

俄乌和谈让市场产生了新的变量，但依然离不开制裁油与合规油之间的博弈，但我们预计今年年内达成的难度较大，但如果真的达成，导致俄油制裁放松重新转化为合规油，那么对油市的影响毫无疑问是显著利空的。

## 二元结构下的油市新格局

### 能源板块研究 Energy Research



本期分析研究员



潘翔

从业资格号: F3023104  
投资咨询号: Z0013188



康远宁

从业资格号: F3049404  
投资咨询号: Z0015842

# 二元结构下的油市新格局

## 策略摘要

研究院 能源组

研究员

潘翔

0755-82767160

panxiang@htfc.com

从业资格号: F3023104

投资咨询号: Z0013188

康远宁

0755-23991175

kangyuanning@htfc.com

从业资格号: F3049404

投资咨询号: Z0015842

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1289号

由于西方制裁，原油市场划分为制裁油与合规油两个市场，制裁油包括原产地俄罗斯、伊朗与委内瑞拉的原油，西方制裁涉及的主体包含但不限于出口商、船东、油轮、贸易商、码头、炼厂等，这导致了制裁油的贸易在有限的主体中进行，形成了一个相对封闭的链条。而当前基准原油的价格(WTI、Brent、Dubai)代表着合规油的价格。在当前制裁逐步收紧的情况下，市场出现了新的态势。买家在合规与经济性上在合规油与制裁油的采购上进行权衡，如果该买家本身被制裁，那么其合规油采购通道受限，反而会更加依赖制裁油；若买家没有被制裁，那么基于其在政治经济合规等因素的考量之后，可能选择增加制裁油采购或者减少制裁油采购并转向合规油市场。合规油与制裁油之间的博弈让油价波动更加复杂化。

## 核心观点

### ■ 市场分析

虽然当前原油的在途库存较高，但由于短期买家对于俄油的制裁回避，现在还不明确未来的累库结构，如果累库的大部分是制裁油，那么对油价的下行压力有限，油价仍将维持在60至70美元/桶，但如果我们看到美国、欧洲等重要贸易枢纽的库存出现大幅积累，即合规油累库，意味着油价仍将下行探底，未来库存的结构比库存绝对水平变化对油价的影响更为显著。

俄乌和谈让市场产生了新的变量，但依然离不开制裁油与合规油之间的博弈，我们预计今年年内达成的难度较大，如果真的达成，导致俄油制裁放松重新转化为合规油，那么对油市的影响毫无疑问是显著利空的。

### ■ 策略

单边价格：谨慎看空；月差：谨慎看空；裂解：中性

### ■ 风险

上行风险：制裁油供应大幅收紧，产油国突发大规模中断

下行风险：俄乌和谈达成，宏观黑天鹅事件

## 目录

策略摘要	1
核心观点	2
西方制裁将原油市场划分为制裁油与合规油二元结构	4
俄罗斯：从价格上限转为全面制裁，买家回避俄油转向合规油	4
伊朗：买家消纳能力出现瓶颈，浮仓数量增至年内最高	7
委内瑞拉：油砂加工设施故障中断，供应风险增加	8
拉美中东引领全球供应增长，美国页岩油韧性仍存	9
全球炼厂产能淘汰放缓，中国需求驱动因素更多元化	12
价格展望：库存结构对油价的影响更显著，俄乌和谈为油市增加新变量	13

## 图表

图 1: 俄罗斯原油产量   单位: 千桶/日	5
图 2: 俄罗斯炼厂加工量   单位: 千桶/日	5
图 3: 俄罗斯海运原油出口量   单位: 千桶/日	5
图 4: 哈萨克斯坦 CPC 原油出口量   单位: 千桶/日	5
图 5: 印度从俄罗斯原油进口量   单位: 千桶/日	6
图 6: 印度对欧洲柴油出口量   单位: 千桶/日	6
图 7: 伊朗原油出口量   单位: 千桶/日	8
图 8: 伊朗原油浮仓   单位: 千桶	8
图 9: 委内瑞拉原油出口量   单位: 千桶/日	9
图 10: 委内瑞拉原油产量   单位: 千桶/日	9
图 11: 巴西原油出口量   单位: 千桶/日	10
图 12: 圭亚那原油出口量   单位: 千桶	10
图 13: 沙特原油出口量   单位: 千桶/日	11
图 14: 阿联酋原油出口量   单位: 千桶/日	11
图 15: 伊拉克原油出口量   单位: 千桶/日	11
图 16: 科威特原油出口量   单位: 千桶	11
图 17: 加拿大原油出口量   单位: 千桶/日	12
图 18: 美国原油出口量   单位: 千桶	12
图 19: 中国原油进口量   单位: 千桶/日	13
图 20: 全球在途原油库存   单位: 千桶	13

## 西方制裁将原油市场划分为制裁油与合规油二元结构

由于西方制裁，原油市场划分为制裁油与合规油两个市场，制裁油包括原产地俄罗斯、伊朗与委内瑞拉的原油，西方制裁涉及的主体包含但不限于出口商、船东、油轮、贸易商、码头、炼厂等，这导致了制裁油的贸易在有限的主体中进行，形成了一个相对封闭的链条，而当前基准原油的价格 (WTI、Brent、Dubai) 代表着合规油的价格，在当前制裁逐步收紧的情况下，市场出现了新的态势，买家在合规与经济性上在合规油与制裁油的采购上进行权衡，如果该买家本身被制裁，那么其合规油采购通道受限，反而会更加依赖制裁油；若买家没有被制裁，那么基于其在政治经济合规等因素的考量之后，可能选择增加制裁油采购或者减少制裁油采购并转向合规油市场。与此同时在三个被制裁石油出口国出现了不同的地缘动态。需要从制裁动态、供应风险与消纳能力多方面进行分析。

### 俄罗斯：从价格上限转为全面制裁，买家回避俄油转向合规油

**制裁动态：**今年以来大幅收紧，但若能达成俄乌和谈，存在制裁解除的可能性。2025 年以前，西方对俄罗斯石油的制裁主要的政策框架工具是价格上限，并非以直接制裁为手段。但今年以来，西方逐步转变为直接对俄油进行制裁，包括石油公司、油轮、船东、贸易商以及俄油买家，美国在今年年初以及 10 月份的制裁以初级制裁为主，俄罗斯石油与卢克石油被特朗普列入 SDN 清单，初级制裁生效后 (11 月 21 日) 是否会进行严厉的二级制裁目前不确定，而欧盟与英国已经开始对俄油买家实施了制裁。

**供应风险：**西方制裁本身没有对俄罗斯原油供应产生直接影响 (但西方石油公司退出俄罗斯对中长期的俄罗斯油田开发形成障碍，如北极油气开发)，其供应风险主要体现在乌克兰无人机对炼厂与出口码头的袭击上，不过传导逻辑更加复杂。如果俄罗斯国内炼厂遇袭，其原油出口反而增加；但如果码头遇袭，原油出口可能出现下降。近期俄罗斯黑海港口频繁遭袭，11 月 2 日，图阿普谢海上石油码头遇袭。11 月 13 日，新罗西斯克“谢什哈里斯”石油转运基地遇袭。11 月 28 日，里海管道联盟位于俄罗斯黑海沿岸的海上原油码头遭到乌克兰无人艇精确打击，2 号单点系泊 (SPM-2) 严重受损，官方声明称“已无法继续使用”，这将严重影响哈萨克斯坦 CPC 原油的出口，出口损失规模可能在 80 万桶/日。

此外，由于制裁导致的买家消纳能力不足，那么可能存在倒逼上游减产的可

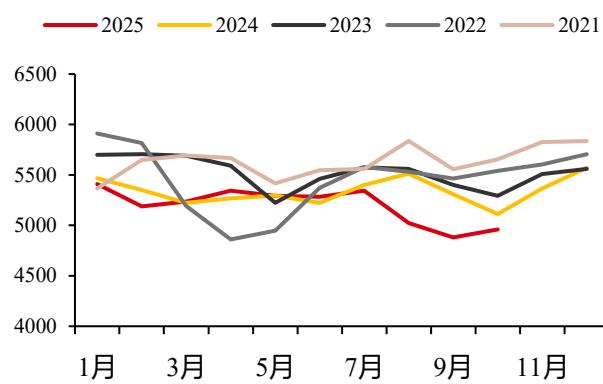
能性。从俄乌冲突以来,俄罗斯原油产量(含凝析油)基本维持在1050万桶/日,其中出口量大约在450万桶/日(管道出口约100万桶/日,海运350万桶/日),剩余600万桶/日为国内炼厂消化。

图 1: 俄罗斯原油产量 | 单位: 千桶/日



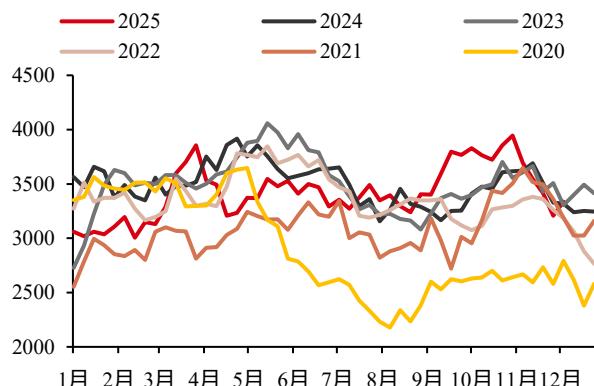
数据来源: Energy Aspect 华泰期货研究院

图 2: 俄罗斯炼厂加工量 | 单位: 千桶/日



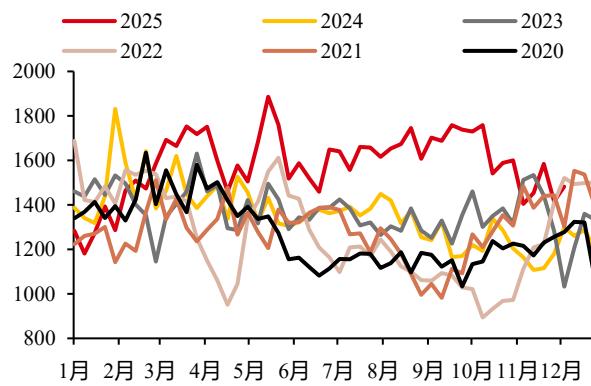
数据来源: Energy Aspect 华泰期货研究院

图 3: 俄罗斯海运原油出口量 | 单位: 千桶/日



数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 4: 哈萨克斯坦 CPC 原油出口量 | 单位: 千桶/日



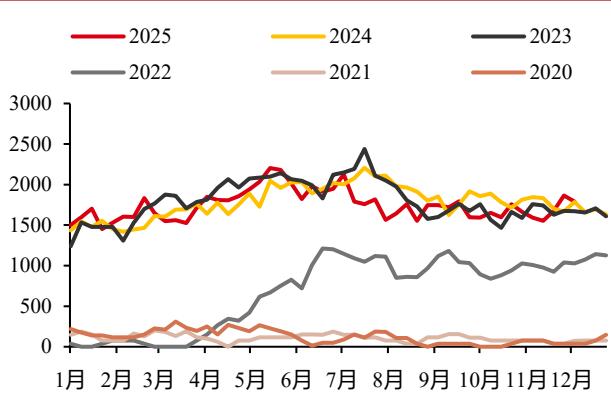
数据来源: Kpler 华泰期货研究院

**消纳能力:** 在10月特朗普大幅收紧俄罗斯石油制裁后,俄罗斯原油的消纳能力面临挑战。欧盟第18轮制裁中也明确要封堵“俄油炼油漏洞”(即禁止加工俄油的炼厂将成品油出口至欧盟),这一政策将在明年1月份实施,将对印度与土耳其炼厂的俄油消纳能力形成严峻挑战。对于俄罗斯的管道原油出口,我们认为不会有明显变化,匈牙利已经获得了特朗普1年的俄油进口豁免。对于海运原油,要区分国家与不同的采购主体,具体分析如下:

**印度:**今年俄油总进口量约180-200万桶/日,在10月制裁前,国营(IOC、

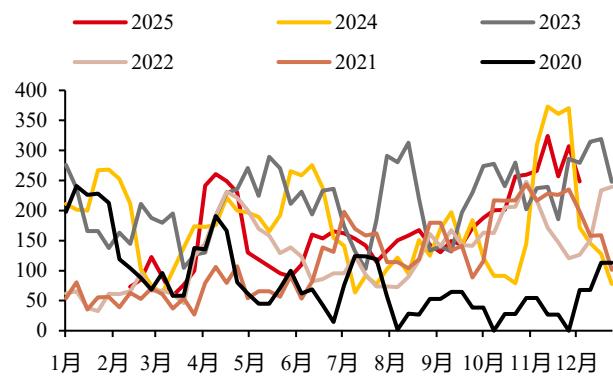
HPCL 与 HMCL、BPCL、MRPL ) 进口量大约 90 万桶/日, 信实进口量 70 万桶/日, 俄罗斯参股炼厂 ( Nayara ) 40 万桶/日。自从 10 月俄罗斯制裁力度加大以来, 除 IOC 之外其他均暂停采购, IOC 当前的俄油采购水平预估在 30 万桶/日, 未来可能提升至 40 万桶/日, 因此我们预估国营以及合资印度炼厂目前的俄油采购减量在 50 万桶/日, 这部分需求转向了合规油。信实方面则暂停了 50 万桶/日的俄油长约, 并表示自 11 月 20 日起, 位于古吉拉特邦贾姆纳加尔的出口专用炼油厂将停止使用俄罗斯原油, 以配合即将生效的欧盟制裁。我们预估信实的俄油减采量在 70 万桶/日, 这部分转向合规油。而 Nayara 炼厂由于本身被西方制裁, 我们预计其未来将俄油进口量增加至 40 万桶/日, 总体上看, 在卢克石油与俄罗斯石油加入 SDN 清单后, 印度仅 IOC 与被制裁的 Nayara 还在进口俄油, 合计的俄油减采量在 100–120 万桶/日。如果按照当前的制裁态势 ( 没有严格的二级制裁 ), 不排除部分炼厂会恢复进口。

图 5: 印度从俄罗斯原油进口量 | 单位: 千桶/日



数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 6: 印度对欧洲柴油出口量 | 单位: 千桶/日



数据来源: Kpler 华泰期货研究院

**土耳其:** 今年 10 月前进口俄油约 40 万桶/日, 主要涉及阿塞拜疆 SOCAR 与土耳其国有的 Tupras 两家主体, 10 月前两者各进口约 20 万桶/日的俄油, 根据 Kpler 船期数据, 俄油制裁后, 两家主体基本实现了较快的去俄油化, 虽然 Tupras 存在加工俄油的套利空间 ( 旗下四家炼厂, 其中一家加工非俄油出口成品油到欧洲, 另一家加工俄油成品油内销 ), 但 11 月到港量基本为零, 可能担心被西方二级制裁, 因此我们预估土耳其是将俄油全部淘汰即 40 万桶/日。

**某重要进口国:** 从进口结构上看, 该国总的俄油进口量约 210 万桶/日, 其中管道进口约 80 万桶/日, 预计不受制裁影响, 海运进口约 130 万桶/日, 其中主营进口约 50 万桶/日, 其他进口约 80 万桶/日, 其中茶壶炼厂进口约 40 至 50

万桶/日，民营大炼化进口 15 万桶/日，某被制裁的新晋大炼化约 20 万桶/日，如果二期装置提升至满负荷，理论上最大能增加到 40 万桶/日。我们认为茶壶炼厂理论上随着俄油贴水回落可能增加进口，但会受到进口配额限制，同时也存在与其他制裁油（伊朗、委内瑞拉）竞争的问题。增加俄油意味着挤出其他制裁油，对合规油的净增加效应为零，部分制裁油不得不转化为库存。我们的评估基于主营与民营大炼化完全回避俄油（合计 65 万桶/日），加上被制裁炼厂增加 20 万桶/日，俄油净淘汰量约为 45 万桶/日。

总体来看，三国合计的俄油淘汰量大约在 180 万桶/日，占当前俄罗斯海运总出口量的一半左右。短期内这些需求将转向合规油，从而抵消一部分市场供应过剩量。但值得注意的是，俄油的供应并未实质性中断，买家转向合规油更多是基于合规以及经济性之间的权衡，未来俄油买家的淘汰量仍会不断变化，并取决于西方制裁的执行情况、俄油贴水、俄罗斯规避制裁、俄乌和谈进展等诸多政治经济因素，是一个不断动态调整的过程。目前俄罗斯的海上浮仓数量已经达到了 300 万桶，随着买家暂停采购，预计会有更多俄油转为浮仓，消纳能力不足可能倒逼俄罗斯减产。

### 伊朗：买家消纳能力出现瓶颈，浮仓数量增至年内最高

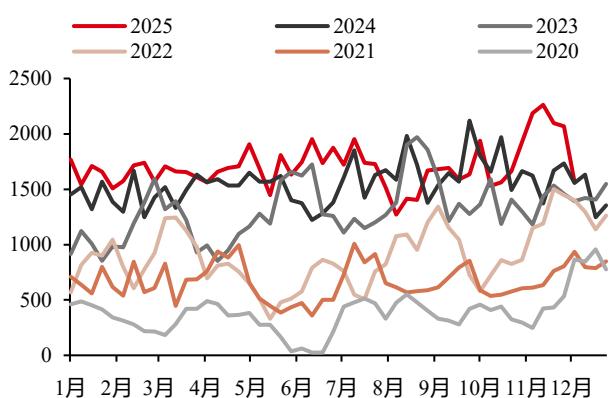
**制裁动态：**特朗普 2 月签署《国家安全总统备忘录 2》后，财政部在 5 个月内已推出 19 轮涉伊行动，累计 253 名个人/实体/船舶被列 SDN；仅 5 月 13 日一次就打包制裁近 24 家从事伊朗石油贸易的幌子公司和运输网络，为 2018 年以来单次最大规模。此外，制裁的主体除了买家也波及到了接卸码头，导致了伊朗油物流更加复杂化，同时也干扰了码头合规油的接卸。

**供应风险：**今年 6 月中东冲突期间伊朗石油面临严重的供应风险，除了能源设施面临以色列的轰炸外，作为中东石油出口咽喉的霍尔木兹海峡也同样面临重大挑战，但伊朗石油出口全年维持在 200 万桶/日的高位，并未出现实质性中断。目前以色列与哈马斯已经达成停火协议，中东冲突缓和，伊朗面临的供应风险大幅下降。中长期看，伊朗正在谋求将自身原油产量提升至 400 万桶/日，但制裁与单一的买家主体限制了产能的释放。

**消纳能力：**伊朗石油出口目前仅限单一的买家主体，买家的进口配额、生产利润、原料竞争情况均会影响伊朗油的消纳能力，未来进口配额短缺、消费税收紧以及其他制裁油的替代可能对伊朗油的消纳能力形成挑战，目前伊朗油的浮仓

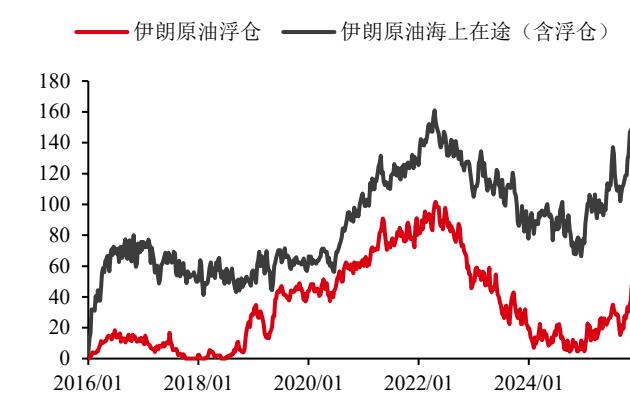
数量已经增加至 5000 万桶，显示出供需之间巨大的不匹配。但值得注意的是，伊朗油的买家几乎不太可能转向合规油市场，且伊朗油也没有其他的消化路径，这与俄油存在较大差异，基本上是一个点对点闭环。

图 7：伊朗原油出口量 | 单位：千桶/日



数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 8：伊朗原油浮仓 | 单位：千桶



数据来源：Kpler 华泰期货研究院

### 委内瑞拉：油砂加工设施故障中断，供应风险增加

**制裁动态：**2025 年西方对委内瑞拉石油制裁的特点是“关税+许可证”同步收紧：

1 月 28 日：美国冻结 PDVSA 在美 70 亿美元资产，禁止美国实体与其交易，并宣布只有把账户控制权交给反对派才解除付款禁令；

3 月 24 日：特朗普签署行政命令，自 4 月 2 日起对“任何直接或间接进口委内瑞拉石油的国家”征收 25% 的二级关税，并威胁同时制裁相关外国公司；

5 月 27 日：雪佛龙在委石油开采与出口许可证到期且不再续期，PDVSA 随即撤销对其装船授权；美国陆续吊销法国 Maurel & Prom、意大利埃尼、西班牙雷普索尔等合资项目的特别进口许可，欧洲企业对委生产、运输和融资服务全面停摆；

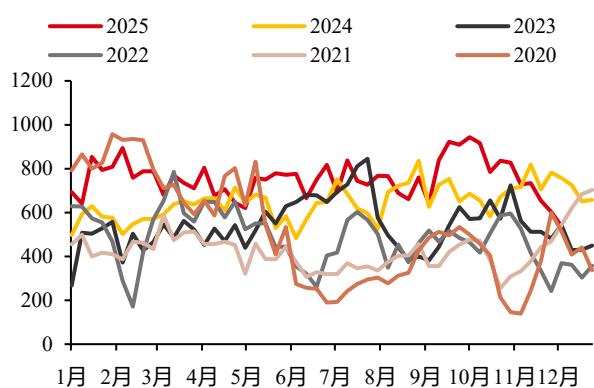
7 月 25 日：美国财政部对雪佛龙签发了有限期的“新通用许可”，出口规模先以 15-20 万桶/日的“有限数量”起步，且付款必须通过“实物扣留”或易货方式进行，PDVSA 无法直接获得现金收入

**供应风险：**虽然西方制裁收紧，但与伊朗类似，委内的原油供应韧性较强，今年全年基本维持在 80 万桶/日的出口水平，但供应风险依然不容忽视，主要体

现在两点：1、委内瑞拉的油砂加工厂出现火灾威胁原油生产，11月5日PDVSA何塞工业园区发生火灾，导致四座油砂加工厂中的两座Petromonagas和Petrororaima停运，名义产能30万桶/日，影响实际供应约10万桶/日，11月19日，委内瑞拉东部地区Petrocedeno油砂加工厂发生火灾，受影响的名义产能约20万桶/日，预计委内瑞拉11月产量下降至65万桶/日年内低位。2、美国海军出兵加勒比海，该地区的地缘局势持续紧张。

**消纳能力：**与伊朗油类似，委内油也基本依赖单一主体进行消纳，存在与其他制裁油进行竞争的问题，即便是因为供应中断发货量减少，买家主体并不会转向合规油，因此对油价的影响有限。

图 9：委内瑞拉原油出口量 | 单位：千桶/日



数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 10：委内瑞拉原油产量 | 单位：千桶/日



数据来源：Energy Aspect 华泰期货研究院

总结来看，制裁油对合规油影响最显著的还是来自俄油买家的转向，短期内削减约180万桶/日的俄油采购量，这一缺口将由合规油填补。而伊朗与委内过于依赖单一买家，即便出现了浮仓增加或者陆上岸罐库存增加，这对油价的影响有限，因为其与合规油市场隔离互不流通，一定程度上钝化了库存对油价的影响。

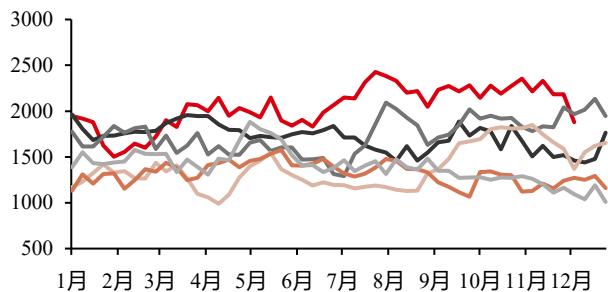
## 拉美中东引领全球供应增长，美国页岩油韧性仍存

我们预计2026年拉美的海上油田项目依然引领全球供应增长，主要来自巴西与圭亚那，预计明年巴西供应同比增加30万桶/日，主要来自P78、P79等FPSO项目的投产。根据巴西国家石油公司2026年产量指引，明年巴西原油产量将达到250万桶/日。圭亚那方面，预计其产量将在明年达到100万桶/日，同比增加20万桶/日。主要来自今年8月份投产的Yellowtail项目，巴西与圭亚那在未来数年内规划了较多的海上油田项目，产能将在2030年以前持续释放。墨

墨西哥方面，此前 Pemex 陷入财务危机导致上游供应持续下滑，目前政府出手支持 Pemex，预计墨西哥原油供应下滑有所放缓，但未来随着新炼厂奥尔梅卡的逐步投产，预计墨西哥原油出口依然低迷。

图 11：巴西原油出口量 | 单位：千桶/日

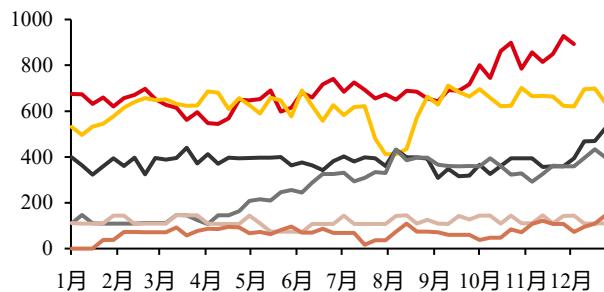
— 2025 — 2024 — 2023  
— 2022 — 2021 — 2020



数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 12：圭亚那原油出口量 | 单位：千桶

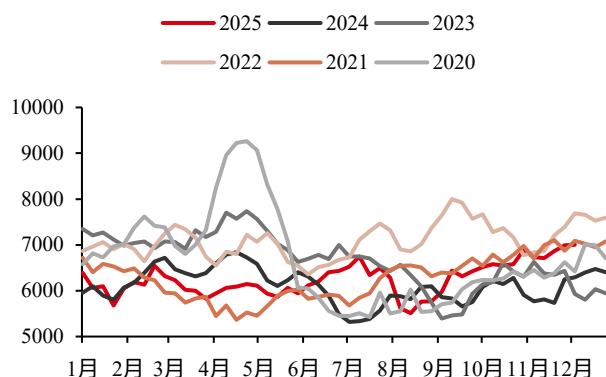
— 2025 — 2024 — 2023  
— 2022 — 2021 — 2020



数据来源：Kpler 华泰期货研究院

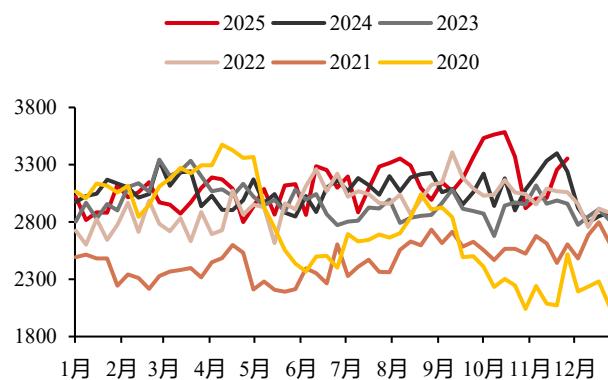
对于中东供应，重点关注沙特、阿联酋与伊拉克，OPEC 在今年 4 月份决定增产，但今年上半年中东供应偏紧，一直到 9 月份中东发电旺季过去之后才看到出口出现明显增长，沙特的产量调整并非与欧佩克配额调整同步，更多取决于自身意愿，我们预计 2026 年沙特产量总体水平将维持在 1000 万桶/日，除非出现显著的供应过剩与油价下行，否则很难出现减产。阿联酋计划在 2027 年达到 500 万桶/日的原油生产能力，规划了多个上游项目，涵盖了陆上老油田扩建、海上深水油田以及非常规项目等，目前其现有产能 485 万桶/日，国内炼厂产能 120 万桶/日，当前的出口量约 310 万桶/日，因此大约有 50 万桶/日的有效产能由于欧佩克限产约束被闲置，今年欧佩克放松限产后，阿联酋的原油出口量出现明显增加，我们预计 2026 年阿联酋供应有望随着上游项目投产同比增加 20~30 万桶/日。伊拉克方面，由于库尔德地区出口的恢复，三季度以来伊拉克原油出口明显增长，我们预计明年伊拉克出口量恢复至 360 至 370 万桶/日，同比增加 30 至 40 万桶/日，同时，卢克石油被列入 SDN 增加了伊拉克西古纳尔油田项目不确定性，但预计不会带来供应大幅削减。科威特由于近期阿祖尔炼厂装置故障，原油出口大幅增加，但该炼厂预计将在年底前重启，预计 2026 年不会出现实质性供应增长。

图 13：沙特原油出口量 | 单位：千桶/日



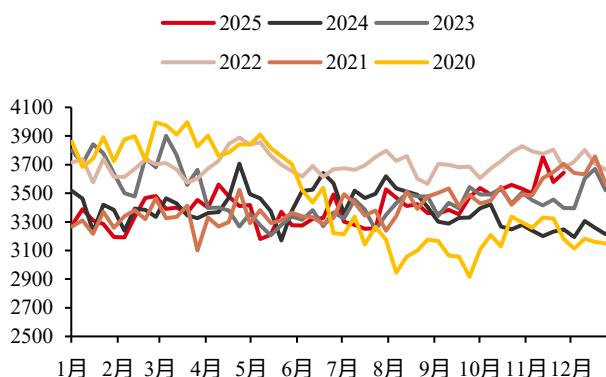
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 14：阿联酋原油出口量 | 单位：千桶/日



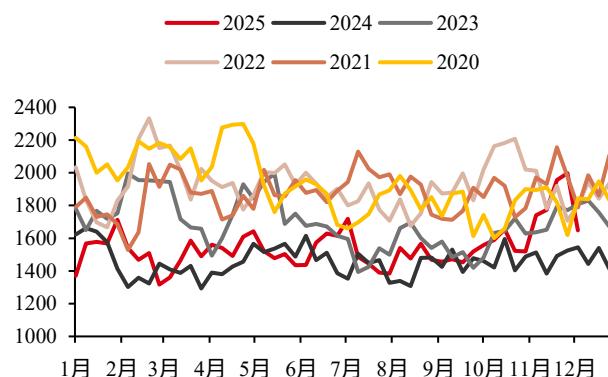
数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 15：伊拉克原油出口量 | 单位：千桶/日



数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 16：科威特原油出口量 | 单位：千桶

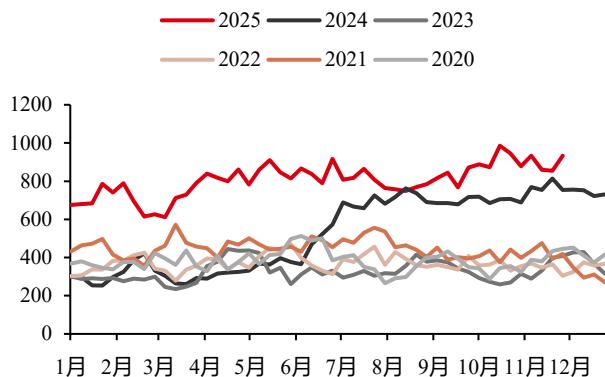


数据来源：Kpler 华泰期货研究院

对于北美供应，加拿大自从 TMX 管道投产以来，供应与出口持续增加，但目前出口量已经接近管道产能上限，未来增长空间有限，虽然 2026 年依然有部分油砂项目投产，名义产能增长 16.5 万桶/日，但可能主要通过管道输送到美国中西部或美湾炼厂，TMX 出口增长放缓。美国方面，当前原油产量达到 1380 万桶/日，主要是依靠美湾深水项目支撑，但页岩油供应亦具有韧性，我们预计 2026 年美国供应与今年基本持平，即稳定在 1350 至 1400 万桶/日之间，页岩油生产商谨慎的资本开支以及钻机数量下降，对美国供应的中长期前景形成挑战，如果油价下行至 50 美元/桶或以下，页岩油供应存在向下弹性，但不太可能让美国原油产量跌至 1300 万桶/日以下，主导二叠盆地石油生产的大型石油公司具备较强

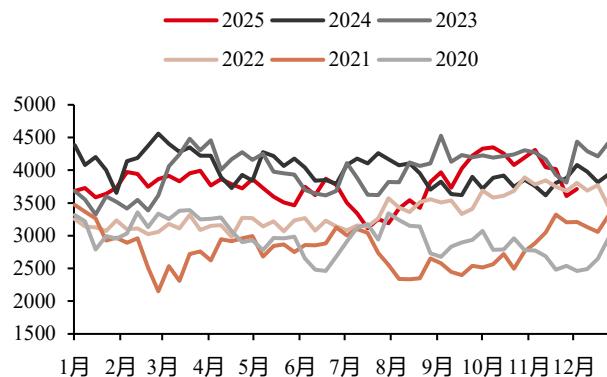
的抗风险能力。

图 17：加拿大原油出口量 | 单位：千桶/日



数据来源: Kpler 华泰期货研究院

图 18：美国原油出口量 | 单位：千桶



数据来源: Kpler 华泰期货研究院

对于前苏联地区，前文中做了重点论述，俄罗斯主要取决于制裁以及俄乌和谈的影响，哈萨克斯坦主要是 CPC 码头基础设施是否能得到修缮，阿塞拜疆预计供应维持在 45 万桶/日左右。

对于非洲供应，我们预计边际变化主要在尼日利亚，取决于丹格特炼厂是否能满负荷运营，从今年的表现来看不尽人意，炼厂的 RFCC 装置经常故障停工。

总体上看，我们认为明年的全球有效供应增量在 100 至 150 万桶/日，主要来自拉美和中东，北美持稳，俄罗斯可能贡献减量但量级不能确定。

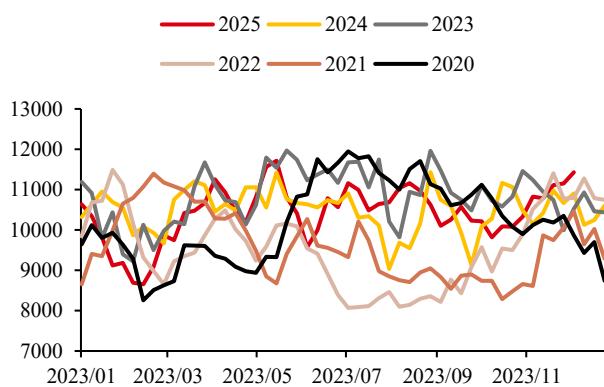
### 全球炼厂产能淘汰放缓，中国需求驱动因素更多元化

2025 年是全球炼厂产能淘汰的大年，合计淘汰了超过 100 万桶/日的炼厂一次产能，同时乌克兰无人机对俄罗斯炼厂的袭击也导致了开工率的大幅下降，展望 2026 年，比较明确的是炼厂淘汰产能的节奏明显放缓，目前唯一淘汰的大型炼厂项目来自美国西海岸的贝尼西亚炼厂，产能 15.7 万桶/日，计划于明年 4 月份关停。与此同时，我们认为中国的反内卷政策以及炼油产能升级也将淘汰地方炼厂低效产能，但具体淘汰水平目前无法明确，但随着新的大型炼厂以及减油增化项目的投产，预计会有更多没有进口配额的小型炼厂被迫关停淘汰。对于中国需求的驱动因素，预计未来将会更加多元化，包括战储与商储的补库需求、大型项目投产的原料需求、减油增化项目的原料需求等因素将支撑十五五期间的中国原油进口量。虽然交通用油的需求已经达峰下降，但由于减油增化项目以及新

的大型项目投产，在短期内将支撑中国的原油进口需求。因此，中国原油需求达峰要晚于成品油需求达峰，我们预计明年中国海运原油进口的规模将稳定在1100万桶/日。

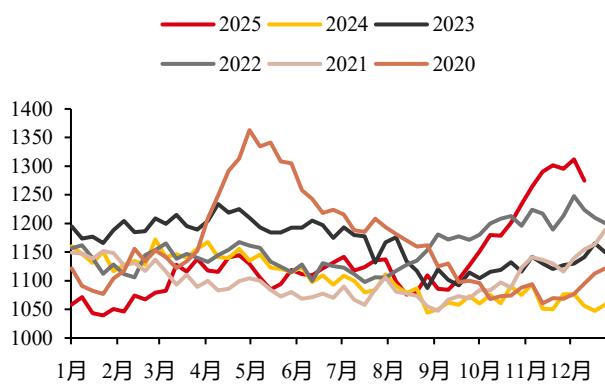
其他地区的需求方面，发达国家需求基本已经达峰，增长基本依赖印度、中东、东南亚以及非洲等新兴市场，但这些市场的体量较小，难以与中国相提并论，每个地区的需求年同比增量均不到20万桶/日，且主要驱动来自人口增加与经济增长，难以出现向上弹性。

图 19：中国原油进口量 | 单位：千桶/日



数据来源：Kpler 华泰期货研究院

图 20：全球在途原油库存 | 单位：千桶



数据来源：Kpler 华泰期货研究院

## 价格展望：库存结构对油价的影响更显著，俄乌和谈为油市增加新变量

虽然当前原油的在途库存较高，但由于短期买家对于俄油的制裁回避，现在还不明确未来的累库结构，如果累库的大部分是制裁油，那么对油价的下行压力有限，油价仍将维持在60至70美元/桶，但如果我们看到美国、欧洲等重要贸易枢纽的库存出现大幅积累，即合规油累库，意味着油价仍将下行探底，未来库存的结构比库存绝对水平变化对油价的影响更为显著。

俄乌和谈让市场产生了新的变量，但依然离不开制裁油与合规油之间的博弈，但我们预计年内达成的难度较大，但如果真的达成，导致俄油制裁放松重新转化为合规油，那么对油市的影响毫无疑问是显著利空的。

## 免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改， 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

## 公司总部

广州市天河区临江大道 1 号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)



华泰期货  
HUATAI FUTURES



华泰期货  
研究院

Huatai Futures Research Institute



客服热线：400-628-0888

官方网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)

公司总部：广州市南沙区横沥镇明珠三街 1 号 10 层