



通惠期货
TONGHUI FUTURES

降息落地难改供需窘境，原油震荡格局或将延续

原油燃料油周报 | 2025年09月19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】油价期初延续跌势，WTI于12日收于62.69美元/桶，主要由于市场消化了OPEC+增产及其带来的供应过剩担忧。期中油价获得地缘政治局势持续紧张的支撑并震荡走高，WTI于15日涨幅一度扩大至1%，最高触及63.01美元/桶。期末EIA数据与美联储降息共同作用下油价再度震荡走弱。

【供应】OPEC+已决定在10月开始逐步释放另外166万桶/日的产能，尽管有增产计划，但实际增产幅度并未完全达到官方目标。数据显示自2025年一季度以来，OPEC+的实际原油增产幅度约为150万桶/日，明显低于此前宣布的250万桶/日的目标。这主要是因为部分计划增产的国家已经在超配额生产，已快触及产能上限。值得注意的是沙特的动作，其调低了其对亚洲客户的官方销售价格（OSP），并要求买家增加提货量，争夺市场份额的意图明显。数据显示沙特8月份原油产量增加了25.8万桶/日，达到971万桶/日。俄罗斯能源设施的遇袭和欧美对其新制裁酝酿会在未来或仍会带来短期的供应风险溢价，但其持续性和实际影响有待验证。

【需求】美联储降息25个基点，理论上旨在刺激经济活动和能源需求。然而此次降息已被市场充分预期，甚至这更像是对经济潜在风险的预防式应对。这意味着降息本身对需求的提振难以快速兑现，市场反而可能更担忧经济放缓的前景。此外，降息后美元指数不跌反涨，削弱了以美元计价的原油的吸引力。秋冬馏分油备货旺季时期表现不佳，导致库存逆季节性上涨。美国炼厂开工较年内高点下降3.6个百分点至93.3%，暗示传统秋检逐渐启动。

【库存】截止9月12日，EIA数据显示美国原油库存大幅减少928.5万桶，库欣库存减少29.6万桶；成品油方面，汽油库存下降234.7万桶，与预期的增加10万桶相反，馏分油库存增加404.6万桶，超过预期的增加100万桶。

综上，当前原油市场利空因素略占上风。供应过剩的担忧和需求端的疲软迹象是压制油价的主要压力。虽然油价一度在地缘因素的支撑下突破前期的低位震荡区间，波动率放大，但利好兑现的背景下后续乏力。需关注俄乌与中东地缘局势的发展。

燃料油&低硫燃油：

【供应】燃料油主要产油国的出口出现了下滑。伊朗9月份燃料油发货量预计仅为61万吨，环比大幅减少了74万吨。同时俄罗斯由于乌克兰无人机袭击炼厂设施等因素影响，9月发货量预计为212万吨，环比减少了32万吨。中东地区9月份的发货量也回落至123万吨，环比减少了256万吨。低硫方面，供应压力主要来自西非。尼日利亚Dangote炼厂因其RFCC装置进行检修，意外增加了低硫燃料油的出口量。其9月发货量预计达到40万吨，环比增加了9万吨。科威特9月低硫燃料油发货量为24万吨，环比减少了13万吨。中国方面，8月份国内炼厂保税用低硫船燃产量为106.5万吨，虽环比小幅增加4.6万吨，但整体仍处于中低位水平。总的来说，过去一周高硫燃料油因主要出口国发货量减少，供应呈现收紧；而低硫燃料油则因尼日利亚等地出口增加，供应趋于宽松。

【需求】高硫燃料油方面，夏季用电高峰已接近尾声，来自中东等地区传统的发电需求支撑预计将逐步季节性回落。值得注意的是，埃及的采购需求仍在延续，预计9月份高硫燃料油进口量达到59万吨，环比增加15万吨。然而沙特因其国内发电厂使用原油的比例提升，减少了燃料油需求，其9月进口量预计为78万吨，环比减少47万吨，同比下滑36万吨。在工业领域，燃料油需求受到天然气管道网络延伸和电力替代加速的挑战，但在偏远地区、应急电源等场景仍具一定不可替代性。市场担忧中长期需求前景，新能源替代效应持续削弱长期需求，2025年1-8月国内新能源重卡销量达11.36万辆，与天然气重卡合计替代的柴油新增约593万吨。

【库存】9月15日当周，富查伊石油产品总库存暴跌18%，减少293.5万桶至1308.9万桶，创下有记录以来的历史最低水平；9月17日当周，新加坡燃料油库存减少111.8万桶至2541万桶，为三周低点；9月11日当周，ARA地区燃料油库存减少3.5%至104万吨。

综上，高硫燃料油因伊朗、俄罗斯等主要出口国发货量减少而供应收紧，且中东发电需求将季节性回落、沙特进口减少但埃及采购增加，同时富查伊、新加坡等多地库存下降；低硫燃料油因尼日利亚出口增加而供应趋松。

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

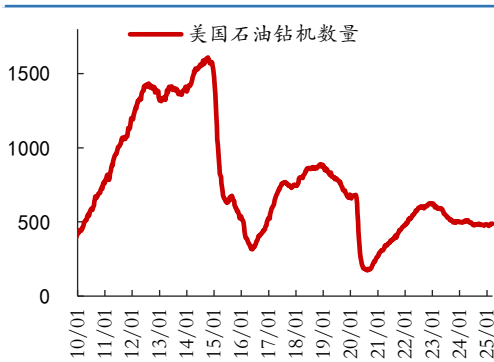
2.2 美国原油产量维持在高位

图1：美国原油总产量



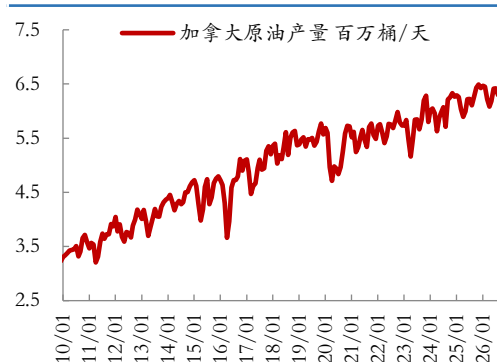
数据来源：EIA、通惠期货研发部

图2：美国石油钻机数量



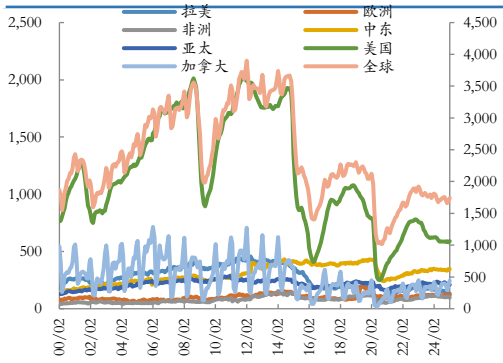
数据来源：Baker Hughes、通惠期货研发部

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

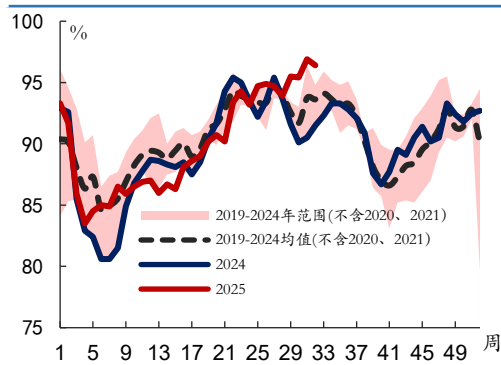


数据来源：Baker Hughes、通惠期货研发部

二、需求端： 馏分油备货旺季库存反增

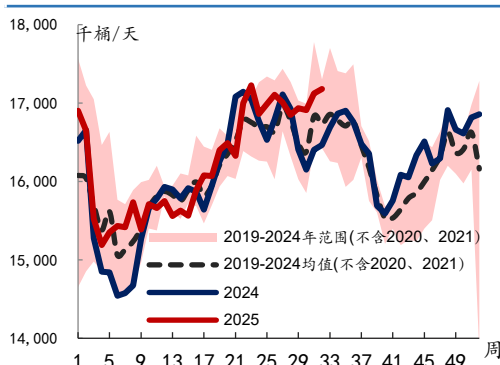
3. 美国炼厂开工率较高点下滑明显

图1：美国炼厂周度开工率



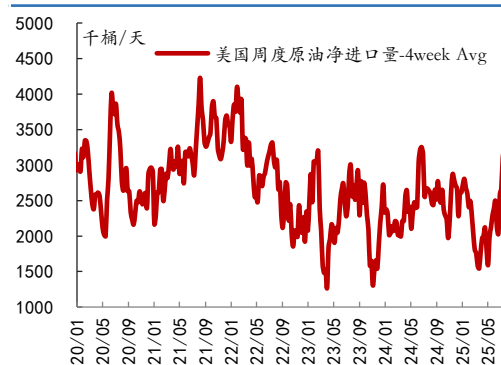
数据来源：EIA、通惠期货研发部

图2：美国炼厂原油加工量



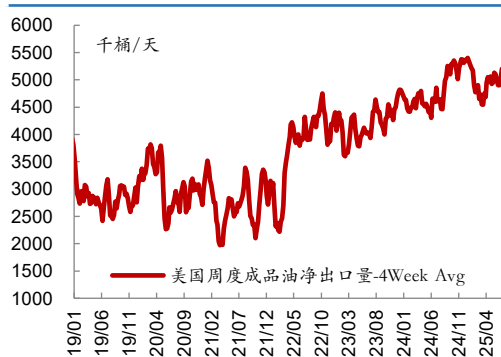
数据来源：EIA、通惠期货研发部

图3：美国周度原油净进口量



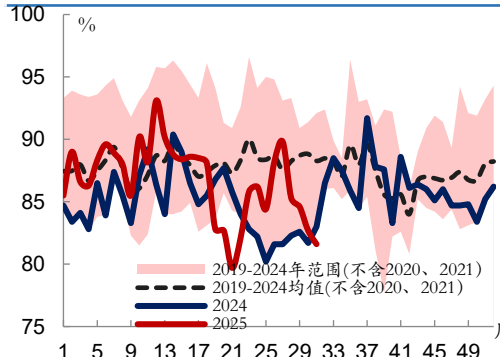
数据来源：EIA、通惠期货研发部

图4：美国周度成品油净出口量



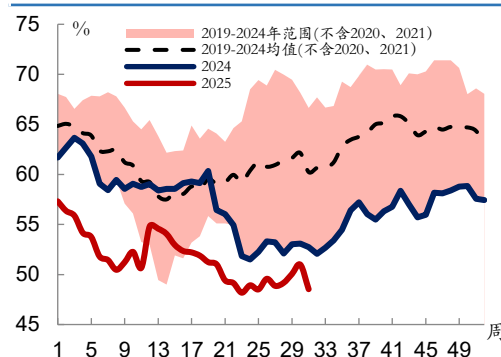
数据来源：EIA、通惠期货研发部

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

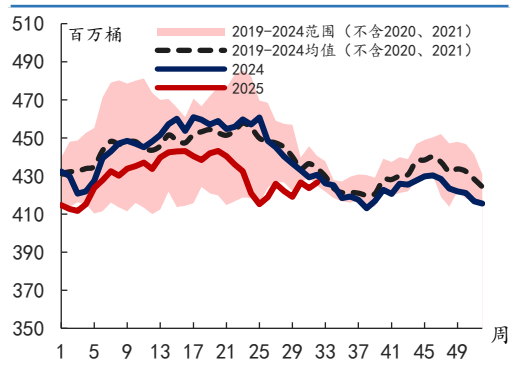


数据来源：WIND、通惠期货研发部

三、库存： 商业原油受出口影响大幅去库

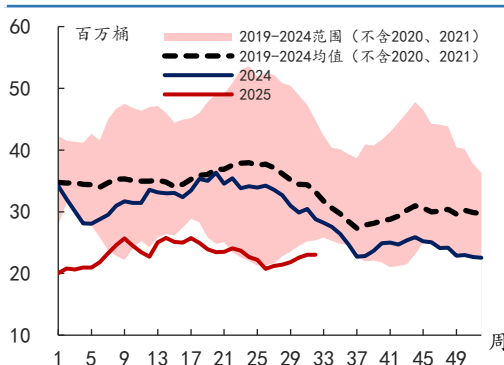
4. 商业原油去库928.5万桶，库欣库存减少29.6万桶

图1：美国商业原油库存（不含SPR）



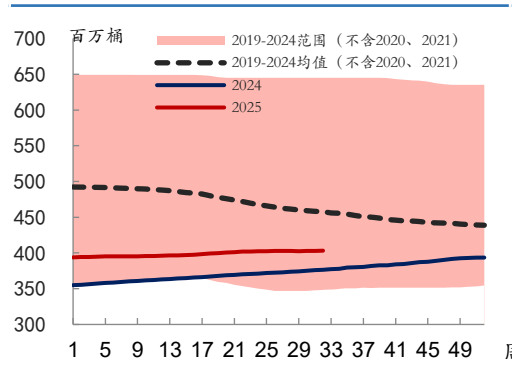
数据来源：EIA、通惠期货研发部

图2：美国库欣原油库存



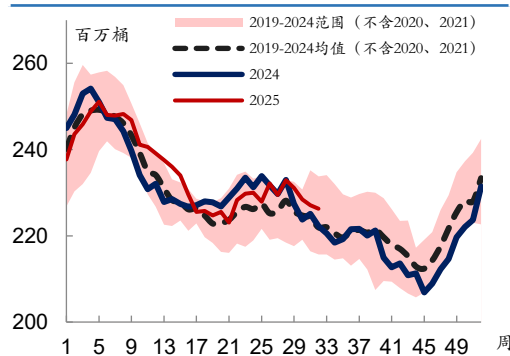
数据来源：EIA、通惠期货研发部

图3：美国战略原油库存SPR



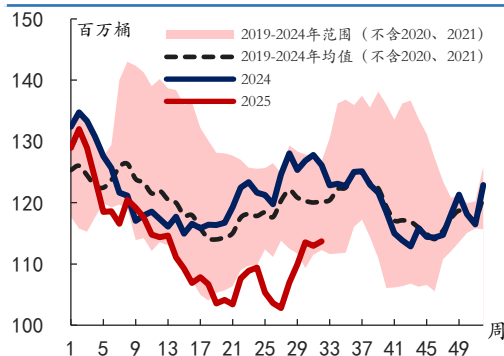
数据来源：EIA、通惠期货研发部

图4：美国汽油库存



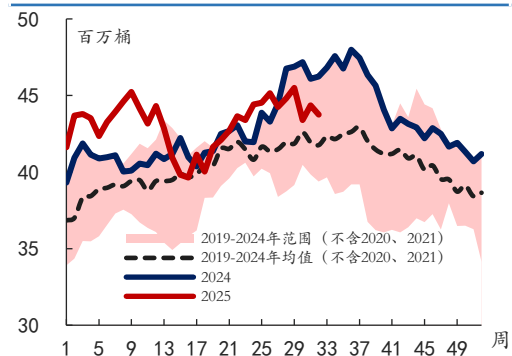
数据来源：EIA、通惠期货研发部

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：

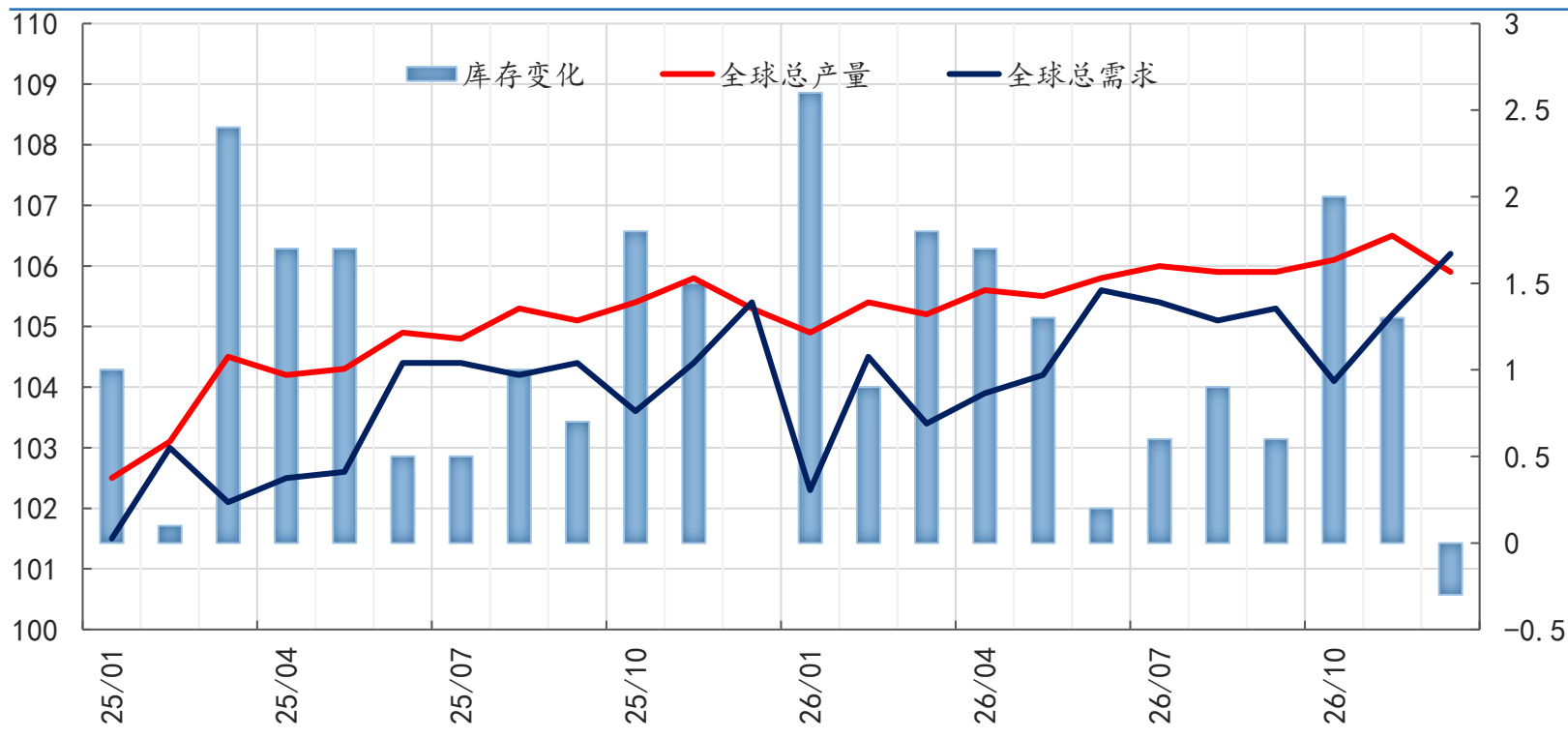
- OECD需求停滞：2025年8月后持续低于46.5百万桶/日，2026年1月骤降至44.8百万桶/日（-3.4%环比），反映发达经济体能源转型与衰退压力。
- 非OECD波动剧烈：2025年12月达峰值59.4百万桶/日，但2026年10月骤降至58.3百万桶/日（-1.8%），新兴市场抗风险能力不足。

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10楼 邮编：200120