

最强原油交易员特朗普又来了？

本文作者：中金财富期货研究所 刘绅

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：“那一日，期货市场投资者终于回想起，曾经被史上最强原油交易员——美国总统特朗普支配的恐惧，以及在他如雪片般纷至沓来的政令下的无所适从。”

让美国页岩油再次伟大！？

1月20日新上任的美国总统特朗普宣布签署一系列行政令，其中能源政策主要包括撤销拜登政府的绿色新政，加大传统油气资源开采，取消电动车优惠政策以扶助美国传统汽车工业等。毫无疑问，特朗普是传统能源的坚定支持者，其能源政策高度符合外界预期。

特朗普的第一个任期内，美国原油产量超过沙特和俄罗斯，并且在表观上实现能源独立，目前已经连续七年保持全球最大产油国地位。俄乌战争爆发后，西方对俄罗斯能源出口实施严格制裁，欧洲转而购买美国油气数量大增，美国利用丰富的资源禀赋进一步推动出口。特

朗普敦促，美国内政部长与能源部长联合提高原油产量并降低价格，“美国将开采出比以往任何时候更多的原油，我们将压低油价，其他一切都将随之而来。”

特朗普推行的能源政策核心是促进油气增产，理论上将令页岩油供应继续增加，给国际油价带来中长期压力。然而，近年来生产成本抬高，加上 OECD 需求增长停滞，使得美国页岩油企业不愿像 2015-2019 年间那样扩大再生产，而是将更多利润用作股权分红和回购，资本支出的不足限制了美国原油产量的增长前景。特朗普能在何种程度上推动增产存在疑问，但美国页岩油行业在 2025 年将大概率保持扩张惯性，从而令国际油价反弹承压。

挥舞关税大棒，先拿队友祭天？

特朗普开始再度挥舞大棒，美国将向北美自贸区伙伴加拿大和墨西哥加征关税，引发原油市场对未来供应不确定性的紧张情绪。根据特朗普签署的政令，3 月 4 日起美国对来自加拿大和墨西哥的进口商品征收 25% 关税，其中对加拿大原油征收 10% 关税，不过在加征关税推迟期间将继续进行谈判。

EIA 数据显示，美国从加拿大和墨西哥两国进口原油数量分别在 400 和 50 万桶/日左右，大约占美国炼厂加工量的四分之一，此外还进口大量精炼成品油。特朗普对加墨原油产品加征关税，对北美原油炼化行业乃至国际原油市场构成较大不确定性，业界正在紧密评估若关税最终生效其影响究竟如何。

从美国炼油企业的角度来看，自特朗普上一任期制裁委内瑞拉之后，美国炼厂尤其是中西部地区的大型炼厂，转而依赖从加拿大进口的重质原油，并长期从这种折价的重油中获益。以能源巨头 Valero Energy 的观点为例，如果最终 25% 的关税生效，从而限制外部市场的原料供应，全行业可能被迫削减原油加工量高达 10% 左右。不过，鉴于页岩油革命已历经十年，美国炼厂多进行装置改造以适应轻质原油加工，用美国本土出产的页岩油代替加拿大进口重油的方案具有一定可行性，但会额外造成生产成本的增加。

美国对原油产品加征关税，可能会给本土炼厂原料供应带来比制裁委内瑞拉更大的冲击，甚至对特朗普降低能源价格这一关键目标产生反作用。不过另一方面，加拿大和墨西哥的备用炼化能力有限，并缺乏替代出口渠道，因此关税对原油市场的影响将变得更为复杂。

沙特：减产太难了，价格战卷起？

除了大力支持本土页岩油钻探，特朗普再次要求石油输出国组织（OPEC）增产，一旦沙特等国适当让步放宽减产，将导致全球原油供应更加宽松，也可能对油价造成重大利空。

依照最新版本，OPEC+ 减产政策将延续至一季度末，计划于 4 月开始小幅地渐进式增产。然而，计划永远赶不上变化快，特朗普关税大棒和别国反制措施可能会形成连锁反应，对全球经济复苏形成阻碍，从而给原油需求端增添不确定性。OPEC+ 增产计划之所以从去年 10 月一拖再拖，主要是出于对需求疲软和供应过剩的担忧，因此贸易摩擦

可能会导致 OPEC+再次延长当前的产量配额，至少在消费旺季到来前勉强维持供需平衡。

现在，特朗普承诺将对沙特施压，迫使 OPEC 增产以压低油价，但此前拜登屡次要求增产无果，市场对此种做法的可行性有待商榷。另一边，美国财政部宣布新的对伊朗制裁措施，特朗普曾提出将伊朗原油出口降为零的目标，接下来可能会进一步限制伊朗供应，从而给沙特等国增产提供一定空间。

正常来讲，OPEC 限产政策将长期与不温不火的油价并存，但倘若出现严重的外部性扰动，凭借海湾国家远低于页岩油的生产成本优势，亦不排除引发价格战等极端情景。

伊朗原油出口又要降为零？

回顾特朗普上一任期，美国政府单方面退出伊核协议并重启对伊朗的制裁，这一决定对全球原油供应体系产生了深远的影响。历史数据显示，当时伊朗原油产量在 2018 年制裁生效后急剧下降，甚至在 2019 年官方出口数量几乎降为零。作为 OPEC 核心成员国之一，伊朗原油供应的减少加剧了市场的不稳定性。然而在此后数年间，伊朗通过影子油轮海上转运的方式，打开了亚洲灰色市场渠道，从油轮追踪数据来看，2024 年该国原油出口量实际上已经回到接近制裁前水平。

现在特朗普再度入主白宫，一同回来的还有他惯用的极限施压式中东政策，大概率将加大对伊朗原油出口的制裁，尤其是关于影子油轮的针对性措施，威胁到伊朗至亚洲的 STS（船对船转运）中后端运

力，伊朗原油出口正面临严重困境。虽然制裁未必能直接推动油价上涨，但伊朗问题的长期悬而未决也为油市带来了不确定性。

目前唯一确信的：“合则两利，斗则俱伤”

对于原油投资者而言，短期市场情绪受突发事件等风险因素影响，但油价的长期走势主要取决于全球经济和供应水平的此消彼长。特朗普 2.0 时代正引发一系列问题，除了北美自贸区的加拿大和墨西哥以外，加征关税增添了全球经济复苏的不确定性，而经济增长疲软又势必拖累原油需求，在中长期对油价产生负面影响。

尽管近年来边际增速出现放缓，但亚太地区仍将是全球原油需求增长的引擎，占全球总需求量的 54.9%。作为全球最大的原油净进口国，中国经济和市场对国际油价影响显著，美国对华加征 10% 关税造成贸易摩擦升级，或进一步拖累宏观经济并抑制中国对进口原油的需求预期。另一边从内生因素来看，随着新能源和碳中和等政策推进，中国成品油市场需求在 2023 年达峰后持续下降。2025 年中国成品油需求量为 3.82 亿吨，其中汽油消费量为 1.53 亿吨，同比下降 3.4%，因新能源汽车渗透率提高对汽油车替代作用明显。印度可能会成为原油需求增长最大的国家，但其工业化程度不高，难以承接供应端巨大的增量及潜在增量。

综上所述我们认为，特朗普的系列行径其结果难以预测，但原油市场脆弱的供需平衡正变得越来越难以维系，长期油价重心下移是大趋势。

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