

俄油被制裁的影响可能被市场高估，油价上方高度仍然有限

2025 年 1 月 17 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

自 12 月下旬开始，原油市场显著走强，布伦特油价自 72 美元/桶附近强势反弹至 82 美元/桶附近，创下近 4 个月以来新高。本轮油价的走强主要归因于美国对俄油制裁的影响以及今年冬季北半球气温偏冷驱动油品需求偏强。供应侧，市场主要炒作“美国制裁俄油”驱动油价偏强，但我们认为此次制裁事件仍存在较多不确定性，当下市场无需对全球石油供应过分悲观。“特朗普政府”上台后是否会延续对俄罗斯强硬的态度以及俄罗斯相关企业能否找到新的反制裁手段均有待跟踪观察。从长期逻辑上看，即使出现最坏的情景，2025 年俄油被严格制裁导致实际供应长期处于低位，考虑到 OPEC+ 其他国家较为充足的闲置产能以及该集团迫切希望增产的意愿，预计其他地区可以通过增产来弥补俄油供应下滑的缺口。需求侧，当前需求的改善主要来自近端，其中今年的冷冬是需求增长的主要驱动。但从长期视角来看，除了天气因素外，目前市场仍未找到需求侧有新的爆点。最后，未来几周宏观及地缘方面存在不少变数，这主要源于美国“新旧政府”即将发生更替。“特朗普政府”计划于 1 月 20 日宣誓上台，在“特朗普政府”上台后，美国对中东及俄乌局势的政策是否会发生改变以

及市场宏观情绪的变化都将会持续影响油价表现。因此，在“特朗普政府上台”前后，宏观层面存在较大不确定性，这可能导致未来几周油价波动率上升。

报告目录

1. 制裁叠加天气影响，油市扭转前期颓势.....	4
2. 供应侧：美国制裁俄油的影响可能被市场高估.....	7
3. 需求侧：短期低温天气驱动需求偏强，长期需求预期仍未改善.....	9
4. 宏观地缘方面：关注特朗普上台后的市场情绪变化以及“再通胀”交易.....	10
5. 总结.....	11

图表目录

图表 1：布伦特油价强势反弹触及近 4 个月以来新高（美元/桶）.....	5
图表 2：美国汽油表需（千桶/日）.....	5
图表 3：美国柴油表需（千桶/日）.....	6
图表 4：美国汽油裂解价差（美元/桶）.....	6
图表 5：美国柴油裂解价差（美元/桶）.....	7
图表 6：OPEC+闲置产能（万桶/日）：截至 2024 年 12 月.....	8
图表 7：未来 6 至 10 日，美国大部分地区气温仍然偏低.....	10
图表 8：美国 12 月非农数据大超预期，引发“再通胀”交易.....	11

1. 制裁叠加天气影响，油市扭转前期颓势

自 12 月下旬开始，原油市场显著走强，布伦特油价自 72 美元/桶附近强势反弹至 82 美元/桶附近，创下近 4 个月以来新高。本轮油价的走强主要归因于美国对俄油制裁的影响以及今年冬季北半球气温偏冷驱动油品需求偏强。

首先，美国政府的对外制裁政策对全球原油供应造成较大冲击，直接导致近期油价冲高。1 月 10 日，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。具体来看，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。受到该消息影响，上周五（1 月 10 日）国际油价大幅上涨近 5%，国内原油期货在本周一（1 月 13 日）开盘后强势涨停。从基本面角度看，制裁可能会对全球原油市场的供应造成约 90 万桶/日的供应冲击，尤其影响印度和中国市场的原油供应。首先，根据 Rystad Energy 数据，2023 年被制裁的 Gazprom Neft 和 Surgutneftegas 2 家公司原油产量分别为 175 万桶/日和 117 万桶/日，分别占到俄罗斯总产量的 16%和 11%。2024 年上述两家公司的海上原油运输量达到 90 万桶/日，占俄罗斯海运原油总量的 30%。同时，美国还将对俄罗斯 183 艘油气运输船只进行制裁，其中约 160 艘为油轮且 75 艘来自“影子舰队”。对运输船只的制裁可能会影响俄罗斯 80 万桶/日的海运原油出口量。此外，美国还将对为俄罗斯海运石油贸易服务的多家公司包括 Ingosstrakh 和 Alfastrakhovanie 两家保险公司、Black Pearl 和其他 9 家俄罗斯石油贸易商进行制裁。考虑到被制裁的 183 艘油轮可能会运输 Gazprom Neft 和 Surgutneftegas 2 家公司的原油，保守估计，上周五的制裁将影响俄罗斯约 90 万桶/日的出口量。从俄油出口流向来看，印度和中国是俄油出口主要的目的地。2024 年俄油至印度和中国的流量分别占到俄油总出口量的 30%和 25%。

其次，今年北半球偏冷的气温驱动近期原油、天然气等能源的冬季取暖需求偏强。12 月份欧美多地遭受极端低温天气，今年冬季北半球的平均供暖天数显著高于去年冬季，且小幅高于过年 5 年均值。超预期的寒冷天气提振了石油需求，根据 IEA 数据，2024 年 4 季度世界石油需求出现了明显反弹，实现了约 150 万桶/日的增长。这是自 2023 年第四季度以来最强的单季度

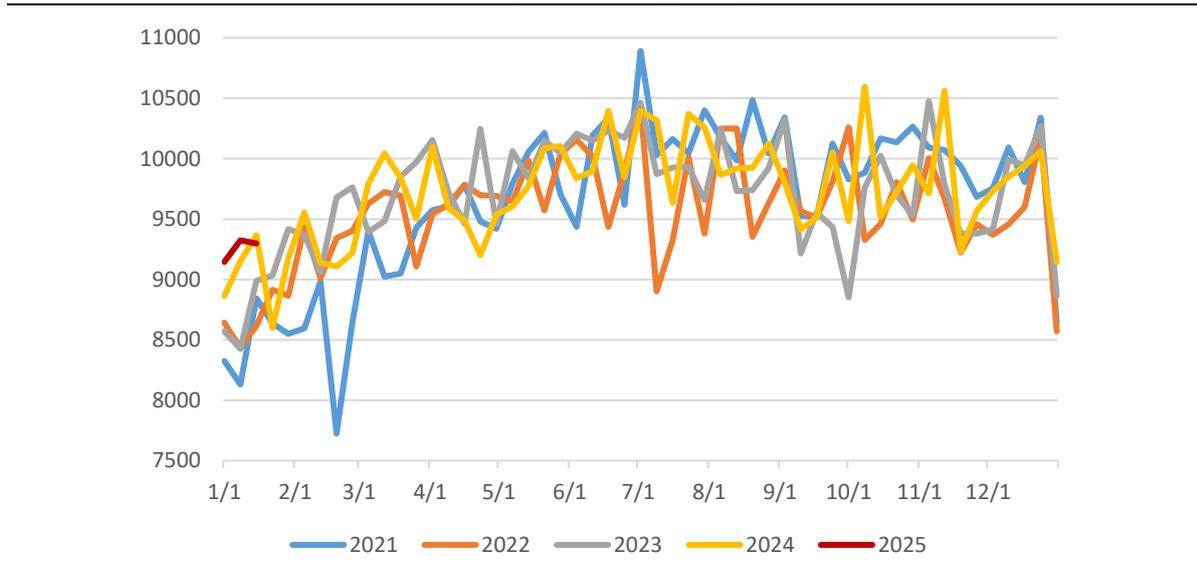
表现。从美国的高频数据来看，近一个月美国汽柴油表需提升明显，尤其是柴油冬季取暖需求强劲，带动裂解价差走强。

图表 1：布伦特油价强势反弹触及近 4 个月以来新高（美元/桶）



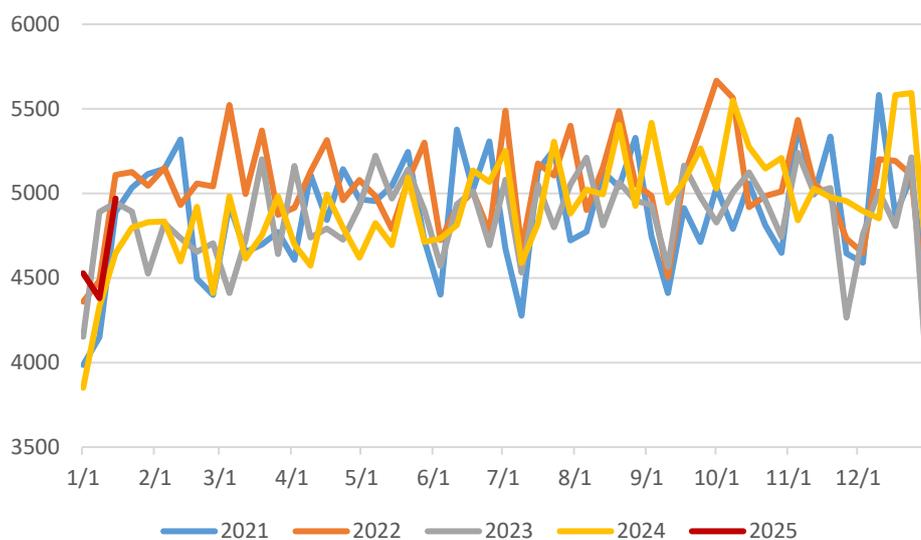
数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 2：美国汽油表需（千桶/日）



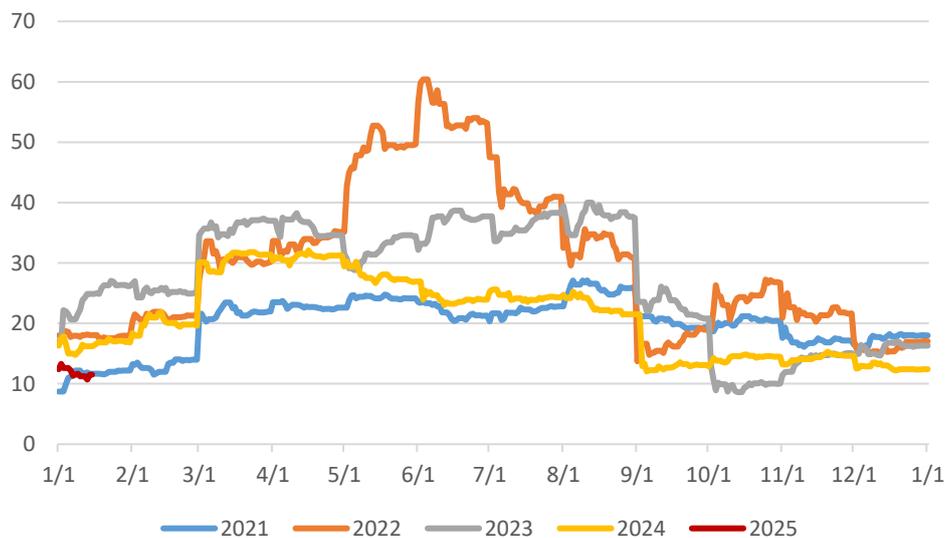
数据来源：Bloomberg，兴证期货研究咨询部

图表 3: 美国柴油表需 (千桶/日)



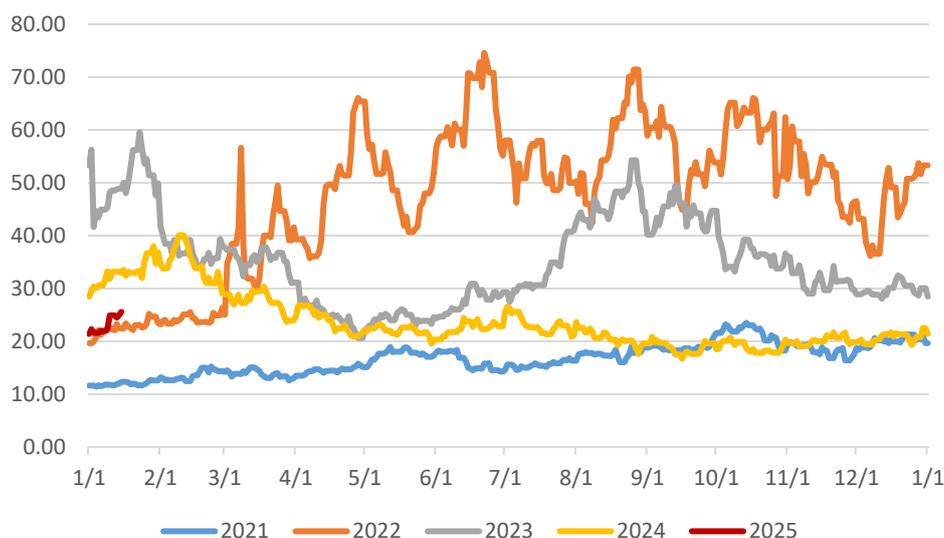
数据来源: Bloomberg, 兴证期货研究咨询部

图表 4: 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 5: 美国柴油裂解价差 (美元/桶)



数据来源: Bloomberg, 兴证期货研究咨询部

2. 供应侧：美国制裁俄油的影响可能被市场高估

近期供应端的变化主要来自美国政府公布对俄油施行新一轮“更严厉”的制裁。从市场的反应来看，我们认为该事件对油价的影响可能已经被高估，短期油价在制裁事件的驱动下可能还会延续震荡偏强运行，但未来该事件想要继续大幅驱动油价上涨的可能性不大。

首先从政治层面上看，此次美国对俄罗斯方面的进一步制裁考虑是“拜登政府”在任期尾声阶段对即将上任的“特朗普政府”的防范与施压，并不能代表1月20日即将上任的“特朗普政府”的对俄政治方针。特朗普曾多次表示希望上任后修复与俄罗斯的关系并和平解决“俄乌问题”，但“拜登政府”不希望新上任的总统改变对俄罗斯持续施压的政策。因此，此次制裁更多是从政治层面为特朗普1月20日上任后推动放松对俄制裁设置障碍。依据相关法律，特朗普政府若要取消拜登政府对这些实体的制裁，需通知国会，而后者有权在30天内干预。国会参众两院只要均通过相关议案，便可阻止新政府放松对俄方实体的制裁。未来特朗普政府如何处理对俄罗斯的制裁措施仍存在不确定性。

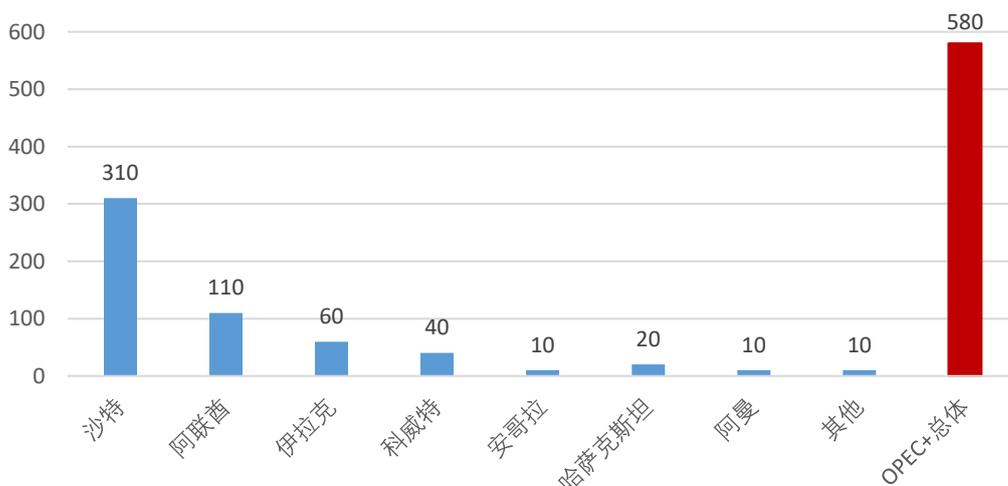
其次，此次制裁的实际效果仍有待考证。尽管从文件上看，此次制裁涉及俄罗斯两家顶级石油生产商以及180多艘油轮，理论上对俄油的出口影响较为严重，但自俄乌战争之后，俄罗斯能源行业已经受到西方国家的多轮制裁，但其出口量仍然较为稳定，不排除相关产业已经

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。因此，2025 年俄油实际出口量仍有待跟踪，实际情况可能会较理论分析更为乐观。

最后，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。截至 2024 年 12 月，在不考虑俄罗斯和其余三大赦免国的情况下，OPEC+总闲置产能达到 580 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。

综合来看，此次俄油制裁事件仍存在不确定性，当下市场无需对供应端过分悲观。“特朗普政府”上台后是否会延续对俄罗斯强硬的态度以及俄罗斯相关企业能否找到新的反制裁手段均有待跟踪观察。此外从长期逻辑上看，即使出现最坏的情景，2025 年俄油被严格制裁导致实际供应长期处于低位，考虑到 OPEC+其他国家较为充足的闲置产能以及该集团迫切希望增产的意愿，预计其他地区可以通过增产来弥补俄油供应下滑的缺口。最后，市场也传闻“特朗普政府”上台后可能会对伊朗等国也实行“更严厉”的原油出口制裁。同样的，我们认为 OPEC+集团以及美国可以通过增产来解决部分地区因被制裁而出现供应下滑的问题。

图表 6：OPEC+闲置产能（万桶/日）：截至 2024 年 12 月



数据来源：Bloomberg，兴证期货研究咨询部

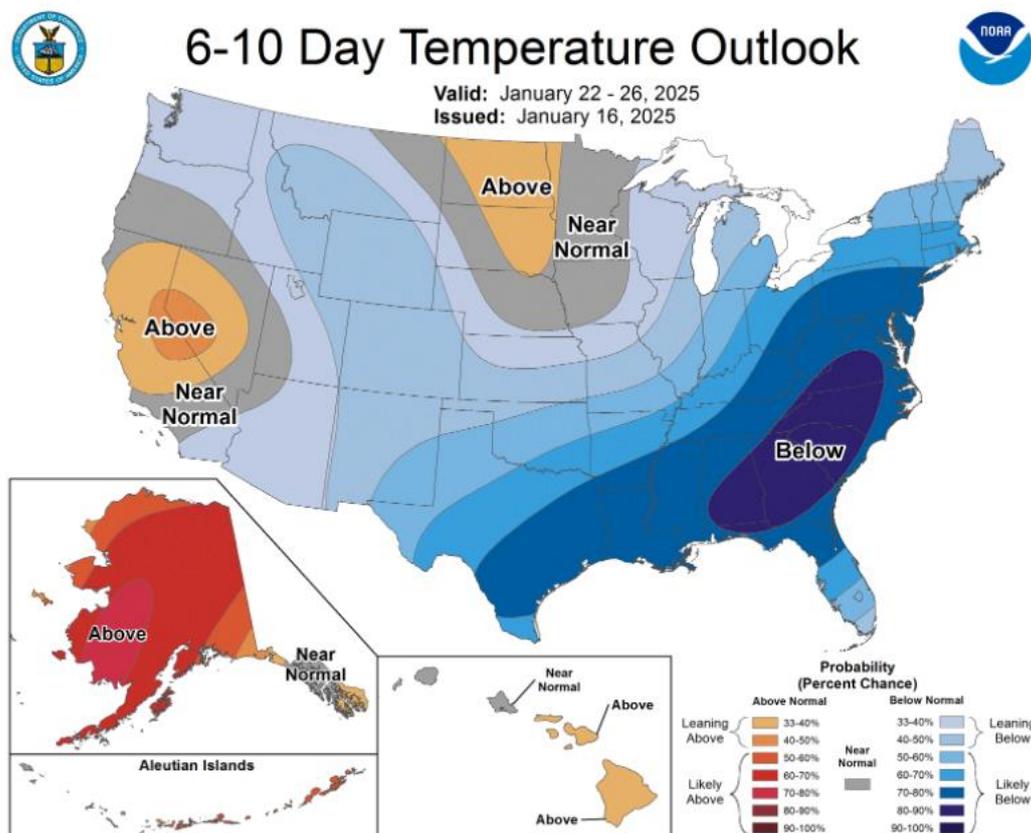
3. 需求侧：短期低温天气驱动需求偏强，长期需求预期仍未改善

今年北半球气温较去年明显偏低，12 月份美国及欧洲的平均供暖天数显著高于去年冬季，且小幅高于过年 5 年均值。低温刺激了柴油、取暖油、天然气等取暖能源的消费，导致过去一个月原油及天然气价格偏强运行。最新的天气预报显示，1 月份美国有遭受寒潮的风险，且未来两周当地大部分地区气温将低于往年平均值。寒潮不但会继续刺激美国冬季能源的消费同时也可能导致当地油气生产及运输出现中断，短期低温天气仍然是利多驱动。同时，未来几周欧洲气温也将偏向寒冷，驱动当地油气消费上升。

但从长期维度来看，市场对 2025 年需求侧偏悲观的看法仍未明显改善。在本周发布的月报中，国际能源署（IEA）再度小幅下调了 2025 年的全球石油需求预期，从上月预测的 110 万桶/日的增量降至 105 万桶/日的增量。根据 IEA 观测的口径，2024 年 4 季度全球石油消费出现了明显改善，这主要归因于过去几个月燃料价格的下跌、北半球主要地区天气变冷以及美国石化产业的复苏推动需求增长，但往后看，中国经济增长的放缓以及新能源行业的冲击将拖累今年全球石油消费的增长。此外，美国能源署（EIA）在本周发布的短期能源展望中也维持对 2025 年需求中性偏悲观的看法，EIA 预计 2025 年全球油品需求增长 130 万桶/日，较上个月的预测值下调 30 万桶/日，而到 2026 年需求增长将降至 110 万桶/日。EIA 认为 2025 年和 2026 年全球石油的需求增长将会持续低于疫情前的长期增长速度。最后，OPEC 在本周发布的月报中对 2025 年需求的预期与上个月维持不变，预期 2025 年全球石油需求增长 140 万桶/日。

综合来看，当前石油需求侧的改善主要来自近端，其中今年的冷冬是需求增长的主要驱动。但从长期视角来看，除了天气因素外，目前市场仍未找到需求侧有新的爆发性点。从需求侧来看，未来随着冬季的结束，油价存在冲高回落的可能，当下需求侧并不存在持续改善的驱动力。

图表 7：未来 6 至 10 日，美国大部分地区气温仍然偏低



数据来源：NOAA，兴证期货研究咨询部

4. 宏观地缘方面：关注特朗普上台后的市场情绪变化以及“再通胀”交易

从宏观层面来看，近期美国公布的经济数据继续强劲。1月10日，美国公布的12月非农新增就业25.6万人，为九个月最大增幅，超出预期的16.5万人。美国12月失业率为4.1%，低于预期和11月的4.2%。更广泛的失业率指标下降至7.5%，下降了0.2个百分点，为2024年6月以来的最低水平。非农数据的大超预期带动市场出现“再通胀交易”，利好油价表现。美元和美债收益率短期走强，宏观因素也驱动原油偏强运行。此外，本周中东局势出现重大进展，以色列与巴勒斯坦计划于本周日开始停火。美国国务卿布林肯表示，尽管谈判人员需要在最后一刻解决“有待处理的问题”，但加沙地带的停火应该按计划于周日展开。从市场反应来看，近期市场对“巴以冲突”的炒作情绪偏低，在传出“巴以停火计划”后，油市并未出现明显回调，短期市场的交易重点已经被吸引到供应侧的“制裁问题”上来。

未来几周宏观及地缘方面存在不少变数，这主要源于美国“新旧政府”即将发生更替。“特朗普政府”计划于1月20日宣誓上台，在“特朗普政府”上台后，美国对中东及俄乌局势的政策是否会发生改变以及市场宏观情绪的变化都将会持续影响油价表现。因此，在“特朗普政府上台”前后，宏观层面存在较大不确定性，这可能导致未来几周油价波动率上升。

图表 8: 美国 12 月非农数据大超预期，引发“再通胀”交易



数据来源: Wind, 兴证期货研究咨询部

5. 总结

自12月下旬开始，原油市场显著走强，布伦特油价自72美元/桶附近强势反弹至82美元/桶附近，创下近4个月以来新高。本轮油价的走强主要归因于美国对俄油制裁的影响以及今年冬季北半球气温偏冷驱动油品需求偏强。供应侧，市场主要炒作“美国制裁俄油”驱动油价偏强，但我们认为此次制裁事件仍存在较多不确定性，当下市场无需对全球石油供应过分悲观。

“特朗普政府”上台后是否会延续对俄罗斯强硬的态度以及俄罗斯相关企业能否找到新的反制裁手段均有待跟踪观察。从长期逻辑上看，即使出现最坏的情景，2025年俄油被严格制裁导致实际供应长期处于低位，考虑到OPEC+其他国家较为充足的闲置产能以及该集团迫切希望增产的意愿，预计其他地区可以通过增产来弥补俄油供应下滑的缺口。需求侧，当前需求的改善主要来自近端，其中今年的冷冬是需求增长的主要驱动。但从长期视角来看，除了天气因素外，

目前市场仍未找到需求侧有新的爆发点。最后，未来几周宏观及地缘方面存在不少变数，这主要源于美国“新旧政府”即将发生更替。“特朗普政府”计划于1月20日宣誓上台，在“特朗普政府”上台后，美国对中东及俄乌局势的政策是否会发生改变以及市场宏观情绪的变化都将会持续影响油价表现。因此，在“特朗普政府上台”前后，宏观层面存在较大不确定性，这可能导致未来几周油价波动率上升。

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。