

原油专题

2025 年 3 月 4 日

研究员：童川

期货从业证号：

F3071222

投资咨询证号：

Z0017010

联系方式：

✉: tongchuan_qh

@chinastock.com.cn

OPEC+增产落地，油价是否还有下行驱动

第一部分 摘要

3月3日，OPEC+成员宣布从4月份开始增产，油价盘中大跌。我们认为在前期东方市场供需偏紧的情况下，OPEC+小幅增产合情合理，考虑到各成员执行减产的力度不一，月度产量的实际波动区间大于产量目标的增长空间。OPEC+为未来的产量政策仍留有余地，单月增产对供需的实际影响有限，但OPEC+对市场的预期管理效果大幅减弱。

前期原油库存持续回升，炼厂加工利润环比下行，基本面边际转弱，后续驱动主要来自宏观。2月底以来，在特朗普大规模加征关税以及美国服务业和制造业PMI接连不及预期的环境下，围绕美国衰退交易的逻辑有所强化，美债收益率下行，通胀预期大幅回落，利空原油估值。短期宏观风险尚未充分释放，一旦衰退预期强化，如美国非农、CPI等数据转弱，恐慌情绪蔓延，油价仍有下跌驱动。OPEC+的托底作用阶段性缺失，油价易跌难涨，以空头思路为主。中期关注微观需求表现、淡季累库速度以及炼厂利润水平，基本面指标改善将减缓油价下行压力，宏观情绪缓和后，给出阶段性估值修复的机会。悲观情景下，大级别的下跌行情需要宏观逻辑与产业逻辑共振，若美国衰退兑现，需求崩塌的环境中更容易激发OPEC+增产打价格战的意愿。目前来看确定性不高，有待继续观察验证。

第二部分 正文

一、 OPEC 成员宣布 4 月份执行增产计划

3 月 3 日晚间，OPEC 发布公告称，沙特阿拉伯、俄罗斯、伊拉克、阿拉伯联合酋长国、科威特、哈萨克斯坦、阿尔及利亚和阿曼这八个（参与自愿减产的）OPEC+国家，考虑到健康的市场基本面和积极的市场前景，重申了他们在 2024 年 12 月 5 日达成的决定，即从 2025 年 4 月 1 日开始逐步灵活地恢复 220 万桶/天的自愿调整，同时保持对不断变化的情况的适应性。因此，这种渐进的增长可能会因市场情况而暂停或逆转。这种灵活性将使该集团能够继续支持石油市场的稳定。

此外，8 国重申将全面遵守 2024 年 4 月 3 日第 53 届 JMMC 会议商定的额外自愿生产调整的集体承诺。他们还确认，根据提交给欧佩克秘书处的补偿计划，他们打算全额补偿自 2024 年 1 月以来的任何过剩产量，确保所有补偿在 2026 年 6 月之前完成。

上述成员从 2025 年 2 季度的月度产量计划如下，与 12 月份的规划一致：

图 1：OPEC+自愿减产成员增产计划

单位：千桶/日

| Country | 2025 | | | | | | | | | 2026 | | | | | | | | | Required Production Level as per 37 th ONOMM (1) |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|---|
| | Apr | May | Jun | Jul | Aug | Sep | Oct | Nov | Dec | Jan | Feb | Mar | Apr | May | Jun | Jul | Aug | Sep - Dec | |
| Algeria | 911 | 914 | 917 | 919 | 922 | 925 | 928 | 931 | 934 | 936 | 939 | 942 | 945 | 948 | 951 | 953 | 956 | 959 | 1,007 |
| Iraq | 4,012 | 4,024 | 4,037 | 4,049 | 4,061 | 4,073 | 4,086 | 4,098 | 4,110 | 4,122 | 4,134 | 4,147 | 4,159 | 4,171 | 4,183 | 4,196 | 4,208 | 4,220 | 4,431 |
| Kuwait | 2,421 | 2,428 | 2,436 | 2,443 | 2,451 | 2,458 | 2,466 | 2,473 | 2,481 | 2,488 | 2,496 | 2,503 | 2,511 | 2,518 | 2,526 | 2,533 | 2,541 | 2,548 | 2,676 |
| Saudi Arabia | 9,034 | 9,089 | 9,145 | 9,200 | 9,256 | 9,311 | 9,367 | 9,422 | 9,478 | 9,534 | 9,589 | 9,645 | 9,700 | 9,756 | 9,811 | 9,867 | 9,922 | 9,978 | 10,478 |
| UAE | 2,938 | 2,963 | 2,989 | 3,015 | 3,041 | 3,066 | 3,092 | 3,118 | 3,144 | 3,169 | 3,195 | 3,221 | 3,246 | 3,272 | 3,298 | 3,324 | 3,349 | 3,375 | 3,519 |
| Kazakhstan | 1,473 | 1,477 | 1,482 | 1,486 | 1,491 | 1,495 | 1,500 | 1,504 | 1,509 | 1,514 | 1,518 | 1,523 | 1,527 | 1,532 | 1,536 | 1,541 | 1,545 | 1,550 | 1,628 |
| Oman | 761 | 764 | 766 | 768 | 771 | 773 | 775 | 778 | 780 | 782 | 785 | 787 | 789 | 792 | 794 | 796 | 799 | 801 | 841 |
| Russia | 9,004 | 9,030 | 9,057 | 9,083 | 9,109 | 9,135 | 9,161 | 9,187 | 9,214 | 9,240 | 9,266 | 9,292 | 9,318 | 9,344 | 9,371 | 9,397 | 9,423 | 9,449 | 9,949 |

数据来源：OPEC

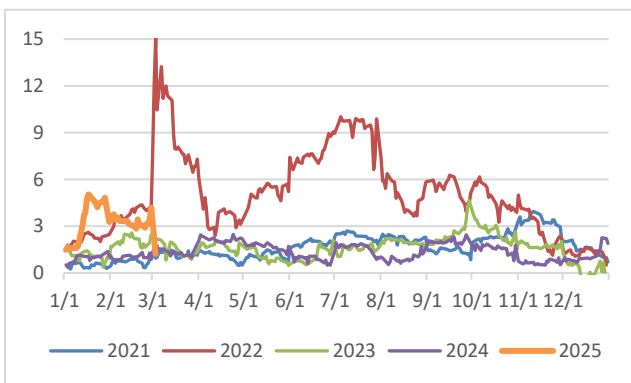
此前市场一度预期 OPEC+仍将在 4 月份延长减产，消息公布后油价盘中下跌超 1 美金/桶，收盘时刷新 2025 年低点。

二、增产落地对市场的影响

从近端供需格局看，增产本身合情合理。年初，拜登政府加强了对俄罗斯石油贸易的制裁，特朗普政府上台后，进一步加强了对伊朗石油贸易的制裁，使得敏感油供应持续收紧。中东基准油价大幅走强，Dubai 近月月差接近 2 个月维持在历史同期高位，仅略低于俄乌战争初期的水平。Brent-Dubai EFS 价差自 1 月中旬持续走弱，到 2 月底已经跌至 0 附近，处于历史同期最低水平。中东中质原油的加工经济性转弱，部分亚洲买家转向采购西非等替代品级。在此背景下，中东按计划提升产量，属于合情合理。

图 2: Cash Dubai 对掉期升水

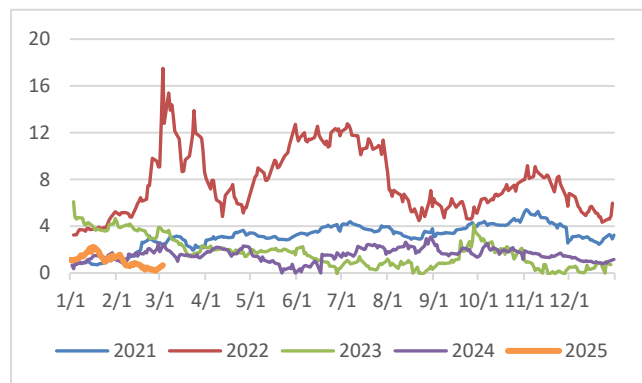
单位: 美金/桶



数据来源: 路透

图 3: EFS 首行

单位: 美金/桶



数据来源: 路透

4 月增产空间有限，减产纪律约束难度增加。按照 OPEC+ 的产量计划，4 月份减产联盟的目标产量较 3 月份增加 13.8 万桶/日，由 8 个成员国共同完成。根据 2 月份 OPEC 月报的统计数据，1 月份上述大部分国家完成了自愿减产目标，阿联酋、哈萨克斯坦超额生产被沙特超额减产部分抵消，8 国总产量仅略超过减产目标 3.6 万桶/日。

3 月初彭博的最新数据显示，2 月份 OPEC12 国原油产量环比大幅增长 32 万桶/日，其中伊拉克产量增长 15 万桶/日，阿联酋产量增长 7 万桶/日，二者产量均超出各自的减产目标。由此可见，1 季度各国减产完成度并不理想，月度产量的实际波动幅度比增产计划的调整幅度更大，若部分国家能严格执行减产目标，甚至做到补偿减产，则未来产量还有下降的空间。但伊拉克、阿联酋和哈萨克斯坦大概率难以做到补偿减产，未来该组织内的纪律约束难度会增加，也增加了市场对供应增量超预期的担忧。

图 4：OPEC+产量水平及 4 月份产量变化空间

单位：千桶/日

| | 2025年1月 实际产量 | 2025年1季度 目标产量 | 2025年1月 产量-目标差额 | 2025年4月 目标产量 | 2025年4月 目标产量调整 | 2025年4月 产量增长估算 |
|--------------|-----------------|------------------|--------------------|-----------------|-------------------|-------------------|
| Algeria | 895 | 908 | -13 | 911 | 3 | 16 |
| Congo | 260 | 277 | -17 | 277 | 0 | |
| Eq.Guinea | 61 | 70 | -9 | 70 | 0 | |
| Gabon | 236 | 170 | 66 | 170 | 0 | |
| Iraq | 3999 | 4000 | -1 | 4012 | 12 | 13 |
| Kuwait | 2412 | 2413 | -1 | 2421 | 8 | 9 |
| Nigeria | 1495 | 1500 | -5 | 1500 | 0 | |
| Saudi Arabia | 8937 | 8978 | -41 | 9034 | 56 | 97 |
| UAE | 2933 | 2912 | 21 | 2938 | 26 | 5 |
| Azerbaijan | 484 | 551 | -67 | 551 | 0 | |
| Bahrain | 182 | 196 | -14 | 196 | 0 | |
| Brunei | 85 | 83 | 2 | 83 | 0 | |
| Kazakhstan | 1538 | 1468 | 70 | 1473 | 5 | -65 |
| Malaysia | 346 | 401 | -55 | 401 | 0 | 0 |
| Mexico | 1490 | 1753 | -263 | 1753 | 0 | 0 |
| Oman | 761 | 759 | 2 | 761 | 2 | 0 |
| Russia | 8977 | 8978 | -1 | 9004 | 26 | 27 |
| Sudan | 24 | 64 | -40 | 64 | 0 | 40 |
| South Sudan | 59 | 124 | -65 | 124 | 0 | 65 |
| OPEC9 | 21228 | 21228 | 0 | 21333 | 105 | 140 |
| Non-OPEC | 13946 | 14377 | -431 | 14410 | 33 | 67 |
| OPEC+自愿减产联盟 | 30452 | 30416 | 36 | 30554 | 138 | 102 |
| OPEC+ | 35174 | 35605 | -431 | 35743 | 138 | 207 |

数据来源：路透，彭博

增产是否意味着 OPEC 向美国妥协？ 2 月份美国与俄罗斯政府官员在沙特举行会谈，3 月份 OPEC+ 宣布增产是否为前期三方达成的一致协议我们尚不得而知。同时，美国政府暂停对乌克兰的军事援助，并在起草一项可能放松对俄罗斯制裁的计划，可以看出特朗普政府正在极力推动俄乌战争结束，也为俄油贸易回归正常化提供了一定的条件。特朗普政府在上台后对俄罗斯石油制裁放松的同时，对伊朗的制裁还在收紧。其对伊朗石油出口施加“最大压力”、计划“让伊朗石油出口降至零”的意图尚未调整。OPEC 成员的增产为特朗普继续制裁伊朗提供了更多的操作空间，也抑制了油价向上的弹性。

OPEC+ 对市场的预期管理难度增加。 去年下半年以来，OPEC+ 多次通过延长减产起到了托底油价的效果。本次增产落地后，市场对其挺价的决心有所怀疑。3 月初 Dubai 近月现货溢价大幅回落，沙特即将公布的 4 月 OSP 预计同步下跌，若下跌幅度超预期，则进一步增加了市场对供需过剩的担忧。减产联盟在公告中继续强调了“保持对不断变化的情况的适应性”，为未来的产量政策留下了一定的回旋余地，但预期一旦转向，OPEC+ 管理市场的难度将会显大幅增加。

三、基本面边际转弱，宏观风险尚未充分释放

淡季累库压力增加，基本面驱动偏弱。Kpler 数据显示，2 月下旬全球原油库存显著回升，较大程度上抵消了 1 月份的去库，1-2 月总计去库约 4.5 万桶/日。商业库存仍低于五年均值水平，但考虑到 2 季度初海外检修季来临，原油库存仍有回升压力。

图 5：全球原油总库存

单位：千桶

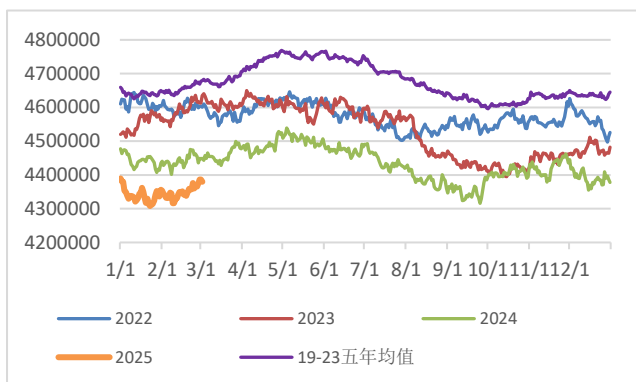
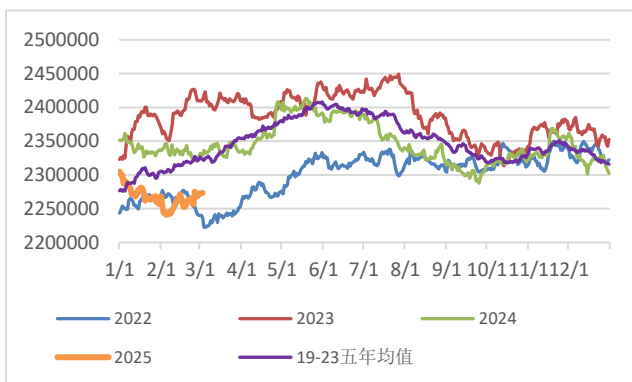


图 6：全球原油商业岸罐库存

单位：千桶



数据来源：Kpler

数据来源：Kpler

2 月初的油价下跌给出下游炼厂利润修复的空间，使炼厂综合加工利润仍处于历史同期偏高水平，但 2 月底油价下跌过程中，炼厂综合加工利润环比回落，产业链利润对原油估值的支撑减弱。

图 7：西北欧简单型炼厂加工利润

单位：美金/桶

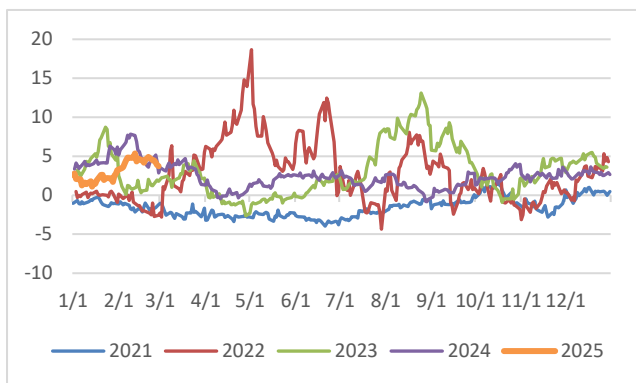
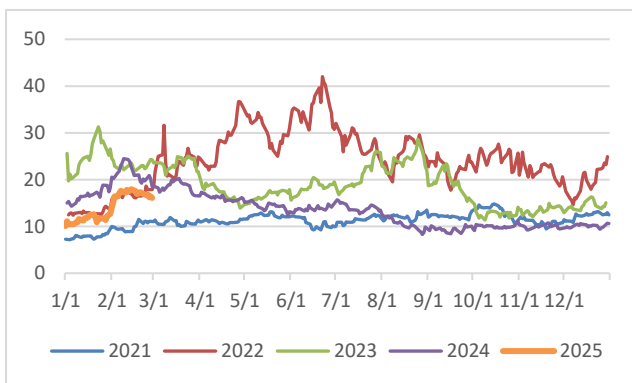


图 8：美湾焦化型炼厂加工利润

单位：美金/桶



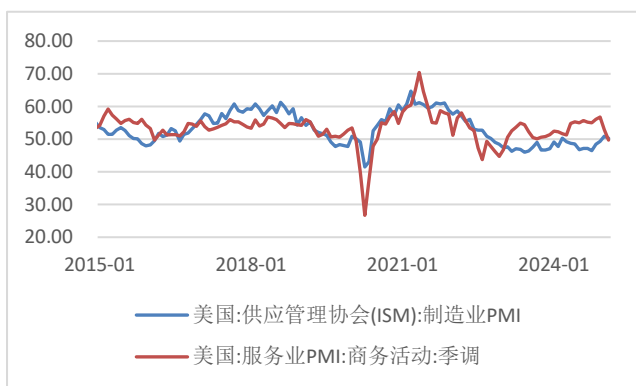
数据来源：彭博

数据来源：彭博

宏观风险尚未充分释放。2月底公布的标普全球美国服务业 PMI 初值降至 49.7，且为两年多来首次萎缩，预期为 53.0。3月初公布的美国 2 月 ISM 制造业 PMI 由 1 月的 50.9 下滑至 50.3，为连续 2 个月扩张，但更多反映出工厂为应对关税而提前进口。近两周在对特朗普关税政策的担忧下，围绕美国衰退的交易逻辑有所加强，2 月底以来美债收益率大跌，通胀预期回落，给油价带来估值下修的驱动。

3 月非农、CPI 数据将继续验证衰退逻辑，若数据持续偏弱，则宏观压力进一步增加，恐慌情绪蔓延加速油价下跌，可能重演去年 7、8 月份旺季去库但油价持续下跌的行情。

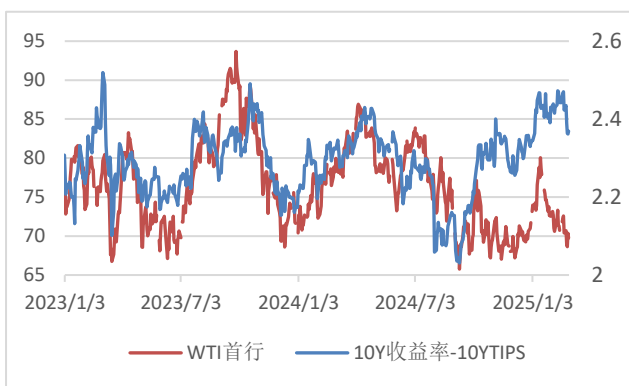
图 9：美国 PMI 数据



数据来源：万得

图 10：原油价格 vs 通胀预期

单位：美金/桶



数据来源：彭博

四、总结与展望

2 月底原油库存上升、炼厂利润回落、通胀预期下降，均驱动油价下行。3 月初 OPEC+ 延长减产预期落空，市场对 OPEC+ 托底的信心大幅减弱，Brent 从震荡区间破位下行。

从供需角度看，4 月份 OPEC 实际增产的空间有限，未来的产量政策仍可以“灵活调整”，且美国对伊朗的制裁持续，供应损失仍存，叠加需求整体平稳，月差、利润水平中性，供需平衡尚未趋势性转弱，未来仍有博弈的空间。

地缘方面，当前中东处于斋月期间，美国持续调停俄乌战争，除乌克兰持续袭击俄罗斯石油设施外，暂无更多利多驱动。

未来 1-2 周，驱动主要来自宏观。一旦衰退预期强化，表现为非农、CPI 等数据转弱，恐慌情绪蔓延，油价仍有下跌空间。OPEC+ 的托底效果缺失，Brent 可能跌破 70 美金/桶，短期油价易跌难涨，以空头思路为主。关注微观需求表现、淡季累库速度以及炼厂利润水平，基本面指标改善将减缓油价下行压力，宏观情绪缓和后，给出阶段性估值修复的机会。

悲观情景下，大级别的下跌行情需要宏观逻辑与产业逻辑共振，若美国衰退兑现，需求崩塌的环境中更容易激发 OPEC+ 增产打价格战的意愿。目前来看确定性不高，有待继续观察验证。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的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。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799