

## 风波一震荡，飘流安可任

## 摘要

- 2024 年国内原油期货主力合约整体走势可以分为三个阶段：第一阶段（2024 年初至 4 月中旬）：海外降息叠加地缘冲突，偏多因素支撑国内原油期货主力合约累计上涨 26.44%；第二阶段（4 月下旬至 9 月上旬）：在弱需因素主导的背景下，国内原油期货主力合约累计下跌 27.91%；第三阶段（9 月中旬初至年末）：多空因素维持均势，国内原油期货主力合约维持区间震荡整理模式。
- 对于 2025 年而言，全球主要经济体继续大幅度降息的可能性较低。在经济强劲增长而物价上涨的通胀黏性影响下，美联储可能会更加谨慎，利率政策会更加偏向于中性策略，不再继续降息。2025 年的全球经济将处于一个相对复杂的环境中，美国逆全球化政策实行或对经济产生负面拖累。预计 2025 年，我国将继续实施积极的逆周期调节政策以增强中国经济的韧性，这有望成为大宗商品期货市场的“助推器”。2025 年中国 GDP 增速 5%左右或仍是努力目标。
- 2025 年，全球原油供给预计或将有所回升，主要增量将来自 OPEC+ 产量的恢复以及美国页岩油产出的增长。而美国贸易保护政策可能加大全球贸易摩擦，削弱经济增长，对原油需求预期产生不利影响。此外，向清洁能源技术的过渡也会影响发达市场的需求增长率。预计 2025 年全球原油供应将出现大约 130 万桶/日的过剩。值得关注的是，特朗普上台可能令美国对伊朗及委内瑞拉的制裁加码，尤其是伊朗供给回升将再度面临阻碍。特殊情形下，若美国加大对伊朗、委内瑞拉等主要产油国的制裁，2025 年全球原油供给增量将受限。此外，2025 年地缘因素依然存在较大的不确定性，巴以冲突以及俄乌冲突是否会进一步升级或在短期内对油价形成脉冲式刺激。
- 整体来看，2025 年全球原油消费增速放缓预期相对确定，原油市场供需平衡的主导主要在于供给端以及阶段性地缘风险干扰。在基准情形下，2025 年的原油市场预计将在一定程度上面临供过于求的局面，这可能导致原油期货价格重心下移。在中东地缘冲突加剧、俄乌战争持续化以及伊朗及委内瑞拉原油供给下降的特殊情形下，可能给油价带来溢价回升。2025 年国内外原油期货价格料维持宽幅震荡格局，全年油价波动率依然较大。

（仅供参考，不构成任何投资建议）



## 宝城期货研究所

姓名：能源化工团队

宝城期货投资咨询部

从业资格证号：F0251793

投资咨询证号：Z0001617

电话：0571-87006873

邮箱：chendong@bcqhgs.com

报告日期：2024 年 12 月 19 日

## 作者声明

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，期货投资咨询资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人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。

## 目录

1 2024 年国内外原油走势回顾 .....	5
2 2025 年国内外宏观形势展望 .....	6
2.1 逆全球化加剧 美联储将走向中性利率 .....	6
2.2 逆周期调节加码 我国经济将继续高质量发展 .....	10
3 2025 年全球原油供需基本面展望 .....	14
3.1 全球原油供给预计将有所回升 .....	14
3.2 全球原油需求增速或继续放缓 .....	15
3.3 地缘局势依然充满复杂性和不确定性 .....	20
3.4 我国原油产量和进口量或面临考验 .....	24
3.5 欧美原油非商业净多头寸或震荡回落 .....	25
4 总结 .....	27

## 图表目录

图 1 国内原油期货主力合约走势图 .....	6
图 2 美国 WTI 原油期货连续合约走势图 .....	6
图 3 布伦特原油期货连续合约走势图 .....	6
图 4 原油基差走势图 .....	6
图 5 欧美制造业 PMI 走势图 .....	9
图 6 美国 10 年期和 2 年期国债收益率走势图 .....	9
图 7 美联储 12 月议息会议利率点阵图 .....	9
图 8 美联储未来几次会议降息概率 .....	9
图 9 美国非农就业人数走势图 .....	9
图 10 美国失业率走势图 .....	9
图 11 美国 CPI 同比增速走势图 .....	10
图 12 美国 PPI 同比增速走势图 .....	10
表 1 2022-2024 年中国政府工作报告主要数字及预期目标 .....	12
图 13 2019-2023 年我国季度 GDP 增速 .....	12
图 14 我国官方和财新制造业 PMI 走势图 .....	12
图 15 我国工业增加值月度同比走势图 (%) .....	13
图 16 我国固定资产投资完成额增速走势图 (%) .....	13
图 17 我国房地产开发投资增速走势图 (%) .....	13
图 18 社会零售额增速走势图 (%) .....	13
图 19 国内 M1 和 M2 同比增速走势图 .....	13
图 20 我国月度社会融资规模走势图 .....	13
图 21 国内 CPI 和 PPI 同比增速走势图 .....	14
图 22 我国发电量及同比增速走势图 .....	14
图 23 OPEC 原油产量月度走势图 .....	17
图 24 沙特原油产量月度走势图 .....	17
图 25 伊朗原油产量月度走势图 .....	17
图 26 委内瑞拉原油产量月度走势图 .....	17
图 27 伊拉克原油产量月度走势图 .....	17
图 28 阿联酋原油产量月度走势图 .....	17
图 29 美国原油产量走势图 (千桶/日) .....	18
图 30 美国活跃石油钻井平台数量走势图 .....	18
图 31 科威特原油产量月度走势图 .....	18

图 32 全球主要产油国原油生产成本对比图 .....	18
表 1 2019-2024 年全球原油年度供需平衡表 .....	20
图 33 2014-2023 年美国炼油厂产能利用率走势图 .....	20
图 34 2013-2023 年美国商业原油周度库存走势图 .....	20
图 35 2014-2023 年美国战略石油储备库存量 (千桶) .....	21
图 36 2005-2023 年美国库欣地区原油库存量走势图 (千桶) .....	21
图 37 2024 年 10 月以后俄乌冲突趋于复杂化 .....	23
图 38 中东巴以冲突不断或诱发产油区潜在风险 .....	23
图 39 中东地区富含大量的石油天然气资源 .....	23
图 40 红海和曼德海峡地理位置图 .....	23
图 41 霍尔木兹海峡扼守波斯湾产油区 .....	23
图 42 沙特产油设施分布以及出口港口分布图 .....	25
图 43 国内规模以上工业原油产量月度走势图 .....	25
图 44 中国规模以上工业原油加工量月度走势图 .....	25
图 45 中国原油进口月度走势图 .....	25
图 46 中国原油月度进口量走势图 .....	25
图 47 WTI 原油期货基金持仓情况走势图 .....	26
图 48 布伦特原油期货基金持仓情况走势图 .....	26
图 49 布伦特-WTI 原油期货价差走势图 .....	27
表 3 2021-2025 年全球原油季度供需平衡表 (单位: 万桶/天) .....	28
图 50 2021-2025 年全球原油季度供需平衡推算图 .....	28

## 1 2024 年国内外原油走势回顾

岁月如梭，2024 年国内原油期货市场度过了不平凡的一年。回顾过去一年国内外原油期货价格走势，总体可以归纳为以下一句话：国内外原油期货价格呈现先扬后抑筑底震荡企稳的走势。“宽幅震荡”和“重心小幅下移”成为 2024 年国内外原油期货主力合约运行的关键词。

步入 2024 年以来，欧美通胀压力持续回落，欧洲央行率先在上半年实施降息措施，随后其他西方国家纷纷效仿。在美国经济下行压力增大而通胀逼近 2% 的目标水平，9 月美联储也开始采取降息举措，11 月延续降息周期。不过特朗普当选下一届美国总统，使得 2025 年宏观预期不确定性增强，美联储降息节奏放缓，国际原油期货市场价格偏好降低。与此同时，OPEC+ 产油国减产政策步入尾声，增产周期到来，而全球经济需求疲弱，原油消费前景转向黯淡，供需结构迎来过剩危机，令原油产业因子乏力。随着 2025 年特朗普履行美国总统职责，中东和俄乌冲突地缘因素或减弱，原油地缘溢价将显著被削弱。

由此可以分为三个阶段：第一阶段（2024 年初至 4 月中旬）：随着欧美通胀压力持续回落，欧洲央行率先在上半年实施降息措施，随后其他西方国家纷纷效仿。在美国经济下行压力增大而通胀逼近 2% 的目标水平，美联储降息预期大幅增加。同时俄乌冲突和巴以冲突升级，地缘溢价优势凸显，国内外原油期货价格受到支撑，稳步上涨。其中国内原油期货主力合约期价自 540 元/桶一线稳步上涨至 682.8 元/桶，累计涨幅达 26.44%。

第二阶段（4 月下旬至 9 月上旬）：随着欧洲央行兑现降息预期，宏观利多有所消化。同时国际能源三大机构看弱 2024-2025 年全球原油需求预期，消费潜力不断被调降，打压原油市场看涨信心，油市转入震荡回落的走势。这期间，国内原油期货主力合约期价自 682.8 元/桶高点稳步回落至 492.2 元/桶，累计跌幅达 27.91%。

第三阶段（9 月中旬初至年末）：美联储在 9 月迎来超常规降息，同时中国出台一系列利好政策，宏观预期转向偏多氛围，叠加中东巴以冲突升级，提振国内外原油期货价格大幅走强。不过随着特朗普当选下一届美国总统，使得 2025 年宏观预期不确定性增强，美联储降息节奏放缓，国际原油期货市场价格偏好降低。国内外原油期货价格冲高乏力，转入震荡筑底企稳的走势。其中国内原油期货主力合约维持在 510-570 元/桶区间运行。

随着未来油市新的供需博弈逻辑登场，我们认为，2025 年国内外原油期货市场将开启新的行情。

图1 国内原油期货主力合约走势图



数据来源：博易大师、宝城期货研究所

图2 美国WTI原油期货连续合约走势图



数据来源：博易大师、宝城期货研究所

图3 布伦特原油期货连续合约走势图



数据来源：博易大师、宝城期货研究所

图4 原油基差走势图



数据来源：宝城期货研究所

## 2 2025 年国内外宏观形势展望

### 2.1 逆全球化加剧 美联储将走向中性利率

始于疫情的本轮欧美通胀周期在经历一年半的全球高利率政策压制下，终于迎来落幕。回顾 2024 年，虽然全球高通胀局面得到扭转，但是欧美经济衰退程度逐渐加深。在欧美经济持续疲弱，而通胀水平进一步下降的背景下，欧洲央行和美联储陆续按下降息“按钮”。据显示，欧洲央行自 2024 年 6 月初开启降息周期以来，2024 年已累计降息 3 次，且为支撑经济继续降息的可能性较大。美联储在 2024 年 9 月时隔四年来首次启动宽松周期后，连续三次降息，

分别为 9 月降息 50 个基点，11 月降息 25 个基点，12 月再降 25 个基点，年内累计降息达 100 个基点。

我们认为，2024 年 9 月以来欧洲央行和美联储连续降息措施主要出于通胀水平的显著回落，但对于 2025 年而言，继续大幅度降息的可能性较低。一方面，欧美国家通胀水平再度下行的空间较为有限，2024 年四季度已然出现止跌企稳的迹象。据显示，2024 年 11 月份欧元区的通胀率达 2.3%，较 10 月份环比上升 0.3 个百分点。同时 2024 年 11 月美国通胀增速达到 2.7%，核心 CPI 同比上升 3.3%。这两项指标都与市场预期相符，显示出美国通胀形势正逐步趋于稳定。另一方面，据 2024 年 12 月初美联储在其最新公布的《褐皮书》报告中表示，在经历了此前数月几乎没有变化后，11 月美国经济活动略有增长。尽管经济活动的增长总体上很小，但大多数地区和行业的增长预期都温和上升。企业对未来需求表现出更高的乐观情绪，与此同时，消费者支出总体保持稳定。就业水平持平、或仅仅略微增长。美联储还没有实现降低通胀的目标，但仍然在取得通胀下行的进展。从就业数据看，美国的就业形势良好，但低收入阶层面临压力。2024 年 11 月的美国经济形势比美联储 9 月开始降息时要好。这种形势意味着，美联储可以更缓慢地降息。在经济强劲增长、物价上涨的通胀略有黏性时，美联储可能会更加谨慎。随着时间的推移，美联储的政策利率会更加中性。美联储可以保持耐心，可以谨慎地迈向中性利率。据美联储最新点阵图显示，预计 2025 年将降息 50 个基点至 3.9%，2026 年将再降息 50 个基点至 3.4%。美联储的政策立场已经显著放松，并且在进一步考虑利率调整时将更加谨慎。美联储正接近放缓降息的时刻，进入一个新的利率调整阶段，而未来的降息决策将基于经济数据的变化。

随着特朗普当选下一届美国总统后，或率先收紧移民政策并开始遣返非法移民，2025 年二季度或针对中国甚至全球加征更多关税，四季度完成延长减税立法促进投资和消费，美国消费端通胀将很难完全降至 2% 的目标水平，叠加多位美联储官员支持渐进式降息，我们预期美联储 2025 年上半年或仅降息 1 次且时间已经由 3 月推迟至 4 月。此外，特朗普政府任命马斯克负责政府效率部，其计划在 2026 年 7 月 4 日（美国建国 250 周年）时将美国联邦机构从 428 个压缩至 99 个，联邦财政预算支出或削减 2 万亿美元。但因马斯克不需要通过国会正式任命，所以职位也仅相当于总统顾问。从历史来看，1994—1997 年，克林顿担任美国总统期间曾发起“政府再造运动”，减少联邦雇员 24 万人，年均降幅为 2%。目前美国联邦政府雇员数量约为 300 万人，按照年均降幅 2% 来计算，每年或减少 6 万人，平均到一个月减少约 5000 人，相较每个月新增非农就业人数平均值 15 万人来看，影响较小。

展望 2025 年，我们认为，随着美国特朗普政策当政，逆全球化程度可能加剧，由此导致全球经济发展的主线仍可能是弱复苏。全球经贸、国际政治、美国国内政策等多方面的转向与变化，可能给大宗商品期货等金融市场带来更大的不确定性。首先、美国或有望迎来制造业的“弱补库”和实体经济“弱复苏”，

叠加高技术服务业的强韧，这对美股和美元可能仍是支撑，美债短期可能偏弱震荡。其次、美联储大幅降息或以美国大幅削减赤字为前提。“降息路径收窄”的预期在市场中形成较强共识，预计到 2025 年底，美国联邦基金目标利率或降至 4%—4.25% 区间。核心通胀进一步下行存在阻力，超级核心通胀同比或将抬头，CPI 房租可能会见底回升。预计 2025 年美国 GDP 或将达到 2.5% 或更高，失业率维持在 4%—4.25% 之间。美国通胀粘性正迫使美联储在 2025 年考虑“靠边站”，不再继续降息。

而在欧洲经济方面，由于地缘政治冲突扰动，欧洲经济较美国更为脆弱，其经济付出的代价也不可低估。欧央行面临的滞胀乃至衰退风险似在抬升，欧元、欧股、欧债均可能偏弱震荡。此外，日本经济增长和货币政策仍在向正常化迈进，日央行加息可能是一个长期趋势，随着日央行加息节奏明朗，日元、日股或有望偏强震荡。

总体而言，2025 年的全球经济将处于一个相对复杂的环境中，各国需要应对不同的经济挑战。美国逆全球化政策实行或对经济产生负面拖累，中国将继续实施积极的逆周期调节政策，同时推进市场化改革以避免潜在的经济陷阱。

图5 欧美制造业 PMI 走势图



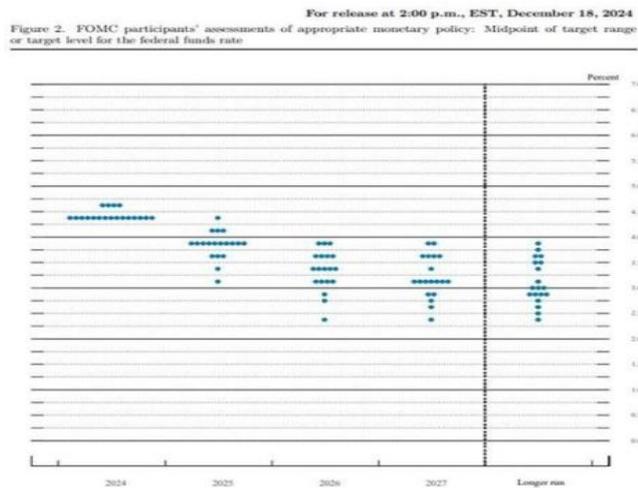
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图6 美国 10 年期和 2 年期国债收益率



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图7 美联储 12 月议息会议利率点阵图



数据来源：美联储

图8 美联储联邦基金利率走势图

CME FEDWATCH TOOL - AGGREGATED MEETING PROBABILITIES				
MEETING DATE	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/12/18	0.00%	0.00%	97.13%	2.87%
2025/1/29	0.00%	14.23%	85.77%	0.00%
2025/3/19	0.00%	72.23%	27.77%	0.00%
2025/5/7	0.00%	94.63%	5.37%	0.00%
2025/6/18	33.63%	66.37%	0.00%	0.00%
2025/7/30	52.23%	47.77%	0.00%	0.00%
2025/9/17	75.40%	24.60%	0.00%	0.00%
2025/10/29	88.23%	11.77%	0.00%	0.00%
2025/12/10	98.56%	1.44%	0.00%	0.00%

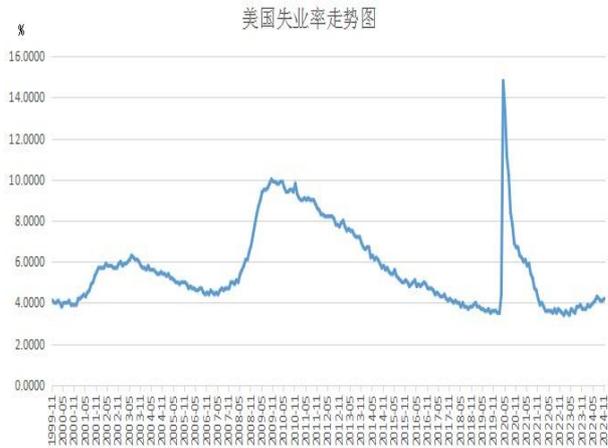
数据来源：美联储

图9 美国非农就业人数走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图10 美国失业率走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 11 美国 CPI 同比增速走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 12 美国 PPI 同比增速走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

## 2.2 逆周期调节加码 我国经济将继续高质量发展

2024 年以来，贸易摩擦、地缘政治冲突、逆全球化等不确定性影响因素犹存。我国经济着力长远，坚持高质量发展。面对内外部环境变化，我国推出一系列政策措施，为经济长期稳定发展打下坚实基础。国家出台政策“组合拳”的核心诉求是稳定资产价格，修复实体部门资产负债表，以激活财富效应。首先，稳定房地产、股票等资产价格，修复居民部门资产负债表，有利于改善居民预期，激活财富效应；其次，直接加大对居民部门的财政支持力度，已有的政策涉及消费品以旧换新、针对低收入群体的定向现金补助、各地因地制宜发行的消费券，未来在生育、养老、教育等领域或进一步推出支持政策，推动财政职能从投资型转向消费型。随着 2024 年一揽子政策持续释放，国内经济增长潜力不断激发，总体呈现向上趋势并有望延续。

2024 年，中国经济总体平稳运行，全年呈现“V”字型走势。前三季度经济景气逐季走弱，9 月份以来，一揽子稳经济增量政策加力推出，诸多领域出现积极变化。当前经济回升基础仍在夯实过程中，房地产市场、内需筑底回升。经济增速方面，2024 年一季度 GDP 同比增长 5.3%，二季度增长 4.7%，三季度增长 4.6%。预计四季度 GDP 增速为 5.40%。初步预计，2024 年 GDP 增长 5%左右。整体来看，2024 年我国经济景气水平稳中有缓，回升向好基础仍需巩固。全年 5%左右的 GDP 增长目标有望实现，但当前企业经营仍有压力，PPI 低迷拖累企业盈利，且明年出口可能承压，因此促内需政策加码的必要性提高，进而才能够有效对冲出口回落对经济的负面影响。12 月中共中央政治局会议和中央经济工作会议会对 2025 年宏观政策进行定调，整体基调会较为积极。

从领先指标来看，2024 年我国官方制造业 PMI 指数均值低于 50 荣枯线水平，而财新制造业 PMI 指数则略高于 50 荣枯线水平。据统计，2024 年 11 月我

国制造业采购经理指数 (PMI) 为 50.3%，1-11 月均值为 49.75。与此同时，2024 年 11 月财新中国制造业 PMI 录得 51.5，1-11 月均值为 50.82。三大投资中，制造业投资仍将保持较快增长，基建投资在超长期特别国债和地方政府专项债增额之下，仍将成为支撑经济增长的重要力量，房地产投资虽或仍是负增长，但降幅将有所收敛。投资方面，国内外补库及“两新”政策对制造业起到积极带动作用，考虑到贸易冲击后，乐观估计制造业投资达到 8% 左右。2025 年在科技和内需的主线下，预计下游制造和中游高技术及设备更新改造相关制造业有望实现加速增长。积极财政继续加力，专项债和超长债发行有望加码，虽然专项债中化债和收储会占用一定新增限额，但总体来看，基建投资仍是政府投资的主要选项，预计 2025 年基建投资仍有加速之势，全年广义基建投资增速有望达 9% 左右。在供需两端政策的共同发力下，叠加低基数，房地产投资增速有望收敛至 -3% 左右，对经济增长拖累减轻；内需方面，“两新”政策或进一步加量扩面，社消总额增速或回升至 5% 左右，进口增速有望实现 2% 左右的增长，CPI 同比增速回升至 1—1.5%；外需方面，出口总体冲击可控，可能出现的抢出口对全年出口增速有所支撑，预计全年增速或为 3% 左右。

展望 2025 年，我国逆周期政策调节有望加码，扩张型刺激与风险防控并举，财政政策将更加给力，预计全年预算赤字率有望达到 3.5% 左右，新增专项债限额增至 4 万亿元左右，用作资本金比例进一步扩大，超长期特别国债发行规模也有望超过 1 万亿元，重点支持“两重”领域，地方化债持续推进；货币政策将坚持支持性立场，2025 年上半年或是政府债发行高峰，目前国内物价仍处于低位，明年降准降息仍有可能。配合国内经济刺激支撑，应对外需冲击，以及人民币国际化的多重目标下货币政策总体保持宽松，同时会综合考虑阶段性的汇率影响。国内的关键在于政策预期转向，财政政策发力基调明确，货币政策坚定坚持支持性的货币政策立场，2025 年或还有 50-75bp 的降准空间，20-30bp 的降息空间，关税扰动来看，目前汇率变化反应情绪影响，后续将面临调整，关税具体细节落地后可能再度面临贬值压力，但三层因素或使得关税扰动压力有限。

预计 2025 年，我国还将出台更多增量政策以增强中国经济的韧性，这有望成为大宗商品期货市场的“助推器”。未来宏观政策要把短期稳增长和中长期促改革紧密结合起来，积极应对外部不确定性，巩固经济内生增长动力。在海外通胀整体趋于回落的背景下，全球流动性进入共振宽松周期，国内宏观流动性或将保持合理充裕，权益市场微观流动性方面也有望获得持续流入。从内部看，增量政策实施以及未来加力空间将成为经济回升的关键。从外部看，特朗普上台后对华关税政策调整将对中国出口造成影响。中国经济拥有极强韧性，2025 年 GDP 增速 5% 左右或仍是努力目标，其中消费和投资速度将继续加快。

表 1 2022-2024 年中国政府工作报告主要数字及预期目标

2022-2024年政府工作报告主要数字及预期目标					
指标	2022年		2023年		2024年
	计划指标	实际完成	计划指标	实际完成	计划指标
GDP增速	5.5%左右	3%	5%左右	5.2%	5%左右
CPI增速	3%左右	2%	3%左右	0.2%	3%左右
新增就业	1100万人以上	1206万人	1200万左右	1244万人	1200万以上
城镇调查失业率	5.5%以内	5.5%	5.5%左右	5.2%	5.5%左右
财政赤字		3.37万亿	3.88万亿元	4.88万亿元	4.06万亿元
赤字率	2.8%左右	2.80%	3%	3.87%	3%
M2 增速	货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配	11.8%	货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配	社融规模9.5%	货币供应量和社融规模增速与名义经济增速基本匹配
外贸出口(人民币)	保稳提质	10.5%	促稳提质	0.6%	
单位能耗下降	“十四五”规划期内统筹考核,并留有适当弹性	0.1%	继续下降	0.5%	降低2.5%左右
地方专项债	3.65万亿	3.65万亿	3.8万亿	3.96万亿	3.9万亿

数据来源: Wind、宝城期货研究所

图 13 2019-2024 年我国季度 GDP 增速



数据来源: Wind、宝城期货研究所

图 14 我国官方和财新制造业 PMI 走势图



数据来源: Wind、宝城期货研究所

图 15 我国工业增加值月度同比走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 16 我国固定资产投资完成额增速走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 17 我国房地产开发投资增速走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 18 我国社会零售额增速走势图



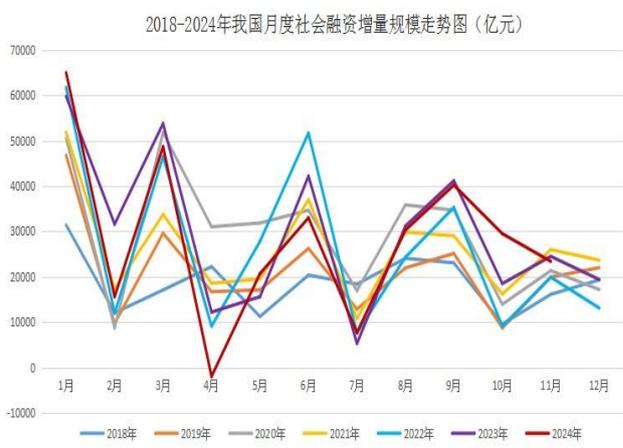
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 19 国内 M1 和 M2 同比增速走势图



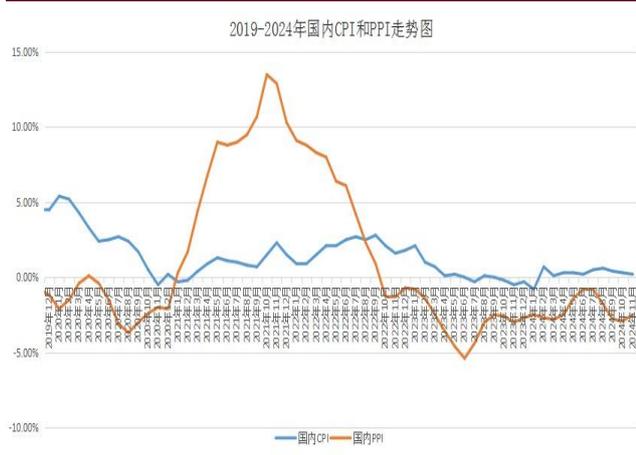
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 20 我国月度社会融资规模走势图



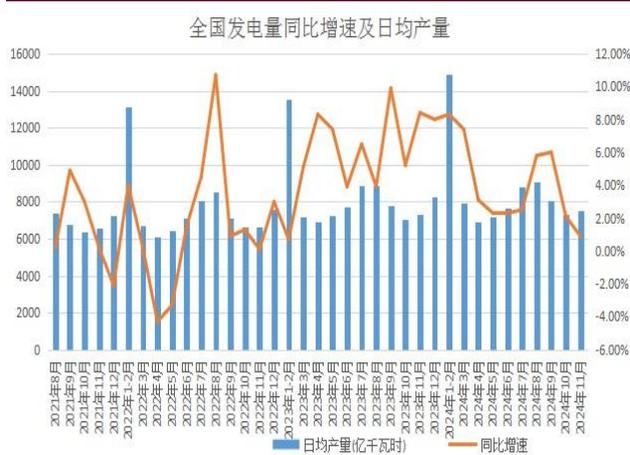
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 21 国内 CPI 和 PPI 同比增速走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 22 我国发电量及同比增速走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

### 3 2025 年全球原油供需基本面展望

#### 3.1 全球原油供给预计将有所回升

回顾近几年来看，OPEC+产油国产能变化经历了一轮先减后增的周期。2020年4月，因新冠疫情冲击石油需求，欧佩克与非欧佩克产油国、即“欧佩克+”合作机制达成减产协议。2021-2022年上半年，国际原油价格一度大幅上涨，主要是由地缘政治危机和美国财政补贴带来消费增长驱动的。2022年下半年开始，美联储加息和全球原油需求走弱，导致原油价格持续下跌。只不过OPEC+自愿减产，供应压力有所减轻，原油价格的跌势受到制约。据显示，2023年以来，OPEC+产油国实施多轮“预防性”减产措施。目的是为了支持欧佩克成员国与非欧佩克产油国组成的“欧佩克+”国家为维护国际石油市场的稳定与平衡所做的“预防性努力”。该自愿减产措施是在沙特2023年4月宣布的自愿减产措施基础上额外增加的减产，沙特2023年4月宣布自当年5月起日均减产石油50万桶。2023年6月4日，沙特在“欧佩克+”第35次部长级会议后宣布，7月沙特将日均额外减产100万桶，为期一个月。之后沙特将这一额外减产措施数次延期至2024年3月。

为了提振短期国际原油期货价格低迷态势。原本计划于2024年11月底开始实施增产计划的OPEC+产油国不得不再延迟增产。先是延迟到2024年12月底，接着又调整至2025年1月底。2024年12月初，OPEC+决定再次推迟一系列增产计划。将2025年第一季度石油产量维持在当前水平，2025年第一季度后逐步解除石油减产，直到2026年9月。这比最初的计划晚了整整一年。2023年4月宣布的每日165万桶的额外自愿减产延长至2026年12月底。从中长期角度来看，干预效果收效甚微。因为经历长期减产措施以后，OPEC+产油国内部分歧较大。从实际情况来看，2024年三季度以来，虽然OPEC+产油国一

再延迟增产，但是全球原油的产量还是明显回升。据统计，2024年10月OPEC所有13个成员国原油产量为2653.5万桶/日，月环比小幅增加46.6万桶/日，同比小幅减少19.3万桶/日。2024年1-10月OPEC所有13个成员国原油产量为26548.5万桶/日，同比小幅减少1517.8万桶/日，降幅达5.41%。其中，2024年10月沙特原油产量达896.8万桶/日，月环比略微增加0.4万桶/日，较去年同期小幅减少2.6万桶/日。2024年1-10月沙特原油产量达8986.1万桶/日，较去年同期大幅减少765万桶/日，降幅达7.85%。2024年10月伊朗原油产量达325.9万桶/日，月环比小幅减少6.8万桶/日，较去年同期大幅增加13.7万桶/日。2024年1-10月伊朗原油产量达3241.6万桶/日，较去年同期大幅增加450.4万桶/日，增幅达16.14%。2024年10月委内瑞拉原油产量89.5万桶/日，月环比略微增加0.7万桶/日，较去年同期小幅增长13.5万桶/日。2024年1-10月委内瑞拉原油产量达848.3万桶/日，较去年同期大幅增加116.3万桶/日，增幅达15.89%。2024年10月伊拉克原油产量406.8万桶/日，月环比小幅减少6.5万桶/日，较去年同期小幅减少28.4万桶/日。2024年1-10月伊拉克原油产量达4208.2万桶/日，较去年同期小幅减少69.2万桶/日，降幅达1.62%。2024年10月阿联酋原油产量295.5万桶/日，月环比略微减少0.2万桶/日，较去年同期小幅增加3.8万桶/日。2024年1-10月阿联酋原油产量达2941.3万桶/日，较去年同期小幅减少19.6万桶/日，降幅达0.66%。2024年10月科威特原油产量241.7万桶/日，月环比小幅减少1.4万桶/日，较去年同期小幅下滑12.9万桶/日。2024年1-10月科威特原油产量达2426万桶/日，较去年同期小幅减少176.9万桶/日，降幅达6.80%。

伊朗供应存在不确定性。特朗普上个任期，在2018年5月宣布退出伊核协议，并重启对伊朗的制裁，伊朗原油产量从382.2万桶/天的高位，最低下滑至2020年7月的193万桶/天，下滑幅度高达189.2万桶/天。2021年1月，拜登上任后，伊朗原油出口逐步有所放松，加之出口方式上的规避，2024年10月伊朗原油产量已回升至325.9万桶/天，逐渐接近被制裁前的水平。因此，2025年特朗普上台后再度加剧对伊朗的制裁，短期内的断供风险或抬升油价，若制裁力度较大，伊朗对此进行报复，地缘风险将进一步上行。另外，需要关注特朗普上台后对伊朗和以色列的态度，以及地缘风险是否升级。考虑到OPEC闲置产能充足，以2024年9月产量为基准，沙特闲置产能高达310万桶/天，阿联酋、科威特、伊拉克闲置产能分别为100万桶/天、40万桶/天、60万桶/天，总计达510万桶/天，OPEC能以较快速度对伊朗被制裁的供应缺口进行弥补，伊朗封锁霍尔木兹海峡的极端情况除外。

美国作为非OPEC产油国的龙头，2024年以来，虽然美国原油产量增长有所放缓，但其原油产量依然维持高位水平。据统计，截止2024年11月29日当周，美国石油活跃钻井平台数量为477座，周环比小幅回落2座，较去年同期回落22座。美国原油日均产量1350万桶，周环比增加0万桶/日，同比增加30万桶/日。美国能源署（EIA）短期能源展望报告显示，预计2024年美国原油产量将增加30万桶/日，而2023年美国原油产量增加100万桶/日。目前

美国页岩油上游投资活动景气度仍然不高，从美国达拉斯联储的调查数据来看，美国第十一区的 130 多家原油和天然气公司的能源活动自 2022 年以来持续下降，且 2024 年三季度能源公司的商业活动、资本支出及前景展望等指标环比及同比均大幅走低，在当下能源活动处于低景气度背景下，各能源公司也不看好未来的发展前景。二叠纪地区钻井活动要明显好于其他 48 州，先进的钻井和完井技术推进了该地区页岩油产量的增长。而在过去的几年，二叠纪地区原油和天然气产量的增长也受到了外输能力的限制，但这样的局面未来将有所改善。此外，特朗普强调美国能源独立，主张放松环境监管，给予传统能源税收优惠，支持传统石化产业，其上任后或加快发放原油、天然气勘探许可，这意味着未来美国油气行业产出将再度受到政策支持，美国原油产量将有所增加。但由于当前美国页岩油主产区中联邦土地的使用率已超过 90%，因此即便未来政策利好美国油气行业，对美国原油产出的整体影响相对有限。EIA、IEA、OPEC 预计，2024 年美国原油产量增幅分别为 29 万桶/日、70 万桶/日、60 万桶/日，其中页岩油产量预计仍将保持增长，增量主要来自 Permian。但传统原油产量有可能出现下降，同时 EIA、IEA、OPEC 预计 2025 年美国原油产量增幅分别为 31 万桶/日、70 万桶/日、50 万桶/日。

2024 年，俄罗斯炼厂频繁遭遇无人机袭击，导致该国炼厂炼油产能损失一度达到 20%，这间接促进了俄罗斯原油的出口。3 月，俄罗斯海运原油出口达到 520 万桶/日，创近 1 年来新高，而此后随着炼厂逐步恢复生产，俄罗斯原油出口有所回落。俄乌冲突爆发后，欧美对运输俄罗斯原油的船只实施了制裁，2024 年被制裁的船只逐步恢复运输俄罗斯原油，这一趋势自 2024 年 4 月以来逐步增强，被制裁的船只在不使用西方国家的保险服务以及不停靠西方国家港口的情况下，将不会受到潜在的处罚，这令这部分船只再度活跃起来，进而助推了俄罗斯原油的出口。目前，西方国家对俄罗斯的制裁趋于常态化，但俄罗斯仍然通过非常规手段保持原油出口的稳定性，特朗普就任后，可能会促进俄乌冲突结束，不过即便如此，西方国家仍可能继续保持对俄罗斯的制裁，俄罗斯原油供给仍会面临一些变数。

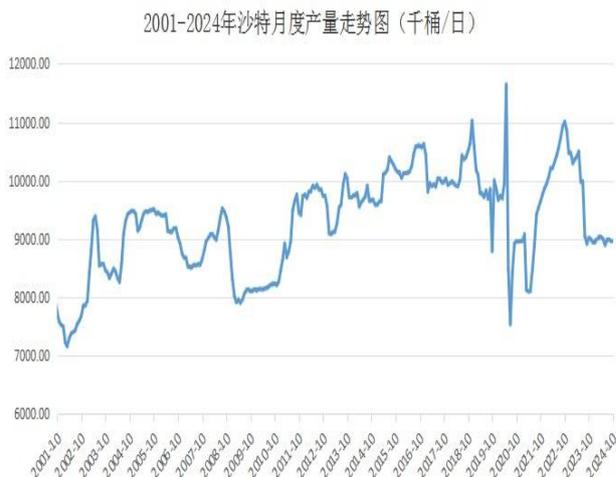
展望 2025 年来看，全球原油供给预计将有所回升，主要增量将来自 OPEC+ 产量的恢复以及美国页岩油产出的增长。据摩根大通的报告显示，预测 2025 年全球原油供应将出现大约 130 万桶/日的过剩。这种过剩可能由非欧佩克+国家（如美国、加拿大和圭亚那）的石油产量增长所致。而 OPEC+ 维持市场平衡的能力将受到挑战，特别是如果该组织未能继续其减产政策的话。OPEC+ 对生产协议的遵守情况将是影响市场价格的重要因素。值得关注的是，特朗普上台可能令美国对伊朗及委内瑞拉的制裁加码，尤其是伊朗供给回升将再度面临阻碍。特殊情形下，若美国加大对伊朗、委内瑞拉等主要产油国的制裁，2025 年全球原油供给增量将受限。整体来看，2025 年的原油市场预计将在一定程度上面临供过于求的局面，这可能导致油价承压。然而，实际的价格走势还将取决于多种因素，包括 OPEC+ 的决策、全球经济状况以及能源转型的速度。

图 23 OPEC 原油产量月度走势图



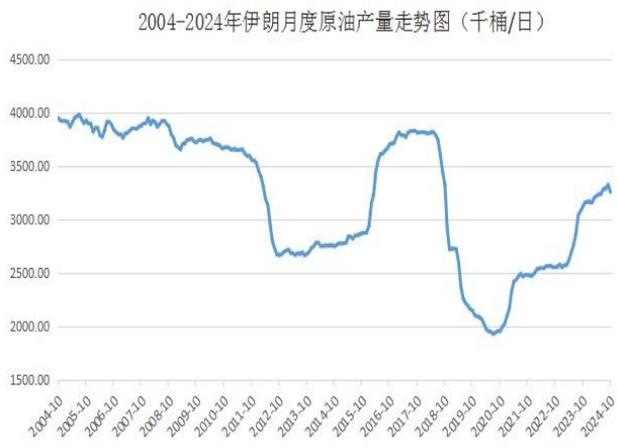
数据来源: Wind、宝城期货研究所

图 24 沙特原油产量月度走势图



数据来源: Wind、宝城期货研究所

图 25 伊朗原油产量月度走势图



数据来源: Wind、宝城期货研究所

图 26 委内瑞拉原油产量月度走势图



数据来源: Wind、宝城期货研究所

图 27 伊拉克原油产量月度走势图



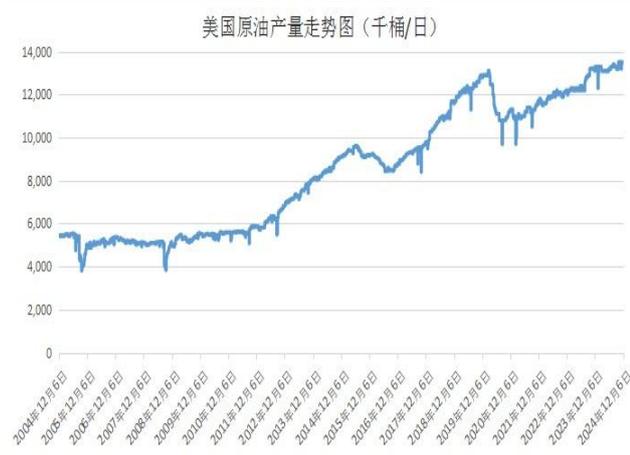
数据来源: Wind、宝城期货研究所

图 28 阿联酋原油产量月度走势图



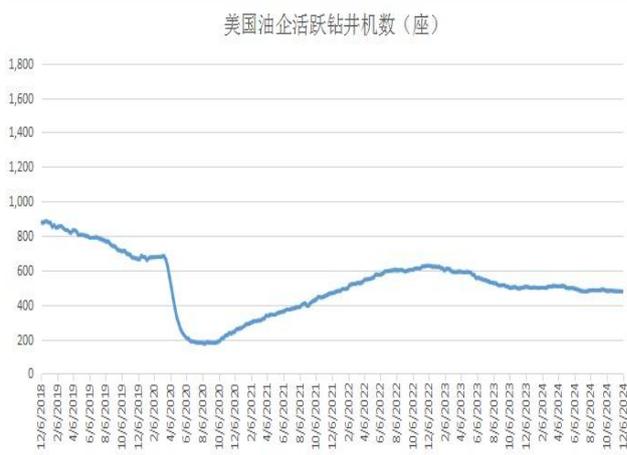
数据来源: Wind、宝城期货研究所

图 29 美国原油产量走势图（千桶/日）



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 30 美国活跃石油钻井平台数量走势图



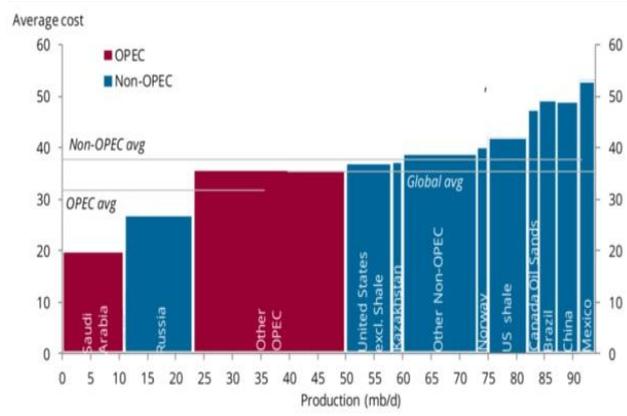
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 31 科威特原油产量月度走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 32 全球主要产油国原油生产成本对比图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

### 3.2 全球原油需求增速或继续放缓

步入 2024 年以来，欧美经济持续疲弱，而通胀水平进一步下降，这给欧洲央行和美联储开启降息周期提供了条件。据显示，欧洲央行自 2024 年 6 月初开启降息周期以来，2024 年已累计降息 3 次，且为支撑经济继续降息的可能性较大。美联储在 2024 年 9 月议息会议上超预期降息 50 个基点，这是其自 2020 年以来首次降息。同时 11 月再度降息 25 个基点。当前美国经济前景难言乐观，2025 年美联储或仍进一步降息以提振经济。不过考虑到特朗普上台后，美国经济政策方向有望进一步趋向宽松，通胀预期显著上升。

美国原油消费表现依旧疲软，无论是炼厂端还是终端消费均无明显增长，且低于疫情前水平。2024 年 1-10 月，美国炼厂原油加工量较 2023 年小幅增长，但较 2019 年同期仍然低 3.2%；美国油品总需求同比增长 0.29%，但较 2019 年同期下降了 3%。2024 年，美国炼厂端原油加工需求与过去几年持平，但终端

成品油消费表现相对疲软，汽油及柴油裂解价差自二季度以来持续回落，即便在夏季消费旺季，美国汽油裂解价差依旧偏弱，同时成品油库存水平也高于过去两年同期，尤其是柴油需求受经济环境影响表现更差。基于当前美国的经济环境，EIA、IEA、OPEC 预计 2024 年美国原油消费增长分别为 0 万桶/日、15 万桶/日、10 万桶/日。2025 年，美国经济增速预计将进一步下滑，并继续打压美国终端原油消费，进而将对炼厂端形成负反馈，炼厂原油加工需求及炼厂利润均将受限。EIA、IEA、OPEC 预计 2025 年美国原油消费增长分别为 21 万桶/日、21 万桶/日、0 万桶/日。另外，拜登政府近期购买了 240 万桶石油用于回填战略石油储备，为其在任期间购买的最后一批石油，这意味着 2023 年下半年以来补充战略石油储备带来的需求即将在 2024 年末结束。

欧洲经济持续疲软，欧洲制造业 PMI 持续处于萎缩区间，对欧洲柴油消费形成明显打压。2024 年 1-10 月，欧洲 16 国炼厂开工率同比基本持平，但低于疫情前水平。2025 年，欧洲经济预计仍将维持低增速水平，但略高于 2024 年的增速。目前，大部分机构认为 2024 年欧洲原油消费相对平稳，但对 2025 年欧洲原油消费预期相对悲观。EIA、IEA、OPEC 预计 2024 年欧洲原油消费分别持平、增长 10 万桶/日、增长 10 万桶/，预计 2025 年欧洲原油消费分别下降 3 万桶/日、下降 20 万桶/日、增长 1 万桶/日。

由于 2024 年欧美和其他原油需求大国经济表现乏力，从而导致原油消费表现并不乐观。据显示，自 2024 年二季度以来，全球能源三大机构美国能源署(EIA)、国际能源署（IEA）和欧佩克产油国组织（OPEC）连续下调原油需求预期，大部分机构预计 2024 年全球原油需求增速将出现下降。EIA、IEA、OPEC 预计，2024 年全球原油消费增幅分别为 100 万桶/日、90 万桶/日、182 万桶/日；EIA 和 IEA 对原油需求增幅的预测不及 2023 年一半的水平。2024 年，非 OECD 国家仍然是原油需求增长的主力，预计将贡献大部分的需求增量，印度原油需求增量相对较大，而中国原油需求增长放缓。

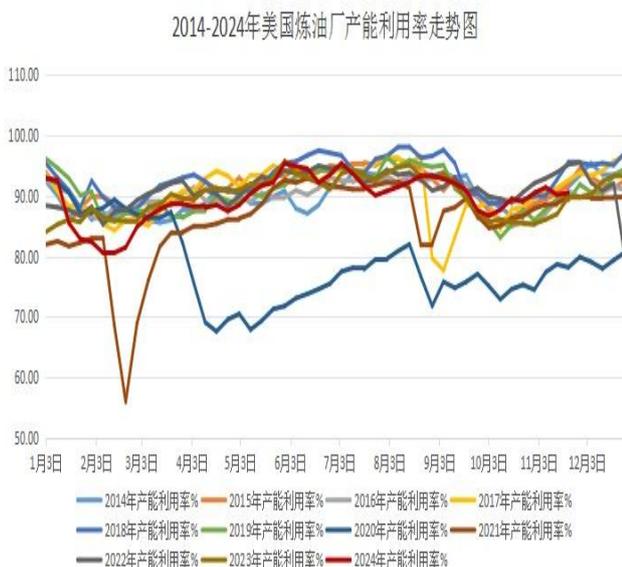
展望来看，2025 年全球经济增长动力仍然不强，尤其是美国新任总统特朗普上台后，其贸易保护政策可能加大全球贸易摩擦，削弱经济增长，未来全球经济增速有进一步下滑的风险，对当前本就疲软的原油需求预期产生不利影响。2025 年，全球经济预计难有起色，原油消费将继续受制约。此外，向清洁能源技术的过渡也会影响发达市场的需求增长率。随着各国政府加强对减少碳排放的承诺，可再生能源的兴起可能会改变传统能源的市场格局，这对长期的供需关系有着深远的影响。从各机构的预测来看，2025 年全球原油需求增速将进一步回落，EIA、IEA、OPEC 预计 2025 年全球原油消费增幅分别为 122 万桶/日、100 万桶/日、154 万桶/日。目前来看，增幅预测普遍略高于 2024 年，但各机构后期对原油消费增幅进一步向下修正的可能性较大。2025 年，非 OECD 国家仍将供应大部分需求增量，包括中国、印度等国家，航空煤油仍将是需求增长较快的原油产品。

表 2 2019-2024 年全球原油年度供需平衡表

2019-2024年全球原油年度供需平衡表																
单位	年度均值						同比变化						同比增幅			
万桶/日	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024	2020	2021	2022	2023	2024
<b>供应</b>																
OECD	3153	3061	3110	3225	3385	3466	-92	50	115	159	81	-2.90%	1.60%	3.70%	4.90%	2.40%
美国	1953	1862	1896	2021	2126	2170	-91	34	125	106	44	-4.70%	1.80%	6.60%	5.20%	2.00%
加拿大	548	524	554	570	586	615	-24	30	16	16	29	-4.40%	5.70%	3.00%	2.80%	4.90%
墨西哥	192	193	192	190	211	207	2	-1	-2	21	-4	0.90%	-0.50%	-1.10%	11%	-2.10%
其他OECD	460	481	468	444	461	474	21	-13	-24	17	13	4.60%	-2.70%	-5.10%	3.70%	2.80%
非OECD	6877	6330	6456	6760	6726	6791	-548	126	304	-34	66	-8%	2.00%	4.70%	-0.50%	1.00%
OPEC	3461	3070	3165	3417	3344	3395	-391	95	252	-72	50	-11.30%	3.10%	8.00%	-2.10%	1.50%
其中：原油	2927	2560	2627	2867	2803	2849	-367	67	240	-64	46	-12.50%	2.60%	9.20%	-2.20%	1.60%
其他液体	534	510	538	550	542	546	-24	29	11	-8	5	-4.50%	5.60%	2.10%	-1.50%	0.80%
前苏联	1460	1344	1374	1381	1368	1360	-117	31	7	-13	-8	-8.00%	2.30%	0.50%	-0.90%	-0.60%
中国	486	486	499	512	531	530	0	13	13	19	-1	0%	2.70%	2.60%	3.70%	-0.30%
其他非OECD	1470	1430	1417	1450	1481	1507	-40	-13	33	32	25	-2.70%	-0.90%	2.30%	2.20%	1.70%
<b>全球总供应</b>	<b>10030</b>	<b>9390</b>	<b>9566</b>	<b>9985</b>	<b>10110</b>	<b>10257</b>	<b>-640</b>	<b>176</b>	<b>419</b>	<b>125</b>	<b>147</b>	<b>-6.40%</b>	<b>1.90%</b>	<b>4.40%</b>	<b>1.30%</b>	<b>1.40%</b>
<b>需求</b>																
OECD	4775	4201	4479	4593	4604	4631	-573	278	114	12	27	-12%	6.60%	2.50%	0.30%	0.60%
美国	2054	1819	1988	2028	2044	2078	-235	169	41	15	35	-11.50%	9.30%	2.00%	0.70%	1.70%
其他	12	12	12	12	12	11	0	0	0	-1	0	-2%	1.80%	0.00%	-4.20%	-0.70%
加拿大	249	219	228	228	229	231	-30	8	1	1	2	-12%	3.80%	0.30%	0.20%	1.00%
欧洲	1430	1242	1311	1351	1352	1351	-188	70	40	1	0	-13.20%	5.60%	3%	0.10%	0%
日本	377	336	342	337	332	332	-40	5	-5	-5	-10	-10.70%	1.60%	-1.40%	-1.50%	-2.90%
其他OECD	653	574	599	636	636	636	-79	25	37	0	-1	-12.10%	4.40%	6.20%	0%	-0.10%
非OECD	5315	4957	5232	5349	5512	5650	-358	275	117	164	138	-6.70%	5.50%	2.20%	3.10%	2.50%
欧亚大陆	488	453	467	452	455	469	-36	15	-15	2	14	-7.30%	3.20%	-3.20%	0.50%	3.10%
欧洲	77	71	75	76	76	77	-7	4	1	0	1	-8.60%	5.60%	1.80%	0.30%	0.80%
中国	1401	1443	1527	1515	1598	1637	42	84	-12	83	39	3.00%	5.80%	-0.80%	5.50%	2.40%
其他亚洲	1369	1234	1315	1369	1409	1463	-135	81	54	40	53	-9.90%	6.50%	4.10%	2.90%	3.80%
其他非OECD	1979	1756	1848	1936	1974	2005	-223	92	88	39	31	-11.30%	5.20%	4.80%	2.00%	1.60%
<b>全球总需求</b>	<b>10089</b>	<b>9158</b>	<b>9711</b>	<b>9941</b>	<b>10116</b>	<b>10281</b>	<b>-931</b>	<b>553</b>	<b>231</b>	<b>175</b>	<b>165</b>	<b>-9.20%</b>	<b>6.00%</b>	<b>2.40%</b>	<b>1.80%</b>	<b>1.60%</b>
<b>库存净变化</b>	<b>-60</b>	<b>232</b>	<b>-145</b>	<b>44</b>	<b>-6</b>	<b>-24</b>										

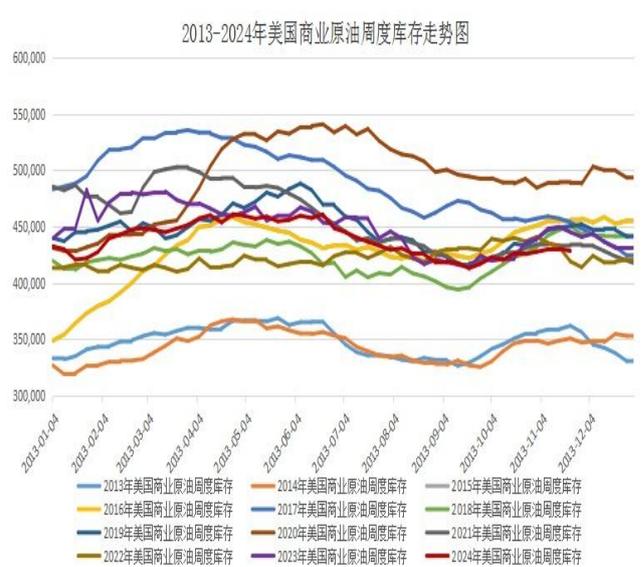
数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 33 美国炼油厂产能利用率走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 34 美国商业原油周度库存走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 35 美国战略石油储备库存量



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 36 美国库欣地区原油库存量走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

### 3.3 地缘局势依然充满复杂性和不确定性

一直以来，国际原油市场地缘政治因素就未能停歇过。2024 年以来，地缘风险历经四个季度，虽然没有大幅撬动油价，但依然是重要的观测指标。2024 年俄乌战争未见缓和迹象，战争进入僵持化阶段。与此同时，中东地区巴以冲突持续升级，以色列在入侵加沙地区以后，又向黎巴嫩真主党开火，同时以色列与伊朗的矛盾冲突也在加剧中。据显示，2024 年以色列不断挑衅伊朗，作为回应，伊朗向以色列发动两次大规模无人机和导弹的攻击，两国关系陷入敌对状态。此外，美日韩强化地区军事同盟，或引发东北亚潜在危机。对于原油期货市场而言，地缘冲突对油价的冲击多半为短期脉冲效应。可以看到，原油价格的长期走向取决于其供求关系，但作为一种战略性能源，其短期价格易受地缘政治因素的扰动。战争、石油禁运、限产、恐怖袭击等事件会严重扰动石油价格。从 1990 年以来的国家地缘政治冲突事件来看，不同类型和时期的事件对油价的冲击力度和持续时间有所差异。国际地缘冲突对油价的影响程度主要取决于事件本身是否能够对原油的供给需求产生实际且具有持续性的影响。一方面，这与地缘冲突对于石油生产的影响以及市场后续情绪的发酵有关，发生在主要产油国和主要战略国的地缘冲突事件的影响程度较大，如伊拉克、伊朗、利比亚、叙利亚等国。另一方面，也与当时油价的基本面及美元走势有关，当石油需求较强时，如 1990 年的科威特战争、2003 年的伊拉克战争以及 2011 年“阿拉伯之春”，表现为催化剂效应，都对当时油价带来较大冲击。而发生在石油弱需求时期，如 2013 年利比亚罢工事件、2014 年伊拉克内战扩大，则对油价影响程度有限。

展望 2025 年来看，东欧地区、中东地区和东北亚地区的地缘政治局势依然充满复杂性和不确定性。对于俄乌冲突而言，虽然乌克兰总统泽连斯基表达了

对 2025 年结束冲突的乐观态度。然而，这一愿景的实现将依赖于多方因素，包括俄罗斯的态度、美国的支持力度以及欧洲国家在谈判过程中扮演的角色。俄罗斯方面并未表现出明显的妥协迹象，而新任美国总统特朗普政府的立场和策略也将是决定性因素之一。此前特朗普曾表态上任以后会尽快结束俄乌冲突，因此东欧地区的地缘冲突有望趋于减弱。此外，全球经济形势以及国际社会的态度也将在很大程度上影响冲突的发展方向。尽管存在诸多挑战，各方仍表示愿意通过谈判解决争端，这意味着未来几年内有可能出现和平谈判的机会，但全面持久的和平可能需要更长时间的努力。

对于中东地区，该区域长期以来都是全球地缘政治的重要焦点之一，涉及多国利益交织。2024 年期间，中东地区的地缘局势曾一度紧张。因为以色列曾扬言要攻击伊朗的核设施，事后被美国按下，因此事态发展极有可能触发伊朗封锁霍尔木兹海峡，增加油价波动幅度。伊朗在中东地区拥有强大的炼油产能，2023 年的产能约为 240 万桶/日，分布在 10 个主要炼油厂。伊朗最大的炼油厂包括日产 37 万桶的伊斯法罕炼油厂、36 万桶的阿巴丹炼油厂和 32 万桶的阿巴斯港炼油厂。此外，位于阿巴斯港的波斯湾之星项目具备 39.9 万桶/日的凝析油分离能力，为伊朗提供重要的汽油来源。未来伊朗原油供应锐减和霍尔木兹海峡封闭是地缘风险的最大争议点，虽然这一风险发生概率较低，但这些动态却可能影响原油期货盘面，也可能波及整个中东乃至更广泛的国际社会。因此，2025 年的中东局势预计将继续受到内部矛盾和外部干预的影响，保持高度复杂和敏感的状态。

综上所述，2025 年的地缘政治世界可能会相当动荡，尤其是在上述两个关键区域。国际社会普遍期待通过对话与合作找到解决问题的方法，并推动和平进程向前发展。不过，考虑到背后复杂的利益关系和历史遗留问题，实现稳定和长久和平的道路注定不会平坦，存在地缘冲突爆发的可能并对国际原油价格形成阶段性影响。



### 3.4 我国原油产量和进口量或面临考验

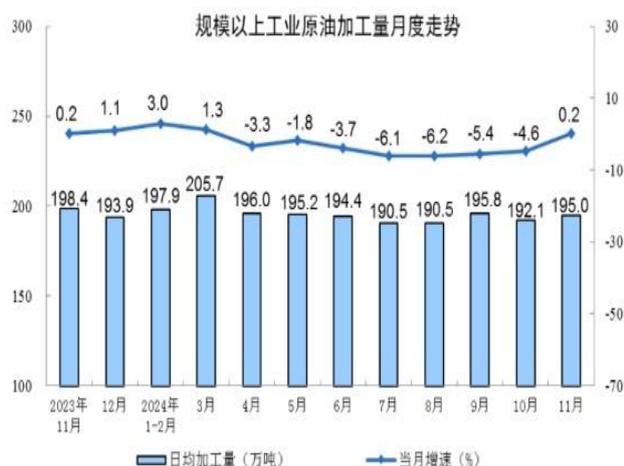
基于碳减排政策及能源消费结构转型升级等因素，叠加 2024 年全球经济持续低迷拖累，不仅海外市场石油消费出现增速放缓的现象，我国石油消费表现也不容乐观。据显示，2024 年以来，全球能源三大机构不断调降全球和中国石油消费预期。美国能源署（EIA）、国际能源署（IEA）、欧佩克产油国组织（OPEC）分别预计，2024 年全球原油消费增幅分别为 100 万桶/日、90 万桶/日、182 万桶/日。其中美国能源署（EIA）和国际能源署（IEA）对原油需求增幅的预测不及 2023 年一半的水平。2024 年，非 OECD 国家仍然是原油需求增长的主力，预计将贡献大部分的需求增量，印度原油需求增量相对较大，而中国原油需求增长放缓。

从中国实际公布的数据来看，也印证原油需求增速放缓的现实。据国家统计局发布的数据显示，2024 年 11 月，原油生产保持增长，原油加工由降转增，进口增速回升。据统计，2024 年 11 月份，我国规上工业原油产量 1725 万吨，同比增长 0.2%；日均产量 57.5 万吨。2024 年 1-11 月份，我国规上工业原油产量 19492 万吨，同比增长 1.9%。2024 年 11 月，我国进口原油 4852 万吨，同比增长 14.4%。1-11 月份，我国进口原油 50559 万吨，同比下降 1.9%。2024 年 11 月份，我国规上工业原油加工量 5851 万吨，同比增长 0.2%，日均加工 195.0 万吨。2024 年 1-11 月份，我国规上工业原油加工量 64910 万吨，同比下降 1.8%。截止 2024 年 12 月初当周，中国山东地区民营独立炼厂开工为 52.34%，同比大幅回落 5.63%，较过去四年均值 66.36%，显著回落 14.02%，凸显终端市场对于原油消费疲弱的特征。

2024 年，低利润、低需求持续抑制国内炼厂开工负荷。从终端消费来看，柴油消费受影响较为明显。1—9 月，我国成品油（汽柴煤合计）表观消费量累计达到 2.89 亿吨，同比下降 0.21%，其中汽油、柴油、航空煤油表观消费量同比分别增长 3.33%、下降 5%、增长 12.55%。1—9 月，国内民航周转量同比增长 18.3%，推动了国内航空煤油消费的增长。

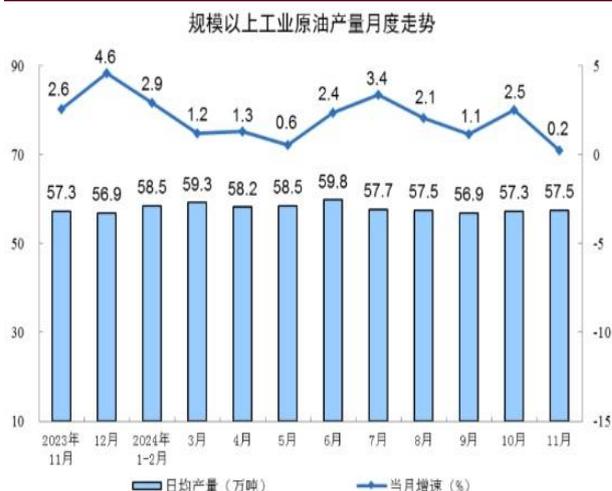
展望 2025 年中国原油市场来看，中国经济虽然存在一定韧性，但原油加工量和进口量消费恐难有较大起色，或将继续受到疲弱需求的制约。美国能源署（EIA）、国际能源署（IEA）、欧佩克产油国组织（OPEC）分别预计，2024 年中国原油消费分别增长 9 万桶/日、10 万桶/日、40 万桶/日，2025 年增幅分别为 26 万桶/日、20 万桶/日、30 万桶/日。

图 43 我国原油加工量月度走势图



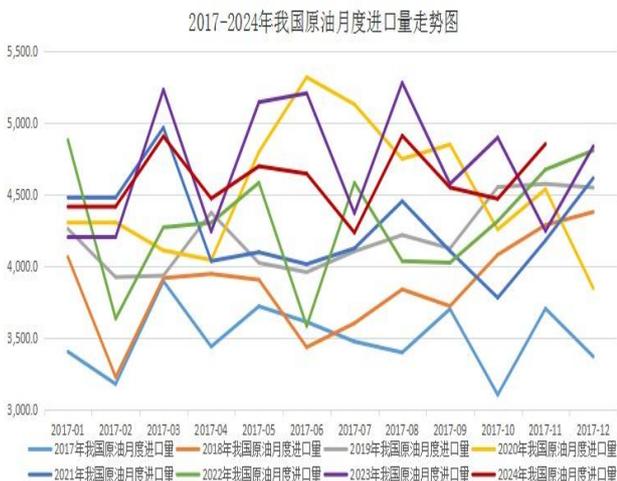
数据来源：国家统计局、宝城期货研究所

图 44 我国原油产量月度走势图



数据来源：国家统计局、宝城期货研究所

图 45 我国原油月度进口量走势图



数据来源：国家统计局、宝城期货研究所

图 46 我国山东民营炼厂开工率走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

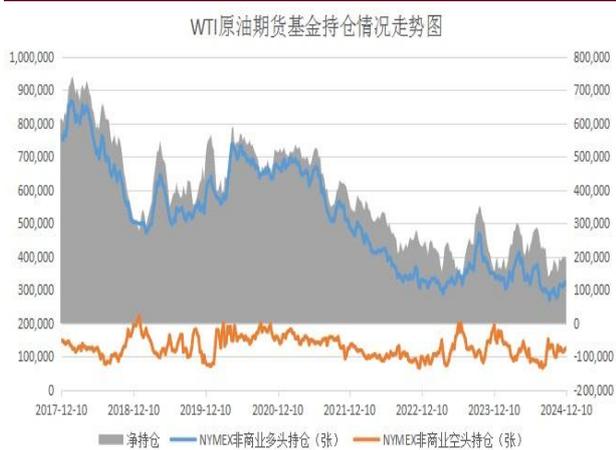
### 3.5 欧美原油非商业净多头寸或震荡回落

步入 2024 年以来，国际原油期货价格呈现先扬后抑的走势，在油价涨跌过程中，国际市场投机资金起到了推波助澜的作用。美国 WTI 原油期货市场方面，从季度净多持仓量水平来看，据美国商品期货交易委员会 (CFTC) 的数据显示，2024 年 1 季度 WTI 原油非商业净多持仓量均值维持在 21.09 万张，2024 年 2 季度 WTI 原油非商业净多持仓量均值维持在 25.10 万张，2024 年 3 季度 WTI 原油非商业净多持仓量均值维持在 22.28 万张，2024 年 4 季度 WTI 原油非商业净多持仓量均值维持在 18.19 万张。不难看出，美国 WTI 原油非商业净多持仓量各个季度均值也呈现先扬后抑的特征，与美国原油期货价格走势同步运行。

与此同时，英国布伦特原油期货市场方面，从季度净多持仓量水平来看，2024年1季度布伦特原油非商业净多持仓量均值维持在24.17万张，2024年2季度布伦特原油非商业净多持仓量均值维持在20.57万张，2024年3季度布伦特原油非商业净多持仓量均值维持在7.27万张，2024年4季度布伦特原油非商业净多持仓量均值维持在11万张。不难看出，英国布伦特原油非商业净多持仓量各个季度均值也呈现先扬后抑再企稳的特征，与布伦特原油期货价格走势基本同步运行。截止2024年12月13日当周，Brent-WTI价差维持在3.74美元/桶。

随着美国当选总统特朗普上任以后，预计将鼓励能源商扩大产能，页岩油产量料稳步攀升，OPEC产油国或结束减产措施，在2025年二季度开启原油增产周期，叠加全球三大能源机构不断调降2025年原油需求前景。在全球油市供需结构转弱，供应过剩预期不断增强的背景下，国际原油市场做多资金料面临挫折。因此，预计2025年欧美原油非商业净多头寸季度环比或呈现震荡回落的趋势，可能存在季度性反弹的节奏，但整体趋势面临萎缩。

图 47 WTI 原油期货基金持仓情况



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 48 布伦特原油期货基金持仓情况



数据来源：Wind、宝城期货研究所

图 49 布伦特-WTI 原油期货价差走势图



数据来源：Wind、宝城期货研究所

## 4 总结

综合来看，对于2025年国内外原油期货市场而言，我们认为，从宏观面的角度来讲，始于疫情的本轮欧美通胀周期在经历一年半的全球高利率政策压制下，于2024年迎来落幕。对于2025年而言，全球主要经济体继续大幅度降息的可能性较低。在经济强劲增长而物价上涨的通胀黏性影响下，美联储可能会更加谨慎，利率政策会更加偏向于中性策略，不再继续降息。2025年的全球经济将处于一个相对复杂的环境中，美国逆全球化政策实行或对经济产生负面拖累。预计2025年，我国将继续实施积极的逆周期调节政策以增强中国经济的韧性，这有望成为大宗商品期货市场的“助推器”。2025年中国GDP增速5%左右或仍是努力目标。

从原油供需结构来看，2025年，全球原油供给预计或将有所回升，主要增量将来自OPEC+产量的恢复以及美国页岩油产出的增长。而美国贸易保护政策可能加大全球贸易摩擦，削弱经济增长，对原油需求预期产生不利影响，原油消费将继续受制约。此外，向清洁能源技术的过渡也会影响发达市场的需求增长率。随着各国政府加强对减少碳排放的承诺，可再生能源的兴起可能会改变传统能源的市场格局，这对长期的供需关系有着深远的影响。预计2025年全球原油供应将出现大约130万桶/日的过剩。如果OPEC+产油国未能继续其减产政策的话，其维持市场平衡的能力或将受到挑战。值得关注的是，特朗普上台可能令美国对伊朗及委内瑞拉的制裁加码，尤其是伊朗供给回升将再度面临阻碍。特殊情形下，若美国加大对伊朗、委内瑞拉等主要产油国的制裁，2025年

全球原油供给增量将受限。此外，2025年地缘因素依然存在较大的不确定性，巴以冲突以及俄乌冲突是否会进一步升级或在短期内对油价形成脉冲式刺激。

整体来看，2025年全球原油消费增速放缓预期相对确定，原油市场供需平衡的主导主要在于供给端以及阶段性地缘风险干扰。在基准情形下，2025年的原油市场预计将在一定程度上面临供过于求的局面，这可能导致原油期货价格重心下移。然而，实际的油价走势还将取决于多种因素，包括OPEC+的决策、地缘风险、全球经济状况以及能源转型的速度。美国新任总统特朗普上台后或加大对伊朗和委内瑞拉的制裁，导致两国原油供给下降，进而影响OPEC+产量政策及原油供需平衡表。在中东地缘冲突加剧、俄乌战争持续化以及伊朗及委内瑞拉原油供给下降的特殊情形下，可能给油价带来溢价回升。预计2025年国内外原油期货价格料维持宽幅震荡格局，全年油价波动率依然较大。

(仅供参考，不构成任何投资建议)

表 3 2021-2025 年全球原油季度供需平衡表

2021-2025年全球原油平衡表 (万桶/天)			
日期	总供应	总需求	供需差
2021年Q1	9274	9396	-122
2021年Q2	9481	9667	-186
2021年Q3	9674	9846	-172
2021年Q4	9833	9934	-101
2022年Q1	9883	9860	23
2022年Q2	9874	9884	-10
2022年Q3	10080	10047	33
2022年Q4	10102	9975	127
2023年Q1	10104	10011	93
2023年Q2	10114	10097	17
2023年Q3	10077	10175	-98
2023年Q4	10145	10183	-38
2024年Q1	10261	10235	26
2024年Q2	10271	10262	9
2024年Q3	10224	10220	4
2024年Q4E	10272	10281	-9
2025年Q1E	10290	10285	5
2025年Q2E	10305	10280	25
2025年Q3E	10315	10285	30
2025年Q4E	10325	10280	45

数据来源：宝城期货研究所

图 50 2021-2025 年全球原油季度供需平衡推算图



数据来源：宝城期货研究所

获取每日期货观点推送

服务国家  
知行合一

走向世界  
专业敬业



诚信至上  
严谨管理

合规经营  
开拓进取

扫码关注宝城期货官方微信·期货咨询尽在掌握

免责声明

除非另有说明，宝城期货有限责任公司（以下简称“宝城期货”）拥有本报告的版权。未经宝城期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告的全部或部分内容。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议。宝城期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是宝城期货在最初发表本报告日期当日的判断，宝城期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但宝城期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。宝城期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

宝城期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

宝城期货版权所有并保留一切权利。