AHCOF安粮 | 安粮期货

原油：地缘溢价出清

报告日期：2026.11.5

期货研究报告

投资咨询业务资格

皖证监函【2017】203 号

作者： 李雨馨 从业资格号：F3023505 投资咨询号 Z0013987

初审： 张莎 从业资格号：F03088817 投资咨询号：Z0019577

复审： 赵肖肖 从业资格号：F0303938 投资咨询号：Z0022015

总部地址： 合肥市包河区花园大道986号安粮中心23-24层

客服热线： 400—626—9988

网站地址： www.alqh.com

核心提示：本轮下跌的性质，是地缘政治溢价的集中出清，而非供需基本面的转松。触发因素或是美国中期选举中民主党横扫参众两院，市场由此重估美伊冲突的结束路径；放大因素是趋势跟踪型资金的程序化减仓与前期多头头寸的集中平仓。

1.短期定价权已从“现货紧缺”转向“政治预期”。霍尔木兹海峡通行量仍处低位，全球原油与成品油库存仍在五年低位，但这些事实未能阻止价格回落，说明当前盘面交易的是冲突结束的概率，而非当下的库存水平。

2.下跌空间存在硬约束。美国中质馏分油库存已降至 2003 年 5 月以来最低，柴油裂解价差维持高位，全球累计供应缺口未被修复。一旦谈判证伪，价格回补的速度可能同样剧烈。

3.操作上不宜追空，单日 10%的跌幅已较充分定价乐观情景，而“边打边谈”的现实并未消失。



数据来源：文华财经、安粮期货研究所整理

一、外盘与内盘的双重冲击

11 月 4 日夜盘至 11 月 5 日早盘，国内外原油期货同步重挫。布伦特 1 月合约结算价报 87.10 美元/桶，单日跌幅 8.83%；WTI 12 月合约结算价报 88.12 美元/桶，跌幅 9.01%。国内 SC 原油 2612 合约在 11 月 4 日日盘收于 676.20 元/桶后，夜盘收于 628.40 元/桶，跌幅 7.07%；11 月 5 日早盘继续下探，截至报告时间，盘中跌幅达 10.75%。

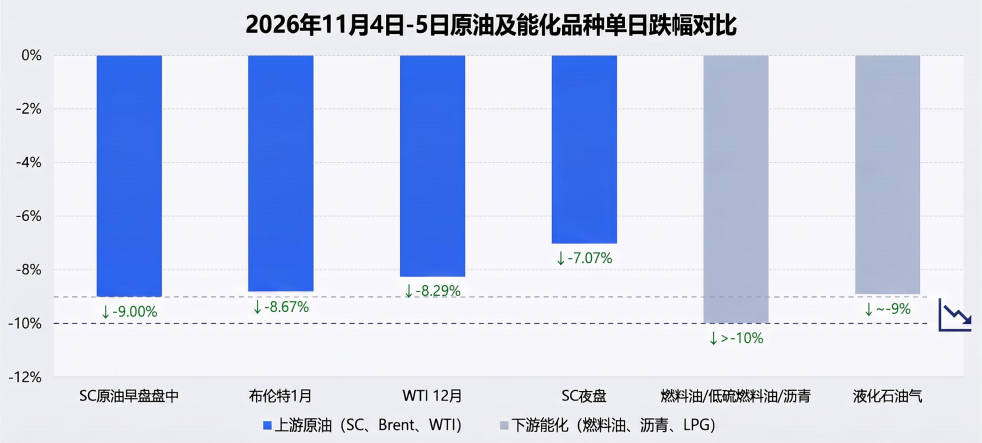
11 月 5 日早盘，原油系品种出现明显的"下游跌幅大于上游"特征：燃料油、低硫燃料油、沥青跌幅均超过 10%，液化石油气跌近 9%，聚丙烯跌近 6%，苯乙烯跌超 5%，而 SC 原油跌幅约 8%。

说明市场在交易成本端塌陷的预期，而非需求端的改善。燃料油、沥青作为原油直接下游，裂解价差对原油高度敏感，成本支撑一旦松动，盘面弹性被放大；同时燃料油自身还面临仓单高企的交割压力，跌幅因此更深。

期权市场同步反映了极端情绪，SC 原油 2612 沽 600 期权单日大涨 229.36%，价格从 5.45 元涨至 17.95 元，隐含波动率显著抬升。

原油期货地缘溢价出清与SC重挫分析：下游深于上游

数据截止：外盘11月4日结算，内盘11月5日早盘



来源：ICE、NYMEX、上海国际能源交易中心

数据来源：文华财经，安粮期货研究所整理

二、事件触发的重定价

（一）中期选举改变了冲突的退出路径

11 月 3 日美国中期选举，民主党夺回国会参众两院控制，共和党在得克萨斯、俄亥俄、北卡罗来纳、南卡罗来纳等传统优势州失守。

引爆油价的是随后的政治表态链条：

副总统万斯公开表示“我们输掉选举的根源，就是这场战争”，并称总统本人也承认这一点；

特朗普承认选举失利“在很大程度上确实是由与伊朗的冲突所致”，因为战争“在短期内推高了油价”，但同时强调“伊朗战争将在我想要的时候结束”，且目前没有立即打击伊朗的计划；

参议院民主党领袖舒默承诺推动结束战争，并利用国会掌握的联邦财政支出权限制总统发动战争；有望出任众议院议长的杰弗里斯表示将寻求撤销关税、结束对伊战争。

对原油定价而言，这条信息链的意义在于：战争的成本约束从“军事可行性”转变为“政治可行性”。此前市场定价的基准是冲突可能长期化，霍尔木兹海峡的低通行量被视为常态；选举结果使"外交解决"从尾部情景上升为基准情景之一，地缘溢价因此被快速剥离。

（二）为什么跌幅如此剧烈

第一，持仓结构极度拥挤。10 月油价大涨期间，投机性多头持续加仓。据商品交易顾问持仓监测，布伦特多头仓位在跌势初起时从盘初的 73%被迅速削减至约 55%，趋势跟踪策略的机械减仓形成第二轮抛压。

第二，获利了结与预期反转叠加。10 月布伦特结算价周均值从月初约 103 美元/桶升至月末的 116 美元/桶，累计涨幅约 12.6%，多头累积浮盈可观。选举结果落地后，前期多头的止盈需求与新建空头形成合力。

第三，风险资产的跷跷板效应。11 月 4 日美股三大指数集体收涨，VIX 波动率指数大幅回落至 16.61，单日下跌 20.26%；美元指数收于 101.53，跌 0.33%，创三周最大单日跌幅；现货黄金涨 3.35%至 4060.13 美元/盎司，白银涨 4.94%。

资金从“战争交易”（做多原油、做多军工）切换至“和平交易”（做多风险资产、做多黄金），原油成为最直接的空头标靶。

（三）基本面叙事并未被推翻

伊朗最高领袖穆杰塔巴明确表示，认为美国党派更迭会改变其对伊敌意的人大错特错，并警告若美国侵略重演，伊朗的反应规模将更大；

伊朗高级官员称，双方距离达成结束战事的协议“仍很遥远”，重开霍尔木兹海峡的前提是解除石油制裁、结束海上封锁、解冻伊朗资金；

军事层面，美军对伊朗格什姆岛实施了所谓“防御性打击”，伊朗革命卫队称在岛上空击落一架美军 MQ-1 无人机，海峡对峙仍在持续；

航运数据方面，11 月 1 日直接流经霍尔木兹海峡的原油通过量降至 459 万桶/日，环比前一周减少 85 万桶/日；10 月中东地区原油、凝析油及成品油日均运输量约 1710 万桶，虽较 9 月的 1890 万桶有所恢复，但仍仅为战前水平的约四分之三。

三、基本面跌的是溢价，不是供需

（一）库存：缓冲垫薄到无法承受供给扰动

根据美国能源信息署（EIA）周度石油库存 11 月 4 日报告，截至 10 月 30 日当周，美国商业原油库存减少 86.5 万桶，而市场预期为增加 198.7 万桶，前值为减少 189.2 万桶，去库幅度显著超出预期。库欣地区原油库存增加 28 万桶至 2725 万桶；美国原油出口量减少 118 万桶/日至 368 万桶/日；过去四周成品油总需求为 2119 万桶/日，同比增长 4.2%。

更具警示意义的是成品油端，美国中质馏分油库存减少约 360 万桶至 9930 万桶，为 2003 年 5 月以来最低，低于五年均值 13%，炼厂开工率升至 94.5%。全球商业成品油库存已降至约 27.61 亿桶，明显低于五年均值与五年波动区间。

指标	最新值	对比基准	备注
美国商业原油库存	周环比 -86.5 万桶	预期 +198.7 万桶	去库超预期
库欣原油库存	2725 万桶	周环比 +28 万桶	交割地小幅累库
美国中质馏分油库存	9930 万桶	五年均值 -13%	2003 年 5 月以来最低
美国炼厂开工率	94.5%	高位	原油加工需求强
四周成品油总需求	2119 万桶/日	同比 +4.2%	需求并未走弱

数据来源：美国能源信息署、安粮期货研究所整理

（二）供给：产量创新高，但缺口未被填补

据公开数据，美国原油产量升至 1399 万桶/日，周环比增加 72 万桶/日，连续第二周创历史新高。这一数据看似利空，但需要放在更大的背景中理解，自本轮冲突开始以来，霍尔木兹海峡相关的油品供应损失已超过 30 亿桶，即便计入战略储备释放与延布港出口等对冲措施，净累计供应缺口仍高达约 20 亿桶。3 月以来全球原油库存下降 7%，中国港口原油库存较战前下降 480 万吨，美国商业原油库存与战略储备均处五年同期最低水平。

OPEC+方面，11 月 1 日七个核心成员国会议决定维持 2026 年 12 月的生产配额不变，重申对市场稳定的承诺，下一次会议将于 11 月 29 日举行，届时将讨论 2027 年产量框架。从闲置产能看，9 月沙特闲置产能 410.9 万桶/日、伊朗 184.3 万桶/日、科威特 111.4 万桶/日、伊拉克 95.0 万桶/日、俄罗斯 65.2 万桶/日、阿联酋 36.3 万桶/日。名义产能充裕，但海峡通行受限意味着这些产能的"可交付性"存疑——增产决定在当前的物流条件下，部分只是纸面数字。

交割端，截至 10 月 30 日，SC 原油注册仓单为 366.6 万桶，较 9 月末增加 70.5 万桶，同比减少 53.6 万桶，处于近月偏低水平，仓单对近月合约的压制相对温和。

基本面硬约束：库存与通行量的极端位置

库存硬约束：美国中质馏分油

指标	当前值（2026年11月）
美国中质馏分油库存	9930万桶
历史基准	五年均值约11414万桶
差异/状态	↓ 13% 2003年5月以来最低

通行量瓶颈：霍尔木兹海峡

指标	当前值（2026年11月）
直接通行原油量	459万桶/日
历史基准	战前正常水平约2000万桶/日
恢复度/状态	约 23% 仍处极低位

其他关键基本面：供需缓冲

指标	当前状态	基准	变动/评价
美国炼厂开工率	94.5%	-	高位运行
全球原油库存(3月来)	累计供应缺口约20亿桶	-	↓7% 缓冲极薄

地缘溢价在出清，供需缺口未修复

来源：美国能源信息署、霍尔木兹海峡通行统计

数据来源：美国能源信息署、安粮期货研究所整理

（三）需求：开工率处于五年同期最低

截至 10 月 30 日当周，国内炼厂开工率 65.5%，环比微升 0.3 个百分点，但仍处近五年同期最低水平。反映原料可得性与运费的约束，另一方面也反映成品油需求进入季节性淡季，汽油消费在国庆出行高峰后快速回落，柴油需求随北方秋收收尾、户外基建放缓而转弱。运输及风险成本合计已超过原油本身价值的三分之一，这直接抬高了国内炼厂的到岸成本，也部分解释了为何 SC 在本轮下跌前相对抗跌。

对 SC 而言，这意味着内盘的基本面支撑弱于外盘：中国需求偏弱、炼厂开工低位，而 SC 此前的地缘溢价又部分来自对进口中断的担忧。一旦这种担忧缓解，SC 的补跌压力大于布伦特。

（四）加息预期下的估值压制

当前宏观环境对油价构成额外压制，CME 利率期货显示，12 月加息 25 个基点的概率已升至 78.9%，2027 年 1 月累计加息 25 个基点的概率为 63.0%，与市场习惯的“降息周期”相反。

长端利率与美元同步走弱，本应对以美元计价的原油形成支撑，但油价跌幅远超这两项因素的支撑力度，说明本轮定价中地缘因子的权重远高于金融因子。

若后续通胀数据因油价回落而降温，12 月加息预期下修，流动性预期的改善可能在阶段性底部为油价提供支撑；反之，若加息落地且措辞偏鹰，风险资产的估值压力会与油价形成负反馈。

四、总结

整体来看，近期油价回落核心是地缘风险溢价集中回吐，而非供需突变。OPEC+暂停增产与库存去化提供底部支撑，但需求预期下调削弱上行弹性。短期油价仍由外交进展与霍尔木兹供应信号定价，和谈兑现则溢价继续挤出，谈判受挫则高波动反弹。中长期中枢或维持较高位、以震荡收敛为主，需紧盯中东局势，密切关注海峡通行情况及中东地缘冲突情况。但全球经济再度处于通胀和收缩状态，或对原油需求和贸易流向格局造成较大影响。

五、风险提示

1. 地缘反转风险：谈判破裂或军事行动重启将导致价格快速收复跌幅，单日波动可能超过 10%。

2. 库存尾部风险：全球库存缓冲极薄，任何供给端扰动都会被放大。

3. 政策风险：12 月加息落地可能引发风险资产共振下跌，但也可能因"利空出尽"形成修复窗口。

4. 流动性风险：极端行情下近月合约的保证金调整与强平压力，可能加剧盘中波动。

免责声明

本报告基于安粮期货股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的公开信息和资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺任何有关变更的通知。本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述内容的投资建议，投资者应根据个人投资目标、财务状况和风险承受能力来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出决策并自行承担风险。本公司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。