国际原油市场遭遇阶段性重挫

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



前言：尽管目前原油基本面偏紧平衡的格局仍将维系一段时间，但市场正在提前交易供需边际转向宽松的预期。在利多阶段性出尽的情况下，叠加特朗普当选呼声高涨，一系列因素导致近期国际油价大跌。

“特朗普交易”整体利空原油市场

先是特朗普遇刺未遂，后是拜登宣布退选，对原油等大宗商品、乃至大类资产而言，特朗普胜选的预期正在被计价，这一现象就是所谓的“特朗普交易”。

特朗普上一任期实行贸易保护主义，扬言对中国制造的商品征收60%的关税，如若实施很可能导致美国出现二次通胀。特朗普很多其他主张也在朝这个方向发展，除了关税将增加进口成本，驱逐非法移民会减少劳动力和推高工资，赤字融资性减税将刺激经济。在通胀再次飙升的情景下，美联储别无选择，只能继续维持限制性高利率。

能源行业相关方面，以特朗普为代表的共和党将对原油等传统能源加以支持，对新能源发展进行打压，美国本土页岩油供应的增加也会打压油价预期。因此如果特朗普最终上台，对国际原油价格的影响整体偏利空。

政策绿灯或有限刺激页岩油产量

7月共和党颁布新版施政纲领，其中关于能源行业的主张表述从“支持一切无需补贴的可交易能源发展”改为：全面提高能源产量，简化许可程序，终止对石油、天然气和煤炭市场扭曲的限制，使美国实现能源独立，反对民主党绿政，取消电动汽车补贴。该政策倾向于回归石油和天然气等传统化石能源，加快发放勘探许可为产能扩张提供便利。

那么，如果特朗普卷土重来，美国页岩油行业能否重现2016-2019年的爆发式增长？得益于高油价和技术进步，近三年来美国页岩油行业显著复苏，体现为美国原油产量的持稳回升，但在1300万桶/日的量级上便止步不前。由此可见，页岩油商若想要突破当前瓶颈，需要得到美国政府的政策支持，这与特朗普团队形成了双向奔赴。

作为未来产量最重要的先行指标，油田服务商Baker Hughes统计的美国活跃石油钻机数已降至2022年初以来的最低水平，说明上游资本开支仍不具备大规模增产条件。据此我们认为，特朗普的政策主张或进一步促使美国原油产量增加，但边际增速和页岩油革命不可同日而语。

地缘政治：关注巴以和俄乌局势演变

数月以来，地缘政治对原油市场的影响力已经大不如前，而特朗普的外交政策可能会对此带来新的影响。和民主党拜登当局最大的区别是，特朗普上台后可能会结束俄乌战争，但全力支持以色列。

回顾俄乌战争已经持续近两年半，今年以来乌克兰开始使用无人机，频繁袭击俄罗斯境内的炼厂、输油管道、油库、港口码头等原油基础设施，导致俄罗斯原油炼化和出口受到较大干扰，一定程度上助推国际油价。另一方面，自 2023 年 10 月巴以冲突爆发至今，相关各方发动大小数百次袭击，虽然未对中东原油供应造成直接影响，但地缘外溢引发的红海航运危机，船只绕道造成距离和燃油消耗增加，也在情绪上利多油价。

如果特朗普外交改弦更张，失去以美国为首的北约支援，乌克兰大概率将以割地求和收场，但不同于拜登当局对以色列行径的顾忌，特朗普可能会引发中东局势全面升级的担忧，地缘政治的持续时间和外溢范围，以及对全球原油供需的影响或再度加深。

需求旺季兑现程度仍不及预期

抛开特朗普回到基本面，在 5 月原油市场表现低迷时，我们坚持认为供需将会得到改善；但现在时值传统旺季窗口期，我们反而不对油价天花板抱有过多幻想。

按照以往经验，三季度通常是一年中全球原油现货市场最为紧张的时期。美国夏季出行刺激汽油等燃料需求，叠加 OPEC+保持最大自愿减产规模，使得 6-9 月期间商业原油库存估计将以约 80 万桶/日的速度去库，这种供不应求的局面或将延续到 10 月前后。

诚然，夏季的旺季需求能够带来环比增量，但绝对数值很可能不及往年同期，这点从裂解价差偏低能够得到一定验证。美国炼厂开工率一般在 7-8 月达到 95%以上的年中峰值，此后随着气温逐渐下降，原油加工量回到常态。从 OPEC+的产量政策来看，该组织大概率在四季度渐进式退出 220 万桶/日的自愿减产，非 OPEC+产油国供应也将持续增长。

综上，今年投资者对原油行情产生旺季不旺的质疑，而旺季过后均衡状态预计将边际转向宽松，到明年一季度或许会出现过剩的情形。

短线止跌企稳，长期前高后低

此前数周原油市场的强势表现已经消化了部分利多预期，而现在投资者对能源需求产生了旺季不旺的质疑，因此，主流机构预测的三季度原油供需缺口能否兑现，这将是接下来交易的核心变量。

我们认为，尽管油价出现大幅回落，但仍处于传统旺季的时间窗口，而且去库周期远未结束，估值回调后将获得支撑，预计中短期维持在当前区间附近波动，到明年一季度大概率前高后低。鉴于国际原油估值水平仍然较高，未来 3-6 个月或存在一定的下跌空间。

除此之外，原油市场不确定性因素还包括中东地缘政治、美国总统大选、美联储降息路径以及飓风季等，未来仍将面临诸多变数和扰动，整体上令交易者压低了对盘面上涨空间的预期。

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