

美伊冲突走向摆烂，警惕原油尾部风险

本文作者：中金财富期货研究所 刘绅

期货从业资格证书号：F3041660

期货投资咨询从业证书号：Z0015324



中金财富期货研究所

专业、专注、专心，
我们始终如一

概述：此前，市场普遍将地缘局势降温与霍尔木兹海峡恢复通航划等号，但最新情况表明，美伊双方的高度不互信给谈判造成较大障碍，短期内解决问题的希望几乎破灭，对油价的看涨情绪持续升温。

特朗普当局方针从热战转入冷处理

美伊冲突在长期拉锯中走向烂尾结局，双方对霍尔木兹海峡实控权争执不下，外界愈发怀疑能否达成协议并全面恢复通航。

美国总统特朗普最新表示，将会“低调处理伊朗问题”，相较重新发动大规模军事行动，更倾向于加大制裁力度，以加剧伊朗国内的经济危机。美国副总统万斯将美伊冲突定性为“博弈中局”，美军参谋长联席会议主席认为“仅靠空袭不太可能实现全部作战目标”，表

明特朗普当局已经开始认清现实，接下来将综合运用外交、经济等手段施压，而非单纯指望军事打击能够解决问题。

伊朗将霍尔木兹海峡变为威慑工具

当前伊朗正与阿曼共同制定霍尔木兹海峡全新航线和通航规则，但这条航道开放的先决条件是，美方能够履行谅解备忘录并满足伊朗核心诉求。

伊朗最高国家安全委员会声明，霍尔木兹海峡重新开放需要满足五大条件：永久停止对伊朗及其盟友的军事行动；停止威胁或侮辱伊朗；解除对伊朗海上封锁和全部制裁；归还伊朗被冻结资产；赔偿军事行动给伊朗造成的损失。除非美方接受伊朗提出的条件并改变其行为，否则霍尔木兹海峡将维持关闭状态。

实际通航船舶数量降至 5 月来新低

美国总统特朗普一再坚称，“美国完全掌控着霍尔木兹海峡”。美国能源部长表示，在美国军方护航下，油轮正持续通过霍尔木兹海峡，目前出口量已接近 900 万桶/日，再加上管道运输渠道，海湾国家原油出口总量约为 1500 万桶/日。美方对这一数字解释为：由于部分船只以隐蔽方式驶离阿曼水道，令调查机构对霍尔木兹海峡通行船只数量存在低估。

然而，业界资深贸易信息公司 Kpler 数据显示，近期过境霍尔木兹海峡的各类船只数量日均在 13 艘，已降至近三个月以来的最低水平，较战前 125 艘的正常水平下降约 90%，我们更倾向于采信这一数据。

实际上，航运保理行业最担心的就是地区缺乏统一的安全协议，听从美国引导则被伊朗袭击，与伊朗往来则遭美国封锁，使得霍尔木兹海峡实际通航量回落到 5-6 月以来最低。

“打不赢、谈不拢、撤不走”的无解困局

美国总统特朗普在集会上声称，“彻底击败伊朗后将宣布霍尔木兹海峡成为美国领土”，这一暴论引发全球舆论哗然。对此伊朗高层表示，“美国在该地区被驱逐已成事实，今后将不再获得进入波斯湾、阿曼湾和霍尔木兹海峡的许可”。从目前美伊双方的军事存在来看，伊方表述具有更高的可信度，有评论称特朗普当局陷入“打不赢、谈不拢、撤不走”的无解困境。

此番大放厥词，恰恰表明特朗普正面临内外交困的巨大压力。在未能通过斩首达成伊朗政权更迭后，仅靠空袭打击效能有限且难以为继，中期选举临近支持度却创新低，特朗普无论军事冒险还是重大让步，都容易走向不可挽回的败局。另一边，伊朗官方表态，不会无限期等待美国解除海上封锁，由于达成永久停战协议的努力陷入僵局，伊朗决定将战略“从防御性转向全面进攻”。

全球原油供应链危机持续深化

美伊谅解备忘录设定的 60 天谈判窗口期满，由于在霍尔木兹海峡等问题上存在严重分歧，且期间爆发了大规模冲突，导致美伊谈判未能取得任何实质性进展。美国总统特朗普明确表示，不寻求延长与伊朗的谅解备忘录，“伊朗问题没有时间表”，然而全球能源体系却难以一直苦等下去。

原油市场关注的核心始终是霍尔木兹海峡能否恢复稳定运行。尽管实物原油市场迄今尚未真正发生供应中断，但全球可用原油库存已降至相对敏感水平，世界油阀的长期关闭终将威胁到供应链稳定。业界开始重新评估霍尔木兹新航道开通时间，以及伊朗严格管控下的通航量，供应恢复速度低于此前预期，促使原油市场重新计入风险溢价，潜在的供需缺口和不确定性支撑油价保持强势。

油价尾部风险仍有被低估之嫌

美伊热战虽然偃旗息鼓，但全球原油供应危机持续加深。从目前的油价走势和期限结构来看，市场仍偏向供应终将恢复的乐观预期，这一定价逻辑与客观现实存在较大出入。

以国际基准 Brent 原油为例，今年 3 月以来已发生数次剧烈波动，一度上冲 100 美元大关后深度调整，截至目前反弹未能突破新高。Brent 原油期货呈 Backwardation 结构，12 个月远期较近月合约贴水

10 美元以上，反映交易者普遍预期油价将在未来回落，然而供应链所受冲击有被严重低估的风险。

之所以实物原油市场尚未发生显著断供，很大程度上是因为中国实现了原油进口来源分散化，全球最大买家对海湾单一渠道依赖度大幅降低，但全球能源危机正在成品油市场显现，欧洲柴油市场预计将首当其冲。

尽管国际油价处于相对高位，但我们认为市场定价整体仍偏温和，对局势降温、海峡开放、通胀可控、加息有限的系列押注缺乏容错性。

法律声明

版权免责声明：本报告由中金财富期货有限公司提供，未经中金财富期货事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过正当渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

报告内容免责：本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本资料仅代表报告发布当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据中金财富期货研究所后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改。

报告使用免责：本报告仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流，普通投资者若使用本资料，有可能因缺乏解读服务而对报告中的关键假设、评级、目标价等内容产生理解上的歧义，进而造成投资损失。本资料仅供投资者参考之用，并不构成对所述期货买卖的出价，在任何情况下，本报告的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。投资者不应单纯依靠本资料的信息而取代自身的独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险。我公司及研究人员不对投资者使用本资料涉及的信息所产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。

中金财富期货有限公司

公司网站：<https://www.ciccwmf.cn>

地址：深圳市南山区粤海街道海珠社区科苑南路 2801 号中金大厦 1101

邮编：518048

总机：0755-82912900

传真：0755-82912532