让衍生品
成为新的生产力
Make derivatives
the new productivity

中辉期货研究院
交易咨询业务资格：
证监许可[2015]75 号

作者：郭艳鹏

能源化工团队
郭建锋 Z0022887
郭艳鹏 Z0021323
李 倩 F03134406
时间：2025/12/26

中辉期货 ZHONGHUI FUTURES

中辉期货研究院

2026 年商品年度报告 原油

供需拐点将至，破晓行情可期

摘 要

2025 年国际油价走弱，WTI、Brent 分别从 2025 年初约 72 美元/桶、75 美元/桶跌至当前 56 美元/桶、60 美元/桶，降幅分别为 22%、20%。2025 年，伴随 OPEC+开启扩产，原油供给过剩压力不断上升，油价中枢不断下移。短期反弹或波动主要由地缘政治或宏观驱动提供，地缘方面比较典型有贯穿全年的欧美制裁俄罗斯，乌克兰袭击俄罗斯炼厂与港口，6 月 12 日爆发的中东“伊以冲突”，宏观方面主要是特朗普重返白宫后，贸易政策不确定性上升。

展望 2026 年，从宏观角度看，美联储仍处降息周期，全球宏观经济回暖，油价下方存支撑，但 2026 年底美国中期选举，“可负担”成为竞选口号，特朗普政府将继续控制通胀，或限制油价上行空间。从供需角度看，2026 年上半年因处于需求淡季，加上 OPEC+产量处于高位，非 OPEC+地区产量仍在上升，油价下行压力仍较大，下半年需求端回暖，供需两端逐渐再平衡，油价中枢或有所上移。从地缘角度看，2026 年油市主要不确定性因素仍为地缘政治，当前油价主要下行风险来自俄乌冲突结束，上行风险来自南美地缘冲突升级。

风险提示：

下行风险：俄乌冲突结束、AI“泡沫”破裂，美股大跌

上行风险：南美、中东地缘冲突升温，极端天气

目录

一、行情回顾与展望 3
1.1 2025年原油行情回顾 3
1.2 2026年原油行情展望 4
二、宏观与地缘驱动 5
2.1 全球宏观经济回暖，油价下方存支撑 5
2.2 美国继续控通胀，油价上行空间受限 8
2.3 地缘政治仍为油市主要不确定性因素 9
三、2026年下半年或迎来供需拐点 11
3.1 原油供需平衡表 11
3.2 供给端：OPEC+闲置产能下降，关注非OPEC+产量变化 15
3.3 需求端：需求韧性较强 25
3.4 市场挑战全球库容承受度 33
四、价差和持仓 38
4.1 原油价差结构 38
4.2 原油裂解价差 41
4.3 原油期货持仓 41
五、投资建议 43

请务必阅读正文之后的免责条款部分

一、行情回顾与展望

1.1 2025年原油行情回顾

2025年国际原油价格承压下行，核心驱动为供给过剩，价格反弹与波动主要由地缘以及宏观带来。

年初，多重利好共振，极寒天气导致美国原油产量下降，欧美制裁俄罗斯，美国原油库存处于低位，油价走强；3月初，OPEC+召开会议宣布将于4月份开启扩产，拉开2025年全球原油供给过剩序幕，油价走弱；4月初，OPEC+宣布加速增产，同时特朗普发动贸易战，油价迅速回落，4月底中美开启贸易谈判，油价修复；6月初，中东地缘冲突升温，6月13日以色列对伊朗发动代号为“崛起的雄狮”空袭行动，国际油价迅速上升，6月21日美国空袭伊朗三处核设施，6月23日特朗普宣布以伊已就“全面彻底停火”达成一致，油价回归基本面定价，价格回落；7月之后，原油供给过剩压力逐渐上升，油价中枢不断下移，中间波动主要由乌克兰不断袭击俄罗斯炼厂和出口港口，以及欧美不断加强对俄罗斯制裁带来；进入12月份，俄乌冲突出现和谈曙光，油价再度转弱，但南美地缘仍有较大不确定性，给油价带来短期波动。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 1：2025 年国际油价走势

资料来源：文华财经，中辉期货研究院

1.2 2026 年原油行情展望

展望 2026 年，油价或先抑后扬。上半年因处于需求淡季，加上 OPEC+产量处于高位，非 OPEC+地区产量仍在上升，油价下行压力仍较大，下半年需求端回暖，供需两端逐渐再平衡，油价中枢或有所上移。2026年，油市主要不确定性因素仍为地缘政治，当前油价主要下行风险来自俄乌冲突结束，上行风险来自南美或中东地缘冲突升级。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 2：原油驱动因素

影响因素	驱动	影响方向
宏观经济	美国处于降息周期，全球货币政策偏宽松，宏观面好转	利多
	2026年美国中期选举，“可负担”成为竞选口号	利空
需求	印度、东南亚、非洲等发展中国家或地区需求上升	利多
	中国原油需求达峰	中性偏空
	欧美需求保持平稳	中性
供给	OPEC+扩产进入尾声，闲置产能下降	利多
	油价回落，美国页岩油产量有下降预期	利多
	2026年下半年南美巴西、圭亚那、阿根廷产量增速将显著下降	利多
库存	2026年一季度预计日均累库量约300万桶/日，上半年库存处于近年高位	利空
	中美战略原油补库吸纳部分过剩原油	利多
地缘政治	俄乌冲突缓和	利空
	南美以及中东地缘不确定性较强	利多

资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

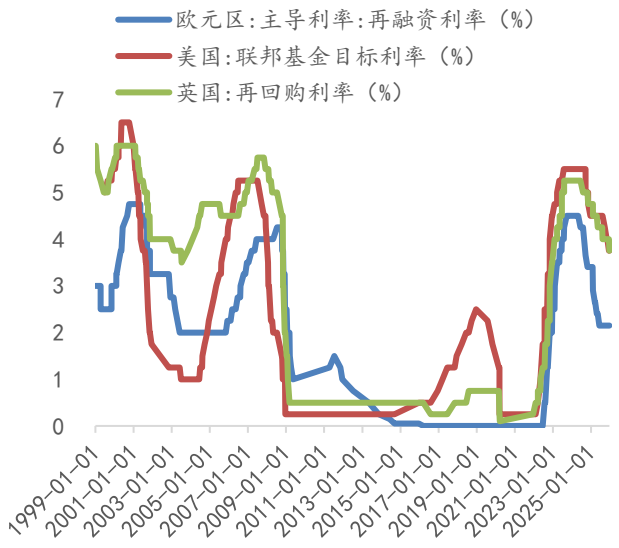
二、宏观与地缘驱动

2.1 全球宏观经济回暖，油价下方存支撑

全球货币政策宽松，宏观经济向好，油价下方存支撑。美联储自 2024 年 9 月启动本轮降息周期，至 2025 年 12 月累计降息 6 次共 175 个基点，利率从 5.25%-5.50%降至 3.50%-3.75%。在全球货币政策较为宽松背景下，宏观经济回暖，2025 年 10 月，IMF 预计 2025 年全球 GDP 增速为 3.20%，较 7 月上调 0.2 个百分点，预计美国 2025 年 GDP 增速为 2.00%，较 7 月上调 0.1 个百分点，预计中国 2025 年 GDP 增速为 4.80%，与 7 月持平。

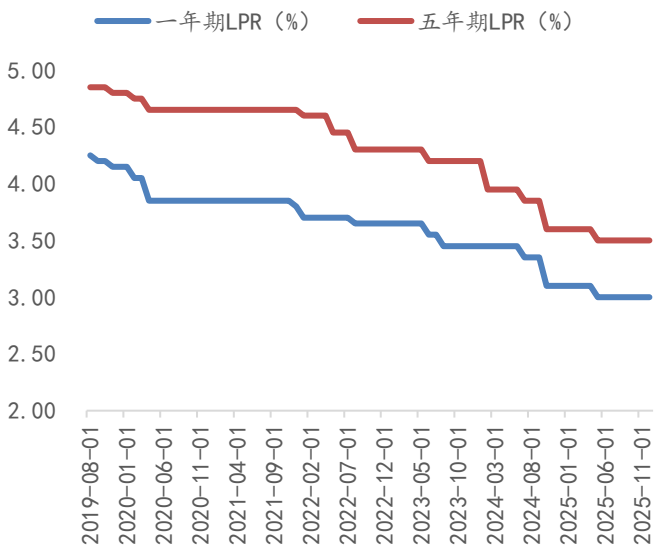
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图3：欧美基准利率走势



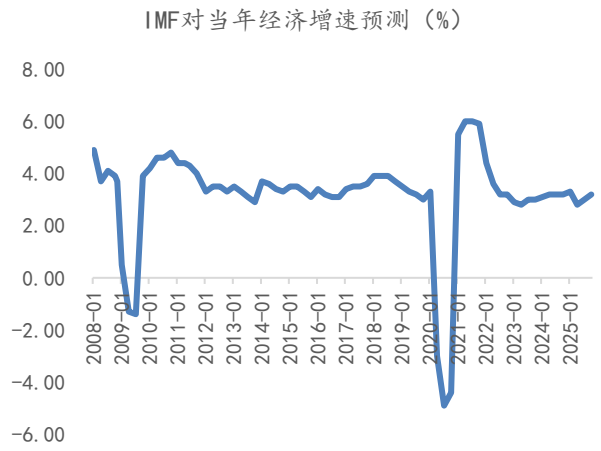
资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

图4：中国贷款利率走势



资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

图5：IMF预测全球当年经济增速（2025，%）



资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

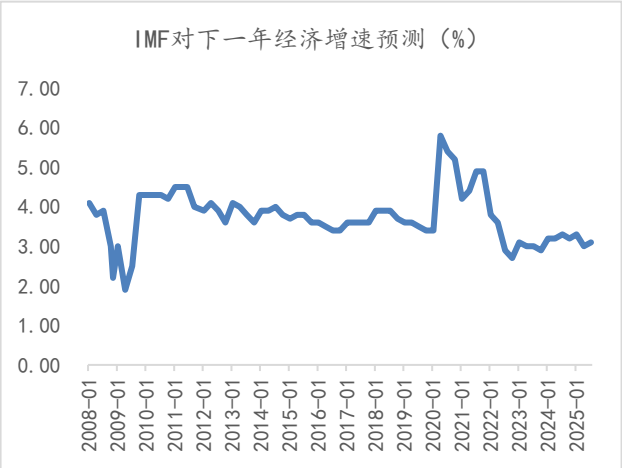
图6：IMF预测主要经济体当年经济增速（2025，%）

时间	全球增速	中国增速	美国增速	欧元区增速	印度增速
2024-01	3.10	4.60	2.10	0.90	6.50
2024-04	3.20	4.60	2.70	0.80	6.80
2024-07	3.20	5.00	2.60	0.90	7.00
2024-10	3.20	4.80	2.80	0.80	7.00
2025-01	3.30	4.60	2.70	1.00	6.50
2025-04	2.80	4.00	1.80	0.80	6.20
2025-07	3.00	4.80	1.90	1.00	6.40
2025-10	3.20	4.80	2.00	1.20	6.60

资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 7：IMF 预测全球下一年经济增速（2026，%）



资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

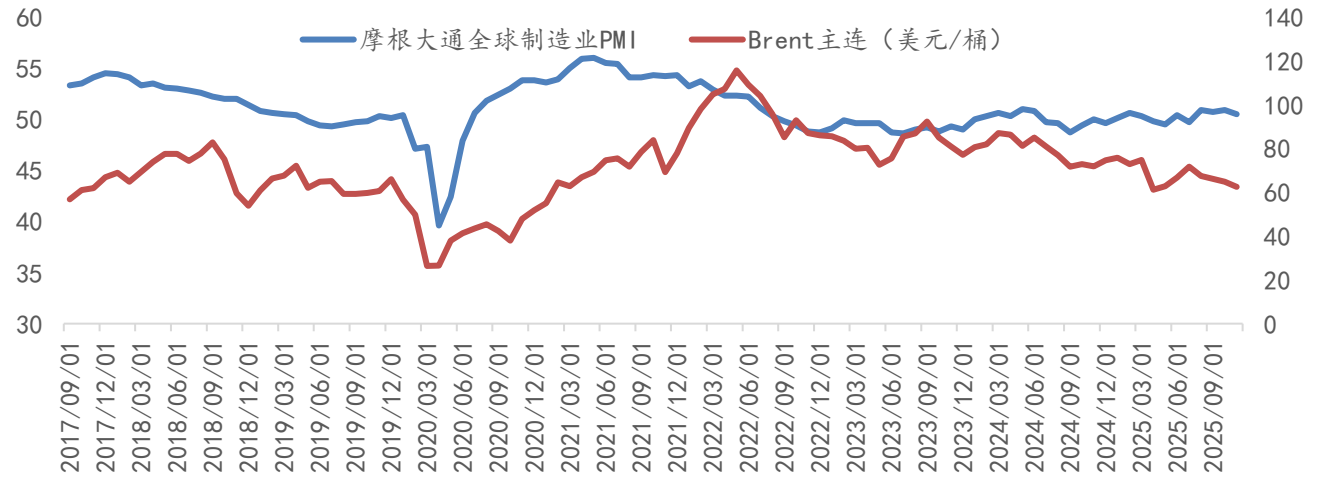
图 8：IMF 预测主要经济体下一年经济增速（2026，%）

时间	全球增速	中国增速	美国增速	欧元区增速	印度增速
2024-01	3.20	4.10	1.70	1.70	6.50
2024-04	3.20	4.10	1.90	1.50	6.50
2024-07	3.30	4.50	1.90	1.50	6.50
2024-10	3.20	4.50	2.20	1.20	6.50
2025-01	3.30	4.50	2.10	1.40	6.50
2025-04	3.00	4.00	1.70	1.20	6.30
2025-07	3.10	4.20	2.00	1.20	6.40
2025-10	3.10	4.20	2.10	1.10	6.20

资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

全球制造业 PMI 磨底。制造业 PMI 值是原油需求和价格先行指标，从宏观经济角度看，油价下方存支撑。2021 年 5 月，全球制造业 PMI 开启下跌周期，至 2022 年 9 月，跌至荣枯线下方，2025 年初缓慢回升至荣枯线边缘。伴随着美联储继续降息，全球货币环境相对宽松，全球制造业 PMI 值有进一步回升趋势。

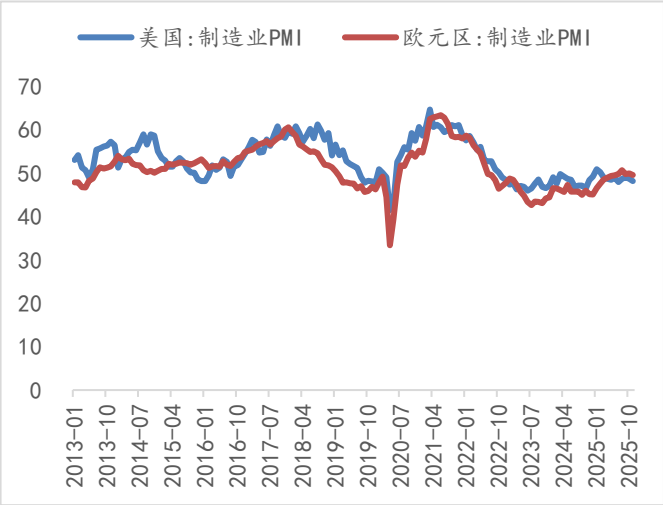
图 9：全球制造业 PMI 与油价走势



资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

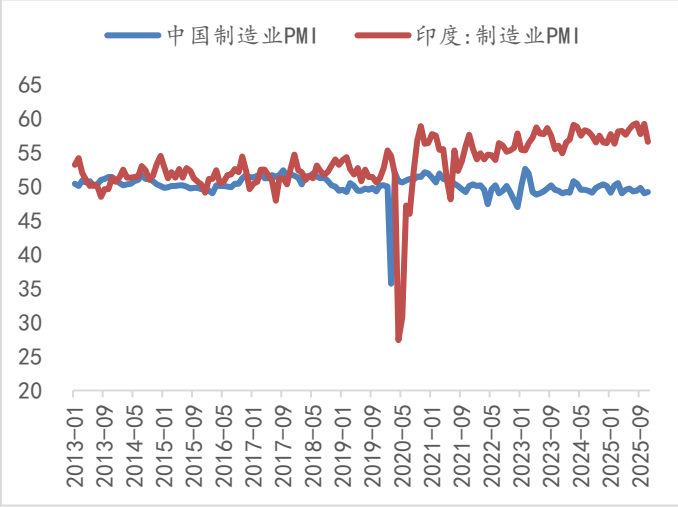
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 10：欧美制造业 PMI 走势



资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

图 11：中印制造业 PMI 走势



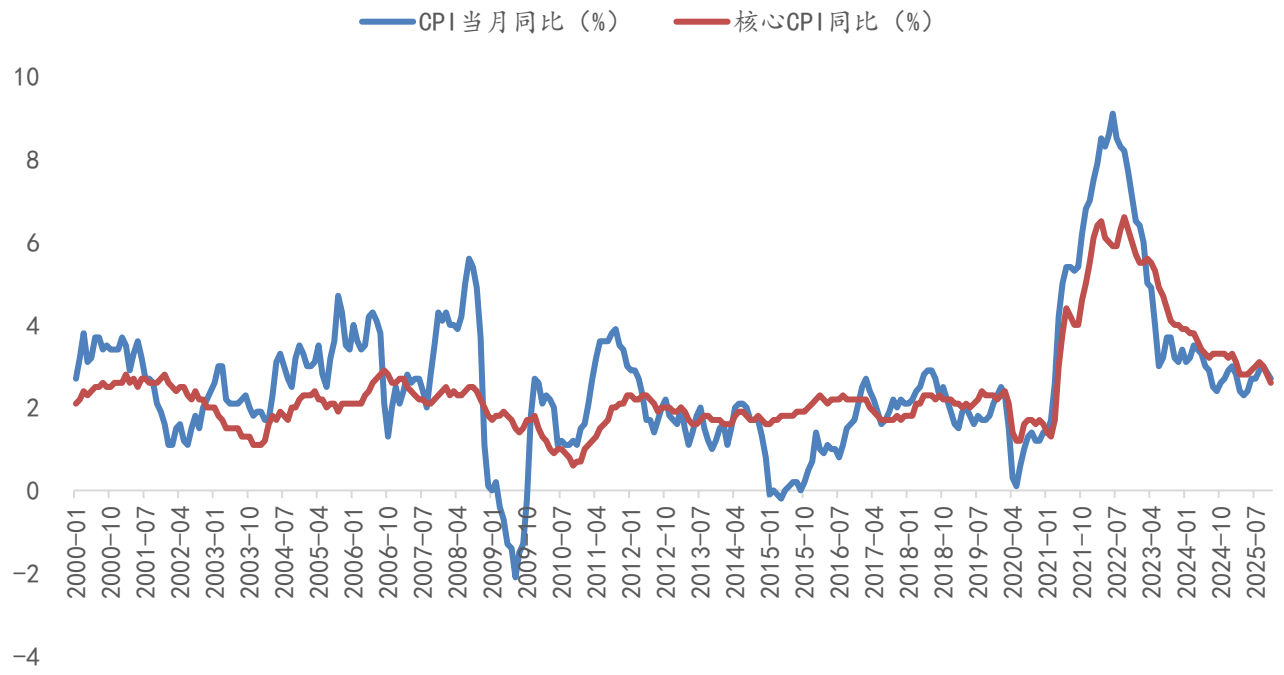
资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

2.2 美国继续控通胀，油价上行空间受限

2025 年 1 月 20 日，特朗普重返白宫，在经济方面，特朗普着力降低通胀，进而促进美联储加快降息，减轻美国债务压力并为后期财政扩张铺平道路，在此背景下 OPEC+开启扩产，全球原油逐渐供给过剩。2026 年 11 月 3 日，美国将进行中期选举，为赢得民众支持，特朗普会着重继续控制通胀。根据英国 YouGov（舆情调查网）数据显示，当前美国民众最关注的五大议题为通胀、经济与就业、民权、医保与移民问题，截止 2025 年 12 月关心程度分别占所有议题的 23%、15%、11%、10%和 10%。控制国内通胀、降低民众生活成本将是 2026 年特朗普政府重要工作内容，或限制油价上行空间。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 12：欧美 CPI 走势



资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

2.3 地缘政治仍为油市主要不确定性因素

展望 2026 年，地缘政治仍为油市主要不确定性因素。地缘政治主要集中在俄乌冲突、南美地缘、中东地缘。其中，俄乌冲突有较大概率解决，油价面临尾部利空风险，南美地缘或有所升级，短期会对油价有所提振。

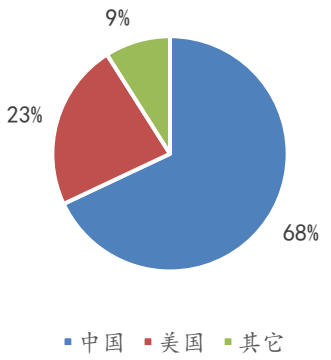
俄乌冲突结束为油价利空驱动。2025年，特朗普致力于结束俄乌冲突，通过制裁俄罗斯油企和影子舰队，加大俄罗斯石油出口成本，并且乌克兰通过无人机不断袭击俄罗斯炼厂和出口港口，进而降低俄罗斯油气收入。2025 年底，俄乌冲突迎来和谈曙光，从当前进度看，2026 年冲突或有所缓解，届时油价不单会挤出地缘溢价，同时伴随制裁力度下降，俄油将重返市场，虽然短期不太可能回归到欧美市场，但需求方增加也会刺激俄罗斯扩大国内产量，相较俄乌冲突之前，俄罗斯原油与成品油总出口下降 70-100 万桶/日，俄乌冲突结束后，全球能源贸易结构将面临再次重构。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

俄乌冲突近期进展。当地时间 2025 年 11 月 19 日，消息称，美国政府正与俄罗斯就结束俄乌冲突的框架协议接近达成“重大突破”，预计最迟 11 月底、甚至“最快本周内”完成；当地时间 2025 年 11 月 23 日，美国白宫公布美国与乌克兰代表团在日内瓦会谈后的联合声明，表示双方已制定一份“更新且经过细化的和平框架”，旨在结束俄乌战争；当地时间 2025 年 12 月 10 日，美国总统特朗普当天与英国首相斯塔默、法国总统马克龙及德国总理默茨通话，重点讨论乌克兰和平谈判最新进展；2025 年 12 月 11 日，针对美国近期提出的解决乌克兰和俄罗斯冲突的“和平计划”20 点框架协议，乌克兰总统泽连斯基证实，已向美国提交修改后的协议。

南美地缘升级或提振油价。2025 年 12 月 4 日，美国发布新版《国家安全战略》，美国外交战略重心转向美洲，特别是拉美。新版《国家安全战略》，被称为“特朗普版门罗主义”，美国将加强对拉美地区控制力度。进入到 2025 年底，特朗普不断加强对委内瑞拉干涉力度，12 月 10 日美国在委内瑞拉海岸附近扣押一艘油轮，12 月 16 日特朗普下令对所有进出委内瑞拉的受制裁油轮实施“全面彻底的封锁”，12 月 21 日美方人员在委内瑞拉附近国际水域拦截一艘油轮并登船检查，这是美方近期在委内瑞拉附近海域拦截的第三艘油轮。委内瑞拉当前原油产量约 95 万桶/日，出口量约 75 万桶/日，其中绝大部分出口至中国地炼企业，用于加工沥青，若美国加大对委内瑞拉制裁或武装干涉，短期原油与沥青价格会有所反弹。

图 13：委内瑞拉原油出口流向（2024，EIA）



资料来源：EIA、中辉期货研究院

图 14：国内沥青原料构成

炼厂使用油种	2024年沥青产量（万吨）	占比	2025年沥青产量（万吨）	占比
国产原油	201	8%	303	10%
中东原油	1003	38%	705	24%
中海油36-1	172	6%	194	7%
原油马瑞（稀释沥青）	1126	42%	1259	43%
其他原油	153	6%	479	16%

资料来源：云沥青、中辉期货研究院

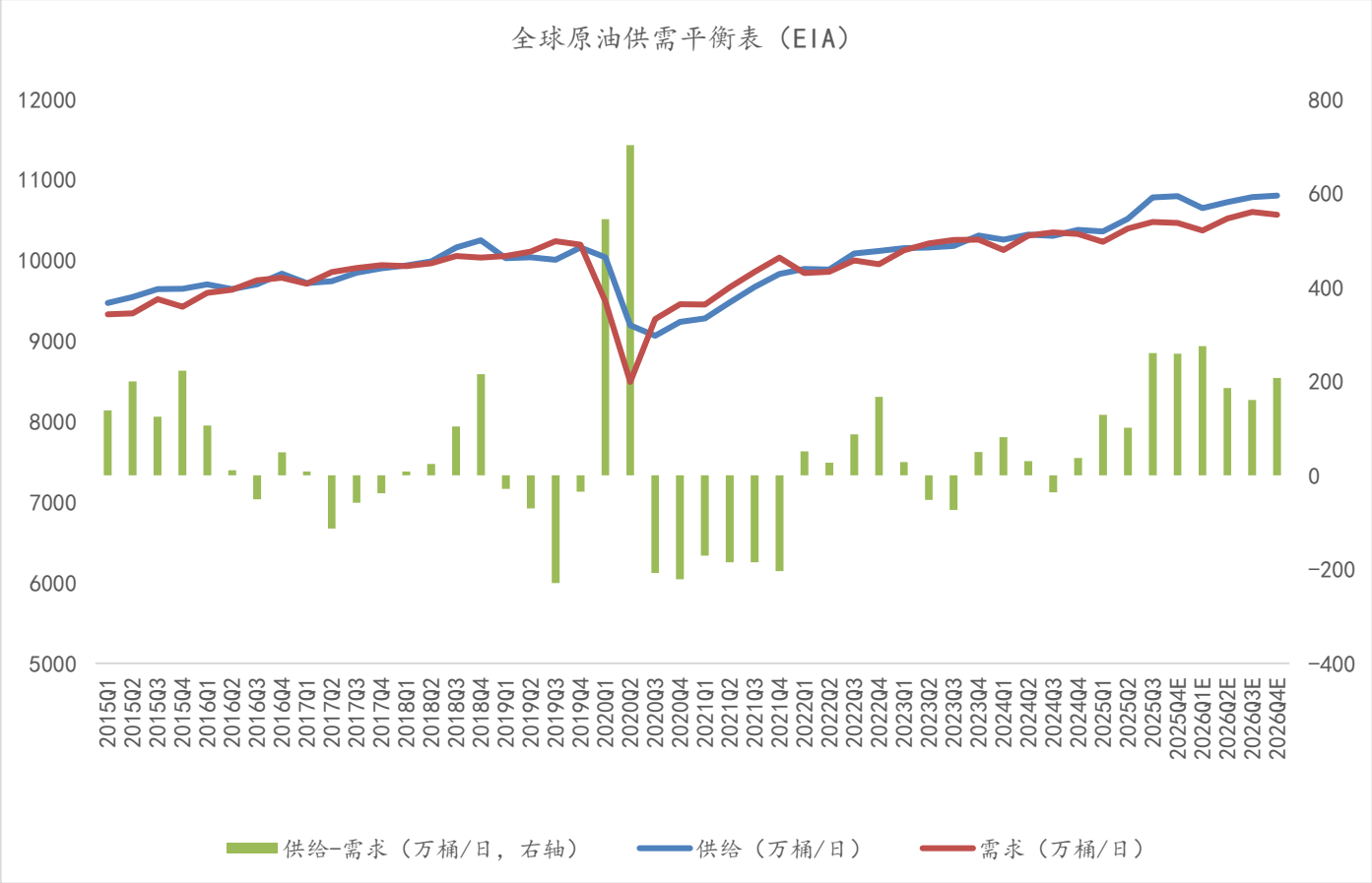
请务必阅读正文之后的免责条款部分

三、2026 年下半年或迎来供需拐点

3.1 原油供需平衡表

EIA 预计 2025 年全球原油供给量 10618 万桶/日，较 2024 年上升 301 万桶/日，需求量为 10394 万桶/日，较 2024 年上升 114 万桶/日；预计 2026 年全球原油供给量 10743 万桶/日，较 2025 年上升 125 万桶/日，需求量为 10517 万桶/日，较 2025 年上升 123 万桶/日。

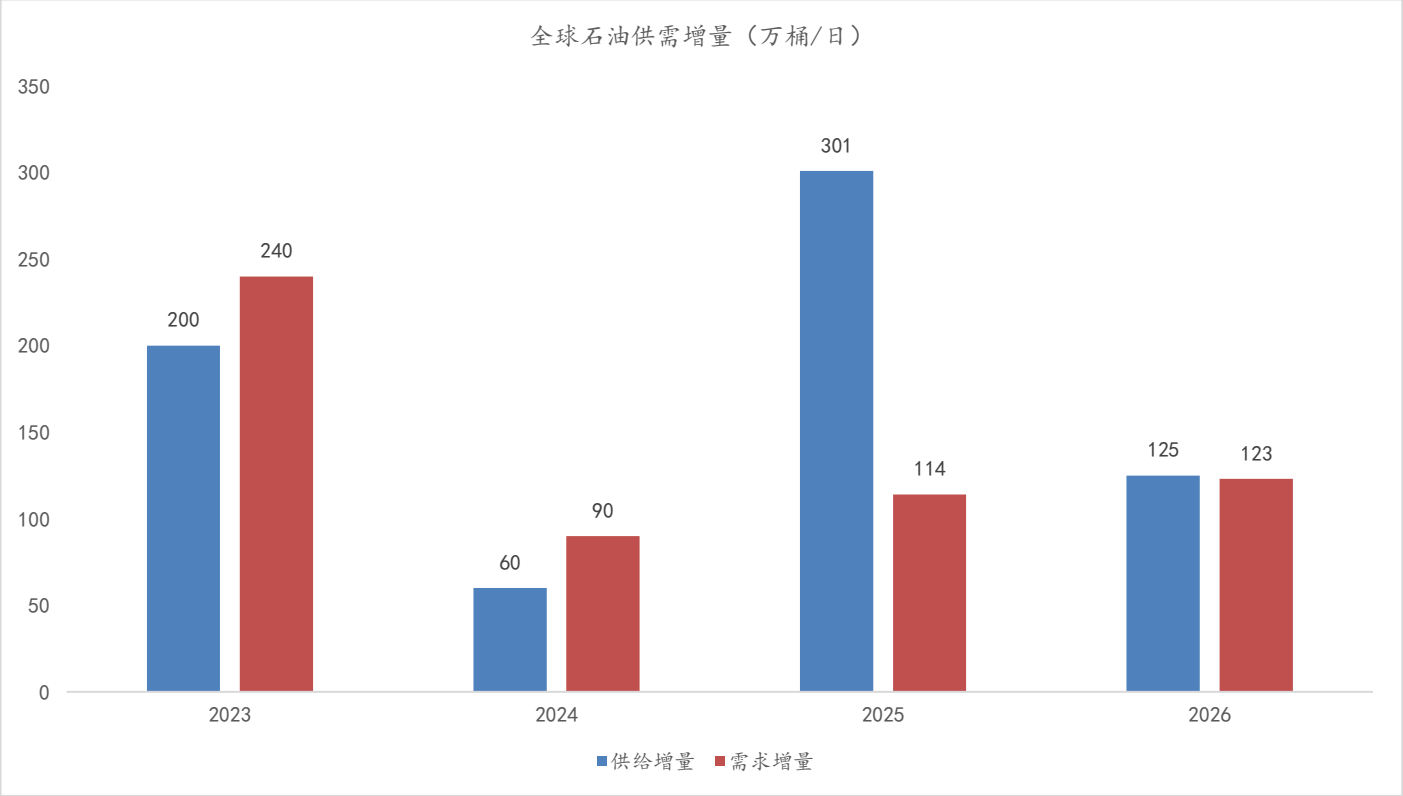
图 15：全球原油供需平衡表（EIA）



资料来源：EIA、中辉期货研究院

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 16：全球原油供需增量变化（EIA）

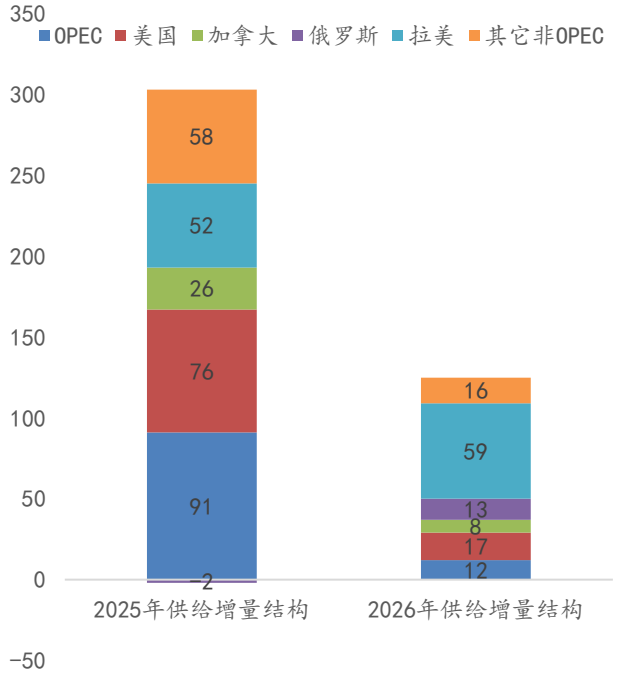


资料来源：EIA、中辉期货研究院

EIA 预计 2026 年供给增量主要由拉美国家拉动，预计拉美 2026 年供给增量为 59 万桶/日，需求增量由中国和印度驱动，其中中国增 29 万桶/日，印度增 17 万桶/日。预计 2026 年日均累库量 207 万桶/日，2026 年 1-4 季度，分别累库 275 万桶/日、186 万桶/日、160 万桶/日、207 万桶/日，2026 年一季度预计累计压力最大，2026 年上半年库存达到近年高位，随后累库压力有所缓解。

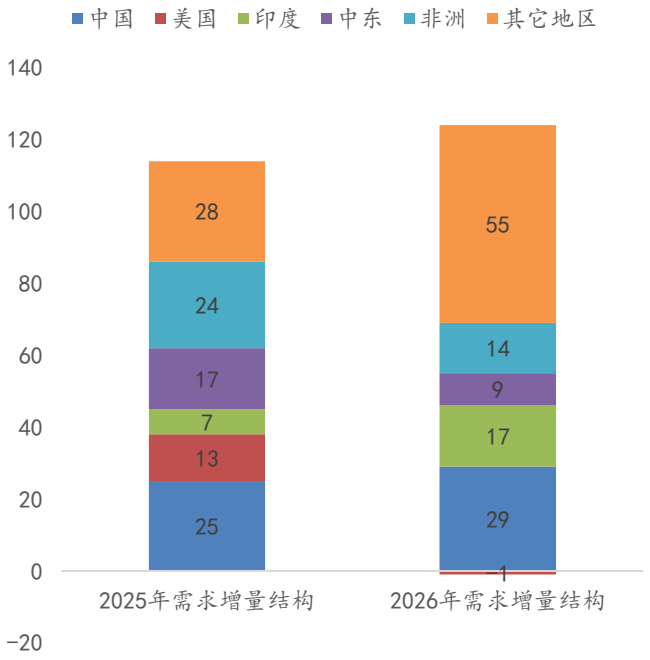
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 17：全球原油供给增量结构（EIA）



资料来源：EIA、中辉期货研究院

图 18：全球原油需求增量结构（EIA）

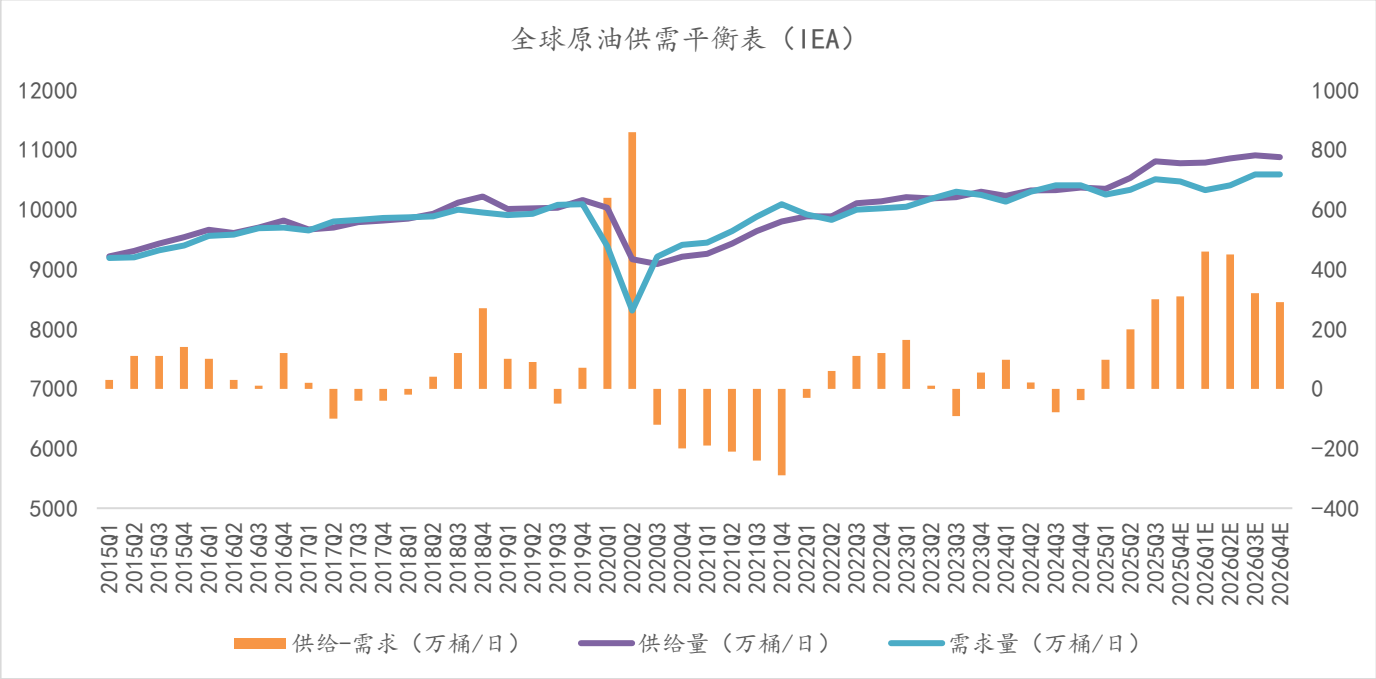


资料来源：EIA、中辉期货研究院

IEA 预计 2025 年全球原油供给量 10620 万桶/日，较 2024 年上升 300 万桶/日，需求量为 10392 万桶/日，较 2024 年上升 84 万桶/日；预计 2026 年全球原油供给量 10860 万桶/日，较 2025 年上升 240 万桶/日，需求量为 10478 万桶/日，较 2025 年上升 86 万桶/日。

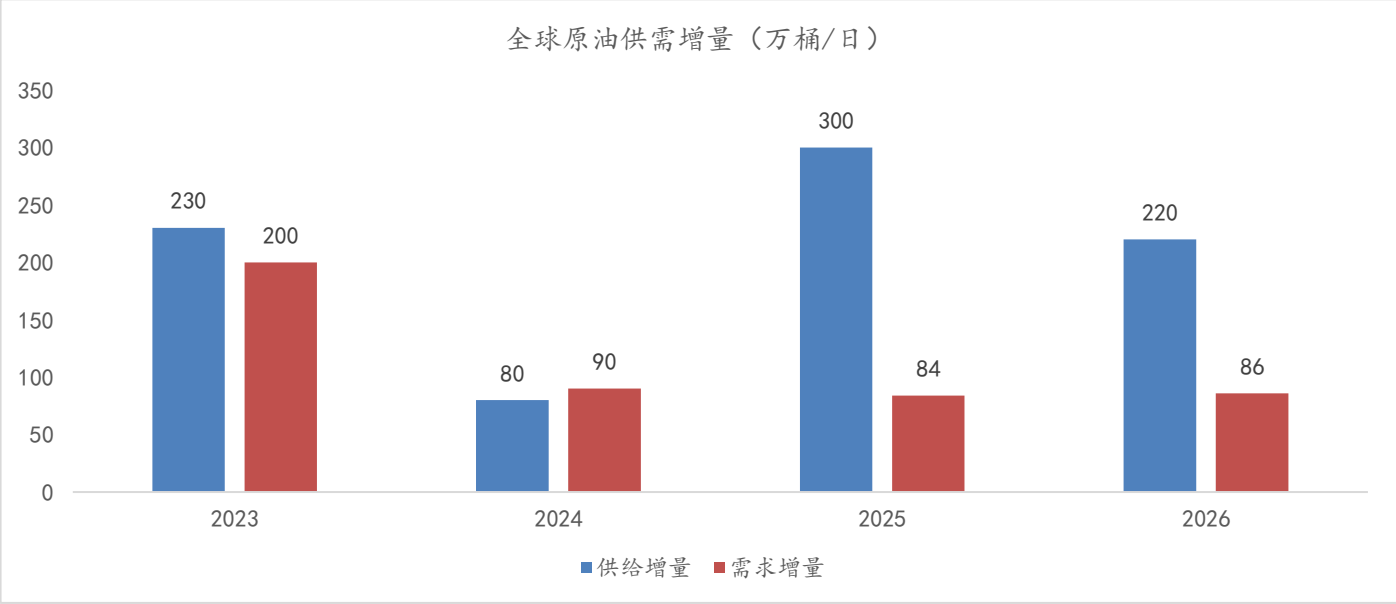
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 19：全球原油供需平衡表（IEA）



资料来源：IEA、中辉期货研究院

图 20：全球原油供需增量变化（IEA）

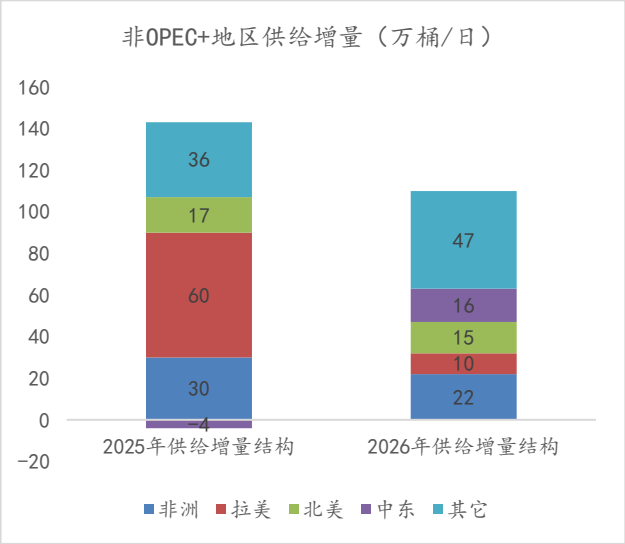


资料来源：IEA、中辉期货研究院

请务必阅读正文之后的免责条款部分

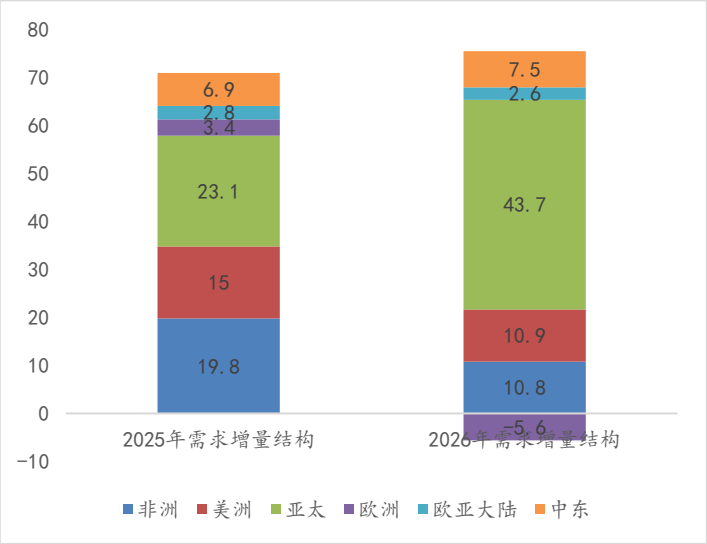
IEA 预计 2026 年全球供给增量除了 OPEC+将增长 130 万桶/日，非 OPEC 将增长 110 万桶/日，非 OPEC+地区增量较 2025 年下降，特别是 2026 年下半年非 OPEC+地区产量增速将会显著下降。IEA 预计 2026 年全球原油需求增量主要来自亚太地区，较 2025 年需求预计增加 44 万桶/日，相当于 2026 年整体增量的一半左右。预计 2026 年日均累库量 380 万桶/日，其中 2026 年 1 季度和 2 季度累库量达到近年高位，日均分别累库 460 万桶/日、450 万桶/日。

图 21：全球原油供给增量结构（百万桶/日）



资料来源：IEA、中辉期货研究院

图 22：全球原油需求增量结构（百万桶/日）



资料来源：IEA、中辉期货研究院

3.2 供给端：OPEC+闲置产能下降，关注非 OPEC+产量变化

回顾 2022 年 10 月开启的减产周期，OPEC+通过三次大的减产计划，计划减产量大约 586 万桶/日，而最终实际减产量大约 300 万桶/日。2025 年 4 月，OPEC+开启新一轮增产后，实际增产量大约 230 万桶/日，增产执行效率明显高于减产。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 23：2022 年以来 OPEC+国家减产情况（千桶/日）

地区	2022年配额减产	2023年5月自愿减产	2024年自愿减产
阿尔及利亚	-48	-48	-51
安哥拉	-70		
刚果	-15		
赤道几内亚	-6		
加蓬	-9	-8	
伊拉克	-220	-211	-223
科威特	-135	-128	-135
尼日利亚	-84		
沙特	-526	-500	-1000
阿联酋	-160	-144	-163
OPEC10国	-1273		
阿塞边疆	-33		
巴林	-9		
文莱	-5		
哈萨克斯坦	-78	-78	-82
马来西亚	-27		
墨西哥	0		
阿曼	-40	-40	-42
俄罗斯	-526	-500	-500
苏丹	-3		
南苏丹	-6		
非OPEC	-727		
OPEC+	-2000	-1660	-2200

资料来源：OPEC、中辉期货研究院

图 24：2022 年 10 月-2025 年 4 月 OPEC+减产执行情况

OPEC+产量情况（万桶/日）

时间	OPEC	OPEC+	沙特	俄罗斯	伊拉克	科威特
202210	2980	4492	1090	972	460	280
202412	2743	4154	902	912	424	248
202504	2742	4196	896	933	422	254
202210-202504产量变化	-238	-296	-194	-39	-38	-26
计划减产	-388	-586	-203	-153	-65	-40
减产效率	61.34%	50.51%	95.57%	25.49%	58.46%	65.00%

资料来源：OPEC、中辉期货研究院

请务必阅读正文之后的免责条款部分

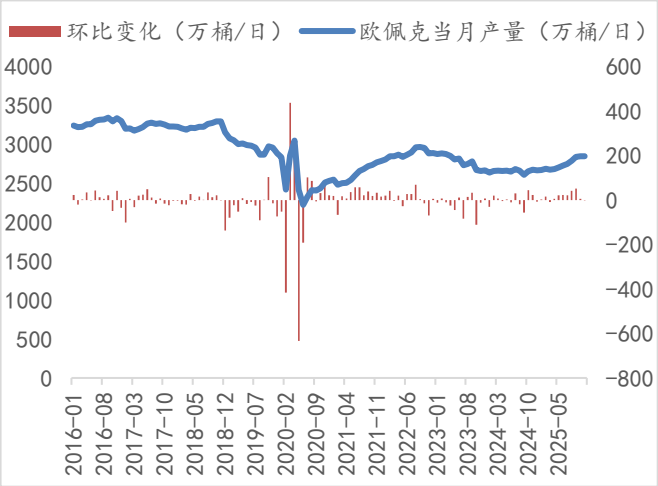
图 25：2025 年 4 月以来 OPEC+增产情况

2025年4月以来OPEC+8个增产国增产计划与实际增产情况										
	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	累计
计划增产量（万桶/日）	13.8	41.1	41.1	41.1	54.8	54.8	13.7	13.7	13.7	287.8
实际增产量（万桶/日）	3	16	50	18	55.1	14	92	-17	-	231.1
增产兑现率	21.74%	38.93%	121.65%	43.79%	100.55%	25.55%	671.53%	-		80.30%

资料来源：OPEC、中辉期货研究院

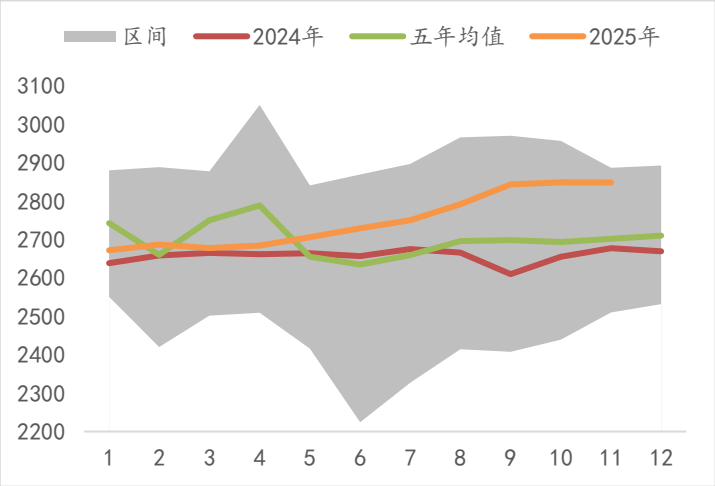
OPEC+产量处于高位，闲置产能下降。2025 年 3 月，OPEC+召开会议决定开启增产，2025 年 4-9 月，先解除 2024 年初至 2025 年一季度 8 个成员国 220 万桶/日减产，2025 年 10 月，再解除 8 个成员国 2023 年 5 月开启的 166 万桶/日减产。截至 2025 年 11 月，OPEC+产量约 4306 万桶/日，其中 OPEC 产量约 2848 万桶/日，产量较 10 月基本持平。

图 26：OPEC 原油产量走势（万桶/日）



资料来源： IFIND、钢联、中辉期货研究院

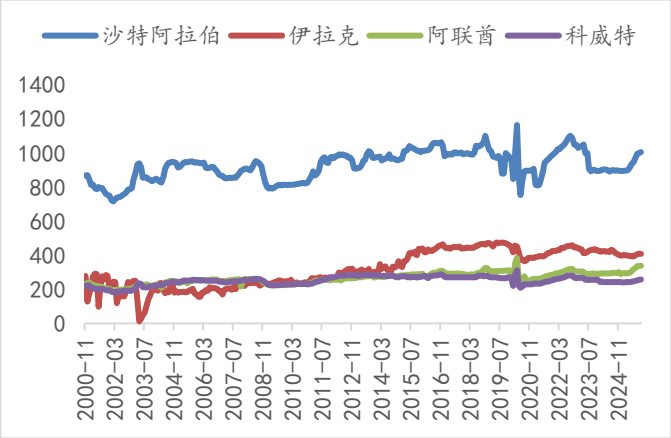
图 27：OPEC 原油供给季节性走势（万桶/日）



资料来源： IFIND、钢联、中辉期货研究院

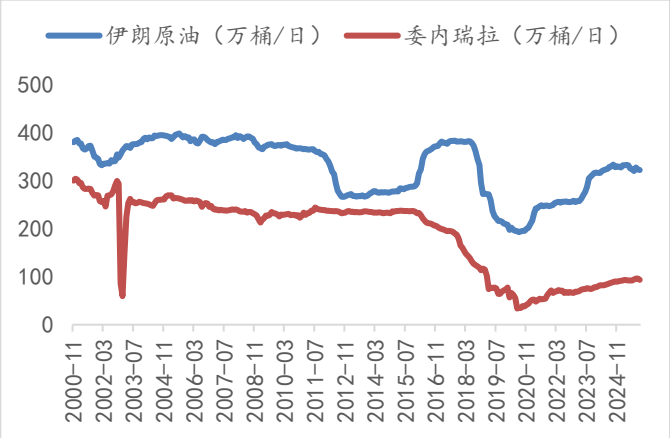
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 28：中东主要产油国产量（万桶/日）



资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

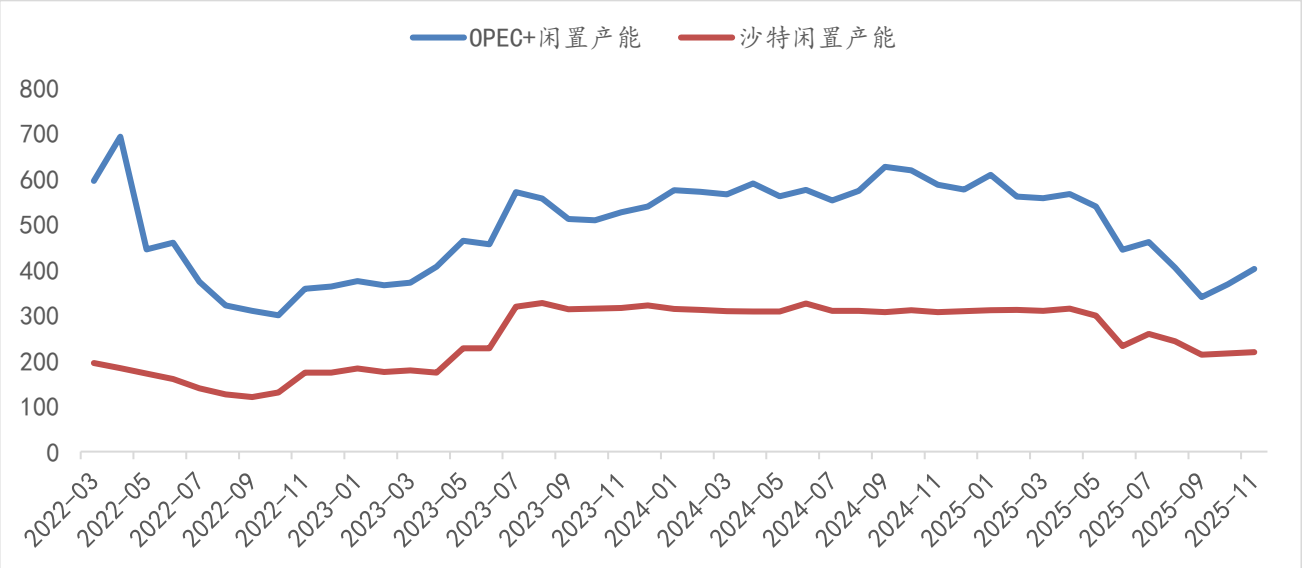
图 29：伊朗、委内瑞拉原油产量（万桶/日）



资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

从闲置产能情况看，当前 OPEC+整体闲置产能约 402 万桶/日，近一半集中在沙特手中，可调动产能大约 150-200 万桶/日，其中沙特能调动 100-150 万桶/日，后续 OPEC+产量变化主要关注沙特产量计划。

图 30：OPEC+与沙特闲置产能（万桶/日）

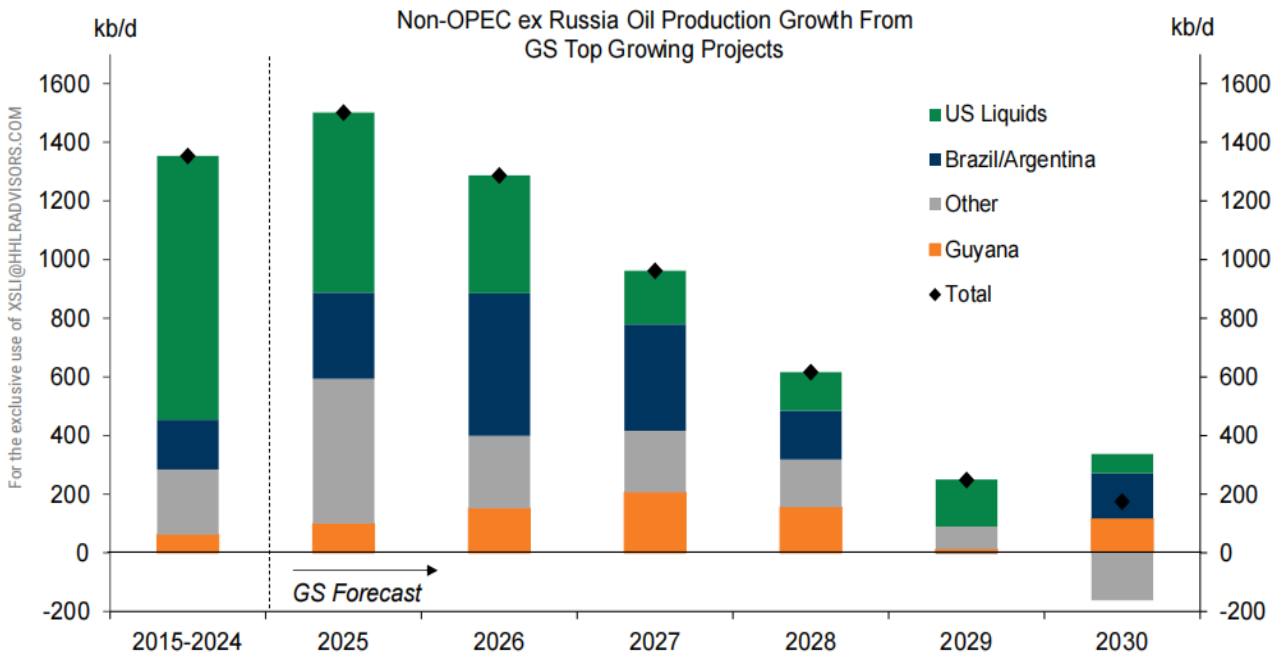


资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

请务必阅读正文之后的免责条款部分

2026 年下半年，非 OPEC+地区产量增速下降。2025 年，美国与南美巴西、阿根廷、圭亚那为原油增产主力，根据 IEA 预计，2025 年非 OPEC+地区增量约 180 万桶/日，其中美国石油产量增加 50 万桶/日，巴西产量增加 60 万桶/日，圭亚那产量增加 25 万桶/日，加拿大产量增加 21 万桶/日，预计 2026 年增产约 100 万桶/日，2026 年下半年产量增速将会出现较为明显下降。高盛对非 OPEC+地区产量预测与 IEA 类似，预计 2025 年之后，非 OPEC+地区产量增速放缓，预计 2026 年产量增加 130 万桶/日，2027 年降至 100 万桶/日。

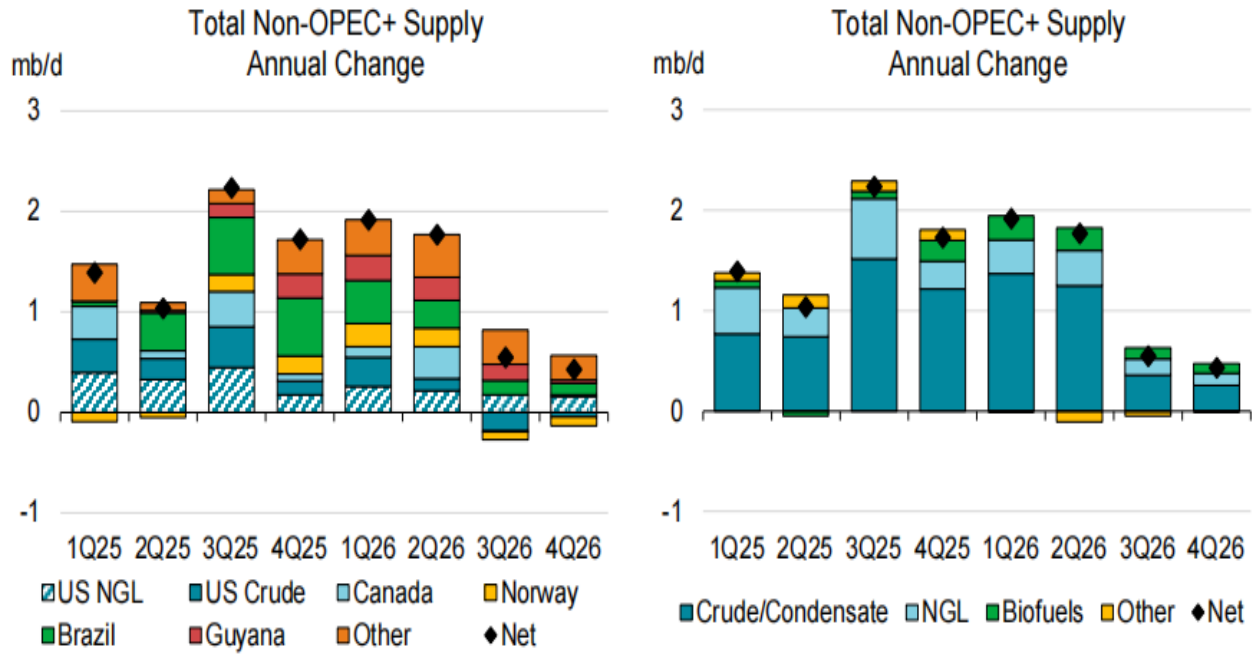
图 31：高盛对非 OPEC+地区产量增量预测（千桶/日）



资料来源：高盛研究、中辉期货研究院

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 32：IEA 对非 OPEC+地区产量增量预测（千桶/日）

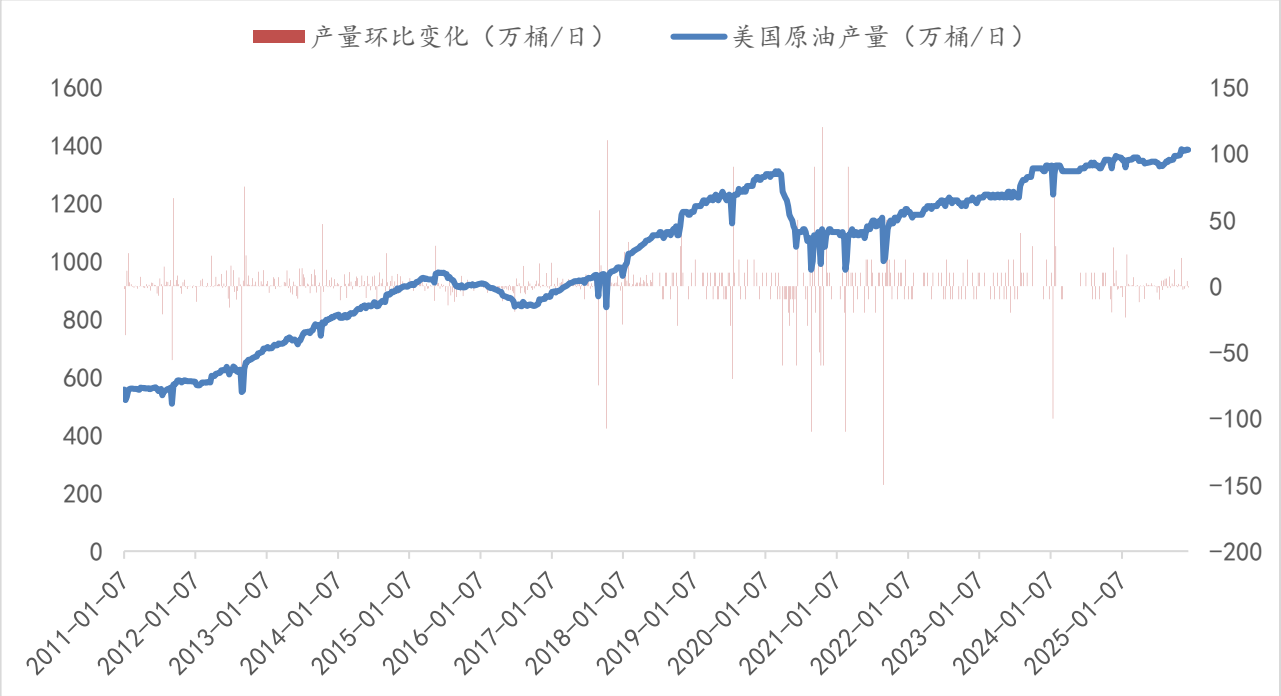


资料来源：IEA、中辉期货研究院

美国原油供给达到高位平台期，关注低油价下美国原油产量变化。根据 EIA 最新数据显示，截至 2025 年 12 月 12 日当周，美国原油产量 1384 万桶/日，较 1 月份上升 28 万桶/日，较 2024 年同期上升 24 万桶/日，增量较 2024 年 40 万桶/日下降月 12 万桶/日，增速明显放缓。一方面，美国页岩油开发黄金时期已过，开发条件较好的油田大部分已经开发，另一方面伴随油价下降，页岩油作为对油价较为敏感油种，上游扩产意愿不强，当前美国活跃钻机数量从年初 482 部降至当前 414 部。

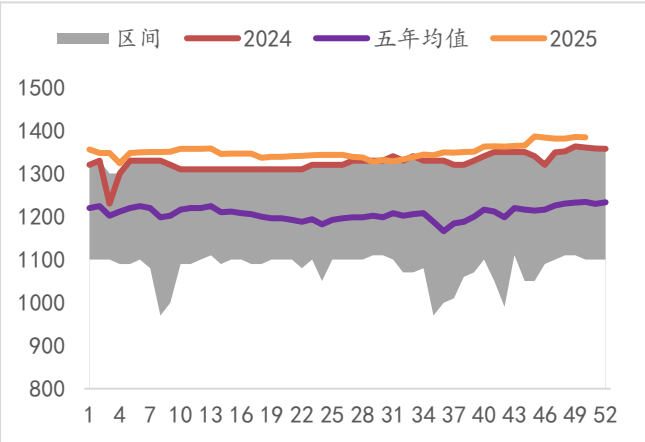
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 33：美国原油产量



资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

图 34：美国原油产量季节性（万桶/日）



资料来源： IFIND、钢联、中辉期货研究院

图 35：美国原油钻机数量

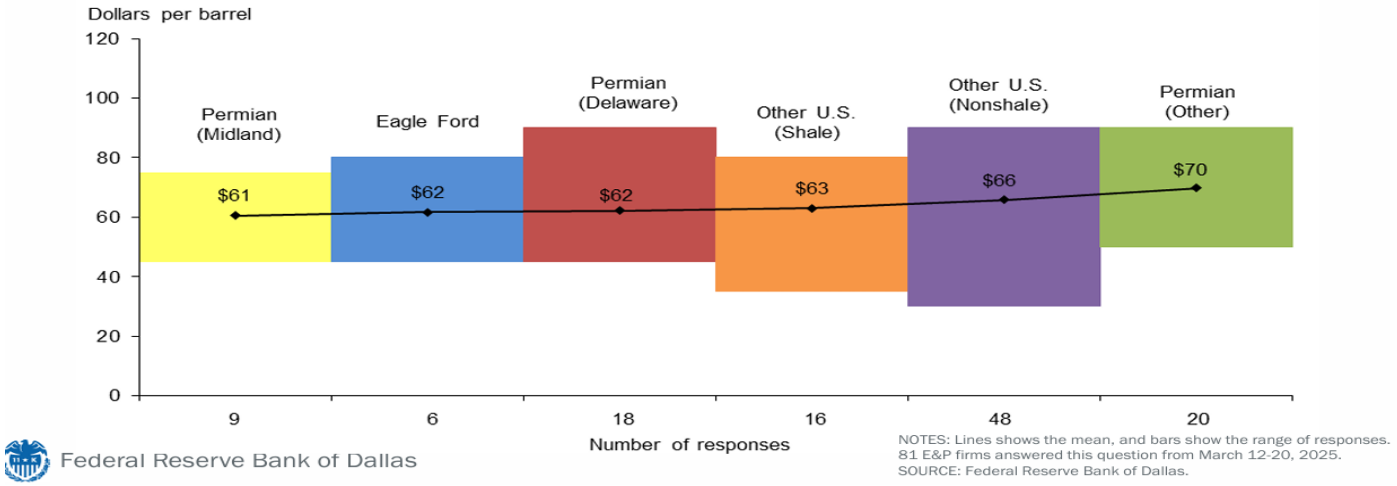
资料来源： IFIND、钢联、中辉期货研究院

从当前全球原油供需所处阶段看，市场仍在测试美国页岩油边际成本线，根据美国达拉斯联邦储备银行调研数据显示，美国新钻井盈亏平衡价

请务必阅读正文之后的免责条款部分

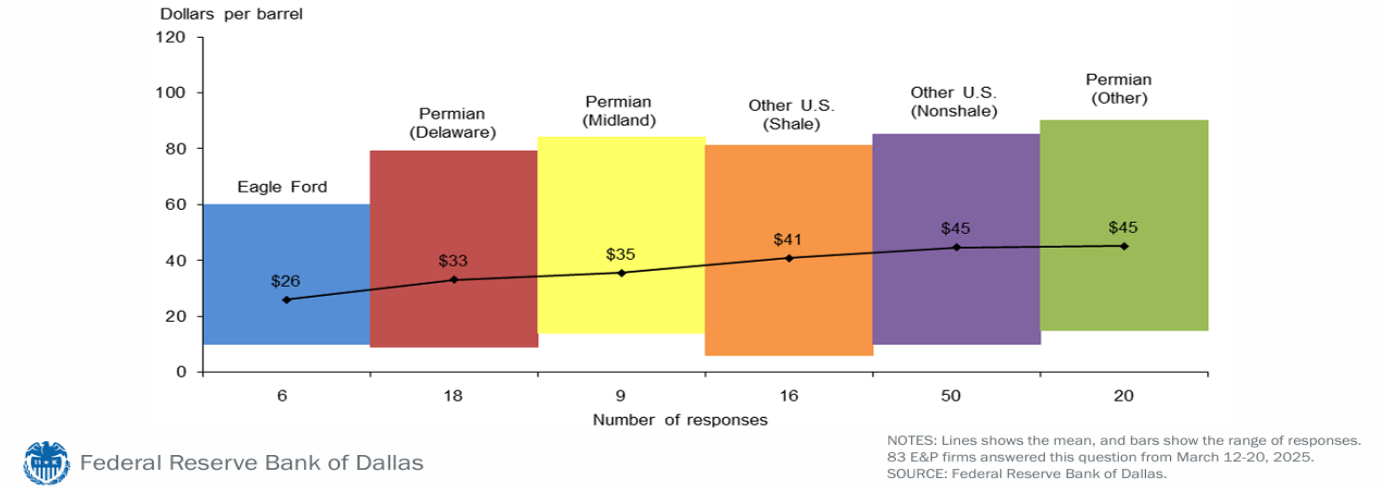
约 61 美元/桶，现有油井盈亏平衡价格约 41 美元/桶，50 美元上下将是页岩油重要支撑位。但近年来随着美国油气企业兼并重组，油气企业一体化程度加深，涵盖了上游勘探生产，中游炼化，下游销售，企业营收更加多元，抵御低油价能力上升，需进一步关注美国原油产量对价格反应。

图 36：美国页岩油不同产区新钻井收支平衡价



资料来源：达拉斯联邦储备银行、中辉期货研究院

图 37：美国页岩油不同产区现有钻井盈亏平衡价

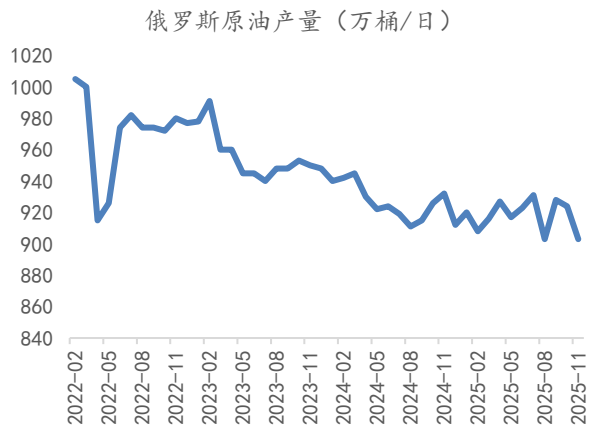


资料来源：达拉斯联邦储备银行、中辉期货研究院

请务必阅读正文之后的免责条款部分

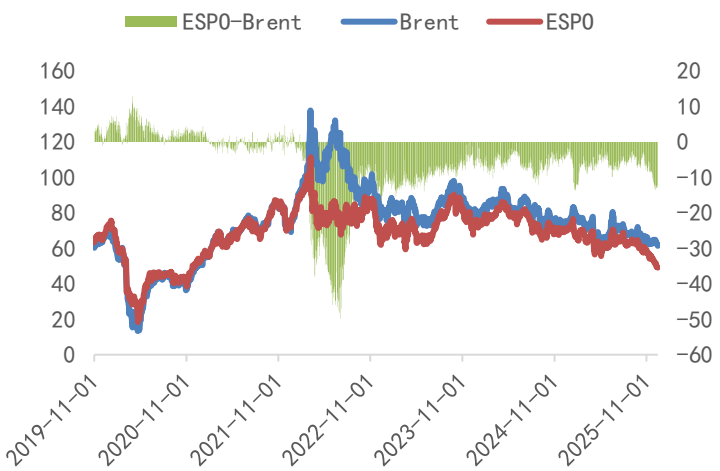
俄乌冲突或为 2026 年油价尾部风险。2022 年 3 月，俄乌冲突爆发后，欧美开启对俄罗斯制裁，乌克兰不断通过无人机袭击俄罗斯炼厂和港口，地缘溢价成为油价一部分，而且全球能源贸易格局重塑，俄罗斯能源从西向东转移，能源运输以及合规成本上升，俄罗斯能源价格只能通过降价弥补买家采购成本上升，俄罗斯原油较基准油价显著下降。

图 38：俄罗斯原油产量



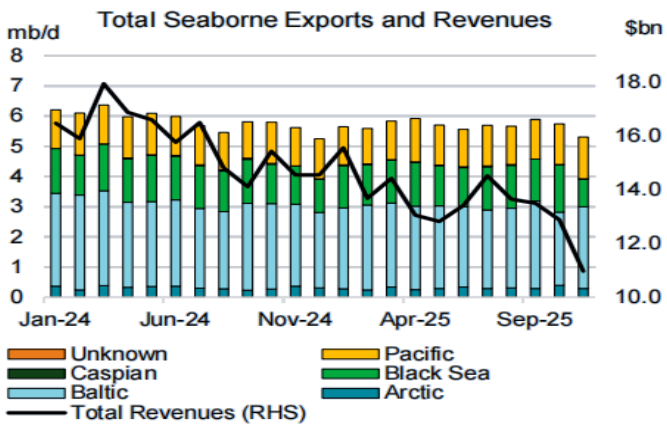
资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

图 39：俄罗斯油价与基准油价对比（美元/桶）



资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

图 40：俄罗斯石油出口情况



Russian Crude and Product Exports (mb/d)

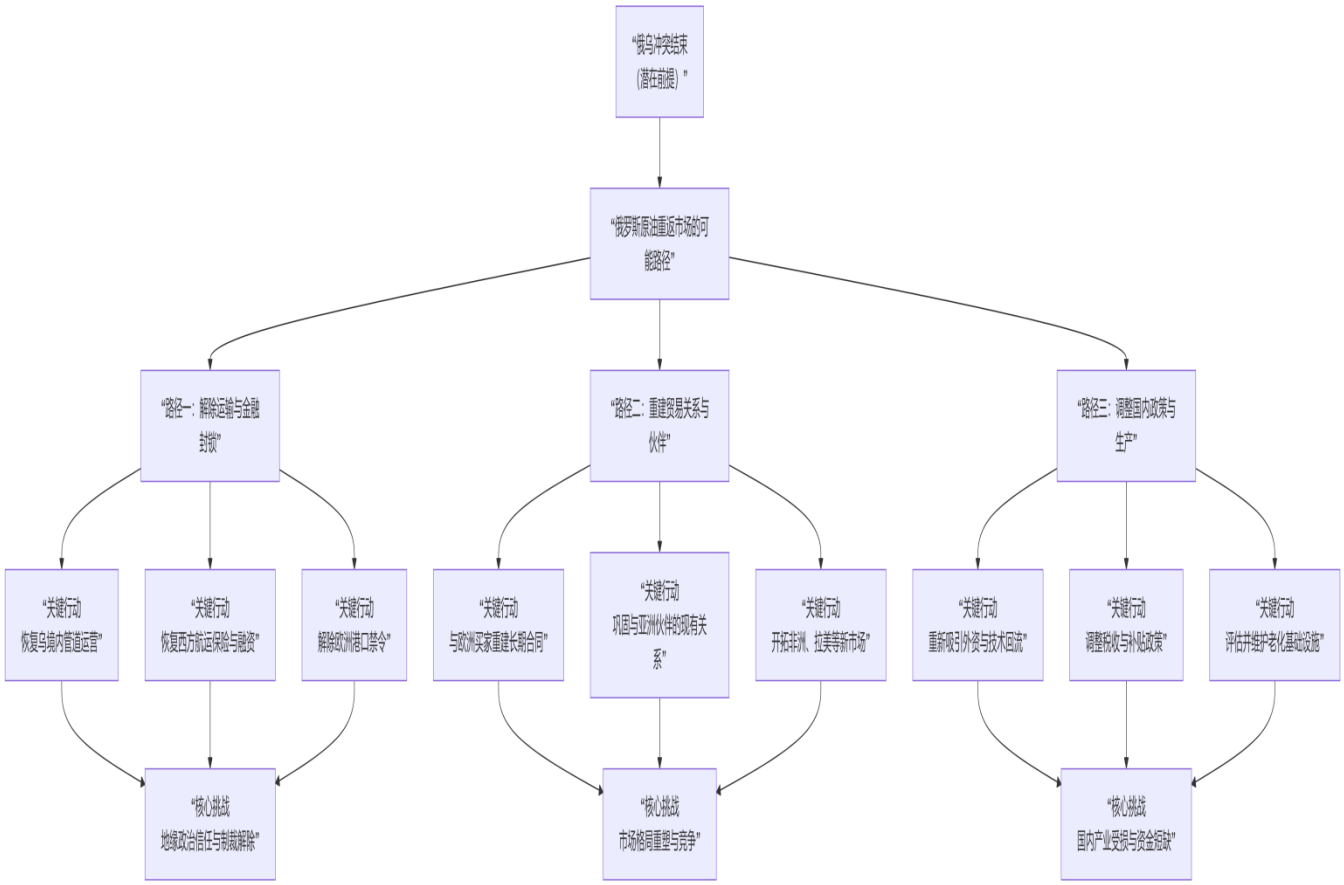
	Nov-24	Oct-25	Nov-25	m-o-m	y-o-y
Total Crude	4.83	5.01	4.71	-0.29	-0.11
pipeline and rail	1.44	1.24	1.25	0.00	-0.19
seaborne	3.39	3.76	3.47	-0.30	0.08
Total Products	2.56	2.27	2.14	-0.13	-0.42
Gasoline	0.13	0.06	0.06	-0.01	-0.08
Gasoil	0.82	0.72	0.74	0.02	-0.09
Resid+VGO	0.96	0.90	0.73	-0.16	-0.23
Jet-Kero	0.05	0.03	0.05	0.02	0.00
Naphtha+NGLs+LPG	0.57	0.53	0.54	0.00	-0.03
Total	7.39	7.28	6.86	-0.42	-0.53
Total Revenue ($Bn)	14.56	12.89	10.97	-1.92	-3.59
... of which crude	9.57	8.70	7.06	-1.64	-2.51
... of which product	4.99	4.19	3.91	-0.28	-1.08

资料来源：IEA、中辉期货研究院

请务必阅读正文之后的免责条款部分

2025 年特朗普重返白宫后，第一步通过经济手段，压低油价，同时加大俄罗斯原油出口成本，减少俄罗斯收入，第二步在经济手段背后，推进俄乌谈判，12 月初，俄乌和谈出现曙光，2026 年有较大概率完成初步和平框架。俄乌冲突缓解之后，我们预计短期地缘溢价将会挤出，虽然欧洲大概率会维持现有能源贸易结构，但其它地区会加强对俄罗斯能源采购，并且俄罗斯出口能源运输与合规成本下降，也将会对油价起到压制作用，所以俄乌冲突特别结束将会是 2026 年油价下跌潜在尾部风险。

图 41：俄乌冲突结束后俄油重返市场路径预测



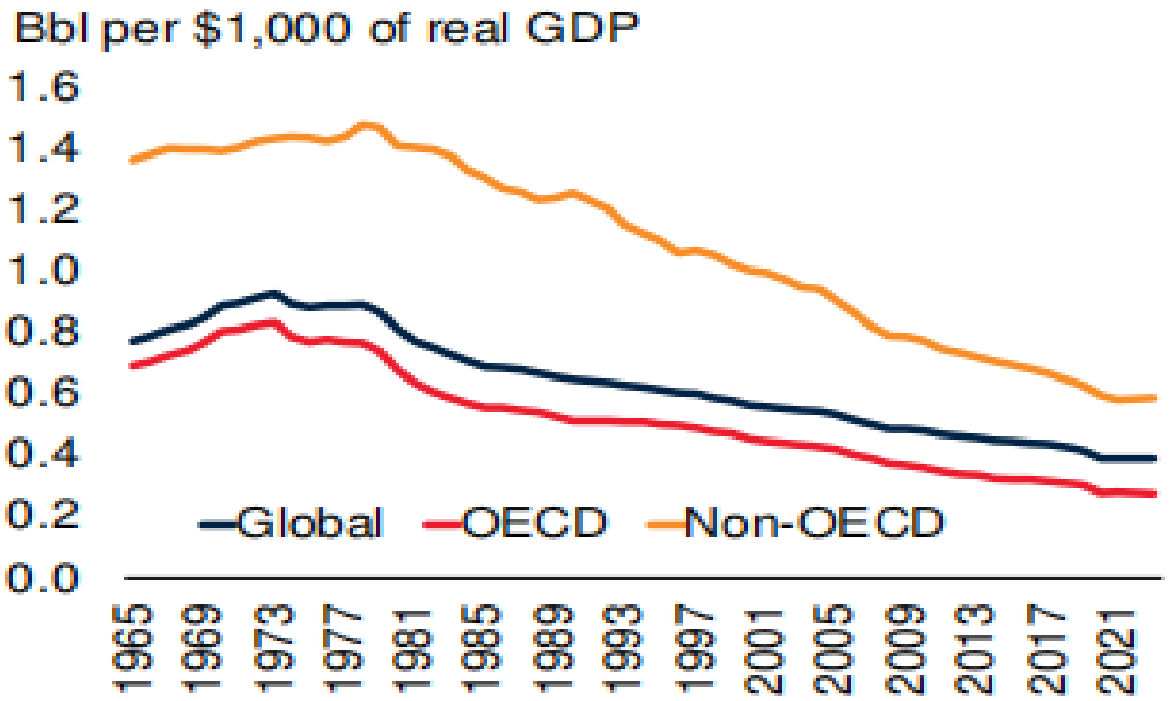
资料来源：deepseek、中辉期货研究院

请务必阅读正文之后的免责条款部分

3.3 需求端：需求韧性较强

在新能源快速发展背景下，全球原油需求仍保持较强韧性。2026 年全球宏观经济继续保持增长，能源需求继续增长，根据世界银行测算，全球原油需求较经济增速弹性大约 0.4-0.5，2026 年全球原油需求增量大约 120 万桶/日。

图 42：每 1000 美元 GDP 消耗原油量（世界银行）



资料来源：世界银行、中辉期货研究院

非 OECD 地区成为主要增量地区，化工和航煤成为主要增量领域。根据 IEA 数据显示，2026 年 OECD 地区需求将下降 7.4 万桶/日，非 OECD 地区需求将上升 93.7 万桶/日，整体需求增量大约 86 万桶/日，非 OECD 地区增量主要集中在亚太印度、中国等国家或地区。化工和航煤成为主要增量领域，预计 2026 年 LPG 和乙烷需求增量 31.3 万桶/日，石脑油需求增量

请务必阅读正文之后的免责条款部分

21.4 万桶/日，化工需求支撑原油消费，航煤需求亮眼，预计增量为 17.6 万桶/日，增速 2.3%，为下游需求增速最快领域。

图 43：全球原油分地区需求情况

Global Demand by Region
(thousand barrels per day)

	Demand				Annual Chg (kb/d)		Annual Chg (%)	
	2019	2024	2025	2026	2025	2026	2025	2026
Africa	4 181	4 624	4 826	4 938	202	111	4.4	2.3
Americas	31 572	31 580	31 815	31 948	235	134	0.7	0.4
Asia/Pacific	36 292	38 671	38 985	39 481	314	496	0.8	1.3
Europe	15 122	14 242	14 250	14 236	8	- 14	0.1	-0.1
Eurasia	4 663	4 776	4 803	4 833	27	30	0.6	0.6
Middle East	8 948	9 195	9 244	9 349	48	105	0.5	1.1
World	**100 778**	**103 088**	**103 923**	**104 785**	**835**	**863**	**0.8**	**0.8**
OECD	47 548	45 809	45 822	45 748	13	- 74	0.0	-0.2
Non-OECD	53 230	57 279	58 100	59 037	822	937	1.4	1.6

资料来源：IEA、中辉期货研究院

图 44：全球原油分产品需求情况

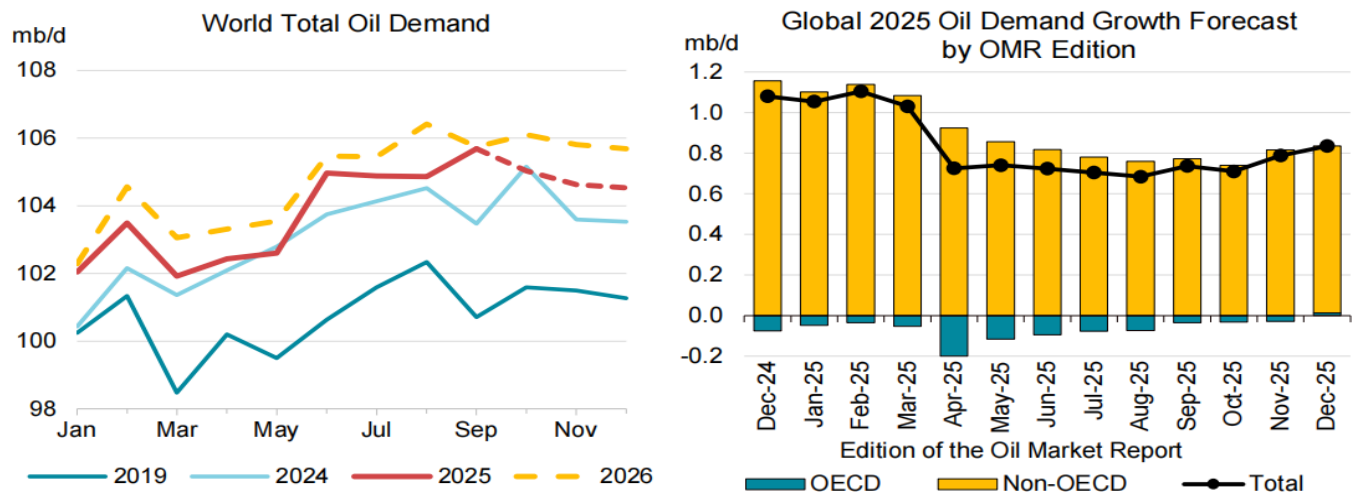
Global Demand by Product
(thousand barrels per day)

	Demand				Annual Chg (kb/d)		Annual Chg (%)	
	2019	2024	2025	2026	2025	2026	2025	2026
LPG & Ethane	13 211	15 056	15 330	15 643	274	313	1.8	2.0
Naphtha	6 690	7 190	7 245	7 459	55	214	0.8	3.0
Motor Gasoline	26 928	27 362	27 621	27 630	259	9	0.9	0.0
Jet Fuel & Kerosene	7 863	7 513	7 710	7 887	197	176	2.6	2.3
Gas/Diesel Oil	28 747	28 481	28 722	28 917	241	195	0.8	0.7
Residual Fuel Oil	6 228	6 453	6 298	6 305	- 154	6	-2.4	0.1
Other Products	11 110	11 033	10 996	10 945	- 37	- 51	-0.3	-0.5
Total Products	**100 778**	**103 088**	**103 923**	**104 785**	**835**	**863**	**0.8**	**0.8**

资料来源：IEA、中辉期货研究院

关注需求季节性带来的全球原油供需再平衡交易机会。原油消费具备明显的季节性特征，一季度特别是 3 月前后为全年消费淡季，随后需求逐渐回暖，7 月前后达到全面消费高点，高点和低点需求量偏差 150-300 万桶/日，供给端 2026 年一季度之后增量放缓，届时供需有望再平衡。

图 45：全球原油需求季节性走势



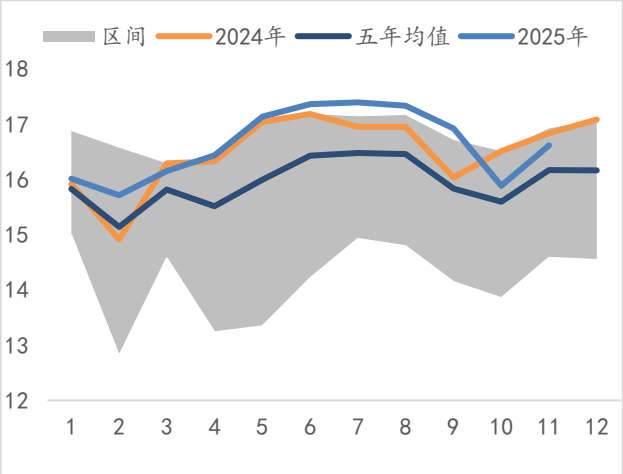
资料来源：IEA、中辉期货研究院

请务必阅读正文之后的免责条款部分

欧美原油需求保持平稳。欧美发达国家和地区，原油需求近年来整体平稳，根据 IEA 数据显示，2026 年预计 OECD 整体需求量为 4619 万桶/日，同比下降 1.7%。鉴于欧美需求高基数，关注季节性或者区域短期供需不匹配带来的交易机会。

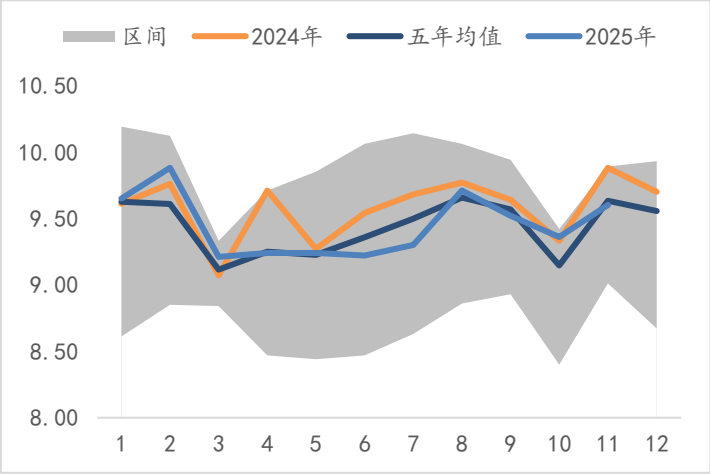
根据 OPEC 月报数据显示，2025 年 11 月美国炼厂加工量为 1661 万桶/日，同比下降 22 万桶/日，环比上升 73 万桶/日，欧洲 16 国炼厂加工量为 960 万桶/日，同比下降 28 万桶/日，环比上升 24 万桶/日。根据 EIA 数据显示，截至 2025 年 12 月 12 日当周，美国炼厂开工率为 94.80%，汽油产量为 961 万桶/日，柴油产量为 520 万桶/日，柴油需求韧性较强，汽油需求偏弱。

图 46：美国原油加工量（百万桶/日）



资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

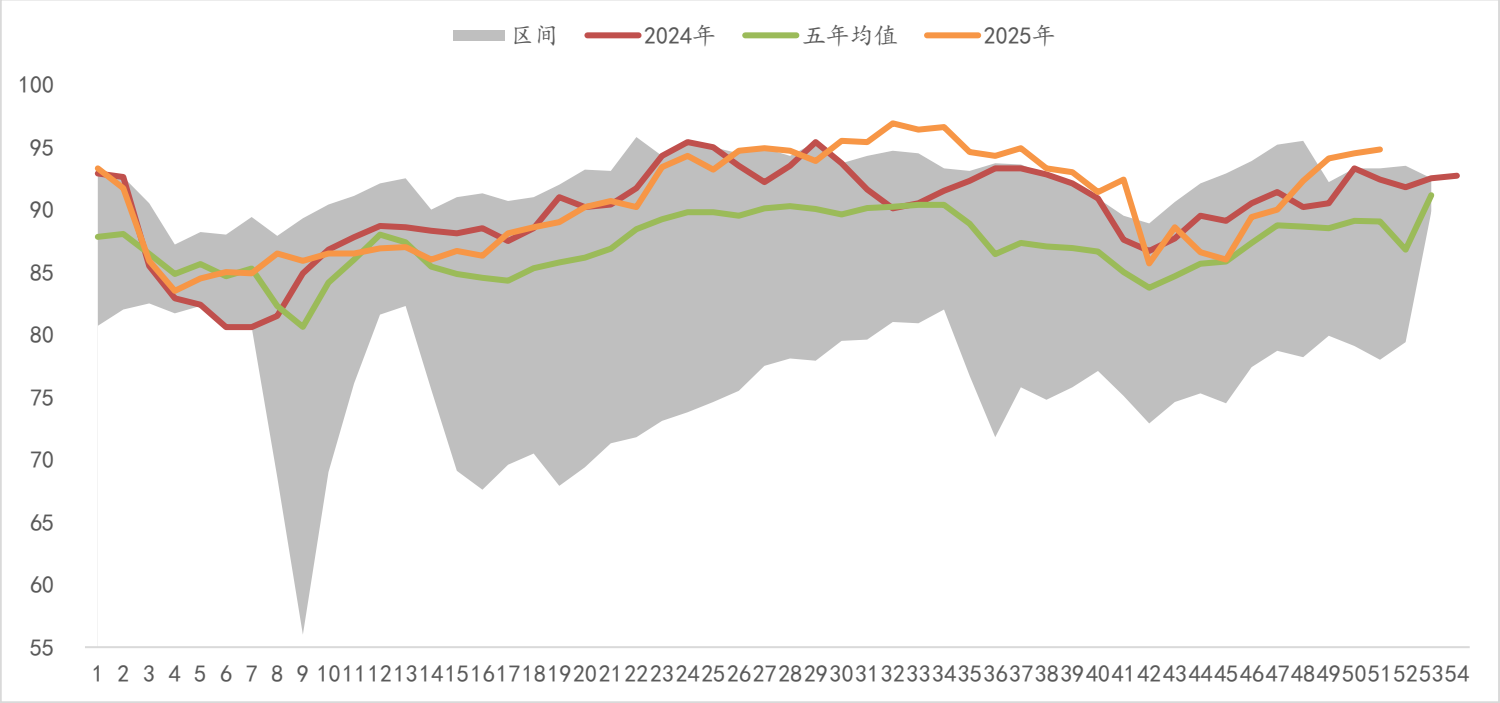
图 47：欧洲 16 国原油加工量（百万桶/日）



资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

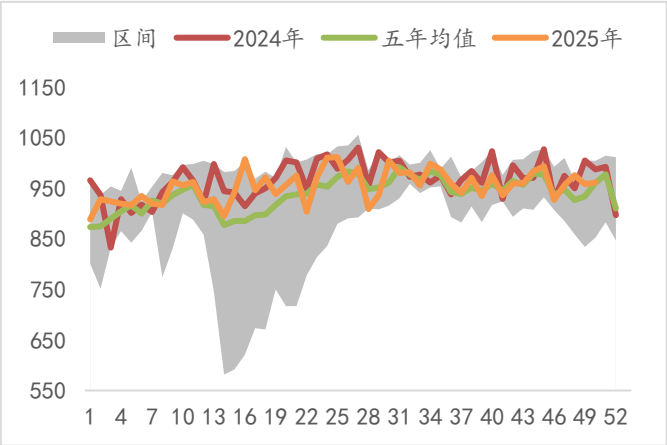
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 48：美国炼厂开工率走势（%）



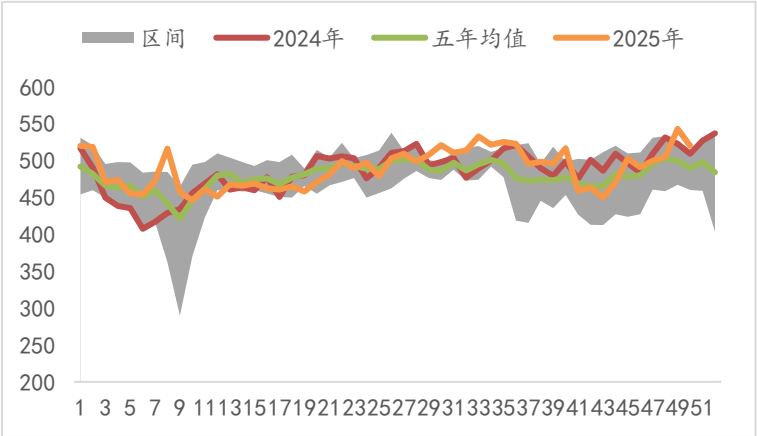
资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

图 49：美国汽油产量（万桶/日）



资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

图 50：美国柴油产量（万桶/日）



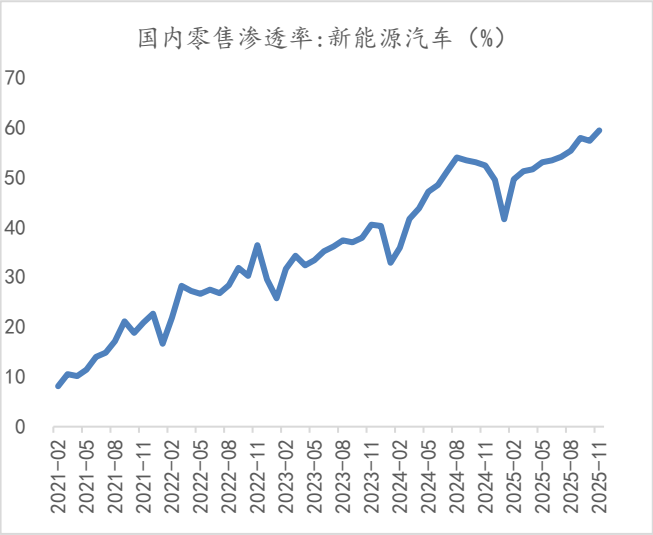
资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

在电力、LNG 等能源替代背景下，中国原油需求达峰成为影响原油供需的重要驱动。中国近 10 年，一直保持全球第一大原油进口国地位，每

请务必阅读正文之后的免责条款部分

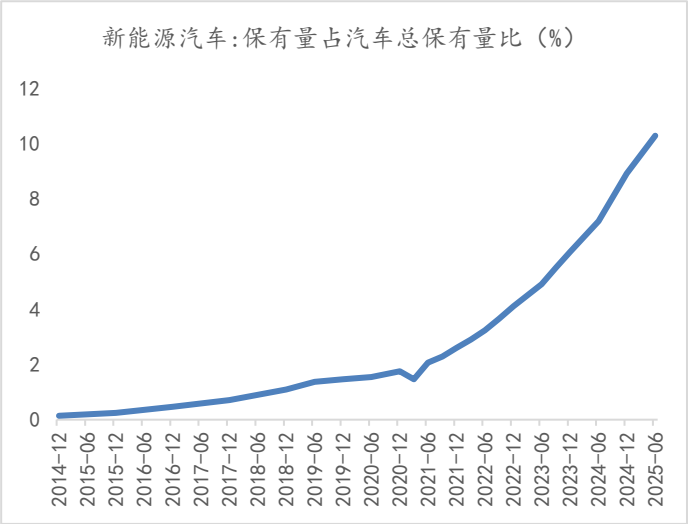
年原油需求增量大约占到全球增量的一半到三分之二。2025 年，国内新能源汽车渗透率超过 50%，LNG 重卡渗透率预计达到 30%，电力和 LNG 有效替代原油消费。

图 51：国内新能源汽车渗透率



资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

图 52：国内新能源汽车保有量占比



资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

中国需求仍具韧性，需求预计增长 15-20 万桶/日。随着国内新能源快速发展，中国交通用油在 2023 年前后已经达峰，电力替代汽油，LNG 以及电力取代柴油取得显著成就。需求集中在化工和航煤领域，用于化工的乙烷、丙烷、石脑油仍在上升，而且航煤需求增速亮眼。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 53：中国原油需求结构

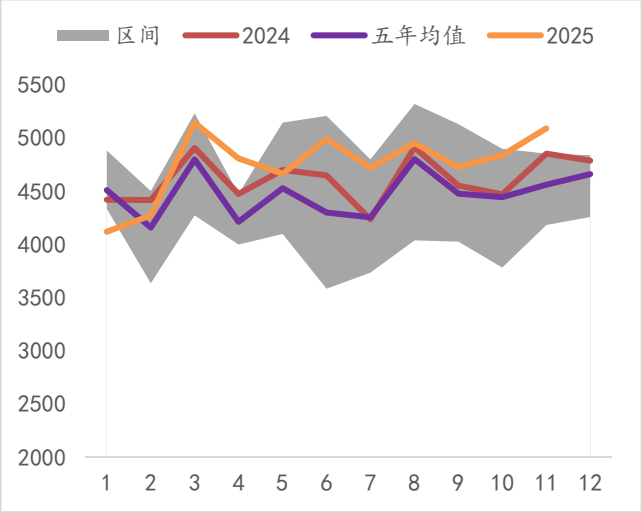
China: Demand by Product (thousand barrels per day)								
		Demand			Annual Chg (kb/d)		Annual Chg (%)	
	2019	2024	2025	2026	2025	2026	2025	2026
LPG & Ethane	1 787	2 663	2 698	2 729	35	31	1.3	1.1
Naphtha	1 392	2 296	2 403	2 615	108	212	4.7	8.8
Motor Gasoline	3 470	3 638	3 584	3 423	- 54	- 161	-1.5	-4.5
Jet Fuel & Kerosene	906	938	964	1 005	26	42	2.8	4.3
Gas/Diesel Oil	3 607	3 561	3 546	3 583	- 15	37	-0.4	1.1
Residual Fuel Oil	450	594	584	595	- 10	12	-1.8	2.0
Other Products	2 573	2 935	2 962	2 988	28	26	0.9	0.9
Total Products	**14 184**	**16 624**	**16 741**	**16 939**	**117**	**198**	**0.7**	**1.2**

资料来源：IEA、中辉期货研究院

2025 年 11 月国内进口 5089 万吨原油，1-11 月累计进口 52301 万吨原油，累计同比上升 3.43%；2025 年 11 月国内原油生产量 1762.7 万吨，同比增长 2.20%，1-11 月国内原油累计生产量 19825.2 万吨，同比增长 1.70%；2025 年 1-11 月国内原油累计加工量 67506.9 万吨，同比上升 4.00%；2025 年 11 月，国内汽油表观需求量 1227.11 万吨，同比上升 1.74%，柴油表观消费量 1767.99 万吨，同比下降 3.04%，1-11 月汽柴油累计表观消费量分别为 14226.25 万吨、18494.92 万吨，同比分别下降 4.56%、4.20%。

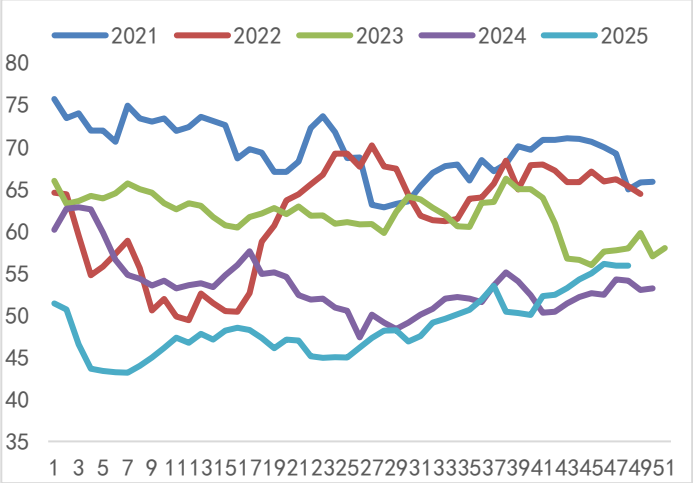
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 54：中国原油进口量（万吨）



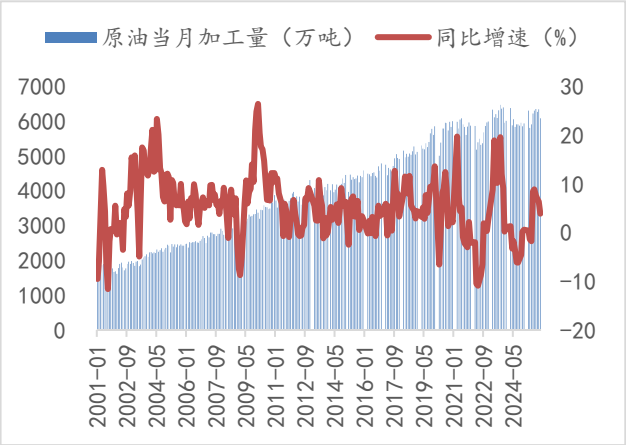
资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

图 55：山东地炼开工率（%）



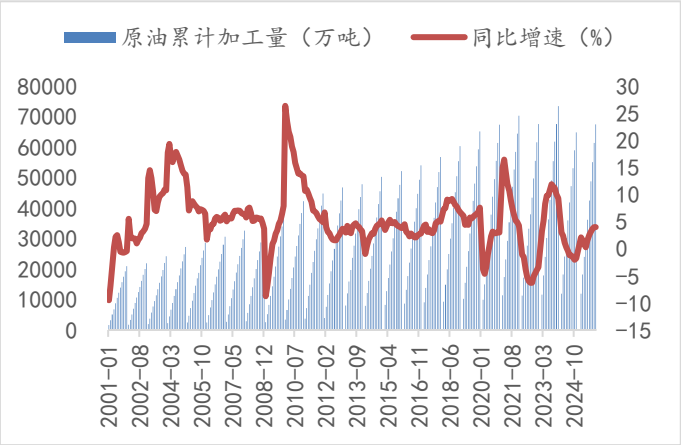
资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

图 56：国内原油当月加工量



资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

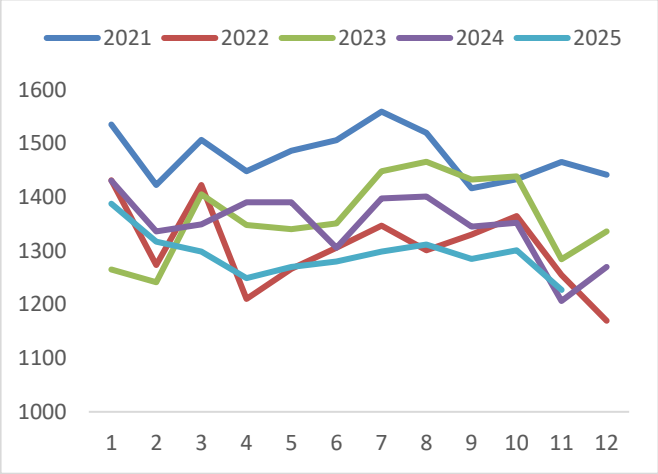
图 57：国内原油累计加工量



资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

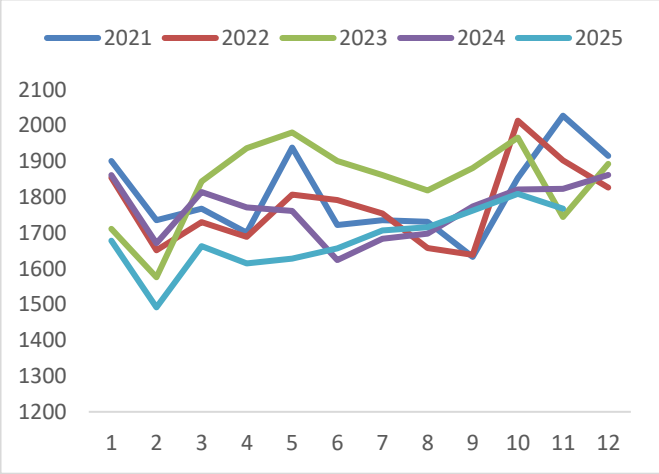
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 58：国内汽油表需季节性（万吨）



资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

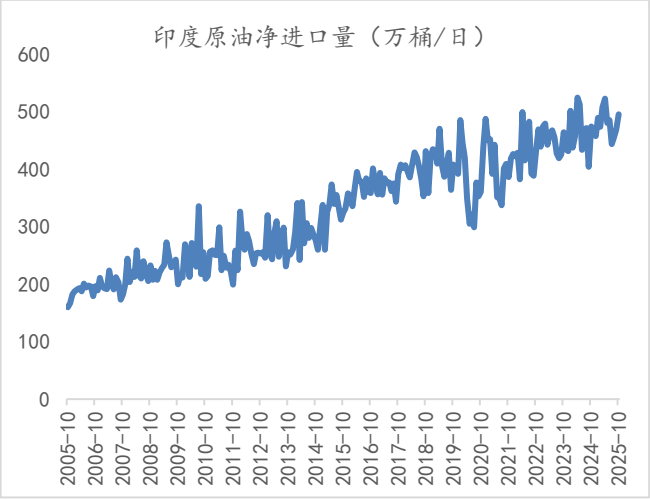
图 59：国内柴油表需季节性（万吨）



资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

印度成为需求增量重要拉动地区。欧美发达国家原油需求已达峰，中国由于新能源快速发展，用于炼油部分需求已经达峰，印度当前处于快速发展阶段，原油需求增长较快。EIA、IEA、OPEC 分别预计 2026 年印度需求将增加 17 万桶/日、16 万桶/日、22 万桶/日。根据 OPEC 预计，印度当前需求量为 553 万桶/日，进口量约 497 万桶/日，原油对外依存度接近 90%，其中三分之一原油进口来自俄罗斯。

图 60：印度原油净进口量



资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

图 61：印度原油下游消费结构（万桶/日）

类别	2024年10月需求	2025年10月需求	增量
LPG	102	107	6
石脑油	33	25	-8
汽油	94	101	7
煤油	20	21	1
柴油	186	185	0
燃料油	13	13	-1
其它	105	101	-4
总计	553	553	1

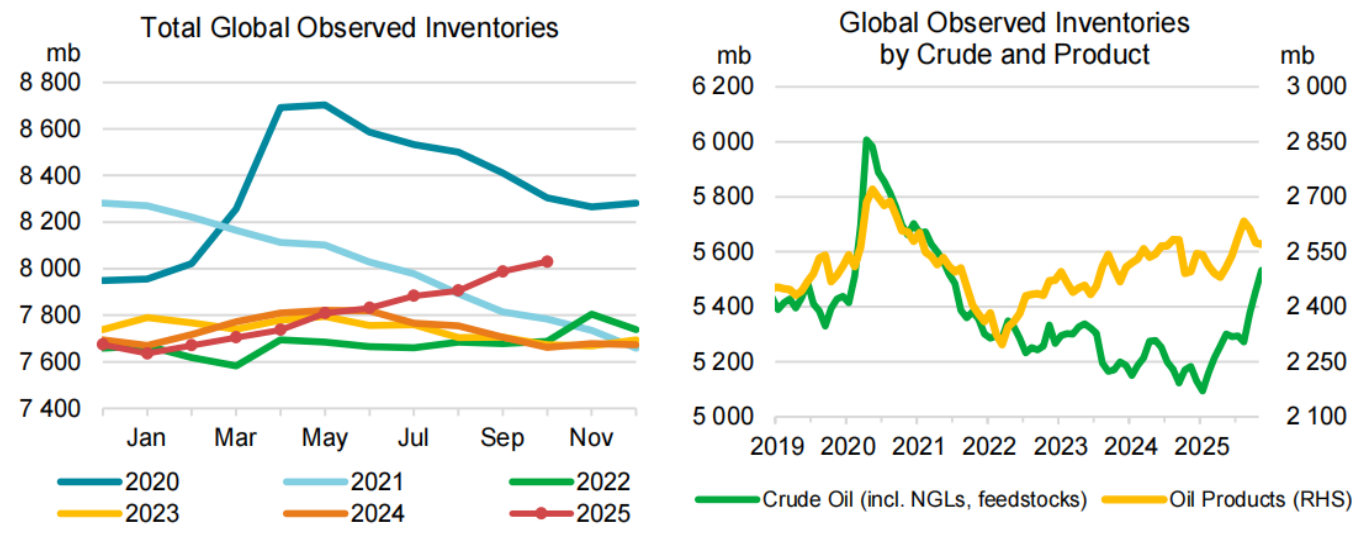
资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

请务必阅读正文之后的免责条款部分

3.4 市场挑战全球库容承受度

根据 IEA 数据显示，截至 2025 年 12 月，全球原油与成品油总库存约 81 亿桶，其中原油 56 亿桶，成品油 25 亿桶。56 亿桶原油库存中，共有约 18.5 亿桶在途原油与 1.5 亿桶海上浮仓，水上原油约 20 亿桶。根据 EIA、IEA 供需平衡表数据，3 月份前后为全球原油需求低点，当前供给端处于高位，预计 2026 年 3 月前后全球累库压力最大，2026 年上半年全球原油库存量达到近年来高位，随后需求季节性回暖，累库压力将缓解。当前全球日均累库量在 300 万桶左右，月均累库约 1 亿桶，当前 OECD 商业石油库容较 2020 年高点低 4 亿桶，加上非 OECD 地区库容，特别是中国库容相对充足，油价下方存在一定支撑。

图 62：全球原油库存



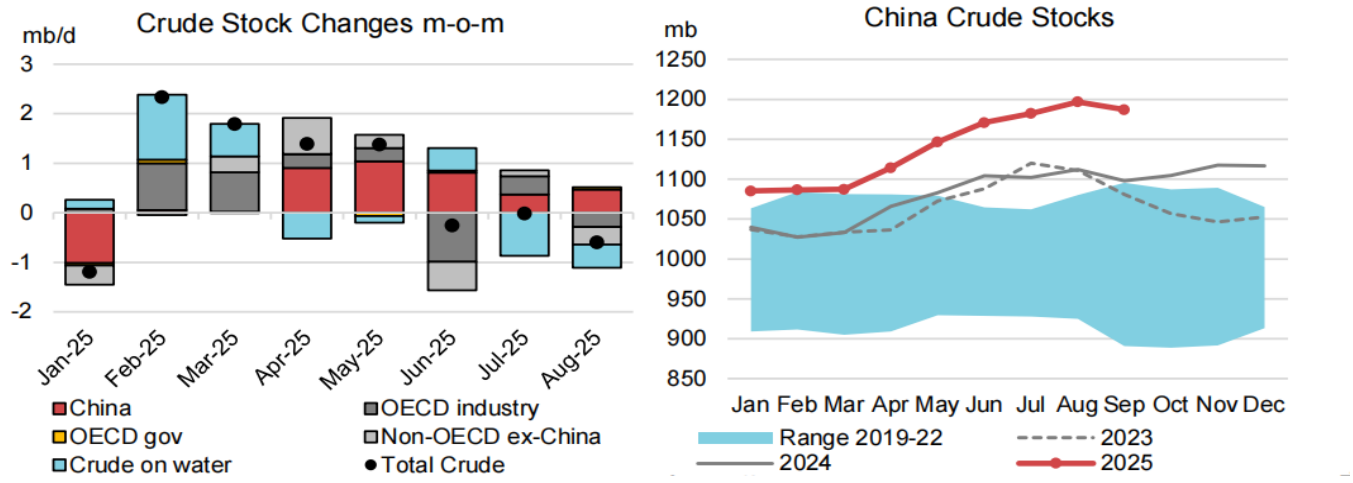
资料来源：IEA、中辉期货研究院

2025 年 4 月，OPEC+开启扩产后，全球原油开始累库。4-10 月，中国吸收了绝大部分过剩量，10 月之后，随着国内补库量下降，库存压力转移到其它地区，12 月份之前，在多重利好包括乌克兰袭击俄罗斯炼厂、欧美加强对俄罗斯制裁力度、中东阿祖尔，西非丹格特炼厂意外停工，欧美成

请务必阅读正文之后的免责条款部分

品油裂解价差升至近年高位，下游成品缓解了原料端原油库存压力，12 月之后，成品油裂解价差下降，库存上升，原油累库压力进一步上升。

图 63：全球原油库存变化

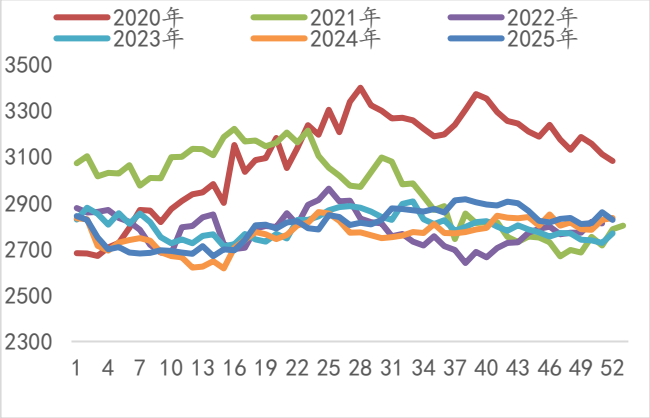


资料来源：IEA、中辉期货研究院

中国补库支撑油价，关注 2026 年中国补库情况。截至 2025 年 12 月 26 日当周，国内原油港口库存量为 2826.9 万吨，山东炼厂厂内库存为 253 万吨，汽油库存量为 1066.3 万吨，柴油库存量为 1235.16 万吨。2025 年中国意外补库对油价起到一定支撑，4-10 月份，中国大约吸收 1-1.3 亿桶过剩原油。2024 年 11 月 8 日《中华人民共和国能源法》正式通过，2025 年 1 月 1 日正式施行，通过法律形式明确了战略原油储备的义务和要求，旨在构建多层次、多元化的能源储备体系，增强国家应对能源供应中断、市场波动等风险的能力，保障国家能源安全。2026 年，市场预期国内会继续建设一批战略原油储备库，届时将会极大缓解全球库容压力。

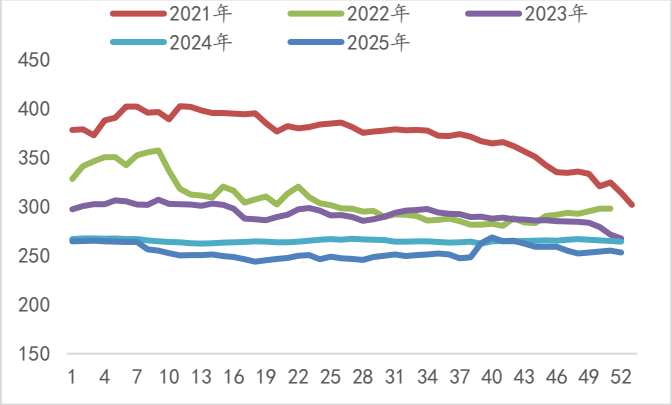
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 64：国内港口原油库存（万吨）



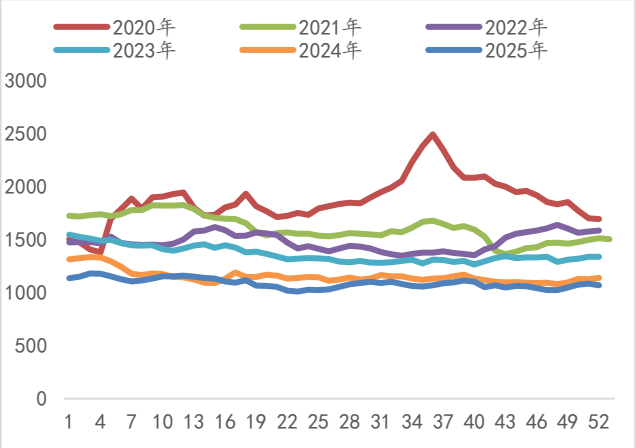
资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

图 65：山东炼厂厂内原油库存（万吨）



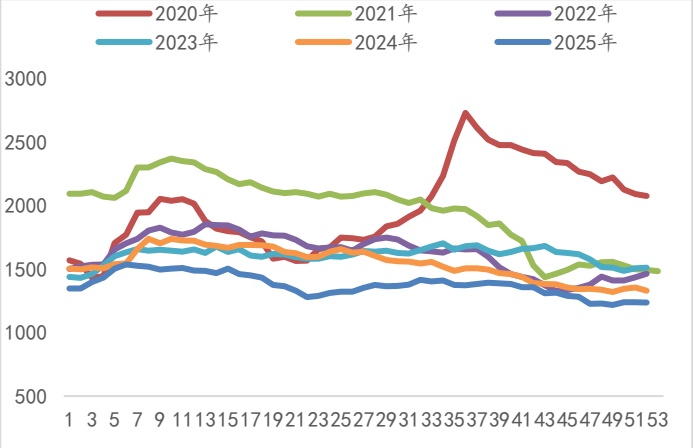
资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

图 66：国内汽油库存（万吨）



资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

图 67：国内柴油库存（万吨）

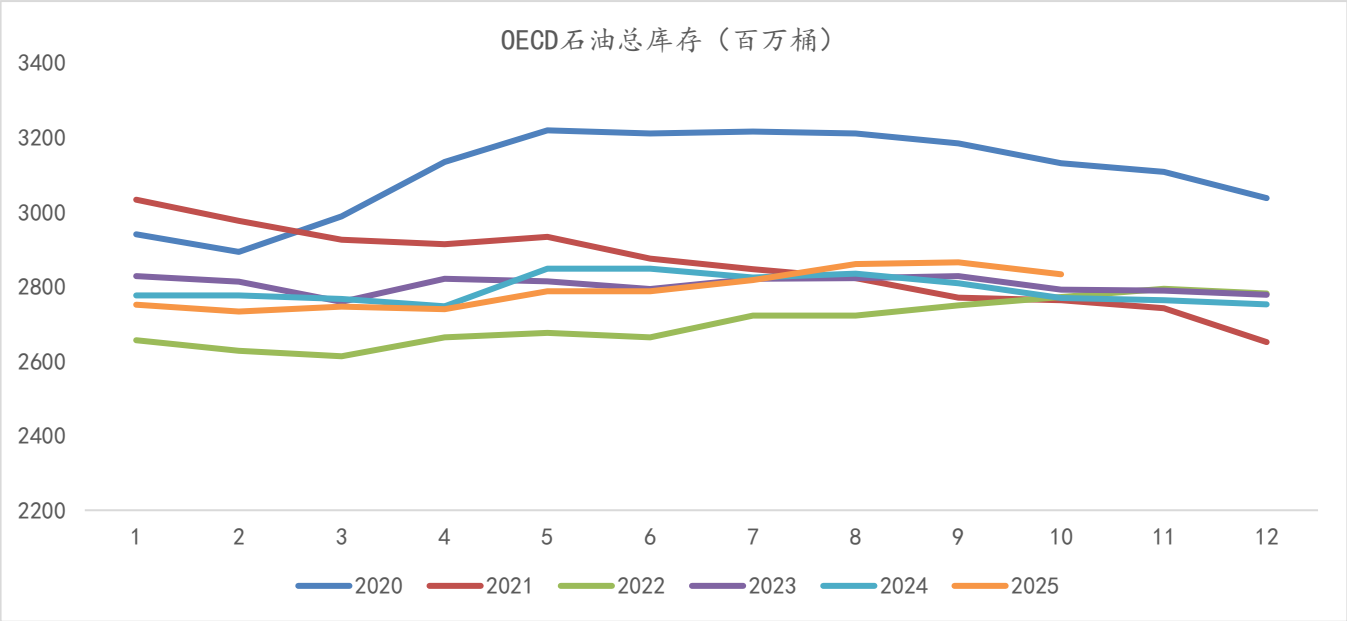


资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

OECD 原油库存仍有较大补库空间。截至 2025 年 10 月，OECD 石油总库存约 28.33 亿桶，其中石油产品库存 14.92 亿桶，原油库存 13.40 亿桶，当前库存量相较 2021 年高点低 4 亿桶左右。

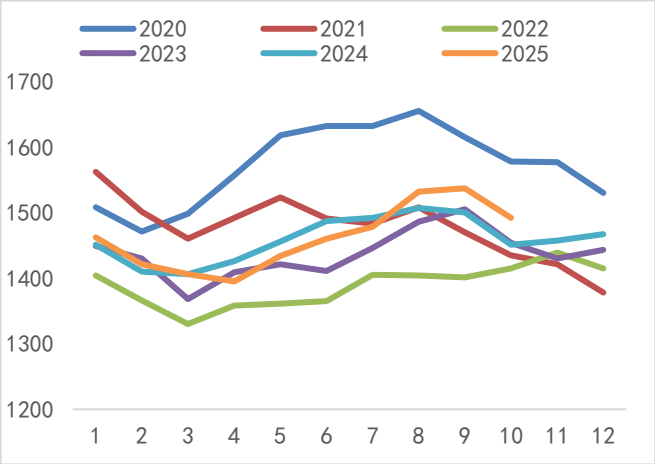
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 68：OECD 石油（原油+石油产品）总库存（百万桶）



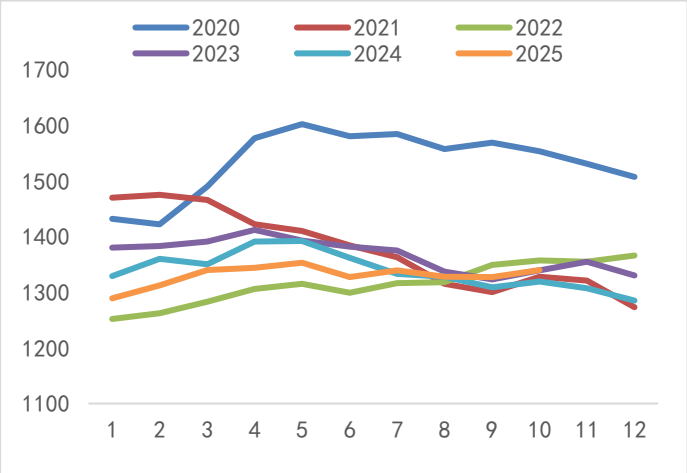
资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

图 69：OECD 原油总库存（百万桶）



资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

图 70：OECD 石油产品总库存（百万桶）

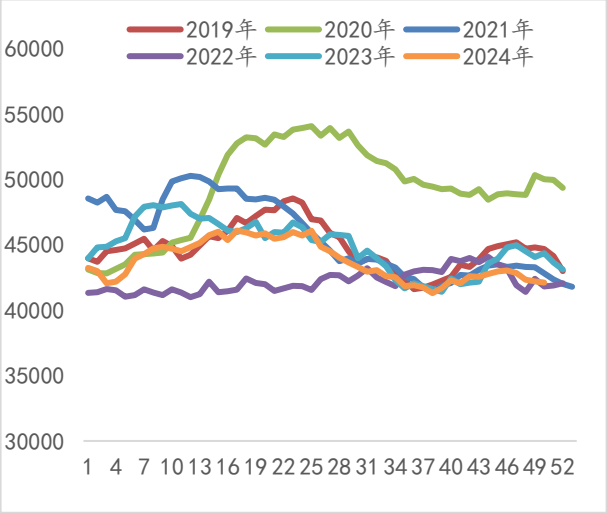


资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

OECD 成员国中，美国当前原油与成品油库存处于低位，截至 2025 年 12 月 12 日，美国商业原油库存 42442 万桶，战略原油储备 41217 万桶，均处历史低位，汽油库存 22563 万桶，柴油库存 11850 万桶，二者仍有较大补库空间。

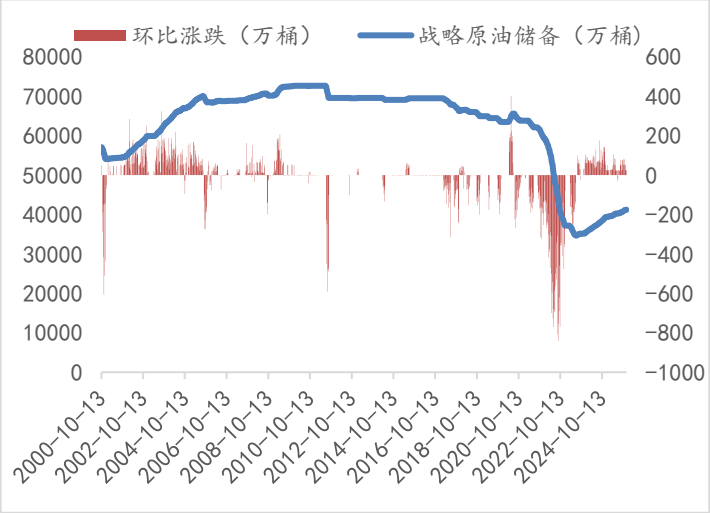
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 71：美国商业原油库存季节性（万桶）



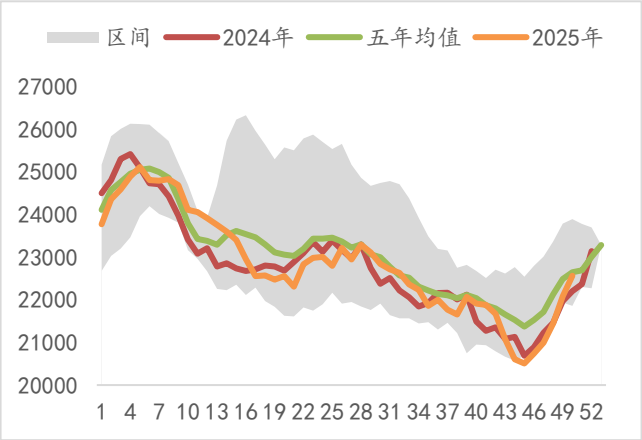
资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

图 72：美国战略原油储备（万桶）



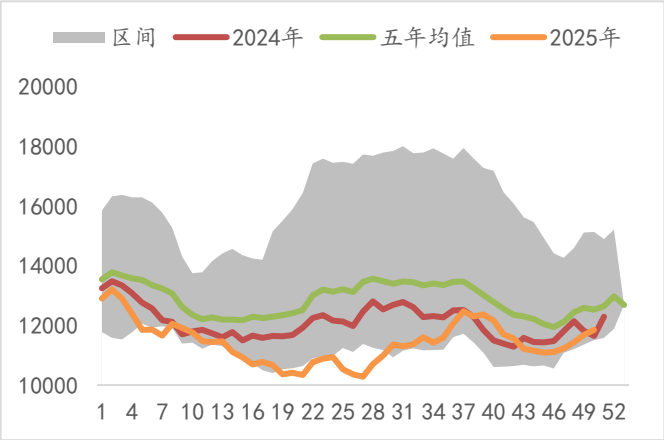
资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

图 73：美国汽油库存量（万桶）



资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

图 74：美国柴油库存量（万桶）



资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

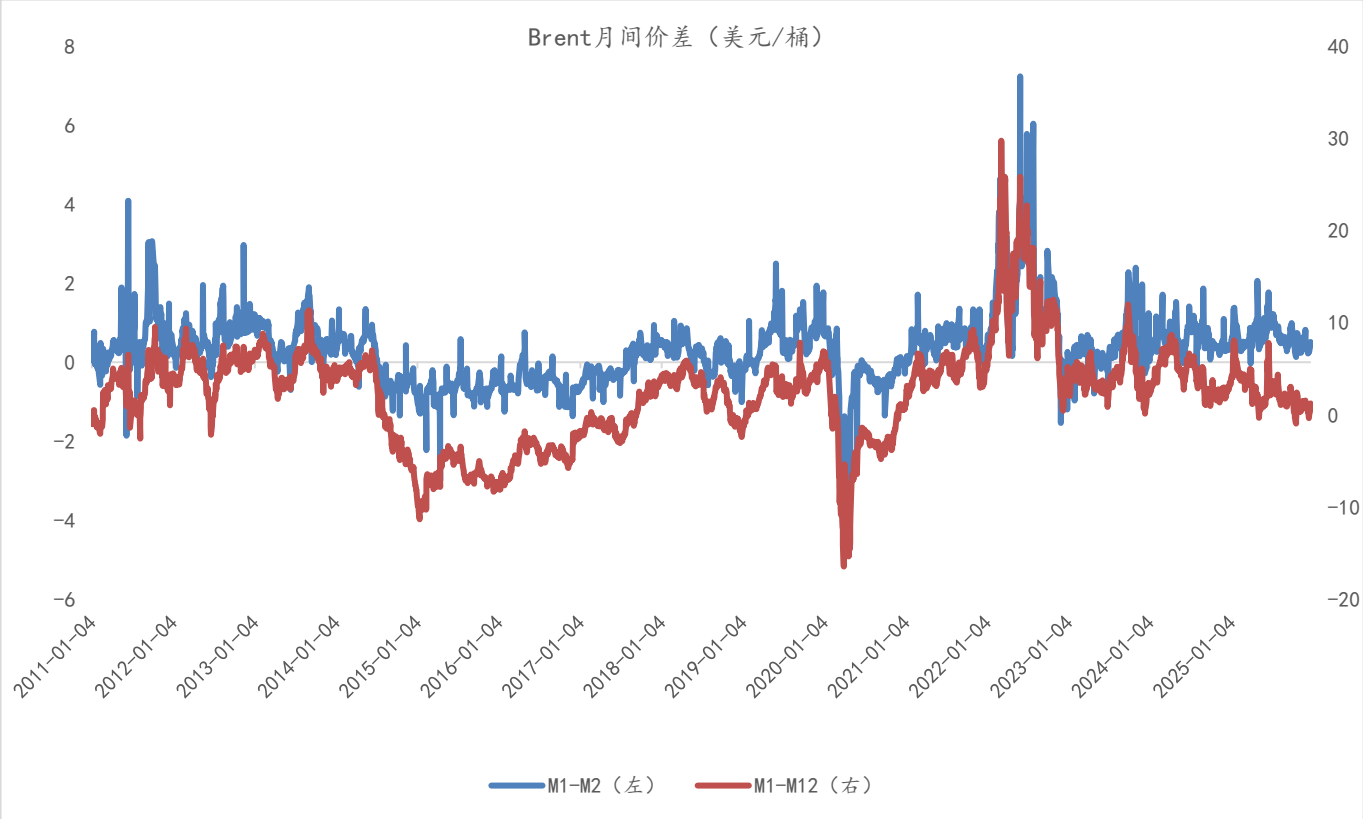
请务必阅读正文之后的免责条款部分

四、价差和持仓

4.1 原油价差结构

从原油远期曲线看，WTI 和 Brent 首行与次行，首行与一年后合约接近平水，随着当前全球原油不断累库，预计 2026 年一季度油价远期曲线或转为深度 Contango 结构。从 2016 年 2 月和 2020 年年 4 月两次底部看，在库存严重累库情况下，首行和一年后合约价差可以跌至-10 美元/桶左右水平，主要是远端价格需要涵盖仓储成本，特别是在陆上库容不足，需要支付较为昂贵的海上浮仓费用，当前价差水平，不足以吸引市场大量储存原油，中美两国交割库库存皆处于低位。

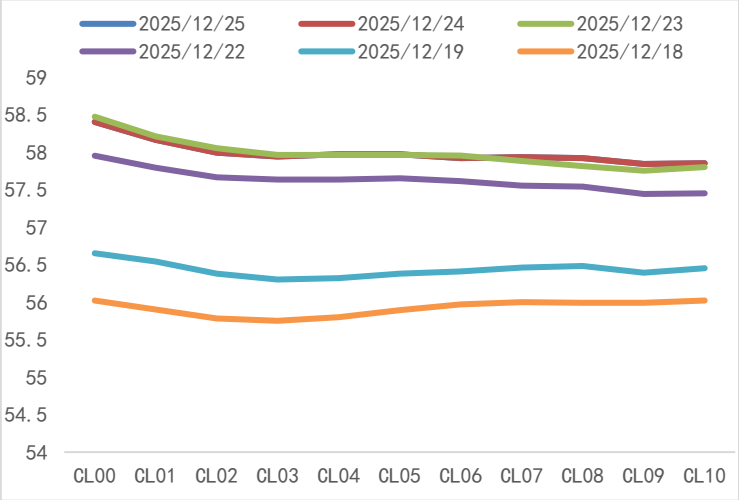
图 75：Brent 月间价差



资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

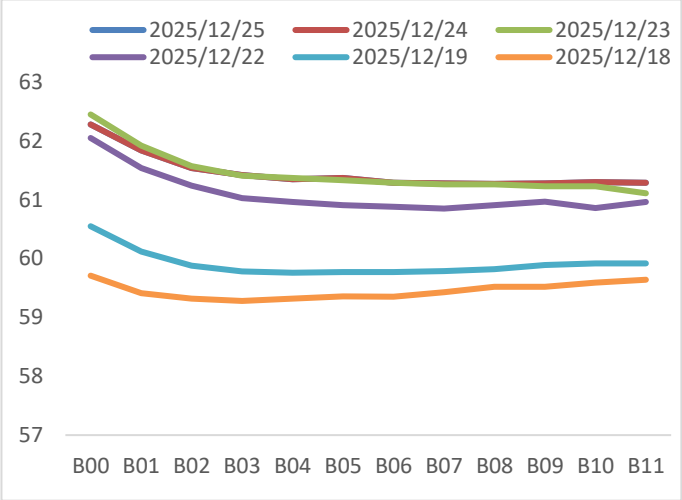
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 76：WTI 原油远期曲线（美元/桶）



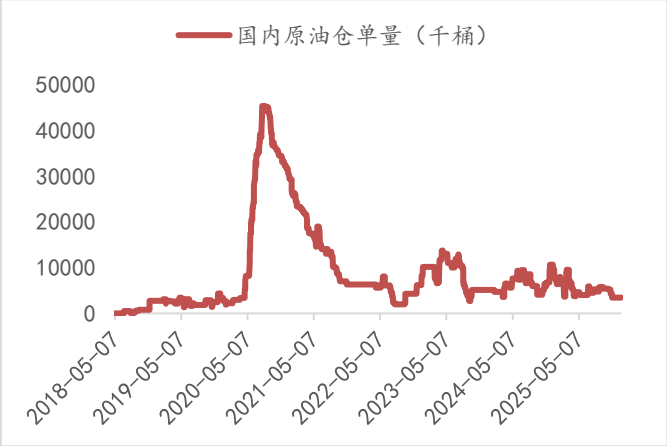
资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

图 77：Brent 原油远期曲线（美元/桶）



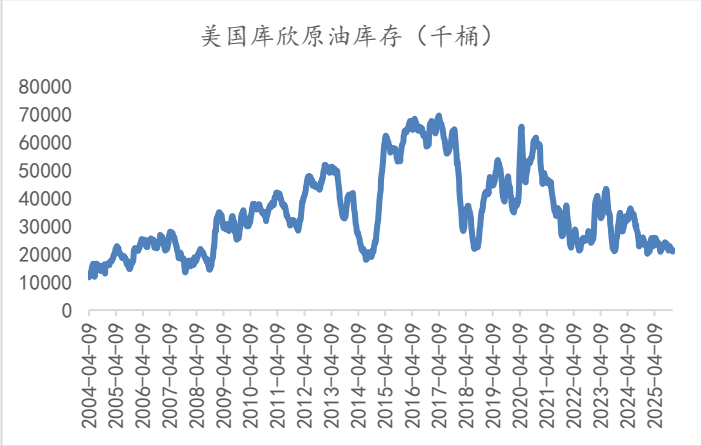
资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

图 78：国内原油仓单量（千桶）



资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

图 79：美国库欣原油库存（千桶）

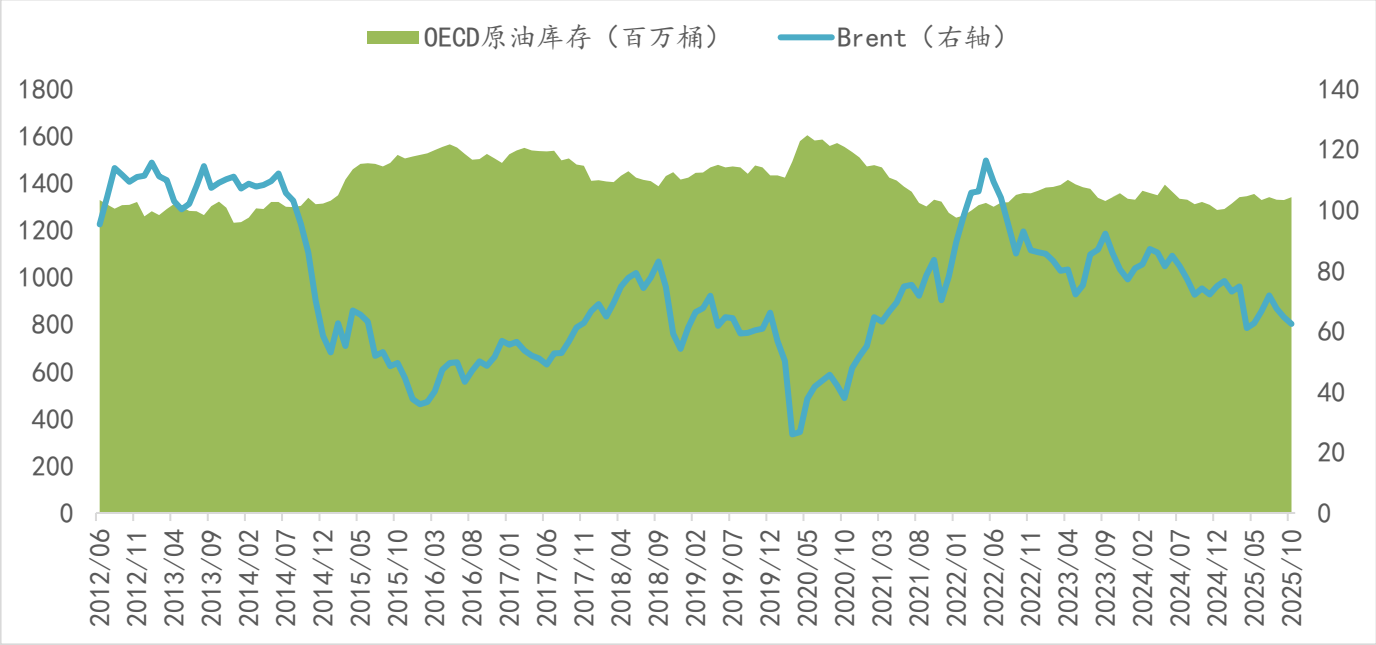


资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

从原油库存、月间价差、油价三者关系看，预计 2026 年 3 月前后，单月累库量达到近年峰值，2026年上半年原油库存达到近年高位，随后库存压力逐渐缓解，原油供需两端达到再平衡。

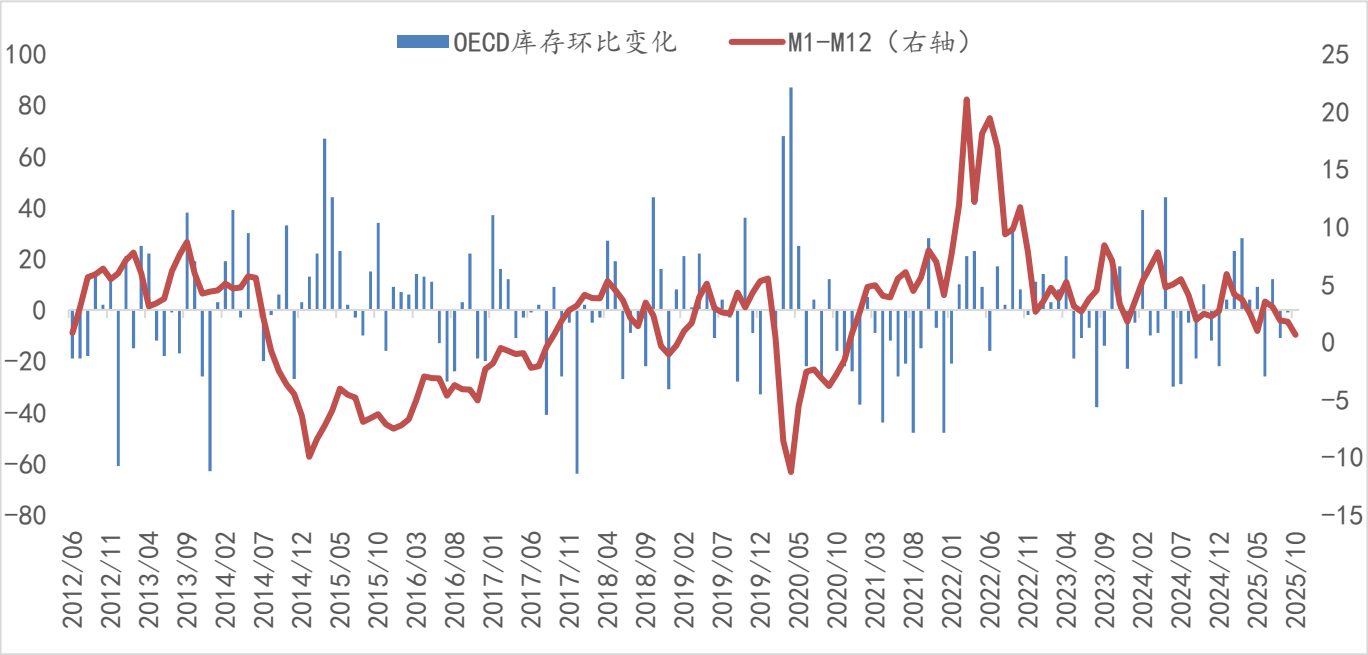
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 80：OECD 原油库存与油价走势



资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

图 81：OECD 原油库存环比变化与 Brent 月间价差走势（百万桶，美元/桶）



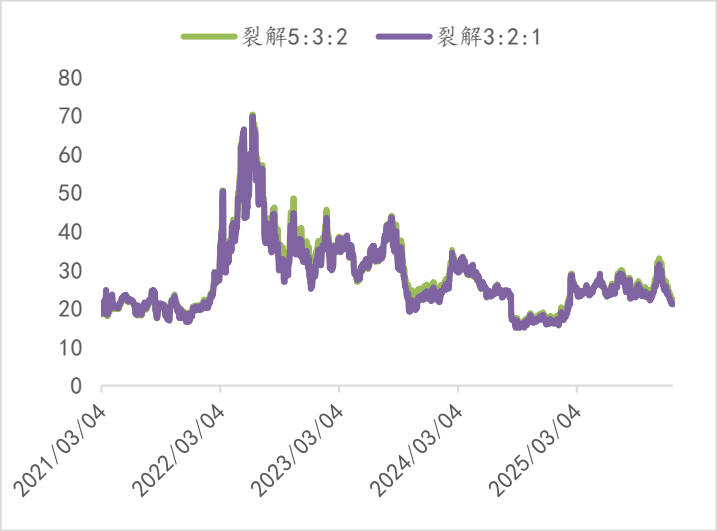
资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

请务必阅读正文之后的免责条款部分

4.2 原油裂解价差

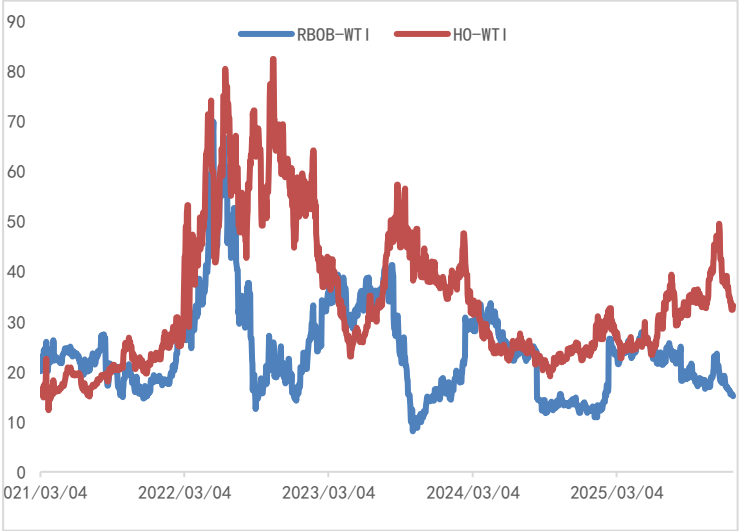
从原油裂解价差看，2025 年 11 月下旬以来，美国成品油裂解价差开始走弱，下游成品油对原油价格支撑下降，但仍处近年高位，伴随原油进一步供给过剩，预计 2026 年原油裂解价差会维持在近年相对高位水平。截至 12 月 27 日，原油 5:3:2 裂解价差为 22.39 美元/桶，3:2:1 裂解价差为 21.18 美元/桶，汽油裂解价差为 15.12 美元/桶，柴油裂解价差为 33.29 美元/桶。

图 82：美国原油裂解价差（美元/桶）



资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

图 83：美国成品油裂解价差（美元/桶）



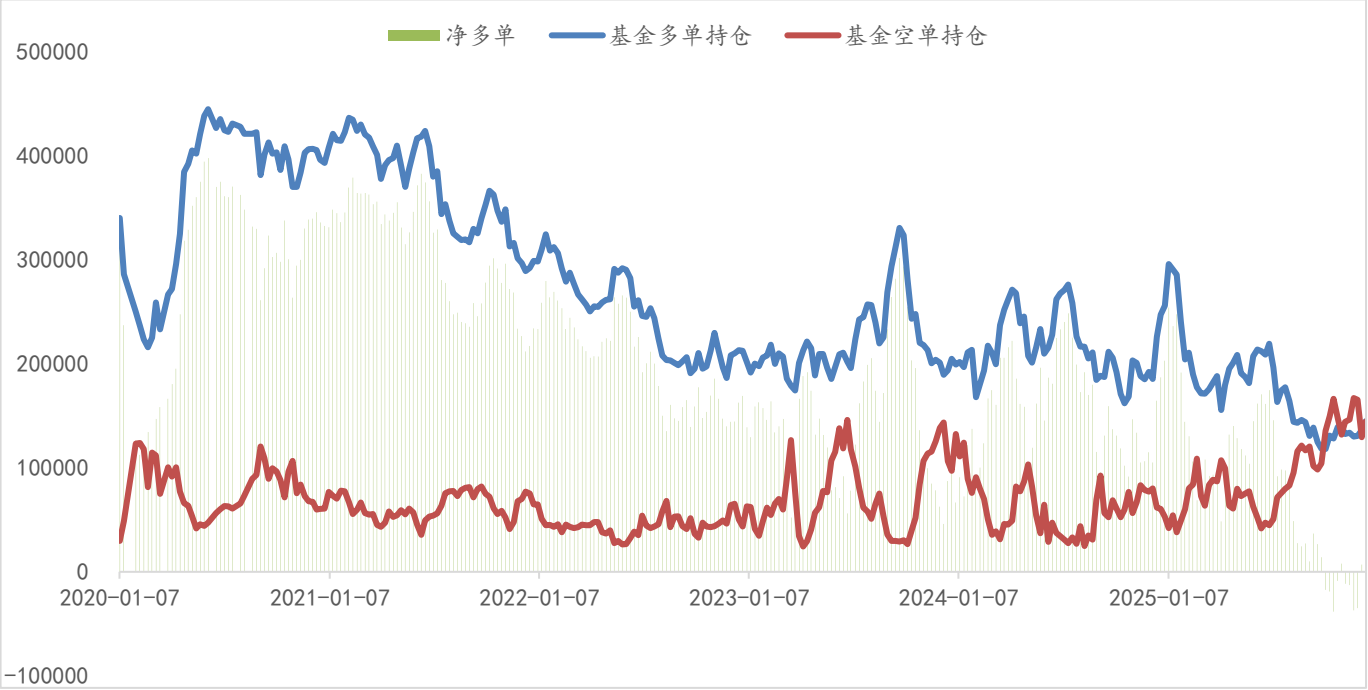
资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

4.3 原油期货持仓

从基金持仓情况看，当前原油净多单量处于近年来低位，管理基金仍看空原油后市价格。截止 12 月 16 日当周，WTI 基金多单持仓为 144673 张，空单为 144599 张，净多单持仓为 74 张；Brent 基金多单持仓为 262856 张，空单为 221868 张，净多单为 40988 张。

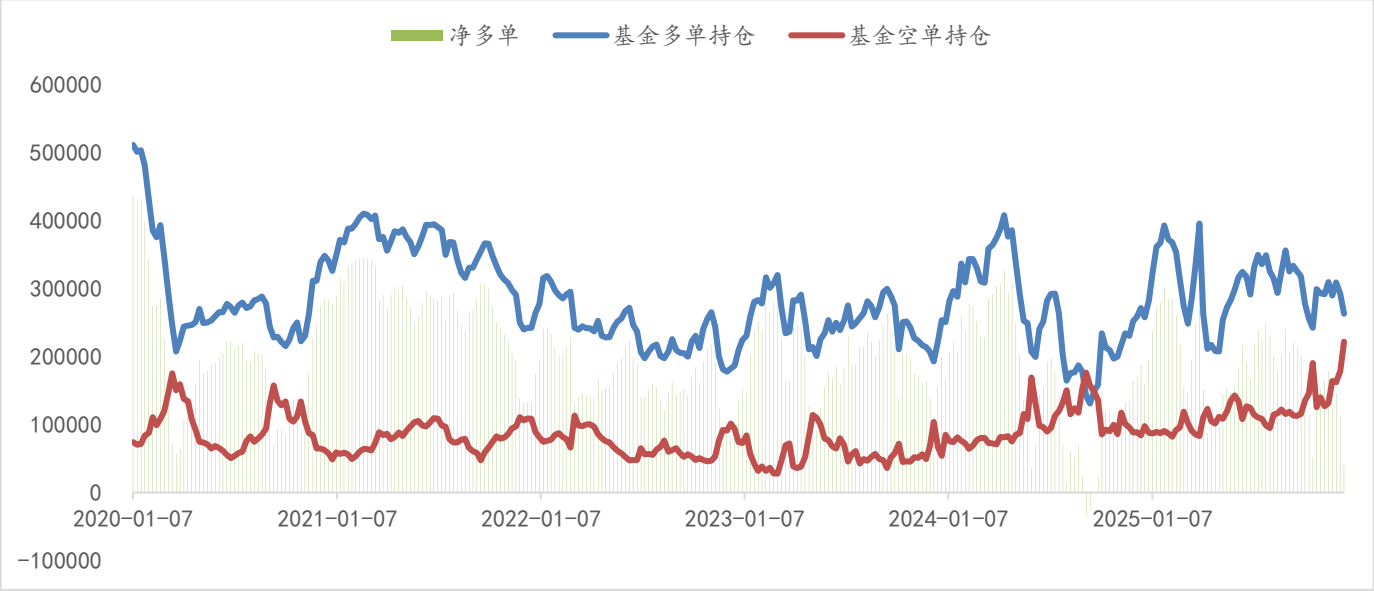
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 84：WTI 原油期货管理基金持仓（张）



资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

图 85：Brent 原油期货管理基金持仓（张）



资料来源：IFIND、钢联、中辉期货研究院

请务必阅读正文之后的免责条款部分

五、投资建议

趋势：2026年油价先抑后扬，下半年供需再平衡

年度核心驱动：高成本地区原油产量下降，供需再平衡

供给：OPEC+闲置产能降至低位，非OPEC+产量增速放缓

需求：宏观经济回暖，需求端存韧性

库存：市场挑战原油库容承受能力，中国补库或对油价起到支撑

投资策略：2026年上半年后，供需两端逐渐再平衡，可逢低多配

风险点：

下行风险：俄乌冲突结束，美国AI“泡沫”破裂，股市大幅下跌

上行风险：南美或中东地缘冲突升温，极端天气

请务必阅读正文之后的免责条款部分

免责声明

本报告由中辉期货研究院编制

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，不作为或被视为出售或购买期货品种的要约或发出的要约邀请。

本报告的信息均来源于公开资料，中辉期货对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所含的信息和建议不会发生任何变更。阁下首先应明确不能依赖本报告而取代个人的独立判断，其次期货投资风险应完全由实际操作者承担。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中辉期货不对因使用本报告而引起的损失负任何责任。本报告仅反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点不代表中辉期货的立场。中辉期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。

本报告以往的表现不应作为日后表现的反映及担保。本报告所载的资料、意见及推测反映中辉期货于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改。本报告所指的期货品种的价格、价值及投资收入可能会波动。

中辉期货未参与报告所提及的投资品种的交易及投资，不存在与客户之间的利害冲突。

本报告的版权属中辉期货，除非另有说明，报告中使用材料的版权亦属中辉期货。未经中辉期货事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为中辉期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。所有于本报告中使用的商标、服务标记及标识均为中辉期货有限公司的商标、服务标记及标识。

期货有风险，投资需谨慎！

研究员	资格证号	咨询证号
郭剑锋	F03126846	Z0022887
郭艳鹏	F03104066	Z0021323
李　倩	F03134406	