



通惠期货
TONGHUI FUTURES

地缘与基本面的博弈下，油价仍未脱离震荡区间

原油燃料油周报 | 2025年09月11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地缘政治风险溢价和疲软基本面数据的共同作用下，整体呈现震荡反弹但空间有限的格局。期初OPEC+同意逐步解除165万桶/日的减产计划导致油价一度破位收跌，但紧接着随着美欧或加剧对俄制裁又促使油价在区间内企稳反弹。

【供应】OPEC+核心成员国在9月7日批准自2025年10月起每日石油产量将新增约13.7万桶，并计划将这一增产节奏持续至2026年9月，加速释放总计165万桶/日的产能，表明争夺市场份额优先于维持油价，给油价带来下行压力。此外，地缘因素通过影响供给预期对油价产生了显著影响。欧盟酝酿第19轮制裁，首次考虑对继续购买俄罗斯石油和天然气的第三国（特别是中国和印度）实施“二级制裁”的可能性。同时中东方面，以色列空袭卡塔尔，极大破坏了地区稳定，并可能影响更广泛的能源基础设施安全。

【需求】2025年二季度全球原油需求同比增速由一季度的1.1%放缓至0.7%，主要是由于全球经济持续走弱，特别是美国8月非农就业人口仅增加2.2万，且6月数据被下修为负值，加剧了市场对经济健康状况的担忧。此外，美国作为重要的原油消费国，其需求在过去一周因季节性因素而显著转弱。美国夏季出行旺季于劳动节（9月初）后正式结束，数据显示8月29日当周，美国汽油日需求量降至912万桶，更能代表趋势的四周汽油需求移动平均值约为900万桶/日，较去年同期下降了1.1%。而且随着旺季结束，炼厂进入季节性检修期，加工量回落。8月29日当周美国炼厂开工率环比下降0.3个百分点至94.3%，原油日加工量降至1687万桶/日。

【库存】截止9月5日，EIA数据显示美国原油库存意外大幅增加393.9万桶，此前预期去库104万桶；成品油方面，汽油库存增加145.8万桶，精炼油库存471.5万桶。

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；据第三方评估，乌克兰对俄罗斯炼厂的持续无人机袭击，已导致其总计约 200万桶/日 的初级炼油产能处于离线状态，约占其总产能的17%。这直接减少了俄罗斯直馏燃料油的产量，预计将从源头减少未来几个月的高硫燃料油供应。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。低硫方面，中国8月低硫燃料油产量为 106万吨，环比7月增长 4.6%。然而，今年1-8月的累计产量约为 780万吨，相比去年同期下降了约19%。

【需求】高硫燃料油因北半球夏季结束，中东等地发电需求季节性回落，同时炼厂投料需求也随汽油消费走弱而下降，整体需求缺乏增长点；低硫燃料油需求则显现一定韧性，主要受到全球海运需求超预期复苏（特别是亚洲至欧洲航线货运量增长）的支撑，但其也面临高硫燃料油（搭配脱硫塔使用）和液化天然气（LNG）等替代能源的长期竞争压力，且欧洲柴油库存回升至中位水平以及科威特低硫出口预期增加，也给其近期基本面带来一些潜在压力。

【库存】9月10日当周，新加坡燃料油库存转而下降87.1万桶，至2652.8万桶的两周低点；9月8日当周，富查伊拉燃料油库存强劲反弹28%，升至709.5万桶。；9月5日当周，ARA地区的燃料油库存下降了4.4%至100万吨，但其库存水平仍高于五年平均值。

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。

一、供给端： OPEC+继续实施增产计划

2.1 OPEC+于10月增产13.7万桶/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

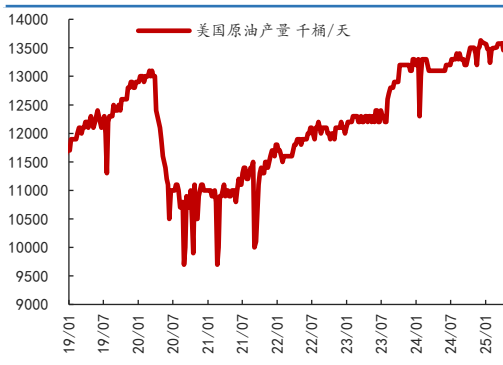
图6: 阿联酋原油产量



数据来源: EIA、通惠期货研发部

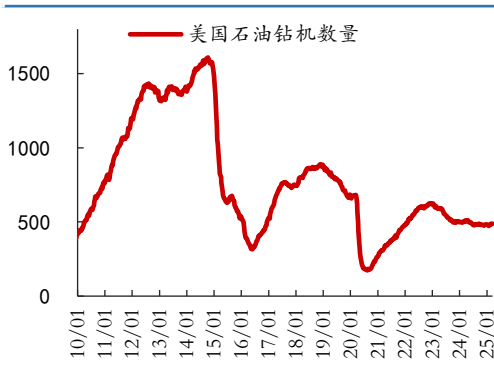
2.2 美国原油产量增加7.2万桶/日，为今年二月来最大增幅

图1：美国原油总产量



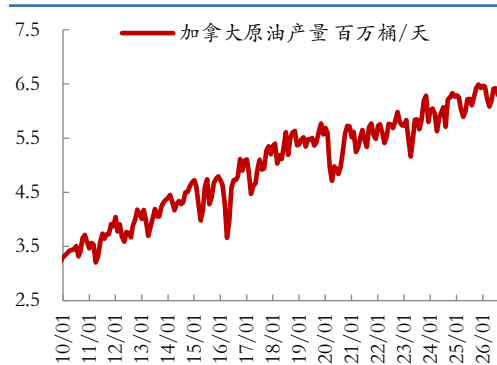
数据来源：EIA、通惠期货研发部

图2：美国石油钻机数量



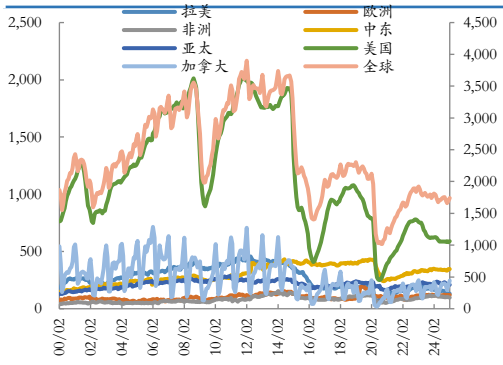
数据来源：Baker Hughes、通惠期货研发部

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

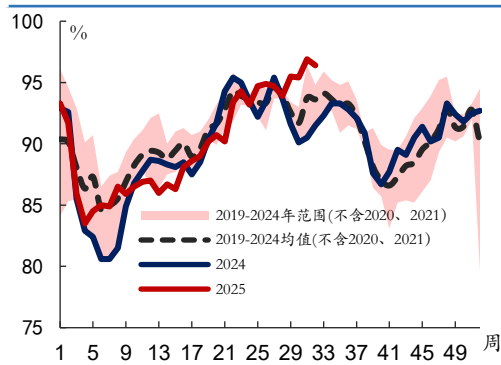


数据来源：Baker Hughes、通惠期货研发部

二、需求端： 北美夏季原油旺季结束

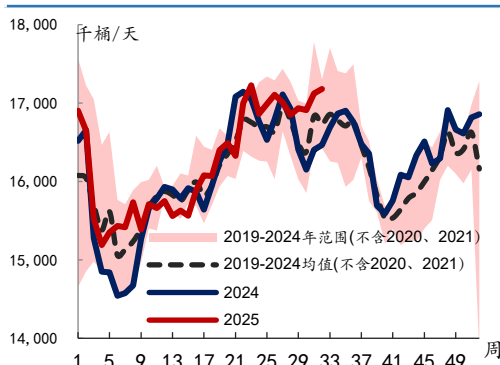
3. 美国炼厂开工率较高点下滑明显

图1：美国炼厂周度开工率



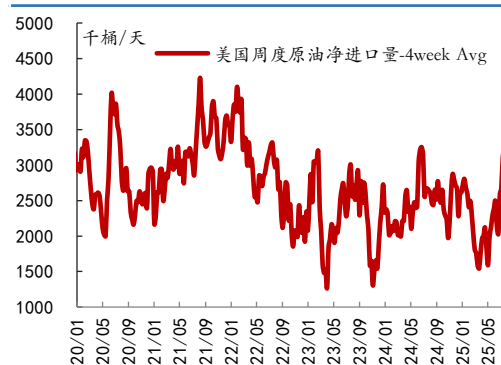
数据来源：EIA、通惠期货研发部

图2：美国炼厂原油加工量



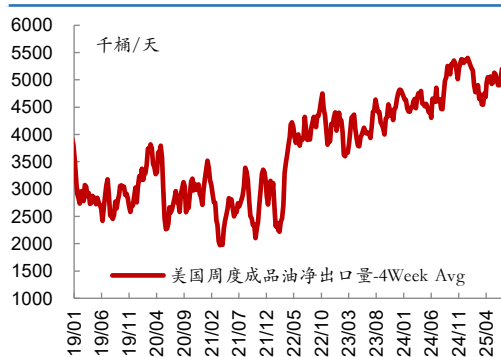
数据来源：EIA、通惠期货研发部

图3：美国周度原油净进口量



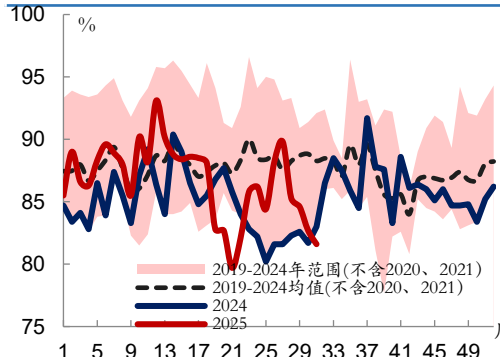
数据来源：EIA、通惠期货研发部

图4：美国周度成品油净出口量



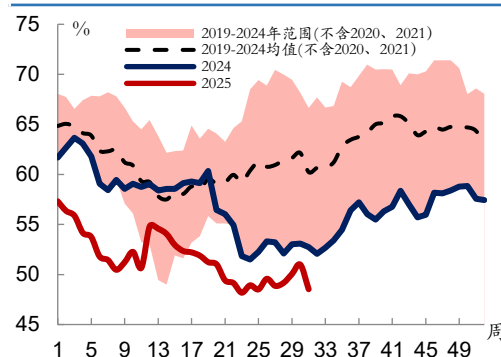
数据来源：EIA、通惠期货研发部

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

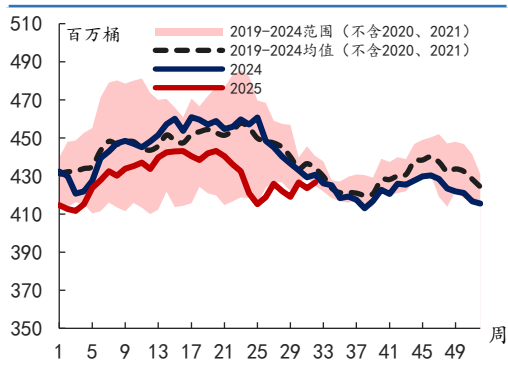


数据来源：WIND、通惠期货研发部

三、库存： 商业原油与成品油库存同时大幅累库

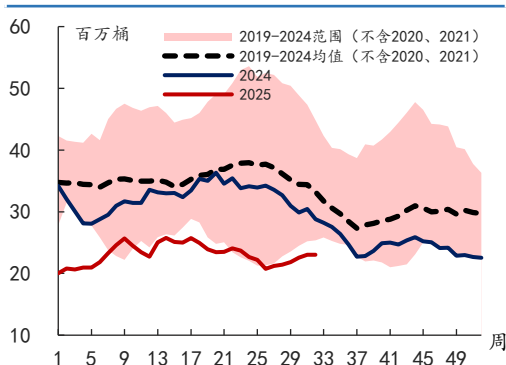
4. 商业原油累库393.9万桶，汽油累库145.8万桶

图1：美国商业原油库存（不含SPR）



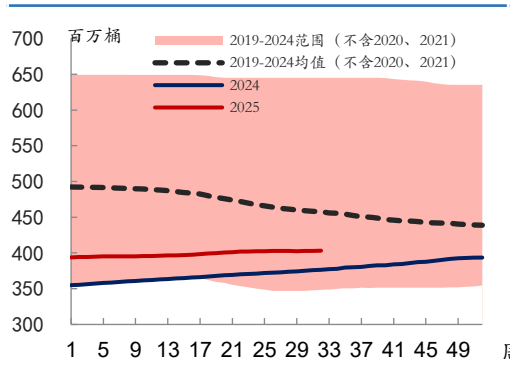
数据来源：EIA、通惠期货研发部

图2：美国库欣原油库存



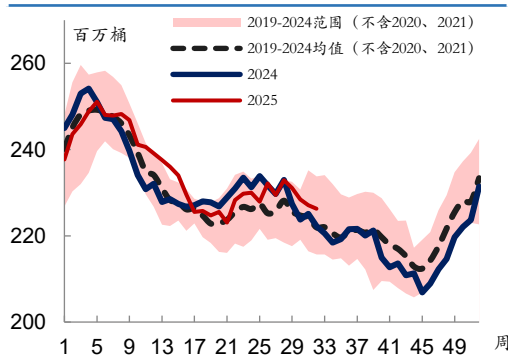
数据来源：EIA、通惠期货研发部

图3：美国战略原油库存SPR



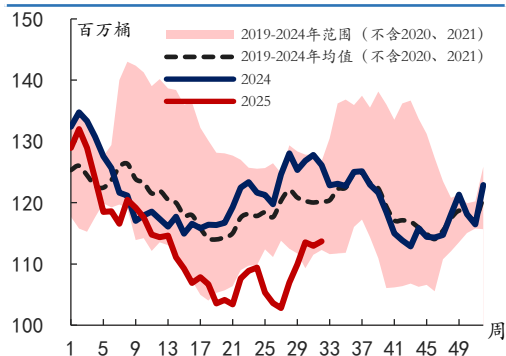
数据来源：EIA、通惠期货研发部

图4：美国汽油库存



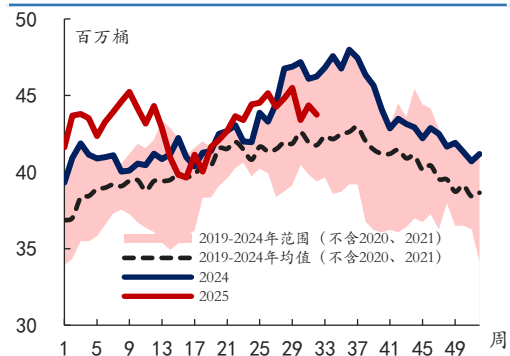
数据来源：EIA、通惠期货研发部

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：

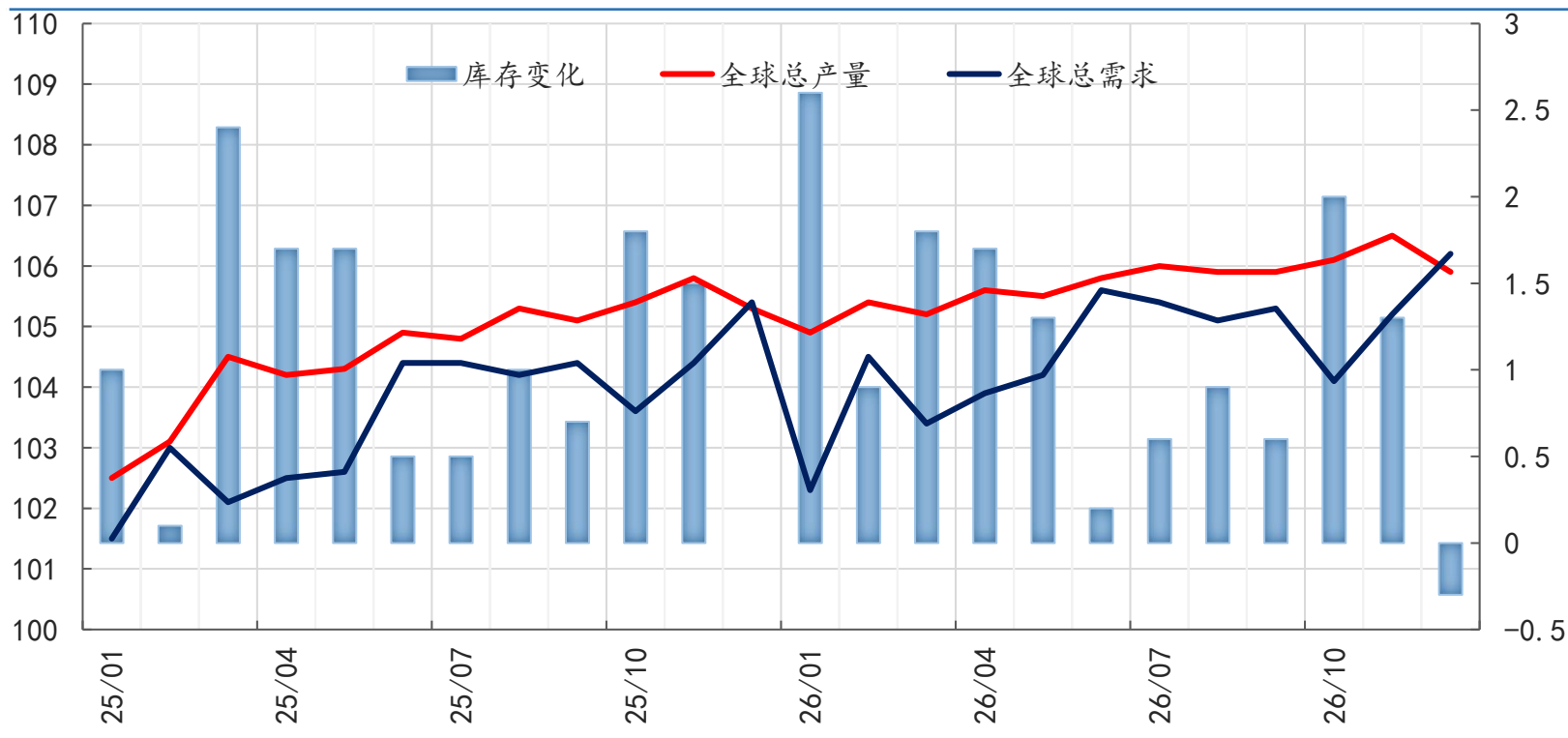
- OECD需求停滞：2025年8月后持续低于46.5百万桶/日，2026年1月骤降至44.8百万桶/日（-3.4%环比），反映发达经济体能源转型与衰退压力。
- 非OECD波动剧烈：2025年12月达峰值59.4百万桶/日，但2026年10月骤降至58.3百万桶/日（-1.8%），新兴市场抗风险能力不足。

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
TONGHUI 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