

2024年12月9日

过剩压力长期存在，关注制裁变量影响

——原油2025年年度投资策略

分析师：

王亦路：

从业资格证号：F03089928

投资咨询证号：Z0019740

电话：021-68757827

邮箱：wangyil@qh168.com.cn

分析师

冯冰

从业资格证号：F3077183

投资咨询证号：Z0016121

电话：021-68758859

邮箱：fengb@qh168.com.cn

投资要点：

- **概要：**2024年需求增量表现一般，其中海外炼化利润大幅下行，中国需求速度也略不及预期，叠加2025年仍有多个项目产能上马，导致过剩预期将推后至2025年。OPEC+延迟增产并未解决实际供需矛盾，且在其内部对市场份额需求声音愈大的情况下，后期产能回归将给市场造成较大冲击。油价周期性时点已到，除非对伊朗委内瑞拉等制裁再度发生变化，否则25年价格将继续承压。
- **需求面：**OECD国家需求在24年并未有超预期表现，且非OECD国家中，亚太国家需求反而出现了明显回落。海外炼化利润24年全线回跌，且目前没有回升迹象，后期或成为现货支撑下行导火索，25年需求水平预计总体保持中性偏弱水平。
- **供给面：**OPEC+后期产能回归仍然仅是时间问题，且利比亚等产量超量增长已经使得组织操作空间极小。另外圭亚那，加拿大，巴西，美国，北海等地新项目将继续上马，25年产量增加将保持在200万桶/天水平，高于24年。
- **结论：**2025年原油价格将继续面临较大压力，亚太需求恢复不力以及新增产能及旧有产能回归都将给市场带来较大压力，油价基本已至周期尾端，下行压力较大。但要关注美新政府上台后对伊朗等供应的制裁，以及俄乌冲突出现变化后俄供应的变动，事件性不确定因素或也成为油价主要驱动。
- **操作建议：**二季度之前，油价维持偏空的逻辑不太改变，下半年可根据需求拐点情况适时切换多空并验证。
- **风险因素：**俄罗斯供应变动，OPEC减产履约率，伊朗和委内瑞拉等制裁变动情况，亚太需求恢复情况，海外央行政策变化情况等。

正文目录

1. 行情回顾	4
2. 2025 年展望	5
2.1. 全球原油需求 2025 年展望	5
2.1.1. OECD 需求	5
2.1.2. 非 OECD 需求	8
2.2. 全球原油供给 2025 年展望	9
2.2.1. OPEC+	9
2.2.2. 非 OPEC+	11
3. 总结	12

图表目录

图 1 基准油价格	4
图 2 基准油三月月差	4
图 3 IEA 供需预测	错误！未定义书签。
图 4 美国 CPI 分项	6
图 5 欧盟 27 国 CPI 分项	6
图 6 美国工业活动情况	6
图 7 美国消费同比增长	6
图 8 EIA OECD 需求预测	7
图 9 OPEC OECD 需求预测	7
图 10 美湾炼化利润	7
图 11 欧洲炼化利润	7
图 12 中国原油进口同比增速（3 月平均）	8
图 13 中国油品表观需求	8
图 14 印度原油进口量	9
图 15 沙特原油财政	10
图 16 经常账户盈亏平衡价预测	10
图 17 伊朗出口情况	10
图 18 OPEC 闲置产能	10
图 19 俄罗斯原油海运出口情况	11
图 20 俄罗斯海运出口价值	11
图 21 美国生产情况	11
图 22 美油出口情况	11
图 23 页岩油公司资本开支情况	12
图 24 圭亚那产量发展	12

1. 行情回顾

2024 年原油市场相比往年，振幅更加收窄，且全年受到宏观影响更大。另外，地缘政治的影响也贯穿全年，这使得 24 年价格走势相对缺乏长时间的连贯方向性驱动，全年波动愈加收窄，且在年底出现了较为严重的过剩担忧。回顾 24 年行情，主要驱动集中在 OPEC+ 减产决议，美联储降息预期，以及中东地缘风险，25 年行情将大概率延续其中的部分逻辑，所以对今年行情进行梳理，可以厘清部分明年驱动，并对远期曲线有一定理解。

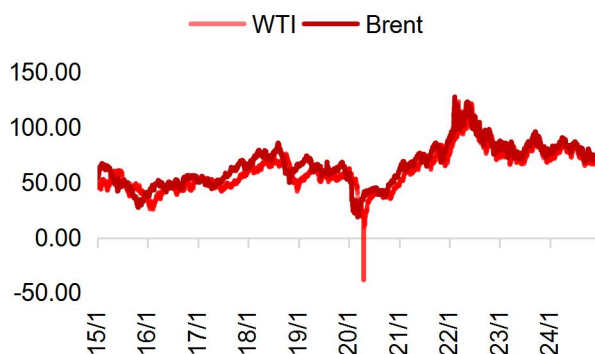
24 年一季度，市场刚刚从年底的跌势中企稳，且借势红海运输危机，供应成本整体抬升，油价开始逐渐恢复上行。1 季度开始，虽然市场仍然受到欧美暖冬的影响，整体需求水平仍然偏弱，但是 OPEC 自愿减产开始履行，全球库存水平开始有效去化，炼化利润也出现了部分恢复，油价持续开启上行的通道。

二季度中，地缘政治风险开始逐渐计价，将油价推高至年内最高水平。中东局势开始出现冲突扩大化迹象，乌克兰无人机也扩大对俄能源设施干扰，油市地缘溢价开始攀升。即便 6 月 OPEC 会议未能给出利好，短期库存并未有明显累库压力，以及旺季需求预期转进，都使得价格继续走高。即便地缘情况有一定变化，导致溢价出现阶段性回吐，价格仍然保持偏高态势运行。

但从三季度开始，市场逻辑发生转变。前期由于对美联储降息不断加强的预期，油价不断和其他大类资产共振上行，结构也不断走强。但在此过程中，各地炼化利润开始全面走低，形成了与盘面截然不同的劈叉。另外在后期的降息逻辑拉涨过程中，WTI 拉涨驱动已经无法拖动 Brent，且出现了结构与绝对价走势相反的情况，随后油价发生了见顶回落，旺季需求不及预期，中国需求恢复速度有限，以及降息交易弱化等使得油价出现了逻辑转化，从而一度走低了接近 20 美金。不过 9 月底中国政治局会议对油市底层逻辑造成了一定冲击，即中国需求可能出现明显恢复，市场陷入震荡。

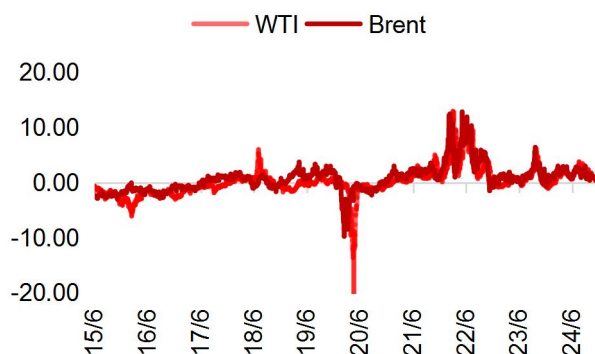
到四季度，以伊局势牵动地区供应安全从而成为主逻辑，价格一度大幅冲高，但最后双方克制收场导致地缘溢价完全回吐，市场逻辑重回供需定价。目前远期过剩预期较强，但 OPEC 仍可能存在托底持续减产可能。

图 1 基准油价格



资料来源：东海期货研究所，Wind

图 2 基准油月差



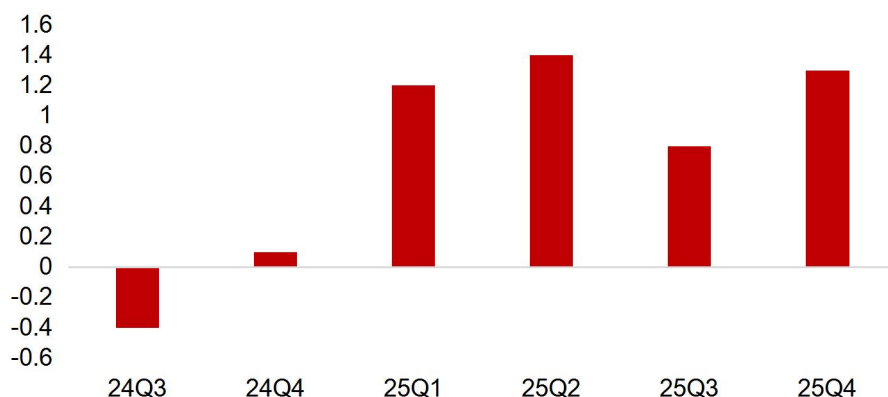
资料来源：东海期货研究所，Wind

2. 2025 年展望

2.1. 全球原油需求 2025 年展望

2024 年需求总体处于中性偏低水平，年初海外暖冬导致中重馏分油需求较低，而工业活动的低迷也导致柴油需求也较为一般。虽然在旺季尾段出现了超预期的汽油需求表现，但总体来看，海外需求的弱化，中国需求的恢复较慢，都从 2024 年延续至 2025 年，成为后期需求矛盾博弈点。2025 年降息预期仍在，但由于海外服务性通胀仍然偏高，后期降息幅度和节奏的路径可能出现反复，从而需求也可能继续出现恢复偏弱的情况。24 年下半年，三大机构持续调低明年需求预期，到目前位置，以 IEA 预测为例，明年将表现为大幅过剩局面，除去近年来逐渐增加的供应项目外，需求持续未见亮眼表现也是过剩预期较强的主要驱动。

图 3 IEA 供需预测

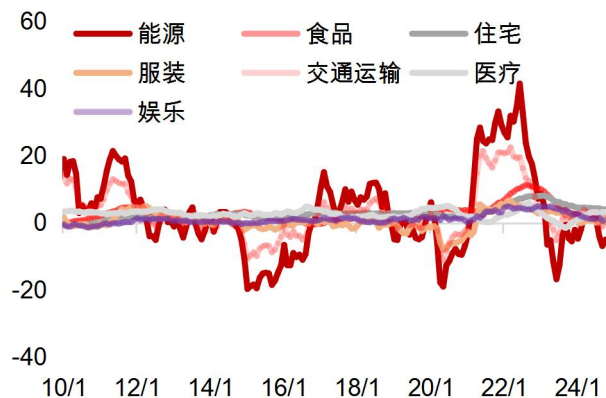


资料来源：东海期货研究所，Wind

2.1.1. OECD 需求

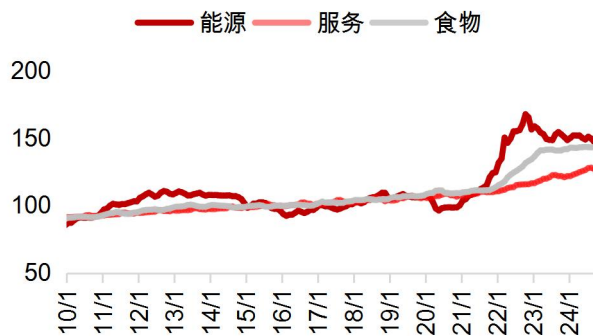
宏观来看，海外主要 OECD 国家需求并未有明显的超预期表现，虽然欧央行和美联储都已经进入降息周期，但从居民消费及工业活动来看，目前仍有较大地区和部门之间的差距。美国通胀过去一年来平稳下降，联储也因此于 9 月进入降息周期，但截至目前，薪资增速仍然没有明显下滑，服务性通胀仍然居于高位，叠加住房及租房市场再度有回暖迹象，目前市场对后期二次通胀仍然是较为谨慎的。另外，对欧洲来说，通胀也进入了下行通道，欧央行同样开启了降息周期，但从工业等企业端活动数据来看，目前欧洲整体需求也较为萎靡，工业活动水平仍在枯荣线以下，对油品需求可能会继续处在相对偏低的状态，而短期更多的变量将会集中在天气带来的取暖端需求。

图4 美国CPI分项



资料来源：东海期货研究所，Wind

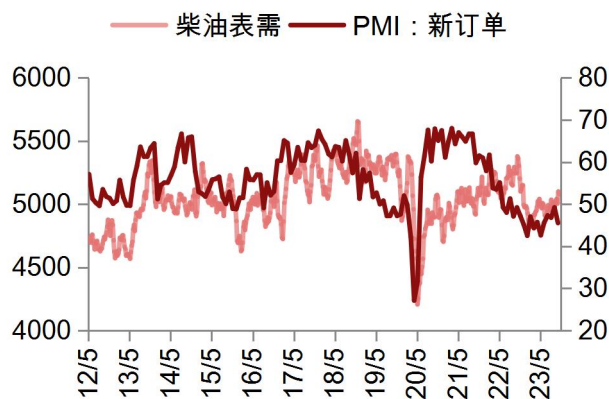
图5 欧盟27国CPI分项



资料来源：东海期货研究所，Wind

从薪资增速来看，美国同比仍能保持近4%的高位水平，这也是24年9月联储降息后，汽油需求仍然能表现出季节性超预期的表现的最主要原因，即居民部门消费动力仍在。对汽油消费来说，25年需求可能会延续24年水平，总体需求保持5年中位区间。但由于新能源汽车保有比例增加，汽油消费可能会出现小幅回落。另外，由于服务性通胀可能难以大幅下行，还可能导致25年降息路径出现反复，另外化工需求可能也会在明年受制于亚太经济恢复速度，导致轻质馏分可能继续保持弱势，所以总体来看汽油消费25年较可能继续保持不温不火的状态。

图6 美国工业活动情况



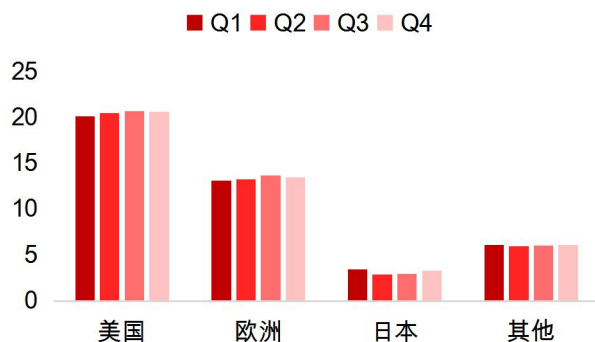
资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

图7 美国消费同比增长



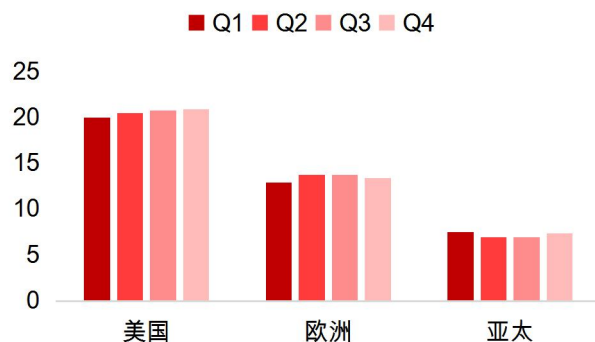
资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

图 8 EIA OECD 需求预测



资料来源：东海期货研究所，EIA

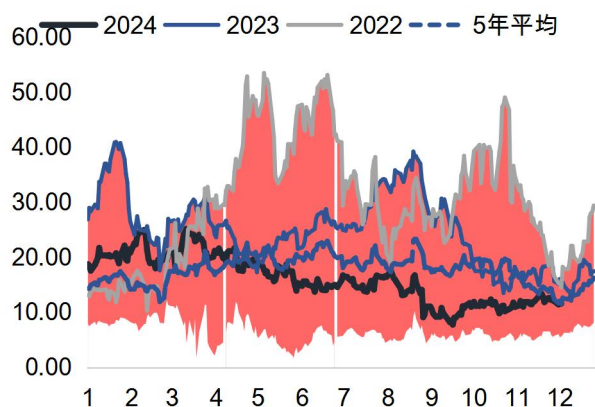
图 9 OPEC OECD 需求预测



资料来源：东海期货研究所，IEA

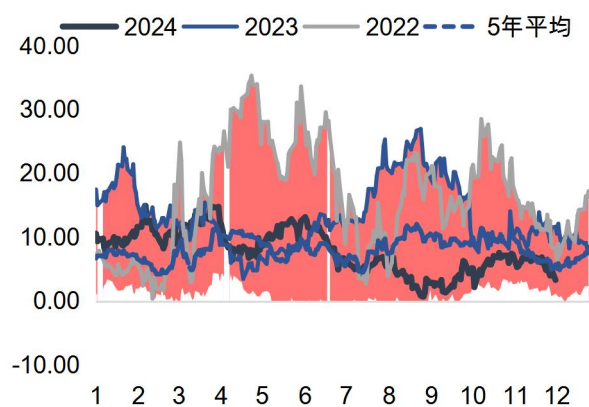
鉴于当下过剩情绪浓厚，各机构从下半年开始都调低了对明年的需求预期。EIA 对 2025 年全球需求预测为 1.0435 亿桶/天，增长 122 万桶/天，相比 24 年 99 万桶/天的需求增量有增幅；IEA 对 2025 年需求预测为 1.038 亿桶/天，需求同比增量为 100 万桶/天，高于 23 年的 92 万桶/天；而 OPEC 的需求一如既往地最为乐观，目前对 2025 年的需求预测为 1.056 亿桶/天，增长 160 万桶/天，相比今年多出 40 万桶/天。此前多数需求预测都是基于全球步入降息周期，但一方面降息速率后期或仍有反复，另一方面供应增量导致的过剩并未被完全重视，所以即便 25 年需求增量超过 24 年水平，但过剩预期仍然较高，这也是疫情之后供应项目投资逐渐恢复所导致的必然结果。

图 10 美湾炼化利润



资料来源：东海期货研究所，Wind

图 11 欧洲炼化利润



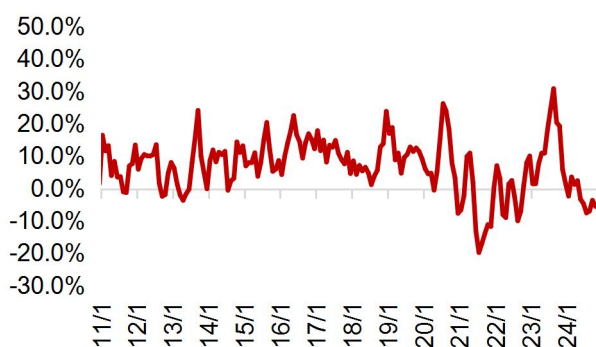
资料来源：东海期货研究所，Wind

所以线性外推，2025 年 OECD 需求可能将持续保持相对中性的增长水平，总体保持平稳，新能源以及化工需求弱势的影响将继续但幅度仍然有限，更多仍然系于降息周期下居民消费以及工业活动的逐渐转暖。但从炼化利润年内已经大幅下行来看，长期低下利润必然会影响现货采购，后期炼厂需求弱化可能会映射至盘面计价。

2.1.2. 非 OECD 需求

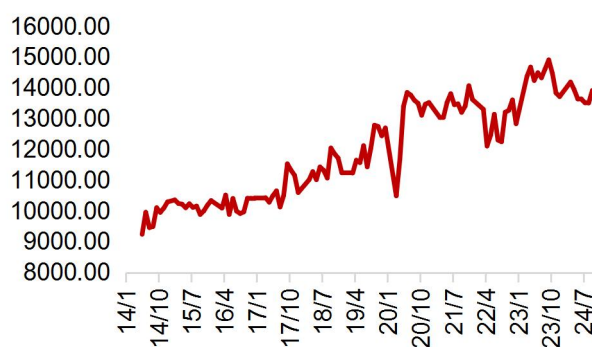
2024 年最重要的转折点就是亚太需求增速有所放缓，其中中国原油需求在 2024 年出现了一定程度的回落。从进口增速来看，自从 23 年 8 月开始，增速就开始大幅同比回落，24 年全年几乎都处于进口同比增幅为负的情况。这一点从国内国营炼厂以及地炼开工也可以看出来，24 年全年几乎都处于开工下行状态，仅在 4 季度前夕出现部分上行，且一旦国营炼厂计划加工量明显增加，地炼便会受到较明显的竞争压力。在此过程中，国内汽柴油库存持续保持低位，一方面是供应相对较低，另一方面是需求水平同比回落明显。但 24 年 9 月开始国内刺激政策频出，926 会议后，不仅资产市场表现出明显回升，到目前为止，工业活动也已经显现明显转机，PMI 连续回到枯荣线以上，新房销售也出现明显转好。到年底的新配额发放后，国内炼厂仍能以较活跃姿态进行原油现货采购。所以对于国内需求来说，后期仍有改写油市底层逻辑的机会。

图 12 中国原油进口同比增速（3 月平均）



资料来源：东海期货研究所，Wind

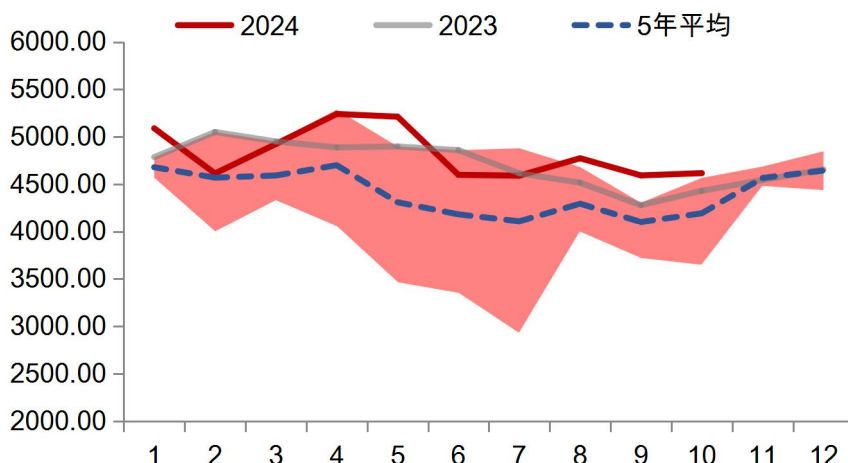
图 13 中国油品表观需求



资料来源：东海期货研究所，Wind

印度需求则在 24 年表现相对亮眼，商品方面需求增量稳定，资产价格也受到支撑抬升明显。24 年不管是原油还是食用油品，印度需求量都出现了明显的增加，日度进口量同比平均增长在 10 万桶/天水平。目前印度采购对俄罗斯供应仍然较为积极，包括 Urals 等油品在今年对中国出口份额有所下降后，印度成为了主要的俄罗斯油品供应流向地。并且印度炼厂开工也仍然持续走高，继续成为亚太成品油出口新增量主要贡献地。2025 年显性外推，印度需求或仍然能够保持较为平稳的增速，但从亚太整体需求来看，印度需求增量仍然难以弥补中国需求回落的。

图 14 印度原油进口量



资料来源：东海期货研究所，Wind

2.2. 全球原油供给 2025 年展望

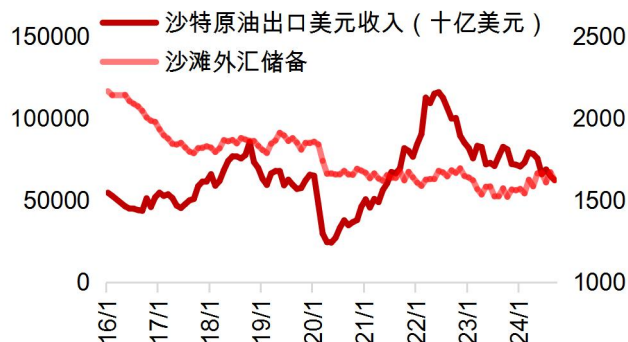
2024 年在前半年的自愿减产取得一定成效，并且原油价格在中东地缘风险推动下到达 90 美金以上高位后，OPEC+在 6 月宣布将会从 10 月开始，逐渐退出 220 万桶/天的自愿减产份额，同时阿联酋将会在 1 月开始提升 30 万桶/天配额基准，并且到 9 月会逐步增加至 60.19 万桶/天。目前由于原油价格低迷，各大机构对 2025 年供需预测极为悲观，OPEC 大概率将会将增产推迟。

2.2.1.OPEC+

OPEC+在经历了长久的减产之后，其减产动力已经明显弱化，从 23 年 12 月会议上已经可以看出，阿联酋等国对于持续减产，尤其是深化减产已经较为抗拒。24 年 9 月 OPEC 也一度表示，价格目标将不会是组织最主要的考量。虽然时候 OPEC 表示此举并不是意在重续价格战，但长久以来，伊拉克、哈萨克斯坦等国减产履约率不足，俄罗斯、阿联酋等间歇性供应提升，都反映出 OPEC+的减产行动已经越来越难存续。

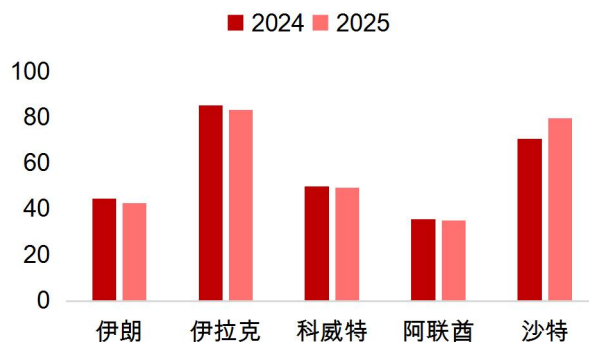
从 OPEC+的减产动机来看，最终仍然是要实现组织国家财政收入最大化。但目前沙特原油出口收入已经降至 3 年多来的最低值，外汇储备也有回落趋势，俄罗斯出口收入同样受到了较大的影响。所以对于多数 OPEC 国家来说，如果无法将价格保持在一定位置之上，对于实现经常性账户收益最大化的最好做法，可能恰恰是扩大产量，这一点对于盈亏平衡价格较低的阿联酋来说，其多次表态抗拒减产已经可以说明一些问题。另外明年 OPEC+以外新增产能也较多，OPEC 需要考虑在需求可能达峰的市场中，是否还需要持续让出市场的问题。

图 15 沙特原油财政



资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

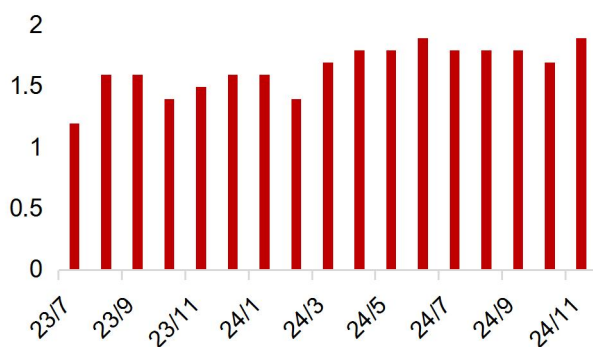
图 16 经常账户盈亏平衡价预测



资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

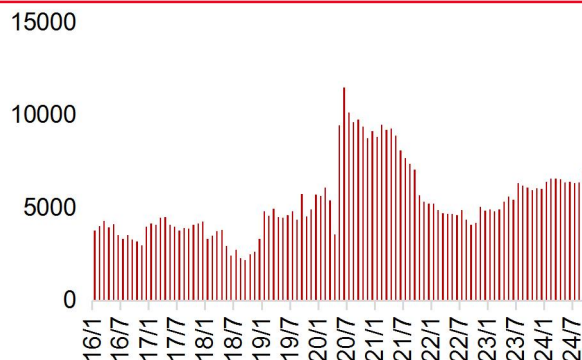
不过 25 年仍然需要关注制裁产能的变化，在过去数年中，由于美国高通胀下降低能源通胀需求，伊朗船运出口一直得到了相比以前更多的宽容度，其原油出口也到达了较高的水平，从最低的不到 50 万桶/天已经回升至 180 万桶/天以上。同样委内瑞拉出口也在近期提升至接近 67 万桶/天的较高水平，并且经由委内瑞拉的油品借由马来西亚转口，已经使得马来西亚一度取代沙特成为对中国第二大原油出口国。但特朗普第一任任期内曾对伊出口大幅打压制裁，近期美国也重新对伊朗影子船队进行了制裁，后期受制裁供应的不确定性，将成为 OPEC 供应中不可忽视的黑马。所以沙特在和俄罗斯以及哈萨克斯坦进行会晤时也着重强调了 OPEC+ 在维护供应稳定方面角色的重要性，从此逻辑出发，结合 OPEC 自身利益需求，明年 OPEC 的产量调整可能会在市场预期路径中出现一定偏差。

图 17 伊朗出口情况



资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

图 18 OPEC 闲置产能

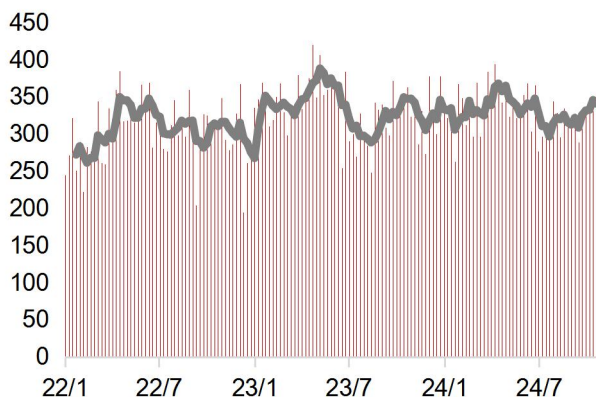


资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

俄罗斯供应在 25 年同样有出现变化的可能。虽然在过去的两年多中，俄罗斯能源供应已经重塑了贸易格局，西向客户已经大幅减少，东向客户已经大幅增加，但起出口仍然依赖于影子船队。近期欧美持续对俄罗斯船舶进行制裁，俄罗斯船运更新换代实质已经落后，短

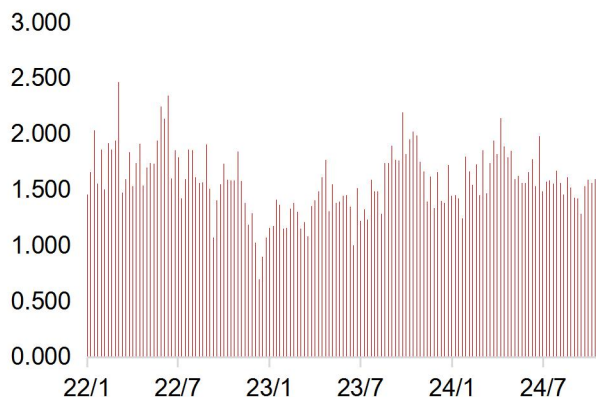
期影响可能不明显，但长期来看，其船运能力可能会在未来影响其能源供应。另外俄乌冲突在 25 年可能也将迎来一定转机，届时其供应格局会发生怎样的变化仍未可知。

图 19 俄罗斯原油海运出口情况



资料来源：Bloomberg

图 20 俄罗斯海运出口价值



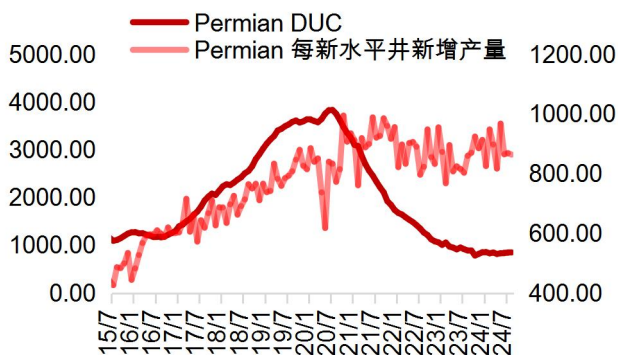
资料来源：Bloomberg

从俄罗斯能源出口收益来看，目前仍然保持中位区间，受影响相对有限，但此前俄罗斯也一定程度推进了 OPEC+ 结束减产的方案，后期俄罗斯供应将继续成为 25 年需要关注的变动点之一。

2.2.2. 非 OPEC+

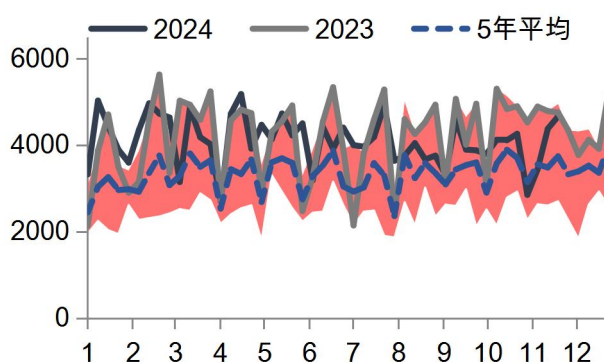
非 OPEC+ 供应中，美国供应仍然在稳定增长，只是幅度相比以前已经大幅放缓。不过在需求后期预期较弱的情况下，其出口已经对欧洲油品造成了较大冲击。另外从上游资本开支来看，仍然未见明显回升，后期页岩油公司也在逐渐将业务重心转往海外传统项目，如巴西及圭亚那地区区块开发，所以页岩油产量预计将在 25 年保持平稳水平。

图 21 美国生产情况



资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

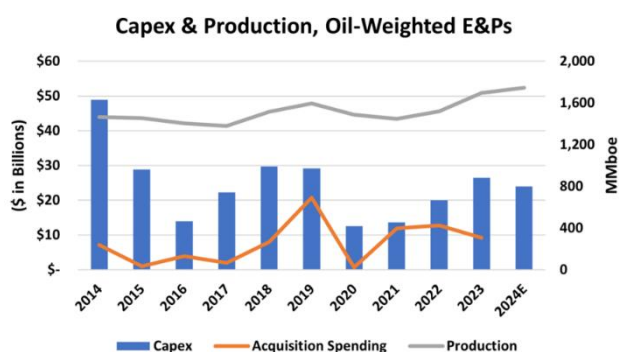
图 22 美油出口情况



资料来源：Bloomberg

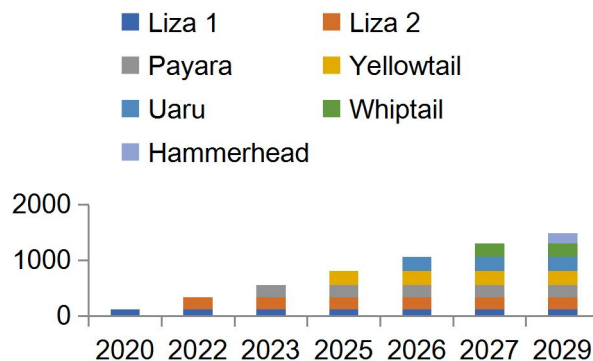
而在 2015 年开始得到勘探发现的圭亚那，作为重要新兴产油国的潜力在 23 年终于得到了兑现。其主要开发商埃克森美孚圭亚那预计到 2027 年底，圭亚那 Stabroek 区块将有 6 艘 FPSO 投入运营，预计 27 年产量将达到 120 万桶/天以上。第四个和第五个项目 Yellowtail 和 Uaru 目前正在建设中，25 年预计圭亚那产量将继续有 25 万桶/天的增量。

图 23 页岩油公司上游开支情况



资料来源：RBN

图 24 圭亚那产量发展



资料来源：东海期货研究所，Bloomberg

另外加拿大原油产出也受到了供应条件改善的刺激，24 年产量提升了约 30 万桶/天至接近 485 万桶/天。在 TMX 管道增加了加拿大 59 万桶/天出口运能之后，加国产量将持续保持稳步上升态势，并且对美国出口将持续保持价格优势。但这一趋势可能也会在特朗普上台后被出口关税所影响，届时需要关注加拿大供应是否有转供更多亚太市场的可能，

其他新兴供应地区，如巴西等，虽然产量也在增长，但是 25 年出现产能兑现的幅度可能不会太高，至少短期内不会成为油市的供应边际量。但是归根结底，OPEC+内部供应回归压力仍然较大，新兴供应在 25 年的增量也较高，明年的供应增量将给油价带来较大压力。

3. 总结

2024 年原油市场已经埋下了较多的暗索，如 OPEC+后续的产量措施变化，炼化利润持续下行，亚太需求可能是短期不可逆的需求回落等等，所有的这些变化均有可能在 2025 年持续发酵。而 25 年新增项目导致供应过剩的悲观情绪也随时可能被诸如伊朗/委内瑞拉制裁所逆转，所以对于 25 年来说，市场将会面临相比以前更多的不确定性。对于上半年来说，在供需显性外推的情况下，油价仍然面临着较大压力，OPEC+供应回归驱动以及全球工业活动萎靡可能会导致价格再度出现周期性的回落。但后期仍然需要关注中国需求恢复速度，以及之后特朗普政府外交政策对原油供应的影响。

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。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，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn