

## 原油：地缘风险持续发酵，油价或高位震荡

2026年3月31日

### 主要内容：

3月原油价格大幅上扬，本轮油价上涨由地缘风险主导。本月中东地缘局势升级，市场对霍尔木兹海峡运输中断的担忧情绪扩散。此外，海湾国家原油出口受限导致被动减产、闲置产能暂时失效，叠加美国页岩油短期供给弹性有限，加剧了市场对短期供应收缩的担忧情绪。原油风险溢价快速扩张带动油价接连上破多个整数关口，期间布伦特最高升至119.50美元/桶。

当前原油价格已较充分反映了中东地缘局势紧张及关键运输通道霍尔木兹海峡受阻带来的风险溢价，在无新增冲击的情况下，预计油价进一步上行动能减弱。供应方面，任何新增航运受阻或区域出口收缩的扰动，均可能迅速推升风险溢价；但与此同时，市场对极端情景的定价已较为充分，除非冲突显著升级，否则油价上行空间或受限。需求方面，IEA将2026年全球石油需求增长预期从85万桶/日下调至64万桶/日，高油价对需求端的负反馈作用显现，预计全球消费增长预期边际趋缓。整体来看，在当前地缘局势无明显变化的假设下，预计4月油价将呈现高位震荡态势。

上海中期交易咨询业务资格：  
证监许可【2011】1462号

研究所能化研究团队

分析师：郭金诺

从业资格号：F3031050

投资咨询号：Z0019038

#### 独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 主要因素分析：

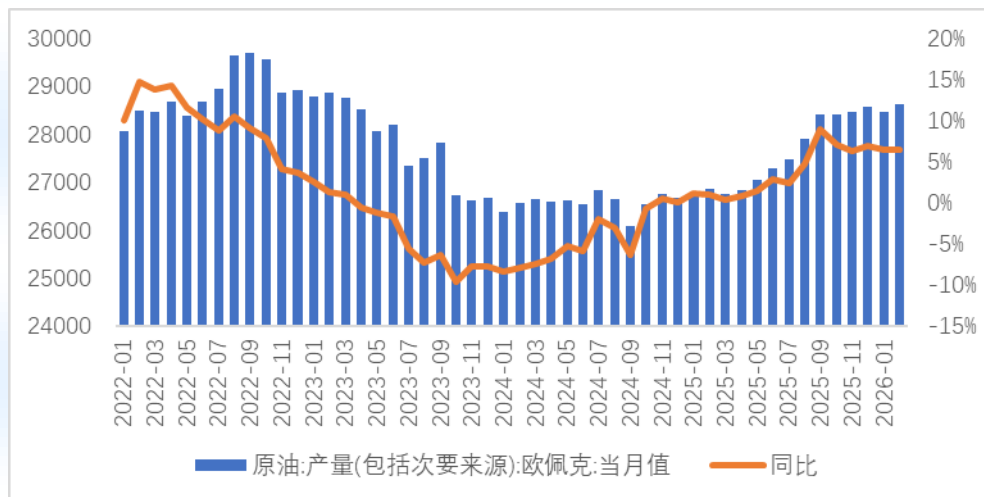
### 一、供应：OPEC+被动减产，美国原油产量增长偏温和

#### 1.1 OPEC+供应情况

2月OPEC原油产量平均为2863万桶/日，环比增加0.58%，同比增加6.57%。本月委内瑞拉、伊朗和伊拉克的原油产量增长位居OPEC前三。其中委内瑞拉增产8万桶/日、伊朗增产3.4万桶/日、伊拉克增产3万桶/日。沙特原油产量平均为1011万桶/日，环比增加0.24%，同比增加12.92%。2月OPEC原油产量呈现小幅回升但仍受配额约束的特征。2月OPEC产量环比增长主要由部分产油国主动增产与出口前置所驱动，旨在应对潜在地缘冲击及供应扰动风险。与此同时，OPEC+仍维持一季度“暂停增产”的政策框架，整体配额未上调，供给回升更多属于战术性调整而非政策转向。2月产量上升反映核心产油国在冲突前的预防性供给释放，但整体仍运行在减产体系之内，闲置产能保持较高水平。

对于2026年，OPEC+官方公告明确以下几个关键点：一是，2026年一季度暂停进一步增产，产量保持与2025年12月一致，以应对季节性需求疲弱及市场供应风险。二是，重申了此前第38次部长级会议确定的整体产量水平将延续至2026年12月31日。三是，成员国批准了新的产能评估机制，用于确定2027年产量基准。OPEC+第41次部长级会议将于6月7日召开，会上将对原油市场进行评估，并采取相应措施。

图 1：OPEC 原油产量（千桶/日）

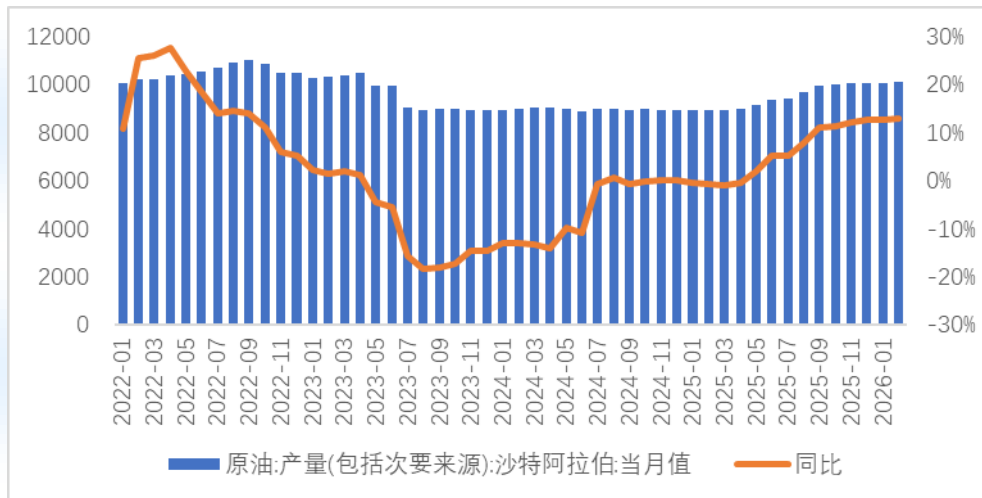


资料来源：同花顺，OPEC，上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。投资者应独立做出投资决策并承担投资风险。本报告中的部分信息来源于第三方供应商或公开资料，请您知晓，虽然我们会采取合理措施对所引用的信息进行审查，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 2：沙特原油产量（千桶/日）



资料来源：同花顺，OPEC，上海中期

**中东地缘政治方面**，3月中东地缘风险显著升温，成为驱动油价波动的关键边际变量。市场关注焦点主要集中在伊朗相关局势演变及其对海湾能源运输安全的潜在影响，尤其是霍尔木兹海峡这一全球最重要的原油运输通道之一。从影响路径看，本轮地缘冲击主要通过航运与保险成本上升、装运节奏放缓以及市场预期重定价传导，而非直接的产能损失。高盛指出，当前油价中已计入一定地缘风险溢价，但基准情景仍假设供应保持连续，仅在极端情形下才可能出现约数百万桶/日级别的中断风险。摩根士丹利认为，短期市场可能因物流扰动出现区域性供应错配，但全球体系仍具缓冲能力，包括OPEC闲置产能与库存调节手段。后续油价走势高度依赖局势演化，若冲突未进一步升级，溢价存在回落空间；若运输或产油设施受损，油价中枢将面临系统性上移。

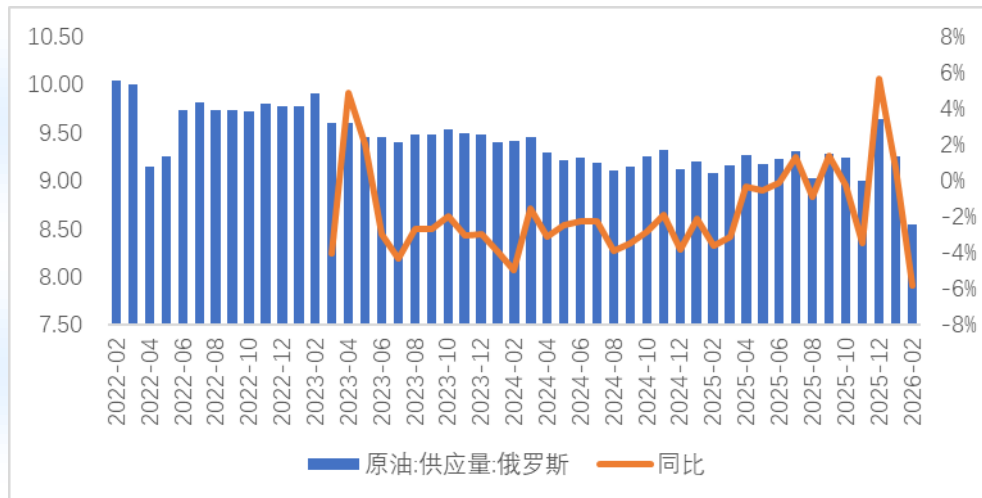
**俄罗斯方面**，2月俄罗斯原油产量为855万桶/日，环比下降7.67%，同比下降5.84%。2月俄罗斯原油产量出现明显回落，较其配额水平低约100万桶/日，减产幅度显著扩大。从驱动因素看，一是欧美制裁强化及对印度等关键买家的限制，导致出口受阻、库存被动累积；二是物流与金融约束加剧，抑制生产端释放；三是企业主动控产以应对价格折价与销售不畅。在此背景下，俄罗斯产量连续低于配额运行，并呈现“被动减产”特征。

**俄乌局势方面**，3月俄乌冲突延续伴随俄方能源基础设施遭乌克兰袭击加剧，俄罗斯北部乌斯季-卢加油终端和炼厂遭袭事件表明战事仍具有破坏性，加剧市场对俄油供给不确定性的预期。与此同时，俄罗斯出口收入因全球油价高企而反弹，政府考虑重新限制成品油出口以保国内市场稳定。综合来看，俄乌战事对油价的影响主要体现在增幅风险溢价及供应链风险重估。短期内预计俄乌局势进展不大，暂看不到具体解决方案，双方间的冲突与争端或将持续。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。投资者应独立做出投资决策并承担投资风险。本报告中的部分信息来源于第三方供应商或公开资料，请您知晓，虽然我们会采取合理措施对所引用的信息进行审查，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 3：俄罗斯原油供应量（百万桶/日）



资料来源：同花顺，IEA，上海中期

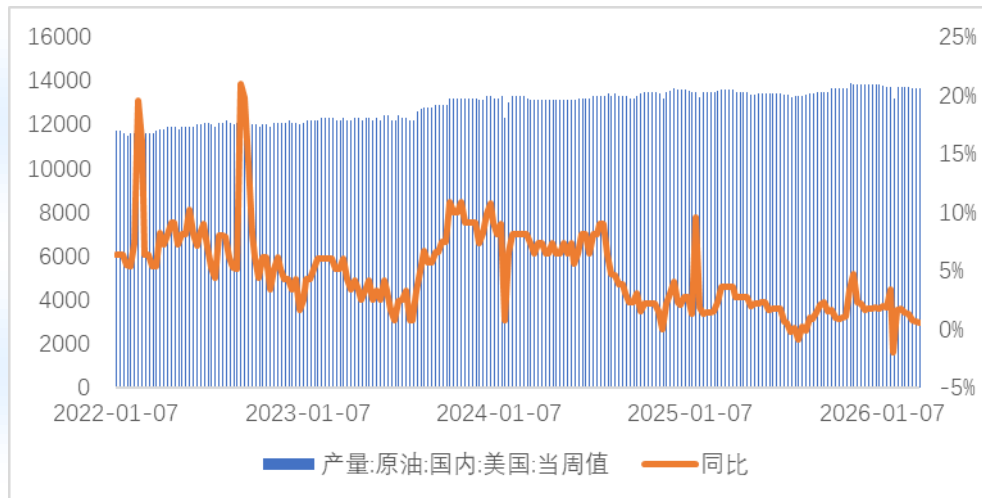
## 1.2 美国供应情况

截至 2 月 13 日的四周，美国原油产量为 1367.5 万桶/日，同比增加 0.86%。美国原油供应保持高位运行，页岩油生产仍以二叠纪盆地为核心。美国页岩油企业在资本纪律约束下维持稳健增产，更多通过优化成本和维持产量来响应油价信号，而非大幅扩张。美国页岩油产量占其国内总产量的 70% 以上，因此页岩油产量的变化将决定美国原油产量的变化方向。而页岩油井衰减速度较快，一般完井后第二个月产量达到峰值，但半年内就会衰减 40-50%，第二年基本失去经济价值；因此只有不断打井才能维持页岩油的高产量。活跃钻井平台数是反映页岩油行业上游投资强度和资本开支的重要指标，一定程度上也可以反映未来页岩油产量的变化。一般而言，新增钻井所带来的产量将在 3 个月后逐渐显现。截至 3 月 27 日当周，美国钻机数为 543 台，环比下降 1.27%，同比下降 8.28%；其中石油钻机为 409 台，环比增加 0.49%，同比下降 15.50%。虽然石油活跃钻井增速放缓，但油井生产率提高将推动美国主要页岩油盆地钻井活动温和增长，进而推升美国原油产量。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

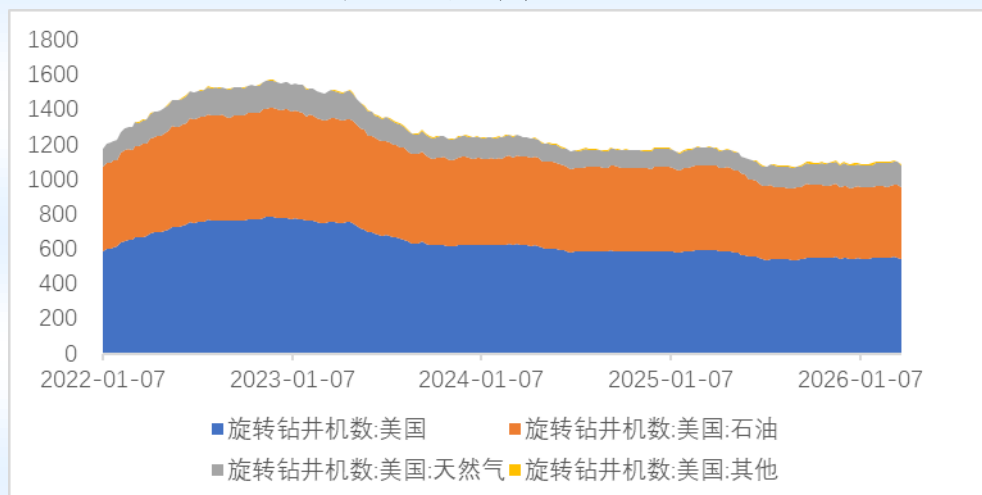
免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。投资者应独立做出投资决策并承担投资风险。本报告中的部分信息来源于第三方供应商或公开资料，请您知晓，虽然我们会采取合理措施对所引用的信息进行审查，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 4：美国原油产量（千桶/日）



资料来源：同花顺，EIA，上海中期

图 5：美国钻井平台数（台）



资料来源：同花顺，Baker Hughes，上海中期

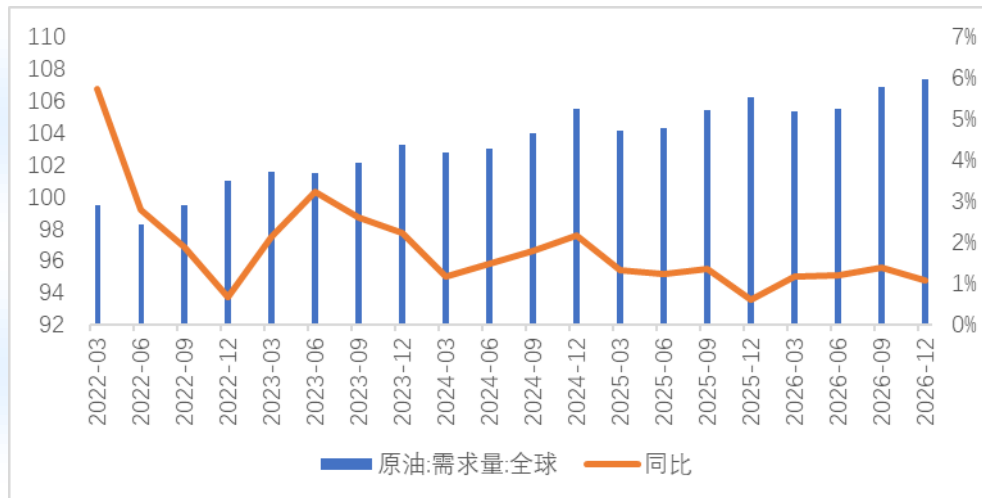
## 二、需求：高油价负反馈作用显现，原油需求增速或回落

2 月全球石油消费温和增长。全球石油需求的主要增量来自非经合组织经济体，以中国和印度为主。石油化工原料用油增长较快，而交通燃料需求增长相对温和，表明全球石油消费正由交通燃料主导向化工用途转型。区域表现上，亚太地区需求较为坚挺，中国化工需求增长支撑原油加工量，印度交通与航空燃料消费稳步上升。美国需求受宏观经济和取暖季节性因素影响，增长较温和；欧洲成品油需求受能源效率提升与新能源替代影响，整体略有下降。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。投资者应独立做出投资决策并承担投资风险。本报告中的部分信息来源于第三方供应商或公开资料，请您知晓，虽然我们会采取合理措施对所引用的信息进行审查，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 6: 全球石油需求量 (百万桶/日)



资料来源: 同花顺, OPEC, 上海中期

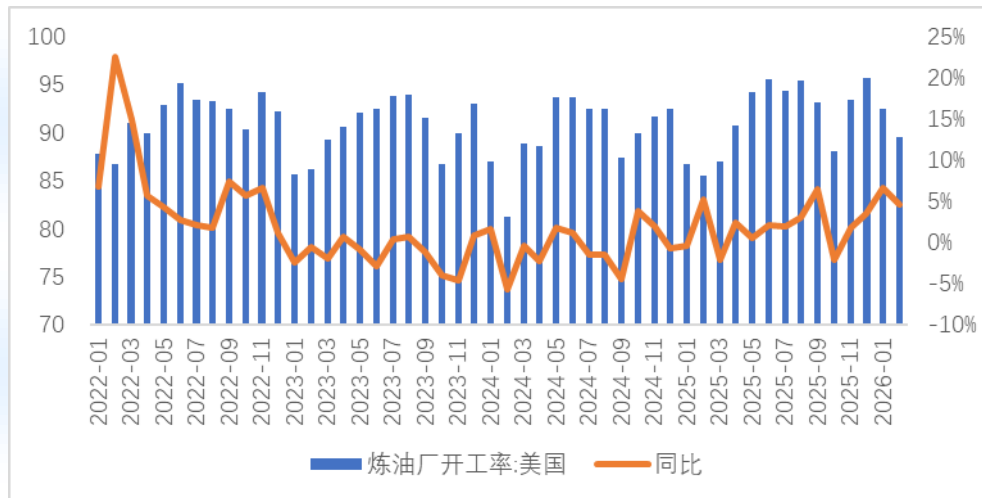
**美国方面**, 2月美国炼厂开工率平均为 89.08%, 环比下降 3.50%, 同比增加 4.60%。2月美国墨西哥湾区炼油毛利平均为 16.14 美元/桶, 环比增长 1.99 美元/桶, 同比下降 1.79 美元/桶。2月美国墨西哥湾沿岸以 WTI 原油为基准的炼油利润率升至三个月高点, 但仍低于去年同期水平。利润率上涨主要受汽油需求驱动, 中质馏分油也提供了额外支撑。美国能源信息署截至 2月 20 日的数据显示, 美国墨西哥湾沿岸车用汽油总库存已连续三周显著下降。受北半球寒流推高取暖油需求影响, 该地区柴油库存小幅下滑; 但由于前几个月库存积累较多, 美国墨西哥湾沿岸的柴油库存水平仍处于高位。此外, 1月下旬出现的严冬天气促使中西部和墨西哥湾沿岸的几家炼油厂在 2月初转入计划性停产检修。这导致炼油厂加工量和产品产量显著下降, 从而推高了美国墨西哥湾沿岸的炼油经济效益。

2月美国石油需求出现修复。汽油表观需求回升至约 850-890 万桶/日, 主要受天气改善及出行恢复带动; 馏分油需求在阶段性寒潮与工业补库驱动下同步走强, 对整体需求形成支撑。但从更中期维度看, 需求弹性依然受限。一方面, 汽车燃油效率持续提升、电动车渗透率上升, 对汽油消费形成趋势性压制; 另一方面, 在中东地缘溢价推升油价的背景下, 终端需求对价格的敏感性有所增强。美国石油需求已逐步进入低增速阶段, 边际增量更多依赖宏观周期而非结构扩张。

风险提示: 市场有风险, 投资需谨慎

免责声明: 报告观点仅代表作者个人观点, 不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息, 仅供参考, 并不构成投资建议。投资者应独立做出投资决策并承担投资风险。本报告中的部分信息来源于第三方供应商或公开资料, 请您知晓, 虽然我们会采取合理措施对所引用的信息进行审查, 但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性, 可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响, 分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告, 版权均属于上海中期期货股份有限公司, 未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 7: 美国炼厂开工率 (%)



资料来源: 同花顺, OPEC, 上海中期

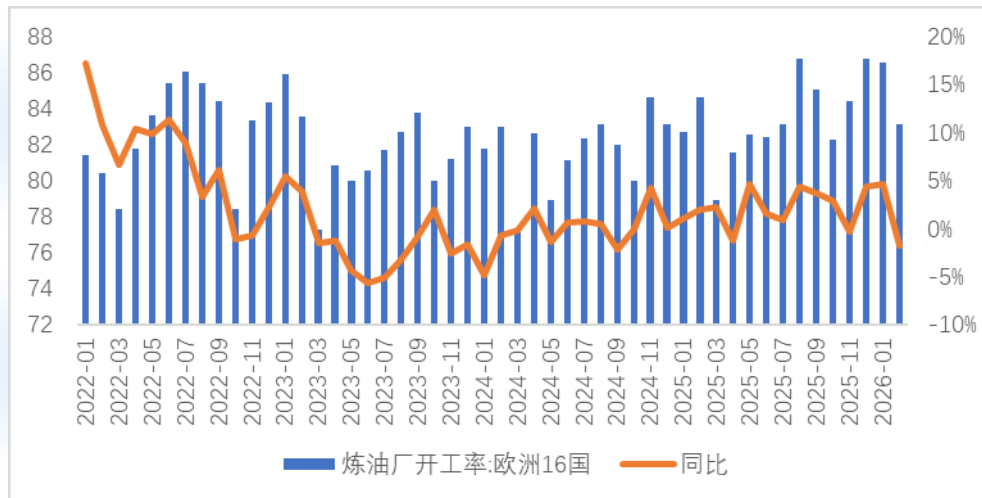
**欧洲方面**, 2月欧洲炼厂开工率为83.14%, 环比下降1.39%, 同比增加4.60%。2月欧洲炼油毛利为7.70美元/桶, 环比增长1.47美元/桶, 同比下降3.09美元/桶。2月鹿特丹炼厂以布伦特原油为基准的炼油利润率升至两位数水平, 达到十一周高点。反映了地缘政治局势及成品油贸易流向中断的影响。此外, 大规模检修季期间炼厂加工率的季节性下降进一步支撑了欧洲成品油市场。2月欧洲炼厂停产规模环比增加75万桶/日, 达到近180万桶/日, 德国、法国、意大利、西班牙和希腊均有大量炼能关停, 导致除低硫燃料油外的所有主要成品油裂解价差均面临上行压力。

2月欧洲石油需求在季节性因素支撑下出现边际修复, 但整体仍处于低增长状态。冬季取暖需求对馏分油消费形成支撑, 叠加阶段性库存回补, 推动成品油表观需求环比改善; 但汽油需求受出行恢复有限及经济活动偏弱影响, 增长仍较温和。同时, 炼厂开工受利润波动与检修预期制约, 原油加工量提升幅度有限。欧洲需求延续“低弹性”特征。一方面, 能效提升与电气化持续压制传统燃料消费; 另一方面, 宏观增长乏力叠加能源价格相对高位, 对终端需求形成约束。

风险提示: 市场有风险, 投资需谨慎

免责声明: 报告观点仅代表作者个人观点, 不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息, 仅供参考, 并不构成投资建议。投资者应独立做出投资决策并承担投资风险。本报告中的部分信息来源于第三方供应商或公开资料, 请您知晓, 虽然我们会采取合理措施对所引用的信息进行审查, 但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性, 可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响, 分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告, 版权均属于上海中期期货股份有限公司, 未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 8：欧洲 16 国炼厂开工率 (%)



资料来源：同花顺，OPEC，上海中期

**中国方面**，1-2 月原油累计加工量为 1.22 亿吨，同比增加 2.91%。2 月原油进口量为 4804.54 万吨，同比增加 18.00%。2 月国内化工原料用油需求占比提升，成为需求增量主力。主营炼厂开工率维持高位，进口原油显著增加，库存阶段性补充，支撑炼油加工量维持稳定。反映出中国石油消费正在从传统交通燃料向化工与非交通领域转型，同时受能源效率提升和新能源替代影响，传统交通燃料需求增长受限。短期来看，预计中国经济将在 2026 年二季度延续增长态势。经济活动有望在冬季放缓后逐步回升。道路交通和航空出行预计将支撑汽油及航空煤油需求逐步增长。

图 9：中国原油累计加工量 (万吨)

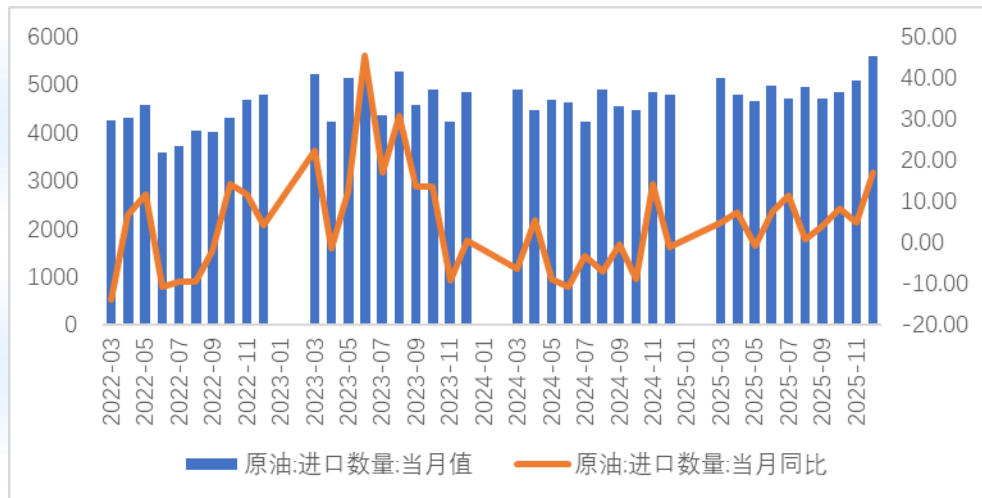


资料来源：同花顺，国家统计局，上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。投资者应独立做出投资决策并承担投资风险。本报告中的部分信息来源于第三方供应商或公开资料，请您知晓，虽然我们会采取合理措施对所引用的信息进行审查，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

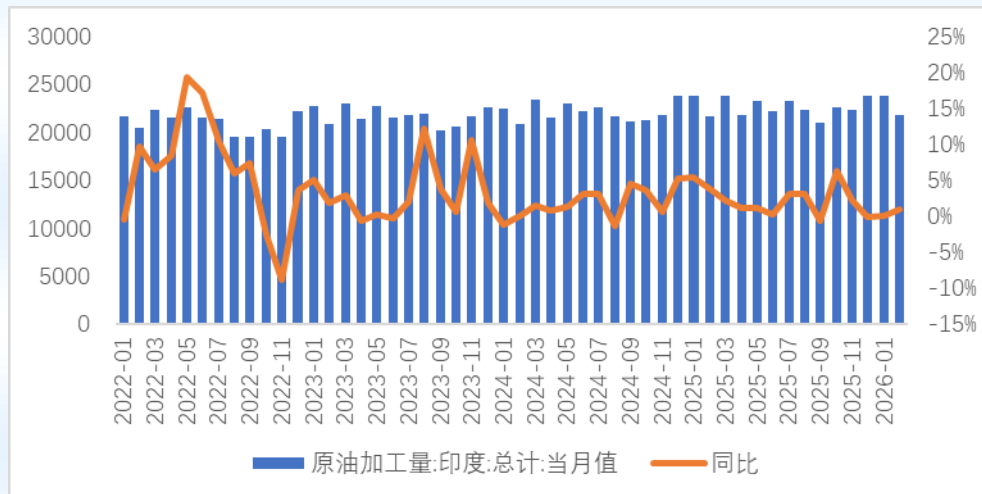
图 10: 中国原油进口量 (万吨)



资料来源: 同花顺, 国家统计局, 上海中期

**印度方面**, 2月原油加工量为2187.85万吨, 环比下降8.10%, 同比增加0.94%。2月印度原油消费持续增长。2月印度炼厂开工率维持高位, 原油加工量稳定增长, 支撑成品油供应。交通燃料需求继续稳步上升, 汽油、柴油和航空煤油消费均有所增加, 反映出工业化、交通出行和航空运输活动的恢复。与此同时, 政府采取调降燃料税等政策以缓解高油价对消费的抑制效果, 进一步支撑需求。尽管全球油价高位与地缘风险增加了市场不确定性, 但印度原油消费韧性较强, 短期未受明显冲击。

图 11: 印度原油加工量 (千吨)



资料来源: 同花顺, 印度石油和天然气部, 上海中期

风险提示: 市场有风险, 投资需谨慎

免责声明: 报告观点仅代表作者个人观点, 不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息, 仅供参考, 并不构成投资建议。投资者应独立做出投资决策并承担投资风险。本报告中的部分信息来源于第三方供应商或公开资料, 请您知晓, 虽然我们会采取合理措施对所引用的信息进行审查, 但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性, 可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响, 分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告, 版权均属于上海中期期货股份有限公司, 未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

**总结与风险提示：**

当前原油价格已较充分反映了中东地缘局势紧张及关键运输通道霍尔木兹海峡受阻带来的风险溢价，在无新增冲击的情况下，预计油价进一步上行动能减弱。供应方面，任何新增航运受阻或区域出口收缩的扰动，均可能迅速推升风险溢价；但与此同时，市场对极端情景的定价已较为充分，除非冲突显著升级，否则油价上行空间或受限。需求方面，IEA 将 2026 年全球石油需求增长预期从 85 万桶/日下调至 64 万桶/日，高油价对需求端的负反馈作用显现，预计全球消费增长预期边际趋缓。整体来看，在当前地缘局势无明显变化的假设下，预计 4 月油价将呈现高位震荡态势。

**风险提示：**货币政策、关税政策及地缘形势变化。

（正文结束）

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。投资者应独立做出投资决策并承担投资风险。本报告中的部分信息来源于第三方供应商或公开资料，请您知晓，虽然我们会采取合理措施对所引用的信息进行审查，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。