



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

songxuetao@gjzq.com.cn

limengying@gjzq.com.cn

## 霍尔木兹海峡冲突下的原油供应冲击与油价路径

在基准情景（持续中断）下，若局势维持当前低烈度状态，对全球市场250或400万桶/日的净供应缺口，WTI 近月价格预计维持在 91-100 美元/桶区间。若外交谈判在 3 月中旬前仍未取得实质性进展，冲突强度进一步上升，净供应缺口扩大至 500-600 万桶/日，油价中枢可能上移至 100-103 美元/桶。两种阶段的分界点恰好位于 100 美元整数关口，这一位置也被视为当前市场判断局势进一步恶化的重要心理阈值。

在缓和情景下，若伊朗释放的暂停信号转化为实质性降级行动，油价中的风险溢价将迅速回落。模型测算显示，WTI 有望在 4-6 周内回落至 75-77 美元/桶。不过，由于战争险重新定价以及航运秩序恢复存在时滞，油价短期内仍难以完全回归冲突前约 64 美元/桶的基准水平。

在尾部风险情景中，若冲突升级至霍尔木兹海峡大规模布雷，全球供应冲击将显著扩大。模型测算显示，WTI 价格可能上行至 118-148 美元/桶区间。该情景一旦发生，将对全球通胀路径以及主要央行的政策节奏产生明显扰动。

### 风险提示

以色列推动中东冲突超预期升级；特朗普重新定义“胜利”，中东局势缓和超预期；伊朗不对称反制行动升级。

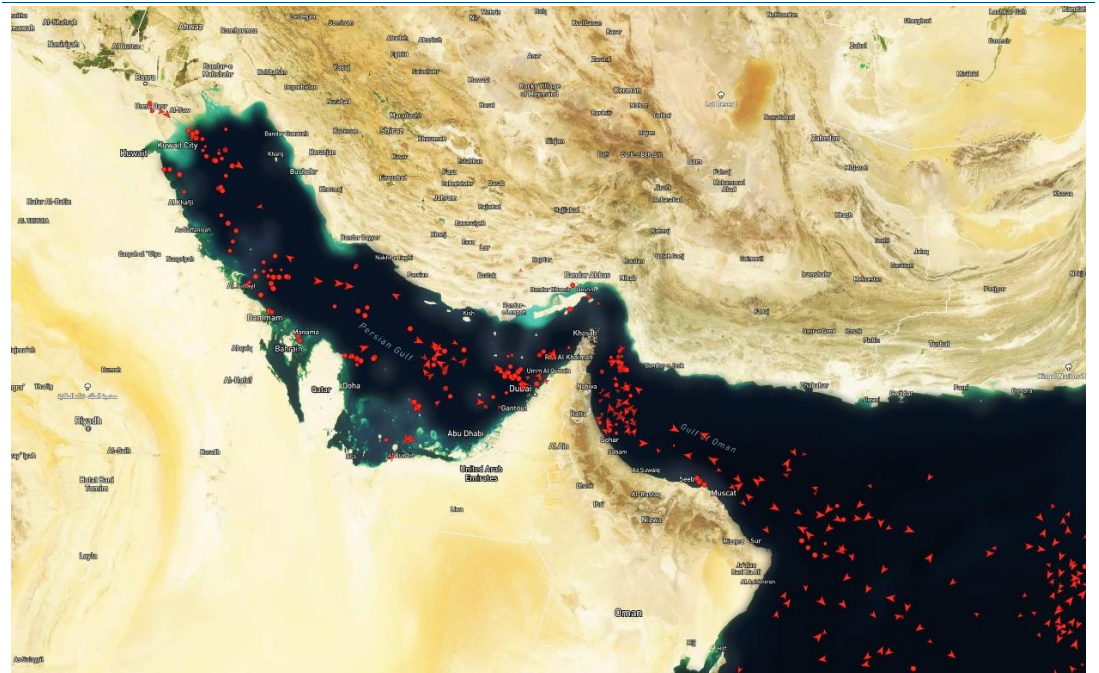


尽管霍尔木兹海峡目前尚未出现正式、持续性的军事封锁，各方关于是否“关闭海峡”的表态也存在明显分歧，但从实际航运行为来看，该水道的通行效率已经出现显著下降。

根据 MarineTraffic 追踪数据，多艘油轮已在波斯湾及海峡两侧海域锚泊等待，等待局势进一步明朗后再决定是否通过海峡。路透报道称，至少 150 艘船只在霍尔木兹海峡及周边海域停泊等待，部分航运公司和能源贸易商已暂停经该海峡运输原油和液化天然气。

因此，霍尔木兹海峡或许尚未被正式宣布封锁，但从实际航运运行结果来看，船东出于安全考虑主动暂停通行，使得该海峡在短期内呈现出“事实上的封锁”状态。

图表1: 2026年3月6日, 霍尔木兹海峡油轮卫星图



注：红色箭头为正在航行的油轮，红色圆点为等待的油轮。

来源：Marine Traffic, 国金证券研究所

## 一、对全球石油供应的潜在影响

霍尔木兹海峡是全球最关键的能源运输通道之一。2025 年约有 1500 万桶/日的原油通过该海峡运输，约占全球原油海运贸易量的 34%。因此，一旦该航道出现封锁或运输严重受阻，将直接对全球石油供应形成冲击。

从贸易流向看，通过霍尔木兹海峡运输的原油绝大部分流向亚洲市场。中国和印度是最大的接收方，两国合计接收约 44% 的出口量。此外，日本和韩国对来自波斯湾地区的石油供应依赖度也较高。相比之下，欧洲对霍尔木兹海峡的直接依赖度明显较低，流向欧洲的原油约 60 万桶/日，仅占该海峡运输量的约 4%。

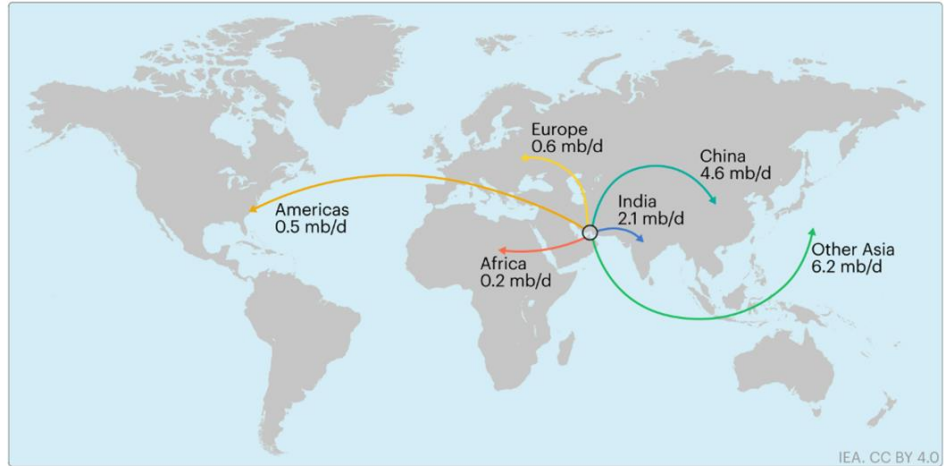
图表2: 海湾国家由霍尔木兹海峡运输的原油和成品油出口量 (2025 年)

国家/地区	原油 (含凝析油)	成品油	合计
巴林	0	0.21	0.21
伊朗	1.69	0.72	2.41
伊拉克	3.32	0.31	3.63
科威特	1.4	0.97	2.37
卡塔尔	0.73	0.69	1.43
沙特阿拉伯	5.43	0.8	6.23
沙特-科威特中立区	0.35	0	0.35
阿联酋	2.02	1.22	3.24
霍尔木兹合计	14.95	4.93	19.87

来源：IEA, 国金证券研究所



图表3: 按目的地划分经由霍尔木兹海峡运输的原油出口量 (2025年)



Total does not match sum of adding individual numbers due to destinations not indicated. Source: IEA analysis based on Kpler.

来源: EIA, 国金证券研究所

回顾历史, 在地缘冲突中, 即使石油运输通道受到干扰, 实际供应冲击通常不会等同于全部过境原油的即时消失。市场仍存在若干缓冲机制, 可以在一定程度上缓解供应中断带来的影响。

主要包括以下几个渠道:

### 1. 海湾国家的替代出口路线

部分海湾产油国具备通过陆上管道绕过霍尔木兹海峡出口原油的能力。例如, 沙特阿拉伯和阿联酋拥有具备运行条件的原油管道系统, 可以将部分原油出口从波斯湾转移至红海或阿曼湾港口。

不过, 这些替代路线的作用仍然有限。当前可调配的绕行出口能力约 370 万至 570 万桶/日。尽管其他地区可能存在一定的潜在管道冗余能力, 但相关物流与供应链尚未经历大规模重新调度的实际检验, 因此在短期内能够替代的规模仍存在较大不确定性。

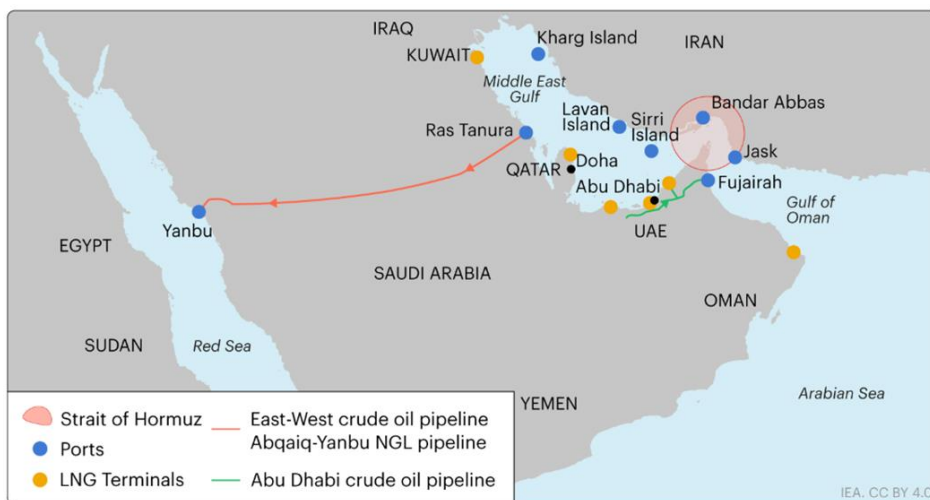
图表4: 霍尔木兹海峡的潜在替代路线

潜在替代路线	介绍
阿联酋——阿布扎比原油管道	连接 Habshan 的陆上石油设施与 Fujairah 港, 原始名义容量为 150 万桶/日, 当前容量已接近 180 万桶/日。阿联酋通过该航线出口约 110 万桶/日的原油, 这意味着在海峡关闭的情况下, 尚余 70 万桶/日的扩容空间。
沙特阿拉伯——阿布凯克-延布管道系统 (东西原油管道)	横跨沙特全境, 连接 Abqaiq 与红海沿岸的 Yanbu, 总设计原油容量为 500 万桶/日。2025 年 3 月, 沙特阿美公司称已将容量提升至 700 万桶/日 (但该水平下的持续流量尚未经过测试)。截至 2026 年初, 该管道已使用容量约 200 万桶/日, 根据运行状况和沙特西海岸的可用出口能力, 尚余 300 万至 500 万桶/日的闲置容量。
伊朗——贾斯克石油码头	2021 年正式启用, 通过 Goreh-Jask 管道将原油运输至阿曼湾的 Jask。据报道, 该管道容量为 100 万桶/日。然而, 该管道和港口实际上仍处于非运行状态。2024 年底曾从贾斯克出口过一次测试载荷, 但此后便再无原油从该地出口。目前, 该码头不被视为伊朗原油可行的出口选项。

来源: IEA, 国金证券研究所



图表5: 霍尔木兹海峡的潜在替代路线



来源: EIA, 国金证券研究所

## 2. 全球闲置产能

另一种潜在的供应缓冲来自闲置产能。根据美国能源信息署 (EIA) 的定义, 闲置产能是指能够在 30 天内投入生产并至少持续 90 天的额外产量能力。

目前全球几乎全部闲置产能集中在 OPEC 成员国, 其中沙特阿拉伯长期拥有最大的可动用产能, 因此常被视为全球石油市场的“最后供给者”。

在正常情况下, 较高的闲置产能可以缓冲供应冲击并抑制油价波动。然而, 在霍尔木兹海峡受阻的情景下, 这一缓冲机制的有效性将明显下降。由于大部分 OPEC 闲置产能同样位于波斯湾地区, 其新增产量仍需要通过霍尔木兹海峡出口, 从而限制了闲置产能在短期内对全球市场的实际补充能力。

图表6: OPEC+原油产量与闲置产能 (单位: 百万桶/日)

国家/地区	2025年12月产量	2026年1月产量	与目标差	隐含目标产量 <sup>1</sup>	可持续产能 <sup>2</sup>	有效闲置产能 <sup>3</sup>
阿尔及利亚	0.91	0.96	-0.01	0.97	0.99	0.03
刚果	0.25	0.27	-0.01	0.28	0.27	0
赤道几内亚	0.07	0.05	-0.02	0.07	0.06	0.01
加蓬	0.24	0.24	0.07	0.18	0.22	0
伊拉克	4.34	4.34	0.19	4.15	4.87	0.52
科威特	2.54	2.57	-0.01	2.58	2.88	0.3
尼日利亚	1.43	1.4	-0.1	1.5	1.42	0.02
沙特	9.7	10.28	0.17	10.1	12.11	1.84
阿联酋	3.64	3.6	0.2	3.4	4.28	0.67
<b>OPEC-9 合计</b>	<b>23.13</b>	<b>23.72</b>	<b>0.49</b>	<b>23.23</b>	<b>27.1</b>	<b>3.39</b>
伊朗 <sup>4</sup>	3.45	3.45			3.8	
利比亚 <sup>4</sup>	1.3	1.33			1.28	0
委内瑞拉 <sup>4</sup>	0.99	0.78			1	0.22
<b>OPEC 合计</b>	<b>28.87</b>	<b>29.28</b>			<b>33.18</b>	<b>3.61</b>
阿塞拜疆	0.47	0.46	-0.09	0.55	0.48	0.02
哈萨克斯坦	1.5	1.31	0.02	1.29	1.8	0.49
墨西哥 <sup>5</sup>	1.41	1.4			1.5	0.1
阿曼	0.82	0.81	0.01	0.8	0.8	0
俄罗斯	9.64	9.3	-0.28	9.57	9.4	
其他国家 <sup>6</sup>	0.74	0.73	-0.14	0.87	0.86	0.13
<b>非 OPEC 合计</b>	<b>14.58</b>	<b>14</b>	<b>-0.48</b>	<b>13.09</b>	<b>14.84</b>	<b>0.74</b>
<b>2022年11月协议的 OPEC+ 18国</b>	<b>36.29</b>	<b>36.33</b>	<b>0.01</b>	<b>36.32</b>	<b>40.43</b>	<b>4.03</b>
<b>OPEC+ 总计</b>	<b>43.45</b>	<b>43.29</b>			<b>48.01</b>	<b>4.35</b>



注：1. 包括额外自愿减产及修订后的补偿性减产；2. 可持续产能指能够在 90 天内达到并在较长时期维持的产量水平；3. 有效闲置产能不包含被关停的伊朗和俄罗斯原油；4. 伊朗、利比亚和委内瑞拉免于减产协议；5. 墨西哥不参与 OPEC+ 减产合规；6. “其他国家”包括巴林、文莱、马来西亚、苏丹和南苏丹。

来源：IEA，国金证券研究所

### 3. 释放战略石油储备

主要消费国还可以通过释放战略石油储备来缓冲突发供应冲击。日本、韩国、美国以及中国等主要石油消费国均持有规模可观的国家储备和商业库存。

俄乌战争爆发后，IEA 成员国曾启动联合释储行动。当时 IEA 成员国共持有约 15 亿桶公共储备和 5.75 亿桶行业义务储备，并在 2022 年实施两轮战略储备释放，总规模约 2.4 亿桶。按约 6 个月的执行周期折算，相当于向市场提供约 100 万桶/日的额外供应，在当时对稳定全球油价和缓冲供应冲击发挥了重要作用。

从政策机制来看，战略储备的释放通常并非由油价水平单独触发，而是主要针对“重大供应中断”的应急响应。一般而言，市场会先经历航运风险上升、油价风险溢价扩大等阶段。只有当运输中断持续、现货市场出现明显紧张或库存覆盖天数快速下降时，主要消费国才更可能启动联合释储。

因此，战略储备更像是能源安全体系中的“第二道防线”：其作用主要在于短期稳定市场预期、缓解现货紧张，但由于储备规模有限，难以长期替代持续性的运输中断。

### 4. 受制裁原油的再配置

此外，部分受制裁原油也可能在短期内对市场形成一定补充。以俄油为例，俄罗斯原油在欧盟制裁环境下仍然持续流入全球市场。近期受美印关税谈判影响，印度一度缩减了对俄原油采购。但在海峡危机爆发后，美国通过发放为期 30 天的进口许可，迅速释放了政策压力。目前，滞留在印度周边海域浮仓中的约 950 万桶俄罗斯原油已具备入场条件，按 30 天周期折算，可形成约 30 万桶/日的短期供应冲击缓冲。

## 二、对全球油价的影响有多大？

### 1. 霍尔木兹海峡封锁的三种情景

在各国产油及运油相关基础设施未遭到直接破坏的前提下，综合替代运输路线、闲置产能以及战略储备等缓冲机制，可以对不同冲突情境下全球原油市场面临的净供应冲击进行情景分析。

#### 情景一（缓和，概率小）：外交接入，航运短暂受扰后恢复通行（约 2-4 周）

在该情景下，美伊冲突在短期升级后迅速进入外交降级通道。伊朗方面发出暂停部分军事行动的信号，美国与海湾国家通过外交斡旋推动局势缓和，地区安全风险虽有所上升，但未演变为持续性军事冲突。

霍尔木兹海峡在短暂的航运近乎停滞逐步恢复通行。战争险保险市场在局势明朗后重新开放承保，航运公司陆续恢复过境计划，滞留在海峡两端的约 150 艘船只在 2-4 周内完成疏散。整体而言，全球原油供应链恢复运行，残余净供应扰动约 50 万-100 万桶/日，主要来源于已延误装货计划的重新排期和部分库存消耗。

需要注意的是，即使政治上宣布缓和，实体供应也不会立即归位——战争险重新定价、航运公司恢复信心、滞留船只重新调度均需时间，供应链完全恢复正常需要数周。

#### 情景二（持续中断，概率大）：商业航运持续受阻，局势在低烈度与高烈度之间演化（持续 1-3 个月）

在该情景下，中东冲突未能实现实质性降级，霍尔木兹海峡商业航运维持事实上的持续受阻状态。该情景内部存在两个演化路径，核心分水岭在于外交谈判能否在短期内取得实质进展。

低烈度阶段（净缺口约 200 万-400 万桶/日）：霍尔木兹海峡技术上并未正式关闭，但主要石油公司、商业运营商和保险公司持续退出，战争险承保缺失使过境对大多数运营商在经济上不可行。沙特已启动经延布港的红海绕行方案，但替代管道和港口容量合计远不足以完全弥补海峡中断造成的缺口，全球原油供应链出现实质性收紧。这与当前市场的物理现实最为接近。

高烈度阶段（净缺口约 500 万-600 万桶/日）：若外交谈判久拖不决，当前的物理中断将演变为持续性、更深度的供应收缩。具体触发路径包括：伊朗暂停信号未能转化为实质停火协议、或美国对伊制裁进一步升级引发伊朗重启强硬立场。在此情景下，商业船只保险退出与航运自我回避的叠加效应将持续压制过境外溢，使事实封锁从短期冲击演化为结构性中断。

当前市场正处于低烈度向高烈度过渡的观察窗口期。

#### 情景三（极端封锁情景，尾部风险）：海峡航运中断持续 3 个月以上



在最极端情景下，冲突大幅升级并导致霍尔木兹海峡在较长时间内出现严重且难以逆转的航运中断。触发条件可能为伊朗在海峡大规模布雷并持续部署无人机蜂群。

尽管替代管道运输、战略石油储备释放以及贸易流向调整能够缓冲部分冲击，但霍尔木兹日过境原油约 1500 万桶，上述替代能力远不足以弥补全面封锁缺口。全球原油市场仍可能面临约 700 万-1000 万桶/日的净供应冲击，相当于海峡过境量的近半甚至更高比例受阻。伊朗的布雷行动与无人机蜂群部署使供应恢复的时间窗口高度不确定，即便冲突烈度有所降低，扫雷与航运秩序重建仍需数周至数月。

## 2. 供给冲击对油价的影响

在地缘冲突冲击关键能源运输通道的情景下，油价通常呈现出两阶段的传导机制：首先由不确定性上升推动风险溢价快速抬升，随后随着航运受阻和生产扰动逐步显性化，实体供应收紧开始主导价格走势。也就是说，在冲突初期，市场更多交易的是潜在风险，而随着时间推移，油价逐渐转向反映实际供需缺口。

在分析框架上，可以将 WTI 油价拆分为基准价格、风险溢价以及供应冲击溢价三部分。在这一结构下，油价路径通常表现为“风险溢价先行、实体冲击接棒”。冲突早期，价格主要由地缘政治不确定性驱动；随着航运受扰逐步转化为真实的供应收缩，实体供给冲击将成为油价的主要支撑。

图表7: WIT 油价测算模型



来源：国金证券研究所

在基准情景（持续中断）下，若局势维持当前低烈度状态，对全球市场形成约 250-400 万桶/日的净供应缺口，WTI 近月价格预计维持在 91-100 美元/桶区间。若外交谈判在 3 月中旬前仍未取得实质性进展，冲突强度进一步上升，净供应缺口扩大至 500-600 万桶/日，油价中枢可能上移至 100-103 美元/桶。两种阶段的分界点恰好位于 100 美元整数关口，这一位置也被视为当前市场判断局势进一步恶化的重要心理阈值。



在缓和情景下，若伊朗释放的暂停信号转化为实质性降级行动，油价中的风险溢价将迅速回落。模型测算显示，WTI 有望在 4-6 周内回落至 75-77 美元/桶。不过，由于战争险重新定价以及航运秩序恢复存在时滞，油价短期内仍难以完全回归冲突前约 64 美元/桶的基准水平。

在尾部风险情景中，若冲突升级至霍尔木兹海峡大规模布雷，全球供应冲击将显著扩大。模型测算显示，WTI 价格可能上行至 118-148 美元/桶区间。该情景一旦发生，将对全球通胀路径以及主要央行的政策节奏产生明显扰动。

总体来看，当前油价约 90 美元/桶已在较大程度上定价基准情景。未来市场的核心博弈，更多取决于冲突持续时间的预期变化以及外交信号的动态演化。

图表8：不同情境下，WTI 分布（单位：\$/bbl）



来源：国金证券研究所

## 风险提示

以色列推动中东冲突超预期升级：局势重新激化并演变为全面军事对抗。

特朗普重新定义"胜利"，中东局势缓和超预期：特朗普政府在对伊外交上有强烈的"宣布胜利"动机，或包装为外交成就并向国内市场喊话。

伊朗不对称反制行动升级：即便双方未进入全面军事对抗，伊朗仍可能通过无人机骚扰、水雷布设或代理武装干扰商业航运等低烈度手段持续施压。



**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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	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