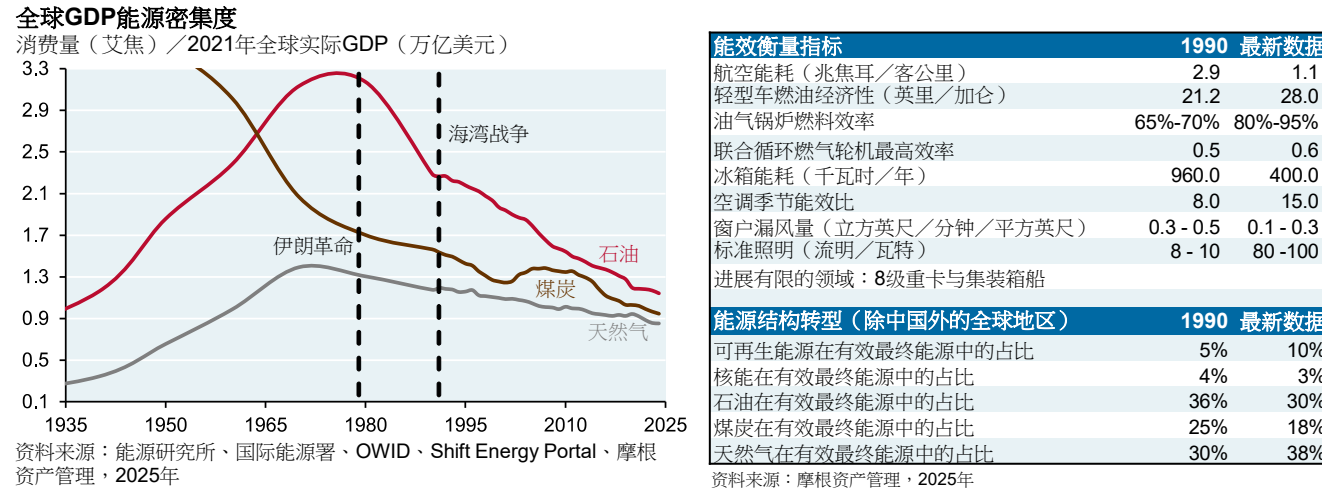




潘多拉泥沼：2026 年全球能源冲击

先来看能源领域有什么好消息。正如我们在能源报告中所分析的，全球 GDP 中的石油密集度自 1970 年代高峰以来大幅下降，目前仅为 1990 年海湾战争时期的一半。即便天然气消费量自 1980 年以来增长了三倍，GDP 中的天然气密集度仍有所下降。右侧图表显示，这一变化主要受益于能源效率的显著提升，以及能源结构从煤炭转向更高效的联合循环燃气轮机及可再生能源，这些能源已广泛应用于工业用电、建筑暖通空调(HVAC)、交通（通过电动车）和生物燃料等领域。正如我们稍后将探讨的，石油密集度降低的好处在于，油价冲击对 GDP 和标普 500 企业盈利的影响已不及以往。



另一个好消息是：海湾地区的液化天然气（LNG）出口仅占全球天然气消费总量的 3%。问题在于，大宗商品价格往往由边际供应决定。随着海湾液化天然气的主要接收国（中国、韩国、印度和巴基斯坦）在现货市场寻求替代货源，这部分供应的流失足以推高欧洲和亚洲的液化天然气及管道天然气进口价格。然而，当全球发生大规模的能源冲击时，能效效率带来的益处是有极限的。目前，随着能源基础设施屡遭袭击，令情况日益恶化。基础设施的建设耗时漫长，损毁却只需瞬间。以 2022 年 6 月得克萨斯州自由港（Freeport）液化天然气设施发生火灾为例，该设施耗时 8 个月才重启运行，直至三年后¹才恢复全部产能。最新的消息如下：

- 卡塔尔能源公司（Qatar Energy）首席执行官报告称²，14 条液化天然气生产线中有 2 条受损，两座天然气制合成油设施中有一座遭破坏；未来 3 至 5 年内，液化天然气可能减产 1280 万吨，占卡塔尔总产量的 17%；卡塔尔预计将对供应意大利、比利时、韩国和中国的液化天然气合同宣布不可抗力；同时，石脑油、硫磺和氮气的出口也将大幅减少
- 即便卡塔尔液化天然气设施中未受损的部分，在冲突结束后也需 3 至 4 个月才能恢复满负荷装运；卡塔尔原计划每年扩产约 3,000 万吨，目前这一计划已被推迟或暂停
- 亚洲经济体正经历着类似 1970 年代的石油冲击，多个国家开始逐步推行燃料和成品油配给制
- 石油、成品油、天然气和工业品的库存通常仅能支撑数周或数月。如果霍尔木兹海峡在未来 3 到 4 周内仍然封锁，实物短缺的情况或会加剧，并开始抑制经济活动和全球贸易，其中亚洲将首当其冲
- 目前，沙特每日约有 300 至 400 万桶石油改道，经曼德海峡通过红海码头转运；这些运输线路面临胡塞武装袭击的威胁。石油可以北行经苏伊士运河运输，但承载多数海运原油的超大型油轮无法通过苏伊士运河，能够通行的最大船型为苏伊士型油轮（Suezmax），该船型数量有限，且大多专用于供应欧洲市场
- 许多国家可能会大幅提高大宗商品库存水平，短期内将推高通胀，并降低全球供应链的效率

¹“爆炸三年后自由港恢复全部产能”，《天然气情报》，2025 年 5 月 23 日

²“伊朗袭击致卡塔尔 17%液化天然气产能瘫痪，影响或持续五年”，路透社，2026 年 3 月 19 日

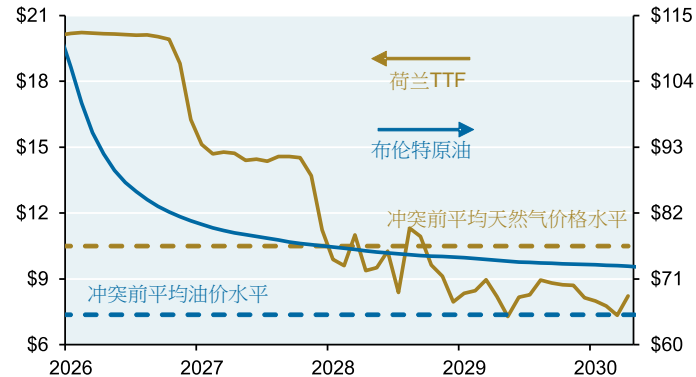
**2026 年能源报告**

- 期货市场预计今年油价将出现大幅下跌，而欧洲天然气期货价格（涵盖管道天然气与液化天然气）的跌势则相对平缓

油气期货曲线

美元/百万英热单位

美元/桶 潘多拉魔盒



资料来源：彭博、摩根资产管理，2026年3月20日



本简报总结了我们针对此次冲突后续对投资者影响的持续分析。探讨的主题包括大宗商品市场的最新动态、此次石油冲击与历史规模的对比、此类冲击对股票市场的影响、全球战略石油储备释放收效甚微的原因、各地区天然气市场的不同反应，以及对农业和石油化工的影响。我们还附上了按国家/地区划分的油气敏感度热力图；该指标自冲突爆发以来大致反映了各国股市的变化。最后，我们提供了美国弹药消耗速度与生产进度的对比数据。

伊朗在美国部分民众心中占据着独特印记。《国家利益》³杂志曾刊登一篇文章，该文由一位历史学家、同时也是服役 25 年的陆军退伍军人撰写，列出了美国军事史上最惨痛的五次失败事件。1980 年伊朗人质营救失败位列第一。耐人寻味的是，1975 年的西贡沦陷事件甚至未入榜单。

- #1 “沙漠一号”人质营救行动（对伊朗，1980 年）
- #2 史密斯特遣队（对朝鲜，1950 年）
- #3 凯塞林隘口战役（对德国领导的轴心国军队，1943 年）
- #4 小大角河战役（对美洲原住民联盟，1876 年）
- #5 长岛会战（对英国军队，1776 年）

一位奉行“美国优先”的总统，却又一次陷入了海湾地区泥沼一般的“潘多拉魔盒”——即便是暂时的，也颇具讽刺意味。特朗普并非首位在当选一年内便背弃孤立主义竞选承诺的总统。伍德罗·威尔逊的中立承诺是其 1916 年竞选的核心纲领（竞选口号是：“他让我们远离战争”，指的是 1914 年爆发的第一次世界大战）。仅仅半年后的 1917 年 4 月，威尔逊便提请国会正式宣战。直接诱因是，德国击沉了英国邮轮“卢西塔尼亚号”，以及德国提议资助墨西哥对美开战，以夺回德克萨斯、亚利桑那及新墨西哥州的部分领土。

然而与威尔逊不同，特朗普此次行动既未经国会批准，也未获北约盟友支持，更没有 1991 年海湾战争时期所集结的 30 国联盟。事实证明，在过去一年里不断对北约盟友加征关税、嘲讽、贬低和威胁⁴后，这些盟友无意军事协助开放霍尔木兹海峡。油气价格若持续上涨或许会改变这一局面，但目前来看，这个海湾地区的“潘多拉魔盒”，似乎主要是由这位总统亲手打开的。

岑博智(Michael Cembalest)，摩根资产管理

³“美国军事史上最惨痛的五次失败”，《国家利益》，作者：James Jay Carafano（传统基金会），2017 年 7 月

⁴丹麦高度重视特朗普关于将通过“强硬手段”夺取格陵兰岛的言论。今年 1 月，丹麦士兵飞赴格陵兰岛时，随身携带了炸药，以备炸毁机场跑道、使其无法起降。他们还从丹麦血库调运了血袋，为可能出现的平民及丹麦士兵伤员做好救治准备。参见“丹麦为可能遭受的美国袭击做好准备”，丹麦广播公司，2026 年 3 月 19 日

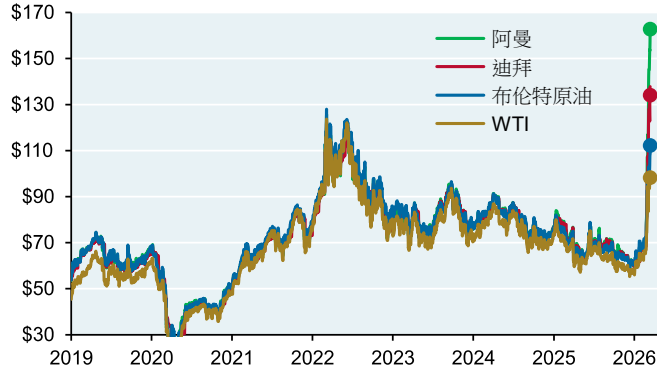


2026 年能源报告

原油及成品油动态。油价正大幅飙升，尤其是产自海湾地区附近的品种；不过，部分价差是因为阿曼和迪拜合约采用即期交货定价，而布伦特和西德克萨斯中质油（WTI）合约则不然。航空燃油、船用燃料和汽油价格的上涨速度快于原油，这在能源冲击期间是常见现象。最后，值得注意的是，尽管美国在 40 年来首次成为石油出口国⁵，但其对油价冲击获得的缓冲保护有限；这是原油市场全球化的特性所致。

原油价格

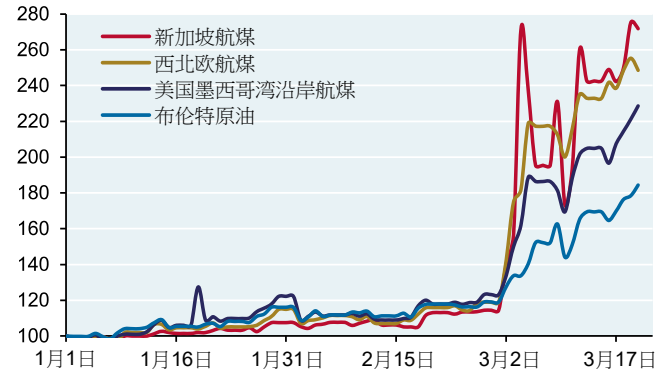
美元/桶



资料来源：彭博、摩根资产管理，2026年3月20日

按地区列示的航空煤油价格

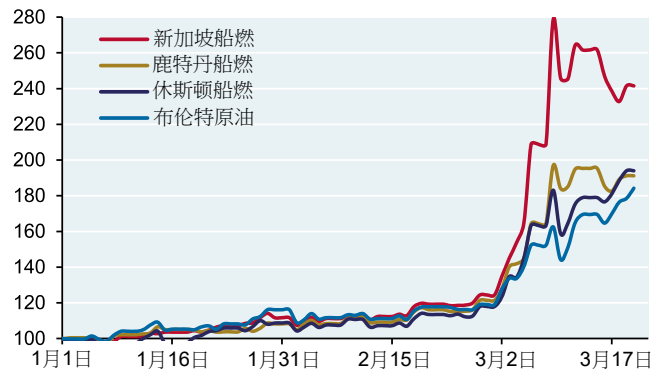
指数（100 = 2026年1月1日）



资料来源：彭博、摩根资产管理，2026年3月20日

按地区列示的船用燃料价格

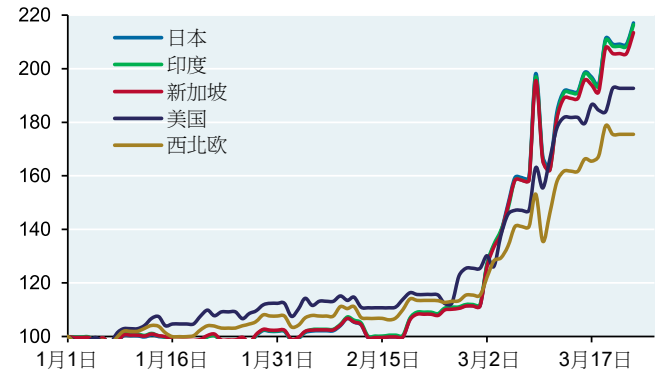
指数（100 = 2026年1月1日）



资料来源：彭博、摩根资产管理，2026年3月20日

按地区列示的汽油批发价格

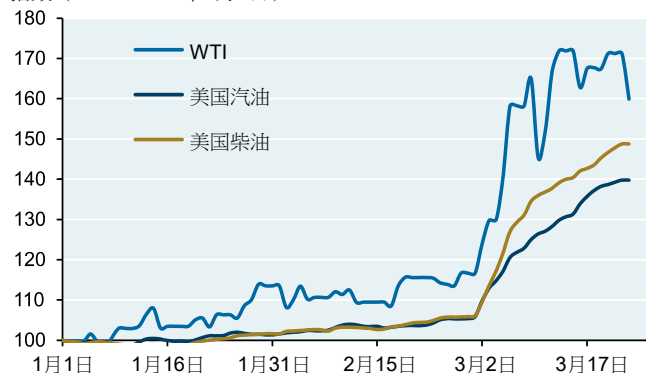
指数（100 = 2026年1月1日）



资料来源：彭博、摩根资产管理，2026年3月23日

汽油与柴油零售价格对比

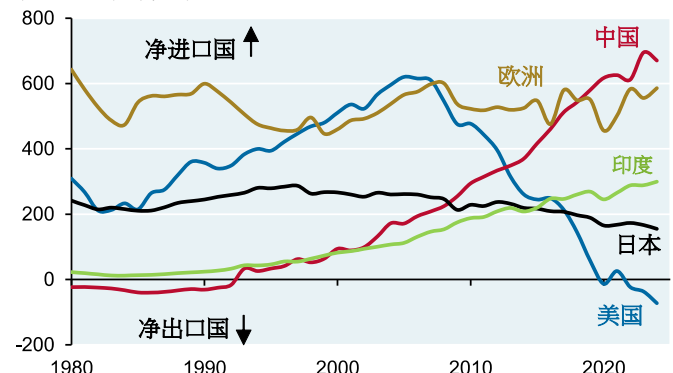
指数（100 = 2026年1月1日）



资料来源：彭博、摩根资产管理，2026年3月23日

石油依赖度与独立性

净进口量（百万吨）



资料来源：能源研究所、摩根资产管理，2025年

⁵除释放战略石油储备外，美国已采取或正在考虑的措施包括：将乙醇混合比例从 10% 提高至 15%；免除蒸气压限制以允许在夏季销售冬季规格汽油；禁止精炼产品出口（此部分出口占美国产量的 30%）；暂时暂停执行《琼斯法案》；免除联邦石油和天然气税



2026 年能源报告

大多数对冲突影响的评估显示，全球 **20%** 的石油市场受到冲击；我们的数据与此大致相同⁶。若果真如此，按桶数和闲置产能占比计算，这将是自二战以来最大规模的供应中断。国际能源署（IEA）协调释放了战略及私营应急储备，但石油市场对此举**基本无视该消息**，油价在公告发布后几乎应声上涨。市场如此反应的原因之一，就是：**4 亿桶原油及成品油仅能以每日约 200 万桶的速度释放**，这一数量仅相当于国际能源署成员国 **45 天** 的进口保障，且仅占全球战略石油储备总库存的 **20%**。相比之下，1991 年海湾战争期间，市场对释放战略石油储备的反应截然不同，当时布伦特和 WTI 油价暴跌了 **40%**。

石油供应中断规模与全球闲置产能概况		
危机	供应中断量 (占全球比例)	可用闲置产能 (占全球比例)
苏伊士运河危机（1956年-57年）	10%	35%
六日战争（1967年）	5%	14%
阿拉伯石油禁运（1973年）	7%	8%
伊朗革命（1978年-79年）	5%	5%
两伊战争（1980年-88年）	5%	10%
第一次海湾战争（1990年-91年）	9%	4%
第二次海湾战争（2003年-11年）	7%	1%
阿布凯克袭击事件（2019年）	5%	1%
第三次海湾战争（2026年至今）	20%	0%

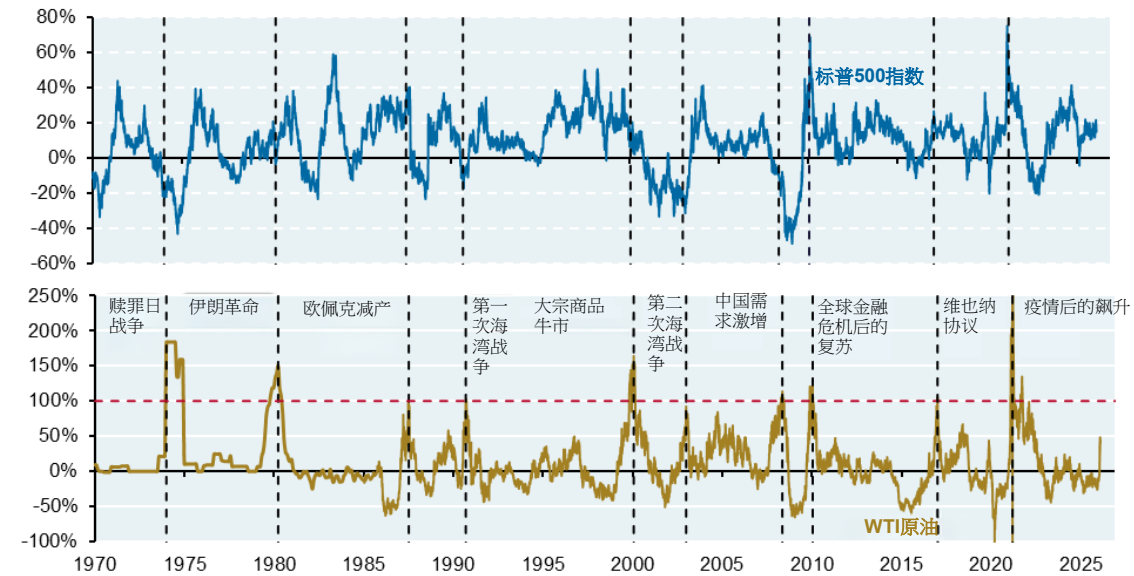
资料来源：Rapidan Energy Group、美国能源信息署、BP、圣路易斯联储、美国参议院，2026年3月9日



资料来源：彭博、摩根资产管理，2026年3月13日

当油价涨幅超过 **100%** 时，标普 500 指数通常会出现大幅回调。尽管 WTI 原油价格目前的涨幅为 **50%**，但此前所述的其他非美国品级原油价格涨幅已达到 **100%** 甚至更高。据摩根大通股票策略与量化研究团队测算，若油价维持在 120 美元达 6 个月，标普 500 指数的年度每股盈利预期将下降 **12.7 美元**，或者较市场普遍预期的每股 317 美元下滑 **4%**。

标普500指数与WTI原油价格：油价翻倍通常伴随着股市下跌，同比百分比



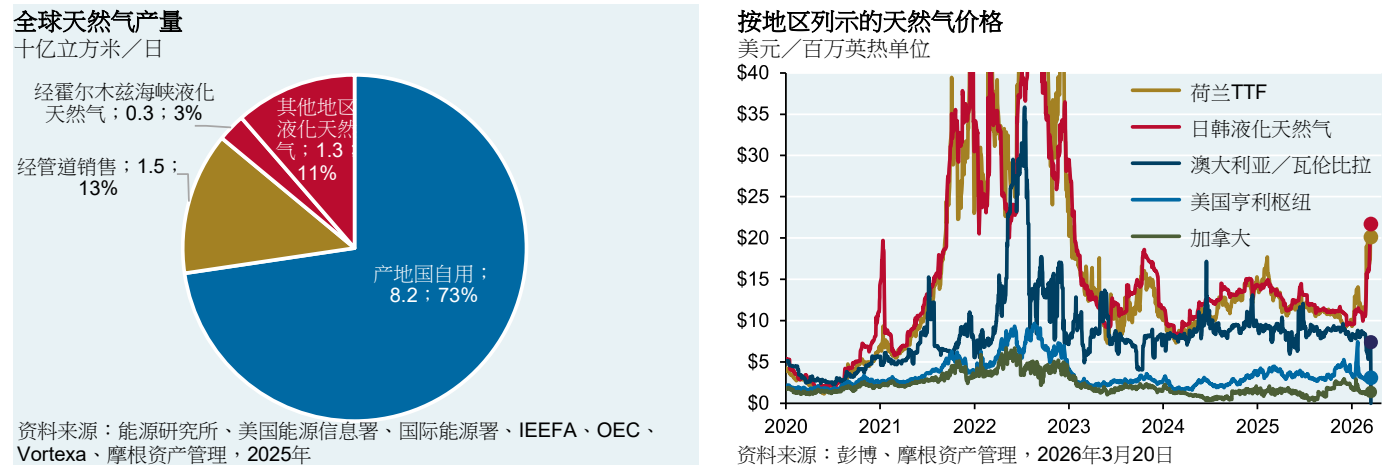
资料来源：彭博、Macrotrends、摩根资产管理，2026年3月20日

⁶ 冲突爆发前，经由霍尔木兹海峡运输的原油及成品油总量约为每日 2,100 万桶。伊朗目前仍维持每日出口约 180 万桶，另有每日 400 万至 500 万桶已改道经由红海和富查伊拉码头转运。由此，在每日 2,100 万桶的总量中，已有 600 至 700 万桶得以进入市场，剩余每日约有 1,400 至 1,500 万桶仍然滞留。此外，此前经由霍尔木兹海峡运输的约每日 500 万桶石化原材料（液化石油气和乙烷）目前也大部分停滞。这使得液体燃料的总供应中断量达到每日 1,900 至 2,000 万桶，约占全球液体燃料供应总量的 18%

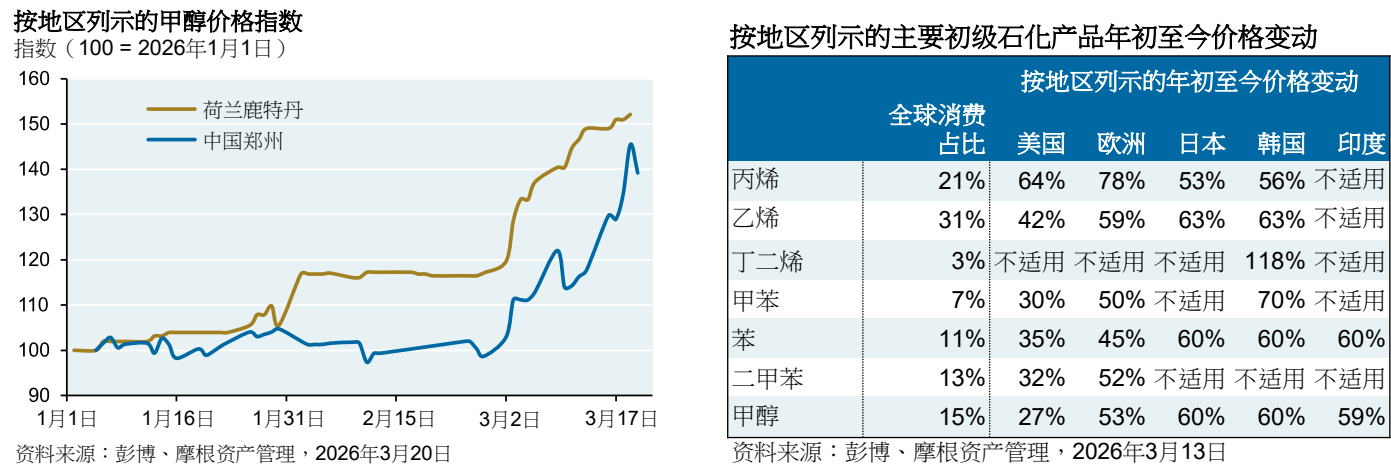


2026 年能源报告

与石油市场不同，天然气的定价更加区域化，反映出市场更为分散化的特征，具体如饼图所示。 尽管经由霍尔木兹海峡交易的液化天然气约占全球液化天然气市场的 20%，但其仅占全球天然气总产量的约 3%，原因是绝大多数天然气由生产国自产自销。如图二所示，欧洲管道气和液化天然气价格均在飙升，亚洲液化天然气进口价格也同样如此，尽管两者仍远低于 2022 年期间的峰值水平。相比之下，美国亨利枢纽（Henry Hub）天然气价格至今几乎没有波动；同样是天然气生产大国的澳大利亚和加拿大的价格也基本稳定。这种差异是决定各国受能源冲击影响程度的关键因素；最大的风险集中在石油消费以及通过管道或液化天然气市场进口天然气的消费上（详见第 8-10 页）。



由石油和天然气制成的石化产品为超过 95%的制成品提供基础材料，包括塑料、化肥、药品和合成纤维，也是建筑、汽车和医疗行业的关键投入品。比如甲醇，全球 40%的甲醇供应来自海湾地区，目前供应已停滞。甲醇是塑料（包装、塑料膜和瓶子）、清洁剂、醇类、冷却剂、电线涂层、地毯纤维和粘合剂的关键原材料。如图所示，甲醇价格已上涨了约 50%。右侧表格显示：各地区主要石化产品的年初至今价格变动及其在全球石化消费中的占比。当人们提到这场冲突导致全球大宗商品价格冲击时，指的正是这些现象。





2026 年能源报告

农业方面，海湾地区也是农产品出口的重要枢纽：2024 年，该地区供应了全球 43% 的尿素、44% 的硫磺和 27% 的氨。尿素和氨是氮肥的关键成分，而硫酸则是生产磷肥的重要原料。霍尔木兹海峡危机爆发之时，全球化肥供应链本就灵活性有限：欧洲氮肥产量自 2022 年以来一直维持在 75% 的产能，且俄罗斯氨出口在托里亚蒂-敖德萨（Togliatti-Odesa）氨管道于 2022 年停运后，2023 年又遭到破坏，出口量下降了约 85%。

按地区列示的化肥价格

指数（100 = 2026年1月1日）



资料来源：彭博、摩根资产管理，2026年3月20日

尿素价格（应用最广的氮肥）

美元/公吨



资料来源：彭博、摩根资产管理，2026年3月20日

供应中断：硫酸与氨气

- 硫酸是生产磷肥的关键原料，还用于从低品位矿石中提取铜和钴；这些金属对于补充和维修美国军事装备至关重要，例如在巴林/卡塔尔被毁的两大雷达系统。
- 氨气是天然气加工的副产品，应用于半导体和医学影像领域。卡塔尔占全球供应量的 34%；自冲突开始以来，其现货价格已上涨了 100%。

亚洲部分地区因燃料切换，煤炭价格有所上升，但潜在涨幅仍远低于 2022 年，当时俄罗斯煤炭出口遭禁、澳大利亚也受天气影响导致供应受阻。欧洲自 2022 年以来已关闭 40 吉瓦的煤炭和褐煤电厂，进一步缩小了该地区燃料切换的空间。

最后一张图表展示了这场冲突最严重的衍生风险之一：海水淡化厂可能遭到破坏。

按地区列示的煤炭期货价格

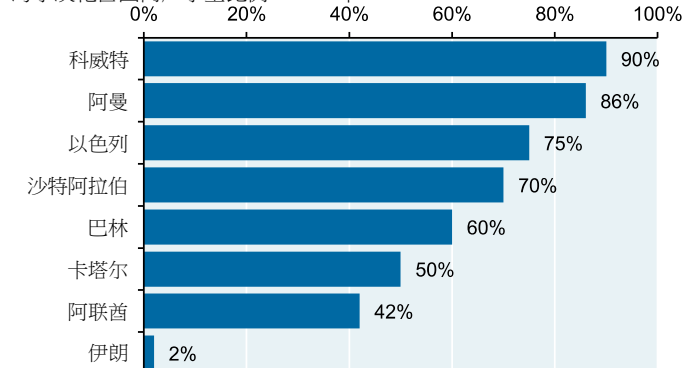
美元/公吨



资料来源：彭博、摩根资产管理，2026年3月21日

淡水对海水淡化的依赖度

海水淡化占国内产水量比例，2026年



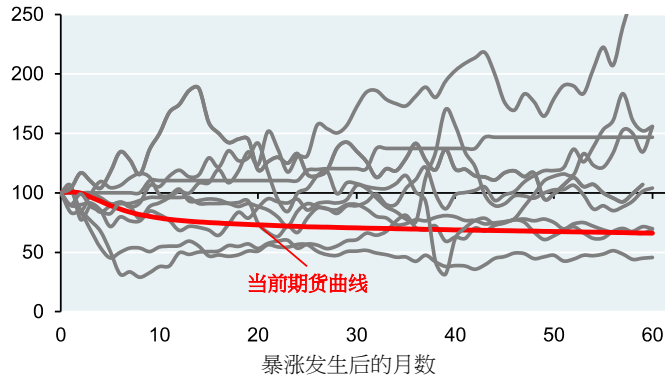
资料来源：全球水务智库、中东和北非海水淡化报告，2026年



总结

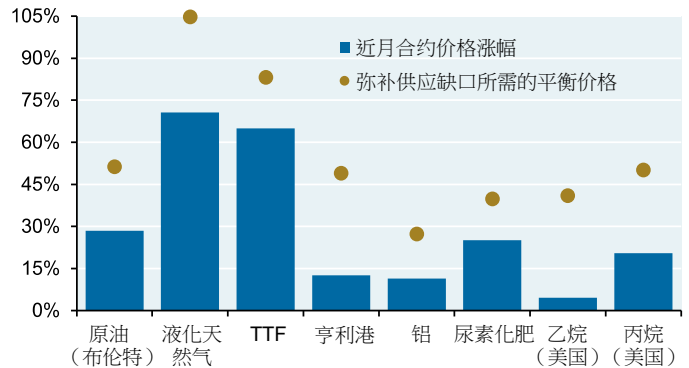
未来局势将如何演变？石油期货市场预期未来几个月油价快速下跌。左图展示了油价在同比飙升 100% 后从峰值回落的历史走势；结果表现不一，10 次中仅有 4 次油价快速逆转下跌。如果霍尔木兹海峡的局势短期内无法解决，那么整个大宗商品领域的价格可能需要维持在高位，以便有效压制需求或刺激新的供应，从而使大宗商品市场重归平衡。我认为现在断言最坏情况还为时过早；虽然达成多方协议以结束敌对行动并重开海峡的可能性看似渺茫，但历史上也曾出现过更离奇的事。市场面临的挑战在于：伊朗目前的导弹和无人机活动比十天前更频繁，且伊朗仍实际控制着海峡的安全通道。根据《华尔街日报》报导⁷，伊朗就冲突后重开海峡的条件可能包括：每艘船都需向伊朗支付通行费，如同巴拿马运河一般；以及要求美国撤出海湾地区的军事基地。

1970年以来历次油价暴涨后的WTI走势及当前的期货曲线，指数（100 = 暴涨起点）



资料来源：彭博、Macrotrends、摩根资产管理，2026年3月20日

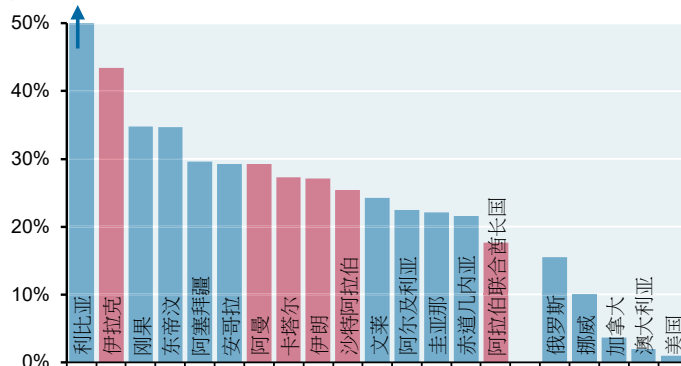
实际价格涨幅与弥补中东供应中断缺口所需的平衡价格对比，百分比



资料来源：桥水，2026年3月10日

海湾国家的前景又将如何？其中许多国家经济对油气产业的依赖程度最高。霍尔木兹海峡长期封锁，叠加油气基础设施受损，可对这些国家的经济与民生造成沉重打击。无论美国在冲突结束后有何计划（如果确实有此计划），我猜想海湾国家要么希望来自伊朗的军事威胁能大幅减少，要么希望能与伊朗建立一种具体的商业关系，本质上就是付费换取海峡的通行权。就目前情况来看，结果尚不明朗。唯一看似确定的结果是：如同 1970 年代一样，全球将再次推动提升能源效率，降低对地缘政治风险较高的化石燃料进口的依赖；同时，伊朗政府仍将对经济困境保持极强的承受力。

油气开采产生的经济利润占GDP%



资料来源：OWID、世界银行、摩根资产管理，2025年

伊朗困境指数，年末通胀率 + 银行贷款利率 + 失业率 - 实际人均GDP增长率



资料来源：Steve Hanke（约翰霍普金斯大学）、卡托研究所 (Cato Institute)，2024年

⁷“伊朗自认胜券在握，欲索高昂代价结束冲突”，《华尔街日报》，2026 年 3 月 20 日



油气冲击热力图

接下来的两页展示了我们按国家／地区追踪的油气冲击指标。图表涵盖全球最终能源消费量最大的 52 个国家／地区，占全球能源消费总量的 82%。在表中，我们排除了伊朗、卡塔尔、俄罗斯和阿联酋等对国内消费提供补贴的主要油气产出国。该表侧重于油气敏感度以及缓解油气冲击的因素：国内天然气产量、国内煤炭产量、可再生能源和核能。最后，我们最后还探讨进一步脱碳（无论是通过普及电动汽车，还是利用风能／太阳能替代天然气发电）的潜在影响指标。

值得注意的是，中国在热力图中的“屏蔽因子”很高：对煤炭的高度依赖及其自身的天然气产量，使其面对的风险远低于普遍预期。受影响最大的国家／地区包括：意大利、台湾、日本、韩国、新加坡、西班牙、荷兰、比利时、希腊、匈牙利、葡萄牙、香港和爱尔兰⁸。

有效最终能源（EJ）。以艾焦（EJ）衡量的终端能源消费量（主要能源扣除燃烧废热以及开采和配送过程中使用的能量；详情见能源报告）

全球终端能源（UFE）占比。注意，第 15 大能源使用国家／地区的消费量占全球比例不足 1%；关键在于大国

经霍尔木兹海峡进口的油气占主要能源消费的比例。我们关注直接从该海峡进口的国家／地区，但鉴于能源市场的全球化属性，其他指标也同样重要

石油进口占主要能源比例。石油进口国／地区即使不从海湾地区进口也会受到影响

天然气进口占主要能源比例。天然气进口国／地区即使不从海湾地区进口也会受到影响

石油消费及进口天然气占主要能源比例。既然石油是全球化市场，总体消费量与进口量同样重要

石油消费及进口天然气量（太焦(TJ)）占 2022 年 GDP（10 亿美元）的比例。与前述指标相似，但以占 GDP 比例表示，以体现能源效率

国内天然气在有效最终能源中的占比。有不少国家能自产大部分的天然气消费量

国内煤炭在有效最终能源中的占比。中国、印度、印度尼西亚、南非、越南和菲律宾等国家在油气冲击期间受益于大量的国内煤炭产量

核能在有效最终能源中的占比。法国、瑞典、芬兰、瑞士、保加利亚、匈牙利、斯洛伐克和捷克共和国在这一类别中表现突出，其终端能源中有超过 10%来自核能

可再生能源在有效最终能源中的占比。可再生能源（生物燃料、水力、风力、太阳能、生物质能）占比超过 30%的国家：巴西、瑞典、奥地利、芬兰、瑞士、葡萄牙、新西兰和丹麦

总屏蔽因子（国内天然气+国内煤炭+核能+可再生能源）。52 个国家／地区中有 12 个国家／地区的油气屏蔽因子超过 60%，其中包括美国和中国

道路运输用油占主要能源比例。降低石油风险敞口最便捷的路径是推动电动汽车普及，而大量廉价的中国电动汽车进口可能成为重要推动力。该指标估算了各国主要能源中有多少是用于乘用车和道路货运的石油。人均汽车拥有量较低且工业用油比例较高的国家／地区在此指标受到的影响较小

发电用天然气占主要能源比例。降低天然气依赖度的最直接路径是采用“光伏+储能”模式，而这一基础设施领域同样由中国主导

⁸虽然墨西哥在热力图中显示出高风险因素，但这部分是由于其对进口天然气的严重依赖。但与挪威出口到北欧的管道气定价（类似于欧洲进口液化天然气价格）不同，墨西哥从美国进口天然气的价格与亨利枢纽水平相似。



油气敏感性热力图

国家／地区	油气价格暴涨敏感度							油气危机屏蔽因子					未来转型探索新机		
	有效最终能源(EJ)	全球终端能源(UFE)占比	经霍尔木兹海峡进口的油气占初级能源比例	石油进口占初级能源比例	天然气进口占初级能源比例	石油消费及进口天然气占初级能源比例	每10亿美元2022年GDP的石油消费及进口天然气量(太焦)	国内产天然气在有效最终能源中的占比	国内产煤炭在有效最终能源中的占比	核能在有效最终能源中的占比	可再生能源在有效最终能源中的占比	总屏蔽因子	道路运输用油占初级能源比例	发电用气占初级能源比例	年初至今股市回报
1 中国	87.7	29.2%	7%	13%	4%	22%	1.1	7%	54%	2%	13%	76%	6%	2%	-1%
2 美国	44.5	14.8%	1%	-2%	-5%	38%	1.3	47%	8%	6%	9%	70%	20%	14%	-4%
3 印度	20.0	6.7%	13%	23%	3%	30%	0.9	4%	44%	1%	7%	56%	9%	1%	-7%
4 日本	8.5	2.8%	21%	36%	19%	56%	1.5	0%	0%	3%	9%	13%	13%	13%	-4%
5 韩国	6.6	2.2%	33%	40%	18%	60%	2.6	0%	0%	9%	3%	13%	12%	9%	-6%
6 巴西	5.7	1.9%	不适用	-19%	2%	39%	1.3	9%	1%	1%	43%	54%	17%	3%	-6%
7 德国	5.7	1.9%	不适用	35%	23%	60%	1.2	2%	7%	0%	17%	26%	15%	6%	-7%
8 印度尼西亚	5.2	1.7%	1%	16%	-8%	29%	0.7	22%	48%	0%	7%	77%	15%	5%	-15%
9 墨西哥	4.0	1.3%	不适用	-6%	28%	71%	1.8	20%	1%	1%	6%	29%	21%	25%	-10%
10 法国	3.9	1.3%	不适用	30%	13%	43%	1.0	0%	0%	32%	14%	46%	15%	2%	-7%
11 土耳其	3.7	1.2%	不适用	31%	24%	56%	1.1	0%	10%	0%	15%	25%	16%	6%	-4%
12 英国	3.3	1.1%	0%	19%	16%	54%	1.0	23%	0%	4%	16%	43%	22%	10%	-5%
13 意大利	2.9	1.0%	9%	38%	33%	75%	1.4	2%	0%	0%	16%	18%	20%	13%	-6%
14 澳大利亚	2.9	1.0%	不适用	25%	-68%	37%	1.3	32%	25%	0%	12%	68%	18%	7%	-5%
15 泰国	2.6	0.9%	27%	34%	14%	60%	1.9	23%	3%	0%	5%	31%	18%	21%	-7%
16 西班牙	2.5	0.8%	1%	45%	17%	63%	1.5	0%	0%	7%	23%	30%	24%	7%	-6%
17 南非	2.5	0.8%	不适用	19%	4%	23%	1.1	0%	75%	1%	3%	79%	9%	0%	-12%
18 越南	2.4	0.8%	不适用	19%	0%	26%	0.9	5%	22%	0%	18%	45%	13%	3%	-10%
19 马来西亚	2.4	0.8%	12%	14%	-25%	36%	1.4	48%	0%	0%	6%	54%	20%	10%	-1%
20 台湾	2.3	0.8%	27%	34%	24%	59%	1.5	0%	0%	2%	5%	6%	11%	18%	-4%
21 埃及	2.1	0.7%	不适用	5%	11%	50%	0.9	50%	0%	0%	4%	54%	15%	28%	-5%
22 波兰	1.9	0.6%	24%	34%	15%	50%	1.2	5%	34%	0%	10%	49%	19%	4%	-3%
23 荷兰	1.6	0.5%	14%	44%	20%	66%	1.7	12%	0%	1%	13%	26%	20%	9%	-4%
24 巴基斯坦	1.6	0.5%	25%	25%	12%	38%	0.7	40%	12%	5%	9%	65%	13%	10%	-10%
25 乌兹别克斯坦	1.5	0.5%	不适用	6%	18%	27%	1.8	65%	3%	0%	3%	71%	4%	20%	不适用
26 新加坡	1.4	0.5%	26%	86%	12%	99%	4.8	0%	0%	0%	1%	1%	51%	10%	-2%
27 乌克兰	1.2	0.4%	不适用	18%	3%	21%	0.9	39%	21%	15%	6%	81%	9%	8%	不适用
28 比利时	1.1	0.4%	5%	49%	21%	71%	2.1	0%	0%	9%	8%	18%	22%	4%	-6%
29 哥伦比亚	1.0	0.3%	不适用	-38%	4%	45%	1.0	26%	12%	0%	21%	60%	21%	6%	-4%
30 孟加拉国	1.0	0.3%	11%	30%	14%	45%	0.5	43%	0%	0%	1%	44%	8%	29%	-4%
31 菲律宾	1.0	0.3%	10%	39%	5%	46%	0.8	0%	0%	0%	10%	10%	20%	5%	-9%
32 瑞典	0.9	0.3%	不适用	21%	2%	24%	0.7	0%	0%	19%	47%	66%	8%	0%	-5%
33 智利	0.8	0.3%	不适用	45%	14%	60%	1.8	0%	0%	0%	27%	27%	18%	7%	-9%
34 奥地利	0.7	0.2%	不适用	31%	17%	49%	1.2	0%	0%	0%	35%	35%	16%	3%	-4%
35 白俄罗斯	0.7	0.2%	不适用	29%	54%	83%	4.2	0%	0%	8%	1%	8%	10%	14%	不适用

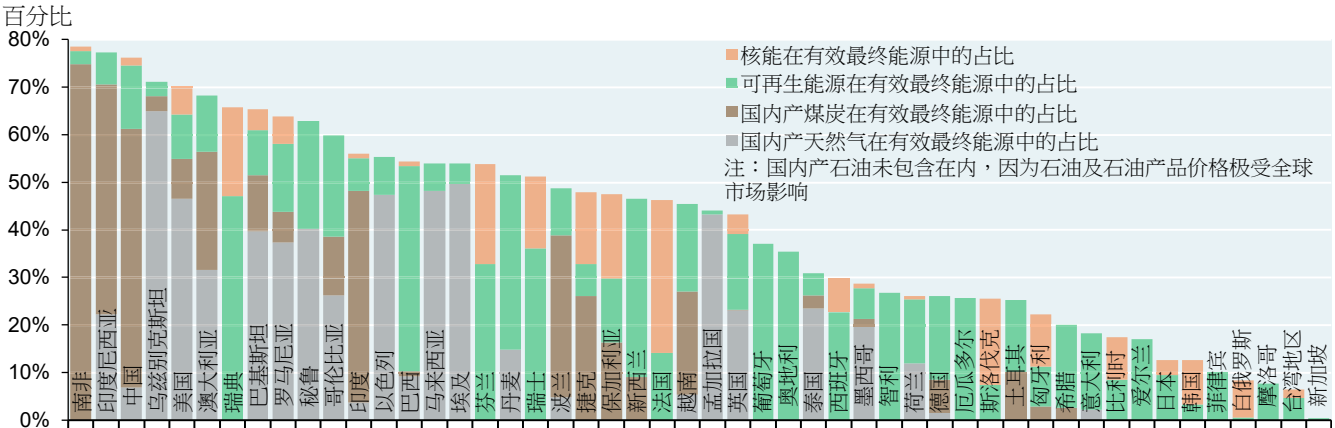
资料来源：能源研究所、美国能源信息署、国际能源署、IEEFA、OEC、Vortexa、彭博、摩根资产管理，2025年



油气价格暴涨敏感性								油气危机屏蔽因子					未来转型探索新机		
国家/地区	有效最终能源(EU)	全球终端能源(UFE)占比	经霍尔木兹海峡进口的油气占初级能源比例	石油进口占初级能源比例	天然气进口占初级能源比例	石油消费及进口天然气占初级能源比例	每10亿美元2022年GDP的石油消费及进口天然气量(大焦)	国内产天然气在有效最终能源中的占比	国内产煤炭在有效最终能源中的占比	核能在有效最终能源中的占比	可再生能源在有效最终能源中的占比	总屏蔽因子	道路运输用油占初级能源比例	发电用气占初级能源比例	年初至今股市回报
36 捷克共和国	0.6	0.2%	不适用	28%	17%	46%	1.2	0%	26%	15%	7%	48%	15%	4%	1%
37 罗马尼亚	0.6	0.2%	不适用	28%	1%	40%	0.7	37%	6%	6%	14%	64%	18%	7%	0%
38 秘鲁	0.6	0.2%	不适用	22%	-12%	40%	1.0	40%	0%	0%	23%	63%	22%	18%	-15%
39 希腊	0.5	0.2%	56%	53%	21%	75%	2.1	0%	3%	0%	17%	20%	22%	14%	-10%
40 芬兰	0.5	0.2%	不适用	25%	4%	30%	1.1	0%	0%	21%	33%	54%	8%	1%	1%
41 瑞士	0.5	0.2%	不适用	30%	10%	42%	0.6	0%	0%	15%	36%	51%	17%	1%	-8%
42 匈牙利	0.5	0.2%	不适用	35%	32%	68%	1.5	0%	3%	11%	8%	22%	16%	5%	-5%
43 以色列	0.5	0.2%	不适用	40%	-40%	41%	0.8	47%	0%	0%	8%	55%	22%	27%	2%
44 摩洛哥	0.4	0.1%	不适用	60%	3%	64%	1.6	0%	0%	0%	8%	8%	23%	3%	-5%
45 葡萄牙	0.4	0.1%	不适用	44%	14%	59%	1.2	0%	0%	0%	37%	37%	25%	7%	1%
46 新西兰	0.3	0.1%	不适用	37%	13%	51%	1.5	0%	9%	0%	37%	47%	23%	4%	-4%
47 中国香港	0.3	0.1%	不适用	65%	20%	86%	1.5	0%	0%	0%	1%	1%	46%	17%	-3%
48 斯洛伐克	0.3	0.1%	不适用	26%	24%	51%	1.4	0%	0%	18%	7%	26%	11%	4%	不适用
49 厄瓜多尔	0.3	0.1%	不适用	-61%	3%	73%	2.4	0%	0%	0%	26%	26%	33%	2%	不适用
50 保加利亚	0.3	0.1%	不适用	31%	14%	46%	1.4	0%	16%	18%	13%	48%	16%	5%	-18%
51 爱尔兰	0.3	0.1%	不适用	45%	27%	74%	1.7	0%	0%	0%	17%	17%	24%	16%	-6%
52 丹麦	0.3	0.1%	不适用	27%	-1%	46%	0.7	15%	0%	0%	37%	51%	23%	2%	-1%

资料来源：能源研究所、美国能源信息署、国际能源署、IEEFA、OEC、Vortexa、彭博、摩根资产管理，2025年

总屏蔽因子：受全球油气冲击影响较小的有效最终能源占比



资料来源：能源研究所、美国能源信息署、国际能源署、IEEFA、OEC、Vortexa、摩根资产管理，2025年



关于弹药消耗与关键矿产供应链

尽管目前无法准确得知各类弹药的具体消耗量，但部分外交政策研究机构及研究中心正依据卫星图像进行合理推测。第一张表显示，美国在短短 6 天内消耗的某些弹药数量，可能已超过 2026 年全年的预计产量。右侧表格则显示了按最初 96 小时的消耗速度估算，美国弹药库存可支撑的天数。显而易见，最初 96 小时后的弹药投放速度已放缓，但该表旨在说明了弹药消耗量，以及美国弹药储备按此消耗速度仅能维持大约一个月的现实。

伊朗战争关键弹药消耗量与2026财年交付量

	6天内的 预计消耗量	2026财年 预期交付量
战斧巡航导弹 (Tomahawk)	319	190
标准三型导弹 (SM-3)	83	76
标准六型导弹 (SM-6)	115	125
联合空对面防区外导弹 (JASSM)	786	0
精确打击导弹 (PrSM)	86	70
爱国者-3 (PAC-3) MSE 拦截弹	139	172
萨德 (THAAD) 拦截弹	158	0

资料来源：Cancian与Park（战略与国际问题研究中心 - CSIS），2026年3月13日

伊朗战争中美国剩余弹药可支撑天数

武器系统	按最初96小时的消耗速度计算，剩余可支撑天数
陆军战术导弹系统／精确打击导弹	12
GBU-57巨型钻地弹 (MOP)	13
萨德 (THAAD) 拦截弹	25
爱国者PAC-2／PAC-3拦截弹	31
海军宙斯盾标准系列导弹 (SM-2, 3, 6)	32
战斧IV／V型巡航导弹	34

资料来源：Bazilian等，外交政策研究所，2026年3月16日

弹药快速消耗的副作用是需要补充制造这些弹药所需的关键矿产。下表估算了在战争开始后的前 96 小时内消耗的关键矿产总量。这些消耗量仅占美国年度消耗的一小部分；更大的风险在于，对于其中的一些关键矿产，中国是最大的供应方。

伊朗冲突最初96小时美国消耗的关键矿产估算

关键矿产	消耗量 (千克)	消耗量占美国年度 消费量比例	美国前三大进口来源国（占美国年度消费量比例）					
			国家	份额	国家	份额	国家	份额
钴	2,197	0.03%	挪威	21%	芬兰	13%	加拿大	11%
钨	11,444	0.11%	中国	13%	德国	7%	玻利维亚	4%
钹	137	0.00%	中国	48%	马来西亚	9%	爱沙尼亚	3%
钪	34	0.02%	中国	48%	马来西亚	9%	爱沙尼亚	3%
镨	7	0.00%	中国	48%	马来西亚	9%	爱沙尼亚	3%
镓	18	0.09%	加拿大	28%	日本	22%	中国	18%
锆	2	0.01%	比利时	21%	中国	12%	加拿大	9%
钽	37	0.01%	中国	22%	澳大利亚	14%	德国	11%
高氯酸铵	124,040	0.18%	美国为净出口国，仅依赖单一美国供应商					

资料来源：Payne Institute估算、外交政策、USGS、大西洋理事会、市场增长报告、稀土交易所、GV Wire、摩根资产管理，2026年3月16日



2026 年能源报告

重要信息

本文件仅供参考用途。本文件表达的观点、意见及预测，均为岑博智按目前市场状况作出的判断；如有更改，恕不另行通知，且可能与摩根大通的其他领域所表达的观点、意见及预测不同。本文件不构成亦不应视为摩根大通研究报告看待。文中提述的公司仅供说明用途而列示，不应视作摩根大通的建议或认可。

本文件讨论的观点、策略或产品未必适合所有客户，可能面临投资风险。投资者可能损失本金，过往表现并非未来表现的可靠指标。资产配置／多元化不保证录得盈利或免招损失。本文件所提供的资料不拟作为作出投资决定的唯一依据。

本公司相信，本文件载列的资料均属可靠；然而，摩根大通不会就本文件的准确性、可靠性或完整性作出保证，或者就使用本文件的全部或部分内容引致的任何损失和损害（无论直接或间接）承担任何责任。我们不会就本文件的任何计算、图谱、表格、图表或评论作出陈述或保证，本文件的计算、图谱、表格、图表或评论仅供说明／参考用途。任何预测的表现和风险仅以引述的模拟例子为基础，且实际表现及风险将取决于具体情况。前瞻性的陈述不应视为对未来事件的保证或预测。本文件的所有内容不构成任何对您或对第三方的谨慎责任或与您或与第三方的咨询关系。本文件的内容不构成摩根大通及／或其代表或雇员要约、邀约、建议或咨询（不论财务、会计、法律、税务或其他方面）。摩根大通及其关联公司与雇员不提供税务、法律或会计意见。您应在作出任何财务交易前咨询您的独立税务、法律或会计顾问。

就摩根资产管理客户而言：

摩根资产管理是摩根大通及其环球附属公司旗下资产管理业务的品牌。

在适用法律允许的范围内，我们可对通话进行录音及监控电子通讯，以履行我们的法律和监管义务以及遵守内部政策。摩根资产管理将根据我们的隐私政策 (<https://am.jpmorgan.com/global/privacy>) 收集、存储及处理个人资料。

投资资源

仅用于美国：如果您是残障人士，在查看资料时需要额外的支持，请拨打 1-800-343-1113 寻求帮助。

本通讯由以下实体发布：在美国为均受美国证券交易委员会监管的 J.P. Morgan Investment Management Inc. 或 J.P. Morgan Alternative Asset Management, Inc.；在拉丁美洲为当地摩根大通实体（视情况而定），仅供指定接收者使用；在加拿大为 JPMorgan Asset Management (Canada) Inc.，仅供机构客户使用，其为所有加拿大省份及地区（育空地区除外）的注册投资组合经理及豁免市场交易商，并在不列颠哥伦比亚省、安大略省、魁北克省及纽芬兰与拉布拉多省注册为投资基金经理。在英国由受金融行为监管局监管的摩根资产管理（英国）有限公司发布，该公司由英国金融行为监管局授权和监管；在其他欧洲司法管辖区，由摩根资产管理（欧洲）有限公司发布。在亚太地区（“亚太”），由以下发行实体在其主要受监管的各自司法管辖区发布：摩根资产管理（亚太）有限公司或摩根基金（亚洲）有限公司或摩根资产管理实物资产（亚洲）有限公司均受香港证券及期货事务监察委员会监管；摩根资产管理（新加坡）有限公司（股份有限公司注册号 197601586K），本广告或刊物未经新加坡金融管理局审核；摩根资产管理（台湾）有限公司；摩根资产管理（日本）有限公司，是日本投资信托协会、日本投资顾问协会、第二类金融工具公司协会和日本证券交易商协会的会员，受金融厅监管（注册号“关东地方金融局（金融工具公司）No.330”）；在澳大利亚，由摩根资产管理（澳大利亚）有限公司（ABN 55143832080）（AFSL 376919）仅向 2001 年（联邦）公司法第 761A 和 761G 条定义的批发客户提供服务。在亚太地区内其余市场，本通讯仅提供予所指定接收者。

面向摩根大通私人银行客户：

投资资源

摩根大通致力于提供易于获取的产品和服务，满足所有客户的金融服务需求。如有任何访问问题，请直接联系私人银行客户服务中心，电话：1-866-265-1727。

法律实体、品牌及监管信息

投资产品（可能包括银行管理账户及托管）乃由**摩根大通银行（JPMorgan Chase Bank, N.A.）**及其关联公司（统称“JPMCB”）作为其一部分信托及委托服务而提供。其他投资产品及服务（例如证券经纪及咨询账户）乃由**摩根大通证券（J.P. Morgan Securities LLC）**（“**摩根大通证券**”）提供。摩根大通证券是**金融业监管局**和**证券投资者保护公司**的成员。摩根大通银行和摩根大通证券均为受 JPMorgan Chase & Co. 共同控制的关联公司。

在**德国**，本文件由**摩根大通有限责任公司（J.P. Morgan SE）**发行，其注册办事处位于 Taunustor 1 (TaunusTurm), 60310 Frankfurt am Main, Germany am Main，已获德国联邦金融监管局（Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht，简称为“BaFin”）授权，并由 BaFin、德国中央银行（Deutsche Bundesbank）和欧洲中央银行共同监管。在**卢森堡**，本文件由**摩根大通有限责任公司卢森堡分行**发行，其注册办事处位于 European Bank and Business Centre, 6 route de Treves, L-2633, Senningerberg, Luxembourg，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行（德意志联邦银行）和欧洲中央银行（ECB）共同监管。摩根大通有限责任公司卢森堡分行同时须受卢森堡金融监管委员会（CSSF）监管，注册编号为 R.C.S Luxembourg B255938。在**英国**，本文件由**摩根大通有限责任公司伦敦分行**发行，其注册办事处位于 25 Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JP，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行（德意志联邦银行）和欧洲中央银行（ECB）共同监管。摩根大通有限责任公司伦敦分行同时须受英国金融行为监管局及英国审慎监管局监管。在**西班牙**，本文件由**摩根大通有限责任公司 Sucursal en España（马德里分行）**分派，其注册办事处位于 Paseo de la Castellana, 31, 28046 Madrid, Spain，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行和欧洲中央银行共同监管。摩根大通有限责任公司马德里分行同时须受西班牙国家证券市场委员会（Comisión Nacional de Valores，简称“CNMV”）监管，并已于西班牙银行行政注册处以摩根大通有限责任公司分行的名义登记注册，注册编号为 1567。在**意大利**，本文件由**摩根大通有限责任公司米兰分行**分派，其注册办事处位于 Via Cordusio, n.3, Milan 20123, Italy，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行（德意志联邦银行）和欧洲中央银行（ECB）共同监管。摩根大通有限责任公司米兰分行同时须受意大利央行及意大利全国公司和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管，并已于意大利央行行政注册处以摩根大通有限责任公司分行的名义登记注册，注册编号为 8076；其米兰商会注册编号为 REA MI 2536325。在**荷兰**，本文件由**摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行**分派，其注册办事处位于 World Trade Centre, Tower B, Strawinskylaan 1135, 1077 XX, Amsterdam, The Netherlands，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行（德意志联邦银行）和欧洲中央银行（ECB）共同监管。摩根大通有限责任公司阿姆斯特丹分行同时须受荷兰银行（DNB）和荷兰金融市场监管局（AFM）监管。于荷兰商会以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记，其注册编号为 72610220。在**丹麦**，本文件由**摩根大通有限责任公司哥本哈根分行（即德国摩根大通有限责任公司附属公司）**分派，其注册办事处位于 Kalvebod Brygge 39-41, 1560 København V, Denmark，已获德国联邦金融监管局（BaFin）授权，并由 BaFin、德国中央银行（德意志联邦银行）和欧洲中央银行（ECB）共同监管。摩根大通有限责任公司哥本哈根分行（即德国摩根大通有限责任公司附属公司）同时须受丹麦金融监管局（Finanstilsynet）监管，并于丹麦金融监管局以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记，编号为 29010。在**瑞典**，本文件由**摩根大通有限责任公司斯德哥尔摩分行**分派，其注册办事处位于 Hamngatan 15,



2026 年能源报告

Stockholm, 11147, Sweden, 已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权, 并由 BaFin、德国中央银行 (德意志联邦银行) 和欧洲中央银行 (ECB) 共同监管。摩根大通有限责任公司哥本哈根分行同时须受瑞典金融监管局 (Finansinspektionen) 监管, 并于瑞典金融监管局以摩根大通有限责任公司分行的名义注册登记。在比利时, 本文件由**摩根大通有限责任公司比利时分行**分派, 其注册办事处位于 35 Boulevard du Régent, 1000, Brussels, Belgium, 已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权, 并由 BaFin、德国中央银行 (德意志联邦银行) 和欧洲中央银行 (ECB) 共同监管。摩根大通有限责任公司比利时分行同时须受比利时国家银行 (NBB) 及比利时金融服务和市场管理局 (FSMA) 监管, 并已于 NBB 登记注册, 注册编号为 0715.622.844。在希腊, 本文件由**摩根大通有限责任公司雅典分行**分派, 其注册办事处位于 3 Haritos Street, Athens, 10675, Greece, 已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权, 并由 BaFin、德国中央银行 (德意志联邦银行) 和欧洲中央银行 (ECB) 共同监管。摩根大通有限责任公司雅典分行同时须受希腊央行监管, 并已于希腊央行行政注册处以**摩根大通有限责任公司**分行的名义登记注册, 注册编号为 124, 其雅典商会注册编号为: 158683760001; VAT 编号为: 99676577。在法国, 本文件由**摩根大通巴黎分行**分派, 其注册办事处位于 14, Place Vendôme 75001 Paris, France, 已获德国联邦金融监管局 (BaFin) 授权, 并由 BaFin、德国中央银行 (德意志联邦银行) 和欧洲中央银行 (ECB) 共同监管, 监管代码为 842 422 972。摩根大通巴黎分行同时须受法国银行业监管机构——审慎监管与决议管理局 (ACPR) 和金融市场管理局 (AMF) 监管。在瑞士, 本文件由 J.P. Morgan (Suisse) S.A. 分派, 其注册办事处位于 rue de la Confédération, 35, 1204, Geneva, Switzerland, 作为瑞士一家银行及证券交易商, 在瑞士受瑞士金融市场监督管理局 (FINMA) 监管。

在中国香港, 本文件由**摩根大通银行香港分行**分派。摩根大通银行香港分行受香港金融管理局及香港证监会监管。在香港, 若您提出要求, 我们将会在收取您任何费用的情况下停止使用您的个人资料以作我们的营销用途。在新加坡, 本文件由**摩根大通银行新加坡分行**分派。摩根大通银行新加坡分行受新加坡金融管理局监管。交易及咨询服务及全权委托投资管理服务由 (通知您的) 摩根大通银行香港分行/新加坡分行向您提供。银行及托管服务由摩根大通银行新加坡分行向您提供。本文件的内容未经香港或新加坡或任何法律管辖区的任何监管机构审阅。建议您审慎对待本文件。假如您对本文件的内容有任何疑问, 请必须寻求独立的专业人士意见。对于构成《证券及期货法》及《财务顾问法》项下产品广告的材料而言, 本营销广告未经新加坡金融管理局审阅。摩根大通银行 (JPMorgan Chase Bank, N.A.) 是依据美国法律特许成立的全国性银行组织; 作为一家法人实体, 其股东责任有限。

关于拉美国家, 本文件的分派可能会在特定法律管辖区受到限制。

Issued in Australia by JPMorgan Chase Bank, N.A. (JPMCBNA) (ABN 43 074 112 011 / AFS 牌照编号: 238367) and J.P. Morgan Securities LLC (ARBN 109293610).

“摩根大通”是指摩根大通及其全球附属公司和联属公司。“摩根大通私人银行”是摩根大通从事私人银行业务的品牌名称。本文件仅供您个人使用, 未经摩根大通的允许不得分发给任何其他人士, 且任何其他人士均不得使用, 分派或复制本文件的内容供作非个人用途。如您有任何疑问或不欲收取这些通讯或任何其他营销资料, 请与您的摩根大通团队联络。