

● 主要结论

过去十年，美国 WTI 原油期货价格大部分时间主要围绕在 40 美元/桶-80 美元/桶区间运行。2025 年 4 月，美国发动的关税战，作为年度标志性事件，推动 WTI 原油价格跌破前期 65 美元/桶附近的重要支撑，油价出现快速下跌。当美国宣布对其他国家对等关税推迟 90 天，随后，国际油价触底回升。

特朗普关税政策加深国际贸易争端，全球经济及能源需求前景面临较大挑战，叠加供应端 OPEC+ 增产落地、美国与其它部分产油国的产量提升预期，共同导致了油市前景疲弱的预期。宏观压力较大、产业支撑不足的大背景下，欧佩克、国际能源信息署、美国能源信息署均下调了 2025 年全球原油需求增速的预测。

美国主动发起的关税战，主要目的到底是什么？是为了制造业回流，还是为了通过对进口商品加征关税来增加财政收入，又或是以关税政策来围堵遏制中国经济的发展。或者以上目的兼而有之。尤其，美国今年 6 月份有超过 6 万亿美元国债到期，站在美国角度，有很强动力继续以改善贸易失衡为借口，通过关税政策对其他国家继续施压。所以，尽管推迟其他国家等关税 90 天缓解了市场情绪，但是未来几个月，市场仍然面临动荡和压力。

市场重点还是要关注贸易战对美国国内通胀及美国股市的影响，如果美国股市出现继续大幅下挫的情况，则可能爆发类似 2008 年的全球性金融危机，中长期看，油气等能源价格可能进一步下跌。但是，短期我们也需要关注中东局势变化，美国与伊朗是否爆发冲突，OPEC+ 是否会出台新的减产政策，都可能影响到油价。

国信期货交易咨询业务资格：

证监许可【2012】116 号

分析师：范春华

从业资格号：F0254133

投资咨询号：Z0000629

电话：0755-23510056

邮箱：15048@guosen.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

2025 年 4 月，美国单方面宣布实施“对等关税”政策，除了 10% 的“最低基准关税”外，还将对某些贸易伙伴征收更高关税，其中针对中国的关税征收达到 34%，高于欧盟、日本、韩国及印度。随后 4 月 4 日，中方宣布一揽子政策，坚决反制美国加征的“对等关税”，中方强势宣布，对原产于美国的所有进口商品加征 34% 关税。美国关税政策的实施或引发更多国家的反击措施，全球贸易战再度升级，市场避险情绪进一步加剧，全面转向需求下降担忧及滞胀的预期交易。但随后，特朗普再度宣布对不反制的国家的对等关税推迟 90 天，并宣布联邦政府已同意对智能手机、电脑、芯片等电子产品免除所谓“对等关税”。但与此同时，中美之间针对关税政策的对峙持续升级，4 月 11 日，中国宣布自 2025 年 4 月 12 日起，将美国进口商品的关税由 84% 提高至 125%，且表明如果美方后续对中国输美商品继续加征关税，中方将不予理会。白宫于当地时间 4 月 15 日宣布：由于中国采取报复性措施，中国输往美国的商品现面临最高达 245% 的关税。

在美国关税政策的不断调整下，前期造成市场恐慌情绪有所修复，国际原油价格先抑后扬，触底回升。尤其是 4 月 9 日，当美国宣布对其他国家关税推迟 90 天时，当天国际油价大幅反弹。

一、原油行情回顾

过去十年，美国 WTI 原油期货价格大部分时间主要围绕在 40 美元/桶-80 美元/桶区间运行。2020 年上半年是因为爆发全球疫情影响，导致原油需求下降，国际油价下跌至 40 美元/桶下方运行。2022 年是由于爆发俄乌冲突，欧美加强了对俄罗斯原油出口的制裁，导致国际油价上涨突破至 80 美元/桶上方运行。2025 年 4 月，美国发动的关税战，作为年度标志性事件，推动 WTI 原油价格跌破前期 65 美元/桶附近的重要支撑，油价出现快速下跌。当美国宣布对其他国家关税推迟 90 天，随后，国际油价触底回升。

从 4 月 2 日美国单方面宣布实施“对等关税”政策开始，美国股市和原油、铜等大宗商品市场均持续恐慌性下跌。因为，如果美国对其他国家都加征关税，那么美国国内必然出现严重通胀，美国经济将陷入衰退，所以美国股市持续下挫。OPEC+ 在 4 月 3 日发表声明说，8 个欧佩克和非欧佩克产油国决定自今年 5 月起日均增产 41.1 万桶。这一增产产量远高于市场预期，进一步加剧了油价下跌。4 月 9 日，美国总统特朗普迫于各方压力，快速调整政策，宣布对其他国家关税推迟 90 天，该政策缓解了市场对美国经济陷入通胀和衰退的担忧。

图：美国 WTI 原油期货价格走势



数据来源：博易云 国信期货

二、主要产油国的开采成本以及市场份额博弈

中东地区，沙特、阿联酋等国家原油开采成本非常低，平均开采成本在 10 美元/桶左右。俄罗斯开采成本在 20-30 美元/桶。美国页岩油有 8 大产区，开采成本在 40-50 美元/桶左右。

中东地区，沙特、阿联酋等国家原油开采成本虽然很低，但是他们经济结构单一，财政收入过度依赖原油出口，所以当国际油价下跌至 60 美元/桶附近，他们会有意愿通过减产来保价，当国际油价下跌至 40 美元/桶以下，联合减产保价的决心就会更强烈。

目前，全球原油产量最大的国家是美国，日产量达到 1350 万桶左右，其次是俄罗斯和沙特，日产量分别在 1000 万桶和 900 万桶左右。俄罗斯和沙特潜在产能都可以达到 1200 万桶/天以上。

在全球经济运行相对平稳的情况下，沙特和俄罗斯领导的 OPEC+ 可能通过主动联合减产来力挺油价。当全球经济陷入衰退，类似出现疫情或者金融危机冲击，全球原油需求大幅下降，OPEC 即使主动减产仍难以维持住油价的背景下，开采成本较低的国家，比如沙特可能反过来主动增产，通过价格战的形式进一步打压油价，迫使美国成本高的页岩油企业破产退出市场，从而保住沙特等国家的市场份额。

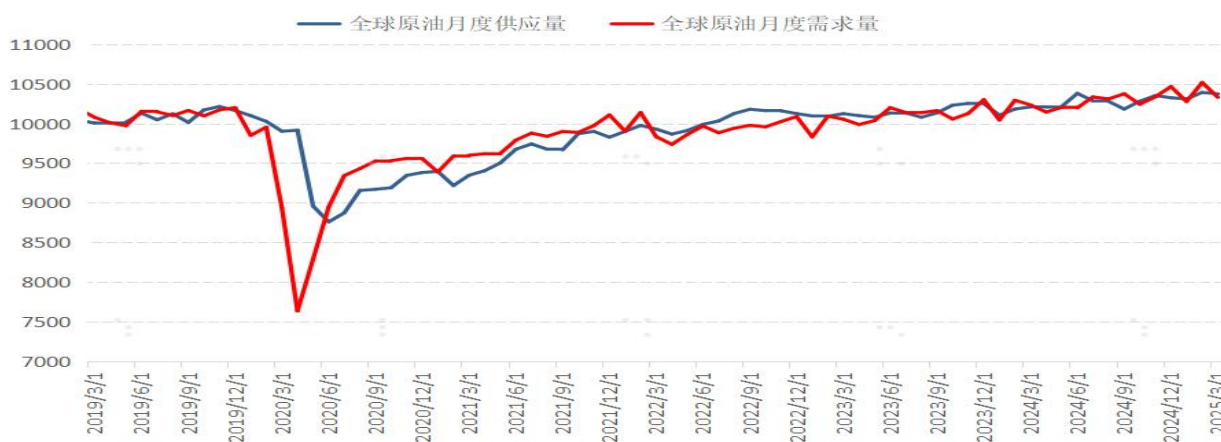
三、关税政策后期对油价的影响

1、三大主要能源机构下调全球原油需求增速预测

特朗普关税政策加深国际贸易争端，全球经济及能源需求前景面临较大挑战，叠加供应端 OPEC+ 增产落地、美国与其它部分产油国的产量提升预期，共同导致了油市前景疲弱的预期。宏观压力较大、产业支撑不足的大背景下，欧佩克、国际能源信息署、美国能源信息署均下调了 2025 年全球原油需求增速的预测。欧佩克在 4 月份《石油市场月度报告》中预计，2025 年全球石油日均需求增加 130 万桶，2026 年全球石油日均需求将增加 128 万桶，而此前的预测分别为增加 145 万桶和 143 万桶。国际能源署 4 月份下调了对全球石油需求增长预测，并表示贸易紧张局势不断升级将对经济产生负面影响，预计 2025 年全球日均需求增长 73 万桶，比 3 月份报告下调了 30 万桶。美国能源信息署下调了全球经济增长预测，并警告称，特朗普的关税政策可能会对油价造成重大压力。美国能源信息署下调了 2025 年、2026 年美国 and 全球石油需求预测，是所有机构中较为悲观的代表。

图：全球原油供需情况

(万桶/天)



数据来源：美国能源信息署 国信期货

2、美国原油库存持续增加

从库存数据看，2025 年一季度美国原油累库趋势较为明显。美国能源信息署 (EIA) 的数据显示，2025

年1月初美国商业原油库存为4.12亿桶，截至4月初，美国商业原油库存为4.42亿桶，一季度库存增长300万桶。结合美国石油需求季节性规律，预计原油的累库趋势与利空影响将持续至5月份。美国能源信息署（EIA）的数据显示，2025年一季度，美国汽油需求量维持在850万桶/日上下，炼厂开工率维持在87%左右，原油加工量维持在1550万桶/日附近，汽油需求、炼厂开工与原油加工均处于年内偏低位置，符合季节性变化规律，但数据大多居于过去五年平均水平线上方，石油需求相对稳健。

图：美国原油库存变化



数据来源：美国能源信息署 国信期货

3、中国原油进口量同比下降

中国海关总署公布的数据显示，中国在2025年3月的原油进口量为5141.4万吨，1-3月的累计原油进口量为13524.7万吨，同比下降了1.5%。随着电动汽车推广普及，中国对原油的需求总量从2024年开始可能已经进入拐点。美国发起的关税贸易战，尤其限制中国产品对美出口，可能会进一步导致中国对原油需求的减少，预计2025年中国原油进口总量同比2024年可能继续下降。

图：中国原油进口量

(单位：万吨)



数据来源：WIND 国信期货

四、后市展望

美国主动发起的关税战，主要目的到底是什么？是为了制造业回流，还是为了通过对进口商品加征关税来增加财政收入，又或是以关税政策来围堵遏制中国经济的发展。或者以上目的兼而有之。尤其，美国今年6月份有超过6万亿美元国债到期，站在美国角度，有很强动力继续以改善贸易失衡为借口，通过关税政策对其他国家继续施压。所以，尽管推迟其他国家对等关税90天缓解了市场情绪，但是未来几个月，市场仍然面临动荡和压力。

市场重点还是要关注贸易战对美国国内通胀及美国股市的影响，如果美国股市出现继续大幅下挫的情

况，则可能爆发类似 2008 年的全球性金融危机，中长期看，油气等能源价格可能进一步下跌。但是，短期我们也需要关注中东局势变化，美国与伊朗是否爆发冲突，OPEC+是否会出台新的减产政策，都可能影响到油价。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。