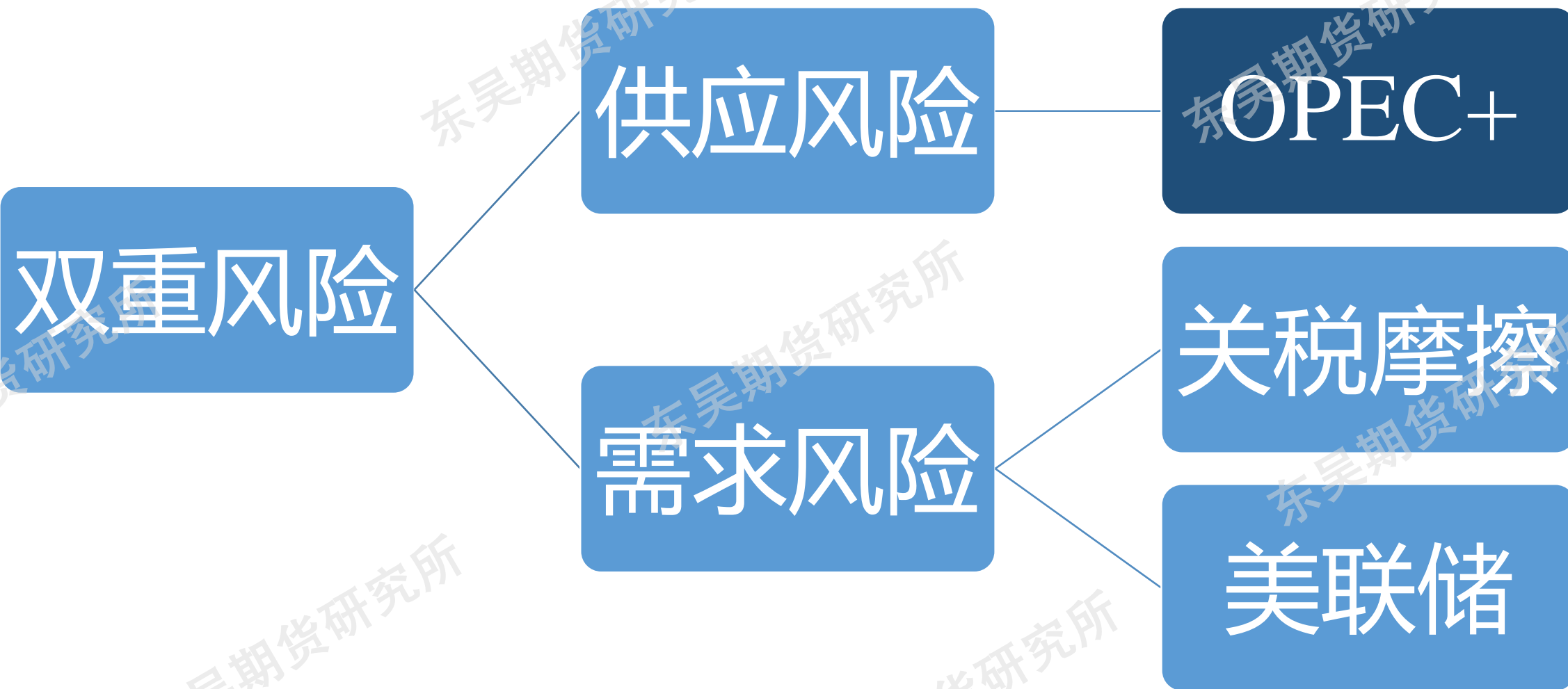


供应风险更甚的 双重风险格局

姓名：肖彧
投资咨询证号：Z0016296
2025年5月28日





➤ 自相矛盾情形1：特朗普的能源政策

A面：增加美国原油产量

主张“美国优先”，大力开发传统化石能源

放松环保法规、加速化石燃料基础设施审批、退出《巴黎协定》

宣布国家能源紧急状态，取消对油气开采限制，加速石油开采审批

开放联邦土地及沿海区域资源开发，并削减对清洁能源的补贴

B面：降低原油价格

寻求结束俄乌冲突，放松对俄罗斯原油制裁

向OPEC+喊话，寻求降低石油价格

在公开场合发表讲话，对油价下跌表示满意

矛盾点：美国页岩油作为全球成本最高的原油产出部分，如何做到既要又要？

1.2 债务压力是美国经济的核心矛盾

美国未偿还国债总额



资料来源：Bloomberg

- 拜登留给特朗普的财富：
- “坚韧”的美国经济，爆表的美国国债
- 美国国债规模：36.2万亿
- 美国2024财年政府支出：6.75万亿
- 美国2024财年财政赤字：1.833万亿
- 美国2024GDP：29.2万亿
- 美国2025国防预算：8952亿
- 美国联邦基准利率：4.25%-4.50%
- 美国2年期国债利率：3.96%
- 美国5年期国债利率：4.05%
- 美国10年期国债利率：4.44%
- 美国30年期国债利率：4.90%

- **美国的核心矛盾：债务规模过大**
- **解决方案：短期提高债务上限，长期开源节流**
- 开源：制造贸易顺差（关税战），推动私营部门增长（需要降息）
- 节流：降低债务成本（需要降息），减少政府开支（政府效率部），减少对外援助（促进俄乌会谈），美元贬值（制造衰退）。
- **特朗普矛盾的能源政策如何闭环：**
- A面：增加美国原油产量（推动私营部门增长）
- B面：降低原油价格（减少通胀，为降息创造条件）
- 美国与伊朗之间的会谈也可以认为是为了降低原油价格的努力
- 特朗普：我们的利率太高了。
- 特朗普需要的是降息，而不是通胀。利率是目的，而不是手段。
- 引论：与2018年不同的是，2025年关税战只是特朗普为了完成更宏大目标的一种手段。
- 美联储与特朗普的步调不一致，将加大美国陷入衰退的可能。

➤ 自相矛盾情形2：OPEC+

A面：维护和稳定原油市场，维护自身利益

推出了2次补偿性减产规划，1次比1次严格。

每次调整新政策必重申维护和稳定原油市场的意愿，声称增产“可以暂停或者逆转”。

B面：降低原油价格

连续2个月推进加速增产。

沙特正在向盟友和行业专家通报，称沙特不愿进一步削减供应来支撑石油市场，并能应对长期的低油价。

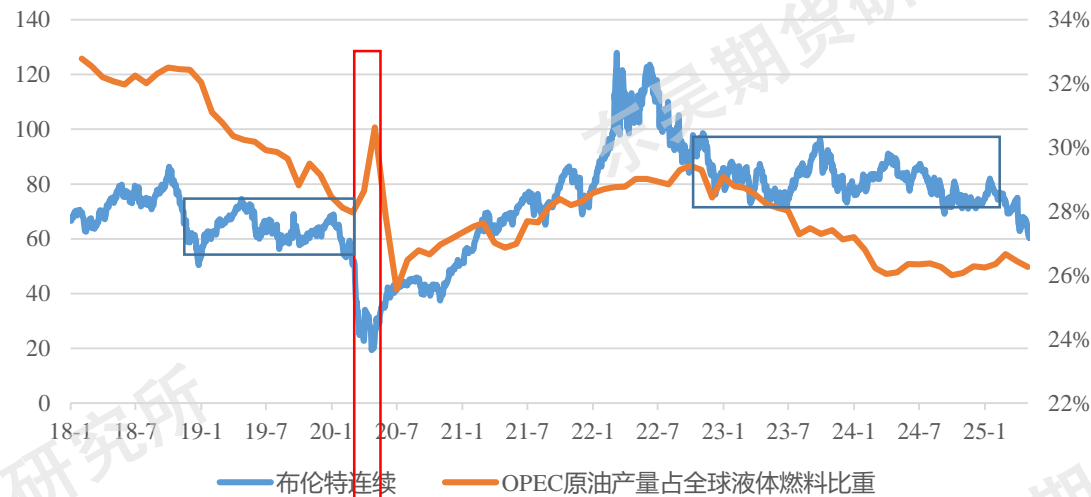
沙特正在主导10月之前快速增加石油产量，如果成员国的减产情况没有改善，可能会在11月之前逐步取消220万桶/日的自愿减产。

矛盾点：在美国推出关税战（北京时间4月3日）当天决定加速增产，直接带崩原油市场。如果4月3日是巧合，5月3日继续推进加速增产还是巧合？维护和稳定原油市场？

提升思考高度：维护自身利益是不是还有其他形式？沙特是不是想干一票大的？

2.2 OPEC产量规律

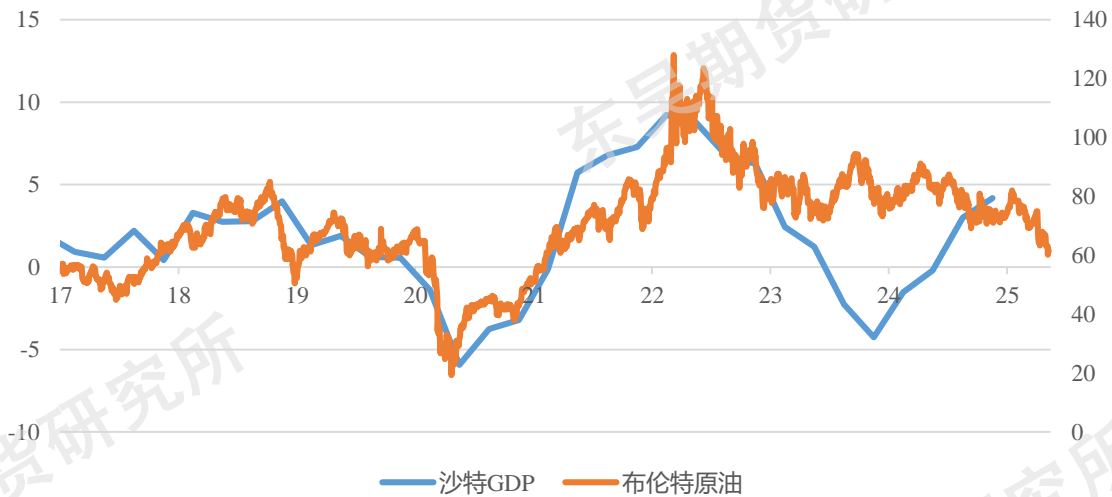
OPEC原油产量份额 vs 布伦特原油



美国原油产量



沙特GDP vs 布伦特原油



- 沙特经济与油价息息相关，通常以稳定油价为主，体现为OPEC+根据油价调节产量
- 极端情况下沙特也会推动大增产，重塑原油市场生产结构
- 大增产从长远角度对OPEC+有益
- 大增产的时机很重要，需要有效杀伤原油价格的契机

2.3 OPEC+大增产的畅想

	2020年	2025年
宏观背景	新冠疫情，直接打击交通运输需求	美国关税战，破坏力预计不及疫情
OPEC+外在压力	由于美国页岩油革命份额不断下降	由于非OPEC+大幅增产份额不断下降
话事国沙特产量	18年Q4以来多年低位	22年Q4以来多年低位，且低于20年Q1
OPEC+内部矛盾	多国长期超产 伊拉克、尼日利亚、俄罗斯	多国长期超产 伊拉克、哈萨克斯坦、俄罗斯
OPEC+一度妥协方案	不断深化减产 通过沙特超额减产弥补整体减产执行率 同意将俄罗斯凝析液排除在减产计算	通过加速增产惩罚违规国家 通过加速增产给补偿性减产腾出空间
最终演绎	沙俄全力生产原油，打响价格战	???

资料来源：东吴期货研究所

- 每次OPEC+陷入困境时，首先是面临外部压力。2020年是美国页岩油革命，2025年是非OPEC+产量集体爆发。
- 其次是内部矛盾，OPEC+陷入困境时内部成员努力步调不一致，使得内部产生分裂行为，比如退群、超产。
- 如果最终OPEC+不能从内部解决问题，将有可能转变为一致对外的情形出现。
- OPEC+对外还有一个必要契机，宏观不稳导致的需求风险。

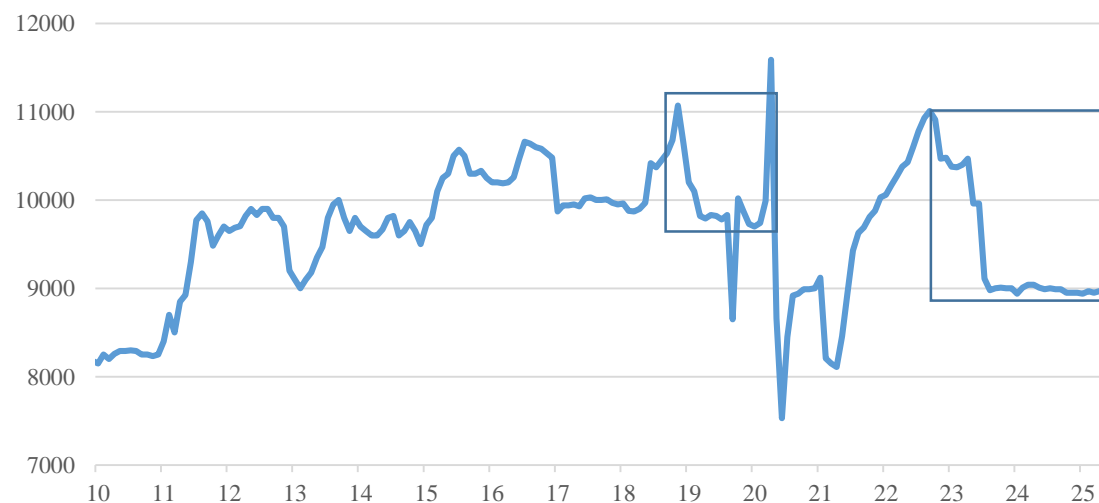
2.4 OPEC+政策时间线



资料来源：文华财经、东吴期货研究所

- 4月3日加速增产可能是巧合，5月3日加速增产表明增产决心。
- 供应没有像2020年3月瞬间暴增是因为全球经济形势仍有待观望，沙特尚未下定决心。

沙特原油产量



2.5 多轮增产后，OPEC+今年二季度已完成7/18或者44%

OPEC官网3月3日公布的最初增产计划表

Country	2025										2026								Required Production Level as per 37 th ONOMM (1)
	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep - Dec	
Algeria	911	914	917	919	922	925	928	931	934	936	939	942	945	948	951	953	956	959	1,007
Iraq	4,012	4,024	4,037	4,049	4,061	4,073	4,086	4,098	4,110	4,122	4,134	4,147	4,159	4,171	4,183	4,196	4,208	4,220	4,431
Kuwait	2,421	2,428	2,436	2,443	2,451	2,458	2,466	2,473	2,481	2,488	2,496	2,503	2,511	2,518	2,526	2,533	2,541	2,548	2,676
Saudi Arabia	9,334	9,366	9,398	9,430	9,462	9,494	9,526	9,558	9,590	9,622	9,654	9,686	9,718	9,750	9,782	9,814	9,846	9,878	10,478
UAE	2,938	2,963	2,989	3,015	3,041	3,066	3,092	3,118	3,144	3,169	3,195	3,221	3,246	3,272	3,298	3,324	3,349	3,375	3,519
Kazakhstan	1,473	1,477	1,482	1,486	1,491	1,495	1,500	1,504	1,509	1,514	1,518	1,523	1,527	1,532	1,536	1,541	1,545	1,550	1,628
Oman	761	764	766	768	771	773	775	778	780	782	785	787	789	792	794	796	799	801	841
Russia	9,004	9,030	9,057	9,083	9,109	9,135	9,161	9,187	9,214	9,240	9,266	9,292	9,318	9,344	9,371	9,397	9,423	9,449	9,949

资料来源：OPEC官网，东吴期货研究所

- 消息人士称，OPEC+正准备在10月之前快速增加石油产量，如果成员国的减产情况没有改善，可能会在11月之前逐步取消220万桶/日的自愿减产。
-
- 据悉，这一策略是由沙特主导的，目的是惩罚达不到配额的成员国。

OPEC官网最新公布的6月产量配额

Country	June 2025 Required Production (kbd)
Algeria	928
Iraq	4,086
Kuwait	2,466
Saudi Arabia	9,367
UAE	3,092
Kazakhstan	1,500
Oman	775
Russia	9,161

2.6 从财政平衡线论宏观环境的必要性

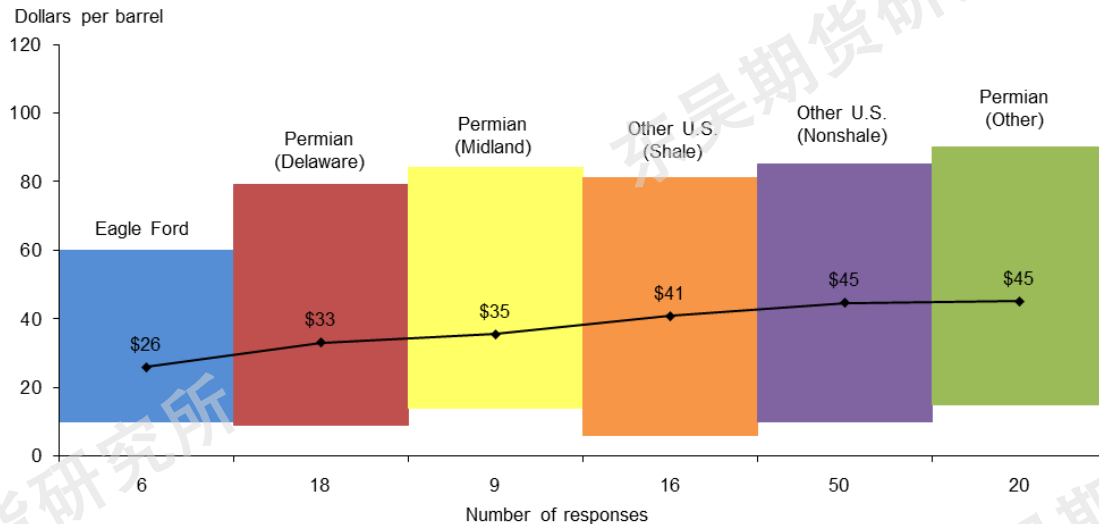
中东北非国家财政盈亏平衡线

	2021	2022	2023	2024	Projections		
					2025	2026	2030
FISCAL BREAK-EVEN OIL PRICE¹							
Oil exporters							
Algeria	111.4	112.5	103.9	155.6	156.6	141.9	119.7
Azerbaijan	57.5	67.3	55.2	68.1	87.3	85.6	91.3
Bahrain	131.6	131.8	137.8	160.8	137.0	138.6	167.3
Iran	118.8	123.0	123.3	137.7	163.0	164.8	132.5
Iraq	54.2	68.5	80.4	83.8	78.6	79.1	79.6
Kazakhstan	183.5	95.3	109.3	114.4	121.2	128.1	100.9
Kuwait	87.0	81.6	79.6	88.2	80.2	76.7	81.6
Libya	52.2	64.4	66.4	73.5	66.7	63.2	61.1
Oman	76.7	55.4	54.0	53.7	57.0	53.5	41.9
Qatar	48.0	48.5	49.9	47.1	44.7	43.2	37.9
Saudi Arabia	82.7	89.1	94.5	96.1	92.3	86.6	82.5
Turkmenistan	28.9	31.5	37.5	43.2	45.3	47.1	56.0
United Arab Emirates	53.0	46.6	45.6	50.0	50.4	45.2	38.4

资料来源：IMF

2.7 竞争对手生产成本

旧井运营成本

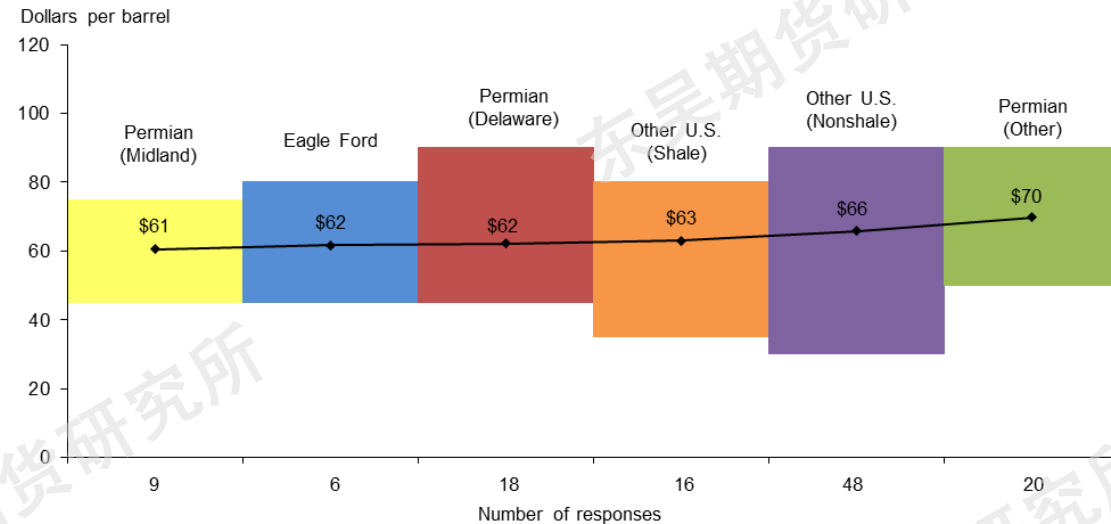


NOTES: Lines show the mean, and bars show the range of responses. Executives from 83 exploration and production firms answered this question during the survey collection period, March 12–20, 2025.
SOURCE: Federal Reserve Bank of Dallas.

	Average	Minimum	Maximum
Eagle Ford	25.83	10	50
Permian Basin - Delaware	33.03	9	70
Permian Basin - Midland	35.44	14	70
Other U.S. (Shale)	40.81	6	75
Other U.S. (Nonshale)	44.62	10	75
Permian Basin - Other	45.15	15	75

资料来源：达拉斯联储

新井运营成本



NOTES: Lines show the mean, and bars show the range of responses. Executives from 81 exploration and production firms answered this question during the survey collection period, March 12–20, 2025.
SOURCE: Federal Reserve Bank of Dallas.

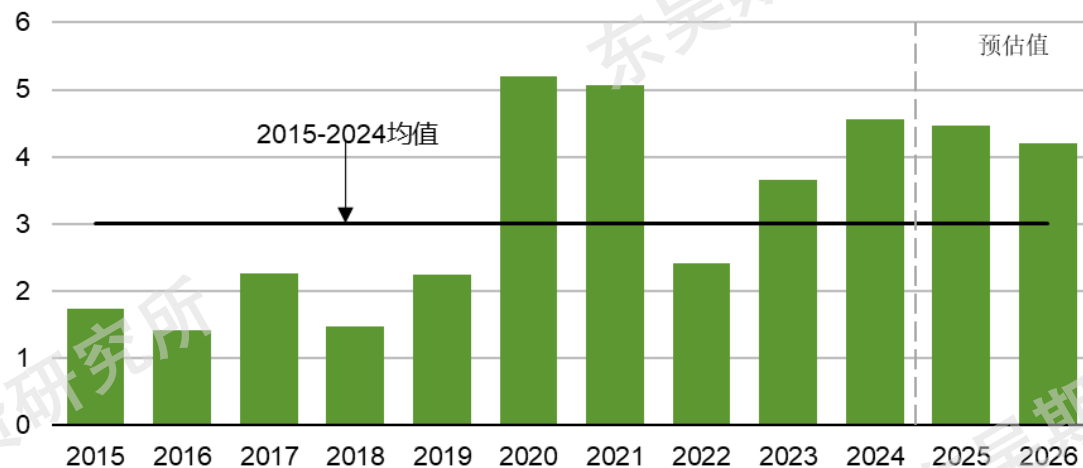
	Average	Minimum	Maximum
Permian Basin - Midland	60.56	45	75
Eagle Ford	61.67	45	80
Permian Basin - Delaware	62.22	45	90
Other U.S. (Shale)	63.00	35	80
Other U.S. (Nonshale)	65.77	30	90
Permian Basin - Other	69.75	50	90

- 旧井平均运营成本为41美元/桶，高于去年的39美元/桶。大型企业平均运营成本为31美元/桶，小型企业为44美元/桶。
- 新井平均运营成本为65美元/桶，高于去年的64美元/桶，大型企业平均运营成本为61美元/桶，小型企业为66美元/桶。
- 注：以上油价均为WTI原油价格，大小型企业界定标准为去年四季度产量是否超过1万桶/日。

2.8 OPEC+拥有充足的产量提升空间

EIA月报显示OPEC剩余产能

OPEC剩余产能
百万桶/日



来源: EIA2025年5月报

备注: 黑线代表2015-2024均值: 300万桶/日



Bloomberg终端显示OPEC剩余产能

产量(千桶/日)	4月	3月	变动	产能
▼ 欧佩克总量	27,240	27,440	-200	33,640
Congo, Republic	240	250	-10	300
Equatorial Guinea	50	60	-10	80
伊拉克	4,180	4,150	+30	4,800
伊朗	3,350	3,350	0	3,830
利比亚	1,270	1,270	0	1,290
加蓬	220	210	+10	230
委内瑞拉	880	980	-100	980
尼日利亚	1,490	1,550	-60	1,600
沙特阿拉伯	8,970	8,950	+20	12,000
科威特	2,430	2,430	0	2,820
阿尔及利亚	910	910	0	1,060
阿联酋	3,250	3,330	-80	4,650

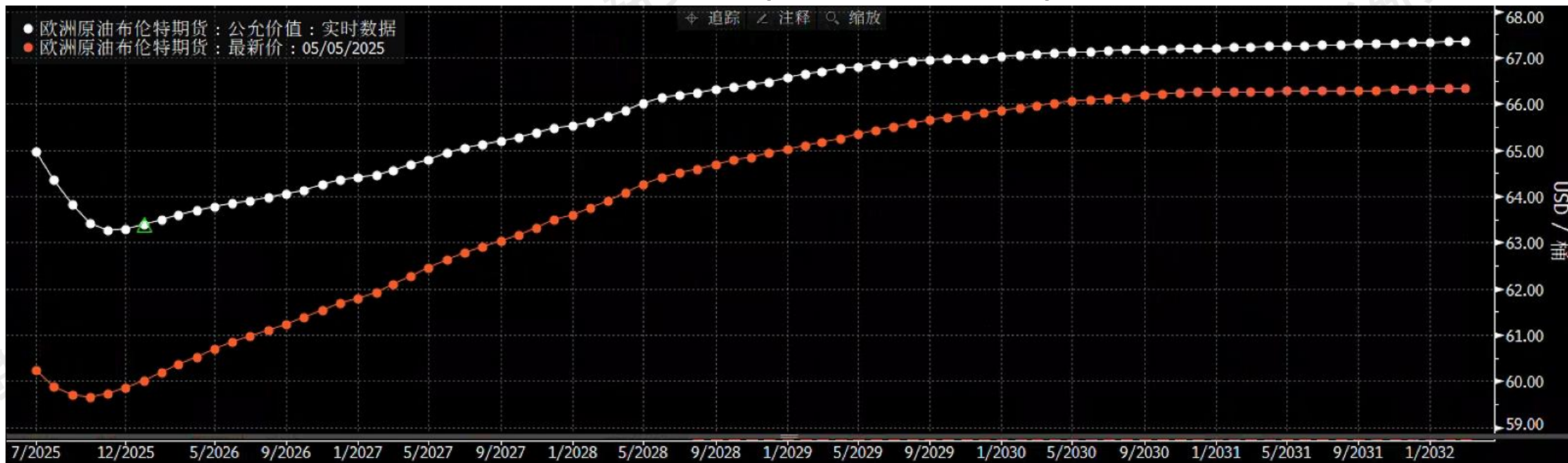
名义上OPEC+正在执行的减产

	2025年4月-2026年9月共18个月	2026年底
2022年10月减产200万桶/日	原计划延长至2026年年底	
2023年4月额外减产165万桶/日	原计划延长至2026年年底, 预计提前开始减产	
2023年11月额外减产220万桶/日	逐步取消减产, 预计提前完全结束	预计提前完全退出

资料来源: EIA、Bloomberg、OPEC

3.1 原油远期结构

布伦特原油远期结构（5月12日早盘，阶段底部）

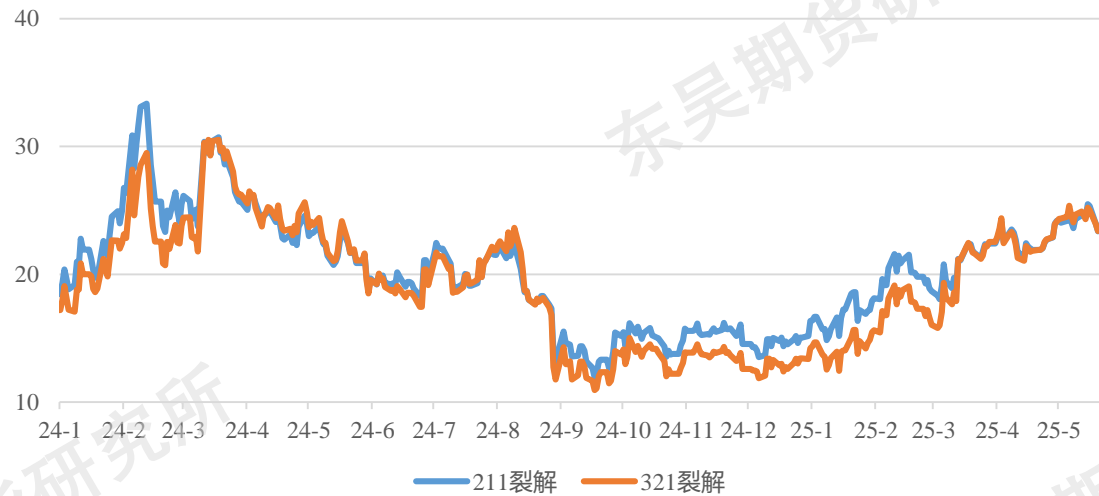


资料来源：Bloomberg

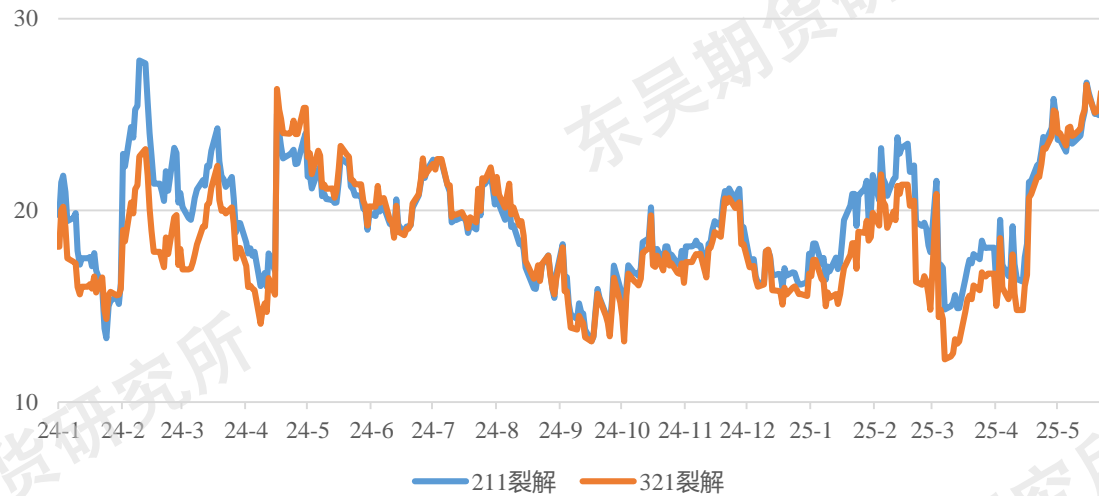
- 尽管原油在更长尺度上已经处于contango结构（供大于求，近端贴水），近端依然为back结构（供不应求，近端升水）的耐克形态。
- 近端升水意味着下游为了获取即期货物，需要额外支付升水部分的价格。
- 5月5日为原油绝对价格的阶段低点。即使在价格低点，耐克形态依然得以保持。因为实物供需依然紧平衡，形成了近月溢价。
- 这就是我们说的强现实、弱预期在实际市场中的体现。

3.2 全球现货裂解

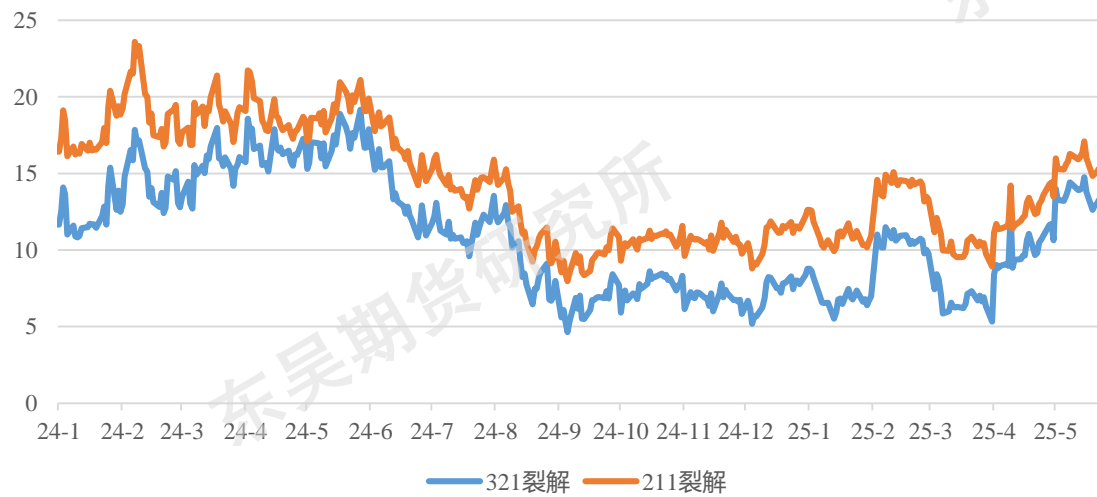
美湾裂解WTI



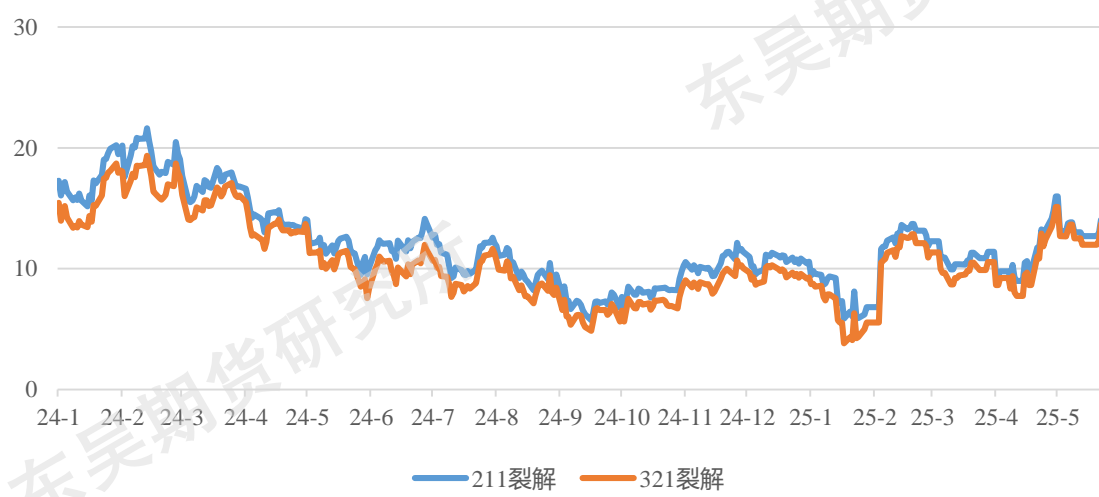
纽约港裂解Brent



西北欧裂解Brent

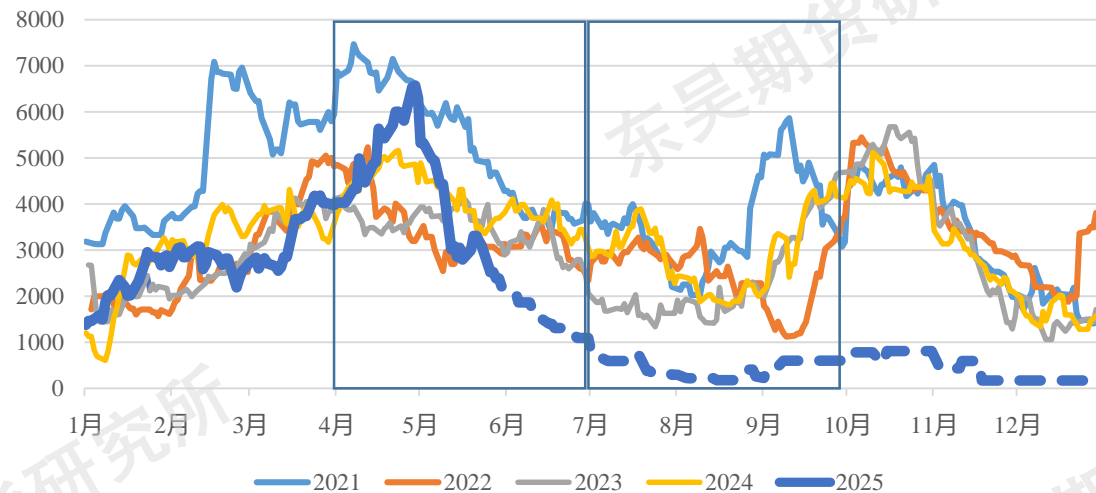


新加坡裂解Dubai



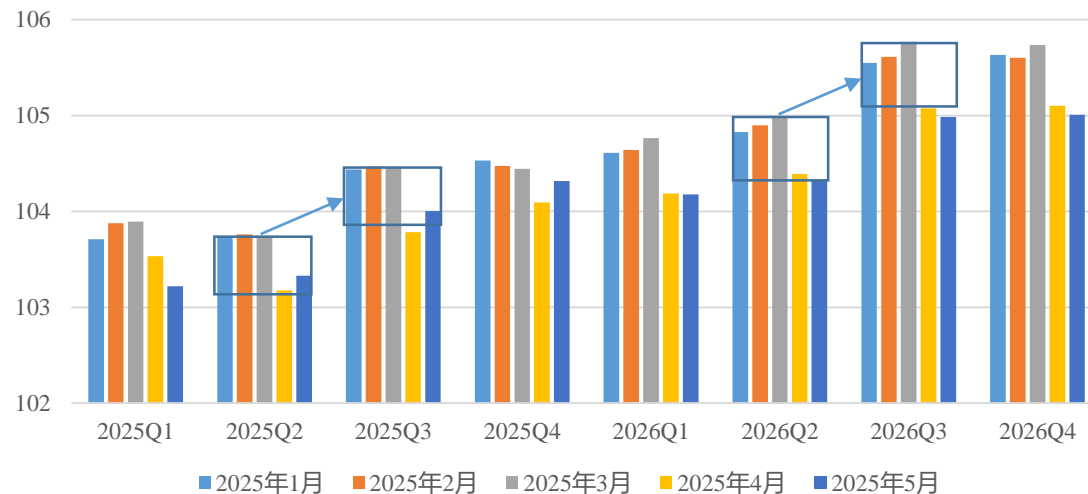
3.3 季节性需求旺季

全球CDU装置停工量



资料来源：Bloomberg、EIA

EIA月报对全球原油需求预测变化

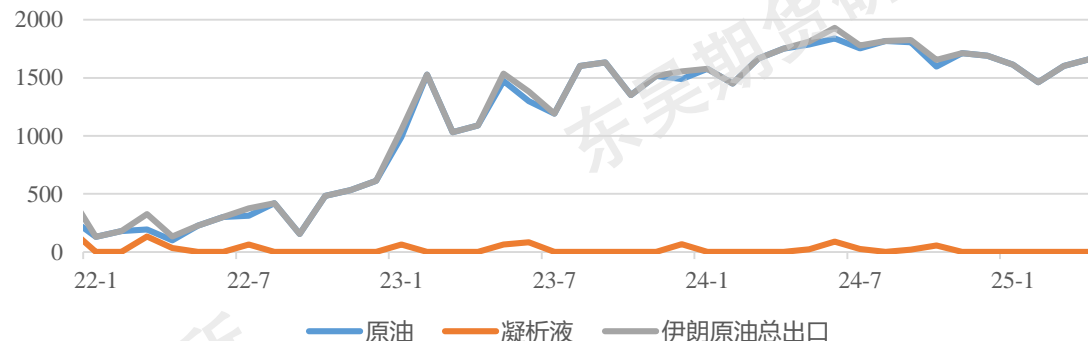


4.1 关注伊朗原油扰动

伊朗原油产量



伊朗原油出口



资料来源: Bloomberg

- 据NBC新闻报道，伊朗最高领袖高级顾问沙姆哈尼表示，伊朗准备在特定条件下与特朗普签署核协议，以换取解除经济制裁。
- 沙姆哈尼表示，伊朗将承诺永远不制造核武器，销毁可用于武器化的高浓缩铀库存，同意仅将铀浓缩至民用所需的较低水平，并允许国际核查人员监督这一过程，以换取立即解除对伊朗的所有经济制裁。

仍存分歧	美国	伊朗
铀浓缩活动	伊朗应彻底销毁所有离心机 未来民用浓缩铀完全依赖进口	坚决捍卫和平的民用核活动权利
核材料处置	销毁核材料或转移至第三国（俄罗斯）	在国际原子能机构监督下保留储备
协议步骤	一次性解决所有问题	分阶段移除高浓缩铀库存

- 新的变量：
- CNN新闻报道称：以色列正在准备袭击伊朗核设施，但最终决定仍未作出。
- 哈梅内伊：我认为与美国的核谈判不会成功。美国应避免在谈判中说废话，要求伊朗停止铀浓缩是无礼行为。
- 我们目前对美伊谈判结果持有限乐观态度，预计在美伊谈判结果出炉之前以色列不会有实质性袭击活动。

2.12 错综复杂的中东局势

示例:

盟友、伙伴: →

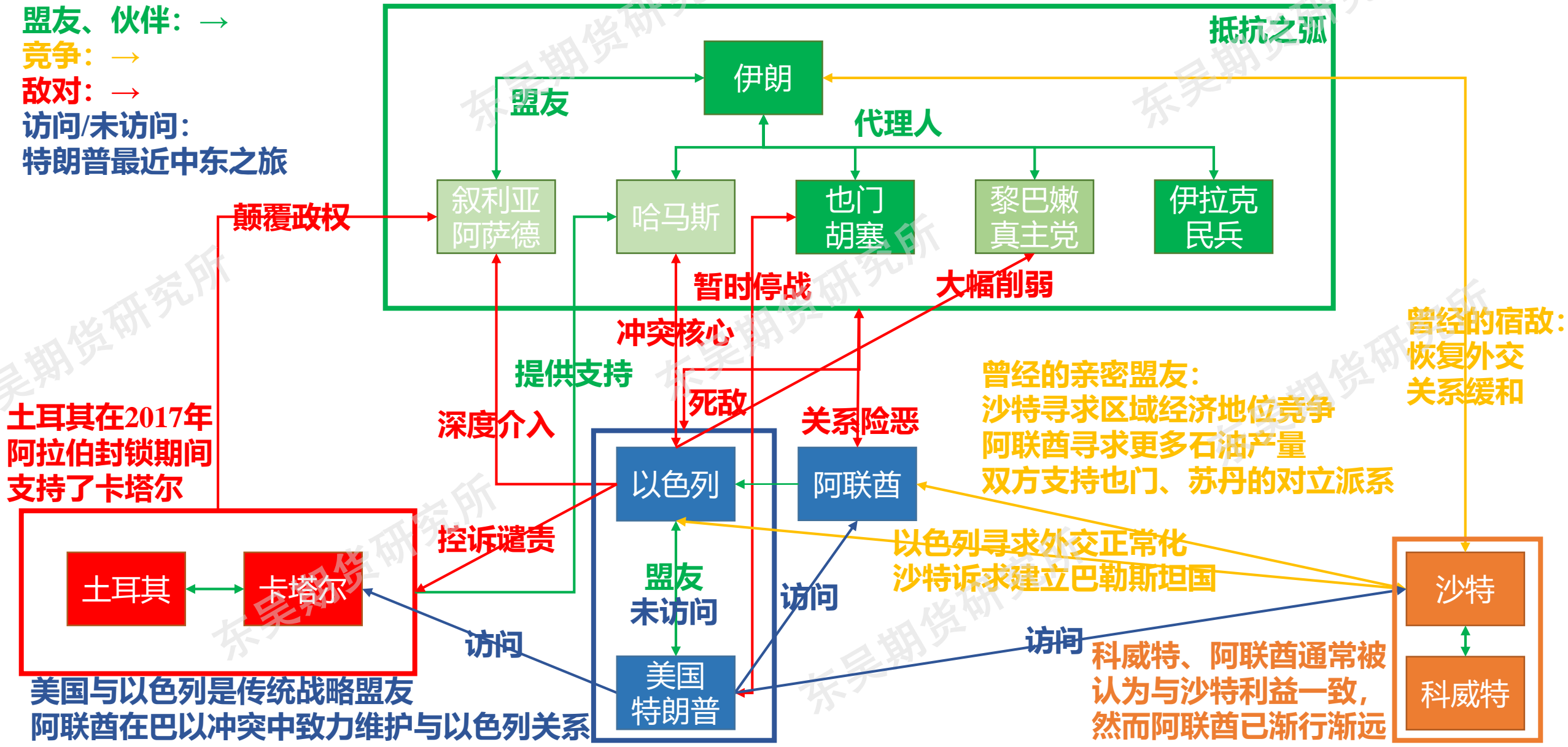
竞争: →

敌对: →

访问/未访问:

特朗普最近中东之旅

在美国长期制裁以及巴以冲突共同影响下, 伊朗的区域影响力暂时削弱



- 当前原油市场存在双重风险。
- 1、关税引发的宏观风险：当前在利多出尽期，美国与所有国家都处在90天暂停期内，边际角度后续更倾向于向下空间。
- 2、OPEC+供应风险：市场仍未充分计价，结合宏观风险服用效果更佳。
- 关注点1：强现实可能在三季度向弱预期靠拢。
- 关注点2：伊朗原油制裁问题。
- 关注点3：90天关税暂停期后的走向。

谢谢！

请联系东吴期货研究所，期待为您服务！

400-680-3993

<http://yjs.dwfutures.com>

本报告由东吴期货研究所制作及发布。报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者需自行承担风险。未经本公司事先书面授权，不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节、修改、及用于其它用途。

期市有风险，投资需谨慎！