原油：沙特一石三鸟，高盛翻脸唱空

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：现阶段原油市场存在双重主线逻辑：一是美国特朗普当局一手策动的对等关税，二是 OPEC+超预期推进增产计划，利空效应共振导致今年以来国际油价重心回落大约 10%，高盛等华尔街主流投行下调未来油价预测。

OPEC+加速推进增产计划

将关注点从美国关税转回 OPEC+增产方面。

OPEC+已经从 4 月开始执行增产计划，首批恢复的 13.8 万桶/日规模有限，叠加 22.2 万桶/日的补偿性减产，以及美国对伊朗和委内瑞拉的制裁，令初期供应增量并不显著。5 月 OPEC+增产配额翻三倍达 41.1 万桶/日，同时扩大补偿性减产计划至 37.8 万桶/日，但考虑到哈萨克斯坦、俄罗斯和伊拉克等国执行率难以保证，整体增产速度显著加快。6 月 OPEC+仍将延续 41.1 万桶/日的增产规模，预计到今年

三季度可能会增产达100-150万桶/日左右。目前OPEC+正在讨论增产事宜，有提议将在7月再次大幅增产41.1万桶/日，此消息加剧市场对过剩的担忧。

据外媒援引匿名OPEC+内部人士称，该组织决定比原计划更快增产，一大动机是夺回市场份额，为打击主要竞争对手美国页岩油生产商，沙特需要将油价从当前约65美元进一步压低至55-60美元附近，凭借其低成本优势赢得价格竞争。消息人士还透露，俄罗斯将原油市场失衡的根源归结于美国页岩油的野蛮扩张，并已逐渐认同沙特的策略，通过增加产量向页岩油商和失信盟友施压。无论如何，二季度的迅速增产表明，OPEC+已放弃减产稳价策略，全面转向争夺市场份额。

沙特价格挤压策略一石三鸟

OPEC+将在5月31日的系列会议上讨论下一步的原油政策，能源机构普遍预期，继5月和6月连续两次增产41.1万桶/日后，该组织将宣布在7月进行第三轮大规模增产，随后恢复到常规的逐月增产13.5万桶/日，并保持这一节奏至2025年底，于2026年初暂停增产。

业界分析，沙特全新主导的挤压竞争策略一石三鸟，最主要目的是夺回减产失去的市场份额。首先，沙特官方解释称，增产是对拒不遵守纪律的成员国进行惩戒，如哈萨克斯坦在4月超额生产原油约40万桶/日，纵容此类行为将威胁到OPEC+协议框架存续。其次，随着北半球夏季气温升高，北美地区开启每年的驾车出行旺季，中东地区亦进入燃料油发电高峰期，此时增产顺应能源消费的季节性增长，或者

说面临的累库压力最小。最后关键在于，这一策略可能将国际油价压制在 60 美元/桶以下，根据达拉斯联储调查显示，目前美国页岩油行业新钻井至少需要 61 美元/桶的价格才能盈利，OPEC+增产给页岩油商的计划制造不确定性。

不过从历史上看，2014 和 2020 年沙特发动的两次原油价格战，对其自身财政平衡压力较大；另外美国页岩油的盈亏平衡位置较高，也让沙特缺乏进一步压低油价的动机。因而我们初步猜测，本轮 OPEC+可能会将原油产量恢复到 2023 年 11 月减产前的水平，当前的增产节奏或难以长时间维系。

特朗普竟成美国页岩油宿敌

在过剩矛盾的沉重压制下，北美基准原油 WTI 价格已经低于美国页岩油行业盈亏平衡线，各大油田运营商开始陷入泥潭，尤其是规模以下企业艰难挣扎。

秉持上一任期的主张，特朗普继任不过百日便将关税壁垒和油气开发推向高潮，然而不幸的是，这两项政策对美国本土原油生产造成了混合双打。《华尔街日报》指出，美国石油和天然气行业遭受重创，主要原因是特朗普当局在贸易问题上反复无常。鉴于原油需求和宏观经济高度绑定，美国滥施关税将对油价构成长期重大利空，如果这种状况持续并引发经济衰退，那么美国页岩油行业或将毫无增长前景。在扼杀需求的同时，特朗普还大力推动本土油气钻探，并对沙特等原

油输出国施压以迫使其增产。恰恰相反的是，美国产油商希望特朗普说服 OPEC 重新减产，并为油价设定下限。

作为传统化石能源的铁杆拥趸，特朗普却再次将美国原油行业置于险境，这也和上一任期如出一辙。回顾 2020 年特朗普任内，美国众多页岩油企业面临破产危机，但凭借技术革命将完全成本降至 36 美元以下，并在随后三年的高油价红利中复苏。然而，经过拜登任期内的高通胀和激进加息，美国社会生产生活综合成本极大抬升，现如今页岩油商完全成本水涨船高至 61 美元以上，当沙特阿美表示愿意接受油价长期低迷的代价，他们便只能自求多福了。

经济低迷和需求放缓难题

中美发布经贸会谈联合声明后，稳住了市场信心和油价颓势，但国际局势高度不确定的背景下，全球经济和能源需求预期低迷，原油底层逻辑仍未得到修复，多因素复杂博弈正在重塑市场格局。

根据国际能源署（IEA）最新月报，预计 2025 年全球原油供应增量将远超需求增量，这也是绝大多数研究机构的主流看法。具体地，IEA 将 2025 年全球供应增长预期大幅上调 38 万桶/日至 160 万桶/日，主要原因是沙特从坚持减产转向加速增产；IEA 将 2025 年全球原油需求增长预期从 103 万桶/日大幅下调至 73 万桶/日，将 2026 年全球原油需求增速进一步下调至 69 万桶/日，理由是全球经济衰退导致油品消费放缓。类似地，OPEC 将 2025 年全球原油需求增长预测从 145 万

桶/日下调到 130 万桶/日，该组织站在卖方立场更偏乐观，但不得不承认需求前景正在劣化。

目前，美国虽然与中国、英国初步达成一致，但又随即转向欧盟发难，所谓的对等关税已经对全球化贸易格局造成不可逆影响，如果特朗普当局最终未能悬崖勒马，原油市场将迅速从脆弱平衡转向严重过剩，需要警惕更多非理性交易行为的涌现。

华尔街不看好原油市场表现

华尔街投行机构普遍不看好年内原油市场表现，以高盛为代表的观点认为，2025-2026 年国际原油价格将比当前所处位置更为低迷且走势持续疲弱。

自 2025 年以来，国际基准 Brent 原油及北美基准 WTI 原油累计跌幅达 10%左右，形成了双主线空头逻辑的共振效应。一方面，OPEC+联盟开始退出自愿减产协议，并迅速启动超预期增产计划，加剧了原油供应过剩的矛盾；另一方面，美国特朗普当局对各大经济体加征关税并引发反制措施，导致国际贸易争端激化和全球经济衰退风险，本已放缓的能源需求前景更加堪忧。

近年来，高盛长期扮演着原油多头旗手的角色，而今年摇身一变成为大空头，在若干报告中不断下调油价预期。援引高盛最新预测，在 2025 年剩余时间内，Brent 原油均价将为 60 美元/桶，WTI 原油均价将为 56 美元/桶；到 2026 年 Brent 原油均价进一步降至 55 美元/桶，WTI 原油均价低至 51 美元/桶。大摩、小摩和美银等华尔街金融

巨头看法和高盛基本一致，预测今明两年原油市场将出现显著的系统性供需失衡，对原油期货构成沉重的下行压力。

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