

2024 年 12 月 01 日

担忧供应增加而需求疲软，11 月油价震荡下行

投资咨询业务资格

证监许可【2011】1772
号

广金期货研究中心

能源化工研究员：马琛

联系电话：020-88523420

从业资格号：F03095619

咨询资格号：Z0017388

核心观点

展望后市，供应端，OPEC+关键成员国正在讨论推迟计划于明年一月恢复石油产量的举措，符合市场预期，尽管不受某些产油国欢迎，可能是目前最明智的决定。以色列与真主党停火协议生效，但据悉双方仍有冲突，中东局势难言乐观。特朗普上任后可能对伊朗重启“极限施压”策略，打压伊朗石油出口。10月伊朗原油产量325.9万桶/日，较2023年初增加70.5万桶/日。若对伊朗制裁升级，这部分增量或被收回。美国原油产量在过去八周中有七周维持在1340-1350万桶/日高位。美国原油产量维持高位得益于钻探效率提升，且2024年以来美国石油钻机数量降幅放缓。明年美国将挤占一部分OPEC产油国份额。

需求端，摩根大通最新报告显示，预计2025年将有130万桶/日石油过剩，IEA报告预期2025年有100万桶/日石油过剩。美国炼厂从秋季检修中回归，转换工艺，产出取暖油满足冬季需求。随着北半球降温降雪天气增加，石油需求边际小幅增加，但整体仍偏弱势。预期年底前中国原油进口回升，一方面是石油储备需求，另一方面部分炼厂年前申请增加原油配额。近期财政部、税务总局发布调整部分成品油出口退税公告，不利于成品油出口，明年成品油国内供应过剩格局加剧。

库存端，上周美国商业原油库存下降，而汽油和馏分油库存增加。美国能源部宣布新的招标，从2025年4月到2025年5月向战略石油储备提供多达300万桶石油。新的SPR询购计划为油价提供一定利好。

综上，近期关注东欧地缘风险、OPEC+可能继续延长减产及中东地缘风险缓解，油价延续区间震荡。中长期来看，明年石油供应将呈现增加趋势，OPEC+产量明年将回归市场，OPEC+闲置产能接近570万桶/日，美国、加拿大、巴西非OPEC产量也在增加，供应如果在需求没有明显改善的情况下回归，将会把油价进一步压低。目前石油需求端偏弱势，政策性利好仍需要时间去验证，油价远期偏弱运行，期间可能因特朗普新政府政策变化令油价波动放大。

目录

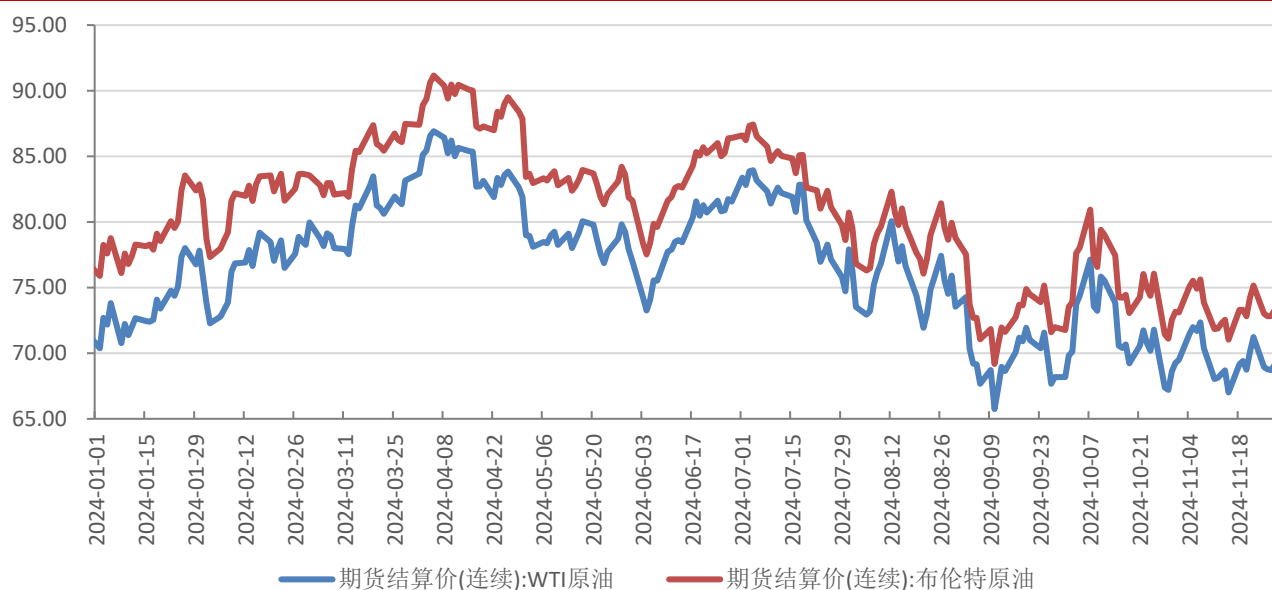
一、行情回顾	3
二、供应方面	4
1、OPEC+市场：推迟增产符合预期	4
2、美国市场：原油产量明年或提速	6
三、需求方面	8
1、摩根大通：2025 年供应过剩 130 万桶/日	8
2、亚洲市场：年底前中国原油进口预期回升	9
四、价差与库存方面	11
1、欧美原油月差震荡走弱	11
2、B-W 价差坚挺	11
3、美国原油库存下降而成品油库存增加	12
4、美国询购石油 SPR	12
五、宏观方面	13
六、结论	13
分析师声明	16
分析师介绍	16
免责声明	17
总部地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 25 层 2501-2524 单元	17
联系电话：400-930-7770	17
公司官网： www.gzjkqh.com	17
广州金控期货有限公司子公司及分支机构分布情况	18
广州金控物产有限公司	18
地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 40 层	18
电话：020-88527737	18
广州金控期货有限公司分支机构分布情况	18

一、行情回顾

11 月以来，地缘风险扰动加之美国总统大选，欧美原油期货价格波动较大，整体呈现震荡下行趋势。月初 OPEC+ 决定将增产延期一个月执行，油价受到支撑；随着特朗普赢得美国总统大选，油价快速下滑，此后美联储如期降息，国际油价适度反弹。关注飓风拉斐尔对石油生产影响减弱，美元走势强劲，市场担忧供应过剩，油价跌至两个多月来最低。此后俄乌局势升级，加之挪威北海 Sverdrup 油田由于电力故障而停产，以及市场预期 OPEC+ 将在 12 月初的会议上继续延期减产，国际油价趋势上扬。11 月最后一周以色列与黎巴嫩真主党达成停火谈判，中东地缘风险缓解，预测明年石油供应过剩，机构及投行纷纷下调油价预测，欧美原油期货价格回吐涨幅。

截止 11 月 29 日纽约商品期货交易所西得克萨斯轻质原油 2025 年 1 月期货结算价每桶 68.00 美元，比前一交易日下跌 0.72 美元，跌幅 1.05%，较 10 月底下滑 1.82%；伦敦洲际交易所布伦特原油 2025 年 1 月期货结算价每桶 72.94 美元，比前一交易日下跌 0.34 美元，跌幅 0.46%，较 10 月底下滑 0.30%。

图表 1: WTI 主力合约走势图



来源: Wind、广州金控期货研究中心

二、供应方面

1、OPEC+市场: 推迟增产符合预期

汇丰、花旗、德商银行等投行预期 OPEC+ 将把解除减产至少延迟一个季度至 2025 年 4 月。OPEC+ 关键成员国已经开始讨论推迟计划于明年一月恢复石油产量的举措。

OPEC+12 月产量会议将推迟至 12 月 5 日在线上召开，市场预期 OPEC+ 将在会议上继续推迟增产的计划。推迟增产符合预期，尽管不受某些产油国欢迎，不过这是目前最为明智的决定。产油国增产需要满足的市场条件：预期石油需求增加、需求季节性旺季。目前石油市场暂不具备上述条件，贸然增产势必会引发油价大幅下挫。

胜选总统特朗普上任后可能对伊朗重启“极限施压”策略，发动更为严苛的石油制裁，打压伊朗石油出口。10 月伊

朗原油产量 325.9 万桶/日，较 2023 年初增加 70.5 万桶/日。若美国对伊朗制裁升级，这部分增量或被收回。

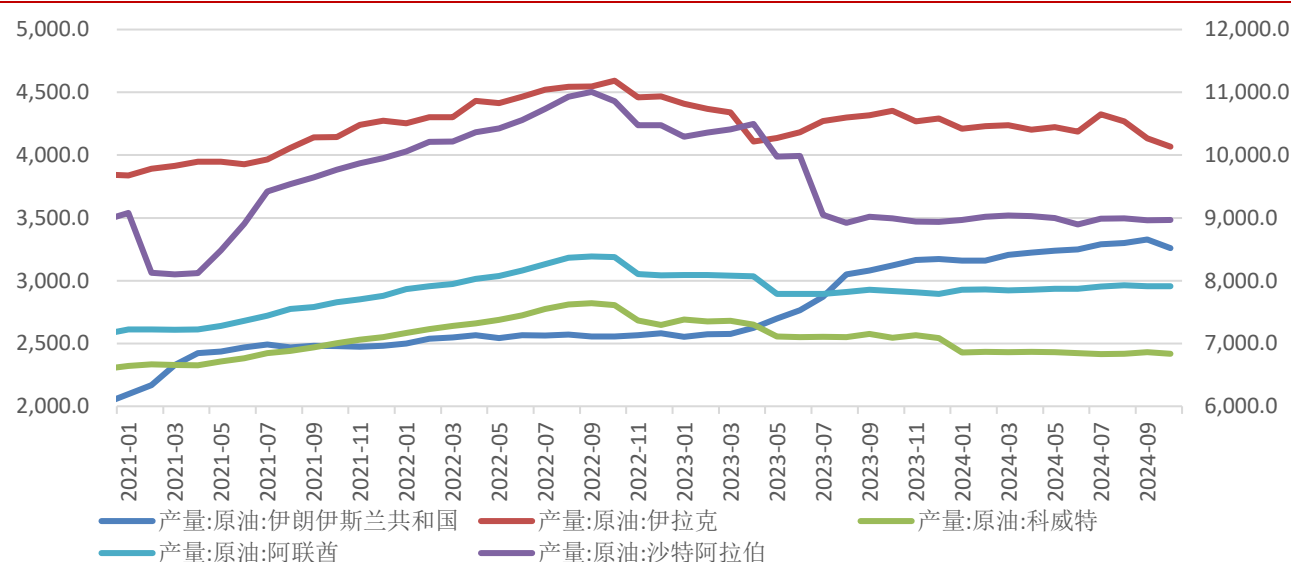
地缘风险方面，俄乌冲突升级而中东地缘风险缓解。11 月下旬俄罗斯对乌克兰发动了近三个月来最大规模的空袭，美国总统拜登在此期间决定允许乌克兰使用美国提供的远程导弹打击俄罗斯，受地缘溢价支撑，欧美原油期货急涨。在基本面相对平淡之时，俄乌冲突升级为油价提供了上涨动力。我们认为俄乌局势继续升级进而影响俄罗斯能源供应的概率较小，且一旦冲突冻结，油价仍有下挫空间。

以色列与黎巴嫩真主党停火协议生效，中东地缘溢价回落。以色列总理办公室在 11 月 26 日晚发表声明，以安全内阁当晚以 10 比 1 的投票结果批准了以色列与黎巴嫩真主党的停火协议，中东地缘风险缓和。黎以冲突缓和后，伊以矛盾可能升级，伊朗最高领导人高级顾问之前表示，伊朗正在准备对以色列作出回应，鉴于伊朗是主要石油供应国，中东局势难言乐观。

市场关注特朗普就任后与南美产油大国的关系。特朗普总统在第一个任期内对委内瑞拉实施了严厉制裁，实际上禁止其原油进口到美国。但拜登政府寻求了一些制裁减免，并允许委内瑞拉在 2023 年 10 月至 2024 年 4 月的六个月内出口石油。拜登当局还颁发了一般许可证，授权公司在委内瑞拉经营。明年美国可能将对委内瑞拉石油出口再次强制制裁。

有报道说，美国已经有些商人游说美国新政府应该寻求与委内瑞拉谈判，允许其重油流向美国。

图表 2：OPEC 主要产油国原油产量



来源：OPEC、广州金控期货研究中心

2、美国市场：原油产量明年或提速

上周美国原油产量维持高位，截至 11 月 22 日当周，美国原油日均产量 1349.3 万桶，比前周日均产量增加 29.2 万桶，比去年同期日均产量增加 29.3 万桶；截至 11 月 22 日的四周，美国原油日均产量 1339.9 万桶，比去年同期高 1.5%。今年以来，美国原油日均产量 1322.8 万桶，比去年同期高 5.6%¹。

美国原油产量维持高位得益于钻探效率提升，且 2024 年以来美国石油钻机数量降幅放缓。截止 11 月 27 日，美国活跃油气钻井平台总数为 582 座，比一年前减少了 43 座。其

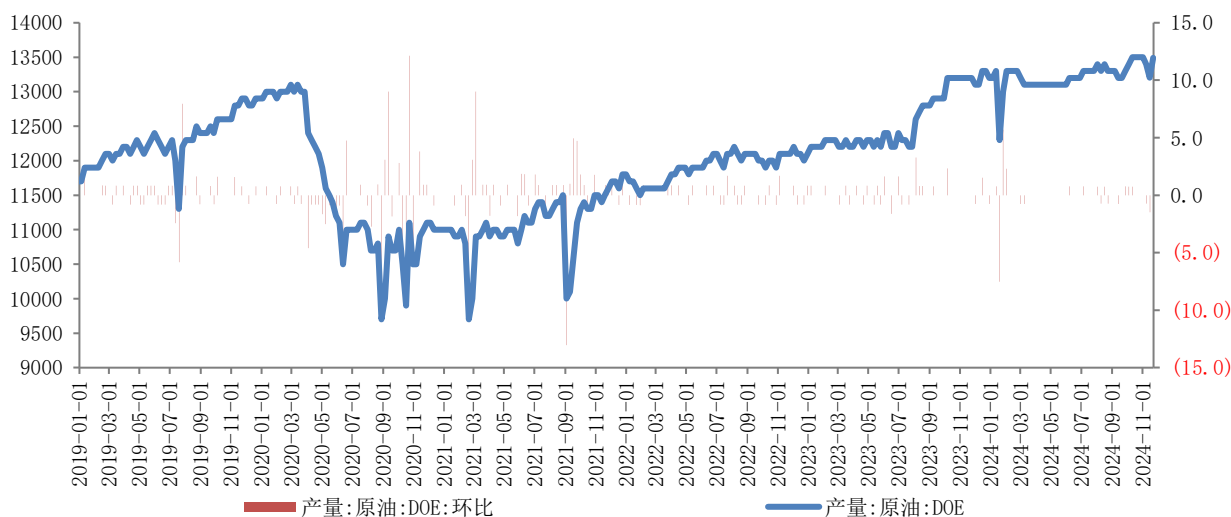
¹ EIA

中本周石油钻井平台的数量为 477 座，比前周减少了两座，同比减少了 28 座²。

美国《短期能源展望》显示，预测 2025 年美国原油产量将增长至 1370 万桶/日，增长来自德克萨斯州西部和新墨西哥州东部的二叠纪地区，主要推动力是生产率提升及基础设施的扩大。在二叠纪，新完井生产率提高抵消了现有油井产量下降。预测二叠纪地区原油产量将从 2023 年增加 43 万桶/天，2024 年增加至 630 万桶/天，到 2025 年增加到 660 万桶/天，主要是得益于钻井生产率的提高。

明年美国将挤占一部分 OPEC 产油国份额，一方面特朗普政府施压伊朗、委内瑞拉等重质油产油国，另一方面，放宽对石油勘探的限制，鼓励石油出口。据悉，特朗普将加快在联邦土地上钻探石油和天然气的许可证审批。

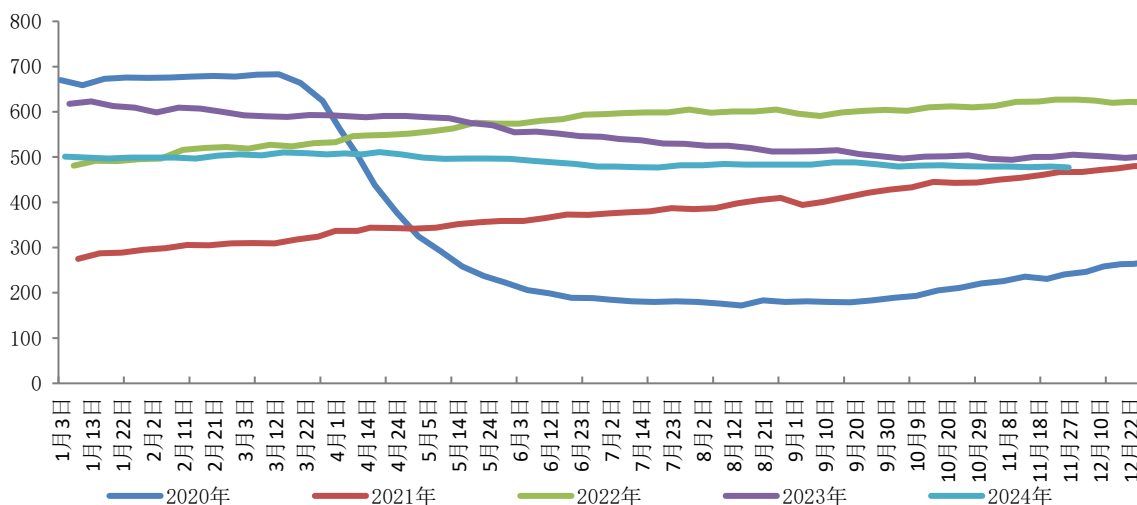
图表 3：美国原油产量



来源：EIA、广州金控期货研究中心

² 贝克休斯

图表 4：美国原油钻井数量



来源：贝克休斯、广州金控期货研究

三、需求方面

1、摩根大通：2025 年供应过剩 130 万桶/日

美联储降息路径面临挑战。此前美联储官员，暗示美联储可能放缓降息步伐。美国 10 月核心 PCE 物价指数同比上升 2.8%，为 2024 年 4 月以来最大增幅，预估为 2.8%，前值为 2.7%。如果特朗普政府承诺实施严厉关税，可能会重新引发通胀，从而改变美联储降息路径。

摩根大通在上周五报告显示，预计 2025 年将有 130 万桶/日石油过剩，2025 年底布伦特油价将在每桶 70 美元下方，WTI 原油价格将在每桶 64 美元。IEA 报告预期 2025 年有 100 万桶/日石油过剩。

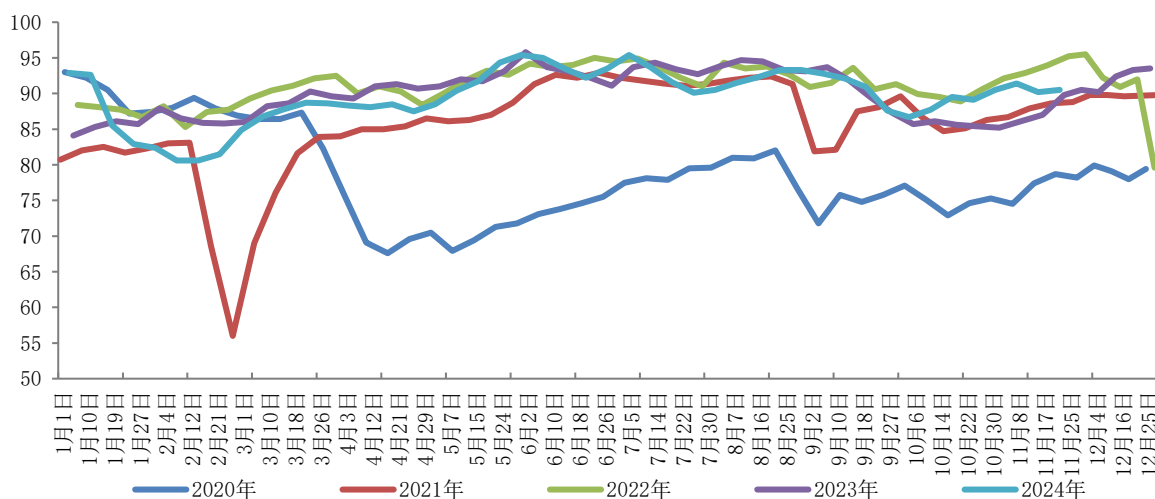
OPEC 连续第四个月下调石油需求增长预期。预计今年和明年的日需求将分别增长 182 万桶和 154 万桶，而此前的估

计分别为 193 万桶和 164 万桶。

美国炼厂从秋季检修中回归，转换工艺，产出取暖油满足冬季需求。随着北半球降温降雪天气增加，石油需求边际小幅增加，但整体仍偏弱势。截止 11 月 22 日，美国炼厂加工总量平均每天 1629.5 万桶，比前一周增加 6.7 万桶；炼油厂开工率 90.5%，比前一周增长 0.3 个百分点。

特朗普增加关税政策可能损害经济及石油需求；减缓支持新能源，但对传统石化燃料需求可能不会带来明显提振。11 月 25 日，特朗普在其社交账号上宣布将对墨西哥与加拿大商品征收 25% 关税，对进口自中国的所有商品加征 10% 关税。

图表 5：美国炼厂开工率



来源：EIA、广州金控期货研究中心

2、亚洲市场：年底前中国原油进口预期回升

2024 年 10 月中国原油进口量同比下滑 9%，这是连续第

六个月同比下降。今年前 10 个月中国累计进口原油 4.57 亿

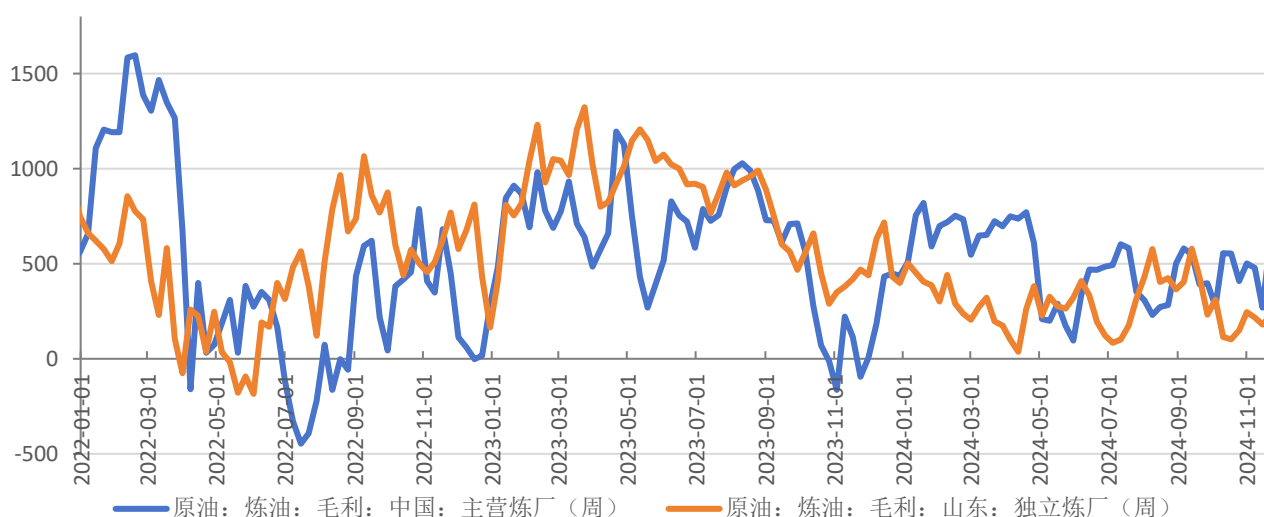
吨，同比下滑 3.46%。

预期年底前中国原油进口量将回升，首先是基于国内的石油储备需求，此外，部分炼厂年前申请增加原油配额，预计将提前消化掉这分配额。

成品油市场暂无明显利好支撑，汽油市场缺乏节假日需求提振；北方地区气温继续回落，基建及工矿项目开工负荷下滑，南方地区基建类工作正常运行，柴油市场整体需求将逐渐回落。

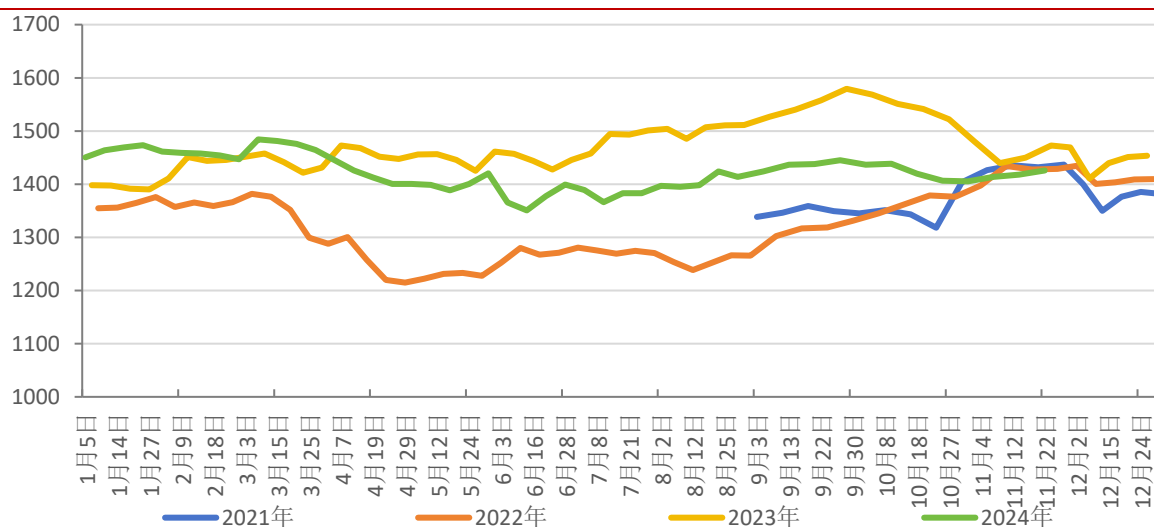
11月15日，财政部、税务总局发布《关于调整出口退税政策的公告》，明确自2024年12月1日起，将部分成品油出口退税率由13%下调至9%。不利于成品油出口，明年成品油国内供应过剩格局加剧。

图表 6：国内主营炼厂及山东地炼炼油利润



来源：Wind、广州金控期货研究中心

图表 7: 中国周度原油加工量 (万吨)



来源: Wind、广州金控期货研究中心

四、价差与库存方面

1、欧美原油月差震荡走弱

11月以来,WTI原油及Brent原油月间价差震荡走弱,目前Brent原油及WTI原油月差均维持Back结构。但受到供应逐渐增加而需求低迷的影响,欧美原油月差有望缩至Contango结构。

2、B-W价差坚挺

B-W价差在每桶4.94美金³,月度增加1.04美元/桶。截至2024年11月22日当周,美国原油出口量日均466.3万桶,比前周每日出口量增加28.5万桶,比去年同期日均出口量减少9.2万桶。过去的四周,美国原油日均出口量383.3万桶,同比减少19.1%。今年以来美国原油日均出口

³ Wind

411.2 万桶, 同比减少 2.4%⁴。

3、美国原油库存下降而成品油库存增加

美国能源信息署数据显示, 截至 2024 年 11 月 22 日当周, 包括战略储备在内的美国原油库存总量 8.1881 亿桶, 比前一周下降 67 万桶; 美国商业原油库存量 4.28448 亿桶, 比前一周下降 184.4 万桶; 美国汽油库存总量 2.12241 亿桶, 比前一周增长 331 万桶; 馏分油库存量为 1.14717 亿桶, 比前一周增长 42 万桶。原油库存比去年同期低 4.72%; 比过去五年同期低 5%; 汽油库存比去年同期低 2.72%; 比过去五年同期低 3%; 馏份油库存比去年同期高 3.56%, 比过去五年同期低 5%⁵。

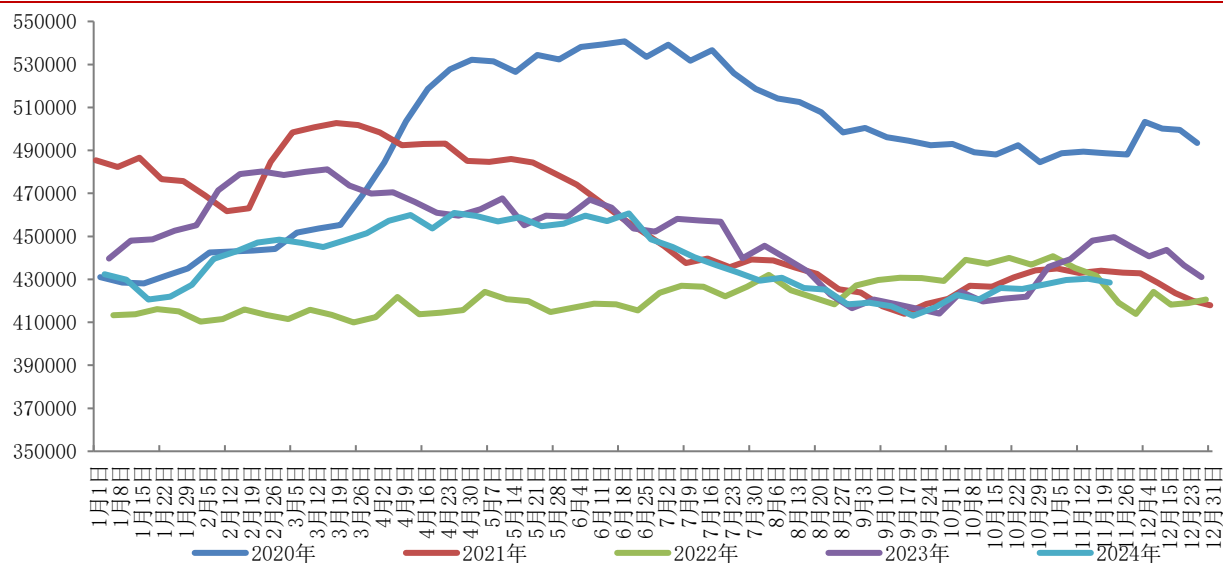
4、美国询购石油 SPR

美国能源部宣布新的招标, 从 2025 年 4 月到 2025 年 5 月向战略石油储备提供多达 300 万桶石油。迄今为止, 美国能源部已经以每桶 76 美元的平均价格直接购买了 5900 万桶石油。除了取消国会授权的 1.4 亿桶石油销售外, 美国能源部现在拥有的石油数量超过了 2022 年的销售量。美国能源部表示, 交付的 2 亿桶原油的平均价格为每桶 74.75 美元。

⁴ EIA

⁵ EIA

图表 8：美国原油库存



来源：EIA、广州金控期货研究中心

五、宏观方面

美国 10 月核心 PCE 物价指数环比升 0.3%，预期升 0.3%，前值升 0.3%。美国 10 月核心 PCE 物价指数同比升 2.8%，创 2024 年 4 月以来最大增幅，预期升 2.8%，前值升 2.7%。

美国第三季度 GDP 修正值持平于初值，显示出经济韧性。美国第三季度实际 GDP 年化季率修正值持平于初值，为 2.8%，增速较第二季度的 3% 有所放缓。但 GDP 报告仍然显示，美国经济韧性惊人。在过去九个季度中，有八个季度的增长率超过 2%。

六、结论

供应端，OPEC+ 关键成员国正在讨论推迟计划于明年一月恢复石油产量的举措，符合市场预期，尽管不受某些产油

国欢迎，可能是目前最明智的决定。以色列与真主党停火协议生效，但据悉双方仍有冲突，中东局势难言乐观。特朗普上任后可能对伊朗重启“极限施压”策略，打压伊朗石油出口。10月伊朗原油产量325.9万桶/日，较2023年初增加70.5万桶/日。若对伊朗制裁升级，这部分增量或被收回。美国原油产量在过去八周中有七周维持在1340-1350万桶/日高位。美国原油产量维持高位得益于钻探效率提升，且2024年以来美国石油钻机数量降幅放缓。明年美国将挤占一部分OPEC产油国份额。

需求端，摩根大通最新报告显示，预计2025年将有130万桶/日石油过剩，IEA报告预期2025年有100万桶/日石油过剩。美国炼厂从秋季检修中回归，转换工艺，产出取暖油满足冬季需求。随着北半球降温降雪天气增加，石油需求边际小幅增加，但整体仍偏弱势。预期年底前中国原油进口回升，一方面是石油储备需求，另一方面部分炼厂年前申请增加原油配额。近期财政部、税务总局发布调整部分成品油出口退税公告，不利于成品油出口，明年成品油国内供应过剩格局加剧。

库存端，上周美国商业原油库存下降，而汽油和馏分油库存增加。美国能源部宣布新的招标，从2025年4月到2025年5月向战略石油储备提供多达300万桶石油。新的SPR采购计划为油价提供一定利好。

综上，近期关注东欧地缘风险、OPEC+可能继续延长减产及中东地缘风险缓解，油价延续区间震荡。中长期来看，明年石油供应将呈现增加趋势，OPEC+产量明年将回归市场，OPEC+闲置产能接近570万桶/日，美国、加拿大、巴西非OPEC产量也在增加，供应如果在需求没有明显改善的情况下回归，将会把油价进一步压低。目前石油需求端偏弱，政策性利好仍需要时间去验证，油价远期偏弱运行，期间可能因特朗普新政府政策变化令油价波动放大。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。

分析师介绍

马琛 能源化工研究员

广州金控期货有限公司研究中心能源化工资深研究员。曾在能化咨询公司任职七年，从事原油、炼厂、燃料油、船供油、液化气等产品分析和咨询工作。具有五年以上期货从业经验，获得大连商品交易所 2019 年优秀期货投研团队，上海期货交易所 2021 年度优秀分析师。专注于能化产品研究，注重具有国际化视野的产业链和跨产业的基本面分析，并多次接受第一财经、文华财经、财联社等知名媒体采访。



更多期货咨询请关注广金公众号

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的更改，在任何情况下，我公司报告的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写过程中融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与广州金控期货有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表广州金控期货有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映广州金控期货有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经广州金控期货有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的资料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“广州金控期货有限公司”，并保留我公司的一切权利。

广州金控期货有限公司是广州金融控股集团有限公司的控股子公司，业务范围包括商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询和资产管理业务。全资控股风险管理子公司-广州金控物产有限公司，业务范围包括基差贸易、仓单服务、场外衍生品业务。

总部地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 25 层 2501-2524 单元

联系电话：400-930-7770

公司官网：www.gzjqqh.com

广州金控期货有限公司子公司及分支机构分布情况

广州金控物产有限公司

地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 40 层

电话：020-88527737

广州金控期货有限公司分支机构分布情况

<ul style="list-style-type: none"> • 广州营业部 <p>地址：广州市天河区临江大道 1 号之一 904 室 电话：020-38298555/38298522</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 佛山营业部 <p>地址：佛山市南海区大沥镇毅贤路 8 号 17 层 20 号至 17 层 22 号 电话：0757-85501856/85501815</p>
<ul style="list-style-type: none"> • 大连营业部 <p>地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2311 室 电话：0411-84806645</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 福州营业部 <p>地址：福建省福州市晋安区福飞北路 175 号 6 层 6D 单元 电话：0591-87800021</p>
<ul style="list-style-type: none"> • 杭州分公司 <p>地址：浙江省杭州市滨江区浦沿街道江南大道 4760 号 A 楼 1002 室 电话：0571-87791385</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 河北分公司 <p>地址：河北省石家庄市长安区中山东路 508 号东胜广场三单元 1406 室 电话：0311-83075314</p>
<ul style="list-style-type: none"> • 唐山营业部 <p>地址：河北省唐山市路北区金融中心 3 号楼 1607、1608 号 电话：0315-5266603</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 淮北营业部 <p>地址：安徽省淮北市相山区惠苑路 6 号金冠紫园 6 幢 105 号 电话：0561-3318880</p>
<ul style="list-style-type: none"> • 太原营业部 <p>地址：山西省太原市万柏林区长风街道长兴路 1 号 4 幢 11 层 1123-1124 号 电话：0351-7876105</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 嘉兴分公司 <p>地址：浙江省嘉兴市海宁市海洲街道新苑路 147-149 号 2 楼 电话：0573-87216718</p>
<ul style="list-style-type: none"> • 北京分公司 <p>地址：北京市丰台区广安路 9 号国投财富广场 2 号楼 1403、1404 室 电话：010-63358857/63358907</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 深圳分公司 <p>地址：深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 1905 室 电话：0755-23615564</p>
<ul style="list-style-type: none"> • 龙岩营业部 <p>地址：福建省龙岩市新罗区龙岩大道中 688 号 1 幢 703 室 电话：0597-2566256</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 重庆分公司 <p>地址：重庆市渝北区新南路 439 号中国华融现代广场 2 幢 5 层 4-1 电话：023-67380843</p>
<ul style="list-style-type: none"> • 厦门营业部 <p>地址：中国（福建）自由贸易试验区厦门片区东港北路 29 号港航大厦 2503-6 单元 电话：0592-5669586</p>	