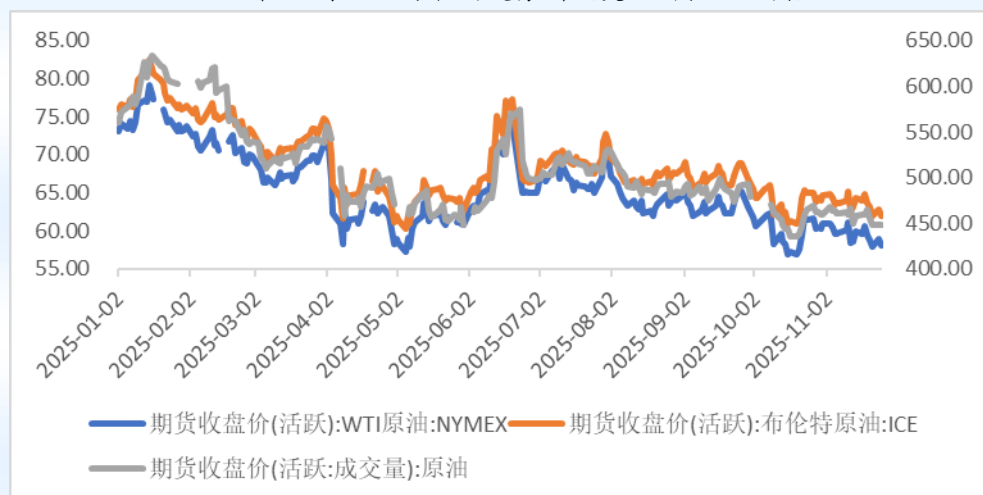


## 原油：冬季取暖消费增长推升油价重心

### 主要内容：

11月原油价格震荡下行。本月油价下跌主因美国政府停摆期间市场对经济衰退的忧虑情绪加深所致。此外，在美国斡旋下，市场对俄乌局势趋于平稳的预期加强，地缘风险下降带动原油价格走弱。12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，原油供应端的压力持续。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，冬季取暖油消费高峰开启在即，炼厂开工率水平的回升将推动原油消费。此外，圣诞和新年假期在即，出行需求的增长或推动汽油、航煤消费，整体原油需求端或有所回暖。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，冬季取暖消费即将开启，叠加假期出行需求，原油消费有增长动能，而供应端的压力将持续，预计12月油价将区间运行，但价格重心将上移，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11月28日

上海中期交易咨询业务资格：

证监许可【2011】1462号

研究所能化研究团队

分析师：郭金诺

从业资格号：F3031050

投资咨询号：Z0019038

### 独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 主要因素分析：

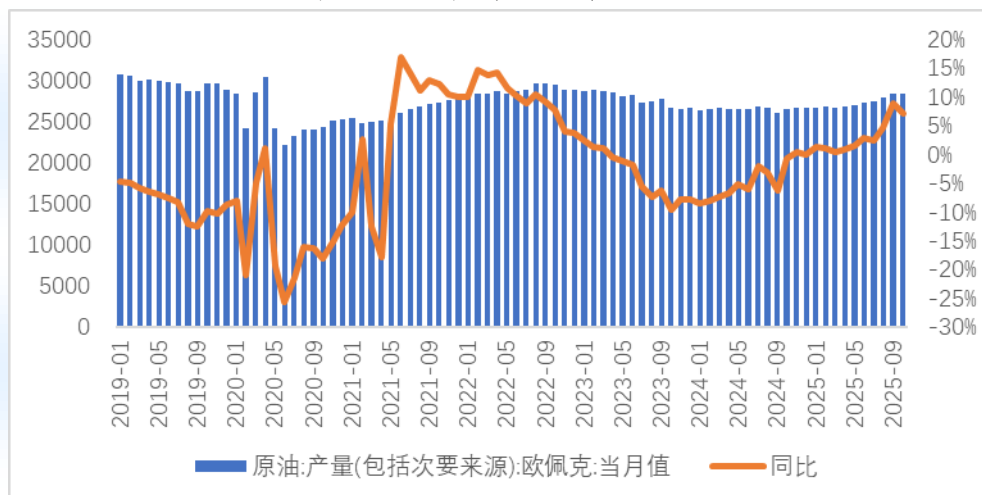
### 一、供应：OPEC+延续增产，供应端压力不减

#### 1.1 OPEC+供应情况

10月OPEC原油产量平均为2846万桶/日，环比增加0.12%，同比增加7.21%。本月沙特、科威特和伊拉克的原油产量增长位居OPEC+前三。其中沙特增产4.3万桶/日、科威特增产3.7万桶/日、伊拉克增产3.4万桶/日。沙特原油产量平均为1000.3万桶/日，环比增加0.43%，同比增加11.48%。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，10月OPEC九国产量高出目标产量72万桶/日。非OPEC产油国产量低于目标产量25万桶/日。OPEC+18国产量高出目标产量47万桶/日。OPEC+12月计划增产13.7万桶/日，基于当下市场情况该组织决定将在明年一季度暂停增产计划。由于OPEC+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。

图2：OPEC原油产量（千桶/日）

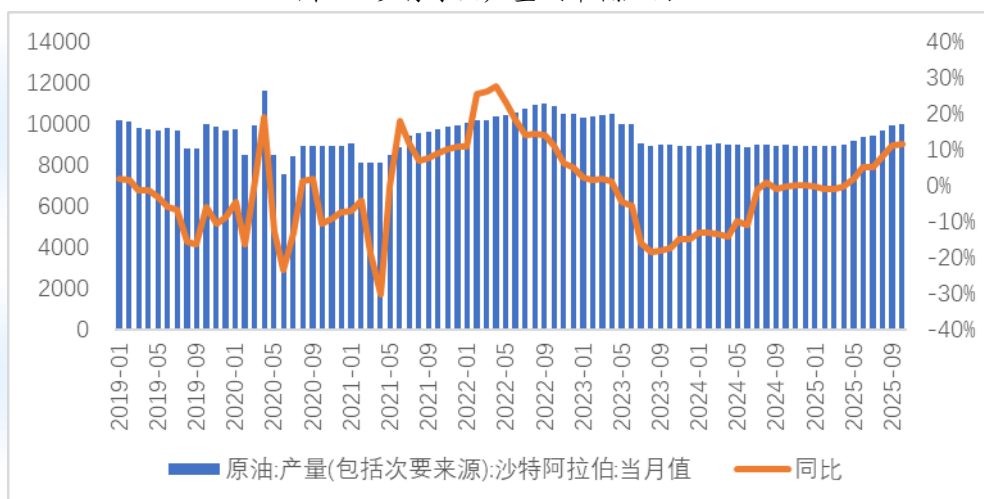


资料来源：同花顺，OPEC，上海中期

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。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。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。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。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。

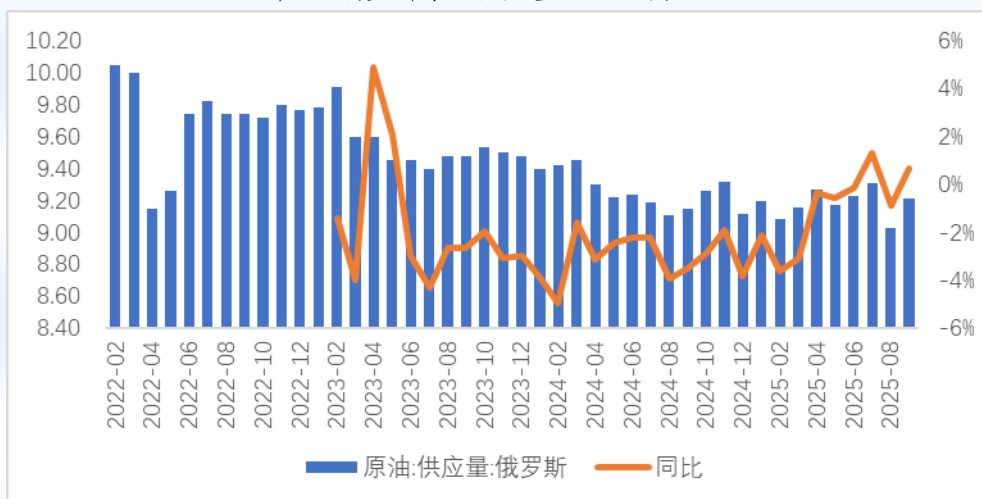
图 3：沙特原油产量（千桶/日）



资料来源：同花顺，OPEC，上海中期

**俄罗斯方面**，10 月俄罗斯原油产量为 928 万桶/日，环比持平，同比增加 0.22%。俄罗斯原油产量低于目标产量 20 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 11 月 25 日，美国总统特朗普在社交媒体上发文表示，过去一周，他的团队在结束俄乌冲突方面取得了巨大进展。在双方的进一步参与下，最初由美国起草的 28 点和平计划已经经过完善，目前仅剩少数分歧。俄总统新闻秘书佩斯科夫 25 日表示，目前围绕和平计划的各类消息是纷乱的，俄方尚未收到更新版乌克兰问题和平计划，俄罗斯正等待美国分享其解决乌克兰问题的新方案，即“19 点”缩减版和平计划。他同时表示，美方此前的版本在很大程度上符合俄美两国领导人在阿拉斯加会晤的精神，具有实质性意义，可以成为开展谈判的基础。目前俄乌局势似现曙光，但基于双方冲突以来的表现，俄乌局势将如何发展暂难有定论。

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

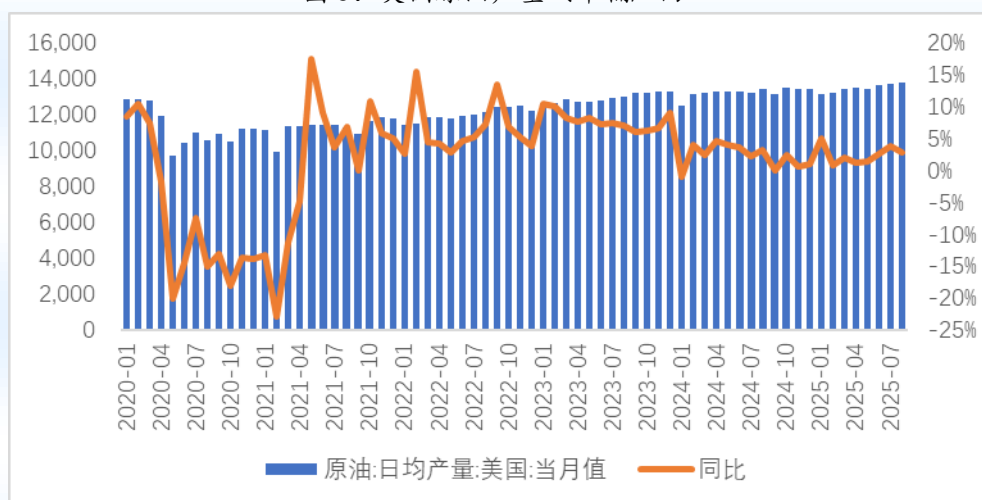
风险提示：市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。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。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。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。

## 1.2 美国供应情况

8月美国原油产量为1379.4万桶/日，环比增加0.63%，同比增加2.86%。截至11月14日的四周，美国原油产量为1374.8万桶/日，同比增加2.6%。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11月21日当周，美国钻机数为554台，环比增加0.73%，同比下降4.97%；其中石油钻机为419台，环比下降0.24%，同比下降12.53%。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）

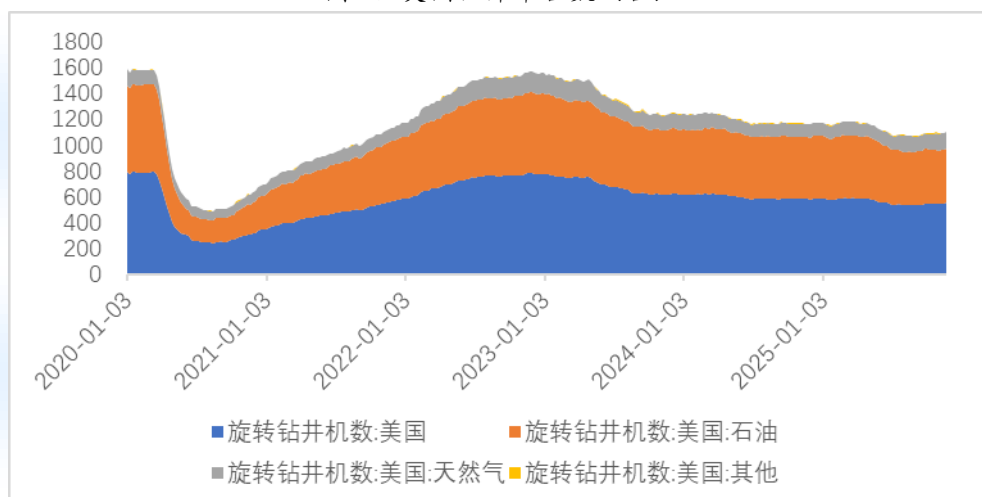


资料来源：同花顺，EIA，上海中期

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。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。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。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。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 6: 美国钻井平台数 (台)



资料来源: 同花顺, Baker Hughes, 上海中期

## 二、需求: 冬季消费旺季在即, 原油需求或将回升

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。经合组织地区石油需求将同比增长约 10 万桶/日, 增长主要来自经合组织美洲地区。非经合组织地区石油需求预计将增长约 120 万桶/日, 增长动力主要来自其他亚洲国家、中国和印度, 所有其他地区也均呈现稳健增长态势。

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**, 10 月美国炼厂开工率平均为 87.38%, 环比下降 5.8%, 同比下降 2.6%。美国墨西哥湾区炼油毛利平均为 18.47 美元/桶, 环比上涨 45 美分/桶, 同比上涨 5.26 美元/桶。受地缘政治引发的供应担忧及库存低位影响, 航空煤油裂解价差为市场提供了支撑。此外, 炼厂检修导致的成品油产量下降

风险提示: 市场有风险, 投资需谨慎。

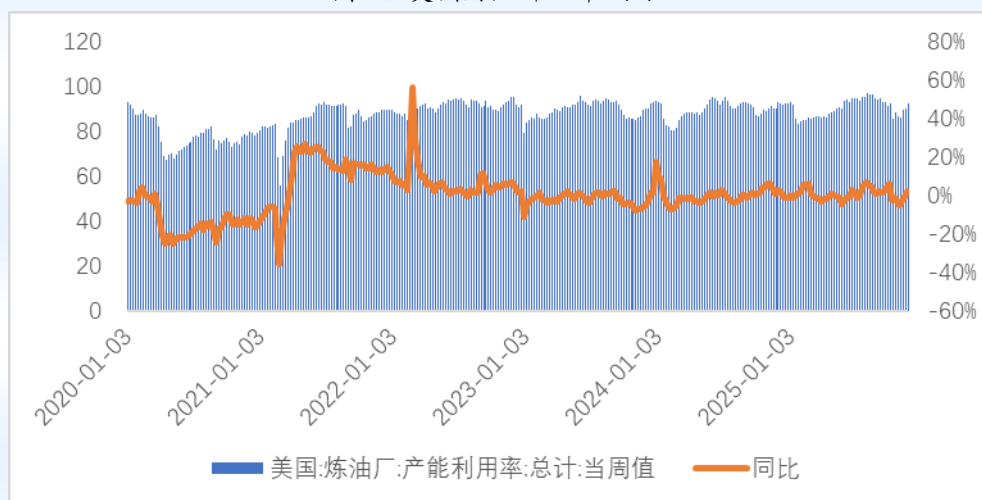
免责声明: 报告观点仅代表作者个人观点, 不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息, 仅供参考, 并不构成投资建议。据此操作, 风险自担。我们尽力确保报告中信息的准确性、完整性和及时性, 但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性, 可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响, 分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告, 版权均属于上海中期期货股份有限公司, 未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。



共同支撑了利润空间。北半球供应收缩带来的残渣燃料油坚挺进一步支撑了炼油毛利。然而月环比涨幅受限，因上游馏分油显著疲软部分抵消了中下游馏分油的强劲表现。尽管 10 月美国汽油库存因装置停产规模扩大而显著下降，但季节性需求走软预示着短期内汽油供应将复苏，为成品油裂解价差带来压力。

短期来看，在消费支出持续扩张和贸易不确定性缓解的支撑下，美国经济预计将保持增长势头直至 2025 年底并延续到 2026 年。与此同时，中美双方达成贸易休战协议，中方承诺将继续暂停对原产于美国进口商品加征 24% 的额外关税，有效期一年。与此同时，美国电动汽车在月度汽车总销量中的占比从 9 月超过 12% 的历史高点降至 10 月的约 5%。随着联邦税收抵免政策预计于 2025 年 9 月底到期，电动汽车市场份额或将持续承压。

图 8：美国炼厂开工率（%）



资料来源：同花顺，EIA，上海中期

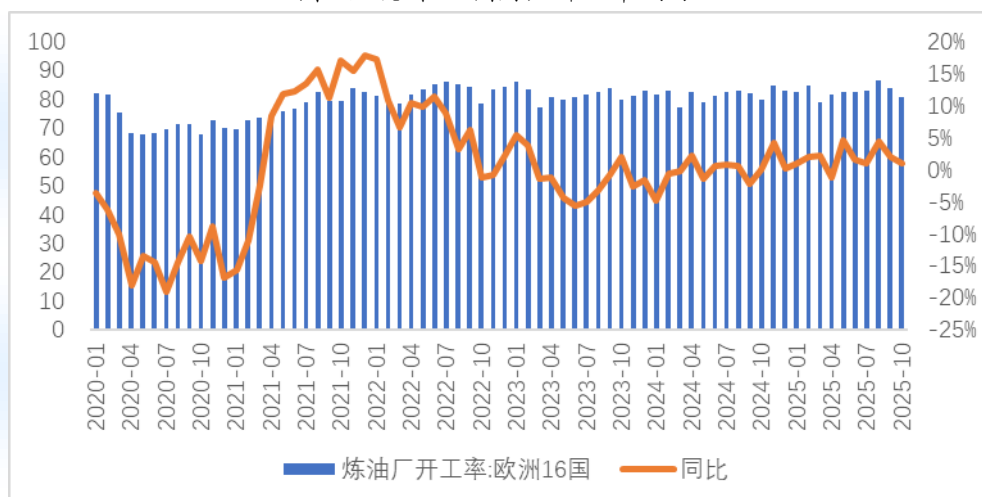
**欧洲方面**，10 月欧洲炼厂开工率为 80.74%，环比下降 3.0%，同比增加 0.9%。欧洲炼油毛利为 13.72 美元/桶，环比上涨 20 美分/桶，同比上涨 6.30 美元/桶。在地缘政治引发的供应担忧导致瓦斯油供应趋紧的背景下，利润率高企促使本月瓦斯油产量提升。尽管瓦斯油裂解价差绝对值维持高位，但月环比增幅基本持平。10 月瓦斯油表现逊于航空煤油，航空煤油已成为仅次于高硫燃料油的第二大利润驱动力。由于非洲及中东主要炼厂燃料油供应量下降，叠加俄罗斯成品油供应风险，导致高硫燃料油供应减少，为给西北欧地区炼油利润率带来上行压力。

短期内，得益于消费支出的韧性、通胀放缓以及降息环境下工业产出的预期反弹，该区域经济在 2025 年剩余时间预计将保持温和增长。此外，德国的财政支出有望提振本区域经济活力并促进基础设施建设。基于上述发展态势及欧洲已显现的经济扩张迹象，预计这些因素将在 2025 年下半年持续为石油需求提供支撑。运输燃料、汽油和航空煤油/煤油预计将引领该地区石油需求增长。石化原料方面，由于该地区自 2024 年以来陆续关闭蒸汽裂解装置，液化石油气、乙烷需求预计将大致持平，石脑油需求则持续低迷。此外，受工业活动疲软及环保政策影响，柴油和残渣燃料油需求预计将同比下滑。

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。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。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。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。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**，10 月原油加工量为 6342.8 万吨，环比增加 1.18%，同比增加 6.40%。本月国内原油加工量同环比双双增长，在经济稳中有进的大背景下，预计需求将维持平稳。短期来看，在出口多元化持续推进与基建投资动态保持强劲的驱动下，中国 2025 年第三季度的稳健经济增长态势预计将延续至年末。此外，中美已达成为期一年的贸易休战协议。预计中国石油产品需求将保持强劲增长态势。2025 年石脑油将成为需求增长主力，同时在石化行业持续活跃的推动下，液化天然气、液化石油气需求亦有望提升。此外，国际与国内航空业的稳步复苏预计将支撑航空煤油/煤油需求。

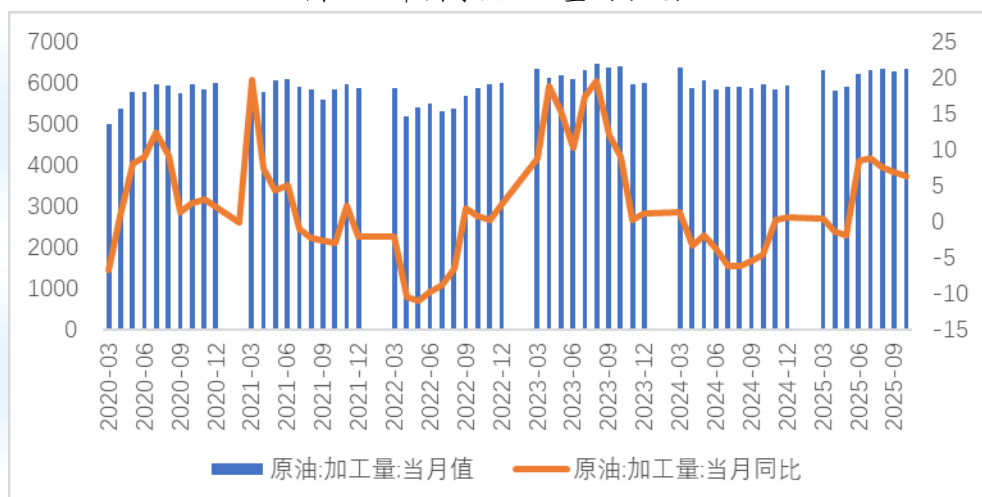
炼厂方面，根据卓创数据显示，11 月国内主营炼厂平均开工负荷预估值为 79.22%，环比降低 4.16%。11 月主营炼厂检修再度增多，叠加多数炼厂年度生产计划接近完成，因此多下调了 11 月的月度原油计划加工量，导致主营炼厂平均开工负荷明显下滑。12 月广州石化 3#常减压装置或于月初结束检修，云南石化及上海石化 1#常减压装置仍处检修期内，叠加年度生产计划接近完成，因此预计主营炼厂原油加工量及平均开工负荷环比难有明显提升。

11 月山东地炼一次常减压平均开工负荷预估值 62.28%，环比上涨 3.79%，同比上涨 1.9%。具体来看，本月山东无新增加的检修炼厂，少数炼厂因原料紧张，小幅下调开工负荷。开工方面，山东检修炼厂数量进一步减少，胜星、华星、金诚等炼厂逐步恢复开工，其他炼厂装置运行平稳。综合来看，由于开工炼厂较多，山东独立炼厂一次常减压装置开工负荷环比上涨。12 月暂无新增加的检修炼厂。开工方面，岚桥或恢复开工。另外，原油提前批配额下发后，山东地炼原料供应充足，部分炼厂一次开工负荷或环比提升。综合影响，预计 12 月山东地炼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。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。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。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。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。

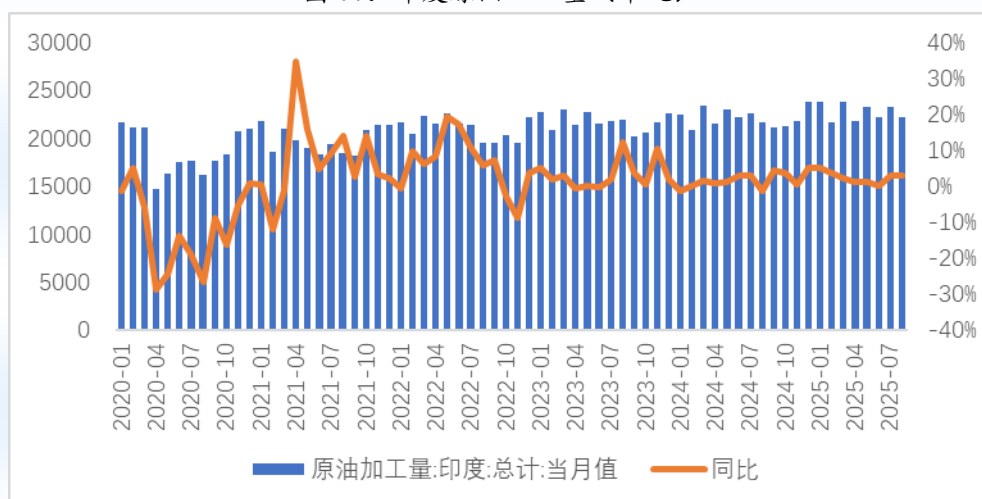
图 10：中国原油加工量（万吨）



资料来源：同花顺，国家统计局，上海中期

**印度方面**，9 月原油加工量为 2102.57 万吨，环比下降 5.69%，同比下降 0.84%。基于 2025 年上半年经济稳健增长，预计短期内经济活动将延续强化态势。在政策改革与重点行业政府扶持的推动下，强劲的私人消费及服务行业稳固扩张将持续提供增长动能。基于上述因素，印度石油需求在短期内预计将保持稳定增长。2025 年汽油将成为需求增长的主要驱动力，预计柴油需求量也将实现同比增长。在政府推动家用烹饪液化气补贴政策的激励下，预计液化天然气、液化石油气需求同比上升。受国际及国内航空出行需求支撑，航空煤油/煤油需求亦将小幅增长。

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

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。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。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。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。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。



**总结与风险提示：**

12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，冬季取暖油消费旺季开启在即，炼厂开工率的回升将推动原油消费；圣诞和新年假期带来的出行需求将促进汽油和航空煤油消费。此外，中国新一轮刺激政策有望提振居民收入、支撑内需复苏。**整体来看，12月全球原油市场供应压力持续，需求有回暖预期，原油价格或将区间运行，但价格重心将上移，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。

（正文结束）

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。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。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。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。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。