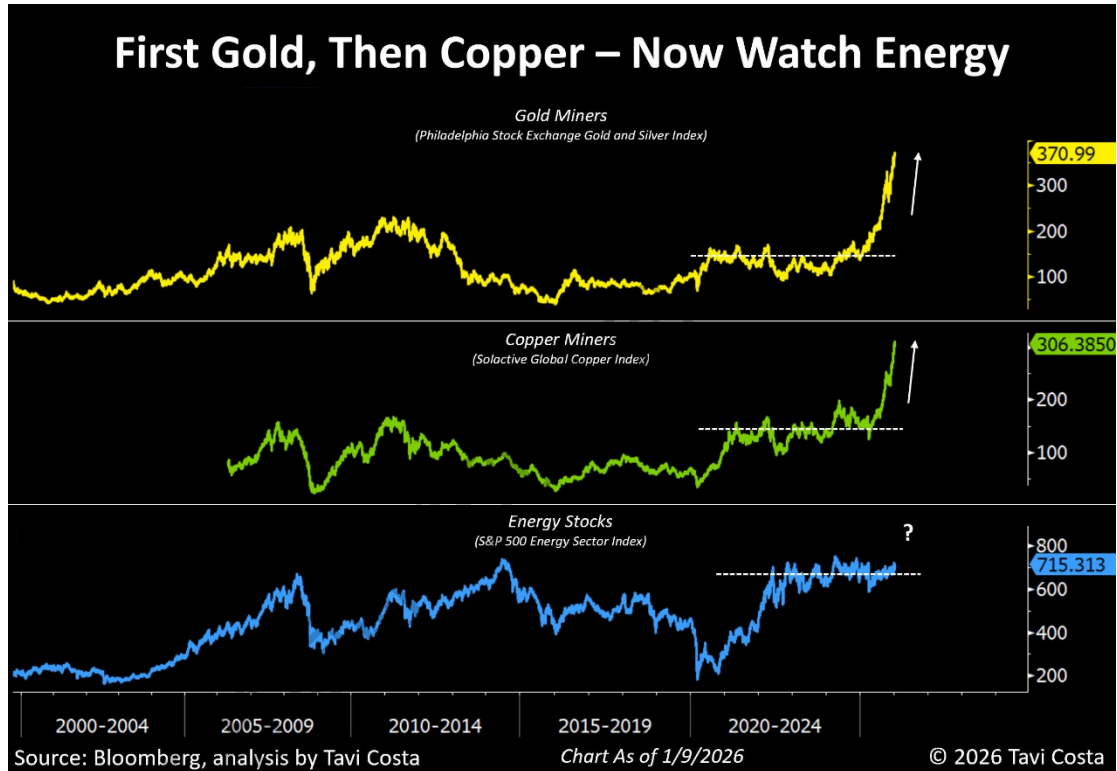


## 20260120—2026 原油市场展望：反者道之动

懂王一席话语，究竟能不能超越经济学规律？这个就是 26 年原油市场最大的关注点。



大宗商品通胀轮动三阶段，第一拍金银，第二拍铜铝，第三拍油气，目前第三拍还没发生的最大 bug 就是供给压力。当然还有一个解释就是中国汽油柴油消费历史性见顶的影响，但考虑到中国成品油消费和美国比差一个数量级我暂且不论这个宏大叙事；非要聊这个我还可以说委内瑞拉事件会导致 CN 进一步增加战略库存储备，

图 6：大宗商品通胀轮动三阶段



资料来源：Wind，长江证券研究所

当一切分析角度都是看跌油价、但是 WT 仍然死守 55 美元跌不下去的归因是什么？是经济规律。50 美元以下的油价低于北美页岩油生产的盈亏平衡点，更低的价格不要说支持美国企业去委内瑞拉增产，连维持美国本土产量都不现实。为了中期选举压力，指望油企买川普的账立刻去委内瑞拉 drill, drill my baby 的实现难度是相当大的。

- 埃克森美孚公司首席执行官达伦·伍兹告诉唐纳德·特朗普总统，委内瑞拉目前“无法投资”。
- 伍兹的言论得到了其他石油行业领袖和分析师的呼应，他们警告投资委内瑞拉石油行业的挑战。
- 特朗普对伍兹的言论持负面回应，称他“不喜欢”这些言论，并倾向于阻止埃克森进入委内瑞拉，但政府官员注意到了伍兹建议的变革。

当埃克森美孚公司首席执行官达伦·伍兹周五告诉唐纳德·特朗普总统，委内瑞拉目前“不可投资”，他呼应了石油行业领袖和分析师已发出的警告。

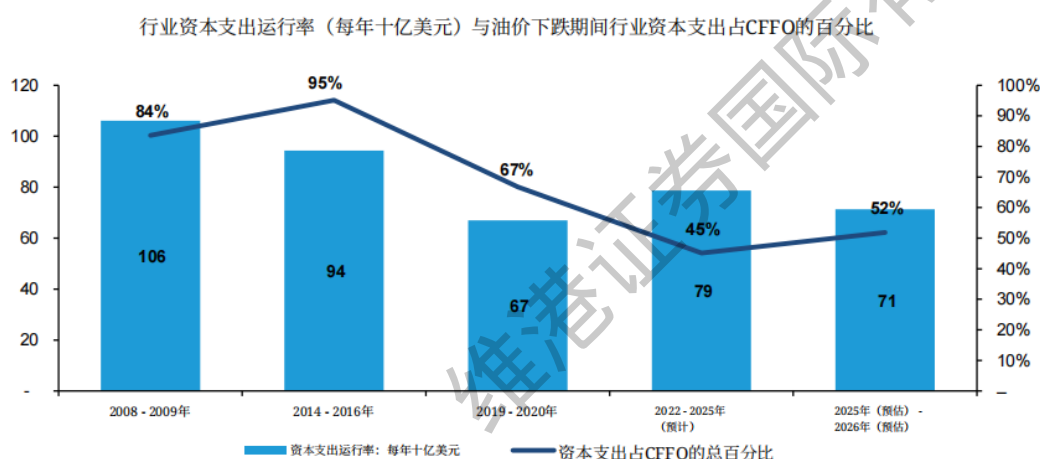
据知情人士透露，他的一些同僚甚至试图劝阻白宫举行会议。

这个道理适用于铜，也一样适用于油。都觉得目前高铜价下游难以承受，但目前的价格仍无法有效刺激供给端扩张。想要增产满足需求，那就得多加钱。

#### 资本约束

资本支出也存在显著差异。在以往布伦特原油价格下跌期间（除了2019 - 2020年新冠疫情期间国内生产总值暴跌之外），该行业年度资本支出约达1000亿美元（涵盖我们所研究的公司），占运营资金的85 - 95%。随着资本效率的提高、采购集中化以及成本和流程控制的改善，2022 - 2025年欧洲石油行业的总资本支出降至约790亿美元（占运营资金的45%）。根据各公司目前的预算，我们预计这一趋势将持续下去，到2025 - 2026年，资本支出将进一步降至每年约710亿美元，因为各公司既降低了低碳资本支出，又优先考虑了价值保全和增值（2025年前9个月石油与天然气行业业绩：盘点显示现金韧性——若2026年形势严峻，这一点至关重要）。

附表16：资本支出约束有助于增强韧性...



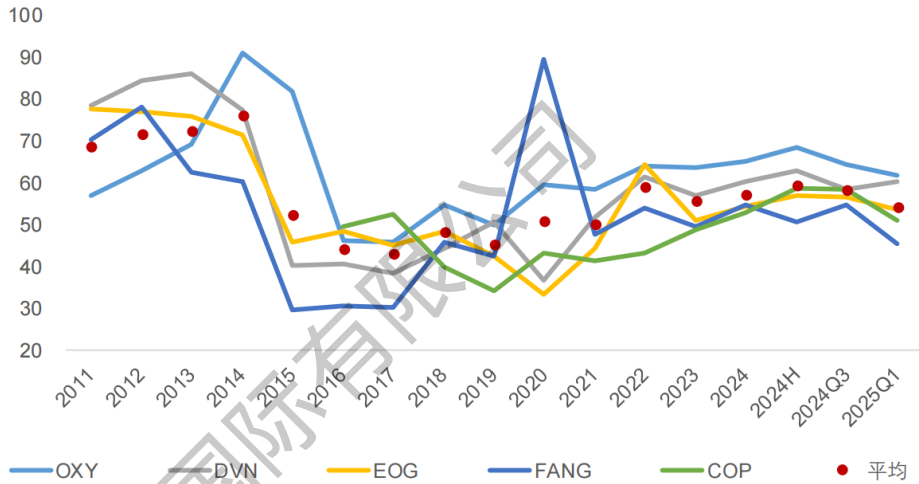
资料来源：公司报告、伯恩斯坦分析与预测

同理，如果油价继续维持当前水平，那么这足以约束企业维持谨慎的资本开支而将现金流更多地倾向分红回购。这也就是为何2025年原油价格下跌11美元，但是全球头部油气企业仍实现股价正收益。

#### 4.2. 在产井盈亏平衡点

根据我们选取的样本页岩油公司测算，2025Q1 西方石油/Devon 能源/EOG/响尾蛇能源/康菲石油的盈亏平衡油价分别为 62/60/54/45/51 美金/桶，均值为 54 美金/桶，相比 2024 年全年的盈亏平衡点（五家公司盈亏平衡点分别为 65/60/54/55/53 美金/桶，均值为 57 美金/桶）整体略有下移，主要原因可能是 2025Q1 天然气价格上涨（根据测算，天然气的价格提升 1 美金/mmbtu，对应的要求平衡油价或下降 3 美金/桶）。

图 18：美国页岩油公司盈亏平衡油价（美金/桶）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

只要经济学规律还是生效的，26 年大宗商品通胀第三阶段轮动到能源，就是个赔率不一定高，但胜率不低的前景。同理也有价格和原油相关性较强的化工、农产品。