原油：情绪修复难改宽松基调

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：我们认为，在未来 3-6 个月内，实物原油的显著过剩大概率将会兑现，但市场已对核心利空因素较为充分地计价，上一轮触底反弹行情验证，Brent 基准原油价格在 60 美元附近具备有效支撑。短期局部扰动助推油价修复，但地缘题材炒作仍是老调重弹，供需宽松基调制约上方空间，思路上整体维持逢高沽空节奏。

OPEC+本轮增产正式告一段落

供应端仍是原油基本面的核心关注点，在 11 月 2 日召开的关键成员会议上，OPEC+对后续产量政策做出决议，本轮为期九个月的增产计划按下暂停键，为动荡不安的原油市场安放了压舱石。

回顾沙特主导的 OPEC+增产计划，继完全退出 220 万桶/日的自愿减产后，继续分阶段重启此前协议冻结的 166 万桶/日产量，在四季度逐月小幅恢复原油产量 13.7 万桶/日，以夺回减产中让出的原油市

场份额。自 2025 年 4 月以来，OPEC+将产量配额累计提升逾 270 万桶/日，相当于供需平衡总量的 2.5%左右。

而后 OPEC+宣布，将在 2026 年一季度暂停增产计划，旨在维持原油市场稳定。OPEC+此举略超预期但在情理之中，在能源消费季节性低谷期间，主动控产体现了对油价超跌的风险管理，不过按照目前的供需平衡动态来看，2025 年底至 2026 上半年盈余敞口仍将边际扩大。

页岩油创历史新高但后劲乏力

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。彼时美国页岩油业发展如日中天，几乎完全抵消 OPEC 减产效果，造成了全球原油过剩的无解局面，而目前美国原油产量攀升至 1365 万桶/日，再度创下历史新高。

但我们认为，现阶段北美原油市场逻辑与 2020 年有所不同。随着 WTI 价格跌破 60 美元/桶的盈亏平衡线，开发新钻井正变得无利可图，油服 Baker Hughes 数据显示，美国运营中的活跃石油钻机数量已降至 418 座。尽管技术进步提高了生产效率，促使单井产量有所增加，但 2022-2024 年价格红利期的扩张惯性已经被打破，未来随着 DUC 库存告罄，预计美国页岩油产能将周期性见顶回落。

警惕海上在途原油运量激增

随着 OPEC+及新兴产油国原油出口量持续增长，目前全球海上原油数量正在高位攀升，令国际油价上方承压。

能源机构 Vortexa 新近统计显示，全部油轮运输中的原油及凝析油总计约 12.4 亿桶，较前值 12.2 亿桶继续环比上升，且统计口径不包括浮动库存（即油轮停滞在海上超过 7 天），创下自 2020 年大流行以来的最高记录，全球原油市场弱平衡状态已变得岌岌可危。

庞大的在途运量无疑和供应端高速增长密切相关：一方面，经过前期的连续大幅增产，9 月 OPEC+原油出口量触及近两年半以来高点；另一方面，美国、巴西以及圭那亚原油出口量也有明显提升；同时由于套利驱动增强，越来越多长途班次从大西洋驶向太平洋地区。

国际能源署 IEA 警告称，全球原油市场正面临比预想更为严峻的过剩形势，在大量货源运抵主港枢纽之后，陆上原油库存将很快出现累增迹象。

中美贸易谈判令宏观情绪修复

近期，中美贸易局势阶段性缓和，带来需求预期和市场情绪修复，促使国际油价走势明显企稳回升。

根据官方发布：这次谈判围绕美对华海事物流和造船业 301 措施、延长对等关税暂停期、芬太尼关税和执法合作、农产品贸易、稀土出口管制等双方共同关心的重要经贸问题，进行了坦诚、深入、富有建设性的交流磋商，就解决各自关切的安排达成基本共识。APEC 中美领导人会晤结果来看，美方取消 10%的所谓芬太尼关税，并将 24%的对等关税继续推迟一年。

市场对此解读为，特朗普此前威胁的加征100%关税再次TACO，短期有助于风险资产整体回暖，并缓解原油供需边际劣化的矛盾。然而机构调查显示，本轮油价反弹受消息面驱动，而非基本面实质性改善，市场并未摆脱主要下行风险。

关注俄罗斯和委内瑞拉地缘局势

原油市场再次上演金融属性戏码，在供需过剩预期充分交易过后，地缘政治炒作配合情绪修复需要，推动国际油价在60美元大关上触底反弹。

美国财政部宣布对俄罗斯石油公司（Rosneft）和卢克石油公司（Lukoil）实施新制裁，一旦实施将意味着俄罗斯四大石油巨头全部受到美国制裁；欧盟也正式通过对俄罗斯第19轮制裁，俄罗斯天然气工业石油公司将面临全面交易禁令。新制裁加码虽符合预期，但市场对俄罗斯原油供应可能中断的担忧加剧，因外界普遍猜测印度炼油商购买俄罗斯原油或将大幅减少，这可能作为美国与印度达成贸易协议的一部分。

近月以来，美国对委内瑞拉的军事施压逐渐增强，令原油市场交易者不禁担忧，可能在中东和俄乌之外产生第三个地缘政治中心。事态始于美国特朗普当局对委内瑞拉政策的激进转向，目前美国海军舰机在委内瑞拉周边海域游弋，在该地区的部署规模和活动频率持续升级。虽然特朗普表示未批准对委境内目标发动打击，但回顾此前轰炸伊朗核设施同样不宣而战，市场对其表态很难完全相信。委内瑞拉拥

有全球最大的已探明原油储备，原油出口量平均在 70-90 万桶/日，鉴于 OPEC+已经很难完成新的增产目标，任何供应中断都可能冲击全球原油供需平衡。

尽管原油市场总体仍深陷过剩泥潭，但短期局势升级和地缘风险难以忽视，后续事态演变或进一步放大油价波动。

策略：坚持逢高沽空的主要思路

尽管中长期原油市场主要矛盾并未缓和，供应过剩和需求疲软迹象显现，但俄罗斯、委内瑞拉及尼日利亚等区域潜在风险仍存，原油期货结构曲线和欧美油品裂解价差表现并非不堪，短期以震荡观望思路为主。

展望后市，若地缘政治和贸易局势进一步缓和，全球原油供应攀升叠加需求趋弱，或将在 2025 年末到 2026 年前期形成严重的累库，若油价反弹过高则恐酝酿新一轮下跌。

我们认为，目前国际油价处于中性区间波动状态，地缘局势存在较大不确定性，待风险溢价注入后获得沽空的安全边际。

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