

2025 年 03 月 09 日

美国不确定的关税政策，油价趋势下行

投资咨询业务资格

证监许可【2011】1772
号

广金期货研究中心

能源化工研究员：马琛

联系电话：020-88523420

从业资格号：F03095619

咨询资格号：Z0017388

核心观点

展望后市，供应端，OPEC+八国坚持4月开始增产，为供应端带来利空因素。此前伊拉克的库尔德斯坦有望近期恢复石油供应和出口，预计石油出口将从18.5万桶/日逐步增加至40万桶/日，但由于双方未达成一致，石油出口推迟。美国总统特朗普恢复对伊朗“最大压力”制裁，试图将伊朗原油出口降至10万桶/日，委内瑞拉石油出口也将面临不确定性风险。地缘风险方面，美国总统特朗普3月7日表示要对俄罗斯实施“大规模”制裁和关税，直到与乌克兰达成停火与和平协议，如果扩大制裁，石油出口面临一定阻力，支撑市场；但如果达成停火协议，东欧地缘风险缓解，风险溢也将回落。

需求端，国内市场，汽油方面，汽车终端消耗速率有限，加之新能源替代，无节假日消费支撑，汽油市场消费偏弱；柴油市场，部分地区终端项目开工需求不及预期，支撑有限。由于原油成本的下滑，主营及地方炼厂炼油利润小幅增加。进入3月，部分炼厂即将进入春季检修，预计将压制石油加工需求。美国关税不确定性政策使得美国经济陷入衰退担忧，美国汽油、柴油裂解差近期呈现走弱趋势。

库存端，美国商业原油库存继续累积，截止2月28日当周，美国商业原油库存量4.33775亿桶，比前一周增长362万桶，过去六周当中有五周是上涨状态。关注汽油、柴油是否出现反季节累库，以判断下游消费是否受到关税政策、贸易战导致的消费水平下滑。远期曲线来看，WTI、Brent均是近强远弱的Back结构，逐渐向Contango结构靠拢，近端市场受到OPEC+逐步增产及关税政策的压制。

综上，OPEC+坚持增产、不确定关税政策令油市承压。但油价在趋势下行至去年9月以来新低后存在技术性反弹，加之美国回购SPR计划，油价存在低位反弹预期。从远期看，OPEC+、非OPEC产量将逐步回归市场，在地缘风险扰动平息后，在夏季石油消费旺季，欧美原油期货价格仍受制于特朗普关税政策对全球石油需求增量的影响。

目录

一、行情回顾	3
二、供应方面	4
1、OPEC+市场：坚持 4 月开启增产	4
2、美国市场：石油平台呈现增加趋势	5
三、需求方面	7
1、关税政策增加需求不确定性	7
2、亚洲市场：主营和地方炼厂开工走势分歧	9
四、价差与库存方面	10
1、欧美原油月差缩窄	10
2、B-W 价差缩窄	10
3、美国原油库存继续增加	11
4、美国询购石油 SPR	11
五、宏观方面	12
六、结论	12
分析师声明	15
分析师介绍	15
免责声明	16
总部地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 25 层 2501-2524 单元	16
联系电话：400-930-7770	16
公司官网： www.gzjkqh.com	16
广州金控期货有限公司子公司及分支机构分布情况	17
广州金控物产有限公司	17
地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 40 层	17
电话：020-88527737	17
广州金控期货有限公司分支机构分布情况	17

一、行情回顾

一周以来，欧美原油期货价格趋势下行。一系列利空因素影响市场交投情绪，OPEC+产油国坚持4月份开始增产，美国不确定的关税政策导致美国经济陷入衰退担忧，美国股市大幅下跌，期间美国对加拿大、墨西哥加征关税推迟以及美国计划对俄罗斯实施新的制裁，一度令油价低位反弹。但并未改变国际油价整体的下跌趋势。截止周五(3月7日)纽约商品期货交易所西得克萨斯轻质原油2025年4月期货结算价每桶67.04美元，比前一交易日上涨0.68美元，涨幅1.02%，周度跌3.9%；伦敦洲际交易所布伦特原油2025年5月期货结算价每桶70.36美元，比前一交易日上涨0.90美元，涨幅1.30%，周度跌3.85%。

图表 1：WTI 主力合约走势图



来源：Wind、广州金控期货研究中心

二、供应方面

1、OPEC+市场：坚持 4 月开启增产

额外自愿减产的 OPEC+ 八个国家，即沙特阿拉伯、俄国、伊拉克、阿联酋、科威特、哈萨克斯坦、阿尔及利亚和阿曼，于 2025 年 3 月 3 日举行了虚拟会议决定 4 月继续执行每日增产 13.8 万桶计划，到 2026 年将逐步取消每日 220 万桶的减产。这被认为 OPEC+ 开启增产之路。但俄罗斯副总理诺瓦克表示，欧佩克及其减产同盟国同意从 4 月份开始增加石油产量，但如果市场失衡，之后可能会逆转这一决定。

美国一直在向伊拉克施压，要求达成恢复石油出口的协议，但是关于恢复伊拉克向土耳其输送石油的谈判再次陷入僵局。如果伊拉克与库尔德斯坦地区达成协议恢复石油出口，预计将通过伊拉克-土耳其管道从库尔德斯坦地区每日出口约 18.5 万桶石油，最终出口逐步增加至 40 万桶/日。

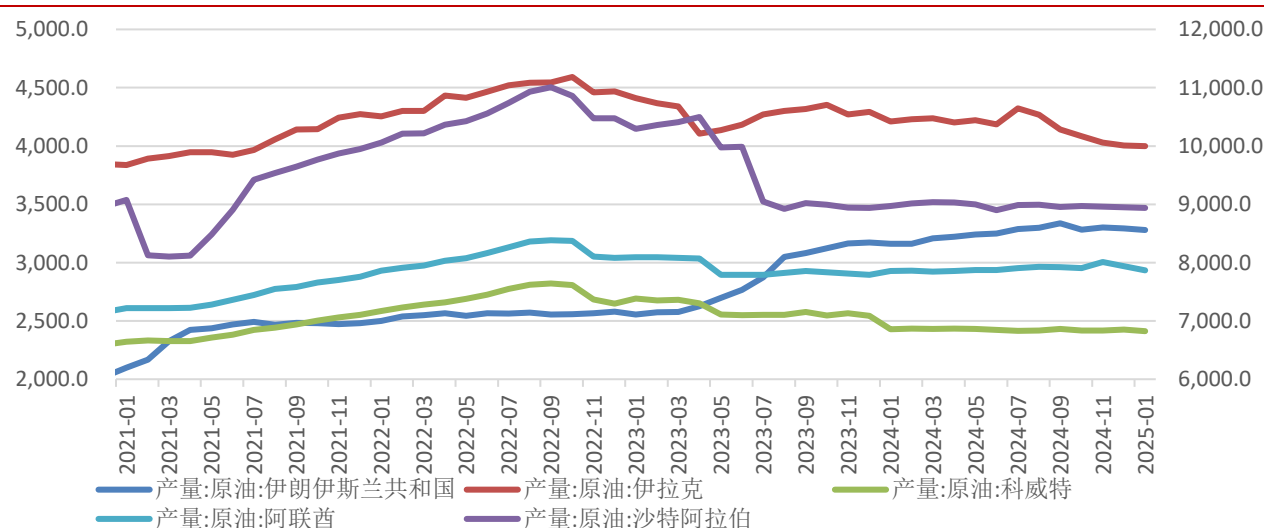
地缘风险方面，美国总统特朗普 3 月 7 日表示要对俄罗斯实施“大规模”制裁和关税，直到与乌克兰达成停火与和平协议。如果制裁扩大，可能影响俄石油供应；如果基于此，令俄罗斯与乌克兰达成停火协议，东欧地缘风险扰动将平息，风险溢价亦将下滑。

路透调查显示，欧佩克 2 月份石油日产量为 2674 万桶，较 1 月增加 17 万桶/日，其中伊朗和尼日利亚的增幅最大。伊朗增产 8 万桶/日，达到 330 万桶/日。

对重质产油国制裁方面，特朗普已恢复对伊朗“最大压力”制裁，签署总统备忘录，试图将伊朗原油出口降至 10 万桶/日。2025 年 1 月伊朗原油产量在 328.0 万桶/日，较 2023 年初增长 72.6 万桶/日。伊朗近两年石油增量可能被收回，甚至降到更低水平。美国总统特朗普宣布，撤销前总统拜登给予委内瑞拉的“让步”。2022 年 11 月 26 日，美国政府宣布向雪佛龙石油公司发放许可证，允许企业有限恢复在委内瑞拉的原油开采业务，并运往美国。

即使石油制裁或者地缘风险使得部分区域供应中断，但目前生产国闲置产能比较充裕，2025 年 OPEC 剩余产能 430 万桶/日，加上非 OPEC 存在 650 万桶/日剩余产能，剩余产能为油市提供安全垫。

图表 2：OPEC 主要产油国原油产量



来源：OPEC、广州金控期货研究中心

2、美国市场：石油平台呈现增加趋势

近三个月以来，美国原油日产量维持在 1340-1360 万桶；

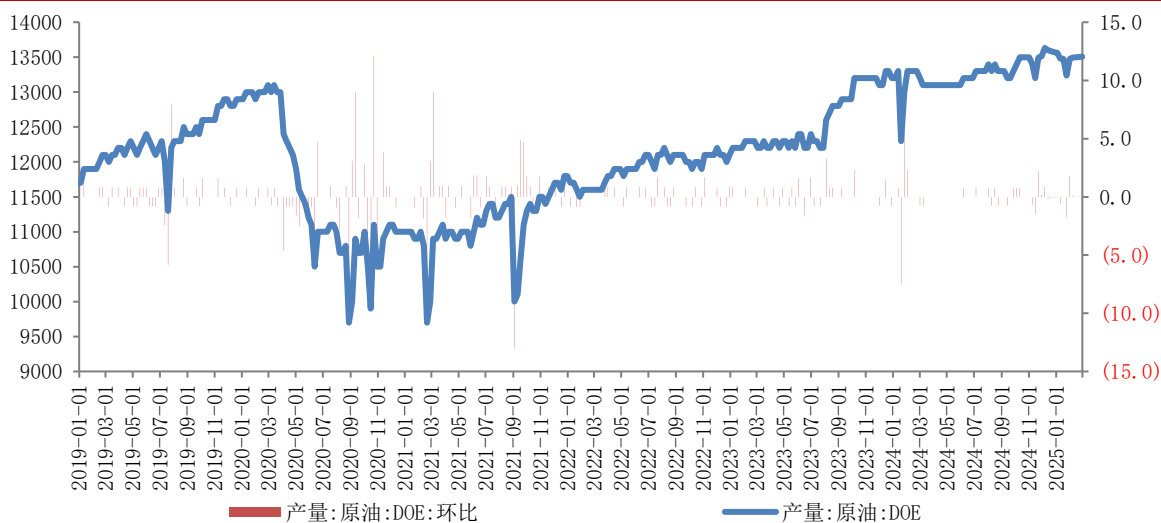
请务必阅读正文之后的免责条款部分

截止到 2 月 28 日当周，美国原油日均产量 1350.8 万桶，比前周日均产量增加 6000 桶，比去年同期日均产量增加 30.8 万桶；截止到 2 月 28 日的四周，美国原油日均产量 1350 万桶，比去年同期高 1.7%。今年以来，美国原油日均产量 1346.3 万桶，比去年同期高 2.5%¹。美国原油产量高位运行，得益于二叠纪钻探效率提升，以及自 2024 年 12 月以来美国石油钻机数量呈现增加趋势。受到特朗普能源政策影响，美国石油钻井平台数量在过去六周中仅有一周出现下降。通用电气公司的油田服务机构贝克休斯公布的数据显示，截止 3 月 7 日的一周，美国在线钻探油井数量 486 座，比前周持稳；比去年同期减少 18 座。

尽管如此，美国石油产量增长恐仍将放缓。据 EIA 数据显示，2023 年美国原油产量增长 94 万桶/日，2024 年美国原油产量增长 30 万桶/日，预计 2025 年美国原油产量仅增长 28 万桶/日。美国页岩油企业不再追求产量，而是专注于控制成本和向投资者提供回报。

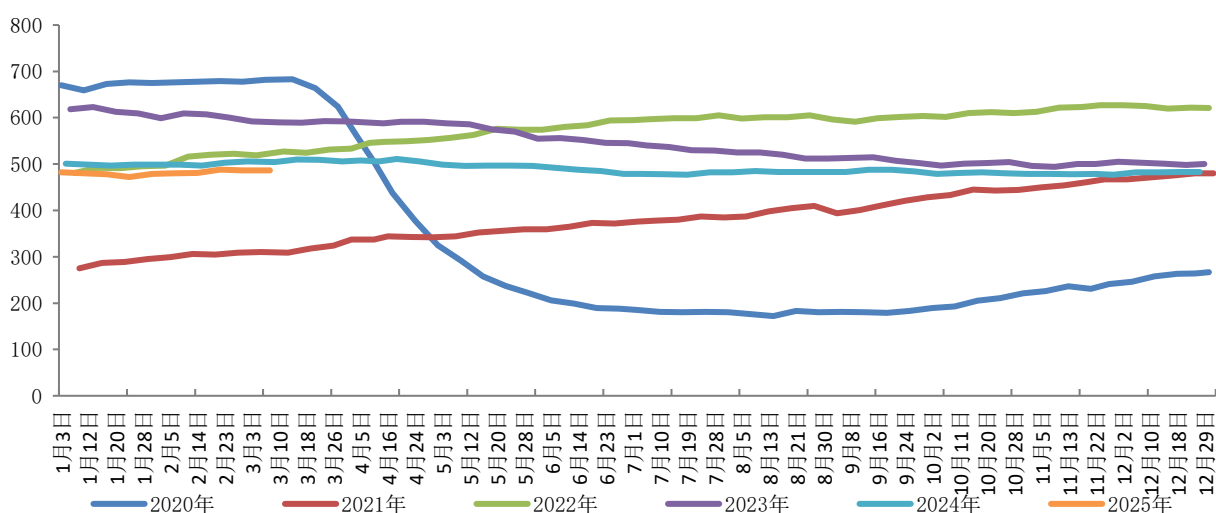
¹ EIA

图表 3：美国原油产量



来源：EIA、广州金控期货研究中心

图表 4：美国原油钻井数量



来源：贝克休斯、广州金控期货研究

三、需求方面

1、关税政策增加需求不确定性

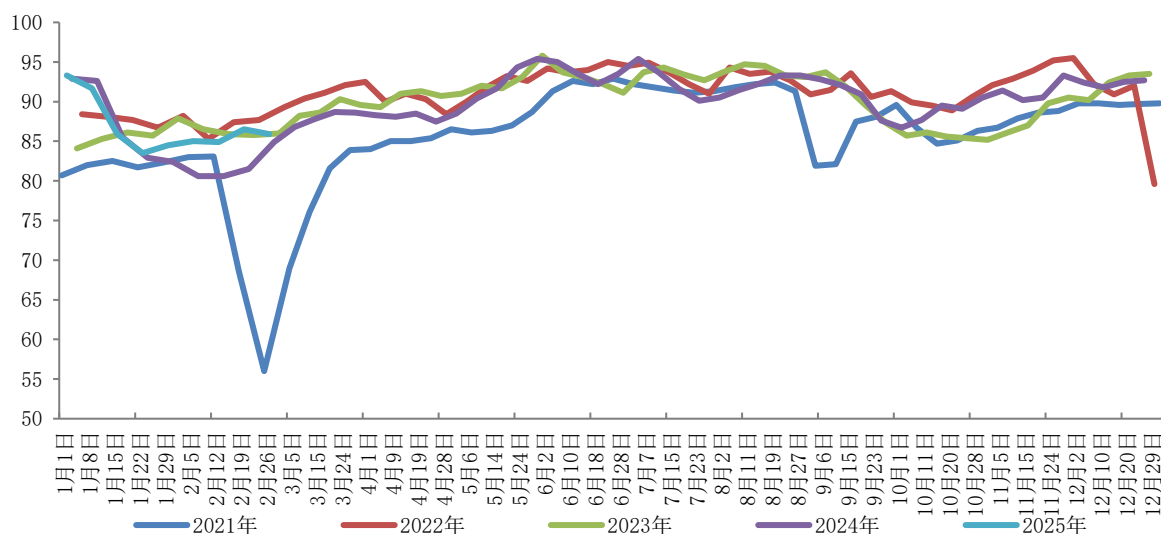
美国总统特朗普的保护主义政策扰乱了全球市场，特朗普对其最大的石油供应国加拿大和墨西哥征收并推迟了关税，同时对中国商品提高了关税。投资者认为美国关税的不

确定性是一个负面因素，可能导致经济放缓，从而抑制石油需求。

美国炼厂开工仍未达到常态水平，截止 2025 年 2 月 28 日，炼油厂开工率 85.9%，比前一周下降 0.6 个百分点。美国汽柴油裂解价差走势仍然偏弱，汽油消费高峰季节未到，不确定的关税政策带来的消费者信心下滑，使得汽油裂解价差下滑；美国经济数据疲软压制物流需求，令柴油裂解价差偏弱运行。截止 2025 年 3 月 3 日，美国汽油裂解价差在 13.82 美元/桶，周度下滑 1.69 美元/桶；截止 2025 年 3 月 10 日，美国柴油裂解价差在 22.73 美元/桶，周度下滑 1.84 美元/桶。

美国汽油需求增加而馏分油需求减少。美国能源信息署数据显示，截止到 2 月 28 日的四周，美国成品油需求总量平均每天 2016.5 万桶，比去年同期高 3.4%；车用汽油需求四周日均量 853.6 万桶，比去年同期高 0.9%；馏分油需求四周日均数 403.4 万桶，比去年同期高 7.1%；煤油型航空燃料需求四周日均数比去年同期高 1.3%。单周需求中，美国石油需求总量日均 2054.3 万桶，比前一周低 30.0 万桶；其中美国汽油日需求量 887.7 万桶，比前一周高 42.3 万桶；馏分油日均需求量 399.1 万桶，比前一周日均低 10.6 万桶。

图表 5：美国炼厂开工率



来源：EIA、广州金控期货研究中心

2、亚洲市场：主营和地方炼厂开工走势分歧

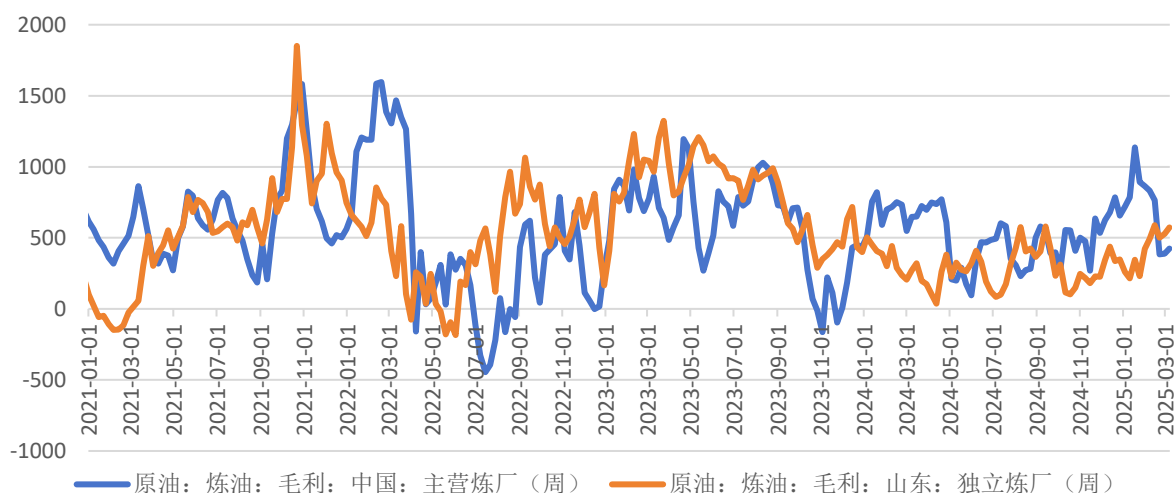
汽油方面，汽车终端消耗速率有限，加之新能源替代，无节假日消费支撑，汽油市场消费偏弱；柴油市场，部分地区终端项目开工需求不及预期，支撑有限。且国际油价趋势下行，贸易商买兴清淡。

本周主营及地方炼厂加工利润小幅增加。截止 2025 年 3 月 7 日中国主营炼厂及地方炼厂加工利润分别为 424.85 元/吨、572.47 元/吨，周度分别增加 35.72 元/吨及 43.98 元/吨。开工率方面，主营和地方炼厂走势分歧，截止 2025 年 3 月 7 日，中国主营炼厂开工率为 78.19%，周度下滑 0.98 个百分点；截止 2025 年 3 月 7 日，中国地方炼厂开工率为 59.09%，周度增加 0.39 个百分点，已经连续四周增加。

远期来看，国际油价偏弱震荡，成品油零售限价对成品

油市场存在利空影响，需求仍以汽弱柴强格局为主。随着部分炼厂即将进入春季检修，预计整体加工负荷将受到一定抑制。

图表 6：国内主营炼厂及山东地炼炼油利润



来源：Wind、广州金控期货研究中心

四、价差与库存方面

1、欧美原油月差缩窄

一周以来，WTI 及 Brent 原油月差缩窄，目前 Brent 原油及 WTI 原油月差均维持 Back 结构。截止 2025 年 3 月 7 日，WTI 原油近月与次月价差为 0.29 美元/桶，周度下滑 0.13 美元/桶；截止 2025 年 3 月 7 日，Brent 原油近月与次月价差为 0.48 美元/桶，周度下滑 0.05 美元/桶。

2、B-W 价差缩窄

B-W 价差在每桶 3.32 美金²，周度下滑 0.10 美元/桶。

² Wind

截止到 2 月 28 日当周，美国原油出口量日均 413.6 万桶，比前周每日出口量减少 5.2 万桶，比去年同期日均出口量减少 50.1 万桶。过去的四周，美国原油日均出口量 415.4 万桶，同比减少 11%。今年以来美国原油日均出口 411.6 万桶，同比减少 6%³。

3、美国原油库存继续增加

截止到 2 月 28 日当周，包括战略储备在内的美国原油库存总量 8.29088 亿桶，比前一周增长 361 万桶；美国商业原油库存量 4.33775 亿桶，比前一周增长 362 万桶；美国汽油库存总量 2.46838 亿桶，比前一周下降 143 万桶；馏分油库存量为 1.19154 亿桶，比前一周下降 132 万桶。原油库存比去年同期低 3.29%；比过去五年同期低 4%；汽油库存比去年同期高 2.96%；比过去五年同期高 1%；馏分油库存比去年同期高 1.83%，比过去五年同期低 6%⁴。

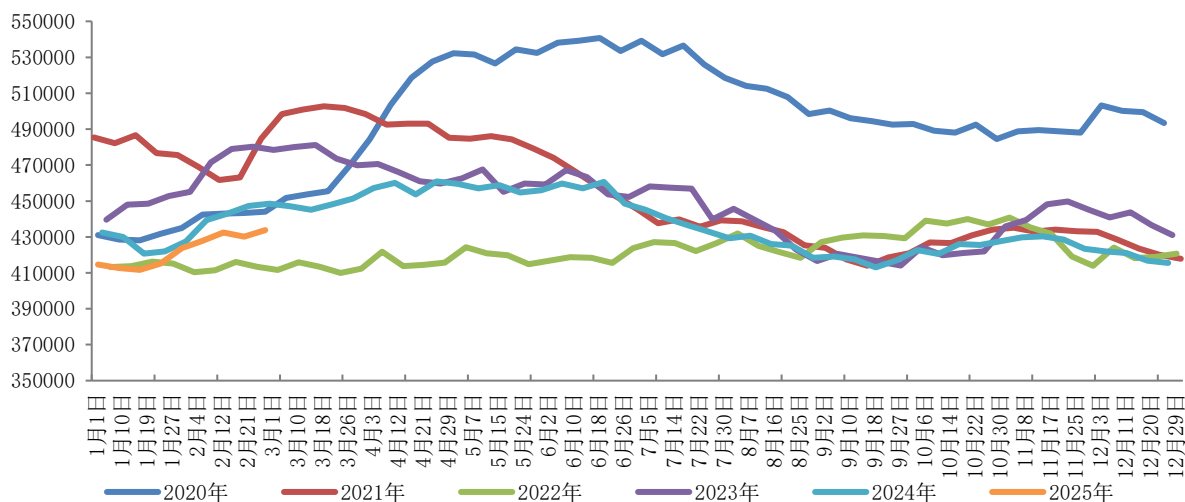
4、美国询购石油 SPR

EIA 报告显示，2 月 28 日当周美国石油战略储备维持在 3.95313 亿桶。3 月 7 日美国能源部表示，要实现美国将战略石油储备补充到最大容量的目标，需要 200 亿美元和数年时间。美国上届政府从紧急战略储备中销售了近 3 亿桶石油，使得战略储备石油降至 40 年来的最低水平。

³ EIA

⁴ EIA

图表 7：美国原油库存



来源：EIA、广州金控期货研究中心

五、宏观方面

美国劳工统计局 3 月 7 日公布的数据显示，2 月失业率升高 0.1 个百分点至 4.1%，高于预期的 4%，为 2024 年 11 月以来新高。失业率上升反映出更多人永久地失去工作，结合近期通胀数据表现出粘性，消费者支出开始放缓等情况，增加了市场对美国经济可能面临滞胀的担忧，进一步证实了美国就业市场正在疲软的趋势。数据公布后，交易员预计今年美联储将降息约 75 个基点，分别在 6 月、9 月和 12 月。

六、结论

供应端，OPEC+八国坚持 4 月开始增产，为供应端带来利空因素。此前伊拉克的库尔德斯坦有望近期恢复石油供应和出口，预计石油出口将从 18.5 万桶/日逐步增加至 40 万桶/日，但由于双方未达成一致，石油出口推迟。美国总统特

朗普恢复对伊朗“最大压力”制裁，试图将伊朗原油出口降至 10 万桶/日，委内瑞拉石油出口也将面临不确定性风险。地缘风险方面，美国总统特朗普 3 月 7 日表示要对俄罗斯实施“大规模”制裁和关税，直到与乌克兰达成停火与和平协议，如果扩大制裁，石油出口面临一定阻力，支撑市场；但如果达成停火协议，东欧地缘风险缓解，风险溢也将回落。

需求端，国内市场，汽油方面，汽车终端消耗速率有限，加之新能源替代，无节假日消费支撑，汽油市场消费偏弱；柴油市场，部分地区终端项目开工需求不及预期，支撑有限。由于原油成本的下滑，主营及地方炼厂炼油利润小幅增加。进入 3 月，部分炼厂即将进入春季检修，预计将压制石油加工需求。美国关税不确定性政策使得美国经济陷入衰退担忧，美国汽油、柴油裂解差近期呈现走弱趋势。

库存端，美国商业原油库存继续累积，截止 2 月 28 日当周，美国商业原油库存量 4.33775 亿桶，比前一周增长 362 万桶，过去六周当中有五周是上涨状态。关注汽油、柴油是否出现反季节累库，以判断下游消费是否受到关税政策、贸易战导致的消费水平下滑。远期曲线来看，WTI、Brent 均是近强远弱的 Back 结构，逐渐向 Contango 结构靠拢，近端市场受到 OPEC+ 逐步增产及关税政策的压制。

综上，OPEC+ 坚持增产、不确定关税政策令油市承压。但油价在趋势下行至去年 9 月以来新低后存在技术性反弹，加

之美国回购 SPR 计划，油价存在低位反弹预期。从远期看，OPEC+、非 OPEC 产量将逐步回归市场，在地缘风险扰动平息后，在夏季石油消费旺季，欧美原油期货价格仍受制于特朗普关税政策对全球石油需求增量的影响。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。

分析师介绍

马琛 能源化工研究员

广州金控期货有限公司研究中心能源化工资深研究员。曾在能化咨询公司任职七年，从事原油、炼厂、燃料油、船供油、液化气等产品分析和咨询工作。具有五年以上期货从业经验，获得大连商品交易所 2019 年优秀期货投研团队，上海期货交易所 2021 年度优秀分析师。专注于能化产品研究，注重具有国际化视野的产业链和跨产业的基本面分析，并多次接受第一财经、文华财经、财联社等知名媒体采访。



更多期货咨询请关注广金公众号

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的更改，在任何情况下，我公司报告的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写过程中融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与广州金控期货有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表广州金控期货有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映广州金控期货有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经广州金控期货有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的资料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“广州金控期货有限公司”，并保留我公司的一切权利。

广州金控期货有限公司是广州金融控股集团有限公司的控股子公司，业务范围包括商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询和资产管理业务。全资控股风险管理子公司-广州金控物产有限公司，业务范围包括基差贸易、仓单服务、场外衍生品业务。

总部地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 25 层 2501-2524 单元

联系电话：400-930-7770

公司官网：www.gzjqqh.com

广州金控期货有限公司子公司及分支机构分布情况

广州金控物产有限公司

地址：广州市天河区体育西路 191 号中石化大厦 B 塔 40 层

电话：020-88527737

广州金控期货有限公司分支机构分布情况

<ul style="list-style-type: none"> • 广州营业部 地址：广州市天河区临江大道 1 号之一 904 室 电话：020-38298555/38298522	<ul style="list-style-type: none"> • 佛山营业部 地址：佛山市南海区大沥镇毅贤路 8 号 17 层 20 号至 17 层 22 号 电话：0757-85501856/85501815
<ul style="list-style-type: none"> • 大连营业部 地址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2311 室 电话：0411-84806645	<ul style="list-style-type: none"> • 福州营业部 地址：福建省福州市晋安区福飞北路 175 号 6 层 6D 单元 电话：0591-87800021
<ul style="list-style-type: none"> • 杭州分公司 地址：浙江省杭州市滨江区浦沿街道江南大道 4760 号 A 楼 1002 室 电话：0571-87791385	<ul style="list-style-type: none"> • 河北分公司 地址：河北省石家庄市长安区中山东路 508 号东胜广场三单元 1406 室 电话：0311-83075314
<ul style="list-style-type: none"> • 唐山营业部 地址：河北省唐山市路北区金融中心 3 号楼 1607、1608 号 电话：0315-5266603	<ul style="list-style-type: none"> • 淮北营业部 地址：安徽省淮北市相山区惠苑路 6 号金冠紫园 6 幢 105 号 电话：0561-3318880
<ul style="list-style-type: none"> • 太原营业部 地址：山西省太原市万柏林区长风街道长兴路 1 号 4 幢 11 层 1123-1124 号 电话：0351-7876105	<ul style="list-style-type: none"> • 嘉兴分公司 地址：浙江省嘉兴市海宁市海洲街道新苑路 147-149 号 2 楼 电话：0573-87216718
<ul style="list-style-type: none"> • 北京分公司 地址：北京市丰台区广安路 9 号国投财富广场 2 号楼 1403、1404 室 电话：010-63358857/63358907	<ul style="list-style-type: none"> • 深圳分公司 地址：深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 1905 室 电话：0755-23615564
<ul style="list-style-type: none"> • 龙岩营业部 地址：福建省龙岩市新罗区龙岩大道中 688 号 1 幢 703 室 电话：0597-2566256	<ul style="list-style-type: none"> • 重庆分公司 地址：重庆市渝北区新南路 439 号中国华融现代广场 2 幢 5 层 4-1 电话：023-67380843
<ul style="list-style-type: none"> • 厦门营业部 地址：中国（福建）自由贸易试验区厦门片区东港北路 29 号港航大厦 2503-6 单元 电话：0592-5669586	