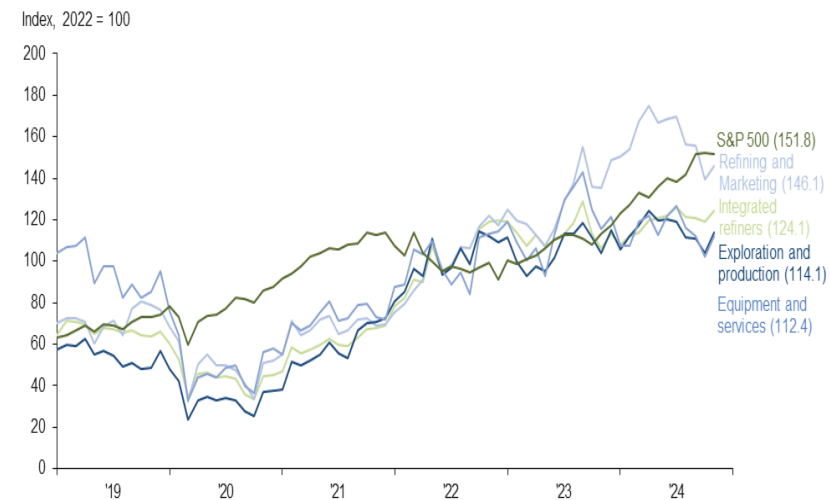
NOTE: The vertical axis represents a diffusion index based on the difference in share of survey respondents reporting a decrease or increase in their finding/development costs compared with the previous quarter's survey. Both series are seasonally adjusted.

SOURCE: Dallas Fed Energy Survey.

Federal Reserve Bank of Dallas

Chart 4

Real total energy returns from S&P 1500 see modest growth in 2024



NOTE: Energy total returns indexes are from the S&P 1500. Data depicted are the average values for the last week in each month. Total returns include the reinvestment of dividends offered by firms. Data are through November 2024, adjusted for inflation and subject to revision. Numbers in parentheses are each series' value from November 2024. All series are seasonally adjusted.

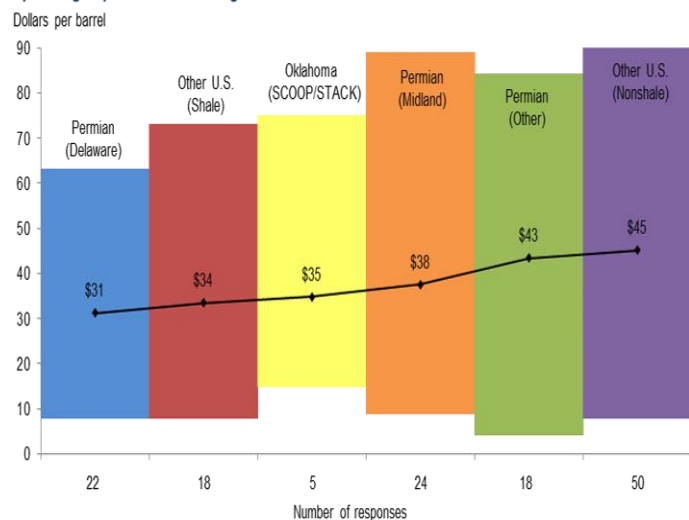
SOURCE: Standard and Poors; Bureau of Labor Statistics; author's calculations.

Federal Reserve Bank of Dallas

据堪萨斯城联储10月能源调查报告，页岩油平均盈亏平衡价格为65美元/桶，堪萨斯城联储和达拉斯联储调查报告的钻井盈亏平衡价格近期保持稳定。

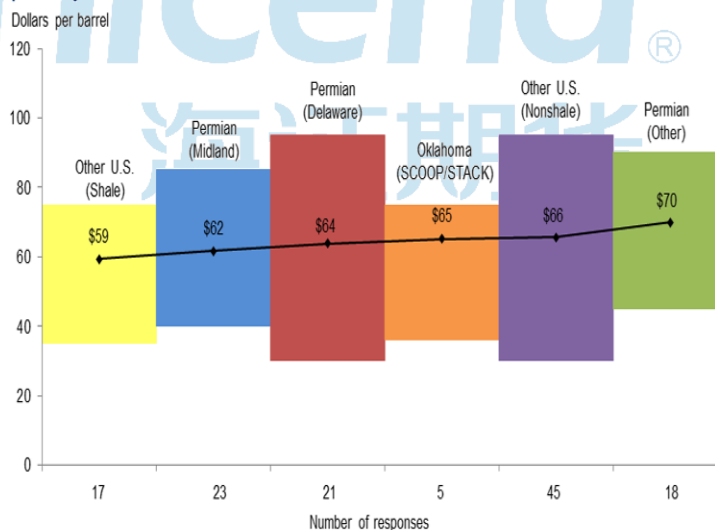
据达拉斯联储，库存井运营成本在31-45美元/桶，新钻井对应成本在59-70美元/桶，因此，在油价持续高于新钻井运营成本、且能源板块股息再投资回报率不错的情况下，页岩油产量扩张动力方能体现。

In the top two areas in which your firm is active, what WTI oil price does your firm need to cover operating expenses for existing wells?



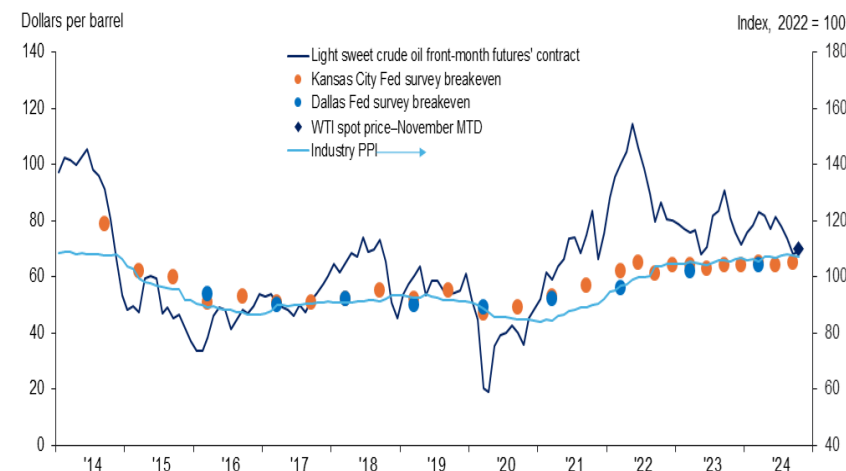
NOTES: Line shows the average, and bars show the range of responses. 91 E&P firms answered this question from March 13-21, 2024.  
SOURCE: Federal Reserve Bank of Dallas.

In the top two areas in which your firm is active, what WTI oil price does your firm need to profitably drill a new well?



NOTES: Line shows the average, and bars show the range of responses. 87 E&P firms answered this question from March 13-21, 2024.  
SOURCE: Federal Reserve Bank of Dallas.

Chart 3  
WTI, Producer Price Index and drilling break-even prices

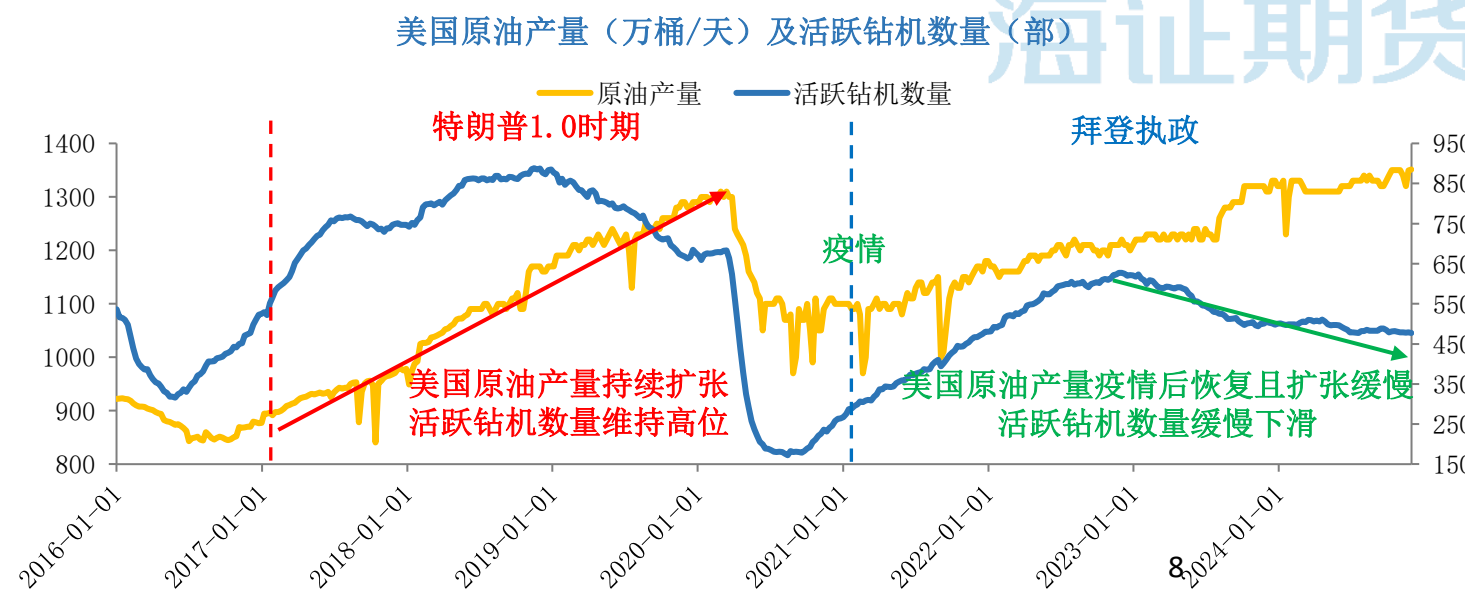
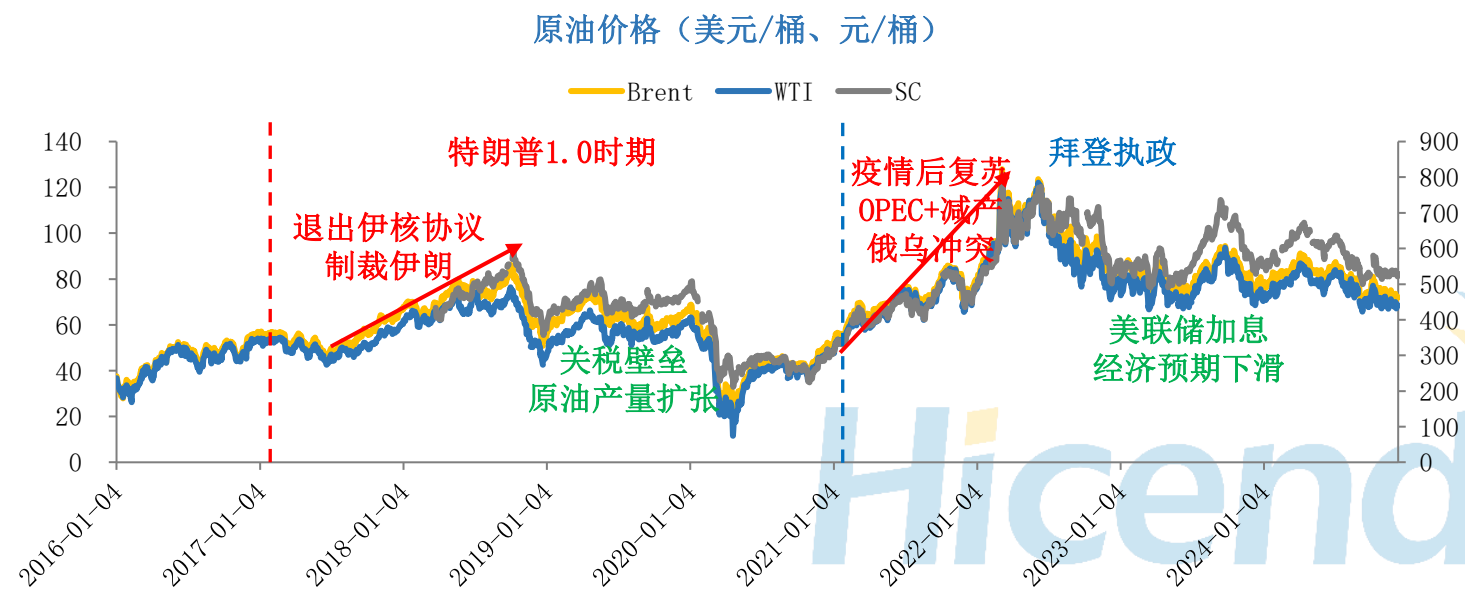


NOTE: Prices are monthly averages. The Producer Price Index (PPI) utilized is a combination of the PPIs for drilling oil and gas wells and support activities for oil and gas operations. WTI spot price-November MTD is the month-to-date average WTI spot price for November 2024.  
SOURCE: Bloomberg; Bureau of Labor Statistics; Federal Reserve Banks of Dallas and Kansas City; Energy Information Administration.

Federal Reserve Bank of Dallas



## 特朗普1.0时期及其政策主张VS拜登执政期政策施行



拜登在任期间，限制油气钻探，气候议程中要求石油和天然气生产商支付费用，来准确地反映在联邦土地上生产石油和天然气对环境的影响，从而增加石油公司油气钻探成本。

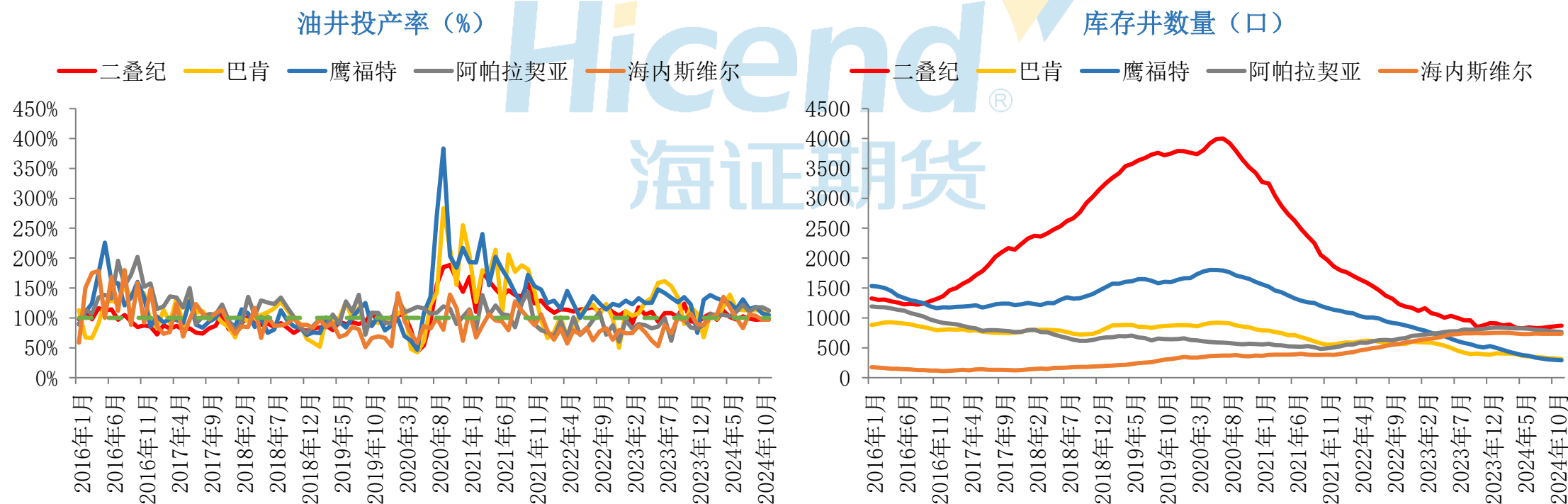
特朗普主张放松环境监管，给予传统能源税收优惠，优先进行钻探，将在上任一年内降低能源价格，包括汽油、空调和供暖，该政策效果有待显现，且需要结合石油勘探企业CAPEX来看，但预计石油企业总回报率或将好于拜登执政期间。

对比之下，拜登执政期间油价中枢明显高于特朗普1.0时期，美国原油产量增幅不及特朗普1.0时期。



疫情及美联储加息，拜登限制油气钻探，总回报率低，油井投产率远高于100%，新钻井积极性不足，以消耗库存井为主。

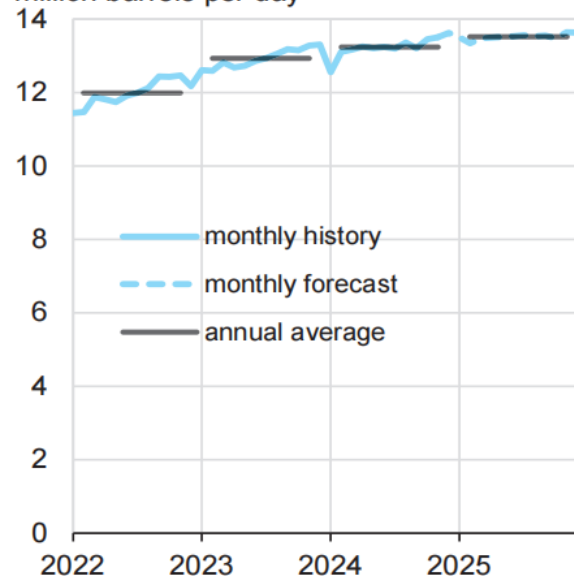
当前库存井已消耗至低位，尤其是二叠纪、巴肯及鹰福特等区域，虽然特朗普政策主张利于油气企业，但若没有持续的高油价支撑以及宽松的资本环境来推动新钻井，美国油气增幅或将受限。



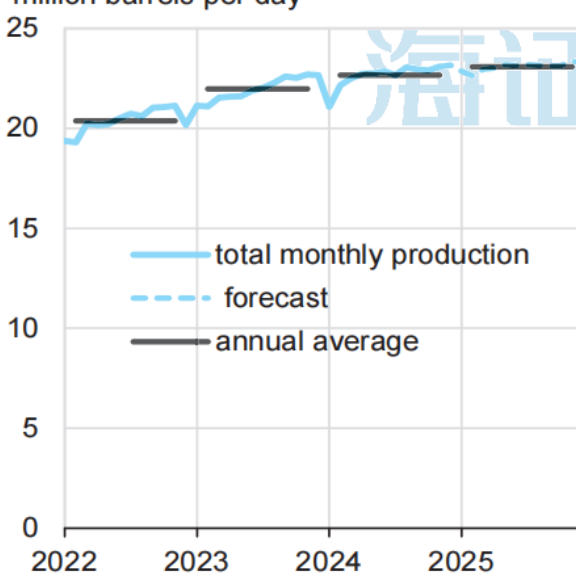
美国页岩油主力二叠纪盆地的运营商提高了钻井效率并降低了成本，即提高了增长率，2024年的石油钻井平台产量比2019年一季度提高了60%，压裂分布提升了50%，成本仅增长5%，这意味着，2024年三季度二叠纪305个活跃钻井平台相对于5年前的500个钻井平台。因此，即使在CAPEX不足的情况下，美国原油产量也仍有望保持增长。

EIA预计，2025年美国原油产量为1353万桶/天，产量增速为28万桶/天。

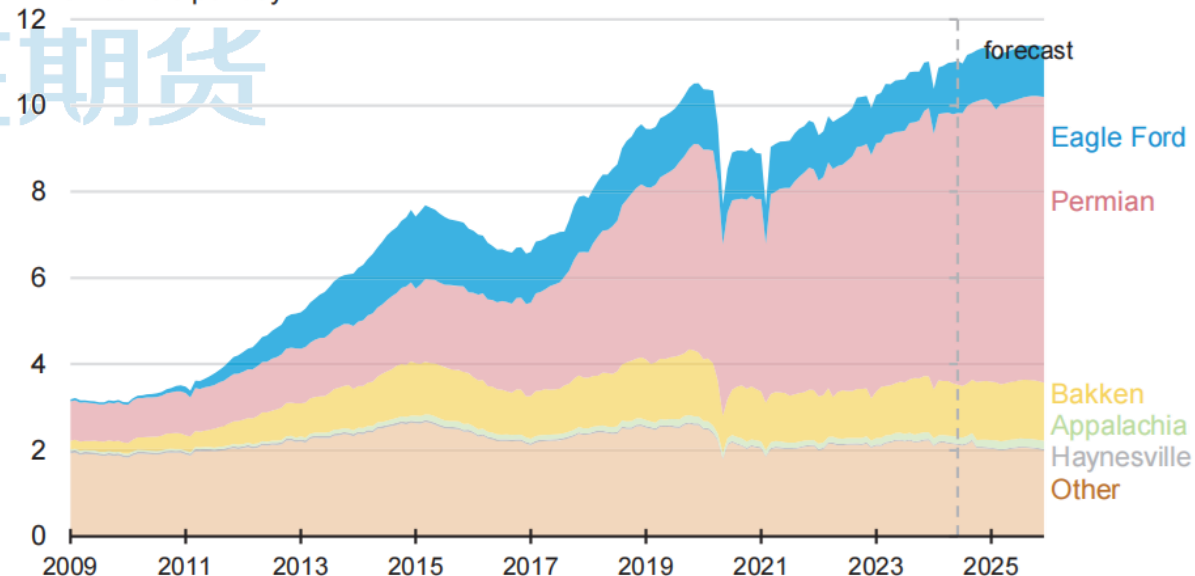
U.S. crude oil production  
million barrels per day



U.S. crude oil and liquid fuels production  
million barrels per day



Monthly U.S. crude oil production by region  
million barrels per day



## 面对疲软的油价，OPEC+再次延长减产至2025年一季度结束

Production Levels with the phase-out of only November 2023 voluntary adjustments which will be applied starting from April 2025 until September 2026

Country	2025										2026									Required Production Level as per 38 <sup>th</sup> ONOMM (1)
	Jan - Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep - Dec	
Algeria	908	911	914	917	919	922	925	928	931	934	936	939	942	945	948	951	953	956	959	1,007
Iraq	4,000	4,012	4,024	4,037	4,049	4,061	4,073	4,086	4,098	4,110	4,122	4,134	4,147	4,159	4,171	4,183	4,196	4,208	4,220	4,431
Kuwait	2,413	2,421	2,428	2,436	2,443	2,451	2,458	2,466	2,473	2,481	2,488	2,496	2,503	2,511	2,518	2,526	2,533	2,541	2,548	2,676
Saudi Arabia	8,978	9,034	9,089	9,145	9,200	9,256	9,311	9,367	9,422	9,478	9,534	9,589	9,645	9,700	9,756	9,811	9,867	9,922	9,978	10,478
UAE	2,912	2,938	2,963	2,989	3,015	3,041	3,066	3,092	3,118	3,144	3,169	3,195	3,221	3,246	3,272	3,298	3,324	3,349	3,375	3,519
Kazakhstan	1,468	1,473	1,477	1,482	1,486	1,491	1,495	1,500	1,504	1,509	1,514	1,518	1,523	1,527	1,532	1,536	1,541	1,545	1,550	1,628
Oman	759	761	764	766	768	771	773	775	778	780	782	785	787	789	792	794	796	799	801	841
Russia	8,978	9,004	9,030	9,057	9,083	9,109	9,135	9,161	9,187	9,214	9,240	9,266	9,292	9,318	9,344	9,371	9,397	9,423	9,449	9,949

(1) Required production levels as per the 38<sup>th</sup> ONOMM before applying the additional voluntary adjustments announced in April 2023 and November 2023.

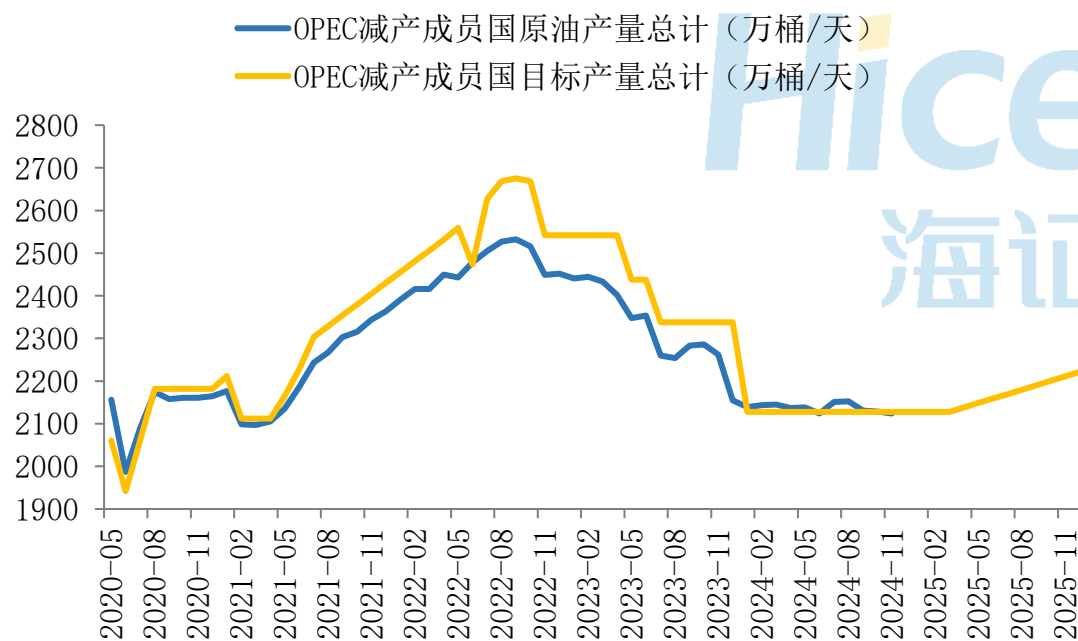
(2) UAE required production has been increased by 300 kbd. This increase will be phased in gradually starting April 2025 until the end of September 2026 as per the 38<sup>th</sup> ONOMM.

OPEC+声明显示：2022年10月宣布的200万桶/日全员减产措施延长至2026年底；2023年4月宣布的166万桶/日“补偿性减产”措施延长至2026年底；2023年11月宣布的220万桶“自愿减产”措施延长3个月至明年3月。OPEC+将在2025年和2026年实现3972.5万桶/日的产量，其中，阿联酋将从明年4月开始每月增产约30万桶/日，到2026年9月将产量提升至351.9万桶/日；俄罗斯明年第一季度的石油生产配额为897.8万桶/日，4月份将增至900.4万桶/日，2025年12月将增至921.4万桶/日。

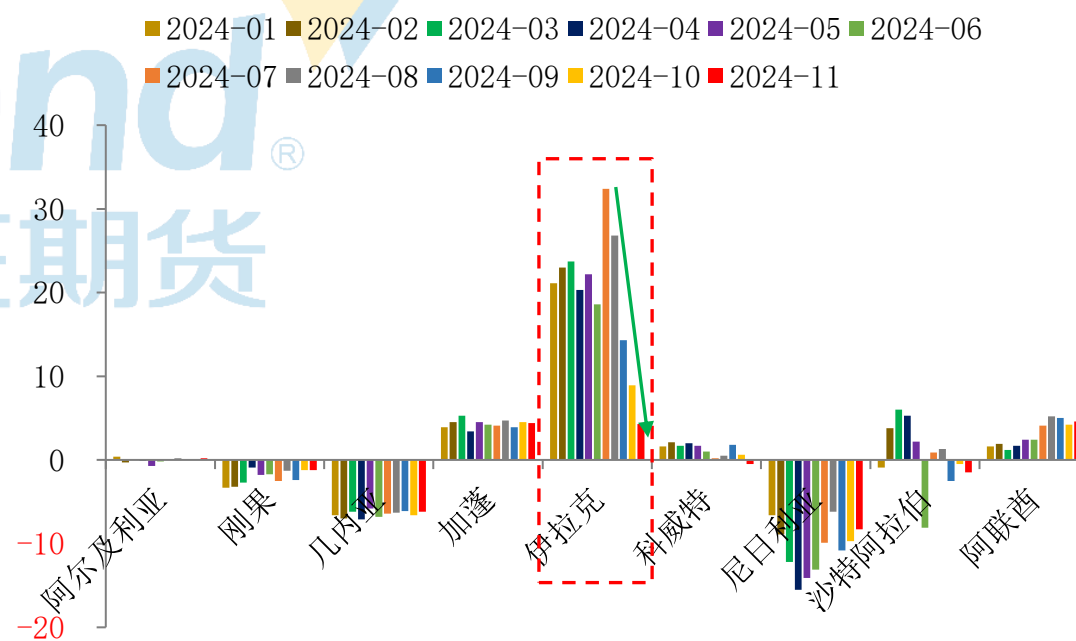
数据来源：OPEC，海证期货研究所

2020年5月以来，OPEC成员国就减产而言，相对团结，原油产量与目标产量一致性较好。其中，伊拉克减产执行较差，不过已提交补偿减产计划，近月来产量下滑较为明显。另外，哈萨克斯坦和俄罗斯也需要进行补偿减产。

OPEC减产执行率尚可



伊拉克产量超出目标线 (万桶/天)



以沙特为首的OPEC成员国，除阿联酋外，财政收支平衡对应油价均偏高，据IMF，2025年沙特维持财政收支平衡对应油价在90.9美元/桶，科威特、伊拉克也均在80美元/桶上方，伊拉克更是高达92.4美元/桶，OPEC+成员国哈萨克斯坦财政收支平衡对应油价亦高达115.9美元/桶。因此，这些产油国挺价原油意愿较强，同时，减产执行率及补偿减产执行效果存疑。

中东产油国财政收支平衡对应油价（美元/桶）												
	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2000-2014
阿尔及利亚	119	131.9	101.7	112.5	111.4	89.6	106.3	101.4	91.4	102.5	106.8	102.1
阿塞拜疆	73.2	79.6	55.2	67.3	57.5	65.7	42.8	56.5	60.9	47.8	67.5	42.5
巴林	124.9	135.7	152.9	131.8	131.6	120.6	98.9	118	112.6	105.7	118.7	71.2
伊朗	124.1	121.8	106.9	126.3	118.8	546.5	166.6	75.9	64.8	58.4	43	56.8
伊拉克	92.4	94.6	80.4	68.5	54.2	56.6	52.3	45.4	42.3	46.3	59.1	87.9
哈萨克斯坦	115.9	127.7	109.3	95.3	183.5	192.1	68.2	37.9	105.2	61.6	63.9	70.9
科威特	81.8	88.9	79.6	81.6	87	76.6	57.6	53.6	45.7	43	47.7	43.2
利比亚	70.1	81.4	66.4	64.4	52.2	141.7	36	48.3	108.3	244.5	199.9	61.8
阿曼	57.3	55.4	54	55.4	76.7	86.4	64.7	80.3	96.9	101.1	101.9	59.1
卡塔尔	44.7	46.9	49.8	48.3	47.9	49.3	50.5	49.3	46.9	53.5	52.4	43.9
沙特阿拉伯	90.9	98.4	94.9	88	83.6	76.3	81.8	88.6	83.7	96.4	94.2	75.6
土库曼斯坦	38.3	36.9	35.8	31.5	28.9	40.5	37.6	60.9	55.9	60.9	52.7	81.5
阿联酋	50	53.9	52.8	46.6	53	51.7	62.5	64.2	62	51.1	64.7	46.4

数据来源：IMF，海证期货研究所

## OPEC闲置产能充足，能较快应对突发情况下的断供风险并进行补足

OPEC+ Crude Oil Production (excluding condensates)						
(million barrels per day)						
	Oct 2024 Supply	Nov 2024 Supply	Nov 2024 vs Target	Nov 2024 Implied Target <sup>1</sup>	Sustainable Capacity <sup>2</sup>	Eff Spare Cap vs Nov <sup>3</sup>
Algeria	0.91	0.91	0.00	0.91	1.0	0.1
Congo	0.26	0.24	-0.04	0.28	0.3	0.0
Equatorial Guinea	0.05	0.06	-0.01	0.07	0.1	0.0
Gabon	0.23	0.23	0.06	0.17	0.2	0.0
Iraq	4.25	4.20	0.30	3.90	4.9	0.7
Kuwait	2.49	2.48	0.07	2.41	2.9	0.4
Nigeria	1.33	1.34	-0.16	1.50	1.4	0.1
Saudi Arabia	9.05	9.05	0.07	8.98	12.1	3.1
UAE	3.23	3.25	0.33	2.91	4.3	1.0
<b>Total OPEC-9</b>	<b>21.79</b>	<b>21.74</b>	<b>0.61</b>	<b>21.13</b>	<b>27.1</b>	<b>5.4</b>
Iran <sup>4</sup>	3.35	3.40			3.8	
Libya <sup>4</sup>	0.97	1.18			1.2	0.0
Venezuela <sup>4</sup>	0.93	0.89			0.9	0.0
<b>Total OPEC</b>	<b>27.03</b>	<b>27.21</b>			<b>33.0</b>	<b>5.4</b>
Azerbaijan	0.48	0.48	-0.07	0.55	0.5	0.0
Kazakhstan	1.32	1.45	0.02	1.44	1.6	0.2
Mexico <sup>5</sup>	1.53	1.53			1.6	0.1
Oman	0.76	0.76	0.00	0.76	0.9	0.1
Russia	9.26	9.25	0.27	8.98	9.8	
Others <sup>6</sup>	0.71	0.71	-0.15	0.87	0.9	0.1
<b>Total Non-OPEC</b>	<b>14.06</b>	<b>14.19</b>	<b>0.07</b>	<b>12.59</b>	<b>15.2</b>	<b>0.5</b>
<b>OPEC+ 18 in Nov 2022 deal<sup>5</sup></b>	<b>34.32</b>	<b>34.40</b>	<b>0.68</b>	<b>33.72</b>	<b>40.7</b>	<b>5.8</b>
<b>Total OPEC+</b>	<b>41.09</b>	<b>41.40</b>			<b>48.2</b>	<b>5.9</b>

1 Includes extra voluntary curbs and revised, additional compensation cutback volumes.

2 Capacity levels can be reached within 90 days and sustained for an extended period.

3 Excludes shut in Iranian, Russian crude.

4 Iran, Libya, Venezuela exempt from cuts.

5 Mexico excluded from OPEC+ compliance.

6 Bahrain, Brunei, Malaysia, Sudan and South Sudan.

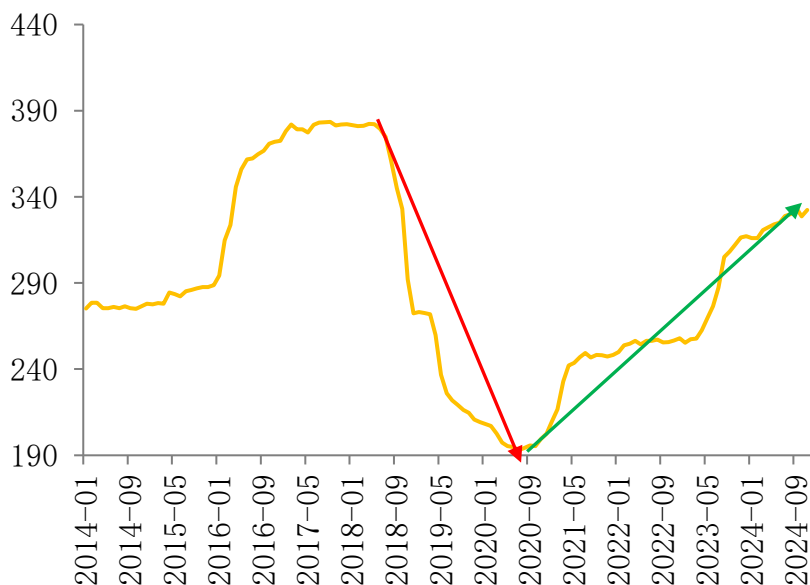
由于OPEC+不断延长减产，尤其是沙特主导下，单独减产100万桶/天，因此，其闲置产能也较高，以11月产量为基准，沙特闲置产能高达3.1百万桶/天，阿联酋闲置产能也高达1百万桶/天，科威特和伊拉克闲置产能分别为0.4、0.7百万桶/天。

因此，在面对特殊情况下，若其他产油国出现断供风险，OPEC充足的闲置产能可以在较短时间内进行补足。

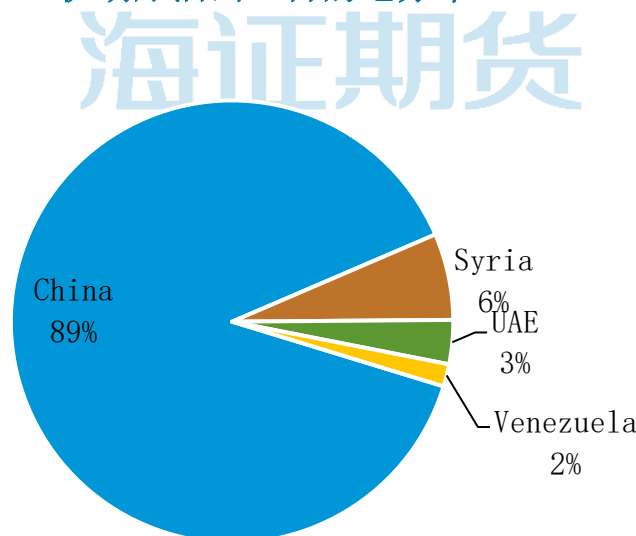


2018年5月，特朗普担任美国总统时，宣布退出伊核协议，并重启对伊朗的制裁，伊朗原油产量从2018年5月的382.2万桶/天下滑至2020年7月的193万桶/天，降幅高达189.2万桶/天；伊朗原油及凝析油出口从2.62百万桶/天降至最低0.07百万桶/天，降幅高达2.55百万桶/天。拜登上任后，伊朗原油出口有所放松，原油产量在2024年11月已回升至332.3万桶/天，出口量也已回升至1.5百万桶/天附近。因此，若特朗普2.0时期再度加剧对伊朗的制裁，伊朗原油供应或将再度下滑。考虑到OPEC闲置产能充足，OPEC或将能以较快速度对伊朗被制裁的供应缺口进行补足，极端情况封锁霍尔木兹海峡情况除外，关注伊朗和以色列地缘风险是否升级。

伊朗原油产量 万桶/天

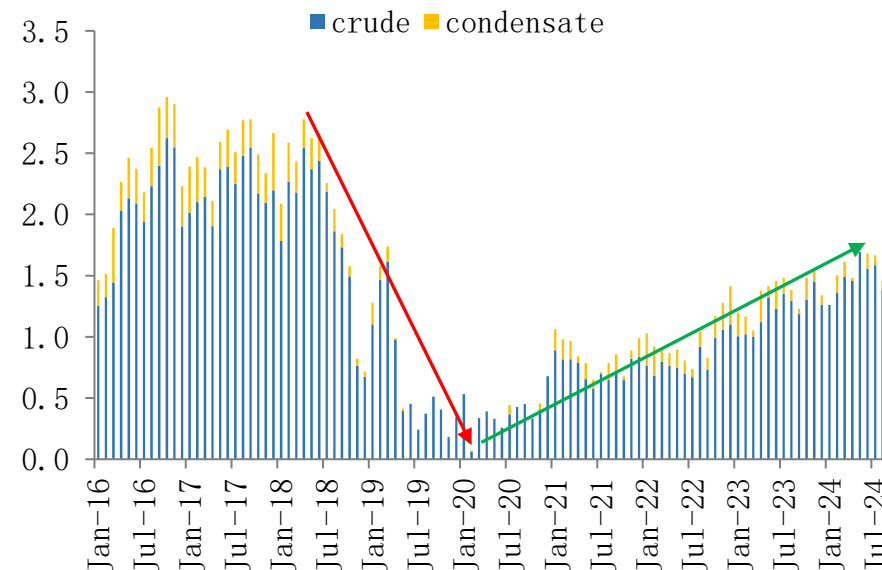


2023伊朗原油出口目的地分布



15

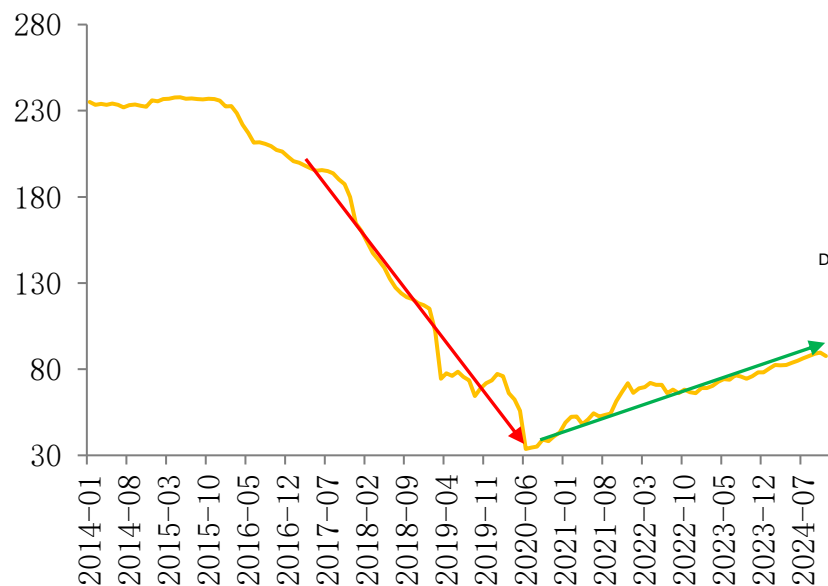
2016-2024伊朗原油出口量（百万桶/天）



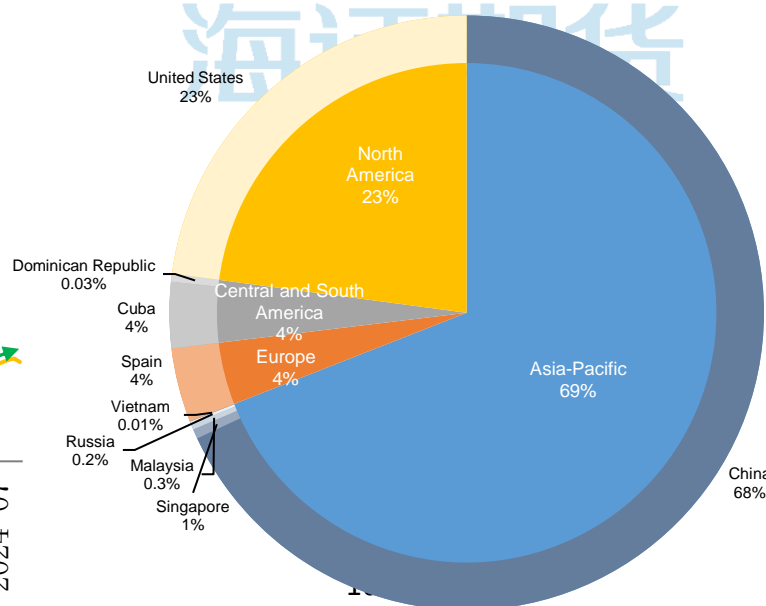
数据来源：OPEC、EIA，海证期货研究所

与伊朗差不多遭遇的委内瑞拉，在特朗普1.0时期，也同样面临过原油产量及出口量大幅下滑至历史低位的局面，原油产量从2017年1月的200.7万桶/天，最低降至2020年6月的33.7万桶/天，对应原油出口量，在2017年之后也是逐年下滑，2021年拜登上台后，美国财政部允许Eni和Repsol恢复石油换贷款交易，允许进口委内瑞拉的原油，制裁有所放松。另外，美国财政部向雪佛龙颁发了临时许可证，允许雪佛龙向美国销售和出口与PDVSA四家合资企业的石油，雪佛龙部分恢复了在委内瑞拉的业务经营，委内瑞拉原油产量及出口量缓慢增长。关注特朗普2.0时期，委内瑞拉原油供应是否再次重回低位。

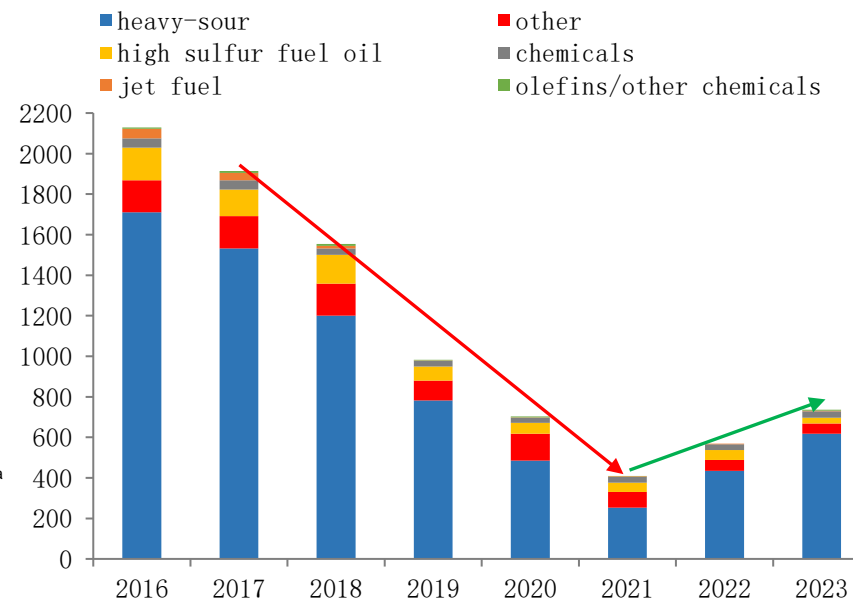
委内瑞拉原油产量 万桶/天



委内瑞拉原油出口目的地分布

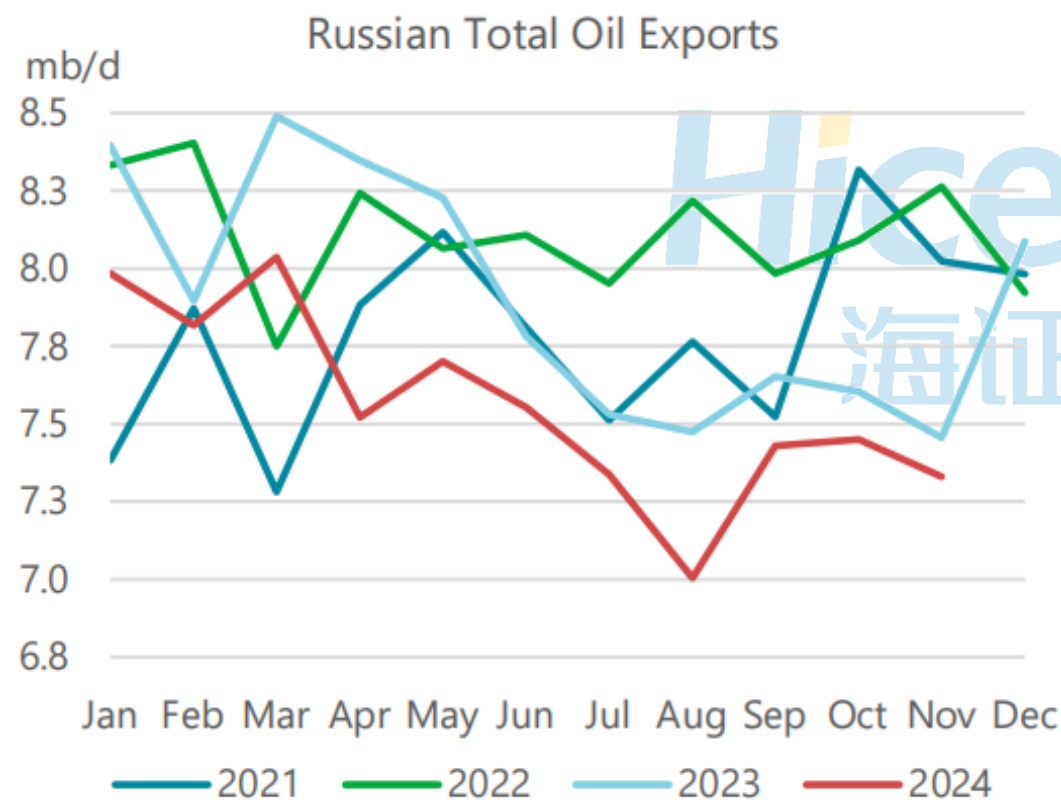


2016-2023年委内瑞拉原油出口 (千桶/天)

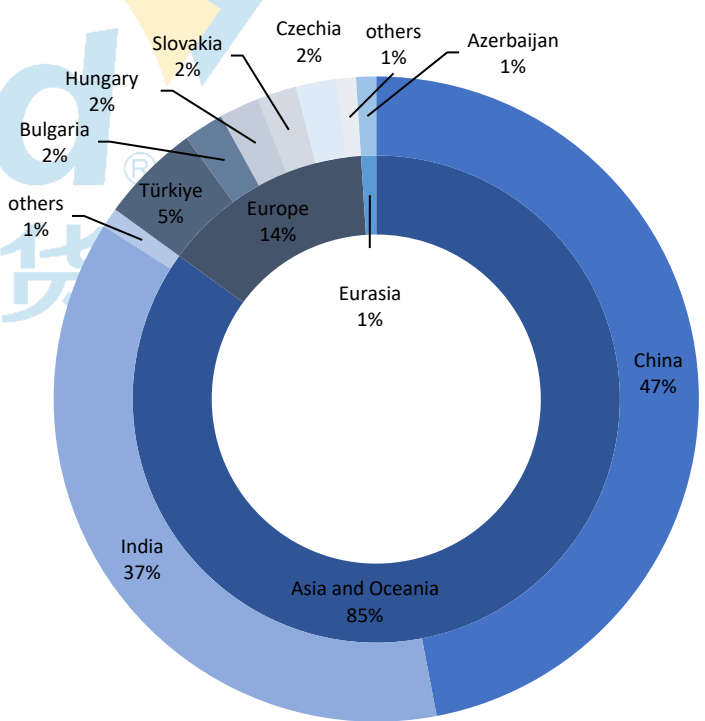


数据来源：OPEC、EIA，海证期货研究所

俄乌冲突自2022年初爆发以来，俄罗斯原油出口逐步下滑，贸易格局重塑已经完成，欧洲进口俄罗斯原油量缩减，中国和印度的占比达到84%，油价中俄乌冲突的计价程度已下滑。特朗普在大选时曾表示，上任后将尽快结束俄乌冲突，关注特朗普上台后的政策推行情况。

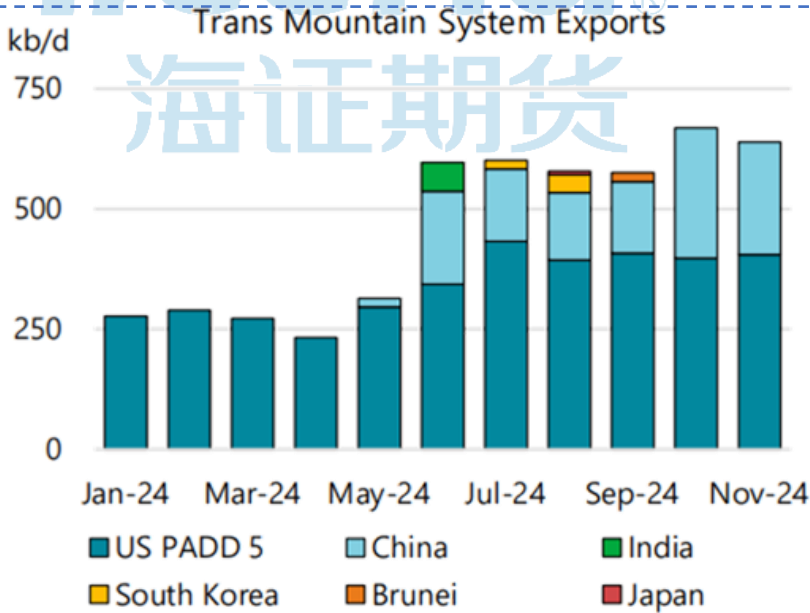
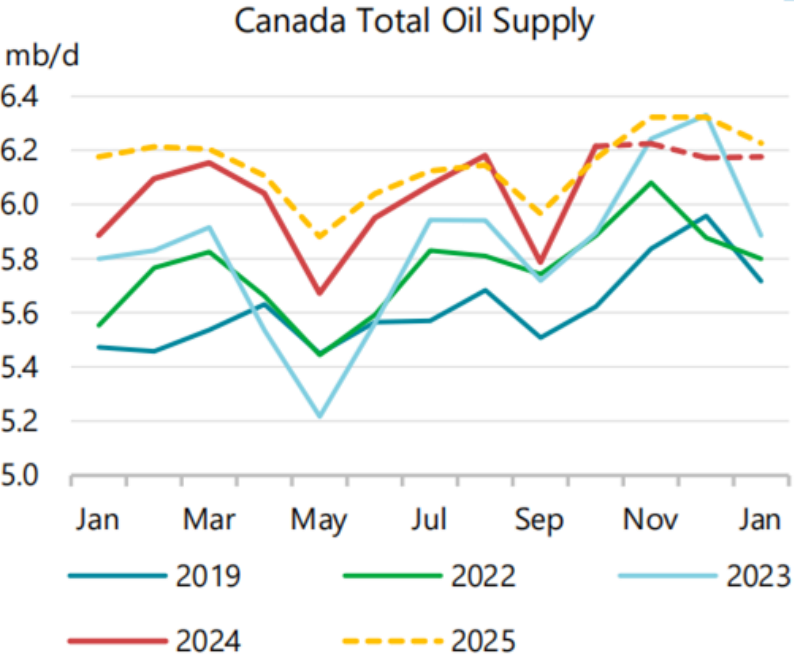


2023年进口俄罗斯原油的国家和地区分布



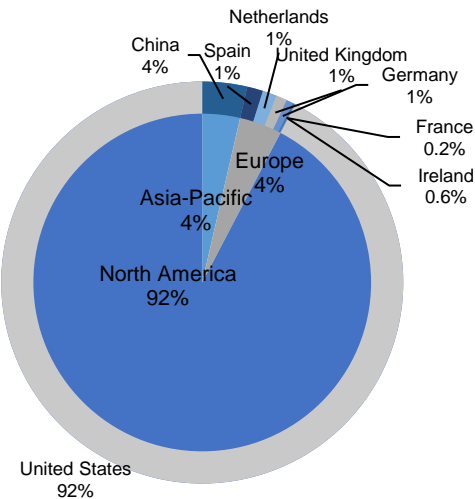
2024年5月投入运营的加拿大跨山管道，容量从30万桶/天扩容至59万桶/天，总容量达89万桶/天，大幅提高了通往加拿大太平洋沿岸、美国PADD5和亚洲的量。自2024年6月以来，跨山管道平均增加34万桶/天的出口至61万桶/天，流向中国和美国的量分别增加了19、14万桶/天。在跨山管道出口量大幅增加的促进下，预计2025年加拿大的石油产量将再增长10万桶/天。

当前美国仍然是加拿大原油的主要出口地，特朗普计划对加拿大和墨西哥进口商品征收25%的关税，原油不在豁免之列。因此，需进一步关注关税政策推行，加拿大原油出口及供应是否受损。



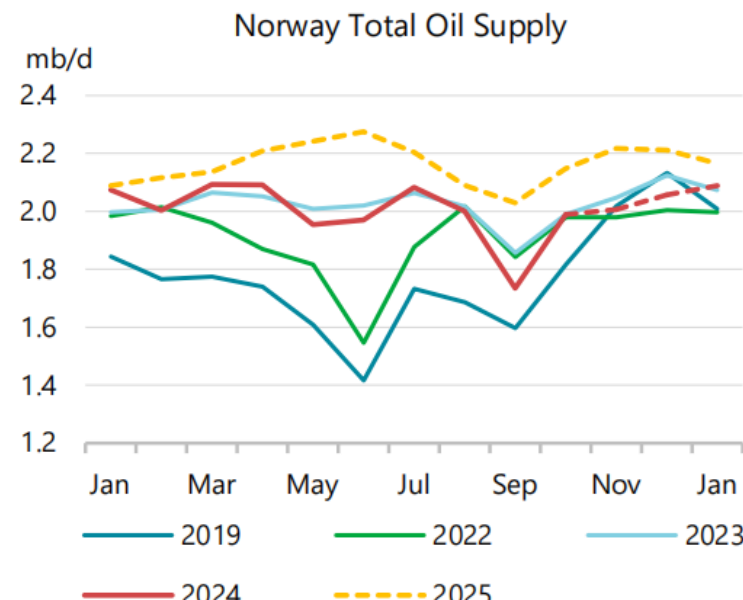
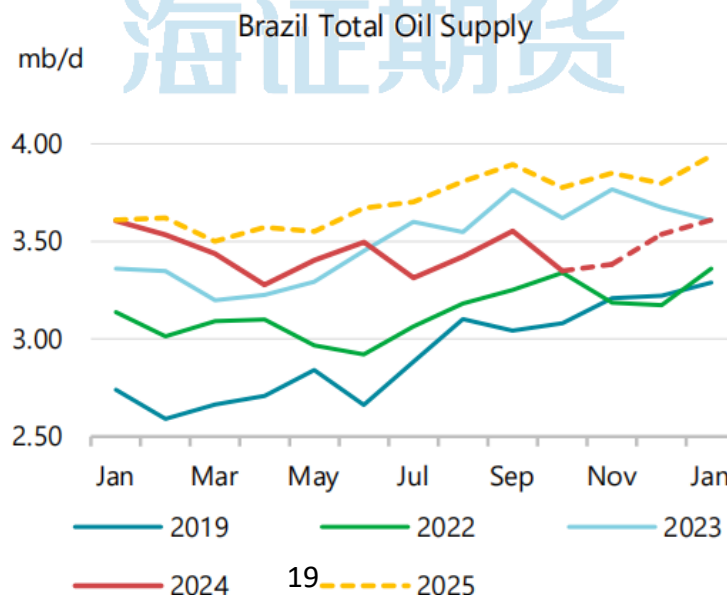
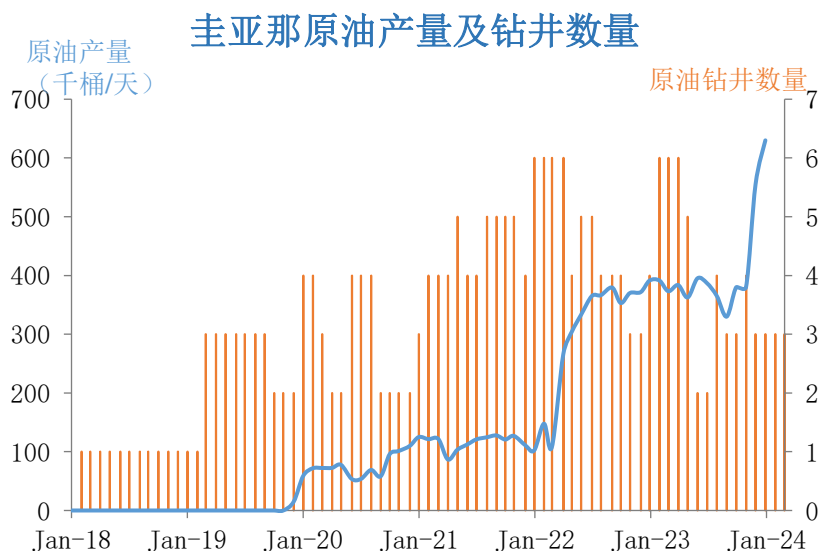
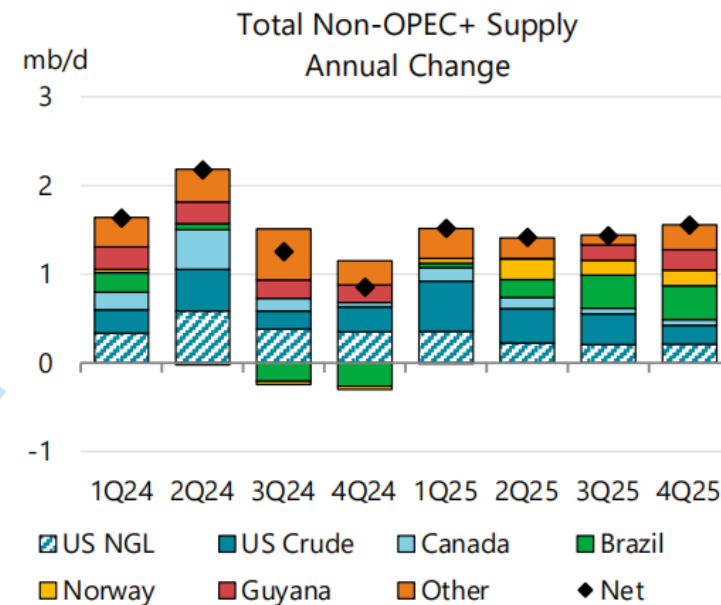
Note: Includes 230 kb/d of overland exports to PADD 5 via the Sumas terminal.  
Sources: Kpler, Canadian Energy Regulator, US Energy Information Administration.

2023年加拿大原油出口地分布



## 非OPEC+产油国或将贡献2025年大部分原油增量

OPEC+产油国通过减产挺价原油，非OPEC+国家在此背景下，产量增长，预计2025年增量在150万桶/天。圭亚那原油产量近年来增长迅速，IEA预计2025年圭亚那原油产量将增加10万桶/天。巴西则由于环境监管机构的劳工行动严重推迟了许可和运营，2024年停机时间增加，从而影响了原油供应，预计2025年产量将增加25万桶/天至3.7百万桶/天。挪威的Johan Castberg项目支撑2025年其原油增长16万桶/天至2.2百万桶/天。



数据来源：IEA、EIA，海证期货研究所

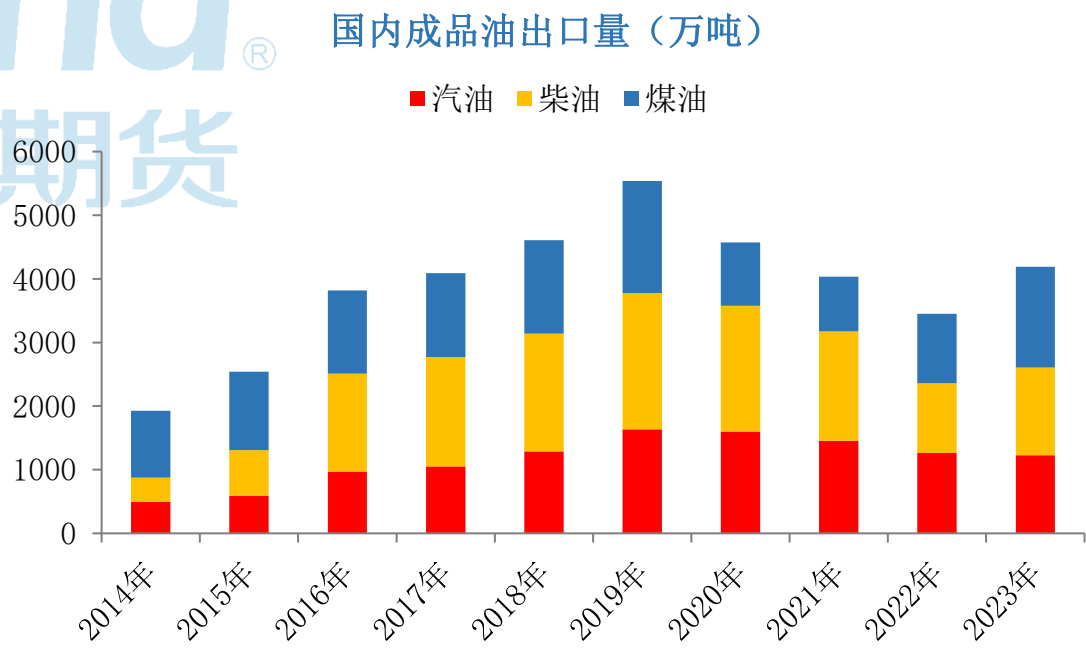
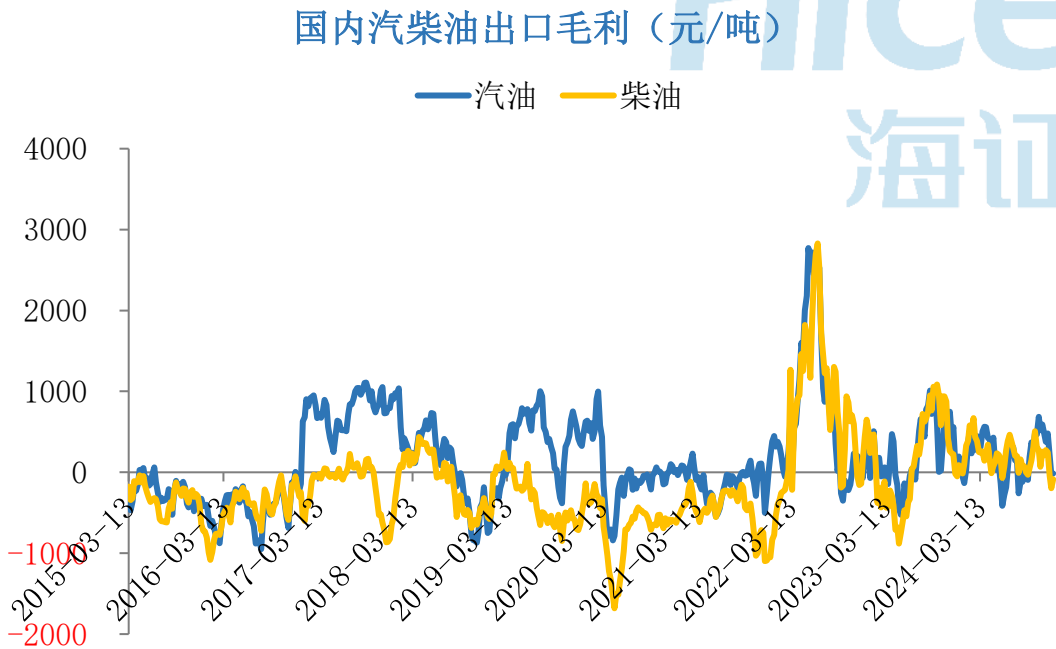
03

原油需求预期偏弱



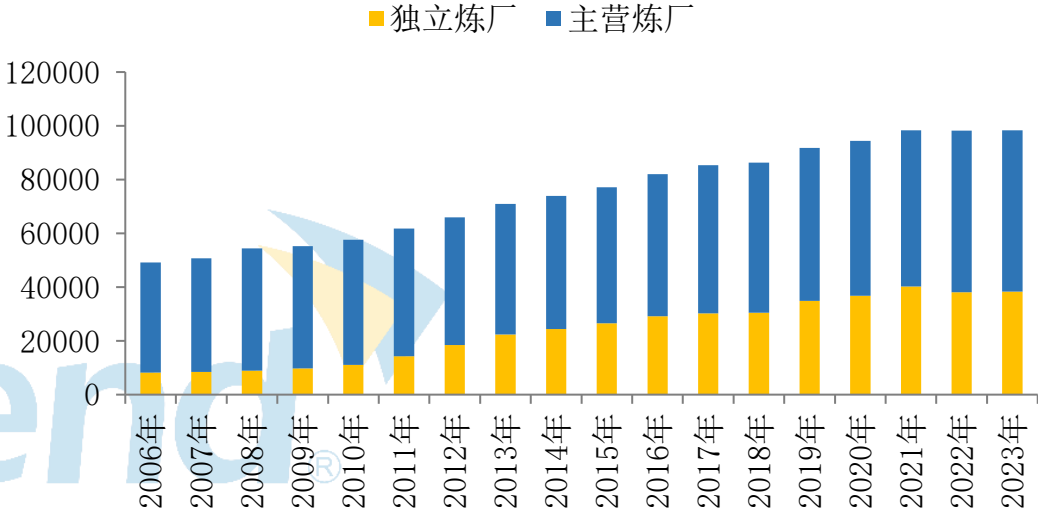
2024年11月15日，财政部及税务总局发文，将成品油出口退税率由13%下调至9%。近年来国内成品油出口均退返消费税及增值税，此次退还增值税率下调至9%，国内成品油出口利润及出口量均存在下滑预期，一定程度上利多亚太地区及中东海湾地区的炼厂，但影响国内炼厂总利润。但考虑到成品油出口配额应用尽用，下滑幅度或将有限。

近年来中国成品油出口退税率变化	
2016年11月之前	0%
2016年11月-2018年4月	17%
2018年5月-2019年3月	16%
2019年4月-2024年11月	13%
2024年12月-至今	9%



国内炼厂减油增化、能源绿色转型方向不变，2025年国内炼厂新增原油一次加工产能扩张量亦不高，仅宁波大榭扩建600万吨、镇海炼化和华锦石化分别在建1100、1500万吨。且从近年来国内炼厂的一次加工能力扩张幅度和速度来看，均大幅放缓。

国内炼厂一次加工能力（万吨）



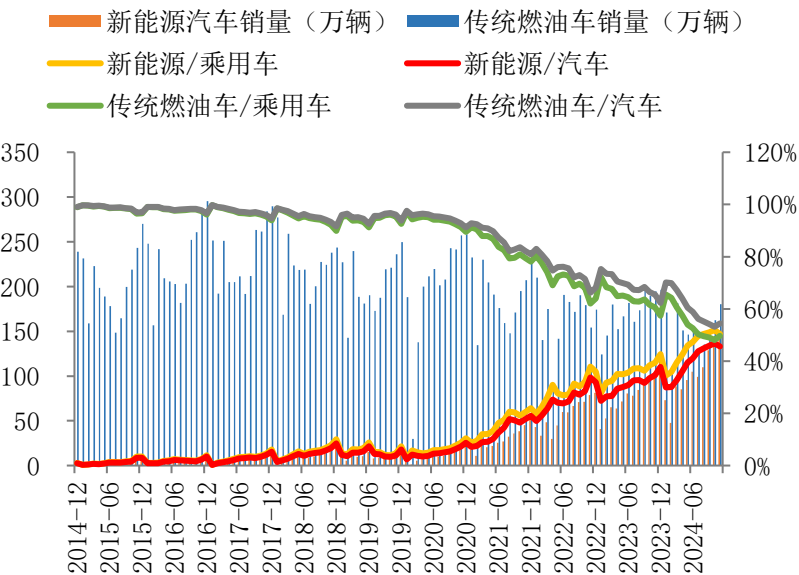
省份	企业名称	所属集团	新增原油一次加工能力	预计投产时间	类型
浙江	宁波大榭	中海油	600	2025年	扩建
浙江	镇海炼化	中石化	1100	2025年	在建
辽宁	华锦石化	华锦阿美石油化工	1500	2025年	在建
福建	古雷石化	福建炼化化工、旭腾投资	1600	2026年	新建
浙江	浙石化（三期）	荣盛石化、浙江桐昆、浙江巨化	2000	2028年	拟建
山东	富海集团	富海集团	1500	2028年	拟建
山东	东明石化	东明石化	1500	2029年	拟建
山东	裕龙石化（二期）	南山集团、山东能源集团	2000	2029年	拟建

数据来源：隆众资讯，海证期货研究所

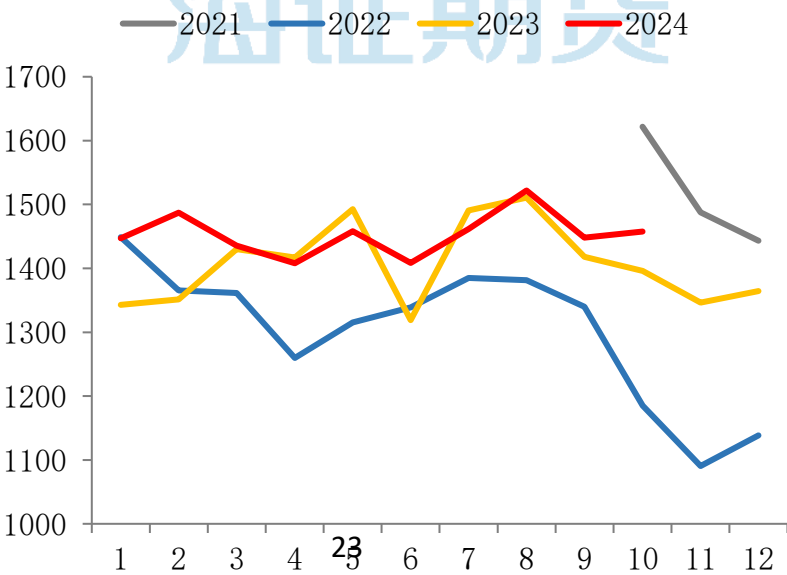
近年来，国内新能源汽车销量不断上升，截至2024年11月，占汽车销量45%以上，占乘用车销量的50%以上。新能源汽车销量比重的增加，将替代传统燃油车的消费，从而影响汽油实际消费量的增长。剔除2022年疫情因素的影响，对比今年和去年同期汽油消费量来看，并未出现明显增长，进一步佐证了在新能源汽车不断普及的情况下，汽油作为传统能源带来的消费或将逐步受到抑制。

同样，LNG重卡、新能源重卡及轻卡车型的消费转型，加之工矿基建行业资金短缺等问题，2024年国内柴油消费量出现明显下滑。年末，经济刺激虽有提振明年的预期，但传统能源向新能源过渡带来的需求下滑或将持续。

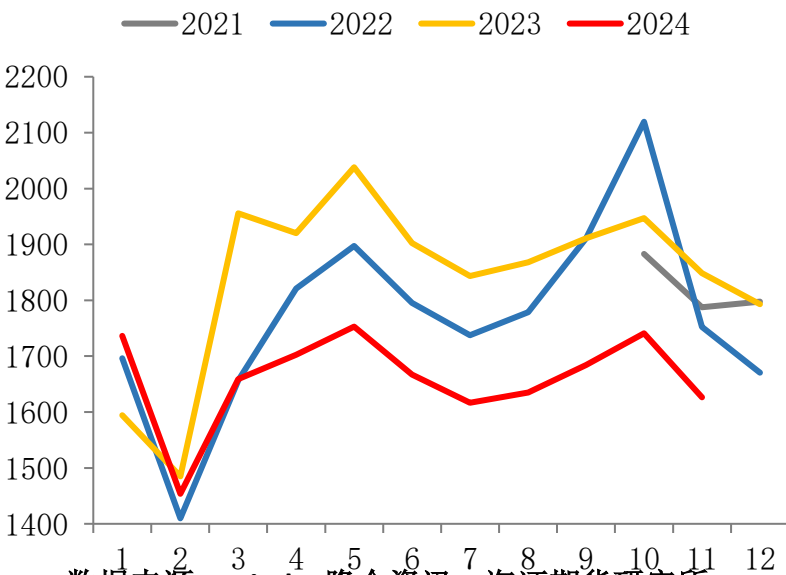
国内新能源汽车对传统燃油车产生替代



中国汽油实际消费量 (万吨)

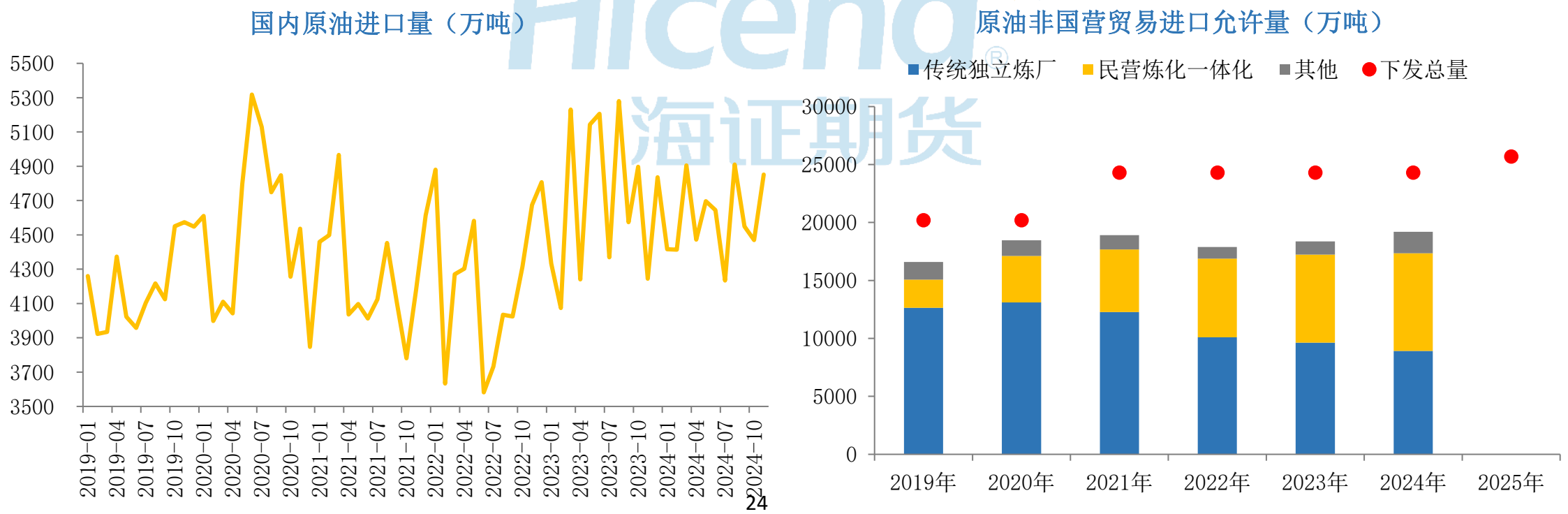


中国柴油实际消费量 (万吨)



数据来源: wind, 隆众资讯, 海证期货研究所

2025年原油非国营贸易进口允许量已下发，为25700万吨，同比2024年的24300万吨小幅增加1400万吨。2024年年初，原油配额发放模式由分批下发改为一次性全额下发，两批原油非国营贸易进口允许量分别为468、17901万吨，共计18369万吨，后续，随着裕龙石化逐步投产，4月商务部单独对其下发共计830万吨，2024年下发量略超过2022年和2023年的实际配额17889、18394万吨，配额总量方面相对缓慢平稳增长。从进口量来看，2024年整体波动亦不大，传统独立炼厂实际下发量逐步下滑，炼化一体化则逐步上升。

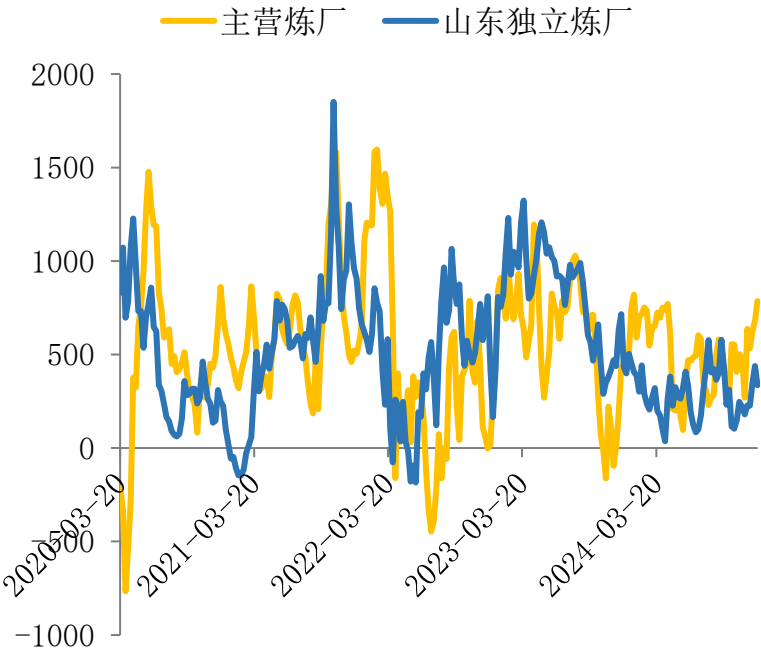


数据来源：wind，商务部，海证期货研究所

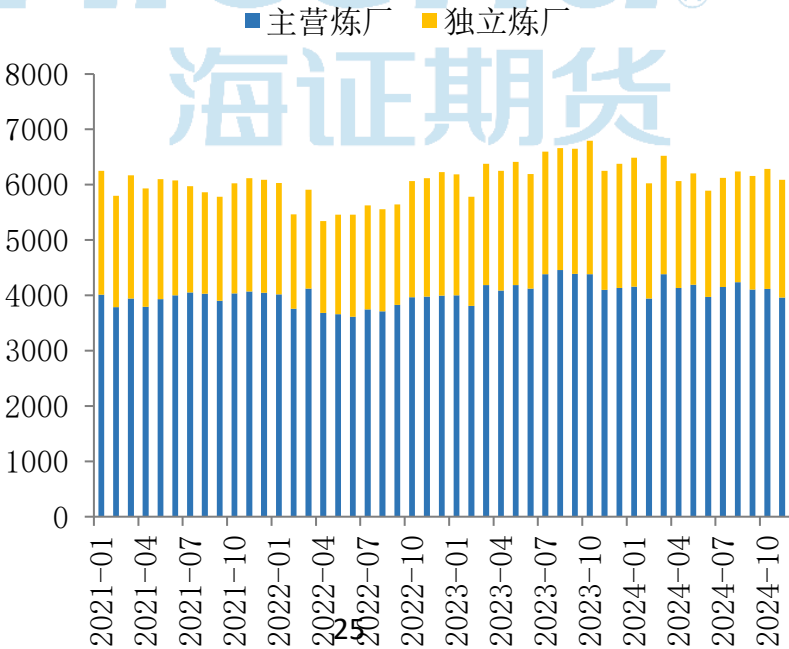
2024年国内炼厂加工利润受制于新能源对汽油的需求替代，以及柴油需求疲软等，表现不及往年，原油加工量也不及2023年。绿色能源转型预期持续、经济增长放缓，加之新投产能不高、进口原油量较为稳定，预计2025年国内炼厂原油加工量难有增长亮点。

国内的经济刺激措施将一定程度上提振原油需求，IEA、OPEC、EIA分别预计2025年国内原油需求将增长0.2、0.3、0.25百万桶/天至16.8、17.1、16.74百万桶/天。

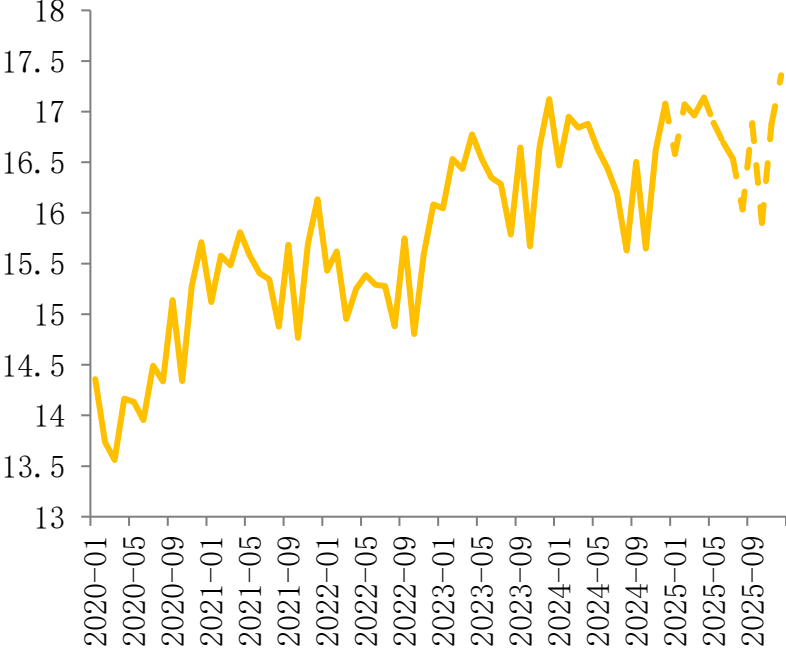
国内炼厂炼油毛利（元/吨）



国内炼厂月度原油加工量（万吨）

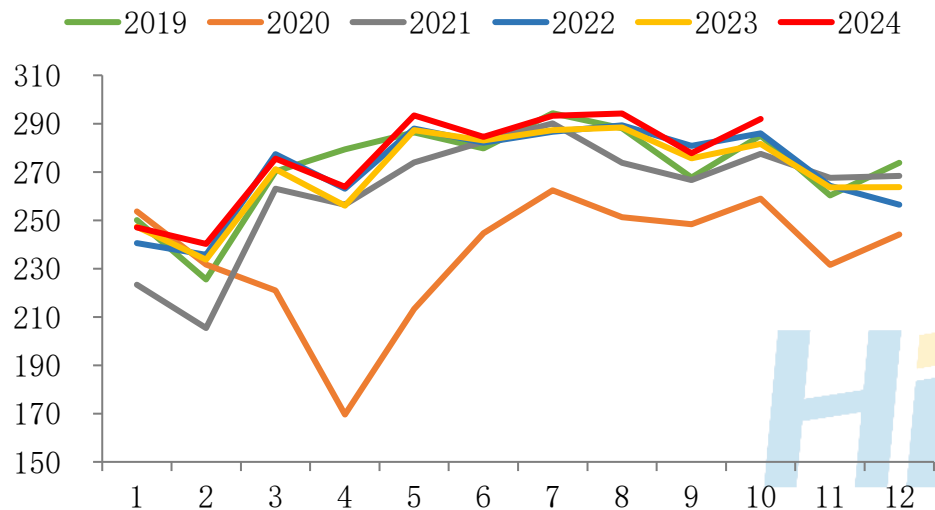


中国原油需求（百万桶/天）

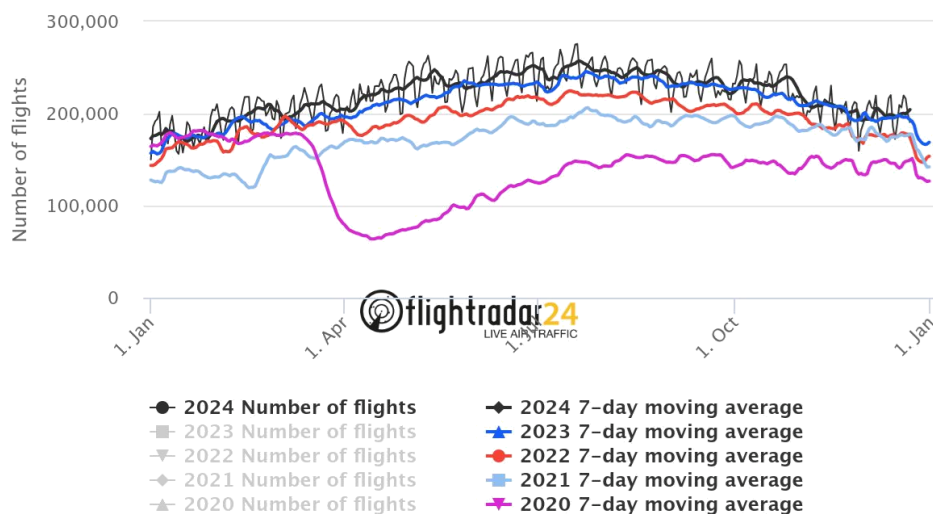


## 美国汽油消费相对稳定，航空需求相对较好

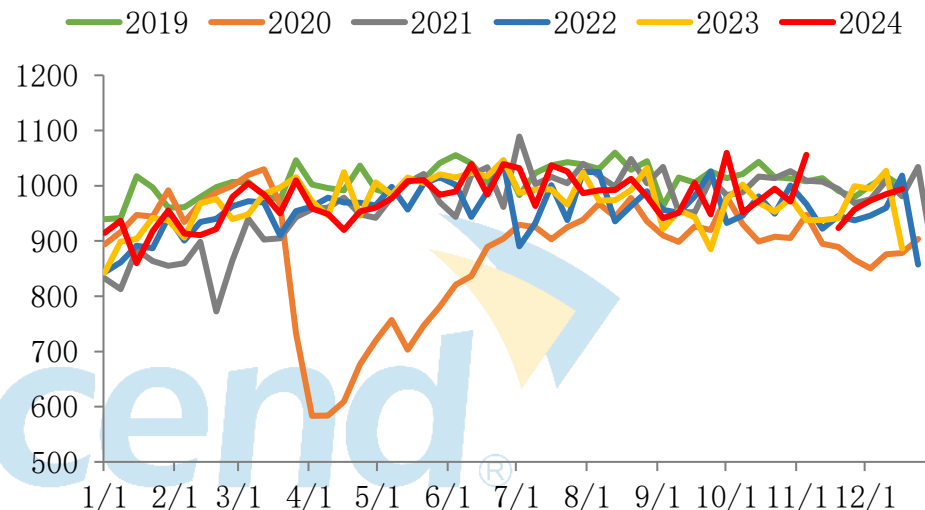
### 美国车辆行驶里程（十亿英里）



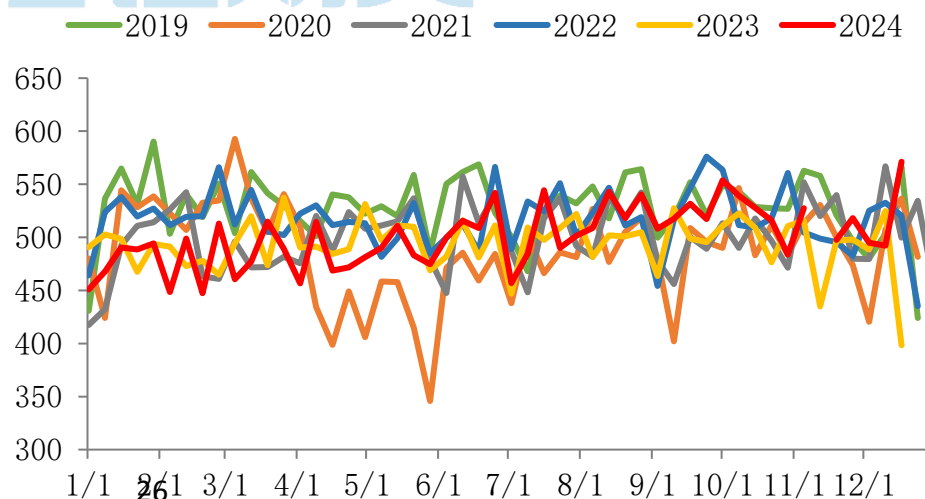
Total number of flights tracked by Flightradar24, per day (UTC time)



### 美国车用成品汽油产量引伸需求（万桶/日）



### 美国馏分燃料油产量引伸需求（万桶/日）

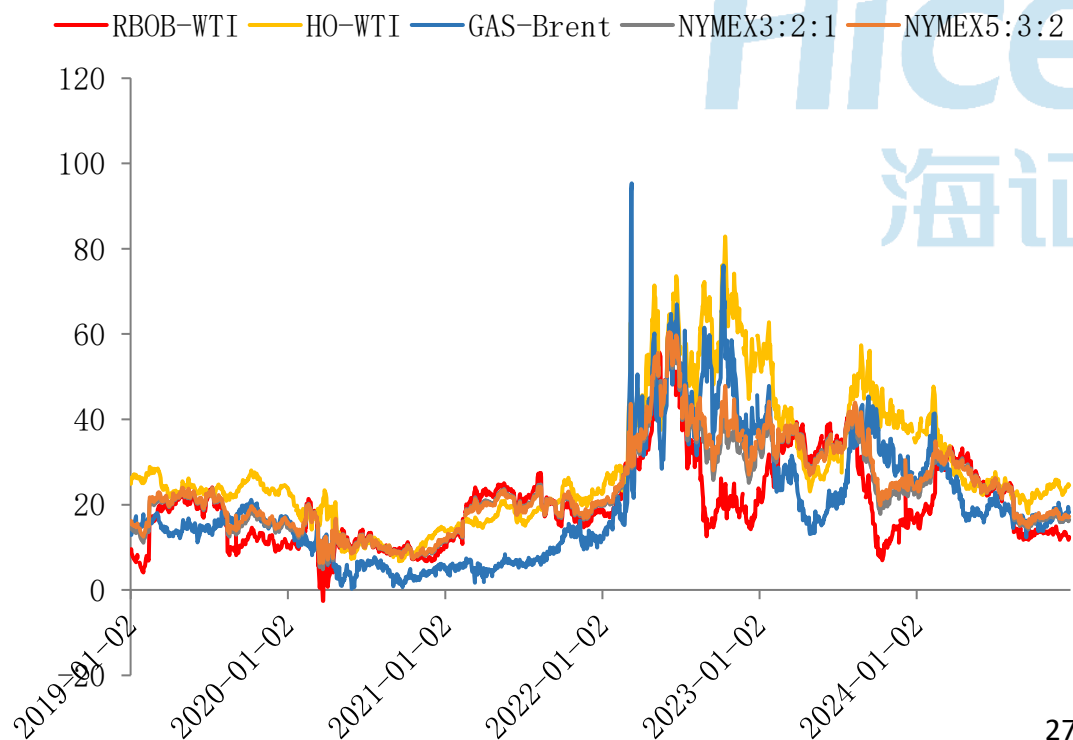


从疫情后的美国成品油需求表现来看，美国居民的出行需求已恢复至往年平均水平，车用汽油的引伸需求中性。航空出行需求则表现较好，已恢复至历史高位。

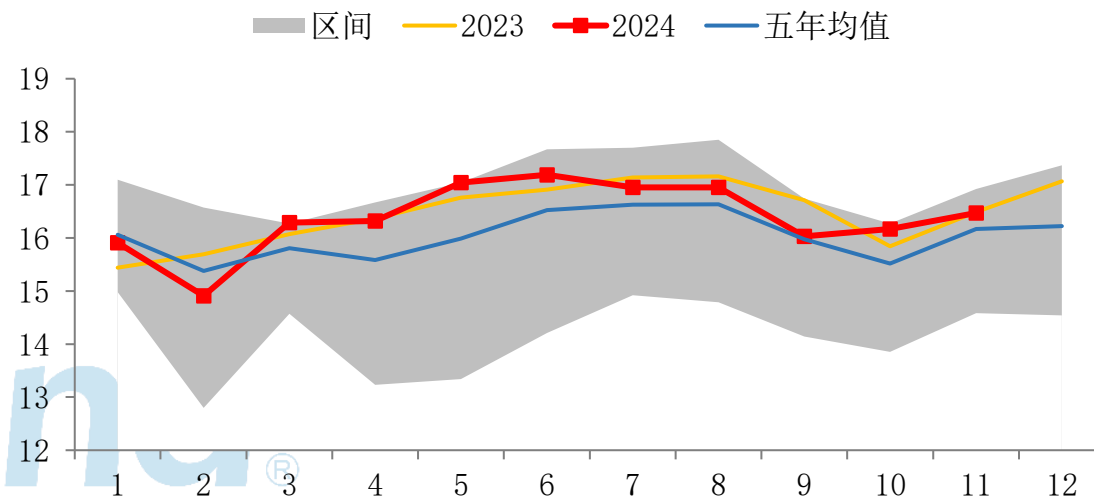


外盘成品油裂解不及前两年，成品油需求相对稳定，2024年美国 and 欧洲炼厂原油加工量与2023年水平接近。

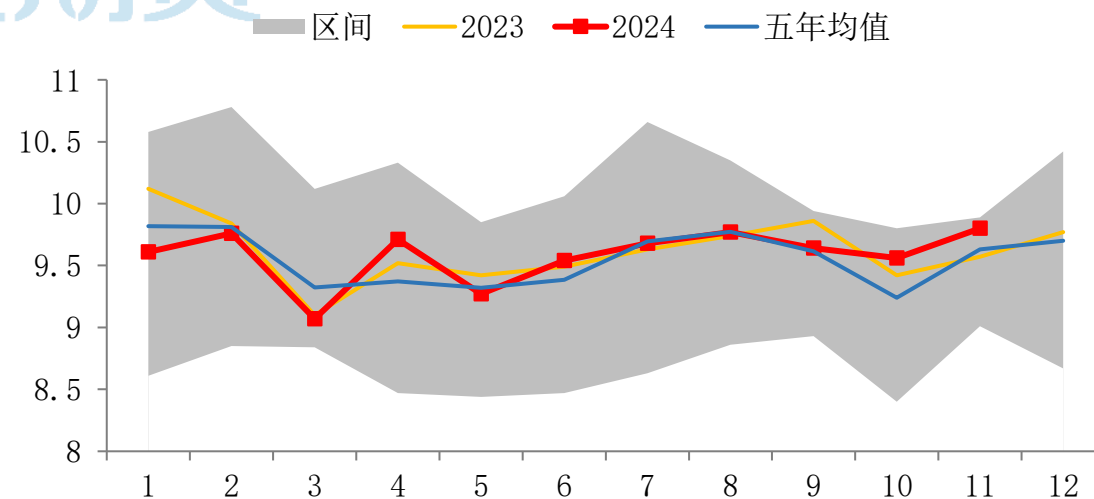
外盘成品油裂解价差（美元/桶）



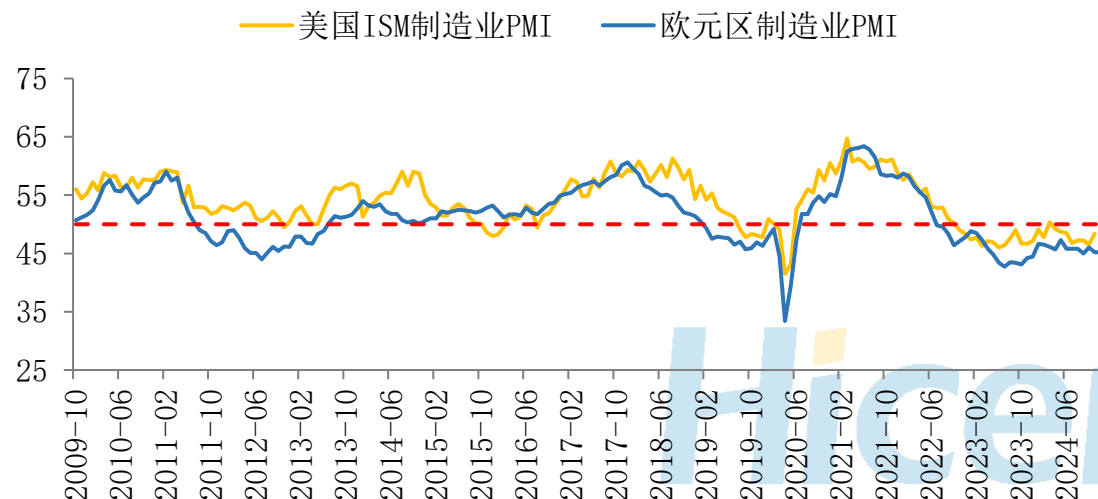
美国炼油厂加工量（百万桶/天）



欧洲十六国炼油厂加工量（百万桶/天）

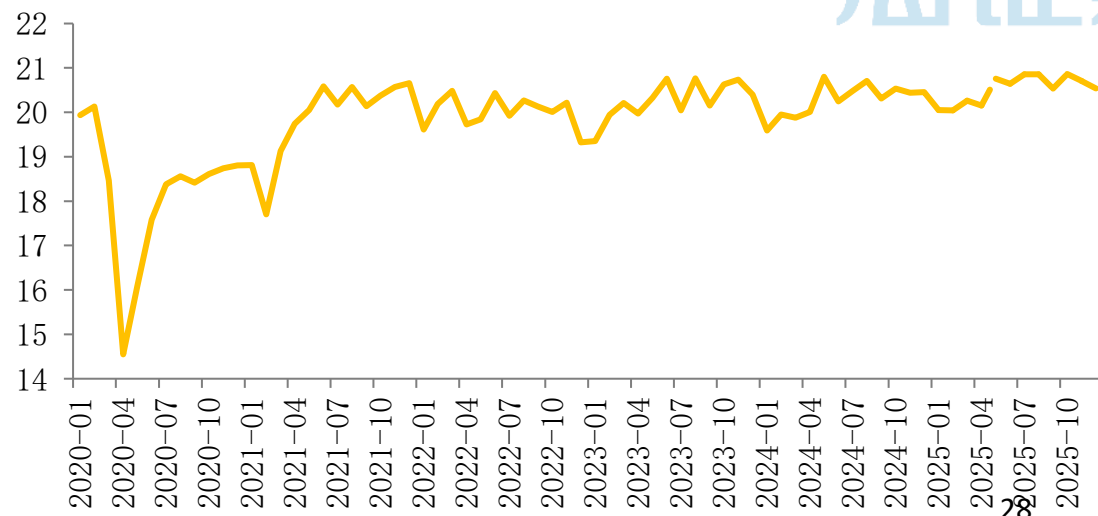


## 欧美制造业PMI

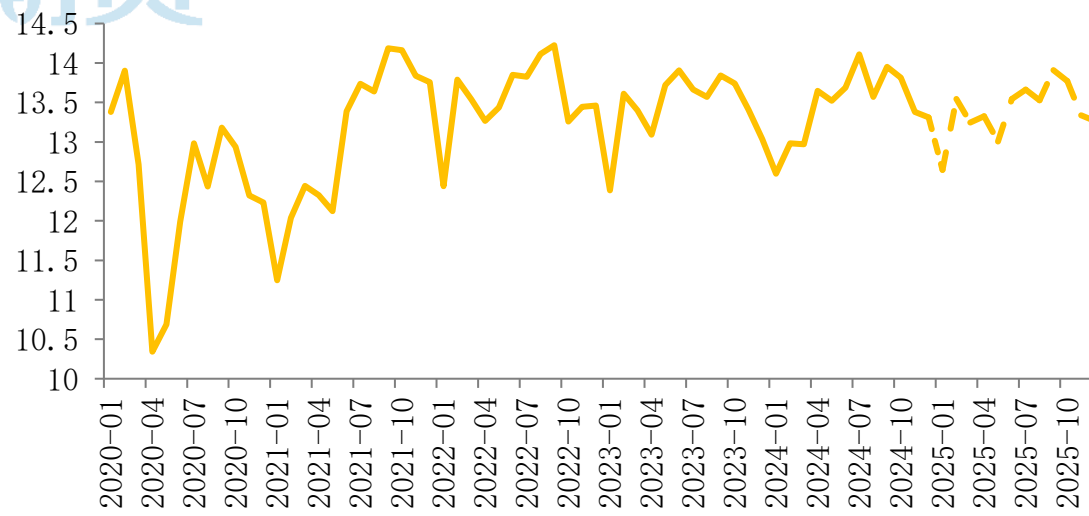


欧美制造业PMI 长期处于荣枯线下方，表现相对疲软，对应需求预期，IEA、OPEC、EIA分别预计2025年美国将增长0、0、+0.24百万桶/天至25、20.5、20.53百万桶/天，欧洲将增长-0.1、0、-0.06百万桶/天至13.4、13.5、13.4百万桶/天。

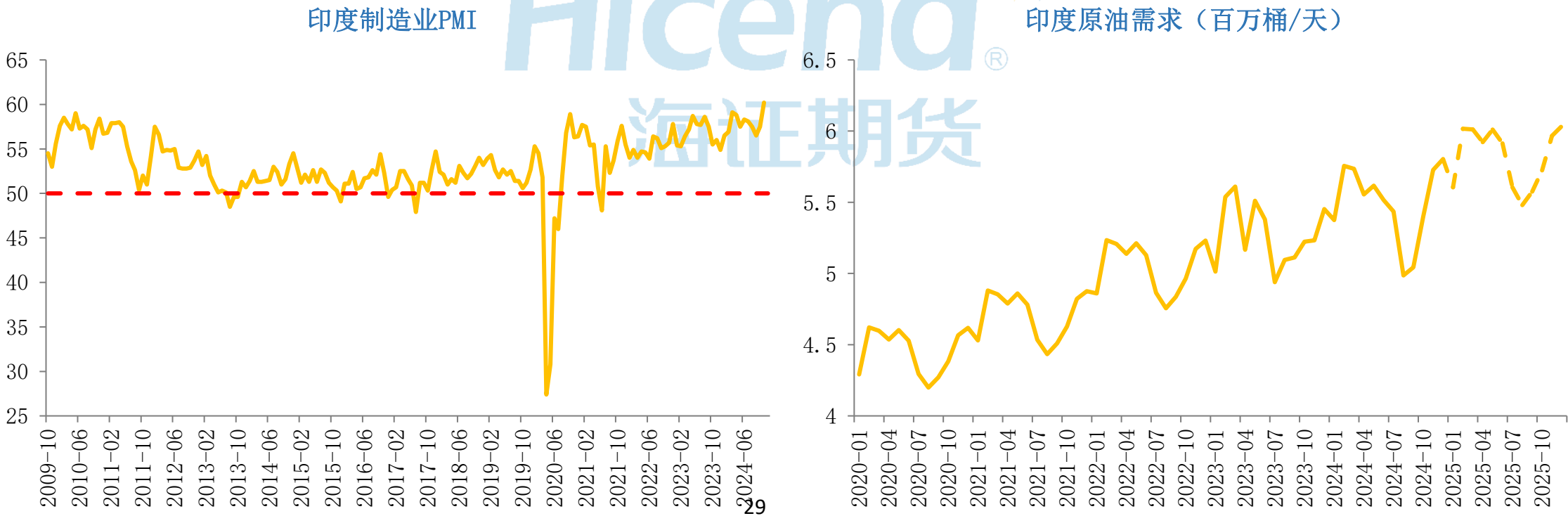
## 美国原油需求（百万桶/天）



## 欧洲原油需求（百万桶/天）

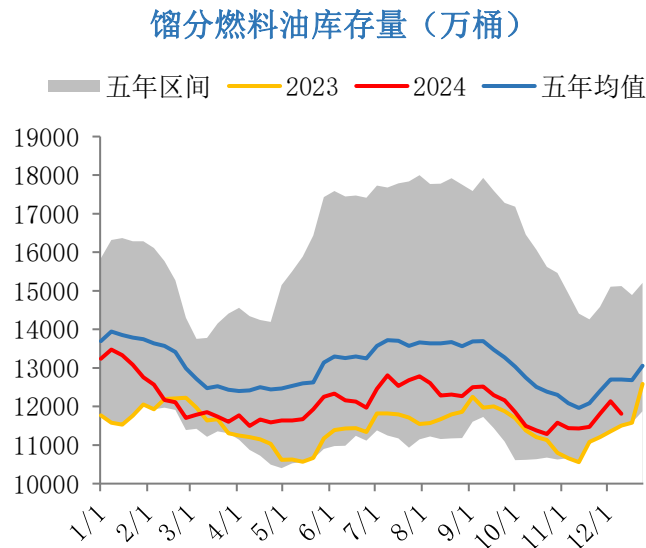
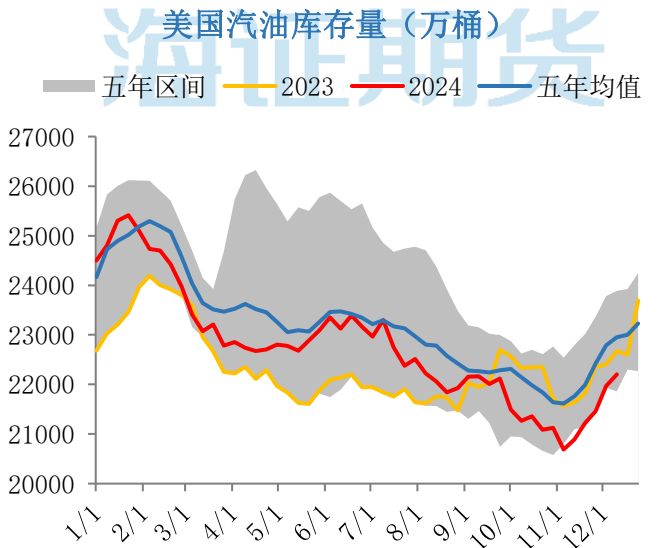
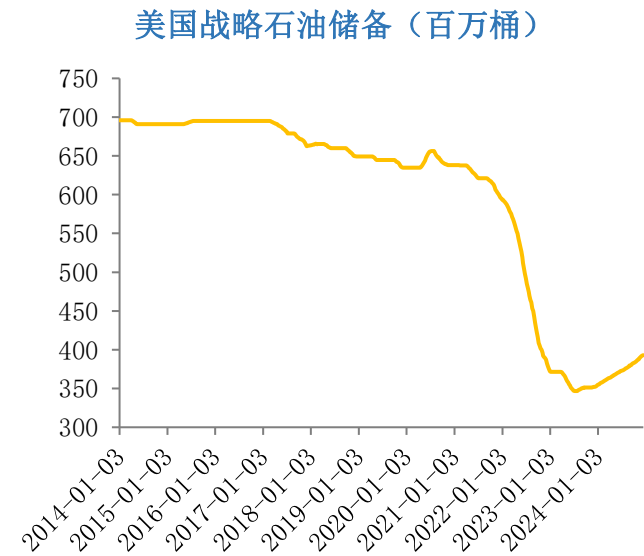
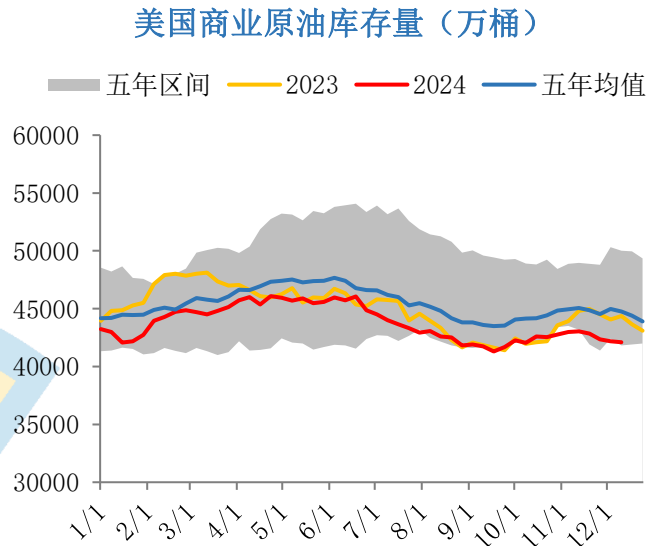
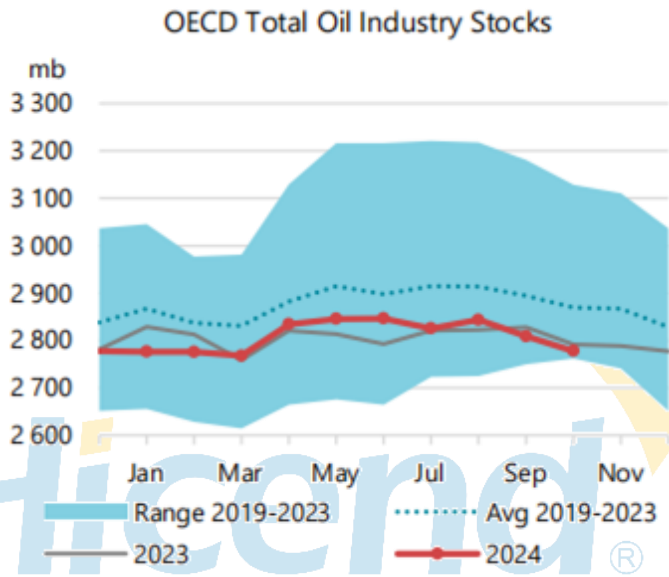
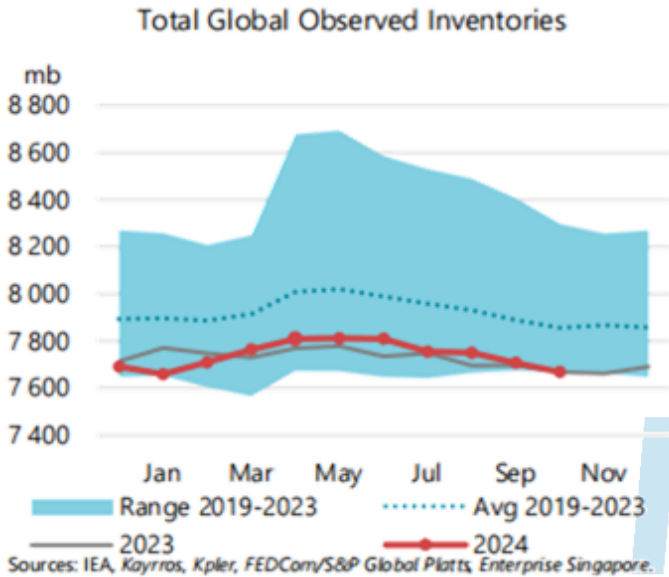


印度原油需求近年来增长强劲，制造业PMI远高于荣枯线。印度内阁经济事务委员会在8月份批准了8个国家高速公路走廊项目，投资60.3亿美元。另外，印度政府正计划在机场基础设施上投资110亿美元，用于新机场建设以及对现有机场的扩建，目前印度有157个机场，到2025年将达到200个运营机场。IEA、OPEC、EIA分别预计2025年印度原油需求将增长0.217、0.2、+0.33百万桶/天至5.827、5.8、5.82百万桶/天。考虑到印度整体需求基数相较于美、中、欧等国偏低，预计对于全球原油需求的拉动相对有限。



数据来源: wind, EIA, 海证期货研究所

原油及成品油库存偏低，拜登任期的SPR回补购买已结束

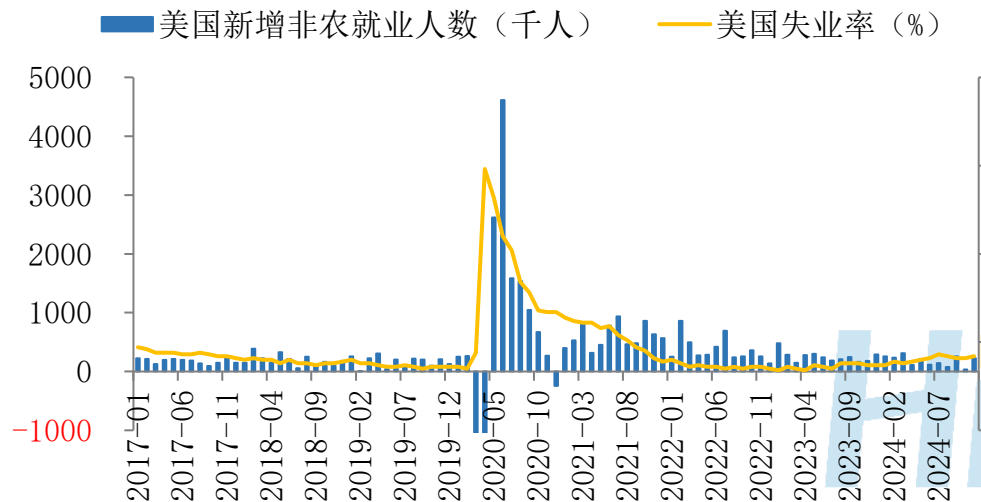


# 04

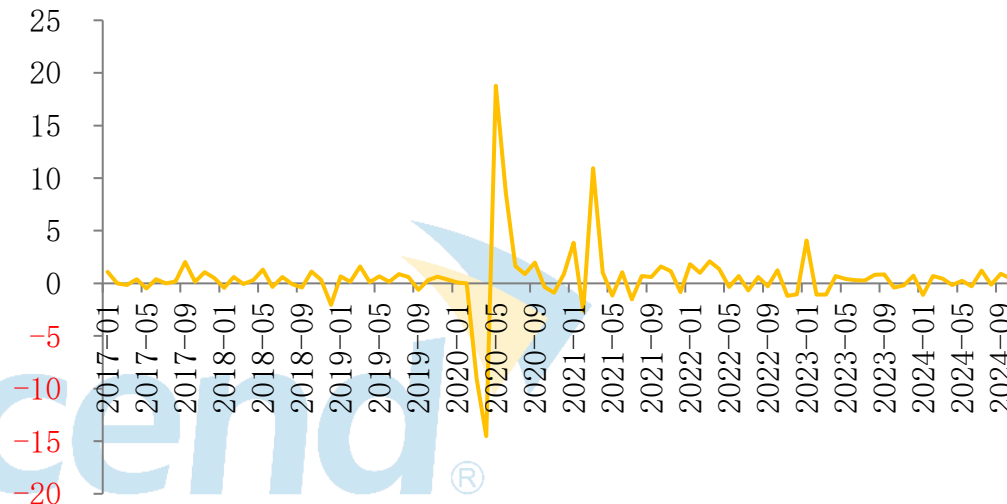
## 宏观美联储降息预期下调

# 美国宏观经济数据表现较好，通胀已降至3%以下

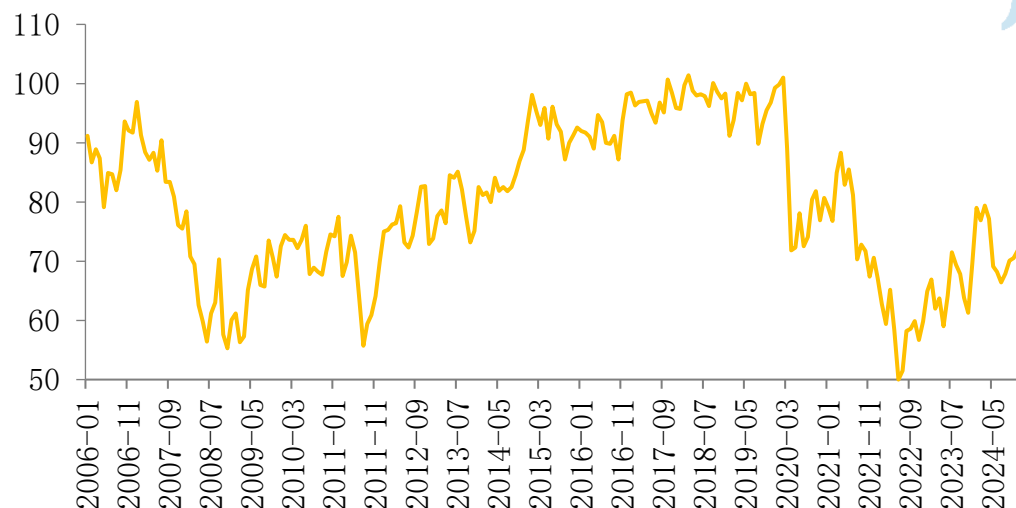
## 美国非农就业及失业率



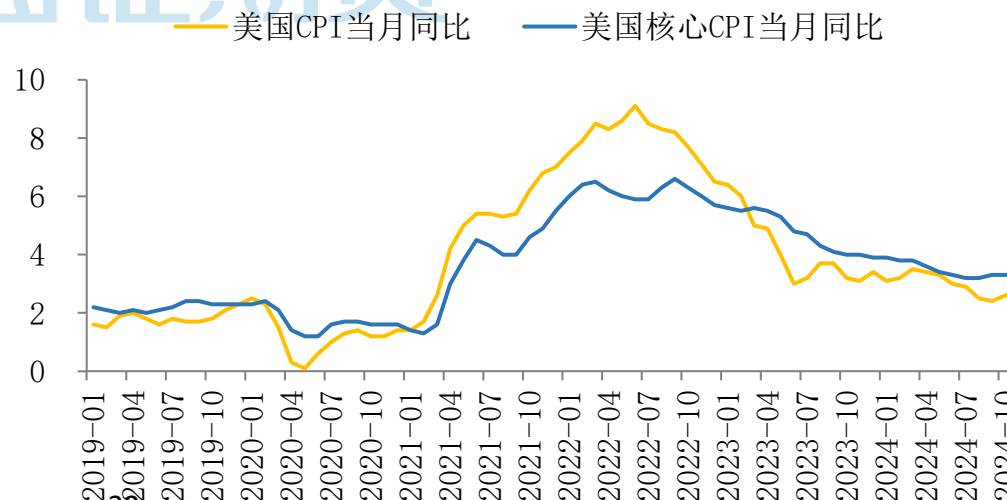
## 美国零售销售额季调环比 (%)



## 美国密歇根大学消费者信心指数



## 美国通胀 (%)



美国就业市场虽有降温，但仍表现较为强劲，消费者信心回升，零售销售数据强于市场预期，通胀已降至3%以下。

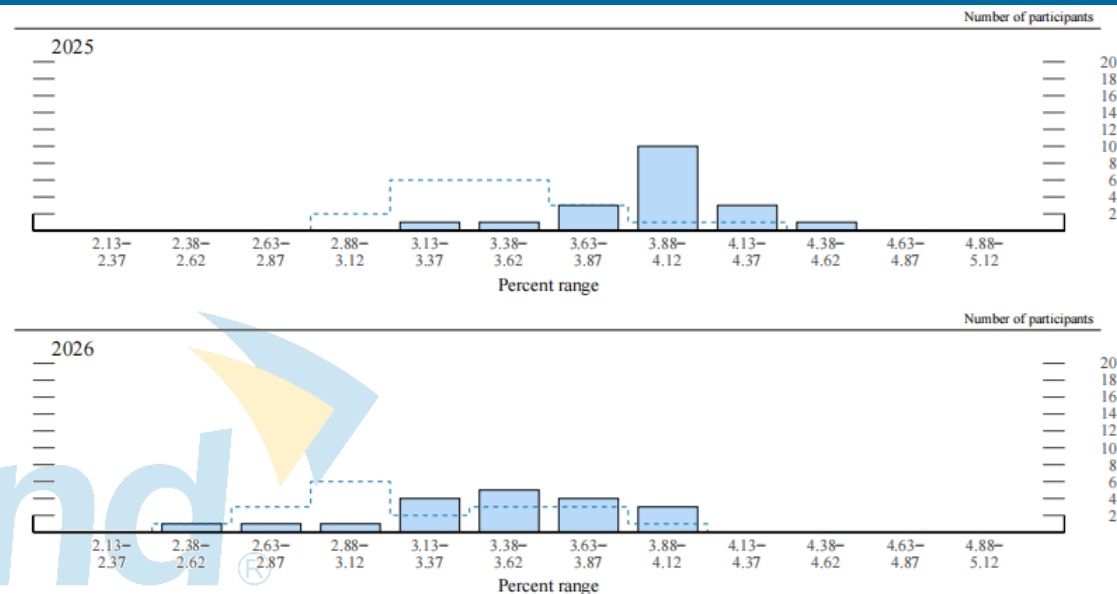
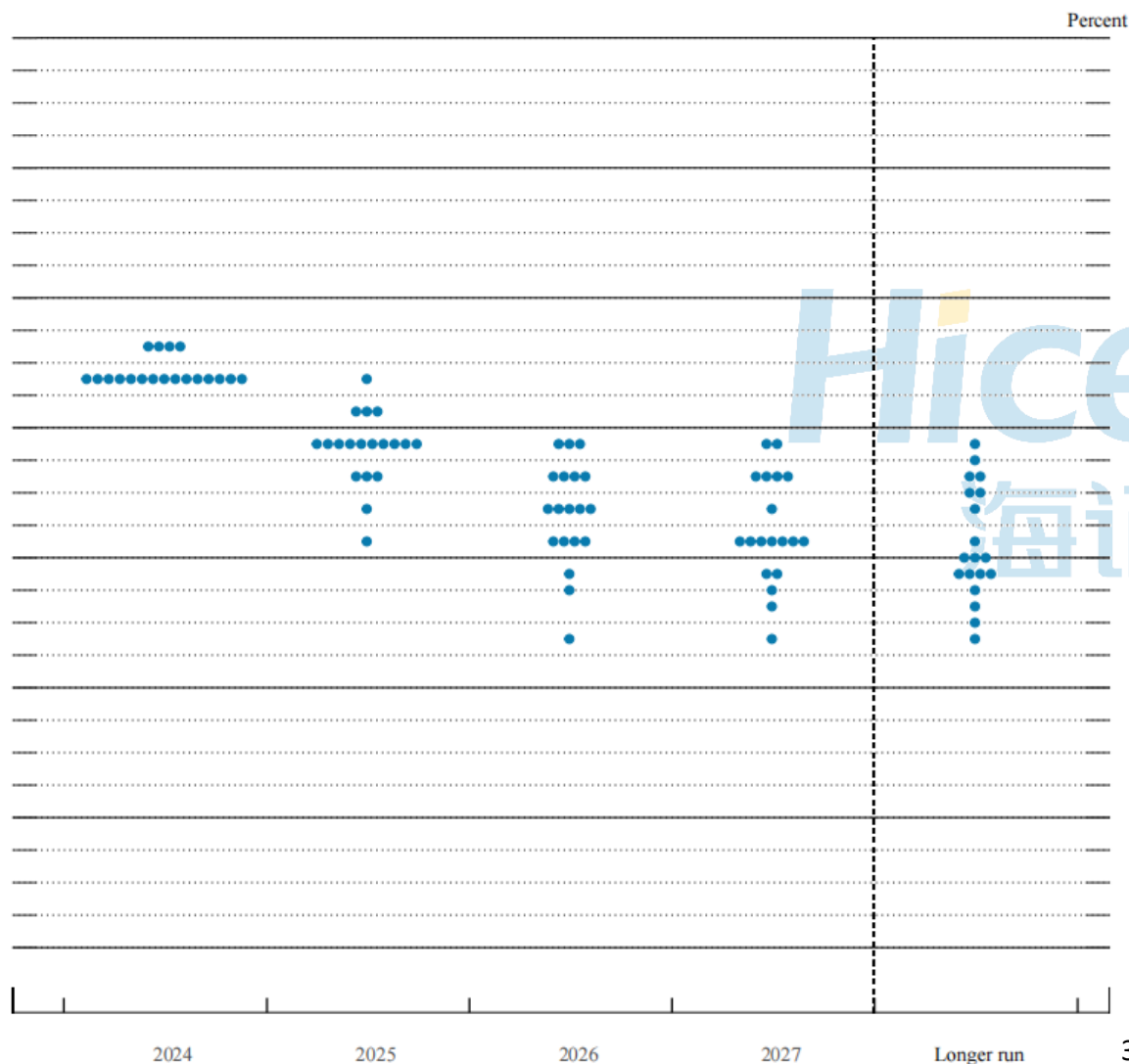


纵观今年美联储的8次利率决议，1-7月的5次会议上，维持利率不变，在9月、11月、12月分别降息50、25、25个基点，累计2024年全年已降息100个基点。

美联储2024年议息会议时间表			
	日期	内容	要点
1	1月31日	利率决议	维持5.25%-5.50%不变，重申高度关注通胀风险
2	3月20日	利率决议 + 经济展望	维持5.25%-5.50%不变，点阵图较上次偏鹰派
3	5月1日	利率决议	维持5.25%-5.50%不变，将从6月开始放缓资产负债表缩减步伐
4	6月12日	利率决议 + 经济展望	维持5.25%-5.50%不变，在适当的情况下保持利率不变
5	7月31日	利率决议	维持5.25%-5.50%不变，正逐渐接近可以降息的时机
6	9月18日	利率决议 + 经济展望	下调50个基点至4.75%-5.00%，年内还有50个基点的降息预期
7	11月7日	利率决议	下调25个基点至4.50%-4.75%，声明中有关通胀部分删除“更有信心”一词
8	12月18日	利率决议 + 经济展望	下调25个基点至4.25%-4.50%，暗示将放缓降息步伐，以修改潜在的调整
美联储2025年议息会议时间表			
1	1月29日	利率决议	
2	3月19日	利率决议 + 经济展望	
3	5月7日	利率决议	
4	6月18日	利率决议 + 经济展望	
5	7月30日	利率决议	
6	9月17日	利率决议 + 经济展望	
7	10月29日	利率决议	
8	12月10日	利率决议 + 经济展望	33

## 美联储预期2025年将降息两次，每次25个基点，并上调了利率预期中值

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



美联储预期2025年将降息两次，每次25个基点，9月份预期为降息四次，每次25个基点；美联储预期2026年将降息两次，每次25个基点，与9月份预期一致。另外，美联储上调了2025年、2026年和2027年长期联邦基金利率预期中值，分别为3.9%、3.4%和3.1%，9月预期为3.4%、2.9%和2.9%。特朗普2.0时期，预计将继续推动经济刺激政策，通胀持续下降或将受阻，因此，美联储降息幅度相对有限。

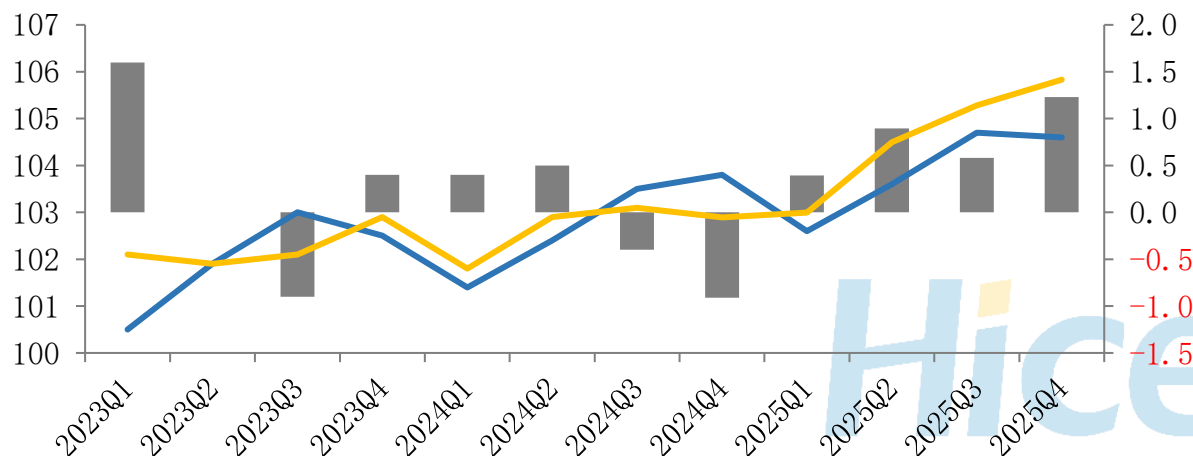
资料来源：FOMC，海证期货研究所

05

## 2025年原油供需平衡及投资建议

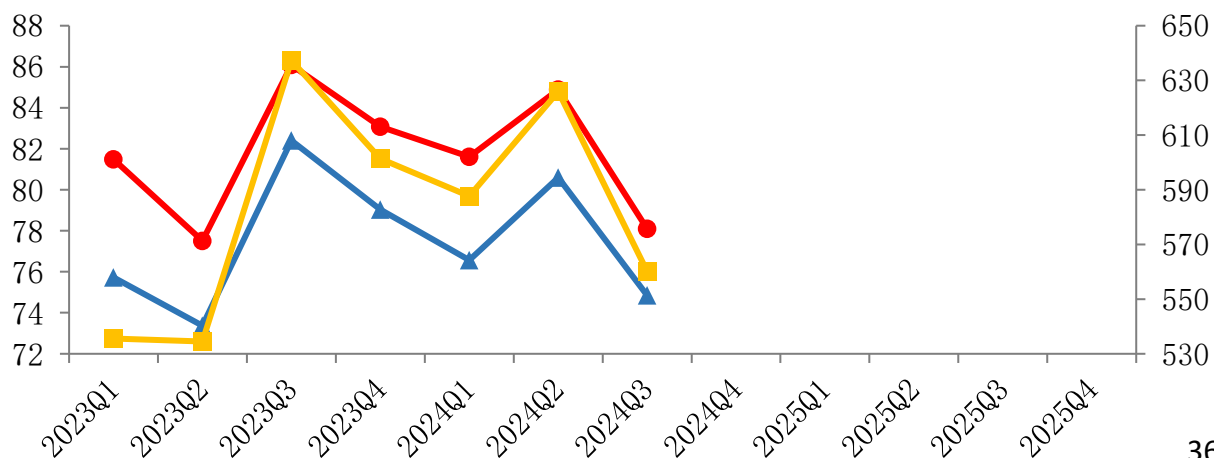
## 全球原油供需平衡（百万桶/天）

BALANCE TOTAL DEMAND TOTAL SUPPLY



## 原油主力合约价格（美元/桶，元/桶）

Brent WTI SC

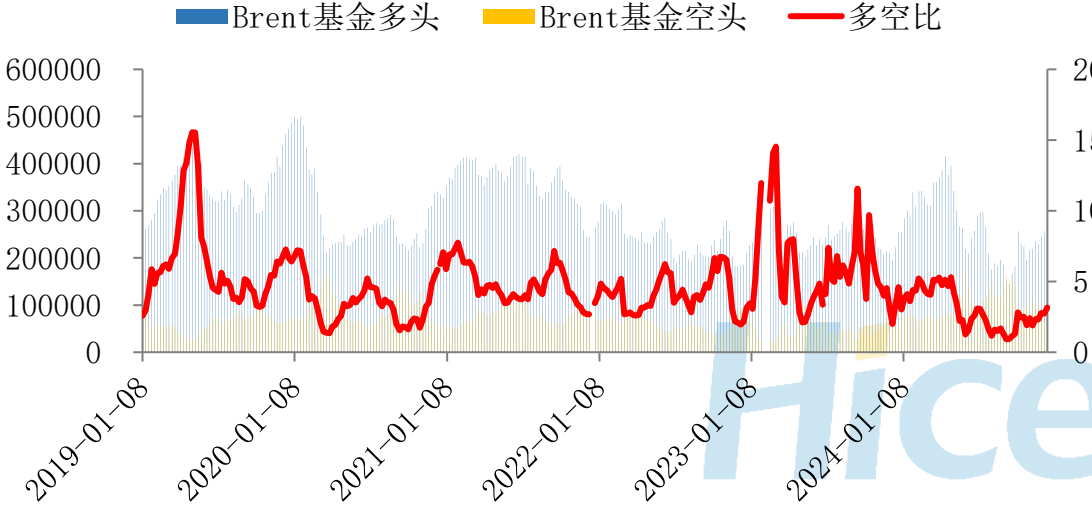


供给端OPEC+推迟增产计划至明年一季度结束，财政平衡对应高油价下，OPEC+进退两难；非OPEC+产油国贡献明年供应大部分增量，如圭亚那、巴西、挪威等；美国原油产量增幅受制于CAPEX，虽特朗普上台后有政策支持，但反应到供应的增产仍需一段时间以及长期的高油价支持。

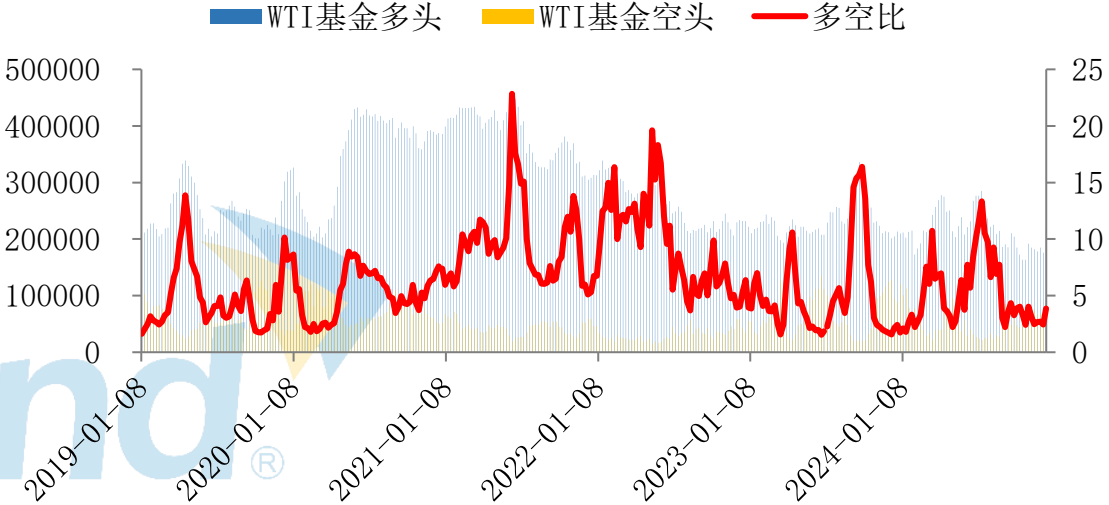
需求端国内减油增化，新能源对传统能源的替代在持续，经济刺激措施提振下，预期小幅上调；美国需求平稳小幅增长，欧洲相对表现较弱；印度需求的增长或对全球原油需求增长有所拉动，但基数较小，全球原油需求仍然疲弱。

全球原油供需平衡在需求拖累下，预计供需过剩，若OPEC+无挺价行为，则油价存在下行风险，低库存使得油价存在一定的抗跌性。

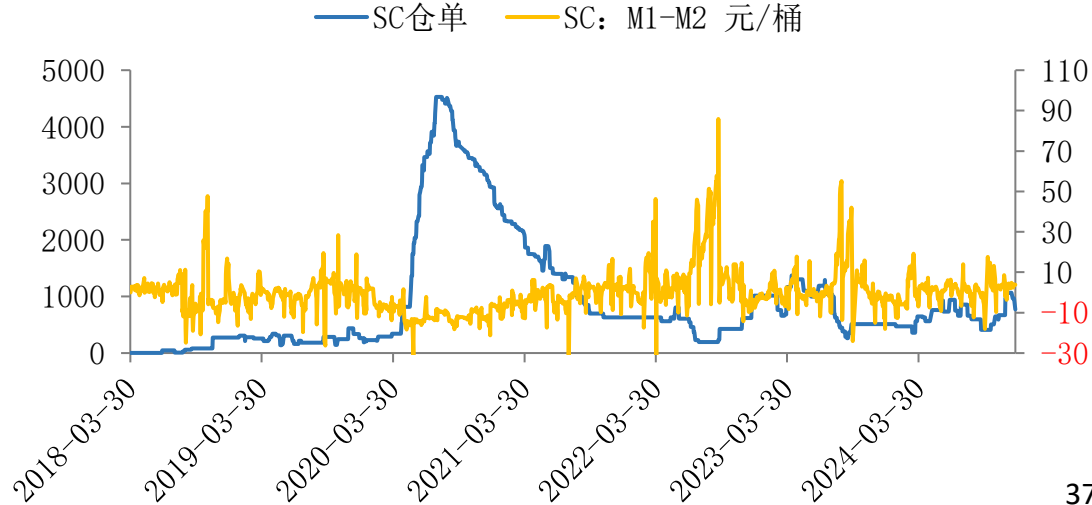
Brent管理基金多空持仓（张）



WTI管理基金多空持仓（张）



SC仓单（万桶）与月差对比



我们预计，油价中枢在供需过剩的压力下，重心下移，Brent价格55-88美元/桶，WTI价格50-85美元/桶，SC价格400-640元/桶。

风险提示：特朗普上台后政策兑现及推行顺序不确定较强；地缘风险上行风险。

**郑梦琦（交易咨询号：Z0016652）：**海证期货能化研究员，经济学硕士，专注于能源版块品种研究，覆盖品种包括原油、沥青、燃料油、低硫燃料油以及LPG，期货日报连续三年最佳工业品分析师，多次在期货日报、陆家嘴大宗商品论坛等平台发表研究报告，曾多次接受期货日报、新华财经、中国证券报、每日经济新闻等多家媒体的采访，观点被多家媒体转载。



# 未来 因您而为

### 法律声明

本报告的信息均来源于公开资料，本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。预估数据系研究员计算所得，实际产生金额可能存在偏差，以实际产生为准。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，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，需注明出处为海证期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。



# Thanks!

**海证期货有限公司**

HICEND FUTURES CO., LTD.

|全国统一客服热线| **400-880-8998**

[www.hicend.com.cn](http://www.hicend.com.cn)