

策略推荐：供需紧平衡，油价有支撑

2025年1月24日

上海中期期货研究所
能源化工研发团队

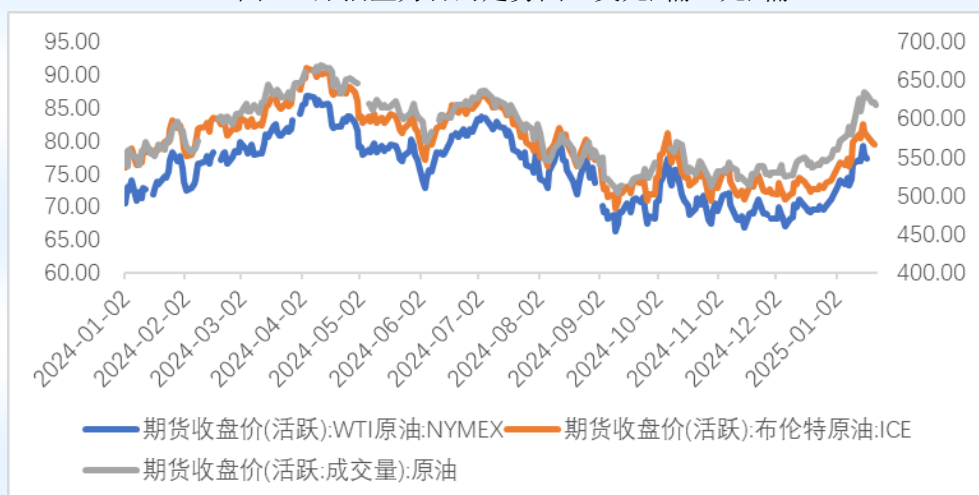
郭金诺

Z0019038

内容摘要：

1月原油价格呈现强势上行态势。本月油价主要受美国极寒天气带来的需求回升和地缘形势变化的影响出现波动。在12月OPEC+宣布延长减产措施影响下，原油市场整体呈现紧平衡状态。在此背景下，市场担忧美国对俄罗斯能源限制会导致市场运力紧张，进而影响全球原油供应。2月预计市场供需端变化不大，OPEC+延长额外减产220万桶/日至3月底，但OPEC+减产执行率方面的隐忧仍存。美国方面，虽然其原油活跃钻井数环比回落，但完井数的平稳增长和DUC井数量的下降所带来的原油产量增量将帮助美国原油产量持续维持高位。需求方面，中国政府财政刺激措施的积极影响预计将延续至2025年一季度，将推动房地产业和制造业景气程度回升，进而推动原油消费。欧美等发达经济体仍处取暖油消费旺季，在预期取暖日增加的影响下，预计原油消费将受支撑。**整体来看，全球原油市场供需结构有所修复，2月油价将得到支撑，关注美联储降息节奏和地缘风险变化对油价的影响。**

图1：原油主力合约走势图（美元/桶、元/桶）



资料来源：同花顺，上海中期

主要因素分析：

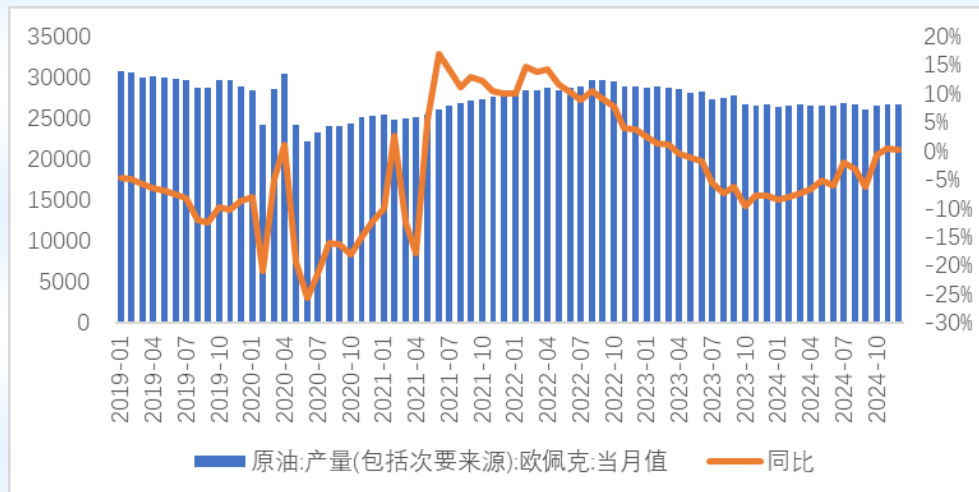
一、供应：特朗普政府能源政策施压供应端

1.1 OPEC+供应情况

12月OPEC原油产量平均为2674.1万桶/日，环比增加0.10%，同比增加0.22%。本月OPEC原油产量的增长主源于利比亚、尼日利亚和刚果的增产。其中利比亚增产5.3万桶/日、尼日利亚增产3.0万桶/日、刚果增产1.6万桶/日。沙特原油产量平均为893.8万桶/日，环比下降0.27%，同比增加0.01%。9月OPEC九国（除伊朗、利比亚、委内瑞拉外）减产执行率依然低于目标值，其中伊拉克、阿联酋和科威特超额生产位居前三。根据IEA的数据显示，12月OPEC9国产量高出目标产量82万桶/日，环比增加34.43%。非OPEC产油国产量高出目标产量10万桶/日，环比增加42.86%。OPEC+18国产量高出目标产量93万桶/日，环比增加36.76%。12月整体依旧超额生产，且超额增长率明显提升。

2024年6月2日OPEC+会议同意将2023年4月宣布的165万桶/日自愿减产措施延长至2025年底。并确认2025年OPEC的目标产量为2413.5万桶/日，OPEC+的目标产量为1.559亿桶/日。具体国家的目标产量为：安哥拉100.7万桶/日、刚果27.7万桶/日、赤道几内亚7万桶/日、加蓬17.7万桶/日、伊拉克443.1万桶/日、科威特267.6万桶/日、尼日利亚150万桶/日、沙特1047.8万桶/日、阿联酋351.9万桶/日、阿塞拜疆55.1万桶/日、巴林19.6万桶/日、文莱8.3万桶/日、哈萨克斯坦162.8万桶/日、马来西亚40.1万桶/日、墨西哥175.3万桶/日、阿曼84.1万桶/日、俄罗斯994.9万桶/日、苏丹6.4万桶/日、南苏丹12.4万桶/日。2024年12月5日OPEC发表声明称，8个OPEC和非OPEC产油国220万桶/日的额外自愿减产措施延长至2025年3月底，并将从4月开始逐步解除这部分减产，直到2026年9月。OPEC+下一次部长级会议将于5月28日召开，会上将对原油市场进行评估，并采取相应措施。

图2：OPEC原油产量（千桶/日）

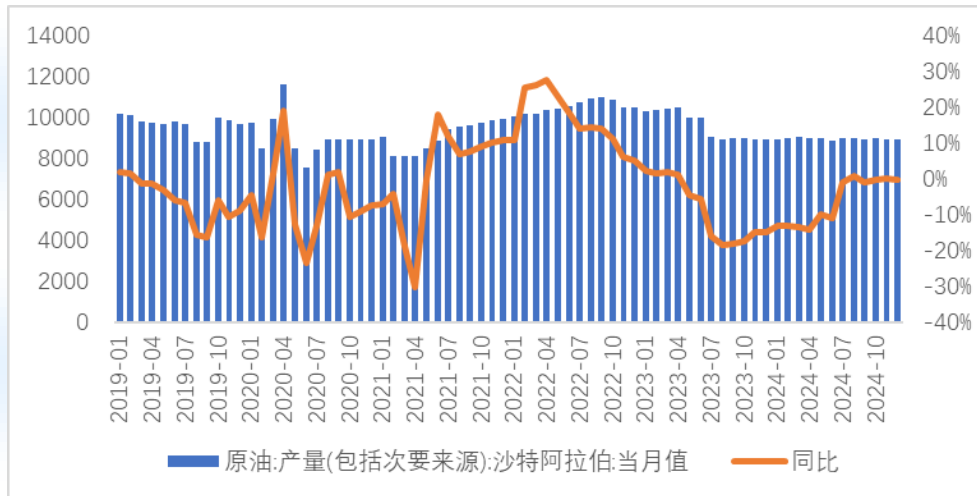


资料来源：同花顺，OPEC，上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

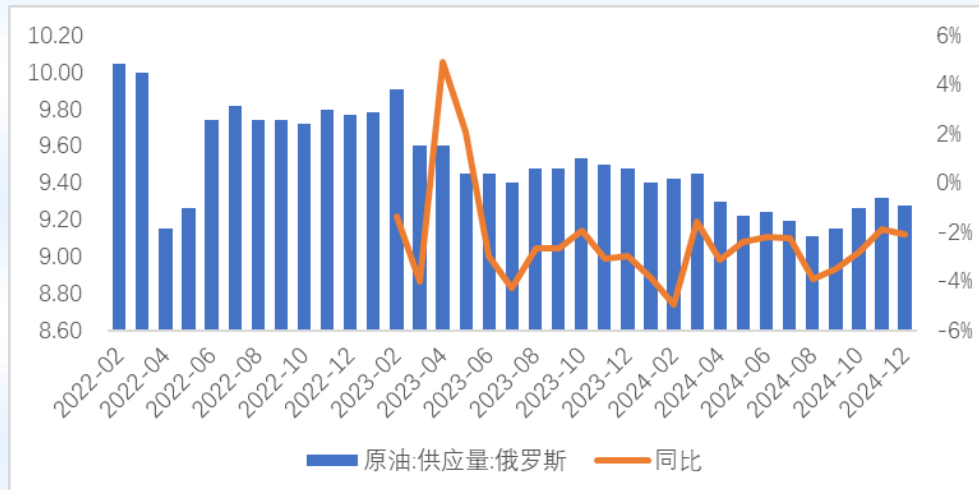
图 3：沙特原油产量（千桶/日）



资料来源：同花顺，OPEC，上海中期

俄罗斯方面，12 月俄罗斯原油产量为 928 万桶/日，环比下降 0.43%，同比下降 2.11%。俄罗斯原油产量高出目标产量 30 万桶/日，环比增加 11.11%，预计短期内产量表现将较为平稳。俄乌局势方面，乌总统泽连斯基 21 日在达沃斯论坛上要求至少部署 20 万欧洲盟军才能执行和平协议。俄方除了重申此前宣布的有关和谈的条件外，俄总统外交政策助理乌沙科夫当天表示，俄罗斯准备与美国就乌克兰危机进行对话，前提是华盛顿发出相关信号。俄乌双方对和谈的立场仍然相互矛盾，特朗普政府暂无解决冲突的具体计划，预计短期内俄乌冲突缓和可能仍较小。

图 4：俄罗斯原油供应量（百万桶/日）



资料来源：同花顺，IEA，上海中期

1.2 美国供应情况

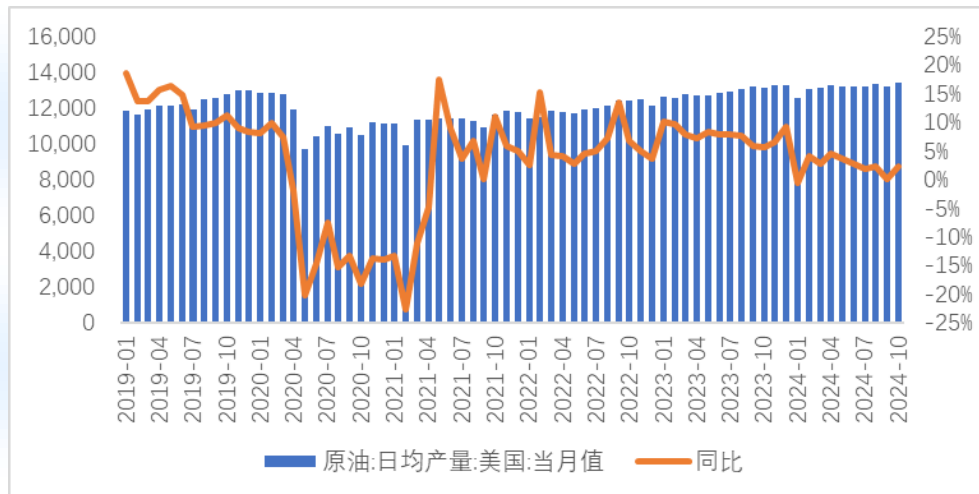
10 月美国原油产量为 1345.7 万桶/日，环比增加 1.96%，同比增加 2.34%。截止 1 月 10 日当周，美国原油产量为 1348.1 万桶/日，环比下降 0.90%，同比增加 1.36%。截止 1 月 10 日的四周，美国原油

风险提示：市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

产量为 1355.1 万桶/日，同比增加 2.27%。美国页岩油产量占其国内总产量的 70%以上。因此页岩油产量的变化将决定美国原油产量的变化方向。而页岩油井衰减速度较快，一般完井后第二个月产量达到峰值，但半年内就会衰减 40-50%，第二年基本失去经济价值；因此只有不断打井才能维持页岩油的高产量。活跃钻井平台数是反映页岩油行业上游投资强度和资本开支的重要指标，一定程度上也可以反映未来页岩油产量的变化。一般而言，新增钻井所带来的产量将在 3 个月后逐渐显现。截至 1 月 17 日当周，美国钻机数为 580 台，环比下降 1.53%，同比下降 6.45%；其中石油钻机为 478 台，环比下降 1.04%，同比下降 3.82%。虽然活跃钻井数量下降，但服务成本降低、油井生产率提高将推动美国主要页岩油盆地钻井活动温和增长，进而推升美国原油产量。此外，特朗普已开始其第二任期。他宣布国家进入能源紧急状态，旨在提高美国的石油和天然气产量，降低美国消费者的成本。尽管没有透露能源紧急状态的细节，但特朗普和他的盟友已经表示，他们准备动用“紧急权力”以提高国内能源产量，包括迅速批准新的石油、天然气和电力项目，以及指示撤销拜登政府颁布的气候法规。

图 5：美国原油产量（千桶/日）

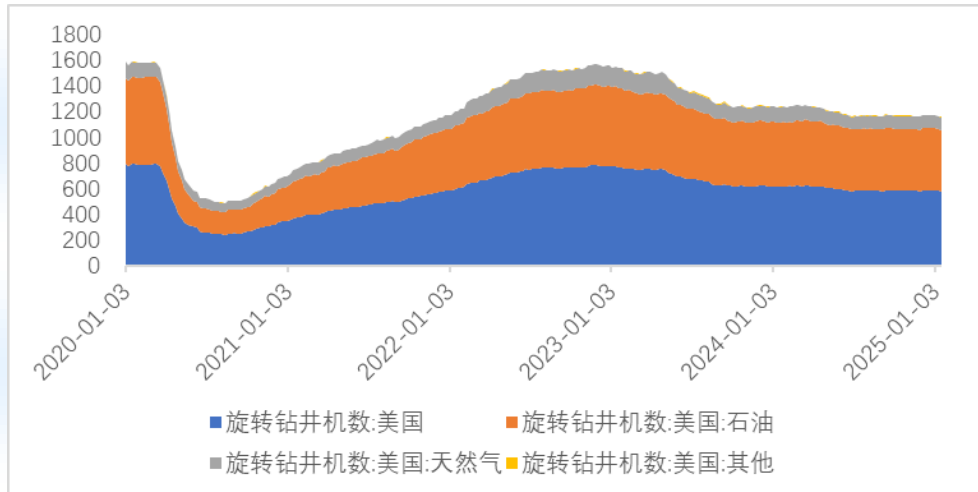


资料来源：同花顺，EIA，上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 6: 美国钻井平台数 (台)

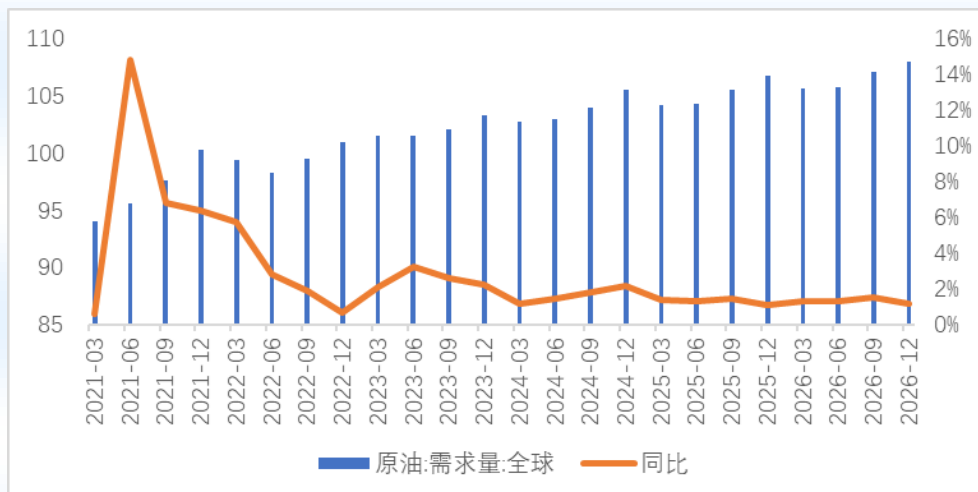


资料来源: 同花顺, Baker Huges, 上海中期

二、需求: 冬季取暖消费支撑原油需求

OPEC 预测 2025 年全球石油需求增长预测同比增长 140 万桶/日, 明显高于疫情前的增长率。预计经合组织 (OECD) 国家的石油需求将同比增长 10 万桶/日, 主要增长动力来自美洲地区, 同时经合组织欧洲成员国以及亚太成员国需求小幅上升也起到了推动作用。在非经合组织国家, 石油需求预计将以更强劲的速度增长, 同比增长 130 万桶/日。预计非经合组织国家的石油需求增长主要由中国的需求拉动, 其他亚洲国家如印度、中东和拉丁美洲的需求也起到了辅助推动作用。此外, 预计今年的石油需求增长将受到航空旅行需求旺盛以及道路出行活跃的支撑, 同时非经合组织国家的工业、建筑和农业活动也保持良好态势。此外, 炼化产能增加和石化行业利润回升也有望继续推动石油需求增长。预计 2025 年一季度全球石油总需求量将达到 1.042 亿桶/日。

图 7: 全球石油需求量 (百万桶/日)



资料来源: 同花顺, OPEC, 上海中期

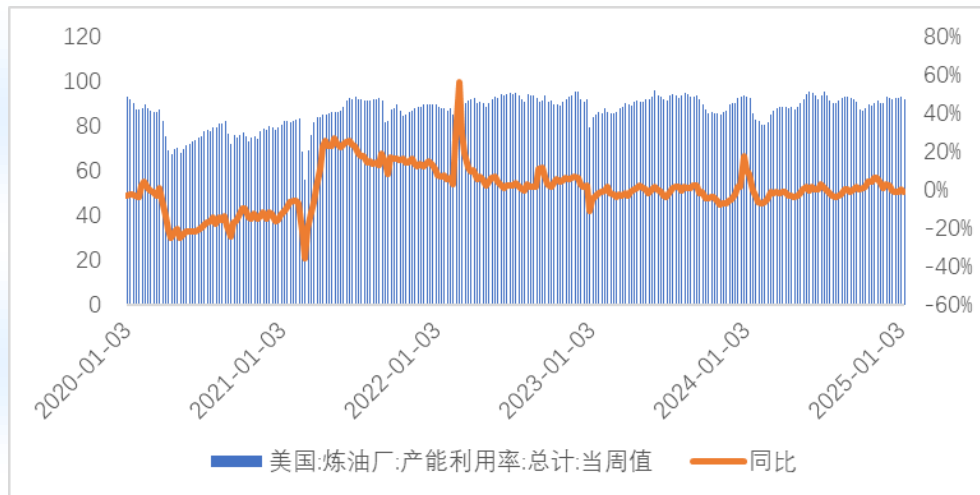
风险提示: 市场有风险, 投资需谨慎。

免责声明: 报告观点仅代表作者个人观点, 不代表公司意见, 不构成投资建议。任何单位或个人据此操作, 风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性, 但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息, 仅供公司内部参考, 不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告, 版权均属于上海中期期货股份有限公司, 未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

美国方面，12月美国炼厂开工率平均为92.47%，环比增加2.6%，同比下降0.6%。美国墨西哥湾区炼油毛利平均为13.00美元/桶，环比下跌1.491.47美元/桶，同比下跌5.03美元/桶。大多数石油产品市场表现疲软，其中高硫燃料油（HSFO）市场受影响程度最大，航空煤油相关产品的市场表现稳健且有所增长。汽油市场表现喜忧参半，92号汽油裂解价差有所上升，而95号汽油价格则略有下降。由于1月和2月可能出现极端低温和冬季风暴，美国炼油厂的运营面临下行风险，可能会对炼油厂原油加工量造成压力。

预计2025年一季度美国经济活动将保持良好态势，为石化行业和交通运输业提供支撑，并将带动石油需求小幅增长。航空煤油和液化石油气预计将成为产品需求增长的主要驱动力。然而，由于美国制造业活动尚未出现反弹，预计柴油和石脑油需求将持续低迷。由于服务业约占美国经济的70%，在健康的经济活动支撑下，当前强劲的私人家庭消费有望持续。航空出行和公路出行预计也将保持良好态势，从而支撑石油需求。

图8：美国炼厂开工率（%）



资料来源：同花顺，EIA，上海中期

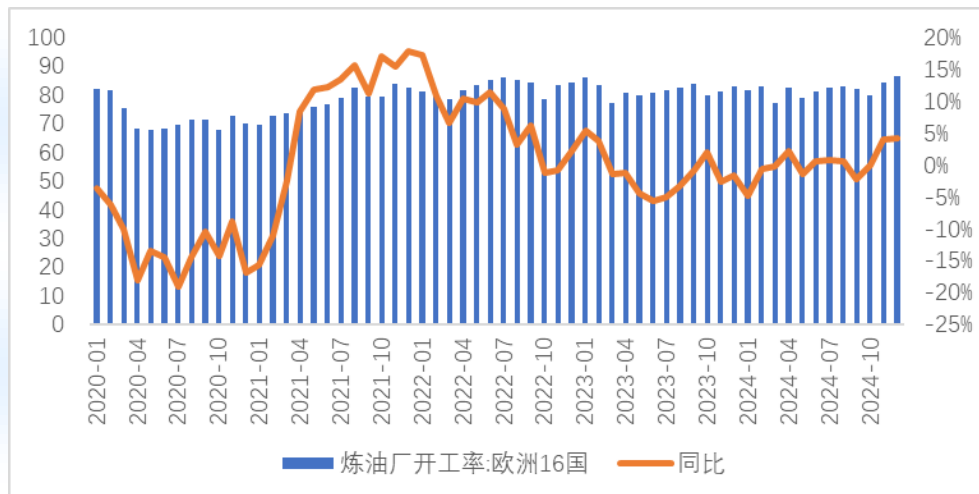
欧洲方面，12月欧洲炼厂开工率为86.51%，环比增加2.00%，同比增加1.30%。欧洲炼油毛利为7.88美元/桶，环比下跌8美分/桶，同比下跌4.51美元/桶。尽管阿姆斯特丹-鹿特丹-安特卫普储油枢纽的油品库存在12月有所增加，但由于新年伊始柴油进口量有限，再加上年末的出行活动，汽油、柴油和1%含硫量燃料油市场得到了支撑。与西北欧其他主要油品相比，12月航空燃油的库存降幅最大。反映出航空燃油裂解价差的扩大以及需求的增长，尤其是在12月下半月更为明显；但这种短暂的支撑不足以使欧洲航空燃油裂解价差实现月度增长。

服务业仍将是欧洲经济活动的关键驱动力，特别是航空出行和驾车出行领域。预计2025年一季度经合组织欧洲地区的石油需求将同比微增。支持这一增长趋势的因素包括：欧洲央行更为宽松的货币政策，以及通胀放缓带动的收入逐步增长。此外，欧洲的航空出行和驾车出行预计将继续支撑交通燃油需求，并成为增长的主要驱动力。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

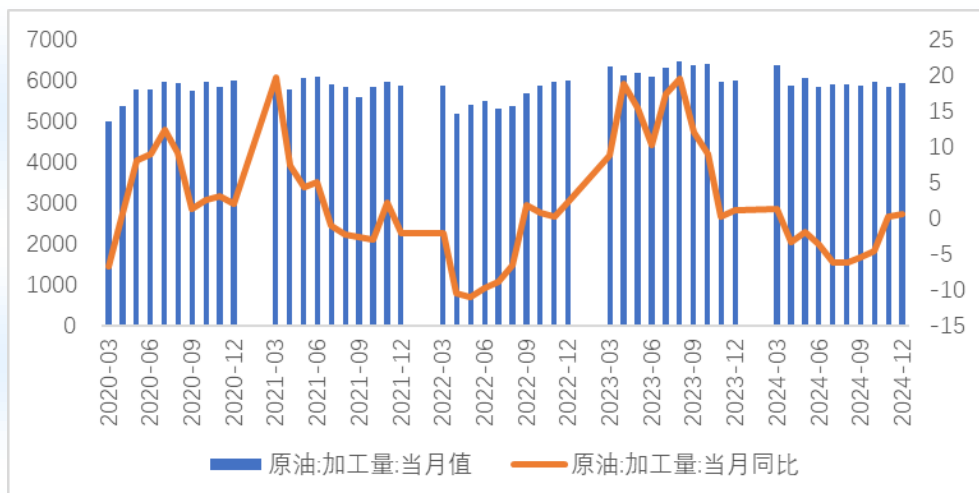
图 9：欧洲 16 国炼厂开工率（%）



资料来源：同花顺，OPEC，上海中期

中国方面，12 月原油加工量为 5935.50 万吨，同比下降 0.60%，环比增加 1.44%。短期来看，2024 年四季度政府财政刺激措施的积极影响预计将延续至 2025 年一季度。同样，持续稳健的石化原料需求以及稳定的交通燃料需求有望支撑石油需求。随着国内消费复苏，且来自发展中国家的出口需求持续扩大，工业部门和制造业活动预计将得到有力支撑。中国占全球石化需求的近一半，目前是全球第二大石化原料消费国。由于丙烷脱氢（PDH）工厂的发展为国内原料需求提供了有力支持，预计 2025 年中国将继续保持领先地位。另外，基础设施建设加速、消费者对化妆品、家用塑料制品、药品及医疗用品的需求大幅增长，预计将支撑石化需求。短期内，中国石化行业计划增加更多产能，以满足预期增长的需求。公路出行领域预计将保持良好态势，建筑行业预计将从目前的疲软状态显著改善。

图 10：中国原油加工量（万吨）



资料来源：同花顺，国家统计局，上海中期

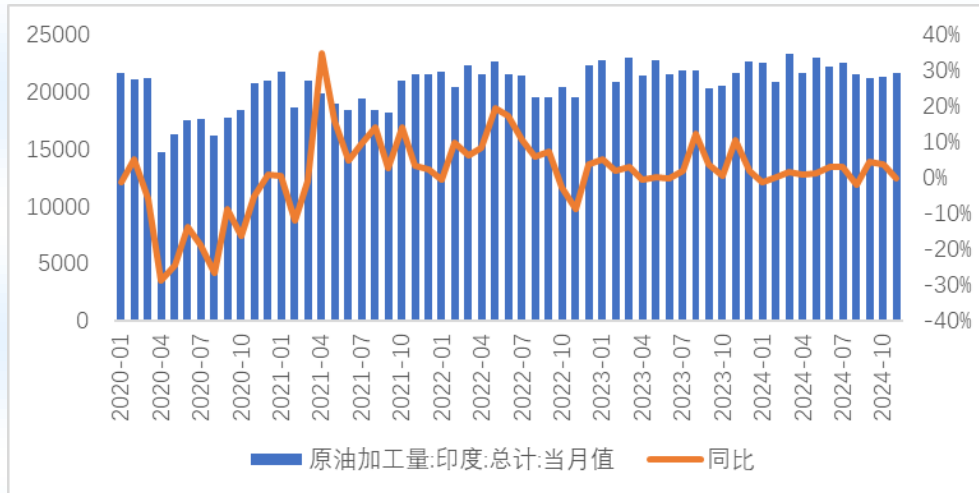
印度方面，11 月原油加工量为 2163.7 万吨，环比增加 1.57%，同比下降 0.14%。预计印度当前强

风险提示：市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

劲的经济发展势头将在 2025 年一季度持续下去。其制造业和商业活动预计将保持稳定。预计柴油将继续成为需求增长的主要驱动力。强劲增长的运输燃料，以及液化石油气和石脑油需求的增长，有望在 2025 年一季度支撑整体石油需求的扩张。此外，在交通出行保持良好水平的情况下，制造业和农业活动预计将持续稳定，这些因素将推动汽油和柴油需求的增长。道路建设方面，印度有望保持目前的发展势头。据印度道路运输和公路部消息，印度经济事务内阁委员会在 8 月批准了 8 个国家高速路走廊项目，投资额达 60.3 亿美元。道路建设项目预计将提振对沥青的需求。

图 11：印度原油加工量（千吨）



资料来源：同花顺，印度石油和天然气部，上海中期

行情研判：

OPEC+延长 220 万桶/日的额外减产至 3 月底，但基于去年以来减产联盟的表现，OPEC+继续超额生产仍将持续。美国方面，虽然目前活跃钻井平台数量下降，但完井数量的稳步增长表明美国原油产量仍将维持高位。需求方面，中国密集出台的货币和财政刺激措施凸显了政府提振经济的决心，房地产行业 and 制造业或在政策刺激下景气度回升，进而推动原油消费。欧美等发达经济体仍处取暖油消费旺季，在预期取暖日增加的影响下，预计原油消费将受支撑。**整体来看，2 月全球原油市场供需格局有所修复，预计油价将受到支撑，关注美联储降息节奏和地缘形势变动对油价的影响。**

风险提示：货币政策及地缘形势变化。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。