

近期地缘局势对油市的影响

2025 年 9 月 18 日 星期四

兴证期货 · 研究咨询部

能源化工研究团队

林玲

从业资格编号: F3067533

投资咨询编号: Z0014903

王其强

从业资格编号: F03087180

投资咨询编号: Z0016577

联系人

俞秉甫

F03123867

yubf@xzfutures.com

内容提要

近期油价走势因地缘局势的扰动而出现脱离基本面的情形,当前的利多驱动主要来自“乌克兰无人机袭击俄罗斯炼厂”事件、西方国家推动再次制裁俄油以及中东局势的反复。首先,据路透社 9 月 16 日援引接近俄罗斯石油企业的消息人士报道,近期乌克兰无人机袭击至少 10 座俄罗斯炼油厂,造成部分设施受损并暂时停止原油加工,累计影响俄罗斯全国约五分之一的炼油产能。此前市场就已经对“乌克兰无人机袭击事件”进行过多轮炒作,本轮炒作的逻辑与此前相同,短期偏向利多市场,后续影响需关注俄罗斯当地炼厂的复产节奏以及后续的袭击力度,预计对油价的利多驱动偏向短期。其次,9 月 12 日,美国向七国集团施压,要求对购买俄罗斯石油的国家征收高达 100%的关税(当前俄油主要买家为印度和中国等亚洲国家),并采取其他措施,以迫使普京与乌克兰进行谈判。从实际情况上看,市场对“俄油被制裁”的炒作主要停留在预期及情绪层面,从实际角度看,尽管西方国家对俄油已经发起多次强力制裁,但实际效果并不理想,年初至今俄油的出口量并未因制裁出现显著下滑。我们预计当前市场对“俄油被制裁”的交易逻辑与 1 月份的制裁逻辑较为类似。即使未来西方国家公布对俄油制裁的具体方案,预计对俄油的实际供应影响也有限。最后,9 月 9 日,以色列针对在卡塔尔首都多哈的巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动(哈马斯)高层领导人进行“精准打击”,导致当日短期油价跳涨。我们认为未来“中东局势”对油价的影响很可能与“俄乌冲突”时期市场的反应类似。若当地局势再度紧张,油价短期会有所上涨,但上涨幅度将会弱于第一轮炒作。而

且随着冲突持续时间变长，市场会逐渐适应中东地区的风险环境，导致其对油价的影响逐步减弱，除非出现战争直接破坏当地能源设施或者伊朗选择关闭霍尔木兹海峡的情景。

综合来看，短期油价走势较难预测，主要关注上述三大地缘事件的演绎；但从中长期来看，在 OPEC+继续加速增产的背景下，维持未来油价偏弱的观点。

报告目录

一、行情回顾：在 9 月 7 日 OPEC+ 召开会议后，油价出现反弹	4
二、地缘风险一：乌克兰无人机袭击俄罗斯炼厂	5
三、地缘风险二：美国推动西方国家对俄油出口采取进一步的制裁	7
四、地缘风险三：中东地缘风险延续	9
五、总结与展望	9

图表目录

图表 1. 近一个月布伦特油价走势（美元/桶）	4
图表 2. 2024 年乌克兰袭击俄罗斯炼厂期间，布伦特油价走势（美元/桶）	6
图表 3. 2025 年乌克兰已袭击的俄罗斯炼厂地图	7
图表 4. 俄罗斯石油出口量（百万桶/日）	9

一、行情回顾：在 9 月 7 日 OPEC+召开会议后，油价出现反弹

尽管 9 月 7 日的 OPEC+会议标志着该集团计划于今年 10 月份开启第二轮增产（即逐步解除 2023 年 6 月宣布的 165 万桶/日的减产方案），这将从供应端利空原油市场，但油价确在 9 月 8 日起出现一轮趋势反弹行情，这主要与近期全球地缘风险再度上移相关。首先，对于本月 OPEC+会议的内容，市场已经进行了提前交易，在会议前的 9 月 3 日至 9 月 5 日三个交易日内，国际油价累计跌幅超 5%。因此，油价在利空消息落地之后倾向于见底企稳，而地缘风险的上移则进一步驱动油价上涨。9 月 9 日，以色列在卡塔尔对哈马斯领导人发动空袭，进一步升级了其中东的军事行动。同时，近期美国继续威胁要对包括中国和印度在内的俄罗斯石油买家实施新的制裁，希望通过限制俄油出口来结束“俄乌冲突”。最后，自 8 月份起，乌克兰再次加大力度使用无人机袭击俄罗斯炼厂及相关能源设施，市场开始炒作对未来俄油供应下滑的担忧。

图表 1. 近一个月布伦特油价走势（美元/桶）



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

二、地缘风险一：乌克兰无人机袭击俄罗斯炼厂

自 8 月份以来，乌克兰加大力度使用无人机袭击俄罗斯能源设施，导致俄罗斯石油生产商可能面临减产的压力。俄罗斯国有管道公司 Transneft（负责运输全国 80%以上的原油）警告生产商可能需减少输油量，并已限制管道系统的存储选项。据路透社 9 月 16 日援引接近俄罗斯石油企业的消息人士报道，近期乌克兰无人机袭击至少 10 座炼油厂，造成部分设施受损并暂时停止原油加工，累计影响全国约五分之一的炼油产能。位于莫斯科东南部的梁赞炼油厂（Rosneft 运营，日加工能力超 26 万桶，占全国炼油产能 5%）本月初遭袭，关键加工单元受损，此为年内第三次打击该厂。此外，波罗的海 Ust-Luga 港口的燃料装载和天然气加工设施受损，运营能力降至正常水平一半，修复最严重单元或需六个月。上周，乌克兰首次袭击 Primorsk 油港（日处理能力 100 万桶），损坏两艘油轮（Kusto 和 Cai Yun）及陆上泵送设备，暂停装载作业，每日损失约 1 亿美元。乌克兰总统泽连斯基确认这些行动旨在削弱俄罗斯战争经济，强调对能源设施的精准打击。俄罗斯官方淡化损害，但袭击已导致 17%的炼油产能受影响，未来可能加剧全球油价波动及俄罗斯预算压力。

根据国际能源署(IEA)的数据，乌克兰无人机袭击已经导致 8 月俄罗斯石油出口量下滑。具体来看，2025 年 8 月，俄罗斯石油出口量环比下降 7 万桶/日至 730 万桶/日，其中原油减少 3 万桶/日，成品油减少 4 万桶/日。燃料油和原料出口增加部分抵消了轻质产品出口下降的影响。8 月俄罗斯石油出口收入环比下降 9.2 亿美元至 135 亿美元，为自 2022 年入侵乌克兰以来的最低水平之一。俄罗斯乌拉尔原油价格较上月下跌超 3 美元/桶，折扣较布伦特原油扩大，约为 56 美元/桶，低于价格上限。印度炼油厂暂停采购导致乌拉尔原油在印度西海岸的折扣较迪拜原油扩大至 4 美元/桶。当月俄罗斯成品油价格也大幅下跌，除石脑油外均低于价格上限。

从产品结构上看，俄罗斯炼厂以产出汽柴油为主，其中柴油占比最大。相较于西方国家更为复杂的炼厂，俄罗斯炼厂产品偏重。俄罗斯出口的产品以重质组分为主。俄罗斯是全球第一大燃料油出口国，同时也是全球第二大柴油出口国。如果俄罗斯政府为确保国内市场供应，限制柴油和燃料油的禁令，会造成成品油市场偏紧。另一方面，市场担忧俄罗斯是否会通过短期在市场抛售原油的方式来弥补成品油产量下降后收入的减少。理论上，如果炼厂产能下滑影响柴油、燃料油等成品的出口，将直接影响到俄罗斯的财政收入。为解决该困境，俄罗斯最直接的解决方式就是通过加大出口原油来弥补成品油端的减量。

此前市场就已经对“乌克兰无人机袭击事件”进行过多轮炒作，本轮炒作的逻辑与此前相同，短期偏利多市场，后续影响关注俄罗斯当地炼厂的复产节奏以及后续的袭击力度。早在 2024 年，乌克兰就开始使用无人机袭击俄罗斯炼厂。其中 2024 年 3 月份，乌克兰曾发动一波对俄罗

斯炼厂的高强度袭击，当时造成当地超过 12 家炼油厂、约 278.2 万桶/日的炼能（约占俄罗斯总炼能的 49%）受到破坏，后续大部分的炼能在 2024 年 5 月中旬左右开始恢复。从当时的市场表现来看，地缘风险对油价的利多驱动偏向短期。2024 年国际油价在 3 月中旬趋势上涨，到 4 月中旬触及年内高点，此后油价趋势回调，回吐前期的涨幅。

图表 2. 2024 年乌克兰袭击俄罗斯炼厂期间，布伦特油价走势（美元/桶）



数据来源：Wind，兴证期货研究咨询部

图表 3. 2025 年乌克兰已袭击的俄罗斯炼厂地图

Ukraine Increased Targeting of Key Russian Refineries in 2025

数据来源：Bloomberg，兴证期货研究咨询部

三、地缘风险二：美国推动西方国家对俄油出口采取进一步的制裁

自 8 月中旬特朗普与普京在阿拉斯加会晤后，“俄乌停火”谈判再度陷入停滞。特朗普对结束战争的前景变得悲观，开始寻求对俄罗斯施加新一轮制裁来逼迫俄罗斯选择“停火”。9 月 12 日，美国向七国集团施压，要求对购买俄罗斯石油的国家征收高达 100% 的关税（当前俄油主要买家为印度和中国等亚洲国家），并采取其他措施，以迫使普京与乌克兰进行谈判。但在 9 月 16 日，欧盟委员会表示将推迟提交下一轮对俄罗斯制裁方案，该方案原计划 9 月 17 日提交给欧盟 27 国代表，可能涵盖俄罗斯银行、“影子船队”油轮及遏止第三方规避制裁的措施。

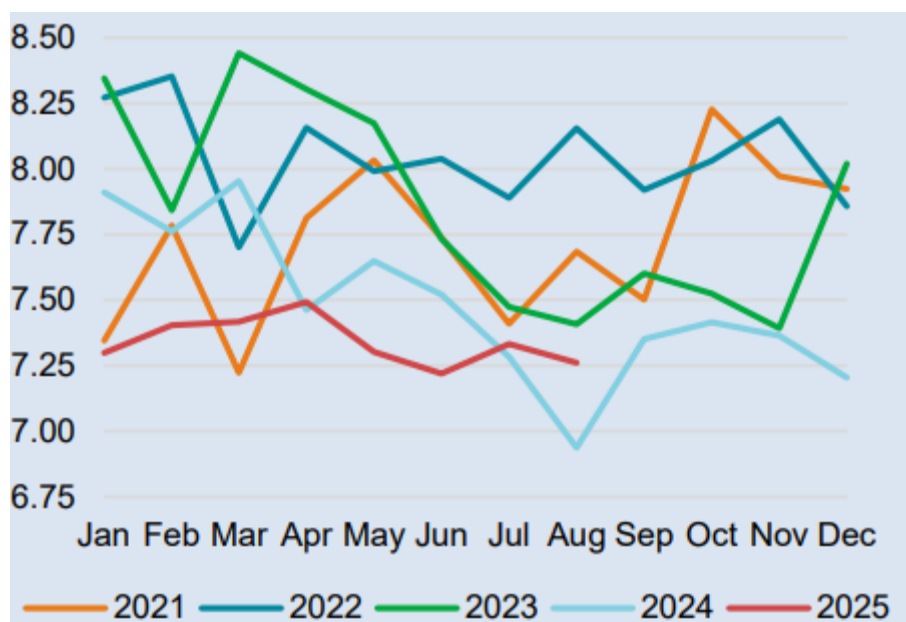
年初至今，西方国家已经对俄油进行了多轮制裁，但实际效果有效，当前印度和中国等主要买家仍然在采购俄油。7 月欧盟对印度 Nayara 炼油厂（Rosneft 持股 49%）的制裁迫使其仅供应印度国内需求，沙特阿美和伊拉克 SOMO 停止对其原油出口，迫使该厂仅加工俄罗斯原油。7 月欧盟对 105 艘影子船队的制裁推高了俄罗斯原油运费，削弱了离岸价格和出口收入。7 月 30

日，美国财政部对 62 艘船舶和 73 家运输伊朗及俄罗斯石油的公司实施新制裁，但未影响中国等国的俄罗斯油进口。8 月 27 日起，美国对印度购买俄罗斯原油实施 25% 的二级关税（总计 50%），但印度财长表示将继续购买经济划算的俄罗斯油。

市场对“俄油被制裁”的炒作主要停留在预期及情绪层面，从实际角度看，尽管西方国家对俄油已经发起多次强力制裁，但效果并不理想，年初至今俄油的出口量并未因制裁出现显著下滑。我们预计当前市场对“俄油被制裁”的交易逻辑与 1 月份的制裁逻辑相对类似。即使未来西方国家公布对俄油制裁的具体方案，对俄油实际供应影响有限。

在 1 月份的制裁期间，我们当时认为美国对俄罗斯的制裁实际影响较为有限，更多是地缘情绪的炒作，后续市场走势验证了我们的观点。首先，尽管从文件上看，1 月的制裁涉及俄罗斯两家顶级石油生产商以及 180 多艘油轮，理论上对俄油的出口影响较为严重，但自俄乌战争之后，俄罗斯能源行业已经受到西方国家的多轮制裁，但其出口量仍然较为稳定，不排除相关产业已经具备一定反制裁手段，例如可以找到新的“影子船队”或者通过寻找新的中间贸易商来进行出口。其次，从长期视角来看，2025 年全球原油的闲置产能较为充足，即使俄罗斯原油出口量出现明显下滑，OPEC+ 的其他国家有能力通过增产来弥补俄油供应下滑后的缺口。在不考虑俄罗斯和其余三大赦免国的情况下，当前 OPEC+ 总闲置产能有近 600 万桶/日，远超理论状态下俄罗斯被完全制裁后约 90 万桶/日的供应缺口。因此，从年度平衡表的角度看，若俄油供应持续下滑，短期供需平衡会存在供应偏紧的压力，但是若全球市场长期处于供应不足、油价偏高的状态，未来 OPEC+ 其他国家大概率会加快增产的节奏以满足市场的需求。OPEC+ 现有的较大的闲置产能将对 2025 年油价上方空间形成压制，即使 2025 年俄油被严格制裁，市场也无需对供应缺口过分担忧。

图表 4. 俄罗斯石油出口量（百万桶/日）



数据来源：IEA，兴证期货研究咨询部

四、地缘风险三：中东地缘风险延续

中东地缘风险延续，短期仍可能影响油价走势。9月9日，以色列针对在卡塔尔首都多哈的巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动（哈马斯）高层领导人进行“精准打击”，导致当日短期油价跳涨。截至9月18日，以色列仍然在加沙地带开展军事行动，导致原油地缘溢价长期偏强。尽管在6月份以色列和伊朗同意停火驱动地缘溢价回落，但未来中东局势走向仍然复杂多变，若紧张局势再度出现易再次抬高油价。参考历史经验，我们认为未来“中东局势”对油价的影响很可能与“俄乌冲突”时期市场的反应类似。若当地局势再度紧张，油价短期会有所上涨，但上涨幅度将会弱于第一轮炒作。且随着冲突持续时间变长，市场会逐渐适应中东地区的风险环境，导致其对油价的影响逐步减弱，除非出现战争直接破坏当地能源设施或者伊朗选择关闭霍尔木兹海峡的情景。

五、总结与展望

近期油价走势因地缘局势的扰动而出现脱离基本面的情形，当前的利多驱动主要来自“乌克兰无人机袭击俄罗斯炼厂”事件、西方国家推动再次制裁俄油以及中东局势的反复。首先，据路透社9月16日援引接近俄罗斯石油企业的消息人士报道，近期乌克兰无人机袭击至少10

座俄罗斯炼油厂，造成部分设施受损并暂时停止原油加工，累计影响俄罗斯全国约五分之一的炼油产能。此前市场就已经对“乌克兰无人机袭击事件”进行过多轮炒作，本轮炒作的逻辑与此前相同，短期偏向利多市场，后续影响需关注俄罗斯当地炼厂的复产节奏以及后续的袭击力度，预计对油价的利多驱动偏向短期。其次，9月12日，美国向七国集团施压，要求对购买俄罗斯石油的国家征收高达100%的关税（当前俄油主要买家为印度和中国等亚洲国家），并采取其他措施，以迫使普京与乌克兰进行谈判。从实际情况上看，市场对“俄油被制裁”的炒作主要停留在预期及情绪层面，从实际角度看，尽管西方国家对俄油已经发起多次强力制裁，但实际效果并不理想，年初至今俄油的出口量并未因制裁出现显著下滑。我们预计当前市场对“俄油被制裁”的交易逻辑与1月份的制裁逻辑较为类似。即使未来西方国家公布对俄油制裁的具体方案，预计对俄油的实际供应影响有限。最后，9月9日，以色列针对在卡塔尔首都多哈的巴勒斯坦伊斯兰抵抗运动（哈马斯）高层领导人进行“精准打击”，导致当日短期油价跳涨。我们认为未来“中东局势”对油价的影响很可能与“俄乌冲突”时期市场的反应类似。若当地局势再度紧张，油价短期会有所上涨，但上涨幅度将会弱于第一轮炒作。而且随着冲突持续时间变长，市场会逐渐适应中东地区的风险环境，导致其对油价的影响逐步减弱，除非出现战争直接破坏当地能源设施或者伊朗选择关闭霍尔木兹海峡的情景。

综合来看，短期油价走势较难预测，主要关注上述三大地缘事件的演绎；但从中长期来看，在OPEC+继续加速增产的背景下，维持未来油价偏弱的观点。

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，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。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意影响。本人不曾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

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确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。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况。

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引致的损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究咨询部不承担责任。本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究咨询部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。