

宏观深度报告 20260626

下半年原油价格和中美通胀将如何演绎？

2026年06月26日

证券分析师 芦哲

执业证书：S0600524110003

luzhe@dwzq.com.cn

证券分析师 李昌萌

执业证书：S0600524120007

lichm@dwzq.com.cn

证券分析师 韦祎

执业证书：S0600525040002

weiy@dwzq.com.cn

► **核心观点：**展望下半年油价走势来看，美伊谈判的走势以及霍尔木兹海峡开放的进程仍将是主导原油价格的核心变量，但考虑到：①中东地区油井受到损伤以及物理层面复工困难等造成的“停产”易，“复产”难；②美国等在内主要经济体消耗库存以弥补进口缺失所造成的全球原油库存过度消耗；③短期因高油价、高运价以及高保价造成的需求抑制将在下半年逐步回补。因此下半年原油供需缺口难以明显收窄，意味着基准情形下油价或仍将维持在近期80美元/桶的中枢下震荡下行。

■ 5月以来原油供应减少为何没有造成油价失控？

► **供给替代：**中东以外地区原油出口增长弥补了约52%的中东原油供应损失。与2026年2月相比，5月中东地区出口量减少了3.24亿桶，而全球出口总量仅减少1.48亿桶。这其中，北美出口增加约1亿桶，拉丁美洲、东欧出口分别增加4336、3021万桶，在很大程度上对冲了中东原油供给的缺口。

► **库存消耗：**在原油供给的持续紧缺下，消耗库存成为包括美国、日本、中国等大多数经济体应对能源冲击的必然选择。以美国为例，与美伊冲突前相比，美国的原油库存减少9625万桶，其中战略原油储备减少7519万，为1980年代以来新低，并且消耗速度比2022年俄乌冲突时期更快。战略库存的消耗支撑了美国国内原油需求保持稳健。

► **需求抑制：**以中国为例，高油价下，原油需求在一定程度上被延迟乃至抑制。截至2026年4月，中国自中东7国的原油进口量降至有数据以来的新低，而来自中东以外地区的进口并未大幅增长，这使得原油进口总量降至2022年以来新低。与此同时，炼厂开工率近期显著下滑，显示下游石油产品的需求正在被延迟乃至抑制。

■ 下半年原油供需缺口难以明显收窄

► **供给端：油井“停产”易，“复产”难。**从物理层面来讲，油井重启是一项复杂的系统性工程，即便无外部约束，伊拉克等受损严重的国家产能回归至战前水平仍需6至9个月。在19年美国对伊朗原油制裁以及20年新冠肺炎疫情的影响下，伊朗原油产量下滑至17年以来低位，而后尽管原油产量开始修复，但产量修复的斜率远低于产量下滑的斜率。

► **需求端：短期受损但并不意味着永久性损失。**根据Kpler的统计数据，全球海上原油进口量从2月份的4540万桶下降到了5月份的3750万桶，降幅17.4%。但如果考虑需求下滑的结构以及近期高企的保费和海运价格，实际的需求收缩可能会被高估，很大一部分需求或只是被置后。

■ 下半年油价走势的三种情形及对中美通胀影响

► **乐观情形下（概率25%），**美伊在60天和谈期内达成最终协议，海峡完全放开，则预计三季度油价中枢将在70美元/桶，四季度回落至65美元/桶，对应三季度、四季度我国PPI分别录得约4.4%和3.4%，美国CPI分别录得3.3%和3.1%左右；

► **中性情形下（概率60%），**美伊在60天和谈期内维持现状，后继续延长和谈期，即海峡在放开与封锁间动态调整，则预计三季度油价中枢将在80美元/桶，四季度回落至75美元/桶，对应三季度、四季度我国PPI分别录得约4.8%和4.4%，美国CPI分别录得3.8%和3.5%-4.0%左右；

► **悲观情形下（概率15%），**美伊在60天和谈期内谈判破裂，海峡再度封锁，则预计三季度油价中枢将在100美元/桶，四季度回落至95美元/桶，对应三季度、四季度我国PPI分别录得约5.7%和5.9%，美国CPI分别录得4.7%和5.0%左右；

■ **风险提示：**（1）部分数据源于海外机构预测，可能存在误差；（2）国内市场短期跟随环境波动，宏观政策推进节奏不及预期；（3）伊朗事件导致美联储货币政策不确定性提升，对全球流动性造成冲击。

相关研究

《“去地产化增长”：国际经验下的脱钩与转型——从全球190次衰退看房地产周期如何回升（三）》

2026-06-25

《美伊瑞士会谈：谅解备忘录框架启动，但离永久和平协议落地仍有距离》

2026-06-23

内容目录

1. 5月以来原油供应减少为何没有造成油价失控？	4
1.1. 北美和拉美等地区出口增加形成供给替代.....	4
1.2. 美国、日本和中国通过库存消耗弥补进口缺失.....	5
1.3. 高油价下全球石油需求受到阶段性抑制.....	6
2. 下半年原油价格将如何演绎？	8
2.1. 供给端：油井“停产”易，“复产”难	8
2.2. 需求端：短期受损但并不意味着永久性损失.....	9
2.3. 下半年油价走势的三种情形及对中美通胀影响.....	11
3. 风险提示	14

图表目录

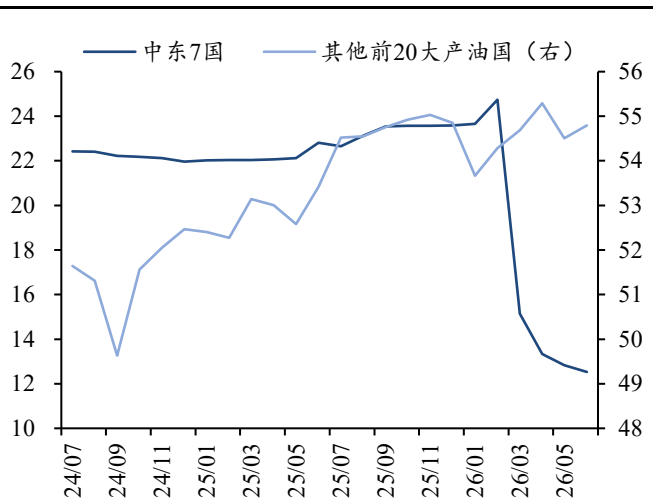
图 1:	全球原油产量.....	4
图 2:	全球原油出口量.....	4
图 3:	全球原油出口量（分地区）.....	5
图 4:	美国原油进出口.....	5
图 5:	美国原油供需平衡表.....	5
图 6:	美国原油库存.....	6
图 7:	美国炼厂开工率.....	6
图 8:	中国原油进口.....	7
图 9:	中国炼厂开工率.....	7
图 10:	全球石油库存量（千桶）.....	8
图 11:	伊朗原油产量和出口量走势（千桶/天）.....	8
图 12:	中东地区有 5 个国家原油产量位于全球前十（%）.....	9
图 13:	各国在 2026 年较 2025 年海上原油平均进口量的变化（千桶）.....	10
图 14:	我国原油进口量（万吨）.....	10
图 15:	我国对原油使用下滑的斜率有所放缓（%）.....	10
图 16:	原油运价指数大幅上行.....	11
图 17:	主要船企净利润（亿美元）.....	11
图 18:	不同油价情景下美国 CPI 同比增速.....	12
图 19:	不同油价情景下中国 PPI 同比增速.....	13

1. 5月以来原油供应减少为何没有造成油价失控?

自2月28日美伊冲突爆发以来，霍尔木兹海峡的封锁已经造成全球原油供应的持续、巨量的损失。截至2025年，霍尔木兹海峡每天通行约2000万桶原油和石油产品，占全球海上石油贸易的25%。在海峡的持续封锁下，不仅全球四分之一的原油无法运出，中东产油国也被迫陆续减产。EIA在最新6月报告中估算，受影响的中东7国在5月累计减产1125万桶/日，为美伊冲突前产量的45%；IEA在6月报告中估算，全球维度看，预计2026年全球原油供应量预计将下降390万桶/日至1.024亿桶/日，其中5月产量下降至9450万桶/日，比美伊冲突前水平低了1360万桶/日，约12.6%。

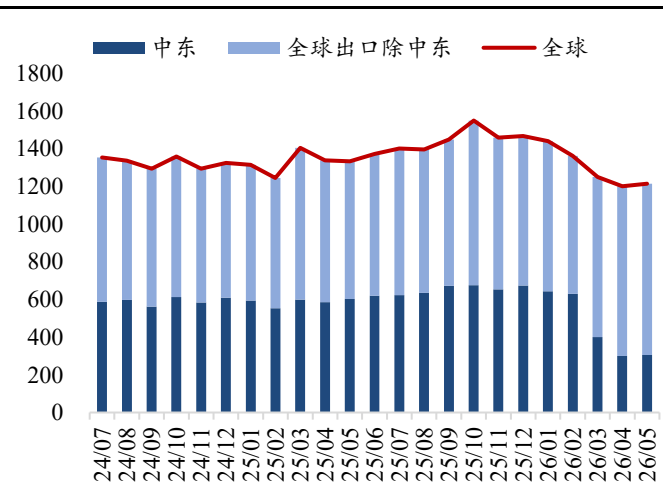
这一预测数据与全球原油的供给数据大体一致。从产量来看，据Rystad数据，截至2026年6月，中东7国的原油产量约为美伊冲突前的52%；从出口量来看，截至2026年5月最新，中东地区的原油出口约为美伊冲突前的48%。

图1：全球原油产量



数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位百万桶/日

图2：全球原油出口量



数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位百万桶

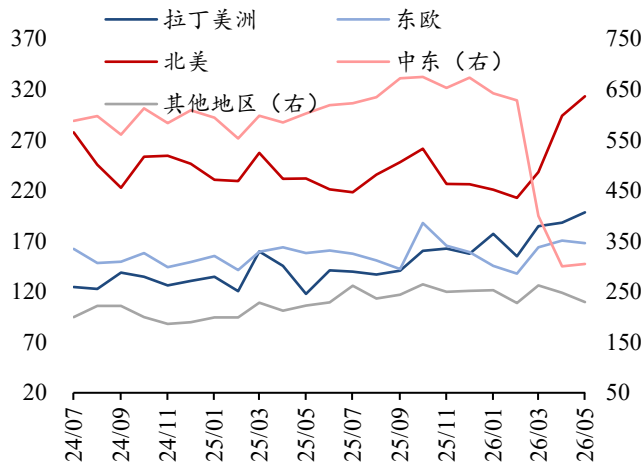
上述数字可见，美伊冲突给中东地区的原油供给带来了持续且显著的破坏。然而，在海峡的持续封锁下，全球原油价格在3、4月冲高至120美元/桶的高位后，自5月中旬以来持续下行，Brent油价目前已回落至80美元/桶以下。为何全球原油供应的持续性减少并未带来油价的持续失控飙升，并且尚未给全球经济造成破坏性冲击？我们认为，供给替代、库存消耗和需求抑制三个渠道发挥了作用。

1.1. 北美和拉美等地区出口增加形成供给替代

(1)供给替代: 中东以外地区原油出口的增长弥补了约52%的中东原油供应损失。从全球原油出口数据来看，截至6月最新，在中东地区原油出口降至低位的同时，北美、拉丁美洲、甚至东欧地区均大幅提高了原油出口量。其中，与2026年2月相比，5月中东地区出口量减少了3.24亿桶，而全球出口总量仅减少1.48亿桶。这其中，北美出口增加约1亿桶，拉丁美洲、东欧出口分别增加4336、3021万桶，在很大程度上对冲了

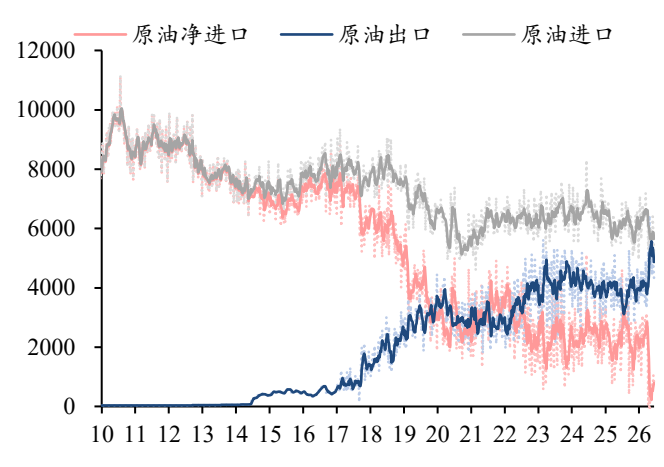
中东原油供给的缺口。以美国为例，4月底，美国原油出口规模已触及644万桶/日的历史峰值，带动净进口规模降至接近0。

图3: 全球原油出口量(分地区)



数据来源: 彭博, 东吴证券研究所; 单位百万桶

图4: 美国原油进出口



数据来源: EIA, 东吴证券研究所; 单位千桶/日

1.2. 美国、日本和中国通过库存消耗弥补进口缺失

(2) 库存消耗: 在原油供给的持续紧缺下, 消耗库存成为包括美国、日本、中国等大多数经济体应对能源冲击的必然选择。IEA最新估算, 自美伊冲突开始以来, 全球原油及石油产品库存减少的平均速度达到了380万桶/日, 并且消耗速度在5月加速至460万桶/日。其中, OECD国家的原油战略库存已降至1990年12月以来的最低水平; EIA则预计, 全球石油库存的消耗速度在26Q2将达到630万桶/日、并在26Q3加速至760万桶/日。

图5: 美国原油供需平衡表

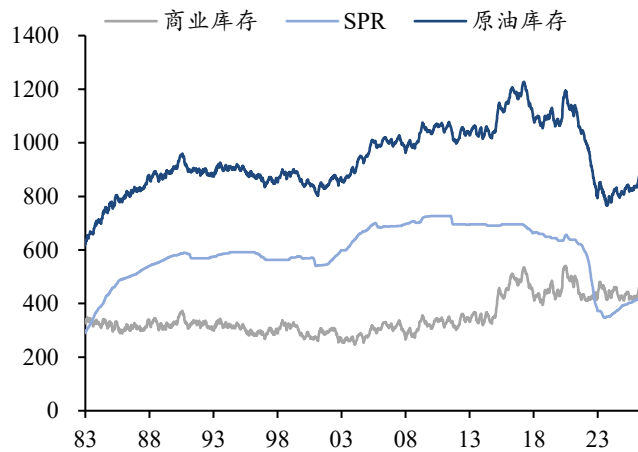
	与上周比	与2/27比	2026/6/12	2026/6/5	2026/5/29	2026/5/22	2026/5/15	2026/5/8	2026/5/1
原油产品总供给/表观需求	87	-515	20,686	20,599	20,333	20,943	20,449	19,891	19,486
来自原油供给(炼厂净投入)	231	1,023	17,192	16,961	16,881	16,971	16,320	16,399	16,030
原油产量	7	128	13,806	13,799	13,707	13,715	13,702	13,710	13,573
原油净进口	-241	-2,181	807	1,048	523	772	412	409	727
原油库存变化	-293	-3,004	-2,458	-2,165	-2,281	-1,770	-2,541	-1,844	-1,077
调整项	266	231	-270	-536	-124	224	-830	-56	60
其他供给项转入	-94	-159	391	485	494	490	495	492	593
来自其他供给	-144	-1,538	3,494	3,638	3,452	3,972	4,129	3,492	3,456
石油产品产量	-12	97	10,089	10,101	10,127	10,142	10,132	10,031	9,793
石油产品净进口	-405	-913	-6,373	-5,968	-5,630	-6,613	-5,894	-6,376	-6,481
石油产品库存变化	-176	881	55	231	772	-712	-165	-108	-509
调整项	3	0	224	221	221	221	221	221	228

数据来源: EIA, 东吴证券研究所; 单位千桶/日

我们以美国的原油供需平衡表为例, 截至2026年6月12日当周, 美国的石油产品供给“表观需求”相较于2月27日当周仅小幅下降515千桶/日, 其中原油库存的消耗

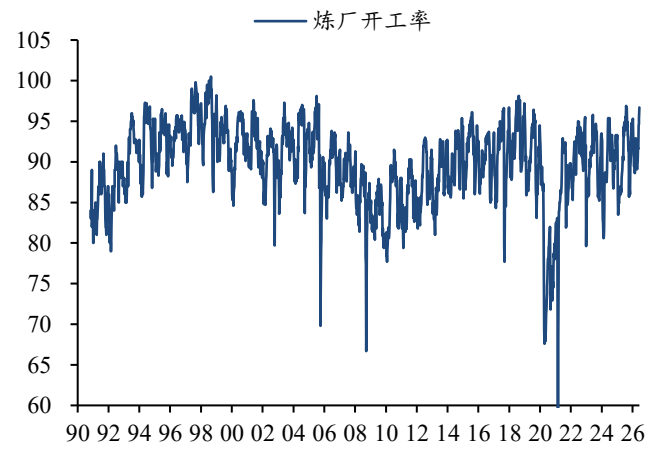
是补充供给的主要增量来源。与美伊冲突前相比，美国的原油库存减少 9625 万桶，其中战略原油储备减少 7519 万桶至 3.4 亿桶，为 1980 年代以来新低，并且消耗速度比 2022 年俄乌冲突时期更快。在相对充足的战略原油储备下，美国的原油需求得以保持强劲，炼厂开工率也维持在高位，表明美国的石油需求并未明显受到供给短缺的抑制。当然，原油储备的消耗存在客观约束。当战略原油储备降至几十年以来的低位、并临近警戒水平，美国最终也将不得不面临能源供给冲击的实际约束。

图6: 美国原油库存



数据来源：彭博，东吴证券研究所；单位百万桶

图7: 美国炼厂开工率

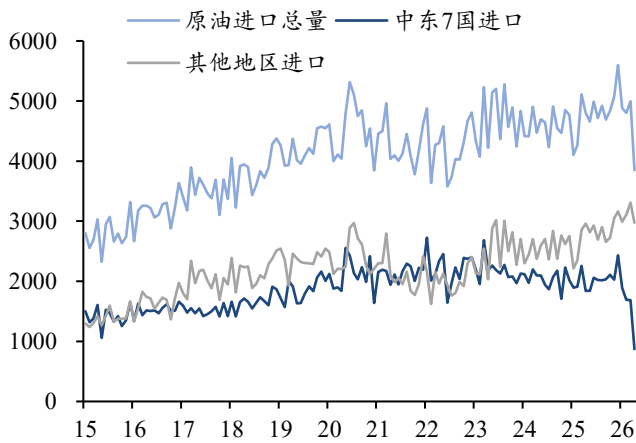


数据来源：EIA，东吴证券研究所；单位%

1.3. 高油价下全球石油需求受到阶段性抑制

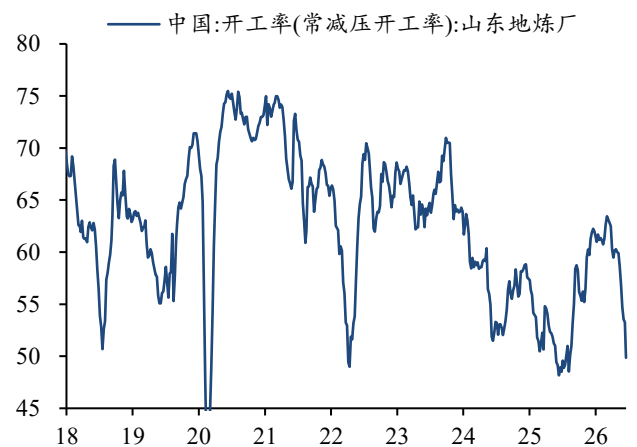
(3) 需求抑制：高油价天然对原油需求产生抑制效应，这在一定程度上缓解了能源冲击引发的供需缺口担忧。IEA 与 EIA 均预计，2026 年全球石油需求将同比下降 110 万桶/日（作为参照，2 月 EIA 的测算为增长 120 万桶/日）。以中国为例，高油价下，原油需求在一定程度上被延迟乃至抑制。截至 2026 年 4 月，中国自中东 7 国的原油进口量降至有数据以来的新低，而来自中东以外地区的进口并未大幅增长，这使得原油进口总量降至 2022 年以来新低。进口的减少对应在中下游，体现为炼厂需求的收缩。近期，炼厂开工率的下降即表明下游石油产品的需求正在被延迟乃至抑制。OPEC 在最新 6 月报告也预估，中国的石油需求在 4 月同比显著收缩，并预计在三、四季度逐步回升。

图8: 中国原油进口



数据来源: 海关总署, 东吴证券研究所; 单位万吨

图9: 中国炼厂开工率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所; 单位%

综合来看, 2月底以来中东冲突造成的全球原油供给破坏, 在全球范围内通过供给替代、库存消耗和需求抑制的方式, 在一定程度上收窄了原油供需缺口, 缓解了供给冲击对油价和实体经济的影响。然而, 值得注意的是, 供给替代的规模有限、库存消耗也存在明显的天花板, 需求抑制的弹性和空间同样有限、且持续的需求抑制也将对经济产生负面影响。因此, 若美伊冲突迟迟未能走向终局、霍尔木兹海峡封锁的时间一再延长, 则原油供给冲击对实体经济和油价的影响最终将逐步显性化, 当前 80 美元/桶美元左右的油价中枢将难以持续。

2. 下半年原油价格将如何演绎？

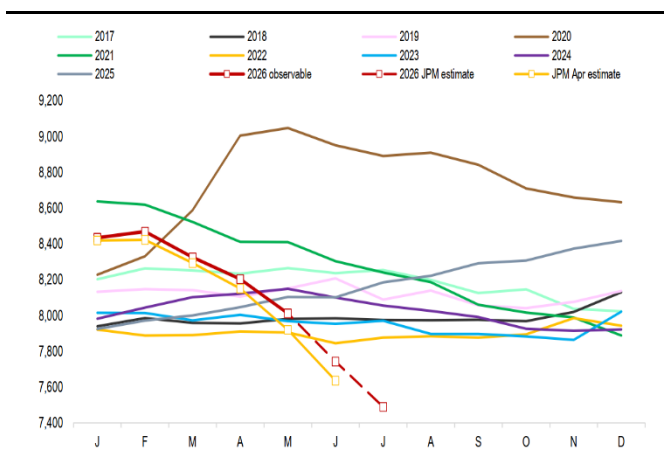
2.1. 供给端：油井“停产”易，“复产”难

根据国际能源署的相关估算数据，截至4月中旬美伊冲突已造成超过80处能源设施遭到袭击，其中超过三分之一的设施遭到严重破坏，而修复这些设施并将石油和天然气产量恢复到战前水平可能需要长达两年的时间。

为什么原油“复产”如此困难？从物理层面来讲，油井重启是一项复杂的系统性工程，长期关停油井可能对于油井产能造成一定不可逆的影响。油田开采依赖地底的天然压力，当油井被强行关闭后，地底的压力动态会发生剧烈变化。如果在复产时气阀开启过快，可能会原引发“水锥”效应或泥砂涌入，严重降低油井的生产效率。而除此之外，伊朗等波斯湾产油国碳酸盐岩储层的特性以及油井和干线管道停运期间石蜡与沥青质析出结晶等问题带来的处理难度，都无疑从物理层面增加了油井“复产”的难度。根据伍德麦肯兹的一项研究数据，即便无外部约束，伊拉克等受损相对严重的国家产能回归至战前水平仍需6至9个月。

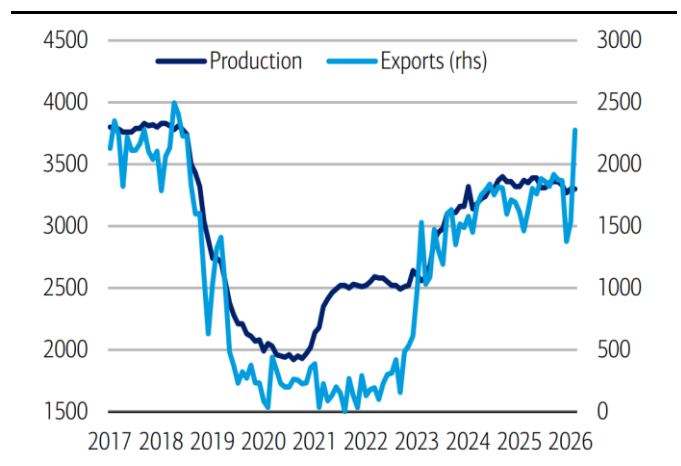
从图11伊朗原油产量的历史数据可以看出，在2019年美国对伊朗原油制裁以及2020年新冠肺炎疫情的影响下，伊朗原油产量下滑至2017年以来低位，而后尽管伊朗原油产量开始修复，但产量修复的斜率远低于产量下滑的斜率，也从侧面反映出油井“停产”易、“复产”难的局面。

图10：全球石油库存量（千桶）



数据来源：摩根大通，东吴证券研究所

图11：伊朗原油产量和出口量走势（千桶/天）



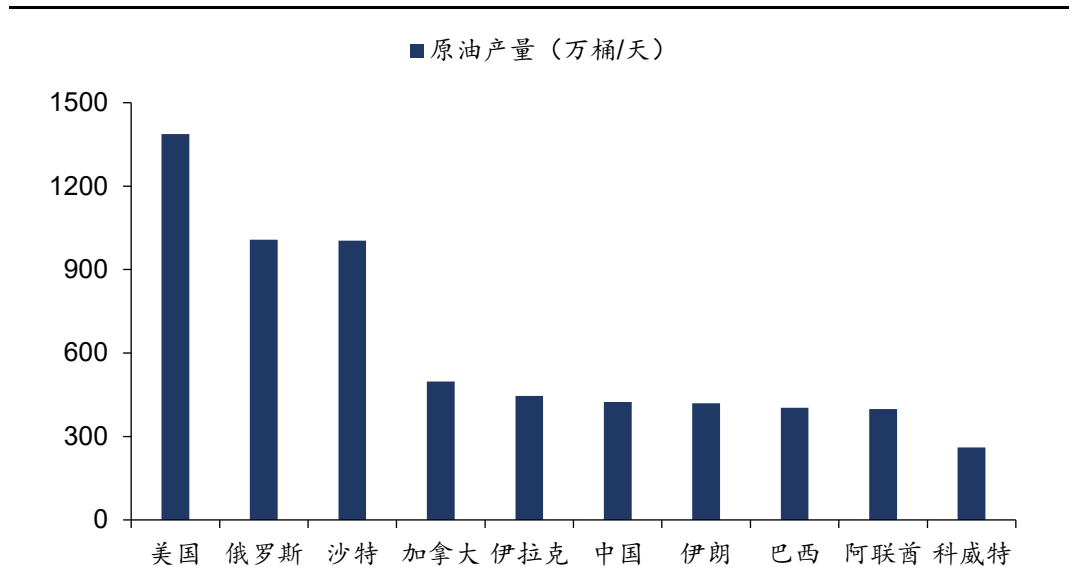
数据来源：美国银行，东吴证券研究所

而除了油井受损以外，本次美伊冲突对伊拉克法奥港的原油储罐和阿联酋富查伊拉港输油管线等重要基础设施造成了严重损伤，考虑到战后各国面临的经济压力，修复这些基础设施也会消耗额外的资金和时间，进一步拉长原油供给修复到战前水平的时长，而截至2025年10月，中东地区原油产量占全球的比重约为32.3%。这意味着美伊冲突结束后全球接近三分之一的产能可能需要面临一段时间的重建。

同时我们也要注意，本次美伊冲突下全球石油库存量正以极快的速度下滑，其影

响远超 2022 年的俄乌冲突，历史低位的库存叠加难以短期恢复的受损产能，将使得原油供给在相当长的一段时间内面临较大压力。

图12: 中东地区有 5 个国家原油产量位于全球前十 (%)



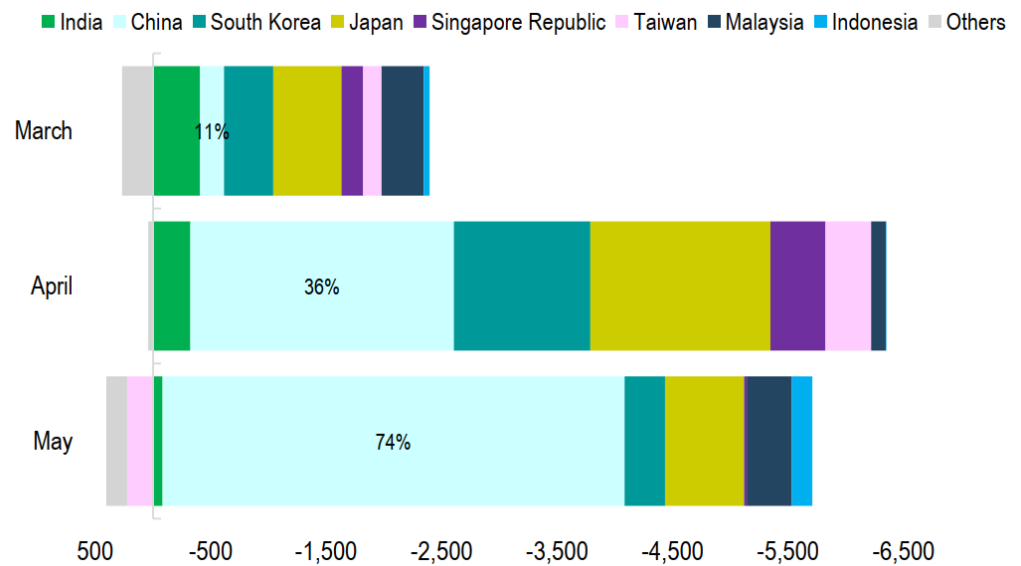
数据来源: EIA, 东吴证券研究所

2.2. 需求端: 短期受损但并不意味着永久性损失

美伊冲突对全球原油需求的冲击在过去一个季度已经快速显现，根据 Kpler 的统计数据，全球海上原油进口量从 2 月份的 4540 万桶下降到了 5 月份的 3750 万桶，降幅达到了 17.4%。但如果考虑需求下滑的结构以及近期高企的保费和海运价格，实际的需求收缩可能会被高估，很大一部分需求或只是被置后。

一方面，从 4 月和 5 月份海上原油进口量的收缩结构来看，我国海上原油进口量较去年同期的下滑量在 4 月和 5 月份分别占全球海上原油进口量较去年同期下滑量的比重分别为 36% 和 74%，是全球原油进口需求下滑的主要部分，而日本、韩国和新加坡等在内高度依赖原油的经济体，其 5 月份原油进口量的下滑较 4 月份均有明显收窄。一方面，考虑到我国原油储备充足，因此高油价下的进口收缩并不能完全解释为需求收缩，更加合理的解释是在油价中枢未来向下倾斜的预期中，我国通过控制进口规模、在短期内以原油储备替代进口满足生产需求，而在油价回落后再通过进口弥补前期消耗的储备，以最大程度减轻原油价格上涨对生产成本的冲击。另一方面，日韩等高度依赖原油进口的经济体，其进口降幅收窄反而说明高油价并未对其需求造成持续性冲击，更加接近于在油价高峰时主动收缩生产，而随着原油价格的回落逐步满足前期被置后的需求。因此结合以上两方面看，全球原油进口的收缩并非完全的需求永久性损失，很大一部分可能只是被置后。

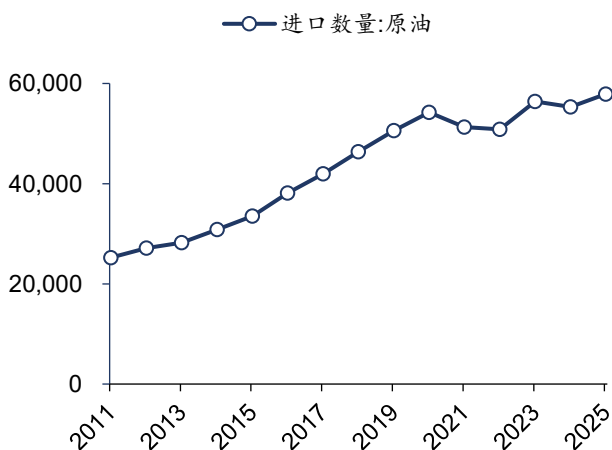
图13: 各国在 2026 年较 2025 年海上原油平均进口量的变化 (千桶)



数据来源: 摩根大通, 东吴证券研究所

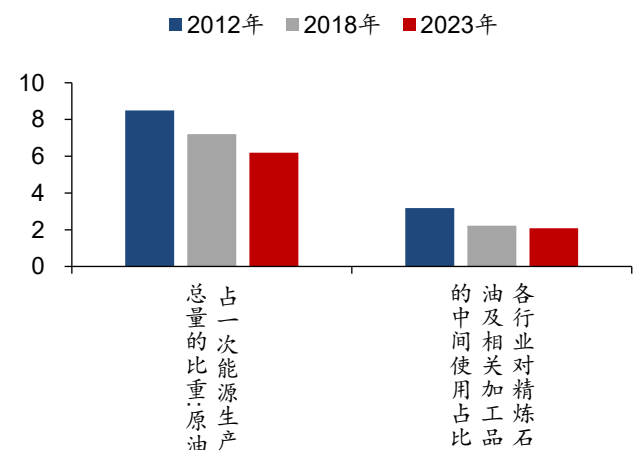
此外, 尽管我国经济增长中对于原油需求的占比在中长期呈现逐步下滑的趋势, 但从下滑的斜率来看呈现边际放缓的态势, 从 2012 年到 2018 年原油占一次能源生产总量的比重以及各行业对精炼石油及相关加工品的中间使用占比分别下滑了 1.3 个百分点和 1.0 个百分点, 而从 2018 年到 2023 年两者的降幅分别收窄到了 1.0 个百分点和 0.1 个百分点。这意味着尽管我国正加速向清洁能源转型, 但由于部分行业的生产对原油仍有较高的依赖度, 因此原油需求在中长期会达到某一平衡占比, 而不会是长期的占比下滑。

图14: 我国原油进口量 (万吨)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图15: 我国对原油使用下滑的斜率有所放缓 (%)



数据来源: Wind、历年投入产出表, 东吴证券研究所

另一方面, 4 月和 5 月全球原油进口需求的下滑很大程度上也受到高额保费和油价的影响。美伊冲突下地缘政治冲突的不确定性明显提升, 使得保险公司不得不上调关于航运船舶的保费, 根据英国劳合社的相关统计数据, 美伊冲突前航运保险经纪和伦敦市

场的保险费用约为船舶价值的 0.2%~0.3%，在美伊冲突后相关保险费用增长到了船舶价值的 1%~3%，较冲突前增长超过 10 倍。

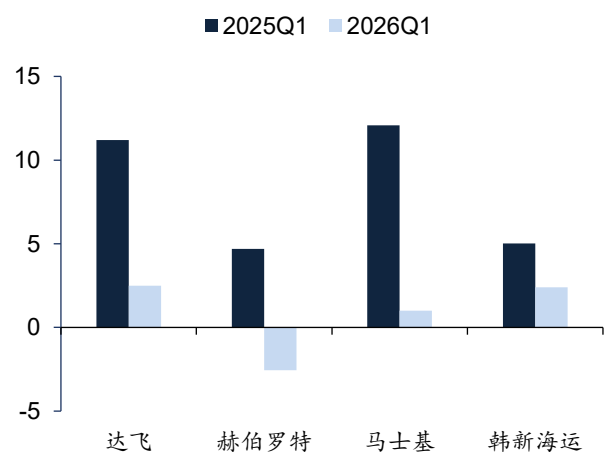
而与保费同时飙升的还有海运价格指数，直接抬升了各国原油进口的成本。一方面，受霍尔木兹海峡封锁的原因，多艘油轮仍被困于海峡中，大幅削减了中东线路的原油运力，使得相关线路航运价格大幅提升，以我国为例，3 月份我国中东湾拉斯塔努拉-中国宁波线路的进口原油运价指数环比增长高达 148.5%，录得有数据以来新高，即便在 4-6 月份该指数整体有所下行，但仍远高于历史平均水平，反映出本次美伊冲突对油价的影响远超新冠肺炎疫情冲击以及俄乌冲突等在内的历次风险扰动事件；另一方面，除了运力受损以外，原油价格的抬升使得船企运输成本也大幅提升，包括马士基和达飞等在内的头部航运企业集中发布调价通知，因此我们可以看到除了中东航线以外，包括西非航线等在内的主要原油运输航线航运价格也出现了明显上涨。运输成本的抬升使得部分船企面临较大的运营压力，2026 年一季度法国达飞海运集团净利润仅录得 2.5 亿美元，同比下滑 77.7%，而德国赫伯罗特船务净利润则由 2025 年一季度的盈利 4.69 亿美元转为 2026 年一季度的亏损 2.56 亿美元，原油价格带来的经营压力可能会迫使船企收缩相关业务最终进一步放大原油价格带来的负反馈。

图 16: 原油运价指数大幅上行



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 17: 主要船企净利润 (亿美元)



数据来源: 央视财经等, 东吴证券研究所

2.3. 下半年油价走势的三种情形及对中美通胀影响

展望下半年油价走势来看，美伊谈判的走势以及霍尔木兹海峡开放的进程仍将是主导原油价格的核心变量，但考虑到①中东地区油井受到损伤以及物理层面复工困难等造成的“停产”易，“复产”难；②美国等在内主要经济体消耗库存以弥补进口缺失所造成的全球原油库存过度消耗；③短期因高油价、高运价以及高保价造成的需求抑制将在下半年逐步回补。因此下半年原油供需缺口难以明显收窄，意味着基准情形下油价或仍将维持在近期 80 美元/桶的中枢下震荡下行。

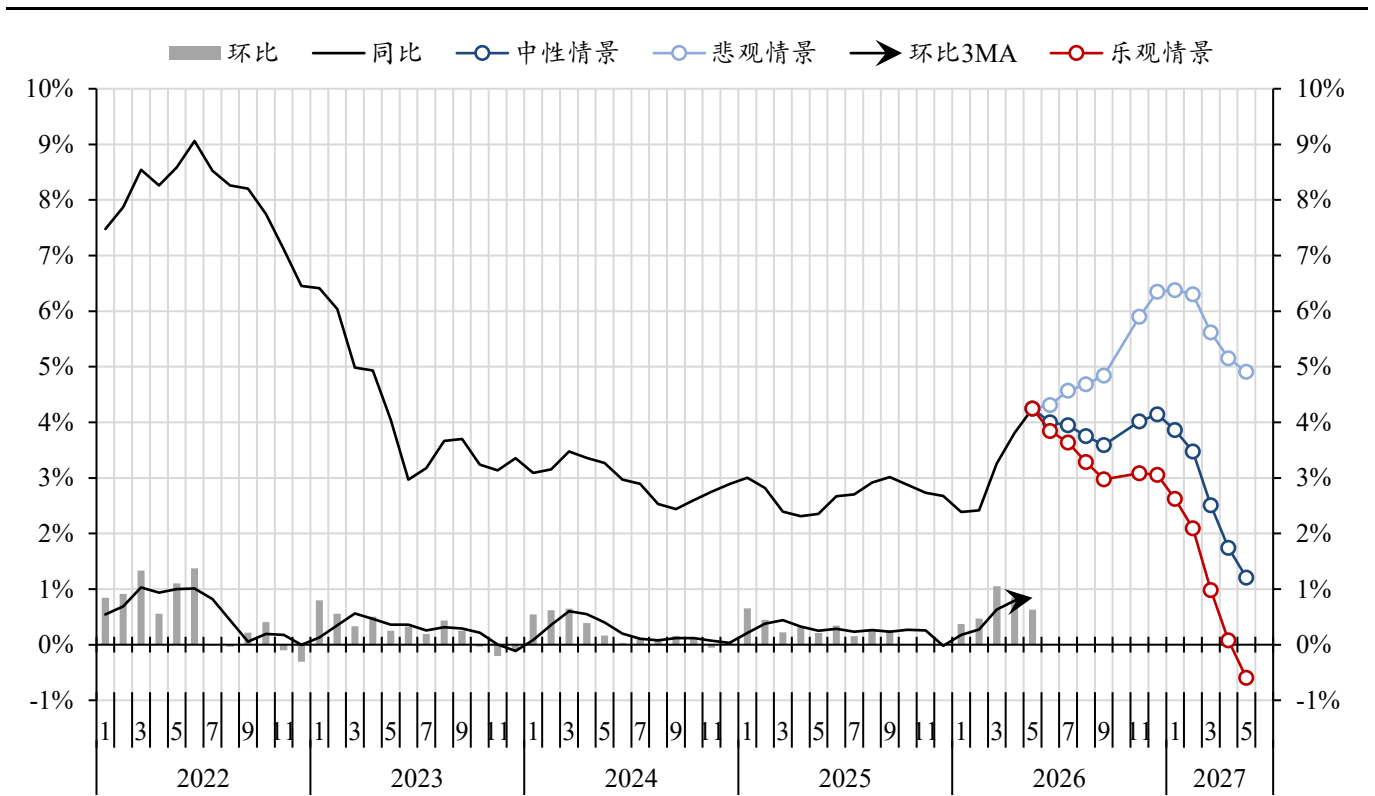
我们进一步结合美伊谈判的走势预判给出下半年油价走势的三种情形：

乐观情形下（概率 25%），美伊在 60 天和谈期内达成最终协议，海峡完全放开，则预计三季度油价中枢将在 70 美元/桶，四季度回落至 65 美元/桶；

中性情形下（概率 60%），美伊在 60 天和谈期内维持现状，在 60 天和谈期结束后继续延长和谈期，即海峡在放开与封锁间动态调整，则预计三季度油价中枢将在 80 美元/桶，四季度回落至 75 美元/桶；

悲观情形下（概率 15%），美伊在 60 天和谈期内谈判破裂，海峡再度封锁，则预计三季度油价中枢将在 100 美元/桶，四季度回落至 95 美元/桶。

图18：不同油价情景下美国 CPI 同比增速



数据来源：彭博，东吴证券研究所

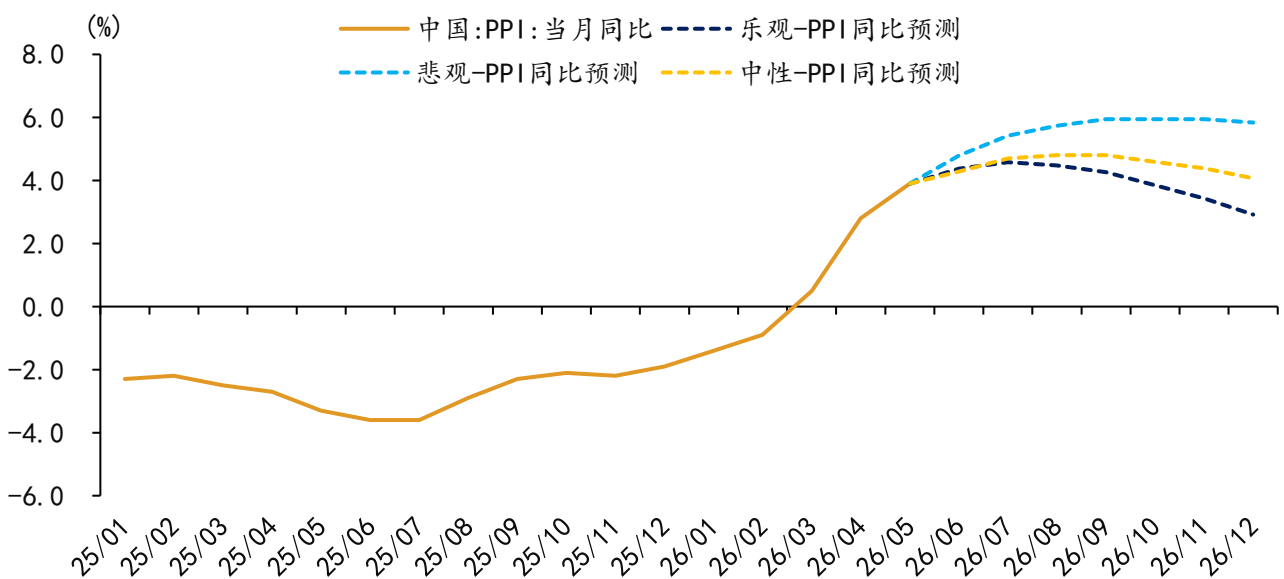
在三种情形下，我们分别推演未来两个季度美国通胀路径。我们参照此前报告《美国通胀对油价的弹性测算》的测算逻辑，给定不同情景下的油价路径，假定油价对美国 CPI 传导效率为 50%，再结合汽油价格在美国 CPI 中的权重，得出未来两个季度美国 CPI 的环比路径，及其对应的 CPI 同比路径，如图 18 所示。其中，在乐观和中性情景下，美国 CPI 同比均已在 5 月达到峰值，随后回落至 3%-3.5% 区间。在乐观情景下，我们预计下半年油价缓慢回落至 65-70 美元/桶，则在其他项目不变的前提下，6-12 月美国 CPI 环比增速平均约 -0.05%，对应美国 CPI 同比在 9 月降至 3%，并在 26Q4 保持平稳；在中性情景下，6-12 月美国 CPI 环比增速平均约 +0.1%，对应美国 CPI 同比在 9 月降至

3.6%左右；悲观情景下，6-12月美国CPI环比增速平均约+0.37%，对应美国CPI同比自6月开始持续上行，并在9月达到4.8%的高位。

值得注意的是，上述对于CPI环比路径的假设未考虑CPI环比的季节性特征，若考虑到四季度美国CPI易季节性偏弱，我们预期在乐观和中性情景下，四季度美国CPI同比分别在3.0%、3.5%左右波动，在悲观情景下，四季度CPI同比可能上扬至5%左右。

国内方面，在乐观情形下，我们预计三季度和四季度PPI季度均值分别约为4.4%和3.4%；中性情形下，我们预计三季度和四季度PPI季度均值分别约为4.8%和4.4%；悲观情形下，我们预计三季度和四季度PPI季度均值分别约为5.7%和5.9%。

图19：不同油价情景下中国PPI同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表1：下半年油价走势的三种情形及对应中国PPI与美国CPI

	乐观情形	中性情形	悲观情形
美伊谈判情况	60天和谈期内达成最终协议，海峡完全放开	美伊在60天和谈期内维持现状，即海峡在放开与封锁间动态调整	美伊在60天和谈期内谈判破裂，海峡再度封锁
三季度油价	70 美元/桶	80 美元/桶	100 美元/桶
四季度油价	65 美元/桶	75 美元/桶	95 美元/桶
三季度中国 PPI	4.4%	4.8%	5.7%
四季度中国 PPI	3.4%	4.4%	5.9%
三季度美国 CPI	3.3%	3.8%	4.7%
四季度美国 CPI	3.1%左右	3.5%-4.0%左右	5.0%左右

数据来源：Wind 等，东吴证券研究所

3. 风险提示

- (1) 部分数据源于海外机构预测，可能存在误差；
- (2) 国内市场短期跟随环境波动，宏观政策推进节奏不及预期；
- (3) 伊朗事件导致美联储货币政策不确定性提升，对全球流动性造成冲击。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>