

特朗普 2.0 时代对原油有何影响？

本文作者：中金财富期货研究所 刘坤

期货从业资格证书号：F3041660

期货投资咨询从业证书号：Z0015324



中金财富期货研究所

专业、专注、专心，
我们始终如一

前言：随着美国大选落下帷幕，美国前总统、共和党候选人特朗普宣布在选举中获胜，令特朗普交易的预期得到兑现。特朗普卷土重来之后，原油市场最为关注其四项举措，一是对全球加征高额关税，二是谋求结束俄乌战争，三是中东局势升级风险，四是扶持美国页岩油产业，将对全球原油供需格局产生重要影响，但新政策落地仍需要时间观察。

美国贸易保护主义损害总需求

参考特朗普上一任期的中美贸易战，其贸易保护主义的本质是逆全球化，导致市场总效率降低和全球经济复苏放缓，这一过程通常伴随着工业活动和居民消费的减少，从而直接损害到原油需求前景。

根据国际能源署 IEA 的模型，全球经济增速每下滑 1%，可简单认为原油需求相应会减少约 100 万桶/日，该机构预测，全球对所有化

石燃料的需求将在未来十年内停止增长。现阶段全球原油需求增长基本依赖中国，但 OPEC 将 2024 年亚洲原油需求增长预测下修至 120 万桶/日。面对消费疲弱的现状，尤其是中国原油进口下滑，即使达到这一数字也变得希望渺茫。

抛开买卖方立场问题，以及碳中和等较大争议，目前 EIA、IEA 和 OPEC 三大能源机构均对原油需求增长前景持悲观看法，我们认为未来全球原油需求缺乏超预期增长驱动，市场对明年出现供应过剩具有较强的一致性预期。

俄乌战争结果已经被市场消化

特朗普在野和竞选时曾多次表示，将尽快结束俄乌战争，关于战后俄罗斯原油出口前景尚存争议。就目前来看，俄乌问题并未导致原油供应出现大规模中断，但西方制裁令贸易流向发生转变。

剔除疫情和战争影响，以 2019 年为例，俄罗斯原油出口总量的 58% 流向欧盟 27 国，余下有 34% 出口至亚洲，其中中国占到 21%，而印度仅不足 1%。截至 2024 上半年，俄罗斯 93% 的原油出口依赖中国、印度和土耳其等少数买家，其中印度直接进口占比飙升至 48%，中国购买量亦增至 34%。

俄罗斯原油贸易流自西向东的改变，造成了运输路线变长和运费增加，炼厂原油加工结构改变，在途油品库存数量显著增加等问题。更复杂的是，原油实物市场上受制裁与不受制裁的货源并存，导致交易透明度下降和分歧加剧。

无论特朗普能否或者将以何种方式结束俄乌战争，我们认为俄罗斯都将不再被视为可靠的原油输出国，价格发现机制因此变得更加难以预测，不过粗略来看整体仍是趋于结构性过剩的。

地缘政治不是现阶段主要矛盾

从特朗普对国务卿的任命表明，下一届美国政府的中东政策大概率相当不友好，但目前来看，原油市场暂时还不会交易地缘政治矛盾激化的预期。

近年来，国际原油市场先后遭遇了多次地缘风险冲击，最近一次的巴以冲突也一度造成了 20 美元的波动幅度。然而关于后市我们认为，尽管中东局势大方向趋于升级，但原油市场赋予地缘政治的风险溢价相对较少，且持续被挤出。

从过往历次行情的预期修正来看，主要是三大原因令原油交易者对地缘政治逐渐脱敏。首先，迄今为止全球原油供应受到的实际减损不显著，甚至利比亚的不可抗力短期影响都要更大；其次，无论遭到何种严格制裁，俄罗斯、伊朗、委内瑞拉等国原油出口并未中断；最后，OPEC 保有巨大的闲置产能，足以应对高强度风险事件的冲击。

综上，原油市场因结构性紧张而失衡的可能性不大，对供应安全的担忧不再占据主导地位，市场更多关注需求增速放缓和库存累增压力。

页岩油革命仍具有扩张惯性

作为现阶段全球第一大产油国，在 2024 年迄今的大部分时间里，美国原油产量基本维持在 1300 万桶/日的历史最高水平上。影响美国原油供应的主要因素包括：资本支出、活跃钻机、成本利润，其中上游投资和勘探活动很大程度上受到能源政策的影响。

众所周知，特朗普在上一任期不遗余力地支持传统能源，颁发许可鼓励油气钻探活动，刺激页岩油产量增长。然而，专业能源机构 Rystad Energy 的一项调查显示，页岩油企业专注于盈利能力和股东回报，而不再一味地追求扩张。回顾从小布什时期至今 20 年来，美国能源产业政策几经改弦更张，但页岩油产量增长主要由技术革命引发，碳中和以及新能源替代对欧美传统能源暂未造成明显冲击。

鉴于页岩油仍有一定增产惯性，预计 2025 年美国原油产量或将突破 1350 万桶/日，对全球供需平衡构成较大的过剩压力。

预期偏向悲观，但波动性增强

投资者对于 2025 年原油基本面整体持悲观态度，特朗普 2.0 时代可能会让全球经济前景变得更加黯淡，业界一致预期明年一季度会出现明显过剩。此外，按照近年来的市场风格，交易情绪会在很大程度上影响短期走势，新一轮贸易战以及国际关系的恶化，很可能引发恐慌抛盘和避险偏好。因此，特朗普上台将给宏观注入一系列不确定性，整体对原油市场构成下行压力，或将造成油价短期的剧烈波动。

当前原油估值处于偏中性水平，鉴于未来市场的波动性可能较高，国际原油期货和期权交易量大增，表明机构投资者正在对冲不确定性。

根据洲际交易所（ICE）数据，10月原油期货和期权交易总量升至历史最高，甚至超过了2020年3月油价暴跌时创下的月度纪录。

主流机构认为，2024年Brent原油平均价格可能为76美元/桶，这与当前位置较为接近；如果OPEC+开启增产计划，不排除跌至65美元以下；假如发生重大风险事件，也可能反弹至80美元以上。因此，原油生产商等机构交易者通过衍生品工具锁定成本利润，以保护其经营免受市场大幅波动的影响，而投机交易者中性位置宜谨慎观望。

法律声明

版权免责声明：本报告由中金财富期货有限公司提供，未经中金财富期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过正当渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

报告内容免责：本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本资料仅代表报告发布当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据中金财富期货研究所后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改。

报告使用免责：本报告仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流，普通投资者若使用本资料，有可能因缺乏解读服务而对报告中的关键假设、评级、目标价等内容产生理解上的歧义，进而造成投资损失。本资料仅供投资者参考之用，并不构成对所述期货买卖的出价，在任何情况下，本报告的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。投资者不应单纯依靠本资料的信息而取代自身的独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险。我公司及研究人员不对投资者使用本资料涉及的信息所产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。

中金财富期货有限公司

公司网站：<https://www.ciccwmf.cn>

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 4203—4205 单元

邮编：518038

传真：0755-82912900

总机：0755-82912900