

巴西加入 OPEC+集团后短期影响有限，“被制裁”的伊朗成为供应端关键变量

2025 年 2 月 27 日 星期四

兴证期货·研究咨询部

能源化工研究团队

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

内容提要

近两周原油市场延续偏弱走势，截至 2 月 25 日，布伦特及 WTI 原油价格均较 1 月 15 日的高点下跌约 10%。基本面角度，近期原油市场实际供需变化不大，我们维持去年年底做的年度观点，预期 2025 年原油供需将会从平衡转向过剩，油价可能会较过去两年的价格中枢长期下移，潜在的上行风险主要来源于地缘局势。

近两周供应端的变量主要包括巴西加入 OPEC+集团、OPEC+第 4 次推迟增产的传闻以及美国再次对伊朗进行制裁。首先，2 月 18 日，巴西政府正式宣布加入 OPEC+集团，但当前巴西方面明确将作为观察员身份加入，不受生产配额等约束义务的影响。短期来看，巴西加入 OPEC+集团对原油市场影响有限，因为其观察员身份不直接参与减产协议的内容，不会改变集团供应端的计划。但从长期角度看，巴西的加入进一步增强该集团对全球油价的控制力，使该集团的原油产量占比从全球约 40% 提升至接近 45%，有利于实现油价长期稳定的目标。其次，市场传闻 OPEC+正在考虑推迟原计划 4 月份开始的增产，主要因为担忧全球石油需求增长的放缓和美洲地区供应的增加。此

外，特朗普政府的贸易关税政策也给原油市场带来下行的风险。但该消息被俄罗斯方面否认。预计 OPEC+ 可能在 3 月初做出最终决定。OPEC+ 是否要在 4 月份再度推迟增产仍存在变数，对此我们不做预测。但是，即使 OPEC+ 在未来决定第 4 次推迟增产，我们认为其对原油市场的利多驱动也较为有限。从历史表现上看，去年 3 次当集团公布推迟计划后，市场都没有出现反转行情，消息公布后的短期油价走势仍然偏弱。从预期层面看，即使 OPEC+ 在 4 月再次放弃增产，考虑到市场份额、经济压力以及内部团结性等问题，集团不太可能无限期推迟增产，远期的增产利空预期仍然无法彻底消除。最后，2 月 24 日，美国财政部宣布对伊朗石油行业实施新一轮制裁。由于过去一个月实际数据暂未显示俄罗斯和伊朗的石油供应出现大幅下滑，短期市场对制裁因素的炒作在淡化，但未来与制裁相关的利多因素可能还会出现，注意短期油价跳涨的风险。预期未来美国制裁的重心会落在伊朗身上，特朗普政府将会对伊朗持续施压，重点关注被制裁后伊朗石油出口量的变化。

报告目录

1. 原油出现流畅下跌行情，内外价差开始收窄.....	4
2. 巴西正式加入 OPEC+集团，短期影响有限，长期看进一步增强集团控制力.....	6
3. 市场传闻 OPEC+考虑第 4 次推迟增产，但俄罗斯方面给予否认.....	8
4. “被制裁”的俄罗斯和伊朗 1 月油品供应影响有限，短期市场对制裁因素的炒作在淡化	9
5. 总结.....	10

图表目录

图表 1：布伦特油价走势（美元/桶）	4
图表 2：近 3 年内外价差走势：布伦特原油-上海能源 SC 原油（美元/桶）	5
图表 3：NYMEX WTI 原油投机多头及空头持仓	5
图表 4：ICE 布伦特原油投机多头及空头持仓.....	6
图表 5：巴西原油产量及预测（百万桶/日）	7
图表 6：2024 年下半年在 OPEC+3 次宣布推迟增产计划后，油价表现仍然低迷	9

1. 原油出现流畅下跌行情，内外价差开始收窄

近两周原油市场延续偏弱走势，截至 2 月 25 日，布伦特及 WTI 原油价格均较 1 月 15 日的高点下跌约 10%。基本面角度，近期原油市场实际供需变化不大，我们维持去年年底做的年度观点，预期 2025 年原油供需将会从平衡转向过剩，油价可能会较过去两年的价格中枢长期下移，潜在的上行风险主要来源于地缘局势。首先，2025 年全球石油需求增长将会小幅低于疫情前 10 年的平均增速，主要因为全球经济复苏仍显缓慢，同时新能源行业持续对化石燃料消费形成替代冲击。其次，当下全球石油的闲置产能充裕，仅 OPEC+ 集团的闲置产能就已经近 600 万桶/日，远远高于全球不到 200 万桶/日的需求增长。同时，OPEC+ 集团已经释放了增产信号。尽管 2024 年低迷的油价使得该集团多次推迟增产，但考虑到市场份额、经济压力以及内部团结性等问题，OPEC+ 不太可能无限期推迟增产。此外，特朗普政府可能会加大对美国页岩油气行业的支持，驱动美国石油产量长期维持高位，这也给石油供应造成偏过剩的压力。

图表 1：布伦特油价走势（美元/桶）



数据来源：Wind；兴证期货研究咨询部

内外价差方面，年初受到俄罗斯和伊朗制裁事件的影响叠加国内 SC 原油可交割仓单数量较低，国内 SC 原油期货价格较外盘明显偏强，内外价差一度处于历史高位。但在近几个交易日，内外盘价差快速收窄，已回归历史中性水平。预期未来若无新事件的冲击，内外价差再度大幅扩大的可能性较低。

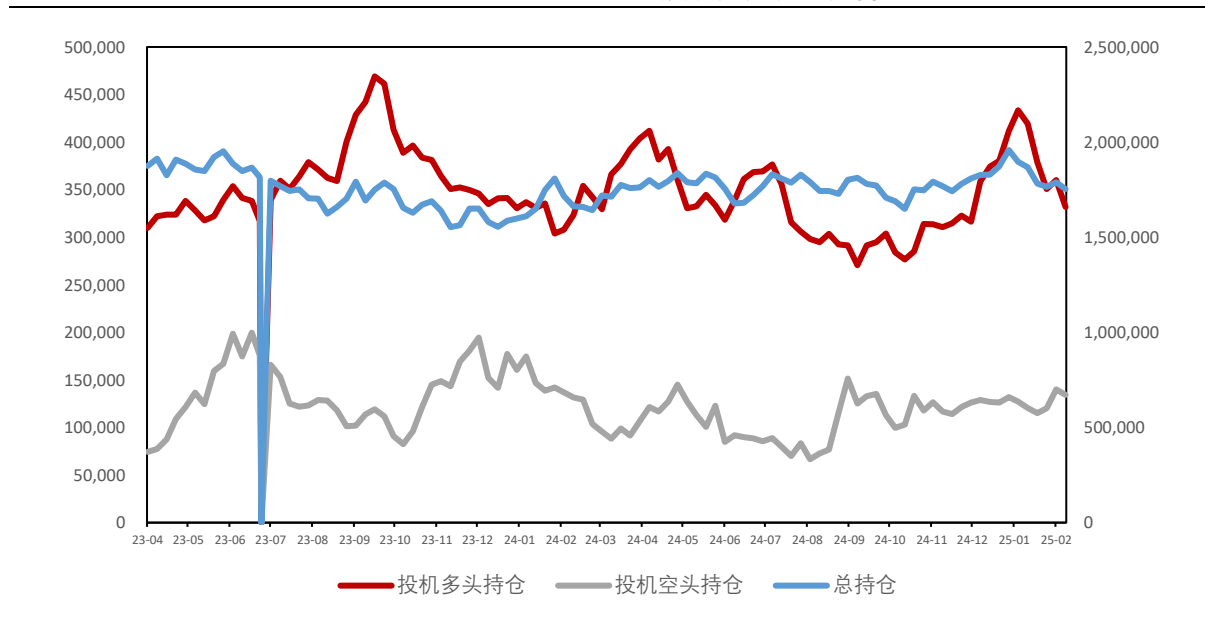
图表 2：近 3 年内外价差走势：布伦特原油-上海能源 SC 原油（美元/桶）



数据来源：Wind；兴证期货研究咨询部

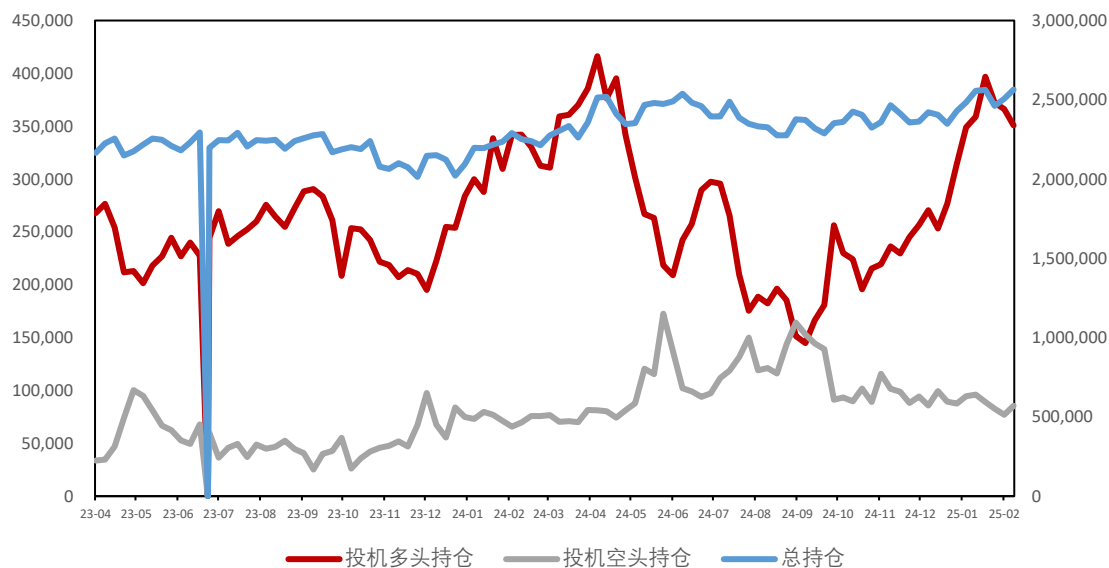
市场情绪方面，近两周市场投机空头情绪偏强。尤其是 WTI 原油期货，投机空头持仓在 2 月出现较明显增加且处于近 1 年来相对高位。同时，WTI 投机多头在 2 月大幅减仓。而布伦特原油的持仓更多表现为投机多头的明显减仓，投机空头增加数量相对有限。总体上看，两大原油期货的持仓情况都反应市场参与者偏看空后市。

图表 3：NYMEX WTI 原油投机多头及空头持仓



数据来源：Wind；兴证期货研究咨询部

图表 4：ICE 布伦特原油投机多头及空头持仓



数据来源：Wind；兴证期货研究咨询部

2. 巴西正式加入 OPEC+集团，短期影响有限，长期看进一步增强集团控制力

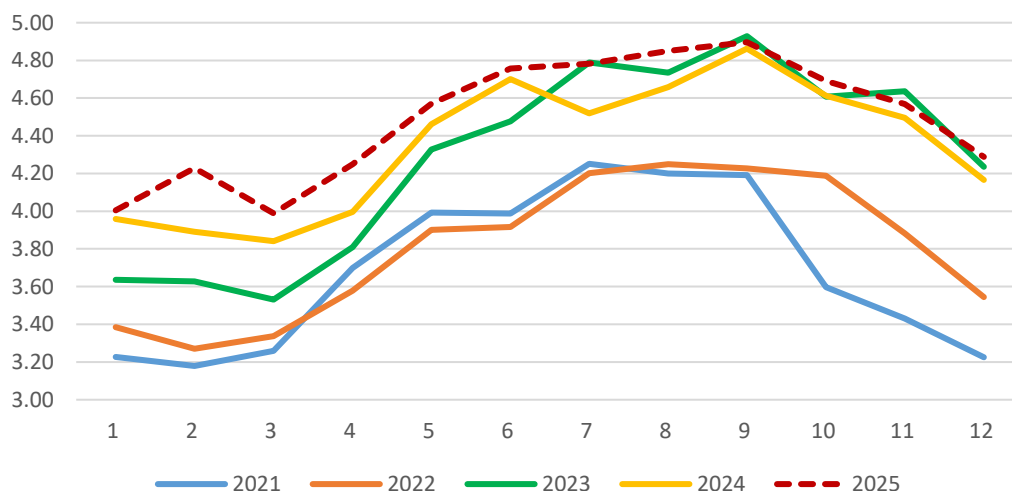
2月18日，巴西政府正式宣布加入 OPEC+集团，但当前巴西方面明确将作为观察员身份加入，不受生产配额等约束义务的影响。早在 2023 年 11 月 30 日，巴西就宣布将从 2024 年 1 月起加入 OPEC+的合作宪章，当时是以非约束性成员身份加入。短期来看，巴西加入 OPEC+集团对原油市场影响有限，因为其观察员身份不直接参与减产协议的内容，不会改变集团供应端的计划。但从长期角度看，巴西的加入进一步增强该集团对全球油价的控制力，使该集团的原油产量占比从全球约 40% 提升至接近 45%，有利于实现油价长期稳定的目标。

根据美国能源信息署（EIA）2024 年的数据，巴西是全球第七大石油生产国，日产量约 430 万桶，占全球总产量的 4%。近年来巴西石油产量增长迅速，已经成为非 OPEC+端主要的供应增长来源。2025 年，预计巴西总供应量将增加约 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，新的投产将在 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，预计在新的项目开始逐步投产后，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）。

尽管从长期角度看，巴西的加入增强了OPEC+集团的控制力，但也存在潜在的风险与挑战，如加剧成员国利益协调之间的矛盾以及地缘政治方面的摩擦。OPEC+长期依赖沙特、俄罗斯等核心国主导减产，但巴西的“例外条款”可能引发其他成员国效仿，削弱联盟凝聚力。例如，安哥拉曾因不满配额分配拒绝减产，尼日利亚等国也需通过妥协调整产量。巴西的加入或加剧此类矛盾，尤其在需求疲软时期，联盟内部政策分歧可能扩大。此外，巴西的参与使OPEC+覆盖区域扩展至南美，与圭亚那、阿根廷等新兴产油国形成区域联动效应。国际能源署（IEA）预测，南美地区将成为未来非OPEC+供应增长的主要来源，巴西的枢纽地位可能分流传统产油国的市场份额。此外，巴西与中国密切的能源贸易关系，可能间接影响OPEC+对亚太市场的定价策略。

图表 5： 巴西原油产量及预测（百万桶/日）



数据来源： IEA；兴证期货研究咨询部

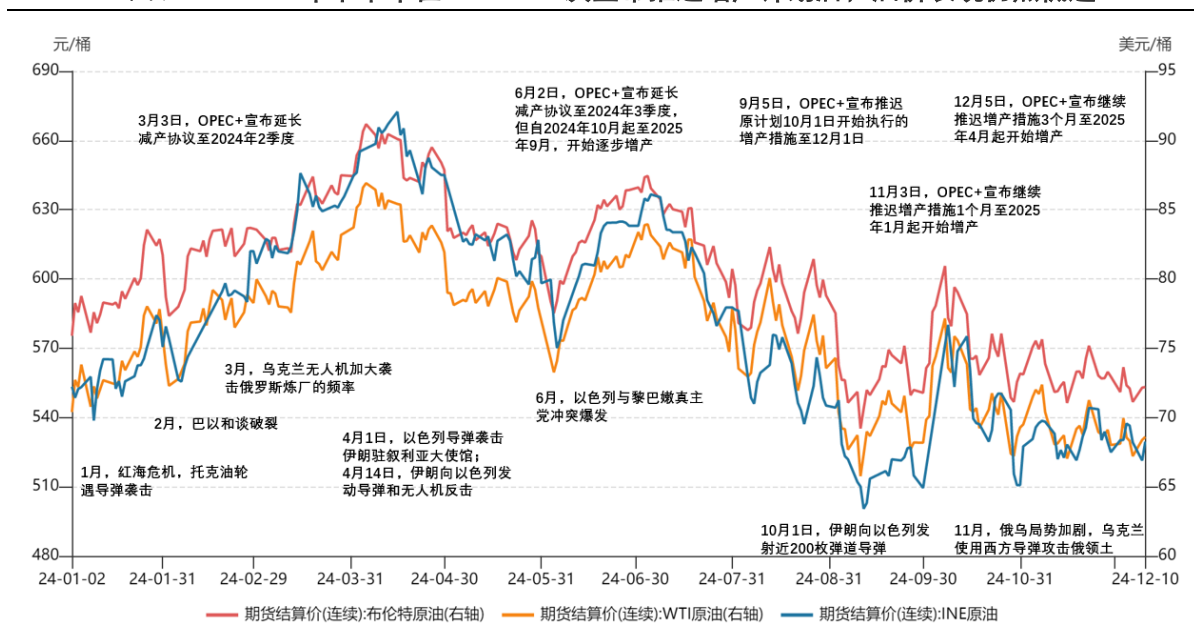
3. 市场传闻 OPEC+考虑第 4 次推迟增产，但俄罗斯方面给予否认

援引彭博社的消息，上周数位 OPEC+代表表示集团正在考虑推迟原计划 4 月份开始的增产协议，主要因为担忧全球石油需求增长的放缓和美洲地区供应的增加。此外，特朗普政府的贸易关税政策也给原油市场带来下行的风险。OPEC+现计划自 2025 年 4 月至 2026 年 9 月期间增产 246.4 万桶/日，期间平均每月增产约 14 万桶/日，其中 2025 年全年增产 123.4 万桶/日。华尔街主流金融机构（花旗、摩根大通、高盛和摩根士丹）也都普遍预测 OPEC+将推迟增产。但另一方面，俄罗斯副总理对该消息进行了否认，俄罗斯方面表示 OPEC+集团仍然会按照去年 12 月 5 日会议中达成的协议进行生产。预计 OPEC+可能在 3 月初做出最终决定。

从市场表现来看，市场对 OPEC+推迟增产的反应较为平淡。一方面，市场对集团宣布推迟增产的消息已有一定的预期。去年 OPEC+迫于低油价的压力已经 3 次推迟增产，但在去年 9 月、11 月和 12 月 3 次宣布推迟增产计划后，油价都没有出现明显上涨行情，甚至没有扭转市场趋势下行的走势。另一方面，即使 OPEC+在今年 4 月份选择再次推迟增产，考虑到市场份额、经济压力以及内部团结性等问题，OPEC+不太可能无限期推迟增产，这让油价远期预期承压。根据 IMF 测算，2025 年 OPEC+领导国家沙特的财政平衡油价已经达到了 90 美金/桶，按照当前的油价走势，2025 年沙特大概率无法实现平衡油价。此外，随着近年来美国页岩油的不断增产，当前 OPEC+前两大产油国沙特和俄罗斯的市场份额已经远远落后于美国，通过适当增产来缩小与美国间的市场份额差距也可能成为一个选项。

综合来看，OPEC+是否要在 4 月份再度推迟增产仍存在变数，对此我们不进行预测。但是，即使 OPEC+在未来决定第 4 次推迟增产，我们认为其对原油市场的利多驱动也较为有限。从历史表现上看，去年 3 次当集团公布推迟计划后，市场都没有出现反转行情，消息公布后的短期油价走势仍然偏弱。从预期层面看，即使 OPEC+在 4 月再次放弃增产，考虑到市场份额、经济压力以及内部团结性等问题，集团不太可能无限期推迟增产，远期的增产利空预期仍然无法彻底消除。

图表 6：2024 年下半年在 OPEC+3 次宣布推迟增产计划后，油价表现仍然低迷



数据来源：Wind；兴证期货研究咨询部

4. “被制裁”的俄罗斯和伊朗 1 月油品供应影响有限，短期市场对制裁因素的炒作在淡化

根据国际能源署统计的数据，1 月份俄罗斯石油供应量增加了 10 万桶/日至 920 万桶/日。尽管当月美国发起对俄罗斯的新一轮制裁以及乌克兰对该国炼油厂和其他能源基础设施的无人机袭击有所增加，但俄罗斯的石油出口继续上升。2024 年俄罗斯石油出口量为 760 万桶/日，创收约 1890 亿美元，其中 350 万桶/日的海运原油主要运往印度和中国。同时，伊朗 1 月份原油供应量小幅下降 8 万桶/日至 331 万桶/日。尽管美国对伊朗发动了多轮制裁，但目前伊朗的原油装载量仍保持在 2024 年的出口范围内。

预计未来特朗普政府对俄油的制裁可能会边际转弱，但可能会进一步加强对伊朗石油出口的限制。首先，1 月 10 日美国对俄罗斯的制裁是拜登政府发起的，但在特朗普政府上任后，特朗普有意开始修复与俄罗斯间的关系。未来不排除特朗普政府会适当减少对俄罗斯方面的制裁。但对伊朗而言，特朗普政府自竞选开始就对伊朗方面持续施压。特朗普曾公布表示未来将把伊朗原油出口量降至为零，以阻止伊朗获得核武器。2 月 24 日，美国财政部宣布，对伊朗石油行业实施新一轮制裁。该消息曾短期驱动国际油价跳涨。未来伊朗石油出口情况主要取决于中国

的态度。在 2018 年美国主导的制裁之前，OECD 国家和印度是伊朗原油的主要买家，占到总量的 65%。但到 2024 年，中国至少购买了市场上 75% 的伊朗原油。此外，在美国高压的制裁下，不排除伊朗通过第三方“影子船队”等方式对外出口。

综合来看，由于过去一个月实际数据暂未显示俄罗斯和伊朗的石油供应出现大幅下滑，短期市场对制裁因素的炒作在淡化，但未来与制裁相关的利多因素可能还会出现，注意短期油价跳涨的风险。预期未来美国制裁的重心会落在伊朗身上，特朗普政府将会对伊朗持续施压，重点关注被制裁后伊朗石油出口量的变化。

5. 总结

近两周原油市场延续偏弱走势，截至 2 月 25 日，布伦特及 WTI 原油价格均较 1 月 15 日的高点下跌约 10%。基本面角度，近期原油市场实际供需变化不大，我们维持去年年底做的年度观点，预期 2025 年原油供需将会从平衡转向过剩，油价可能会较过去两年的价格中枢长期下移，潜在的上行风险主要来源于地缘局势。

近两周供应端的变量主要包括巴西加入 OPEC+ 集团、OPEC+ 第 4 次推迟增产的传闻以及美国再次对伊朗进行制裁。首先，2 月 18 日，巴西政府正式宣布加入 OPEC+ 集团，但当前巴西方面明确将作为观察员身份加入，不受生产配额等约束义务的影响。短期来看，巴西加入 OPEC+ 集团对原油市场影响有限，因为其观察员身份不直接参与减产协议的内容，不会改变集团供应端的计划。但从长期角度看，巴西的加入进一步增强该集团对全球油价的控制力，使该集团的原油产量占比从全球约 40% 提升至接近 45%，有利于实现油价长期稳定的目标。其次，市场传闻 OPEC+ 正在考虑推迟原计划 4 月份开始的增产，主要因为担忧全球石油需求增长的放缓和美洲地区供应的增加。此外，特朗普政府的贸易关税政策也给原油市场带来下行的风险。但该消息被俄罗斯方面否认。预计 OPEC+ 可能在 3 月初做出最终决定。OPEC+ 是否要在 4 月份再度推迟增产仍存在变数，对此我们不做预测。但是，即使 OPEC+ 在未来决定第 4 次推迟增产，我们认为其对原油市场的利多驱动也较为有限。从历史表现上看，去年 3 次当集团公布推迟计划后，市场都没有出现反转行情，消息公布后的短期油价走势仍然偏弱。从预期层面看，即使 OPEC+ 在 4 月再次放弃增产，考虑到市场份额、经济压力以及内部团结性等问题，集团不太可能无限期推迟增产，远期的增产利空预期仍然无法彻底消除。最后，2 月 24 日，美国财政部宣布对伊朗石油行业实施新一轮制裁。由于过去一个月实际数据暂未显示俄罗斯和伊朗的石油供应出现大幅下滑，短

期市场对制裁因素的炒作在淡化，但未来与制裁相关的利多因素可能还会出现，注意短期油价跳涨的风险。预期未来美国制裁的重心会落在伊朗身上，特朗普政府将会对伊朗持续施压，重点关注被制裁后伊朗石油出口量的变化。

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。