

基本面平淡，关注“事件驱动”逻辑

2025 年 9 月 26 日 星期五

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

F03123867

yubf@xzfutures.com

内容提要

近期原油基本面并未发生显著变化，供应端，OPEC+继续推进增产计划，且自 10 月份起将启动第二轮总计约 165 万桶/日的增产方案。尽管过去几个月 OPEC+的实际增产进度不及预期，但考虑到未来仍有较大数值的增产配额暂未实现，预计未来 OPEC+端的供应仍将延续上行趋势。同时，近期美国页岩油产量出现反弹，再度触及历史高位。地缘风险上移驱动油价反弹降低了美国油气商减产的意愿。未来除非出现油价长期低于 60 美元/桶的情景，否则美国油气行业难以出现大规模减产。需求端，进入 9 月中下旬后，西方汽油消费旺季正式结束，全球油品消费缺乏新的增长驱动。从地区上看，未来的增量市场仍然是非 OECD 国家，但中国、印度和巴西等国家的经济前景仍受到“贸易战”等因素的负面影响。从下游产品来看，未来汽油消费可能持续偏弱，因其受到新能源替代的冲击，而柴油及航空煤油可能会维持相对稳定的增长。未来全球油品需求的边际变化主要取决于经济周期以及美国“贸易谈判”的走向。预计原油基本面仍然呈现供应逐渐偏向过剩的格局。

由于基本面偏空的逻辑已被市场多次交易，短期缺乏新的利空驱动，近期及未来几周原油市场的交易逻辑仍然聚焦于对国际地缘局势的博弈。重点关注乌克兰无人机袭击事件、西方国家对俄罗斯的制裁情况以及中东局势这三个变量。

报告目录

一、油价进入震荡期，价格波动主要反应地缘局势变化 3

二、OPEC+实际增产不及预期，但已计划启动第二轮增产 4

三、俄乌地缘风险延续，俄油供应前景存在不确定性 6

四、美国产量维持高位，短期出现减产的可能性较低 7

五、旺季结束，油品需求缺乏爆发性增长点 8

六、总结与展望 9

图表目录

图表 1. 年初至今油价走势（美元/桶；元/桶） 4

图表 2. OPEC+各国产量、配额及产能（百万桶/日）：截至 2025 年 8 月 5

图表 3. 俄罗斯石油出口量（百万桶/日） 7

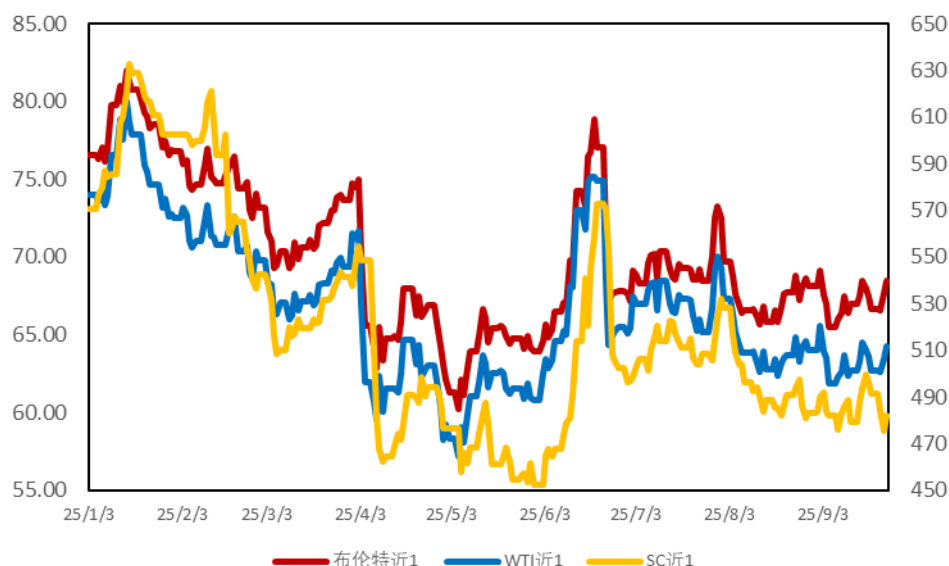
图表 4. 美国原油产量及活跃钻机数（千桶/日；台） 8

图表 5. 全球石油消费（IEA 口径）：千桶/日 9

一、油价进入震荡期，价格波动主要反应地缘局势变化

近一个月，国际油价呈现显著的震荡走势，期间价格的波动主要反应国际地缘局势变化。自 8 月初以来，“俄乌和平谈判”陷入僵局，乌克兰不断加强对俄罗斯能源基础设施的无人机袭击。本周乌克兰无人机再度袭击了俄罗斯天然气工业股份公司旗下的石化厂并引发火灾，这是该石化厂不到一周内遭受的第二次袭击。当前乌克兰的无人机袭击已影响俄罗斯约 20% 的原油加工能力，并导致俄罗斯国内车用燃料短缺日益加剧。为抑制接近历史高位的柴油和汽油批发价格，俄罗斯方面正考虑对柴油出口实施限制，并延长汽油出口禁令。此外，本周特朗普在联合国大会上向俄罗斯方面施压，市场担忧未来西方国家可能会对俄罗斯发动新一轮的制裁，影响俄罗斯油品的出口。通常情况下，地缘风险的利多驱动偏短期，油价往往呈现先冲高后回落的走势。而从基本面角度看，原油供需现实端偏强，但预期偏弱。当前西方国家原油库存仍处于历史同期低位，本周美国 EIA 数据也显示上周美国商品原油库存及成品油库存均出现超预期减少，且当前美国原油库存仍处于季节性低位，短期对油价起到支撑。但从预期层面看，本月的 OPEC+ 会议显示该集团正在采取追求“市场份额增长”而非“控制油价”的战略目标，未来可能会导致石油市场供应过剩。因过去几年，美国页岩油产量长期处于高位，而同期沙特和俄罗斯等国家因 OPEC+ 集团的减产政策导致市场份额逐步丢失，当前美国石油产量已经大幅领先于沙特和俄罗斯等国家。因此，集团内部（尤其是沙特）出现了强烈的“夺回市场份额”的意愿。预计 OPEC+ 集团在沙特的领导下，未来一段时间内都会继续奉行“夺回市场份额”的战略目标，这将导致全球原油供应趋势上行。由于本月 OPEC+ 会议的内容被市场提前交易，当前原油自身基本面缺乏新的驱动，行情波动主要依赖于地缘局势变化。

图表 1. 年初至今油价走势（美元/桶；元/桶）



数据来源：Bloomberg，兴证期货研究咨询部

二、OPEC+实际增产不及预期，但已计划启动第二轮增产

根据国际能源署(IEA)的数据，8月份OPEC+原油总产量环比增加5万桶/日，其中OPEC+8国家总产量仅环比增加14万桶/日，远低于当月规划的54.8万桶/日的配额增量。当前集团内参与2023年11月减产协议的18个国家仍存在较严重的超产行为，8月产量超出配额约87万桶/日。从主要成员国来看：

8月沙特原油产量环比增加17万桶/日，远不及22万桶/日的增产目标。根据航运数据，8月沙特原油出口量环比减少9万桶/日，同期原油库存增加4万桶/日。此外，沙特阿美公司与伊拉克国家石油营销公司(SOMO)宣布暂停向印度Nayara Energy旗下的Vadinar炼油厂（该炼油厂由俄罗斯Rosneft公司部分持有）出口原油，这主要受到7月18日欧盟制裁俄罗斯的影响。今年1月至7月，沙特阿拉伯和伊拉克分别向该炼油厂出口2.5万桶/日和10万桶/日的原油。

8月伊拉克原油产量环比增加7万桶/日，但原油出口量环比减少1万桶/日，同时库存增加5万桶/日。在今年2月英国石油公司重返基尔库克油田后，近期雪佛龙公司通过与伊拉克石油部签署的意向文件表达了重返伊拉克石油市场的兴趣，该协议涵盖Nasiriyah和Balad油田开发以及四个勘探区块。

8月伊朗原油产量环比减少16万桶/日，原油出口量环比减少24万桶/日至2024年1月以来的最低水平，同期库存增加15万桶/日。未来伊朗石油出口仍面临制裁的风险，在美国制裁加

紧及法国、德国和英国触发《联合全面行动计划》的情况下，联合国可能在 9 月底恢复对伊朗的制裁。另一方面，近期伊朗启动了多项重要的油气基础设施项目。8 月 17 日，伊朗启用了一座日处理 2400 万立方英尺天然气的加工设施，用于处理附近油田的伴生气。此后，伊朗启动了两条主要输油管道：一条 75 万桶/日的管道用于将德兹富尔原油输送到沙赞德的阿拉克炼油厂，以及一条 30 万桶/日的班达尔阿巴斯-拉夫桑詹管道，用于将南部炼油厂的精炼产品输往德黑兰。

8 月阿联酋原油产量环比减少 10 万桶/日至 340 万桶/日；其中原油出口量从 7 月创纪录的高位回落 11 万桶/日至 310 万桶/日。同期，8 月科威特原油产量环比增加 2 万桶/日至 270 万桶/日；其中原油出口量下降 2 万桶/日，而库存增加 3 万桶/日。

尽管在 5 月至 8 月期间，OPEC+的实际增产量低于目标值，但预期未来 OPEC+的总产量仍将延续逐步上行趋势，这主要因为在 9 月 7 日的会议中，OPEC+宣布计划于 10 月份立即开始逐步退出 2023 年 6 月宣布的 165 万桶/日的减产方案；即该集团在完成第一阶段的 220 万桶/日的增产方案后，立即开启第二轮 165 万桶/日的增产计划。预计 OPEC+集团在沙特的领导下，未来一段时间内都会继续奉行“夺回市场份额”的战略目标。

图表 2. OPEC+各国产量、配额及产能（百万桶/日）：截至 2025 年 8 月

	7月实际产量	8月实际产量	较目标产量盈余	8月目标产量	产能	闲置产能
阿尔及利亚	0.89	0.92	-0.03	0.95	1.00	0.10
刚果	0.27	0.24	-0.04	0.28	0.30	0.00
几内亚	0.04	0.04	-0.04	0.28	0.30	0.00
加蓬	0.23	0.24	0.06	0.18	0.20	0.00
伊拉克	4.48	4.55	0.51	4.04	4.90	0.30
科威特	2.66	2.68	0.19	2.49	2.90	0.20
尼日利亚	1.48	1.50	0.00	1.50	1.40	0.00
沙特	9.52	9.69	-0.07	9.76	12.10	2.40
阿联酋	3.53	3.43	0.17	3.26	4.30	0.80
OPEC-9国	23.09	23.28	0.76	22.52	27.10	3.90
伊朗	3.33	3.17			3.80	
利比亚	1.25	1.27			1.20	0.00
委内瑞拉	0.86	0.94			0.90	0.00
OPEC 总和	28.53	28.66			33.00	3.90
阿塞拜疆	0.45	0.46	-0.09	0.55	0.50	0.00
哈萨克斯坦	1.82	1.77	0.24	1.53	1.80	0.00
墨西哥	1.48	1.47			1.50	0.00
阿曼	0.77	0.80	0.01	0.79	0.80	0.00
俄罗斯	9.31	9.28	0.02	9.26	9.40	
其他	0.83	0.80	-0.06	0.87	0.90	0.10
OPEC+18国	36.27	36.38	0.87	35.52	40.40	4.00
OPEC+总和	43.18	43.24			47.90	4.10

* 伊朗、利比亚和委内瑞拉3国为减产豁免国

数据来源：IEA，兴证期货研究咨询部

三、俄乌地缘风险延续，俄油供应前景存在不确定性

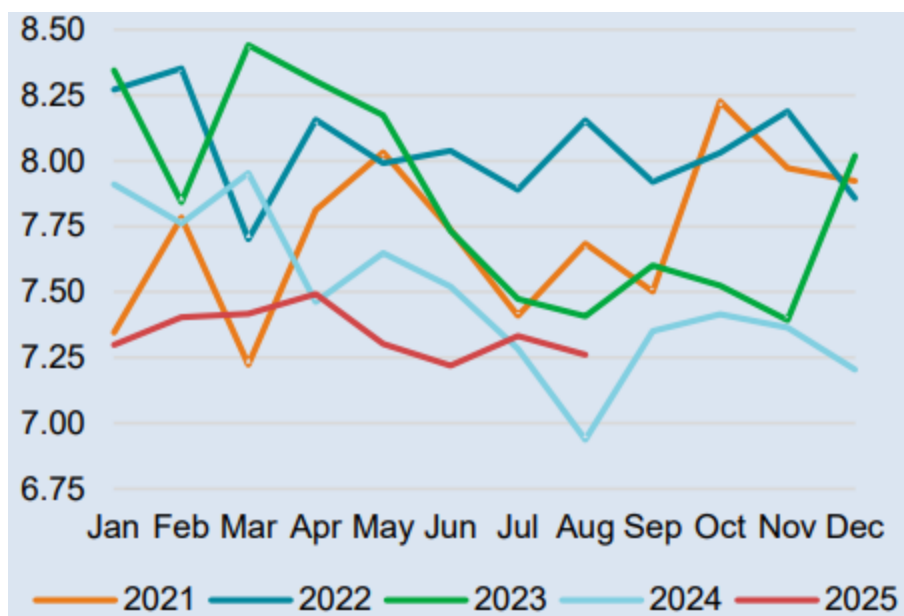
8 月份俄罗斯出口量减少 7 万桶/日，降至 730 万桶/日，其中原油出口下降 3 万桶/日，成品油出口下降 4 万桶/日，这主要受到乌克兰无人机袭击导致炼厂停产和汽油禁运令的影响。当月匈牙利萨兹哈洛姆巴塔炼厂的检修以及乌克兰对德鲁日巴输油管道的袭击导致管道出口量减少 8 万桶/日，而海运出口量增加 5 万桶/日部分抵消了这一降幅。8 月俄罗斯油品出口收入环比减少 9.2 亿美元至 135 亿美元，创俄乌战争爆发以来的最低水平之一。

制裁方面，当前俄罗斯面临欧盟第 18 轮对俄制裁以及美国因印度购买俄原油实施的次级制裁的压力。9 月 3 日起，欧盟国家、英国以及瑞士将俄油的价格上限从每桶 60 美元降至 47.60 美元；成品油价格上限维持不变（轻质成品油为每桶 100 美元，燃料油和石脑油为每桶 45 美元），下次调整将于 2026 年 1 月 15 日进行。7 月欧盟对印度炼油商 Nayara（俄油持股 49%）实施新制裁，导致部分国际买家回避其产品，迫使该炼厂削减开工率仅供应印度国内需求。此外，近期沙特阿美和伊拉克国家石油营销公司均停止向 Vadinar 炼厂出口原油，迫使其完全转用俄油进行生产。7 月欧盟对额外 105 艘影子船队油轮的制裁推高了俄原油出口运费，导致离岸出口价格与出口收入走弱。此外，美国针对印度的次级制裁关税已于 8 月 27 日生效，税率为 25%，叠加后总税率达 50%。该制裁主要限制印度过量购买俄罗斯原油。但是印度财政部长表示只要俄罗斯石油仍具备经济性，印度将继续采购。另据 7 月 30 日消息，美国财政部对一个由 62 艘油轮及 73 家航运贸易公司组成的复杂国际网络实施新制裁，该网络涉嫌向中国运输伊朗和俄罗斯石油，但目前这些制裁措施也暂未影响相关国家的俄罗斯原油进口。

地缘方面，近期乌克兰无人机频繁袭击俄罗斯能源设施。9 月 24 日乌克兰无人机对俄罗斯黑海沿岸新罗西斯克、图阿普谢两座港口的物流设施实施袭击，导致多处关键石油转运设施陷入瘫痪。当前乌克兰的无人机袭击已影响俄罗斯约 20% 的炼能。为抑制接近历史高位的柴油和汽油批发价格，俄罗斯方面正考虑对柴油出口实施限制，并延长汽油出口禁令。

综合来看，尽管在 OPEC+ 的产量配额中俄罗斯仍计划逐月增产，但当前西方国家的制裁以及乌克兰频繁的无人机袭击都对未来俄油的出口前景带来较大的不确定性。未来俄油的出口量较难预测，但这确是当下市场博弈的焦点。

图表 3. 俄罗斯石油出口量（百万桶/日）

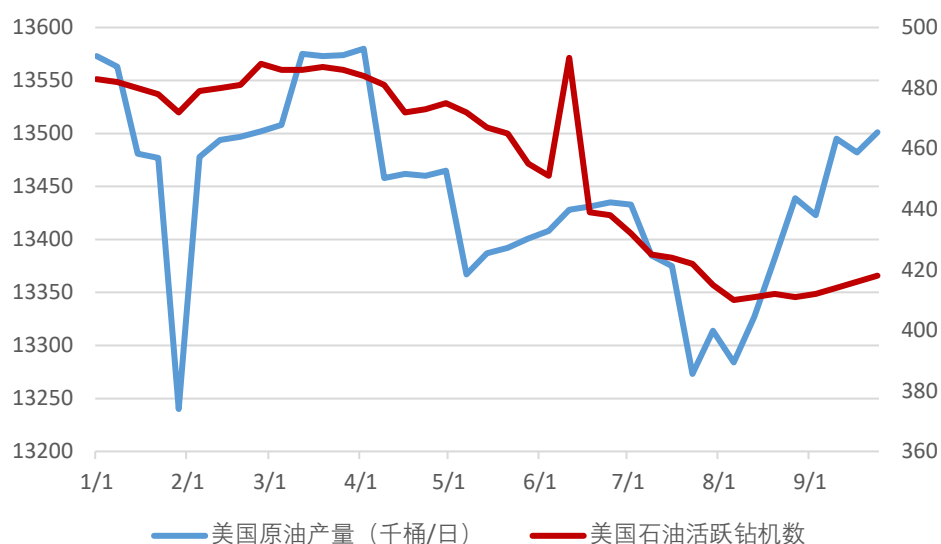


数据来源：IEA，兴证期货研究咨询部

四、美国产量维持高位，短期出现减产的可能性较低

截至 9 月 19 日当周，美国原油产量为 1350.1 万桶/日，仍处于历史高位区间，且较 7 月和 8 月的低位出现小幅反弹。当前美国石油活跃钻机共有 418 台，较年初减少 65 台。考虑到近年来美国页岩油行业生产效率显著提升，在石油活跃钻机数小幅下滑的背景下，油气公司仍然可以维持相对稳定的产量。5 月初，因低迷的油价美国多家页岩油商相继宣布削减资本开支导致 6 月及 7 月美国石油活跃钻机数开始出现明显下滑。但是，近期受到地缘局势的利多驱动，油价中枢较 4 月及 5 月的低点有所上移，自 8 月份起，美国活跃钻机数有企稳的迹象。考虑到当前美国页岩油行业平均约 60 美元/桶的成本，除非未来出现油价长期低于 60 美元/桶的情景，否则预计美国页岩油行业难以出现大规模减产。

图表 4. 美国原油产量及活跃钻机数（千桶/日；台）



数据来源：Bloomberg，兴证期货研究咨询部

五、旺季结束，油品需求缺乏爆发性增长点

根据国际能源署（IEA）最新的数据，6月OECD国家油品总需求同比增长57万桶/日，创下八个月以来最快的增速，当月增长主要集中在汽柴油产品。但从整体上看，二季度需求同比仍下滑11万桶/日，且各地交付量表现严重分化，这与今年“贸易战”对全球经济的冲击相关。尽管6月消费数据强劲，但这仍是OECD国家自2024年初以来首次出现季度需求下滑，且三大区域中仅欧洲实现增长。从下游产量来看，燃料油需求同比下降17万桶/日，跌幅居各品类之首。这反映出船用燃料消耗减少，部分源于地中海地区实施更严格的船舶燃料法规，也与全球供应链中断有关。而非OECD国家石油需求预计在第三季度将同比增长84万桶/日，较第二季度54万桶/日的温和增长明显回升。其中柴油将贡献近半数的需求增长，而关税的负面影响主要体现在液化石油气和乙烷领域，该领域中美两国间的贸易往来较为广泛，易受到“贸易战”等政策的影响。从地域分布看，三季度增长呈现高度多元化，中国、印度、印度尼西亚、俄罗斯和尼日利亚各自贡献约10万桶/日的增量。

从主要国家来看，美国6月石油交付量实现强劲反弹，环比5月增长68万桶/日，同比增加47万桶/日。其中液化石油气/乙烷同比增长18万桶/日，是需求增长的主驱动，柴油和汽油需求在5月下滑后也重回同比增长轨道。整体来看，二季度美国石油需求总量小幅下降2万桶/日，其中汽油需求减少8万桶/日，而液化石油气/乙烷及航空煤油需求均增长6万桶/日。根据

美国联邦公路管理局数据，6月美国车辆行驶里程同比增长0.9%，与汽油消费量0.7%的增幅基本吻合。欧洲地区6月石油需求维持同比增长，尽管燃料油和石脑油消费分别下降11万桶/日和9万桶/日，但柴油需求呈现小幅回升，此外汽油和航空煤油消费分别环比增加17万桶/日和11万桶/日，低油价对欧洲地区的需求修复起到推动作用。7月中国石油需求同比增加5万桶/日，增长主要由柴油消费推动，当月柴油消费环比增长16万桶/日，创16个月新高，而液化石油气需求环比减少20万桶/日，显著拖累总需求表现。整体来看，当前中国石油需求正经历结构性转变，短期波动受政策与基数扰动明显，而电动化转型与房地产低迷则构成长期利空因素。8月印度油品需求环比下降17万桶/日，这主要受到当地雨季的影响，短期需求下滑。

综合来看，在今年夏季汽油消费旺季结束之后，全球油品消费缺乏新的增长驱动。从地区上看，未来的增量市场仍然是非OECD国家，但中国、印度和巴西等国家的经济前景仍受到“贸易战”等因素的负面影响。从下游产品来看，未来汽油消费可能持续偏弱，因其受到新能源替代的冲击，而柴油及航空煤油可能会维持相对稳定的增长。未来全球油品需求的边际变化主要取决于经济周期以及美国“贸易谈判”的走向。

图表 5. 全球石油消费（IEA 口径）：千桶/日

	2019	2024	2025	2026	年度增量%(24-25)	年度增量%(25-26)
非洲	4181	4622	4802	4915	3.89%	2.35%
美洲	31572	31579	31690	31749	0.35%	0.19%
亚太	36292	38688	38913	39365	0.58%	1.16%
欧洲	15122	14274	14319	14233	0.32%	-0.60%
独联体地区	4663	4774	4842	4915	1.42%	1.51%
中东	8948	9200	9308	9395	1.17%	0.93%
全球	100778	103138	103874	104572	0.71%	0.67%
OECD国家	47548	45842	45807	45611	-0.08%	-0.43%
非OECD国家	53230	57296	58067	58961	1.35%	1.54%

	2019	2024	2025	2026	年度增量%(24-25)	年度增量%(25-26)
LPG和乙烷	13211	15038	15208	15530	1.13%	2.12%
石脑油	6690	7213	7318	7565	1.46%	3.38%
汽油	26928	27350	27530	27487	0.66%	-0.16%
航空燃料	7863	7518	7720	7847	2.69%	1.65%
柴油	28747	28483	28732	28826	0.87%	0.33%
燃料油	6228	6463	6327	6330	-2.10%	0.05%
其他	11110	11072	11039	10988	-0.30%	-0.46%
总计	100778	103138	103874	104572	0.71%	0.67%

数据来源：IEA，兴证期货研究咨询部

六、总结与展望

近期原油基本面并未发生显著变化，供应端，OPEC+继续推进增产计划，且自10月份起将

启动第二轮总计约 165 万桶/日的增产方案。尽管过去几个月 OPEC+ 的实际增产进度不及预期，但考虑到未来仍有较大数值的增产配额暂未实现，预计未来 OPEC+ 端的供应仍将延续上行趋势。同时，近期美国页岩油产量出现反弹，再度触及历史高位。地缘风险上移驱动油价反弹降低了美国油气商减产的意愿。未来除非出现油价长期低于 60 美元/桶的情景，否则美国油气行业难以出现大规模减产。需求端，进入 9 月中下旬后，西方汽油消费旺季正式结束，全球油品消费缺乏新的增长驱动。从地区上看，未来的增量市场仍然是非 OECD 国家，但中国、印度和巴西等国家的经济前景仍受到“贸易战”等因素的负面影响。从下游产品来看，未来汽油消费可能持续偏弱，因其受到新能源替代的冲击，而柴油及航空煤油可能会维持相对稳定的增长。未来全球油品需求的边际变化主要取决于经济周期以及美国“贸易谈判”的走向。预计原油基本面仍然呈现供应逐渐偏向过剩的格局。

由于基本面偏空的逻辑已被市场多次交易，短期缺乏新的利空驱动，近期及未来几周原油市场的交易逻辑仍然聚焦于对国际地缘局势的博弈。重点关注乌克兰无人机袭击事件、西方国家对俄罗斯的制裁情况以及中东局势这三个变量。

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惟一因素。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。

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。