

宏观情绪改善，油价中枢上移

2025 年 7 月 30 日 星期三

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

当前油价中枢已较 4 月及 5 月的均价明显上移，且本周油价再度显著走强。近期油价的利多驱动主要与宏观情绪改善与地缘因素相关。首先，近期海内外宏观逻辑集体转好，海外贸易谈判的乐观情绪缓解市场对油品需求增长放缓的担忧。国内“反内卷逻辑”持续发酵，尽管原油定价逻辑难受“反内卷驱动”影响，但在国内商品普涨行情下，资金流动也可能刺激国内 INE 原油期货价格较外盘相对偏强运行。其次，俄乌局势是驱动近期油价走强的另一个重要因素。本周特朗普威胁称，如果普京不接受停火，美国将在 10 天内对购买俄罗斯能源等出口产品的国家实施制裁，市场担忧未来俄油出口量可能因制裁出现下滑。从基本面角度看，近期原油供需变化不大，OPEC+延续增产逻辑，美国产量边际出现小幅下滑，但难以改变未来全球供应上移的逻辑。今年海外汽油旺季的表现偏中性，暂未出现需求爆发性增长。当下主要地区的原油低库存显示现实端偏强。OPEC+的增产及供应过剩的预期兑现仍需要时间。低库存对近端价格起到支撑，易导致近月价格走强。

短期展望，我们认为宏观氛围的改善可能驱动油价继续震荡偏强运行，未来油价中枢较难跌回至 4 月及 5 月期间的低点。但是，我们认为市场对俄乌局势的

利多炒作难以长期持续，地缘局势对市场的影响更可能导致价格先冲高后回落。当前俄乌局势的交易逻辑与 1 月份拜登政府制裁俄油时期的思路较为接近。此外，OPEC+计划于 8 月 3 日召开会议来决定 9 月的增产计划，当前市场预期该集团可能会在 9 月延续增产 54.8 万桶/日的方案。若本周末的会议内容不大幅超出预期，预计对市场的冲击相对有限。

报告目录

1. 市场表现：宏观情绪改善，油价中枢上移	4
2. 关注点一：海内外宏观情绪集体转好，利好油价	5
3. 关注点二：特朗普缩短俄乌停火期限，未来可能再次对俄油进行制裁	6
4. 关注点三：近期基本面变化不大，维持低库存格局	8
5. 总结与展望	11

图表目录

图表 1：7 月油价中枢较年内低点显著上移（美元/桶）	4
图表 2：资金轮动可能驱动国内原油较外盘溢价走强：布伦特原油-INE 原油价差（美元/桶）	6
图表 3：预计本轮特朗普政府威胁制裁俄油的交易逻辑与年初拜登政府的制裁逻辑类似： .	8
图表 4：美国原油产量及钻机数均有边际转弱的迹象	10
图表 5： 美国汽油裂解价差（美元/桶）	10
图表 6： 美国商品原油库存（千桶/日）	11

1. 市场表现：宏观情绪改善，油价中枢上移

本周连续两个交易日（7月28日至7月29日），油价显著上涨，布伦特和WTI原油两日累计涨幅超过6%。近期油价的上涨主要受海外宏观情绪改善及地缘政治利好因素推动。首先，市场对贸易谈判的乐观情绪持续升温，改善了宏观经济环境。本月美国与多国达成贸易协议，关税税率定在15%-20%区间，符合市场预期。其中，美国对欧盟的关税定为15%，低于此前威胁的30%。本周中美会谈后，双方同意将美方暂停的24%对等关税及中方反制措施延长90天。其次，特朗普再次威胁制裁俄罗斯，引发市场对俄油出口限制的担忧。7月29日，特朗普表示将给俄罗斯10天时间与乌克兰达成停火协议，否则将对俄加征关税。

从月度尺度来看，近期油价表现也持续转好。截至7月29日，7月布伦特原油均价约为68.42美元/桶，较今年4月和5月期间61.39美元/桶的均价大幅上移。（不考虑6月“伊以冲突”导致油价急涨急跌的特殊时期）。

图表 1：7月油价中枢较年内低点显著上移（美元/桶）



数据来源：Wind；兴证期货研究咨询部

2. 关注点一：海内外宏观情绪集体转好，利好油价

近期海内外宏观逻辑集体转好，从宏观层面刺激油价偏强运行。海外层面，近期贸易谈判的乐观情绪缓解市场对油品需求增长放缓的担忧。本月美国与日本、菲律宾、印尼等国达成贸易协议，新达成的关税税率控制在 15%-20%，符合市场预期，规避了“贸易战”进一步加剧的风险。同时，美国与欧盟达成 15% 的税率仅为威胁税率（30%）的一半，这进一步释放了贸易谈判的积极信号。此外，本周中美两国同意将美方暂停的 24% 对等关税及中方反制措施延长 90 天，这也支撑宏观情绪改善。在贸易谈判积极推进的背景下，市场也在不断演绎 TACO 交易。TACO 交易（Trump Always Chickens Out，特朗普总是退缩）是指特朗普政府在贸易政策中的一种模式：即先宣布高额关税，引发市场恐慌和资产价格下跌，随后通过推迟或降低关税税率使市场反弹，投资者则通过“低买高卖”获利。油价在 4 月至 7 月期间的走势也符合 TACO 交易的特点。4 月初，特朗普的高关税威胁引发市场对全球经济放缓和原油需求下降的担忧，导致油价承压。然而，当关税被推迟或下调时，市场对贸易战风险的担忧缓解，全球经济复苏预期增强，推高了原油需求预期。从分项数据来看，近期欧美地区的 PMI 及就业数据均显示小幅转暖，叠加下半年全球仍处于降息周期，因此，当前海外宏观氛围尚可，对油品需求增长起到支撑。国内层面，近期市场“反内卷逻辑”不断演绎，驱动国内黑色、建材、新能源原料等相关工业品种价格大幅上涨。需要注意的是，国内原油价格主要跟随外盘油价，定价逻辑主要还是在海外市场，当前国内“反内卷逻辑”对海外宏观层面的刺激有限，因此“反内卷逻辑”对油价的直接驱动也相对有限。但是，考虑到在国内大宗商品做多情绪高涨的背景下，资金的轮动可能带动 INE SC 原油期货较外盘的价差走强，因此需要注意短期原油内外价差走阔的风险。

图表 2：资金轮动可能驱动国内原油较外盘溢价走强：布伦特原油-INE 原油价差（美元/桶）



数据来源：Wind；兴证期货研究咨询部

3. 关注点二：特朗普缩短俄乌停火期限，未来可能再次对俄油进行制裁

俄乌局势是驱动近期油价走强的另一个重要因素。

7月28日，特朗普威胁称，如果普京不接受停火，美国将在10至12天内对购买俄罗斯能源等出口产品的国家实施制裁，而非此前宣布的50天期限。7月29日，特朗普再次明确若俄罗斯10天内不与乌克兰达成停火协议，将对俄罗斯加征关税。当前市场已经开始提前交易美国对俄油出口制裁的利多因素。关于美国对俄罗斯能源制裁的影响及期间油价的走势，可以参考历史案例。

2025年初至今油价的相对高点（1月15日布伦特曾突破75美金/桶）就与美国对俄罗斯的制裁密切相关。1月10日（拜登任期内），美国财政部宣布针对俄罗斯能源部门和石油贸易网络实施全面制裁，与英国采取协调行动，限制俄罗斯资助其在乌克兰军事行动的主要收入来源。该计划将对俄罗斯石油生产商、油轮、中间商、贸易商和港口实施迄今为止“最为严厉”的制裁，旨在打击莫斯科石油生产和销售的每一个环节。此次新增制裁对象包括俄罗斯石油生产商 Gazprom Neft 和 Surgutneftegas、183艘油气运输船只、2家为俄罗斯提供海事保险的公司，以及 Black Pearl 等为俄罗斯提供服务的贸易商。受到1月10日制裁消息的影响，当日国际油

价大幅上涨近 5%，国内 INE 原油近月合约在 1 月 13 日开盘后强势涨停。此后，油价在 1 月 15 日刷新高点之后逐步回落，主要因为特朗普在 1 月底就职后表示愿意重新修复与俄罗斯的关系，以及后续的航运数据显示在拜登政府发布制裁计划后，俄罗斯的油品出口并未出现大幅下滑。

在 1 月份的制裁期间，我们当时认为美国对俄罗斯的制裁实际影响较为有限，更多是地缘情绪的炒作，后续市场走势验证了我们的观点。首先，尽管从文件上看，1 月的制裁涉及俄罗斯两家顶级石油生产商以及 180 多艘油轮，理论上对俄油的出口影响较为严重，但自俄乌战争之后，俄罗斯能源行业已经受到西方国家的多轮制裁，但其出口量仍然较为稳定，不排除相关产业已经具备一定反制裁手段，例如可以找到新的“影子船队”或者通过寻找新的中间贸易商来进行出口。其次，从长期视角来看，2025 年全球原油的闲置产能较为充足，即使俄罗斯原油出口量出现明显下滑，OPEC+ 的其他国家有能力通过增产来弥补俄油供应下滑后的缺口。在不考虑俄罗斯和其余三大赦免国的情况下，当前 OPEC+ 总闲置产能有近 600 万桶/日，远超理论状态下俄罗斯被完全制裁后约 90 万桶/日的供应缺口。因此，从年度平衡表的角度看，若俄油供应持续下滑，短期供需平衡会存在供应偏紧的压力，但是若全球市场长期处于供应不足、油价偏高的状态，未来 OPEC+ 其他国家大概率会加快增产的节奏以满足市场的需求。OPEC+ 现有的较大的闲置产能将对 2025 年油价上方空间形成压制，即使 2025 年俄油被严格制裁，市场也无需对供应缺口过分担忧。

我们预计本轮俄乌局势的交易逻辑与 1 月份的制裁逻辑相对类似。即使未来特朗普公布对俄油制裁的具体方案，我们也预计对俄油实际供应影响有限，市场走势也可能呈现油价先冲高再逐步回落的走势，当下市场无需对未来俄油供应下滑过分悲观。

图表 3：预计本轮特朗普政府威胁制裁俄油的交易逻辑与年初拜登政府的制裁逻辑类似：
布伦特油价（美元/桶）



数据来源：Wind；兴证期货研究咨询部

4. 关注点三：近期基本面变化不大，维持低库存格局

近期原油供需基本面变化较小，并未形成新的驱动，市场交易逻辑更多落在上述宏观预期及地缘层面。

供应端，首先 OPEC+ 的增产逻辑仍在，长期来看会对油价上方空间形成压制；但从短期维度看，由于自 OPEC+4 月份首次发布加速增产信号以来，市场已经对 OPEC+ 集团的供应计划做了较为充分的预期与定价，若未来该集团的供应政策不发生重大变化，短期也难以对市场形成新的利空冲击。6 月 OPEC 原油总产量环比上月增长 36 万桶/日达到 2801 万桶/日，其中供应增量主要由沙特供需，当月沙特产量环比增长 24 万桶/日。该现象符合预期，因为从实际产量与配额的差值上看，5 月至 8 月仅有沙特存在较大增产空间。伊拉克、阿联酋、哈萨克斯坦和俄罗斯 4 国仍存在较明显的超额生产，且上述国家增产前的产量（4 月产量）已经超过了未来四个月的配额。从增产计划上看，7 月 5 日，OPEC+8 国决定 8 月增产 54.8 万桶/日，该数值高于 5 月至 7 月期间 41.1 万桶/日的增量目标。同时，集团重申完全补偿自 2024 年 1 月以来的超额产量。此

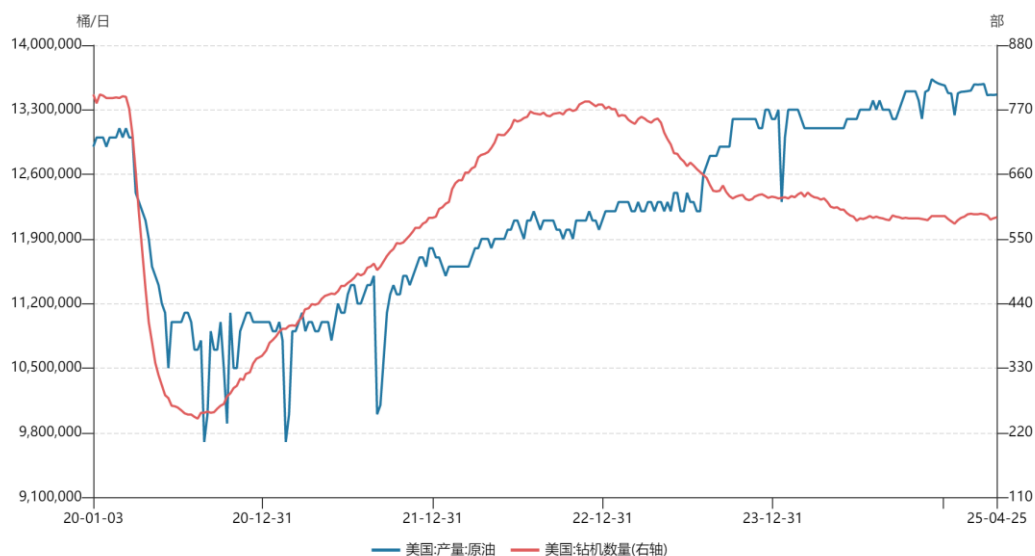
外需要重点关注 OPEC+8 国将于 2025 年 8 月 3 日（本周末）召开会议来决定 9 月的生产水平。当前市场预期该集团可能会在 9 月延续增产 54.8 万桶/日的计划，若本周末的会议内容不大幅超出市场预期，预计对油价的冲击有限。

其次，近期美国产量边际出现小幅下滑，上周美国原油产量环比减少 10.2 万桶/日至 1327.4 万桶/日，且上周美国石油活跃钻机数减少 7 台。近期市场有出现过炒作美国产量下滑对冲 OPEC+ 增产影响的逻辑，但目前看该交易逻辑驱动有限。根据达拉斯联储今年 1 季度的调研报告，今年美国油气公司平均需要 65 美元/桶的油价才能盈亏平衡，高于去年第一季度调查时的 64 美元/桶。4 月及 5 月持续下跌的油价已经逼近甚至一度跌破页岩油生产盈亏平衡线，这给油气商带来经营压力。因低迷的油价，5 月初美国两大页岩油巨头均宣布计划在年内削减资本开支。Diamondback Energy 计划将 2025 年资本预算削减 10%至 34-38 亿美元，并通过减少 3 台钻机和 1 个完井作业队来降低开采活动。Coterra Energy 也宣布计划缩减投资计划。该公司将 2025 年资本支出指引从原先的 21-24 亿美元下调至 20-23 亿美元。该公司修订后的战略包括在下半年将 Permian 地区的活跃钻井平台数量从 10 个削减至 7 个。尽管因低迷的油价，美国页岩油行业已经出现削减资本开支的趋势，但我们预计今年美国石油行业较难出现大规模减产，这主要因为短期油气商削减的投资相对有限，且近年来行业生产效率显著提升，可以确保在较低的投入下产量不出现明显下滑。

需求端，海外出行旺季的逻辑仍在，这对油品消费起到支撑，且当前海外柴油裂解价差和美国炼厂开工率均偏强，反应现实端并不差。但从美国汽油裂解价差及汽油表需可观察到今年海外汽油消费较往年均值基本持平，当前汽油旺季消费并未显著高于往年同期，边际走强更多是季节性因素。总体上看，当前油品总体表现尚可，但也未带来明显利多驱动，市场对需求侧的预期主要来源于宏观情绪的变化。

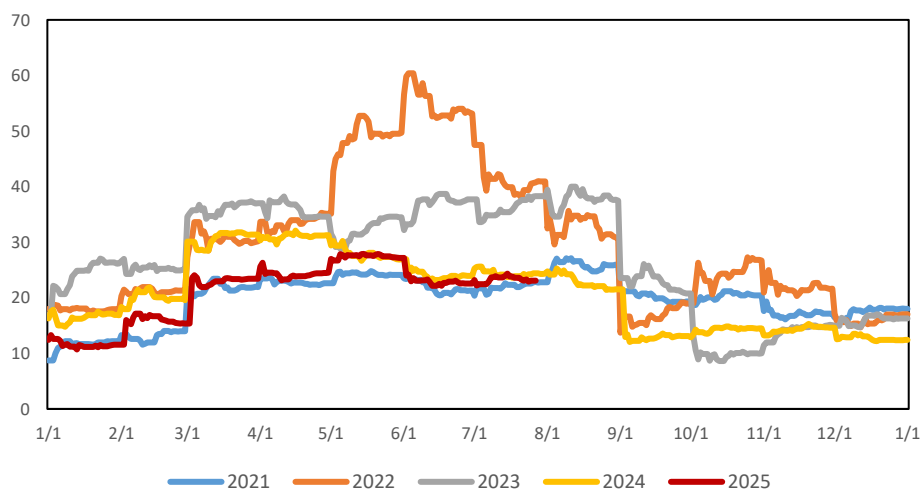
最后从库存端看，当前美国及全球原油库存仍然处于同期低位，显示现实端偏强。OPEC+的增产及供应过剩的预期兑现仍需要时间。短期低库存易导致近月价格走强，对近端价格起到支撑。

图表 4：美国原油产量及钻机数均有边际转弱的迹象



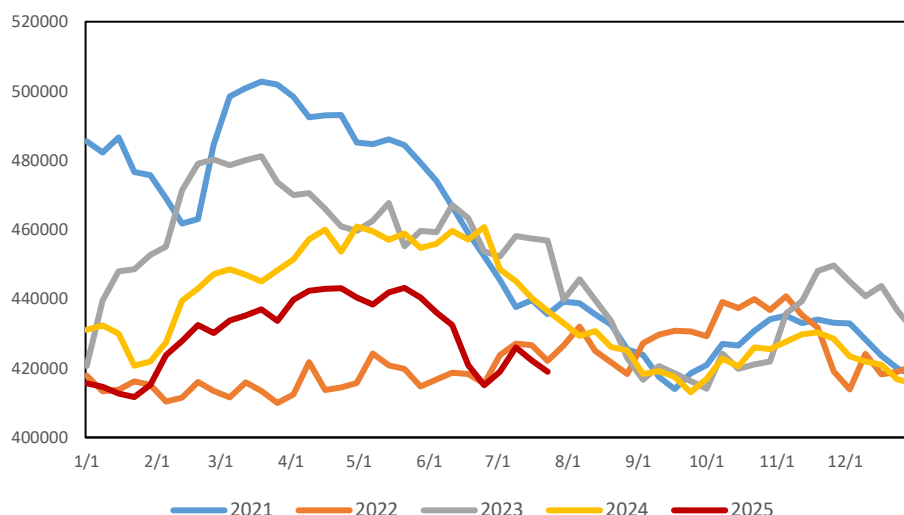
数据来源：EIA；兴证期货研究咨询部

图表 5：美国汽油裂解价差（美元/桶）



数据来源：Bloomberg；兴证期货研究咨询部

图表 6： 美国商品原油库存（千桶/日）



数据来源：Bloomberg；兴证期货研究咨询部

5. 总结与展望

当前油价中枢已较 4 月及 5 月的均价明显上移，且本周油价再度显著走强。近期油价的利多驱动主要与宏观情绪改善与地缘因素相关。首先，近期海内外宏观逻辑集体转好，海外贸易谈判的乐观情绪缓解市场对油品需求增长放缓的担忧。国内“反内卷逻辑”持续发酵，尽管原油定价逻辑难受“反内卷驱动”影响，但在国内商品普涨行情下，资金流动也可能刺激国内 INE 原油期货价格较外盘相对偏强运行。其次，俄乌局势是驱动近期油价走强的另一个重要因素。本周特朗普威胁称，如果普京不接受停火，美国将在 10 天内对购买俄罗斯能源等出口产品的国家实施制裁，市场担忧未来俄油出口量可能因制裁出现下滑。从基本面角度看，近期原油供需变化不大，OPEC+延续增产逻辑，美国产量边际出现小幅下滑，但难以改变未来全球供应上移的逻辑。今年海外汽油旺季的表现偏中性，暂未出现需求爆发性增长。当下主要地区的原油低库存显示现实端偏强。OPEC+的增产及供应过剩的预期兑现仍需要时间。低库存对近端价格起到支撑，易导致近月价格走强。

短期展望，我们认为宏观氛围的改善可能驱动油价继续震荡偏强运行，未来油价中枢较难跌回至 4 月及 5 月期间的低点。但是，我们认为市场对俄乌局势的利多炒作难以长期持续，地缘局势对市场的影响更可能导致价格先冲高后回落。当前俄乌局势的交易逻辑与 1 月份拜登政

府制裁俄油时期的思路较为接近。此外，OPEC+计划于 8 月 3 日召开会议来决定 9 月的增产计划，当前市场预期该集团可能会在 9 月延续增产 54.8 万桶/日的方案。若本周末的会议内容不大幅超出预期，预计对市场的冲击相对有限。

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。