

目 录

第一部分 前言概要	2
【行情回顾】	2
【市场展望】	2
【策略推荐】	2
第二部分 基本面情况	3
一、行情回顾.....	3
二、供应概况.....	4
三、需求概况.....	7
四、库存与估值.....	10
第三部分 后市展望及策略推荐	14
免责声明.....	15

旺季进入尾声，油价震荡偏弱

第一部分 前言概要

【行情回顾】

8 月份，油价在旺季落地、俄乌停火预期以及美联储降息预期的三个主要矛盾中震荡运行，整体呈现出“V”形行情。月初美国“非农”数据大幅不及预期，油价从 7 月底高点回落，Brent 主力跌破 70 美金/桶。此后市场开始交易特朗普与普京会谈前景，Brent 最低跌至 65 美金/桶。然而“特普会”未能给市场带来进一步降温，且俄乌双方反而加强了对对方能源设施的袭击，叠加美联储主席鲍威尔在全球央行年会上发言偏鸽，市场风险偏好回升，临近月底油价反弹，布伦特主力合约重新站上 68 美金/桶。

【市场展望】

短期来看，美联储 9 月降息已成大概率事件，在经济尚未出现明显衰退的情况下，降息预期或带来再通胀预期，叠加国内市场情绪较为亢奋，市场短期风险偏好有所回升。地缘扰动频繁，敏感油贸易依旧受限。短期供需整体平稳，现货市场处于旺季尾声，累库压力尚未完全兑现。WTI 投机空头持仓拥挤，关注空头减仓带来的价格反弹。9 月初关注美国经济数据表现，以及美联储降息落地情况，Brent 运行区间预计在 65~70 美金/桶。

【策略推荐】

- 1.单边：震荡偏弱，中期偏空。
- 2.套利：国内汽油裂解偏弱，柴油裂解偏强。
- 3.期权：观望。

风险提示：美国经济数据大幅超预期、美国对俄罗斯制裁超预期。

交易咨询业务资格：

证监许可[2011]1428 号

研究员：童川

邮箱：

tongchuan_qh@chinastock.com.cn

期货从业资格证号：F3071222

投资咨询资格证号：Z0017010

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑均基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议。



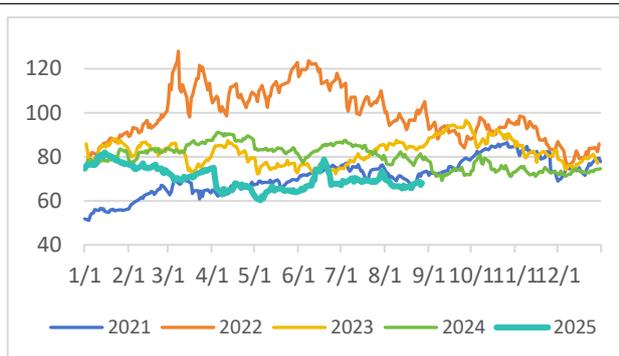
银河期货

第二部分 基本面情况

一、行情回顾

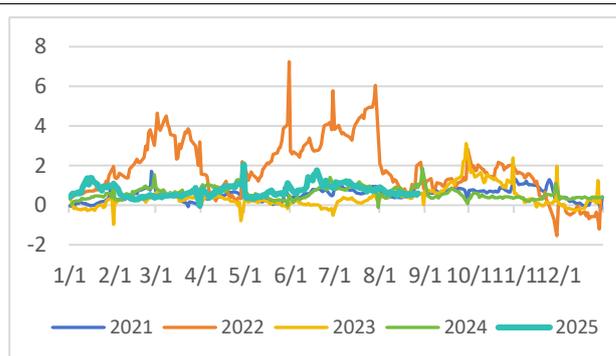
8 月份，油价在旺季落地、俄乌停火预期以及美联储降息预期的三个主要矛盾中震荡运行，整体呈现出“V”形行情。8 月 1 日晚间，因美国“非农”数据大幅不及预期，油价从 7 月底高点回落，布伦特原油主力合约跌破 70 美金/桶。此后市场开始交易特朗普与普京会谈带来的俄乌停火预期，布伦特原油最低跌至 65 美金/桶，较月初跌幅接近 7%。然而“特普会”未能给市场带来进一步降温，且俄乌双方反而加强了对对方能源设施的袭击，叠加美联储主席鲍威尔在全球央行年会上发言偏鸽，市场风险偏好回升，临近月底油价反弹，布伦特主力合约重新站上 68 美金/桶，较低点反弹约 4.6%。

图 1: Brent 主力价格 单位: 美元/桶



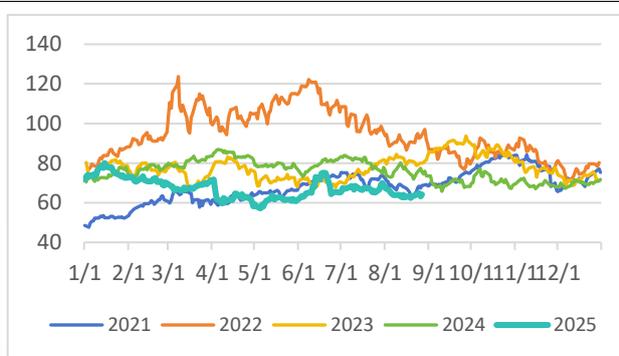
数据来源: 彭博

图 2: Brent 近月月差 单位: 美元/桶



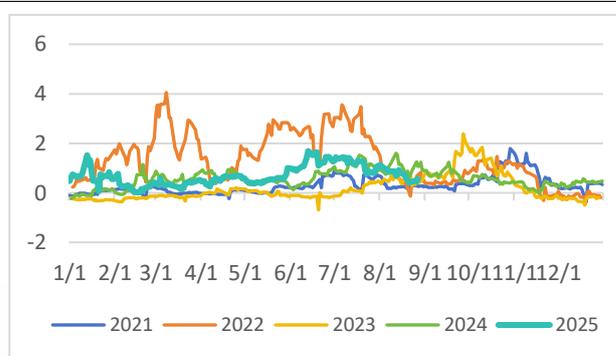
数据来源: 彭博

图 3: WTI 主力价格 单位: 美元/桶



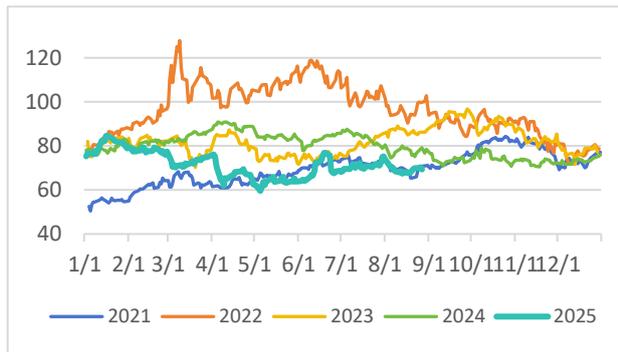
数据来源: 彭博

图 4: WTI 近月月差 单位: 美元/桶



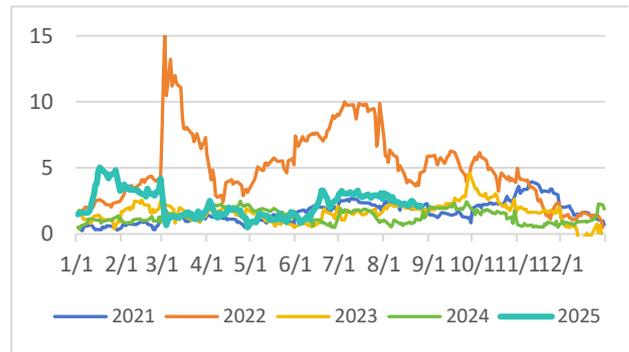
数据来源: 彭博

图 5: Dubai Swap 近月价格 单位: 美元/桶



数据来源: 路透

图 6: Dubai 近月 Cash-Swap 单位: 美元/桶



数据来源: 路透

二、供应概况

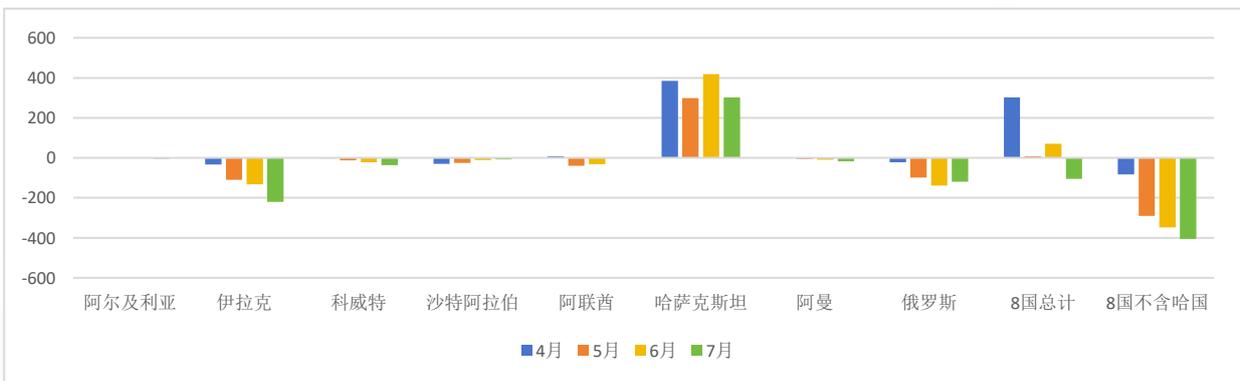
OPEC 方面: OPEC 自愿减产联盟在 8 月初宣布 9 月增产 54.7 万桶/日, 至此 2023 年 7 月份以来的 220 万桶/日的自愿减产彻底结束, 比 1 季度规划的目标提前整整 1 年完成。

考虑到超额生产和补偿减产同时存在, 上述 8 国自 5 月份以来总产量基本符合目标, 8、9 月份存在近 120 万桶/日增产空间。对于 OPEC+ 整体, 二季度以来产量略低于目标, 但仍维持稳定的增产速度。4 月至 7 月, OPEC8 国增产节奏不一, 沙特、阿联酋等国基本严格按照产量计划生产, 伊拉克、俄罗斯等实际产量-目标的缺口逐渐扩大(均存在补偿减产的任务, 且俄罗斯受制裁影响), 哈萨克斯坦一直维持 30~40 万桶/日超额生产幅度。

截止 7 月, 除哈国外, 其他成员实际产量距离目标存在近 40 万桶/日的增产缺口。8、9 月份, 哈国大概率产量持平, 其余 7 国理论增产空间为 146.5 万桶/日, 沙特、科威特、阿联酋三国合集为 75.4 万桶/日。意味着实际增产幅度距离理论值存在-45~+30 万桶/日的弹性。

图 7: OPEC+8 国每月产量-目标差额

单位: 千桶/日

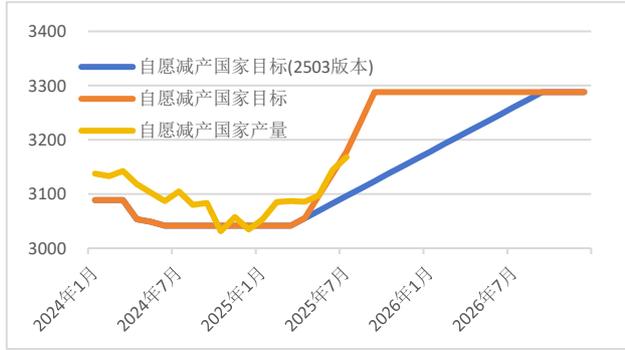


数据来源: OPEC

本轮减产协议到期后，OPEC+还维持 166 万桶/日的减产计划，原计划持续至 2026 年底，短期大概率不做调整。

图 8: 自愿减产联盟产量及目标

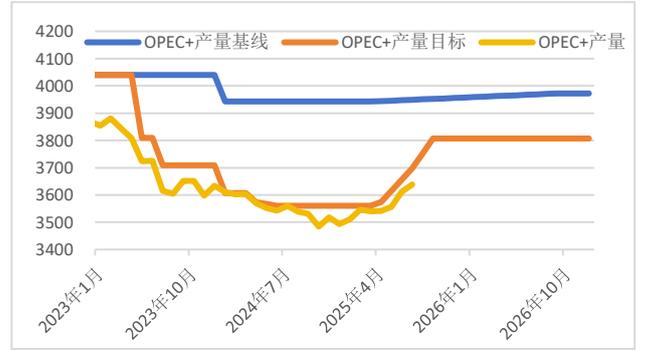
单位: 万桶/日



数据来源: OPEC

图 9: OPEC+产量目标及实际产量

单位: 万桶/日

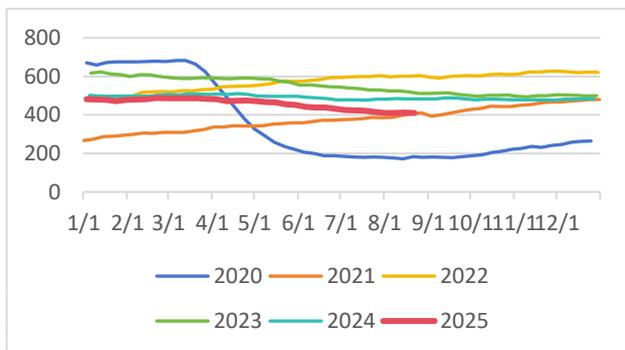


数据来源: EIA

美国方面，8月22日当周，美国原油活跃钻机数411台，环比下降1台，8月份原油钻机数暂时进入平台期。同期美国原油产量1344万桶/日，较7月底增长13万桶/日，同比增长14万桶/日。油产量同比负增长；EIA月报预计到2025年底美国原油产量将创下新高，但在2026年将逐步下降。下半年若页岩油减产力度超预期，则IEA平衡表中供应存在30万桶/日的下降空间。

图 10: 美国原油活跃钻机数

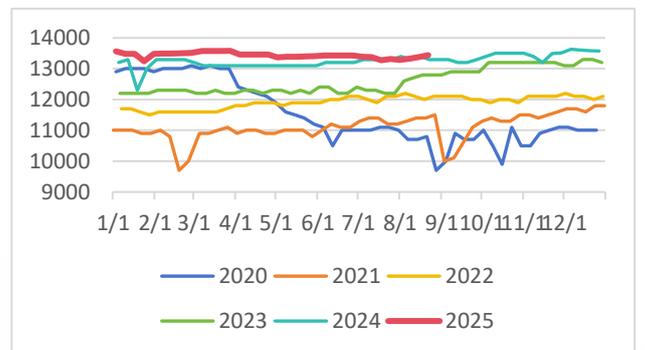
单位: 台



数据来源: EIA

图 11: 美国原油周度产量

单位: 千桶/日



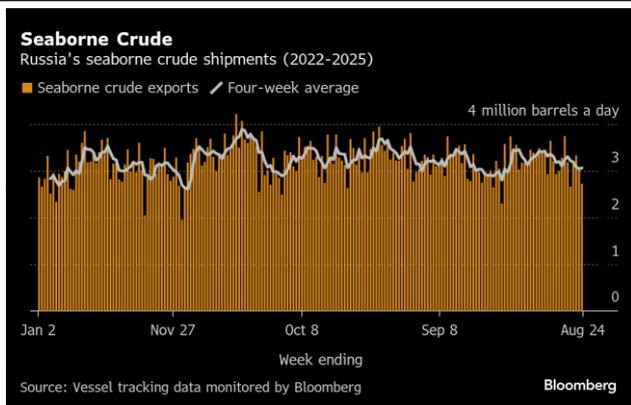
数据来源: EIA

俄罗斯方面，截止 8 月 24 日当周，俄罗斯原油海运出口量环比大幅下降至 272 万桶/日，4 周平均值环比跌至 302 万桶/日附近，8 月份俄罗斯原油海运出口量环比回落，整体维持在 300 万桶/日附近，较 7 月份跌幅明显。

8 月中旬“特普会”一度让市场预期俄乌即将达成停火协议，但会议成果有限，反而月内俄乌双方加强了对对方能源设施的袭击，且美国利用关税持续对采购俄油的印度进行施压。8 月上半月，乌克兰接连袭击了俄罗斯 6 家炼厂，导致俄罗斯原油加工量缩减至每日 514 万桶，较 7 月最后一周的日均水平下降了逾 40 万桶。8 月下旬，乌克兰再次袭击了俄罗斯罗斯托夫州的新沙赫京斯克炼厂，影响约每日 11 万桶的原油加工量。”

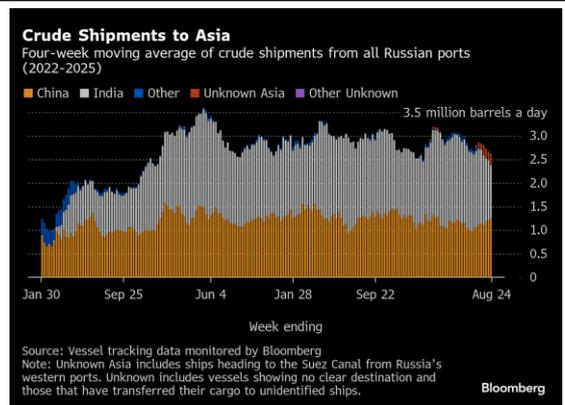
与此同时，尽管美国持续施压，但印度做出谨慎承诺继续购买俄罗斯石油。印度驻莫斯科大使表示，采购将继续“取决于经济利益”。他补充说：“印度购买对自己最好的东西。印度纳亚拉能源有限公司正依赖日益壮大的“影子船队”油轮运输产品，并缩减原油进口来源以维持运营。根据船东和船舶追踪数据，印度政府已批准部分被制裁船只为纳亚拉运输货物。据 EA 等机构测算，俄罗斯原油海运出口量在 300~350 万桶/日左右，其中印度为最大买家，数量在 150~200 万桶/日左右，EA 分析称，严格制裁的环境下，印度国营炼厂放弃俄油（-50 万桶/日左右），Reliance 俄油采购量收紧 20~30 万桶/日，其余民营炼厂机动操作，印度的俄油采购量预计降到 100 以内，导致 50~100 万桶/日的俄油过剩及相同规模的合规油缺口。

图 12: 俄罗斯原油海运出口量 单位: 百万桶/日



数据来源: 彭博

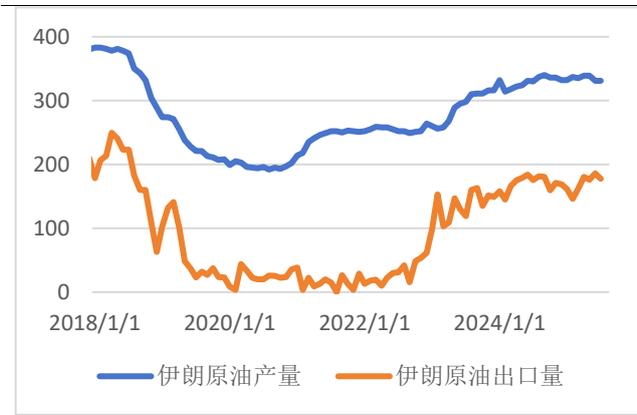
图 13: 俄罗斯原油出口去向 单位: 百万桶/日



数据来源: 彭博

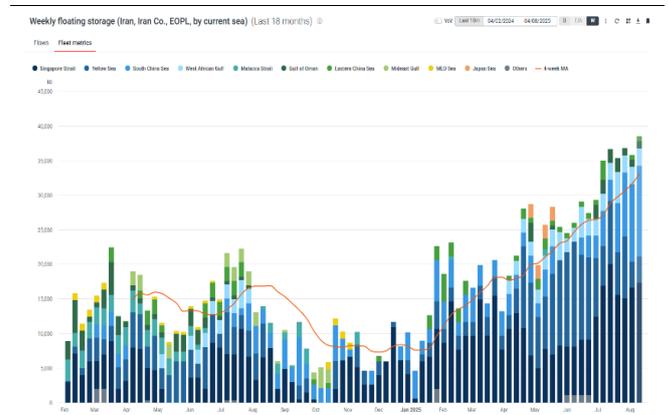
伊朗方面，8 月份中东地区地缘冲突未出现进一步恶化，但美国对伊朗的制裁再度加强。6 月下旬以色列与伊朗的正面冲突结束后，7 月份伊朗局势变化不大，石油生产及出口受到的影响有限。当地时间 8 月 21 日，美国财政部外国资产控制办公室以涉及伊朗石油贸易为由，将 6 家中国企业和 4 艘关联船只列入 SDN 清单进行经济制裁。本次制裁涉及中国港口油库企业，对亚洲市场的油品贸易带来扰动。Kpler 数据显示，截止 7 月底伊朗原油浮仓超过 3500 万桶，年初至今累库速度达到 12 万桶/日。

图 14: 伊朗原油产量及出口量 单位: 万桶/日



数据来源: 彭博

图 15: 伊朗原油浮仓数量 单位: 千桶



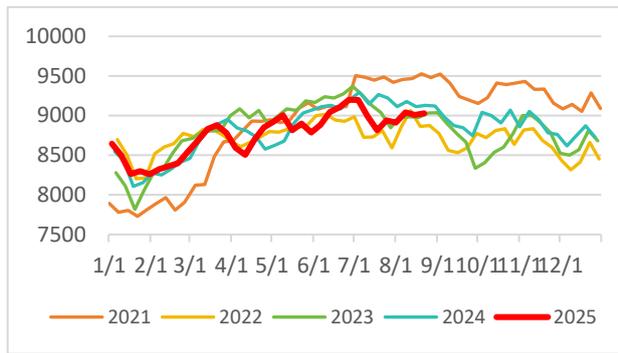
数据来源: 彭博

三、需求概况

美国方面，7 月下旬汽油消费触底回升，8 月份基本稳定在 900 万桶/日附近，处于往年同期均值水平。9 月 1 日为美国劳工节，节日过后美国汽油需求将季节性走弱，旺季逐渐收尾。7 月中旬开始，美国汽油库存稳定去库，到 8 下旬跌至 2.2 亿桶附近，尽管库存水平略高于过去两年同期水平，但去库节奏尚可，旺季尾声库存水平预计与往年同期趋于一致。

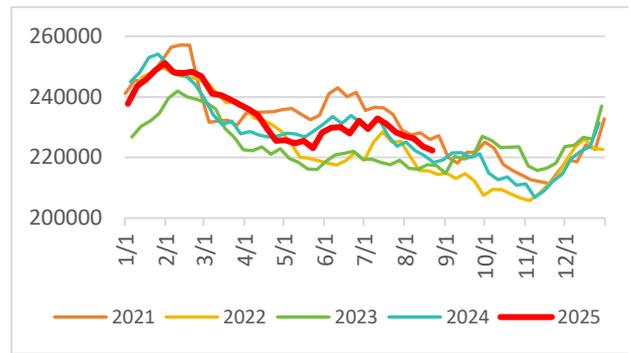
美国柴油需求在 7 月底触底回升，表现依旧强劲。8 月下旬柴油需求接近 388 万桶/日，仅略低于 2021 年同期水平。尽管需求强劲，但柴油库存仍在持续上升。7 月初库存在 1 亿桶左右，8 月底上升至 1.14 亿桶。3 季度末至 4 季度初通常为柴油需求旺季，后续或仍有去库预期。

图 16: 美国汽油消费量 (四周平均) 单位: 千桶/日



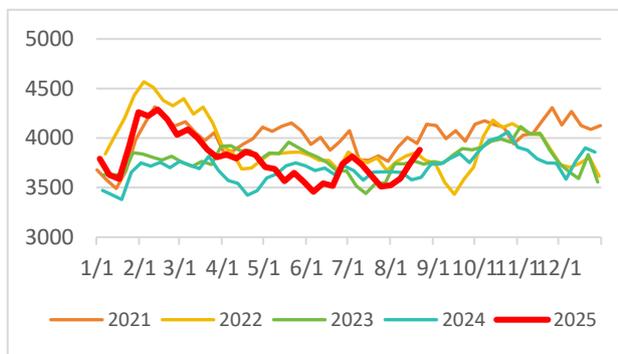
数据来源: EIA

图 17: 美国汽油周度库存 单位: 千桶



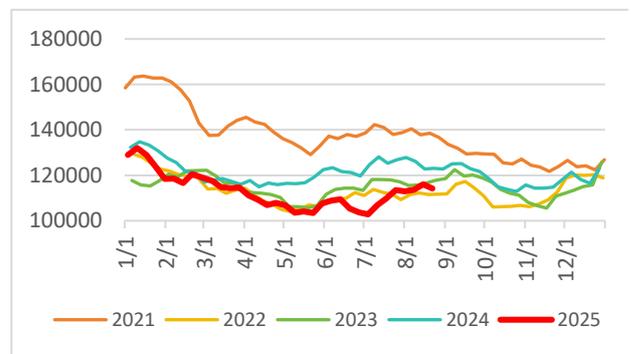
数据来源: EIA

图 18: 美国柴油消费量 (四周平均) 单位: 千桶/日



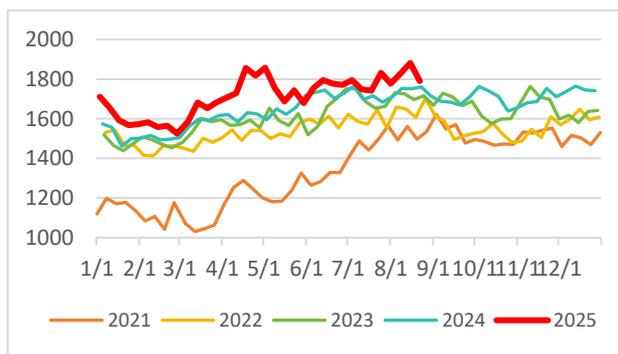
数据来源: EIA

图 19: 美国柴油周度库存 单位: 千桶



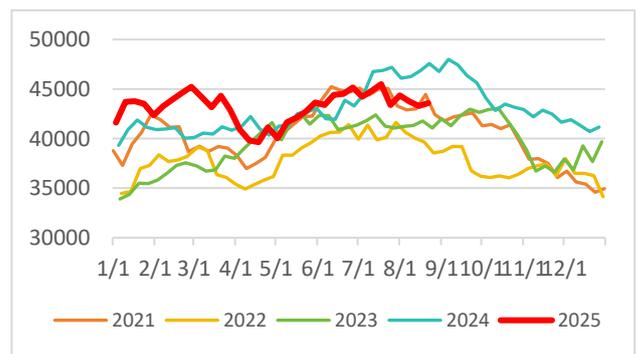
数据来源: EIA

图 20: 美国航煤消费量 (四周平均) 单位: 千桶/日



数据来源: EIA

图 21: 美国航煤周度库存 单位: 千桶

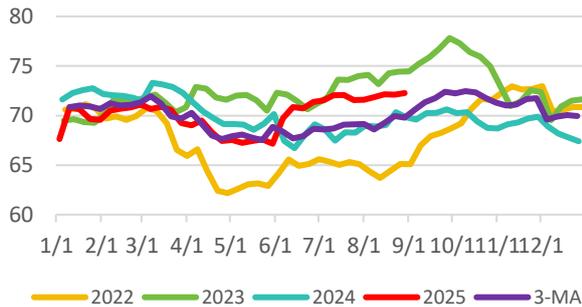


数据来源: EIA

国内方面，8 份上半月主营炼厂开工继续上升，阶段性触及 83% 的五年历史高位，随后在 8 月下旬回落至 81% 左右，并维持在 7 月份以来的高点。8 月平均开工率环比 7 月仍有小幅增长，同比增幅超 4%，为近 4 年同期最高水平。9 月份开工预计环比回落，略低于 2023 年同期水平，但依然显著高于其他年份。另一方面，地炼开工水平不温不火，8 月份油价回落带动炼厂利润修复，部分地炼推迟了检修，但无配额炼厂仍没有利润空间。8 月份地炼开工整体环比回落，与 2024 年同期基本一致，略低于前三年均值水平。

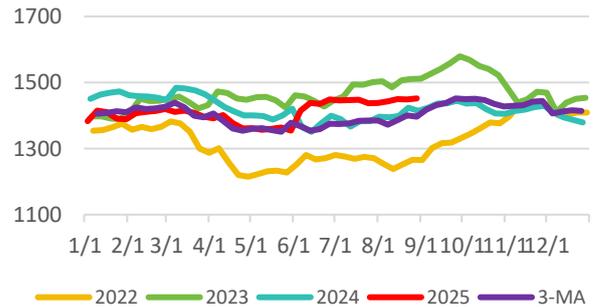
在主营开工强劲、地炼开工偏弱的背景下，全国综合开工在 8 月份环比基本持平，同比增长约 3%。同时国内汽柴油需求环比均有所回升，8 月底逐渐接近前三年均值水平。从季节性来看，“十一”假期前国内汽油需求预计仍能保持平稳，柴油需求有望继续走强至 10 月底。

图 22：中国常减压开工率 单位：%



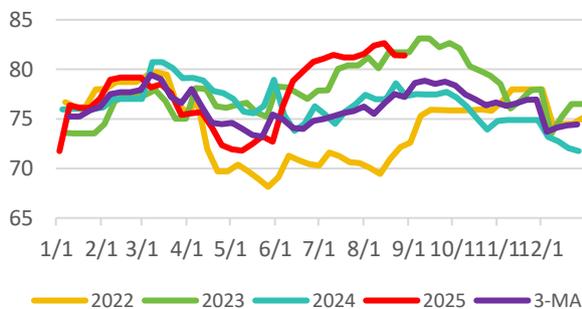
数据来源：钢联

图 23：中国原油周度加工量 单位：万吨



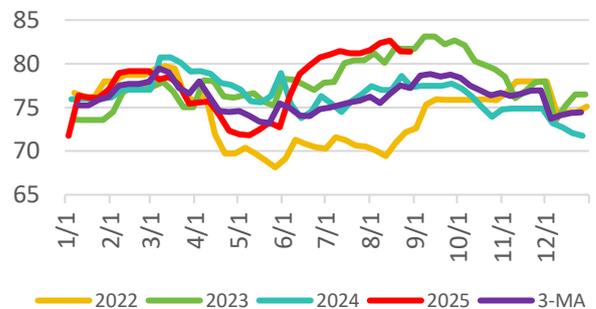
数据来源：钢联

图 24：主营炼厂开工率 单位：%



数据来源：钢联

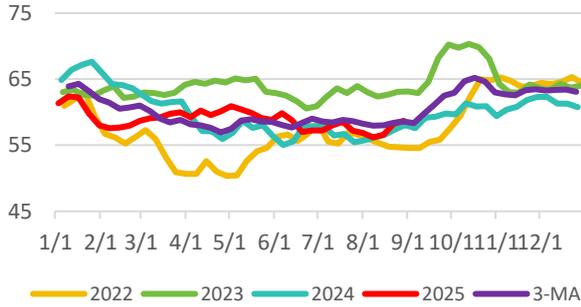
图 25：主营炼厂原油周度加工量 单位：万吨



数据来源：钢联

图 26: 独立炼厂开工率

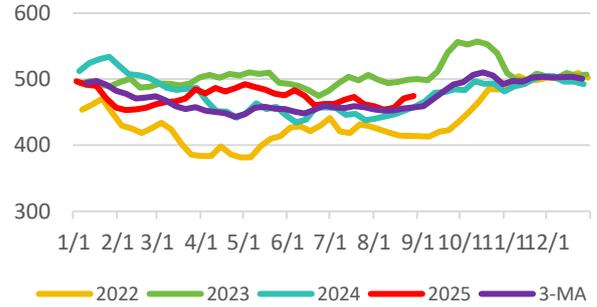
单位: %



数据来源: 钢联

图 27: 独立炼厂原油周度加工量

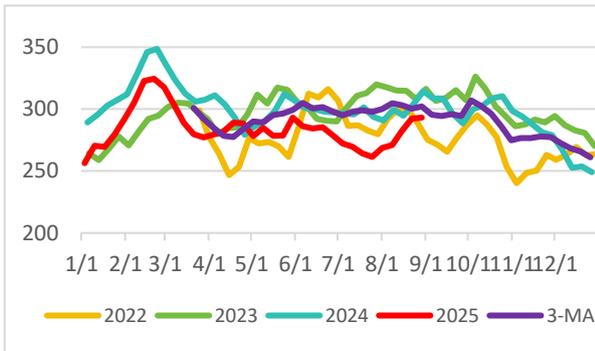
单位: 万吨



数据来源: 钢联

图 28: 中国汽油消费指数 (四周平均)

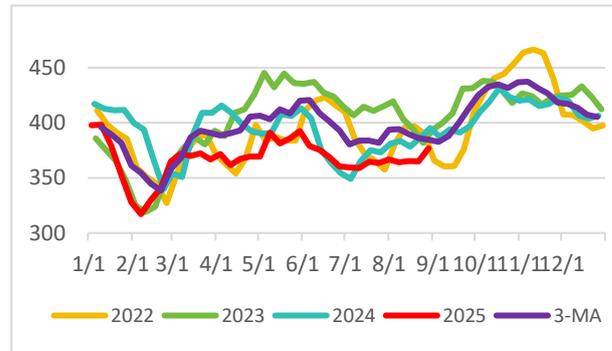
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, 钢联, 海关总署

图 29: 中国柴油消费指数 (四周平均)

单位: 万吨



数据来源: 银河期货, 钢联, 海关总署

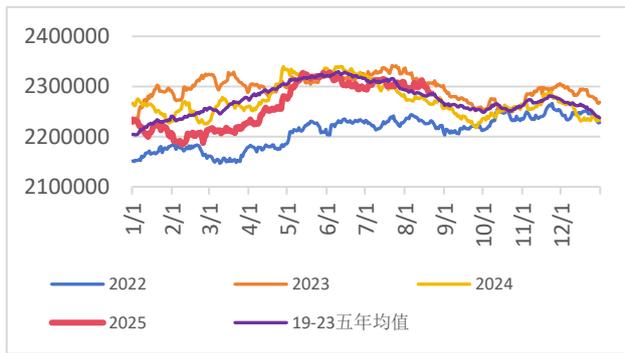
四、库存与估值

Kpler 数据显示, 2024 年全年全球原油库存同比下降 7109 万桶, 全年去库 19.5 万桶/日。1 季度全口径库存累库 89 万桶/日, 五年均值水平为累库 49 万桶/日。2 季度全球卫星库存累库 105 万桶/日, 五年均值水平为累库 51 万桶/日。

7 月份原油去库节奏尚可, 8 月上旬库存一度大幅回升, 商业库存向上偏离五年均值, 总库存显著高于过去三年同期水平。但 8 月下半月库存再度回落, 商业库存重回五年均值附近。3 季度截止 8 月 22 日, 卫星库存去库 130 万桶/日, 同期五年均值水平为去库 141 万桶/日。

图 30: 全球原油商业岸罐库存

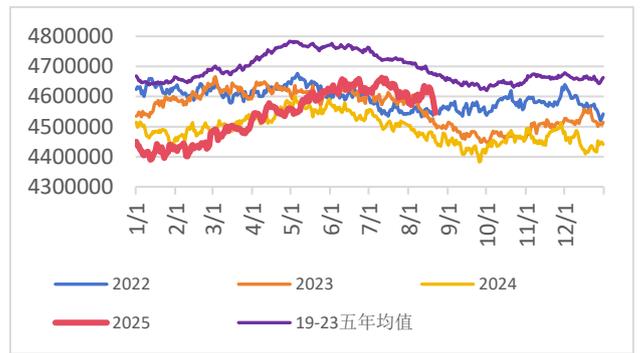
单位: 千桶



数据来源: Kpler

图 31: 全球原油卫星库存

单位: 千桶

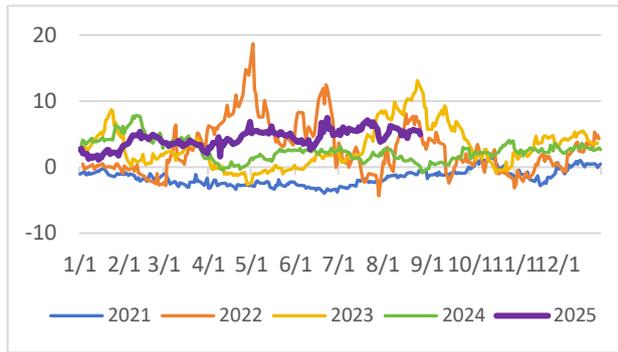


数据来源: Kpler

利润端, 7 月底市场交易美国制裁俄罗斯导致的潜在供应损失, 油价一度冲高, Brent 突破 70 美金/桶后海外汽柴油裂解均有所回落, 炼厂利润回调明显。8 月份油价下跌后企稳, 海外柴油裂解企稳, 汽油裂解在旺季尾声逆势走强, 支撑炼厂利润反弹。8 月份海外炼厂综合利润较 7 月份有所回落, 但整体仍处于 2 季度以来偏高水平, 较往年同期表现也相对偏强。因此综合来看, 海外油品消费整体平稳, 炼厂利润受到油价单边波动影响为主, 下游需求没有显著的正向或负向反馈。

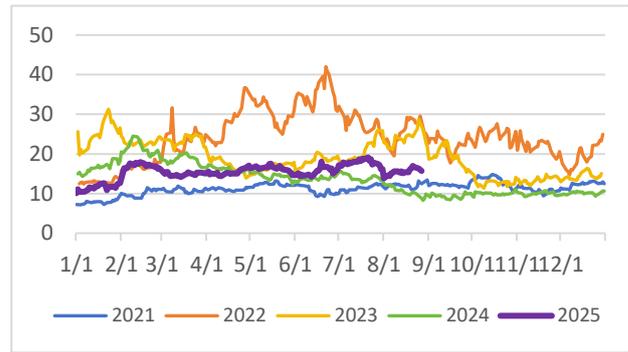
国内方面, 3 季度以来, 汽柴油底库存格局维持, 且需求端均环比回升, 支撑炼厂利润。8 月份国内汽柴油价格窄幅波动为主, 波动率显著低于原油, 且裂解处于偏高水平。8 月中旬油价跌至阶段性低点后, 国内成品油炼厂综合利润上升至五年同期高位水平。9、10 月份在往年通常成为利润走势的分水岭, 早年随着柴油需求旺季启动, 炼厂利润存在较大幅度的上行空间, 而在过去两年“金九银十”旺季不旺的状态下, 炼厂利润反而大幅走弱。今年在现货市场流动性整体有限的情况下, 9、10 月份炼厂利润或与前期保持平稳, 仍维持窄幅波动的状态。

图 31: 西北欧简单型炼厂加工利润 单位: 美金/桶



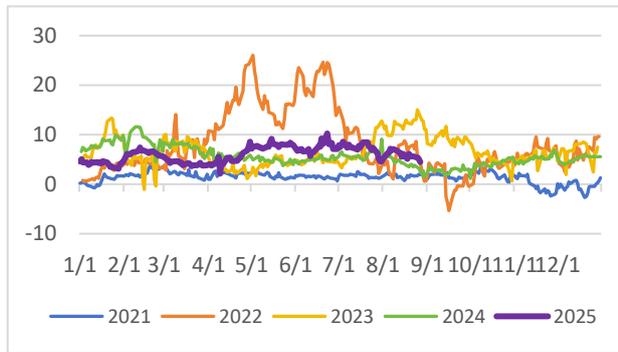
数据来源: 彭博

图 32: 美湾焦化型炼厂加工利润 单位: 美金/桶



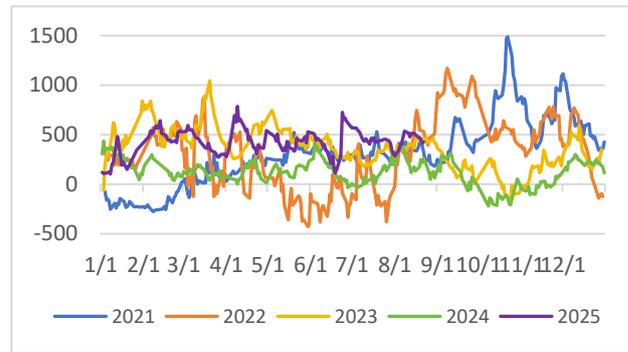
数据来源: 彭博

图 33: 亚太加氢裂化型炼厂加工利润 单位: 美金/桶



数据来源: 彭博

图 34: 中国成品油炼厂综合利润 单位: 美金/桶



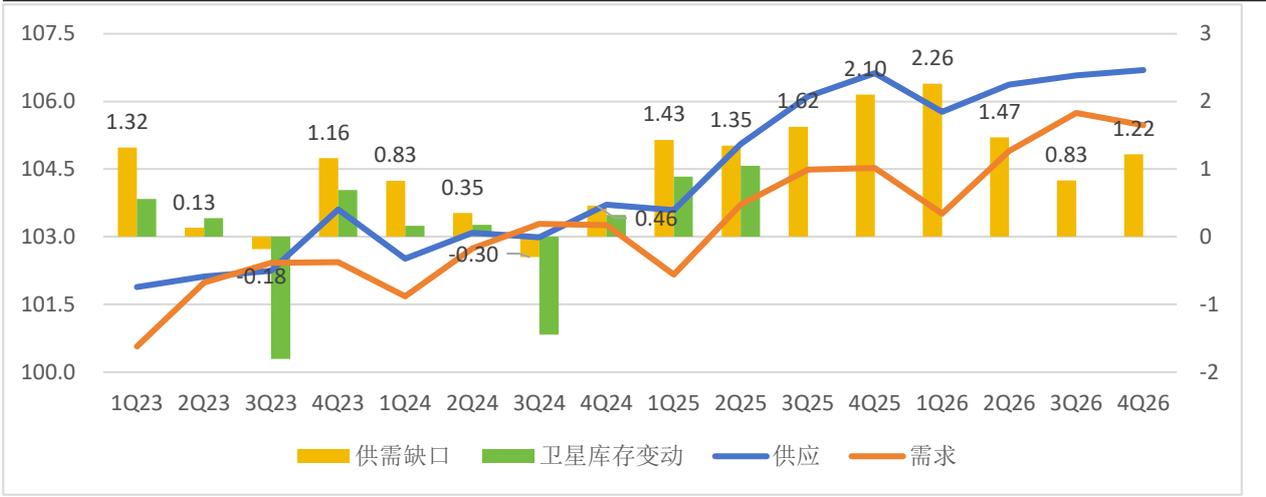
数据来源: 彭博

8 月份, 在计入 OPEC+ 增产后, IEA 与 EIA 均大幅上调 2025 年下半年的供应预期。基于当前的供需平衡假设, 3 季度旺季将出现反常态的累库, 且幅度超过 150 万桶/日。25 年 4 季度至 26 年 2 季度, 随着需求的环比走弱, 累库幅度进一步扩大。

EIA 预计淡季累库超过 200 万桶/日, IEA 预计累库峰值超 400 万桶/日。EIA 预计 2025 年全年累库 163 万桶/日, 2026 年全年累库 145 万桶/日。IEA 预计 2025 年全年累库 178 万桶/日, 2026 年全年累库 298 万桶/日。

图 35: EIA 原油供需平衡表预测

单位: 百万桶/日



数据来源: 彭博, EIA, 万得, 银河期货

图 36: IEA 原油供需平衡表预测

单位: 百万桶/日



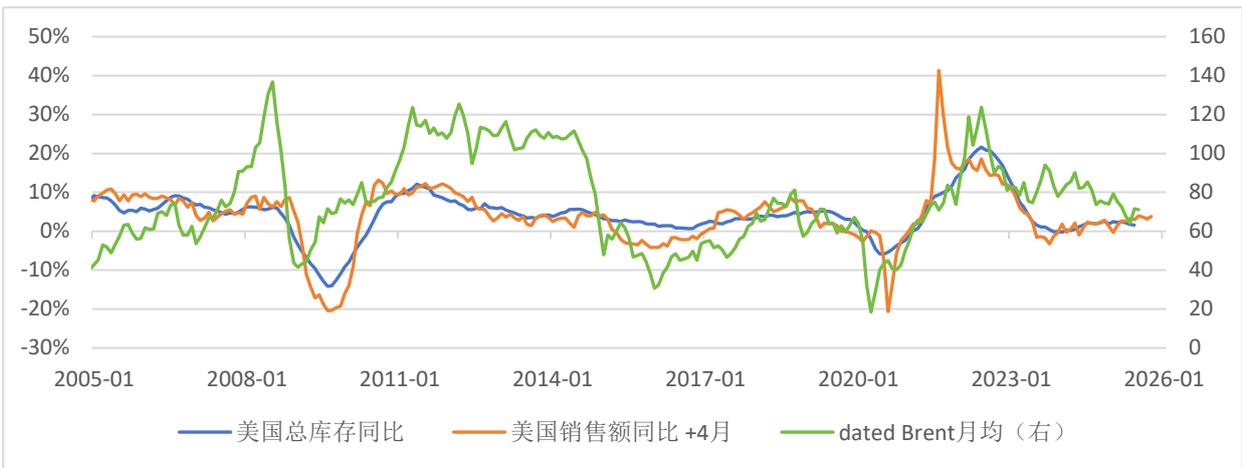
数据来源: 彭博, IEA, 万得, 银河期货

宏观方面, 8 月初公布的美国非农数据大幅不及预期, 加剧了市场对于美国经济下行风险的担忧, 下旬美联储主席鲍威尔在全球央行会议上的发言意外“偏鸽”, 市场充分消化 9 月份降息的预期, 宏观风险偏好有所上升。叠加中美关税尚处于休战期、国内 A 股市场情绪较为亢奋, 宏观情绪整体相对乐观, 暂无利空驱动, 关注 9 月初美国新一期非农数据的表现。

从月度经济数据来看, 2 季度末美国消费品库存环比走弱, 本轮库存周期预计进入温和下行的阶段, 而需求端表现相对稳定, 领先指标显示 3 季度暂无显著的下行风险。

图 37: 油价走势与库存周期相关性

单位: 美金/桶



数据来源: 彭博, EIA, 万得, 银河期货

第三部分 后市展望及策略推荐

短期来看, 美联储 9 月降息已成大概率事件, 在经济尚未出现明显衰退的情况下, 降息预期或带来再通胀预期, 叠加国内市场情绪较为亢奋, 市场短期风险偏好有所回升。地缘扰动频繁, 敏感油贸易依旧受限。短期供需整体平稳, 现货市场处于旺季尾声, 累库压力尚未完全兑现。WTI 投机空头持仓拥挤, 关注空头减仓带来的价格反弹。9 月初关注美国经济数据表现, 以及美联储降息落地情况, Brent 运行区间预计在 65~70 美金/桶。

中期来看, 油价后市整体偏空, 7 月份油价大概率是最高点。静态平衡表的过剩将驱动油价跌至页岩油边际成本, 下跌过程中供需边际调整, 考虑到页岩油减产、俄油和伊朗油受制裁和中美收储对商业库存累库压力的缓解, 未来平衡表存在 100~150 万桶/日的调整空间, 进而起到托底效果。中长期 Brent 运行空间预计在 58~72 美金/桶, 上行风险来自地缘风险升温, 下行风险来自宏观经济转弱。

策略推荐:

1. 单边: 震荡偏弱, 中期偏空。
2. 套利: 观望, 国内汽油裂解偏弱, 柴油裂解偏强。
3. 期权: 观望。(以上观点仅供参考, 不作为入市依据)

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 / 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799