



紫金天风期货

立足产业 研究驱动

原油：弱现实下的可能性

原油季报 2025.3.17

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@thanf.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



- 自一月份以来，原油出现较为明显的冲高回落，其中高点甚至一度冲破24年8月以来的高点，低点也在近期跌破了自22年以来的新低，波动率方面呈现较去年年底有部分程度的放大。我们认为，当下OPEC确认4月份回补产量声明已出，叠加当下频出的特朗普关税政策，原油后续转弱的态势较为明显，价格重心或有进一步下移的可能，下边界参考至页岩油盈亏平衡线65-60美元/桶左右，后续重点关注价格走弱后OPEC的表态反复和伊朗方面制裁的落地情况。
- 宏观和地缘方面，当前弱宏观继续延续，大类资产均不同程度在定价美国衰退，但是需要注意的是当前对原油而言，WTI的资金多空比已经趋近历史低位，这也暗含资金对宏观的表达有一部分超调的风险，关注后续宏观企稳后可能出现的弹性恢复；地缘端来看，当前既有的俄乌、中东等地缘冲突均趋向缓和，后续地缘溢价的出现可能为美国高压下部分受制裁国的反制，就当前事件来说整体地缘溢价回吐较为明显。
- 基本面方面，春检下的弱现实的阴霾逐渐消散，随着汽油旺季的逐渐临近，炼厂端的现货采买需求也逐渐显现，关注后续贴水逐渐走高对月差方面的传导路径，其或将成为Q2油价向上的主要驱动。
- 相关资产和波动率方面，金油比和铜油比有继续冲击新高的可能，波动率方面将进一步维持高位，OPEC产量回补政策落地以后，可以关注EFS价差逢低买入的操作。

行情回顾

主题

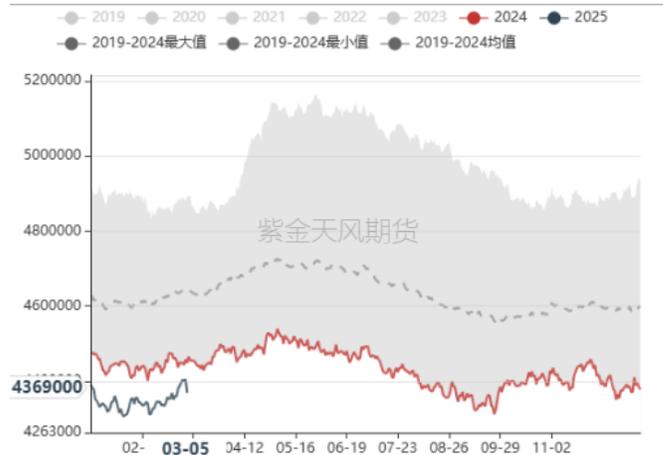
行情回顾



库存结构概览

■ 低库存势头延续，水上库存阶段性走强，岸罐库存累库趋势并未明显出现，低库存背景下绝对价格上方弹性空间依旧较大。

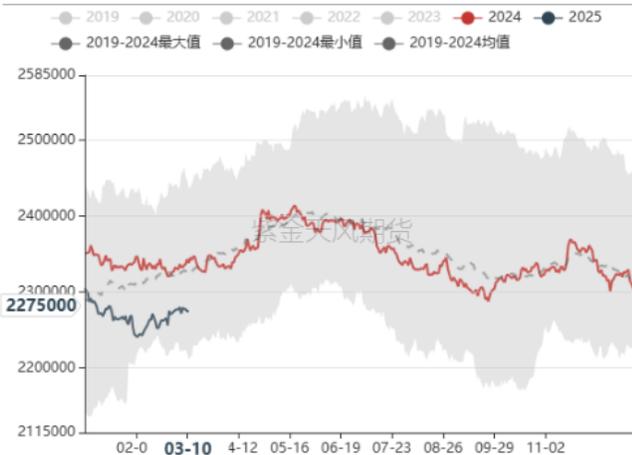
【SC】全球原油库存 岸罐+水上 (千桶)



【SC】全球原油岸罐库存 (千桶)



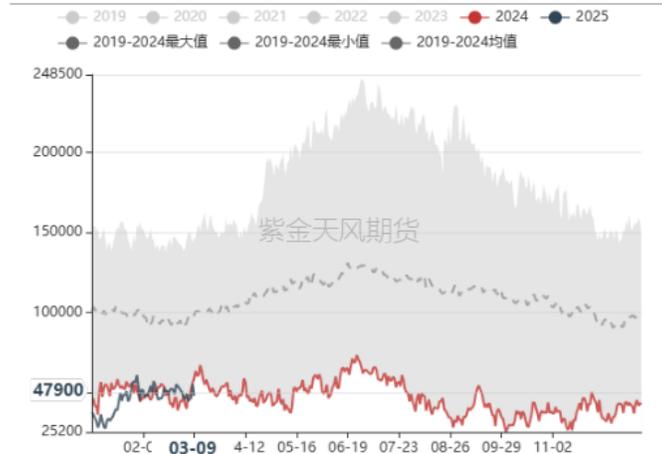
【SC】全球商业库存 (千桶)



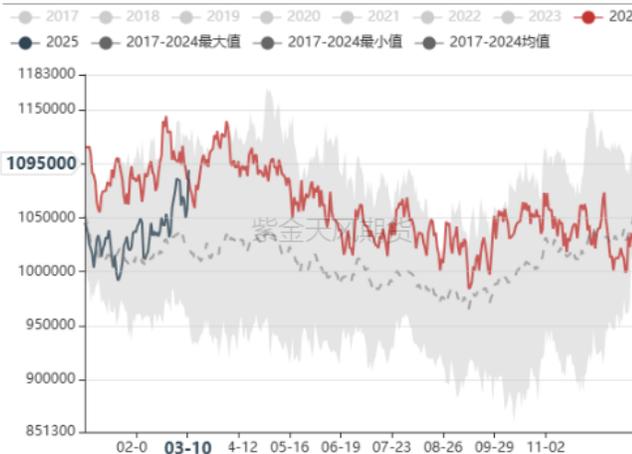
【SC】全球水上原油 (千桶)



【SC】全球原油浮仓库存 (千桶)



【SC】全球原油在途 (千桶)



美国政策的变数是引发年初高波动的直接原因

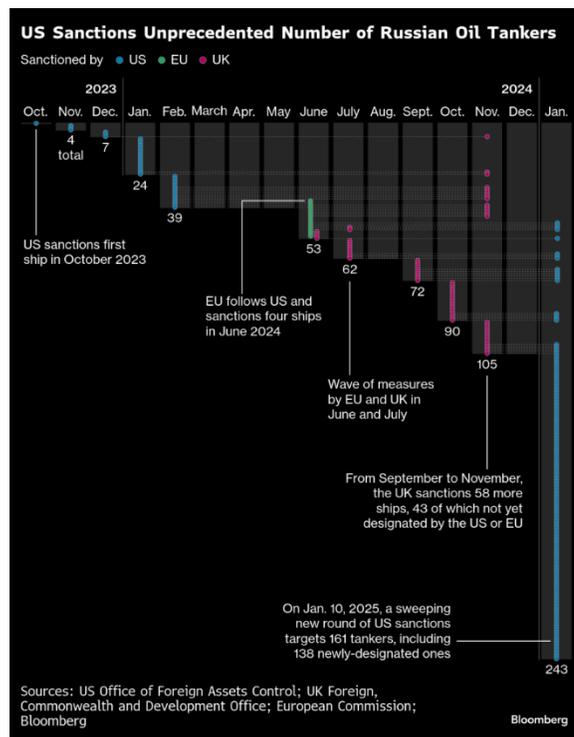
- 年初至今，美国政策的变数是导致油价出现较高波动的直接原因。
- 制裁方面政策频出，包括前期的美国财政部对俄罗斯的制裁和近期针对伊朗方面的制裁的推出，尤其是针对俄罗斯的制裁也带来了一季度内最大的一轮涨幅。另外美国对OPEC的施压、对俄罗斯乌克兰缓和局势的施压，也导致了后续绝对价格方面的大幅回落。

Treasury Intensifies Sanctions Against Russia by Targeting Russia's Oil Production and Exports

January 10, 2025

New energy sector determination targets Russia's primary revenue source with sanctions against Gazprom Neft and Surgutneftegas, more than 180 vessels, and dozens of oil traders, oilfield service providers, insurance companies, and energy officials

WASHINGTON — Today, the U.S. Department of the Treasury took sweeping action to fulfill the G7 commitment to reduce Russian revenues from energy, including blocking two major Russian oil producers. Today's actions also impose sanctions on an unprecedented number of oil-carrying vessels, many of which are part of the "shadow fleet," opaque traders of Russian oil, Russia-based oilfield service providers, and Russian energy officials. Today's actions are underpinned by the issuance of a new determination that authorizes sanctions pursuant to Executive Order (E.O.) 14024 against persons operating or having operated in the energy sector of the Russian Federation economy. These actions substantially increase the sanctions risks associated with the Russian oil trade.



Treasury Imposes Additional Sanctions on Iran's Shadow Fleet as Part of Maximum Pressure Campaign

February 24, 2025

WASHINGTON — Today, the Department of the Treasury's Office of Foreign Assets Control (OFAC), and the U.S. Department of State are imposing sanctions on over 30 persons and vessels in multiple jurisdictions for their role in brokering the sale and transportation of Iranian petroleum-related products. Among those sanctioned today are oil brokers in the United Arab Emirates (UAE) and Hong Kong, tanker operators and managers in India and People's Republic of China (PRC), the head of Iran's National Iranian Oil Company, and the Iranian Oil Terminals Company, whose operations help finance Iran's destabilizing activities. The vessels sanctioned today are responsible for shipping tens of millions of barrels of crude oil valued in the hundreds of millions of dollars.

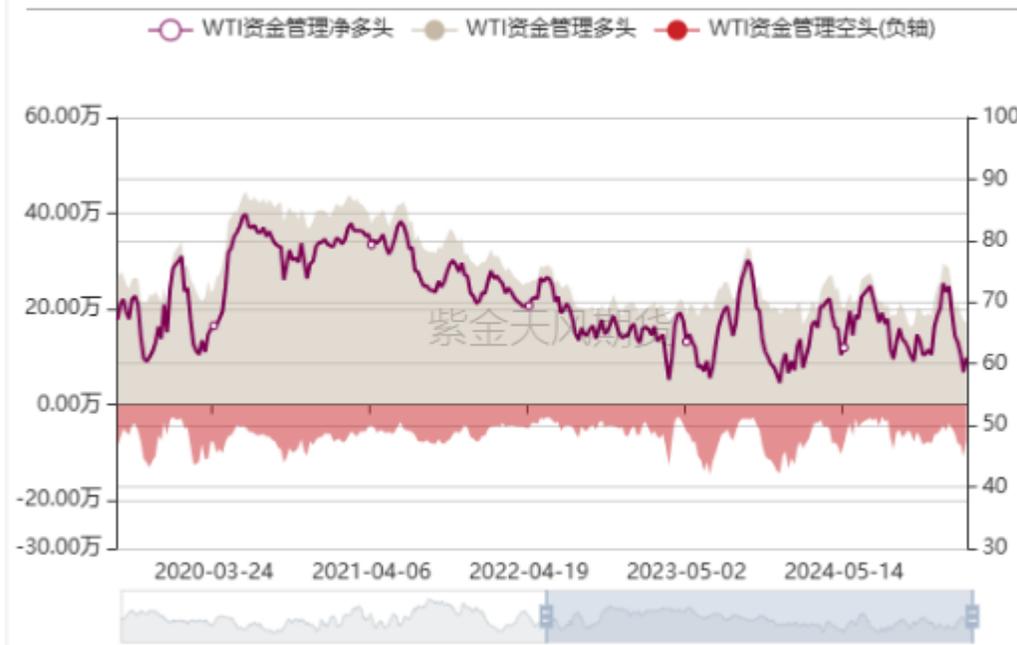
宏观转弱也带来了资金端的集中弱势表达

- 近期由于宏观端的转弱，也导致资金端的多空比的持续下探，WTI和Brent的多空比分别在1月底附近开始大幅转弱。
- 其中基金影响程度更高的WTI市场，当前资金管理净多头也逼近历史低位，因此在另一种程度上也说明了，若后期出现宏观企稳或边际转暖的情况下，受宏观资金影响向上的弹性空间可能会比向下更大，警惕弱宏观带来的阶段性的超调风险。

资金持仓多空比



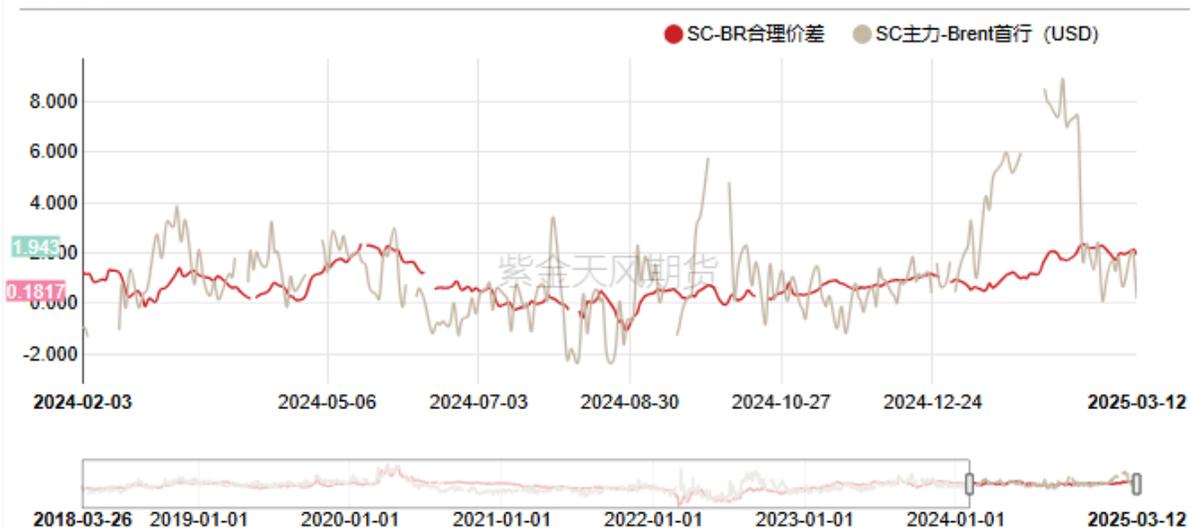
【SC】WTI基金持仓



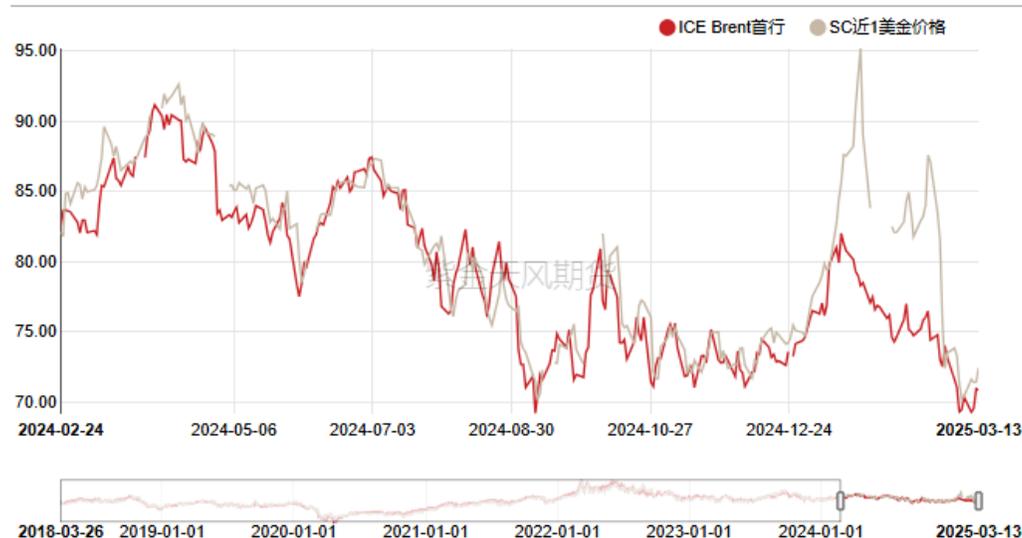
内外价差的劈叉

- 和前期的美国披露制裁事件一脉相承，随着特朗普的上任，对别国制裁力度的加大，国内各港口也开始逐渐规避制裁船只和制裁国货物，因而也导致了一季度内外盘劈叉情况的出现。
- 就后续的演绎而言，部分买气已经传导至Dubai部分现货，从而带来了主流油种的贴水的抬升，进而导致内外价差的收敛，静态演绎来看，若无新政策的出台，内外价差的阶段性行情也将告一段落。

【SC】SC-BR盘面价差与合理值



【SC】Brent与SC美金价



平衡表显示结构性过剩将于Q2开启

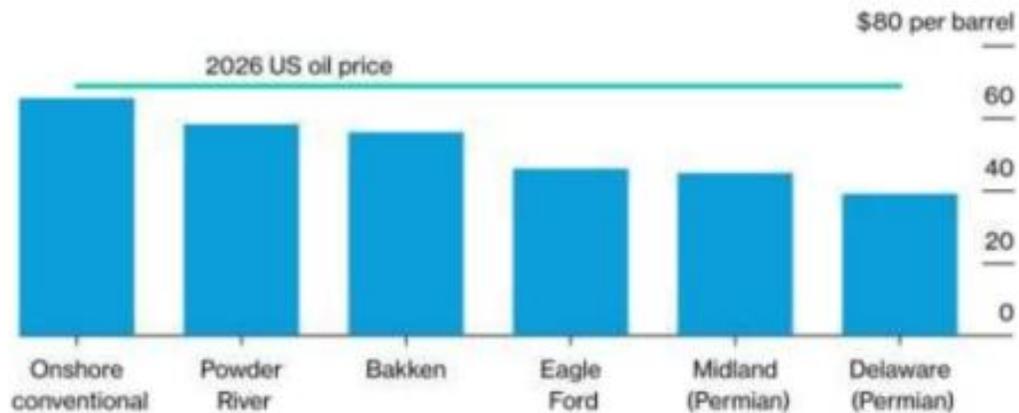
- 去年年报我们给了2025年弱平衡的定性，主要理由是基于全球需求的弱复苏预期和OPEC的产量回补，当前OPEC产量回补已经于4月份兑现，伊朗方面暂未出现较为明显的减量，平衡表内我们未考虑敏感国家的减量，当前结果定性来看，结构性过剩将于Q2开启，预期交易的背景下将会进一步提前。

原油												
季度平衡表推算 (单位: 万桶/天)												版本: 2025/3/4
分项\时间	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
总产量	10210	10190	10210	10300	10190	10310	10320	10350	10260	10430	10540	10570
OPEC产量	3370	3320	3240	3250	3250	3280	3270	3290	3220	3260	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	7030	7050	7060	7040	7170	7230	7260
OECD产量	3070	3060	3130	3200	3130	3180	3190	3250	3220	3280	3270	3330
非OECD产量	3280	3250	3250	3290	3300	3260	3240	3250	3290	3300	3330	3360
总需求	10070	10190	10300	10240	10130	10280	10370	10340	10270	10380	10480	10460
OECD需求	4530	4550	4590	4600	4480	4560	4620	4600	4520	4550	4610	4590
非OECD需求	5540	5640	5710	5640	5650	5720	5750	5740	5750	5830	5870	5870
Call On OPEC	2680	2770	2780	2630	2640	2700	2760	2720	2670	2640	2680	2630
过剩量	140	0	-90	60	60	30	-50	10	-10	50	60	110
本期平衡表调整内容												
分项\时间	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
总产量	0	0	0	0	0	0	0	0	0	30	0	0
OPEC产量	0	0	0	0	0	0	0	0	0	30	0	0
NGL产量	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非OPEC产量	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
OECD产量	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非OECD产量	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
总需求	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
OECD需求	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
非OECD需求	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Call On OPEC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
过剩量	0	0	0	0	0	0	0	0	0	30	0	0

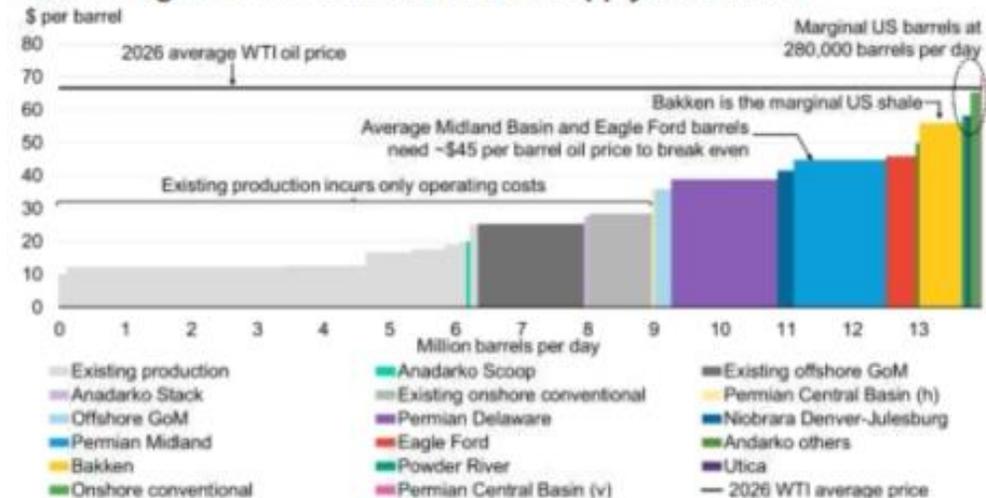
页岩油的成本支撑力度

- 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。
- 若以价格支撑机制来评估底部空间，可以发现过往当WTI跌破50美元/桶时，页岩油生产商将大幅削减钻机活动，并且通过供给侧收缩形成“价格安全垫”，推动油价反弹至60-65美元/桶的支撑位。

BloombergNEF breakeven estimates for select US oil plays



BloombergNEF estimated 2025 US oil supply cost curve



宏观：衰退情绪的放大

主题

特朗普上任后的关税政策

- 特朗普上任以后，关税政策是其重要的政策施展路径，相关的数据显示，当前美国方面已经宣布了对钢铁、铝以及对中国进口的商品等加征关税，市场预期来看，结合特朗普竞选的表态以及近期的发言，特朗普即将推出诸多关税政策以对多国施压。
- 根据高盛的评估，总体而言本次特朗普的关税政策将使得美国的实际关税提高了4.3个百分点，几乎是特朗普第一任期内的提高幅度的三倍。

一、北美关税政策调整与豁免

对符合《美墨加协定》(USMCA) 优惠条件的商品免征关税，但对不符合原产地规则的加拿大能源产品(如石油)、钾肥等继续征收 10% 关税，其他非协定商品维持 25% 关税。墨西哥因承诺加强边境管控、打击芬太尼走私，获得关税暂缓执行至 4 月 2 日的豁免。

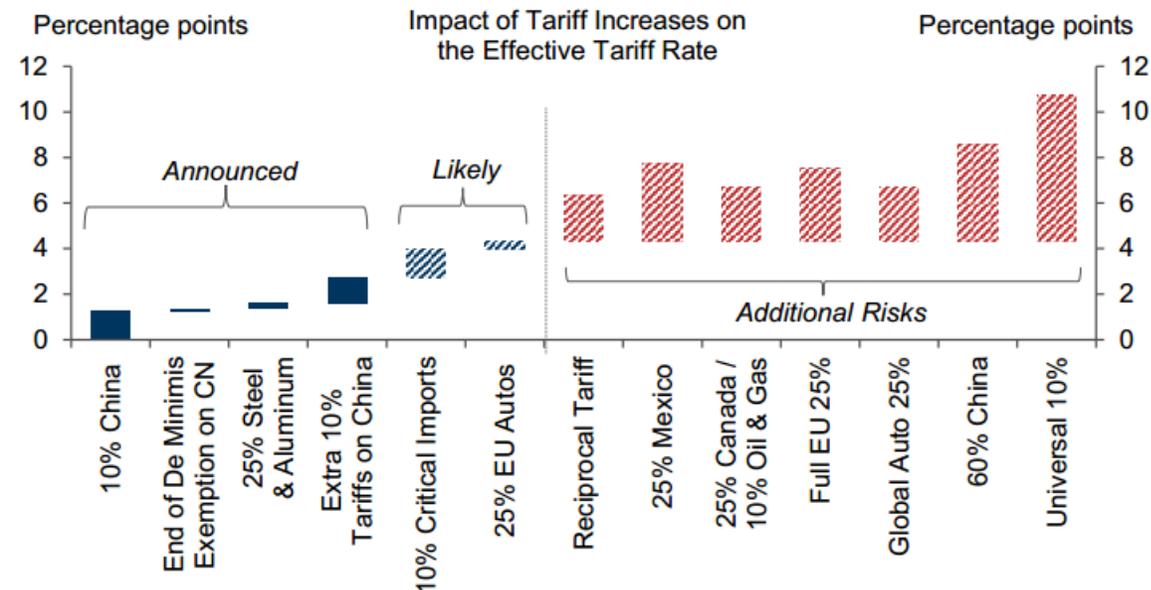
二、对华关税全面升级

- 1、2025 年 3 月 1 日起，对全部中国商品加征 10% 基础关税；3 月 3 日以芬太尼问题为由追加 10% 惩罚性关税，使中美关税战达到 20% 的历史高位。中国随即对美农产品、食品等加征 10%-15% 的反制关税。
- 2、美国商务部启动对进口钢的“232 调查”，并威胁对数字服务征收报复性关税（针对欧盟等国对科技巨头的征税政策）。

三、特定行业与全面关税威胁

- 1、对进口钢铁和铝统一征收 25% 关税（1.0 版为钢铁 25%、铝 10%），取消免税配额和豁免政策，主要冲击加拿大、巴西、墨西哥等出口国。计划自 4 月起对农产品、药品、石油、半导体等加征 25% 关税。
- 2、宣布对所有向美商品征税的国家征收“对等关税”，涉及印度、越南、欧盟等；威胁对所有进口商品统一征收 10%-20% 关税，覆盖 186 个国家、超 5000 种商品。若政策全部落地，美国平均进口关税率将从 2.5% 升至 11%，创 75 年来新高。

Exhibit 1: In Addition to the Announced Tariff Increases on Steel and Aluminum and Imports from China, We Continue to Expect Tariff Increases on Critical Imports and EU Autos

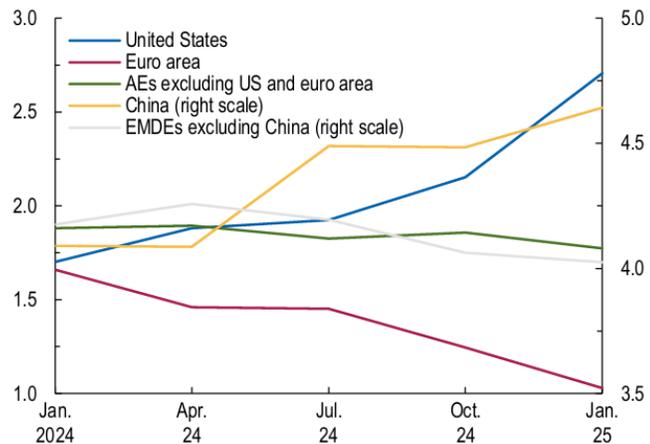


Source: Goldman Sachs Global Investment Research

市场对全年经济的预期的变化

- 站在年初的角度来看，今年市场机构对中美的经济预期都较为乐观，其中IMF方面的数据显示，对2025年和2026年的全年经济预期是3.3%，低于3.7%的历史平均水平（2000年-2019年），其中1月份的报告显示，美国方面基于强烈的财富效应、略宽松的货币政策立场和有利的金融环境，给了2.7%的增速预测，中国考虑到去年一揽子的财政刺激政策的延续，也给了4.6%的增速预期，都较前期有一定程度的上调。
- 随着特朗普的关税政策的不断加深，市场也在不断修正美国经济的预期，其中以亚特兰大联储的GDPNow模型结果来看，一季度美国的GDP增速从之前的2.1%下修至-2.4%。

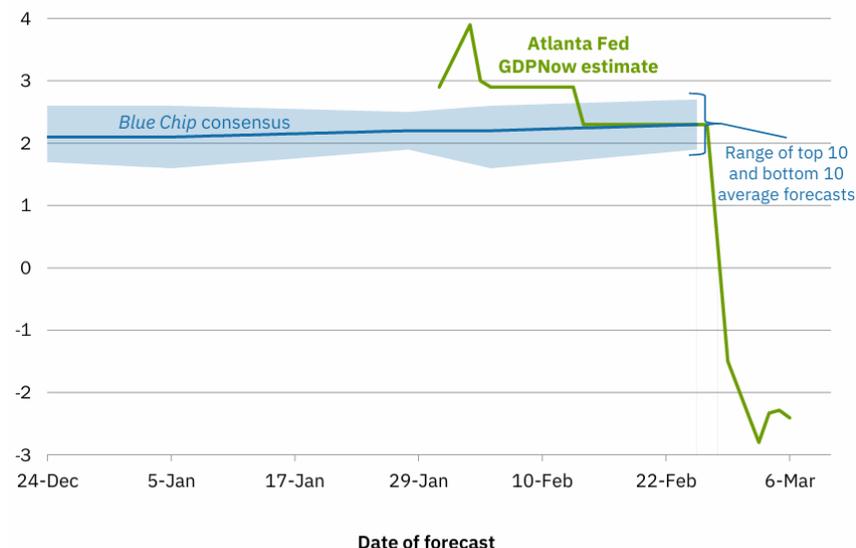
Figure 2. Evolution of 2025 Growth Forecasts (Percent)



Source: IMF staff calculations.

Note: The x-axis shows the months the *World Economic Outlook* is published. AEs = advanced economies; EMDEs = emerging market and developing economies.

Evolution of Atlanta Fed GDPNow real GDP estimate for 2025: Q1
Quarterly percent change (SAAR)



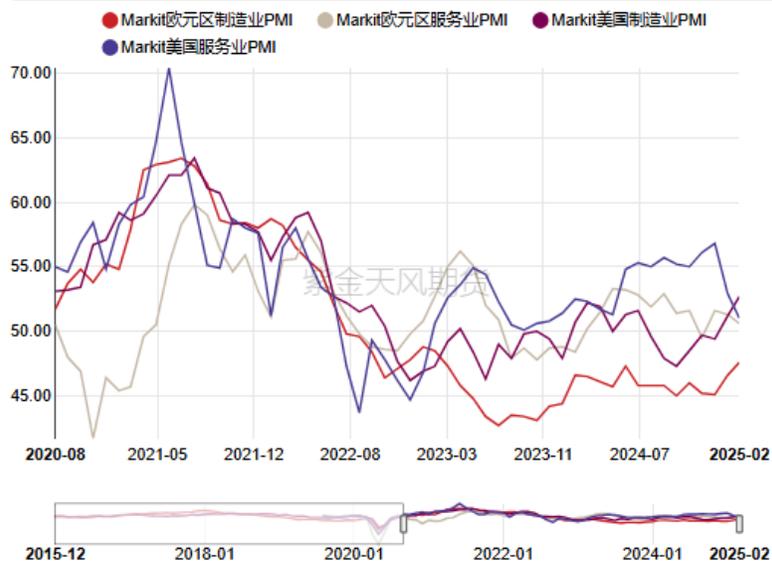
Sources: Blue Chip Economic Indicators and Blue Chip Financial Forecasts

Note: The top (bottom) 10 average forecast is an average of the highest (lowest) 10 forecasts in the Blue Chip survey.

海外滞胀情绪的不断发酵

- 受此关税的冲击影响，显性的经济数据也逐渐显示出疲软的趋势，前有2月美国非制造业PMI大幅走弱，而后相关的零售数据大幅不及预期，美国的经济韧性也再次受到质疑。另外关税也导致通胀预期的再次抬头，市场各种通胀评估指标都显示再通胀进一步发酵的可能，经济承压，通胀再起，滞胀情绪也不断发酵。
- 受此影响，近期整体大类资产承压，其中标普500指数连续走弱，波动率指数接连走高，资金端避险情绪激增。

【SC】Markit制造业和服务业PMI



【SC】通胀预期与实际通胀

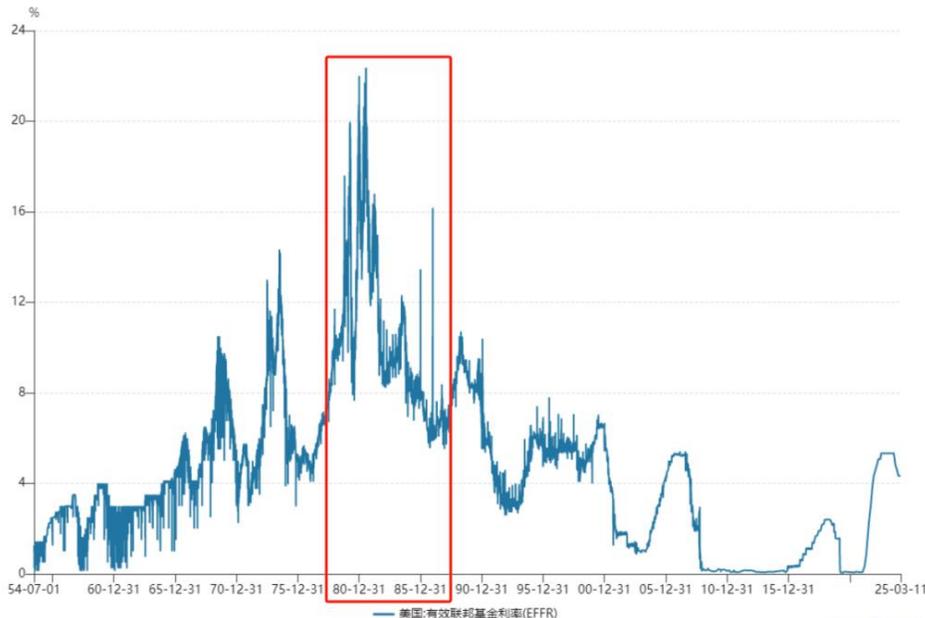


标普波动率指数

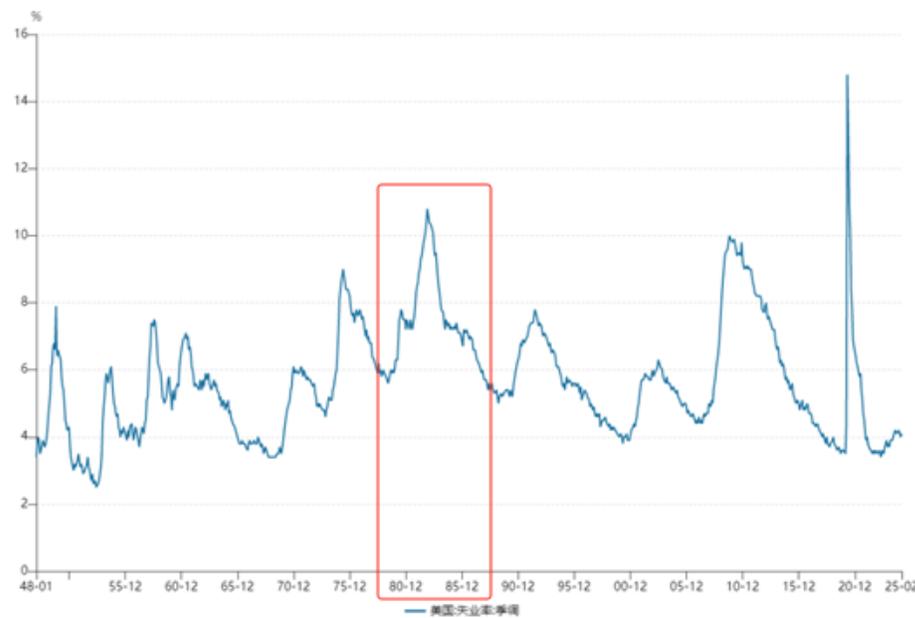


滞胀的可能解决路径

- 因为滞胀是经济增长停滞（甚至衰退）与高通胀并存的复杂经济现象，传统政策工具在此情境下往往陷入两难（例如紧缩政策可能加剧衰退，宽松政策可能恶化通胀）。解决滞胀需要多维度、结构化的政策组合，我们可以从之前的应对措施来得到些启发。
- 如典型的的就是1980年代的滞胀，时任美联储主席沃尔克采取了大幅加息，控制货币供给增速的措施，在大通胀和大失业的选择中选择了后者，当然，后续表现来看也卓有成效，使得美国开启了长达20年的低通胀高增长时代。
- 总结而言，滞胀的解决并无特效药，只能在短期的控通胀和长期促增长之间谨慎权衡。



数据来源：Wind



数据来源：Wind

后续的基准情形

- 我们在不考虑后续偏激的政策的基础上，先假定基准情形，年初时市场预期降息幅度约为40bp左右，后来随着宏观情绪的急转，降息预期也被进一步的拉大，截至目前，市场预期年内降息约为70bp，降息节点分别在6月、9月、12月。
- 对比当期和上世纪80年代的高通胀，当前的通胀水平依旧处于低位，关注后续的粘性通胀的发酵，尤其是受供应链影响导致核心商品通胀率的边际变化情况，可能带来的后续预期差的变化。

【宏观】全球供应链压力与核心通胀



【宏观】当下到2025.12FOMC的降息幅度预测



MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES										
	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475
2025/3/19					0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.0%	97.0%	0.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	30.1%	69.0%	0.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	20.7%	56.5%	22.2%	0.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	8.5%	34.8%	43.0%	13.5%	0.0%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.7%	25.8%	40.2%	23.6%	4.6%	0.0%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.2%	13.0%	31.0%	34.2%	16.7%	2.9%	0.0%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	6.6%	20.3%	32.3%	27.1%	11.1%	1.7%	0.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.1%	1.7%	8.4%	21.9%	31.6%	24.9%	9.9%	1.5%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.5%	3.1%	11.2%	23.9%	30.2%	21.8%	8.1%	1.2%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.1%	0.6%	3.6%	12.1%	24.4%	29.6%	20.8%	7.6%	1.1%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.1%	1.0%	4.6%	13.5%	25.0%	28.6%	19.4%	6.9%	1.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.1%	1.0%	4.5%	13.3%	24.7%	28.6%	19.6%	7.2%	1.1%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.1%	1.1%	4.8%	13.6%	24.8%	28.3%	19.2%	7.0%	1.1%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.1%	1.0%	4.4%	12.8%	23.8%	28.0%	20.0%	8.1%	1.6%	0.1%
2026/12/9	0.1%	1.0%	4.4%	12.7%	23.7%	27.9%	20.1%	8.2%	1.7%	0.1%	0.0%

数据来源：FedWatch、紫金天风期货研究所

供应：OPEC开启增产

主题

OPEC重启增产

- 北京时间3月3日晚，OPEC进行的线上会议的主要内容如下：声明显示自2025年4月起进行产量回归，全部量级为220万桶/日，并且会根据后续不断变化的市场条件进行重新调整。与会国家声明恪守产量政策，将按照OPEC的计划调整其既有的产量，其他产量过剩的国家也同意提前执行其补偿减产计划，并将补偿减产的结果在2025年3月17日之前向欧佩克秘书处提交后发布。
- 美国方面通过外交施压以达到OPEC增产的目的性已经基本达到，若以当前复产情况推算，折合每个月增产约15万桶/日左右。

Country	2025									2026									Required Production Level as per 37 th ONOMM (1)
	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep - Dec	
Algeria	911	914	917	919	922	925	928	931	934	936	939	942	945	948	951	953	956	959	1,007
Iraq	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	2,421	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	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	2,938	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	1,473	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	761	764	766	768	771	773	775	778	780	782	785	787	789	792	794	796	799	801	841
Russia	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

OPEC-9国的近期产量执行力度执行良好

- 就最新的OPEC产量执行力度来看，其中OPEC-9国恪守减产的效果较好，其产量目标为2124万桶/日，2025年2月产量为2189万桶/日，较1月份环比减少10万桶/日。
- 其中分项来看，超产的为哈萨克斯坦31万桶/日、伊拉克30万桶/日、阿联酋37万桶/日。

OPEC+ Crude Oil Production (excluding condensates)						
(million barrels per day)						
	Jan 2025	Feb 2025	Feb 2025	Feb 2025	Sustainable	Eff Spare Cap
	Supply	Supply	vs Target	Implied Target ¹	Capacity ²	vs Jan ³
Algeria	0.88	0.90	-0.01	0.91	1.0	0.1
Congo	0.24	0.24	-0.04	0.28	0.3	0.0
Equatorial Guinea	0.06	0.06	-0.01	0.07	0.1	0.0
Gabon	0.25	0.23	0.05	0.18	0.2	0.0
Iraq	4.30	4.30	0.30	4.00	4.9	0.6
Kuwait	2.48	2.45	0.03	2.41	2.9	0.4
Nigeria	1.51	1.44	-0.06	1.50	1.4	0.0
Saudi Arabia	9.07	9.00	0.02	8.98	12.1	3.1
UAE	3.20	3.28	0.37	2.91	4.3	1.0
Total OPEC-9	21.99	21.89	0.66	21.24	27.1	5.2
Iran ⁴	3.34	3.39			3.8	
Libya ⁴	1.23	1.24			1.2	0.0
Venezuela ⁴	0.86	0.94			0.9	0.0
Total OPEC	27.42	27.46			33.0	5.2
Azerbaijan	0.48	0.47	-0.08	0.55	0.5	0.0
Kazakhstan	1.56	1.78	0.31	1.47	1.8	0.0
Mexico ⁵	1.42	1.47			1.6	0.1
Oman	0.74	0.76	0.00	0.76	0.9	0.1
Russia	9.20	9.12	0.15	8.98	9.8	
Others ⁶	0.76	0.72	-0.15	0.87	0.9	0.1
Total Non-OPEC	14.16	14.33	0.24	12.62	15.3	0.4
OPEC+ 18 in Nov 2022 deal³	34.72	34.75	0.89	33.86	40.9	5.5
Total OPEC+	41.57	41.78			48.4	5.6

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. Production over estimated capacity stated as zero.

4 Iran, Libya, Venezuela exempt from cuts.

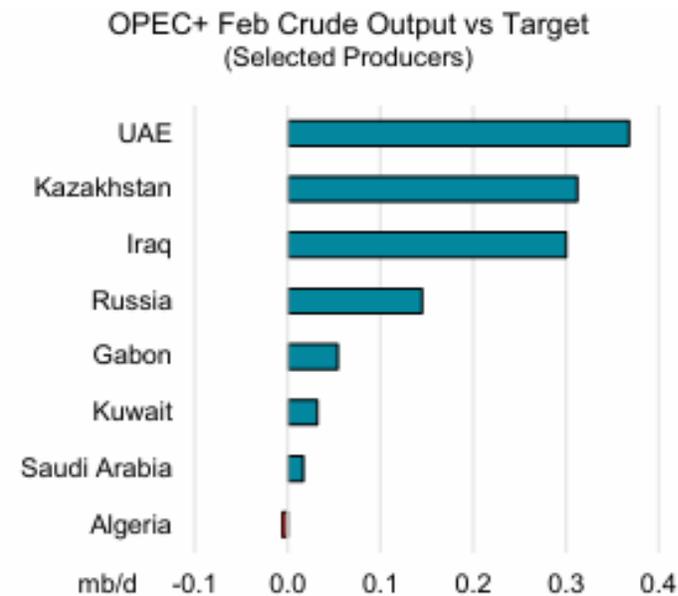
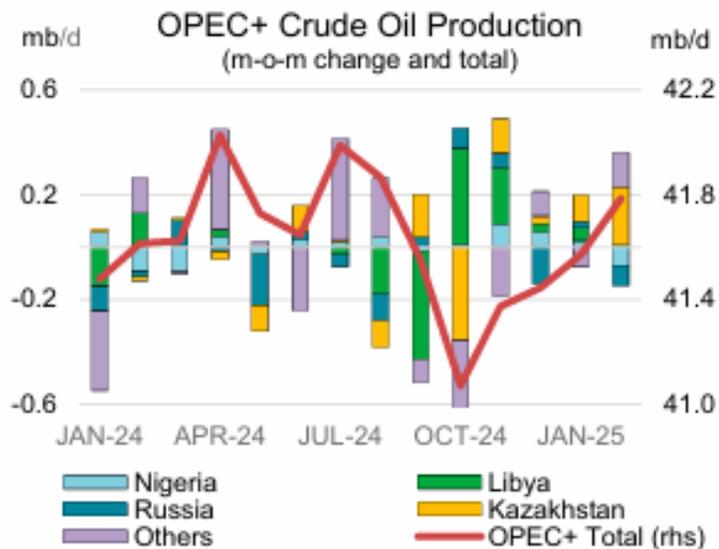
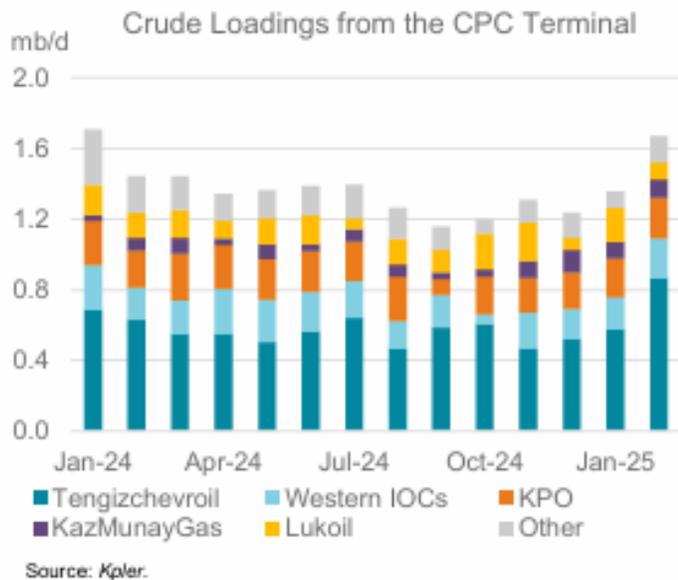
5 Mexico excluded from OPEC+ compliance.

6 Bahrain, Brunei, Malaysia, Sudan and South Sudan.



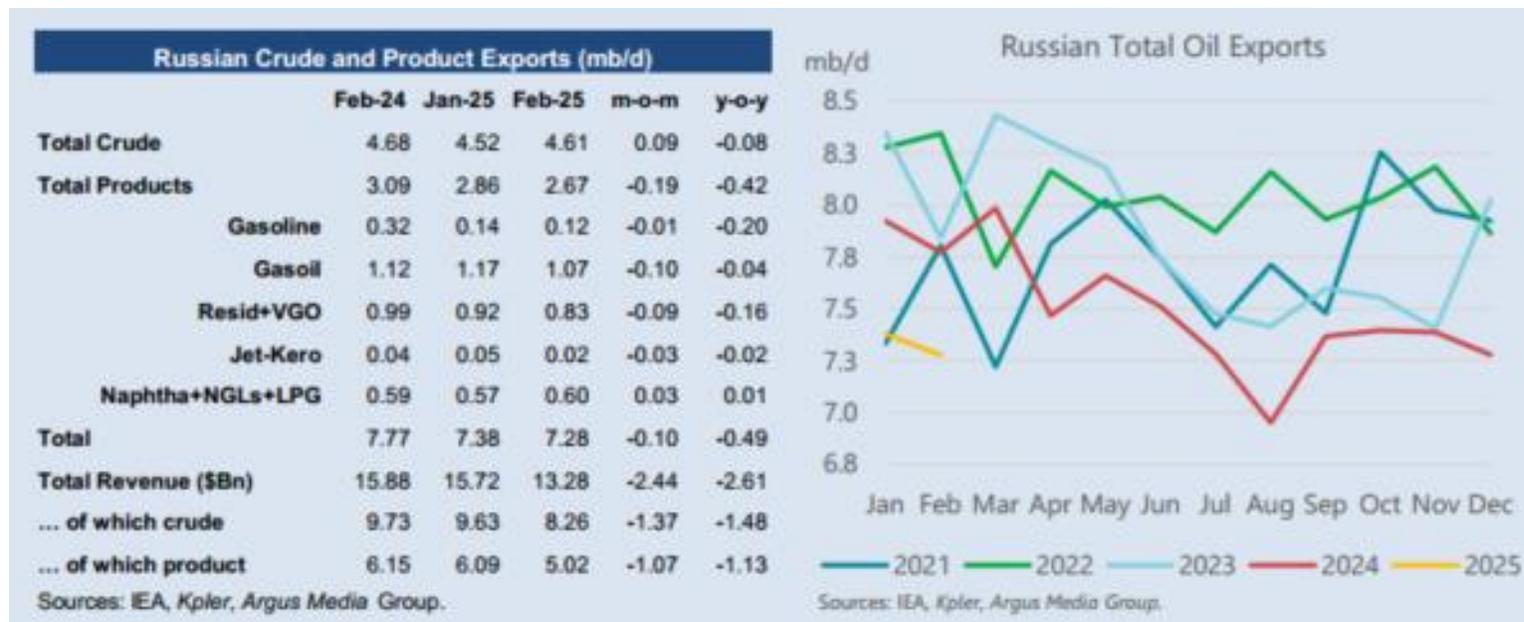
通过OPEC产量执行力度评估其内部凝聚力

- 就后续的产量增量方面，美国施压下OPEC能否进一步达成增产是下一阶段供应端的最大变量，其中问题的关键是OPEC内部的凝聚力。通过当前的减产执行情况可以间接看出OPEC内部凝聚力的情况。
- 通过产量环比我们也能看出，2月虽然受到袭击影响，但是Tengiz的产量也迅速提高了22万桶/日，虽然其表态要遵守补偿减产计划，但是依旧对其执行力度表示担忧，与之相对的是俄罗斯产量执行力度更为良好。
- OPEC产量环比持续走高，也反映了其内部凝聚力的松动，我们也推测，俄罗斯与美国方面关系的升温也是影响的一个原因。



地缘缓和后，俄罗斯出口显性化的可能

- 美国财政部于2025年1月10日宣布对俄罗斯能源行业实施意义深远的制裁，这对俄罗斯的出口造成了影响。但在经历了短暂的不确定期后，出口量基本恢复。而后对于制裁船只，又延长宽限期至2月27日。按照当前的政策来看，2月27日之后，任何与被制裁的俄罗斯公司中的任何一家有业务往来的外国公司都将受到美国制裁的惩罚。
- 受前期制裁影响，2月俄罗斯出口量边际下滑，环比同比均有所收窄。但是我们认为本次制裁是拜登政府为特朗普政府遗留下的外交掣肘行为，若美俄关系进一步缓和，不仅仅制裁可能被豁免，另外俄罗斯出口也有重新美元结算的可能。



特朗普施压库尔德区域增产量级有限

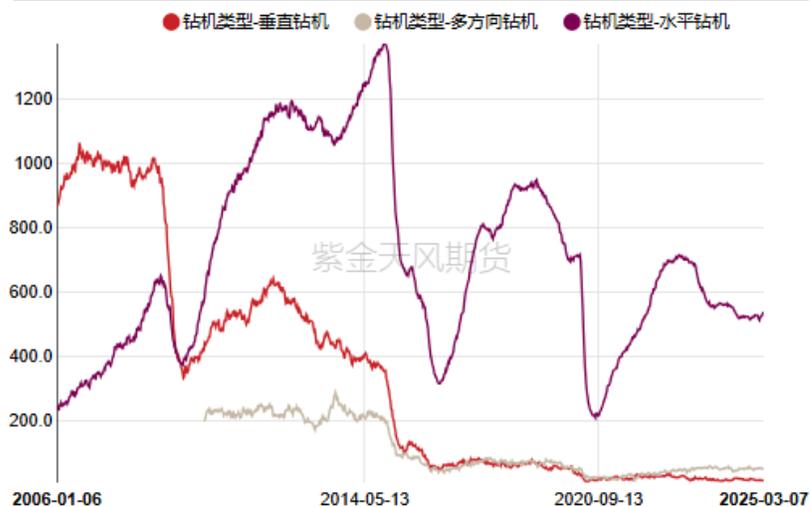
- 另外近期市场消息显示，特朗普政府正在对伊拉克方面施压，要求其恢复库尔德区域的原油出口，否则将面对和伊朗同样的制裁。根据市场机构的评估，此管道运输量约为18.5万桶/日量级。
- 对此项政策带来的供需影响我们依旧偏保守看待，主要在于两方面原因，其一是库尔德区域的原油出口其实并未明显受到限制，虽然此管道关闭为2023年3月，但是对应的走私现象层出不穷，此次重启出口带来的结果即为隐形供应显性化，对真实供应增量影响有限；其二是伊拉克政府方面随即声称，即使在恢复库尔德区域石油出口的背景下，伊拉克仍将恪守OPEC+的配额政策，并进行补偿减产。



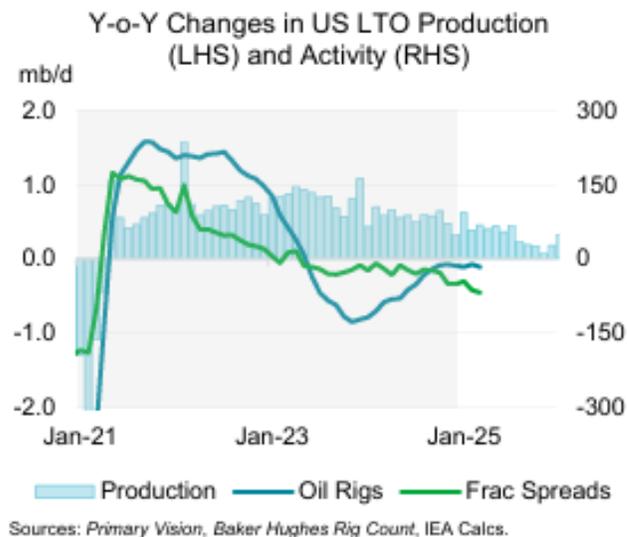
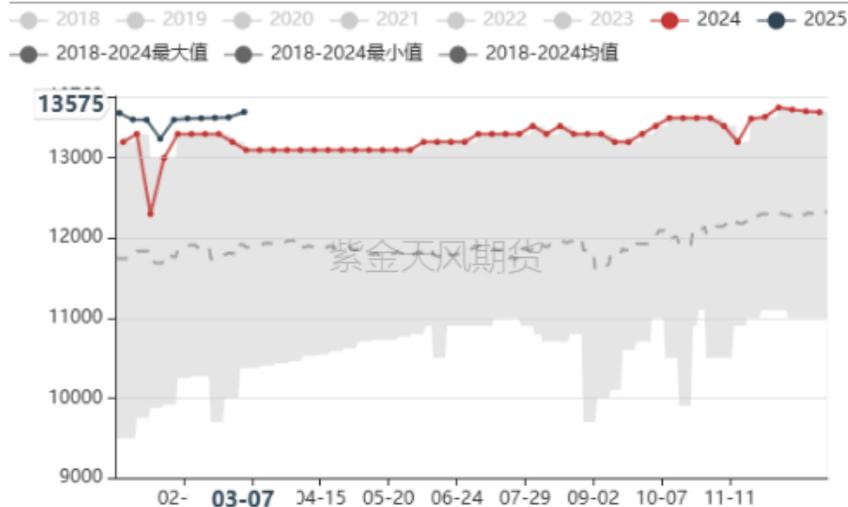
保守评估美国页岩油增量

- 最新数据显示，美国原油产量约为1360万桶/日，较去年同比增长约40-50万桶/日，其前置指标钻机数仍处低位，特朗普上任以后并未出现明显的增量。
- 2024年，钻井平台数量和压裂价差低于预期，导致效率的提高被抵消，因为该行业在经历了一系列并购整合后，活动水平依然低迷。按照当前的情况推演，2025年，由于横向长度和压裂价差效率的进一步提高受到限制，效率的提高将逐渐减弱。
- 后续我们认为美国页岩油增量主要取决于钻机数，阶段性来看增量依旧有限。

【SC】美国钻机类型

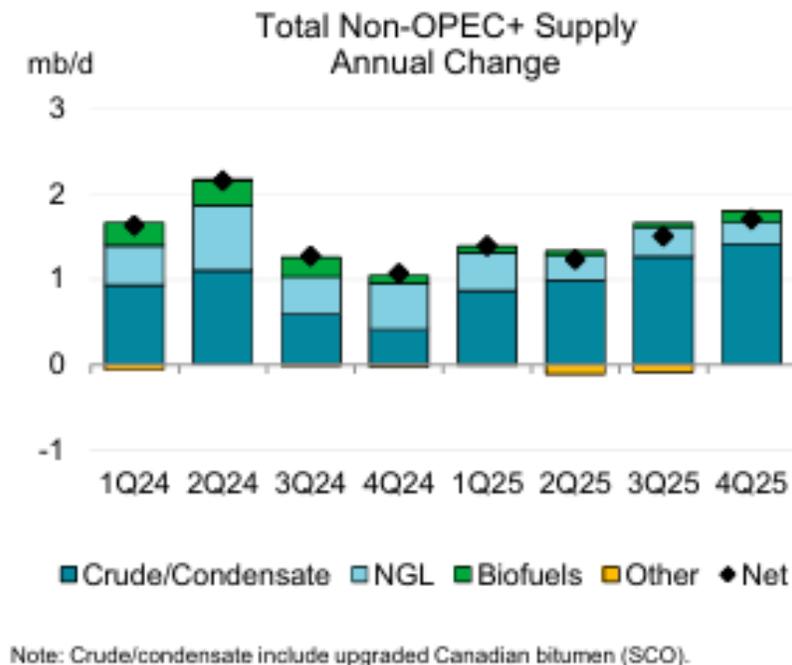
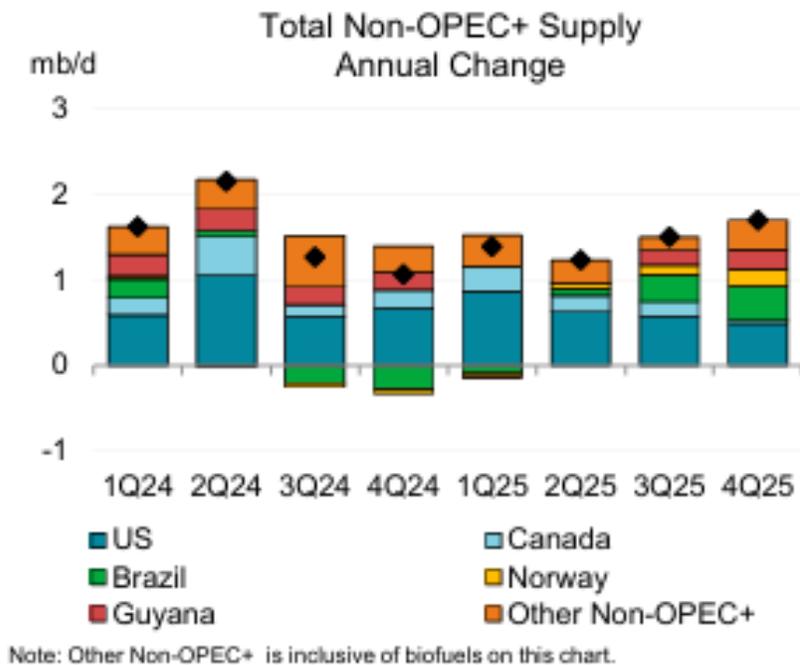


【SC】美国原油产量



非OPEC非美供应增量持稳

- 对于非OPEC国家来说，最大的增量依旧是美国（40-50万桶/日），其次为巴西（18万桶/日）、挪威（8万桶/日）、圭亚那（10万桶/日）。
- 目前评估来说其增量主要集中在下半年，对上半年现实端的供需平衡影响有限，其投产预期对远月的有部分影响。



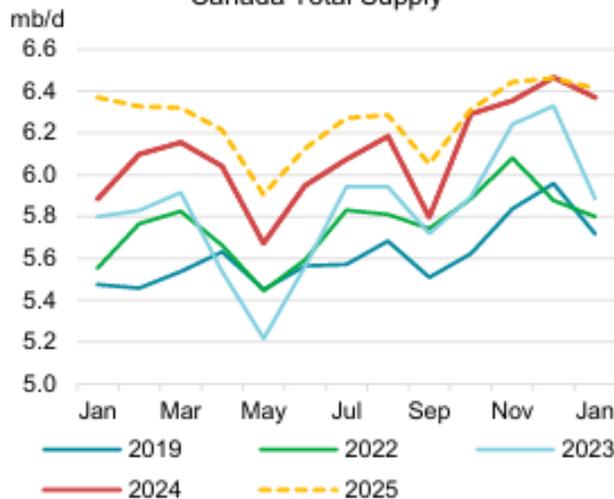
美国收紧对委内瑞拉和加拿大原油出口条件

- 特朗普上任首日签署《美国优先贸易政策》，且并未对原油豁免，计划对加拿大和墨西哥商品征收25%关税，原定2025年1月31日实施，但随后宣布暂缓30天执行。另外，特朗普于2025年2月宣布撤销雪佛龙（Chevron）在委内瑞拉的制裁豁免许可，并且计划在2025年10月前全面切断委内瑞拉石油贸易。
- 受其影响，可能会倒逼委内瑞拉和加拿大方面原油出口减少，或者将部分份额挤压至亚太区域，阶段性来看若制裁落地，最大可能损失量级约为30-40万桶/日。

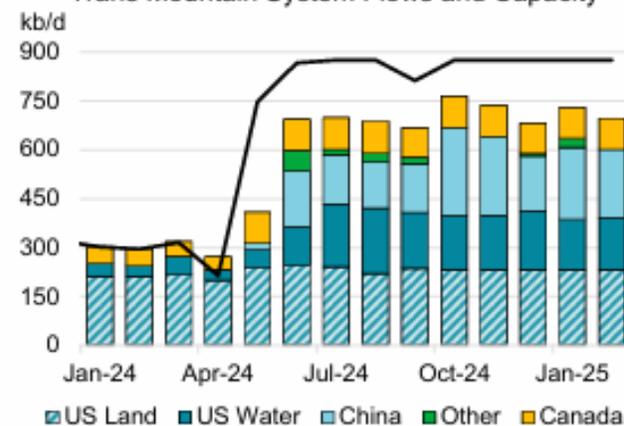
【SC】 委内瑞拉产量



Canada Total Supply



Trans Mountain System Flows and Capacity

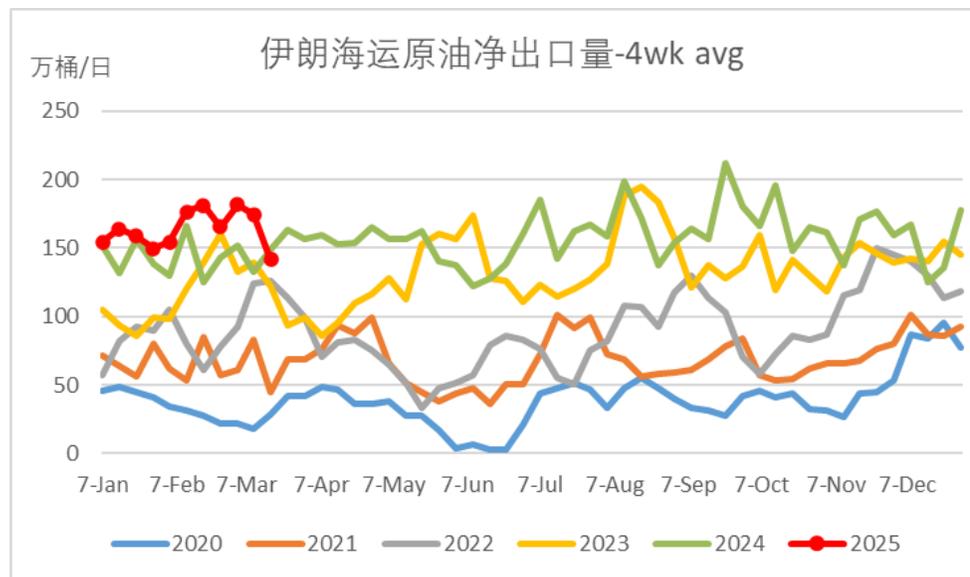
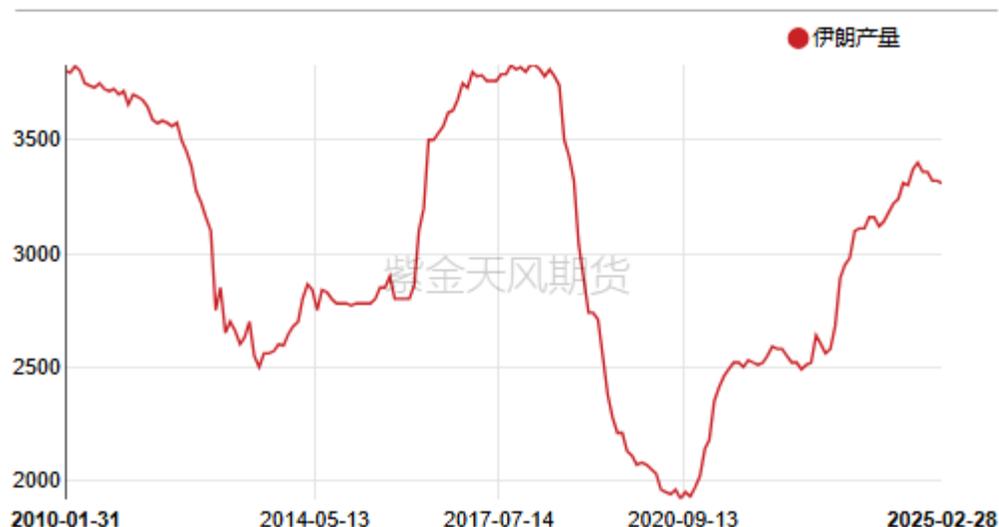


Note: 230 kb/d of piped exports to PADD 5 via Sumas terminal. Canada includes domestic crude and product flows, estimated beyond CER data availability.
Sources: Kpler, Canadian Energy Regulator, US Energy Information Administration.

伊朗仍是最大变数

- 当前供应端最大的变数依旧是伊朗，虽然年初美国对伊朗方面加强制裁力度，但是伊朗的出口并未出现明显的减量，特朗普放话声称欲将伊朗的出口削减至0，但其落地的可信度依旧存疑。
- 就目前的市场评估机构评估而言，伊朗方面的减量可能为80-100万桶/日，若真实减量如期，Q2的平衡表过剩可能会翻转，关注后续伊朗方面的表态和真实的出口情况。

【SC】伊朗产量



需求：旺季提振需求的可能

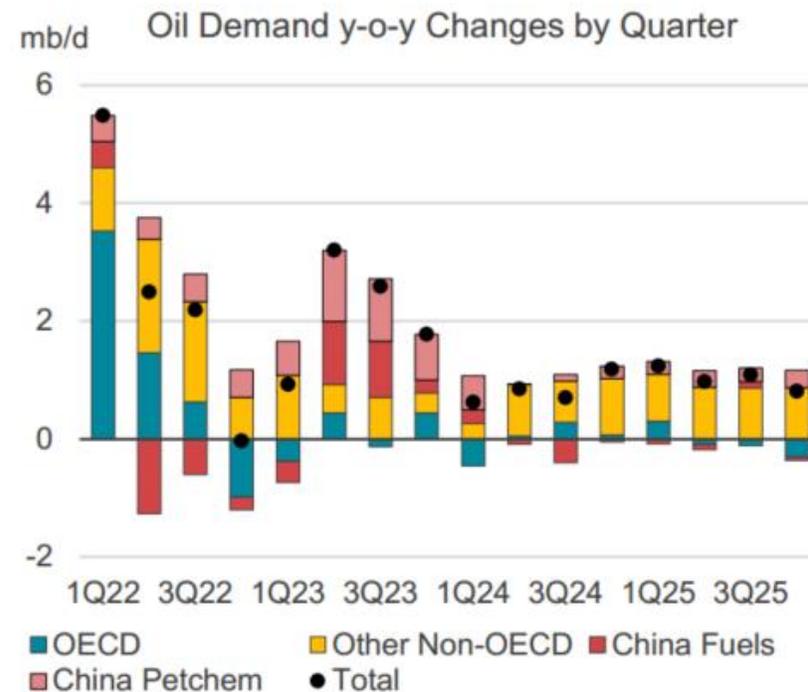
主题

2025年全年的基准增量

- 若以IEA数据为基准来评估，2024年全年原油需求增量为90万桶/日，2025年的全年需求增量为100万桶/日，较2024年的同比增量略微偏高。
- 拆分区域来看，主要的增量依旧集中于中国和非OECD国家，其中对OECD国家给了-5万桶/日的调整，主要还是受欧洲需求转弱影响，亚太区域依旧是增量的主力，中国22万桶/日、印度16万桶/日、中东17万桶/日。

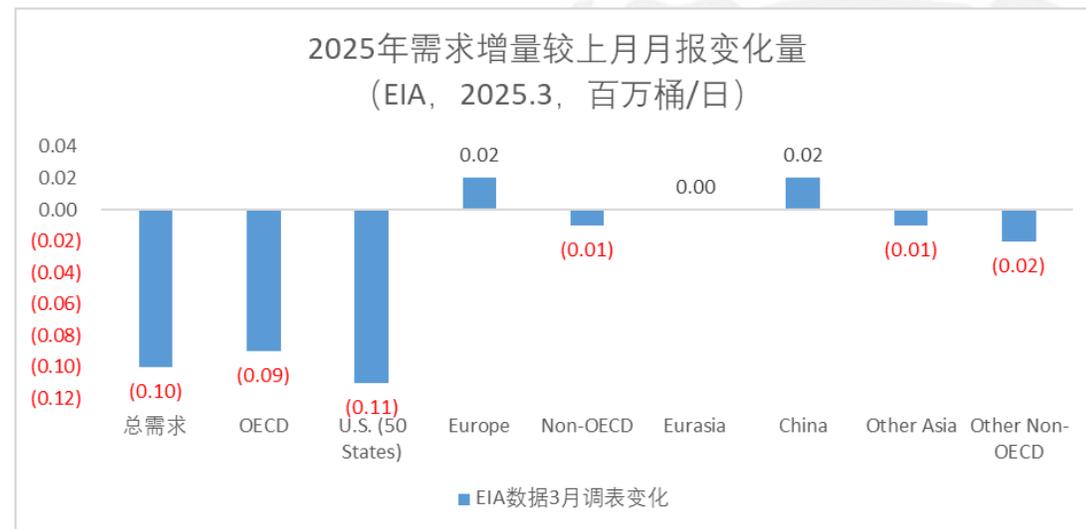
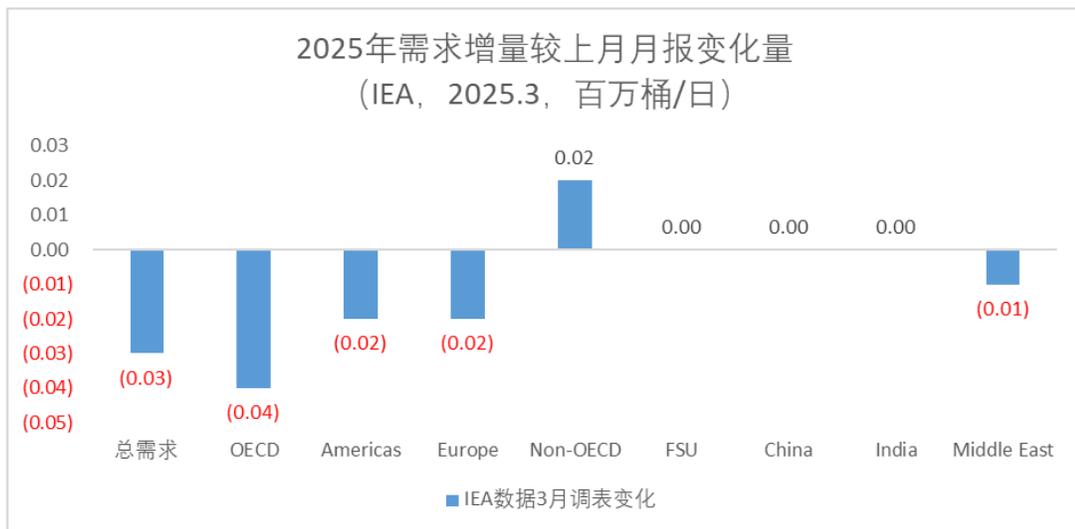
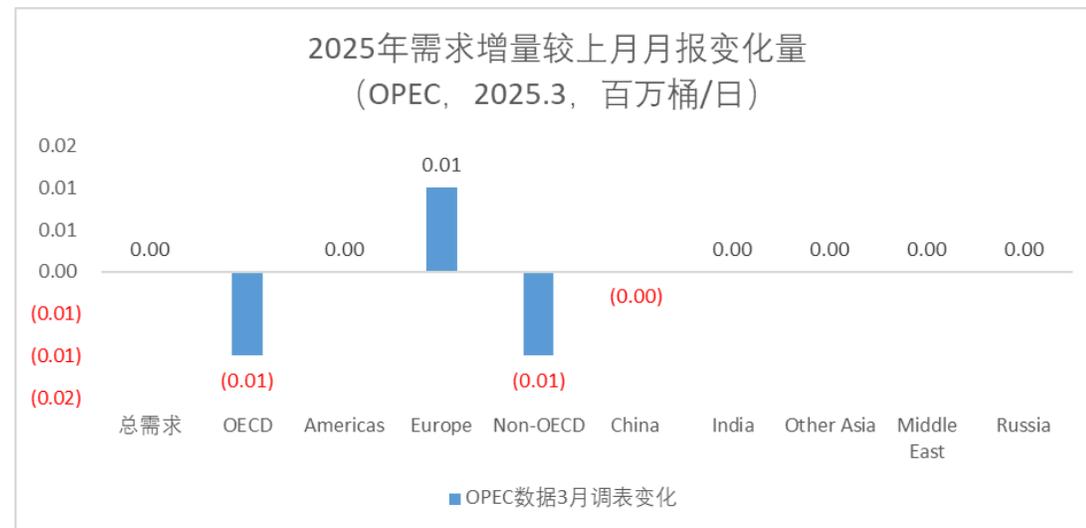
Table 2
SUMMARY OF GLOBAL OIL DEMAND

	2022	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025
Demand (mb/d)																
Americas	24.72	24.41	25.07	25.22	25.21	24.98	24.41	24.97	25.25	25.14	24.94	24.74	25.05	25.29	24.99	25.02
Europe	13.55	13.13	13.60	13.70	13.40	13.46	12.88	13.64	14.01	13.55	13.52	12.90	13.50	13.85	13.41	13.42
Asia Oceania	7.31	7.73	6.88	6.98	7.40	7.24	7.53	6.98	6.93	7.38	7.21	7.48	6.94	6.94	7.37	7.18
Total OECD	45.59	45.27	45.54	45.90	46.01	45.68	44.82	45.59	46.19	46.07	45.67	45.12	45.49	46.08	45.77	45.62
Asia	29.17	30.39	31.14	30.98	30.93	30.86	31.50	31.77	31.12	31.79	31.54	32.00	32.32	31.92	32.43	32.17
Middle East	8.96	8.81	9.01	9.55	8.91	9.07	8.80	9.14	9.68	9.10	9.18	9.00	9.27	9.80	9.30	9.35
Americas	6.14	6.15	6.27	6.40	6.34	6.29	6.20	6.38	6.47	6.40	6.36	6.32	6.50	6.57	6.50	6.47
FSU	4.94	4.88	4.94	5.18	5.10	5.03	4.85	4.87	5.16	5.13	5.00	4.91	4.98	5.24	5.17	5.08
Africa	4.37	4.39	4.31	4.27	4.37	4.33	4.35	4.25	4.37	4.35	4.33	4.39	4.40	4.45	4.46	4.42
Europe	0.76	0.77	0.75	0.79	0.79	0.77	0.77	0.81	0.79	0.80	0.79	0.78	0.81	0.81	0.81	0.80
Total Non-OECD	54.34	55.40	56.42	57.18	56.44	56.36	56.47	57.21	57.59	57.56	57.21	57.41	58.28	58.79	58.67	58.29
World	99.92	100.67	101.96	103.08	102.45	102.05	101.29	102.80	103.78	103.64	102.88	102.52	103.77	104.87	104.44	103.91
of which:																
United States ¹	20.01	19.83	20.35	20.32	20.59	20.28	19.80	20.36	20.50	20.56	20.31	20.16	20.45	20.58	20.43	20.40
Europe 5 ²	7.65	7.41	7.59	7.57	7.51	7.52	7.29	7.65	7.78	7.57	7.57	7.33	7.55	7.64	7.46	7.50
China	15.09	15.73	16.75	16.95	16.42	16.47	16.54	16.67	16.67	16.58	16.62	16.67	16.86	17.01	16.82	16.84
Japan	3.34	3.68	3.05	3.06	3.38	3.29	3.44	2.95	2.91	3.26	3.14	3.45	2.86	2.87	3.25	3.11
India	5.17	5.53	5.50	5.19	5.44	5.41	5.72	5.71	5.28	5.75	5.61	5.81	5.89	5.49	5.91	5.77
Russia	3.78	3.74	3.77	3.99	3.84	3.84	3.69	3.68	3.94	3.84	3.79	3.72	3.75	3.99	3.85	3.83
Brazil	3.13	3.14	3.20	3.32	3.32	3.25	3.22	3.34	3.42	3.38	3.34	3.31	3.41	3.48	3.44	3.41
Saudi Arabia	3.65	3.46	3.63	3.89	3.60	3.65	3.38	3.66	3.98	3.65	3.67	3.44	3.65	4.00	3.74	3.71
Canada	2.41	2.34	2.48	2.63	2.37	2.45	2.37	2.30	2.45	2.38	2.38	2.35	2.31	2.44	2.36	2.36
Korea	2.53	2.55	2.32	2.43	2.50	2.45	2.58	2.52	2.49	2.57	2.54	2.53	2.56	2.56	2.57	2.55
Mexico	1.75	1.72	1.73	1.75	1.75	1.74	1.72	1.78	1.78	1.68	1.74	1.71	1.77	1.75	1.68	1.73
Iran	1.89	1.91	1.88	1.86	1.87	1.88	1.93	1.89	1.90	1.94	1.92	2.00	1.97	1.96	1.96	1.97
Total	70.38	71.04	72.24	72.97	72.59	72.22	71.69	72.53	73.12	73.16	72.63	72.48	73.05	73.75	73.47	73.19
% of World	70.4%	70.6%	70.9%	70.8%	70.9%	70.8%	70.8%	70.6%	70.5%	70.6%	70.6%	70.7%	70.4%	70.3%	70.3%	70.4%



三大机构继续下修年度需求增量

- 最新的3月月报显示，三大机构对2025年全球原油需求进一步下修，其中IEA、EIA分别下修3万桶/日、10万桶/日。
- 分区域来看，OPEC和EIA主要对OECD国家的需求下修较为明显，其中受美国衰退预期影响，IEA和EIA分别对其下修2万桶/日和11万桶/日。



分油种来看，轻烃化需求依旧偏刚性

- 分油种统计，年度需求增速方面，给的基准为1%，其中航煤2.3%的增速，还是受前期疫情后带来的回归需求的影响，但较去年的5.6%的增速依旧有所放缓。
- 主要的增量依旧在轻烃，2024年LPG&Ethane和Naphtha的需求增速分别为3.2%和2.0%，2025年的增速也保持稳定为2.8%和2.6%。
- 拆分来看，其中非OECD区域的刚性需求更为明显，LPG&Ethane和Naphtha的需求增速分别为3.3%和5.7%。

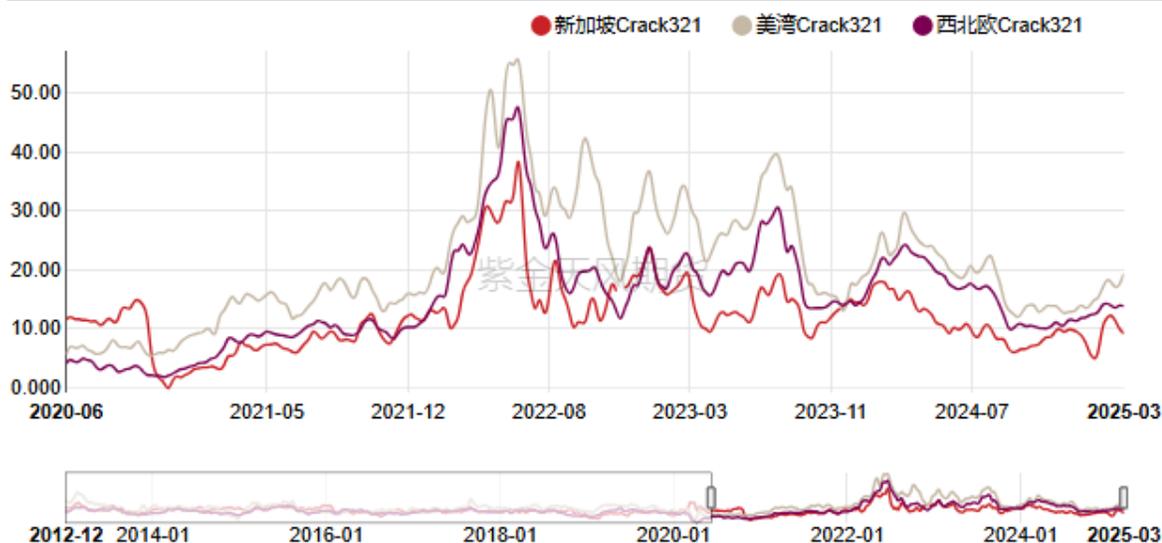
Global Demand by Product								
(thousand barrels per day)								
	Demand				Annual Chg (kb/d)		Annual Chg (%)	
	2019	2023	2024	2025	2024	2025	2024	2025
LPG & Ethane	13 140	14 666	15 138	15 561	472	423	3.2	2.8
Naphtha	6 690	7 222	7 363	7 554	141	191	2.0	2.6
Motor Gasoline	26 925	27 048	27 136	27 266	89	129	0.3	0.5
Jet Fuel & Kerosene	7 914	7 141	7 538	7 708	397	170	5.6	2.3
Gas/Diesel Oil	28 722	28 363	28 205	28 291	- 158	86	-0.6	0.3
Residual Fuel Oil	6 207	6 540	6 592	6 651	52	58	0.8	0.9
Other Products	11 053	11 067	10 908	10 881	- 159	- 27	-1.4	-0.2
Total Products	100 651	102 048	102 881	103 912	833	1 031	0.8	1.0

Non-OECD: Demand by Product								
(thousand barrels per day)								
	Demand				Annual Chg (kb/d)		Annual Chg (%)	
	2019	2023	2024	2025	2024	2025	2024	2025
LPG & Ethane	7 614	8 616	8 950	9 247	334	297	3.9%	3.3%
Naphtha	3 402	4 320	4 404	4 656	84	252	1.9%	5.7%
Motor Gasoline	12 307	12 908	12 934	13 063	26	129	0.2%	1.0%
Jet Fuel & Kerosene	3 406	2 906	3 156	3 275	250	119	8.6%	3.8%
Gas/Diesel Oil	15 044	15 271	15 342	15 595	70	254	0.5%	1.7%
Residual Fuel Oil	4 401	4 946	5 085	5 117	139	32	2.8%	0.6%
Other Products	6 962	7 397	7 340	7 341	- 58	1	-0.8%	0.0%
Total Products	53 136	56 364	57 210	58 293	846	1 084	1.5%	1.9%

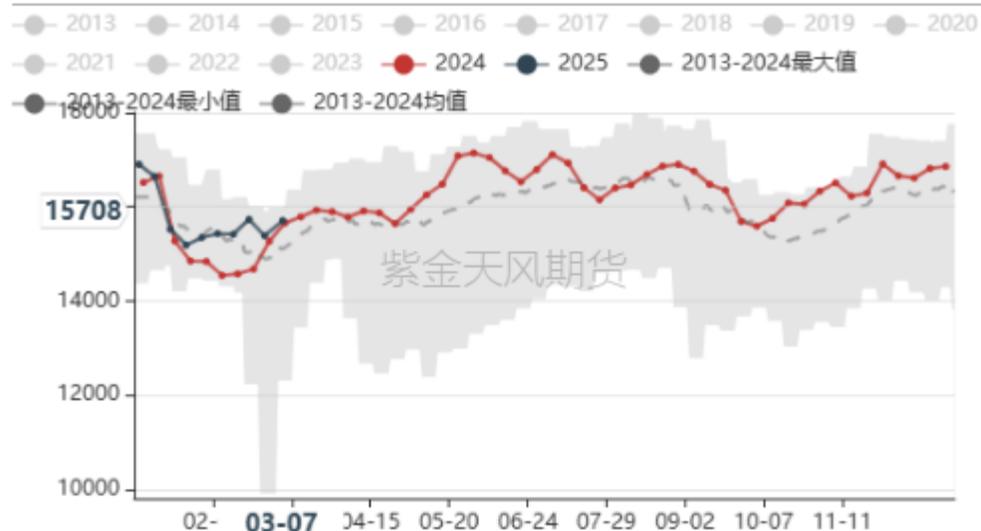
利润转好的背景下，基本面给予支撑的可能

- 汽油利润阶段性转好+年初的俄罗斯制裁影响，导致炼油利润近期阶段性上升明显，分区域来看，欧美炼油利润近期上升的更为强势。
- 对照美国炼厂开工季节性来看，当前主要的春季检修期已过，后续按照季节性来看炼厂开工将处于上行趋势，欧亚炼厂春季检修较为滞后，因此就基本面的改善程度而言，美国方面的采买需求增量也将先于其他区域兑现。
- 利润转好的大背景下，基本面对下方仍有给予部分支撑的可能。

【SC】各地区综合汽柴裂解



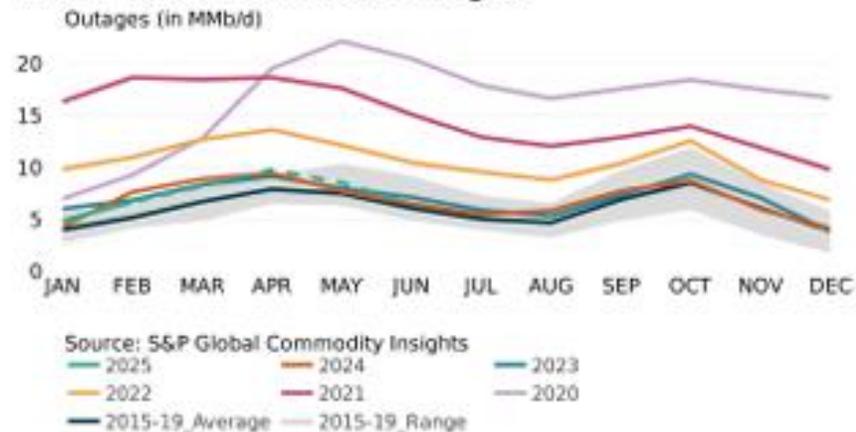
【SC】美国炼厂加工



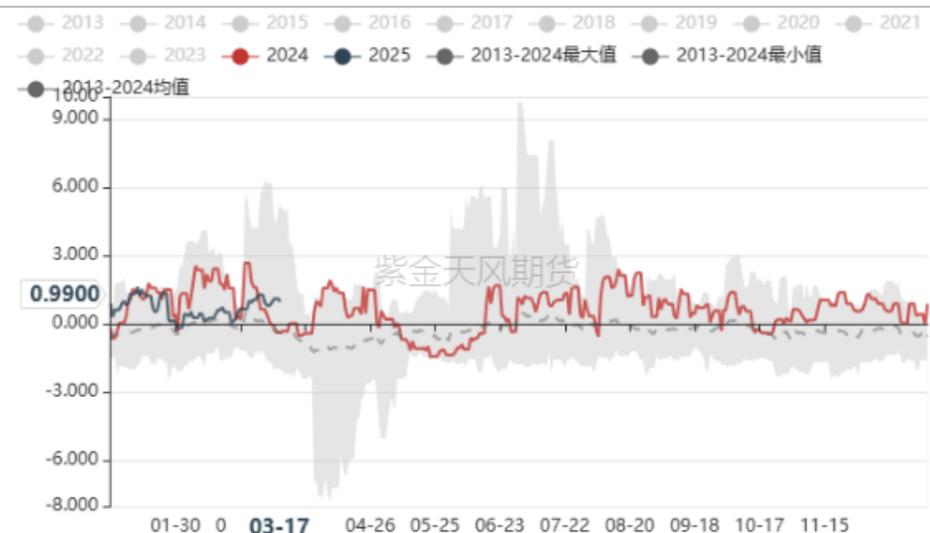
静态推演下，旺季汽油依旧能带动部分采买需求

- 近期的北海贴水也部分体现了采买需求转暖的迹象，静态推演下，我们可以发现4月-6月现货贴水季节性走高明显，对照全球炼厂检修也能看出，此阶段炼厂检修也季节性走弱较为明显。
- 定性来看，今年汽油的季节性矛盾依旧，但是随着炼能投放的逐渐加大，矛盾或较往年有所缓解。

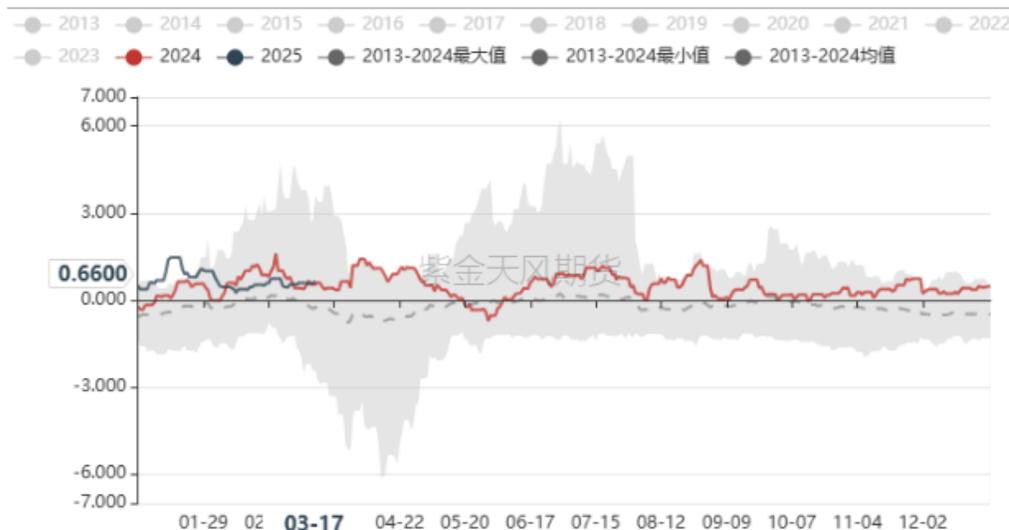
World Crude Distillation Outages



[SC] CFD (W1-M1)



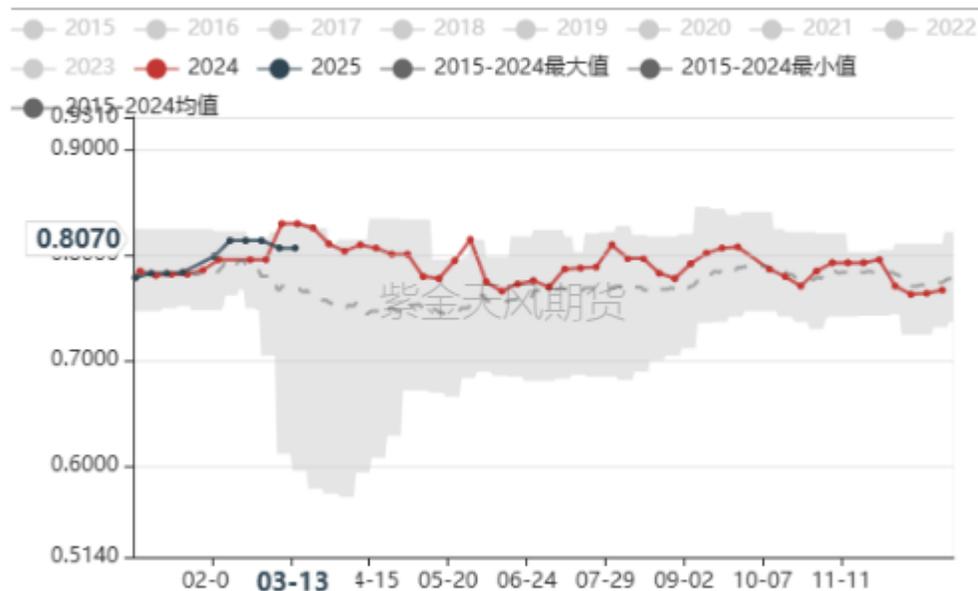
[SC] DFL (Month 1)



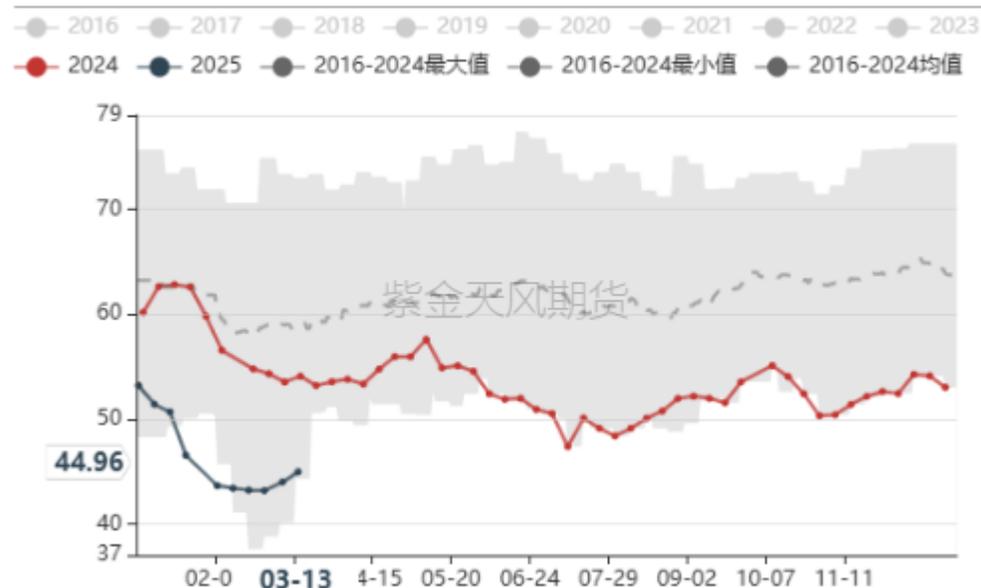
中国区域的增量期待主营

- 反观国内，主营的常减压开工率目前居于高位约八成，地炼方面受诸多不利因素影响（规避美国财政部制裁、消费税抵扣等），山东区域原油到港量持续疲软，地炼开工也降至历史低位。
- 当前山东区域悲观情绪较重的大背景下，地炼的开工也将持续维持低位，若经营压力进一步加大则出清整合将更为明显，中国区域年内的需求增量则更期待于主营开工的抬升。

【SC】主营常减压开工率



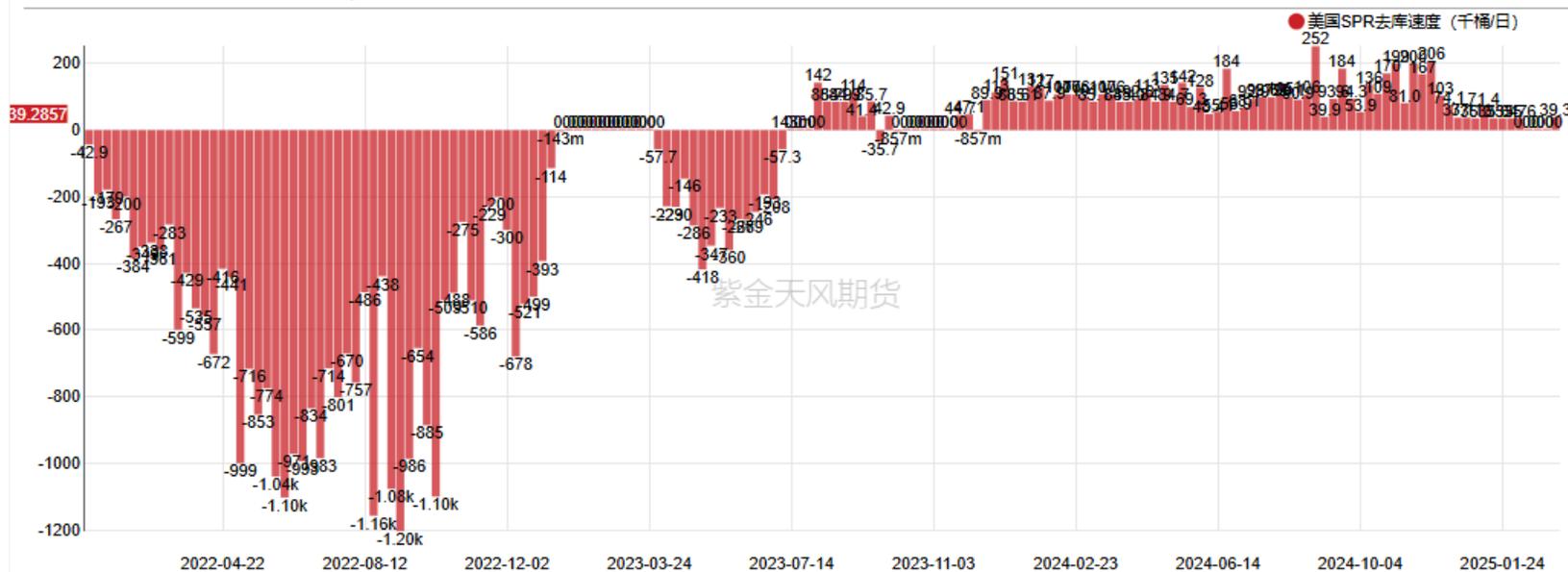
【SC】地炼常减压开工率



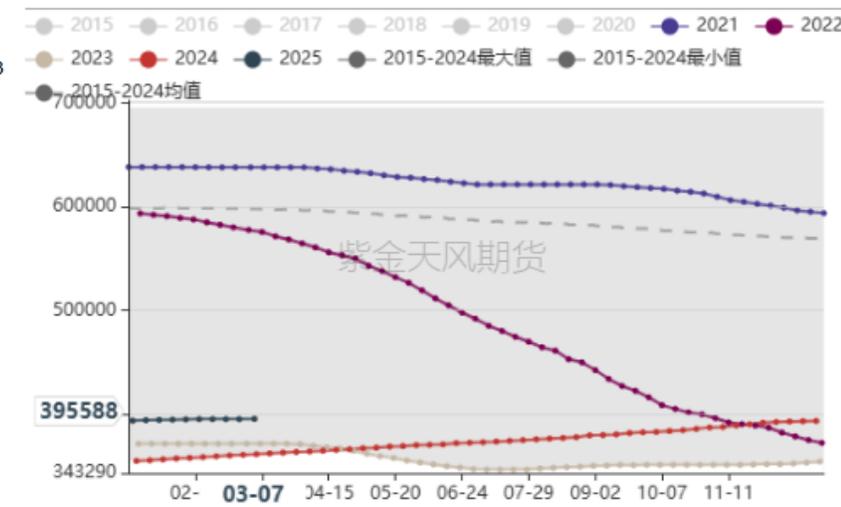
美国SPR的想象空间

- 回顾过往拜登的最后任期的收储节奏来看，补库速度约为10万桶/日左右，当前美国的SPR收储当下已经停止。
- 另外，对新政府而言，特朗普在2025年1月上任首日即签署行政令，宣布将美国战略石油储备（SPR）补充至最大容量（约7亿桶）。根据过往经验，特朗普曾在油价暴跌至负值时计划购入7500万桶原油，但因国会拨款问题未完全实现。当前美国债务压力偏大的背景下，预算批准过程可能博弈性更强，但是特朗普仍表示若国会阻挠，将考虑出租SPR给第三方，后续美国原油收储的量级依旧有部分想象空间。

【SC】美国SPR去库速度（千桶/日）



【SC】美国SPR（千桶）



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

