

OPEC+按下增产暂停键，国际油价能否企稳？

2025 年 11 月 20 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

吴森宇

从业资格编号：F03121615

投资咨询编号：Z0023000

联系人

俞秉甫

F03123867

yubf@xzfutures.com

内容提要

近期国际油价呈现宽幅震荡走势，波动率显著提升。短期来看，俄乌地缘风险溢价有所回落：俄罗斯黑海关键出口枢纽新罗西斯克港在遭遇乌克兰袭击暂停运营两天后已恢复装船作业；此外，周三市场传闻美国前总统特朗普团队正与俄方秘密磋商一项旨在结束乌克兰冲突的和平计划，该方案包含冲突后的美俄关系框架，可能为俄罗斯能源出口解除部分限制。

供应端，10 月 OPEC+的实际产量并未如配额计划的显示增长反而出现小幅下滑，这主要因为部分成员国因超配额生产需要履行补偿减产协议以及部分成员国因地缘或检修导致短期供应下滑。预计明年 1 季度 OPEC+集团给市场带来的增产压力会缓解，一方面 OPEC+8 国已经同意暂停增产；另一方面，西方国家对俄罗斯发起的制裁可能影响俄油的出口情况。10 月非 OPEC+产油国总供应量环比增长 8 万桶/日，达到 5610 万桶/日。当月加拿大、挪威和英国季节性维护结束以及巴西意外停产恢复带来近 32 万桶/日的供应增量。随着检修季的结束，非 OPEC+产油国总供应量继续增加，预计 2026 年将维持小幅增产趋势，其中美国原油产量不断刷新历史新高，短期未出现明显的拐头减产迹象。

需求端，2025 年第三季度全球石油需求同比增长 92 万桶/日，其中中国实际消费增速高于预期，这主要因为中美贸易紧张局势缓和带动宏观经济整体改善。从下游产品来看，三季度需求的增长主要由液化石油气/乙烷推动，其同比表现由此前的下降逆转为同比增长。从地区来看，2025 年三季度的需求反弹主要出现在非经合组织国家，新兴市场的宏观

经济改善驱动消费增长，其中中国引领了三季度全球消费复苏。

库存端，9月全球可观测石油库存大幅增加7770万桶，库存总量达到79.9亿桶，创2021年7月以来最高水平。10月的数据显示，受美洲和中东地区油轮低速航行、以及海上受制裁油轮积压的影响，全球石油水上浮仓正在持续增加。

展望未来，尽管市场普遍预期今明两年全球原油市场将维持供应过剩格局（本月IEA、EIA和OPEC三大机构均提示明年石油供应偏过剩），但近期基本面已显现边际改善迹象。首先，持续低迷的油价已促使OPEC+八国集团决定暂停2026年第一季度的增产计划，叠加部分成员国仍需履行补偿减产承诺，预计2026年OPEC+的实际增产幅度将低于今年水平。其次，10月中美经贸磋商取得进展，双方同意将现有贸易关税暂停期限延长12个月。这一积极变化已反映在三季度中国及其他非OECD国家的石油消费数据中，呈现出修复性增长特征。因此，我们认为当前油价在技术性底部区域（布伦特60美元/桶、WTI55美元/桶附近）存在较强支撑，短期内继续大幅下探的空间有限。不过考虑到市场仍缺乏持续性的上行驱动，预计短期油价将维持区间震荡走势。若2026年油价长期徘徊于低位区间，则可关注美国页岩油行业出现亏损性减产后的结构性做多机会。

报告目录

一、行情回顾：油价维持宽幅震荡，市场波动率提升	4
二、OPEC+8 国决定暂停明年 1 季度的增产计划，10 月集团实际产量环比下降	4
三、非 OPEC+产油国维持增产状态	7
四、三季度全球石油需求增长高于预期，中国消费改善	9
五、全球石油库存大幅增加，创阶段性新高	11
六、总结与展望	13

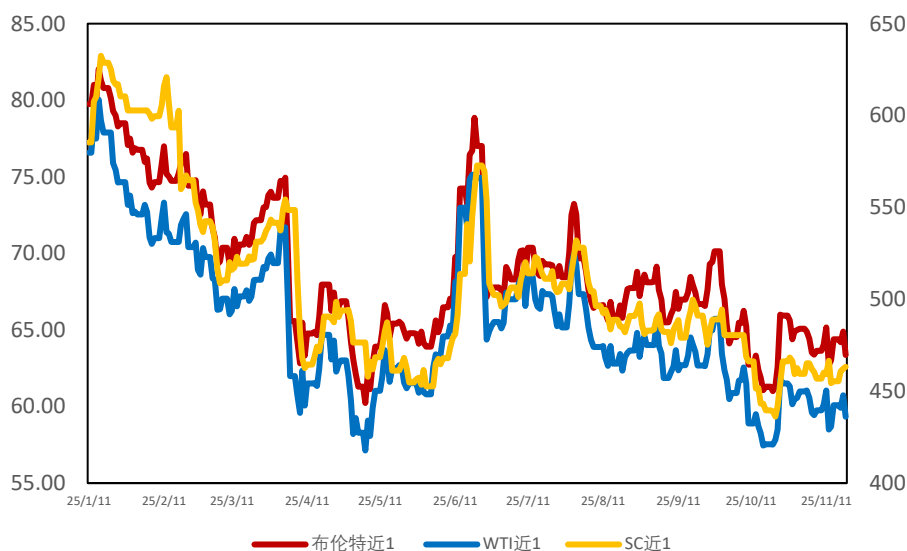
图表目录

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 10 月	7
图表 3. 美国原油产量及活跃钻机数（桶/日；部）	9
图表 4. 全球石油消费:IEA 口径（千桶/日）	11
图表 5. 全球可观测石油库存：百万桶	12
图表 6. OECD 国家石油库存：百万桶	12
图表 7. 水上原油库存：百万桶	13

一、行情回顾：油价维持宽幅震荡，市场波动率提升

近期国际油价呈现宽幅震荡走势，波动率显著提升。短期来看，俄乌地缘风险溢价有所回落：俄罗斯黑海关键出口枢纽新罗西斯克港在遭遇乌克兰袭击暂停运营两天后已恢复装船作业；此外，周三市场传闻美国前总统特朗普团队正与俄方秘密磋商一项旨在结束乌克兰冲突的和平计划，该方案包含冲突后的美俄关系框架，可能为俄罗斯能源出口解除部分限制。受此消息影响，当日油价承压大幅下跌。从基本面角度看，OPEC+10月总产量环比下降55万桶/日，主要因部分成员国面临产能瓶颈或已超额完成生产配额，实际增产能力有限。美国原油产量虽维持历史高位，但下游需求预期疲软，市场对供应过剩的担忧仍在。本月国际三大能源机构（IEA、EIA、OPEC）相继发布报告，均对未来油价持谨慎态度，并预警潜在供应过剩风险。本周的EIA数据显示，美国商业原油库存降幅超预期，但成品油库存累积超预期，整体数据影响偏中性。

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+8 国决定暂停明年 1 季度的增产计划，10 月集团实际产量环比下降

11月2日，参与2023年4月减产协议的OPEC+8国集团宣布将于12月额外解除13.7万桶/日的减产额度（即增产13.7万桶/日），随后自明年1月起暂停增产三个月。根据11月修订的

补偿性减产框架测算，12月该集团的实际增产量主要集中在沙特（预计增产3.7万桶/日）以及阿尔及利亚（预计增产0.7万桶/日）两国。其余参与国受制于产能瓶颈或现有产量已显著突破配额上限，预计难以形成有效增产。”

从实际产量来看，根据国际能源署（IEA）的数据，OPEC+原油总产量在10月下降55万桶/日至4380万桶/日，此前的9月供应量曾环比激增超过100万桶/日。尽管中东地区OPEC+国家的原油出口量环比增加13万桶/日至1790万桶/日，但当月利比亚的原油出口量下降13万桶/日，创一年来新低。此外，当月俄罗斯产量环比持平，当前俄罗斯正面临西方国家制裁收紧的局势，且因乌克兰无人机袭击炼油设施导致国内需求下降。综合来看，参与2023年11月减产协议的18国原油供应量较10月目标产量高出47万桶/日，但差距较前几个月显著收窄，这主要由于产量目标上调，且哈萨克斯坦因上游设施维护导致产量降至2025年1月以来最低水平。

10月沙特原油供应量较上月基本持平，略低于1000万桶/日，较当月产量目标低7万桶/日。受国内库存释放推动，当月沙特海上原油出口量环比增加20万桶/日至660万桶/日。沙特阿美最新季度财报显示，其天然气产量表现超预期，公司将2030年天然气产能目标从较2021年销售气量提升60%上调至80%（该目标取决于市场需求，且并包含尚未正式获批的待建项目）。沙特阿美2025年第三季度天然气产量较2021年同期增长23%，Tanajib和Jafurah天然气厂的产能提升将持续推动产量增长至2026年。更高的产能目标可能使沙特凝析油和天然气液（NGL）总产量在2030年接近300万桶/日。

10月科威特原油产量环比下降8万桶/日至270万桶/日。由于Mina Abdullah和Al Zour炼油厂分别因检修和火灾导致开工率下降，当月原油出口量反而环比增加10万桶/日至140万桶/日。10月阿联酋原油产量环比下降8万桶/日至360万桶/日，其中原油出口量下降9万桶/日至330万桶/日。按照当前的配额测算，当前阿联酋原油产量仍较目标产量高出27万桶/日。

10月伊拉克原油产量环比小幅增加5万桶/日至460万桶/日，当前伊拉克原油产量仍较目标产量高出54万桶/日。伊拉克-土耳其管道（ITP）出口量在10月达到17万桶/日，这是自2023年3月以来该管道首次恢复运输。该管道的运量于11月初提升至23万桶/日以上，这符合伊拉克国家石油营销组织（SOMO）、库尔德地区政府（KRG）与国际公司商定的目标。随着针对俄罗斯卢克石油公司的新制裁出台，伊拉克国家石油营销组织已取消原定11月从巴士拉发运的三批原油货物，且未来数周可能因美英新制裁而进一步增加取消量。

10月伊朗原油供应量环比下降5万桶/日至340万桶/日，该数值与去年同期基本持平，但较2022年水平高出近100万桶/日。10月9日，美国财政部海外资产控制办公室（OFAC）宣布对伊朗石油及石化产品出口实施新制裁，重点打击阿联酋和中国香港的贸易实体（共33艘运输船舶）、一家中国地方炼厂（山东金诚石化集团）以及中国原油码头（日照实华原油码头）。目

前中国和阿联酋两国占伊朗已知石油出口量的 90%以上，但两国相关企业是否继续采购伊朗原油仍存变数。在制裁宣布前，9 月伊朗石油出口量环比大幅增加 80 万桶/日至 280 万桶/日，其中原油出口量为 200 万桶/日，创下 2018 年 6 月以来最高海运出口记录。10 月伊朗石油出口量仍维持在该水平附近。

10 月哈萨克斯坦原油供应量环比下降 24 万桶/日至 170 万桶/日，且当月原油出口量创下自 1 月以来的最低水平，这主要因为田吉兹油田（Tengiz）进行维护检修。此外，乌克兰对俄罗斯能源基础设施的无人机袭击间接影响了哈萨克斯坦的石油生产，俄罗斯奥伦堡天然气处理厂（负责处理卡拉恰甘纳克油田伴生气）运营因乌克兰的袭击而中断，同时里海管道联盟（CPC）管道线的运输也受到影响。10 月阿塞拜疆原油产量环比持平，稳定在 45 万桶/日左右。10 月阿曼原油产量环比小幅下降 2 万桶/日至 78 万桶/日。10 月阿塞拜疆和巴林的原油产量则较上月基本持平，分别维持在约 45 万桶/日和 19 万桶/日的水平。

10 月俄罗斯原油产量较上月环比基本持平，维持在 930 万桶/日，但当月俄罗斯原油及石油产品出口量下降 15 万桶/日至 740 万桶/日，逆转了 9 月的增长态势。出口量下滑叠加价格走弱使得当月俄罗斯石油出口收入同比减少 23 亿美元至 131 亿美元。近期乌克兰对俄罗斯炼油及石油生产设施的袭击导致当月俄罗斯原油出口量减少 11 万桶/日，同时俄罗斯成品油出口量也连续第二个月下降，当月出口量减少 4 万桶/日至 230 万桶/日，创 2017 年以来新低，这加剧了国际成品油市场的供应紧张。此外，当前俄油供应仍面临西方国家制裁的压力。10 月 22 日，美国财政部外国资产控制办公室（OFAC）宣布对俄罗斯石油公司（Rosneft）和卢克石油公司（Lukoil）两大能源巨头实施制裁（Rosneft 和 Lukoil 两家公司的石油出口量合计达 310 万桶/日，占俄罗斯石油出口总量的 42%），因其为俄罗斯政府提供战争资金支持。短期来看，五家大型印度炼油商尚未为 12 月的俄罗斯石油下任何订单，印度炼油商的谨慎部分可能是由于新德里和华盛顿之间的贸易谈判。长期来看，西方对俄油制裁的影响主要取决于政治博弈，前景尚不明朗。俄油主要买家为印度和中国，未来制裁能否见效很大程度上取决于这两国的采购态度。

综合来看，OPEC+10 月的实际产量并未如配额计划的显示增长反而出现小幅下滑，这主要因为部分成员国因超配额生产需要履行补偿减产协议以及部分成员国因地缘或检修导致短期供应下滑。预计明年 1 季度 OPEC+集团给市场带来的增产压力会缓解，一方面 OPEC+8 国已经同意暂停增产；另一方面，西方国家对俄罗斯发起的制裁可能影响俄油的出口情况。

图表 2. OPEC+各国产量、配额及产能（百万桶/日）：截至 2025 年 10 月

	9月实际产量	10月实际产量	较目标产量盈余	10月目标产量	产能	闲置产能
阿尔及利亚	0.97	0.96	-0.01	0.96	1.00	0.00
刚果	0.26	0.27	-0.01	0.28	0.30	0.00
几内亚	0.05	0.04	-0.03	0.07	0.10	0.00
加蓬	0.26	0.24	0.06	0.18	0.20	0.00
伊拉克	4.60	4.65	0.54	4.11	4.90	0.20
科威特	2.73	2.65	0.09	2.56	2.90	0.20
尼日利亚	1.39	1.37	-0.13	1.50	1.40	0.00
沙特	9.98	9.95	-0.07	10.02	12.10	2.20
阿联酋	3.58	3.64	0.28	3.37	4.30	0.60
OPEC-9国	23.95	23.77	0.72	23.05	27.10	3.30
伊朗	3.46	3.40			3.80	
利比亚	1.29	1.20			1.20	0.00
委内瑞拉	1.00	1.01			0.90	0.00
OPEC 总和	29.70	29.38			33.10	3.40
阿塞拜疆	0.45	0.45	-0.10	0.55	0.50	0.00
哈萨克斯坦	1.92	1.68	0.15	1.53	1.80	0.10
墨西哥	1.43	1.42			1.50	0.10
阿曼	0.76	0.78	-0.02	0.80	0.80	0.00
俄罗斯	9.28	9.28	-0.20	9.48	9.40	
其他	0.79	0.78	-0.09	0.87	0.90	0.10
OPEC+18国	37.14	36.74	0.47	36.28	40.40	3.60
OPEC+总和	44.33	43.78			47.90	3.70

* 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、非 OPEC+产油国维持增产状态

10 月非 OPEC+产油国总供应量环比增长 8 万桶/日，达到 5610 万桶/日。当月加拿大、挪威和英国季节性维护结束以及巴西意外停产恢复带来近 32 万桶/日的供应增量。

根据 EIA 的数据，截至 10 月 10 日当周，美国原油产量为 1363.6 万桶/日，刷新历史新高。尽管 4 月和 5 月因油价短暂跌破生产成本线导致部分页岩油商削减资本开支并引发产量小幅下降，但随后在油价回升的驱动下，产量恢复小幅增长。从区域来看，二叠纪地区（Permian）仍然是增产主力，而其他产区增长有限，个别产区的产量甚至出现小幅下滑。从活跃钻机数角度来看，该指标也在 5 至 7 月出现显著下滑，但近两月表现趋稳。该指标的变化也有油价波动强相关。当前美国原油的新增产量主要由二叠纪（Permian）地区贡献，该地区出现了活跃钻机数下滑但产量继续增长的现象。出现该现象主要是因为生产效率提升助力行业在钻机数下降的背景下实现增产。近年来 Permian 地区的钻井和完井生产效率显著提高，使得单个钻机的产量大幅提高。因此，短期美国产量下滑的临界点需要观察到行业大规模减少资本开支来进一步减少

钻机数，若是短期小幅度的紧缩并不能改变石油产量维持高位的状态。

根据美国达拉斯联储的问卷调查报告和 WTI 原油期货的远期曲线可以得出，当前美国油气行业的平均成本线约为 64 美元/桶。近期 WTI 原油近月合约价格已跌破 64 美元/桶的平均成本线，这一价格走势可能引发行业资本开支收缩预期，但需注意以下关键点。首先，行业产能决策主要基于中长期油价预期而非短期波动。若短期价格下行后迅速反弹，致使季度或年度均价仍高于盈亏平衡线，则实际产量调整压力有限。其次，短期价格跌破成本线仅具预警意义，并非触发减产的充分条件。只有当油价持续（如连续 1-2 个季度）低于 64 美元/桶的盈亏平衡阈值，企业才会系统性下调钻井活动与资本支出。因此，后续需重点关注油价低位运行的持续时间及其对现金流的影响。预计今年及明年美国原油产量仍然会维持高位甚至可能维持小幅增长的趋势。

根据 IEA 的数据，10 月加拿大原油供应量环比增加 8 万桶/日至 630 万桶/日。根据阿尔伯塔能源监管局的数据，随着季节性维护结束，当月加拿大的原油生产部分弥补了 9 月期间 30 万桶/日的降幅。

10 月巴西原油产量环比增长 4 万桶/日至 400 万桶/日，创下历史新高。根据 ANP（巴西国家石油管理局）的数据，当月巴西原油产量的增长主要得益于两艘浮式生产储卸油装置 FPSO（产能合计 33 万桶/日的 P-75 Búzios 2 油田和 P-62 Roncador 油田）的检修结束恢复生产。同时，ANP 已经批准 Equinor 公司运营的 11 万桶/日 Peregrino FPSO 在完成为期两个月的检修后重启。此外，Equinor 旗下产能为 22 万桶/日的 Bacalhau FPSO 当月投入运营，而巴西国家石油公司 18 万桶/日的 P-78 FPSO Búzios 6 油田预计即将产出首桶油。当前巴西 FPSO 项目的投产进度已经接近峰值，目前巴西仅剩 P-79 Búzios 8 油田的一座装置计划于 2026 年下半年投产。预计 2026 年巴西的原油产量仅会维持小幅增长，因为新增 FPSO 的产量将部分被成熟油田的自然衰减抵消。

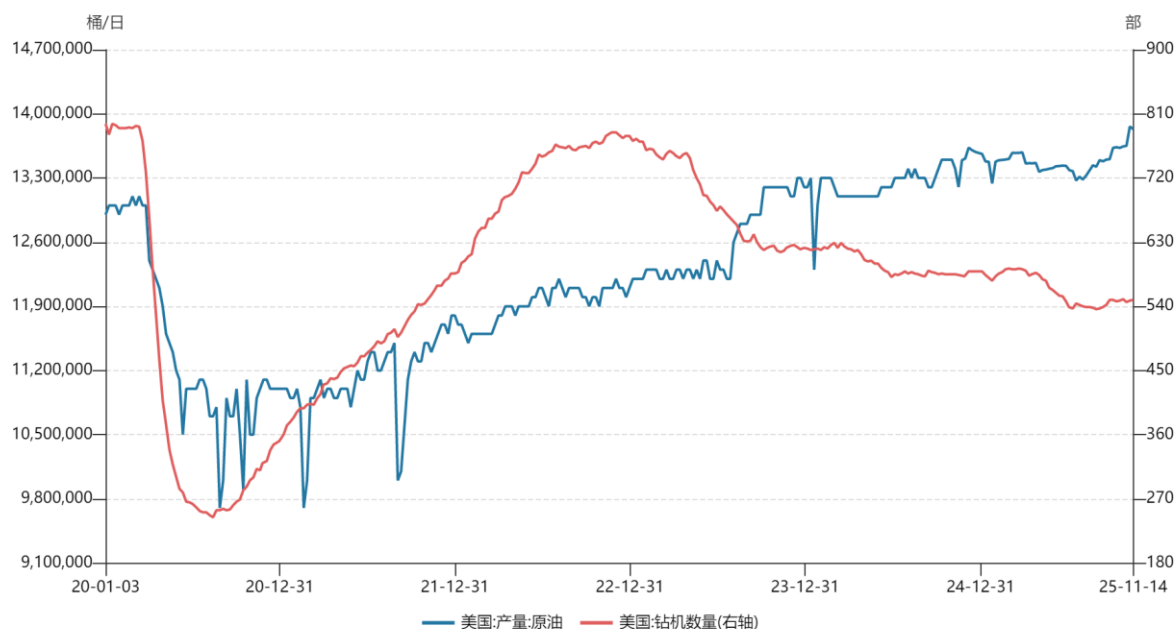
10 月圭亚那原油产量环比增长 10 万桶/日至 87 万桶/日。当月的增长主要得益于埃克森美孚牵头的财团持续提升设计产能为 25 万桶/日的 Yellowtail FPSO 项目的产量。预计该装置将在年底前实现满负荷运转，届时圭亚那的平均总产量将达到 89 万桶/日。此外，圭亚那的第五座 FPSO（Uaru 项目）计划于 2026 年投产，预计将增产 17 万桶/日。

10 月北海地区原油产量环比增长 20 万桶/日，英国与挪威各贡献一般的增量。英国方面，随着季节性维护结束，Schiehallion、Clair 和 Captain 油田产量回升带动月度供应增长。挪威供应量同样在季节性检修完成后出现反弹。

综合来看，随着检修季的结束，非 OPEC+ 产油国总供应量继续增加，预计 2026 年将维持小幅增产趋势，其中近期美国原油产量不断刷新历史新高，短期未出现明显的拐头减产迹象。

从市场观点来看，国际能源署(IEA)预测 2025 年和 2026 年全球石油供应将分别同比增长 310 万桶/日和 250 万桶/日。美国能源署(EIA)预测 2025 年和 2026 年全球石油供应将分别同比增长 280 万桶/日和 140 万桶/日。OPEC 预测 2025 年和 2026 年非 OPEC+产油国石油供应将分别同比增长 90 万桶/日和 60 万桶/日。

图表 3. 美国原油产量及活跃钻机数（桶/日；部）



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

四、三季度全球石油需求增长高于预期，中国消费改善

根据 IEA 的数据，2025 年第三季度全球石油需求同比增长 92 万桶/日，其中中国实际消费增速高于预期，这主要因为中美贸易紧张局势缓和带动宏观经济整体改善。尽管今年美国石油需求保持韧性，但欧洲和亚太地区的结构性下滑使得经合组织整体消费量同比基本持平。因此，非经合组织国家将继续成为 2025 年全球石油消费增长的主要驱动力，其中美国、中国和尼日利亚三国的消费增量较为显著，今年各贡献约 12 万桶/日的同比增量。

从下游产品来看，三季度需求的增长主要由液化石油气/乙烷推动，其同比表现由此前的下降逆转为增长 29 万桶/日。其中中美贸易关税对美国出口至中国的石化原料造成影响，5 月期间美国短暂要求对华乙烷出口必须申请许可证，导致出口严重受阻。其他石油产品的需求波动相对较小。航空燃料的消费增长较为稳定，夏季期间同比持续增长 25 万桶/日。随着全球航空旅行

激增，航空燃料的消费已逼近疫情前历史峰值。相反，包括柴油在内的中间馏分油需求在 2025 年三季度有所放缓，经合组织国家的消费放缓尤为明显。虽然价格上涨抑制了交付量，但中间馏分油仍将贡献 2025 年全球石油消费增量的 50% 以上。2025 年汽油需求预计同比增长 24 万桶/日，同比增加 0.9%。汽油的消费增长主要由自印度、尼日利亚、土耳其等欧洲国家贡献，这抵消了全球两大消费国美国和中国的需求下降。尽管 2025 年三季度交付量有所回升，但今年全球石化原料需求增长预计仅为 26 万桶/日，远低于近年来的趋势增长水平。石脑油、液化石油气和乙烷三类原料合计占石油需求增量的比重将从 2024 年的 71% 降至 2025 年的 33%。美国“对等关税”政策引发的供应链中断与不确定性影响显著，尤其导致 2025 年第二季度的石化原料需求增长极为有限。此外，当前经济增长的主要驱动（如数据基础设施建设和高收入群体消费）对塑料制品的依赖度相对较低，这进一步抑制了该领域需求。对炼油企业而言，原料需求增长正日益向天然气凝析液衍生的液化石油气及乙烷倾斜。一方面，美国出口量持续攀升，另一方面，沙特阿拉伯天然气产量激增大幅提升了原料供应能力。

从地区来看，2025 年三季度的需求反弹主要出现在非经合组织国家，新兴市场的宏观经济改善驱动消费增长，其中中国引领了三季度全球消费复苏。在新兴经济体普遍复苏的背景下，中东地区成为主要例外地区，三季度的消费呈现出截然相反的走势。随着沙特在发电领域大幅推进“油改气”及可再生能源替代，该地区需求增长在二季度达到 12 万桶/日后，三季度需求增长几乎陷入停滞。三季度经合组织国家的需求表现延续了约 11 万桶/日的同比下降趋势。

从市场观点来看，三大国际能源机构（IEA、EIA 和 OPEC）均预测未来全球石油消费增速较疫情前 10 年平均增速会有所放缓。国际能源署(IEA)预测 2025 年和 2026 年全球石油需求将分别同比增长 79 万桶/日和 77 万桶/日。美国能源署(EIA)预测 2025 年和 2026 年全球石油需求将分别同比增长 100 万桶/日和 110 万桶/日。OPEC 预测 2025 年和 2026 年全球石油需求将分别同比增长 130 万桶/日和 140 万桶/日。

图表 4. 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	4624	4832	4946	208	114
美洲	31572	31580	31752	31866	172	114
亚太	36292	38679	38953	39403	273	451
欧洲	15122	14242	14267	14240	26	-27
独联体地区	4663	4776	4802	4830	26	28
中东	8948	9195	9278	9370	83	92
全球	100778	103096	103884	104654	788	770
OECD国家	47548	45809	45781	45667	-28	-114
非OECD国家	53230	57287	58103	58987	816	885

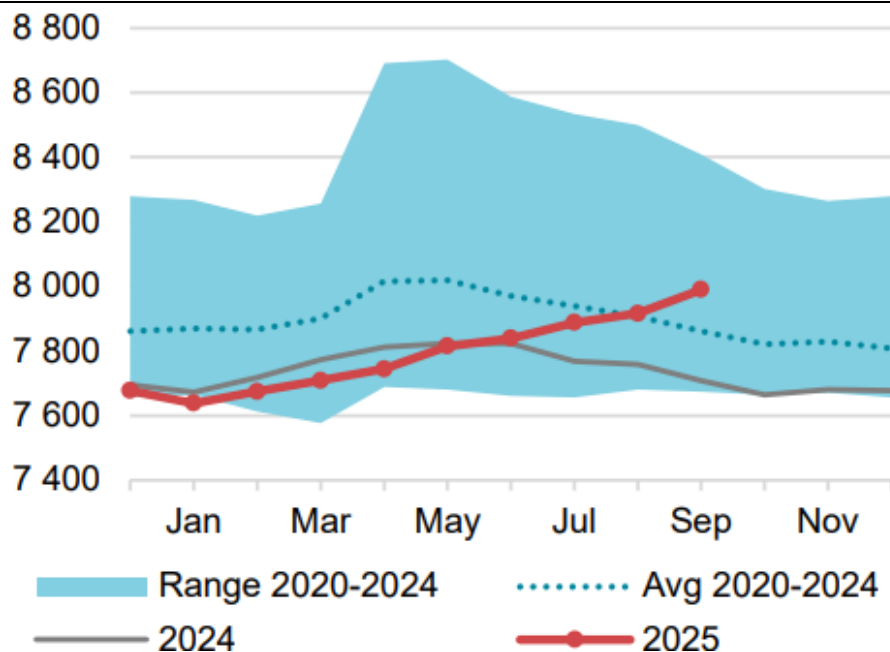
	2019	2024	2025	2026	年度增量(24-25)	年度增量(25-26)
LPG和乙烷	13211	15056	15260	15571	204	311
石脑油	6690	7184	7242	7468	58	226
汽油	26928	27359	27599	27552	239	-47
航空燃料	7863	7518	7725	7888	207	163
柴油	28747	28481	28717	28885	236	168
燃料油	6228	6462	6324	6327	-138	3
其他	11110	11035	11017	10963	-18	-54
总计	100778	103096	103884	104654	788	770

数据来源: IEA, 兴证期货研究咨询部

五、全球石油库存大幅增加，创阶段性新高

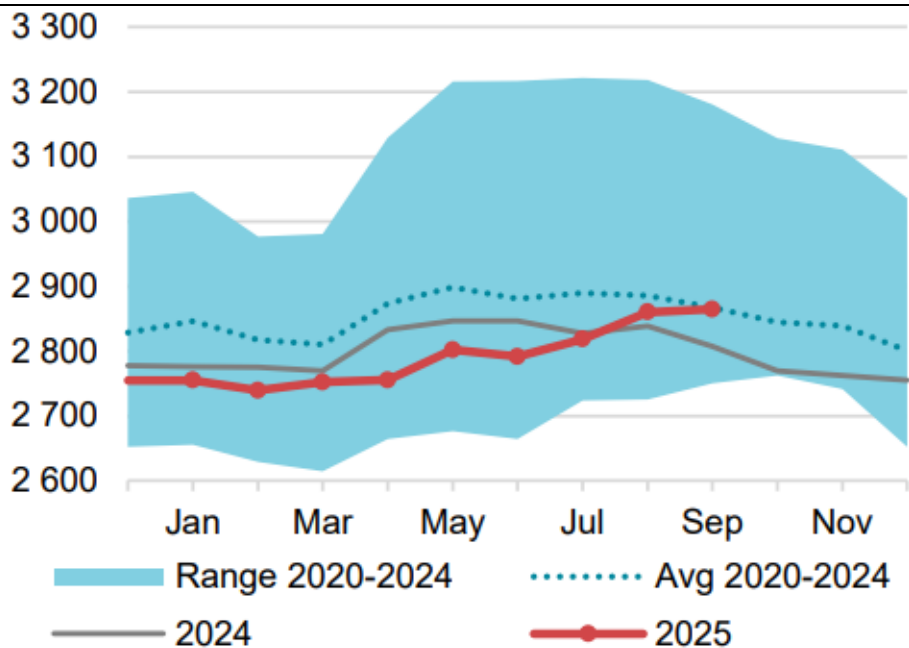
根据 IEA 的数据, 9 月全球可观测石油库存大幅增加 7770 万桶, 库存总量达到 79.9 亿桶, 创 2021 年 7 月以来最高水平。其中水上浮仓受原油出口量的激增大幅累库 8000 万桶; 经合组织国家的石油库存小幅增加 500 万桶, 但非经合组织国家的石油库存下降 700 万桶。今年前 9 个月, 全球可观测石油库存累计增长 3.13 亿桶, 主要增量来自美国、中国以及水上浮仓。10 月的数据显示, 受美洲和中东地区油轮低速航行、以及海上受制裁油轮积压的影响, 全球石油水上浮仓正在持续增加。下游炼厂方面, 10 月全球炼能因一系列计划外停工事件而承压, 进一步制约成品油供应并推高炼油利润率。受到 2025 年第四季度计划内检修接近高峰以及俄罗斯下游炼油产能持续中断的影响, 近期成品油市场供需趋紧将行业利润率推升至两年高位。

图表 5. 全球可观测石油库存：百万桶



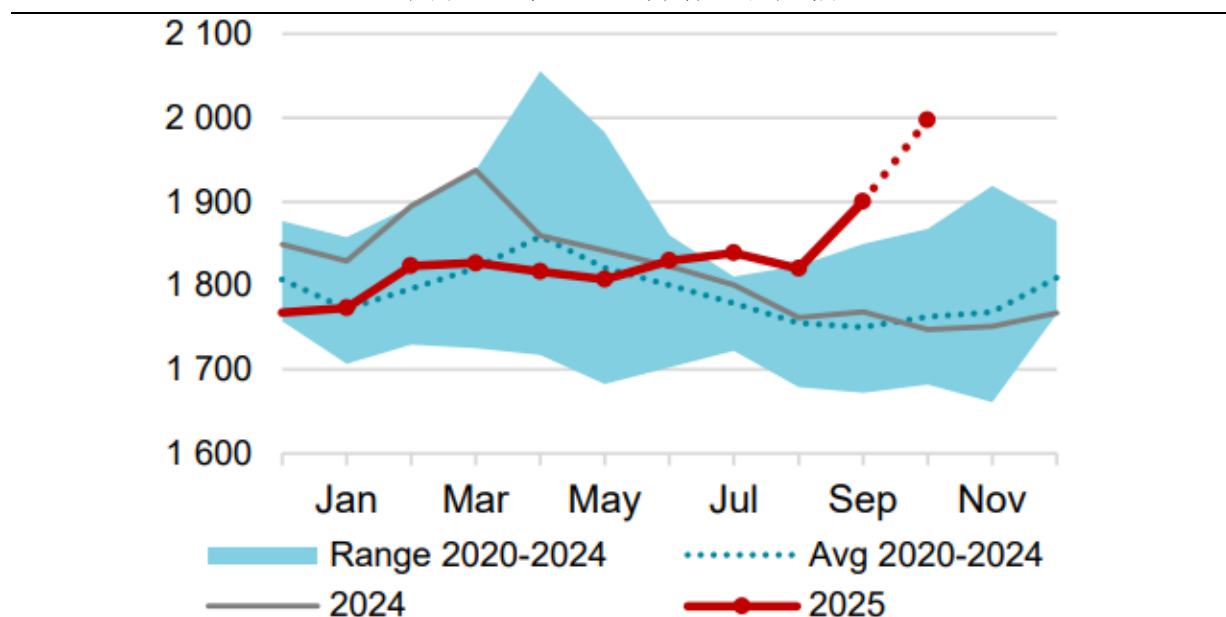
数据来源：IEA，兴证期货研究咨询部

图表 6. OECD 国家石油库存：百万桶



数据来源：IEA，兴证期货研究咨询部

图表 7. 水上原油库存：百万桶



数据来源：IEA，兴证期货研究咨询部

六、总结与展望

近期国际油价呈现宽幅震荡走势，波动率显著提升。短期来看，俄乌地缘风险溢价有所回落：俄罗斯黑海关键出口枢纽新罗西斯克港在遭遇乌克兰袭击暂停运营两天后已恢复装船作业；此外，周三市场传闻美国前总统特朗普团队正与俄方秘密磋商一项旨在结束乌克兰冲突的和平计划，该方案包含冲突后的美俄关系框架，可能为俄罗斯能源出口解除部分限制。

供应端，10月OPEC+的实际产量并未如配额计划的显示增长反而出现小幅下滑，这主要因为部分成员国因超配额生产需要履行补偿减产协议以及部分成员国因地缘或检修导致短期供应下滑。预计明年1季度OPEC+集团给市场带来的增产压力会缓解，一方面OPEC+8国已经同意暂停增产；另一方面，西方国家对俄罗斯发起的制裁可能影响俄油的出口情况。10月非OPEC+产油国总供应量环比增长8万桶/日，达到5610万桶/日。当月加拿大、挪威和英国季节性维护结束以及巴西意外停产恢复带来近32万桶/日的供应增量。随着检修季的结束，非OPEC+产油国总供应量继续增加，预计2026年将维持小幅增产趋势，其中美国原油产量不断刷新历史新高，短期未出现明显的拐头减产迹象。

需求端，2025年第三季度全球石油需求同比增长92万桶/日，其中中国实际消费增速高于预期，这主要因为中美贸易紧张局势缓和带动宏观经济整体改善。从下游产品来看，三季度需

求的增长主要由液化石油气/乙烷推动，其同比表现由此前的下降逆转为同比增长。从地区来看，2025 年三季度的需求反弹主要出现在非经合组织国家，新兴市场的宏观经济改善驱动消费增长，其中中国引领了三季度全球消费复苏。

库存端，9 月全球可观测石油库存大幅增加 7770 万桶，库存总量达到 79.9 亿桶，创 2021 年 7 月以来最高水平。10 月的数据显示，受美洲和中东地区油轮低速航行、以及海上受制裁油轮积压的影响，全球石油水上浮仓正在持续增加。

展望未来，尽管市场普遍预期今明两年全球原油市场将维持供应过剩格局（本月 IEA、EIA 和 OPEC 三大机构均提示明年石油供应偏过剩），但近期基本面已显现边际改善迹象。首先，持续低迷的油价已促使 OPEC+ 八国集团决定暂停 2026 年第一季度的增产计划，叠加部分成员国仍需履行补偿减产承诺，预计 2026 年 OPEC+ 的实际增产幅度将低于今年水平。其次，10 月中美经贸磋商取得进展，双方同意将现有贸易关税暂停期限延长 12 个月。这一积极变化已反映在三季度中国及其他非 OECD 国家的石油消费数据中，呈现出修复性增长特征。因此，我们认为当前油价在技术性底部区域（布伦特 60 美元/桶、WTI55 美元/桶附近）存在较强支撑，短期内继续大幅下探的空间有限。不过考虑到市场仍缺乏持续性的上行驱动，预计短期油价将维持区间震荡走势。若 2026 年油价长期徘徊于低位区间，则可关注美国页岩油行业出现亏损性减产后的结构性做多机会。

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。