原油：情绪修复后仍将长期承压

本文作者：中金财富期货研究所　刘绅
期货从业资格证书号：F3041660
期货投资咨询从业证书号：Z0015324



前言：美国发动贸易战是全球经贸格局的重塑，OPEC+启动价格战是产业竞争格局的重塑，中东局部热战是地缘政治格局的重塑，此刻国际原油很可能处于价值重估的开端，市场参与者需要重新考量宏观经济、国际局势、供需关系的变化，未来原油市场风高浪险或成为新常态。

关税负面影响具有长期性

过去三周国际油价经历了剧烈动荡，特朗普悍然将关税大棒挥向全世界，引发的衰退忧虑和避险情绪重创原油等大宗商品乃至整个金融市场。面对特朗普咄咄逼人的单边霸凌行径，中国对其加征的关税进行对等反制，表明将奉陪到底的严正立场。如此强有力的举措令特朗普惯用的极限施压手段受挫，目前已声称将对关税政策做出一定让步调整。

梳理关税的影响逻辑，我们大致可以从四个维度上评估：作为化石燃料的忠实拥趸，特朗普对油气产品进口豁免关税，因此对原油市场直接影响不大；然而，关税壁垒直接造成贸易量锐减，航运等交通运输业对燃油需求下滑；再进一步，关税将推动进口成本和商品价格上涨，明显抑制大宗消费需求；最终，在全球经济复苏放缓的背景下，前两大经济体之间从贸易战升级到多个领域对抗，极大增加了陷入衰退的概率。

我们认为，不宜对短期超跌反弹过于乐观，特朗普关税的负面影响具有长期性，或将对未来数年的油价走势施加沉重压力。

机构下调原油需求增长预期

虽然特朗普的强硬立场有所软化，但贸易战已经对原油等大类资产估值造成了深刻影响，全球交易者正在重新适应特朗普 2.0 时代，在宏观下行压力下原油需求增长预期大幅放缓。

OPEC 最新一期月报对原油市场展望做出了下修调整，主要是基于中美在经贸等领域对抗，以及一季度一些关键指标未达预期，全球经济前景面临更大的不确定性。OPEC 报告中预计，2025 年全球原油需求将增加 130 万桶/日，2026 年将增加 128 万桶/日，两项预测均较前值减少 15 万桶/日，这是今年首次对需求增速作出下调。报告反映出，OPEC 承认未来经济和需求将有所放缓，但仍维持增长的基本预判。

然而国际能源署 IEA 观点更为保守，认为关税政策将严重拖累全球经济表现，随着衰退风险进一步加剧，原油需求端前景不容乐观。

IEA 在最新报告中，将 2025 年全球原油需求增速大幅下调 30 万桶/日至 73 万桶/日，这一数字远低于 EIA 的 90 万桶/日及 OPEC 的 130 万桶/日，并预计 2026 年增速将进一步放缓至 69 万桶/日。

高盛认为，关税和贸易战将加剧原油大量过剩的风险，预计 2025 年全球原油市场将产生约 80 万桶/日的供应敞口。因此，短期修复不等于高枕无忧，我们对市场的乐观情绪持质疑态度。

OPEC 增产同时补偿性减产

全球原油供应端同样扑朔迷离。根据 OPEC+最新披露的产量调控政策，伊拉克、哈萨克斯坦等成员国提交了进一步减产计划，以补偿此前超额生产的部分。回顾自 2016 年 OPEC+首次达成减产协议以来，由于组织框架松散缺乏纪律约束，长期存在部分成员国超产的问题，履约率不足令实际供应数量变得模糊，削弱了减产对油价的支撑。

面对累计高达 457.2 万桶/日的超产规模，OPEC+提出的补偿计划详细列出了月度抵扣配额，要求七个成员国从现在到 2026 年 6 月兑现减产承诺，平均每月额外减少供应 36.9 万桶/日，主要在 2025 年 5-10 月期间进行最大幅度的补偿。OPEC+从 4 月开始逐步放松减产措施，并计划在 5 月将产量增速提高三倍，但考虑到最新的补偿计划，理论上 OPEC+今年原油产量将低于预期，且大部分抵消 5 月 41.1 万桶/日的增产数量。

近期 OPEC+提交的补偿性减产计划，在一定程度上改善了供应过剩预期，对表现疲弱的原油市场形成托举。然而从历史经验来看，实

际执行层面存在相当大的不确定性，伊拉克、哈萨克斯坦和尼日利亚等成员国不合规是常态，增产的同时补偿性减产将使这一矛盾更加突出。投资者应密切关注 OPEC+的产量调整和计划实施情况，以评估其对全球原油市场供应的影响。

伊朗地缘局势存在升温可能

在关税冲击余波逐渐减弱的同时，中东地缘政治又开始酝酿新的危机。

继 2018 年之后，特朗普对伊朗第二次祭出胡萝卜加大棒策略，在核问题上举行非接触式谈判。目前，美国两个航母战斗群已经部署在中东地区，摆明以武力胁迫伊朗签订城下之盟。原油方面，美国启动对伊朗出口的严格制裁，除了打击参与运输的油轮船队，还制裁了一家购买伊朗原油的亚洲私营炼厂。美方威胁称将伊朗原油出口再次降为零，这一行为冲击全球原油现货供应，短期内强化了地缘政治风险溢价。

然而，这种脉冲式的短线上涨通常不可持续，即使制裁伊朗可能会导致约 100 万桶/日的供应损失，但也同样给 OPEC 增产政策留出操作空间，相比数百万桶/日的闲置产能，伊朗潜在缺口并不难以对冲。因此，我们对于地缘政治不做预设，持走一步看一步的态度，而经济低迷和需求疲软却实打实地压制油价反弹的持续性。

市场条件中短期内难以修复

目前，原油市场初步消化了关税利空影响，经过短期的技术性反弹后，国际油价已回升到市场中性水平，但这一暂时的稳态依然十分脆弱，需要在美国经济避免硬着陆，且OPEC+增产幅度可控的前提下保持有效，而未来供应过剩的风险仍然存在。

实物原油卖方和主流投资机构均不看好后市表现。俄罗斯经济部门在基准预测情景中，将2025年Brent原油平均价格估值从此前的81.7美元/桶下调至68美元/桶，低于年度财政预算原基于69.7美元/桶的假设。尽管曾是原油铁杆多头，高盛近期持续下调对原油市场的评估，预计2025年Brent原油均价仅为63美元/桶，WTI原油均价低至59美元/桶。

总之，特朗普关税风暴令国际油价重心断崖式下挫，市场条件在中短期内难以修复。虽然一边倒的空头局面短暂缓和，但中美硬脱钩和逆全球化背景下，经济衰退和贸易萎缩将削弱原油总需求，对油价长期构成下行压力。后续交易者应密切关注OPEC+政策执行情况，中美贸易谈判进展，以及中东局势演变等，多重因素将共同塑造未来原油市场形势。

法律声明

版权免责声明：本报告由中金财富期货有限公司提供，未经中金财富期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过正当渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

报告内容免责：本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本资料仅代表报告发布当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据中金财富期货研究所后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改。

报告使用免责：本报告仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流，普通投资者若使用本资料，有可能因缺乏解读服务而对报告中的关键假设、评级、目标价等内容产生理解上的歧义，进而造成投资损失。本资料仅供投资者参考之用，并不构成对所述期货买卖的出价，在任何情况下，本报告的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。投资者不应单纯依靠本资料的信息而取代自身的独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险。我公司及研究人员不对投资者使用本资料涉及的信息所产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。

中金财富期货有限公司

公司网站：https://www.ciccwmf.cn

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 4203—4205 单元

邮编：518038

传真：0755-82912900

总机：0755-82912900