

2025 年 02 月 23 日

不确定因素影响，油价先涨后跌

投资咨询业务资格

证监许可【2011】1772
号

广金期货研究中心

能源化工研究员：马琛

联系电话：020-88523420

从业资格号：F03095619

咨询资格号：Z0017388

核心观点

展望后市，供应端，OPEC+一季度维持减产，此前特朗普呼吁 OPEC+ 增产降价，但考虑到当前油市的脆弱性，OPEC+可能推迟 4 月每日 12 万桶的增产至 7 月份。伊拉克库尔德斯坦有望在 3 月底恢复石油供应和出口，预计石油出口将从 18.5 万桶/日逐步增加至 40 万桶/日。美国总统特朗普恢复对伊朗“最大压力”制裁，试图将伊朗原油出口降至 10 万桶/日。伊朗近两年石油增量可能被收回，甚至降到更低水平。此外，由于乌克兰无人机袭击，通过里海 CPC 管道的石油量减少了 30-40%，这为油价提供支撑因素。地缘风险方面，近期俄美双方代表在沙特就俄乌停火协议展开谈判，东欧地缘溢价明显走弱。

需求端，国内成品油零售限价下调，政策面利空市场。汽油方面，居民以驾车通勤为主，以及新能源市场替代明显，汽油消费偏弱；柴油方面，户外工程基建缓慢恢复开工，物流运输行业逐渐活跃，柴油需求稳步释放。本周国内主营炼厂炼油利润宽幅下挫，截止 2025 年 2 月 21 日中国主营炼厂及地方炼厂加工利润分别为 383.39 元/吨、501.44 元/吨，周度分别下滑 381.31 元/吨及 87.34 元/吨。进入 3 月，部分炼厂即将进入春季检修，预计将压制石油加工需求。由于美国炼厂进入检修期，原油加工需求明显下滑，截止 2025 年 2 月 14 日，美国炼厂开工率在 84.9%，较 1 月初下滑 8.4 个百分点。受到即将对邻国征收关税及汽油、柴油库存下滑的影响，美国成品油裂解价差走强。

库存端，美国商业原油库存连续四周累库。截止 2 月 14 日当周，美国商业原油库存量 4.32 亿桶，比前一周增长 463.3 万桶。随着取暖季逐渐结束，石油消费回归平淡，石油库存开始进入新一轮累库，给油价上方空间施压。

综上，短期来看，俄乌双方有望达成停火协议令东欧地缘溢价下滑，不过 OPEC+可能继续延长减产、CPC 管道流量下降及美国冬季风暴等多空因素交织，油价短期区间偏弱震荡。此外，特朗普对重质产油国石油制裁会对石油出口产生实质影响，但预计闲置产能会迅速补充这一部分缺口。从远期看，OPEC+、非 OPEC 增产以争夺市场份额，在东欧及中东地缘风险扰动平息后，市场重回基本面，欧美原油期货价格仍受制于特朗普关税政策对全球石油需求的影响。

目录

一、行情回顾	3
二、供应方面	4
1、OPEC+市场：库尔德石油出口将恢复	4
2、美国市场：石油钻井连续四周增加	6
三、需求方面	7
1、美国炼厂开工率低位运行	7
2、亚洲市场：主营炼厂利润宽幅下挫	9
四、价差与库存方面	10
1、欧美原油月差拉阔	10
2、B-W 价差拉阔	10
3、美国原油库存继续增加	11
4、美国询购石油 SPR	11
五、宏观方面	12
六、结论	12
分析师声明	15
分析师介绍	15
免责声明	16
总部地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 25 层 2501-2524 单元	16
联系电话：400-930-7770	16
公司官网： www.gzjkqh.com	16
广州金控期货有限公司子公司及分支机构分布情况	17
广州金控物产有限公司	17
地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 40 层	17
电话：020-88527737	17
广州金控期货有限公司分支机构分布情况	17

一、行情回顾

一周以来，欧美原油期货价格先涨后跌。周初一系列利好因素释放，包括CPC管道受损影响其石油运输量、OPEC+可能推迟增产、美国寒冷气候导致原油供应减少，而随着中东风险溢价下降、美国石油钻井平台连续数周增加以及交易商获利回吐的因素，国际油价在周五宽幅下挫。截止周五(2月21日)纽约商品期货交易所西得克萨斯轻质原油2025年4月期货结算价每桶70.40美元，比前一交易日下跌2.08美元，跌幅2.87%，周度跌0.48%；伦敦洲际交易所布伦特原油2025年4月期货结算价每桶74.43美元，比前一交易日下跌2.05美元，跌幅2.68%，周度跌0.41%。

图表 1：WTI 主力合约走势图



来源：Wind、广州金控期货研究中心

二、供应方面

1、OPEC+市场：库尔德石油出口将恢复

伊拉克的库尔德斯坦有望在3月底恢复从伊拉克该半自治地区的石油供应和出口。库尔德斯坦石油出口的恢复将使石油供应每日增加约40万桶。库尔德斯坦石油出口重启可能会引发伊拉克在欧佩克及其减产同盟国减产协议的履约问题，因为伊拉克面临产量配额压力。伊拉克石油部副部长巴斯姆·穆罕默德在周日表示，一旦石油输送恢复，伊拉克将通过伊拉克-土耳其管道每天从库尔德地区的油田出口18.5万桶石油，并逐步增加至40万桶/日。

尽管哈萨克斯坦经俄罗斯的CPC出口路线受损(30%-40%)，但该国仍开采了创纪录的高油量。据哈萨克斯坦方面表示，尽管俄罗斯管道损坏，哈萨克斯坦石油产量仍创下212万桶/日的历史新高。相关报道援引两名熟悉装载计划的市场人士表示，由于哈萨克斯坦油田的供应增加，2月份黑海CPC管道混合石油每日出口计划从142万桶上修至167万桶，比之前的计划高出18%。

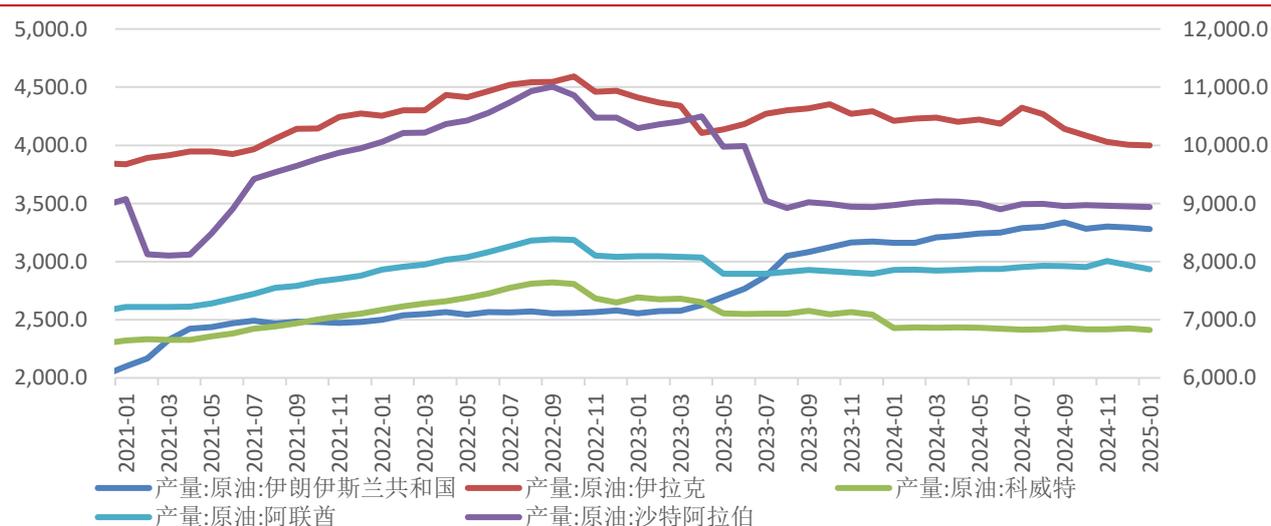
OPEC+一季度维持减产政策，此前特朗普呼吁OPEC+增产降价，但考虑到当前油市的脆弱性，OPEC+可能推迟4月份每日12万桶的增产至7月份。OPEC+的目标是到2026年底逐步恢复总计220万桶/日的产量。

对重质产油国制裁方面，特朗普已恢复对伊朗“最大压

力”制裁，签署总统备忘录，试图将伊朗原油出口降至 10 万桶/日。2025 年 1 月伊朗原油产量在 328.0 万桶/日，较 2023 年初增长 72.6 万桶/日。伊朗近两年石油增量可能被收回，甚至降到更低水平。特朗普就职时表示将停止从委内瑞拉购买石油，制裁或导致委油产量在几个月内降至每日 60-70 万桶。OPEC 月报，2025 年 1 月，委内瑞拉原油日产量达到 103.1 万桶，较上月增加 3.3 万桶。此外，特朗普表示，将不会允许委内瑞拉通过雪佛龙出口石油。

东欧地缘风险方面，俄乌停火谈判有望取得积极进展。当地时间 18 日，美俄代表团在沙特阿拉伯利雅得举行了 4 个半小时会谈，同意任命高级别团队，努力结束俄乌冲突。市场开始释放出地缘局势降温的信号，并预期俄罗斯原油出口制裁可能逐步放松。

图表 2：OPEC 主要产油国原油产量



来源：OPEC、广州金控期货研究中心

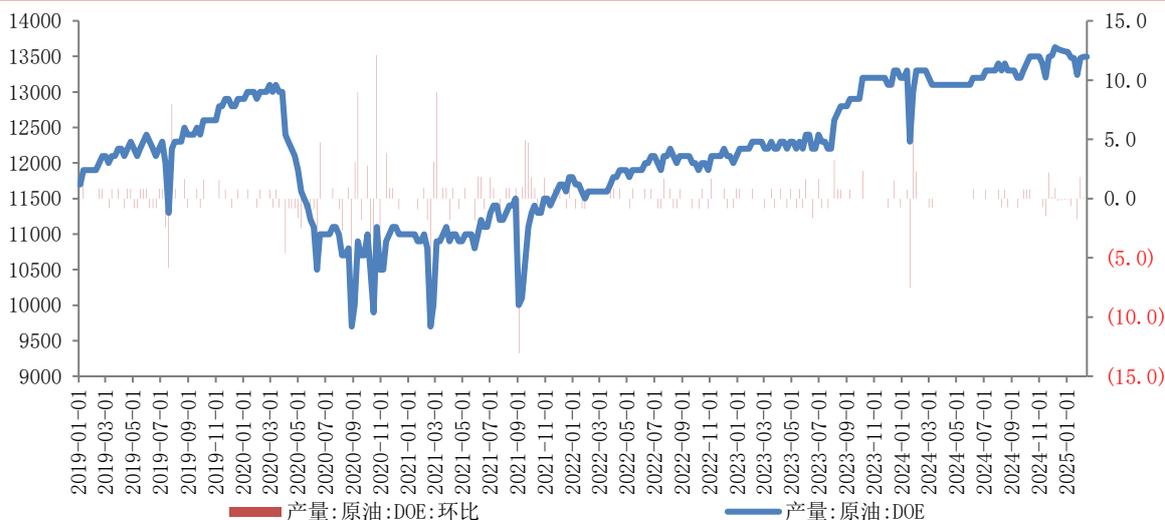
2、美国市场：石油钻井连续四周增加

近三个月以来,美国原油日产量维持在1340-1360万桶;截止2月14日当周,截止2月14日当周,美国原油日均产量1349.7万桶,比前周日均产量增加3000桶,比去年同期日均产量增加19.7万桶;截止2月14日的四周,美国原油日均产量1342.7万桶,比去年同期高1.5%。今年以来,美国原油日均产量1345万桶,比去年同期高2.7%¹。美国原油产量高位运行,得益于二叠纪钻探效率提升,以及自2024年以来美国石油钻机数量降幅放缓。受到特朗普能源政策影响,美国石油钻井平台数量连续四周增加,通用电气公司的油田服务机构贝克休斯公布的数据显示,截止2月21日的一周,美国在线钻探油井数量488座,比前周增加7座;比去年同期减少15座。

尽管如此,美国石油产量增长恐仍将放缓。美国石油产量增长从2023年的每日平均160.5万桶减少到2024年的每日73.4万桶。渣打银行预计这一趋势将持续下去,预计2025年美国石油日产量增长将仅为36.7万桶,到2026年将进一步放缓至每日15.1万桶。美国页岩油企业不再追求产量,而是专注于控制成本和向投资者提供回报。

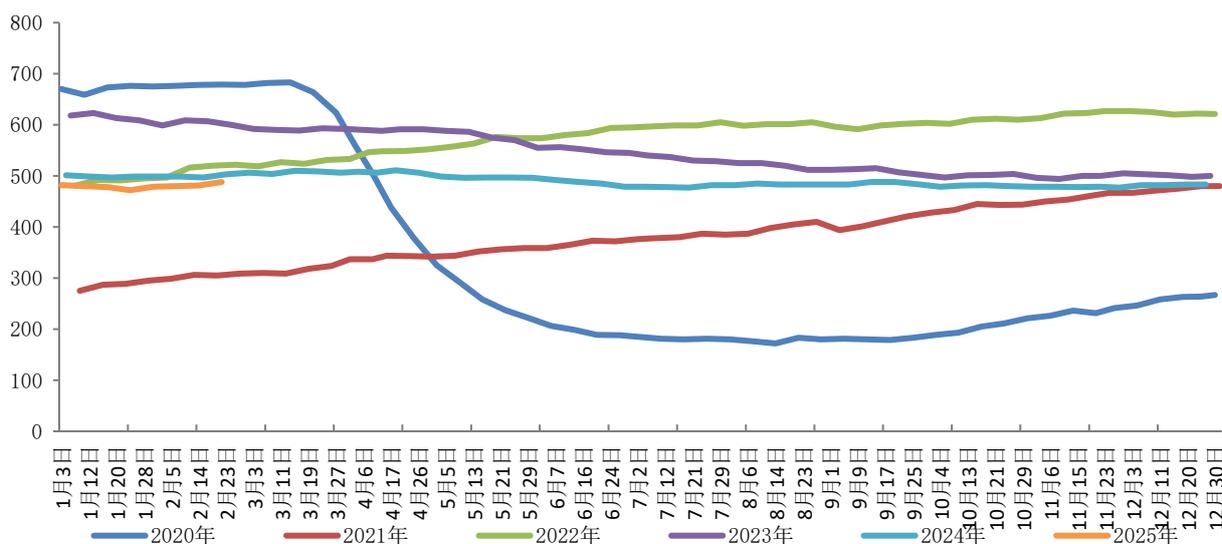
¹ EIA

图表 3：美国原油产量



来源：EIA、广州金控期货研究中心

图表 4：美国原油钻井数量



来源：贝克休斯、广州金控期货研究

三、需求方面

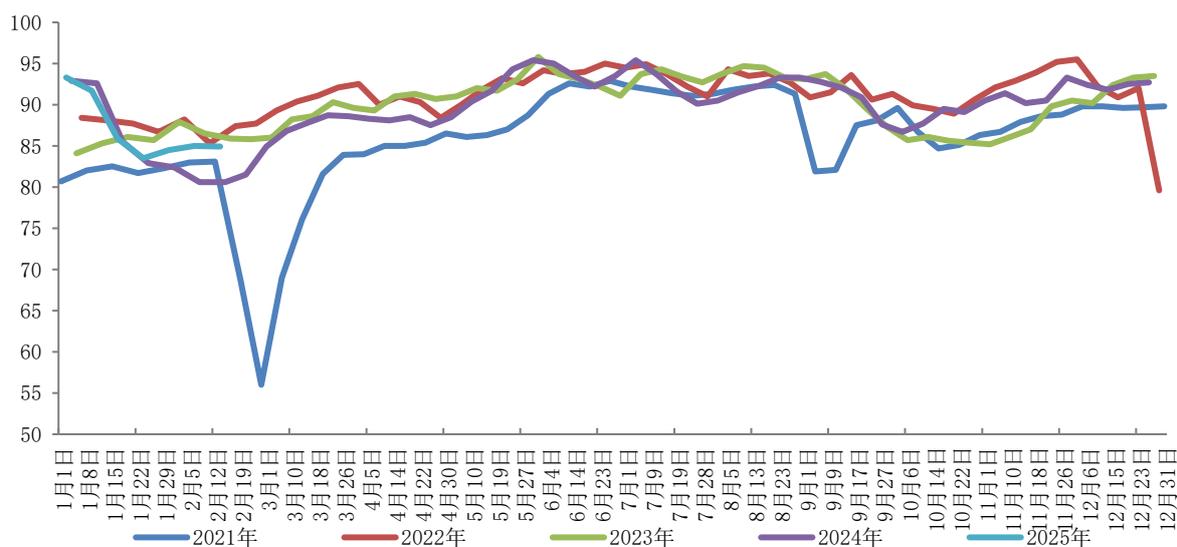
1、美国炼厂开工率低位运行

由于美国炼厂进入检修期，原油加工需求明显下滑，截止 2025 年 2 月 14 日，美国炼厂开工率在 84.9%，较 1 月初下滑 8.4 个百分点。受到即将对邻国征收关税及汽油、柴油

库存下滑的影响，美国成品油裂解价差走强。截止 2025 年 2 月 18 日，美国汽油裂解价差在 15.82 美元/桶，周度上涨 0.39 美元/桶；截止 2025 年 2 月 20 日，美国柴油裂解价差在 30.44 美元/桶，周度上涨 2.28 美元/桶。

气候严寒，美国驾车出行减少，取暖需求增加。截止 2 月 14 日的四周，美国成品油需求总量平均每天 2036 万桶，比去年同期高 3.7%；车用汽油需求四周日均量 836.1 万桶，比去年同期高 0.4%；馏份油需求四周日均数 428.9 万桶，比去年同期高 14.2%；煤油型航空燃料需求四周日均数比去年同期高 4.3%。单周需求中，美国石油需求总量日均 1965.3 万桶，比前一周高 2.9 万桶；其中美国汽油日需求量 823.9 万桶，比前一周低 33.8 万桶；馏分油日均需求量 436.4 万桶，比前一周日均高 67.9 万桶。

图表 5：美国炼厂开工率



来源：EIA、广州金控期货研究中心

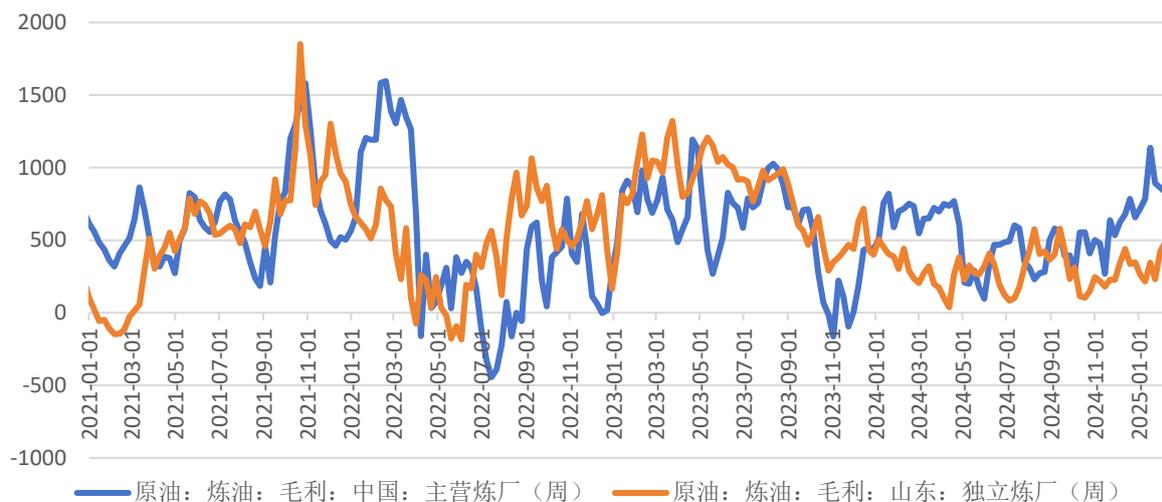
2、亚洲市场：主营炼厂利润宽幅下挫

成品油零售限价下调，政策面利空市场。汽油方面，居民以驾车通勤为主，新能源市场替代明显，汽油消费偏弱；柴油方面，户外工程基建缓慢恢复开工，物流运输行业逐渐活跃，柴油需求稳步释放。

本周国内主营炼厂炼油利润宽幅下挫，地方炼厂炼油利润亦下挫。截止 2025 年 2 月 21 日中国主营炼厂及地方炼厂加工利润分别为 383.39 元/吨、501.44 元/吨，周度分别下滑 381.31 元/吨及 87.34 元/吨。开工率方面，截止 2025 年 2 月 21 日，中国主营炼厂开工率为 79.17%，周度持稳，目前位于五年同期偏高位置；截止 2025 年 2 月 21 日，中国地方炼厂开工率为 57.99%，周度增加 0.32 个百分点，位于五年同期偏低位置。部分炼厂即将进入春季检修，预计原油加工负荷将受到一定抑制。

远期来看，国际油价走势震荡，对成品油市场引导有限。山东地炼整体开工负荷偏低，汽柴油供应缩减，对市场起到底部支撑作用。需求端整体仍将呈现汽弱柴强格局。2025 年中国油品市场面临更为复杂国际环境，特朗普对中国部分商品加征关税，尽管目前对油品市场影响甚微，但不排除后期关税政策的变化。

图表 6: 国内主营炼厂及山东地炼炼油利润



来源：Wind、广州金控期货研究中心

四、价差与库存方面

1、欧美原油月差拉阔

一周以来，WTI 及 Brent 原油月差拉阔，目前 Brent 原油及 WTI 原油月差均维持 Back 结构。截止 2025 年 2 月 21 日，WTI 原油近月与次月价差为 0.18 美元/桶，周度上涨 0.03 美元/桶；截止 2025 年 2 月 21 日，Brent 原油近月与次月价差为 0.38 美元/桶，周度上涨 0.10 美元/桶。

2、B-W 价差拉阔

B-W 价差在每桶 4.03 美金²。截止 2 月 14 日当周，美国原油出口量日均 438.1 万桶，比前周每日出口量增加 47.2 万桶，比去年同期日均出口量减少 58.4 万桶。过去的四周，美国原油日均出口量 407.7 万桶，同比减少 2.9%。今年以来

² Wind

美国原油日均出口 410.1 万桶,同比减少 4.3%³。

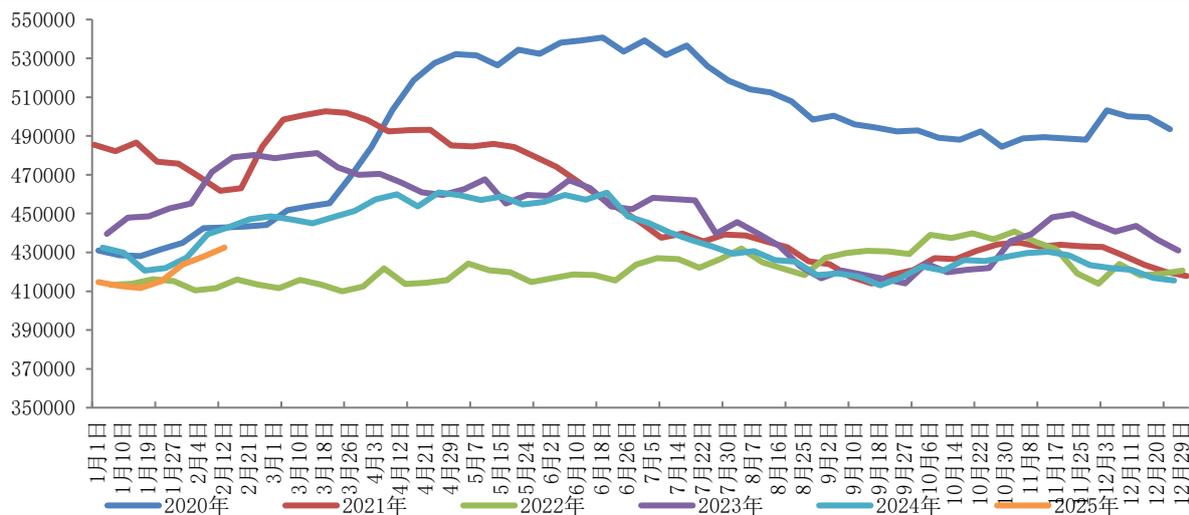
3、美国原油库存继续增加

截止 2 月 14 日当周,包括战略储备在内的美国原油库存总量 8.27806 亿桶,比前一周增长 463 万桶;美国商业原油库存量 4.32493 亿桶,比前一周增长 463 万桶;美国汽油库存总量 2.47902 亿桶,比前一周下降 15 万桶;馏分油库存量为 1.16564 亿桶,比前一周下降 205 万桶。原油库存比去年同期低 2.36%;比过去五年同期低 3%;汽油库存比去年同期高 0.35%;比过去五年同期低 1%;馏份油库存比去年同期低 4.18%,比过去五年同期低 12%⁴。

4、美国询购石油 SPR

EIA 报告显示,2 月 14 日当周美国石油战略储备 3.95313 亿桶,周度持稳。2025 年美国能源部将继续回购 SPR。

图表 7: 美国原油库存



来源: EIA、广州金控期货研究中心

³ EIA

⁴ EIA

五、宏观方面

美国 2 月 Markit 制造业 PMI 初值 51.6, 创 2024 年 6 月以来新高, 为连续第二个月录得扩张, 预期 51.4, 前值 51.2。美国 2 月 Markit 服务业 PMI 初值 49.7, 创 2023 年 1 月份以来新低, 预期 53, 前值 52.9。美国 2 月 Markit 综合 PMI 初值 50.4, 为 17 个月以来的最低水平, 预期 53.2, 前值 52.7。这是自 2022 年 10 月以来首次出现制造业扩张、但服务业收缩的情形。制造业的增长可能是暂时的, 部分工厂为了抢在关税生效前提升产量, 从而带动了短期增长。在服务业拖累下, 美国 2 月 Markit 综合 PMI 创一年多新低, 反映出特朗普政府政策不确定性对订单和商业预期产生了影响。

六、结论

供应端, OPEC+一季度维持减产, 此前特朗普呼吁 OPEC+增产降价, 但考虑到当前油市的脆弱性, OPEC+可能推迟 4 月每日 12 万桶的增产至 7 月份。伊拉克库尔德斯坦有望在 3 月底恢复石油供应和出口, 预计石油出口将从 18.5 万桶/日逐步增加至 40 万桶/日。美国总统特朗普恢复对伊朗“最大压力”制裁, 试图将伊朗原油出口降至 10 万桶/日。伊朗近两年石油增量可能被收回, 甚至降到更低水平。此外, 由于乌克兰无人机袭击, 通过里海 CPC 管道的石油量减少了 30-40%, 这为油价提供支撑因素。地缘风险方面, 近期俄美双方

代表在沙特就俄乌停火协议展开谈判，东欧地缘溢价明显走弱。

需求端，国内成品油零售限价下调，政策面利空市场。汽油方面，居民以驾车通勤为主，以及新能源市场替代明显，汽油消费偏弱；柴油方面，户外工程基建缓慢恢复开工，物流运输行业逐渐活跃，柴油需求稳步释放。本周国内主营炼厂炼油利润宽幅下挫，截止 2025 年 2 月 21 日中国主营炼厂及地方炼厂加工利润分别为 383.39 元/吨、501.44 元/吨，周度分别下滑 381.31 元/吨及 87.34 元/吨。进入 3 月，部分炼厂即将进入春季检修，预计将压制石油加工需求。由于美国炼厂进入检修期，原油加工需求明显下滑，截止 2025 年 2 月 14 日，美国炼厂开工率在 84.9%，较 1 月初下滑 8.4 个百分点。受到即将对邻国征收关税及汽油、柴油库存下滑的影响，美国成品油裂解价差走强。

库存端，美国商业原油库存连续四周累库。截止 2 月 14 日当周，美国商业原油库存量 4.32 亿桶，比前一周增长 463.3 万桶。随着取暖季逐渐结束，石油消费回归平淡，石油库存开始进入新一轮累库，给油价上方空间施压。

综上，短期来看，俄乌双方有望达成停火协议令东欧地缘溢价下滑，不过 OPEC+ 可能继续延长减产、CPC 管道流量下降及美国冬季风暴等多空因素交织，油价短期区间偏弱震荡。此外，特朗普对重质产油国石油制裁会对石油出口产生

实质影响，但预计闲置产能会迅速补充这一部分缺口。从远期看，OPEC+、非 OPEC 增产以争夺市场份额，在东欧及中东地缘风险扰动平息后，市场重回基本面，欧美原油期货价格仍受制于特朗普关税政策对全球石油需求的影响。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。

分析师介绍

马琛 能源化工研究员

广州金控期货有限公司研究中心能源化工资深研究员。曾在能化咨询公司任职七年，从事原油、炼厂、燃料油、船供油、液化气等产品分析和咨询工作。具有五年以上期货从业经验，获得大连商品交易所 2019 年优秀期货投研团队，上海期货交易所 2021 年度优秀分析师。专注于能化产品研究，注重具有国际化视野的产业链和跨产业的基本面分析，并多次接受第一财经、文华财经、财联社等知名媒体采访。



更多期货咨询请关注广金公众号

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的更改，在任何情况下，我公司报告的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写过程中融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与广州金控期货有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表广州金控期货有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映广州金控期货有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经广州金控期货有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的资料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“广州金控期货有限公司”，并保留我公司的一切权利。

广州金控期货有限公司是广州金融控股集团有限公司的控股子公司，业务范围包括商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询和资产管理业务。全资控股风险管理子公司-广州金控物产有限公司，业务范围包括基差贸易、仓单服务、场外衍生品业务。

总部地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 25 层 2501-2524 单元

联系电话：400-930-7770

公司官网：www.gzjqqh.com

广州金控期货有限公司子公司及分支机构分布情况

广州金控物产有限公司

地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 40 层

电话：020-88527737

广州金控期货有限公司分支机构分布情况

<ul style="list-style-type: none"> • 广州营业部 <p>地址：广州市天河区临江大道 1 号之一 904 室 电话：020-38298555/38298522</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 佛山营业部 <p>地址：佛山市南海区大沥镇毅贤路 8 号 17 层 20 号至 17 层 22 号 电话：0757-85501856/85501815</p>
<ul style="list-style-type: none"> • 大连营业部 <p>地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2311 室 电话：0411-84806645</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 福州营业部 <p>地址：福建省福州市晋安区福飞北路 175 号 6 层 6D 单元 电话：0591-87800021</p>
<ul style="list-style-type: none"> • 杭州分公司 <p>地址：浙江省杭州市滨江区浦沿街道江南大道 4760 号 A 楼 1002 室 电话：0571-87791385</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 河北分公司 <p>地址：河北省石家庄市长安区中山东路 508 号东胜广场三单元 1406 室 电话：0311-83075314</p>
<ul style="list-style-type: none"> • 唐山营业部 <p>地址：河北省唐山市路北区金融中心 3 号楼 1607、1608 号 电话：0315-5266603</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 淮北营业部 <p>地址：安徽省淮北市相山区惠苑路 6 号金冠紫园 6 幢 105 号 电话：0561-3318880</p>
<ul style="list-style-type: none"> • 太原营业部 <p>地址：山西省太原市万柏林区长风街道长兴路 1 号 4 幢 11 层 1123-1124 号 电话：0351-7876105</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 嘉兴分公司 <p>地址：浙江省嘉兴市海宁市海洲街道新苑路 147-149 号 2 楼 电话：0573-87216718</p>
<ul style="list-style-type: none"> • 北京分公司 <p>地址：北京市丰台区广安路 9 号国投财富广场 2 号楼 1403、1404 室 电话：010-63358857/63358907</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 深圳分公司 <p>地址：深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 1905 室 电话：0755-23615564</p>
<ul style="list-style-type: none"> • 龙岩营业部 <p>地址：福建省龙岩市新罗区龙岩大道中 688 号 1 幢 703 室 电话：0597-2566256</p>	<ul style="list-style-type: none"> • 重庆分公司 <p>地址：重庆市渝北区新南路 439 号中国华融现代广场 2 幢 5 层 4-1 电话：023-67380843</p>
<ul style="list-style-type: none"> • 厦门营业部 <p>地址：中国（福建）自由贸易试验区厦门片区东港北路 29 号港航大厦 2503-6 单元 电话：0592-5669586</p>	