

安粮期货商品研究报告



2025 年原油年报

■能源 ■金属 ■农产品

■股指 ■利率 ■期权 . . .

安粮期货研究所

2025 年 1 月 10 日

投资咨询业务资格

皖证监函【2017】203 号

研究所 能化小组

研究员：李雨馨

从业资格号：F3023505

投资咨询号：Z0013987

初审：

张雨涵： 从业资格号：F03101411

投资咨询号：Z0021134

复审：

李雨馨： 从业资格号：F3023505

投资咨询号：Z0013987

基本面与地缘角力，原油价格重心下移

—— 2025 年原油年报

摘要：

1、供需基本面，2025 年原油供给增速超过需求增速，据 IEA、EIA、OPEC 三大机构的 11 月月报数据，预测 2025 年原油供给量分别为 10490、10466、10435 万桶/日，较 2024 年原油供给分别+200、+204、+173 万桶/日。OPEC+自愿减产份额目前持续至 25 年 4 月，而北美产区产量一直处于高峰值，叠加特朗普政府上台，对传统能源方面或加大投资力度，则产量或进一步提高；而 2025 年原油需求量分别为 10380、10436、10557 万桶/日，较 2024 年原油需求分别+100、+122、+154 万桶/日，受到全球经济放缓及新能源冲击，原油需求量增幅收缩。2025 年从基本面角度，供大于求的概率较大。

2、宏观及地缘政治方面，2025 年地缘焦点集中在重质石油产区——中东，以及特朗普政府在贸易加码以及促进传统能源投资的力度上又无法提前确定，因此，黑天鹅事件或将伴随着原油价格重心回落这一过程，增加原油的波动率。

3、整体看，2025 年原油价格中枢或将继续下滑，若排除货币因素，WTI 以 55-75 美元/桶价格重心上下宽幅震荡，但因中东局势及特朗普 2.0 对全球宏观的不确定性及黑天鹅事件，波动率将变大。因此，2025 年或以波动率增加、价格中枢整体下行为主。

操作建议：

我们预测，2025 年原油价格中枢将有所回落，WTI 主力价格中枢在 55-75 美元附近，有一定季节性特点，呈现先扬后抑的行情走势。同时 2025 年全球宏观问题将成为价格重要影响因素之一，伴随着价格重心回落过程，或因为地缘或黑天鹅事件放大波动率。2025 年需要关注的变量有：供需预测量或有动态变化的可能，预计的供大于求宽松情况有所变化；特朗普政府对于降息周期的干预，对传统能源投资的支

持以及对伊朗制裁甚至战争的情况； OPEC + 内部是否能保持一致继续坚持减产（4月自愿减产份额到期后是否继续后延）。2025年仍然面临需求增量逐渐下滑，供给端除OPEC和俄罗斯外都筹划增产的主要矛盾，因此价格重心整体继续下滑。同时，25年面对全球意识形态集体转右以及激化的地缘矛盾，波动率或将逐步放大。2025年WTI全年价格中枢在55-75美元/桶，围绕中枢上下震荡为主，高位压力较大。

一、2024年行情回顾

2024年原油经历了上半年红海危机导致的风险外溢以及美联储降息预期的宏观叙事，一季度有再次冲高的价格表现，但随着中东地缘影响边际递减，叠加中国需求疲弱，在供给OPEC+减产、非OPEC国家增产的平衡状态下，经历夏季旺季后，原油价格重心开始走低。期间地缘和基本面交替占据主导因素地位，左右原油价格，但整体价格重心下移，同时波动率收窄。2024年SC原油价格从上半年550-650元/桶价格滑落至下半年的500-570元/桶，全年最高和最低价格差额约为190元/桶，波动率小于2023年为27.8%。

图 1：原油走势及关键事件回顾



数据来源：文华财经、安粮期货

因此，全年走势基本可以分为两个阶段，**上半年**：1-4月受到红海危机和降息预期的刺激整体走出了上涨行情，但随着地缘局势趋于常态化，并叠加全球经济放缓，需求疲弱，4-5月高位回落。**下半年**：经历了6-7月传统需求旺季的价格反弹后，下半年整体价格重心下移，重新回到供需关系的叙事模型中，需求放缓，价格下行，并在四季度保持低波动律运行。具体事件见上图。

二、原油供需情况

（一）供应：OPEC+、美国以及非 OPEC 产能供应都存在不确定性

OPEC+自 2016 年，以沙特联合俄罗斯主导的 OPEC+减产会议成功召开之后，是全球原油市场的重要供给调节方，和美国形成东西半球两大最重要的供给地。自 22 年 OPEC + 全员减产 200 万桶，23 年两轮自愿减产 166+220 万桶/日后，OPEC + 2024 年开始逐步弱化减产，6 月 2 日 OPEC 会议中决定将自愿减产份额（220 万桶）逐步增加回来，但因油价下滑的原因，两次推迟，最新一次 OPEC+会议中，该份额继续延长至 2025 年 4 月。因此，OPEC+何时取消自愿减产份额，何时增产，是 2025 年原油供应的不确定性之一。

其次，美国方面的供应也存在不确定性，特朗普再次当选美国国家总统，对于传统能源以及廉价能源的支持态度或将延续，2024 年虽然美国也保持着 1350 万桶/日的原油产量高峰，但距离我们预测的美国能源投入以及增产量还差得远，因此，特朗普政府是否会加大对于传统能源的投入以及政策支持，从而促进美国原油产量再上一个台阶，也是 2025 年原油供应的不确定性之一。

而其他一些原油供应国家的供应情况更加复杂，包括伊朗、巴西、委内瑞拉等。伊朗在 2024 年获得豁免，制裁有所放松，因此 2024 年最新数据显示，其产量达到 340 万桶/日，且日出口量达到 180 万桶，但如果特朗普政府上台后对其采取更严厉的制裁，甚至发动对伊战争，则这部分产能供应将会大受影响。而委内瑞拉虽然也得到豁免，但其原油开采秩序的重建格外困难，产量增速较低。同时巴西等非传统石油开采国的原油供应及增量也具有不确定性。

图 2：OPEC + 预计增产计划及配额

研报的简单 + 实用：唯一不变的宗旨

Country	2025												2026												Required Production Level as per 38 th ONOMM (1)
	Jan - Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep - Dec						
Algeria	908	911	914	917	919	922	925	928	931	934	936	939	942	945	948	951	953	956	959	1,007					
Iraq	4,000	4,012	4,024	4,037	4,049	4,061	4,073	4,086	4,098	4,110	4,122	4,134	4,147	4,159	4,171	4,183	4,196	4,208	4,220	4,431					
Kuwait	2,413	2,421	2,428	2,436	2,443	2,451	2,458	2,466	2,473	2,481	2,488	2,496	2,503	2,511	2,518	2,526	2,533	2,541	2,548	2,676					
Saudi Arabia	8,978	9,034	9,089	9,145	9,200	9,256	9,311	9,367	9,422	9,478	9,534	9,589	9,645	9,700	9,756	9,811	9,867	9,922	9,978	10,478					
UAE	2,912	2,938	2,963	2,989	3,015	3,041	3,066	3,092	3,118	3,144	3,169	3,195	3,221	3,246	3,272	3,298	3,324	3,349	3,375	3,519					
Kazakhstan	1,468	1,473	1,477	1,482	1,486	1,491	1,495	1,500	1,504	1,509	1,514	1,518	1,523	1,527	1,532	1,536	1,541	1,545	1,550	1,628					
Oman	759	761	764	766	768	771	773	775	778	780	782	785	787	789	792	794	796	799	801	841					
Russia	8,978	9,004	9,030	9,057	9,083	9,109	9,135	9,161	9,187	9,214	9,240	9,266	9,292	9,318	9,344	9,371	9,397	9,423	9,449	9,949					

数据来源：OPEC，安粮期货

1.2025 年 OPEC+ 增产压力较大，但逐步放开的变量始终存在

2024 年 OPEC 闲置产能创下除 2020、2021 年以外最高，同时受困于原油需求疲弱及下行趋势，原计划于 2024 年 10 月逐步放松的 220 万桶/日自愿减产份额也宣告破产，推迟至 2025 年 4 月。但随着原油价格“减产底”的支撑力度越来越薄弱，以及 OPEC+ 在 2024 年创下市场份额新低的压力下，增产路径或较为不确定。叠加中东目前日益复杂的地缘形势，OPEC+ 联盟是否能继续团结，内部财政情况是否能继续支撑，特朗普政府上台后对 OPEC 的价格施压影响几何，都将作为变量。

1.1 OPEC+ 闲置产能和“减产底”压力越来越大

图 3：OPEC 主要国家产量一览

图 4：OPEC+ 市场占有率

OPEC+ Crude Oil Production (excluding condensates) (million barrels per day)						
	Sep 2024 Supply	Oct 2024 Supply	Oct Prod vs Target	Oct 2024 Implied Target ¹	Sustainable Capacity ²	Eff Spare Cap vs Oct ³
Algeria	0.90	0.91	0.00	0.91	1.0	0.1
Congo	0.26	0.26	-0.01	0.26	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
Total OPEC+⁴	21.85	21.73	0.60	21.13	27.1	5.4
Iran ⁵	3.41	3.35			3.8	
Libya ⁶	0.57	0.97			1.2	0.3
Venezuela ⁷	0.53	0.93			0.9	0.0
Total OPEC	26.76	26.97			33.0	5.6
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 ⁸	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 ⁹	0.73	0.73	-0.14	0.87	0.9	0.1
Total Non-OPEC	14.24	14.06	0.11	12.35	15.2	0.6
OPEC+ 18 in Nov 2022 deal¹⁰	34.52	34.20	0.72	33.48	40.7	5.9
Total OPEC+	40.99	41.02			48.2	6.2

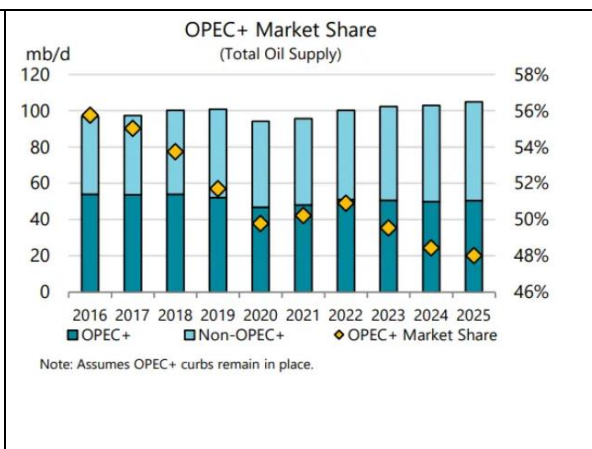
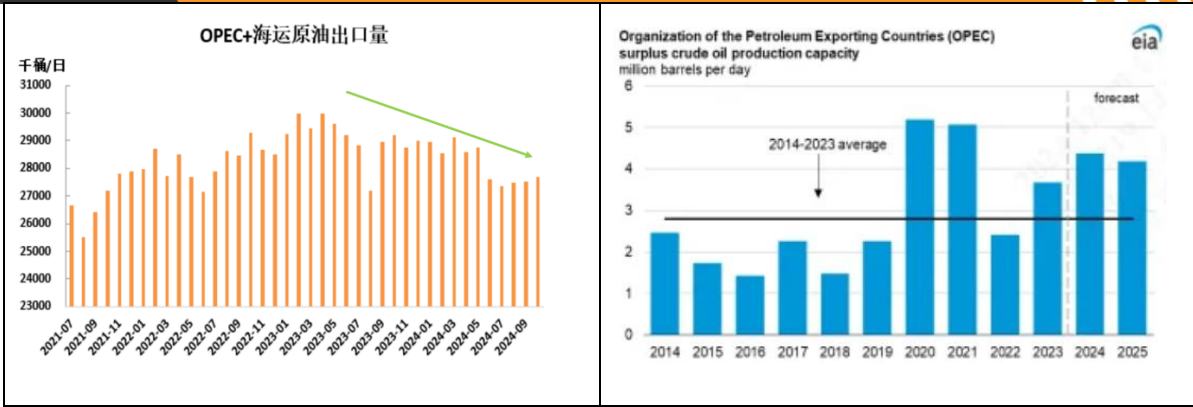


图 5：OPEC+ 海运出口量

图 6：EIA 预测的 OPEC 产能闲置率

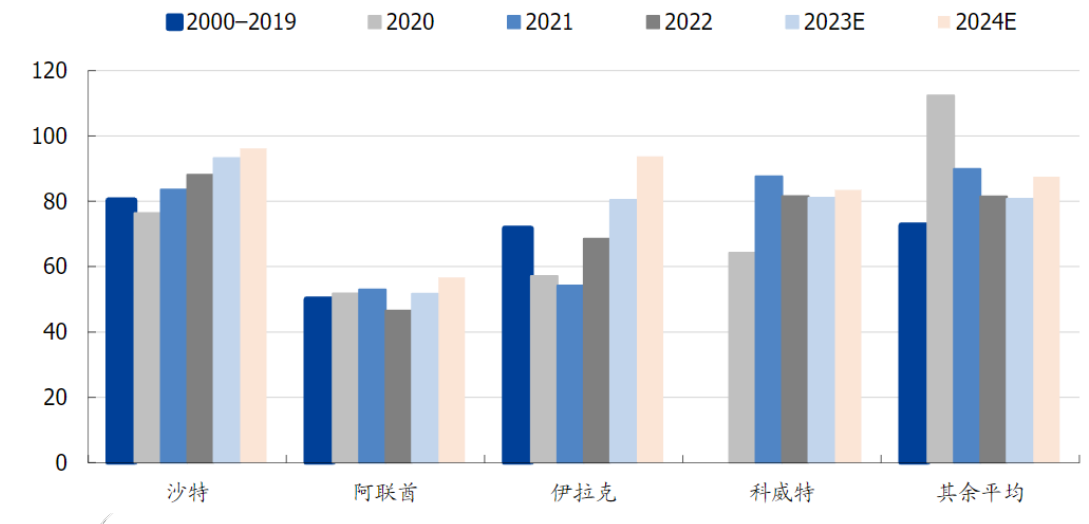
研报的简单+实用：唯一不变的宗旨



数据来源：OPEC、EIA、IEA 安粮期货

OPEC+目前面对的压力空前，一方面是为了保持合适的油价维持至今的自愿减产，使得其市场占有率创下新低，2024年首次降至50%以下，如果25年仍然保持较高的减产份额，则在非OPEC国家增产挤占份额的情况下，该数据或继续降低。另一方面，中东目前地缘局势复杂，部分成员国的财政状况急需石油财政进行补贴，但如何找到原油产量和价格的平衡（即既不过分减产，又能保持油价的相对健康），需要OPEC成员国的政治和战略智慧。

图 7： OPEC 主要成员国的财政平衡油价（美元/桶）



数据来源：IMF,安粮期货

目前，11月OPEC成员国产量为2660万桶/日，较10月上涨10.4万桶/日（有一定恢复态势），但总体看，1-11月OPEC+原油总产量较去年同比下降4.5%，同时OPEC+海运原油出口量同比减少3.45%，出口下滑的原因在于，OPEC+成员国中的沙特、俄罗斯、科威特等国逐步将原油出口转变为成品

油及化工品出口，增加对原油下游投资以应对原油作为能源端需求的下滑，同时抬高原油附加值维持相对较高的石油财政平衡。

1.2 OPEC+2025 年的增产路径及情景推演

12 月 OPEC+ 的最新会议将增产（逐步恢复自愿减产份额 220 万桶/日）推迟到 2025 年 4 月开始并给出了新的增产路线图，将整个过程从 12 个月延长到 16 个月，平均每月产量增幅 13 万桶/日左右，按照这个增产路径，2025 年平均只增加 50 万桶/日，比原计划的约 120 万桶/日的年度平均增产量大幅削弱，以期缓解市场的过剩预期。因此，原油价格重心下滑仍然是限制 OPEC+ 增产的重要因素，需要关注随着 OPEC+ 市场占有率下滑，各国财政压力不断增加，同时地缘复杂情况等因素导致的 OPEC+ 联盟是否能继续团结。从历史来看，OPEC+ 联盟失败的情况有：（1）需求大幅下滑，联盟陷入囚徒困境（即限产无法阻挡价格断崖下跌），最近的一次案例为 2020 大疫年；（2）受海外影响，联盟中出现不同政治或宗教目标（需关注特朗普政府上台后对中东政策的分化）。

2025 年原油价格将成为决定 OPEC+ 增产路径的重要因素，OPEC+ 维护油价平衡的决心使得目前成员国空前团结，因此，价格重心缓慢滑落或推迟增产能维持目前的价格重心，则 OPEC+ 仍对产量有控制力，但一旦出现不可控的价格滑落，则可能会出现大幅增产以抢占市场份额的情况，同时，中东地缘的复杂程度也会影响增产路径。总的来说，2025 年 OPEC 增产压力与不确定性并存。

2. 特朗普政府对传统能源的支持，增加市场对美原油增产预期

2025 年特朗普 2.0 或将对传统能源进一步加大投资力度，新政府任命了来自油气行业的企业家克里斯赖特领导能源部，同时结合特朗普政府整体的免税降费政策，或能激励本土加大对页岩油开采的投资，从而提高产量，拉低成本。目前，美国活跃油井数量仍然较 19 年低，但单井产量有较大提高，因此美国 24 年产量基本维持在 1350 万桶/日的高峰值，成为全球第一大石油生产国。

自 2020 年以来新能源异军突起，传统能源的资本开支更加谨慎，但 2022 年俄乌之后页岩油企业利润及分红都较高，因此，多以兼并形式集中油气产业。根据 EIA，2023 年美国油气行业收并购规模大幅增加至 2340 亿美元，达到 2013 年以来的最高水平。其中包含了埃克森美孚收购先锋（645 亿美元）、雪佛龙

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

收购赫斯（600 亿美元）、西方石油收购 CrownRock（120 亿美元）等几宗大型收购。美国油气产业的集中度大幅提高，一方面大集团对资本开支，产业方向的控制更为严格，另一方面对股东回馈也有所倾斜。因此，页岩油 2024 年产能增速低于预期，2025 年虽然特朗普政府对传统能源有一定政策偏向，但短时间内难以迅速看到增量，仍然以低增速为主。目前 IEA 对美国 2025 年增产的预测在 60 万桶/日，其中包括 24 万桶/日的 NGL。

图 8：美国原油产量增幅

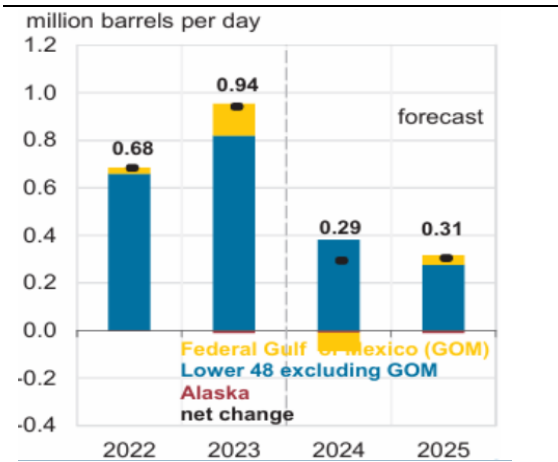


图 9：美国三大油井数量（座）

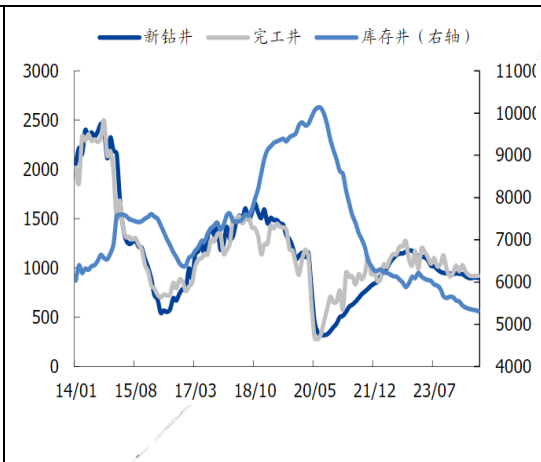


图 10：样本海外油气企业分红率与股息率

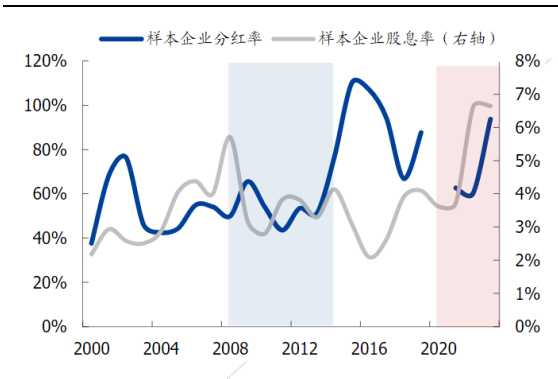


图 11：2023 年美国油气企业兼并活动暴增

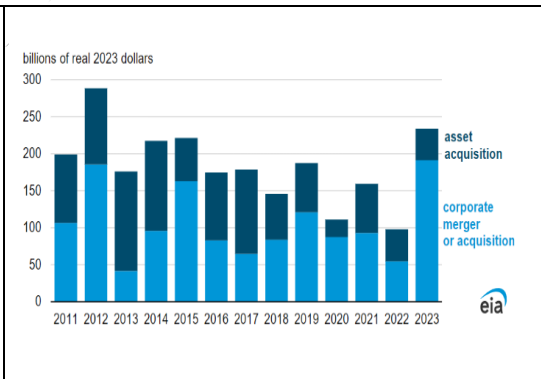


图 12：美国现有油田平均运营成本（美元/桶）

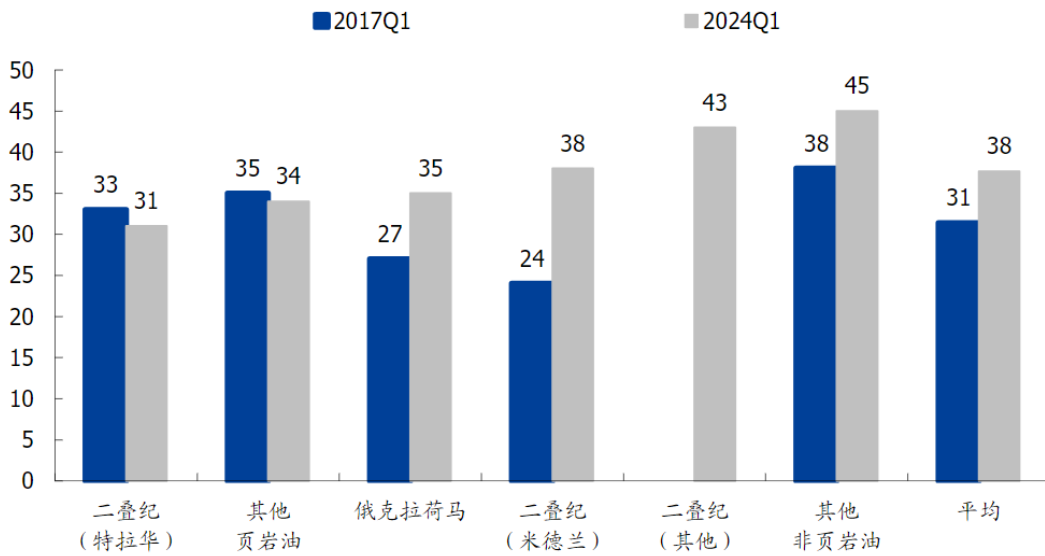
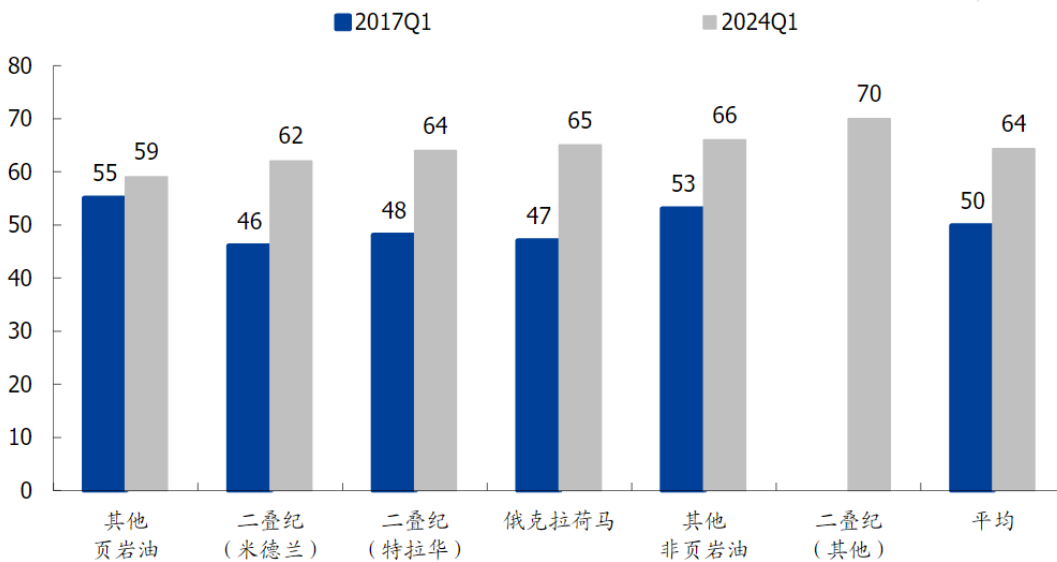


图 13：美国开发新井对应的目标油价 (美元/桶)



数据来源：EIA, Bloomberg, Dallas Fed, 安粮期货

3.其他供给变量——伊朗与其他非 OPEC 国家

3.1 伊朗产量或因加强制裁力度降低

2024 年伊朗有减产豁免，同时制裁放松，11 月最新的数据显示，伊朗原油日产量高达 340 万桶，同时出口量也有明显增加，11 月伊朗原油出口量为 185.6 万桶/日，较 2023 年年底增加了约 35 万桶/日。回顾上一次特朗普政府台上对伊朗的严格制裁，市场普遍对本次任期中的伊朗原油产量持悲观态度，预计最少有 50-100 万桶/日的产量损失。但其变量在于，其一伊朗经过多年被制裁经验，通过影子

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

油轮和人民币结算等方式基本规避了西方制裁，其二伊朗新上任政府偏鸽派，同时财政压力较大，除非有重大且不可反抗的减产压力，否则主观上很难减产。

3.2 除美外其他美洲增量较为确定

相比美国，其他美洲油气增产较为确定，据 EIA，2025 年的油气田新投产项目主要来自巴西、圭亚那等国家的海上油气田的项目，新投产油田峰值产能达到 126 万桶/日。巴西的 IPB、Buzios 6/7、Mero 4 等项目以及圭亚那的 Yellowtail 项目是市场上比较期待的。据 EIA 预测，2025 年非 OPEC 国家中，加拿大、圭亚那、巴西、挪威的同比增量分别为+38、+17、+14、+13 万桶 / 日。

图 14：伊朗原油产量及出口量

图 15：伊朗原油剩余产能及产量

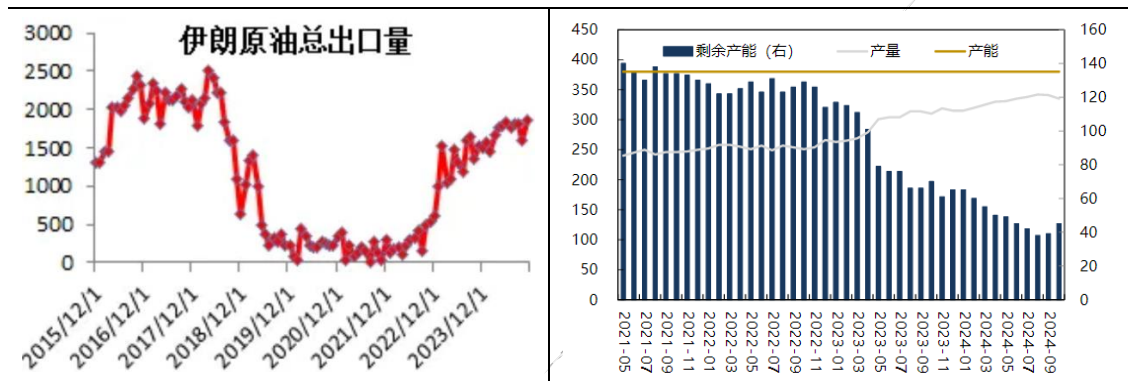
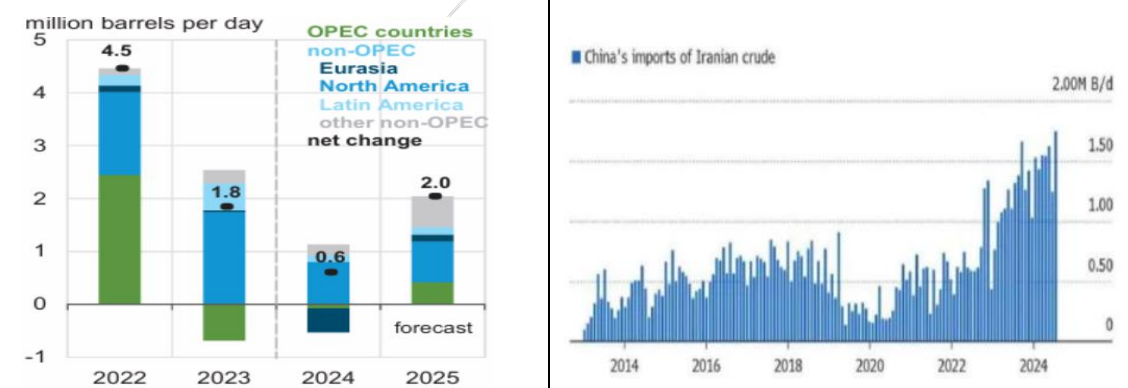


图 16：重点国家地区产量增量百万桶 / 日

图 17：中国进口伊朗原油



数据来源：EIA, IEA, OPEC, 安粮期货

2024 年 OPEC+ 深化减产，平均产量不到 2700 万桶/日，虽然有增产意图但受到需求下滑影响，推迟至 2025 年 4 月，若不再推迟则 2025 年有 50 万桶 / 日增产可能；2024 年美国平均产量达到为 1350 万桶/日峰值，但增产低于预期，预计 2025 年增产预期仍然保持低增速。其他非 OPEC 国家增产量或较

研报的简单 + 实用：唯一不变的宗旨

为确定，包括巴西、加拿大、圭亚那等国共增产 150 万桶 / 日。变量集中在伊朗、俄罗斯是否受到制裁或者战争影响，被动降低产量。

(二) 需求：能源需求下降 VS 化工需求增加

2024 年需求增幅较 23 年明显下降，由于新能源渗透率继续，且中国有一定量的进口放缓，2024 年总计需求增量约 80-100 万桶。同时三大机构也在原油需求增幅下滑达成一致，就连对需求最为乐观的 OPEC 也连续五个月调降全球 2025 年需求增量。IEA、EIA 以及 OPEC 对 2025 年需求增速预期为：较 2024 年原油需求 2025 年需求分别增加 100、122、154 万桶/日。IEA 12 月报预计 2025 年全球石油产品需求增量为 108 万桶/日。从终端产品来看，增量仍然主要在化工产品 LPG (33.7 万桶/日) 和石脑油 (30.1 万桶/日)，其占比接近 60%；汽油消费增量 12.4 万桶/日，柴油消费增量 16.4 万桶/日，航煤消费增量 9.5 万桶/日，占比仅为 35%。2025 年需求或呈现能源需求下降以及化工需求增加的特点。

图 18：OPEC 预测 2025 年全球石油需求

Table 4 - 2: World oil demand in 2025*, mb/d

World oil demand	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	Change 2025/24	
							Growth	%
Americas	25.03	24.48	25.01	25.45	25.50	25.11	0.08	0.31
of which US	20.48	19.95	20.50	20.72	20.89	20.52	0.04	0.21
Europe	13.51	12.87	13.63	14.18	13.43	13.53	0.02	0.12
Asia Pacific	7.22	7.54	6.99	6.94	7.44	7.23	0.01	0.15
Total OECD	45.76	44.89	45.63	46.56	46.37	45.87	0.11	0.23
China	16.79	16.99	16.89	17.12	17.39	17.10	0.31	1.85
India	5.55	5.88	5.86	5.55	5.88	5.79	0.24	4.31
Other Asia	9.59	9.97	10.08	9.74	9.81	9.90	0.30	3.17
Latin America	6.80	6.80	6.94	7.00	7.02	6.94	0.14	2.09
Middle East	8.78	8.81	8.60	9.17	9.18	8.94	0.16	1.80
Africa	4.53	4.63	4.38	4.51	4.96	4.62	0.09	2.03
Russia	3.96	4.01	3.89	4.02	4.15	4.02	0.05	1.36
Other Eurasia	1.25	1.37	1.28	1.15	1.31	1.28	0.03	2.53
Other Europe	0.80	0.79	0.83	0.78	0.85	0.81	0.01	1.40
Total Non-OECD	58.06	59.27	58.74	59.03	60.55	59.40	1.34	2.31
Total World	103.82	104.16	104.37	105.59	106.92	105.27	1.45	1.40
Previous Estimate	104.03	104.29	104.63	106.31	107.00	105.57	1.54	1.48
Revision	-0.21	-0.13	-0.26	-0.72	-0.08	-0.30	-0.09	-0.08

Note: * 2025 = Forecast. Totals may not add up due to independent rounding.
Source: OPEC.

数据来源：OPEC、安粮期货

1. 新能源渗透率不断攀升，挤压原油能源端需求

中国新能源汽车渗透率已经超过 50%，且随着政策支持，转型仍在加速，对原油能源端需求或提前见顶，而随着 2030 年碳达峰临近，全球原油能源端需求或在未来几年持续成为拖累项。

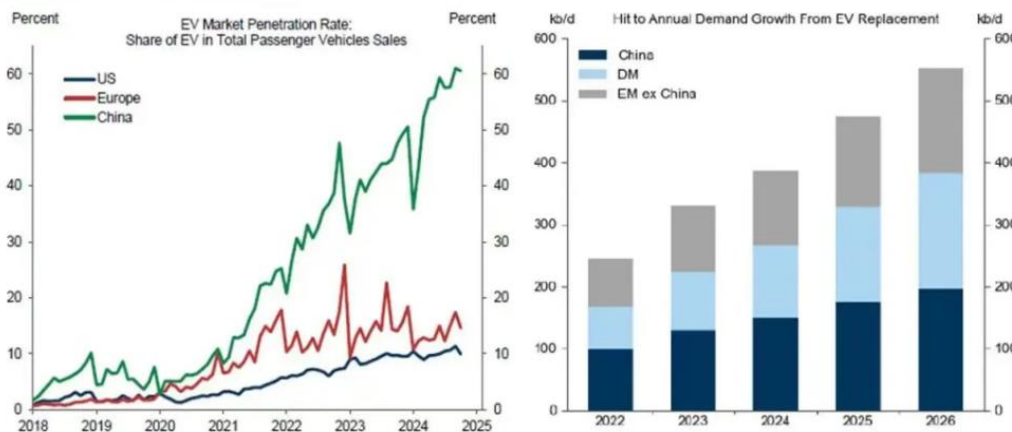
研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

就中国数据来看，由于新能源汽车和 LNG 重卡销量对汽柴油需求的影响，统计局数据显示我国 1-11 月汽油产量 1.5 亿吨，同比增长不到 2%，柴油产量 1.86 亿吨，同比下降 4.7%。进口量也有所下滑，2024 年 1-11 月累计我国进口原油 5.06 亿吨（按 7.33 吨桶比折算为 1116 万桶/日），同比减少 1.9%或 22 万桶/日，预计全年进口约 5.53 亿吨，同比减少 1.8%。2024 年美国也基本相同，需求增速不及预期，主要差值集中在汽柴油等成品油上。根据 EIA12 月报，美国汽油消费 894 万桶/日，持稳于 2023 年；航煤消费同比增加 5 万桶/日至 170 万桶/日；馏分油消费环比减少 12 万桶/日至 380 万桶/日。

图 19：中美欧电动车渗透率

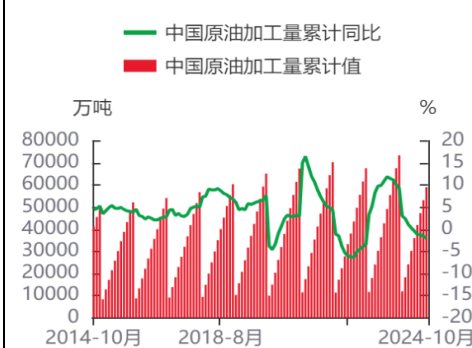
图 20：电动车对年度原油需求增长的冲击

Exhibit 14: Surging China EV Sales Reduce Oil Demand Growth



We define EVs as the sum of battery electric vehicles and plug-in hybrid electric vehicles excluding traditional hybrid vehicles.

Source: Goldman Sachs Global Investment Research



数据来源：高盛，iFinD，安粮期货

2. 炼厂产能扩张利润下滑，25 年或降低增速

研报的简单 + 实用：唯一不变的宗旨

2024 年全球范围内炼油利润较去年均明显下降，裂解价差逐步回归至正常利润区间，这一方面是原油价格回落，同时俄乌冲突以来的高利润刺激炼厂产能扩张，缓解了炼能压力，另一方面是 2024 年全球整体消费不足。而在利润驱使下，24 年全球炼能投产量继续增加，虽然因消费不足，增量不及预期，但预计 2025 年全球 CDU 仍将继续净扩张 49 万桶/日，新投产主要在中国、印度和墨西哥，合计 127 万桶/日，而欧美产能将退出 78 万桶/日，在夏天旺季需关注是否有结构性矛盾。

图 21：全球新增与关停炼能

图 22：新加坡炼厂裂解利润

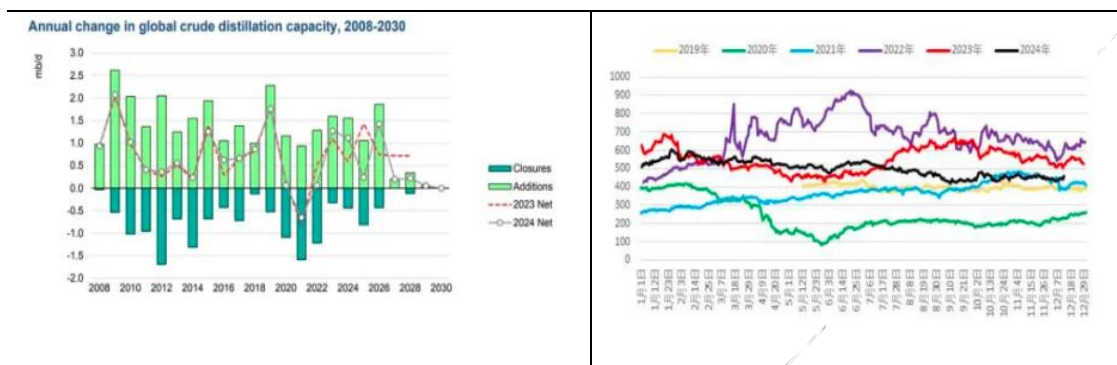


图 23：全球炼厂炼能

Table 6 - 2: Refinery crude throughput, mb/d

Refinery crude throughput	2021	2022	2023	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
OECD Americas	17.79	18.68	18.71	18.47	18.19	19.17	19.26	19.02
of which US	15.66	16.48	16.50	16.47	15.78	16.96	16.75	16.44
OECD Europe	10.93	11.44	11.38	11.40	11.44	11.05	11.40	11.35
of which:								
France	0.69	0.84	0.93	0.95	0.83	0.89	0.98	0.96
Germany	1.72	1.83	1.62	1.59	1.76	1.79	1.75	1.70
Italy	1.23	1.32	1.30	1.32	1.30	1.16	1.22	1.28
UK	0.92	1.04	0.97	0.89	0.97	0.98	0.95	0.95
OECD Asia Pacific	5.79	6.08	5.83	5.89	5.90	5.61	5.46	5.61
of which Japan	2.49	2.71	2.56	2.54	2.55	2.27	2.19	2.27
Total OECD	34.51	36.21	35.92	35.76	35.54	35.83	36.13	35.98
Latin America	3.50	3.37	3.48	3.53	3.41	3.57	3.56	3.62
Middle East	6.80	7.28	7.61	7.43	7.80	8.02	7.99	8.05
Africa	1.77	1.73	1.71	1.71	1.71	1.70	1.93	1.94
India	4.73	5.00	5.18	5.10	5.30	5.31	5.13	5.21
China	14.07	13.49	14.78	14.57	14.64	14.25	14.04	14.15
Other Asia	4.72	4.94	5.02	5.14	4.95	4.90	4.70	4.79
Russia	5.61	5.46	5.50	5.43	5.33	5.28	5.47	5.35
Other Eurasia	1.23	1.15	1.14	1.19	1.15	1.10	1.17	1.19
Other Europe	0.44	0.50	0.47	0.47	0.43	0.48	0.53	0.55
Total Non-OECD	42.88	42.91	44.88	44.56	44.72	44.62	44.51	44.84
Total world	77.38	79.12	80.80	80.32	80.26	80.44	80.64	80.82

Note: Totals may not add up due to independent rounding.

Sources: AFREC, APEC, EIA, IEA, Euroilstock, PAJ, Ministry data, including Ministry of Energy of the Russian Federation, Ministry of Petroleum and Natural Gas of India, OPEC and JODI.

数据来源：IEA、Bloomberg、OPEC、安粮期货

(三) 三大机构全球原油供需平衡展望

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

2025 年原油处于供给放量但需求偏悲观的供大于求格局，同时呈现能源端需求下降以及化工端需求增长的特点。但 2025 年又是宏观局势不明，黑天鹅特别是涉及原油供给端的黑天鹅或会频发的一年，需求的增速下滑确定性与供给无意外将逐步扩大增速，但若突发黑天鹅则大大提高不确定性交织，共同塑造了市场对 2025 年原油价格重心下移的共识，但伴随着不确定性又有增加波动率的可能。因此，2025 年原油价格逻辑是基本面和地缘黑天鹅角力的一年，经历 24 年年末价格波动率收敛后，波动率或将在 2025 年拉阔。

图 24：2025 年全球原油需求增速（EIA） 图 25：2025 年全球原油供给增量（IEA）

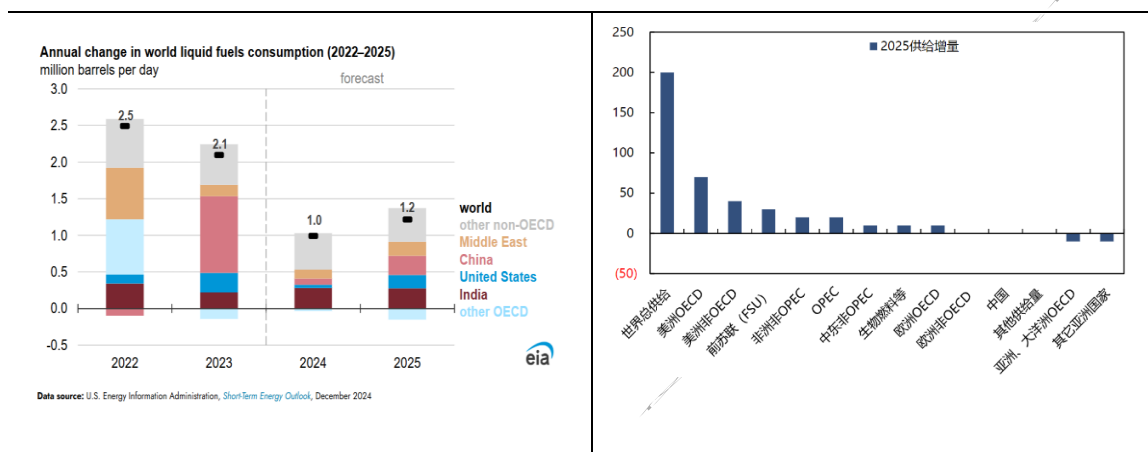


Table 10 - 2: DoC supply/demand balance for 2025*, mb/d

	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	Change 2025/24
(a) World oil demand	103.8	104.2	104.4	105.6	106.9	105.3	1.4
Non-DoC liquids production	53.1	53.9	54.0	54.3	54.7	54.2	1.1
DoC NGL and non-conventionals	8.3	8.4	8.4	8.3	8.4	8.4	0.1
(b) Total non-DoC liquids production and DoC NGLs	61.4	62.3	62.4	62.6	63.1	62.6	1.2
Difference (a-b)	42.4	41.8	42.0	43.0	43.8	42.7	0.3

Note: * 2025 = Forecast. Totals may not add up due to independent rounding.
Source: OPEC.

数据来源：EIA，IEA，OPEC，安粮期货

三、其他风险因素

(一) 宏观：超预期的二次通胀风险

根据 IMF 测算，全球经济增速在 2025 年或将继续放缓，而随着美联储开启降息周期，也说明全球抗通胀初步取得成效。但变量在于 2025 年特朗普政府上台后或将全球范围内开展贸易战，以及关税征收政策，同时，非美国国家及地区在 2024 年已经面临较为严重的财政压力和债务危机，如果 2025 年因贸易壁

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

导致全球化进一步割裂，全球生产效率进一步低下，地方及国家保护主义愈演愈烈，再叠加美联储声明收紧的降息周期，那么，2025年不排除极端情况下，出现超预期的商品二次通胀情况（特别是原材料端）。

（二）库存呈现结构性差异，但整体仍然偏低

图 26 美国原油库存 千桶

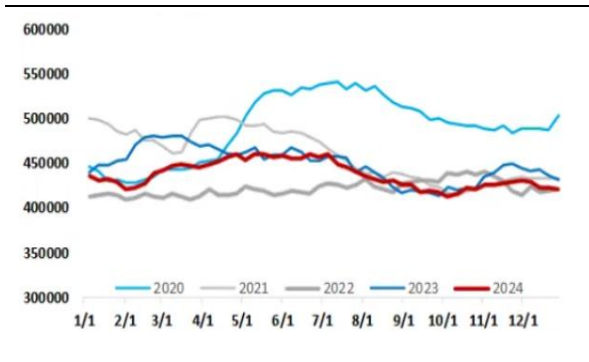


图 27 中国港口库存量



图 28 三大机构对 2025 年的库存变化预期

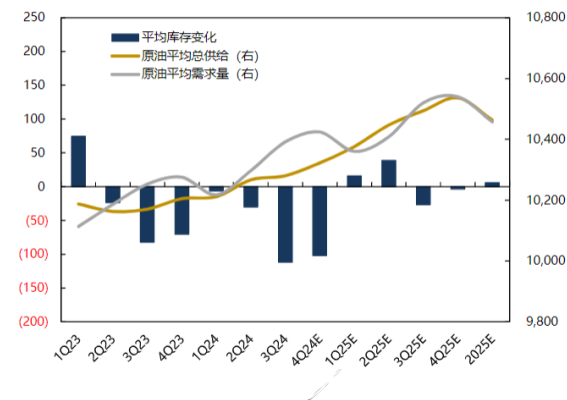
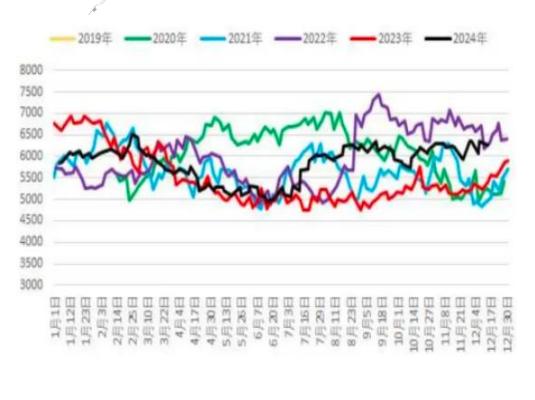


图 29 欧洲 ARA 油品库存 千桶



数据来源：EIA，隆众，OPEC，IEA，安粮期货

四、2025 展望与操作建议

综上所述，我们认为 2025 年，原油价格若基于基本面事实，则价格重心稳步下滑，但一旦出现黑天鹅事件或较大规模的供给危机，则增加向上的波动率。因此，2025 年，原油是基本面与地缘宏观的角力，价格影响因素不确定性和变量激增。但总的来说，原油供过于求的基本面仍然主导了全年价格弱势，

研报的简单+实用：唯一不变的宗旨

我们预测，以美油为标准，WTI 价格以 60-70 美元/桶价格重心上下 10 美元宽幅震荡，全年将走出上有顶，下有底，价格重心震荡下行的行情。

风险因素包括：

- 一、超出预期的商品二次通胀（特别是原材料端）。
- 二、超出预期的地缘冲突（中东与俄罗斯供给严重受到影响）
- 三、原油库存西降东增，炼厂开工西增东降（结构性差异导致季节性供需矛盾）。

免责声明：

本报告基于安粮期货股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的公开信息和资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺任何有关变更的通知。本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述内容的投资建议，投资者应根据个人投资目标、财务状况和风险承受能力来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出决策并自行承担风险。本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。