

回顾历史，本轮油价下跌仍有较大空间

图表: WTI 油价走势图



来源：文华财经 新湖期货研究所

近期，油价受特朗普的关税政策和 OPEC+5 月增产大幅超预期影响，大幅下挫。4 月 3 日-4 日两日跌幅在 13% 左右，市场恐慌情绪大幅攀升，投资机构纷纷下调年内油价预测值。这一轮的油价下跌是否会持续呢？后期是反转还是继续下跌，我们首先简单来回顾一下 2000-2025 年期间历史上的四次油价暴跌：

1、2008 年油价暴跌（147 美元/桶-33.2 美元/桶）-全球经济危机

2008 年 7 月，WTI 油价创历史新高，147 美元/桶，随后暴跌至 33.2 美元/桶（2008 年 12 月），跌幅高达 77.4%，为有记录以来最陡峭的下跌。这一轮下跌主要受全球金融危机影响，全球经济断崖式下滑，发达国家 GDP 集体负增长，工业用油需求锐减，与此同时，中国等新兴市场短暂硬着陆。根据 IEA 报告，2008 年和 2009 年全球石油产品需求分别为 8649 万桶/日和 8546 万桶/日，同比均负增长，分别为-78 万桶/日和-119 万桶/日。全球石油产品需求与经济息息相关，石油产品的需求增速大约为全球 GDP 增速的一半。

2008 年全球经济危机起源于美国的房地产市场。由于房价持续上涨，许多金融机构推出了复杂的金融产品，如抵押贷款证券化产品（MBS）和信用违约掉期（CDS），这些产品的风险难以评估，导致市场不稳定。当房价开始下跌时，这些金融产品的价值也随之缩水，引发了金融危机。在这段时间里，美国的金融机构普遍进行了高风险的次贷借贷，即将贷款发放给信用评级较低的人群。当这些借款人无法偿还贷款时，大量的房屋被收回，进一步加剧了房地产市场的下滑。美国的金融危机很快波及到了全球金融市场。由于美国是全球最大的经济体，其金融市场的动荡对其他国家产生了深远的影响。金融机构的倒闭

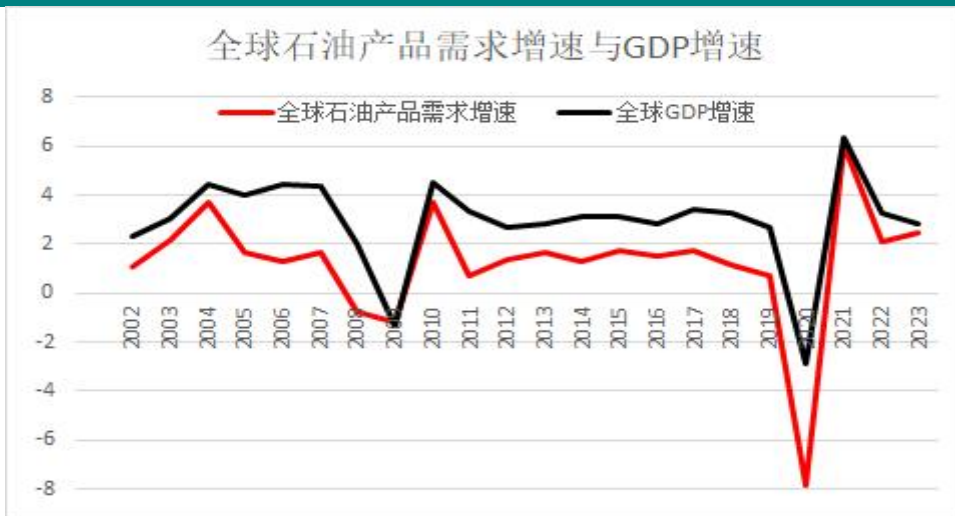
和兼并频发，全球股市市值蒸发，投资者信心受到严重打击。随着金融市场的不稳定，实体经济也开始受到影响。企业的信贷紧缩，投资和消费支出减少，导致经济增长放缓，失业率上升。特别是房地产市场的崩溃，对建筑业和相关行业造成了巨大的冲击。为了防止经济进一步恶化，各国政府和央行采取了一系列干预措施，包括降低利率、注入流动性等。此外，美国政府还实施了大规模的经济刺激计划，以提振经济。2009年，全球经济衰退的趋势并未得到有效遏制。由于金融危机的影响，全球贸易大幅萎缩，企业盈利能力下降，就业形势严峻。面对全球经济危机，各国加强了合作，共同探讨解决方案。国际货币基金组织（IMF）和其他国际组织在这一过程中发挥了重要作用，为全球经济的稳定和发展指明了方向。进入2010年，全球经济开始展现出复苏的迹象，石油产品需求也开始逐渐恢复。

图表：全球石油产品需求及需求增量



来源：IEA 新湖期货研究所

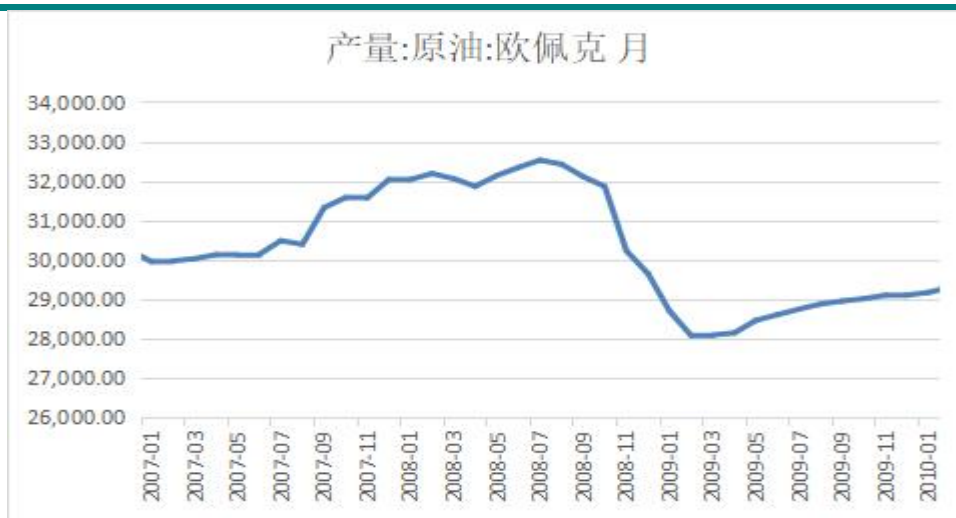
图表：全球石油产品需求及需求增量



来源：IEA 新湖期货研究所

面对全球经济危机，OPEC 在 2008 年 10 月紧急宣布减产 150 万桶/日。

图表: OPEC 原油产量



来源: OPEC 新湖期货研究所

2、2014 年油价暴跌 (107 美元/桶-44 美元/桶) -页岩油大幅增产且 OPEC 开启价格战

2014 年 6 月底，油价迎来新一轮的暴跌，一直持续到 2015 年 1 月底左右。WTI 油价从 107 美元/桶一路下跌至 44 美元/桶，跌幅接近 60%，这一轮下跌主要由主产国大幅增产导致。

图表: 美国原油产量与石油钻井机数



来源: 彭博 新湖期货研究所

一方面，美国页岩油大幅增产。2010 年后，美国页岩油水平钻井和水力压裂技术逐渐成熟，石油钻井机数大幅增加，峰值达 1600 座左右，推动页岩油产量从 2010 年的 55 万桶/日飙升至 2014 年的 450 万桶/日，原油产量从 2010 年的 550 万桶/日飙升至 2014 年的 900

万桶/日，原油产量滞后于钻井机数 3 个月左右，页岩油产量占全美原油产量比例从 10% 升至 50%。

另一方面，OPEC 开启大幅增产。为了恢复市场平衡，OPEC 2014 年 11 月会议决定，将产量维持在 2011 年 12 月商定的 3000 万桶/日，拒绝通过减产支撑油价。与往常一样，在做出这一决定时，成员国确认他们准备应对可能对维持有序和平衡的石油市场产生不利影响的事态发展。其目的是通过低油价（预计降至 60 美元以下）迫使高成本页岩油生产商退出市场。

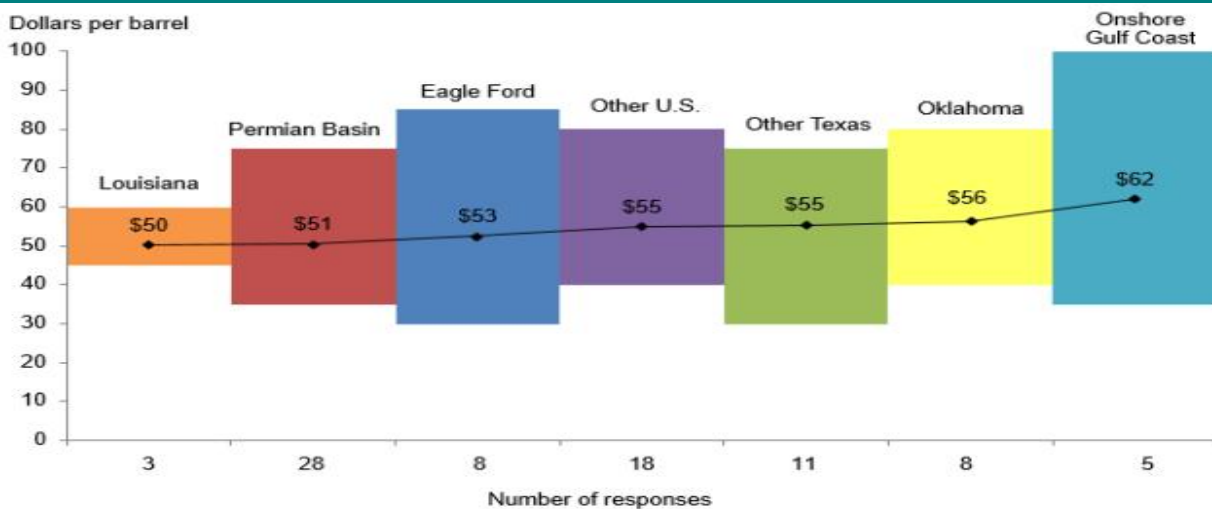
图表: OPEC 原油产量



来源：彭博 新潮期货研究所

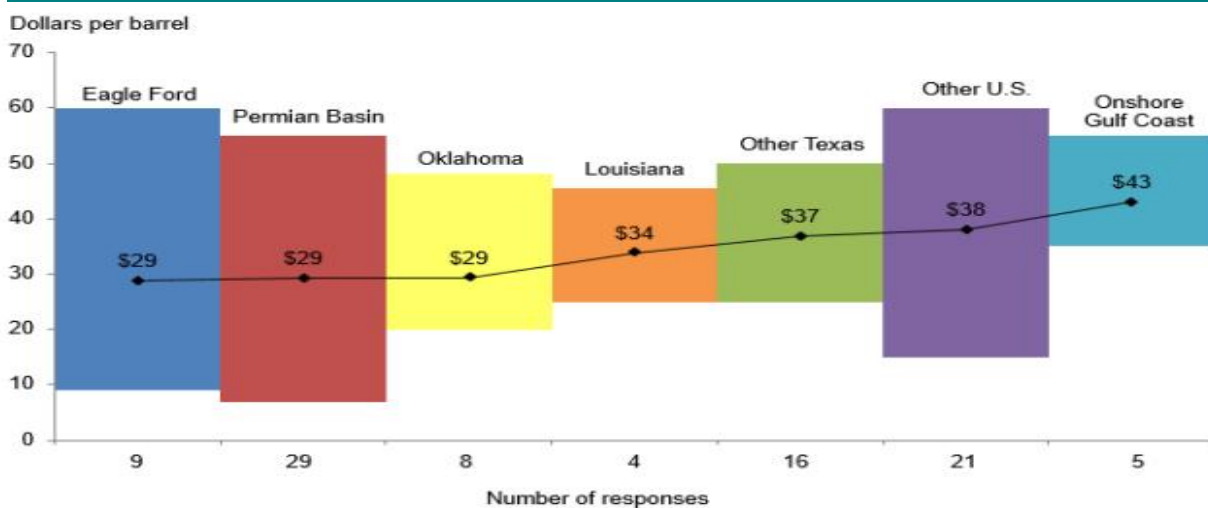
2015 年，受低油价影响，美国页岩油产量从 2014 年峰值 450 万桶/日降至 430 万桶/日（首现负增长），为页岩油革命以来首次负增长。但区域分化较为显著，二叠纪盆地产量逆势增长 8%（成本最低），巴肯/鹰滩产量暴跌 20-25%（高成本区域首当其冲）。页岩油资本开支同比腰斩（-52%），钻井平台数量从 1,600 座骤降至 700 座，最低出现在 2016 年 5 月，不到 320 座。能源垃圾债收益率飙升至 20%，全年破产企业达 67 家（包括 WBH Energy 等中型生产厂商）。这奠定了 2016-2020 年行业“精益生产”模式基础。与此同时，页岩油生产技术革命加速，其生存底线在 40-50 美元/桶。根据 2016 年 Q1 的达拉斯联储报告，钻一口新井所需 WTI 油价为 50-62 美元/桶，完井所需 WTI 油价为 29-43 美元/桶。美国原油产量尽管从 2015 年初 960 万桶/日降至 2016 年 Q3 低点 860 万桶/日，随后再次开启增长趋势。

图表：钻井所需 WTI 油价（2016 年 Q1）



来源：达拉斯联储报告 新潮期货研究所

图表：完井所需 WTI 油价（2016 年 Q1）



来源：达拉斯联储报告 新潮期货研究所

图表：美国原油产量



来源：彭博 新潮期货研究所

OPEC 方面，2015 年及 2016 年维持高产，在此期间，OPEC 产量最高接近 3350 万桶/日。随后，在 2016 年年底的会议上，沙特联合俄罗斯达成历史性减产协议，总共减产 180 万桶/日，其中 OPEC 减产 120 万桶/日，非 OPEC 减产 60 万桶/日，结束价格战。这也充分证明了页岩油的韧性，沙特主导的“价格战”策略未能消灭页岩油，OPEC 被迫接受“市场份额共存”模式，同时也加速 OPEC+联盟形成。

3) 2018 年油价下跌 (76.9 美元/桶-42.36 美元/桶) -中美贸易战&产油国增产

2018 年油价受中美贸易战影响，再次显著下跌。WTI 从 10 月初 76.9 美元/桶跌至 12 月底的 42.36 美元/桶，跌幅达 45%。IMF 在 10 月下调 2019 年全球 GDP 增速预期至 3.7%（较 7 月预测降 0.2%），中国三季度 GDP 增速 6.5%（创十年新低），欧盟汽车销量连续三个月负增长，引发对原油需求疲软的担忧。与此同时，OPEC+结束 2017 年年初开启的联合减产，开启了 2018 年 7-12 月增产 100 万桶/日的决定。两大产油国，俄罗斯及沙特产量均创新高，沙特 11 月产量高达 1100 万桶/日。另外，2018 年 10 月卡舒吉遇害事件导致沙特面临国际压力，市场担忧沙特可能被迫增产以换取美国政治支持，进一步削弱 OPEC+减产可信度。相反，美国页岩油技术持续革新，开采成本降至 40 美元/桶以下，2018 年美国原油产量持续增加，同比增加 160 万桶/日，2018 年年底产量已接近 1200 万桶/日，超越沙特及俄罗斯，成为全球第一。面对整个市场供大于求的压力，2018 年 12 月的会议上，OPEC+再次达成一致协议，同意减产 120 万桶/日，其中 OPEC 减 80 万桶/日，非 OPEC 减 40 万桶/日，以 2018 年 10 月产量为基础，利比亚、委内瑞拉及伊朗为豁免国。

根据 IEA 数据，2018 年和 2019 年全球石油产品需求同比分别增加 114 万桶/日和 68 万桶/日，中美贸易摩擦对 2019 年的油品需求影响更大。

图表: OPEC 产量政策

2017年	OPEC+减产180万桶/日
2018年1-6月	OPEC+减产180万桶/日
2018年7-12月	增产100万桶/日
2019年	OPEC+减产120万桶/日

来源: OPEC 月报 新湖期货研究所

4、2020 年历史性暴跌（首次出现负油价）—疫情&价格战

2020 年出现历史性暴跌，甚至首次出现负油价。这一极端行情的本质是新冠疫情冲击下的供需崩溃与金融市场流动性危机的共振结果。WTI 从年初的 65.65 美元/桶跌至盘中出现负油价。受疫情影响，居民居家隔离，全球石油产品需求大幅下降，4 月全球需求下滑 25% 左右，部分经济体国家需求几乎接近腰斩。5 月开始，随着各国陆续解封，全球石油产品需求出现了明显的刚需反弹。与此同时，沙特和俄罗斯在 OPEC+3 月初的会议上撕破脸，为抢夺市场份额，沙特下调发往各地区油种的升贴水，且各国纷纷增产，OPEC 4 月总产量高达 3049.5 万桶/日，环比增加 191.7 万桶/日，沙特 4 月产量高达 1164.2 万桶/日。但是，海外疫情仍在进一步恶化，全球除中国之外，需求都在萎缩，为应对全球石油产品需求大幅下降，为此 OPEC+ 不得不在 4 月初会议上作出再次回归减产的决定。根据 IEA 的数据，2020 年全球石油产品需求同比大幅减少高达 784 万桶/日。由于页岩油井关停需 1-3 个月缓冲期，美国原油产量在 2020 年 3 月和 4 月仍维持接近 1300 万桶/日的高位。导致短期供给过剩加剧。

因此，通过分析，我们发现 2000-2025 年期间这几次油价暴跌都源于需求休克，全球经济下滑，石油产品需求显著下降（2008 年和 2020 年），或供给失控，OPEC+ 大幅增产或美国原油产量大幅增加超预期（2014 年、2018 年和 2020 年）。

回到近期的这一轮油价大幅下跌，我们认为后期油价仍有下跌空间，重心继续下移，但波动较大，关税政策和 OPEC+ 政策或仍有一定的反复。

1) 关税政策

美国总统特朗普 4 月 2 日在白宫签署两项关于所谓“对等关税”的行政令。美国将对所有进口商品加征基础 10% 的全面关税，即“最低基准关税”。此前钢铝、汽车等已落地 25% 关税税率的行业不受此行政令的影响。另外，铜、药品、半导体、木材、部分关键金属与能源产品也被排除在对等关税框架外，这些行业是特朗普此前提到计划加征更高行业关税的品类，具体落地时间与税率仍未公布。部分国家与地区面临更高税率。欧盟（20%）、日本（24%）、韩国（25%）、中国（34%）、印度（26%）、泰国（36%）及越南（46%）

等；美墨加协定下的商品关税豁免将继续，对不符合美墨加协定下的商品，关税将维持在 25%（加拿大能源 10%）；基准关税将于 4 月 5 日凌晨生效，对等关税将于 4 月 9 日凌晨生效。备受市场关注的中国和欧盟，总体态度较为强硬。中国坚决反制美滥施关税：对原产于美国的所有进口商品加征 34% 关税；欧盟委员会提议对一系列美国进口商品征收 25% 的反制关税，将于从 5 月 16 日起生效。其余国家尚未表态，反制或默认或取消关税。对等关税执行，势必带来全球经济下滑，WTO 预测 2025 年全球商品贸易增速或降至 1.7%（原预期 2.8%），摩根大通将今年全球经济衰退的预期概率上调至 60%。后期仍需重点关注关税的落实情况。

2) OPEC+产量政策

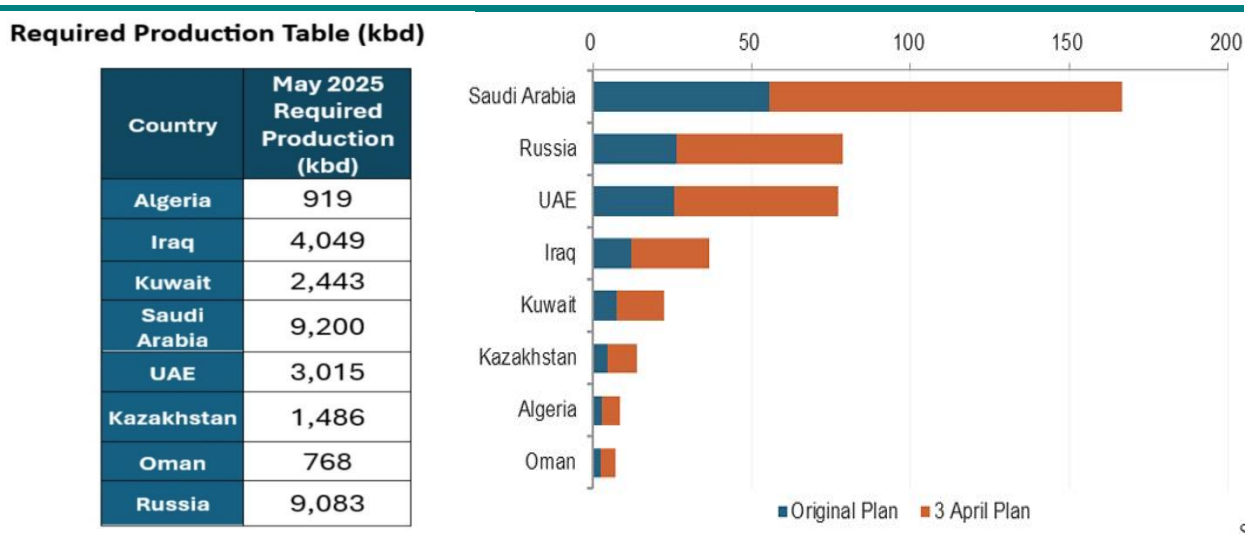
2024 年是在 2023 年大幅减产基础上，延续减产，累计减产产量高达 580 万桶/日。具体包含如下：1) 2022 年年底开始的除伊朗、利比亚及委内瑞拉的 OPEC+ 成员国的 200 万桶/日的配额减产；2) 2023 年 5-6 月，多成员国宣布的自愿减产 165.7 万桶/日；3) 2023 年 11 月 30 日会议宣布的额外自愿减产 220 万桶/日。

2024 年 12 月 5 日，OPEC+ 线上会议决定：1) 延长 220 万桶/日的自愿减产至 2025 年一季度末；2) 延长 166 万桶/日自愿减产和 200 万桶/日的配额减产到 2026 年底；3) 阿联酋从 2025 年 4 月开始要求增产 30 万桶/日，这是此前给予阿联酋的配额上调幅度；俄罗斯 2025 年一季度配额为 897.8 万桶/日，4 月份增至 900.4 万桶/日，2025 年 12 月增至 921.4 万桶/日。

2025 年 3 月 3 日 OPEC+ 会议决定，从 2025 年 4 月 1 日开始逐步灵活地恢复 220 万桶/日的自愿调整，月度增产 12-113 万桶/日。但是，4 月 3 日会议 8 个成员国决定，加快解除其 220 万桶/日的额外自愿减产，5 月份产量环比增加 41.1 万桶/日，而非此前计划的 13.7 万桶/日，约等于前期月增产量的 3 倍，远超市场预期。尽管增产的量绝对值并不十分大，且 5 月 5 日会议决定 6 月产量，但市场普遍预计 OPEC+ 复产节奏或加快。

欧佩克+的声明还称，该组织将从现在起每月举行会议，以评估市场状况并考虑下个月的产量水平。欧佩克+重申，它可能在 2025 年 5 月 5 日的下次会议上决定暂停、削减或进一步增加产量。但市场普遍预计，OPEC+ 或能够按照此前计划的节奏持续增产，直至年底，然后在 2026 年 1 月再次削减产量。但是，如果美国关税风波导致需求大幅减弱，OPEC+ 的减产可能会提前。

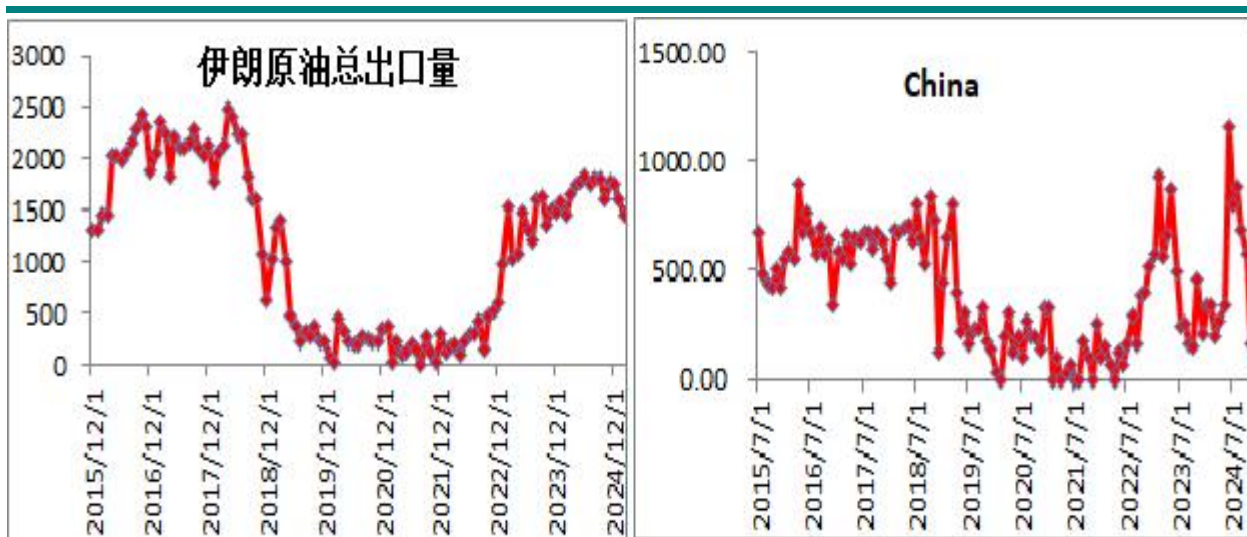
图表: OPEC 产量政策



来源: OPEC, FGE 新湖期货研究所

3) 伊朗制裁

图表: 伊朗原油出口量



来源: 彭博 新湖期货研究所

今年2月, 特朗普表示将重新对伊朗施加“最大压力”, 包括努力将伊朗出口降至零, 目标是阻止伊朗获得核武器和资助激进组织。3月中旬美国发布了与伊朗有关的新制裁, 制裁对象包括亚洲一家独立炼厂(山东寿光鲁庆石化有限公司, 规模较小, 只有6万桶/天, 而且开工率可能要低得多, 自2023年以来至少进口了760万桶伊朗石油, 被标注为马来西亚混合油), 以及向这些炼厂供应原油的船只, 对12家实体实施了制裁, 并将8艘船只

列为被冻结的财产，这些船只负责运送数百万桶伊朗石油。这是特朗普政府首次干预中国的炼油系统，并称这些措施是美国“最大压力”政策的一部分，后将继续追踪并打击任何帮助伊朗规避制裁的企业和个人，以确保对伊朗的石油禁令得到有效执行。目前，市场仍需关注伊朗制裁情况。特朗普表示，美国将与伊朗进行直接谈判，双方将进行高级别谈话，会谈将于 12 日开始，伊朗表示相信谈判，但不会不惜一切代价进行谈判。至今伊朗和美国尚未举行任何一轮谈判，伊朗愿意与美国谈判，但只能与间接方式进行。伊朗 2 月原油出口量 144 万桶/日，若加大制裁，或导致其出口量减少 70-80 万桶/日。

分析师（原油 沥青）：严丽丽

从业资格号：F3030757

投资咨询号：Z0015062

电话：021-22155621

邮箱：yanlili@xhqh.net.cn

审核人：施潇涵

从业资格号：F3047765

投资咨询号：Z0013647

免责声明：

本报告由新湖期货股份有限公司（以下简称新湖期货，期货交易咨询业务许可证号 32090000）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于新湖期货。未经新湖期货事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布。如引用、刊发，须注明出处为新湖期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息均来源于公开资料和/或调研资料，所载的全部内容及观点公正，但不保证其内容的准确性和完整性。投资者不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是新湖期货在最初发表本报告日期当日的判断，新湖期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新湖期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知更新情况。新湖期货不对因投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新湖期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于投资者，新湖期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担保任何内容适合投资者，本报告不构成给予投资者期货交易咨询建议。