

转机与阴霾

- **行情回顾:** 本周油价止跌反弹, 关税暂缓后, 目前宏观情绪并未进一步恶化。
- **转机的可能:** 暂缓的对等关税, 以及背后特朗普政府思路转变的可能: 纳瓦罗所代表的零逆差派向贝森特所代表的零关税派的转折。
- **阴霾仍存:** 关且不论 OPEC+ 的增产预期, 当前宏观经济上的阴霾也仍然存在: 一是当前主要大国之间关税对于贸易及经济增长的阻碍, 二是当前美联储关注通胀更甚于增长。
- **观点总结:** 以上所述的转机和阴霾形成了我们本周日报以来、也是我们当前看待下一周原油行情的观点: 或有修复反弹行情, 但目前仅是看反弹, 高度并不乐观。

风险提示: 关税政策调整, 美国对外制裁加剧, 中东局势变动, OPEC+ 政策调整。

分析师: 詹建平

从业资格证号: F0259856

投资咨询证号: Z0002423

研究所

能化研究室

Tel: 010-82292099

Email: zhanjianping@swyhsc.com

相关研究

《原油 2025 年展望: 增产预期压制上方空间》

《宏源原油周报 20250110: 低库存下油价对于供给的潜在减量较为敏感》

《宏源原油周报 20250117: 特朗普即将上台, 关注其地缘政策》

《宏源原油周报 20250124: 特朗普叠加美联储议息, 春节期间油价波动或加剧》

《宏源原油周报 20250207: 特朗普重申降低油价承诺》

《原油周报 20250214: 地缘风险重估, 油价承压》

《原油周报 20250221: 关注地缘问题及 OPEC+ 增产节奏》

《原油周报 20250228: 短期支撑有效, 减产底继续面临考验》

《原油周报 20250307: 关注晚间美国非农数据》

《宏源原油二季度报告: 等待利空因素消化, 不必过度悲观》

《原油周报 20250403: 原油下行压力加大》

《原油周报 20250410: 关税重压下的油价》

目录

一、宏观分析.....	4
1、宏观预期暂未进一步恶化，油价止跌反弹.....	4
2、转机的可能—贝森特主导下的零关税谈判而非零逆差.....	4
3、阴霾仍在.....	6
二、基本面分析.....	7
1、供给端：欧佩克收到产量补偿计划.....	7
2、需求端：关注旺季出行消费情况.....	8
3、库存：库存相对低位，注意地缘对供给的影响.....	10
三、总结与展望.....	11

图表

图表 1 : 内外盘原油期货价格 (美元/桶, 元/桶)	4
图表 2 : 10Y 美国国债收益率本周开始下滑	4
图表 5 : 4 月 10 日, 美股、美元指数下跌, 美债收益率上升	5
图表 3 : 本周长、短期美债收益率开始下滑	5
图表 4 : 美股在鲍威尔言论后继续下跌, 难言企稳	6
图表 6 : OPEC+产量计划前后对比 (千桶/日)	7
图表 7 : 美国原油产量 (万桶/日)	7
图表 8 : 美原油活跃钻机数量 (座)	7
图表 9 : 伊朗产量 (千桶/日)	8
图表 10 : 委内瑞拉产量 (千桶/日)	8
图表 11 : 美国汽油需求量 (万桶/日)	8
图表 12 : 美国航煤油需求量 (万桶/日)	8
图表 13 : 美国炼厂估算利润(美元/桶)	9
图表 14 : 美国炼厂开工率 (%)	9
图表 15 : 主营炼厂开工率 (%)	9
图表 16 : 山东地炼开工率 (%)	9
图表 17 : 美国原油库存 (除 SPR) (万桶)	10
图表 18 : OECD 石油库存(百万桶)	10

一、宏观分析

1、宏观预期暂未进一步恶化，油价止跌反弹

本周油价止跌反弹，关税暂缓后，目前宏观情绪并未进一步恶化。截止4月17日收盘，WTI原油期货活跃合约报收63.75美元/桶，Brent原油报收67.85美元/桶；截至4月17日收盘，SC原油期货活跃合约收482.7元/桶。

图表 1：内外盘原油期货价格（美元/桶，元/桶）



资料来源：WIND，宏源期货研究所

2、转机的可能—贝森特主导下的零关税谈判而非零逆差

自对等关税暂停以来，市场情绪有所好转，这种好转并不仅是表面上的关税暂缓，更为关键的是特朗普决策层的可能转向：由纳瓦罗代表的零逆差转向贝森特的零关税。

图表 2：10Y美国国债收益率本周开始下滑



资料来源：WIND，宏源期货研究所

在本轮关税初期，特朗普政府主要思路是零逆差，代表人物是贸易顾问纳瓦罗，这一思路主要是特朗普政府想要对当前美国财政贸易双赤字格局进行变革，但对于零逆差的追求本质上是减少其他国家对于美债的购买需求，因此我们会在关税加征初期看到对于美债的抛售，当然这里面也可能有更深层的问题：美债的避险属性在减弱。

市场的担忧在 4 月 10 日达到高点，形成了对美国的股债汇三杀。

图表 3：4 月 10 日，美股、美元指数下跌，美债收益率上升



资料来源：WIND，宏源期货研究所

而从上周末开始，特朗普开始选用财政部长贝森特作为与日本关税谈判的主要代表，与纳瓦罗不同，宏观对冲基金经理出身的贝森特对市场呵护程度更多，对关税的看法也更多认为是用来谈判追求降低关税，而非追求零逆差。“换将”也许是特朗普一开始就想好的“交易的艺术”，也可能是美债让特朗普政府意识到了问题，但无论是何种理由，这种转变对于市场是相对友好的，也是未来可能的转机。

图表 4：本周长、短期美债收益率开始下滑



资料来源：WIND，宏源期货研究所

3、阴霾仍在

且不论 OPEC+ 的增产预期，当前宏观经济上的阴霾也仍然存在：一是当前主要大国之间关税对于贸易及经济增长的阻碍，二是当前美联储关注通胀更甚于增长。

本周美联储主席鲍威尔在出席会议时明确表态，美联储不会干预以应对股市的剧烈下跌，因为关税制度存在巨大的波动性，加上 3 月 FOMC 上的发言，美联储对当前市场的态度是：因为关税的高度不确定性，美联储将选择暂时观望而非为了保护经济增长急于降息。这意味着当前美股也许并没有市场所期望的 Fed Put。美股下跌导致的财富效应缩水或许将进一步影响美国的消费与支出，对宏观经济造成压力。

图表 5：美股在鲍威尔言论后继续下跌，难言企稳



资料来源：WIND，宏源期货研究所

以上所述的转机和阴霾形成了我们本周日报以来、也是我们当前看待下一周原油行情的观点：或有修复反弹行情，但目前仅是看反弹，高度并不乐观。

二、基本面分析

1、供给端：欧佩克收到产量补偿计划

欧佩克周三表示，已收到来自八个国家的最新石油产量补偿计划，这些国家的石油产量超过了欧佩克+内部的自愿生产配额。这些国家是沙特、俄罗斯、伊拉克、阿联酋、科威特、哈萨克斯坦、阿尔及利亚和阿曼。市场对于此前超预期增产的利空担忧有所缓解。

图表 6：OPEC+产量计划前后对比（千桶/日）

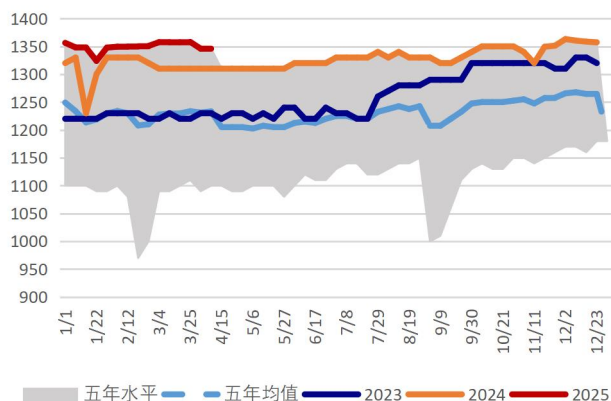
Country	2025									
	Jan - Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec
Algeria	908	911	914	917	919	922	925	928	931	934
Iraq	4,000	4,012	4,024	4,037	4,049	4,061	4,073	4,086	4,098	4,110
Kuwait	2,413	2,421	2,428	2,436	2,443	2,451	2,458	2,466	2,473	2,481
Saudi Arabia	8,978	9,034	9,089	9,145	9,200	9,256	9,311	9,367	9,422	9,478
UAE	2,912	2,938	2,963	2,989	3,015	3,041	3,066	3,092	3,118	3,144
Kazakhstan	1,468	1,473	1,477	1,482	1,486	1,491	1,495	1,500	1,504	1,509
Oman	759	761	764	766	768	771	773	775	778	780
Russia	8,978	9,004	9,030	9,057	9,083	9,109	9,135	9,161	9,187	9,214

Country	May 2025 Required Production (kbd)
Algeria	919
Iraq	4,049
Kuwait	2,443
Saudi Arabia	9,200
UAE	3,015
Kazakhstan	1,486
Oman	768
Russia	9,083

资料来源：OPEC，宏源期货研究所

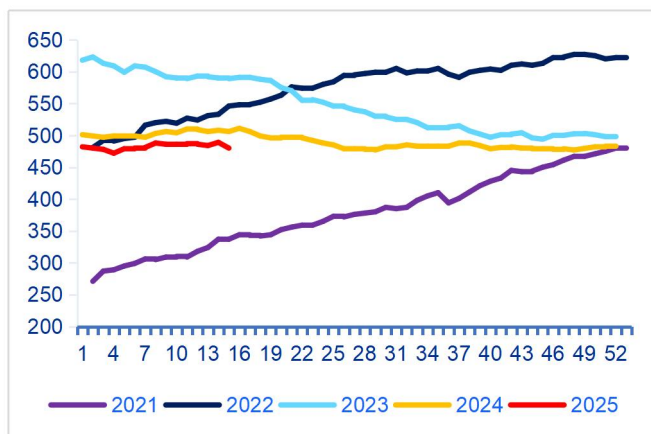
从美国的角度看，美国原油产量处于高位，但钻机数量变动有限的情况下，增产能力也较为有限，且低油价下生产商扩大开采规模的意愿也较为有限。特朗普政府对于原油增产的努力更多会体现在中长期。

图表 7：美国原油产量（万桶/日）



资料来源：EIA，宏源期货研究所

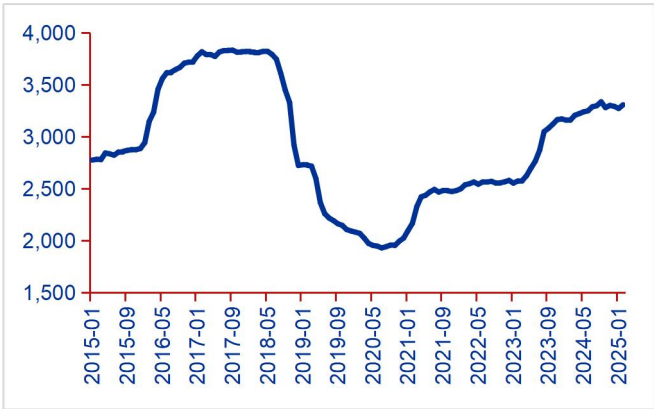
图表 8：美原油活跃钻机数量（座）



资料来源：WIND，宏源期货研究所

另外供给端需要考虑到一个风险就是，美国地缘政策的变动对于原油供给的影响，供给端的增量风险来自于特朗普政府可能以放松对俄制裁以换取俄乌停战，减量风险来自于特朗普政府对于伊朗及委内瑞拉等国制裁的加剧，最大风险在于伊朗，目前美国对于伊朗原油的制裁正在加剧，特朗普威胁要将伊朗原油出口降低至0，虽然难以完全落地，但市场机构预估影响到的供给量可能在80-100万桶/日。

图表 9：伊朗产量（千桶/日）



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图表 10：委内瑞拉产量（千桶/日）

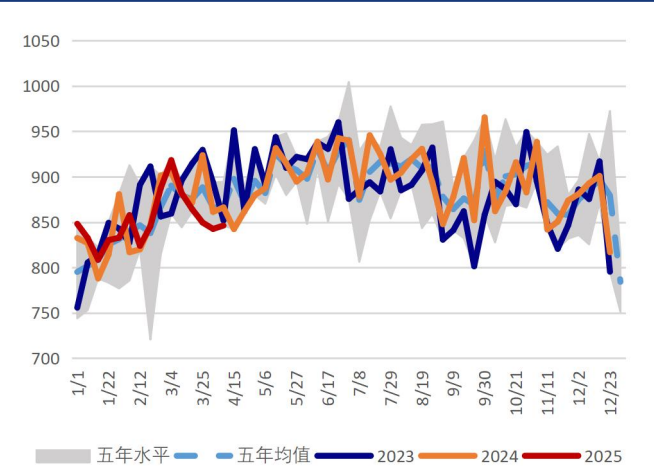


资料来源：WIND，宏源期货研究所

2、需求端：关注旺季出行消费情况

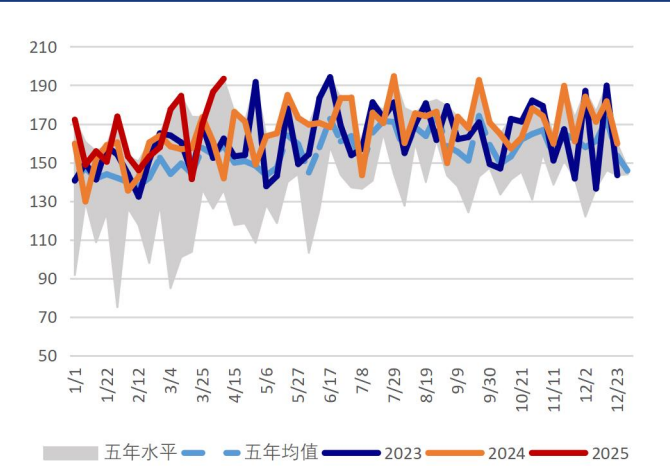
二季度尤其是5-6月是美国出行的相对旺季，从往年数据看，汽油需求及航煤油需求会处于相对较高水平，近两周汽油需求下滑至平均水平以下，航煤油需求上升至平均水平以上。此外，油价带动成品油价格下跌，也有机会刺激需求。

图表 11：美国汽油需求量（万桶/日）



资料来源：EIA，宏源期货研究所

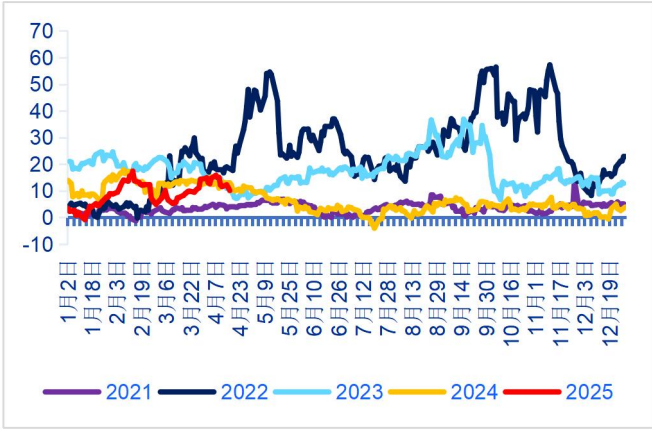
图表 12：美国航煤油需求量（万桶/日）



资料来源：EIA，宏源期货研究所

油价近一周的企稳修复使估算的炼厂利润环比有所下滑，相较于近五年仍处于中性水平，当前下游炼厂开工低于五年均值水平。

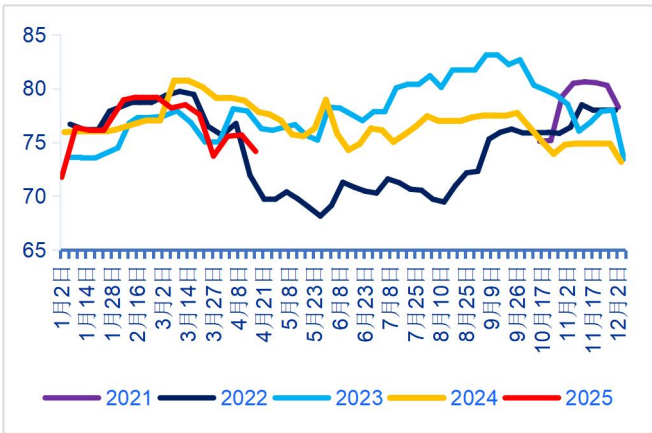
图表 13: 美国炼厂估算利润(美元/桶)



资料来源: WIND, 宏源期货研究所

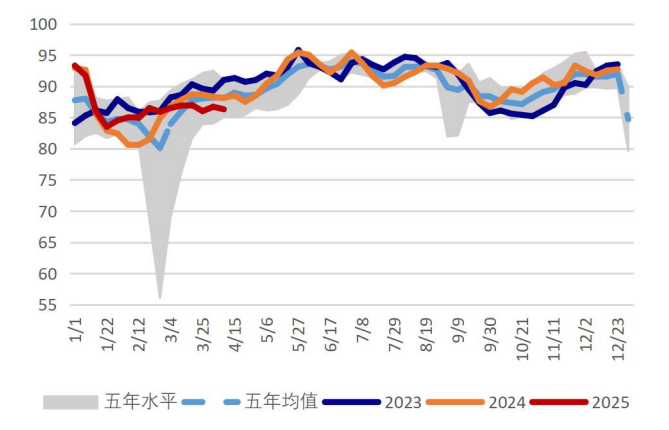
国内方面来看，地炼开工仍不乐观，由于能源需求的转型以及成品油相关税收政策的调整，地方炼厂盈利能力受到考验，山东地炼开工近期虽有修复但仍处于近五年低位，加上美国对俄、伊货源制裁的加剧，或进一步影响地炼开工意愿。

图表 15: 主营炼厂开工率 (%)



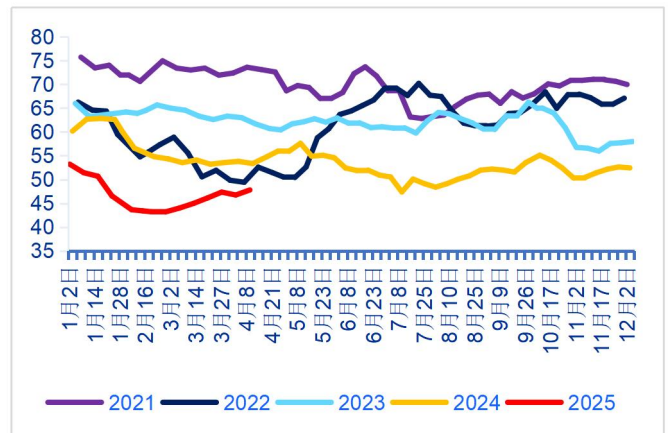
资料来源: WIND, 宏源期货研究所

图表 14: 美国炼厂开工率 (%)



资料来源: EIA, 宏源期货研究所

图表 16: 山东地炼开工率 (%)



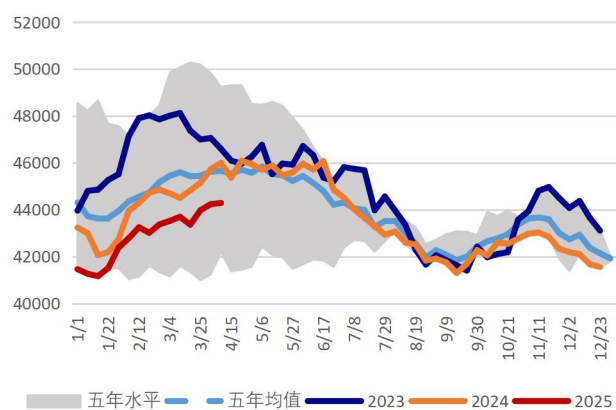
资料来源: EIA, 宏源期货研究所

从全年的角度来看，关税预期下，机构纷纷下调 2025 年全球原油需求增长预测，在最新的月报中：EIA 预测 2025 年全球石油消费增长 90 万桶/日，相较于上月下调 40 万桶/日；IEA 将 2025 年全球石油需求增长预期下调至 73 万桶/日，相较于上月下调 30 万桶/日；OPEC 预计 2025 年全球原油需求增速预期为 130 万桶/日，相较于上月下调 15 万桶/日。

3、库存：库存相对低位，注意地缘对供给的影响

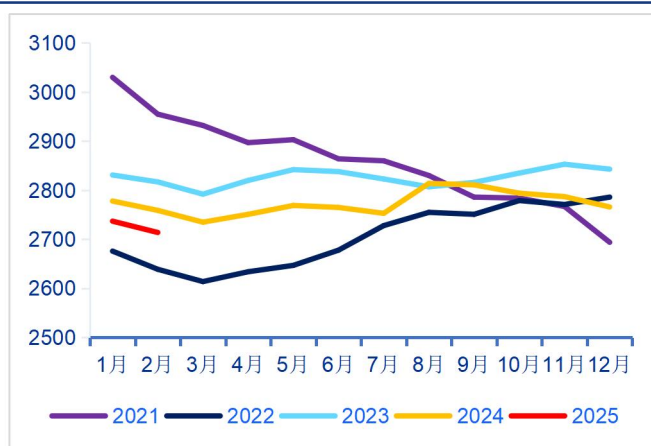
当前美国及 OECD 原油库存处于相对低位，意味着发生供应冲击时原油价格向上弹性较大，需关注地缘对供应端的影响，如今年 1 月拜登政府对俄制裁加剧导致的供应担忧使得原油价格短期上涨约 10 美元/桶。

图表 17：美国原油库存（除 SPR）（万桶）



资料来源：WIND，宏源期货研究所

图表 18：OECD 石油库存(百万桶)



资料来源：EIA，宏源期货研究所

三、总结与展望

行情回顾：本周油价止跌反弹，关税暂缓后，目前宏观情绪并未进一步恶化。

转机的可能：暂缓的对等关税，以及背后特朗普政府思路转变的可能：纳瓦罗所代表的零逆差派向贝森特所代表的零关税派的转折。

阴霾仍存：关且不论 OPEC+ 的增产预期，当前宏观经济上的阴霾也仍然存在：一是当前主要大国之间关税对于贸易及经济增长的阻碍，二是当前美联储关注通胀更甚于增长。

观点总结：以上所述的转机和阴霾形成了我们本周日报以来、也是我们当前看待下一周原油行情的观点：或有修复反弹行情，但目前仅是看反弹，高度并不乐观。

风险提示：关税政策调整，美国对外制裁加剧，中东局势变动，OPEC+ 政策调整。

免责声明：

宏源期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货交易咨询业务资格。

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行期货投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

风险提示：期市有风险，投资需谨慎

