

国联期货原油专题报告

2024年11月8日

国联期货研究所

研究所

交易咨询业务资格编号

证监许可[2011]1773号

分析师:

林菁

从业资格证号: F03109650

投资咨询号: Z0018461

联系人: 丁家吉

从业资格证号: F03117223

相关研究报告:

《芳烃产业链专题报告:
下游行业库存周期的演绎
与展望》

《芳烃与调油系列一——
从调油逻辑看芳烃紧缺》

《芳烃与调油系列二——
风口上的乙苯调油》

《探索算力对芳烃下游材
料的需求》

特朗普当选+鹰派降息，2025 油价影响几何？

➤ 摘要

供应方面，当前美国库存井数处于历史低位，页岩油生产商需要积极开采新钻井以提振总产量。由于高利率和单井产量较高，即使特朗普推动能源政策落地，油企增产的意愿也可能不高。机构预期明年美国供应增长或在 40-50 万桶/日左右。相较 OPEC 恢复的产量（约 220 万桶/日）及总闲置产能（超 500 万桶/日），美国增产影响较小。

总需求方面，利多因素在于美国和中国可能同时实施财政刺激政策；利空因素在于美国的贸易保护主义，或导致全球贸易量快速下滑，进而引起原油的需求下降。

施政策略方面，2025 年美国核心通胀存在居高不下的风险，特朗普政府选择压低油价，以压制整体通胀的策略，或是比较省力的选项。由此可能带来中东地缘风险的缓和。

美联储在 11 月亦表达对特朗普上任后美国再通胀的担忧，若未来利率下降空间较窄，长期或影响油企的资本支出意愿，短期长端利率继续回升或压制商品估值。

➤ 策略

我们维持对 2024 年四季度布伦特原油估值区间在 63-78 美元/桶的观点（不考虑地缘溢价）。2025 年布伦特原油或下跌至 40-50 美元/桶的页岩油成本区间。建议投资者在构建对冲策略时，原油期货以逢高空配为主。

➤ 风险点

美国通胀失控，中东以外的地缘冲突，全球工业需求共振复苏、新技术降低页岩油成本

目录

一、原油供需影响展望：	- 4 -
1.1 能源政策对页岩油供应如何传导？	- 4 -
1.2 总需求喜忧参半	- 5 -
二、施政策略影响展望：	- 6 -
2.1 压油价或为压通胀的最优解	- 6 -
2.2 中东地缘风险或降温	- 7 -
2.3 美联储与市场的新博弈	- 7 -

图表目录

图 1: 美国四大主要产区的单井产量 (桶/日)	- 5 -
图 2: 美国原油新钻井数&完井数&DUC 井数 (座)	- 5 -
图 3: 美国制造业投资规模 (左轴) & 同比增速 (右轴) (百亿美元, %)	- 5 -
图 4: 美国成屋库存 (左) 新房库存 (右) (万套)	- 6 -
图 5: 美国新房-成屋价差 (万美元)	- 6 -
图 6: 美国 30 年商业抵押贷款利率 (%)	- 7 -
图 7: 美国新房销售量季调 (千套)	- 7 -

一、原油供需影响展望：

1.1 能源政策对页岩油供应如何传导？

特朗普落实其能源政策的方法，大致有三：放松对油气勘探的审批，减免页岩油企业的税收，降低贷款利率。

回顾特朗普上一任期（2017-2020年），美国原油产量的同比增速自2017年二季度起由负转正，一路高速增长至2018年贸易战后的见顶回落。新增钻井数自2017年初的994座增长至1656座，其政策有效地恢复了原油供应。

2025年与上一轮扩产的主要异同点在于：

（1）**利率水平及经济预期不同**。特朗普第一任期扩产顺利与当时美国利率处于历史低位（0.25%-1%）有关。当前美国利率处于21世纪以来的高位，且美国的DUC井¹数量处于历史低位。这表明由于库存井数量不足，未来油企需积极投资新钻井以实现大幅扩产。开采新钻井，涉及庞大的资本支出，高利率或限制企业的投资意愿

（2）**单产水平对钻井意愿影响不同**。单井产量越高，油企扩大支出、新开钻井的意愿越低。当前美国四大主要地区的单井产量仍处于上升期，且远高于2020年前的水平。不过，2016年美国单井产量也出现过跃升，2017年后新钻井数依然高速上升。

（3）**钻机数据水平不同**。历史数据显示，活跃钻机数增速领先于原油产量增速2个月左右。2016年下半年美国活跃钻机数增长了177座，推动2017年美油产量高增。但当前美国活跃钻机数仍在下行期中。

一般油企前期勘探及申请资质需要6个月左右的时间，再从新井到完井需要1-2个月的时间。新井准备时间长，叠加高利率和全球需求的悲观预期，明年美国原油供应增速或较难跃升。

机构预期明年美国供应增长或在40-50万桶/日左右。相较OPEC计划恢复的产能（约220万桶/日）和闲置的总产能（约超500万桶/日），美国增产影响或较小。

综上所述，美国原油增产的释放节点或需等到2025年的尾声，活跃钻机数的变化是未来需要跟踪的领先指标。

¹ DUC井：油企从开始钻井到生产大概需要1-2个月的时间。新井经过压裂等工序成为完井，或先保留为已钻未完成钻井（即库存井，又称为DUC井）。DUC转化为完井需要平均5个月左右的时间，超过2年以上未被使用的DUC则被视为废井。

图 1: 美国四大主要产区的单井产量 (桶/日)

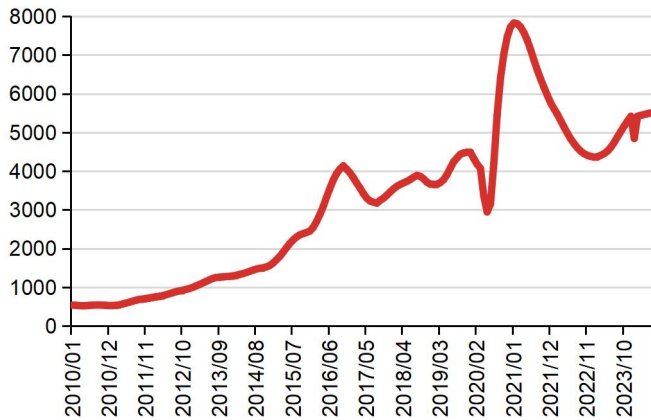
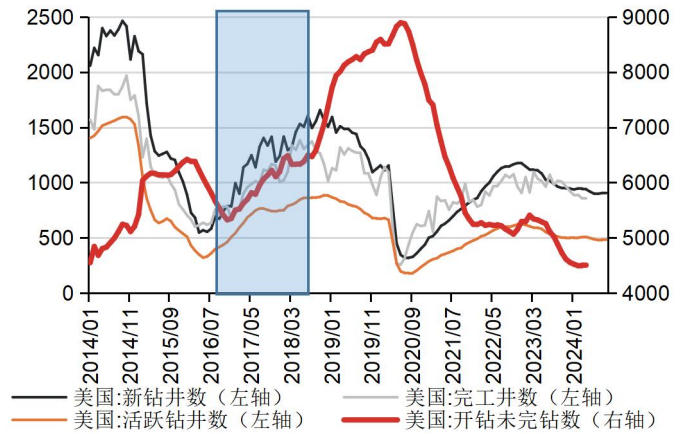


图 2: 美国原油新钻井数 & 完井数 & DUC 井数 (座)



来源: 国联期货研究所 WIND EIA

1.2 总需求喜忧参半

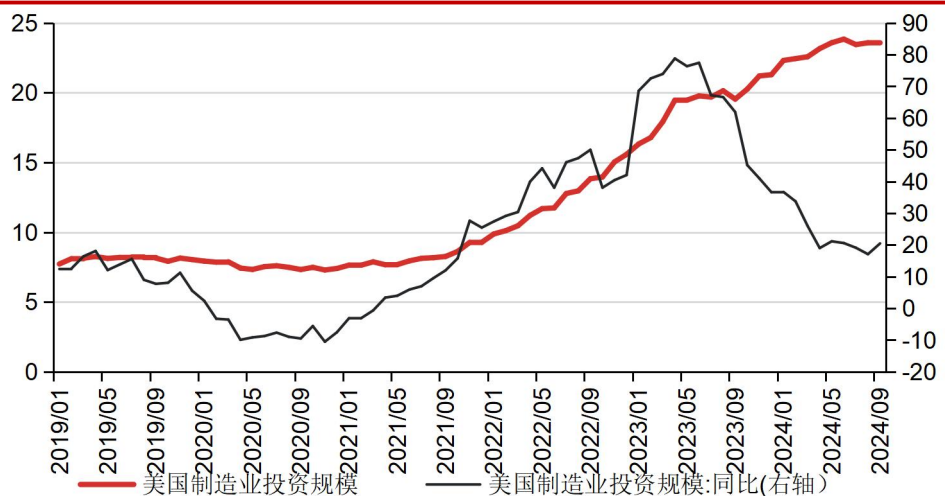
特朗普上任后对原油需求的影响主要有:

(1) 贸易保护主义或冲击亚洲地区的出口需求, 并导致全球贸易量衰减, 不利于原油需求。2018-2020 年, 世界银行公布的全球贸易量同比增速分别为 4.2%、1.4%和 -7.8%, 同期全球原油消费量同比增速分别为 0.95%、0.15%和 -8.99%。

(2) 特朗普竞选时表示将企业所得税从 21%降至 15%, 并进一步促使关键制造业领域放在美国本土生产。减税或导致其上任初期美国的财政赤字进一步扩大, 根据美国联邦预算委员会测算, 特朗普或每年增加约 7500 亿美元赤字。此外, 招商引资或导致投资增速回升, 企业对工业品原料进行再补库。

综上, 总需求变化或呈现“全球弱、局部强”的结构, 区域需求表现分歧加大。美国制造业投资增速何时重回升势, 或是原油工业需求的领先指标。

图 3: 美国制造业投资规模 (左轴) & 同比增速 (右轴) (百亿美元, %)



来源: 国联期货研究所 FRED

二、施政策略影响展望：

明年特朗普上任后内政或面临再通胀的挑战，为了兑现对选民的承诺，在当前地缘格局和政策工具的条件下，白宫通过外交打压油价是可行的策略。

2.1 压油价或为压通胀的最优解

再通胀预期源于特朗普的移民政策，和当下美国住房、租房市场的新变化（房屋分项占美国 CPI 权重约 36%）。

旧金山联储²曾使用 2006-2021 年间美国的“净移民流量数据”与“职位空缺数与失业人数的比值”数据进行回归分析，实证结果显示较低的净移民流入量与较高的职位紧张度显著相关。2020 年净移民人数减少使职位空缺和失业人数的比率增约 5 个百分点，抵消了疫情对就业需求的不利影响。

特朗普计划驱逐多达 1100 多万的非法移民，并严格限制移民准入条件。其政策或使净移民流入量快速下降，减少劳动力市场的供应。依赖于移民就业的行业（如建筑岗位的移民占比约 25%-30%）或长期存在岗位缺口，劳动力市场供需紧张或推动美国薪资通胀保持高增长。

美国房屋通胀高增长的预期，来源于新房成交恢复及租金的韧性。首先，新房需求回升的原因有：（1）商业贷款利率在三季度下行近 1%，成本下降；（2）美国新房与二手房的价差接近 2008 年以来的低点，性价比较好；（3）新房库存及可售天数处于 2008 年以来中位偏高水平，供应充足、开发商优惠力度大。

图 4：美国成屋库存（左）新房库存（右）（万套）

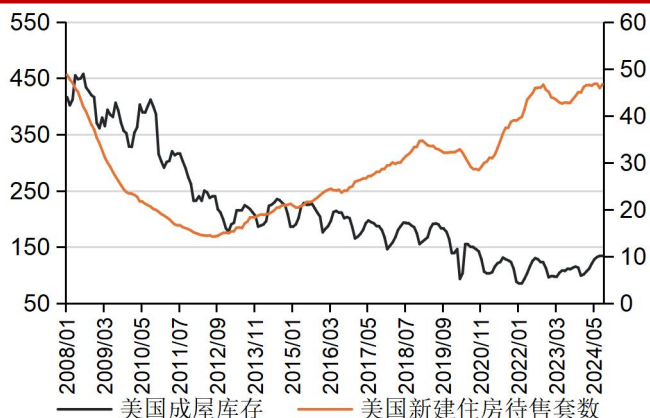
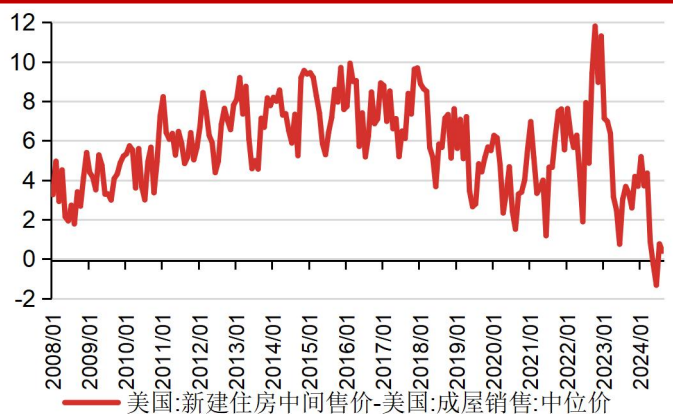


图 5：美国新房-成屋价差（万美元）



来源：国联期货研究所 全美房地产经纪商协会 美国人口普查局 同花顺 ifind

² 引用文章链接：<https://www.frbsf.org/research-and-insights/publications/economic-letter/2023/02/role-of-immigration-in-us-labor-market-tightness/>

图 6：美国 30 年商业抵押贷款利率 (%)

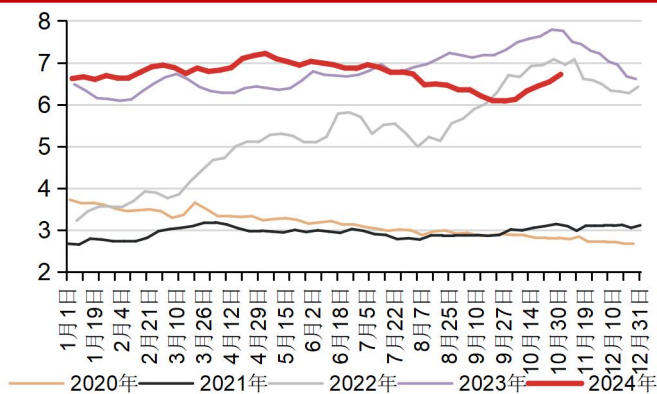
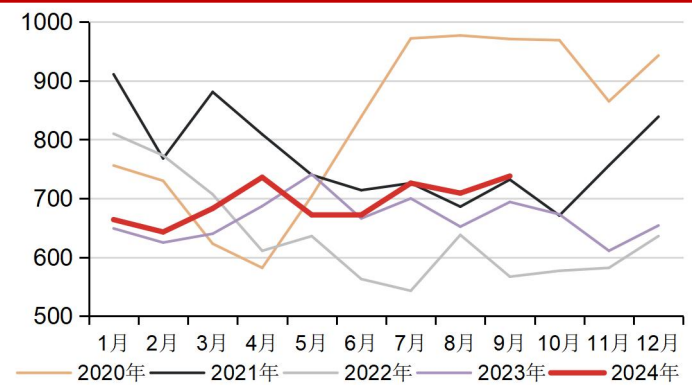


图 7：美国新房销售量季调 (千套)



来源：国联期货研究所 美国抵押贷款银行家协会 美国人口普查局 同花顺 ifind

其次，非法移民在美国购买新房存在政策障碍，这部分人口流失，对新房需求影响有限，有利于缓解租房紧张。不过，美国二手房库存低的结构未改善前，出租房的供应仍然有限。Zillow 房租领先指标显示今年四季度至明年一季度，美国房租通胀增速或环比反弹。

此外，特朗普计划对外征收 20%-60% 的关税，市场预期输入性通胀或抬升 1%-1.5%。财政赤字继续扩张，也利于推动通胀回升。

综合来看，以房屋项、服务项为核心的通胀，存在收紧移民政策后，居高不下的风险。“能源+运输服务”项占 CPI 权重约 13.5%，特朗普政府选择压低油价，以压制整体通胀的策略，或是最直接、最省力的选项。

2.2 中东地缘风险或降温

在中东问题上，特朗普倾向于积极支持以色列对伊朗强硬，并与海湾国家保持合作。从经济角度来说，为了防止被重新制裁，导致份额被其他产油国抢走，伊朗主动升级冲突的可能性较低。

2022 年至 2024 年 9 月，伊朗原油产能由 208.2 万桶/日扩张至 331.6 万桶/日，同期该国海上浮仓持续下降至历史低位水平。数据显示，过去四年期原油销售十分顺畅。面对特朗普的强硬外交，伊朗需权衡“被制裁”与“冲突升级”的利弊。

以沙特为首的海湾国家，也需要美国提供人工智能领域的技术与设备、武装保护，继续推动本国的经济转型。特朗普政府通过与沙特等国合作增产、压制油价，对于双方均或是最优解。

2.3 美联储与市场的新博弈

11 月 8 日，美联储委员一致同意降息 25BP。但从鲍威尔及专业记者 Nick 的发言来

看，美联储内部担忧未来共和党控制参众两院后，特朗普顺利实施其政策，可能导致经济及通胀预期持续走高，这或使美联储的政策路径转向再紧缩。

由于鲍威尔仍未在 11 月给出笃定的降息路径，且表达对通胀高于预期的担忧。市场在“降税改善公司财务，增加联邦政府财政的不确定性”的逻辑驱动下，或维持抛售长端美债、买入公司债，即收窄信贷利差的交易行为。

如果按上述逻辑演进，那么美国远端利率可能持平或超过政策利率。商业贷款利率若保持高位，则或抑制油企投资新钻井的进度。

联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼(214121)

电话：0510-82758631

传真：0510-82757630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600

免责声明

本报告中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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎