

地缘嬗变，油气&航运风气云涌

【能源直播间】2025年度·第1期

国投期货研究院

高明宇 Z0012038 李祖智 Z0016599 李海群 Z0021515

2025.1.20

两大地缘主线在美国总统权力交接之际波动加剧：俄乌制裁强化；中东巴以停火协议达成

1.

原油&油品

2.

天然气

3.

集运&油轮



➤ 1-10美国财政部宣布对俄罗斯石油生产和出口的最严厉制裁，涉及石油企业、油轮、油服、贸易商、银行支付、能源官员及企业家等多个环节

1) 能源交易：自2022年2月以来首次将涉及12家银行的能源交易制裁过渡截止期提前，自2024年10月30日公布的GL8K中设定的2025年4月30日提前为本次GL8L中的3月12日。

2) 石油公司制裁

- ✓ 将俄罗斯两大石油公司Gazprom Neft和Surgutneftegas及其下属27个附属企业加入美国财政部海外资产控制办公室（OFAC）的SDN制裁名单，对其施加以在美资产冻结、限制交易为核心的最高级别制裁，英国同步对这两家石油公司施加了制裁
- ✓ 2023年其合计原油及凝析油产量292.2万桶/天在俄罗斯占比27%左右，截至2022年合计炼能123.5万桶/天在俄罗斯占比约22%；推算2024年其合计原油出口100万桶/天左右，合计柴油产量43万桶/天左右

表：俄罗斯石油企业供应占比

	原油&凝析油		炼化产能	
	产量	占比	炼能	占比
Rosneft	349	33%	218.9	40%
Gazprom Neft	175.1	16%	83.1	15%
Lukoil	156.3	15%	98.5	18%
Surgutneftegas	117.1	11%	40.4	7%
Tatneft	57.7	5%	21	4%
其他	207.6	20%	79.2	15%

数据来源：EIA，产量数据截止2023年、炼能数据截至2022年



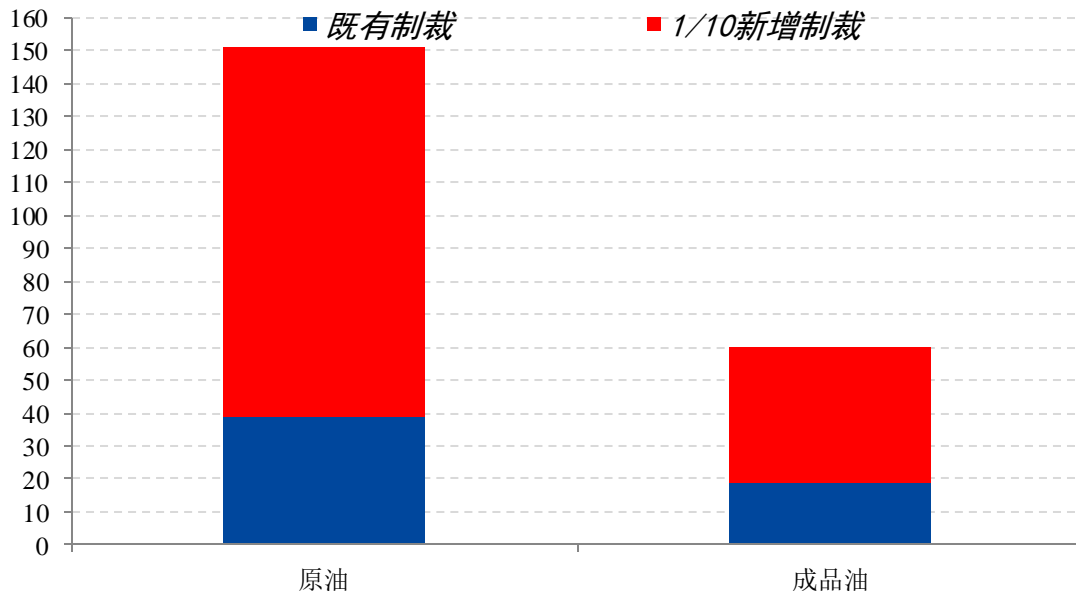
3) 海运石油出口制裁

涉及183艘船只（影子船队、俄罗斯自有船队），将俄罗斯最大的国有航运公司Sovcomflot, Gazpromneft、Rosneft石油公司下属的航运公司，以及俄罗斯两家航运保险公司Ingosstrakh和Alfastrakhovanie加入OFAC的SDN名单。

183艘制裁船只中包括157艘油轮、3艘LNG船、1艘LPG船及22艘其他船型。其中原油轮112艘较此前被制裁的39艘大幅扩张，涉及原油出口量140万桶/天左右在2024年俄罗斯海运原油出口中占比41.7%；成品油轮41艘亦超过此前已被制裁的19艘，涉及成品油出口量16万桶/天在2024年俄罗斯中轻质产品出口量占比11.9%。

艘

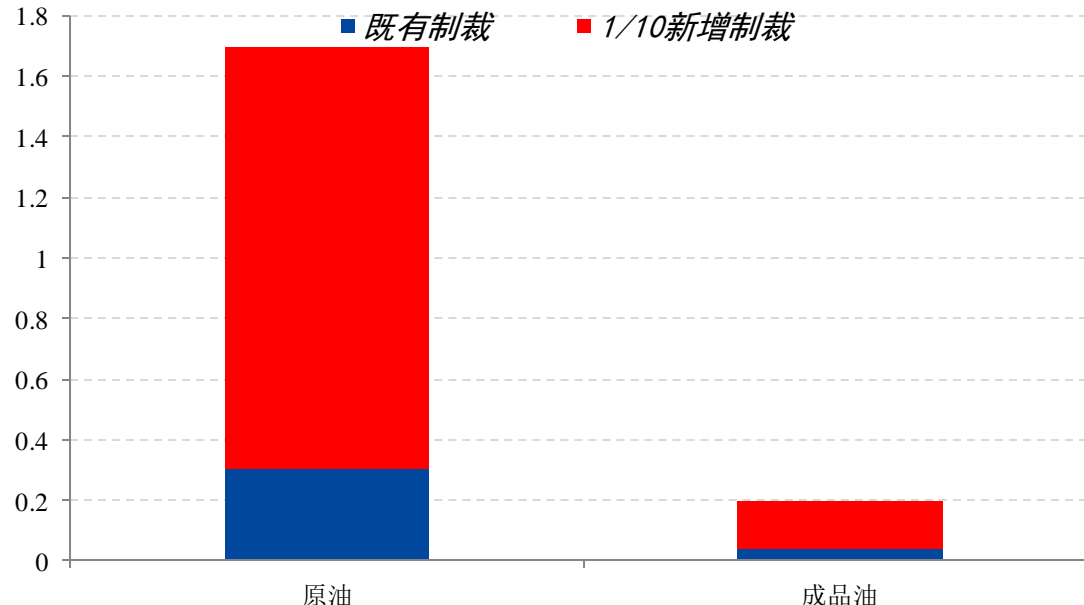
俄罗斯制裁油轮数量



数据来源: kpler, JP摩根, 国投期货

艘

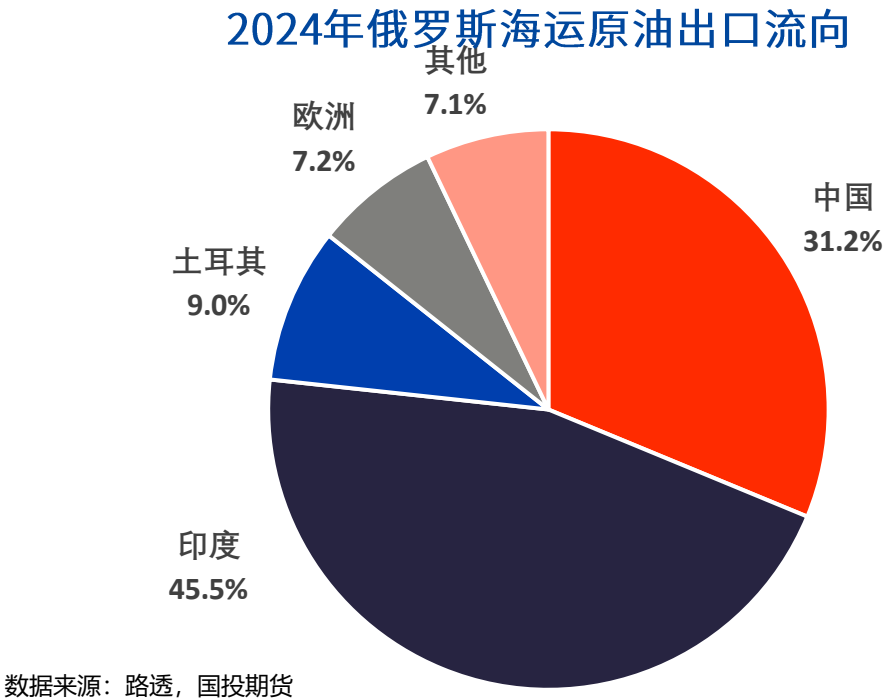
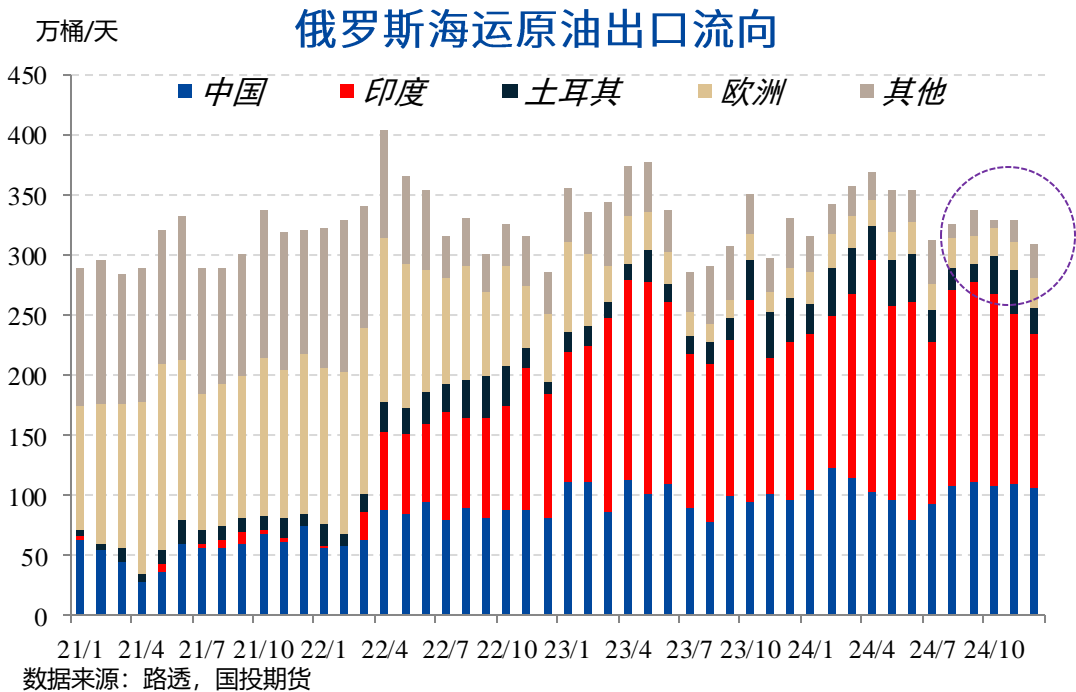
俄罗斯制裁油轮运量



数据来源: kpler, JP摩根, 国投期货

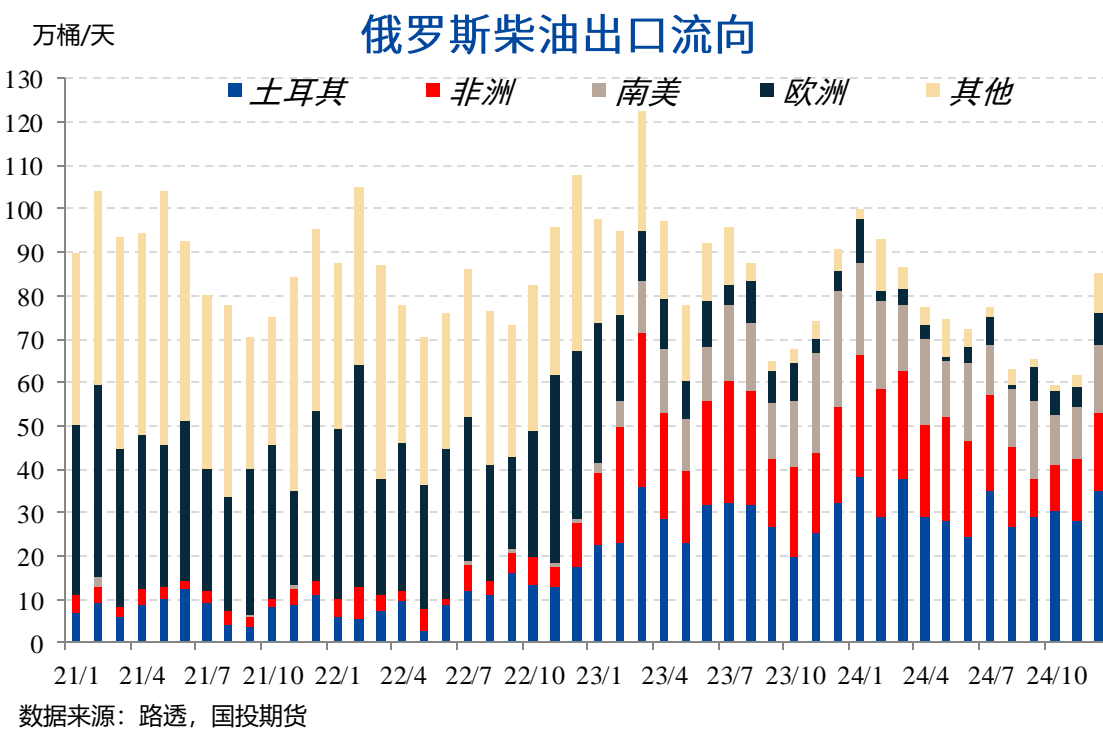
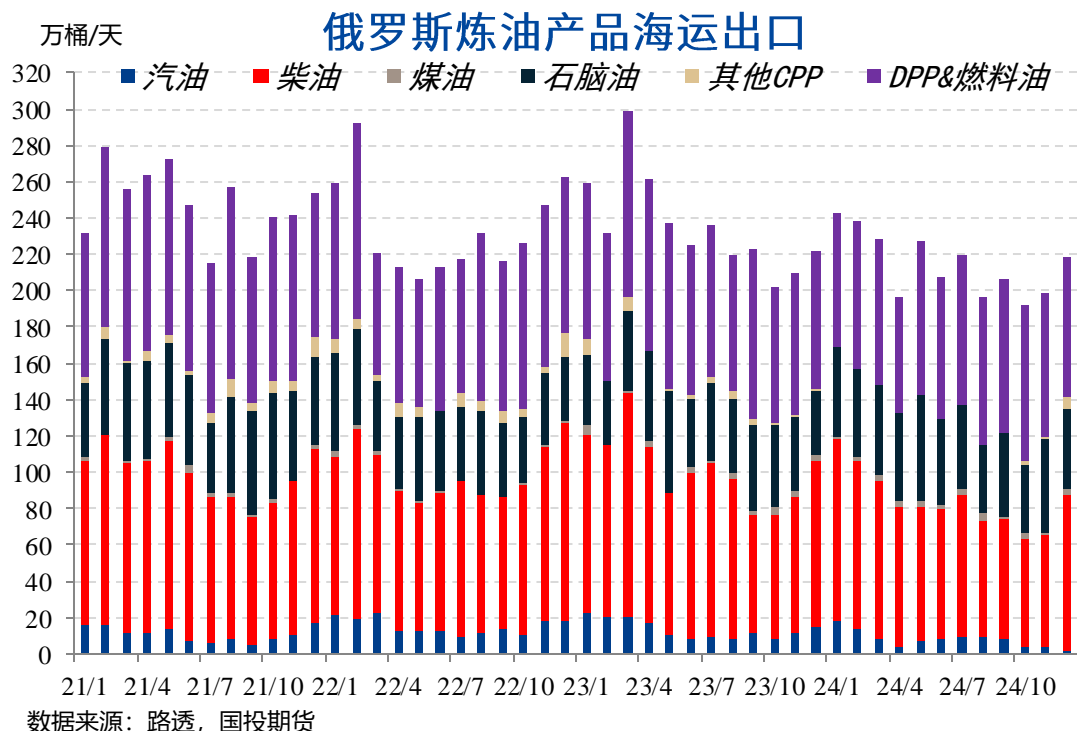


- 2024年俄罗斯海运原油出口量336.1万桶/天，同比微增1.1%，亦为俄乌冲突以来的最高水平。
- 其中印度、中国、土耳其占比分别为45.5%、31.2%、9%；印度和中国的俄罗斯海运原油供应在本国原油进口总量中占比分别为33.1%、10.7%。
- 据Kpler统计本次制裁原油轮中流向中国的运量约82万桶/天，占中国海运俄油进口的61%。

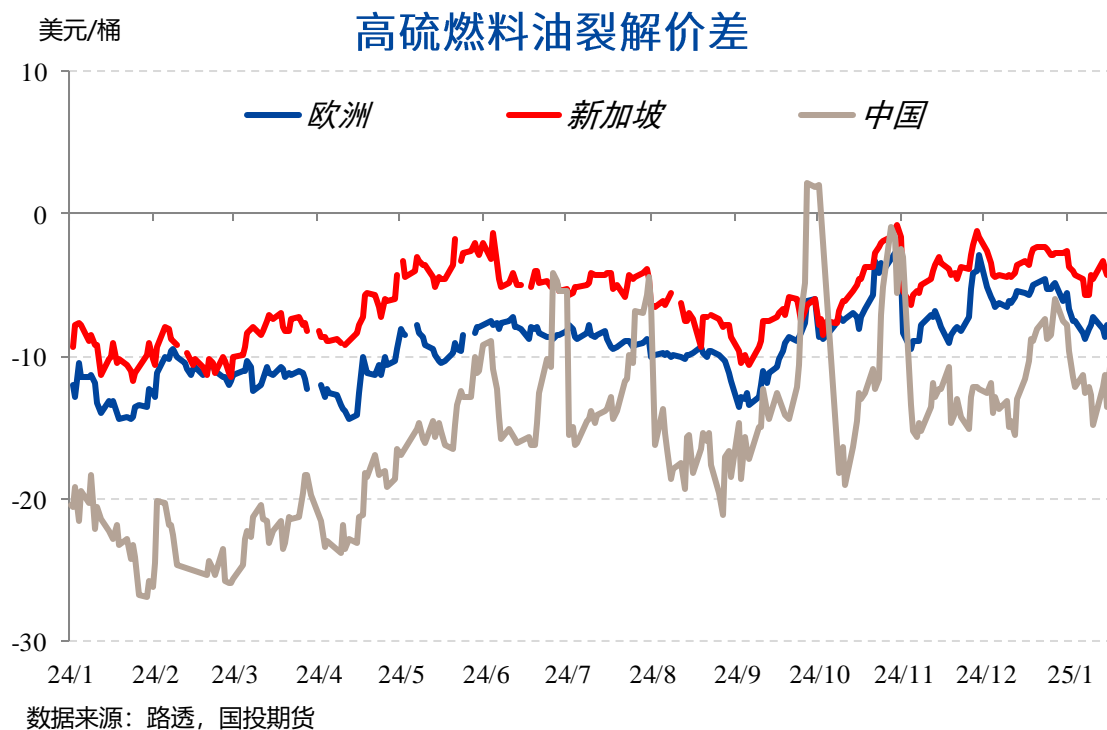
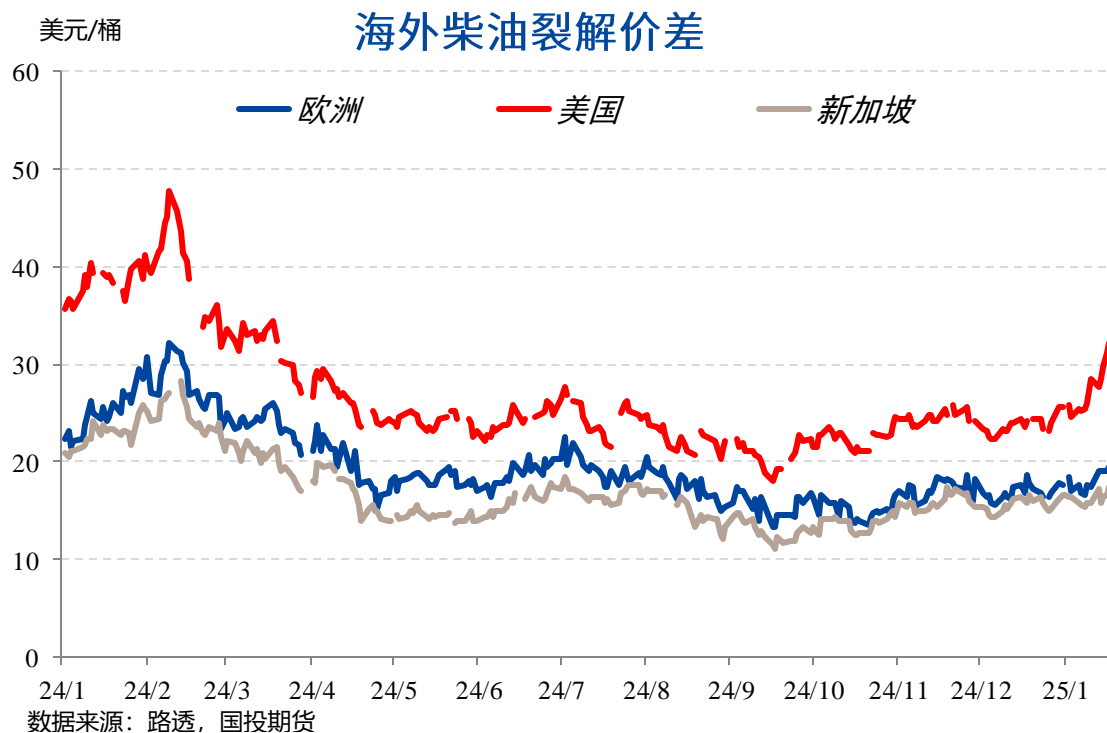




- 俄罗斯海运出口的炼油产品以**石脑油**、**柴油**、**燃料油**为主，2024年受炼厂频繁遇袭的影响，炼化产品出口同比下降21.1万桶/天（9%）至214.2万桶/天，其中柴油下降12.2万桶/天（13.8%）至76.4万桶/天、燃料油减量5.6万桶/天（6.6%）至79.3万桶/天，石脑油出口增加4.6万桶/天（10.8%）至47.2万桶/天。
- 经历贸易流转向后，目前俄罗斯柴油出口以土耳其、非洲、南美国家为主，两大石油企业（柴油产量43万桶/天）、成品油轮（运量16万桶/天）被制裁将收紧西区柴油市场供应预期；原油轮被制裁后燃料油运力亦将趋近



- 经历贸易流转向后，目前俄罗斯柴油出口以土耳其、非洲、南美国家为主，两大石油企业（柴油产量43万桶/天）、成品油轮（运量16万桶/天）被制裁将收紧西区柴油市场供应预期；原油轮被制裁后燃料油运力亦将趋近
- 美国寒潮天气加持下海外柴油裂解震荡偏强；俄罗斯高硫燃料油物流扰动带来的减量预期亦将维持高硫裂解的高估值状态





4) 禁止美国对俄提供石油服务

美国能源部自2月27日起禁止美国企业及个人对俄提供原油开采及炼化相关的石油服务，但6月28日前涉及里海管道、哈萨克斯坦Tengizchevroil和库页岛萨哈林2号油气田项目的相关石油服务被给予豁免。

5) 贸易商、油服企业、俄能源官员制裁

美国能源部将包括Black Pearl在内的隐蔽交易商、30余家俄罗斯油服企业及13个能源官员及企业家加入SDN制裁名单。

[对两大石油公司、183艘船只、隐蔽交易商及油服企业等的制裁可将现有交易豁免至2月27日](#)

➤ 针对制裁规避系统的最新制裁：1月15日美国财政部制裁中俄两国跨境支付清算体系RCPs，认为其涉及被制裁商品的非现金结算，对涉及俄罗斯金融服务、能源、军事等关键领域的金融机构实施二级制裁。

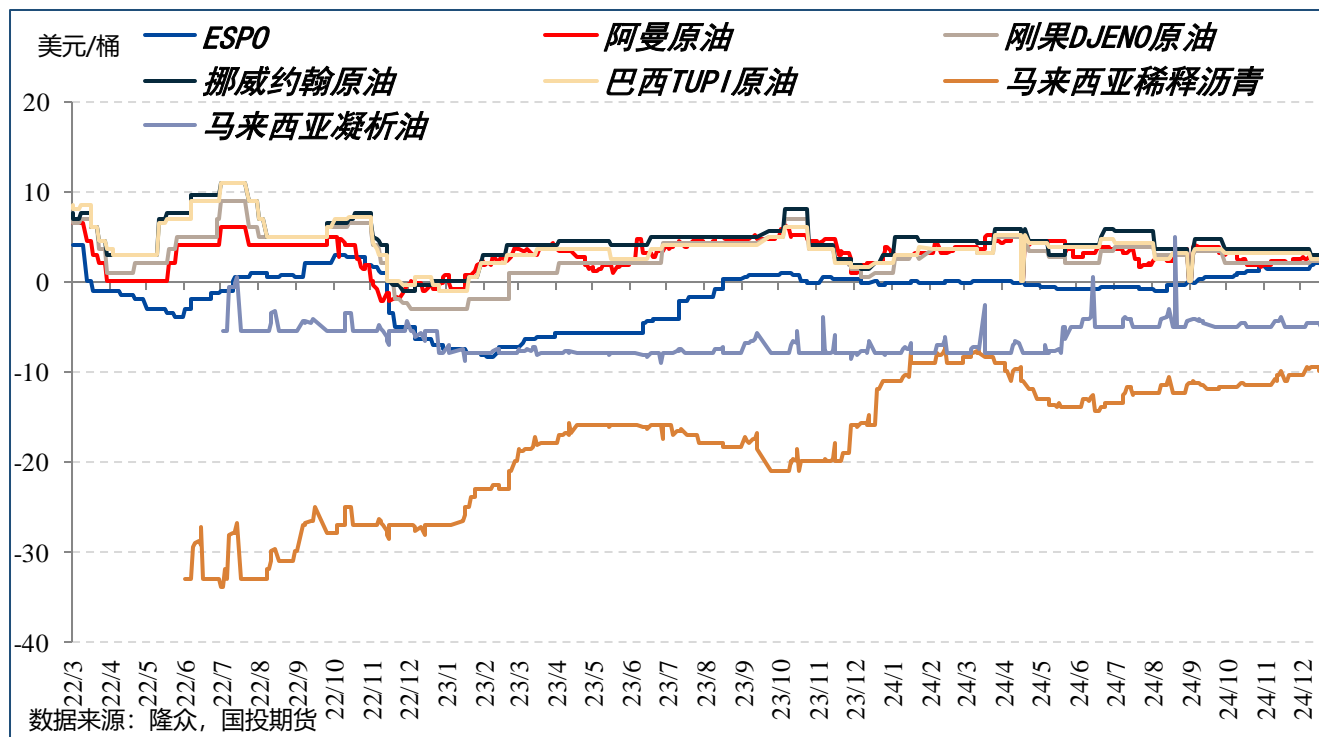


美国对伊朗、委内瑞拉制裁亦有加重



国投期货
SDIC FUTURES

- 委内瑞拉：1月10日美国财政部同时宣布将8个委内瑞拉官员加入SDN制裁名单，且这一制裁与加拿大、欧盟、英国同步进行。
- 伊朗：继12月3日美国财政部制裁35个涉及伊朗石油产品出口的主体和船只后，12月19日新增将4个出口主体、3艘油轮加入制裁名单。
- 亚太制裁油到岸价升贴水走强：山东DES到岸价升贴水为例，俄油ESPO较布伦特的升水已自去年年末的1美元/桶左右上涨至2.1美元/桶，稀释沥青贴水自去年年中的14美元/桶左右缩窄至8.5美元/桶，马来西亚轻质原油的贴水亦自去年11月的2-3美元/桶缩窄至1.5美元/桶



➤ **山港表态**：1月7日国内山东港口集团发布通知禁止停靠、接卸美国OFAC制裁船舶或为其提供相关船舶服务，涉及青岛港、日照港、烟台港、渤海湾港

Eg.1艘巴拿马籍阿芙拉油轮Mermar周三在烟台龙口靠港、周四开始卸货，上周六起该船一直处于等待状态，该船载有60万桶ESPO，1月6日从Kozmino装船。曾因在俄罗斯港口装载超过60美元/桶限价的原油，1月10日被美国财政部加入制裁名单。

表：山东附近俄油装载油轮状态

油轮	油种	运量	装船港	装船日	卸货港	目前状态
NIKOLAY ZADORNOV	Sokol	8万吨	De Kastri	1-8	山东烟台	1-17完成卸货
MERMAR	ESPO	8万吨	Kozmino	1-6	山东龙口	1-17完成卸货
TAI SHAN	ESPO	8万吨	Kozmino	1-13	董家口	1-19完成卸货
ZALIV BAIKAL	萨哈林混合油	8万吨	库页岛	1-12	江苏赣榆	等待卸货
OLIA	ESPO	8万吨	Kozmino	1-8	山东烟台	等待卸货

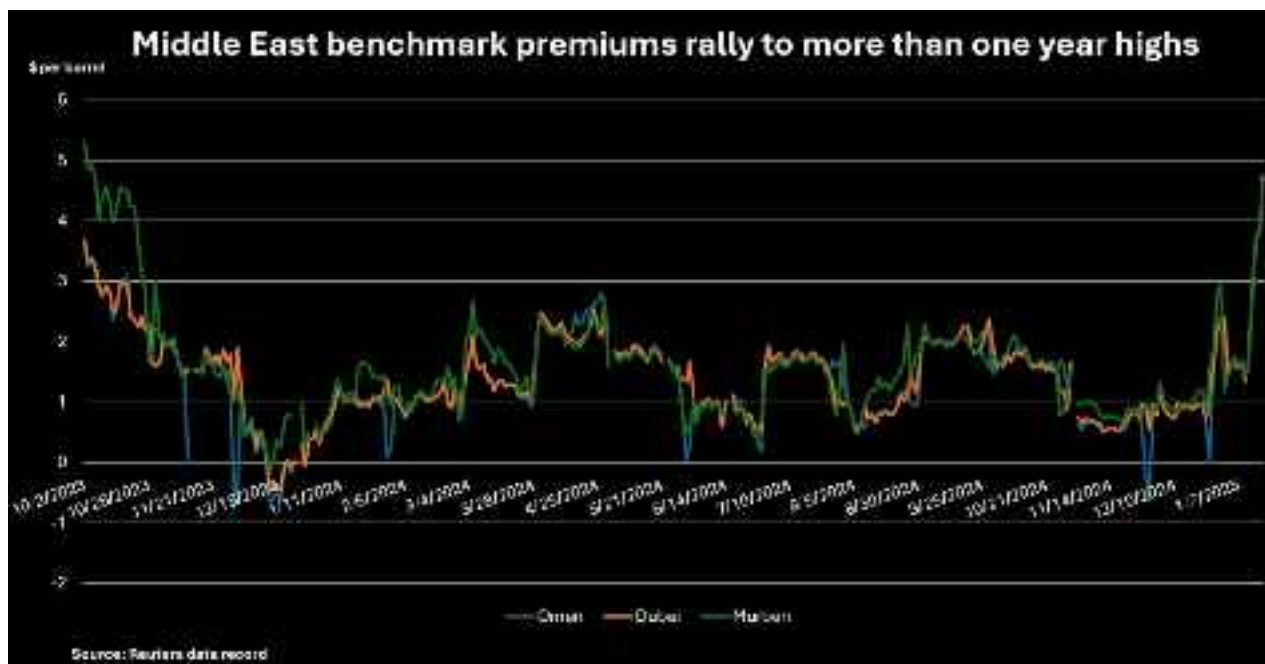
数据来源：路透



➤ 常规油种现货采购快速增加

- 印度IOC在现货市场采购700万桶中东及非洲原油，包括200万桶阿联酋Murban、200万桶阿曼原油；该国自2022年3月以来首次在中东现货窗口采购高硫原油
- 中联化以3美元/桶升水购买3月装船的卡亚尔海洋油，中化采购3月装船阿联酋上扎库姆原油
- 裕龙石化采购400万桶2月、3月装船的上扎库姆原油，未来更多采购转向安哥拉、巴西、西非、加拿大原油

➤ 中东油种现货升贴水飙升：卡塔尔将3月装船的al-Shaheen沙汉原油对迪拜长约升贴水自2月的1.05美元/桶上调至3.81美元/桶，为2022年12月以来的最高水平

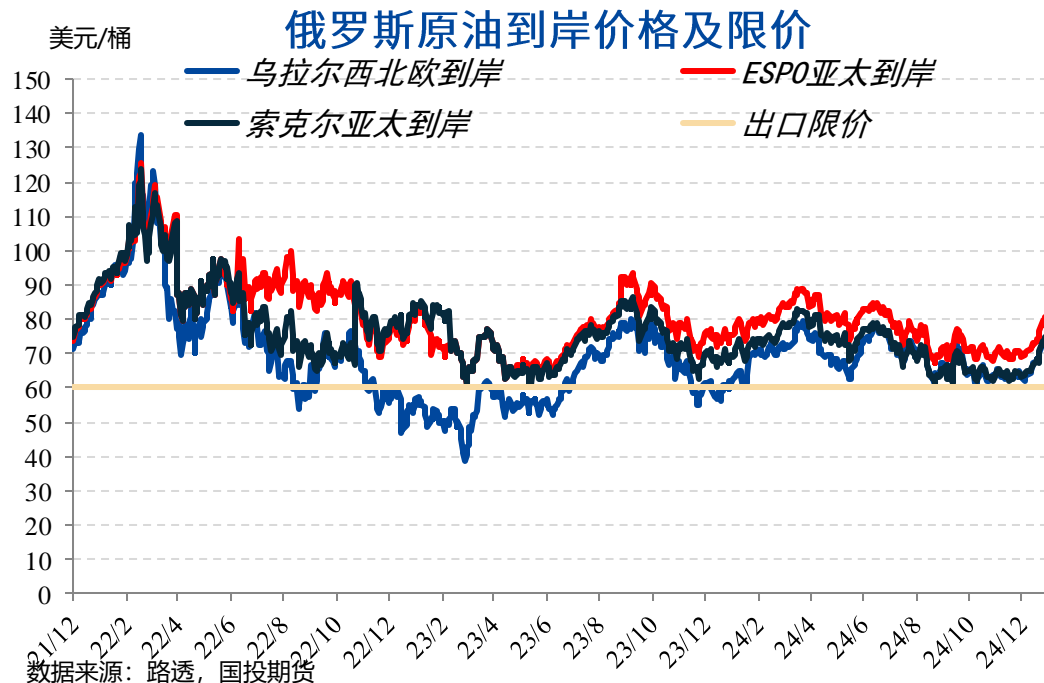
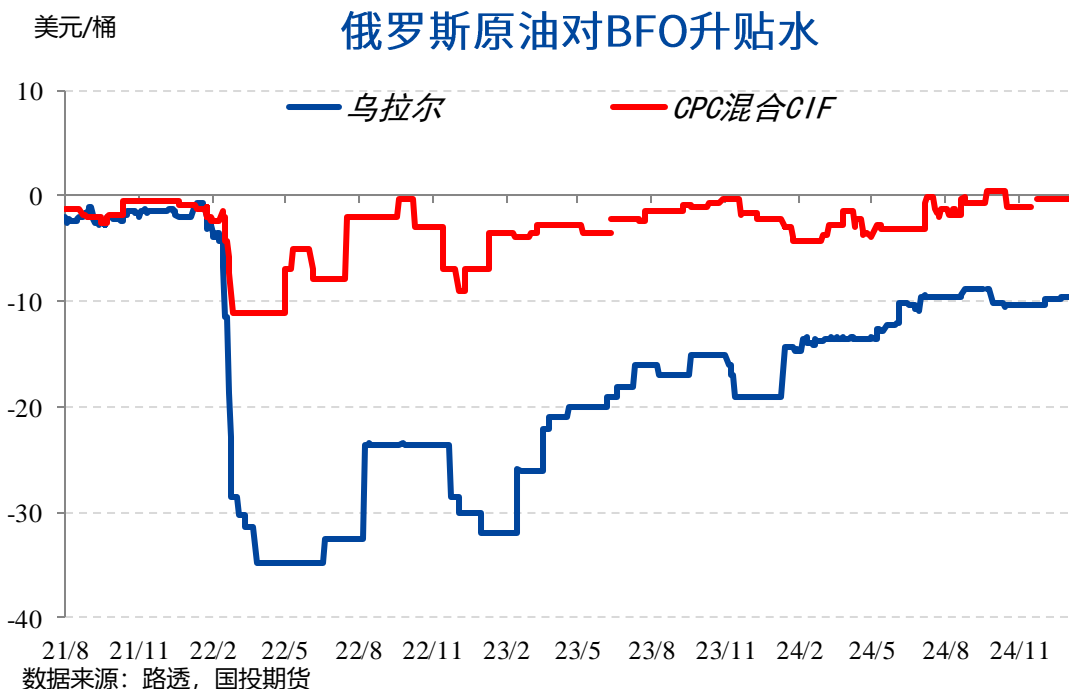


数据来源：路透，国投期货

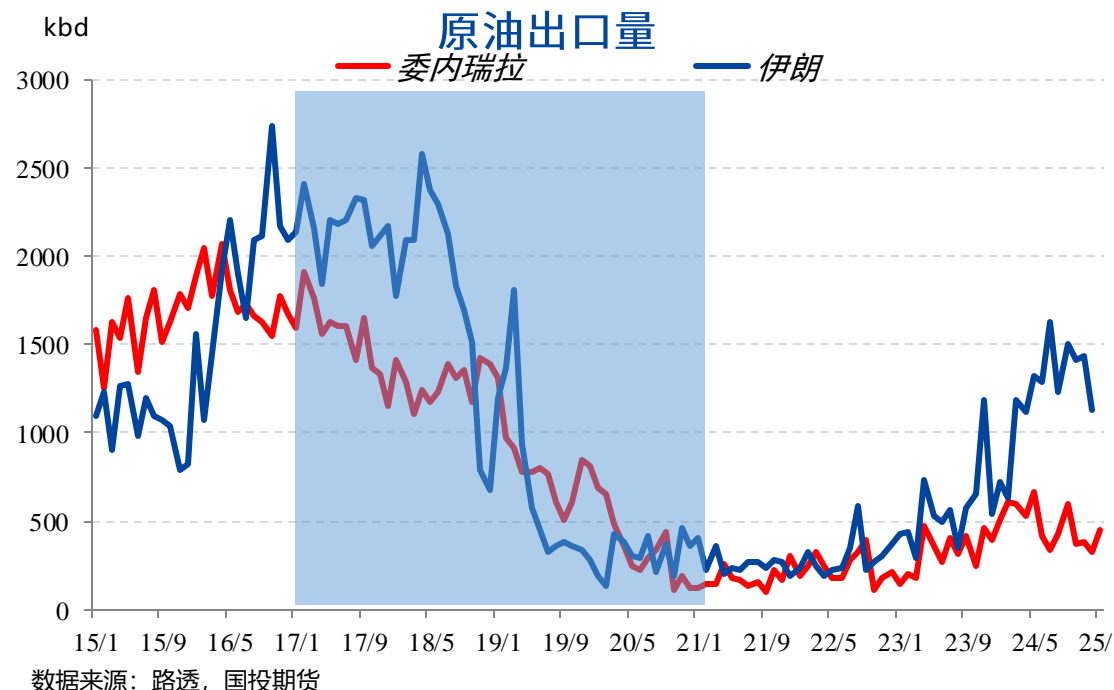
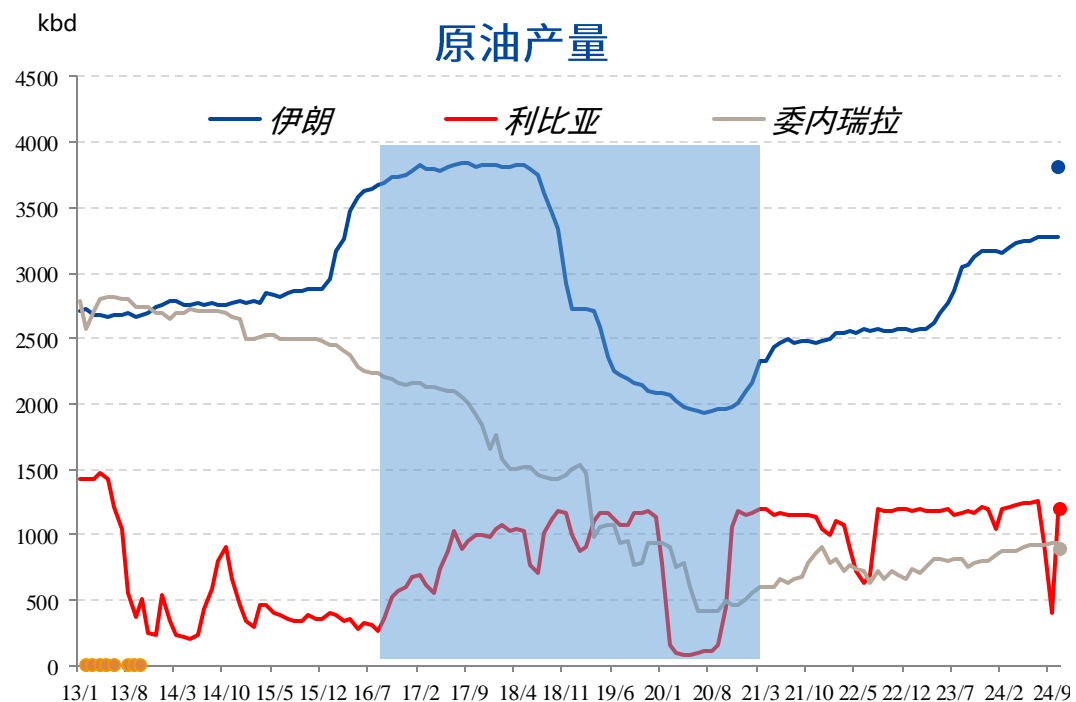
➤ 美国国会两党关于加码对俄制裁持一致性决策，特朗普1月20日就任后逆转制裁协议的可能性较低

特朗普提名的财政部长贝森特1月16日表示：“如果特朗普总统要求作为他结束乌克兰战争的战略的一部分，我将百分之百地支持采取制裁措施，特别是对俄罗斯石油巨头的制裁，使俄罗斯联邦回到谈判桌前。”

➤ 俄油后市展望：俄罗斯原油50-100万桶/天海运原油、16万桶/天左右海运柴油短期存在供应风险；俄罗斯原油FOB价格短期平稳，后期随着购买意愿下降存在塌陷可能，新的影子船队加入或重回60美元/桶限价之内仍为供应恢复的可行性渠道。



- 战争风险降温，制裁风险升温：加沙停火协议达成，其中一阶段停火协议已于1月19日生效；但最新OPEC意外供断产能已处“阿拉伯之春”以来的最低水平，拜登政府任期内伊朗、委内瑞拉原油分别增产127.4万桶/天、46.9万桶/天，特朗普加重制裁导致的潜在供应减量仍在100万桶/天量级。



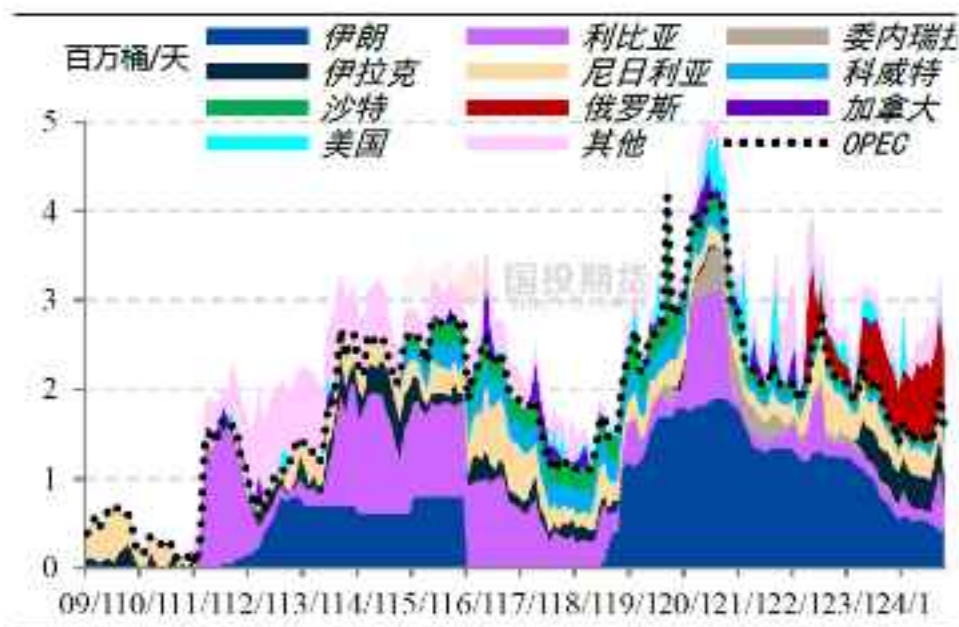
- 战争风险降温，制裁风险升温：加沙停火协议达成，其中一阶段停火协议已于1月19日生效；但最新OPEC意外供断产能已处“阿拉伯之春”以来的最低水平，拜登政府任期内伊朗、委内瑞拉原油分别增产127.4万桶/天、46.9万桶/天，特朗普加重制裁导致的潜在供应减量仍在100万桶/天量级。
- 尽管OPEC+闲置潜能充裕，但远期平衡表的偏空压力及核心产油国最大化出口收入的核心诉求或减弱其弥补减供冲击的意愿和力度。

图 29: OPEC 闲置产能



资料来源：彭博，国投期货

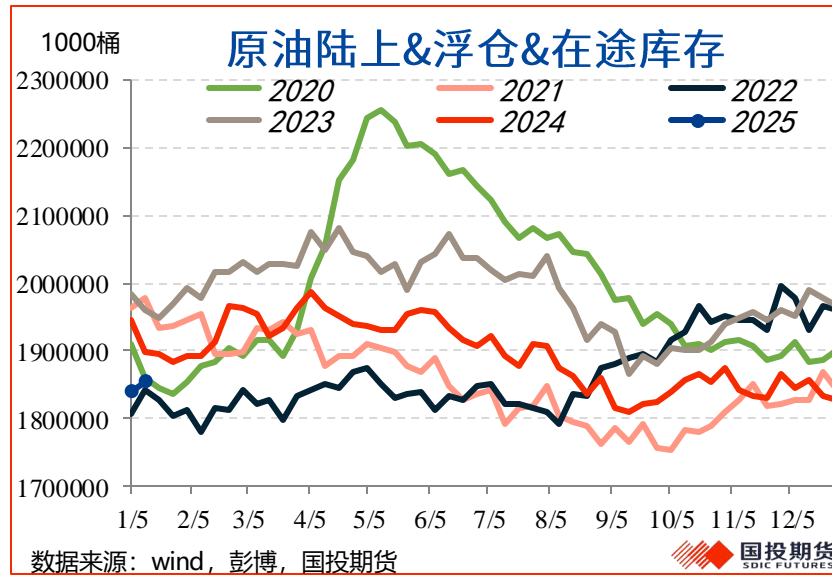
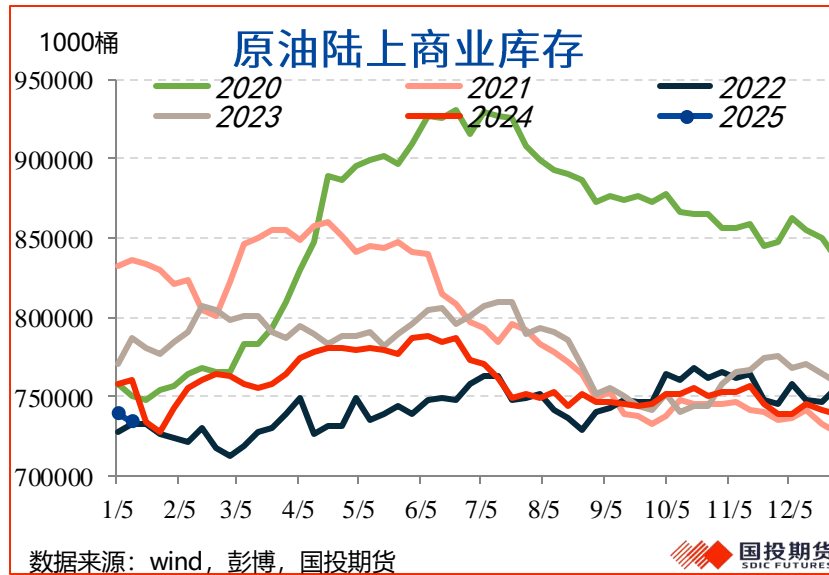
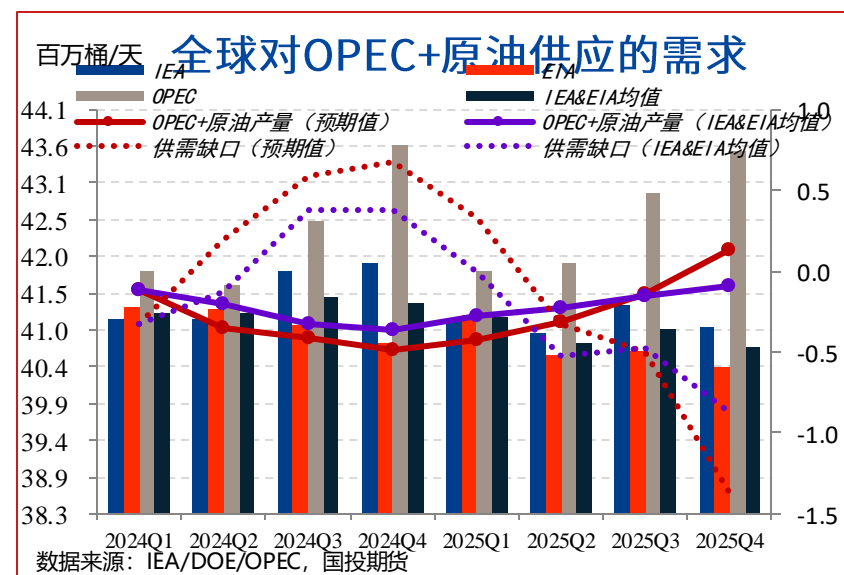
图 30: 全球意外供断产能



资料来源：EIA，国投期货

原油：短多长空，近期强势仍有演绎空间

- 根据1月IEA\DOE\OPEC供需平衡表，若OPEC+自二季度开始陆续退出减产，则2025年原油市场将自去年的小幅缺口29万桶/天转变为盈余46万桶/天，2024年四季度至2025年的季度供需缺口分别为68万桶/天、33万桶/天、-32万桶/天、-50万桶/天、-137万桶/天；若OPEC+全年维持一季度低产量不增产，则2025年仍将维持供需基本平衡，一至四季度供需缺口分别为33万桶/天、-5万桶/天、17万桶/天、-9万桶/天。
- 四季度全球原油库存基本持平，其中岸罐去库1%；年初以来原油库存总体累积1.6%，主要受在途库存增加影响，岸罐库存去化0.7%。短期市场主要受岸罐结构性去库支撑，供需平衡表前景恶化带来的总体累库预期亦未证伪，我们认为这一累库压力将在一季度中后段在岸罐库存环节陆续体现。
- 结合俄油短期供应风险及特朗普上任后伊朗、委内瑞拉制裁的边际发酵空间，原油市场短期强势有望延续，后续仍持短多长空判断，转势时点关注制裁油种出口量及常规油种现货升贴水转入稳态的信号，此前提出的买入跨式期权做多波动率策略可继续持有。



天然气

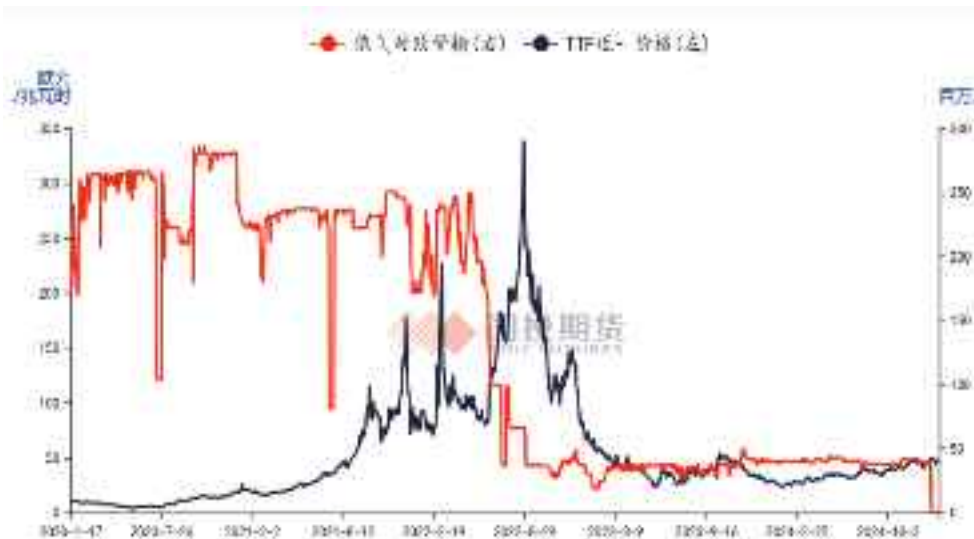
国投期货研究院

李祖智 Z0016599

2025.1

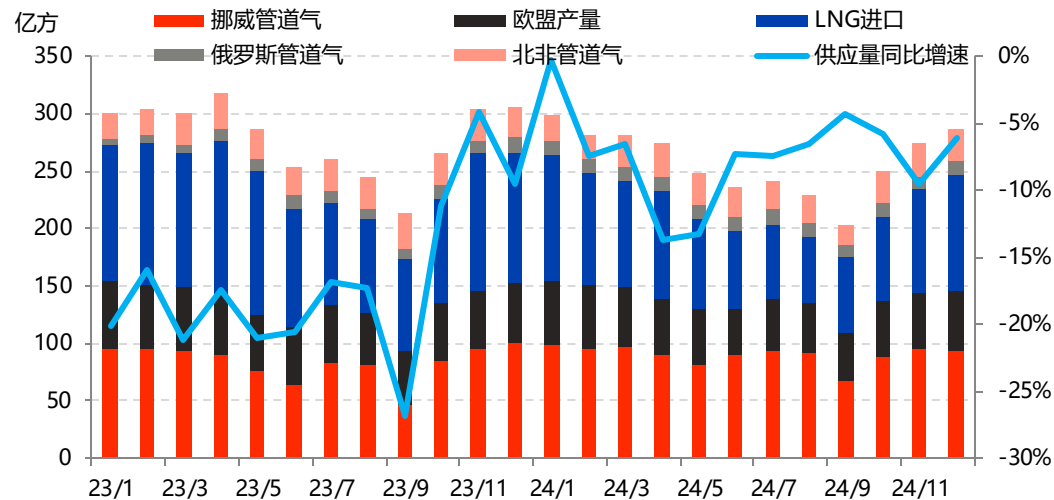
制裁与过境协议到期加速俄气退出全球市场

俄气对欧盟管输量



数据来源：彭博，国投期货

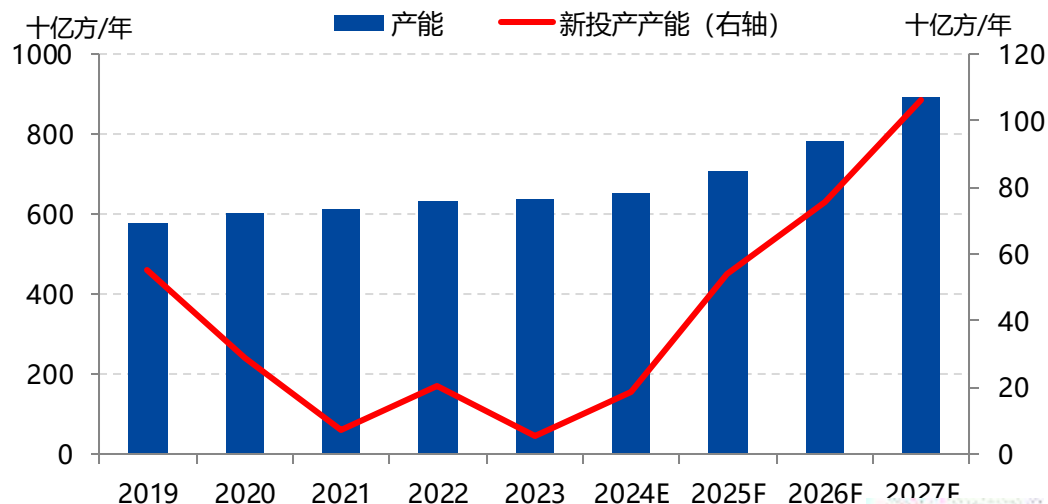
欧盟天然气供应结构



数据来源：路透，彭博，国投期货

- 1月1日起乌克兰停止俄气过境，俄罗斯对欧管道气出口下降为0。目前斯洛伐克政府称仍在寻求恢复供应的方式，但市场总体预期短期无恢复可能
- 2024年欧洲月均供应量260亿方，俄气12亿方/月的退出量占到4.6%的供应量。但是25年新LNG项目开始大量投产，我们预估25年LNG供应增量为240亿方，基本覆盖俄气144亿方的退出量
- 能源安全压力缓和且该残存量主要对中欧国家供应为主，欧盟方面推动管道气恢复动力缺乏

全球LNG产能变化



数据来源：路透，国投期货

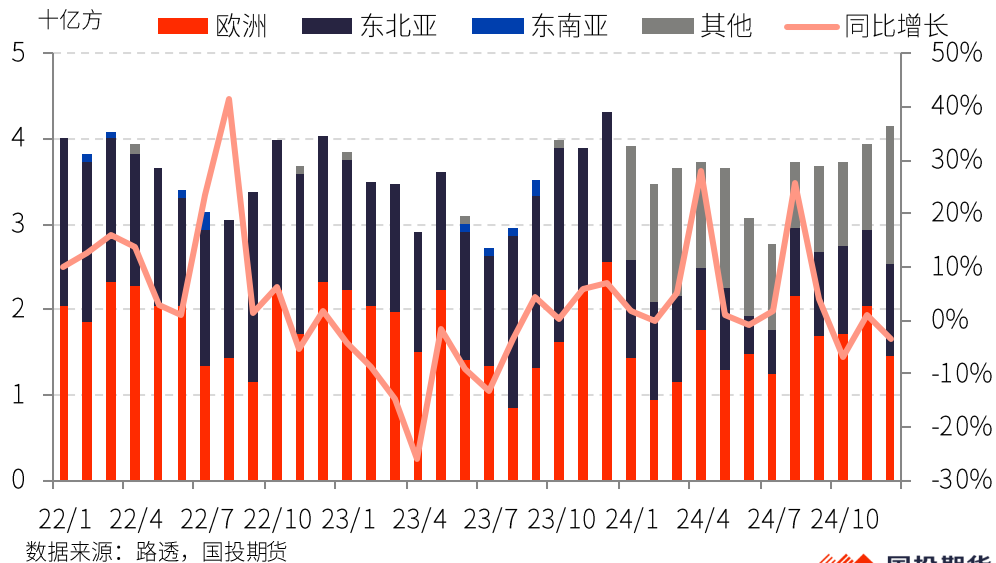
制裁与过境协议到期加速俄气退出全球市场

俄罗斯LNG项目

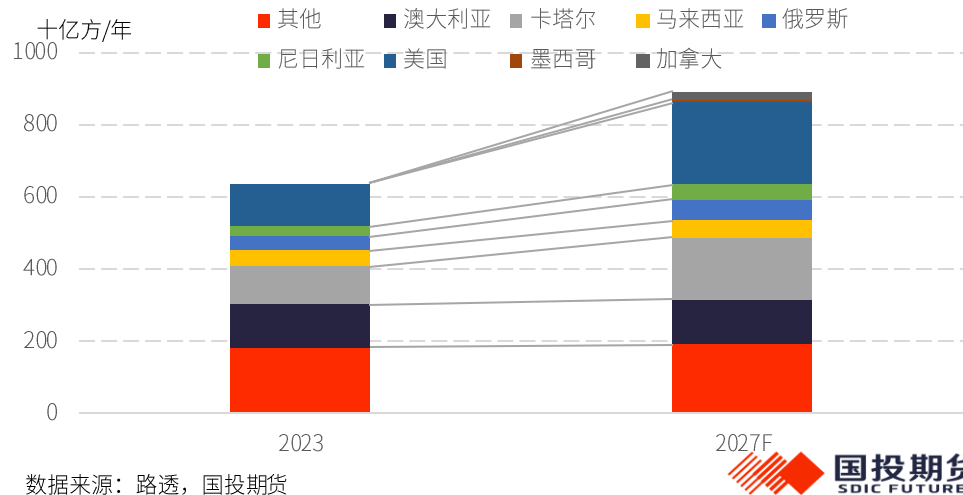
项目名	产能 (十亿方/年)	投产日期	
Sakhalin	13.1	2009	
Yamal LNG T1-T3	22.4	2018	
Vysotsk LNG	1.0	2019	受制裁
Yamal LNG T4	1.3	2021	
Portovaya LNG	2.0	2022	受制裁
Arctic LNG T1	9.0	2023	受制裁, 自24年开始因机械设备无法进口停止运行
Arctic LNG T2-T3	18.0	2025/2027	受制裁, 建设进度存疑

- 1月10日美国增加对俄罗斯能源领域制裁。天然气方面新增了Vysotsk和Portovaya两个LNG出口项目，以及Arctic LNG项目相关的建设和船舶企业
- 俄罗斯23年末在产产能占全球6.1%，即使Arctic顺利扩建，27年其占比也仅仅提升到6.3%。全球LNG项目扩张大背景下，俄罗斯LNG退出的影响较小

俄LNG出口缺乏进一步增长能力



全球LNG产能分布





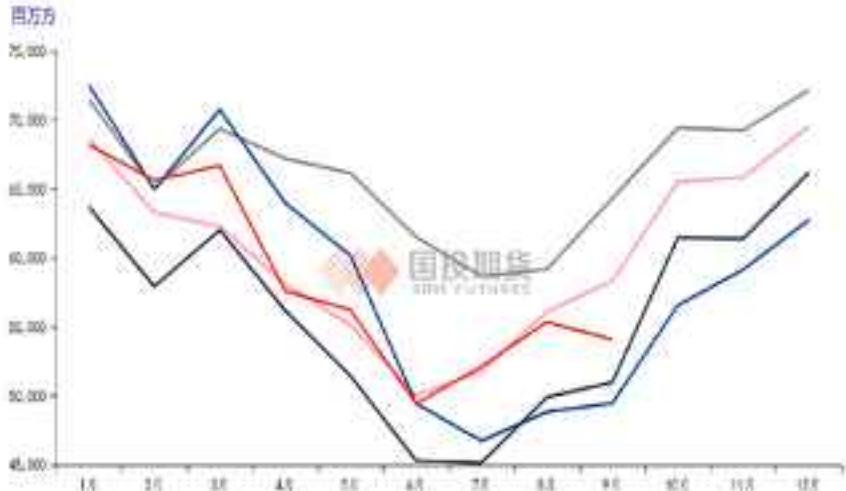
长期内俄管道气存逐步返回的可能

俄罗斯天然气产量



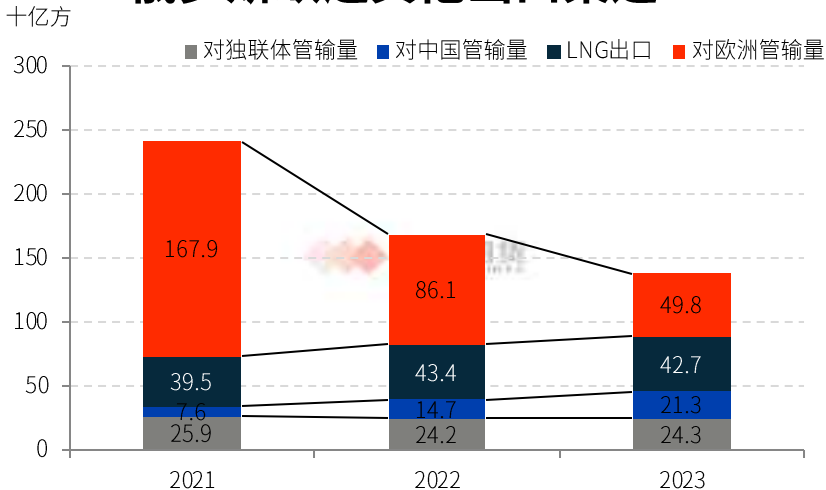
国投期货
SDIC FUTURES

2024年 2023年 2022年 2021年 2020年



数据来源: jodi, 国投期货

俄罗斯缺乏其他出口渠道



数据来源: BP, 国投期货

俄欧天然气管道现状



数据来源: cnn, 国投期货

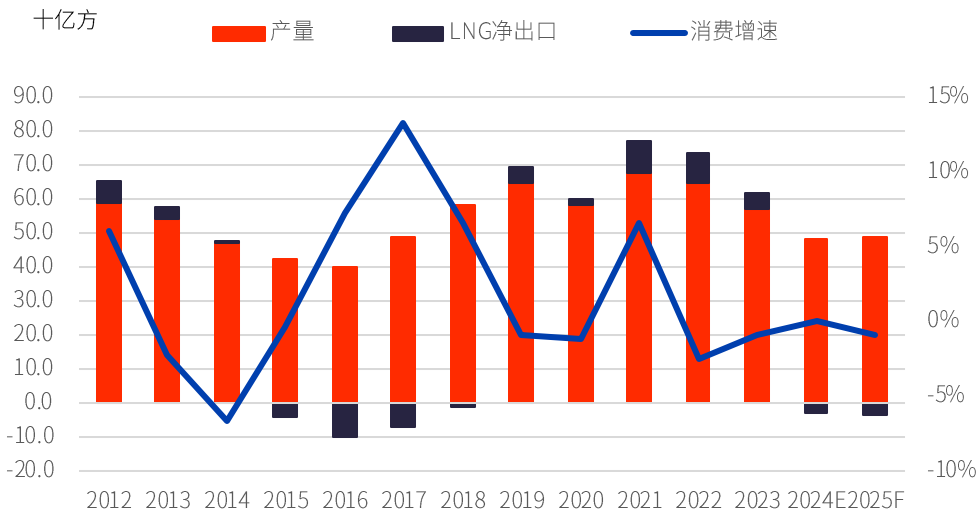


中东和平走向的潜在影响相对有限



国投期货
SDIC FUTURES

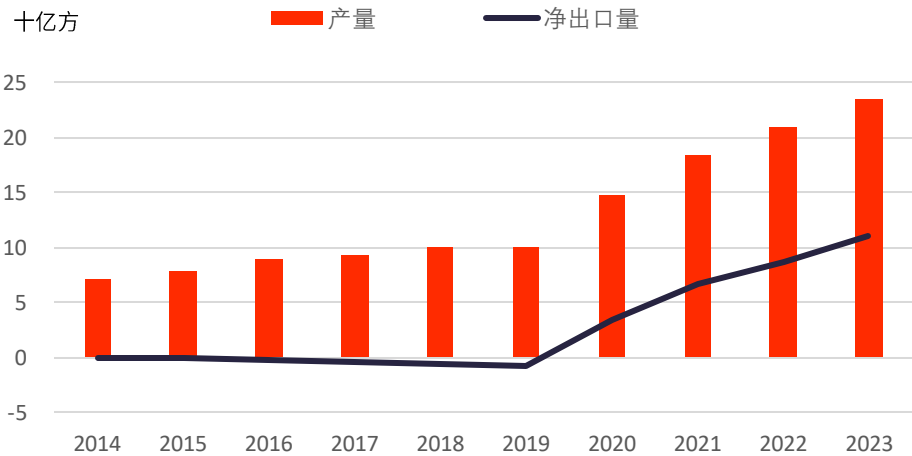
埃及天然气供给结构变化



数据来源：路透, EI, 国投期货



以色列天然气供给变化



数据来源：EI, 国投期货



以色列境内天然气基础设施

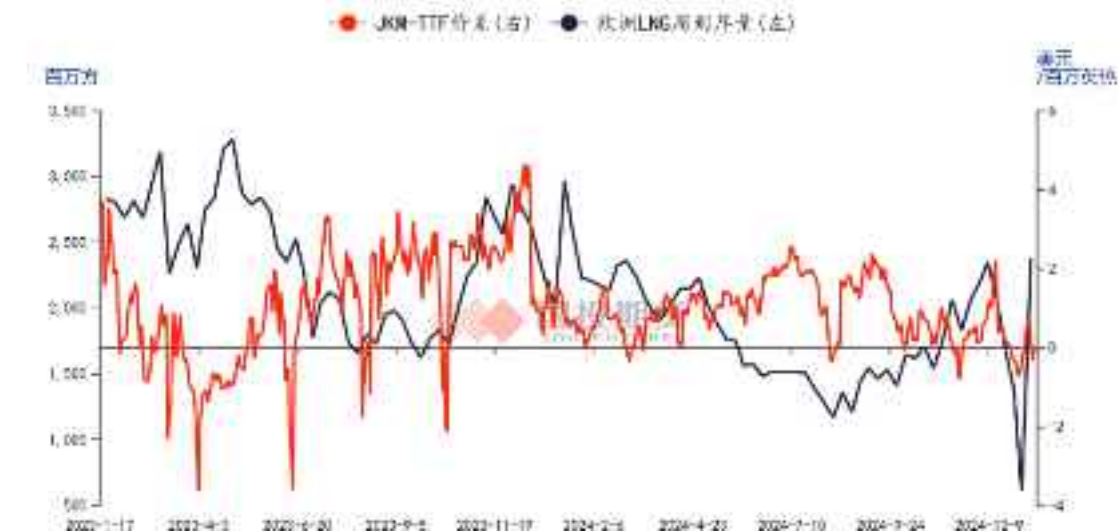


数据来源：wiki, 国投期货



欧洲在25年的再平衡路程坚定而崎岖

东亚温和需求带来LNG货源向西

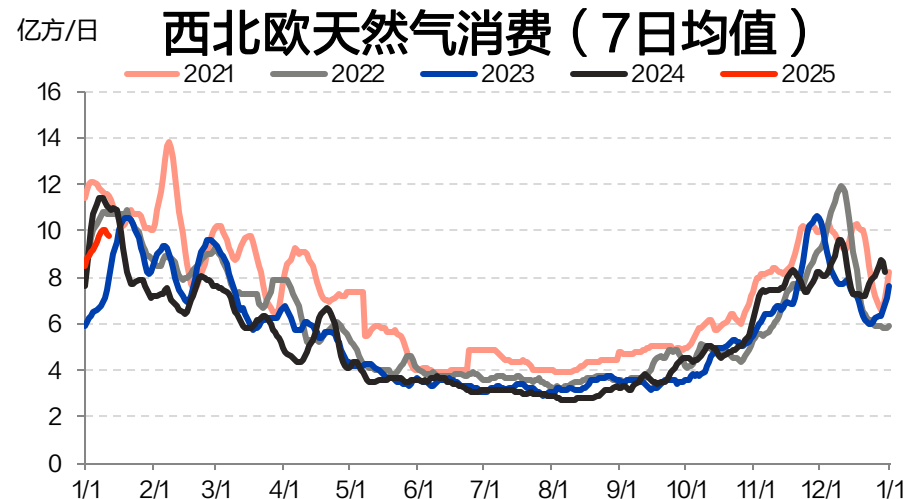


数据来源：EIA，国投期货

- 24年Q4欧洲低温导致了消费显著反弹，预计25年累库需求将同比增加150-200亿方
- 近期气电需求回落和1月末气温回升预期使得欧洲担忧程度有所下滑。基本面暂未出现明显改善，但价格上行敏感性已有所削弱
- 旺季利多释放后，补库需求释放节奏和新LNG投放的节奏会带来价格下行后的反弹可能



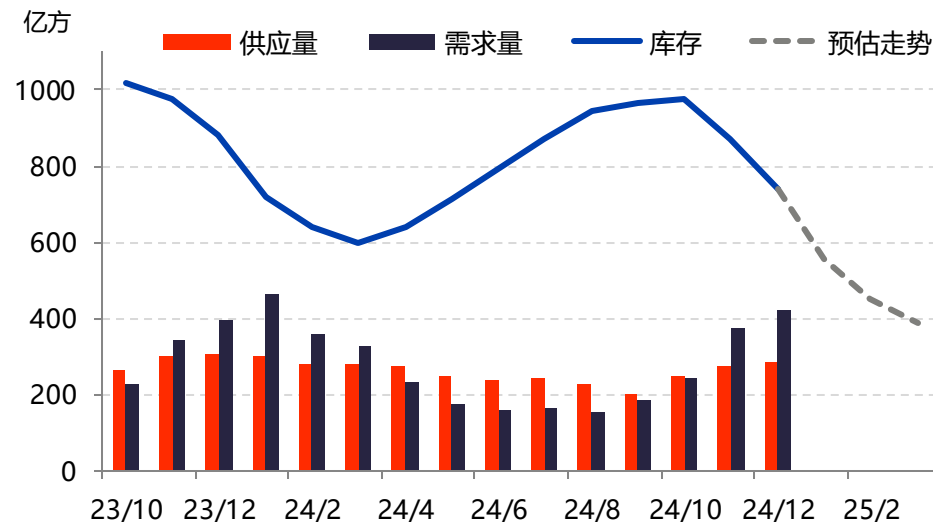
国投期货
SDIC FUTURES



数据来源：路透，国投期货

国投期货
SDIC FUTURES

欧洲天然气库存变化预估



数据来源：路透，彭博，国投期货

国投期货
SDIC FUTURES



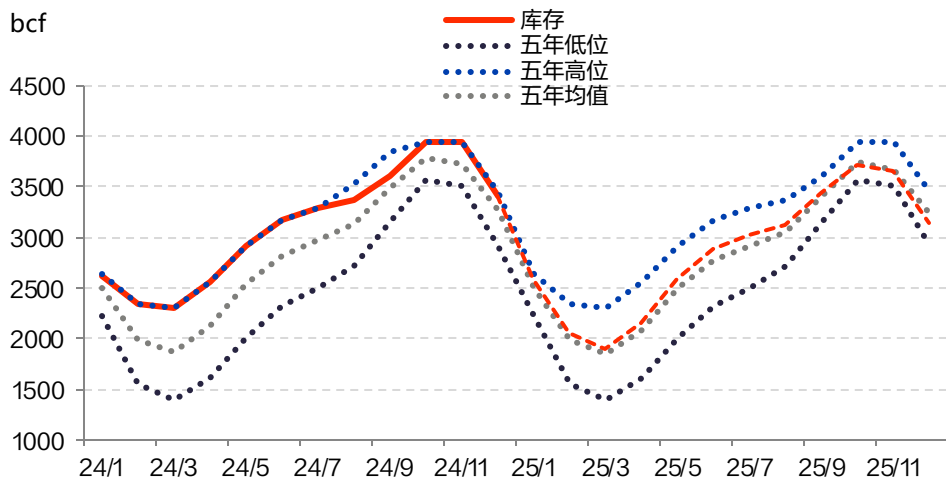
美国寒潮冲击仍是近期市场主线

寒潮冲击力度低于历史水平



数据来源：彭博，国投期货

美国天然气库存预估

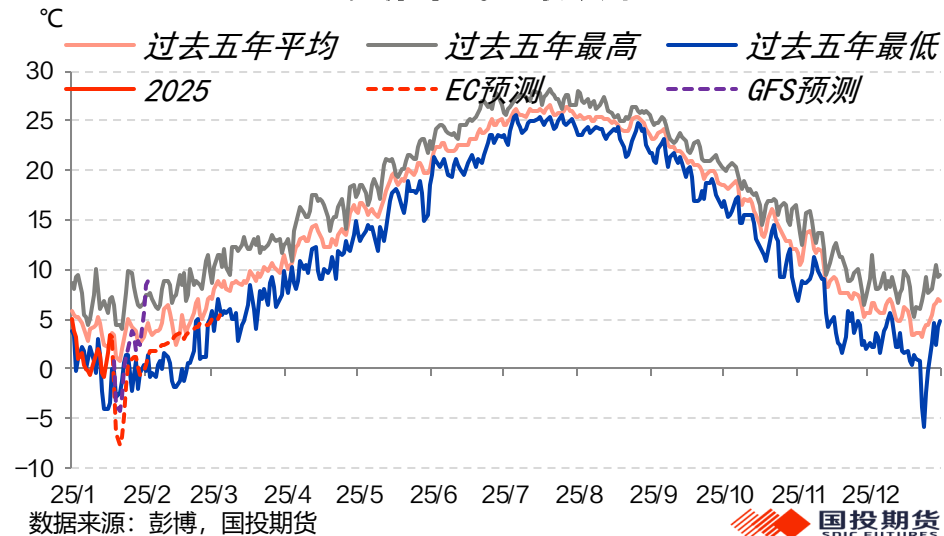


数据来源：EIA，国投期货



国投期货
SDIC FUTURES

美国气温预测



数据来源：彭博，国投期货



出口需求打开后美气底部支撑逐步上抬



数据来源：彭博，国投期货

地缘嬗变，油气&航运风起云涌

——之集运&油运市场展望

国投期货研究院

姓名：李海群 投资咨询号：Z0021515

2025.1.120



集运市场



停火换俘协议生效，复航预期施压远月

- 周日巴以第一阶段停火换俘协议正式生效。
- 协议将于1月19日生效，分三阶段执行。第一阶段为期42天（至3月1日），双方实现停火并交换被扣押人员，以色列军队从加沙人口稠密地区撤离，加沙流离失所民众返回加沙北部家园，更多人道主义援助物资进入加沙地带。
- 也门胡赛武装暗示暂停攻击红海船只，但表示将与哈马斯紧密协调，以应对以色列违反停火协议的行动。

图：近月合约收盘价



图：远月合约收盘价





巴以冲突后的绕行产生运力缺口，驱动运价高位运行

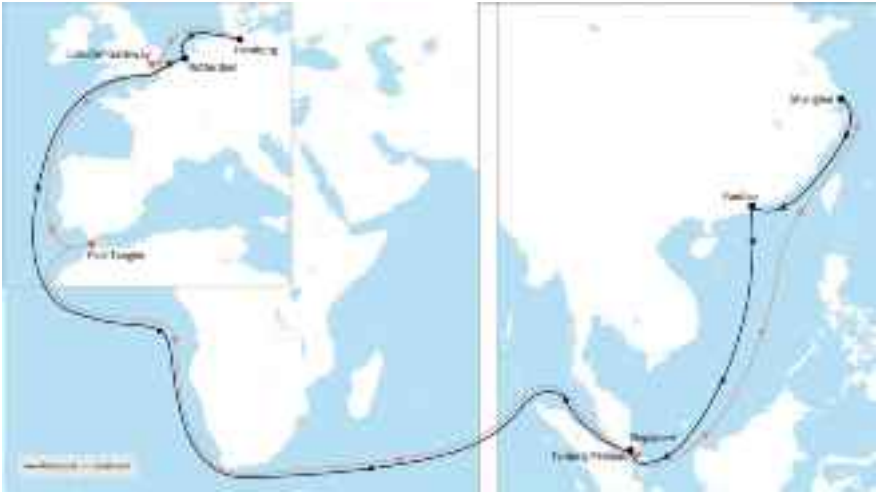


国投期货
SDIC FUTURES

图：欧线航线图 - 穿行苏伊士运河路线

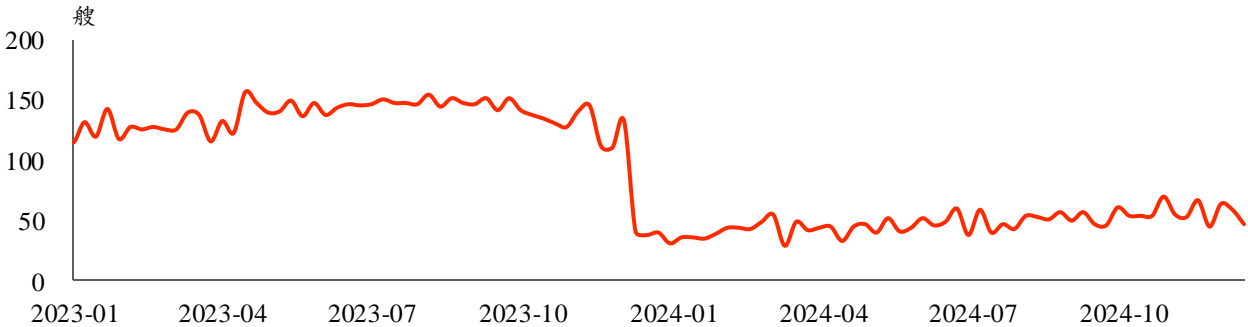


图：欧线航线图 - 绕行好望角路线

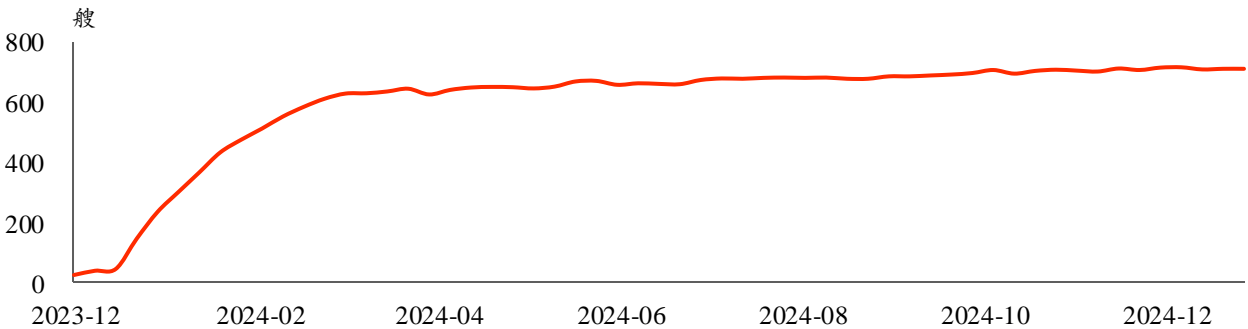


- 2023年12月红海危机后航司开启好望角绕行：
- ✓ 往返航程增加20天左右（绕行前70天左右）；
 - ✓ 在途船舶规模上升，欧线供应缺口约20%-25%；
 - ✓ 当前绕行格局持续。

图：集装箱船亚丁湾通过量



图：原亚丁湾航线集装箱船绕行好望角数量



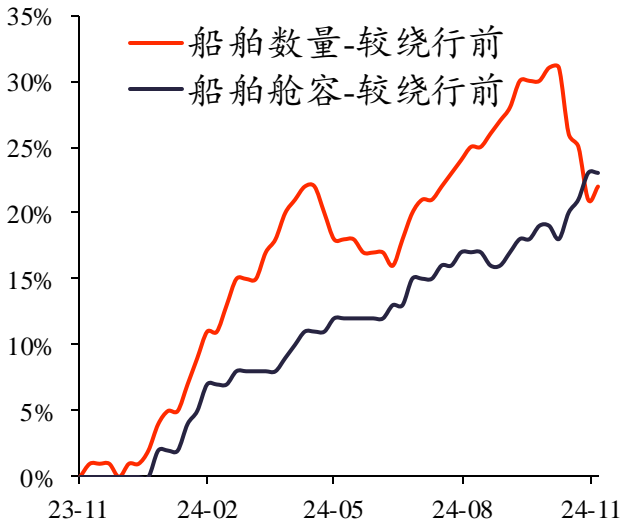


运力缺口逐步填补，欧线运力规模+23%

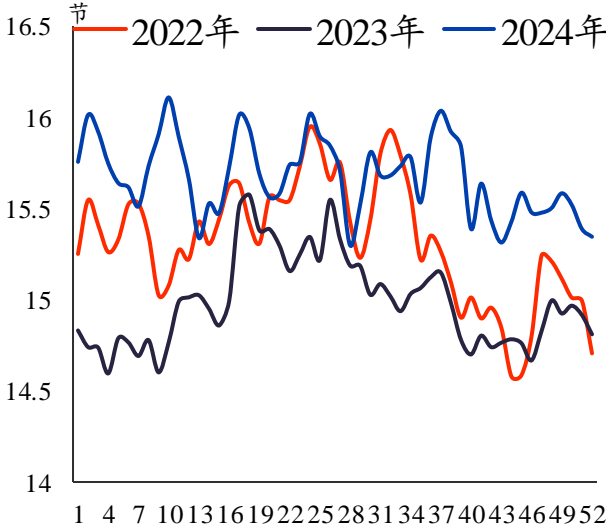
- 填补运力缺口措施：
- ✓ 提速：17000+TEU船航速+6%（较2023年末）；

✓ 加船：欧线的运力规模+23%（较2023.11）；
- 效果：
- ✓ 部分航线仍有缺口，整体维持紧平衡；

图：欧线总运力较绕行前后变化



图：17000+TEU船平均航速



联盟	航线	布公司	周转天数	理论部署船数	实际部署船数	当前缺口
2M	AE5/ALBATROS	MSK	110	16	16	
	AE6/LION	MSC	117.4	17	14	3
	AE7/CONDOR	MSK	112	16	16	
	AE10/SILK	MSK	112	16	15	1
	AE55/GRIFFIN	MSC	107	15	15	
TH E	FE2	ONE/HPL/HMM	122	17	15	2
	FE3	ONE/HPL/HMM	127	18	17	1
	FE4	ONE/HPL/HMM	127	18	17	1
OA	FAL1/AEU2/LL4/FAL1	CMACGM	102	15	15	
	FAL2/AEU3/LL2/NE3	COSCO/OOCL	98	14	13	1
	FAL3/AEU6/LL5/FAL3	CMACGM	100	14	13	1
	FAL5/AEU1/LL1/NE1	COSCO/OOCL	115	16	14	2
	FAL6/AEU5/LL6/CEM	EMC	110	16	16	
	FAL8/AEU9/LL7/CES	EMC	105	15	11	4



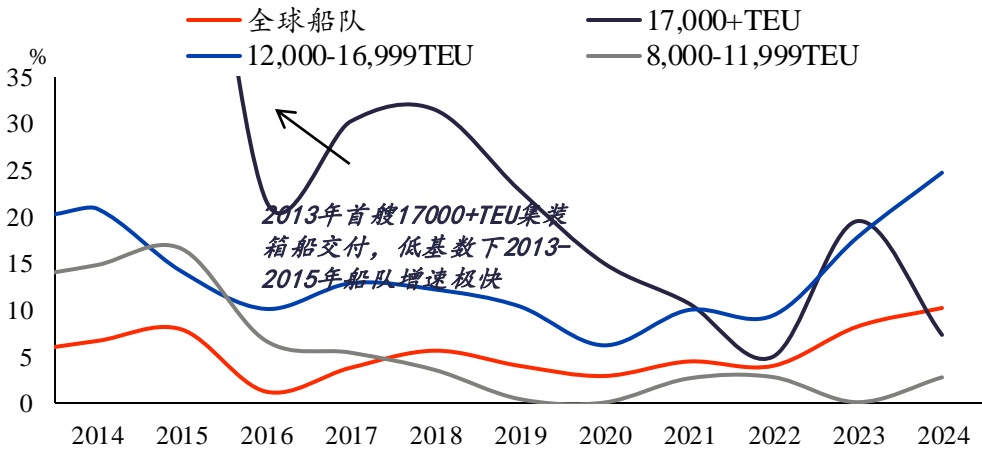
密集交付持续，供应趋于宽松趋势不变

- 集装箱船交付连续创下交付新高。
- 运力增速显著加快：2024年全年运力增速大幅提高**10.2%**，主要集中于大型集装箱船。
 - ✓ 12-16,999TEU船队增速：**24.6%**;
 - ✓ 17000+TEU船队增速：**7.2%**。
- 新船密集交付的节奏持续，**供应趋宽松**的趋势不变：
 - ✓ 预计12-16,999TEU的船队增速：**15.2%**;
 - ✓ 预计17000+TEU船队增速：**5.3%**;
 - ✓ 15+年船龄的12000+TEU级船仅14艘。

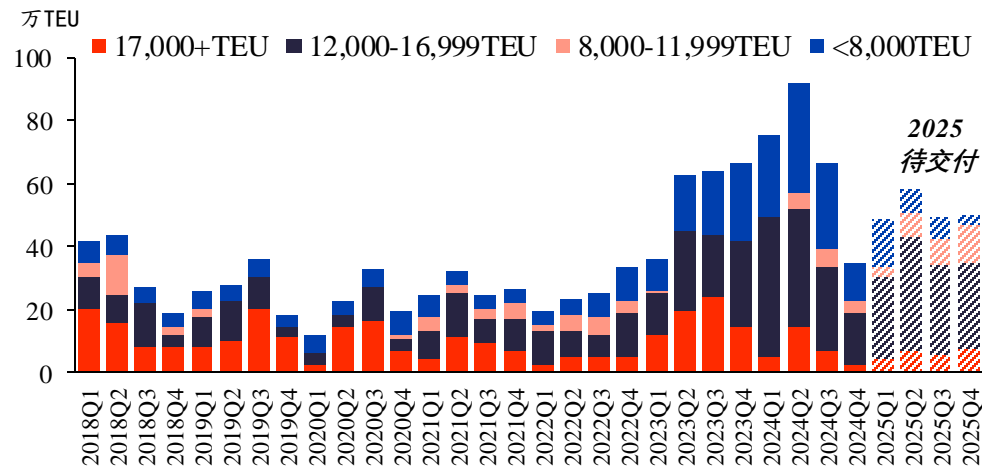
图：全球船队增速

船队类型	船队规模（万TEU）				船队增速	
	2022	2023	2024	2025f	2024 %	2025%
17000+TEU	360	430	461	484	7.2	4.9
12-16,999TEU	482	567	707	814	24.6	15.2
8-11,999TEU	611	611	628	656	2.7	4.6
<8,000TEU	1137	1194	1293	1301	8.3	0.6
全球船队	2589	2802	3088	3256	10.2%	5.4%

图：全球船队增速



图：全球船队交付

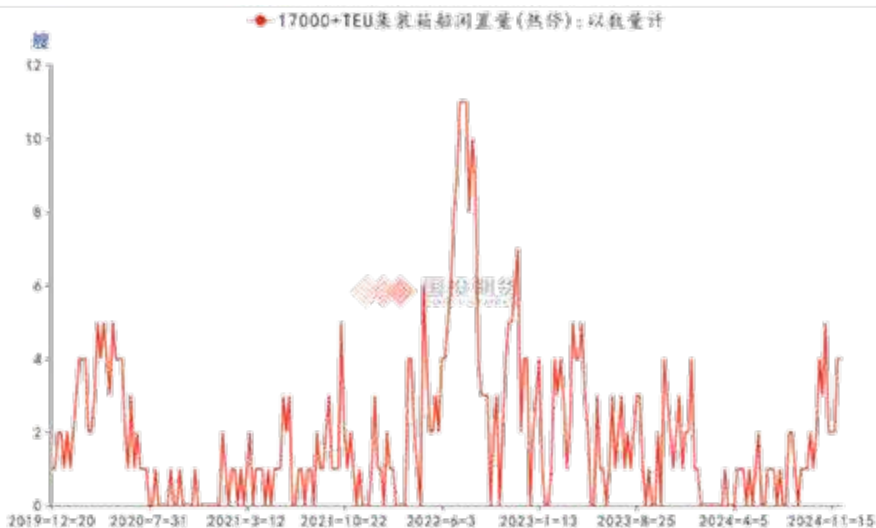




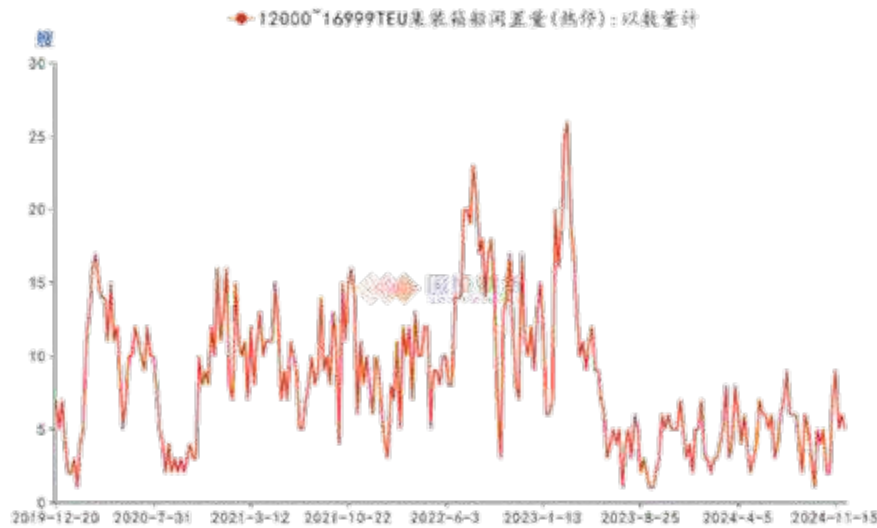
若复航红海，则供应快速释放

- 复航后情景推演：先因绕行而产生的额外25%的供应需求消失，2024年运力的高增速对于供应端的压力也将在此时释放，运价面临显著的下行压力。
- 面对供应的快速释放，航司仍有包括闲置、降速等一些运力管理工具，但难以完全对冲供应压力。
- 方法一：闲置
 - ✓ 绕行产生的运力缺口对于大型船的需求急剧增加，全年大型船的闲置率处于低位；
 - ✓ 部分原本应到期检验（5年一次特检，每次7-10天）的船只选择延迟入坞以赚取利润；
 - ✓ 当下12000+TEU的船队中，上次特检在2021年前完成的船有125条，占船队17%，预计这部分船会在未来一年内完成入坞，今年的闲置率或较常规年份偏高。

图：17000+TEU集装箱船闲置（热停）



图：12-16,999+TEU集装箱船闲置（热停）





若复航红海，则供应快速释放



国投期货
SDIC FUTURES

- 复航后情景推演：先因绕行而产生的额外25%的供应需求消失，2024年运力的高增速对于供应端的压力也将在此时释放，运价面临显著的下行压力。
- 面对供应的快速释放，航司仍有包括闲置、降速等一些运力管理工具，但难以完全对冲供应压力。

● 方法二：降速

- ✓ 若平均航速由绕行前的16节，降速至14节，单次航行时间约延长7-10天左右，单个航线可额外容纳1艘新船；
- ✓ 降速带来的节油成本基本可覆盖在航线中额外部署一艘船的新增成本。

平均航速 (节)	周转天数 (天)	主机油耗 (吨/天)	燃油价格 (美元/吨)	主机燃油总成本 (万美元)
16	70	68.5	486	233.04
14	80	45	486	174.96

注：以15000TEU型集装箱船做粗略估计。

● 方法三：绕行

- ✓ 船舶在东行途中低速绕行好望角，则绕航会使得单次往返额外增加10-14天左右的航行天数，单个航线可额外容纳2艘新船；
- ✓ 返程货运费水平偏低，货主多对时效性不敏感；
- ✓ 因绕行而省下的苏伊士运河的穿行费用能一定程度上覆盖因绕行而额外出现的运营费用。

- 绕行结束，航司利用部分运力管理工具，在不改变周度供应量的前提下，可将欧线总运力需求扩容8%-10%。
- 但这一比例仍低于绕行结束后潜在的释放规模，叠加新船的高交付，复航后供应压力仍然偏大。

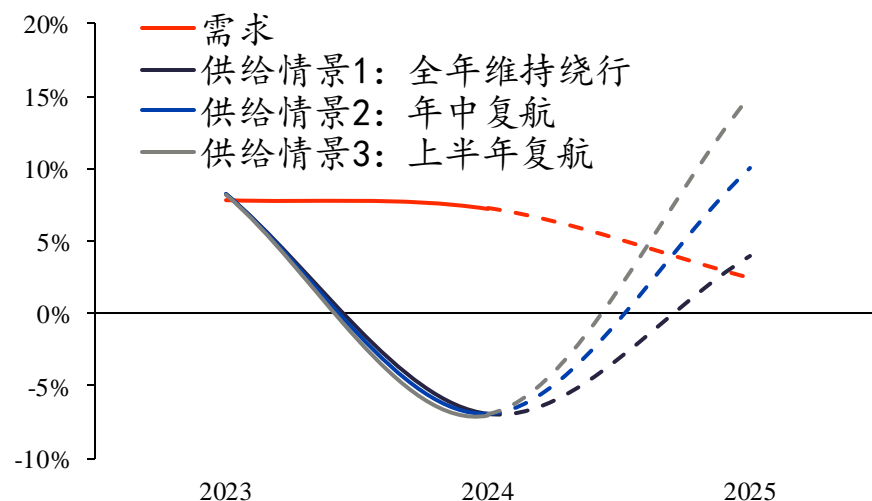
Example: Singapore-Rotterdam, Netherlands





- 需求：欧洲经济增速温和回升、补库延续预期下，集运贸易需求有望温和上行，增速约2%-3%。
- 供应：红海复航的可能性给供应端带来极大不确定性。
 - ✓ 维持绕行：供应伴随新航线服务增加4%-6%，航司丰富调控手段下，运价仍将呈现显著的淡旺季特征。
 - ✓ 复航红海：供应短时间大量释放，市场将呈现明显的供大于求的格局，运价将大幅承压。

图：供需平衡走势





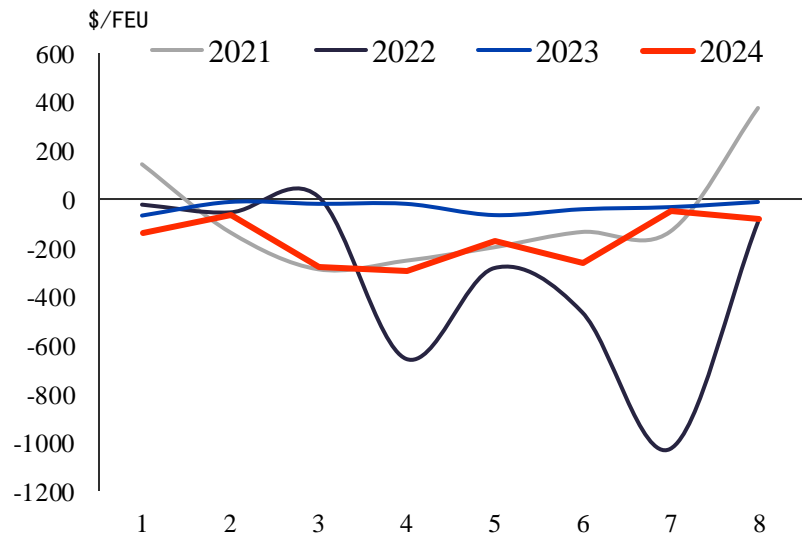
春节后现货仍将承压，涨价函或成新一轮驱动



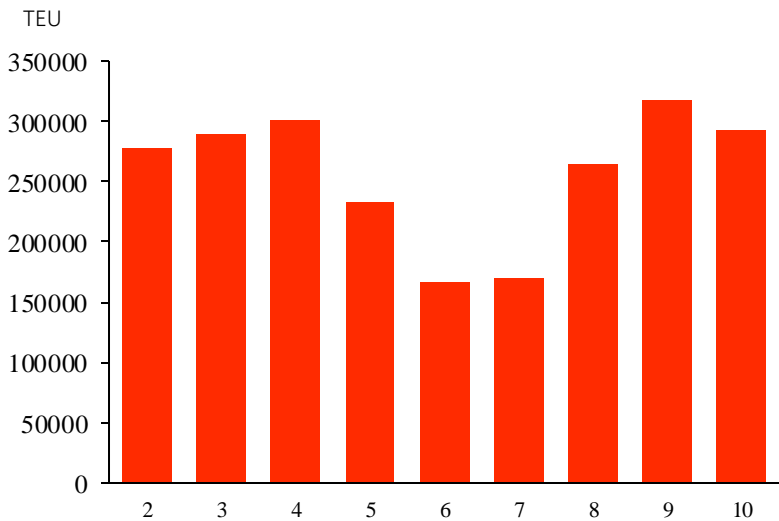
国投期货
SDIC FUTURES

- 预计春节后供应回复将略快于需求恢复，节后W8揽货面临压力，运价或将继续承压。
- 等待3月上旬航司对4月运价的涨价函，或将成为盘面的新一轮驱动。

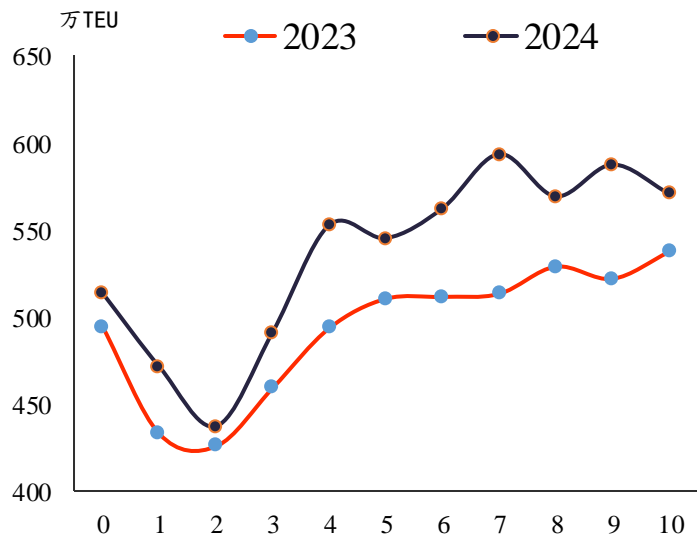
图：春节后第N周运价环比变化



图：春节前后周度运力供应



图：春节后N周中国重点港口吞吐量





油运市场



美国加大对俄、伊石油出口制裁力度



国投期货
SDIC FUTURES

➤ 2024 年 12 月 以来，美国加大对俄罗斯、伊朗等地区石油出口的制裁力度。

2024年12月3日

OFAC宣布对在将**伊朗**石油运往国外市场方面发挥关键作用的**35个实体和船只**实施制裁。

2025年1月6日

山东港口集团发布通知禁止停靠、接卸美国OFAC制裁船舶或为其提供相关船舶服务，涉及青岛港、日照港、烟台港、渤海湾港。

OFAC 宣布对与**伊朗**石油和石化产品贸易有关的**4个实体和3艘船只**实施制裁

2024年12月19日

OFAC宣布对参与俄罗斯石油生产与出口的公司、船舶追加制裁，涉及**183艘船舶**。

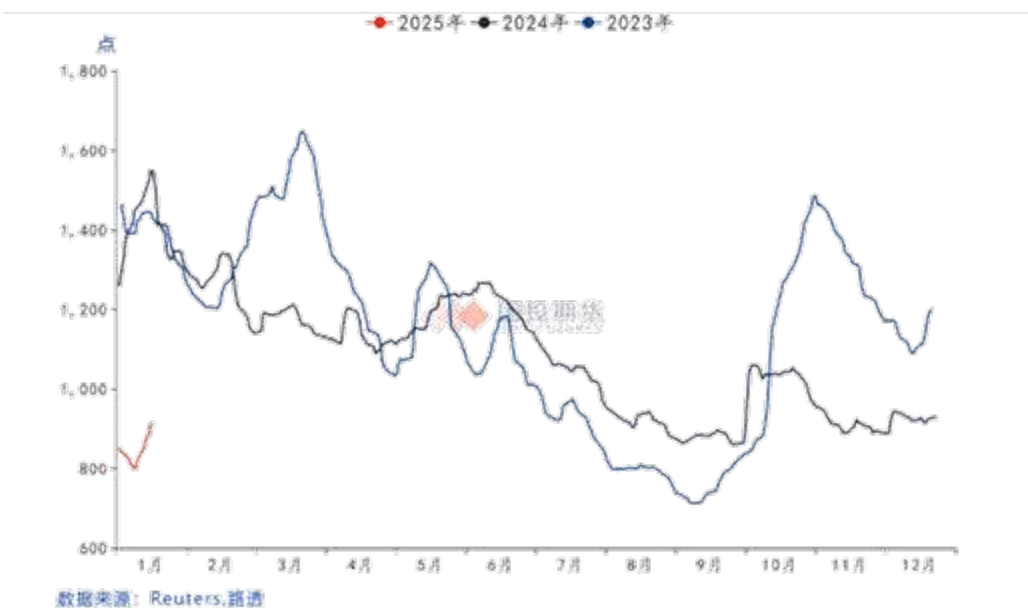
2025年1月10日



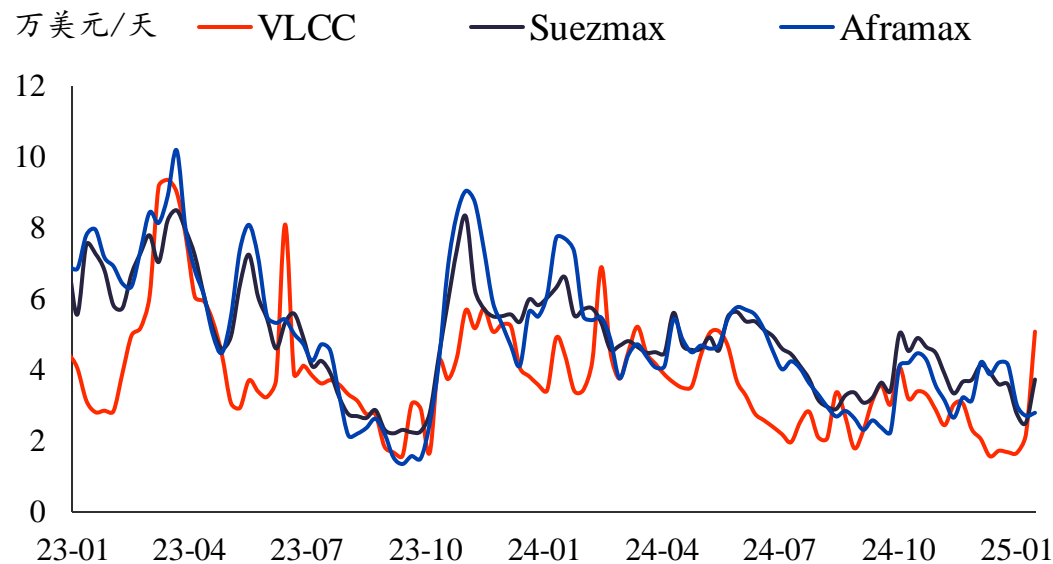
制裁加码叠加货盘入场，运费市场情绪高涨

➤ 制裁加码风险下，市场情绪高涨，部分租家为避险提前订船量增加，叠加1月底和2月初货盘同时进场，各大航线货盘集中释放，船东信心随着出货量上升不断增强，运价短期时间内快速上行。

图：BDTI 指数季节性（日度）



图：原油轮即期市场收益





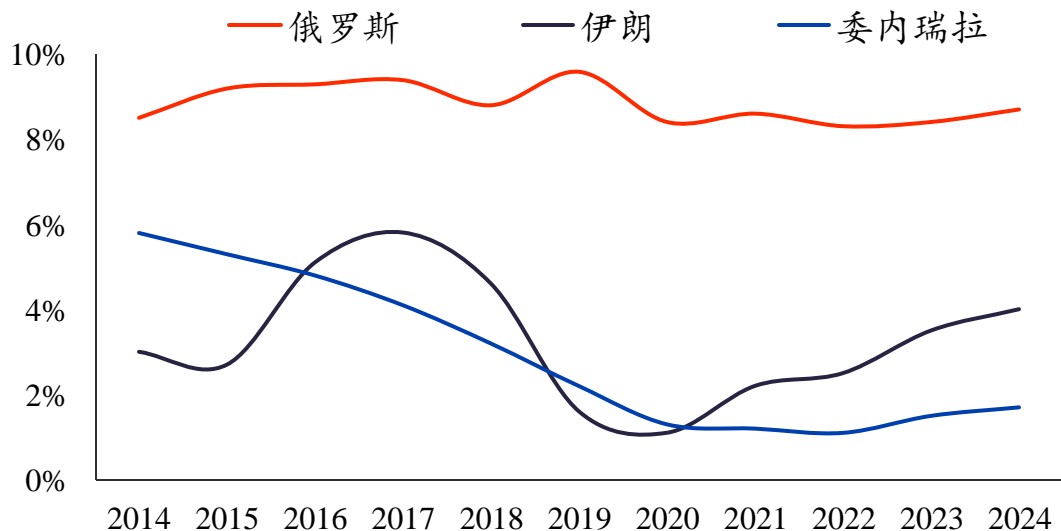
需求端：制裁政策趋于严格，贸易流向或发生改变



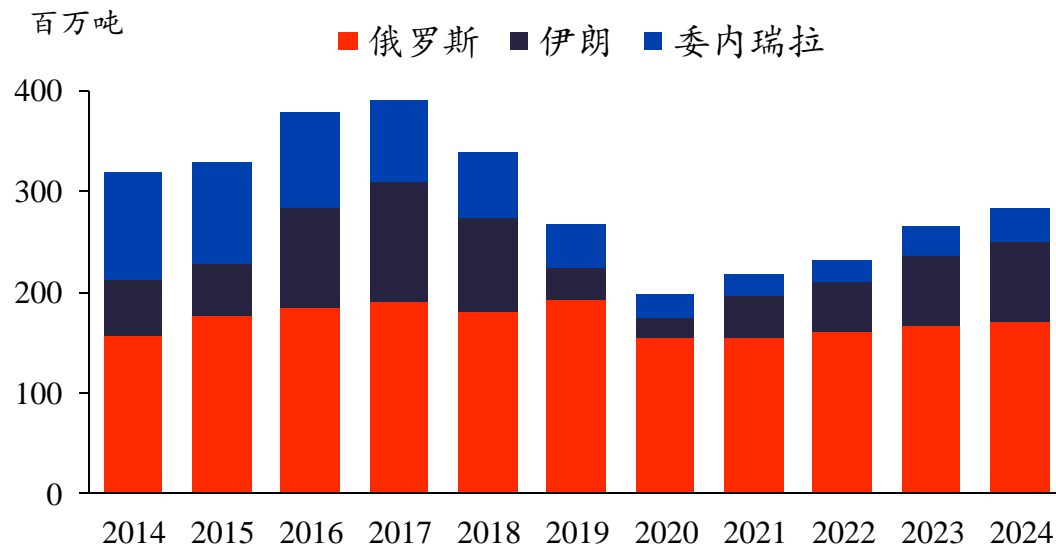
国投期货
SDIC FUTURES

- 拜登执政期间，制裁松动，伊朗、俄罗斯和委内瑞拉的石油出口量增加。
- 随着特朗普即将再次上台，制裁政策可能重新趋于严格，制裁油出口或遇阻。
- 北美、拉丁美洲等非OPEC地区的原油有增产预期，全球石油贸易流向可能会发生改变。
- 主流进口若缩减俄油、伊朗油的进口量，转而从北美、拉丁美洲、西非等国增加进口，则长航线占比提升，或带动VLCC 需求提升。

图：各国原油出口量占全球比



图：各国原油出口量





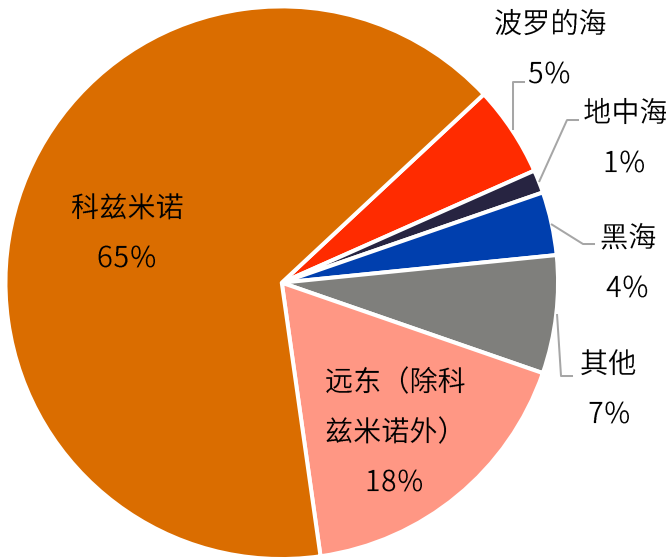
需求端：贸易流向改变或带动VLCC需求提升

- 主流进口若缩减俄油、伊朗油的进口量，转而从北美、拉丁美洲、西非等国增加进口，则长航线占比提升，或带动VLCC需求提升。
- 2024年部署于俄罗斯（远东港口）至中国航线的66艘船舶中，43艘（占总运力65%）受到美英及欧盟制裁措施，这一运距仅1030海里的航线出口或受阻。

表：我国原油进口典型航线运距

航线	运距（海里）
俄罗斯（远东港口）-中国	1030
俄罗斯（黑海港口）-中国	8930
潜在替代航线	运距（海里）
美湾-中国	10300
中东-中国	6400

图：俄罗斯海运出口至中国原油港口分布





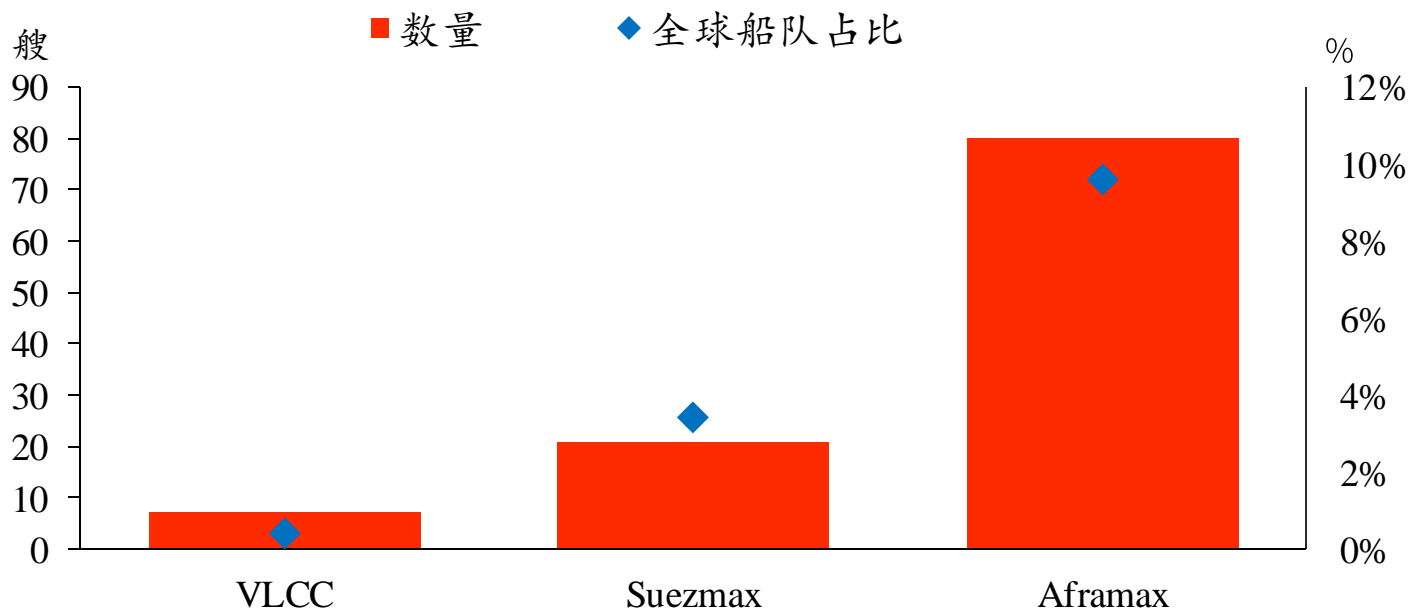
供应端：高运费或吸引更多合规船进入影子船队



国投期货
SDIC FUTURES

- 制裁加码，叠加港口拒绝靠泊，部分受制裁船舶可能选择**转化为浮舱或直接退出市场**。
- 俄罗斯卖家需通过提升运费的方式，寻找替代船只补充运力缺口，预计未来一段时间内会有更多合规船进入影子船队，**Suezmax和Aframax市场的供应将进一步收紧**。

图：1月10日被制裁原油轮数量及船队占比





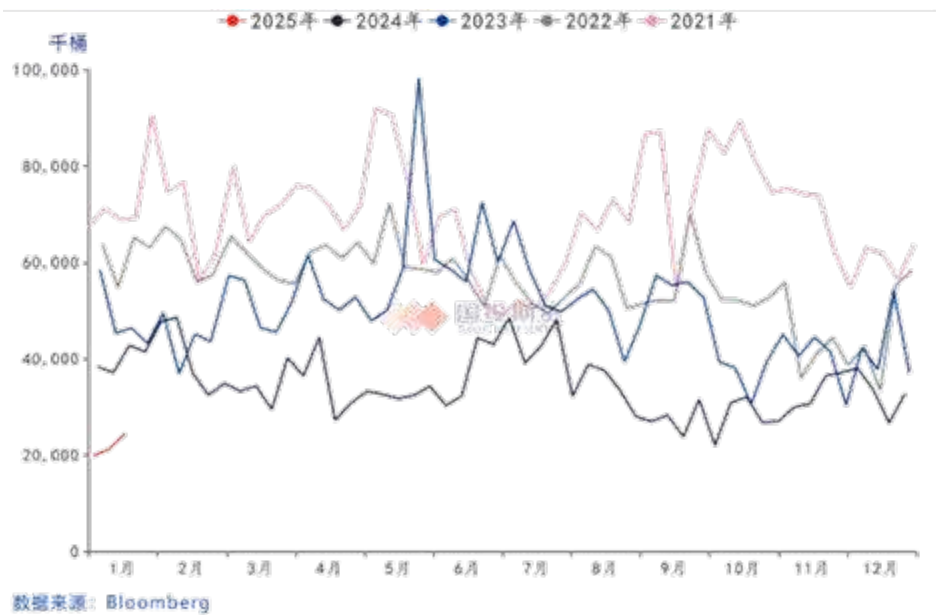
供应端：浮舱规模上升，STS增加，运力利用效率下降



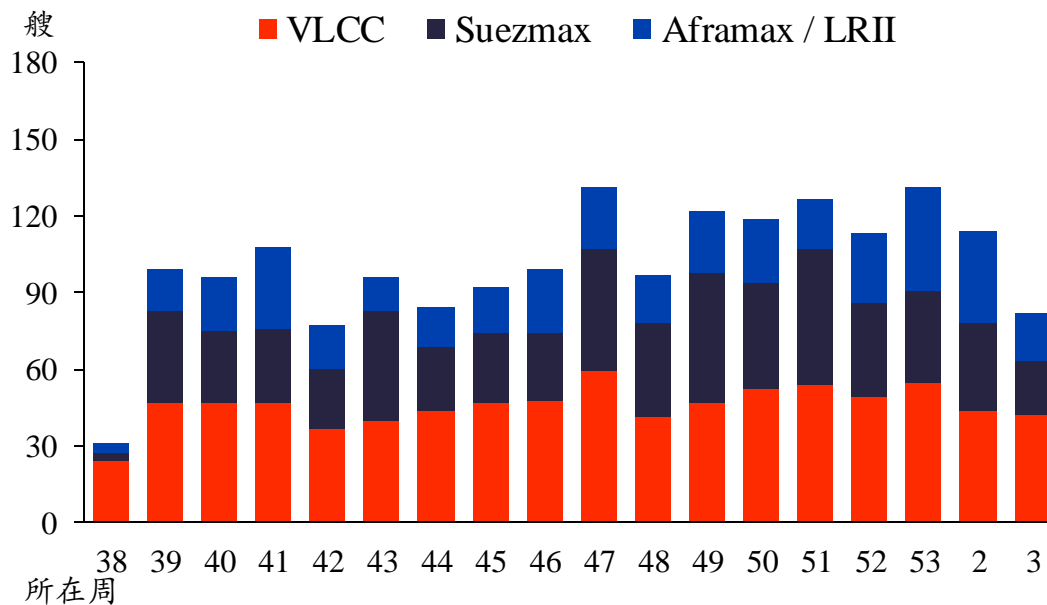
国投期货
SDIC FUTURES

- **浮舱规模上升**：短期受制裁原油如无法顺利出口，可能将转化为原油浮仓，油轮将从正常的运输任务中被抽离，减少可用运力规模。
- **STS增加**：更易于规避监管的STS（船对船转运）模式下，因更为复杂的操作流程，油轮的有效运输时间被压缩，运输效率降低。

图：亚洲浮仓数量



图：原油轮STS次数





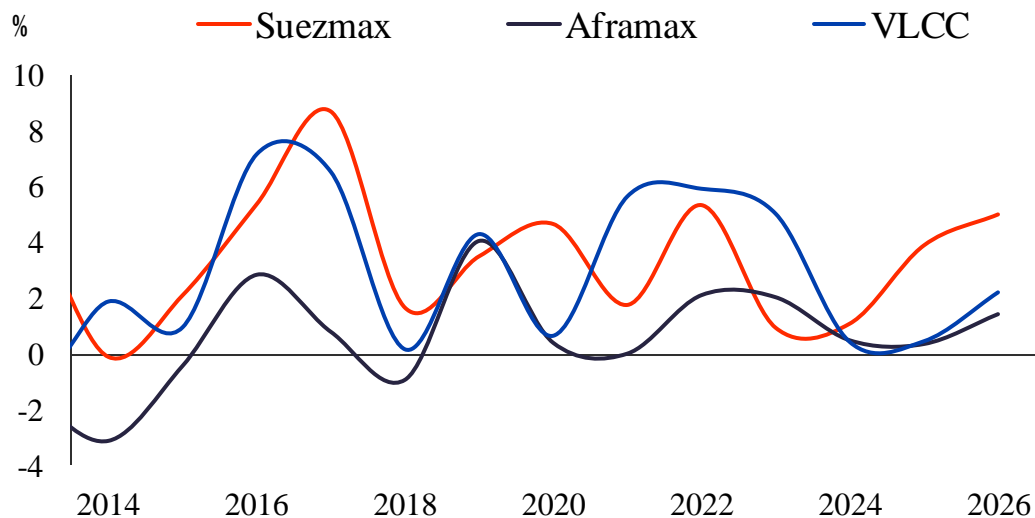
供应端：新增运力有限，供应弹性较差



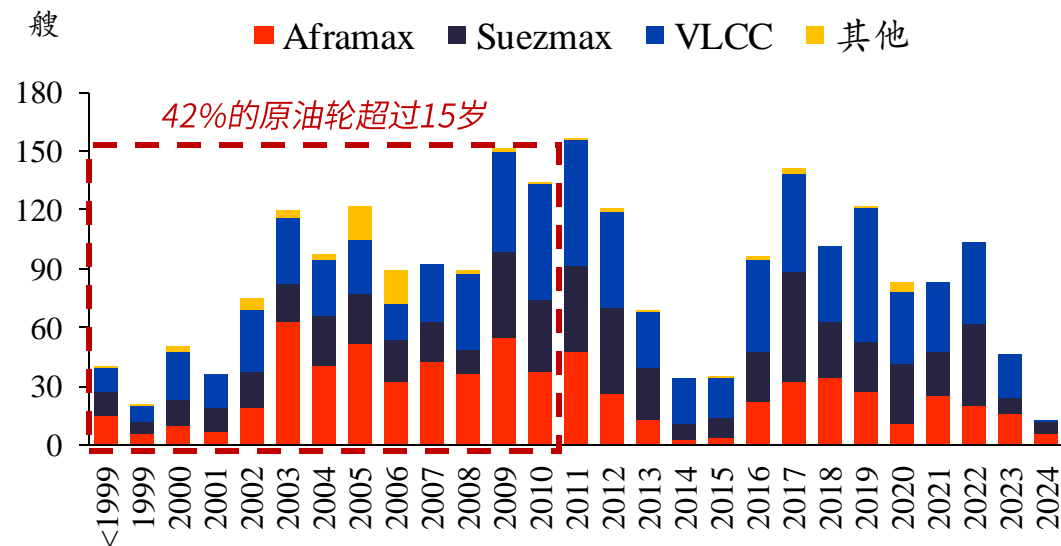
国投期货
SDIC FUTURES

- 过去两年油轮经历新船交付低谷，原油轮运力增速持续放缓，2025年原油油轮运力增长有限。
- 租金高企的推动下，自2023年期油轮拆解量非常有限，随着老旧船比例不断上升，油轮船队整体面临老龄压力。
- 制裁加码将进一步推动老旧运力退出以及合规船进入影子船队，供应弹性较差，旺季或出现较大价格涨幅。

图：原油轮船队增速



图：原油轮交付分布



免责声明

国投期货有限公司是经中国证监会批准设立的期货经营机构，已具备期货投资咨询业务资格。本报告仅供国投期货有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。如接收人并非国投期货客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测只提供给客户作参考之用。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货或期权的价格、价值可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户不应视本报告为其做出投资决策的唯一因素。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导致的任何损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，本公司不对其内容的真实性、合法性、完整性和准确性负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。