原油地缘风险定价走向落幕

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



概述：自 8 月初以来，美国特朗普当局在俄乌问题上向俄罗斯突然发难，大幅提前停火最后通牒日期，并对印度加征惩罚性的次级关税，短期引发题材炒作的反弹行情；随后特朗普与普京进行两国元首会晤，并由此展开正式谈判的序幕，令国际油价应声而落，期间产生 10%左右的较大波动。

特朗普对俄罗斯突然发难

回顾 8 月初 OPEC+宣布增产之际，特朗普突然向俄罗斯发出停战最后通牒，并威胁加征所谓的二级关税，短期刺激国际原油价格再度反弹。

特朗普最初表示，要求俄乌达成停火协议的最后期限提前到 8 月 8 日，较之前的 9 月 2 日大幅缩短，如果结束俄乌战争没有取得任何进展，美国将开始对俄罗斯征收 100%的关税，并采取二级制裁的措施，

即美国对与受制裁实体往来的第三方国家或个人施加制裁，包括俄罗斯原油和天然气的进出口渠道。制裁升级的威胁令交易者感到意外，如果对印度等买家的二级关税生效，理论上将收紧全球原油现货供应，支撑油价震荡偏强运行。

印度遭美国二级关税痛击

在俄乌地缘问题上，特朗普政府将原油禁售与停火谈判捆绑，对购买俄罗斯原油的国家征收惩罚性关税，旨在切断或减少俄罗斯能源销售收入，迫使其回到谈判桌前。特朗普已经签署行政令，对印度输美商品额外征收25%的关税，理由是印度以直接或间接方式进口俄罗斯原油，加上此前对印度征收的25%对等关税，这意味着美国对印度关税税率将高达50%。

全球原油主要消费市场来看，尽管北美市场体量仍为最大，但亚洲新兴市场增速最高，在中国原油进口需求增长放缓后，印度接棒成为非常重要的增量市场。印度原油表观需求量大约在550万桶/日，俄乌战争导致原油贸易流重构以后，俄罗斯原油占印度进口总量的30%-40%，已经取代海湾国家成为印度最大的进口来源。根据Kpler追踪数据，7月俄罗斯原油出口量约在500万桶/日，占全球原油贸易总量的12%左右，其中85%以上直接流向中国和印度。

此外，欧盟对俄罗斯原油出口全面制裁后，所谓的替代性进口货源，很大程度上依赖印度作为灰色中转渠道。美国对亚洲原油买家的长臂管辖引发担忧，如果印度从俄罗斯进口原油受阻，将导致其终端

销售地区能源成本上升和供应不稳定。同时，市场也担忧特朗普借此向亚洲大国发难，给关税谈判和经济前景再添变数。

美俄元首级会晤重大转折

当地时间 15 日，美国总统特朗普与俄罗斯总统普京在阿拉斯加举行会晤，双方围绕俄乌停火和美俄关系进行会谈并做出积极表态。

此前，美国特朗普当局不断对俄罗斯施压，发出停火谈判的最后通牒，并对俄罗斯出口原油施加二级关税制裁，此举一度引发市场对供应区域性中断的担忧。结果，本次美俄首脑会晤体面收场，打破了冲突爆发以来西方对俄罗斯的外交孤立，维护了美俄双边关系不走向脱轨，也让原油地缘政治风险溢价应声回落。

客观上，本次会晤俄美双方并未签订任何实质性协议，鉴于乌克兰问题的严峻和复杂程度，后续路径演变和相关条件达成依然充满变数。但就原油走势而言，眼下中东及俄乌地缘不确定性已经较低，当然市场也并未对此着重计价，未来将以交易供需过剩的基本面逻辑为主。

乌克兰问题走向渐趋明朗

在特朗普与普京的会谈结束后，本周泽连斯基与欧盟主要国家领导人陆续访美进行磋商，为后续的多方谈判做铺垫。外界普遍猜测，美国可能为乌克兰提供“类北约第五条款”的安全保障，普京对此表态默许，关于乌克兰问题长达三年半的国际博弈即将走向尾声。

本次事件的核心意义在于：俄乌战争出现方向性转折点，相关方外交互动清晰表露出，地缘冲突将迅速降温并走向停火的路径。原油相关方面，白宫声明暂缓对俄罗斯包括能源领域在内的制裁升级，并明确表示不会因中国购买俄罗斯原油加征二级关税。这意味着，原油地缘政治风险溢价遭到全面挤出，继 OPEC+转向增产策略之后，盘面再度失去一大重要支撑。若俄乌停火协议最终敲定，将向市场释放出关键的利空信号，国际油价面临破位下行的风险。

原油定价：地缘淡出，供需主导

近三周以来，先后受俄乌地缘问题的刺激与压制，国际原油走势呈一轮小幅过山车行情，已经再次回到中性偏低水平。接下来，我们认为原油市场多空博弈将进入非常关键的阶段，最终可能会给出方向性指引，并决定 2025 年剩余时间的主要趋势。

基本面较为确定的是，OPEC+计划提前一年完成自愿减产的全部退出，三季度末期燃料消费季节性回落，美国疲软的经济数据引发担忧，到今年晚些时候全球原油供应将超过需求，从而明显推高商业原油库存水平，这是较为明确的利空因素。我们认为，在标准情景假设下，全球原油现货面临供需失衡压力，进一步压缩主要市场的跨期价差，为后期油价走跌埋下先决条件。

附带一提，从俄乌停火谈判和中美关税协议两件大事上，市场对特朗普临阵退缩（Trump Always Chickens Out），即 TACO 交易已经

充分达成共识，对其相关言论应持谨慎态度，警惕油价波动性潜在的扩大风险。

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：0755-82912532

总机：0755-82912532