

特朗普政府上台后对油市的影响

2025 年 1 月 24 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

截至 1 月 23 日，国际油价已连续六个交易日回落。本周国际油价出现趋势性回调主要考虑两大因素。首先，特朗普上台后重申将会增加美国原油产量，回归传统能源。其次，此前市场对 1 月 10 日“拜登政府制裁俄油”事件存在过度炒作的可能，在市场恢复理性后，油价冲高回落。特朗普上台后对油市的影响因素主要有增产计划、增加战储、取消“电动车强制令”、对外加关税以及俄乌问题这几个方面，其影响并不都是利空。

利空方面，首先，特朗普“扩大石油开采”的能源政策将长期压制原油上行空间，是未来市场交易的主要利空点。但是，从实际角度出发，美国要实现原油增产需要满足油气商的盈利目标，若未来增产导致油价大幅下滑可能会出现负反馈。因此，“增产政策”的实际落地效果有待持续跟踪。其次，特朗普上台后俄乌冲突和平解决的可能性增加，有望降低原油的地缘溢价。

利多方面，首先，特朗普政府承诺将会进行采购补充美国战略石油储备（SPR），若美国政府短期就进行大规模采购可能会迅速抬高国际油价，但更可能

的举措是在本土开始增产之后逐步进行补充 SPR，这对油市的影响会相对温和。无论如何，美国采购 SPR 的行为将对油价底部形成支撑。其次，特朗普政府计划取消拜登政府的“电动车强制令”，停止对新能源车型销售的刺激，这利好传统油车市场以及汽油消费。

最后，特朗普政府的“关税政策”对油市的影响较为复杂，一方面对外施加关税将会增加美国本土企业的采购成本，抬高通胀水平及汽柴油等能源价格；另一方面，美国的“保护主义”可能会损害其他市场的制造业，造成全球能源消费增长放缓。

报告目录

1. 特朗普上任强调回归传统能源，国际油价出现六连跌	4
2. 利空点一：特朗普政府计划增加传统能源开采	5
3. 利空点二：和平解决俄乌冲突，降低地缘溢价	7
4. 利多点一：补充美国战略石油储备（SPR）可能会抬高油价	7
5. 利多点二：取消“电动车强制令”，利好汽油消费	8
6. 其他影响因素：关税政策导致市场存在不确定性	9
7. 总结	10

图表目录

图表 1：本周油价出现趋势性下跌（美元/桶）	4
图表 2：美国油气行业资本开支及产量（百万美元；千桶/日）	6
图表 3：WTI 远期曲线（美元/桶）	6
图表 4：美国 SPR 原油库存（千桶）	8

1. 特朗普上任强调回归传统能源，国际油价出现六连跌

截至1月23日，国际油价已连续六个交易日回落。本周国际油价出现趋势性回调主要考虑两大因素。首先，本周特朗普正式就职美国新任总统并在就职演讲中宣布进入“国家能源紧急状态”，重申将加大力度开采美国本土的石油和天然气，通过提高产量的方式来降低传统能源的价格并控制通胀，预计未来美国原油产量会长期处于高位。尽管“特朗普能源政策”难以立即生效，因页岩油投产需要一定投产周期，但从情绪面看，特朗普的表态已经影响到市场预期，对油价形成压制。其次，市场开始消化“美国再度制裁俄油”的影响，之前两周油价出现趋势性上涨主要因为市场担忧俄油被制裁影响全球供应。但是，今年OPEC+闲置产能充裕，即使俄油被长期制裁，全球原油产能也并不紧缺。因此，在前期油价因“俄油被制裁事件”出现大涨后，本周市场回归理性出现回调。

特朗普上台后对油市的影响因素主要有增产计划、增加战储、取消“电动车强制令”、对外加关税以及俄乌问题这几个方面，其影响并不都是利空。

图表 1：本周油价出现趋势性下跌（美元/桶）



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

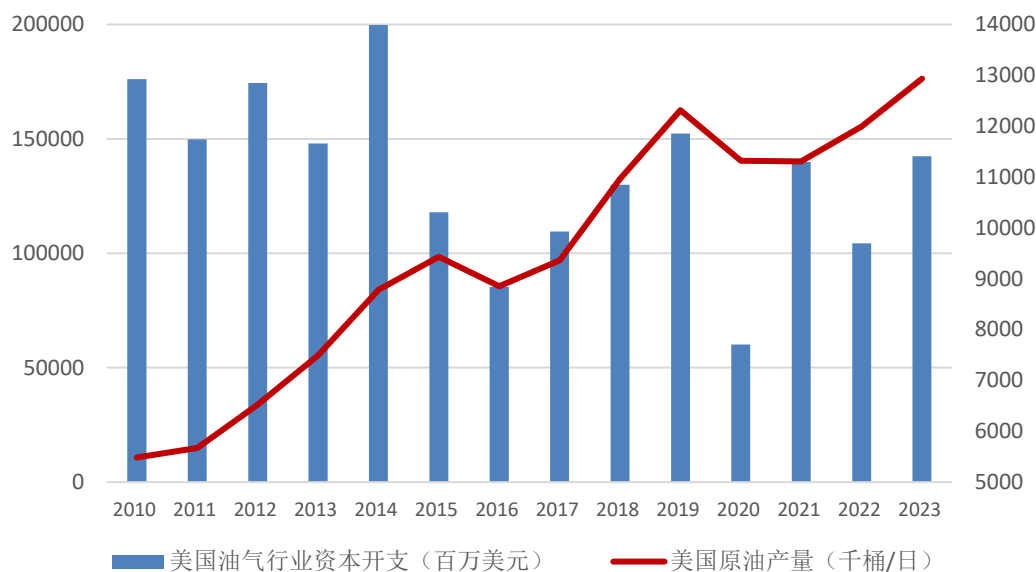
2. 利空点一：特朗普政府计划增加传统能源开采

特朗普的能源政策明确表示将回归传统能源，扩大美国本土的原油及天然气开采，从而降低下游消费端汽油及柴油等能源的价格。在本周的总统就职演讲中，特朗普宣布美国进入“国家能源紧急状态”，重申将加大力度开采美国本土的石油和天然气，这与去年共和党发布的能源政策纲领相吻合。从理论角度看，特朗普“扩大石油开采”的能源政策将使美国原油产量长期维持高位并可能持续上行，长期利空油价。

但需要注意的是，特朗普的能源政策在实际操作中可能会面临诸多问题，实际增产情况需要进一步观察，可能不会像纲领或特朗普演讲时描述的那般理想。首先，美国的油气公司都是营利性企业，其主要目标是帮助股东获取利润最大化。美国油气商不像沙特或俄罗斯等国有石油公司，后者生产经营计划可以高度跟随政府能源政策。因此，一旦出现原油市场价格跌破页岩油开采成本的情景，美国油气公司很可能会放弃增产。当然，特朗普政府可能会给到一些政策来鼓励油气公司生产。第一是政府可以给能源企业减税，驱动油气商的综合成本下降。第二是特朗普政府可能会加大对伊朗、委内瑞拉等产国的制裁从而让美国公司通过增产来弥补这部分国家制裁后的供应缺口。当然这会面临和欧佩克国家在市场份额上的竞争。因此，预计未来特朗普政府可能会给到油气商一些优惠政策，鼓励他们增加资本开支。当然油气商也不会盲目增加生产投入，他们仍然会根据自己生产经营成本以及市场情况做出相应投产计划，未来仍需关注油价及页岩油成本的变化来判断行业资本开支的情况，特朗普政府的能源政策并不能完全保证未来美国油气产量一定会出现大幅增长。未来需要重点关注美国页岩油成本及市场油价的变化，一旦油价跌近或跌破美国油气商的盈亏平衡线，特朗普想要让油气商增产的难度将会大幅增加。当前参考远期 60 个月的 WTI 期货价格，目前美国页岩油商的盈亏平衡点大概在 60 美元/桶附近，而 WTI 主力合约的价格在 75 美金/桶附近。

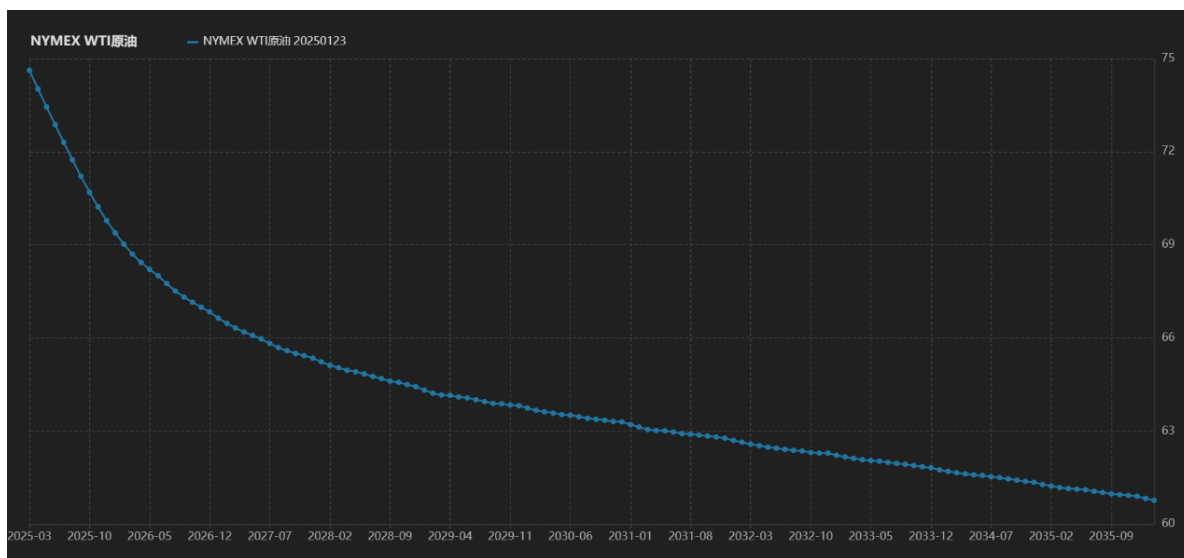
综合来看，预期层面，特朗普“扩大石油开采”的能源政策将长期压制原油上行空间，是未来市场交易的主要利空点。但是，从实际角度出发，美国要实现原油增产需要满足油气商的盈利目标，若未来增产导致油价大幅下滑可能会出现负反馈。因此，“增产政策”的实际落地效果有待持续跟踪。

图表 2：美国油气行业资本开支及产量（百万美元；千桶/日）



数据来源：Bloomberg，兴证期货研究咨询部

图表 3：WTI 远期曲线（美元/桶）



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

3. 利空点二：和平解决俄乌冲突，降低地缘溢价

过去两年原油市场的一大核心利多驱动来源于地缘冲突，无论是“中东局势”加剧还是“俄乌冲突”加剧，都会驱动油价上涨。例如在 2024 年 3 月，乌克兰无人机曾频繁袭击俄罗斯炼厂，造成当月俄罗斯约 7% 的炼能遭到破坏，驱动当时国际油价大幅上涨。地缘局势的持续发酵使得原油地缘溢价持续存在。在特朗普上任后，俄乌局势有望迎来和平解决的契机。1 月 22 日，特朗普呼吁俄方结束俄乌冲突，威胁称否则美方会对俄罗斯采取制裁等措施。俄罗斯方面也曾表态有意在近期与特朗普政府进行会谈，商讨解决“俄乌冲突”的事项。

1 月 10 日，拜登政府在离任前发布了针对俄罗斯石油出口迄今为止“最为严厉”的制裁，计划将对俄罗斯石油生产商、油轮、中间商、贸易商和港口实施打击，涉及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。特朗普上台后，未来美国对俄罗斯的制裁政策可能会发生改变。即使未来美国再次对俄罗斯进行制裁，但特朗普政府可能会避免俄罗斯石油产量的大幅持续下降，因为俄罗斯产量的进一步下滑会再次抬升油价，这违背了特朗普希望降低油价的意愿。

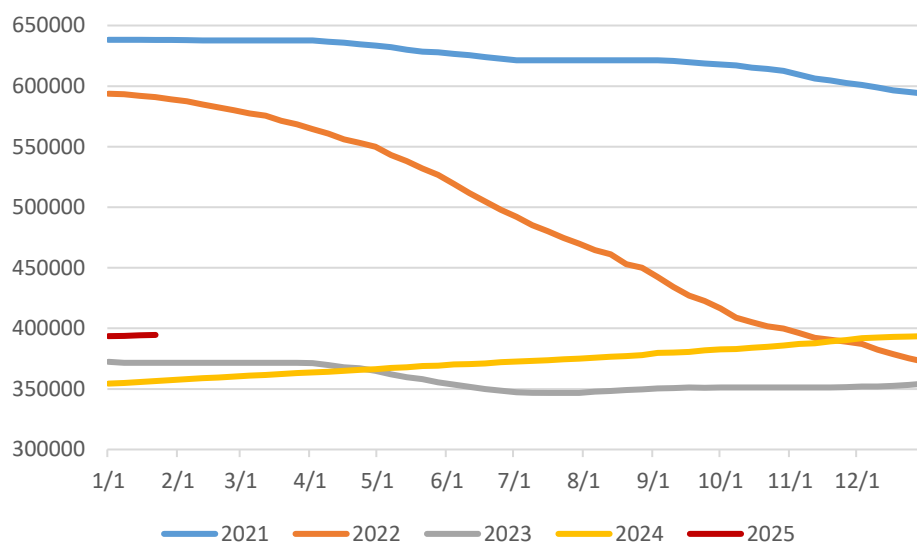
综合来看，特朗普上台后，俄乌冲突和平解决的可能性增加，有望降低原油的地缘溢价。此外，特朗普政府对俄油出口的制裁可能会相对克制，因为大规模制裁俄油可能会违背特朗普希望降低油价的意愿。

4. 利多点一：补充美国战略石油储备（SPR）可能会抬高油价

截至 1 月 17 日当周，美国战略石油储备（SPR）库存为 3.95 亿万桶，远远低于疫情前的水平以及 7.135 亿桶的储存能力，这主要因为疫情后美国政府为了应对通胀问题进行储备释放以缓解高油价的压力。2022 年，拜登政府从 SPR 中出售了 1.8 亿桶原油，该释放量为历史最大值。尽管 2024 年拜登政府采购了约 4000 万桶的储备原油，但当前的 SPR 原油库存仍然远远低于 2022 年释放前的水平。特朗普在本周的总统就职演讲中明确表示美国进入“国家能源紧急状态”，未来除了增加本土产量外还需要对 SPR 进行补充。若短期美国开始大量采购原油进行补充储备

库存，这可能会抬高油价。当然，特朗普政府也可以选择等到本土原油明显增产后再进行大幅度的补充。若未来美国政府持续进行采购 SPR，这可以对油价底部形成支撑。综合来看，特朗普政府计划补充采购约 3 亿桶 SPR 原油的计划会对油价底部形成一定支撑，实际对市场的影响主要取决于采购的时间和速度。若美国政府短期就进行大规模采购可能会迅速抬高国际油价，但更可能的举措是在本土开始增产之后逐步进行补充 SPR，这对油市的影响会相对温和。

图表 4：美国 SPR 原油库存（千桶）



数据来源：Bloomberg，兴证期货研究咨询部

5. 利多点二：取消“电动车强制令”，利好汽油消费

拜登政府在任期间推出“电动汽车强制令”，该法令包含 7500 美元的电动汽车税收抵免政策，要求汽车制造商在一定年限内逐步淘汰燃油汽车的生产，同时增加电动汽车的产量和销量。该政策的目标是确保未来新车销售中电动汽车占据一定比例，推动电动汽车的普及以及减少燃油车的使用，最终实现全面电动化转型。但特朗普在上任后的首日就表示将终止拜登的“绿色能源”政策，停止对新能源车型销售的刺激，重振美国汽车工业之前的辉煌。此外，特朗普还宣布将撤销有关汽车污染和燃油经济性标准的规定，称这些规定不公平地限制了消费者的选择。

美国是汽油消费的大国，2024 年美国汽油消费达到约 900 万桶/日。尽管 2024 年美国整体保持韧性，但汽油消费较 2023 年小幅下滑 0.3 万桶/日。根据美国联邦公路管理局的数据，2024 年美国汽车行驶里程同比 2023 年增长 0.9%，但汽车油耗效率的提升以及新能源车的渗透

较低了单位里程内的燃料消耗，驱动汽油需求小幅下降。在拜登政府任期内，新能源车对汽油消费的冲击已经开始体现，车辆单位里程内的燃料消耗量下滑可以验证这一点。若未来美国政府延续对新能源车型销售的刺激，预计新能源对汽油消费的冲击将进一步加剧。但是，特朗普对传统能源的政策可能将缓解或是扭转这一局面，取消“电动车强制令”将会直接利好汽油消费。

6. 其他影响因素：关税政策导致市场存在不确定性

特朗普政府计划从2月1日开始对墨西哥和加拿大征收25%关税，其中并不赦免石油产品。美国作为全球最大的原油生产国，仍保持着一定量的进口海外原油，其背后逻辑是美国炼厂具备加工处理低价重质含硫原油的能力。美国炼厂通常会优先考虑进口海外更具经济性的重质含硫原油作为原料来降低成本。加拿大阿尔伯塔省的油砂即是符合美国炼厂需求的低价重质含硫原油。过去几年，加拿大油砂产量逐步提升，但受限于管道能力的瓶颈，加拿大至美国的原油出口增长遇到了障碍。今年5月，加拿大TMX管道项目正式开始商业运营，7月美国从加拿大进口的原油量即刷新了历史新高，达到了430万桶/日。TMX项目的运营将加拿大之前30万桶/日的产能扩大了两倍，这可以将加拿大阿尔伯塔省生产的更多原油输送到加拿大西海岸，再进行出口。特朗普政府对加拿大原油加征25%的关税可能会改变加拿大至美国原油流量不断增长的趋势。征税政策将提高TMX管道原油价格，使其不再具备经济性。从一定程度上看，关税政策可能会利多成品油价格，因为其增加了美国炼厂的采购原料成本。从另一个角度看，特朗普政府频繁对外施加关税可能会导致全球石油需求增长进一步放缓。美国的“关税政策”将会限制除美国外的其他地区的生产活动和跨国运输，对全球油品消费形成负面影响，更高维度看，该计划可能会损害全球经济复苏。综合来看，特朗普“关税政策”对油市的影响较为复杂，一方面对外施加关税将会增加美国本土企业的采购成本，抬高通胀水平以及汽柴油等能源价格；另一方面，美国的“保护主义”可能会损害其他市场的制造业，造成全球能源消费增长放缓。

7. 总结

截至 1 月 23 日，国际油价已连续六个交易日回落。本周国际油价出现趋势性回调主要考虑两大因素。首先，特朗普上台后重申将会增加美国原油产量，回归传统能源。其次，此前市场对 1 月 10 日“拜登政府制裁俄油”事件存在过度炒作的可能，在市场恢复理性后，油价冲高回落。特朗普上台后对油市的影响因素主要有增产计划、增加战储、取消“电动车强制令”、对外加关税以及俄乌问题这几个方面，其影响并不都是利空。

利空方面，首先，特朗普“扩大石油开采”的能源政策将长期压制原油上行空间，是未来市场交易的主要利空点。但是，从实际角度出发，美国要实现原油增产需要满足油气商的盈利目标，若未来增产导致油价大幅下滑可能会出现负反馈。因此，“增产政策”的实际落地效果有待持续跟踪。其次，特朗普上台后俄乌冲突和平解决的可能性增加，有望降低原油的地缘溢价。

利多方面，首先，特朗普政府承诺将会进行采购补充美国战略石油储备（SPR），若美国政府短期就进行大规模采购可能会迅速抬高国际油价，但更可能的举措是在本土开始增产之后逐步进行补充 SPR，这对油市的影响会相对温和。无论如何，美国采购 SPR 的行为将对油价底部形成支撑。其次，特朗普政府计划取消拜登政府的“电动车强制令”，停止对新能源车型销售的刺激，这利好传统油车市场以及汽油消费。

最后，特朗普政府的“关税政策”对油市的影响较为复杂，一方面对外施加关税将会增加美国本土企业的采购成本，抬高通胀水平及汽柴油等能源价格；另一方面，美国的“保护主义”可能会损害其他市场的制造业，造成全球能源消费增长放缓。

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。