



通惠期货  
TONGHUI FUTURES

# 油价再次尝试向上突破未果，区间震荡延续

原油燃料油周报 | 2025年09月04日

李英杰

从业编号：F03115367

投资咨询：Z0019145

手机：18516056442

liyingjie@thqh.com.cn

## 原油:

【价格】过去一周原油期货价格整体呈现先抑后扬的震荡走势。期初地缘政治因素的持续不确定性为油价提供了支撑，俄乌冲突升温以及美国对俄罗斯石油制裁的预期，引发了市场对潜在供应中断的担忧。期末OPEC+继续增产的消息将油价重回拉回至震荡区间。

【供应】OPEC+计划于9月7日（本周日）召开会议讨论10月份的产量政策，市场传闻其可能考虑进一步增产166万桶/日。EIA数据显示2025年6月美国原油日均产量达到1358万桶，创下新纪录，较5月增加13.3万桶。但同时多地缘政治事件持续对供应端构成风险，俄乌互相袭击对方能源设施造成和谈遇阻，美国或加大对俄罗斯的制裁，但实际效果有限，此外也门胡塞武装加强了对以色列船只的袭击，并攻击了一艘油轮，导致风险溢价升高。总体来看，原油供给端的核心焦点集中于OPEC+可能超预期扩大增产以及美国原油产量创下历史新高。尽管地缘政治事件和短期库存波动提供了一些支撑，但这两大因素共同强化了市场对供应宽松的预期。

【需求】IEA在8月报告中将2025年全球石油需求增长预期下调至68万桶/日，这是IEA今年以来的第六次下调，累计下调幅度达35万桶/日，反映出其对全球石油消费前景的悲观态度。中国1-7月成品油表观消费量同比下降5.0%，反映出内需动力不足。美国炼厂开工率已从旺季高位下滑，随着夏季消费旺季结束，炼厂开工率和加工需求将进一步季节性走弱。总体来看，全球需求增长预期被再度下调，主要经济体经济数据疲软，炼厂加工活动见顶回落，以及整体宏观情绪谨慎，共同构成了需求端的利空压力。

【库存】截止8月22日，API数据显示美国原油库存意外增加62.2万桶，库欣库存更大幅累库超200万桶，柴油库存上升，而汽油去库不足以抵消利空，整体数据加剧油价下行压力，消息公布后油价承压。

综上，多空因素交织的格局可能还会持续。一方面，全球经济增长放缓的担忧和OPEC+的增产倾向会抑制油价上行空间。另一方面，任何意外的地缘政治风险升级或宏观经济政策的显著变化（美联储超预期降息），都可能为油价提供支撑并引发反弹。

## 燃料油&低硫燃油：

【供应】高硫燃料油供应主要的扰动来自地缘政治和制裁因素。国际上，俄罗斯受到乌克兰袭击其大型炼厂的显著影响，8月高硫燃料油发货量约220万吨，环比降低40万吨，同比降低70万吨；伊朗也因美国对伊朗相关码头与仓储运营商制裁的影响而下滑，8月高硫出口约80万吨，环比降低40万吨，同比降低100万吨。国内炼厂的高硫燃料油产量也有所调整，8月炼厂燃料油商品量总体环比下跌11.33%，环比减少8.5万吨。低硫端供应出现区域性分化，尼日利亚Dangote炼厂的RFCC装置持续扰动，反而带来了低硫燃料油的非计划性产出，预计其8月发货量将跃升至20万吨，环比增幅高达15万吨。科威特8月出口量预估为30至40万吨，后续或将继续增长。

【需求】高硫燃料油因经济性优势在船用燃料中的占比进一步提升，新加坡7月高硫船燃加注占比升至40.7%，环比增加2.7%，富查伊拉7月低硫船燃加注占比为61%，环比减少4%。低硫燃料油的加注需求则相对疲软，新加坡7月低硫船燃加注占比降至49.9%，为2020年以来的最低水平，富查伊拉港7月低硫船燃加注占比也环比减少4%至61%。埃及因气温逐渐回落以及天然气替代发电量的增加，8月取消了原计划中约一半的高硫燃料油采购订单，虽然沙特8月高硫燃料油进口量预计环比小幅增加5万吨至120万吨，但同比仍低了40万吨左右。北半球夏季用电高峰已过，高硫燃料油的发电需求预期在9月后环比将逐步下降。

【库存】8月27日当周，新加坡燃料油库存为2188.9万桶，较前一周大幅减少了203万桶；截至9月3日当周，其库存减少了91.4万桶，降至554.9万桶，环比降幅达14.14%；8月28日当周，ARA地区燃料油库存小幅上升至104.9万吨，较前一周增加了0.3万吨。

综上，燃料油市场呈现供需分化格局。供应端因地缘因素收紧，高硫降产而低硫区域性增长。需求端船燃高硫占比提升但发电需求转弱，低硫消费疲软。全球库存亦呈分化态势，反映区域基本面差异。市场关注焦点转向季节性需求转换及东西套利经济性。

# 一、供给端： OPEC+或将继续实施增产计划

## 2.1 OPEC+可能考虑进一步增产166万桶/日

图1: OPEC原油总产量



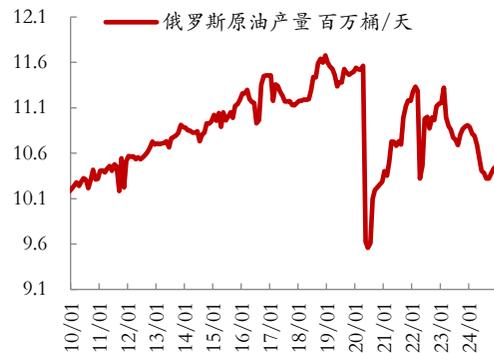
数据来源: EIA、通惠期货研发部

图2: 沙特原油产量



数据来源: EIA、通惠期货研发部

图3: 俄罗斯原油产量



数据来源: EIA、通惠期货研发部

图4: 哈萨克斯坦原油产量



数据来源: IEA、通惠期货研发部

图5: 伊朗原油产量



数据来源: EIA、通惠期货研发部

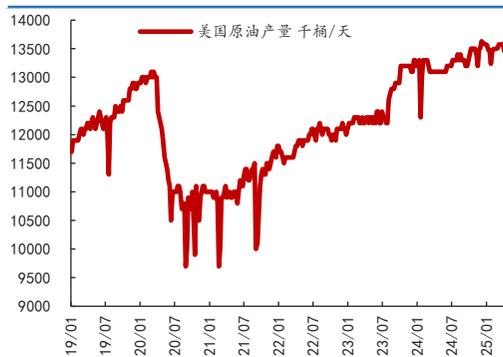
图6: 阿联酋原油产量



数据来源: EIA、通惠期货研发部

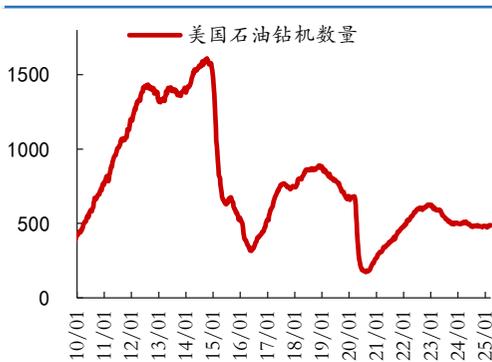
## 2.2 六月美国原油日均产量达到1358万桶

图1：美国原油总产量



数据来源：EIA、通惠期货研发部

图2：美国石油钻机数量



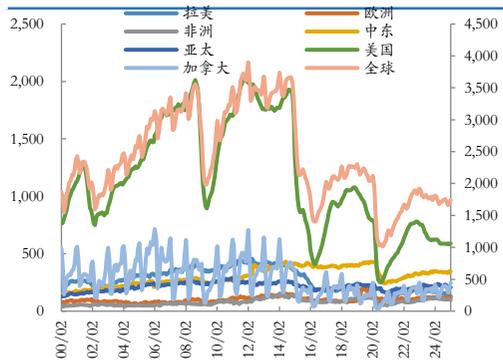
数据来源：Baker Hughes、通惠期货研发部

图3：加拿大原油产量



数据来源：EIA、通惠期货研发部

图4：全球各地区石油钻机数量

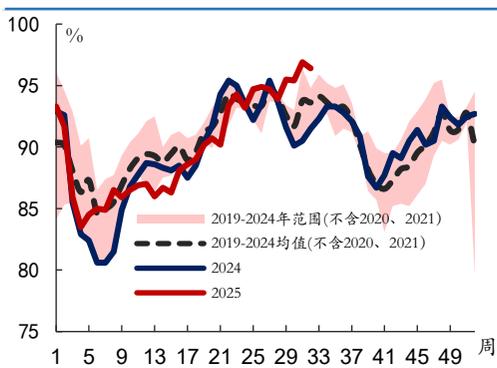


数据来源：Baker Hughes、通惠期货研发部

## 二、需求端： 北美出行旺季接近尾声，市场情绪谨慎

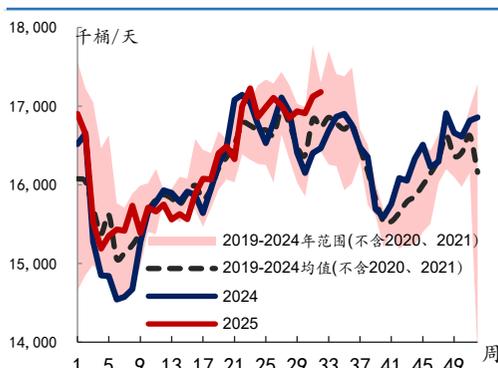
### 3. 美国炼厂开工率较高点下滑明显

图1：美国炼厂周度开工率



数据来源：EIA、通惠期货研发部

图2：美国炼厂原油加工量



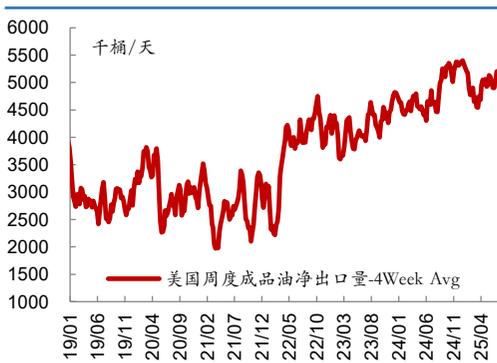
数据来源：EIA、通惠期货研发部

图3：美国周度原油净进口量



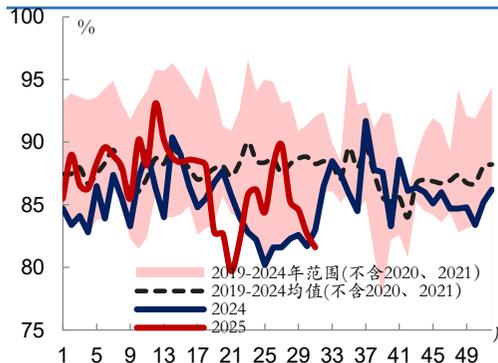
数据来源：EIA、通惠期货研发部

图4：美国周度成品油净出口量



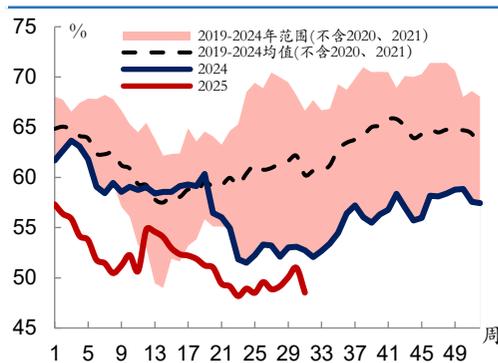
数据来源：EIA、通惠期货研发部

图5：日本炼厂实际产能利用率



数据来源：PAJ、通惠期货研发部

图6：中国山东地炼（常减压）开工率

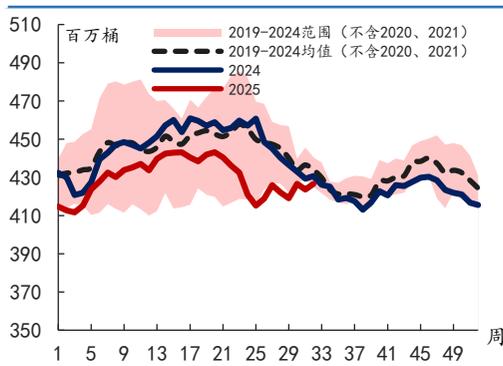


数据来源：WIND、通惠期货研发部

## 三、库存： API 数据显示美国商业原油意外累库

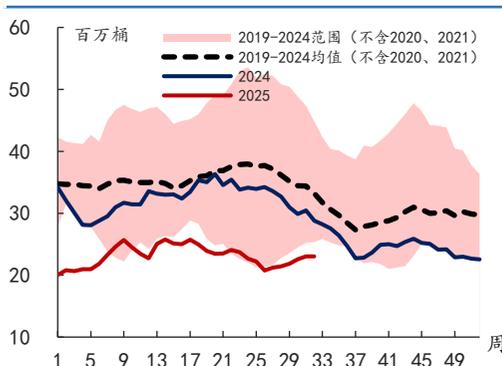
# 4. 商业原油意外累库62.2万桶，库欣大幅累库超200万桶

图1：美国商业原油库存（不含SPR）



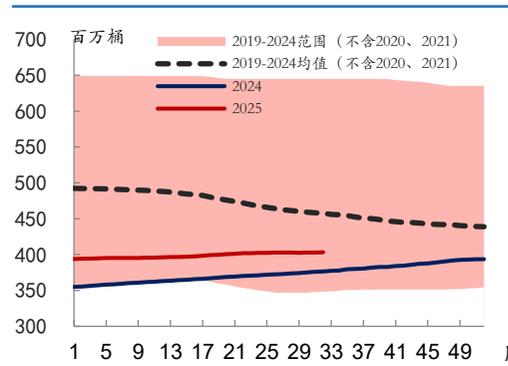
数据来源：EIA、通惠期货研发部

图2：美国库欣原油库存



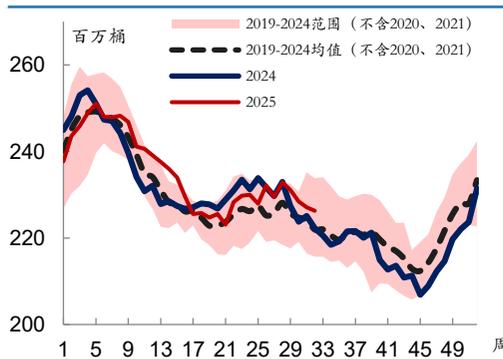
数据来源：EIA、通惠期货研发部

图3：美国战略原油库存SPR



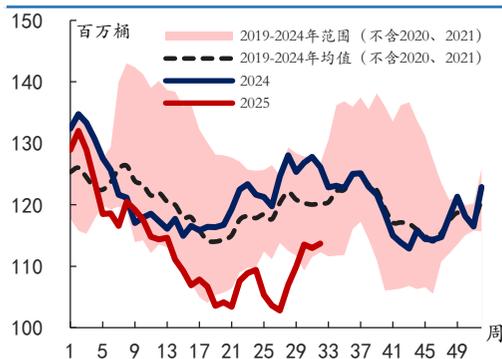
数据来源：EIA、通惠期货研发部

图4：美国汽油库存



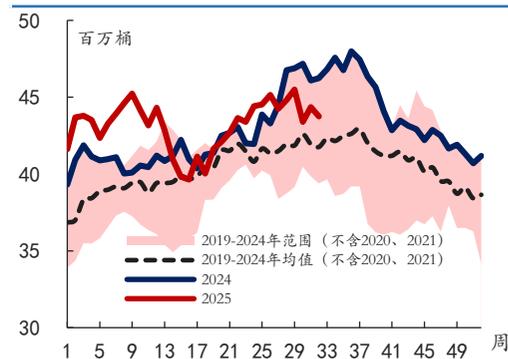
数据来源：EIA、通惠期货研发部

图5：美国馏分油库存



数据来源：EIA、通惠期货研发部

图6：美国航空煤油库存



数据来源：EIA、通惠期货研发部

## 四、全球原油平衡表： 供需宽松主导下半年基本面

# 连续两年超预期累库，累计过剩原油超26亿桶

图1：全球原油平衡表

单位： 百万桶/日	OPEC	Non-OPEC	全球总产量	OECD	Non-OECD	全球总需求	库存变化
2025/1/1	32.5	67.5	102.5	45.1	56.4	101.5	1.0
2025/2/1	32.7	68.0	103.1	45.6	57.4	103.0	0.1
2025/3/1	32.9	68.7	104.5	45.1	57.0	102.1	2.4
2025/4/1	32.7	68.5	104.2	45.1	57.4	102.5	1.7
2025/5/1	33.0	69.1	104.3	44.5	58.1	102.6	1.7
2025/6/1	33.2	69.6	104.9	45.6	58.8	104.4	0.5
2025/7/1	32.8	69.2	104.8	46.2	58.2	104.4	0.5
2025/8/1	32.8	69.4	105.3	46.4	57.9	104.2	1.0
2025/9/1	32.8	69.6	105.1	45.8	58.6	104.4	0.7
2025/10/1	32.9	69.4	105.4	46.0	57.6	103.6	1.8
2025/11/1	32.9	69.6	105.8	45.7	58.7	104.4	1.5
2025/12/1	32.9	69.3	105.3	46.0	59.4	105.4	0.0
2026/1/1	33.0	69.0	104.9	44.8	57.5	102.3	2.6
2026/2/1	33.0	69.6	105.4	46.0	58.4	104.5	0.9
2026/3/1	33.0	69.3	105.2	45.4	58.1	103.4	1.8
2026/4/1	33.0	69.7	105.6	45.1	58.8	103.9	1.7
2026/5/1	33.0	69.8	105.5	45.1	59.1	104.2	1.3
2026/6/1	33.0	70.0	105.8	45.8	59.8	105.6	0.2
2026/7/1	33.1	69.9	106.0	46.1	59.3	105.4	0.6
2026/8/1	33.2	69.9	105.9	46.2	58.9	105.1	0.9
2026/9/1	33.2	70.4	105.9	45.7	59.7	105.3	0.6
2026/10/1	33.2	70.1	106.1	45.7	58.3	104.1	2.0
2026/11/1	33.2	70.3	106.5	45.7	59.5	105.2	1.3
2026/12/1	33.1	69.9	105.9	45.9	60.3	106.2	-0.3

数据来源：EIA、通惠期货研发部

## 一、结构性供应过剩：

- 非OPEC供应刚性增长：2025-2026年非OPEC产量从67.5升至70.3百万桶/日（+4.1%），OPEC产量仅微增0.7百万桶/日，美国页岩油、巴西深海油成主要增量来源。
- 减产失效：OPEC+2025年9月完全退出220万桶/日减产，但非OPEC增产完全抵消其努力。

## 二、需求增长脆弱性：

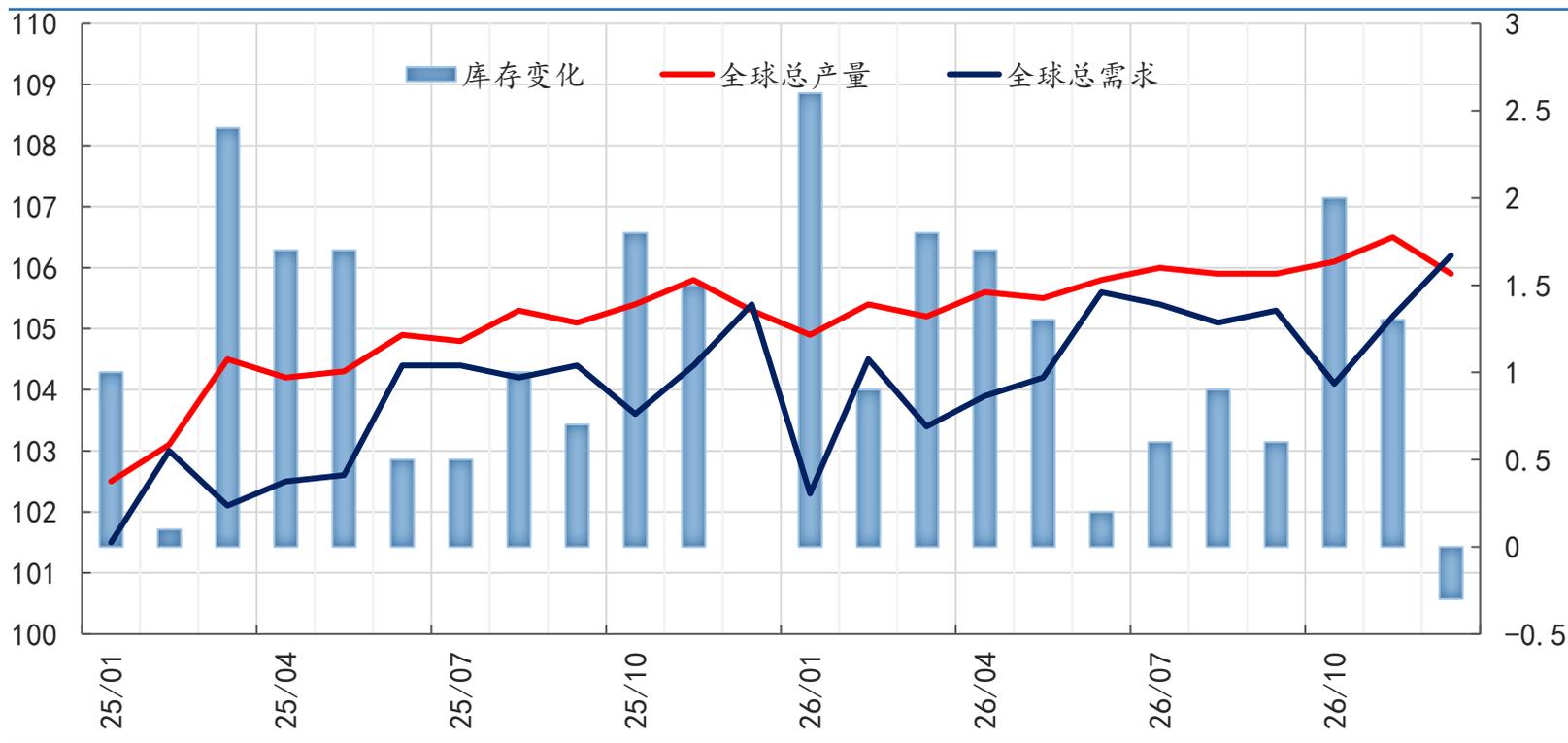
- OECD需求停滞：2025年8月后持续低于46.5百万桶/日，2026年1月骤降至44.8百万桶/日（-3.4%环比），反映发达经济体能源转型与衰退压力。
- 非OECD波动剧烈：2025年12月达峰值59.4百万桶/日，但2026年10月骤降至58.3百万桶/日（-1.8%），新兴市场抗风险能力不足。

## 三、库存周期恶性循环：

- 连续两年超预期累库：2025年除12月外每月正库存，2026仅12月短暂去库，累计过剩原油超26亿桶（按两年均值104百万桶/日折算）。
- 库容压力：2026年1月单日累库260万桶，创周期峰值，暗示仓储成本将侵蚀油价边际。

# 2027年前难现实质性再平衡

图2: 全球原油平衡图



数据来源: EIA、通惠期货研发部



通惠期货  
TONGSHUI FUTURES

### 分析师承诺

本人（或研究团队）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（或研究团队）的研究观点。本人（或研究团队）不曾因，不因，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

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。本公司不确保本报告充分考虑到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任何损失负责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

电话：021-68864685 传真：021-68866985

地址：上海市浦东新区陆家嘴西路99号万向大厦7楼 邮编：200120