

OPEC+持续增产施压，油价将延续弱势

内容摘要：

10月原油价格探底回升。本月前期油价下跌主因美国威胁将对中国加征100%关税，宏观风险上升，市场悲观情绪带动油价下行。本月下旬，美国对俄罗斯两大石油公司实施制裁，原油供应中断风险上升，带动油价底部回升。11月OPEC+维持增产13.7万桶/日，并逐步取消165万桶/日的集体减产措施，原油供应端的压力增强。美国方面，虽然活跃石油钻井平台数量下降，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，北美炼厂秋季检修季进入尾声，炼厂开工率地位水平将拖累原油消费。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，终端消费清淡叠加炼厂检修，全球原油市场需求将继续转弱，在供应持续增长的压力下，预计11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。**

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

2025年10月31日

上海中期期货研究所
能源化工研发团队

郭金诺
F3031050
Z0019038

主要因素分析：

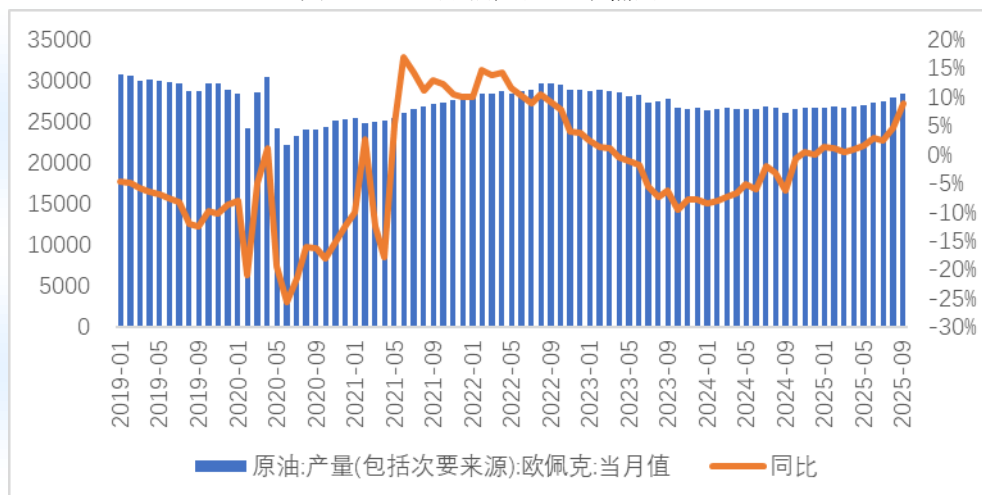
一、供应：OPEC+持续增产，供应端压力不减

1.1 OPEC+供应情况

9月OPEC原油产量平均为2844万桶/日，环比增加1.88%，同比增8.99%。本月沙特、阿联酋和伊拉克的原油产量增长位居OPEC+前三。其中沙特增产24.8万桶/日、阿联酋增产9.8万桶/日、伊拉克增产6.5万桶/日。沙特原油产量平均为996.1万桶/日，环比增加2.55%，同比增加11.26%。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、阿联酋和科威特超额生产位居前三。根据IEA的数据显示，9月OPEC九国产量高出目标产量94万桶/日。非OPEC产油国产量低于目标产量4万桶/日。OPEC+18国产量高出目标产量91万桶/日。OPEC+11月增产13.7万桶/日，并逐步取消165万桶/日的集体减产措施，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）

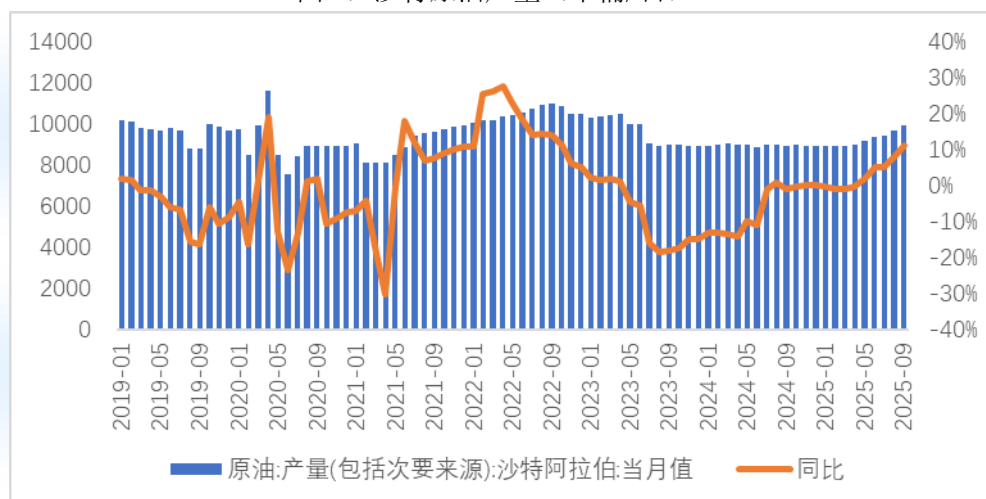


资料来源：同花顺，OPEC，上海中期

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。

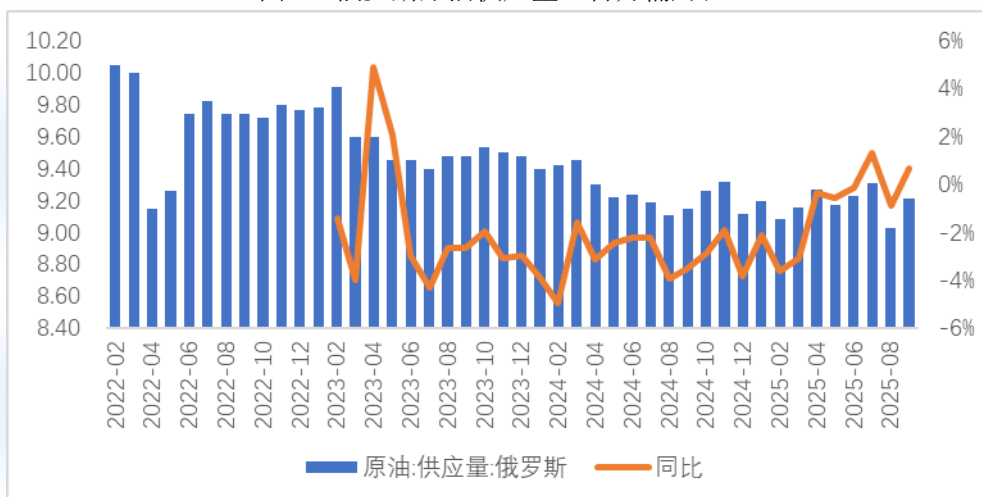
图 3：沙特原油产量（千桶/日）



资料来源：同花顺，OPEC，上海中期

俄罗斯方面，9 月俄罗斯原油产量为 921 万桶/日，环比增加 1.99%，同比增加 0.66%。俄罗斯原油产量低于目标产量 16 万桶/日。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，当地时间 10 月 28 日，俄罗斯总统新闻秘书佩斯科夫表示，目前俄方无法评估俄乌重启谈判的前景，正如俄方此前多次强调的，造成谈判暂停的根本原因在于乌方缺乏继续对话的意愿。乌克兰总统泽连斯基当天表示，乌克兰已准备好进行谈判，但乌克兰军队不会后退，也不会放弃任何土地。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

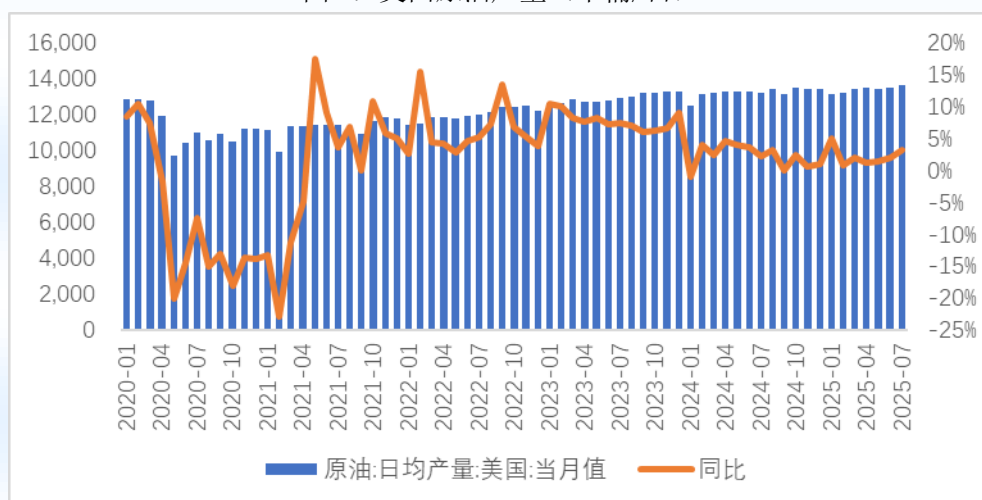
1.2 美国供应情况

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。

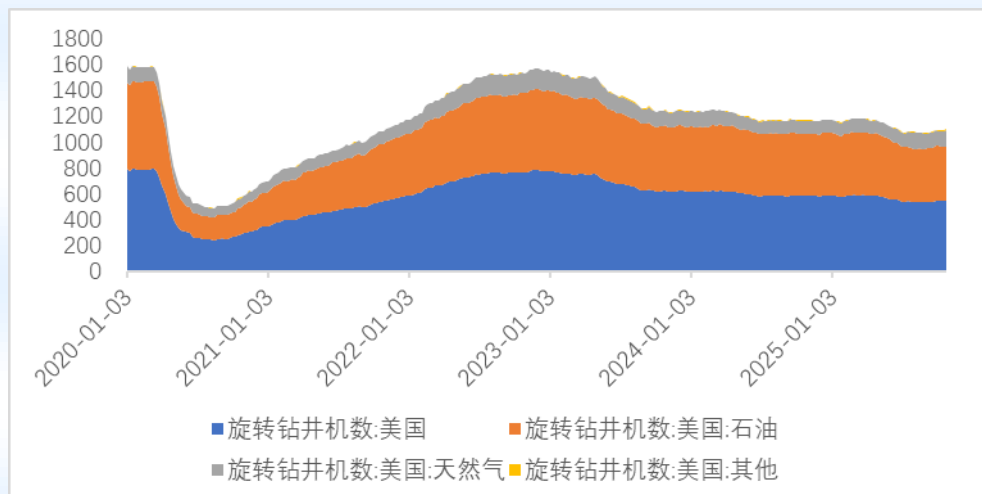
7月美国原油产量为1364.2万桶/日，环比增加0.81%，同比增加3.25%。截至10月17日的四周，美国原油产量为1360万桶/日，同比增加1.3%。美国页岩油产量的增长继续推升整体产量上行，美国页岩油产量占其国内总产量的70%以上。因此页岩油产量的变化将决定美国原油产量的变化方向。而页岩油井衰减速度较快，一般完井后第二个月产量达到峰值，但半年内就会衰减40-50%，第二年基本失去经济价值；因此只有不断打井才能维持页岩油的高产量。活跃钻井平台数是反映页岩油行业上游投资强度和资本开支的重要指标，一定程度上也可以反映未来页岩油产量的变化。一般而言，新增钻井所带来的产量将在3个月后逐渐显现。截至10月24日当周，美国钻机数为550台，环比增加0.18%，同比下降5.98%；其中石油钻机为420台，环比下降0.94%，同比下降12.5%。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，进而推升美国原油产量。

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

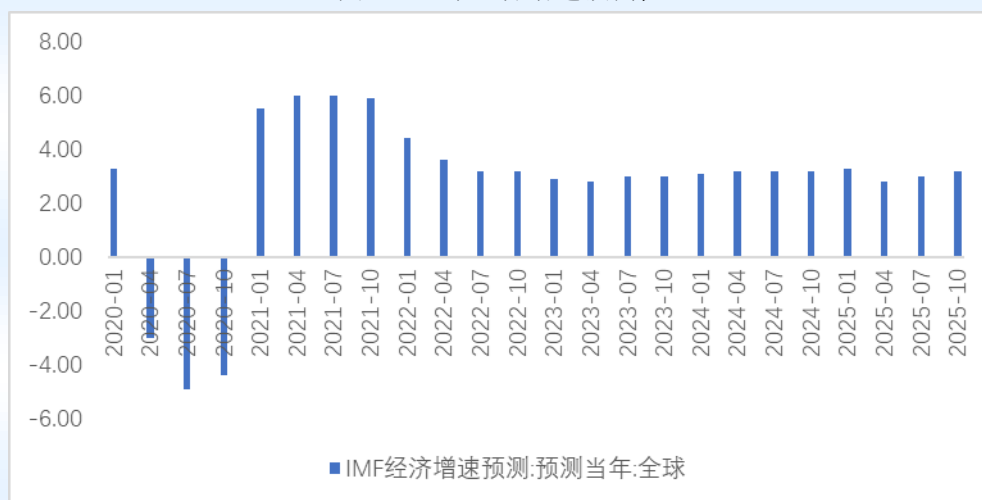
风险提示：市场有风险，投资需谨慎。

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：秋检进入尾声，消费淡季原油需求承压

IMF 认为新的政策措施重塑了当前环境，全球经济正在相应做出调整。由于有关各方随后达成了协议并重置了相关安排，加征关税的一些极端情况得以缓解。但整体环境仍然动荡，支持 2025 年上半年经济活动的临时性因素（如前置效应）正在消退。预计全球经济增速将从 2024 年的 3.3% 下降到 2025 年的 3.2% 和 2026 年的 3.1%，其中发达经济体的增速约为 1.5%，新兴市场和发展中经济体则略高于 4%。预计全球通胀率将继续下降，但各国之间存在差异：美国通胀将高于目标水平，且风险偏向上行；而其他国家通胀将处于低位。经济前景面临的风险偏向下行。持续存在的不确定性、保护主义的加剧以及劳动力供给冲击可能会抑制经济增长。财政脆弱性、金融市场的潜在调整以及制度的侵蚀可能会对稳定造成威胁。

图 7：全球经济增速预测值



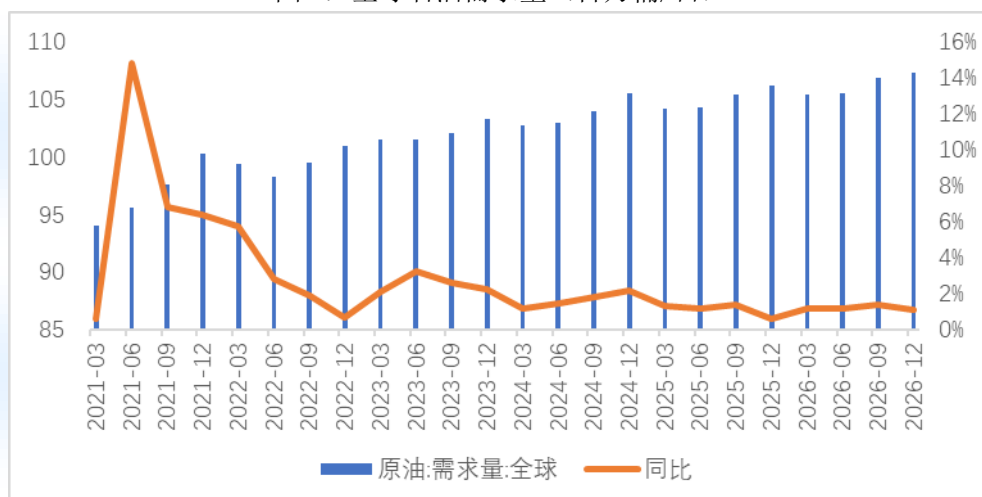
资料来源：同花顺，IMF，上海中期

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。经合组织石油需求预计将增长约 10 万桶/日，同比增长幅度温和，增长主力主要来自经合组织美洲地区。非经合组织国家石油需求预计将增长约 120 万桶/日，同比增长动力强劲，主要受其他亚洲国家、中国和印度需求推动，所有其他地区也均呈现稳健增长态势。

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。

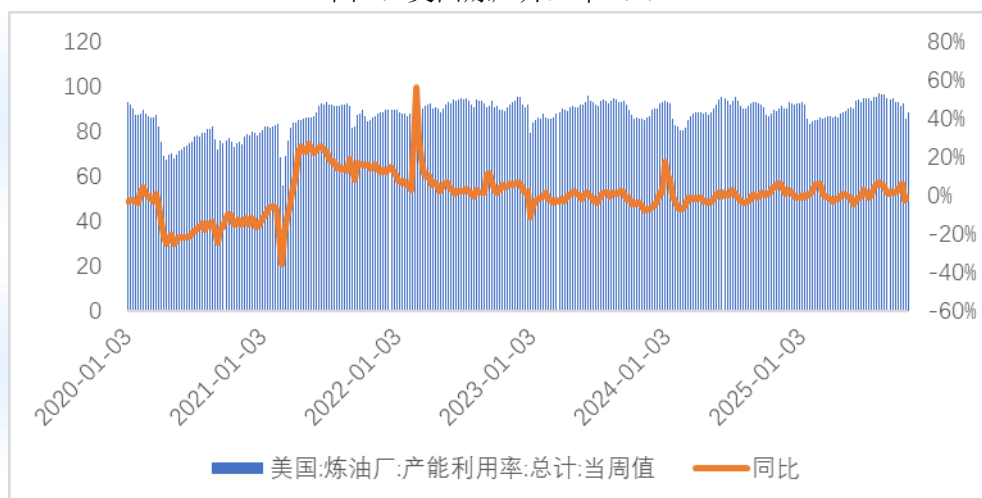
图 8：全球石油需求量（百万桶/日）



资料来源：同花顺，OPEC，上海中期

美国方面，9 月美国炼厂开工率平均为 93.16%，环比下降 2.3%，同比增加 2.5%。美国墨西哥湾区炼油毛利平均为 18.02 美元/桶，环比上涨 2.95 美元/桶，同比上涨 6.28 美元/桶。美国墨西哥湾沿岸炼油利润率相对 WTI 基准价格持续攀升，于 9 月达到 18 个月来高点。中质馏分油裂解价差环比涨幅最为显著，主要因俄罗斯产量下降导致欧洲供应短缺，从而推动美国油品出口量增加，为产品市场提供支撑。此外，夏季末汽油需求回升，加之炼厂产量下降，共同导致墨西哥湾沿岸汽油库存持续减少。另外，由于更多欧洲油品转销西非，当月美国东海岸汽油供应量出现下降。OECD 美洲的液化石油气预计将成为石油需求同比增长的主要驱动力，航空煤油和柴油需求同比增幅相对有限，而石脑油和残渣燃料油需求同比将保持平稳。汽油需求同比预计呈现下滑态势。

图 9：美国炼厂开工率（%）



资料来源：同花顺，EIA，上海中期

欧洲方面，9 月欧洲炼厂开工率为 82.44%，环比下降 4.5%，同比增加 1.1%。欧洲炼油毛利为 13.52

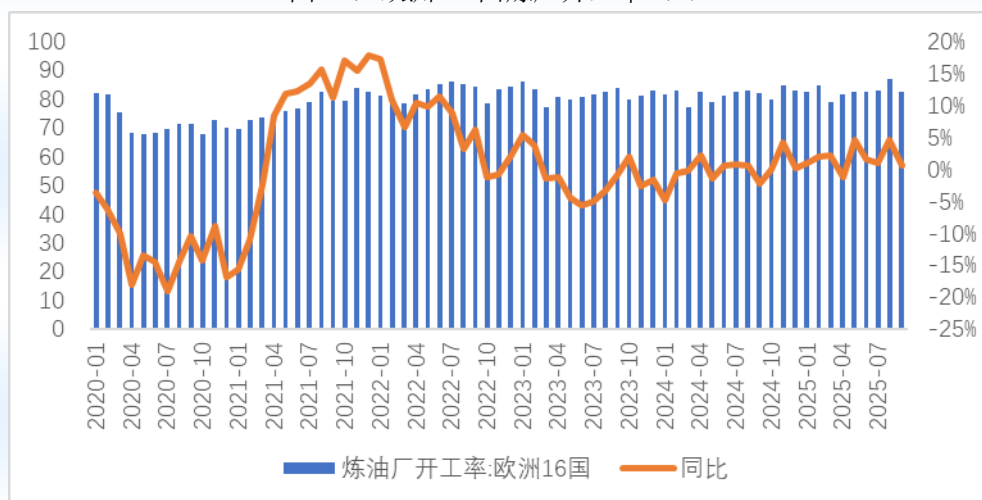
风险提示：市场有风险，投资需谨慎。

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。

美元/桶，环比上涨 3.58 美元/桶，同比上涨 7.82 美元/桶。鹿特丹炼油利润率相较布伦特基准价强势反弹，较上月跌幅显著回升，达到 18 个月来最高点。这一改善主要得益于除残渣燃料油外全馏分关键产品的整体走强。其中运输燃料贡献最为显著，受夏末运输需求激增及炼厂产量下降共同推动。柴油表现尤为突出，由于俄罗斯成品油产量降低及该地区炼厂集中检修导致开工率下降，有力支撑了欧洲成品油裂解价差。

短期来看，在弹性消费支出、通胀放缓以及降息背景下实际工资增长的共同支撑下，欧洲经济有望在 2025 年剩余时间内保持积极态势。德国实施的财政刺激措施预计将提振工业产值，并有望对欧盟各国产生积极溢出效应。此外，工业活动也呈现改善迹象：制造业 PMI 从 8 月的 50.7 升至 9 月的 51.2，服务业 PMI 从 7 月的 51.0、8 月的 50.5 升至 9 月的 51.3。基于这些发展态势以及观察到的欧洲经济扩张信号，预计 2025 年下半年石油需求将持续获得支撑。

图 10：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，9 月原油加工量为 6268.70 万吨，环比下降 1.23%，同比增加 6.80%。本月国内原油加工量环比小幅下降，但是同比维持较高增速，主因主营和地炼开工略降，但是整体经济增速较好，原油加工量同比增长较好。短期来看，在出口表现良好及基建投资持续发力的推动下，中国经济预计将保持稳健态势，国内生产总值和工业产值增长动力充足。9 月最新 PMI 数据显示服务业与制造业动能同步增强：制造业 PMI 从 8 月的 50.5 进一步升至 51.2，服务业 PMI 持续改善至 53，预示行业处于扩张区间。在财政刺激政策支撑下，基建相关财政支出有望保持稳定，这将在短期内通过缓解家庭可支配收入压力间接促进居民消费。所有这些迹象都预示着未来产品需求将保持强劲。在持续健康的石化原料需求以及运输燃料需求的共同支撑下，强劲的工业产值预计将进一步推动国内柴油消费。

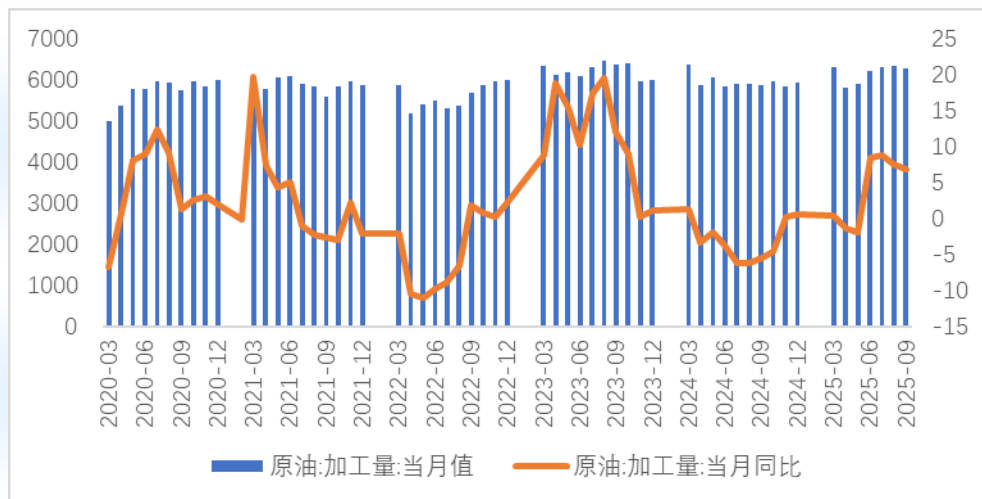
炼厂方面，根据卓创数据显示，10 月国内主营炼厂平均开工负荷预估值为 83.40%，环比提升 0.47%。10 月主营炼厂检修产能环比有所增加，但汽油需求在国庆假期期间有明显提振，柴油需求预期稳定，因此多数炼厂日度原油加工量提升，带动平均开工负荷环比增长。11 月镇海炼化 2#常减压装置将于中下旬结束检修，广州石化 3#常减压装置将仍处检修期内，云南石化或进入全厂检修，叠加国内汽、柴油需求表现欠佳，因此预计主营炼厂原油加工量及平均开工负荷或将回落。

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。

10 月山东地炼一次常减压平均开工负荷预估值 58.49%，环比上涨 1.38%。开工方面，正和、垦利恢复开工，无棣鑫岳装置恢复正常；检修方面，岚桥、胜星进入检修期，裕龙下调开工负荷，其他炼厂装置运行平稳。综合影响下，10 月山东地炼一次常减压平均开工负荷环比上涨。11 月暂无新增加的检修炼厂；开工方面，华星、胜星恢复开工；其他炼厂暂时稳定运行。整体来看，山东独立炼厂一次开工负荷或上涨。

图 11：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

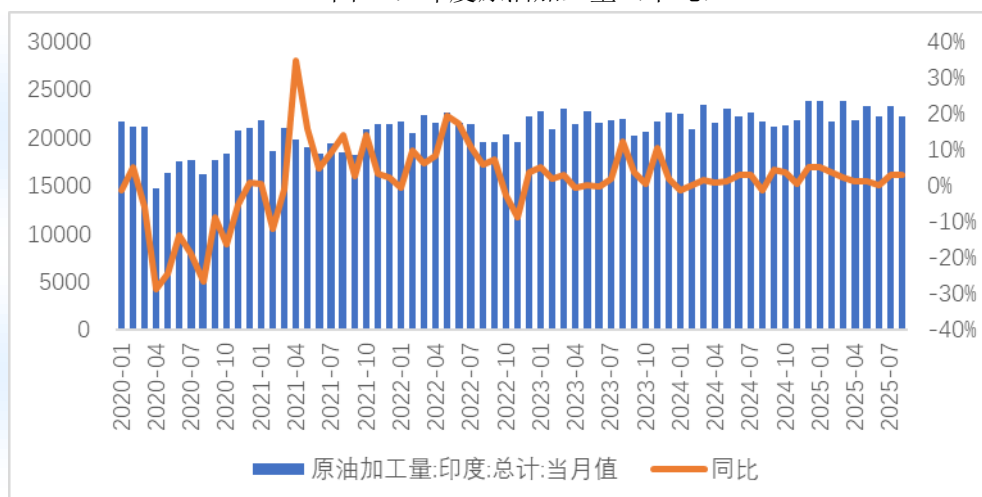
印度方面，9 月原油加工量为 2102.57 万吨，环比下降 5.69%，同比下降 0.84%。印度在 2025 年上半年表现出的高速增长态势预计将延续至下半年。强劲的内需、不断增长的私人消费、政策改革及政府对关键领域的扶持，将继续为经济活动提供支撑。此外，多项高频数据指标明确印证印度持续的增长动能。9 月服务业 PMI 虽从 8 月的 62.9 回落，但仍维持在 60.9 的强劲水平；制造业 PMI 从 8 月的 59.3 微降至 57.7。

印度石油需求较为稳健。运输燃料将成为需求增长主力，汽油与柴油消费预计双双攀升。受国际国内航空出行需求旺盛推动，航空煤油消费量预计同比小幅增长。在政府推动家用烹饪液化气普及的激励计划支持下，液化石油气需求预计同比上升。建筑领域对沥青的需求将推动实现微幅同比增长。而石脑油与残渣燃料油需求则因石化活动放缓及环保法规要求工业领域改用天然气替代燃料油，预计同比将小幅下滑。

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 12：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：

11 月 OPEC+ 将以 13.7 万桶/日的速度增产，并逐步取消 165 万桶/日的集体减产措施，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，供应端的压力增强。美国方面，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、航空煤油消费旺季结束及炼厂检修将导致炼厂开工率下降，进而拖累原油消费。**整体来看，11 月全球原油市场供应压力持续，需求走弱预期较强，原油价格或将延续弱势，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。