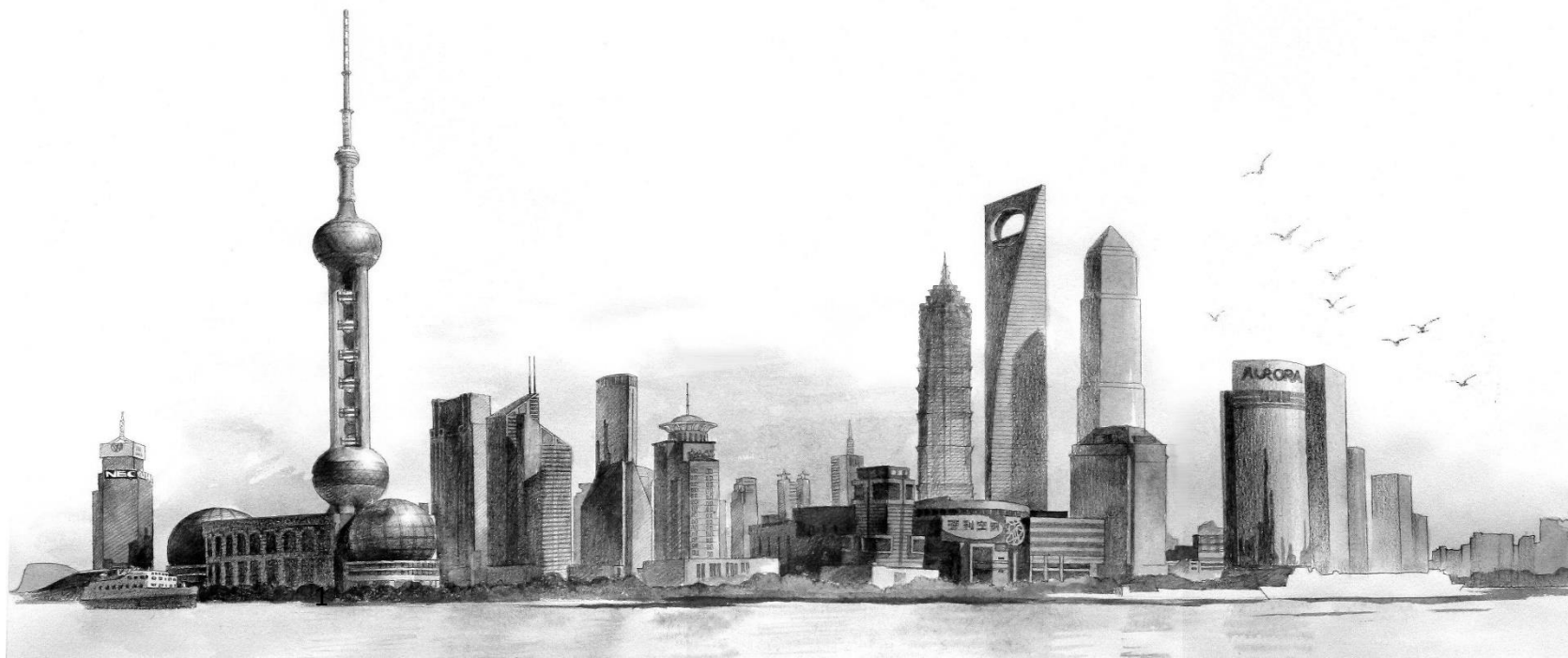


# 消息面缺乏指引，基本面维持弱势

## ——2025年12月份原油期货行情策略展望

海证期货研究所

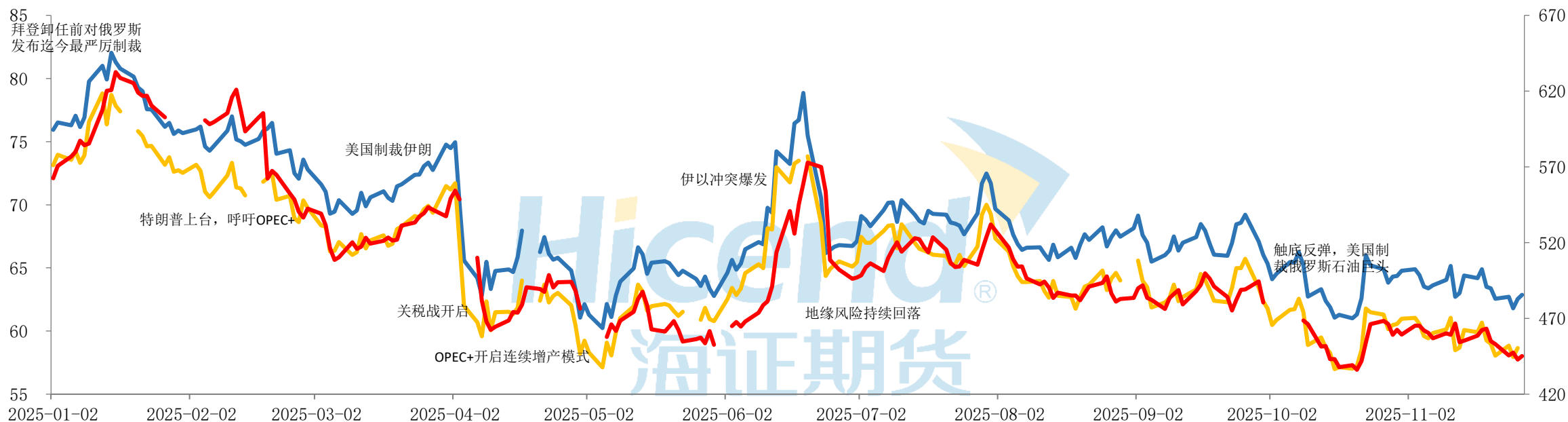
2025年11月28日



- 宏观面，受政府停摆，10月关键数据缺失的影响，美联储12月利率调整预期市场存在分歧。从已公布的9月非农数据意外强劲，9月CPI低于市场预期，以及11月消费者信心持续下滑至低位来看，12月美联储或继续降息25个基点，需进一步跟踪。
- 需求端，美国炼厂加工需求中性，欧洲炼厂加工需求处于往年同期低位，国内原油进口量处于偏高水平，加工需求中性。OPEC维持2025年全球原油需求预期不变，EIA和IEA均小幅上调需求预期。得益于贸易紧张局势的缓和，宏观环境略有改善，外盘成品油裂解上行至偏高水平，我们将2025Q4全球原油需求预期上调0.3百万桶/天至104.8百万桶/天。
- 供给端，美国原油产量高位，特朗普推翻拜登开采禁令，开放部分区域原油钻探；OPEC12月增产13.7万桶/日，明年Q1暂停增产，前期减产不达标的产油国继续补偿减产。地缘方面，俄乌消息间歇扰动，俄罗斯总供应暂未有太大影响；同样，伊朗供应未受影响，关注美伊协议是否达成。我们将2025年Q4全球原油总供应预期小幅上调0.02百万桶/天至107.54百万桶/天。
- 库存端，美国商业原油库存不高，汽油开启季节性累库。
- 整体看来，12月，原油价格预计继续维持弱势振荡走势。原油基本面变化不大，OPEC+维持12月缓慢增产，暂停明年一季度增产，表明需求疲软，且全球原油供需过剩现实面及预期面均施压油价，低库存有支撑，另外，地缘及制裁等不确定性间歇扰动原油，仍以逢高偏空思路对待；跨期正套建议暂且观望；期权上方压力位的卖看涨可依然继续操作并持有。

### 原油价格走势（美元/桶，元/桶）

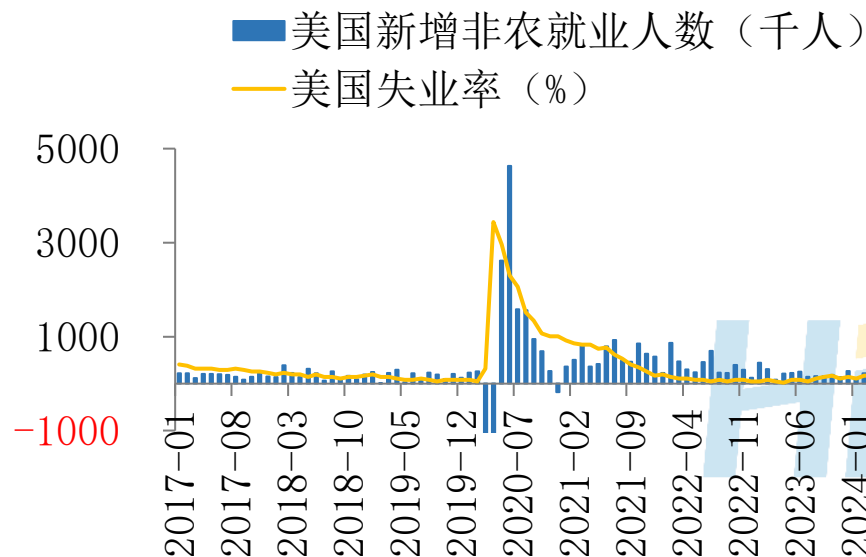
— Brent — WTI — SC



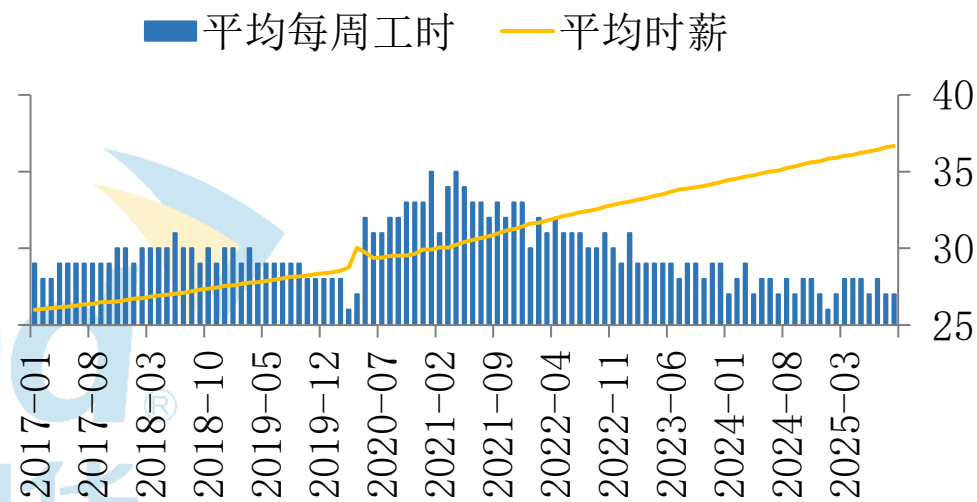
➤ 11月原油价格振荡下行。OPEC+会议决定12月增产13.7万桶/天，但明年一季度暂停增产，表明原油需求疲软，油价持续承压。美国对俄罗斯的制裁存在影响，间歇提振油价。原油市场供需过剩，以及俄乌冲突可能结束的消息，再次抑制油价。11月原油在缺乏消息面刺激的情况下，延续弱势振荡运行。

## 二、宏观角度：非农强化美联储鹰派立场

### 美国非农就业及失业率



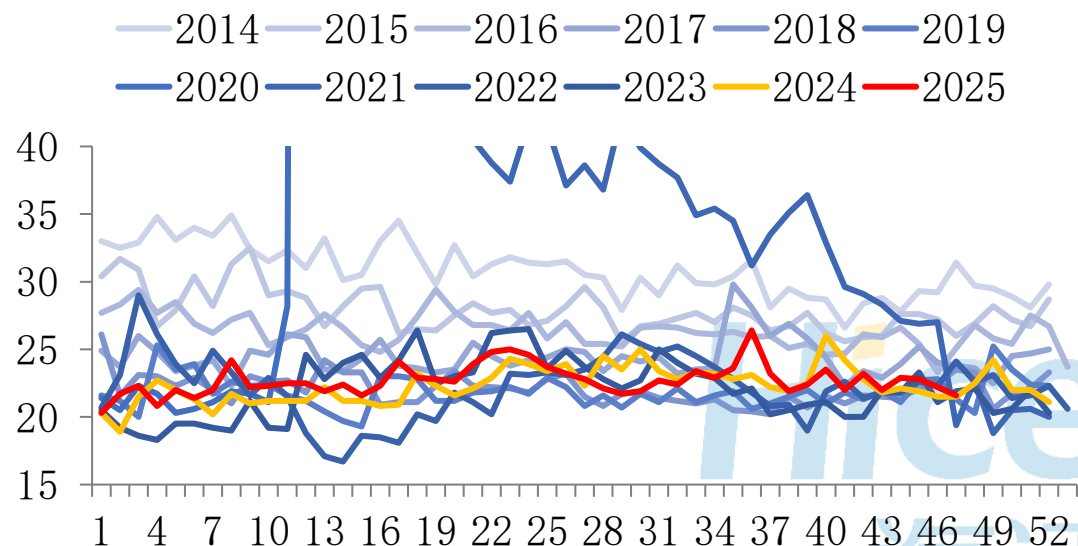
### 美国私人非农企业全部员工平均每周工时（小时）及平均时薪（美元）



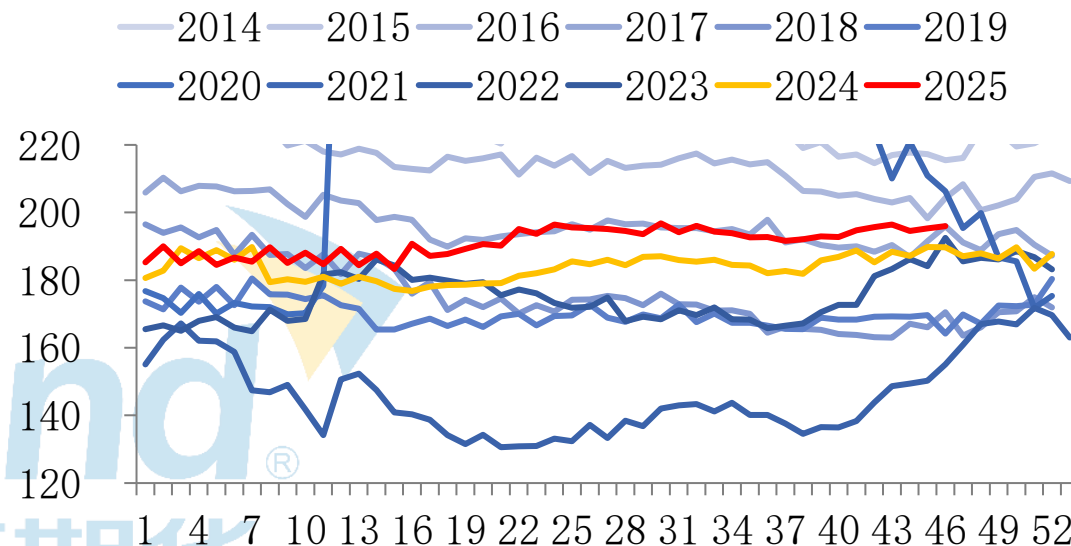
➤ 9月，美国季调后非农就业人口增长11.9万人，为4月以来最大增幅；失业率4.4%，为2021年10月以来最高，市场预期4.3%。这份报告终结了自9月初开始、并因持续44天的创纪录政府停摆而延长的劳动力市场数据空窗期。劳动力市场保持缓慢但稳定的步伐，在特朗普政府激进政策行动引发的异常经济波动时期，企业既不愿大量招聘新员工，也不愿裁减现有人员。同时，意外向好的数据将强化联邦公开市场委员会鹰派成员的立场。

## 二、宏观角度：美国劳动力市场维持稳定，续请失业金人数上行

### 美国初次申请失业金人数（万人）



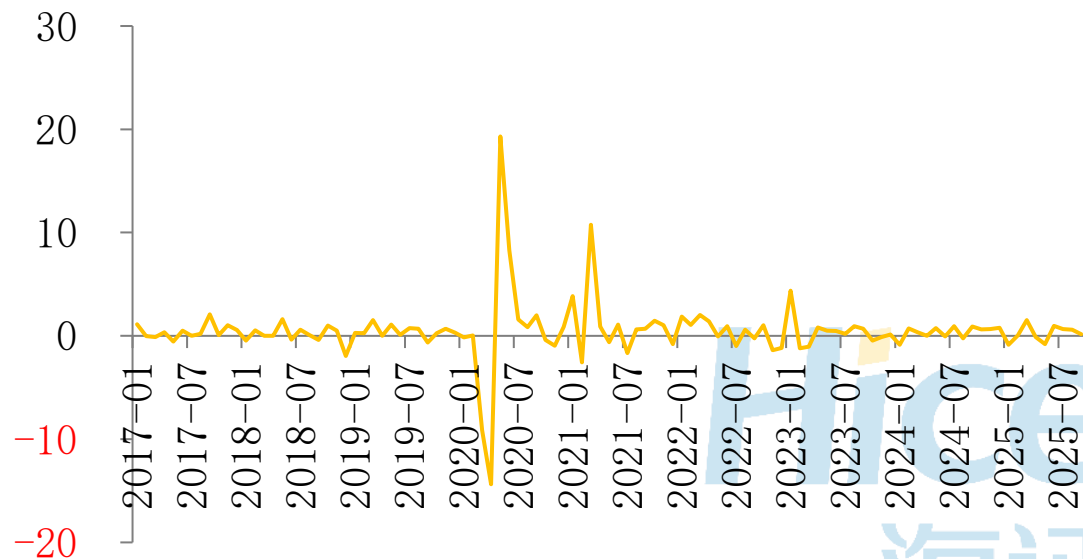
### 美国持续领取失业金人数（万人）



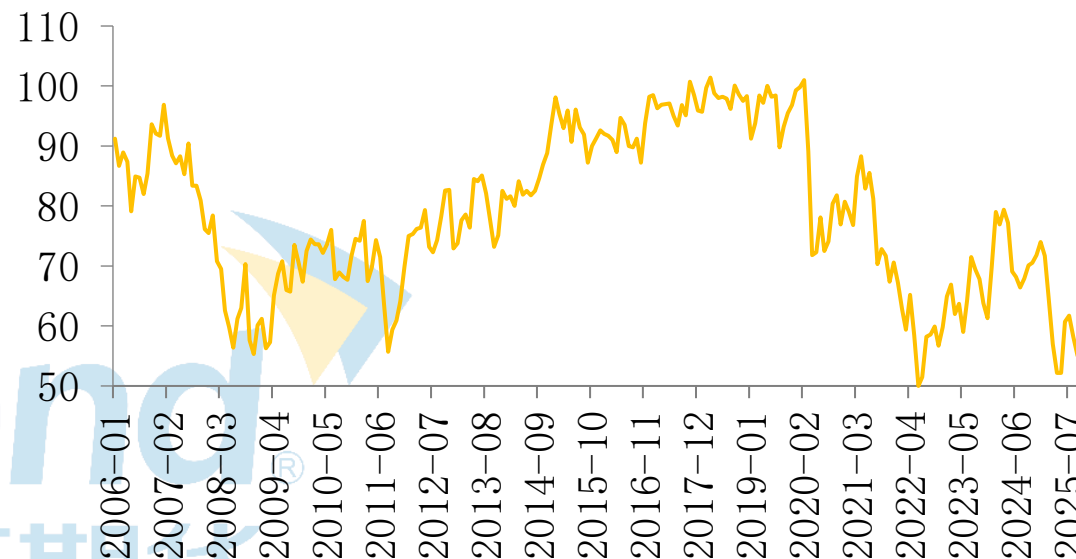
➤ 截至11月22日当周，美国初请失业金人数21.6万人，环比下降0.6万人；截至11月15日当周，续请失业金人数196万人，环比增加0.7万人。

## 二、宏观角度：消费者信心不断下滑

美国零售销售额季调环比 (%)



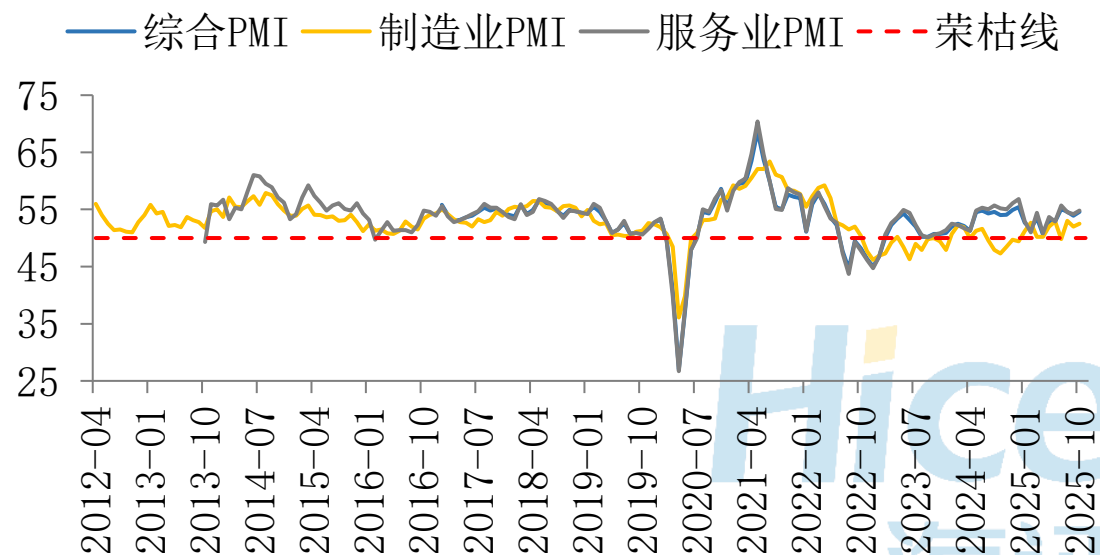
美国密歇根大学消费者信心指数



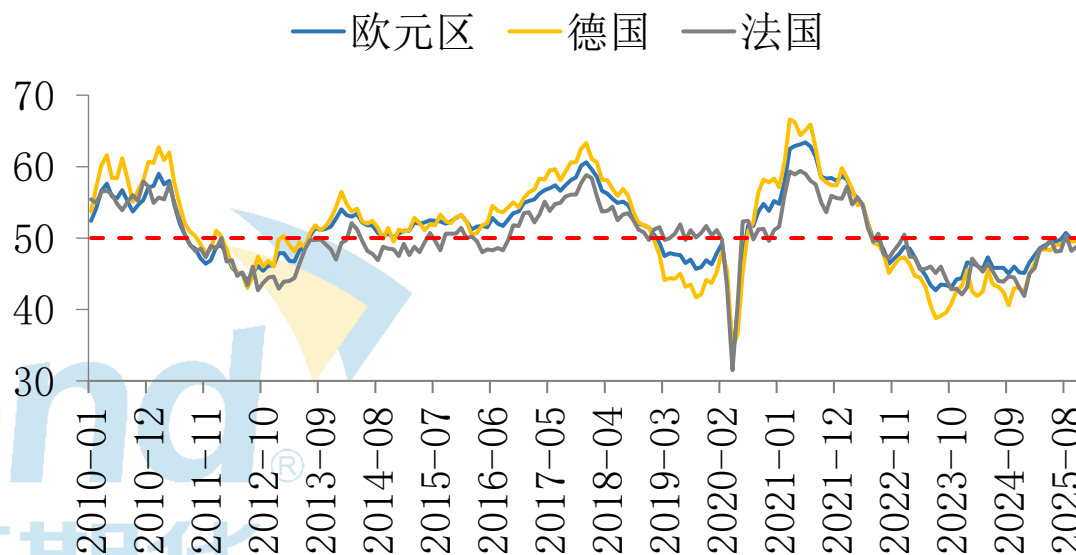
- 9月，零售销售增长了0.2%，低于预期的0.4%。
- 11月，美国密歇根大学消费者信心指数初值51，环比下降2.6，不断下滑至近年来的相对低位，消费者对于经济的信心及预期相对较弱。

## 二、宏观角度：欧美制造业处于荣枯线附近

### 美国标普全球PMI



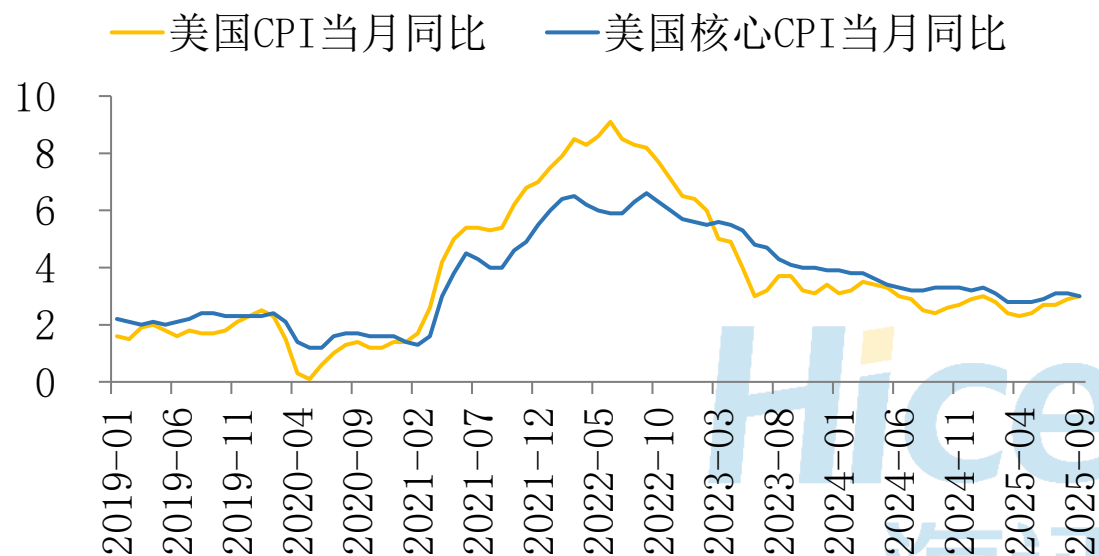
### 欧洲制造业PMI



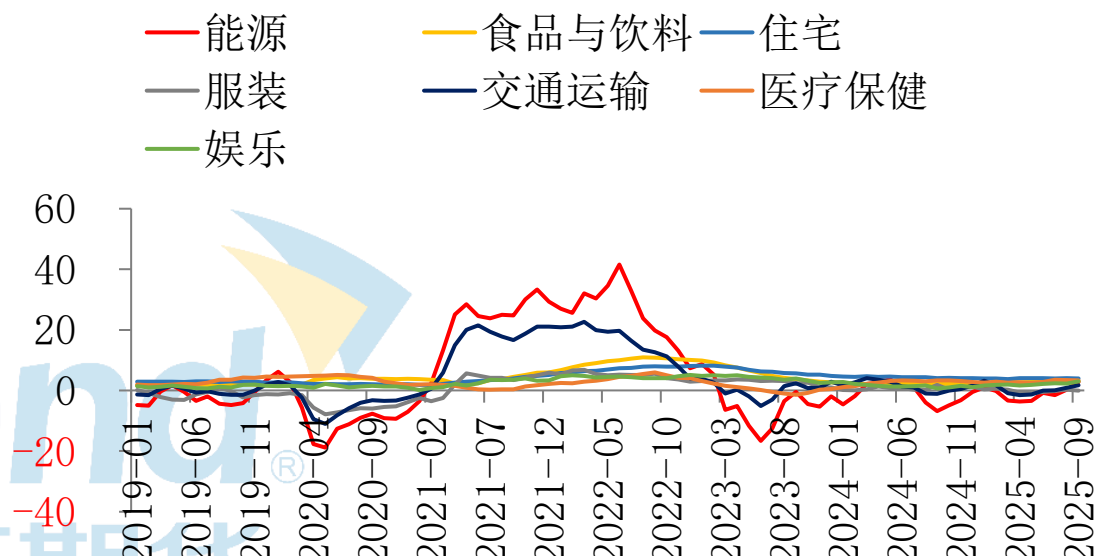
- 11月，美国标普全球制造业PMI为51.9，环比下降0.3。
- 11月，欧元区制造业PMI为49.7，德国为48.4，法国为47.8。

## 二、宏观角度：由于政府停摆，美国9月通胀低于市场预期，10月数据暂未公布

### 美国通胀 (%)



### 美国CPI分项当月同比 (%)



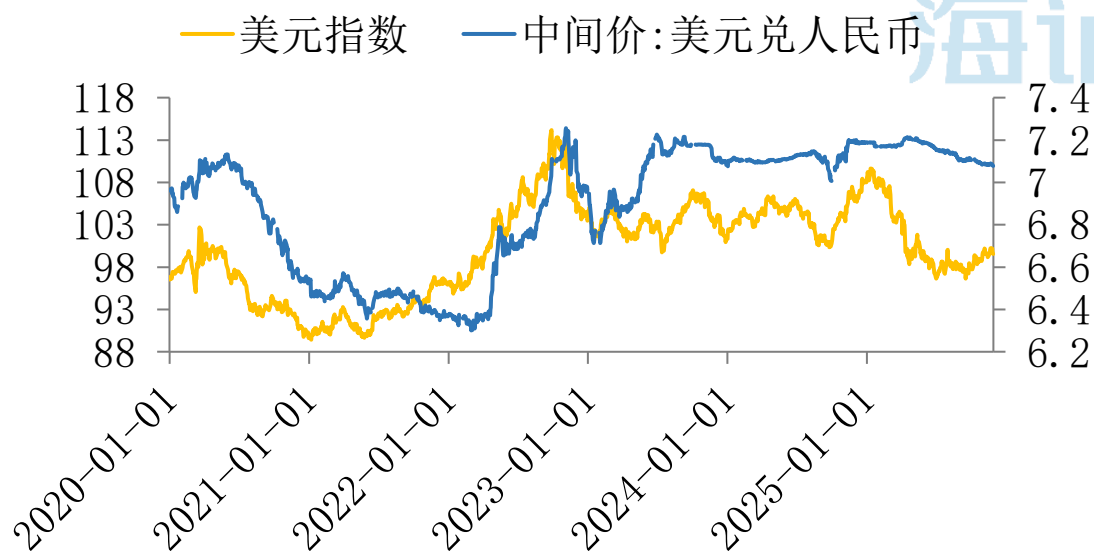
- 9月，美国CPI当月同比为3%，核心CPI当月同比为3%，环比0.3%。
- 鉴于政府停摆，美国劳工统计局取消了其10月份CPI报告，11月份CPI报告将于12月18日发布，另外，非农报告将推迟至12月16日发布。美联储12月议息会议是当月11日，意味着美联储在议息会议前无法获得11月CPI报告以及非农就业报告。

## 二、宏观角度：美联储12月或继续降息25个基点

美联储2025年议息会议时间表

	日期	内容	要点
1	1月29日	利率决议	维持4.25%-4.50%不变，重申通胀仍略显偏高
2	3月19日	利率决议 + 经济展望	维持4.25%-4.50%不变，将于4月1日开始放缓资产负债表缩减步伐
3	5月7日	利率决议	维持4.25%-4.50%不变，面临失业率上升和通货膨胀加剧的双重风险
4	6月18日	利率决议 + 经济展望	维持4.25%-4.50%不变，劳动力市场状况较稳固，但通胀率仍然略高
5	7月30日	利率决议	维持4.25%-4.50%不变，首要任务仍是控制通胀
6	9月17日	利率决议 + 经济展望	降息25个基点至4.00%-4.25%，风险平衡已发生转变，就业面临下行风险
7	10月29日	利率决议	降息25个基点至3.75%-4.00%，将于12月1日起结束缩表
8	12月10日	利率决议 + 经济展望	

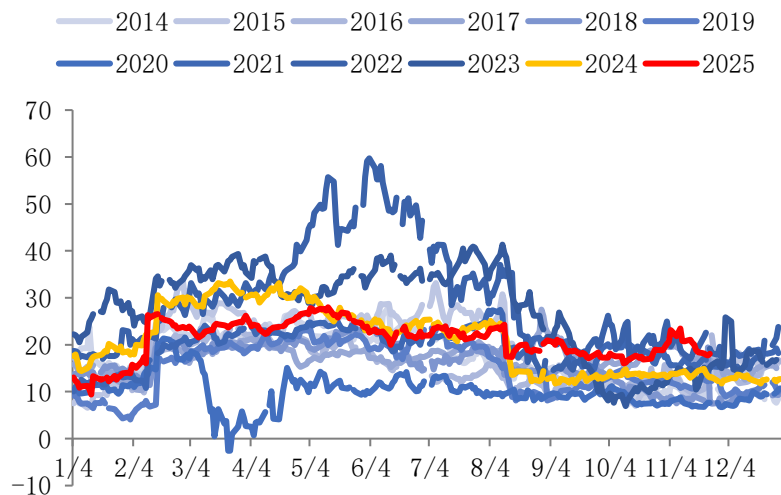
美元指数和人民币汇率



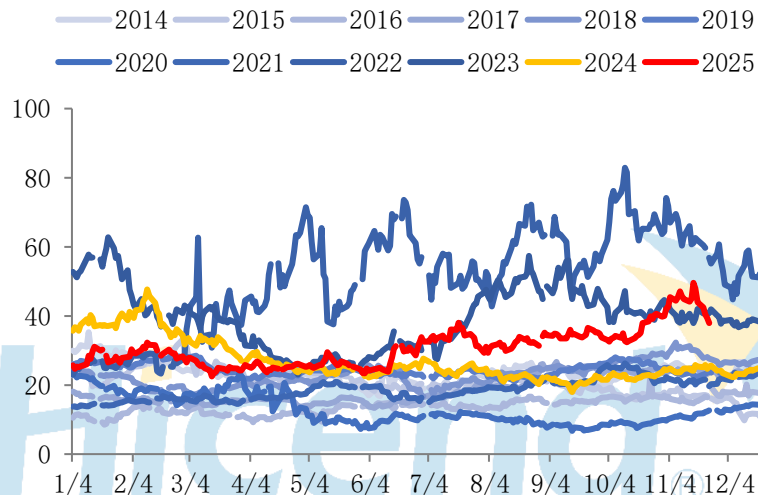
➤ 受政府停摆，10月关键数据缺失的影响，美联储12月利率调整预期市场存在分歧。从已公布的9月非农数据意外强劲，9月CPI低于市场预期，以及11月消费者信心持续下滑至低位来看，12月美联储或继续降息25个基点，需进一步跟踪。

### 三、需求角度：外盘成品油裂解上行至偏高水平后回落

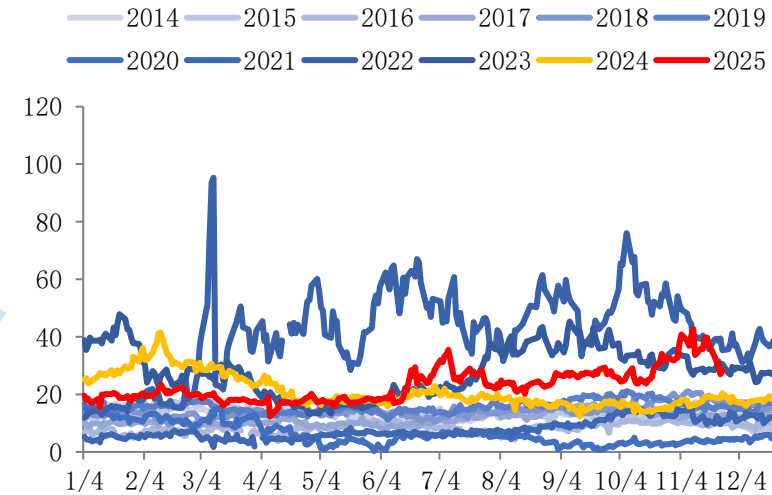
RBOB-WTI



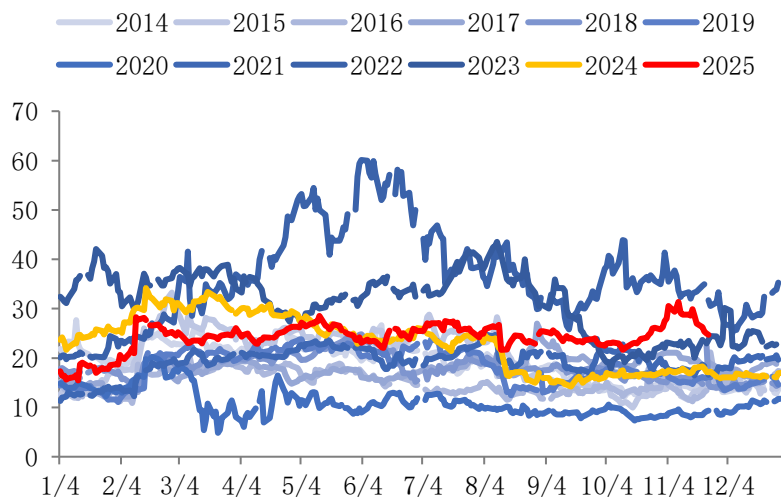
HO-WTI



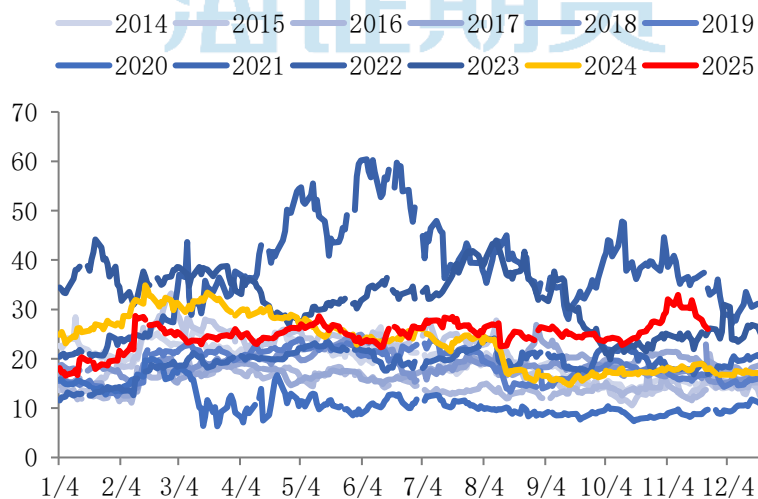
GAS-Brent



NYMEX3:2:1



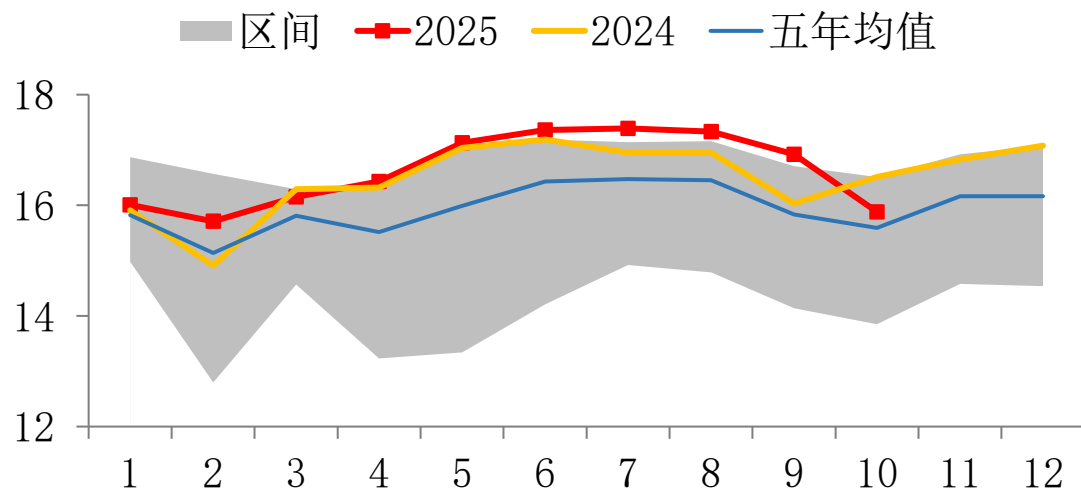
NYMEX5:3:2



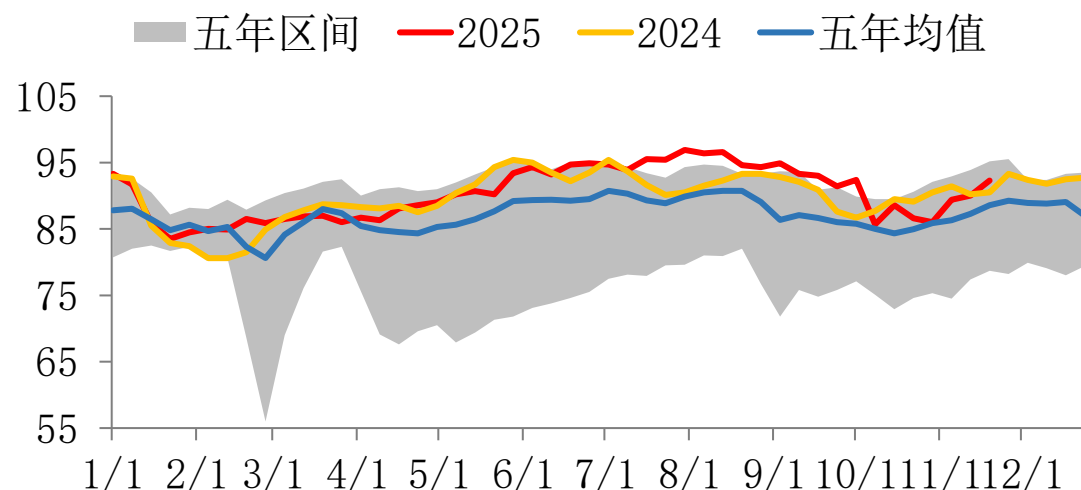
➤ 截至11月26日，NYMEX市场RBOB对WTI裂解18.10美元/桶，HO对WTI裂解37.96美元/桶；截至11月27日，ICE市场柴油对Brent裂解28.26美元/桶。

### 三、需求角度：美国炼厂原油加工需求中性，欧洲炼厂加工需求处于往年同期偏低水平

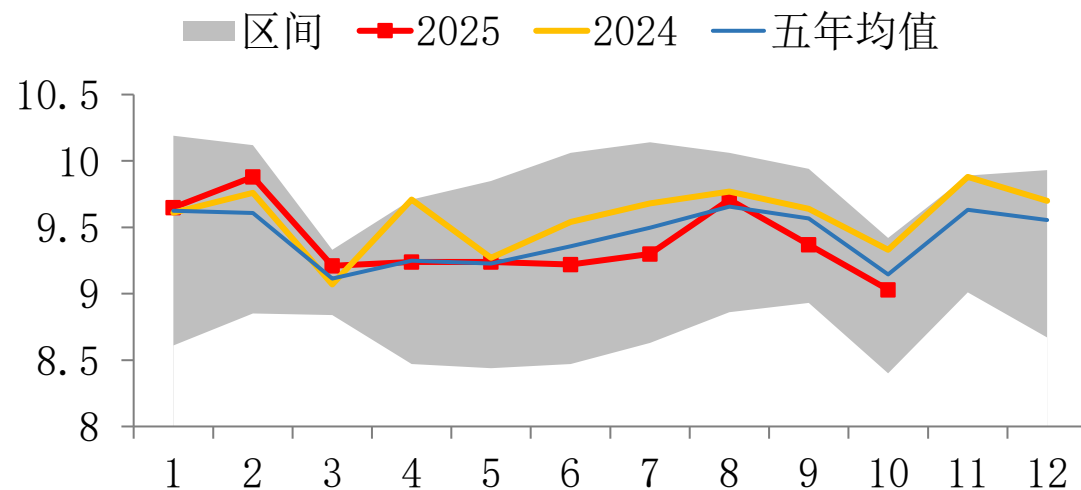
#### 美国炼油厂加工量（百万桶/天）



#### 美国炼油厂产能利用率（%）



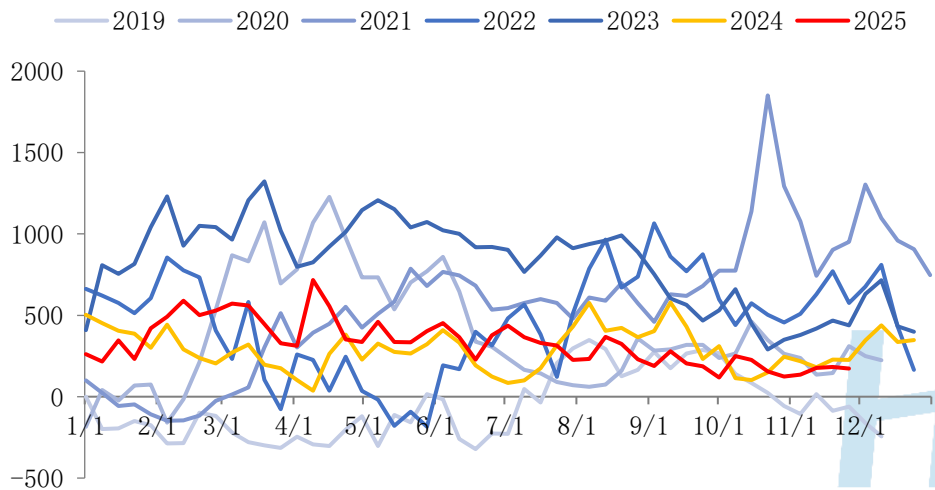
#### 欧洲十六国炼油厂加工量（百万桶/天）



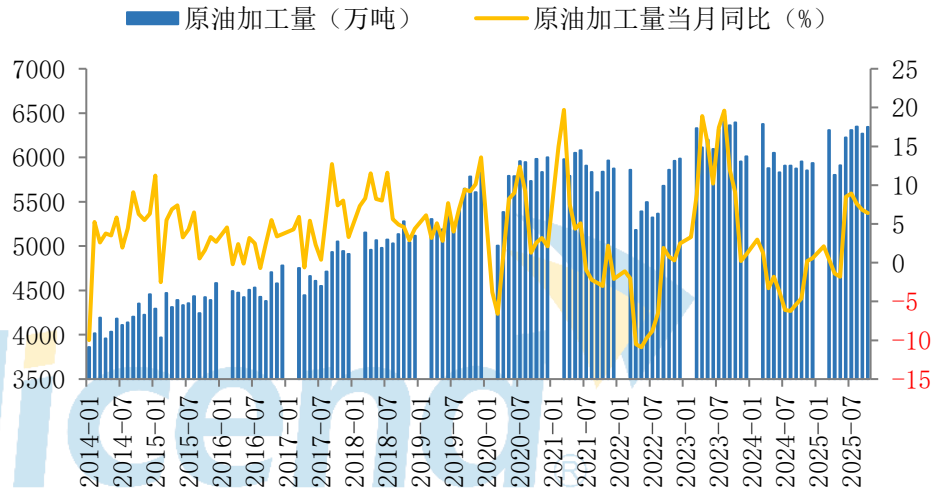
- ▶ 10月，美国炼油厂加工量**15.88**百万桶/天，环比下降**1.04**百万桶/天，同比下降**0.63**百万桶/天；欧洲十六国炼油厂加工量**9.03**百万桶/天，环比下降**0.34**百万桶/天，同比下降**0.3**百万桶/天。
- ▶ 截至**11月21日**，美国炼油厂产能利用率为**92.3%**，美国炼厂加工需求中性。

### 三、需求角度：国内原油加工需求一般

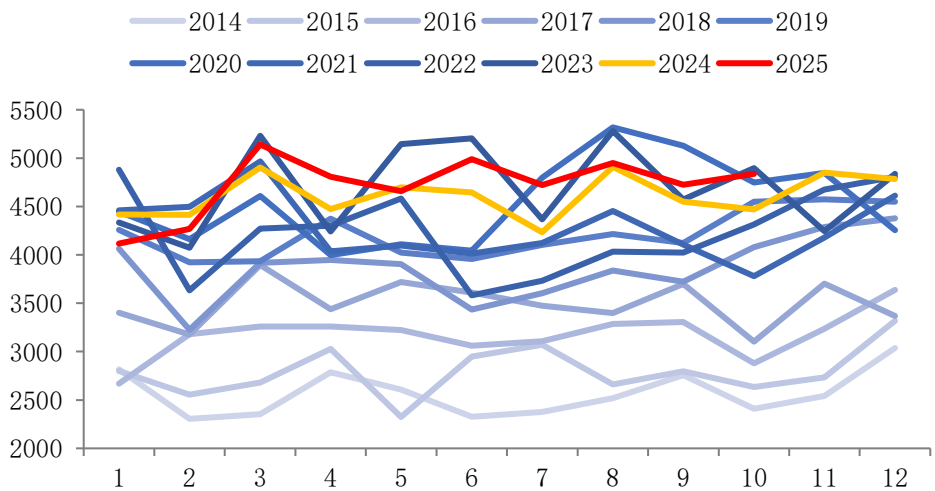
山东独立炼厂成品油炼油毛利（元/吨）



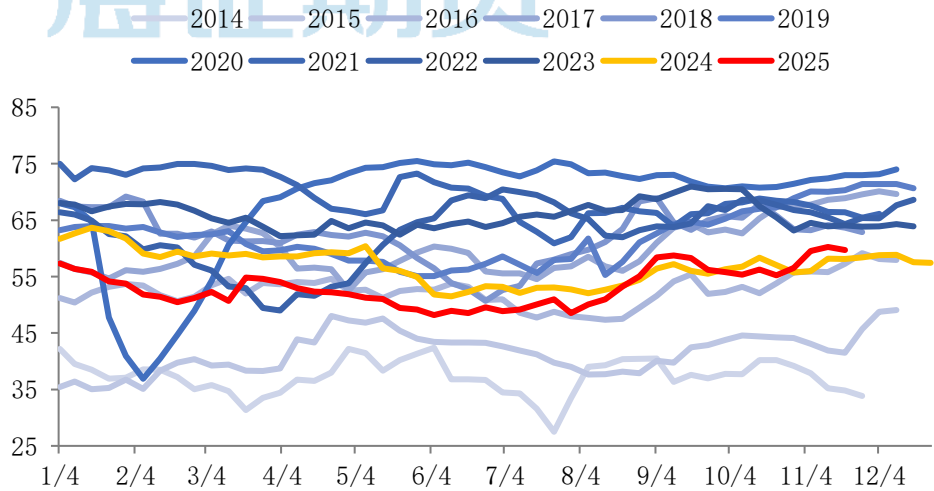
国内原油加工量及同比



中国原油进口数量（万吨）



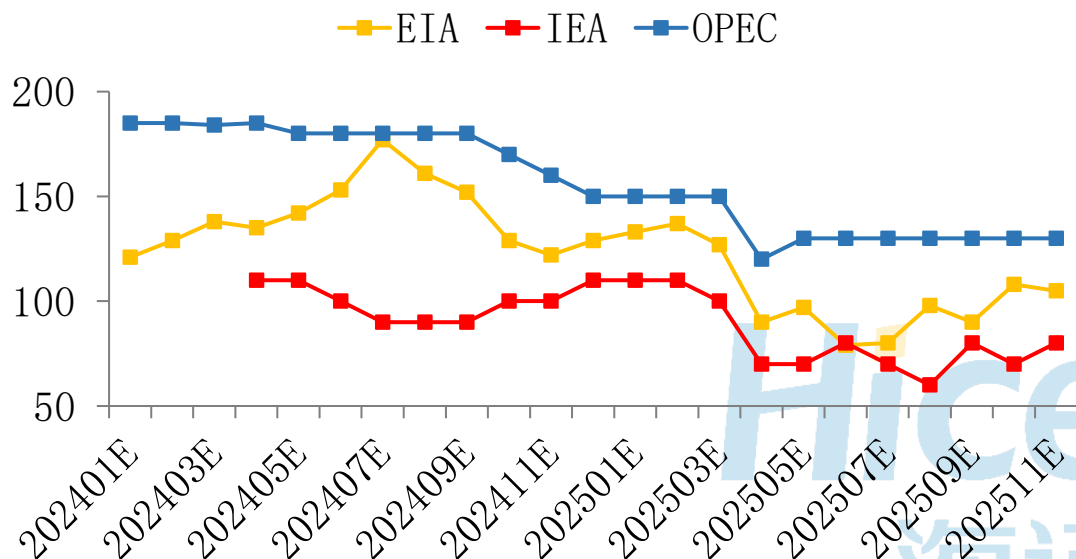
山东35家地炼常减压开工率（%）



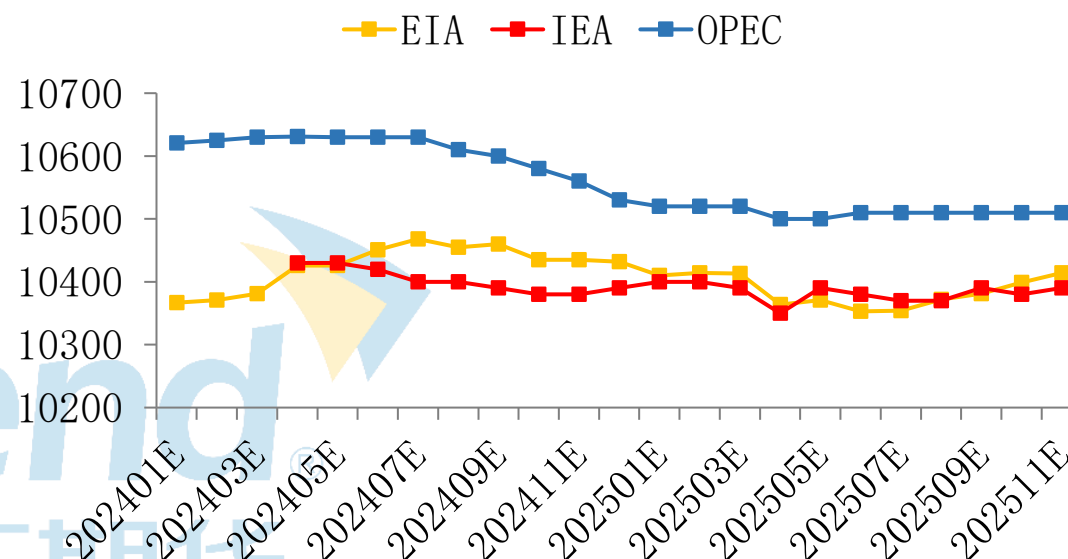
➤ 10月，国内原油进口量4836万吨，环比增加111万吨，同比增加366万吨；原油加工量6342.8万吨，环比增加74.1万吨，同比增加6.4%。山东地炼成品油利润处于往年同期偏低水平，国内原油进口量尚可、加工量以及地炼开工率中性，原油加工需求一般。

### 三、需求角度：OPEC维持需求预期不变，EIA和IEA均小幅上调需求预期

#### 2025年全球原油需求增速预测（万桶/天）



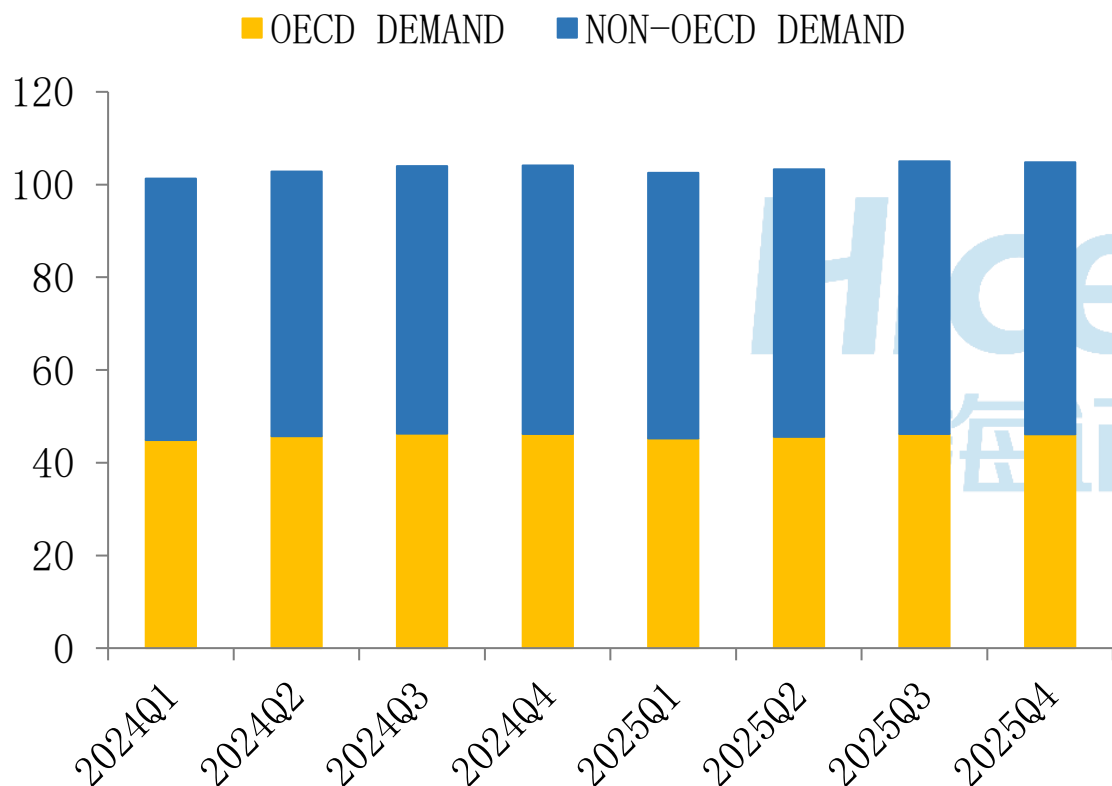
#### 2025年全球原油需求预测（万桶/天）



- EIA在其最新11月STEO中，将2025年全球原油需求增速下调3万桶/天至105万桶/天，将2025年全球原油需求预期上调15万桶/天至10414万桶/天。
- OPEC在其最新11月月报中，将2025年全球原油需求增速维持在130万桶/天不变，将2025年全球原油需求预期维持在10510万桶/天不变。
- IEA在其最新11月月报中，将2025年全球原油需求增速上调10万桶/天至80万桶/天，将2025年全球原油需求预期上调10万桶/天至10390万桶/天。

### 三、需求角度：小幅上调全球原油需求预期

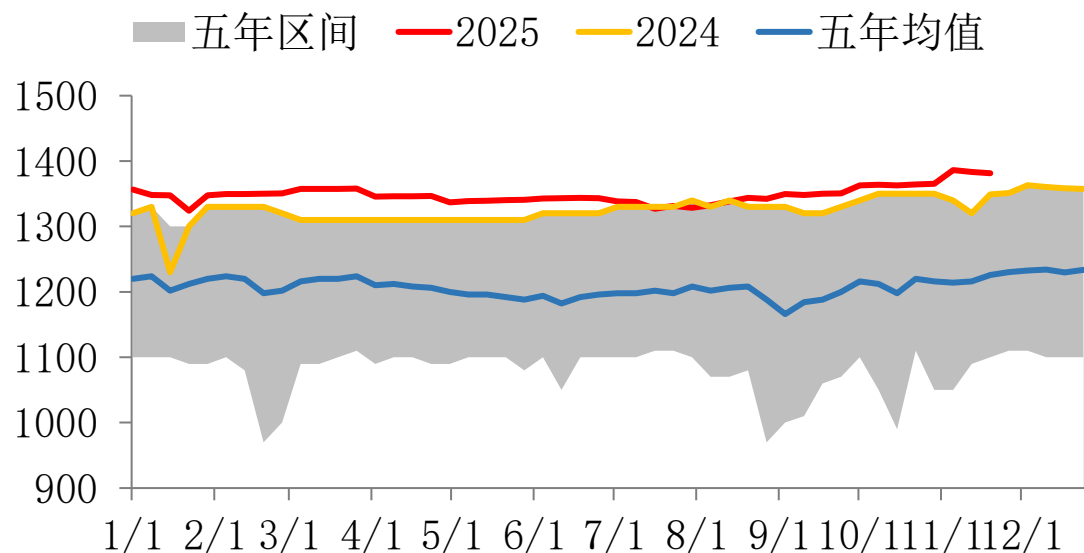
#### 全球原油需求（百万桶/天）



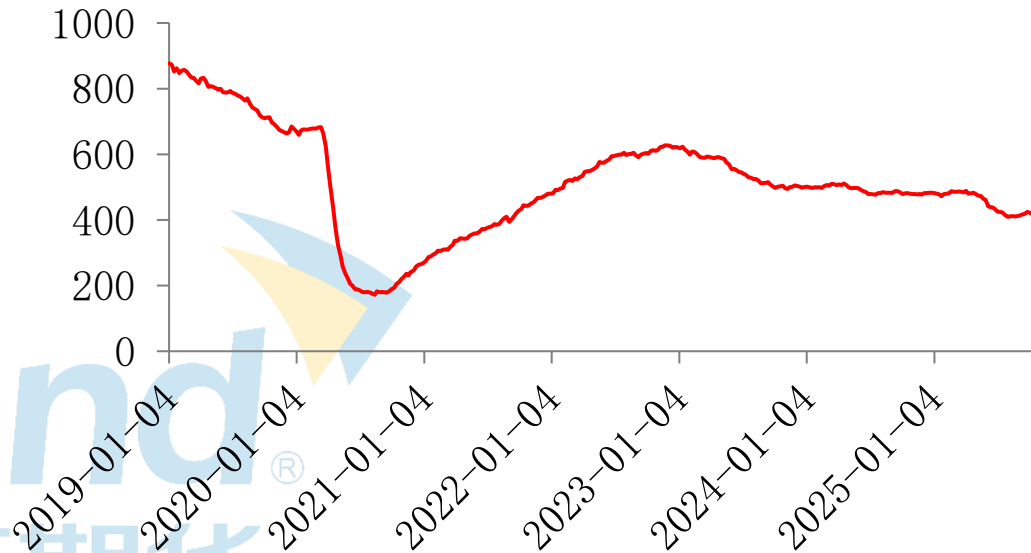
➤ 美国炼厂加工需求中性，欧洲炼厂加工需求处于往年同期低位，国内原油进口量处于偏高水平，加工需求中性。OPEC维持2025年全球原油需求预期不变，EIA和IEA均小幅上调需求预期。得益于贸易紧张局势的缓和，宏观环境略有改善，外盘成品油裂解上行至偏高水平，我们将2025Q4全球原油需求预期上调0.3百万桶/天至104.8百万桶/天。

#### 四、供应角度：美国原油产量高位，特朗普推翻拜登开采禁令，开放部分区域原油钻探

美国原油产量（万桶/日）



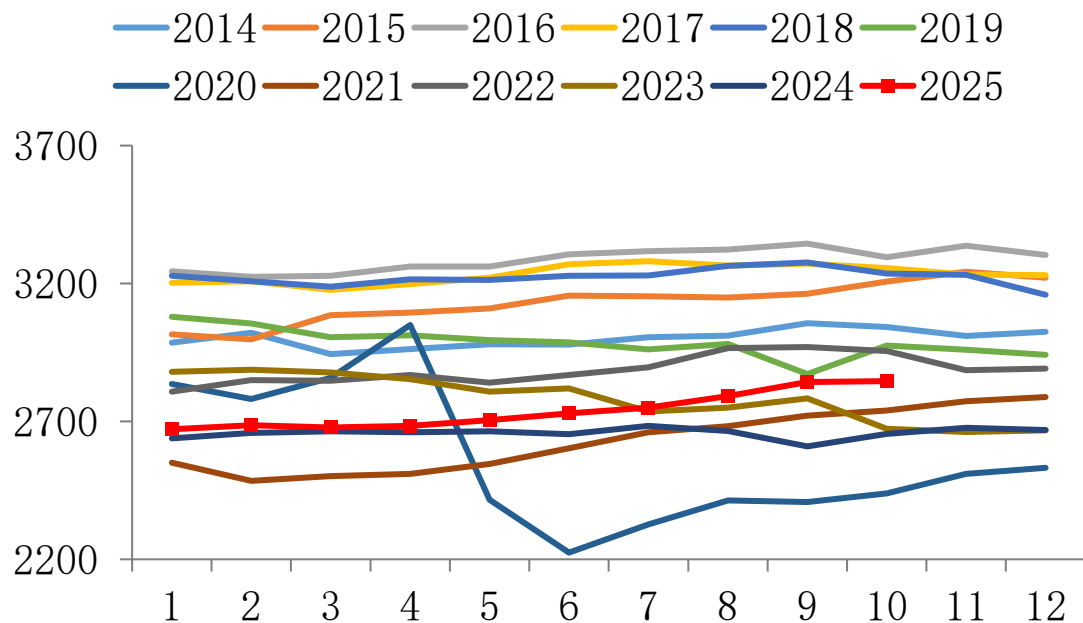
美国原油钻机数量（部）



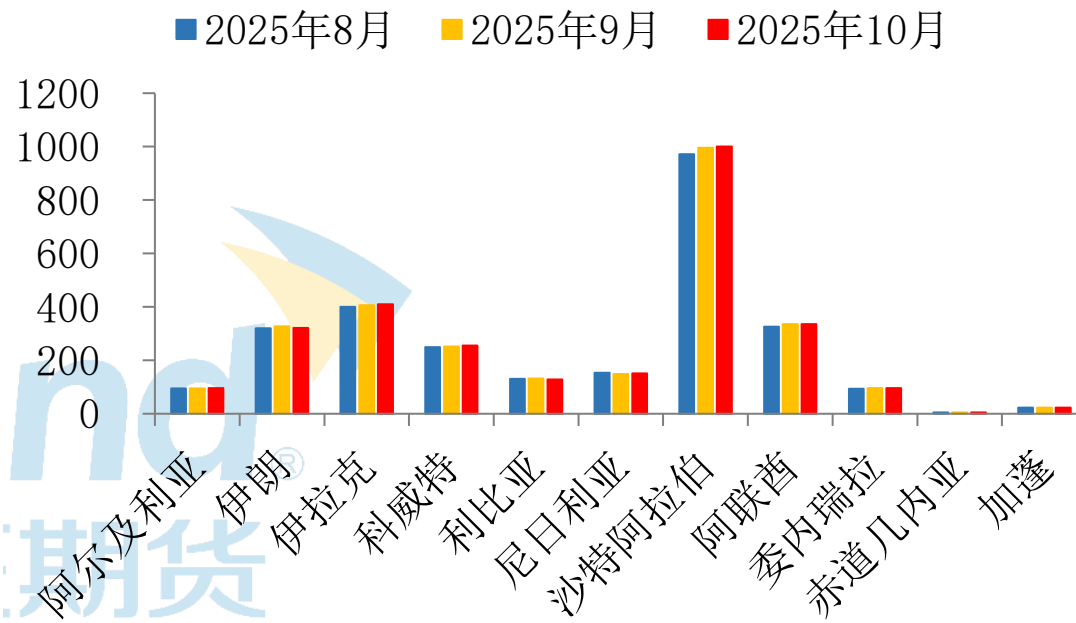
- 截至11月21日当周，美国原油产量1381.4万桶/天，环比下降2万桶/天；
- 截至11月28日当周，美国原油活跃钻机407部，环比下降12部。
- 特朗普政府取消了对面积达2300万英亩的阿拉斯加国家石油储备区石油开采的限制，推翻了前总统拜登所实施的禁令，该禁令将约87亿桶可开采油地区划定为禁区。另外，特朗普政府正在提出开放西海岸和北极新区域进行原油钻探的计划，将大幅扩大海上石油和天然气权利的出售。

## 四、供应角度：OPEC原油产量稳步增长，沙特下调12月石油官方售价

OPEC原油产量（万桶/天）



近三月OPEC各国原油产量变动（万桶/天）



- 10月，OPEC原油产量2846万桶/天，环比增加3.3万桶/天，同比增加191.5万桶/天。
- 沙特下调12月销往亚洲的主要原油价格，将旗舰产品阿拉伯轻质原油对亚洲的售价下调每桶1.20美元，至较地区基准价每桶升水1美元，将12月面向亚洲的中质和重质原油价格下调每桶1.40美元，将超轻质和特轻质原油价格下调每桶1.20美元；将12月销往美国的阿拉伯轻质原油官方售价定为较阿格斯含硫原油均价升水3.20美元/桶，将12月销往西北欧的阿拉伯轻质原油官方售价定为较布伦特原油结算价升水1.35美元/桶。

## 四、供应角度：OPEC决定12月维持增产，明年Q1暂停增产

December 2025 until March 2026 Required Production Table

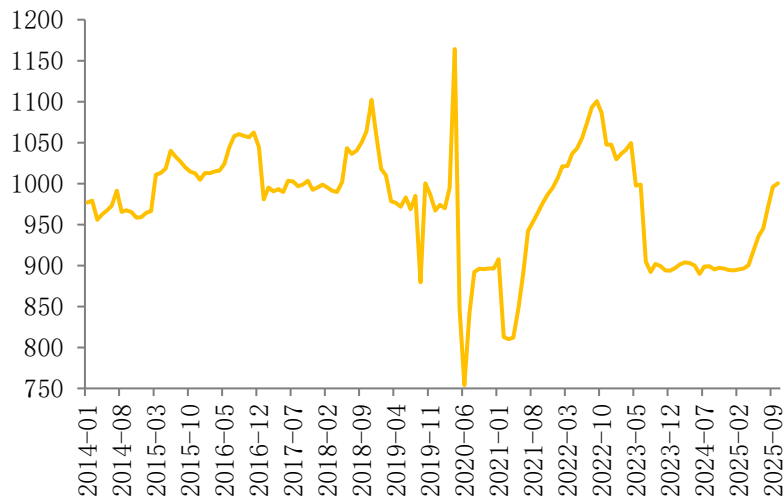
Country	Production Increments (kbd) Dec 2025	Required Production (kbd)			
		Dec 2025	Jan 2026	Feb 2026	Mar 2026
Algeria	4	971	971	971	971
Iraq	18	4,273	4,273	4,273	4,273
Kuwait	10	2,580	2,580	2,580	2,580
Saudi Arabia	41	10,103	10,103	10,103	10,103
UAE	12	3,411	3,411	3,411	3,411
Kazakhstan	7	1,569	1,569	1,569	1,569
Oman	4	811	811	811	811
Russia	41	9,574	9,574	9,574	9,574
<b>Total</b>	<b>137</b>				

	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26
Iraq	130	130	125	125	125	120	120	110	104
UAE	10	10	10	20	30	30	50	55	55
Kazakhstan	27	93	133	243	415	563	503	563	663
Oman	8	3	6	5	4	5	8	10	
Russia	10								
<b>Total</b>	<b>185</b>	<b>236</b>	<b>274</b>	<b>393</b>	<b>574</b>	<b>718</b>	<b>681</b>	<b>738</b>	<b>822</b>

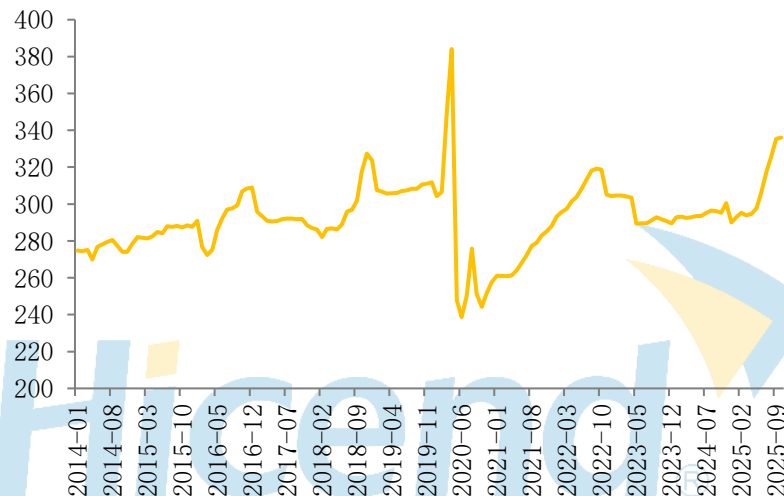
➤ OPEC决定12月增产13.7万桶/日，明年Q1暂停增产，下一次会议将于2025年11月30日举行。另外，OPEC从俄罗斯、伊拉克、阿联酋、哈萨克斯坦和阿曼等五个国家收到了最新的减产补偿计划，以弥补超过目标的产量，时间表涵盖了从上个月到2026年6月的这段时间。

## 四、供应角度：OPEC各成员国产量稳步增长

沙特原油产量 万桶/天



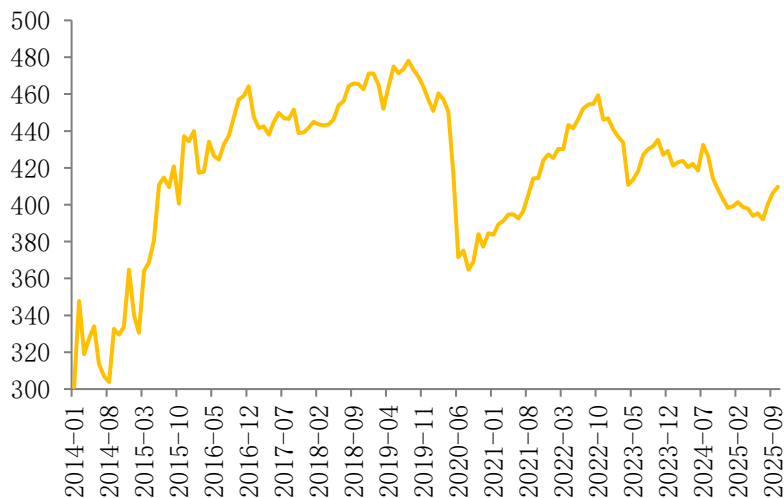
阿联酋原油产量 万桶/天



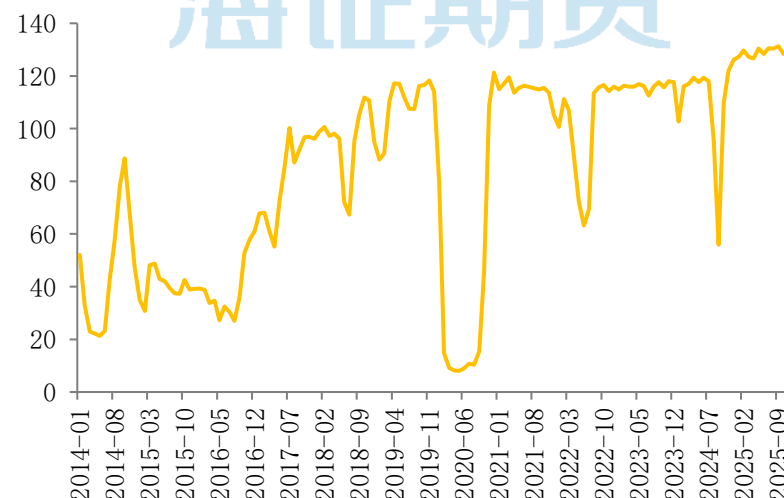
科威特原油产量 万桶/天



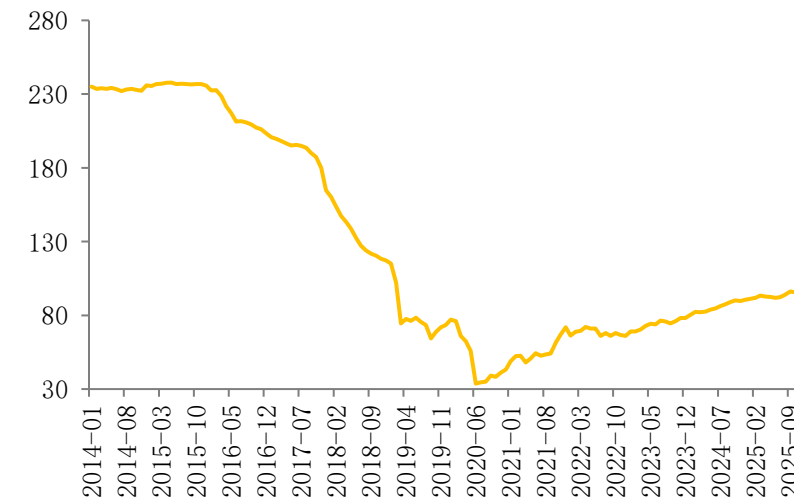
伊拉克原油产量 万桶/天



利比亚原油产量 万桶/天



委内瑞拉原油产量 万桶/天



## 四、供应角度：OPEC+闲置产能充裕

### OPEC+ Crude Oil Production (excluding condensates)

(million barrels per day)

	Sep 2025	Oct 2025	Oct 2025	Oct 2025	Sustainable	Eff Spare Cap
	Supply	Supply	vs Target	Implied Target <sup>1</sup>	Capacity <sup>2</sup>	vs Sep <sup>3</sup>
Algeria	0.97	0.96	-0.01	0.96	1.0	0.0
Congo	0.26	0.27	-0.01	0.28	0.3	0.0
Equatorial Guinea	0.05	0.04	-0.03	0.07	0.1	0.0
Gabon	0.26	0.24	0.06	0.18	0.2	0.0
Iraq	4.60	4.65	0.54	4.11	4.9	0.2
Kuwait	2.73	2.65	0.09	2.56	2.9	0.2
Nigeria	1.39	1.37	-0.13	1.50	1.4	0.0
Saudi Arabia	9.98	9.95	-0.07	10.02	12.1	2.2
UAE	3.72	3.65	0.27	3.38	4.3	0.6
<b>Total OPEC-9</b>	<b>23.95</b>	<b>23.77</b>	<b>0.72</b>	<b>23.05</b>	<b>27.1</b>	<b>3.3</b>
Iran <sup>4</sup>	3.46	3.40			3.8	
Libya <sup>4</sup>	1.29	1.20			1.2	0.0
Venezuela <sup>4</sup>	1.00	1.01			0.9	0.0
<b>Total OPEC</b>	<b>29.70</b>	<b>29.38</b>			<b>33.1</b>	<b>3.4</b>
Azerbaijan	0.45	0.45	-0.10	0.55	0.5	0.0
Kazakhstan	1.92	1.68	0.15	1.53	1.8	0.1
Mexico <sup>5</sup>	1.43	1.42			1.5	0.1
Oman	0.76	0.78	-0.02	0.80	0.8	0.0
Russia	9.28	9.28	-0.20	9.48	9.4	
Others <sup>6</sup>	0.79	0.78	-0.09	0.87	0.9	0.1
<b>Total Non-OPEC</b>	<b>14.63</b>	<b>14.40</b>	<b>-0.25</b>	<b>13.23</b>	<b>14.8</b>	<b>0.3</b>
<b>OPEC+ 18 in Nov 2022 deal<sup>5</sup></b>	<b>37.14</b>	<b>36.74</b>	<b>0.47</b>	<b>36.28</b>	<b>40.4</b>	<b>3.6</b>
<b>Total OPEC+</b>	<b>44.33</b>	<b>43.78</b>			<b>47.9</b>	<b>3.7</b>

1 Includes extra voluntary curbs and compensation cutback volumes.

2 Capacity levels can be reached within 90 days and sustained for an extended period.

3 Production over estimated capacity stated as zero.

4 Iran, Libya, Venezuela exempt from cuts.

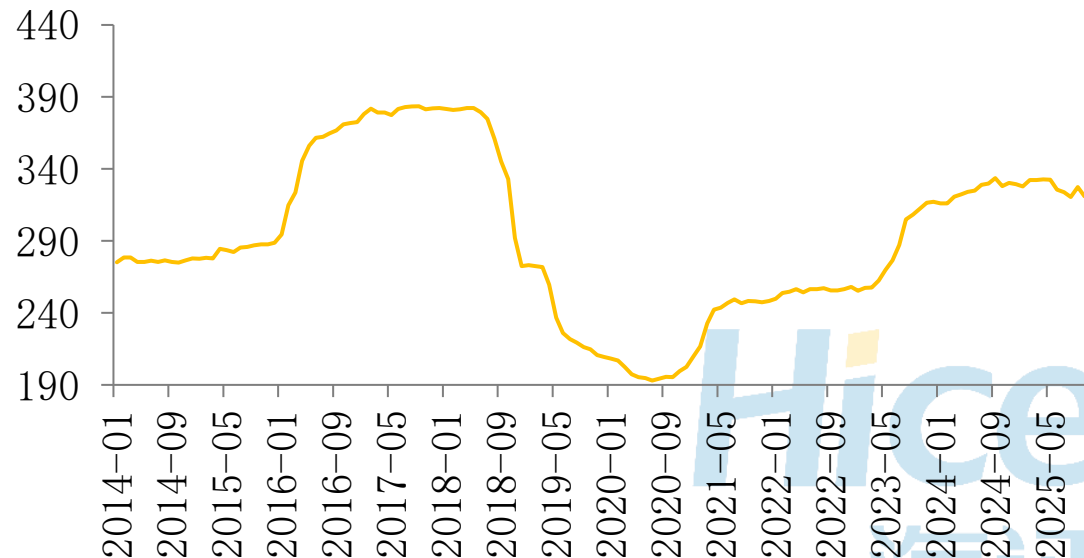
5 Mexico excluded from OPEC+ compliance.

6 Bahrain, Brunei, Malaysia, Sudan and South Sudan.

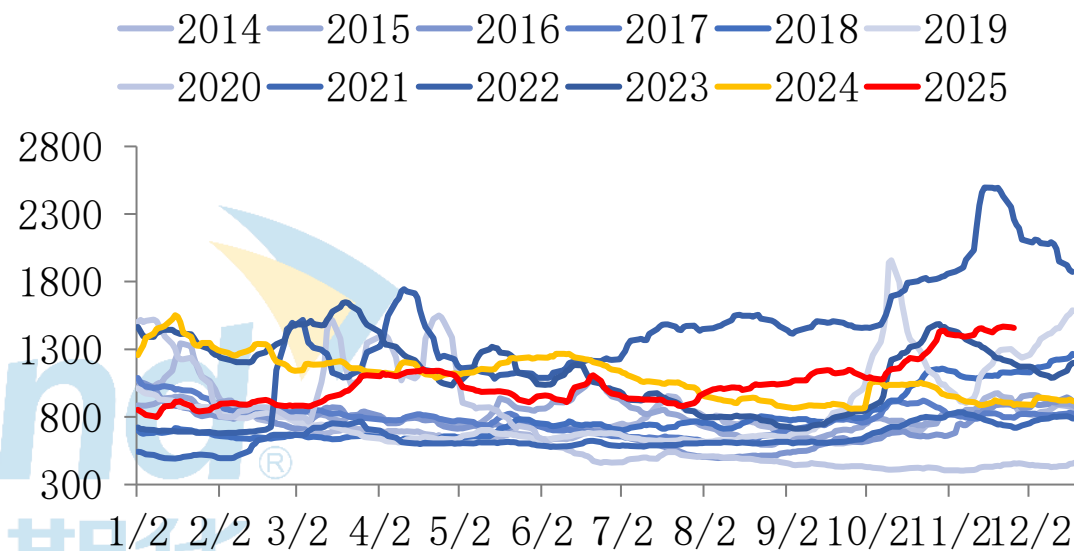
➤ 随着OPEC+逐步增产，闲置产能下滑，但仍然较为充裕，以9月产量为基准，沙特闲置产能高达2.2百万桶/天，阿联酋闲置产能也高达0.6百万桶/天，科威特和伊拉克闲置产能分别为0.2、0.2百万桶/天。

#### 四、供应角度：伊朗供应未受影响，关注美伊协议是否达成

伊朗原油产量 万桶/天

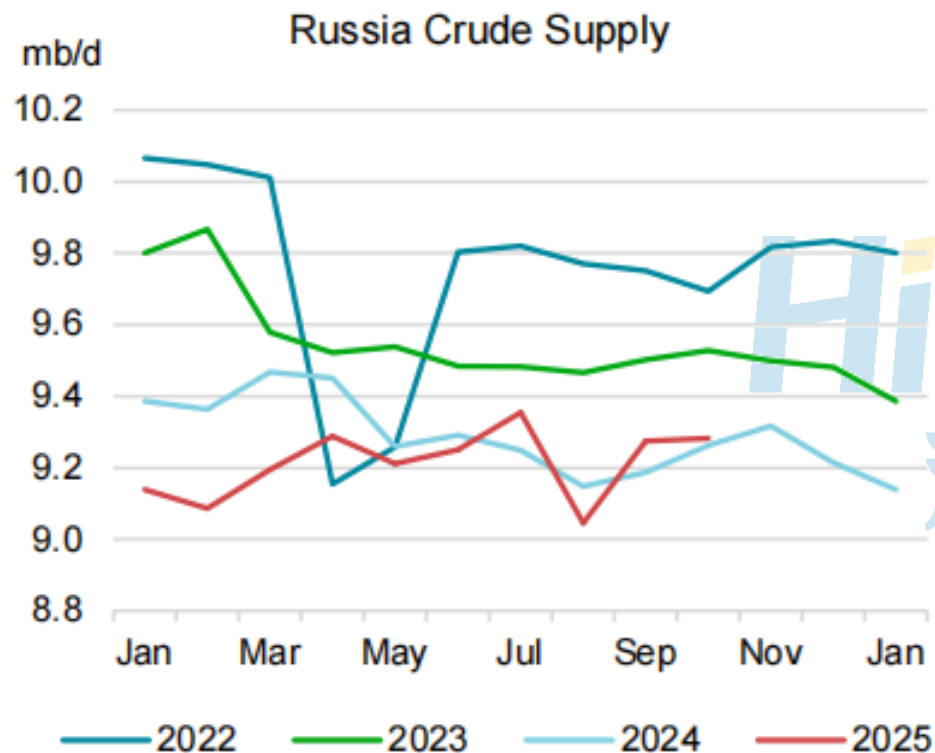


原油运输指数 (BDTI)



- 10月，伊朗原油产量320.9万桶/天，环比下降6.6万桶/天。
- 特朗普表示，不会取消对俄石油制裁，伊朗想要达成协议，很可能会达成一个。

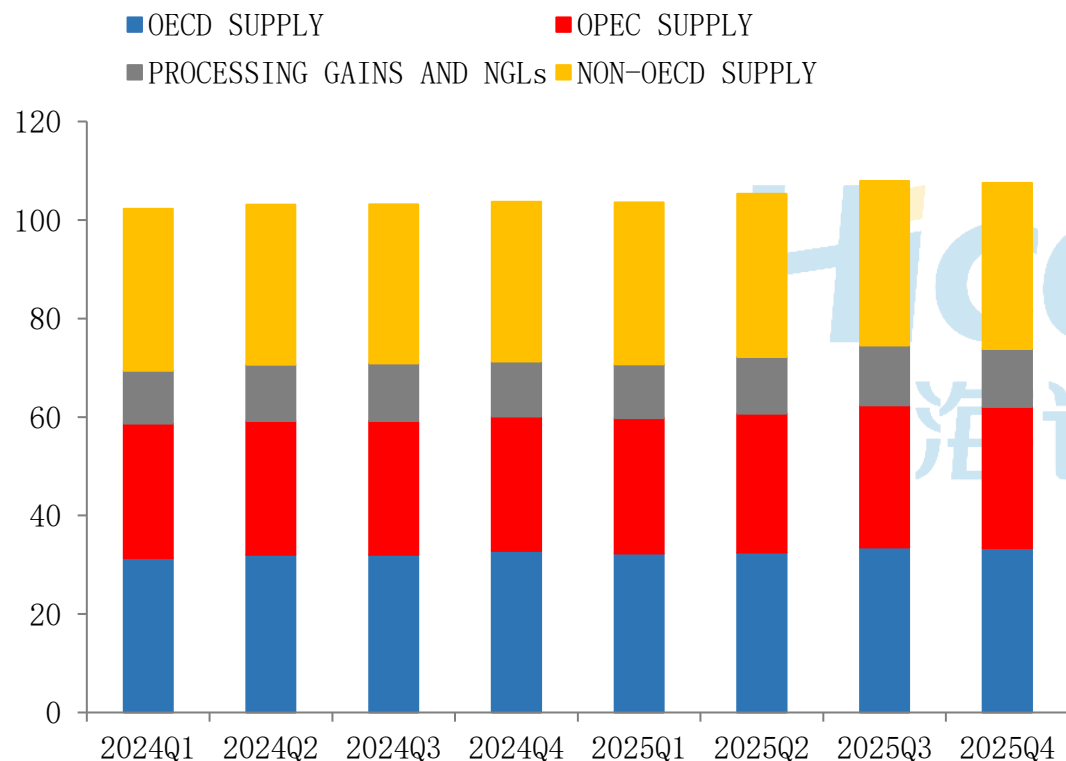
#### 四、供应角度：关于俄乌的消息间歇扰动，俄罗斯总供应暂未有太大影响



- 10月，俄罗斯原油产量环比持平，维持在930万桶/天，总出口量下降15万桶/天，其中原油出口减少110万桶/天，炼油产能小幅回升10万桶/天至5百万桶/天。
- 俄罗斯黑海港口新罗西斯克遭乌克兰导弹和无人机袭击，中断规模相当于220万桶/日，约占全球供应量的2%，为期两天的暂停后，周日恢复石油装载作业。
- 特朗普政府秘密与俄罗斯磋商，制定一项结束乌克兰冲突的新计划。

## 四、供应角度：小幅上调原油供应预期

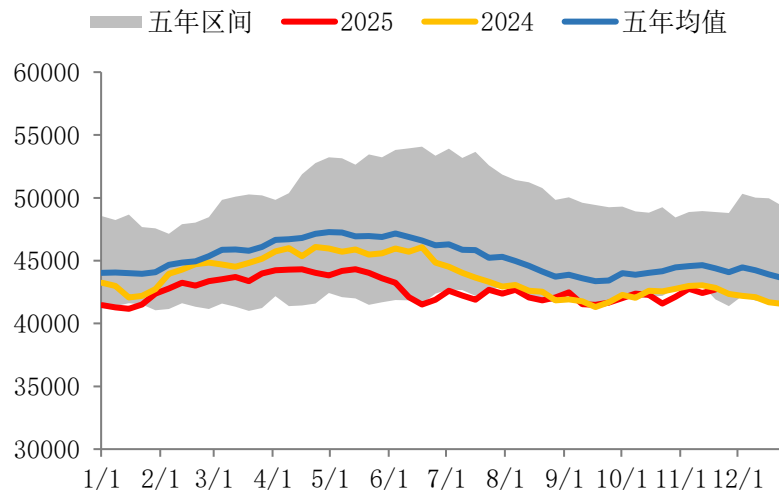
### 全球原油供应（百万桶/天）



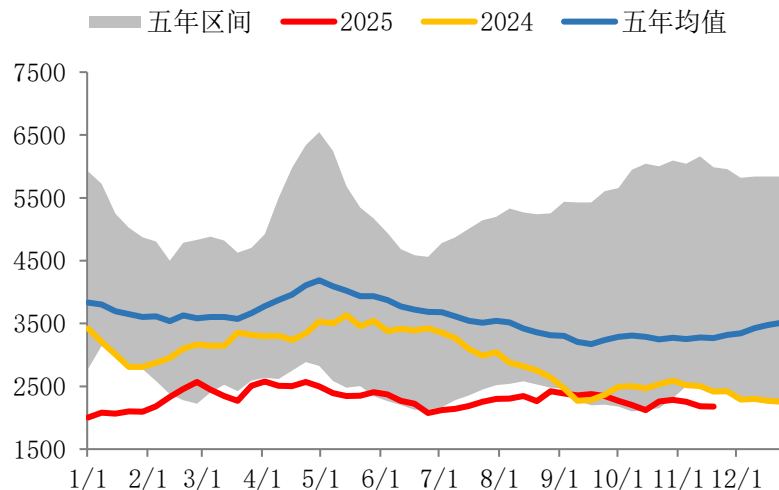
➤ 美国原油产量高位，特朗普推翻拜登开采禁令，开放部分区域原油钻探；OPEC12月增产13.7万桶/日，明年Q1暂停增产，前期减产不达标的产油国继续补偿减产。地缘方面，俄乌消息间歇扰动，俄罗斯总供应暂未有太大影响；同样，伊朗供应未受影响，关注美伊协议是否达成。我们将2025年Q4全球原油总供应预期小幅上调0.02百万桶/天至107.54百万桶/天。

## 五、库存角度：美国商业原油库存不高，汽油开启季节性累库

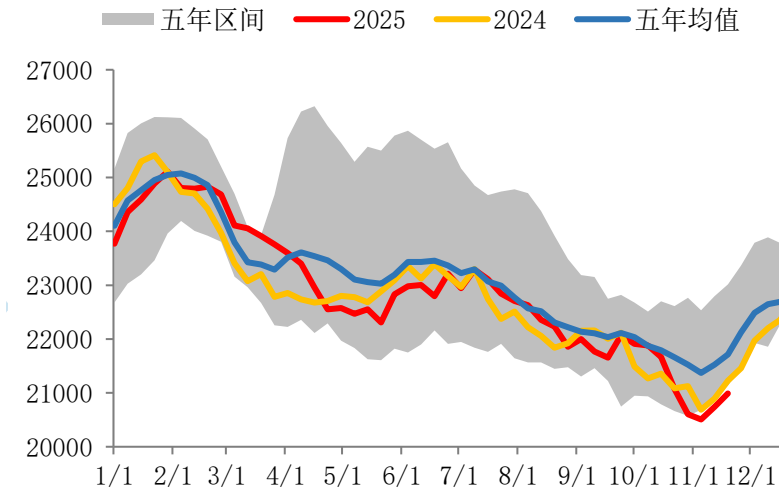
### 全美商业原油库存量（万桶）



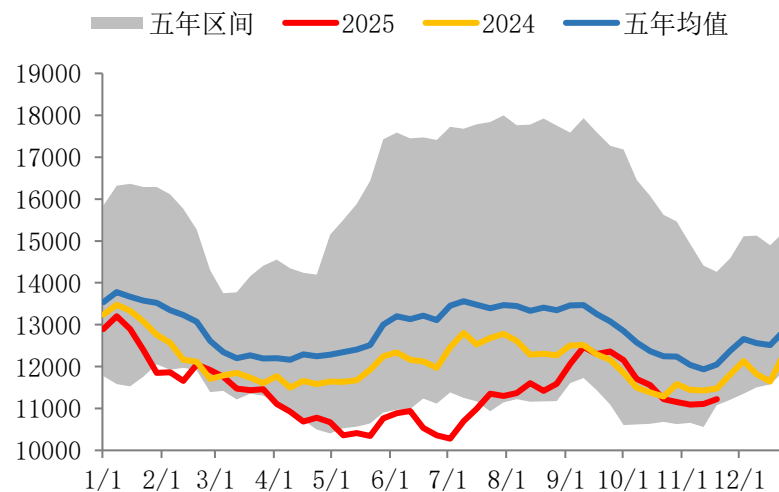
### 库欣商业原油库存（万桶）



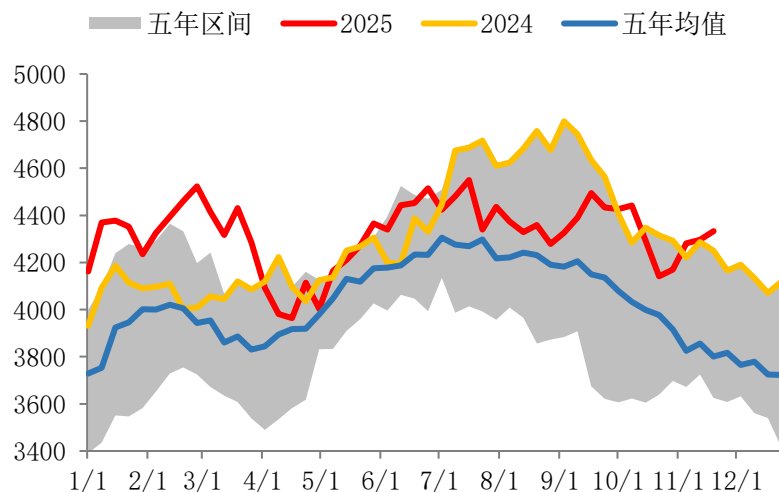
### 美国汽油库存量（万桶）



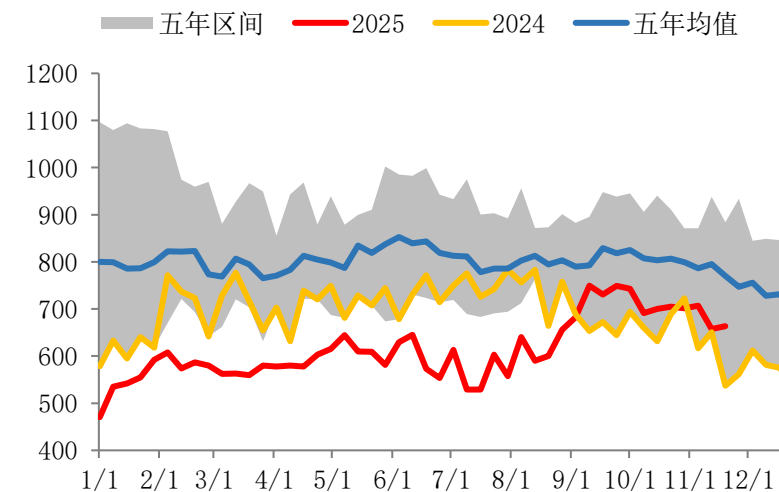
### 馏分燃料油库存量（万桶）



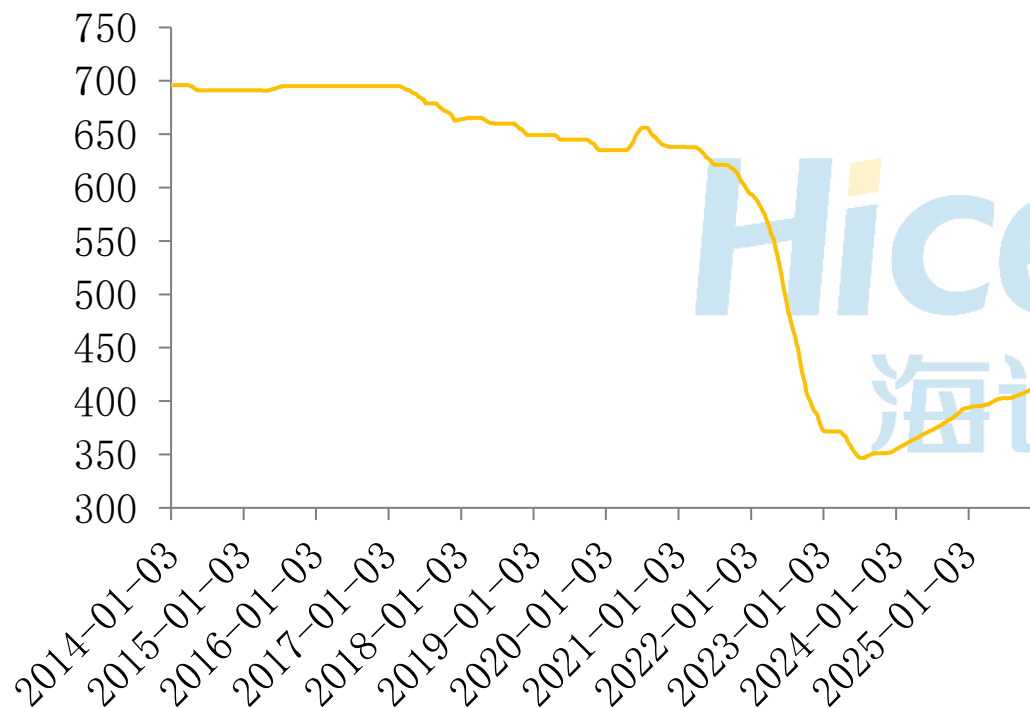
### 航空煤油库存量（万桶）



### 取暖油库存量（万桶）

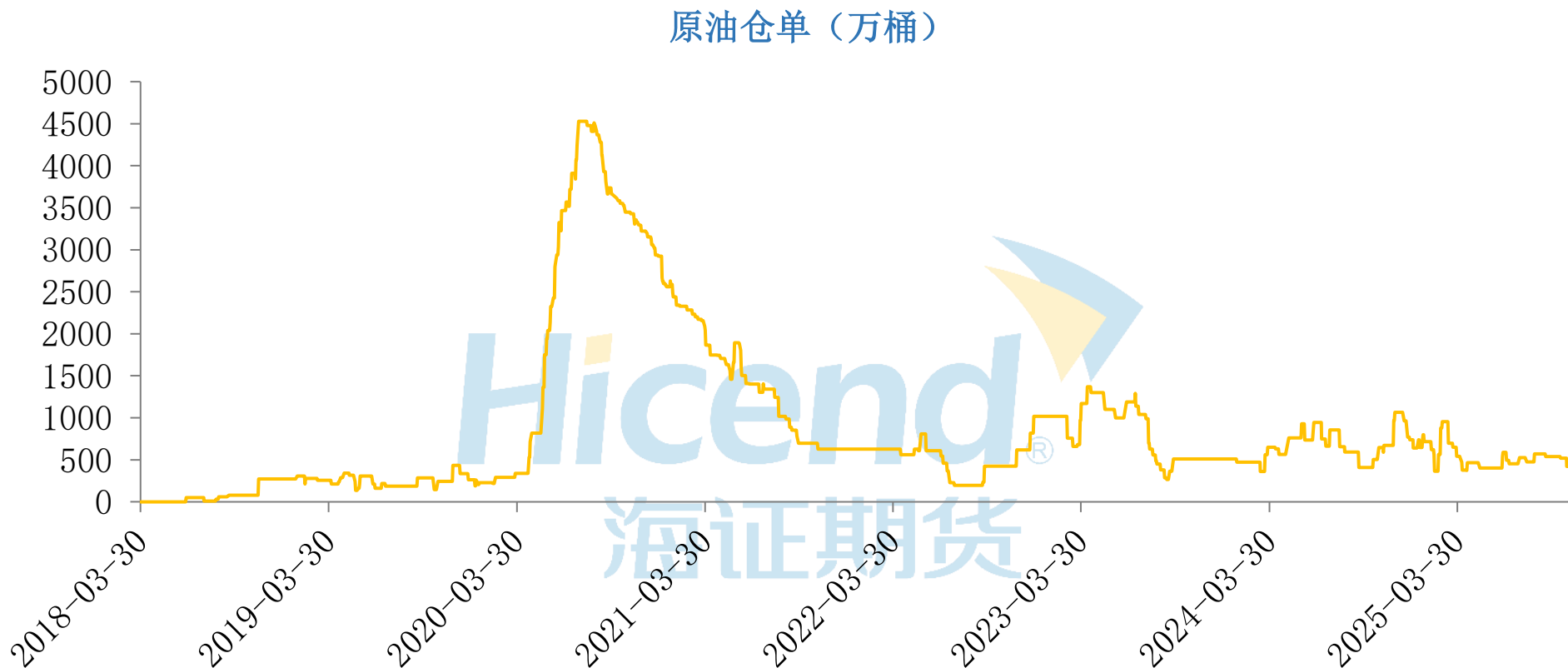


库存量:战略石油储备



➤ 截至11月21日当周，美国战略石油储备为411.424百万桶，环比增加49.8万桶。

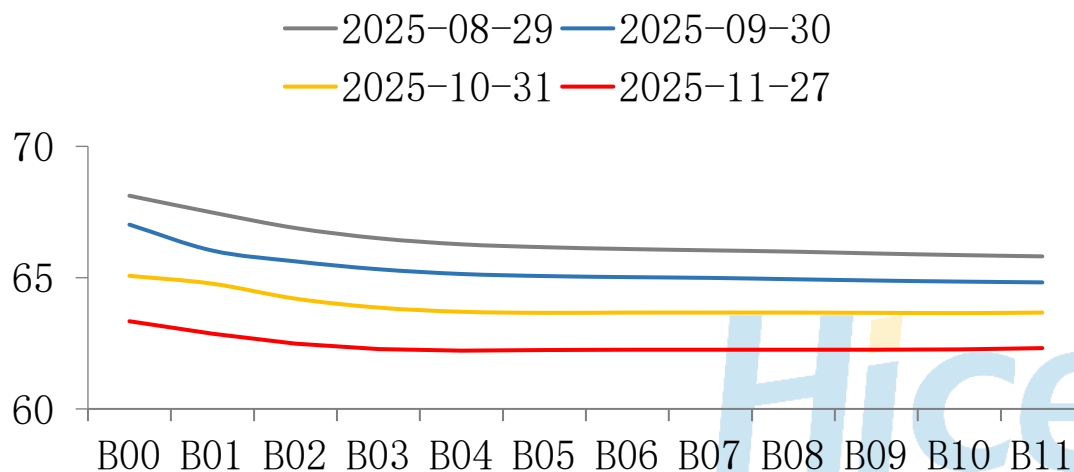
## 六、仓单角度：原油仓单量偏低



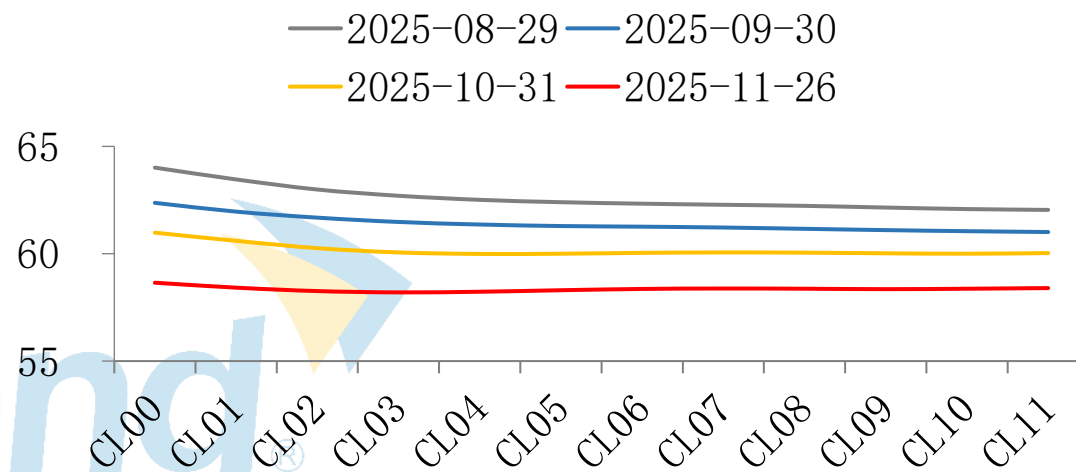
- ▶ 截至11月27日，原油总仓单346.4万桶，其中，弘润油储102.7万桶、中油大连保税118.2万桶、中油大连国际26.3万桶、中油广西国际99.2万桶。

## 七、月差角度：Brent远期曲线结构强于WTI，SC远期曲线contango

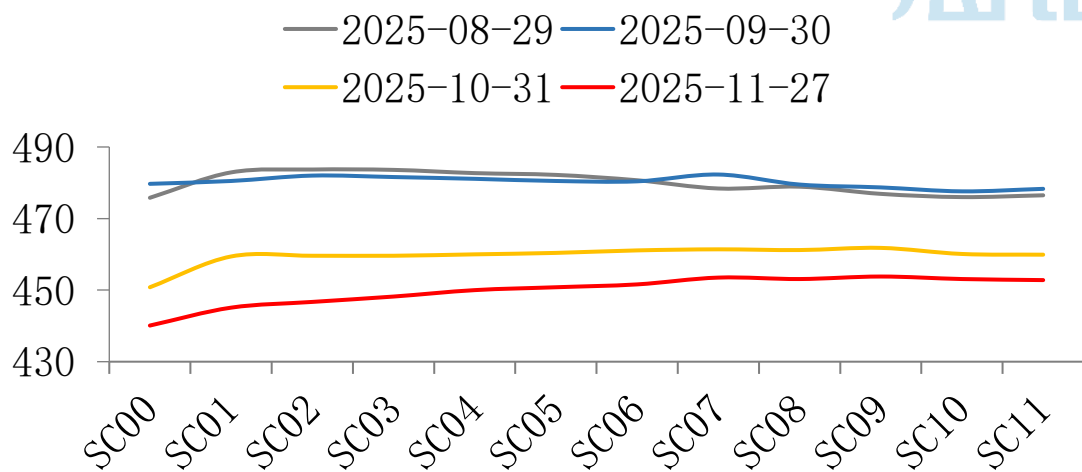
### Brent远期曲线



### WTI远期曲线



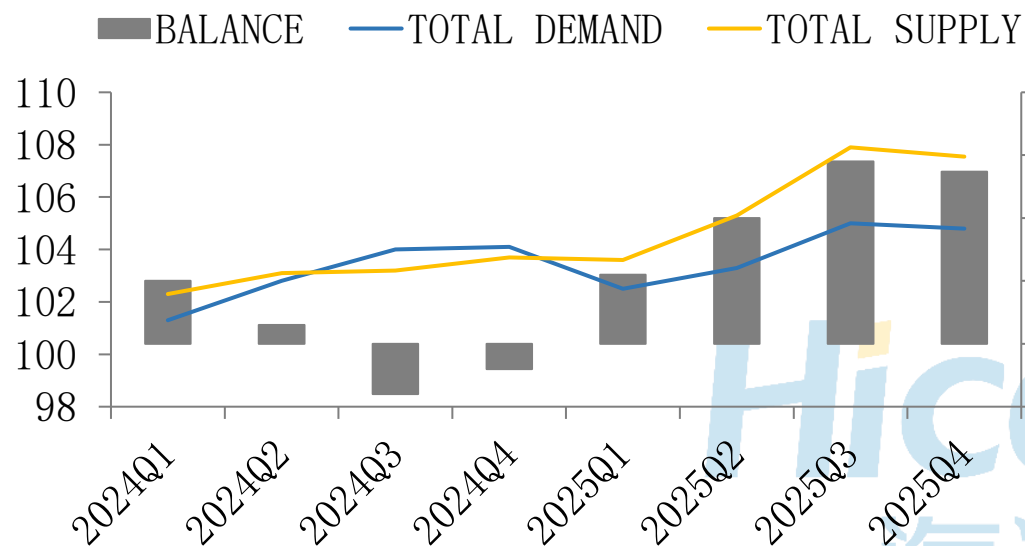
### SC远期曲线



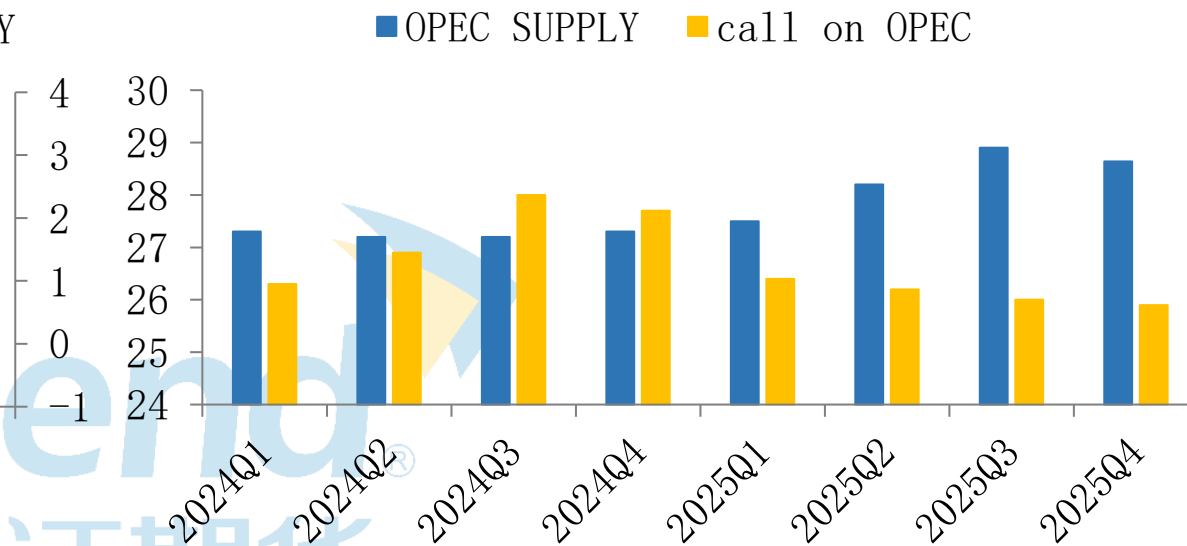
截至11月27日，Brent首行和次行价差为0.47美元/桶；SC首行和次行价差为-5元/桶；截至11月26日，WTI首行和次行价差为0.23美元/桶。

## 八、总结：弱势振荡，逢高偏空

### 全球原油供需平衡（百万桶/天）



### call on OPEC及OPEC供应（百万桶/天）



➤ 12月，原油价格预计继续维持弱势振荡走势。原油基本面变化不大，OPEC+维持12月缓慢增产，暂停明年一季度增产，表明需求疲软，且全球原油供需过剩现实面及预期面均施压油价，低库存有支撑，另外，地缘及制裁等不确定性间歇扰动原油，仍以逢高偏空思路对待；跨期正套建议暂且观望；期权上方压力位的卖看涨可依然继续操作并持有。

**郑梦琦（交易咨询号：Z0016652）**：海证期货能化研究员，经济学硕士，专注于能源版块品种研究，覆盖品种包括原油、沥青、燃料油、低硫燃料油以及LPG，期货日报连续三年最佳工业品分析师，多次在期货日报、陆家嘴大宗商品论坛等平台发表研究报告，曾多次接受期货日报、新华财经、中国证券报、每日经济新闻等多家媒体的采访，观点被多家媒体转载。



# 未来 因您而为

### 法律声明

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。预估数据系研究员计算所得，实际产生金额可能存在偏差，以实际产生为准。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为海证期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

# Thanks!

**海证期货有限公司**

HICEND FUTURES CO., LTD.

|全国统一客服热线| **400-880-8998**

[www.hicend.com.cn](http://www.hicend.com.cn)