原油：关注过剩预期下的地缘溢价空间

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，目前国际油价处于中性区间波动状态，市场中长期主要矛盾并未缓和，供应过剩和需求疲软迹象显现，俄罗斯、委内瑞拉等地缘局势存在较大不确定性，思路上整体维持逢高沽空节奏，待风险溢价注入后获得安全边际。

OPEC 观点方向性重大调整

在最新一期报告中，OPEC 对全球原油市场平衡的统计产生重大转向，将三季度从供不应求调整为供应过剩，理由是该组织增产的同时美国产量亦超出预期。

月报显示：10 月 OPEC 及其盟友原油总产量为 4302 万桶/日，环比 9 月减少 7.3 万桶/日；但非 OPEC+产油国供应量增长 89 万桶/日，其中超过一半来自美国。OPEC 对 2025 和 2026 年全球原油需求增长预期维持不变，分别为 130 和 138 万桶/日。

综合供需平衡结果来看，2025 年三季度全球原油市场出现约 50 万桶/日的过剩敞口，而上期预估存在约 40 万桶/日的供应缺口，这是 OPEC 首次承认今年旺季发生过剩，使得油价下行空间容易被打开。

IEA 抛出创记录级过剩论

连一向偏乐观的 OPEC 都已经调整方向，站在买方立场的国际能源署 IEA 观点更偏利空。IEA 在最新报告中预测，由于供应激增的同时需求放缓，原油市场即将面临一场历史性的过剩考验。

月报显示：IEA 将 2025 年全球原油供应增长预期上调 37 万桶/日至 250 万桶/日；将 2025 年全球原油需求增长预期下调 2 万桶/日至 68 万桶/日，并将 2026 年需求增长下调 2 万桶/日至 70 万桶/日，已经是第 5 个月连续下调需求预期。IEA 据此认为，原油供需关系正从弱平衡迅速转向宽松，将导致 2025 年底至 2026 年一季度全球原油库存增加超过 200 万桶/日，过剩敞口甚至有可能高达 400 万桶/日的创纪录水平。

无论如何，未来全球原油库存将出现大幅攀升，将对中长期油价构成重大下行压力，但油价下跌最终将引发供应端主动收缩，从而令累库趋势有所放缓。

在途运量向陆上库存兑现

国际能源署 IEA 警告称，全球实物原油面临沉重的在途库存压力，原油市场弱平衡状态已变得岌岌可危。

近期调查显示，全球原油发运总量处于4515万桶/日的年内较高水平，其中中东地区发运量1920万桶/日，沙特原油出口量攀升至约700万桶/日，创本轮增产以来新高。根据Kpler统计，不包括中国和美国SPR在内的全球海陆原油库存环比升至30.3亿桶，延续自9月以来的累库趋势。特别是海上原油方面，近期在途原油数量持续增至12.7亿桶，其中浮仓库存超过1亿桶。

在途原油大幅激增意味着，全球原油发货与到货之间存在巨大的不平衡，待大量货源运抵主港枢纽之后，即将兑现到陆上原油库存上来。

美国“南方之矛”指向委内瑞拉

与此同时，地缘政治因素仍是原油市场的重要变量。

美国特朗普当局对委内瑞拉政策激进转向，目前大量美军舰艇在加勒比海集结，已经准备好对委内瑞拉发起“南方之矛”行动。特朗普表示，关于下一步他已“某种程度上作出决定”，但不能公布具体细节。这不禁令人想起，此前轰炸伊朗核设施前的模糊表态，不能说高度相似，也至少如出一辙。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，随着美国在该地区的部署规模和活动频率持续升级，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。

另一方面，受欧盟制裁俄罗斯两家石油公司影响，欧洲柴油裂解价差攀升至高位。考虑到成品油的强势表现，以及可能出现的供应风

险，原油期货盘面展开多空拉锯战，后续事态演变或进一步放大油价波动。

空头思路下把握波动节奏

尽管原油供应过剩的迹象愈发凸显，但地缘风险仍存在溢价空间，交易者在两种情绪左右下摇摆不定。原油市场对于程度的预测仍有争议，究竟是正常的季节性过剩，还是上游引发的周期性过剩，抑或 IEA 所谓的历史性过剩？我们认为，原油市场在超跌状态下的悲观反应可能过度，至少在过剩发生前就已将预期做足。

综合主流机构预测，Brent 原油价格重心或将在 2025 年四季度降至 62-63 美元/桶左右，2026 年进一步跌至 60 美元/桶以下。我们的思路是，短期应注意防范地缘政治冲击，尤其美国大兵压境委内瑞拉可能爆发战争风险；但长期依然坚持空头逻辑，明年油价重心大概率仍将下行；中性估值区间宜观望为主，顺应大势把握节奏。

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