

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	8
四、库存与估值	10
第三部分 后市展望及策略推荐	12
免责声明	13

地缘博弈下的风险溢价

【行情回顾】

2026 年 2 月，持续受到美国伊朗地缘政治紧张局势影响，国际油价整体呈现偏强震荡格局。市场为伊朗供应中断的可能性定价，布伦特原油更是涨超 70 美元/桶的位置，预估当前风险溢价高达 8-12 美元/桶。其中，美国 WTI 原油期货价格于 2 月 25 日收于 65.42 美元/桶，较上月同期上涨约 7.9%；英国布伦特原油期货收于 70.85 美元/桶，较上月同期上涨 8%左右。

地缘政治风险仍然是本月核心驱动，美国对伊朗核问题施压升级、军事部署增加、谈判前景反复，导致供应中断担忧反复升温，推动短期事件驱动性反弹。虽然全球供应过剩压力持续存在，但 OPEC+ 维持暂停增产政策提供了一定托底

【市场展望】

供需端来看，原油过剩格局难以被证伪，累库压力仍然存在。短期市场博弈美国或对伊朗发动军事行动的预期，目前美伊进入关键时刻，美国对伊朗持续制裁和军事施压，市场担忧伊朗产量和出口量的短缺，以及霍尔木兹海峡通航安全。考虑到地缘局势依旧复杂，地缘风险成为支撑油价上行的主要驱动。同时，美元指数偏弱以及市场情绪较好都对油价持续利好。月度来看，Brent 运行区间预计在 65 ~ 72 美金/桶区间波动，预计前高后低，下行风险主要来自地缘溢价的挤出。

【策略推荐】

1. 单边：前高后低。
2. 套利：观望。
3. 期权：观望。

风险提示：OPEC+ 复产、地缘风险的快速回落。

交易咨询业务资格：

证监许可[2011]1428 号

研究员：赵若晨

邮箱：

zhaoruochen_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，并不构成对客户投资建议。



银河期货

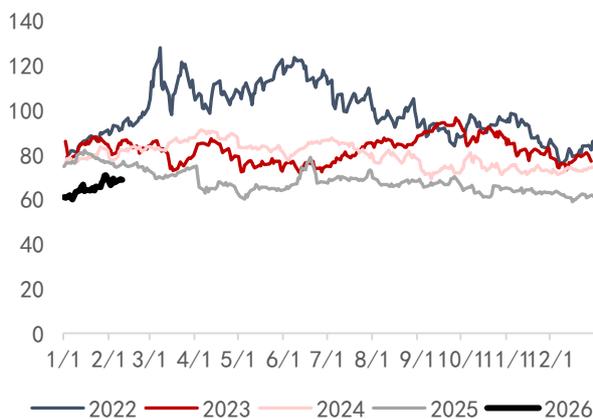
一、行情回顾

2026 年 2 月，持续受到美国伊朗地缘政治紧张局势影响，国际油价整体呈现偏强震荡格局。月末，由于前期日内瓦谈判未有实质性进展，同时美国总统特朗普极限施压伊朗，声称考虑对伊朗初步打击，并在中东部部署“双航母”战斗群；伊朗在霍尔木兹海峡及阿曼湾举行大规模海军演习。市场为伊朗供应中断的可能性定价，布伦特原油更是涨超 70 美元/桶的位置，预估当前风险溢价高达 8-12 美元/桶。其中，美国 WTI 原油期货价格于 2 月 25 日收于 65.42 美元/桶，较上月同期上涨约 7.9%；英国布伦特原油期货收于 70.85 美元/桶，较上月同期上涨 8% 左右。地缘政治风险仍然是本月核心驱动，美国对伊朗核问题施压升级、军事部署增加、谈判前景反复，导致供应中断担忧反复升温，推动短期事件驱动性反弹。虽然全球供应过剩压力持续存在，但 OPEC+ 维持暂停增产政策提供了一定托底。

展望后市，短期来看，地缘局势仍将主导市场，油价或维持震荡偏强。展望 2026 年全年，市场将面临地缘风险溢价与全球供需基本面的再平衡。一方面，OPEC+ 产量政策及美洲地区的增产可能带来供应过剩压力；另一方面，季节性需求回升和全球补库行为也可能提供上行动力，未来油价中枢将在多空因素交织中寻找新的方向。

图 1: Brent 主力价格

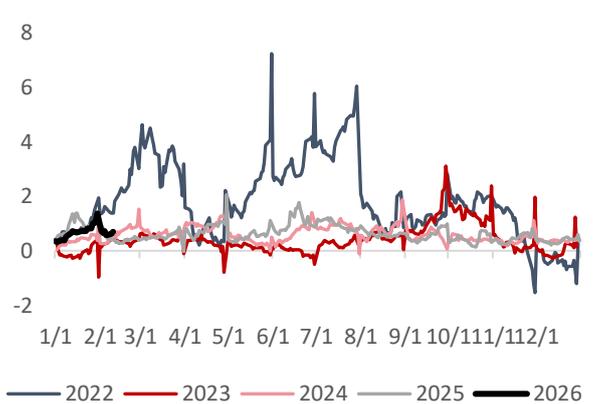
单位: 美元/桶



数据来源: 彭博

图 2: Brent 近月月差

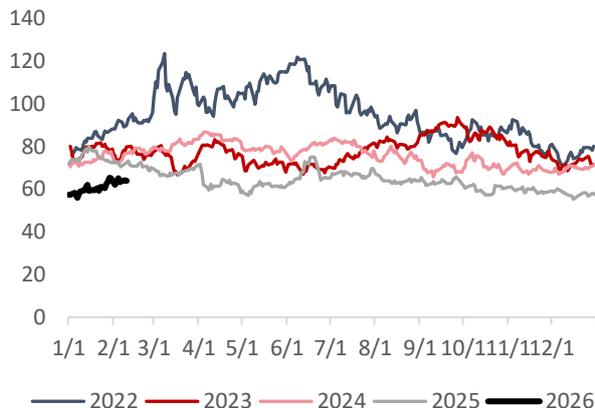
单位: 美元/桶



数据来源: 彭博

图 3: WTI 主力价格

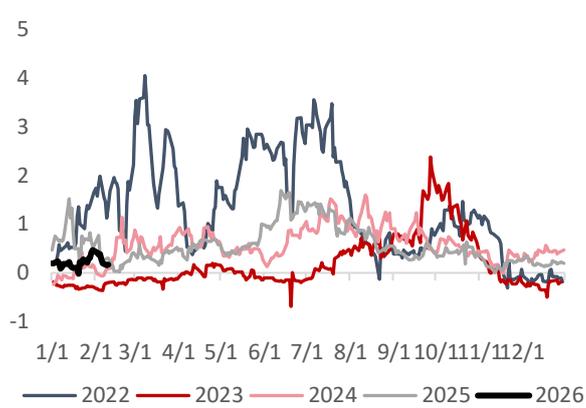
单位: 美元/桶



数据来源: 彭博

图 4: WTI 近月月差

单位: 美元/桶



数据来源: 彭博

二、供应概况

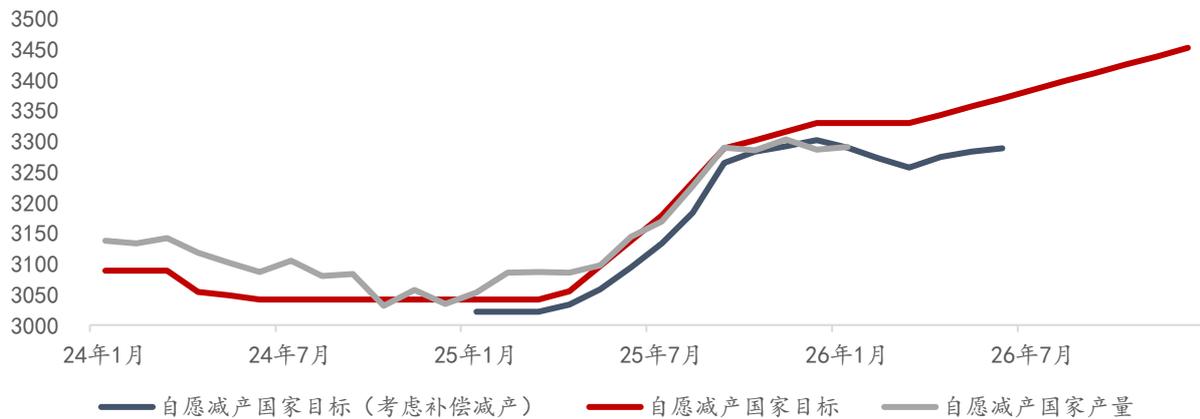
OPEC 方面, 根据 OPEC 月报数据, 2026 年 1 月, OPEC 原油产量为 2845.3 万桶/日, 环比 (m-o-m) 下降 13.5 万桶/日。主要减量来自伊朗 (-8.1 万桶/日)、尼日利亚 (-1.9 万桶/日) 以及委内瑞拉 (-8.7 万桶/日)。OPEC 在 DoC 框架下的产量为 4244.8 万桶/日, 实际产量已经基本符合目标。

OPEC 月报显示, 1 月伊拉克增量 3.8 万桶/日, 是本月增量最多的 OPEC 国家, 除此之外, 沙特阿拉伯、阿联酋和科威特分别增产 1.3 万桶/日、1.4 万桶/日以及 5 千桶/日。其他国家基本无环比增产。

委内瑞拉方面, 由于美国实施了对委内瑞拉石油出口的封锁, 中断了石油销售和出口渠道, 并导致大量原油和燃料在陆上储罐和水上积压, 迫使 PDVSA 在月初削减产量以避免进一步库存压力。伊朗方面, 由于美国制裁的持续影响, 导致伊朗的产量和出口不稳。

图 7: OPEC+自愿减产联盟产量及目标

单位: 万桶/日



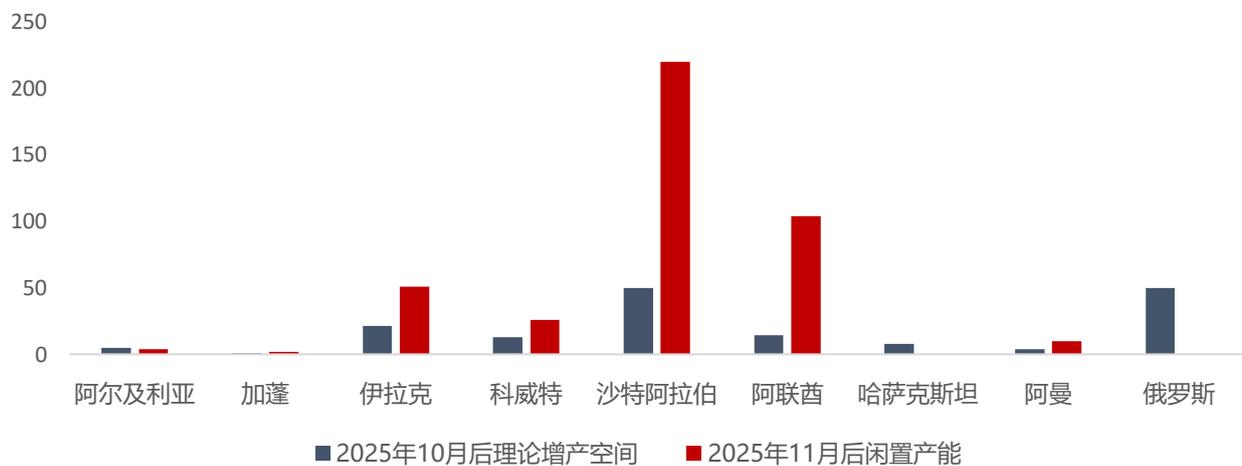
数据来源: OPEC

OPEC+计划在 3 月 1 日开例行会议, 评估对下个月产量政策的决定, 预计 3 月将坚持维持产量不变的计划。根据路透社报道, OPEC8 倾向于从 2026 年 4 月起恢复产量小幅增产, 这或与当前价格强势以及夏季需求高峰开启的原因相关。所以 3 月会议很可能为 4 月起渐进释放更多产量铺路, 支持市场稳定, 但一切取决于届时数据。

考虑到一季度后 OPEC 仍有继续增产的可能性, 预计到 2026 年底, OPEC 将结束本轮 165 万桶/日的减产计划, 供应增长至高点。综合考虑各国的闲置产能与增产规划, 预计后续供应增量主要由中东四国贡献, 总供应水平预计在 100 万桶/日左右。但考虑到补偿减产协议的存在, 以及生产意外的影响, OPEC+原油产量仍有较大的波动空间, 未来实际产量的兑现程度对油价的影响将逐渐增加。

图 8: OPEC 增产能力测算

单位: 万桶/日

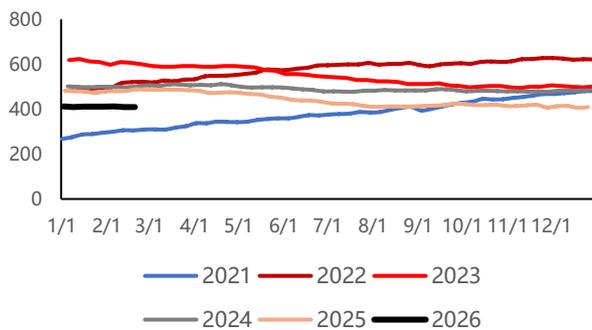


数据来源: OPEC, IEA, 彭博

美国方面，根据 EIA 最新数据，2 月 20 日当周，美国原油活跃钻机数 409 台，环比持平，较上月数量小幅减少。美国活跃原油钻机数处于平台期，基本围绕 410 台窄幅波动。2 月 20 日当周，美国原油产量 1370.2 万桶/日，环比小幅下降 3.3 万桶/日，同比增长约 20 万桶/日。2 月美国原油周度产量逐渐恢复寒潮的影响，保持平稳。EIA 在 2 月月报中预计美国原油产量平均 1360 万桶/日，与 2025 年持平，2027 年降至 1330 万桶/日)。较 1 月展望略微上调。

图 9：美国原油活跃钻机数

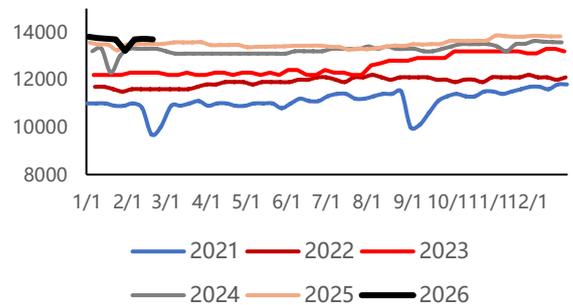
单位：台



数据来源：彭博

图 10：美国原油周度产量

单位：万桶/日



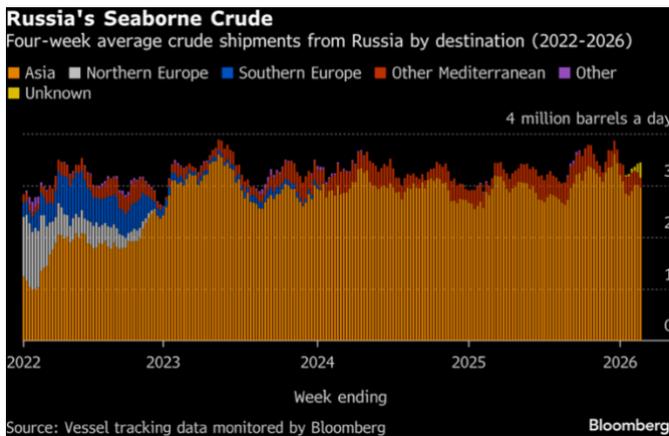
数据来源：彭博

俄罗斯方面，根据彭博社汇编的船舶追踪数据，在截至 2 月 22 日的四周内，俄罗斯平均原油出货量为 344 万桶/日。这一数字较截至 2 月 15 日的期间略有上升，已是连续第五周增长，但仍比圣诞节前的峰值低约 42 万桶/日。

彭博援引 Kpler 数据显示，在截至 2 月 22 日的四周内，驶向中国港口的油轮所载流量为 123 万桶/日，低于截至 2 月 15 日期间修正后的 130 万桶/日。同期，运往印度的流量降至 25 万桶/日，低于前期的 28 万桶/日（修正后）。但仍有相当于 178 万桶/日的原油装载在尚未显示最终目的地的船只上。其中，约 148 万桶/日的原油装载在从俄罗斯西部港口出发、显示目的地为塞得港或苏伊士运河的船只上，或来自太平洋港口且无明确交货点的船只上；另有 30 万桶/日的原油装载在尚未显示任何目的的油轮上。

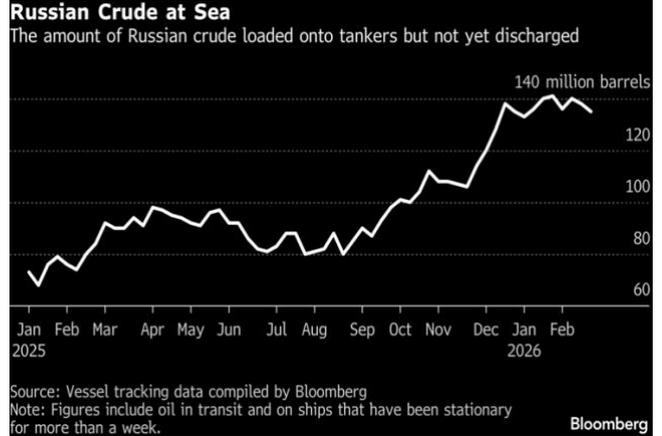
英国周二宣布了一项针对莫斯科的新制裁方案，并称其是“自 2022 年入侵初期以来最大规模的制裁。这些措施针对 2Rivers 石油网络中的 175 家公司，该网络是全球最大的影子船队运营商之一，也是俄罗斯原油的主要交易商。

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: 俄罗斯原油浮仓水平 单位: 百万桶



数据来源: 彭博

伊朗方面, 美伊对峙通过地缘政治风险溢价直接驱动原油市场高波动性, 主要传导路径集中于伊朗供应和出口的不确定性甚至是霍尔木兹海峡潜在中断风险。双方一边进行军事部署和施压, 另一边也在尝试外交谈判。目前局势可以说是站在“战与和的十字路口”上, 双方核心矛盾已从单纯的核问题, 扩展至伊朗的导弹计划、地区影响力以及美以寻求的“绝对安全”等更广泛的议题。2月6日开始美伊开始谈判, 虽然就指导原则达成了“总体协议”, 但双方分歧显著, 短期内达成实质性初步框架的难度极高, 可能性非常小。从行动上来看, 美国持续极限施压伊朗, 美军自 2003 年伊拉克战争以来在中东最大规模的空中力量集结, 包括 F-22、F-35 等数十架战斗机、B-52 轰炸机、预警机、加油机等, 同时部署“林肯号”和“福特号”双航母战斗群, 总兵力超万人。特朗普表示, 他正在考虑对伊朗实施有限打击, 并表示德黑兰就其核计划达成协议的时间有限。而伊朗方面, 伊朗革命卫队近期在霍尔木兹海峡举行军演, 威胁“若遭袭击将封锁海峡”; 同时加速铀浓缩活动, IAEA 报告显示浓缩铀存量已接近武器级门槛。在此情况下, 国际油价冲高, 布伦特原油更是突破 70 美元/桶关口, 预估当前风险溢价高达 8-12 美元/桶。

目前, 美国总统特使威特科夫和特朗普女婿库什纳将于周四参加新一轮在日内瓦举行的伊朗核谈判。根据最新 Polymarket 预测, 本周美国对伊朗进行军事行动的可能性为 20%左右, 但远期其可能性近期大幅增加, 6 月 30 日前打击伊朗的可能性从节前的 50%, 升高至目前的 70%。从原油价格走势也能看出来, 市场仍然在定价供应下降甚至中断的可能性。我们提到 3 种可能性, 以及其对应可能的油价反应。1) 谈判达成短期框架; 2) 谈判破裂或无

实质进展；3) 升级至军事对抗。目前来看，2 和 3 的可能性或许更大一些，当然军事对抗也要分好几种，我们认为 1) 类似委内瑞拉的“闪电战”；2) 空袭伊朗；3) 挑起内乱。伊朗反击，可能威胁霍尔木兹海峡或袭击油轮，导致供应中断。极端下，伊朗出口完全切断，叠加海峡封锁。当然在这种极端情况下，油价易剧烈上涨，Brent 或测试 70-80 美元/桶以上。若海峡通航受阻，全球供应阶段性短缺，或导致油价飙升至 90-100 美元/桶。

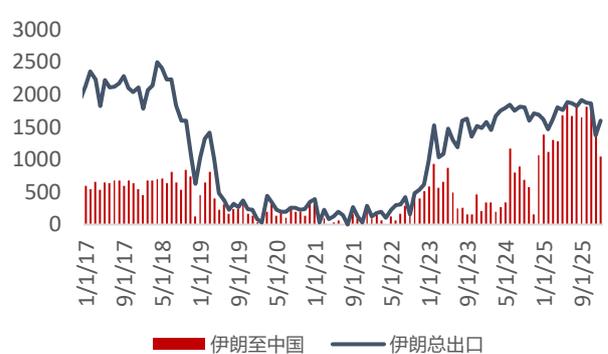
从彭博援引 Rystad Energy 数据来看，1 月份伊朗原油产量为 330 万桶/日左右，总体维持平稳，出口量则从上月 138 万桶/日增加 160 万桶/日左右，根据彭博消息称美国在中东集结军力之际，伊朗加快原油装船步伐，或表明该国正为美国可能发动的袭击做准备。

图 13: 伊朗产量及出口量 单位: 千桶/日



数据来源: 彭博

图 14: 伊朗出口至中国原油数量 单位: 千桶/日



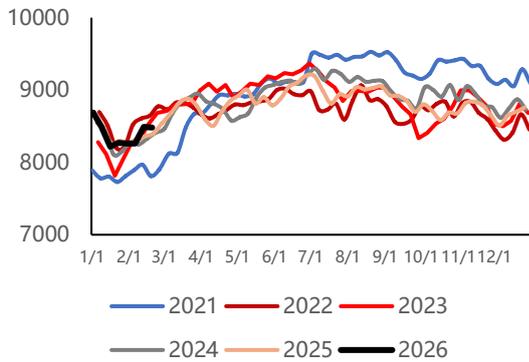
数据来源: 彭博

三、需求概况

美国方面，2 月份，美国汽油需求探底回升，2 月底需求在 848.4 万桶/日附近，走势与往年接近，需求水平处于近五年区间中性状态。另一方面，随着美国炼厂开工持续高位，美国汽油库存自 1 月初持续累库，库存超季节性水平，同比增加 1%，到 2 月下旬回落至 2.5 亿桶附近。结合炼厂开工率和汽油产量，整体消费端相对稳健，未见明显疲软迹象。

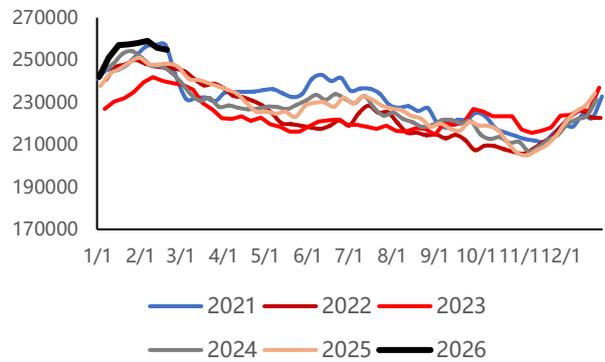
美国馏分油需求也在 2 月份季节性增长，需求表现与往年一致，需求水平处于往年同期偏高水平。期间馏分油库存小幅回落，但去库速度相对有限，到 2 月底库存在 1.20 亿桶左右。相比汽油，馏分油更显紧平衡特征，对 ULSD 裂解价差和柴油价格有较好支撑。但需关注原油大累库带来的整体压力、炼厂开工回落，以及季节性取暖需求是否持续。

图 15: 美国汽油消费量 4WMA 单位: 千桶/日



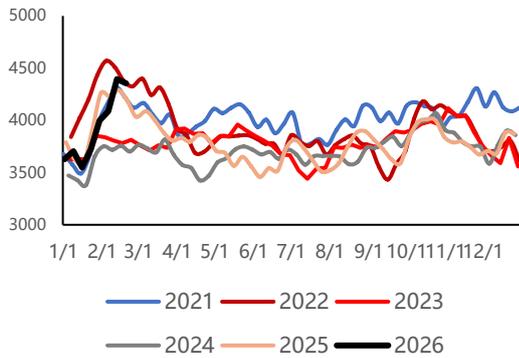
数据来源: EIA

图 16: 美国汽油周度库存 单位: 千桶



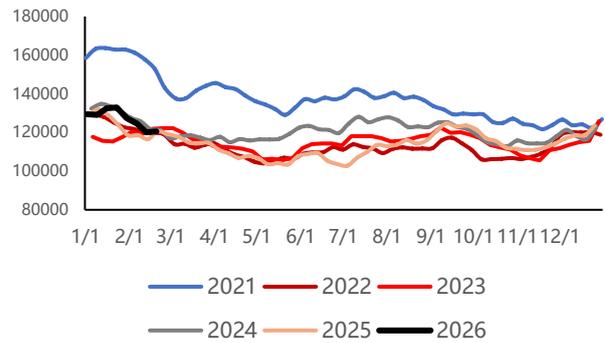
数据来源: EIA

图 17: 美国馏分消费量 4WMA 单位: 千桶/日



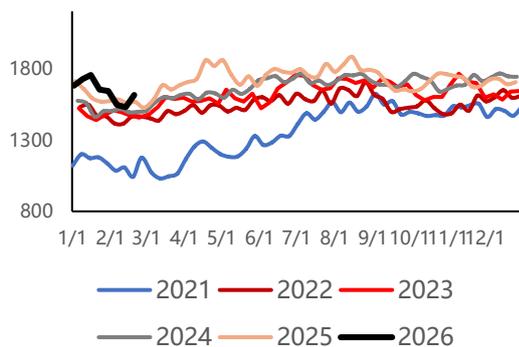
数据来源: EIA

图 18: 美国馏分油周度库存 单位: 千桶



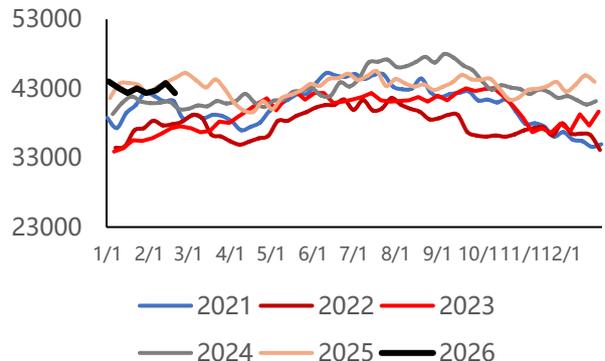
数据来源: EIA

图 19: 美国航煤消费量 4WMA 单位: 千桶/日



数据来源: EIA

图 20: 美国航煤周度库存 单位: 千桶



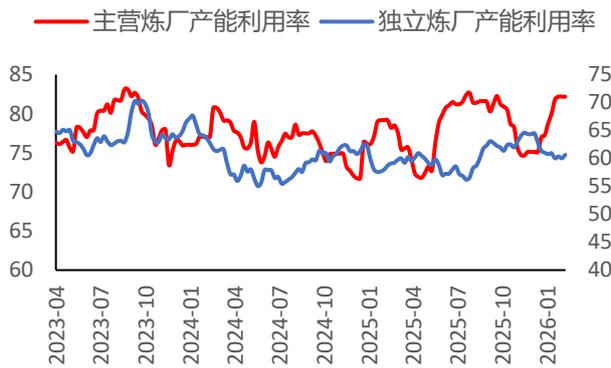
数据来源: EIA

原油日报 国内方面 2 月份国内炼厂开工率小幅走高，主营炼厂开工率从 1 月底的 80.27% 升至

82.17% 附近，位于历史均值；独立炼厂较上月变化不大。

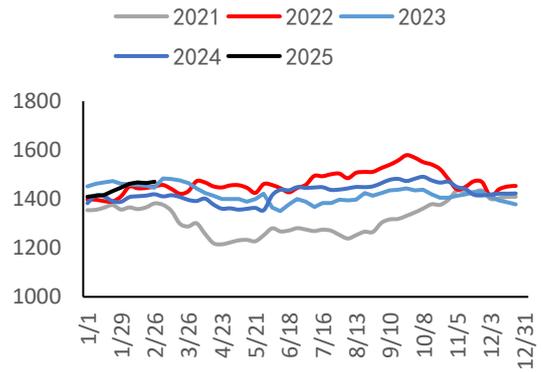
国内成品油市场紧贴原油高频涨跌，受需求后置影响，供需两端整体呈现结构性分化特征，春节假期结束首周，华中地区汽柴油运行表现弱于预期，逐渐打破汽柴联动规律，汽油受节后刚需回补及春运出行支撑，趋势强于柴油，但柴油预期恢复动力偏弱，一季度或持续汽强柴弱的分化格局。

图 21：中国炼厂开工率 单位：%



数据来源：钢联

图 22：中国原油加工量



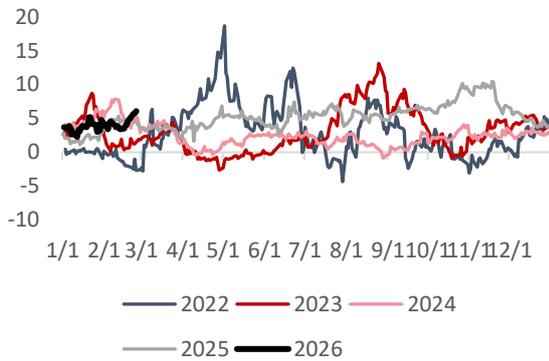
数据来源：钢联

四、利润与估值

利润端，最近一个月，海外成品油裂解利润整体呈现低点温和修复的态势，进入 2 月下旬后炼厂维护季和季节性需求成为主要支撑因素。柴油裂解相对坚挺并贡献主要支撑，汽油裂解偏弱或修复有限，导致复合裂解回升主要靠柴油拉动。柴油的强势主要由于冬季后期美国东北部取暖油需求增加和美国/亚洲/中东多装置检修，以及重油出口受限导致。

若无重大地缘超预期利空或原油暴涨，短期有望在当前水平附近震荡偏强；中长期仍取决于全球炼油产能利用率和成品油需求，尤其是柴油和航煤。炼厂盈利能力整体优于 2024 年低谷，但难以重现 2022-2023 年超级周期。

图 23: 西北欧简单型炼厂加工利润 单位: 美金/桶



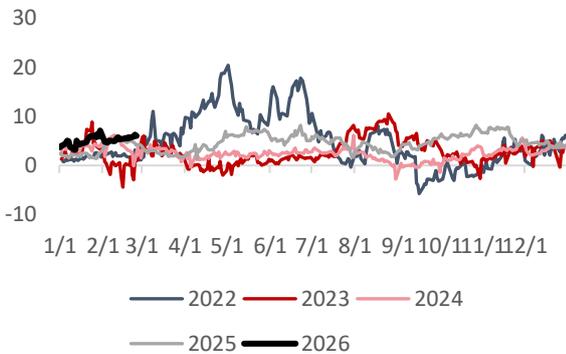
数据来源: 彭博

图 24: 美湾焦化型炼厂加工利润 单位: 美金/桶



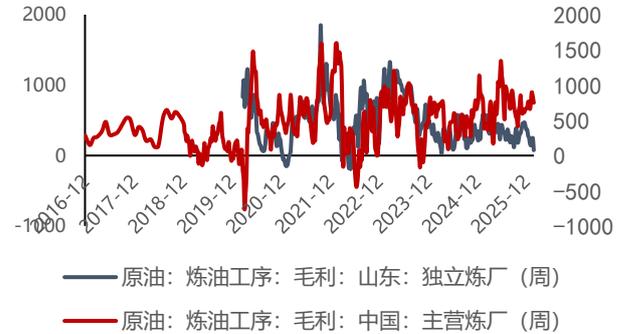
数据来源: 彭博

图 25: 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 26: 中国炼厂毛利 单位: 元/吨



数据来源: 彭博, 钢联

平衡方面, 市场呈现出一种“弱需求、强供应、高库存、地缘政治紧绷”的复杂格局。IEA 预计 2026 年全球石油需求预计增长 85 万桶/日, 略高于 2025 年的 77 万桶/日, 主要由非 OECD 国家贡献, 尤其是中国、印度和东南亚, 增长主力从 2025 年的交通燃料转变为 2026 年的石化原料, 如 LPG、乙烷、石脑油, 占比超过一半。供应端, 短期骤降, 长期增长, OPEC+ 与非 OPEC+ 平分秋色。预计全年供应将增长 240 万桶/日, 达到 1.086 亿桶/日。增长将由 OPEC+ 和非 OPEC+ (主要是美国、巴西、加拿大) 平均分担。

第三部分 后市展望及策略推荐

供需端来看，原油过剩格局难以被证伪，累库压力仍然存在。短期市场博弈美国或对伊朗发动军事行动的预期，目前美伊进入关键时刻，美国对伊朗持续制裁和军事施压，市场担忧伊朗产量和出口量的短缺，以及霍尔木兹海峡通航安全。考虑到地缘局势依旧复杂，地缘风险成为支撑油价上行的主要驱动。同时，美元指数偏弱以及市场情绪较好都对油价持续利好。月度来看，Brent 运行区间预计在 65 ~ 72 美金/桶区间波动，预计前高后低，下行风险主要来自地缘溢价的挤出。

策略推荐：

1. 单边：前高后低。
2. 套利：观望。
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