

2025年6月27日

焦点回归供需，节奏将成核心

——原油2025年半年度策略报告

投资要点：

分析师：

王亦路：

从业资格证号：F03089928

投资咨询证号：Z0019740

电话：021-68757092

邮箱：wangyil@qh168.com.cn

分析师

冯冰

从业资格证号：F3077183

投资咨询证号：Z0016121

电话：021-68757092

邮箱：fengb@qh168.com.cn

- 供应：下半年OPEC+复产节奏大概率将会持续保持较快节奏，供应压力仍旧是中枢下行的最大驱动。当然过程中需要关注是否会继续出现类似5月的复产不及配额情况，但时间拖长后，过剩预期仍然较难改变，关注焦点将会集中在过剩供应何时体现在现货贴水上。此外不排除地缘阶段性对供应进行干扰。
- 需求：上半年需求水平总体良好，前3个月增产过程中需求基本同步回升，目前尚未造成明显库存累积。但旺季后需求水平仍然需要关注，炼厂利润近期也有部分回落迹象，后续若无法承接复产供应，则库存累积以及现货采购意愿将走低。另外降息路径也将成为影响点之一，一旦出现就业弱化，关税谈判不畅，或二次通胀等问题，风险资产共振也可能影响油价。总体来说，节奏问题将是下半年的核心。
- 结论：下半年油价波动将继续偏高，但长期中枢受到OPEC+增产压力不变，中枢下移仍是大概率情况。短期现货尚可，但供应影响下过剩外溢节奏仍然是下半年核心。此外关注地缘及宏观影响因素。
- 操作建议：原油逢高偏空。
- 风险因素：地缘及制裁影响再度发酵，关税影响原油需求预期，OPEC+减产政策再出变数，加拿大野火及夏季飓风等意外威胁生产，伊拉克北部供应出现回归，俄罗斯供应再度走高，俄乌冲突缓和影响制裁等。

正文目录

1. 策略概述	4
2. 原油：地缘计价暂歇，恢复供需节奏影响评估	4
2.1. 地缘风险暂歇，供应重回 OPEC 复产评估阶段	4
2.2. 旺季需求水平仍待验证，等待过剩时点到来	9
3. 结论	13

图表目录

图 1 Brent 12 月差	4
图 2 DFL	4
图 3 EFS	5
图 4 Dubai-Oman 价差	5
图 5 8 国对配额生产超量	5
图 6 部分油品贴水情况	5
图 7 俄罗斯船运装载情况 (千桶/天)	6
图 8 俄罗斯船运出口情况 (千桶/天)	6
图 9 俄罗斯出口目的地情况 (千桶/天)	7
图 10 俄罗斯库存 (包括浮仓) (百万桶)	7
图 11 伊朗对中国装载量 (千桶/天)	7
图 12 伊朗港口装载情况 (千桶/天)	7
图 13 伊朗出口情况 (千桶/天)	7
图 14 伊朗库存 (包括浮仓) (百万桶)	7
图 15 美国页岩油生产企业财报数据	8
图 16 美国开钻未完成井数量 (DUC)	8
图 17 IEA 25 年供需预测 (百万桶)	9
图 18 EIA 25 年供需预测 (百万桶)	9
图 19 美国炼厂检修	9
图 20 欧洲炼厂检修	9
图 21 美国汽油裂解差	10
图 22 欧洲汽油裂解差	10
图 23 美湾炼厂利润	10
图 24 欧洲炼厂利润	10
图 25 主要消费地原油库存	11
图 26 主要消费地汽油库存	11
图 27 国营炼厂开工率	11
图 28 地炼开工率	11
图 29 国内汽油样本库存	12
图 30 国内柴油样本库存	12
图 31 中国原油进口量	12
图 32 对中国出口油轮量	12

1. 策略概述

上半年原油经历了较多波动性放大情况，1月美国对百余艘油轮进行制裁，导致运输担忧骤起，油价大幅反弹，此后油价逐渐回落，并在 OPEC+ 宣布将逐渐回归自愿减产部分供应，以及关税战再起后大跌，此后持续保持低位区间震荡。但 5 月后 OPEC 供应回归力度不及计划，叠加炼厂需求尚可，价格逐渐抬升，最终在以伊冲突爆发下油价开启一波历史性涨波，但随着美军介入结束，双方大概率将结束前期高强度对抗。下半年虽然地缘风险仍在，但随着 OPEC+ 持续高强度复产，价格将回归对供应节奏影响，和对需求的评估计价。

2. 原油：地缘计价暂歇，恢复供需节奏影响评估

2.1. 地缘风险暂歇，供应重回 OPEC 复产评估阶段

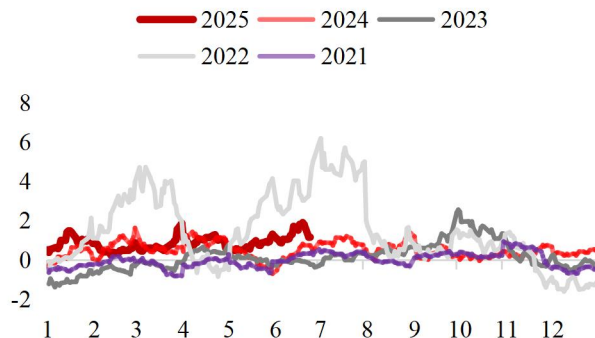
6 月市场价格出现大幅波动，在前期 OPEC 宣布继续增产后，市场反应有限，随着伊核问题发酵，冲突造成的地缘风险溢价开始上升，布伦特一度接近 80 美金。在此阶段中，从 4 月末开始转入 Contango 的 12 月结构出现了明显的反弹，并在冲突前两日转为 Back 结构。但实际上，从现货情况来看，虽然大部分贴水都在回升，并且现货结构也有明显转强，但是转强幅度仍不及盘面。近期随着地缘风险明显回落，长期月差再度大幅走弱，12 月结构走低至接近平水，DFL 虽前期偏高但仍然在正常水平，近期也有一定回归。

图 1 Brent 12 月差



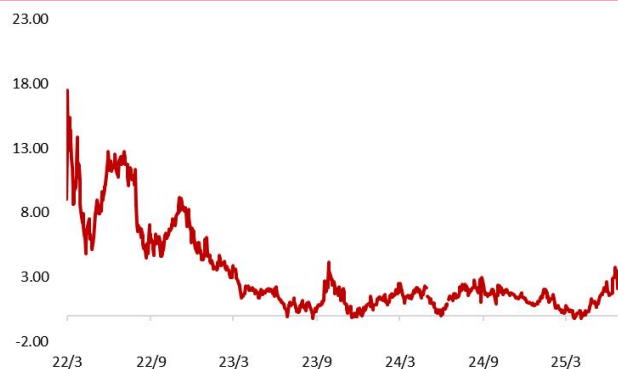
资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图 2 DFL



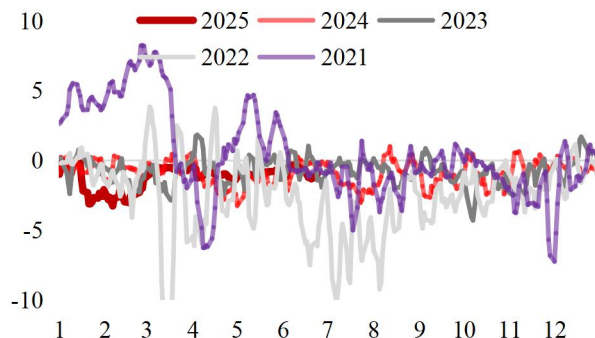
资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图 3 EFS



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

图 4 Dubai-Oman 价差

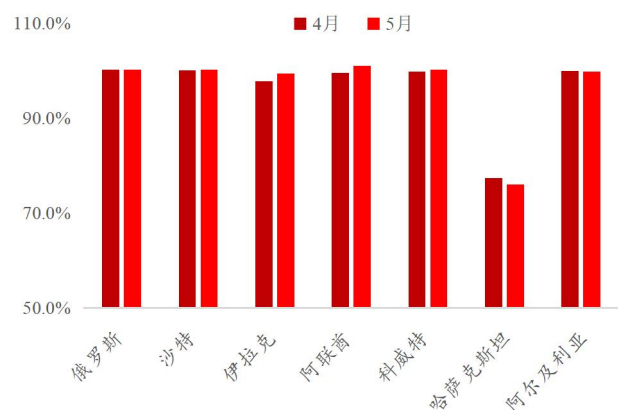


资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

而近期 Dubai-Oman 价差也仍然保持正常区间, 本身并未跟随近期地缘溢价发生太大改变, 而 EFS 的高位逐渐回落则说明近阶段 Brent 相对中东油品的溢价将会逐渐回吐, 也说明近期盘面绝对价格回落后, 由于流动性较强导致的苏伊士运河以西供应溢价仍有回落空间, 此前 WTI 在北海的贴水月内从对 Dtd Brent +1.3 美金升至+2.5 美金, 后续包括北海油品的贴水仍将有下行空间, 对盘面的压制并未结束, 可能会在 3 季度延续。

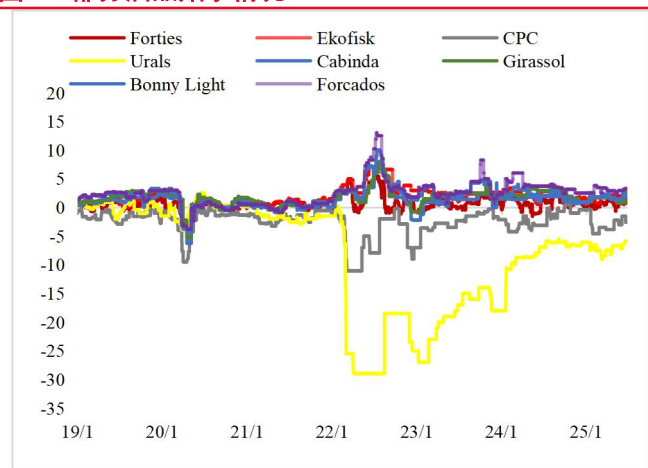
后期主要的供应变量仍然在 OPEC+, 从目前消息来看 8-9 月预计将继续保持前几个月的 41.1 万桶/天增产速度, 持续的增产将会给市场继续带来较大压力。短期现货之所以维持相对平稳, 是因为 5 月至今以来 OPEC+ 增产幅度并未赶上复产计划, 以及现货需求水平短期尚可, 但后期供应仍以加快复产为大概率事件。

图 5 8 国对配额生产超量



资料来源: OPEC, 东海期货研究所

图 6 部分油品贴水情况



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

就 4-5 月复产以来的供需情况来看, 整体减产执行情况良好, 部分国家甚至超出减产配额, 尤其是在 5 月, 沙特、俄罗斯, 阿联酋, 科威特减产执行率均超过 100%, 之前的减产困难户之一的伊拉克也达到了 99.5% 执行率, 导致 OPEC 的 5 月产量甚至并未达到配额要

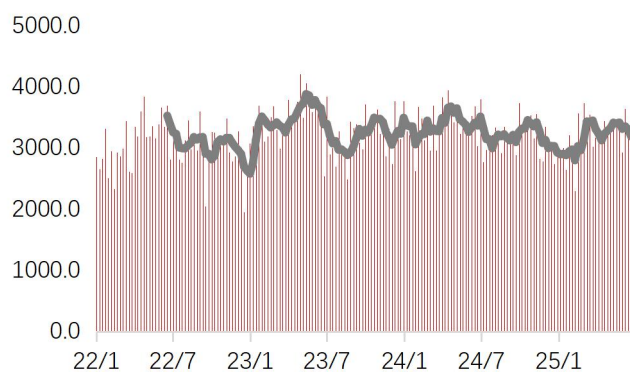
求，仅有哈萨克斯坦减产执行仍然极差。前期哈萨克斯坦能源部多次放出信息，今年初升级Kashagan 油田之后，将不会进行过多减产，此举也基本给出明确信号，补偿减产可能在今年都将不会得到较好执行。基于该情况后沙特可能会继续领导在 8-9 月需求旺季进行高强度复产，OPEC 短期供应变化将相对有限。

对下半年的 OPEC 生产量需求在 2650 万桶/天，其中 3 季度为 2710 万桶/天，4 季度为 2620 万桶/天，但下半年 OPEC 在配额大概率继续放开的情况下，9 月极有可能产量就升至 2800 万桶/天以上，过剩供应将持续存在。

而后期的复产效果观察中，由于主要复产国油品为中质及轻质油品，增产大概率也主要会首先影响中轻质油品，尤其是哈萨克斯坦持续大量超产，势必会对地中海轻质油品造成贴水影响，后续一旦需求不及预期或者过剩显现，此类油品贴水的走弱极可能是较先发生的，因此有必要特殊关注该区域中轻油品情况，到目前为止，这些油品贴水尚未出现明显回落。

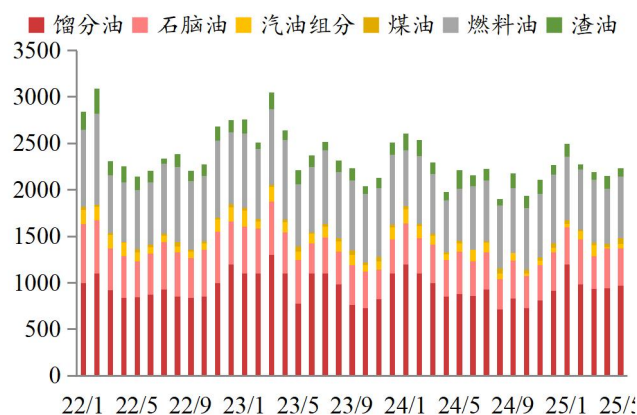
另外，北海近期 Castberg 也将投产，产量初期将会有 18 万桶/天，最大可以达到 22 万桶/天，以及 9 月圭亚那也将会有接近 20 万桶/天的新投产，今年非 OPEC+ 的产量也将给出较大压力。IEA 最新预测 2025 年供应增量的 180 万桶/天中，将会有 140 万桶/天由非 OPEC+ 国家贡献，其中主要增量为美国，巴西，圭亚那，加拿大和阿根廷。

图 7 俄罗斯船运装载情况 (千桶/天)



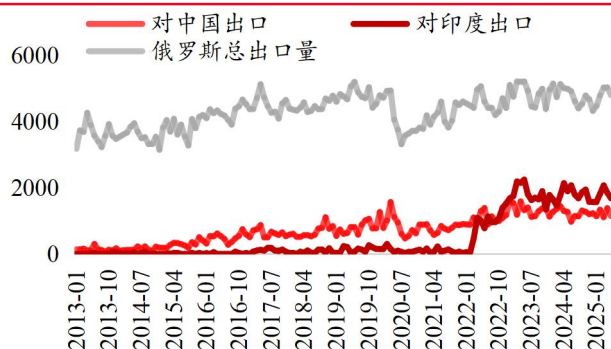
资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图 8 俄罗斯船运出口情况 (千桶/天)

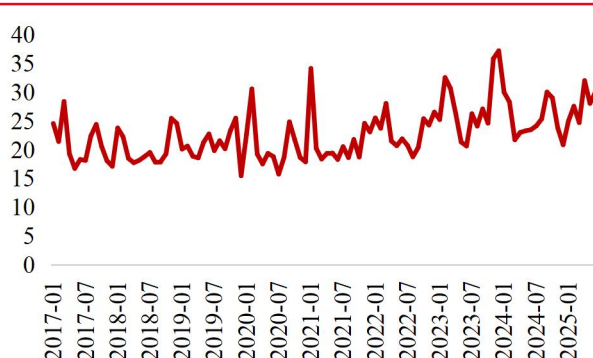


资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

俄罗斯供应近几月跟随复产正常升高，且部分亚洲客户已经在尝试对被制裁船舶进行直接卸载，供应情况逐渐缓和，也导致短期运输瓶颈基本解除，5 月至今的装载量为 334 万桶/天。不光是原油运输情况在 1 月制裁之后明显恢复，成品油方面在 1 季度抢出口后，也呈现逐渐回升。5 月总出回升为 3 月以来新高，达到 223 万桶/天，其中燃料油出口达到 67 万桶/天，从 1 季度末低位恢复正常水平。

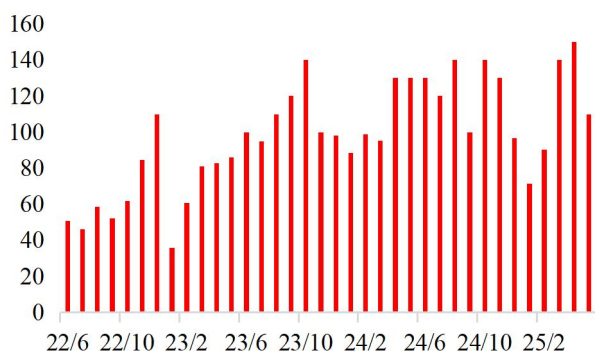
图9 俄罗斯出口目的地情况 (千桶/天)

资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

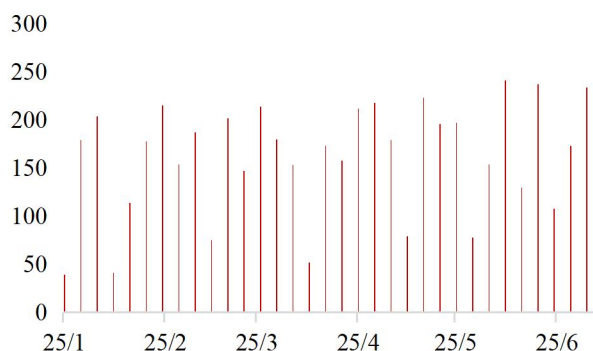
图10 俄罗斯库存(包括浮仓) (百万桶)

资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

而由于上半年俄罗斯对主要客户印度及中国进行出口量有一定回落, 库存出现明显增量, 包括海上浮仓的库存增加了 900 万桶。

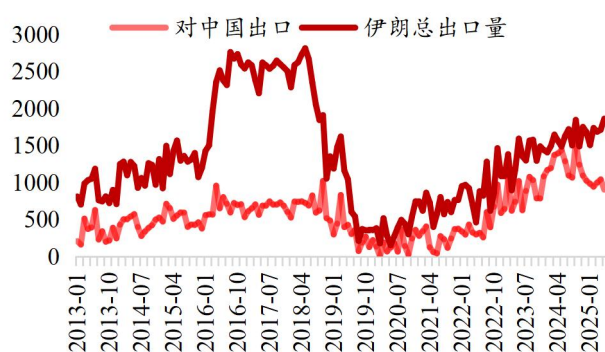
图11 伊朗对中国装载量 (千桶/天)

资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

图12 伊朗港口装载情况 (千桶/天)

资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

而从卫星数据来看, 伊朗在冲突期间, 为了油品安全, 出口装载量大幅提升, 6 月中旬平均每天装载 233 万桶, 与正常量相比增长了 44%, 但直接的出口量在 5 月开始就有明显减少, 这更多是从 2-3 月就开始的由于船舶制裁担忧的滞后体现。

图13 伊朗出口情况 (千桶/天)

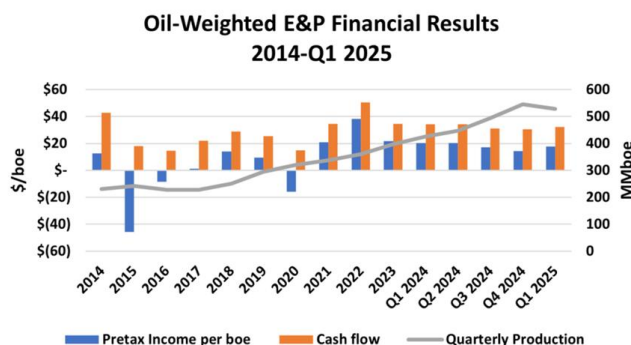
资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

图14 伊朗库存(包括浮仓) (百万桶)

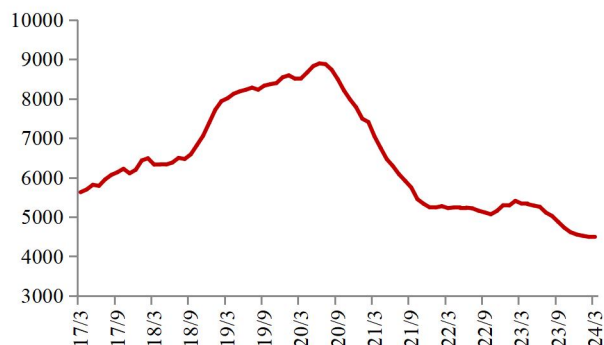
资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

而虽然在冲突前夕就已经出现了印度等炼厂逐步开始接受伊朗船货的情况，且近期特朗普表示希望看到中国可以购买伊朗原油，短期可以确认伊朗供应并未被排除出市场，只是供应路径通畅程度有所放缓，但需要看到的是当下较多伊朗船货仍在马来西亚等海域挤压进行转口，卸载节奏明显走低。从浮仓来看，卫星数据显示，2-6月伊朗海上浮仓增加了近1760万桶，而2-6月伊朗对中国出口量平均减少了10万桶/天左右，5个月内基本对应增加1500万桶当量，符合浮仓增量水平。这部分库存一旦得到释放，势必会对市场造成冲击。

美国供应方面，上游公司1季度税前收入有所增加，且现金流有一定增长，但大概率随着2季度油价大幅下跌，后续会出现下行。叠加E&P公司已经大幅消耗核心区钻探资源，Midland地层的核心区已钻探近三分之二，Delaware地层的核心区也已钻探略多于一半。后期随着盆地边缘和低品质油田钻探的增加，石油产量将逐渐减少，天然气和水产量将逐渐增加，EIA数据已显示气油比已经从2014年的34%上升至2024年的40%，这也意味着水处理的成本在不断上升。所以Permian盆地等主要产区虽然产量仍在上升，但增幅将会逐渐放缓。美国钻井总数仍在缓慢下行，而开钻未完成井数（DUC）也未见增长，美油产量在近两年增速走低基本已是不可逆的。

图 15 美国页岩油生产企业财报数据


资料来源：RBN

图 16 美国开钻未完成井数量（DUC）


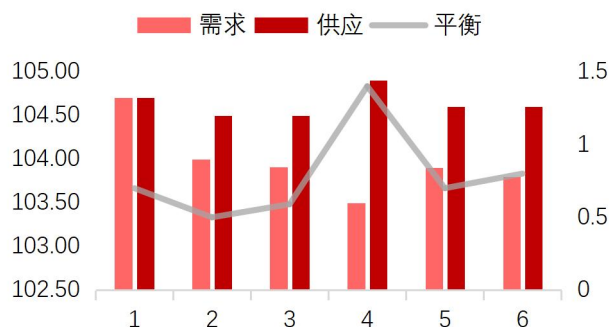
资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

下半年供应层面主要节奏仍然将集中在OPEC+复产节奏，另外，不排除地缘因素在下半年仍有发酵的可能。至2季度末，OPEC+整体增产节奏仍然偏慢，部分月份复产速度未达配额目标，但是时间累积后，今年超过大概率超过200万桶/天以上的复产量仍然可能对供应市场造成较大压力，叠加非OPEC+供应的持续增量，现货贴水出现走弱迹象时，尤其需要注意是否是阶段性迹象海上长期趋势。

2.2. 旺季需求水平仍待验证，等待过剩时点到来

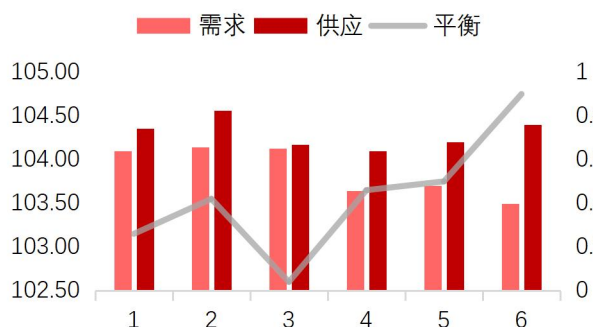
由于关税冲突再起，地缘风险频发，以及由此带来的美联储降息路径仍然不甚清晰等因素，上半年总体对 2025 年的需求预期普遍在下降。IEA 对 25 年的需求预期从年初的 1.04 亿桶/天降低至目前的 1.038 亿桶/天，EIA 则从年初的 1.041 亿桶/天降低至 1.035 亿桶/天。

图 17 IEA 25 年供需预测（百万桶）



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

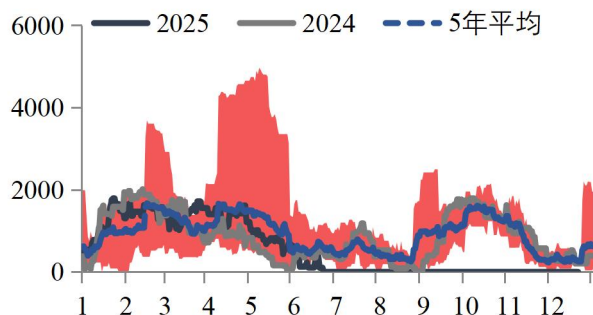
图 18 EIA 25 年供需预测（百万桶）



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

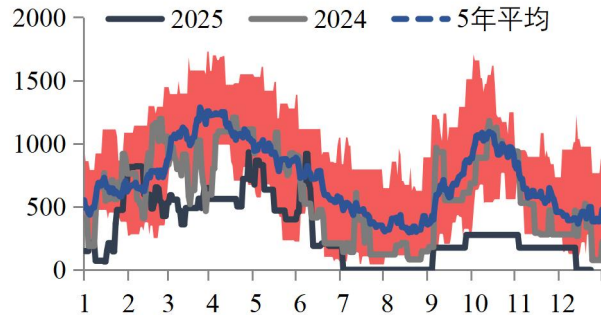
而两方对今年的长期供需均持过剩观点，日过剩量分别在 90 万桶和 80 万桶，且更多体现在下半年。到目前位置，需求水平仍然尚可，虽然 3-5 月一度由于检修量大幅增加而导致炼厂需求减少，期间西葡大停电等突发事件一度导致炼厂计划外检修量大增，而西非 Dangote 炼厂直至 5 月才恢复高开工也使得采购需求持续受抑，但 5 月后由于炼厂开工回升，以及备货旺季需求，确实出现了较为明显的采购潮，囤库意愿明显回升，叠加原油价格在 5 月末后受地缘刺激持续走高，更是点燃了供应恐慌，使得现货贴水仍有小幅增长。

图 19 美国炼厂检修



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图 20 欧洲炼厂检修

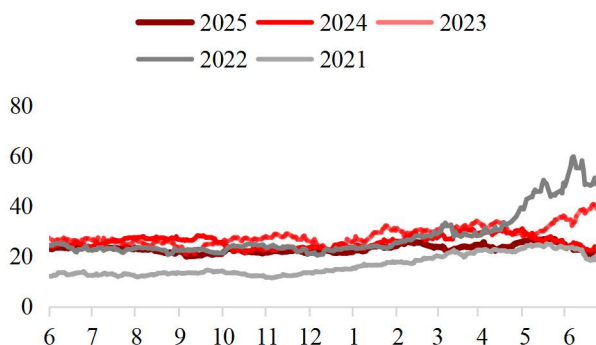


资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

同时中东供应的担忧外溢到了其余销区，美油出口连续出现增量，Midland 在欧洲贴水持续增加，包括 Dangote 和亚太炼厂客户大幅增加对美油购买，使得库存出现去化。

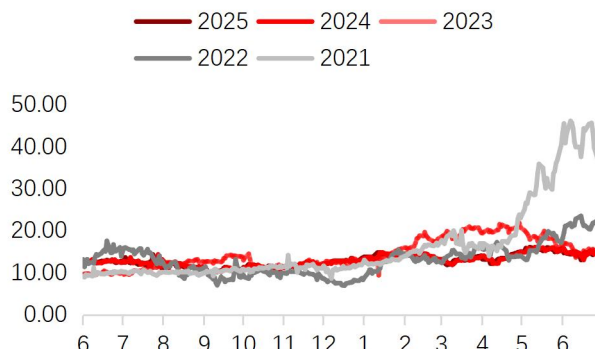
6月前由于油价出现历史性倒V走势，导致利润端也出现明显波动，但到3季度后，最需要关注的仍然是海外旺季需求的水平验证情况。到目前为止，需求水平保持稳定，汽油利润继续中性水平，并未体现初明显的抬升态势。

图 21 美国汽油裂解差



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

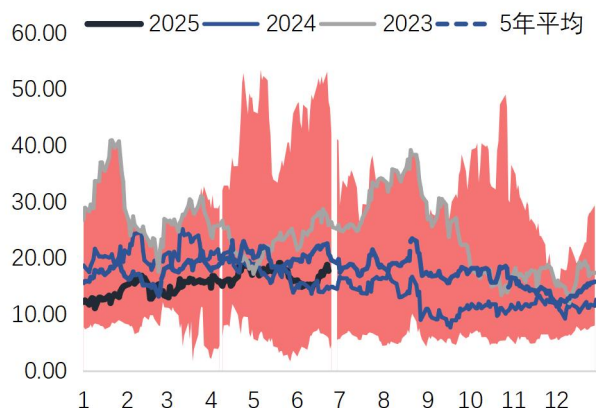
图 22 欧洲汽油裂解差



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

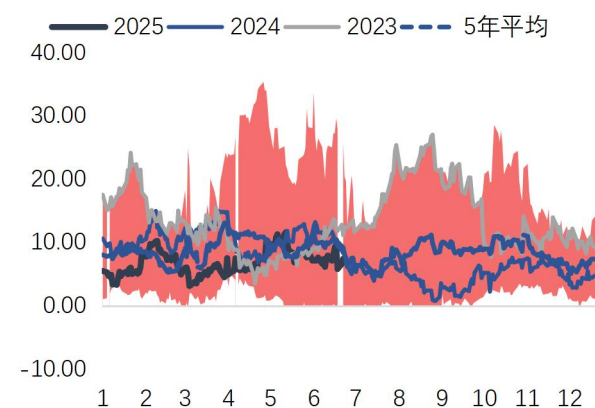
而海外炼厂利润更多由于近期的柴油强势而持续走高，但这一趋势在近期也有所放缓，但就短期而言，利润并未有明显回落，也预示采购可能并不会在近期受到太大影响，现货贴水将继续保持一段时间平稳。

图 23 美湾炼厂利润



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

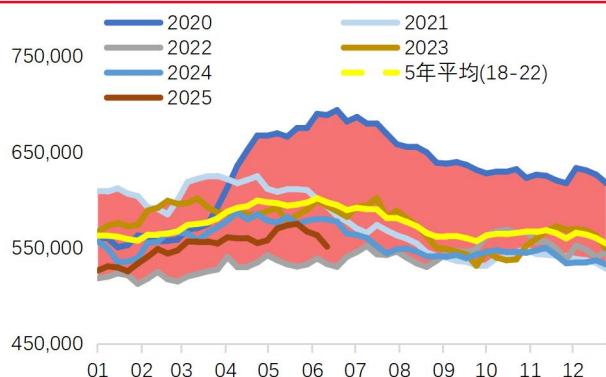
图 24 欧洲炼厂利润



资料来源: Bloomberg, 东海期货研究所

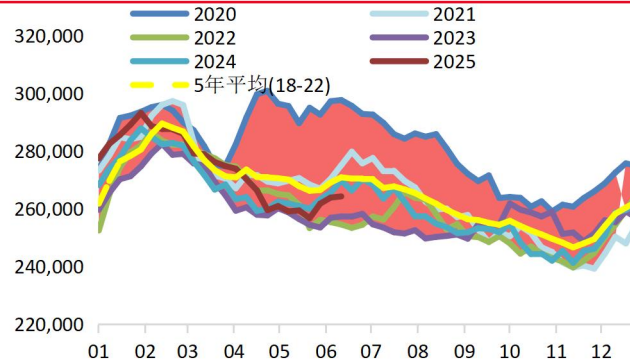
从库存来看，前期原油库存的累积也暂缓，近期再度出现去化，一部分是由于前文提到的地缘导致的需求外溢，另一部分则确实显现了近期进料保持高位情况下，库存水平仍然没有太大压力。但汽柴库存近期出现小幅累积态势，管道贴水也在走低，不过目前尚不足以确定当下需求是否有不及预期的情况。

图 25 主要消费地原油库存



资料来源：Refinitiv，东海期货研究所

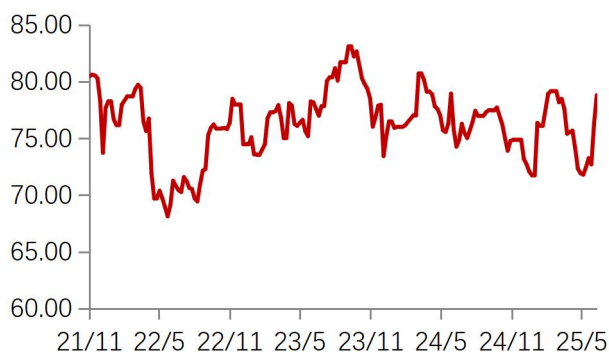
图 26 主要消费地汽油库存



资料来源：Refinitiv，东海期货研究所

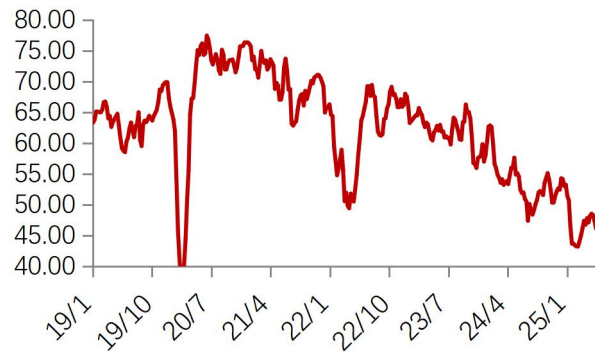
亚太方面，近期国内上游利润有部分修复，国营炼厂开工总体也有小幅回升，地炼则开工继续保持偏低位置。上游利润近期回升后，大幅压制了化工下游利润，目前多个下游产业链都出现了减产情况，后续持续保持高开工的概率也偏低。另外需要看到的是，由于国内炼厂需求增速放缓，减油增化政策，以及电动车保有量增加等因素，近两年进口量已经明显呈小幅下降的态势，并且已经成为长期趋势，中国需求基本已经在近两年达峰。中国需求对整体供需变化的作用仍然很大，但边际影响力在降低，如果继续将中国需求短期变化作为极为重要的指标之一，可能得到的结果将有限，这也从近两年来持续走低的炼厂开工可以得到印证。

图 27 国营炼厂开工率



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

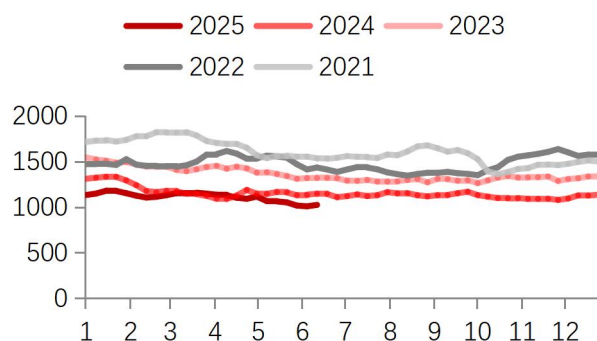
图 28 地炼开工率



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

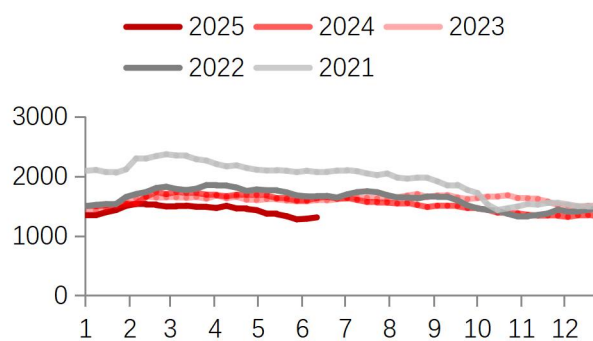
成品油样本库存仍然保持极低位置，均为历年来的最低水平。汽柴油库存持续低位，也持续反映了近期需求仍然偏低。国内供需两弱的格局预计将继续保持。

图 29 国内汽油样本库存



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

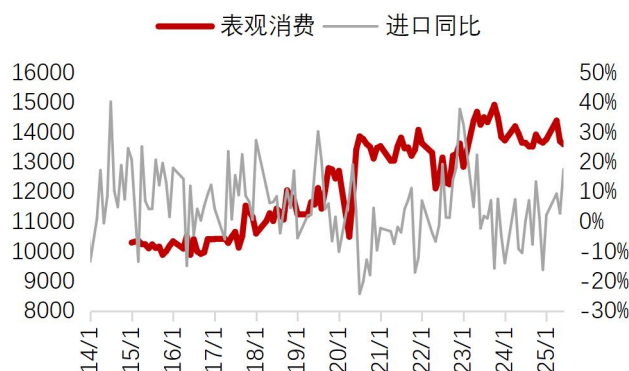
图 30 国内柴油样本库存



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

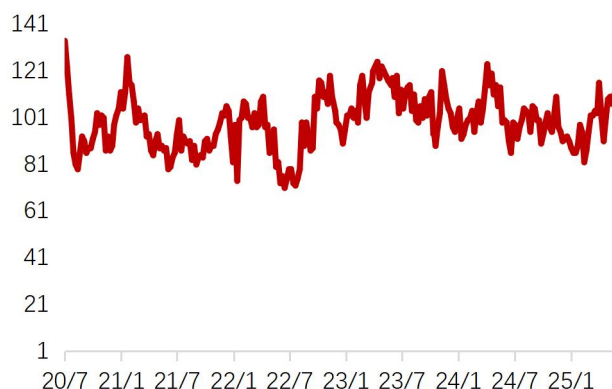
进口方面，进口船舶量略有走高，包括中国在内的亚太炼厂近期原料进口难度已经有所降低。俄罗斯油等制裁油品已经可以较为安全地进行卸载，包括印度在内的港口都已经出现了制裁船舶进行安全卸载的情况，美国方面近期在和谈进程中已经明显放松了对于俄罗斯油品的制裁。

图 31 中国原油进口量



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

图 32 对中国出口油轮量



资料来源：Bloomberg，东海期货研究所

宏观层面，由于关税影响，美联储降息路径现在愈加不明确，所以虽然整体海外风险资产虽然回收 2 月以来的大半失地，但包括日债近期波动较大等情况仍然有可能从宏观给出较大公正不确定性，下半年油价可能会面临较大的不确定性。长期而言，今年供应的大幅增量基本确定了下半年油价的持续下行趋势，短期的问题核心在于节奏，目前现货尚未体现明显的弱化，库存略有去化迹象，但仍需持续观察。油价波动性近期将放大，可以轻仓左侧逢高空，或者先行观望

3. 结论

上半年油价经历了较多事件性影响，但归根结底仍然是基本面带动下的延申，如 1 月供需趋于平稳，以及 5 月下旬后 OPEC 增产幅度不够基础尚现货超预期走强，所以下半年油价即便仍然面对角度不确定性和高波动，基础驱动仍然是现货及库存。短期炼厂利润方面未出现明显走弱，整体库存压力也未见明显累库迹象，但下半年随着 OPEC+ 的持续复产，过剩仍然是大概率情况，但盘面节奏将聚焦于对市场影响体现节点。旺季需求结束后，或者旺季需求不及预期，都有可能触发看空驱动发酵。下半年长期偏空观点不改，可提前进行看跌布局。

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市浦东新区峨山路505号东方纯一大厦10楼

联系人：贾利军

电话：021-68756925

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn