

国信期货 2025 年投资策略报告

原油

供应端博弈加剧 油价重心或继续下移

2024 年 11 月 24 日

主要结论

展望 2025 年，随着供应端产油国之间博弈加剧，我们预计原油价格重心可能进一步下移。

全球原油供应端：特朗普重返白宫后，美国的能源政策将重新聚焦于最大限度提高石油和天然气产量，而不再关注应对气候变化。为了恢复美国制造业和能源产业的竞争力，特朗普的能源政策将致力于提高美国原油产量，降低油价，降低通胀和能源成本。随着特朗普回归，美国原油产量如果继续大幅增加，势必将进一步蚕食更多原油市场份额。对于沙特来说，继续主动减产让出的市场份额将被美国填补上，减产效果将大打折扣。美国原油市场份额扩大后，将进一步提高市场话语权，将压缩 OPEC+ 对国际油价的影响力。中东产油国的原油开采成本远低于美国，所以当供应呈现过剩局面、油价处于低位时，OPEC 主动减产难以达到挺价效果，可能掀起新一轮原油价格战，通过油价大幅下挫倒逼开采成本高的油企减产并让出市场份额。

全球原油需求端：中国 2024 年原油进口出现较大幅度下降，国际能源机构持续下调 2024 年全球原油需求预测，同时市场担心 2025 年全球原油将出现供应过剩。全球新能源汽车销量快速增长，电动汽车保有量也在逐年增加，原油需求将面临越来越大的冲击。特朗普的关税政策，可能导致全球各国之间新一轮的关税战和贸易战，将导致全球经济增长放缓和美国国内通胀加剧。一方面，全球经济增长放缓，将打击原油需求，另一方面，为了抑制美国通胀，特朗普会进一步推动美国原油增产来降低油价。

地缘局势方面，尽管当前俄乌局势仍然比较紧张，但是特朗普上任后，预计全球地缘问题将趋于缓和，地缘局势对油价影响估计有限。

OPEC+ 部长们将于 12 月 1 日举行全体会议，届时将决定具体产量政策。不排除 OPEC+ 可能进一步推迟恢复增产的时间，但如果美国产量大幅增加，全球原油市场仍可能呈现供应过剩局面。

国信期货交易咨询业务资格：

证监许可【2012】116 号

分析师：范春华

从业资格号：F0254133

投资咨询号：Z0000629

电话：0755-23510056

邮箱：15048@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、行情回顾

回顾 2024 年原油行情走势，上半年油价冲高回落，下半年持续震荡下跌走弱。一季度，油价震荡上涨为主，全球地缘紧张局势升级，欧洲和中东局势频繁扰动，推动原油价格连续上涨。二季度，4 月份油价冲高遇阻回调：一方面，地缘局势并未影响石油供应，伊朗与以色列之间的互相报复性行动都保持相对克制，市场紧张情绪降温令地缘溢价接连回吐；另一方面，美联储降息预期延后背景下，美元强劲与全球原油需求担忧持续施压。地缘局势扰动频繁对油市形成持续性支撑，但是美联储降息预期延后则进一步加大了地缘溢价的回调空间。5 月份原油价格小幅震荡偏弱运行为主。5 月份美国降息预期延后施压油市，地缘局势继续僵持但升级失控的可能性降低，对油市的支撑扰动影响转弱。欧佩克第 188 次会议、联合部长级监测委员会第 54 次会议和第 37 次欧佩克和非欧佩克部长级会议于 2024 年 6 月 2 日星期日通过视频会议召开。第 37 次欧佩克和非欧佩克部长级会议做出了将协议减产延长到 2025 年年底的决定，在自愿减产八国会议上，决定从今年 10 月份开始并在 12 个月内逐步取消自愿减产部分。三季度，原油价格持续下跌。7 月份，油市消息面偏空，热带风暴引发的供应担忧逐步消退后，高利率引发的需求担忧与美国选情引发的避险情绪加重，并且盖过了美国夏季需求提升及库存去化的利好。8 月份原油价格震荡下跌，重心下移。8 月初海外股市大幅下跌，美日韩等国家经济衰退预期升温，油价需求预计下滑。中国上半年原油进口下降，进一步刺激油价下跌。此外，美国等多方斡旋，推动加沙停火协议谈判，中东紧张局势降温；对经济及能源需求的担忧情绪持续施压，尤其是美国非农数据下修令趋于平稳的担忧情绪再度深化。在消费旺季逐渐步入尾声之际，地缘局势有所缓和，伊朗和以色列双方迟迟未有下一步行动，美国方面也表态要尽快达成加沙停火协议，油价回吐地缘风险溢价，加剧跌势。9 月份，尽管 OPEC+推迟恢复增产至 12 月份，但是对全球原油供应利好效果有限。欧佩克、美国能源信息署、国际能源信息署均下调 2024 年全球原油需求增速，国际油价继续下行探底。9 月中下旬，随着美联储降息及中东局势升温，国际油价触底回升。10 月初伊朗对以色列发起了导弹袭击，刺激了国际原油价格快速上涨。以色列当时扬言要攻击伊朗核设施和产业设施。在美国介入协调之后，以色列称对伊朗的报复将主要针对军事设施为主。此后，国际原油价格快速回调。OPEC+将在 12 月份开始恢复增产。欧洲经济持续处于收缩状态，市场担心石油需求受到抑制。据一项调查显示，10 月份整个欧元区的商业活动再次停滞，经济活动仍在萎缩。

图：国内原油期货SC主力合约走势



图：美国原油期货WTI主力合约走势



美国WTI原油价格从2014年11月份开始到2021年10月份期间，在长达近7年时间，WTI原油价格始终维持在80美元/桶下方运行。2020年上半年，疫情冲击叠加产油国之间打起价格战，倒逼OPEC+开始团结一致通过联合减产来控制原油供应量，从而推动了此后2年时间原油价格反弹。疫情期间，美国政府直接给居民发放货币补贴，刺激了美国通胀持续升温。2022年俄乌冲突爆发，欧美对俄罗斯原油、天然气进行出口制裁，进一步刺激国际油价走高。2023年，俄乌冲突对原油价格的影响逐步减弱，欧美持续加息也抑制了油价上涨。尽管2023年OPEC+再次出台了一系列减产政策，但是三季度之后美国原油产量也在持续增加。2024年，随着OPEC+考虑逐步退出220万桶自愿减产政策，以及三大能源机构持续下调全球原油2024年需求增速预测值，国际油价震荡下行，重心下移。

二、全球原油供需情况分析

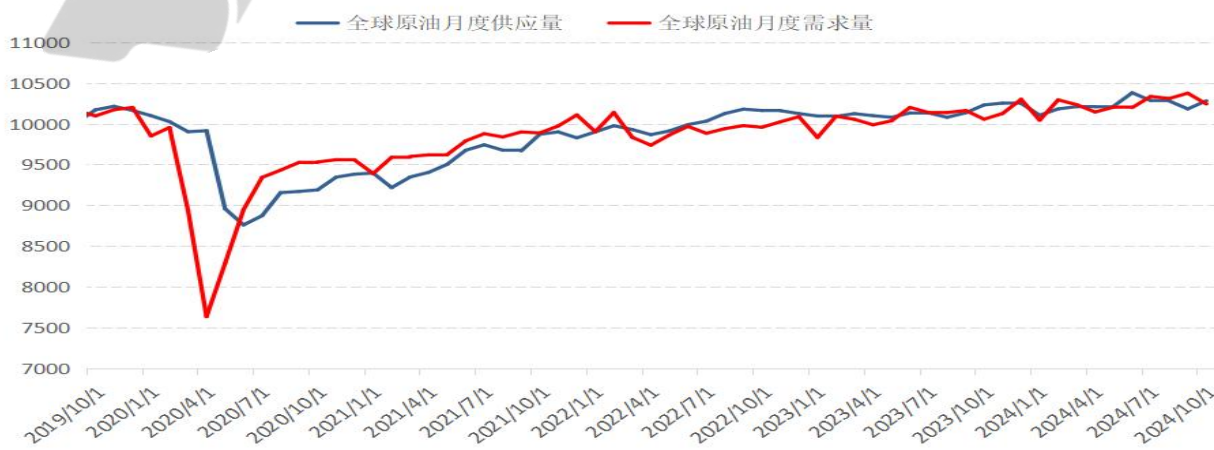
1、供应端，非OPEC产油国供应增加

据英国石油预测，未来几年非OPEC地区的供应增长将超过需求增长。机构进一步强化未来非OPEC产油国供应增加预期，利空油市，并加剧OPEC+产量政策支撑油市的困难性。美国能源信息署EIA发布11月份能源展望报告，报告显示，2024年10月全球原油供应为10281万桶/日，全球原油需求为10243万桶/日，10月当月全球原油市场供需格局为供应大于需求。从2024年四季度预测值来看，全球石油供应预期为10336万桶/日，全球石油需求预期为10367万桶/日，四季度供需格局预期为供应小于需求。报告同时显示，2024年全球石油日供应预期10262万桶，同比增加60万桶，其中，欧佩克石油供应同比减少9万桶/日至3209万桶/日，非欧佩克石油供应或同比增加69万桶/日至7053万桶/日。EIA预计，2024年四季度全球石油日供应预期10336万桶，环比三季度增加74万桶；其中，四季度欧佩克供应环比增加7万桶/日至3210万桶/日，四季度非欧佩克供应环比增加67万桶/日至7126万桶/日。OPEC+继续减产的可能性减弱。长时间减产令欧佩克+面临油价还是份额的两难选择，机构观点加重未来增产预期，对油市形成利空影响。

欧佩克报告预计2024年非DoC国家（所谓的OPEC+以外的国家）液态能源产品日均供应量增加120万桶，与上次报告预测一致，主要供应增长来自美国和加拿大。预计2025年，非DoC液态能源产品日均供应量增加110万桶，也与上次报告预测一致，主要供应增长来自美国、巴西、加拿大和挪威。预计2024年参与DoC的国家液化天然气和非常规液态能源产品日均供应量830万桶，同比增长10万桶，预计2025年参与DoC国家的液化天然气和非常规液态能源产品日均供应量840万桶，同比增长约8万桶。10月份DoC国家原油日均产量4034万桶，环比增加21万桶；然而，10月份欧佩克原油日产量比9月份日均增加了46.6万桶。

图：全球原油供需情况

（万桶/日）

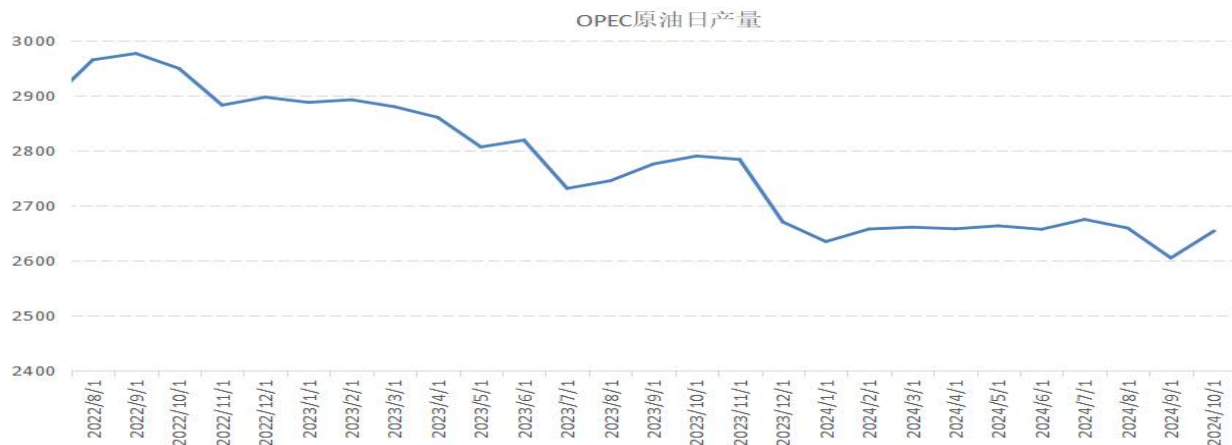


数据来源：卓创资讯 EIA 国信期货

据标准普尔普氏最新发布的数据显示，欧佩克及其减产同盟国即所谓的OPEC+参与2022年11月份减产协议(DOC)的18国10月份原油日产量3366万桶，比9月份日均产量减少31万桶，超过目标日产量16.9万桶。其中欧佩克有配额的9国10月份原油日产量2148万桶，超日均配额34.8万桶；非欧佩克有配额的9国10月份原油日产量1218万桶，比日均配额低17.9万桶。10月份欧佩克及其减产同盟国22国原油日均总产量4026万桶，比9月份日均增加3万桶。据欧佩克月报显示，欧佩克10月原油产量2653.5万桶/日，较上月增加46.6万桶/日。利比亚原油产量恢复令欧佩克产量提升。

图：OPEC 原油产量

(万桶/日)



数据来源：卓创资讯 国信期货

图：沙特原油产量

(万桶/日)



数据来源：WIND 国信期货

美国原油产量略有减少。美国能源信息署数据显示，截至11月15日当周，美国原油日均产量1320.1万桶，比前周日均产量减少19.9万桶，比去年同期日均产量增加0.1万桶；截至11月15日的四周，美国原油日均产量1340万桶，比去年同期高1.5%。2024年以来，美国原油日均产量1322.2万桶，比2023年同期高5.7%。美国油服公司贝克休斯(Baker Hughes)数据显示，截至2024年11月15日当周，石油钻井数减少1座至478座；当周天然气钻井数减少1座至101座；油气总钻井数减少1座至584座。

图：美国原油产量

(千桶/日)



数据来源：WIND 国信期货

图：美国新增原油钻机数

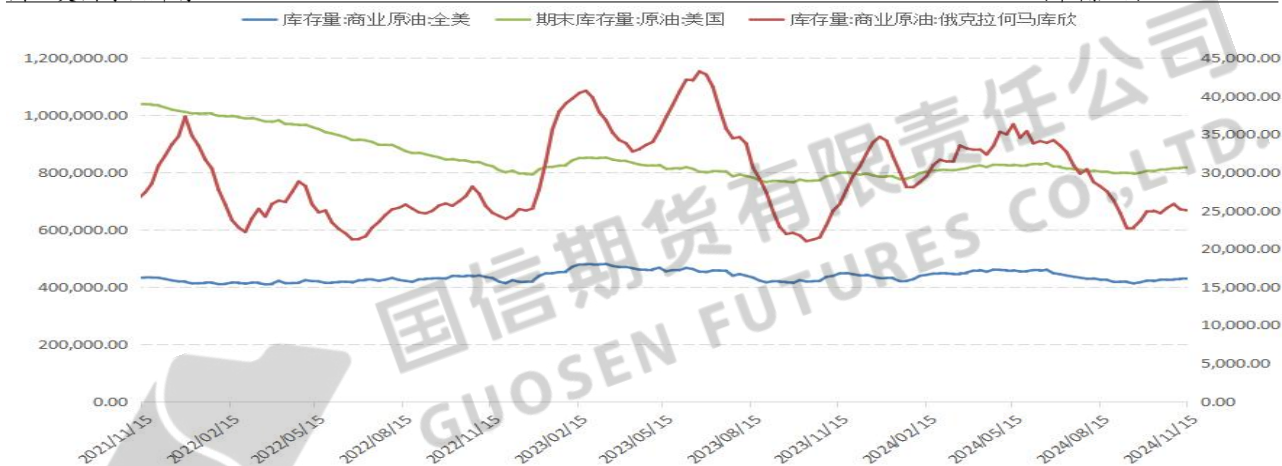


数据来源：WIND 国信期货

美国能源信息署数据显示，截至2024年11月15日当周，包括战略储备在内的美国原油库存总量8.19482亿桶，比前一周增长194.5万桶；美国商业原油库存量4.30292亿桶，比前一周增长54.5万桶；美国汽油库存总量2.08927亿桶，比前一周增长205.4万桶；馏分油库存量为1.14301亿桶，比前一周下降11.4万桶。

图：美国原油库存

(千桶/日)



数据来源：WIND 国信期货

图：美国能源信息署公布的美国原油库存每周增减数据



数据来源：WIND 国信期货

据高盛预测，若欧佩克在2025年增加供应，布伦特油价将在2026年跌至60多美元的低位区间。在全球经济及能源需求增速放缓的背景下，供应增加令油市面临过剩风险，利空油市。

2、需求端，中国原油进口持续下滑

我国是世界上最大的石油进口国，同时也是世界第二大石油消费国。我国原油消费量有近 70% 需要通过国际市场进口。统计局数据显示，10 月份中国原油产出平稳，环比产量出现增加，同比产量出现上升；年内中国原油产量累计 17763.5 万吨，较 2023 年同期增长 2%。2024 年国内经济稳中有进，但考虑到 2023 年进口基数较大以及新能源需求替代效应等因素影响，国内石油消费量提升受阻，进而导致原油进口量再度萎缩，1-10 月原油进口量为 4.57 亿吨，较 2023 年同期缩减 3.4%。卓创资讯预计，未来两个月原油进口存在提升预期，全年有望达到 5.5 亿吨。

图：中国原油月度累计产量

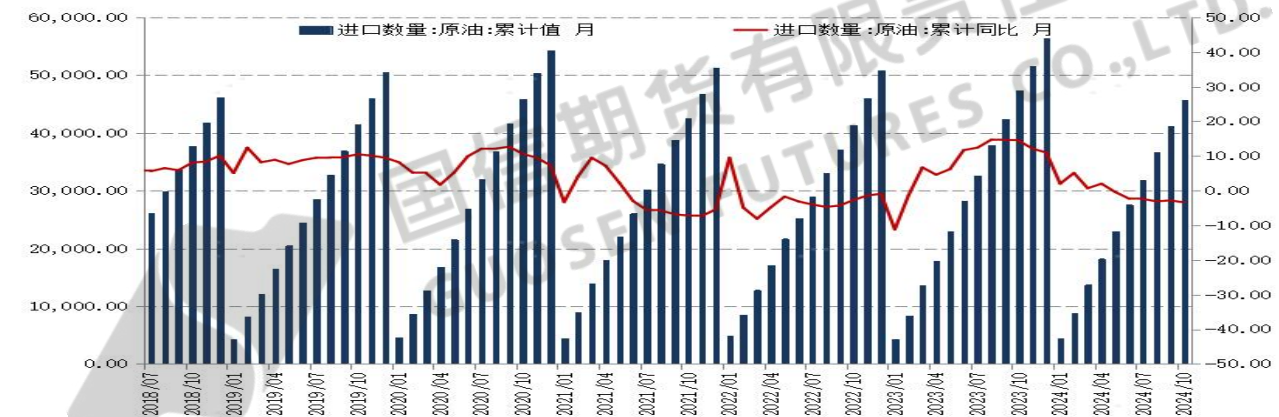
(万吨)



数据来源: WIND 国信期货

图：中国原油累计进口量

(万吨)



数据来源: WIND 国信期货

统计局数据显示，2024 年 10 月我国原油加工量接近 5953.8 万吨，同比 2023 年 10 月的 6400 万吨，降幅明显，同比下降 7%，1-10 月份累计加工原油 59655.1 万吨，累计同比下降 3.6%。从原油加工量数据来看，2024 年我国原油消费量出现较大幅度下降。我国电动汽车市场占有率提高之后，降低了对原油的消费需求。截至 11 月 22 日，上期所原油注册仓单库存为 6716000 桶。

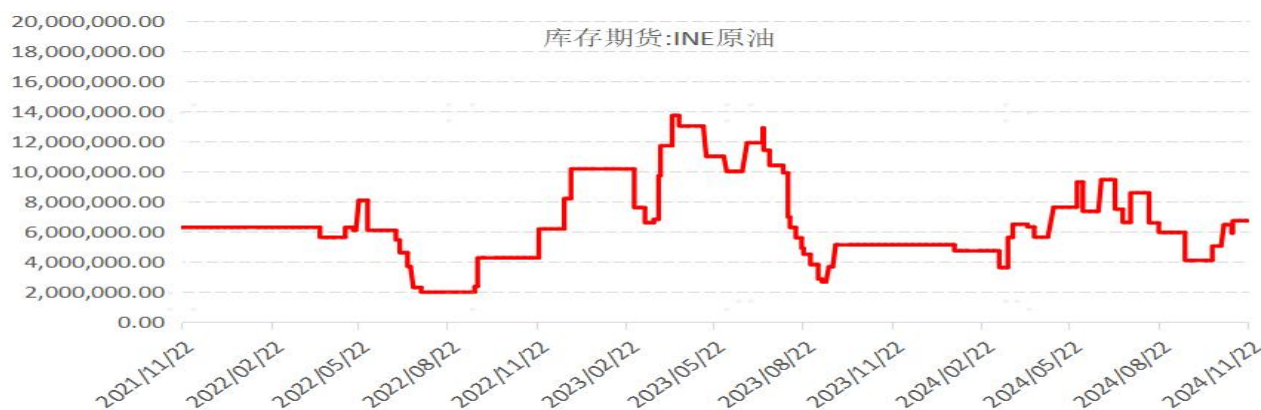
图：中国原油月度加工量

(千吨)



数据来源: 卓创资讯 国信期货

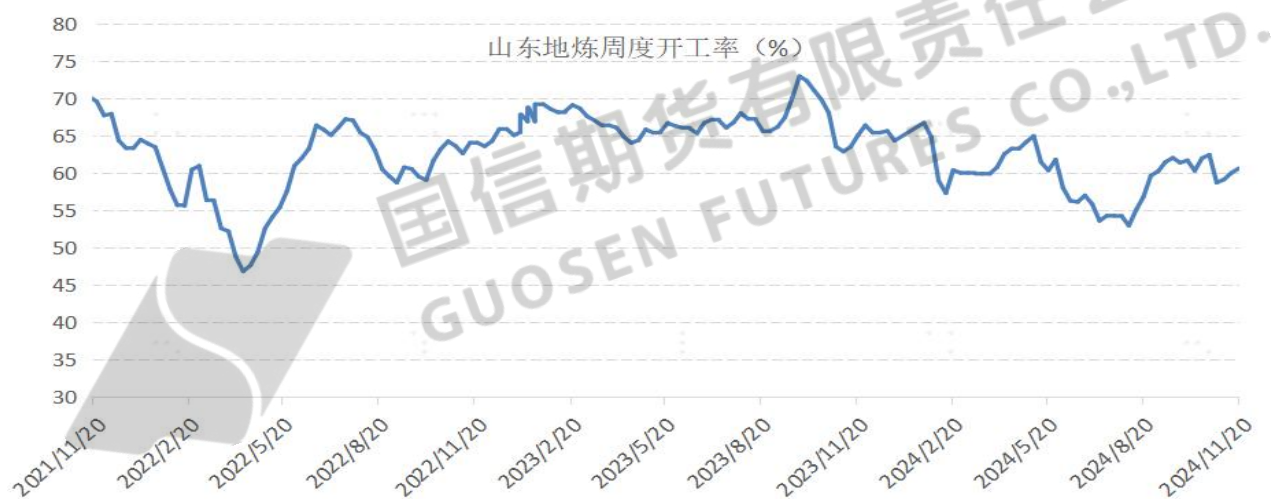
图：INE 原油仓单库存



数据来源：WIND 国信期货

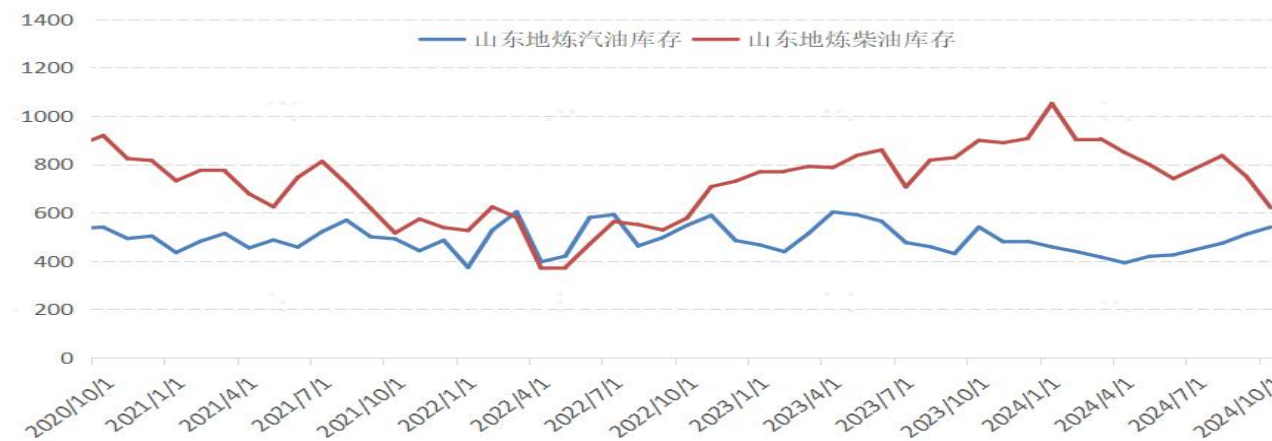
卓创资讯数据显示，截至11月20日，山东地炼一次常减压开工负荷60.6%，较上周上涨0.61个百分点。具体来看，本周暂无新增加的检修和开工炼厂。不过由于近期山东市场成交相对活跃，淄博和烟台少数炼厂小幅提升负荷，其他炼厂装置保持稳定运行。综合影响下，本周山东地炼一次常减压装置开工负荷较上周小幅上涨。未来，暂无炼厂计划进入检修期。多数炼厂或保持稳定生产。预计下个周期，山东地炼一次常减压开工负荷或基本稳定，汽、柴油等产品供应保持充足态势。

图：山东地炼周度开工率



数据来源：卓创资讯 国信期货

图：山东地炼汽油库存、柴油库存



数据来源：卓创资讯 国信期货

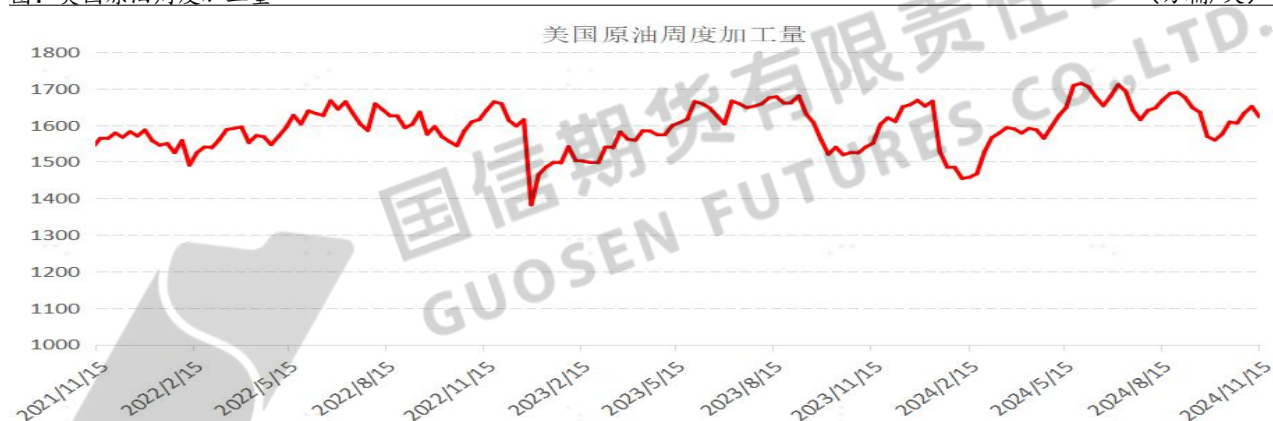
美国能源信息署数据显示，截至 2024 年 11 月 15 日的四周，美国成品油需求总量平均每天 2068.3 万桶，比去年同期高 1.2%；车用汽油需求四周日均量 894.7 万桶，比去年同期高 0.5%；馏分油需求四周日均数 379 万桶，比去年同期低 6.4%；煤油型航空燃料需求四周日均数比去年同期低 1.3%。单周需求中，美国石油需求总量日均 1977.1 万桶，比前一周低 181.2 万桶；其中美国汽油日需求量 841.9 万桶，比前一周低 96.4 万桶；馏分油日均需求量 377.5 万桶，比前一周日均低 32.3 万桶。四季度是美国原油消费淡季，下游炼厂检修增加，炼厂开工率和原油加工量总体呈现下滑趋势。

图：美国炼厂开工率



数据来源：WIND 国信期货

图：美国原油周度加工量



数据来源：WIND 国信期货

欧佩克发布了 11 月份《石油市场月底报告》，报告连续四个月下调全球石油需求增长预测，预计 2024 年全球石油日均需求增长 182 万桶，比上个月报告预测下调了 10.7 万桶。预计 2025 年，全球石油日均需求增长 154 万桶，比上个月报告预测下调了 10.3 万桶，其中经合组织石油日均需求增长 10 万桶左右，而非经合组织日均需求增长 140 万桶。

国际能源署发布了 11 月份《石油市场月度报告》。报告预计全球世界石油日均需求 1.028 亿桶，同比增加 92 万桶，2025 年日均 1.038 亿桶，同比增长接近 100 万桶。近年来全球石油需求增长放缓反映了大流行后被抑制的需求释放的结束、低于往年平均水平的全球潜在经济条件，以及清洁能源技术的应用。

美国能源信息署 11 月报告预测，2024 年美国石油日均需求 2030 万桶，与上次报告一致；预计 2025 年美国石油日均需求 2050 万桶。预计 2024 年全球石油日均需求 1.031 亿桶，与 10 月报告预测一致，预计 2025 年全球石油日均需求 1.044 亿桶，略高于 10 月预估的日均 1.043 亿桶。

欧佩克报告指出：在新能源的推动下，石化原料需求预计也将保持强劲产能增加，将需要额外的液化石油气、乙烷和石脑油。预计这些因素将支撑石油近期中国的需求。报告还指出，预计 2025 年中国仍将是全球石油需求增长的领导者，日均消费量同比增长 310 桶，平均每日达到 1710 万桶。中国还预计将引领全球石化原料需求增长。

三、特朗普新任期内能源政策变化及影响

美国当地时间 2024 年 11 月 6 日，特朗普在胜选演讲中表示，将增加石油产量，“拧开钻井阀门、加大油气生产力度”，美国石油、天然气、煤炭产业将再迎春天。特朗普多次在竞选集会上承诺，将通过放松对化石燃料的限制、放宽在联邦土地上钻探的许可程序等措施，来增加美国国内石油和天然气生产，同时鼓励新建天然气管道。特朗普还强调重返白宫后，将在 12 个月内把美国能源价格“砍半”。特朗普在 2017 年至 2021 年的任期内，让美国退出了《巴黎协定》，第二任期，预计他仍然会退出《巴黎协定》。

特朗普表示，他会对拜登-哈里斯政府签署的气候法《通胀削减法案》进行改革，“撤销所有未动用的资金”。特朗普此前在演讲中表示：“我将立即发布国家紧急状态宣言，以大幅增加国内能源供应。我们将突破官僚体系的障碍，迅速批准新的钻井、新的石油和天然气管道、新的炼油厂、新的发电厂和反应堆。”

近期，美国当选总统特朗普宣布成立新的国家能源委员会，并任命北达科他州州长道格·伯格姆担任主席。此次新成立的国家能源委员会旨在通过减少繁琐手续、加强私营部门的投资以及专注于创新来监督美国继续保持能源主导地位。这背后反映出的是美国对于能源安全 and 经济竞争力的双重考量。一方面，减少行政障碍有助于加快能源项目的审批和实施，提高效率；另一方面，鼓励私营部门参与可以引入更多资金和技术，促进能源产业的发展。

特朗普重返白宫后，美国的能源政策将重新聚焦于最大限度提高石油和天然气产量，而不再关注应对气候变化。为了恢复美国制造业和能源产业的竞争力，特朗普的能源政策将致力于提高美国原油产量，降低油价，降低通胀和能源成本。

四、特朗普关税政策对国际油价的影响

特朗普在其第一任期内通过关税手段向中国施压，试图降低贸易逆差，推动美国制造业回流。第二任期中，他很可能继续这一手段，通过提高关税和设立新的贸易壁垒来保护美国本土产业。在第二任期竞选阶段，特朗普曾表示，计划对大多数外国商品征收 10%-20% 的关税，其中，来自中国的进口商品首当其冲，关税高达 60%，并声称，在极端情况下，将对中国征收 150% 至 200% 的关税。大多数经济学家预测，这样的做法必然招致报复，导致经济增长放缓和通胀加剧。6 年前，特朗普称自己为“关税侠”。今年，在竞选活动中，他强调关税可以作为一种惩罚或威胁的手段，以使其他国家遵守规则并提升美国的地位。在 6 月的一次集会上，特朗普表示：“我们将变得非常强硬，如果一个国家不守规矩，我们将对那个国家征收高额关税。”高关税不符合经济学家们所说的自由贸易；6 年前，特朗普曾经说过：“贸易战是好事，容易取胜。”

特朗普的关税政策，可能导致全球各国之间新一轮的关税战和贸易战，将导致全球经济增长放缓和美国国内通胀加剧。一方面，全球经济增长放缓，将打击原油需求，另一方面，为了抑制美国通胀，特朗普会进一步推动美国原油增产来降低油价。

五、OPEC+产量政策博弈对国际油价的影响

石油输出国组织（OPEC）及其盟友（包括俄罗斯在内），即所谓的 OPEC+，11 月初决定将 220 万桶/日的减产计划再延长一个月至 12 月。此前该计划已从 10 月推迟，因为该组织正在应对油价下跌和需求疲软的局面。该联盟原计划从 12 月开始每月增产 18 万桶/日。该增产计划的 18 万桶/日只是 OPEC+ 目前每日 580 万桶的减产份额中的一小部分，占全球需求的约 5.7%。OPEC+ 通过维持减产以支撑市场，因需求前景不确定且集团外供应增加。12 月的增产来自于八个 OPEC+ 成员国，这些国家在 9 月同意，从 2024 年 12 月起逐步取消该集团最近的减产措施（每日 220 万桶）。而其他每日 366 万桶的减产措施仍将保持至 2025 年底。OPEC+ 部长们将于 12 月 1 日举行全体会议，届时将决定具体政策。

卓创资讯数据显示，截至 2024 年 10 月，沙特原油日产量大概是 900 万桶左右，沙特实际最大产能可达到 1200 万桶/天。2020 年 4 月份打价格战时，沙特原油日产量临时从 1000 万桶迅速提高到了 1155 万桶。2022 年 3 季度，沙特产量最高也恢复到 1100 万桶/天。当前沙特 900 万桶的日产量，相对来说为力挺油价

还是做出了比较大的牺牲，沙特独自动承担了 200-300 万桶左右的减产规模。而俄罗斯当前原油产量仍然维持在 1100 万桶/天的较高水平。美国原油产量也恢复到了 2019 年最高水平 1350 万桶/天。

随着特朗普回归，美国原油产量如果继续大幅增加，势必将进一步蚕食更多原油市场份额。对于沙特来说，继续主动减产让出的市场份额将被美国填补上，减产效果将大打折扣。美国原油市场份额扩大后，将进一步提高市场话语权，将压缩 OPEC+ 对国际油价的影响力。中东产油国的原油开采成本远远低于美国，所以当供应呈现过剩局面、油价处于低位时，OPEC 主动减产难以达到挺价效果，可能掀起新一轮原油价格战，通过油价大幅下挫倒逼开采成本高的油企减产并让出市场份额。

六、2025 年原油展望

展望 2025 年，随着供应端产油国之间博弈加剧，我们预计原油价格重心可能进一步下移。

全球原油供应端：特朗普重返白宫后，美国的能源政策将重新聚焦于最大限度提高石油和天然气产量，而不再关注应对气候变化。为了恢复美国制造业和能源产业的竞争力，特朗普的能源政策将致力于提高美国原油产量，降低油价，降低通胀和能源成本。随着特朗普回归，美国原油产量如果继续大幅增加，势必将进一步蚕食更多原油市场份额。对于沙特来说，继续主动减产让出的市场份额将被美国填补上，减产效果将大打折扣。美国原油市场份额扩大后，将进一步提高市场话语权，将压缩 OPEC+ 对国际油价的影响力。中东产油国的原油开采成本远远低于美国，所以当供应呈现过剩局面、油价处于低位时，OPEC 主动减产难以达到挺价效果，可能掀起新一轮原油价格战，通过油价大幅下挫倒逼开采成本高的油企减产并让出市场份额。

全球原油需求端：中国 2024 年原油进口出现较大幅度下降，国际能源机构持续下调 2024 年全球原油需求预测，同时市场担心 2025 年全球原油将出现供应过剩。全球新能源汽车销量快速增长，电动车保有量也在逐年增加，原油需求将面临越来越大的冲击。特朗普的关税政策，可能导致全球各国之间新一轮的关税战和贸易战，将导致全球经济增长放缓和美国国内通胀加剧。一方面，全球经济增长放缓，将打击原油需求，另一方面，为了抑制美国通胀，特朗普会进一步推动美国原油增产来降低油价。

地缘局势方面，尽管当前俄乌局势仍然比较紧张，但是特朗普上任后，预计全球地缘问题将趋于缓和，地缘局势对油价影响估计有限。

OPEC+ 部长们将于 12 月 1 日举行全体会议，届时将决定具体产量政策。不排除 OPEC+ 可能进一步推迟恢复增产的时间，但如果美国产量大幅增加，全球原油市场仍可能呈现供应过剩局面。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对其引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。