

明年非欧佩克+国家新增产量即可满足市场需求，特朗普征税政策改变美洲石油贸易流

2024 年 11 月 29 日 星期五

兴证期货·研究咨询部

能源化工研究团队

内容提要

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

王其强

从业资格编号：F03087180

投资咨询编号：Z0016577

联系人

俞秉甫

从业资格编号：F03123867

yubf@xzfutures.com

11 月 28 日，欧佩克表示由于海湾峰会将于 12 月 1 日在科威特举行，原油产量政策会议时间将从 12 月 1 日延期至 12 月 5 日。此次会议将指引该集团明年的投产计划，对预测明年全球原油供需平衡起到关键作用。预计未来几个交易日（在欧佩克会议开始前），市场可能进入观望状态，原油走势偏向震荡。关于此次会议可能发生的结果以及后续对市场影响，有以下三种情景假设。基准情景下，欧佩克+集团宣布再次推迟增产计划一至三个月。这种情形基本符合目前市场的预期，预计市场不会有太大反应。参考 11 月 3 日和 9 月 5 日欧佩克两次宣布短暂推迟增产后的市场反应，油价并没有出现明显走强。乐观情景下，欧佩克+宣布推迟增产计划半年以上甚至考虑全年不增产。出现上述情景的可能性较低，因为欧佩克的政策更多是动态调整，集团大概率不会在下周急于做出这么长时间的产量规划。无论如何，在下周的会议中，若欧佩克表达了类似“希望长期不增产”的观点或宣布推迟增产的时间线晚于市场预期的话，短期油价可能会走强。悲观情景下，欧佩克维持明年 1 月开始增产，或是集团内部无法达成一致意见，部分成员拒绝推迟增产，油价将面临下行风险。

参考两大能源机构的数据，EIA 和 IEA 预计 2025 年非 OPEC+国家原油供应将分别增加 140 万桶/日和 150 万桶/日。除美国外，明年非 OPEC+部分的供应增量主要来自巴西、圭亚那、加拿大和挪威这 4 个国家。巴西预计明年供应将增加约 20 万桶/日，其增量主要来自近两年开始投产的 FPSO（浮式生产储油卸油装置）项目。圭亚那预计明年供应将增加约 24 万桶/日。与巴西的情况类似，近年来圭亚那石油产量的增加也得益于 FPSO 项目的投建。加拿大预计明年供应将增加约 22 万桶/日，这主要得益于 TMX 管道项目的完成。挪威预计明年供应将增加约 17 万桶/日，这主要因为 Johan Castberg 项目的产量会持续增加，此外挪威 NGL 的产量也有望提升。

11 月 25 日，特朗普在其社交媒体上宣称将在上任第一天对墨西哥、加拿大的商品加征 25%关税，其中对加拿大和墨西哥的关税计划不会豁免原油。若特朗普开始执行对墨西哥和加拿大的征税政策，这会对加拿大原油出口造成直接影响。未来加拿大 TMX 项目的经济性会受到损害，加拿大方面不得不转向出口更多原油至亚太地区。而对美国而言，美国炼厂可能会从拉丁美洲寻求加拿大重质含硫原油的替代品，这可能直接利好巴西和圭亚那两国的石油产业。最后，从全球视角来看，特朗普征税政策对全球供应总量的冲击较为有限，其主要驱动区域贸易流向的改变。

报告目录

1. 欧佩克推迟原油产量政策会议，市场预期欧佩克可能会继续推迟增产	4
2. 2025 年预计非 OPEC+国家供应增加 140-150 万桶/日	6
3. 特朗普对加拿大原油加征 25%关税可能将改变美洲石油贸易流	8
4. 总结	11

图表目录

图表 1: 9 月 5 日和 11 月 3 日，在欧佩克两次宣布短暂推迟增产后，油价并没有出现明显走强	5
图表 2: 巴西原油产量及预测（百万桶/日）	6
图表 3: 圭亚那原油产量及预测（百万桶/日）	6
图表 4: 加拿大原油产量及预测（百万桶/日）	7
图表 5: 挪威原油产量及预测（百万桶/日）	7
图表 6: 加拿大 TMX 管道项目地图	10
图表 7: 加拿大-美国原油出口量（百万桶/日）	10

1. 欧佩克推迟原油产量政策会议，市场预期欧佩克可能会继续推迟增产

11月28日，欧佩克表示由于海湾峰会将于12月1日在科威特举行，原油产量政策会议时间将从12月1日延期至12月5日。此次会议将指引该集团明年的投产计划，对预测明年全球原油供需平衡起到关键作用。预计未来几个交易日（在欧佩克会议开始前），市场可能进入观望状态，原油走势偏向震荡。关于此次会议可能发生的结果以及后续对市场影响，有以下三种情景假设。

基准情景下，欧佩克+集团宣布再次推迟增产计划一至三个月。这种情形基本符合目前市场的预期，本周市场传闻欧佩克内部已经在讨论推迟增产的方案，同时国际金融机构和大型贸易公司也普遍预测欧佩克会推迟增产1个季度左右。从基本面角度看，明年全球原油需求大概率维持自然增长，不太可能出现新的爆发性需求增加。一方面，由于当前全球经济活动已恢复至疫情前水平，往后石油消费将不会出现过去两年疫情刚恢复后的修复性增长。另一方面，新能源车以及LNG卡车的普及已经对传统燃料造成了冲击，包括中国在内的一些市场石油燃料消费增速开始放缓。供应端，在不考虑欧佩克+国家的情况下，非欧佩克+国家的新增投产计划预计可以增加超100万桶/日的产量。这部分主要包括美国二叠纪页岩油生产效率提升带来的增产、巴西和圭亚那新建FPSO项目带来的产能释放以及加拿大TMX管道项目运营后带来的产量提升。因此，目前的平衡表显示欧佩克+的增产会导致明年供应过剩，市场期待集团可以再度推迟增产计划。若发生基准情景，预计市场不会有太大反应。参考11月3日和9月5日欧佩克两次宣布短暂推迟增产后的市场反应，油价并没有出现明显走强。

乐观情景下，欧佩克+宣布推迟增产计划半年以上甚至考虑全年不增产。出现上述情景的可能性较低，因为欧佩克的政策更多是动态调整，集团大概率不会在下周急于做出这么长时间的产量规划。即使明年欧佩克真的全年不增产，从实际情况来看，比较可能出现的情景是集团先宣布短期推迟增产，后续再不断推迟至年底。无论如何，在下周的会议中，若欧佩克表达了类似“希望长期不增产”的观点或宣布推迟增产的时间线晚于市场预期的话，短期油价可能会走强。

最后，悲观情景下，欧佩克维持明年 1 月开始增产或是集团内部无法达成一致意见，部分成员拒绝推迟增产。在这种情况下，油价可能会出现下行风险。考虑到当下预测的明年平衡表，市场不需要欧佩克增加过多的产量，任何超预期的增产都可能导致油价的趋势下行。

从本周的市场表现来看，本周油价较上周出现明显回调，主要因为中东地缘溢价持续回落。本周美国总统拜登表示，以色列和黎巴嫩真主党在美国和法国斡旋后达成了停火协议，双方之间的停火已于本周三生效。基本面角度，本周 EIA 数据显示美国商品原油库存超预期减少 184.4 万桶，但下游成品油库存超预期增加，周度数据小幅利多市场。同时，市场传闻欧佩克可能再度推迟增产的消息使得油价短期止跌。需要注意的是，在停火协议生效后，本周四以色列军方称其空军袭击了黎巴嫩南部真主党用来储存中程火箭弹的设施，以色列和黎巴嫩双方仍在相互指责对方违反停火协议。尽管本周中东地缘风险大幅下降，但短期仍有可能爆发地缘冲突，驱动油价冲高。长期看，目前市场的焦点主要集中在下周欧佩克的原油产量政策会议上，若欧佩克无法给出市场预期的回答，即无法推迟增产计划，原油市场仍面临下行的压力。

图表 1： 9 月 5 日和 11 月 3 日，在欧佩克两次宣布短暂推迟增产后，油价并没有出现明显走强

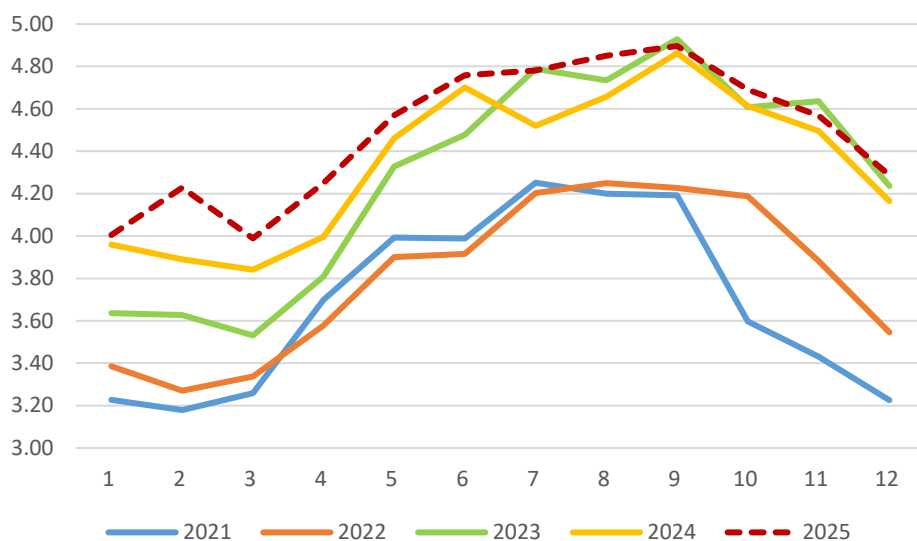


数据来源：EIA，兴证期货研究咨询部

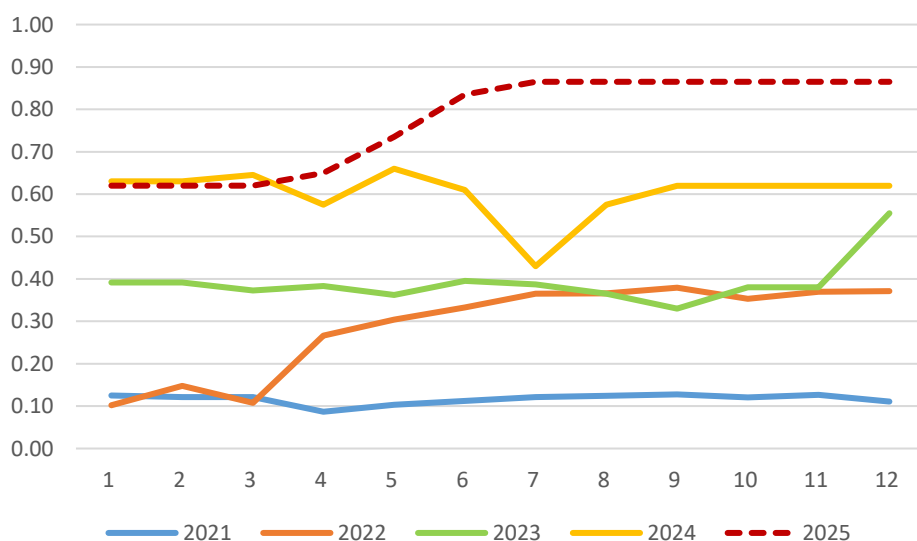
2. 2025 年预计非 OPEC+国家供应增加 140-150 万桶/日

参考两大能源机构的数据，EIA 和 IEA 预计 2025 年非 OPEC+国家原油供应将分别增加 140 万桶/日和 150 万桶/日。除美国外，明年非 OPEC+部分的供应增量主要来自巴西、圭亚那、加拿大和挪威这 4 个国家。

图表 2：巴西原油产量及预测（百万桶/日）

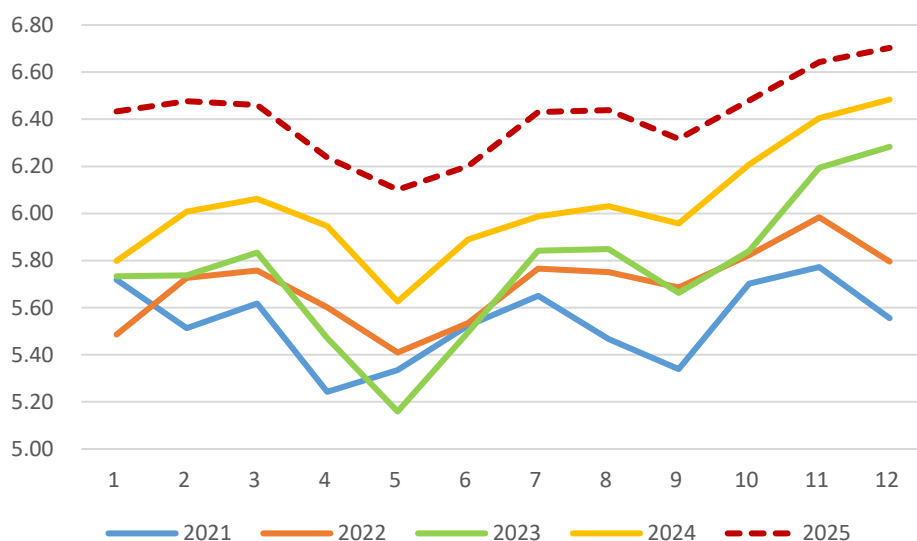


图表 3：圭亚那原油产量及预测（百万桶/日）

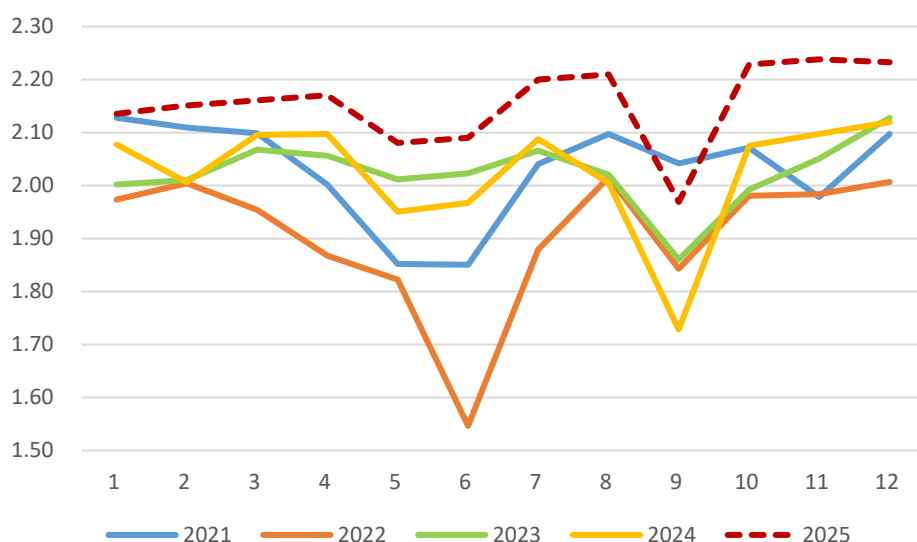


数据来源：EIA, 兴证期货研究咨询部

图表 4：加拿大原油产量及预测（百万桶/日）



图表 5：挪威原油产量及预测（百万桶/日）



数据来源：EIA, 兴证期货研究咨询部

巴西预计明年供应将增加约 20 万桶/日，其增量主要来自近两年开始投产的 FPSO（浮式生产储油卸油装置）项目。巴西计划在 2025 年之前完成建造 4 艘新的 FPSO，除了 2024 年上线的 30 万桶/日的产能外，明年的投产将在 2025 年 12 月之前再增加 80 万桶/日的新产能。尽管未来两年的投产会带来近 100 万桶/日的最大产能，但当前巴西新 FPSO 的产能利用率仍然偏低，预计在明年开始逐步投产后，新增产量仍无法实现最大产能。具体来看，2025 年巴西在建的投产项目共有 5 个，分别为 IPB（最大产能 10 万桶/日）、Bacalhau（最大产能 22 万桶/日）、

Mero4（最大产能 18 万桶/日）、Buzios 6（最大产能 18 万桶/日）和 Buzios 7（最大产能 22 万桶/日）。明年巴西的产量变化主要关注上述投产项目的进度以及产能利用率。

圭亚那预计明年供应将增加约 24 万桶/日。与巴西的情况类似，近年来圭亚那石油产量的增加也得益于 FPSO 项目的投建。截至 11 月中旬，圭亚那和埃克森美孚牵头的财团已经在 Stabroek 区块运营了三艘 FPSO，当前的产能利用率为 95%。明年将计划投产第四艘 FPSO，预计将增加 25 万桶/日的产能。考虑到圭亚那新投产项目的产能利用率普遍较高，预计明年供应增量将接近新增产能。

加拿大预计明年供应将增加约 22 万桶/日，这主要得益于 TMX 管道项目的完成。在阿尔伯塔省油砂投产的推动下，过去 10 年加拿大的原油产量趋势上行，但在近两年该地区的增长开始出现放缓，这主要因为产量的增加使得当地管道运输量达到上限，限制了将加拿大原油运往美国墨西哥湾沿岸炼厂的能力。TMX 管道项目在今年 5 月份正式投产，预计将增加约 60 万桶/日的运力，缓解当地出口的瓶颈。因此，预计 2025 年加拿大油砂产量可以恢复趋势增长状态。挪威预计明年供应将增加约 17 万桶/日，这主要因为 Johan Castberg 项目的产量会持续增加，此外挪威 NGL 的产量也有望提升。

综合来看，明年非 OPEC+国家（除美国外）的供应增量将达成近 100 万桶/日。同时，需求端，由于全球经济活动已恢复至疫情前水平，明年石油消费将大概率不会出现过去两年疫情刚恢复后的爆发性增长。在基准状态下，若明年全球石油需求恢复约 100 万桶/日的自然增速，非 OPEC+端的新增产量即可以满足市场的需求。若明年 OPEC+集团选择增产，大概率将导致市场出现供应偏过剩的状态。因此，当前的基本面及油价表现给 OPEC+集团带来压力，他们需要重新讨论是否坚持从明年 1 月份开始增产。

3. 特朗普对加拿大原油加征 25%关税可能将改变美洲石油贸易流

11 月 25 日，特朗普在其社交媒体上宣称将在上任第一天对墨西哥、加拿大的商品加征 25% 关税，其中对加拿大和墨西哥的关税计划不会豁免原油。受到此消息影响，国际油价曾短线走强约 0.5 美金/桶，此后市场逐步恢复平静。总体上看，若特朗普最终落地上述征税政策，其主要影响加拿大至美国的原油流量。特别是在今年 5 月 TMX 管道投入运营以来，由于价格和地理

位置优势，美西炼厂增加了对加拿大重质含硫原油的采购。若未来关税导致加拿大重油价格上移，美西炼厂可能会需求拉丁美洲等地的替代品，从而改变美洲石油市场的贸易流。

从当前美洲的石油流向来看，加拿大是美国最重要的原油进口国。美国作为全球最大的原油生产国，仍保持着一定量的进口海外原油，其背后逻辑是美国炼厂具备加工处理低价重质含硫原油的能力。美国炼厂会通过进口海外更具经济性的重质含硫原油进行加工出售成品油从而实现利润最大化。加拿大阿尔伯塔省的油砂即是符合美国炼厂需求的高经济性重质含硫原油。过去几年，加拿大油砂产量逐步提升，但受限于管道能力的瓶颈，加拿大至美国的原油出口增长遇到了障碍。今年5月，加拿大 TMX 管道项目正式开始商业运营，7月美国从加拿大进口的原油量即刷新了历史新高，达到了430万桶/日。TMX 项目的运营将加拿大之前30万桶/日的产能扩大了两倍，这可以将加拿大阿尔伯塔省生产的更多原油输送到加拿大西海岸，再进行出口。

从高频数据上看，美国西海岸的炼油厂是加拿大新增出口量的主要买家。根据 Vortexa Analytics 的数据，6月至9月期间，美国西海岸占加拿大西部所有海上原油出口的一半以上，其余出口到亚洲目的地。根据 PSM 的数据，美国西海岸在2024年7月进口了49.8万桶/日的原油，创该地区历史新高，较2023年7月同比增长了115%。

若特朗普政府对加拿大原油加征25%的关税，可能会改变加拿大至美国原油流量不断增长的趋势。征税政策将提高 TMX 管道原油价格，使其不再具备经济性。加利福尼亚州地区的炼厂，如 Marathon、Chevron 和 Phillips66 都是目前加拿大原油的主要买家，未来一旦征税政策使得加拿大原油采购成本上升，可能会改变美西炼厂的采购方案。另一方面，因为 TMX 项目的投产使得加拿大出口能力大幅提升，若未来美国炼厂对加拿大原油的需求因关税而出现下降的话，加拿大方面可能转向出口更多原油至亚太市场。

同时，征税政策可能会导致拉丁美洲至美国原油流量的增加。由于受到 TMX 管道项目的竞争，拉丁美洲重质油种(如 Napo 和 Oriente 原油)的需求已经受到了挤压。在 TMX 管道运营的前六个月内，美国对 Napo 和 Oriente 原油的进口量下降了14%。特朗普的征税政策可能使美国对拉丁美洲原油的需求再次上行。尤其对于巴西和圭亚那两国，这两个国家得益于近几年 FPSO 项目的新建，未来原油产量将会持续提升，市场预期若征税导致进口加拿大原油的成本增加，美国炼厂更可能从巴西和圭亚那等美洲国家寻找加拿大重质含硫原油的替代品。

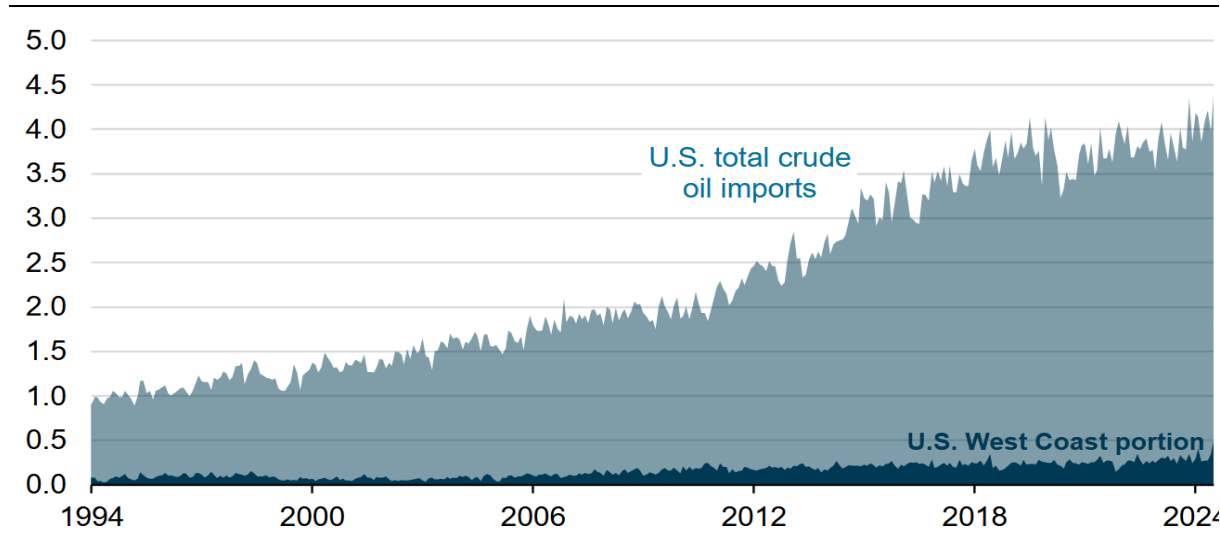
综合来看，若特朗普开始执行对墨西哥、加拿大的商品加征 25%关税的政策，这会对加拿大原油出口造成直接影响。未来加拿大 TMX 项目的经济性会受到影响，加拿大方面不得不转向出口更多原油至亚太地区。而对美国而言，美国炼厂可能会从拉丁美洲寻求加拿大重质含硫原油的替代品，这可能直接利好巴西和圭亚那两国的石油产业。最后，从全球视角来看，特朗普征税政策对全球供应总量的冲击较为有限，其主要驱动区域贸易流向的改变。

图表 6：加拿大 TMX 管道项目地图



数据来源：EIA, 兴证期货研究咨询部

图表 7：加拿大-美国原油出口量（百万桶/日）



数据来源：EIA, 兴证期货研究咨询部

4. 总结

11月28日，欧佩克表示由于海湾峰会将于12月1日在科威特举行，原油产量政策会议时间将从12月1日延期至12月5日。此次会议将指引该集团明年的投产计划，对预测明年全球原油供需平衡起到关键作用。预计未来几个交易日（在欧佩克会议开始前），市场可能进入观望状态，原油走势偏向震荡。关于此次会议可能发生的结果以及后续对市场影响，有以下三种情景假设。基准情景下，欧佩克+集团宣布再次推迟增产计划一至三个月。这种情形基本符合目前市场的预期，预计市场不会有太大反应。参考11月3日和9月5日欧佩克两次宣布短暂推迟增产后的市场反应，油价并没有出现明显走强。乐观情景下，欧佩克+宣布推迟增产计划半年以上甚至考虑全年不增产。出现上述情景的可能性较低，因为欧佩克的政策更多是动态调整，集团大概率不会在下周急于做出这么长时间的产量规划。无论如何，在下周的会议中，若欧佩克表达了类似“希望长期不增产”的观点或宣布推迟增产的时间线晚于市场预期的话，短期油价可能会走强。悲观情景下，欧佩克维持明年1月开始增产，或是集团内部无法达成一致意见，部分成员拒绝推迟增产，油价将面临下行风险。

参考两大能源机构的数据，EIA和IEA预计2025年非OPEC+国家原油供应将分别增加140万桶/日和150万桶/日。除美国外，明年非OPEC+部分的供应增量主要来自巴西、圭亚那、加拿大和挪威这4个国家。巴西预计明年供应将增加约20万桶/日，其增量主要来自近两年开始投产的FPSO（浮式生产储油卸油装置）项目。圭亚那预计明年供应将增加约24万桶/日。与巴西的情况类似，近年来圭亚那石油产量的增加也得益于FPSO项目的投建。加拿大预计明年供应将增加约22万桶/日，这主要得益于TMX管道项目的完成。挪威预计明年供应将增加约17万桶/日，这主要因为Johan Castberg项目的产量会持续增加，此外挪威NGL的产量也有望提升。

11月25日，特朗普在其社交媒体上宣称将在上任第一天对墨西哥、加拿大的商品加征25%关税，其中对加拿大和墨西哥的关税计划不会豁免原油。若特朗普开始执行对墨西哥和加拿大的征税政策，这会对加拿大原油出口造成直接影响。未来加拿大TMX项目的经济性会受到损害，加拿大方面不得不转向出口更多原油至亚太地区。而对美国而言，美国炼厂可能会从拉丁美洲寻求加拿大重质含硫原油的替代品，这可能直接利好巴西和圭亚那两国的石油产业。最后，从全球视角来看，特朗普征税政策对全球供应总量的冲击较为有限，其主要驱动区域贸易流向的改变。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，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。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾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

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货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独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。