

### 全球原油产能充裕，油价中枢或将下移

### ——兴证期货原油 2025 年度报告

2025 年 5 月 28 日 星期三

兴证期货·研究咨询部

能源化工研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

王其强

从业资格编号：F03087180

投资咨询编号：Z0016577

联系人

俞秉甫

从业资格编号：F03123867

yubf@xzfutures.com

## 内容提要

### 行情回顾

2024 年原油市场呈现上下半年强弱分化、价格中枢下移的走势。上半年，原油市场在地缘局势以及 OPEC+集团延长减产的驱动下偏强运行，布伦特及 WTI 原油均价分别为 85 美金/桶和 79 美金/桶。下半年，布伦特及 WTI 原油均价分别下降至 77 美金/桶和 73 美金/桶。随着海外市场开始交易宏观衰退预期，叠加上 OPEC+不断释放计划增产的信号，市场预期转弱。此外，2024 年美国大选和地缘局势对下半年市场的影响也较为显著。特朗普在美国大选中获胜使得市场开始进行“特朗普交易”，一度驱动油价承压。相反，中东及俄乌局势曾短暂驱动油价冲高，但持续性有限。迄今为止，地缘争端并未显著影响全球原油生产及供应，因此，下半年国际地缘局势的扰动难改原油市场开始步入下行周期的格局。

### 后市展望及策略建议

今年原油库存仍然维持相对低位，现实端并未出现明显累库现象，但油价中枢自下半年开始明显下移。宏观层面，美联储开始降息，预计明年将会延续降息思路，美国经济有望实现软着陆。欧元区仍然面临挑战，通胀及俄乌局势的影响持续。今年国内经济复苏小幅不及预期，但政府已出台一系列刺激政策积极应对，预计明年国内经济仍有希望实现增长目标。供应侧，OPEC+在今年 6 月释放了增产信号，但此

后因低迷的油价 3 次推迟增产，最新计划从明年 2 季度开始提升产量。年内美国及其他非 OPEC+ 国家产量仍有稳定增长。需求侧，今年全球石油需求增长放缓，过往两年疫情结束初期需求快速修复的阶段已经结束，此外全球经济增长的放缓也限制了石油需求增长。其中，中国需求增长的疲软严重拖累了全球市场。一方面，国内经济增长不及预期影响工业需求；另一方面，国内新能源汽车及 LNG 卡车的发展对汽柴油消费造成冲击。印度开始取代中国成为全球石油消费最重要的增量市场。

**展望 2025 年，我们认为原油供需将会从平衡转向过剩，油价可能会较过去两年的价格中枢长期下移，潜在的上行风险主要来源于地缘局势。**首先，2025 年全球石油需求增长将会小幅低于疫情前 10 年的平均增速，主要因为全球经济复苏仍显缓慢，同时新能源行业持续对化石燃料消费形成替代冲击。其次，当下全球石油的闲置产能充裕，仅 OPEC+ 集团的闲置产能就已经近 600 万桶/日，远远高于全球不到 200 万桶/日的需求增长。同时，OPEC+ 集团已经释放了增产信号。尽管年内低迷的油价使得该集团多次推迟增产，但考虑到市场份额、经济压力以及内部团结性等问题，OPEC+ 不太可能无限期推迟增产。此外，特朗普政府在明年上台后，可能会加大对美国页岩油气行业的支持，驱动美国石油产量长期维持高位，这也给石油供应造成偏过剩的压力。当然，明年原油市场仍将要面临 OPEC+ 供应政策变化、美国对外制裁政策变化以及中东和俄乌的地缘局势变化等不确定性因素。

## 目录

内容提要 .....	1
1、 2024 年原油行情回顾 .....	6
2、 宏观展望 .....	10
2.1 国内宏观：年内复苏小幅低于预期，但长期经济增长仍然稳中向好 .....	10
2.2 海外宏观：美国经济有望实现软着陆，欧元区复苏缓慢 .....	12
3、 供应分析 .....	17
3.1 美国：2024 年产量再创历史新高，预期 2025 年产量仍有小幅增长 .....	17
3.2 其他非 OPEC+国家：明年供应增量主要来自巴西、圭亚那、加拿大和挪威 4 个国家 .....	23
3.3 OPEC+集团：年内维持减产协议，明年可能开始增产 .....	28
4、 需求分析 .....	32
4.1 美国：经济表现仍存韧性，柴油需求有望实现修复性增长 .....	33
4.2 中国和印度：新能源冲击驱动国内化石燃料消费放缓，印度取代中国成为全球石油消费增长最快的地区 .....	37
4.3 欧洲：经济有望触底反弹，但石油需求已经见顶 .....	39
5. 库存及平衡表 .....	40
5.1 库存：全球主要地区库存仍然偏低，累库压力暂未出现 .....	40
5.2 2025 年原油平衡表：若 OPEC+按计划增产，下半年平衡将转向供应过剩 .....	43
6. 总结与后市展望 .....	46

## 图表目录

图表 1: 2024 年原油期货价格走势 (美元/桶; 元/桶)	9
图表 2: 中国 M1 及 M2	11
图表 3: 中国 PPI、CPI 及 PMI	11
图表 4: 美国 CPI 及联邦基金目标利率	13
图表 5: 美国制造业及非制造业 PMI	14
图表 6: 美国 GDP 及 PPI	14
图表 7: 美国降息周期及 WTI 油价表现	15
图表 8: 欧元区及美国 CPI	16
图表 9: 欧元区 GDP 及 m1	16
图表 10: EIA 美国周度原油产量及活跃钻机数 (千桶/日; 部)	17
图表 11: 二叠纪及其他产区钻机数变化 (部)	19
图表 12: 二叠纪新井产量及新井钻机生产效率 (千桶/日)	19
图表 13: 美国 5 大产区新井钻机生产效率 (千桶/日)	20
图表 14: 美国油气行业资本开支及产量 (百万美元; 千桶/日)	20
图表 15: 达拉斯和堪萨斯城联储的调查生产成本与 WTI 远期 60 个月的价格相近	22
图表 16: 布伦特及 WTI 远期价格曲线 (美元/桶)	23
图表 17: 巴西原油产量及预测 (百万桶/日)	24
图表 18: 圭亚那原油产量及预测 (百万桶/日)	25
图表 19: 加拿大原油产量及预测 (百万桶/日)	25
图表 20: 挪威原油产量及预测 (百万桶/日)	26
图表 21: 加拿大 TMX 管道项目地图	28
图表 22: OPEC+ 成员国原油供应、产量目标及产能 (百万桶/日)	30
图表 23: 12 月 5 日 第 38 次 OPEC+ 部长会议增产计划 (千桶/日)	30
图表 24: 8 月 22 日 OPEC+ 3 国补偿减产计划 (千桶/日)	31
图表 25: OPEC+ 核心成员国财政平衡油价 (美元/桶)	31
图表 26: 美国、沙特及俄罗斯原油产量 (百万桶/日)	32
图表 27: IEA 全球石油需求 (分地区: 千桶/日)	33
图表 28: IEA 全球石油需求 (分产品: 千桶/日)	33
图表 29: 美国石油需求 (百万桶/日)	34
图表 30: 美国汽油需求 (百万桶/日)	35
图表 31: 美国柴油需求 (百万桶/日)	35
图表 32: 美国航空燃料需求 (百万桶/日)	36
图表 33: 美国燃料油需求 (百万桶/日)	36
图表 34: 中国石油需求 (百万桶/日)	38
图表 35: 印度石油需求 (百万桶/日)	38
图表 36: 欧洲石油需求 (百万桶/日)	39
图表 37: IEA 全球可观察石油库存及 OECD 工业石油库存 (百万桶)	40

---

图表 38:	EIA 美国商品原油库存 (千桶)	41
图表 39:	EIA 美国战储 SPR 原油库存 (千桶)	41
图表 40:	EIA 美国汽油库存 (千桶)	42
图表 41:	EIA 美国柴油库存 (千桶)	42
图表 42:	欧洲 ARA 原油库存 (千吨)	43
图表 43:	2025 年基准情景平衡表: OPEC+按当前供应计划投产 (百万桶/日)	44
图表 44:	2025 年基准情景供需缺口: OPEC+按当前供应计划投产 (百万桶/日)	44
图表 45:	2025 年乐观情景平衡表: 2025 年 OPEC+全年不增产 (百万桶/日)	45
图表 46:	2025 年乐观情景供需缺口: 2025 年 OPEC+全年不增产 (百万桶/日)	45

## 1、 2024 年原油行情回顾

2024 年原油市场呈现上下半年强弱分化、价格中枢下移的走势。上半年，原油市场在地缘局势以及 OPEC+集团延长减产的驱动下偏强运行，布伦特及 WTI 原油均价分别为 85 美金/桶和 79 美金/桶。下半年，布伦特及 WTI 原油均价分别下降至 77 美金/桶和 73 美金/桶。随着海外市场开始交易宏观衰退预期，叠加上 OPEC+不断释放计划增产的信号，市场预期转弱。此外，2024 年美国大选和地缘局势对下半年市场的影响也较为显著。特朗普在美国大选中获胜使得市场开始进行“特朗普交易”，一度驱动油价承压。相反，中东及俄乌局势曾短暂驱动油价冲高，但持续性有限。迄今为止，地缘争端并未显著影响全球原油生产及供应，因此，下半年国际地缘局势的扰动难改原油市场开始步入下行周期的格局。

1 月，油价在紧张的国际地缘局势以及美国寒潮天气的驱动下修复性上涨，结束自 2023 年 10 月以来的趋势下行，布伦特及 WTI 月度上涨约 5%。当月，国际贸易巨头托克公司一艘载有石脑油的油轮在红海被胡塞武装的导弹击中，市场担心该地区的油品航运路线可能会长期受到影响。同月，乌克兰军方两次使用无人机袭击俄罗斯石油设施，引发市场对俄罗斯成品油产量下滑的担忧。此外，受到冬季寒潮天气影响，美国 1 月原油产量出现大幅下滑且美国商品原油库存超预期下降，驱动当月市场供应偏紧。

2 月，原油市场延续偏强走势，布伦特及 WTI 月度上涨约 4%。尽管当月原油基本面边际有所转弱，美国结束冬季寒潮，石油生产恢复正常，供应偏紧的局面得到缓解，但紧张的中东局势仍然支撑当月油价上涨。“巴以和谈”破裂，以色列继续发动对加沙地区的攻击，市场担忧若“巴以冲突”进一步升级可能会导致中东地区的原油供应中断。

3 月，油价加速上涨，布伦特及 WTI 月度涨幅超 6%。3 月 3 日，OPEC+集团宣布将延长减产协议至 2024 年 2 季度末。此外，自 3 月 12 日起，乌克兰无人机加大力度袭击俄罗斯炼厂，当月俄罗斯约 7%的炼能遭到破坏。同时，美联储在 3 月议息会议中发布了偏鸽派的观点，宏观氛围也利好大宗商品市场。

4 月，油价在继续冲高后开始回落，布伦特及 WTI 月度下跌近 2%，主要因为当月地缘局势在再度升级之后开始出现缓和迹象。4 月 1 日，以色列军方用导弹袭击了伊朗驻叙利亚大使馆并造成伊朗方面多名人员丧生。作为回应，伊朗于 4 月 14 日向以色列发射数十枚导弹和无人机。中东局势一度从“巴以冲突”加剧至“伊以冲突”，驱动油价在 4 月上旬大幅走强，布伦特



油价一度突破 90 美金/桶。此后，伊朗政府表示“不想进一步加剧地缘冲突”，随后原油地缘溢价开始回落。当月原油基本面变化较小，市场主要炒作地缘局势变化。

5 月，油价出现明显回调，布伦特及 WTI 月度下跌约 6%。市场对中东局势的炒作进一步弱化，驱动原油地缘溢价持续回落。同时，EIA 数据显示原油供需开始出现累库压力，油品下游需求表现疲软，市场期待 OPEC+集团可以在 2 季度后再次延长减产来支撑偏弱的基本面。

6 月，原油市场出现修复性行情，布伦特及 WTI 月度上涨约 5%。6 月 2 日，OPEC+在第 37 次部长会议上宣布将延长减产政策至 2025 年，其中正在执行的 220 万桶/日的“自愿减产措施”将延长至 2024 年 3 季度，自 2024 年 10 月至 2025 年 9 月期间，该部分“自愿减产措施”将逐步退出。同时，OPEC+将保留“集体性减产措施”并延长至 2025 年。6 月前两个交易日，受到此次 OPEC+会议中涉及的“自 2024 年 10 月起，集团开始逐步增加产量”的供应计划影响，市场出现大幅下跌，国际油价触及自今年 2 月以来的最低点。此后，市场迅速企稳反弹，修复自 5 月底以来的跌幅。同时，西方汽油消费开始进入夏季出行旺季，市场对油品需求的预期转好。此外，以色列爆发与黎巴嫩真主党的冲突，乌克兰再度使用无人机袭击俄罗斯炼厂，原油地缘溢价再度上升。

7 月，油价趋势下跌，布伦特及 WTI 月度下跌约 4%。中东局势的缓和以及宏观氛围的转弱是价格下跌的主因。尤其是 7 月下旬，市场出现交易宏观衰退预期，全球大宗商品市场出现普跌的现象，原油也在市场悲观情绪中大幅下挫，布伦特油价一度跌破 80 美金/桶，创阶段新低。7 月 24 日，OPEC+公布伊拉克、哈萨克斯坦和俄罗斯 3 国的补偿减产方案，以上 3 个国家在 2025 年 9 月之前分别需要补偿减产 118.4 万桶/日、62 万桶/日和 48 万桶/日。OPEC+集团继续做出努力，希望能够维稳油价。

8 月，油价继续下行，布伦特及 WTI 月度下跌约 5%，市场继续交易弱宏观和弱需求预期。当月国际 3 大能源机构首次同时下调了对 2024 年和 2025 年石油需求增长的预期，油价在弱宏观背景下承压。8 月 26 日，利比亚东部政府宣布因政治因素暂停原油生产和出口，该事件短暂驱动油价冲高，但此后油价快速回落。8 月 30 日，市场传闻 OPEC+可能按计划从 10 月份开始增产，该消息驱动油价加速下行。

9 月，油价先跌后涨，价格中枢继续大幅下移，布伦特及 WTI 月度下跌约 7%。9 月 5 日，OPEC+宣布将推迟原计划 10 月 1 日开始执行的增产措施至 12 月 1 日，但该消息并没有改善市场悲观的情绪。9 月 10 日，国际油价一度触及 2021 年底以来的新低，布伦特自 2021 年 12 月以

来首次跌破 70 美金/桶。本轮油价再创新低仍与市场交易弱宏观及弱需求预期相关。当月国内外宏观数据的进一步转弱使得市场继续下调 4 季度至明年油品需求增长预期。市场担忧一旦 OPEC+开始增产，原油供应将会出现过剩。自 9 月 11 日起，市场情绪有所转好，叠加上飓风天气对美湾供应的影响，油价在当月中下旬小幅反弹。

10 月，油价先涨后跌，布伦特及 WTI 月度上涨约 3%。当月市场走势主要受到中东局势影响。10 月 1 日晚间，伊朗向以色列发射了近 200 枚弹道导弹，该事件成为驱动 10 月初油价大幅上涨的导火索。市场担忧以色列可能报复性打击伊朗原油生产设施，地缘溢价再度上移，驱动国庆假期期间布伦特价格上涨约 10 美金/桶。此后，中东局势稍显缓和，地缘溢价开始回落。10 月 26 日，以色列正式对伊朗发动报复性打击，此次打击主要针对伊朗军事目标而非伊朗石油设施。在以色列打击行动结束之后，原油地缘溢价迅速回落，油价也回到本月“伊以冲突”前的水平。

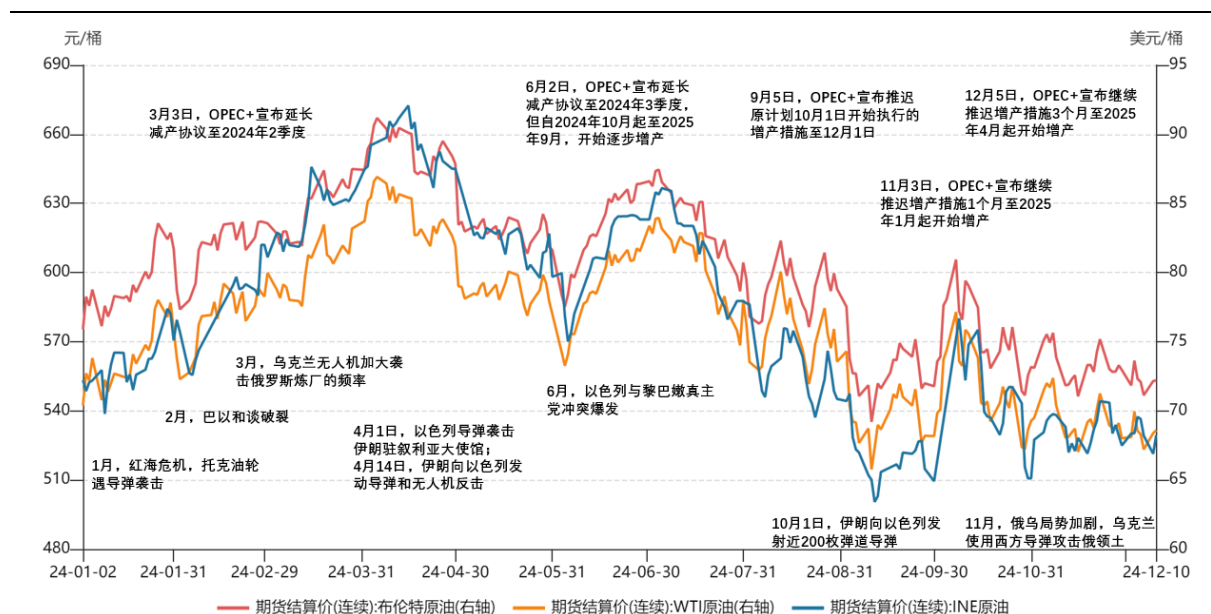
11 月，油价震荡运行，布伦特及 WTI 月度下跌约 1%。11 月 3 日，OPEC+宣布将推迟原计划 12 月份开始的增产措施至明年 1 月份，短期支撑市场。同期，特朗普在美国大选中获胜，市场短暂出现“特朗普交易”，驱动油价下行。当月下旬，俄乌冲突加剧，驱动原油地缘溢价再度上移。乌克兰开始动用西方武器试探俄罗斯底线，而俄罗斯政府也批准了新版核威慑基本政策，并向乌克兰反击发射了远程导弹。包括美国在内的多家西方驻乌克兰大使馆因担心空袭曾临时关闭。11 月末，中东地缘溢价持续回落。以色列和黎巴嫩真主党在美国和法国斡旋后达成了停火协议，该协议于 11 月 27 日生效。

12 月，OPEC+决定再次推迟增产计划。12 月 5 日，OPEC+在第 38 次部长会议中宣布将原计划今年 12 月底结束的自愿减产措施继续延长 3 个月，现计划从 2025 年 4 月起开始逐步增产。该决定符合此前市场的传闻及预期，对市场影响偏中性。在该消息发布后，油价表现仍然低迷。此外，当月叙利亚发生政变，阿萨德政权下台，中东局势又起波澜。地缘局势的恶化再度驱动油价短期偏强运行。

综合来看，2024 年原油市场主要围绕着宏观预期、OPEC+集团供应政策和地缘局势变化展开交易。其中中东及俄乌局势的加剧是年内油价上涨的主要驱动，而宏观预期的转弱和 OPEC+集团释放的增产信号则驱动油价在下半年趋势走弱。



图表 1：2024 年原油期货价格走势（美元/桶；元/桶）



数据来源：Wind；兴证期货研究咨询部

## 2、 宏观展望

### 2.1 国内宏观：年内复苏小幅低于预期，但长期经济增长仍然稳中向好

2024 年国内经济基本实现了 5% 的增长目标，但仍面临多重挑战。2025 年是“十四五”规划收官之年，为最终实现 2035 年经济总量翻一番的目标，按照 2020-2035 年的平均增长要求，2025 年国内 GDP 增长目标仍然需要在 5% 左右。

当下国内经济仍面临多重挑战。首先，房地产市场的出清仍未结束，对经济增长造成拖累。房地产从新开工至竣工需要 3-4 年，其中新开工下滑高峰期在 2020 年，这意味着 2025 年房地产竣工仍然会受到拖累。2025 年政府仍需把稳房价放在首位，同时兼顾收储降库存。其次，自今年 2 季度以来，国内社零中枢出现下移，消费放缓给经济增长带来压力。历史上看，个人所得税增速与社零消费增速有较强相关性，稳就业和实现收入增长是当下迫切需要解决的问题。此外，国内外贸行业前景严峻。近年来“逆全球化”浪潮盛行，欧美市场频繁加大对中国产品的征税。随着 2025 年特朗普政府的上台，“特朗普 2.0 政策”可能会进一步增加国内企业出海时的贸易壁垒。同时，近年来复杂的地缘局势（中东矛盾、俄乌冲突等）也增加了外贸物流成本。如何减少日益严峻的贸易壁垒对经济增长的损害也是当下解决经济问题的关键。总体上看，当前国内经济增长仍然低于疫情前的增长中枢，其中出口和基建投资是最主要的拖累因素。

年内政府已出台一系列政策积极应对挑战。首先，大规模化债可以从财政政策角度积极缓解明年经济压力。11 月十四届全国人大常委会通过了总规模高达 10 万亿的化债方案：增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，2024—2026 年每年 2 万亿元；从 2024 年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元。此次 10 万亿的化债规模接近隐性债务总额的 70%，节省的债务利息支出及本金支出有助于政府对经济和民生建设。其次，从货币政策角度看，当前国内货币宽松政策还未结束，预计 2025 年仍有 50bp 的下降空间。在 2025 年全球降息的背景下，宽松的货币政策有利经济复苏。此外，在年底召开的中央经济会议中，政府也提出了一系列经济刺激的措施，显示了中央稳定经济增长的决心。

综合来看，尽管当下国内经济面临房地产市场出清、社零增速放缓、出口关税壁垒增加等挑战，但在积极的财政政策和货币政策配合下，预计 2025 年国内 GDP 仍有希望实现 5% 的增长目标。

图表 2：中国 M1 及 M2



数据来源：Wind；兴证期货研究咨询部

图表 3：中国 PPI、CPI 及 PMI



数据来源：Wind；兴证期货研究咨询部

## 2.2 海外宏观：美国经济有望实现软着陆，欧元区复苏缓慢

2024 年美国经济仍存韧性，经济维持稳定增长的同时通胀问题有所放缓，未来软着陆有望实现。尽管在 2024 年 7 月美国劳动力市场数据超预期下行，触发衰退预警，但此后几个月美国核心经济指标恢复正常。同时，美国通胀已经开始明显下行。截至 2024 年 11 月，美国 11 月 CPI 同比 2.7%，核心 CPI 同比 3.3%。该数据较 2022 年 9 月核心 CPI 高点 6.6% 已经明显下行，但距离联储 2% 的通胀目标仍有距离。当前美国的通胀表现符合市场预期，且 12 月降息预期进一步稳固。从增长角度看，2024 年 3 季度美国环比折年率 2.8%，较 2 季度小幅下降 0.2%，总体维持较好的复苏趋势。

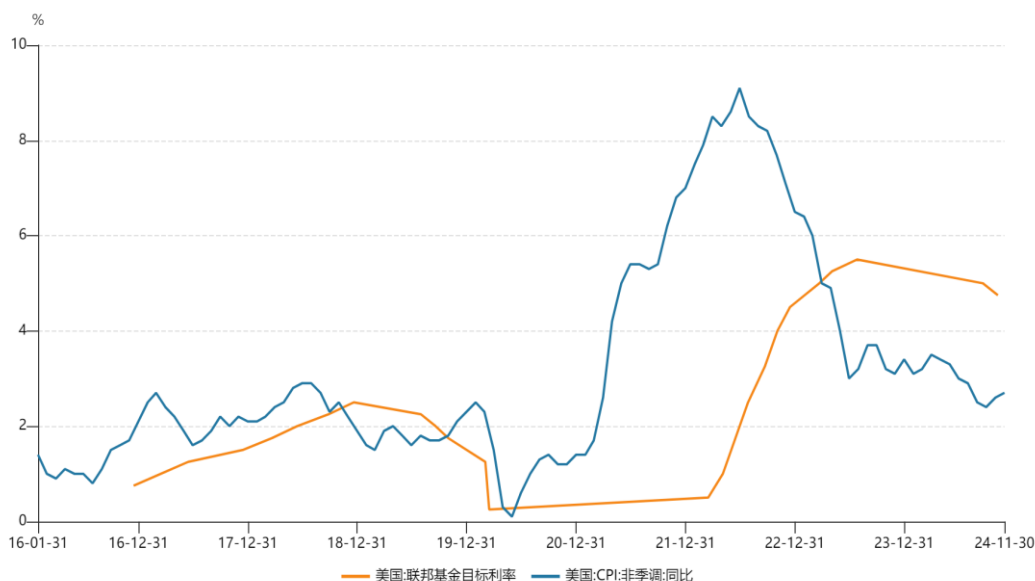
展望 2025 年，美国经济实现软着陆的可能性较大。在年内已经进行了两次降息之后，预计联储在 12 月和明年 1 季度可能会再次降息。明年联储降息节点大概率集中在上半年，降息可能会导致美国出现轻微再通胀，但考虑到能源及房租等价格中枢下移之后，难有再次大幅上升的驱动，明年美国的再通胀总体可控，更倾向于出现“轻微再通胀”格局。从增长角度看，重点关注特朗普上台后的“特朗普 2.0 政策”。特朗普政府计划延续财政货币双宽松、对内减税和对外加税的政策，总体上利好美国国内需求。总体上看，“特朗普政策”可以支撑明年美国经济开始新一轮复苏，但可能会导致轻微通胀问题。综合来看，预计 2025 年美国 GDP 将保持约 2.5% 的增长，同时可能出现轻度的再通胀。

此外，从降息周期角度看油价表现，历史数据显示降息与油价表现并无明显相关性。美联储自 1980 年以来一共出现过 6 次降息周期。其中在 1984 年、1995 年、2007 年和 2019 年开始的 4 次降息周期中，WTI 油价均出现了较大幅度的下跌，其中 3 次油价跌幅超过 40%。在这 4 次降息周期中，美国经济都出现了一定程度的下滑，驱动宏观大类资产出现普跌现象。而在 1989 年和 2001 年的两次降息周期中，油价呈现小幅上涨趋势。较为健康的基本面支撑油价在宏观弱周期中表现强势。美联储降息一方面可以提升市场信心，但往往降息出现在弱宏观周期中，经济的下滑更可能驱动油价下跌。因此，美联储降息无法对油价走势起到决定性作用，核心需要关注在降息周期中原油供需情况。

按照客观经验解释，美联储降息主要发生在美国经济开始拐头向下或者是经济明显下滑之时，降息是为了缓解或是预防经济下行。而在供应变化不大的背景下，经济数据以及商品需求的走弱将会驱动油价趋势下行。相反，联储加息往往发生在经济数据强劲、通胀强势之时，伴

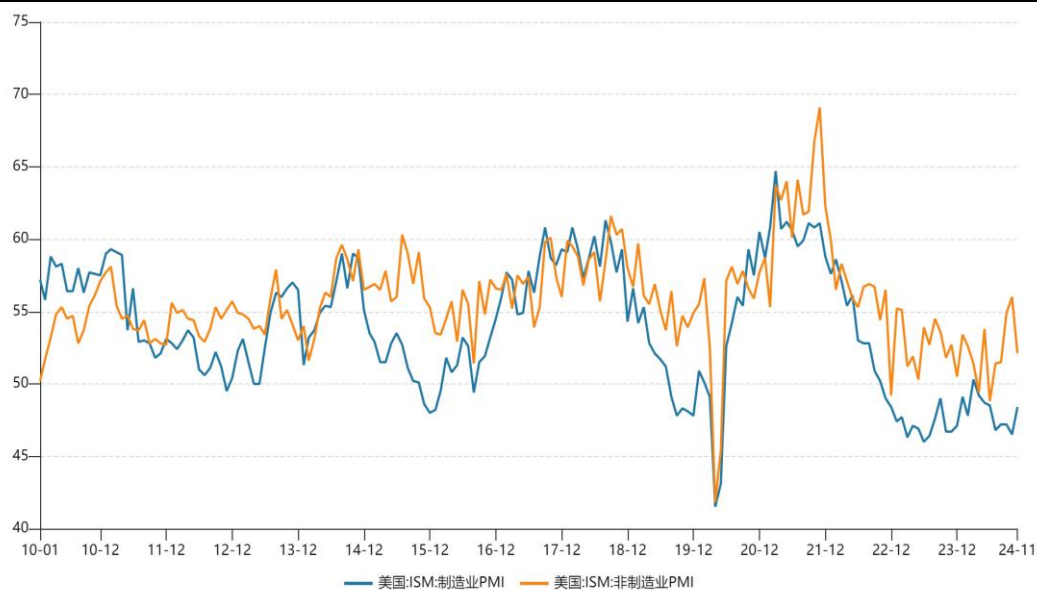
随大宗商品需求上行，油价表现强势。需要注意的是，单纯分析联储加息或是降息更多是从需求层面研究油价表现，但是更为完整的原油研究框架需要建立在供应、需求以及库存表现上。从原油研究框架角度出发，关注联储是否降息核心是关注原油需求端的变化，但无法完整得出供需及库存总体变化的结论。因此，单一变量（联储加息或是降息）与油价的表现并没有直接相关性，联储降息需要先传导到需求端，然后再影响到供应平衡，最后才有可能对油价产生影响。此外，从降息周期与美国石油需求角度看，历史数据显示两者之间也没有明显相关性。降息并不是一定可以起到刺激并提升原油需求的效果。原油的需求表现更多取决于宏观数据的变化（如 PMI、GDP 等），而联储的操作更多是事先预防或是事后解决经济问题，并不能完全扭转经济周期。因此，对于原油需求的预测更需要跟踪并关注未来宏观数据的变化而不能只寄希望于联储的操作可以决定或扭转经济走势。

**图表 4：美国 CPI 及联邦基金目标利率**



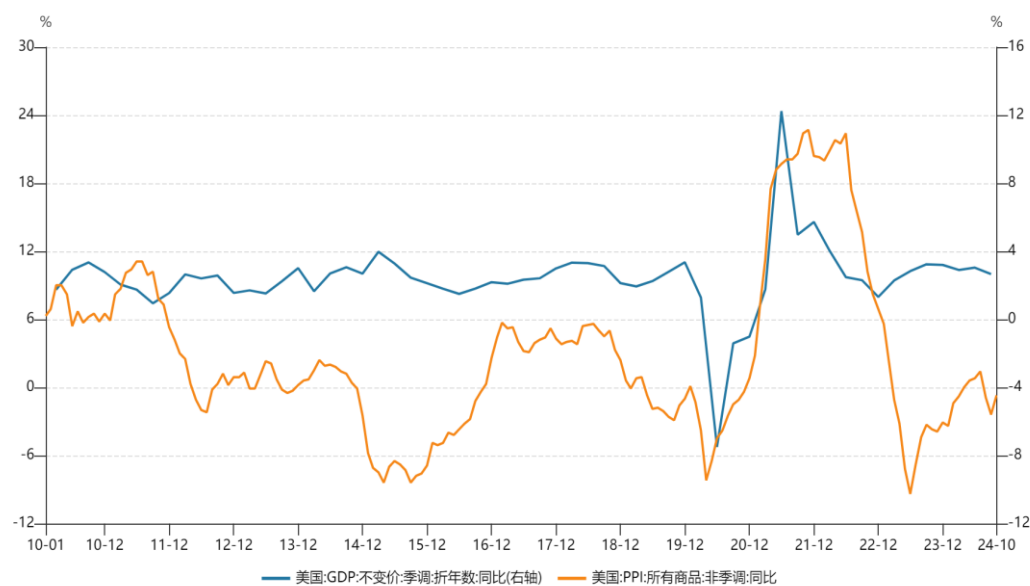
数据来源：Wind；兴证期货研究咨询部

图表 5：美国制造业及非制造业 PMI



数据来源：Wind；兴证期货研究咨询部

图表 6：美国 GDP 及 PPI



数据来源：Wind；兴证期货研究咨询部



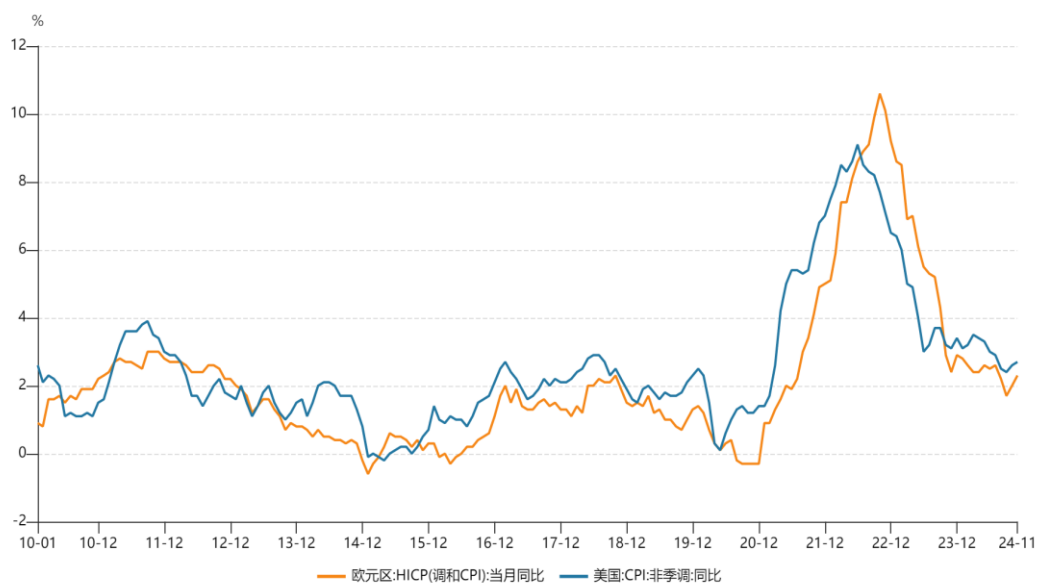
图表 7：美国降息周期及 WTI 油价表现

首次降息时间	最后一次降息时间	降息幅度	降息原因	区间油价变现 (WTI)
1984/9/20	1986/8/21	5.63%	赤字和强美元循环	-48.41%
1989/6/6	1992/9/4	6.81%	储贷危机	6.09%
1995/7/6	1998/11/17	1.25%	预防全球金融风险	-26.55%
2001/1/3	2003/6/25	5.50%	互联网泡沫	10.07%
2007/9/18	2008/12/16	5%	房地产泡沫	-45.07%
2019/8/1	2020/3/16	2.25%	预防性降息及疫情危机	-50.50%

数据来源：Wind；Bloomberg；兴证期货研究咨询部

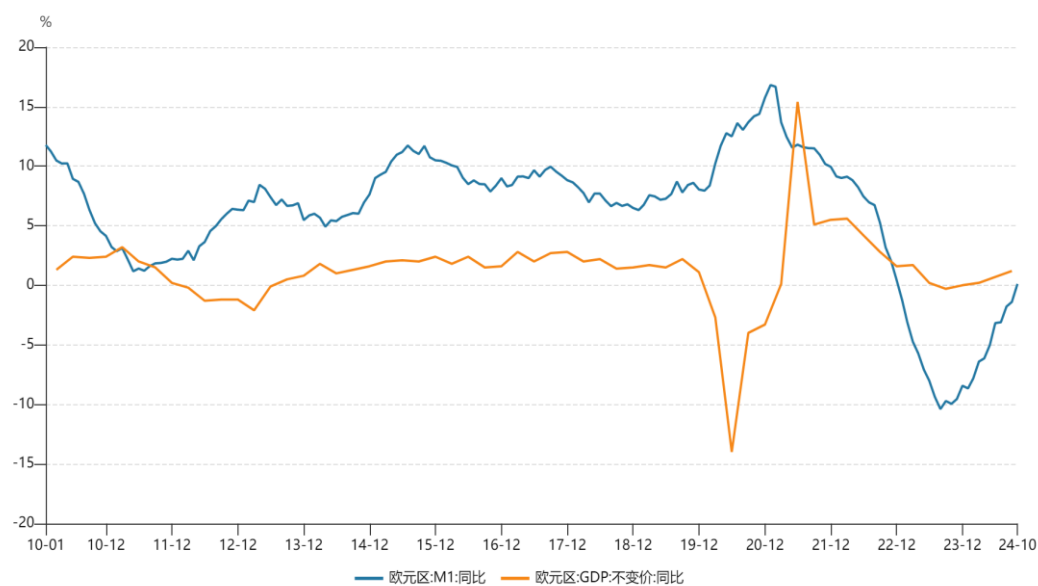
2024 年欧元区受限于高利率和地缘风险，经济表现疲软。一方面，在加息周期中，欧元区间接融资成本上行，压制经济活动。欧元区主要经济体 PMI 长期低于 50 的荣枯线，经济复苏不及预期。另一方面，俄乌及中东地缘争端持续演绎，地缘事件给欧元区带来能源贸易流改变、供应链中断等一系列问题，欧洲企业面临生产成本抬升但需求低迷的双重困局。展望 2025 年，预计欧元区复苏仍然较为疲软。首先，俄乌冲突持续，将长期限制欧洲经济发展。尽管特朗普政府上台后有意和平解决俄乌问题，但未来欧元区不太可能重回使用俄罗斯低廉化石能源的局面，制造型企业生产成本难回到 2022 年俄乌冲突前水平。其次，“特朗普 2.0 政策”利好美国本土发展但不利于盟友地区的经济建设。特朗普政府重启对外加税政策后可能会进一步侵害欧元区经济修复。另一方面，在今年下半年进入降息周期后，预计 2025 年欧元区降息将会持续，这将缓解当地高利率的压力。综合来看，在开启降息周期后，2025 年欧元区经济活动更可能呈现触底后的小幅反弹，但面临的地缘风险仍然严峻，预期 2025 年欧元区整体经济增长约在 1% 左右。

图表 8：欧元区及美国 CPI



数据来源：Wind；兴证期货研究咨询部

图表 9：欧元区 GDP 及 m1



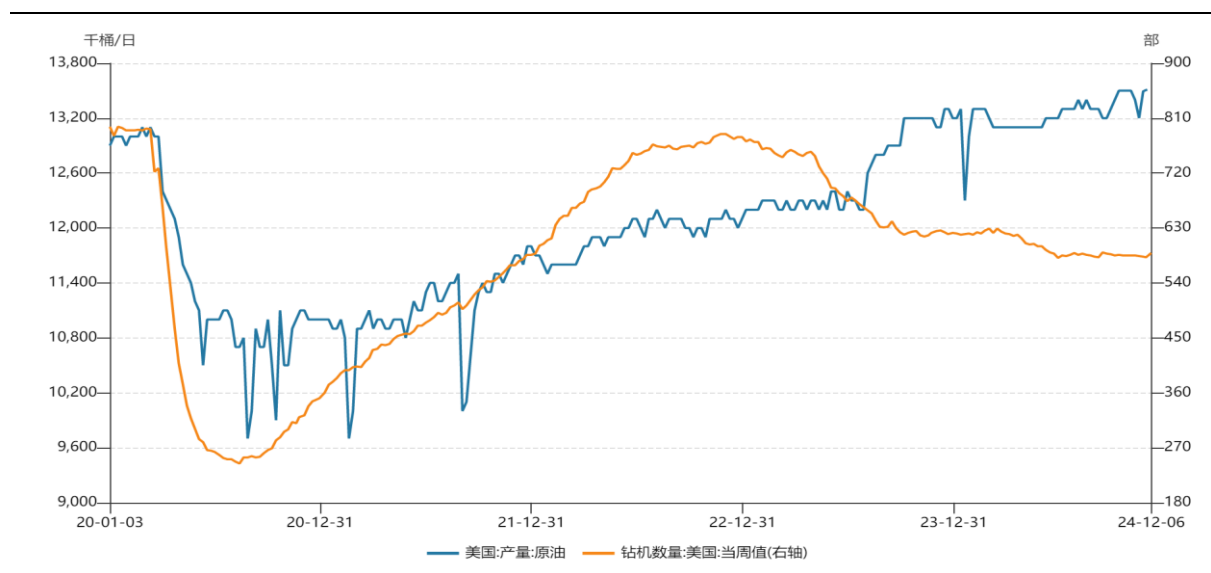
数据来源：Wind；兴证期货研究咨询部

### 3、 供应分析

#### 3.1 美国：2024 年产量再创历史新高，预期 2025 年产量仍有小幅增长

年初至今，美国原油产量维持正增长，但增速较过去两年明显放缓。参考 EIA STEO 数据，最新公布的美国 11 月原油产量再度创下历史新高，达到 1350 万桶/日，较 2023 年 12 月增加 20 万桶/日。从年内美国产量变化趋势上看，有以下几个特点。首先，月度产量波动较小，逐渐趋向平稳状态。年内唯一较大的波动来自 1 月份，当时因飓风影响美湾地区，部分油田被迫停产，造成美国原油产量短暂减少约 75 万桶/日。此后飓风及其他极端因素对美国原油生产造成的影响相对有限。其次，尽管今年美国原油产量仍在刷新历史新高，但增速明显放缓。参考过去两年美国总产量分别增加了 42 万桶/日和 113 万桶/日，今年的产量增长幅度明显偏低。第三，从区域上看，近 4 年美国产量的增加主要由二叠纪（Permian）地区贡献。年初至今，美国总产量增加了 14 万桶/日，而二叠纪（Permian）地区的产量增加了 19 万桶/日。二叠纪地区的增量对冲了其他地区产量的下滑，驱动美国原油产量仍然维持正增长。从 2021 年初至今来看，美国总产量增加了近 230 万桶/日，其中二叠纪地区贡献了 195 万桶/日的增量。综合来看，过去几年美国产量大幅增加主要因为二叠纪地区的产量开始井喷；今年美国并非所有地区产量都在上行，由于二叠纪地区仍维持了较好的增产趋势，这对冲了其他地区产量下滑的影响。

图表 10：EIA 美国周度原油产量及活跃钻机数（千桶/日；部）



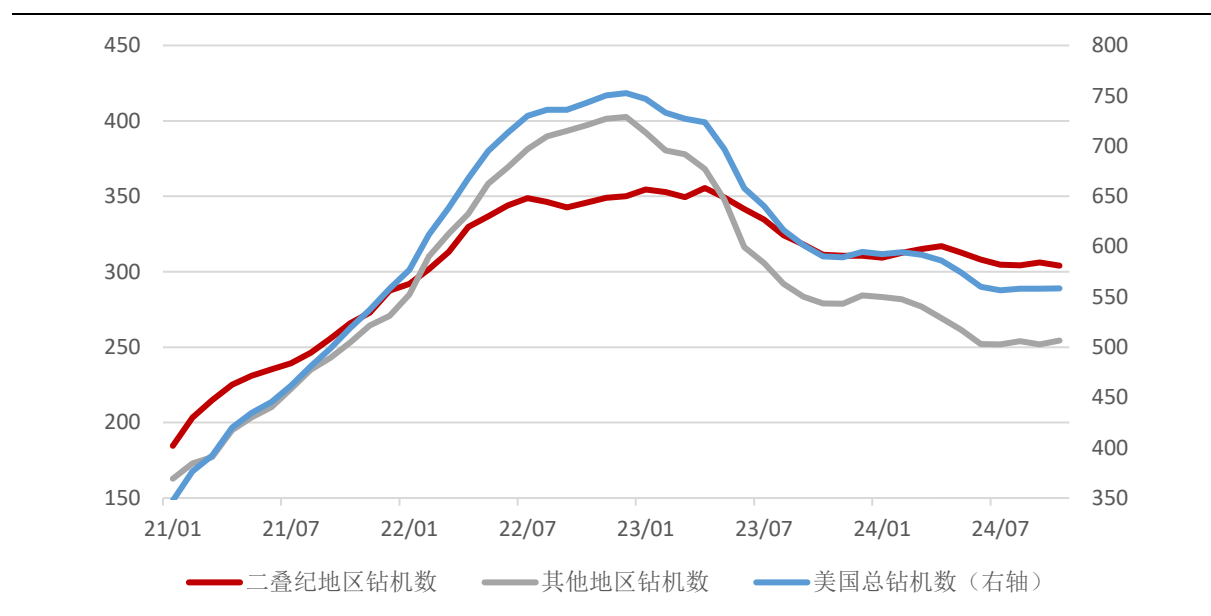
数据来源：Wind；兴证期货研究咨询部

通常情况下，石油活跃钻机数可以用来作为分析原油产量的先行指标。因为包括二叠纪在内的美国几大产区主要生产页岩油气，而页岩油气具有明显的衰退性，因此需要不断保持较高水平的活跃钻机数才能维持产量，若活跃钻机数开始出现趋势性下滑，将会导致新井数量下降，这预示着未来产量将会下行。

从活跃钻机数的角度来看，参考 EIA STEO 数据，截至 10 月，美国总活跃钻机数已经从年初的 593 台下降至 558 台，整体延续了下行趋势，反应了近两年美国油气公司上游资本开支放缓。从区域上看，当前二叠纪地区共有 304 台活跃钻机，该数量远远高于其他产区，这也解释了为何二叠纪是过去几年美国油气生产最重要的增量地区。但从趋势上看，二叠纪的钻机数也已经出现了下滑趋势，该地区的活跃钻机数从年初的 309 台下降至当前的 304 台，而在 2023 年初，该地区共有钻机 355 台。由于二叠纪地区钻机趋势下滑已持续一段时间，因此仅从钻机数量角度分析无法解释为何该地区产量仍然在不断增加。从更长周期来看，本轮美国活跃钻机数的下行周期其实从 2022 年下半年就已经开始，反而今年钻机数的下行速度明显放缓，已经过了下降的高峰期。此外，二叠纪地区的钻机数下降趋势较其他产区更为平缓，整体表现更具韧性。

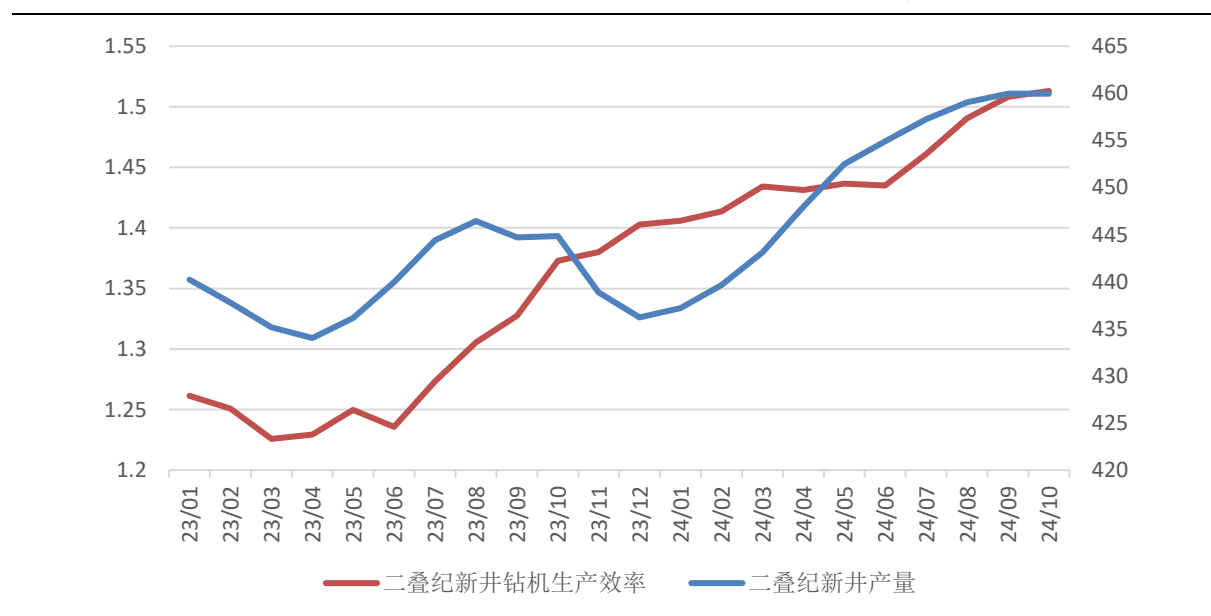
尽管二叠纪产区的活跃钻机数延续小幅下降的趋势，但该地区钻井和完井过程中效率的显著提高仍可以驱动原油产量不断增加。市场研究表明二叠纪地区的油气商正在利用更长的井段、或是在一个平台中安装更多的井以及利用人工智能等方式来改善页岩区的钻探并提高水力压裂井的采收率。从数据端来看，EIA STEO 所测算的二叠纪地区新井单产量在最近两年有显著的提升，而其他产区的新井生产效率提升并不明显。短期展望，由于当下美国产量的增长主要由二叠纪地区贡献，考虑到二叠纪地区生产效率的明显提升，在当地活跃钻机数下降趋势放缓的情形下，预计明年二叠纪地区的产量仍存在一定增长空间。而对美国总产量而言，二叠纪产量的上升仍可以对冲掉其他产区产量的下滑，因此预计明年美国原油总产量仍存在韧性，并不会出现明显下滑，更可能出现小幅的增长。但想要实现产量的大幅增加，除了生产效率提升外，未来仍需要观测到油气公司有更多的资本开支以及后续石油活跃钻机数出现趋势性增长。

图表 11：二叠纪及其他产区钻机数变化（部）



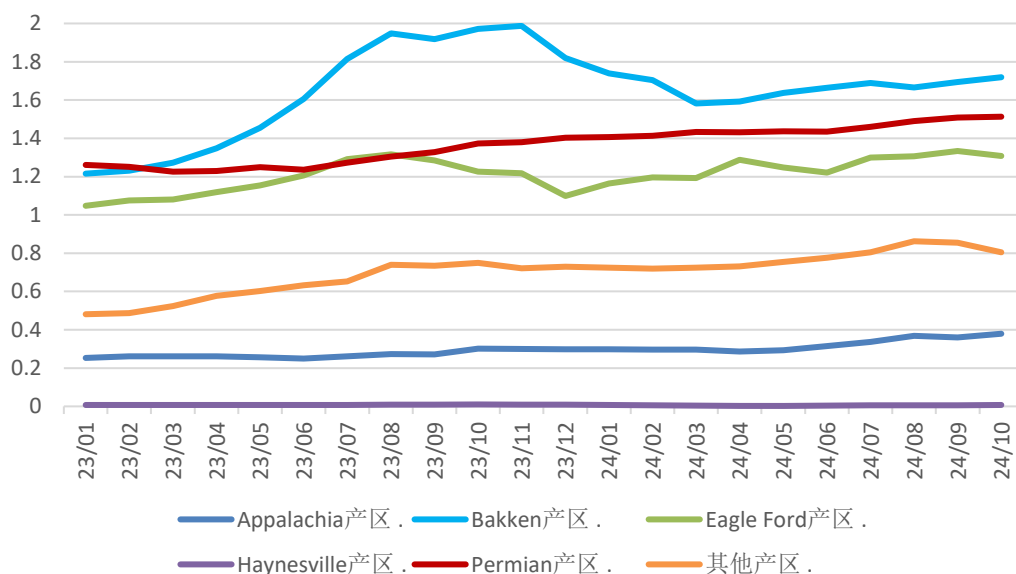
数据来源：EIA；兴证期货研究咨询部

图表 12：二叠纪新井产量及新井钻机生产效率（千桶/日）



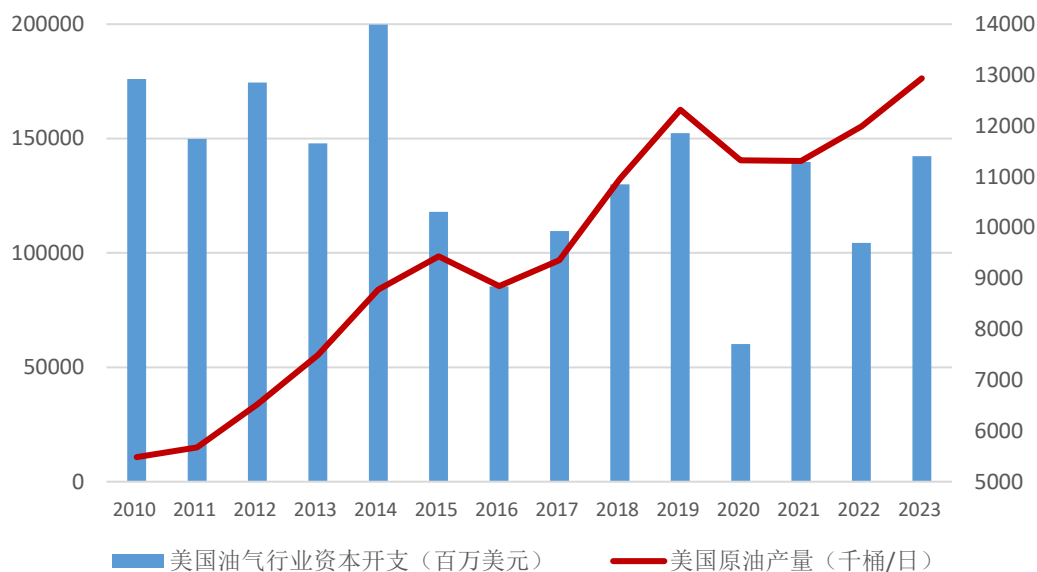
数据来源：EIA；兴证期货研究咨询部

图表 13： 美国 5 大产区新井钻机生产效率（千桶/日）



数据来源：EIA；兴证期货研究咨询部

图表 14： 美国油气行业资本开支及产量（百万美元；千桶/日）



数据来源：Bloomberg；EIA；兴证期货研究咨询部

随着 11 月 6 日特朗普赢得 2024 年美国总统大选，市场开始关注特朗普政府的能源政策。共和党在今年 7 月 16 日就已经发布了 2024 年纲领。针对传统能源领域，共和党承诺能源降价，



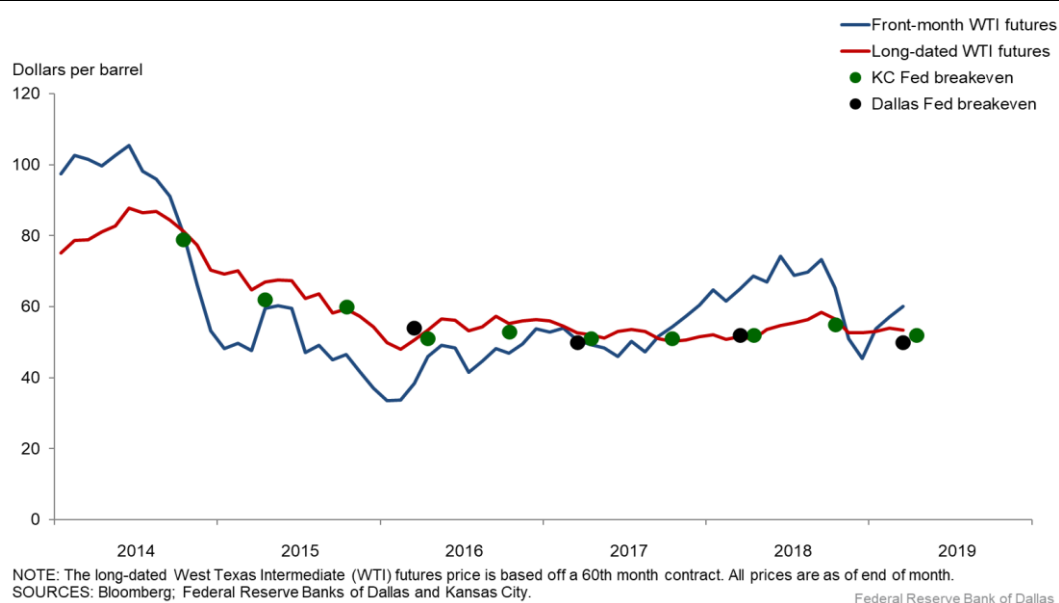
将取消能源生产的限制（包括核能在内的所有类型能源的生产）以立即削减通胀，将能源价格降至特朗普首个任期的历史低点之下。特朗普此前在媒体上就发表过“将通过加大开采石油来削减通胀”、“美国的液体黄金比任何国家都多”等言论，重申一旦上台将会加大对石油资源的开采利用。

针对美国油气生产方面，共和党明确表示将回归传统能源，鼓励加大对油气开采的投入，提升美国本土油气供应。但需要注意的是，特朗普的能源政策在实际操作中可能会面临诸多问题，实际增产情况需要进一步观察，可能不会像纲领或特朗普演讲时描述的那样理想。首先，美国的油气公司都是营利性企业，其主要目标是帮助股东获取利润最大化。美国油气商不像沙特或俄罗斯等国有石油公司，后者生产经营计划可以高度跟随政府能源政策。因此，一旦出现原油市场价格跌破页岩油开采成本的情景，美国油气公司很可能会放弃增产。当然，特朗普政府可能会给到一些政策来鼓励油气公司生产。第一是政府可以给能源企业减税，驱动油气商的综合成本下降。第二是特朗普政府可能会加大对伊朗、委内瑞拉等产国的制裁从而让美国公司通过增产来弥补这部分国家制裁后的供应缺口。当然这会面临和欧佩克国家在市场份额上的竞争。因此，预计特朗普在明年初上台后可能会给到油气商一些优惠政策，鼓励他们增加资本开支。当然油气商也不会盲目增加生产投入，他们仍然会根据自己生产经营成本以及市场情况做出相应投产计划，未来仍需要关注油价及页岩油成本的变化来判断行业资本开支的情况，特朗普政府的能源政策并不能完全保证未来美国油气产量一定会出现大幅增长。

与传统油田相比，页岩油从钻探到生产的准备时间更短，因此其生产经营计划对油价变动的反应更为灵敏。美国页岩油生产分布于 7 大产区，由于不同产区地质等因素差异较大，各大产区的生产盈亏平衡点存在差异，因此更严谨地讲，美国实际意义上的页岩油生产盈亏平衡点是一个区间。对于页岩油成本的研究，通常意义上有 3 种方法。第一种是直接调研，通过走访或问卷等方式直接联系各地区油气商并询问其生产成本和盈亏平衡价格。第二种是通过观察期货远月市场价格，建立远月价格与成本间的关系。第三种是根据油气公司财务数据建立模型自行测算。由于方法三只适用于上市公司且需要的公开数据较为详细，现实中部分上市公司数据无法精确拆分至各大产区，加上投资项目测算的复杂性，其理论测算结果与实际调研结论存在一定差异。理论上，方法一和方法二的研究结果更加接近真实情况。

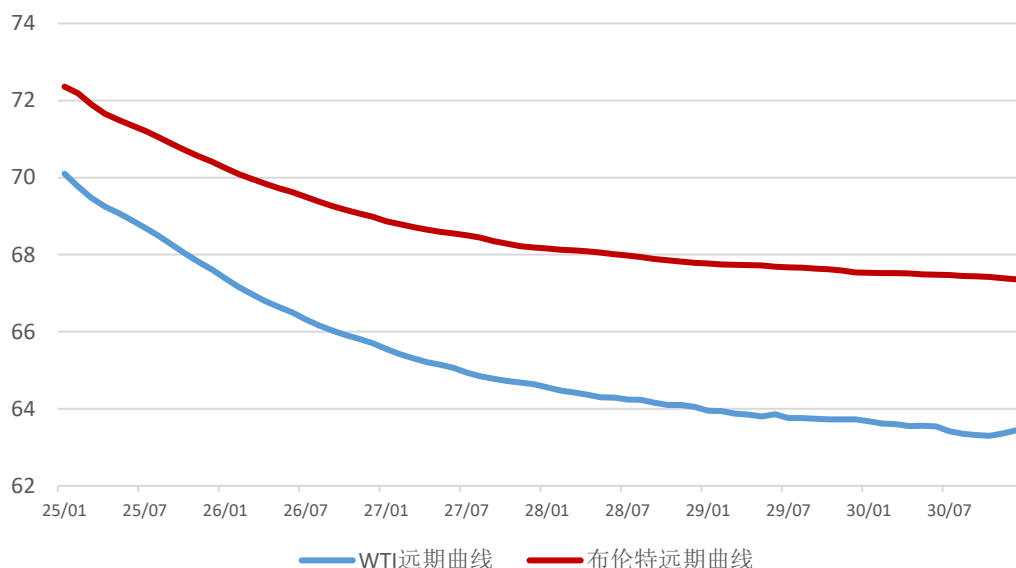
首先，根据达拉斯联邦储备银行（Federal Reserve Bank of Dallas）在今年 1 季度的问卷调查，当前美国主要产区新井开采需要 WTI 油价平均在 59-70 美金/桶附近才能够盈利，较 2023 年的调查结果 56-66 美金/桶高了约 3-4 美金/桶。同时，该问卷显示大型公司（截至 2022 年第四季度，原油日产量达到或超过 10,000 桶）平均需要 55 美金/桶的价格钻井才能盈利，而小型企业（日产量低于 10,000 桶）平均需要 64 美金/桶的价格。另一个角度，历史研究发现，平均盈亏平衡价格与 WTI 非常远期的期货合约（如未来 60 个月交割的合约）的价格之间存在着非常紧密的关系，达拉斯联储和堪萨斯城联储的能源调查价格都曾印证过该观点。从理论角度思考，原油期货投机者主要参与交易近月合约而不会去交易非常远期的合约，像 60 个月后交割的这种远期合约主要是油气商参与套保活动所形成。这种非常远期合约的报价或是成交价可以理解为当下油气商认为可盈利的底线价位，因此该远期价格可近似等于油气商的盈亏平衡价。参考当前的布伦特及 WTI 远期价格曲线，远期 60 个月的 WTI 期货的价格在 62 美金/桶附近。近似的，可以认为该价格为当前市场认为的边际成本。12 月 WTI 近月合约价格在 70 美金/桶附近，可以看到当前市场价格较边际成本高约 8 美金/桶。从盈利角度看，短期美国油气商想要进一步增产仍有一定的获利空间，但未来几年想要持续大幅增产必须考虑边际成本所带来的限制。

**图表 15： 达拉斯和堪萨斯城联储的调查生产成本与 WTI 远期 60 个月的价格相近**



数据来源： 达拉斯联储；兴证期货研究咨询部

图表 16：布伦特及 WTI 远期价格曲线（美元/桶）



数据来源：Wind；兴证期货研究咨询部

综合来看，在二叠纪生产效率不断提升以及活跃钻机数量下滑趋势放缓的背景下，预期明年美国原油产量较今年仍有约平均 20 万桶/日的增量。长期看，美国产量的变化趋势仍然较为模糊。一方面，特朗普政府的能源政策鼓励加大本土油气的开采，可能会给予一定政策优惠来刺激行业加大上游资本开支。另一方面，美国油气商必然会考虑市场价格和开采成本，若未来油价持续下行，行业增产将会面临阻力。

### 3.2 其他非 OPEC+国家：明年供应增量主要来自巴西、圭亚那、加拿大和挪威 4 个国家

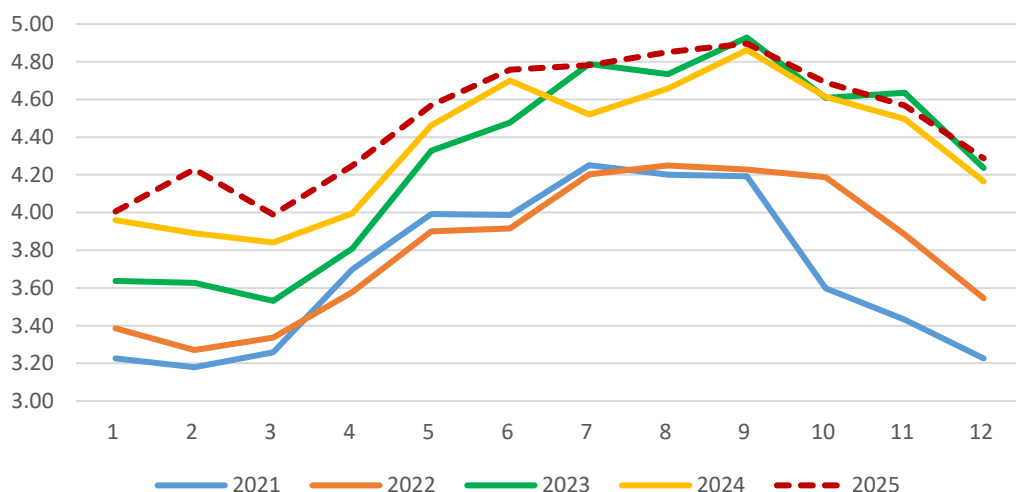
2025 年非 OPEC+国家原油供应增量有望超 100 万桶/日。其中除美国外，明年非 OPEC+部分的供应增量主要来自巴西、圭亚那、加拿大和挪威这 4 个国家。

预计巴西明年供应将增加约 20 万桶/日，其增量主要来自近两年开始投产的 FPSO（浮式生产储油卸油装置）项目。巴西计划在 2025 年之前完成建造 4 艘新的 FPSO，除了 2024 年上线的 30 万桶/日的产能外，明年的投产将在 2025 年 12 月之前再增加 80 万桶/日的新产能。尽管未来两年的投产会带来近 100 万桶/日的最大产能，但当前巴西新 FPSO 的产能利用率仍然偏低，

预计在明年开始逐步投产后，新增产量仍无法实现最大产能。具体来看，2025 年巴西在建的投产项目共有 5 个，分别为 IPB（最大产能 10 万桶/日）、Bacalhau（最大产能 22 万桶/日）、Mero4（最大产能 18 万桶/日）、Buzios 6（最大产能 18 万桶/日）和 Buzios 7（最大产能 22 万桶/日）。明年巴西的产量变化主要关注上述投产项目的进度以及产能利用率。预计圭亚那明年供应将增加约 24 万桶/日。与巴西的情况类似，近年来圭亚那石油产量的增加也得益于 FPSO 项目的投建。截至 11 月中旬，圭亚那和埃克森美孚牵头的财团已经在 Stabroek 区块运营了三艘 FPSO，当前的产能利用率为 95%。明年将计划投产第四艘 FPSO，预计将增加 25 万桶/日的产能。考虑到圭亚那新投产项目的产能利用率普遍较高，预计明年供应增量将接近新增产能。

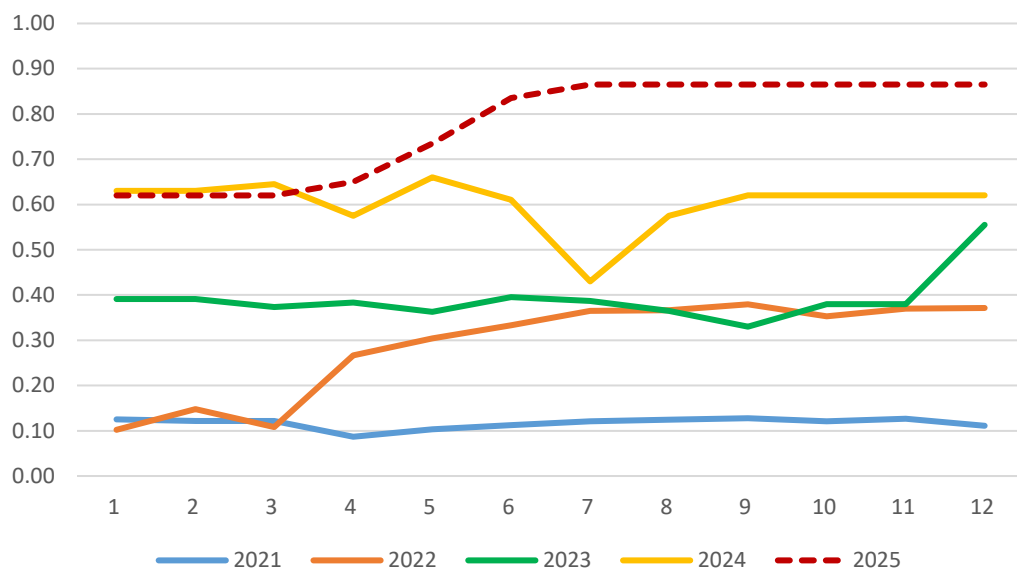
预计挪威明年供应将增加约 17 万桶/日，这主要因为 Johan Castberg 项目的产量会持续增加，此外挪威 NGL 的产量也有望提升。预计加拿大明年供应将增加约 22 万桶/日，这主要得益于 TMX 管道项目的完成。在阿尔伯塔省油砂投产的推动下，过去 10 年加拿大的原油产量趋势上行，但在近两年该地区的增长开始出现放缓，这主要因为产量的增加使得当地管道运输量达到上限，限制了将加拿大原油运往美国墨西哥湾沿岸炼厂的能力。TMX 管道项目在今年 5 月份正式投产，预计将增加约 60 万桶/日的运力，缓解当地出口的瓶颈。因此，预计 2025 年加拿大油砂产量可以恢复趋势增长状态。

**图表 17：巴西原油产量及预测（百万桶/日）**



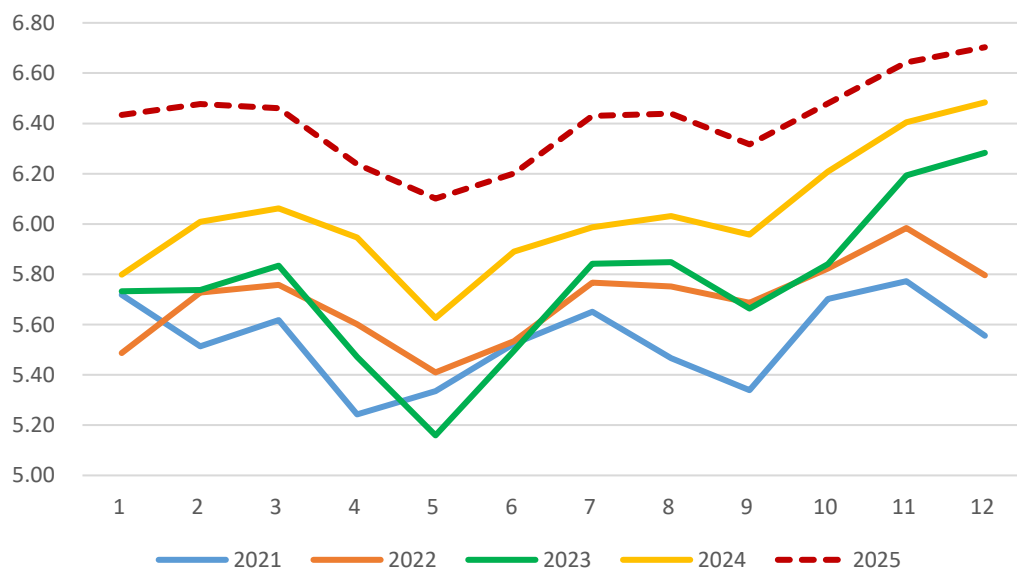
数据来源：EIA；Bloomberg；兴证期货研究咨询部

图表 18: 圭亚那原油产量及预测 (百万桶/日)



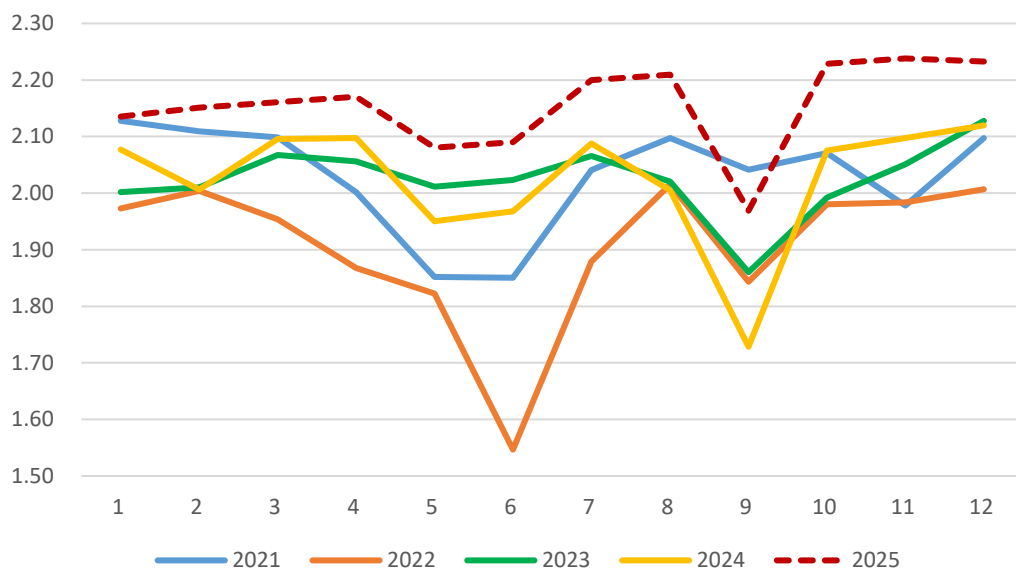
数据来源: EIA; Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 19: 加拿大原油产量及预测 (百万桶/日)



数据来源: EIA; Bloomberg; 兴证期货研究咨询部

图表 20：挪威原油产量及预测（百万桶/日）



数据来源：EIA；Bloomberg；兴证期货研究咨询部

此外，特朗普政府在明年上台后对加拿大原油加征 25% 关税的政策可能将改变美洲石油贸易流，但对全球总供应量的影响较小。11 月 25 日，特朗普在其社交媒体上宣称将在上任第一天对墨西哥、加拿大的商品加征 25% 关税，其中对加拿大和墨西哥的关税计划不会豁免原油。受到此消息影响，当日国际油价曾短线走强约 0.5 美金/桶，此后市场逐步恢复平静。总体上看，若特朗普政府最终落地上述征税政策，其主要影响加拿大至美国的原油流量。特别是在今年 5 月 TMX 管道投入运营以来，由于价格和地理位置优势，美西炼厂增加了对加拿大重质含硫原油的采购。若未来关税导致加拿大重油价格上移，美西炼厂可能会需求拉丁美洲等地的替代品，从而改变美洲石油市场的贸易流。

从当前美洲的石油流向来看，加拿大是美国最重要的原油进口国。美国作为全球最大的原油生产国，仍保持着一定量的进口海外原油，其背后逻辑是美国炼厂具备加工处理低价重质含硫原油的能力。上述美国炼厂通常会优先考虑进口海外更具经济性的重质含硫原油作为原料来降低成本。加拿大阿尔伯塔省的油砂即是符合美国炼厂需求的低价重质含硫原油。过去几年，加拿大油砂产量逐步提升，但受限管道能力的瓶颈，加拿大至美国的原油出口增长遇到了障碍。今年 5 年，加拿大 TMX 管道项目正式开始商业运营，7 月美国从加拿大进口的原油量即刷新了历史新高，达到了 430 万桶/日。TMX 项目的运营将加拿大之前 30 万桶/日的产能扩大了



两倍，这可以将加拿大阿尔伯塔省生产的更多原油输送到加拿大西海岸，再进行出口。从高频数据上看，美国西海岸的炼油厂是加拿大新增出口量的主要买家。根据 Vortexa Analytics 的数据，6 月至 9 月期间，美国西海岸占加拿大西部所有海上原油出口的一半以上，其余出口到亚洲目的地。根据 PSM 的数据，美国西海岸在 2024 年 7 月进口了 49.8 万桶/日的原油，创该地区历史新高，较 2023 年 7 月同比增长了 115%。

若特朗普政府对加拿大原油加征 25% 的关税，可能会改变加拿大至美国原油流量不断增长的趋势。征税政策将提高 TMX 管道原油价格，使其不再具备经济性。加利福尼亚州地区的炼厂，如 Marathon、Chevron 和 Phillips66 都是目前加拿大原油的主要买家，未来一旦征税政策使得加拿大原油采购成本上升，可能会改变美西炼厂的采购方案。另一方面，因为 TMX 项目的投产使得加拿大出口能力大幅提升，若未来美国炼厂对加拿大原油的需求因关税问题而出现下降的话，加拿大方面可能转向出口更多原油至亚太市场。

同时，征税政策可能会导致拉丁美洲至美国原油流量的增加。由于受到 TMX 管道项目的竞争，拉丁美洲重质油种 (如 Napo 和 Oriente 原油) 的需求已经受到了挤压。在 TMX 管道运营的前六个月内，美国对 Napo 和 Oriente 原油的进口量下降了 14%。特朗普的征税政策可能使美国对拉丁美洲原油的需求再次上行。尤其对于巴西和圭亚那两国，这两个国家得益于近几年 FPSO 项目的新建，未来原油产量将会持续提升，市场预期若征税导致进口加拿大原油的成本增加，美国炼厂更可能从巴西和圭亚那等美洲国家寻找加拿大重质含硫原油的替代品。

综合来看，若特朗普开始执行对墨西哥、加拿大的商品加征 25% 关税的政策，这会对加拿大原油出口造成直接影响。未来加拿大 TMX 项目的经济性会受到影响，加拿大方面不得不转向出口更多原油至亚太地区。而对美国而言，美国炼厂可能会从拉丁美洲寻求加拿大重质含硫原油的替代品，这可能直接利好巴西和圭亚那两国的石油产业。最后，从全球视角来看，特朗普征税政策对全球石油总供应量的冲击较为有限，其主要改变区域油品贸易流向。

图表 21： 加拿大 TMX 管道项目地图



数据来源：EIA；兴证期货研究咨询部

### 3.3 OPEC+集团：年内维持减产协议，明年可能开始增产

2024 年 OPEC+延续“减产控价”思路，总供应量较年初有小幅下滑，当前 OPEC+实际产量小幅高于目标产量。截至 2024 年 11 月，OPEC+总供应量达到 4140 万桶/日，较年初 1 月份 4152 万桶/日的供应量减少 12 万桶/日。其中，2022 年达成减产协议的 OPEC+18 国 11 月产量为 3440 万桶/日，较 11 月目标产量仍有 68 万桶/日的盈余。

年内 OPEC+多次修正供应方案，总思路延续“减产控价”策略，但从长期维度看，集团开始寻求适当增产来弥补市场份额的下降。一方面，OPEC+多次敦促超产成员国公布补偿减产方案，强调集团完成既定减产目标的重要性。另一方面，OPEC+在今年 6 月首次释放了增产信号，但由于此后市场表现低迷，该集团已经 3 次推迟增产，最新的方案计划从明年 4 月份起开始增产。

3 月 3 日，OPEC+宣布将 2023 年 11 月达成的“自愿减产协议”延长至二季度。此后，上述自愿减产将视市场情况逐步恢复。具体来看，此次自愿减产是由以下国家执行：沙特阿拉伯（100 万桶/日）、伊拉克（22 万桶/日）、阿拉伯联合酋长国（16.3 万桶/日）、科威特（13.5 万桶/日）、哈萨克斯坦（8.2 万桶/日）、阿尔及利亚（5.1 万桶/日）和阿曼（4.2 万桶/日）。同时，俄罗斯还宣布在 2024 年第二季度自愿减少 47.1 万桶/日的原油产量和出口量。

6 月 2 日，OPEC+宣布将延长“自愿减产协议”至 3 季度，同时发布了自 4 季度开始的增产

方案。市场对会议公布的增产方案反应剧烈，油价在 6 月 3 日和 4 日两个交易日内大幅下跌，创下自 2 月初以来的最低点。但需要注意，OPEC+在此次会议中明确表示上述增产方案存在暂停或逆转的选项。同时，当月沙特能源部长在圣彼得堡国际经济论坛上公开表示该集团仍然把市场稳定放在首位，再次重申集团对增产方案保留暂停、甚至将计划逆转的选项。

9 月 5 日，OPEC+宣布将 220 万桶/日的自愿减产协议延长两个月至 2024 年 11 月底。此后自 2024 年 12 月 1 日起开始增产，同时保留灵活暂停或逆转该计划的选项。从增产量上看，此次计划与 6 月 2 日会议上提出的增产计划一致，只是从时间线上向后延迟两个月。

11 月 3 日，OPEC+宣布将推迟原计划 12 月份开始的增产措施，现计划从 2025 年 1 月份开始增产。12 月 5 日，OPEC+决定将原计划今年 12 月底结束的自愿减产措施继续延长 3 个月，计划从 2025 年 4 月起开始逐步增产。上述的增产量与 6 月和 9 月公布的方案基本一致，也只是时间线上的延后。

此外，OPEC+在年内多次敦促超产成员国完成减产目标。7 月 24 日，OPEC 公布伊拉克、哈萨克斯坦和俄罗斯 3 国的补偿减产方案，以上 3 个国家在 2025 年 9 月之前分别需要补偿减产 118.4 万桶/日、62 万桶/日和 48 万桶/日。8 月 22 日，OPEC 再次公布伊朗和哈萨克斯坦两国的补偿减产计划，该计划将敦促伊朗和哈萨克斯坦两国在 2025 年 9 月之前通过补偿减产分别弥补 2024 年 1-7 月 144 万桶/日和 69.9 万桶/日的超额生产量。

综合来看，按照最新公布的 12 月 5 日版 OPEC+8 国增产计划，自 2025 年 4 月至 2026 年 9 月期间，OPEC+较当前的目标产量总计增产 246.4 万桶/日，期间平均每月增产约 14 万桶/日，其中 2025 年全年增产 123.4 万桶/日。考虑到 11 月实际产量较目标产量仍有 68 万桶/日的盈余，2025 年实际增产量约在 55 万桶/日。此外值得注意的是，当前 OPEC+集团的闲置产能已经近 600 万桶/日，其中仅沙特的闲置产能就已经超过 300 万桶/日，远远高于近年来全球不到 200 万桶/日的需求增长。从客观角度来看，明年全球原油市场不太可能出现供应紧缺的格局，未来原油市场的供需平衡很大程度上取决于 OPEC+集团的供应政策。

当然，明年 OPEC+实际的供应情况仍然需要持续跟踪集团政策的变化。首先需要关注在明年 1 季度 8 国补偿减产协议到期后，OPEC+是否会第四次推迟增产。其次，自 2024 年 6 月以来，OPEC+已经多次释放了增产信号，只是迫于下半年低迷的油价才不得不推迟增产。若明年石油需求增速大幅放缓，迫使出现 OPEC+即使放弃增产也无法维持原油低库存的情况，那么需要警惕 OPEC+可能会转变供应策略，从过去两年的减产追求财政平衡油价转向适度增产来扩大市场份额。

一方面，根据 IMF 测算，2025 年 OPEC+ 领导国家沙特的财政平衡油价已经达到了 90 美金/桶，按照当前的油价走势，明年沙特大概率无法实现平衡油价。另一方面，随着近年来美国页岩油的不断增产，当前 OPEC+ 前两大产油国沙特和俄罗斯的市场份额已经远远落后于美国，通过适当增产来缩小与美国间的市场份额差距也可能成为一个选项。

图表 22： OPEC+成员国原油供应、产量目标及产能（百万桶/日）

	10月实际产量	11月实际产量	较目标产量盈余	目标产量	产能	闲置产能
阿尔及利亚	0.91	0.91	0.00	0.91	1.00	0.10
刚果	0.26	0.24	-0.04	0.28	0.30	0.00
几内亚	0.05	0.06	-0.01	0.07	0.10	0.00
加蓬	0.23	0.23	0.06	0.17	0.20	0.00
伊拉克	4.25	4.20	0.30	3.90	4.90	0.70
科威特	2.49	2.48	0.07	2.41	2.90	0.40
尼日利亚	1.33	1.34	-0.16	1.50	1.40	0.10
沙特	9.05	9.05	0.07	8.98	12.10	3.10
阿联酋	3.23	3.25	0.33	2.91	4.30	1.00
OPEC-9国	21.79	21.74	0.61	21.13	27.10	5.40
伊朗	3.35	3.40			3.80	
利比亚	0.97	1.18			1.20	0.00
委内瑞拉	0.93	0.89			0.90	0.00
OPEC 总和	27.03	27.21			33.00	5.40
阿塞拜疆	0.48	0.48	-0.07	0.55	0.50	0.00
哈萨克斯坦	1.32	1.45	0.02	1.44	1.60	0.20
墨西哥	1.53	1.53			1.60	0.10
阿曼	0.76	0.76	0.00	0.76	0.90	0.10
俄罗斯	9.26	9.25	0.27	8.98	9.80	
其他	0.71	0.71	-0.15	0.87	0.90	0.10
OPEC+18国	34.32	34.40	0.68	33.72	40.70	5.80
OPEC+总和	41.09	41.40			48.20	5.90

\* 伊朗、利比亚和委内瑞拉3国为减产豁免国

数据来源：IEA；Bloomberg；兴证期货研究咨询部

图表 23： 12 月 5 日 第 38 次 OPEC+部长会议增产计划（千桶/日）

	2025											2026									减产前基准产量
	1-3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9-12月		
阿尔及利亚	908	911	914	917	919	922	925	928	931	934	936	939	942	945	948	951	953	956	959	1007	
伊拉克	4000	4012	4024	4037	4049	4061	4073	4088	4098	4110	4122	4134	4147	4159	4171	4183	4196	4208	4220	4431	
科威特	2413	2421	2428	2436	2443	2451	2458	2466	2473	2481	2488	2496	2503	2511	2518	2526	2533	2541	2548	2676	
沙特	8978	9034	9089	9145	9200	9256	9311	9367	9422	9478	9534	9589	9645	9700	9756	9811	9867	9922	9978	10478	
阿联酋	2912	2938	2963	2989	3015	3041	3066	3092	3118	3144	3169	3195	3221	3246	3272	3298	3324	3349	3375	3519	
哈萨克斯坦	1468	1473	1477	1482	1486	1491	1495	1500	1504	1509	1514	1518	1523	1527	1532	1536	1541	1545	1550	1628	
阿曼	759	761	764	766	768	771	773	775	778	780	782	785	787	789	792	794	796	799	801	841	
俄罗斯	8978	9004	9030	9057	9083	9109	9135	9161	9187	9214	9240	9266	9292	9318	9344	9371	9397	9423	9449	9949	

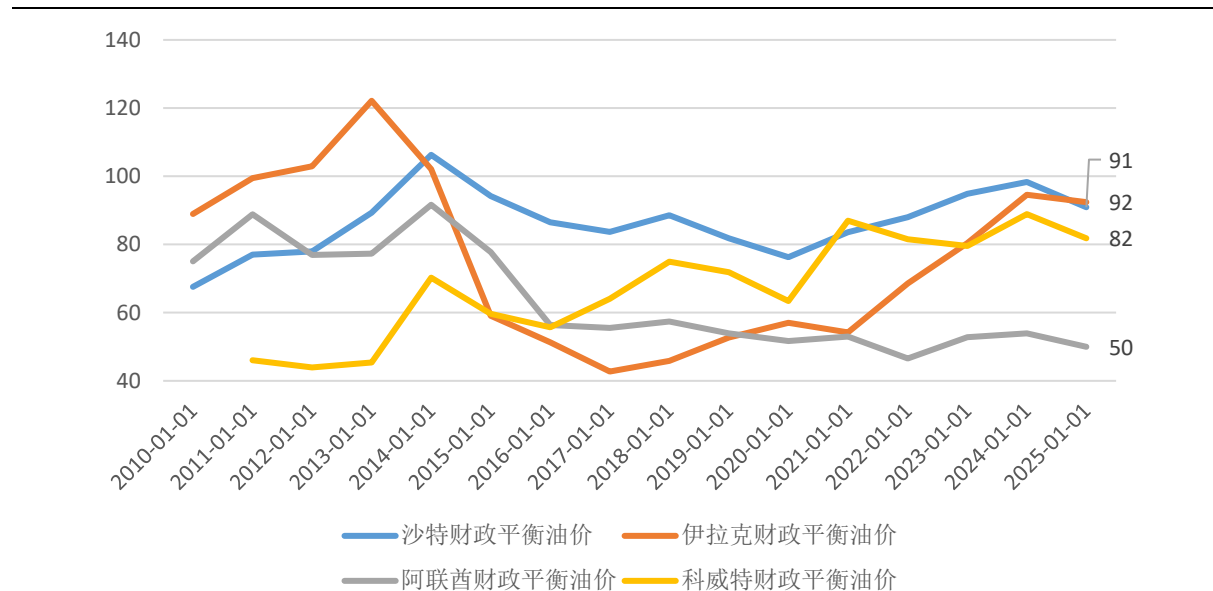
数据来源：OPEC；兴证期货研究咨询部

图表 24：8 月 22 日 OPEC+ 3 国补偿减产计划（千桶/日）

	超额产量	补偿减产计划														
		24/7	24/8	24/9	24/10	24/11	24/12	25/1	25/2	25/3	25/4	25/5	25/6	25/7	25/8	25/9
伊拉克	1440	70	90	95	95	100	110	120	120	120	120	105	90	90	90	95
哈萨克斯坦	699	18	49	28	265	32	54	65	52	39	36	33	18	16	13	1
俄罗斯	480	/	/	/	10	30	/	/	/	16	31	47	63	79	64	110

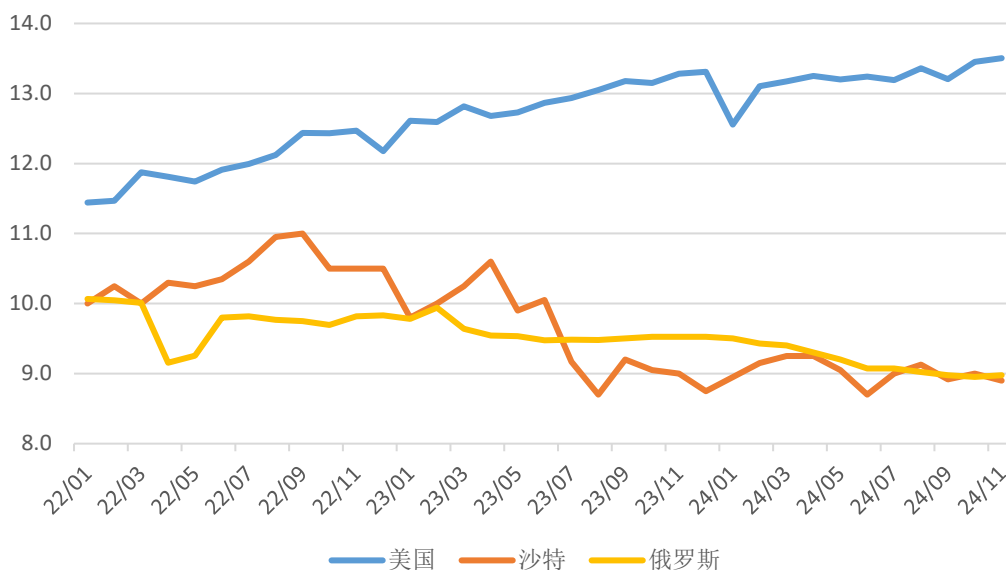
数据来源：OPEC；兴证期货研究咨询部

图表 25：OPEC+核心成员国财政平衡油价（美元/桶）



数据来源：IMF；兴证期货研究咨询部

图表 26： 美国、沙特及俄罗斯原油产量（百万桶/日）



数据来源：EIA；兴证期货研究咨询部

## 4、需求分析

参考国际 3 大能源机构的数据，今明两年全球石油需求增长量将会远远低于 2023 年约 200 万桶/日的增量。具体来看，国际能源署（IEA）的预计 2024 年全球石油需求将增加 92 万桶/日，2025 年全球石油需求将增加 99 万桶/日。美国能源署（EIA）预计 2024 年全球石油需求将增加 90 万桶/日，2025 年全球石油需求将增加 130 万桶/日。石油输出国组织（OPEC）预计 2024 年全球石油需求将增加 160 万桶/日，2025 年全球石油需求将增加 140 万桶/日。

综合来看，当下全球石油消费增速放缓主要有以下几点驱动。首先，疫情后的需求修复已经结束。回顾 2022 年和 2023 年，当时由于疫情后全球经济活动重启，石油燃料需求因修复疫情期间的大幅下滑而出现明显增长。但在进入 2024 年后，全球经济活动在后疫情时代的修复性行情已经结束，石油需求增长需要依赖其他驱动。其次，受限于高通胀问题以及持续不断的地缘冲突，2024 年全球经济增长较为疲软，宏观周期的转弱驱动石油消费增长放缓。最后，近年来新能源产业的大力发展对传统化石燃料消费造成冲击，例如在中国市场，新能源车开始替代部分油车，压制汽油消费。

展望 2025 年，随着全球进入降息周期，在国内政策托底、美国经济软着陆、中东及俄乌局势不进一步加剧的背景下，全球经济可以实现修复性上涨。另一方面，新能源对化石燃料的冲



击仍在。因此，预计 2025 年全球石油需求增长将在 100-140 万桶/日之间，低于疫情前 10 年平均约 150 万桶/日的年增量。

**图表 27： IEA 全球石油需求（分地区：千桶/日）**

	2019	2023	2024	2025	年度增量(23-24)	年度增量(24-25)
非洲	4184	4334	4351	4442	17	91
美洲	31584	31258	31365	31561	107	196
亚太	36182	38051	38714	39290	663	576
欧洲	15113	14222	14248	14124	26	-124
独联体地区	4717	4958	4932	4997	-26	65
中东	8871	9073	9206	9393	133	187
全球	100651	101896	102816	103807	920	991
OECD国家	47515	45648	45648	45549	0	-99
非OECD国家	53136	56248	57168	58258	920	1090

数据来源：IEA；兴证期货研究咨询部

**图表 28： IEA 全球石油需求（分产品：千桶/日）**

	2019	2023	2024	2025	年度增量(23-24)	年度增量(24-25)
LPG和乙烷	13140	14585	14993	15341	408	348
石脑油	6690	7211	7428	7693	217	265
汽油	26858	26829	27304	27410	475	106
航空燃料	7914	7144	7479	7652	335	173
柴油	28344	28409	28252	28317	-157	65
燃料油	6207	6504	6522	6558	18	36
其他	11498	11214	10838	10838	-376	0
总计	100651	101896	102816	103809	920	993

数据来源：IEA；兴证期货研究咨询部

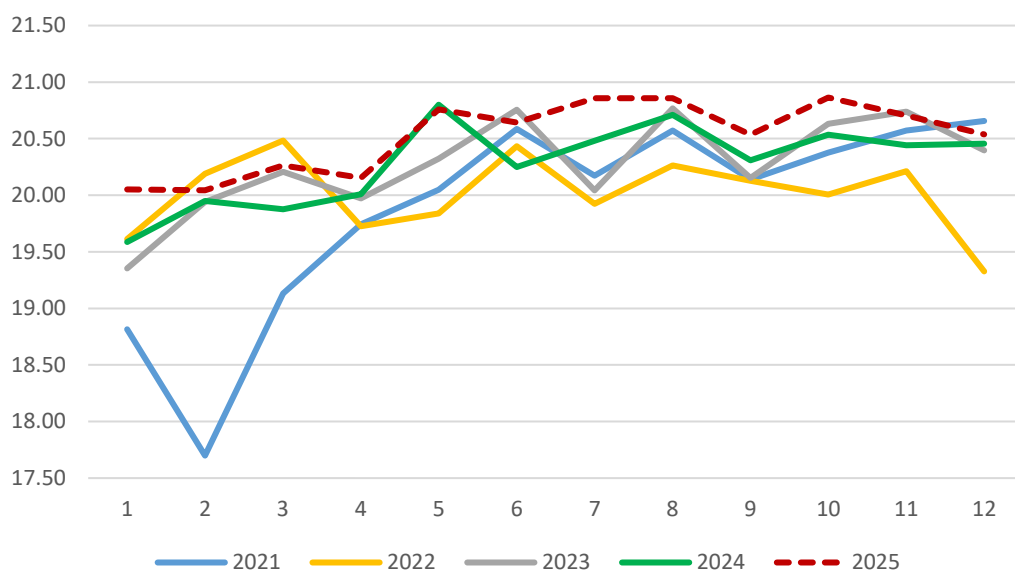
## 4.1 美国： 经济表现仍存韧性，柴油需求有望实现修复性增长

参考 EIA 数据，2024 年美国石油需求较 2023 年基本持平，同比增加约 1 万桶/日。从下游产品来看，美国汽油消费较 2023 年减少约 0.3 万桶/日。尽管今年美国经济整体保持韧性，但汽油消费较去年基本持平。根据美国联邦公路管理局的数据，今年美国汽车行驶里程同比去年增长 0.9%，但汽车油耗效率的提升以及新能源车的渗透较低了单位里程内的燃料消耗，驱动汽油需求小幅下降。今年美国柴油消费表现不佳，较 2023 年减少约 12 万桶/日。自 2 月以来美国制造业 PMI 的趋势性收缩显示美国经济活动放缓，工业活动的收缩主要影响柴油消费。相反，今年美国航空燃料和燃料油消费分别较去年增加 4.3 万桶/日和 1.3 万桶/日，其他副产品需求的提

升弥补了柴油需求明显下滑的影响。

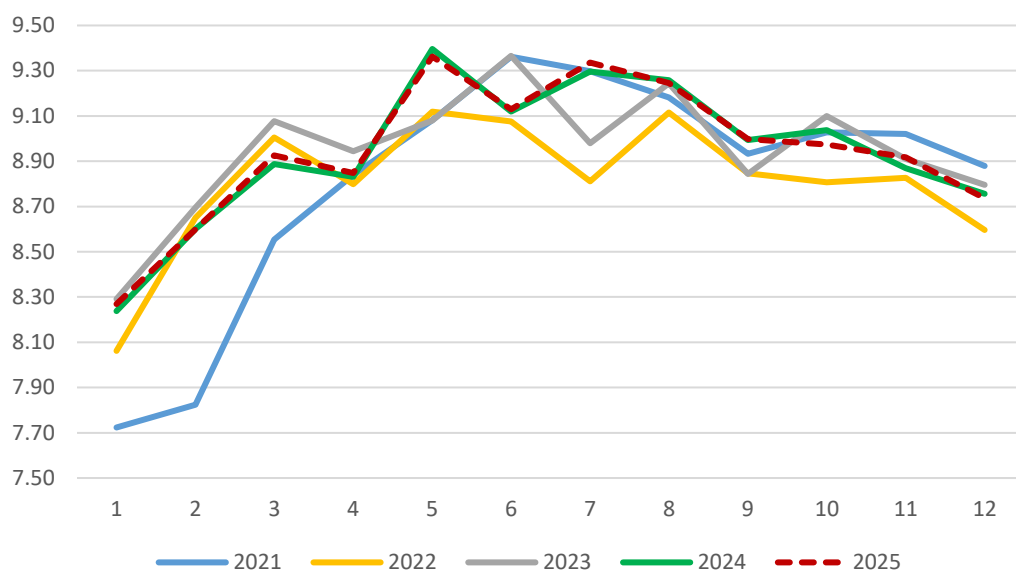
展望 2025 年，美国经济有望实现软着陆。美联储可能会再次降息，叠加上“特朗普 2.0 政策”的刺激，未来宏观环境利好美国制造业。美国 ISM 制造业 PMI 自今年 10 月起开始触底反弹，预计 2025 年将延续扩张趋势。制造业的回暖将直接利好柴油需求，扭转当下柴油消费疲软的局面。此外，经济活动的复苏也将增加居民出行，利好汽油、航空燃料等燃料消费。考虑到新能源车渗透以及汽车油耗效率的提升，未来汽油消费增长将弱于航空燃料。综合来看，在美国经济预期偏强的背景下，预计明年美国石油总需求同比增长约 1%，其中柴油需求有望实现较明显的修复性增长。

图表 29： 美国石油需求（百万桶/日）



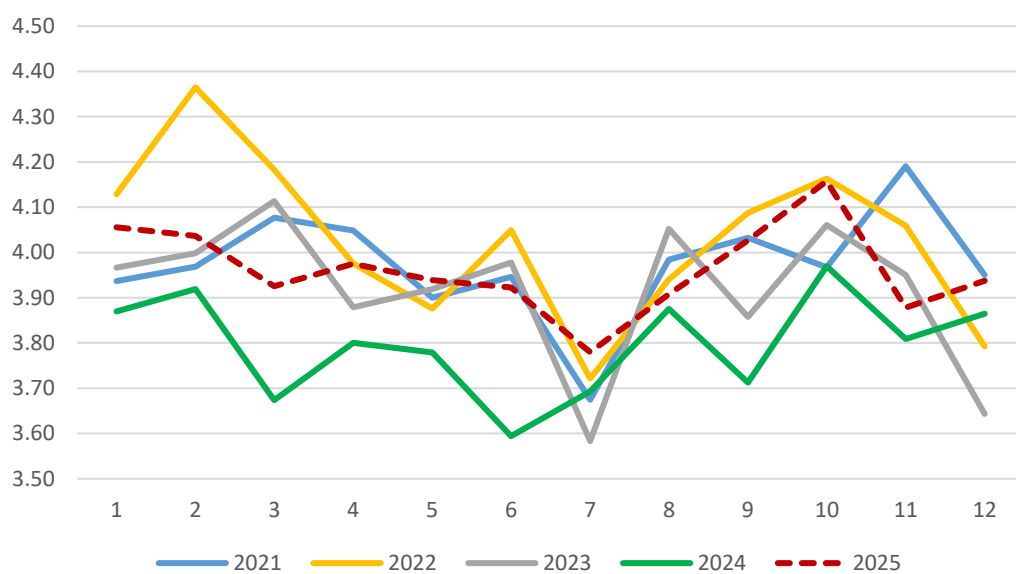
数据来源：EIA；兴证期货研究咨询部

图表 30： 美国汽油需求（百万桶/日）



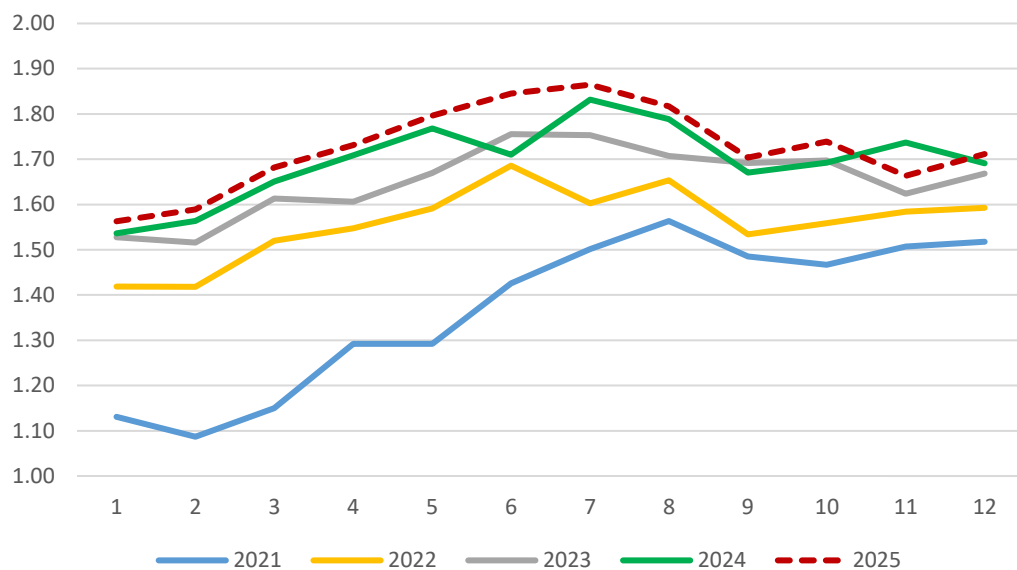
数据来源：EIA；兴证期货研究咨询部

图表 31： 美国柴油需求（百万桶/日）



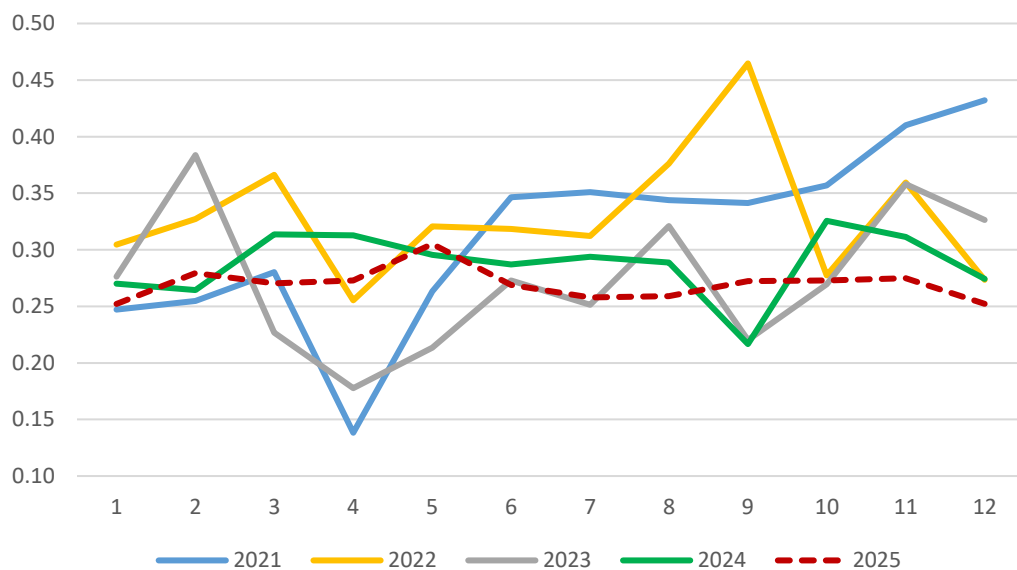
数据来源：EIA；兴证期货研究咨询部

图表 32： 美国航空燃料需求（百万桶/日）



数据来源：EIA；兴证期货研究咨询部

图表 33： 美国燃料油需求（百万桶/日）



数据来源：EIA；兴证期货研究咨询部

## 4.2 中国和印度：新能源冲击驱动国内化石燃料消费放缓，印度取代中国成为全球石油消费增长最快的地区

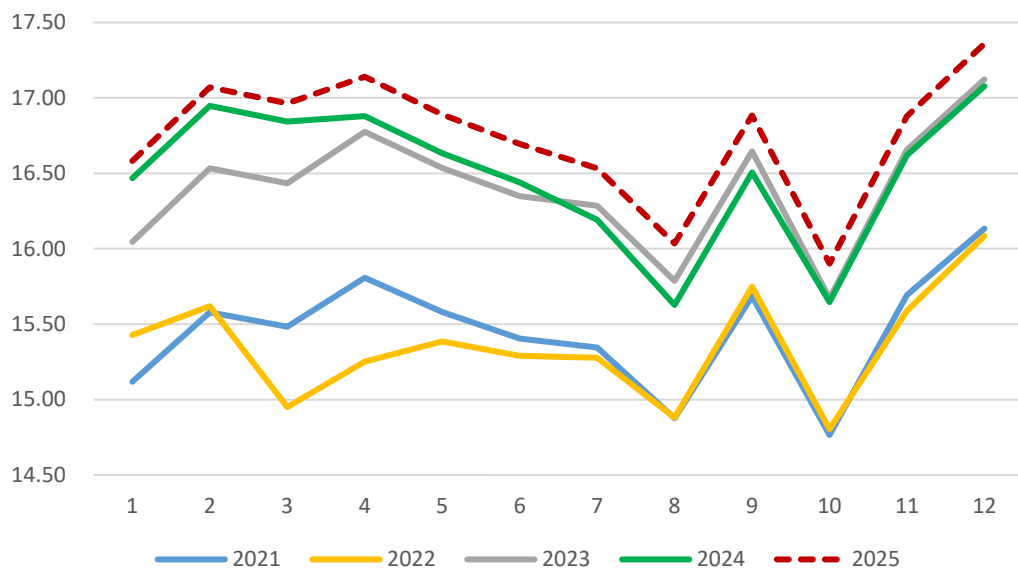
作为过去 10 年全球石油需求增量最大的国家，2024 年中国石油消费意外转弱，拖累全球石油需求增长。参考 EIA 数据，2024 年中国石油消费较去年仅增长 10 万桶/日，远远低于 2022-2023 年间超过 100 万桶/日的年均增量。首先，中国需求的下滑受限经济问题。2024 年国内经济数据整体表现低迷，制造业 PMI 一度出现收缩，反应出制造业放缓，严重影响化石燃料及化工品消费。其次，过去两年国内疫情后的生产及出行活动已经完全复苏，消费端已经没有了复苏初期时的高速修复性增长。此外，国内新能源车的发展领先海外市场，国内新能源车对传统油车的冲击加剧，驱动汽油消费增速进一步放缓。同时，国内 LNG 卡车的推行也影响了传统卡车对柴油的消费。

展望 2025 年，预计国内经济有望出现反弹，宏观层面对国内石油消费增长有一定支撑。年内政府已出台一系列积极政策，利好国内经济活动的修复。首先，大规模化债从财政政策角度积极缓解明年积极压力。11 月十四届全国人大常委会通过了总规模高达 10 万亿的化债方案：增加 6 万亿元地方政府债务限额置换存量隐性债务，2024—2026 年每年 2 万亿元；从 2024 年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，补充政府性基金财力，专门用于化债，累计可置换隐性债务 4 万亿元。此次 10 万亿的化债规模接近隐性债务总额的 70%，节省的债务利息支出及本金支出有助于政府对经济和民生建设。其次，从货币政策角度看，当前国内货币宽松政策还未结束，预计 2025 年仍有 50bp 的下降空间。在 2025 年全球降息的背景下，宽松的货币政策有利经济复苏。此外，在年底召开的中央经济会议中，政府也提出了一系列经济刺激的措施，显示了中央稳定经济增长的决心。但是，新能源汽车和 LNG 卡车对下游汽柴油消费的替代冲击将会持续。国内新能源行业发展迅速，未来可能会长期压制汽油消费的增长。随着能源结构的转型，未来下游化工品如 LPG、石脑油等需求增长可能会取代汽柴油，成为驱动国内石油需求增长的主力。综合来看，在国内计划实现 5% GDP 增长目标的背景下，预计 2025 年中国石油需求将增长约 20 万桶/日，仍低于疫情前 10 年平均近 60 万桶/日的年均增量。

2024 年印度石油消费较去年增长约 22 万桶/日。印度也超越了中国，成为全球石油消费增长最快的地区。从经济结构上看，印度的经济建设相较于中国处于早期发展阶段，未来也将会出现中国过去 10 年所经历过的一系列大型建设项目。因此，伴随早期经济发展阶段的扩张，未

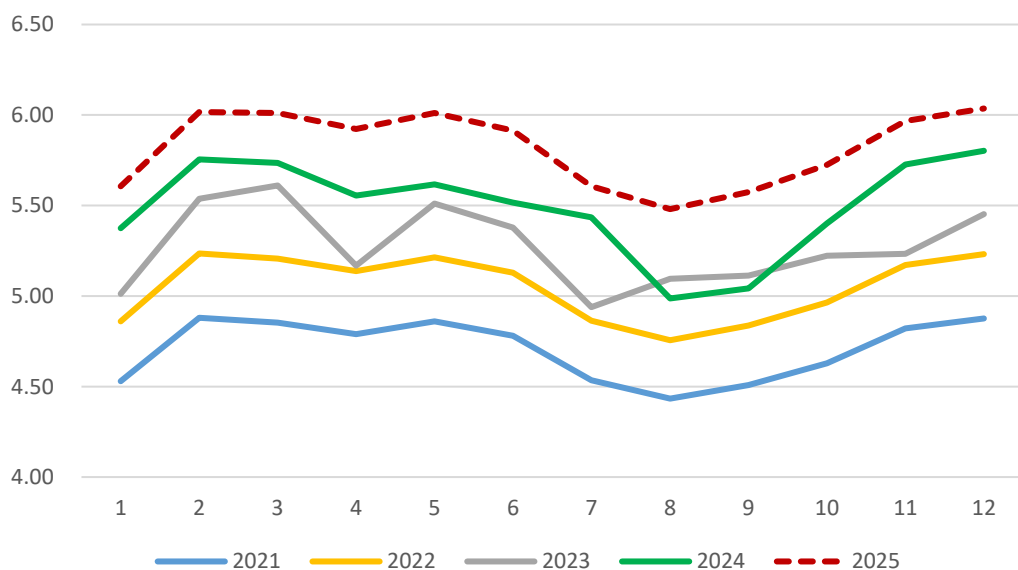
来几年印度有望延续石油消费的高增长。此外，印度的新能源发展远远落后于国内市场，短期印度化石燃料所面临的新能源冲击较小。综合来看，2025 年印度石油消费将延续高速增长趋势，预计全年平均消费增长约 33 万桶/日，继续超越中国成为全球石油消费增长最快的地区。

图表 34： 中国石油需求（百万桶/日）



数据来源：EIA；兴证期货研究咨询部

图表 35： 印度石油需求（百万桶/日）

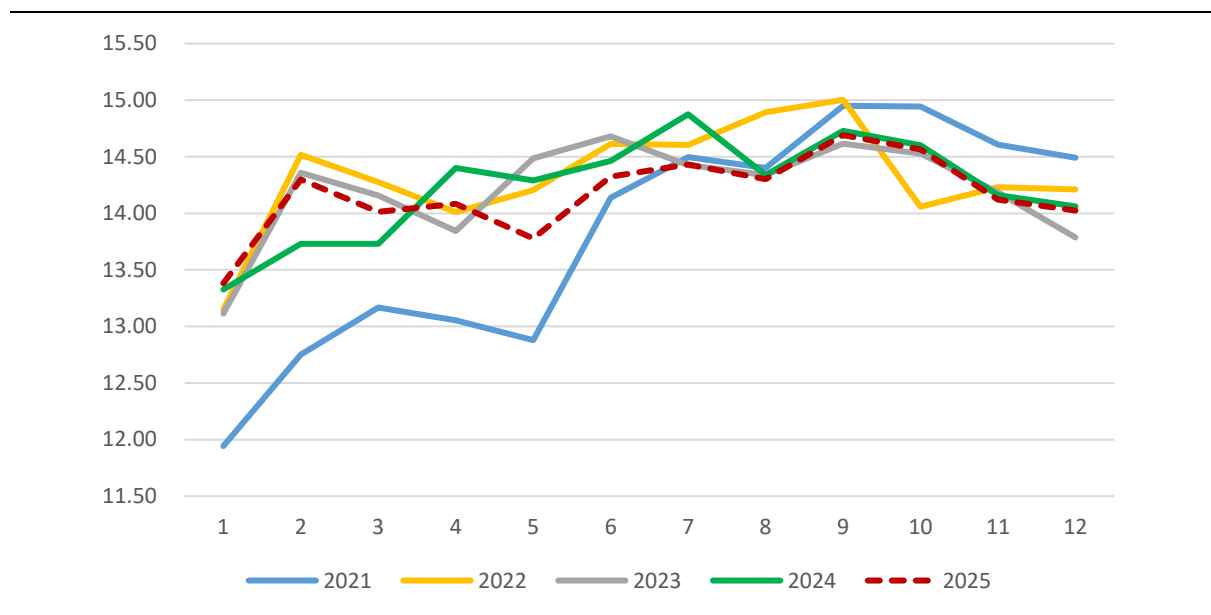


数据来源：EIA；兴证期货研究咨询部

### 4.3 欧洲：经济有望触底反弹，但石油需求已经见顶

2024 年欧洲总体石油需求较去年基本持平，小幅增加 2 万桶/日。欧洲自 2008 年金融危机之后，石油消费就已经见顶，自身消费增长缺乏驱动。此外，过去两年欧洲所经历的后疫情时期需求修复性增长已经结束。今年，在面临制造业收缩、高通胀和地缘冲突的压力下，欧洲市场仍然能够保持需求正增长已经显现出韧性。展望 2025 年，欧洲经济有望见底复苏。在今年下半年全球进入降息周期后，预计 2025 年欧元区降息也将会持续，这将缓解当前欧洲市场所面临的高利率压力。但同时，欧洲市场需要警惕“特朗普 2.0 政策”对当地制造业的冲击以及俄乌局势持续的影响。综合来看，在欧洲经济有望触底反弹的背景下，预计 2025 年欧洲石油需求较今年会继续持平，暂无大幅下滑的风险。

图表 36： 欧洲石油需求（百万桶/日）



数据来源：EIA；兴证期货研究咨询部



## 5. 库存及平衡表

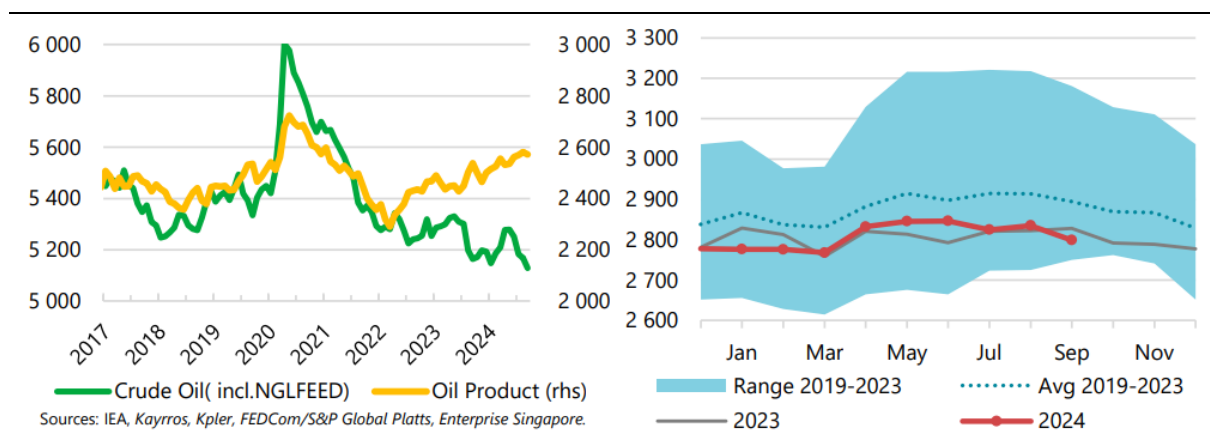
### 5.1 库存：全球主要地区库存仍然偏低，累库压力暂未出现

参考最新公布的 IEA 数据，9 月全球可观察石油库存已降至今年 1 月以来的最低水平，同时也处于历史区间的低位。海上库存自今年 3 月份以来首次出现增加，但增量被陆上库存的减少所抵消。此外，非完整的统计数据预测 10 月全球总库存可能会连续第五个月出现下降。OECD 国家工业石油库存也处于历史区间低位。9 月该库存继续下滑，较过去 5 年同期均值低约 9530 万桶。

由于 IEA 全球库存数据发布比较滞后，我们同时采用其他地区高频库存指标做前瞻性观测。历史回测看，美国 EIA 商品原油库存与 IEA 库存数据间具有较强相关性。12 月 EIA 美国商品原油库存较过去 5 年同期均值低约 6%，美国汽油和精炼油库存均较过去 5 年同期均值低约 4%。同时，美国战储 SPR 原油库存较年初增加 3814.3 万桶，但战储原油库存仍远远低于 2022 年政府抛储前的水平。此外，12 月份，欧洲 ARA 地区原油库存较过去 5 年同期均值低约 5%；全球海上浮仓较过去 5 年同期均值低约 17%；全球海上运输原油较过去 5 年同期均值低约 0.4%。

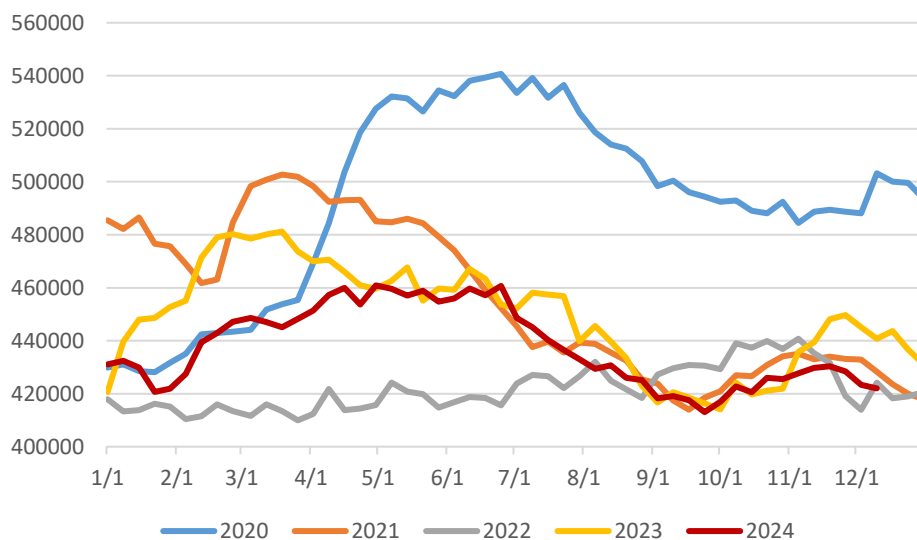
综合来看，今年全球主要地区仍然面临原油低库存的局面，累库压力暂时没有在现实端出现。

图表 37： IEA 全球可观察石油库存及 OECD 工业石油库存（百万桶）



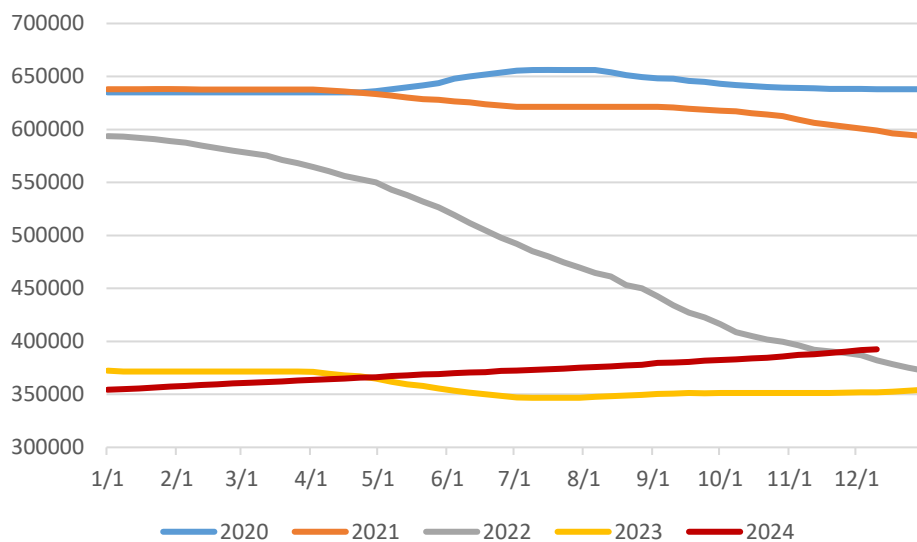
数据来源：IEA；兴证期货研究咨询部

图表 38： EIA 美国商品原油库存（千桶）



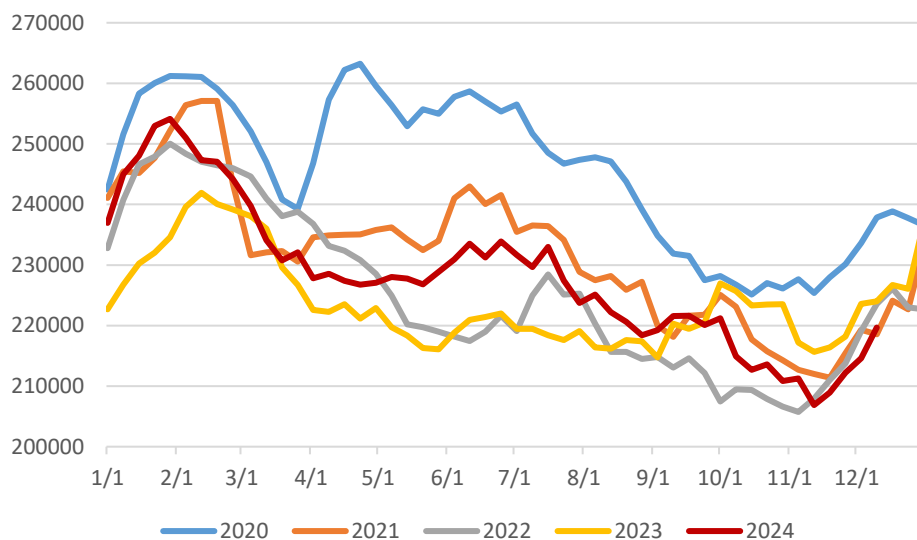
数据来源：EIA；兴证期货研究咨询部

图表 39： EIA 美国战储 SPR 原油库存（千桶）



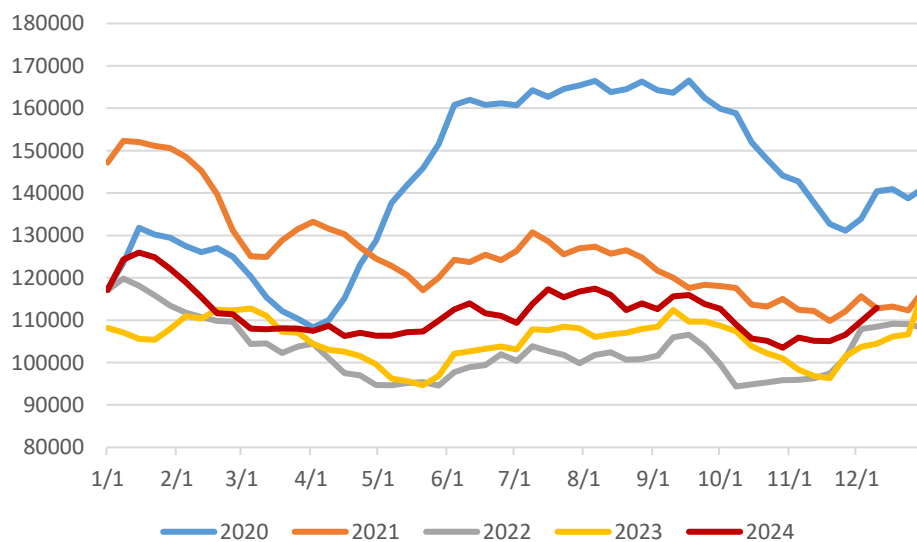
数据来源：EIA；兴证期货研究咨询部

图表 40: EIA 美国汽油库存 (千桶)



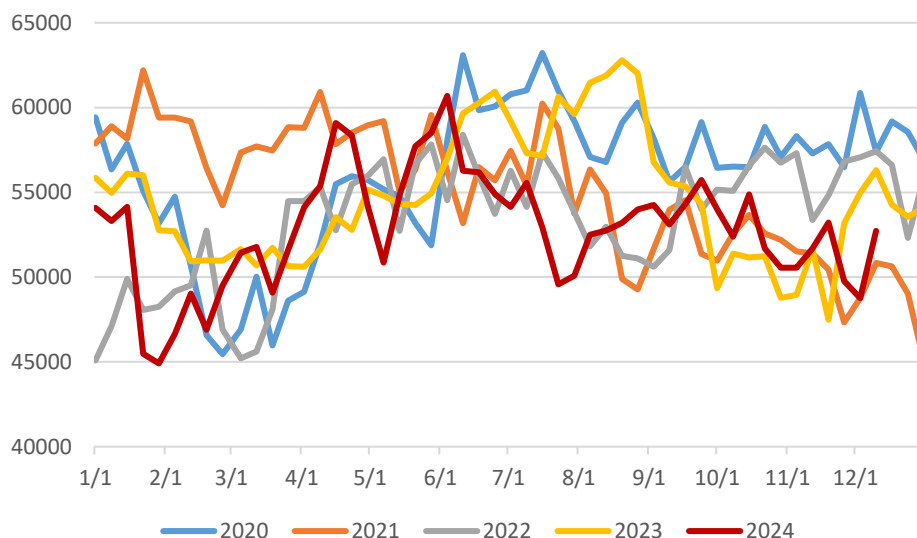
数据来源: EIA; 兴证期货研究咨询部

图表 41: EIA 美国柴油库存 (千桶)



数据来源: EIA; 兴证期货研究咨询部

图表 42： 欧洲 ARA 原油库存（千吨）



数据来源：Bloomberg；兴证期货研究咨询部

## 5.2 2025 年原油平衡表：若 OPEC+按计划增产，下半年平衡将转向供应过剩

基于上文对明年宏观及供需侧的分析，我们对 2025 年全球原油市场的供需平衡作了以下两种情景推测。

基准情景下，按照 OPEC+在今年 12 月 5 日第 38 次部长级会议上公布的投产计划进行推算，我们认为明年 1 季度原油库存会继续减少，然后在 2 季度库存保持相对平衡。但从 2025 年下半年开始，原油库存会开始趋势性增加，供需平衡开始转为供应侧偏宽松。

乐观情景下，我们假设 OPEC+在明年 1 季度后再次推迟增产，此后可以保持全年不增产。按照乐观假设，我们认为明年上半年原油库存仍会小幅减少。但在进入下半年后，随着非 OPEC+国家的产量逐渐增加，供需将会维持相对平衡状态。

除上述两种情景外，明年原油供需平衡的不确定因素还包括 OPEC+产量政策变化、美国对伊朗和委内瑞拉等产油国的制裁情况以及地缘局势变化等等。首先，OPEC+端的供应主要取决于集团的政策，未来供应政策的变化会直接影响供应预测。其次，明年 1 月份特朗普上任后可能会加大对伊朗、委内瑞拉等产国的石油出口制裁，这也会影响上述国家的供应。最后，预计中东和俄乌冲突在短期内难以结束，任何对主要原油产国的生产及运输设施的破坏都会影响供

应平衡和市场表现。

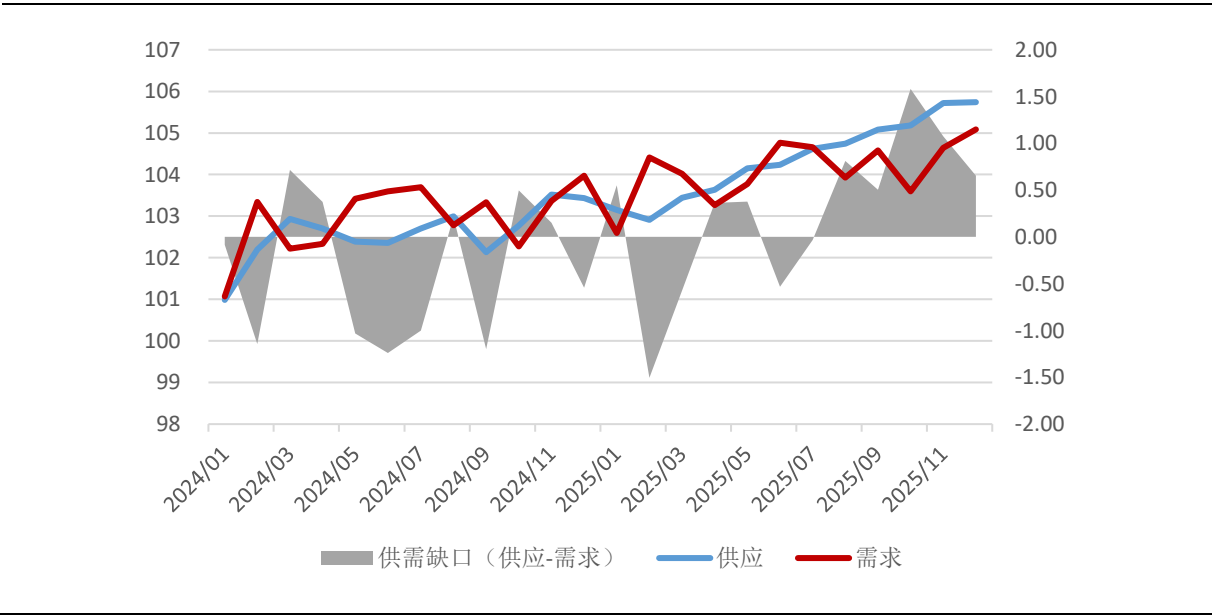
综合来看，在不考虑明年出现极端的地缘、政治及经济风险的情况下，我们认为明年原油供需在下半年会有过剩的风险。当然，OPEC+很有可能会在 1 季度后继续推迟增产，但无论如何，市场已经提高了对未来原油供应过剩的预期，因为 OPEC+集团不可能无限期维持低产量政策。

图表 43：2025 年基准情景平衡表：OPEC+按当前供应计划投产（百万桶/日）

单位: 百万桶/日	2024												2025											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
供应																								
全球	101.0	102.2	102.9	102.7	102.4	102.4	102.7	103.0	102.1	102.8	103.5	103.4	103.1	102.9	103.4	103.6	104.2	104.2	104.6	104.7	105.1	105.2	105.7	105.7
OPEC+	43.2	43.2	43.4	43.1	42.6	42.1	42.6	42.5	42.3	42.1	42.1	42.3	42.3	42.3	42.3	42.4	42.6	42.7	42.9	43.0	43.1	43.3	43.4	43.6
美国	21.1	22.2	22.5	22.7	22.7	22.8	22.7	23.0	22.9	22.9	23.1	23.2	22.9	22.6	23.0	23.0	23.2	23.1	23.2	23.2	23.1	23.1	23.4	23.3
非OPEC+(除美国)	36.7	36.8	37.1	36.9	37.0	37.4	37.4	37.5	36.9	37.8	38.3	38.0	38.0	38.0	38.2	38.2	38.4	38.4	38.6	38.6	38.8	38.8	38.9	38.9
需求																								
全球	101.1	103.3	102.2	102.3	103.4	103.6	103.7	102.8	103.3	102.3	103.4	104.0	102.6	104.4	104.0	103.3	103.8	104.8	104.7	103.9	104.6	103.6	104.6	105.1
OECD国家	44.4	45.2	44.8	45.2	45.9	45.6	46.3	46.1	45.9	46.0	45.9	46.5	44.8	46.1	45.5	45.0	45.1	45.6	46.1	46.1	46.0	46.2	46.0	46.4
美国	19.6	19.9	19.9	20.0	20.8	20.2	20.5	20.7	20.3	20.5	20.4	20.5	20.1	20.0	20.3	20.2	20.8	20.6	20.9	20.9	20.5	20.9	20.7	20.5
欧洲	13.3	13.7	13.7	14.4	14.3	14.5	14.9	14.3	14.7	14.6	14.2	14.1	13.4	14.3	14.0	14.1	13.8	14.3	14.4	14.3	14.7	14.6	14.1	14.0
日本	3.4	3.5	3.4	3.1	2.9	2.9	2.9	3.1	3.0	3.1	3.3	3.8	3.4	3.7	3.4	3.0	2.8	2.8	2.9	3.0	3.0	3.0	3.2	3.7
其他	8.0	8.0	7.9	7.6	7.9	8.0	8.1	8.0	7.8	7.8	8.0	8.2	7.9	8.2	7.8	7.7	7.7	7.8	7.9	8.0	7.8	7.8	8.0	8.2
非OECD国家	56.7	58.1	57.4	57.2	57.6	58.0	57.4	56.6	57.4	56.3	57.5	57.5	57.8	58.3	58.5	58.3	58.7	59.1	58.6	57.8	58.6	57.4	58.6	58.7
中国	16.5	16.9	16.8	16.9	16.6	16.4	16.2	15.6	16.5	15.6	16.6	17.1	16.6	17.1	17.0	17.1	16.9	16.7	16.5	16.0	16.9	15.9	16.9	17.4
印度	5.4	5.8	5.7	5.6	5.6	5.5	5.4	5.0	5.0	5.4	5.7	5.8	5.6	6.0	6.0	5.9	6.0	5.9	5.6	5.5	5.6	5.7	6.0	6.0
俄罗斯	3.4	3.7	3.6	3.5	3.6	3.9	3.9	4.1	4.0	3.8	3.8	3.9	3.5	3.7	3.6	3.5	3.7	3.9	4.0	4.1	4.0	3.8	3.9	3.9
巴西	3.0	3.2	3.2	3.2	3.2	3.3	3.2	3.3	3.3	3.3	3.2	3.2	3.0	3.3	3.3	3.3	3.2	3.3	3.3	3.4	3.4	3.4	3.3	3.3
其他	4.7	4.3	4.3	4.6	4.2	3.8	3.6	3.3	4.2	3.1	3.8	4.1	4.5	4.1	4.0	4.4	4.0	3.6	3.7	3.1	3.9	3.0	3.8	4.1
供需缺口(供应-需求)	-0.1	-1.1	0.7	0.4	-1.0	-1.2	-1.0	0.2	-1.2	0.5	0.2	-0.5	0.6	-1.5	-0.6	0.4	0.4	-0.5	0.0	0.8	0.5	1.6	1.1	0.7

数据来源：Bloomberg；EIA；IEA；OPEC；兴证期货研究咨询部

图表 44：2025 年基准情景供需缺口：OPEC+按当前供应计划投产（百万桶/日）



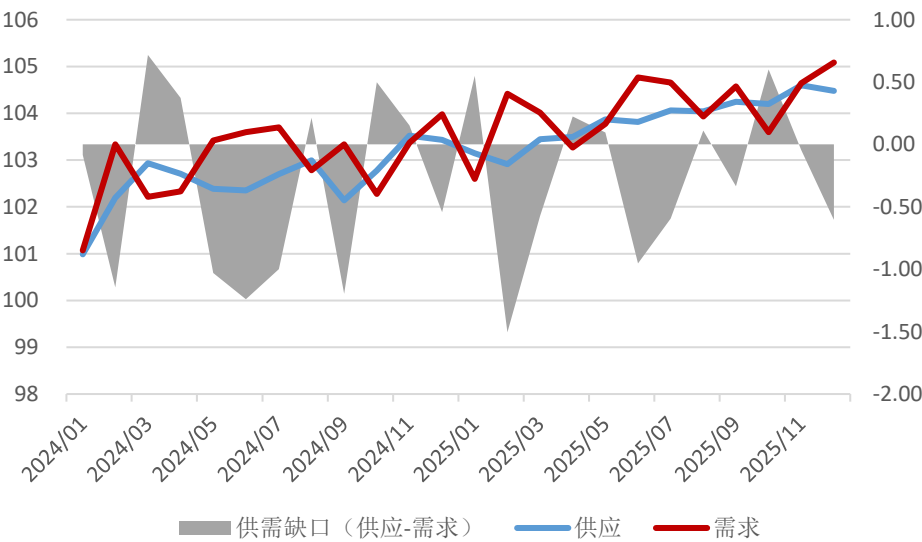
数据来源：Bloomberg；EIA；IEA；OPEC；兴证期货研究咨询部

图表 45：2025 年乐观情景平衡表：2025 年 OPEC+全年不增产（百万桶/日）

单位：百万桶/日	2024												2025											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
供应																								
全球	101.0	102.2	102.9	102.7	102.4	102.4	102.7	103.0	102.1	102.8	103.5	103.4	103.1	102.9	103.4	103.5	103.9	103.8	104.1	104.0	104.2	104.2	104.6	104.5
OPEC+	43.2	43.2	43.4	43.1	42.6	42.1	42.6	42.5	42.3	42.1	42.1	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3	42.3
美国	21.1	22.2	22.5	22.7	22.7	22.8	22.7	23.0	22.9	22.9	23.1	23.2	22.9	22.6	23.0	23.0	23.2	23.1	23.2	23.2	23.1	23.1	23.4	23.3
非OPEC+(除美国)	36.7	36.8	37.1	36.9	37.0	37.4	37.4	37.5	36.9	37.8	38.3	38.0	38.0	38.0	38.2	38.2	38.4	38.4	38.6	38.6	38.8	38.8	38.9	38.9
需求																								
全球	101.1	103.3	102.2	102.3	103.4	103.6	103.7	102.8	103.3	102.3	103.4	104.0	102.6	104.4	104.0	103.3	103.8	104.8	104.7	103.9	104.6	103.6	104.6	105.1
OECD 国家	44.4	45.2	44.8	45.2	45.9	45.6	46.3	46.1	45.9	46.0	45.9	46.5	44.8	46.1	45.5	45.0	45.1	45.6	46.1	46.1	46.0	46.2	46.0	46.4
美国	19.6	19.9	19.9	20.0	20.8	20.2	20.5	20.7	20.3	20.5	20.4	20.5	20.1	20.0	20.3	20.2	20.8	20.6	20.9	20.9	20.5	20.9	20.7	20.5
欧洲	13.3	13.7	13.7	14.4	14.3	14.5	14.9	14.3	14.7	14.6	14.2	14.1	13.4	14.3	14.0	14.1	13.8	14.3	14.4	14.3	14.7	14.6	14.1	14.0
日本	3.4	3.5	3.4	3.1	2.9	2.9	2.9	3.1	3.0	3.1	3.3	3.8	3.4	3.7	3.4	3.0	2.8	2.8	2.9	3.0	3.0	3.0	3.2	3.7
其他	8.0	8.0	7.9	7.6	7.9	8.0	8.1	8.0	7.8	7.8	8.0	8.2	7.9	8.2	7.8	7.7	7.7	7.8	7.9	8.0	7.8	7.8	8.0	8.2
非OECD 国家	56.7	58.1	57.4	57.2	57.6	58.0	57.4	56.6	57.4	56.3	57.5	57.5	57.8	58.3	58.5	58.3	58.7	59.1	58.6	57.8	58.6	57.4	58.6	58.7
中国	16.5	16.9	16.8	16.9	16.6	16.4	16.2	15.6	16.5	15.6	16.6	17.1	16.6	17.1	17.0	17.1	16.9	16.7	16.5	16.0	16.9	15.9	16.9	17.4
印度	5.4	5.8	5.7	5.6	5.6	5.5	5.4	5.0	5.0	5.4	5.7	5.8	5.6	6.0	6.0	5.9	6.0	5.9	5.6	5.5	5.6	5.7	6.0	6.0
俄罗斯	3.4	3.7	3.6	3.5	3.6	3.9	3.9	4.1	4.0	3.8	3.8	3.9	3.5	3.7	3.6	3.5	3.7	3.9	4.0	4.1	4.0	3.8	3.9	3.9
巴西	3.0	3.2	3.2	3.2	3.2	3.3	3.2	3.3	3.3	3.3	3.2	3.2	3.0	3.3	3.3	3.3	3.2	3.3	3.3	3.4	3.4	3.4	3.3	3.3
其他	4.7	4.3	4.3	4.6	4.2	3.8	3.6	3.3	4.2	3.1	3.8	4.1	4.5	4.1	4.0	4.4	4.0	3.6	3.7	3.1	3.9	3.0	3.8	4.1
供需缺口(供应-需求)	-0.1	-1.1	0.7	0.4	-1.0	-1.2	-1.0	0.2	-1.2	0.5	0.2	-0.5	0.6	-1.5	-0.6	0.2	0.1	-1.0	-0.6	0.1	-0.3	0.6	0.0	-0.6

数据来源：Bloomberg；EIA；IEA；OPEC；兴证期货研究咨询部

图表 46：2025 年乐观情景供需缺口：2025 年 OPEC+全年不增产（百万桶/日）



数据来源：Bloomberg；EIA；IEA；OPEC；兴证期货研究咨询部

## 6. 总结与后市展望

今年原油库存仍然维持相对低位，现实端并未出现明显累库现象，但油价中枢自下半年开始明显下移。宏观层面，美联储开始降息，预计明年将会延续降息思路，美国经济有望实现软着陆。欧元区仍然面临挑战，通胀及俄乌局势的影响持续。今年国内经济复苏小幅不及预期，但政府已出台一系列刺激政策积极应对，预计明年国内经济仍有希望实现增长目标。供应侧，OPEC+在今年6月释放了增产信号，但此后因低迷的油价3次推迟增产，最新计划从明年2季度开始提升产量。年内美国及其他非OPEC+国家产量仍有稳定增长。需求侧，今年全球石油需求增长放缓，过往两年疫情结束初期需求快速修复的阶段已经结束，此外全球经济增长的放缓也限制了石油需求增长。其中，中国需求增长的疲软严重拖累了全球市场。一方面，国内经济增长不及预期影响工业需求；另一方面，国内新能源汽车及LNG卡车的发展对汽柴油消费造成冲击。印度开始取代中国成为全球石油消费最重要的增量市场。

展望2025年，我们认为原油供需将会从平衡转向过剩，油价可能会较过去两年的价格中枢长期下移，潜在的上行风险主要来源于地缘局势。首先，2025年全球石油需求增长将会小幅低于疫情前10年的平均增速，主要因为全球经济复苏仍显缓慢，同时新能源行业持续对化石燃料消费形成替代冲击。其次，当下全球石油的闲置产能充裕，仅OPEC+集团的闲置产能就已经近600万桶/日，远远高于全球不到200万桶/日的需求增长。同时，OPEC+集团已经释放了增产信号。尽管年内低迷的油价使得该集团多次推迟增产，但考虑到市场份额、经济压力以及内部团结性等问题，OPEC+不太可能无限期推迟增产。此外，特朗普政府在明年上台后，可能会加大对美国页岩油气行业的支持，驱动美国石油产量长期维持高位，这也给石油供应造成偏过剩的压力。当然，明年原油市场仍将要面临OPEC+供应政策变化、美国对外制裁政策变化以及中东和俄乌的地缘局势变化等不确定性因素。



### 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。本报告清晰准确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，兴证期货研究咨询部不承担责任。

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咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。