



供应链专题分析报告

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：厉梦颖（执业 S1130526030001） 分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

limengying@gjzq.com.cn

songxuetao@gjzq.com.cn

后霍尔木兹时代，原油进入新的定价状态

回顾 1946 年以来的原油市场，全球油价大体经历了两轮中枢的结构性上移，每一轮都对应着定价机制的切换。第一轮中枢上移发生在 1973 年石油危机之后，是定价权转移、议价能力转移和货币体系重定价共同作用的结果。进入 21 世纪，油价中枢经历第二轮结构性上移，这一次的核心驱动来自需求侧扩张和边际供应成本的永久性上移。第二轮油价中枢上移后，原油定价机制逐步形成相对清晰的区间框架：下沿来自 OPEC+ 政策托底和页岩油盈亏平衡线，上沿则主要来自美国页岩油的短周期扩产弹性。

霍尔木兹危机不是新一轮油价长期牛市的起点，而是旧定价机制松动后的风险再定价，虽然会使油价较冲突前基线更难完全回落，并带来阶段性中枢抬升，但需求低速增长决定了高油价难以长期站稳。最终结果不是单边上行，而是价格区间变宽、波动率中枢上移、尾部风险增加。

风险提示

地缘局势演化超预期；OPEC+ 政策协调超预期；全球需求与非 OPEC+ 供给变化超预期。



内容目录

一、历史上油价的两次“换挡”	3
二、长期油价定价机制正在松动	4
三、原油进入新的定价状态	9
风险提示	11

图表目录

图表 1：1946 至今 WTI 油价变动（单位：美元/桶）	3
图表 2：全球石油剩余产能以及占需求的比重	4
图表 3：全球原油剩余产能变化（1970—2021 年）	4
图表 4：全球原油供给成本曲线：低成本资源耗尽后，边际供给向高成本端迁移（单位：美元/桶）	4
图表 5：1992 年—2025 年全球原油产量份额分布（单位：%）	5
图表 6：OPEC 原油产量变动影响 WTI 价格（单位：美元/桶）	6
图表 7：各国达到财政盈亏平衡点的油价（单位：美元/桶）	6
图表 8：阿联酋原油产量占全球、OPEC 和 OPEC+ 的比重（单位：%）	7
图表 9：OPEC+ 各成员国有效闲置产能分布（百万桶/天）	7
图表 10：过去几周美国原油生产小幅度上涨和原油出口均值 500 万桶/天（单位：百万桶/天）	8
图表 11：美国石油活跃钻机数（单位：个）	8
图表 12：中东冲突以来，美国 DUC 小幅下滑对应已完工油井数量小幅上升（单位：个）	9
图表 13：全球已探明原油储量（百万桶）	9
图表 14：1971—2020 年全球石油总需求和供需缺口（单位：百万吨）	10
图表 15：2022—2025 年石油需求预测（单位：百万桶/日）	10
图表 16：2015—2030 年石油供需年均增长（单位：百万桶/日）	10
图表 17：美国页岩油新井盈亏平衡点（单位：美元/桶）	11



过去几十年运行相对稳定的原油定价体系，正在同时受到实物端与制度端的双重冲击。美以伊冲突引发的霍尔木兹海峡危机削弱了市场对关键能源通道持续畅通的信任。阿联首退群则暴露出是石油联盟内部协调能力下降。二者叠加，意味着本轮油价波动不能仅用短期地缘风险溢价解释，原油定价机制本身可能也需要重新校准。

一、历史上油价的两次“换挡”

回顾 1946 年以来的原油市场，全球油价大体经历了两轮中枢的结构性上移，每一轮都对应着定价机制的切换。

图表1：1946 至今 WTI 油价变动（单位：美元/桶）



来源：Macrotrends，国金证券研究所

第一轮中枢上移发生在 1973 年石油危机之后，是定价权转移、议价能力转移和货币体系重定价共同作用的结果。

1973 年以前，国际油价长期由西方石油巨头“七姐妹”主导，产油国更多处于价格和分成安排的接受方。石油危机之后，OPEC 通过禁运、减产和集体提价打破了这一低油价体系，原油定价权开始从跨国石油公司向资源国转移，价格不再服务于消费国稳定供给和西方公司利润，而是开始反映资源稀缺和产油国议价能力。

1971 年德州铁路委员会取消产量配额、本土产量在 1970 年达到约 960 万桶/天的峰值后开始回落，全球边际产量调节者的角色从美国转移至沙特——消费国失去了通过自身产能调节平抑国际油价的能力，议价天平倒向资源国。

与此同时，布雷顿森林体系瓦解后美元持续贬值，以美元计价的石油需要重新定价，OPEC 不断上调标价以对冲美元购买力下降，推动油价从每桶 3 美元附近升至 1981 年前后约 37 美元。

这一中枢上升的核心支撑是 OPEC 的定价权。1985 年沙特放弃边际产量调节者角色、转向争夺市场份额后，油价从 1985 年的约 30 美元/桶跌至 1986 年的不到 15 美元/桶，并在此后近 20 年维持在 15-25 美元/桶的低位区间（1990 年海湾战争期间短暂冲高至 40 美元附近）。

这从反向印证了 1973-1985 年的高油价中枢主要由定价机制撑起，定价权弱化后油价仍可回落。

进入 21 世纪，油价中枢经历了第二轮结构性上移，核心驱动来自需求侧扩张和边际供应成本的永久性上移。

2000 年以来，全球石油消费重心持续向亚洲转移，中国则成为油需增长的核心增量来源。Columbia CGEP 测算，2000—2023 年，中国贡献了全球石油需求增量的约 50%。

供给侧的变化同样关键。全球原油剩余产能从 1980 年代的 890 万桶/天、占全球需求约 14%，降至 1990 年代的 310 万桶/天、占需求约 4%，2000-2009 年进一步降至 230 万桶/天、占需求仅约 3%。由于剩余产能主要集中在 OPEC 成员国手中，缓冲产能下降意味着 OPEC 作为全球低成本调节者的市场稳定能力明显削弱。

与此同时，非 OPEC 传统低成本资源也相继进入衰退期，新增供应逐步转向美国页岩油等资本开支更高、开发周期更长的资源类型。当需求增长开始超过低成本产能的扩张能力，全球边际供应被迫向高成本端迁移，市场对长期均衡油价和边际供给成本的定价随之上移。

需求超级周期解释了油价为什么跳升，边际成本上移则解释了油价为什么难以回到 1990 年代的低位区间。油价从 1990 年代的年均 15-20 美元/桶上移至 2010 年代的 50-80 美元/桶（其间 2011-2014 年偶尔高于 100 美元/桶）。

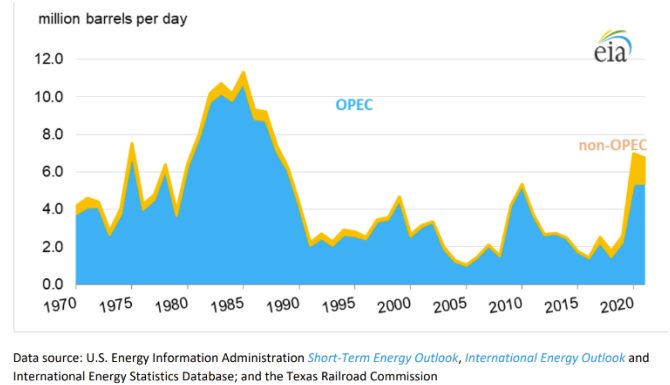


图表2：全球石油剩余产能以及占需求的比重

	Average surplus (million barrels per day)	As a percentage of global petroleum demand
1973–1979	4.8	14%
1980–1989	8.9	14%
1990–1999	3.1	4%
2000–2009	2.3	3%
2010–2019	2.7	3%
2020–2021	6.9	7%
1973–2021	4.4	7%

Data source: U.S. Energy Information (EIA) *Short-Term Energy Outlook*, *International Energy Outlook*, and *International Energy Statistics Database*
Note: EIA does not have estimates of global petroleum demand prior to 1973.

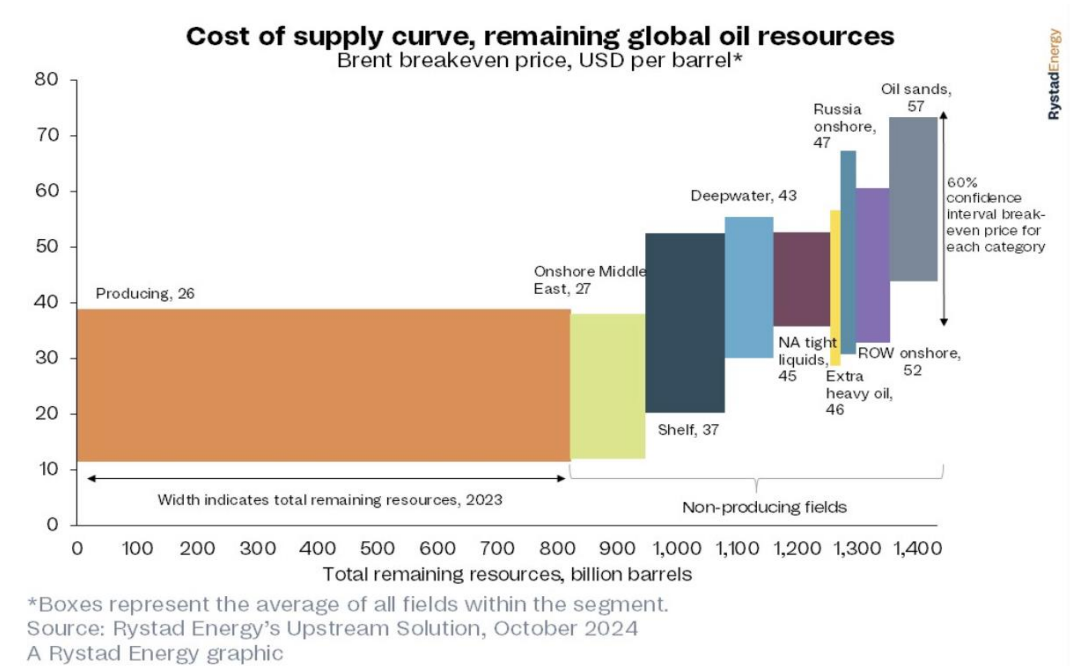
图表3：全球原油剩余产能变化（1970—2021 年）



来源：EIA, 国金证券研究所

来源：EIA, 国金证券研究所

全球原油供给成本曲线：低成本资源耗尽后，边际供给向高成本端迁移（单位：美元/桶）



来源：Rystad Energy, 国金证券研究所

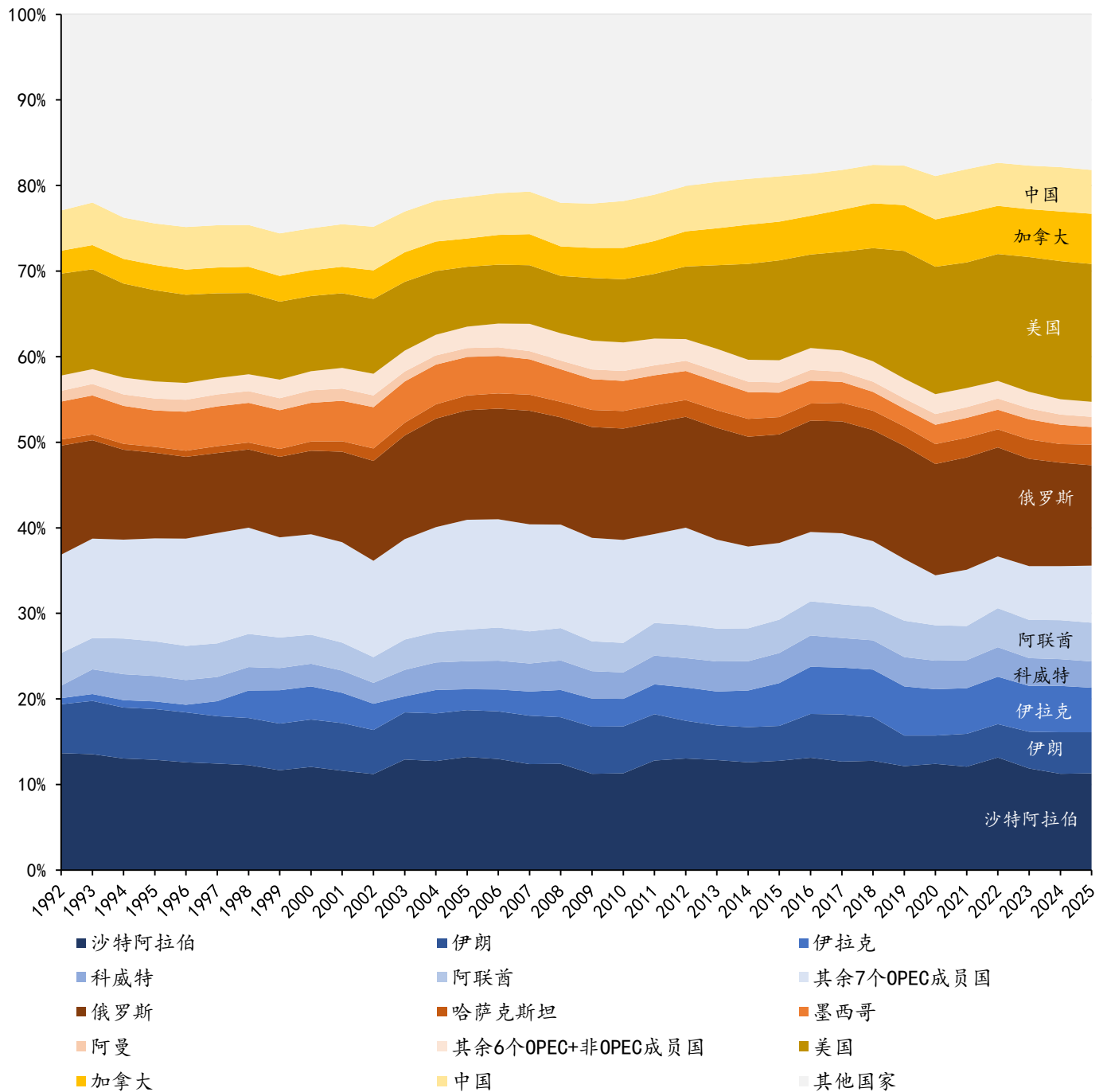
二、长期油价定价机制正在松动

第二轮油价中枢上移后，原油定价机制逐步形成相对清晰的区间框架：下沿来自 OPEC+政策托底和页岩油盈亏平衡线，上沿则主要来自美国页岩油的短周期扩产弹性。

全球原油市场的供给定价主要取决于美国 and OPEC+两股力量。页岩油革命之后，美国成为全球最重要的原油边际供给来源之一，而 2016 年底，OPEC 与俄罗斯等产油国建立联合减产机制，OPEC+也成为影响油价的重要力量。美国已成为全球第一大原油生产国，2025 年占全球原油产量的 16%，而 OPEC+成员国合计占 55%。



图表5：1992年-2025年全球原油产量份额分布（单位：%）



注：

1. 数据统计按照现在 OPEC 和 OPEC+成员国，其中蓝色系为 OPEC 成员国，橙色系为 OPEC+非 OPEC 成员国，蓝色+橙色为 OPEC+，OPEC 成立于 1960 年，OPEC+成立于 2016 年；
2. 阿联酋 2026 年 5 月退出 OPEC 和 OPEC+，目前 OPEC 成员共计 11 个，包括阿尔及利亚、刚果（布拉柴维尔）、赤道几内亚、加蓬、伊朗、伊拉克、科威特、利比亚、尼日利亚、沙特阿拉伯和委内瑞拉。OPEC+是受 OPEC+协议约束的 OPEC 成员国，加上阿塞拜疆、巴林、文莱、哈萨克斯坦、马来西亚、墨西哥、阿曼、俄罗斯、南苏丹和苏丹 10 个国家。伊朗、利比亚和委内瑞拉不受 OPEC+协议约束。

来源：EIA，国金证券研究所

低油价阶段的下沿通常由 OPEC+政策托底和页岩油成本约束共同决定。海湾国家开采成本较低，部分油田具备较强的产量调节能力，但低开采成本并不意味着产油国能够长期接受低油价。沙特等国家财政收入高度依赖石油出口，当油价跌至较低水平时，OPEC+通常会通过减产、延长减产或释放政策信号来稳定市场预期，从而对油价形成托底。2016



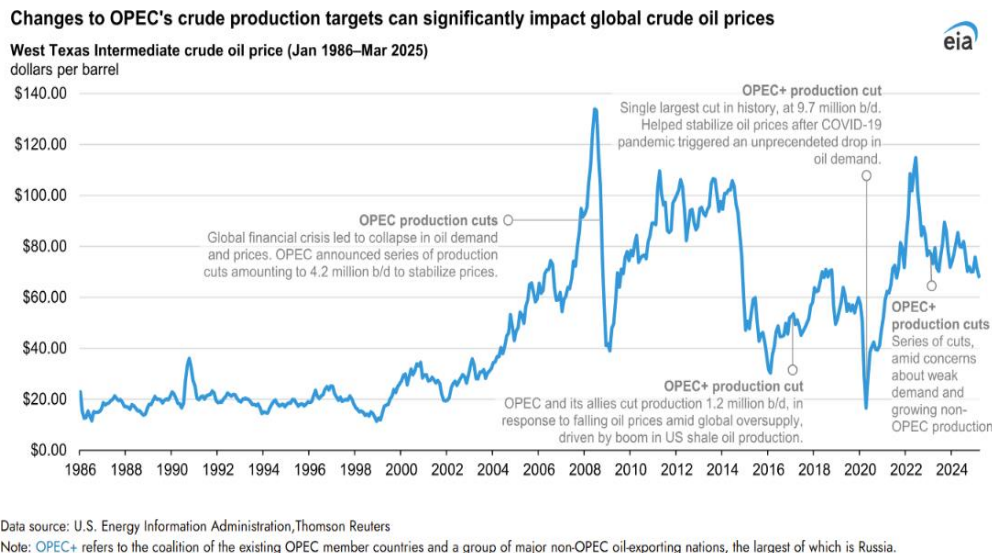
年 OPEC+ 建立联合减产机制、2020 年疫情后大幅减产，正是其低油价阶段主动托底机制的体现。美国页岩油盈亏平衡线则构成低油价阶段的辅助支撑。油价回落至新井开发成本附近时，页岩油企业扩产意愿下降，新增供给释放放缓，从而对油价形成成本支撑。

高油价阶段，油价上沿的核心约束来自需求承接能力和美国页岩油的增产能力。当油价维持在较高水平时，如果终端需求仍能承接，油价可以继续维持高位，但当高价开始压制消费、炼厂利润和补库意愿，需求收缩会对油价形成第一层约束。与此同时，若高油价持续足够久，页岩油企业会更有动力增加资本开支，加快钻井、压裂和完井投入，推动供给释放，从而进一步压制油价上行空间。相比传统油田，页岩油投资周期更短、产量响应更快，因此在上一轮周期中，美国页岩油一度成为高油价阶段最重要的边际供给约束。

相比之下，高油价下 OPEC+ 增产意愿分化。2022 年上半年，在油价高企和外部呼吁增产的压力下，OPEC+ 曾加快增产节奏，将 7 月和 8 月的月度增产目标提高至 64.8 万桶/日，高于此前每月 43.2 万桶/日。但 2022 年 10 月，在油价从约 120 美元/桶回落至约 90 美元/桶附近后，OPEC+ 并未继续增产，反而宣布下调产量目标 200 万桶/日。

背后的约束在于，OPEC+ 成员之间的财政诉求和产能诉求并不一致。沙特是核心主导国，也拥有最多闲置产能，但其财政平衡油价较高。2025 年沙特财政平衡油价约 92 美元/桶，明显高于阿联酋约 50 美元/桶。财政压力较高的成员更倾向于维持较高油价，而财政平衡油价较低、同时具备扩产能力的成员则更有动力争取市场份额。这种分化决定了 OPEC+ 在低油价阶段更容易形成减产共识，但在高油价阶段，成员围绕保价与抢份额的分歧更容易放大，也为联盟内部分裂埋下伏笔。

图表6：OPEC 原油产量变动影响 WTI 价格（单位：美元/桶）



来源：EIA，国金证券研究所

图表7：各国达到财政盈亏平衡点的油价（单位：美元/桶）

Table 6. Oil Exporters: Breakeven Oil Prices (US dollars per barrel)							
	2021	2022	2023	2024	Projections		
					2025	2026	2030
FISCAL BREAKEVEN OIL PRICE¹							
Oil exporters							
Algeria	111.4	112.5	103.9	155.6	156.6	141.9	119.7
Azerbaijan	57.5	67.3	55.2	68.1	87.3	85.6	91.3
Bahrain	131.6	131.8	137.8	160.8	137.0	138.6	167.3
Iran	118.8	123.0	123.3	137.7	163.0	164.8	132.5
Iraq	54.2	68.5	80.4	83.8	78.6	79.1	79.6
Kazakhstan	183.5	95.3	109.3	114.4	121.2	128.1	100.9
Kuwait	87.0	81.6	79.6	88.2	80.2	76.7	81.6
Libya	52.2	64.4	66.4	73.5	66.7	63.2	61.1
Oman	76.7	55.4	54.0	53.7	57.0	53.5	41.9
Qatar	48.0	48.5	49.9	47.1	44.7	43.2	37.9
Saudi Arabia	82.7	89.1	94.5	96.1	92.3	86.6	82.5
Turkmenistan	28.9	31.5	37.5	43.2	45.3	47.1	56.0
United Arab Emirates	53.0	46.6	45.6	50.0	50.4	45.2	38.4



来源：IMF，国金证券研究所

但原油市场原本相对稳定的定价机制正在被削弱。

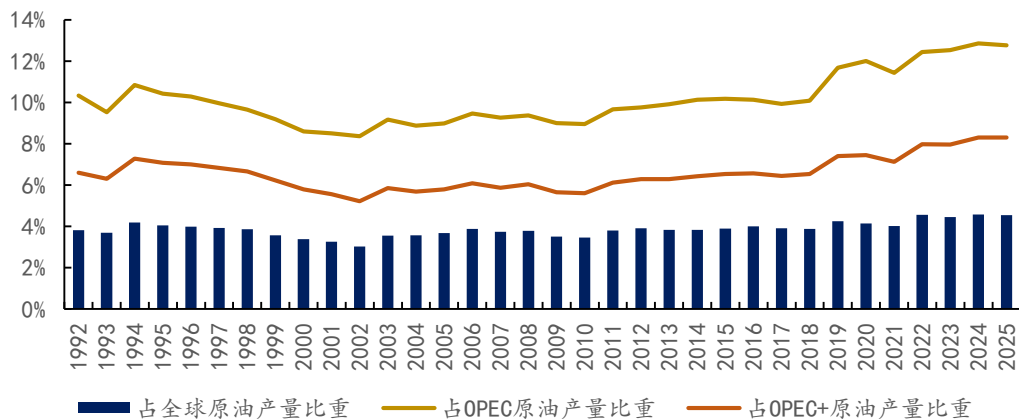
一是霍尔木兹风险使地缘冲击从单纯的供应中断，转向对通道信用的重新定价。通道风险一旦进入定价，就不只是短期断供冲击，而会转化为更持久的信用折价。（详见 2026 年 4 月 8 日《油气冲击下的众生相》）

二是阿联酋退群会削弱油价的政策底，也就是市场对 OPEC+ 石油联盟集体减产托底能力的信任。从数据看，阿联酋退群对油价的直接冲击仍在可控范围内。2025 年阿联酋占全球原油产量的 4.5%，占 OPEC 产量的 12.8%、OPEC+ 产量的 8.3%。从冲突前较正常的有效闲置产能看，石油联盟可调产能高度集中在少数国家。以 2026 年 1-2 月为例，沙特和阿联酋是最主要的有效闲置产能来源，其中沙特占绝对主导，约占一半，阿联酋约为沙特的三分之一。

阿联酋退出本身未必足以瓦解石油联盟，但会削弱联盟纪律，并使市场重新评估非沙特成员的配合意愿。如果更多成员国不再严格接受配额约束，转而优先恢复产量、争取市场份额，石油联盟就会从“共同托底”转向“沙特单边托底”。这意味着低油价时，沙特要么继续减产、牺牲市场份额，要么放弃托底、接受油价下沿走弱。

因此，阿联酋退群本身未必导致油价立刻大幅下跌，但如果沙特难以继续约束其余成员国，市场会下调对石油联盟集体减产能力的信任，油价下沿支撑会变得更不稳定，中期更偏利空，波动也会放大。

图表8：阿联酋原油产量占全球、OPEC 和 OPEC+ 的比重（单位：%）



来源：EIA，国金证券研究所

图表9：OPEC+各成员国有效闲置产能分布（百万桶/天）

国家/组织	2026年1月供给	2026年2月供给	2026年3月供给	2026年4月供给	可持续产能	有效闲置产能 较1月	有效闲置产能 较2月	有效闲置产能 较3月	有效闲置产能 较4月
阿尔及利亚	0.96	0.96	0.96	0.99	0.99	0.03	0.02	0.02	0.00
刚果	0.27	0.28	0.27	0.27	0.27	0.00	0.00	0.00	0.00
赤道几内亚	0.05	0.06	0.06	0.04	0.06	0.01	0.00	0.00	0.02
加蓬	0.24	0.20	0.19	0.23	0.22	0.00	0.02	0.04	0.00
伊拉克	4.34	4.50	1.57	1.35	4.87	0.52	0.36		
科威特	2.6	2.54	1.19	0.57	2.88	0.30	0.34		
尼日利亚	1.46	1.44	1.35	1.45	1.42	0.02	0.00	0.07	0.00
沙特阿拉伯	10.3	10.40	7.25	6.98	12.11	1.84	1.71		
阿联酋	3.6	3.64	2.11	2.44	4.28	0.67	0.64		
OPEC-9	23.83	24.02	14.95	14.33	27.10	3.39	3.11	0.13	0.02
伊朗*	3.45	3.59	3.63	3.51	3.80	0.35	0.21	0.17	0.29
利比亚*	1.33	1.28	1.23	1.31	1.28	0.00	0.00	0.05	0.00
委内瑞拉*	0.68	0.86	0.98	1.02	1.00	0.22	0.14	0.02	0.00
OPEC-12	29.29	29.75	20.80	20.18	33.18	3.61 (3.96)	3.25 (3.46)	0.2 (0.37)	0.02 (0.31)
阿塞拜疆	0.47	0.47	0.46	0.45	0.48	0.02	0.01	0.01	0.03
哈萨克斯坦	1.36	1.43	1.88	1.86	1.80	0.49	0.37	0.00	0.00
墨西哥	1.42	1.41	1.39	1.38	1.50	0.10	0.09	0.11	0.12
阿曼	0.81	0.80	0.84	0.85	0.80	0.00	0.00		
俄罗斯	9.26	8.55	8.96	8.83	9.40	0.14	0.85	0.44	0.57
其他	0.72	0.78	0.62	0.59	0.86	0.13	0.08		
非OPEC	14.03	13.44	14.15	13.95	14.84	0.74	0.55	0.12	0.15
OPEC+	43.33	43.19	34.96	34.13	48.01	4.35 (4.49)	3.80 (4.65)	0.32 (0.76)	0.17 (0.74)



注：可持续产能指的是产能水平可在 90 天内达到，并可维持较长时间的产能；*代表伊朗、利比亚、委内瑞拉豁免减产；IEA 计算有效闲置产能时剔除了伊朗和俄罗斯的，蓝色字体为加了俄罗斯和伊朗后的有效闲置产能；有效闲置产能在美伊冲突前为可持续产能减去供给量，但美伊冲突后伊拉克、科威特、沙特和阿联酋受限，因此有效闲置产能不计入统计，后续如果霍尔木兹危机过去，将继续计入有效闲置产能统计，因此在衡量 OPEC+ 各成员国有效闲置产能时采用 1 月、2 月的数据。

来源：IEA, 国金证券研究所

三是美国页岩油仍能阶段性补缺口，但难以像上一轮周期那样快速重塑全球供给曲线。

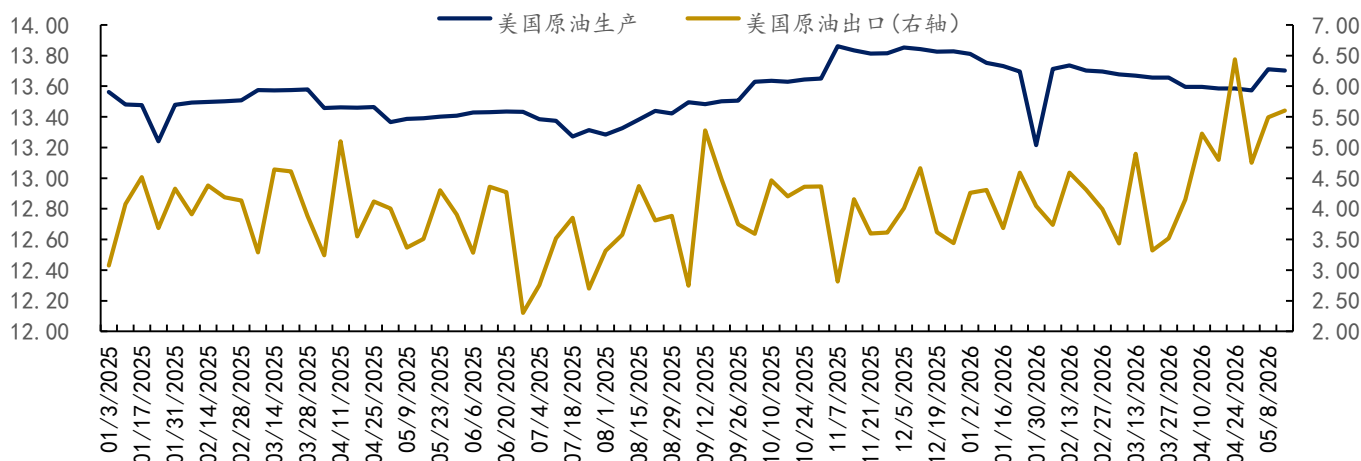
高油价和中东供应扰动确实推动美国供给明显修复。截至 5 月 15 日当周，美国原油产量升至 1370 万桶/日，原油出口达 560 万桶/日，4 月 24 日当周出口更一度升至 644 万桶/日，较 2 月底增加逾 60%，成为欧洲和亚洲补缺口的重要来源。

但这更多来自小部分 DUC（已开工但未完工油井）的快速激活和完井活动回升，而不是新一轮大规模钻井周期。截至 5 月 15 日，美国油井钻机为 415 台，虽较前期略有上升，但仍低于去年同期的 465 台。多位美国页岩企业高管也表示，即使油价超过 100 美元/桶，如果高价不能持续超过一个季度，也不太可能触发显著钻探增加，而从增加钻机到新增供应真正上市，通常仍需要半年到一年。

同时，美国正通过油企投资、制裁许可和友岸资源，重建以自身为核心的供给网络，但这需要时间。以委内瑞拉为例，其已探明原油储量居全球前列，美国放松部分许可后，Chevron 等油企正在恢复部分在委作业，但基础设施老化、炼厂开工不足、稀释剂和电力约束仍限制产能修复，大规模扩产仍需数年。

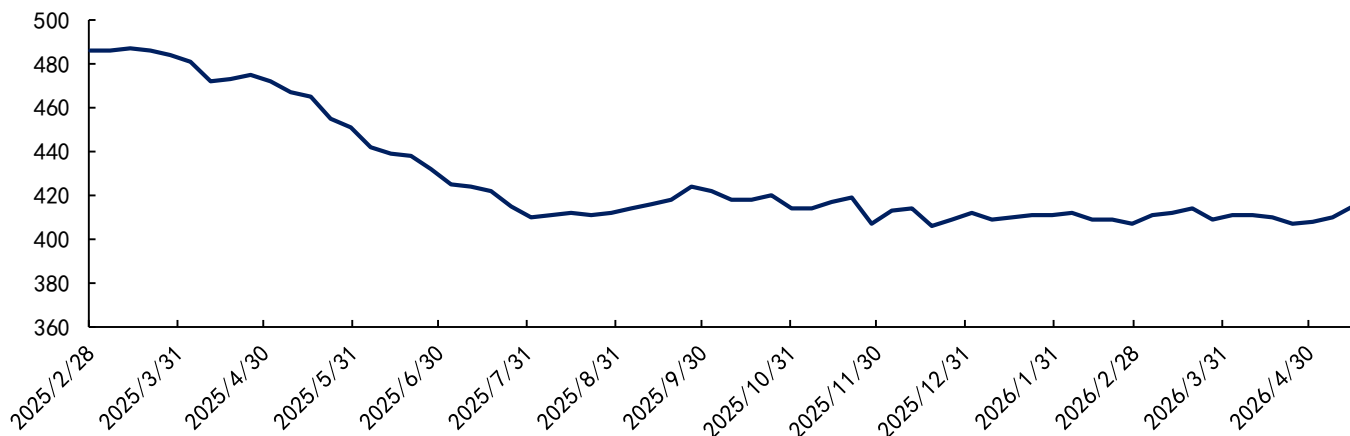
因此，短期看，全球原油供给主动权仍更多取决于 OPEC+，但中长期看，随着委内瑞拉等资源逐步放量，美国对油价的影响力可能重新扩大。

图表 10：过去几周美国原油生产小幅度上涨和原油出口均值 500 万桶/天（单位：百万桶/天）



来源：EIA, 国金证券研究所

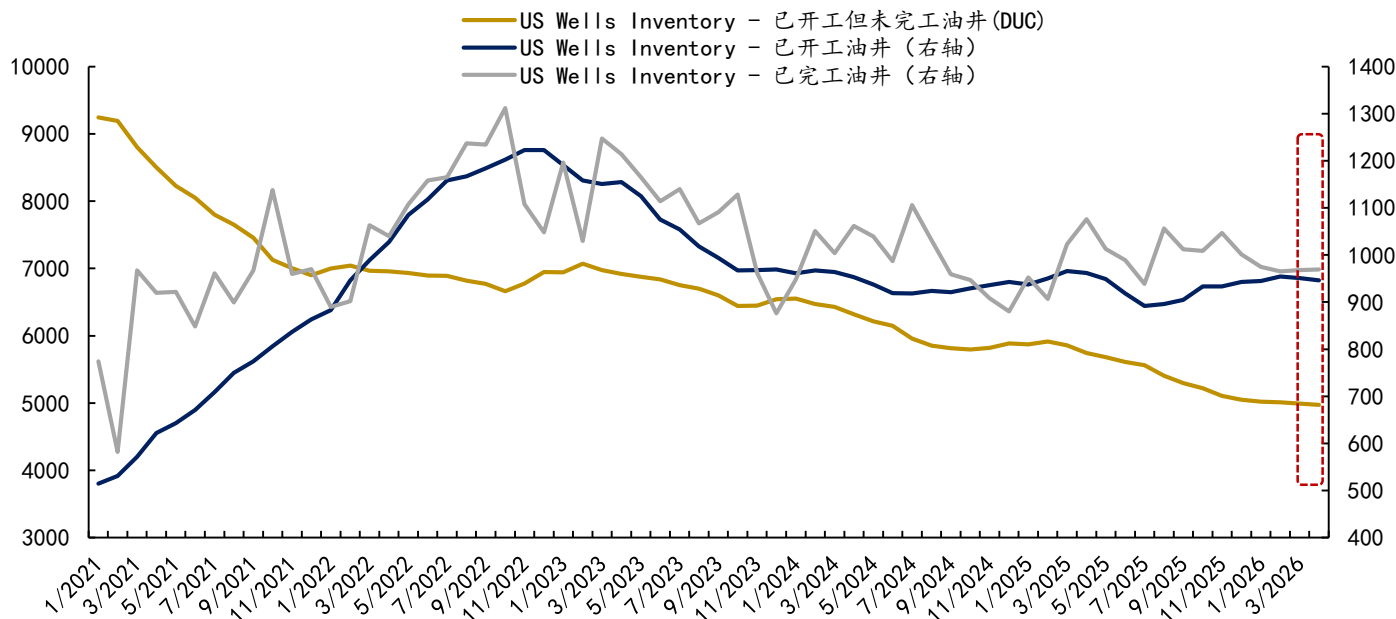
图表 11：美国石油活跃钻机数（单位：个）



来源：Bloomberg, 国金证券研究所



图表12：中东冲突以来，美国 DUC 小幅下滑对应已完工油井数量小幅上升（单位：个）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表13：全球已探明原油储量（百万桶）

类型	国家	2024占全球份额	2024年已探明原油储量 (百万桶)
同属于OPEC+和OPEC成员国	委内瑞拉	19.35%	303221
	沙特阿拉伯	17.05%	267200
	伊朗	13.31%	208600
	伊拉克	9.26%	145019
	阿联酋	7.21%	113000
	科威特	6.48%	101500
	其余OPEC成员国	6.56%	102754
OPEC		79.22%	1241294
属于OPEC+但不是OPEC成员国	俄罗斯	5.11%	80000
	其余OPEC+非OPEC成员国	3.57%	55907
OPEC+		87.90%	1377201
非OPEC+国家 其他国家	美国	2.87%	45014
		9.23%	144654
	合计	100.00%	1566869

来源：OPEC，国金证券研究所

三、原油进入新的定价状态

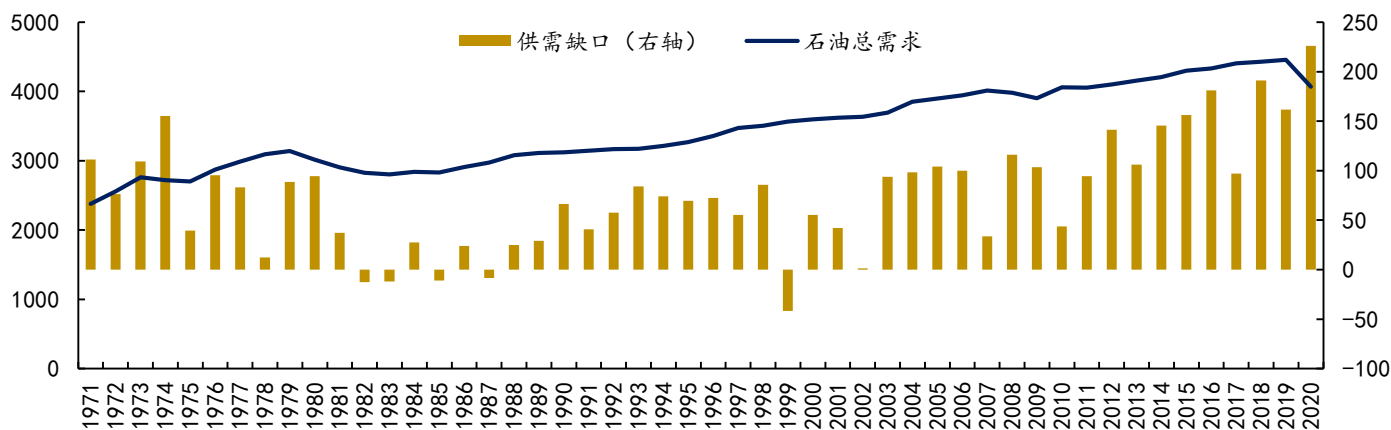
2000 至 2020 年，全球石油需求是推动油价中枢持续上移的核心力量。中国加入 WTO 后，亚洲工业化和城镇化加速，全球石油消费重心从欧美转向亚洲，需求曲线持续右移，支撑油价中枢在这一阶段持续抬升。

但 2020 年之后，油价的需求逻辑已经发生变化。全球石油需求虽然从疫情冲击中修复，但增速明显放缓，逐步从高速扩张转向低速增长。从数据看，全球石油需求年度增量已从 2023 年的约 1.68 百万桶/日，回落至 2024 年的 1.35 百万桶/日、2025 年的 1.17 百万桶/日。其中，曾是上一轮油价中枢上移核心拉动力的中国，需求增量从 2023 年的约 0.75 百万桶/日降至 2025 年的约 0.23 百万桶/日，边际贡献明显减弱。

新的需求增长点正在向印度、东南亚等新兴市场切换，但这些经济体的体量、工业化强度和能源消费弹性，仍难以复制 2000 年代中国带来的需求冲击。与此同时，新能源替代效应持续累积，电动车、天然气、可再生能源等在终端消费中的占比上升，也在压制石油需求的长期增长空间。因此，需求端已不再支持油价中枢长期、单边上移。



图表14：1971—2020 年全球石油总需求和供需缺口（单位：百万吨）



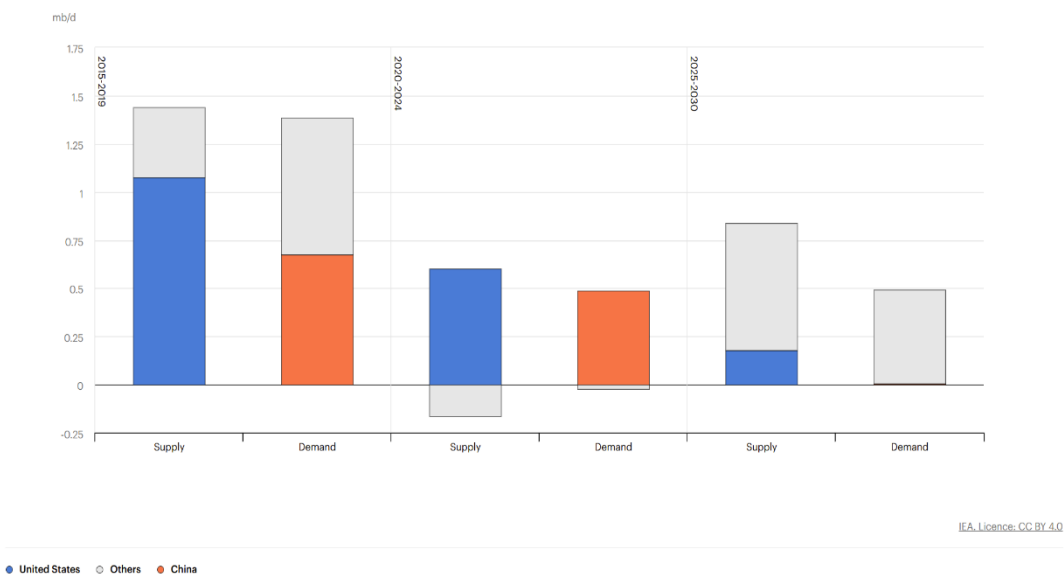
来源：IEA，国金证券研究所

图表15：2022—2025 年石油需求变化（单位：百万桶/日）

年份	全球		中国		其他亚洲国家	
	年均消费	逐年同比增量(当年 - 上年)	年均消费	逐年同比增量(当年 - 上年)	年均消费	逐年同比增量(当年 - 上年)
2022	99.77		15.23		13.53	
2023	101.45	1.68	15.98	0.75	14.02	0.50
2024	102.80	1.35	16.37	0.39	14.45	0.43
2025	103.97	1.17	16.60	0.23	14.95	0.50

来源：EIA，国金证券研究所

图表16：2015—2030 年石油供需年均增长（单位：百万桶/日）



来源：IEA，国金证券研究所

但终端需求低速增长，并不意味着危机后油价会平滑回落。霍尔木兹危机期间被消耗的商业库存需要重建，各国战略储备也可能进入补库阶段，危机后会形成一段额外需求。需要强调的是，这类需求本质上是一次性的存量修复，并不是可持续的流量增长。因此，危机后的需求强度是“借来的”，并不改变终端需求长期低速增长的判断。

以美国为例，俄乌冲突期间，美国大规模释放战略石油储备，SPR 库存到 2023 年中降至约 3.5 亿桶，为 1983 年以来



最低水平。但此后补库进展极为缓慢，背后主要有三重约束：一是财政约束，2022 年紧急销售所得资金并未完全用于后续回购，部分被用于联邦预算安排；二是价格约束，美国能源部更倾向于在每桶 67—72 美元区间补库，高于这一价格区间时回购节奏往往放缓；三是设施约束，储库设施老化和维护需求也限制了快速、大规模补库能力。

不同于 2022 年俄乌冲突，霍尔木兹危机后各国补库意愿可能更强，尤其是战略储备相对薄弱的能源进口国，或倾向于提高安全库存水位。但补库意愿并不等于补库能力，实际节奏仍受油价水平、财政承受能力、国际收支压力以及储库容量、注入能力等物理条件约束。因此，战略储备补库对油价的影响更可能体现为长尾托底，而不是短期集中的强脉冲需求。

因此，本轮并不是新的需求牛市。供给冲击可以将油价推至阶段性高位，库存重建和战略储备补库也会延缓油价回落，但在缺乏终端需求持续承接的情况下，油价中枢很难长期维持在高位。从价格形态看，本轮既不同于 1973 年式的定价权转移，也不同于 2000 年代式的需求超级周期，更可能表现为风险溢价驱动下的阶段性中枢抬升：冲高更快、回落更慢、难以完全回到冲击前水平，波动率中枢也会随之抬升。

冲高更快，是因为期货和期权市场会迅速把供应中断概率打进价格。回落更慢，是因为价格可以快速反映风险，但实物链条修复需要时间。难以完全回到原位，则是因为霍尔木兹风险一旦从短期通行问题转为通道信用问题，市场可能长期保留一部分风险溢价。波动更大，则来自期货市场和实物市场反应速度差异带来的反复修正。

在这个新框架下，油价上沿和下沿都在重估。上沿方面，需求低速增长本身会限制高价持续性。高油价一旦持续，更容易通过需求放缓和补库降温实现自我修正，因此价格上沿更多取决于需求能否承接，而不是单纯由供给冲击决定。

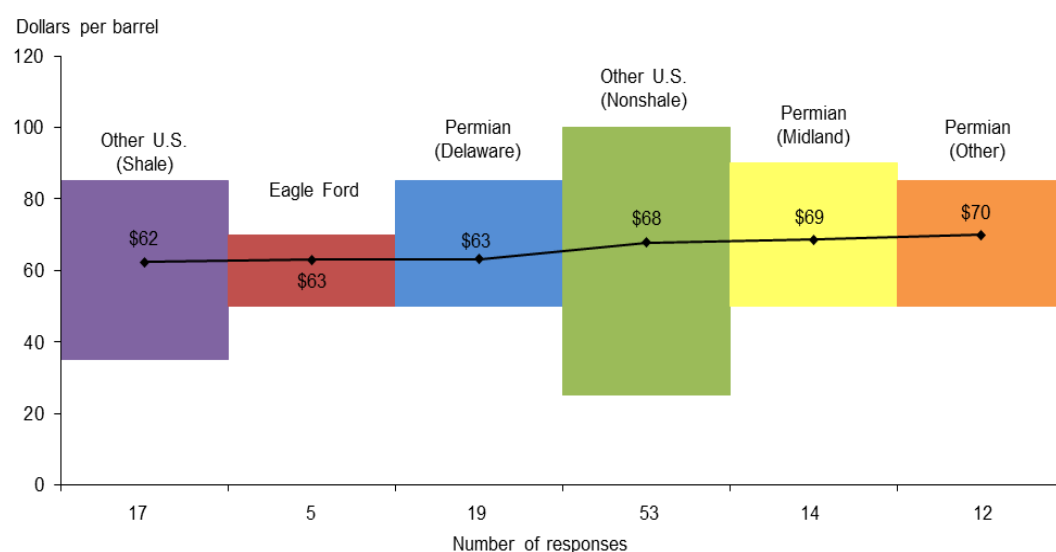
下沿方面，短期看，油价下沿仍由“OPEC+政策托底 + 页岩成本线”共同支撑。OPEC+减产仍是重要支撑，但阿联酋退群和成员国配合意愿下降，会削弱市场对石油联盟集体减产能力的信任，使油价下沿更依赖沙特单边选择。如果沙特仍愿意减产托底，油价下方仍有政策支撑。但如果沙特难以约束非沙特成员，或者不愿长期牺牲市场份额，油价就会面临跌破原有政策底的尾部风险。

与此同时，页岩成本线仍然构成低油价阶段的辅助支撑。当油价跌至美国主要页岩盆地新井盈亏平衡区间附近时，美国油企扩产放缓，新增供给收缩，也会对油价形成成本支撑。达拉斯联储 2026 年一季度调查显示，美国主要页岩盆地的新井盈亏平衡油价大致落在 60—70 美元/桶。当 WTI 回落至这一区间附近时，美国油企扩产放缓，对油价形成成本支撑。

中长期看，如果美国通过本土页岩油修复和海外资源再组织，获得更多非 OPEC+供给份额，美国体系内的边际成本可能逐步成为新的成本锚。但这一成本底不是绝对底。如果 OPEC+内部从保价转向抢份额，供给释放可能压过成本支撑，使油价下探更深。

因此，霍尔木兹危机不是新一轮油价长期牛市的起点，而是旧定价机制松动后的风险再定价，虽然会使油价较冲突前基线更难完全回落，并带来阶段性中枢抬升，但需求决定了高油价难以长期站稳。最终结果不是单边上行，而是价格区间变宽、波动率中枢上移、尾部风险增加。

图表17：美国页岩油新井盈亏平衡点（单位：美元/桶）



来源：Dallas Fed，国金证券研究所

风险提示

地缘局势演化超预期：美伊谈判、霍尔木兹通行、港口安全、保险费率和船东回流节奏仍存在较高不确定性，若冲突



反复或通道信用修复慢于预期，油价风险溢价可能维持更久。

OPEC+政策协调超预期：阿联酋退群后的联盟纪律、沙特产量选择及其他成员配合意愿存在不确定性。若 OPEC+减产托底强于预期，油价下沿支撑可能更强；若成员转向抢份额，油价也可能出现超预期下行。

全球需求与非 OPEC+供给变化超预期：若全球需求弱于预期，高油价可能更快触发需求毁损；若美国页岩油、委内瑞拉、圭亚那、巴西等非 OPEC+供给修复快于预期，油价上行空间可能受限。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究