

消费疲弱与供应过剩共振，油价下行压力不减

2025 年 9 月 30 日

上海中期期货研究所
能源化工研发团队

内容摘要：

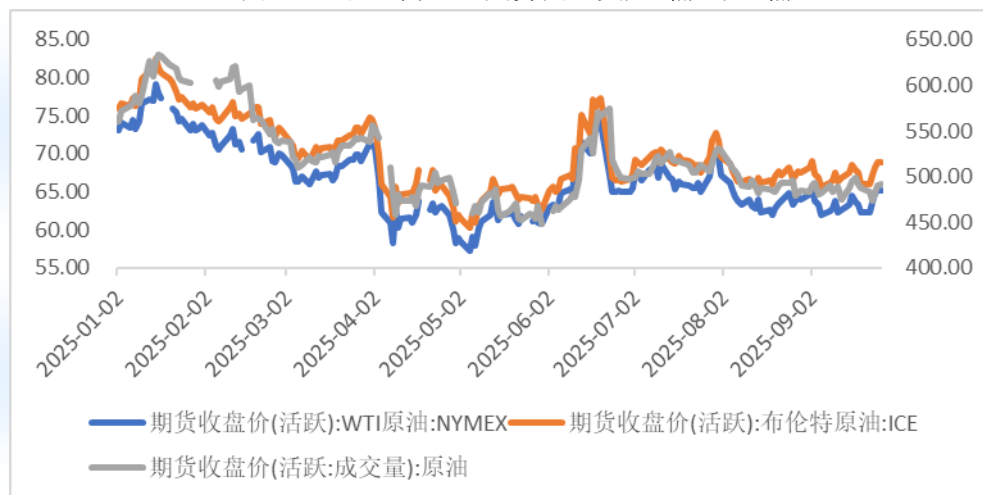
9 月原油价格先抑后扬。本月前期油价下跌主因市场预期美国与俄罗斯及乌克兰会谈将会促成双方实现停火，地缘溢价回吐带动油价下行。但俄乌局势并未如市场预期般缓和，乌克兰对俄罗斯炼厂的轰炸引发市场对原油供应中断的担忧。此外，伊朗拒绝美国提出的用全部浓缩铀换取对其三个月“制裁暂缓期”的要求。伊核谈判进展不畅，地缘及供应风险推升油价。10 月 OPEC+持续增产，原油供应端的压力继续增强。市场预期 11 月 OPEC+将继续以 13.7 万桶/日的增速增产，在原油供应过剩的情况下，继续施压供应端。美国方面，虽然活跃钻井平台数量下降，但在特朗普能源政策的影响下，美国原油或将延续增长态势，持续维持高位。需求方面，北美秋季炼厂检修季来临，炼厂开工率的下降将拖累原油消费。此外，汽油、航煤进入消费淡季，整体原油需求端较为疲软。但地缘冲突的不确定性仍将对原油市场心态产生影响。整体来看，消费淡季叠加炼厂检修，全球原油市场需求将继续转弱，在供应压力持续的影响下，预计 10 月油价将偏弱运行，关注美联储货币政策和地缘风险变化对油价的影响。

郭金诺

F3031050

Z0019038

图 1：原油主力合约走势图（美元/桶、元/桶）



资料来源：同花顺，上海中期

主要因素分析：

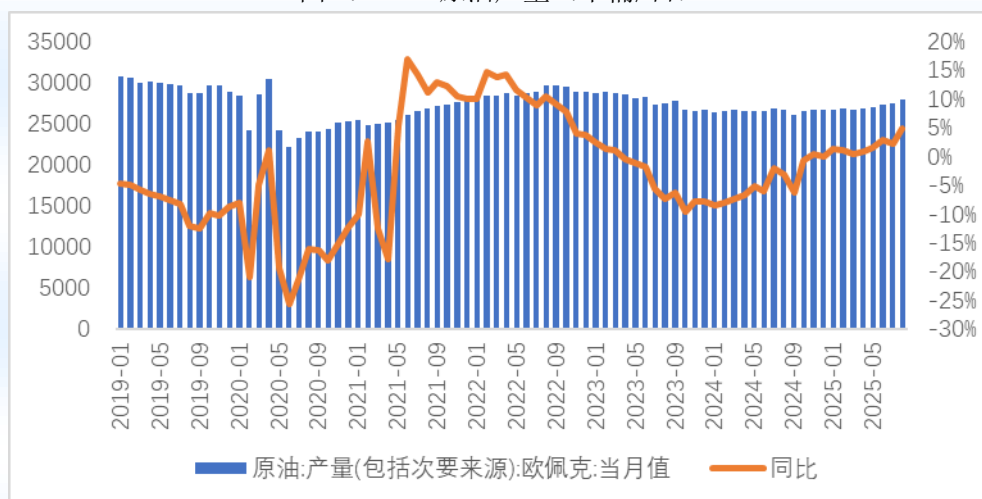
一、供应：OPEC+抢夺市场份额，供应端压力持续

1.1 OPEC+供应情况

8月OPEC原油产量平均为2794.8万桶/日，环比增加1.74%，同比增加4.86%。本月沙特、伊拉克和阿联酋的原油产量增加位居OPEC+前三。其中沙特增产25.8万桶/日、伊拉克增产12.2万桶/日、阿联酋增产8.7万桶/日。沙特原油产量平均为970.9万桶/日，环比增加2.74%，同比增加7.99%。OPEC九国（除伊朗、利比亚、委内瑞拉外）减产执行率依然低于目标值，其中伊拉克、科威特和阿联酋超额生产位居前三。根据IEA的数据显示，8月OPEC 9国产量高出目标产量76万桶/日，环比下降2.56%。非OPEC产油国产量高出目标产量11万桶/日，环比下降69.44%。OPEC+ 18国产量高出目标产量87万桶/日，环比下降24.35%。OPEC+已同意8个成员国将从10月开始增产13.7万桶/日，并逐步撤销此前自愿实施的部分减产措施，标志着该组织战略重心转向夺回全球市场份额，预计原油市场供应压力继续增强。

2024年6月2日OPEC+会议同意将2023年4月宣布的165万桶/日自愿减产措施延长至2025年底。并确认2025年OPEC的目标产量为2413.5万桶/日，OPEC+的目标产量为1.559亿桶/日。具体国家的目标产量为：安哥拉100.7万桶/日、刚果27.7万桶/日、赤道几内亚7万桶/日、加蓬17.7万桶/日、伊拉克443.1万桶/日、科威特267.6万桶/日、尼日利亚150万桶/日、沙特1047.8万桶/日、阿联酋351.9万桶/日、阿塞拜疆55.1万桶/日、巴林19.6万桶/日、文莱8.3万桶/日、哈萨克斯坦162.8万桶/日、马来西亚40.1万桶/日、墨西哥175.3万桶/日、阿曼84.1万桶/日、俄罗斯994.9万桶/日、苏丹6.4万桶/日、南苏丹12.4万桶/日。2024年12月5日OPEC发表声明称，8个OPEC和非OPEC产油国220万桶/日的额外自愿减产措施延长至2025年3月底，并将从4月开始逐步解除这部分减产，直到2026年9月。OPEC+下一次部长级会议将于11月30日召开，会上将对原油市场进行评估，并采取相应措施。目前原油市场需求前景偏黯淡，OPEC增产将对油价产生一定冲击。

图2：OPEC原油产量（千桶/日）

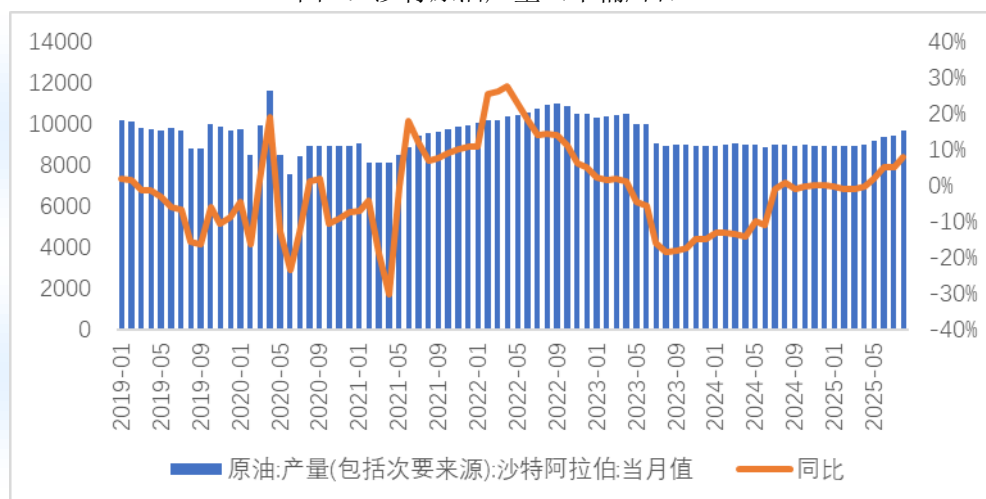


资料来源：同花顺，OPEC，上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

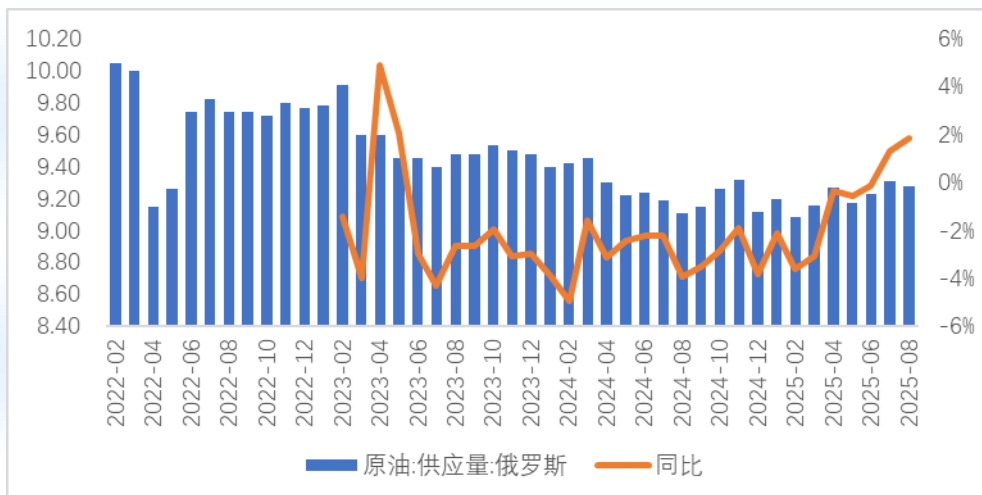
图 3：沙特原油产量（千桶/日）



资料来源：同花顺，OPEC，上海中期

俄罗斯方面，8 月俄罗斯原油产量为 928 万桶/日，环比下降 0.32%，同比增加 1.87%。俄罗斯原油产量高出目标产量 2 万桶/日，环比下降 80%。虽然在 OPEC+恢复增产背景下，俄罗斯产量同比呈现增长态势，但油价低迷和制裁仍将持续制约其产量增长速度。俄乌局势方面，乌国防部情报总局 24 日使用无人攻击艇袭击了位于黑海沿岸的俄罗斯关键后勤设施——新罗西斯克港和图阿普谢港。袭击行动导致位于俄罗斯新罗西斯克港口附近的石油装运设施以及终端设备瘫痪，相关设施每日出口原油约 200 万桶。此外，乌方的无人机还袭击了俄大型石油装载码头图阿普谢港。新罗西斯克港和图阿普谢港均位于俄南部克拉斯诺达尔边疆区的黑海沿岸地区，是俄方在黑海关键后勤补给设施。虽然美国方面不断施压，并推动俄乌会谈，但实际效果较为有限，目前仍未看到俄乌冲突有短期内得到解决的迹象。

图 4：俄罗斯原油供应量（百万桶/日）



资料来源：同花顺，IEA，上海中期

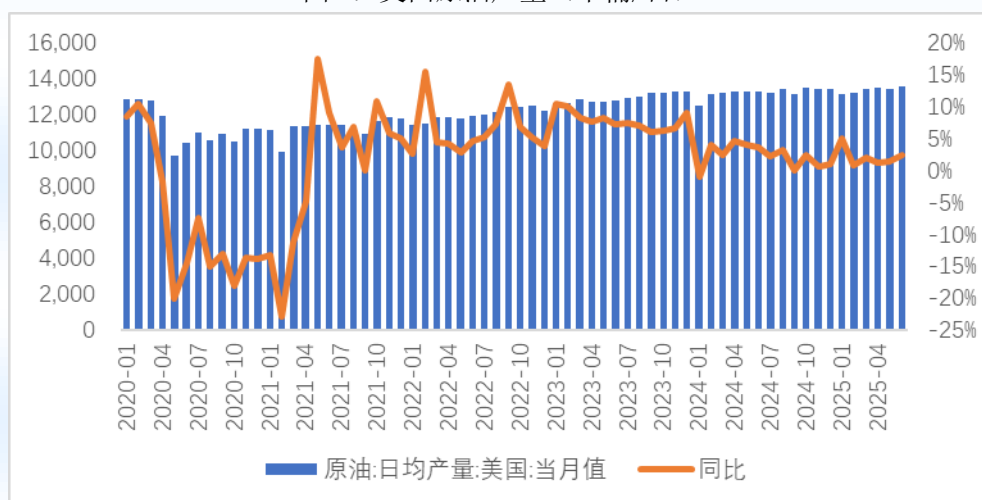
1.2 美国供应情况

风险提示：市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

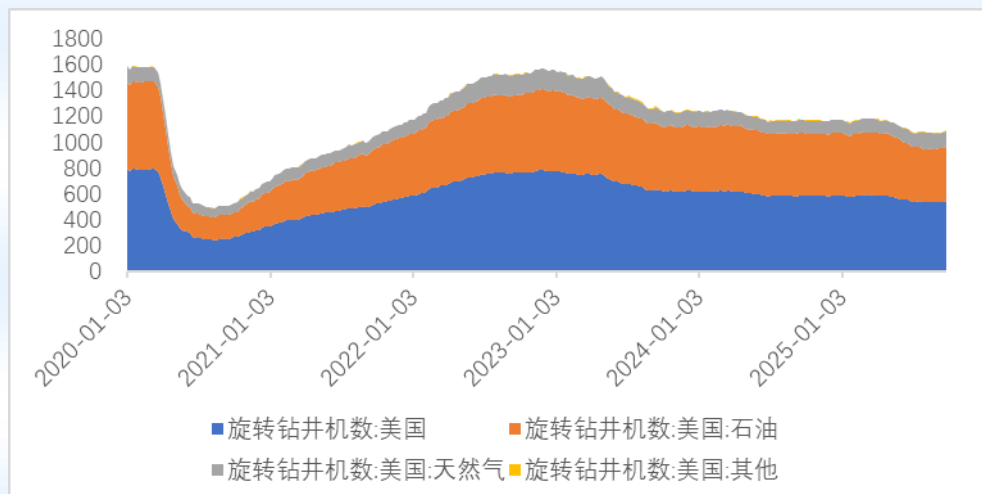
6月美国原油产量为1358万桶/日，环比增加0.99%，同比增加2.48%。截至9月19日的四周，美国原油产量为1347.5万桶/日，同比增加1.7%。美国页岩油产量的增长继续推动整体产量上行，美国页岩油产量占其国内总产量的70%以上。因此页岩油产量的变化将决定美国原油产量的变化方向。而页岩油井衰减速度较快，一般完井后第二个月产量达到峰值，但半年内就会衰减40-50%，第二年基本失去经济价值；因此只有不断打井才能维持页岩油的高产量。活跃钻井平台数是反映页岩油行业上游投资强度和资本开支的重要指标，一定程度上也可以反映未来页岩油产量的变化。一般而言，新增钻井所带来的产量将在3个月后逐渐显现。截至9月26日当周，美国钻机数为549台，环比增加2.43%，同比下降6.47%；其中石油钻机为424台，环比增加2.91%，同比下降12.4%。油价的低迷在一定程度上制约了油企的资本开支，虽然石油活跃钻井数量环比下降，但服务成本降低、油井生产率提高将推动美国主要页岩油盆地钻井活动温和增长，进而推动美国原油产量。

图5：美国原油产量（千桶/日）



资料来源：同花顺，EIA，上海中期

图6：美国钻井平台数（台）



资料来源：同花顺，Baker Hughes，上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎。

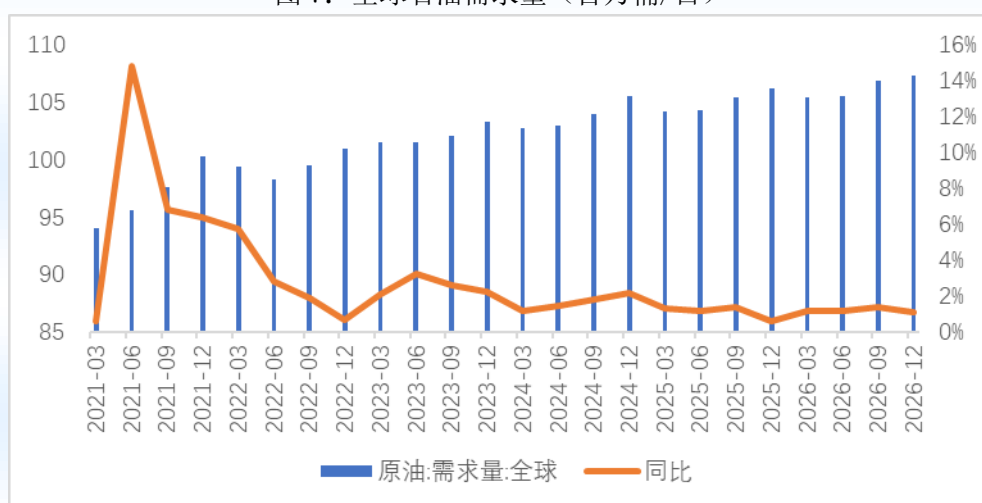
免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

二、需求：秋季检修季来临，消费淡季原油需求承压

根据 IMF 最新的世界经济展望，2025 年和 2026 年，全球经济增速预计分别为 3.0% 和 3.1%，较 2025 年 4 月的预测值有所上调。这反映了关税实施前的进出口前置效应、有效关税税率的下调、金融环境的改善以及部分主要经济体的财政扩张。全球通胀率预计会下降，但美国的通胀预计将保持在目标水平以上。潜在的更高关税、上升的不确定性以及地缘政治紧张局势带来的下行风险持续存在。恢复信心并提高可预见性和可持续性，仍是关键的政策优先事项。

OPEC 维持 2025 年全球石油需求同比增长预测 130 万桶/日，与上月评估持平，同比增速保持稳定。经合组织（OECD）石油需求预计将同比增长约 10 万桶/日，主要受美洲地区推动，欧洲地区亦贡献微弱增幅。但亚太地区需求预计将出现小幅同比下滑。非经合组织国家石油需求预计同比增长约 120 万桶/日，增长动力主要来自其他亚洲国家、中国和印度，所有其他地区亦呈现稳健增长态势。

图 7：全球石油需求量（百万桶/日）



资料来源：同花顺，OPEC，上海中期

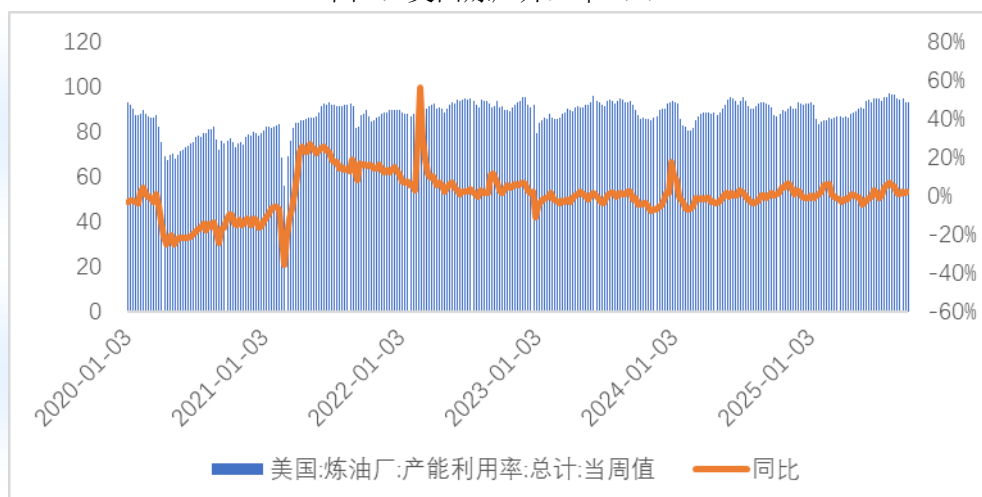
美国方面，8 月美国炼厂开工率平均为 95.96%，环比增加 1.2%，同比增加 1.2%。美国墨西哥湾地区炼油毛利平均为 15.07 美元/桶，环比上涨 42 美分/桶，同比上涨 1.80 美元/桶。美国墨西哥湾地区炼油利润相对 WTI 基准价持续走强，于 8 月攀升至六个月高点。受季节性汽油需求提振及石脑油需求显著增长的推动，炼油经济性持续改善。这一积极利润表现的出现，源于此前数月创历史低位的柴油库存及生产受限之后，美国墨西哥湾地区中间馏分油供需平衡已实现显著改善。柴油油价格及裂解价差因此承受下行压力。炼厂开工率提升及石油产品产量增加，对中间馏分油和残渣燃料油市场形成压制。尽管中质和重质馏分产品出现亏损，轻质馏分产品所带来的收益仍足以抵消这些损失。

预计 2025 年美国 GDP 将保持正增长，为石油需求提供支撑。尽管美国政府对贸易伙伴加征关税可能产生不确定影响，但总体趋势仍指向关税措施的逐步缓和。夏季驾驶季的公路出行和航空旅行需求，将推动运输燃料（汽油和航空煤油）成为成品油需求增长的主要动力。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 8：美国炼厂开工率（%）



资料来源：同花顺，EIA，上海中期

欧洲方面，8 月欧洲炼厂开工率为 85.98%，环比增加 1.7%，同比增加 1.7%。欧洲炼油毛利为 9.94 美元/桶，环比下跌 2.67 美元/桶，同比上涨 3.92 美元/桶。鹿特丹炼油利润相对于布伦特原油基准价在 7 月强劲表现后出现回落。这主要反映在瓦斯油裂解价差的急剧下跌，同时航煤和残渣燃料油价格的跌幅虽相对较小但仍构成显著拖累。根据普氏能源资讯数据，截至 8 月 28 日，阿姆斯特丹-鹿特丹-安特卫普（ARA）地区月末石油产品总库存环比增加 5.7%，其中瓦斯油库存增加 114%是主要推动因素——而 7 月该地区产品总库存曾下降 2.0%。这表明该地区石油产品供应状况较上月显著改善。然而与去年同期相比，8 月 ARA 产品总库存仍下降 7.9%，预示着今年欧洲石油产品供需平衡较去年更为紧张。

短期来看，在消费支出韧性较强、通胀持续放缓、实际工资伴随利率下降而回升的背景下，该地区经济预计将保持强劲态势。整体而言，欧元区经济预计将获得有力支撑，并超越 2024 年的增长水平。

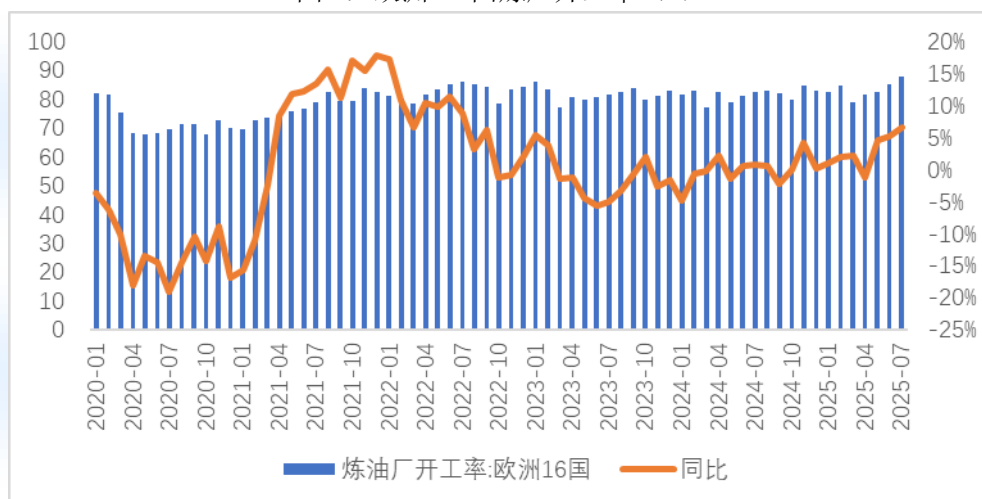
德国的财政刺激政策有望提振工业产值，并预计将对欧盟各国产生积极的溢出效应。此外，工业活动也呈现改善迹象，制造业指标展现出韧性。与此相符的是，欧元区制造业产值在 8 月实现自 2022 年 7 月以来的首次增长，且生产量已连续六个月保持上升。

基于当前发展态势及观察到的欧洲经济扩张信号，这些积极因素预计将持续至 2025 年四季度，从而为短期石油需求提供支撑。前瞻性指标同样预示欧盟石油需求将改善：8 月制造业 PMI 从 7 月的 49.8 点升至 50.6 点，服务业 PMI 自 6 月以来持续处于荣枯线之上。与此同时，美欧已就部分领域投资达成贸易协议，航空零部件、化学品、半导体和农产品将获得关税豁免。双方还承诺加强技术合作机会，这一进展有望缓解持续存在的贸易不确定性。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 9：欧洲 16 国炼厂开工率（%）



资料来源：同花顺，OPEC，上海中期

中国方面，8 月原油加工量为 6346.50 万吨，环比增加 0.64%，同比增加 7.60%。本月国内原油加工量环比基本持平，但是同比增长高达 7.6%，主因主营和地炼提升开工，炼油利润较高导致，原油加工量累计同比增加 3.2%。国内制造业投资保持稳定，主要得益于工业产出的持续显著增长。7 月工业产出同比增长 5.7%，虽略低于 6 月的 6.8% 和 5 月的 5.8%，但仍保持强劲势头。同期商品出口同比增长 7.2%，较 6 月的 5.9% 有所加速。这主要源于对欧盟和东南亚等关键市场的出口增长，而对美出口则呈现疲软，暗示部分商品正通过转口贸易渠道输往美国。中美关税争端方面，原定于 2025 年 8 月 12 日到期的对华加征关税措施第二次延期。双方同意将关税休战期延长 90 天至 11 月 10 日。为抵消美国关税影响，中国生产商正积极拓展亚洲、非洲和拉丁美洲市场。

与基建相关的财政支出在财政刺激政策支持下预计保持稳定。除基建投资外，中国政府还积极保障教育、医疗和公共部门工资等常规支出。这些措施通过缓解家庭可支配收入压力，将在短期内间接支撑居民消费。数据显示，截至 8 月 27 日当周，中国主要城市道路交通量上升 5.2%。这些指标均预示未来产品需求旺盛。在石化原料需求持续健康、运输燃料需求提供支撑的背景下，强劲的工业生产预计将进一步助推柴油需求。

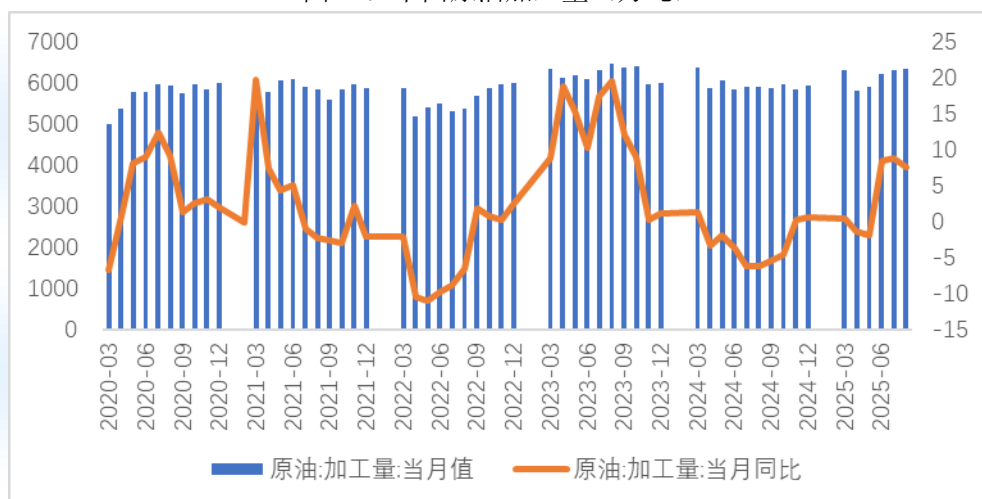
炼厂方面，根据卓创数据显示，9 月国内主营炼厂平均开工负荷预估值为 82.92%，环比提升 0.35%。9 月主营炼厂检修产能环比有所增加，但受国内汽、柴油需求存好转预期提振，部分炼厂日度原油加工量提升，因此带动本月平均开工负荷环比提升。10 月抚顺石化及镇海炼化 2#常减压装置仍处检修期内，云南石化或进入全厂检修，叠加国内汽、柴油需求表现欠佳，因此预计主营炼厂原油加工量及平均开工负荷或将回落。

9 月山东地炼一次常减压平均开工负荷预估值 57.11%，环比上涨 4.62%。检修方面，垦利、金诚先后进入检修期；不过开工炼厂较多，东明、齐成恢复开工，华联、海化负荷进一步提升，其他炼厂负荷保持稳定。综合影响下，9 月山东地炼一次常减压平均开工负荷环比上涨。10 月正和、垦利、华星计划开工；胜星计划 10 月中旬轮检，岚桥亦有检修计划。整体来看，10 月山东地炼开工产能大于检修产能，一次开工负荷或继续提升。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 10：中国原油加工量（万吨）



资料来源：同花顺，国家统计局，上海中期

印度方面，8 月原油加工量为 2329.30 万吨，环比下降 4.37%，同比增加 3.04%。印度经济增长预计将保持平稳态势，这主要得益于强劲的内需、不断增长的私人消费、政策改革以及政府对关键领域的扶持。自年初以来印度经济活动持续活跃。7 月制造业 PMI 升至 58.7，创 14 个月新高；较 6 月的 57.6 和 5 月的 58.2 持续攀升。服务业 PMI 同样表现强劲，6 月维持在 60.4 的高位，高于 5 月的 58.8。与此同时，2025 年二季度制造业对 GDP 增长的贡献度微幅提升。7 月消费者通胀率同比降至 1.55%，实现连续九个月回落。

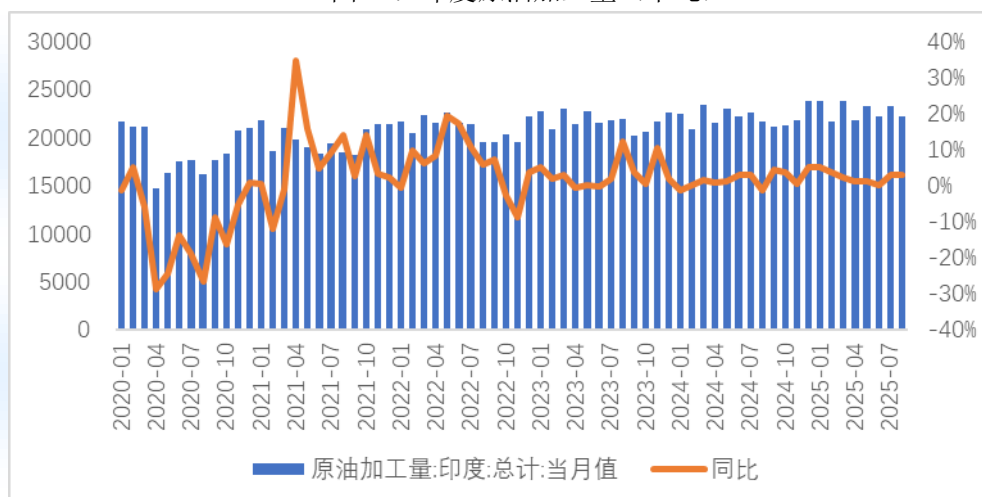
当前美印贸易摩擦持续发酵。印度正面临美国对其输美商品加征 50% 关税的挑战，且自 2025 年 8 月 27 日起将额外增收 25% 关税。美国市场约占印度 GDP 的 2% 及商品出口总额的 20%。此次加税将严重冲击占对美出口 45% 的微中小企业，但预计不会对印度整体经济及石油需求造成重大打击。持续的基础设施建设支出配合财政与货币刺激政策，有望部分抵消关税带来的负面影响。

短期印度石油需求将获得多重支撑：柴油仍是需求增长的关键驱动力；在基建投入和工业生产带动下，建筑用沥青以及水泥、钢铁行业所需的石油焦需求保持坚挺；交通运输与制造业燃料的稳健增长将持续推动总体石油消费；此外，对石化产品需求的上升也将为上游原料需求提供支撑。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 11：印度原油加工量（千吨）



资料来源：同花顺，印度石油和天然气部，上海中期

行情研判：

10 月 OPEC+将继续以 13.7 万桶/日的速度增产，在低油价的环境下，OPEC+各产油国将抢占市场份额的优先级提升，供应端承受的压力将增强。美国方面，随着活跃钻井平台数量的回升，并在特朗普能源政策的影响下，预计美国原油产量仍有增长空间，美国原油产量将维持高位。需求方面，中国新一轮刺激政策有望提振居民收入、支撑内需复苏。但汽油和航空煤油消费旺季的结束及炼厂秋季检修的开启将导致炼厂开工率下降，进而拖累原油消费。此外，美国 8 月失业率升至 4.3%，创近 4 年来新高。8 月美国非农就业人数仅增加 2.2 万，较 7 月修正后的 7.9 万大幅下降，并远低于市场预期。美联储释放 10 月降息信号，经济的下滑风险导致市场情绪偏悲观。**整体来看，10 月全球原油市场供应压力持续，需求走弱预期较强，在经济形势悲观的影响下，原油价格或将继续走弱，关注美联储货币政策变化和地缘形势变动对油价的影响。**

风险提示：货币政策、关税政策及地缘形势变化。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见，不构成投资建议。任何单位或个人据此操作，风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。本报告观点及刊载之所有信息，仅供公司内部参考，不得外传。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。