投资咨询业务资格：证监许可【2012】669 号

2026-11-25

高位难继，承压缓落

报告要点

2027 年原油供需分析及价格展望。

摘要

（一）供应：潜在回升量较大，地缘仍是关键变量

在现有 OPEC+协议配额的指向下，2027 年沙特、科威特、阿联酋合计约有 150 万桶/日以上的增产空间，若俄乌达成协议后俄罗斯产能跟随恢复，存在 120 万桶/日的原油产量回升空间，此外若美伊达成协议，伊朗产量存在约 130 万桶/日的回升空间。航道安全及地缘进展是产量能否回归的关键，若产量释放相对顺利，将对原油市场形成较大的供应压力，油价回落可能对 OPEC+产量政策重新形成约束，但在阿联酋退出后沙特等国的产量管理将更为被动。（数据来源：IEA、OPEC、彭博）

（二）需求：国内外成品油库存均处低位，炼厂加工量同比降幅缩小

中国及欧洲新能源渗透率高位续增，2027 年石油需求有望较 2026 年的低基数小幅回升，但已难以回到 2025 年的需求水平，拖累全球增速。2027 年虽有亚太地区为主的计划内炼能增长，但中东及俄罗斯炼厂能否顺利复产是决定全球炼能紧张能否实质性缓解的关键。在全球成品油库存回归至均值水平前，成品油补库需求与相对高位的裂解价差是原油供应过剩叙事下的首要支撑。亚洲国家是 2027 年主要期待的原油补库主体，但在中东发运逐步正常后的过剩预期下，战略性补库并不一定能在高价区内体现。

（三）行情展望：高位难继，承压缓落

在美伊未有进一步大规模冲突，伊朗产量持续受制，其余海湾国家通过高风险运输方式对外持续进行原油供应的基准预期下，原油市场仍逐步面临过剩压力。预计 2027 上半年及下半年布伦特原油期货主流运行区间分别为 75 至 95 美元/桶、65 至 85 美元/桶，SC 原油期货主流运行区间分别为 480 至 630 元/桶、400 至 550 元/桶。在 2026 年末至 2027 年初，预计下游产品库存仍然偏低，中东地缘扰动预期难以证伪，但中东原油供应仍相对稳定，预计油价波动率偏低，关注震荡格局下的期权双卖策略为主，空头保值参与方亦可关注对远月合约卖出看涨期权的机会。此后下游库存逐步回补兑现阶段，建议关注区间高位的空配策略。

风险：1）地缘风险；2）宏观风险。

扫描二维码 获取更多投研资讯

能源化工组：

研究员：

李云旭

从业资格号：F03141405

投资咨询号：Z0021671

近期相关报告：

（1）《地缘角力，高位拉锯——2026 年四季度策略报告 20260928》

（2）《重寻平衡，近强远弱——2026 年半年度策略报告 20260618》

（3）《美伊和谈预期重燃，原油及油运市场离正常化还有多远？——专题报告 20260521》

（4）《地缘扰动下的中东原油供应影响系列（三）：供应延续低位，海外炼厂临近提负——专题报告 20260428》

（5）《地缘扰动下的中东原油供应影响系列（二）：从库存分布看 SPR 及俄油许可证影响——专题报告 20260313》

（6）《地缘扰动下的中东原油供应影响系列（一）：油价会复刻 2022 吗？——专题报告 20260307》

（7）《破立之间，底部渐近——2026 年度策略报告 20251112》

风险提示：本报告中发布的观点和信息存在分析可能不够全面的局限性，仅供参考。本公司及本公司有关的任何个人，均不会承担因阅读和使用本报告所造成的任何损失及产生的法律责任。您应自主决策并独立承担交易风险。研究报告的版权为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或者引用。市场有风险，投资需谨慎。

目录

一、 行情回顾：2026 年油价回升，波动加剧 5
二、 供应：潜在回升量较大，地缘仍是关键变量 6
（一）OPEC+供应：地缘制约减弱，OPEC+配额指向宽松 6
（二）非 OPEC+供应：上游投资回暖有限，美国主导 2027 年增产 9
（三）油运瓶颈加剧跨区价差波动，2027 年高运价约束有望减弱 11
三、 需求：汽柴油终端需求承压，上下游补库需求持续支撑 12
（一）能源转型加速，汽柴油需求承压 12
（二）亚洲炼能仍处投放期，地缘冲击导致阶段性紧张 14
（三）补库需求有望形成阶段性支撑 17
四、 行情展望：高位难继，承压缓落 19

图表目录

图表 1： 主要基准原油价格走势 5
图表 2： 原油月间价差走势 5
图表 3： 新加坡汽柴油裂解价差走势 5
图表 4： SC-Brent 价差走势 5
图表 5： 中东原油周度发运（临近数据或回溯上调） 6
图表 6： 中东主要产油国原油产量 6
图表 7： 沙特+阿联酋+科威特+伊拉克原油产量 6
图表 8： 伊朗原油产量 6
图表 9： 沙特原油产能、配额与产量 7
图表 10： 伊拉克原油产能、配额与产量 7
图表 11： 科威特原油产能、配额与产量 7
图表 12： 哈萨克斯坦原油产能、配额与产量 7
图表 13： 俄罗斯原油产能、配额与产量 8
图表 14： 阿联酋原油产量 8
图表 15： OPEC+协议产油国配额-产量 8
图表 16： 委内瑞拉原油产量 8

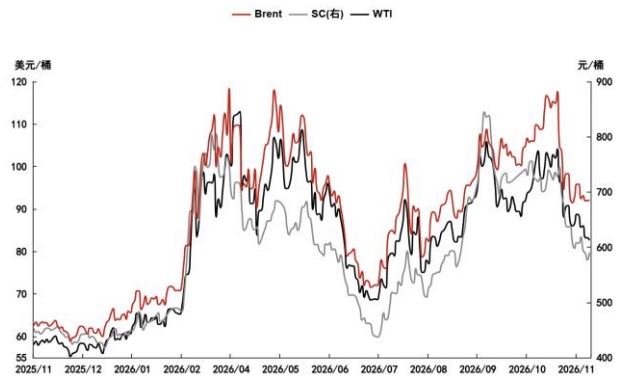
图表 17： 伊朗原油库存/库容 9
图表 18： 沙特原油库存/库容 9
图表 19： 美国油气压裂车队数与油价 10
图表 20： 美国样本油企资本支出情况 10
图表 21： 美国原油期货价格同比与产量、钻机同比 10
图表 22： 美国原油期货价格与产量、钻机 10
图表 23： 美国二叠纪地区库存井 10
图表 24： 中东外非 OPEC 国家石油供应同比 10
图表 25： 巴西原油产量 11
图表 26： 圭亚那原油产量 11
图表 27： 加拿大原油产量 11
图表 28： 挪威原油产量 11
图表 29： 霍尔木兹海峡内至中国 VLCC 运费 12
图表 30： 通过霍尔木兹海峡运费溢价 12
图表 31： VLCC 月度交付节奏 12
图表 32： 山东远期到岸原油现货升贴水 12
图表 33： 欧洲乘用车销量渗透率 13
图表 34： 全球单位 GDP 原油消费强度同比变化 13
图表 35： 中国新能源乘用车及重卡销量渗透率 13
图表 36： 中国汽油表观消费 13
图表 37： 中国柴油表观消费 14
图表 38： 美国成品油表观需求 14
图表 39： 全球石油消费 14
图表 40： 全球 2026-2027 年石油消费增量分区域 14
图表 41： 全球炼厂一次装置炼能走势 15
图表 42： 2026 至 2027 主要新增炼能分布 15
图表 43： 俄罗斯炼厂原油加工量 16
图表 44： 中东炼厂原油加工量 16
图表 45： 美国炼厂原油加工量 16
图表 46： 欧洲炼厂原油加工量 16
图表 47： 中国炼厂原油加工量 16

图表 48： 全球炼厂原油加工量 16
图表 49： 海外部分地区汽油裂解价差 17
图表 50： 海外部分地区柴油裂解价差 17
图表 51： 海外样本地区轻质馏分成品油库存 17
图表 52： 海外样本地区中质馏分成品油库存 17
图表 53： 中国汽油商业库存 18
图表 54： 中国柴油商业库存 18
图表 55： 中国原油库存 18
图表 56： 全球除中国原油陆地库存 18
图表 57： 美国战略原油库存 19
图表 58： 美国商业原油库存 19
图表 59： 中国原油库存月度环比与油价 19
图表 60： 美国 SPR 月度环比与油价 19
图表 61： 油价长周期走势及关键事件 20
图表 62： 至 2027 年四季度供需平衡示意 20
图表 63： 全球原油陆地库存 20

一、行情回顾：2026 年油价回升，波动加剧

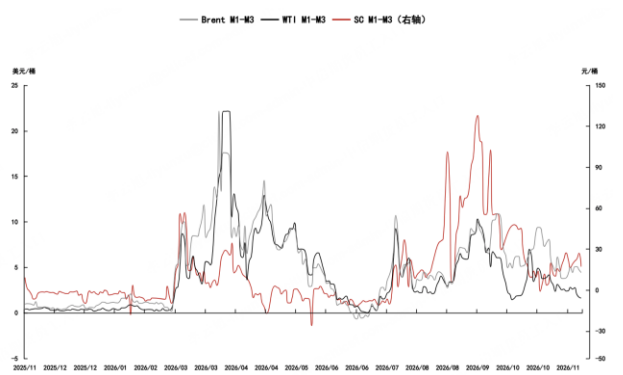
2026 年年初原油市场供应仍相对宽松，中美炼厂高开工率下原油库存相对维稳，但成品油库存逆季节性累积，基本面弱现实的特征明显。美伊关系紧张带来的地缘担忧在 1 至 2 月对油价形成推动，价格自底部小幅回升，2 月末美国及以色列与伊朗军事冲突爆发后，霍尔木兹海峡船舶通行量大幅下滑，供应紧缺推动油价大幅冲高。2026 年二季度，美伊阶段性停火后，阶段性协议达成预期逐步升温，油价冲高受阻，在美伊阶段性谅解备忘录达成后，霍尔木兹海峡通行短暂恢复，同期美国一度解除对伊朗制裁，油价在 6 月大幅下跌。2026 下半年供应冲击仍是主导油价波动的主线，三季度初美国取消伊朗原油出口豁免并实施军事打击，随后伊朗宣布关闭霍尔木兹海峡，叠加胡塞武装对沙特油运频繁干扰，中东多条供应通道遭受威胁，同期国内外成品油库存下滑明显，欧美炼厂开工位于季节性高位，中国原油加工量自底部回升，油价三季度持续走高。与上半年不同的是，8 月以来霍尔木兹海峡“暗航”活动逐步增加，中东产量在地缘风险仍未解除的背景下逐步回升，原油由持续去库转为低库存下的紧平衡格局。（来源：央视新闻、路透、Kpler）

图表1：主要基准原油价格走势



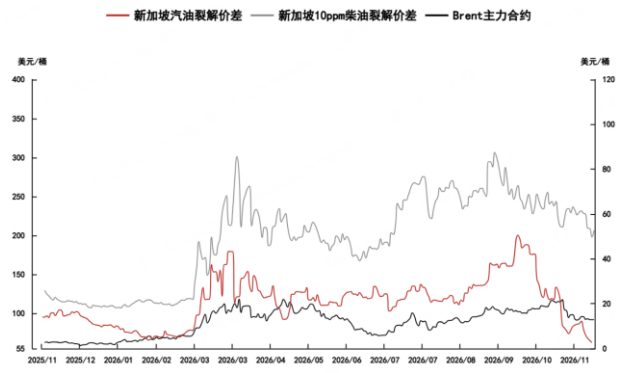
资料来源：路透 中信期货研究所

图表2：原油月间价差走势



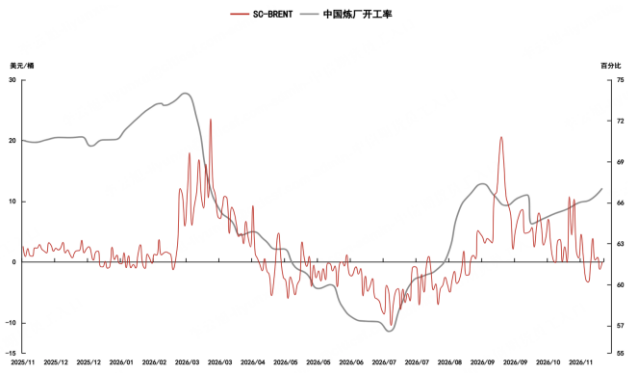
资料来源：路透 中信期货研究所

图表3：新加坡汽柴油裂解价差走势



资料来源：路透 中信期货研究所

图表4：SC-Brent 价差走势



资料来源：路透 中信期货研究所

2026 年中东供应冲击同时造成了原油期货相关的月间价差、裂解价差及内外盘价差的大幅波动。SC 原油在本轮冲突初期受运费大幅上行抬升到岸价格的影响，月差及内外盘价差大幅走高，后期国内炼厂持续

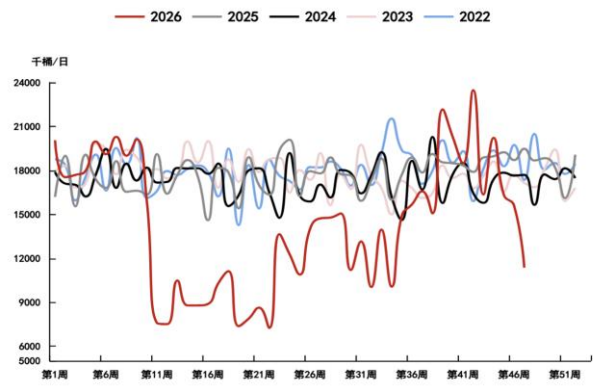
降负，终端需求相对疲软，价差对应转弱；9 月中东原油及运费的强势运行使得内外盘价差再度冲高，此后随着中东发运量进一步回升，中东现货市场有所转弱，运费亦自极端高位下跌，内外盘价差有所回落。

以现货升贴水及月间价差反映的海外现货最为紧张的时点主要在 2026 年 3 月体现，二季度美国为主的出口增量及霍尔木兹海峡复航预期下买盘观望情绪趋浓，月差以回落为主。下半年原油供需双增背景下紧缺格局逐步弱化，油价在 10 月受美伊战事升级的预期担忧再度冲击前高，但海外基准原油的月差表现较为克制，11 月随着美国中期选举落地，前期地缘担忧逐步证伪，油价自高位回落，但在原油及成品油低库存格局下仍获阶段性支撑。

二、供应：潜在回升量较大，地缘仍是关键变量

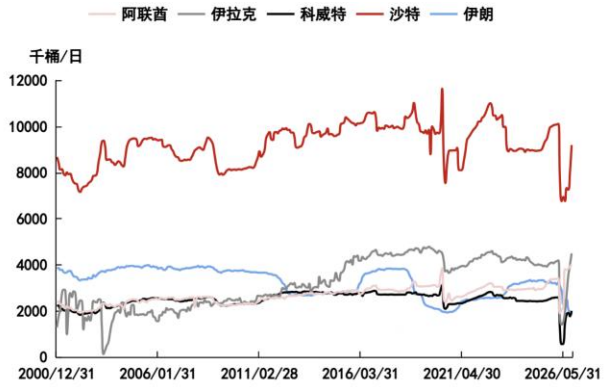
（一）OPEC+供应：地缘制约减弱，OPEC+配额指向宽松

图表5：中东原油周度发运（临近数据或回溯上调）



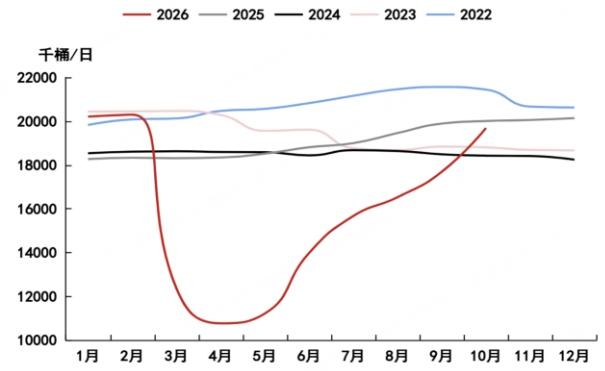
资料来源：Kpler 中信期货研究所

图表6：中东主要产油国原油产量



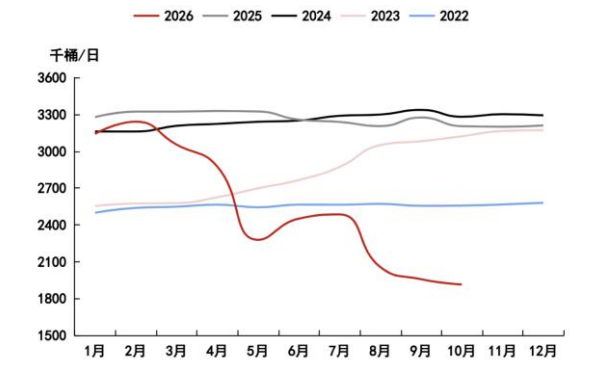
资料来源： Wind OPEC 中信期货研究所

图表7：沙特+阿联酋+科威特+伊拉克原油产量



资料来源：Wind OPEC 中信期货研究所

图表8：伊朗原油产量



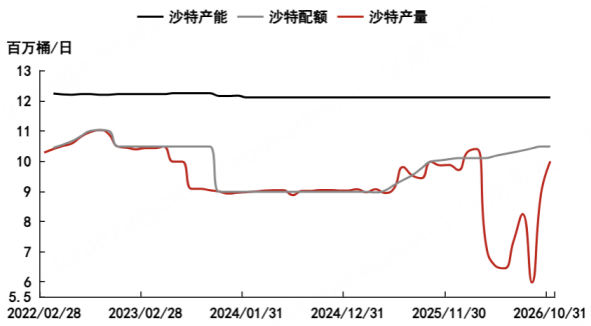
资料来源： Wind OPEC 中信期货研究所

2026 年霍尔木兹海峡通行受阻对中东产量影响最大的时期主要是 4 至 5 月，下半年伊朗受到美国海上封锁，原油产量及出口维持低位，但**前期大幅减产的沙特、阿联酋、科威特、伊拉克等国产量均明显回升，4 国在 2026 年 10 月的原油产量合计 1969 万桶/日，较 2 月仅低 61 万桶/日，伊朗 2026 年 10 月原油产量**

191 万桶/日，较 2 月低 132.7 万桶/日。即中东在 2026 年四季度较战前的原油产量缺失主要在伊朗体现。（数据来源：OPEC、IEA、彭博）

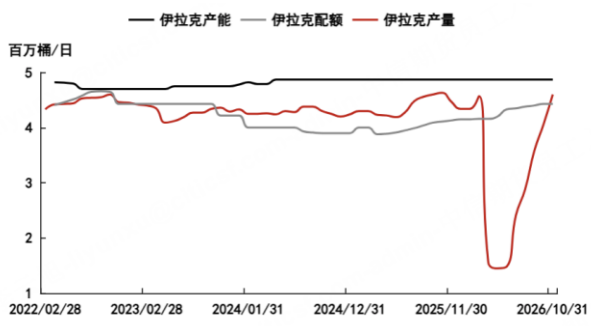
展望 2027 年，美伊冲突、伊以冲突的走向仍是决定 OPEC+里中东国家产量的关键。以 2026 年 11 月末的地缘指向来看，美伊关系的基准预期或仍体现为高压对峙、进退两难的僵持。以历史经验来看，在美国中期选举的失利并不一定让总统转向缓和或走向战争，特朗普已把军事决策推迟到 2027 年初，对伊朗封锁与制裁的约束仍在延续。美国国会可用拨款限制冲突无序扩大，共和党选民已通过中选表达对延续战争的不满，以色列大选后政局不明也使内塔尼亚胡难以单方面扩大行动。但降温同样不易，伊朗要求解除制裁、解冻资产，美国与以色列要求弃核，双方核心诉求对两党都缺乏妥协空间。在此背景下，2026 年 8 月以来伊朗产量持续受制，其余海湾国家通过高风险运输方式对外进行原油供应的局面或将成为常态，美伊协议是否达成仅主要影响伊朗产量预期及航运风险溢价。

图表9：沙特原油产能、配额与产量



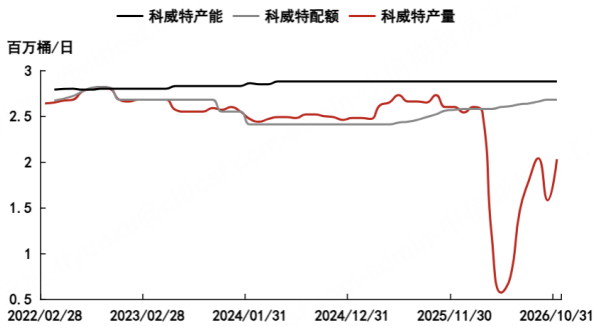
资料来源：Wind IEA OPEC 中信期货研究所

图表10：伊拉克原油产能、配额与产量



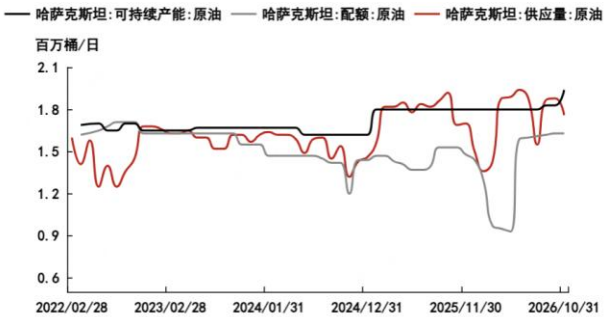
资料来源：Wind IEA OPEC 中信期货研究所

图表11：科威特原油产能、配额与产量



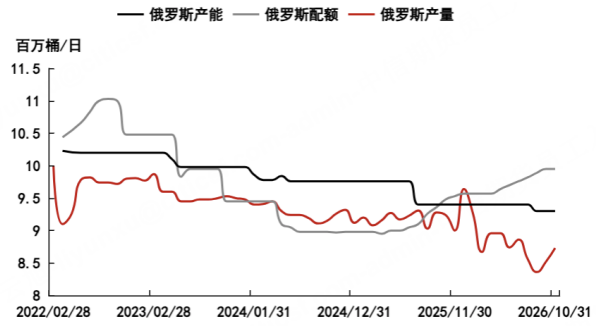
资料来源：Wind IEA OPEC 中信期货研究所

图表12：哈萨克斯坦原油产能、配额与产量



资料来源：Wind IEA OPEC 中信期货研究所

图表13：俄罗斯原油产能、配额与产量



资料来源：Wind IEA OPEC 中信期货研究所

图表14：阿联酋原油产量



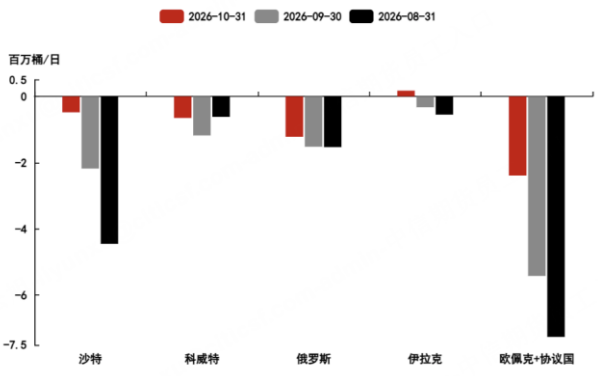
资料来源：Wind IEA OPEC 中信期货研究所

在此背景下，OPEC+国家的产能及协议配额重新值得关注，2025 年 OPEC+持续增产使得原油过剩压力加剧，2026 年霍尔木兹海峡通行受阻的过程中，OPEC+配额仍有增加。截至 2026 年 10 月，OPEC+实际产量与配额差距为 239 万桶/日，但应该注意到，其中俄罗斯产量与配额差距为 122 万桶/日，俄罗斯因能源设施频繁遇袭及上游投资相对不足，可用产能可能已有实质下降，**若将俄罗斯剔除，其余 OPEC+协议产油国潜在增产空间为 117 万桶/日，其中沙特 48 万桶/日、科威特 65 万桶/日，沙特与科威特可能是未来主要的增产来源。**（数据来源：IEA，OPEC）

阿联酋退出 OPEC 后，产量已在 2026 年 10 月创出 401 万桶/日新高，美伊冲突前就已开始建设的绕行霍尔木兹海峡的新输油管道可能于 2027 年二季度投产，新增运力约 150 万桶/日。阿联酋 2026 年 10 月产量较其潜在产能预计仍有 50 万桶/日以上提升空间。产能及运力提升背景下，2027 年阿联酋亦是中东主要的增产来源。（数据来源：IEA，OPEC，央视新闻）

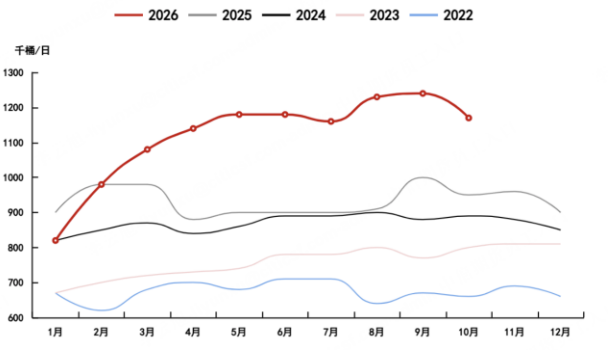
非中东的 OPEC+国家中，除俄罗斯外主要增产关注国为**委内瑞拉**，在 2026 年上半年产量回升后，其下半年增产已明显乏力，2026 年增产量预计 30 至 40 万桶/日，**2027 年增产量预计收窄至 20 万桶/日附近。**2026 年的高增量主要依靠重启前期被封锁的存量产能、释放积压库存、恢复被切断的贸易渠道， 2027 年进入资本开支驱动阶段，兑现周期较长，且面临老油田自然递减压力，增产斜率趋势性放缓。（资料来源：OPEC、EIA、PDVSA）

图表15：OPEC+协议产油国配额-产量



资料来源：Wind IEA OPEC 中信期货研究所

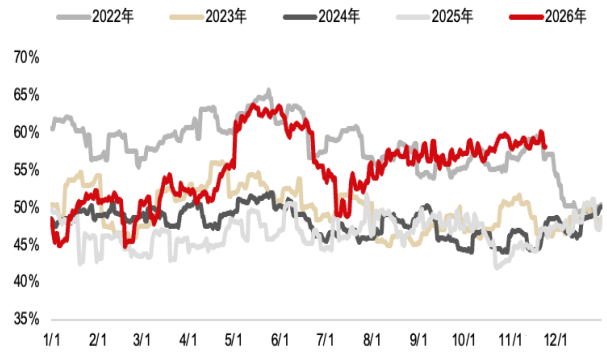
图表16：委内瑞拉原油产量



资料来源：Wind IEA OPEC 中信期货研究所

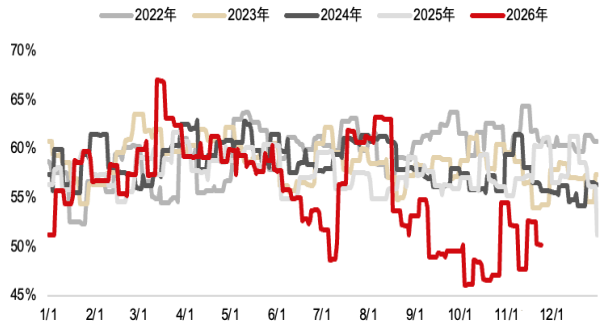
虽年度级别中东产量的进一步回升可期，但**对于 2026 年末的时点来说，中东产量进一步释放的节奏仍需观察，预计环比增速将不及 10 月。**一方面，伊朗频繁袭船以凸显对霍尔木兹海峡的影响力，中东石油产品发运持续偏低制约中东炼厂加工量，产量的增量若完全通过原油发运向外释放，短期可能仍面临运力约束。另一方面，从 11 月以来沙特、伊拉克、科威特等国的陆地库容率来看，较 10 月环比变化不大且仍处相对低位。（数据来源：OPEC、IEA、彭博）

图表17：伊朗原油库存/库容



资料来源：Kpler 中信期货研究所

图表18：沙特原油库存/库容



资料来源： Kpler 中信期货研究所

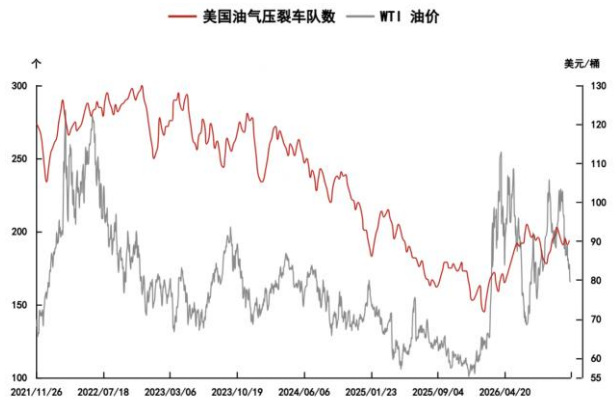
总结来看，在现有 OPEC+协议配额的指向下，2027 年沙特、科威特、阿联酋合计约有 150 万桶/日以上的增产空间，若俄乌达成协议后俄罗斯产能跟随恢复，存在 120 万桶/日的原油产量回升空间，此外若美伊达成协议，伊朗产量存在约 130 万桶/日的回升空间。航道安全及地缘进展是产量能否回归的关键，**若产量释放相对顺利，将对原油市场形成较大的供应压力，油价回落可能对 OPEC+产量政策重新形成约束，但在阿联酋退出后沙特等国的产量管理将更为被动，需谨防中东产油国“价格战”、“抢份额”阶段性重演的风险。**（数据来源：OPEC、IEA、彭博）

（二）非 OPEC+供应：上游投资回暖有限，美国主导 2027 年增产

以 14 家样本美国上游原油生产企业的现金流情况进行观察，2026 年高油价带来的经营活动现金流改善并未刺激资本支出的大幅增长，美国油气压裂车队数自底部回升但量级仍然有限。上市油企仍普遍将自由现金流、分红与偿债置于产量扩张之前，再投资率上限即便在油价冲高至 100 美元附近时依然未被突破。另一方面，优质库存区块持续消耗，油企更倾向在高油价窗口期锁定套保、增厚现金流而非扩大再生产。展望 2027 年，远期合约价格指向的油价难言高企，难以给页岩油企业带来持续的高价预期与保值机会，上游投资的谨慎姿态大概率延续，产量增长仍将依赖库存井消耗与单钻机效率提升。（数据来源：彭博、贝克休斯、EIA、达拉斯联储）

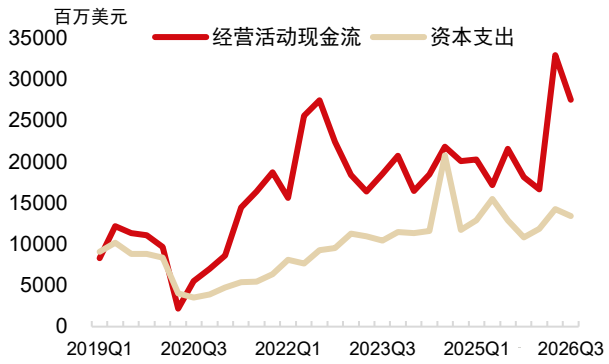
EIA 预计 **2027 年美国原油产量升至 1430 万桶/日，原油产量预计增加 44 万桶/日，同时以伴生气为主的其他液体燃料增加 40 万桶/日，是中东以外国家最主要的增产来源**。但需关注的是，美国增产预期延续的前提是油价中枢的下行相对缓慢，以此支撑活跃钻机数维持在 460 座上方，完井效率与单钻机产量贡献延续提升趋势且库存井的缓冲可以延续，目前库存井的缓冲量级仍相对有限。若中东供应顺利修复驱动油价大幅下行，美国产量预期面临下调。（数据来源：彭博、贝克休斯、EIA、达拉斯联储）

图表19：美国油气压裂车队数与油价



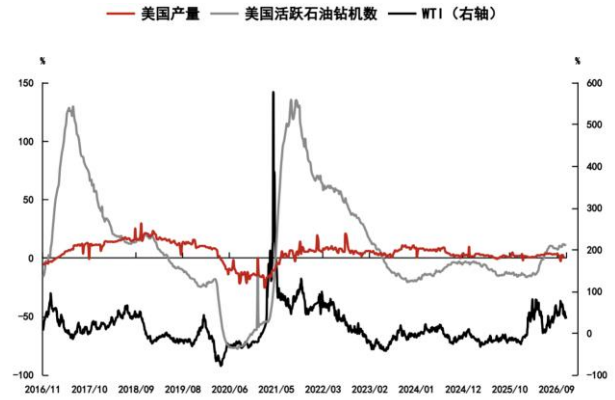
资料来源：EIA 路透 中信期货研究所

图表20：美国样本油企资本支出情况



资料来源：彭博 中信期货研究所

图表21：美国原油期货价格同比与产量、钻机同比



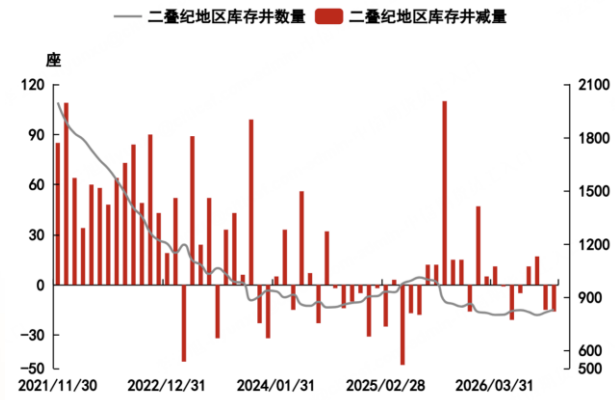
资料来源：EIA 路透 中信期货研究所

图表22：美国原油期货价格与产量、钻机



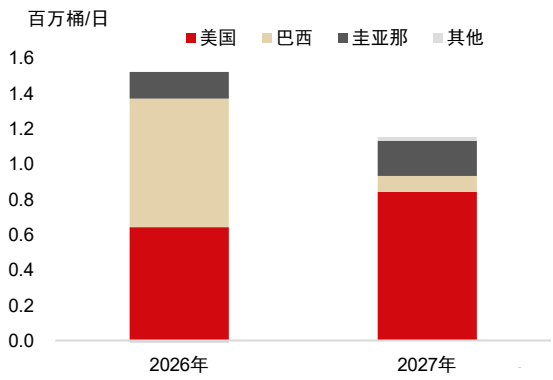
资料来源：EIA 路透 中信期货研究所

图表23：美国二叠纪地区库存井



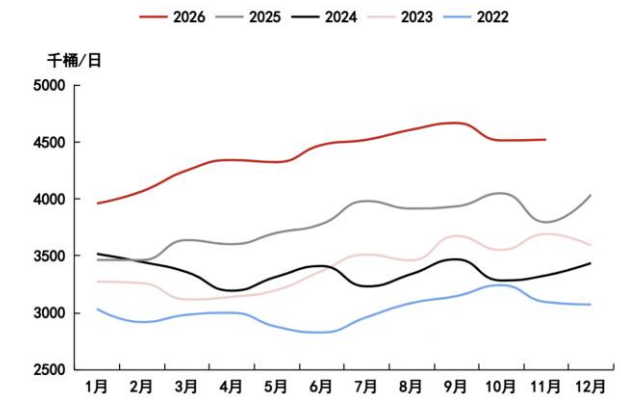
资料来源：EIA 路透 中信期货研究所

图表24：中东外非 OPEC 国家石油供应同比



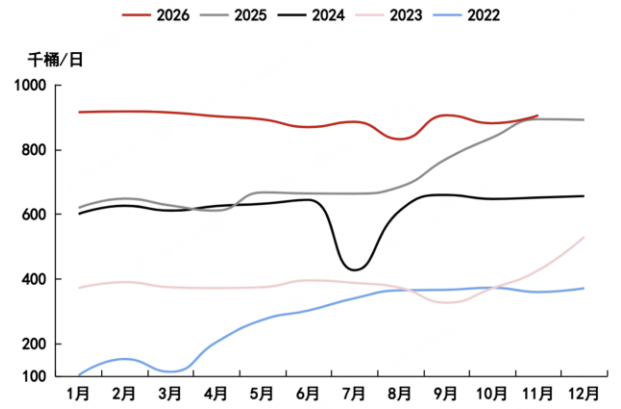
资料来源：EIA 路透 中信期货研究所

图表25：巴西原油产量



资料来源：彭博 OPEC 中信期货研究所

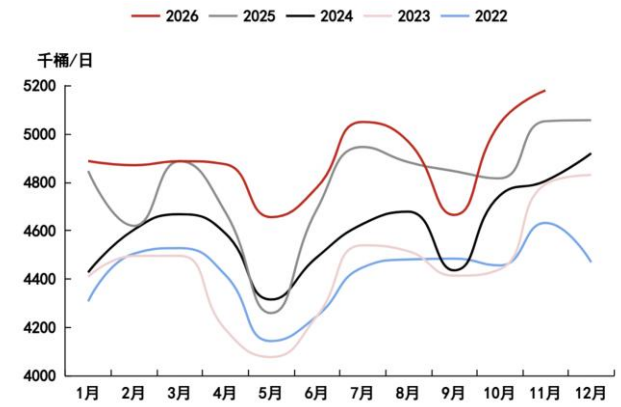
图表26：圭亚那原油产量



资料来源：彭博 OPEC 中信期货研究所

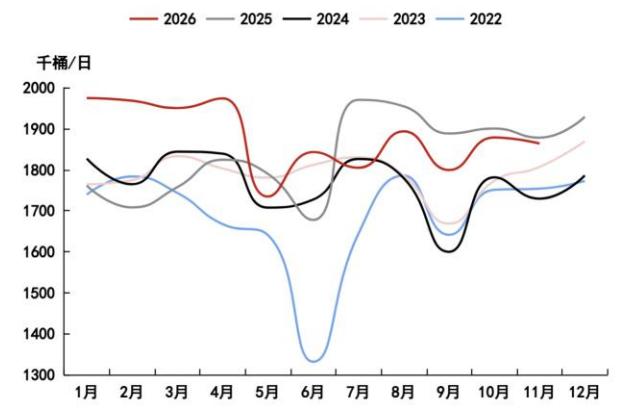
巴西、圭亚那、加拿大、挪威等国家长周期项目的增产是 2024 至 2026 年原油供应的主要增量，但在 2027 年产量增幅将明显放缓。**圭亚那第五期 Uaru 项目于 2026 年四季度投产、第六期 Whiptail 项目计划 2027 年投产，产量有望在 2027 年突破 100 万桶/日，同比增量约 20 万桶/日，是 2027 年主要期待的增产来源。**巴西 2026 年产量创出历史新高，Petrobras 两座合计名义产能 45 万桶/日的新 FPSO 将于 2027 年投产，但考虑存量盐下油田的自然递减，净增量贡献预计相对有限，加拿大重油与阿根廷页岩油维持高位企稳；挪威在 2025 年 Johan Castberg 达产后已无规模可观的新项目，新投产不足以对冲存量油田衰竭，2027 年产量或转为同比下降。非美非 OPEC+国家由**海上项目投产引领的增产逻辑延续，但项目接续的断档使得增量退坡的趋势难以逆转。**（数据来源：IEA、彭博、EIA）

图表27：加拿大原油产量



资料来源：彭博 OPEC 中信期货研究所

图表28：挪威原油产量

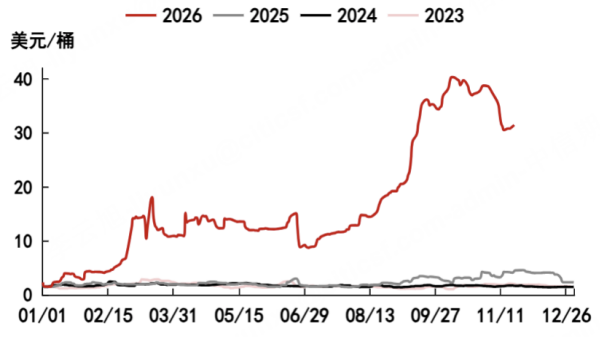


资料来源：彭博 OPEC 中信期货研究所

（三）油运瓶颈加剧跨区价差波动，2027 年高运价约束有望减弱

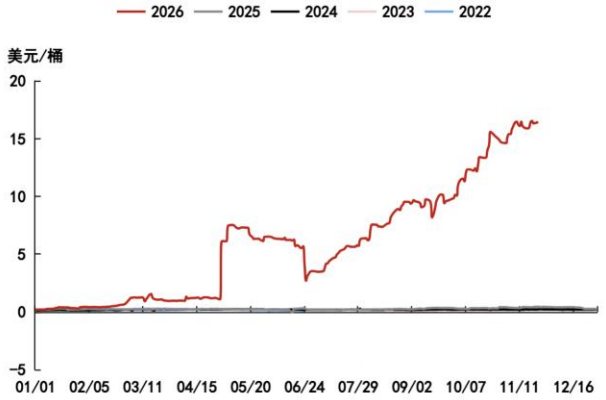
在美伊双方持续争夺霍尔木兹海峡控制权、胡塞武装扰动红海航运安全的背景下，2026 年油运瓶颈成为制约原油供应的主要因素。原油被迫经短驳、船对船过驳或绕行运输，船舶周转效率系统性下降，叠加战争险保费飙升，运输成本大幅提升。2026 年四季度虽油运运费高位回落，但通过霍尔木兹海峡的运费溢价仍然较高，主要因中东原油发运量已回升至相对高位且伊朗袭船仍较频繁。（新浪财经、路透、Kpler）

图表29：霍尔木兹海峡内至中国 VLCC 运费



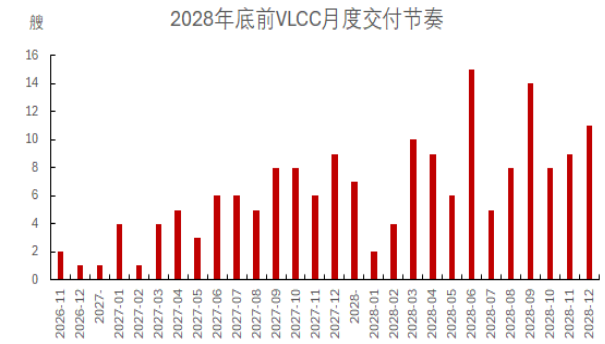
资料来源：路透 中信期货研究所

图表30：通过霍尔木兹海峡运费溢价



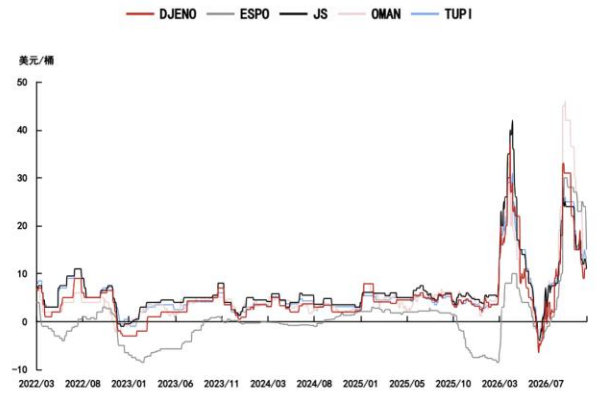
资料来源：路透 中信期货研究所

图表31：VLCC 月度交付节奏



资料来源：克拉克森 中信期货研究所

图表32：山东远期到岸原油现货升贴水



资料来源：隆众资讯 中信期货研究所

从 VLCC 交付周期来看，2027 年后有望延续相对较高的增速，2026 年 11 月全球共计约 943 条 VLCC，2027、2028 年预计交付规模分别为 66 艘和 108 艘，考虑部分延迟交付，增速预计分别为 5.8%和 9.1%，有望明显快于原油需求增速。虽然新船交付有望缓解运力紧张，但地缘风险及航道安全的威胁在中东地区可能逐步常态化，在此背景下，一方面供应的不稳定性可能持续存在，另一方面，运费虽回落但仍可能持续高于美伊冲突前水平，亚洲地区到岸价格的波动将持续受到运费影响。（资料来源： 克拉克森、路透）

三、需求：汽柴油终端需求承压，上下游补库需求持续支撑

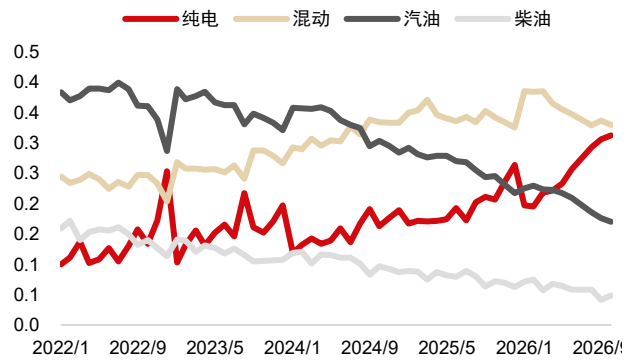
（一）能源转型加速，汽柴油需求承压

美伊冲突以来，对石油需求造成的降量一方面是来源于供应硬性约束造成的需求被动减量，另一方面则是高价负反馈及对终端用油结构的重构。2024 至 2025 年，丙烷、石脑油等化工原料是石油需求端增量的主要来源，2026 年全球石油需求预期增量亦主要来源于化工原料，但因中东供应受阻，同时俄罗斯石脑油出口部分降量，下游需求以寻找替代原料或裂解装置关停应对，在二季度成为施压原油消费的主因，随

着供应链重构及中东供应边际修复，该部分需求对应回升。但对于汽柴油消费来说，2026 年的高油价周期已难以避免地加剧了能源转型进程并加快全球石油需求的见顶节奏。（数据来源：IEA、EIA、彭博）

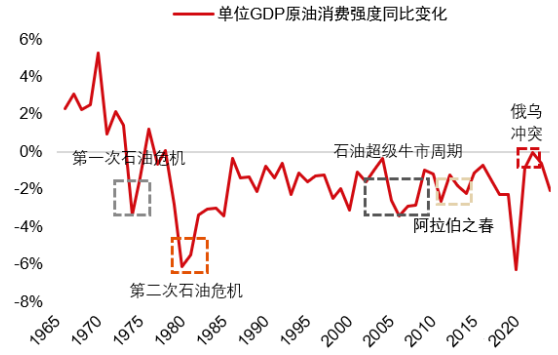
长周期看，供应冲击导致的高油价往往是能源转型的加速器，**2026 年在欧洲的新能源车销量结构上体现得最为明显。以注册量衡量的欧洲乘用车销量结构中，2026 年 10 月纯电及混动车型占比已高达 31%、33%，纯电车型占比持续攀升，汽柴油车型占比延续回落**，除了高油价的影响外，德国、法国在一季度恢复购车补贴也是重要的政策推动。欧洲 2026 年新能源车的高渗透率预计已难以避免加快其汽柴油需求后期的下滑幅度。（数据来源：iFind、新浪财经）

图表33：欧洲乘用车销量渗透率



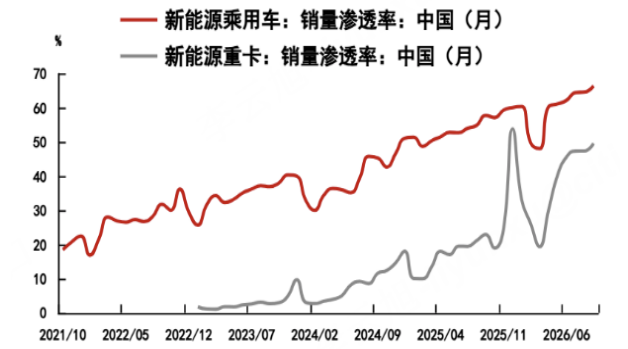
资料来源：iFind 中信期货研究所

图表34：全球单位 GDP 原油消费强度同比变化



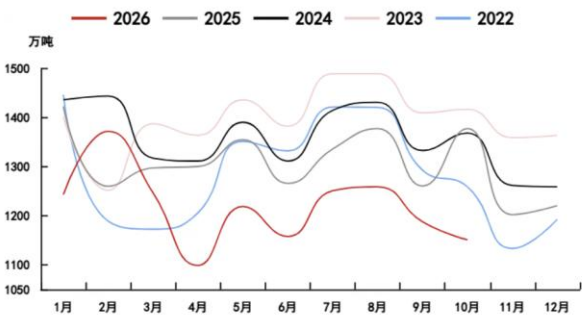
资料来源：隆众资讯 中信期货研究所

图表35：中国新能源乘用车及重卡销量渗透率



资料来源：iFind 中信期货研究所

图表36：中国汽油表观消费

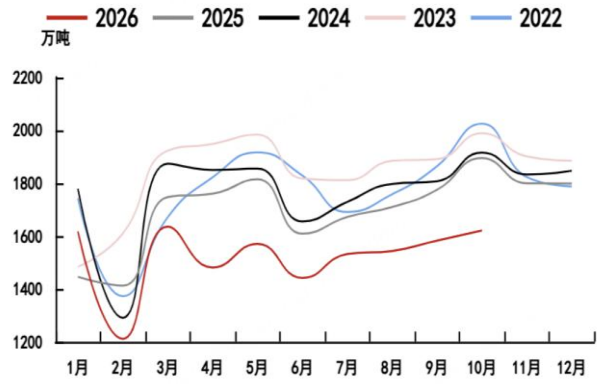


资料来源：隆众资讯 中信期货研究所

2026 年中国新能源乘用车及新能源重卡销量渗透率维持于相对高位且全年呈现上探趋势，继续成为全球石油需求达峰的最大推动力。2026 年 1 至 10 月中国汽油表观消费累计同比下降 8%、柴油表观消费累计同比下降 9.5%，对全球石油消费的拖累约 0.6%，在高新能源车保有量及高渗透率的背景下，2027 年中国汽柴油需求的下降有望延续，但低库存下化工深加工需求的回升有望使 2027 年总需求阶段性企稳。相较而言，美国油品需求 2026 年保持相对稳定，美国新能源车市场在税收抵免等政策反复背景下持续低迷，2027 年美国宏观预期为增速放缓但仍有韧性，预计石油消费相对稳定。交通领域电动化的影响在中国及欧洲市场最为明显，新兴市场国家亦有电动化加速的趋势但存量消费相对有限。从 2027 年石油终端需求的增量分布来看，以美国及印度为代表的经济体仍是主要的增量来源，中国、欧洲有望较 2026 年的低基数小

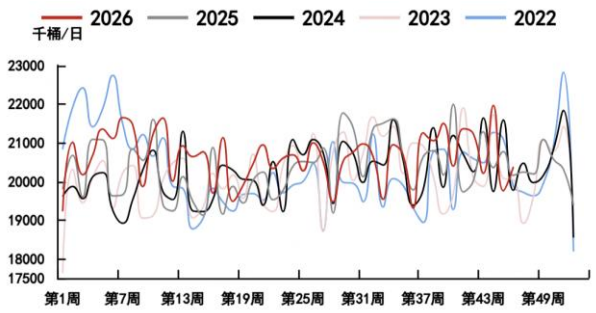
幅回升，但已难以回到 2025 年的需求水平。（数据来源：隆众资讯、EIA）

图表37：中国柴油表观消费



资料来源：隆众资讯 中信期货研究所

图表38：美国成品油表观需求



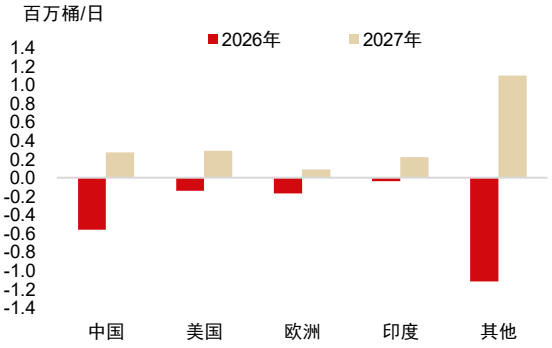
资料来源：EIA 中信期货研究所

图表39：全球石油消费



资料来源：EIA 中信期货研究所

图表40：全球 2026-2027 年石油消费增量分区域

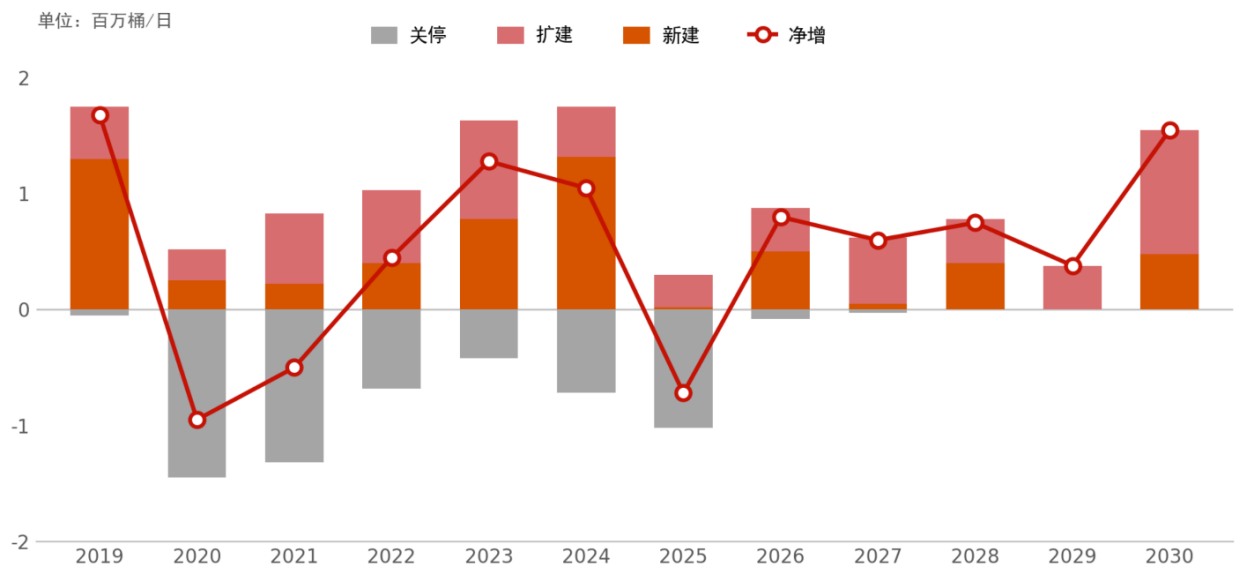


资料来源：EIA 中信期货研究所

（二）亚洲炼能仍处投放期，地缘冲击导致阶段性紧张

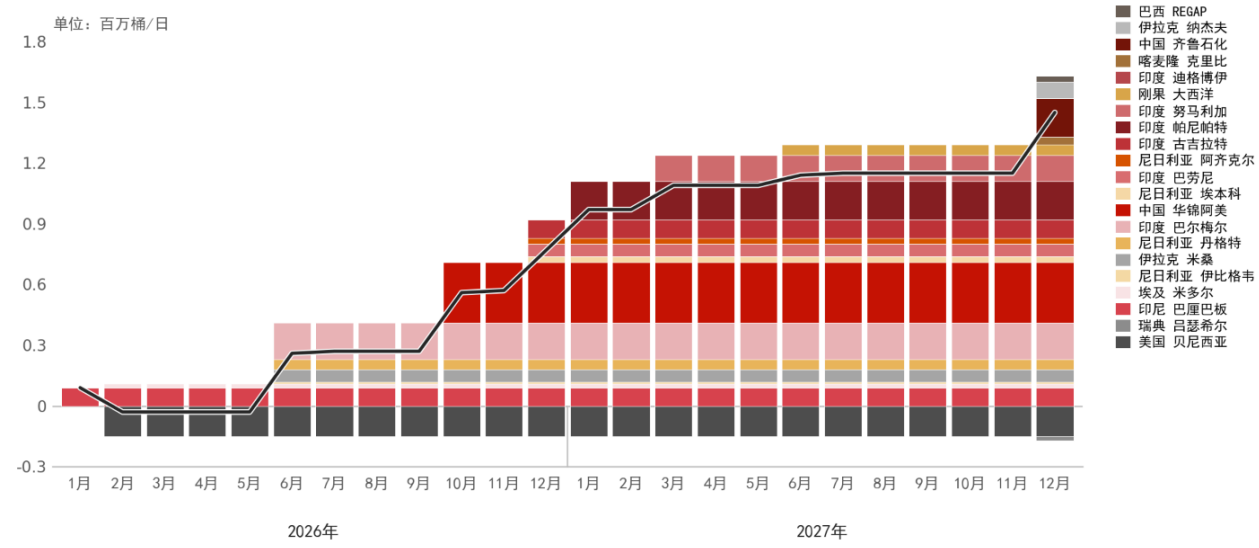
2025 年欧美炼厂的产能主动退出进入尾声，2026 年全球炼厂加工量主要因受到地缘冲击被动下降。从长周期的炼能投放趋势来看，2026 至 2030 年间新增炼能仍有陆续投放。彭博预计，从 2026 年至 2030 年，全球炼厂净产能将增加约 420 万桶/日，预计高于临近达峰的石油产品需求增速，如果所有项目都实现，炼能长期指向相对充裕。从区域分布来看，中国和印度在 2026 年和 2027 年占总新增量的 71%，2026 至 2030 年，非洲和亚太地区的炼能增长约占全球增长的 95%。然而，汽柴油需求逐步低迷及地缘扰动减弱后裂解价差面临的潜在压力，可能使部分新增计划仍面临延误和取消的风险。（资料来源：彭博）

图表41：全球炼厂一次装置炼能走势



资料来源：彭博 中信期货研究所

图表42：2026 至 2027 主要新增炼能分布

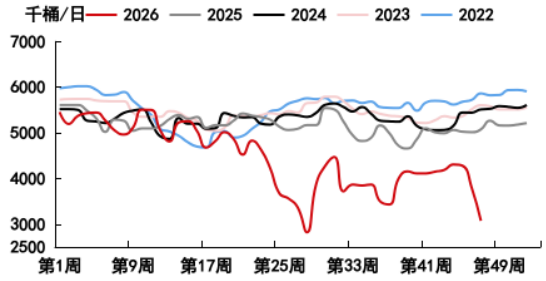


资料来源：彭博 中信期货研究所

2026 年 1 至 11 月，全球原油加工量均值 7934 万桶/日，较 2025 年同期减少 108 万桶/日，降幅 1.3%，其中 4 月单月同比降幅达 4.8%。中东地区因成品油出口受阻及可能的炼厂受损，原油加工量由 2 月的 986 万桶/日降至 4 月的 602 万桶/日，三季度回升至 734 万桶/日，仍低于上年同期 164 万桶/日。俄罗斯炼厂因持续受到乌克兰袭击，原油加工量由 3 月的 551 万桶/日降至 7 月的 376 万桶/日，下半年均值 390 万桶/日，同比减少 116 万桶/日，复产慢于中东。在俄罗斯和中东减量的背景下，美国 1 至 11 月原油加工量均值 1669 万桶/日、同比增 47 万桶/日，为 2018 年以来最高，此外同期印度同比增 25 万桶/日、南美同比增 23 万桶/日，非洲同比增 16 万桶/日。2026 年以美国炼厂为代表的秋检量明显少于往年同期，

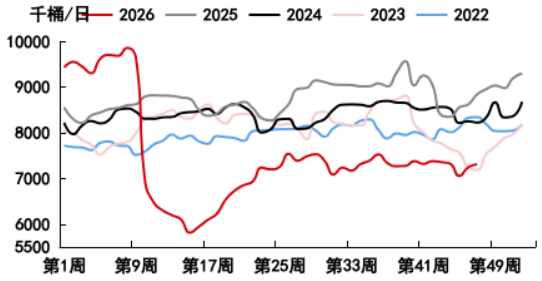
使得四季度以来全球炼厂加工量同比缺失并不明显，但**因炼厂计划内秋检的推迟，也为 2027 年春检可能多于往年同期埋下了伏笔。综合来看，2027 年虽有亚太地区为主的计划内炼能增长，但中东及俄罗斯炼厂能否顺利复产是决定全球炼能紧张能否实质性缓解的关键。**（数据来源：Kpler,EIA）

图表43：俄罗斯炼厂原油加工量



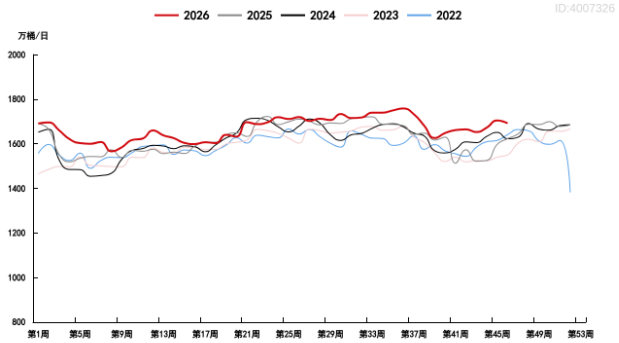
资料来源：Kpler 中信期货研究所

图表44：中东炼厂原油加工量



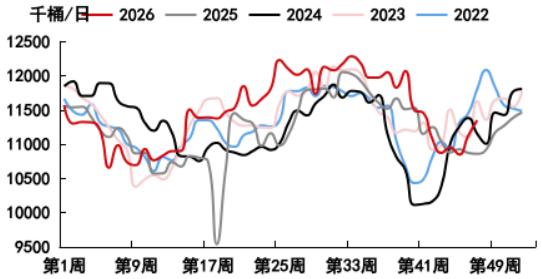
资料来源：Kpler 中信期货研究所

图表45：美国炼厂原油加工量



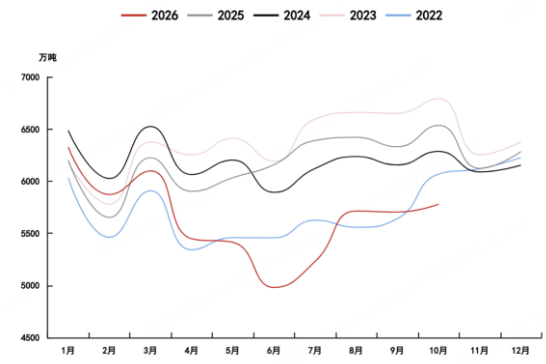
资料来源：EIA 中信期货研究所

图表46：欧洲炼厂原油加工量



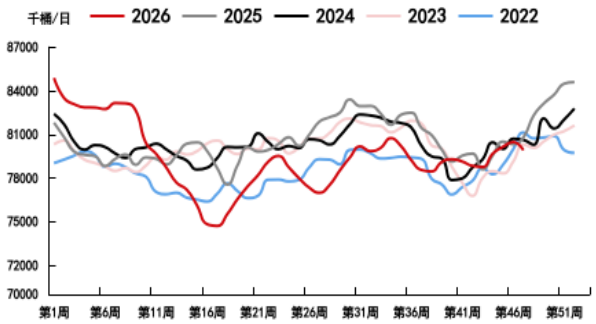
资料来源：Kpler 中信期货研究所

图表47：中国炼厂原油加工量



资料来源：隆众资讯 中信期货研究所

图表48：全球炼厂原油加工量



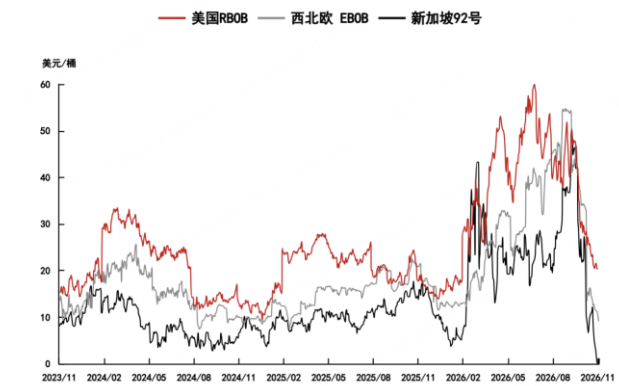
资料来源：Kpler 中信期货研究所

（三）补库需求有望形成阶段性支撑

2026 年 9 至 10 月中东原油发运量已回升至接近战前水平，但并未对油价形成较强的利空冲击。主要因中东以外地区成品油库存较低，柴油裂解价差支撑下的炼厂毛利相对可观，炼厂买盘的支撑阶段性体现。

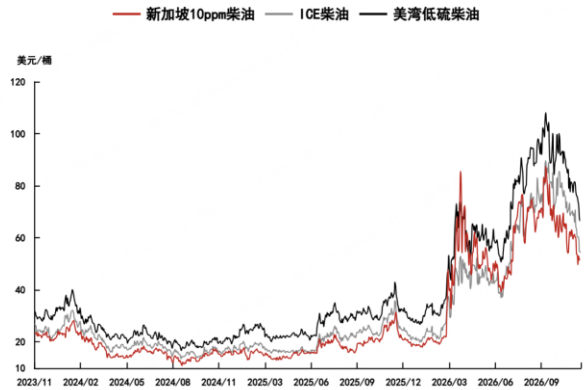
中国原油加工量及进口量在 2026 年二季度持续下滑，阶段性成为中东供应冲击的最主要缓冲力量。三季度以来中国原油进口量及加工量环比回升亦是在成品油去库及成品油出口逐步恢复的背景下体现。柴油高裂解价差支撑下美国炼厂在汽油旺季结束后仍维持较高开工率，汽油库存在 10 月逆季节性累积并在 11 月升至同期偏高位置，2026 年 11 月中国及美国柴油库存自低位有所反弹，中国炼厂利润重新面临压力，但海外柴油裂解价差对炼厂加工需求的支撑预计在 2026 年末至 2027 年初仍将存在。一方面，四季度处于柴油季节性补库季，年初需求旺季前，炼能紧缺局面的缓解需要中东与俄罗斯地缘风险均明显下降，较原油紧缺局面的缓解条件更为苛刻，2027 年期初柴油库存预计仍然偏低，此外，2027 年美国炼厂春季检修量可能偏高亦可能使得上半年柴油库存中枢偏低。**在全球成品油库存回归至均值水平前，成品油补库需求与相对高位的裂解价差是原油供应过剩叙事下的首要支撑，这一支撑将随着成品油库存的回补力度与裂解价差的回落而减弱，需要持续跟踪。**（数据来源：Kpler、隆众资讯）

图表49：海外部分地区汽油裂解价差



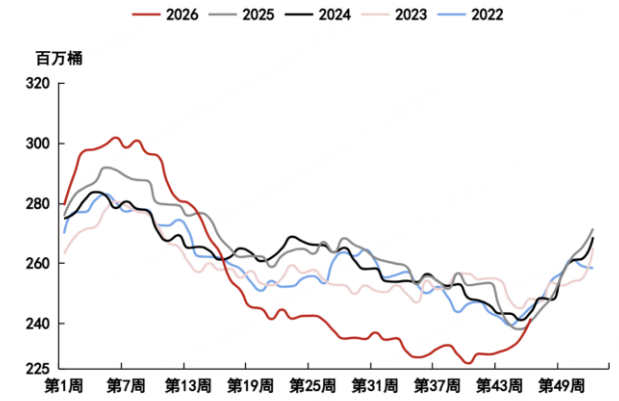
资料来源：路透 中信期货研究所

图表50：海外部分地区柴油裂解价差



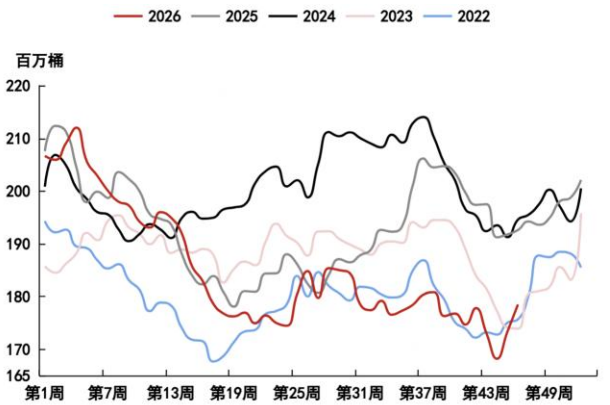
资料来源：路透 中信期货研究所

图表51：海外样本地区轻质馏分成品油库存



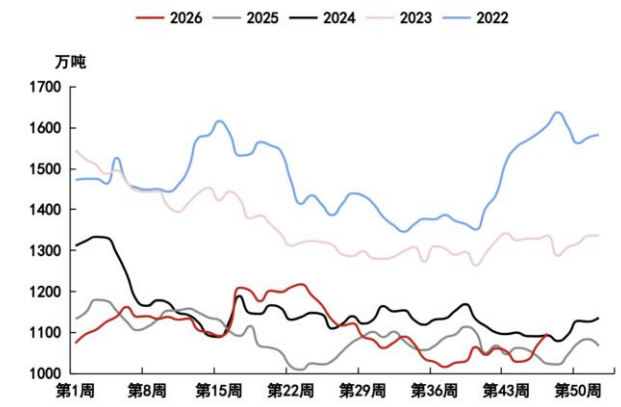
资料来源：路透 中信期货研究所

图表52：海外样本地区中质馏分成品油库存



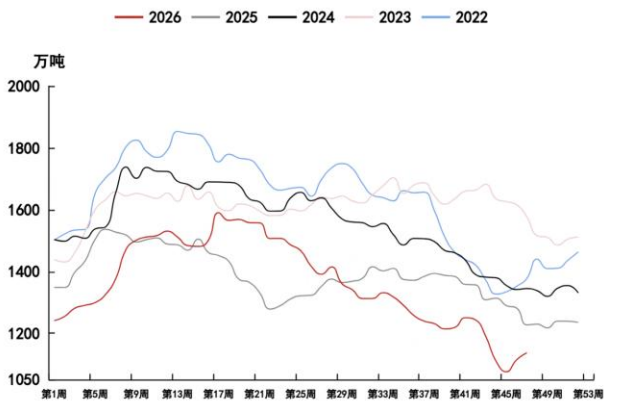
资料来源：路透 中信期货研究所

图表53：中国汽油商业库存



资料来源：隆众资讯 中信期货研究所

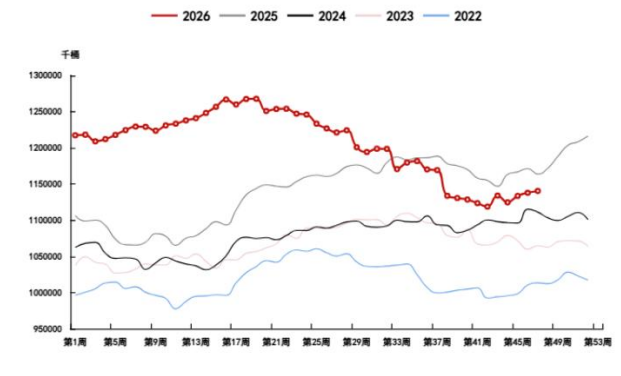
图表54：中国柴油商业库存



资料来源：隆众资讯 中信期货研究所

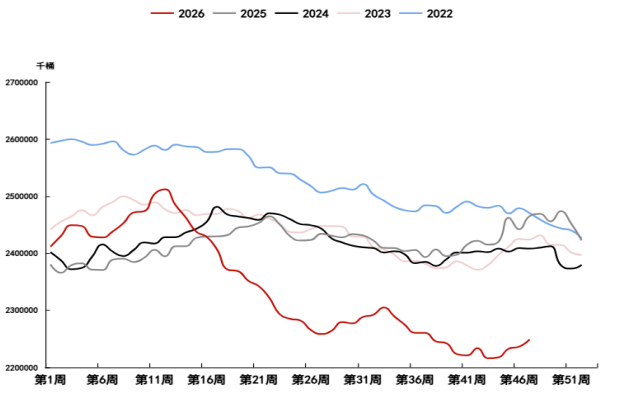
在成品油库存及裂解价差恢复至往年同期水平后，补库需求的支撑主要寄希望于战略性库存的回补。中国与美国原油库存的绝对体量最大，也是 2026 年原油去库的主要国家。2026 年美伊冲突后，主要需求国预计将进一步加大原油战略储备意愿，美国作为全球第一大产油国且已成为原油净出口国，从俄乌冲突后的路径来看，战略储备的回补量级较为有限。亚洲国家 2026 年原油库存去化约 2 亿桶，是 2027 年主要期待的补库主体，若按照 200 天的补库时间测算，日均补库量级约 100 万桶/日。但在中东发运逐步正常后的过剩预期下，战略性补库并不一定能在高价区内大幅体现。**对近五年中美偏向于战略性补库的价格区间进行回顾，以中国 2025 年库存环比增加的月份，按照补库量进行加权平均，2025 年补库对应的三地原油均价约 65 美元/桶，以美国 2023 年 8 月至 2026 年 2 月 SPR 补库量进行加权平均，补库对应的 WTI 油价均值约 71 美元/桶。**（数据来源：Kpler，路透）

图表55：中国原油库存



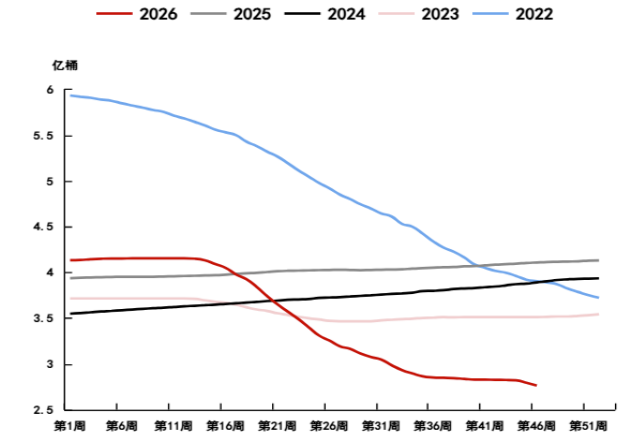
资料来源：Kpler 中信期货研究所

图表56：全球除中国原油陆地库存



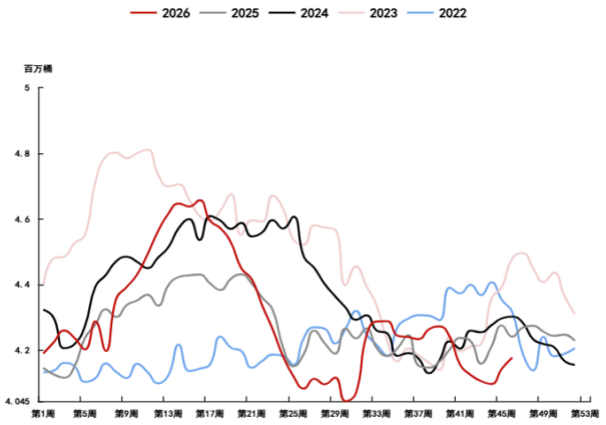
资料来源：Kpler 中信期货研究所

图表57：美国战略原油库存



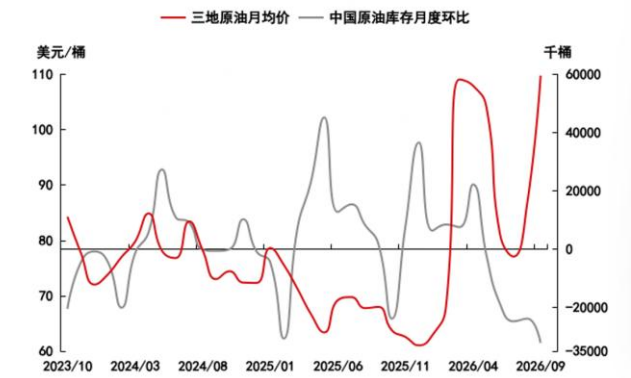
资料来源：EIA 中信期货研究所

图表58：美国商业原油库存



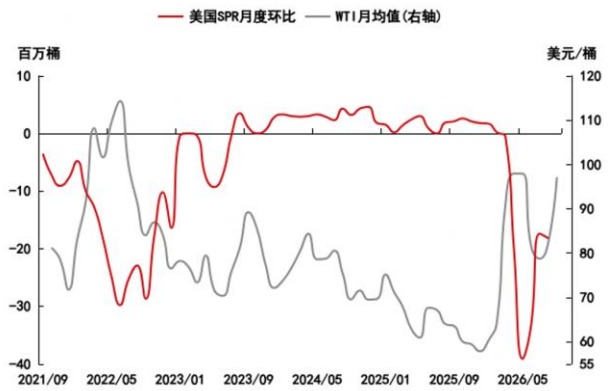
资料来源：EIA 中信期货研究所

图表59：中国原油库存月度环比与油价



资料来源：隆众资讯 Kpler 中信期货研究所

图表60：美国 SPR 月度环比与油价

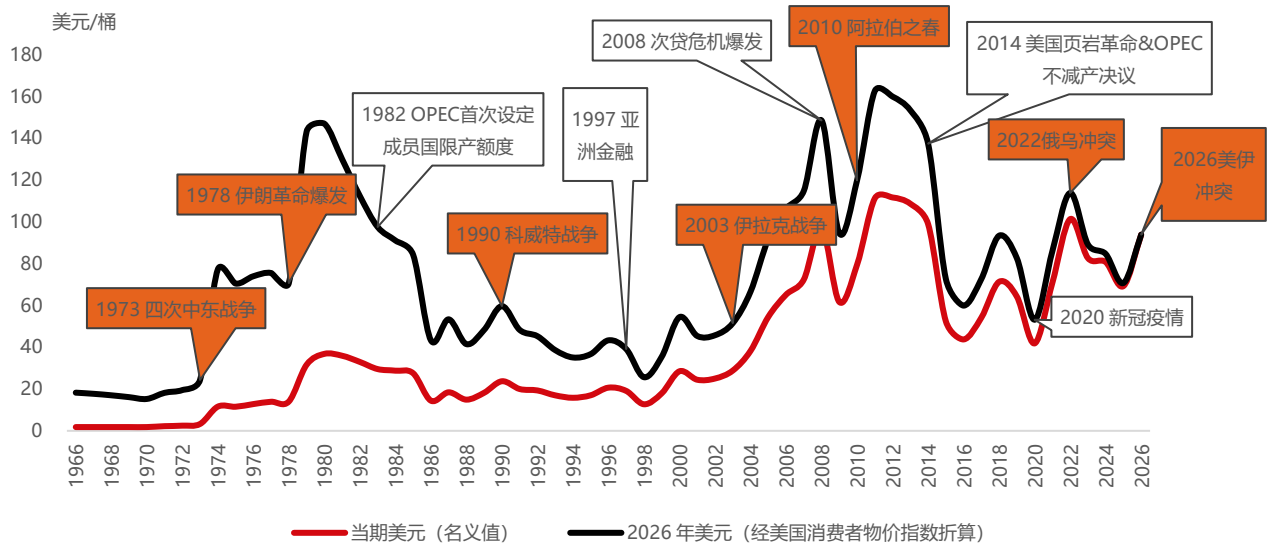


资料来源：EIA 路透 中信期货研究所

四、行情展望：高位难继，承压缓落

历史周期顶部的形成机制大体分三类：全球经济大幅降速带来的需求坍塌（如上世纪 80 年代及 2008 年）、新增产能带来的供应增长（2011 至 2014 年美国页岩油革命持续爆发）、供应外生冲击后恢复或被 OPEC 闲置产能填补（如 1990 年科威特战争，2022 年俄乌冲突）。2026 至 2027 年与以往不同的是，能源转型背景下需求端潜在增速已大幅下滑，需求侧的支撑可能更为脆弱，亦面临美联储加息周期下阶段性宏观情绪的冲击，但是否将 2026 年高点确认为周期顶部，仍高度取决于地缘局势是否引发新一轮供应冲击，若按照 2026 年下半年以来供应外生冲击已逐步恢复的路径延续，2027 年油价面临承压缓落。

图表61：油价长周期走势及关键事件

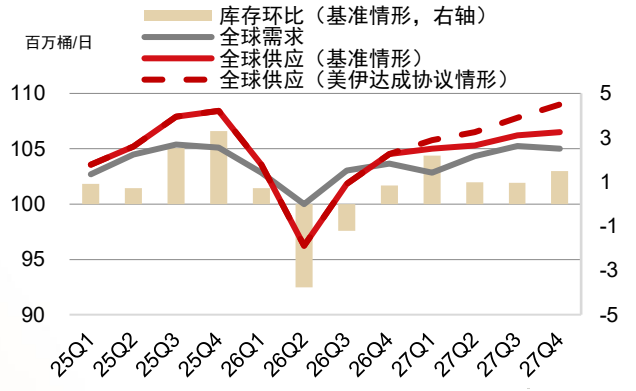


资料来源：EI EIA 路透 中信期货研究所

展望 2027 年，在美伊未有进一步大规模冲突，伊朗产量持续受制，其余海湾国家通过高风险运输方式对外持续进行原油供应的基准预期下，原油市场仍逐步面临过剩压力。预计 2027 上半年及下半年布伦特原油期货主流运行区间分别为 75 至 95 美元/桶、65 至 85 美元/桶，SC 原油期货主流运行区间分别为 480 至 630 元/桶、400 至 550 元/桶。尾部风险主要在于美伊冲突重新升级及对能源设施形成实质性损坏。

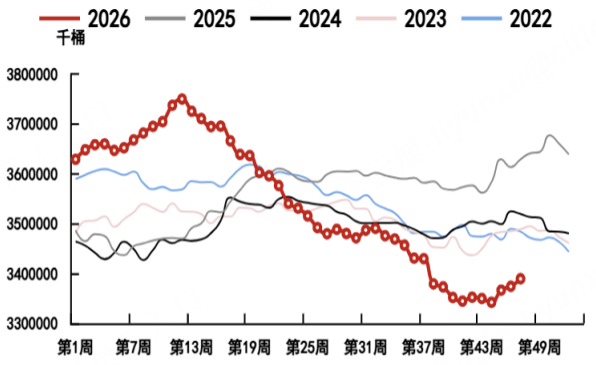
在 2026 年末至 2027 年初，预计下游产品库存仍然偏低，中东地缘扰动预期难以证伪，但中东原油供应仍相对稳定，预计油价波动率偏低，关注震荡格局下的期权双卖策略为主，空头保值参与方亦可关注对远月合约卖出看涨期权的机会。此后下游库存逐步回补兑现阶段，建议关注区间高位的空配策略。

图表62：至 2027 年四季度供需平衡示意



资料来源：EIA IEA OPEC Kpler 中信期货研究所

图表63：全球原油陆地库存



资料来源：Kpler 中信期货研究所

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明， 本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任 何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：http://www.citicsf.com