

原油

海峡复航 供需重估

投资咨询业务资格：

证监许可[2012]338号

恒力期货研究院

2026.7.1

研究员

周云

从业资格证号：F03089066

投资咨询证号：Z0016657

邮箱：

zhouyun@hengliqihuo.com

郭延龙

从业资格证号：F03143036

邮箱：

guoyanlong@hengliqihuo.com

相关研究报告

专题：原油市场趋紧，去库降低供应缓冲能力 2026.6

专题：伊朗危局，油市剧变——冲突下的伊朗全面危机与全球能源变局 2026.3

2026年报：供应过剩，油价中枢下移 2026.1

投资要点：

- **宏观**：2026年上半年美国劳动力市场保持强劲韧性，能源价格大涨推升通胀。美联储维持偏鹰货币政策基调，加息预期抑制宏观情绪。
- **供应**：上半年核心变量为霍尔木兹海峡封锁带来的中东供应断崖式收缩，海湾国家出口几近腰斩、产能被动关停；下半年随美伊和解落地，海峡通航逐步修复，中东将成为供应回升关键，修复节奏渐进；冲突期间，美国、俄罗斯出口上升，缓冲供应中断冲击，但下半年增量空间有限。
- **需求**：全球需求区域分化显著。美国需求维持韧性，亚洲国家受霍尔木兹海峡封锁影响严重，油价高企，需求大幅下滑。未来，市场将聚焦后续亚洲原油补库需求。
- **后市展望**：上半年油价由中东地缘冲突主导冲高，5-6月地缘溢价逐步消化，行情回归供需逻辑。下半年伴随中东产能有序修复，供给宽松程度边际抬升，油价中枢预计进一步回落。
- **风险因素**：中东地缘冲突反复、美伊谈判进程、霍尔木兹海峡通航情况、海湾国家复产节奏、美联储加息节奏、俄乌冲突。

重要事项：本报告中发布的观点和信息仅供恒力期货的专业投资者参考。若您并非恒力期货客户中的专业投资者，请谨慎对待本报告中的任何信息。本报告中的信息均源自于公开资料，我司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，在任何情况下本报告亦不构成对所述期货品种的买卖建议。市场有风险，投资需谨慎。

正文目录

| | |
|---------------------------------|-----------|
| 1. 2026 年上半年行情回顾 | 4 |
| 2. 宏观 | 5 |
| 3. 供应 | 6 |
| 3.1. 中东：下半年供应修复核心，节奏循序渐进..... | 7 |
| 3.2. 俄罗斯：开拓亚洲增量空间，后续上行空间见顶..... | 10 |
| 3.3. 美国：供应端缓冲核心，边际增量趋于瓶颈..... | 11 |
| 4. 需求 | 13 |
| 4.1. 美国：宏观基本面托底，需求韧性稳固..... | 15 |
| 4.2. 中国：下游需求承压，后市寄望库存回补..... | 16 |
| 5. 后市展望 | 17 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1 2026 年上半年原油价格行情走势（单位：美元/桶 元/桶）..... | 4 |
| 图 2 美国新增非农就业人数及失业率（单位：万人 %）..... | 5 |
| 图 3 ISM 美国 PMI 数据（单位：%）..... | 5 |
| 图 4 美国降息节奏与 CPI 同比（单位：%）..... | 5 |
| 图 5 美国 CPI 同比变化（单位：%）..... | 5 |
| 图 6 OPEC 13 原油出口-4 周均值（单位：万桶/日）..... | 6 |
| 图 7 波斯湾原油出口（单位：万桶/日）..... | 6 |
| 图 8 OPEC 产量（单位：万桶/日）..... | 7 |
| 图 9 OPEC+产量-分国家（单位：万桶/日）..... | 7 |
| 图 10 波斯湾国家原油出口-分国家（单位：万桶/日）..... | 8 |
| 图 11 波斯湾原油浮仓（单位：万桶）..... | 8 |
| 图 12 伊朗原油出口-4 周均值（单位：万桶/日）..... | 9 |
| 图 13 伊朗原油浮仓（单位：万桶/日）..... | 9 |
| 图 10 沙特原油出口-4 周均值（单位：万桶/日）..... | 9 |
| 图 11 沙特原油出口-7 日均值-分港口（单位：万桶/日）..... | 9 |
| 图 10 阿联酋原油出口-4 周均值（单位：万桶/日）..... | 10 |
| 图 11 阿联酋原油出口-7 日均值-分港口（单位：万桶/日）..... | 10 |
| 图 18 俄罗斯原油出口-4 周均值（单位：万桶/日）..... | 11 |
| 图 19 俄罗斯原油出口-分国家（单位：万桶/日）..... | 11 |
| 图 20 美国原油产量（单位：万桶/日）..... | 12 |
| 图 21 美国新钻井数及完工井数（单位：口）..... | 12 |
| 图 22 美国原油进口（单位：万桶/日）..... | 12 |
| 图 23 美国原油出口（单位：万桶/日）..... | 12 |
| 图 24 美国商业原油库存（单位：万桶）..... | 12 |
| 图 25 美国 SPR 库存（单位：万桶）..... | 12 |
| 图 26 亚洲原油进口-4 周均值（单位：万桶/日）..... | 13 |
| 图 27 日本原油进口-分国家（单位：万桶/日）..... | 13 |
| 图 26 韩国原油进口-分国家（单位：万桶/日）..... | 13 |

| | |
|--|----|
| 图 27 印度原油进口-分国家 (单位: 万桶/日) | 13 |
| 图 30 全球原油库存 (单位: 亿桶) | 14 |
| 图 31 亚洲原油库存 (单位: 亿桶) | 14 |
| 图 32 波罗的海原油油轮运价指数(BDTI) (单位: 点) | 14 |
| 图 33 TD3C VLCC 油轮(中东到中国) (单位: 美元/公吨) | 14 |
| 图 34 TD15 VLCC 油轮(西非到中国) (单位: 美元/公吨) | 15 |
| 图 35 TD22 VLCC 油轮(美湾到中国) (单位: 美元/公吨) | 15 |
| 图 36 美国炼油厂产能利用率 (单位: %) | 15 |
| 图 37 美国汽油隐含需求 (单位: 万桶/日) | 15 |
| 图 36 中国主营炼厂开工率 (单位: %) | 16 |
| 图 37 中国独立炼厂开工率 (单位: %) | 16 |
| 图 40 中国原油进口-4 周均值 (单位: 万桶/日) | 17 |
| 图 41 中国原油库存 (单位: 亿桶) | 17 |

1. 2026 年上半年行情回顾

从价格表现来看，2026 年上半年国际原油走势受中东地缘冲突主导。年初布伦特原油自约 60 美元/桶的阶段低位启动，伴随中东地缘矛盾激化、霍尔木兹海峡通航受阻，油价在 3 月快速冲高，盘中最高触及约 118 美元/桶；此后在地缘局势反复拉扯下维持高位震荡，进入 5 月后，受美伊和谈持续推进带动，油价逐步震荡回落。

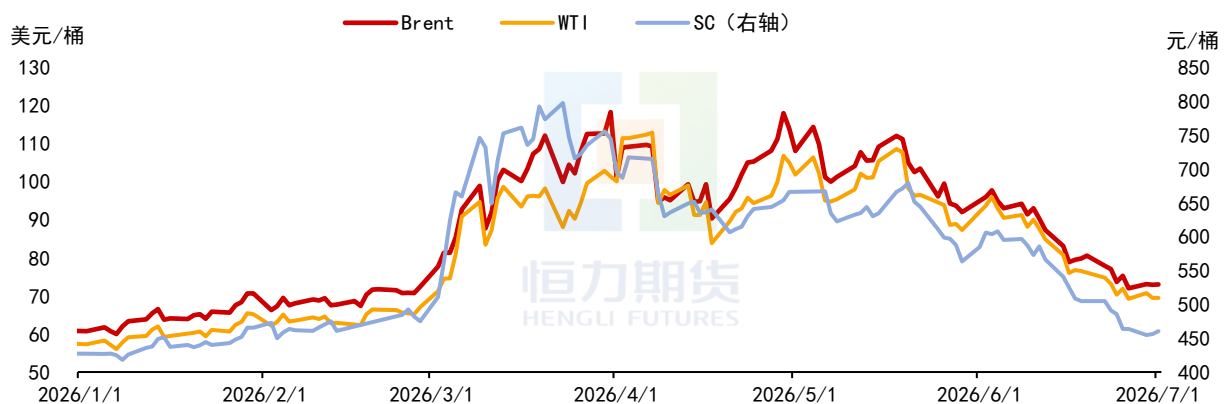
1 月油市定价主线由 OPEC+ 减产政策主导，同期美国对委内瑞拉开展军事行动，月底对伊朗制裁加码，但市场主流判断冲突大规模爆发概率偏低，整体可控。步入 2 月，地缘避险情绪持续发酵，市场对霍尔木兹海峡遭封锁的担忧情绪快速升温。

2 月 28 日，美以空袭伊朗核设施，成为上半年油价趋势的核心转折点。霍尔木兹海峡于 3 月进入实质性封锁，全球供应链受冲击。3 月 21 日，特朗普公开向伊朗下达最后通牒，要求其在 4 月 7 日前解除霍尔木兹海峡封锁，市场恐慌情绪再度冲高，进一步推升油价风险溢价。

4 月成为上半年地缘博弈最为反复的阶段。4 月 8 日，美伊达成为期两周的临时停火协议，市场情绪由极端避险转向和解、乐观。但双方首轮直接谈判最终破裂，13 日美方加码管控霍尔木兹海峡航运，伊朗原油外运基本陷入停滞。4 月 18 日中东紧张态势再度恶化，伊朗进一步收紧海峡通航管控，双边军事摩擦持续升级。

5-6 月局势步入缓和通道，谈判主导行情，地缘溢价逐步消化。5 月中下旬美方释放缓和信号，6 月 18 日，美伊正式签署谅解备忘录，本轮地缘冲突进入落地磨合阶段。当前局势仍存在局部反复扰动，但整体风险可控，原油定价逻辑逐步脱离地缘事件驱动，重新回归供需基本面修复主线。

图 1 2026 年上半年原油价格行情走势（单位：美元/桶 元/桶）



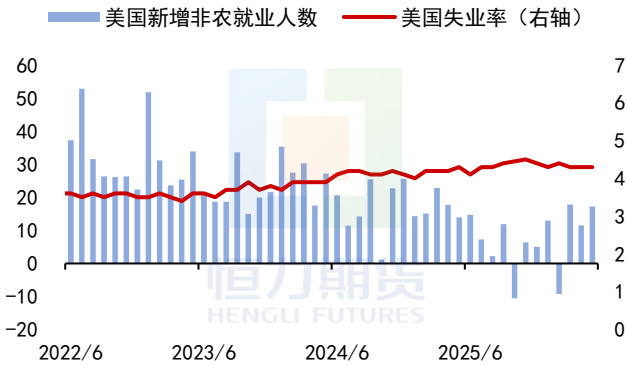
数据来源：交易所行情数据 恒力期货研究院

2. 宏观

2026 年上半年，全球宏观环境与中东地缘局势紧密相连。美国通胀走势及美联储货币政策路径，是主导原油市场宏观定价的核心变量。美国经济基本面呈现出的超预期韧性以及稳健运行的就业市场为美联储偏鹰立场提供了坚实的基本面基础。

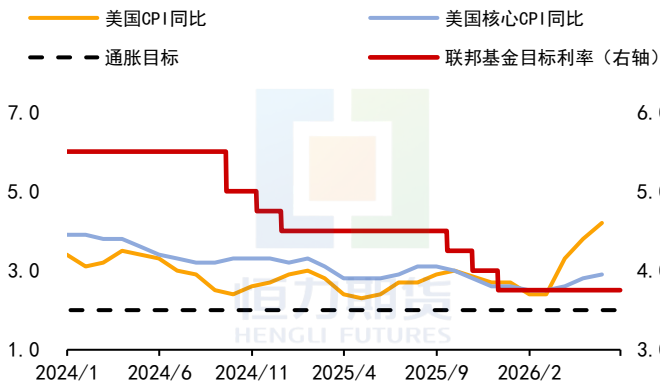
美国就业整体呈现稳健格局，除 2 月受极寒天气冲击出现阶段性负增长外，上半年非农新增就业整体表现平稳；失业率长期稳定在 4.3% 的窄区间震荡，劳动力市场表现良好。与此同时，美国 PMI 数据同步向好，印证了国内需求的基本盘韧性。

图 2 美国新增非农就业人数及失业率（单位：万人 %）



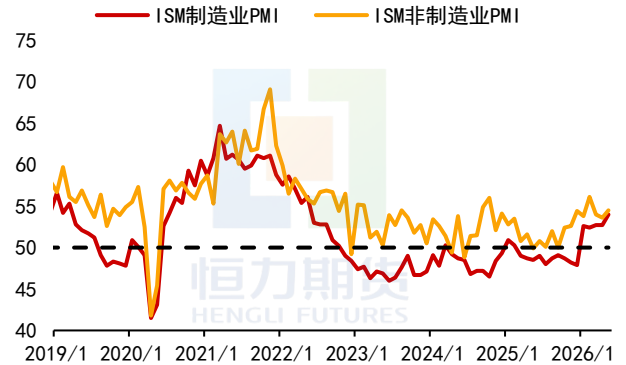
数据来源：美国劳工部 恒力期货研究院

图 4 美国降息节奏与 CPI 同比（单位：%）



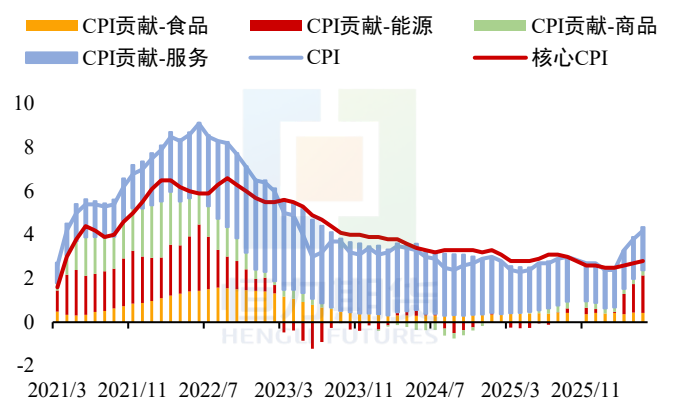
数据来源：美联储 美国劳工部 恒力期货研究院

图 3 ISM 美国 PMI 数据（单位：%）



数据来源：美国劳工部 恒力期货研究院

图 5 美国 CPI 同比变化（单位：%）



数据来源：美国劳工部 恒力期货研究院

霍尔木兹海峡封锁引发的油价跳涨是上半年美国通胀反弹的主因。3 月冲突全面升级后，国际油价大幅上行快速传导至消费端，能源分项成为 CPI 上行的核心拉动项。据美国劳工部数据，3/4/5 月美国能源 CPI 同比大涨 12.5/17.9/23.5%，推动整体 CPI 同比升至 3.3/3.8/4.2%。随着 6 月美伊谅解备忘录达成、霍尔木兹海峡逐步恢复通航，原油地缘风险溢价回落，能源项通胀压力随之边际回落，很大程度上缓解了 CPI 上行压力。

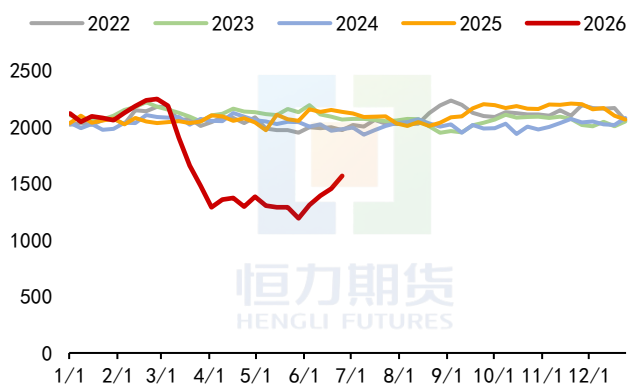
但值得注意的是，美国核心通胀仍具备较强粘性，叠加劳动力市场持续坚挺，通胀回落路径仍存不确定性，美联储加息预期依旧偏强。美联储 6 月议息会议连续第四次维持利率不变，整体政策立场偏鹰；新任主席沃什并未提交个人点阵图，淡化了对利率路径的预先承诺。当前市场对美联储加息预期持续升温，9 月加息预期概率已升至 60% 以上。据美国银行预计，美联储在 2026 年将会加息三次，合计 75 个基点。需要注意的是，在地缘停火协议逐步落地、油价回落缓解能源通胀压力的背景下，货币政策转向的时间窗口仍存在较强不确定性，需警惕加息预期边际修复带来的市场波动，后续需持续跟踪通胀回落节奏与地缘局势演变。

3. 供应

2026 年上半年，全球原油供应格局迅速收紧，霍尔木兹海峡冲突正是贯穿上半年供应端的核心驱动。年初市场延续 OPEC+ 逐步退出减产的供应修复节奏，整体处于供过于求的宽松格局；2 月 28 日美以伊军事冲突升级后，海峡通航量骤降 90% 以上，海湾产油国出口通道近乎阻断，全球原油供应遭遇史上规模最大的短期冲击；直至 6 月美伊谅解备忘录落地，海峡通航逐步恢复，供应端才进入边际修复通道。

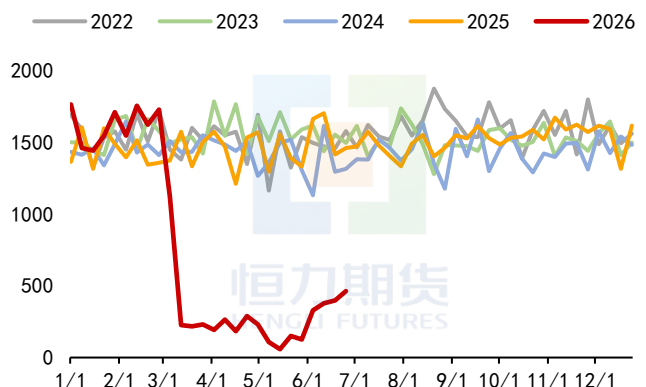
分阶段来看，1-2 月全球原油供应整体平稳宽松，OPEC+ 减产政策持续退坡推动产量稳步回升，OPEC 13 原油出口持续走高，2 月达到 2250 万桶/日的上半年高位，全球市场呈现供过于求的基础格局。冲突爆发后，中东出口出现断崖式下滑，带动全球原油出口持续走低。OPEC 13 整体出口至 5 月已降至 1176 万桶/日，较 2 月近乎腰斩，波斯湾直接发运的原油规模更是从战前的约 1500 万桶/日大幅收缩至 5 月的不足 100 万桶/日，降幅超九成。各国出口受损程度高度依赖替代通道能力，伊拉克、科威特等无绕行路径的国家出口近乎停滞，沙特、阿联酋则依托红海港口与富查伊拉港维持部分外运，但整体运力远不足以覆盖缺口。

图 6 OPEC 13 原油出口-4 周均值（单位：万桶/日）



数据来源：根据新闻整理 恒力期货研究院

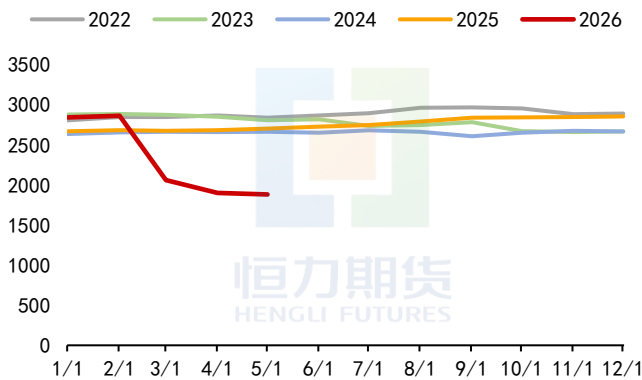
图 7 波斯湾原油出口（单位：万桶/日）



数据来源：根据新闻整理 恒力期货研究院

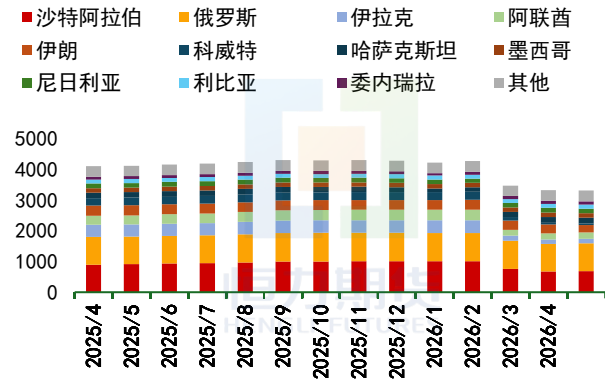
出口受阻快速传导至生产端，储油空间耗尽引发的胀库压力倒逼中东产油国大规模被动关停产能。相较于2月冲突前水平，5月沙特阿拉伯产量累计减少320万桶/日、伊拉克减少271万桶/日、科威特减少200万桶/日，是全球供应减量的核心来源。中东以外的尼日利亚、利比亚等非洲OPEC国家虽实施增产，但增量规模极为有限，远不足以对冲中东地区的供应缺失。

图8 OPEC产量（单位：万桶/日）



数据来源：根据新闻整理 恒力期货研究院

图9 OPEC+产量-分国家（单位：万桶/日）



数据来源：根据新闻整理 恒力期货研究院

进入6月，随着美伊谅解备忘录达成、霍尔木兹海峡逐步复航，中东产油国原油出口呈现显著回升态势，全球供应进入边际修复阶段。展望后市，OPEC+的产能恢复将成为下半年全球供应的核心增量来源。海湾地区原油供应将逐月回升，沙特、伊拉克、科威特均呈现复产、增产态势；阿联酋退出OPEC后，配额松绑保障其中长期提产；伊朗石油及石化产品出口获得临时制裁豁免。但与此同时，供应修复也存在制约因素。伴随北半球进入油品消费旺季，本国原油需求季节性增加；且中东产油国复产并非一蹴而就，短时间全球原油供应完全恢复至冲突前水平仍存在较大难度。

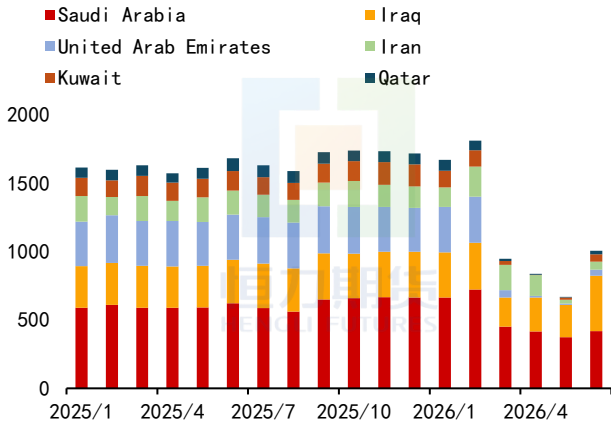
3.1. 中东：下半年供应修复核心，节奏循序渐进

2026年上半年，全球原油供应出现显著收缩，核心驱动因素在于中东地区供应中断。霍尔木兹海峡的实质性封锁直接导致全球原油海运流量大幅回落。即便计入沙特、阿联酋通过绕行通道释放的替代运力，波斯湾5月原油出口整体仍锐减约63%。然而，沙阿两国的替代出口能力存在明显瓶颈，合计仅能提供300万至500万桶/日的替代运力，远不足以覆盖海峡封锁造成的供应缺口。出口受阻迅速向生产端传导，产油国陆上储罐与海上浮仓储油空间快速耗尽，大量产能因胀库压力被动关停。

进入5月，随着美伊停火谈判取得阶段性进展，霍尔木兹海峡通航条件改善，部分海湾产油国产能逐步重启，全球供应缺口呈现边际收窄态势，但供应端修复尚处于起步阶段，市场整体仍维持紧平衡格局。目前

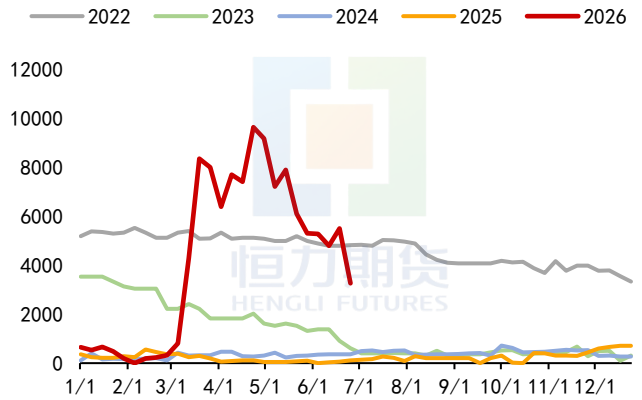
地缘方面局势相对可控，美伊双方暂无冲突升级意向。后续重点关注海湾国家产能恢复情况，警惕地缘冲突反复影响。

图 10 波斯湾国家原油出口-分国家 (单位: 万桶/日)



数据来源: 根据新闻整理 恒力期货研究院

图 11 波斯湾原油浮仓 (单位: 万桶)



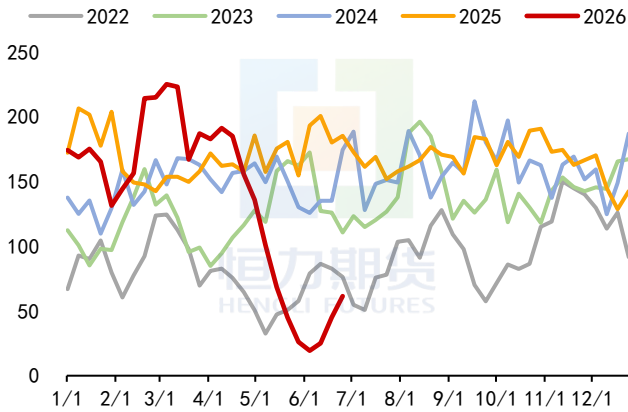
数据来源: OPEC 恒力期货研究院

伊朗是本轮中东地缘冲突的核心当事方，其原油供应走势与地缘局势演变高度绑定，是决定全球供应修复节奏的关键变量。冲突爆发前，受长期制裁约束，伊朗原油出口主要流向亚洲市场。2月28日，伊朗宣布封锁霍尔木兹海峡，地缘局势急速升温。4月中旬美国对伊朗港口实施海上封锁后，伊朗原油海运通道遭受重创，下旬发运量急剧萎缩，核心装运港 Kharg 岛发运基本陷入停滞，大量原油被迫以海上浮仓形式滞留，无法正常流向终端市场。产量端同步承压，2026年5月伊朗原油产量降至233万桶/日，较冲突前2月的324.1万桶/日累计下降91.1万桶/日。

随着美伊和解持续推进，伊朗原油供应已进入边际修复通道。美国财政部于当地时间6月22日发布为期两个月的伊朗石油销售豁免令，结合美伊谅解备忘录正式落地，伊朗石油受到制裁实现阶段性松绑。若制裁解除顺利落地，伊朗原油回流将进一步改善全球供应紧张格局。此前超4000万桶的海上浮仓将率先投放市场，成为短期供应增量的核心来源。进入6月下旬以来，伊朗已累计出口超过3600万桶原油。

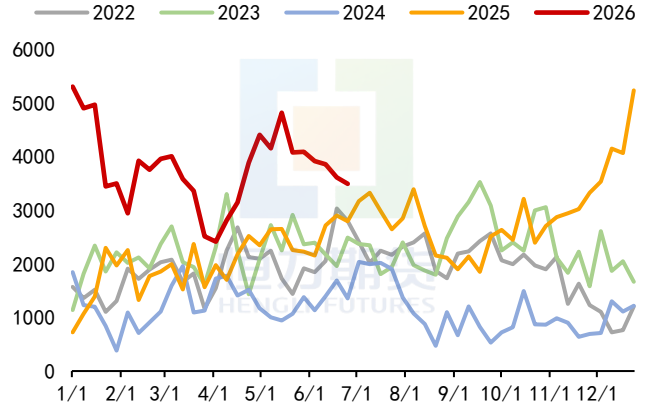
但当前地缘局势仍存反复风险，停火协议基础尚显脆弱，伊朗原油供应的修复深度与节奏仍存在不确定性。后续需持续跟踪两大维度：一是伊朗原油发运的恢复节奏，以及产量爬坡的实际进度；二是制裁松绑后的全球买家结构变化，供应修复的最终高度取决于制裁解除的程度，重点关注日本、韩国等亚洲传统买家及部分欧洲国家是否回归采购。

图 12 伊朗原油出口-4 周均值 (单位: 万桶/日)



数据来源: 根据新闻整理 恒力期货研究院

图 13 伊朗原油浮仓 (单位: 万桶/日)

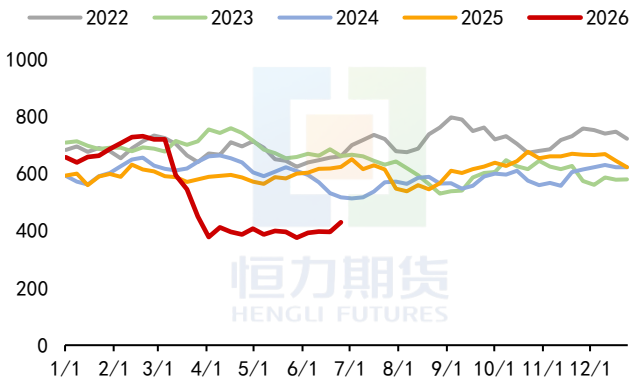


数据来源: 根据新闻整理 恒力期货研究院

作为 OPEC 核心产油国与第一大出口国, 面对霍尔木兹海峡封锁冲击, 沙特依托红海 Yanbu 港构建替代出口体系。3 月霍尔木兹海峡封锁后, 沙特东海岸核心装运港 Ras Tanura 基本停摆, 该国通过东西输油管道将原油向红海沿岸的 Yanbu 港分流, 当月 Yanbu 港出口规模大幅攀升, 成为支撑沙特原油出口的核心通道。

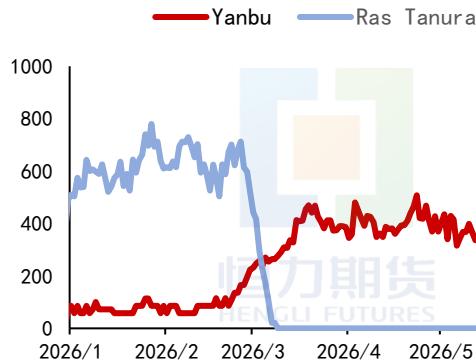
截至 5 月, 沙特原油发运重心已完全转移至红海沿岸, Yanbu 港船舶周转保持顺畅, 红海通道整体运行平稳。但东西管道可用于支撑出口的运力峰值仅为 500 万桶/日, 导致沙特整体出口规模较战前仍处于腰斩水平, 替代通道无法完全覆盖海峡停运形成的供应缺口。此后随着美伊谅解备忘录达成、中东局势持续改善, 沙特原油产量与发运节奏正逐步回归常态, 目前 Ras Tanura 港已正式重启发运, 后续供应修复空间将随海峡通航恢复持续释放。

图 14 沙特原油出口-4 周均值 (单位: 万桶/日)



数据来源: 根据新闻整理 恒力期货研究院

图 15 沙特原油出口-7 日均值-分港口 (单位: 万桶/日)



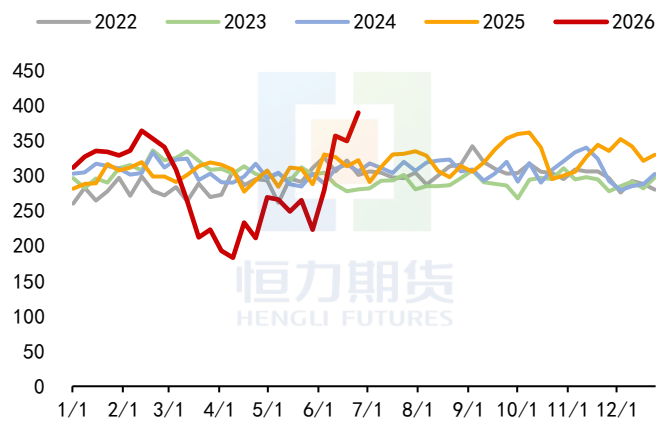
数据来源: 根据新闻整理 恒力期货研究院

阿联酋同样依托区位优势以绕行港口对冲海峡封锁影响。霍尔木兹海峡封航后, 阿联酋以 Fujairah 港为核心装运枢纽, 借助其位于海峡外侧的地理区位绕开封锁区域, 保障了基础出口通道的运转。3 月中旬, 受出口受阻、胀库压力倒逼, 阿联酋被迫大规模关停油井, 产量一度接近腰斩。4 月底, 阿联酋正式宣布退出 OPEC, 彻底摆脱产量配额约束, 为战后中长期产能释放扫清制度障碍, 但短期受海峡航道通行限制, 供应增量难以

快速兑现。

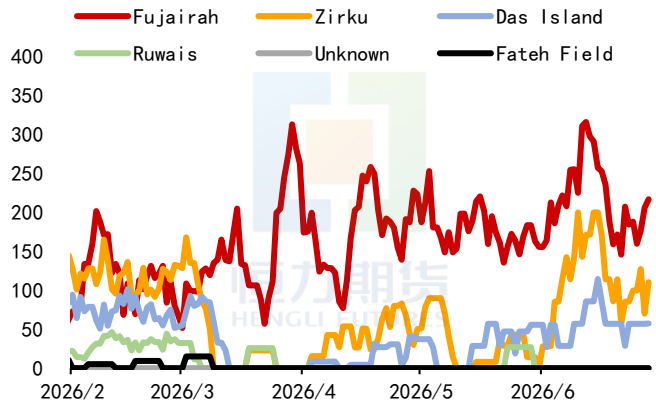
进入6月后，阿联酋通过各港口原油发运量大幅上升，Zirku、Das Island 发运逐渐恢复，原油出口目前已攀升至年内新高水平。展望后市，退出 OPEC+减产体系为该国内长期提产解除了天花板约束，同时阿联酋正通过大规模扩建东海岸港口及跨境油气管网，减少原油出口对霍尔木兹海峡的依赖。后续需持续警惕局势反复下港口遭受风险，这将直接影响该国出口发运的稳定性。

图 16 阿联酋原油出口-4 周均值 (单位: 万桶/日)



数据来源: 根据新闻整理 恒力期货研究院

图 17 阿联酋原油出口-7 日均值-分港口 (单位: 万桶/日)



数据来源: 根据新闻整理 恒力期货研究院

目前市场对于供应端修复预期极为乐观，但当前海峡尚未实现全面通航，短期内供应修复的节奏仍面临多重约束。当下通航恢复速度核心取决于伊朗对海峡的开放力度与航道清理进度，目前水下排雷作业最快需 1.5-2 个月，期间美伊协议的脆弱性可能导致通航情况反复，市场整体态度偏谨慎。前期大规模停产对中东产能造成的冲击难以快速逆转，受损能源设施的检修复产、关停油井的产能爬坡均需一定周期，即便海峡全面复航，产量恢复也难以一蹴而就。展望后续，中东地区逐步进入夏季发电用油高峰，产油国内需提升将分流部分出口运力，进一步放缓外销规模的修复速度。中期来看，中东产油国存在较高的增产动能，将成为 2026 年下半年供应修复的核心地区。

整体来看，中东原油供应修复将是渐进式过程，短期虽随海峡通航恢复出口边际改善，但全面回归至战前水平至少需要数月甚至更长时间。后续需持续跟踪霍尔木兹海峡通航恢复进度，同时重点警惕海峡局势反复，防范冲突外溢导致发运通道受阻风险。

3.2. 俄罗斯：开拓亚洲增量空间，后续上行空间见顶

中东地缘冲突引发的亚洲能源供给缺口，为俄罗斯原油打开了增量市场空间。由于出口航线不受霍尔木兹海峡封锁的直接冲击，叠加全球供应紧张下欧美对俄能源制裁阶段性松绑，俄罗斯成为上半年全球原油供应端的核心稳定器与边际增量来源。

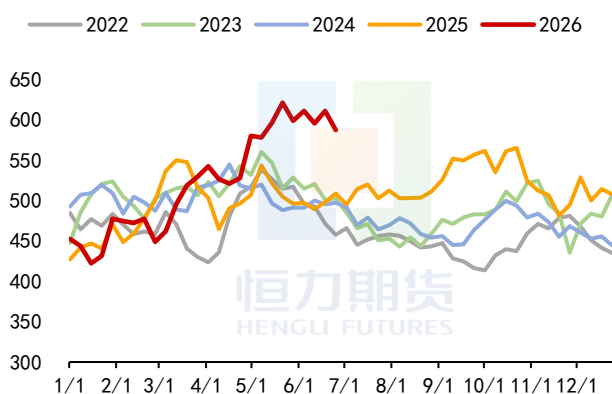
出口端整体呈现先抑后扬态势。1-22 月受欧美制裁约束与美国施压影响，亚洲传统买家采购节奏放缓，俄罗斯原油出口整体承压。3 月美伊冲突升级成为俄油出口的关键转折点。为平抑中东供应中断推升的全球能源价格，西方对俄能源制裁出现实质性松动，美国多次延长俄油制裁豁免期限。亚洲市场因中东原油断供出现显著供给缺口，大规模转向俄油采购，推动俄罗斯出口量持续走高。俄油出口结构同步发生调整，对华出口占比边际回落，对印度出口规模大幅攀升。

与出口走高形成鲜明反差的是，俄罗斯原油产量不升反降。乌克兰持续使用无人机袭击石油基础设施，不仅导致炼油厂运行受限，还波及上游生产资产、港口设施与输油管道泵站。2026 年一季度，俄罗斯国家石油管道运输公司因关键基础设施受损及炼油厂减产，限制了原油进入管道系统的规模，进一步对生产与出口形成拖累。当前乌克兰对俄能源设施的袭击仍在持续，短期供应增量空间有限。

展望后市，短期中东原油难以全面回归市场，亚洲炼厂补库需求依然旺盛，俄罗斯仍将是区域原油供给的核心来源。但出口进一步上行存在多重约束：一是俄罗斯国内成品油供应偏紧，叠加夏季发电与出行用油需求季节性上升，本土消费将分流出口资源；二是俄乌冲突升级背景下，能源设施持续受袭的风险始终存在。

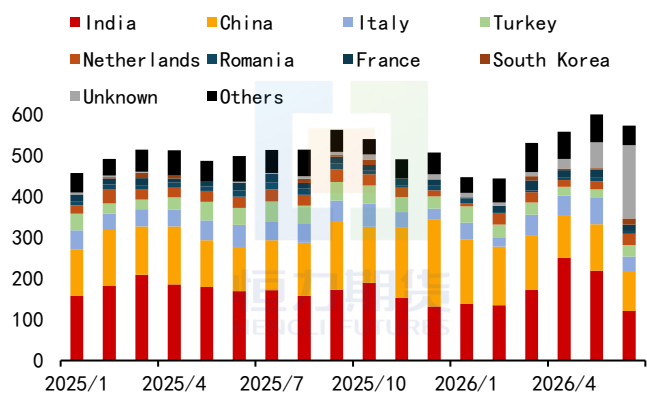
综合来看，后续俄油发运量大幅增长的动能有限，出口规模将逐步进入高位震荡区间。

图 18 俄罗斯原油出口-4 周均值（单位：万桶/日）



数据来源：根据新闻整理 恒力期货研究院

图 19 俄罗斯原油出口-分国家（单位：万桶/日）



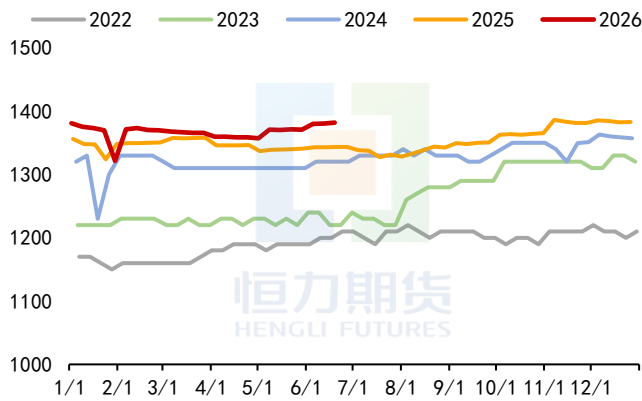
数据来源：根据新闻整理 恒力期货研究院

3.3.美国：供应端缓冲核心，边际增量趋于瓶颈

2026 年上半年，美国作为全球核心非 OPEC 产油国，在地缘冲突引发的全球供应格局重构中扮演关键缓冲角色。

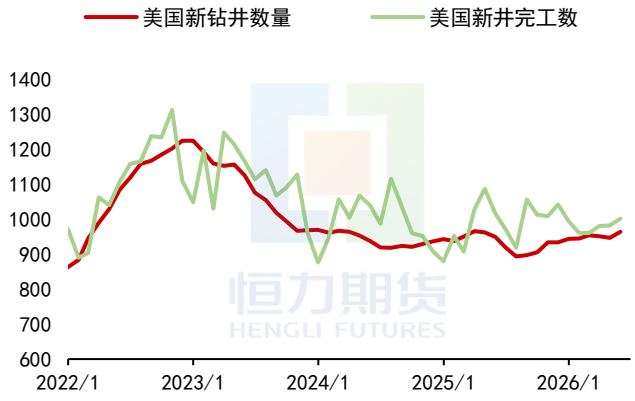
产量端，上半年美国原油产量始终位于历史同期高位，但增产节奏上趋于保守。受年初油价中枢低迷叠加全球能源转型影响，美国页岩油上游新井投资意愿相对疲软。面对本次地缘冲突对油价影响，行业整体反应滞后，多数厂商判断美伊冲突属短期事件，因此在资本投入方面表现过于谨慎。进入 5 月，油价高企推动产量边际上升，但整体上已处于历史同期高位，受资源禀赋等因素制约，进一步扩张空间有限。

图 20 美国原油产量 (单位: 万桶/日)



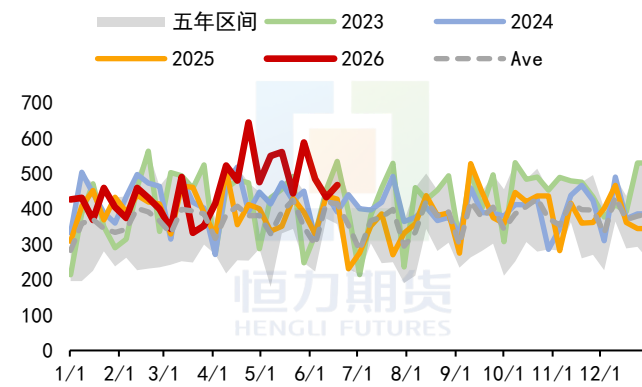
数据来源: EIA 恒力期货研究院

图 21 美国新钻井数及完工井数 (单位: 口)



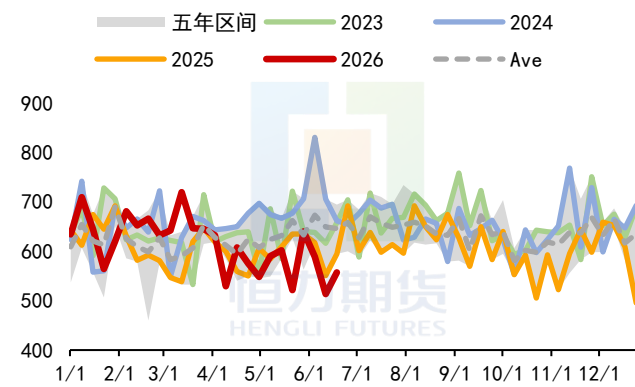
数据来源: EIA 恒力期货研究院

图 22 美国原油进口 (单位: 万桶/日)



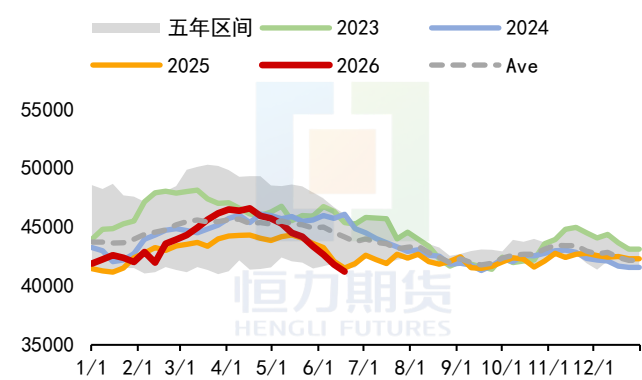
数据来源: EIA 恒力期货研究院

图 23 美国原油出口 (单位: 万桶/日)



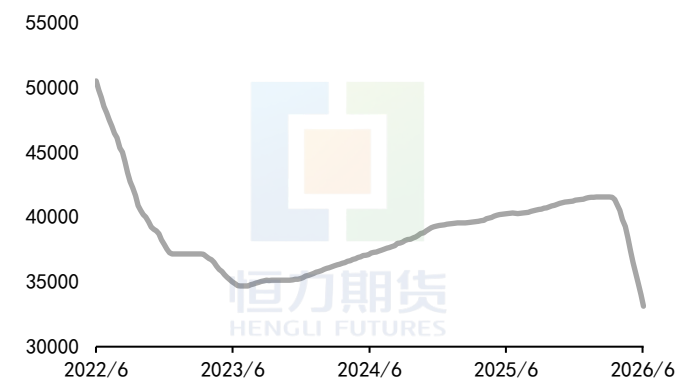
数据来源: EIA 恒力期货研究院

图 24 美国商业原油库存 (单位: 万桶)



数据来源: EIA 恒力期货研究院

图 25 美国 SPR 库存 (单位: 万桶)



数据来源: EIA 恒力期货研究院

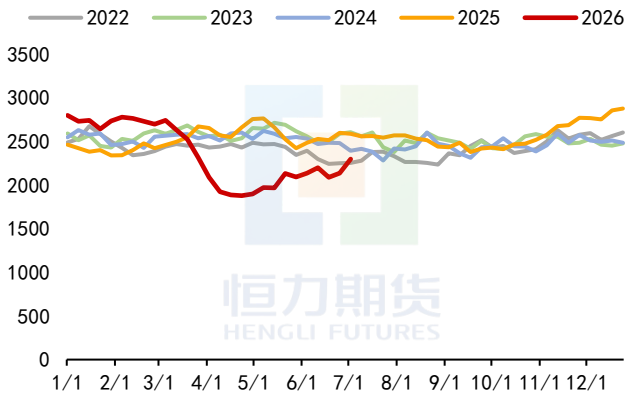
中东油短缺推升美国原油出口需求,上半年美国原油出口大幅上涨。年初美国原油进出口整体平稳运行,2月受冬季风暴导致出口阶段性下滑;3月起,全球能源供应紧张格局快速凸显,中东供应缺口推动亚欧买家大规模转向美国原油,外需爆发式增长推动美国出口持续上升。4-5月出口延续增势,一方面战略石油储备大规模释放为出口提供了增量货源;另一方面 WTI 现货溢价格局持续支撑出口套利空间,共同推升出口量,进口端则同步收缩。进出口双向变动下,美国甚至形成净出口格局。由于美国原油供需持续收紧,商业库存与

战略储备双双下行至历史低位，库存去化为油价提供了坚实支撑。

展望后市，目前中东原油逐步回归市场，全球对美国原油的替代需求上方空间有限，而供给端的扩张约束逐步显现。目前战略石油储备属于存量，持续投放空间有限；而页岩油产量受资本开支意愿低迷、生产计划保守等因素制约，难以实现大幅增产。整体来看，后续美国供给端的增量释放节奏将逐步趋缓，出口进一步扩张的空间也将随库存消耗同步收窄。

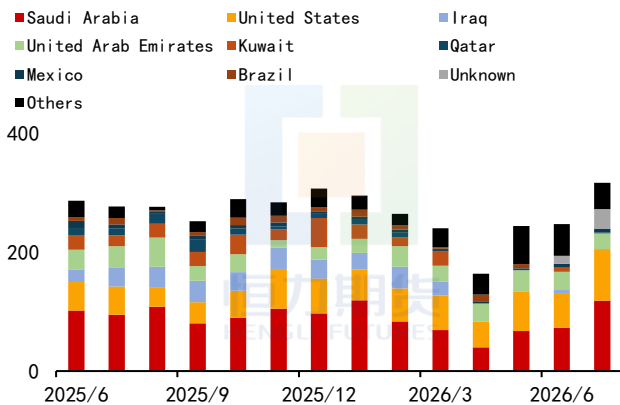
4.需求

图 26 亚洲原油进口-4 周均值（单位：万桶/日）



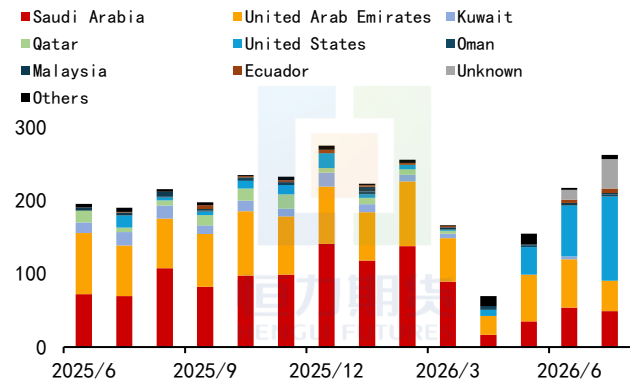
数据来源：根据新闻整理 恒力期货研究院

图 28 韩国原油进口-分国家（单位：万桶/日）



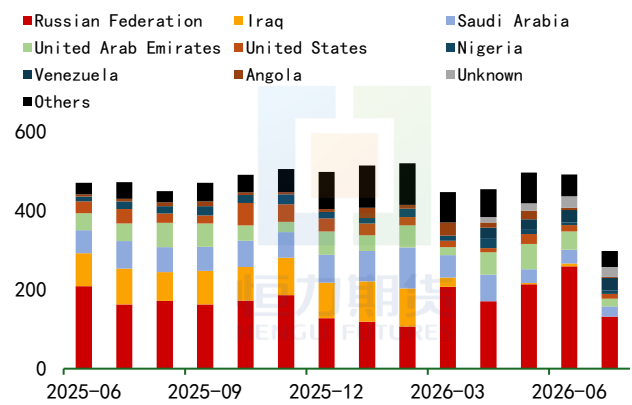
数据来源：根据新闻整理 恒力期货研究院

图 27 日本原油进口-分国家（单位：万桶/日）



数据来源：根据新闻整理 恒力期货研究院

图 29 印度原油进口-分国家（单位：万桶/日）



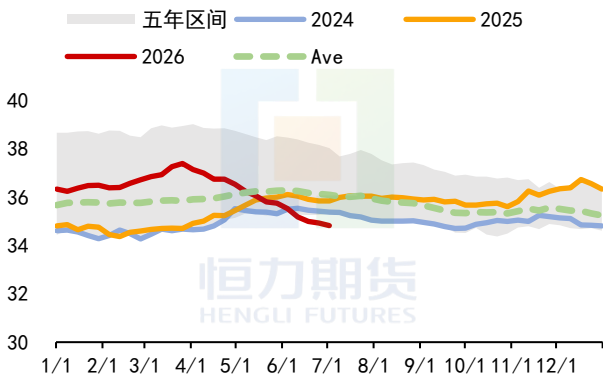
数据来源：根据新闻整理 恒力期货研究院

本轮美伊冲突引发油价大幅跳涨，叠加宏观环境边际恶化，通过供应链中断与价格飙升两条路径对全球原油需求形成双重压制，整体需求出现明显下滑，且呈现显著的区域分化特征。由于霍尔木兹海峡原油出口量占亚洲需求比重达八成，亚洲市场成为受冲击最严重的区域。其中日本、韩国原油进口高度依赖海湾国家，冲突爆发后常规中东货源供应直接受阻，两国通过大幅提升美国原油进口规模、调整进口来源结构的方式缓

冲地缘冲击影响。印度则凭借灵活的进口调整能力展现出更强的需求韧性，抓住美国对俄油实施制裁豁免的政策窗口期，大幅提升俄罗斯原油采购力度，有效填补中东货源收缩带来的供给缺口。

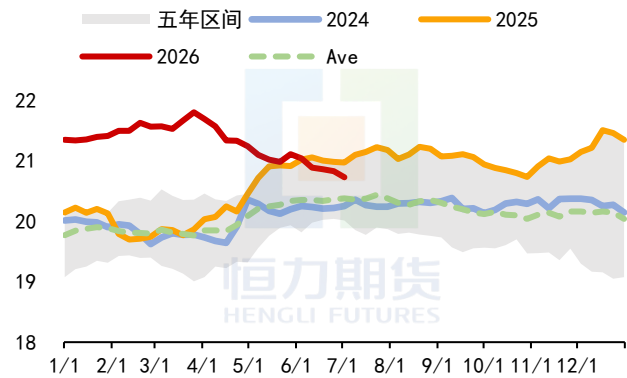
在原油供给缺口持续扩大的背景下，释放库存成为全球主要消费国应对能源冲击的共性手段，美国、日本、中国等均通过动用战略与商业储备填补短期供应缺口。分区域来看，亚洲国家原油库存整体出现大幅下降；中国市场表现相对具备韧性，但自 5 月起也正式进入库存消耗周期。大幅去库背景下，市场持续关注亚洲补库需求。

图 30 全球原油库存 (单位: 亿桶)



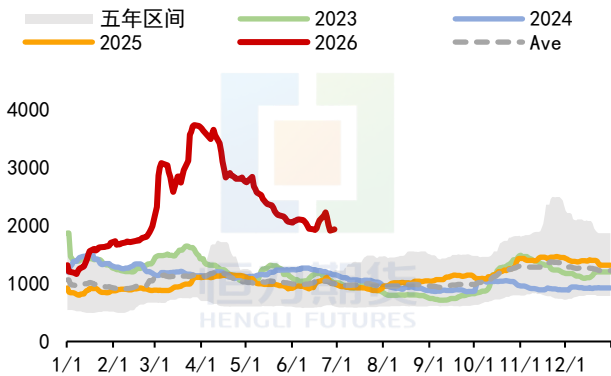
数据来源: 根据新闻整理 恒力期货研究院

图 31 亚洲原油库存 (单位: 亿桶)



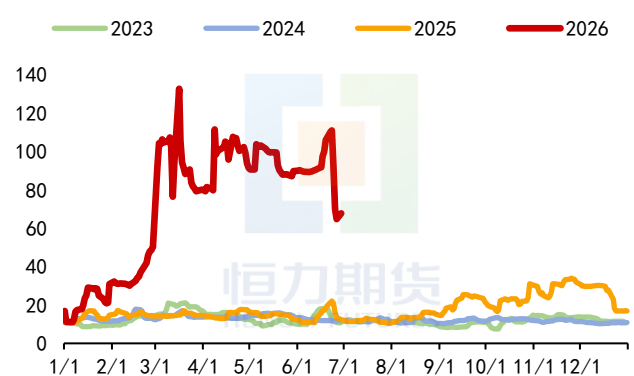
数据来源: 根据新闻整理 恒力期货研究院

图 32 波罗的海原油油轮运价指数(BDTI) (单位: 点)



数据来源: 根据新闻整理 恒力期货研究院

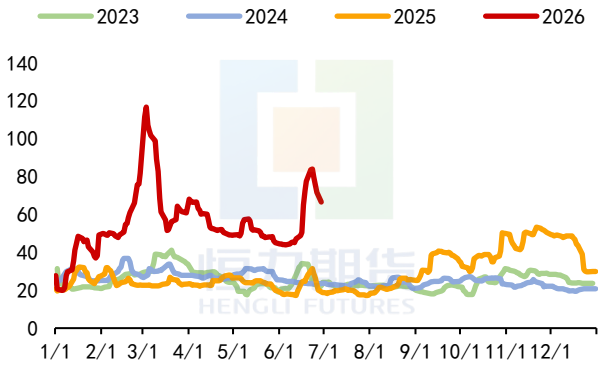
图 33 TD3C VLCC 油轮(中东到中国) (单位: 美元/公吨)



数据来源: 根据新闻整理 恒力期货研究院

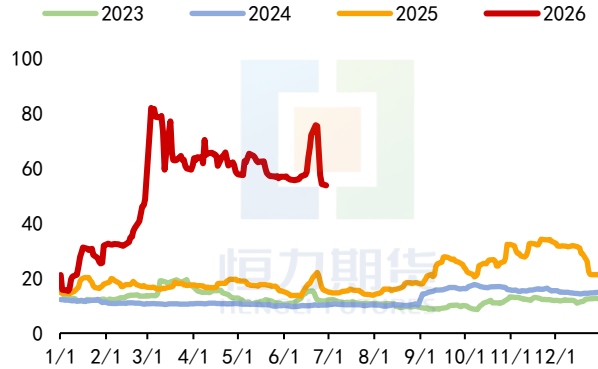
整体而言，供给替代与库存消耗对供需缺口的弥补规模存在明确上限，2026 年上半年全球原油需求确已出现阶段性下滑，但本轮下滑更多是地缘冲击下的短期扰动，并不构成永久性需求损失。后续随着油价中枢回落，亚洲市场存在积压需求回补的空间。展望后市，伴随着霍尔木兹海峡航运逐步恢复、油价下行释放被压制的消费意愿，全球原油需求将迎来边际好转；同时中东地区即将进入夏季发电用油高峰，将成为三季度原油需求的重要增量来源。但需注意的是，高运价与高油价形成的合力仍在持续抑制贸易端采购意愿，后续需求修复节奏需持续跟踪海运成本的回落进度。

图 34 TD15 VLCC 油轮(西非到中国) (单位: 美元/公吨)



数据来源: 根据新闻整理 恒力期货研究院

图 35 TD22 VLCC 油轮(美湾到中国) (单位: 美元/公吨)



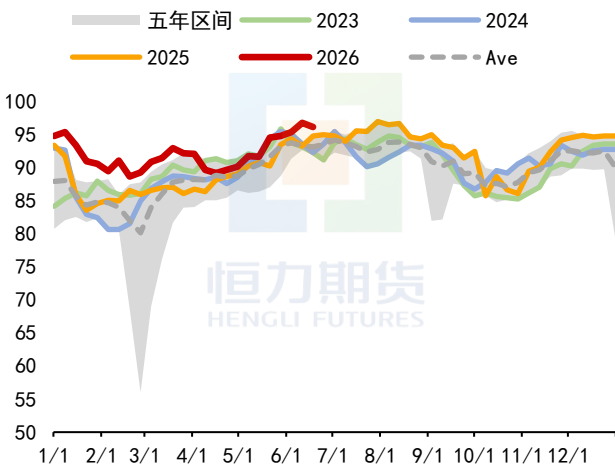
数据来源: 根据新闻整理 恒力期货研究院

4.1.美国：宏观基本面托底，需求韧性稳固

2026 年上半年，地缘冲突对美国原油市场的直接冲击相对有限，高油价虽对旺季终端消费弹性形成一定压制，但原油整体需求仍保持较强韧性。

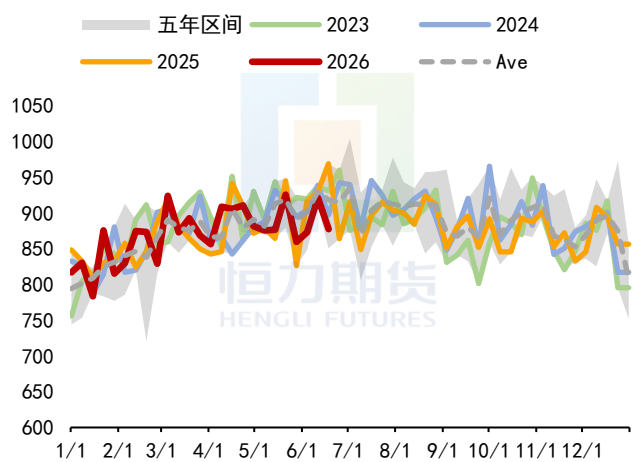
上半年，美国炼厂开工率整体始终维持在历史高位区间。年初 1 月受极寒天气扰动，汽油阶段性走弱拖累原油表观需求小幅回落；寒潮过后影响快速消退，叠加炼油利润持续改善、春季检修扰动逐步出清，炼厂加工负荷持续坚挺。5 月北半球传统用油旺季启动，下游需求边际回暖，叠加裂解价差维持强势，多数炼厂延后检修安排，开工率持续维持高位。但高油价抑制作用逐步显现，成品油终端消费不及五年同期均值，消费复苏乏力成为需求端主要拖累。霍尔木兹海峡封锁导致美国原油进口结构发生明显重塑，中东原油进口受阻，委内瑞拉成主要替代来源，整体进口总量收缩。

图 36 美国炼油厂产能利用率 (单位: %)



数据来源: EIA 恒力期货研究院

图 37 美国汽油隐含需求 (单位: 万桶/日)



数据来源: EIA 恒力期货研究院

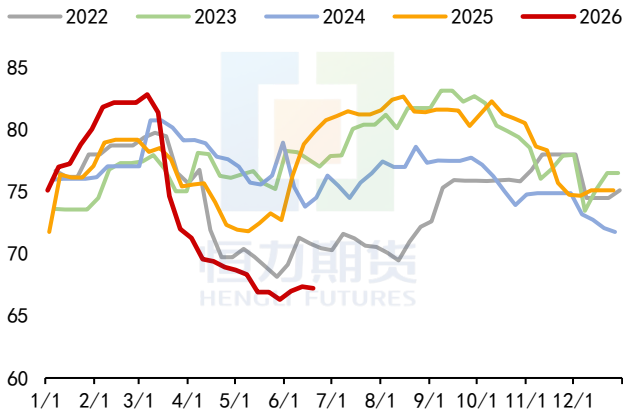
后市来看，当前美国正处于季节性消费旺季，炼厂加工稳健，原油需求预期偏乐观。截至6月中旬，美国1.72亿桶的SPR释放计划仍剩余4000万桶待投放，后续储备投放结束后的补库需求将成为影响市场供需的关键变量。

4.2. 中国：下游需求承压，后市寄望库存回补

2026年上半年，在地缘冲突推高国际油价、国内终端需求疲软的双重压力下，中国原油市场整体呈现炼厂加工负荷大幅下降、下游成品油供需同步走弱的格局。

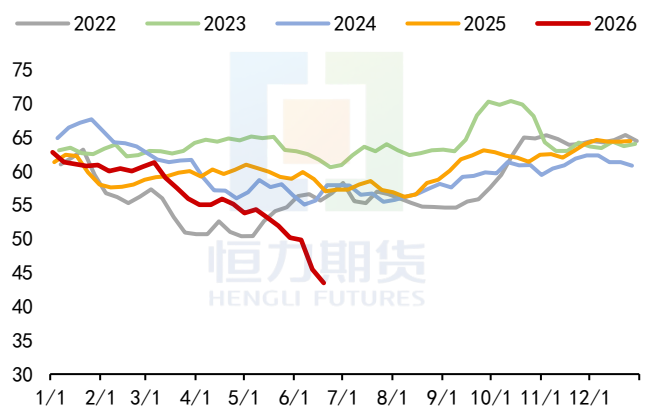
分阶段来看，1-2月市场运行整体平稳，成品油消费呈现“汽弱柴强”的分化特征，原油加工与进口维持常规节奏。进入3月，霍尔木兹海峡地缘冲突爆发后，国内炼厂加工负荷持续走低，逐步跌至年内低位。多重压力共同压制炼厂开工意愿：海峡封锁导致中东原油到港量锐减，从原料端形成供给约束；国际油价大幅上行推高采购成本，炼油毛利持续收窄，裂解价差走弱直接打击生产积极性。主营炼厂与独立炼厂产能利用率同步回落，原油加工量明显收缩。需求端方面，终端汽柴油消费持续疲软，成品油基本面缺乏支撑，进一步抑制炼厂提负动力。

图 38 中国主营炼厂开工率（单位：%）



数据来源：根据新闻整理 恒力期货研究院

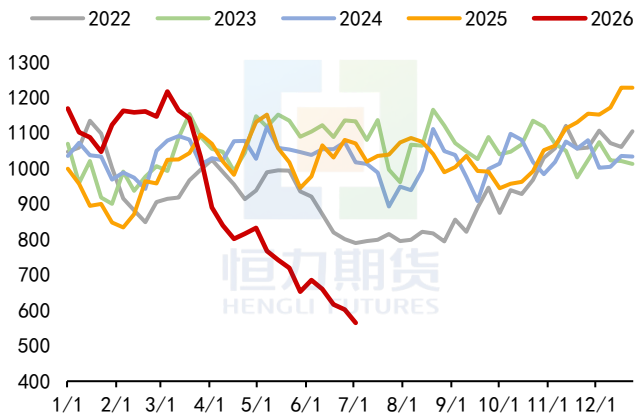
图 39 中国独立炼厂开工率（单位：%）



数据来源：根据新闻整理 恒力期货研究院

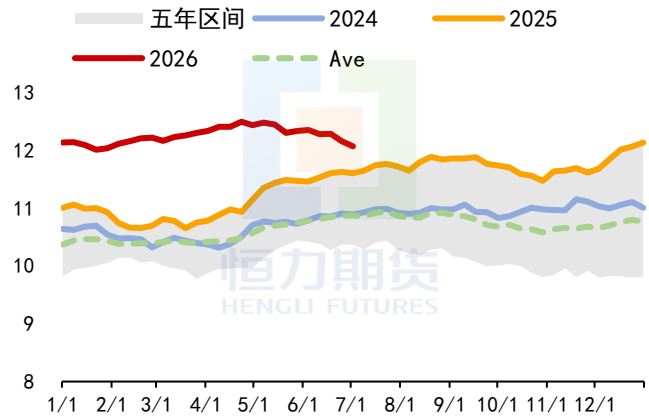
在应对外部冲击过程中，国内原油储备发挥了关键的保供缓冲作用。2025年，在OPEC+增产背景下，全球原油供应过剩，中国利用低油价窗口进行了大量战略采购。2026年地缘冲突爆发、油价高企之际，国内通过有序释放原油储备补充市场供给，替代了部分进口需求，有效避免了原料短缺对国内经济运行的冲击。受对外采购收缩影响，6月国内原油进口量降至600万桶/日，较冲突前水平近乎腰斩，市场同步进入库存消耗周期。

图 40 中国原油进口-4 周均值 (单位: 万桶/日)



数据来源: Mysteel 恒力期货研究院

图 41 中国原油库存 (单位: 亿桶)



数据来源: Mysteel 恒力期货研究院

从全球视角看, 中国原油进口的大幅收缩, 在一定程度上对冲了中东供应中断带来的全球缺口, 缓解了供需失衡的剧烈程度。展望后市, 随着中东局势逐步缓和, 原料短缺问题持续化解, 但本轮国内炼厂开工下滑的核心驱动在于终端需求疲软, 而非单纯的原料供给约束。即便进口通道恢复, 在下游需求疲软的制约下, 国内原油加工量也难以直接受到提振。目前原油地缘溢价回吐, 国际油价大幅回落。后续伴随高昂运价回落, 炼厂与贸易商阶段性补库需求或将得以提振, 需重点关注补库周期启动后原油采购增量的释放节奏。

5.后市展望

短期来看, 伴随着地缘冲突缓和, 油市定价逻辑已从地缘风险向供需基本面驱动的切换。展望 2026 年下半年, 全球原油市场供需均呈现修复态势, 供应端增长弹性高于需求端, 供需格局将沿边际宽松方向演进, 整体呈现前紧后松的节奏。

本轮油价回落幅度超出市场普遍预期, 是多重因素共振的结果。前期地缘风险溢价目前已基本出清, 高油价对终端消费的压制效应持续显现, 全球油品需求预期下修, 同时短期波斯湾发运改善与中长期产油国供应释放的预期不断升温, 供需两端共同推动油价回调。同时, 宏观层面美联储降息时点延后, 加息预期抬升, 抑制大宗商品整体风险偏好, 进一步从估值端放大了油价跌幅。

伴随海峡通航情况改善, 下半年供应端修复预期强势。中东产油国是下半年供应释放的核心变量, 当前 OPEC 成员国增产意愿普遍较强。沙特、阿联酋等海湾核心产油国仍保留大量闲置产能, 具备短期集中增产的潜力, 减产政策边际放松、产能逐步释放的确定性较高。但需注意, 尽管中期趋向供应宽松, 但当前全球库存与海上浮仓的缓冲效应已逐步减弱, 短期内原油供应趋紧的风险依然存在。前期大规模停产对产能形成的

冲击难以快速消解，油井复产、设施检修均需周期过渡，难以在短时间内迅速恢复至最大产能水平。非 OPEC 方面，美国原油产量维持高位运行，俄罗斯出口高企，但受国内需求进入旺季、库存趋紧等因素约束，后续出口上行空间相对有限。

随着地缘风险消退、油价回归合理区间，下半年需求端存在多重托底力量，但整体复苏弹性偏弱。一方面，全球战略石油储备存在逢低补库的潜在需求，有望在油价相对低位释放缓冲购买力。中东冲突期间亚洲市场主动缩减进口、释放库存以保障供应，伴随着中东局势实质性缓和，全球集中补库行为将带动原油需求阶段性快速上行。同时油价回落至低位后，下游炼厂盈利空间修复将带动刚需消费回补，叠加北半球夏季出行旺季拉动汽油、航煤消费季节性回升，将对三季度需求形成刚性支撑。另一方面，需求复苏的弹性与持续性仍存较大不确定性。全球经济复苏动能偏弱，高利率环境对油品压制尚未解除，整体需求端的增量难以对冲供应端的增长压力。

基准情景下，2026 年下半年原油市场供需两端均将呈现明显增长，但供应端的增长潜力显著超过需求端，预计下半年布伦特原油价格核心运行区间为 60-90 美元/桶。风险情景下，目前美伊局势依然微妙，而以色列依然是地缘局势巨大不确定性来源。若冲突升级甚至外溢，地缘风险溢价回弹叠加 OPEC+ 增产落地不及预期，油价存在向上突破区间上限的可能；若供应释放超预期、全球需求大幅走弱，油价则可能下探区间下沿。从节奏来看，三季度受夏季消费旺季支撑，市场仍将维持小幅紧平衡格局，油价存在阶段性反弹动力；进入四季度后，供应增量集中兑现叠加需求季节性回落，供需缺口将持续收窄，至年底逐步转向供应过剩。

风险提示：中东地缘冲突反复、美伊谈判进程、霍尔木兹海峡通航情况、海湾国家复产节奏、美联储加息节奏、俄乌冲突。

分析师承诺:

本人具有中国期货业协会授予的期货执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表恒力期货有限公司，或任何其附属公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应征求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所导致的任何损失负任何作用，投资者需自行承担风险。

本报告版权归“恒力期货有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

恒力期货有限公司研究院

欢迎关注恒力期货及研究院公众号

网址: www.hengliqihuo.com

E-MAIL: yanjiuyuan@hengliqihuo.com

