

旺季预期叠加增产压力，油价低位震荡

研究员：童川
期货从业证号：F3071222
投资咨询证号：Z0017010

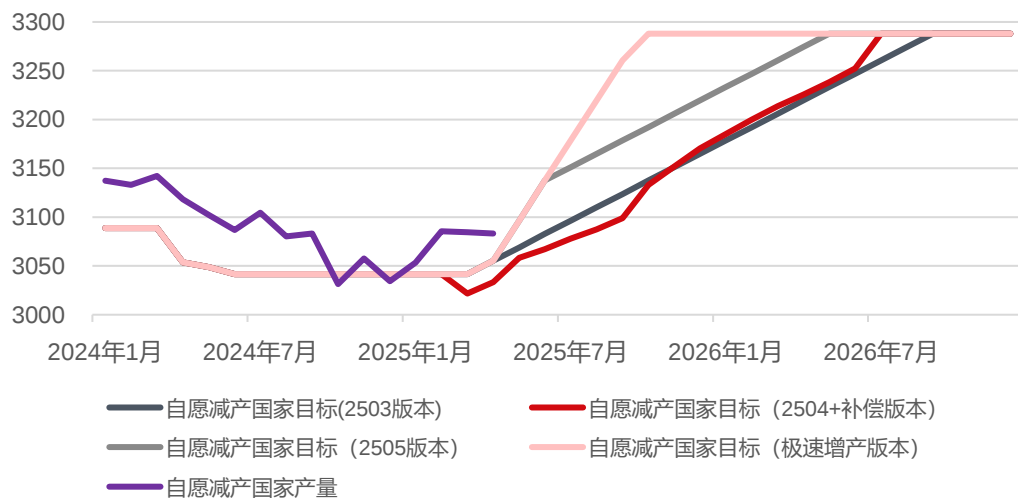


银河期货暖❤️服务 | 未来可期
与您一起迎接未来
Futures - Future

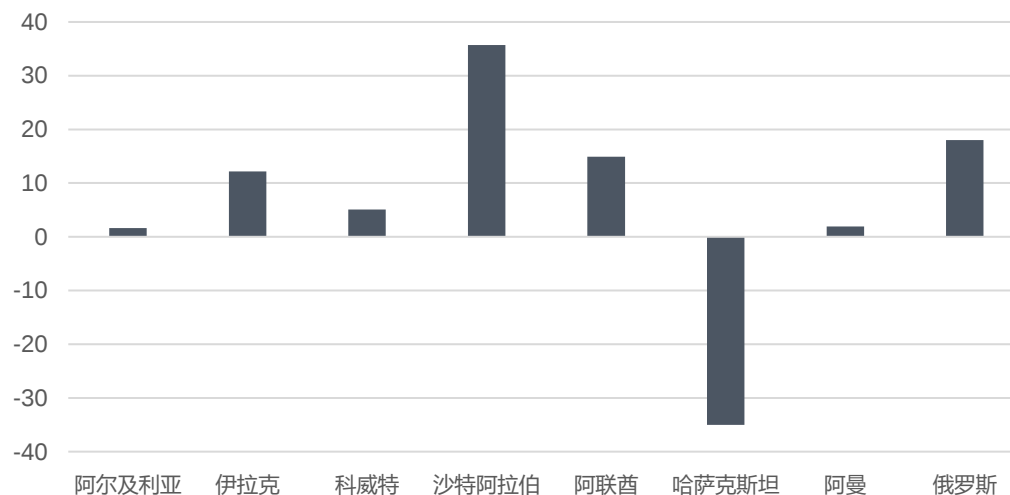
供应：OPEC+加速增产，供应端压力剧增

- 5月3日，欧佩克+成员国决定在6月连续第二个月加快增产，5月22日，消息称7月将继续加速增产。极限情况下最快可能在2025年10月份完全退出220万桶/日的减产计划，较1季度的规划提前了接近1年。
- 4月份，同意增加供应的八个国家4月总共只增加了2.5万桶/日，远低于计划的13.8万桶/日。其中仅沙特增幅显著，环比增长近5万桶/日；俄罗斯、阿联酋等国产量环比小幅增长约1万桶/日，其余成员产量环比小幅下降。4月份哈萨克斯坦产量环比小幅下降，但仍然大幅超过其产量目标，其Tengiz油田目前已经满产，环比没有更多增产空间。
- 假设5、6月份哈萨克斯坦产量维持不变，2季度该联盟实际增产幅度预计在50万桶/日左右。

OPEC+自愿减产联盟产量目标规划：万桶/日



OPEC+主要成员4月至6月增产空间：万桶/日

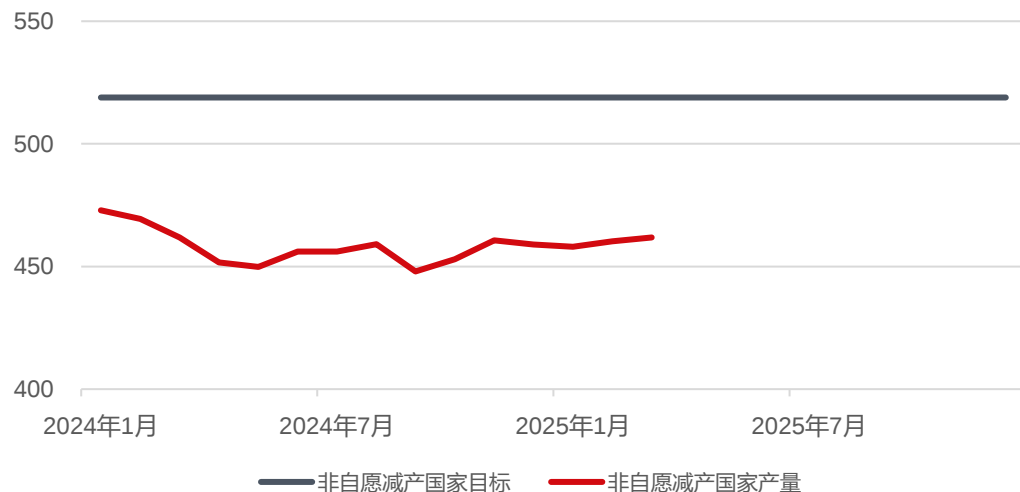


资料来源：彭博，OPEC

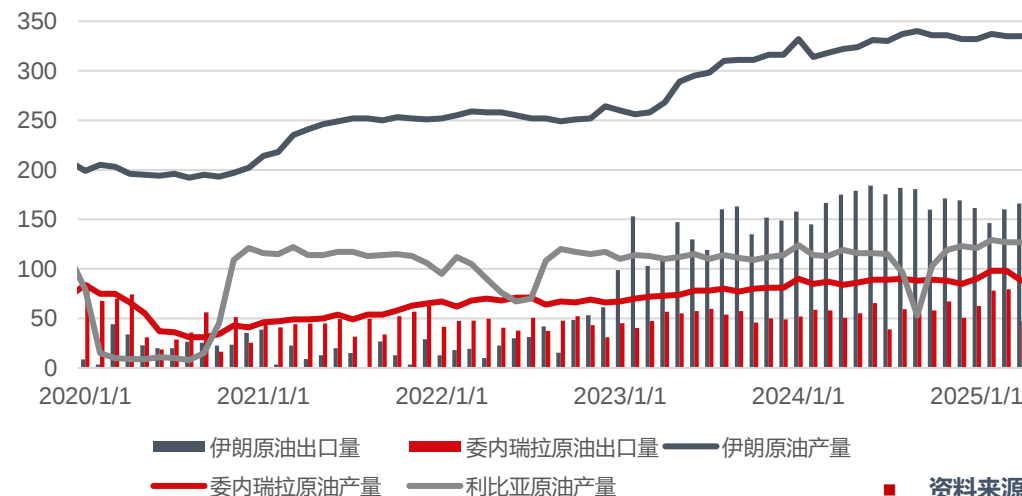
供应：OPEC+内部生产分化严重，伊朗委内仍被制裁

- OPEC+内部成员分化严重，部分不参与减产的国家产量反而不及自身配额（墨西哥、苏丹、南苏丹），产量提升存在较大难度。
- 减产豁免三国中，利比亚产量保持稳定，伊朗、委内瑞拉持续受到美国制裁影响。
- 伊朗产量及出口相对稳定，但浮仓从1月初800万桶上升至5月初的2500万桶，累库幅度约为14万桶/日。
- 委内瑞拉在美国启动二级制裁后，4月份产量及出口出现显著下滑。

OPEC非自愿减产国家产量完成情况



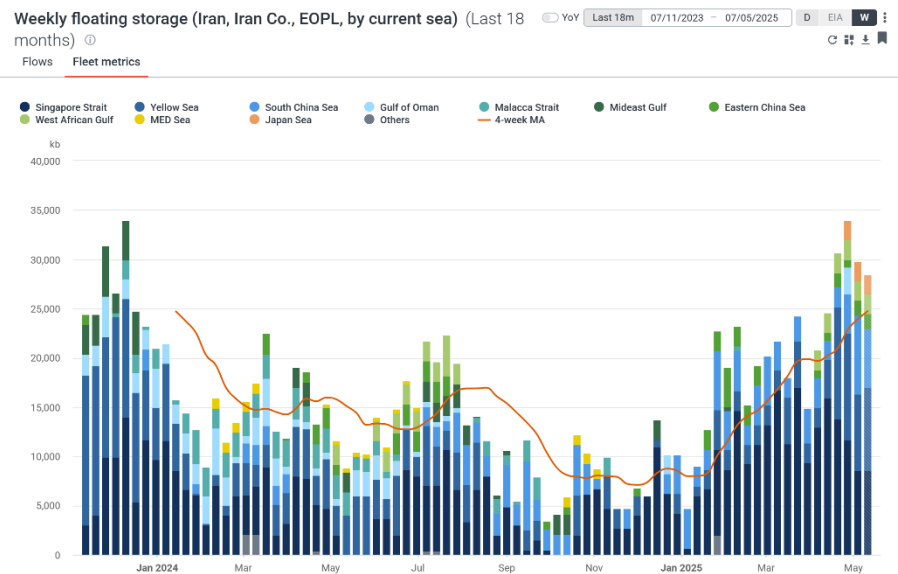
OPEC减产豁免三国生产出口情况



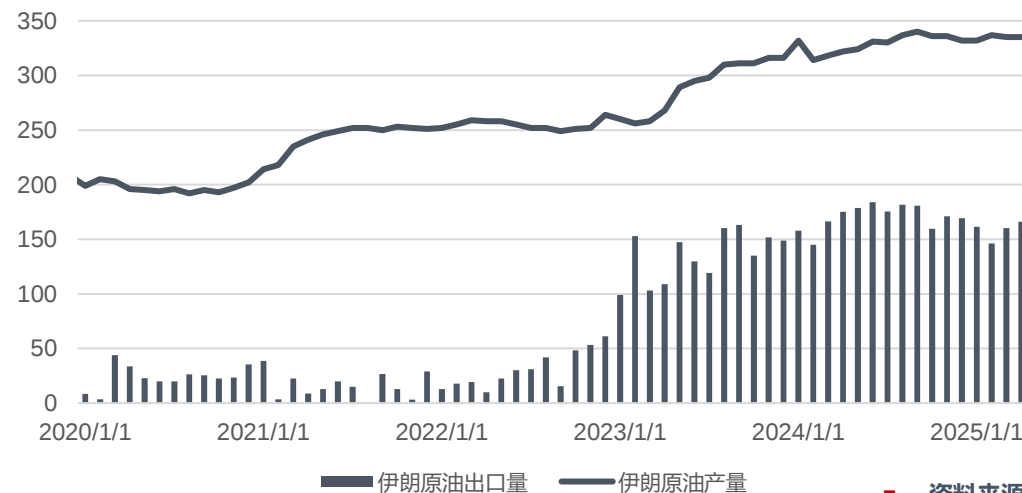
资料来源：彭博，OPEC

供应：伊核谈判推进有限，伊朗供应损失持续

- 5月下旬，市场消息称，美国获得了新的情报，表明以色列正在准备袭击伊朗的核设施，但最终决定尚未作出。美国与伊朗在5月23日晚间于罗马举行的第五轮谈判，此前伊朗表示，“放弃核武器可以达成协议，放弃浓缩铀等于无法达成协议。”会议最终未能取得有效成果。
- 伊核谈判进展或仍有波折，而当前伊朗的产量和出口已经回升至上一轮制裁以来的高位水平，同时考虑浮仓年初以来以接近14万桶/日的速度上升，伊朗供应的损失或在20~30万桶/日水平，协议达成、解除制裁的影响相对有限，市场仍将反复计价美伊关系对油价的扰动。



OPEC减产豁免三国生产出口情况

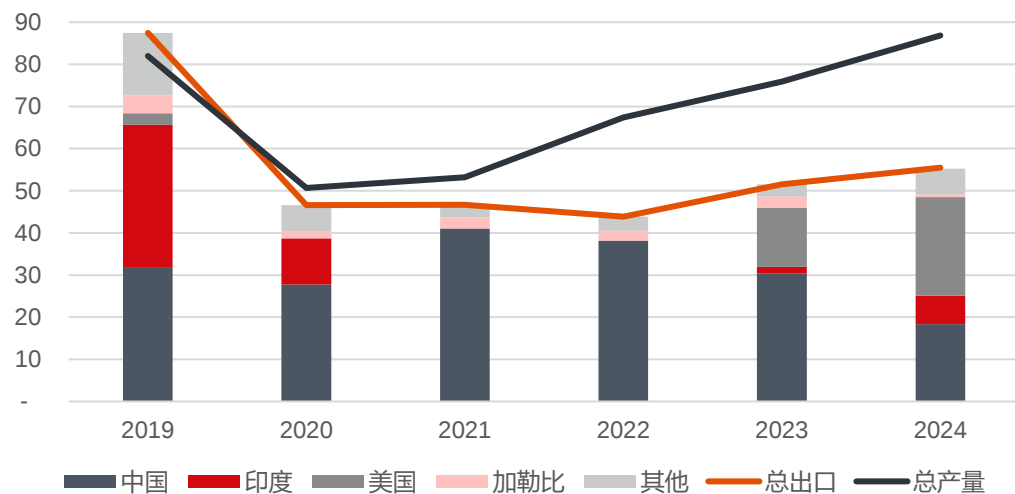


■ 资料来源：彭博，OPEC

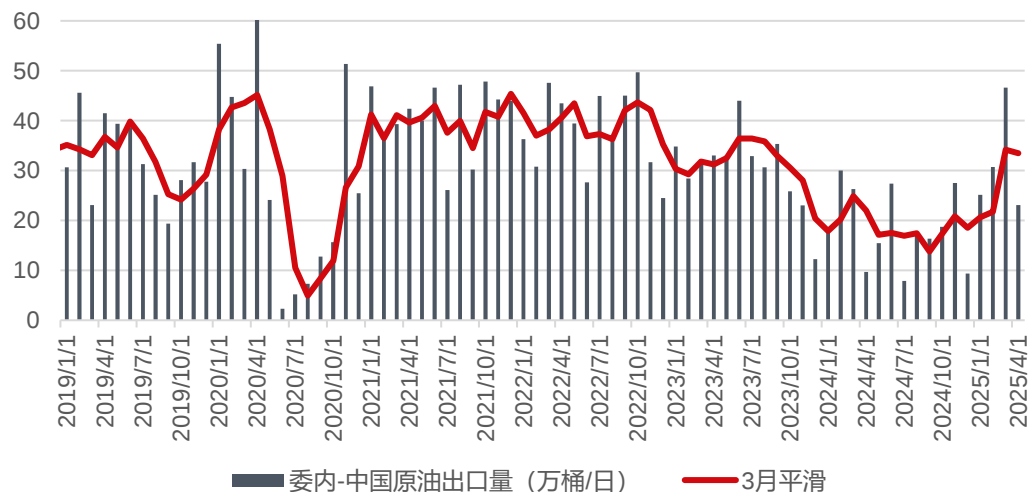
供应：委内未能豁免制裁，出口中国原油增加

- 5月下旬，美国国务卿马可·鲁比奥发帖称委内瑞拉石油出口许可证将于5月27日到期。早先，白宫特使里克·格雷内尔在安提瓜与马杜罗代表会面，并带回了一名曾在委内瑞拉被囚禁的美国人。格雷内尔随后在播客中表示，美国将把雪佛龙的豁免期延长60天，但此后鲁比奥现在却对此表示反对。
- 机构普遍预期，在雪佛龙撤出委内后，该国石油产量将面临接近30万桶/日的下降，同时出口至中国的原油数量有望增加。

委内原油产量及海运出口去向 万桶/日



委内-中国原油出口量 万桶/日



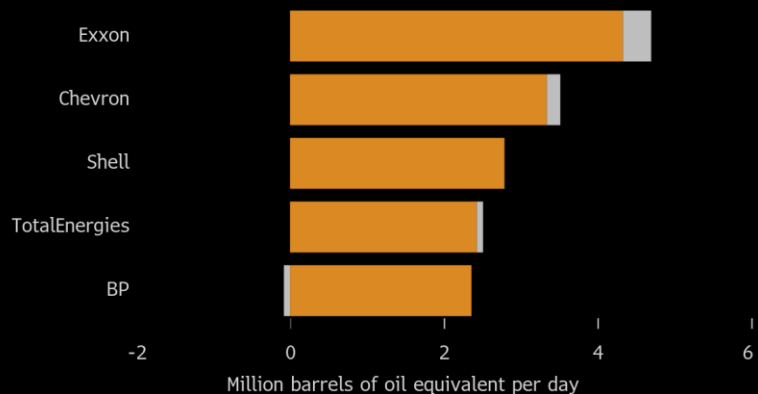
资料来源：彭博，OPEC

- 石油巨头扩张预期不改：埃克森美孚公司、雪佛龙公司、壳牌公司和道达尔能源公司在公布第一季度业绩时，均维持了各自的资本支出计划，埃克森美孚和雪佛龙重申了今年分别增产约7%和9%的计划。英国石油公司在埃利奥特投资管理公司的压力下削减了支出。
- 彭博追踪的12家美国独立油气生产商的产量指引（占美国原油产量的24%）显示。随着WTI接近每桶60美元，最新目标是每天316万桶，较前期减少1.4万桶或0.4%。
- 但一些产量较低或成本较高的美国石油公司可能面临减产的风险。彭博的模型显示，巴肯地区的盈亏平衡油价为每桶57.4美元，是页岩油边际成本。

Big Oil Production Targets

Three of the five oil majors plan significant growth despite low prices

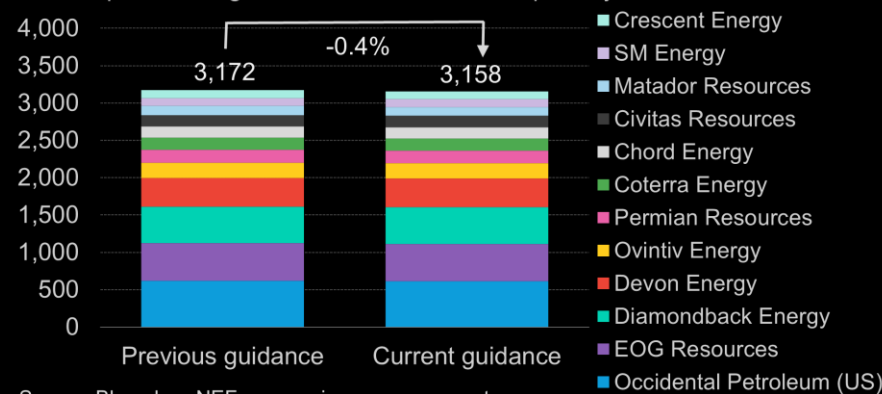
■ 2024 ■ 2025



Source: Analysts' estimates compiled by Bloomberg

Most Recent 2025 Production Guidance for 12 US Oil Companies Largely Intact

2025 oil production guidance, thousand barrels per day

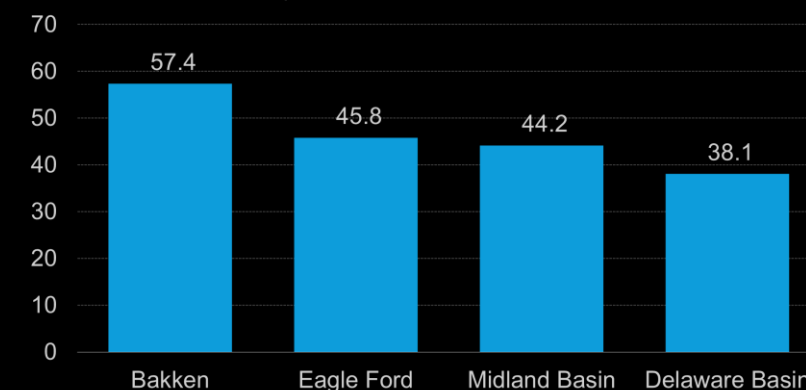


Source: BloombergNEF, companies announcements.

Note: Chart denotes mid-point of companies' announced production guidance.

Bakken Wells Require Higher Oil Price to Break Even

Estimated breakeven oil price, \$ a barrel



Source: BloombergNEF estimates, Enverus, companies data.

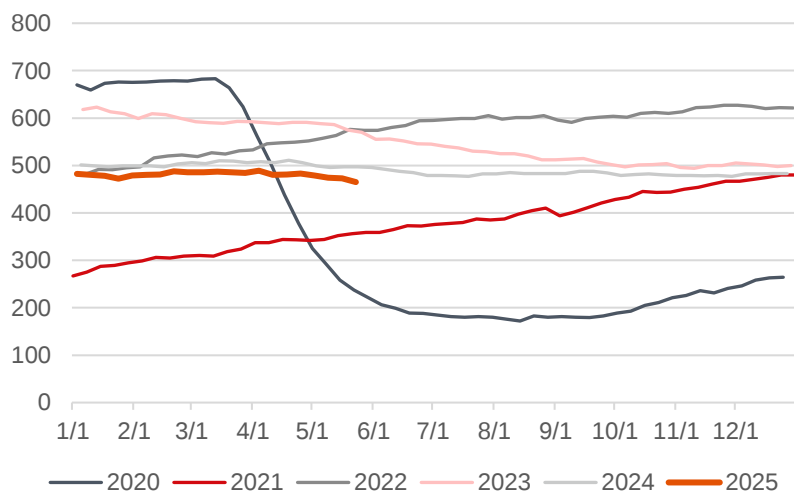
Note: Breakeven estimates for incremental well costs. Assumes 15% after-tax IRR.

■ 资料来源：达拉斯联储，IEA，路透

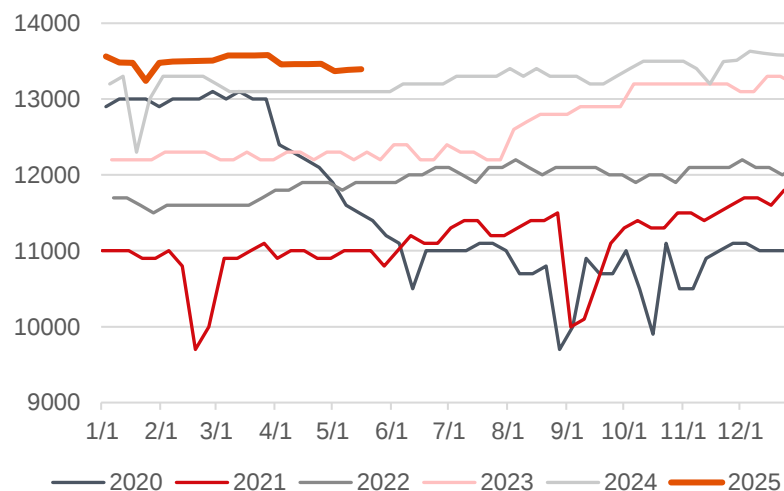
供应：美国原油钻机数持续下降

- 5月23当周，美国原油活跃钻机数环比-8至465台，钻机数持续下降。
- 5月16日当周，美国原油产量1339.2万桶/日，环比上升5千桶/日，比去年同期增加29.2万桶/日。

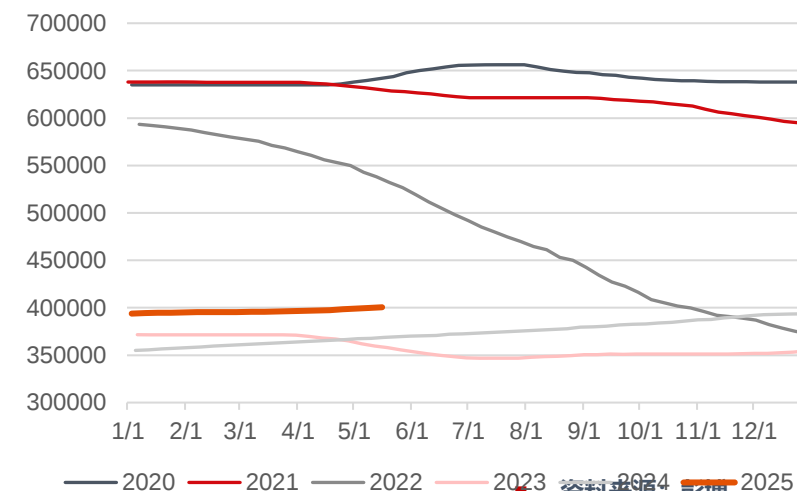
美国原油活跃钻机数：台



美国原油产量：千桶/日



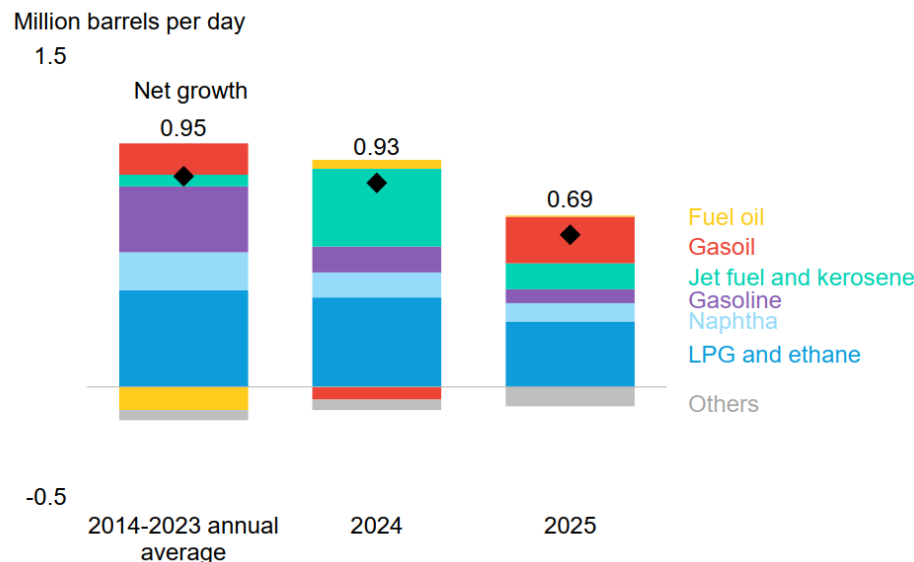
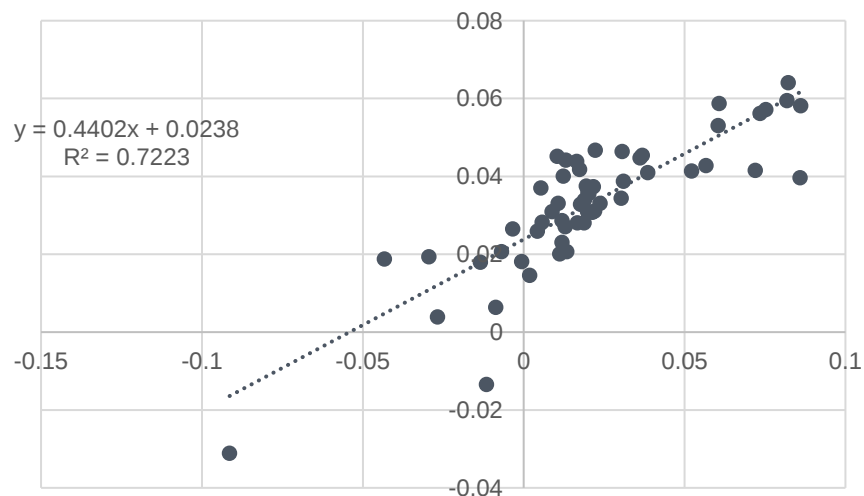
美国原油战略库存



需求：能耗强度下降叠加贸易冲突风险限制石油需求增速

- 从长周期看，石油需求增速与全球经济增速呈现正相关关系。2024年以后，全球经济增速放缓，石油需求增速下降到1%左右。
- 2025年特朗普上台后大规模加征关税，使得经济前景蒙上阴影，4月后，机构普遍将2025年石油需求增速下调至100万桶/日以内。
- 从结构上看，随着新能源的替代逐渐增加，传统交通燃料用油需求持续下降，石油需求增长主要由化工原料（石脑油、NGL）贡献。

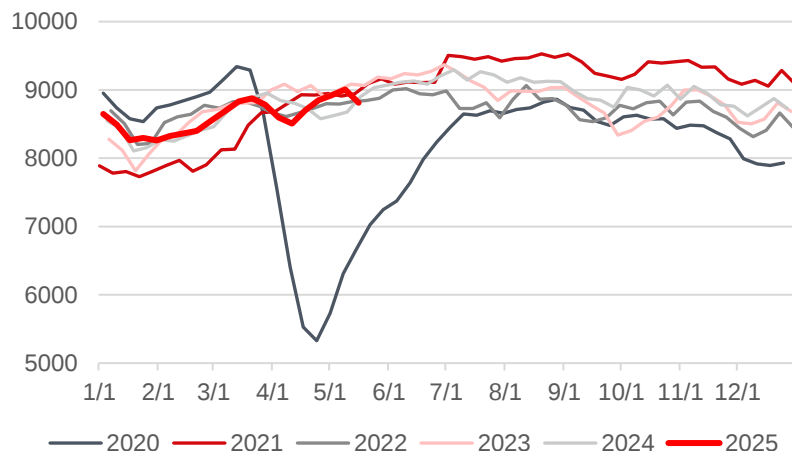
石油消费增速vs全球GDP增速



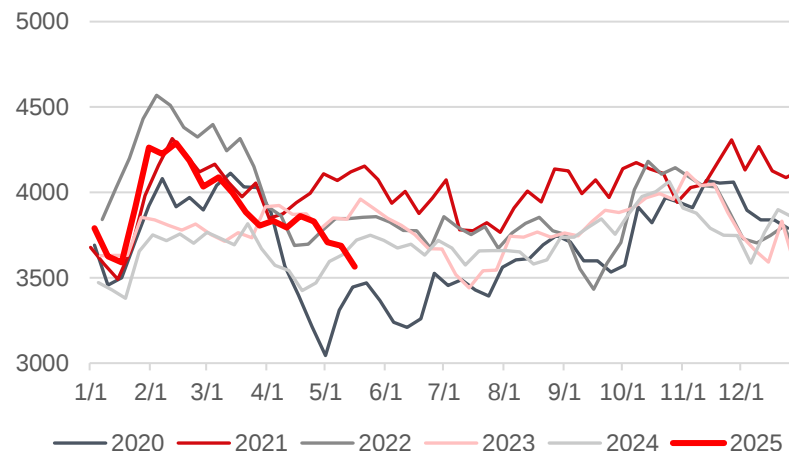
■ 资料来源：彭博，IEA

需求：美国油品消费平稳，去库格局仍能维持

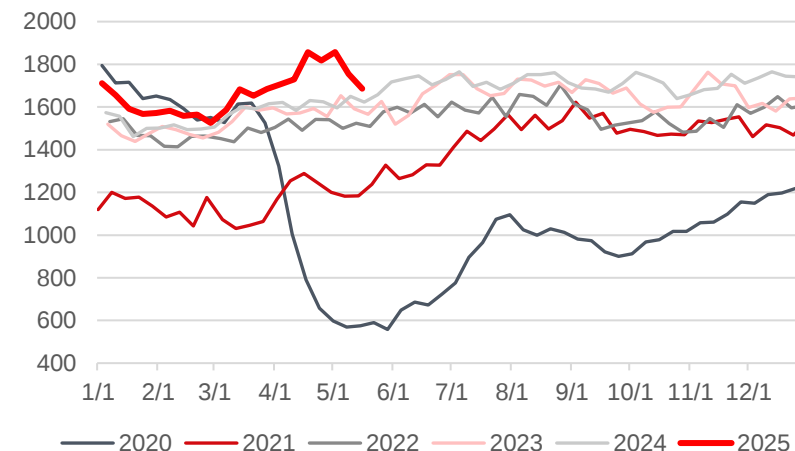
美国汽油需求MA4



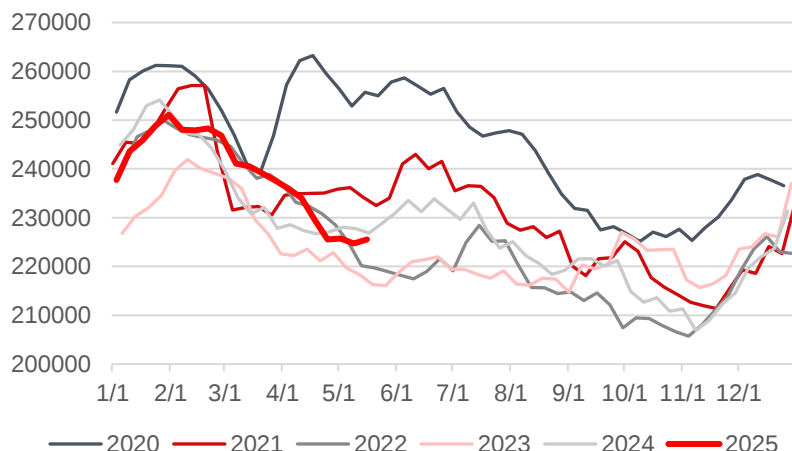
美国馏分油需求MA4



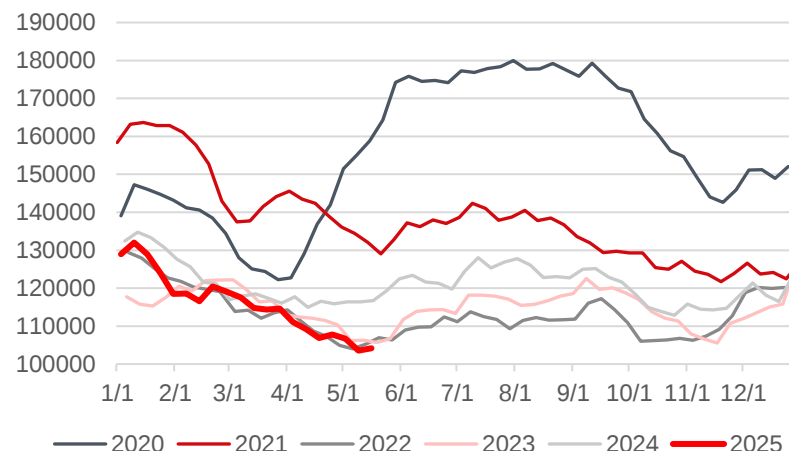
美国航煤需求MA4



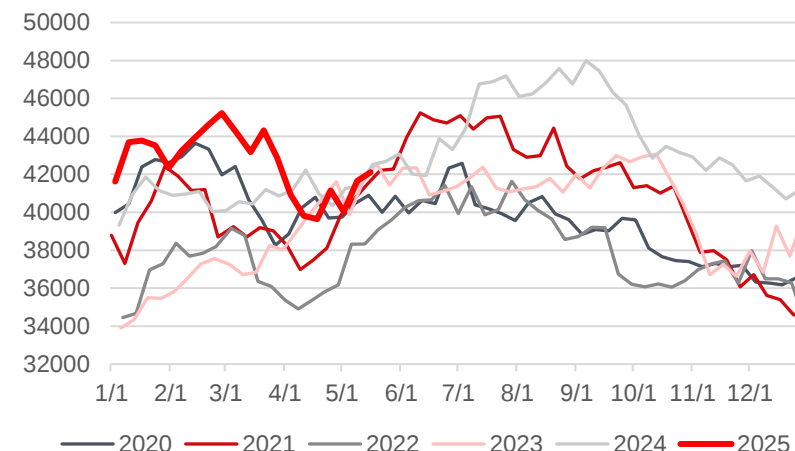
美国汽油库存



美国馏分油库存

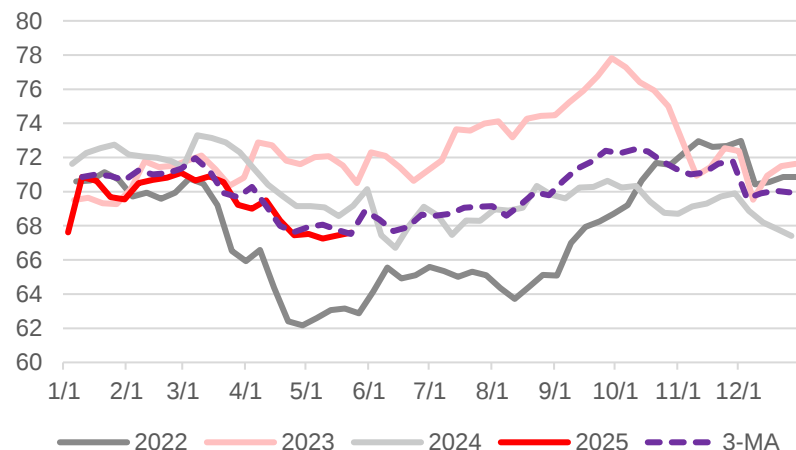


美国航煤库存

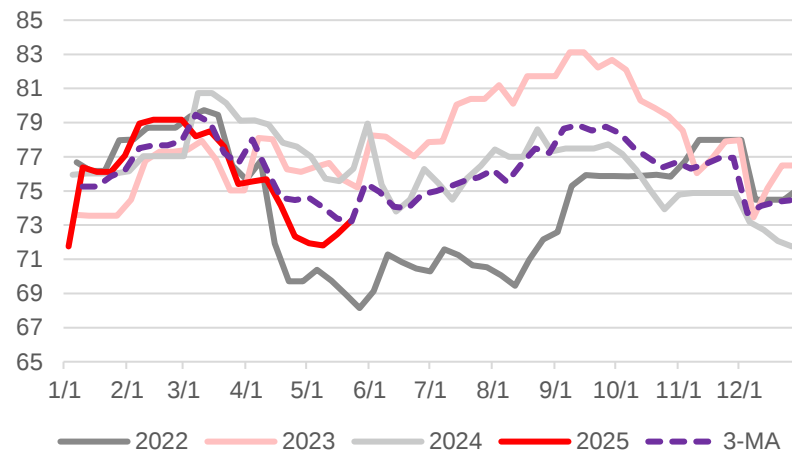


需求：中国炼厂开工同比下降，主营地炼节奏分化

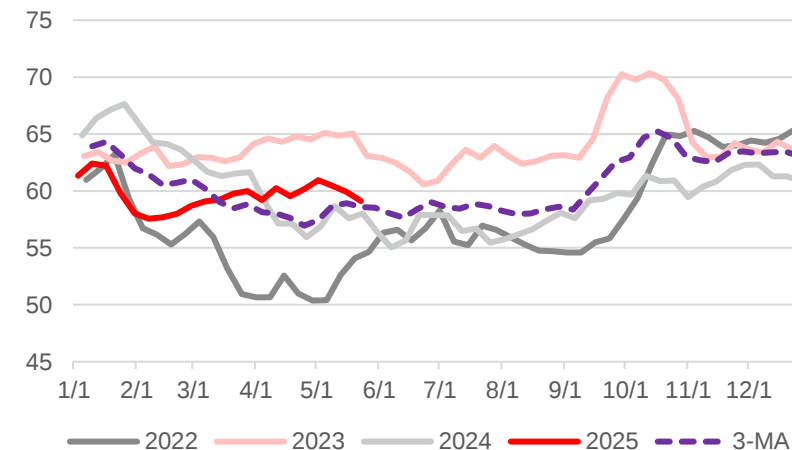
中国 常减压 开工率



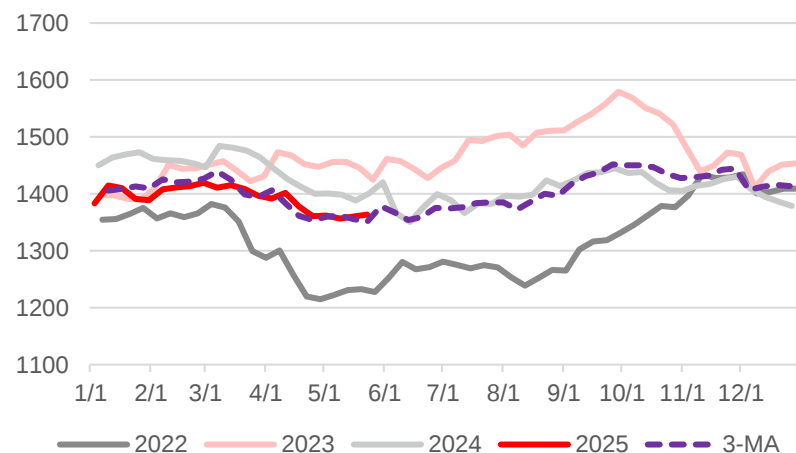
主营炼厂 开工率



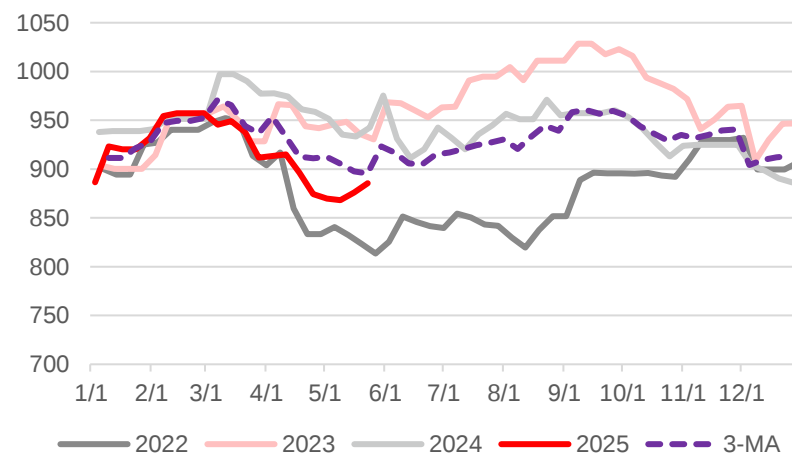
独立炼厂 开工率



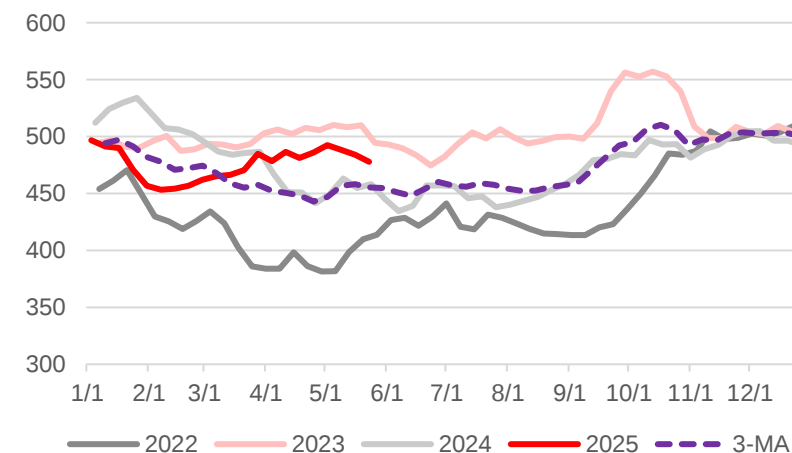
原油 加工量 万吨



主营炼厂 原油加工量 万吨



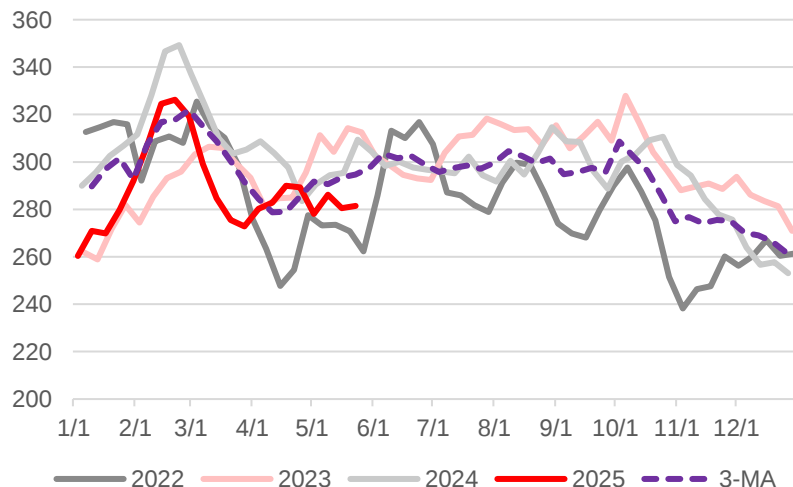
地炼 原油加工量 万吨



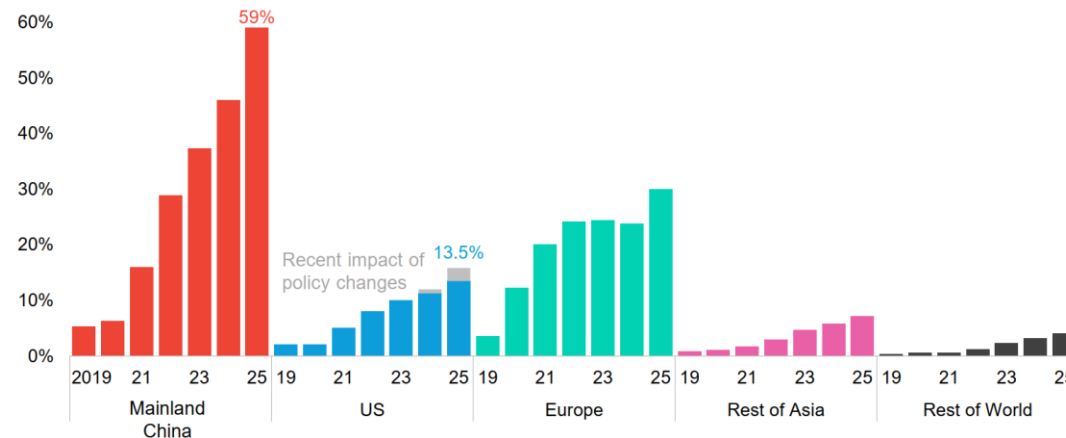
需求：中国汽油缺乏增长空间

- 2024年中国新能源汽车渗透率超过45%，2025年预计达到59%。出行需求的增长将被新能源的使用充分替代，使得中国汽油需求增长停滞，需求节奏主要由天气、假期出行强度影响。

汽油 消费 万吨 4周平均



EV share of new passenger-vehicle sales
乘用车新车销售中新能源汽车占比



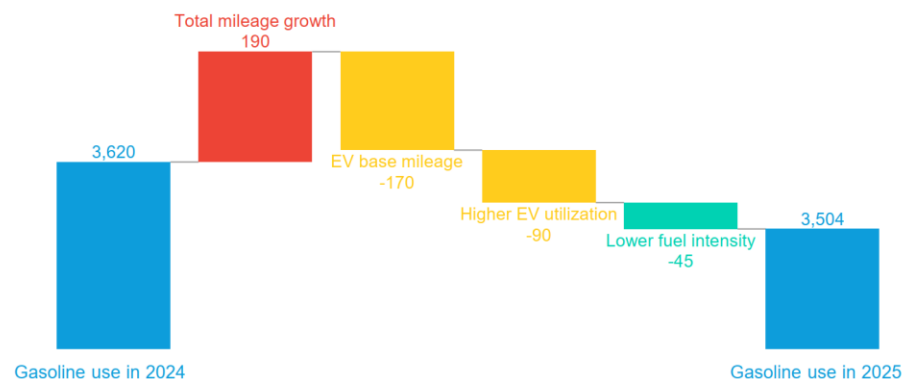
Source: BloombergNEF

Note: Europe includes the EU, the UK and European Free Trade Association (EFTA) countries. EV includes battery EVs and plug-in hybrid EVs.

China's gasoline demand drivers from 2024 to 2025

2024-2025年中国汽油需求的驱动因素

Thousand barrels per day

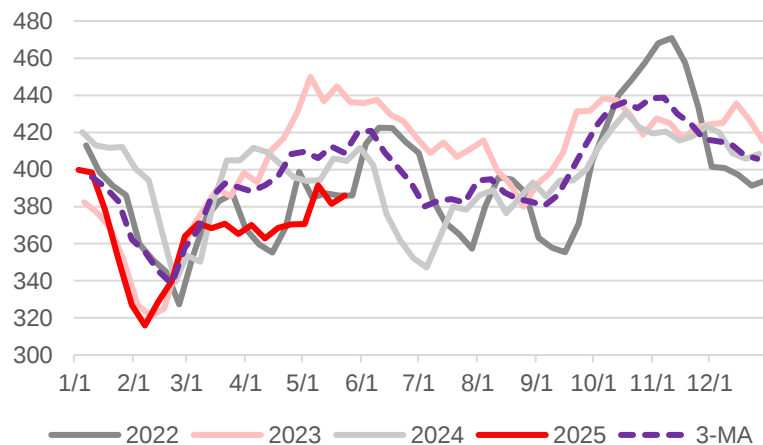


Source: BloombergNEF. Note: "EV base mileage" refers to the gasoline demand displaced if EVs had the same annual mileage as gasoline cars.

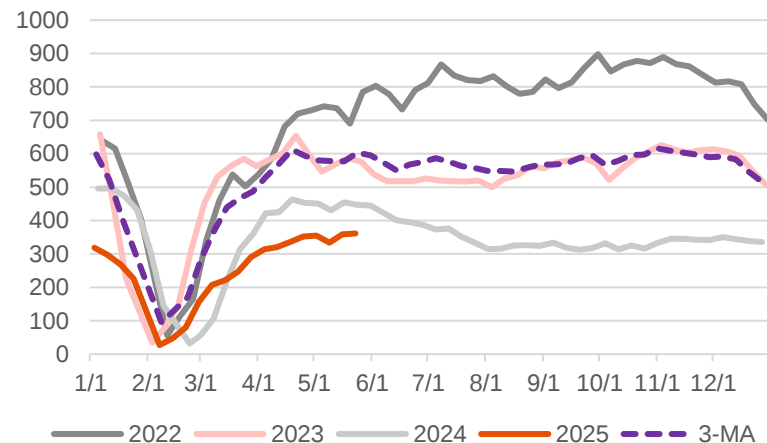
IEA, 上海钢联

需求：中国柴油需求表现同比偏弱，年中淡季临近

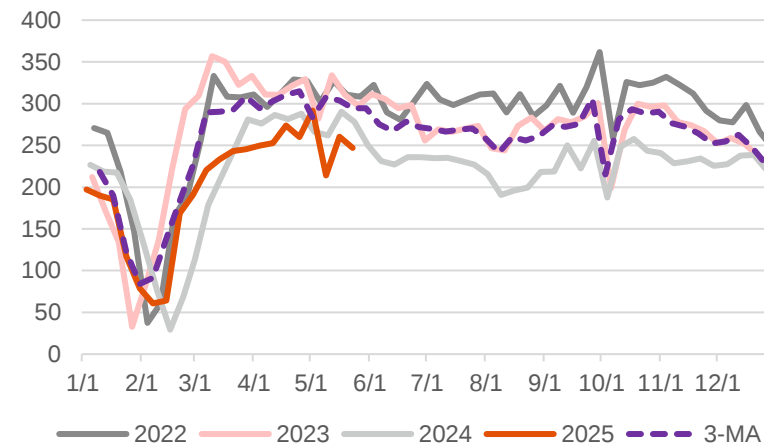
柴油 消费 万吨 4周平均



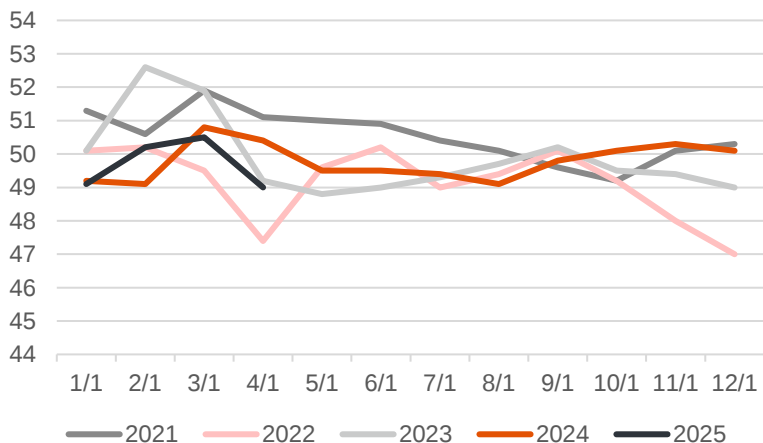
水泥 出库量 万吨



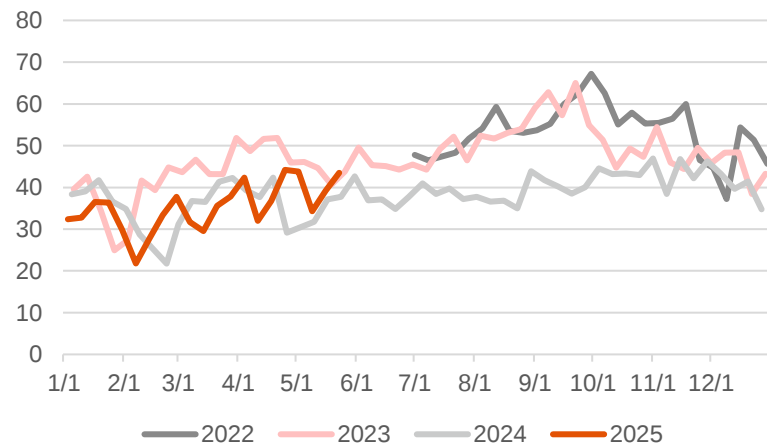
螺纹钢 消费量 万吨



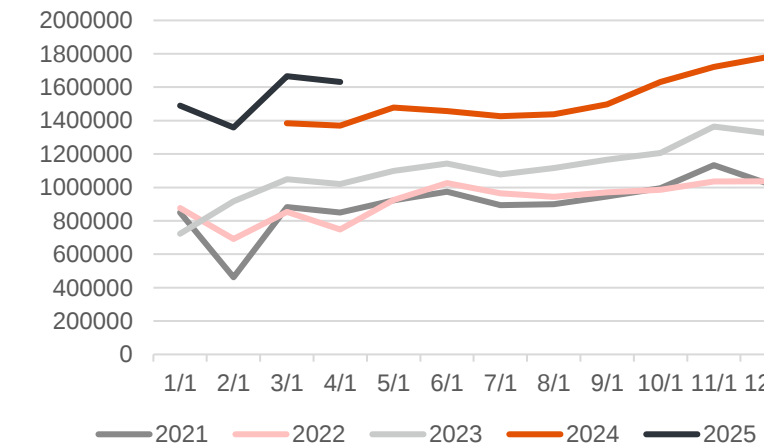
中国制造业PMI



沥青 出库量 万吨

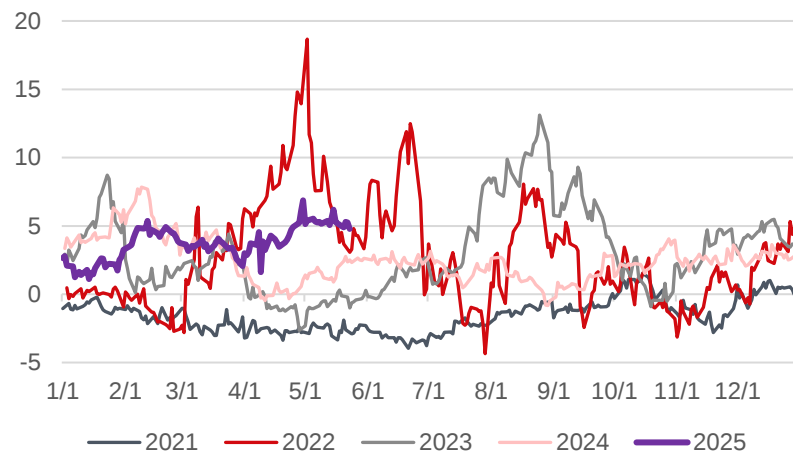


中国 快递业务量 万件

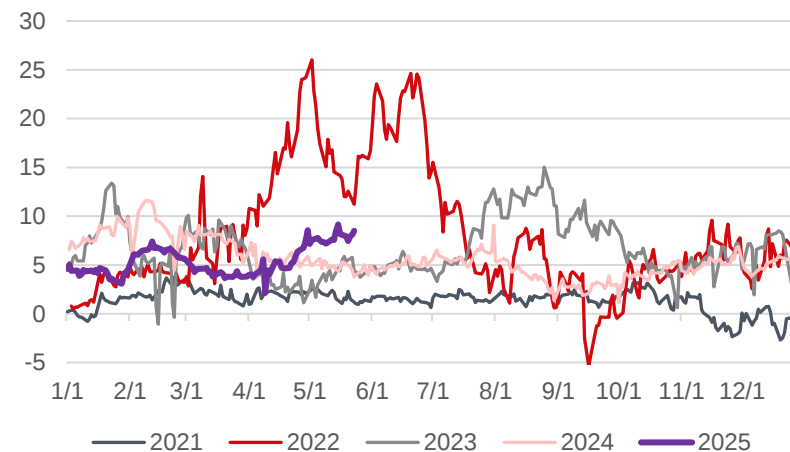


利润：油价下跌助推炼厂利润回升

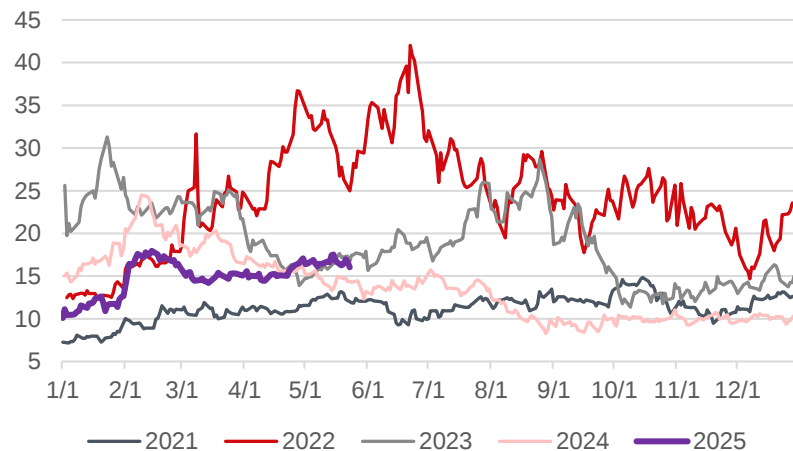
西北欧简单型炼厂利润 (美金/桶)



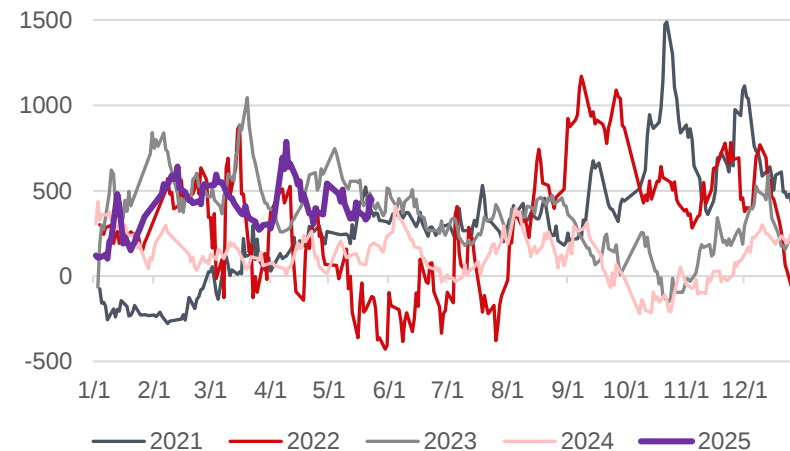
亚太加氢裂化炼厂利润 (美金/桶)



美湾焦化型炼厂利润 (美金/桶)



中国成品油炼厂综合利润 (元/吨)

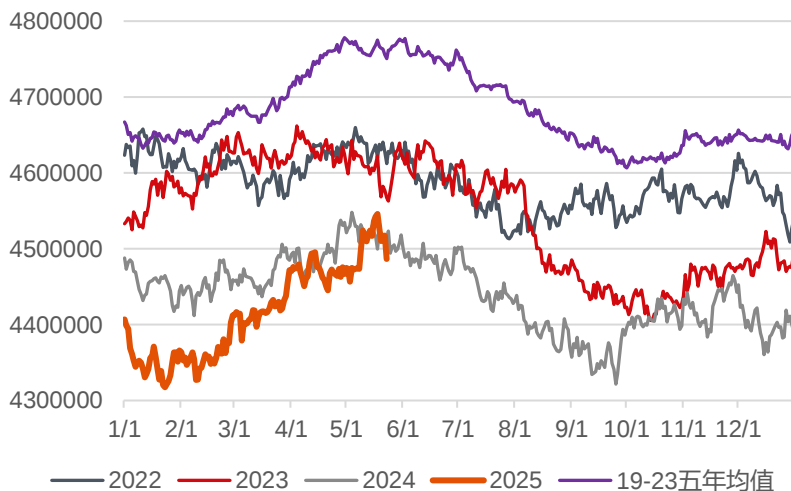


资料来源：彭博，钢联

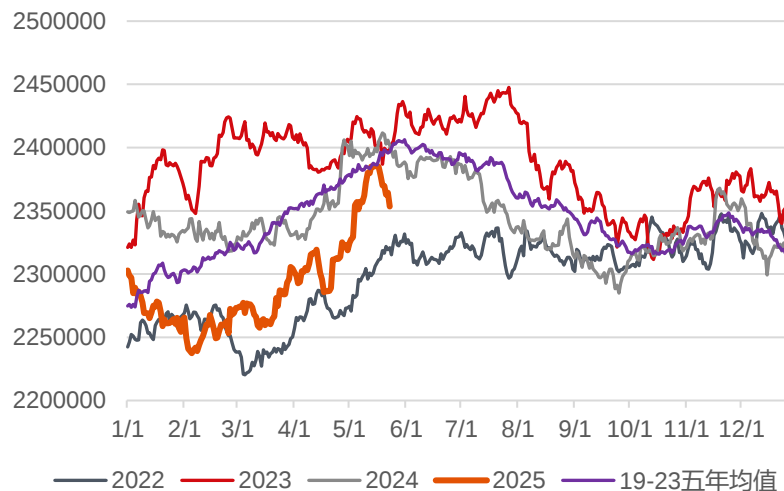
库存：5月下旬库存下降，商业库存跌落五年均值

- Kpler数据显示，2024年12月底全球原油库存同比下降10067万桶，全年去库27.6万桶/日。
- 1季度全口径库存累库68.8万桶/日，2季度截止5月16日，全球卫星库存累库83.9万桶/日。
- 5月下旬库存再度回落，商业岸罐库存跌至五年均值下方。

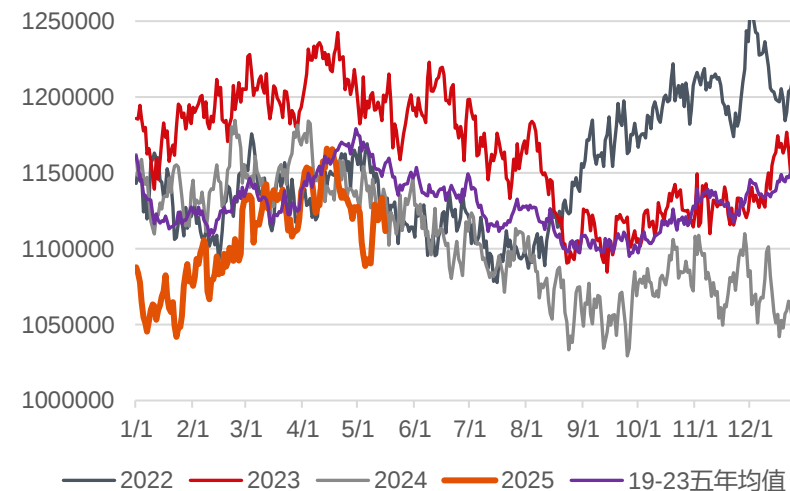
全球原油总库存：千桶



全球原油商业岸罐库存：千桶



全球原油水上库存：千桶

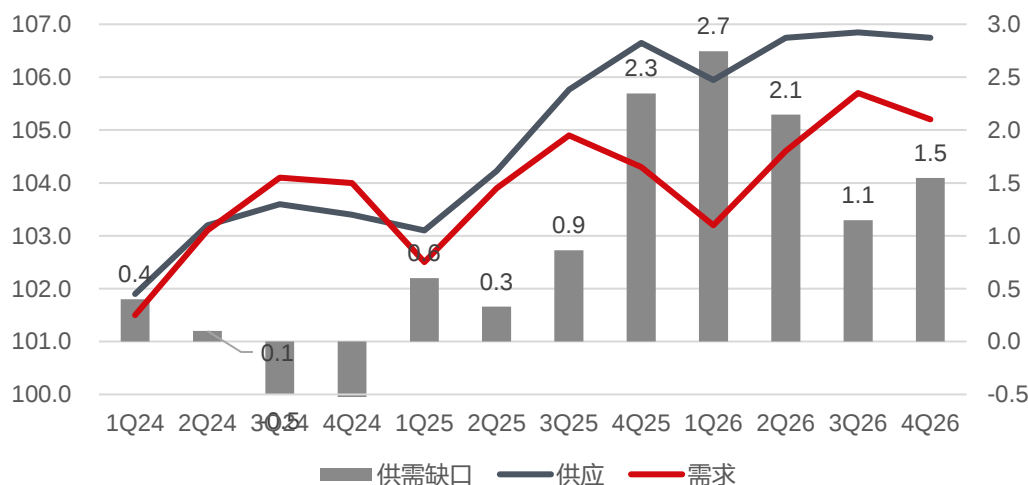


■ 资料来源：Kpler

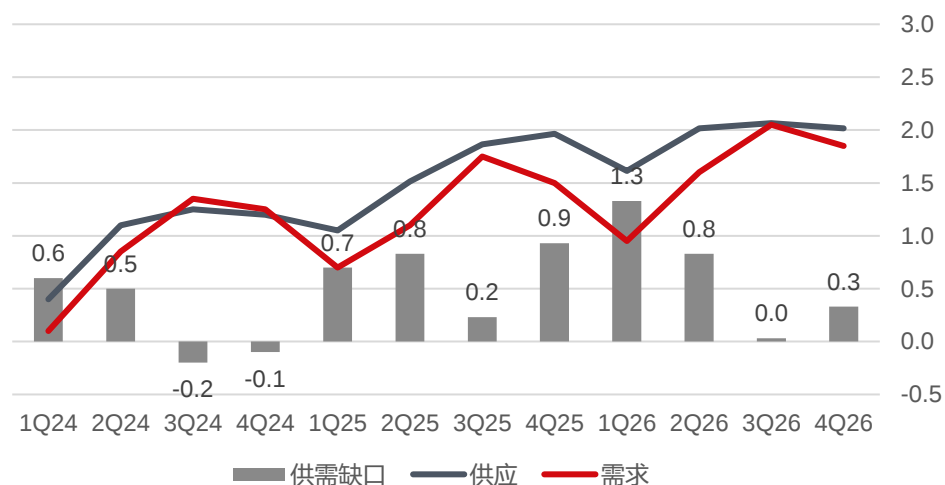
平衡：OPEC+仍有能力调整平衡

- IEA在5月报中上调了2025年和2026年全球石油需求增长预测，理由是宏观经济预测改善以及油价下降的影响。将2025年全球石油消费增长的预测上调了2万桶/日至74万桶/日。
- IEA在5月报中仅考虑了OPEC+在2季度增产的情况，但依旧假设2季度后继续延长减产，预计全年供应增长161万桶/日，较上个月上修41万桶/日，主要由于OPEC+开始增产，同时再次下调了对美国供应增长的预测。
- IEA预计2025年供需将过剩73万桶/日，2026年达到93万桶/日。
- 若OPEC+减产在7月份加速增产，则4季度将面临较大的供应压力，若OPEC从8月份暂停减产，则年底平衡仍有博弈空间。

IEA 5月平衡表调整-OPEC加速增产版



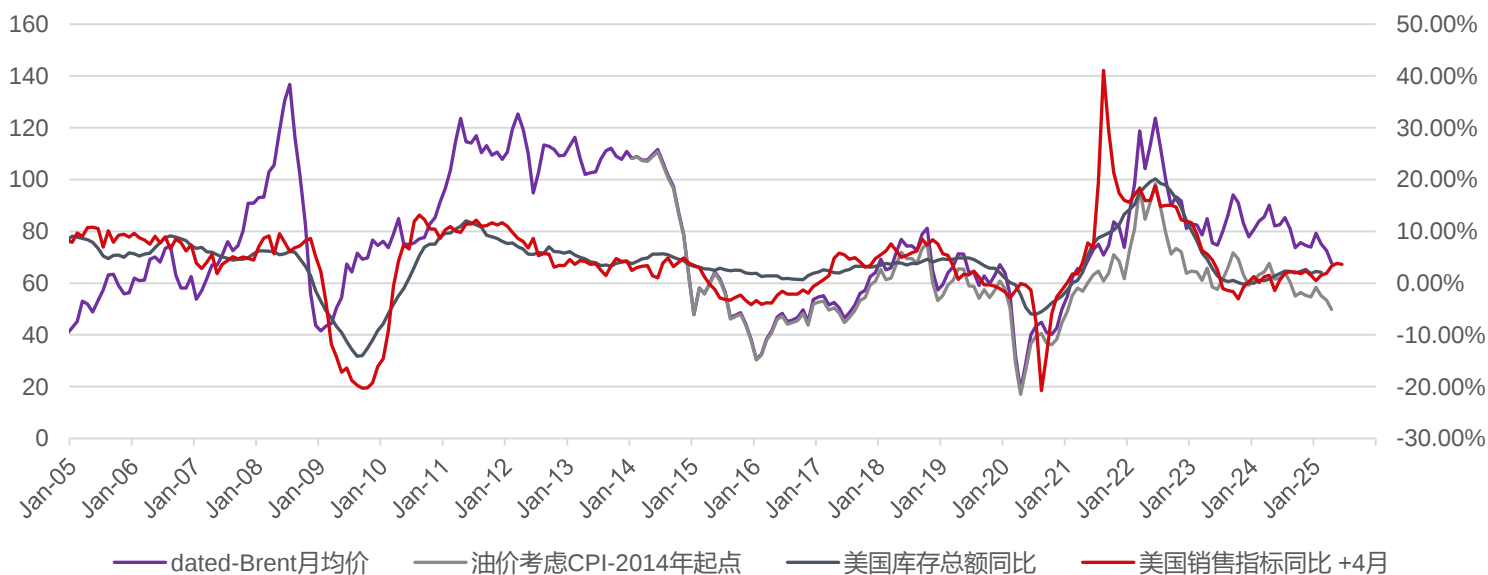
IEA 5月平衡表调整OPEC暂停增产版



资料来源：IEA, EIA, OPEC, 彭博

估值：近端经济韧性仍存，远期存在不确定性

- 5月份以来美国经济数据喜忧参半，就业市场相对健康，美国经济仍具韧性。
- 2025年5月12日，中美发表联合声明，双方承诺暂停、下调部分关税。关税冲突暂时放缓，衰退预期短期证伪。
- 2季度美国尚处于本轮库存周期顶部，上行动力有限，下行趋势尚未确认。
- 油价在年初以来持续下跌，估值已经相对偏低。



■ 资料来源：万得，彭博，银河期货

- 4月份以来，当前市场担忧关税冲突带来的衰退风险，以及OPEC+增产带来的供应端大幅过剩，使得原油估值处于低位。
- 中美谈判利好超出市场预期，宏观利空出尽，衰退预期证伪，原油在前低位置存在一定支撑。
- OPEC已经表现出“价格战”的意愿，油价面临供应端持续增长的压力。
- 3季度，伊朗、委内预计仍处于制裁状态；哈国的tengiz油田产能见顶，供应边际变量在沙特手中，边际产能看页岩油的Bakken。
- 若2季度油价持续维持低位，3季度旺季中页岩油钻井活动缩减叠加飓风季强度高于平均，供应弹性受限，油价存在阶段性上行驱动。
- 需求中性的情况下，三季度OPEC+若能放缓增产节奏，则未来市场仍有可能呈现弱平衡而非大幅过剩，油价仍有较多可博弈的空间。

■ 作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

■ 免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。



童川 大宗商品研究所

从业资格号：F3071222

投资咨询从业证书号：Z0017010

上海市虹口区东大名路501号上海白玉兰广场28层

28th Floor, No.501 DongDaMing Road, Sinar Mas Plaza, Hongkou District, Shanghai, China

全国统一客服热线：400-886-7799

公司网址：www.yhqh.com.cn

致謝



银河期货微信公众号



下载银河期货APP
