原油市场：拨开围绕过剩预期的迷雾

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：我们论述过，供需过剩将成为未来原油市场的长期主要矛盾，国际油价呈现震荡拉锯中重心缓慢下移的复杂路径。尽管主流机构的看空预期较为一致，但对于过剩敞口的估计存在明显分歧。我们提出一个疑问：近期油价触底反弹是否表明，对于明年潜在发生的严重过剩，市场是否已经充分计价甚至有过度交易之嫌？

OPEC+真实产量或已难完成增产目标

2025-2026 年全球原油市场由紧平衡转向宽松，最直接的原因毫无疑问，就是 OPEC+退出长期坚持的减产稳价方针，通过持续大幅增产实行价格挤压的竞争策略。然而摩根士丹利研究指出，OPEC+实际增产规模和有效闲置产能可能远不及纸面数字，业界对于原油供需平衡的估计或存在重大分歧。

当前原油市场的核心矛盾是过剩问题，鉴于全球能源需求相对稳定透明，测算过剩敞口的难点集中在供应端，尤其是围绕 OPEC+真实产量的迷雾。参照 7 大主流能源机构（EIA、IEA、S&P Global、Energy Aspects、Rystad Energy、Argus、Petro-Logistics）的数据，对 OPEC 原油产量的统计误差在 2022 年仅有 40-50 万桶/日，但从 2023 年开始出现分化，到 2025 年估值极差达到 150 万桶/日。大摩援引多数原油现货业者看法，Petro-Logistics 的模型具有较高采信价值，推测目前 OPEC+很可能已无法完成其增产目标，而只是在提高理论配额上限。

剩余闲置产能对市场平衡的调节有限

机构关于 OPEC+真实产量莫衷一是，而该组织的产能扩张上限则是另一大疑点。回顾近年来历次重大风险事件，OPEC+凭借其减产积累的大量闲置产能，在全球原油体系中起到安全垫的作用，这种应对短期供应中断的能力，也可视作未来进一步增产的潜力。

大摩参考国际能源署 IEA 调查，结合 Petro-Logistics 信息渠道和油轮追踪，估算出目前 OPEC 的有效闲置产能远低于外界普遍预期，仅在约 290 万桶/日的历史偏低水平，经验上通常认为健康的闲置产能在 400-500 万桶/日左右。当然，沙特、阿联酋等核心产油国可以加大投资提高产能，但到 2026-2027 年期间，闲置产能基本决定了可持续生产的上限。如果这一增产空间的确有限，市场对于发生极度过剩场景的预期可能过于悲观。

关税打压能源消费，供需增速不相匹配

需求端来看，自 2025 年初迄今，权威能源机构 EIA、IEA 甚至 OPEC 均频繁下调全球原油需求增长预期。鉴于特朗普关税对全球经济和能源消费构成打压，IEA 预测，今明两年全球原油需求增量分别仅有 71 万桶/日和 69.9 万桶/日，相比之下明显低于供应增速。

此前 OPEC 发布的月报中，预计 2025 和 2026 年全球原油需求平均增速分别在 130 和 140 万桶/日，且最新预测维持这一展望不变。参考主流能源咨询机构和华尔街投行，市场观点多采信 IEA 对原油需求前景的分析。IEA 预计，四季度原油过剩敞口将超过 200 万桶/日，到 2026 年平均过剩约在 400 万桶/日，将对油价中长期走势构成压制。

季节累库周期启动，海上浮仓库存高企

随着夏季出行高峰期结束，全球原油市场正进入并将长期处于累库格局中。美国能源信息署（EIA）高频数据显示，近四周美国商业原油库存增多降少，基本符合业界预期。国际能源署（IEA）指出，在大量货源运抵主港枢纽之后，全球原油库存将很快出现累增。

彭博援引 Vortexa 统计，当前全球海上运输中的原油数量高达 12 亿桶，这一现象主要由 OPEC+增产所直接引发，但也反映出全球原油需求增速明显滞后于供应。值得注意的是，这些在途状态的原油还并非全部，把浮式储油库存计算在内后，海上原油总量已升至 2020 年大流行以来的最高水平。

对此业界解读为，近期的陆上和浮仓原油库存数据，表明实物市场流通货源供给充裕，而炼厂及终端的承接能力明显不足，也就是说市面上存在大量待售现货，侧面佐证了过剩形势严峻仍是事实。

初步结论：过剩真实存在，但计价较为充分

有观点提出，当前原油市场形势与 2019-2020 年一季度的情况高度相似，但我们认为现阶段原油交易逻辑不能按此对号入座。

宏观层面上看，经历过 4 月的对等关税风波后，市场对国际贸易争端升级已有一定准备，但本次事件中仍难避免遭受冲击。特别是当前原油自身供需边际劣化，主要趋势进入熊市周期时，放大了金融市场避险情绪的影响。

供需平衡来看，目前全球原油流通货源虽相对宽裕，但总库存仍处于历史中等水平。如果 Petro-Logistics 的数据更接近真相，OPEC+增产计划完成度确实被高估，后续并不会有那么多原油流入可观测库存，那么可以合理判断，市场已对核心利空因素较为充分地计价。

综上我们倾向于认为，在未来 3-6 个月内，实物原油市场过剩加剧大概率将会兑现，但交易者对供应增长和再平衡路径的理解很可能存在偏差，关注 Brent 基准原油价格在 60 美元支撑的有效性。

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