

霍尔木兹二次封锁的杀伤力或许更大

华泰研究

2026 年 7 月 24 日 | 中国内地

专题研究

7 月中旬以来，美伊冲突再升级，霍尔木兹海峡二次封锁，布伦特油价重回近百元高位，而成品油价格已经快速突破前高。本轮冲突的烈度与波及范围均较 6 月 17 日停火前明显上升，且近期美军死亡人数攀升，胡塞武装宣布封锁红海、并对沙特油轮发动袭击，均显示事态可能继续升级。我们的分析显示，美伊冲突本轮升级对全球能源、甚至其他关键原材料和农产品供给的冲击烈度可能不亚于、甚至超过上一轮。若海峡长期封锁，则通胀粘性可能上升，全球、尤其是中低收入能源进口国或将再度面临增长减速的压力。

1. 复盘：为何上一轮海峡封锁冲击小于预期？

如我们在《延迟需求如何改变本次能源冲击路径》（2026/6/3）中分析，霍尔木兹海峡首次封锁后、油价上涨相对“克制”、很大程度上得益于①海湾绕道路线（红海替代路线及阿曼湾）及非海湾国家的供给补充，我们估算 3-5 月海湾内外的供给合计增加约 900-950 万桶/天，对冲了约 6 成冲突前海峡的供应；②库存缓冲及成功的预期管理，约有 300 万桶/天的供给缺口由库存释放填补，海峡“很快重开”的预期管理下微观主体选择较多消耗库存而非囤油；③其余部分缺口或由需求“破坏”和需求“延迟”共同填补，而中国与欧洲能源体系的电力转型加速使得原油需求侧的弹性缓冲更为充裕。

2. 霍尔木兹二次封锁，但此前的“缓冲”明显弱化，价格脆弱性上升

虽然 6 月部分复航又重新建立起少量缓冲，但此前的库存及预期管理带来的“缓冲”消弭，胡塞武装封锁红海亦冲击此前的海峡绕道供给，近期俄乌冲突削弱俄罗斯供给能力，也为全球能源缺口雪上加霜。

- OECD、日本等库存均处于历史低位，6 月非中东国家库存边际回补，但缓冲垫明显不及 3 月。
- 多重因素导致本轮动态供给缺口明显大于 3-5 月。我们估算 7 月 8 日冲突再度升级以来，截至 7 月 20 日，海峡通行受限后的静态供给缺口已从 6 月的 350 万桶/天放大至 550-600 万桶/天（约占全球需求的 5-6%），接近 3-5 月水平，且红海和阿曼冲突升级或进一步放大缺口。
- 俄罗斯、美国等非海湾国家出口在 6 月增速放缓、全球原油产量尚未恢复，7 月以来乌克兰对俄能源基础设施持续打击，影响其约 30% 的炼油产能（约 200 万桶/天）。

3. 成品油短缺压力更为突出、能源外其他关键原材料及农产品供给缺口加大

值得注意的是，本次封锁亦通过炼化和中下游生产环节的传导、加剧成品油、化肥、化工品及关键工业气体等紧缺程度，各国已出台及潜在的出口限制都将加剧供给冲击——①成品油：中东及俄罗斯的炼化产能损失（受袭及通道限制）约占全球产能 5%，叠加中国、俄罗斯等国家相继收紧成品油出口，柴油与航煤供给缺口或最为明显；②天然气等关键原材料亦受到贸易限制推升供应压力；③农产品供给旺季临近放大价格上行风险，自 2 月伊朗冲突以来尿素价格已涨约 55%、创 2022 年 10 月以来新高，俄罗斯又暂停化肥出口（影响全球约 25% 的硝酸铵供给），临近春耕旺季、农产品减产风险与价格弹性同步上升。

4. 美伊长时间“拉锯”恶化增长和通胀平衡，凸显全球能源转型紧迫性

本轮美伊冲突再度升级或推升海峡干扰长期化的预期。通胀粘性上升挤压总需求，对能源进口依赖较高的新兴市场形成更大压力（参见《能源缺口对全球增长意味着什么？》，2026/4/2）。中长期而言，全球新能源转型紧迫性上升，尤其是欧洲、中东及东南亚等新能源产业发展有望加速，亦可能对中国出口呈现结构性支撑。

风险提示：能源供给缺口的蝴蝶效应，金融市场大幅波动。

易垚

SAC No. S0570520100005
SFC No. AMH263

研究员

evayi@htsc.com
+(852) 3658 6000

吴宛忆

SAC No. S0570524090005
SFC No. BVN199

研究员

wuwany@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

陈玮

SAC No. S0570524030003
SFC No. BVH374

研究员

chenwei023580@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

王子琳*, PhD

SAC No. S0570525090002

研究员

wangzilin@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

人在草木间

华泰证券研究所



正文目录

一、复盘：为何上一轮海峡封锁冲击小于预期？	3
二、霍尔木兹二次封锁，但此前的“缓冲”明显弱化，价格脆弱性上升	5
三、成品油价格压力或更大、能源外的其他原材料及农产品短缺的风险亦加剧	8
四、美伊长时间“拉锯”恶化增长和通胀平衡，凸显全球能源转型紧迫性	10
风险提示	11

图表目录

图表 1： 近期随着美伊局势升级，原油价格再度上行	4
图表 2： 3-5 月海湾外供给及库存释放对供给缺口形成较大补充	4
图表 3： 中国新能源汽车销量占总汽车销售的比例持续上行	4
图表 4： 中国表观汽油消费量同比回落	4
图表 5： 7 月 8 日以后，随着海峡扰动再次加剧，海峡通行叠加红海、阿曼海峡及非海湾国家的供给增量抵消原海峡出口的比例从 6 月的 8 成回落至 6 成左右	6
图表 6： 7 月全球石油陆上库存边际回升，但仍低于 22-24 年水平（截止 7/20）	6
图表 7： 美国原油出口数量回落至美伊冲突前均值水平	6
图表 8： 美国战略石油储备可用天数快速回落	6
图表 9： 中国、东南亚原油库存（含在途）有所修复	7
图表 10： 截止今年 5 月，OECD 陆上石油商业库存快速下行	7
图表 11： 霍尔木兹海峡外的主要绕行通道包括阿曼湾和红海	7
图表 12： 沙特通过绕道霍尔木兹海峡增加了 yanbu 港口的出口量，截至 7 月 20 日表现平稳、但 7 月 21 日以后扰动加大	7
图表 13： 阿曼湾原油出口量在 7 月以来明显回落	7
图表 14： 沙特、俄罗斯等产油国今年 6 月产量低于配额	7
图表 15： 7 月 1-10 日，全球柴油出口量较 2025 年均值下降四分之一左右	9
图表 16： 7 月全球柴油库存显著低于季节性水平	9
图表 17： 7 月以来，美欧的柴油价格也快速上行	9
图表 18： 美国汽油储量仍在回落	9
图表 19： 卡塔尔和俄罗斯分别占全球氦气产量的 34% 和 10% 左右	9
图表 20： 本轮中东冲突以来全球化肥价格上涨	9
图表 21： IMF 下调了对 2026 年全球、尤其是新兴市场的经济增长预测	10
图表 22： IMF 显著上调对 2026 年全球通胀的预测	10
图表 23： 油价上涨加剧全球通胀压力	11
图表 24： 部分亚洲能源进口经济体同时面临国际油价上涨和本币贬值的双重压力	11
图表 25： 今年上半年，中国“新三样”出口同比高达 51.1%	11
图表 26： 中东冲突以来，韩国电池和电动车出口增速显著上行	11

一、复盘：为何上一轮海峡封锁冲击小于预期？

近期美伊形势再度升级，冲突烈度与波及范围均较 6 月 17 日停火前明显上升，推动油价快速上行。7 月中旬以来美军死亡人数攀升，据新华社报道，美国国防部 7 月 21 日发表声明表示一名美军士兵 17 日在伊朗对位于约旦的穆沃费格萨勒提空军基地的袭击中失踪，此人“据信已死亡”。由此，自 2 月底美国和以色列对伊朗发动大规模军事行动以来，美军死亡人数升至 18 人¹。伊朗对霍尔木兹海峡的封锁、以及美国对伊朗船只的封锁均再度生效，霍尔木兹海峡通行船只数量再度回落。在此背景下，油价快速上行，布伦特原油 7 月 22 日收于 94.3 美元/桶，超过 6 月 17 日（暂时）停火前的水平（图表 1），而在 7 月 23 日的日内期货合约触及 100 美元/桶。

如我们在《延迟需求如何改变本次能源冲击路径》（2026/6/3）中分析，霍尔木兹海峡首次封锁后、油价上涨相对“克制”、且在本轮二次封锁前、油价在 3 月底后再未突破此前高点，很大程度上得益于 1) 海湾绕道路线（红海替代路线及阿曼湾）及非海湾国家的供给补充，我们估算 3-5 月海湾内外的供给合计增加约 900-950 万桶/天，对冲了约 6 成冲突前海峡的供应；2) 库存缓冲及成功的预期管理，约有 300 万桶/天的供给缺口由库存释放填补，在海峡“很快重开”的预期下微观主体选择较多消耗库存而非囤油，形成较大缓冲垫；3) 中国及欧洲的新能源转型使得原油需求侧的缓冲更为充裕。

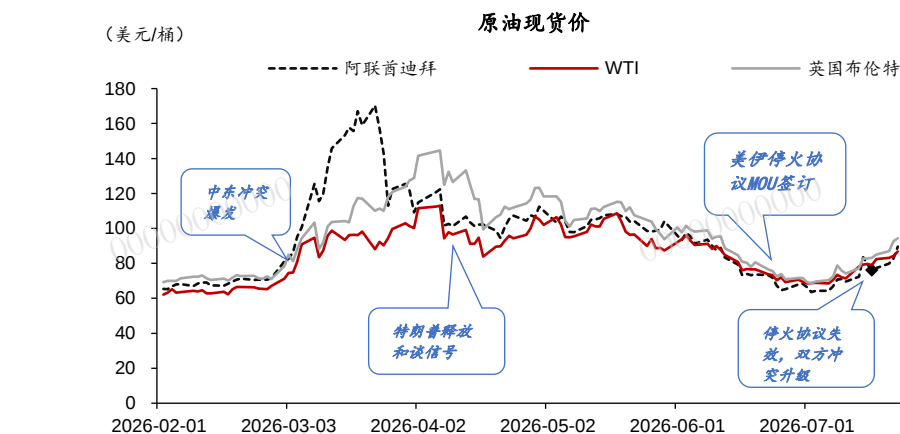
- 我们估算 3-5 月海湾内外的供给合计增加约 900-950 万桶/天（包括红海替代路线、阿曼湾及非海湾国家供给增加）对冲了约 6 成冲突前海峡的供应量。根据 Kpler 统计，沙特与阿联酋成功将部分原油从红海新增替代路线运输，3-5 月平均运量约为 450-500 万桶/天，同时，根据 IEA 的统计，大西洋盆地原油出口自 2 月起增加 350 万桶/日，美国、巴西、加拿大、哈萨克斯坦、委内瑞拉贡献突出，5 月俄罗斯原油流入印度明显抬升，从常态的 190 万桶/天飙升至 230 万桶/天，同时，美国临时豁免其海上原油制裁亦实际上形成了全球额外供给来源。5 月之后阿曼湾采取的接驳原油转运亦提供了额外供应缓冲，Kpler 的港口数据显示 6 月原油出口量提升至 140-150 万桶/天。根据路透社的报道，根据航运及卫星影像发现自 5 月以来，部分船只在霍尔木兹海峡外缘阿曼近海，采用一种伊朗长期用来规避制裁的穿梭转运模式转运原油，将原油运送至在阿曼苏哈尔港外海等候的接油轮。
- 余下约有 300 万桶/天的供给缺口由库存释放填补——包括冲突之前显著高于季节性的在途补库，以及部分国家和地区的陆上原油库存，IEA 表示，自 3 月 11 日宣布释放石油储备以来，截至 7 月 21 日，成员国已向市场投放了 2.9 亿桶石油（占本次战略储备释放计划的 7 成左右²）。
- 其余部分缺口或由需求“破坏”和需求“延迟”共同填补，炼厂开工率下降以及柴油、航空煤油等成品油供应不足，使部分终端需求被迫延后。比如中国和日本的原油进口量大幅回落，炼厂开工率也维持低位。限制出口压缩了炼厂的外部销售渠道，促使其降低加工负荷并优先消耗已有原油库存。
- 中欧能源系统快速转型，对原油需求呈现结构性回落，亦对供给冲击形成较大缓冲。以汽油为例，中国汽油消费占全球汽油需求的 13%，伴随着油价上行、新能源汽车用电量快速提升对汽油需求形成替代，今年 6 月汽油消费量同比回落 9.4%，我们估算此项减缓全球汽油需求约 1.2 个百分点（约减少 30 万桶/天）。而今年上半年汽车充电服务已占中国全社会用电量的 1.5%，同比增长 57%，亦印证新能源汽车的渗透率和使用量明显提升。与此同时，欧洲交通领域的电能替代亦快速推进，2025 年欧洲新能源汽车销量同比高增，今年 1-5 月增速维持在 31% 的高增长区间。

¹ <https://www.news.cn/world/20260722/edc1893da73e45c8a65cd12ffad743b7/c.html>

² <https://www.iea.org/news/iea-executive-director-statement-on-oil-markets>

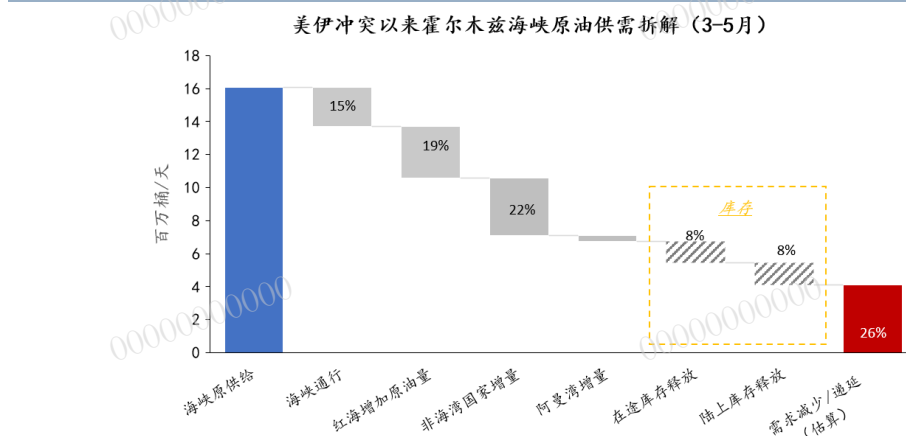
此前美伊（暂时）停火，6月霍尔木兹海峡通行量亦边际修复，大量滞留霍尔木兹海峡的油轮迅速离港，库存释放成为出口增长的重要来源，推动油价快速回落至美伊冲突前。今年3-4月霍尔木兹海石油出口量回落至美伊冲突前日均通行量的约25%；5月进一步下行至110万桶/天（仅为之前通行量的7%），6月修复至420万桶/天，7月2日进一步升至阶段高点732万桶/天，约为美伊冲突前通行水平的45%。但7月8日后再度大幅回落，7月10-19日海峡出口原油量回落至100万桶/天左右。

图表1：近期随着美伊局势升级，原油价格再度上行



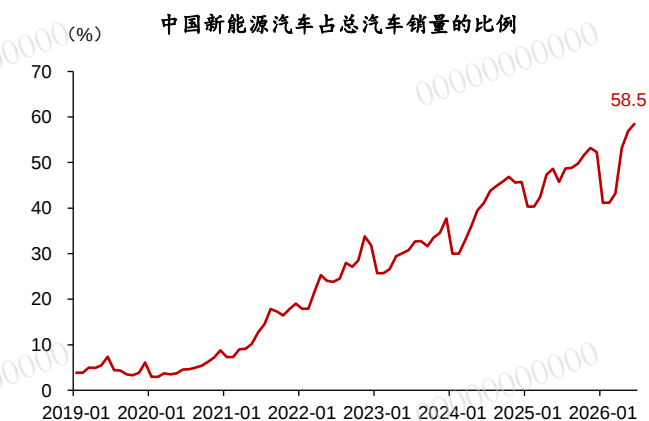
资料来源：Wind，华泰研究

图表2：3-5月海湾外供给及库存释放对供给缺口形成较大补充



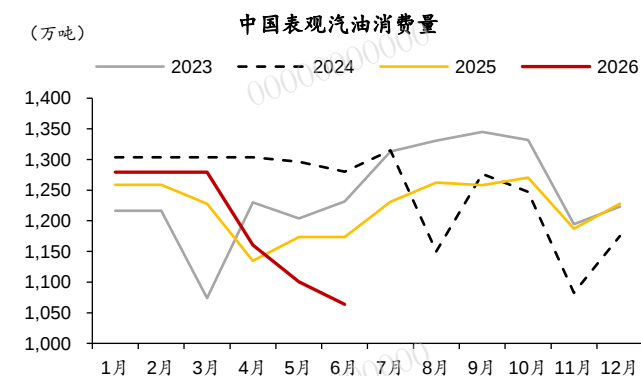
资料来源：Wind，华泰研究

图表3：中国新能源汽车销量占总汽车销售的比例持续上行



资料来源：iFind，华泰研究

图表4：中国表现汽油消费量同比回落



注：2024年为1-4月为均值，2023及2025年1-2月为均值，2026年1-2月为均值。

资料来源：Wind，华泰研究

二、霍尔木兹二次封锁，但此前的“缓冲”明显弱化，价格脆弱性上升

虽然 6 月部分复航有重新建立起少量缓冲，但 1) 此前的库存及预期管理带来的“缓冲”消弭；2) 非海湾国家产量增长或放缓；3) 阿曼湾和红海的潜在新增供给冲击的影响也可能使得本轮供给缺口较 3-5 月水平进一步放大，且库存缓冲的作用较 3 月明显弱化，供需“脆弱性”提升。随着美国与伊朗达成临时停火协议，7 月初霍尔木兹海峡石油出口量从 5 月的 110 万桶/天边际提升约 732 万桶/天，7 月中旬以来再度回落至 100 万桶/天水平。而我们估算霍尔木兹海峡、红海航道增量及非海湾国家增量对原海峡供给的对冲程度在 7 月 8 日后再度回落至 3-5 月的水平。与此同时，全球（非中东国家）库存在 6 月后小幅回升，显示库存的缓冲垫或逐步逆转。由此，我们此前分析的海峡封锁下油价上涨相对克制的前提——库存去化、成功的预期管理以及替代供给释放正在系统性弱化。

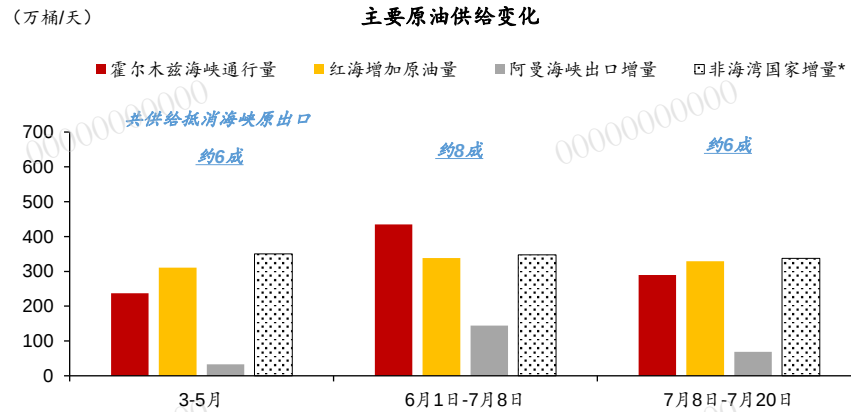
- 延迟需求的“回补”或已接近临界值，美国、OECD、日本及东南亚等国家和地区的库存均较 3 月明显回落。截至 6 月，美国战略石油储备的可用天数、商业原油以及旺季汽油库存均回落至历史低位，截至 7 月中旬，美国 SPR 库存已降至 3.11 亿桶左右，较冲突爆发以来累计减少约 1.04 亿桶，创 1983 年以来最低水平（图表 8），且美国能源部表示未来一年或由释放库存转为补库。按照能源部原计划，剩余可释放规模约 6000-7000 万桶，对应日均释放能力约 100 万桶/日，随着计划进入尾声，美国对全球原油市场的边际缓冲作用将明显减弱，根据 EIA 数据，7 月中旬美国原油出口已回落至约 380-400 万桶/日，较 5 月高点下降约 50-70 万桶/日（图表 7）。
- 其次，阿曼湾和红海出口原油的潜在扰动可能使得本轮的供给缺口进一步走阔——6 月红海及阿曼湾较冲突之前增加运输的原油量接近 500 万桶/天，但 7 月中旬至今扰动加剧。我们估算 7 月 8 日-20 日期间，由于海峡运量回落叠加阿曼湾受到伊朗冲击，静态供给缺口较 6 月的 350 万桶/天放大至 550-600 万桶/天（对比基准为海峡通行前状态，约占全球需求的 5-6%），略好于 3-5 月平均的 650-700 万桶/天（图表 5），但时至今日，全球库存水平及预期管理效果已较 3-5 月时明显走弱，若红海地区冲突进一步升级，可能使得该供给缺口较 3-5 月更严峻——1) 最主要的绕行通道红海在美伊冲突后持续提供 300-350 万桶/天的增量原油出口，但胡塞武装于 7 月 20 日宣布对沙特实施海上封锁，英国海上贸易行动办公室（UKMTO）发布公告表示 7 月 23 日，一艘油轮在沙特近海的红海海域遭抛射物击中，后续实际影响仍待观察。2) 7 月中旬以来，随着伊朗强化在阿曼近海的控制，此前阿联酋通过阿曼进行接驳转运模式运输量（6 月约 140 万桶/天）已大幅减少。阿曼海事安全中心 7 月 14 日表示 3 艘油轮当天在阿曼附近海域多个地点遭袭，共造成 3 名船员失踪、6 人受伤³。
- 此外，俄乌冲突的能源端升级或对海湾外原油供给形成扰动。根据 IEA 测算，6 月全球石油供应单月较 5 月增加 410 万桶/日，主要来自海湾国家的贡献，考虑到 6 月海湾地区原油产量仅增加 350 万桶/日，较冲突前低 1140 万桶/日，表明当前出口恢复主要依赖库存去化，而非生产能力的恢复，全球石油产量仍较冲突前低约 940 万桶/日（约占 2025 年全球消费量的 9%）。7 月俄乌冲突在能源端显著升级，据 IEA 与 OPEC 月报，俄罗斯 6 月原油产量约 890 万桶/天⁴，较其 OPEC+ 隐含目标（约 980 万桶/天）低约 90 万桶/天（图表 14）。据 CNN 和 Bloomberg 等报道，自二季度末以来，乌克兰以中远程无人机对俄罗斯能源基础设施发动持续打击，已命中 16 座以上主要炼厂（包括俄最大的 Omsk 炼厂及 Saratov 炼厂），累计影响俄罗斯逾 30% 的炼油产能⁵。

³ <https://www.xinhuanet.com/20260715/179b64b662da4c99b33328a2b758b0da/c.html>

⁴ <https://www.iea.org/reports/oil-market-report-june-2026>

⁵ <https://www.reuters.com/commentary/reuters-open-interest/forget-crude-war-pushes-refiners-brink-2026-07-20>

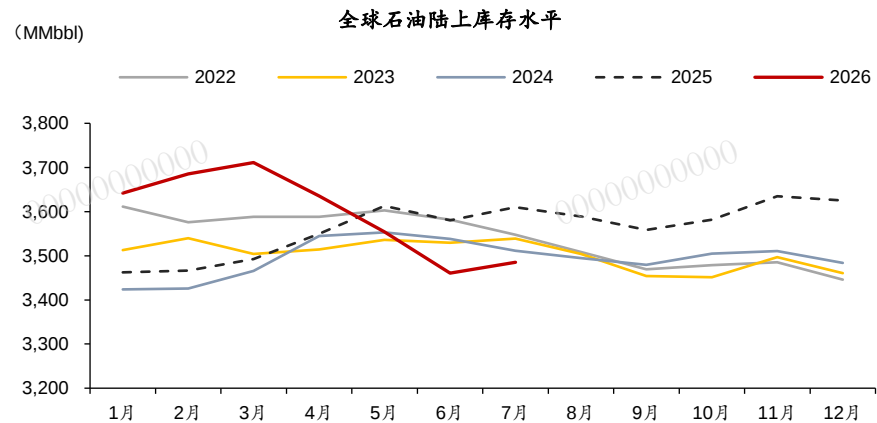
图表5：7月8日以后，随着海峡扰动再次加剧，海峡通行叠加红海、阿曼海峡及非海湾国家的供给增量抵消原海峡出口的比例从6月的8成回落至6成左右



注：6月后的非海湾国家出口数量按照美国出口数量变化估算

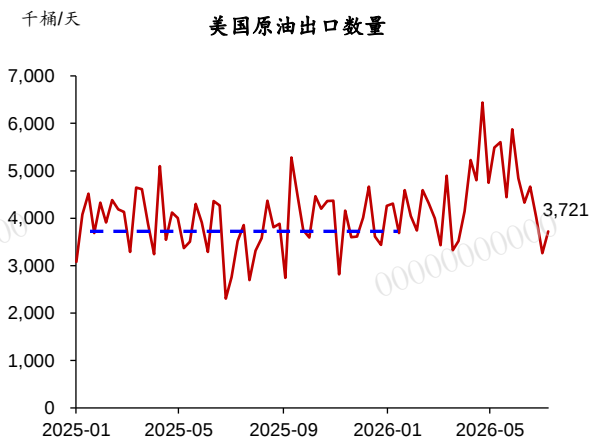
资料来源：Kpler，华泰研究

图表6：7月全球石油陆上库存边际回升，但仍低于22-24年水平（截止7/20）



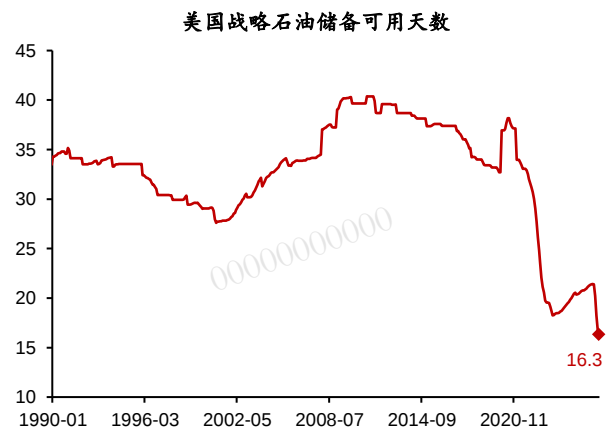
资料来源：Kpler，华泰研究

图表7：美国原油出口数量回落至美伊冲突前均值水平



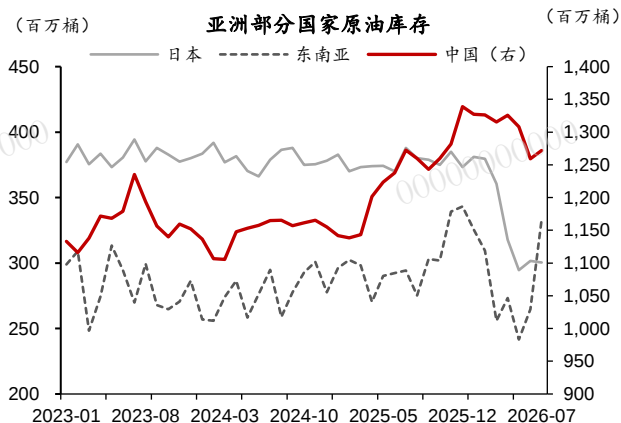
资料来源：EIA，华泰研究

图表8：美国战略石油储备可用天数快速回落



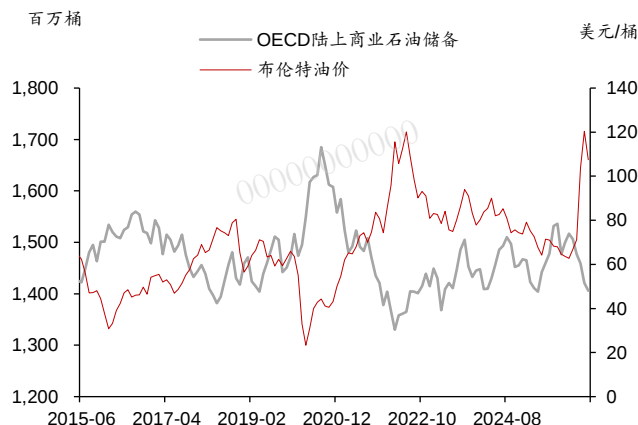
资料来源：EIA，华泰研究

图表9：中国、东南亚原油库存（含在途）有所修复



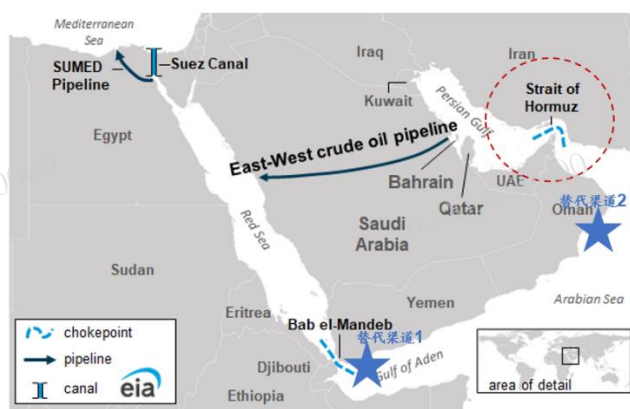
资料来源：Kpler，华泰研究

图表10：截止今年5月，OECD 陆上石油商业库存快速下行



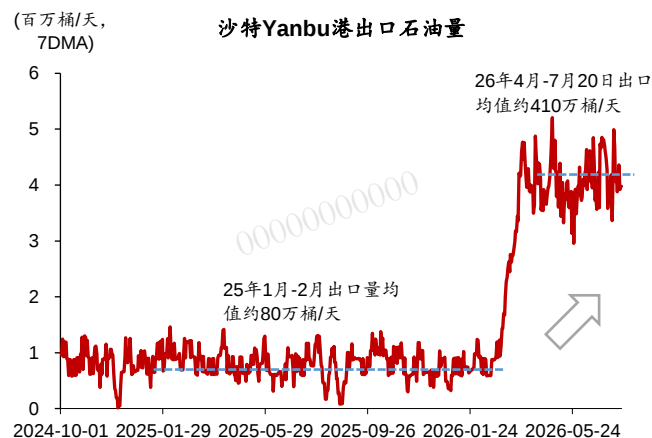
资料来源：OECD，华泰研究

图表11：霍尔木兹海峡外的主要绕行通道包括阿曼湾和红海



资料来源：EIA，华泰研究

图表12：沙特通过绕道霍尔木兹海峡增加了 yanbu 港口的出口量，截至7月20日表现平稳、但7月21日以后扰动加大



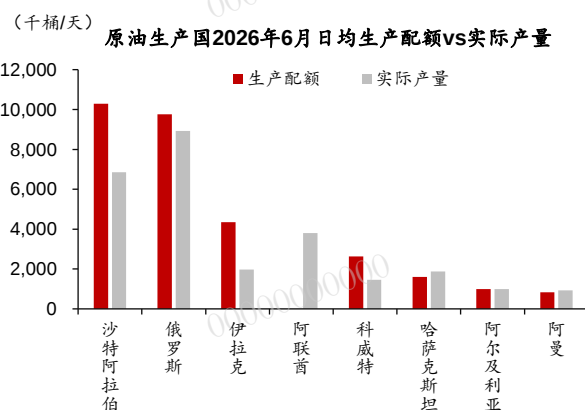
资料来源：Kpler，华泰研究

图表13：阿曼湾原油出口量在7月以来明显回落



资料来源：Kpler，华泰研究

图表14：沙特、俄罗斯等产油国今年6月产量低于配额



注：阿联酋于2026年5月退出OPEC后无生产配额

资料来源：Kpler，华泰研究

三、成品油价格压力或更大、能源外的其他原材料及农产品短缺的风险亦加剧

首先，炼化设施冲击及出口限制可能加剧部分区域成品油的供给压力，且成品油的缓冲（库存天数、炼能冗余）本就薄于原油。与 3-5 月主要由海峡封锁造成的原油缺口不同，当前炼化基础设施攻击升级、叠加俄乌局势升级后俄罗斯石油出口的不确定性，使缺口更集中于成品油；成品油缺口包括：1) 中东地区约 300 万桶/天的成品油产能受到袭击及缺乏可行出口通道的影响（海湾成品油常态出口约 330 万桶/天，物流受阻使成品油供给恢复明显慢于原油）⁶；2) 俄罗斯约有 430 万桶/日的产能受攻击影响停产，但由于其他炼厂产能利用率的提升，实际下降的产能约为 150 万-200 万桶/日，约占其炼油产能的三分之一⁷。两者合计约 500 万桶/天，约相当于全球炼油产能（约 1 亿桶/天）的 5%⁸。

- 俄罗斯炼厂持续遭到打击并进一步限制柴油出口，使亚洲之外的全球中间馏分油市场也面临明显缺口。2026 年以来，乌克兰对俄罗斯炼厂、输油管道和储运设施的袭击显著升级；至 5 月，受影响炼厂的合计产能已接近俄罗斯炼能的四分之一，涉及超过 30% 的汽油产量和约四分之一的柴油产量⁹，7 月停运范围进一步扩大，据路透报道，俄罗斯的汽油产量已较季节性水平低了 35%¹⁰。为优先保障国内能源供应，俄罗斯于 1 月宣布禁止柴油出口、7 月 8 日禁令范围进一步扩大至石油产品生产商。中俄同步压缩成品油出口，叠加海湾炼厂仍未完全恢复，使全球中间馏分油市场的供给弹性明显下降，并推动亚洲与欧美成品油价格同步走高。自 3 月以来，东南亚柴油价格与国际油价之间的价差显著走阔，4 月初价差一度较冲突前扩大超过 7 倍，目前仍约为冲突前的 3 倍；欧美柴油价格也自 7 月以来快速上行（图表 17）。
- 分品类而言，压力最大的是炼能约束下的中间馏分，尤其是柴油和航空煤油；其次是旺季临近、库存偏低的汽油——1) 柴油及中间馏分是本轮边际压力最大的品类。其紧张源于三重炼能冲击：一是海峡封锁下海湾炼厂开工率下行，二是乌克兰无人机持续打击俄罗斯炼厂，三是俄罗斯为缓解国内短缺而全面禁止柴油出口至 7 月底。2) 航空煤油为旺季放大的紧张品类。进入 7-8 月出行旺季，国际航班量季节性回升，航煤补库需求上升，供需缺口的边际压力随之抬升。3) 汽油库存偏低叠加旺季。美国汽油库存已突破过去 5 年的季节性最低值、呈超季节性去库（图表 18）。随着夏季出行旺季到来，若库存进一步跌破安全线，此前被“延后”的补库需求可能转为报复性回补，推升汽油价格。4) 燃料油、化工原料与沥青：边际压力相对可控。燃料油/船用油主要受红海绕行拉长吨海里、影子船队用油上升带动，压力偏结构性；石脑油、LPG 等化工原料受全球炼化需求已降约 450 万桶/天拖累，供需双弱、价格弹性弱于成品油；沥青则更多是需求延后的载体——中国沥青装置开工率已降至 20% 以下的 10 年新低，价格弹性偏低。三者共同特征是需求侧偏弱，边际压力小于中间馏分与汽油。

其次，贸易受阻放大部分关键原材料风险，氦气供应链较为典型。氦气的市场规模相对有限，但在半导体制造、医疗核磁共振、航空航天和低温超导等领域具有较强的不可替代性，同时全球供给高度集中。USGS 数据显示，2025 年全球氦气产量预计约 1.9 亿立方米，其中美国、卡塔尔和俄罗斯分别占约 44%、34% 和 10%，三国合计贡献全球产量的约 88%（图表 19）。中东冲突扰动卡塔尔天然气处理及副产氦气的生产，叠加俄乌冲突后欧盟和美国先后禁止直接进口俄罗斯氦气，使全球氦气供应进一步依赖少数产区和贸易中转渠道。

此外，农产品“短缺”的风险也在上升，尤其随着农产品供给季节临近。化肥是能源及地缘冲击最直接的外溢品种，全球约 35% 的尿素与 30% 的氨出口面临风险。天然气是氮肥（氨、尿素）的主要原料，油气价格上行直接推升化肥成本（图表 20）；随着投入品成本抬升、海运航道受扰与俄乌冲突升级，化肥、粮食等大宗农产品的供给风险同步上升；而北半球正进入收获与备耕的农产品供给旺季，价格与产量对上述冲击的敏感度处于年内高点。

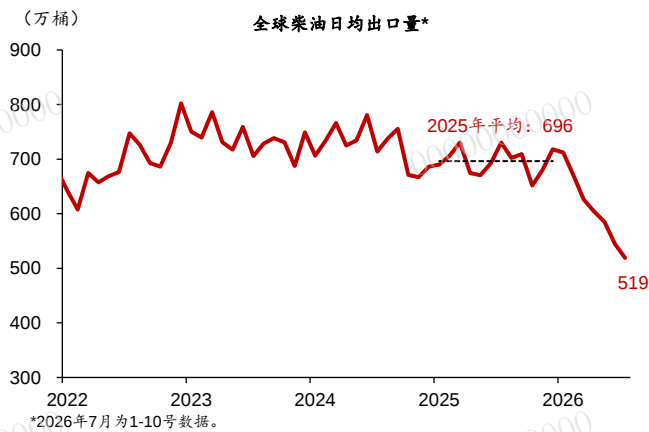
⁶ <https://www.bloomberg.com/graphics/2026-iran-war-jet-fuel-supply/>

⁷ <https://www.kpler.com/blog/ukraines-drone-campaign-pushes-russian-refinery-runs-to-21-year-lows>

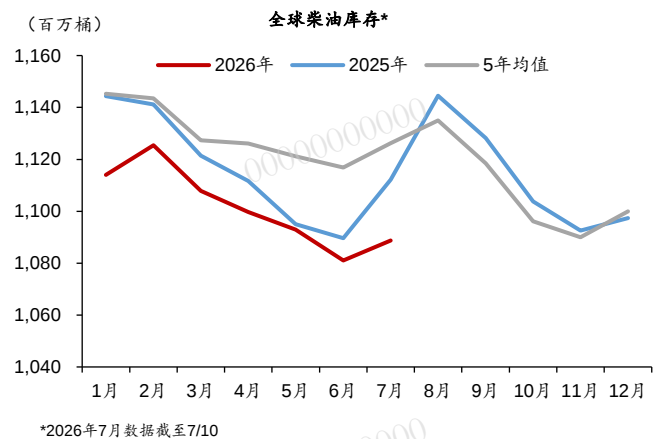
⁸ <https://www.eia.gov/analysis/globalrefining/outlookglobalrefining.pdf>

⁹ <https://www.reuters.com/business/energy/oil-refining-standstill-central-russia-after-ukrainian-drone-strikes-sources-say-2026-05-20>

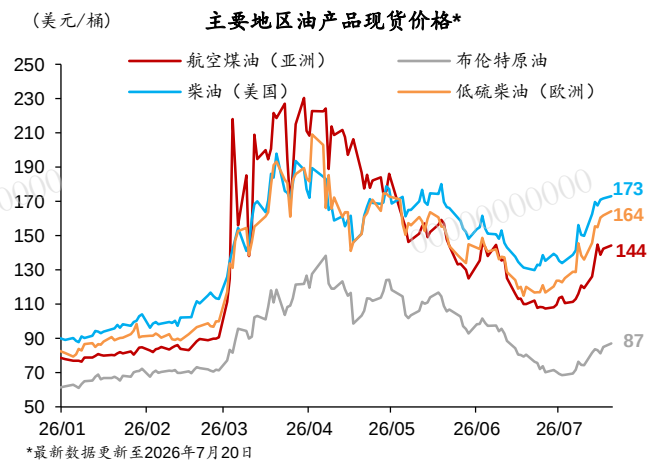
¹⁰ <https://www.reuters.com/business/energy/russias-gasoline-output-covers-65-demand-after-ukrainian-strikes-sources-say-2026-07-10>

图表15：7月1-10日，全球柴油出口量较2025年均值下降四分之一左右


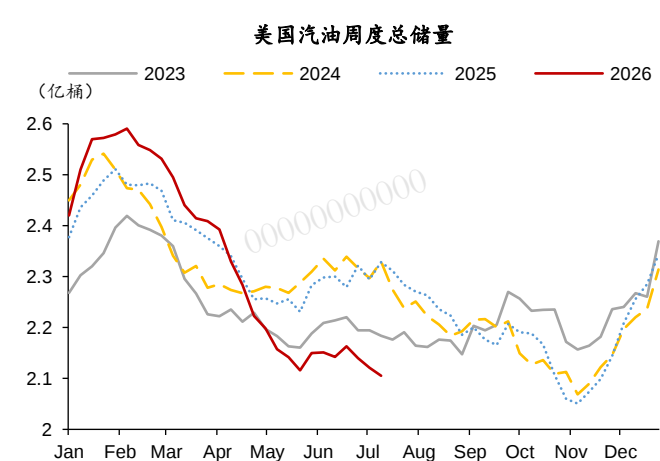
资料来源：Wind，华泰研究

图表16：7月全球柴油库存显著低于季节性水平


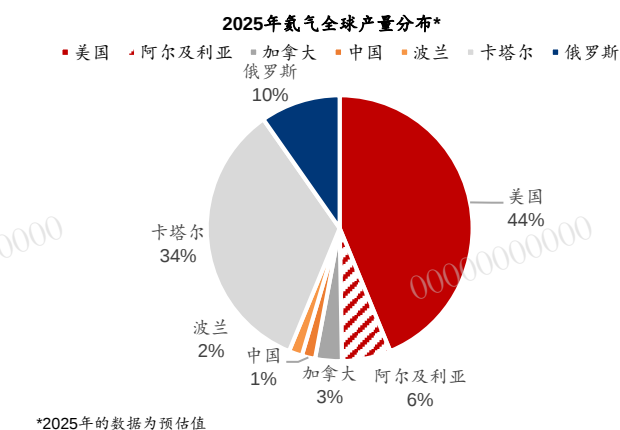
资料来源：Wind，华泰研究

图表17：7月以来，美欧的柴油价格也快速上行


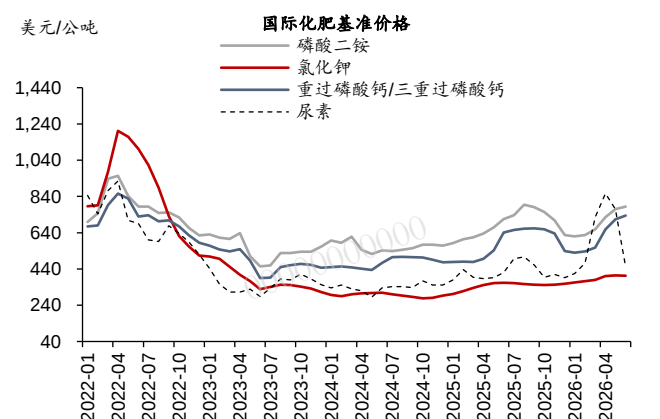
资料来源：Wind，华泰研究

图表18：美国汽油储量仍在回落


资料来源：Wind，华泰研究

图表19：卡塔尔和俄罗斯分别占全球天然气产量的34%和10%左右


资料来源：USGS，华泰研究

图表20：本轮中东冲突以来全球化肥价格上涨


资料来源：Wind，华泰研究

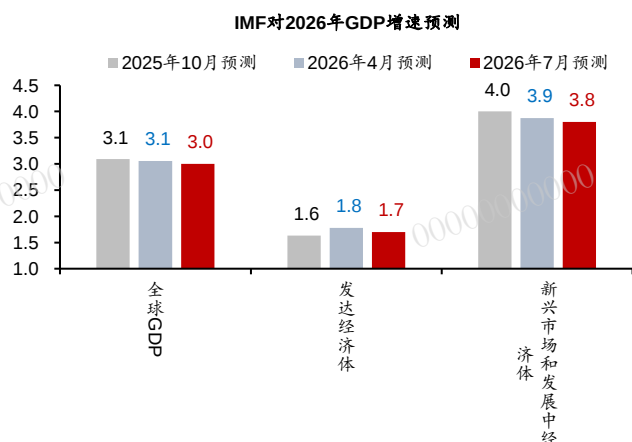
四、美伊长时间“拉锯”恶化增长和通胀平衡，凸显全球能源转型紧迫性

美伊冲突爆发至今，霍尔木兹海峡的事实性“封锁”已持续近 5 个月，石油供给冲击对全球经济形成了明显的“类滞胀”效应。自 2 月 28 日美伊冲突爆发以来，霍尔木兹海峡通行量持续处于低位，全球石油供给曲线明显左移，能源价格上涨在推升通胀的同时，也通过挤压居民实际收入、抬高企业成本，迫使需求收缩、经济增长放缓（参见《能源缺口对全球增长意味着什么？》，2026/4/2）。

- **高油价压低全球经济增长，但 AI 资本开支、财政扩张和能源补贴缓解了经济下行压力。** 冲突爆发以来，布伦特原油均价约为 98.7 美元/桶，较上年同期上涨约 41.8%。受油价上涨影响，IMF 将 2026 年全球经济增长预测由年初的 3.1% 下调至 3.0%（图表 21）。不过，去年以来，全球 AI 相关资本开支及产业链出口保持强劲，美欧日等主要经济体进一步扩大国防、基建和产业政策支出，同时多个能源进口国通过燃油补贴、税收减免和价格管制缓冲了能源终端价格的上涨幅度，部分抵消了高油价对私人部门需求的挤压，全球经济因此仍维持扩张。
- **能源价格上涨打断了全球去通胀进程，并对能源进口依赖度较高的新兴市场形成更大压力。** IMF 将 2026 年全球总体通胀预测上调 1 个百分点至 4.7%（图表 22），其中部分亚洲能源进口经济体同时面临国际油价上涨与本币贬值的双重压力，自冲突以来，日元、韩元和印度卢比相对美元分别贬值了 4.5%、3.4% 和 6.1%，韩国和印度 6 月 CPI 同比分别升至 3.2% 和 4.4%（图表 23-24）。
- **通胀风险上升已推动全球货币政策重新转向收紧，或进一步放大高油价造成的需求收缩。** 冲突以来，欧央行和日央行均已加息 25 个基点，市场仍预期两者年内可能再次加息；联储政策预期也已由年初的降息转向加息。高利率通过抬升融资成本和债务负担、收紧金融条件，与能源价格上涨共同压制总需求。

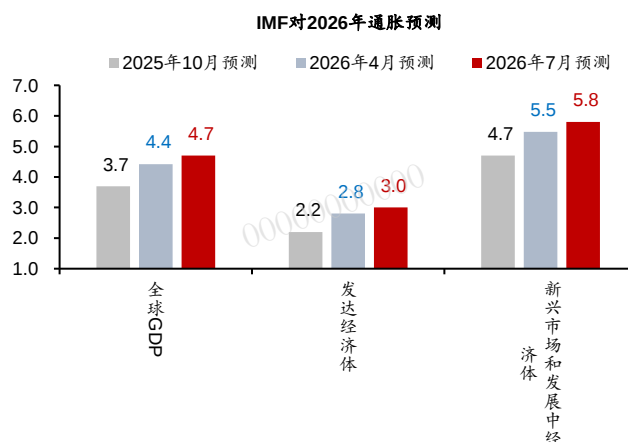
随着库存等短期缓冲逐步减弱，近期地缘局势再度升温或对全球增长和通胀造成非线性冲击。在需求已被高能源成本持续挤压、财政补贴空间收窄、全球主要央行转向收紧货币政策的背景下，本轮局势再度升级可能导致通胀上行持续时间更长、增长拖累幅度可能更深，尤其不利于能源进口依赖度高、汇率承压且政策空间有限的新兴市场经济体。

图表 21：IMF 下调了对 2026 年全球、尤其是新兴市场的经济增长预测



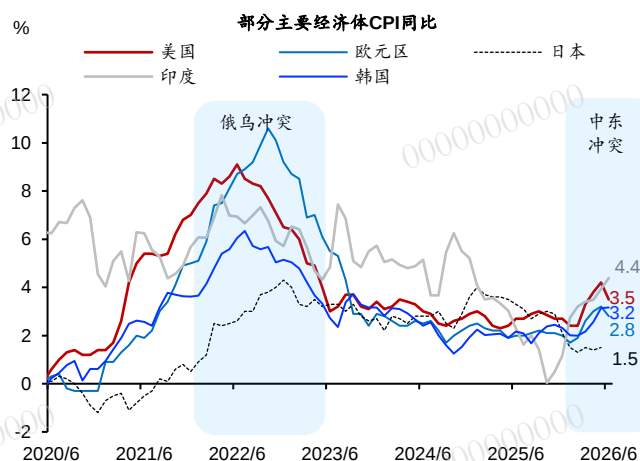
资料来源：IMF，华泰研究

图表 22：IMF 显著上调对 2026 年全球通胀的预测



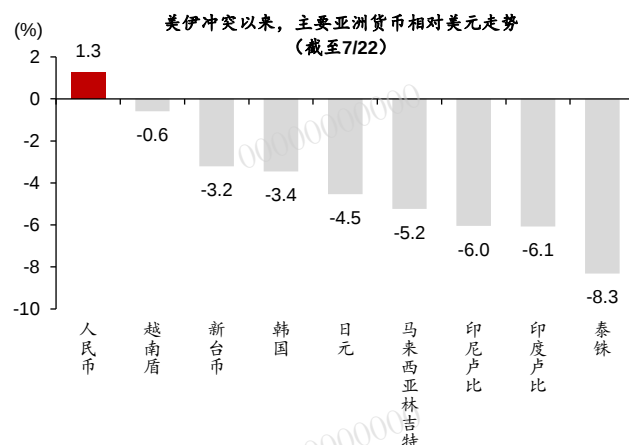
资料来源：IMF，华泰研究

图表23：油价上涨加剧全球通胀压力



资料来源：haver，华泰研究

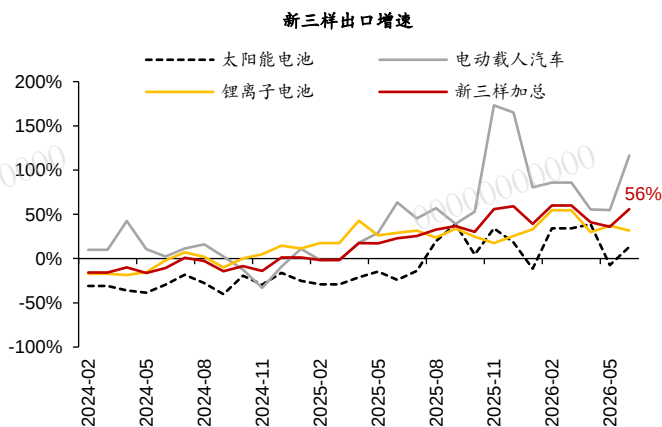
图表24：部分亚洲能源进口经济体同时面临国际油价上涨和本币贬值的的双重压力



资料来源：Wind，华泰研究

中长期看，能源安全溢价上升或进一步加快全球能源结构调整，各国的能源转型政策推升了新能源产品贸易，而中国尤为受益。俄乌冲突经验显示，能源供给危机导致欧盟加速推进能源结构调整（参见《延迟需求如何改变本次能源冲击路径》，2026/6/3）；本轮中东冲突以来，多国的能源政策的重心也进一步转向能源安全与绿色转型并重。IEA 统计显示，截至5月已有近20个国家因本轮能源危机出台了电动汽车推广和电气化等中长期结构性政策¹¹。由此，自中东冲突以来，新能源贸易的景气度明显提高，例如今年上半年中国“新三样”出口同比高达51.1%，同期韩国的电池、电动车出口也显著改善（图表25-26）。

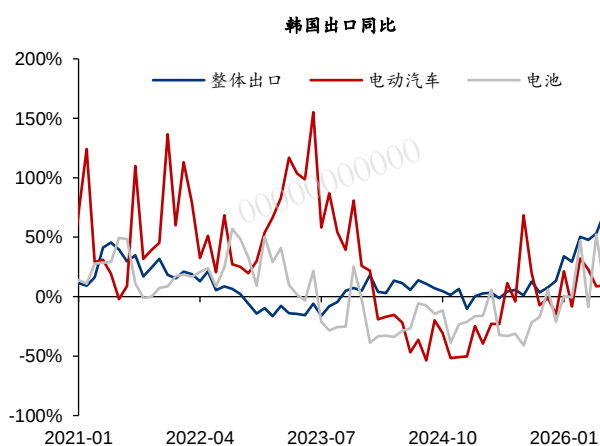
图表25：今年上半年，中国“新三样”出口同比高达51.1%



注：新三样包括太阳能电池、电动载人汽车和锂离子电池。

资料来源：Wind，华泰研究

图表26：中东冲突以来，韩国电池和电动车出口增速显著上行



资料来源：韩国海关，华泰研究

风险提示

能源供给缺口的蝴蝶效应。若霍尔木兹海峡通行持续受阻，供给冲击可能沿原油—化工品—农业与食品价格等链条逐级放大，对全球生产和贸易造成超出能源缺口规模本身的冲击。

金融市场大幅波动。地缘局势升级可能降低市场风险偏好，而且当前部分市场仍存在较高杠杆和集中交易，一旦地缘或政策预期快速反转，止损和被动平仓可能放大价格波动。

¹¹ <https://www.iea.org/data-and-statistics/data-tools/2026-energy-crisis-policy-response-tracker?tab=Structural+policies>

免责声明

分析师声明

本人，易峘、吴宛忆、陈玮、王子琳，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券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、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰证券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。同时，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波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，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（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师易峘、吴宛忆、陈玮、王子琳本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数，德国市场基准为 DAX 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在 -15%~5% 之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

https://www.htsc.com.sg

©版权所有2026年华泰证券股份有限公司