

原油专题

2025 年 1 月 12 日

研究员：童川

期货从业证号：

F3071222

投资咨询证号：

Z0017010

联系方式：

✉: tongchuan_qh

@chinastock.com.cn

美国对俄油新一轮制裁影响如何

第一部分 事件概况

1 月 10，美国财政部发文宣布加强对俄罗斯的制裁，目标瞄准俄罗斯的石油生产和出口。涉及内容包括：对俄罗斯两个大型生产商和出口商（苏古特石油天然气股份公司 Surgutneftegas 和 Gazprom Neft）进行制裁；对大约 160 艘油轮实施制裁，使得美国、英国和欧盟迄今为止针对的船只总数增加了一倍；对一些“愿意运输和销售”俄罗斯石油的“不透明的贸易商”进行制裁，对俄罗斯两家最大的油轮保护和赔偿保险提供商（Ingosstrakh 保险公司和 Alfastrakhovanie 集团）进行制裁，同时要求美国石油服务公司在 2 月 27 日之前停止在俄罗斯的业务。

消息公布后，油价强势上行，Brent 首行一度站上 80.75 美金/桶，刷新 24 年 10 月以来高点，Brent 首行-次行月差从周内的 0.6 美金/桶附近走强至 0.95 美金/桶。

第二部分 正文

一、制裁对俄油生产和出口的影响幅度

2024 年 4 季度，俄罗斯原油产量稳定在 900 万桶/日附近，较年初有所下滑，减产的主要驱动在于俄罗斯逐渐兑现了其向 OPEC+ 承诺的减产目标，而非受到战争或制裁的影响。出口方面，彭博船期数据显示，俄罗斯原油海运出口量基本维持在 300~350 万桶/日区间波动，原油出口边际变化主要受到俄罗斯国内炼厂开工水平和码头操作条件的影响。

图 1：俄罗斯原油产量

单位：万桶/日

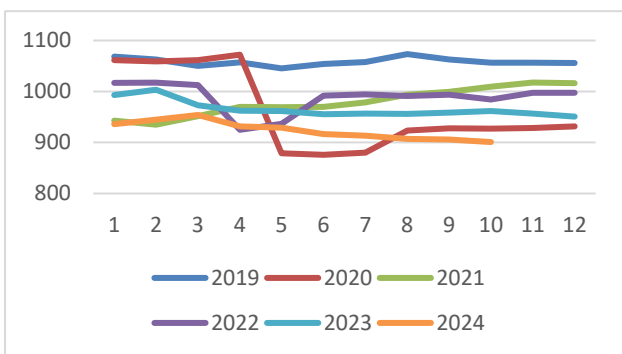
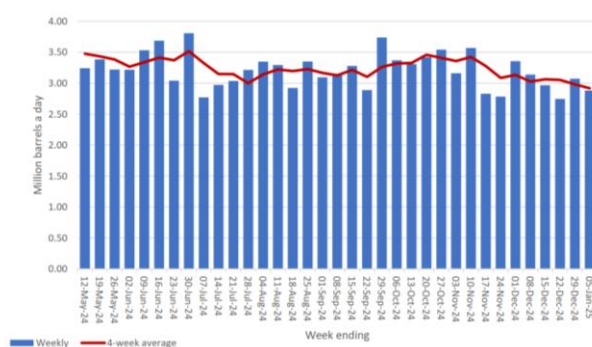


图 2：俄罗斯原油海运出口量

单位：百万桶/日



数据来源：彭博，OPEC

数据来源：彭博

综合彭博和其他公开信息了解到，对这俄罗斯两家石油公司的制裁是迄今为止华盛顿或任何其他西方大国采取的最直接和最激进的步骤。2024 年，这两家公司原油生产能力约 300 万桶/日，海运出口量为 97 万桶/日，约为俄罗斯原油海运出口总量的 30% 左右。对超过 180 条油轮进行制裁使得美国和欧洲制裁油轮数总量较 12 月份几乎翻番。花旗认为新一轮的制裁涉及近 30% 运输俄油的影子舰队，影响约 80 万桶/日的原油出口。此外，彭博分析认为，最新的措施包括对专门用于从俄罗斯北极和太平洋地区关键项目运输原油的整个船队实施制裁。北极地区的船只将货物运往俄罗斯摩尔曼斯克港，那里也有两艘储油船成为目标。此举可能不会立即产生影响，但可能会阻碍船舶的维护工作，而维护工作通常是在中国进行的。在太平洋运营的穿梭油轮将俄罗斯的石油运往中国，周五的制裁可能会使这种贸易复杂化，可能需要将货物从一艘油轮转移到另一艘油轮再交付。

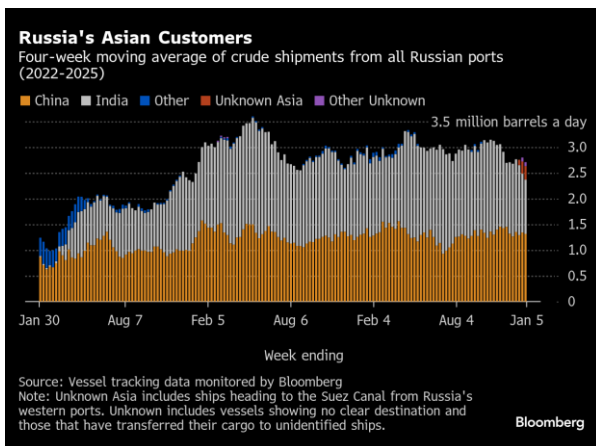
彭博分析称，对俄罗斯两家最大的油轮保险商的制裁，可能不会对流量产生太大影响。然而，这两家公司禁止提供保险可能会有效地将一些油轮（包括俄罗斯自己的船队）挤出主流保险市场。这将加剧一些国家已经表达的担忧，这些国家的水域已经受到运送俄罗斯石油的老旧船只的威胁。一个重要的问题将是印度及其石油买家和监管机构的反应，因为印度是 Ingosstrakh 公司提供的石油的主要接收国。该公司在电子邮件中表示：“将 Ingosstrakh 从市场上移除会产生一个真空，不可避免地会被不可靠的保险公司填补。”它补充说，它将寻找方法来解决它所谓的毫无根据和破坏性的决定。制裁还要求美国石油服务公司在 2 月 27 日之前停止在俄罗斯的业务。至少有两家总部位于美国的全球供应商在俄乌战争之后仍继续在该国开展业务。这一制裁不太可能对俄罗斯的原油开采能力产生任何直接影响，因为俄罗斯

的大部分石油服务是由国内供应商提供的，其中包括以前由外国投资者拥有的公司。全球石油服务供应商的前子公司保留了足够的设备、人员和技术，以维持俄罗斯的钻井速度。Rystad Energy 一年前估计，俄罗斯石油钻探市场中只有约 15% 依赖外国技术。对俄罗斯石油生产的任何影响，可能只有在较长期内才能感受到，而且最明显的是那些需要最先进技术才能盈利的绿地项目。因此，俄罗斯在北极地区的勘探以及对近海油田的开发可能会放缓。

二、制裁对原油和油品价格的影响

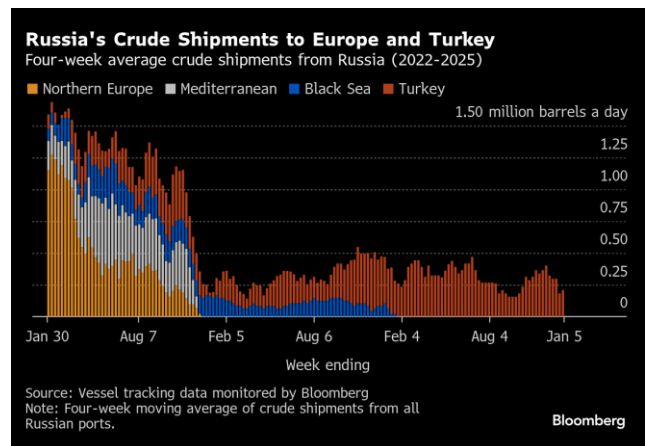
初步数据显示，本轮制裁对俄罗斯出口的影响幅度约在 80~90 万桶/日左右，但实际影响可能更为复杂。船期数据显示，在俄乌战争之后，俄罗斯原油的主要买家为印度、中国和土耳其。在本轮制裁方案公布前，1 月初印度国有炼油企业已经表示采购当月装船的俄罗斯原油货物出现短缺，使其通过招标采购了包括 Oman 和 Murban 在内的中东原油。我们认为制裁的可能已经在现货市场产生影响，而最终影响的量级，还取决于主要的俄油买家在制裁细节落地后的态度。被制裁的影子舰队可能运营不止单一品种的敏感油，另考虑到上周国内港口表态限制受制裁的油轮靠港，或将使得敏感油的贸易摩擦增加，导致实际供应损失增加。

图 3：俄罗斯原油出口亚洲国家分布 单位：百万桶/日



数据来源：彭博

图 4：俄罗斯原油出口欧洲国家分布 单位：百万桶/日

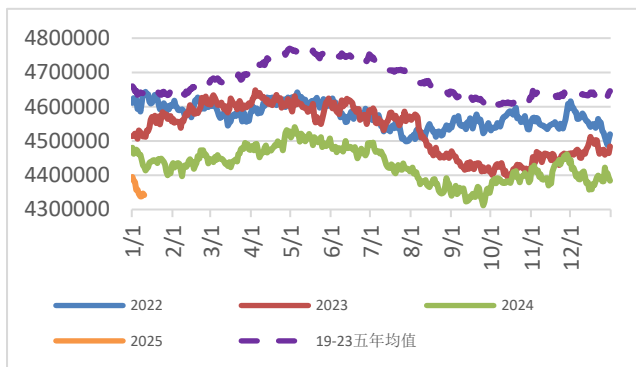


数据来源：彭博

油价方面，1 月初油价表现强势，叠加了多重驱动。供需方面，1 季度原油供应回升有限，OPEC+ 仍维持减产，页岩油在冬季增产空间受限，伊朗和俄油等受到的制裁加剧进一步缩减了敏感油的供应。需求端因冬季寒潮天气存在上行空间。Kpler 数据显示，12 月底全球原油库存同比下降 9966 万桶，全年去库 27.3 万桶/日。1 月上旬，原油总库存、商业库存持续去库，商业库存下降至五年均值下方。我们在年报中认为，当前五年均值的库存对应 Brent 价格中枢在 80 美金/桶左右，本轮油价反弹一定程度上反应了淡季去库的估值修复，Brent 价格重回 80 美金/桶附近后，估值尚处于中性水平。

图 5：全球原油总库存

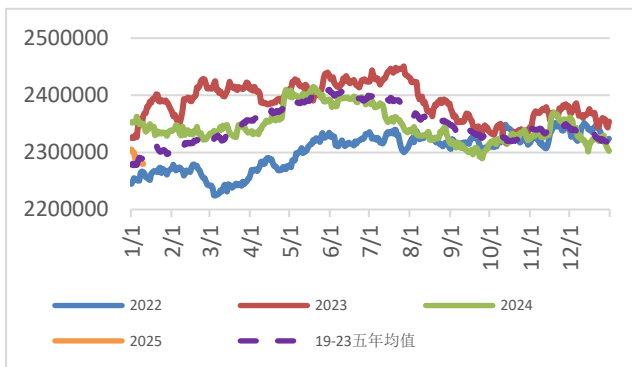
单位：千桶



数据来源：Kpler

图 6：全球原油商业岸罐库存

单位：千桶

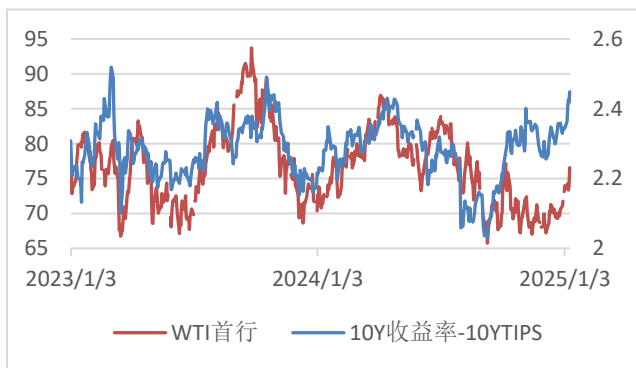


数据来源：Kpler

宏观方面，12 月美联储议息会议过后，市场预期未来通胀难以下行，美元指数强势，美债收益率冲高，油价在 10 月份与通胀预期走势劈叉后，于 12 月底重新共振上行。1 月 10 日晚公布的非农数据大超市场预期，数据公布后，十年期美债收益率冲高至 4.76% 附近，十年期通胀预期上行至 2.45% 附近，刷新 2023 年底以来高点。通胀预期上行对油价绝对值走高存在一定支撑。

图 7：油价与通胀预期

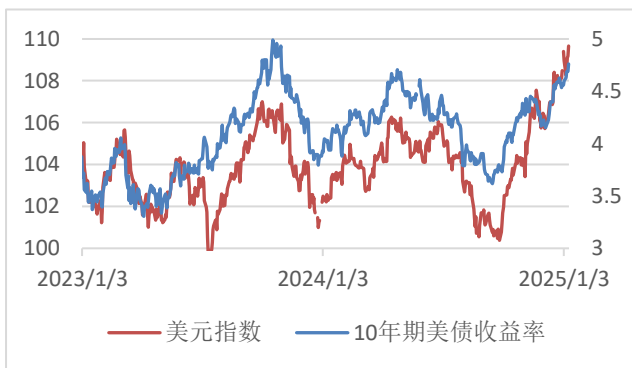
单位：美金/桶，%



数据来源：彭博

图 8：美元指数与美债收益率

单位：%



数据来源：彭博

周五晚间油价走强，一方面市场计价制裁对供应端的进一步扰动，远期过剩预期被大幅修正，另一方面宏观和基本面共振，油价上行缺少阻力。此外，油价大涨突破前期震荡区间，多空博弈过程中引发趋势追踪策略入场，叠加空头止损使得行情波动放大。

展望后市，短期市场仍将持续计价制裁政策对原油供应的影响，在宏观情绪未转向、月差等基本面指标未明显回落的情况下，油价预计仍呈现偏强走势，Brent 运行空间在 77-85 美金/桶。同时考虑到对敏感油的制裁将提高国内部分炼油成本，内盘成品油、沥青等估值受到提振；高硫燃料油、液化气等部分依赖进口的产品价格也将与原油呈现共振上行的走势。

长期来看，按照历史经验，敏感油贸易通常能找到出路，供应损失存在回调空间。特朗普上台后的政策同样面临不确定性，尤其是在油价上行、通胀顽固的背景下，特朗普可能打出一套“组合拳”打压油价。当前 OPEC+ 仍处于深度减产状态，页岩油也具备增产能力，原油供应弹性充足，需求预期平平，一旦未来供应预期扭转，油价将面临较大的回调压力。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，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。本人不曾因，不因，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

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799