

OPEC+决定加速增产，油价面临下行压力

2025年5月9日 星期五

兴证期货·研究咨询部

能源化工研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

王其强

从业资格编号：F03087180

投资咨询编号：Z0016577

联系人

俞秉甫

从业资格编号：F03123867

yubf@xzfutures.com

内容提要

近期国际油价大幅下行，触及近4年以来的新低。特朗普的关税政策及OPEC+计划加快供应增长对市场形成双重利空。供应侧，OPEC+8个成员国意外宣布将在5月和6月大幅提高增产目标，现计划的增产量为原计划的3倍。OPEC+的供应政策是限制油价上方空间的最大约束，尽管市场已经对OPEC+的加速增产计划做了较为充分的定价，但仍需要参考2020年的案例，警惕该集团可能发动“价格战”的风险。需求侧，4月初特朗普政府正式公布关税政策，引发资本市场的巨震，市场下调对今年石油消费的预期。美国“对等关税”对油价的利空驱动较为显著，尽管该政策可能会发生转向，但美国与其他国家的谈判前景仍不明朗。需要关注相关的宏观风险，若未来美国与其他国家的贸易谈判取得积极信号，预计油价会出现修复性反弹。短期展望，对原油价格的观点偏向震荡，关注布伦特60美金/WTI56美金附近的支撑位。从近期油价的走势来看，市场已经对两大利空因素进行了较为充分的定价，油价要进一步下挫需要出现新的利空驱动。此外，地缘事件及“贸易战”的变化也会造成价格波动。长期展望，油价长期偏空的局面难以快速扭转，未来基本面仍面临较大压力。一是

OPEC+会逐步增产；二是美国产量短期很难出现大幅下降；三是今年全球原油消费难以出现爆发性增长，一旦 OPEC+加快增产，下游难以消化新增产量。

报告目录

1. 供需双侧面临压力，油价加速下跌.....	4
2. 本周油价的上涨主要是利空出尽后的技术性反弹以及外围因素的驱动.....	5
3. OPEC+的供应政策是限制油价上方空间的最大约束，警惕未来集团开始打“价格战”.....	6
4. 美国“对等关税”的影响仍在延续，关注关税谈判进程.....	9
5. 当前原油库存仍然健康，未来会出现累库格局.....	10
6. 总结与展望.....	12

图表目录

图表 1：年初至今国际油价走势（美元/桶；元/桶）.....	4
图表 2：布伦特原油期货投机多头及空头持仓（张）.....	5
图表 3：WTI 原油期货投机多头及空头持仓（张）.....	6
图表 4：OPEC+最新一期产量、配额及产能（百万桶/日）.....	8
图表 5：4月3日 OPEC+ 8 国加速增产计划表（千桶/日）.....	8
图表 6：4月16日 OPEC+ 8 国补偿减产计划表（千桶/日）.....	9
图表 7：2020 年疫情期间沙特发动价格战导致国际油价触及历史低位（美元/桶）.....	9
图表 8：EIA 商品原油库存（千桶）.....	10
图表 9：OECD 国家原油库存（百万桶）.....	11
图表 10：美国原油产量及活跃钻机数（千桶/日；部）.....	11

1. 供需双侧面临压力，油价加速下跌

近期国际油价大幅下行，触及近 4 年以来的新低。特朗普的关税政策及 OPEC+ 计划加快供应增长对市场形成双重利空。

需求侧，4 月 2 日，特朗普政府正式公布关税政策，引发资本市场的巨震，大宗商品价格普遍出现大幅下跌，市场下调对今年石油消费的预期。全球石油消费与全球经济周期具有强相关性，且石油是全球工业和交通运输的能源基础。在经济低迷时，生产和运输活动减少，油价则面临下行压力。此外，高关税会增加进口商品成本，导致美国国内消费品价格上涨，削弱消费者购买力。同时，其他国家已迅速表态将采取报复性关税措施，例如中国宣布大规模反制，这可能进一步限制美国商品出口。这种双向贸易壁垒会扰乱全球供应链，抑制国际贸易活动，从而利空石油消费。尽管在 4 月中旬附近，特朗普政府释放了缓和“贸易战”的信号，计划与中国和欧盟等国家及地区进行对话，但“贸易战”的不确定性仍在，期间油价出现一定幅度反弹，但并未收复 4 月初的跌幅。

供应侧，4 月 3 日，OPEC+ 8 个成员国意外宣布大幅提高 5 月增产目标，驱动油价加速下跌。且在 5 月 3 日，OPEC+ 再度召开产量会议，并同意 6 月继续加速增产。市场传闻若成员国的减产情况没有改善，OPEC+ 可能会在 11 月之前逐步取消 220 万桶/日的自愿减产。此外据传闻加速增产的策略是由沙特主导的，目的是惩罚达不到配额的成员国。

图表 1：年初至今国际油价走势（美元/桶；元/桶）



数据来源：Wind；兴证期货研究咨询部

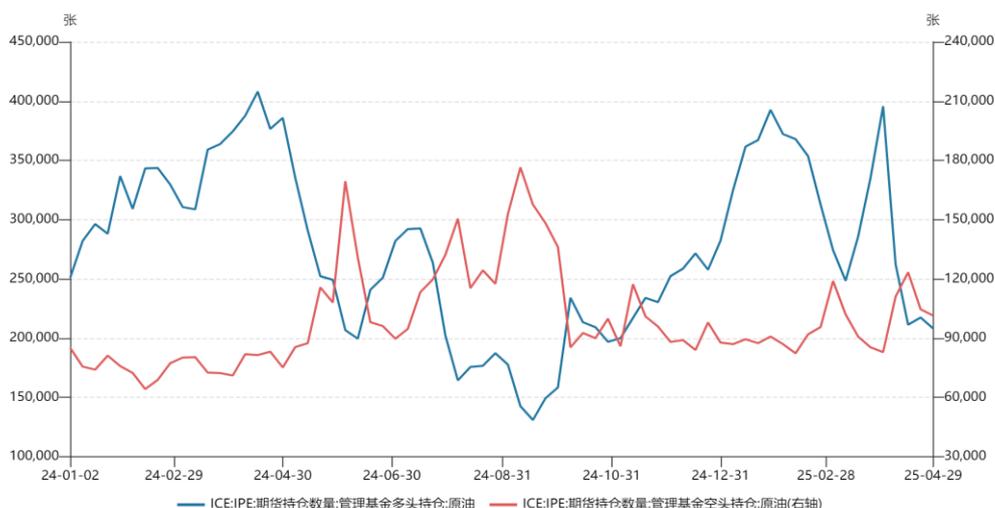
2. 本周油价的上涨主要是利空出尽后的技术性反弹以及外围因素的驱动

国际油价在 5 月 5 日短期触底之后于 5 月 6 日出现显著反弹。当日，布伦特及 WTI 涨幅近 3%。本周油价出现快速反弹主要考虑以下几点因素。

首先是利空消息落地后的技术性反弹，前期市场对 6 月 OPEC+再度超预期增产已经做了充分的定价。从时间线上看，国际油价在 4 月 28 日至 5 月 2 日的当周已经出现连续下跌，而 OPEC+公布 6 月增产目标的时间点为 5 月 3 日（非交易日）。在 OPEC+公布增产消息后的两个交易日（5 月 5 日和 5 月 6 日），油价反而开始企稳反弹，并没有出现进一步的大幅下挫。早在 4 月 28 日至 5 月 2 日的当周，市场就已经开始传闻 OPEC+集团正在考虑进一步增产，因此此段行情主要反应了市场的提前预期交易。从持仓量上看，4 月下旬投机空头数量自高位开始回落，考虑部分空头止盈离场，此后市场出现技术性反弹。

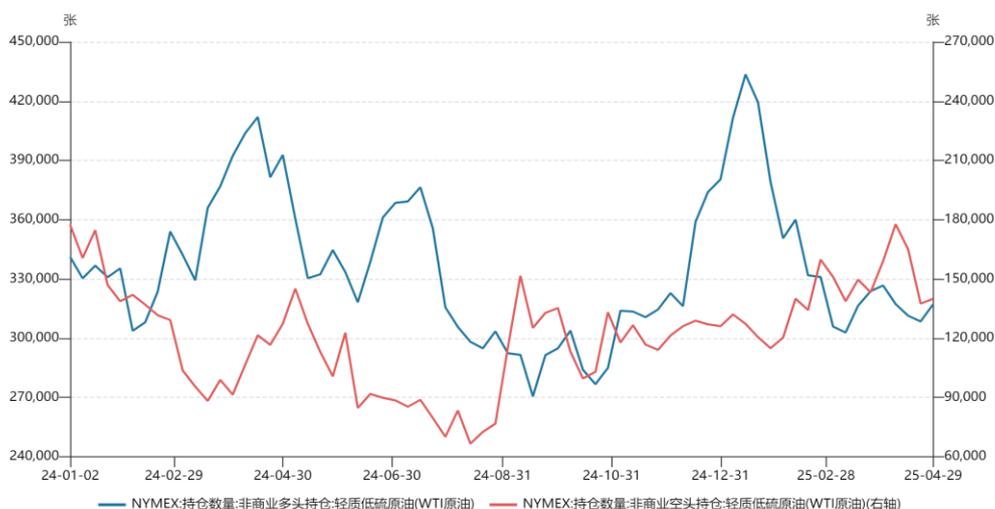
其次，市场对“贸易战”的前景出现偏乐观的转向，前期因美国“对等关税”政策出现大幅下跌的资产出现修复性定价。本周中国决定同意与美国就关税问题进行接触，中国副总理将在访问瑞士期间与美国财长举行会谈。最后，本周国际地缘局势又有升级迹象，对油市形成新的利多驱动。以色列方面表态不排除进行军事行动来吞并加沙，同时，印度与巴基斯坦之间的冲突不断加剧。此外，美国牵头的俄罗斯与乌克兰和谈并没有取得实质性的进展，欧盟开始考虑对俄罗斯进行进一步的制裁。

图表 2：布伦特原油期货投机多头及空头持仓（张）



数据来源：Wind；兴证期货研究咨询部

图表 3：WTI 原油期货投机多头及空头持仓（张）



数据来源：Wind；兴证期货研究咨询部

3. OPEC+的供应政策是限制油价上方空间的最大约束，警惕未来集团开始打“价格战”

早在去年 6 月 2 日，OPEC+就计划自 2024 年 4 季度开始增产，但此后因国际原油市场表现低迷，迫于低油价的压力，OPEC+曾在去年下半年 3 次推迟增产计划。去年 12 月 5 日，OPEC+8 国（沙特阿拉伯、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）决定将从 2025 年 4 月至 2026 年 9 月期间共增产 246.4 万桶/日，期间平均每月增产约 14 万桶/日。此外，我们也关注到 OPEC+当前的闲置产能十分充裕，若未来逐步释放产能，产量上行空间较大。根据国际能源署的数据，截至 2025 年 3 月底，OPEC+集团的闲置产能约为 560 万桶/日，其中仅沙特的闲置产能就已经超过 300 万桶/日，远远高于近年来全球不到 200 万桶/日的需求增长。迫于 OPEC+增产的压力，1 季度原油市场整体表现偏弱。

4 月初，OPEC+再次释放重磅利空消息，驱动油价加速下行。4 月 3 日，OPEC+8 国（沙特阿拉伯、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）宣布将在 5 月份增产 41.1 万桶/日，是原计划增产 13.5 万桶/日的 3 倍。从时间点上看，该增产决定正好在 4 月 2 日特朗普政府刚宣布“对等关税”后提出的，导致原油市场经历双重打击，国际油价触及近 4 年多以来的低位。尽管在 4 月 16 日，OPEC+公布了新一份的补偿减产方案，但仍未消除市场对

增产后供应过剩的担忧。该补偿减产计划预计在 2025 年 4 月至 2026 年 6 月期间共削减 36.9 万桶/日的产量，可以部分对冲 OPEC+ 的增产影响。随后在 5 月 3 日，OPEC+ 再度召开产量会议，并同意 6 月继续加速增产，增产目标与 5 月一致（41.1 万桶/日），是原计划的 3 倍。市场传闻若未来几个月成员国的减产情况没有改善，OPEC+ 可能会在 11 月之前逐步取消 220 万桶/日的自愿减产措施。此外，市场传闻该增产策略是由沙特主导的，目的是惩罚达不到配额的成员国，因为一些成员国实际产量长期超过集团给定的配额目标。受到 OPEC+ 5 月会议的影响，油价在 4 月底二次探底，市场预期未来 OPEC+ 可能会持续加速增产，甚至需要警惕若未来集团内部一些成员国长期超额生产，沙特可能会发起价格战。

2020 年疫情期间，沙特就曾因与俄罗斯方面的意见不合发动价格战，导致油价暴跌，甚至在历史上首次出现负油价。2020 年初，COVID-19 疫情全球蔓延，重创全球经济。全球封锁措施导致航空、运输等行业化石燃料需求骤降。在 2020 年 3 月 6 日的 OPEC+ 会议中，考虑到当年全球石油市场低迷的消费，沙特力推集团进行深化减产，建议将减产 150 万桶/日的计划执行到 2020 年底。但是该计划遭到俄罗斯的抵制，最终导致谈判破裂，沙特选择通过进一步加大生产的方式来发动价格战。当月沙特宣布将在 2020 年 4 月将日产量大幅提升至 1000 万桶。同时，国际原油市场出现暴跌，2020 年 4 月 20 日，WTI 原油 5 月合约在到期前，价格一度跌至 -37.63 美元/桶，出现历史上首次负油价。同期，布伦特原油在 4 月 21 日跌至 19.3 美元/桶的历史低点，INE 原油在 4 月 22 日跌至约 30 美元/桶（210.6 元/桶）的历史低点。尽管当前原油市场的格局要远远好于 2020 年初的情景，但与当年的案例仍有一些相似性。2020 年是因为疫情导致石油需求大幅下滑，当下是市场担心美国政府发动“贸易战”影响全球石油消费。同时，当下 OPEC+ 内部也传出不团结的信号，因此需要警惕在石油消费低迷的背景下，一旦 OPEC+ 集团内部矛盾激化，沙特有可能再次扩大生产，导致油价出现暴跌。

综合来看，OPEC+ 的供应政策是限制油价上方空间的最大约束，尽管市场已经对 OPEC+ 计划的加速增产做了较为充分的定价，但仍需要参考 2020 年的案例，警惕未来该集团可能发起“价格战”的风险。

图表 4： OPEC+最新一期产量、配额及产能（百万桶/日）

	2月实际产量	3月实际产量	较目标产量盈余	目标产量	产能	闲置产能
阿尔及利亚	0.90	0.90	-0.01	0.91	1.00	0.10
刚果	0.24	0.24	-0.04	0.28	0.30	0.00
几内亚	0.06	0.06	-0.02	0.07	0.10	0.00
加蓬	0.23	0.24	0.06	0.18	0.20	0.00
伊拉克	4.30	4.32	0.44	3.88	4.90	0.50
科威特	2.47	2.51	0.10	2.41	2.90	0.40
尼日利亚	1.44	1.40	-0.10	1.50	1.40	0.00
沙特	8.96	9.01	0.05	8.96	12.10	3.10
阿联酋	3.28	3.26	0.35	2.91	4.30	1.00
OPEC-9国	21.88	21.94	0.83	21.10	27.10	5.20
伊朗	3.39	3.29			3.80	
利比亚	1.24	1.20			1.20	0.00
委内瑞拉	0.97	0.92			0.90	0.00
OPEC 总和	27.48	27.35			33.00	5.40
阿塞拜疆	0.47	0.47	-0.08	0.55	0.50	0.00
哈萨克斯坦	1.82	1.82	0.39	1.43	1.80	0.00
墨西哥	1.47	1.45			1.60	0.10
阿曼	0.76	0.76	0.01	0.75	0.90	0.10
俄罗斯	9.08	9.07	0.12	8.95	9.80	
其他	0.71	0.72	-0.15	0.87	0.90	0.10
OPEC+18国	34.73	34.78	1.12	12.56	15.30	0.40
OPEC+总和	41.79	41.64			48.40	5.60

* 伊朗、利比亚和委内瑞拉3国为减产豁免国

数据来源：IEA；兴证期货研究咨询部

图表 5： 4月3日 OPEC+ 8国加速增产计划表（千桶/日）

	原计划5月份产量	新计划5月份产量	增量
阿尔及利亚	914	919	5
伊拉克	4024	4049	25
科威特	2428	2433	5
沙特	9089	9200	111
阿联酋	2963	3015	52
哈萨克斯坦	1477	1486	9
阿曼	764	768	4
俄罗斯	9030	9083	53
合计	30689	30953	264

数据来源：OPEC；兴证期货研究咨询部

图表 6： 4月16日 OPEC+ 8国补偿减产计划表（千桶/日）

	Apr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jan-26	Feb-26	Mar-26	Apr-26	May-26	Jun-26	Total
Algeria																0
Iraq	120	140	140	135	130	135	135	135	130	125	125	124	120	120	120	1,934
Kuwait	8	15	23	30	38	37										150
Saudi Arabia	15															15
UAE	5	10	10	10	10	10	10	20	20	33	33	33	57	62	63	386
Kazakhstan	63	116	132	126	141	135	160	114	69	49	38	40	38	42	36	1,299
Oman	5	12	15	17	19	14	15									97
Russia	6	85	111	137	163	189										691
Total	222	378	431	455	501	520	320	269	219	207	196	197	215	224	219	4,572

数据来源：OPEC；兴证期货研究咨询部

图表 7： 2020 年疫情期间沙特发动价格战导致国际油价触及历史低位（美元/桶）



数据来源：Wind；兴证期货研究咨询部

4. 美国“对等关税”的影响仍在延续，关注关税谈判进程

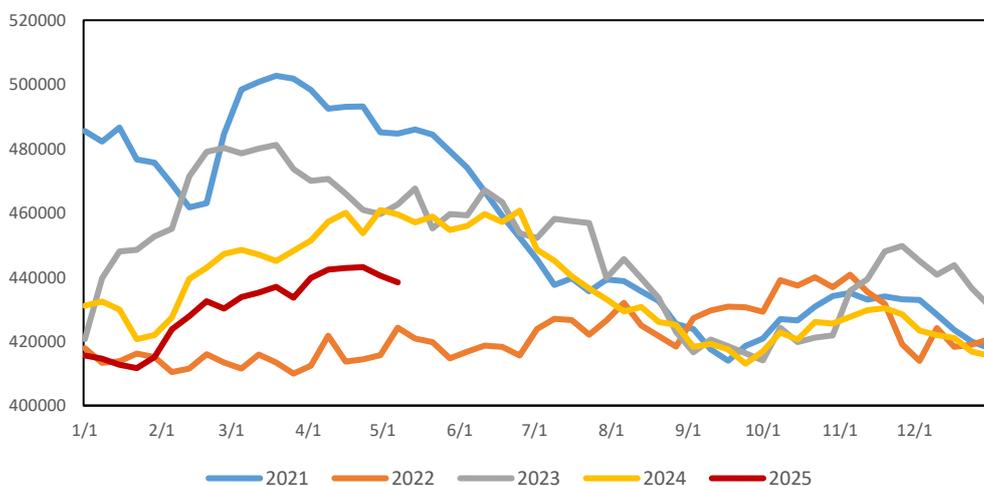
4月3日，特朗普政府宣布实施“对等关税”政策，引发资本市场巨震，相关资产出现暴跌。从该政策的详细内容上看，原油及相关能源产品并不在征税的商品名单上，因此原油的进出口贸易并不受到直接影响，主要影响的是宏观预期与终端消费。首先，“对等关税”影响宏观预期，从历史表现来看，全球石油消费与全球经济周期具有强相关性。特朗普政府的关税政策导致市场下调全球经济预期和原油需求预期。其次，“对等关税”负面影响贸易活动并扰乱全球供应链，减少全球制造、运输等行业的经济活动，最终削弱石油消费。自4月中旬开始，市

市场对“贸易战”的恐慌情绪有所缓解，特朗普政府也考虑调整相关政策并开始寻求与相关国家进行谈判。例如本周美国与英国达成贸易协定，同时，中国也决定同意与美国就关税问题进行接触。综合来看，美国“对等关税”对油价的利空驱动较为显著，尽管该政策在未来可能会发生转向，但美国与其他国家的谈判前景仍不明朗。需要关注相关的宏观风险，若未来美国与其他国家的贸易谈判取得积极信号，油价会短期修复性反弹。

5. 当前原油库存仍然健康，未来会出现累库格局

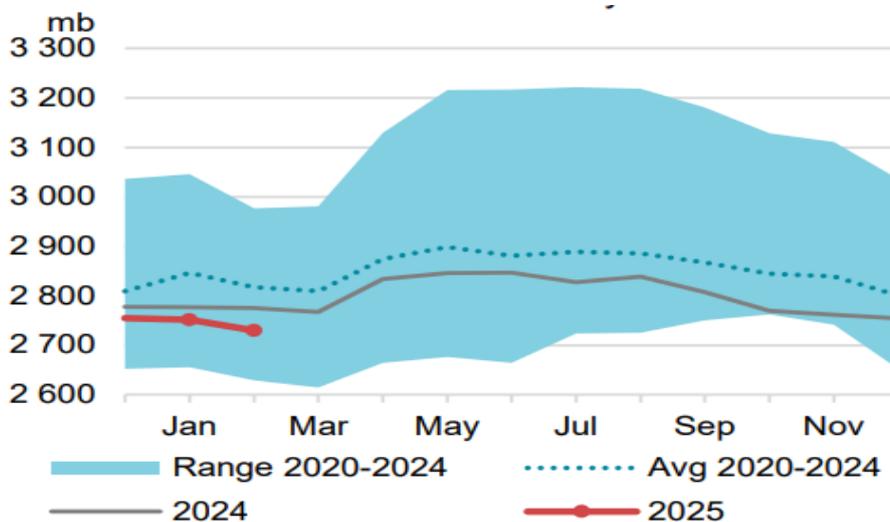
库存是刻画供需结果的关键指标，通常油价与库存有较强的负相关性。当前国际原油库存仍然处于同期相对低位，反应现实端的供需格局仍然较为健康。最新一期的 EIA 美国商品原油库存较 5 年均值低 7%，且 IEA OECD 国家原油库存也显著低于同期 5 年均值。但当前对未来的供需及库存的预期则相对较为悲观。OPEC+产量上行已经成为大概率事件，只是增产节奏仍存在不确定性。而非 OPEC+端年内难以出现大幅减产来对冲 OPEC+增产的影响。美国原油产量仍然处于历史高位且活跃钻机数仍没有出现显著下滑，短期要出现大规模减产可能性较低，且特朗普的能源政策鼓励页岩油增产。尽管近期油价的暴跌已经破了部分页岩油商的生产成本，但预计需要油价进一步下跌或是持续低迷才能逼迫部分厂商开始减产，短期页岩油商减产的意愿不高。此外，今年全球化石燃料的消费难有爆发性增长点，难以消化 OPEC+持续释放的新产量。综合来看，随着 OPEC+在今年二季度开启增产周期，同时石油消费受到关税和新能源等因素的抑制，预计全球原油库存将在今年第二季度保持相对平衡；但从今年下半年开始，全球原油库存会出现趋势性增加，供需平衡格局将转向供应侧偏宽松，未来大概率会出现趋势性累库格局。

图表 8：EIA 商品原油库存（千桶）



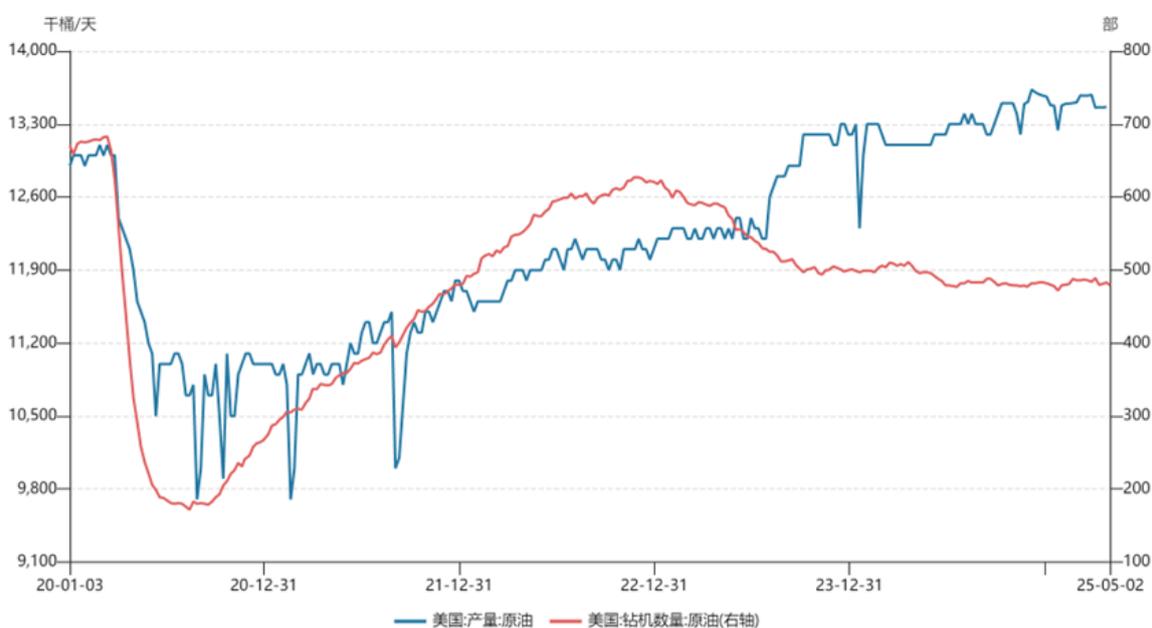
数据来源：EIA；兴证期货研究咨询部

图表 9：OECD 国家原油库存（百万桶）



数据来源：IEA；兴证期货研究咨询部

图表 10：美国原油产量及活跃钻机数（千桶/日；部）



数据来源：Wind；兴证期货研究咨询部

6. 总结与展望

近期国际油价大幅下行，触及近 4 年以来的新低。特朗普的关税政策及 OPEC+计划加快供应增长对市场形成双重利空。供应侧，OPEC+8 个成员国意外宣布将在 5 月和 6 月大幅提高增产目标，现计划的增产量为原计划的 3 倍。OPEC+的供应政策是限制油价上方空间的最大约束，尽管市场已经对 OPEC+的加速增产计划做了较为充分的定价，但仍需要参考 2020 年的案例，警惕该集团可能发动“价格战”的风险。需求侧，4 月初特朗普政府正式公布关税政策，引发资本市场的巨震，市场下调对今年石油消费的预期。美国“对等关税”对油价的利空驱动较为显著，尽管该政策可能会发生转向，但美国与其他国家的谈判前景仍不明朗。需要关注相关的宏观风险，若未来美国与其他国家的贸易谈判取得积极信号，预计油价会出现修复性反弹。短期展望，对原油价格的观点偏向震荡，关注布伦特 60 美金/WTI56 美金附近的支撑位。从近期油价的走势来看，市场已经对两大利空因素进行了较为充分的定价，油价要进一步下挫需要出现新的利空驱动。此外，地缘事件及“贸易战”的变化也会造成价格波动。长期展望，油价长期偏空的局面难以快速扭转，未来基本面仍面临较大压力。一是 OPEC+会逐步增产；二是美国产量短期很难出现大幅下降；三是今年全球原油消费难以出现爆发性增长，一旦 OPEC+加快增产，下游难以消化新增产量。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，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，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。