

原油

国投期货 2025 年度策略报告

——中枢下移，守正待时

2024 年 12 月

目录

1. 2024 年行情回顾	3
2. 需求展望	3
2.1.汽油：电动替代延续，预期偏差有限	3
2.2.柴油：中国需求主导，关注油气比价	5
2.3.需求总论：低增速难改，炼化利润承压.....	7
3. 供应展望	10
3.1.OPEC+：寻找最优解	10
3.2.美国页岩油：新任总统亦难快速恢复增产弹性.....	15
3.3.非美非 OPEC+：增速边际回升.....	18
4. 行情&策略展望	20

高明宇**首席分析师**

从业资格证号：F0302201

投资咨询号：Z0012038

李云旭**高级分析师**

从业资格证号：F3063210

投资咨询号：Z0014563

近期相关报告：

《【国投期货|能源深度】原油：寻找 OPEC+的最优解》20241206

《【国投期货|能源论事】关于成品油出口退税率下调对原油及成品油市场影响的点评》20241118

《【国投期货|能源调研社】山东地区原油&沥青市场调研：需求疲弱，静待转机》20240613

报告摘要

● 行情回顾

2024 年油价整体呈现冲高回落走势，但全年高低点均未有效突破 2023 年形成的 Brent70-95 美元/桶、SC 原油 500-700 元/桶的宽幅震荡区间。结构性价差方面，在需求增速降低及炼能矛盾缓解的背景下汽柴油裂解价差高位回落，随着对未来累库拐点临近的担忧下半年月间价差随油价回落，美国轻质原油增产与 OPEC+中重质原油稳产的背景下 Brent-Dubai EFS 轻重油价差全年延续低位震荡。

● 需求展望

预计 2025 年新能源汽车将基本实现对汽油消费的增量替代，疫情后的航班出行在 2024 年进一步修复导致 2025 年增长空间有限，而柴油消费大概率在中美两国的对内刺激政策及中国 LNG 重卡稳定替代的交互影响下增速由负转正，总体预估 2025 年石油需求增长 100 万桶/天左右较 24 年略有回升。2025 年新炼能的投放足以抵消欧美炼厂关停的影响，加之天然气液及生物燃料供应的稳定增长，炼能净增量仍将超过全球对炼厂产品的需求增量，预计全球炼化利润中枢仍将较 2024 年水平边际下移。

● 供应展望

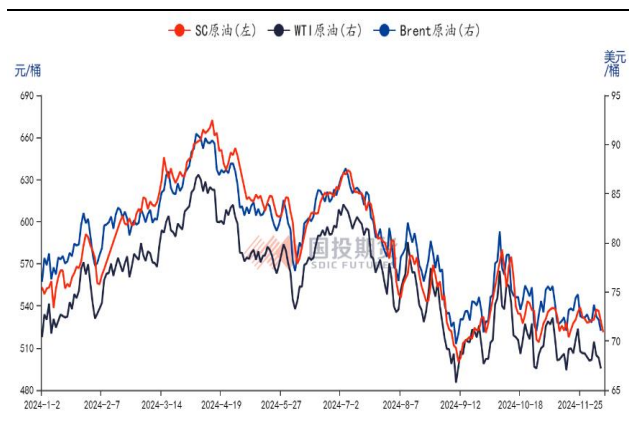
供应端美国页岩油产量难因特朗普就任后长周期联邦土地政策的利好恢复增产弹性，吨桶利润恶化及投资意愿审慎仍将压制美油产量增速，而非美非 OPEC+的新增供应有望在巴西增产延后兑现的驱动下边际回升，市场并未留给 OPEC+进一步增产空间。因此从 OPEC+核心集团的最优解来看，维系低产量、不断推迟减产仍是其大概率选择。

● 行情&策略展望

油价正在从美联储货币政策的自变量向因变量转变，我们大概率将重新看到油价与美元负相关关系的回归，预估特朗普任期开启后“高利率、强美元”对油价的利空作用将更加明显。综合一季度后的供需偏空展望，预估布伦特中枢将回落至 75 美元/桶左右，对应国内 SC 原油期货年度均价回落至 550 元/吨左右，主要波动区间为布伦特 65-80 美元/桶、SC480-600 元/桶，单边操作思路仍以逢高做空为主。

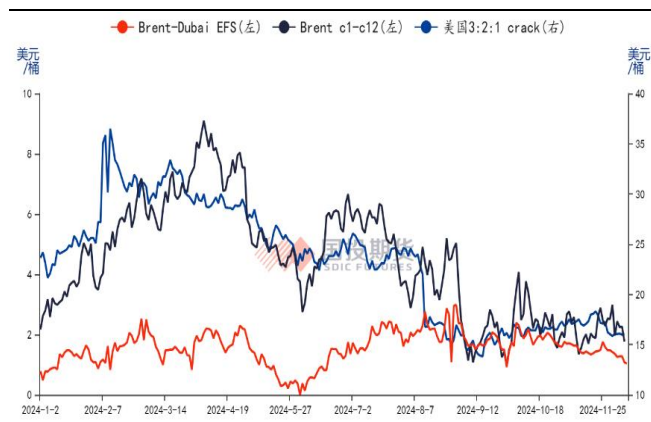
1. 2024 年行情回顾

图 1：2024 年三大原油期货主力合约价格走势



资料来源：路透，iFind，国投期货

图 2：2024 年原油主要跨区、裂解价差走势



资料来源：路透，iFind，国投期货

2024 年油价整体呈现冲高回落走势，下半年运行中枢较上半年有所下移，但全年高点均未有效突破 2023 年形成的 Brent 原油 70-95 美元/桶、SC 原油 500-700 元/桶的宽幅震荡区间。上半年红海局势升温、俄罗斯港口及炼厂频繁遇袭等地缘因素一度推动油价走高，在 4 月伊朗与以色列冲突升级期间油价创下年内最高点；下半年中国油品需求担忧加剧，柴油消费偏弱，炼厂开工率连续走低，期间巴以和谈进展及“特朗普交易”亦阶段性施压油价，但 OPEC+ 不断延长减产对油价起到托底作用。

在需求增速降低及炼能矛盾缓解的背景下，2024 年汽柴油裂解价差亦呈现高位回落，随着对未来累库拐点临近的担忧加剧，下半年月间价差随油价回落。美国轻质原油增产与 OPEC+ 中重质原油稳产的背景下，以 Brent-Dubai EFS 为代表的轻重油价差全年延续低位震荡。

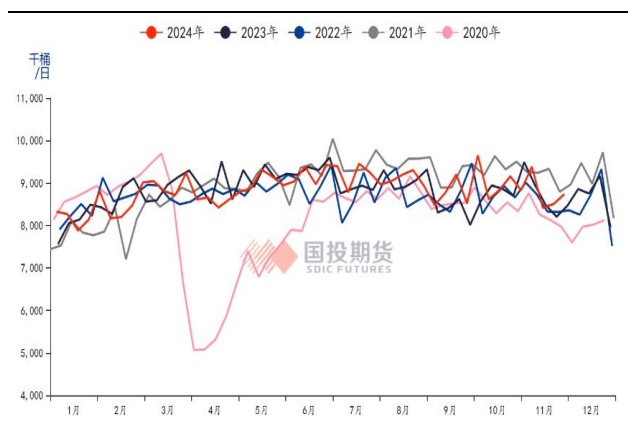
2. 需求展望

2.1. 汽油：电动替代延续，预期偏差有限

全球第一大汽油消费国美国在 2024 年 1 至 11 月的汽油表需均值同比增 0.23%，但较 2019 及 2021 年同期分别减少 5.42% 及 0.94%。美国汽油消费目前处于 2019 年达峰后的筑顶期，一方面其人均汽车保有量增速较低，另一方面新能源汽车渗透率及燃油效率的提升拉低人均汽油消费，这一趋势在 2025 年仍将持续。

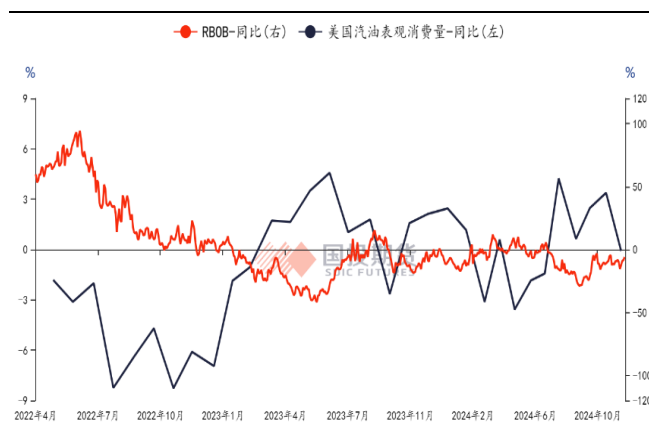
但由于需求进入相对平稳期，近两年美国汽油价格对消费的负反馈作用较为明显，油价中枢下移及汽油裂解价差重回低位有望支撑 2025 年美国的汽油消费量。另一方面，2024 年 1 至 11 月美国居家办公人数比例平均为 27.7%，较 2023 年同期的 28.7% 小幅下降，居家办公比例缓慢向下修复有望在 2025 年延续。综合来看，预计 2025 年美国汽油消费与 2024 年基本持平。

图 3：美国汽油表观消费季节性



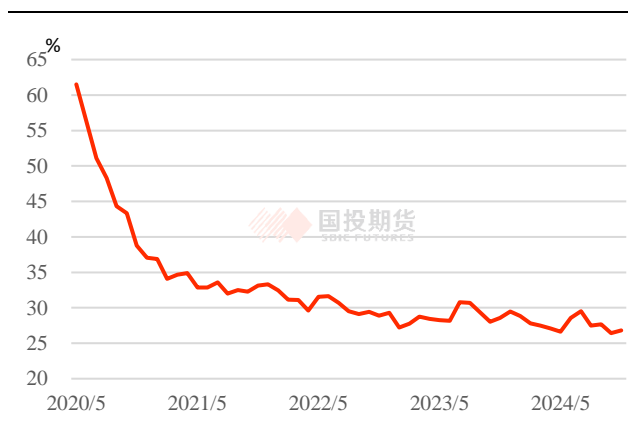
资料来源：EIA，国投期货

图 4：美国 RBOB 汽油价格与汽油表观消费量同比



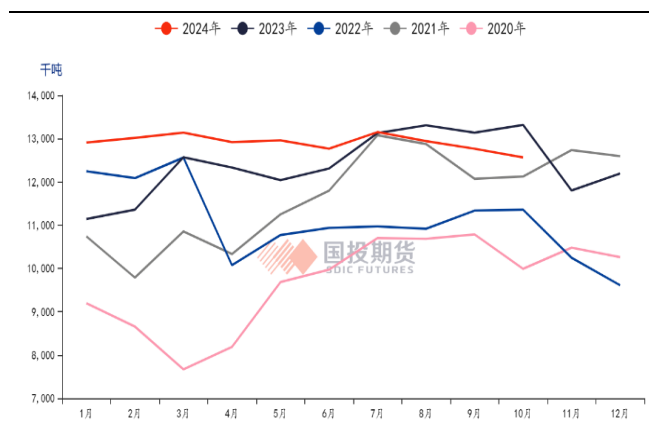
资料来源：EIA，路透，国投期货

图 5：美国居家办公比例



资料来源：SWAA，WFH research

图 6：中国汽油表观消费量

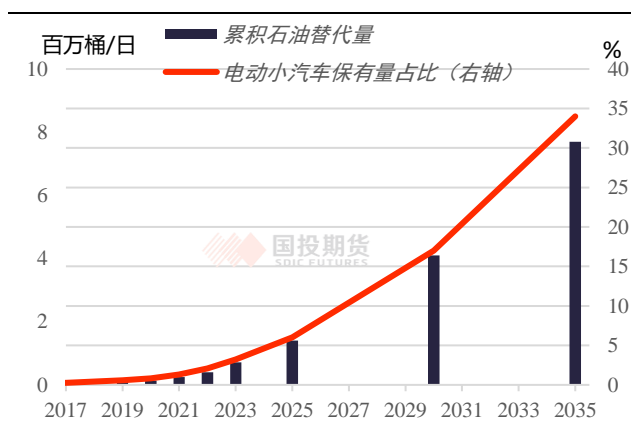


资料来源：卓创，国投期货

中国 2024 年 1 至 10 月汽油表观消费量同比增 3.6%，主要因 2023 年上半年基数偏低。乘联会数据显示中国 2024 年下半年新能源车的销售渗透率持续高于 50%，公安部数据显示至 2024 年二季度新能源车保有

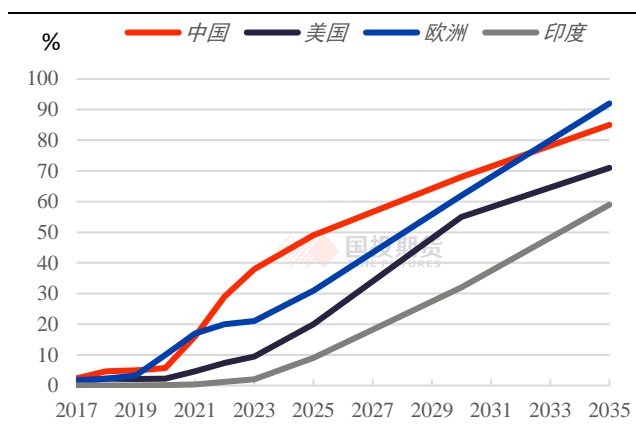
量占比为 7.18%，较 2023 年同期增加 3.28 个百分点。在此趋势下，按照 2025 年机动车总保有量 5% 的增速进行预估，传统燃油车 2025 年保有量增速将低于 2% 且进入筑顶期，考虑到新能源车使用频率更高，尤其是在运营车辆中已占据主导地位，2025 年国内汽油消费增速预计将明显下降，达峰概率较大。

图 7：全球电动小汽车保有量占比及石油替代量



资料来源：IEA，国投期货

图 8：中美欧电动小汽车销量渗透率及预估



资料来源：IEA，国投期货

电动化替代是目前决定全球汽油消费年度变化的最关键因素，在中国新能源车渗透率不断超预期的同时，欧美新能源车渗透率在 2023 年后亦开始明显加速。在基准政策预期下，IEA 预计 2025 年全球电动小汽车保有量占比达 6%，累积替代石油消费 140 万桶/日，从小汽车的燃料结构来看，主要替代品即为汽油，2024 至 2025 年年均边际替代量预计高达 35 万桶/日，对比 2010 至 2019 年电动化进程影响较小的时期全球年均汽油消费增速 38.4 万桶/日，当前的电动化替代已接近侵蚀汽油消费增量，2025 年全球汽油消费增速预计进一步下滑。

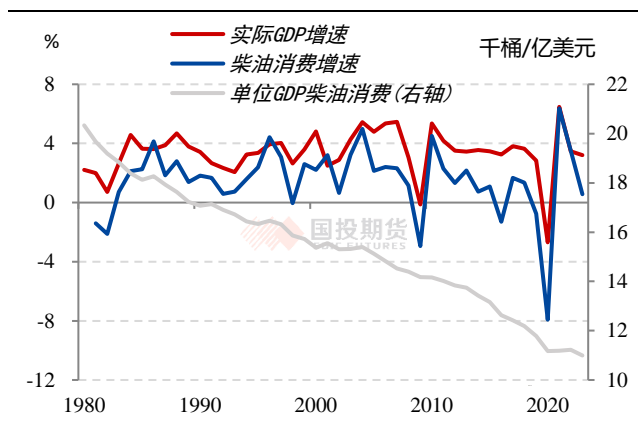
2.2.柴油：中国需求主导，关注油气比价

当前主要经济体的增长贡献由第二产业向第三产业转变，加之能源结构转型、能源效率提升的影响，使得柴油消费对经济增长的弹性处于长周期下滑阶段。目前道路交通是全球柴油消费的最主要领域且相对稳定，非 OECD 国家贡献主要的柴油消费增量，由于中国二、三季度经济增速放缓叠加天然气重卡替代加速，柴油消费有所承压且低于预期，在此拖累下全球 2024 年柴油消费并未形成增量。

展望 2025 年，欧美、日韩等地在柴油消费结构已相对稳定且制造业增量偏低的背景下，已难以贡献消

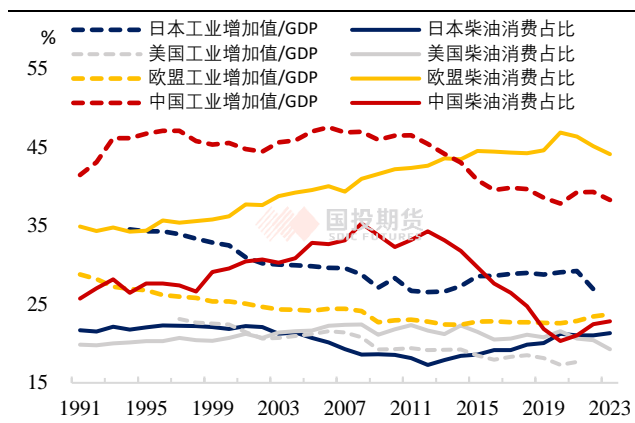
费增量。以美国为例，在 2008 年金融危机之后的 15 年内，其年度柴油需求同比变化长期围绕零值波动，在 2021 年疫后修复创下 8.8% 增量后，2022 至 2024 年均呈现负增长，EIA 对 2025 年美国制造业复苏带来的柴油消费增量相对看好，预计为 15 万桶/日左右。

图 9：全球实际 GDP 增速与柴油消费增速



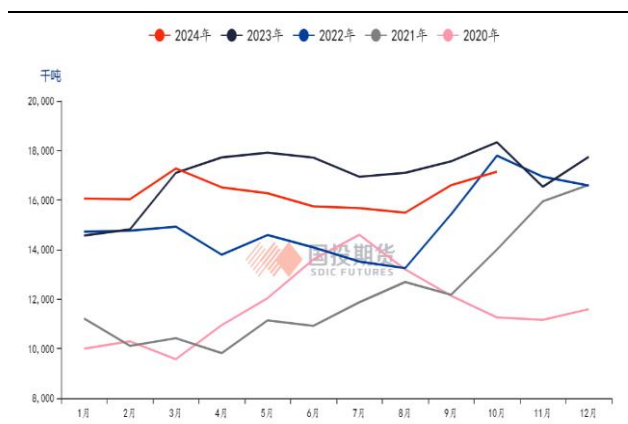
资料来源：iFind，BP，国投期货

图 10：工业增加值/GDP 与柴油消费/石油消费



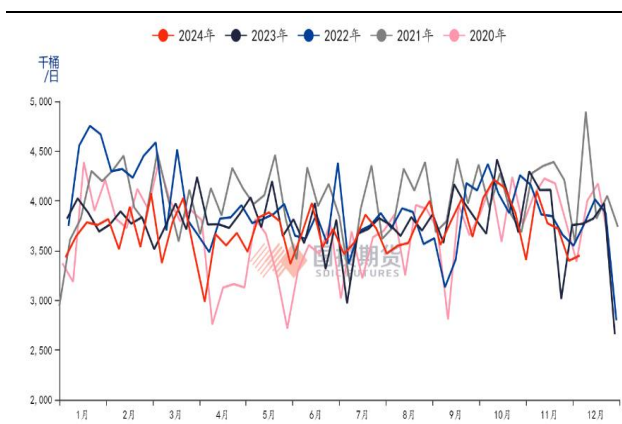
资料来源：iFind，世界银行，国投期货

图 11：中国柴油表观消费量



资料来源：卓创，国投期货

图 12：美国柴油表观消费量



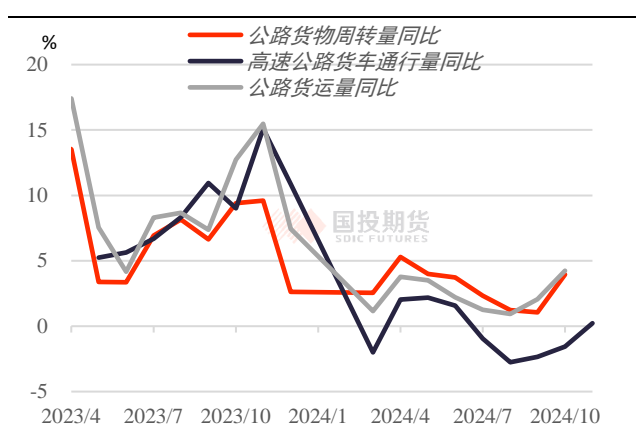
资料来源：EIA，国投期货

在主要的非 OECD 国家中，印度制造业的相对强劲仍有望在 2025 年继续贡献柴油消费增量，难以产生预期偏差，中国的积极政策导向已部分修复悲观预期，在 2025 年中国仍是决定全球柴油消费的最主要关注点。从长期宏观经济结构对柴油消费的传导来看，与日本类似的是，由于非道路柴油需求相对稳定，中国柴

油消费受工业活动的影响较为直接，目前需求增速受到制约。但 2025 年应关注两个方面的边际变化，其一在于积极宏观政策支撑下，道路运输及工业活动的改善情况，其二在于天然气重卡对柴油替代的可持续性。

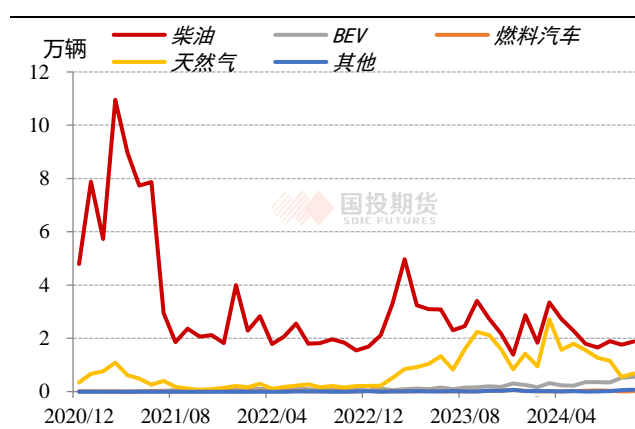
2024 年四季度开始，中国公路货物周转量、公路货运量及高速公路货车通行量的同比增速均呈现不断改善的局面，与宏观层面存量及增量的刺激政策、地方政府及企业层面资金情况的边际改善相吻合，低基数下 2025 年公路运输需求的景气度有望小幅回升，为货运车辆的油气需求带来一定增量。

图 13：中国公路货运景气度



资料来源：国家统计局、交通运输部，国投期货

图 14：中国半挂牵引车销量结构



资料来源：iFind，国投期货

中国天然气卡车对柴油的替代主要体现在重卡领域，其中半挂牵引车的替代最为明显，近年来天然气半挂牵引车销量在天然气货车中的占比持续高于 75%，且由于半挂牵引车实际载重与油耗较大，是天然气替代柴油消费的主要对象。去年 11 月至今年 10 月天然气半挂牵引车销量达 16 万辆，假设年里程 12 万公里、油耗 35 升/百公里，该部分增量对柴油的替代量约 12 万桶/日，而累积替代量已达 60 万桶/日左右。展望 2025 年，天然气重卡对柴油替代的延续性需建立在政策导向及天然气价格涨幅有限的假设下，替代速度仍需进一步观察，但按照 15 万桶/日左右的惯性增量进行假设，在宏观层面积极政策的引导下，公路货运需求景气度的提升若得以持续，仍有望使得明年国内柴油消费总量相对维稳。

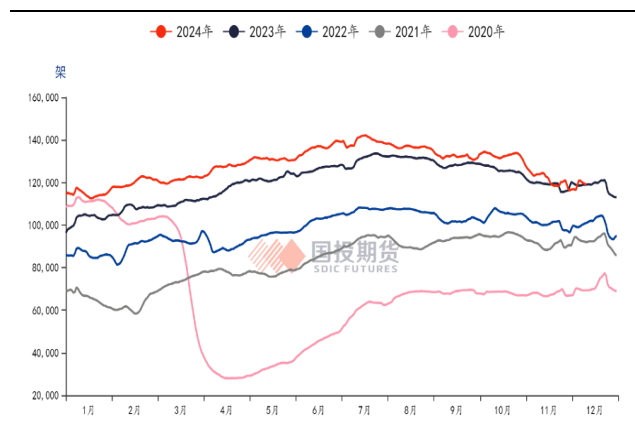
2.3.需求总论：低增速难改，炼化利润承压

总结来看，全球石油消费中最重要的汽柴油已难以贡献稳定增速，导致原油需求大概率进入低增速期。

目前石脑油及 LPG、乙烷等化工原料增速相对稳定，成为石油产品需求增量的主要贡献项。全球在飞商业

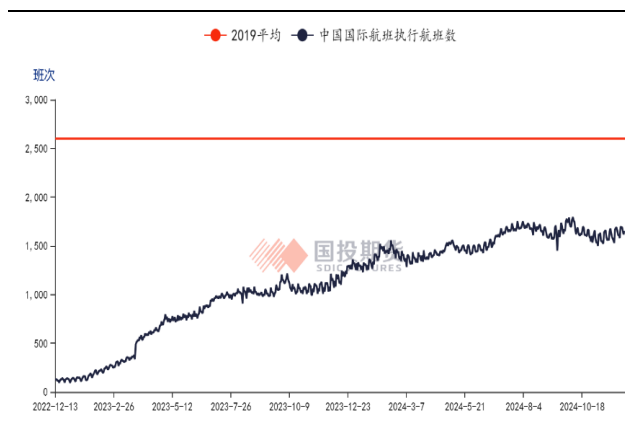
航班数在 2024 年 1 至 11 月同比增加 6.9%，已重回 2016 至 2019 年的高增速水平，但考虑到 2024 年仍有部分疫后修复的贡献，该部分增量在 2025 年很难持续。2024 年下半年中国国际航班数趋稳，全球在飞航班数同比增量已有所下滑，我们预计 2025 年在飞商业航班数增量将明显降低，航煤需求增速亦面临下降。

图 15：全球在飞商业航班数季节性



资料来源：flightradar24，国投期货

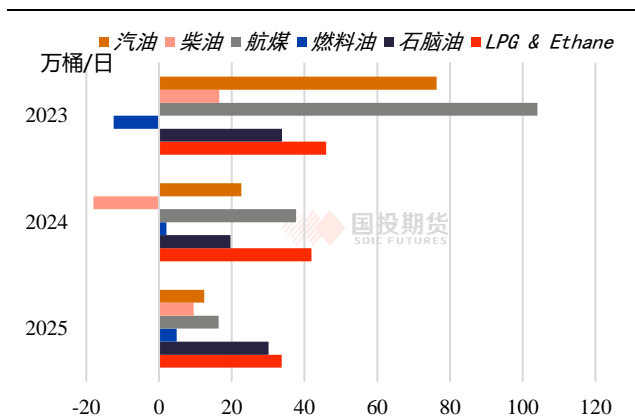
图 16：中国国际航班执飞航班数



资料来源：iFind，公开资料整理，国投期货

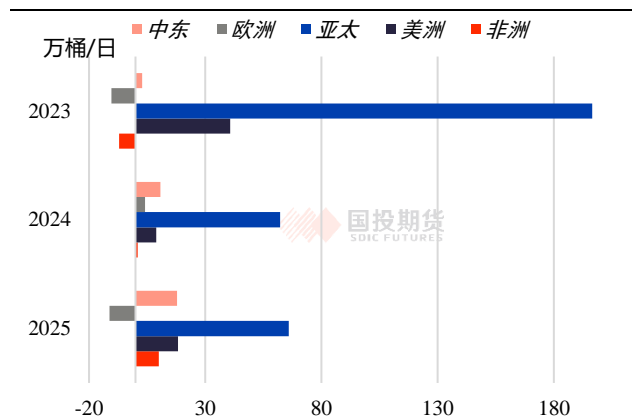
2025 年汽油、航煤都面临需求增速的惯性下移，化工原料需求增速稳中震荡，但柴油消费在低基数下增速有望修复回升，总体来看需求增速可能持平或略高于 2024 年，量级预计在 100 万桶/日左右。亚太地区仍然是消费增量的最主要贡献地，其中中国需求的不确定性相对较大，关注 2024 年四季度以来一系列刺激政策下油品消费回暖的持续性。

图 17：全球主要石油产品需求同比变化



资料来源：IEA，国投期货

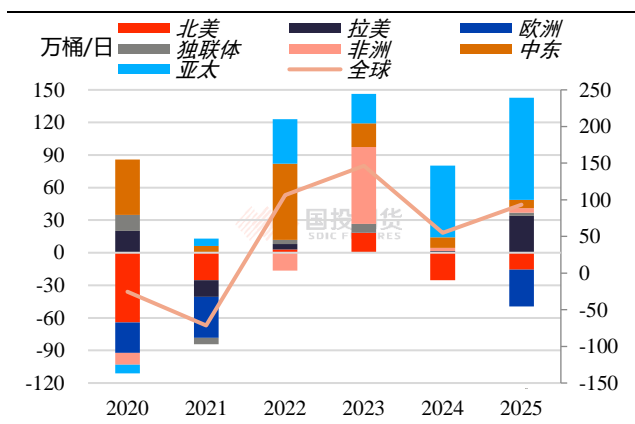
图 18：全球石油消费分地区同比变化



资料来源：IEA，国投期货

在中东、非洲、亚太地区大型炼厂投产的拉动下，全球炼能在 2022 年后重新进入增长期，2025 年可能投产的大型炼厂包括墨西哥 34 万桶/日 Olmeca 项目、中国 22 万桶/日镇海二期项目、20 万桶/日裕龙石化项目，此外泰国、印尼等东南亚地区亦有部分炼厂可能投产，欧美炼能则仍处于退出期，全球炼能净增长预计在 50 至 100 万桶/日。由于终端需求增量中的乙烷及 LPG 主要由 NGLs 增量直接提供，2025 年仅 OPEC 与美国的 NGLs 供应增量便可达 15 万桶/日左右，再考虑到生物燃料约 10 万桶/日的供应增速，2025 年实际需要炼厂加工提供的终端产品增量预计仅在 75 万桶/日左右，炼能相对宽松的周期仍将持续，预计炼化毛利中枢较 2024 年进一步下移。

图 19：全球炼能变化趋势



资料来源：公开资料整理，国投期货

图 20：海外主要地区炼化利润走势



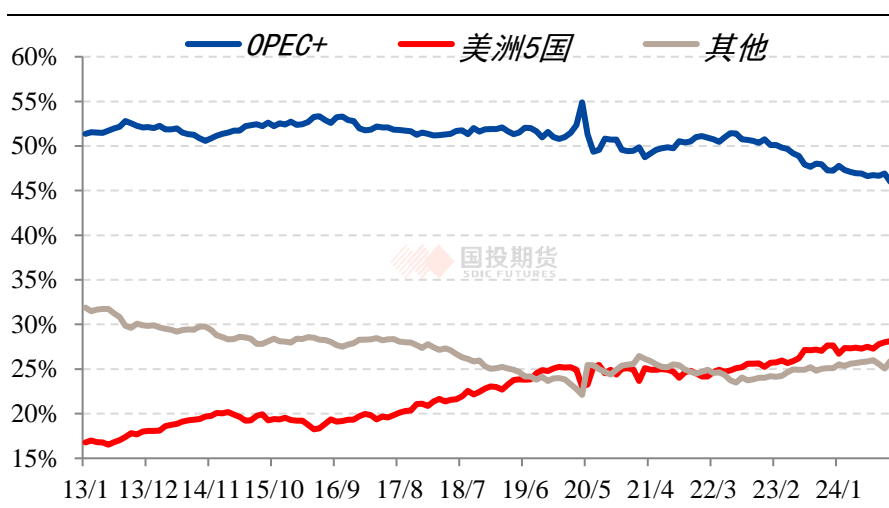
资料来源：路透，国投期货

3. 供应展望

3.1.OPEC+：寻找最优解

自 2022 年 10 月 OPEC+开启新一轮减产周期以来，其在原油及凝析油上游原料市场中的份额出现加速让渡，产量占比自 2022 年 6 月的 51.4%一路下滑至今年 10 月最新的 46%，亦明显低于 2016 年 6 月 53.3% 的峰值水平。与此同时北美非常规页岩油与南美 FPSO 项目形成增产接力，包括美国、加拿大、巴西、圭亚那和阿根廷在内的美洲 5 国市场占比自 2013 年上半年低位 16.5%一路增加至今年 10 月的 28.1%，三分天下已有其一。

图 21：全球原油&凝析油供应格局



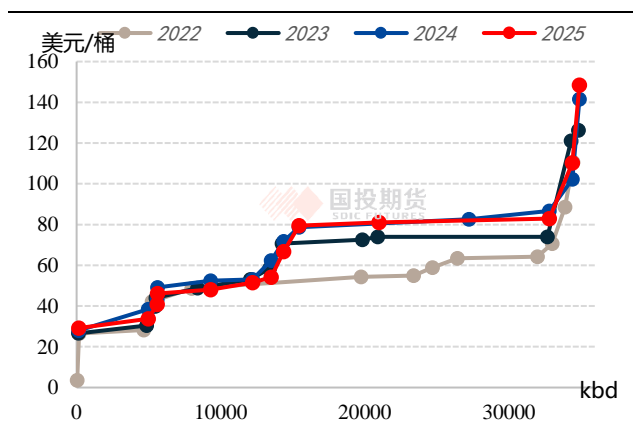
资料来源：彭博，国投期货

在此背景下，面临疲弱的原油价格及悲观的需求展望，OPEC+会更加关注对市场份额的争夺还是对油价的托底便显得至关重要。从历史复盘来看，我们认为 OPEC+在 2025 年拍案而起背弃减产协议的可能性较低。历史上发生过 2 次 OPEC+主动增产保份额的情形，一次是 2014 年面对北美非常规能源的突然崛起，一次是 2020 年新冠疫情导致全球需求的骤然崩塌。不难发现，OPEC+采取增产抢份额非常规策略的先决条件是外部环境的突然、巨大变化，但就当下而言，疫情以来美洲原油及凝析油的产量增速已明显放缓，资本开支的约束、钻机效率及新井单产的瓶颈令美国页岩油的增产弹性明显下降，最近 2 年的增产空间均在 30

万桶/天左右，南美 FPSO 的上线亦需面对巴西产能利用率偏低的挑战，预计今明两年非美非 OPEC+增产幅度均稳定在 80 万桶/天左右。而需求方面虽面临经济增长降速、交通系统能源转型的挑战，但相对稳定的低增速与断崖式的需求崩塌亦有本质区别，在此情形下 2025 年 OPEC+主动增产的必要性及风险较低。

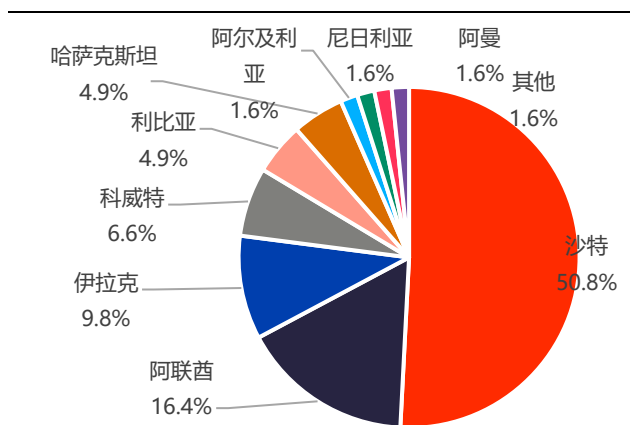
从中东、北非主要产油国最新的经常账户平衡所需油价来看，受石油减产政策及与投资相关的进口需求增加影响，2022 年以来其成本曲线明显抬升，90%分位边际成本已由 2022 年伊拉克的 64.2 美元/桶上移至今明两年的 85 美元/桶左右，边际供应者由沙特、伊拉克主导。而从 OPEC+剩余产能的分布来看，85% 的潜在增产能力集中在沙特、阿联酋、伊拉克和科威特 4 国，特别是沙特 310 万桶/天的闲置产能占比已达 51%，因此这一核心团体的产量政策对 OPEC+的未来供应更具现实意义。

图 22：中东、北非主产国经常账户平衡成本曲线



资料来源：IMF，国投期货

图 23：OPEC+剩余产能分布（百万桶/天）

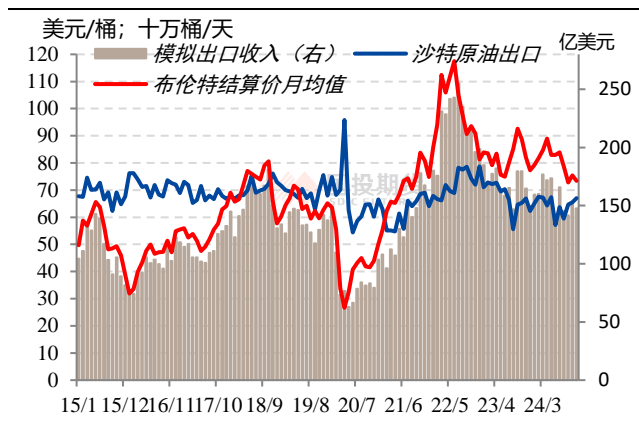


资料来源：IEA，国投期货

我们具体来看这 4 个核心产油国的减产兑现路径，沙特作为供应体量最大的减产国，其原油出口收入与油价的相关度高达 95.8%，而与实际出口量的相关度仅为 23.6%，因此控产提振油价是其最优策略，沙特在 2022 年以来的历次减产深化中也是执行最为果断、约束力最强的一个。阿联酋和科威特虽亦有国内产能扩张计划，但总体仍跟随沙特的减产节奏，如 12 月 5 日最新的部长级会议中阿联酋同意将原定 300 万桶/天产量配额的上调进行推迟和放缓，由今年 6 月会议中原计划的 2025 年前三季度分 9 个月增加到位调整为自 2025 年 4 月至 2026 年 9 月分 18 个月增加到位。而对伊拉克来说，由于其面临更大的经常账户和财

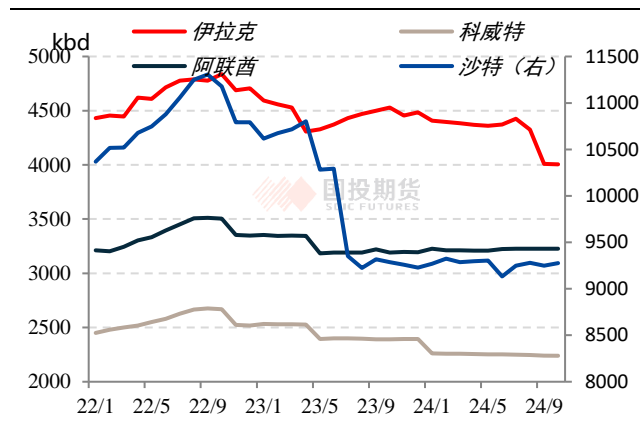
政收支恶化压力，2023 年下半年一度出现了产量的反向扩张，但最终在减产补偿计划的约束下最近 3 个月出现了加速的减产兑现。我们认为伊拉克减产路径的变化体现出 OPEC+内部博弈的结果趋于向沙特的减产政策和节奏靠拢，总体的减产一致性和履约率有所提升。

图 24：沙特原油模拟出口收入



资料来源：路透，国投期货

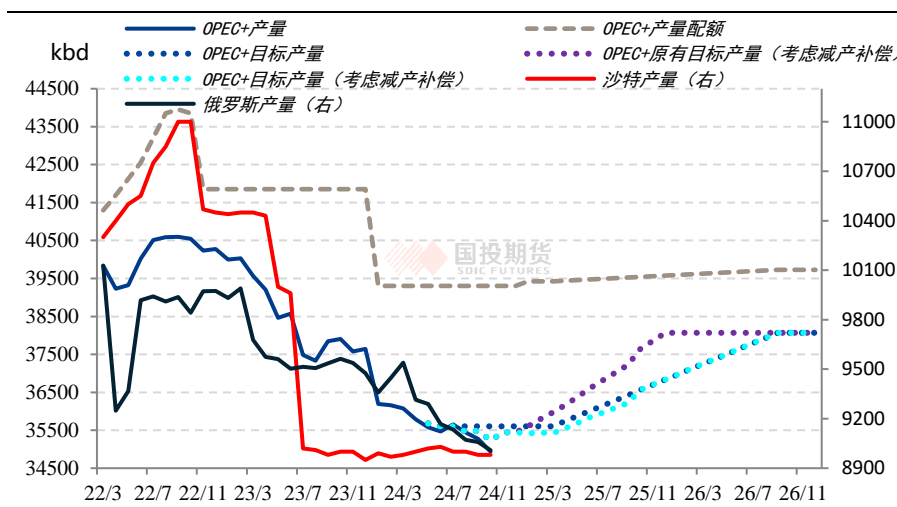
图 25：OPEC+核心集团减产路径：原油&凝析油



资料来源：彭博，国投期货

因此从 12 月 5 日第 38 届 OPEC+部长级会议的最新政策来看，在原有 OPEC+产量配额及 2023 年 4 月会议中提出的 165.7 万桶/天超额自愿减产被进一步延续至 2026 年底的前提下，沙特、俄罗斯等 8 个自愿减产国第 3 次将退出 2023 年 11 月会议提出的 216.4 万桶/天超额自愿减产的时间点推迟，会议决定该部分自愿减产由原定的自 2025 年 1 月起一年内完成退出调整为自 2025 年 4 月起分 18 个月完成退出，增产节奏也将更加平缓。

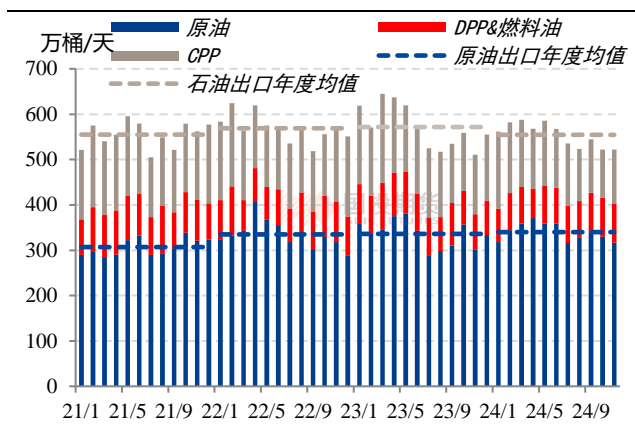
图 26: OPEC+产量及产量目标



资料来源: Rystad Energy, 国投期货

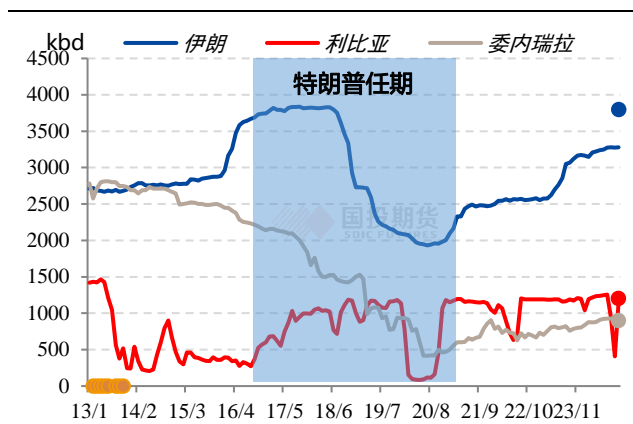
从外部环境的变化来看，多方表征显示特朗普任期开启后美国大概率将致力于俄乌及中东冲突的和解。若美国对乌克兰切断援助能够促成 2025 年俄乌停战的实现，西方国家对俄罗斯石油的禁运及限价制裁亦有望随之取消。从具体影响来看，俄乌冲突以来俄罗斯原油的海运出口逐年微增，对欧美出口的下降被转运至中国、印度、中东及非洲等地，因此即便对俄制裁取消也难以为海运原油市场带来额外压力，主要影响在于贸易流的再次重塑、长距离运输导致的在途库存下降。而成品油方面的影响则相对直接，特别是 2024 年俄炼厂频繁遇袭，中轻质产品及重质产品的出口已分别较 2021 年水平下降 14.7%、11.4%，俄乌和解的达成将降低炼化端的供应风险，特别是加大对欧洲市场柴油、石脑油和燃料油的出口压力。

图 27：俄罗斯原油及炼化产品出口



资料来源：路透，国投期货

图 28：OPEC 减产豁免国产量及潜在产能



资料来源：彭博，国投期货

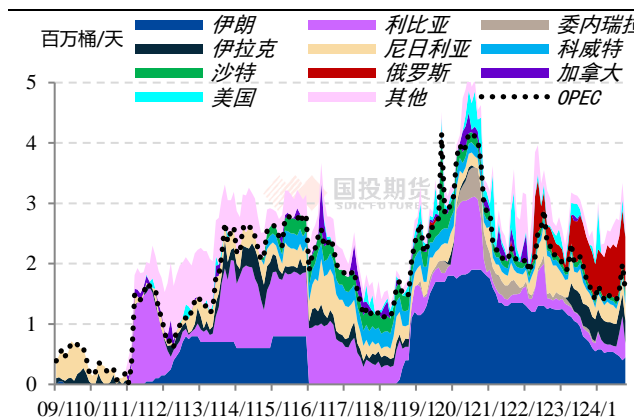
中东方面有迹象显示美国新任政府团队正在推进巴以停火的达成，但由于 2023 年 10 月以来的冲突外溢与升级始终未影响到原油供应，最新 OPEC 意外供断产能已处“阿拉伯之春”以来的最低水平。特朗普就任后美国加大对伊朗及委内瑞拉制裁的风险仍在，拜登政府任期内两国原油分别增产 127.4 万桶/天、46.9 万桶/天，即便考虑到伊朗油更加独立于美元结算体系的现实两国潜在供应减量仍在 100 万桶/天量级。而面对潜在的供应风险，尽管 OPEC+充裕的闲置潜能意味着其有能力在一个季度左右完成产量损失的弥补，但远期平衡表的偏空压力及核心产油国最大化出口收入的核心诉求或减弱其弥补减供冲击的意愿和力度。

图 29：OPEC 闲置产能



资料来源：彭博，国投期货

图 30：全球意外供断产能

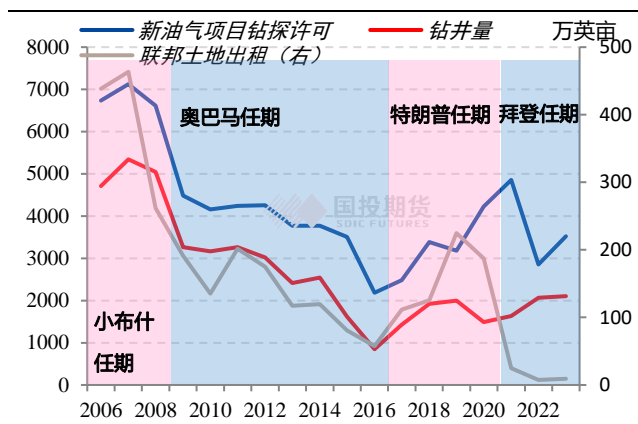


资料来源：EIA，国投期货

3.2.美国页岩油：新任总统亦难快速恢复增产弹性

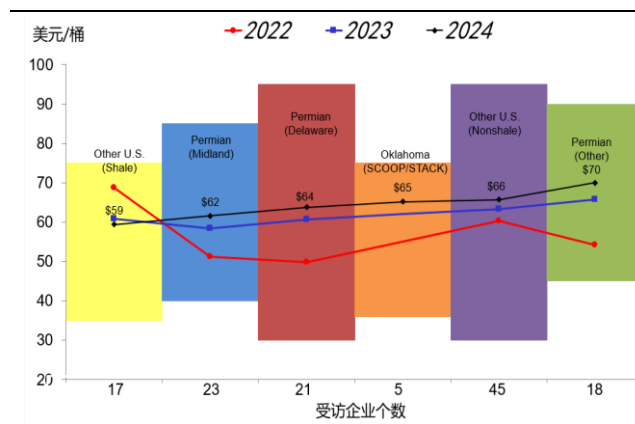
美国共和党和民主党向来在能源政策领域针锋相对，特朗普与拜登政府就国内能源政策主张的最大不同便是极力支持传统化石能源的生产，其新任财政部长贝森特亦明确提出美国到 2028 年增产 300 万桶/天等量石油能源的战略目标。美国新任政府履职后有望通过增加联邦土地出租用于油气开采、增发新油气项目的钻探许可、降低联邦土地特许权使用费率及甲烷排放成本等方式来支持传统化石能源的开发利用。从具体影响来看，拜登政府任期几乎叫停新的联邦土地出租用于油气开采，新的钻探许可证批准量亦高位回落，但由于存量租约及钻探许可并未制约其任期内的钻井活动，过去 4 年美国的钻井量与特朗普任期并无明显差异，均处于 2016 年低油价冲击后的低位水平，可见美国页岩油的钻井活动活跃度更多受盈利情况及资本开支意愿指引，难以因长周期土地政策的利好出现明显回升。截至 2023 年美国联邦土地原油产量在全国占比 25.7%，2024 年 4 月拜登政府将油气项目的最低特许权使用费率自持续了 104 年的 12.5%上调至 16.67%，并相应调增租约竞标下限和租金标准，若特朗普政府重新恢复原有的特许权使用费率并调降甲烷排放成本，则在 WTI70 美元/桶条件下将至少带来 2.92 美元/桶的公共用地开采成本下降。尽管如此，我们看到疫情后美国的原油开采已发生了明显的成本通胀，达拉斯联储调查显示 2024 年一季度美国各区块新井开采的平均成本已提升至 64.3 美元/桶，较 2022 年一季度的 56.5 美元/桶上涨 13.8%，Permian 区块的边际平均开采成本已达 70 美元/桶。特朗普政府虽有意通过减费降税来降低能源开采成本，但综合更为强势的关税、移民等对外政策对国内通胀的上行压力，油气开采成本最终能否明显下降仍有待观察。

图 31：各财年美国联邦土地油气项目开采进展



资料来源：BLM，国投期货

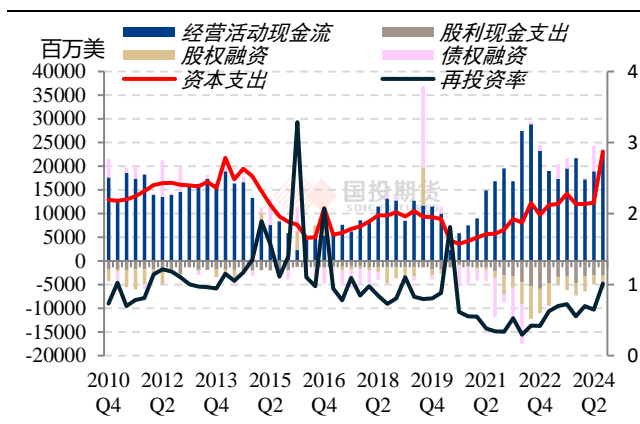
图 32：美国上游开采企业新井成本曲线-WTI 油价



资料来源：达拉斯联储，国投期货

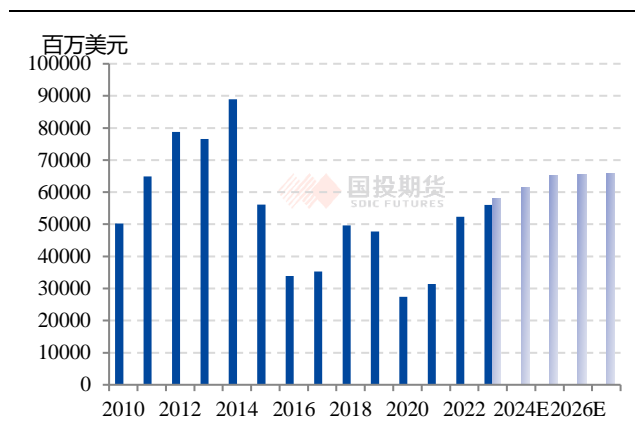
以北美独立油气上市公司的表现为例，2022 年下半年以来随着油价的下行及生产成本的增加，页岩油企业的经营活动现金流出现明显回落，而在此过程中 2016 年及疫情两度低油价冲击的后遗症---投资审慎性仍无明显恢复，企业的现金股利回报和股份回购保持稳定。2024 年二季度财报出现的长期债务扩张、三季度财报出现的资本开支大幅扩张主因 Diamondback、Devon 等企业的并购行为导致，剔除这一影响后三季度样本公司资本开支环比下降 6%，2024 年上半年的再投资率亦仅为 67.1%。2023 年美国独立油气公司的勘探与生产性资本开支已回归疫情前水平，但较 2012-2014 年投资高峰仍有 31.2% 的差距，今明两年增速亦仅为 5-6% 的低位水平，低位投资意愿持续对美国页岩油的钻井活动构成压制。

图 33：北美 14 家独立油气公司资本开支



资料来源：彭博，国投期货

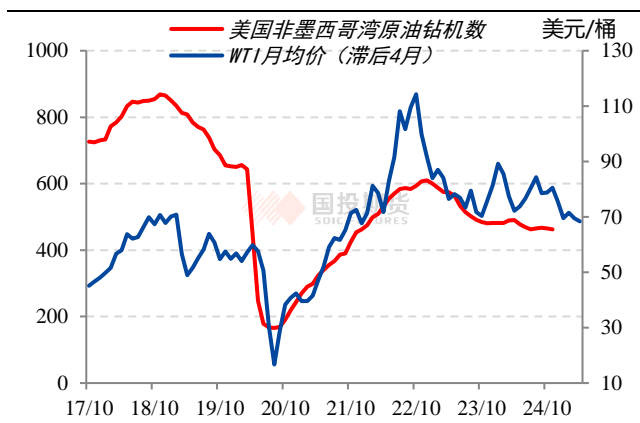
图 34：北美 21 家独立油气公司勘探与生产支出



资料来源：彭博，国投期货

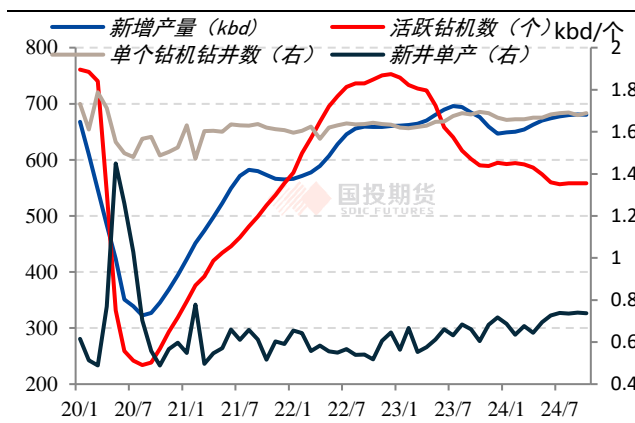
从下图我们不难发现，美国非墨西哥湾地区非常规页岩油的活跃钻机数与油价表现愈发脱钩，特别是在油价上涨阶段基本不受带动。因此 2023 年以来的新增产量主要靠新井单产的边际提升来拉动，在“母子井”重叠问题的制约下亦难有较大弹性。

图 35：美国非墨西哥湾原油钻机数



资料来源：彭博，国投期货

图 36：美国页岩油新增产量拆解

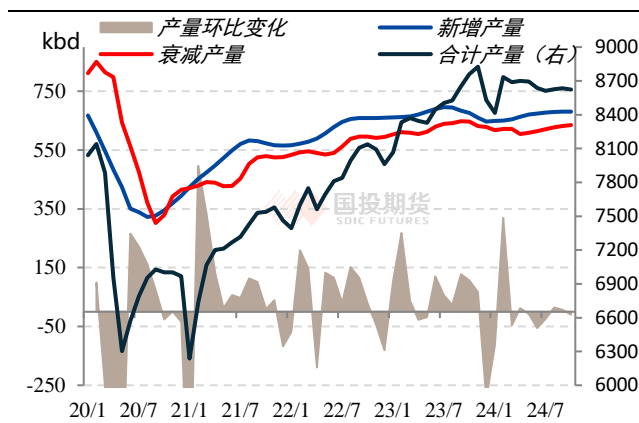


资料来源：EIA，国投期货

值得庆幸的是，随着新投产页岩油井的减少，美国存量页岩油井的衰减量也在下降，因此新增产量仍略高于衰减量，从而带来总体产量的缓慢增加。目前美国能源部预测 2024、2025 年美国原油产量增量均为 30 万桶/天，增产弹性较 2023 年的 94 万桶/天大幅减弱，我们认为在总体增产空间受限的前提下，目前单月

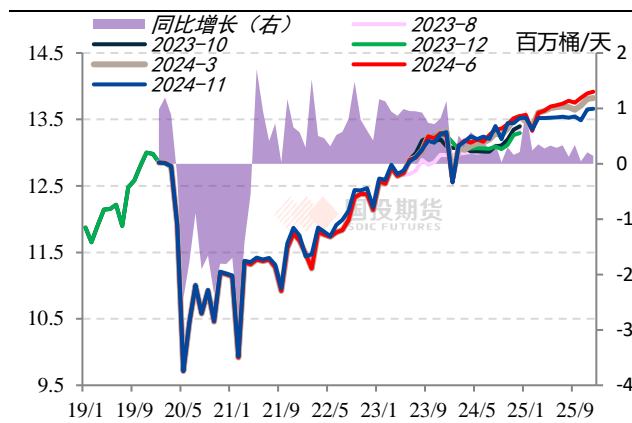
新增产量与衰减产量的差距意味着 2025 年美油产量预估值仍有小幅上调风险。

图 37：美国页岩油产量环比变化的拆解



资料来源：EIA，国投期货

图 38：美国原油产量预测



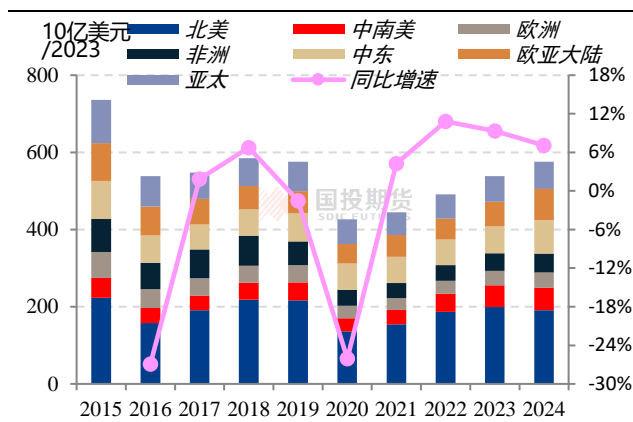
资料来源：EIA，国投期货

3.3.非美非 OPEC+：增速边际回升

疫情以来全球上游油气行业投资进入新一轮恢复期，国际能源署数据显示 2024 年约占全球油气产量 70%的样本公司总计油气资本开支预计同比增加 7.1%至 5760 亿美元，这一强度已恢复至疫情前 2019 年的水平。具体来看，中东及亚洲的国有石油公司几乎完全主导了最近两年的油气投资增量，投资项目以低成本、低碳排放强度为主，其中 40%左右的资本开支用于现有常规油气项目的进一步开发，33%左右用于新的常规项目勘探和开发，剩余部分主要投向美国页岩油气田。特别值得注意的是，油气公司的资本开支仍以传统化石能源为主，其投向风电、光伏、CCUS 及生物能源等清洁能源领域的开支在全部资本开支中占比不足 4%、在净收入中占比不足 1%。

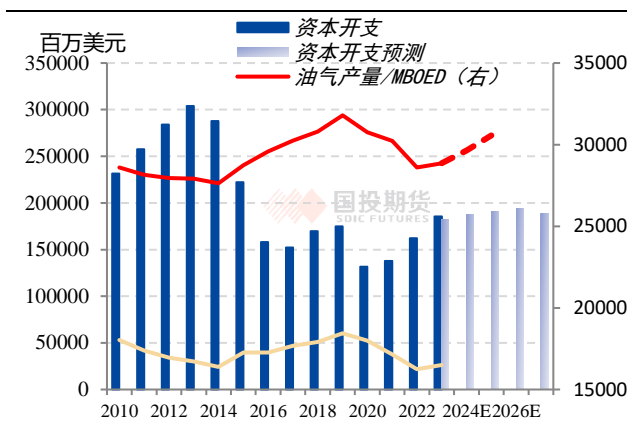
我们以包含 BP、壳牌、中石油等 15 家跨国大型石油公司的资本开支为例，得到了类似的变化趋势。年报数据显示 2023 年样本企业的资本开支已超过 2019 年水平，但仍仅为 2013 年的 61%，即便考虑到生产效率提升带来的成本下降，当前的投资产能仍较峰值时代有较大差距，且预测数据显示未来 5 年大概率维持稳态，油气产量增速的长期约束仍在。

图 39：全球油气上游投资



资料来源：IEA，国投期货

图 40：15 家大型跨国油企资本开支及油气产量

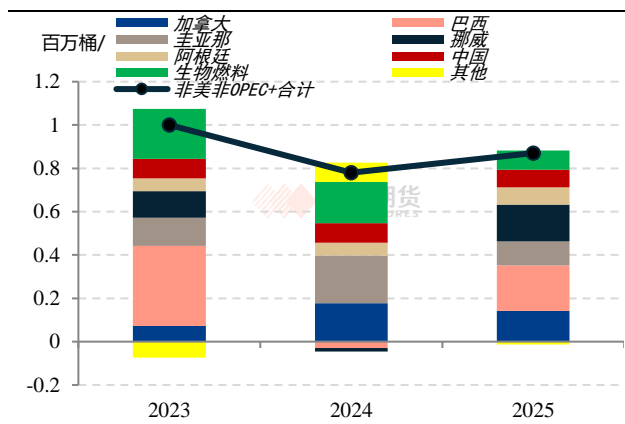


资料来源：彭博，国投期货

具体到 2025 年非美非 OPEC+的供给增量，最大的变化在于巴西增产的延后兑现。年内受油田检修、油井&设备维修及工人罢工影响巴西石油项目的产能利用率仅为 66%，导致石油产量同比微降，未能兑现年初市场预期的 32 万桶/天增量。展望 2025 年，假设产能利用率小幅回升至 70%左右，巴西仍有望在年内 10 月投产的 28 万桶/天 Mero3、IPB 进一步增产以及合计产能 80 万桶/天的 Bacalhau、Mero4、Buzios6、Buzios7 四个新 FPSO 陆续投产的推动下实现 21 万桶/天供给增量。

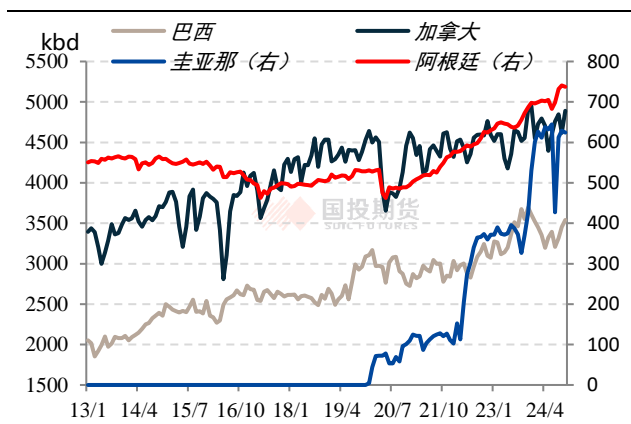
此外，24 年 5 月投入商运的加拿大 TMX 管道进一步打开了加拿大重油的出口空间，四季度挪威产能 22 万桶/天的 Johan Castberg FPSO 投产以及 2025 年圭亚那产能 25 万桶/天的第 4 艘 FPSO 投产也将带来进一步供应增量，综合预估 2025 年非美非 OPEC+原油及凝析油供应增量将较 2024 年的 78 万桶/天进一步提升至 87 万桶/天。

图 41：非美非 OPEC+原油&NGLs 供给增量



资料来源：IEA，国投期货

图 42：美洲 4 国原油&凝析油产量



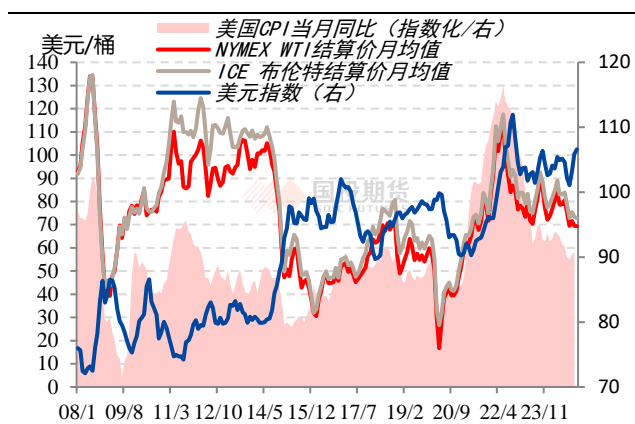
资料来源：彭博，国投期货

4. 行情&策略展望

2021 年以来原油与美元的强负相关关系被明显打破，这种原油与美元同强同弱的格局一度延续至 2024 年的上半年。究其原因，疫情后原油价格的连续上涨带动美国 CPI 增速大幅攀升，而这一通胀压力已突破 1979 年石油危机以来的区间上限，美联储对通胀预期的管控成为其货币政策的首要目标，由此导致这一阶段美元与油价的正相关性。值得注意的是，随着今年年中以来 WTI 及美国汽油零售价格重回同比负增长，美国通胀压力已大幅缓解，美联储的政策目标转为更加关注经济增长与通胀预期的平衡，原油价格从美联储货币政策的自变量向因变量转变，因此我们大概率将重新看到油价与美元负相关关系的回归。

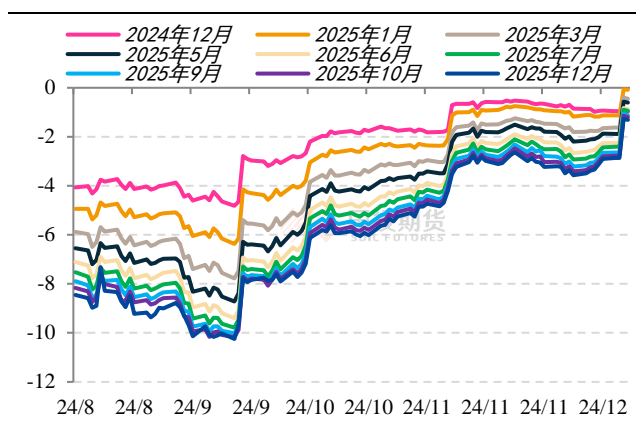
特朗普任期开启后大概率重新推行强关税及抑制移民政策，由此为核心通胀带来的升温压力及美国经济的偏强表现已引发市场关于美国重回“高利率、强美元”周期的预期，24 年 12 月最新美联储议息会议如期降息 25bp 后，市场对 2025 年降息空间的定价已自此前的 50-75bp 缩窄为不足 50bp，我们预估 2025 年强势美元对油价的利空作用将更加明显。

图 43：原油价格与美元指数相关性的变迁



资料来源：WIND，国投期货

图 44：美联储累计降息次数预估

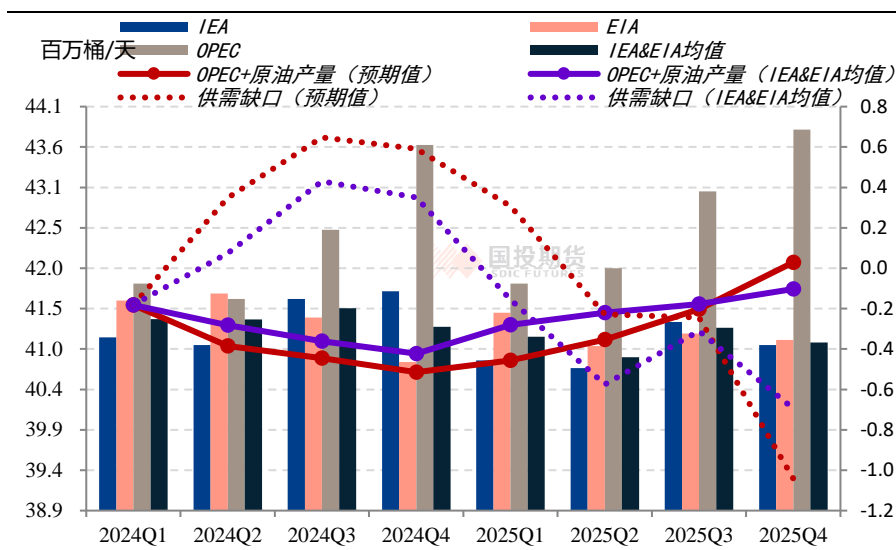


资料来源：彭博，国投期货

从供需展望来看，我们预计 2025 年新能源汽车将基本实现对汽油消费的增量替代，汽油消费增速进一步下滑至几无增长的水平，疫情后航班出行在 2024 年的进一步修复导致 2025 年增长空间有限，航煤需求增量同样面临回落，而柴油消费大概率在中美两国的对内刺激政策及中国 LNG 重卡稳定替代的交互影响下增速由负转正。在主产品需求增长低迷的背景下，LPG、乙烷及石脑油等化工原料仍是石油需求增长的主要驱动，预估 2025 年石油需求增长 100 万桶/天左右较 2024 年略有回升。炼化环节方面，2025 年南美及国内新炼能的投放足以抵消欧美炼厂关停退出的影响，加之天然气液及生物燃料供应的稳定增长，炼能净增量仍将超过全球对炼厂产品的需求增量，我们预计全球炼化利润中枢仍将较 2024 年水平边际下移。

在此背景下，供应端美国页岩油产量难因特朗普就任后长周期联邦土地政策的利好恢复增产弹性，吨桶利润恶化及投资意愿审慎仍将压制美油产量增速，而非美非 OPEC+ 的新增供应有望在巴西增产延后兑现的驱动下边际回升，市场并未留给 OPEC+ 进一步增产空间。因此从 OPEC+ 核心集团的最优解来看，维系低产量、不断推迟减产仍是其大概率选择。

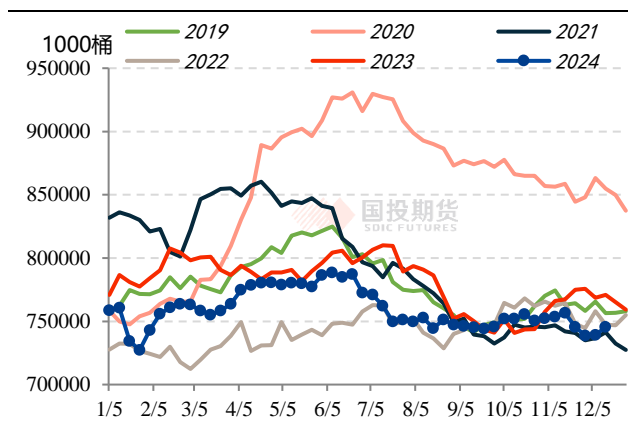
图 45：全球对 OPEC+原油供应的需求及供需平衡展望



资料来源：IEA/DOE/OPEC，国投期货

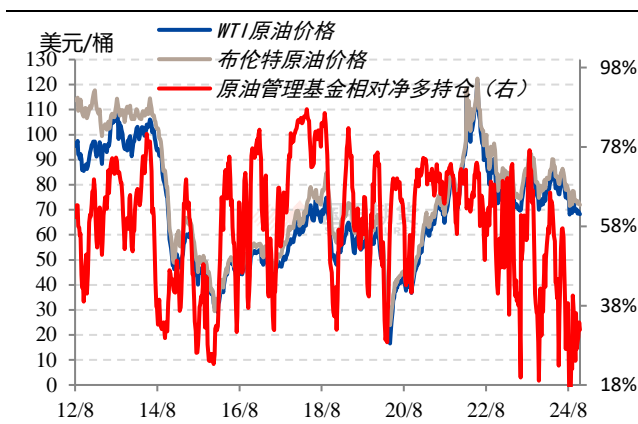
根据 12 月 OPEC+部长级会议的最新产量计划，低产量政策延续至 2025 年一季度末及后续增产节奏的放缓，将带动原油市场在 2025 年的供需展望自此前的明显盈余改善为小幅盈余 40 万桶/天左右，其中一季度或呈现 31 万桶/天的小幅缺口，二、三季度市场的盈余幅度亦仅在 30 万桶/天之内，供需盈余压力集中在四季度的 90 万桶/天左右。由此我们预估 2025 年布伦特油价中枢将自今年的 80 美元/桶回落至 75 美元/桶左右，对应国内 SC 原油期货年度均价自 580 元/吨回落至 550 元/吨左右，主要波动区间为布伦特 65-80 美元/桶、INE SC480-600 元/桶。

图 46：原油岸罐商业库存



资料来源：彭博，路透，国投期货

图 47：外盘原油期货&期权管理基金净多持仓



资料来源：彭博，国投期货

从具体的操作节奏上看，四季度以来原油岸罐库存基本持平，浮仓及在途库存分别出现 2.1%、3.6% 的累增，四季度缺口预期兑现不佳。考虑到后续供需平衡展望大概率弱于今年四季度的水平，即便 2025 年全年 OPEC+延续一季度的低产量政策市场亦仅能实现 22 万桶/天小幅缺口的紧平衡状态，累库预期之下原油单边操作思路仍以逢高做空为主；主要风险在于外盘原油期货及期权净多持仓低位下，若特朗普就任后强化对伊朗及委内瑞拉制裁，OPEC+主动对冲供应减量的意愿及力度较低，因此一季度前半段不宜低位追空。

【免责声明】

国投期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。本报告仅供国投期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。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导致的任何损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

国投期货研究院

北京市

地 址：北京市西城区金融街街道金融大街 5 号新盛大厦 B 座 18 层

上海市

地 址：上海市虹口区杨树浦路 168 号 17 楼

公共邮箱：gtaxinstitute@essence.com.cn

国投期货研究院公众号



国投期货数据投研平台安卓版



国投期货数据投研平台 IOS 版

