



Research and  
Development Center

# 特朗普新任期将会如何影响油价？

2024年11月22日

左前明 能源行业首席分析师  
执业编号：S1500518070001  
联系电话：010-83326712  
邮箱：zuoqianming@cindasc.com

胡晓艺 石化行业分析师  
执业编号：S1500524070003  
邮箱：huxiaoyi@cindasc.com

证券研究报告

行业研究——专题

石油加工行业

本次评级——看好  
上次评级——看好

左前明 能源行业首席分析师  
执业编号：S1500518070001  
联系电话：010-83326712  
邮箱：zuoqianming@cindasc.com

胡晓艺 石化行业分析师  
执业编号：S1500524070003  
邮箱：huxiaoyi@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编：100031

## 特朗普新任期将会如何影响油价？

2024年11月22日

- 2024年11月，特朗普当选第47任美国总统，而在今年美国总统大选期间，特朗普强调如成功当选，将大幅提高石油产量，以削减能源成本、降低通胀。特朗普的能源政策倾向与其上一任期依旧保持较高的一致性。上一任期，特朗普的能源政策核心为提出“美国优先能源计划”，将美国能源政策重点放在发展石油、天然气、煤炭等传统化石能源上，侧重推动能源出口和提升就业率，否认气候变化问题的真实性和紧迫性，把环境保护与气候治理放在了次要的位置。主要政策包括重启基石输油管道（Keystone XL）项目和推动完成达科他输油管道（Dakota Access Pipeline）建设；放松美国化石能源开采限制；取消对出租联邦土地用于煤炭开采的禁令，取消北极部分地区永久性禁止油气钻探的禁令；废除《清洁电力计划》，取消对可再生能源、气候变化、环境保护等领域的支持政策等。
- 对比拜登政府，特朗普在上一任期内实现了产量快速释放，油价中枢相对更低但整体处于中位水平。剔除2020年新冠疫情突发事件的影响，2017-2019年，在特朗普任期内，美国原油产量增速达到新高，2018-2019年美国年均日产量增量在百万桶以上，同时油价中枢也大致位于60美元/桶附近。我们认为，特朗普上一任期内实现美国原油快速扩产的最核心因素在于油价驱动，即油价回升至页岩油盈亏平衡线之上。在此基础上，国内一系列基础建设和监管放松政策存在一定的辅助作用。油价方面，美国与OPEC+形成能源价格制衡关系，美国原油的产量和出口增长有效压制了OPEC+联盟对于油价的边际影响力。同时美国利用对伊朗和委内瑞拉制裁手段、以及贸易政策等影响需求预期的外部手段对油价产生正向和负向干预，使得油价维持在60-70美元/桶的区间。
- 与上一任期相比，特朗普推动美国原油增产的效果我们认为或会受到明显限制，主要考虑到三个因素：1) 美国页岩油资源劣质化程度加深，未来可增产空间相对有限，对全球供给的边际影响显著减弱。2) 美国页岩油开采成本不断抬升，也预示着提升美国原油增产意愿的边际油价水平或抬升，特朗普若想再次回到60美元/桶的油价中枢，从页岩油生产商盈利性角度来看具备较低可行性，即使在政策支持下，低于70美元/桶的油价或也将使得生产商扩产意愿大打折扣。3) 美国页岩油生产商保持谨慎。自2020年疫情导致大批中小页岩油生产企业破产后，美国页岩油厂商倾向于谨慎增加资本开支，或通过并购方式获取成熟区块进行优化扩产，同时在资本纪律约束下优先进行偿债、回购和分红，而非在充足现金流下盲目投资。在资本市场更高回报要求下，政策激励效果也存在不确定性。此外，对于上一任期内解除油气矿权限制和输油管道等设施建设两项重要举措，我们认为延续至下一任内实施的政策效果较为有限。
- 我们认为在美国页岩油生产成本抬升情况下，特朗普基于美国利益最大

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

化原则，不太可能有对油价中枢产生大幅下移调整的空间。其次，美国页岩油供给受资源制约影响不太可能大规模放量以及重塑全球原油供给格局，美国较难通过自身供给变化与 OPEC+抗衡进而影响国际油价。从外交手段看，俄罗斯原油出口量基本恢复至俄乌冲突前水平、伊朗产量已接近特朗普上一任期制裁前水平、OPEC+能源地位的提升，我们认为特朗普对油价向下干预的手段有限。此外，未来美国能源政策目标与贸易、货币政策或存在一定的分歧，能源政策实施效果或打折扣。

- 我们认为，市场不应过高估计特朗普当选美国总统对于油价及原油供给产生的利空影响，对于未来油价展望，美国石油开采面临资源劣质化和成本通胀双重压力，以沙特为首的 OPEC+维持高油价意愿和能力仍没有弱化，原油供给受控乃至阶段性偏紧的格局并未发生根本性改变，油价中高位支撑仍然存在。
- 风险因素：宏观经济波动风险；地缘政治风险

## 目录

一、复盘：特朗普上一任期的能源政策及实施效果 .....	5
二、特朗普下一任期可能的能源政策及效果预期 .....	8
风险因素 .....	14

## 表目录

表 1: 特朗普能源政策梳理 .....	5
----------------------	---

## 图目录

图 1: 特朗普与拜登任期内美国原油产量和 WTI 油价表现 (万桶/天, 美元/桶) .....	6
图 2: 2017 年美国钻探新井的盈亏平衡 WTI 油价 (美元/桶) .....	6
图 3: 美国 2007-2023 年页岩油增量与油价 (万桶/天, 美元/桶) .....	6
图 4: 美国原油产量增量及出口量增量对比 (百万桶/天) .....	7
图 5: 美国原油产量增量及出口量增量对比 (千桶/天) .....	7
图 6: EIA 对美国原油产量预测 (百万桶/天) .....	8
图 7: 2024 年美国钻采新井盈亏平衡 WTI 油价 (美元/桶) .....	9
图 8: 2004-2024 年全球油气并购交易金额分布及油价 (亿美元, 美元/桶) .....	9
图 9: 美国页岩油生产商综合回报比例 (%) .....	10
图 10: 美国联邦土地新租约数和新增租赁面积 (块, 万英亩) .....	10
图 11: 美国历财年联邦土地油气钻井许可证发放数量 (张) .....	10
图 12: 完成联邦土地油气钻井许可审批所需时间 (天) .....	11
图 13: 2024 财年美国联邦土地油气行业自然资源税收结构 .....	11
图 14: 美国联邦土地原油产量及占总产量比重 (百万桶/天, %) .....	12
图 15: 你认为在 2026 年前公司原油产量会受到 Permian 地区管道产能限制吗? .....	12
图 16: 俄罗斯石油出口量 (万桶/天) .....	13

## 一、复盘：特朗普上一任期的能源政策及实施效果

2024年11月，特朗普当选第47任美国总统，而在今年美国总统大选期间，特朗普强调如成功当选，将大幅提高石油产量，以削减能源成本、降低通胀。特朗普的能源政策倾向与其上一任期依旧保持较高的一致性。复盘上一任期特朗普推出了哪些能源政策、对油价和全球原油供需格局产生了什么影响，对于我们预期特朗普在下一任期可能采取哪些措施以及对原油市场影响提供参照和支持。

我们在2024年8月发布的点评报告《近两任期美国两党能源政策差异几何》提到，上一任期，特朗普的能源政策核心为提出“美国优先能源计划”，将美国能源政策重点放在发展石油、天然气、煤炭等传统化石能源上，侧重推动能源出口和提升就业率，否认气候变化问题的真实性和紧迫性，把环境保护与气候治理放在了次要的位置。主要政策包括重启基石输油管道（Keystone XL）项目和推动完成达科他输油管道（Dakota Access Pipeline）建设；放松美国化石能源开采限制；取消对出租联邦土地用于煤炭开采的禁令，取消北极部分地区永久性禁止油气钻探的禁令；废除《清洁电力计划》，取消对可再生能源、气候变化、环境保护等领域的支持政策等。

表 1：特朗普能源政策梳理

时间	政策/法案	主要内容
2017.01	美国优先能源计划	1) 撤销对能源独立无益，不必要的法案，如气候行动计划和清洁水法案；2) 发布新规以加快化石燃料如天然气、页岩油和石油的开发。并将能源开采的收益用于道路、桥梁、学校等基础设施建设；3) 强调清洁煤炭技术的发展，以重振美国逐渐萧条的煤矿业；4) 与海湾国家积极建立友好的能源关系，摆脱对欧佩克（OPEC）产油国和其他与美国利益相冲突国家的能源依赖；5) 缩小美国环保署的工作职责范围，仅针对保护干净的水源和空气，保护自然栖息地和保护区等。
2017.01	签署总统备忘录	重启基石输油管道（Keystone XL）项目和推动完成达科他输油管道（Dakota Access Pipeline）建设，前者将用于进口加拿大石油。
2017.03	签署名为“促进能源独立和经济增长”的行政命令	暂停实施奥巴马政府时期防止环境污染、减少温室气体排放等措施，同时放松美国化石能源开采限制，取消对出租联邦土地用于煤炭开采的禁令。行政令还要求重新评估奥巴马《清洁电力计划》。
2017.04	签署“执行美国优先离岸能源战略”行政命令	美国内政部将重新评估并修改奥巴马政府制订的2017年至2022年外大陆架油气发展计划，包括取消奥巴马离任前颁布的北极部分地区永久性禁止油气钻探的禁令。美国商务部则将停止设立或扩大海洋保护区，并重新评估过去10年设立或扩大的海洋保护区。
2017.06	正式宣布退出《巴黎气候协定》	
2017.10	正式宣布将废除奥巴马政府推出的气候政策《清洁电力计划》	在对《清洁电力计划》进行评估后，美国环保局认为这项政策“超出了美国环保局的法定权限”，“废除《清洁电力计划》将促进美国能源发展，减少不必要的相关监管负担”。
2018.08	美国环保局发布“平价清洁能源”计划	将赋予各州更宽泛的权限，让它们自行决定如何限制二氧化碳和其他温室气体排放。这项计划着重点是提高火力发电厂效率、允许各州在改善环境前提下降低“无效合规成本”。
2019.03	2020年预算提案	提议取消电动车购买者的联邦税收抵免和对可再生能源的补贴。表示优惠政策的削减将在未来十年内为联邦政府节省25亿美元开支。
2020.08	美国环保局取消对油气行业的甲烷排放监管	新规中包括终止有关石油和天然气生产商必须拥有系统和程序来检测其系统中甲烷泄漏情况的要求。新提议的规则将放松对石油和天然气场所的限制，即安装监控和限制新油井、存储和管道网络泄露的技术，更频繁地检查泄露情况。

资料来源：中国科学院科技战略咨询研究院，新浪财经，人民网，中国科学报，中国国际问题研究院，新华网，界面新闻，国际新能源网，汽车之家，信达证券研发中心

对比拜登政府来看，特朗普在上一任期内实现了产量快速释放，油价中枢相对更低但处于中位水平。剔除2020年新冠疫情突发事件的影响，2017-2019年，在特朗普任期内，美国原油产量增速达到新高，2018-2019年美国平均日产量增量在百万桶以上，同时油价中枢也大致位于60美元/桶附近。

**图 1：特朗普与拜登任期内美国原油产量和 WTI 油价表现（万桶/天，美元/桶）**

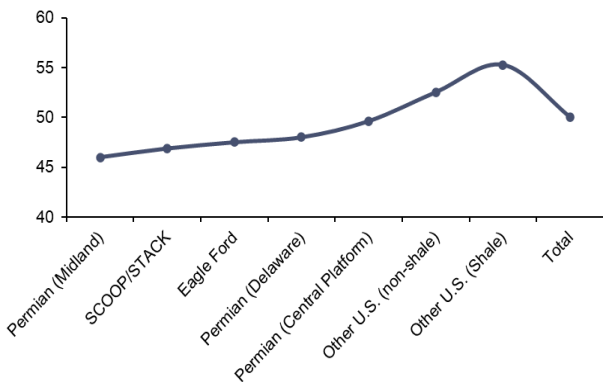

资料来源：EIA，万得，信达证券研发中心

基于数据事实，我们需要明确特朗普在其任期内对油价产生了多大的干预作用以及油价相对低位下美国原油快速增产的背后逻辑。

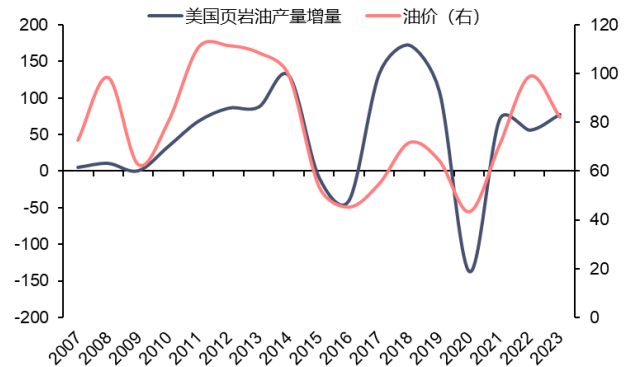
### 1、OPEC+减产使得特朗普任期内的油价环境发生变化：

2014 年国际油价快速下探至 40 美元/桶以下，打断了美国页岩油扩产节奏，至 2016 年 3 季度 OPEC+ 协商并决定联合减产，原油供给端人为减量拖动油价回升，随着油价逐渐回归页岩油 50 美元/桶的盈亏平衡线以上，美国再度开启产量快速增长模式。

同时，在油价回归 50 美元/桶以上时，美国许多页岩油生产商通过套期保值来抵消风险敞口，锁定未来售价和现金流，以便更有效地筹集运营资金，例如向银行贷款。

**图 2：2017 年美国钻探新井的盈亏平衡 WTI 油价（美元/桶）**


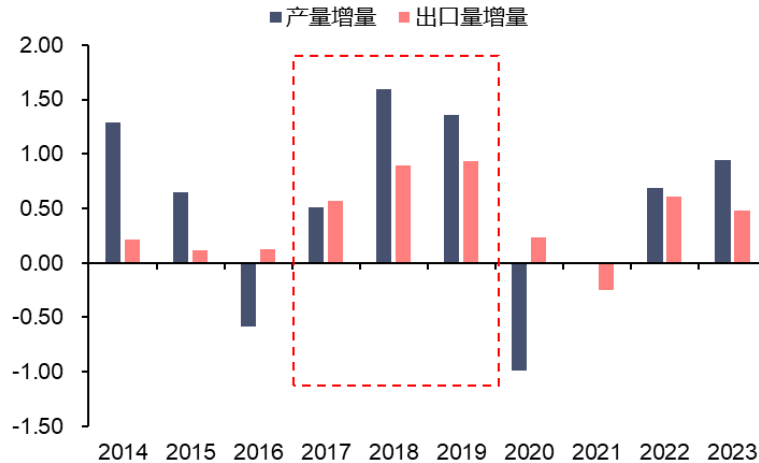
资料来源：dallasfed，信达证券研发中心

**图 3：美国 2007-2023 年页岩油增量与油价（万桶/天，美元/桶）**


资料来源：EIA，万得，信达证券研发中心

### 2、管道港口设施优化为出口创造了条件：

随着国内能源供应逐渐充足，2015 年美国取消了“出口限制”政策。同时特朗普任期内包括 CactusII 管道、EPIC 管道以及 GrayOak pipeline 管道等多条原油管道投产，使得页岩油产地与库欣交易端的价差大幅收窄，原油运力大幅增加，加之 2018 年墨西哥湾的路易斯安那港口（当时美国唯一能容纳 VLCC 和 ULCC 停泊的油港）升级改造，都为美国原油出口提供了有利运输条件。2017-2019 年，出口消化了绝大部分美国原油产量增量，美国原油出口量显著增加。

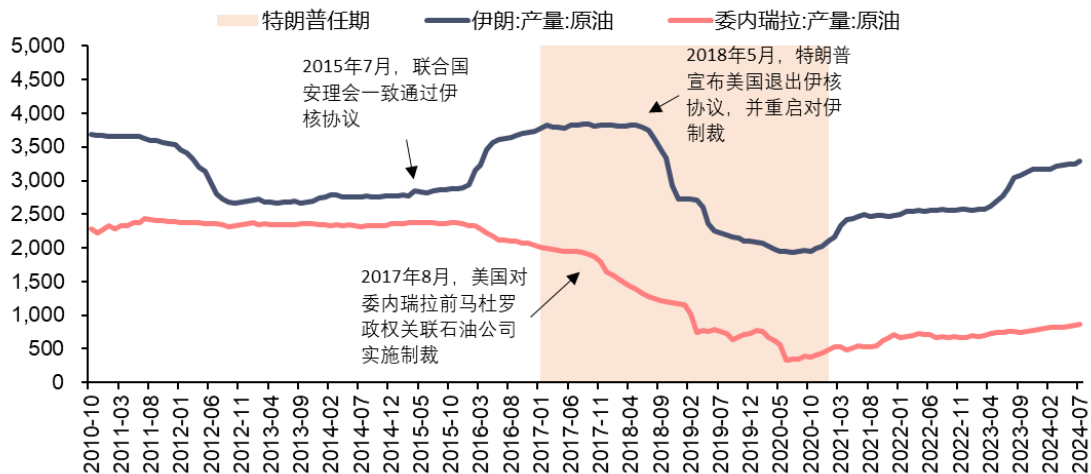
**图 4: 美国原油产量增量及出口量增量对比 (百万桶/天)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

### 3、对油价的干预:

2016 年 OPEC+ 达成减产协议并随后在 2017 年底将减产延长至 2018 年, 此举为油价提供有效支撑。同时美国在 2017 和 2018 年对委内瑞拉和伊朗制裁, 委内瑞拉石油产量从 2017 年 8 月的约 190 万桶/天下降至 2020 年 9 月的不到 40 万桶/天, 伊朗石油产量从 2018 年 5 月的 382 万桶/天下降至 2020 年 9 月的不到 200 万桶/天, 两国产量下降释放出的缺口为美国增产提供空间。但随着 2018 年油价攀升至 70 美元/桶以上, 特朗普关税政策引发对经济负面影响担忧, 以及美对伊朗制裁不及预期 (特朗普在对伊朗实施制裁之际宣布将给予 8 个国家从伊朗进口原油的豁免权) 引发油价大幅下跌。2019 年美国原油增产抵消了 OPEC 减产效果, 油价在 60 美元/桶附近。

在特朗普任期内, 美国与 OPEC+ 形成能源价格制衡关系, 美国原油的产量和出口增长有效压制了 OPEC+ 联盟对于油价的边际影响力。同时美国利用对伊朗和委内瑞拉制裁手段、以及贸易政策等影响需求预期的外部手段对油价产生正向和负向干预, 使得油价维持在 60-70 美元/桶的区间波动。

**图 5: 美国原油产量增量及出口量增量对比 (千桶/天)**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

总结来看, 我们认为, 特朗普上一任期内实现美国原油快速扩产的最核心因素在于油价驱动, 即油价回升至页岩油盈亏平衡线之上。在此基础上, 美国国内一系列基础建设和监管放松政策存在一定的辅助作用。油价方面, 我们认为特朗普在美国百万桶增产和 OPEC+ 百万桶减产相互抵消的基础上, 采取对产油国制裁、经济预期等手段对油价产生向上和向下的边际影响。

## 二、特朗普下一任期可能的能源政策及效果预期

根据 2023 年 9 月发布的 Agenda47: America Must Have the #1 Lowest Cost Energy and Electricity on Earth, 在涉及油气开采方面, 特朗普宣布在下一任期将: 1) 结束拜登政府对释放美国石油和天然气生产所需的联邦钻探许可和租约的延迟。乔·拜登 (Joe Biden) 将石油和天然气租赁成本提高了 50%, 并将可用于钻探的面积减少了 80%。2) 取消所有导致石油和天然气项目陷入困境的繁文缛节, 包括加快批准通往宾夕法尼亚州、西弗吉尼亚州和纽约州马塞勒斯页岩的天然气管道。3) 补充乔·拜登 (Joe Biden) 耗尽的美国战略石油储备 (SPR)。4) 为拜登对美国石油、天然气和煤炭生产商的增税提供税收减免。

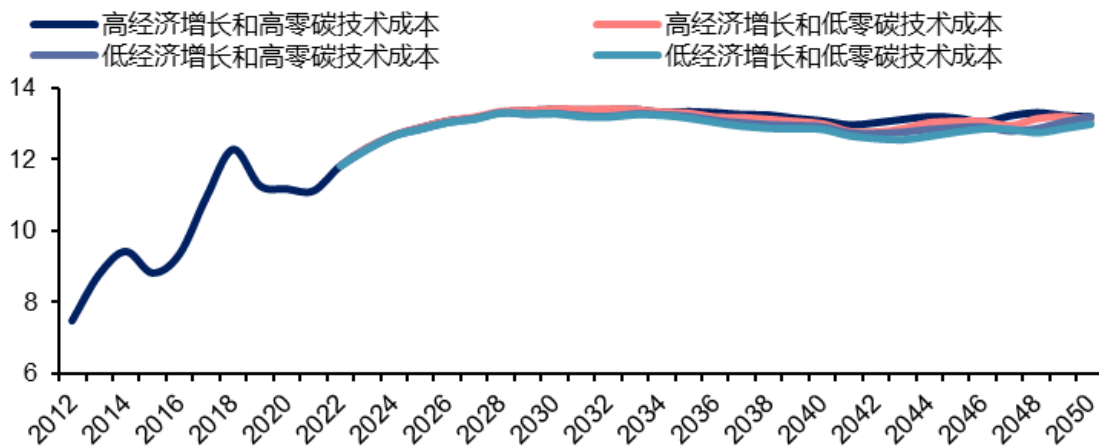
总结来看, 特朗普计划通过加快美国联邦土地钻井许可和租约审批、加快管道设施建设、提供税收减免来提高美国油气产量, 同时也会加快 SPR 补充。

### 1、对于美国原油产量的干预:

与上一任期相比, 特朗普推动美国原油增产的效果我们认为或会受到明显限制, 主要考虑到三个因素:

1) 美国页岩油资源或触及天花板。通常来讲, 油田采收率超过 50%, 其产量或将进入平台期。根据 EIA 长期预测, 在若干经济增长和碳排放情景假设下, 美国原油产量最高峰预计在 1400 万桶/天以下, 而 2024 年美国原油产量平均值已经达到 1322 万桶/天, 未来可增产空间相对有限。

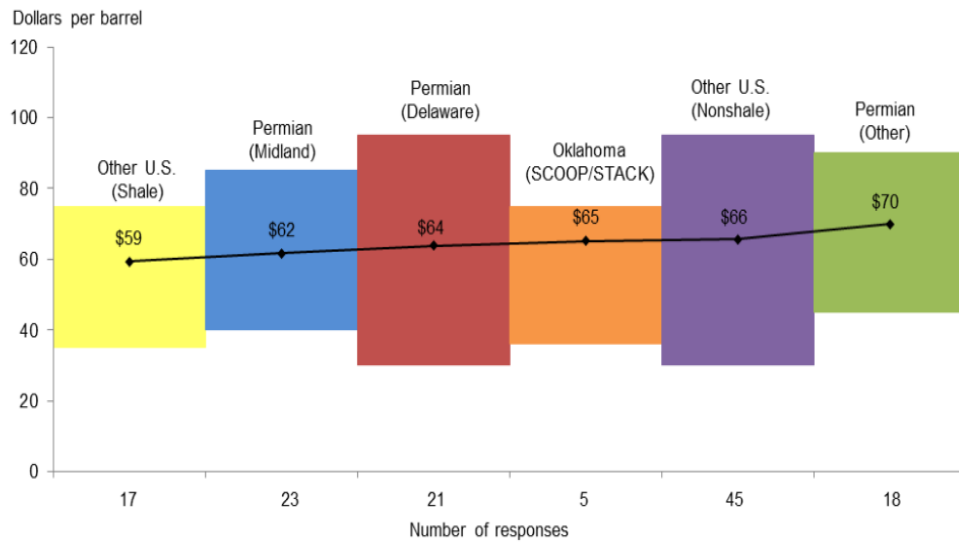
图 6: EIA 对美国原油产量预测 (百万桶/天)



资料来源: EIA, 信达证券研发中心

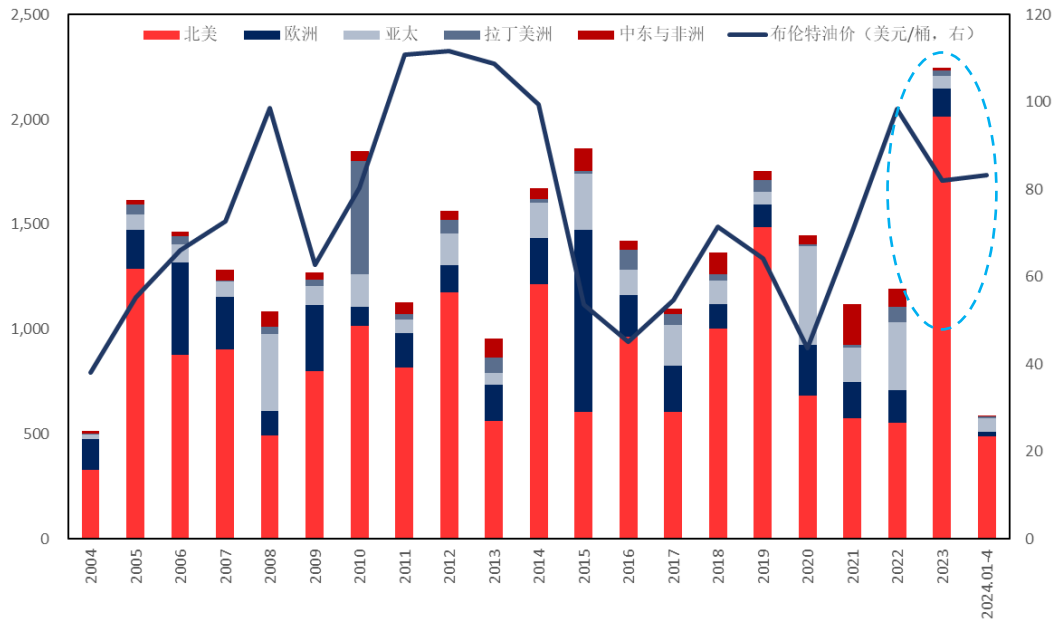
2) 美国页岩油钻井成本不断提高。根据达拉斯联储, 2024 年美国页岩油平均钻井盈亏平衡线为 64 美元/桶, 同比增长 2 美元/桶, 其中二叠纪盆地盈亏平衡线为 65 美元/桶, 同比增长 4 美元/桶。美国页岩油开采成本的不断抬升, 也预示着提升美国原油增产意愿的边际油价水平或抬升, 特朗普若想再次回到 60 美元/桶的油价中枢, 从页岩油生产商盈利性角度来看具备较低可行性, 即使在政策支持下, 低于 70 美元/桶的油价或也将使得生产商扩产意愿大打折扣。同时我们不排除可能的关税政策和贸易磨擦或使得油气开采供应链成本抬升。



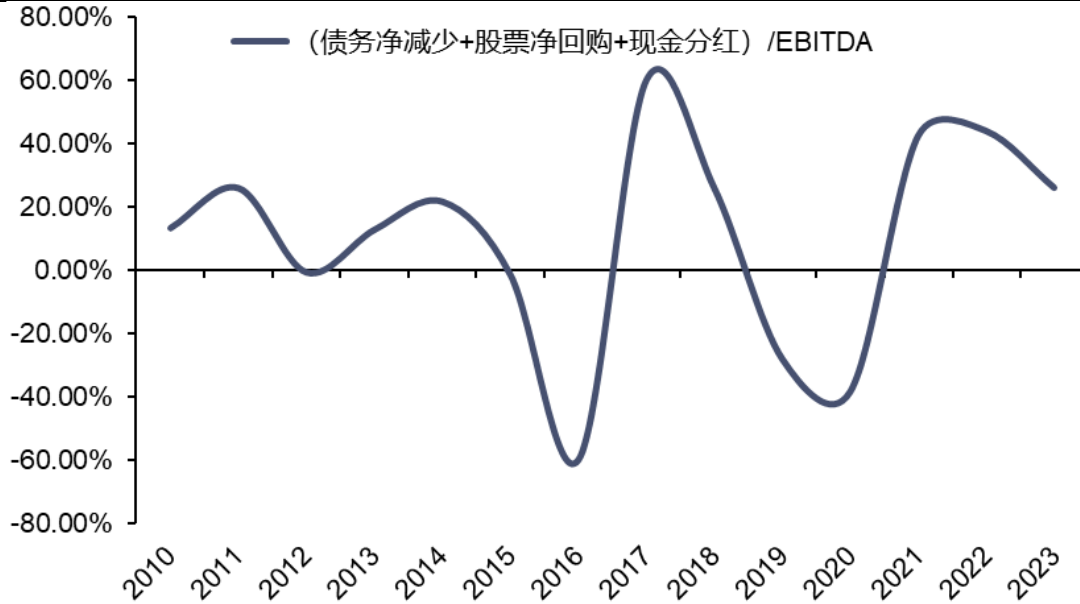
**图 7: 2024 年美国钻采新井盈亏平衡 WTI 油价 (美元/桶)**


资料来源: dallasfed, 信达证券研发中心

**3) 美国页岩油生产商保持谨慎。**自 2020 年疫情导致大批中小页岩油生产企业破产后, 美国页岩油厂商倾向于谨慎增加资本开支, 或通过并购方式获取成熟区块进行优化扩产, 同时在资本纪律约束下优先进行偿债、回购和分红, 而非在充足现金流下盲目投资。在资本市场更高回报要求下, 政策激励效果也存在不确定性。

**图 8: 2004-2024 年全球油气并购交易金额分布及油价 (亿美元, 美元/桶)**


资料来源: 彭博, 信达证券研发中心

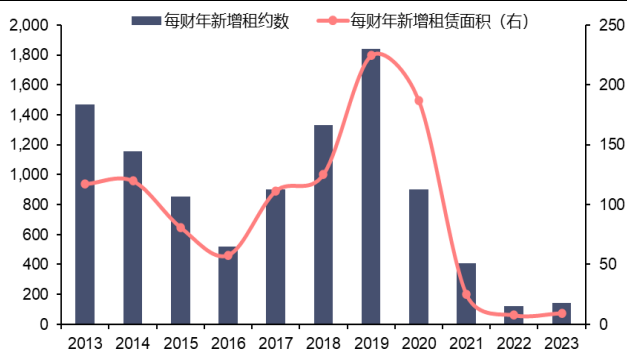
**图 9: 美国页岩油生产商综合回报比例 (%)**


资料来源: 彭博, 信达证券研发中心, 注: 统计数据包括康菲石油、西方石油、EOG、Diamondback、马拉松石油等 17 家美国石油公司。

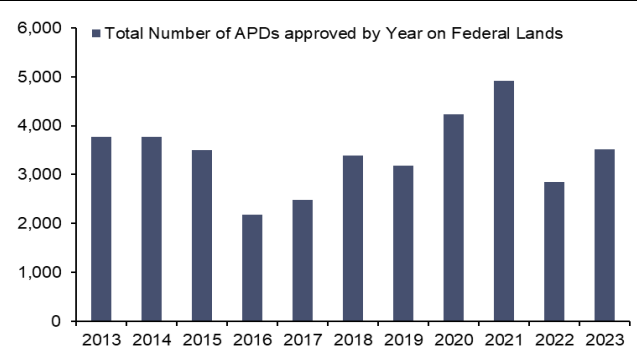
## 2、联邦政府的政策影响有多大:

对于上一任期内解除油气矿权限制和输油管道等设施建设两项重要举措, 我们认为延续至下一任内实施的政策效果较为有限。

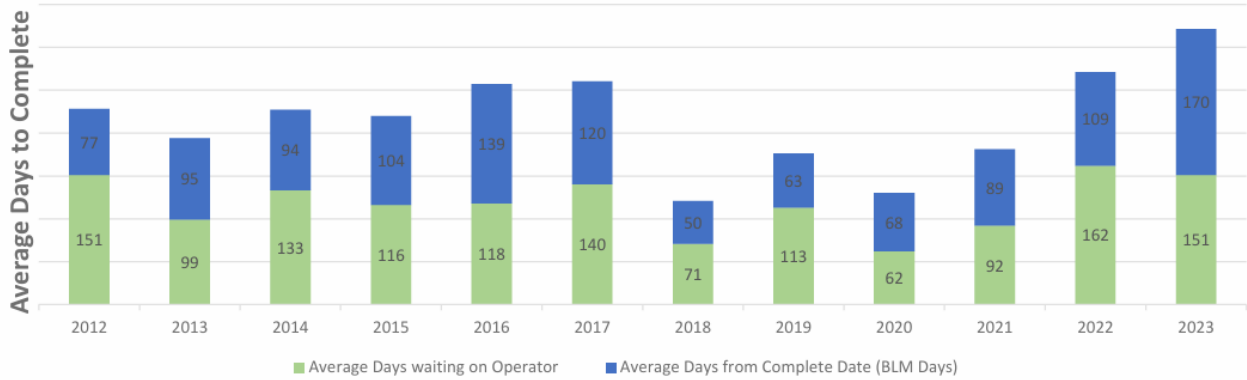
对于解除油气矿权限制, 特朗普上一任期内前三年 (2017-2019 年) 发放的钻井许可证数量低于拜登政府任内前三年 (2021-2023 年) 的水平, 其中需要说明的是 2021 财年许可证数量大幅上涨主要为能源公司在拜登宣布暂停审批前抢批所致, 且特朗普任期内许可证审批完成时间明显较拜登时期缩短, 同时, 特朗普上一任期内土地租约发放数量和历年新增土地租赁面积相比拜登时期都有大幅提升 (2021-2023 年合计新增油气土地租赁面积较 2017-2019 年减少 90% 以上)。

**图 10: 美国联邦土地新租约数和新增租赁面积 (块, 万英亩)**


资料来源: 美国土地管理局, 信达证券研发中心

**图 11: 美国历财年联邦土地油气钻井许可证发放数量 (张)**


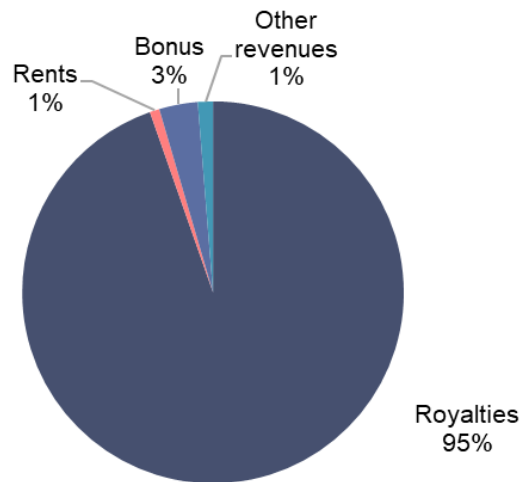
资料来源: 美国土地管理局, 信达证券研发中心

**图 12: 完成联邦土地油气钻井许可审批所需时间 (天)**


资料来源: 美国土地管理局, 信达证券研发中心

对于拜登任期内增税的税收减免或有利于降低桶油成本。2024 年 4 月, 美国内政部下属土地管理局宣布, 钻井特许权使用费率将从 1920 年开始未变的 12.5% 提高到 16.67% (美国内政部自然资源收入办公室解释: 从联邦土地获取的油气产量的百分比, 换算为现金则为销售收入的百分比), 废弃油井填埋和清理费用的最低保证金则从 1960 年未变的 1 万美元提至 15 万美元。此外, 油气公司在油气拍卖中可以出价的最低金额从 2 美元/英亩增加到 10 美元/英亩, 10 年期租金将在到期前两年增加至 3 美元/英亩 (原来第一年租金 1.5 美元/英亩), 之后将逐步调升至 15 美元/英亩直至租期结束。

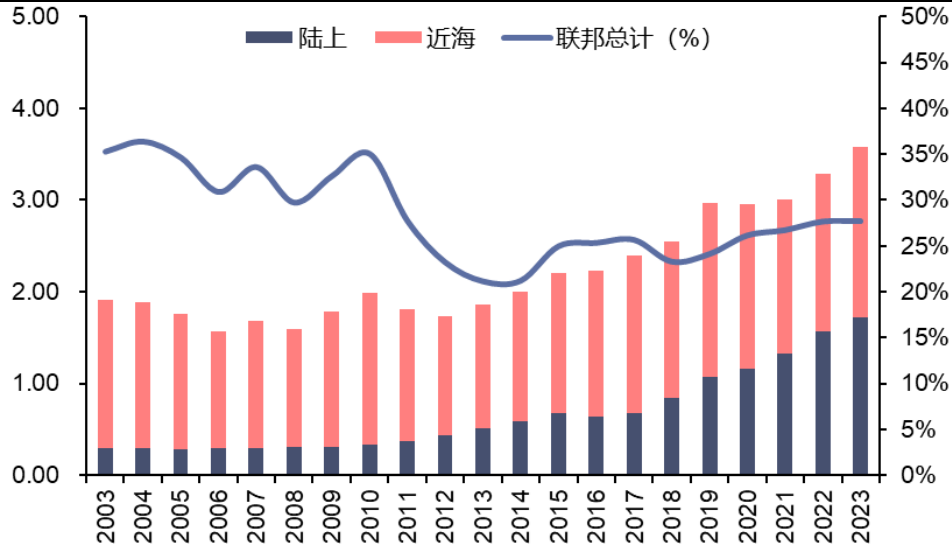
特许权使用费占据了美国油气公司需缴纳自然资源税的绝大部分, 也是桶油成本的重要构成部分, 若特朗普上任后即取消拜登任期内的增税行为, 则在联邦土地作业的公司的桶油成本或将在即时油价基准上减少至少 4% (75 美元/桶油价对应 3 美元/桶特许权使用费的减少)。

**图 13: 2024 财年美国联邦土地油气行业自然资源税收结构**


资料来源: 美国内政部, 信达证券研发中心

但考虑美国联邦土地原油产量占美国总原油产量的比重不到 30%, 我们认为放开联邦土地油气开采许可限制以及减轻油气公司税负对美国原油增产的效果或有限。根据美国内政部数据, 2023 年美国联邦土地原油产量包括陆上 173 万桶/日和海上 185 万桶/日, 合计 358 万桶/日, 占同年美国原油总产量的 27.7%。我们认为, 对于大部分在私人优质土地作业的油气公司而言, 联邦政府所做的管制放松及政策优惠带来的影响较为有限, 油气公司增产本质还在于油价变化以及对于未来盈利预期。

图 14: 美国联邦土地原油产量及占总产量比重 (百万桶/天, %)

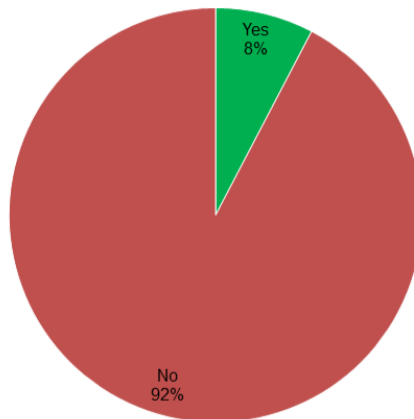


资料来源: 美国内政部, 信达证券研发中心

对于输油管道等设施建设, 当前美国油气运输条件相比其上一任期更为成熟, 且根据达拉斯联产 24Q3 最新调查显示, 大部分 Permian 地区页岩油生产商认为管道产能限制不影响正常原油产量。我们认为基础设施对于原油扩产的推动效果或较为有限。

图 15: 你认为在 2026 年前公司原油产量会受到 Permian 地区管道产能限制吗?

**Do you expect your firm's crude oil production to be constrained at any point in time between now and the end of 2026 due to crude oil pipeline capacity constraints in the Permian?**



资料来源: dallasfed, 信达证券研发中心

### 3、对于油价的干预:

1) 我们认为美国对于油价的影响力在削弱。

前文提到, 我们认为, 特朗普上一任期内 (2017-2020 年) 油价保持较低位水平, 重要前提是美国与 OPEC+ 形成能源价格制衡关系, 即美国原油的产量和出口增长使得 OPEC+ 联盟内部的调控产量政策对于油价的边际影响力失效。当前无论是从客观角度看, 即美国页岩油资源可能触及天花板、钻采成本不断抬升、联邦土地资源相对有限, 还是主观角度看, 即美国页岩油厂商较为谨慎, 我们认为美国原油产量未来增长有限。而

在美国原油增产相对有限的前提预期下，美国或许无法像过去一样强势抢占原油供给份额，再次更改全球原油供给格局，这也意味着美国从供需基本面角度对于国际油价的影响力正在削弱，而 OPEC+ 对于油价的边际影响力正在增强（详细基本面分析请见 2024 年度策略报告《景气周期下石化产业链上游及油服板块投资机遇》）。

我们认为，尤其是过往的美、沙、俄三足鼎立格局，演变成当前资本开支谨慎和资源劣质化导致产量面临达峰的美国，与通过 OPEC+ 机制团结在一起的沙、俄进行的不对称两方博弈，以沙特为首的 OPEC+ 或能够通过调控剩余产能对油价产生更大的边际影响。在以沙特为首的 OPEC+ 维持高油价意愿和能力没有弱化的前提下，原油供给偏紧的格局不会发生根本性改变，油价支撑仍然存在。影响油价的本质因素还是来自供需基本面，而在这种情况下，美国若无法有效拿出增产底牌，则对油价形成干预的能力或将明显削弱。

## 2) 我们认为美国当前一些政策目标或存在一定的矛盾性。

特朗普强调在其任期内将实现能源价格下降，然而美联储降息措施将使得美元指数下跌，对油价形成一定的货币方面的支撑作用。另一方面，特朗普关税政策或进一步加剧贸易摩擦，或导致美国油气开采供应链成本抬升，对于美国原油增产或有一定的不利影响。这些政策的矛盾性或导致能源方面政策实施效果打折扣。

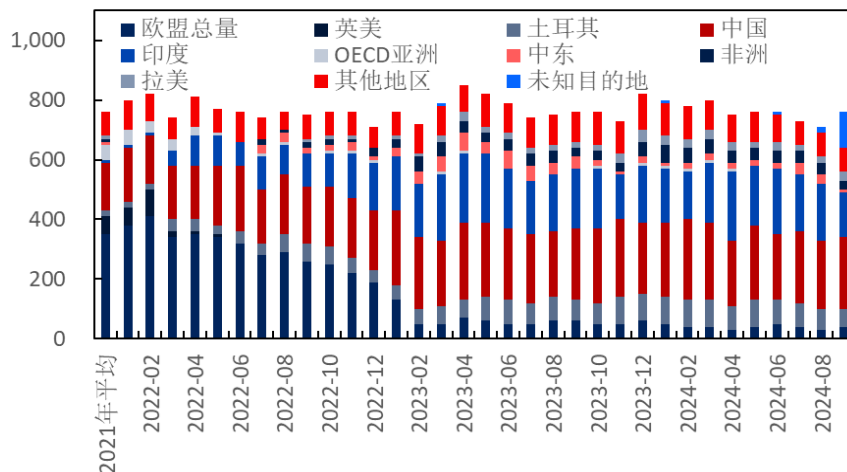
## 3) 特朗普可能实施的外交手段或对油价有所影响。

特朗普或可能通过改变美国对乌克兰的支持以及对俄罗斯能源出口的相关限制、执行美国对伊朗和委内瑞拉的制裁、以及在中东地缘冲突问题上的处理方式、改善和沙特之间的关系（例如在当前需求预期较为悲观情况下 OPEC+ 为挺价一再推迟增产计划，特朗普上任后或可能加大对伊朗制裁而为 OPEC+ 增产提供空间），对油价进行向上或向下的预期管理。贸易政策、美联储货币政策等影响宏观经济预期的手段或也可能在执行的同时对油价产生一定的干预作用。

总体来看，我们认为在美国页岩油生产成本抬升情况下，特朗普基于美国利益最大化原则，不太可能有对油价中枢产生大幅下移调整的空间。其次，美国页岩油供给受资源制约影响不太可能大规模放量以及重塑全球原油供给格局，美国较难通过自身供给变化与 OPEC+ 抗衡进而影响国际油价。从外交手段看，俄罗斯原油出口量基本恢复至俄乌冲突前水平、伊朗产量已接近特朗普上一任期制裁前水平、OPEC+ 能源地位的提升，我们认为特朗普对油价向下干预的手段有限。最后，未来美国能源政策目标与贸易、货币政策或存在一定的分歧，能源政策实施效果或打折扣。

我们认为，市场不应过高估计特朗普当选美国总统对于油价及原油供给产生的利空影响，对于未来油价展望，美国石油开采面临资源劣质化和成本通胀双重压力，以沙特为首的 OPEC+ 维持高油价意愿和能力仍没有弱化，原油供给受控乃至阶段性偏紧的格局并未发生根本性改变，油价中高位支撑仍然存在。

图 16: 俄罗斯石油出口量 (万桶/天)



资料来源: IEA, 信达证券研发中心

## 风险因素

---

- 1、**宏观经济波动风险**：宏观经济增速严重下滑，导致需求端严重不振。
- 2、**地缘政治风险**：伊朗制裁、俄乌冲突等地缘政治因素加剧油价波动。

## 研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望 2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。