

2025年原油年报

策略简述

【观点】

2025年原油将处于供应宽松格局，美国通胀偏高，特朗普恐将抑制油价，同时下方存在成本支撑，原油预计窄幅偏弱运行。

【逻辑】

1. 从全球供需角度来看，2025年仅非欧佩克国家原油供应增量估算为133.92万桶/天，可完全覆盖全球原油约100万桶/天的需求增量，整体呈现供大于需格局，使得原油向上很难有较强驱动，此外，美国目前核心CPI明显要比特朗普2016年上台要高，所以，特朗普恐将通过打压油价来抑制通胀。
2. 对于潜在预期差，主要集中在供应端美国能否如期增产，以及中国需求能否超预期改善。对于美国如期增产380kb/d的原油，我们持乐观态度；对于中国需求能否出现超预期放量，我们持有保守态度，中国在新能源政策的落实下，成品油需求已经完成达峰并出现拐点，未来只能依靠化工品拉动原油需求增量。

特朗普上台后，预计将加大对伊朗和委内瑞拉的制裁，使得伊朗减少中质原油生产和出口，委内瑞拉减少重质原油生产和出口，同时，2025年美国、挪威、巴西、圭亚那等国家增加轻质原油供应，届时假如其他国家没有及时弥补伊朗和委内瑞拉出口减少所造成的中质和重质油缺口，造成错配，那么将会使得轻质-中质价差和轻质-重质价差收窄。

4. 此外，还需要注意估值支撑，尤其是美国页岩油成本，目前WTI对应成本为60美元左右，对应布伦特62美元。

【操作建议】

综上，我们认为2025年原油在供应宽松格局下，将偏弱运行，布伦特参考区间为[62，75]美元/桶，可择机逢高做空原油。

【风险提示】

宏观超预期改善；地缘风险升级；美国增产不及预期。

【撰写人】

浙商期货有限公司

张泽宇（Z0018718）

2024年原油回顾

2024年原油行情回顾



2024年油价行情简述

2024年行情整体划分为三段：

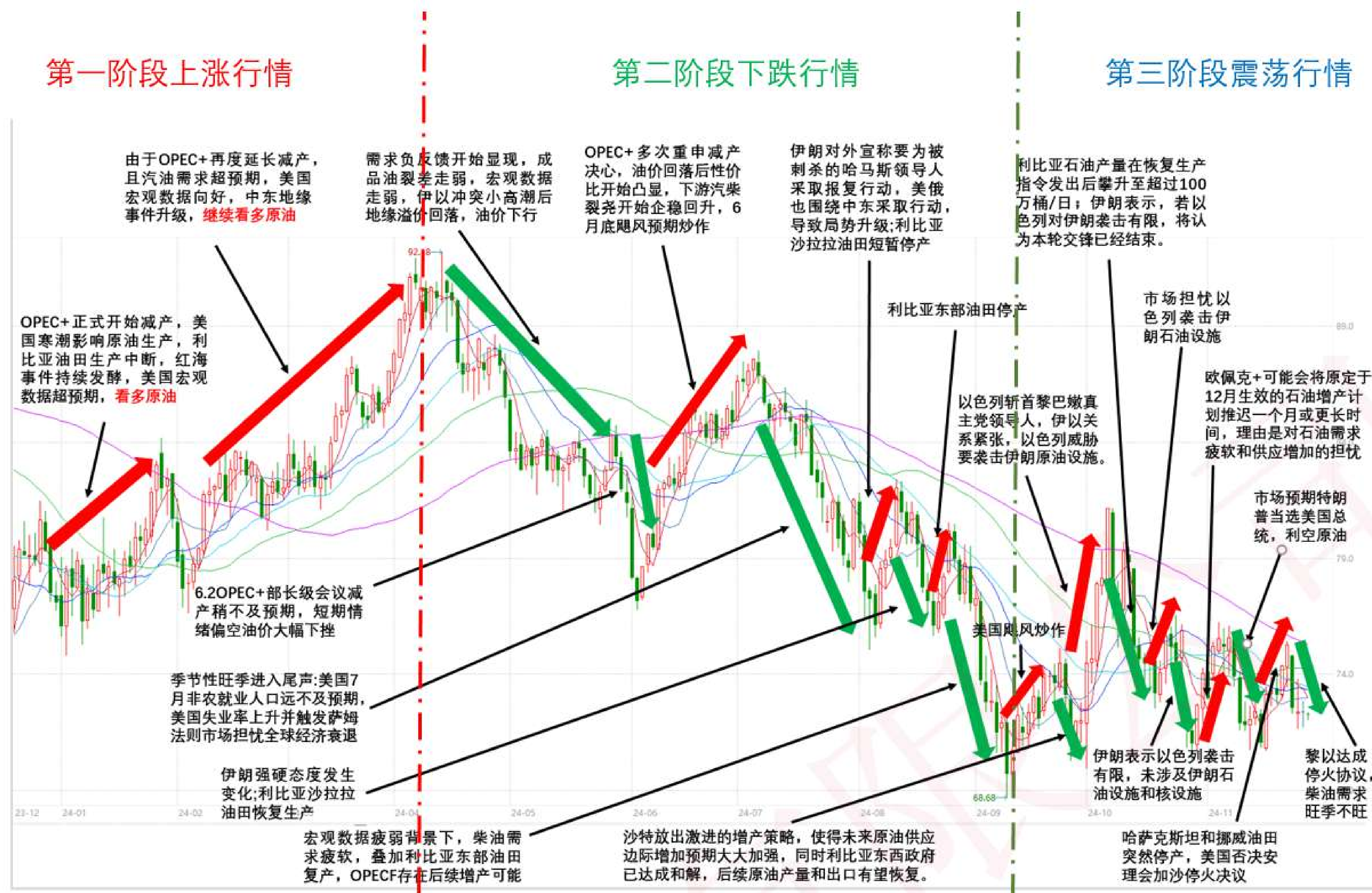
第一段上涨行情：2024年1月至2024年4月；

第二段下跌行情：2024年4月至2024年9月；

第三段震荡行情：2024年9月至2024年12月。

2024年原油回顾

2024年三段行情划分



2024年1月到4月第一段上涨行情主线逻辑

1月-4月中旬油价上涨：

地缘方面，中东和俄乌地缘扰动不断，使得油价地缘风险溢价走扩，地缘月度风险指数均值144，地缘风险指数大于200的共计18次，大于300的共计3次。

宏观方面，宏观数据超预期好转，期间彭博大幅上调美国2024年GDP增长预期，从2024年1月的1.3%上调至2.4%；全球主要经济体美国、中国、欧元区、日本等制造业PMI在2024年年初到4月呈现增长态势，而且美国和中国制造业PMI在4月达到荣枯线50以上；花旗意外指数一直处于正值，受到宏观提振下油价与美国股指同步增长。

供应端，OPEC+延长减产/减产执行率好于预期，此外还穿插美国寒潮、利比亚动荡等引发的供应端扰动；

需求端，1月-2月，汽油需求好于预期，柴油需求较为乐观，汽柴油裂差共同走强形成强势共振，支撑原油价格上涨；3月-4月，虽然柴油明显走弱，但是汽油需求和裂差维持强势，仍旧支持原油价格走强。

月差，月差趋势性走强。

2024年4月到9月第二段下跌行情主线逻辑

4月下旬-9月油价下跌：

地缘方面，中东和俄乌地缘有所缓和，使得油价地缘风险溢价出现回落，地缘月度风险指数均值125，地缘风险指数大于200的共计16次，大于300的共计0次。

宏观方面，宏观数据开始走弱，全球主要经济体美国、中国、欧元区、日本等制造业PMI在2024年4月到9月期间呈现下跌态势，而且美国和中国制造业PMI重新跌到荣枯线50以下；花旗意外指数转为负值；

供应端，市场预期OPEC+退出减产政策，沙特甚至宣称放弃100美元/桶目标油价，提高产量抢占份额；

需求端，4月下旬开始，需求负反馈逐步显现，后续汽油旺季逐步进入尾声，柴油没有明显起色，使得汽柴油裂解价差走弱，原油价格随之下跌。

月差，月差先走弱后再走强，反复剧烈震荡。

2024年原油回顾

2024年9月到12月第三段震荡行情主线逻辑

9月下旬-12月油价震荡：

地缘方面，中东地区以色列与伊朗你来我往的袭击与报复并未涉及伊朗石油生产设施，伴随着以色列与黎巴嫩真主党达成停火，叙利亚阿萨德政权倒台等事件发生，中东局势逐渐降温。俄乌方面，市场一度对特朗普当选美国总统后结束俄乌冲突抱有乐观态度，而且俄乌之间对于油价的影响逐渐边际减弱，使得油价地缘风险溢价逐步收窄，地缘月度风险指数均值141，地缘风险指数大于200的共计14次，大于300的共计1次。

宏观方面，宏观数据未见明显好转，虽然中国11月制造业PMI回到50荣枯线以上，但是其他主要经济体美国、欧元区、日本等仍然处于荣枯线50以下；美国CPI在Q2Q3下降之后，Q4出现抬头，引发市场对特朗普通过打压油价抑制通胀的担忧；

欧佩克+将集团总体减产石油366万桶/日的政策延长至2026年底；将8国220万桶/日的自愿减产解除计划推迟三个月，至2025年4月执行，并将原定1年的逐步复产周期拉长为18个月；阿联酋寻求从2025年4月至2026年9月逐步增产30万桶/日。由于利比亚和哈萨克斯坦产量的持续恢复，11月全球石油供应量环比增加130 kb/d至103.4 mb/d，同比增长230 kb/d。此外还穿插利比亚东部等引发的供应端扰动；

需求端，汽油需求进入淡季，柴油旺季不旺，汽柴油裂差共同走弱形成弱势共振，使得原油价格震荡下跌。

月差，月差小幅震荡。

宏观与地缘

地缘政治风险指数_日度 2025-01-02



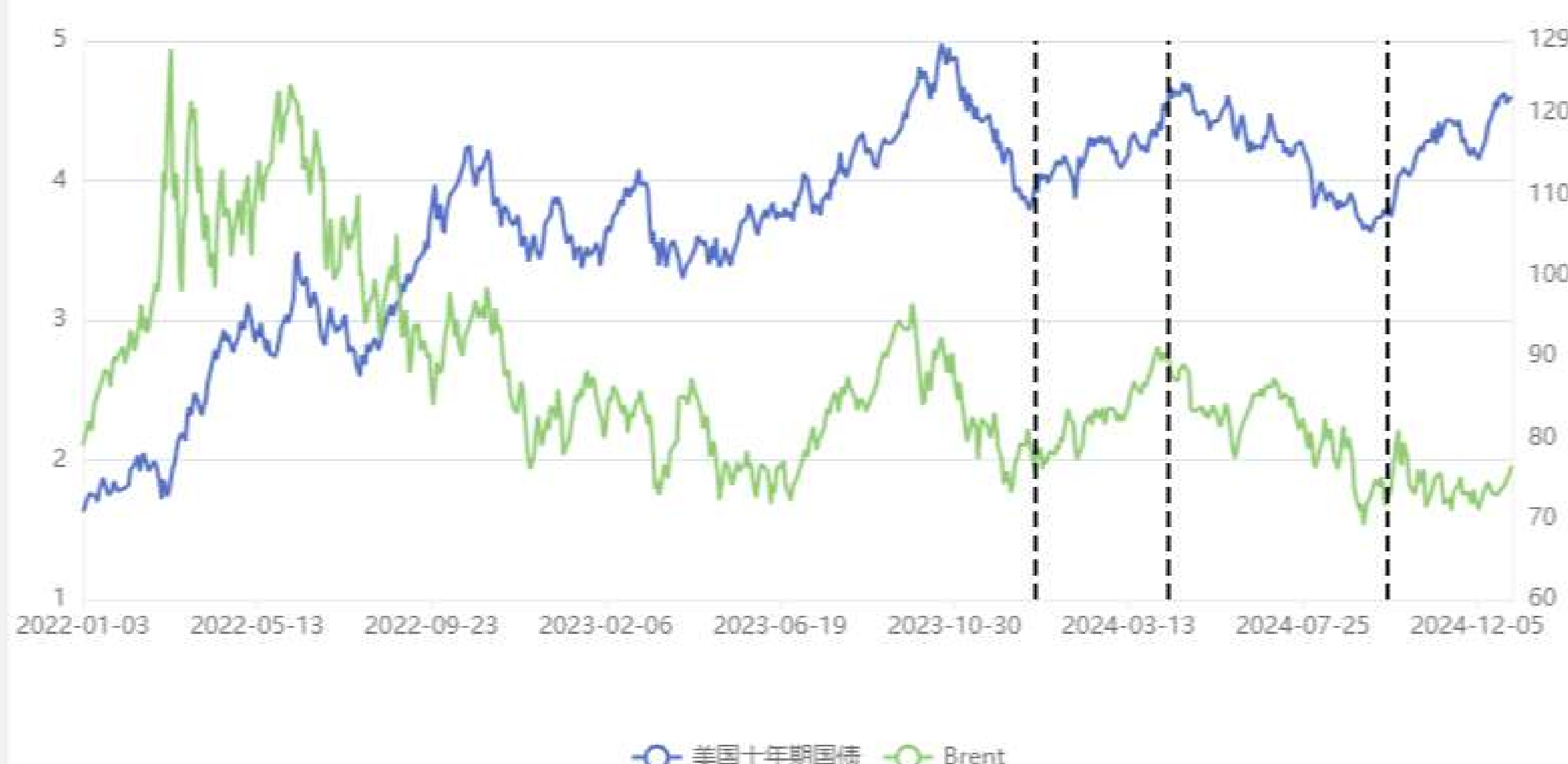
Brent与标普500 2025-01-03



Brent与金价 2025-01-03



Brent与美国十年期国债 2025-01-03

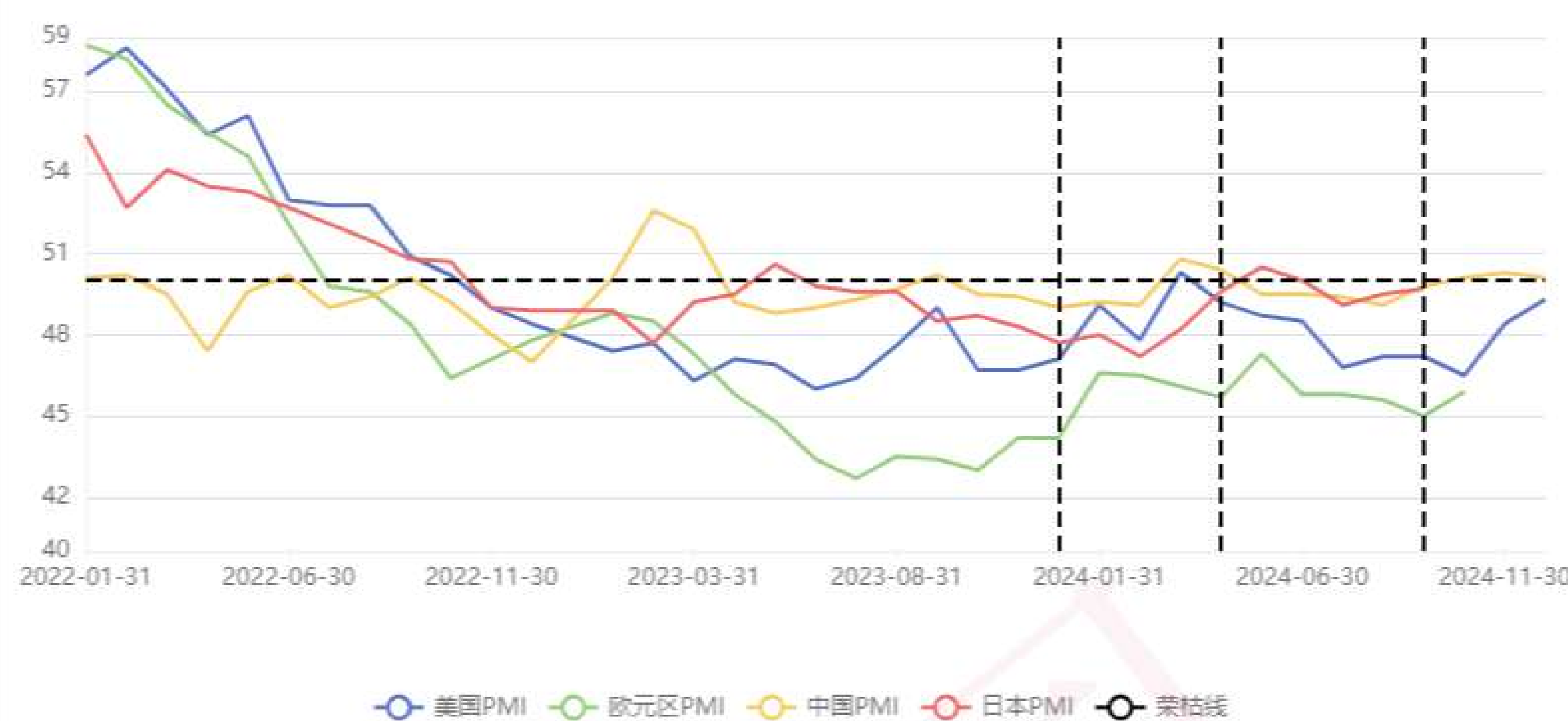


宏观与地缘

2024年GDP预测 2025-01-03



主要经济体PMI 2024-12-31



主要经济体CPI 2024-11-30



花旗经济意外指数与Brent油价 2025-01-03



更新频率：日度

月差与裂差

Brent月差 2025-01-03



注：Brent每月第一个交易日换月，首行价格为M+2

WTI月差 2025-01-03



注：交割月前一个月的25号前第3个交易日为最后交易日，21号左右换月，1-20号首行取M+1，21号至月底取M+2

Brent与NYMEX汽油裂解 2025-01-03



Brent与NYMEX柴油裂解 2025-01-03



Brent与ICE柴油裂解 2025-01-03



原油一致性预期

一致性预期简述

我们归纳总结了EOPEC、IEA、美国EIA、摩根、高盛、EA全球六大机构对于2025年全球原油的供需预期。除OPEC以外，其余五大机构对于2025年全球需求增量在100万桶/天上下基本一致，而且这部分需求增量仅靠非OPEC供应增量就能覆盖，具体如下：

1. IEA：2025年需求较2024年需求增加102万桶/天，同时预计非OPEC的2025年原油产量相较2024年增加170万桶/天，仅非OPEC的原油产量增加就能覆盖全球增量。
2. US EIA：2025年需求较2024年需求增加129万桶/天，同时预计非OPEC的2025年原油产量相较2024年增加149万桶/天，仅非OPEC的原油产量增加就能覆盖全球增量，盈余20万桶/天。
3. 摩根：2025年需求较2024年需求增加105万桶/天，同时预计非OPEC的2025年原油产量相较2024年增加163万桶/天，仅非OPEC的原油产量增加就能覆盖全球增量，盈余58万桶/天。
4. 高盛：2025年需求较2024年需求增加115万桶/天，同时预计非OPEC的2025年原油产量相较2024年增加153万桶/天，仅非OPEC的原油产量增加就能覆盖全球增量，盈余38万桶/天。
5. EA：2025年需求较2024年需求增加102万桶/天，同时预计非OPEC的2025年原油产量相较2024年增加135万桶/天，仅非OPEC的原油产量增加就能覆盖全球增量，盈余33万桶/天。

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P	Q	R	S	T	U	V	W	X	Y	Z
1	OPEC													摩根												
2	百万桶/天	1Q 24	2Q 24	3Q 24	4Q 24	2024	1Q 25	2Q 25	3Q 25	4Q 25	2025	2025-2024		百万桶/天	1Q 24	2Q 24	3Q 24	4Q 24	2024	1Q 25	2Q 25	3Q 25	4Q 25	2025	2025-2024	
3	Word demand	102.80	103.00	104.00	105.50	103.83	104.20	104.40	105.60	106.90	105.28	1.45		Word demand	100.70	102.80	103.70	103.60	102.70	102.40	103.80	104.40	104.40	103.75	1.05	
4	Word supply	102.20	102.20	103.18	103.99	102.89	103.60	104.77	105.24	105.54	104.76			Word supply	102.10	103.00	103.50	103.60	103.05	104.10	104.50	105.70	106.00	105.08		
5	Non-DoC liquids production	52.60	53.10	53.20	53.60	53.13	53.90	54.00	54.30	54.70	54.23			Non-OPEC Crude + Other	65.10	65.80	66.20	66.50	65.90	66.60	67.00	68.00	68.50	67.53	1.63	
6	DoC NGL and non-conventionals	8.40	8.30	8.20	8.30	8.30	8.40	8.40	8.30	8.40	8.38															
7		61.00	61.40	61.40	61.90	61.43	62.30	62.40	62.60	63.10	62.60	1.18														
8	Balance	-0.60	-0.80	-0.82	-1.51	-0.93	-0.60	0.37	-0.36	-1.36	-0.51			Balance	1.40	0.20	-0.20	0.00	0.35	1.70	0.70	1.30	1.60	1.33		
9	IEA													高盛												
10	百万桶/天	1Q 24	2Q 24	3Q 24	4Q 24	2024.00	1Q 25	2Q 25	3Q 25	4Q 25	2025.00	2025-2024		百万桶/天	1Q 24	2Q 24	3Q 24	4Q 24	2024.00	1Q 25	2Q 25	3Q 25	4Q 25	2025.00	2025-2024	
11	Word demand	101.50	102.60	103.70	103.50	102.83	102.60	103.60	104.60	104.60	103.85	1.02		Word demand	101.90	102.70	103.60	104.10	103.08	103.70	103.40	105.00	104.80	104.23	1.15	
12	Word supply	101.90	102.90	103.30	103.50	102.90	103.60	104.80	105.30	105.60	104.83			Word supply	101.80	102.70	102.80	103.10	102.60	103.80	104.40	105.00	105.60	104.70		
13	Non-OPEC total	69.50	70.20	70.50	70.60	70.20	70.80	71.90	72.30	72.60	71.90	1.70		Non-OPEC ex. Russia Supply	58.80	59.50	59.90	60.00	59.55	60.40	60.80	61.30	61.80	61.08	1.53	
14	Balance	0.40	0.30	-0.40	0.00	0.08	1.00	1.20	0.70	1.00	0.97			Balance	-0.10	0.00	-0.80	-1.00	-0.48	0.10	1.00	0.00	0.80	0.47		
15	US EIA													EA												
16	百万桶/天	1Q 24	2Q 24	3Q 24	4Q 24	2024.00	1Q 25	2Q 25	3Q 25	4Q 25	2025.00	2025-2024		百万桶/天	1Q 24	2Q 24	3Q 24	4Q 24	2024.00	1Q 25	2Q 25	3Q 25	4Q 25	2025.00	2025-2024	
17	Word demand	102.18	103.12	103.27	103.54	103.03	103.83	103.96	104.68	104.81	104.32	1.29		Word demand	101.10	102.50	104.00	104.30	102.98	102.10	103.60	104.90	105.40	104.00	1.02	
18	Word supply	102.04	102.47	102.61	103.24	102.59	103.14	103.91	104.71	105.20	104.24			Word supply	101.40	102.40	102.40	102.90	102.28	102.80	103.40	104.20	104.80	103.80		
19	Non-OPEC total	69.87	70.39	70.59	71.23	70.52	71.16	71.78	72.41	72.69	72.01	1.49		Non-OPEC supply	69.70	70.40	70.30	70.80	70.30	70.80	71.40	72.00	72.40	71.65	1.35	
20	Balance	-0.14	-0.65	-0.66	-0.30	-0.44	-0.69	-0.05	0.03	0.39	-0.08			Balance	0.30	-0.10	-1.60	-1.40	-0.70	0.70	-0.20	-0.70	-0.60	-0.20		
21																										
22																										
23																										
24																										
25																										
26																										
27																										
28																										
29																										

非欧佩克供应

非欧佩克2025年预计增加133.92万桶/天

欧佩克+将集团总体减产石油366万桶/日的政策延长至2026年底；将8国220万桶/日的自愿减产解除计划推迟三个月，至2025年4月执行，并将原定1年的逐步复产周期拉长为18个月；阿联酋寻求从2025年4月至2026年9月逐步增产30万桶/日。

2025年即使OPEC产量不变，美国、巴西、圭亚那、加拿大和阿根廷等非OPEC国家产量增加也可以达到100万桶/天以上，完全覆盖全球原油需求增量。根据公开信息统计，美国、加拿大、挪威、巴西、圭亚那、阿根廷这六个国家在2025年增加的产量约为133.92万桶/天，高于任何机构对2025年全球原油需求的增量。

北美区域原油生产

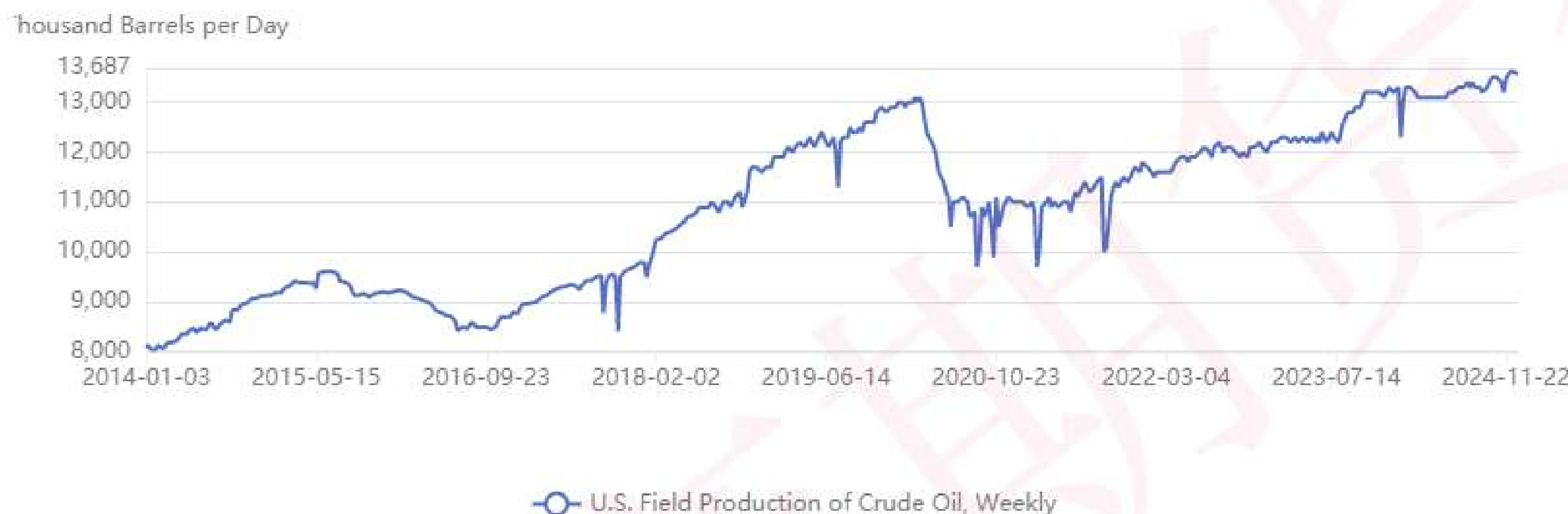
美国原油生产

美国原油生产

2024年，美国石油产量预计将增长710kb/d至20.2mb/d，其中原油产量为300kb/d。不断增长的550kb/d轻质致密油抵消了墨西哥湾（-90 kb/d）和常规生产（-150 kb/d）的损失。

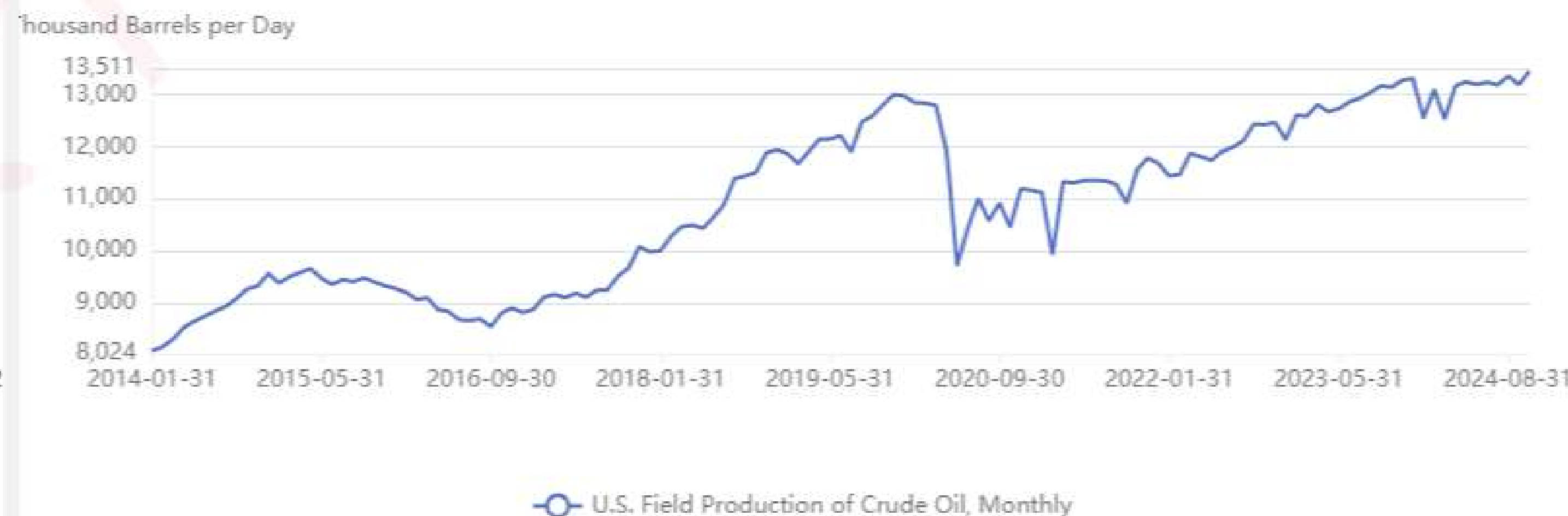
2025年，美国将额外增加630kb/d，将石油总供应量提高到20.9mb/d。预计原油产量将增加380kb/d，轻质致密油和墨西哥湾分别增加330kb/d和120kb/d，而传统的美国本土48州的原油产量将减少70 kb/d。伴随着轻质致密油产量增速放缓，NGL增长将放缓至250 kb/d。

U.S. Field Production of Crude Oil, Weekly 2024-12-27



数据来源：美国能源信息署 更新频率：周度

U.S. Field Production of Crude Oil, Monthly 2024-10-31



数据来源：美国能源信息署 更新频率：月度

加拿大原油生产

加拿大原油生产

根据IEA预测，加拿大2024年的石油总产量将增长210千桶/天，达到平均600万桶/天，2025年将再增长100千桶/天。2024年下半年和2025年的增长已经并将继续受到通过 Trans Mountain Expansion (TMX) 管道从阿尔伯塔省出口的更多推动。590kb/d管道接近原始Trans Mountain管道300kb/d容量的两倍（使系统总容量达到 890 kb/d），并大大扩展了对加拿大太平洋海岸、美国西海岸（PADD 5）和亚洲的访问。根据IEA基于 Kpler、加拿大能源监管机构（CER）和 EIA数据的计算，自6月以来，TMX出口量平均为340kb/d，使Trans Mountain系统在同一时间段内的总出口量达到 610 kb/d。运往中国的运量平均为190 kb/d，运往美国的运量增加了140 kb/d，达到410kb/d。

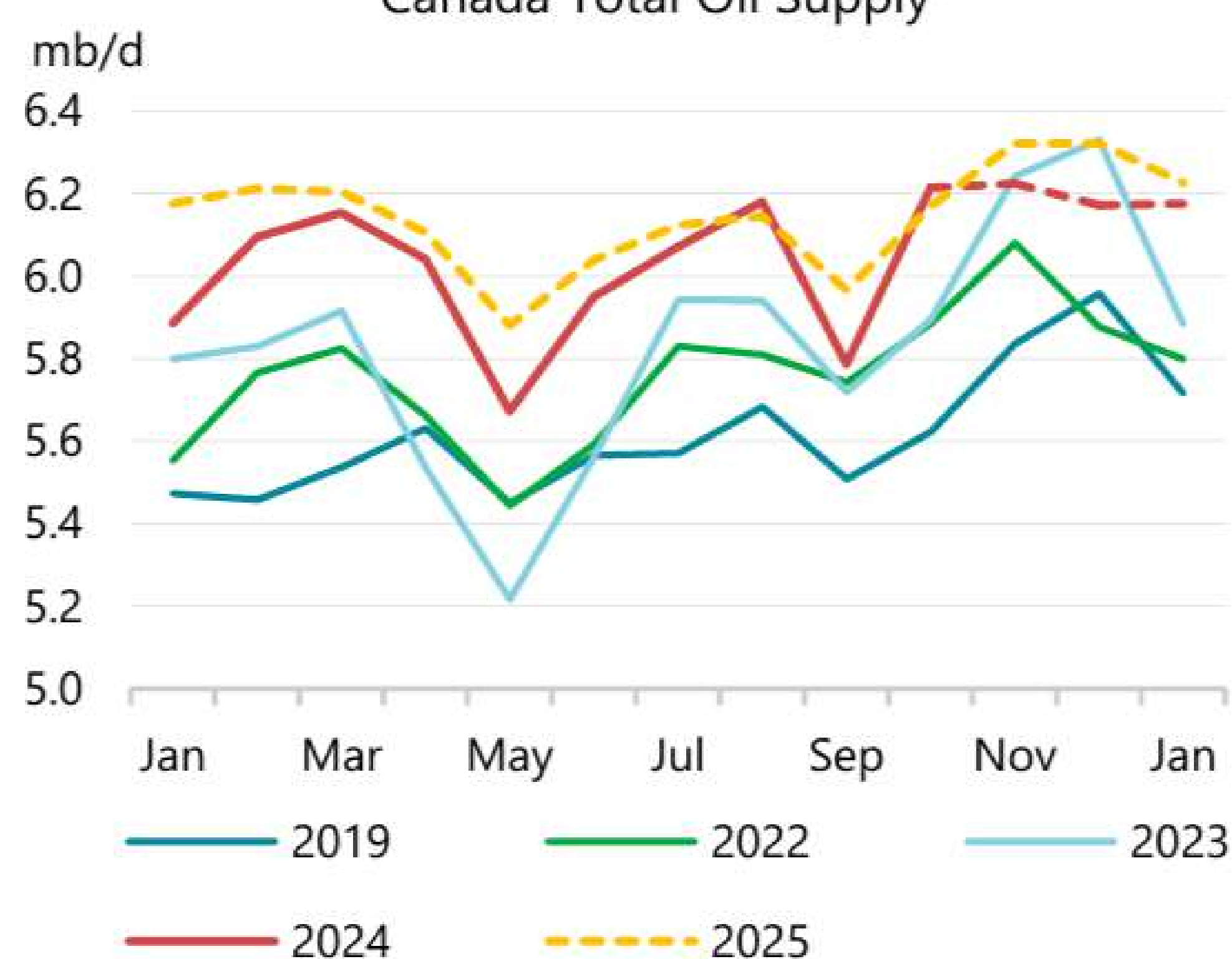
加拿大原油生产

加拿大产量以及产能 2024-12-31

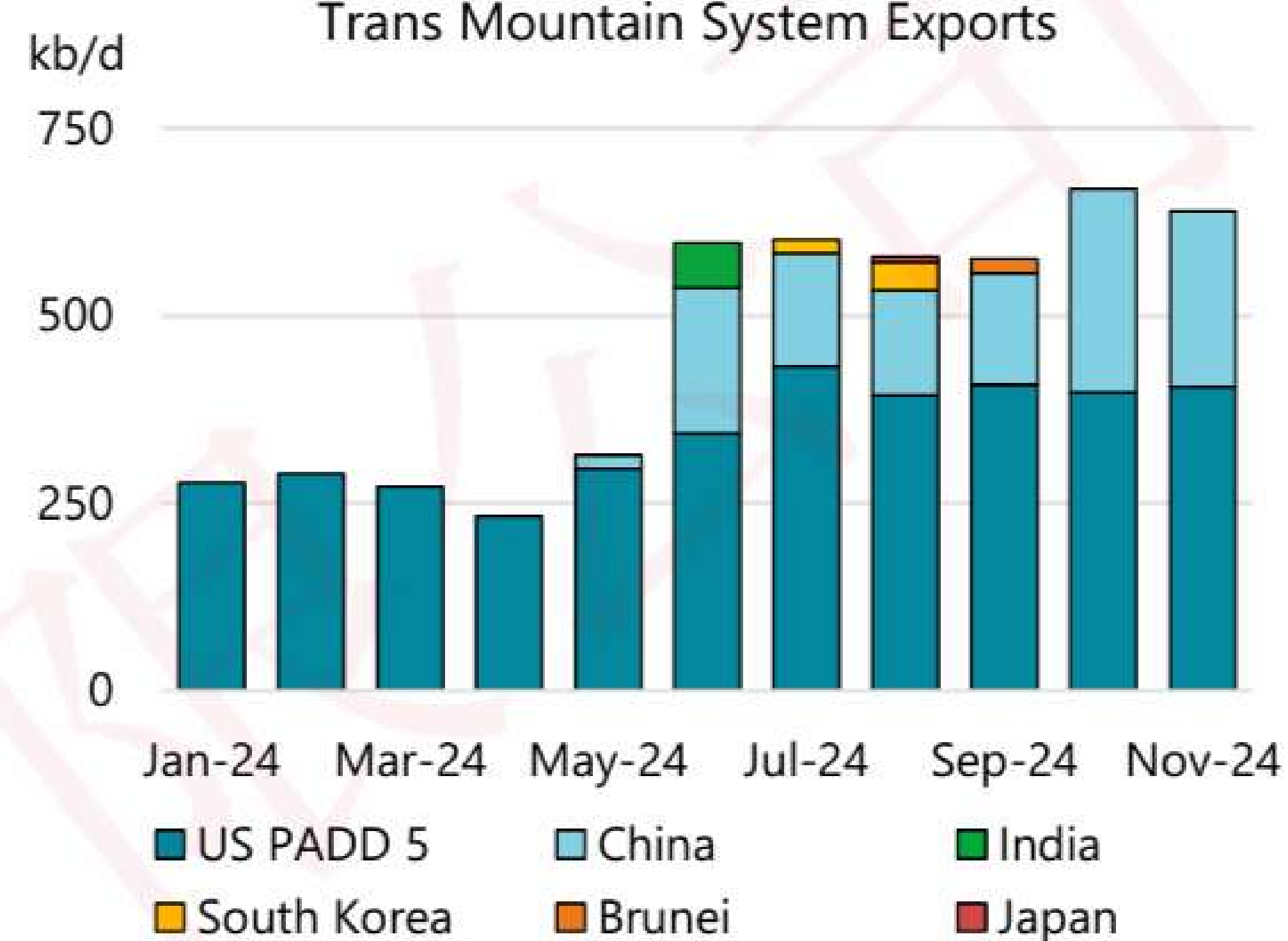


数据来源: Rystad 更新频率: 月度

加拿大原油生产
Canada Total Oil Supply



加拿大跨山原油管道
Trans Mountain System Exports



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

北海区域原油生产

北海区域原油生产 (挪威和英国)

挪威在Johan Castberg油田加持下, 2025年产量将有所增加, Johan Castberg油田探明储量估计在4.5亿至6.5亿桶之间, 未来还将有更多FPSO投入该油田挪威官方数据显示, FPSO Johan Castberg项目预计在2025年2月左右投产, 将为挪威增加160kb/d的原油产量(另一说为190kb/d), 届时挪威年产量增加至2.2mb/d。

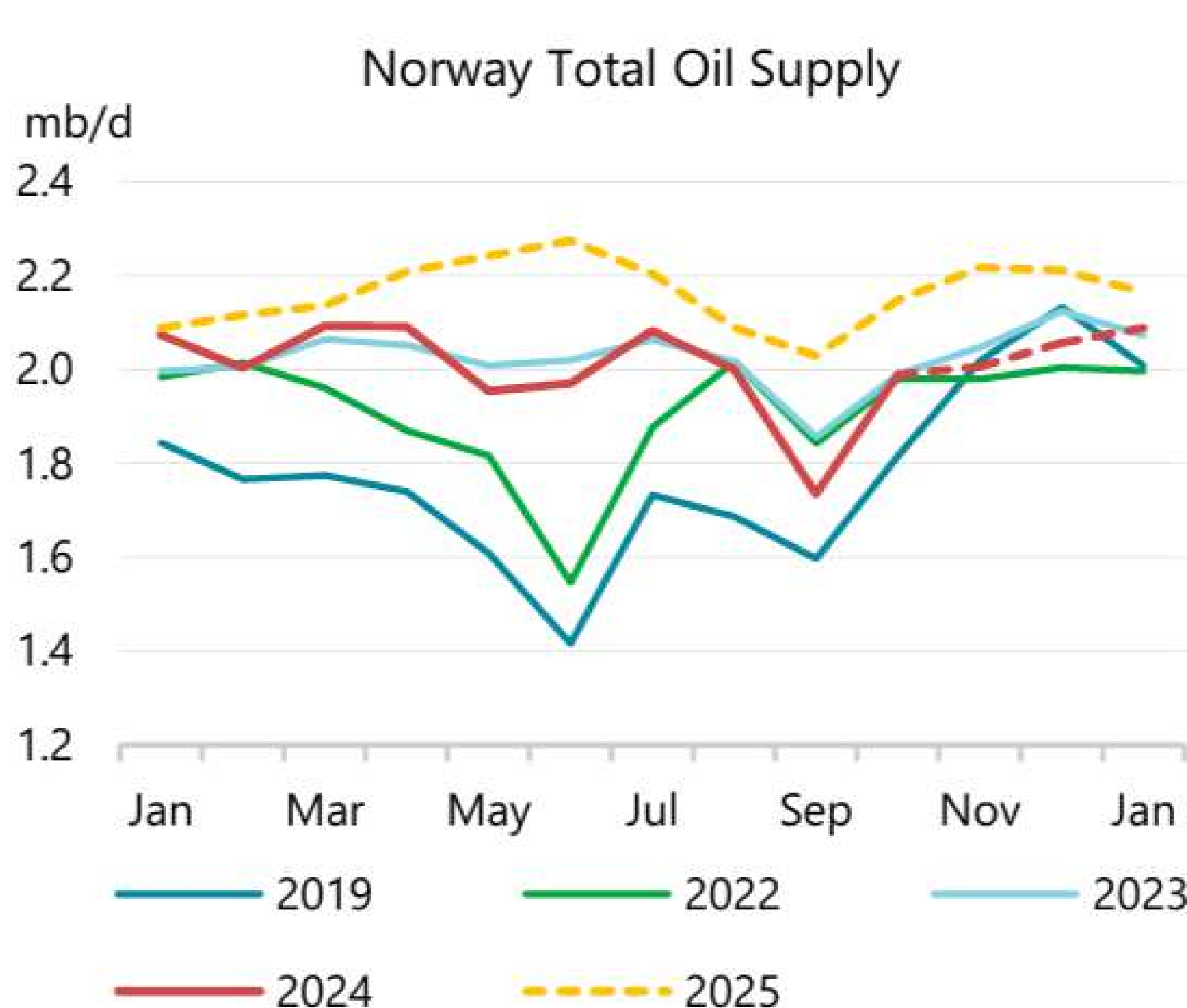
英国预计2025年原油产量变化不大。

挪威产量以及产能 2024-12-31

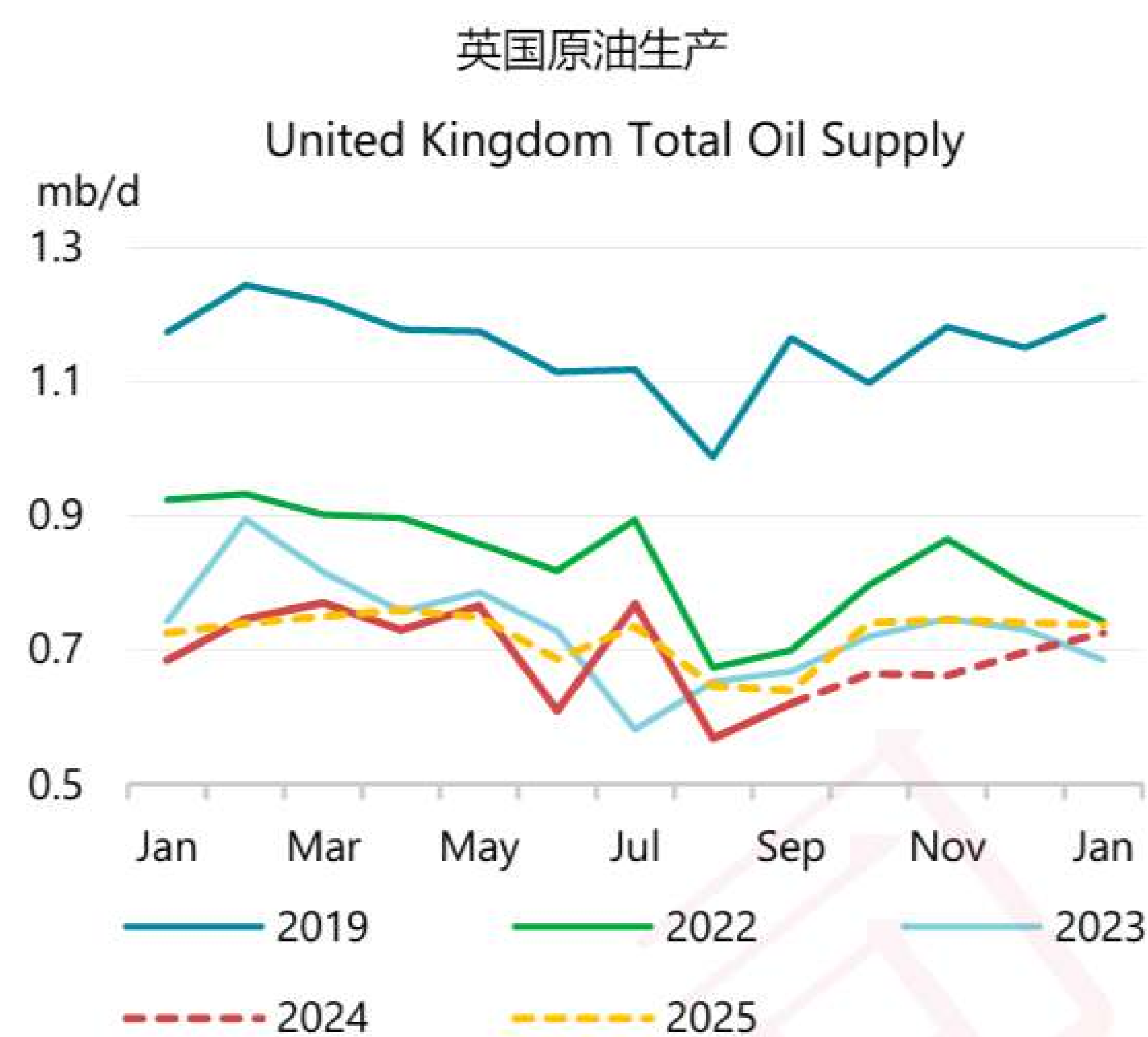
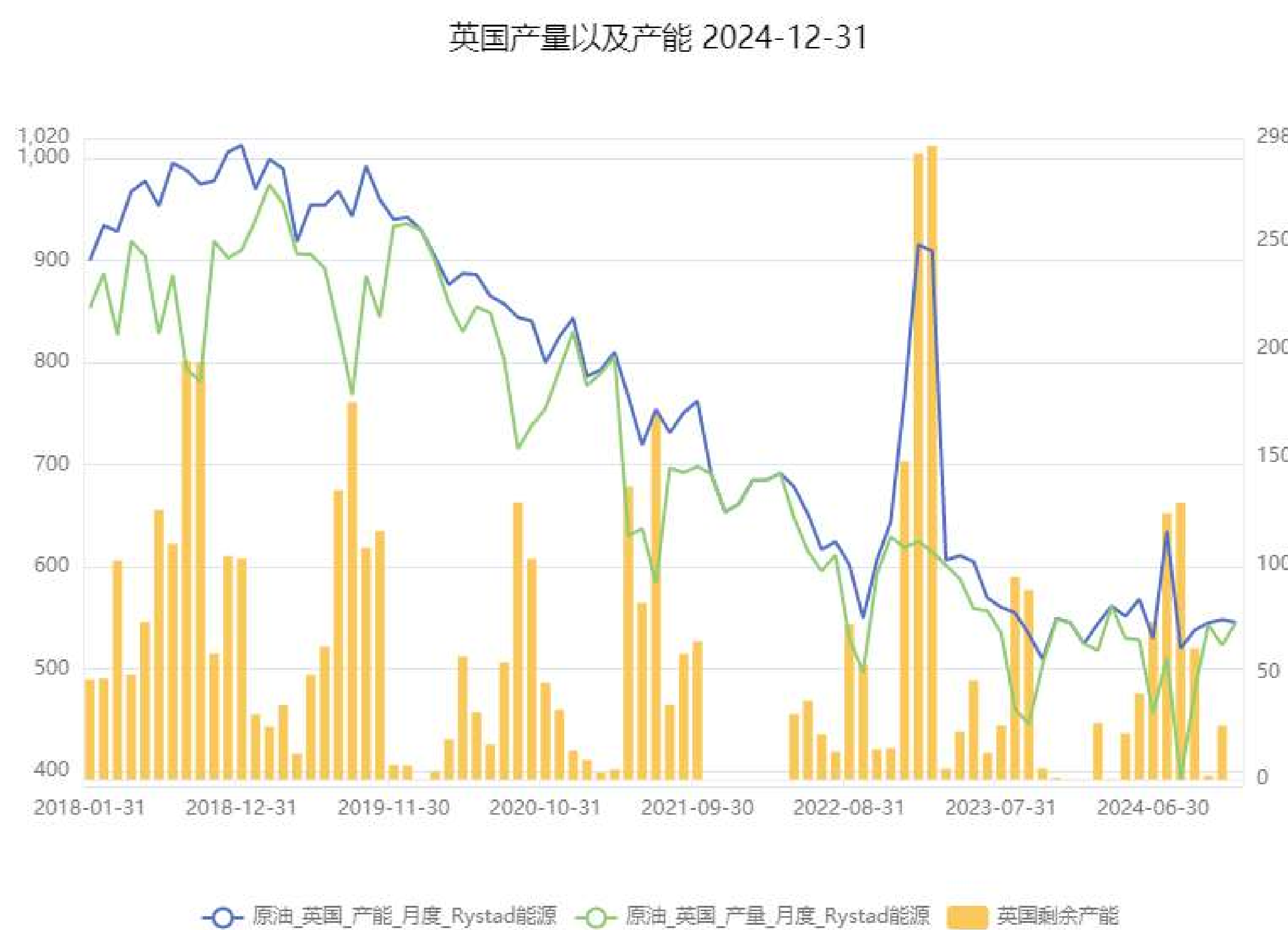


数据来源: Rystad 更新频率: 月度

挪威原油生产



北海区域原油生产



南美区域原油生产

南美区域原油生产

。其中，巴西、圭亚那和阿根廷位列全球原油供应增长最快的国家行列，委内瑞拉原油生产近几个月也出现了良好的复苏势头。

南美洲地区原油增量主要是海洋原油，开采设备通常为FPSO。浮式生产储油轮（FPSO）是海洋石油开发的关键设施，主要用于海上石油、天然气等能源的开采、加工、储存、外运。

巴西计划在2030年前投入10艘FPSO计划，并且在2030年后部署另外5艘FPSO，除此之外，还有6个项目等待评估。通过这些计划，Petrobras期望达到每天320万桶油气当量或每天250万桶石油的总产量。保守估计巴西在2025年增量为48.5万桶/天。

圭亚那2025年原油产量将相对平稳，但随着FPSO One Guyana在Yellowtail油田的投用，2025年四季度产量会有所增加。保守估计圭亚那2025年增量为12.5万桶/天。

页岩油气资源主要集中在内乌肯盆地，其页岩油储量全球第四，页岩气储量全球第二，据美国能源信息署(EIA)12月数据，页岩油在阿根廷石油产量的占比大约为60%，总体石油产量有望创最近逾20年以来新高。2024年1-11月，阿根廷产量为68.66万桶/天，预计2025年石油产量同比增加13%，达到77.58万桶/天，增加8.92万桶/天，其中2025年下半年预计突破80万桶/日的产量，到2030年将达到100万桶/日。

哥伦比亚由于勘探投资下滑导致可开采储量下降，再加上绿色能源计划的实施，预计2025年哥伦比亚产量维持在70万桶/日左右。

巴西

巴西FPSO投产

根据市场公开信息，巴西2025年将有三艘FPSO投产，分别为FPSO Almirante Tamandaré、FPSO Alexandre de Gusmão、FPSO P-78，日产原油为22.5+18+18=58.5万桶/天。

保守估算，假设三艘船全部在2月底投产，则增加产量为58.5*10/12=48.75万桶/天。

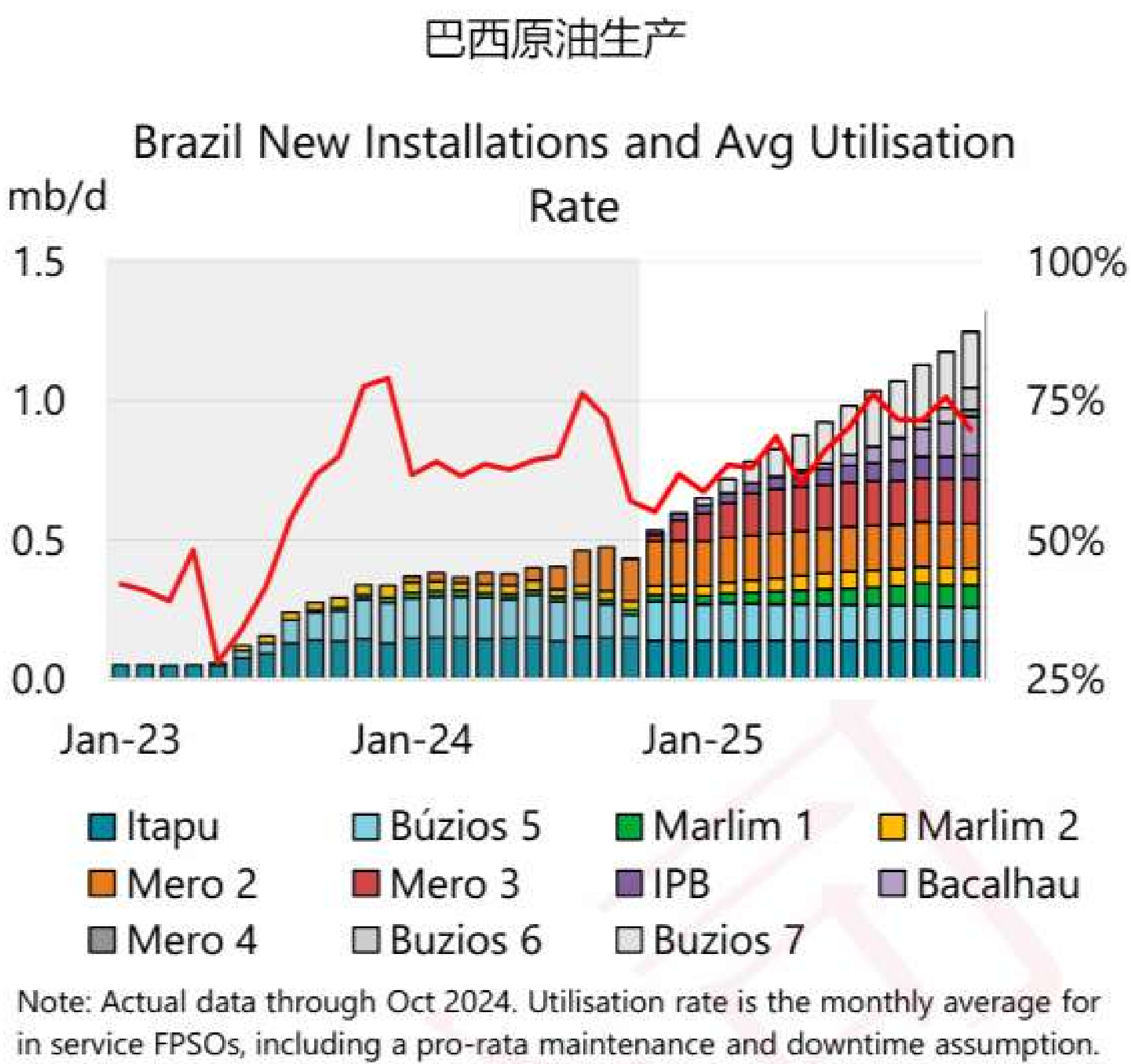
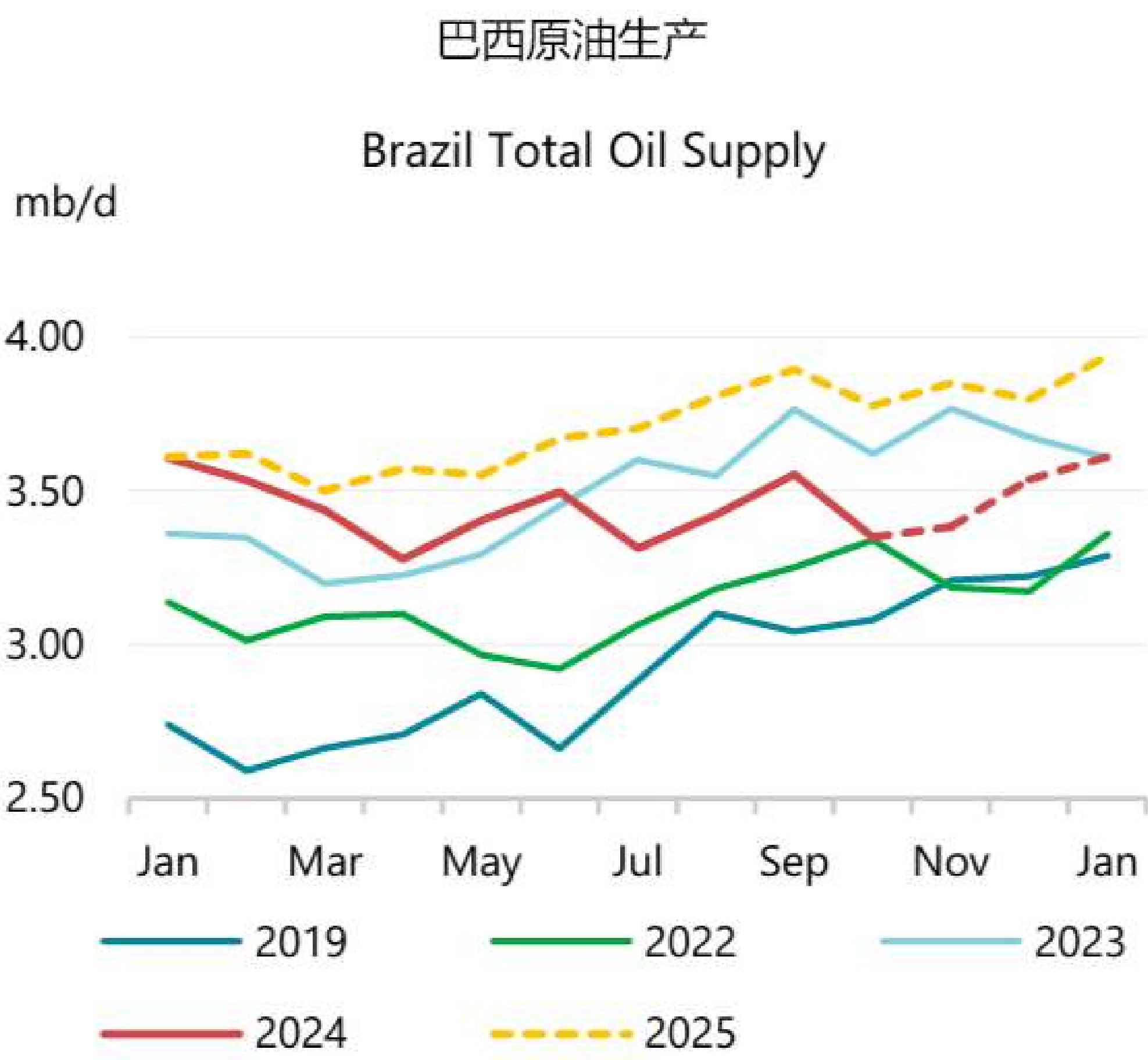
巴西					
	A	B	C	D	E
1	投产时间	FPSO	油田	产量	备注
2	2024年底	FPSO Almirante Tamandaré	Búzios油田	日产22.5万桶原油 1200万立方米天然气	2024年10月抵达巴西预计2025年Q1投产，可储存200万桶原油
3	2025年	FPSO Alexandre de Gusmão	Mero油田	日产18万桶原油 1200万立方米天然气	2024年12月15日晚21时，Alexandre de Gusmão号FPSO从启东中远船厂完出发，前往巴西梅罗油田现场
4	2025年	FPSO P-78	Búzios油田	日产18万桶原油和720万立方米天然气	可储存200万桶原油；2021年5月10日宣布吉宝造船厂中标，交付周期42个月，推算投产时间为2025年1月-2月期间。
5	2026年	FPSO P-79	Búzios油田	日产18万桶原油和720万立方米天然气	可储存200万桶原油
6	2026年	FPSO P-80	Búzios油田	日产22.5万桶原油 1200万立方米天然气	可储存160万桶原油
7	2027年	FPSO P-81	Búzios油田	日产12万桶原油和800万立方米天然气	
8	2027年	FPSO P-83	Búzios油田	日产22.5万桶原油 1200万立方米天然气	可储存200万桶原油
9	2029年	FPSO Raia	Campos盆地	日产12.6万桶原油 1600万立方米天然气	可储存200万桶原油
10	2030年后	P-85（Sepia）、Albacora Revitalization Marlim Revitalization、Sergipe Águas Profundas 1和Sergipe Águas Profundas 2			
11	正在评估项目	Búzios 12、Tupi Revitalization和Mero 5			
12	注：FPSO P-82由中国振华制造，还未完工				
13					
14					
15					
16					
17					

巴西产量以及产能 2024-12-31



数据来源：Rystad 更新频率：月度

巴西

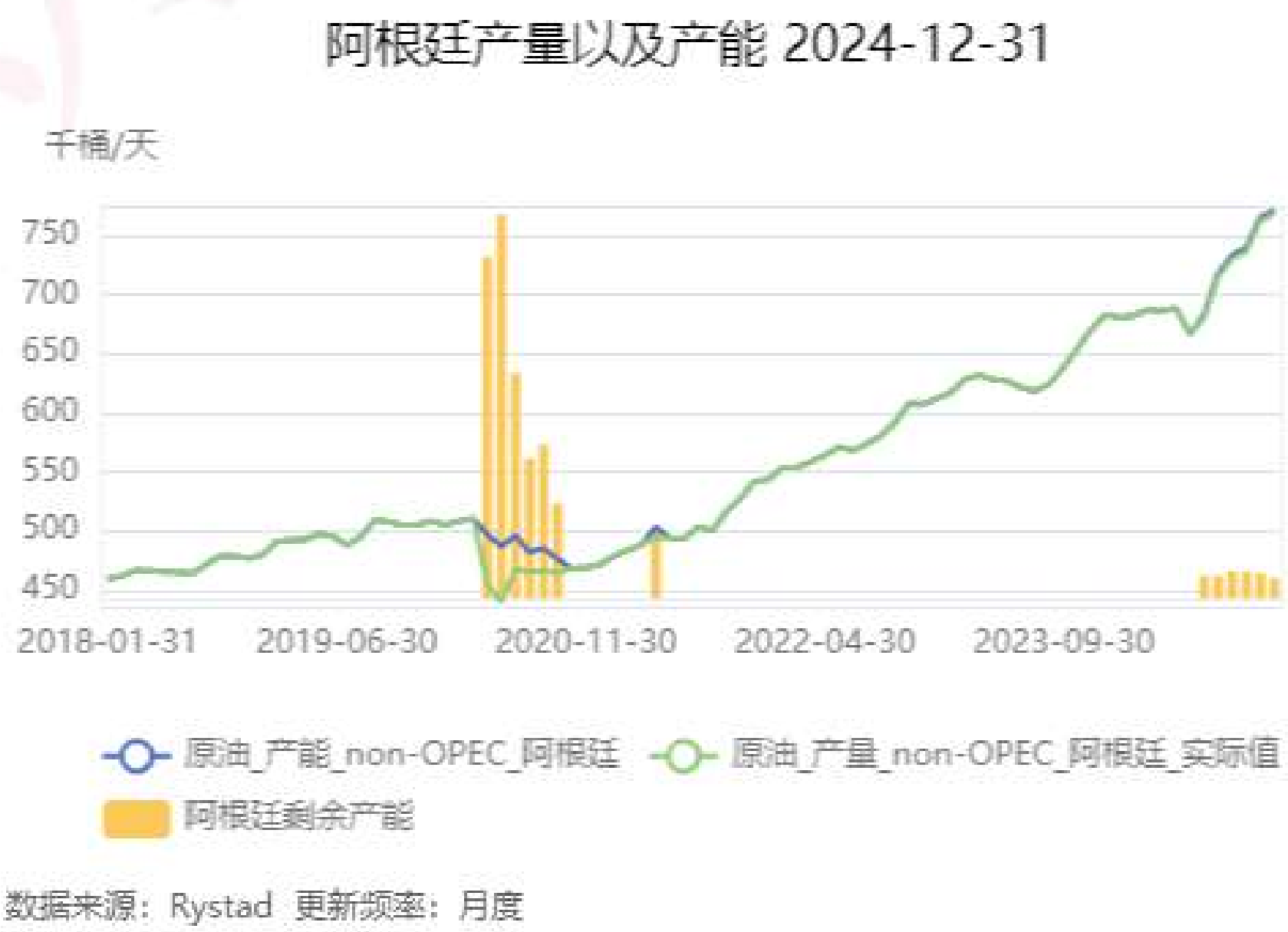


圭亚那/阿根廷/哥伦比亚

圭亚那FPSO投产

根据市场反馈，圭亚那在2025年Q2将迎来FPSO ONE GUYANA的投产，保守计算将给2025年全年带来25*6/12=12.5万桶/天的产量。

	A	B	C	D	E	F
1	投产时间	FPSO	油田	产量	备注	
2	2025年Q2	FPSO ONE GUYANA	Yellowtail项目	日产25万桶原油和1800万立方米天然气	根据美孚圭亚那负责人反馈 FPSO ONE GUYANA将 2025年6月开始投产，可储 200万桶原油	
3						
4						



2025年潜在预期差

供应端潜在预期差

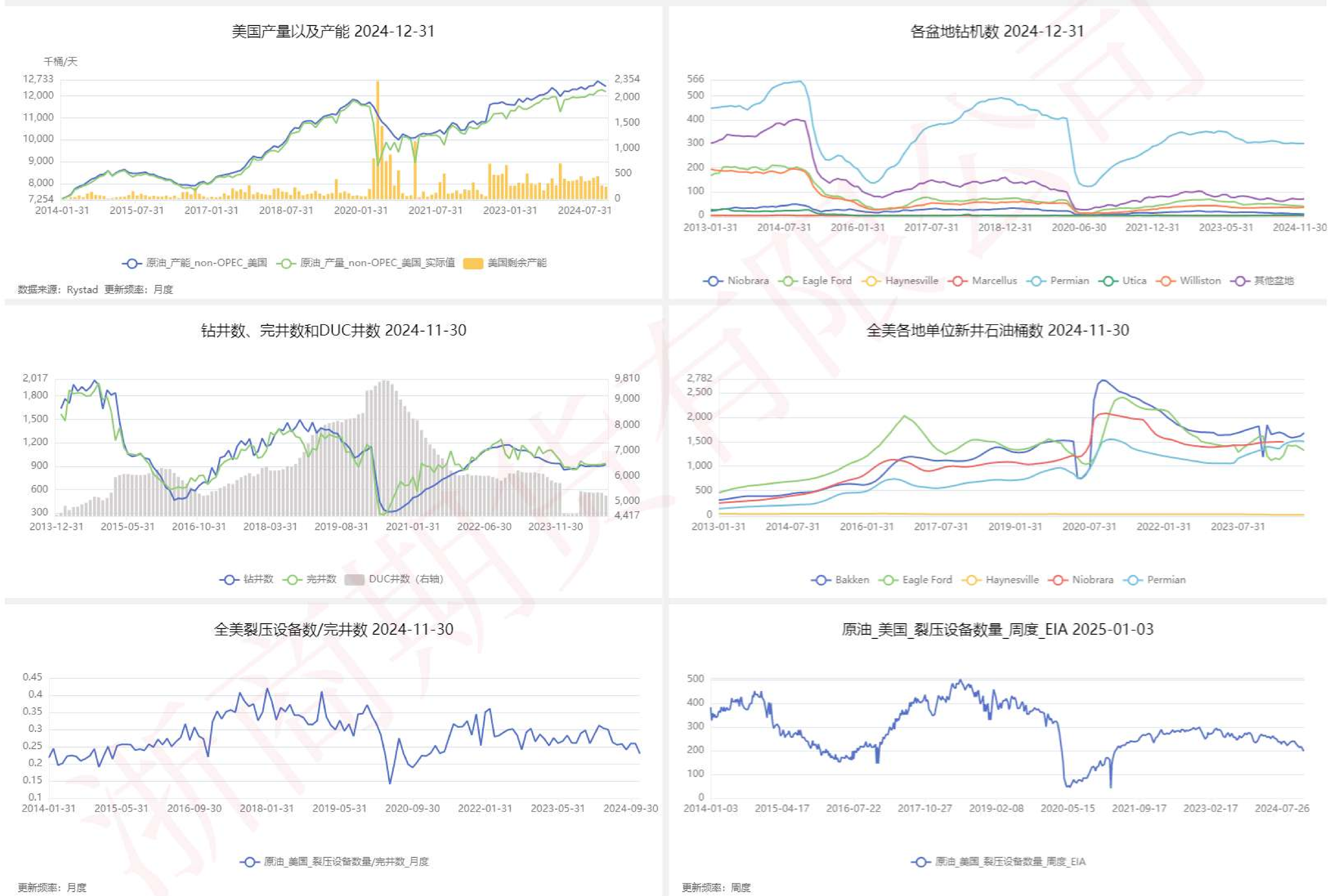
潜在预期差简述

2025年，我们推测特朗普上台后加强对伊朗和委内瑞拉制裁，挤出二者在国际原油贸易中的市场份额，进而提升美国页岩油产量弥补份额。伊朗和委内瑞拉在受到更严厉制裁后，原油出口量大概率会出现明显的减少，而美国能否如期提产，快速弥补缺口，存在一个潜在预期差。

根据Rystad数据显示，目前美国剩余产能为260kb/d，这与前文预期美国增产380kd/d相比存在120kd/d的缺口，因此2025年钻井数量成为能否兑现美国增产预期的关键。

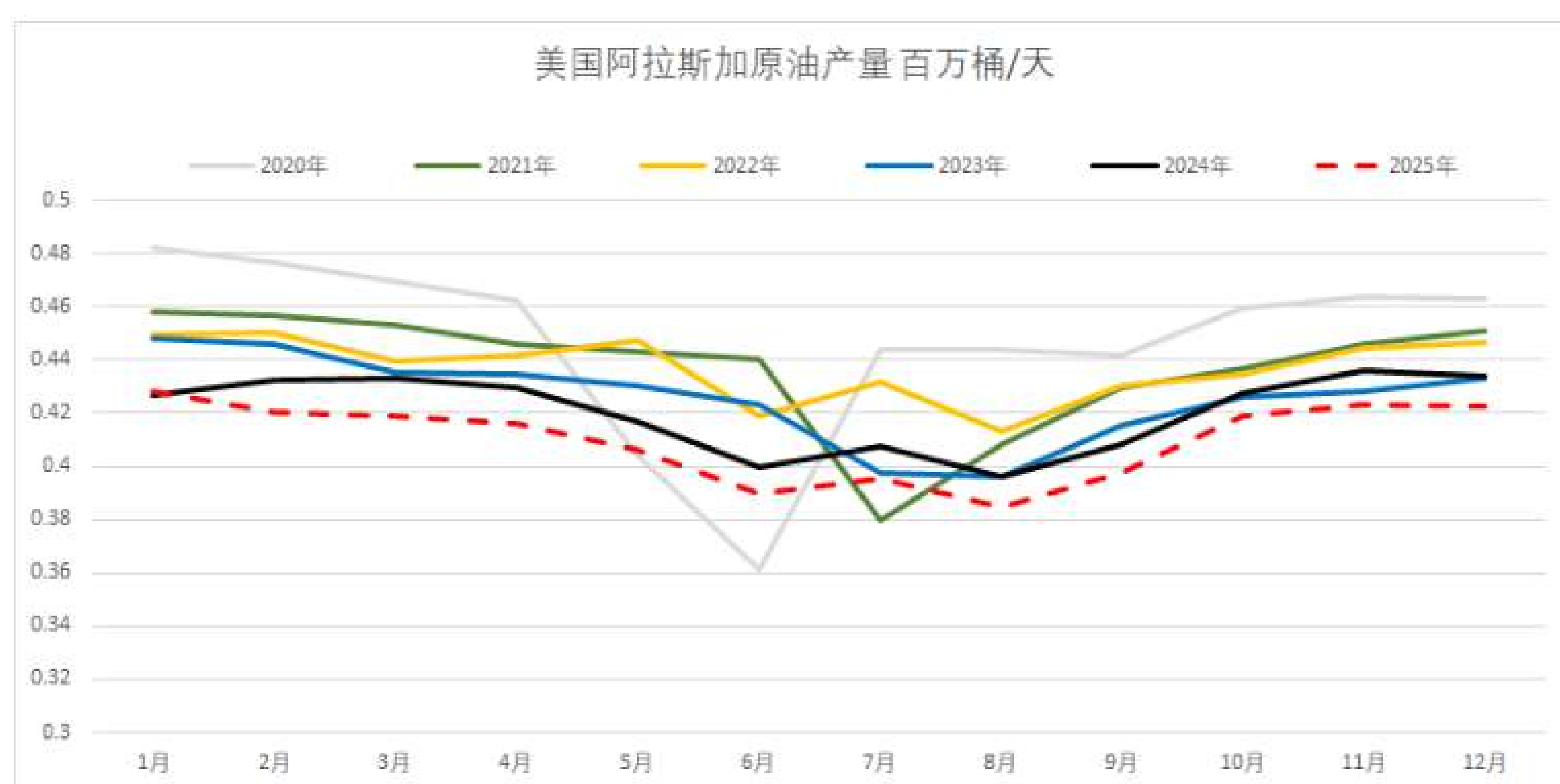
根据EIA，美国原油产量主要分为三个区域，阿拉斯加、墨西哥湾和本土48州，其中本土48州产量占比最大，新增页岩油产量几乎全部来自本土。

根据测算，我们认为2025年美国原油产量增加380-400kd/d问题不大，具体分析如后文所述。

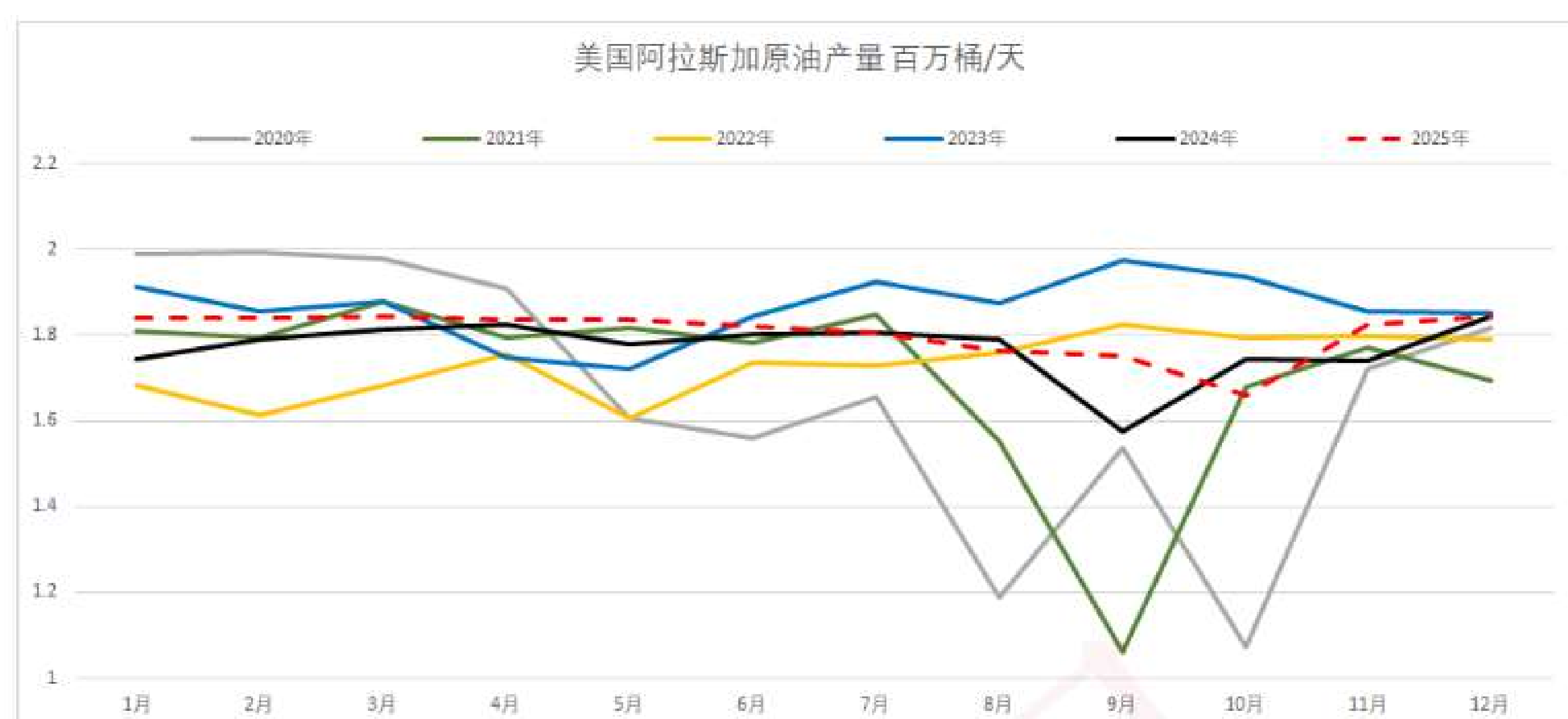


美国阿拉斯加与墨西哥湾

2025年美国阿拉斯加原油产量预计在40万桶/天上下



2025年美国墨西哥湾原油产量预计在180万桶/天上下



美国本土48州（墨西哥湾除外）

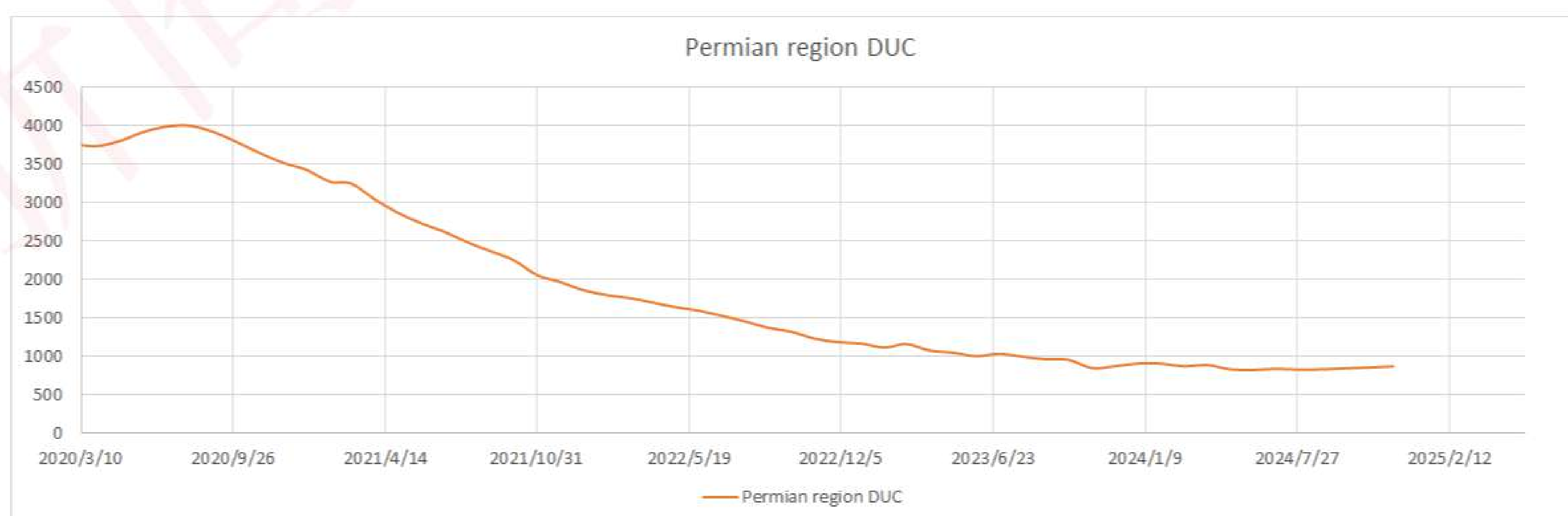
美国本土48州原油产量简述

Permian为页岩油增量主产区，自2021年疫情恢复以来，有超过300台活跃钻机分布在Permian区域，占美国总钻机数的三分之二。2024年，月度完井数量一直稳定在900-1000口左右，压裂设备/完井数比值在0.25以上，因此月度活跃压裂设备在200-270台之间。

根据EIA数据，2024年11月累计完成钻井但为完井的井数为5221口，Permian所属871口，自2023年7月以来，该区域DUC井稳定在800口以上。目前2024年1-11月，Permian区块每月净增加37.2千桶/天。假设Permian区块在2025年继续延续2024年的活跃钻机数和DUC水平，则该区域在2025年平均每月增加37千桶/天，全年增加440千桶/天左右，略高于上文各大机构预测的增加380千桶/天。

此外，根据全美新井产量可知，目前Permian区块新井产量在1500桶左右，使得单井效率处于历史高位。需要注意的是，特朗普上台后预计会加大美国页岩油的勘探开发，届时预计活跃在Permian区块钻机数预计会增加，如此以来2025年月度净增加产量将远超过440千桶/天。

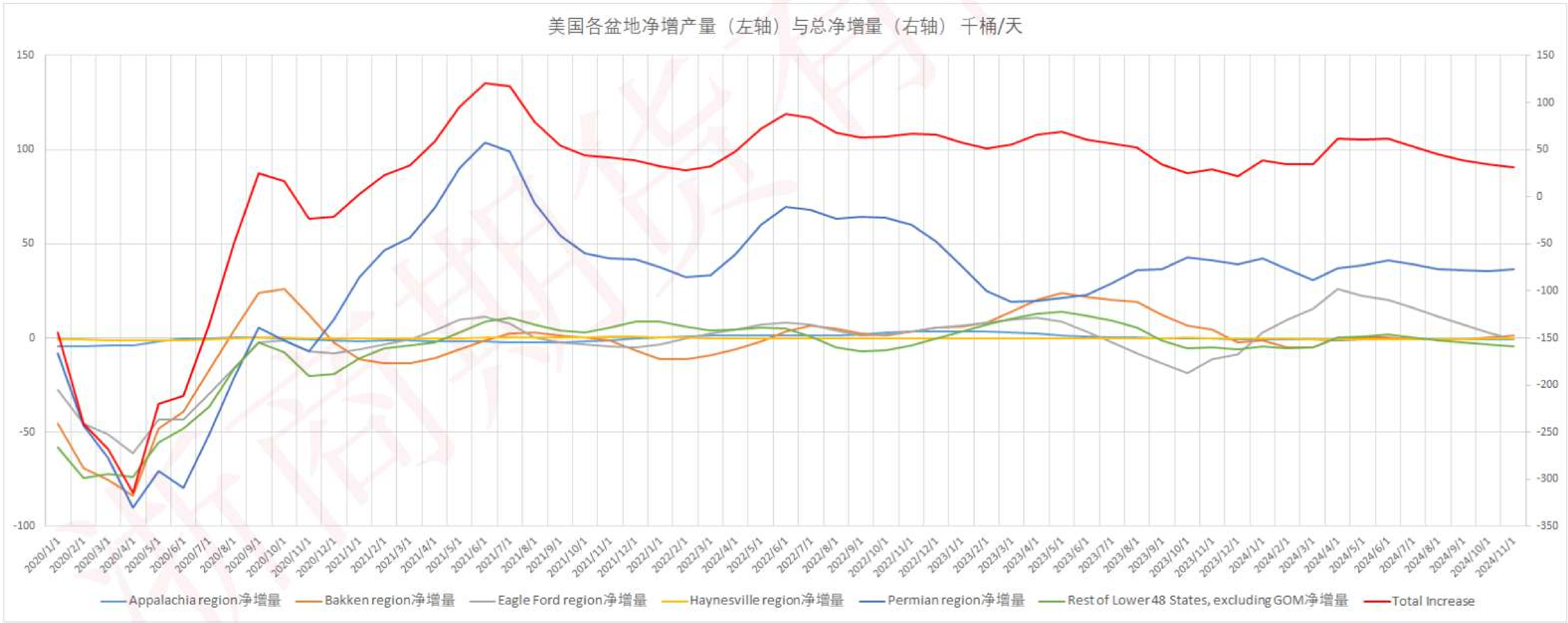
Permian区块累计DUC井数



美国本土48州（墨西哥湾除外）

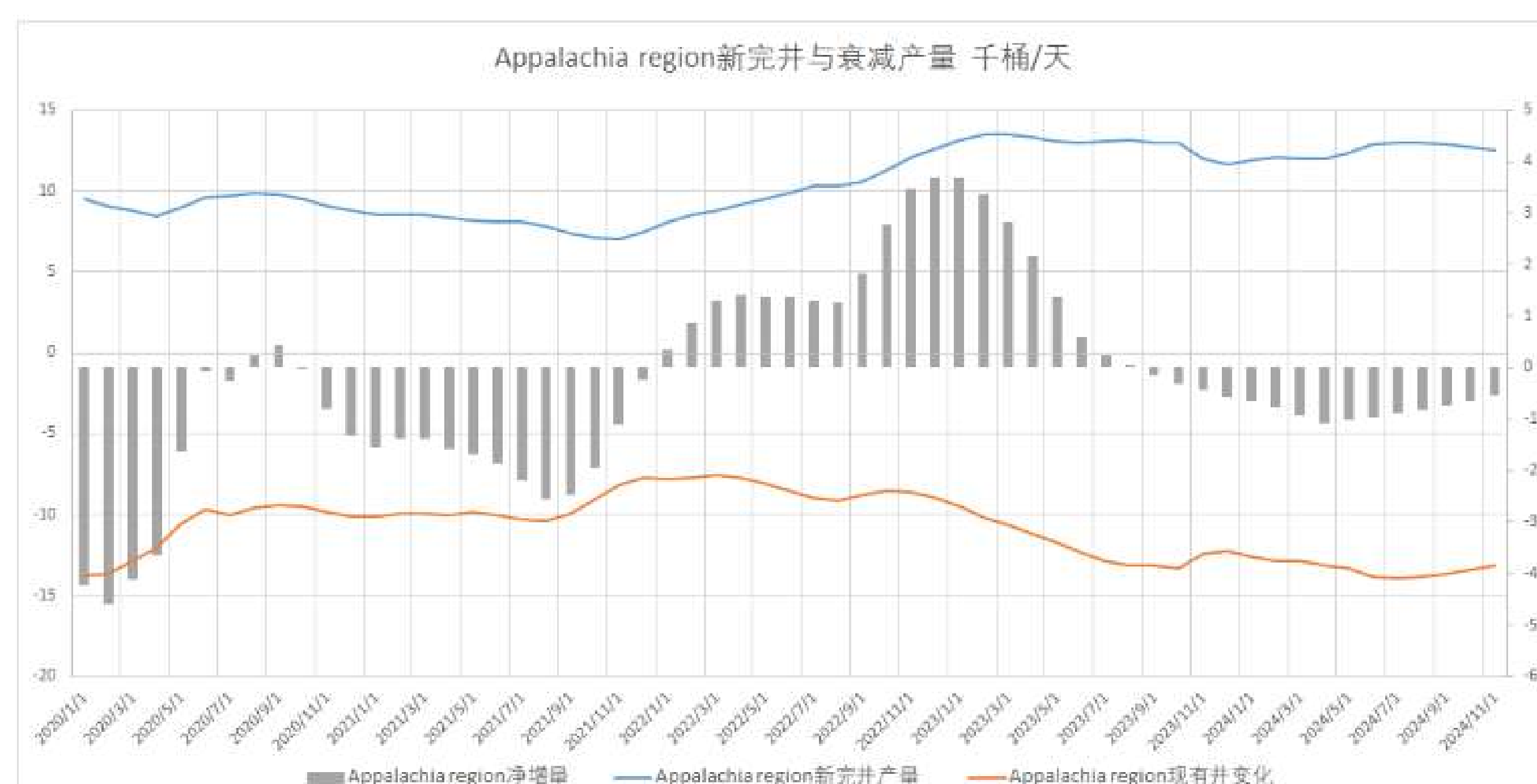
1	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P	Q	R	S	
2	日期	Appalachia region新完井产量	Appalachia region现有井变化	Appalachia region净增量	Bakken region新完井产量	Bakken region现有井变化	Bakken region净增量	Eagle Ford region新完井产量	Eagle Ford region现有井变化	Eagle Ford region净增量	Haynesville region新完井产量	Haynesville region现有井变化	Haynesville region净增量	Permian region新完井产量	Permian region现有井变化	Permian region净增量				
39	2023-01-31	13.13	-9.45	3.68	49.84	-43.98	5.86	79.62	-73.24	6.38	0.52	-0.68	-0.16	440.21	-402.27	37.94				
40	2023-02-28	13.53	-10.17	3.36	50.48	-42.12	8.36	81.78	-73.80	7.98	0.52	-0.80	-0.28	437.76	-412.78	24.98				
41	2023-03-31	13.52	-10.68	2.84	52.17	-38.24	13.93	84.32	-74.32	9.99	0.52	-0.86	-0.33	435.16	-415.98	19.18				
42	2023-04-30	13.31	-11.14	2.17	55.29	-34.84	20.45	87.34	-76.65	10.69	0.51	-0.88	-0.37	434.02	-414.41	19.61				
43	2023-05-31	13.10	-11.72	1.38	59.69	-35.82	23.86	88.87	-80.31	8.57	0.48	-0.89	-0.41	436.13	-414.95	21.18				
44	2023-06-30	12.97	-12.37	0.60	64.22	-42.42	21.80	88.02	-84.61	3.41	0.46	-0.85	-0.39	439.95	-416.88	23.07				
45	2023-07-31	13.10	-12.87	0.22	67.12	-46.66	20.46	85.27	-87.38	-2.12	0.46	-0.75	-0.30	444.39	-415.24	29.16				
46	2023-08-31	13.14	-13.10	0.04	68.18	-48.93	19.25	80.27	-88.23	-7.95	0.48	-0.64	-0.16	446.45	-410.65	35.80				
47	2023-09-30	13.00	-13.16	-0.17	67.12	-54.62	12.50	74.47	-87.60	-13.13	0.50	-0.59	-0.09	444.66	-408.25	36.41				
48	2023-10-31	12.99	-13.31	-0.32	67.01	-60.37	6.64	67.47	-86.32	-18.85	0.51	-0.42	0.09	444.74	-402.00	42.74				
49	2023-11-30	11.97	-12.40	-0.42	63.60	-58.91	4.69	64.54	-75.88	-11.34	0.44	-0.43	0.01	438.17	-396.98	41.19				
50	2023-12-31	11.63	-12.21	-0.58	60.04	-62.21	-2.17	60.41	-69.28	-8.87	0.42	-0.48	-0.06	435.17	-395.79	39.38				
51	2024-01-31	11.92	-12.59	-0.66	57.24	-58.53	-1.29	65.88	-63.10	2.78	0.34	-0.57	-0.23	435.96	-393.86	42.10				
52	2024-02-29	12.10	-12.88	-0.78	53.86	-58.92	-5.06	69.45	-59.72	9.73	0.28	-0.70	-0.42	438.41	-402.11	36.30				
53	2024-03-31	11.96	-12.89	-0.93	52.47	-57.58	-5.10	72.96	-57.20	15.76	0.21	-0.77	-0.57	442.24	-411.49	30.75				
54	2024-04-30	12.04	-13.12	-1.08	52.16	-51.91	0.25	78.82	-52.56	26.26	0.11	-0.75	-0.64	447.42	-410.58	36.84				
55	2024-05-31	12.34	-13.35	-1.01	53.44	-53.34	0.11	78.88	-56.48	22.41	0.10	-0.73	-0.63	455.04	-416.16	38.89				
56	2024-06-30	12.91	-13.86	-0.96	54.29	-54.09	0.20	80.13	-59.97	20.16	0.11	-0.72	-0.62	461.82	-420.33	41.49				
57	2024-07-31	13.00	-13.89	-0.89	54.69	-55.29	-0.60	78.43	-62.58	15.85	0.13	-0.73	-0.59	462.58	-423.66	38.92				
58	2024-08-31	12.97	-13.80	-0.83	55.18	-56.10	-0.92	76.32	-64.98	11.33	0.16	-0.72	-0.56	463.09	-426.32	36.77				
59	2024-09-30	12.87	-13.62	-0.75	55.80	-56.46	-0.65	73.88	-66.97	6.91	0.18	-0.70	-0.52	462.91	-427.13	35.77				
60	2024-10-31	12.74	-13.39	-0.65	56.45	-56.36	0.10	71.34	-68.46	2.88	0.20	-0.67	-0.47	461.91	-426.17	35.74				
61	2024-11-30	12.58	-13.12	-0.54	57.11	-55.82	1.29	68.66	-69.61	-0.94	0.23	-0.64	-0.41	460.08	-423.70	36.39				
62																				
63																				
64																				
65																				
66																				
67																				
68																				

美国各盆地净增量 月度（千桶/天）



美国本土48州（墨西哥湾除外）

Appalachia region



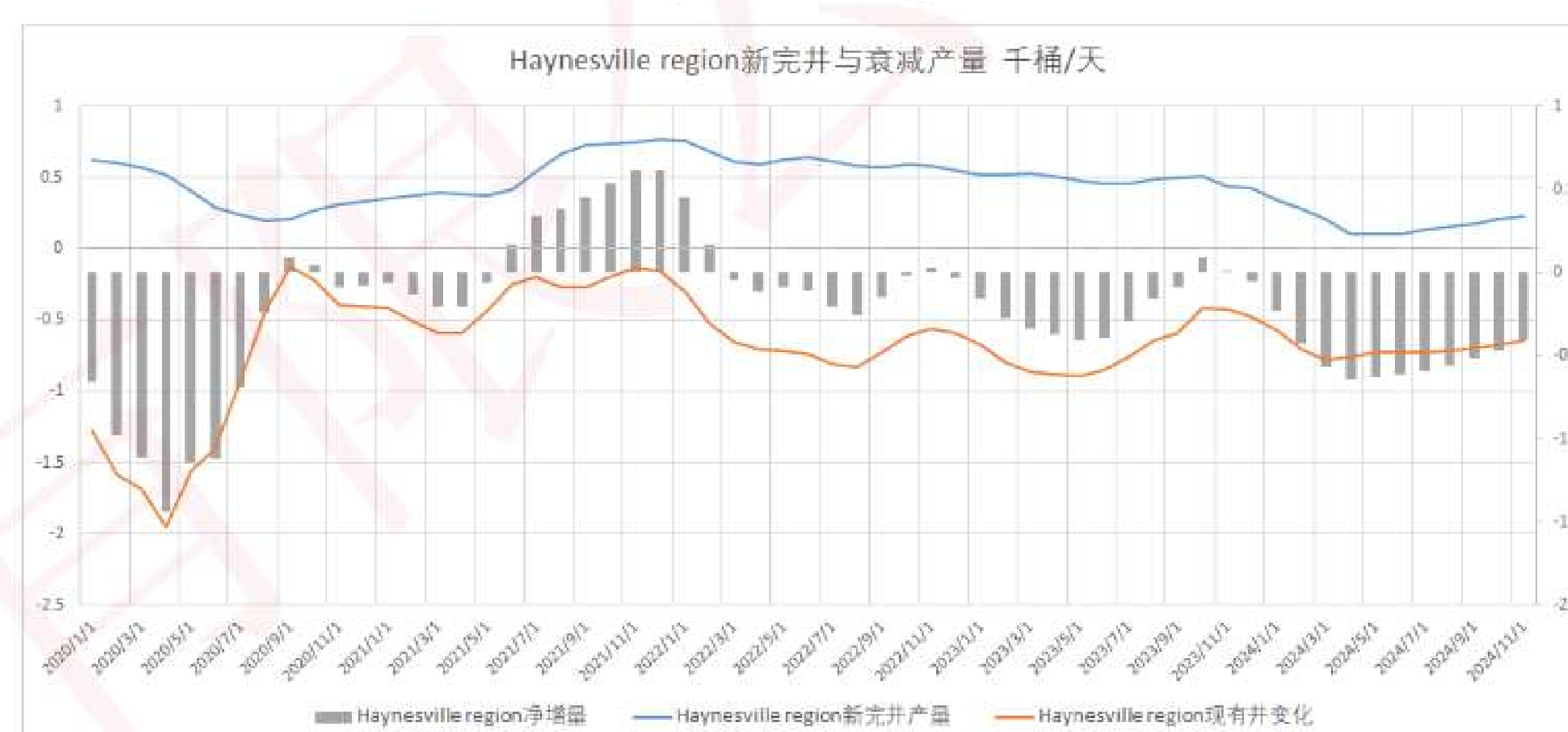
Bakken region



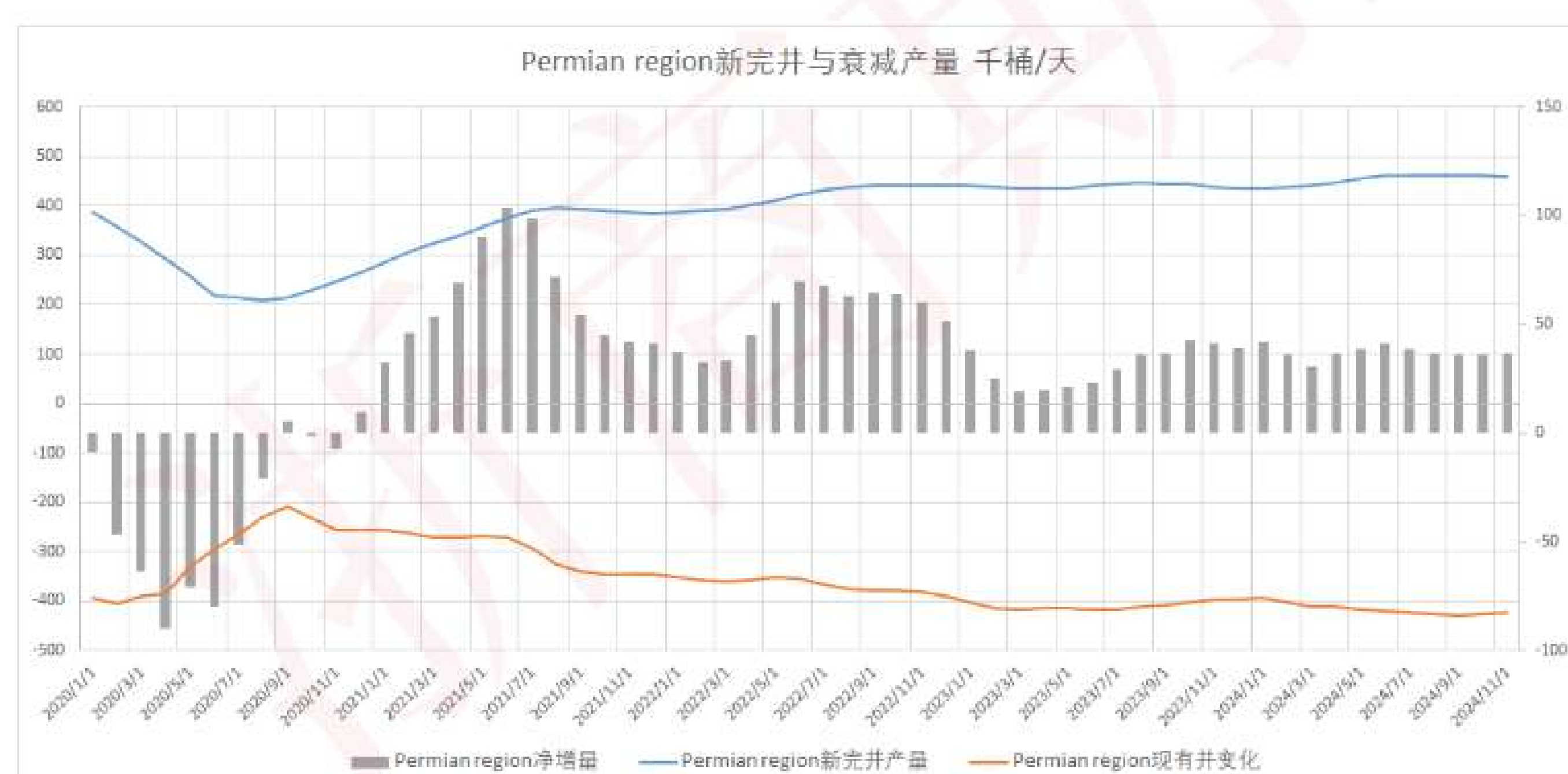
Eagle Ford region



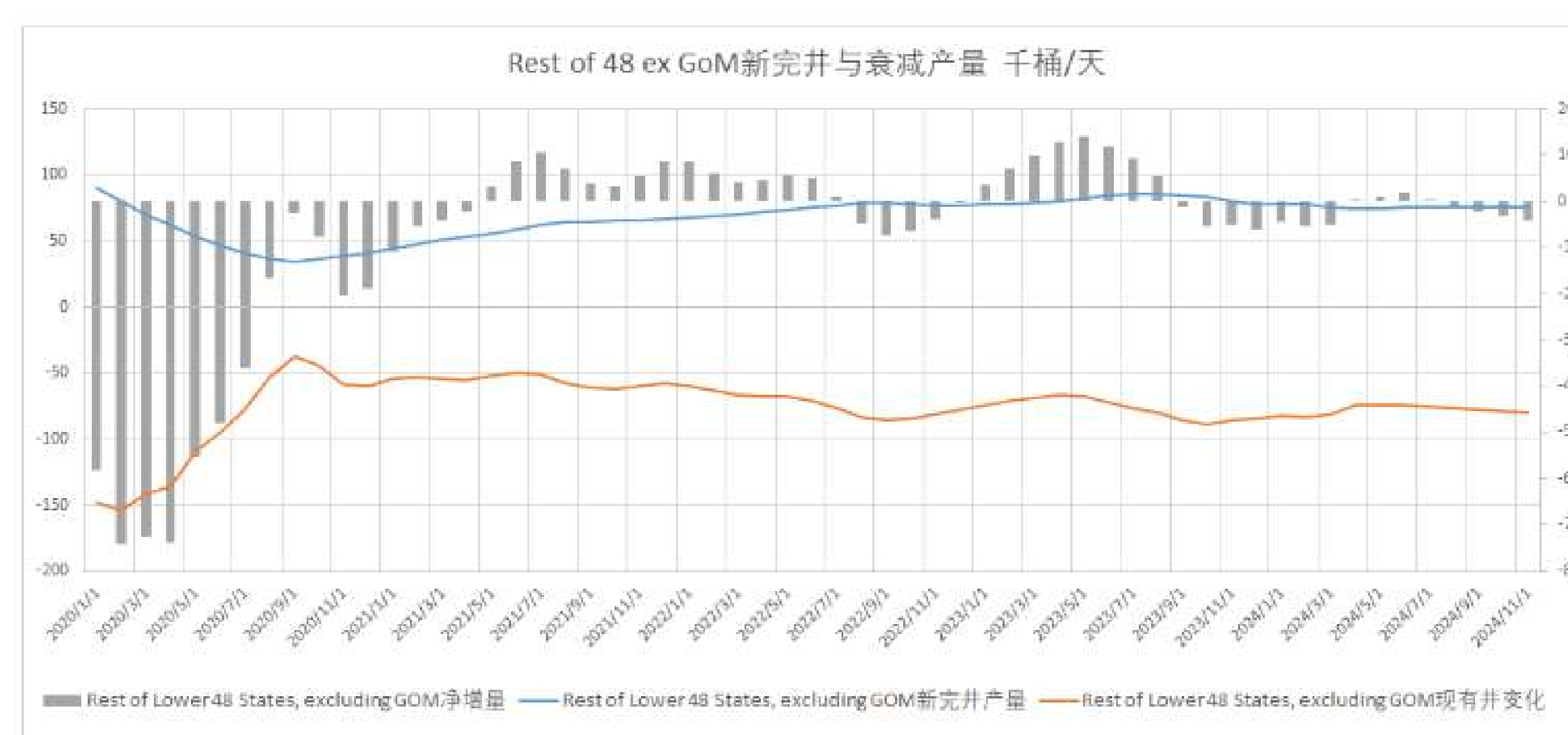
Haynesville region



Permian region



Rest of Lower 48 States, excluding GOM



需求端潜在预期差

中国的原油需求预期差

目前，国际权威机构主要下调了2025年欧洲和中国的需求增速，欧洲为负增长，中国则是增速减缓。尽管中国政府相继出台了政策，但是各大机构仍然在2024年对中国需求的增速从最高30万桶/天不断下调至25万桶/天的水平。实际上，即便中国出台了刺激政策，我们从另外一个角度来看，中国也很难有超预期的需求增量。众所周知，中国对原油需求主要分为两部分，即炼油和化工。

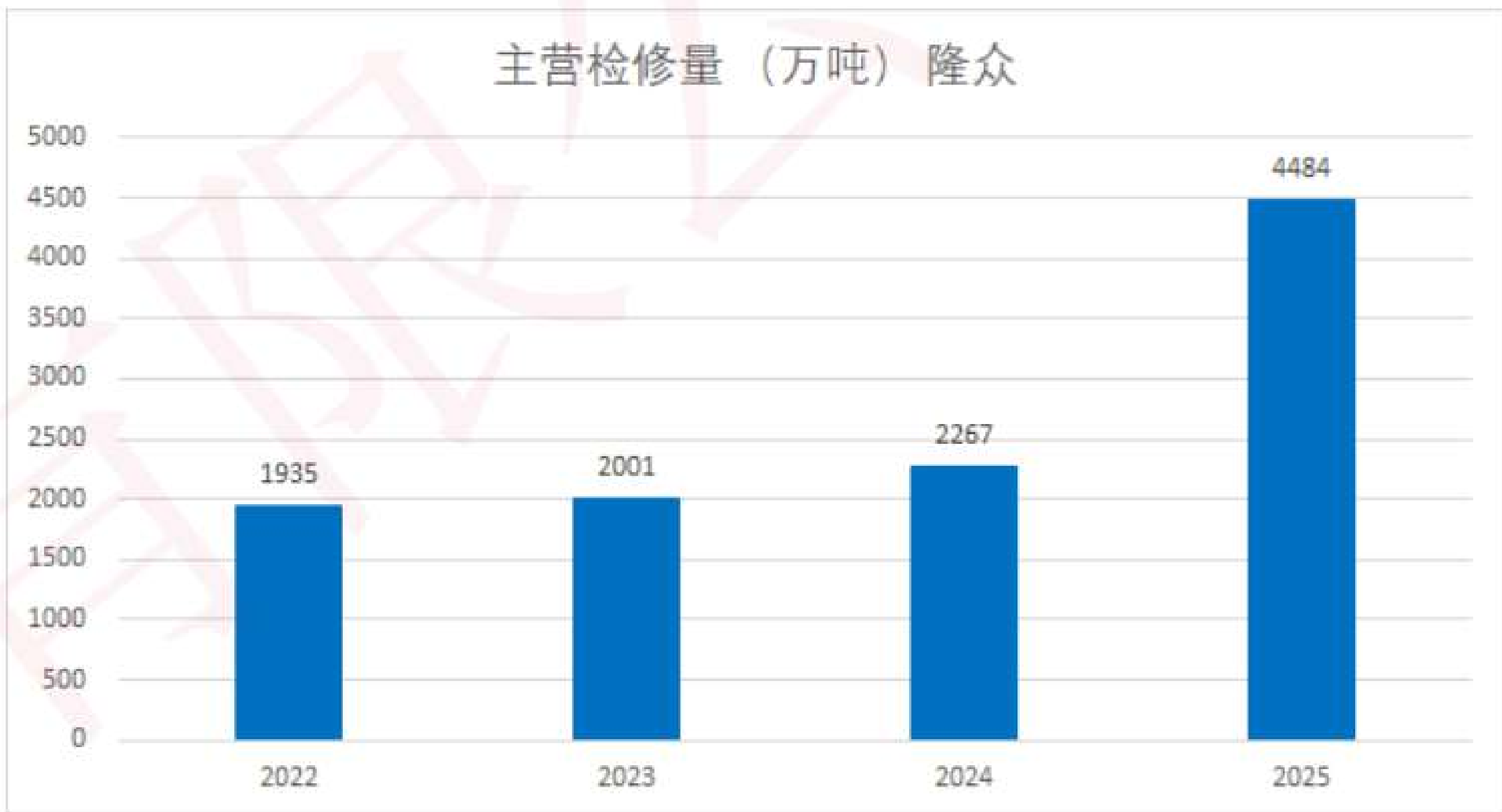
从炼化厂产能总量来看，目前中国现有产能已经接近上限10亿吨/年，因此在产能上限的限制下，中国难以有较大原油需求增量。

从炼化厂所属来看，主营2025年进入检修大年，而且还涉及大连石化等大厂停产搬迁，2025年检修损失量预计同比2024年等大幅度增加，甚至接近2倍，因此，主营部分2025年原油需求预计将减少。地炼一方面受到非国营进口原油使用配额总量限制，另一方面大部分属于炼油落后产能，2025年面临税改政策落地，盈利能力受到压制，原油需求预计难有较大增量。

中国炼厂产能（钢联）



中国主营检修损失量

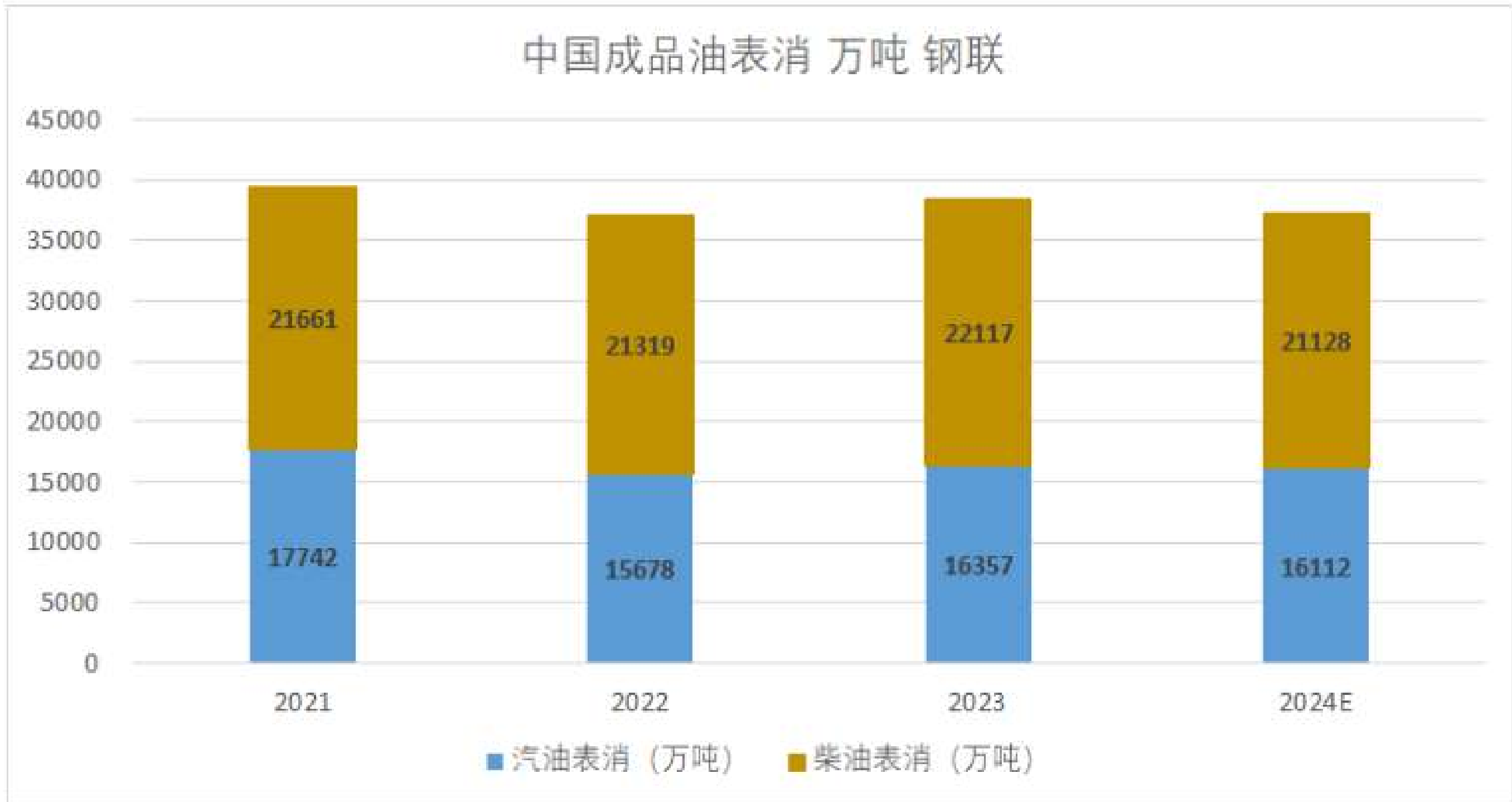


中国炼化结构的变化

中国在保持炼油化工总产能不超过10亿吨/年的大背景下，预计炼油和化工的结构将发生变化，“少炼油，多化工”将成为未来的发展路径。

从炼油和化工结构来看，近年来伴随着裕龙石化、盛虹石化等炼油化工一体化投产，以及现有主营炼厂一体化改造，使得炼厂未来成品油收率降低，化工品收率提升，同时，我们应该注意到，伴随着新能源车对汽油车的替代，中国汽油表观消费量于2021年达峰，伴随着LNG对柴油车的替代，柴油表观消费量则于2023年达峰。汽油柴油总量上达峰则是在2021年。

中国成品油表消 万吨



中国LNG重卡销量 台 WIND



2025年原油结构性机会

关注轻质-中质价差与轻质-重质价差机会

按照普氏API度进行划分，伊朗所生产原油伊轻（API33.6）和伊重（API29.6）全部划分为中质原油；委内瑞拉原油则为重质原油。

特朗普上台后，预计将加大对伊朗和委内瑞拉的制裁，挤出二者原油份额，然后通过让美国增产轻质页岩油扩大市场份额，而且2025年挪威、巴西、圭亚那等增产的海上原油大部分也为轻质，虽然加拿大增产重油，但是，届时假如其他国家没有及时弥补伊朗和委内瑞拉出口减少所造成的中质和重质油缺口，造成错配，那么将会使得轻质-中质价差和轻质-重质价差收窄。

	A	B	C	D	E
1					
2		民主党	共和党		
3	对传统能源态度	计划重回巴黎气候协定，大力提倡发展清洁能源	支持提升原油产量和出口量，促进“能源独立”		
4	对中东国家态度	恢复伊核协议，放松对石油出口的制裁	坚决彻底制裁，打压伊朗和委内瑞拉产量及出口		
5	对贸易态度	倾向于重回TPP，倡导制造业回流	退出TPP，威胁退出WTO，对全球多国发起贸易争端		
6					
7					

委内瑞拉及其重油

共和党特朗普当选，委内瑞拉原油出口预计下滑，但出口国家可能过于集中，引发贴水下跌

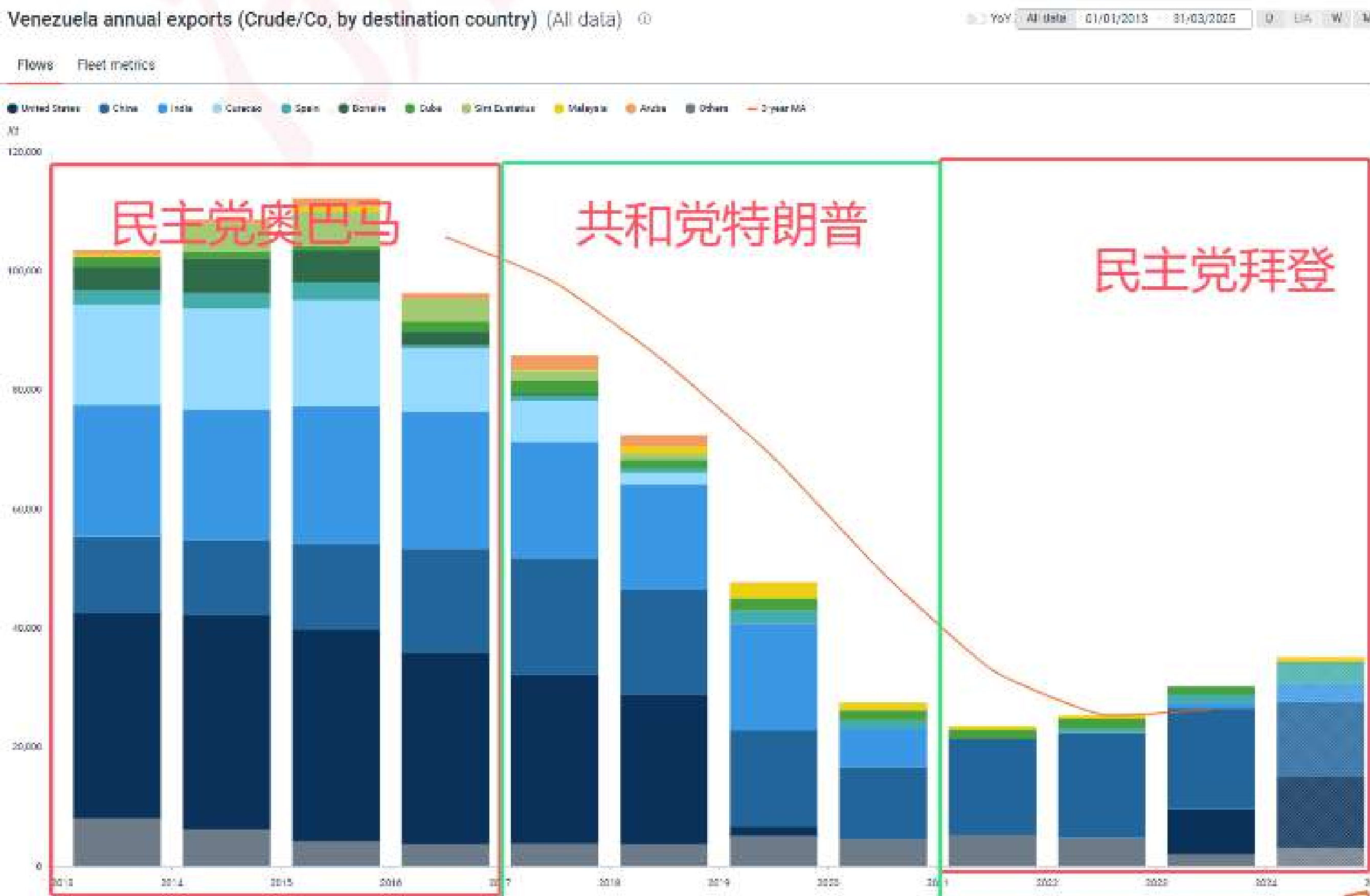
回顾民主党奥巴马和共和党特朗普之前的政策下对委内瑞拉原油出口的影响可知：

2013-2016年，在民主党奥巴马执政期内，对于委内瑞拉原油出口并未采取严厉的打压态势,使得委内瑞拉在奥巴马任期内维持高位。

2017-2020年，在共和党特朗普任期内，开始对委内瑞拉进行严厉制裁，使得委内瑞拉原油出口量在任期内逐年下降。

2021-2024年，在民主党拜登任期内，由于美国面临巨大的通胀压力，拜登政府不得不放松对委内瑞拉的制裁，增加全球原油供应，进而抑制成本端拉升产生的通胀，具体包括给雪佛龙等公司颁发许可证，使其重新投资委内瑞拉的油田设施，并将生产的重油发往美国。在此背景下，委内瑞拉原油产量也在2021-2024年逐年增加。

委内瑞拉年度原油发货量 千吨



	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J
1	委内瑞拉原油发货 万吨									
2	年份	中国	美国	古巴	西班牙	印度	总量			
3	2016	1736.8	3226.7	170.3	44.6	230.7	9635.3			
4	2017	1963.5	2830.2	220.9	88.7	195.2	8586.4			
5	2018	1762.5	2518.8	132.3	77.8	1762.6	7249.1			
6	2019	1626.7	156.1	202.9	214.3	1790.5	4779.7			
7	2020	1222.6	0	170.7	132.5	648.2	2760.2			
8	2021	1561.5	0	146.9	0	0	2370.6			
9	2022	1764.3	0	159.8	73.1	0	2543.5			
10	2023	1693.2	762.4	130.4	143.4	89.1	3025.1			
11	2024	1246.8	1200.0	41.2	330.4	308.2	3544.0			
12	注：目的地为“others”未列出									
13										
14										
15										
16										
17										
18										
19										
20										
21										
22										
23										
24										
25										
26										
27										

委内瑞拉及其重油

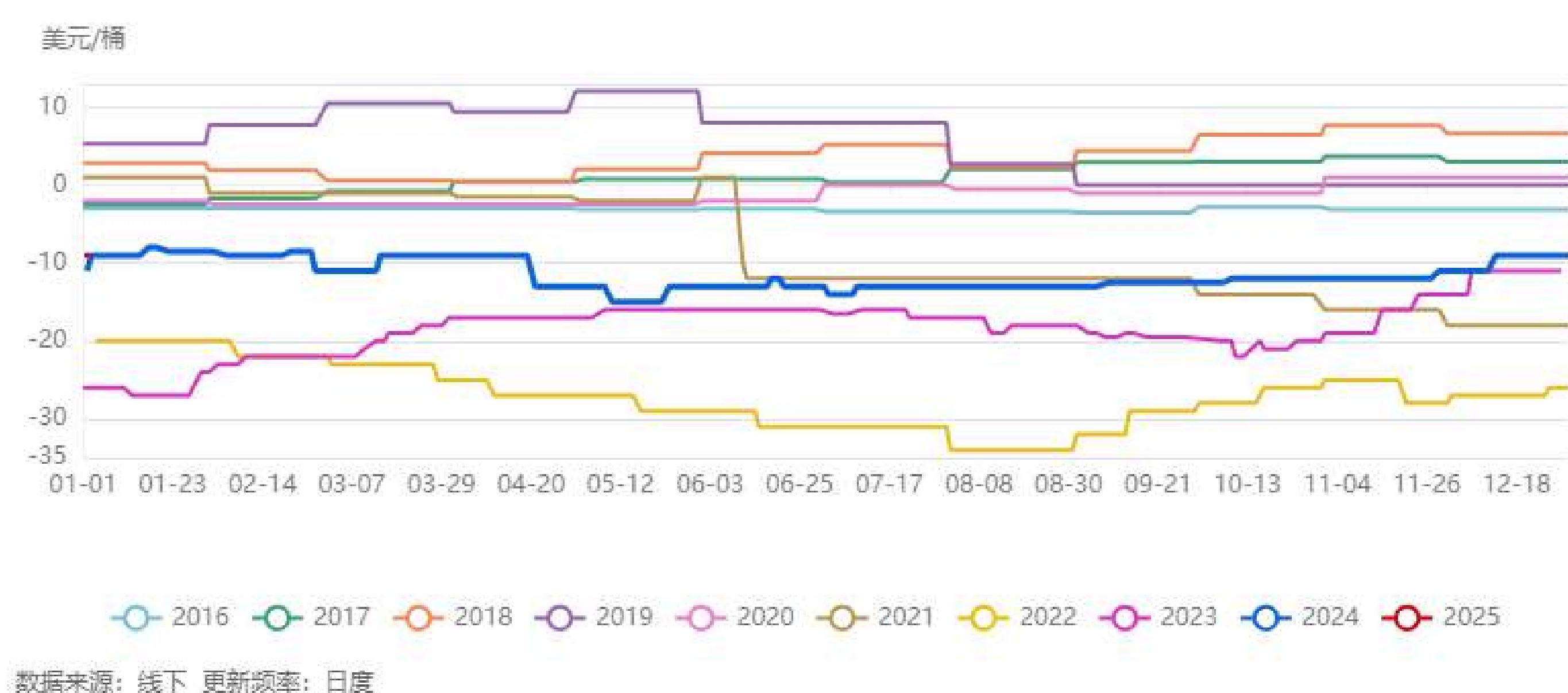
稀释沥青到岸贴水 2024-12-31



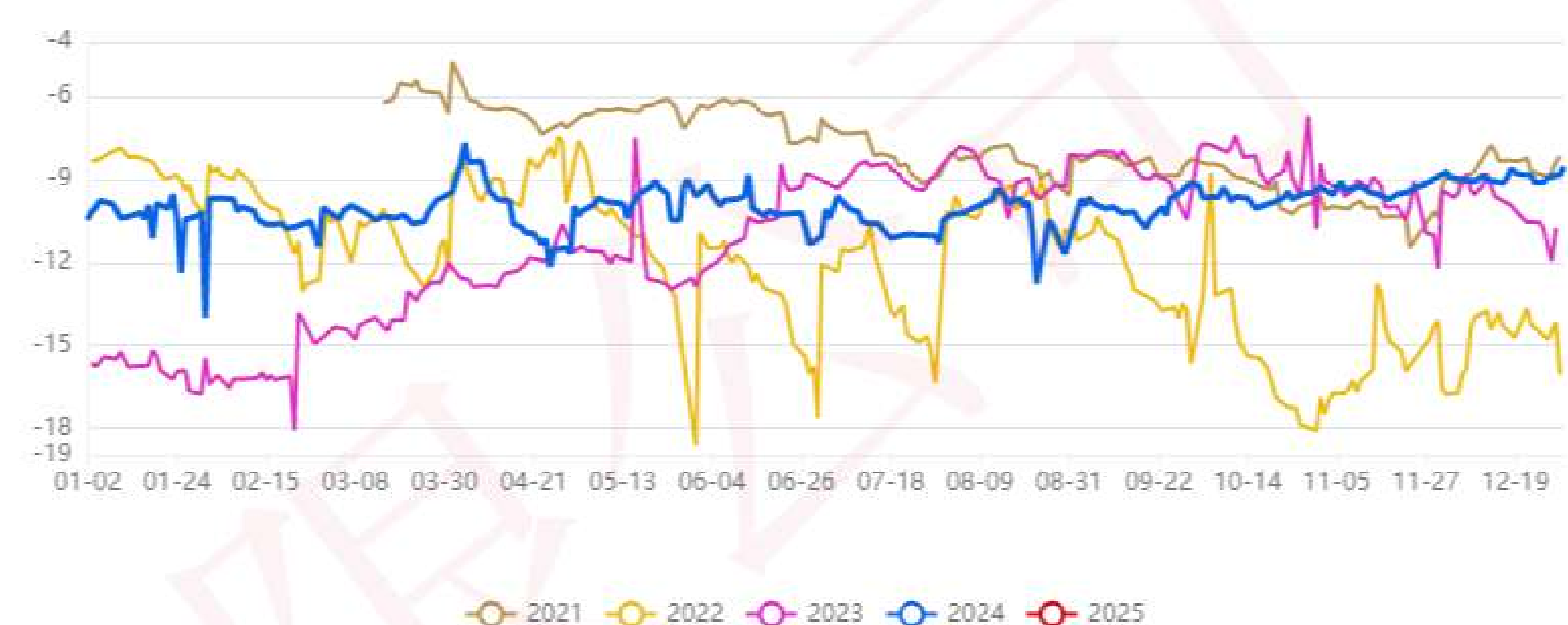
马瑞-布伦特贴水_普氏 美元/桶 2024-12-31



中国稀释沥青到岸贴水 美元/桶 2025-01-02



马瑞-布伦特贴水_普氏 美元/桶 2025-01-02



委内瑞拉产量与出口量预期

委内瑞拉在受到制裁以后, 产能一直处于下降状态。产量则在2020年触及低位624kb/d, 出口量则是在2021年触及低位475kb/d, 根据2021-2024的数据来看, 委内瑞拉出口量占比产量较高, 在80%左右, 国内需求约为145kb/d。

2017-2020年, 委内瑞拉原油产量从2017年的2021kb/d, 下降到2020年的624kb/d, 以每年大约500kb/d的速度减少。产能从2017年的2245kb/d下降到2020年的1260kb/d。

目前, 委内瑞拉产能为995kb/d, 出口量804kb/d, 我们假设将2024-2021年民主党拜登任期出口量逆过来作为未来特朗普任期内委内瑞拉原油出口量变化, 每年大约降低100kb/d的原油出口。

由此, 我们预计2025年委内瑞拉原油出口减少量略高于100kb/d, 下降到700kb/d以下。

同时, 委内瑞拉在被制裁后, 将会采取折价换量的销售方式, 卖方将集中在中国和印度, 而美国等进口委内瑞拉原油量将很快清零。

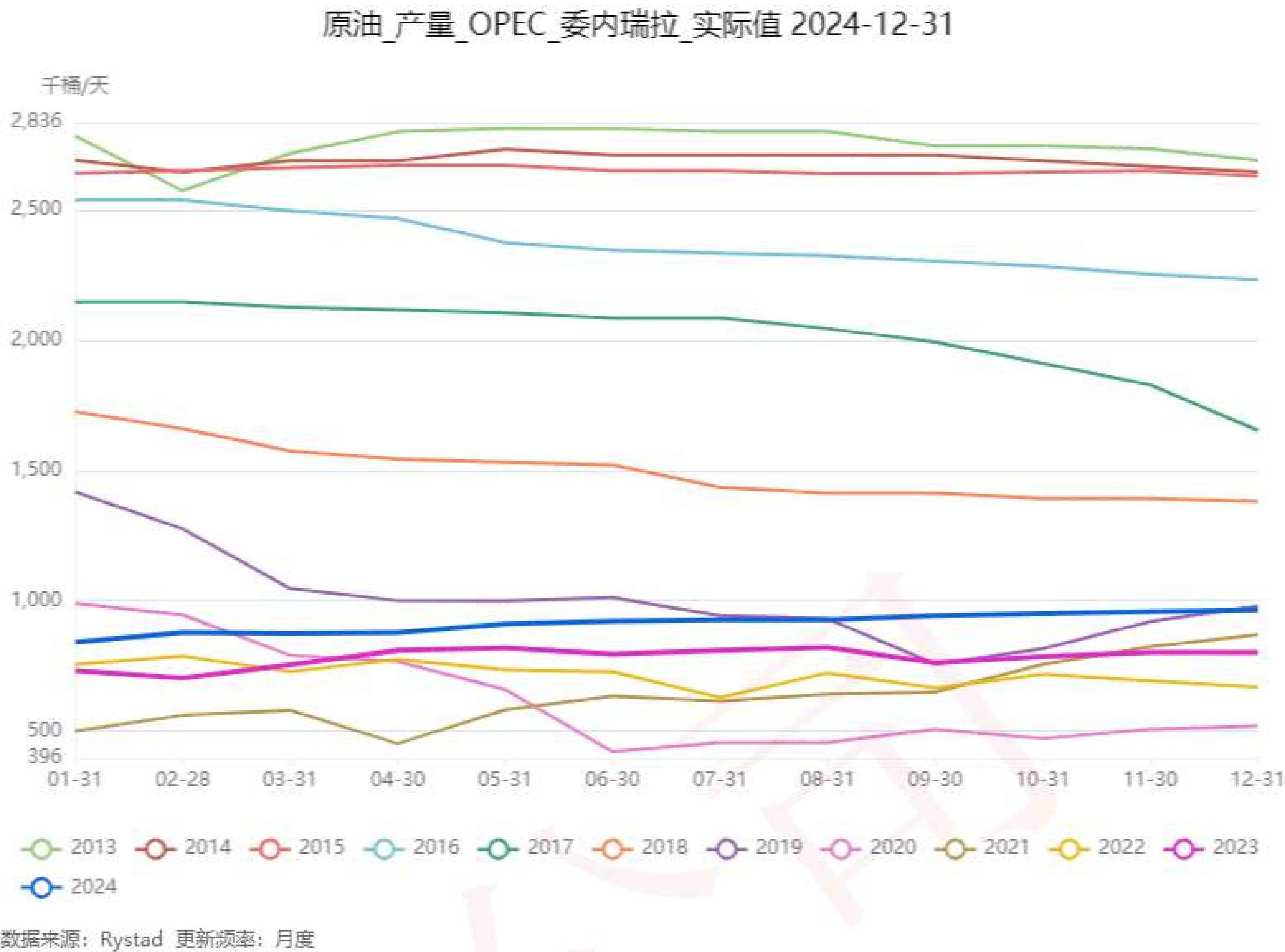
此外, IEA将 11 月将委内瑞拉原油供应量下调了 35 kb/d, 至 890 kb/d, 并认为这一产量水平将贯穿2025年, 按照委内瑞拉80%比例出口, $890 \times 0.8 = 712 \text{ kb/d}$, 与上文推算吻合。

委内瑞拉原油产能与产量 2024-12-31



委内瑞拉及其重油

	A	B	C	D	E
1	年份	委内瑞拉出口 kd/d	委内瑞拉原油实际产量 kd/d	产量-出口	出口占比
2	2013	1889	2751	862	68.66%
3	2014	1990	2691	701	73.95%
4	2015	2064	2650	586	77.88%
5	2016	1768	2374	606	74.48%
6	2017	1889	2021	132	93.49%
7	2018	1579	1499	-80	105.37%
8	2019	983	1008	25	97.49%
9	2020	554	624	70	88.74%
10	2021	475	639	164	74.39%
11	2022	556	717	161	77.54%
12	2023	635	783	148	81.10%
13	2024	804	910	106	88.36%
14	注：委内瑞拉原油出口数据来源Kpler，委内瑞拉原油实际产量数据来源为睿咨得；灰色为民主执政时期，白色为共和党执政时期				
15					
16					
17					
18					



伊朗及其中质油

共和党特朗普当选，伊朗原油出口预计下滑，但出口国家可能过于集中，引发贴水下跌

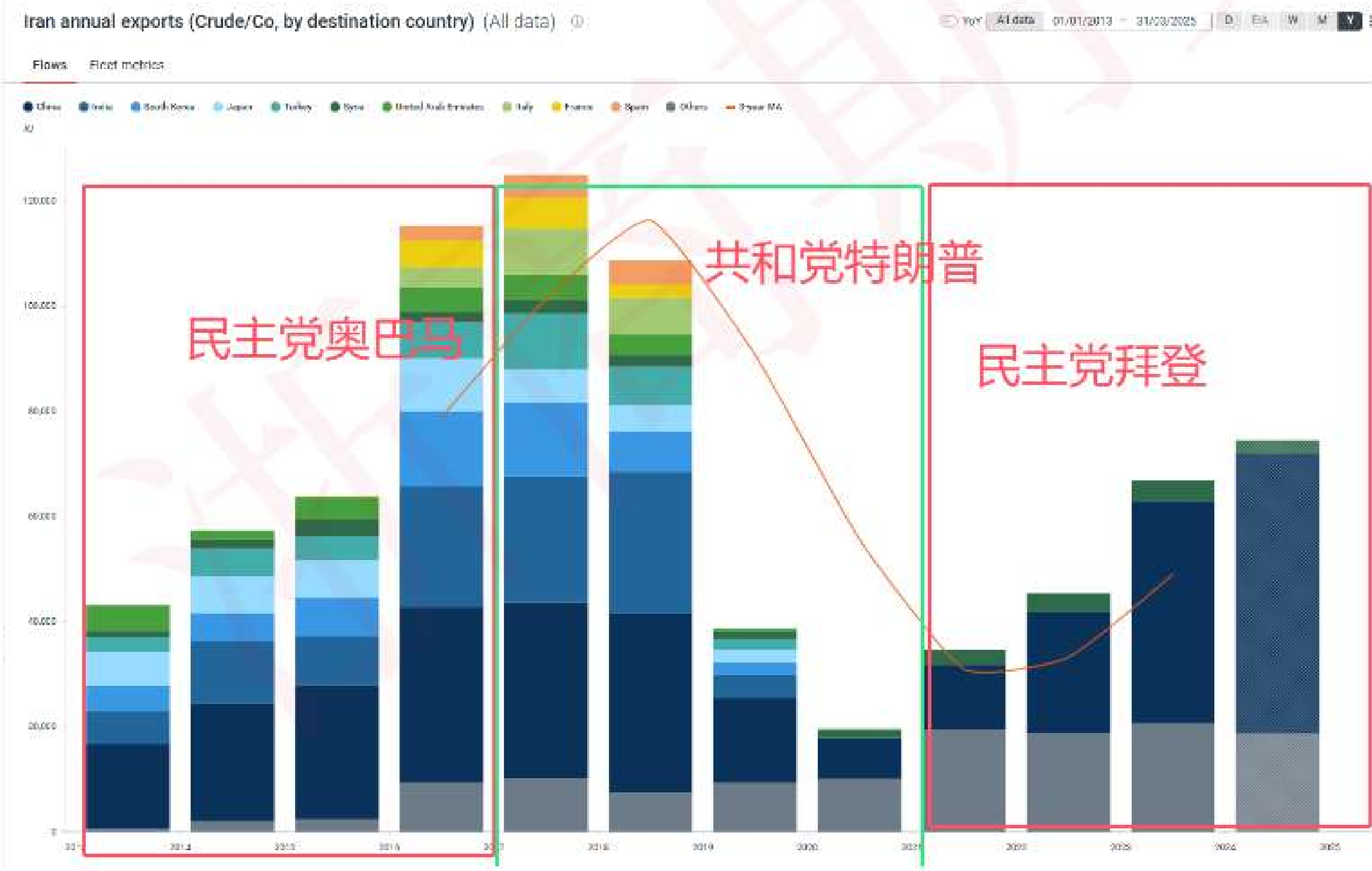
回顾民主党奥巴马和共和党特朗普之前的政策下对伊朗原油出口的影响可知：

2013-2016年，在民主党奥巴马执政期内，对于伊朗原油出口并未采取严厉的打压态势，使得伊朗在奥巴马任期内逐年增加。

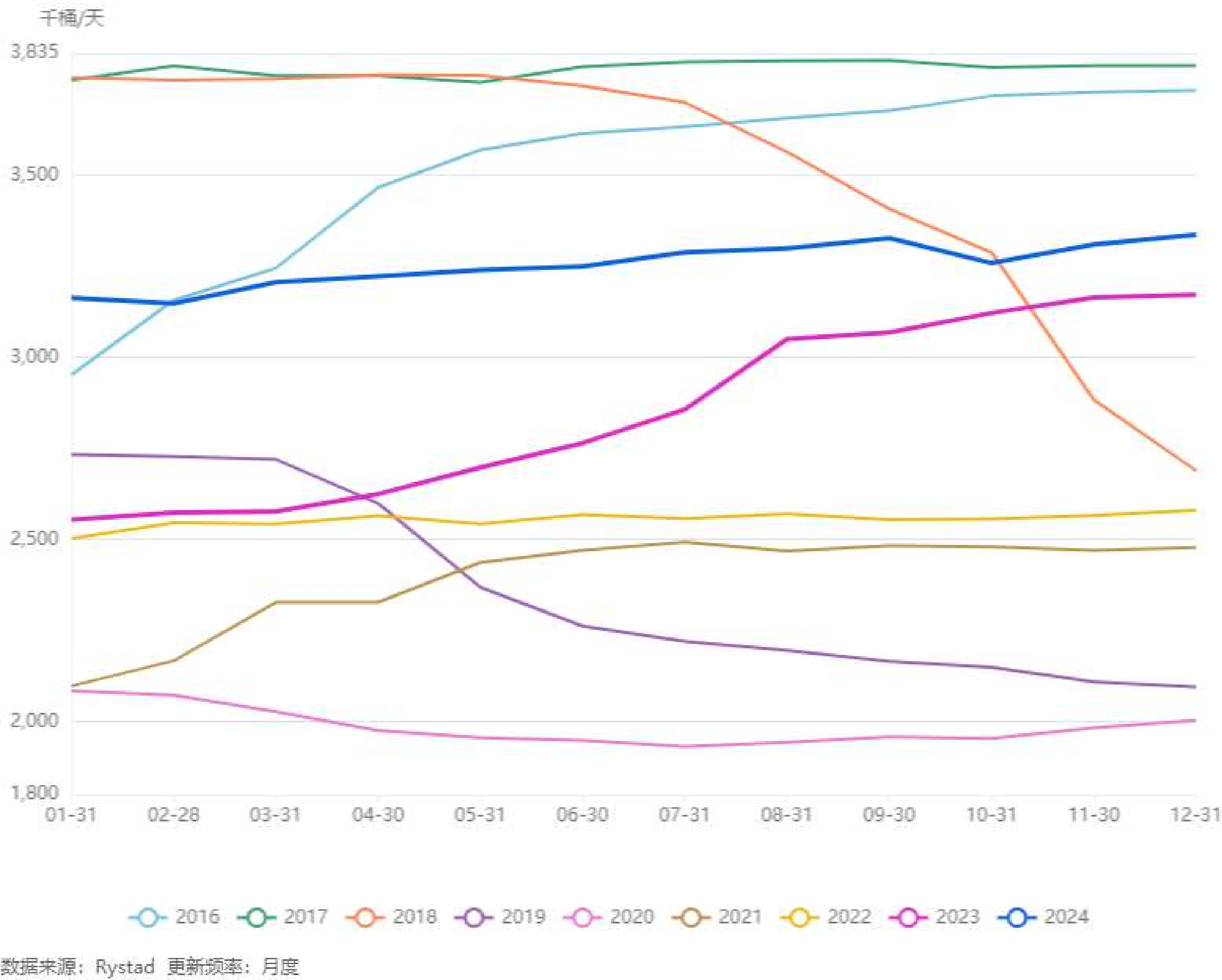
2017-2020年，在共和党特朗普任期内，开始对伊朗进行严厉制裁，使得伊朗原油出口量在任期内逐年下降。

2021-2024年，在民主党拜登任期内，由于美国面临巨大的通胀压力，拜登政府不得不放松对伊朗的制裁，增加全球原油供应，进而抑制成本端拉升产生的通胀。

伊朗原油发货量 千吨

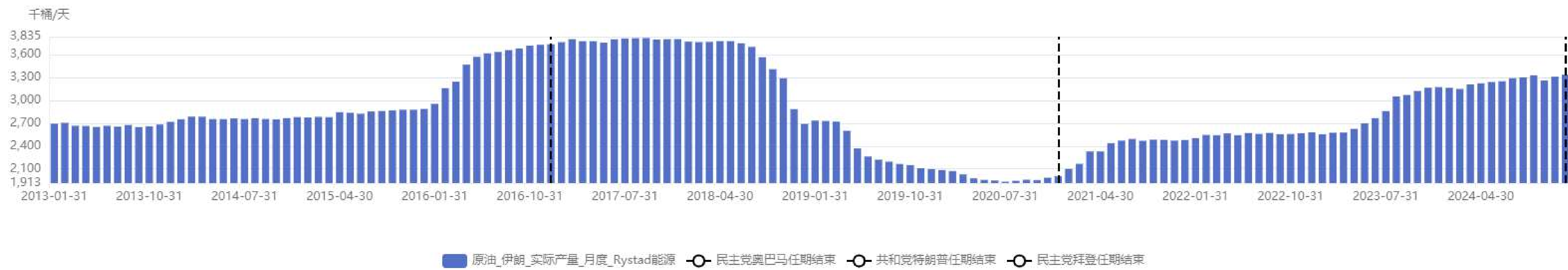


原油_伊朗_实际产量_月度_Rystad能源 2024-12-31



伊朗及其中质油

原油_伊朗_实际产量_月度_Rystad能源 2024-12-31



数据来源: Rystad 更新频率: 月度

伊朗产量与出口量预期

通过回顾历史可知，在特朗普上一任期，制裁往往会伴随着出口量减少和产量降低。

对于伊朗产量方面，我们目前的预测假设到 2025年底，伊朗原油产量将降至2800kb/d以下（从 11 月的 3300kb/d和夏季的峰值3500kb/d）。但重要的是，严厉的制裁执行可能会使伊朗的石油流量减少一半以上，降至800kb/d或更低。此外，这也可能通过减少出口来收紧液化石油气和产品市场，即燃料油和石脑油。

对于伊朗原油出口方面，在2017-2020年特朗普任职期间，伊朗原油出口量从最高3036kb/d降低至最低905kb/d，三年期间降幅70.19%，平均每年复合降幅33.2%。根据Kpler数据，2024年伊朗原油出口量为3253kb/d。根据EA的预测2025年伊朗原油将从3250kb/d降低到2750kb/d, 全年产量约为3000kb/d。

通过回顾历史数据可知，伊朗国内原油需求约为1000kb/d，因此，我们预测2025年伊朗虽然会受到特朗普严厉制裁，但过程仍未渐进式，原油出口将呈现逐季度降低的格局，全年出口量约为2000kb/d。

	A	B	C	D	E	
1	年份	伊朗出口 kd/d	伊朗原油实际产量 kd/d	产量-出口	出口占比	
2	2013	872	2673	1801	32.62%	
3	2014	1238	2763	1525	44.80%	
4	2015	1419	2838	1419	49.99%	
5	2016	2477	3513	1036	70.51%	
6	2017	3036	3792	756	80.06%	
7	2018	2674	3510	836	76.18%	
8	2019	1420	2362	942	60.11%	
9	2020	905	1987	1082	45.55%	
10	2021	1355	2392	1037	56.66%	
11	2022	1470	2555	1085	57.54%	
12	2023	1942	2852	910	68.08%	
13	2024	2107	3253	1146	64.77%	
14	注：伊朗原油出口数据来源Kpler，伊朗原油实际产量数据来源为睿咨得；灰色为民主党执政时期，白色为共和党执政时期					
15						
16						
17						

伊朗

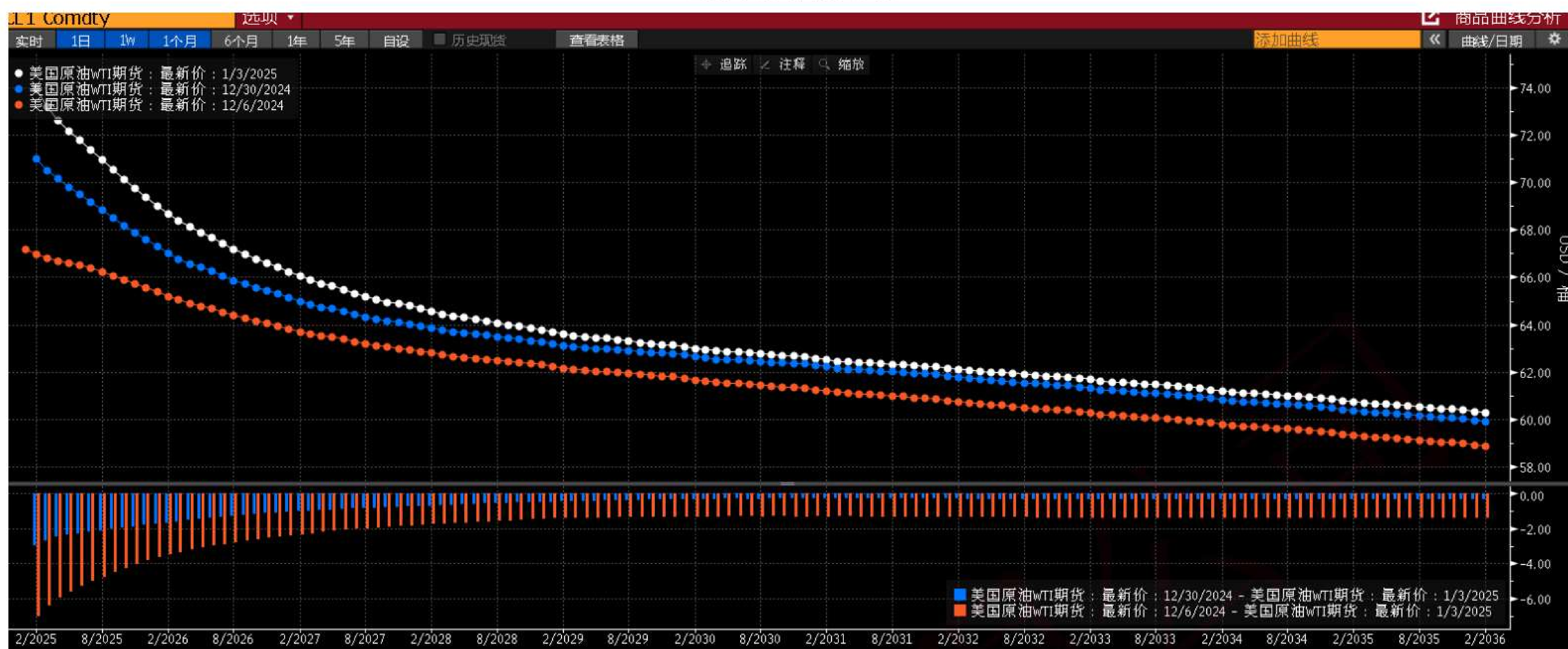
Fig 2: Iran crude production forecast, mb/d



Source: Energy Aspects

动态估值_美国页岩油成本支撑

远期曲线获取估值支撑



总结

总结

1. 从全球供需角度来看，2025年仅非欧佩克国家原油供应增量（估算为133.92万桶/天）即可覆盖全球原油需求增量100万桶/天上下，整体呈现供大于需格局，使得原油向上很难有较强驱动，此外，美国目前核心CPI明显要比特朗普2016年上台要高，所以，特朗普恐将通过打压油价来抑制通胀。

2. 对于潜在预期差，主要集中在供应端美国能否如期增产，以及中国需求能否超预期改善。对于美国如期增产380kb/d的原油，我们持乐观态度；对于中国需求能否出现超预期放量，我们持有保守态度，中国在新能源政策的落实下，成品油需求已经完成达峰并出现拐点，只能依靠化工品需求拉动。

特朗普上台后，预计将加大对伊朗和委内瑞拉的制裁，使得伊朗减少中质原油生产和出口，委内瑞拉减少重质原油生产和出口，同时，2025年美国、挪威、巴西、圭亚那等国家增加轻质原油供应，届时假如其他国家没有及时弥补伊朗和委内瑞拉出口减少所造成的中质和重质油缺口，造成错配，那么将会使得轻质-中质价差和轻质-重质价差收窄。

4. 此外，还需要注意估值，尤其是美国页岩油成本，目前WTI对应成本为60美元左右，对应布伦特62美元。

综上，我们认为2025年原油在供应宽松格局下，将偏弱运行，布伦特参考区间为[62, 75]美元/桶。

免责声明

本报告的版权归“浙商期货有限公司”所有，未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用，未经授权的转载本公司不承担任何责任。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“浙商期货有限公司”。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记，本公司保留一切权利。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布前已使用或了解其中信息。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。