



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

美以伊战争搅动下石化行业景气周期 演进的新格局与新路径 ——石油篇·格局修整

2026 年 8 月 3 日

证券研究报告

行业研究

行业专题报告

石油石化行业

投资评级 看好

上次评级 看好

刘红光 石化行业首席分析师
执业编号: S1500525060002
邮箱: liuhongguang@cindasc.com

胡晓艺 石化行业分析师
执业编号: S1500524070003
邮箱: huxiaoyi@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座
邮编: 100031

美以伊战争搅动下石化行业景气周期演进的新格局 与新路径——石油篇·格局修整

2026年8月3日

本期内容提要:

- **战争导致中东原油出口受限、生产受阻，海峡内累库与全球范围库存快速消耗同步发生，供给脆弱性凸显。**霍尔木兹海峡封锁一度导致约1600万桶/天原油贸易出口受阻，其中沙特东西向管道和阿联酋阿布扎比管道可作为替代通道解决约500万桶/天的出口，海上浮仓+IEA释储+美国加大出口填补了约500万桶/天的供应短缺，如果考虑海峡封锁前IEA&EIA预计26年原油累库300万桶/天，以及海峡封锁后油价飙升导致原油需求下降50-80万桶/天，则原油市场基本依靠250万桶/天的其他库存消耗（包括商业储备）维持平衡，整体战略+商业储备消耗在500-600万桶/天。尽管近期局势反复使得油轮阶段性通行部分恢复，但随着冲突复燃，海峡流量再度快速下降，供给及贸易通道的脆弱性凸显。
- **中短期地缘局势或多有反复，中长期五重因素将促使战后原油市场进入新格局。**美以伊战争走势当前出现反复，但即使考虑战争结束的情形下，海峡完全恢复仍面临排雷耗时、往返出口目的地用时长、战争双方履约顺序分歧、海峡通行费博弈及以色列扰动等制约，短期内难以完全恢复常态。不同情景下2026年海峡贸易恢复量大概率在100-1000万桶/天区间宽幅变化。**中长期看，战后原油市场将进入新格局，主要受五重因素驱动：**石油消费国的刚性补库与扩张性增储形成持续需求支撑；伊朗谋求对海峡通行施加长期影响并获取经济收益的野望，构成持续性地缘博弈变量；OPEC+增产配额与实际产量存在巨大剪刀差，一旦地缘障碍解除将释放潜在供给冲击；阿联酋产能扩张及立场调整较大幅削弱OPEC+边际供给主导能力；全球常规油和敏感油升贴水体系或将开启系统性调整。五重因素叠加，原油市场将面临修理与整肃，进入波动更为复杂剧烈的新阶段。
- **中短期原油市场关注战争结束路径，中长期油价在OPEC+边际定价权削弱和配额增长与实际产量下降的剪刀差双重影响下存在巨大隐忧。**短中期油价波动取决于海峡实际通行恢复程度：在谈判破裂情况下，2026年原油市场存在约590万桶/天的库存缺口，对应油价表现为100-120美元/桶，甚至更高。在陷入僵局假设下，2026年原油市场存在约310万桶/天的库存缺口，对应油价表现为80-100美元/桶。在有限范围和解假设下，2026年原油市场存在约170万桶/天的库存过剩，油价面临显著下行压力，对应在65-80美元/桶中枢区间。在完全和解假设下，2026年原油市场存在约270万桶/天的库存过剩，油价对应在60-70美元/桶中枢区间。**中长期而言，**阿联酋退出将导致OPEC+边际定价权削弱，伊朗供应变量趋于常态化，叠加全球贸易格局重构带来的价格体系变化，原油市场不确定性显著上升，油价波动将更为剧烈。此外更为重要的是，OPEC+数月来快速恢复的生产配额

与受战争影响导致下降的实际产量间形成了剪刀差，如未能在后续得到调整，或将为原油市场带来巨大隐忧。

- **投资建议：**我们认为，当前原油市场价格波动区间放大，结构性机会与尾部风险并存。尽管短期油价承压，但全球原油库存处于历史低位（OECD 石油储备库存为 1990 年以来最低），叠加各国刚性补库需求，将为油价提供坚实底部，限制了能源股业绩的大幅下行风险。在油价大概率维持宽幅震荡（我们预计布伦特主力区间 65-85 美元/桶）的假设下，能源央企的高分红属性提供了确定性回报。上游方面，建议布局“高股息+低估值”的能源央企底仓，我们重点推荐红利属性凸显的中国海油/中国海洋石油（600938.SH/0883.HK）、中国石油（601857.SH）、中国石化（600028.SH），以及具备产量成长性的中曼石油（603619.SH）。
- **风险因素：**1、地缘政治因素对油价造成波动；2、宏观经济因素变动风险；3、政策变动风险。

目 录

一、美以伊战争回顾及对上游行业的现实冲击	5
二、战后原油市场将重回战前原点抑或演化为新格局？	9
2.1 短期中东局势的可能路径与影响	9
2.2 中长期看五重因素使得战后原油市场进入新格局	10
三、新格局下的基本面及油价展望	16
四、投资建议	18
4.1 总结	18
4.2 投资建议	18
风险因素	19

图 目 录

图 1: 霍尔木兹海峡及其他通道示意图	5
图 2: 霍尔木兹海峡原油出口贸易量 (万桶/天)	5
图 3: 波斯湾主要产油国原油产量变化 (万桶/天)	6
图 4: 全球原油浮仓库存水平 (万桶)	7
图 5: 美国原油净进口量 (万桶/天)	7
图 6: 海峡封锁后全球原油供给变化 (万桶/天)	8
图 7: 不同谈判结果下霍尔木兹海峡贸易量 (万桶/天)	10
图 8: 美国战略储备库存 (万桶)	10
图 9: 截至 2025 年底主要国家战略原油库存 (百万桶)	11
图 10: 美国和中国战略库存结构对比 (百万桶)	11
图 11: 全球原油和油品库存迅速下降 (百万桶)	12
图 12: 石油库存回补时间线	12
图 13: 霍尔木兹海峡地理位置示意图	13
图 14: OPEC 目标与实际产量走势 (万桶/天) (含阿联酋)	13
图 15: 其他 OPEC+ 目标与实际产量走势 (万桶/天)	13
图 16: 阿联酋产能与产量走势 (万桶/天)	14
图 17: 截至 4 月 OPEC+ 成员国闲置产能 (万桶/天)	14
图 18: 委内瑞拉对中国原油出口量 (千桶/天)	15
图 19: 委内瑞拉对美国原油出口量 (千桶/天)	15
图 20: 伊朗官方指导价较布油升贴水 (美元/桶)	15
图 21: 伊朗对中国原油出口量 (千桶/天)	15
图 22: 俄罗斯 ESPO 和布油价格及价差对比 (美元/桶)	15
图 23: 俄罗斯石油出口贸易结构 (万桶/天)	15
图 24: 26 年原油基本面变化 (供给增量-需求增量) —谈判破裂 (万桶/天)	16
图 25: 26 年原油基本面变化 (供给增量-需求增量) —陷入僵局 (万桶/天)	16
图 26: 26 年原油基本面变化 (供给增量-需求增量) —有限范围内和解 (万桶/天)	16
图 27: 26 年原油基本面变化 (供给增量-需求增量) —完全和解 (万桶/天)	16
图 28: 2026 下半年布伦特油价预期走势 (美元/桶)	17

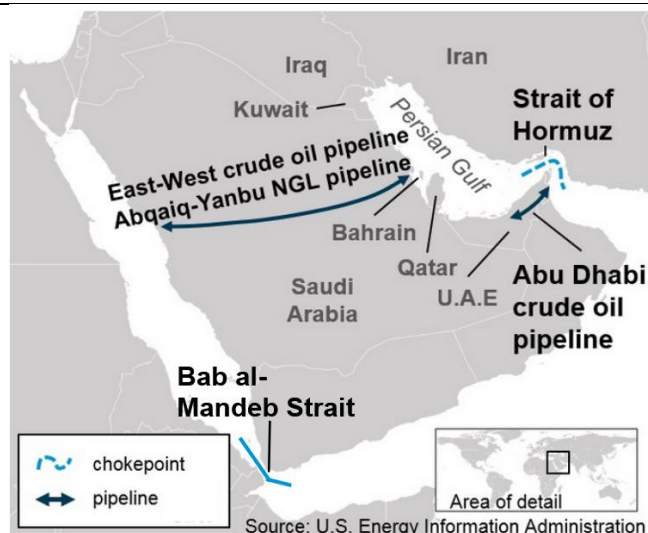
一、美以伊战争回顾及对上游行业的现实冲击

2026 年 2 月 28 日美以伊三方爆发冲突，霍尔木兹海峡随即停航，战事陷入时战时停状态。此后双方围绕海峡控制权持续对抗：5 月美军宣布封锁海峡，伊朗则针锋相对成立海峡管理局，要求过往船只必须获得其许可；6 月 17 日美伊公布 14 条谅解备忘录，一度释放缓和信号，海峡通航暂时恢复。然而自 7 月 7 日起冲突急剧升级，美军大规模打击伊朗沿海设施，伊朗随即宣布海峡完全关闭并袭击美军中东基地。至 7 月中旬，海峡航运量再次骤降，备忘录实质作废，但卡塔尔、巴基斯坦等仍在努力推动新的停火提议。

霍尔木兹海峡受阻导致原油出口量较战前水平下降超 90%。霍尔木兹海峡是全球重要贸易通道，海湾国家沙特、伊拉克、伊朗、阿联酋、科威特、卡塔尔等油气出口均高度依赖此通道。2025 年霍尔木兹海峡日均原油出口量约为 1500 万桶，2026 年 2 月冲突爆发前因 OPEC+ 执行增产计划升至约 1650 万桶。然而截至 2026 年 5 月战事僵持状态下，海峡日均原油通行量已骤降至仅 60 万桶，意味着近 1600 万桶/日的原油出口受到影响。沙特经海峡的原油出口量从冲突前的 690 万桶/天降至 5 月的 0 出口；伊拉克出口严重受阻，关闭约 280 万桶/日产能；科威特关闭约 200 万桶/日产能；卡塔尔作为全球主要 LNG 出口国，液化天然气外运几乎完全中断；阿联酋出口受困并退出 OPEC+ 组织；伊朗自身原油也因封锁滞销。**6 月海峡虽一度短暂开放，湾内积压船舶集中涌出，原油通行量明显增长，但战事于 7 月 7 日复燃，伊朗随即再度关闭海峡，航运量再次骤降，海峡通行仍处于极不稳定状态。**

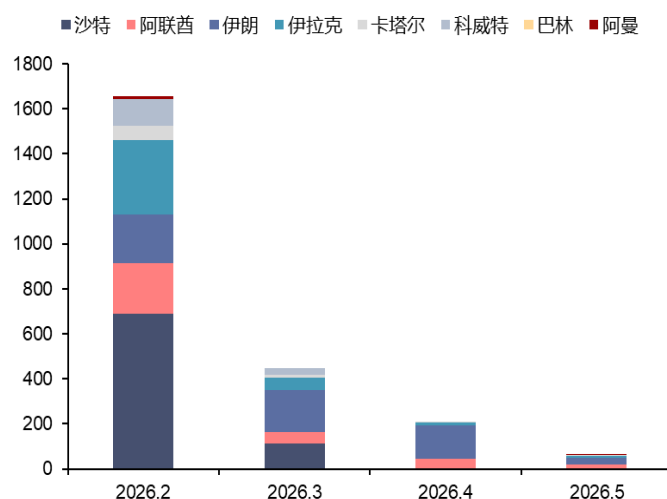
替代管道运力有限，原油贸易实际影响仍高达 1100 万桶/天。为缓解海峡通航受阻带来的供应压力，沙特阿拉伯与阿联酋已启用绕行霍尔木兹海峡的陆上管道设施。其中，沙特东西向原油管道设计最大输送能力为 700 万桶/天，其中 200 万桶需供给沙特西部炼厂，500 万桶/天运至红海延布港经曼德海峡出口；阿联酋阿布扎比原油管道额定输送能力为 180 万桶/天，可将原油直接输送至霍尔木兹海峡以外的富查伊拉港出口。上述通道合计可提供约 680 万桶/日的额度运力。战前这两条管道并未满负荷运行，沙特管道常规运力约为 280 万桶/天，其中运往延布港用于出口的部分仅约 80 万桶/天（其余供给西部炼厂）；阿联酋管道常规运力约为 110 万桶/天。两国管道在战前的实际出口输送能力合计不足 200 万桶/天。即便提升至满负荷运转，替代运力也仅能达到约 500 万桶/日，此次战争实际影响的原油贸易规模仍高达约 1100 万桶/日。随着近期战争复燃及也门胡塞武装的参与程度加深，曼德海峡也面临通航威胁，如威胁加深且常态化，沙特东西向原油管道的替代输送和出口能力也将不复存在。

图 1：霍尔木兹海峡及其他通道示意图



资料来源：eia，信达证券研发中心

图 2：霍尔木兹海峡原油出口贸易量（万桶/天）



资料来源：彭博，信达证券研发中心

出口通道受阻和储存设施瓶颈下，海湾原油被动减产规模达 1000 万桶/天。海峡封锁时间的拉长使得波斯湾内的海上交通持续瘫痪，出口通道受阻，湾内闲置油轮及陆上储油设施可在短期内发挥缓冲作用，吸纳部分无法出口的原油，但油轮和陆上储罐储油空间有限，一旦储备空间耗尽，上游生产便面临憋罐风险，被迫关井停产。

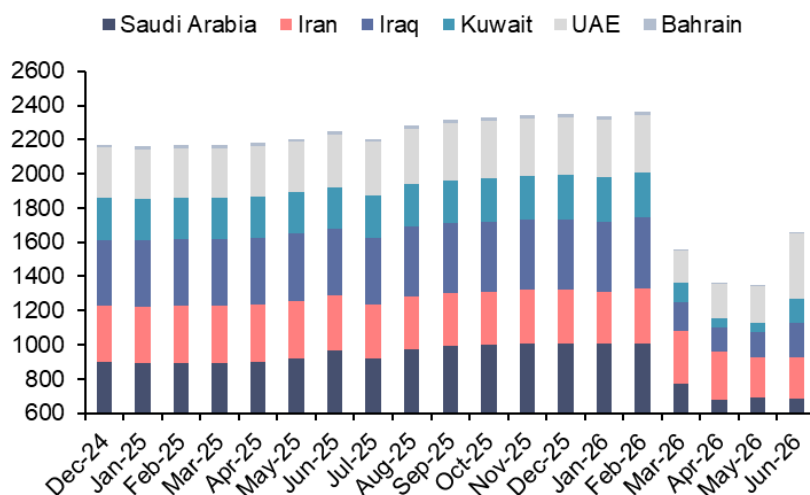
再加上海峡区域军事袭击频繁，武装冲突直接威胁油田设施安全，也有部分停产是出于主动避险考虑。根据 Rystad Energy 评估，截至 6 月上旬（美伊签署备忘录前）六个海湾产油国已有 1180 万桶/日的油井被关闭，其中约四分之三来自沙特、伊拉克和科威特，沙特关闭约 380 万桶/日，伊拉克因储油空间耗尽关停约 280 万桶/日，科威特损失 200 万桶/日。此外，油田在关井停产之后，即使条件允许复产，但地层压力变化、井下流体分布紊乱等因素也会导致一定的永久性产能损失，这将进一步加剧中期供应的不确定性。6 月中下旬霍尔木兹海峡阶段性通航推动海湾国家产量环比回升；其中阿联酋受退出 OPEC 解除配额限制影响以及利用湾内穿梭接驳油轮船对船转运方式，产量已超战前水平。然而，7 月战事复燃，海湾国家刚刚启动的复产进程再度被打断，后续产量走向存在较大不确定性。

表 1：海湾国家主要油田关停减产情况

国家	油田/设施名称	关停状态	产量损失规模	备注
沙特阿拉伯	萨法尼亚油田（Safaniya）	已关停	约 120 万桶/日	因出口停滞及仓储耗尽
	祖卢夫油田（Zuluf）	已关停	约 100 万桶/日	因出口停滞及仓储耗尽
	马尔詹油田（Marjan）	已关停	约 50 万桶/日	因出口停滞及仓储耗尽
	库莱斯油田（Khurais）	减产（管道受损）	约 30 万桶/日	遭无人机攻击，截至 7 月仍在修复
	小计		约 380 万桶/日	截至 6 月美伊达成备忘录前评估
伊拉克	鲁迈拉油田（Rumaila）	已关停	约 140 万桶/日	因出口停滞及仓储耗尽
	西古尔纳-2 油田（West Qurna 2）	已关停	约 50 万桶/日	因出口停滞及仓储耗尽
	南部油田整体（含祖拜尔、哈法亚、西古尔纳-1 等）	大幅减产	—	因出口停滞及仓储耗尽
	北部库尔德地区油田	暂停生产	约 20 万桶/日	安全考虑，6 月复产，7 月再次暂停
	小计		约 280 万桶/日	截至 6 月美伊达成备忘录前评估
科威特	布尔干油田（Burgan）	大幅减产	80-100 万桶/日	因出口停滞及仓储耗尽
	萨布利亚油田（Sabriya）	已关停	约 30 万桶/日	因出口停滞及仓储耗尽
	劳扎塔因油田（Raudhatain）	已关停	约 25 万桶/日	因出口停滞及仓储耗尽
	小计		约 200 万桶/日	截至 6 月美伊达成备忘录前评估
阿联酋	达斯岛油田（Das Island）	关停后恢复	约 65 万桶/日	因富查伊拉港遭袭击运营中断及仓储因素，截至 7 月生产恢复
	上扎库姆油田（Upper Zakum）	减产恢复	—	因富查伊拉港遭袭击运营中断及仓储因素，截至 7 月生产恢复
	巴布油田（Bab）	大幅减产	约 50%	—
巴林	Abu Safah 油田	已关停	约 30 万桶/日	因出口停滞及仓储耗尽
合计			1180 万桶/日	截至 6 月美伊达成备忘录前评估

资料来源：金联创，商务部，中国能源报，信达证券研发中心

图 3：波斯湾主要产油国原油产量变化（万桶/天）



资料来源：OPEC，信达证券研发中心

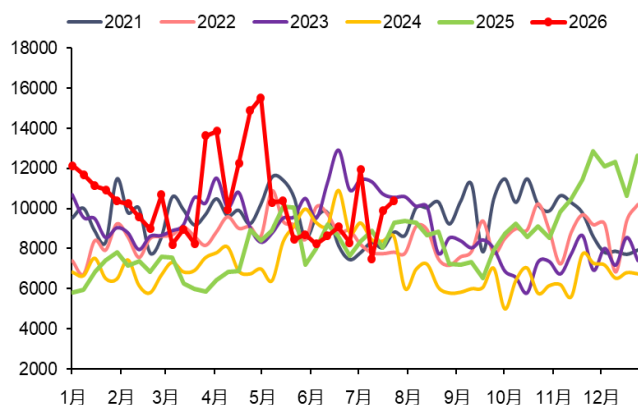
在供应缺口扩大的背景下，临时性供给补充措施对市场紧张局面起到了一定程度的缓解作用。海上浮仓消化、战略储备释放以及美国原油出口力度的加大，均为市场提供了额外供应。我们测算，2026 年 4 月至 6 月期间，以俄罗斯原油等敏感油为主的海上浮仓释放，叠加美国出口增量，合计为原油市场带来约 200 万至 300 万桶/日的额外供给。此外，国际能源署（IEA）协调成员国自 2026 年 3 月起实施规模为 4 亿桶的战略石油储备释放计划。IEA 4 月表明释放节奏约为 330 万桶/日，原油占比约 70%，其中美国释放量约为 140 万桶/日。但上述战略储备释放预计将在 2026 年 7 月至 8 月间陆续退出，届时由该渠道提供的供应增量将相应减少。

表 2: IEA 战略石油储备释放计划

国家	释放规模	说明
美国	1.722 亿桶	全部来自公共战略石油储备，均为原油。释放前储备约 4.15 亿桶。
日本	7,980 万桶	其中 5,400 万桶来自公共库存，2,580 万桶来自行业库存；原油与成品油各占一半。
德国	1,950 万桶	具体油品结构尚待细化。
法国	1,460 万桶	具体油品结构尚待细化。
英国	1,400 万桶	全部为成品油。
意大利	1,000 万桶	全部为成品油。
西班牙	1,160 万桶	全部为成品油。
加拿大	2,360 万桶	通过增产实现。
墨西哥	390 万桶	通过增产实现。

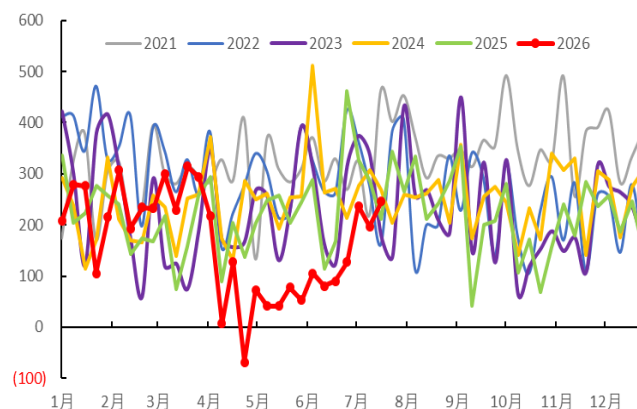
资料来源：国研网，信达证券研发中心

图 4: 全球原油浮仓库存水平（万桶）



资料来源：彭博，信达证券研发中心

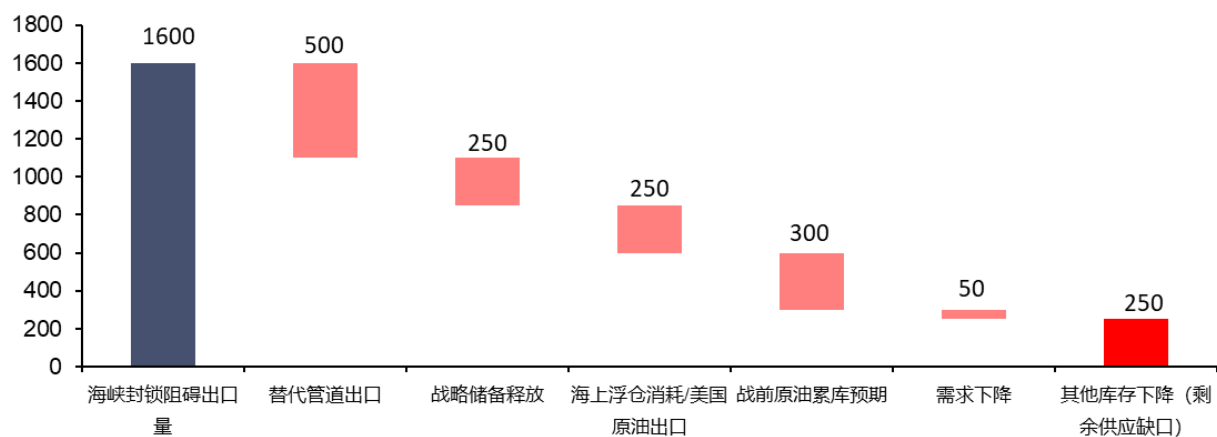
图 5: 美国原油净进口量（万桶/天）



资料来源：eia，信达证券研发中心

总体看，霍尔木兹海峡封锁导致 1600 万桶/天原油贸易出口受阻，其中沙特东西向管道和阿联酋阿布扎比管道可作为替代通道解决约 500 万桶/天的出口，海上浮仓+IEA 释储+美国加大出口填补了约 500 万桶/天的供应短缺，如果考虑海峡封锁前 IEA&EIA 预计 2026 年原油累库 300 万桶/天（因 OPEC+增产计划该累库预期多数在海峡内发生），以及海峡封锁后油价飙升导致原油需求下降 50-80 万桶/天，则原油市场基本依靠 250 万桶/天的其他库存消耗（包括商业储备）维持平衡，如果考虑 IEA 释放战略储备则原油市场在海峡受阻期间的整体库存消耗在 500-600 万桶/天。

图 6: 海峡封锁后全球原油供给变化 (万桶/天)



资料来源: eia, 彭博, 信达证券研发中心

二、战后原油市场将重回战前原点抑或演化为新格局？

2.1 短期中东局势的可能路径与影响

截至 2026 年 6 月 17 日，美国与伊朗宣布达成和平谅解备忘录，但协议尚未正式签署，协议核心内容包括立即停火、开放霍尔木兹海峡并解除海上封锁，以及启动为期 60 天的后续技术谈判。在美伊宣布达成谅解备忘录后，原油市场风险溢价已迅速回落至冲突前水平。然而，7 月 7 日起战事急剧升级，伊朗宣布海峡完全关闭并袭击美军中东基地，此前达成的谅解备忘录实质作废，原油风险溢价再度大幅提升。

无论美伊关系未来走向如何，从当前局势来看，海峡恢复通行仍面临至少四个层面的不确定性。

1) 物理障碍。霍尔木兹海峡的水雷清除工作面临水雷漂移等因素影响，伊朗方面完成排雷可能耗时超过 30 天，甚至此前美军评估完全清除水雷需 6 个月以上。因此，即便 6 月海峡一度阶段性恢复通行，船只实际也只能在伊朗划定的特定安全航线内有限通航，且期间仍有船只遭袭的报道。综合来看，海峡实现完全恢复安全通行的时间窗口，至少在 1 个月以上。且即便海峡恢复通行，船舶从波斯湾出发往返亚洲、欧洲主要目的港的航行时间通常需要数周，加之港口拥堵、装卸作业积压等因素，滞留船舶的疏导、储油库容的释放以及上游生产的全面恢复，均需要更长的时间周期。

2) 履约顺序分歧。美伊双方在执行层面存在先后次序的争议：美方主张先履约后解冻伊朗资产，伊方则要求先解冻资产后履约。但卡塔尔可能作为中间方，以“借贷”方式先行向伊朗提供约 120 亿美元资金，作为折中方案，不过卡塔尔官方后续公开否认了“向伊朗提供 120 亿美元以达成协议”的报道。

3) 通行费安排。美方主张霍尔木兹海峡永久免费通行，而伊方提出 60 天免费通行期（含排雷期）及后续收费计划。

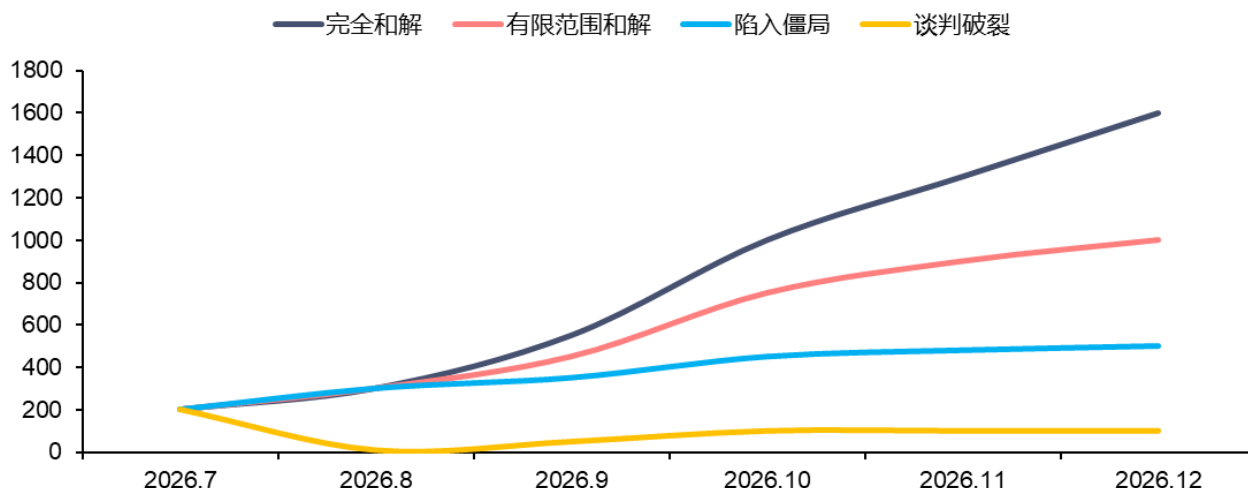
4) 以色列的扰动风险。以色列对此前美伊达成协议版本表达强烈不满，甚至在协议宣布前夕，以色列仍对黎巴嫩发动空袭，这一因素可能在更长时期内构成持续扰动。

综合上述分析，在 6 月下旬至 7 月初的阶段性通航期内，被困于湾内的船只大量涌出，但恢复正常贸易流量仍面临多重制约。一方面，地缘政治不确定性持续存在，船东及保险机构预计将保持审慎态度；另一方面，因冲突而调整至其他航线的船只，其重新部署亦需一定时间。此外，美伊双方仍需就核协议、以色列关系正常化等分歧较大的议题进行磋商，相关议题达成一致的可能性较低。美国仍有可能继续对伊朗的制裁及石油出口封锁；以色列方面亦存在继续采取军事行动的可能性。

总体而言，受地缘风险持续影响，短期内霍尔木兹海峡的贸易流量难以恢复至正常水平。

关于后续可能走向，结果可大致分为四种情形：**完全和解**、**有限范围内的和解（如搁置核协议）**、**陷入僵持**、**谈判破裂**。其中，完全和解的可能性较低。对应上述四种情形，海峡流量恢复程度分别约为 100%、70%、35%、5%。2026 年内霍尔木兹海峡贸易恢复量对应分别在 1600、1000、500、100 万桶/日区间。在海峡流量部分恢复后，我们预计美国原油出口将逐步恢复正常节奏，国际能源署协调下的战略储备释放亦将随之陆续退出。

图 7：不同谈判结果下霍尔木兹海峡贸易量（万桶/天）



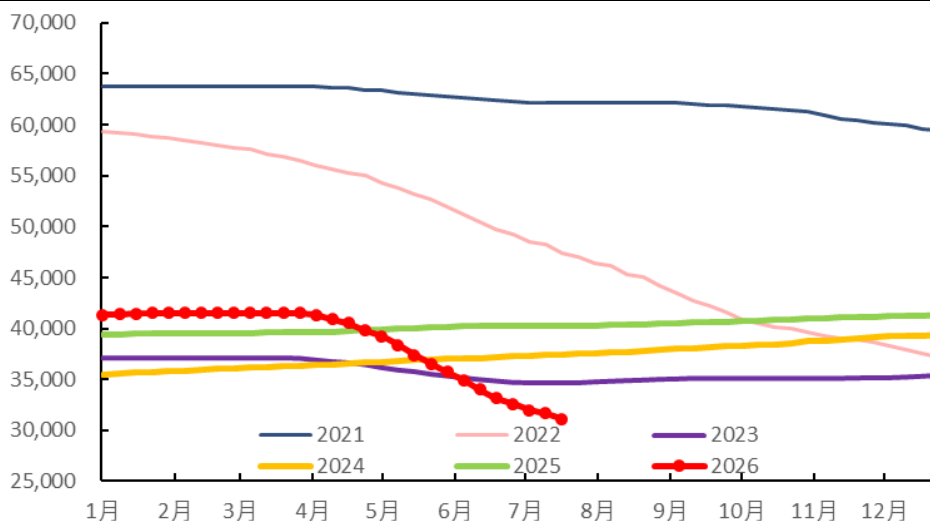
资料来源：Rystad，信达证券研发中心

2.2 中长期看五重因素使得战后原油市场进入新格局

2.2.1 因素一：库存和储备的回补及扩大

美国：极限消耗后的刚性补库。美国战略石油储备（SPR）已因拜登时期的大规模释放而严重透支。特朗普政府上台后一度承诺将 SPR 补充至约 7 亿桶的满额容量，但战争爆发迫使其再次动用储备并计划释放 1.72 亿桶，若全部落实，SPR 将降至约 2.43 亿桶，仅相当于法定容量的三分之一，是 1983 年以来的最低水平。此轮释放采用“出借”模式，即企业借出原油，未来须以实物原油附加最高 24% 的溢价归还。美国能源部长 Chris Wright 预计借出溢价的回流将在今明两年合计带来 3500 万至 4000 万桶原油。能源部更进一步宣布，计划在未来一年内补充约 2 亿桶，较本次释放量多出约 16%。这意味着 SPR 的补库不仅是恢复性回补，更是带有扩张意图的主动增储。从历史价格区间看，2024 至 2025 年间美国库存回补的油价运行区间约为 60 至 80 美元/桶。

图 8：美国战略储备库存（万桶）

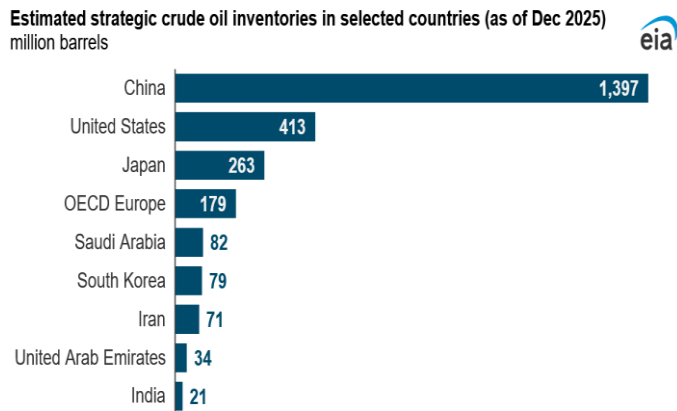


资料来源：eia，信达证券研发中心

中国：继续增加石油储备。2026 年 3 月，第十四届全国人大审议通过的“十五五”（2026-2030 年）规划纲要中，明确将“提升国家石油储备规模”列为强化能源资源供应保障的核心内容之一，并首次提出建立更加灵活

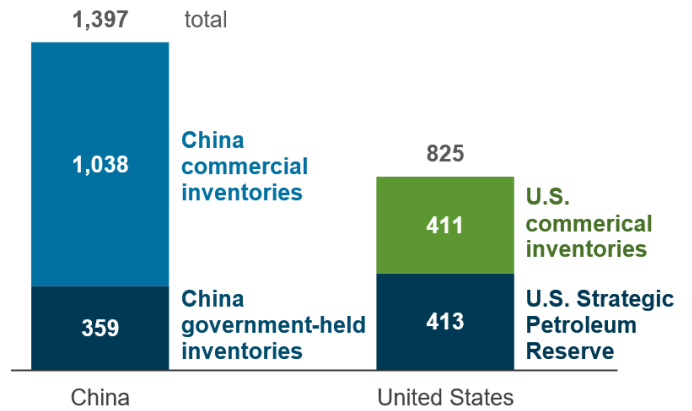
的轮换动用机制。在 2026 年 6 月国新办发布会上，国家能源局局长王宏志进一步强调，“十五五”时期将始终把能源安全放在首要位置，重点做好化石能源的开发与储备、显著提升非化石能源供给、以及扩大能源合作朋友圈三方面工作。截至 2025 年底，中国的石油储备总量已逾 13 亿桶，约相当于 4 个月供应量。

图 9：截至 2025 年底主要国家战略原油库存（百万桶）



资料来源：eia，信达证券研发中心

图 10：美国和中国战略库存结构对比（百万桶）



资料来源：eia，信达证券研发中心

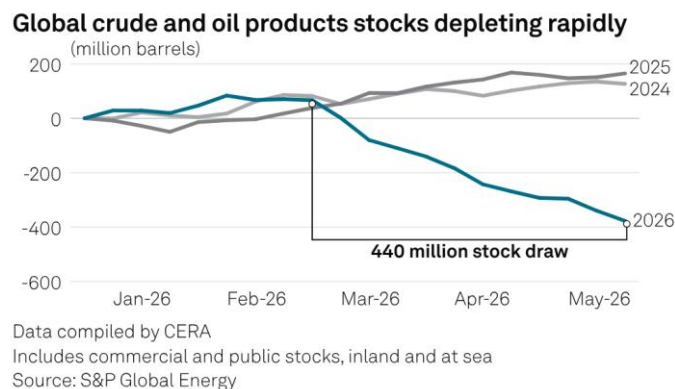
其他亚洲国家：本轮战争导致多个原先尚未建立石油储备或储备较少的国家面临了一系列内政外交压力，从而催生了较大规模的石油储备建设或扩建计划。2026 年 6 月，印度政府首次指令国有石油天然气公司(ONGC)在芒格洛尔建设 175 吨（约 1280 万桶）的地下储油设施，同时推进奥里萨邦 Chandikhol 的 400 万吨和卡纳塔克邦 Padur 的 250 万吨设施，全部项目完工后印度新增储备规模超 6000 万桶，总战略储备容量有望突破 1300 万吨（约 9500 万桶）。

巴基斯坦 90%的石油进口都经霍尔木兹海峡运输，迄今尚未建立战略石油储备。冲突爆发后，巴基斯坦政府已开始规划建立满足 45 天需求的战略石油储备，并计划未来进一步扩大到 90 天，包括国家支持的应急库存、行业强制性库存以及保税商业仓储（海关监管下的存储设施，进口石油或其他燃料可在此存储，供国内外贸易商再出口，无需立即缴纳关税和税费，一旦发生紧急情况，这些存储的燃料可用于巴基斯坦国内）。以巴基斯坦日均约 40 万桶的石油产品总消费量为基准，45 天战略储备的理论规模应为 1800 万桶，而 90 天储备则需达到 3600 万桶。

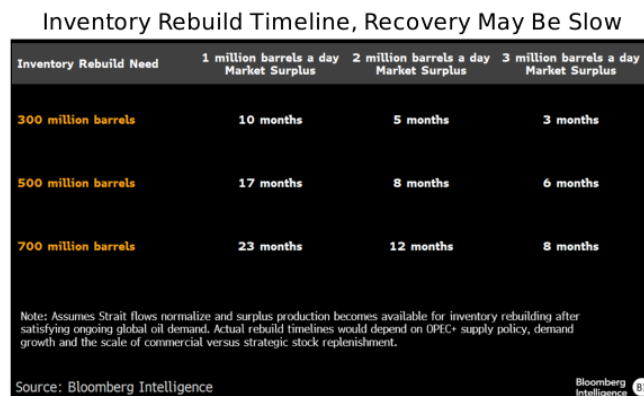
东南亚国家也在积极推进储备建设，以应对未来可能的供应中断风险。在 2026 年 5 月的第 48 届东盟峰会上，东盟领导人讨论了建立区域石油储备的提案，并推动加快批准《东盟石油安全协议》，允许成员国在紧急情况下相互支援燃料。日本国际协力机构（JICA）已启动与越南的战略石油储备可行性研究，旨在借鉴日本的经验构建适合越南国情的储备体系。印尼表示愿意主办东盟石油储备枢纽，并与马来西亚、文莱、菲律宾等国协调推进。菲律宾与日本达成合作协议，将在“POWER Asia (Partnership On Wide Energy and Resources Resilience Asia)”框架下推进战略石油储备建设，日本将提供可行性研究和技术支持。目前东南亚大多数国家库存维持在 20 到 50 天的消费量，且以商业库存为主，基于东南亚约 500 万桶/天的石油需求，30 天战略储备的理论规模为 1.5 亿桶，90 天储备（IEA 标准）则需要 4.5 亿桶。

海湾产油国离岸库存或将显著扩大规模。海湾产油国也在探索将石油储备部署到境外（消费国），以规避霍尔木兹海峡等咽喉要道被封锁的风险。这种“离岸储备”模式在本次冲突后得到加速推进。具体来看，阿联酋已在印度的芒格洛尔储备设施中储存了 586 万桶原油，在新加坡裕廊港租用储油能力，并计划将在印度的原油存储量增至 3000 万桶。此外，阿联酋在韩国国家石油公司的设施中存储了近 200 万桶原油，冲突爆发后双方已讨论扩大合作。同时巴基斯坦也正在与沙特阿拉伯、科威特、卡塔尔、阿联酋和中国谈判，计划在巴境内建立商业保税石油仓储。

据 IEA&EIA 统计，Q2 原油日均去库 600 万桶，截至 5 月 S&P 统计全球石油和油品累计去库或超 4 亿桶，后续随着消费国回补和主动扩建库存，这些将构成偏长期性的底部买盘支撑。

图 11：全球原油和油品库存迅速下降（百万桶）


资料来源：标普，信达证券研发中心

图 12：石油库存回补时间线


资料来源：彭博，信达证券研发中心

2.2.2 因素二：伊朗对海峡通行施加持续影响并获取经济收益的长期野望

目前在美伊围绕霍尔木兹海峡的博弈中，海峡对伊朗而言更多是地缘博弈的生存筹码，用以将美国拉回谈判桌并争取更多权利，而非单纯的获利工具。然而，在这一战略定位之下，伊朗也在积极寻求将筹码转化为可观的财政收入，背后有双重考量。一方面，战争损失的补偿机制是伊朗的重要诉求。美国较大概率不会直接承担战争损失，尽管有沙特、阿联酋等中东产油国以一定名义代为出资补偿伊朗战争损失的可能，但相关方案缺乏明确的法理依据且只能是一次性的临时安排。在这一背景下，伊朗将战争补偿作为谈判条件的动力愈发增强，以换取美国对其收取海峡相关费用的默许。另一方面，海峡管理收费本身蕴含着巨大的长期收入潜力。霍尔木兹海峡作为全球最重要的能源咽喉，每日通行船只众多，一旦建立稳定的收费机制，将为伊朗开辟一个持续且可观的财政收入来源，这对长期受制裁困扰的伊朗而言是很大诱惑。短期来看，伊朗可通过制造持续的不确定性（封锁海峡）推高全球油价和航运成本，中长期看，伊朗正试图通过设立保险、海上服务费等机制对海峡实施“管理收费”式管控，但目前面临国际法理依据不足及国际社会强烈反对的局面。

具体操作层面，伊朗在 5 月成立专门机构“波斯湾海峡管理局”（PGSA），推行系统化管理，并制定明确的通行申报程序，要求船只至少提前 48 小时通过其官网或邮箱提交申请。伊朗将该计划表述为“海上服务费”，而非国际法意义上的“通行费”，其收费理由是补偿导航、搜救、防污染等海事保障服务成本。据航运在线网站新闻，伊朗 6 月起草的《霍尔木兹海峡环境服务收费条例》草案中，散货船单次通行费最高可达 12 万美元，油轮最高可达 16 万美元，具体费率根据船型、货物类别及船东国籍浮动。由于各船型混合通过，这里取油轮和散货船费率的中间值约 14 万美元进行理论推算，则伊朗和阿曼的理论年收入可超 60 亿美元。若美伊、伊朗与阿曼及海湾国家之间的谈判达成妥协，可能形成一种“服务费”体系，实际费率或低于草案水平，且收费性质更偏向“服务”而非“通行权”。7 月战事复燃后，伊朗议会正式提出了《霍尔木兹海峡和波斯湾安全与可持续进程战略行动》法案，试图进一步强化对海峡的管控，法案主要内容包括授权伊朗政府协同武装部队为过航船舶提供航行引导、航道检查、合规评估等服务，并有权禁止敌对国家关联船舶通行；同时，要求过航船舶的船东或保险公司必须在伊朗金融机构开立里亚尔账户。

若海峡通行费落地，船东大概率在运费中增设“附加费”条款，最终成本由买家承担。以一艘超大型油轮（VLCC，载货约 200 万桶）收取 16 万美元计算，平摊至单桶成本约为 0.08 美元，对原油到岸价的冲击我们预计较为温和。此外，沙特官方售价（OSP）的调整通常会影响到区域基准价，其在竞争压力下可能采取“降价保份额”策略，这一选择将直接影响对冲效果。

图 13: 霍尔木兹海峡地理位置示意图

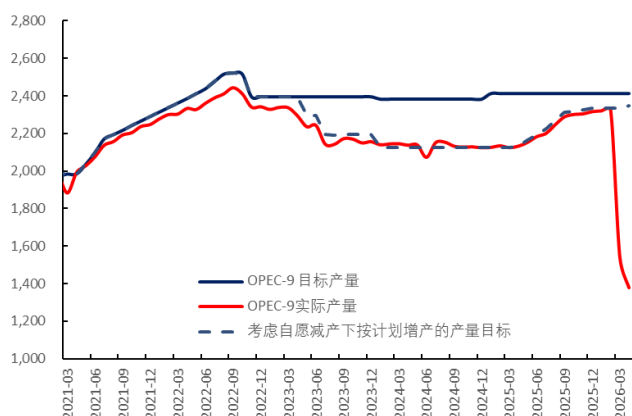


资料来源: 视觉中国, 信达证券研发中心

2.2.3 因素三: OPEC+配额与产量的剪刀差

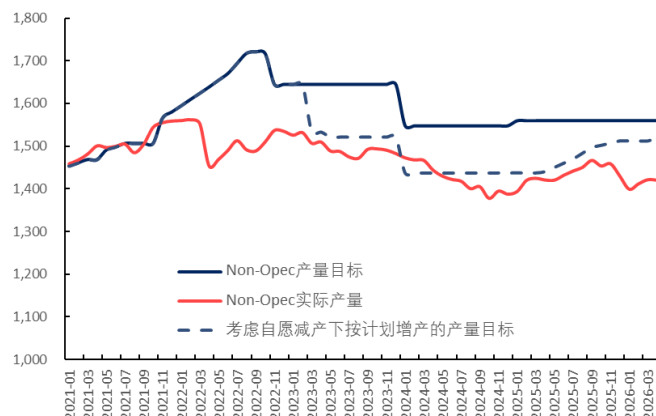
从 OPEC+ 的供应端看, 受霍尔木兹海峡受阻影响, 该组织的实际原油产量已从 2026 年 2 月的 4277 万桶/日降至 4 月的 3319 万桶/日, 降幅约为 1000 万桶/日。与此同时, OPEC+ 的增产配额仍在按既定计划执行。这一局面形成了显著的供应落差: OPEC+ 在纸面上持续规划增产, 而实际进入市场的原油数量却在同步减少。一旦阻碍当前供应的地缘因素(海峡封锁)出现超预期解除, 那些当前仍只停留在数字层面的原油生产配额, 将逐步转化为实际产量, 持续不断涌入国际市场, 从而对油价构成下行压力, 甚至可能引发价格一定周期内的剧烈下跌。

图 14: OPEC 目标与实际产量走势(万桶/天)(含阿联酋)



资料来源: OPEC, 信达证券研发中心

图 15: 其他 OPEC+ 目标与实际产量走势(万桶/天)



资料来源: OPEC, 信达证券研发中心

2.2.4 因素四: 阿联酋退出欧佩克削弱了组织对边际供给的主导能力

阿联酋于 2026 年 5 月 1 日正式退出石油输出国组织(OPEC)及“OPEC+”机制。与此前的退出者多是边缘或小产量国家不同(安哥拉产量占比小, 卡塔尔专注天然气), 阿联酋是 OPEC+ 第三大产油国, 这标志着 OPEC+ 内部减产协调机制有可能因阿联酋等国搭便车问题而出现失效迹象。不过, 当前正处于 OPEC+ 减产退出阶段(增产阶段), 阿联酋的产量释放与 OPEC+ 仍保持方向一致, 部分掩盖了其退出带来的结构性变化。从长期来看, 阿

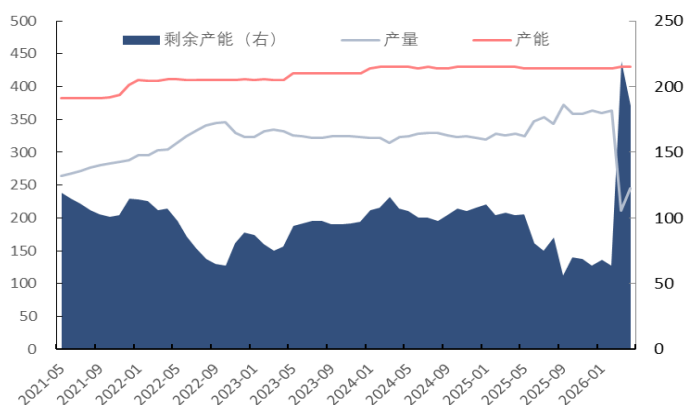
联酋计划进一步提升产能，目标在 2027 年将原油日产量从 6 月的 380 万桶提升至 500 万桶，这将进一步削弱 OPEC+ 的集体行动约束力，加剧组织内部协调难度。

此外，哈萨克斯坦作为 OPEC+ 成员国长期存在超额生产问题，其能源部长也曾表示在决定产量时将“优先考虑国家利益”，市场推测其可能退出。不过截至目前，哈方已多次重申暂无退出计划。若哈萨克斯坦未来也选择退出，将进一步削弱 OPEC+ 对全球原油市场的调节主导能力。

与此同时，在此次霍尔木兹海峡封锁危机的背景下，美国正借机深化与南美产油国的能源合作关系。具体而言，美国通过外交与经贸渠道加强与巴西、圭亚那、阿根廷等南美新兴产油国的联系，推动相关国家扩大原油产能及出口基础设施投资。其中，巴西和圭亚那近年来在深海盐下油田和近海区块的产能增长较快，已成为全球原油供应增量中的重要来源。此外，全球能源转型进程仍在持续推进。主要经济体在长期能源战略中逐步减少对化石燃料的依赖，加大对可再生能源及清洁技术的投资力度。这一结构性趋势在一定程度上削弱了中东地区在全球原油供应中的传统主导地位。不过中东地区仍保有全球较大份额的已探明储量和剩余产能，其供应地位在中期内仍难以被完全替代。美国与南美国家的能源合作深化，也可能更多是地缘政治扰动下的阶段性调整，其持续性和规模仍有待观察。

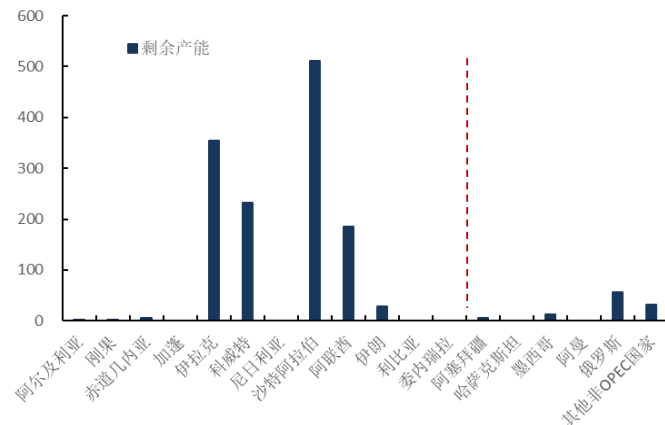
综合上述因素，全球原油市场的主导力量可能逐步由 OPEC+ 强力主导转向包括中东传统产油国、美国、南美新兴产油国等在内的多极博弈格局。供应端参与主体的多元化，加之各方利益取向的差异化，我们预计将使得未来油价的波动更为复杂且剧烈。

图 16: 阿联酋产能与产量走势（万桶/天）



资料来源：IEA，信达证券研发中心

图 17: 截至 4 月 OPEC+ 成员国闲置产能（万桶/天）



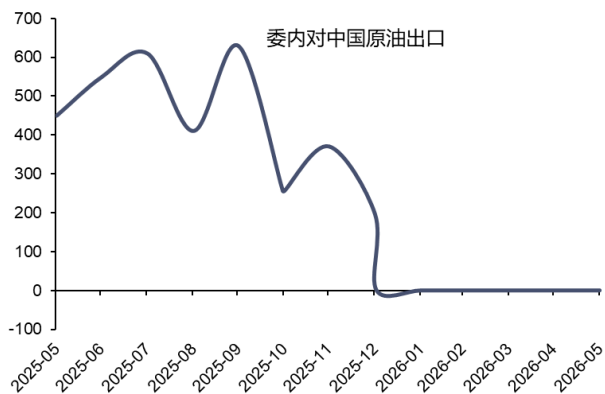
资料来源：IEA，信达证券研发中心

2.2.5 因素五：贸易格局的重构

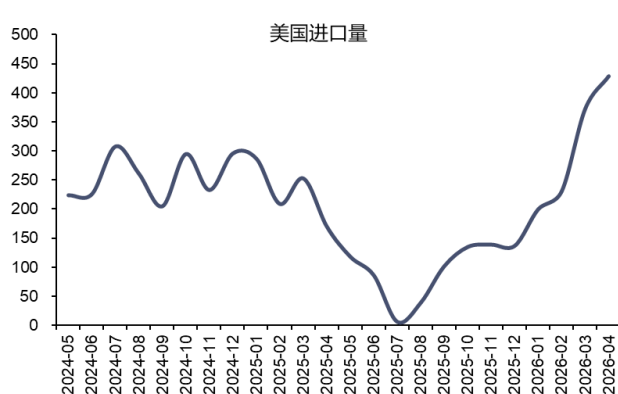
全球常规油和敏感油的升贴水定价体系正呈现调整迹象。

中东地区：产油国官方售价（OSP）的升贴水不再仅由该国的供需决定，而是由航线安全性、船运保险成本以及目的港炼油厂的适配性共同决定。例如，同样是运往中国的原油，阿联酋的现货升贴水因无需经过霍尔木兹海峡（从富查伊拉直接装船以及计划 2027 年将现管道容量翻倍至 360 万桶/天）而享有安全溢价，而沙特沙轻原油则因需通过敏感水道甚至未来海峡收取服务费而被迫给出更大的价格折扣以弥补买家风险。形成以地缘安全及航运成本而非以品质为基础的升贴水转换。

委内瑞拉：折价收窄，中国停止进口。过去委内瑞拉原油因制裁风险和流动性受限，存在巨大的“地缘政治折价”。进入 2026 年，随着美国控制委内瑞拉原油销售，合规的大型贸易商（如维多、托克）被允许介入交易，原有地缘折价迅速收窄，截至 2026 年 1 月，委内瑞拉原油（主要是 Merey 重油）在中国的 DES 到岸贴水已经从之前的 15 美元/桶，急剧收窄到了大约 5 美元/桶（油种折价）。同时，美国通过军事干预和制裁等手段，实质上截断了委内瑞拉对中国的原油出口，委内瑞拉的石油转变为主要流向美国、印度和加勒比地区。

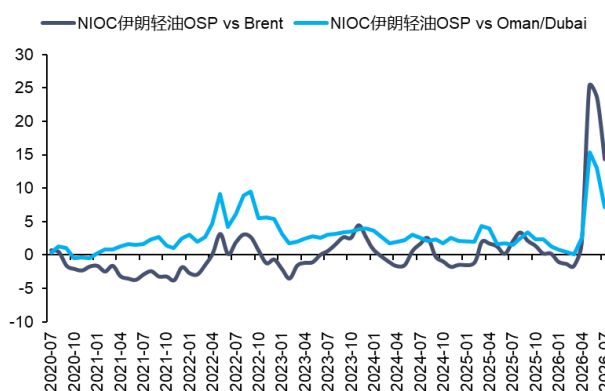
图 18: 委内瑞拉对中国原油出口量 (千桶/天)


资料来源: 彭博, 信达证券研发中心

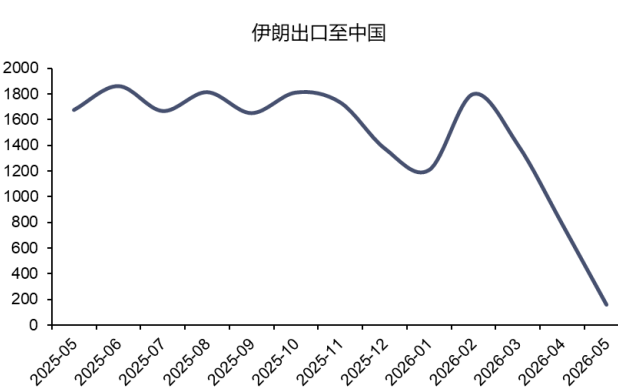
图 19: 委内瑞拉对美国原油出口量 (千桶/天)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

伊朗: 伊朗油价取决于美伊谈判情况。如果制裁缓解或解除, 伊朗原油回归国际市场是必然趋势。初期可能会考虑抢占市场份额而存在一定折扣, 7 月伊朗官价较布伦特 (阿曼/迪拜) 已明显下调, 现货市场方面, 7 月份伊朗运往中国的价格已下调至较布油折价 2.5-5 美金/桶, 6 月协议签署前则是较布油折价 1 美金/桶。中长期看, 如制裁完全解除, 伊朗油的风险性贴水将逐渐收窄甚至消失, 使得市场上继委内瑞拉原油之后, 另一大敏感贴水油种也将不复存在。如果中途谈判僵持或破裂, 伊朗油折价仍可能继续存在。

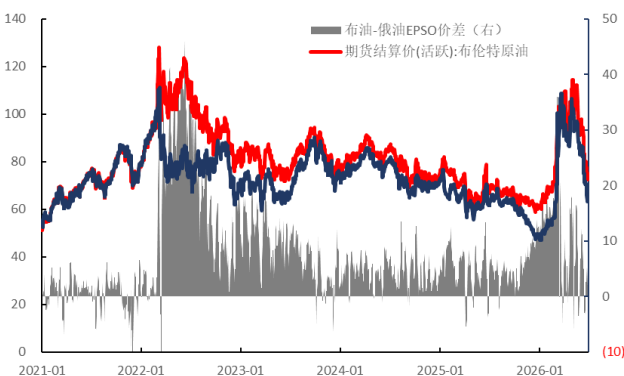
图 20: 伊朗官方指导价较布油升贴水 (美元/桶)


资料来源: 彭博, 信达证券研发中心

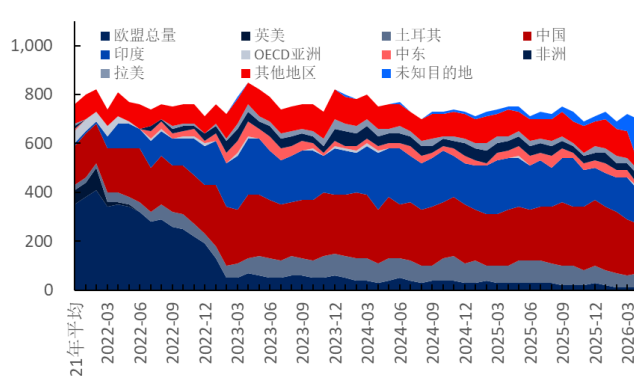
图 21: 伊朗对中国原油出口量 (千桶/天)


资料来源: 彭博, 信达证券研发中心

俄罗斯: 折扣力度会随着其他敏感油供应减少而减弱。目前俄罗斯贸易结构已经重塑, 主要为亚洲地区买家。上半年, 因中东原油供应受阻, 美国暂时放开对俄制裁, 俄油折扣大幅收窄。后续随着地缘风险消退, 即便制裁未解除, 因印度、中国等主要买家敏感油采购渠道变少, 俄罗斯原油在这些买家的供应篮子里变得相对稀缺或具有不可替代性, 其折扣力度自然会随着市场竞争的缓和而减弱。

图 22: 俄罗斯 ESPO 和布油价格及价差对比 (美元/桶)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 23: 俄罗斯石油出口贸易结构 (万桶/天)


资料来源: IEA, 信达证券研发中心

三、新格局下的基本面及油价展望

基于前文对霍尔木兹海峡通行恢复程度的假设，存在三种概率较高的情景，其对应的供需格局与油价路径存在显著差异，具体展望如下。

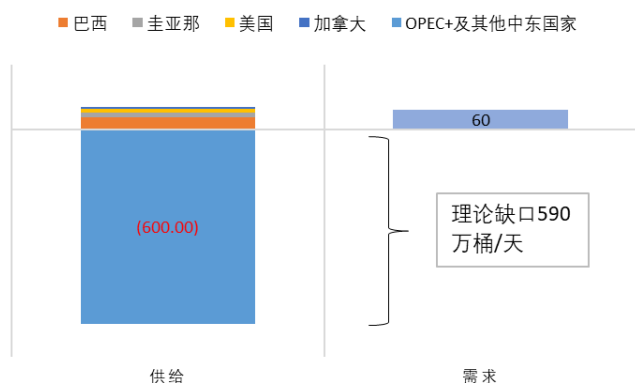
在谈判破裂情况下，若海峡通行量仅恢复至战前水平的 5%，则贸易恢复量为 100 万桶/天，考虑对需求的抑制效应，计算得 2026 年原油市场存在约 590 万桶/天的库存缺口，对应油价表现为 100-120 美元/桶，甚至更高。

在陷入僵局假设下，若海峡通行量仅恢复至战前水平的 35%，则贸易恢复量为 500 万桶/天，计算得 2026 年原油市场存在约 310 万桶/天的库存缺口，对应油价表现为 80-100 美元/桶。

在有限范围和解假设下，若海峡通行量恢复至战前水平的 70%，则贸易恢复量为 1000 万桶/天，海峡航运影响基本消除，计算得 2026 年原油市场存在约 170 万桶/天的库存过剩，油价面临显著下行压力，对应在 65-80 美元/桶。

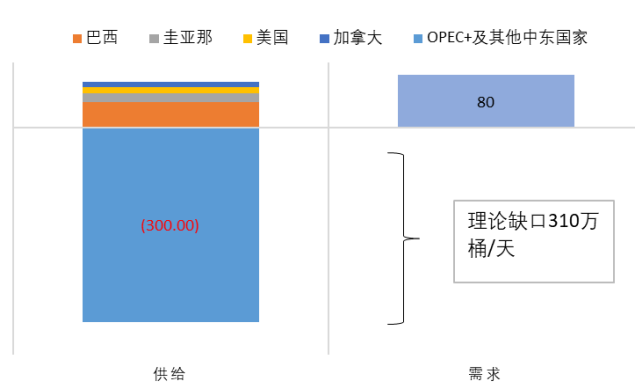
在完全和解假设下（概率极低），若海峡通行量恢复至战前水平的 100%，则贸易恢复量为 1600 万桶/天，海峡航运影响完全消除，考虑阿联酋退出 OPEC+ 后满负生产以及 OPEC+ 恢复增产，计算得 2026 年原油市场存在约 270 万桶/天的库存过剩，油价或可能下探至 60 美元/桶，对应运行区间在 60-70 美元/桶。

图 24：26 年原油基本面变化（供给增量-需求增量）—谈判破裂（万桶/天）



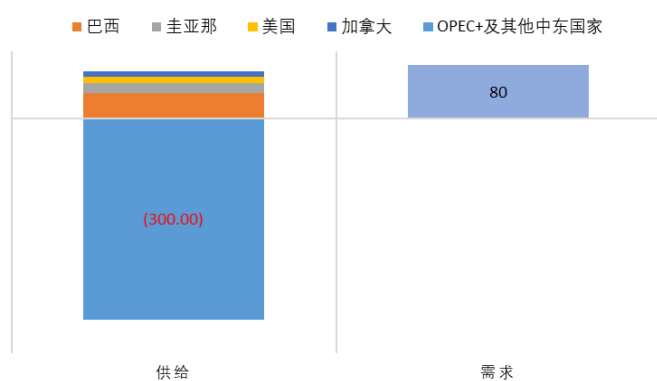
资料来源：eia，信达证券研发中心

图 25：26 年原油基本面变化（供给增量-需求增量）—陷入僵局（万桶/天）



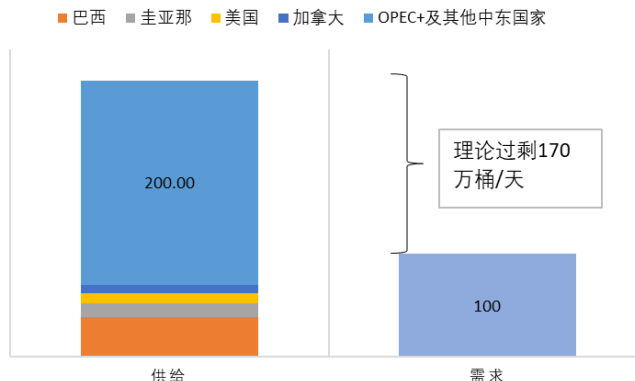
资料来源：eia，信达证券研发中心

图 26：26 年原油基本面变化（供给增量-需求增量）—有限范围内和解（万桶/天）



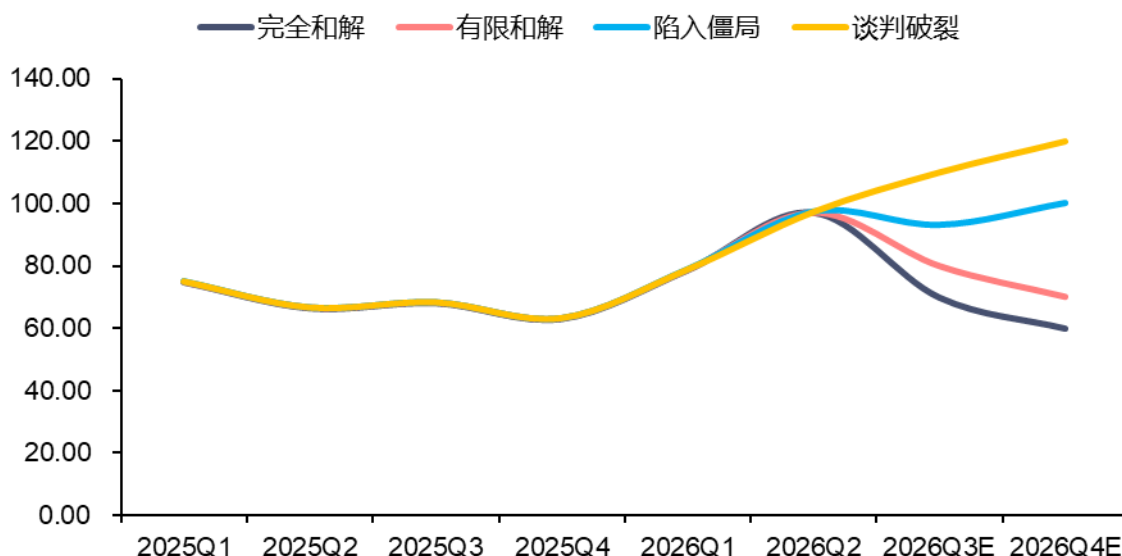
资料来源：eia，信达证券研发中心

图 27：26 年原油基本面变化（供给增量-需求增量）—完全和解（万桶/天）



资料来源：eia，信达证券研发中心

图 28：2026 下半年布伦特油价预期走势（美元/桶）



资料来源：同花顺 iFinD，信达证券研发中心

中长期而言，原油市场结构性变化将主导价格运行逻辑。阿联酋作为 OPEC+ 第三大产油国，其产能扩张及减产协调框架下的立场调整，将逐步削弱 OPEC+ 对全球边际供给的定价主导能力。伊朗受制裁状态的演变及其对海峡通行施加持续影响的长期战略，将使其供应变量趋于常态化，不再构成短期脉冲式冲击，而是成为市场定价中持续计入的风险因子。与此同时，全球原油贸易格局的结构性重构——涵盖委内瑞拉、伊朗、俄罗斯等敏感油贸易流向的重新分配，以及中东 OSP 定价逻辑从品质主导向地缘安全与航运成本主导的转变——将进一步加剧升贴水体系的波动。多重博弈因素叠加之下，原油市场的不确定性显著上升，油价运行或将告别相对稳定的单边或区间走势，波动幅度和频率均趋于扩大。

四、投资建议

4.1 总结

我们认为，当前原油市场价格波动区间放大，结构性机会与尾部风险并存。

上游方面，建议布局“高股息+低估值”的能源央企底仓。尽管短期油价承压，但全球原油库存处于历史低位（OECD 石油储备库存为 1990 年以来最低），叠加各国刚性补库需求，将为油价提供坚实底部，限制了能源股业绩的大幅下行风险。在油价大概率维持宽幅震荡（我们预计布伦特主力区间 65-85 美元/桶）的假设下，已经历了较为充分调整的能源央企的高分红属性提供了确定性回报。

下游方面，建议布局优质民营炼化企业。尽管近期战争复燃导致油价再度冲高，但油价中枢相比第一轮冲突总体已在下移，后续尽管或许仍有反复，但随着战争的结束，下游炼化环节的利润空间有望迎来修复。近期海峡恢复通行期间，沙特阿美已大幅下调销往亚洲的原油官价，直接降低了国内炼厂的原料成本。前期因高价原油挤压而处于低毛利甚至负毛利的炼厂有望迎来修复。同时考虑到本轮战争对于国内落后产能出清也会发挥促进作用，从而利好优质炼化企业，建议关注把握炼化板块的盈利修复窗口和景气周期的渐进式回归。

4.2 投资建议

上游开采方面，我们重点推荐红利属性凸显的中国海油/中国海洋石油（600938.SH/0883.HK）、中国石油（601857.SH）、中国石化（600028.SH），以及具备产量成长性的中曼石油（603619.SH）。

表 3：上游相关标的盈利预测表

代码	名称	收盘价（元/港元）	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE			
				2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
0883.HK	中国海洋石油	23.74	10135.72	1220.82	1572.40	1574.17	1620.84	8.00	6.21	6.21	6.03
600938.SH	中国海油	31.85	10135.72	1220.82	1572.40	1574.17	1620.84	12.40	9.63	9.62	9.34
600028.SH	中国石化	5.28	6041.10	318.09	423.63	465.64	512.79	20.07	15.07	13.71	12.45
601857.SH	中国石油	11.05	19707.73	1573.02	1868.14	2004.01	2103.89	12.86	10.83	10.09	9.61
603619.SH	中曼石油	21.18	97.92	7.26	5.96	7.33	9.87	13.49	16.43	13.36	9.92

资料来源：万得，信达证券研发中心预测，股价为 2026 年 8 月 3 日收盘价，其中 0883.HK 收盘价为港元，总市值为人民币，截至 2026 年 8 月 3 日港元兑人民币汇率为 0.86587。

风险因素

- 1、地缘政治因素对油价造成波动：**如中东地区巴以冲突等地缘政治因素对油价出现大幅度的干扰，美国推动委内瑞拉的增产石油可能，美国与伊朗关系的不确定性，美国为推动俄乌冲突结束而造成原油市场波动等。
- 2、宏观经济因素变动风险：**宏观经济增速下滑，导致需求端不振。全球贸易形势发生重大变化，对全球经济及石油需求产生破坏的风险。
- 3、政策变动风险：**OPEC+联盟调整石油产量计划；美国对页岩油生产、融资等政策调整；欧洲等地区推动新能源加大替代传统石油需求等。

研究团队简介

刘红光，北京大学博士，高级工程师，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员，中国矿业大学（北京）企业导师，《国际石油经济》青年编委。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理。牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望 2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023 年 3 月加入信达证券研究开发中心，现任石化行业首席分析师。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。