# 原油：市场对过剩预期达成共识

本文作者：中金财富期货研究所　刘绅
期货从业资格证书号：F3041660
期货投资咨询从业证书号：Z0015324




**概述：**原油市场的主要矛盾已经十分明确：在传统原油输出国快速增产之际，全球能源消费却在急剧放缓，再加上地缘政治局势整体降温，令国际原油或将在 2025 年末到 2026 上半年表现出显著的熊市特征，但期间仍存在各种不确定性因素。

## 过剩是原油市场长期主要矛盾

此前国际能源署给出极度悲观的预期，认为如果当前市场形势不发生改变，2026 年原油供需过剩的严重程度甚至要超过 2020 年大流行时期的平均水平。

支持这一观点的逻辑也相当浅显易懂：一方面，OPEC+将于 9 月完成现阶段大规模增产协议，较最初计划提前一年向市场重新注入 220 万桶/日的供应量；另一方面，特朗普关税虽然落地相对温和，但仍成为全球经济复苏的绊脚石，明年原油需求增长可能仅有 70 万桶/日；

在供应过剩激增叠加需求前景黯淡的困境下，累库对盘面造成的抛压将逐步显现。

我们提醒交易者，原油市场将长期深陷过剩泥潭，油价重心下移的悲观预期加深。

## 地缘政治：从系统性冲击到阶段性扰动

在美俄及美乌欧会谈后，地缘风险定价的挤出令国际油价重心回落，不过俄乌局势依然严峻复杂，盘面走势进入到下一个波动区间。

回顾此前，美国总统特朗普先后同俄罗斯总统普京、乌克兰泽连斯基和欧盟主要成员国领导人分别举行了会谈，整体释放出推动俄乌停火的信号，令地缘政治预期全面走向降温。然而现实中俄乌战线仍然活跃，会晤期间双方照常实施打击，形成边打边谈、以打助谈的新模式。俄乌冲突的主要矛盾集中在乌东四州和克里米亚的主权归属，以及乌克兰加入欧盟或北约的安保条款，在这两大关键问题上，俄罗斯、乌克兰、美国乃至欧盟相互之间均存在较大分歧，很难在短时间内达成和平协议。

用辩证的思路看待后市：地缘政治对原油市场的影响方式从系统性冲击转变为阶段性扰动，情绪面时而缓和时而反复，同时原油自身基本面从强现实向弱预期过渡。需要警惕的情形是，市场在低波动状态下矛盾爆发，造成油价波动性骤然放大的风险。

## 缺乏需求配合，增产难以为继

回到基本面上，随着 OPEC+增产压力日趋兑现，同时北美出行旺季进入尾声，原油市场呈现积贫积弱的疲态，且国内 SC 原油走势略弱于国际基准 Brent 原油，反映出中国能化产业链承压现状。

目前，市场焦点集中在 OPEC+将于 9 月 7 日举行会议，讨论 10 月以后的产量政策，业界多预期增产计划暂告一段落，或至少增产节奏明显放缓，这一最大悬念将在近期揭晓答案。我们认为，沙特等主要产油国对财政平衡的诉求难改，领导 OPEC+在阶段性争取市场份额之后，有望推动新一轮产量协议达成，摩根士丹利甚至猜测 OPEC+很有可能在 2026 年初被迫再次减产。

另一方面，尽管近期 EIA 库存数据延续去化趋势，但交易者通常将美国劳工节假期视为夏季出行旺季结束的标志，这意味着美国汽油消费开始季节性转弱，将难以配合消化新的供应增量。原油大量过剩的预期有待兑现，但具体路径变数颇多，市场短期内进入观察期，等待局面的进一步明朗。

## Brent-Dubai 跨市价差出现异动

我们注意到，近期国际原油市场价格体系出现异动，即 Brent 基准原油相较中东 Dubai 原油罕见出现贴水，业界认为这是由过剩预期和国际博弈的双重因素所致。

在中东局势偃旗息鼓的背景下，导致 Brent-Dubai 原油价差倒挂的核心原因，无外乎市场普遍预期全球原油供应将走向严重过剩。鉴于 OPEC+产油国迅速推进增产计划，以及美国页岩油依然维持庞大量

级，未来几个月原油市场将被大量现货充斥。过剩预期不单对国际原油远期价格造成压力，也令跨期价差遭到削弱，表明市场供需宽松并趋向失衡。

同时相对性地，美俄乌博弈的一个副产物是，对中东原油需求意外提供利多支撑。美国特朗普当局就采购俄罗斯原油问题向印度施压，二级关税迫使印度炼油商转向中东地区寻求替代货源，海湾国家出口的大部分油品等级参考Dubai原油为定价基准，由此获得了相较Brent原油更强的提振。

两大核心原油市场基准价差反转预示着，供需关系正在发生深刻变化，或将成为未来一两年甚至更长时间内的基本形势。

## 应辩证看待油价下行路径

当前原油基本面最主要的矛盾是供大于求，交易者普遍接受的预期是，在2025年四季度到2026年一季度将集中出现大规模过剩，令原油价格持续面临下行压力。

然而摩根士丹利认为，正因为这一预期被广泛接受，一定程度上将有助于避免市场无序抛售的发生。原油市场开始进入一个显著过剩且旷日持久的时期，但这个过剩敞口并不会无限扩大下去，低油价短期刺激囤油套利的交易行为，长期将推动供需再平衡进程。

我们初步预测，中短期Brent原油价格主流运行区间在60-68美元/桶附近；结合传统季节性因素分析，2025年四季度Brent原油平均价格可能会低于65美元/桶，到明年二季度之前或进一步走低；不

过鉴于 Brent 原油远期曲线的远端价格较为稳定，在 60 美元/桶附近仍具有相对坚实的支撑。

# 法律声明

**版权免责声明：**本报告由中金财富期货有限公司提供，未经中金财富期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过正当渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

**报告内容免责：**本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本资料仅代表报告发布当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据中金财富期货研究所后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改。

**报告使用免责：**本报告仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流，普通投资者若使用本资料，有可能因缺乏解读服务而对报告中的关键假设、评级、目标价等内容产生理解上的歧义，进而造成投资损失。本资料仅供投资者参考之用，并不构成对所述期货买卖的出价，在任何情况下，本报告的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。投资者不应单纯依靠本资料的信息而取代自身的独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险。我公司及研究人员不对投资者使用本资料涉及的信息所产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。

**中金财富期货有限公司**

公司网站：https://www.ciccwmf.cn

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 4203—4205 单元

邮编：518038

传真：0755-82912532

总机：0755-82912532