

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

原油月报:

特朗普拟加大油气开采压制油价中枢

2025年1月报

证券分析师

陈潇榕 投资咨询资格编号: S1060523110001

马书蕾 投资咨询资格编号: S1060524070002

石油石化 强于大市 (维持)

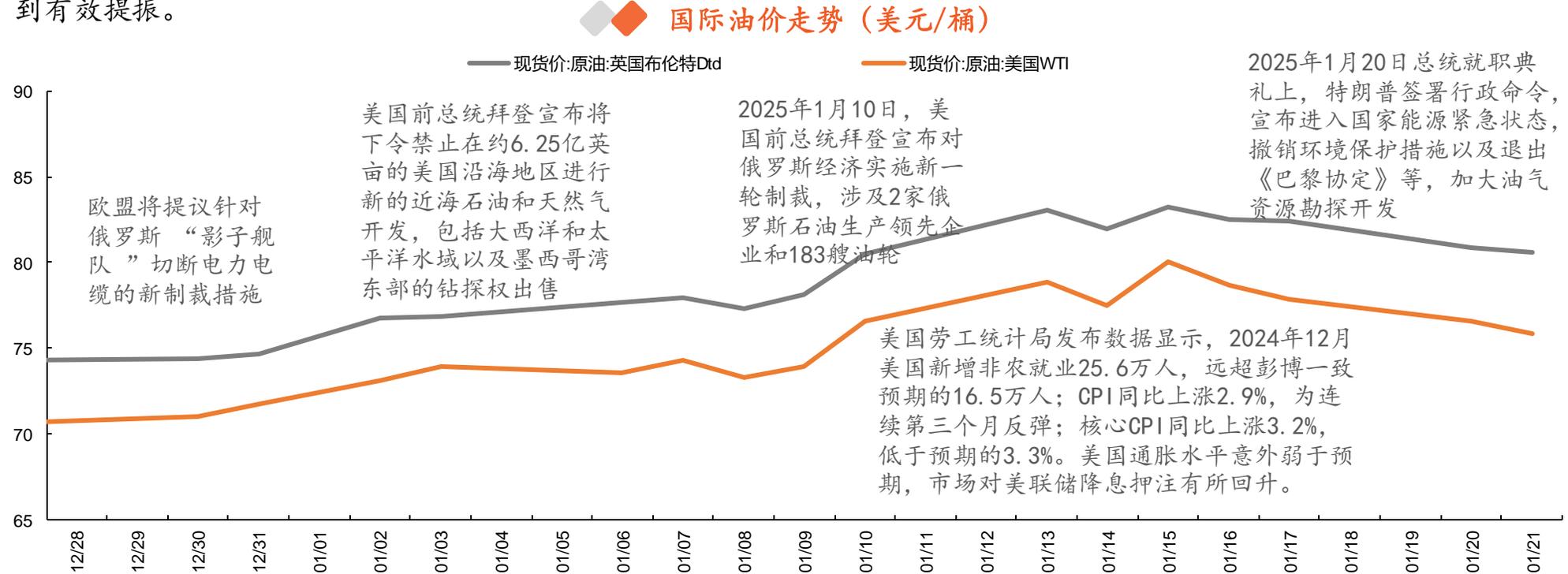
2025年1月26日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

* 核心观点：俄油外流受阻短期提振油价，特朗普拟加大油气开采压制油价中枢

• 国际油价回顾：2025年1月油价呈现先持续走高后逐步回落的走势。重点影响事件：1) 2025年1月初，美国前总统拜登宣布将下令禁止在约6.25亿英亩的美国沿海地区进行新的近海石油和天然气开发，包括大西洋和太平洋水域以及墨西哥湾东部的钻探权出售；2) 2025年1月10日，美国前总统拜登宣布对俄罗斯经济实施新一轮制裁，制裁涉及2家俄罗斯石油生产领先企业和183艘油轮，对俄油出口造成较大阻碍；3) 2025年1月20日总统就职典礼上，特朗普签署行政命令，宣布进入国家能源紧急状态，撤销环境保护措施以及退出《巴黎协定》等，当天还签署了旨在促进阿拉斯加油气开发的命令，特朗普拟推动美国原油增产的计划对油价形成一定打压。实际基本面上，美国炼厂开工率维持高位，商业原油延续去库状态且库存水平持续处于历史低位，但汽柴油和馏分油等成品油消费下滑、库存累积，且炼油设备春检即将到来，原油转为累库的风险较高；欧洲生产和消费活动仍然偏弱，原油需求短期内或难以得到有效提振。



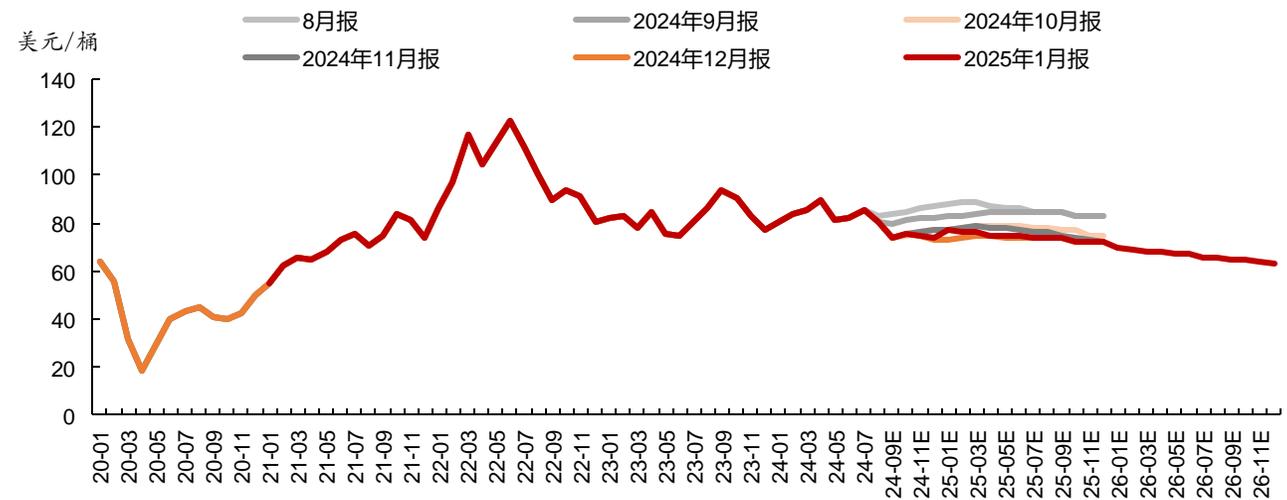
资料来源：Wind，平安证券研究所



核心观点：短期供应扰动不容忽视，25H1基本面悲观预期边际改善

- **国际油价展望-机构预测：**EIA认为，未来两年的大部分时间，油价将面临下行压力，EIA预测2025年布伦特原油均价约74美元/桶、yoy-8%，2026年将至66美元/桶、yoy-11%。OPEC+减产协议延长使25Q1全球石油库存继续减少50万桶/日，但25Q2随着OPEC+减产协议逐步退出，加上石油需求增长相对疲软，将导致库存从2025年中期开始累积，EIA预计2025年全球原油库存将平均增加30万桶/天，到2026年将增加70万桶/天。
- **国际油价展望-本报告预测：**目前美国商业原油维持去库态势，但汽油和馏分油等成品油消费下滑、进入累库阶段；欧洲生产和消费活动仍偏弱，原油需求基本没有增量；中国炼厂开工有所下滑，受到新能源替代和宏观经济未见明显回暖影响，成品油需求增速趋弱。2024年12月初，OPEC+在会议上宣布将再次延长220万桶/日自愿减产协议至2025年3月末，对延缓供应过剩压力起到一定作用，目前OPEC成员国在减产问题上仍然团结。近期，美国加大对俄罗斯和伊朗石油业的制裁，短期内使得俄油和伊朗油外流受到较大阻力，花旗银行预期美对俄新一轮制裁短期可能影响俄油出口减少80万桶/日，同时，特朗普任期内对伊朗和委内瑞拉油的制裁可能进一步加严（参考其上一轮执政期的态度），因此我们认为2025年上半年原油基本面悲观预期边际有所好转，虽然特朗普在总统就职典礼上签署了行政命令，宣布进入国家能源紧急状态，将加大油气资源开发、撤销海上能源勘探禁令，但与环保局就能源勘探禁令撤销问题的博弈（特朗普上一轮任期未成功）和油企加大资本开支进行油气开发均需要较长时间，因此短期内供应端的扰动对油价仍有一定支撑，我们预期25Q1布伦特油价均值在77美元/桶左右、环比增加约2美元/桶。

EIA2024年8月-12月报预测的国际布伦特油价走势



资料来源：EIA，平安证券研究所

OPEC: OPEC成员国就减产问题仍保持团结，减产执行情况良好

- 据OPEC数据，2024年12月，OPEC 12国原油产量为26740千桶/日，较11月增加22千桶/日，主要是尼日利亚和利比亚增产。12月，OPEC+(除无配额限制国)产量合计为35163千桶/日，较上月减少69千桶/日，OPEC+整体减产执行率较上月提升0.2个百分点，原计划25Q1增产的阿联酋遵守减产协议，延后增产，目前OPEC成员国内部就减产问题上仍保持团结。展望后市，OPEC+延迟增产且将逐步增产时间拉长，一定程度上缓解了2025年上半年的供应压力，但随着后续减产协议逐步退出，基本面悲观预期仍有较大概率兑现。

8个OPEC+成员国220万桶/日自愿减产延长至2025年3月底

单位：千桶/日	自愿减产量	2025.1-3产量计划	2025.4-2026.9 产量逐步增至	2025年配额量
阿尔及利亚	51	908	959	1007
伊拉克	220	4000	4220	4431
科威特	135	2413	2548	2676
沙特阿拉伯	1000	8978	9978	10478
阿联酋	163	2912	3375 (增产300)	3519
哈萨克斯坦	82	1468	1550	1628
阿曼	42	759	801	841
俄罗斯	500	8978	9449 (补偿减产)	9949
合计	2193	30416	32880	34529

资料来源：OPEC（石油输出国组织），平安证券研究所，注：10月产量数据根据11月报有所调整

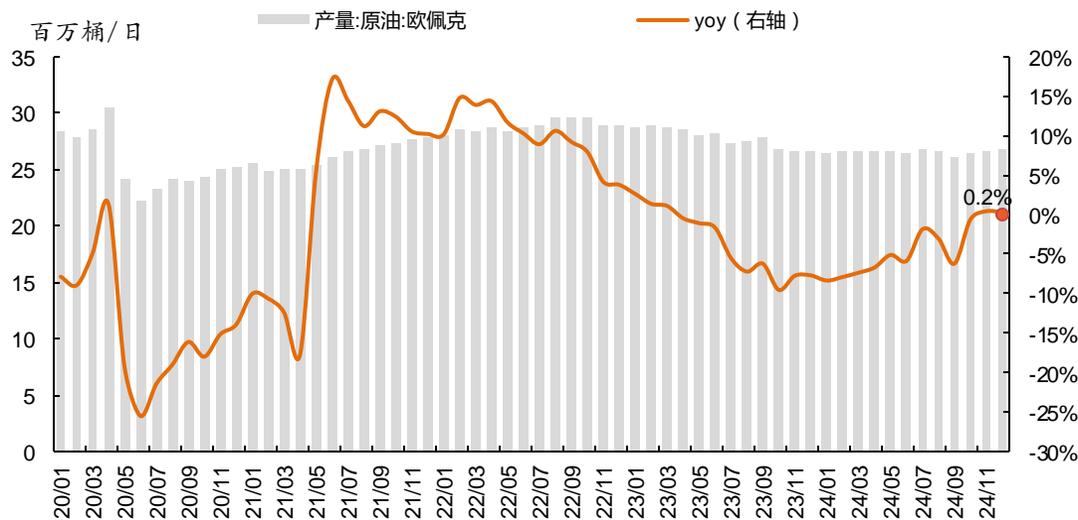
OPEC+2024年10月和11月产量及减产执行情况

单位：千桶/日	2024年11月产量	2024年12月产量	月环比变动	产量计划/配额	11月减产执行率	12月减产执行率
阿尔及利亚	909	909	0	908	99.89%	99.89%
刚果	248	263	15	276	111.29%	104.94%
赤道几内亚	59	62	3	70	118.64%	112.90%
加蓬	212	219	7	169	79.72%	79.72%
伊拉克	4042	4019	-23	4000	98.96%	98.96%
科威特	2410	2419	9	2413	100.12%	99.75%
尼日利亚	1477	1507	30	1380	93.43%	91.57%
沙特阿拉伯	8962	8938	-24	8978	100.18%	100.45%
阿联酋	2958	2914	-44	2912	98.44%	99.93%
OPEC 9国合计	21277	21250	-27	21106	99.20%	99.32%
伊朗	3326	3314	-12		未受配额限制	
利比亚	1238	1290	52		未受配额限制	
委内瑞拉	877	886	9		未受配额限制	
OPEC 12国合计	26718	26740	22	--	--	--
阿塞拜疆	488	485	-3	551	112.91%	113.61%
巴林	185	183	-2	196	105.95%	107.10%
文莱	77	77	0	83	107.79%	107.79%
哈萨克斯坦	1477	1442	-35	1468	99.39%	101.80%
马来西亚	358	360	2	401	112.01%	111.39%
墨西哥	1534	1546	12	1753	114.28%	113.39%
阿曼	764	756	-8	759	99.35%	100.40%
俄罗斯	8991	8985	-6	8978	99.86%	99.92%
苏丹	28	27	-1	64	228.57%	237.04%
南苏丹	53	52	-1	124	233.96%	238.46%
Non-OPEC 合计	13955	13913	-42	14377	103.02%	103.34%
OPEC+合计	35232	35163	-69	35483	100.71%	100.91%
不含无配额限制国						

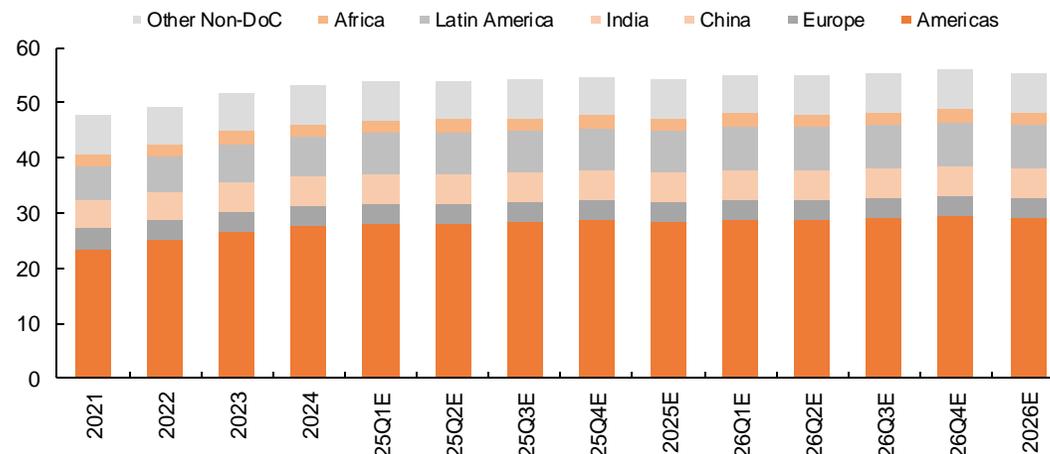
1.2 OPEC: 哈萨克斯坦产量环比回落, 2024年12月仅俄罗斯小幅超产

- 据OPEC数据, 2024年12月, Non-OPEC DoC原油产量为13913千桶/日, 环减42千桶/日, 主要是哈萨克斯坦产量环比回落, 本月超产国仅俄罗斯, 小幅超产7千桶/日, 俄罗斯和哈萨克斯坦此前承诺对今年上半年的超产进行补偿性减产, 目前补偿持续期从2024年8月-2025年9月变更为2024年8月-2026年6月。
- 此外, 据OPEC预计, 2024年Non-DoC国家原油产量将同比增加约110.5万桶/日, 2025年Non-DoC国家原油供应同比增量将在110.0万桶/日, 较上月预测值小幅调减, 预计主要增长动力将来自美国、加拿大、巴西等美洲国家以及北欧的挪威。

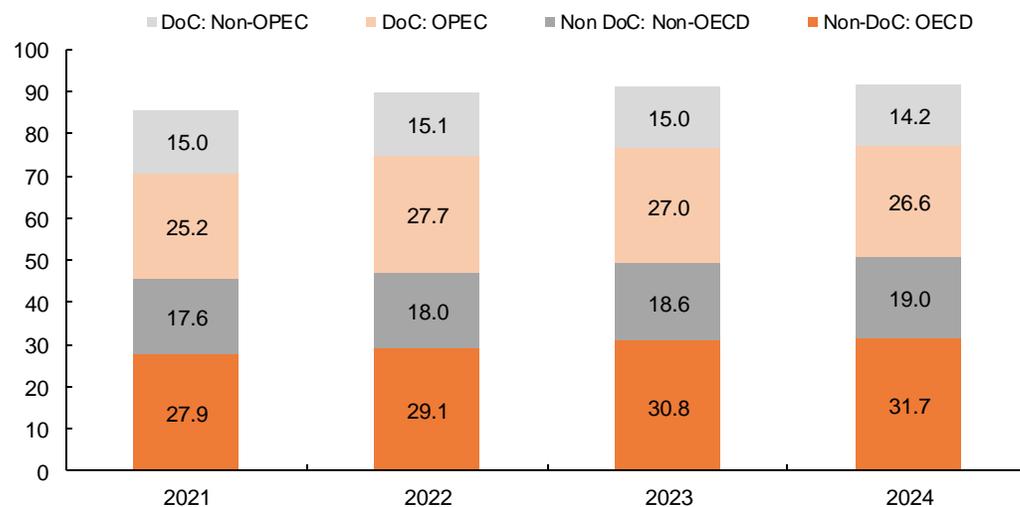
OPEC国家原油月度日均产量



全球主要Non-DoC产油地区原油产量 (百万桶/日)



DoC及非DoC国家原油产量情况 (百万桶/日)

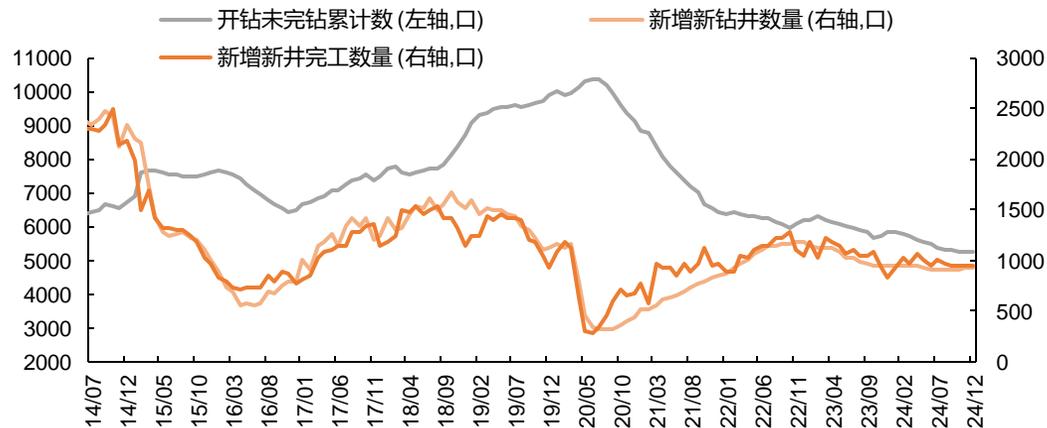


资料来源: Wind, OPEC, 平安证券研究所, 注: Non-OPEC DoC指未参加欧佩克和非欧佩克产油国合作宣言 (联合削减石油产量行动组织) 的国家

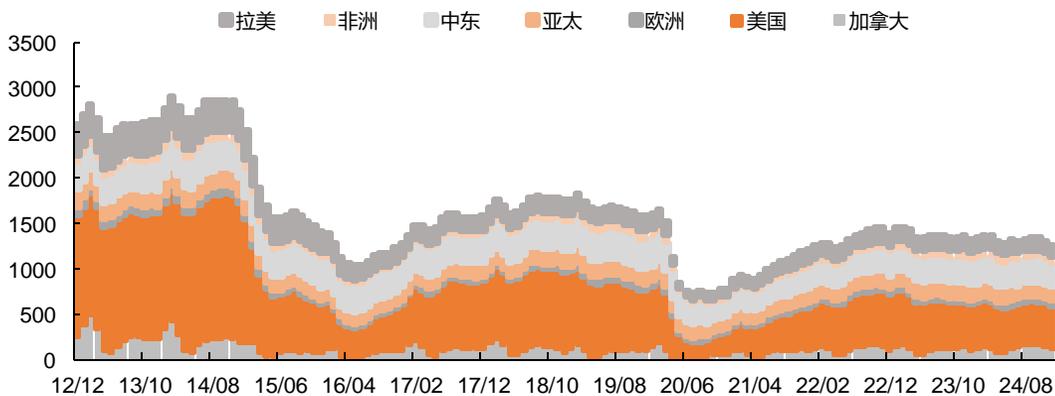
OPEC: 加拿大和墨西哥石油钻机数明显回落, 美国库存井持续下行

- 据OPEC数据, 2024年12月全球钻机总数1731台、环比大幅减少49台 (其中石油钻机数1370台、环减44台, 天然气钻机数309台、环减3台; 其他51台、环减2台), 12月加拿大和墨西哥石油钻机数环比明显回落, 主要系季节性原因; 美国石油钻机数小增, 主要产油区二叠纪、Williston和Cana Woodford盆地活跃钻机数基本保持不变。
- 据Wind数据, 2024年12月美国新钻井数925口、环增5口, 新增完井数937口、环减3口, 库存井5238口、环减12口, 美国主要页岩油田库存井数持续下行, 其中二叠纪油田库存井数已消耗至低点。

美国七大页岩油产区新增完井/新钻井/累计库存井数



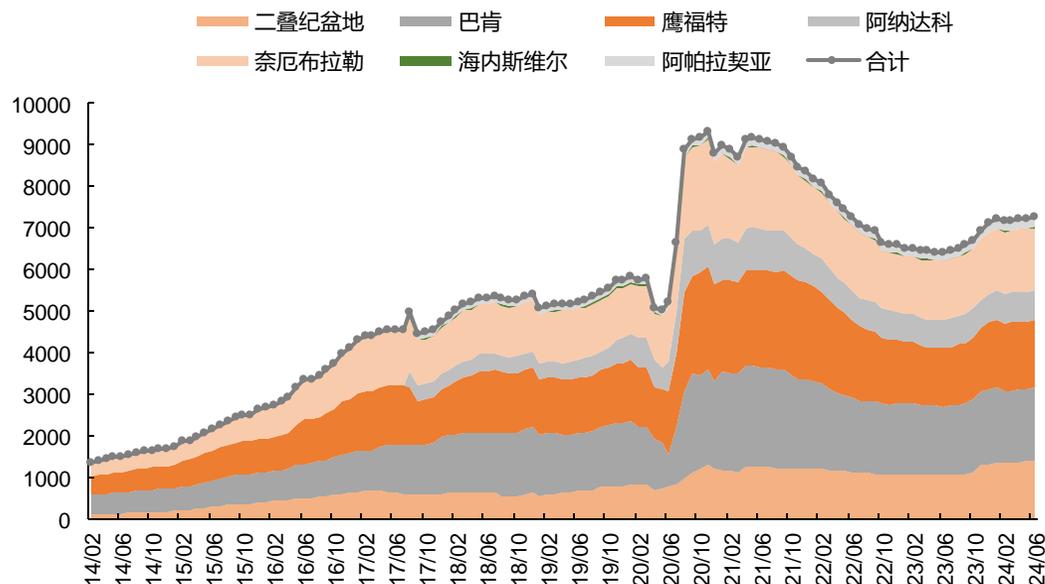
全球主要地区石油钻机数 (台)



2024年9-11月全球主要地区总钻机数 (台)

单位-部	美国	加拿大	墨西哥	OECD欧洲	OECD亚太	其他亚洲	拉美	中东	非洲	OPEC	合计
2024.10	585	219	50	67	29	217	102	63	47	436	1825
2024.11	584	205	45	63	24	208	98	64	46	425	1779
2024.12	589	162	34	65	22	209	100	61	49	428	1731
12月环比	5	-44	-11	2	-2	1	2	-3	3	3	-49

美国七大页岩油田新井单口井原油日产量 (桶/日)

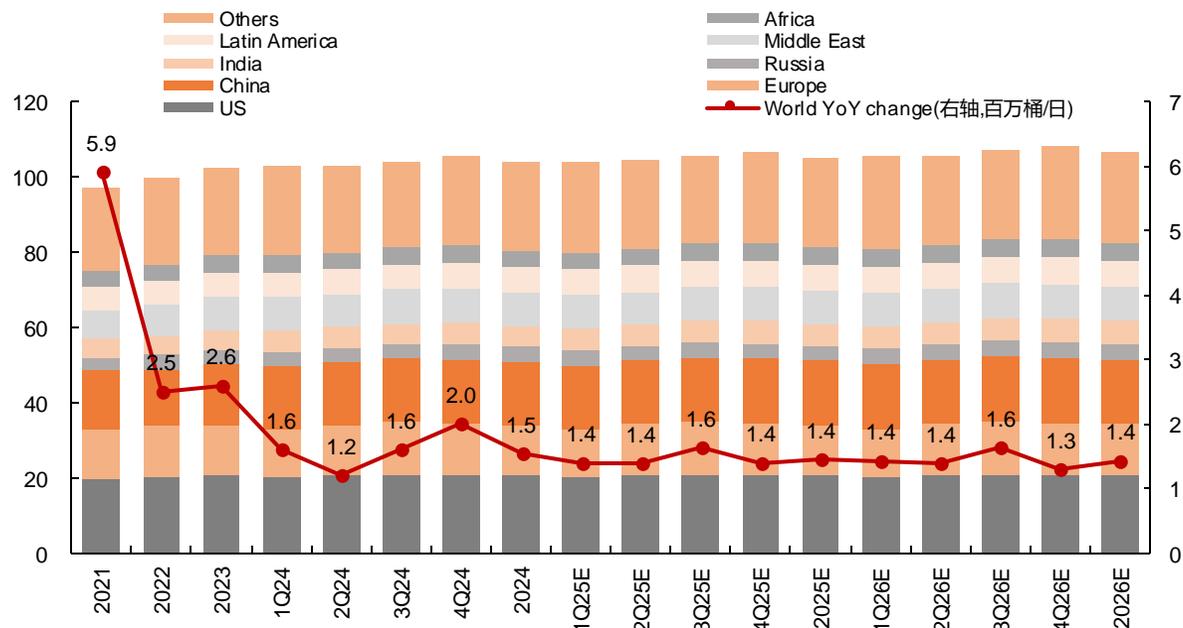


资料来源: OPEC, Wind, ifind, 平安证券研究所

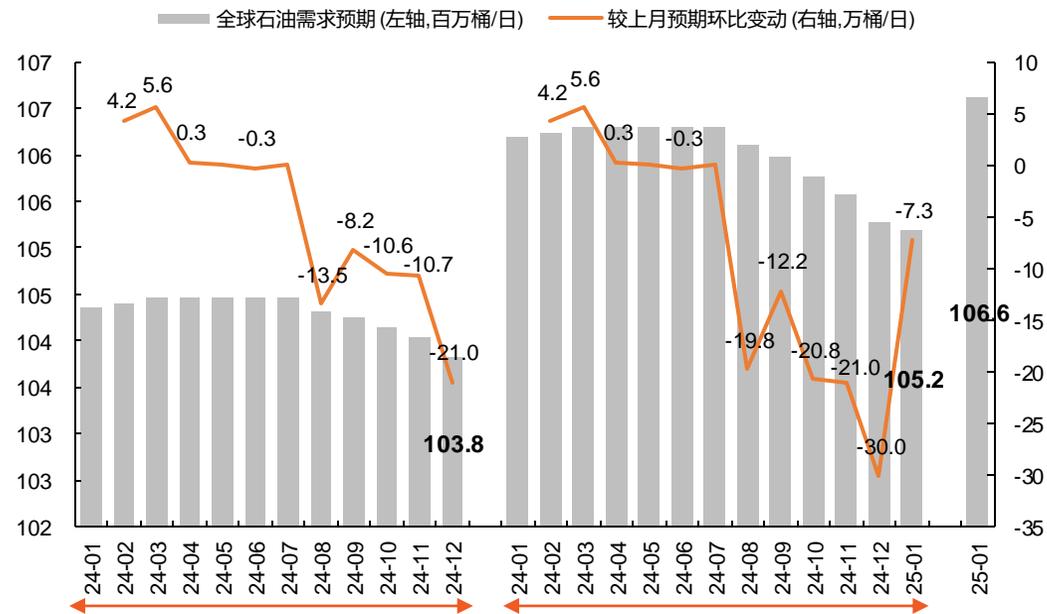
1.4 OPEC: 继续下调2025年全球石油需求预期, 下调幅度有所收窄

- OPEC继续下调2025年全球石油需求预期, 下调幅度有所收窄。**OPEC在2025年1月报中, 预计2025年全球石油需求量为105.2百万桶/日(较上月报下调7.3万桶/日), 同比增加145万桶/日, 中国石油需求量为17.0百万桶/日(较上月报下调5万桶/日), 同比增加约31万桶/日。OPEC预计2025年经合组织国家的石油日产量预计将同比增长10万桶, 主要受美洲需求的推动; 非经合组织国家石油需求同比增加130万桶/日, 主要受到中国需求的推动, 同时印度、中东和拉丁美洲也有望保持增长; 需求增加的成品油产品以喷气/煤油为首。OPEC预计2026年全球石油需求量为106.6百万桶/日, 同比增加143万桶/日, 增量和2025年基本持平, 其中中国石油需求量为17.3百万桶/日, 同比增加27万桶/日, 增幅较2025年小幅收窄。OPEC预计2025年和2026年世界经济增长分别为3.1%和3.2%, 预计中国经济增长率为4.7%和4.6%。

主要国家石油需求量情况 (百万桶/日)



OPEC 2024年1月-2025年1月报对2024-26年全球石油需求预测

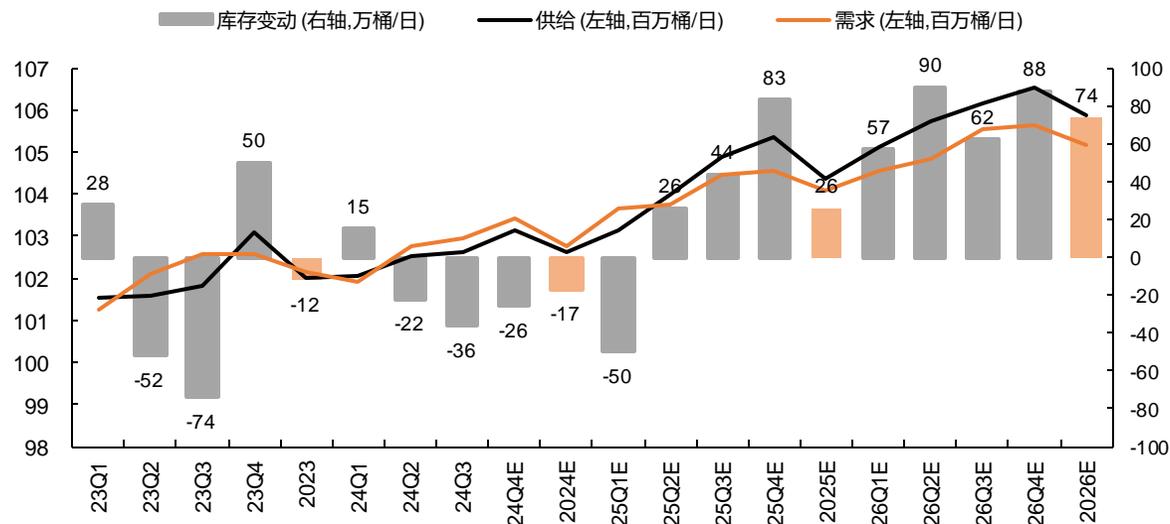


资料来源: OPEC, 平安证券研究所, 注: 图1除全球需求同比变动为右轴, 其余均为左轴, 单位为百万桶/日

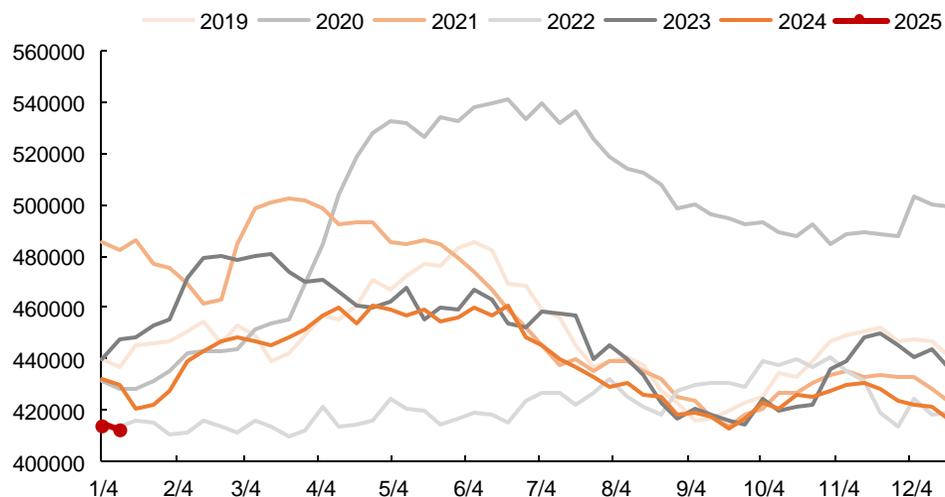
2.1 EIA：预计2025Q1维持去库，25Q2开始逐季持续累库

- 据EIA（美国能源信息署）2025年1月报预计，2024年和2025年全球原油及相关液体燃料供需差分别为-17和26万桶/日，25Q1因OPEC+延长减产协议仍保持供不应求、减库状态；2025年第二季度开始扭转为供过于求（2024年12月报中预计25Q3开始累库），且供应过剩量逐季增加，随着OPEC+自愿减产逐步退出，美国、加拿大、墨西哥等美洲国家产量继续增加，EIA预计到25Q4将大幅累库约83万桶/日，2025年全年供需差由上月预测的-8万桶/日重新上调为+26万桶/日，同时新增2026年全球原油供需预测，预计全年累库74万桶/日，各季度累库量均高于50万桶/日。但目前美国原油库存持续去化至历史低位水平，且美国战略储备原油库存在2020年8月后大幅释放至低位，后市可能有一定补库需求。

EIA在2024年12月报测算的全球原油供需结构



美国商业原油库存走势 (千桶)

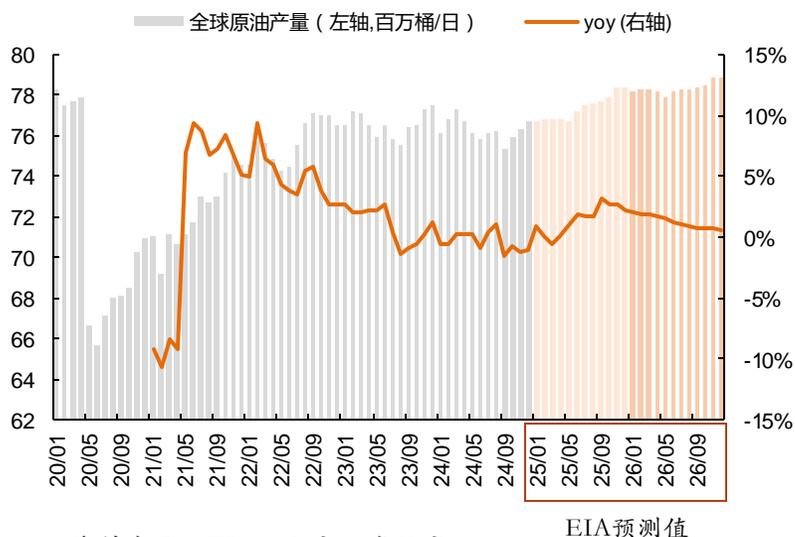


资料来源：EIA，Wind，平安证券研究所

2.2 EIA：25H2和2026年供应过剩担忧或逐步兑现

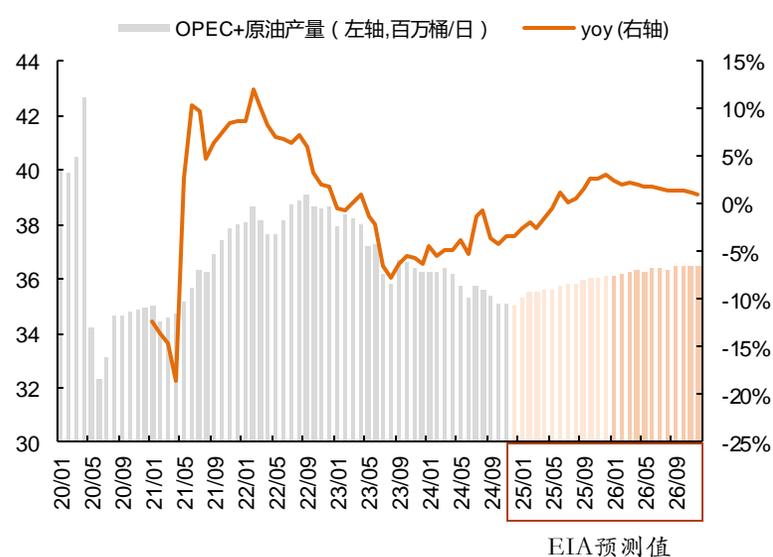
- 据EIA预测，2025年1月全球原油产量为76.7百万桶/日，环增4.0万桶/日，同增63.1万桶/日，其中OPEC+原油产量为35.3百万桶/日，环增27.4万桶/日，同减95.4万桶/日；美国原油产量13.5百万桶/日，环减5.4万桶/日，同增90.4万桶/日。
- OPEC+多次延长减产协议缓解了2024年和2025年上半年全球原油供应过剩压力，但2025年下半年供应压力或显著加大。据EIA预计，2024年全球石油(原油及相关液体燃料)产量为102.6百万桶/日，同比增加58万桶/日，OPEC+国家因集体和自愿减产协议、2024年石油产量同比减少约130万桶/日，对减缓原油供应过剩压力起到较关键的作用，但OPEC+以外国家同比增加了约187万桶/日。EIA预计2025年和2026年全球石油产量为104.36百万桶/日和105.89百万桶/日，同比增加176万桶/日和153万桶/日，2025年和2026年OPEC+石油产量预计将同比增加约21万桶/日和61万桶/日，OPEC+逐步退出自愿减产产后2026年产量增幅较大；美国2025年和2026年石油产量预计将增加约48万桶/日和34万桶/日(仅原油同比增加约34万桶/日和7万桶/日)，同比增速较2024年68万桶/日有所放缓。

全球原油产量及yoy

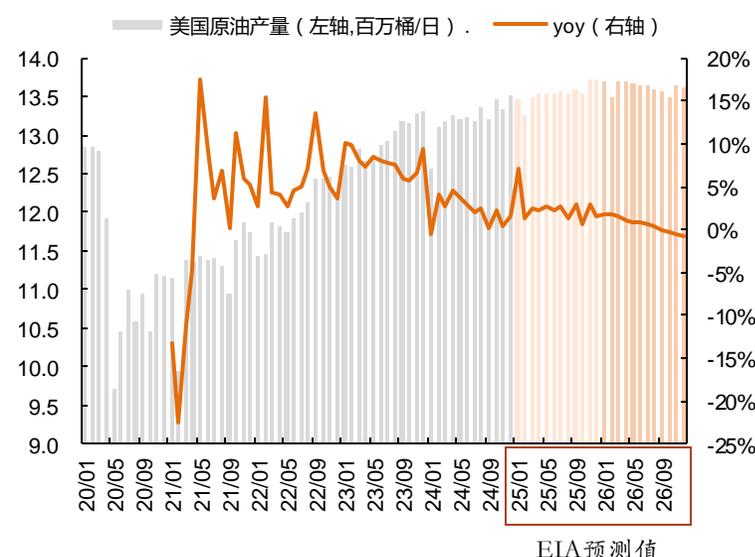


资料来源：EIA，平安证券研究所

OPEC+原油产量及yoy



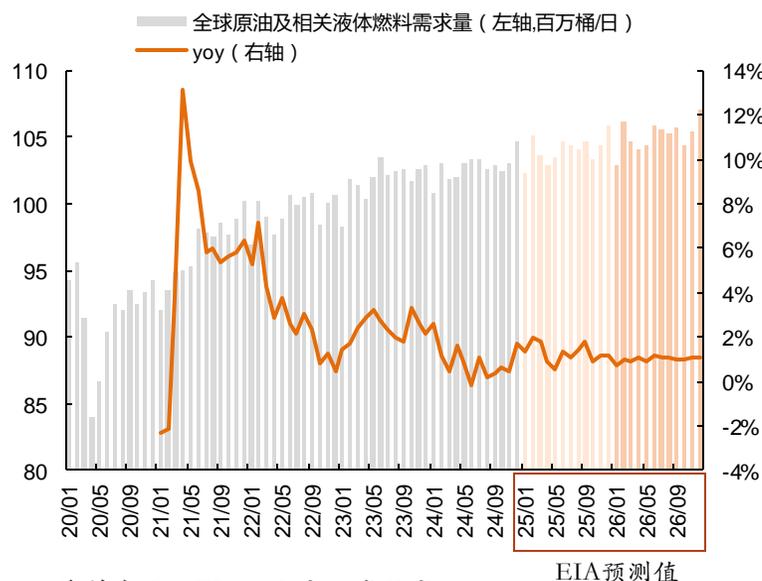
美国原油产量及yoy



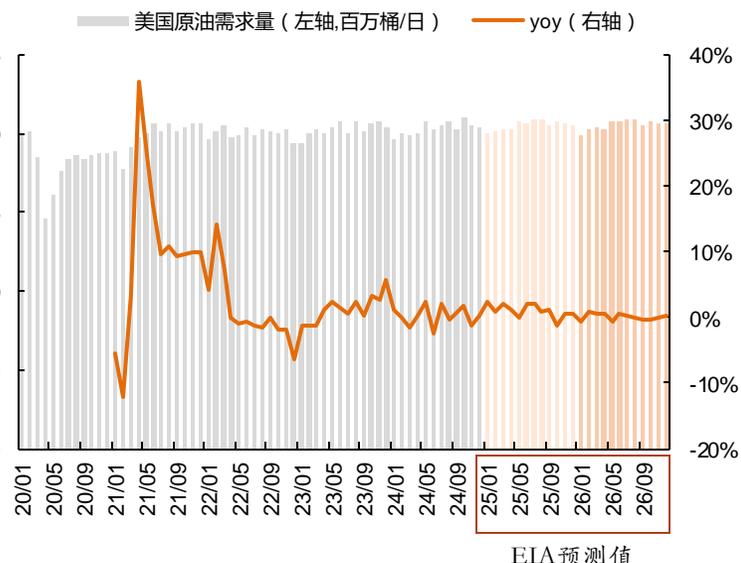
EIA：2025年印度运输燃料消费增长强劲，中国成品油需求有望回暖

- 据EIA预测，2025年1月全球石油(原油及相关液体燃料)需求量为102.26百万桶/日，环减239.4万桶/日，同增139.8万桶/日。其中，美国石油需求量为20.05百万桶/日，环减38.1万桶/日，同增45.9万桶/日；中国石油需求量为16.36百万桶/日，环减48.8万桶/日，同增10.8万桶/日；欧洲石油需求量为12.68百万桶/日，环减62.5万桶/日，同增3.6万桶/日。
- 据EIA预测，2025年全球石油需求量为104.10百万桶/日(较上月报下调22万桶/日)，同增133万桶/日；2026年需求量为105.15百万桶/日，同比增加105万桶/日。EIA预计印度将成为全球石油消费增长的主要来源，2024-2026年其石油消费将同比增长22万桶/日、31万桶/日和29万桶/日，占全球石油总需求增量的24.7%、23.3%和27.6%，主要受其炼厂产能持续提升、汽柴油等运输燃料需求增加推动；此外，EIA预计2024-2026年中国石油消费量将同比增加9万桶/日、25万桶/日和19万桶/日，2025年随着一揽子促进经济增长的政策逐步生效，有望刺激成品油需求有所回暖。

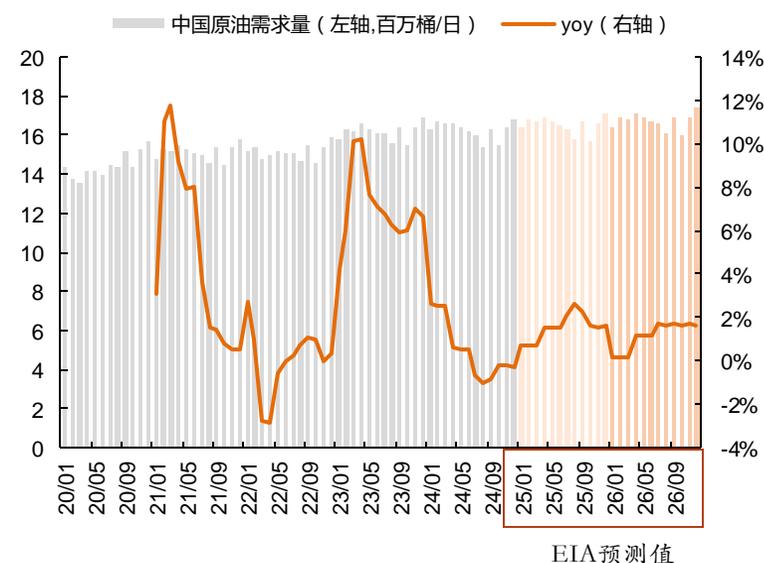
全球石油需求量及yoy



美国石油需求量及yoy



中国石油需求量及yoy

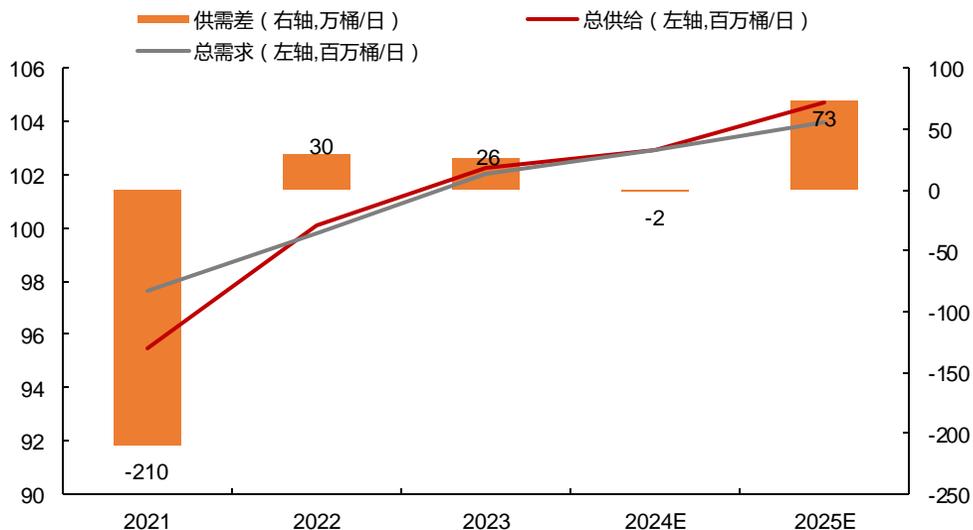


资料来源：EIA，平安证券研究所

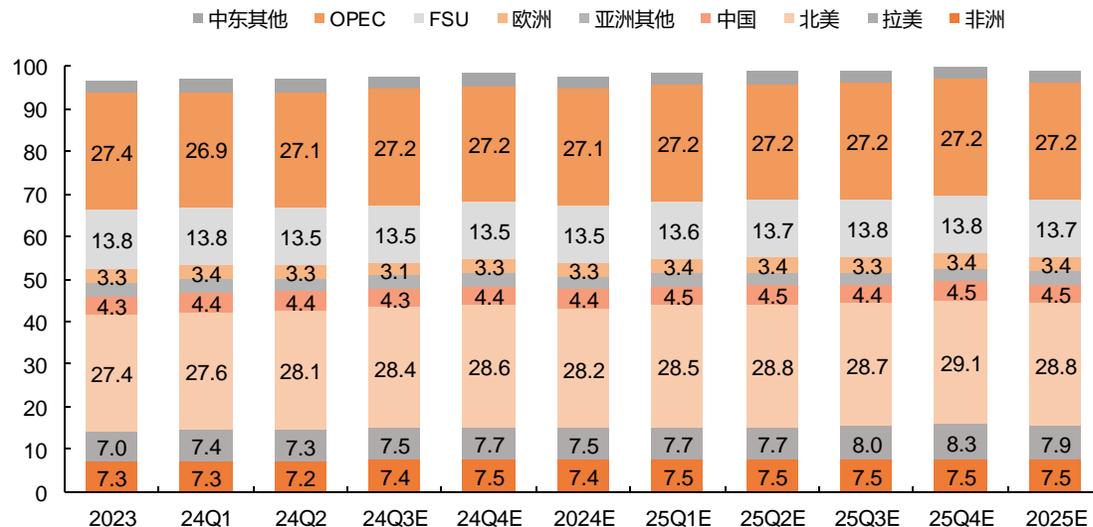
3.1 IEA：全球石油需求增幅有限，OPEC+退出减产供应增幅将扩大

- 供给端**，据IEA（国际能源署）2025年1月报统计，2024年12月，全球石油供应量小幅增加2万桶/日至1.035亿桶/日，同比增长39万桶/日，原因是欧佩克+非洲产油国产量的增加抵消了非欧佩克+产油国供应的季节性下降；IEA预计到2025年，全球石油供应量将增加180万桶/天，达到1.047亿桶/天，较2024年66万桶/日的同比增幅显著提升，主要系OPEC+逐步退出减产协议。此外，2024年12月19日，美国扩大了对运输伊朗原油船只的制裁，这些船只在2024年平均每天运输超过50万桶的原油，占该国原油出口量的近三分之一；2025年1月10日，美国政府发布了旨在减少俄罗斯石油部门收入的新制裁，短期可能会对石油供应造成较大影响。
- 需求端**，据IEA2025年1月报统计，24Q4全球石油需求出现季节性增长，同比增长150万桶/日，比IEA之前的预测高出26万桶/日，较低的燃料价格和北半球较冷的天气促进了原油消费增加，IEA预计2024年全球石油消费年增长量约94万桶/日，随着经济前景的略微改善，2025年将同比增加105万桶/日（较上月报小幅下调5万桶/日），但较2022-2023年疫后时期约200万桶/日的需求增量明显放缓。

◆ IEA预测的全球原油供需结构



◆ 全球原油供给 (百万桶/日，不含其他液体燃料)

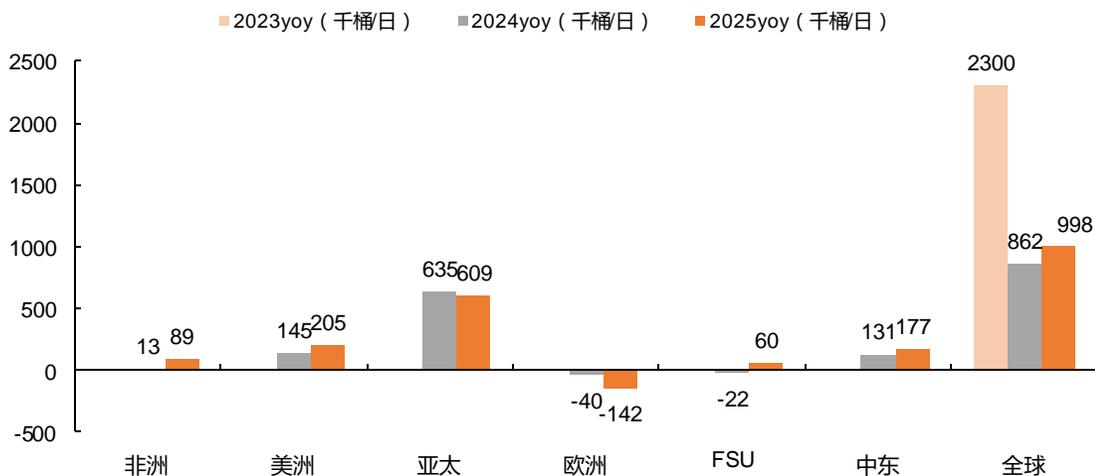


资料来源：IEA，平安证券研究所

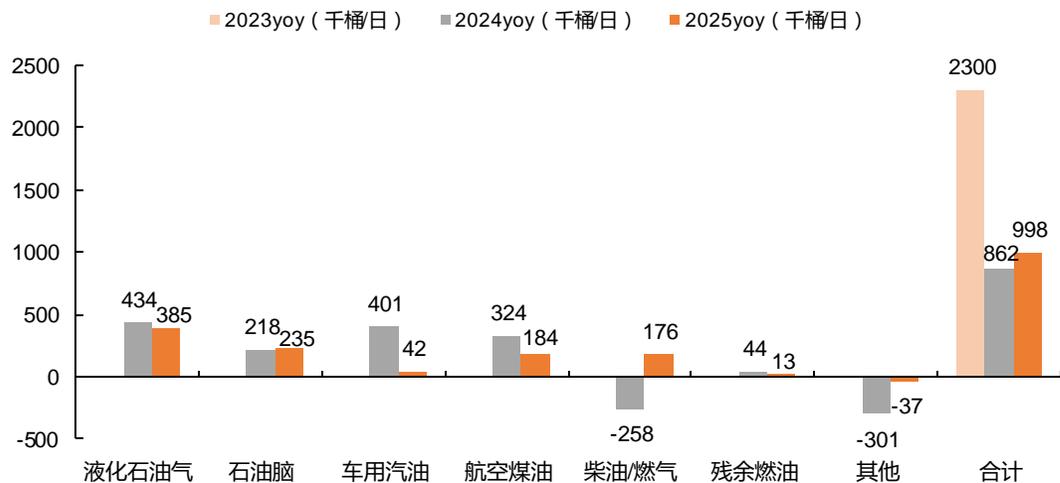
3.2 IEA：国际石油需求增长放缓至疫前水平，中印仍是主要增量来源

- 需求端，IEA预计2024年全球石油需求增长将显著放缓，2025年同比增量较2024年小幅提高，反映了疫情后被压抑的需求释放结束、全球基本经济状况低于平均水平，石油消费增速或回归历史均值，此外，清洁能源技术快速部署在运输和发电领域日益挤占石油需求，2025年石油需求增速仍相对承压，但预计增速将高于今年，液化石油气LPG、石脑油等化工原料将贡献主要的增量，虽然2024年中国石油需求增速有所放缓，但2025年仍将是石油消费增长的主力，同时印度等其他新兴经济体增长表现突出，在全球石油消费增量中逐步占据重要地位。

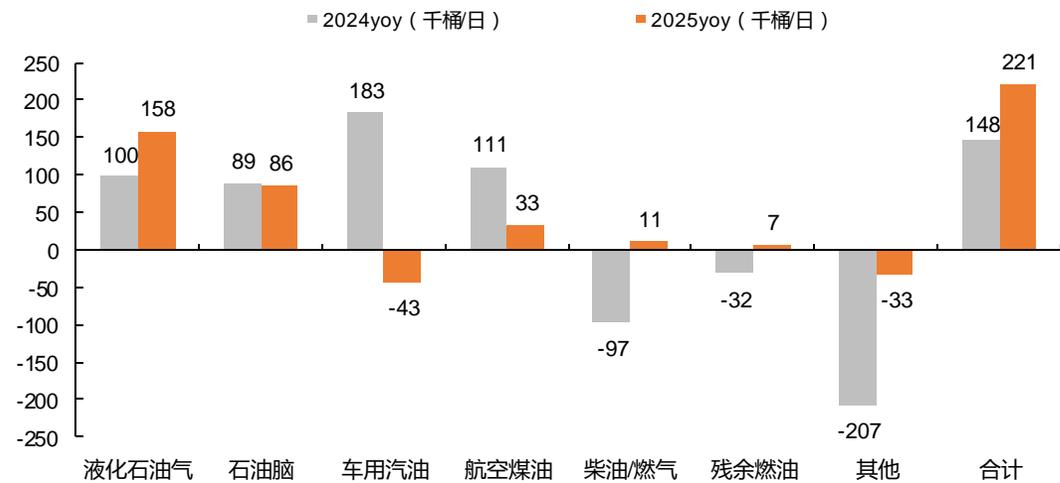
IEA预测的全球各地区原油需求变动



IEA预测的全球各成品油需求变动



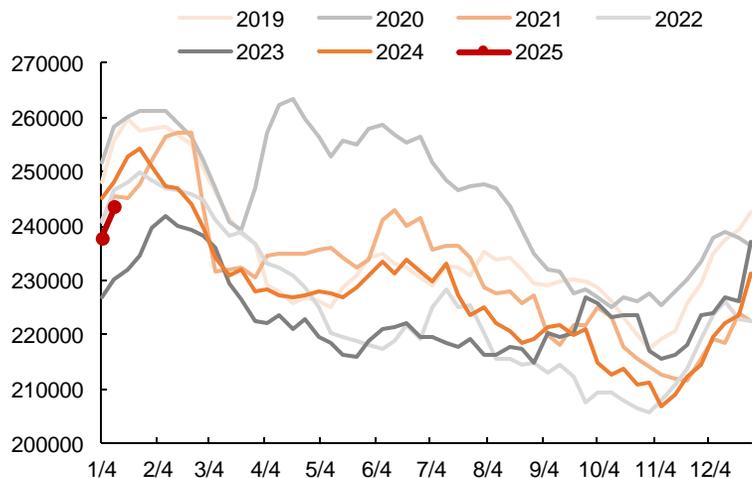
IEA预测的中国原油需求变动



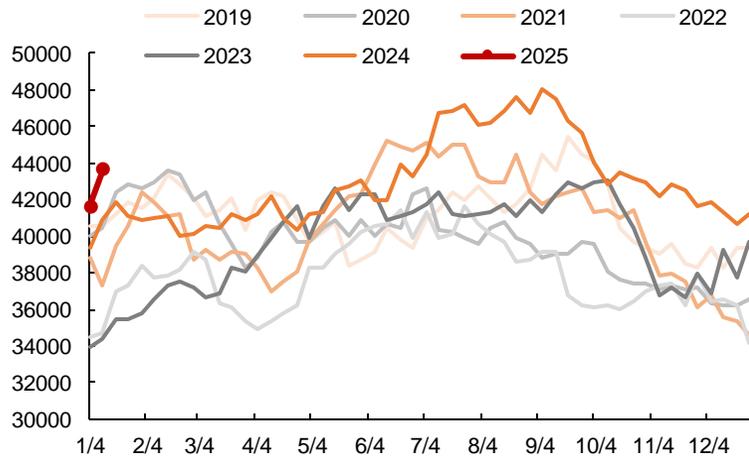
资料来源：IEA，平安证券研究所，注：上述图中数据来自IEA可下载的2024年10月报

4.1 美国原油及成品油动态数据

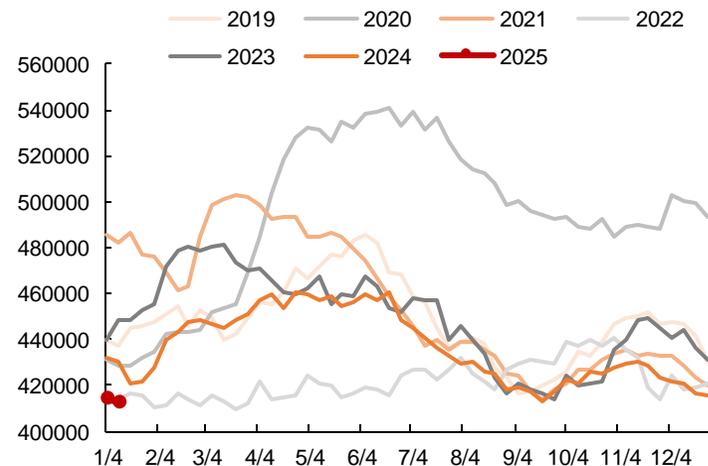
美国汽油库存 (千桶)



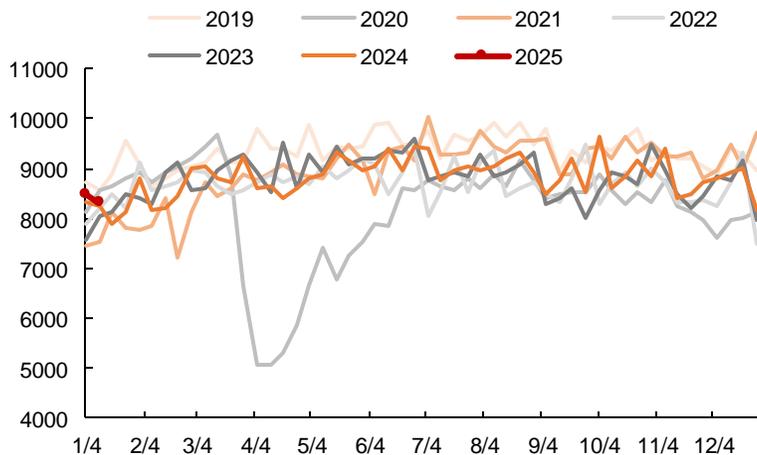
美国航空煤油库存 (千桶)



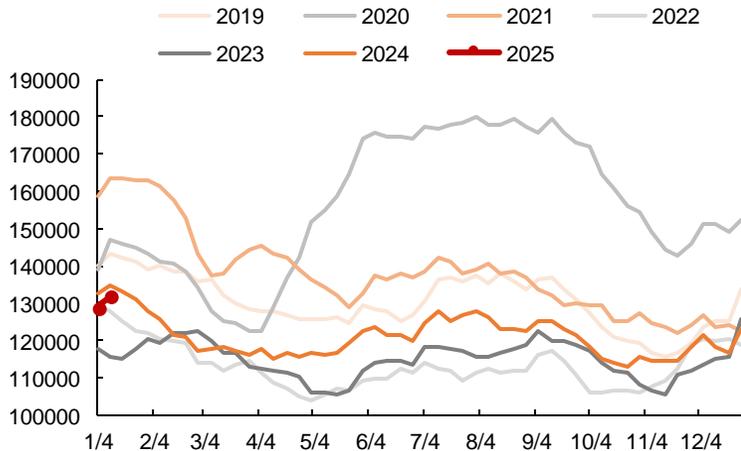
美国商业原油库存 (千桶)



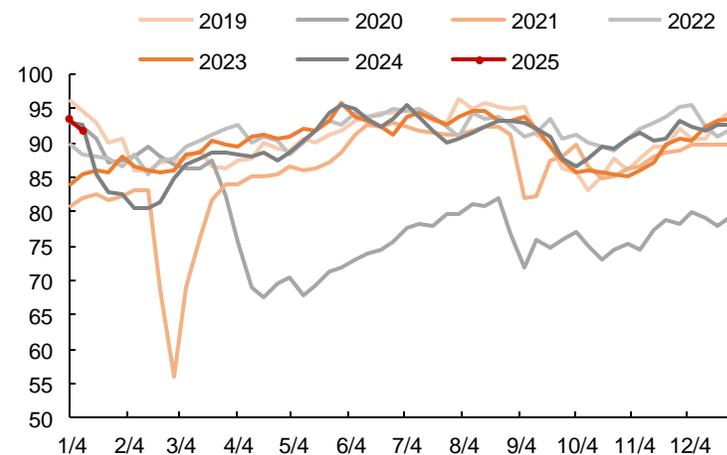
美国汽油日需求量 (千桶/日)



美国馏分燃料油库存 (千桶)



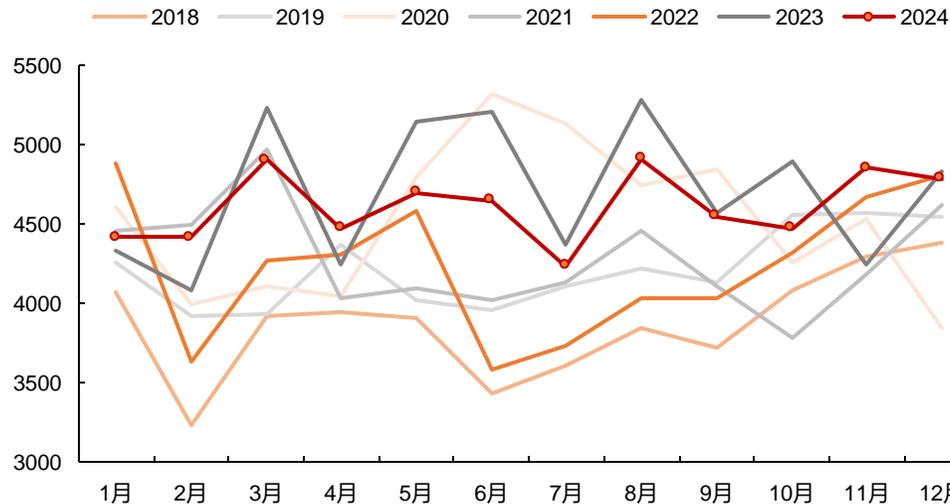
美国炼油厂开工率 (%)



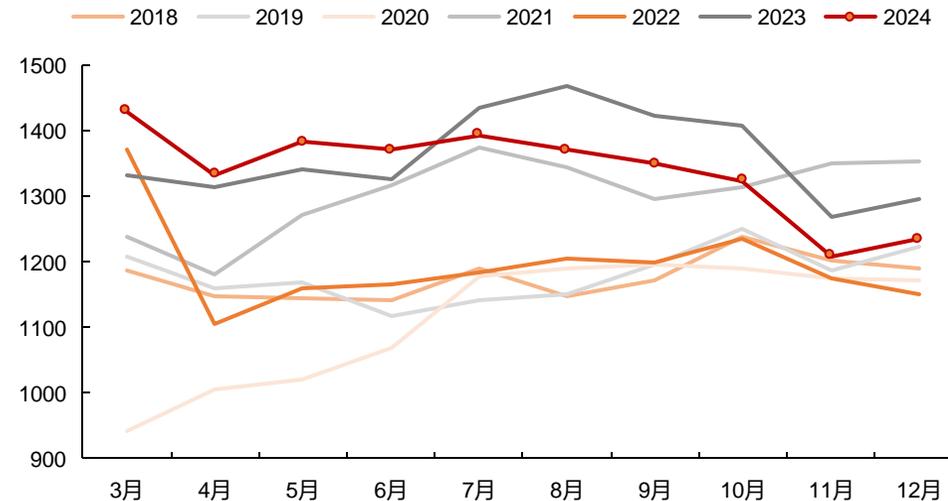
资料来源: wind, 平安证券研究所

4.2 中国原油及成品油动态数据

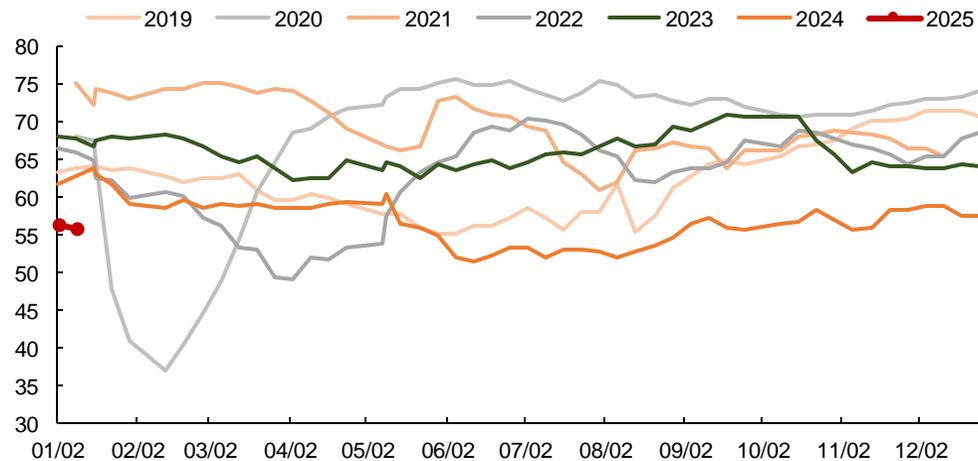
中国原油当月进口量 (万吨)



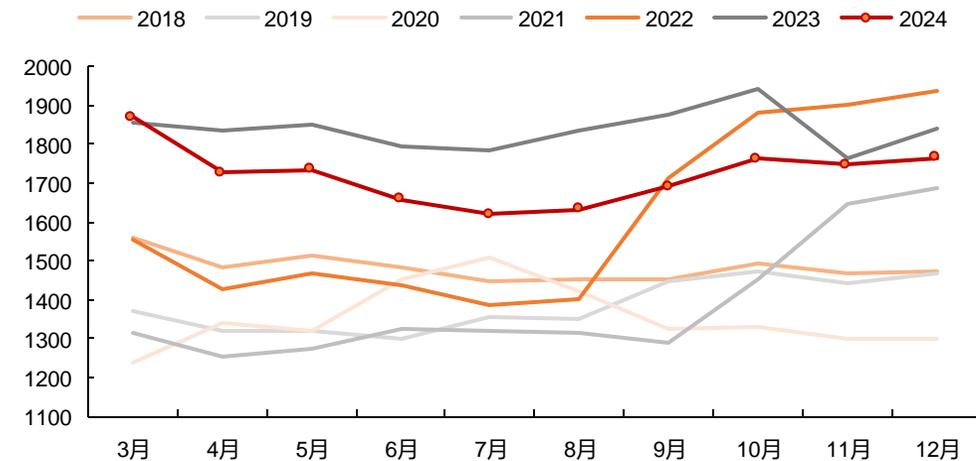
中国汽油月产量 (万吨)



中国山东地炼厂开工率 (%)



中国柴油月产量 (万吨)



资料来源: wind, 平安证券研究所

- **后市基本面和国际油价走势判断：**目前美国商业原油维持去库态势，但汽油和馏分油等成品油消费下滑、进入累库阶段；欧洲生产和消费活动仍偏弱，原油需求基本没有增量；中国炼厂开工有所下滑，受到新能源替代和宏观经济未见明显回暖影响，成品油需求增速趋弱。2024年12月初，OPEC+在会议上宣布将再次延长220万桶/日自愿减产协议至2025年3月末，对延缓供应过剩压力起到一定作用，目前OPEC成员国在减产问题上仍然团结。近期，美国加大对俄罗斯和伊朗石油业的制裁，短期内使得俄油和伊朗油外流受到较大阻力，花旗银行预期美对俄新一轮制裁短期可能影响俄油出口减少80万桶/日，同时，特朗普任期内对伊朗和委内瑞拉油的制裁可能进一步加严（参考其上一轮执政期的态度），因此我们认为2025年上半年原油基本面悲观预期边际有所好转，虽然特朗普在总统就职典礼上签署了行政命令，宣布进入国家能源紧急状态，将加大油气资源开发、撤销海上能源勘探禁令，但与环保局就能源勘探禁令撤销问题的博弈（特朗普上一轮任期未成功）和油企加大资本开支进行油气开发均需要较长时间，因此短期内供应端的扰动对油价仍有一定支撑，我们预期25Q1布伦特油价均值在77美元/桶左右、环比增加约2美元/桶。
- 短期内伊朗和俄罗斯制裁油供应减少，炼厂因无法购得制裁油转而重新购买标品后成本的增加将为油价提供支撑；中长期来看，我国将寻求更加多元化的原油供应来源，继续挖掘海外资源投资机会，逐步提升本土资源的开发利用，以保障国内资源供应稳定性，因此建议关注持续发力国内油气资源勘探、增储上产目标明确、海外市场开拓潜力较大的头部油企：**中国石油、中国石化、中国海油、海油工程、中海油服。**

- 1) 宏观经济走弱导致需求不振的风险：若欧美经济持续走弱、中国等新兴经济体消费回暖不及预期，则可能导致国际原油需求不振，基本面判断面临重估风险；
- 2) 供应扰动的风险：OPEC+改变原油供应计划，调整增减产计划的风险；美国油企资本开支调整，页岩油产量释放速度、钻机开工数等均存在较大不确定性；
- 3) 货币政策发挥作用的不确定性：美联储降息周期开启，但其对经济和原油需求发挥的作用仍具较大不确定性；
- 4) 地缘局势的不确定性：地缘政治局势的变化会造成油价走势的较大扰动；
- 5) 能源迭代的风险：新能源加速替代传统能源的风险，全球2050年净零排放政策调整的风险。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

分析师声明及风险提示：

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2025版权所有。保留一切权利。