



先抑后扬，曲折前行

【策略观点】

目前原油市场的主要矛盾是过快增长的供应和疲弱的消费之间的矛盾。另外，新的利空因素再次出现，市场对俄乌可能达成和平协议的预期导致国际油价在 11 月下旬出现下跌。OPEC+ 暂停进一步增产，在一定程度上缓和了市场对供应过剩压力加剧的担忧，且美联储降息预期也提供支撑，原油价格暂时企稳。不过，在供应过剩格局逆转前，原油价格难以止跌，反弹后可能再次回落。

燃料油基本面方面，当前整体市场矛盾有限。其中，高硫燃料油市场结构处于调整阶段，裂解价差持续走低。参考船期数据，中东高硫燃料油发货 12 月初有回升迹象，驱动因素或来自于炼厂检修量下降以及发电厂需求减少。目前来看，高硫燃料油裂解价差需要炼厂端的增量需求来托底。低硫燃料油方面，市场整体供应依然相对充裕，但局部存在减量。由于阿祖尔炼厂装置检修时间延长，科威特 11 月到目前跟踪到的船运发货量依旧为零，短期低硫燃料油市场支撑仍存，高低硫价差短期走势震荡偏强，但预计上方空间有限。

投资咨询业务资格：
京证监许可【2012】76 号

韩广宇

电话：010-84555171

邮箱

hanguangyu@guoyuanqh.com

期货从业资格号

F03099424

投资咨询资格号

Z0020923

【目 录】

一、2025 年原油期货走势回顾.....	1
二、原油供给情况分析.....	2
2.1 美国原油产量维持高位，原油与汽柴油库存均超预期	2
2.2 OPEC+ 暂停增产，但供应过剩格局难改.....	4
2.3 OPEC11 月原油产量小幅下降，低于目标.....	4
三、燃料油供需情况分析.....	5
3.1 成本价格涨多跌少，燃油催化利润持续增加.....	5
3.2 新加坡燃料油进口量环比减少，但库存水平持续增加	5
3.3 原料价格增加，山东地炼焦化利润环比减少	6
四、后市展望.....	6

一、2025 年原油期货市场走势回顾

2025 年 1 月开始，原油燃料油整体偏强运行，主要原因在于美国政府对俄罗斯石油生产商、油轮、中间商、贸易商和港口实施了新的制裁，旨在打击莫斯科石油生产和销售的每一个环节；此外由于欧美极寒天气对取暖油需求增加，导致原油系偏强运行。但是 2025 年 1 月末，原油价格跟随外盘高位回落，但高硫燃料油下跌幅度较小，同时春节后反弹幅度较大，与原油形成明显分化。

2025 年 2 月-3 月初，美国新任总统通过提升关税、制裁等措施，影响了原油供给端预期，干扰了原油价格的运行节奏；OPEC+继续维持原定于 2025 年 4 月的增产计划，使得之前市场交易的增产可能推迟的消息落空，短期内原油系出现了大幅下挫。但是在供应端仍然有较大不确定性。OPEC+发布一项新安排，要求七个成员国进一步削减石油产量，以弥补超出协议产量的部分，减产幅度预计超过该组织计划 4 月开始执行的月度增产幅度。

2025 年 4 月，美国对全球范围加征对等关税，导致市场预期全球经济衰退，原油需求有大幅萎缩的预期，且 OPEC+决定 6 月开始额外增产 41.1 万桶/日，对原油价格造成了巨大利空，原油价格大幅跳空下跌。

2025 年 5 月底，OPEC+开会决定了 7 月份的增产幅度，7 月份 OPEC+各国的额外增产幅度仍保持在 41.1 万桶/日，没有超出市场预期，造成了利多影响，而端午节前国际原油下跌过多也在一定程度上提前反映了 7 月份 OPEC+各国超预期增产的可能，目前处于一种利空不及预期的状态，造成了短期的反弹。

2025 年 6 月中旬开始，伊以冲突爆发并在短时间内升级，市场预期伊朗有封锁霍尔木兹海峡的可能，将影响全球三分之一的原油外运，并且还会造成运输成本的高涨，导致原油价格短时间内连续大幅拉涨；6 月末，伊以冲突结束，双方达成和谈，原油的风险溢价回吐，价格大幅回落。

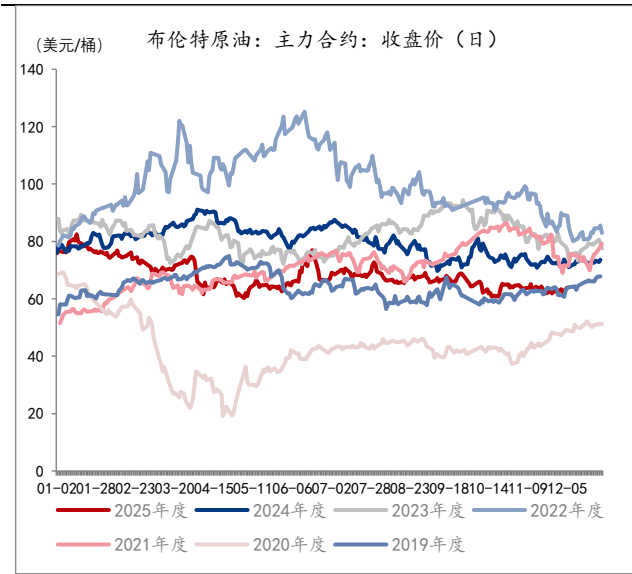
2025 年 7 月，中东地缘政治风险缓解，原油价格从高位回落，但只是回落了自低点到高点一半的幅度，此外也是受到了国内反内卷政策所带来的提振，原油价格开启为期一个多月的震荡上行道路。

2025 年 8 月，受地缘政治风险下降、OPEC+增产、美联储降息预期升温等因素影响，原油基本面反复变化，国际油价走势“波澜起伏”，整体呈现先扬后抑的宽幅震荡格局，波动率较前期显著收窄。

2025 年 9-10 月，OPEC+虽然增产幅度放缓，但仍在增产进程中，叠加需求端由季节性旺季转向淡季，油价供应宽松局面将延续，价格呈现震荡偏弱的运行态势。

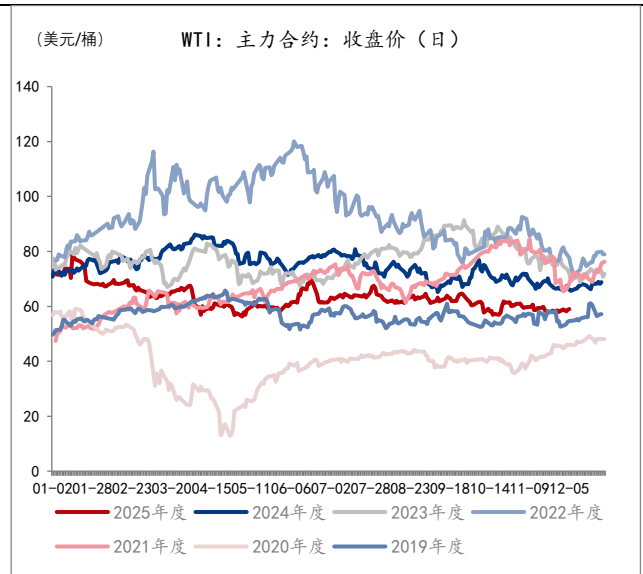
2025 年 11 月，油价呈现先低后高的走势，主要是受到降息预期与地缘因素提供支撑。

图表 1 布伦特原油主力合约收盘价



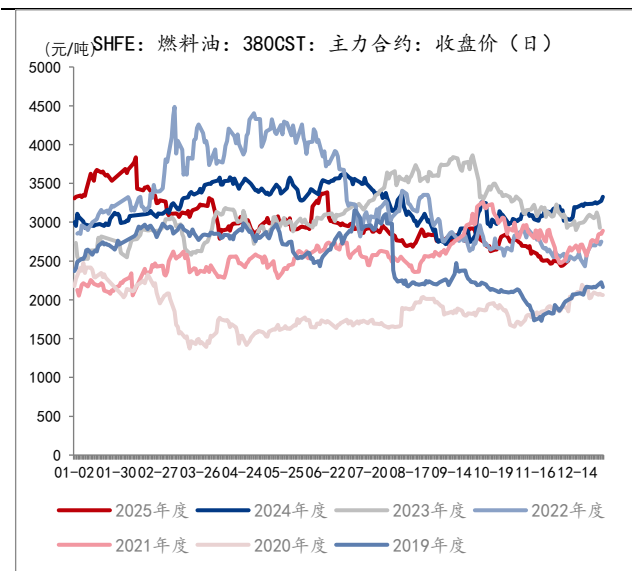
数据来源: Mysteel、国元期货

图表 2 WTI 主力合约收盘价



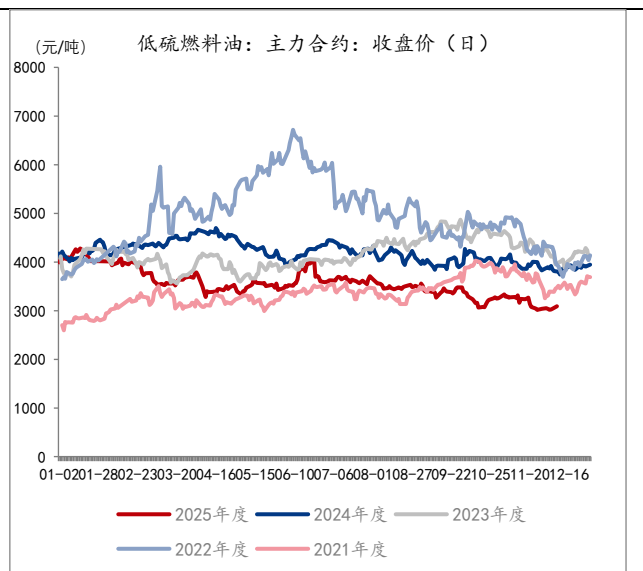
数据来源: Mysteel、国元期货

图表 3 高硫燃料油主力合约收盘价



数据来源: Mysteel、国元期货

图表 4 低硫燃料油主力合约收盘价



数据来源: Mysteel、国元期货

二、原油供给情况分析

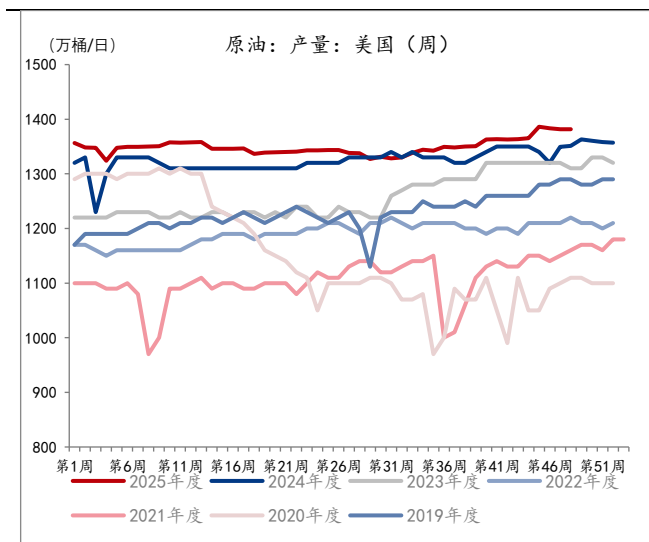
2.1 美国原油产量维持高位, 原油与汽柴油库存均超预期

美国能源信息署(EIA)公布的库存报告显示, 上周美国原油库存意外增长, 汽油及馏分油库存增幅也超出了预期。具体数据显示, 截至 11 月 28 日当周, 包括战略储备在内的美国原油库存总量 8.39177 亿桶, 比前一周增长 82.4 万桶;美国商业原油库存量 4.27503 亿桶, 比前一周增长 57.4 万桶;美国汽油库存总量 2.14422 亿桶, 比前一周增长 451.7 万桶;馏分油库存量为 1.14286 亿桶, 比前一周增长 205.8 万桶。美国俄克拉荷马州库欣地区原油库存

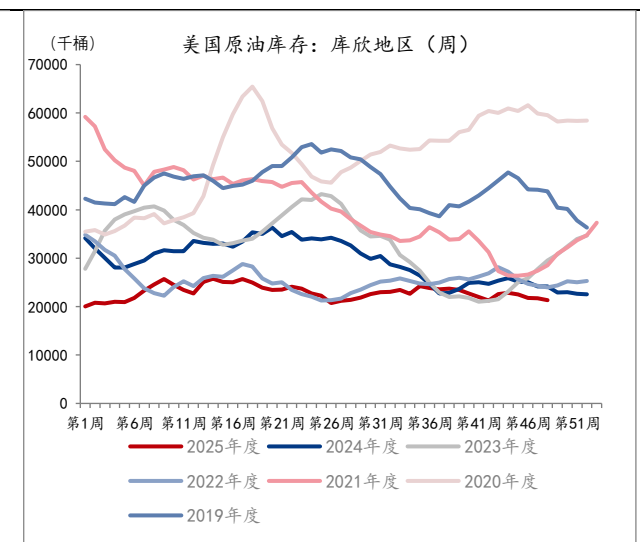
2129.6 万桶，减少 45.7 万桶。过去的一周，美国石油战略储备 4.11674 亿桶，增加了 25 万桶。原油库存比去年同期高 0.98%；比过去五年同期低 3%；汽油库存比去年同期低 0.08%；比过去五年同期低 2%；馏份油库存比去年同期低 3.23%，比过去五年同期低 7%。

EIA 数据还显示，截至 11 月 28 日当周，美国原油日均产量 1381.5 万桶，比前周日均产量增加 1000 桶，比去年同期日均产量增加 30.2 万桶；美国炼厂加工总量平均每天 1687.6 万桶，比前一周增加 43.3 万桶；炼油厂开工率 94.1%，比前一周增长 1.8 个百分点。上周美国原油进口量平均每天 598.1 万桶，比前一周减少 45.6 万桶，成品油日均进口量 175.7 桶，比前一周增长 5.7 万桶；美国原油出口量日均 361.3 万桶，比前周每日出口量增加 1.5 万桶，比去年同期日均出口量减少 62.2 万桶。过去的一周，美国原油净进口量日均 236.8 万桶，比前周减少 47.1 万桶。美国成品油净出口总量日均 575.0 万桶，比前周减少 28.2 万桶，美国原油和成品油净出口总量日均 338.3 万桶，比前周增加 18.8 万桶。

图表 5 美国原油产量



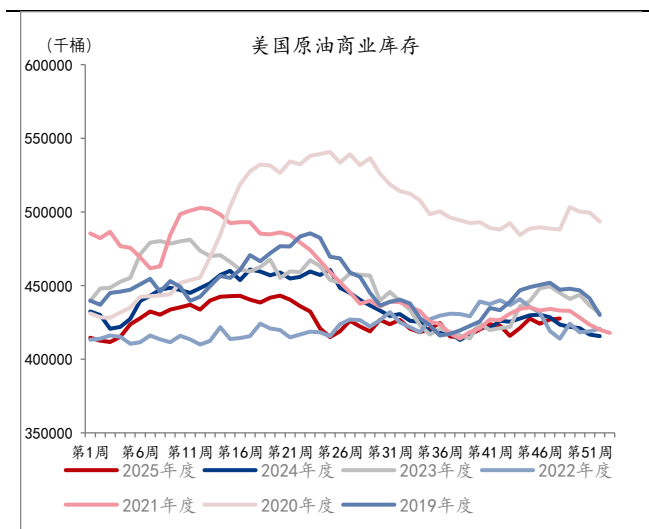
图表 6 美国原油库欣库存



数据来源：Mysteel、国元期货

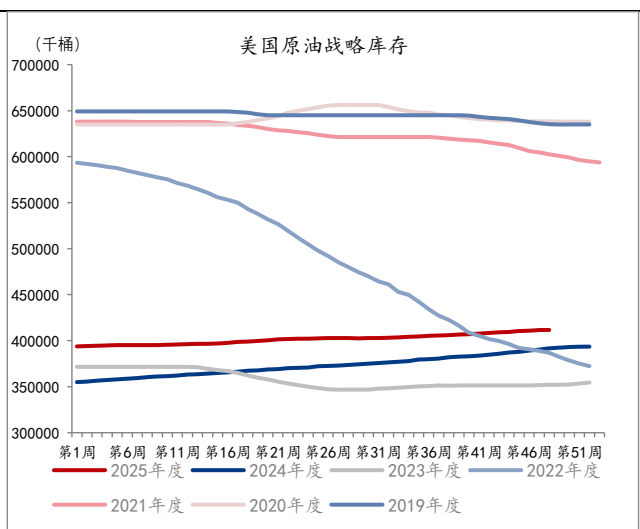
数据来源：Mysteel、国元期货

图表 7 美国原油商业库存



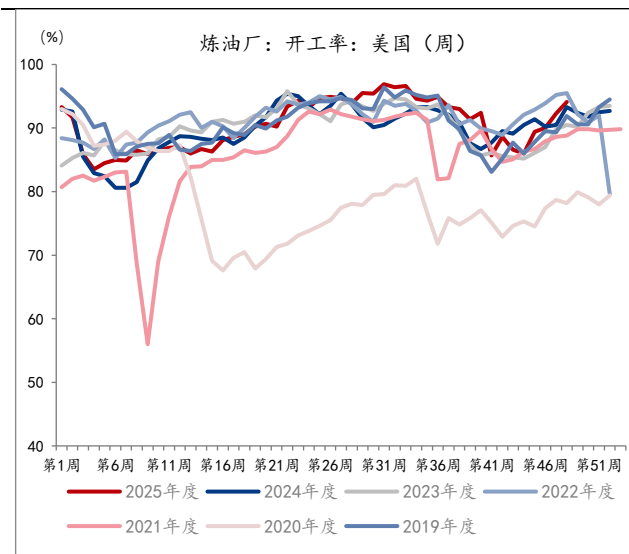
数据来源：Mysteel、国元期货

图表 8 美国原油战略库存



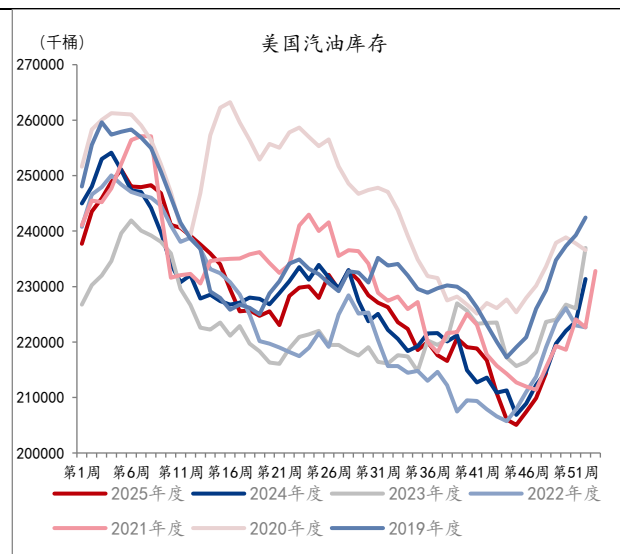
数据来源：Mysteel、国元期货

图表 9 美国炼油厂开工率



数据来源：Mysteel、国元期货

图表 10 美国汽油库存



数据来源：Mysteel、国元期货

2.2 OPEC+暂停增产，但供应过剩格局难改

面对油价下跌的风险，OPEC+已经暂停之前的增产步伐。在11月30日的会议上，OPEC+确认维持2026年一季度原油产量水平不变。OPEC+声明称，今年4月以来，8个OPEC+成员国向市场多释放了约290万桶/日的原油产量。

OPEC+已通过一项成员国最大产能评估机制，该机制将于2027年起用于设定产量基准，而成员国的产量目标将依据此基准确定，8个OPEC+核心成员国今年4月决定恢复产量之后，沙特已成功夺回部分市场份额，但随之而来的油价下滑给该国财政带来挑战，使其预算赤字扩大，并迫使其缩减一些旗舰经济项目规模。

从实际产量来看，OPEC原油产量环比继续增长，但增长势头有所放缓。根据OPEC月报，2025年10月，OPEC原油产量升至2846万桶/日，环比增长0.12%，低于9月1.8%的增速；同比增长7.2%，低于9月8.9%的增速。

不过，美国等非OPEC+产油国原油产量将继续增长，使得全球原油供应增长继续超过需求增长，过剩压力很难逆转。根据美国能源信息署(EIA)发布的月报，9月，美国原油产量攀升至逾1380万桶/日的历史新高，这一水平比EIA的周度估算高出约35万桶/日。其中，新墨西哥州以235.1万桶/日再次刷新纪录，墨西哥湾产量攀升至接近200万桶/日。此外，随着二叠纪盆地接近产量“舒适上限”，周期更长的海上项目如今承担了更多增产任务。尽管油价低迷，但美国原油产量仍保持强劲增长。11月，美国原油产量继续上升，11月7日当周升至1383.4万桶/日，同比增长2.3%，创历史最高纪录。

2.3 OPEC11月原油产量小幅下降，低于目标

12月4日公布的一项调查结果显示，尽管OPEC+同意提高11月份的原油产量，但由于一些成员国停产，OPEC11月石油产量仍有所下降，使其供应量进一步低于其目标。该调查显示，OPEC11月份原油产量为2,840万桶/日，较此前一个月产出减少30,000桶/日，其中尼日利亚和伊拉克的日产量降幅最大。由于担心供应过剩，OPEC+已经放缓了每月增产步伐。许多成员国的原油产量已接近产能极限，部分成员国需额外减产以弥补此前的超产，这限制了进

一步增产的效果。基于 OPEC+就 11 月产量达成的协议，其中五个 OPEC 成员国——阿尔及利亚、伊拉克、科威特、沙特和阿联酋将在伊拉克和阿联酋总计 140,000 桶/日的补偿削减生效之前，将产量提高 85000 桶/日。调查显示，这五个产油国的实际原油产出增幅为 40000 桶/日。

三、燃料油供需情况分析

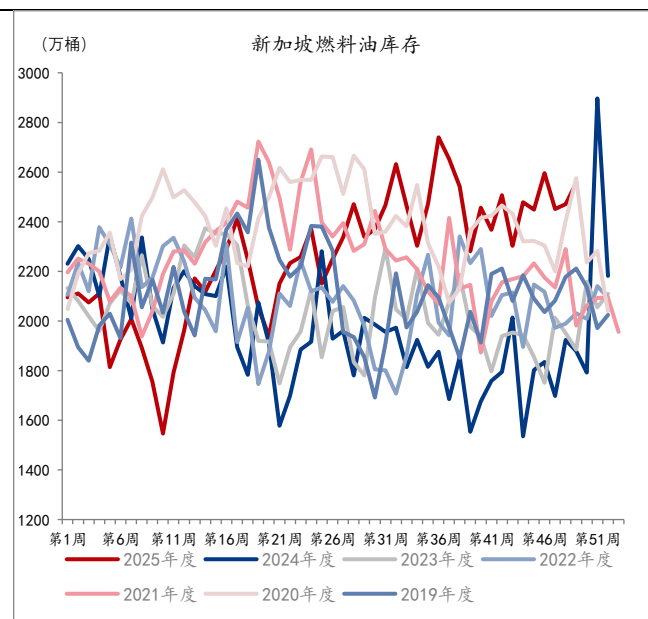
3.1 成本价格涨多跌少，燃油催化利润持续增加

最新数据显示，截至 12 月 4 日当周，山东地炼燃料油样本催化利润为-111 元/吨，环比上涨 14 元/吨，涨幅为 11.20%。催化装置原料价格暂稳僵持，成品价格涨多跌少，使得催化利润小幅上涨。与上周期相比，本周期催化柴油现金价格跌 23 元/吨，至 4337 元/吨，催化汽油涨 22 元/吨，至 7017 元/吨，油浆价格涨 81 元/吨，至 3855 元/吨，液化气均价涨 62 元/吨，至 4457 元/吨。

3.2 新加坡燃料油进口量环比减少，但库存水平持续增加

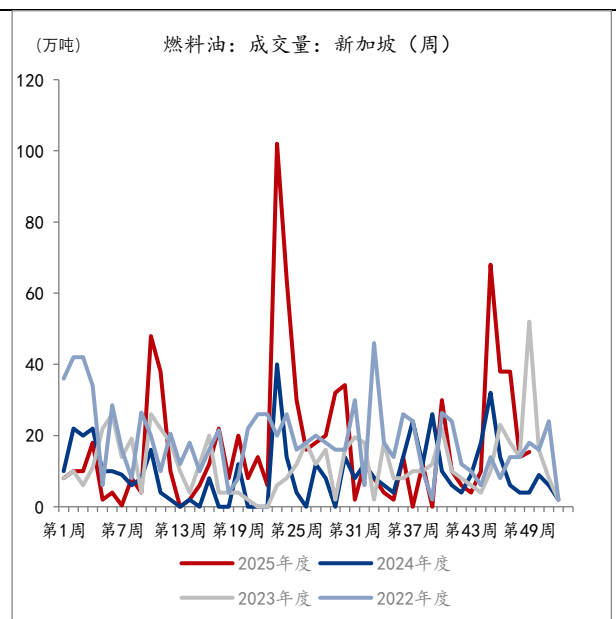
根据新加坡企业发展局 (ESG) 周四发布的库存数据，截至 12 月 3 日当周，新加坡残渣燃料油 (包括燃料油及低硫含蜡残油) 库存环比上升 85 万桶，增幅约 3.4%，达到 2555.9 万桶 (约合 403 万吨)，创下近三周以来最高水平。与去年同期 2260 万桶的库存规模相比，当前库存仍处于相对高位。本周新加坡燃料油净进口量环比减少 27.5%，降至约 70.4 万吨，其中俄罗斯为主要进口来源国，同时出口量亦大幅下滑 44.7% 至约 28.2 万吨，主要流向中国和马来西亚。在此背景下，新加坡燃料油库存仍延续累库趋势，主要由于当前高硫与低硫燃料油市场均维持正价差结构，为贸易商存储供应提供了更大的盈利空间，从而促使燃料油库存水平持续积累。同期，新加坡轻质馏分油 (涵盖石脑油、汽油及重整油) 库存减少 39.7 万桶，降至 1312.7 万桶，处于三周低点；中质馏分油库存则增加 102.9 万桶，达到 903.6 万桶，创两周新高。

图表 11 新加坡燃料油库存



数据来源: Mysteel、国元期货

图表 12 新加坡燃料油成交量



数据来源: Mysteel、国元期货

3.3 原料价格增加，山东地炼焦化利润环比减少

最新数据显示，截至 12 月 4 日当周，山东地炼延迟焦化装置理论加工利润为 504 元/吨，环比减少 63 元吨，降幅为 11.11%；同比增加 346 元/吨，增幅为 218.99%。目前国内延迟焦化理论利润处于盈利状态，本周期焦化料周均价环比上调 28 元/吨，成本增加，其他焦化产品价格涨跌互现，价格下滑，因此延迟焦化理论利润小幅下行。

四、后市展望

目前原油市场的主要矛盾是过快增长的供应和疲弱的消费之间的矛盾。另外，新的利空因素再次出现，市场对俄乌可能达成和平协议的预期导致国际油价在 11 月下旬出现下跌。OPEC+ 暂停进一步增产，在一定程度上缓和了市场对供应过剩压力加剧的担忧，且美联储降息预期也提供支撑，原油价格暂时企稳。不过，在供应过剩格局逆转前，原油价格难以止跌，反弹后可能再次回落。

燃料油基本面方面，当前整体市场矛盾有限。其中，高硫燃料油市场结构处于调整阶段，裂解价差持续走低。参考船期数据，中东高硫燃料油发货 12 月初有回升迹象，驱动因素或来自于炼厂检修量下降以及发电厂需求减少。目前来看，高硫燃料油裂解价差需要炼厂端的增量需求来托底。低硫燃料油方面，市场整体供应依然相对充裕，但局部存在减量。由于阿祖尔炼厂装置检修时间延长，科威特 11 月到目前跟踪到的船运发货量依旧为零，短期低硫燃料油市场支撑仍存，高低硫价差短期走势震荡偏强，但预计上方空间有限。

免责声明

本报告非期货交易咨询业务项下服务，内容仅供参考，不构成任何投资建议且不代表国元期货立场。请交易者务必独立进行投资决策，交易者根据本报告作出的任何投资决策与国元期货及研究人员无关，国元期货不对因使用本报告而造成的损失承担任何责任。国元期货不因接收人收到此报告而视其为客户。

本报告基于公开或调研资料，我们力求分析内容及观点的客观公正，但对于本报告所载内容及观点的准确性、可靠性、时效性及完整性均不作任何保证。国元期货可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告的著作权和/或其他相关知识产权归属于国元期货，未经国元期货书面许可，任何单位或个人都不得以任何方式复制、转载或引用本报告内容，违者将被追究法律责任。如引用、转载、刊发、链接需要注明出处为国元期货。

联系我们

全国统一客服电话：400-8888-218

国元期货总部

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 19 层 1901，9 层 906、908B
电话：010-84555000

福建分公司

地址：福建省厦门市思明区莲岳路 1 号 1304 室之 02-03 室
(即磐基商务楼 1502-1503 室)
电话：0592-5312522

大连分公司

地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号国际金融中心 A
座期货大厦 2407、2406B。
电话：0411-84807840

西安分公司

地址：陕西省西安市雁塔区二环南路西段 64 号凯德广场西
塔 6 层 06 室
电话：029-88604088

上海分公司

地址：中国(上海)自由贸易试验区浦电路 577 号 16 层(实际
楼层 13 层)04 室
电话：021-50872756

广州分公司

地址：广东省广州市天河区珠江东路 28 号 4701 房自编 04A
单元
电话：020-89816681

北京分公司

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号 1 号楼 22 层 2208B
室
电话：010-84555050

安徽分公司

地址：安徽省合肥市金寨路 91 号立基大厦 6 层
电话：0551-68115888/65170177

河南分公司

地址：河南省郑州市金水区未来路 69 号未来大厦 1410 室
电话：0371-53386809

青岛营业部

地址：山东省青岛市崂山区秦岭路 15 号海韵东方 1103 户
电话：0532-66728681

深圳营业部

地址：广东省深圳市福田区莲花街道福中社区深南大道 2008
号中国凤凰大厦 1 号楼 10B
电话：0755-82891269

杭州营业部

地址：浙江省杭州市滨江区江汉路 1785 号网新双城大厦 4 幢
2201-3 室
电话：0571-87686300

通辽营业部

地址：内蒙古自治区通辽市科尔沁区西门街道龙兴紫云公馆
9#楼 1-101-2 室
电话：0475-6380818

上海中山北路营业部

地址：上海市普陀区中山北路 1958 号 3 层西半部 318 室
电话：021-52650802、021-52650801

全资子公司：

国元投资管理(上海)有限公司

注册地址：上海市虹口区东大名路 501 号 504A 单元
办公地址：(北京地区)北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 906
(上海地区)上海市浦东新区潍坊新村街道源深路 1088 号平安财富大厦 1603B
电话：010-84555221