原油：基本面和政策面均指向偏空

本文作者：中金财富期货研究所　刘绅
期货从业资格证书号：F3041660
期货投资咨询从业证书号：Z0015324



前言：随着中东局势阶段性缓和，国际油价再次回到 70 美元附近寻求支撑，究其原因除了交易者对地缘风险脱敏，最重要的是原油基本面宽松格局未有明显变化。此外，美国大选引发特朗普交易行情，对原油等风险资产偏好也构成利空。

现实情况是供应过剩

鉴于以色列未能打击伊朗石油设施，中东地缘局势阶段性降温，市场现在转而关注基本面供应过剩的问题。

不出意外的话，OPEC+将从 12 月或明年开始逐步退出 220 万桶/日的自愿减产，由于控产抬价策略已经不再奏效，未来增产夺回市场份额是大势所趋。鉴于该组织持有非常庞大的闲置产能，为了维护 OPEC+组织团结和调控政策框架延续，沙特同意开闸放油的可能性将随时间推移而增加。

另一方面，在美国、加拿大和巴西等非传统产油国的推动下，国际能源署 IEA 预计 2024-2025 年非 OPEC+原油产量将增长 150 万桶/日。美国能源信息署 EIA 数据显示，美国本土原油产量再次刷新 1350 万桶/日的历史高点，同时其商业原油库存也开始进入季节性累库周期。

地缘政治：事实导向策略

尽管中东局势仍有较大不确定性，市场多次炒作地缘政治引发原油供应中断风险，然而实际上全球能源体系受到的影响比预想要小得多。

以近年来最严重的地缘危机—俄乌问题为例，在俄乌战争爆发以及欧盟对俄罗斯制裁生效后，迪拜成为俄罗斯原油贸易的枢纽。自此，历史上很少购买俄罗斯原油的信实集团，从俄罗斯进口猛增至约占其需求量的四成，现在信实已经与俄罗斯达成了原油进口长协。

客观情况是，全球原油日均动态平衡数量就在 1 亿桶/日左右，供给和消费绝不会凭空出现和消失，有的只是贸易渠道的改变。因此，不能基于颠覆性事件发生的假设去指导交易行为，国际主流投行机构均已采取事实导向性策略。

原油需求见顶，进口表现偏弱

国际能源署 IEA、美国能源信息署 EIA、石油输出国组织 OPEC，以及主流华尔街投行均下调了对 2024-2025 年全球原油需求增长的预

测。其中以 IEA 的观点最具代表性：全球主要经济体能源结构正发生不可逆转变，随着新能源转型的推进，原油在内的传统能源需求增长显著放缓，并将在 2030 年前后达到历史峰值。IEA 预测，到 2030 年原油需求平均增速约 260 万桶/日，并在达到历史峰值后逐渐回落，到 2050 年全球原油需求估计为 9310 万桶/日，将明显低于目前 1 亿桶/日左右的水平。

长期以来，中国一直贡献原油市场需求的主要增量，但这一强力引擎现在正逐渐减速。9 月国家出台了一系列刺激政策，央行降准降息宽松银根，房地产行业利好频出，后续财政政策发力可期，令市场信心有所恢复。但另一方面，外部环境更加趋于复杂严峻，警惕美国贸易保护主义死灰复燃，高关税政策可能会给中国经济施加压力。今年迄今，中国原油进口需求表现偏弱，宏观虽有企稳向好迹象，但中期内原油基本面依然承压。

特朗普胜选预期利空油价

除了基本面和地缘政治外，美国大选结果对未来原油市场也具有较为长远的影响。

在麦当劳炸薯条事件后，美国前总统特朗普的支持率一路飙升，外界相信他有更大概率两度入主白宫。于是，“特朗普交易”再次引起市场关注，其执政主张 MAGA 本质上是美国优先主义，最直接体现在对进口商品征收高昂关税，一旦胜选后该计划得以施行，无疑将再次推高美国通胀率。目前市场普遍预期，今年美联储剩余两次会议上

可能还将降息一到两次，至少降息 25 个基点，未来进一步降息的可操作空间并不大。

总而言之，特朗普 2.0 时代或将是高通胀和强美元并存，加上他对页岩油气开发不遗余力的支持，其胜选将对油价产生较大的下行风险。

明年一季度大概率迎来低谷

鉴于全球原油总产量和闲置产能十分充足，而需求难以像过去数十年那样迅速增长，明年面临的过剩情况或将进一步加剧。考虑到季节性淡季因素，在北半球冬春季期间，预计原油市场将延续总体平衡、同比偏宽松的格局，基本面并不支撑价格大幅上涨。尽管市场不时担忧潜在的供应中断，但原油风险溢价已经被极大挤出，大部分原油从业者倾向于从 2025 年开始出现供需过剩的局面，主流投资机构认为明年一季度国际油价或平均低至 65-70 美元/桶左右。期间不确定因素较多，诸如中东地缘冲突、美国总统大选、美联储降息路径等，油价潜在的波动性不可小觑。

法律声明

版权免责声明：本报告由中金财富期货有限公司提供，未经中金财富期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过正当渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

报告内容免责：本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本资料仅代表报告发布当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据中金财富期货研究所后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改。

报告使用免责：本报告仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流，普通投资者若使用本资料，有可能因缺乏解读服务而对报告中的关键假设、评级、目标价等内容产生理解上的歧义，进而造成投资损失。本资料仅供投资者参考之用，并不构成对所述期货买卖的出价，在任何情况下，本报告的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。投资者不应单纯依靠本资料的信息而取代自身的独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险。我公司及研究人员不对投资者使用本资料涉及的信息所产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。

中金财富期货有限公司

公司网站：https://www.ciccwmf.cn

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 4203—4205 单元

邮编：518038

传真：0755-82912900

总机：0755-82912900