

千磨万励还坚韧



作者简介

谢雯，物产中大期货研究院院长助理/化工油品组组长/芳烃产业链高级分析师。毕业于江西财经大学，12年能化/芳烃/农产品产业链研究经历，具有扎实的研投功底，曾获大连商品交易所“十大研发团队”成员、“大连商品交易所油脂油料期货品种优秀研究员”、“大连商品交易所优秀学员”。多次获“期货日报最佳农副产品期货分析师”称号。2022年获“郑州商品交易所PTA高级分析师”。连续三年获“期货日报最佳工业品分析师”称号。常年在期货日报、第一财经等主流媒体发表农产品、能化、芳烃板块相关观点。

期货从业资格：F0263882

期货咨询资格：Z0011984

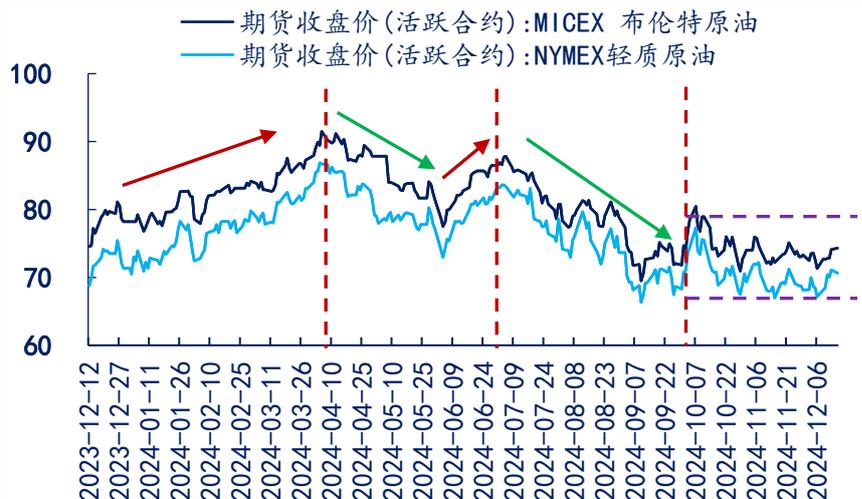
电话：0571-87788888-8325

邮箱：xiew1@wzgroup.cn

一、2024年原油行情整体回顾

2024年上半年，原油价格重心上移，原油价格上行的主逻辑来自三方面：1.地缘政治；2.OPEC+减产；3.降息预期。一季度，原油价格因需求前景改善、宏观再通胀逻辑升温、乌克兰无人机频繁袭击俄罗斯炼厂、伊朗与以色列冲突加剧等因素叠加，布伦特原油价格超90美元/桶。随着美国宏观数据环比走弱、地缘因素放缓、OPEC+减产至三季度但低于市场延长至年底的预期、库存累积，布伦特原油价格跌至76美元/桶一线的低位。布伦特原油价格偏低引发资金入场做多，CFTC净多持仓增加，地缘政治再起以及美国经济数据显示韧性，原油价格反弹。

图 1：原油走势 单位：美元/桶



数据来源：Wind 物产中大期货研究院

下半年，原油价格在供应预期增加、需求下滑以及复杂的宏观局势下区间下移。其中：三季度，基本面信息的转变让市场对原油的远期价格有偏空预期，带动原油价格区间下移。其中最关键的因素是市场对远期原油需求的担忧：一是季节性需求下滑，二是美国经济数据偏弱带来的需求不佳的预期。除此之外，OPEC+增产只是推迟，并不会取消。因此，供需双增叠加奠定原油累库预期的基础，而地缘政治对原油价格带来的只是短期的脉冲扰动。整体主线日渐明朗，原油价格在三季度一度下跌流畅。四季度，OPEC+多次将放松减产推迟，将放松减产从10月份相继推迟至1月份和2025年4月份，三大机构

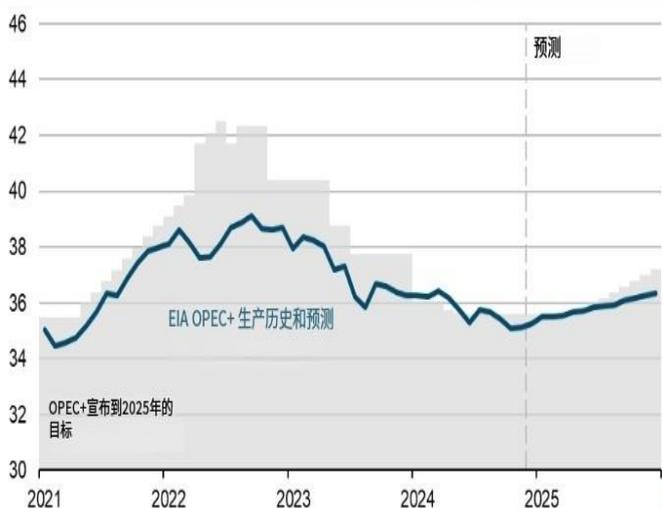
月报下调原油需求预测。同时，宏观局势变得较为复杂，一是巴以地缘局势扰动不断，二是特朗普胜选，按照特朗普1.0对油品的政策，市场预期对原油价格利空。在多空因素的影响下，原油价格处于区间整理状态。

二、2025年原油供应：供应增幅较大，关注不确定因素

(一) OPEC+增产是否再度推迟成为供应考量的关键因素之一

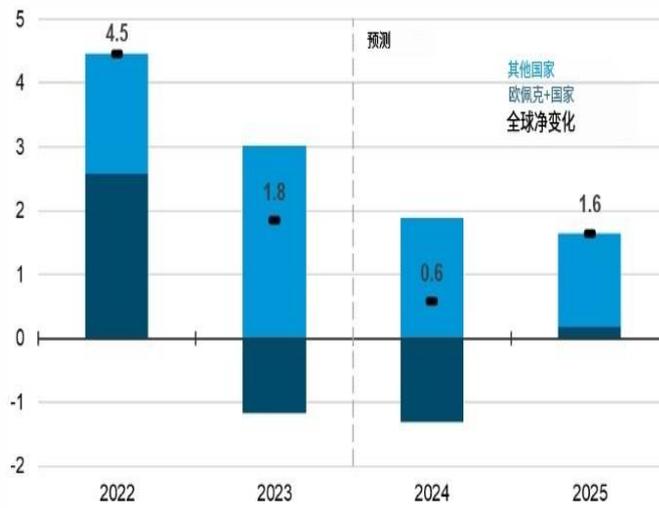
2024年6月OPEC首次提出产量回补时间表，但下半年减产措施一直因原油价格承压而后延。2024年12月5日，OPEC+成员国同意将原定于2025年1月开始的增产推迟至2025年4月。在会议上，该组织还宣布了到2026年的产量目标。EIA预测OPEC+将在2025年的大部分时间里按照新的目标水平提高产量，如果这一预测实现，2025年的平均库存可能增加10万桶/日。

图2：全球炼油产能年度变化 单位：百万桶/天



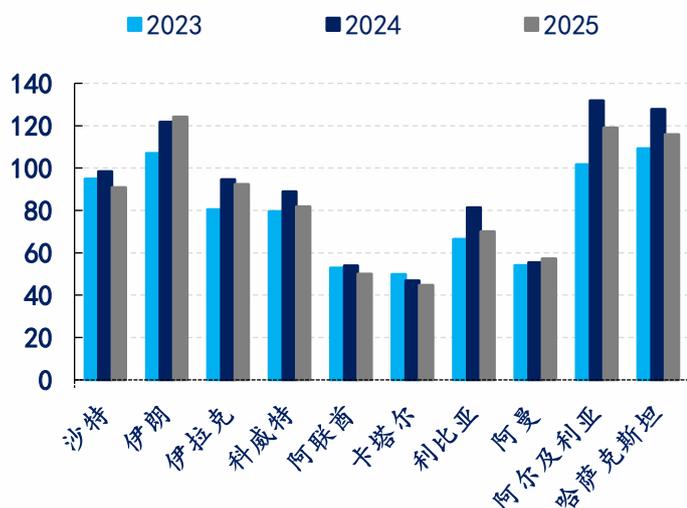
来源：EIA、物产中大期货研究院

图3：全球原油产量增长 单位：百万桶/天



来源：EIA、物产中大期货研究院

图4：OPEC财政平衡盈亏油价 单位：美元/桶



来源：IMF、物产中大期货研究院

图5：页岩油新井盈亏平衡成本 单位：美元/桶



来源：彭博、物产中大期货研究院

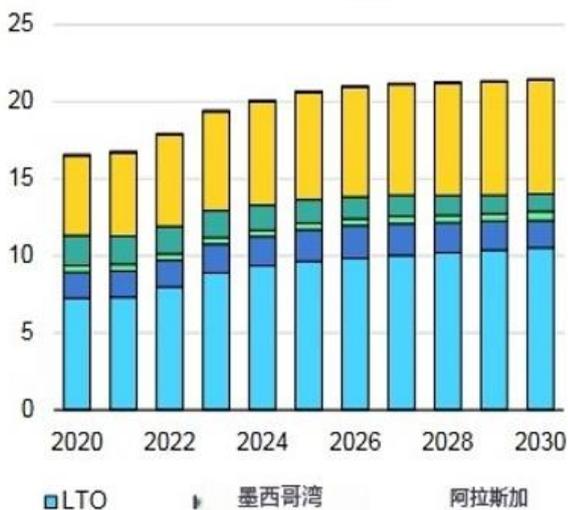
减产协议经过数次推迟之后，OPEC+所有成员国366万桶/日的石油减产延长至2026年12月31日，预估2025年全年平均增加50万桶/日的量低于原计划约120万桶/日的年度增幅。

根据国际货币基金组织的测算，2024年和2025年沙特的财政预算平衡油价分别为98.4和90.9美元/桶，而较低的阿联酋为53.9和50.0美元/桶。由于最大的剩余产量份额为沙特，沙特的表态尤为重要。

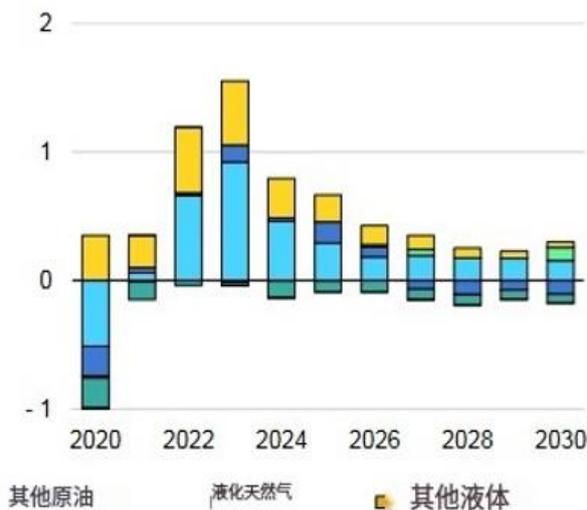
此次推迟复产，可以看成各联盟成员国更为团结，阿联酋同意自2025年4月再逐步增产，伊拉克在9-11月出现了三个月的产量下滑，而俄罗斯的产量也得到了控制。如果油价发生不利于产油国的变动，OPEC+组织将及时调整产量计划。2025年5月28日举行第39届石油输出国组织（OPEC）和非OPEC部长级会议。

（二）特朗普2.0能源政策利好传统能源

图6：美国总石油供应（左） 单位：百万桶/日

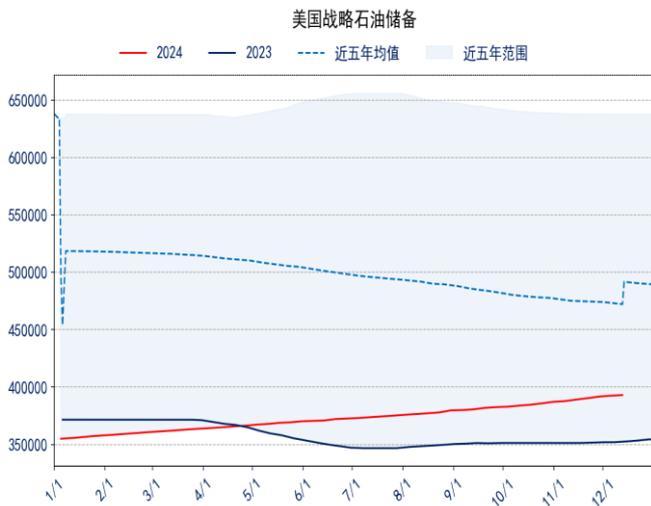


美国石油总供应增长（同比）（右） 单位：%



来源：IEA、物产中大期货研究院

图7：美国战略石油储备 单位：千桶



来源：彭博、物产中大期货研究院

图8：美国库欣原油库存 单位：千桶



来源：彭博、物产中大期货研究院

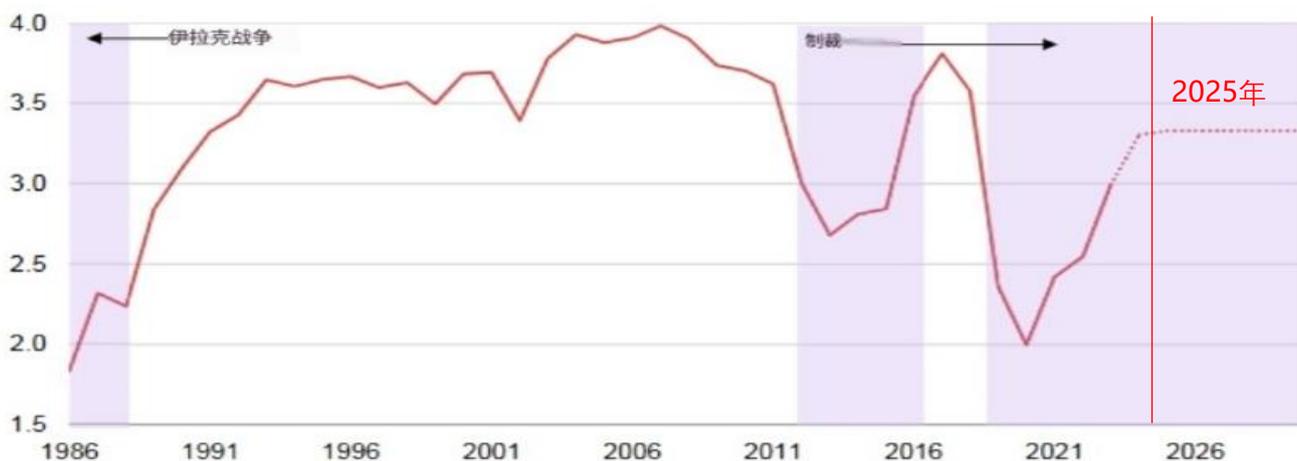
2022年页岩油行业创纪录的高位利润和自由现金流并没有促进投资增加，而是用于偿还债务和股东分红。目前政府的清洁能源政策导致油气行业投资意愿缺乏。目前油价已接近页岩油成本（图5），油价进一步下跌会导致利润受损，因此，页岩油的增量有限。

特朗普2.0可能延续1.0支持美国油气产业并可能削弱结束拜登推出的绿色新政，油气行业大概率受益于特朗普2.0政策。从数据上来看，美国原油总供应增幅较大，中性预期下，2025年美国原油的增量为60万桶/日。

SPR的建立对于应对石油危机有利，俄乌之后，美国大量释放储备降价稳供应，目前还处于较低位置，后续仍将继续回补。另外，美国库欣原油库存低位给盘面也有一定支撑。

（三）伊朗供油为不确定变量

图 9：1986-2030年伊朗原油产量 单位：百万桶/日



来源：IEA、物产中大期货研究院

特朗普1.0时期重启制裁后，伊朗方面的产量从380万桶/日跌至190万桶/日左右，减量约200万桶/日，其中仅出口方面减量约为150万桶/日。2025年伊朗产能增长，但制裁阻碍产能增幅。若制裁放松，伊朗产能可达到满负荷增长状态。

伊朗当前出口原油规模约在160-180万桶/日，主要买家是中国。若中国企业规避制裁，伊朗出口或损失100万桶/日的量。若加大对伊朗的制裁监管，伊朗的浮仓会优先积累，每日的增速可达到10/20万桶，市场流通的原油量减少，从而推升原油价格。因此，伊朗供油需关注制裁政策的变化。若发生制裁加码的事件，OPEC+的产能释放或可有部分缓解。

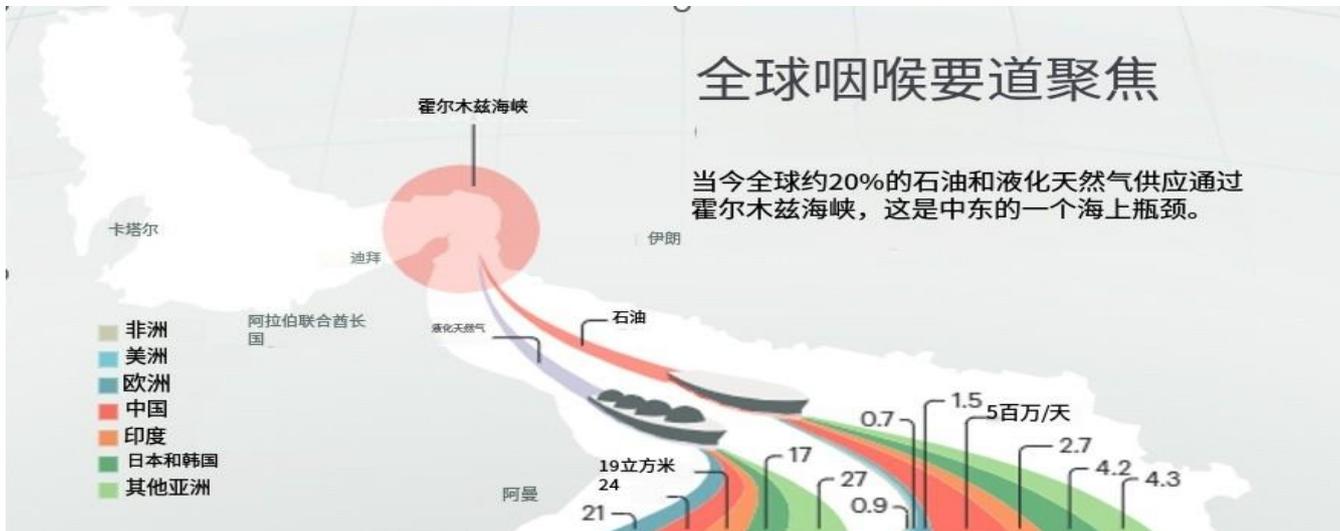
（四）地缘政治带来原油价格脉冲行情

俄罗斯在乌克兰的战争仍在继续，中东冲突显然有升级的风险。地缘政治在2025年仍是一个绕不开的话题。

中东地区、以色列和伊朗之间的紧张局势若得不到妥善解决，始终是原油供应的潜在风险因素，一旦冲突升级致使原油供应出现中断，那么原油供应大概率紧张。从过往的事件来看，地缘政治的发生带来原油价格的脉冲走势。

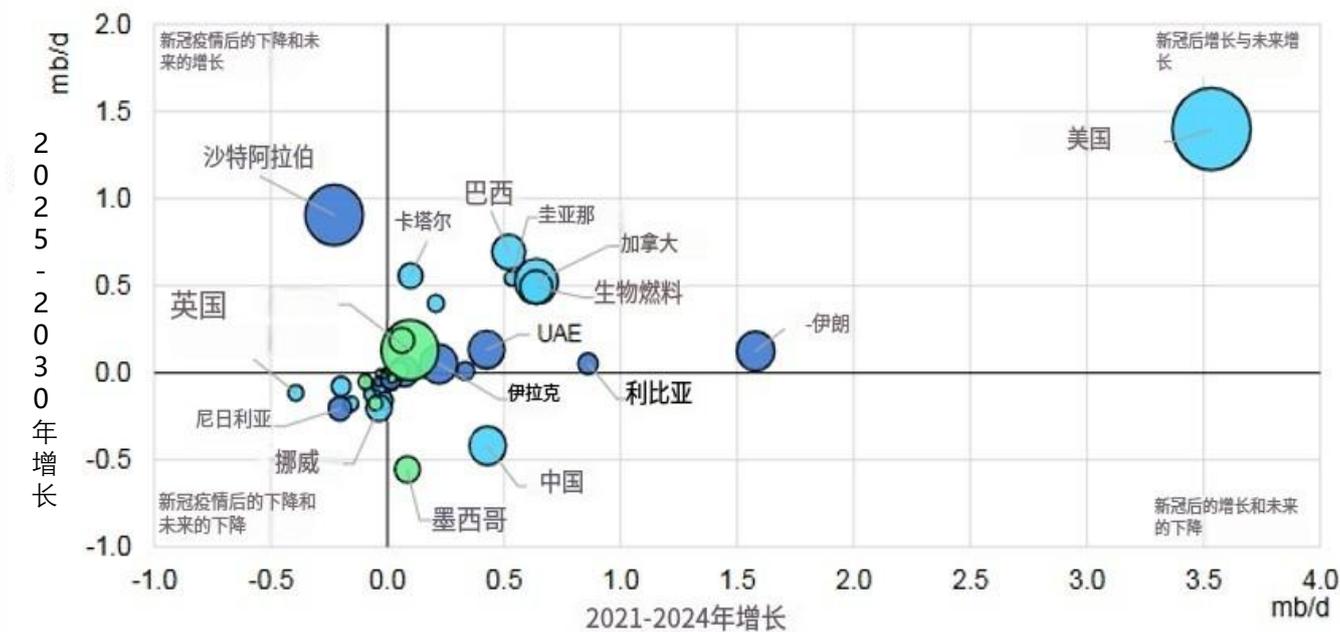
综上，原油的供应幅度较大，OPEC+有增产潜力，但可能维护利益而出现延迟。页岩油增量有限，美国总原油供应增长。不确定因素主要来自于伊朗供油和地缘政治带来的变量。

图 10：全球20%的石油和液化天然气供应通过霍尔木兹海峡



来源：IEA、物产中大期货研究院

图 11：2025-2030年选定国家的石油供应变量与2021-2024年相比



来源：IEA、物产中大期货研究院

三、2025年原油需求：增幅受限

(一) 2025年主要经济体GDP增速放缓，全球石油需求增量主要在非OECD

据宏观篇《新政府，新政策》中提及：美国2024财年的财政赤字达到1.83万亿，较前一年增加8%，财政预算赤字占GDP比重为6.4%，连续两年超过6%。美国飙升的财政赤字拖累经济增长，2024年美国的降息也印证了这一点。全球贸易下滑对依赖出口的中国和欧元区形成经济冲击，特朗普2.0时代其鲜

明的对内减税、加对外加征关税的政策将推高通胀预期，制约美联储降息幅度，而欧洲经济体则会面临更多的挑战。根据2024年12月的政治局会议精神，其明确提出要“实施更加积极有为的宏观政策”。从目前的情况来看，要维持国内经济GDP的高增长，则需要将“扩大对外开放”与“扩大国内需求”的相关政策落到实处。

表 1：各经济体实际GDP增长（预估值） 单位：%

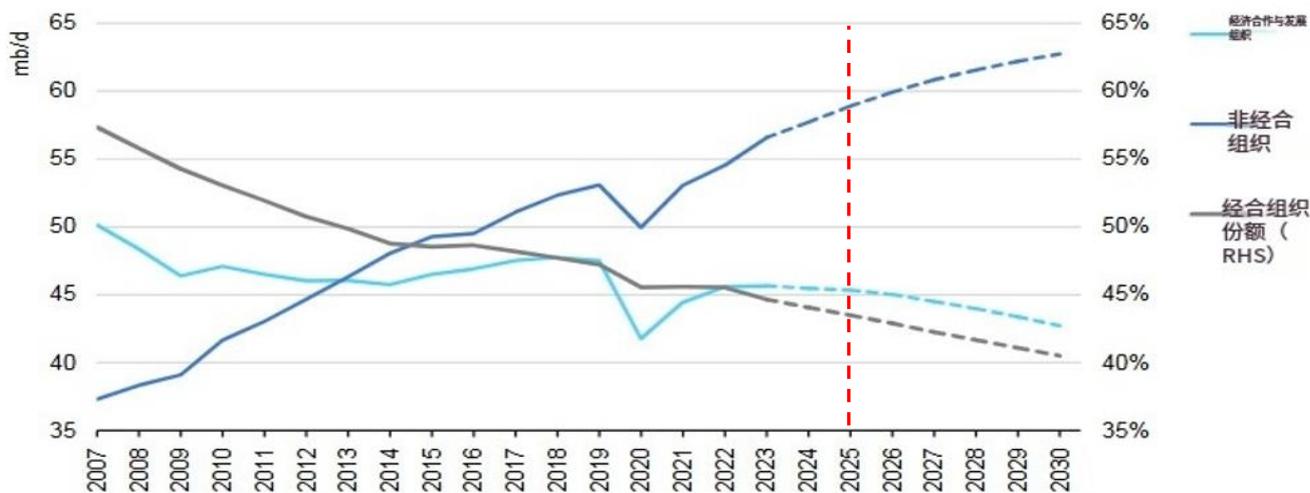
国家	2011-2019	2022	2023	2024	2025	变化幅度	2026-2030
美国	2.4%	1.9%	2.5%	2.6%	1.9%	-0.7%	1.7%
欧洲	2.0%	3.2%	1.3%	1.5%	2.0%	0.5%	1.4%
日本	0.9%	0.9%	1.9%	0.5%	0.9%	0.4%	0.4%
中国	7.3%	3.0%	5.2%	4.7%	4.1%	-0.6%	3.7%
印度	6.8%	6.6%	7.7%	6.3%	7.4%	0.9%	6.4%
非洲	3.7%	3.8%	2.5%	3.0%	3.9%	0.9%	3.4%
OECD	2.1%	3.0%	1.7%	1.6%	1.9%	0.3%	1.6%
非OECD	4.7%	3.6%	4.4%	4.1%	4.4%	0.3%	3.9%
全球	3.4%	3.3%	3.2%	3.0%	3.3%	0.3%	2.9%

数据来源：牛津经济、IEA

从牛津经济发布的预估数据显示，全球GDP在2025年将保持温和增长，但主要经济体：美国和中国的经济增长速度可能下滑，后续需关注美国的降息节奏和中国相关政策的实施效果。

情景显示价格对石油需求的影响关于GDP增长及其对石油需求影响的假设是EIA需求估计的一个关键组成部分。2025年原油需求的增长主要体现在非OECD国家，而OECD国家的原油需求已进入下降通道（图12）。

图 12：2007-2030年OECD与非OECD的石油需求增长率变化 单位：%

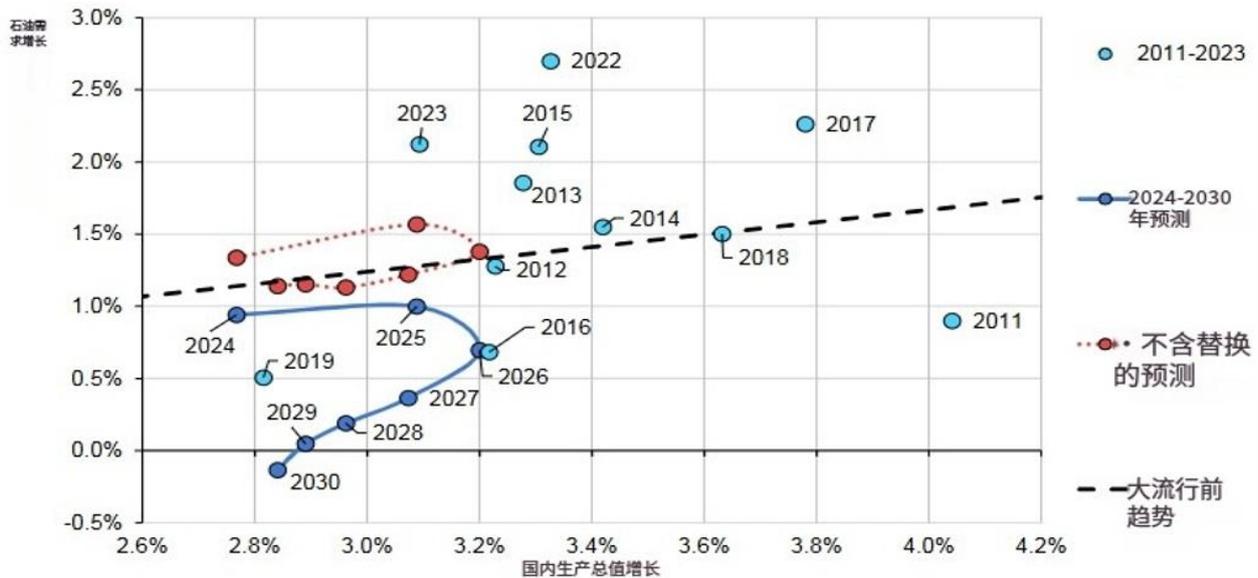


来源：IEA、物产中大期货研究院

(二) 电车渗透率逐年提升，抑制原油需求增长

从表1来看，2025年，牛津经济预估OECD和非OECD国家的GDP均增长0.3%，但石油需求的增长却出现了分化，其中一个重要原因是电动汽车对石油需求的替代。

图13：2011-2030年全球石油需求和GDP增长关系



来源：EIA 物产中大期货研究院

从图13来看，若不产生电动车出行对燃料车的替代，汽油和柴油的需求将不会被削减（红线），然而，EIA预估，到2030年，电动汽车的替代将削减汽油和柴油的需求量大致在600万桶/天，全球石油需求将出现负增长（蓝线中的2025年和2030年需求情况对比）。

2024年，中国电动汽车销量预估超过1000万辆，远高于先前预测的7%的增长率。对于中国来说，电动车及高铁的普及，汽油需求得到抑制，2025年为汽油需求的峰值之年，而替代效应却远未达峰。从蓝线上来看，2025年原油需求略有增长，但幅度不大，2026年开始，原油需求步入减少轨迹。这主要的原因是大约30个国家已经制定了零排放汽车目标的时间表，逐步淘汰内燃机汽车（表2）。

自2020年以来，世界各国政府指定的2万亿美元清洁能源投资中约有10%带有要求本地制造的相关条件。一些国家还在贸易政策中采取步骤，通过关税调整、反倾销税和反补贴措施，解决对当前清洁能源制造贸易各方面的关键问题。到2030年全球电动汽车销量将达到4000万辆/年以上，届时全球石油需求约为101-103百万桶/日，较2025年下滑的幅度约为1.15%-1.9%。

(三) 炼油产能增量同比减少

IEA报告中的数据显示，2024年至2026年，全球投产的炼油项目约为440万桶/天，占预测期内总增量的86%。2026年以后，预计完工的炼油项目相对较少。全球炼油净产能增加的区域主要在苏伊士运河以东，占增长量的近85%，该地区的新项目净增炼油能力为280万桶/天，涉及的国家主要为中国、印度和中东，其中，中国和印度的炼油产能新增量为100万桶/天，中东则约为63万桶/天。大西洋盆地

表 2：部分国家电动车辆相关政策

国家/地区	策略类型	描述	年份
澳大利亚	目标	<ul style="list-style-type: none"> 《国家电动汽车战略》包括州级目标和激励措施的详细内容。 	2023
加拿大	政策	<ul style="list-style-type: none"> 《电动车可用性标准》规定了从2026年开始， 到2035年达到100%的年度零排放轻型汽车销售目标。 	2023
中国	政策	<ul style="list-style-type: none"> 以新能源或节油型车辆取代主要使用的化石燃料动力车辆的换车补贴。 	2024
欧盟	政策	<ul style="list-style-type: none"> 到2035年，新车和货车的二氧化碳排放量将减少100%。 	2023
印度	政策	<ul style="list-style-type: none"> 电动交通推广计划（2024年4月9日），鼓励和补贴使用电动两轮/三轮车、巴士和货运车辆。 	2024
印度尼西亚	目标	<ul style="list-style-type: none"> 到2030年，在轻型客车中拥有200万辆电动汽车和1300万辆电动摩托车。 	2023
日本	目标	<ul style="list-style-type: none"> 到2035年，电动汽车、燃料电池汽车和混合动力乘用车的销量达到100%； 到2040年，轻型商用车的销量达到100%； 	2021
韩国	目标	<ul style="list-style-type: none"> 到2025年，51%的新轻型汽车将是电动、燃料电池或混合动力，到2030年这一比例将达到83%。 	2021
墨西哥	目标	<ul style="list-style-type: none"> 到2040年，100%的乘用车、两轮/三轮车和公交车销售将是电动和插电式混合动力车。 	2023
新西兰	目标	<ul style="list-style-type: none"> 到2035年，100%的新车和货车销售将实现零排放。 到2025年，100%的城市公交车销售为零排放车辆。 到2035年，将零排放车辆增加到轻型车队的30%。 	2021
巴基斯坦	目标	<ul style="list-style-type: none"> 到2030年，30%的轻型客车销售是电动的。 到2030年，50%的电动两轮/三轮车销售是电力化的。 到2040年，90%的卡车销售是电动的；90%的城市公交车销售是电气化的； 	2019
英国	政策	<ul style="list-style-type: none"> 到2030年，80%的新车和70%的新货车将是零排放车辆。 到2035年增加到100%。 	2024
美国	政策	<p>《基础设施投资和就业法》为电动汽车充电基础设施、电池相关项目和替代燃料基础设施提供资金。</p>	2021
		<ul style="list-style-type: none"> EPA第三阶段温室气体排放标准的目标是：与2026年相比，2032年轻型车辆的排放量减少近50%，中型车辆的排放量减少44%，重型车辆的排放量减少约30%至60%。 	2024
越南	目标	<ul style="list-style-type: none"> 到2050年运输部门实现温室气体净零排放，目标是100%的道路运输使用电力和绿色能源。 	2022

资料来源：IEA、物产中大期货研究院

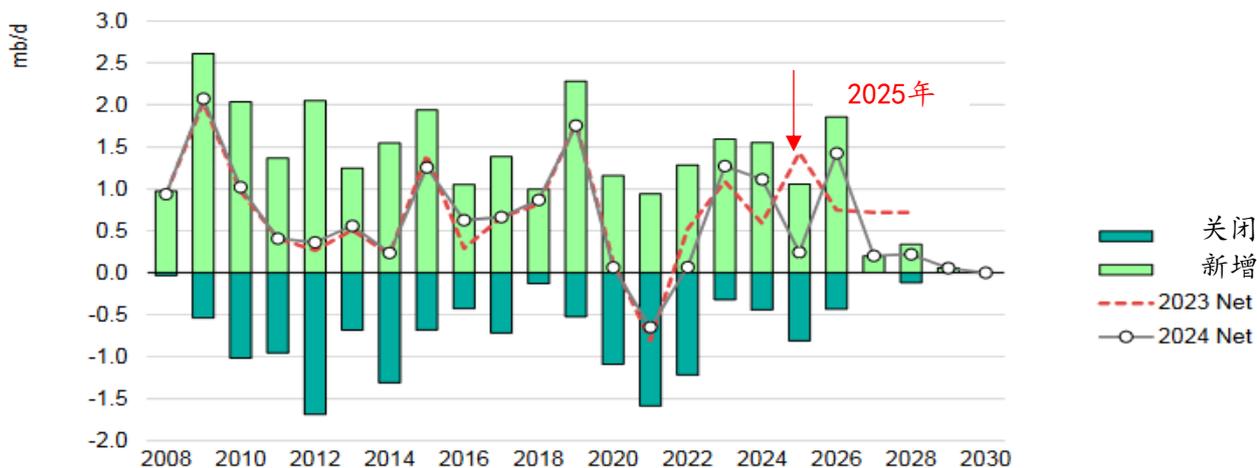
中的尼日利亚和墨西哥的新炼油厂合计增加炼油产能100万吨，经合组织地区关闭量抵消了部分这些新增产能，净增量大致50万桶/天。

其中，2025年，中国将总炼油产能限制在2000万桶/天。中国关闭了山东部分小型炼油产能，裕龙炼化的新增产能在2025年继续发挥作用，沙特阿美公司和中国北方工业集团公司，在盘锦的综合石化设施将增加32万桶/天的原油炼油产能将于2026年投产。部分炼油厂扩建共计扩产78万桶/天，中石化还在整合湖南省的两家炼油项目，合并其长岭和岳阳的炼油厂，合计减少产能10万桶/天。

随着清洁能源技术的加速发展，全球炼油行业的需求增长放缓，2025年全球炼油产能新增的幅度小于2024年（图14），关闭量也大于2024年，2026年则是2030年之前炼油产能增长最快的一年，随后的增加量非常有限。

综上，从需求端来看，主要经济体GDP增速放缓，全球石油需求增量主要在非OECD，而电车渗透率逐年提升，抑制原油需求增长；炼油产能增量也同比减少。因此，2025年需求增幅受限。

图 14：全球炼油产能年度变化 单位：百万桶/天



来源：IEA 物产中大期货研究院

四、2025年原油行情展望：区间下移，波动加大

2024年二季度以来，虽然有很多繁杂的因素，但很大程度上是在计价需求的走弱。2025年，主要经济体的GDP增速预估较2024年放缓。除了对经济增量的预估，碳达峰政策与电动车方面对原油的需求压制并未见顶，全球炼油产能增量有限。原油供应方面的增量大于需求方面的增量，供应的主要增长点在于非OPEC+（美国、巴西的增幅较大），OPEC+的增量虽迟但到，并且，OPEC+具备可释放的产能，但要注意OPEC+的增产节奏。市场上对2025年供需格局定性为过剩已成为市场共识。

特朗普上台之后，市场依据特朗普1.0的政策猜测页岩油的产量增加，但从目前页岩油的生产成本以及页岩油的投资情况来看，页岩油难重现2014-2015年的增长状况。影响原油供需过剩的砝码主

要在于对伊朗的制裁。2025年，地缘政治的影响仍会给原油价格带来脉冲式影响。

因此，我们认为，2025年原油价格大概率区间下移，但中途也会因为“伊朗”而改变市场对供应的预期，突发的地缘情况也会带来原油价格的阶段反弹。从目前原油的低库存与页岩油生产成本来看，布伦特原油价格有望在60美元/桶有支撑，上方压力区间预估为75-80美元/桶，建议在压力区间抛空操作。

表3：全球原油供需平衡表 单位：百万桶/天

栏目	2021	2022	2023	2024*	2025*	同比
全球需求	97.5	100.1	102.2	103.2	104.2	0.97%
OECD	44.4	45.6	45.7	45.5	45.3	-0.44%
非OECD	53	54.5	56.6	57.7	58.9	2.08%
全球供给	95.6	100.2	102.2	102.62	104.66	1.99%
OPEC	25.2	27.7	27	27.02	27.06	0.15%
NGLs	5.3	5.4	5.5	5.6	5.7	1.79%
OECD	28.2	29.4	31.1	31.8	32.5	2.2%
非OECD	31.7	32.3	32.7	32.8	33.5	2.13%
非OPEC	65	66.8	69.2	70.2	71.9	2.42%
供需平衡	-1.9	0.1	0	-0.58	0.46	-

数据来源：IEA、OPEC、EIA、物产中大期货研究院