

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	5
三、 需求概况	8
四、 库存与估值	11
第三部分 后市展望及策略推荐	15
免责声明	16

累库预期渐兑现，事件驱动扰节奏

第一部分 前言概要

【行情回顾】

10月份油价波动率上升，“十一”前，市场担忧OPEC+可能加速增产，叠加中东原油需求旺季结束，现货市场大幅走弱，Brent跌破前期底部支撑，最低触及64美金/桶。最终增产幅度未超预期，油价小幅反弹后，因俄乌冲突有望缓和、中美贸易摩擦升级而再度大跌，Brent触及60美金/桶附近。下旬，中美贸易会谈持续推进，市场担忧美国可能与委内产生正面冲突，且欧盟、美国接连对俄罗斯发起新一轮制裁，潜在的供应损失推动油价大幅反弹，Brent自底部上涨超7%，主力合约突破66美金/桶。月底利多出尽后油价回调，Brent主力换月后重回64美金/桶下方。

【市场展望】

9、10月份以来持续增长的水上库存预计从11月开始逐步转移至岸罐，尽管中国有望继续维持收储但仍难以改变海外累库的压力，油价中枢预计逐渐下行。长期来看，本轮供应扩张周期预计到2026年年中逐渐收尾，在此之前基本面空显著，而中美博弈、俄乌冲突等问题将持续影响需求前景和供应安全，为油价带来阶段性驱动，需注意交易节奏。月度来看，Brent运行区间预计在60~67美金/桶区间波动，单边以反弹做空思路为主。

【策略推荐】

- 1.单边：震荡偏空。
- 2.套利：国内汽油裂解偏弱，柴油裂解偏弱。
- 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，并不构成对客户的投资建议。



银河期货

第二部分 基本面情况

一、行情回顾

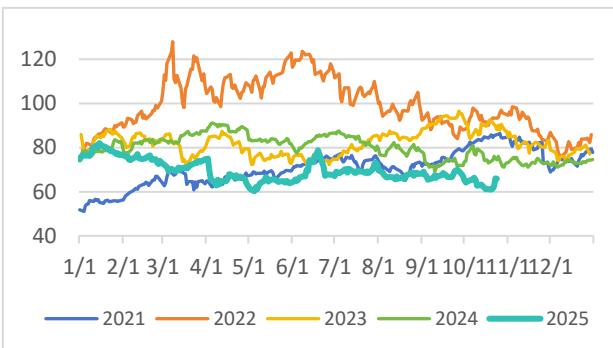
10 月份油价波动率上升，中上旬经历一轮急跌后于月下旬显著反弹。“十一”假期前，市场担忧 OPEC+可能宣布 11 月加速增产，叠加中东原油需求旺季结束，沙特原油出口量环比大幅增加，中东现货市场在 9 月底大幅走弱，Dubai 近月月差一度跌至负数。假期期间，地缘冲突并未进一步加剧，俄罗斯原油出口回升，伊朗原油出口维持高位，市场悲观情绪浓郁，油价大跌，Brent 跌破前期 65 美金/桶底部支撑，最低触及 64 美金/桶。10 月 5 日 OPEC+ 宣布 11 月增产 13.7 万桶/日，增产幅度未超预期，周一开盘后油价自底部反弹近 2 美金。10 月份美国政府处于停摆状态，重要经济数据发布推迟，宏观不确定性上升，美债收益率走弱，通胀预期下行，对油价造成一定压力。

假期刚过，中美贸易摩擦再度升级，中方提出稀土出口管制政策，特朗普宣称将对中国加征 100% 关税，市场恐慌情绪迅速升温，油价于美股共振下跌，原油单日跌幅接近 5%。同时，市场预期特朗普与普京有望再度会面，俄乌冲突趋于缓和。基本面利空同样显著，美国原油连续三周累库，北海、中东原油月差弱势运行。月中 IEA 月报继续上调需求，远期呈现巨大的累库压力，市场看空预期较为集中，Brent 最低触及 60 美金/桶附近。

临近月底，市场格局发生逆转，中美贸易会谈持续推进，宏观风险有所缓和。地缘方面，月底市场担忧美国可能与俄内产生正面冲突，油价触底回升。俄乌局势再度升级，特普会达成无望，欧美、美国接连对俄罗斯发起新一轮制裁，涉及俄罗斯重要石油公司以及部分中国企业。市场担忧中国和印度采购俄油受阻，极端情况下可能影响超过 200 万桶/日的俄油出口，潜在供应损失推动油价大幅反弹，Brent 自底部上涨超 7%，主力合约突破 66 美金/桶。临近月底，地缘风险和制裁影响尚未进一步升级，OPEC+计划进一步增产，利多出尽后油价回调，Brent 主力换月后重回 64 美金/桶下方。

图 1: Brent 主力价格

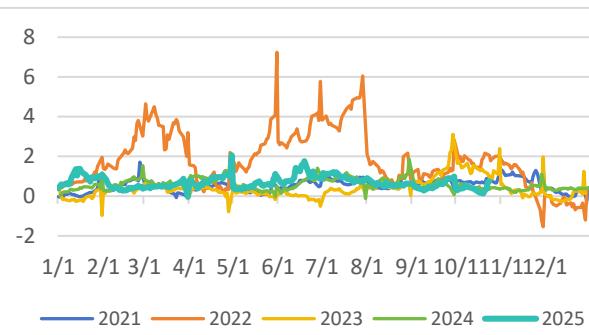
单位: 美元/桶



数据来源: 彭博

图 2: Brent 近月月差

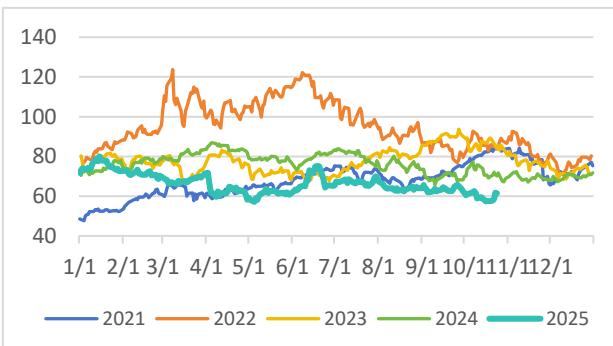
单位: 美元/桶



数据来源: 彭博

图 3: WTI 主力价格

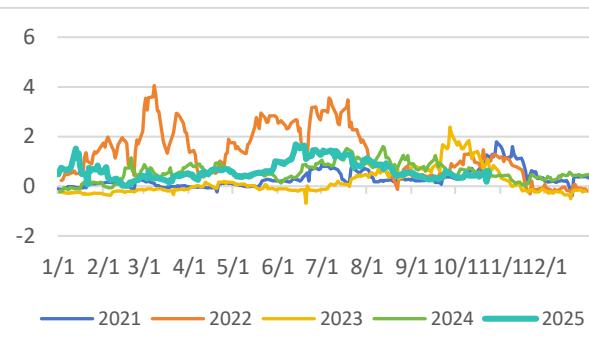
单位: 美元/桶



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

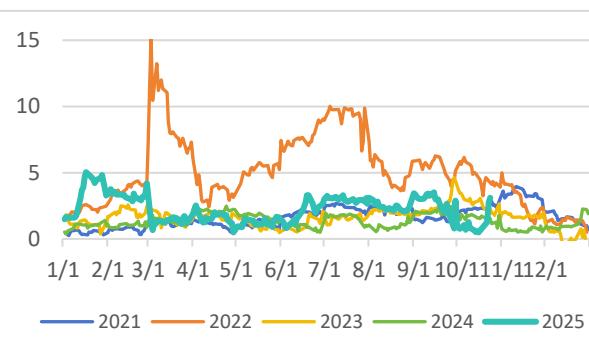
单位: 美元/桶



数据来源: 路透

图 6: Dubai 近月 Cash-Swap

单位: 美元/桶



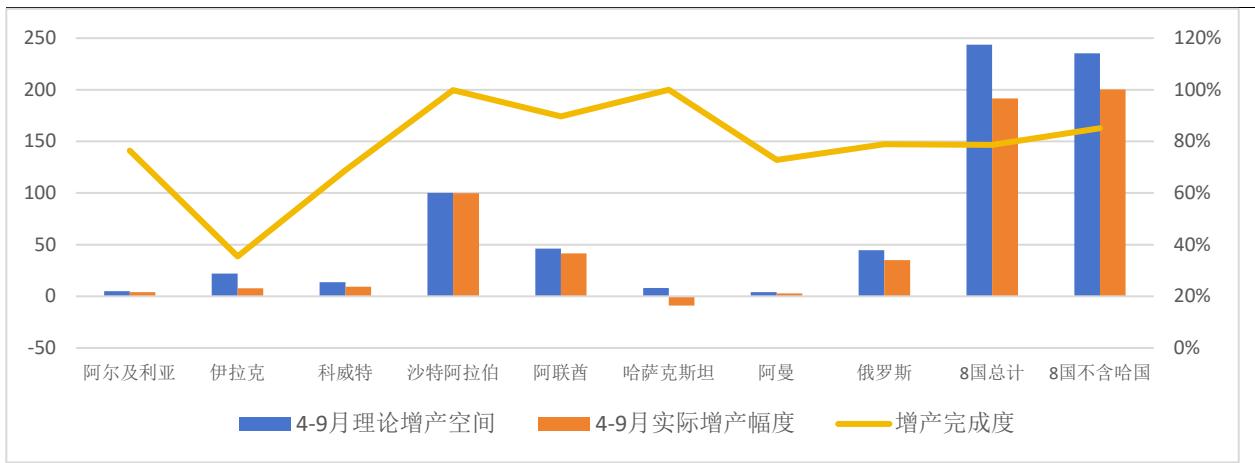
数据来源: 路透

二、供应概况

OPEC 方面： OPEC 月报数据显示，由于超额生产和补偿减产同时存在，9 月份自愿减产到期后，8 国总产量整体接近目标，仅差 10 万桶/日。分国别来看，沙特完成度接近 100%，阿联酋接近 90%，俄罗斯 80%，科威特 70%，伊拉克仅 35%。哈萨克斯坦自 2 月份开始超额生产，9 月份产量较 3 月份反而有所下降。剔除哈国，其他国家增产完成度接近 85%。

图 7：OPEC+成员 4-9 月增产完成度

单位：万桶/日



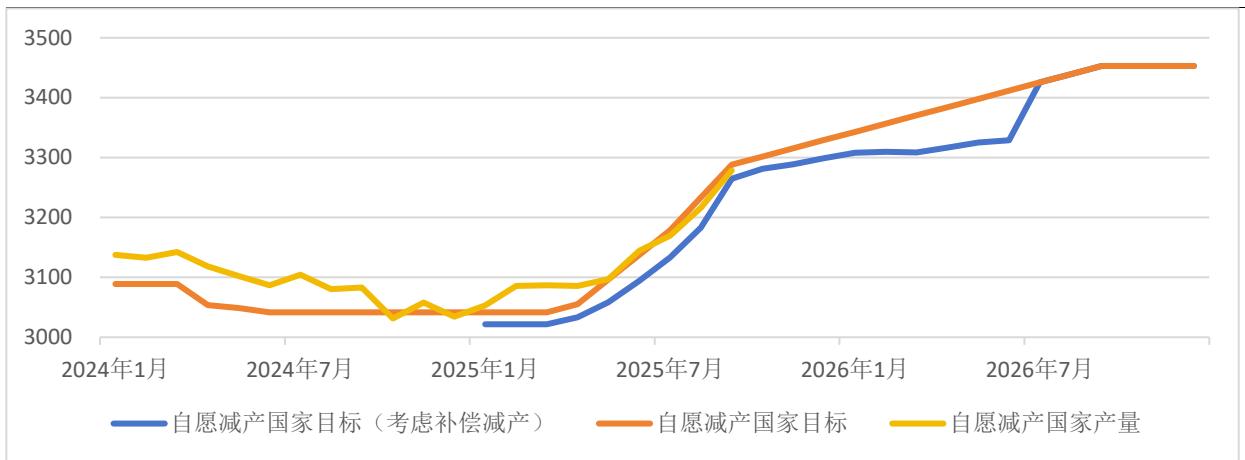
数据来源：OPEC

9 月 OPEC+ 产量环比增长 63 万桶/日，其中 OPEC12 国产量环比增长 52.4 万桶/日，沙特继续主导增产，9 月环比增加 24.8 万桶/日，伊拉克、阿联酋产量均有所增长，分别达到 6.5 万桶/日和 9.8 万桶/日。伊朗产量小幅增加 4.4 万桶/日，继续维持在 320 万桶/日以上，委内产量小幅增长 2.7 万桶/日至 96.7 万桶/日，产量继续创下年内新高。OPEC+ 成员产量大多下降，但俄罗斯领衔增产 14.8 万桶/日，带动整体增产 10.2 万桶/日。

OPEC+ 已经接连在 9 月 7 日、10 月 5 日宣布逐月增产 13.8 万桶/日，并有望在 11 月初的会议上继续宣布 12 月增产 13.8 万桶/日。照此节奏，新一层 166 万桶/日增产目标将通过 12 个月时间逐渐兑现。考虑到目前除中东产油国外，其余国家较难有足够闲置产能支撑新一轮增产，预计 10 月份后，OPEC+ 成员月度有效增产幅度在 8~10 万桶/日水平。

图 8: OPEC+自愿减产联盟产量及规划目标

单位: 万桶/日

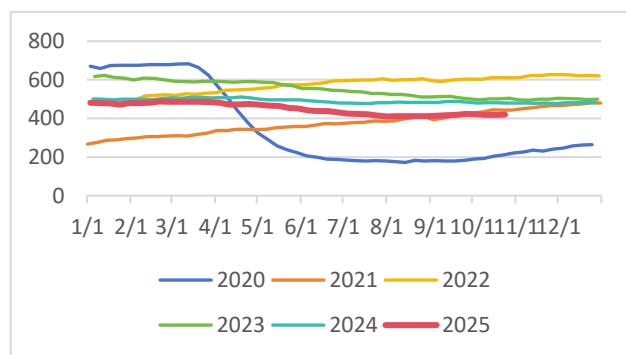


数据来源: OPEC

美国方面, 10 月 24 日当周, 美国原油活跃钻机数 420 台, 环比增长 2 台, 9 月下旬原油钻机数处于平台期, 基本围绕 420 台窄幅波动。10 月 17 日当周, 美国原油产量 1362.9 万桶/日, 环比几乎持平, 同比增长 12.9 万桶/日。EIA10 月月报预计美国原油产量将在 2025 年 9 月份达到高点 1371 万桶/日, 2026 年将逐步下降, 26 年底跌至 1351 万桶/日。美国原油产量在 2025 年小幅增长, 但 4 季度后开始回落, 年化来看 2025 年产量同比增长 29 万桶/日, 而 2026 年同比预计保持平稳。

图 9: 美国原油活跃钻机数

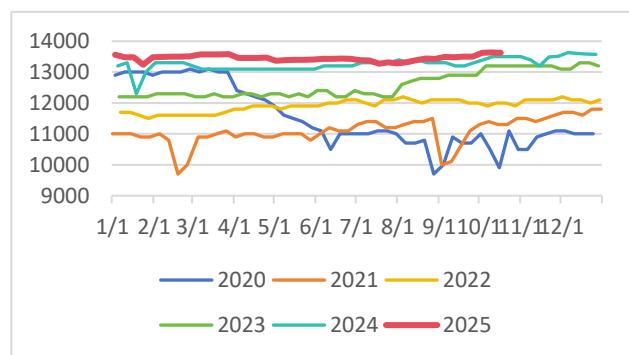
单位: 台



数据来源: EIA

图 10: 美国原油周度产量

单位: 千桶/日



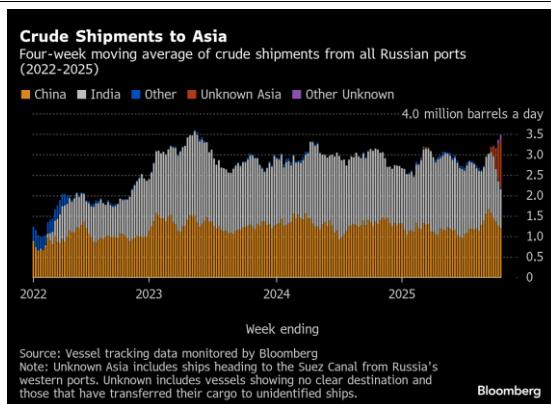
数据来源: EIA

俄罗斯方面，9 月以来俄乌冲突加剧，俄罗斯炼厂持续遭到袭击的情况下，原油出口数量大幅增长，10 月份周度出口量稳定在 300 万桶/日以上，截止 1020 日当周，俄罗斯港口四周平均出口量达每日 382 万桶，较前一周增加 8 万桶，为 2023 年 5 月以来最高水平。

另一方面，10 月份“特普会”未能落地，俄乌停火预期证伪，美国和欧盟反而进一步加强了对俄罗斯石油行业的制裁。10 月下旬美国财政部宣布，对俄罗斯石油公司 (Rosneft PJSC) 和卢克石油公司 (Lukoil PJSC) 及其持股 50% 或以上的关联实体实施制裁。非美国实体若与上述公司或其子公司交易，也可能面临处罚。此前，拜登政府已于今年 1 月制裁俄罗斯石油公司 (Gazprom Neft PJSC) 和苏古特石油天然气公司 (Surgutneftegas PJSC)。随后不久，欧盟在第 19 轮对俄罗斯的制裁中，将中国两家炼厂、一家石油贸易企业列入制裁名单，受此影响，市场担忧中国将减少采购俄油。同时有市场消息称，由于美国的制裁，印度信实集团将停止根据与俄罗斯石油公司的长期协议进口的俄罗斯石油。极端情况下，欧美联合制裁可能影响超过 200 万桶/日的俄罗斯石油供应，潜在损失推动油价在月底大幅反弹。

图 11：俄罗斯原油海运出口量

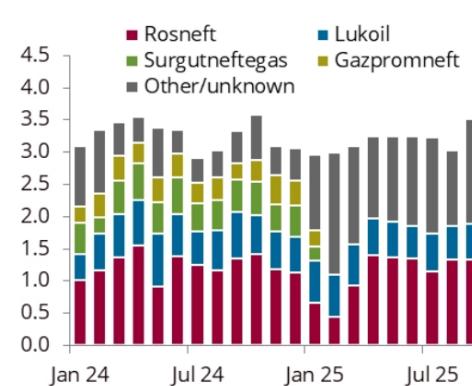
单位：百万桶/日



数据来源：彭博

图 12：俄罗斯石油公司出口数量

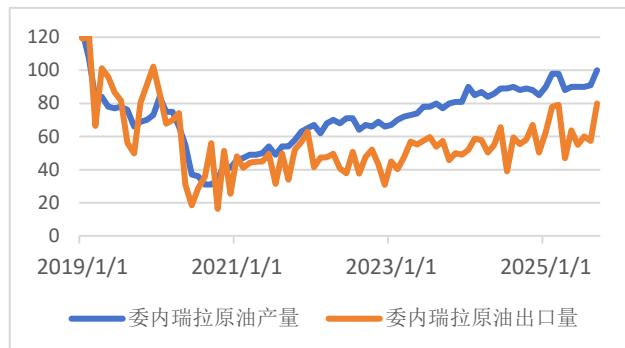
单位：百万桶/日



数据来源：Energy Aspects

委内方面，10 月中旬市场传闻美国将对委内发起军事打击，拉美地缘风险再度升温。实际上今年以来，在 3 月份雪佛龙短期撤出委内后，委内原油产量并未如期下跌，反而一路增长并在年内创下数年新高。若美国对委内发起军事打击，较大概率最终改变委内政权，长期来看，委内原油产量继续上升，但出口至中国的数量可能下降，重质原料贴水预计上涨。截止 10 月底，委内局势并未进一步升级，地缘风险溢价逐渐消退。

图 13：委内原油产量及出口量 单位：万桶/日



数据来源：彭博

图 14：委内出口至中国原油数量 单位：万桶/日



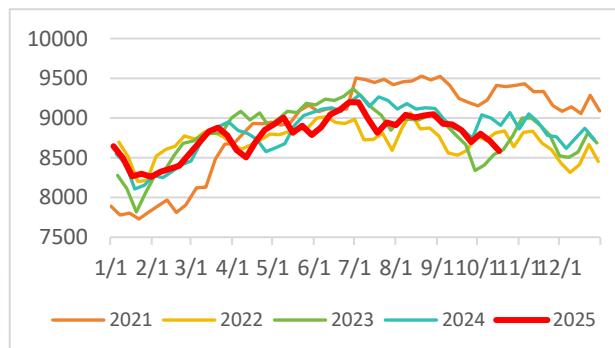
数据来源：彭博

三、需求概况

美国方面，10 月份，美国汽油需求环比继续下降，与往年同期季节性表现基本一致，但 10 月下旬需求并未出现季节性反弹，整体表现偏弱。10 月下旬汽油需求下降至 860 万桶/日附近，处于近五年同期最低水平。美国汽油库存从 10 月初小幅回升后，月内仍能去库，到 10 月下旬跌至 2.17 亿桶以下，库存水平处于往年同期中性水平。

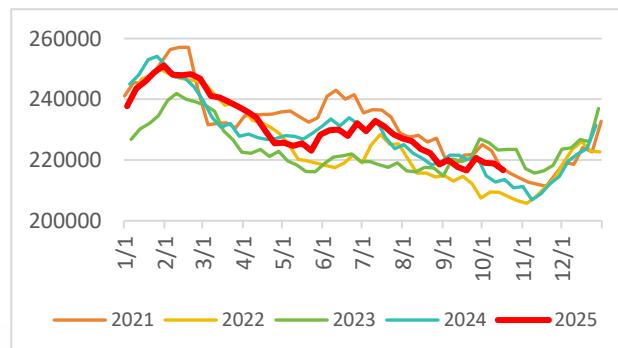
美国柴油需求在 9 月底触底反弹，从低点 360 万桶/日附近一路反弹回 400 万桶/日以上，需求节奏与往年同期表现一致，旺季需求高点兑现，但处于近五年同期偏低水平。旺季需求支撑下，柴油库存从 9 月中旬一路下降，10 月下旬降至 1.16 亿桶左右，库存水平处于近五年同期中性水平，但月底去库速度已经有所放缓。

图 15：美国汽油消费量（四周平均） 单位：千桶/日



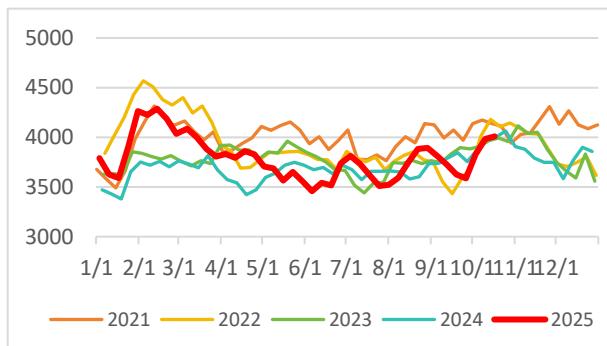
数据来源：EIA

图 16：美国汽油周度库存 单位：千桶



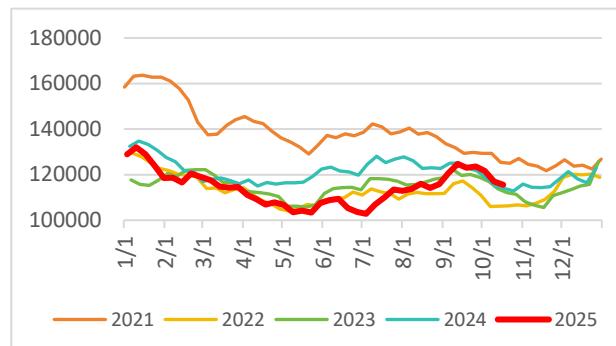
数据来源：EIA

图 17: 美国柴油消费量 (四周平均) 单位: 千桶/日



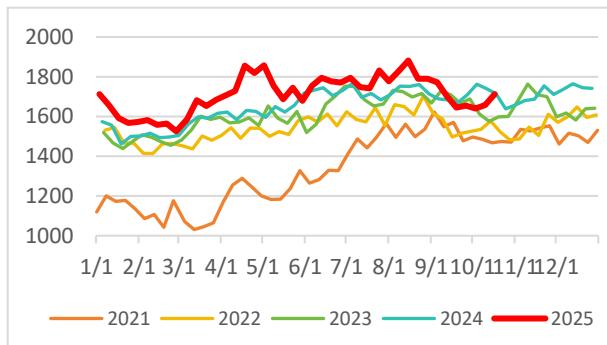
数据来源: EIA

图 18: 美国柴油周度库存 单位: 千桶



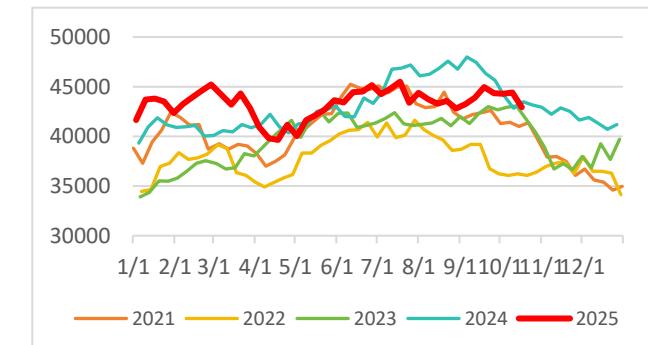
数据来源: EIA

图 19: 美国航煤消费量 (四周平均) 单位: 千桶/日



数据来源: EIA

图 20: 美国航煤周度库存 单位: 千桶



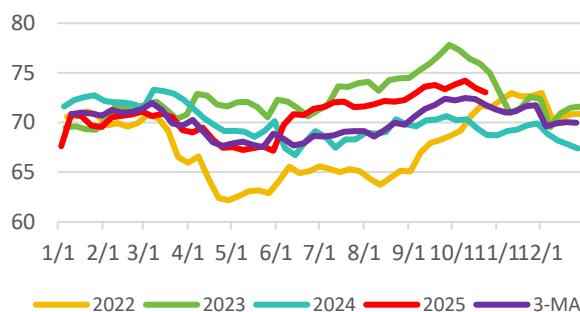
数据来源: EIA

国内方面, 10 月份国内炼厂开工高位回落, 炼厂综合开工率升至 74.2%高点后回落至 73%附近, 高于前三年均值, 比 2024 年同期高出 4%以上。主营炼厂开工在 10 月份依旧维持高位, 整体处于 80%以上运行, 而地炼开工则从 9 月初的 63%附近下降至 61%左右, 主要由于民营炼厂今年的原油配额剩余不多, 而新一年的配额尚未提前发放。

下游需求方面, 10 月份国内汽柴油需求环比均有所回暖。“十一黄金周”传统出行旺季来临, 带动汽油需求从 9 月底触底反弹, 且到 10 月底仍能持续增长, 逐渐升至往年同期高位水平。柴油则进入传统的“金九银十”需求旺季, 但需求增长的速度显著弱于往年, 且到 10 月底需求表现依旧低于往年同期水平, 旺季兑现力度有限。

图 21：中国常减压开工率

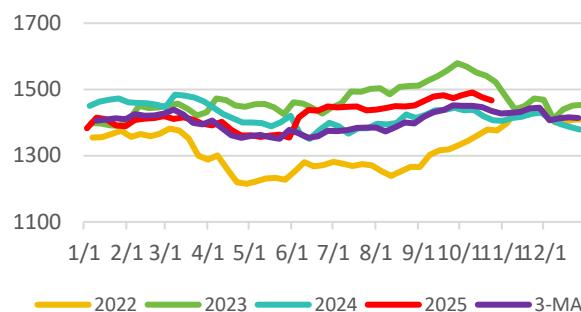
单位：%



数据来源：钢联

图 22：中国原油周度加工量

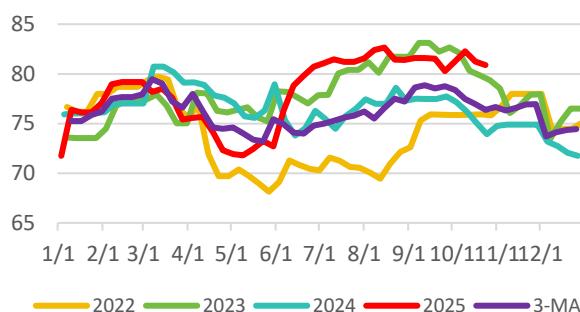
单位：万吨



数据来源：钢联

图 23：主营炼厂开工率

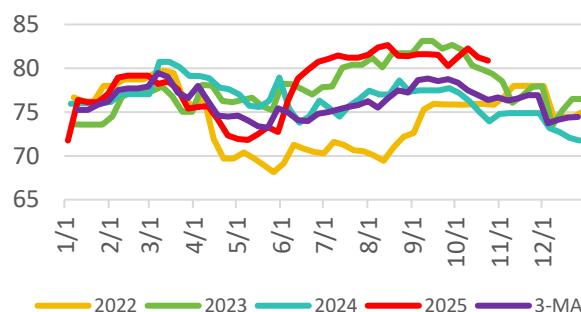
单位：%



数据来源：钢联

图 24：主营炼厂原油周度加工量

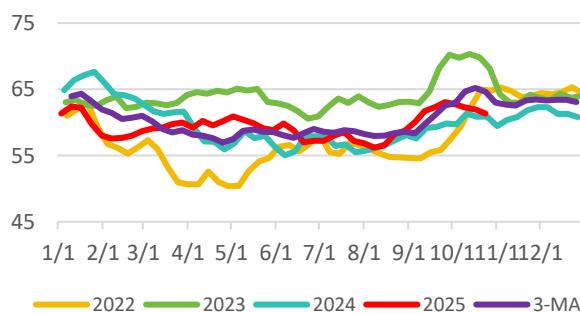
单位：万吨



数据来源：钢联

图 25：独立炼厂开工率

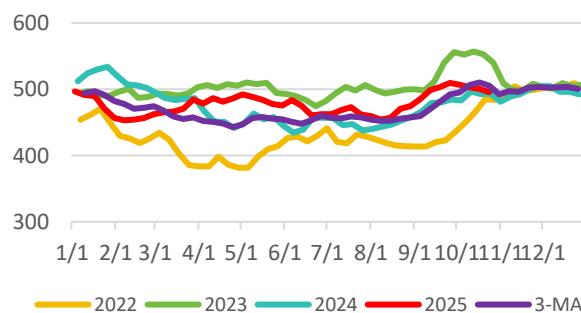
单位：%



数据来源：钢联

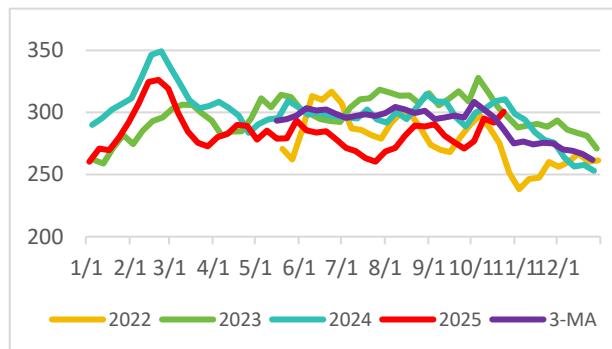
图 26：独立炼厂原油周度加工量

单位：万吨



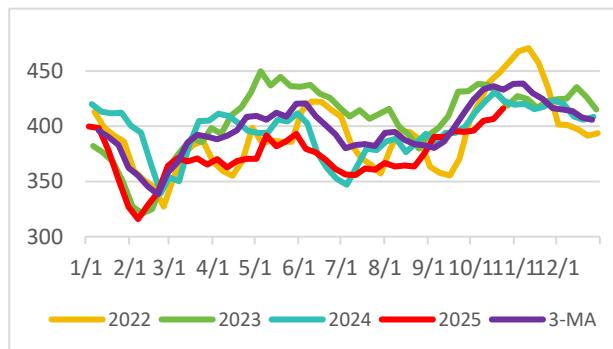
数据来源：钢联

图 27：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 28：中国柴油消费指数（四周平均） 单位：万吨

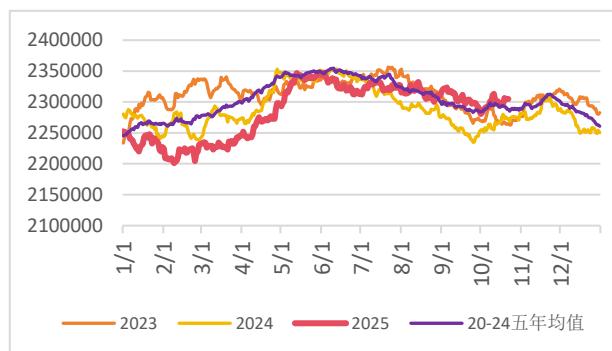


数据来源：银河期货，钢联，海关总署

四、库存与估值

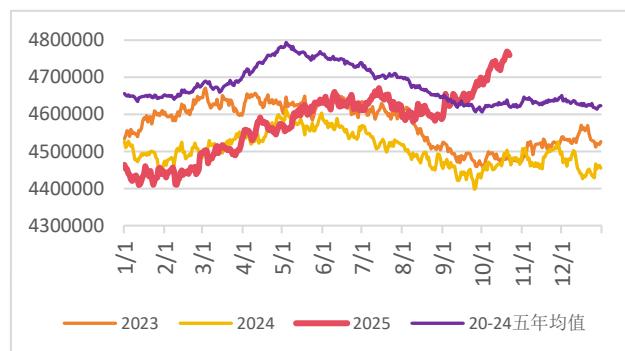
Kpler 数据显示，2024 年全年全球原油库存同比下降 7278 万桶，全年去库 19.9 万桶/日。1 季度全球卫星库存累库 89 万桶/日，五年均值水平为累库 49 万桶/日。2 季度全球卫星库存累库 105 万桶/日，五年均值水平为累库 51 万桶/日。3 季度全球卫星库存累库 80 桶/日，同期五年均值水平为去库 141 万桶/日。9 月份以来，中东旺季结束、原油产量增加，导致水上原油数量大幅增加。10 月份水上原油库存大幅增长，随着船货陆续到岸，预计岸罐库存压力将在 11 月份逐渐兑现。

图 29：全球原油商业岸罐库存 单位：千桶



数据来源：Kpler

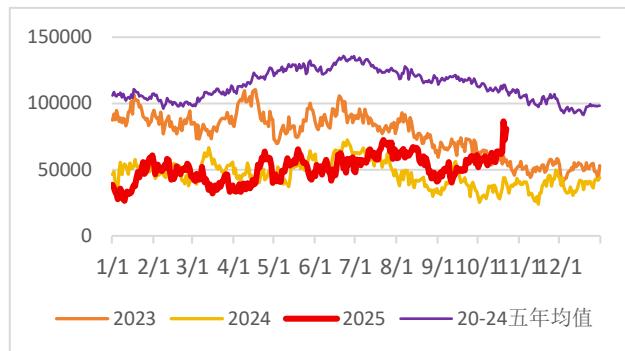
图 30：全球原油卫星库存 单位：千桶



数据来源：Kpler

图 31：全球原油水上库存（浮仓）

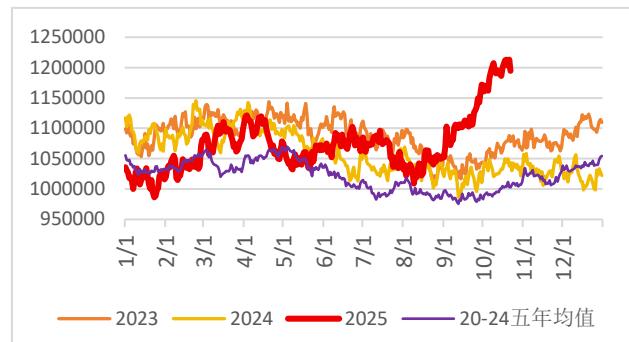
单位：千桶



数据来源：Kpler

图 32：全球原油水上库存（在途）

单位：千桶

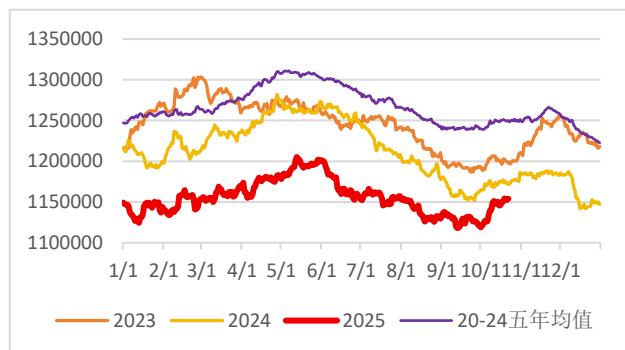


数据来源：Kpler

另一方面，今年以来中国强劲的收储动作使得海外原油累库压力显著减轻，进而支撑了国际油价。3 季度在国内高开工状态下，中国原油库存环比下降，市场持续关注中国未来收储力度，预期相对乐观，对油价仍有支撑。船期数据显示，以装载时间计，9 月份发往中国的原油数量环比 8 月增长近 50 万桶/日，而 8~10 月份水上原油以接近 300 万桶/日速度增长，11 月份预计中国原油库存再度上升，但仍难以改善海外累库的压力。

图 33：中国外原油岸罐库存（商业）

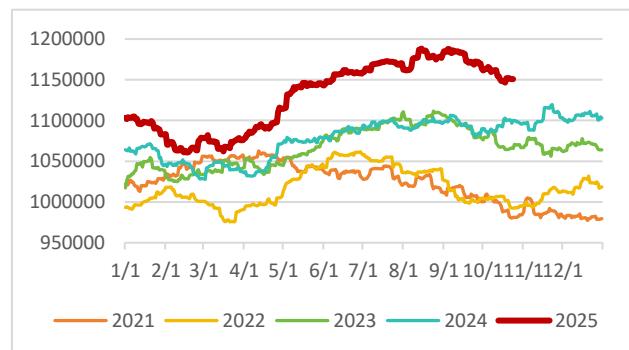
单位：千桶



数据来源：Kpler

图 34：中国原油卫星库存

单位：千桶

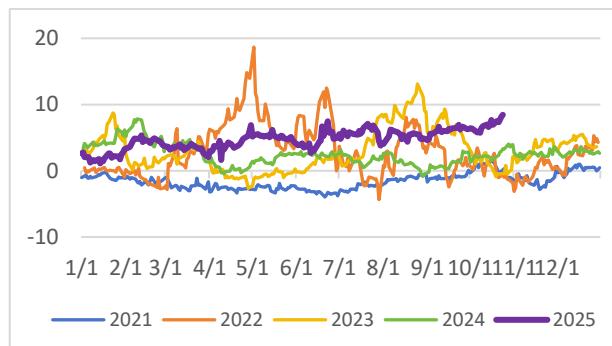


数据来源：Kpler

利润端，10 月初尽管海外汽油进入需求淡季，但原油价格大幅下跌给出炼厂盈利空间，海外炼厂综合加工利润较前期维持平稳。10 月中下旬，欧美对俄罗斯启动新一轮制裁后，市场担忧海外尤其是欧洲地区柴油供应缺口，欧美柴油裂解价差持续上行，同时燃料油、石脑油等初级炼油产品裂解价差高于往年水平，共同推动炼厂综合利润大幅走强，欧洲简单型炼厂综合利润上升至五年同期最高水平，美湾炼厂综合利润逆季节性走强，亚太炼厂综合利润同样维持坚挺，且高于五年同期水平。

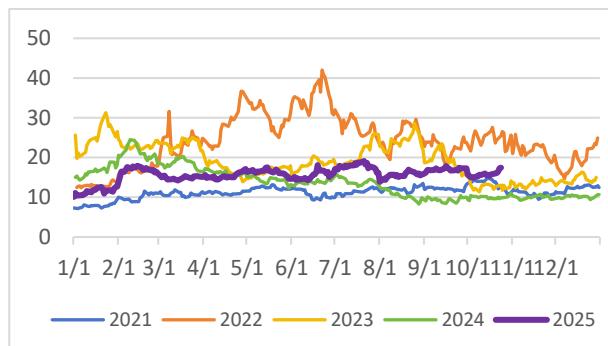
国内方面，汽柴油价格延续窄幅波动格局，裂解价差受到油价波动影响显著。10 月份国内汽柴油需求环比有所改善，叠加油价在 10 月中上旬大幅下跌，汽柴油裂解价差环比走强，推动炼厂综合利润环比改善，显著强于 2023~2024 两年同期水平，但仍明显不及早年“金九银十”的旺季表现。

图 35：西北欧简单型炼厂加工利润 单位：美金/桶



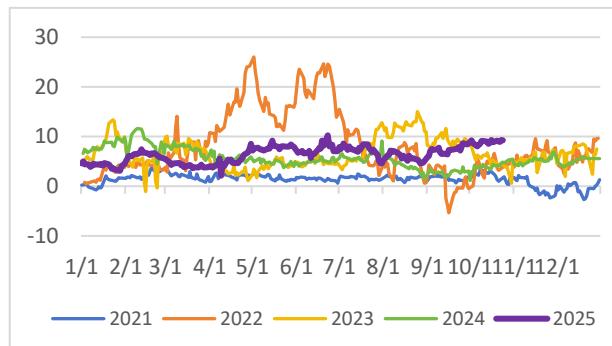
数据来源：彭博

图 36：美湾焦化型炼厂加工利润 单位：美金/桶



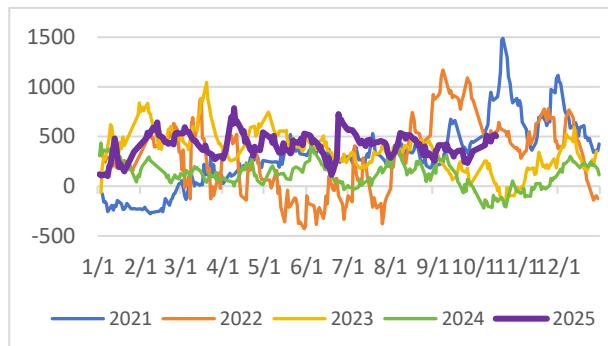
数据来源：彭博

图 37：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 38：中国成品油炼厂综合利润 单位：美金/桶



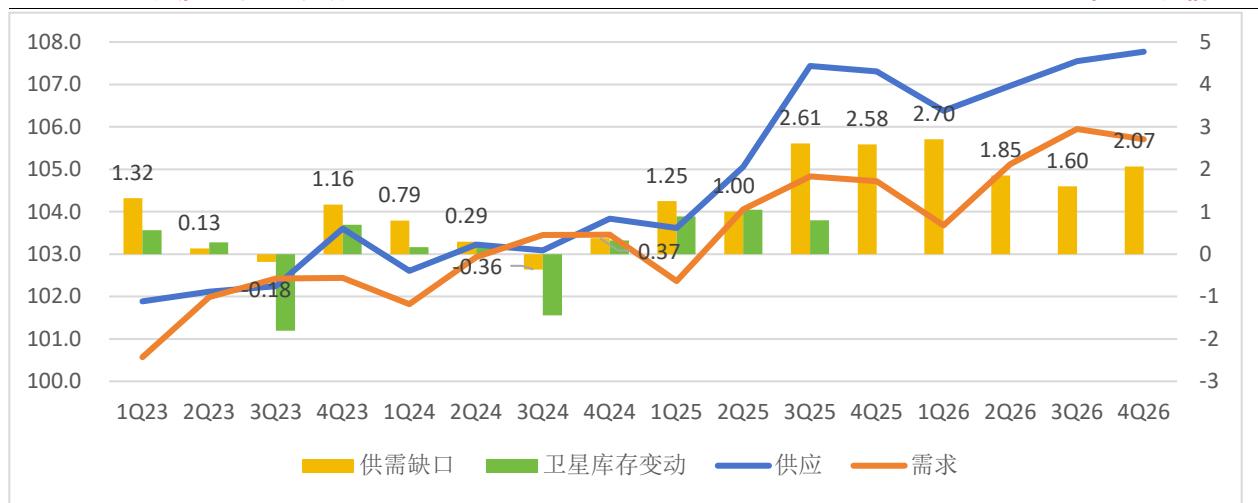
数据来源：彭博，钢联

平衡方面，海外机构持续计价 OPEC+新一轮增产带来的供应增量。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，IEA 和 IEA 平衡表均显示 3 季度累库幅度超过 250 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 2026 年初供应端环比小幅回落，但年底仍将增长至新高。淡季累库超过 250 万桶/日，全年平均累库幅度达到 205 万桶/日。IEA 对供应端的预期更为宽松，导致 2026 年上半年累库幅度高达 470 万桶/日，全年平均累库幅度达到 400 万桶/日，远高于 2020 年水平，创下新的记录。

图 39：EIA 原油供需平衡表预测

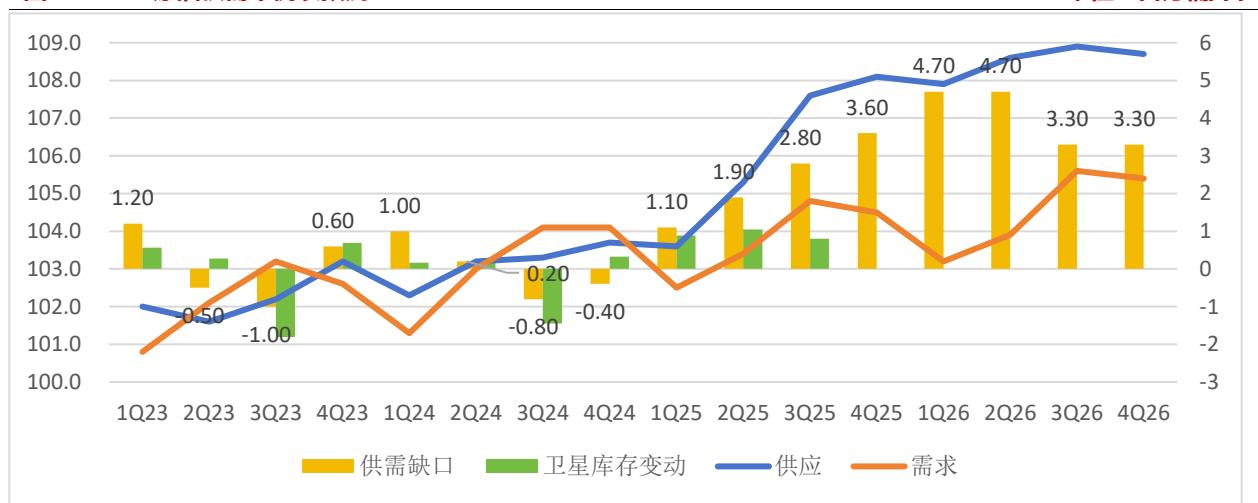
单位：百万桶/日



数据来源：彭博，EIA，万得，银河期货

图 40：IEA 原油供需平衡表预测

单位：百万桶/日



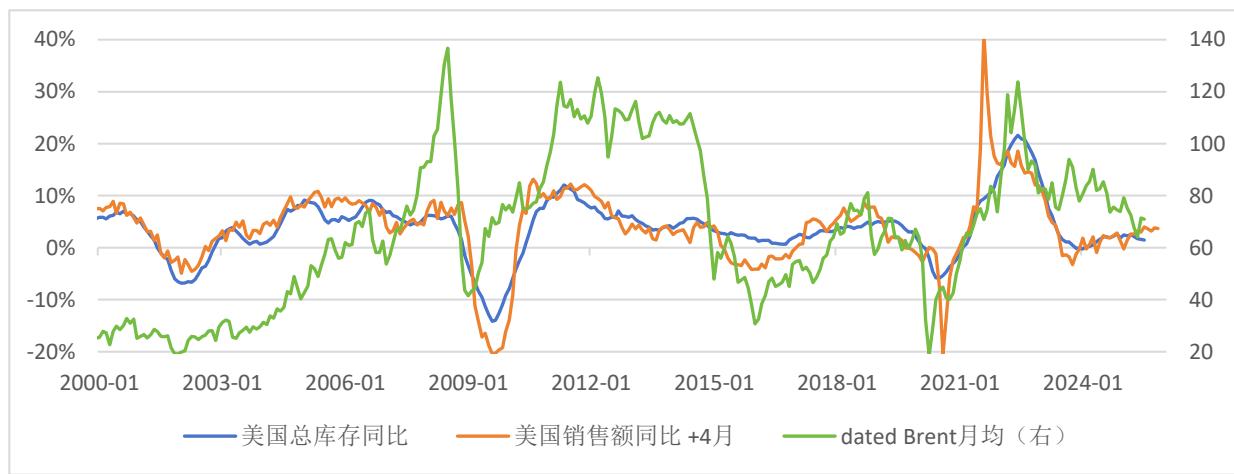
数据来源：彭博，IEA，万得，银河期货

宏观方面，10 月份市场持续交易中美贸易摩擦前景，长期来看贸易摩擦可能一直维持，而短期更多以博弈为主，节奏或有起伏，使得市场风险偏好反复摇摆，较难做出线性推演。10 月下旬美联储宣布降息 25BP，为今年第二次降息，符合市场预期，但随后鲍威尔偏鹰派的发言又使得年内再次降息的预期下降，年底宏观环境仍面临诸多不确定性。

从月度经济数据来看，2 季度末美国消费品库存环比小幅回落，但需求指标表现相对平稳，领先指标显示 4 季度暂无显著的下行风险。

图 41：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

临近年底，原油供需过剩的预期逐渐兑现。9、10 月份以来持续增长的水上库存预计从 11 月开始逐步转移至岸罐，尽管中国继续维持收储但仍难以改变海外累库的压力，油价中枢预计逐渐下行。长期来看，本轮供应扩张周期预计到 2026 年年中逐渐收尾，在此之前基本面利空显著，而中美博弈、俄乌冲突等问题将持续影响需求前景和供应安全，为油价带来阶段性驱动，需注意交易节奏。月度来看，Brent 运行区间预计在 60~67 美金/桶区间波动，单边以反弹做空思路为主。

策略推荐：

1. 单边：震荡偏空。
2. 套利：观望，国内汽油裂解偏弱，柴油裂解偏弱。
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 / 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