

供应恢复或有波折，低库存未充分计价



期货

走势评级：原油：看涨  
报告日期：2026年6月29日

安紫薇 资深分析师(能源与碳中和)  
从业资格号：F3020291  
投资咨询号：Z0013475  
Tel: 8621-63325888  
Email: ziwai.an@orientfutures.com

★霍尔木兹海峡通航中断对中东供应造成极大扰动

霍尔木兹海峡通行持续中断导致中东出口严重受阻，对全球构成实质性供应冲击，预计冲突期间造成全球石油出口同比减少累计约8.7亿桶。5月波斯湾产油国产量损失预计占总产量约46%。

★全球通过消化库存和削减需求缓解供应危机

由于中东断供缺口难以被其他地区增产弥补，市场通过释放库存填补缺口，造成可追踪库存至5月末大幅下降4.3亿桶。高油价和供应短缺对尤其是亚洲市场的进口需求和炼厂加工需求形成破坏，不过随着局势缓和，预计需求未来将逐步回归。全球库存缓冲已显著减少，将在未来较长时间里产生补库需求吸收额外供应。

★霍尔木兹海峡复航后的全球供应前景展望

霍尔木兹海峡重新开放，但长期开放前景仍存较高变数，未来通行量能否完全恢复存疑。中东供应恢复需要经历积压库存清理、运力恢复到陆上生产重启的过程，有效恢复预计难以一蹴而就，部分产能面临损失风险。其他地区增产潜力略有上升，但预计幅度温和。

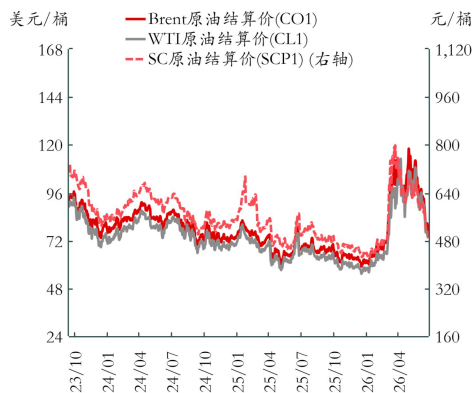
★总结与展望

全球石油市场在本次冲突中展示出超预期的耐受力主要得益于库存大幅消化和及时需求削减，低库存格局将对油价提供底部支撑。鉴于油价从高位回落已对海峡重开和供应恢复预期较充分计价，但对买需回升后全球可用库存缓冲减少尚未充分计价，因此我们认为油价短期进一步下跌空间相对有限，待买需恢复预计可为油价提供反弹驱动力。我们认为下半年布伦特原油运行区间或在70-100美元/桶，中枢预计维持80美元/桶以上。

★风险提示

未来地缘局势超预期变化可能引发行情剧烈波动。

主力合约行情走势图（原油）



## 目录

1、1H26 原油市场回顾——中东战争导致原油价格大幅上涨.....	5
2、霍尔木兹海峡通航中断对中东供应造成极大扰动.....	6
2.1、霍尔木兹海峡实质中断导致全球石油出口同比减少累计 8.7 亿桶.....	6
2.2、出口受阻导致波斯湾产油国大幅减产.....	8
3、全球通过消化库存和削减需求缓解供应危机.....	9
3.1、全球陆上库存下降以消耗 SPR 为主.....	9
3.2、亚洲：原料短缺和价格传导不畅对进口和加工需求形成破坏.....	11
3.3、欧美：价格传导相对顺畅，旺季需求或因高价受限.....	14
4、霍尔木兹海峡复航后的全球供应前景展望.....	16
4.1、中东供应恢复：通行效率和产能损伤是主要风险.....	16
4.2、美国：增产潜力上升，但幅度预计温和.....	19
4.3、全球其他：南美仍有部分增产空间.....	23
5、总结与展望.....	26
6、风险提示.....	26

## 图表目录

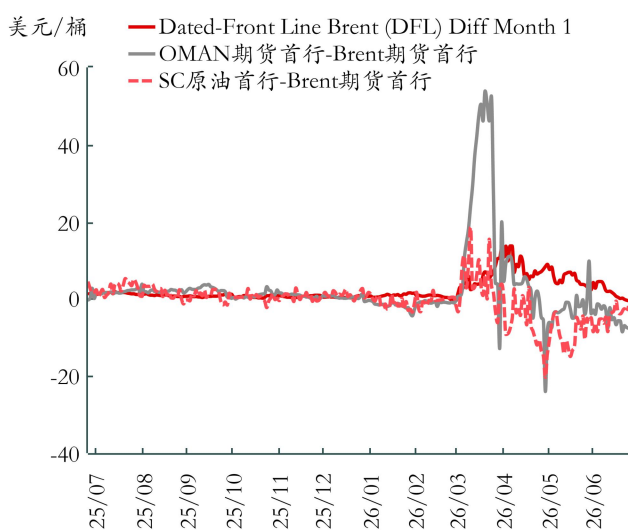
图表 1: 原油价差.....	5
图表 2: Brent 原油月差.....	5
图表 3: 霍尔木兹海峡船只通行数量.....	7
图表 4: 波斯湾实际出口量及波斯湾港口装载量.....	7
图表 5: 波斯湾内海上原油和石油产品库存.....	7
图表 6: 中东绕行港出口量和最大出口能力对比.....	7
图表 7: 全球各地区原油出口量同比.....	8
图表 8: 全球原油+石油产品海运出口同比累计.....	8
图表 9: 波斯湾产油国减产情况.....	9
图表 10: 波斯湾产油国陆上库容利用率.....	9
图表 11: 全球可追踪原油+石油产品库存 (除波斯湾) .....	10
图表 12: 全球原油和石油产品库存区域变化量.....	10
图表 13: IEA 石油战略储备释放计划与执行 (总量) .....	10
图表 14: IEA 石油战略储备释放计划与执行 (按区域) .....	10
图表 15: 各地从波斯湾进口占比&冲突后进口同比.....	11
图表 16: 中印日韩原油进口量.....	11
图表 17: 全球炼厂原油加工量.....	12
图表 18: 主要市场原油加工量变化 (5M26 同比) .....	12
图表 19: 中国不同类型炼厂原油加工量.....	13
图表 20: 中国炼厂常减压装置毛利.....	13
图表 21: 中国汽柴油商业库存与过去三年同期均值同比.....	14
图表 22: 中国原油月度供需差累计.....	14
图表 23: 美国汽油裂解价差.....	14
图表 24: 美国柴油裂解价差.....	14
图表 25: 欧美汽油库存.....	15
图表 26: 欧美柴油库存.....	15
图表 27: 欧美汽油消费量.....	15
图表 28: 欧美柴油消费量.....	15
图表 29: OECD 欧洲中间馏分油进口量 (不含区域内) .....	16
图表 30: OECD 欧洲中间馏分油进口来源变化.....	16
图表 31: 霍尔木兹海峡&苏伊士运河&曼德海峡运输量.....	17
图表 32: 波斯湾和部分其他海域空载船载重吨.....	17
图表 33: 波斯湾产油国产量分布 (按油井压力) .....	18

图表 34: IEA 波斯湾产油国供应恢复预估.....	18
图表 35: 波斯湾产油国理论闲置产能.....	19
图表 36: 阿联酋原油产量及产能上限.....	19
图表 37: 美国原油产量和年均变化.....	20
图表 38: 美国不同产区产量 (百万桶/天) .....	20
图表 39: 美国石油钻机数量和 Frac Spread.....	20
图表 40: 达拉斯联储能源调查: 新井盈亏平衡 WTI 油价.....	20
图表 41: 富油区块产品采出率对比.....	21
图表 42: 富油区块新井与现有井产量差值.....	21
图表 43: Permian 新井初始产量 (单位水平井长度) .....	22
图表 44: Permian 新井产量/钻机数&新井产量/完井数量.....	22
图表 45: 美国原油出口量 (海运出口) .....	23
图表 46: 美国输油管道网络产能.....	23
图表 47: 俄罗斯原油出口量及流向.....	24
图表 48: 俄罗斯原油+石油产品总出口量.....	24
图表 49: 俄罗斯原油产量.....	24
图表 50: 欧亚地区原油加工量.....	24
图表 51: 巴西原油产量.....	25
图表 52: 圭亚那原油产量和出口量.....	25
图表 53: 部分 Non-OPEC+ 产能增长计划 (2026-27 年) .....	25
图表 54: 2025-2026 年三大机构非 OPEC+ 产量增长预测.....	25
图表 55: 原油供需平衡表 (单位: 百万桶/天) .....	26

## 1、1H26 原油市场回顾——中东战争导致原油价格大幅上涨

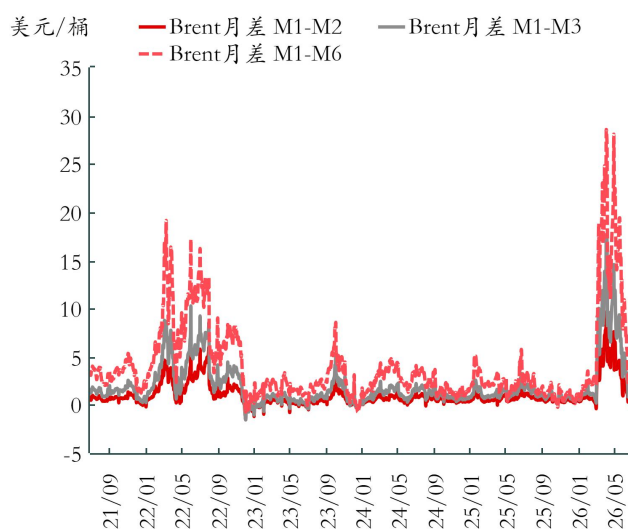
2026年上半年，原油市场经历了剧烈波动，地缘冲突事件主导了油价走势，从2月28日美国和以色列对伊朗发起“史诗狂怒”行动以来，中东战争导致霍尔木兹海峡关闭超过100天，Brent原油首行价格从年初的60美元/桶左右飙升至4月底118美元/桶。随后油价震荡回落，尤其5月下旬以来，美伊达成协议预期到最终落地，导致油价风险溢价回落，至6月24日Brent首行回落至73美元/桶附近，基本抹去冲突以来的涨幅。上半年Brent中枢预计显著抬升至88美元/桶附近，环比上涨约22美元/桶。本次战争的最大影响在于全球最重要的运输咽喉要道之一的霍尔木兹海峡出现实质性航行中断，引发原油和石油产品大规模断供，当过去被市场认为是尾部风险的情景发生后，引发市场对供应短缺的恐慌，GME Oman原油期货价格在3月中旬涨至162美元/桶，较Brent溢价超过50美元/桶。Brent DFL在4月初升至13美元/桶的历史新高水平，同时期货远期曲线Back结构不断加深表明市场对当下供应短缺的预期不断强化。不过，在4月初市场恐慌情绪达到极致后，伴随着美伊宣布临时停火并开始谈判后，无论是绝对价格还是价差结构均有转弱。我们认为抑制油价的因素一方面市场始终处于“美伊持续谈判”预期中，军事冲突风险已降级。另一方面是高油价和供应短缺确实已造成尤其是亚洲市场的进口和加工需求下降，同时市场通过大幅消化库存弥补供应缺口，中国买需偏弱及期货可交割油种扩容导致国内SC原油期货较Brent的价差从溢价转成折价。6月17日，美伊谈判取得重大进展，宣布正式签署谅解备忘录，并启动第二阶段为期60天后续谈判。霍尔木兹海峡通航也迎来转机，中东供应恢复迎来曙光，油价已对供应恢复预期部分定价。从供需层面来说，下半年影响油价的核心因素预计将是中东供应恢复与全球需求恢复的节奏差，低库存和后续补库需求释放预计对油价仍有支撑作用。

图表 1: 原油价差



资料来源: Refinitiv, 东证衍生品研究院

图表 2: Brent 原油月差



资料来源: Refinitiv, 东证衍生品研究院

## 2、霍尔木兹海峡通航中断对中东供应造成极大扰动

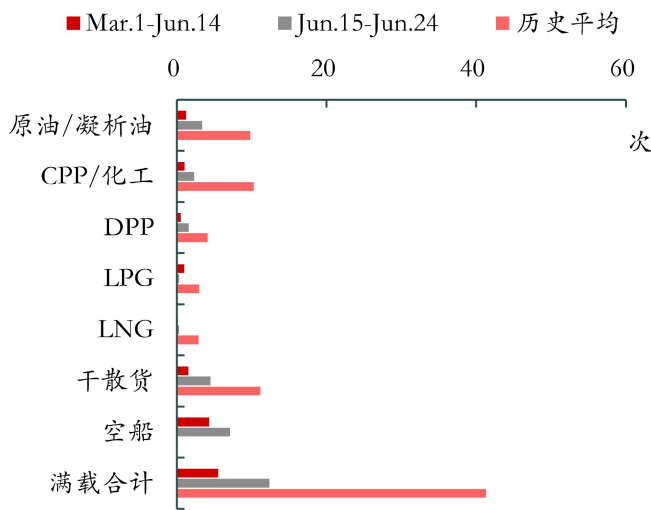
### 2.1、霍尔木兹海峡实质中断导致全球石油出口同比减少累计 8.7 亿桶

从 3 月 1 日霍尔木兹海峡断航以来，船只通行量始终维持在较低水平，美伊签署谅解备忘录后，通航数量看到改善迹象。从 3 月 1 日至 6 月 14 日的 105 天中，由 Kpler 确认满载穿越霍尔木兹海峡的各类型商船数量日平均仅 5.5 次，仅为正常状态下每日平均 41.3 次的 13% 左右，其中原油船日均通过 1.2 次，为历史均值的 12% 左右。在 6 月 15 日美伊敲定谅解备忘录后，船只通行情况有较明显改善，后续 10 天的日均通过数量升至 12.4 次，相当于正常状态下的 30% 左右。

冲突期间，尽管波斯湾出口严重受阻，仍有少部分原油通过两种方式出口，一种是常规的在波斯湾内港口装运并关闭 AIS 穿越霍尔木兹海峡直接前往目的地的方式，另一种是借助阿曼湾 STS 转运出口方式。转运模式中，穿梭油轮在全程关闭 AIS 的情况下从波斯湾内港口装载并穿越霍尔木兹海峡，将原油在阿曼湾或周边海域转移到大船上继续运输至目的地。第一种模式下，从冲突开始后的第三周至 6 月第二周，霍尔木兹海峡平均通行量约 179 万桶/天，仅为过去正常水平的 11% 左右，不过装载的原油来源出现明显变化，这种变化出现在伊朗港口装载因美国封锁而显著受阻，伊朗原油通行量从前七周的约 176 万桶/天骤降至几乎中断，而非伊朗原油平均运输量从 48 万桶/天升至 127 万桶/天。直接穿越霍尔木兹海峡行驶至目的地的出口以滞留船只为主，数据显示在海峡运输量上升的过程中，波斯湾内海上原油量（除伊朗）从峰值的 1.25 亿桶持续下降，但波斯湾内港口装载量没有出现持续增长。此外，Kpler 记录到的阿曼湾转运活动数量从 5 月以来明显上升，显示出口国在适应商船无法（或不愿意）进入波斯湾装货的情况下形成新的出口方式，阿联酋 Fujairah 以外的港口装运量上升也是这类出口增长的佐证之一，不过预计 5 月至 6 月第三周阿曼湾转运出口量平均 67 万桶/天，仅能带来少量出口。综合两种路径，波斯湾原油出口量在 3 月 2 日开始的十五周中预计约为 235 万桶/日，相当于冲突前出口量约为 1,560 万桶/日的约 15%。

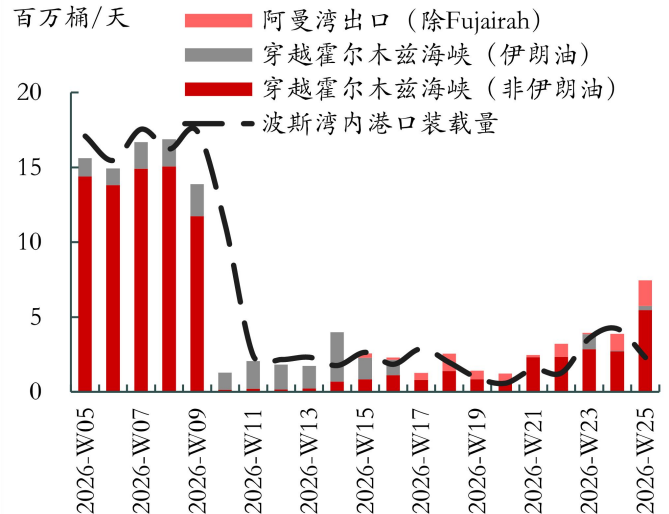
部分国家可通过波斯湾以外的港口保留部分出口量，以沙特 Yanbu 港和阿联酋 Fujairah 港发挥了较大绕行作用。冲突期间，这两个港口原油出口量迅速上升，分别达到 377 万桶/天和 182 万桶/天，接近预估出口能力上限水平。在霍尔木兹海峡通行前景仍有不确定性的情况下，未来这两个港口的出口量或将维持高于冲突前水平。伊拉克通过土耳其 Ceyhan 出口量从 4 月以来也有一定上升，接近 12 万桶/天。因此，冲突期间通过绕行港出口量预计平均 580 万桶/天。

图表 3: 霍尔木兹海峡船只通行数量



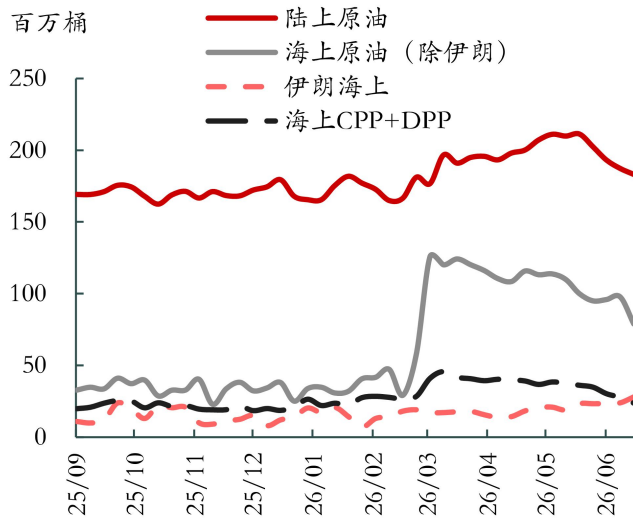
资料来源: Kpler, 东证衍生品研究院

图表 4: 波斯湾实际出口量及波斯湾港口装载量



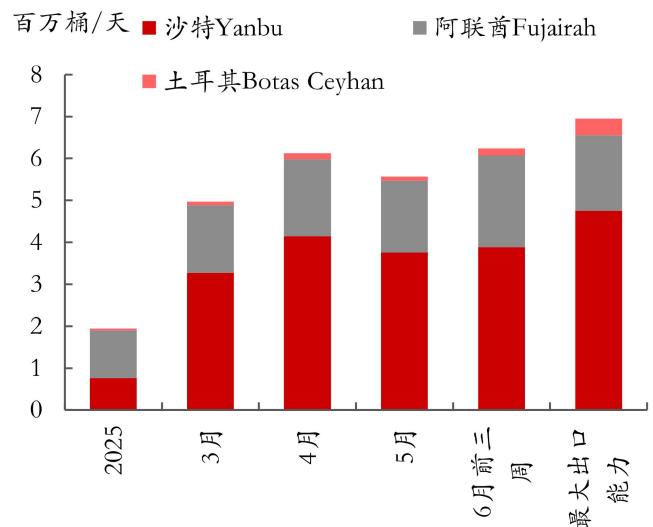
资料来源: Kpler, 东证衍生品研究院

图表 5: 波斯湾内海上原油和石油产品库存



资料来源: Kpler, 东证衍生品研究院

图表 6: 中东绕行港出口量和最大出口能力对比

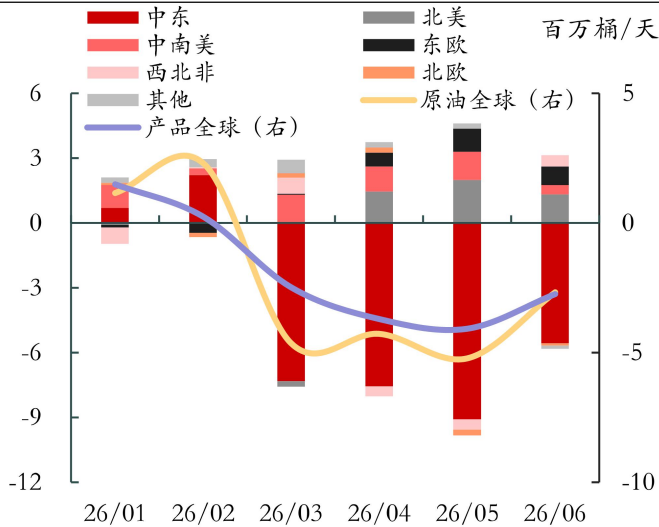


资料来源: Kpler, 东证衍生品研究院

即便如此, 中东地区原油出口量 3-5 月持续下降, 5 月出口量仅 818 万桶/天, 同比下降 910 万桶/天。中东以外市场中, 美洲地区的出口量增加相对显著, 美国 5 月原油出口量大幅上升至 566 万桶/天, 导致北美 5 月出口量同比增长近 200 万桶/天。拉美和东欧增幅分别约 131 万桶/天和 106 万桶/天。6 月中东地区出口量环比回升约 440 万桶/天, 致使 6 月同比降幅显著收窄, 北美和东欧 6 月出口量同比增幅为 132 万桶/天和 86 万桶/天。中东出口损失规模过于庞大难以被其他地区增量弥补, 全球 5 月原油出口量同比降幅仍有 520 万桶/天, 同时由于中东和东亚石油产品出口量下降, 全球石油产品出口量也下降约

400 万桶/天。在本次中东冲突的十六周时间里，与 2025 年同期水平相比，全球原油和石油产品出口量累计的同比减量高达 8.7 亿桶。

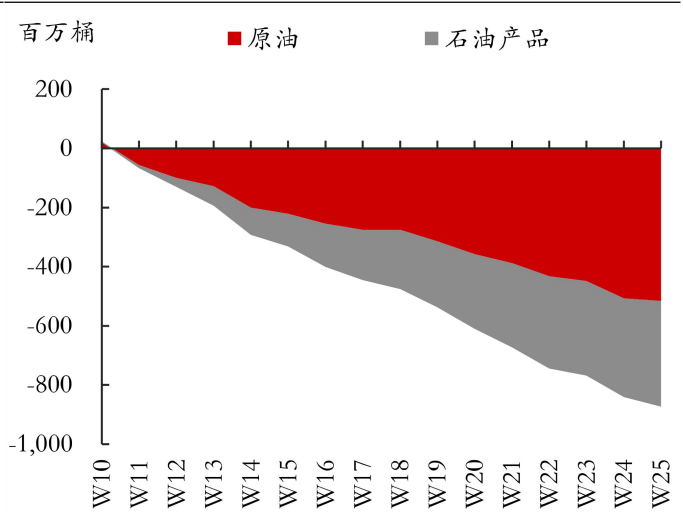
图表 7：全球各地区原油出口量同比



资料来源：Kpler，东证衍生品研究院

\*26/06 数值为截止 6 月 24 日实际出口量数据

图表 8：全球原油+石油产品海运出口同比累计

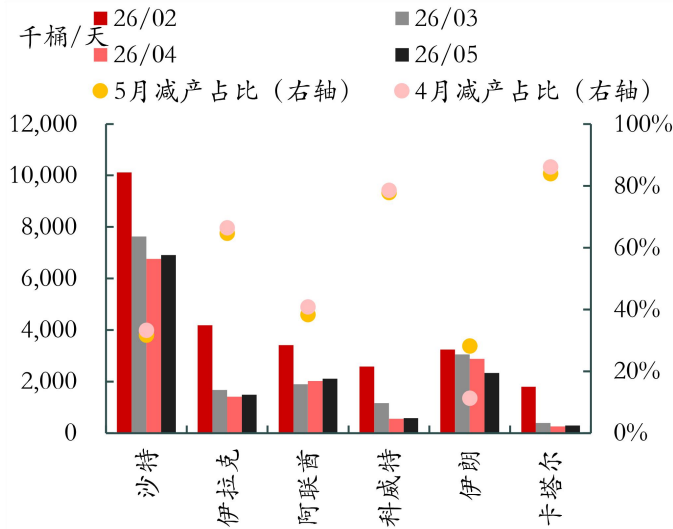


资料来源：Kpler，东证衍生品研究院

## 2.2、出口受阻导致波斯湾产油国大幅减产

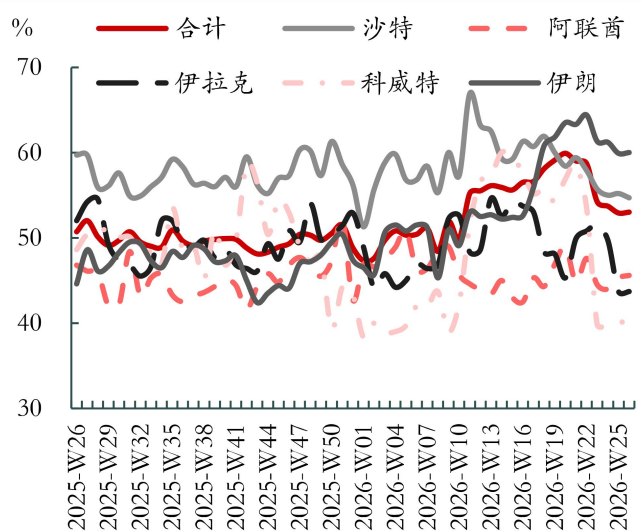
战争开始以来，波斯湾沿岸产油国由于陆上和海上浮仓库容逐渐耗尽而被迫进行大规模减产。沙特、伊拉克、科威特、伊朗、卡塔尔和阿联酋六国 5 月原油产量预计 1,365 万桶/天，环比仍有小幅下降，较 2 月下降近 1,170 万桶/天，合计产量损失占总供应约 46%。其中，除伊朗以外的产油国 4 月和 5 月产量基本企稳，但伊朗产量由于出口量下降而进一步下降至 223 万桶/天，减产比例升至 28%。根据 Kpler 数据，六国的合计陆上库容利用率最高升至 2021 年 10 月以来新高的 60%后，随着转运出口的增加，陆上库存略有下降。各国由于出口调节能力不同供应下降程度不一，伊拉克、科威特和卡塔尔减产比例维持在 65% 以上的偏高水平，沙特和阿联酋产量下降约 30%-40%。美国封锁对伊朗 5 月出口和生产的影响显现，陆上库容利用率达到 65% 左右的高位，减产压力凸显。

图表 9：波斯湾产油国减产情况



资料来源：OPEC, IEA, 东证衍生品研究院

图表 10：波斯湾产油国陆上库容利用率



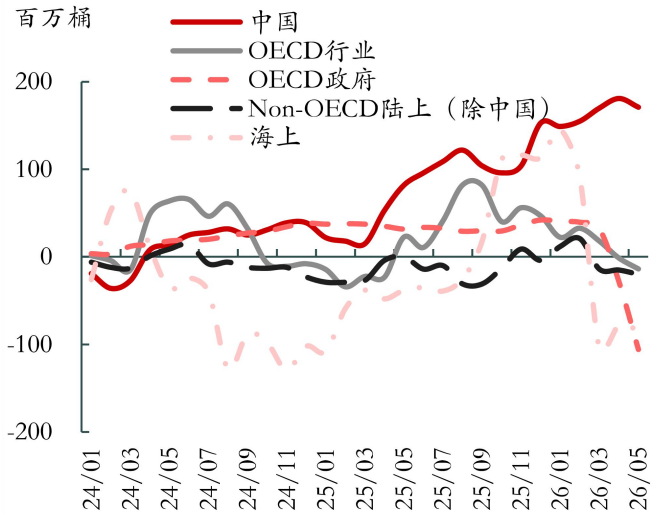
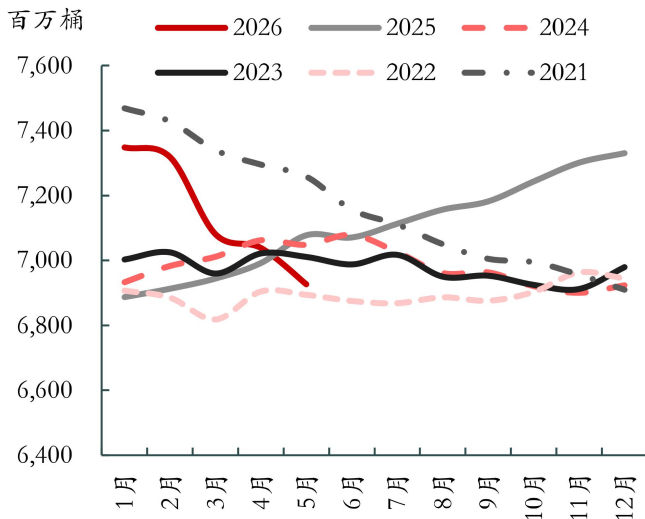
资料来源：Kpler, 东证衍生品研究院

### 3、全球通过消化库存和削减需求缓解供应危机

#### 3.1、全球陆上库存下降以消耗 SPR 为主

全球能源市场在本次中东冲突导致的供应危机中显示出超预期的韧性，很大程度上是以消化库存和削减需求为代价，数据显示从 2 月底以来的全球波斯湾以外地区累计库存下降约 4.3 亿桶（约 470 万桶/天）。中东出口量大幅下降立竿见影的表现在海上原油和石油产品总量在一个月内大幅下降约 2 亿桶。全球可追踪的陆上原油和石油产品库存（除波斯湾地区）在 5 月底较冲突前下降约 2.2 亿桶。库存降幅与供应损失量相比仍有差距，需求减少和未被统计到的库存消化一定程度上减缓了可追踪库存消耗。其中，中国陆上库存数据确实超市场预期，在 3-4 月仍有上升，仅在 5 月温和下降，可能存在数据统计不充分的原因。OECD 国家的库存下降显著，尤其是石油战略储备，已降至 1992 年底以来的新低水平。IEA 数据显示截止 6 月 12 日已累计释放 SPR 2.52 亿桶，还有 7,900 万桶计划在 7 月底前完成释放，届时 IEA 宣布的 4 亿桶释放计划将剩余 1.07 亿桶未明确释放时间。由于各国供应缺口程度不一，SPR 释放节奏也有明显差异，亚太地区由于面临的缺口规模相对较大，实际释放规模 1.16 亿桶已超过约定数量。欧洲的释放以石油产品为主，节奏相对缓慢，明确有计划时间的仅占到约定数量的 56%。美国原油 SPR 从 4 月开始下降，至 6 月 19 日当周共下降 8,387 万桶（100 万桶/天），SPR 库存已降至 1983 年 7 月以来新低水平。整体来看，OECD 政府库存在 5 月向市场提供了约 250 万桶/天供应，高于 4 月的 200 万桶/天，6-7 月的库存释放计划预计降至 160 万桶/天左右。

图表 11: 全球可追踪原油+石油产品库存 (除波斯湾) 图表 12: 全球原油和石油产品库存区域变化量

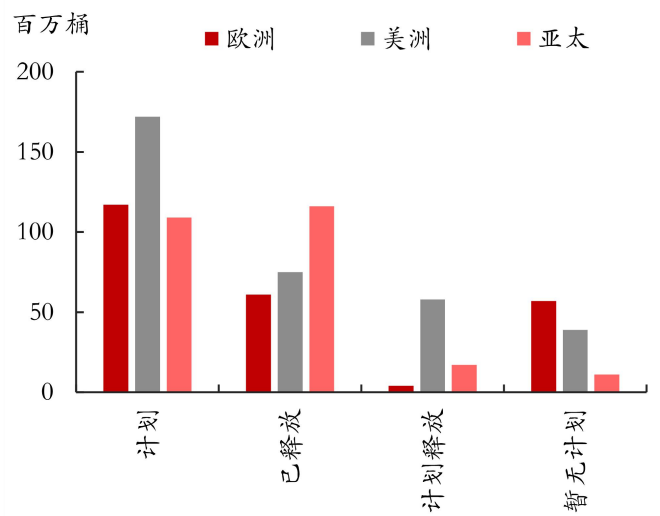
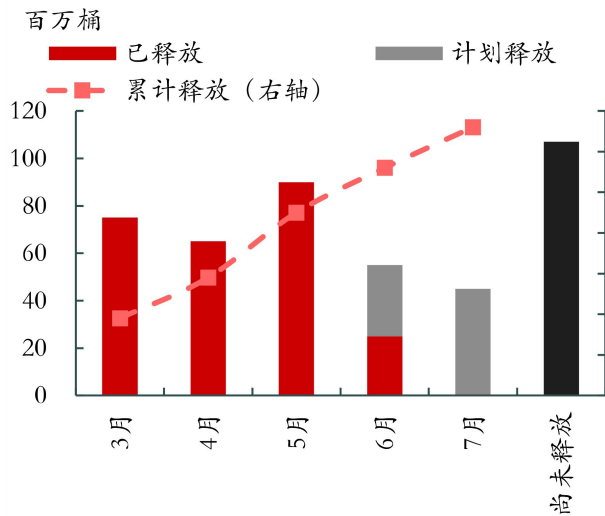


资料来源: IEA, Kpler, 东证衍生品研究院

资料来源: IEA, Kpler, 东证衍生品研究院

\*库存包括: OECD 行业+政府原油和石油产品库存+非 OECD 陆上原油库存+海上原油和石油产品库存

图表 13: IEA 石油战略储备释放计划与执行 (总量) 图表 14: IEA 石油战略储备释放计划与执行 (按区域)



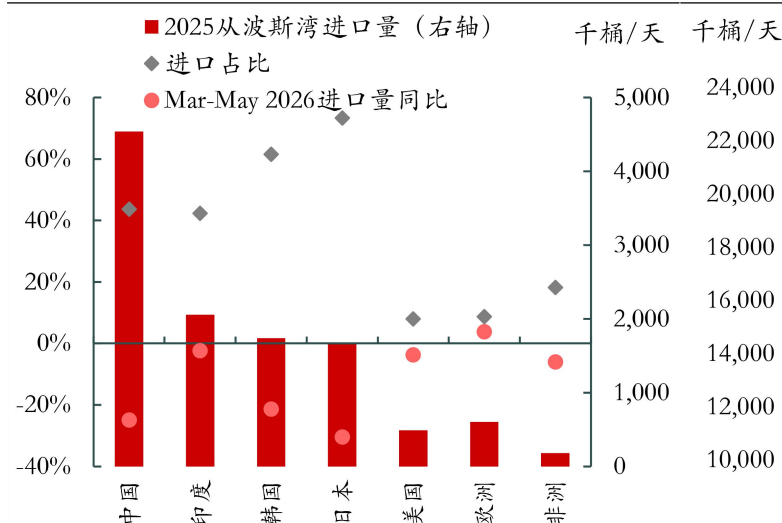
资料来源: IEA

资料来源: IEA

### 3.2、亚洲：原料短缺和价格传导不畅对进口和加工需求形成破坏

本次中东大规模断供以及形成的高油价对全球二季度需求已形成显著的负面影响，不同区域间的表现有所分化。由于亚洲主要买家普遍对从波斯湾进口原油的依赖度较高，因此在冲突中受影响较大。中国和印度从波斯湾进口原油在总进口中的占比40%左右，而日本和韩国在60%以上，相比之下美国和欧洲从波斯湾进口占比不足10%。尽管亚洲主要进口国也试图从其他市场补充进口，例如日韩增加从美国进口，印度增加从俄罗斯的进口，但供应缺口和高油价仍旧对买需形成了较强的抑制，亚洲四国在二季度进口量出现显著下降，预计同比降幅近470万桶/天（或23%）。各国的降幅不一，印度3-6月进口量降幅预计仅2%，而日本和中国降幅预计分别达到30%和25%。

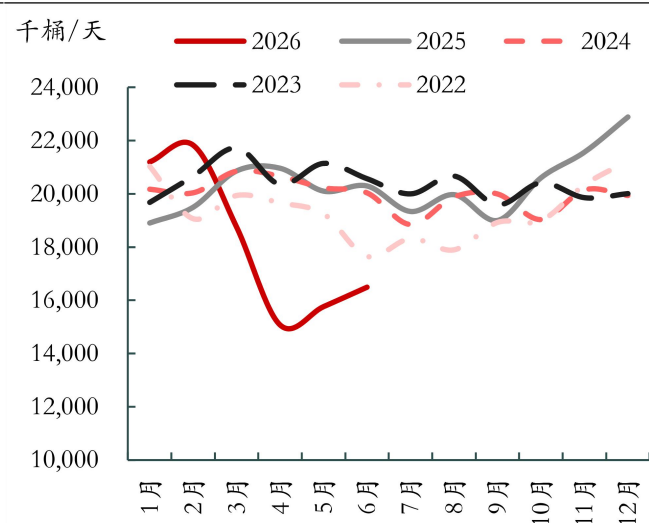
图表 15：各地从波斯湾进口占比&冲突后进口同比



资料来源：Kpler, EIA, 东证衍生品研究院

\*美国从波斯湾进口占比取EIA进口数据，其余为海运

图表 16：中印日韩原油进口量

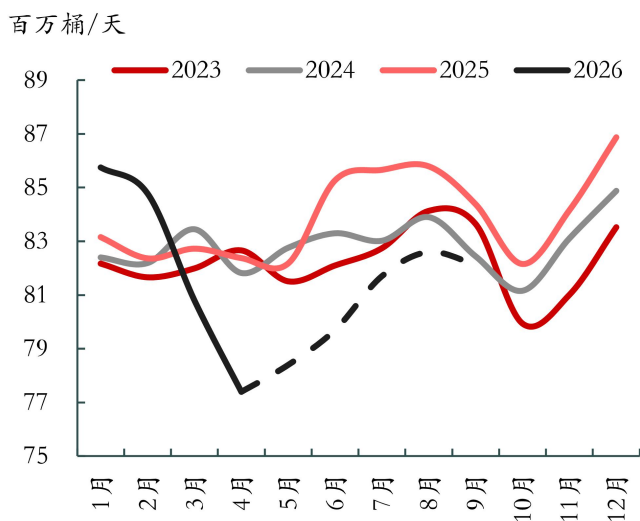


资料来源：Kpler, 东证衍生品研究院

尽管在亚洲国家通过大幅消化库存对原油进口减量进行了部分缓冲，二季度炼厂原油加工量仍出现同比明显下降，这其中下游对高价原料的接受度不一也对炼厂开工意愿形成约束。IEA 数据显示全球炼厂原油加工量4月全球炼厂加工量降至7,740万桶/天，为近四年同期最低水平，二季度加工量预计7,850万桶/天，同比偏低470万桶/天。即便是6月战争结束，受限于供应回升的进程，三季度全球炼厂加工量预计仍可能偏低于往年同期约300万桶/天。分地区来看，中东地区由于供应链断裂，前五个月原油加工量降幅预计高达80万桶/天，随着局势缓和和霍尔木兹海峡重启，预计炼厂加工量也将在三季度缓慢恢复，但至年末仍可能维持偏低于去年同期水平。中国降幅预计31万桶/天，4-5月加工量为2022年以来新低。乌克兰对俄罗斯能源设施的持续袭击导致俄罗斯炼厂加工量也出现进一步下降，预计二季度为俄乌冲突以来的同期最低水平，至三季度预计俄罗斯加

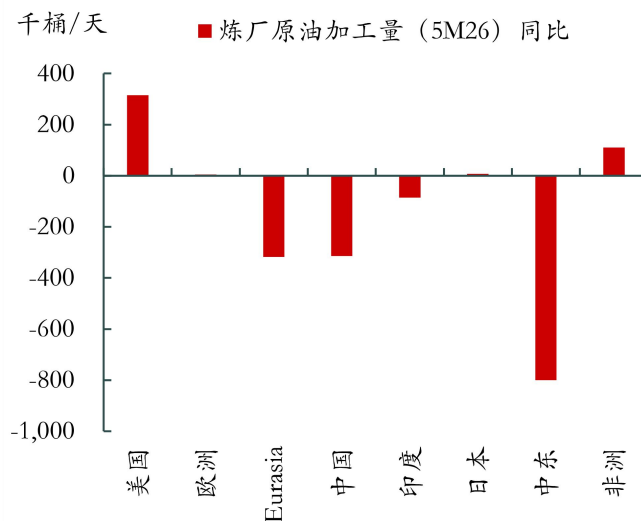
工量将维持在约 450 万桶/天的低位。美国、欧洲和非洲加工量有不同程度同比正增长，其中美国前五个月炼厂原油加工量预计同比上升 31.5 万桶/天，是增长最显著的国家。

图表 17: 全球炼厂原油加工量



资料来源: IEA

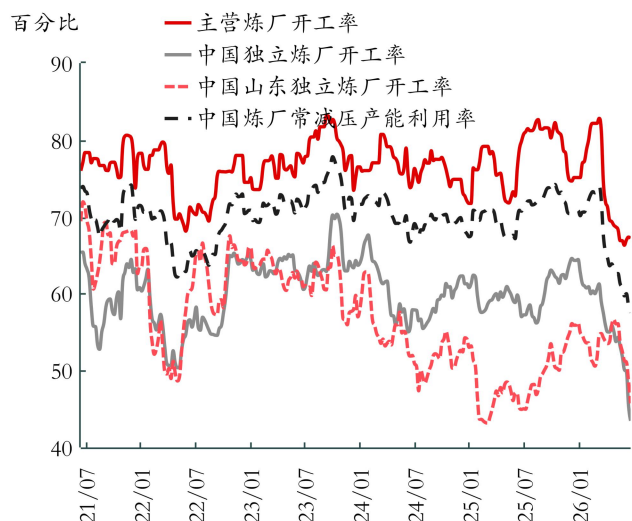
图表 18: 主要市场原油加工量变化 (5M26 同比)



资料来源: EIA, OILX, IEA, Bloomberg, 东证衍生品研究院

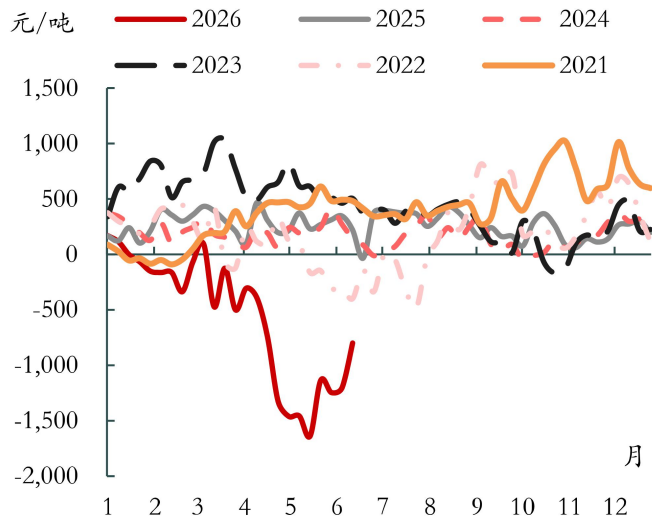
中国市场 4-5 月如此高的进口和加工需求降幅超市场预期，我们认为这是由于可进口资源减少、主动补库存暂停以及向下游价格传导不畅加速负反馈形成等多重因素导致。国内常减压炼油毛利在 4 月大幅萎缩，原油价格大幅上涨，但成品油跟涨不足。截止 6 月 18 日当周，国内炼厂常减压综合开工率 57.5%，降至近五年新低水平，较中东冲突前下降 15.9%，比去年同期低约 13%。若以加工量计算，5 月中国日均原油加工量较冲突前均值水平下降近 30 万吨（或约 220 万桶/天）。尽管中东油在中国进口占比超过 40%，但国内库存相对充裕，炼厂并非无油可用，因此更多是由于毛利严重下降导致预防性降负。炼厂分类来看，主营炼厂开工率 67.2%，在 5 月底基本见底企稳，较冲突前下降 15%，同比偏低 12.6%。山东独立炼厂开工率 45.7%，较冲突前下降 6%，同比基本持平。大炼化开工率 59.2%，较冲突前下跌 39.8%，同比跌 31.5%。在冲突初期山东地炼开工率表现相对平稳甚至略升，主营炼厂和大炼化下调开工率更快，可能与政策导向和炼厂中东油进口占比结构性差异有关，中东原油使用占比较大的炼厂受影响更大。5 月份以来，山东独立炼厂跟进降负，预计主要是由于炼油利润大幅萎缩和敏感油供应减少。

图表 19: 中国不同类型炼厂原油加工量



资料来源: 隆众资讯

图表 20: 中国炼厂常减压装置毛利

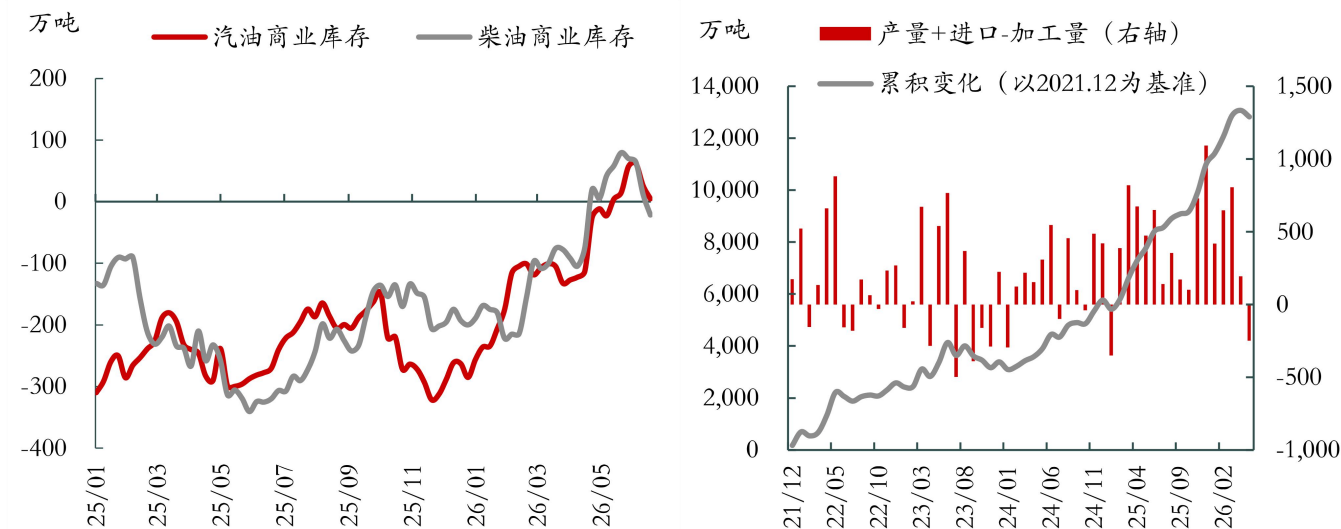


资料来源: 卓创资讯

在中东冲突前, 中国汽柴油消费量已普遍共识在 2024 年达峰, 并随着新能源汽车保有量持续上升和经济增长模式转型进入下降通道, 整体炼能处于偏过剩格局。中东战争导致的高能源价格对汽柴油消费量也产生了一定的负面影响, 更有利于新能源车的替代影响扩大。隆众统计的全国加油站枪出货量显示 3 月主营加油站汽油枪出货量环比下滑 11%, 民营站汽油枪出货量环比下滑 20%。4 月主营枪出货量环比跌幅扩大至 20% 以上, 5 月跌幅有所收窄。此外, 4-5 月国内成品油出口量因政策调控显著下降, 两个月合计 268 万吨, 前五个月同比减少 25%, 进一步削弱了出口调节成品油资源过剩的能力。因此汽油和柴油商业库存量在 3-5 月间持续上升, 表明社会资源相对充裕且下游补库意愿相对偏弱, 这也是促使炼厂下调开工率的原因之一。

海关数据显示前五个月原油进口量 2.18 亿吨, 同比下降 4.8%, 今年前两个月进口量仍维持同比大幅增长 15%, 但随着中东战争爆发, 进口量逐月大幅下降, 5 月单月进口量 3,308 万吨, 同比下降近 30%, 为 2018 年 2 月以来的单月最低进口量。前五个月原油加工量 2.93 亿吨, 同比下降 2.2%, 4 月以来单月加工量大幅下降, 与 2022 年同时期基本持平。通过计算每月国内原油供应 (产量+进口) 与加工量的差值, 可以看到 2025 年至冲突前国内有较强的补库需求, 国内供应量远高于加工量, 盈余量折算约 14.8 万吨/天 (或 100 万桶/天)。冲突以来油价迅速上涨且可进口资源减少导致国内主动补库存暂停, 转入消化库存阶段。不过, 我们认为随着油价从高位回落, 国内炼油毛利改善和下游库存消化将会驱动加工量和进口量回升, 主动补库需求预计滞后恢复。

图表 21: 中国汽柴油商业库存与过去三年同期均值同比 图表 22: 中国原油月度供需差累计



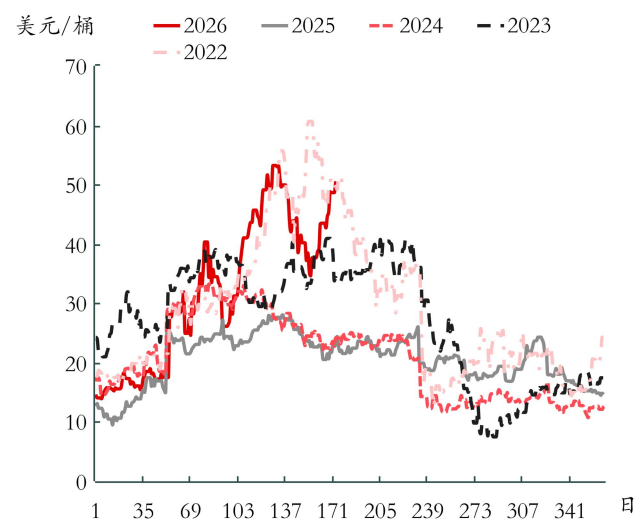
资料来源: 隆众资讯, 东证衍生品研究院

资料来源: 国家统计局, 海关总署, 东证衍生品研究院

### 3.3、欧美: 价格传导相对顺畅, 旺季需求或因高价受限

欧美市场价格传导相对顺畅, 汽柴油裂解价差均有大幅上涨, 接近 2022 年俄乌冲突期间的历史峰值, 美国柴油期货裂解价差一度在 3 月下旬达到近 100 美元/桶, 随后回落。支撑裂解价差强势的一个原因是欧美汽柴油库存大幅下降, 欧美汽油库存在冲突前位于过去五年同期区间上沿, 但过去三个月库存下降幅度快于季节性水平, 至 5 月已降至过去五年同期下沿。欧美柴油库存则始终位于过去五年均值下沿附近, 近两个月进一步下降至低于五年同期水平。通常根据季节性规律, 三季度欧美汽柴油库存均倾向于下降, 尽管高价可能对需求产生负面影响, 我们认为低库存仍将对欧美裂解价差形成支撑。

图表 23: 美国汽油裂解价差



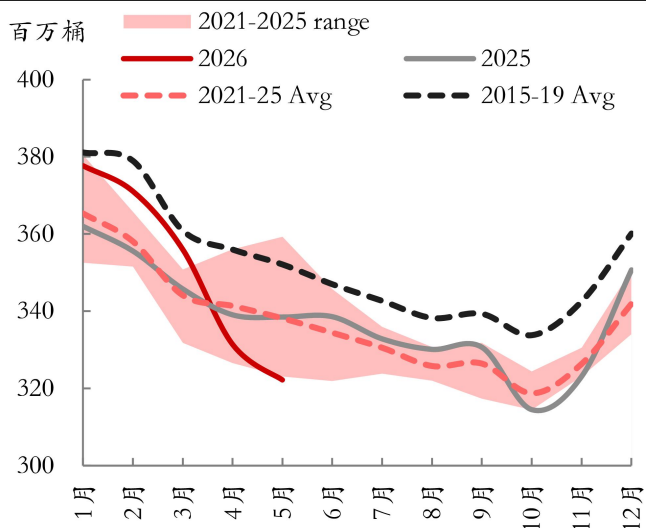
资料来源: Refinitiv, 东证衍生品研究院

图表 24: 美国柴油裂解价差



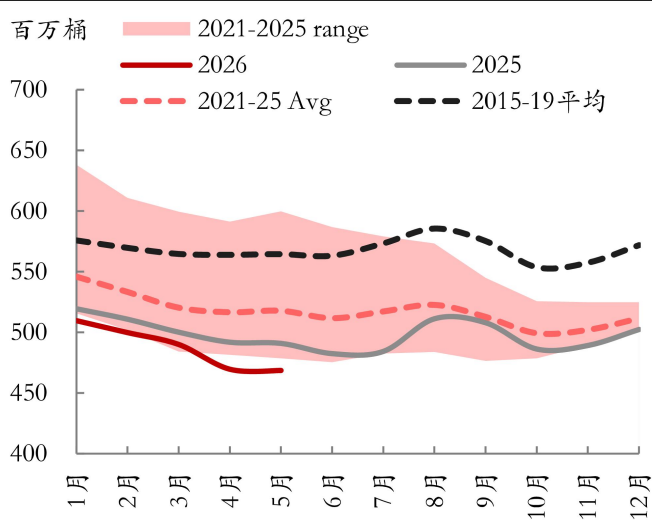
资料来源: Refinitiv, 东证衍生品研究院

图表 25: 欧美汽油库存



资料来源: EIA, OILX, 东证衍生品研究院

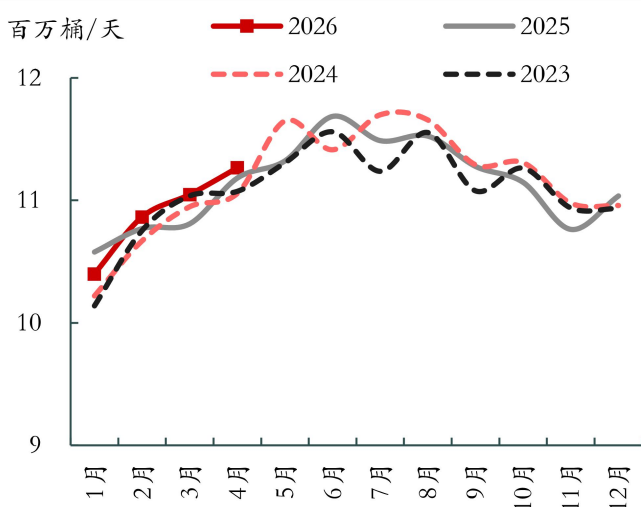
图表 26: 欧美柴油库存



资料来源: EIA, OILX, 东证衍生品研究院

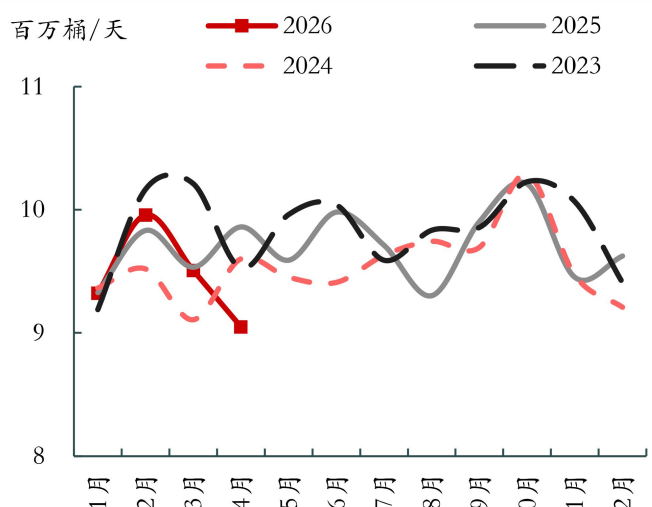
从欧美市场终端汽柴油消费量数据来看, 汽油消费量相对稳定, 前四个月消费量同比去年上升 6 万桶/天, 在本次中东冲突中受影响相对较小。柴油消费量一季度与去年同期基本持平, 但 4 月消费数据较去年同期明显偏低, 导致前四个月柴油消费量同比下降约 18 万桶/天, 尤其是欧洲市场 4 月初步数据均表现偏弱, 反映出能源成本上涨和供应短缺对需求形成破坏。欧洲柴油需求量占石油产品总需求约 44%, 且由于炼能有限, 长期维持较高的净进口量, 美国和中东是欧洲替代俄罗斯供应的主要来源, 今年以来印度向欧洲的柴油出口量由于进口新规亦出现减量。在中东炼能缓慢恢复的预期下, 其他地区柴油出口量增长空间有限, 欧洲柴油消费量预计仍将受到负面影响。

图表 27: 欧美汽油消费量



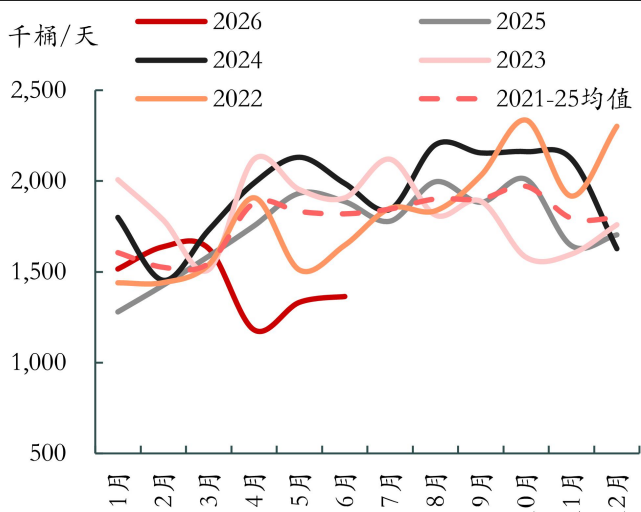
资料来源: EIA, JODI, 东证衍生品研究院

图表 28: 欧美柴油消费量

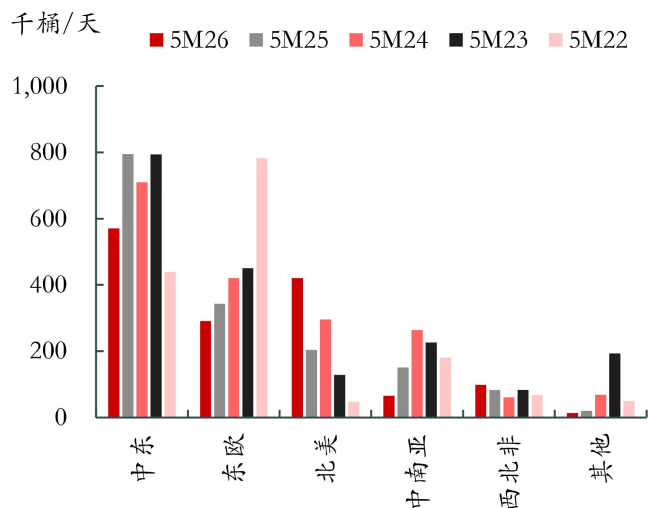


资料来源: EIA, JODI, 东证衍生品研究院

图表 29: OECD 欧洲中间馏分油进口量 (不含区域内) 图表 30: OECD 欧洲中间馏分油进口来源变化



资料来源: Kpler, 东证衍生品研究院



资料来源: Kpler, 东证衍生品研究院

#### 4、霍尔木兹海峡复航后的全球供应前景展望

##### 4.1、中东供应恢复：通行效率和产能损伤是主要风险

霍尔木兹海峡通行效率在未来无法完全恢复到冲突前水平将是市场面临的长期风险之一。伊朗多次强调建立对海峡的长期控制权，并可能对船只收取通行费，以此作为战争补偿。5月宣布成立波斯湾海峡管理局，名义上负责海峡通行管理，标志着伊朗主张将对海峡的临时性控制转变成永久性的管控权。国际社会对于收费通过海峡方案仍有较强反对声音，且5月27日美国财政部外国资产控制办公室（OFAC）宣布将波斯湾海峡管理局列入制裁清单，意味着除非未来美国解除制裁，否则任何实体与其进行支付管理费用都将受到二级制裁风险。历史经验表明，在2023年末至2024年初“红海危机”后至本次中东战争前，尽管胡赛武装对商船的袭击早已停止，曼德海峡和苏伊士运河船只通行量始终未能回升到冲突前水平。霍尔木兹海峡作为更重要的运输咽喉要道，在未来地缘冲突风险频发的世界格局中，再次被封锁或被干扰的可能性仍然存在，将对能源贸易物流运输效率构成负面影响。

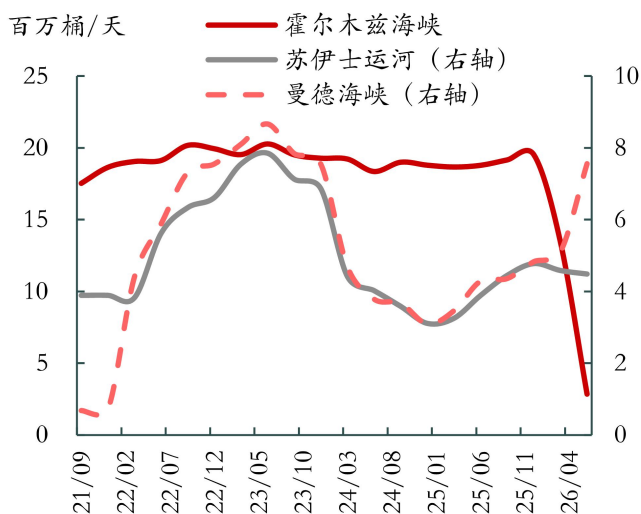
霍尔木兹海峡重新开放自然是中东供应正常化的先决条件。不过，在经历重大的扰动后，供应恢复所需要的条件远不至于海峡重开一个，需要疏通滞留船只，确保运力和海峡通行量有效恢复，清空陆上积压库存，最后才是陆上生产恢复。因此，中东供应有效恢复的在理想状态下预计需要一个季度或更久，至于能否最终恢复到战前水平，取决于上游产能是否出现永久性损伤以及霍尔木兹海峡长期开放情景对通行效率是否有损。

首先，海峡开放初期状况可能随着局势变化而反复。美伊签署的谅解备忘录中约定美国

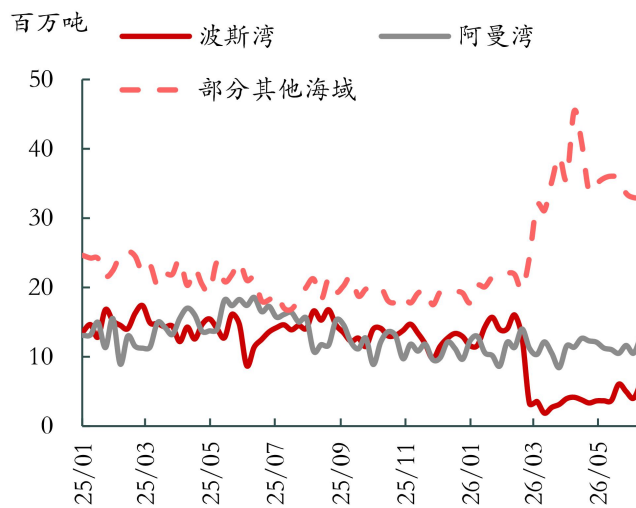
解除对伊朗港口的封锁，同时伊朗协调在 60 天内允许船只免费通过海峡，但在这之后海峡开放形式尚无定论，仍可能是下一阶段谈判中各方博弈点之一。尽管谅解备忘录签署之后很快看到滞留波斯湾的商船加速撤离的情况，但传统航道内是否仍然存在水雷威胁目前无法确认。正常状态下，霍尔木兹海峡各类船舶通行数量在 120-140 艘左右，冲突期间采用的“伊朗航道”和“阿曼航道”可承载的通行量预计低于传统航道。波斯湾以外的商船需要重新评估进入波斯湾的安全性，以决定是否返回波斯湾装运。常规航道是否能够安全通过和海峡长期如何开放预计是评估的重点，也是未来海峡通行量恢复程度的核心影响因素。

其次，恢复稳定出口的重要条件之一是充足运力回归。截止 6 月第二周波斯湾内空载船载重吨较战前下降 70%，阿曼湾的空载船载重吨较过去偏低约 15%。美伊签署谅解备忘录后的第一周，波斯湾与阿曼湾的空载船均有小幅回升。美国墨西哥湾等部分海域的空船量显著增加，说明在中东出口中断后，贸易流改道吸引船只去其他区域装运，船队已经被调配到其他出口量增加的替代航线上。以美国至日韩航线为例，单程航程预计 40 天以上，远超中东航线，这将增加船只回归波斯湾装货所需的时间。即使霍尔木兹海峡重新开放，重新调配充足的空船回归波斯湾可能需要 1-2 个月时间。

图表 31: 霍尔木兹海峡&苏伊士运河&曼德海峡运输量 图表 32: 波斯湾和部分其他海域空载船载重吨



资料来源: Kpler



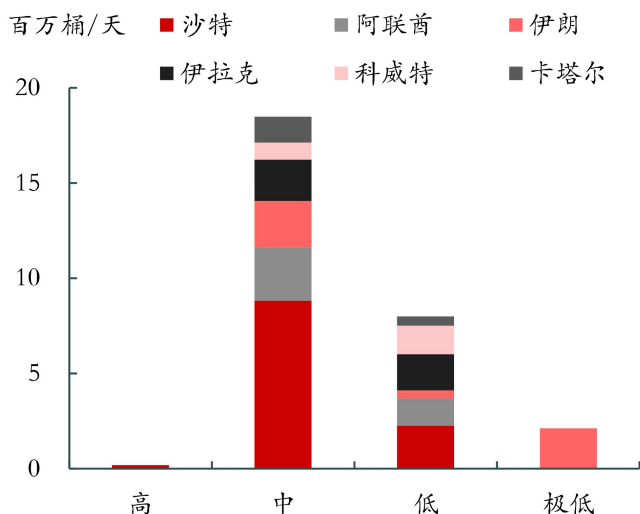
资料来源: Kpler, 东证衍生品研究院

\*其他部分海域包括: 墨西哥湾, 红海和东南大西洋

在出口计划和运力等条件具备的情况下，大多数出于因库容限制而关停且未遭破坏的上游油田将相对快地重启。IEA 预计 50% 的波斯湾产油国上游油田具备充足的储层压力和流体特性，可在约两周内恢复至战前水平，80% 油井（对应供应 2,300 万桶/天）预计可以在一个月内恢复，熟练工人部署，重启油田所需的额外设备调配可能制约产量快速恢复至战前水平。剩余 20% 的产能（近 600 万桶/天）面临更复杂的重启挑战，比如油井压力较低或存在流动问题（储层流体含有大量沥青质或蜡质导致沉积）等。低压力的油井在

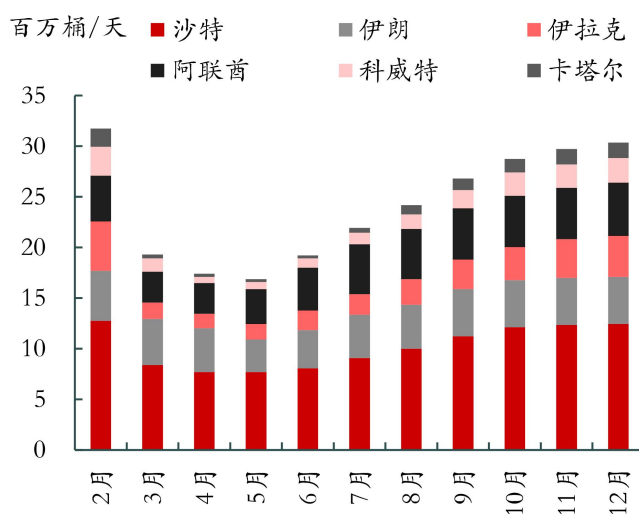
各国之间分布不均，考虑到关停规模，预计伊拉克和科威特部分以重质油为主的油井供应恢复时间可能需要六个月或更长时间。综合考虑到运输恢复和上游生产恢复节奏，IEA 预计三季度末波斯湾六个产油国原油和凝析油供应回升至 2,680 万桶/天（冲突前 85%左右），至年末产量预计仍可能偏低于冲突前约 140 万桶/天。

图表 33: 波斯湾产油国产量分布 (按油井压力)



资料来源: IEA, Rystad Energy, 东证衍生品研究院

图表 34: IEA 波斯湾产油国供应恢复预估

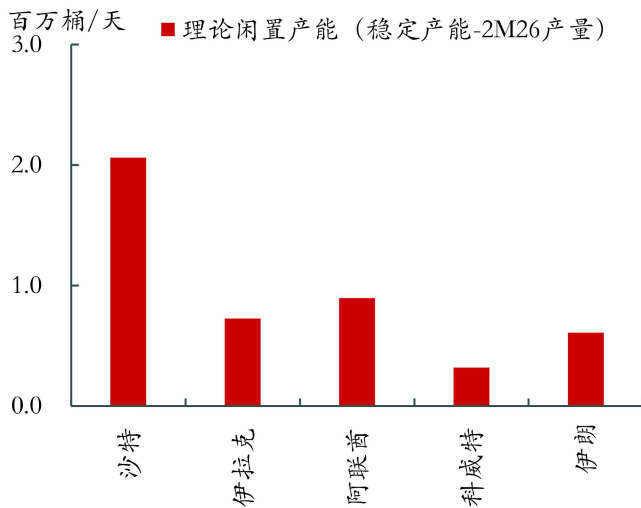


资料来源: IEA

冲突前，中东产油国的闲置产能主要集中于沙特和阿联酋，理论值约 300 万桶/天。同时沙特与阿联酋是本次冲突中为数不多具备绕行优势的产油国，因此减产比例相对偏低，预计能够在冲突后较快的提升供应，甚至额外贡献增量。

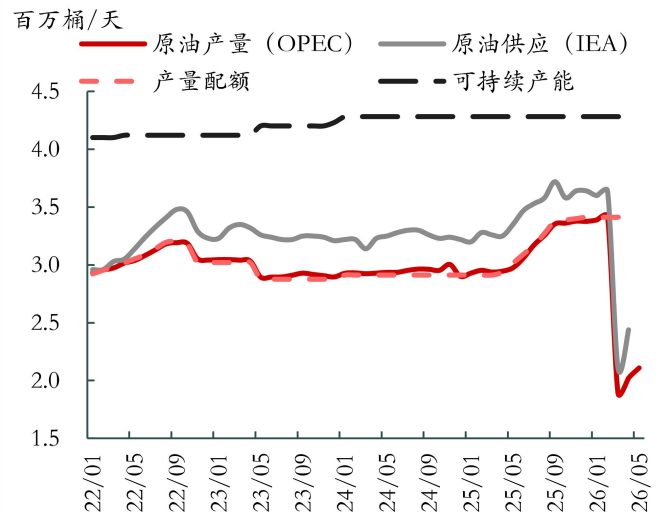
阿联酋在 4 月底宣布退出 OPEC+, 即希望在战争结束后能迅速恢复生产并扩大市场份额。过去十年间阿联酋是少数持续扩张产能的国家，当前原油产能 440 万桶/天，2027 年仍有产能扩张计划至 500 万桶/天。冲突前，阿联酋原油产量约 340 万桶/天，产能利用率偏低一直是阿联酋反对减产政策的主要原因。在能源基础设施产能方面，Habshan-Fujairah 管道运输能力 180 万桶/天和位于 Fujairah 附近的 4,200 万桶 Mandous 地下仓储能力在本次冲突中为阿联酋维持供应韧性发挥了重要作用。阿联酋宣布新建第二条境内输油管道西东管道 (West-East Pipeline) 计划 2027 年中竣工，将原油运输能力提升至 330 万桶/天，并可使 Das Island 和 Zirku 等部分海上原油免于经霍尔木兹海峡运输。此外，ADNOC 考虑新建管线允许其他波斯湾产油国通过陆路将石油运至阿曼湾出口。在摆脱了 OPEC+ 减产协议的约束后，未来阿联酋产量预计将逐渐提升至接近产能水平。

图表 35: 波斯湾产油国理论闲置产能



资料来源: IEA, OPEC, 东证衍生品研究院

图表 36: 阿联酋原油产量及产能上限



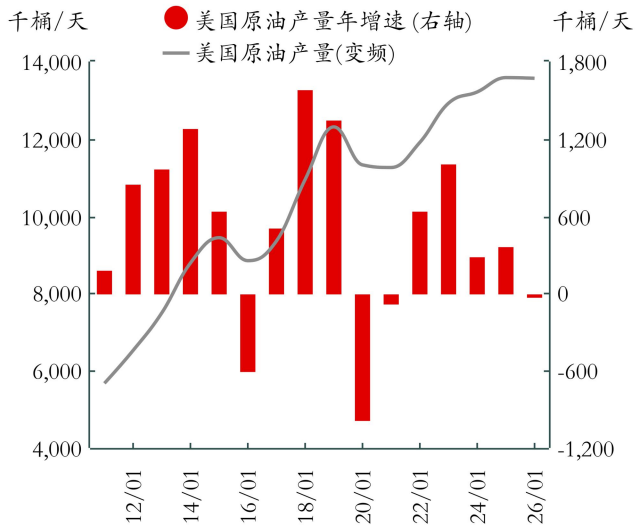
资料来源: IEA, OPEC, 东证衍生品研究院

## 4.2、美国：增产潜力上升，但幅度预计温和

伴随着油价因美伊战争大幅上涨，市场对于美国原油产量的预期也发生变化。EIA 数据显示今年一季度美国原油产量平均 1,357 万桶/天，较去年均值下降 1.8 万桶/天。增产预计集中于页岩油主产区 Permian，产量预计接近 660 万桶/天。在经历去年四季度的温和下降后，预计产量从 2 月份开始重新回到增产趋势，与之相对应的，压裂设备数量在 2 月开始触底回升，至 6 月第二周上升到约 192 个，较年初低点增长约 32%。石油钻机数量的回升相对缓慢，从 5 月至 6 月第二周增加约 5%，油价上涨对于生产商增加资本支出的刺激相对温和。

3 月底达拉斯联储能源调查显示受访企业盈利钻井所需的平均油价为 66 美元/桶，高于去年第一季度调查时的 65 美元/桶。Permian 的盈亏平衡油价平均为 67 美元/桶，高于去年的 65 美元。大型企业的盈利钻井所需油价平均为 59 美元/桶，而小型企业 68 美元/桶。因此从油价角度来说，若 WTI 远期 3-6 个月的价格能够维持在 75 美元/桶或以上，预计对于美国增加应具备一定的价格吸引力。实际上在 5 月中旬左右 12 月的 WTI 油价曾一度达到 85 美元/桶，随后美伊停战预期持续升温，远期 WTI 油价已回落至 70-75 美元/桶附近，除了油价绝对水平，也需要高油价能够维持较长时间去激励企业增加资本支出。

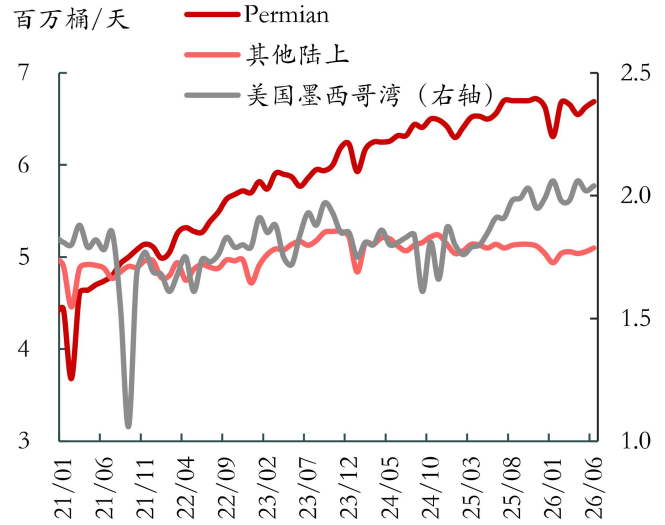
图表 37: 美国原油产量和年均变化



资料来源: EIA, 东证衍生品研究院

\*2026 年为前三个月平均产量

图表 38: 美国不同产区产量 (百万桶/天)



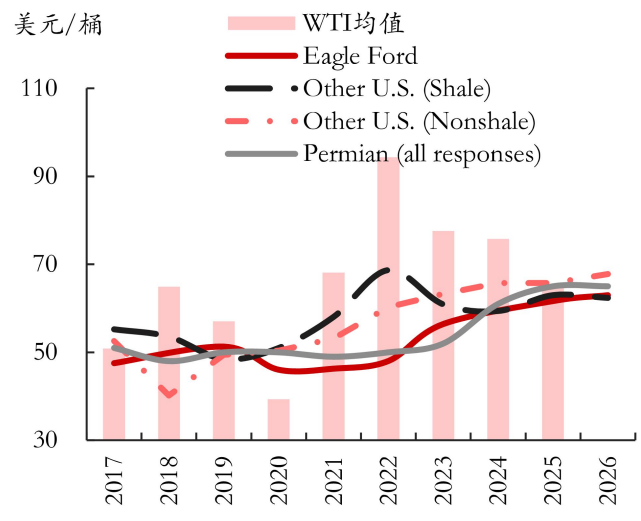
资料来源: EIA, 东证衍生品研究院

图表 39: 美国石油钻机数量和 Frac Spread



资料来源: Baker Hughes, Primary Vision

图表 40: 达拉斯联储能源调查: 新井盈亏平衡 WTI 油价

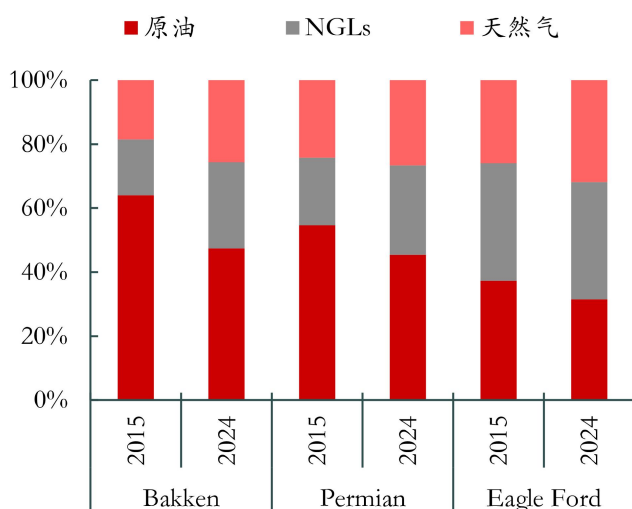


资料来源: FRBD, Bloomberg, 东证衍生品研究院

在中东战争前, 市场已普遍预计美国产量接近阶段性峰值平台区间, 除了大型生产商表现出强烈的资本支出约束以外, 另一个重要原因是页岩油主要产区最优级油田资源已被较充分的开发, 尤其是对增产贡献最大的 Permian 产区, 油井压力下降不利于原油采出。Permian 从 2017 年以来一直是美国增产速度最快的页岩油主产区, 分析认为约 60% 的一级资源已经被钻井, 这就迫使生产商若想要实现大幅度增产, 需要加大对次级资源的开发, 但次级资源的原油收率相比之下更低。此外, 随着富产页岩油区块过去 10 年的集中开放, 储层内的压力下降, 在较低压力下, 这些区块正逐渐更有利于天然气和 NGLs 采出, 因此

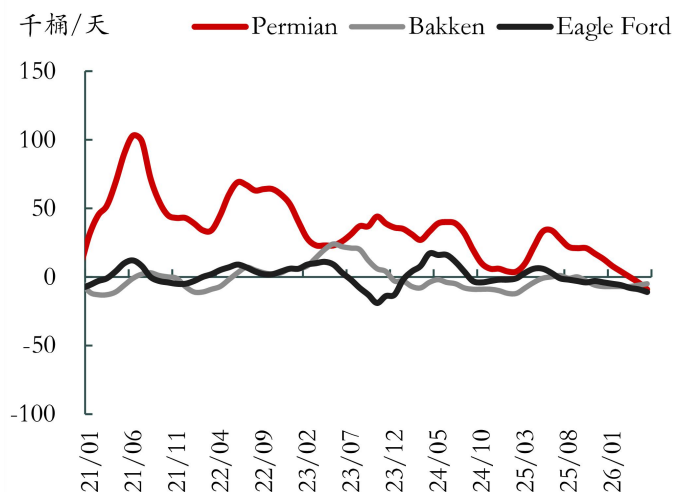
在 Permian、Bakken 和 Eagle Ford 三大页岩油主产区中，2024 年新井的原油采出率较 2015 年新井普遍下降，2024 年原油采出率均已不足 50%。EIA 产量数据表明在本轮增产周期中，Permian 地区天然气的产量在过去五年增长约 60%，而同时期原油产量仅增长 39%。同时，新井压力降低往往意味着衰减率更高，页岩油井第一年的平均衰减率接近 75%，这就意味着每年有四分之三以上的新钻井仅仅是为了抵消老井的产量衰减，且理论上随着美国总产量基数的上升，每年维持产量所需油井数量也将上升。根据 EIA 数据，Permian 地区新井产量与在产井产量差值在从去年下半年持续下降至接近负值，意味着未来要实现增产，首先要扭转新井不足的局面。2025 年 Permian 地区新井的初始产量（每 1,000 水平英尺）整体较前一年下降约 7%，本轮增产周期中始终未能达到过去的峰值，尽管水平井延长的趋势没有停止，从另一个维度说明在产区开发日益成熟的情况下，新井的单位生产效率存在瓶颈，增产需要依赖新井数量的增加。目前 Permian 新井产量/钻机数量仍在持续上升，说明生产商对于钻机使用效率持续优化，高油价带来的盈利预期改善有利于生产商一定程度的增加资本支出，但通胀对于油服成本的影响也会弱化资本支出上升对增加钻机的贡献，相应限制增产潜力。6 月短期能源展望显示 EIA 上调 2026 年美国原油产量预测至 1,372 万桶/天，同比增长 13 万桶/天。

图表 41：富油区块产品采出率对比



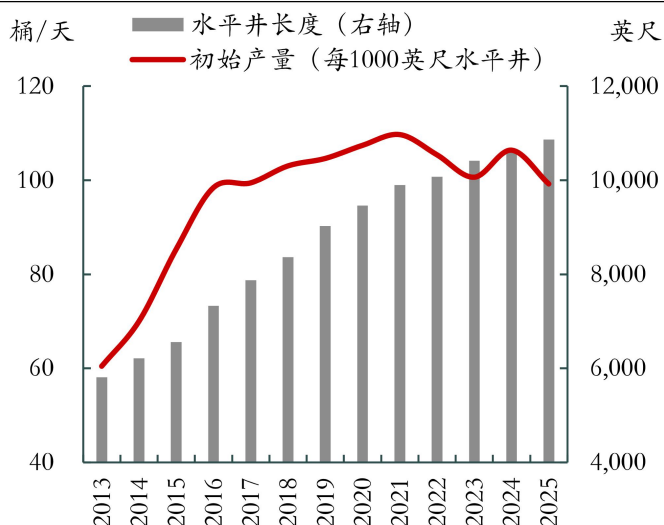
资料来源：IEA

图表 42：富油区块新井与现有井产量差值



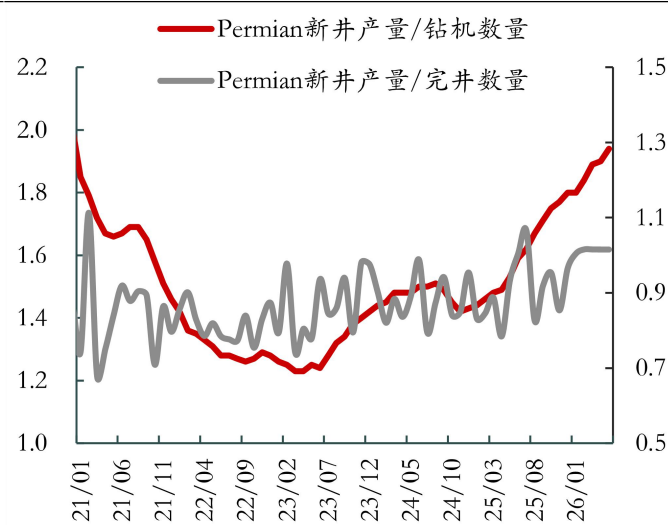
资料来源：EIA，东证衍生品研究院

图表 43: Permian 新井初始产量 (单位水平井长度)



资料来源: Factsset, 东证衍生品研究院

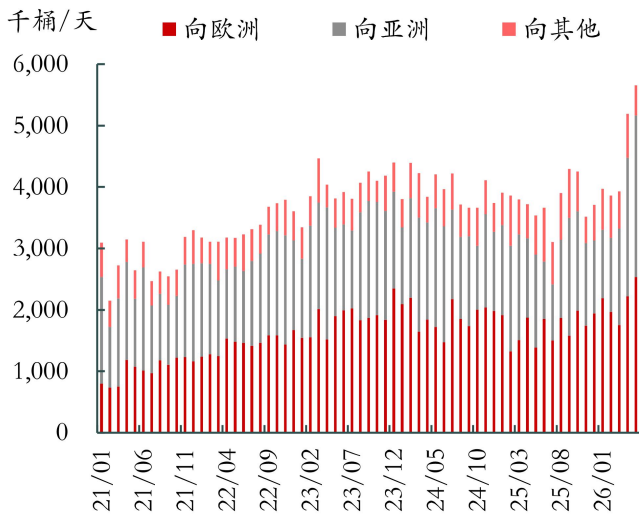
图表 44: Permian 新井产量/钻机数&新井产量/完井数量



资料来源: EIA, 东证衍生品研究院

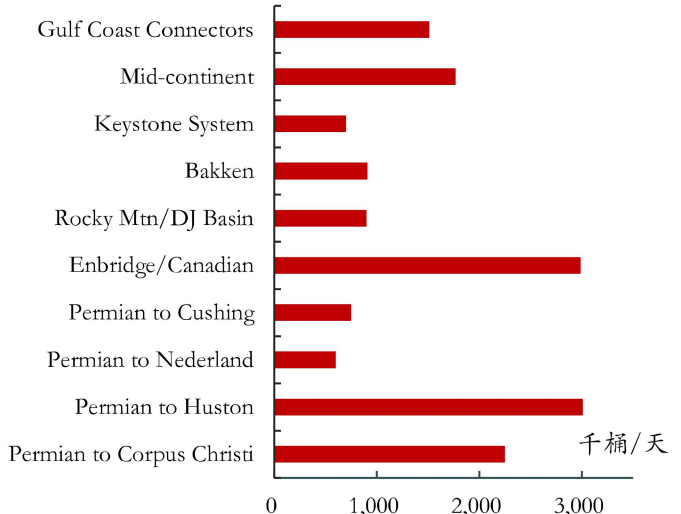
4月以来,美国原油出口量显著上涨,5月出口量达到创记录的566万桶/天,较去年均值增长200万桶/天,显然远远高于美国产量增长能带来的潜力,说明当下的高出口是以大幅消化库存为基础,具有一定的不可持续性。即便考虑到短期内SPR仍有进一步下降的空间,560万桶/天预计已接近美国稳定出口能力的上限水平。WTI midland 或轻质低硫原油占到美国原油出口的80%以上,这些原油出口多数需要从Permian通过管道运输至港口。美国主要的原油出口港集中于Corpus Christi或Huston,Permian与两个港口连接的管道产能分别是225万桶/天和300万桶/天。从港口角度来说,这两个港口所有出口终端在历史上的最大装载量分别是370万桶/天和250万桶/天,不过各个终端的历史最大装载记录基本都是在不同特定情况下产生的,当下实际运力上限将低于各终端历史极端情况加总。此外,美国的出口量也取决于出口经济性,美国向亚洲的运输时间通常接近40-50天,对于买家来说长航程的运输费用也更高。在3月初运费价格普遍大幅上涨期间,WTI需要折价Dubai约20美元/桶的情况下套利窗口打开才能促使美国原油更多流向亚洲。随着战争溢价在各环节消失,经济性下降也将限制美国出口量增长潜力。

图表 45: 美国原油出口量 (海运出口)



资料来源: Kpler

图表 46: 美国输油管道网络产能

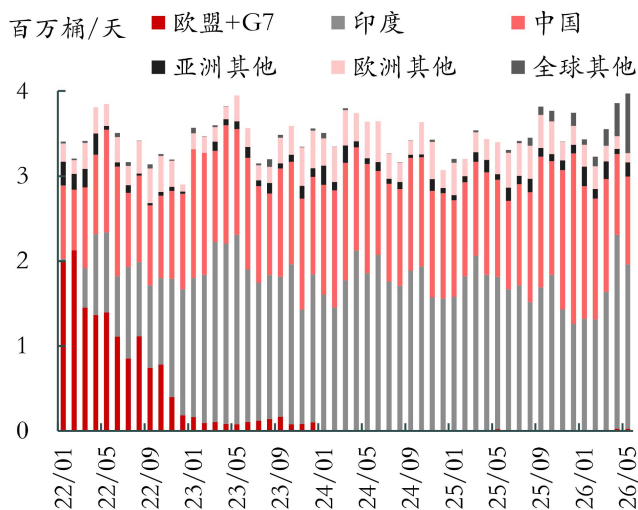


资料来源: EIA, 东证衍生品研究院

### 4.3、全球其他: 南美仍有部分增产空间

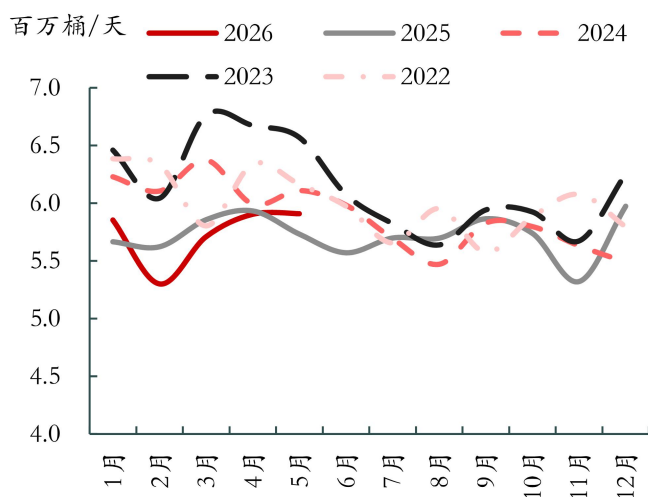
**俄罗斯:** 今年前五个月俄罗斯原油出口量平均 361 万桶/天, 同比增长 25 万桶/天, 4-5 月出口量升至平均 390 万桶/天, 为 2023 年 5 月以来的新高水平。不过由于石油产品出口量的持续下降, 俄罗斯石油总出口量 573 万桶/天, 同比小幅下降 3 万桶/天。乌克兰对俄罗斯能源设施的频繁袭击对炼厂原油加工量和原油产量均造成持续负面影响, 并对主要石油出口港的运行产生短期扰动。俄罗斯原油产量和炼厂加工量均达到俄乌冲突以来的最低水平。IEA 数据显示前五个月原油产量较去年同期下降 25 万桶/天。由于炼厂加工量的大幅下降, 俄罗斯维护国内燃料供应稳定而被迫降低石油产品出口。高油价使得俄罗斯原油出口收入显著回升, 并且美国豁免帮助俄罗斯向印度出口量明显回升, 4 月向印度出口量达到创纪录的 228 万桶/天。随着中东战争趋于缓和, 美国对俄罗斯制裁的豁免可能不会继续延期, 未来向印度的出口量可能存在波动。鉴于能源设施受损, 俄罗斯原油产量增长空间较有限, 炼厂加工量持续低迷有利于原油出口量维持在高位, 不过整体来看, 俄罗斯向市场的原油和石油产品总供应的增长潜力有限。

图表 47: 俄罗斯原油出口量及流向



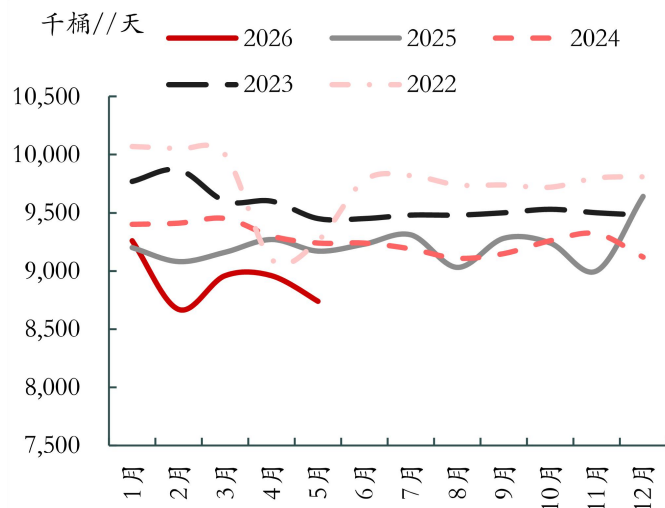
资料来源: Kpler, 东证衍生品研究院

图表 48: 俄罗斯原油+石油产品总出口量



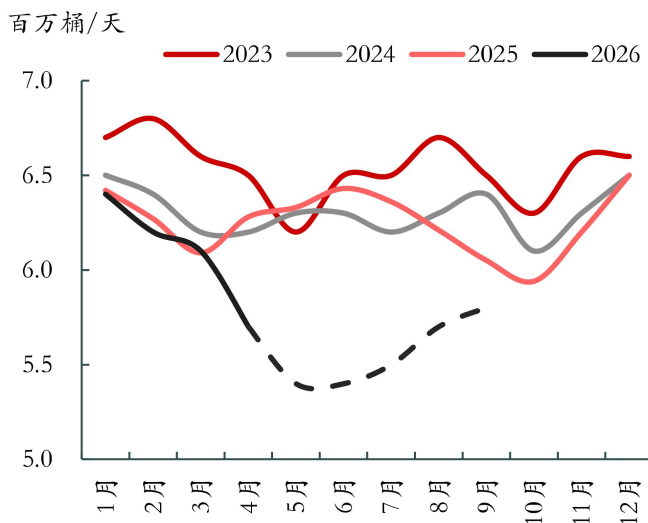
资料来源: Kpler, 东证衍生品研究院

图表 49: 俄罗斯原油产量



资料来源: IEA

图表 50: 欧亚地区原油加工量

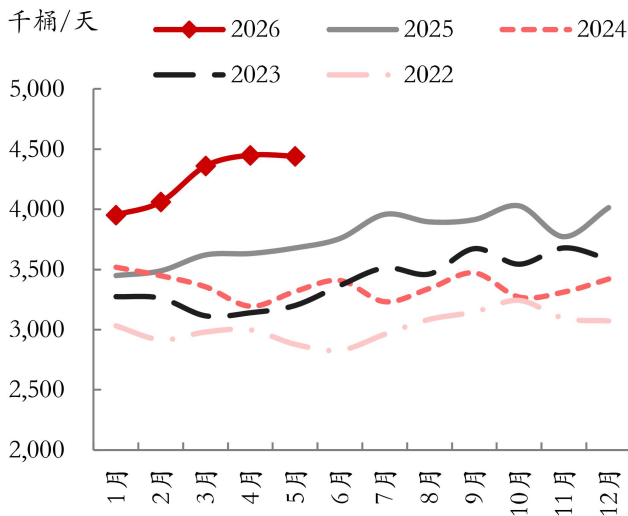


资料来源: IEA

**南美:** 从 2026-2027 年的非 OPEC+ 常规油田产能规划来看, 南美依然是核心增产区域。巴西的增产潜力最大, 两年产能增长计划预计 95 万桶/天, 其次是圭亚那 50 万桶/天。前五个月巴西原油产量持续创新高, 预计 4-5 月原油产量达到历史新高的约 440 万桶/天。鉴于高油价对增产的温和刺激, 上调 2026 年巴西原油产量增速预测至较上一年均值上升 50 万桶/天。圭亚那前 5 个月原油出口量 91 万桶/天, 由于出口量一直接近供应上限水平, 因此中东冲突对圭亚那的出口量的提振有限。新建产能仍预计在 2026 年底投产, 产量预计在明年晚些时候升至 120 万桶/天左右。预计 2026 年圭亚那原油产量增速约 15-20 万桶/天。

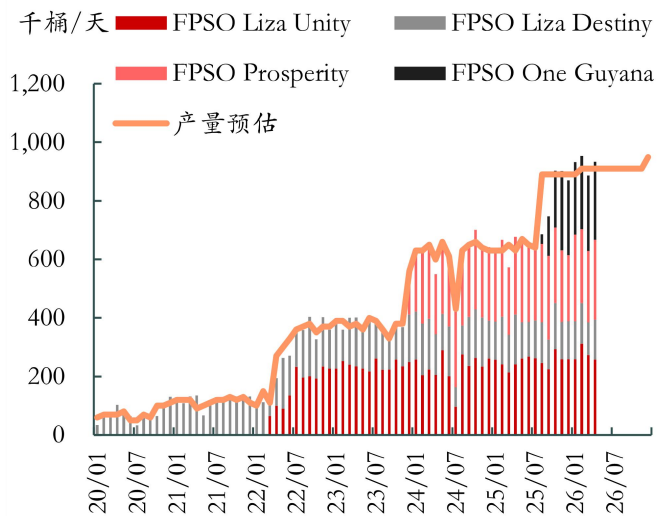
整体而言，受限于过去较长时间有限的资本支出规模，以及美国增产瓶颈限制，中东战争引发的高油价对非OPEC+的供应的刺激预计主要集中于美国和巴西的原油产量增速温和上调，三大机构对2026年全球原油供应增长的预测均值略上升至70万桶/天。

图表 51: 巴西原油产量



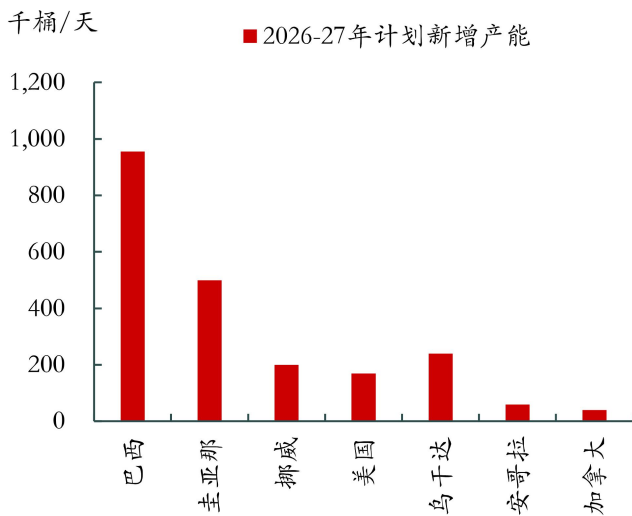
资料来源: ANP, 东证衍生品研究院

图表 52: 圭亚那原油产量和出口量



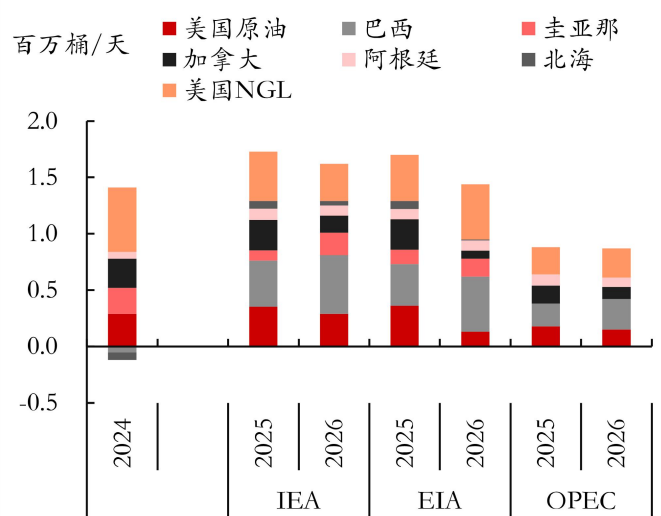
资料来源: EIA, Kpler, 东证衍生品研究院

图表 53: 部分 Non-OPEC+ 产能增长计划 (2026-27 年)



资料来源: IEA, 东证衍生品研究院

图表 54: 2025-2026 年三大机构非 OPEC+ 产量增长预测



资料来源: IEA, EIA, OPEC, 东证衍生品研究院

## 5、总结与展望

霍尔木兹海峡通行持续中断导致中东出口严重受阻，对全球市场构成实质性供应冲击。美伊达成第一阶段协议，军事冲突风险暂时消退，霍尔木兹海峡重新开放但长期开放前景仍存较高变数，未来通行量能否完全恢复存疑。全球石油市场在本次冲突中展示出超预期的耐受力主要得益于库存大幅消化和及时需求削减。中东出口到陆上生产有效恢复预计难以一蹴而就，部分产能面临损失风险，而其他地区增产空间相对有限。高油价和供应短缺造成二季度尤其是亚洲市场的进口需求和炼厂加工量出现明显下降，不过随着局势缓和，预计需求也将逐步回归。全球库存已大幅下降，将在未来较长时间里产生补库需求吸收额外供应，低库存格局将对油价提供底部支撑。鉴于油价从高位回落已对海峡重开和供应恢复预期较充分计价，但对买需回升后全球可用库存缓冲减少尚未充分计价，因此我们认为油价短期进一步下跌空间相对有限，待买需恢复预计可为油价提供反弹驱动力。我们认为下半年布伦特原油运行区间或在 70-100 美元/桶，中枢预计维持 80 美元/桶以上。

图表 55：原油供需平衡表（单位：百万桶/天）

	2023	2024	2025E	2026E	2025 增速预测	2026 增速预测
<b>全球需求</b>	<b>102.18</b>	<b>103.43</b>	<b>104.54</b>	<b>103.54</b>	<b>1.10</b>	<b>-1.00</b>
OECD 需求	45.71	45.91	45.90	45.60	-0.01	-0.30
中国需求	16.36	16.59	16.79	16.49	0.20	-0.30
其他非 OECD 需求	40.12	40.94	41.84	41.44	0.91	-0.40
<b>非 OPEC+供应</b>	<b>51.80</b>	<b>53.30</b>	<b>55.00</b>	<b>55.90</b>	<b>1.70</b>	<b>0.90</b>
美国（含 NGL）	21.98	22.84	23.61	24.23	0.77	0.62
巴西	3.49	3.44	3.85	4.35	0.41	0.50
圭亚那	0.39	0.62	0.75	0.91	0.13	0.16
加拿大	5.76	6.00	6.27	6.34	0.27	0.07
北海	2.75	2.70	2.76	2.79	0.06	0.03
OPEC+ NGL&凝析油	8.40	8.50	8.60	8.70	0.10	0.10
<b>Call on OPEC+原油</b>	<b>41.98</b>	<b>41.63</b>	<b>40.94</b>	<b>38.94</b>	<b>-0.70</b>	<b>-2.00</b>
<b>OPEC+原油供应</b>	<b>42.07</b>	<b>40.86</b>	<b>41.93</b>	<b>36.90</b>	<b>1.07</b>	<b>-5.03</b>

资料来源：IEA, EIA, OPEC, 东证衍生品研究院

\*2026 年阿联酋供应仍归入 OPEC+统计

## 6、风险提示

未来地缘局势超预期变化可能引发行情剧烈波动。

## 上海东证期货有限公司

### 【分析师声明】

本人具备期货交易咨询执业资格，保证本报告所采用的数据和信息均来自合规渠道，且本人力求报告内容、引用信息和数据的客观与公正，**但不对所引用信息和数据本身的准确性和完整性作出保证**。本报告分析逻辑基于本人的研究与职业判断，研究结论独立、客观，不受任何第三方授意或影响。本人及利益相关方不曾因、亦不会因本报告中的具体观点而直接或间接获取任何形式的**不当利益**。本报告所载的观点仅代表分析师个人研究判断，并不代表本公司立场，特此声明。

### 【风险提示及免责声明】

本报告仅供上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）符合监管及公司相关规定的适当客户参考，本公司不因接收人收到本报告而视其为**本公司的当然客户**。本公司与本报告所涉品种及相关主体不存在可能影响研究独立性、客观性的利益冲突。

本报告**不构成任何投资建议**，未考虑特定客户的投资目标、财务状况及个体需求。在任何情况下，本公司不对投资结果作出任何保证，不与客户分享投资收益，亦不对任何人因使用本报告内容所引致的任何损失承担责任。投资者应**独立判断、自主决策、自行承担全部投资风险**。

### 【研究分析意见的局限性】

本报告研究结论基于发布当日可获取的信息及市场环境形成，存在时效性局限，市场波动、政策变化、相关变量调整等均可能导致研究结论发生变更，**本公司不承担另行通知义务**。

### 【版权声明】

任何人不得对本报告的任何内容进行发布

改编、转载或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容，否则本公司将保留追究其法律责任的权利。

如**征得本公司同意进行引用、转载、刊发的**，需在允许的范围内使用，并注明出处为“东证衍生品研究院”，标注报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 2 号楼 10 楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：[www.orientfutures.com](http://www.orientfutures.com)

Email：[research@orientfutures.com](mailto:research@orientfutures.com)