



紫金天风期货

立足产业 研究驱动

# 原油：弱需求下的再平衡

原油年报 2024.12.6

作者：王谦

从业资格证号：F03123709

交易咨询证号：Z0019934

研究联系方式：wangqian@zjtfqh.com

审核：肖兰兰

交易咨询证号：Z0013951

我公司依法已获取期货交易咨询业务资格



- 供需平衡上，2024年低库存延续，季节性特征依旧明显，浮仓库存继续转移至岸罐库存，根据12月初给的静态推演来看，2025年全年累库趋势较大，重点关注弱平衡下的主要各方的博弈结果。
- 需求上，随着特朗普2.0时代的到来，西方各国政治倾向也急剧右转，保护主义盛行，全球贸易或将进一步萎缩，对供应链的冲击或将进一步放大，我们给出全年基准需求增量100万桶/日左右，往年来看属中性偏低水准，美联储降息周期的背景下，刺激政策和贸易保护主义下的需求演绎路径将成为影响2025年需求端的主线。
- 供应上，2024年6月份OPEC首次提出产量回补时间表，虽然下半年弱需求的背景下原油承压，减产措施也持续延后，但是2025年产量回归仍将为大概率事件，我们认为从供应边际弹性上，从美国方面的视角来看，特朗普上台后供应端的弹性顺序或将为伊朗>OPEC>美国页岩油。
- 横向资产来看，以新能源为代表的新质生产力依旧是中国发展的优先级，各国算力产业的扩张也将带动金属端的需求，另外特朗普2.0时代的来临，风险事件也或将进一步高发，年度策略来看，我们推荐看多铜油比、金油比和原油波动率。
- 特朗普上任以后，数个敏感国都将不同程度受到影响，伊朗方面若再次受制裁也将是OPEC和页岩油增产的窗口期，关注阶段性供需错配的机会，总结来看，2025年我们认为参考区间Brent 60-85美元/桶，WTI 55-80美元/桶。
- 风险点在于：超预期宏观转向，供应端的突发性事件，流动性的冲击等。

市场回顾

主题

# 行情回顾



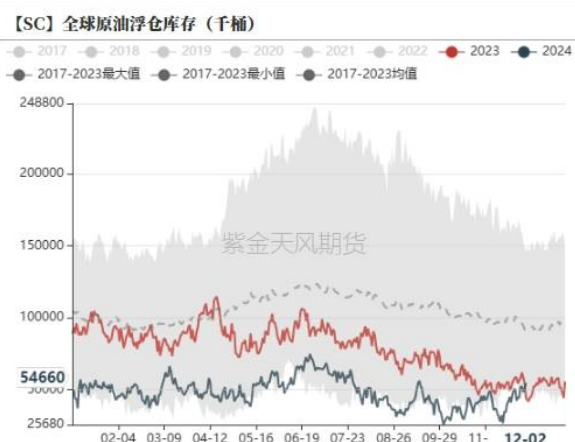
紫金天风期货

立足产业 研究驱动



# 库存：全年低库存背景下，仍以季节性为主

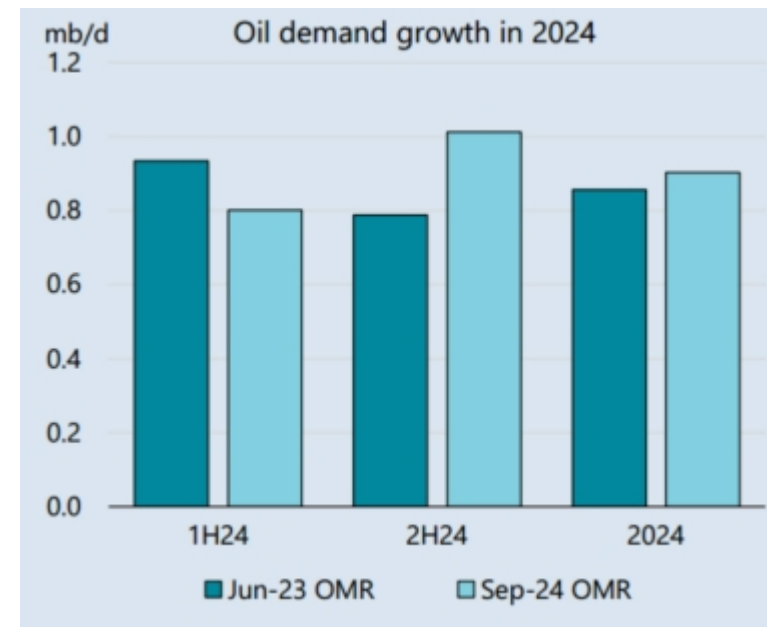
- 2024年全年库存结构和2023年类似，全年低库存的背景下，季节性特征较为显著。
- 库存结构方面，水上库存继续回补岸罐库存，全球浮仓库存已经贴近历史低位。





# 需求预期差：中国需求的前后调整

- 历史统计来看，近十年来全球平均需求增长为97万桶/日，其中中国年平均增长为60万桶/日以上，占据超60%左右的增量市场份额。
- 2024年需求预期差的一个方面即为中国方面需求的前后调整，原因主要在于新能源汽车的冲击和房地产的低迷，IEA将中国的需求增速由年初的70万桶/日下修至18万桶/日。
- 全球经济疲软的背景下政策的刺激路径将是影响2025年全球需求变动预期差的最主要的变量。



# 供应预期差：OPEC产量回补路径的调整

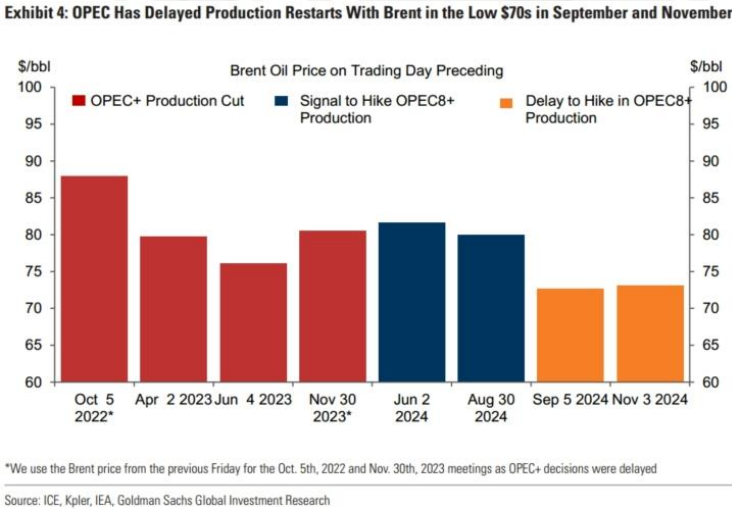
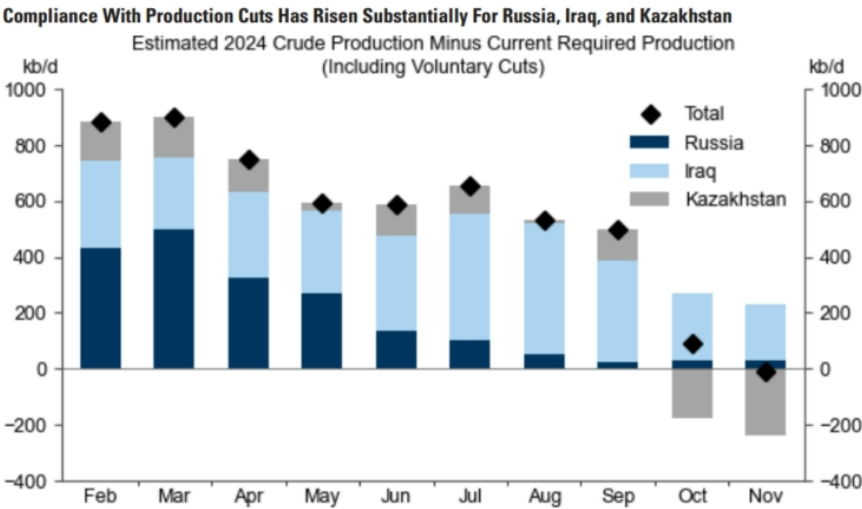
- 高油价下OPEC政策的转向路径一直是市场关注的焦点，6月初OPEC首次提出产量回补计划（220万桶/日），并给出时间表，但年内已经多次针对回补计划进行调整。
- 对于OPEC产量回补路径的演绎，其中我们可以参考的几点，一是补偿减产的执行力度，当前各超产国家减产执行力度加强，也体现出OPEC内部凝聚力的逐渐增强；还有一个参考点为绝对价格，Brent70美元左右OPEC多次推迟其产量回补进度表，这也在某种程度上体现了其沙特等国的心里价格区间。

Production Levels with the Phase-out of only November 2023 Voluntary cuts which will be applied starting from October 2024 until September 2025															Required Production Level as per 37 <sup>th</sup> ONOMM
	2024				2025										
Country	Jun-Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sept	Oct-Dec	
Algeria	908	912	917	921	925	929	934	938	942	946	951	955	959	959	
Iraq	4,000	4,018	4,037	4,055	4,073	4,092	4,110	4,128	4,147	4,165	4,183	4,202	4,220	4,220	
Kuwait	2,413	2,424	2,436	2,447	2,458	2,469	2,481	2,492	2,503	2,514	2,526	2,537	2,548	2,548	
KSA	8,978	9,061	9,145	9,228	9,311	9,395	9,478	9,561	9,645	9,728	9,811	9,895	9,978	9,978	
UAE	2,912	2,926	2,939	2,953	3,000	3,047	3,094	3,140	3,187	3,234	3,281	3,328	3,375	3,375	
Kazakhstan	1,468	1,475	1,482	1,489	1,495	1,502	1,509	1,516	1,523	1,530	1,536	1,543	1,550	1,550	
Oman	759	763	766	770	773	777	780	784	787	791	794	798	801	801	
Russia	8,978	9,017	9,057	9,096	9,135	9,174	9,214	9,253	9,292	9,331	9,371	9,410	9,449	9,449	
														1,007 <sup>(1)</sup>	
														4,431 <sup>(1)</sup>	
														2,676 <sup>(1)</sup>	
														10,478 <sup>(1)</sup>	
														3,519 <sup>(1)(2)</sup>	
														1,626 <sup>(1)</sup>	
														841 <sup>(1)</sup>	
														9,949 <sup>(1)(3)</sup>	

(1) Required production levels as per the 37<sup>th</sup> ONOMM before applying the additional voluntary cuts announced in April 2023 and November 2023

(2) UAE required production has been increased by 300 kbd. This increase will be phased in gradually starting January 2025 until the end of September 2025 as per the 37<sup>th</sup> ONOMM.

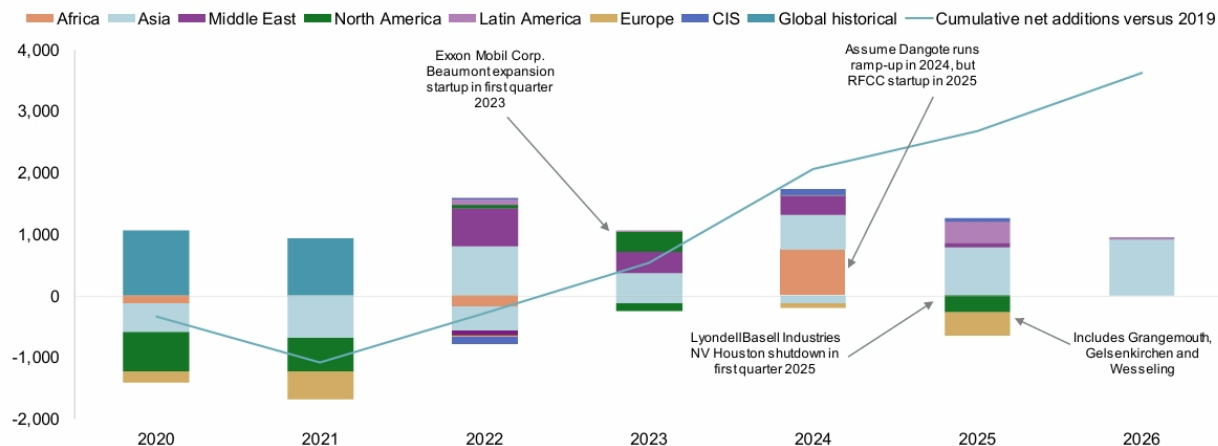
(3) This is the required production level as per 37<sup>th</sup> ONOMM as assessed by the secondary sources, and Russia is working with secondary sources to update production figures.



# 石油产品：炼能投放下炼油利润的收窄

- 石油产品表现来看，2024年是炼能投放大年，根据部分咨询机构统计，全年炼厂投产高达200万桶/日左右，自2022年以后炼厂产能整体处于扩张区间，2025年虽然有部分炼厂出清，但整体也属扩产区间。
- 受此影响，各主要区域炼厂综合利润也呈现下降态势，前几年炼厂高开工的情况也有一定缓解，裂解价差的部分收窄也使得原油上方空间受限。
- 就盘面表现来看，汽油旺季炒作的背景下，7月份Brent的绝对价格也未破4月份的前高。

Anticipated crude capacity additions and closures to 2026 (thousand b/d)



【SC】各地区综合汽柴裂解

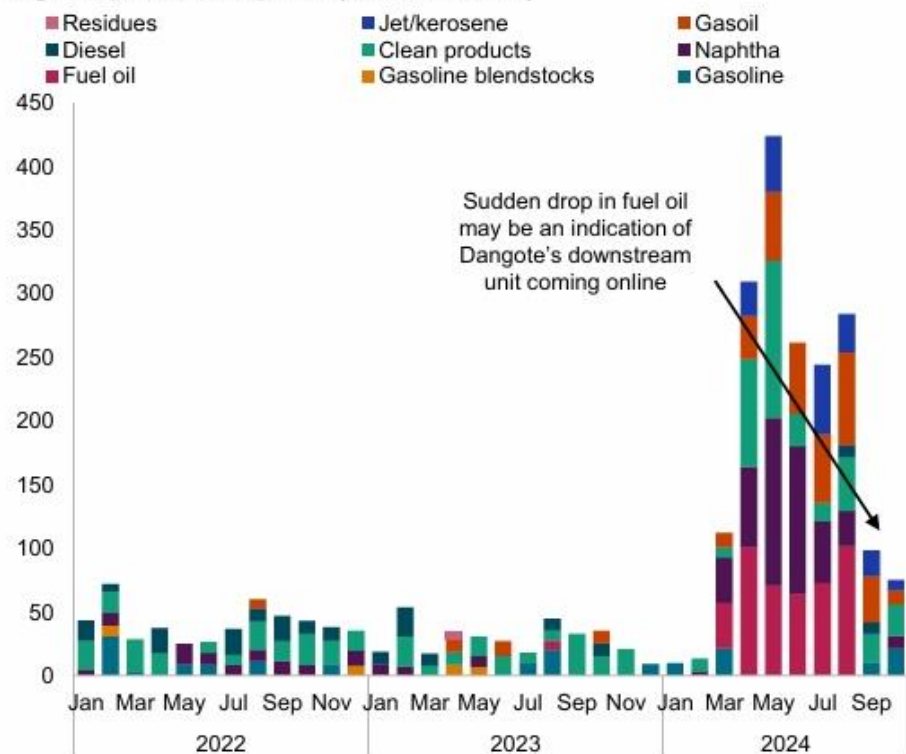




# 石油产品：新炼能投放下结构性机会的表达

- 就2024年最大的投放炼厂尼日利亚的Dangote炼厂来看，其对全年石油产品平衡，尤其是大西洋沿岸的石油产品平衡影响颇大，期间也有部分结构性机会的出现。
- 炼厂投产初期，主要以石脑油和燃料油为代表的初产品为主，FCC装置正常运行以后，精制产品如汽油等才逐渐产出，初级产品和精制产品的裂解价差上也有了部分的体现。

Nigeria product exports (thousand b/d)



【SC】欧洲油品裂解



# 资金：基金端对看空的倾向高于产业

- 从资金方面来看，年度周期下，Brent和WTI两个市场自2021年以来资金管理净头寸整体呈现震荡下行趋势，其中Brent于9月初资金管理净头寸一度跌至历史低值，反观产业端，WTI产业净头寸呈现震荡上行趋势。
- 远月预期过剩的大背景下，基金端的看空倾向较产业更强。

【SC】 WTI价格与净头寸

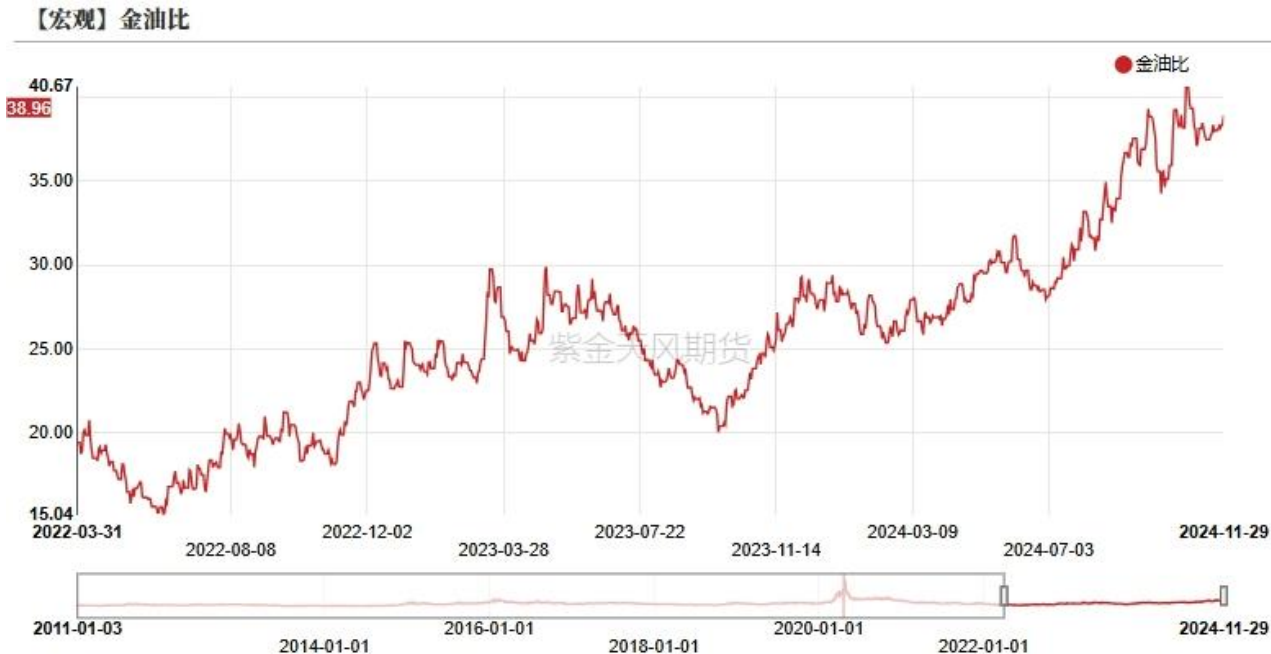


【SC】 Brent价格与净头寸



# 波动率：从地缘到宏观，金油比不断冲击新高

- 回顾年内的波动率，整体呈现年初年末偏高的状态，以事件分类来看，全年影响波动率的事件主要在于地缘冲突、宏观冲击和年末的特朗普交易。
- 相关资产方面，金油比年初以来持续冲高，特朗普2.0时期重启关税大棒，全球右倾化明显的背景下，我们认为金油比有继续冲高的可能，波动率也有望进一步放大。



# 供需平衡：弱平衡下的演绎

- 在最新的IEA月报需求预估的基础上，结合12月6日OPEC+减产至25年Q1的政策假设和主要产油国家的预期变动，我们给出2025年的供需平衡表整体呈现累库的推演结果。
- 后期维持平衡能否被打破，尤其需要关注弱平衡下，OPEC+和美国为代表的主要增产国之间的博弈结果。
- 动态推演来看，我们认为供应方面伊朗方面大概率被进一步制裁（-100万桶/日），政策刺激逐渐加大的背景下中国区域增量或仍将有期待空间。

原油	季度平衡表推算（单位：万桶/天）										版本：2024/12/06	
分项\时间	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
总产量	10210	10190	10210	10300	10190	10290	10330	10350	10330	10480	10550	10580
OPEC产量	3370	3320	3240	3250	3250	3270	3280	3280	3240	3280	3310	3310
NGL产量	550	550	550	560	550	550	560	560	560	570	570	570
非OPEC产量	6840	6870	6970	7050	6940	7020	7050	7070	7090	7200	7240	7270
OECD产量	3070	3060	3130	3200	3130	3180	3190	3230	3240	3290	3260	3300
非OECD产量	3280	3250	3250	3290	3300	3260	3240	3270	3330	3330	3360	3380
总需求	10050	10190	10280	10240	10150	10260	10370	10350	10300	10400	10500	10500
OECD需求	4510	4560	4590	4600	4480	4560	4620	4600	4510	4550	4610	4610
非OECD需求	5540	5630	5690	5640	5670	5700	5750	5750	5790	5850	5890	5890
Call On OPEC	2660	2770	2760	2630	2660	2690	2760	2720	2650	2630	2690	2660
过剩量	160	0	-70	60	40	30	-40	0	30	80	50	80



**需求：弱需求和政策刺激的演绎**

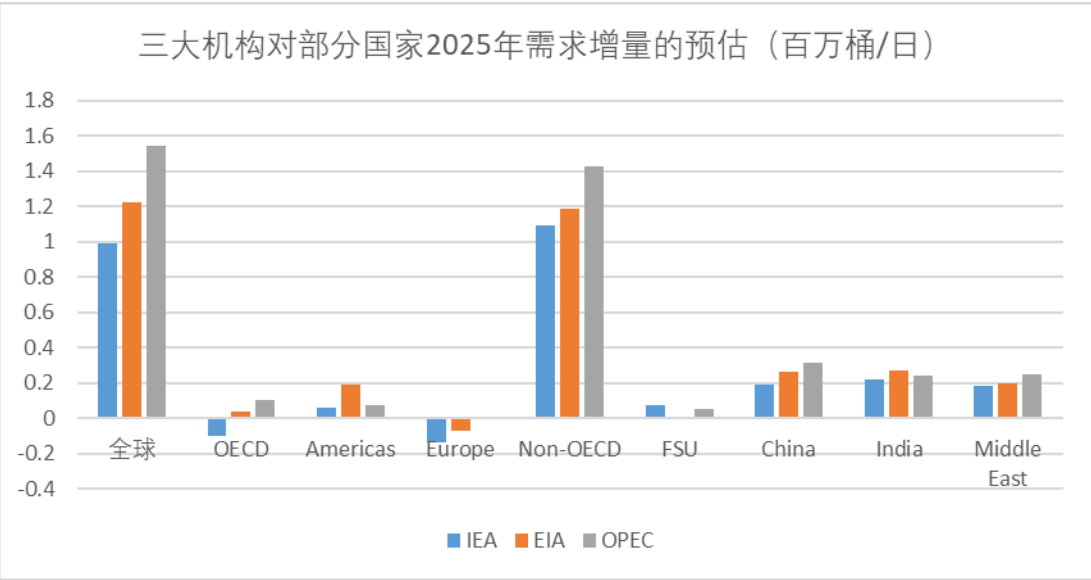
**主题**

# 特朗普2.0时代的开启

- 从GDP增速预估来看，2025年全球的经济增速达3.1%，较2024年持平。
- 分区域来看，新兴经济体国家如金砖五国（4.4%）和海湾国家（4.1%）依旧保持较高的增速，中长期来看非洲区域的潜在增速较高，2025年预估为3.6%。
- 考虑到特朗普1.0时代的关税政策，我们认为2.0时代全球供应链将进一步收到冲击，全球经济增速仍有进一步下修的可能。

地区对比		外来资讯		外来资讯提供者综合		年度		季度			
全球						实际 GDP					
		实际/ 预测									
国家/地区		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
全球 (同比%)		3.8	3.6	2.9	-2.7	6.6	3.6	3.3	3.1	3.1	3.1
地区											
G-20 (同比%)		3.6	3.4	2.8	-2.2	6.0	3.1	3.0	2.5	2.7	2.6
G-8 (同比%)		2.4	2.2	1.8	-3.9	5.9	2.4	2.1	1.9	1.7	1.7
东欧 (同比%)		4.1	3.6	2.8	-2.3	7.0	1.2	3.0	3.1	2.7	2.9
中东 (同比%)		1.1	2.7	1.9	-2.6	5.1	6.8	1.1	1.7	4.0	4.0
主要 (同比%)		2.5	2.3	1.8	-4.0	6.0	2.9	2.0	1.7	1.7	1.7
亚太 (同比%)		5.3	4.9	4.2	0.2	5.4	3.7	4.3	3.7	4.1	3.9
亚洲 (除日本) (同比%)		6.4	6.0	5.4	1.3	5.9	4.0	4.9	4.5	4.6	4.4
北美 (同比%)		2.5	2.9	2.3	-2.7	6.0	2.7	2.8	2.5	2.0	2.0
发达经济体 (同比%)		2.6	2.4	1.8	-3.9	6.1	3.0	2.0	1.7	1.8	1.9
拉丁美洲 (同比%)		2.0	2.8	1.2	-5.8	8.3	4.0	1.7	1.9	2.6	2.6
新兴经济体 (同比%)		5.1	5.2	4.4	0.0	6.0	3.9	4.2	4.0	4.3	4.1
欧元区 (同比%)		2.6	1.8	1.6	-6.1	6.3	3.5	0.4	0.8	1.2	1.3
欧洲/中东/非洲 (同比%)		3.8	3.4	2.6	-2.3	6.9	1.7	2.7	2.7	2.7	2.9
欧盟 (同比%)		2.9	2.1	1.8	-5.5	6.4	3.5	0.4	0.9	1.5	1.7
海湾国家 (同比%)		-0.3	2.1	1.0	-4.0	4.2	7.1	0.4	1.8	4.1	4.0
西欧 (同比%)		2.6	1.8	1.6	-6.2	6.8	3.7	1.1	0.8	1.3	1.5
金砖五国 (同比%)		5.9	5.8	5.2	1.5	6.1	3.5	5.1	4.4	4.4	4.1
非洲 (同比%)		1.9	2.2	1.9	-3.7	5.1	2.9	2.2	3.3	3.6	3.9

- 就市场上对2025年需求增量的基准预测来看，三大机构依旧有所分歧。
- 最新的IEA月报中，给到99万桶/日的需求增量。其中美洲+6，欧洲-14，中国+19，印度+22，中东+18，独联体+7。
- OPEC给到的增量特别乐观，25年增154万桶/日，其中美国+7，欧洲+1，中国+31，印度+24，独联体+5，中东+25。
- EIA给了122万桶/日的增量，整体评估下来，我们认为IEA和EIA评估较为中性，我们认为OPEC有进一步下修的可能。



mb/d	IEA	EIA	OPEC
全球	0.99	1.22	1.54
OECD	-0.1	0.04	0.1
Americas	0.06	0.19	0.07
Europe	-0.14	-0.07	0.01
Non-OECD	1.09	1.19	1.43
FSU	0.07	0.01	0.05
China	0.19	0.26	0.31
India	0.22	0.27	0.24
Middle East	0.18	0.2	0.25

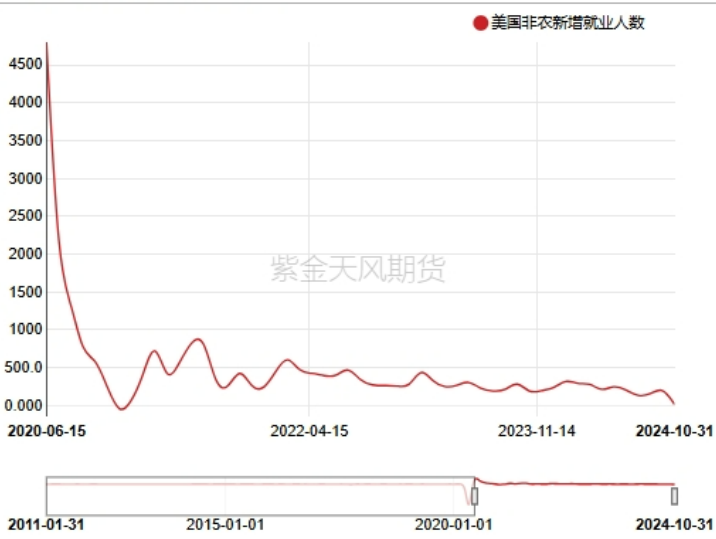
# 美国：降息路径的演绎

- 美国通过提高利率击退高通胀的过程也出现了较为明显的结果，当下高通胀阴影已过，非农就业稍显疲软的背景下，美联储也开启了降息以刺激经济的步伐。
- 根据Fed Watch的模型可以看出，2025年仍有50bp的降息空间，当前静态评估可以看出，25年降息节点在3月和6月，关注后期降息路径的真实演绎情况。

【SC】美国CPI当月同比



【SC】美国非农新增就业人数

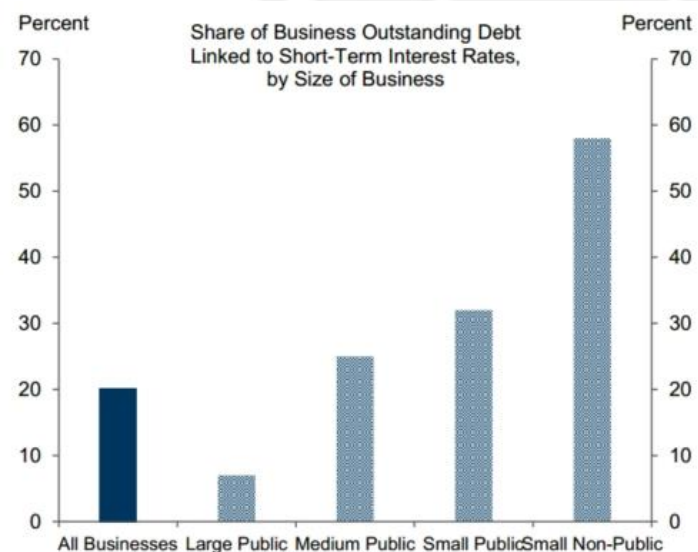
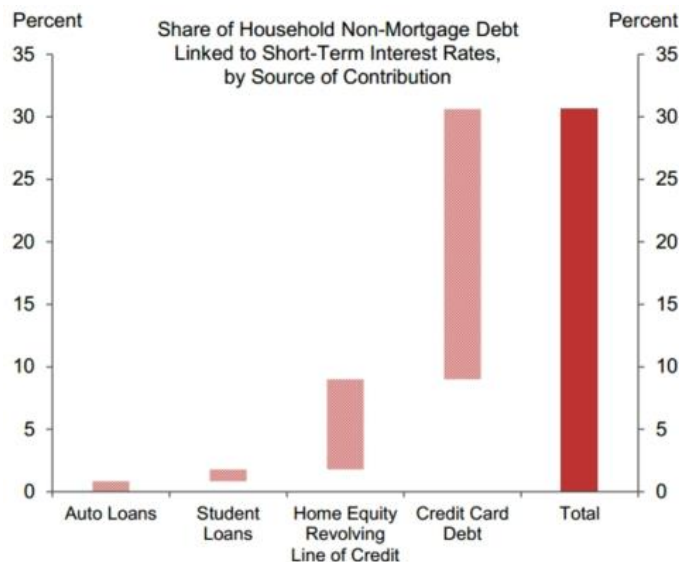
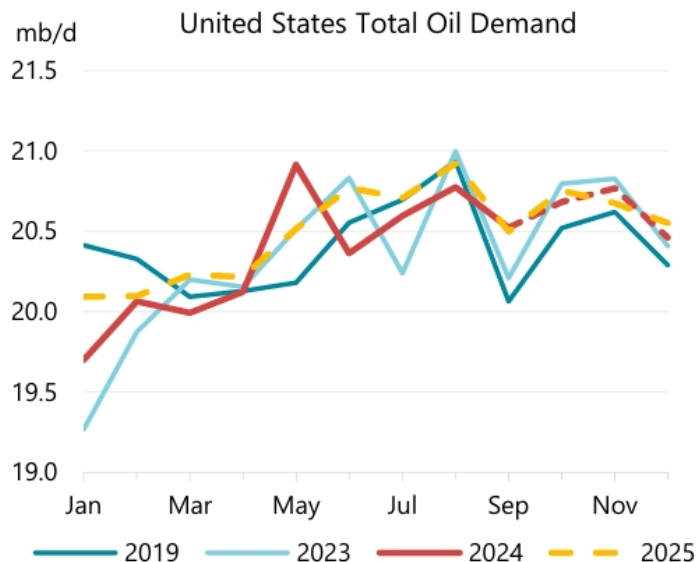


CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2024/12/18				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	73.9%	26.1%
2025/1/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	18.2%	62.2%	19.7%
2025/3/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	11.6%	46.3%	35.0%	7.1%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.6%	25.4%	41.8%	23.9%	4.3%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	14.7%	33.4%	33.1%	14.4%	2.2%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.6%	5.6%	19.7%	33.3%	28.1%	11.1%	1.6%
2025/9/17	0.0%	0.2%	2.0%	9.6%	23.6%	31.8%	23.2%	8.4%	1.1%
2025/10/29	0.0%	0.6%	3.6%	12.6%	25.3%	30.0%	20.1%	6.8%	0.9%
2025/12/10	0.1%	1.1%	5.1%	14.7%	26.1%	28.4%	17.9%	5.9%	0.8%



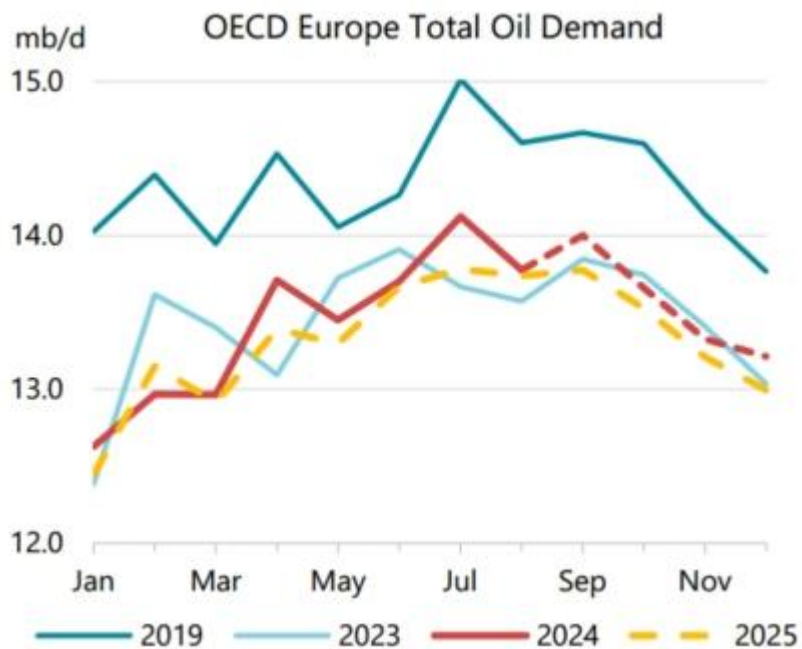
# 美国：降息对经济的刺激传导

- IEA对美国2025年给了8万桶/日的增量，其中汽油和柴油的增量分别只有3万桶/日和2万桶/日。
- 以上评估并不含降息下对经济的刺激假设，根据高盛的模型评估，如果忽略了其他金融渠道的传导，每降息一个百分点，在未来一年半的时间里美国GDP将增长0.05%-0.1%。
- 其中传导路径可以分为三块，其一是短期利率和储蓄工具的利率挂钩，进而影响居民部门储蓄的决定；其二是对于居民部门来说，大约30%的家庭非抵押贷款和短期利率相关；其三是对于企业部门来说，小企业一半以上的借款都是短期利率，降息将对其债务偿还率有较明显的影响。

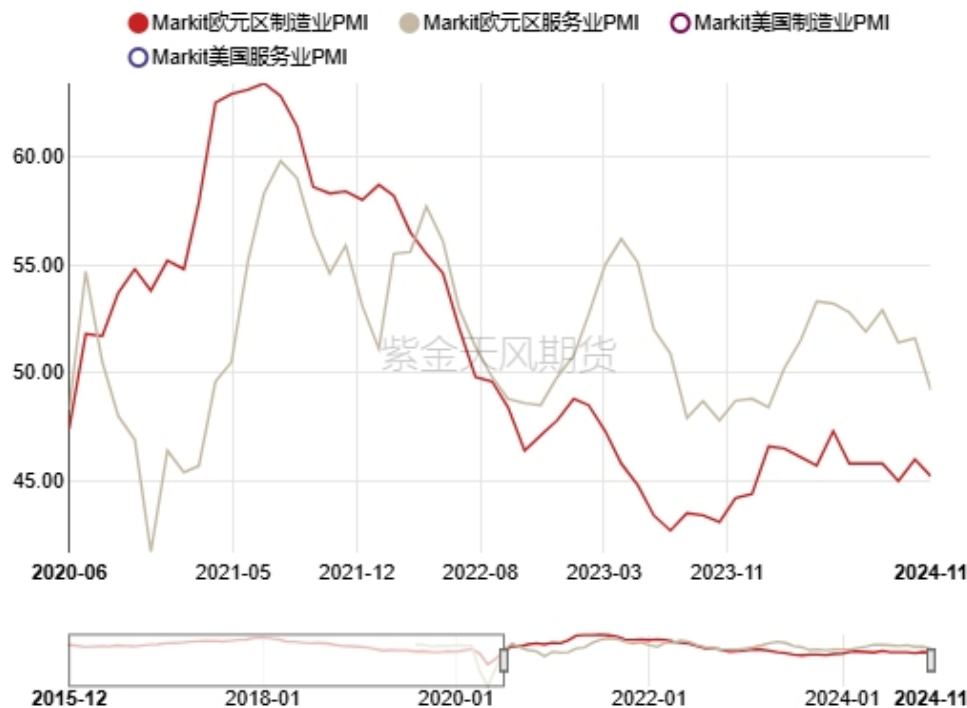


# 欧洲：拖累OECD的一环

- IEA认为OECD欧洲在24年需求增量为1万桶/日，25年增量为-14万桶/日。
- 当前整个欧洲大陆的工业状况依旧疲弱，年中经过一定程度的政策刺激后，服务业PMI有转好倾向，但制造业PMI一直在荣枯线以下，2025年特朗普若与俄罗斯方面加深沟通的背景下，欧洲需求有进一步下修的可能。

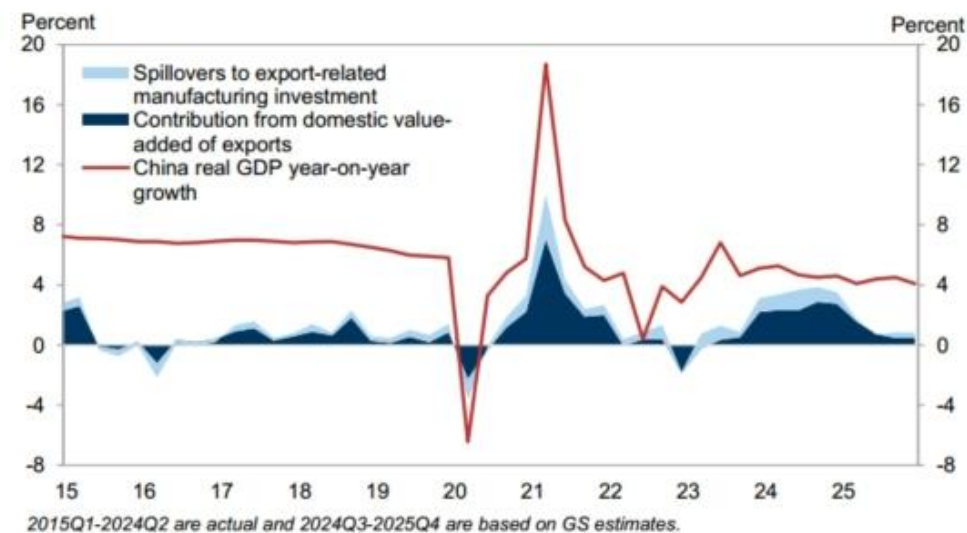


【SC】Markit制造业和服务业PMI



- 特朗普1.0时期中国受贸易战影响，出口方面有较大影响，特朗普2.0时期将重启关税大棒，根据部分市场机构评估，2025年中国出口方面将进一步收到影响。因此，对国内增量政策就显得更为重要。
- 新能源汽车渗透率进一步抬升的背景下，中国区域的需求增量将体现在以轻烃为代表的化工需求中，IEA方面给了2025年188万桶/日左右的增量，其中轻烃增量约255万桶/日。

Exhibit 2: Exports' contribution to real GDP growth may drop markedly in 2025

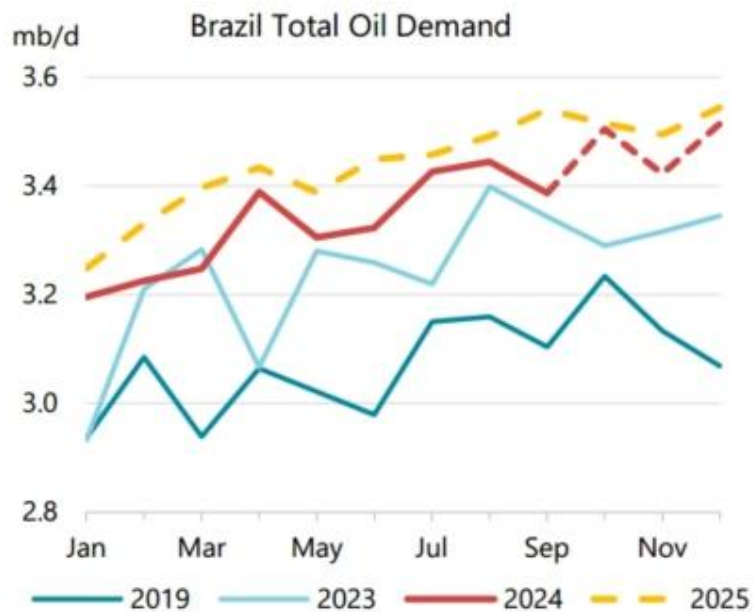
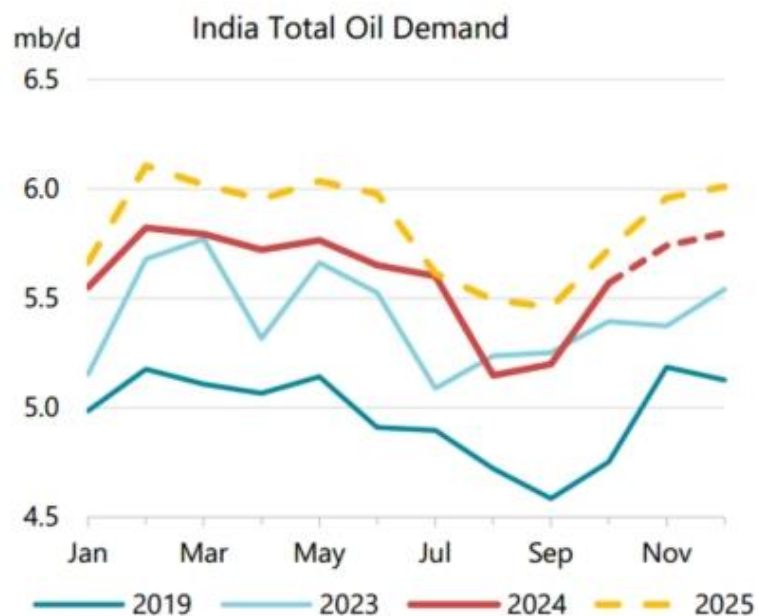


China: Demand by Product								
(thousand barrels per day)								
	Demand				Annual Chg (kb/d)		Annual Chg (%)	
	2019	2023	2024	2025	2024	2025	2024	2025
LPG & Ethane	1 787	2 518	2 626	2 745	108	119	4.3	4.5
Naphtha	1 392	2 347	2 412	2 547	65	136	2.8	5.6
Motor Gasoline	3 398	3 482	3 687	3 588	205	- 99	5.9	-2.7
Jet Fuel & Kerosene	906	803	910	946	107	35	13.4	3.9
Gas/Diesel Oil	3 205	3 651	3 573	3 586	- 79	14	-2.2	0.4
Residual Fuel Oil	450	636	603	610	- 32	7	-5.1	1.2
Other Products	3 008	3 016	2 786	2 762	- 230	- 24	-7.6	-0.9
Total Products	14 146	16 453	16 597	16 785	144	188	0.9	1.1

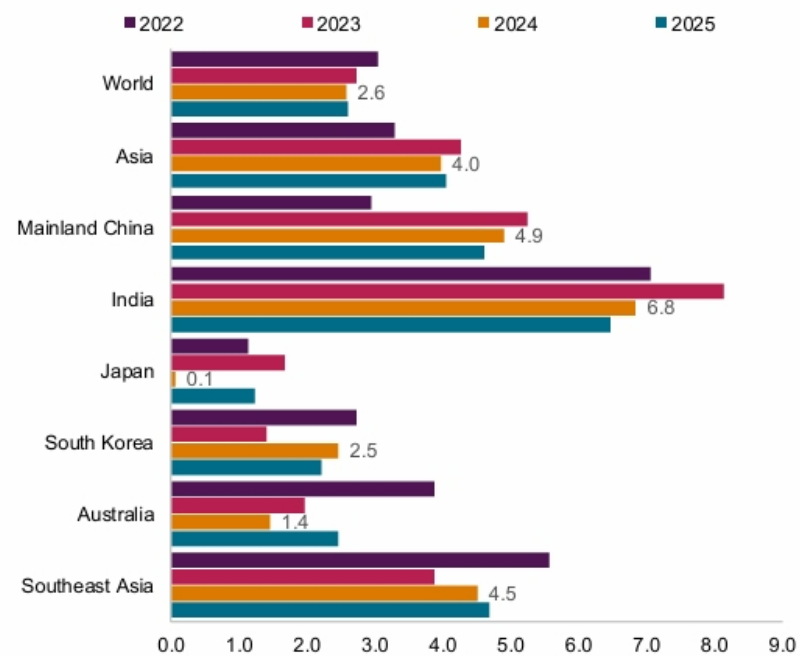
Source: Haver Analytics, CEIC, Goldman Sachs Global Investment Research

# 印度巴西：内生性需求的刚性增量

- 全球范围内来看，主要的需求增量在于金砖五国和中东区域，印度的GDP增速将在发展中国家中领先。
- 印度的年度增量有望于2025年超过中国，静态来看，IEA分别给了印度和巴西22万桶/日、8万桶/日的增量，和中国的19万桶/日为全球需求前三大增量的国家。



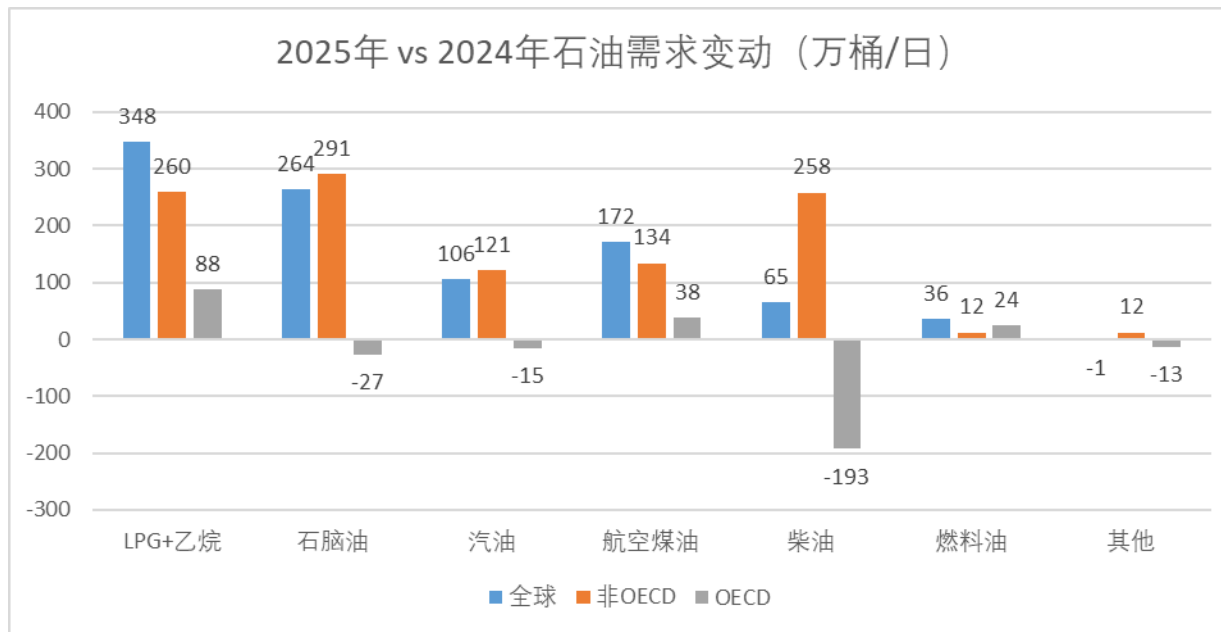
Real GDP growth for select areas (percent change)





# 石油需求：汽柴需求弱化，轻烃需求引领增长

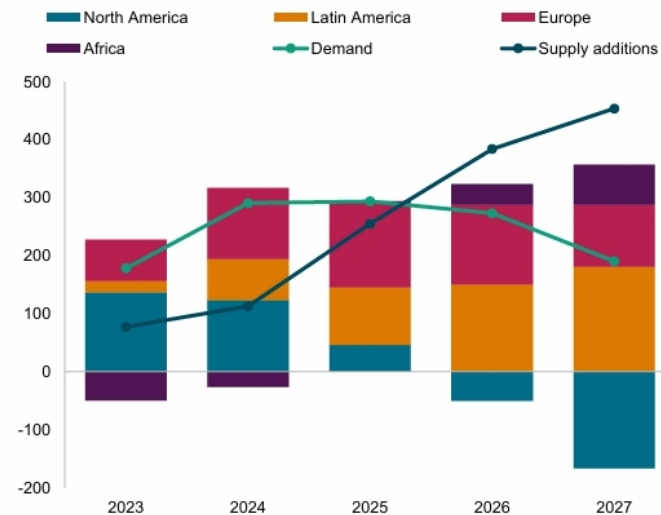
- 从产品结构来看，考虑到新能源渗透率的逐渐增加，各国间贸易壁垒的逐渐加深，两个主产品汽油柴油都给出了较低的增速，其中OECD的柴油需求甚至同比给了193万桶/日的减量，由此也可见新兴经济体国家对发达经济体国家制造业方面的冲击。
- 主要的增量还是在于乙烷+LPG和石脑油为代表的轻烃，其中就LPG+乙烷和石脑油来说，IEA给了348万桶/日和264万桶/日的年度增量。



# 炼能投放：扩产能周期下，炼厂高负荷缓解

- 新的炼能投放主要集中在西苏伊士区域，我们仅拿西苏伊士区域的汽柴供需对比来看，扩产能周期下，炼厂主产品汽油柴油的供需矛盾均不同程度弱化，2025-2026年期间西苏伊士区域的供需状况或将翻转。
- 在此背景下，我们看到全球炼能紧张的问题将有所缓解，全球炼厂的开工率也有边际下行的倾向，以此推演可得，后期炼厂因故临时停车的概率也将较前几年有所减小。

Cumulative growth in gasoline demand in the Atlantic Basin since 2022 (thousand b/d)



Cumulative growth in diesel/gasoil demand in the Atlantic Basin since 2022 (thousand b/d)

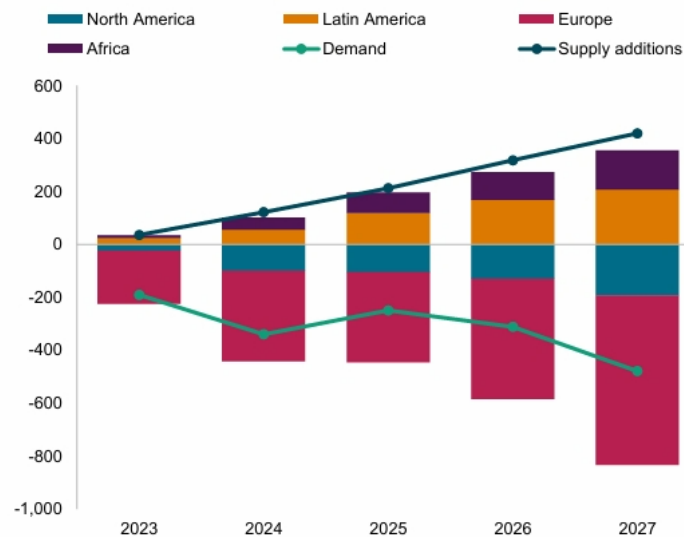
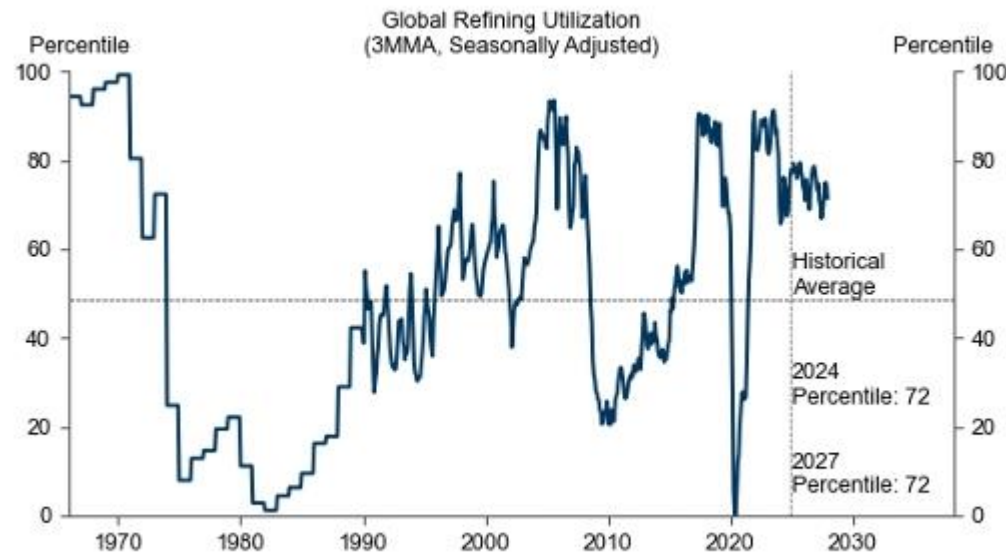


Exhibit 11: Refining Constraints Have Eased but Remain Tight

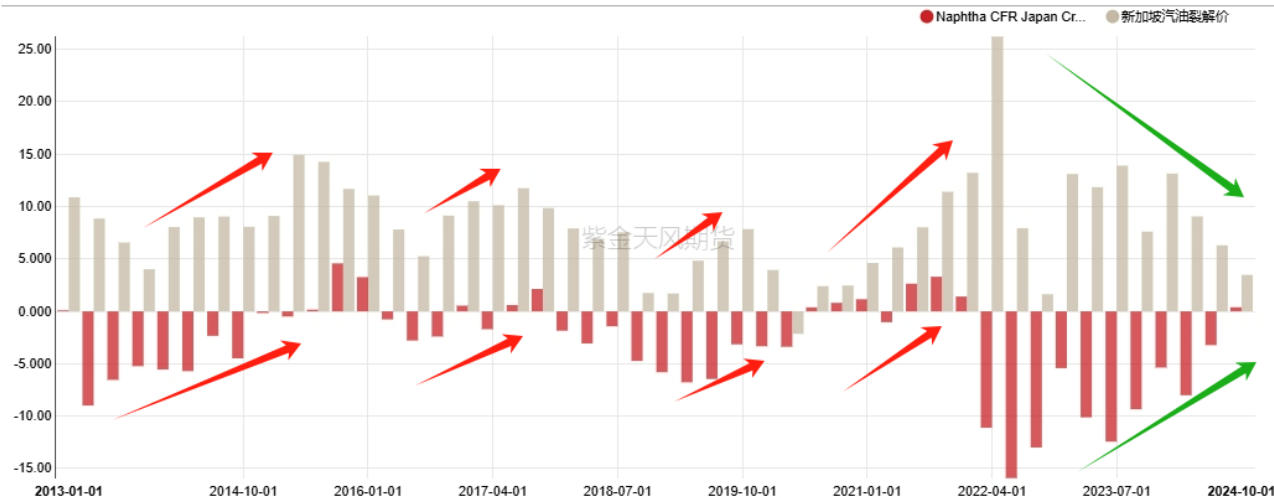


Source: IEA, BP, IIR, O.G.J, Goldman Sachs Global Investment Research

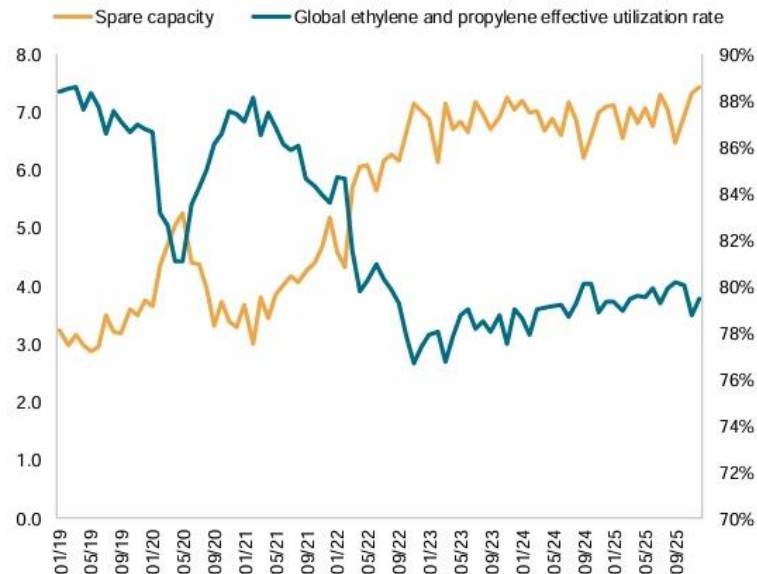
# 炼能投放：油品矛盾逻辑的逐渐切换

- 炼能投放周期下，油品间矛盾也出现逻辑转换的趋势，这里拿国内关注较多的石脑油和汽油举例。
- 价格维度上来看，也能发现出矛盾转换的时间节点，大概出现在2022年年初。2022年1月之前，新加坡汽油裂解价差和日本石脑油裂解价差多数维持同向，即主要矛盾在需求端或炼能供应端。在此之后新加坡汽油裂解价差和日本石脑油裂解价差开始反向而行，对应的常量是蒸汽裂解开工出现明显的走弱，即此后主要矛盾集中在上游（炼厂内部）。
- 扩产能周期下，石脑油和汽油裂解价差将大概率继续共振。

日本石脑油/布伦特裂解价差和新加坡汽油/布伦特裂解价差



Global ethylene and propylene effective utilization rate (million metric tons)



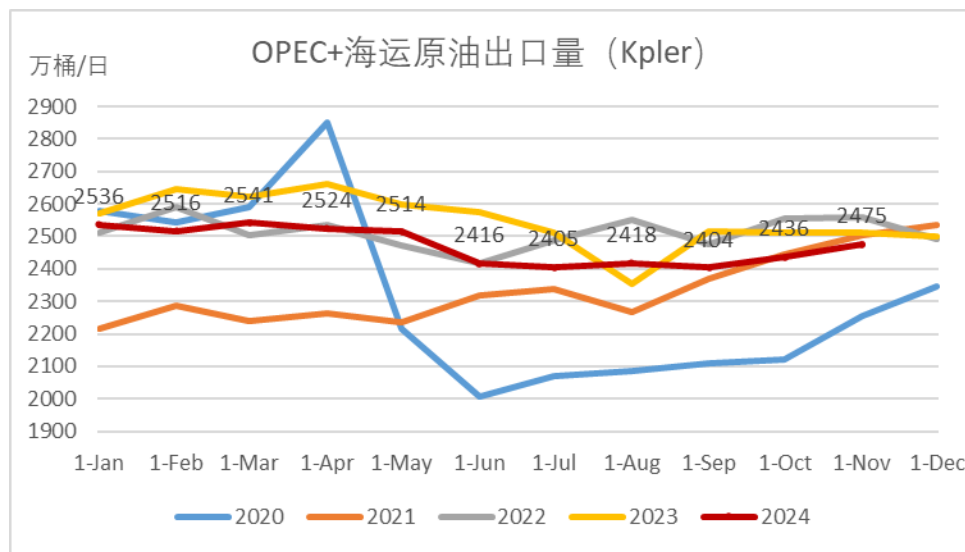
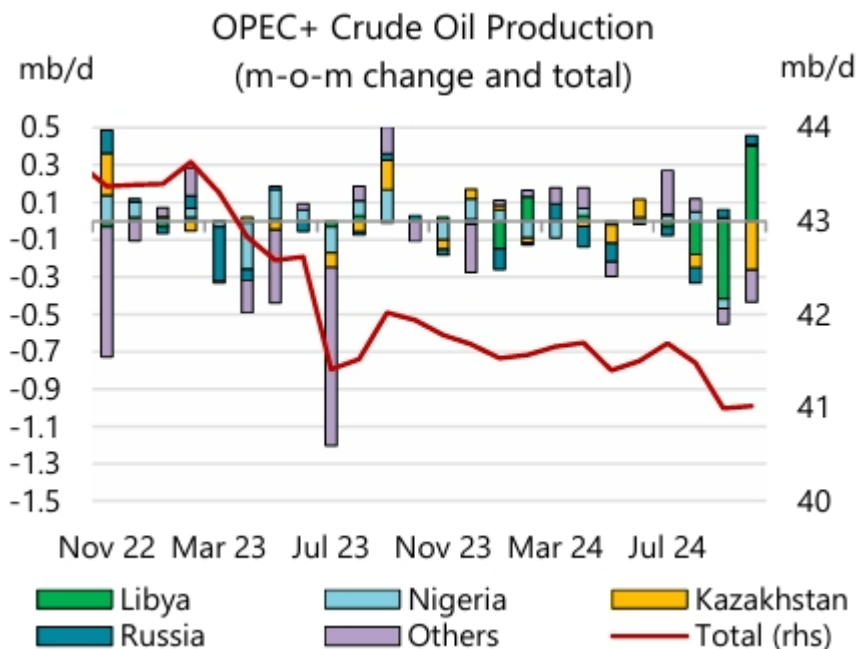
**供应：边际供应的弹性**

**主题**



# 年内OPEC产量政策较为克制

- OPEC+方面，整体仍然是在通过出让份额来维持价格，2024年增量为-88万桶/日，考虑到OPEC产量的回归，基准假设2025年增量为51万桶/日。
- 今年全年的供应边际变化在于利比亚的内乱所致，9月份边际损失量一度达40万桶/日以上，其他OPEC国家产量边际变化不多。
- 出口方面OPEC整体维持2400-2600万桶/日的区间波动，整体变化并不大。



# 一推再推的产量回归

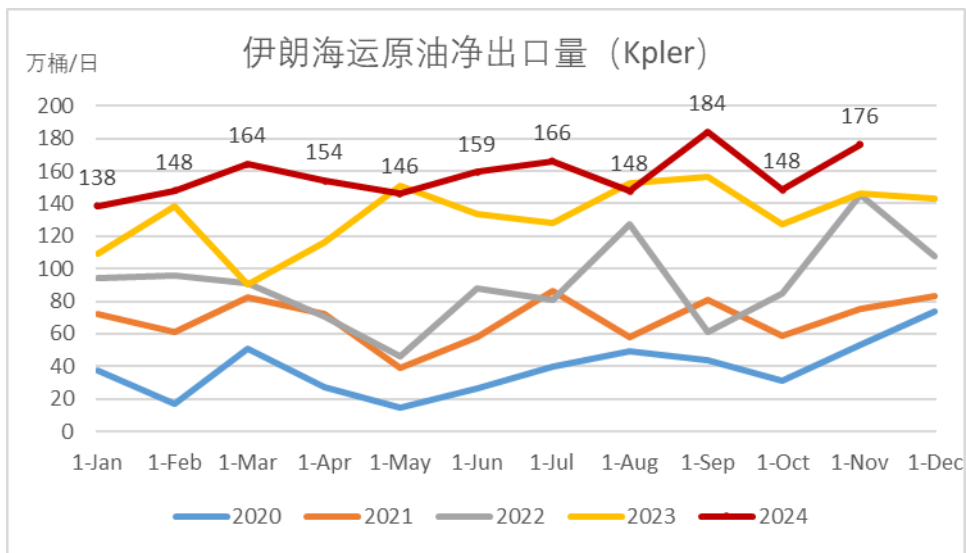
- OPEC供应端今年最重要的就是6月份会议上提出的产量回归，但是我们发现低油价下OPEC一直在延长其产量回归的时间，同时，对超产国的进一步要求其补偿减产也能看出低油价下OPEC组织的凝聚力较前期有所增强。
- 因此，评估OPEC产量回归的路径即为2025年供应端最大的假设。

OPEC+成员国减产计划 (千桶/日)			Required Production 24年生产配额 (2024-1 to 2024-12)	配额变化	36届部长级会议 Voluntary Production 2024-1 to 2024-3		OPEC+延长减产 Voluntary Production 2024-4 to 2024-6		OPEC+延长减产 Voluntary Production 2024-6 to 2024-9		OPEC+延长减产 Voluntary Production 2024-10 to 2024-12		OPEC延长减产 Voluntary Production 2024-12 to 2025-3		Required Production 25年生产配额 (2025-1 to 2025-12)
OPEC	减产国	Algeria	1007	-48	-51	908	0	908	0	908	9	917	0	917	1007
		Congo	276	-49	-34	276	0	276	0	276	0	276	-49	227	277
		Equatorial Guinea	70	-57	-51	70	0	70	0	70	0	70	-57	13	70
		Gabon	177	-9	0	169	0	169	0	169	0	169	-9	160	177
		Iraq	4431	-220	-223	3997	0	3997	3	4000	37	4037	0	4037	4431
		Kuwait	2676	-135	-135	2413	0	2413	0	2413	23	2436	0	2436	2676
		Nigeria	1380	-446	-362	1380	0	1380	0	1380	0	1380	-446	934	1500
		Saudi Arabia	10478	-526	0	8978	0	8978	0	8978	167	9145	0	9145	10478
	UAE	3219	40	37	2912	0	2912	0	2912	27	2939	0	2939	3519	
	豁免国	Venezuela													
Iran															
Libva															
非OPEC	Azerbaijan		551	-166	-133	551	0	551	0	551	0	551	-166	385	551
	Bahrain		196	-9	0	196	0	196	0	196	0	196	-9	187	196
	Brunei		83	-19	-14	83	0	83	0	83	0	83	-19	64	83
	Kazakhstan		1628	-78	-82	1468	0	1468	0	1468	14	1482	0	1482	1628
	Malaysia		401	-193	-166	401	0	401	0	401	0	401	-193	208	401
	Mexico		1753	0	0	1753	0	1753	0	1753	0	1753	0	1753	1753
	Oman		841	-40	-42	759	0	759	0	759	7	766	0	766	841
	Russia		9828	-1176	-172	9328	29	9357	-379	8978	79	9057	0	9057	9949
	Sudan		64	-11	-8	64	0	64	0	64	0	64	-11	53	64
	South Sudan		124	-6	0	124	0	124	0	124	0	124	-6	118	124
总计							37139		36763		37126		35916	41005	

# 基准假设：特朗普2.0重启对伊制裁之后

- 特朗普1.0时代最明显的外交政策之一即为退出伊核协议，而后重启对伊制裁，产量数据显示，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。
- 2024年12月3日，美国财政部宣布对与伊朗贸易的35个食堂和船只进行制裁，这也仅是拜登政府的制裁举措，我们假设特朗普上任后对伊朗采取更严厉的制裁措施背景下，伊朗方面的边际损失量或可达100万桶/日。

【SC】伊朗产量

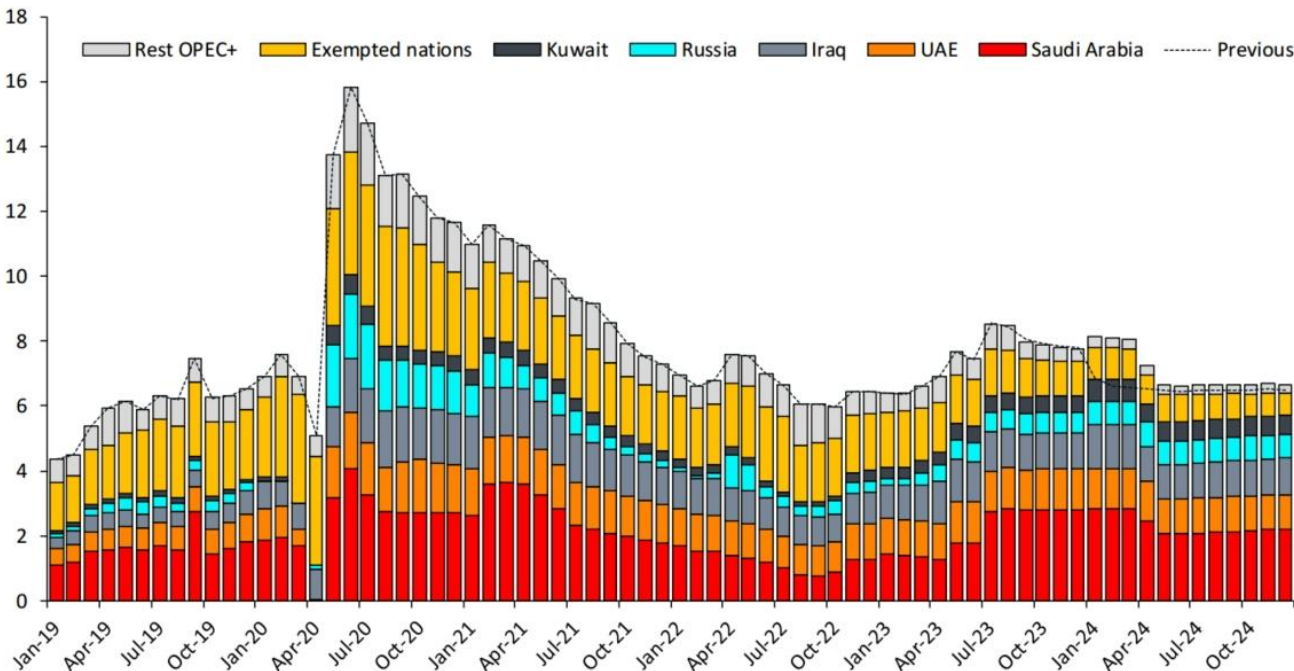


# 基准假设：特朗普2.0重启对伊制裁之后

- 特朗普的诉求在于用高油价促使页岩油企业增产，对OPEC方面的期待是尽可能不增或缓增，当前产能来看，OPEC方面依旧手握大量闲置产能。
- 我们认为手握大量闲置产能的沙特将利用好伊朗供应损失的窗口期调整其产量政策，2025年需要关注几个关键时间节点，尤其是以伊朗为代表的制裁国的产量变动。

## Global supply: OPEC+ spare crude oil production capacity

OPEC+ spare crude oil production capacity  
Million barrels per day (bpd)



OPEC+ Crude Oil Production (excluding condensates)

(million barrels per day)

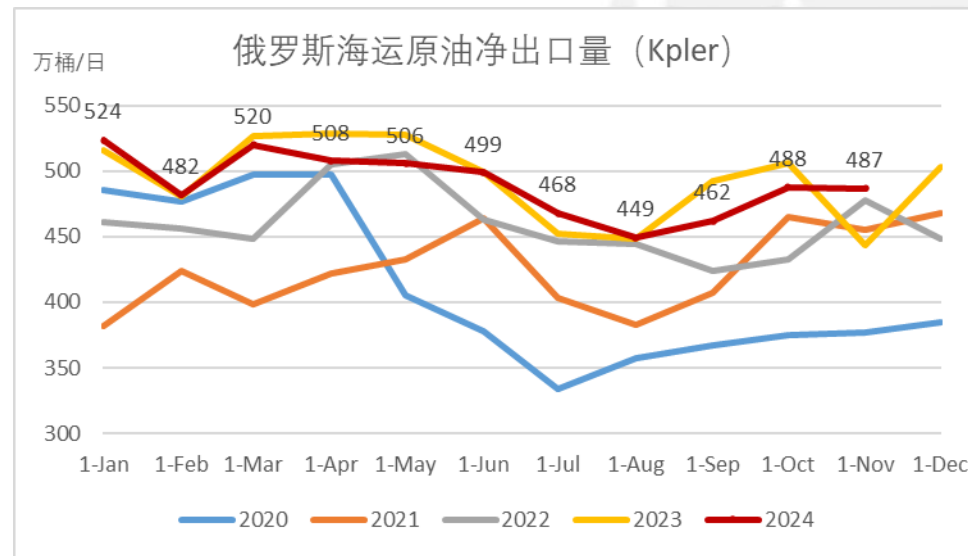
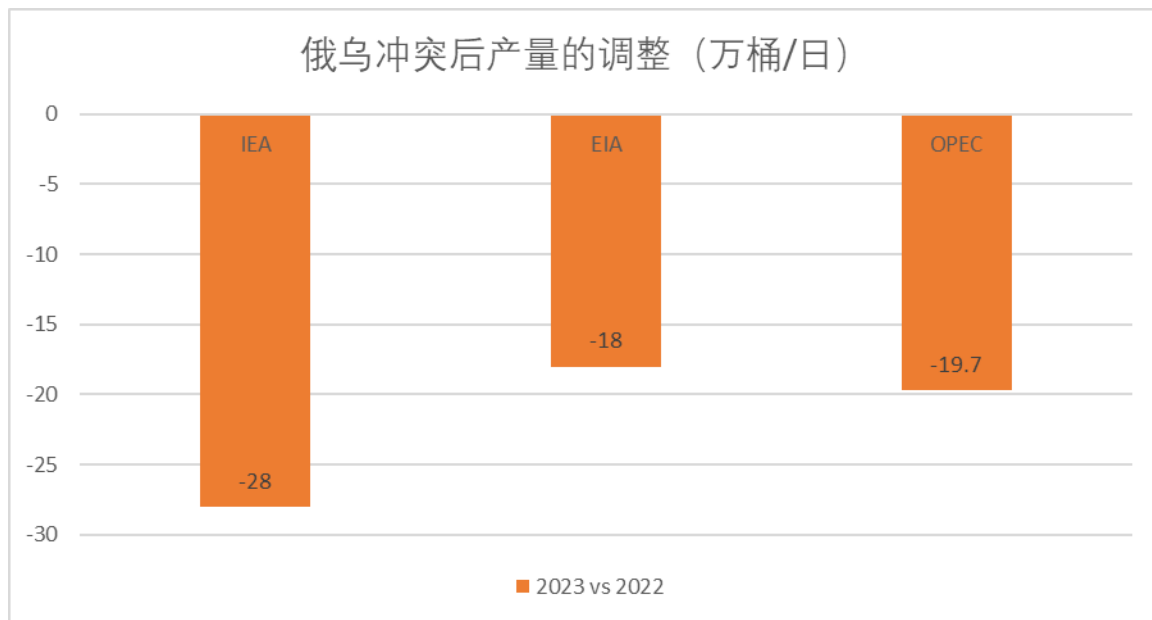
	Sep 2024 Supply	Oct 2024 Supply	Oct Prod vs Target	Oct 2024 Implied Target <sup>1</sup>	Sustainable Capacity <sup>2</sup>	Eff Spare Cap vs Oct <sup>3</sup>
Algeria	0.90	0.91	0.00	0.91	1.0	0.1
Congo	0.26	0.26	-0.01	0.28	0.3	0.0
Equatorial Guinea	0.06	0.05	-0.02	0.07	0.1	0.0
Gabon	0.22	0.23	0.06	0.17	0.2	0.0
Iraq	4.30	4.25	0.35	3.90	4.9	0.6
Kuwait	2.50	2.49	0.08	2.41	2.9	0.4
Nigeria	1.31	1.32	-0.19	1.50	1.4	0.1
Saudi Arabia	9.04	9.00	0.02	8.98	12.1	3.1
UAE	3.26	3.23	0.32	2.91	4.3	1.0
<b>Total OPEC-9</b>	<b>21.85</b>	<b>21.73</b>	<b>0.60</b>	<b>21.13</b>	<b>27.1</b>	<b>5.4</b>
Iran <sup>4</sup>	3.41	3.35			3.8	
Libya <sup>4</sup>	0.57	0.97			1.2	0.3
Venezuela <sup>4</sup>	0.93	0.93			0.9	0.0
<b>Total OPEC</b>	<b>26.76</b>	<b>26.97</b>			<b>33.0</b>	<b>5.6</b>
Azerbaijan	0.49	0.49	-0.06	0.55	0.5	0.0
Kazakhstan	1.54	1.28	0.08	1.20	1.6	0.3
Mexico <sup>5</sup>	1.56	1.58			1.6	0.0
Oman	0.76	0.76	0.00	0.76	0.9	0.1
Russia	9.15	9.20	0.23	8.97	9.8	
Others <sup>6</sup>	0.73	0.73	-0.14	0.87	0.9	0.1
<b>Total Non-OPEC</b>	<b>14.24</b>	<b>14.05</b>	<b>0.11</b>	<b>12.35</b>	<b>15.2</b>	<b>0.6</b>
<b>OPEC+ 18 in Nov 2022 deal<sup>5</sup></b>	<b>34.52</b>	<b>34.20</b>	<b>0.72</b>	<b>33.48</b>	<b>40.7</b>	<b>5.9</b>
<b>Total OPEC+</b>	<b>40.99</b>	<b>41.02</b>			<b>48.2</b>	<b>6.2</b>

1 Includes extra voluntary curbs and revised, additional compensation cutback volumes.  
2 Capacity levels can be reached within 90 days and sustained for an extended period.  
3 Excludes shut in Iranian, Russian crude.

4 Iran, Libya, Venezuela exempt from cuts.  
5 Mexico excluded from OPEC+ compliance.  
6 Bahrain, Brunei, Malaysia, Sudan and South Sudan.

# 特朗普缓和俄乌冲突后的可能

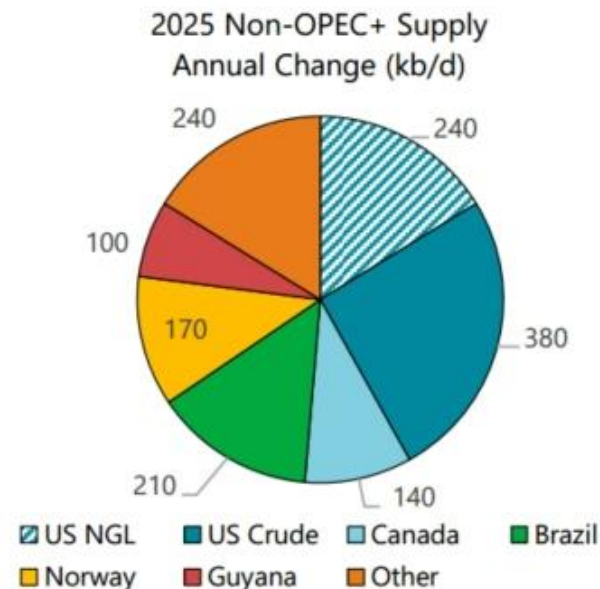
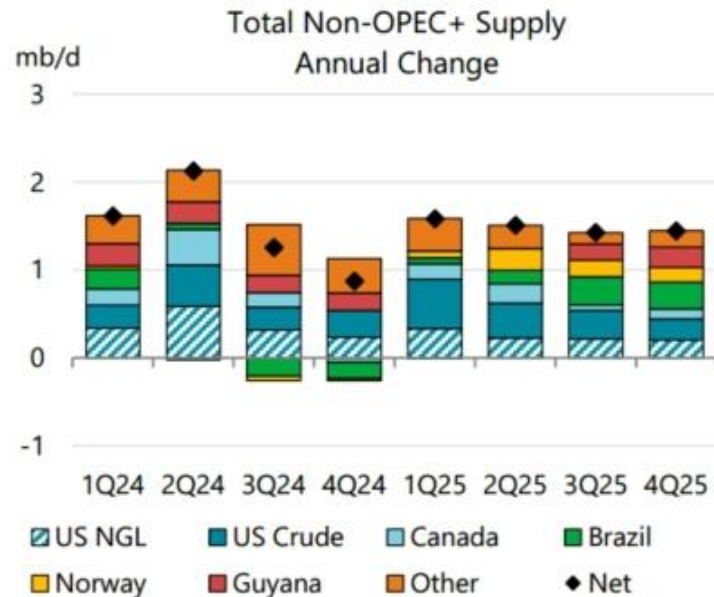
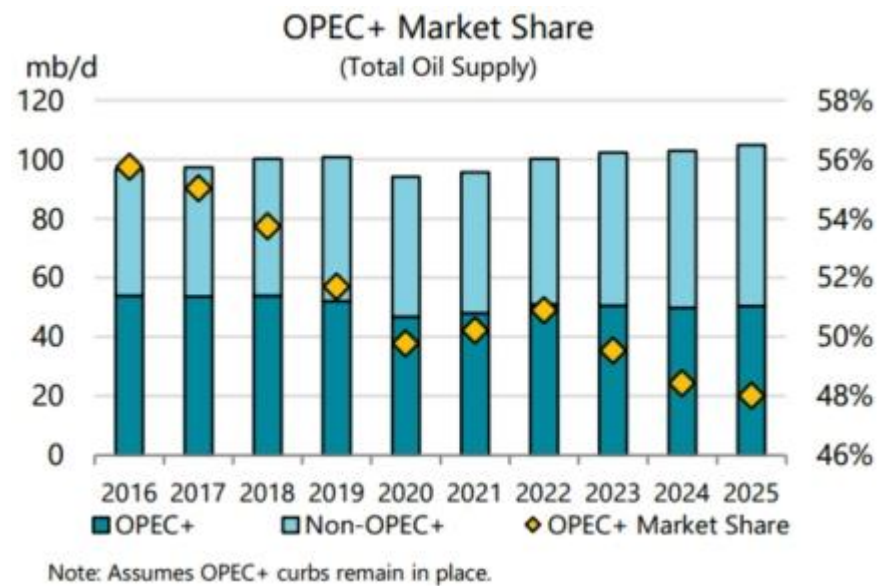
- 特朗普在竞选初期即多次放话欲调停俄乌冲突，近期也给出调停的时间表，我们以2022年产量为基准做参照的话，俄乌冲突以后俄罗斯原油减少量级仅为20万桶/日左右。
- 综合来看，俄罗斯乌克兰冲突的解决物流线的重构的影响更为直接，从而会间接带动部分区域行情的启动，成品油方面由于其体量较小，其受物流端的扰动将更为明显，对供应端的影响更多在于情绪方面。





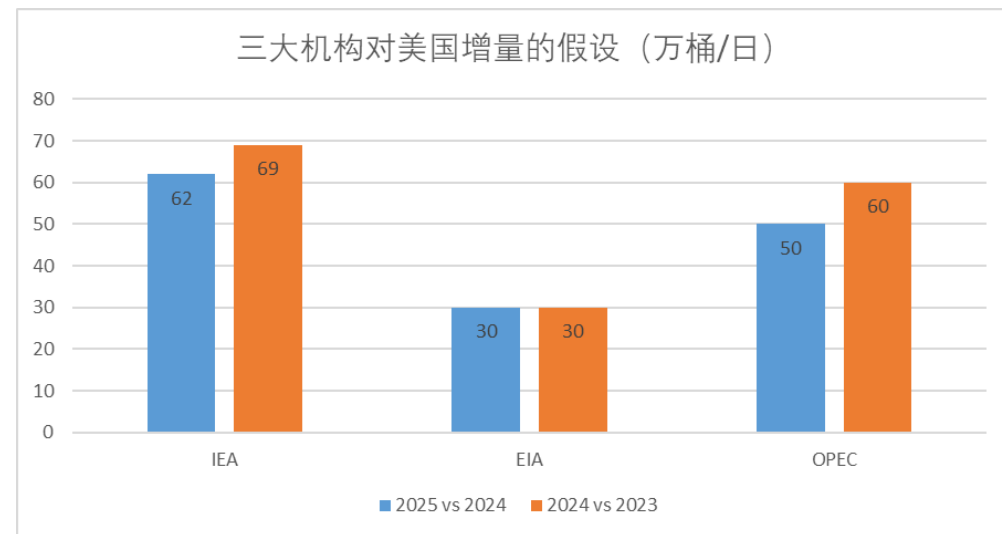
# 非OPEC国家继续侵占供应市场份额

- 整体趋势来看，非OPEC继续挤压OPEC市场份额，2025年OPEC供应占比将收窄至48%左右。
- 基准假设认为，2025年供应端一共将有200万桶/日左右的增量，其中非OPEC产油国就有150万桶/日左右，占比70%以上。
- 分项来看，其中美国NGL24万桶/日，页岩油38万桶/日，加拿大14万桶/日，巴西21万桶/日，挪威17万桶/日，圭亚那10万桶/日，其他24万桶/日。

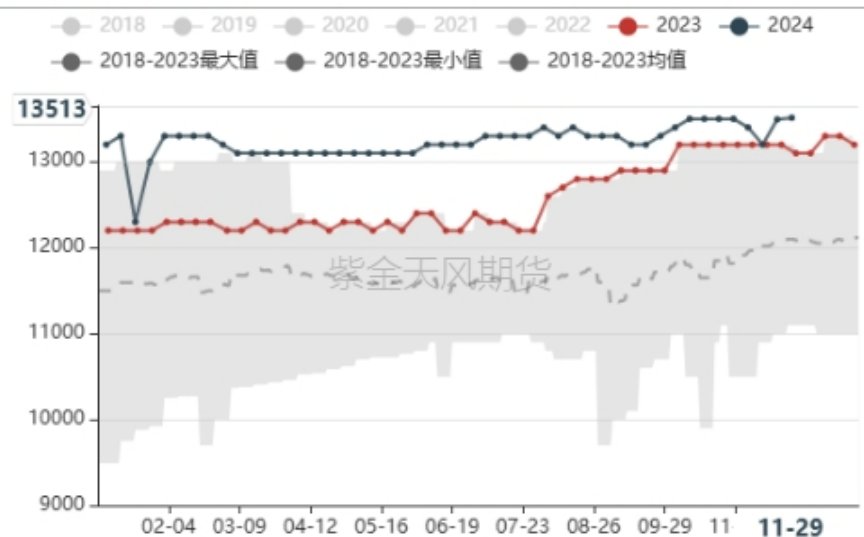


# 非OPEC：美国原油的基准假设

- 三大机构对美国区域的增量来看，考虑到EIA方面对美国原油产量的重新修正的缘故，2024年的年度增量略微偏低，仅为30万桶/日。
- OPEC和IEA方面对2025年的年度增量分别给了50万桶/日、62万桶/日，综合来看，我们认为50万桶/日的增量较为合理。



【SC】美国原油产量



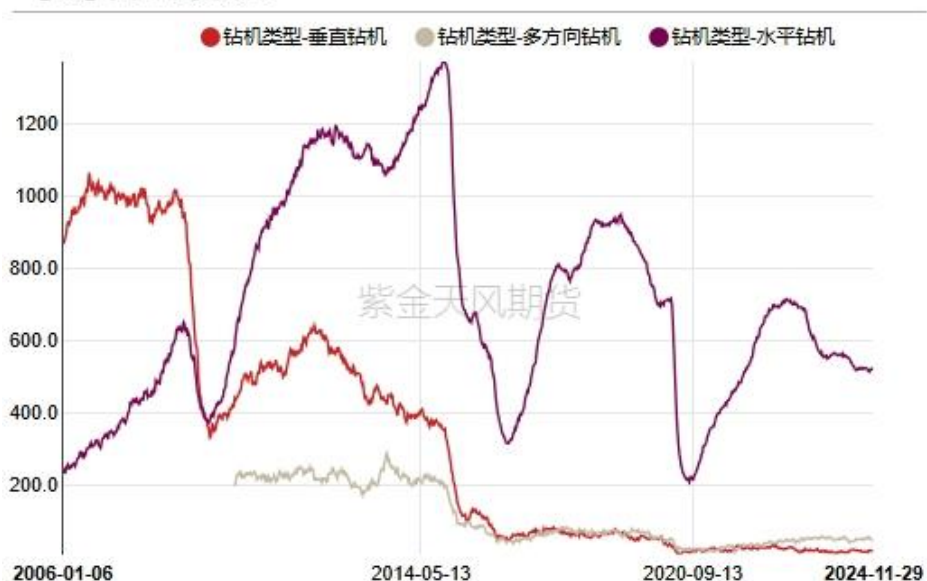
【SC】美国周度及月度产量



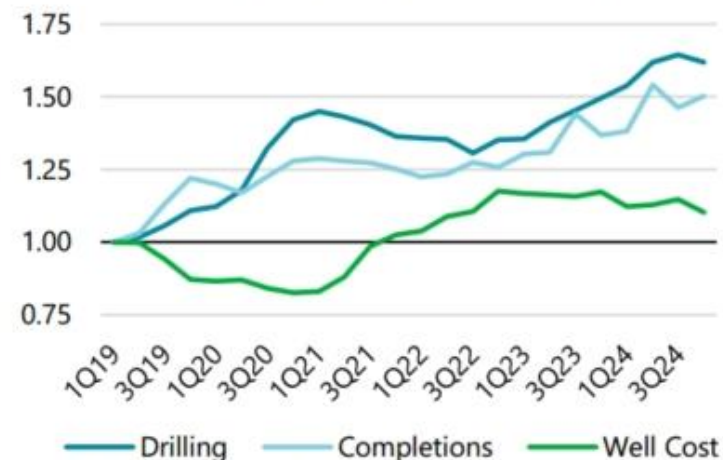
# 非OPEC：美国原油增产的几个可能

- 就页岩油企业增产的动机而言，无非就是通过增加钻机、增加效率两种方式实现。
- 钻机数持续持稳，短期而言甚至有些许下调；钻井效率方面，数据显示钻机效率相较于2019年提高了60%，持续消耗高开采效率甜井的背景下，开采效率已经呈现边际下滑趋势。
- 若特朗普采取其他手段刺激页岩油企业提高产量的话，增产的表达方式则更倾向于增加钻机途径，受产量相对于钻机迟滞的因素，我们保守评估美国后期未来的增量。

【SC】美国钻机类型



Indexed Permian Basin Efficiency Metrics

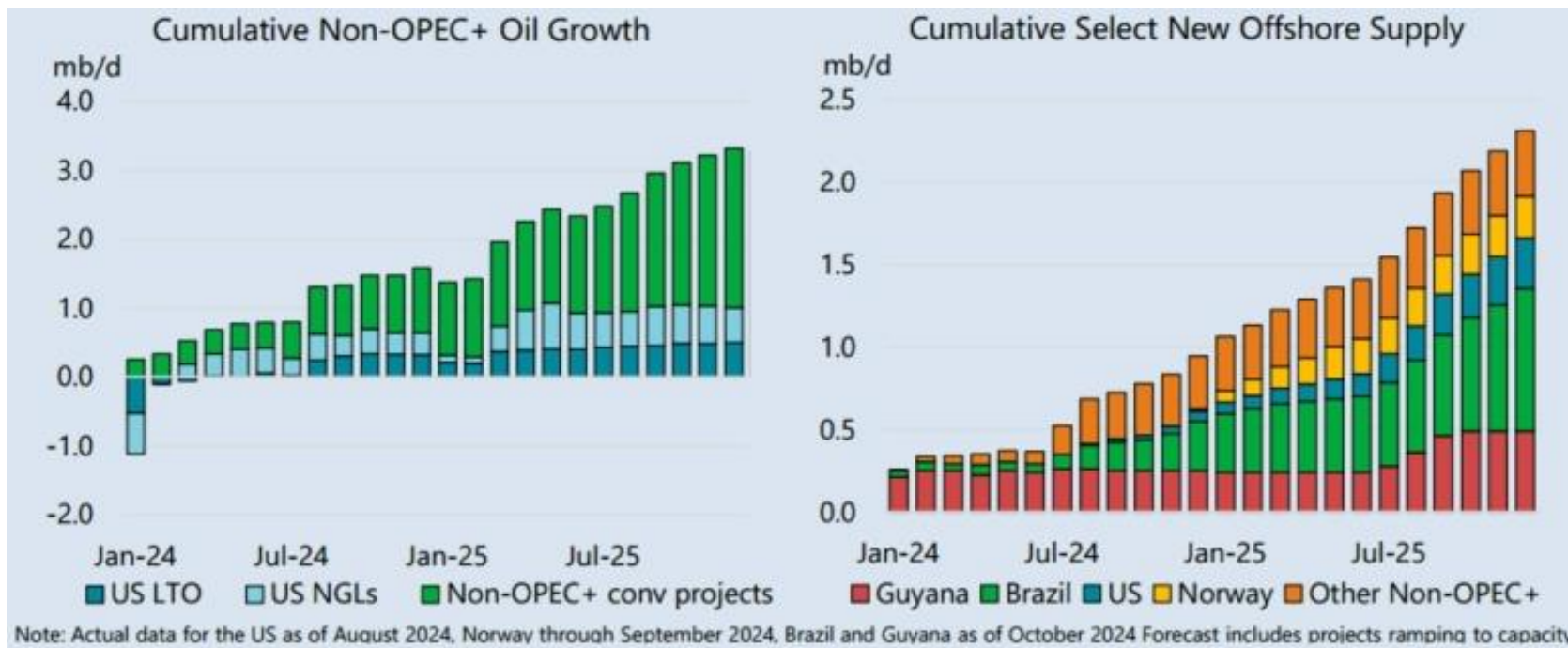


Source: RystadEnergy ShaleWellCube.

Note: Drilling efficiency is the average total measured depth (TMD) for horizontal oil wells in the Permian Basin divided by average drilling days. Completion efficiency is TMD divided by active frac days. Well costs are on a total well basis.

# 非OPEC：非美国国家增量有所期待

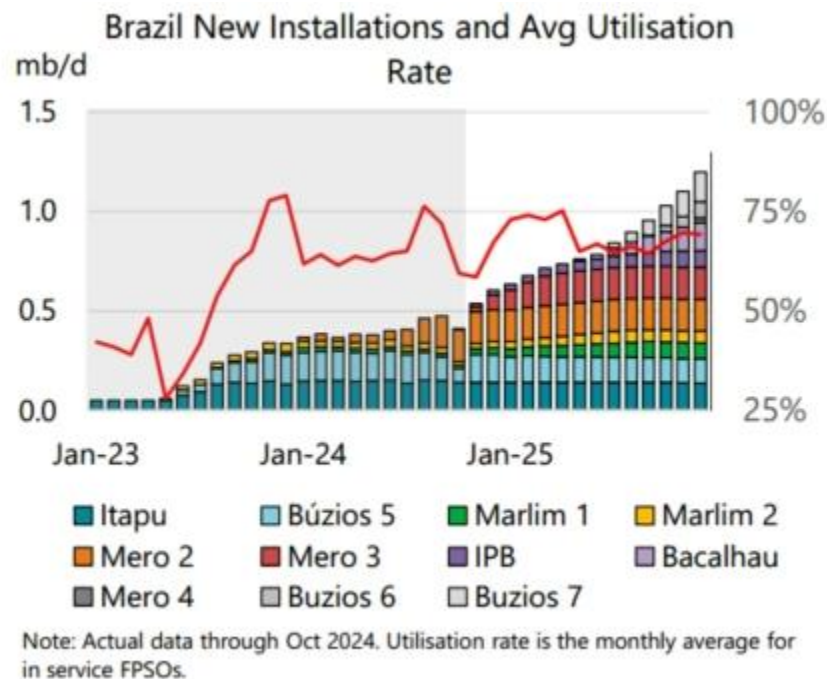
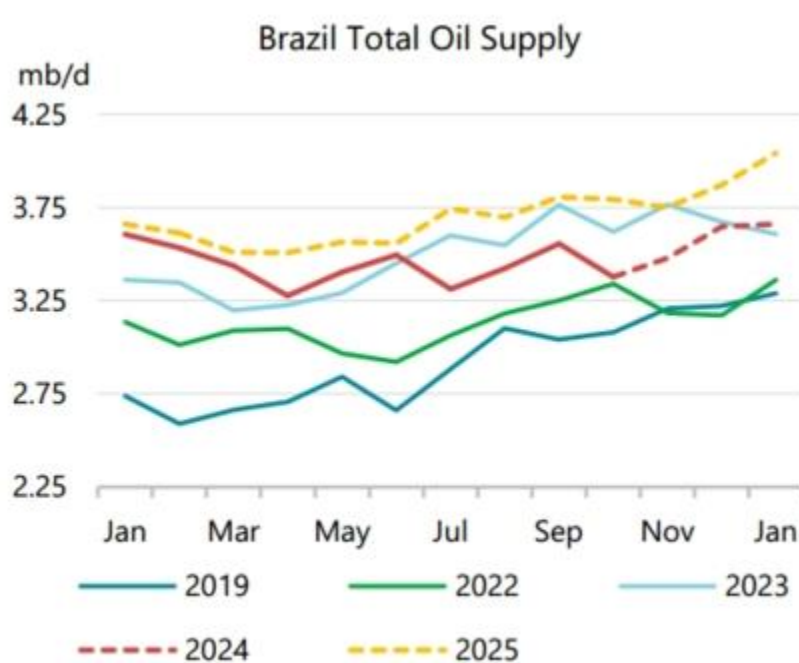
- 预计到2025年，非OPEC+国家的产量将增加150万桶/日，其中海上常规项目将提供近70万桶/日的产量。预计明年美国产量增长将从2024年的54万桶/日放缓至38万桶/日，这使得美国对非OPEC+国家2025年供应增长的贡献仅为20%。
- 从2024年初到2025年12月，非OPEC+常规项目将增加近250万桶/日的新产能。巴西将成为新增海上产能的最大来源，其次才是圭亚那、美国和挪威。





# 非OPEC：巴西方面的增量最为明显

- 巴西方面增量最为明显。除了2024年上线的30万桶/日的产能外，将在2025年12月之前再增加80万桶/日的新产能。IEA方面按照平均利用率略低于70%的水平给出增量，平均下来2025年将增产21万桶/日左右。
- 挪威方面，由于Johan Castberg项目的下线，后续的装载量将进一步增加，预计2025年全年产量将增长17万桶/日左右。



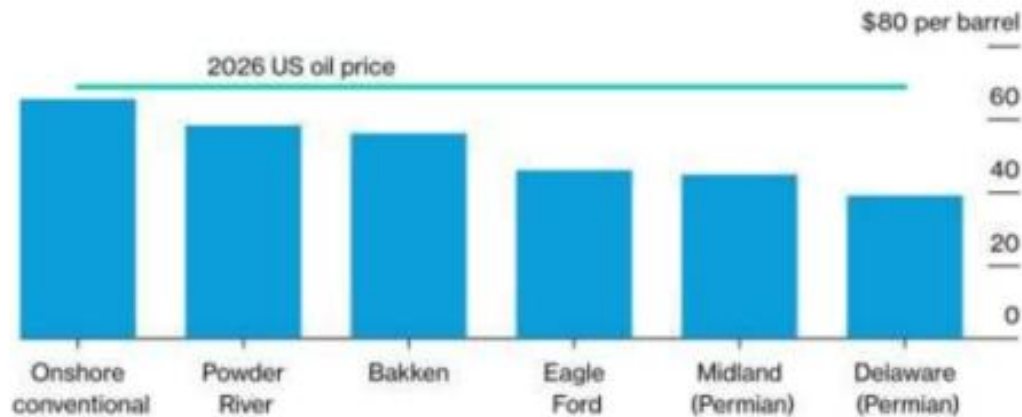


**关注几个重要的成本线**

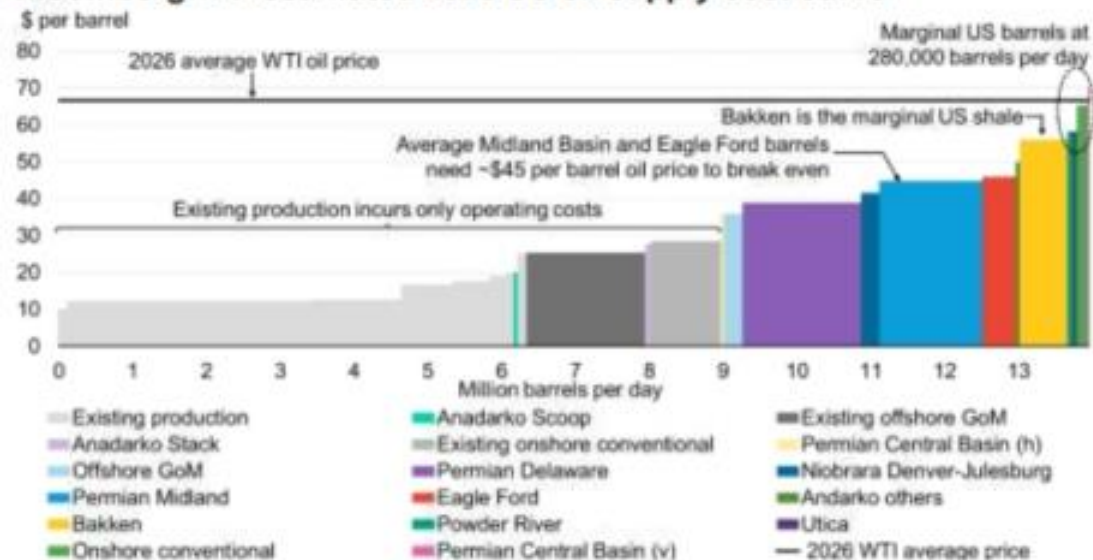
**主题**

- 考虑到页岩油企业已经由高速增长转为利润导向，若无明显的利润扩张倾向，则页岩油企业增产动力不足。
- 边际成本来看，Onshore conventional>Powder River>页岩油。
- 其中拆分来看，Bakken是美国页岩油的边际成本线，价格大概为56美元/桶，运营成本大概为30美元/桶左右，页岩油整体的收支平衡成本线约为45美元/桶。

BloombergNEF breakeven estimates for select US oil plays



BloombergNEF estimated 2025 US oil supply cost curve



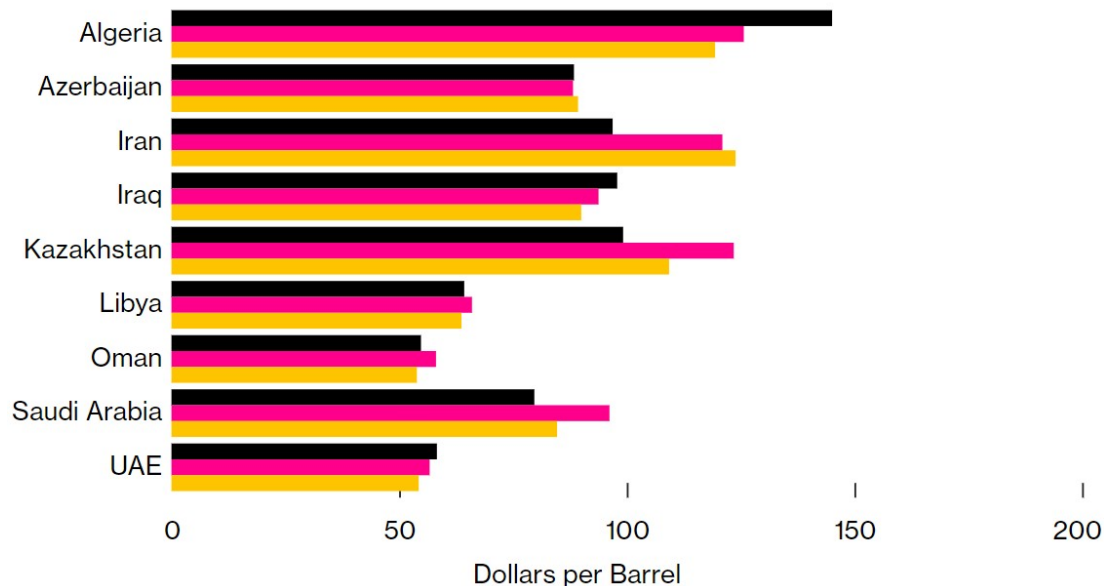
# OPEC国家盈亏平衡线

- IMF在今年上半年的地区经济展望报告中称，沙特由于其远景2030的规划，财政压力仍较大，在产量稳定在900万桶/日以上的条件下，沙特需要95美元/桶左右才能平衡预算，多数OPEC国家的财政平衡盈亏线较前期有所偏高。
- 在此背景下，OPEC主要成员国财政压力偏大的背景下，产量的回补路径也不是一蹴而就，短期延续减产抬价的诉求仍在。

## OPEC+ Leader Needs Higher Oil Price

Saudis require \$96.20 a barrel, up from \$79.70

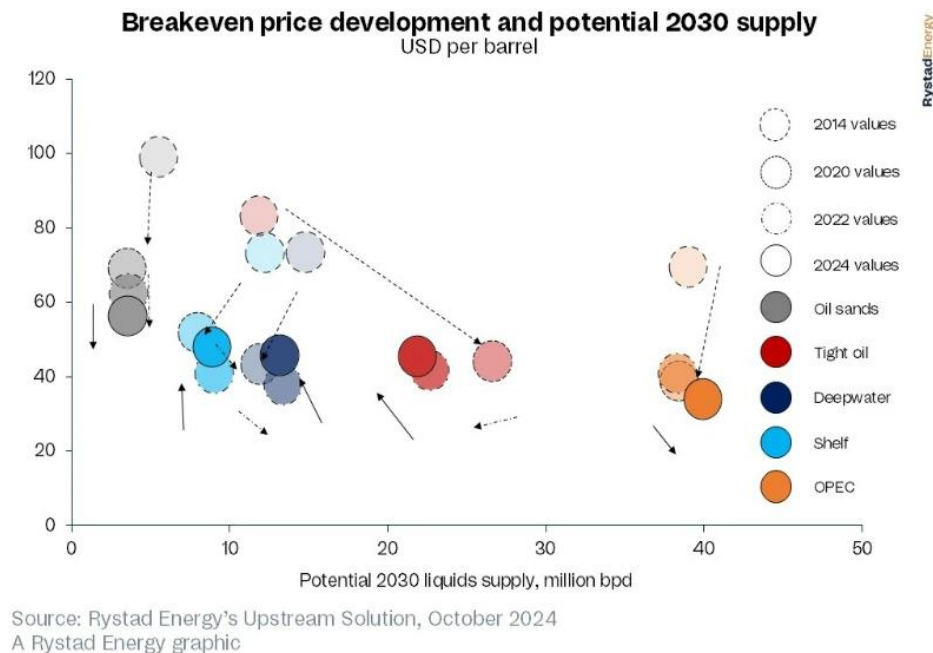
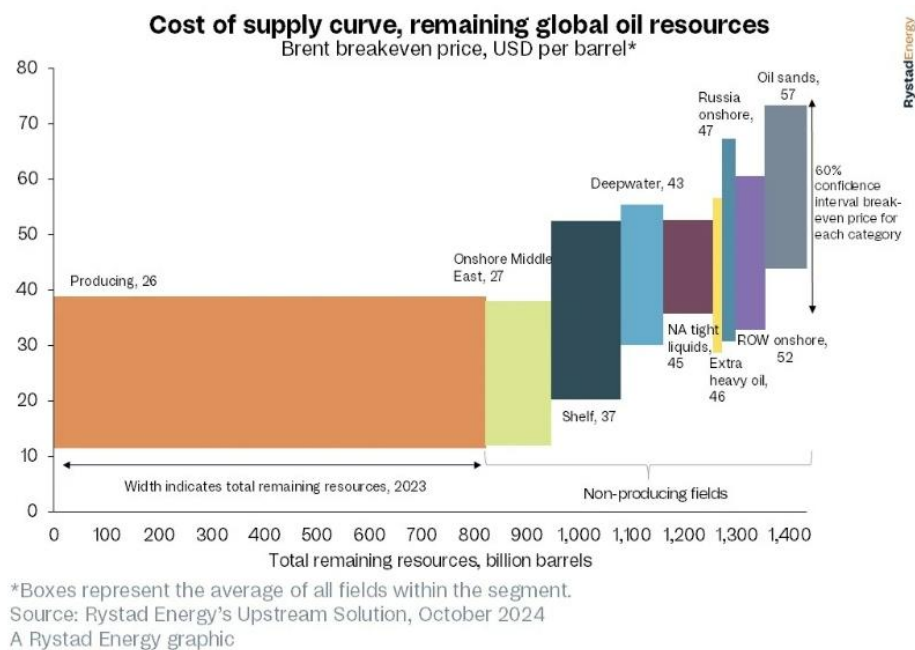
■ Previous 2024 ■ New 2024 ■ 2025



Source: IMF

# 不同开采类型的成本线

- 若以不同开采类型来分类的话，中东陆上是新产量最便宜的来源，平均盈亏平衡价格仅为27美元/桶。海上大陆架紧随其后为37美元/桶，其次是海上深水43美元/桶和北美页岩油45美元/桶，其中，油砂产量盈亏平衡平均为57美元/桶，有的甚至高达75美元/桶。
- 我们可以发现，因为通胀的影响，与2022年相比，深水和海上大陆架细分市场的盈亏平衡价格正在上涨。然而油砂的盈亏平衡继续减少，主要是由于该重油细分市场的运营成本较低，受通胀不明显所致。



# 免责声明

本报告的著作权属于紫金天风期货股份有限公司。未经紫金天风期货股份有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为紫金天风期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于紫金天风期货股份有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但紫金天风期货股份有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且紫金天风期货股份有限公司不保证所这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，紫金天风期货股份有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与紫金天风期货股份有限公司及本报告作者无关。







紫金天风期货

立足产业 研究驱动

# 感谢！

THANKS FOR YOUR ATTENTION

---

