



FUTURE

光期研究：大选结束后，原油市场变量有哪些？

光大期货研究所

能化研究团队

研究总监：钟美燕

品种：原油

分析师：杜冰沁

品种：原油、天然气、
燃料油、沥青、
航运

分析师：邱艺琳

品种：PTA、MEG、
天然橡胶、
20 号胶

分析师：彭海波

品种：甲醇、PE、
PP、PVC

撰写人：杜冰沁

- ◆ 特朗普在上一任期期间，推行美国“能源独立”政策，放宽能源开采限制，大力支持国内石油和天然气生产，从税收等多方面为传统能源行业提供优惠。通过对比特朗普第一任期的能源相关竞选承诺以及任期内政策的兑现程度，我们可以发现能源相关的政策属于其竞选承诺中兑现程度最高的部分。
- ◆ 尽管特朗普政府大力支持油气开采，但在美国原油产量已至高位、钻井数增速偏慢的背景之下，明年供应上升空间相对有限。今年在大型页岩油企并购的背景之下，钻井开采效率显著提升，但受制于 CAPEX 同比下滑，预计明年新钻井数量不会有太大提升，因此我们对于 2025 年的美国原油产量增幅持保守态度。
- ◆ 在中东相关政策方面，特朗普在其第一任期内对于 OPEC 的态度以施压为主，希望其增产以降低油价，同时特朗普政府与沙特关系相对更为紧密，因此在新一任期开始后，OPEC+继续增产的可能性会更大，其增产的节奏和幅度可能都会超过此前预期，或成为明年全球原油供应增量的主要来源之一。
- ◆ 大选后给原油需求端带来的忧虑相对影响更大，特朗普政府强硬的关税主张使得市场担忧新一轮贸易战或带来对全球其他经济体的需求收缩效应。此前特朗普团队提出对中国额外加征最高 60%的关税，同时向所有全球其他经济体出口至美国的商品加征 10%-20%的普遍性关税。进口商品的上涨将导致美国本土通胀加剧，并且价格上涨的影响将外溢至全球，对于全球经济增长和需求增速造成显著拖累。
- ◆ 在新能源对传统能源替代方面，特朗普此前在竞选过程中曾多次表示将取消电动汽车税收抵免这一项政策，这对于美国新能源汽车需求的增长将造成一定阻碍，理论上来说或将放缓清洁能源对传统能源的替代。但传统能源被替代是一个相对较长的过程（同样也是不可逆的），尽管今年美国新能源汽车销量维持高位，但是渗透率增速开始放缓，美国汽油需求尚未达峰。
- ◆ 明年来看，EIA 和 IEA 均预计明年开始全球原油市场将转为供大于求的格局，随着 OPEC+逐步增产以及可能的关税冲击下需求增量有限，明年全球石油供应过剩概率较大，油价中枢面临向下压力。

光期研究：大选结束后，原油市场变量有哪些？

2024 年美国大选尘埃落定，特朗普重返白宫。本文旨在梳理特朗普上任后将给原油市场带来哪些新变化以及对于当下原油和相关下游能化品种基本面的展望。

1、特朗普竞选承诺中能源相关政策梳理

历史上来看，美国两党的能源政策存在显著差异，共和党倾向于传统能源，支持油气开采；而民主党支持新能源，关注环境保护和气候变化。从今年 7 月 8 日颁布的新版美国共和党党纲来看，涉及能源方面的内容主要为两点：（1）、全面增加能源生产，通过简化审批流程、取消对美国能源生产的限制等措施，释放美国能源潜力，放开包括核能在内的所有来源的能源生产，使美国成为能源独立，甚至是能源主导的国家；（2）取消电动汽车强制规定，削减昂贵而繁琐的法规。其中对于能源主导的强调目的在于削减通胀，并为美国家庭、汽车和工厂提供可靠、丰富和负担得起的能源。

通过对比特朗普第一任期的能源相关竞选承诺以及任期内政策的兑现程度，我们可以发现能源相关的政策属于其竞选承诺中兑现程度最高的部分，也是其团队一直以来的竞选重点之一。特朗普在上一任期期间，推行美国“能源独立”政策，放宽能源开采限制，大力支持国内石油和天然气生产，从税收等多方面为传统能源行业提供优惠。不过，部分政策被拜登政府重新恢复，例如特朗普第一任期内退出《巴黎气候协定》，拜登在上任后立即宣布重新加入，并且承诺到 2030 年美国温室气体排放量较 2005 年减少 50%-52%，到 2050 年实现净零排放。此外，拜登政府在 2022 年通过《通胀削减法案》（IRA），为美国史上最大规模的气候投资法案，其中有 3690 亿美元投资在气候变化和能源安全领域。特朗普在今年的竞选中呼吁撤销《通胀削减法案》中未动用的

资金，并考虑取消其中对于购买电动汽车的 7500 美元税收抵免。

图表：特朗普第一任期能源相关政策和本次竞选主张对比

	特朗普第一任期竞选承诺	兑现程度	特朗普 2024 年竞选主张
国际能源合作与 国内能源政策	退出《巴黎气候协定》	2020 年 11 月退出	再次退出《巴黎气候协定》， 撤销拜登政府的环保法规
	取消《清洁电力计划》	2017 年 10 月正式废除	
能源生产	开放联邦土地和海域的 油气开发，推动能源基础 设施建设	重启 Keystone XL 和 Dakota Access 管道项目， 加快批准新布尔戈斯管道	加快油气管道项目审批， 再度重启 Keystone XL 项目
		开放阿拉斯加油气勘探	加快联邦土地油气许可发放， 扩大油气勘探生产租赁审批， 撤销阿拉斯加钻探限制
		简化基础设施许可过程	提高美国战略石油储备
能源出口	推动美国能源出口，扩大 油气国际市场份额	简化 LNG 终端许可审批， 允许将长期 LNG 出口授权 延长至 2050 年	取消对向未与美国签订自由贸易 协定的国家出口 LNG 新项目的 临时审批暂停
可再生能源	降低对于可再生能源的 支持	削减对风能、太阳能等清洁 能源项目的联邦补贴	撤销《通胀削减法案》中未动用 的资金，重新分配用于气候项目 的资金
财税政策	扩大对油气和煤炭行业的 税收优惠	2017 年通过《减税和就业 法案》	取消对内燃机汽车的限制， 取消对新能源汽车的补贴， 降低电力价格， 撤销拜登政府的排放法规和 相应的燃油经济性标准

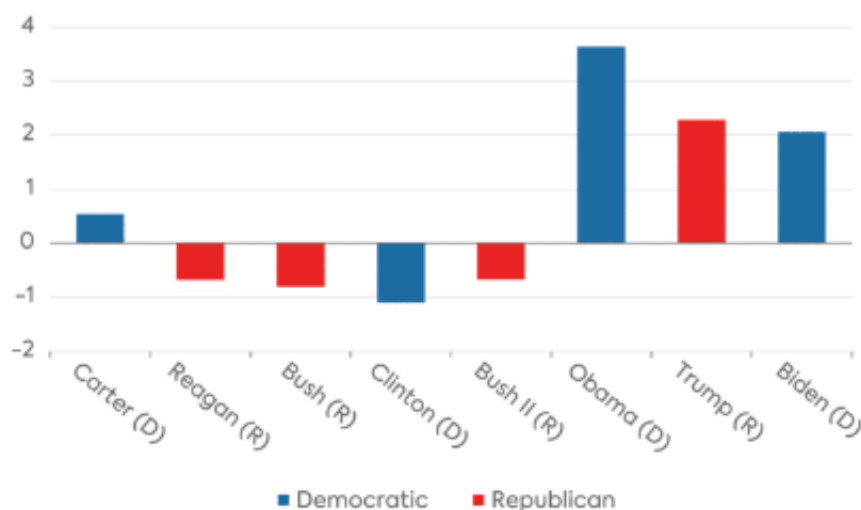
资料来源：网络资料、光大期货研究所

2、大选结束后，原油市场变量有哪些

(1) 美国供应

首先，从美国本土原油生产来看，产量增长主要受市场因素驱动，尤其是技术突破对产量的影响大于政策。历史数据显示，在过去 50 年中，美国原油产量的最大增幅发生在民主党执政期间，主要源于页岩压裂技术的成功革新和奥巴马政府解除长达 40 年的原油出口禁令。

图表：不同总统任期内美国原油产量变化（单位：百万桶/日）

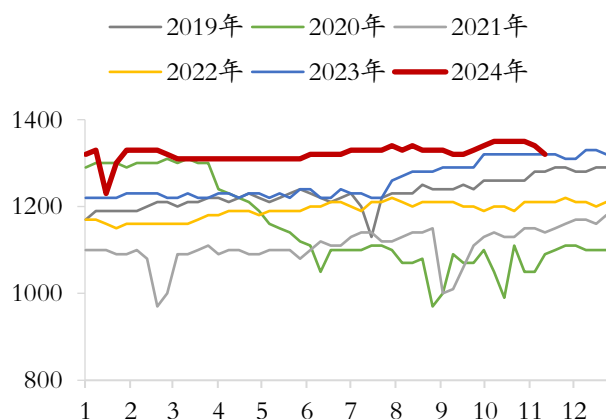


资料来源：EIA、光大期货研究所

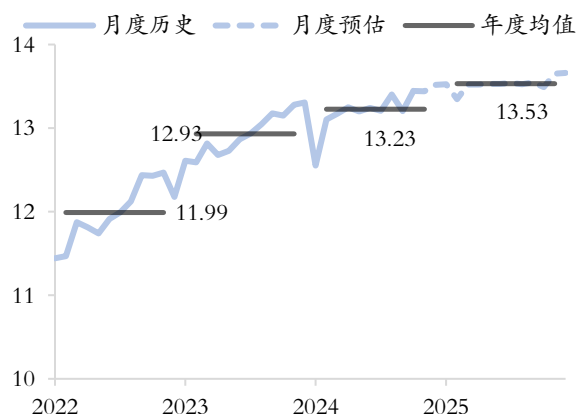
尽管特朗普政府大力支持油气开采，但在美国原油产量已至高位、钻井数增速偏慢的背景之下，明年供应上升空间相对有限。今年在大型页岩油企并购的背景之下，钻井开采效率显著提升，但受制于 CAPEX 同比下滑，预计明年新钻井数量不会有太大提升，因此我们对于 2025 年的美国原油产量增幅持保守态度。EIA 周度数据显示目前美国原油产量约为 1320 万桶/日，其 11 月最新月报预计今年全年美国原油产量均值为 1323 万桶/日，明年产量将增至 1353 万桶/日，增幅约为

30 万桶，至明年底产量最高或达 1366 万桶/日。

图表：美国原油周度产量（单位：万桶/日）



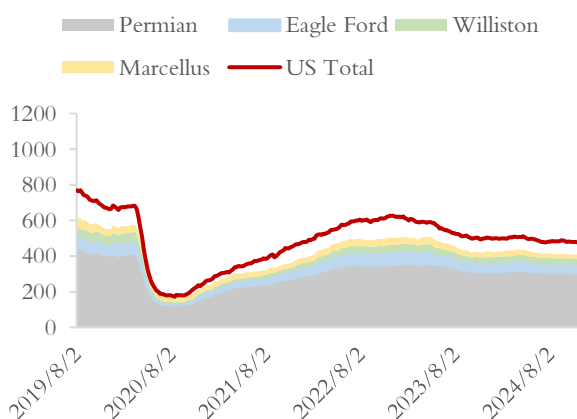
图表：美国原油产量预测（单位：百万桶/日）



资料来源：EIA、光大期货研究所

资料来源：EIA、光大期货研究所

图表：美国石油钻井数（单位：座）



图表：美国石油库存井数（单位：座）



资料来源：EIA、光大期货研究所

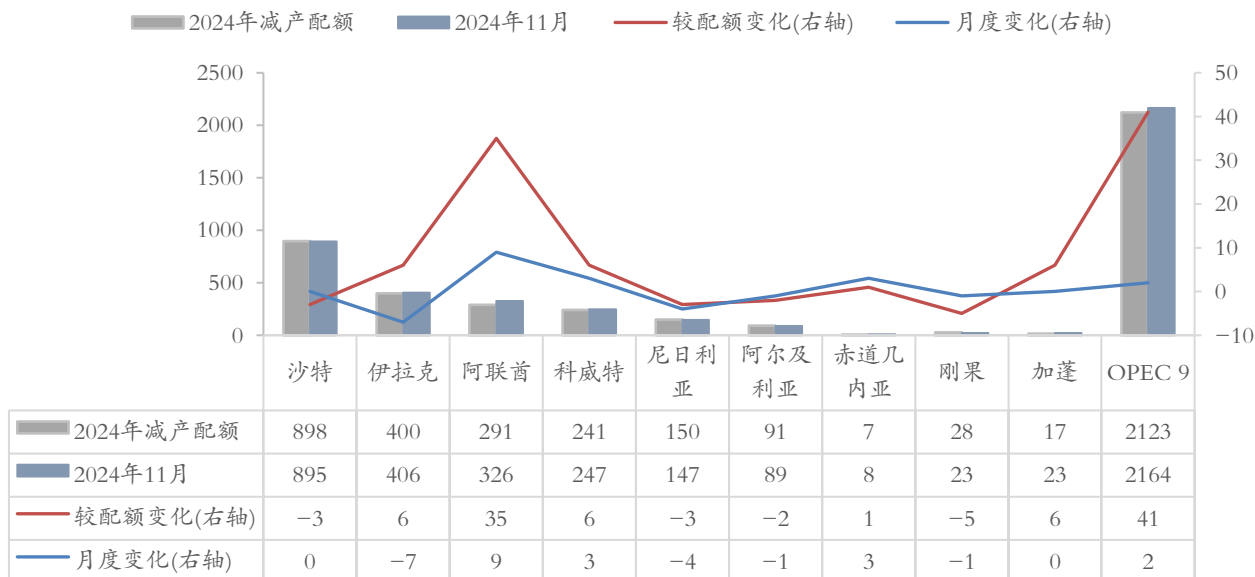
资料来源：EIA、光大期货研究所

（2）OPEC+供应

另一方面，特朗普的外交政策也会对全球原油市场的供应产生可能影响。首先，在中东相关政策方面，特朗普在其第一任期内对于 OPEC 的态度以施压为主，希望其增产以降低油价，同时特朗普政府与沙特关系相对更为紧密，因此在新一任期开始后，OPEC+继续增产的可能性会更大，

其增产的节奏和幅度可能都会超过此前预期，或成为明年全球原油供应增量的主要来源之一。

图表：OPEC 各成员国月度产量及较配额变化（单位：万桶/日）



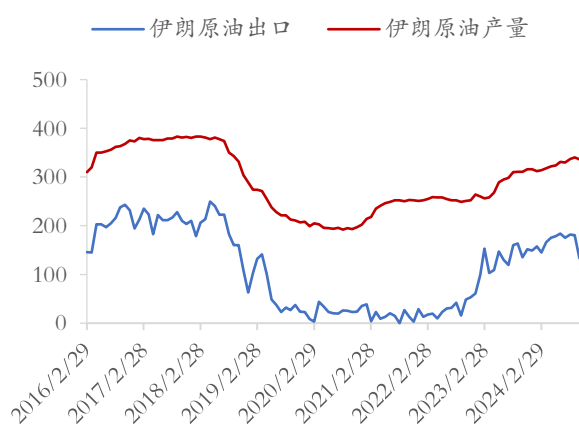
资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

此外，在伊朗和委内瑞拉层面，特朗普在上一任期时态度较为强硬，美国于 2018 年退出伊核协议，随后对伊朗的制裁逐步升级，包括能源、金融和军工等部门，伊朗的原油出口从 200 万桶/日一度降至 0。但近年来，伊朗通过贸易互换支持工具（INSTEX）等方式规避美国制裁，逐渐增加原油出口。尤其是去年至今，伊朗的原油产量和出口都在迅速恢复，目前已经分别回到 350 万桶/日和接近 200 万桶/日的水平。尽管预计特朗普重返白宫后可能会进一步收紧对伊朗的制裁，但是目前伊朗的出口方式基本避免了对美国的金融敞口，因此制裁的加剧是否会真正影响其原油出口还有待观察。

委内瑞拉也是受到美国制裁而影响原油供应的国家之一，石油出口在 2017-2018 年呈现断崖式下滑，给其国内经济带来严重打击。去年美国对委内瑞拉石油和天然气行业制裁短暂解除了 6

个月的时间，今年临时授权到期之后美国宣布重启制裁。在此期间委内瑞拉石油产量和出口量缓慢恢复，目前分别在 90 万桶/日和 60 万桶/日左右，其石油生产恢复速度较慢的原因主要在于经济危机导致上游投资有限。委内瑞拉国家石油公司近日表示预计明年中期该国原油产量将达到 130 万桶/日，不过在明年制裁可能收紧的预期之下，我们预计其国内原油供应波动可能不会太大。

图表：伊朗原油产量和出口（万桶/日）



资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

图表：委内瑞拉原油产量和出口（万桶/日）



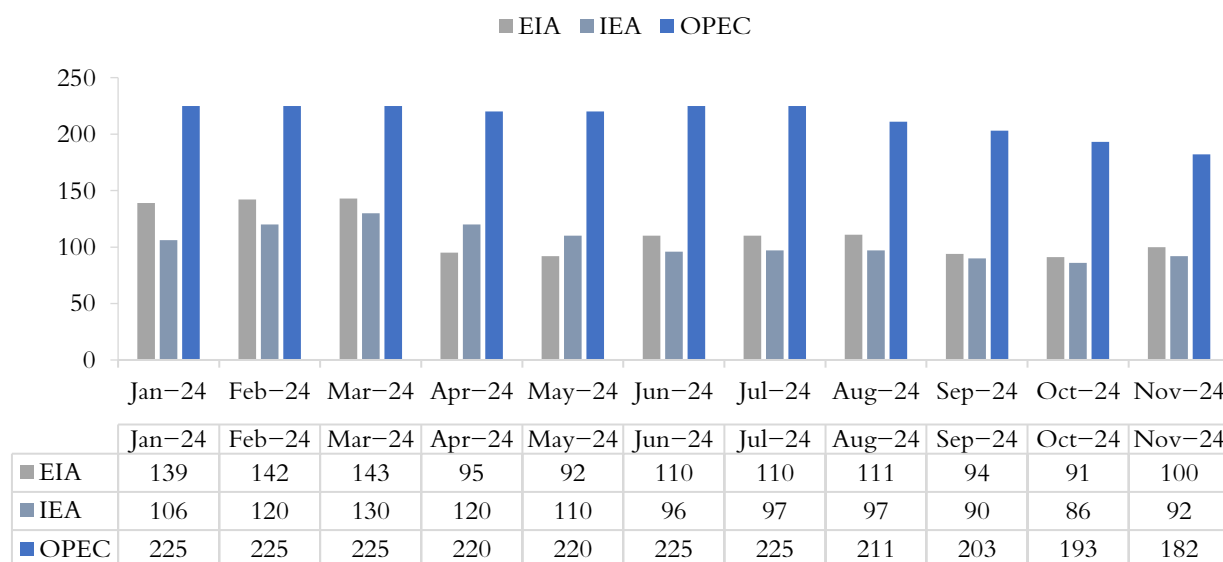
资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

（3）需求增速

大选后给原油需求端带来的忧虑相对影响更大，今年以来全球原油需求增速持续承压，成为驱动下半年内外盘油价波动的主要因素之一。特朗普政府强硬的关税主张使得市场担忧新一轮贸易战或带来对全球其他经济体的需求收缩效应。其上一任期内，美国对华关税水平大幅上升，在本轮竞选过程中，特朗普团队提出对中国额外加征最高 60% 的关税，同时向所有全球其他经济体出口至美国的商品加征 10%–20% 的普遍性关税。11 月 25 日，特朗普在社交媒体上表示将在上任后对来自墨西哥和加拿大的所有产品征收 25% 关税，同时对进口自中国的所有商品加征 10% 的关税。进口商品的上涨将导致美国本土通胀加剧，并且价格上涨的影响将外溢至全球，对于全球经济增长和需求增速造成显著拖累。

在海外三大机构的最新月报中，EIA 预计今年全球原油需求增速预期为 100 万桶/日，2025 年全球原油需求增速预期为 130 万桶/日。IEA 将今年全球石油需求从 86 万桶/日上调至 92 万桶/日，同时预计明年需求增长疲软将导致供应过剩。OPEC 预计 2024 年全球石油需求将增长 182 万桶/日，低于上个月预测的 193 万桶/日，还将 2025 年全球需求增长预测从 164 万桶/日下调至 154 万桶/日，连续第四次下调今明两年全球石油需求增长预测。

图表：三大机构对 2024 年全球石油需求增速预期（单位：万桶/日）

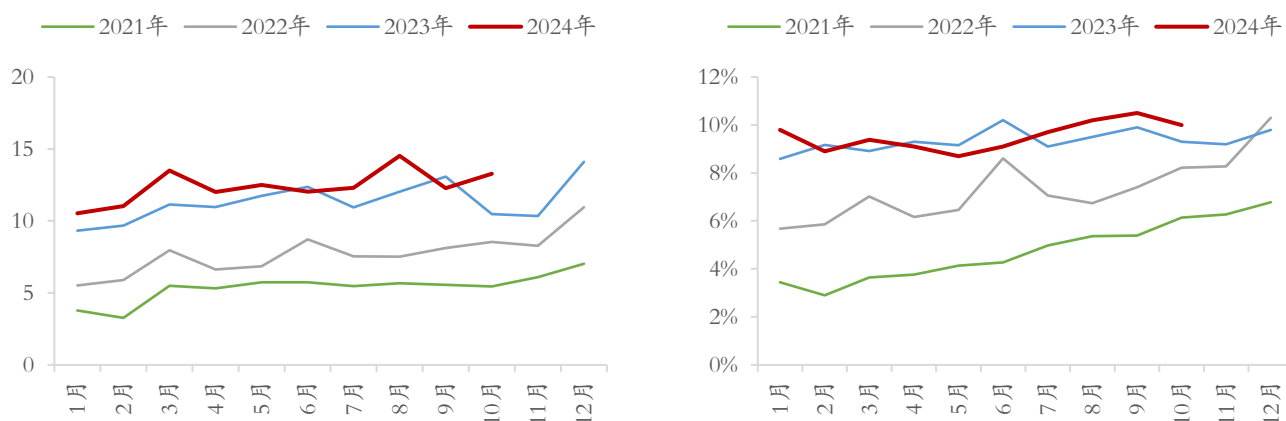


资料来源：EIA、IEA、OPEC、光大期货研究所

在新能源对传统能源替代方面，美国是海外最大的新能源车市场之一，但是特朗普上一任期内美国新能源汽车市场发展缓慢，新能源渗透率提升相对较慢。而拜登在任期间对于新能源行业出台诸多支持政策，包括签署《通胀削减法案》，美国消费者购买符合要求的清洁能源汽车总共可获得 7500 美元补贴。根据 Alliance for Automotive Innovation 数据显示，今年 1-10 月，包括纯电动（BEV）和插电式混合动力（PHEV）在内的美国新能源汽车总销量达到 124 万辆，同比增长

11%；平均新能源渗透率达到 9.5%，同比增加 0.2%。特朗普此前在竞选过程中曾多次表示将废除《通胀削减法案》，尽管完全推翻该法案面临诸多挑战，但是取消电动汽车税收抵免这一项政策成功的可能性仍然较大，这对于美国新能源汽车需求的增长将造成一定阻碍，理论上来说或将放缓清洁能源对传统能源的替代。我们也可以看到，传统能源被替代是一个相对较长的过程（同样也是不可逆的），尽管今年美国新能源汽车销量维持高位，但是渗透率增速开始放缓，美国汽油需求尚未达峰。

图表：美国新能源车销量（BEV+PHEV）（万辆） 图表：美国新能源车渗透率（单位：%）



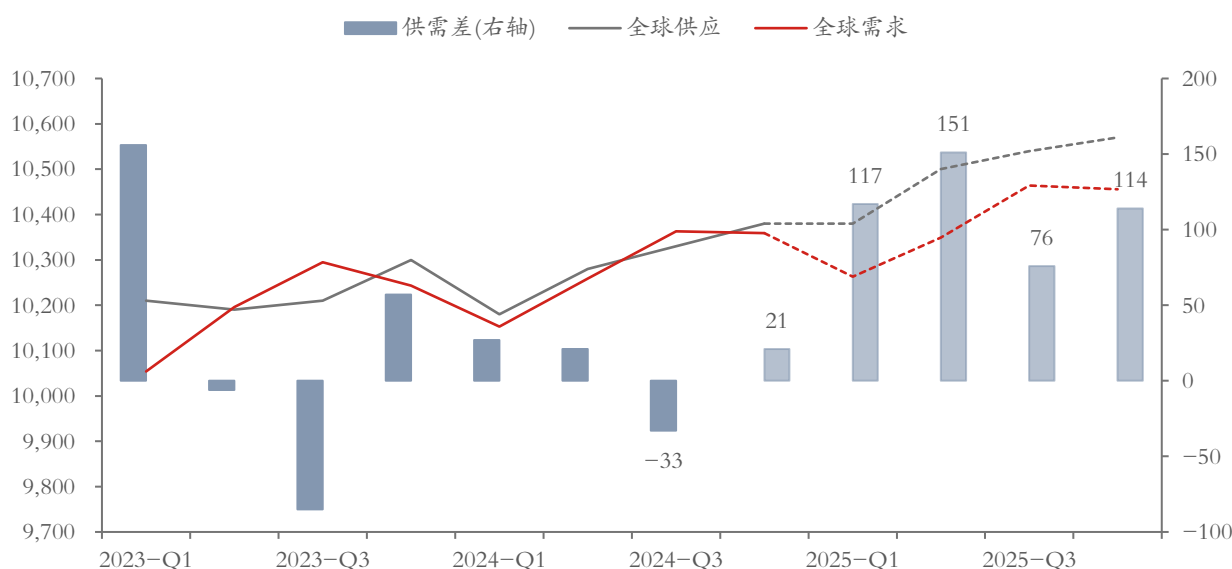
资料来源：Alliance for Automotive Innovation、光大期货研究所

3、明年全球石油供应过剩概率较大

大选结束后，短期原油市场重归基本面交易，尽管一度受到地缘局势和供应中断的扰动，但整体依然受到悲观需求预期的驱动表现偏弱。明年来看，EIA 和 IEA 均预计明年开始全球原油市场将转为供大于求的格局，EIA 预计明年一季度仍有-32 万桶/日的供需缺口，但从二季度开始供应过剩的情况逐渐加深，供需缺口分别为+36、+43 和+68 万桶/日；IEA 的预测则更为悲观，预计今年四季度开始全球原油市场就面临 21 万桶/日的过剩，明年二季度供应过剩将达到 151 万桶

/日，全年平均过剩 115 万桶/日。随着 OPEC+逐步增产以及可能的关税冲击下需求增量有限，明年全球石油供应过剩概率较大，油价中枢面临向下压力。短期市场的关注重点在于 OPEC+会议的结果，市场预期 OPEC+存在再度推迟增产计划的可能，但从明年来看增产也只是时间问题。年底前暂时维持区间震荡的表现，需要注意海外假期流动性偏弱的风险。

图表：全球石油供需平衡情况（单位：万桶/日）



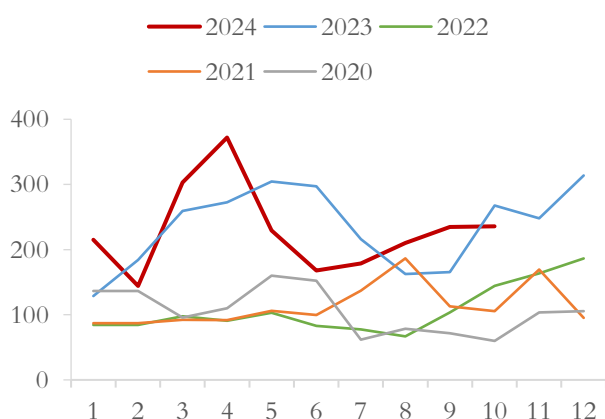
资料来源：IEA、光大期货研究所

4、下游品种或受成本端拖累

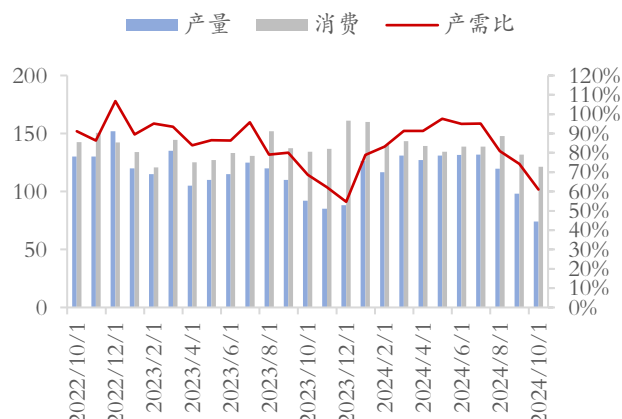
在近期油价的影响之下，燃料油和沥青波动也较大，明年油价中枢下移或对下游能化品种带来成本端的拖累。就年底前来，首先燃料油方面，近期高硫相对偏强，低硫走势承压，高硫的强势整体超出市场预期，此前市场预计在四季度高硫发电需求结束和低硫供应受到出口配额限制的背景之下，低硫表现会较高硫更强。高硫超预期走强背后的驱动主要在于供应一度收紧，10月

以来中东地缘局势不稳的背景之下，伊朗的高硫发货量减少，造成新加坡高硫供应紧张；另外国内消费税调整政策暂未实施，因此炼厂进料需求大于此前预期，据国家海关数据统计，10月我国共进口燃料油 235.92 万吨，环比增加 0.51%，同比减少 11.85%。但随着冬季临近，高硫需求进入淡季，尽管消费税抵扣政策尚未执行，但落地预期仍存，后期炼厂进料需求或受到抑制；叠加当前套利窗口打开，供应也有增加预期。低硫端，国内产量和海外套利船货供应预计后续收紧。据金联创统计，10月中国炼厂保税低硫船用燃料油产量为 79.77 万吨，环比下降 19.67%，同比下降 21.41%。随着配额的不断减少，各集团低硫燃料油产量将继续下滑。当前高硫估值偏高位，后期高、低硫市场结构或有所修复，高硫存在转弱预期，低硫则在供应收紧预期之下有一定向上空间。

图表：国内燃料油进口量（单位：万吨）



图表：国内低硫保税船燃产需（单位：万吨）



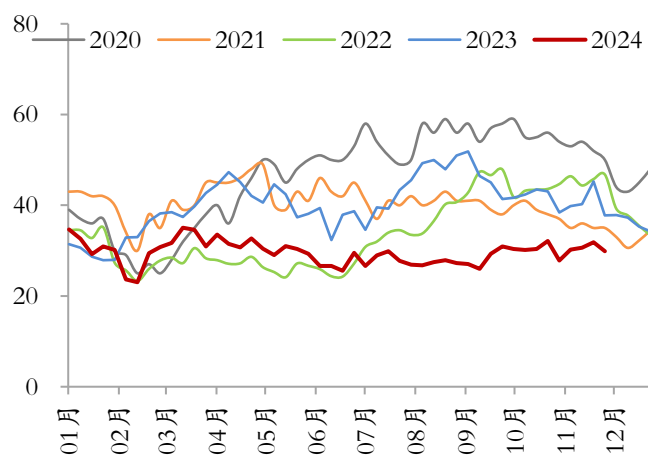
资料来源：WIND、光大期货研究所

资料来源：Mysteel、光大期货研究所

沥青方面，目前正处于沥青终端需求的淡季，随着气温下降，预计后续需求将继续下滑。但是近期已经有部分炼厂开始释放冬储合同，由于沥青的社库和厂库位于近年同期低位，虽然北方地区终端施工基本停止，但是南方市场部分项目赶工，支撑终端需求，现货市场相对供应偏紧，因此市场对冬储积极性较高，冬储合同释放较为顺利。随着沥青价格的回升，生产利润也有所修复，近几周沥青的供应有所增加，部分炼厂复产带动开工率回升，但仍处于近五年低位。不过由

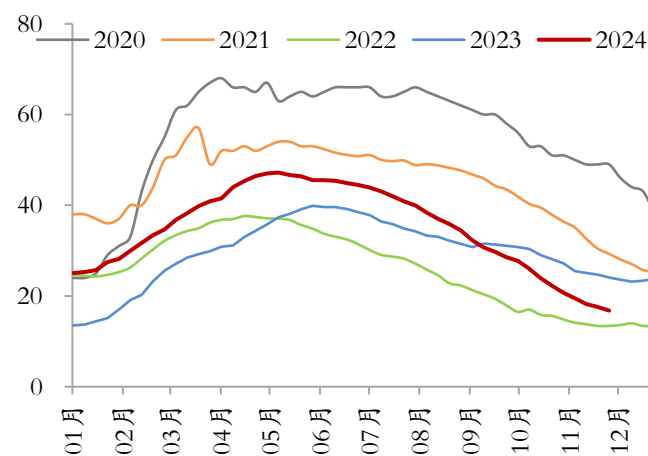
于炼厂利润仍处于亏损状态，实际生产积极性不高，从公布的 12 月地炼排产来看，计划排产小幅下滑，供应压力不明显。目前南方地区的赶工需求仍存，刚需支撑下，社会库去库明显，整体商业库存处于近几年最低水平。尽管 12 月受降温影响各地项目开工终端需求预计逐步减弱，但是冬储需求之下预计沥青价格暂时以企稳为主。

图表：沥青炼厂开工率（单位：%）



资料来源：百川资讯、光大期货研究所

图表：沥青社会库存率（单位：%）



资料来源：百川资讯、光大期货研究所

光期能化研究团队成员介绍

- **所长助理兼能化总监：钟美燕**

钟美燕，现任光大期货研究所所长助理兼能化总监，上海财经大学硕士，荣获 2019 年度、2021 年度、2022 年度、2023 年上期能源“优秀分析师”，带领能源研究团队获得上期能源 2021 年、2022 年优秀产业服务团队奖，2024、2023 年度期货日报最佳工业品分析师。十余年期货衍生品市场研究经验，服务于多家上市公司及国内知名企业，为其量身定制风险管理方案及投资策略。曾获郑商所高级分析师，并长期担任《第一财经》、《期货日报》等媒体特约评论员。2020 年能化团队主讲的“原油衍生品精品系列直播‘油’刃有余”入选中期协 2020 年期货投资者教育优秀案例。

期货从业资格号：F3045334；期货交易咨询资格号：Z0002410。

- **原油/燃料油/天然气/沥青/航运分析师：杜冰沁**

现任光大期货研究所原油、天然气、燃料油、沥青和航运分析师，美国威斯康星大学麦迪逊分校应用经济学硕士学位，山东大学金融学学士；荣获 2023、2022 年度上海期货交易所优秀能化分析师奖，2024、2023、2022 年度期货日报最佳工业品分析师称号，所在团队获得上期能源 2021 年、2022 年优秀产业服务团队奖；扎根国内外能源行业研究，深入研究产业链上下游，关注行业热点事件，撰写多篇深度报告，获得客户高度认可。长期在《期货日报》、《第一财经》等国内主流财经媒体发表观点，并接受《央视财经》和《21 世纪经济报道》等媒体采访。

期货从业资格号：F3043760；期货交易咨询资格号：Z0015786。

- **天然橡胶/聚酯分析师：邸艺琳**

现任光大期货研究所橡胶、聚酯分析师，金融学硕士，荣获 2023 年度上海期货交易所“新锐分析师”、2023 年度《中国模具信息》杂志优秀作者，2024 年度期货日报“最佳工业品期货分析师”称号，所在团队获得期货日报 2024 年度最佳能源化工产业期货研究团队奖。主要从事天然橡胶、20 号胶、对二甲苯、PTA、MEG、瓶片等期货品种的研究工作，擅长数据分析，逻辑能力较强。多次在《期货日报》、《文华财经》、

《华夏时报》等国内主流财经媒体发表观点。

期货从业资格号：F03107645；期货交易咨询资格号：Z0021445

• **甲醇/PE/PP/PVC 分析师：彭海波**

中国石油大学（华东）工学硕士，中级经济师，主要从事甲醇、PE、PP、PVC 的研究工作，多年能化期现贸易工作，通过 CFA 三级考试，具备将金融理论与产业操作相结合的经验。

期货从业资格号：F03125423。

联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路 729 号 6 楼、703 单元

公司电话：021-80212222

传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979

邮编：200127

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、可靠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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。