

事件冲击不断 波动依然剧烈

原油期货

内容提要

- 供给端宽松预期持续发酵，构成中长期核心压制。美伊分阶段谅解备忘录落地，霍尔木兹海峡通航持续恢复，伊朗、伊拉克原油出口逐步放量；OPEC+ 维持小幅渐进增产节奏，叠加阿联酋退出组织后不受减产约束、自主扩产，联盟控价能力弱化。非 OPEC 增量同步释放，巴西、圭亚那深水油田持续投产，美国页岩三季度小幅抬产，但受资本、管道、劳动力约束增产空间有限。三季度全球供需小幅过剩，四季度供给增量进一步扩大，宽松格局逐步强化。
- 需求端修复力度不足，难以消化新增供应。欧美高利率压制制造业与汽油消费，电动车持续替代燃油；国内炼厂开工温和回升，但同比仍偏弱，化工用油拖累明显。仅三季度欧美出行旺季、南亚高温发电形成阶段性刚需支撑，对高硫燃料油形成相对托底；航煤韧性尚可，但整体难以扭转需求偏弱基调。库存低位与各国战略补库意愿为油价提供底部支撑，深度大跌空间有限。
- 宏观与地缘形成双向约束。美联储维持高利率，年内持续存在加息预期，美元保持强势，持续压制美元计价原油估值；地缘方面，美伊协议履约存分歧，黎以、红海航线摩擦会阶段性推升风险溢价，一旦谈判破裂、海峡航运受阻，战事再起，油价有望重回 90 美元上方（内盘 600 元上方）；若年内达成完整和解，地缘溢价完全出清，价格下探 65 美元甚至 55 美元低位（内盘 400 元下方）。
- **行情走势：** 三季度前期仍关注地缘局势，叠加出行传统旺季，油价仍保有一定支撑，而进入四季度随着产量持续恢复，油价面临较大下行压力。
- **策略：** 短中线投资者考虑逢低多单入场，博弈谈判进程缓慢及夏季需求恢复较强；长线投资者可等待反弹回升后再入场空单。
- **风险：** 美国页岩油效率下滑，产量自巅峰迅速回落；中东地缘风险恶化影响至产油国； OPEC+内部再度出现巨大分裂。

交易咨询业务资格：

证监许可【2012】1091号

完稿时间：2026年7月1日

分析师：	金泽彬
研究品种：	原油、燃料油
从业资格证号：	F3048432
投资咨询证号：	Z0015557
QQ：	2444284568
TEL：	15157579507
E-mail：	jinzebin@dyqh.info

重要提示：

本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。大越期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为大越期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，大越期货不承担任何责任。

一、半年回顾

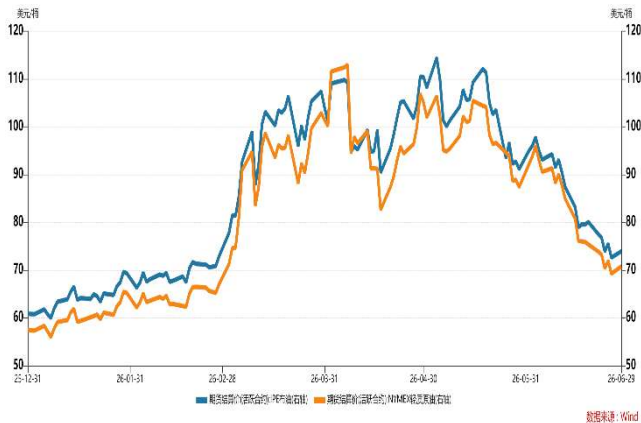
2026年上半年原油期货整体呈现先震荡整理、地缘冲高、高位拉锯、年中回落的阶段性行情，地缘政治成为主导油价波动的核心因素，传统供需与宏观因素为辅，盘面整体波动剧烈，结构性特征显著。

上半年行情可分为四个阶段。1-2月原油整体偏弱震荡，全球供需相对宽松，OPEC+维持减产政策、成品油季节性累库，油价缺乏单边趋势，区间波动为主。2月末中东局势突变，美伊冲突升级、霍尔木兹海峡航运受阻，区域原油运输大幅受限，触发强烈地缘避险买盘。3月油价快速冲高并刷新年内高点，内外盘原油期货同步大幅拉涨，地缘风险溢价成为行情绝对主线。4-5月美伊呈现“谈打交织”格局，多轮谈判缓和预期与局部军事摩擦反复拉扯，油价维持高位宽幅震荡。叠加全球原油持续去库、现货结构偏紧，油价底部支撑稳固，整体运行中枢显著高于年初水平。

6月市场逻辑彻底反转，美伊地缘缓和主导行情回落。双方在瑞士完成首轮谈判，确定60天分阶段协议落地路线，美方放开伊朗石油交易短期限制，霍尔木兹海峡通航量持续回升，单日通航船只数量创冲突以来新高，前期累积的地缘风险溢价快速消退，油价重心持续下移，回吐年内大部分涨幅。供应端方面，伊拉克南部油田持续增产，出口运力随局势缓和逐步恢复，进一步加剧市场供给宽松预期。需求端整体偏弱，高油价抑制终端消费，海外炼厂检修拖累原油需求，仅季节性刚需提供小幅支撑。

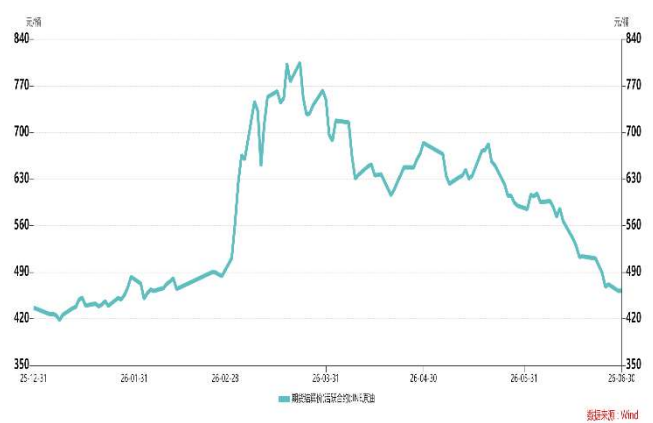
价格方面，截至6月30日，NYMEX原油期货报70.03美元/桶，年涨21.98%；布伦特原油期货报73.43美元/桶，半年涨20.55%；上期所原油期货报收460.3元/桶，半年涨6.50%。

图 1：国外原油主力期货价格走势



资料来源：WIND 大越期货整理

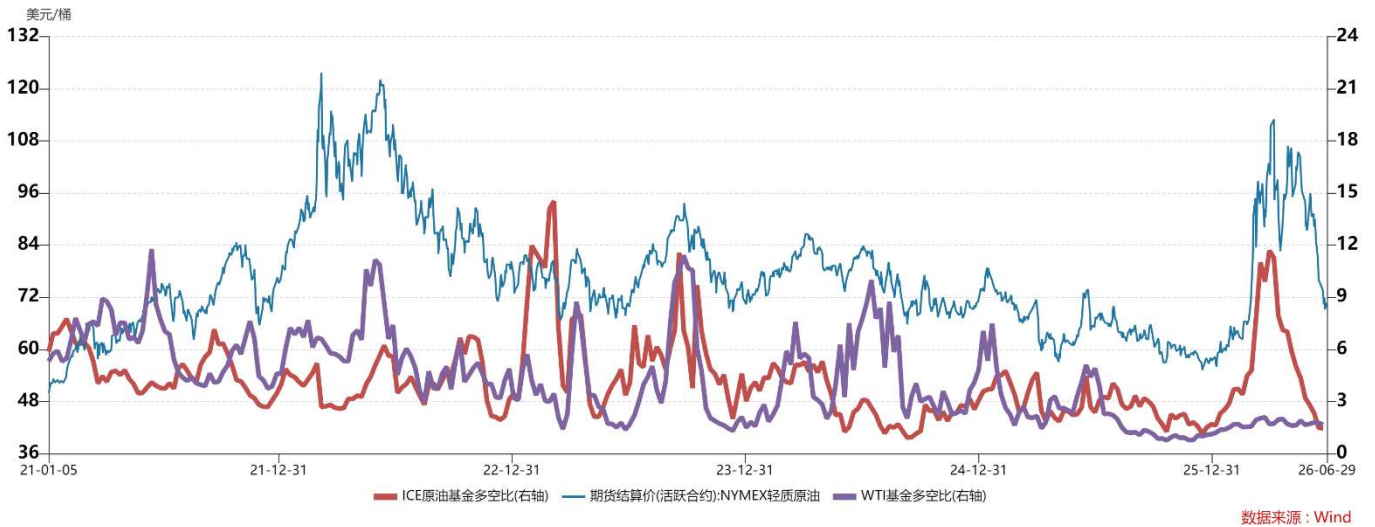
图 2：上海原油期货主力价格走势



资料来源：WIND 大越期货整理

从持仓方面来，6月23日当周的布伦特原油期货投机性净多头头寸减少23790张至90338张合约；CFTC公布的数据显示至6月23日当周，投机者所持WTI原油净多头头寸减少9850张合约，至114633张合约，在美伊和谈有所进展后，净多开始持续离场。

图3：投机性基金多空比



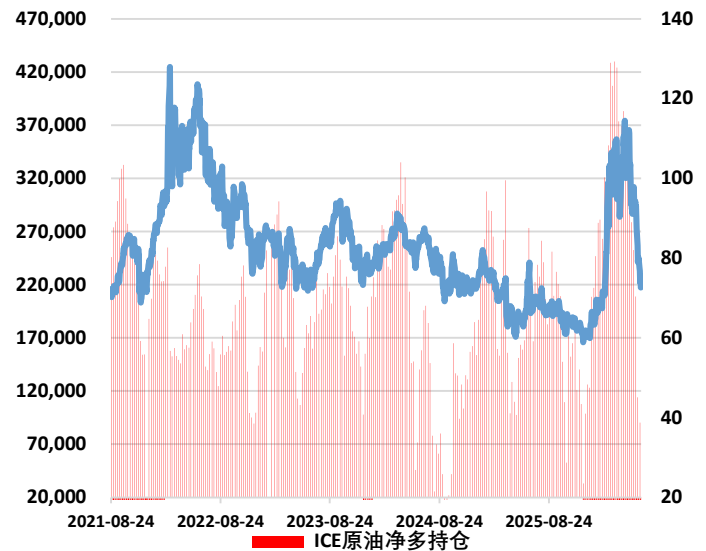
资料来源：WIND 大越期货整理

图4：WTI原油净多头持仓量



资料来源：CFTC WIND

图5：布伦特原油净多头持仓量



资料来源：ICE WIND

请务必阅读正文之后的免责声明

二、基本面

1. OPEC+：谨慎调整计划

2026 年上半年 OPEC+整体延续先刚性维稳、后渐进增产的调控节奏，全年以弹性控产、托底油价为核心思路，政策分为一季度稳态减产、二季度有序放松减产两大阶段。叠加中东地缘冲突、阿联酋退群、伊拉克超产等变量，政策纸面增产与实际市场供应形成明显分化，对上半年原油行情形成关键指引。

一季度，OPEC+维持原有减产框架，暂停增产节奏，整体政策偏收紧。组织延续前期 165 万桶/日自愿减产叠加 220 万桶/日集体减产的政策组合，主力产油国保持产量稳定，对冲年初全球原油需求偏弱、成品油季节性累库压力，为油价提供底部支撑。2 月末美伊冲突爆发，霍尔木兹海峡航运受阻，海湾原油出口大幅受限，叠加 OPEC+严格减产，全球原油现货供给缺口快速放大，成为 3 月油价大幅冲高的重要基本面支撑。3 月末会议敲定二季度渐进增产计划，政策基调由紧缩转向边际宽松。

二季度，OPEC+持续小幅放松减产，逐月落地增量供给。4 月决议确定 5 月起每日增产 20.6 万桶，有序缩减自愿减产规模，同时要求超产国家完成产量补偿，保留随时调整增产节奏的灵活权限。5 月行业迎来结构性变动，阿联酋正式退出 OPEC 及 OPEC+，组织协调主体缩减为七国，团队调控稳定性有所弱化。6 月再度微调政策，将月度增产幅度降至 18.8 万桶/日，连续四月小幅增量，释放对冲地缘缓和、平稳油价的调控意图。

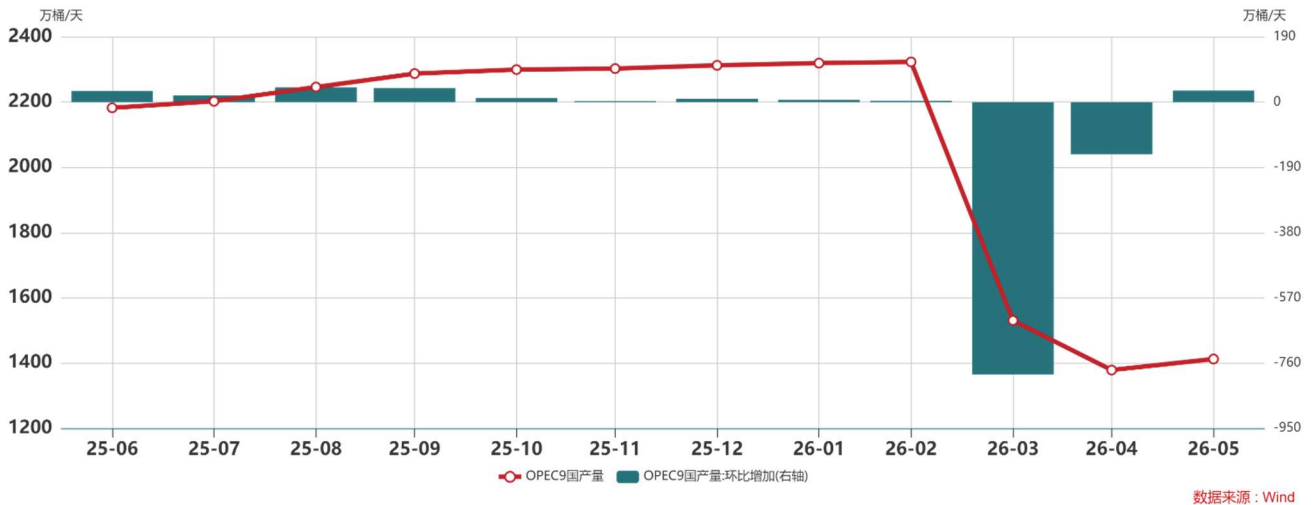
图 6：OPEC+2026 年计划产量（万桶/日）

Country	2026									Required Production Level as per th 38s ONOMM (1)	
	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep - Dec		
Algeria	971	971	971	1007	1007	1007	1007	1007	1007	1007	1007
Iraq	4273	4273	4273	4311	3312	4314	4431	4431	4431	4431	4431
Kuwait	2580	2580	2580	2676	2676	2676	2676	2676	2676	2676	2676
Saudi Arabia	10103	10103	10103	10149	10196	10242	10288	10335	10478	10478	10478
UAE	3411	3411	3411	3469	3464	3462	3519	3519	3519	3519	3519
Kazakhstan	1569	1569	1569	1132	1072	972	1628	1628	1628	1628	1628
Oman	811	811	811	832	841	841	841	841	841	841	841
Russia	9574	9574	9574	9449	9449	9449	9449	9449	9449	9449	9949

资料来源：OPEC WIND

请务必阅读正文之后的免责声明

图 7：OPEC 主要成员国产量（万桶/日）



资料来源：OPEC WIND

阿联酋 5 月退出 OPEC+带来中长期结构性利空，显著削弱组织控市能力。阿联酋作为核心海湾产油国，手握大量闲置产能，是 OPEC 过往调节油市、平抑价格波动的重要缓冲力量。其退群后彻底脱离产量配额约束，持续放开产能与出口，6 月原油出口量创下历史新高，独立增产节奏与 OPEC+控产基调形成对冲，弱化组织减产托价效果。同时此次退出打破海湾产油国抱团共识，削弱沙特主导的调控体系，OPEC+仅剩沙特具备大规模闲置产能，单边稳市压力大幅上升。此外事件存在显著示范效应，或将激化伊拉克、科威特等国的配额不满情绪，加剧内部分歧，降低减产履约率与政策执行力，未来油价波动弹性将进一步放大，OPEC+对全球原油供给的定价话语权持续弱化。

展望下半年，OPEC+政策大概率延续小幅渐进增产、灵活动态调产的保守基调。随着美伊局势缓和、霍尔木兹海峡通航修复，中东原油供应逐步回归常态，组织将持续有序退出自愿减产规模，稳步释放产能。但考虑到全球原油需求复苏偏弱、高油价抑制消费，叠加阿联酋退群后组织调控凝聚力下降，OPEC+不会快速大幅增产，将持续以小幅增量为主。此外，伊拉克增产诉求仍将持续，内部配额分歧或长期存在，整体政策落地弹性偏大。若下半年油价持续走弱，OPEC+大概率重启减产托底机制，通过灵活调控产量对冲供需宽松压力，持续为油价提供底部支撑。

2. 美国：稳定但增量不明显

2026 年上半年美国原油产量维持在 1370 万桶/日左右，呈现高油价下增产乏力的特点。增量仅集中在二叠纪盆地，巴肯、鹰滩等产区持续萎缩。行业增产存在多重刚性约束：二叠纪天然气外运管道运力不足限制完井；劳动力、设备紧缺推高开采成本；页岩企业坚守资本纪律，优先分红回购，不愿大幅扩钻；叠加老井自然请务必阅读正文之后的免责声明

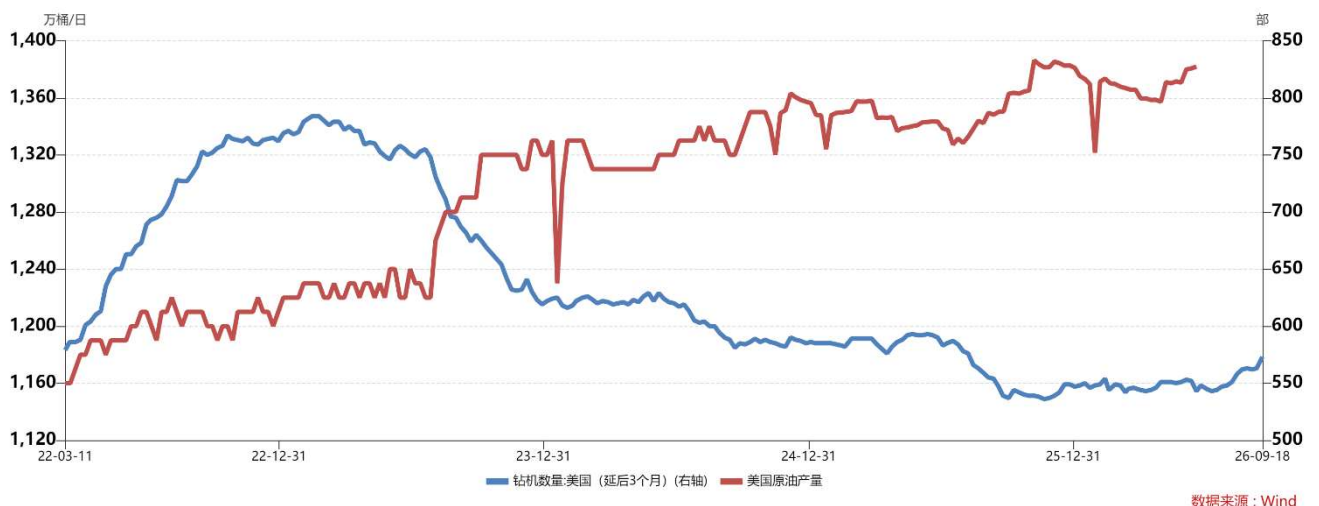
衰减持续抵消新井增量，上半年整体净增量微弱。美伊地缘冲突反复也让企业暂缓长期资本投入，进一步压制增产节奏。达拉斯联储调研显示，行业全年增产空间仅25-50万桶/日。

美国达拉斯联储二季度调查显示，受访油气企业普遍认为，二季度行业景气回暖完全依托中东地缘冲突带来的高油价红利，上游现金流改善带动短期钻井、油服业务回暖，但多重结构性难题持续制约行业长期扩张。人力短缺、管材设备交付延迟、燃料成本大幅上涨推高全产业链开采成本，叠加二叠盆地天然气外输管道运力不足、监管政策限制，即便 WTI 油价维持 100 美元以上高位，美国页岩原油增量也仅能维持小幅区间，无法快速对冲中东供给缺口。

在地缘定价层面，企业对美伊和平协议落地持谨慎乐观态度，多数判断冲突年内逐步收尾、霍尔木兹海峡航运持续修复，长期封锁波斯湾原油出口的极端情景概率偏低，市场提前下调远期油价预期。但行业普遍担忧协议履约存在不确定性，局部摩擦反复会持续产生脉冲式风险溢价，中东地缘扰动将长期影响企业生产与套保规划。

投资端，企业短期增加资本开支，但对明年扩产计划十分保守，长期大规模增产意愿偏弱。同时行业反映实体原油供需与期货盘面存在明显脱节，大宗商品交易资金加大价格波动幅度。综合来看，短期高油价支撑行业盈利，可成本、运力瓶颈约束美国供给弹性，叠加中东局势反复，原油全年无单边趋势，整体维持宽幅震荡运行。

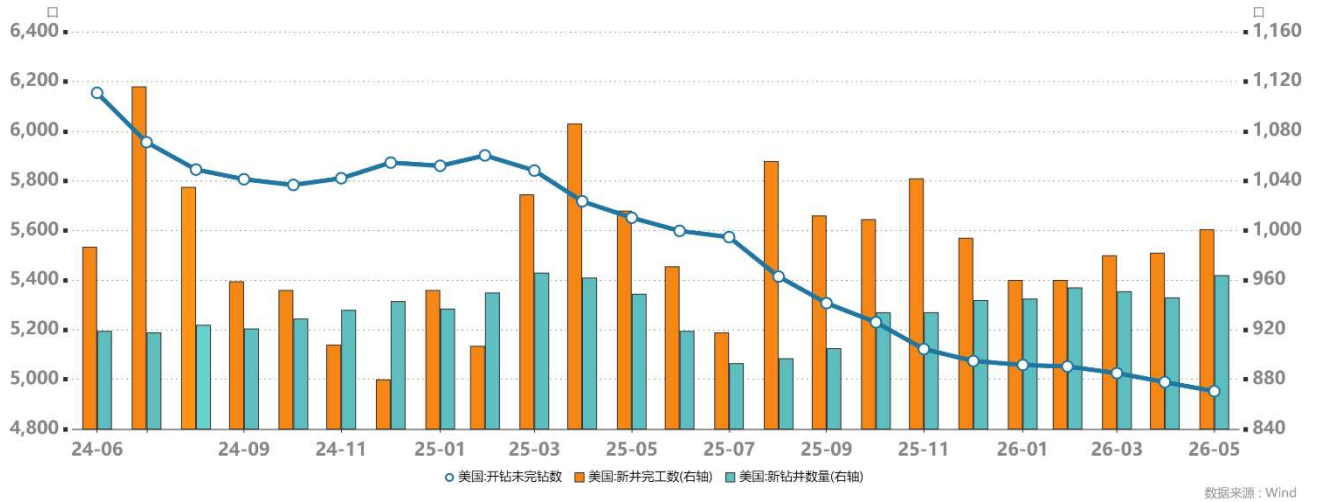
图 8：美国原油产量及钻机数量（万桶/日）



资料来源：EIA WIND

请务必阅读正文之后的免责声明

图 9：美国钻井数量（口）



资料来源：EIA WIND

3. 非 OPEC+：新增产量不断

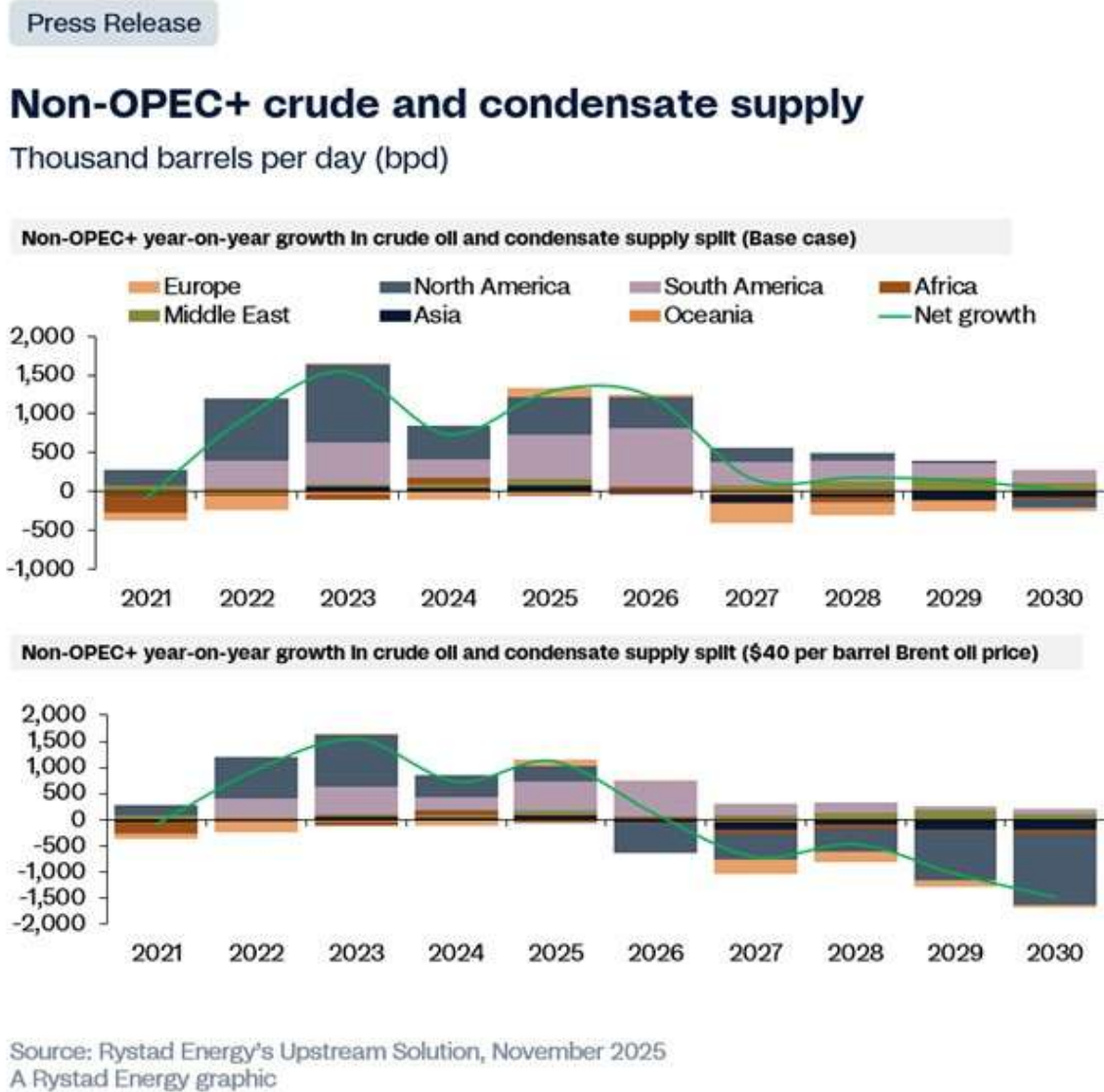
2026 上半年非 OPEC 总产量稳定在 5800 万桶/日以上，是全球原油供应增量核心来源，增长呈现明显分化：南美深水持续放量、北美页岩增产大幅放缓、俄罗斯受基础设施袭击扰动产量偏弱。

南美为最大增量板块，巴西桑托斯盐下油田稳步爬坡，二季度产量创历史新高；圭亚那海上项目持续投产，两国合计贡献全年超七成非 OPEC 增量。加拿大油砂受管道运力限制，增量温和；挪威、阿根廷小幅增产，增量有限。俄罗斯因炼油设施遭持续袭击，内需收缩、原油出口小幅抬升，但总产量整体承压。

下半年非 OPEC 供给将进一步宽松。三季度巴西、圭亚那新 FPSO 集中投产，增量释放达到高峰；美国随天然气管道投运小幅抬产，但四季度因成本约束再度放缓。整体全年非 OPEC 合计增产约 80 万桶/日。

中长期制约不变：上游资本投入不足、页岩单井产出下滑、各国物流基建瓶颈持续压制供给弹性，即便油价回升，非 OPEC 也难以快速大幅增产，对油价的对冲能力偏弱。

图 10：非 OPEC+产油国供应预测



4. 需求端：压力不减

2026 上半年全球原油需求呈现前稳后大幅走弱格局，二季度受中东高油价、航运成本飙升压制，需求显著萎缩，IEA 数据显示二季度全球原油需求同比大降 500 万桶/日，上半年整体需求为 2020 年后同期最弱水平。区域分化明显：OECD 发达经济体需求持续收缩，欧洲高能源成本、电动车替代压制汽柴油；美国仅航煤小幅回暖，汽油消费逐年下滑。增量完全依靠中印及东南亚非 OECD 国家，但高进口成本抑制炼厂开工，中国、印度成品油消费同比走弱，化工原料石脑油需求同步下行；仅中东本地发电、航空煤油存在小幅刚需支撑。分油品看，柴油、汽油为主要拖累，航煤韧性

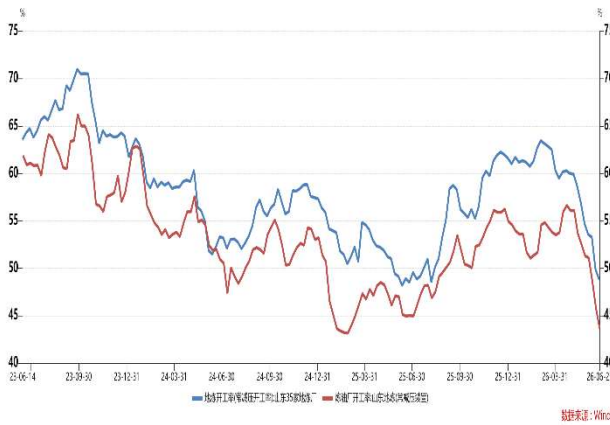
请务必阅读正文之后的免责声明

相对更强。

下半年需求将逐级修复，整体呈三季度跌幅收窄、四季度重回同比正增长节奏。随着美伊缓和、霍尔木兹海峡通航恢复，原油进口成本回落，前期被压制的采购需求逐步回补；三季度欧美出行旺季、南亚发电需求释放，带动炼厂加工量回升，需求环比大幅改善。四季度航空出行持续回暖，亚太工业活动小幅提振，全年需求同比降幅收窄至 110 万桶/日附近。

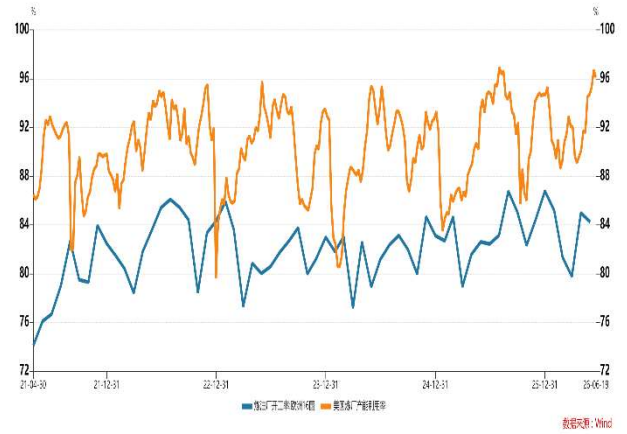
但中长期约束仍存：发达地区电动车渗透率提升持续压制汽油；全球制造业复苏乏力拖累化工用油。全年需求修复力度有限，难以完全对冲 OPEC+ 与非 OPEC 供给增量，供需宽松预期将持续压制油价上行空间。

图 11：山东地炼开工率



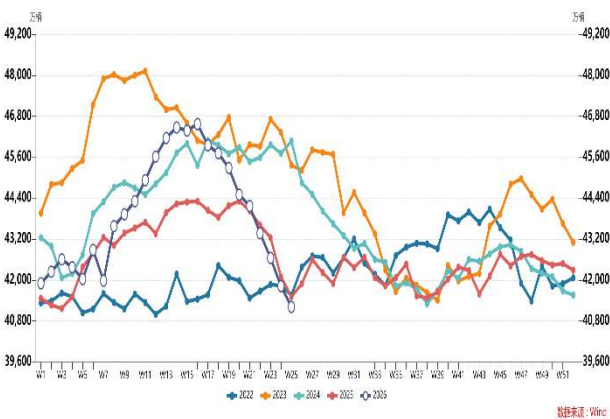
资料来源：WIND 大越期货整理

图 12：美欧炼厂开工率



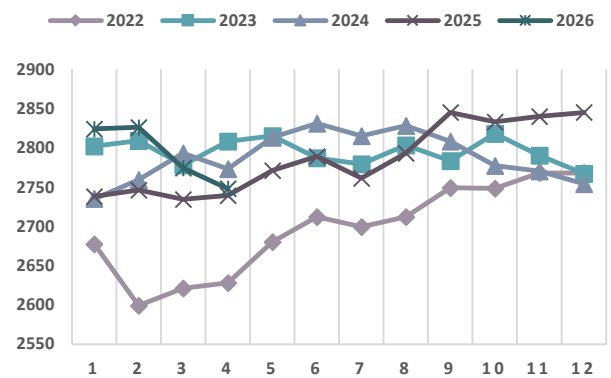
资料来源：WIND 大越期货整理

图 13：EIA 原油库存数据（万桶）



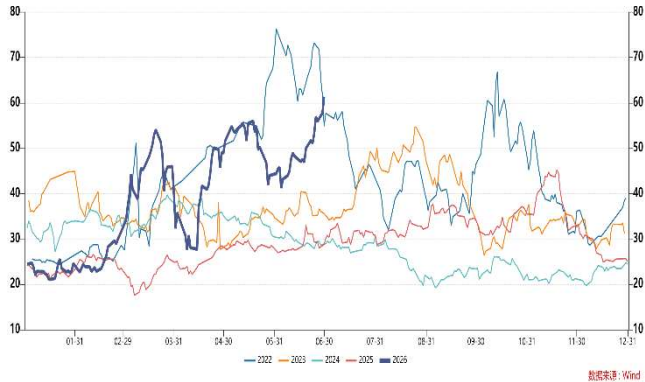
资料来源：EIA

图 14：OECD 原油库存数据（百万桶）



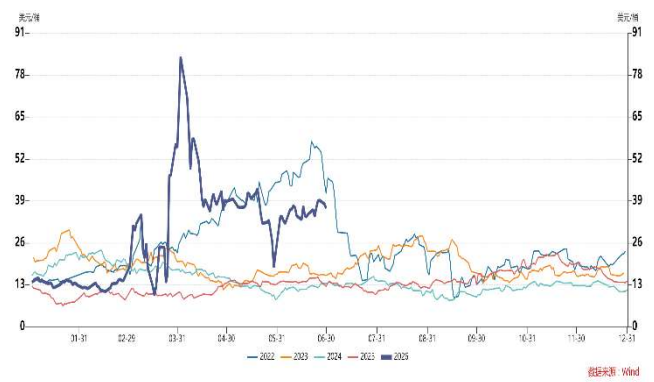
资料来源：OPEC

图 15：西北欧裂解价差数据



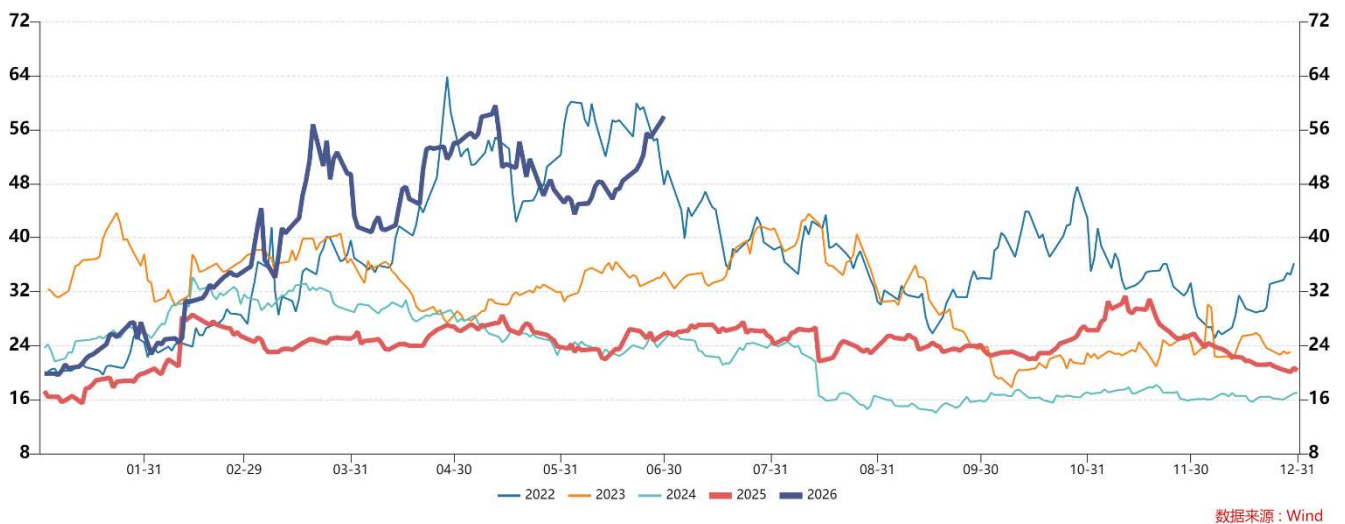
资料来源：WIND 大越期货整理

图 16：新加坡裂解价差数据



资料来源：WIND 大越期货整理

图 17：美国裂解价差数据



资料来源：WIND 大越期货整理

三、宏观环境

中东地缘仍是决定油价弹性的核心变量。当前美伊达成 60 天分阶段谈判框架，基准情景下海峡通航持续恢复，滞港油轮逐步外运，地缘风险溢价持续消化，持续压制原油与燃料油估值。但协议履约存在不确定性，若谈判分歧加剧、局部交火再起，霍尔木兹海峡航运再度受阻，油价将快速反弹；若年内达成完整和解，伊朗原油全面回流市场，价格将进一步下探。此外阿联酋退出 OPEC + 削弱联盟控价能力，独立增产对冲减产支撑，黎以、红海航线摩擦仅带来短期脉冲式利多，难以扭转下行大趋势。同时海湾基础设施修复周期较长，库存低位为油价提供底部支撑，深度大跌空间有限。

全球宏观与货币政策形成长期压制。美联储下半年维持偏鹰基调，市场计价加息请务必阅读正文之后的免责声明

预期，美元保持强势，以美元计价的原油持续承压；高利率环境压制全球制造业活动，欧美汽油需求受电动车替代持续走弱，整体原油需求修复力度不足。仅南亚夏季发电、欧美出行旺季能带来阶段性需求提振，支撑高硫燃料油相对抗跌，但无法改变原油偏弱格局。非 OPEC 供应持续放量，巴西、圭亚那深水项目投产进一步加剧供需宽松预期。

四、展望

2026 下半年原油定价主线由上半年地缘供给冲击切换为中东供应修复、全球需求偏弱、宏观货币压制，整体行情中枢较上半年明显下移，以宽幅震荡偏弱为主，地缘冲突仅带来阶段性脉冲反弹，难以走出持续性上涨行情。

供给端宽松预期持续发酵，构成中长期核心压制。美伊分阶段谅解备忘录落地，霍尔木兹海峡通航持续恢复，伊朗、伊拉克原油出口逐步放量；OPEC + 维持小幅渐进增产节奏，叠加阿联酋退出组织后不受减产约束、自主扩产，联盟控价能力弱化。非 OPEC 增量同步释放，巴西、圭亚那深水油田持续投产，美国页岩三季度小幅扩产，但受资本、管道、劳动力约束增产空间有限。三季度全球供需小幅过剩，四季度供给增量进一步扩大，宽松格局逐步强化。

需求端修复力度不足，难以消化新增供应。欧美高利率压制制造业与汽油消费，电动车持续替代燃油；国内炼厂开工温和回升，但同比仍偏弱，化工用油拖累明显。仅三季度欧美出行旺季、南亚高温发电形成阶段性刚需支撑，对高硫燃料油形成相对托底；航煤韧性尚可，但整体难以扭转需求偏弱基调。库存低位与各国战略补库意愿为油价提供底部支撑，深度大跌空间有限。

宏观与地缘形成双向约束。美联储维持高利率，年内持续存在加息预期，美元保持强势，持续压制美元计价原油估值；地缘方面，美伊协议履约存分歧，黎以、红海航线摩擦会阶段性推升风险溢价，一旦谈判破裂、海峡航运受阻，战事再起，油价有望重回 90 美元上方（内盘 600 元上方）；若年内达成完整和解，地缘溢价完全出清，价格下探 65 美元甚至 55 美元低位（内盘 400 元下方）。

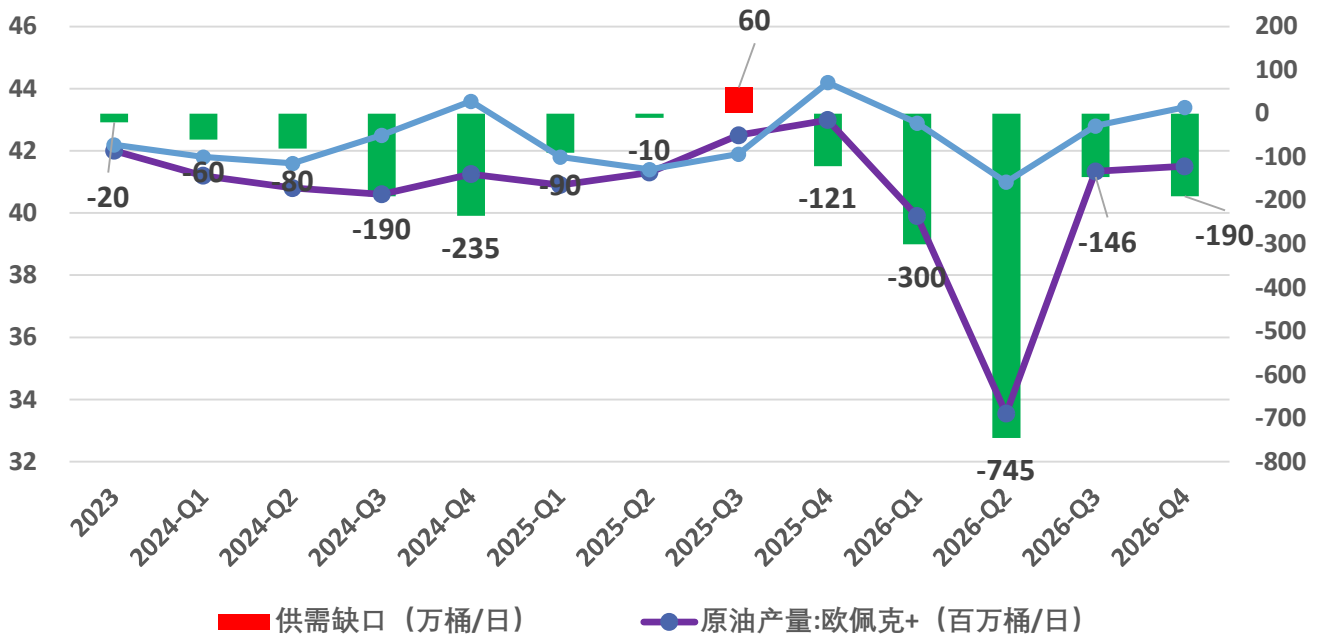
行情走势：三季度前期仍关注地缘局势，叠加出行传统旺季，油价仍保有一定支撑，而进入四季度随着产量持续恢复，油价面临较大下行压力。

策略：短中线投资者考虑逢低多单入场，博弈谈判进程缓慢及夏季需求恢复较强；长线投资者可等待反弹回升后再入场空单。

风险：美国页岩油效率下滑，产量自巅峰迅速回落；中东地缘风险恶化影响至产油国；OPEC+内部再度出现巨大分裂

请务必阅读正文之后的免责声明

图 18：基于 OPEC 月报的平衡表



资料来源：OPEC 大越期货整理

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我们对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所作出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与大越期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了大越期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只反映大越期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经公司允许，本报告内容不得以任何形式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“大越期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。

公司总部

地址：浙江省绍兴市越城区解放北路 186 号 7 楼

邮编：312000

电话：400-600-7111

网址：www.dyqh.info