

## 目 录

<b>第一部分 前言概要</b>	2
【行情回顾】	2
【市场展望】	2
【策略推荐】	2
<b>第二部分 基本面情况</b>	3
一、行情回顾	3
二、供应概况	6
2.1 OPEC+：供应弹性的年度演绎	6
2.2 美国页岩油：预期保守，产量具有韧性	8
2.3 非美非 OPEC+：深海项目驱动小幅增长	10
2.4 被制裁产油国：高频扰动与有限冲击	12
三、需求概况	13
3.1 原油需求：增长放缓与结构分化	13
3.2 炼油产能：东增西减，区域分化	16
四、平衡和估值	18
<b>第三部分 后市展望及策略推荐</b>	24
<b>免责声明</b>	25

# 过剩预期兑现，寻找周期拐点

## 第一部分 前言概要

交易咨询业务资格：  
证监许可[2011]1428 号

### 【行情回顾】

2025 年，国际油价在宽幅震荡中持续下行。截止 12 月 29 日，Brent 主力合约运行至 61 美金/桶附近，较年初 75 美金/桶下跌近 19%。以 Brent 原油主力合约为参考，1 月份油价因美国制裁俄罗斯升至 80 美金/桶上方，成为全年最高水平。4、5 月份因中美贸易摩擦，油价两次跌至 58 美金/桶附近，成为上半年最低水平。6 月初美国与伊朗爆发正面冲突，油价迅速冲高，Brent 一度接近 80 美金/桶。下半年油价一路下行，7 月份欧美继续加强对俄罗斯的制裁，Brent 短暂站上 70 美金/桶，此后正式进入“6 字头”区间。临近年底，在俄乌停火协议有望达成、基本面过剩压力显著的状态下，油价跌至前低附近。

### 【市场展望】

在宏观环境平稳的前提下，过剩预期驱动油价跌至页岩油边际成本，下跌过程中等待供应边际下降，2026 年上半年油价预计逐渐筑底。2026 年下半年，本轮供应扩张周期预计进入尾声，此后关注需求增长节奏（终端需求支撑+宏观预期改善），过剩压力逐步减轻，价格或有阶段性反弹，反弹高度由宏观环境、供应弹性和地缘风险共同决定。2026 年上半年 Brent 油价中枢预计在 60 美金附近，下半年有望小幅反弹，全年价格区间预计在 55~70 美金/桶。

### 【策略推荐】

1. 单边：上半年逢高做空，下半年等待做多驱动。
2. 套利：做空近月月差，逢低做多 Brent-Dubai EFS 价差。
3. 期权：观望。

**风险提示：**中美贸易摩擦风险、制裁加剧风险、中东地缘风险、俄乌停火可能、美国中期选举、美国衰退风险和通胀风险

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

研究员：赵若晨  
邮 箱：  
zhaoruchen\_qh@chinastock.com.cn  
期货从业资格证号：F03151390  
投资咨询资格证号：Z0023496

### 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

2025 年，国际油价在宽幅震荡中持续下行。以 Brent 原油主力合约参考，1 月份油价因美国制裁俄罗斯升至 80 美金/桶上方，成为全年最高水平。4、5 月份因中美贸易摩擦，油价两次跌至 58 美金/桶附近，成为上半年最低水平。6 月初美国与伊朗爆发正面冲突，油价迅速冲高，Brent 一度接近 80 美金/桶。下半年油价一路下行，7 月份欧美继续加强对俄罗斯的制裁，Brent 短暂站上 70 美金/桶，此后正式进入“6 字头”区间。临近年底，在俄乌停火协议有望达成、基本面过剩压力显著的状态下，油价跌至前低附近。截止 12 月 29 日，Brent 主力合约运行至 61 美金/桶附近，较年初 75 美金/桶下跌近 19%。2025 年全年，Brent 主力合约均价预计在 68 美金/桶附近，较 2024 年均价下跌约 14%。

具体来看，1 月份美国寒潮影响石油生产、拜登离任前宣布大规模制裁俄罗斯，叠加欧美寒冷天气利好取暖需求，原油淡季不淡，油价强势冲高。此后随着制裁影响逐渐减弱，Brent 跌回 75 美金/桶中枢。

2 月中下旬，市场在特朗普众多且互相矛盾的政策中开始交易美国经济衰退预期，认为特朗普“需要一场衰退”来使得其各项政策得以顺利推进。期间油价与美股共振下跌，3 月初 OPEC 意外宣布 4 月份开始退出减产，该组织维持了一年多的“托底”政策不复存在，油价继续下跌，Brent 自 2024 年 4 季度以来首次跌破 70 美金/桶。

3 月中下旬宏观情绪有所改善，叠加特朗普持续制裁伊朗、OPEC 再提补偿减产，供应端的利多支撑油价持续反弹，Brent 重回 75 美金/桶附近。

进入 4 月，美国正式宣布对中国加征不合理关税，中方予以强力反制，期间 OPEC 宣布 5 月份加速增产，大幅超出市场预期，在供应和宏观双重利空下，油价在 4 月上旬跌至

近 4 年新低。4 月至 5 月市场交易重心聚焦在中美贸易冲突，5 月初 OPEC 无意外宣布 6 月份继续加速增产，油价跌至 4 月前低附近。

5 月上旬，中美贸易谈判顺利推进，市场计价贸易冲突缓和，并以 5 月 12 日中美发表联合声明确认利多落地。油价走出前低低位，整体处于 62~67 美金/桶区间震荡运行。

6 月地缘冲突再次升温，以色列和伊朗最终在 6 月 13 日爆发正面冲突，这场历时 12 天的战争最终以美国下场轰炸伊朗关键核设施而收场。期间 Brent 最高上冲至 79.4 美金/桶，到月底重新跌回 66 美金/桶附近。

7 月初，需求旺季将至，原油现货市场维持强势，北海、中东原油月差均处于年内高点，同时海外柴油供需矛盾突出，欧美柴油投机多头持仓集中，带动海外炼厂利润维持高位，支撑原油价格。期间市场担忧美国对俄罗斯制裁收紧，Brent 突破 71.5 美金/桶高点。但 7 月份油价波动幅度收窄，月度波动区间在 5 美金/桶以内，为年初以来最窄波幅。

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、特朗普与普京会谈等驱动使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”后地缘风险不降反升，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，油价自低点反弹约 4.6%。

9 月初油价继续交易地缘，Brent 主力合约一度接近 70 美金/桶。然而 9 月 3 日市场突传 OPEC 即将启动新一轮增产，油价在 3 个交易日内下跌 4 美金，Brent 低点触及 65 美金/桶附近。9 月 18 日凌晨美联储宣布降息 25BP，未超出市场预期，油价再度回落。月底在地缘冲突影响下，Brent 主力合约再度接近 70 美金/桶，触及近 2 个月以来最高水平。9 月份 Brent 整体在 65~70 美金/桶区间震荡，波动区间较前期进一步收窄。

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。实际增产幅度未超预期，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。

11月初，OPEC+意外宣布2026年1季度暂停增产，远端供应弹性下降，市场博弈空间收窄，油价进入低波动状态。后续随着美国政府结束停摆，宏观风险偏好上行，油价反弹至65美金/桶上方，月中OPEC开始上调明年原油累库预期，Brent跌落至62.5美金/桶附近。此后油价主要交易俄乌地缘矛盾，欧洲柴油价格阶段性冲高，带动原油价格反弹，临近月底，俄乌停火框架有望达成，油价再度大跌，Brent从65美金/桶高点一路下跌至62美金/桶附近，此后维持弱势震荡格局。

12月，商品市场“冰火两重天”。一方面，有色金属、贵金属等价格接连创下新高，另一方面，油价在高企的库存压力和不断加强的俄乌停火预期下跌至年内新低。随着圣诞假期临近，美国与委内局势并未进一步恶化，油价暂无新的利多驱动，年底Brent跌至60美金/桶附近，接近五年以来最低水平。

## 二、供应概况

### 2.1 OPEC+：供应弹性的年度演绎

**2025 年，OPEC+供应格局经历了从“减产稳价”到“增产保量”的明确转向。自 4 月开启增产周期至 9 月，以沙特为首的八个自愿减产国累计增产达 246.7 万桶/日，不仅完全逆转了 2023 年以来的 220 万桶/日自愿减产，且比原计划提前整整一年。这一超预期的激进举措导致全球原油库存由紧转松，成为年内油价中枢下移的核心驱动。考虑到超额生产和补偿减产同时存在，前期兑现率不高的产量在中后期已经逐步匹配。根据 OPEC 最新月报，11 月份 8 国总产量基本完全兑现其产量目标。今年 10 月份开始 OPEC8 国宣布启动新一轮 165 万桶/日的增产计划，4 季度增产速度较 2、3 季度显著放缓。OPEC8 增产的行为也带动了其出口量上升，9 月和 10 月出口量持续增长，10 月的出口更创两年新高。从油种来看，中质酸油在 11 月出口中占比最高约为 35%，有效弥补了市场内油种偏轻的结构性短缺问题，其余占比较高的为轻质酸油（31%）和轻质甜油（13%）。**

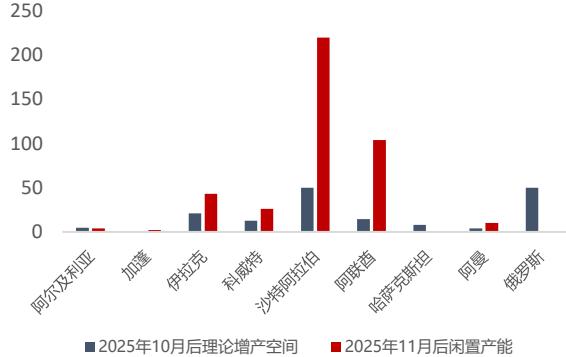
**2026 年，OPEC+政策正转向灵活且克制。根据第 40 届部长级会议决议，已确认暂停 2026 年第一季度的增产，并称将视市场情况渐进式恢复剩余 165 万桶/日的产量额度。这表明在需求前景疲软和库存压力下，OPEC+已从快速增产切换到观望模式。除通过温和增产试探市场底部外，另一关键考量在于该产量额度已有约 25% 被提前兑现，进一步超额增产的可能性较低。据测算其实际有效供应弹性可能约为 100 万桶/日。**

图 1: OPEC+自愿减产联盟产量及目标 单位: 千桶



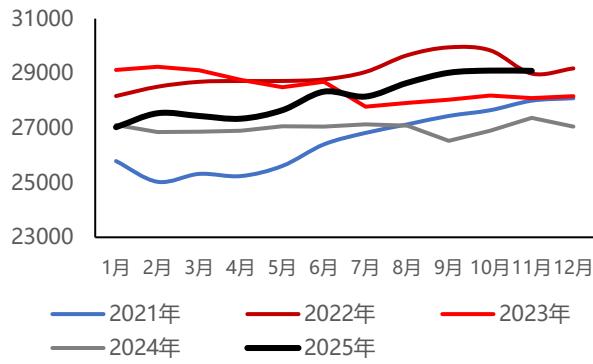
数据来源: 彭博、IEA、OPEC、银河期货研究所

图 2: OPEC 实际增产能力测算 单位: 万桶



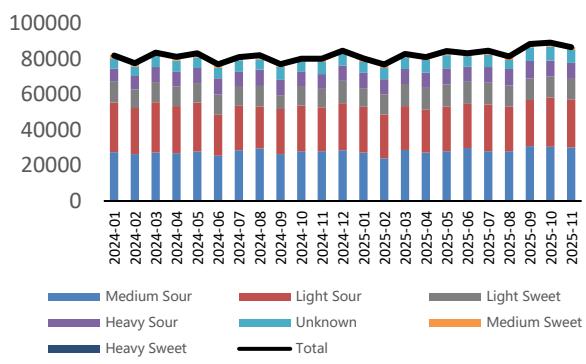
数据来源: 彭博、IEA、OPEC、银河期货研究所

图 3: OPEC 原油总产量 单位: 千桶/天



数据来源: 彭博、银河期货研究所

图 4: OPEC 中东出口量 单位: 千吨



数据来源: 彭博、Kpler、银河期货研究所

当我们更深入地审视 OPEC 及其盟友的产量决策史, 纵观其六十多年的历程, 其每一项重大增产决策都绝非孤立事件, 而是特定时代背景下, 为应对市场格局剧变、维护自身利益的战略选择。一般来说, 历史上的重大增产大致可分为四类: 危机对冲型 (填补战争、制裁引发的供应缺口)、政治协调型 (配合主要消费国)、市场份额争夺型 (主动压价打击竞争对手) 及周期修复型 (减产后逐步恢复产量)。当前阶段属于典型的周期修复模式, 基本可排除历史上旨在压价或博弈的大规模增产情景。

后期我们认为增产转向最有可能发生符合以下几种的情景下: 1) OECD 商业库存持续累库; 2) Brent 油价跌破历史低位或油价结构的转变: 从 backwardation 到 contango; 3) 美

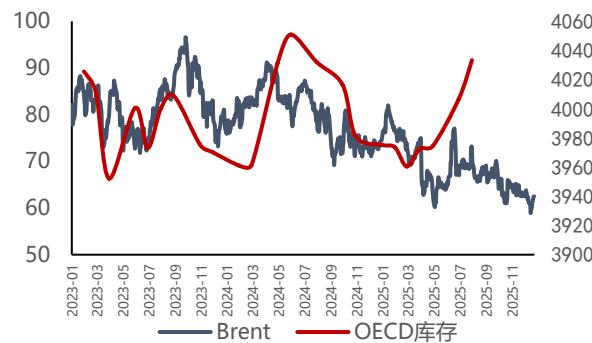
油以及其他非 OPEC+持续增产；4) 软表态的措辞变化：官方表态从“supply return”转为“market monitoring”。

图 5：历史长周期下 OPEC 及其盟友的增产梳理

时间	类型	增产幅度	油价影响	核心意义
1986	市场份额战	极大	暴跌	重塑行业结构
1990	冲突补缺	大	稳定	稳定市场
2014	拒绝减产	中大	长期下跌	打击页岩油
2018	政治协调	中	回落	配合美制裁
2021	需求复苏	中	中性	OPEC+成熟化
2022	地缘溢价	中大	回落	抵消供应缺口

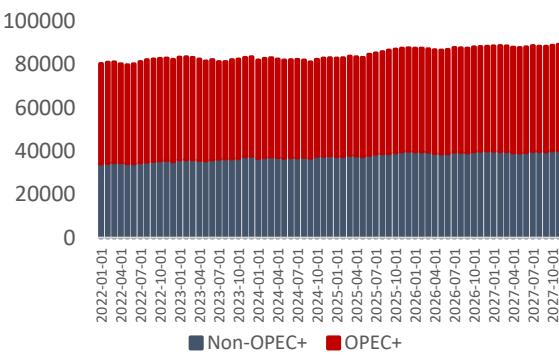
数据来源：公开资料整理、银河期货研究所

图 6：OECD 商业库存&WTI



数据来源：彭博、银河期货研究所

图 7：OPEC+ VS 非 OPEC+市场份额 单位：千桶/天



数据来源：彭博、银河期货研究所

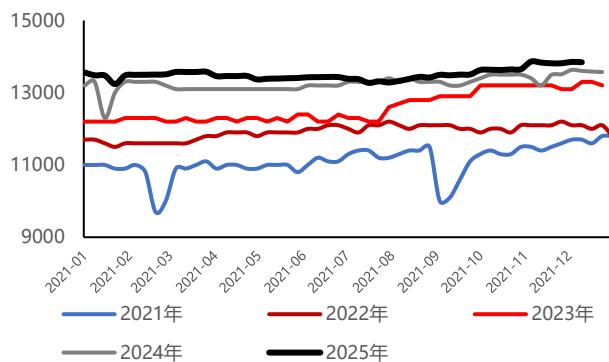
## 2.2 美国页岩油：预期保守，产量具有韧性

美国页岩油由于其短周期快响应以及对油价敏感的特性，在原油市场中经常扮演一个边际供应来源，**2026 年是否会有因低油价引发的负反馈减产是市场关注的焦点**。然而，纵观 2025 年全年，我们认为美国页岩油仍展现出一定韧性：首先，尽管油价处于低位，美国原油产量仍维持高位，并在四季度刷新历史纪录至 1385.3 万桶/日；其次，2025 年页岩油企业资本开支较 2024 年走平或小幅下降；第三，钻机数量虽有所下滑，但自 2021 年起该指

标与产量之间的相关性出现非线性背离，2023年至2025年尤为显著，主要归因于钻井与压裂技术提升带来的单井产量提高以及并购带来的运营效率的提升。

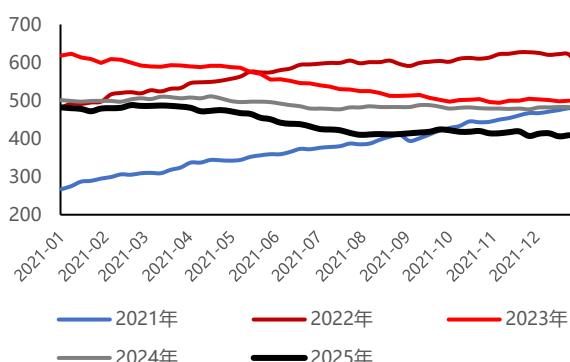
图 8：美国周度原油产量

单位：千桶/天



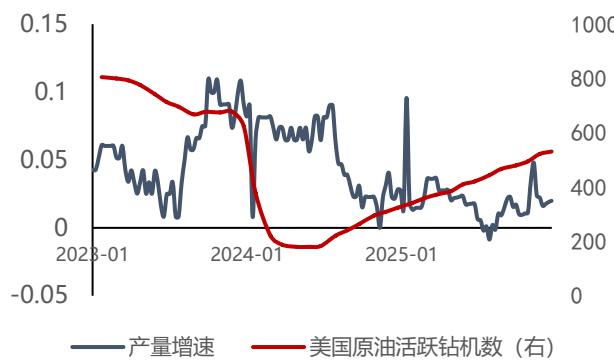
数据来源：彭博、EIA、银河期货研究所

图 9：美国活跃钻机数



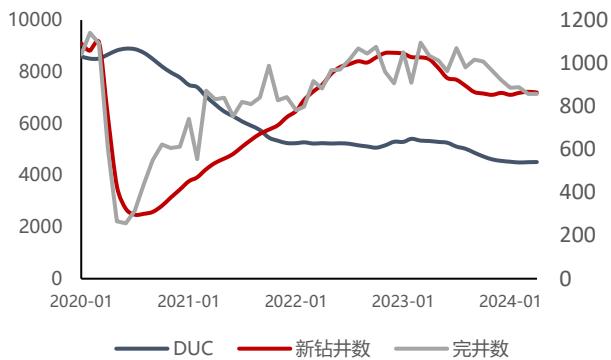
数据来源：彭博、EIA、银河期货研究所

图 10：美国原油产量增速&amp;活跃钻机数



数据来源：彭博、EIA、银河期货研究所

图 11：DUC&amp;新钻井数&amp;完井数

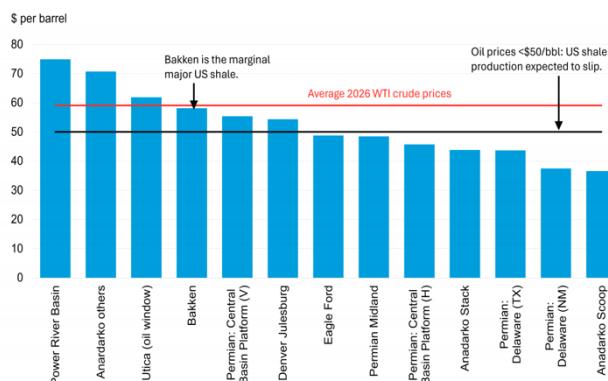


数据来源：彭博、EIA、银河期货研究所

展望2026年，主要页岩油企业的资本开支计划大多与今年持平或略有下降，但行业同时面临成本上升的压力。页岩油资源赋存具有显著“**非均质性**”，多数遵循“**二八定律**”，即20%的优质区块贡献80%的产量。随着核心区块逐步开发完毕，后续资源接替成本普遍上升。达拉斯联储能源调查显示，二叠纪盆地核心区盈亏平衡点约为61美元/桶，含边缘区块则升至65美元/桶。此外，环保成本等因素亦推升生产成本。综合多家机构观点，**2026年页岩油行业平均盈亏平衡价预计在60美元/桶左右**。结合我们对明年油价的偏低预期，对美国供应端持**小幅下降或基本持平**的判断。同时，EIA月报也预测2026年美国产量将小幅

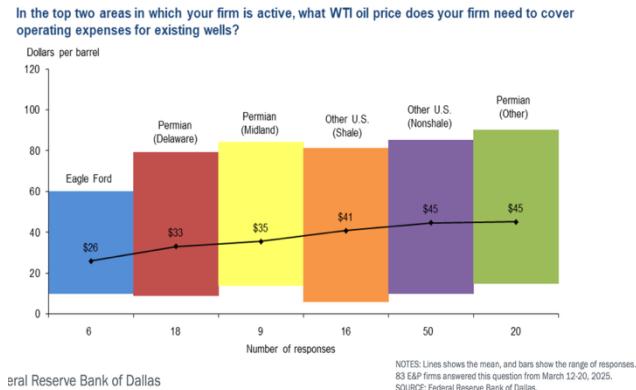
回落，至年底降至 1361 万桶/日。我们认为 2026 年页岩油产量难以显著增长的核心矛盾在于严峻的自然递减规律以及有限的资本与技术提升空间。最终产量是增是减，仍将取决于油价能否维持在刺激投资的水平之上，若油价低于 50 美元，投资和生产将显著收缩。

图 12：在 15%IRR 情景下，对于页岩油盈亏平衡预测



数据来源：彭博、银河期货研究所

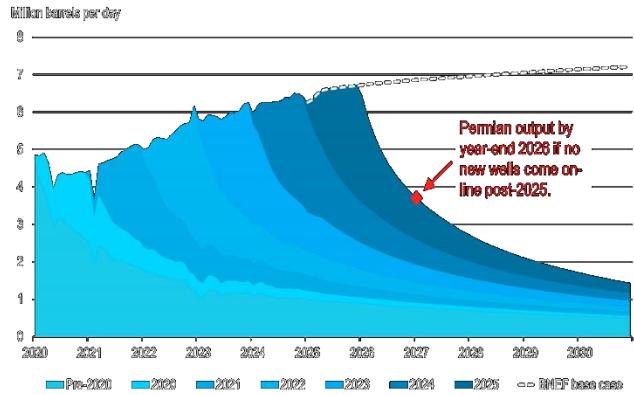
图 14：页岩油企业维持现有油井运行油价 单位：美元/桶



数据来源：达拉斯联储、银河期货研究所

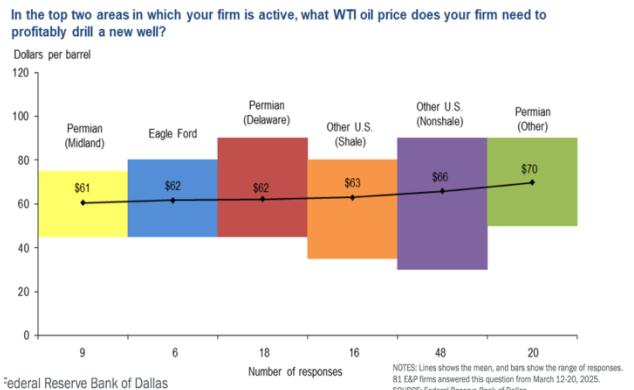
图 13：二叠纪盆地产量预测

单位：百万桶/天



数据来源：彭博、银河期货研究所

图 15：页岩油企业开采新油井的油价 单位：美元/桶



数据来源：达拉斯联储、银河期货研究所

## 2.3 非美非 OPEC+：深海项目驱动小幅增长

2025 年，根据彭博数据，非美非 OPEC+ (DoC 框架内) 产量预计较 2024 年增加 94.68 万桶/日。分区域来看，几乎被“巴西 + 圭亚那”主导；加拿大稳步抬升但节奏温和；北海靠单点项目对冲存量油田衰减，整体仍偏平到小幅下行。OPEC+国家的供应增量在 2026 年

**相对有限。**增量构成中，目前除圭亚那 FPSO 项目连续投产带来显著增量外，其余地区供应多为慢变量。具体来看，

- 1) 圭亚那第四套 FPSO 于 2025 年 8 月正式部署，总产能达到 90 万桶/日，2025 年产量同比增长 9 万桶/日。第五套 FPSO 将于 2026 年 4 季度启动，2026 年产量预计同比增长 19 万桶/日。
- 2) 巴西从 2025 年的“首油密集年”转向 2026 年的“产量爬坡年”，巴西原油产量预计 2025 年将增加 39 万桶/日，达到 380 万桶/日。第七座 FPSO 已于 9 月下旬抵达现场，预计年底前产出首船石油。2026 年产量预计增加 24 万桶/日。
- 3) 北海地区增量微弱，成熟油田对冲衰减。巴伦支海的 Johan Castberg 装货量在 8 月至 11 月间估计超过 20 万桶/日。2025~2026 年度同比增长约 7 万桶/日。
- 4) 2025 墨西哥产量同比下降 16 万桶/日，但下半年降幅放缓，2026 年产量预计同比持平。

值得注意的是，这些增量主要由低成本、高确定性的深海项目主导，这些供应对中低油价环境不敏感，构成**市场过剩的结构性成因**。

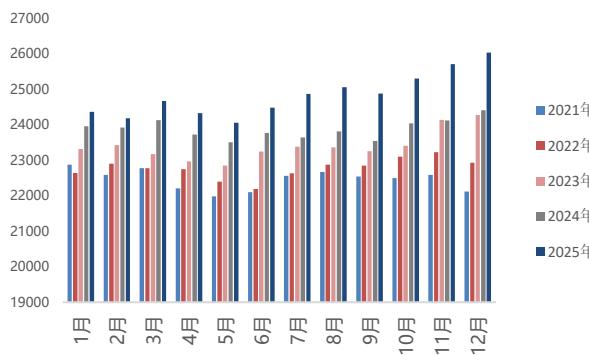
**图 16: 2025 年主要新增投产梳理**

地区	项目名称 (油田/区块)	正式投产时间	产能
加拿大	拿路湖 (Narrows Lake)	2025 年内 (预计未来数周)	2 万-3 万桶/日
圭亚那	Yellowtail (Stabroek)	2025 年 8 月	25 万桶/日
北海 (英国)	Murlach 油气田	2025 年 10 月	约 1.5 万桶/日
	Penguins 油田	2025 年 2 月	4.5 万桶/日
北海 (挪威/巴伦支海)	Johan Castberg (巴伦支海)	2025 年 3 月	22 万桶/日
巴西	Búzios 7 (Búzios)	2025 年 2 月	22.5 万桶/日
	Mero 油田第三套装置 (利布拉)	2025 年 5 月	18 万桶/日
	Bacalhau 一期 (桑托斯盆地)	2025 年 10 月	22 万桶/日

数据来源：公开资料整理、银河期货研究所

图 17: 非美非 OPEC+产量

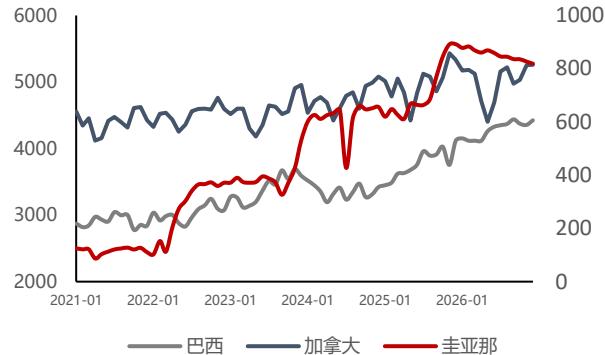
单位: 千桶/天



数据来源: 彭博、银河期货研究所

图 18: 巴西+加拿大+圭亚那产量

单位: 千桶/天



数据来源: 彭博、银河期货研究所

## 2.4 被制裁产油国: 高频扰动与有限冲击

如若仅从结果来看, 2025 年地缘冲突和贸易制裁对石油供应的影响相对有限。年初市场预期的伊朗在制裁环境下的产量损失并未兑现, 全年产量几乎稳定在 335 万桶/日左右, 处于 2019 年以来最高水平。3 月份美国中止雪佛龙在委内的运行许可后, 委内原油产量并未出现趋势性的下降, 反而在年底触及 100 万桶/日水平, 为 2020 年以来最高。但 11 月以来, 美国对委内瑞拉施加高强度的封锁, 未来仍有可能导致该国产量下降, 成为后续的不稳定因素。

图 19: 伊朗原油产量及出口量

单位: 万桶/日



数据来源: 彭博、银河期货研究所

图 20: 委内瑞拉原油产量及出口量

单位: 万桶/日



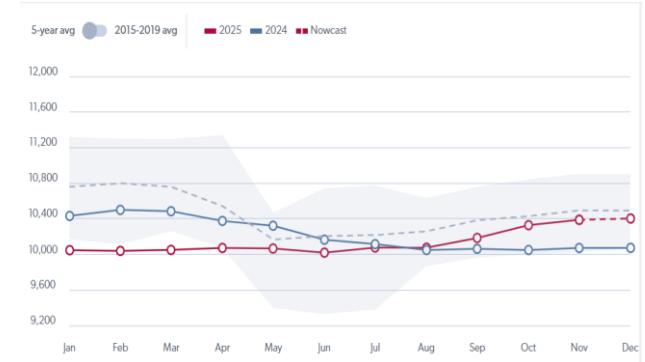
数据来源: 彭博、银河期货研究所

俄油方面, 截止年底, 俄乌冲突仍在持续, 美国主导的对俄罗斯的制裁在年内多次驱动油价上行。下半年美国对俄油买家施加高压, 中国和印度的俄油采购都受到不同程度的影

响，同时乌克兰频发袭击俄罗斯炼厂，俄罗斯在国内加工量下降的状态下，被动增加原油出口，但由于贸易受阻，出口量最终形成了浮仓而非有效供应。

图 21：俄罗斯石油产量

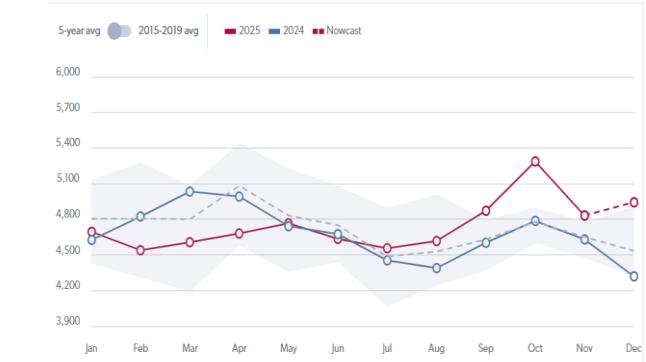
单位：千桶/日



数据来源：EA、银河期货研究所

图 22：俄罗斯石油出口量

单位：千桶/日



数据来源：EA、银河期货研究所

### 三、需求概况

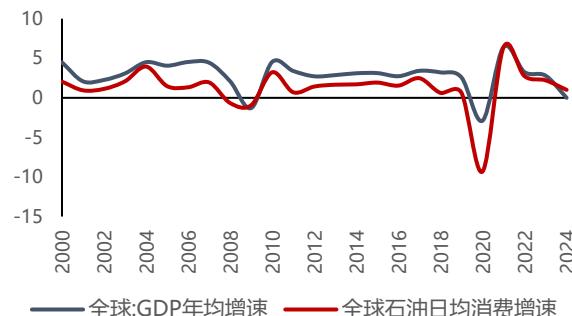
#### 3.1 原油需求：增长放缓与结构分化

2026 年全球经济呈现差异化增长格局，主要经济体货币政策路径分歧扩大。美国经济在消费韧性支撑下保持温和扩张，欧元区面临结构性挑战，亚洲新兴市场则成为全球原油需求增长的主要贡献者。国际货币基金组织预计 2026 年全球经济增速维持在 3% 左右，较 2025 年略有放缓，这对原油需求构成温和压制。利率环境方面，主要央行货币政策从紧缩周期转向适度宽松，但降息节奏和幅度存在不确定性。

2026 年全球石油需求仍随经济增长，但已经进入“低弹性时代”，用 GDP 增长和全球石油增量反推就能得出其增长系数在 0.25-0.35。回顾历史，我们能够发现这个弹性系数是单边下行的结构性趋势，而不是周期波动。所以油价对宏观经济增长的敏感度是在下降的，但是对衰退概率的敏感度却是在上升的。所以虽然石油需求在中长期锚定经济增长，但宏观因素对油价的权重是在 0.4-0.5 之间动态调整的，当前中美贸易摩擦风险犹存，若衰退风险加大，权重大概率上调并与油价负相关性增强。

图 23: GDP 增速&amp;石油消费增速

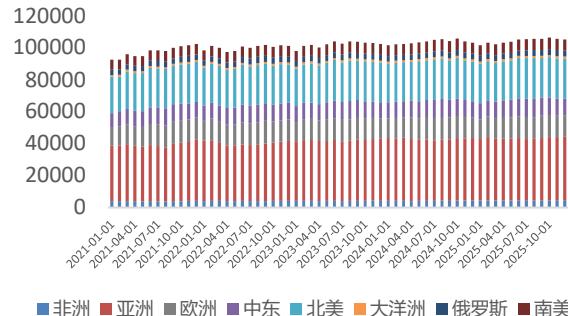
单位: %



数据来源: iFinD、银河期货研究所

图 24: 全球石油消费

单位: 千桶/天

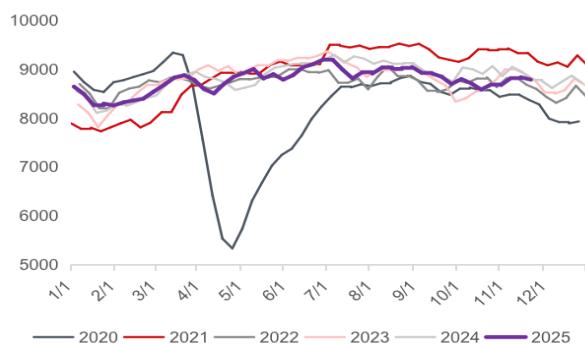


数据来源: 彭博、银河期货研究所

其次在能源转型、新能源替代加速及燃油效率提升的大背景下，**传统化石能源需求增速放缓已成共识**。主流机构对 2025 年全球原油需求增速预测约 1%，反映整体疲态。另一关键趋势在于全球原油需求呈现长期性“结构性分化”。首先，是**区域性分化**。需求增长几乎全部来自非 OECD 国家（如印度、东南亚及中东），其人口增长、工业化及化工需求支撑原油消费；而 OECD 国家（欧美日）需求已见顶并缓慢下滑，节能、电动车及能源政策持续侵蚀交通燃料需求。另一点是**消费领域的分化**。结构性表现为：发达经济体交通燃料走弱，新兴市场化工用油走强，航空、航运复苏但难成长期引擎。结果导致全球总需求增长愈发依赖少数地区与用途，油价波动对边际需求国的依赖度加剧，欧美消费周期的主导力减弱。

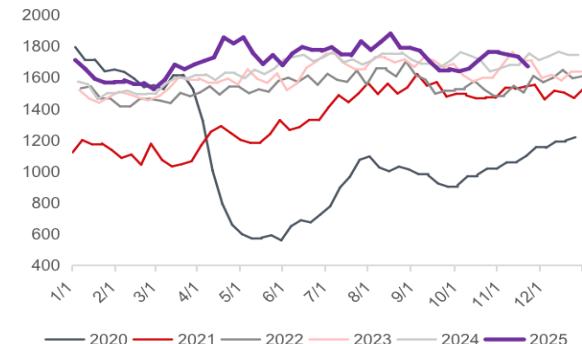
从美国来看，美国原油与石油产品消费在 2025 年维持高位，根据 EIA 数据全国平均日消费量约在 2040–2060 万桶/日左右，这是近年来较高水平。与 2024 年相比，美国液体燃料总消费增长 20 万桶/日，年内消费增长主要受交通燃料需求支撑，但受汽车效率提升、就业增长放缓等因素影响，汽油消费同比基本持平。EIA 预计 2026 年美国的液体燃料消费将基本稳定或略有微降，总消费量预估与 2025 年相近。7 月特朗普政府的“大而美法案”通过强调传统能源支持、取消部分清洁能源激励，使原油消费的下降趋势有所缓和，美国原油需求相对更具韧性，尤其是在油价受影响的短期周期。

图 25：美国汽油需求



数据来源：彭博、EIA、银河期货研究所

图 26：美国航煤需求

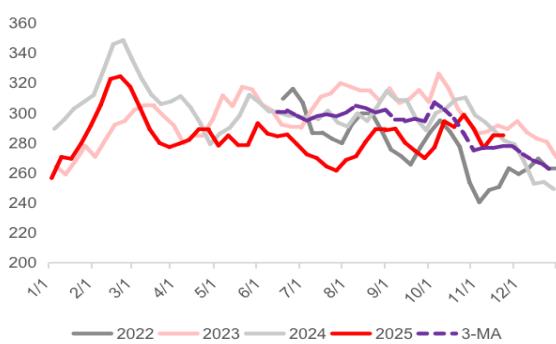


数据来源：彭博、EIA、银河期货研究所

从中国来看，中国原油消费在 2025 年已迈入结构性变化的平台期。根据 S&P Global，中国汽油消费预计下降 3.4% 至 1.53 亿吨；中国柴油预计下降 3% 至 1.86 亿吨，LNG 重卡替代显著；航空煤油预计增长 8.9% 至 4340 万吨，是主要的增长亮点；化工用油需求快速增长，成为拉动原油消费的主力。石油消费的增长动能已从传统的交通燃料，转向航空煤油和作为化工原料的化工用油。同时，国家正推动炼化行业“反内卷”整治与供给结构优化。

图 27：中国汽油需求测算

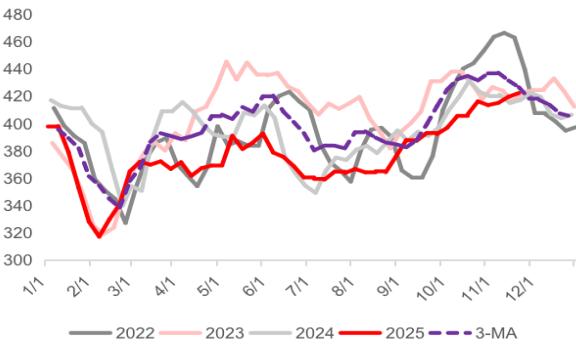
单位：万吨



数据来源：钢联、银河期货研究所

图 28：中国柴油需求测算

单位：万吨

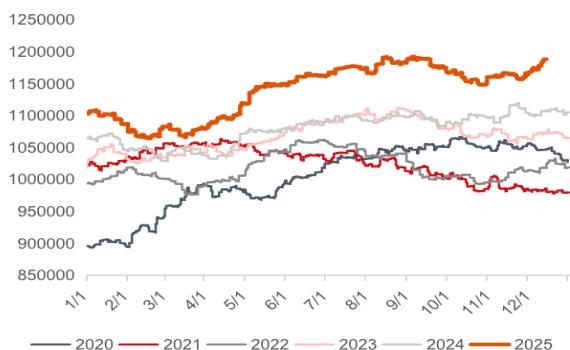


数据来源：钢联、银河期货研究所

在刚需增长之外，还需关注的是，中、美两国存在战略收储的空间，将在一定程度上缓解商业库存累库的压力。市场普遍预期，2026 年中国原油库存收储力度预计维持积极状态，收储力度预计 40~60 万桶/日。2024 年全年美国 SPR 补库力度约为 10.7 万桶/日，而 2025 年在特朗普上台后速度接近减半至 5.3 万桶/日。美国距离原油战略库存高位还有接近 2 亿桶的距离，长期存在补库需求。

图 29：中国原油卫星库存

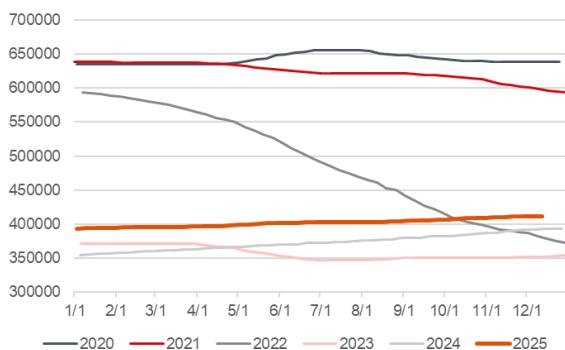
单位：千桶



数据来源：Kpler、银河期货研究所

图 30：美国 SPR 库存

单位：千桶



数据来源：彭博、EIA、银河期货研究所

### 3.2 炼油产能：东增西减，区域分化

2025 年全球炼油产能继续增长，较 2024 年紧缺程度有所缓解，但增速明显放缓。全球炼油业的发展呈现出“东增西减”的鲜明对比。亚洲以中国和印度为主要驱动力，推动了全球炼油产能的增加，中东地区也在积极扩建大型一体化炼厂。欧美受能源转型、环保压力及需求前景不确定的影响，部分老旧、低效的炼厂正面临关停或转型。根据 Wood Mackenzie 全球约 360 万桶/日的炼油产能被评估为“高风险关停”，其中几乎一半位于欧洲。

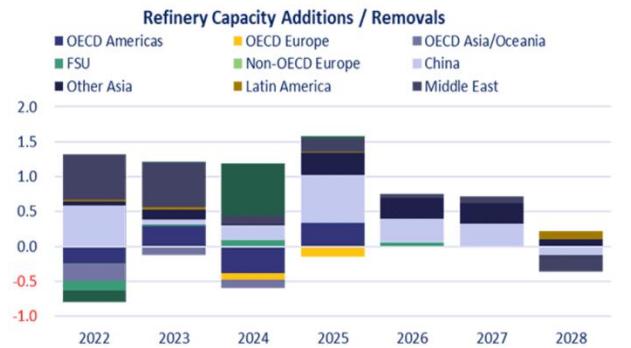
全球炼油产能不平衡亦导致地区价差扩大与裂解利润波动。由于全球炼油产能的区域错配和产品结构错配，使得油品跨区流动成为常态，进而放大了区域价差以及裂解利润的阶段性波动；高复杂度、出口型炼厂受益，而需求端疲弱、装置老化地区利润承压。展望未来，亚洲仍是新增炼能核心区域，至 2026 年其新增产能将占全球主导。未来炼能结构更注重深加工与化工联产，以提升附加值。成熟市场炼厂则持续缩减或转型。

## 原油年报

2025年12月30日

图 31：全球炼厂开关停

单位：百万桶/天



数据来源：IEA、银河期货研究所

图 33：汽油裂解价差

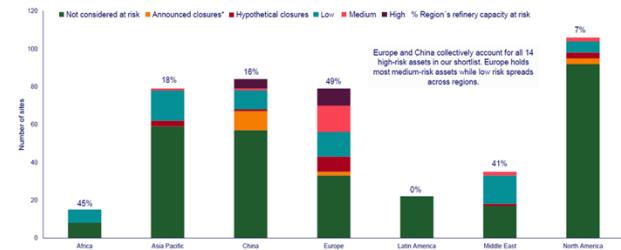
单位：美元/桶



数据来源：彭博、银河期货研究所

图 32：全球炼厂关停风险评估

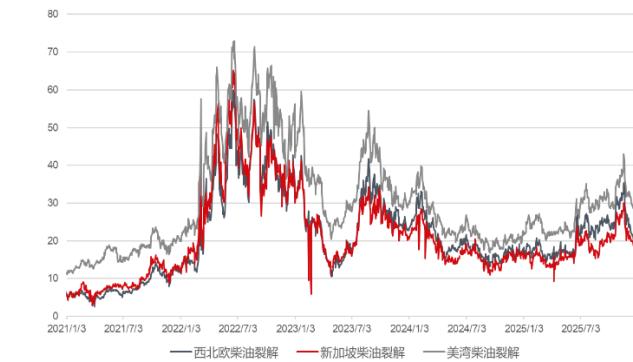
Number of sites at risk per region



数据来源：Wood Mackenzie、银河期货研究所

图 34：柴油裂解价差

单位：美元/桶



数据来源：彭博、银河期货研究所

图 35：2025-2026年全球炼炼油项目

地区	国家	项目	地点	新建/扩建	产能(桶/日)	时间	公司	备注
亚洲	印度	Pachpadra 炼厂	拉贾斯坦邦	新建	180000	2026	HPCL/RRPL	一体化
亚洲	印度	Gujarat 炼厂扩建	古吉拉特邦	扩建	360000	2026	印度石油	产能提升
亚洲	印度	Vadinar 炼厂扩建	古吉拉特邦	扩建	515000	2026	Nayara Energy	聚焦重油加工
亚洲	中国	裕龙炼厂	山东	新建	400000	2026	中国石化	一体化
亚洲	中国	揭阳炼厂	广东	新建	400000	2026+	中国石化	一体化
中东	科威特	Al-Zour 炼厂	Al-Zour	新建	615000	2025-26	科威特国家石油公司	出口导向型
中东	阿联酋	Ruwais 扩建	阿布扎比	扩建	200000	2026	阿布扎比国家石油公司	综合性升级
非洲	尼日利亚	Dangote 炼厂	拉各斯	新建	650000	2024-25	Dangote 集团	非洲巨型炼油厂
非洲	尼日利亚	Dangote 扩建	拉各斯	扩建	1400000	待定	Dangote 集团	潜在扩建项目

东南亚	印度尼西亚	Balikpapan 炼厂升级	Balikpapan	扩建	260000	2025-26	Pertamina	燃油质量升级
东南亚	泰国	Sriracha 炼厂扩建	Sriracha	扩建	175000	2025-26	泰国石油	生产欧五标准燃油
欧亚大陆	蒙古	蒙古炼厂	Altanshiree	新建	30000	2026	蒙古炼油厂	进口替代

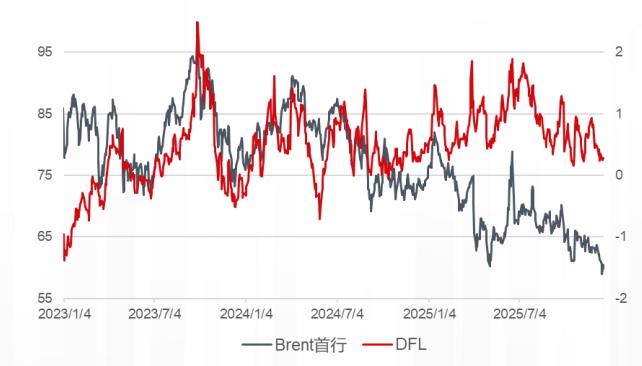
数据来源：公开资料整理、银河期货研究所

#### 四、平衡和估值

回顾近三年油价走势，今年以来出现了较多“反常”的场景，反映出市场对于近端现实和远端预期的矛盾博弈。首先体现在绝对价格与月差上，2月下旬市场一度交易衰退预期，油价与美股共振下行。3月份OPEC决定退出减产、4月份中美贸易冲突超预期叠加OPEC加速增产，油价开启本轮下跌周期，仅在阶段性地缘事件影响下出现大幅反弹。但从全年来看，原油近月月差保持强势，DFL维持正数水平，这与过去两年油价、月差共振下跌的场景明显不同，暗示近端供需并未出现实质性的大幅过剩。

其次，从期货远期价格来看，今年期货盘面呈现出近月 Back 远期 contango 的“微笑曲线”，在过去 20 年以来都属罕见。具体来看，Brent 首行-12 行（一个月后与一年后）的价差绝大部分时间为正数，但 12 行-24 行（一年后与两年后）的价差则从 4 月份开始长期处于负数水平，这意味着市场对于中长期（一年后）长期维持悲观预期，主要来自 OPEC+增产带来的过剩以及俄乌冲突降级带来的风险溢价回落。

图 36: Brent 首行与 DFL 价差对比 单位: 美元/桶



数据来源：彭博、银河期货研究所

图 37: Brent 近端月差与远端月差对比 单位: 美元/桶

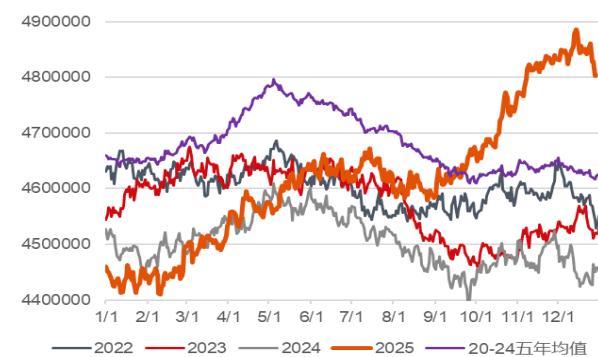


数据来源：彭博、银河期货研究所

造成现实和预期出现显著偏差的主要原因在于，库存的结构性转移使得过剩格局对基准油价的利空冲击有所减弱。Kpler 数据显示，1 季度全球卫星库存累库 89 万桶/日，五年均值为累库 53 万桶/日；2 季度实际累库 92 万桶/日，五年均值为累库 43 万桶/日。2025 年淡季累库幅度显著高于往年均值。3 季度全球卫星库存累库 65 桶/日，而五年均值为去库 142 万桶/日，旺季累库继续验证了过剩的事实。在供应进一步增长的状态下，截止 12 月下旬，4 季度累库幅度超过 2 亿桶，累库速度接近 280 万桶/日，远超五年均值累库 16 万桶/日水平。

图 38：全球原油总卫星库存

单位：千桶



数据来源：Kpler、银河期货研究所

图 39：全球原油商业岸罐库存

单位：千桶



数据来源：Kpler、银河期货研究所

而从库存结构来看，2 季度中国原油卫星库存累库接近 8200 万桶，累库速度达到 90 万桶/日，这意味着全球过剩的石油几乎全部累在中国。3 季度中国累库速度有所放缓，7、8 月份库存增加约 2500 万桶，累库速度接近 40 万桶/日，9 月份中国库存有所下降，2、3 季度中国累库接近 9000 万桶，折合约 50 万桶/日，显著缓解了海外累库压力。市场将此解读为主动补库，短期内大概率不会重新投放至市场上，且未来仍有继续补库的可能性。海外库存压力较小，商业库存仍处于历史低位，使得近端月差仍能维持强势，与油价隐含的过剩预期明显分化。

9 月份开始，中东夏季发电需求结束叠加 OPEC 产量升至高位，原油发运量大幅增加，水上库存迅速上升。11 月份开始原油船货陆续到岸，水上库存累库速度放缓，岸罐库存大

幅上升。值得注意的是，9月初至12月中旬，水上浮仓增长超过6000万桶，其中主要为受制裁的伊朗、俄罗斯原油，在欧美高压制裁之下，敏感油贸易受限，浮仓难以形成有效供应，对Brent、Dubai等基准价格起到一定的支撑，而敏感油贴水崩塌式下跌。俄罗斯ESPO中国到岸贴水在前三个季度基本维持在2美金/桶以上，10月份开始迅速下跌，年底已经跌至-7.5美金/桶附近。敏感油内部挤兑的状态下，委内原油贴水在四季度同样一路下跌，从年初-7美金/桶附近一度崩塌至-13美金/桶以下，直至拉美地区地缘冲突升级才有所反弹。与此同时，由于中国主动补库力度放缓，海外岸罐库存迅速增长，4季度截止12月下旬累库超过8000万桶，累库速度接近100万桶/日。

整体而言，中国收储叠加敏感油被制裁，使得海外基准油种的实际过剩压力不如平衡表指引的压力显著，原油近端月差和贴水交易现实，仍能阶段性保持强势。而原油绝对价格在一定程度上交易预期，自2季度以来一路下行。4季度中国收储和敏感油累库已经无法改善海外累库压力，原油月差和绝对价格同步走弱，朝年内新低水平靠近。

图 40：中国外原油岸罐库存

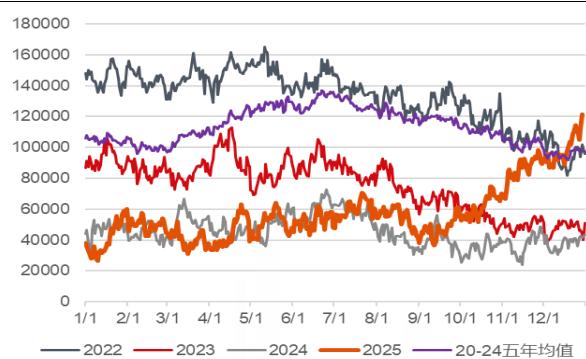
单位：千桶



数据来源：Kpler、银河期货研究所

图 41：全球原油浮仓库存

单位：千桶



数据来源：Kpler、银河期货研究所

图 42: ESPO 原油到岸贴水

单位: 美金/桶

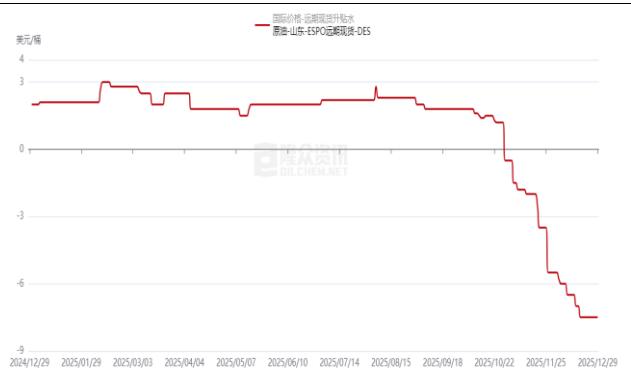
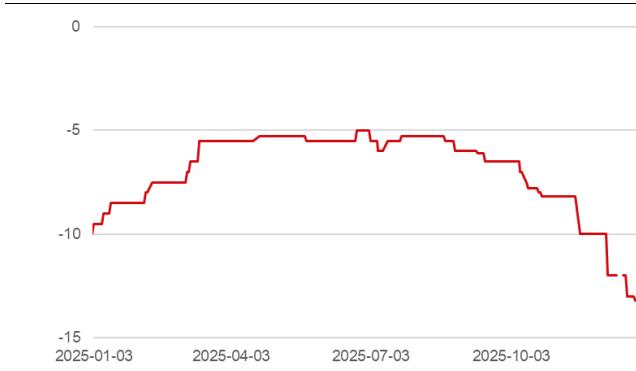


图 43: 稀释沥青到岸贴水

单位: 美金/桶



平衡方面, IEA 预计 2025 年全球石油需求同比增长 80 万桶/日, 但供应端将大幅增长 310 万桶/日, 带来全年累库格局。预计 2026 年全球石油需求同比增长 90 万桶/日, 而供应端将继续大幅增长 240 万桶/日, 累库压力较 2025 年进一步加深, 2026 年上半年累库超过 450 万桶/日, 全年累库达到 380 万桶/日。

EIA 预计 2025 年全球石油需求同比增长 130 万桶/日, 供应端将大幅增长 320 万桶/日, 全年累库格局同样显著。预计 2026 年全球石油需求同比增长 110 万桶/日, 供应端将继续增长 100 万桶/日, 累库压力较 2025 年进一步加深, 累库压力最高出现在 2025 年 4 季度, 达到 335 万桶/日, 2026 年全年累库达到 225 万桶/日。

图 44: IEA 原油供需平衡表预测

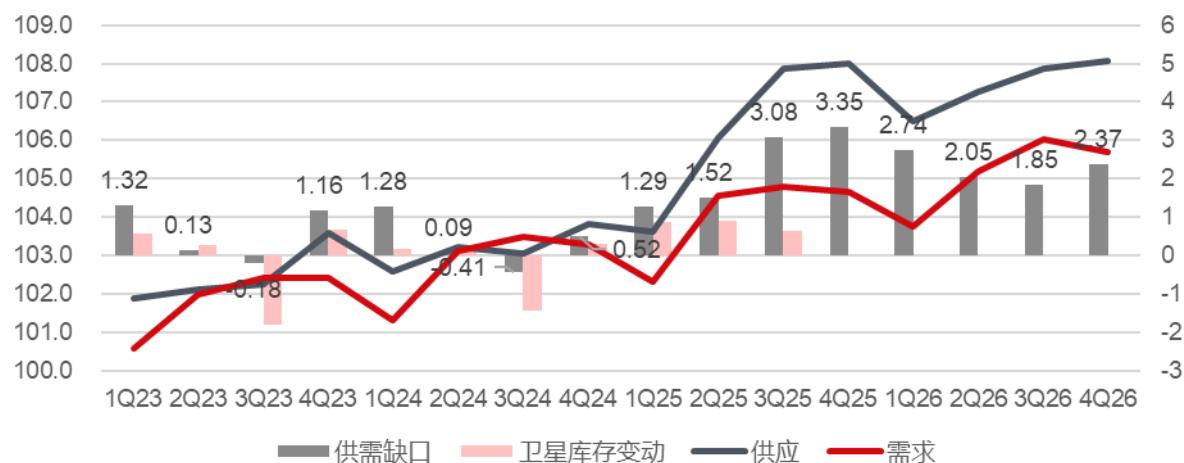
单位: 百万桶/日



数据来源: IEA、Kpler、银河期货研究所

图 45: EIA 原油供需平衡表预测

单位: 百万桶/日



数据来源: EIA、Kpler、银河期货研究所

从库存周期来看，远期平衡表指向过剩，OECD 库存天数将大幅增长，使得油价存在下行压力。但值得注意的是，原油价格和供需平衡是动态博弈的关系，即市场在累库预期下交易出的低价格，未来将影响原油供需本身，即供应端因低价减产或需求端出现额外刺激，进而使过剩幅度得到修正，再重新影响原油定价。

库存定价的路径前提是未出现超出平衡表自身可调节的风险，例如宏观经济衰退风险或地缘冲突风险。宏观领先指标显示，海外经济在 2025 年呈现相对平稳的状态，但原油价格下行与当前经济周期走势劈叉明显，这意味着油价的低估值隐含了当前经济结构下，传统化石能源需求的结构性下行。展望 2026，宏观经济大概率“稳中有变”，大幅上行或下行的概率都相对有限，但在大国博弈、地缘冲突的影响下，油价或仍有阶段性大幅波动。

图 46: 油价走势与 OECD 原油库存相关性

单位: 美金/桶



数据来源: 彭博, EIA, Wind, 银河期货研究所

图 47: 油价走势与经济周期相关性

单位: 美金/桶



数据来源: 彭博, EIA, Wind, 银河期货研究所

## 第三部分 后市展望及策略推荐

静态平衡表显示 2025 年下半年至 2026 年原油呈现明显的过剩格局，4 季度至明年 1 季度过剩幅度将超过 200 万桶/日。针对一致预期过剩的平衡表，供应端的预期差来自 OPEC+ 实际增产幅度、页岩油减产、俄油和伊朗制裁影响，需求端较难出现预期差，主要依靠中国收储量进行托底，收储量 40~60 万桶/日，减缓海外累库压力，减轻油价下行压力。

3 季度以来，在欧美对俄罗斯石油高强度制裁的状态下，部分敏感油成为浮仓而非有效供应，影响量级在 50~100 万桶/日左右，基准油价 (Brent、Dubai) 存在阶段性支撑，原油运力紧张，油轮运费高企。未来若俄乌停火达成，俄罗斯出口及炼厂恢复常态将使风险溢价下行，造成阶段性利空，更长周期则需关注俄油是否能重回市场。

在宏观环境平稳的前提下，过剩预期驱动油价跌至页岩油边际成本 (WTI56, Brent58 附近)，下跌过程中等待供应边际下降 (页岩油减产、OPEC 暂停增产等)，2026 年上半年油价预计逐渐筑底。2026 年下半年，本轮供应扩张周期预计进入尾声，此后关注需求增长节奏 (终端需求支撑+宏观预期改善)，过剩压力逐步减轻，价格或有阶段性反弹，反弹高度由宏观环境、供应弹性和地缘风险共同决定。2026 年上半年 Brent 油价中枢预计在 60 美金附近，下半年有望小幅反弹，全年价格区间预计在 55~70 美金/桶。

策略推荐：

1. 单边：上半年逢高做空，下半年等待做多驱动。
2. 套利：做空近月月差，逢低做多 Brent-Dubai EFS 价差。
3. 期权：观望。(以上观点仅供参考，不作为入市依据)

风险提示：

下行风险：中美贸易摩擦升级、俄乌停火达成、俄油制裁解除、美国经济衰退

上行风险：敏感油制裁加剧、中东拉美等地缘冲突升级、美国进入再通胀周期

## 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](http://www.yhqh.com.cn)

电话：400-886-7799