



紫金天风期货

立足产业 研究驱动

原油：反弹不是反转

原油周报 2025.4.24

作者：王谦

从业资格证号：F03123709

交易咨询证号：Z0019934

研究联系方式：wangqian@zjtfqh.com

审核：肖兰兰

交易咨询证号：Z0013951

我公司依法已获取期货交易咨询业务资格



原油

解析

核心观点 震荡偏弱

本周原油出现反弹，主要原因在于宏观端的阶段性企稳和现货端贴水的强势的阶段性传导。整体而言，我们认为旺季的采买需求将告一段落，后续多头的炒作逻辑为伊朗和宏观企稳，阶段性来看，考虑到东亚需求端的刚性和伊朗规避制裁的措施的不断成熟，伊朗的出口实质性减量概率不大，后续可能的炒作在于库存转移至隐性。我们认为二季度二次探底甚至进一步破位的概率仍较大。

宏观层面，阶段性有企稳的倾向，后续主要的关注点在于显性经济指标的验证。通过特朗普近期的表态也可以看出，经济指标的一系列拖累也开始去影响特朗普的决策，二季度各项经济数据来看，悲观的经济数据已经在市场预期以内，关键在于后续政策的预期指引力度，主要就是较差的经济数据下美联储方面是否会提前降息，当前的降息节点来看市场普遍预期下半年，关注后续经济指标出炉后带来的预期反复的情况。

基本面层面来看，近期的现货高采买已经逐渐传递至月差，但就库存结构来看，补库带来的季节性高点已经临近，我们认为后续现货端的采买会有阶段性放缓的趋势，基本面对后续的支撑力度有限，平衡表显示同比而言，本年的需求旺季兑现较往年仍定性偏弱，基本面交易者可以关注后续库存累积程度，若发现超预期季节性的累库倾向，则可作为弱供需的基本面验证指标。

原油	定性	解析
欧佩克产量	偏空	OPEC内部分化开启，近期宣布补偿减产的措施较前期有所松动，部分体现出OPEC内部分歧的加大，伊朗方面减量暂未体现，供应端压力较大。
宏观	中性	关税战暂告一段落，宏观冲击放缓，等待显性经济数据验证。
SPR	中性	特朗普表态低油价下将开启收储进程，当下价格区间内收储概率不大。
地缘	中性	当前并未有明显的显性事件。
下游需求	中性	春季检修临近下游需求放缓已经部分计价，关注后续炼厂开工上移带来的采买需求。
页岩油	中性	上周产量为1346万桶/日，钻机数持平依旧为480台，中长期对产量的提振作用有限。

供需平衡表

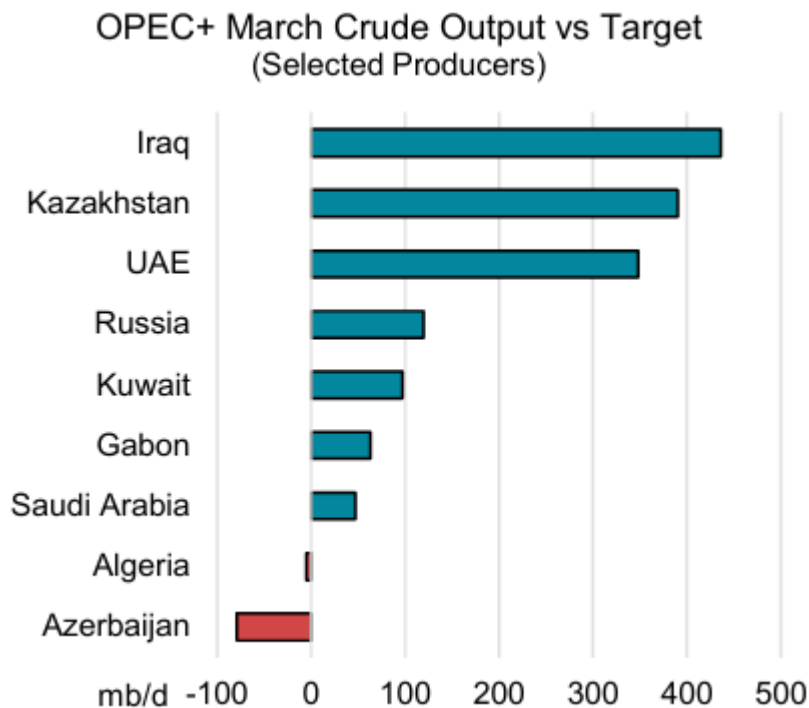
原油												
季度平衡表推算（单位：万桶/天）												
版本：2025/4/17												
分项\时间	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
总产量	10210	10170	10220	10320	10180	10320	10360	10350	10310	10390	10470	10500
OPEC产量	3370	3300	3250	3270	3240	3290	3310	3280	3300	3260	3260	3260
NGL产量	550	550	550	560	550	560	560	550	560	560	570	570
非OPEC产量	6840	6870	6970	7050	6940	7030	7050	7070	7010	7130	7210	7240
OECD产量	3070	3060	3130	3200	3130	3180	3190	3260	3210	3240	3250	3310
非OECD产量	3280	3250	3250	3290	3290	3260	3240	3240	3280	3300	3330	3350
总需求	10070	10190	10310	10240	10120	10280	10370	10350	10240	10320	10450	10420
OECD需求	4530	4550	4590	4600	4480	4560	4620	4600	4520	4520	4590	4560
非OECD需求	5540	5640	5720	5640	5640	5720	5750	5750	5720	5800	5860	5860
Call On OPEC	2680	2770	2790	2630	2630	2690	2760	2730	2670	2630	2670	2610
过剩量	140	-20	-90	80	60	40	-10	0	70	70	20	80
本期平衡表调整内容												
分项\时间	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4
总产量	0	0	0	0	0	0	0	10	0	-60	-40	-40
OPEC产量	0	0	0	0	0	0	0	10	30	-40	-30	-30
NGL产量	0	0	0	0	0	10	0	-10	0	-10	0	0
非OPEC产量	0	0	0	0	0	0	0	0	-30	-20	-10	-10
OECD产量	0	0	0	0	0	0	0	0	-10	-20	-10	-20
非OECD产量	0	0	0	0	0	0	0	-10	0	0	-10	-10
总需求	0	0	0	0	-10	0	-10	-20	-10	-60	-40	-30
OECD需求	0	0	0	0	0	0	0	-10	10	-30	-20	-20
非OECD需求	0	0	0	0	-10	0	-10	-10	-20	-30	-20	-10
Call On OPEC	0	0	0	0	-10	-10	-10	-10	20	-30	-30	-20
过剩量	0	0	0	0	10	0	10	30	10	0	0	-10

供应端的变数

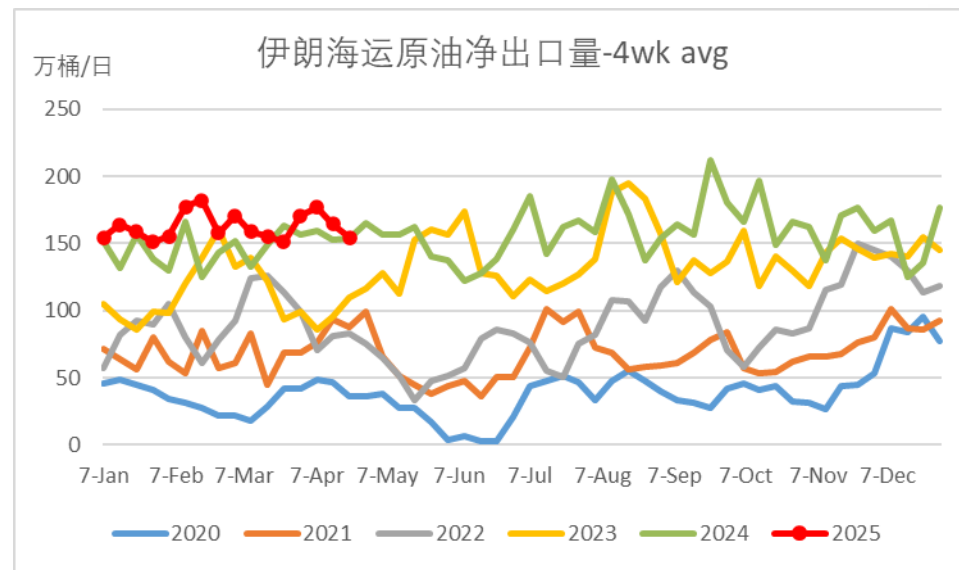
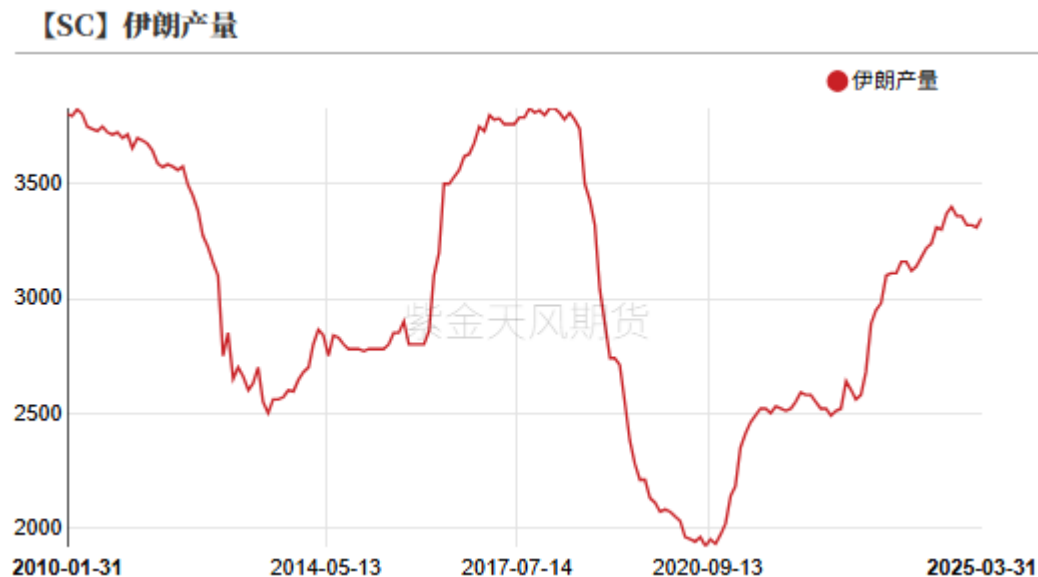
主题

不安分的哈萨克斯坦

- 4月份的OPEC增产主要原因在于沙特方面和哈萨克斯坦的关系的恶化，其中就哈萨克斯坦而言，其非但没有如前期OPEC方面声明限产，反而在近几个月内加速扩产，因此受到OPEC+方面的不断抵制以及增产施压。
- 根据近期的哈萨克斯坦的声明显示，其对于OPEC方面的抗议并未表现缓和态势，后续哈萨克斯坦将继续以自身国家利益为重，我们认为当前OPEC内部分歧程度较前期有所提高，OPEC组织挺价意愿或能力较前期有所松动。



- 美国对伊朗的政策目前处于边施压边谈判的措施，上周六美国和伊朗方面进行谈判，双方均表示谈判结果有着较为积极的意义，并向着较为良好的方向发展，但是随之而来的就是美国继续加强对伊朗方面的制裁力度。
- 就当前的现实数据而言，当前伊朗的海运出口仍未有明显下降趋势，但受到制裁因素影响，买家冲击因素更大，因此伊朗出口浮仓近期上行较为明显，部分货源转向隐性化。



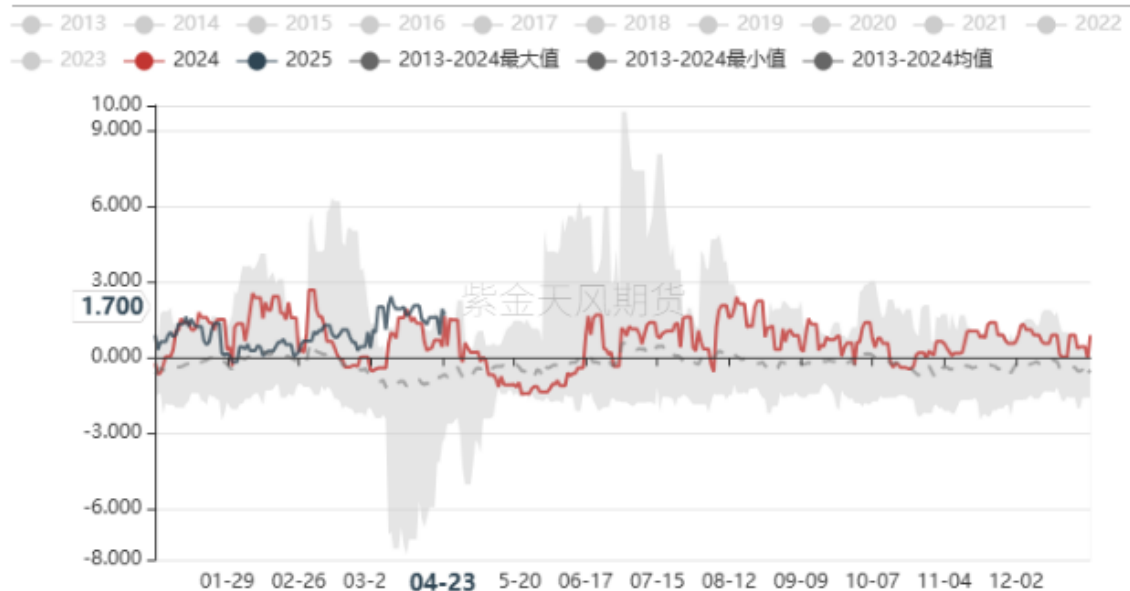
关注旺季前夕的基本面验证

主题

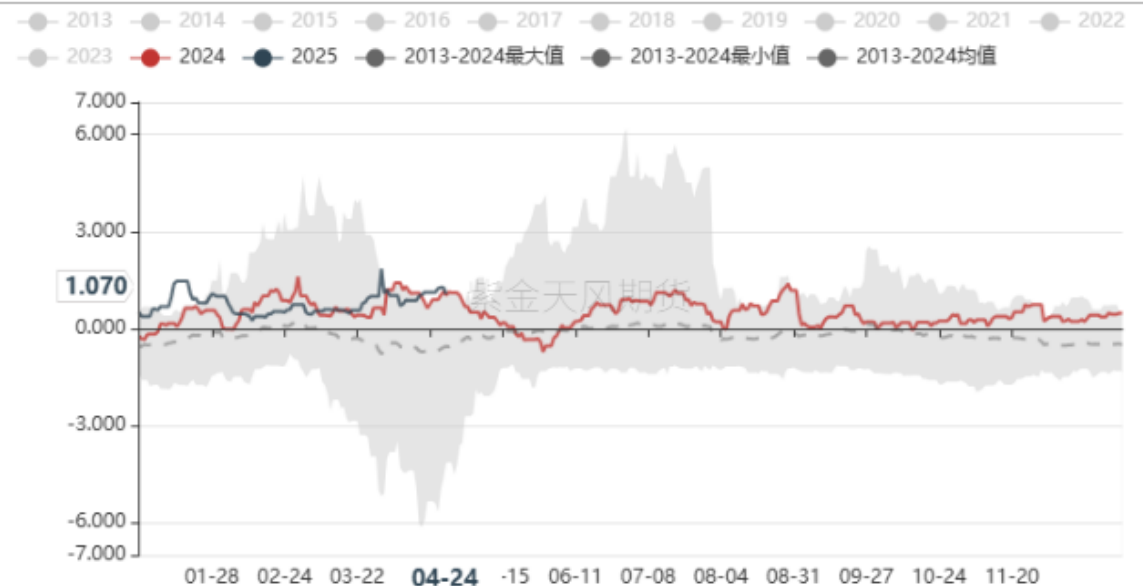
贴水指标的验证

- 旺季备货下，当前贴水持续维持高位，整体下游基本面仍较健康，贴水对月差的传导也逐渐显现。
- 最新数据显示，截至4月23日，CFD收至1.7美元/桶，DFL收至1.07美元/桶。

【SC】CFD (W1-M1)



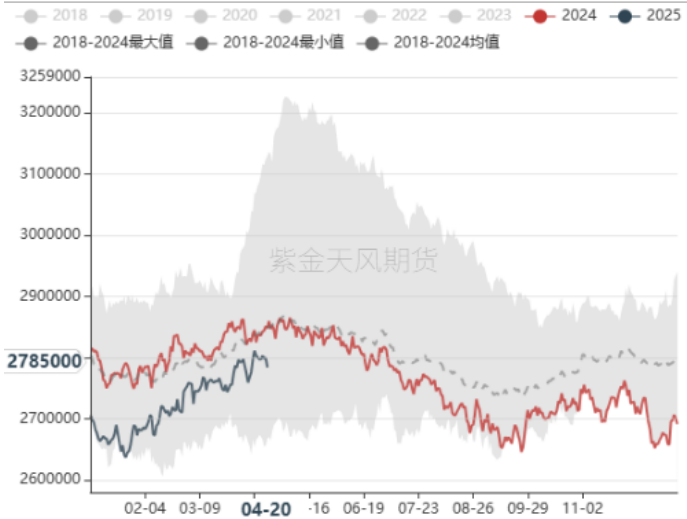
【SC】DFL (Month 1)



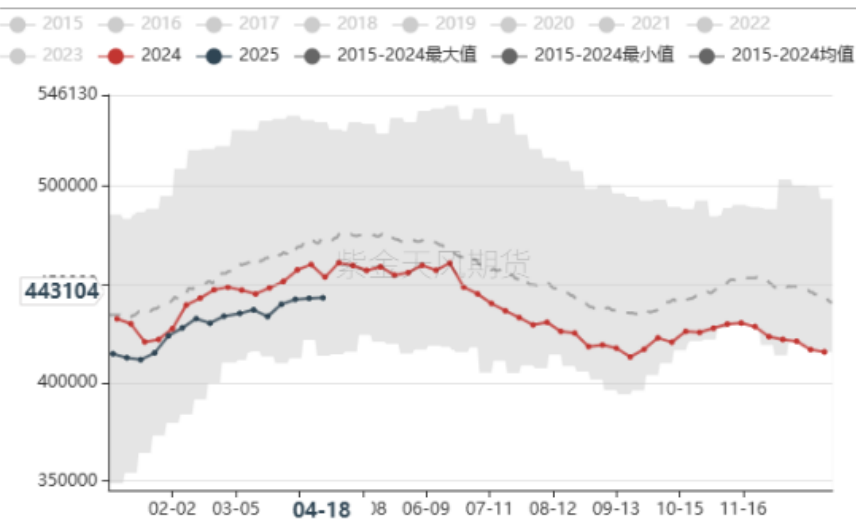
库存指标的验证

- 库存指标来看，2月-5月多为全球的季节性累库阶段，5月-9月为季节性去库阶段，前者主要原因在于旺季前夕的备货采买增加所致。
- 当前库存数据显示，ARA和美国商业原油库存双双呈现趋势性累库态势，非中国非SPR库存持续走高，这与前页采买需求高涨也直接相关，同比而言，当下库存水平较往年同期水平偏低。

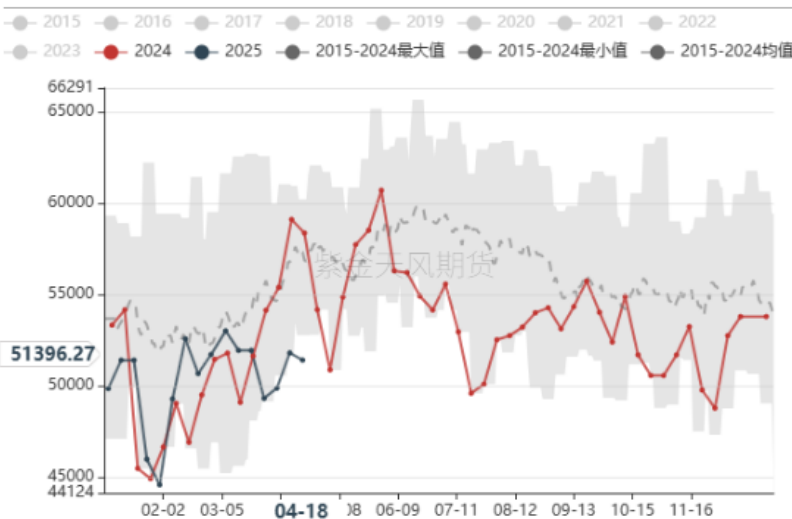
全球原油库存-(中国商业原油+炼厂库存)-SPR



[SC]美国原油库存 (千桶)



[SC]ARA原油库存 (千桶)

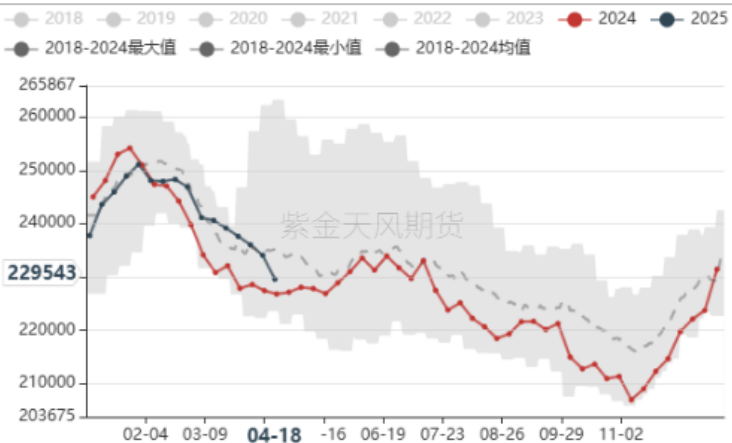


数据来源：OPEC、紫金天风期货研究所

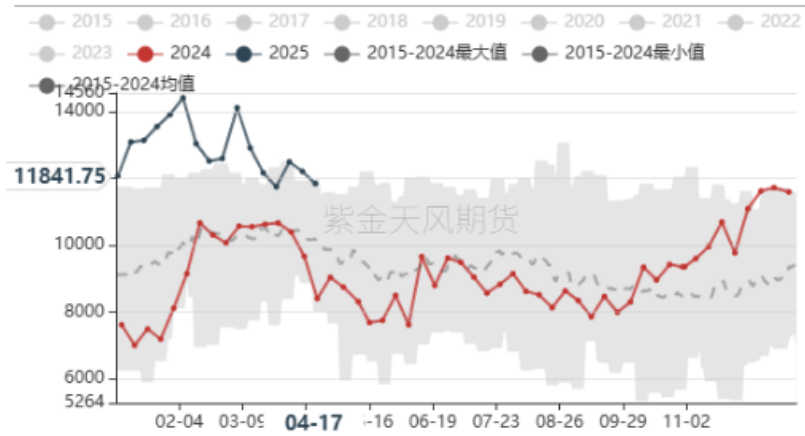
下游指标的验证

- 下游指标方面，近期成品油裂解价差依旧维持刚性，尤其是近期欧美的汽油裂解价差相较其他有阶段性反弹的倾向，因此通过下游指标相关的验证可以间接锚定需求端的变化情况。
- 当前汽油方面，美国汽油库存去库较为明显，ARA和新加坡区域的库存水平依旧处于同期高位，关注后续汽油裂解和库存水平情况，也能直接体现出下游需求的表达情况。

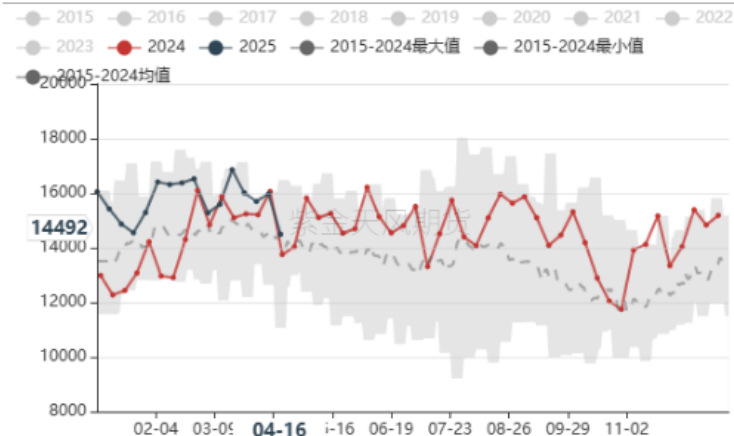
【SC】美国汽油库存（千桶）



【SC】ARA汽油库存（千桶）



【SC】新加坡轻质馏分油库存（千桶）



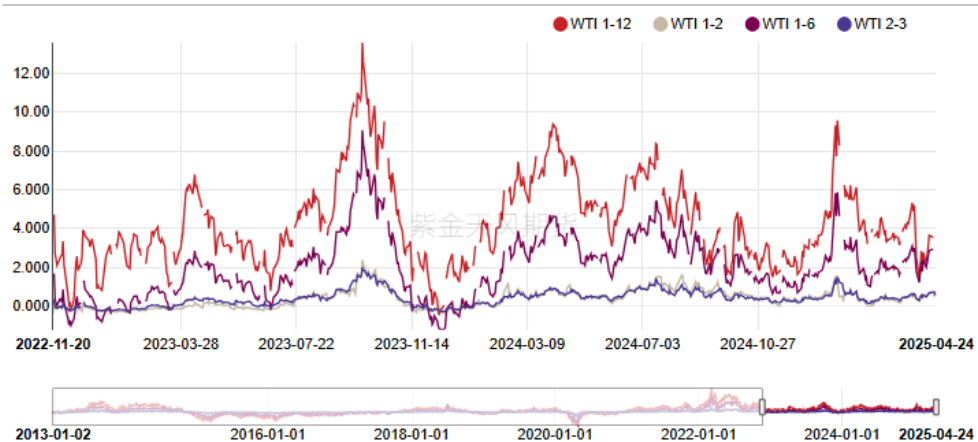
价差&持仓

主题

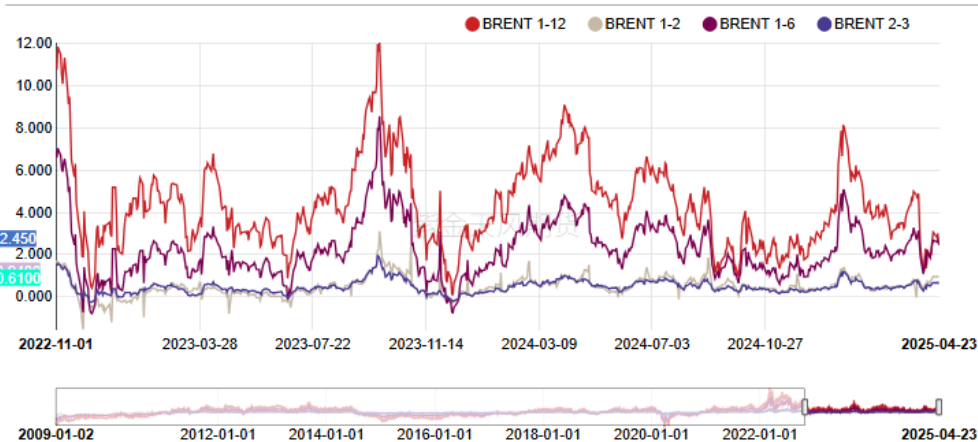
月差边际走高

- 截至4月24日，WTI近次月价差收于0.69美元/桶，1-6价差为2.3美元/桶；Brent近次月价差收为0.94美元/桶，1-6价差收于2.5美元/桶；SC近次月价差收于-0.1元/桶。

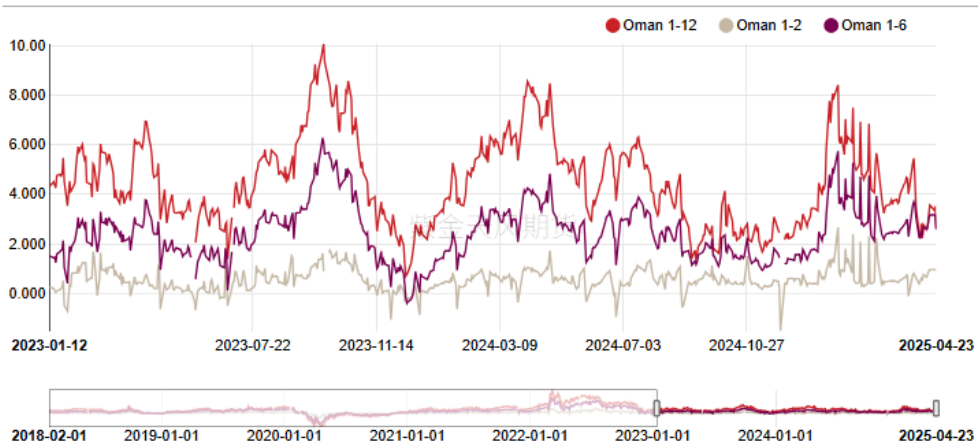
[SC]WTI月差



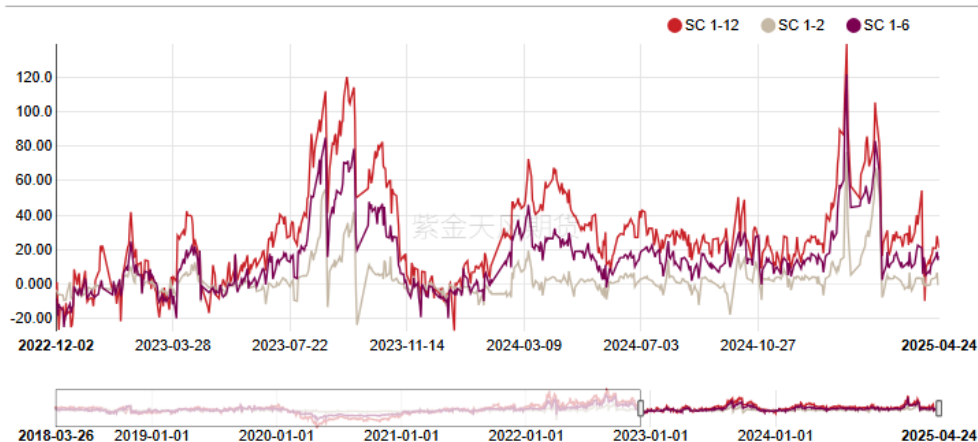
[SC]Brent月差



[SC]Oman月差



[SC]SC月差



欧美汽油裂差边际小幅走强



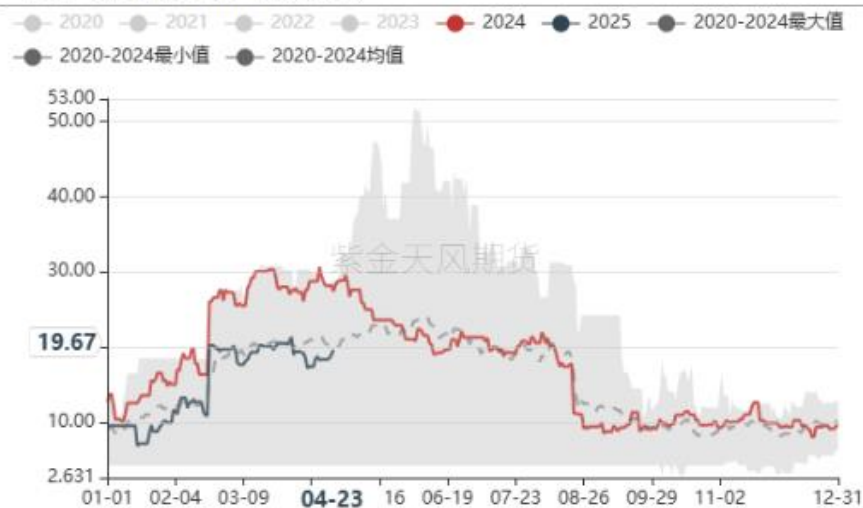
紫金天风期货

立足产业 研究驱动

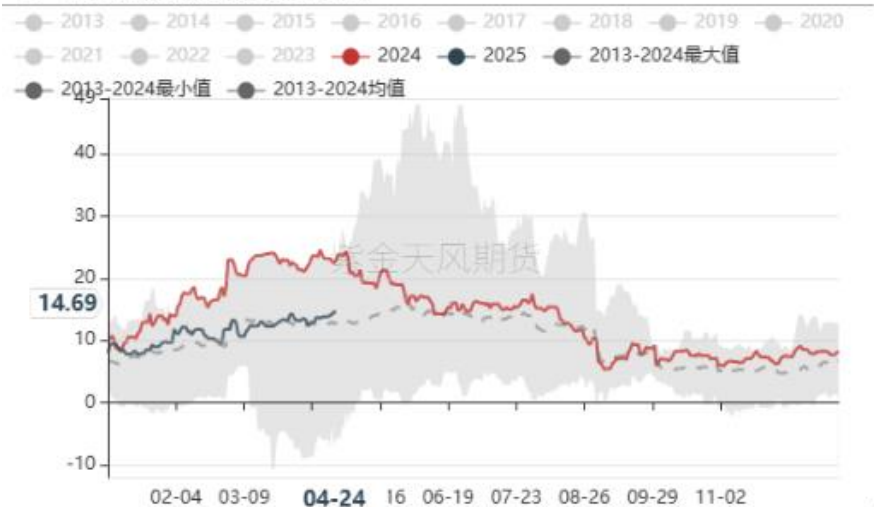
【SC】裂解价差 美湾汽油-WTI



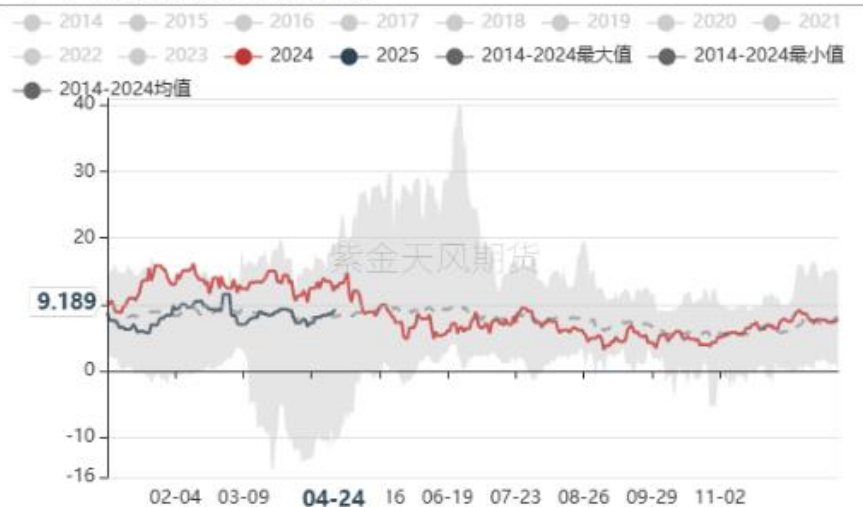
【SC】美国汽油利润 (除RINs)



【SC】汽油炼油利润 西北欧汽油-BRENT



【SC】汽油炼油利润 新加坡汽油-Brent



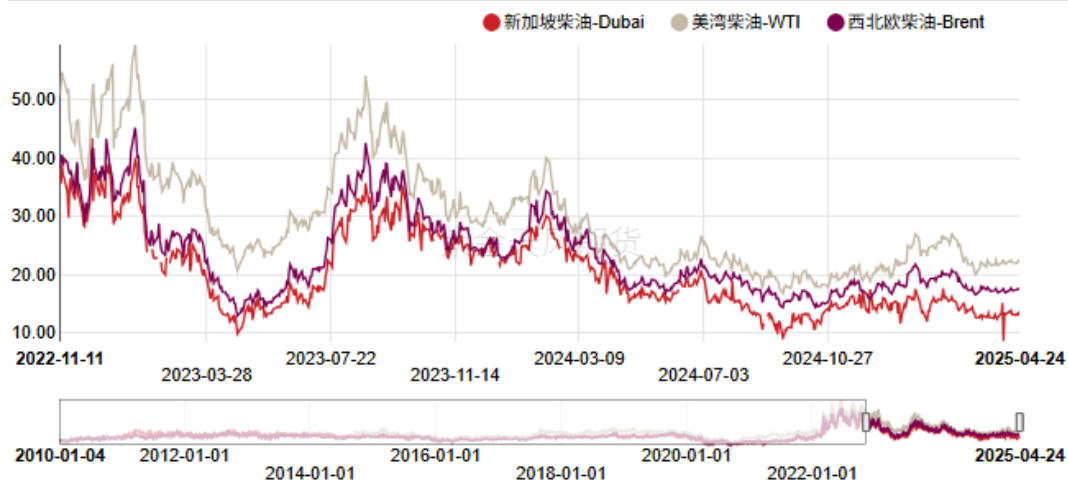
柴油裂差边际持稳



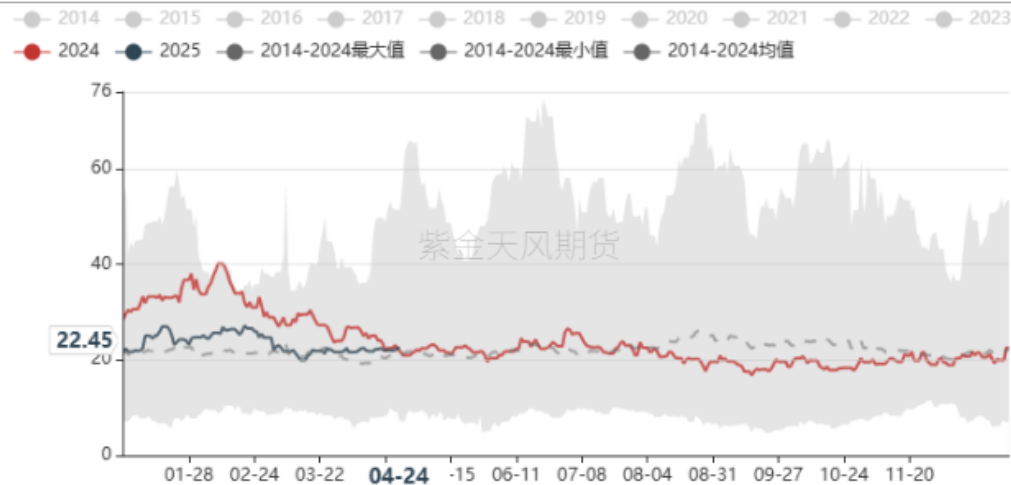
紫金天风期货

立足产业 研究驱动

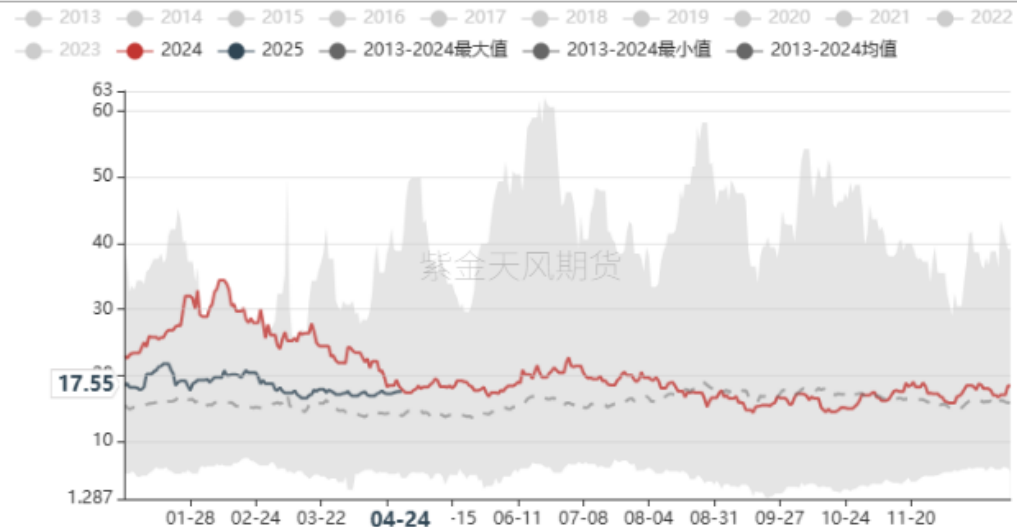
【SC】柴油炼油利润



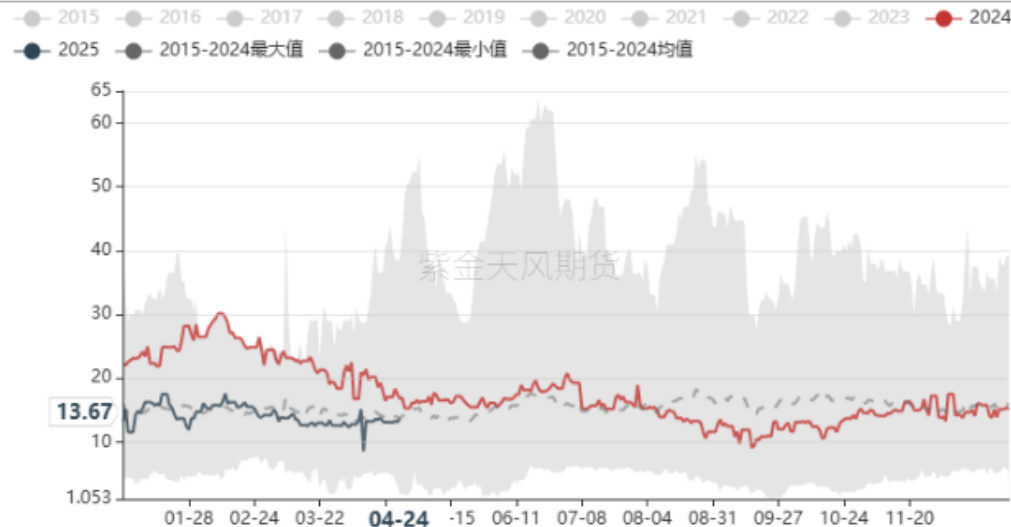
【SC】柴油炼油利润 美湾柴油-WTI



【SC】柴油炼油利润 西北欧柴油-BRENT



【SC】柴油炼油利润 新加坡柴油-DUBAI

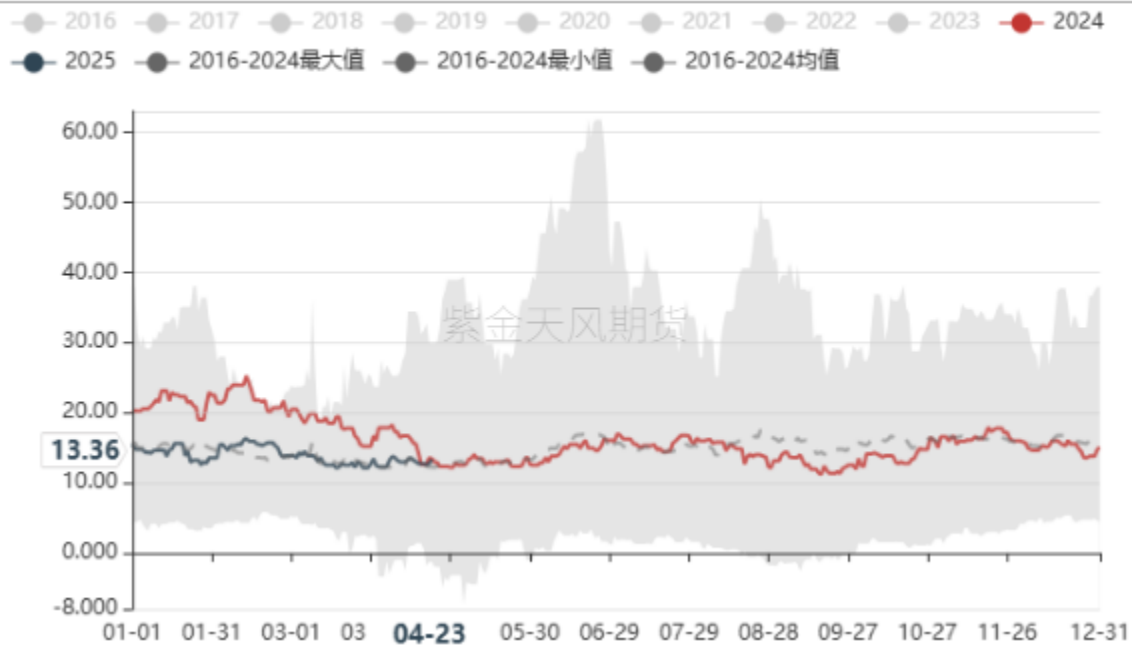


航煤裂差边际持稳

【SC】欧洲航煤裂解



【SC】新加坡航煤裂解



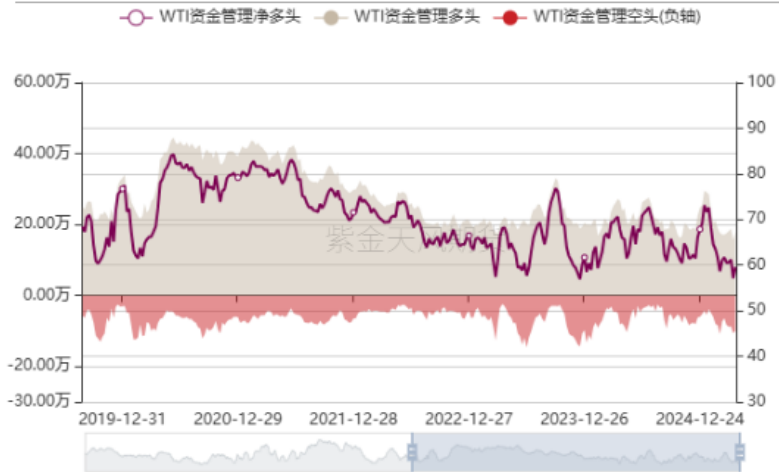
WTI基金净多增加

■ 4月15日当周，WTI资金多头增加23900手，空头减少7479手，净多增加31370手。

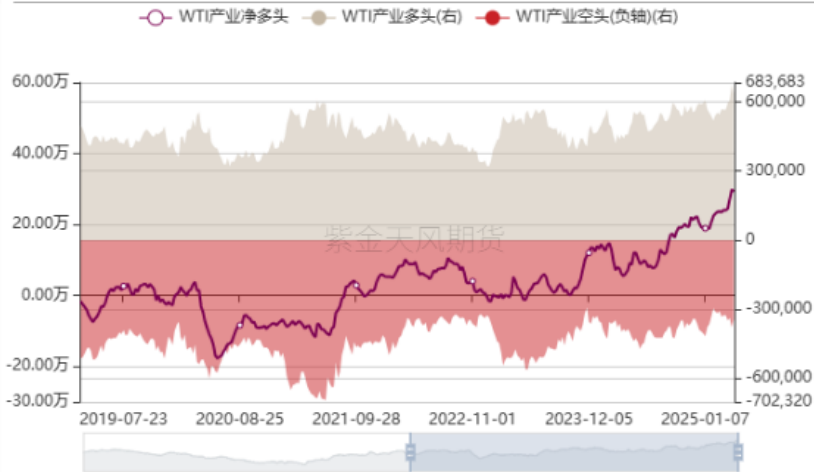
【SC】CFTC持仓-NYMEX WTI

Metric	04-15	周变动	同比增量
WTI资金管理多头	179600	23900	-88130
WTI资金管理空头	99650	-7479	17740
WTI资金管理净多头	79910	31370	-105900
WTI资金多空比	1.802	0.3488	-1.466
WTI产业多头	636100	-40810	179900
WTI产业空头	343300	-35470	-42160
WTI产业净多头	292800	-5338	222100

【SC】WTI基金持仓

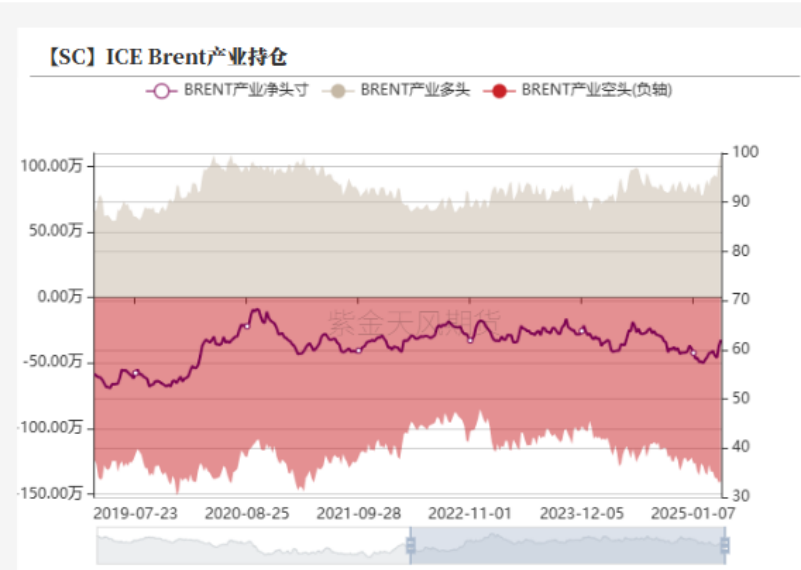
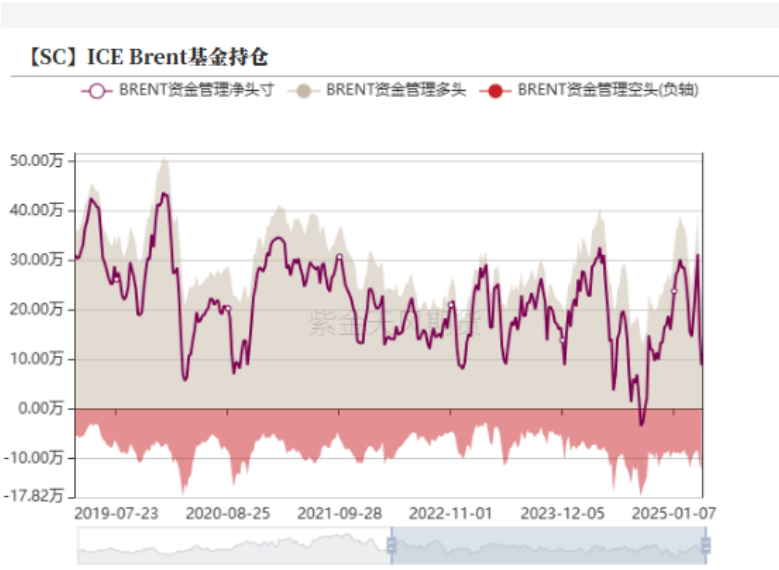


【SC】WTI产业持仓



■ 4月15日当周，Brent资金多头减少50910手，空头增加12250手，净多减少63160手。

【SC】CFTC持仓-ICE Brent			
Metric	04-15	周变动	同比增量
BRENT资金管理多头	211400	-50910	-196700
BRENT资金管理空头	123300	12250	41850
BRENT资金管理净头寸	88060	-63160	-238500
BRENT资金多空比	1.714	-0.6473	-3.294
BRENT产业多头	1077000	32290	196400
BRENT产业空头	1399000	-15080	113100
BRENT产业净头寸	-322100	47370	83270



免责声明

本报告的著作权属于紫金天风期货股份有限公司。未经紫金天风期货股份有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为紫金天风期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于紫金天风期货股份有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但紫金天风期货股份有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且紫金天风期货股份有限公司不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，紫金天风期货股份有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与紫金天风期货股份有限公司及本报告作者无关。





紫金天风期货

立足产业 研究驱动

感谢！

THANKS FOR YOUR ATTENTION

