

美伊系列专题 II——

地缘升级下的原油市场

第一部分 前言概要

【事情回顾】

2月28日，以色列宣布对伊朗发动“先发制人”空袭，随后美国确认加入行动，代号“史诗怒火”。首轮袭击目标为伊朗德黑兰等多个地区的政府机构和军事设施。同日，伊朗迅速反击。伊朗革命卫队发射数十枚导弹和无人机打击以色列，并袭击了美国在中东的多个军事基地。3月1日，哈梅内伊确认遇害。伊朗多家媒体证实，最高领袖哈梅内伊在空袭中遇害，伊朗政府宣布全国哀悼40天。伊朗方面称，已对至少14个美军基地进行了打击，并摧毁了美军在卡塔尔的战略预警雷达。

【影响分析】

目前情况来看，西方预测均较为乐观，主流观点为短期内（几周内）结束的可能性较高，但若伊朗新政权抵抗/内部混乱加剧/地区盟友介入，可能拖延至夏季。从派系而言，强硬派目前占优，可能使冲突更具不确定性，但经济压力和国际调解或推动改革派声音放大。目前最新消息，哈梅内伊的次子 Mojtaba Khamenei（莫杰塔巴·哈梅内伊）是最热门人选，也是强硬派人物。不管是谁，继任时间或许就在眼前。

【策略推荐】

1. 单边：分情景讨论，具体详见下文。
2. 套利：月差偏强。
3. 期权：看涨期权陆续考虑止盈。

交易咨询业务资格：

证监许可[2011]1428号

研究员：赵若晨

邮箱：

zhaoruochen_qh@chinastock.com.cn

期货从业资格证号：F03151390

投资咨询资格证号：Z0023496

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑均基于本人的职业理解，通过合理判断得出结论，本报告清晰地反映了本人的研究观点。本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议。



银河期货

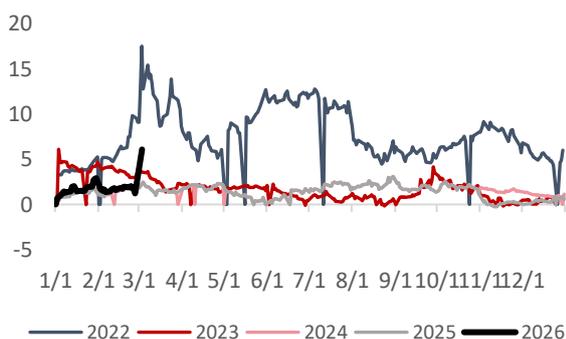
第二部分 分析与解读

上一个专题《美伊百年恩怨与当下博弈——历史、谈判与全球能源风险全解析》中，我们梳理了美国和伊朗的历史问题、美伊对峙对原油市场的影响、谈判的多种可能和价格预判以及霍尔木兹海峡的尾部风险。我们指出**美伊短期达成协议框架的可能性极低**，同时**霍尔木兹仍然有停滞可能**。在目前地缘冲突升级的背景下，我们继续追踪事态发展以及可能对原油市场的影响。

一、事件回顾与背景

2月28日，以色列宣布对伊朗发动“先发制人”空袭，随后美国确认加入行动，代号“史诗怒火”。首轮袭击目标为伊朗德黑兰等多个地区的政府机构和军事设施。同日，伊朗迅速反击。伊朗革命卫队发射数十枚导弹和无人机打击以色列，并袭击了美国在中东的多个军事基地。3月1日，哈梅内伊确认遇害。伊朗多家媒体证实，最高领袖哈梅内伊在空袭中遇害，伊朗政府宣布全国哀悼40天。伊朗方面称，已对至少14个美军基地进行了打击，并摧毁了美军在卡塔尔的战略预警雷达。

图 1: Brent-Dubai EFS 首行 单位: 美元/桶



数据来源: 路透、彭博、银河期货研究所

图 2: Brent 首行 单位: 美元/桶



数据来源: 路透、彭博、银河期货研究所

二、美国、以色列袭击的动因

此次袭击发生在美伊第三轮间接谈判刚结束两天后。尽管谈判曾释放出较为积极的信号，但美国总统特朗普公开表示对谈判并不满意。根据我们前期的预测，由于美国与伊朗之间的核心长期矛盾根植于历史恩怨、意识形态对立、地缘战略争夺和安全红线，同时双方分歧显

著。所以短期内达成协议的可能性极低。当以色列和美国经过评估认为，通过谈判已无法达成其核心目标，因此选择用军事手段“先发制人”进行干预。特别是以色列，强烈反对美伊达成任何妥协性协议，希望彻底解决伊朗的核威胁和导弹问题，因此抢先推动局势升级，而美国在此情况下或许只能协同袭击。

军事行动的另一个关键诱因是美国完成了自 2003 年伊拉克战争以来在中东的最大规模军事集结。在袭击前一天 2 月 27 日，美军福特号航母抵达中东，与已部署的林肯号形成双航母打击群。当军事部署全部到位后，战争是否开启就由美国决定了。有分析指出，之前的谈判很可能是为完成军事调动争取时间的“障眼法”。

同时，本次此次行动前期明确的战略目标指向政权更迭。以色列总理内塔尼亚胡明确表示呼吁推翻伊朗政权以及美国总统特朗普也呼吁伊朗进行政权更迭。这种旨在从根本上改变伊朗领导层的意图，是此次冲突烈度远超去年“12 日冲突”的根本原因。就像我们前期提到的空袭很难快速更迭政权，而美军美国发动地面战争的意愿也极小。我们观察到特朗普在 3 月 2 日的白宫讲话时提到的军事目标中没有提及政权更迭，或在重新调整战略目标。

三、目前需要关注的重点

1. 地缘风险的传导机制

在上篇专题中，我们提到美伊冲突通过地缘政治风险溢价直接驱动原油市场高波动性，主要传导路径集中于伊朗供应和出口的不确定性以及霍尔木兹海峡潜在中断风险。根据彭博和 Kpler 数据，伊朗作为 OPEC 主要产油国之一，原油日产约 330 万桶，出口约 160 万桶/日，尽管国际制裁仍在持续。该国已更加熟练地规避这些限制，约 90% 的石油出口流向中国。所以，原油价格的传导作用是 SC 原油价格 > Dubai > Brent > WTI。叠加保费最大已经上涨 50% 和运费同比增超 7 倍的原因，我们也看到近期以来，**内盘 SC 原油的涨幅超越了国际油价**。除了客观存在的因素，我们认为也有东西方的对于本次冲突观点的差异，由于东方对于海峡的依赖性，观点更趋于悲观一些；而西方则是普遍认为冲突结束时间更短。

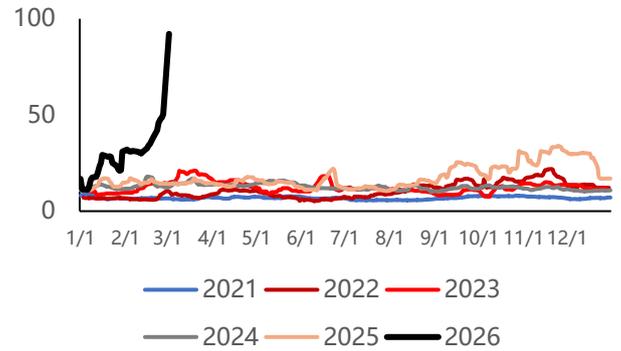
图 3：伊朗原油产量&出口量

单位：万桶/天



数据来源：彭博、银河期货研究所

图 4：Dirty-VLCC-中东至中国



数据来源：彭博、银河期货研究所

2. 伊朗油田和出口设施

伊朗最大的油田主要集中在胡齐斯坦省，包括阿瓦士油田、马伦油田以及西卡伦油田群等。伊朗历史最悠久的炼油厂是建于 1912 年的阿巴丹炼油厂，日加工能力超过 50 万桶。此外，重要的炼油设施还包括班达尔阿巴斯炼油厂和波斯湾之星炼油厂，这些炼厂同时处理常规原油和伊朗储量丰富的超轻质凝析油。首都德黑兰也设有自己的炼油厂，全国炼油总产能约 260 万桶/日。在原油出口方面，位于波斯湾北部的哈尔格岛是伊朗最关键的石油物流枢纽。该岛拥有多个装油泊位、栈桥、远程系泊点以及数千万桶的原油储存容量，处理约 **90%的原油出口**，近年来的出口处理能力已超过每日 200 万桶。

目前，伊朗炼厂未见到遭遇袭击报道。然而，根据路透和彭博报道，2月28日哈尔格岛发生爆炸并遭受袭击，星图像显示火灾和设施破坏。目前，该终端出口功能严重受损或已部分甚至完全中断，其出口能力被大幅削减，导致 150 万桶的出口面临中断。市场预计极端情况下，可能需 18-24 个月来修复其出口能力。

3. 冲突外溢至其他中东地区情况

沙特阿拉伯的石油设施已成为伊朗报复性袭击的主要目标，特别是 Ras Tanura 炼油厂和出口终端。该设施是全球最大的石油出口枢纽之一，日处理能力约 55 万桶，负责约 7% 的全球石油供应，主要出口至亚洲和欧洲。伊朗无人机袭击导致火灾爆发，虽然迅速得到控制，但 Aramco 作为预防措施关闭了炼油厂和部分出口操作，导致每日约 55 万桶的加工和出口中断。短期内，这已导致沙特石油出口减少约 20-30%。

伊朗无人机袭击了**卡塔尔** Ras Laffan 工业城和 Mesaieed 工业城的设施，包括电力厂和能源站点，导致 QatarEnergy 完全停止 LNG 生产和出口。卡塔尔两个液化项目年设计产能约 7700 万吨，2025 年超负荷运转，出口超 8000 万吨。

科威特的 Al-Ahmadi 炼油厂（日产能约 46 万桶）遭受伊朗导弹或无人机袭击，导致部分单位关闭和温和损坏。作为预防措施，科威特暂停了部分石油生产和出口，每日影响约 10-20 万桶。

阿联酋报告了爆炸事件，包括针对民用和能源基础设施的袭击。VTTI 的 Fujairah 油终端（日产能约 100 万桶）暂停运营，作为预防措施。袭击还涉及酒店和国际机场等民用目标，导致石油出口中断约 20%。

伊拉克全国原油产量已下降（南部减产+北部停产）作为预防措施关闭，原因是伊朗袭击和库存趋满。3月3日报告鲁迈拉油田日产削减 70 万桶。

阿曼的 Duqm 港遭受袭击，一艘油轮在马斯喀特海岸附近被无人机艇袭击。影响包括部分港口运营中断，每日石油出口减少约 10-20 万桶。

巴林报告了伊朗导弹袭击，但未指定石油设施细节。作为预防，部分能源运营暂停，出口影响较小。

整体来看，由于湾区国家库容有限，市场评估若海峡受阻 21-25 天以上，上游国家将陆续被破停产。

4. 供应和库存的缓冲

首先，从管道情况来看。**沙特**有东-西管道可绕过霍尔木兹海峡，备用产能约 100-200 万桶/日，但尚未完全激活以弥补损失。因为其将石油运至红海港口 Yanbu，绕过海峡。但红海航运也面临胡塞武装风险。**阿联酋** Habshan-Fujairah 管道，连接陆上油田至阿曼湾港口 Fujairah，可处理阿联酋约 75% 的出口。但日常使用已增加，备用容量有限。**伊拉克**管道主要处理北部油田，无法覆盖南部主要出口。**伊朗** Goureh-Jask 管道可绕过海峡至阿曼湾，但截至 2026 年尚未满负荷运营。整体来看，管道替代海运的可能性极小。

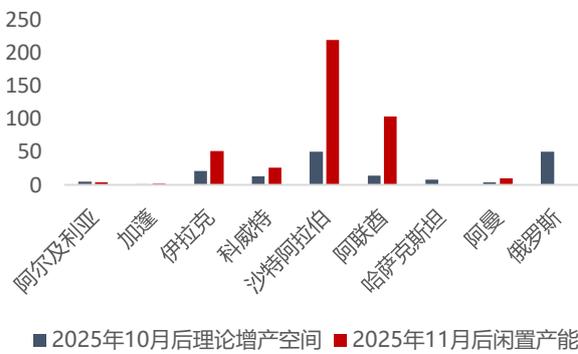
其次，OPEC+ 在 3 月 1 日宣布 4 月份增产 20.6 万桶/日，高于最初讨论的 13.7 万桶/日，同时沙特表示将会增加出口。但在目前情景下，这被视为象征性举措而非实质缓冲。因为除了沙特以外，OPEC 其余 7 国备用产能有限，且俄罗斯产量已下降。更何况大部分原油依赖

霍尔木兹出口，在海峡通航受阻之时增产无法有效到达市场。

此外，目前 OECD 库存处于历史平均，各消费国战略石油储备库存 (SPR) 分化。中国 (无政府公开数据) 和美国是全球最大战略储备国。我国自去年 4 月份关税战以来，一直持续累库，以维护能源安全。目前，战略储备加商业库存约 13 亿桶以上，覆盖超过 4 个月进口。美国 SPR 库存根据 EIA 数据目前有 4.1 亿桶以上，约覆盖 200 天净进口。按照 IEA 的 90 天净进口要求，大部分国家均达到此储备。同时，全球商业和公共库存平均覆盖 70 天+需求，可缓冲短期中断。

图 5: OPEC 增产能力测算

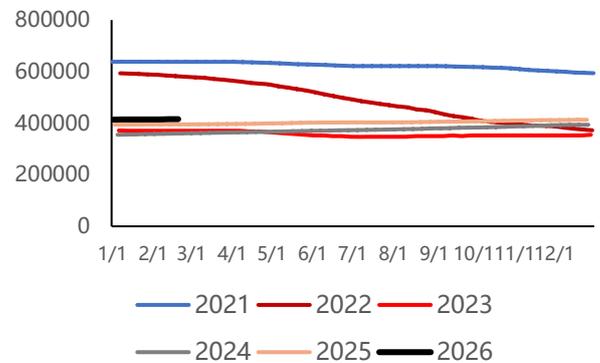
单位: 万桶/天



数据来源: OPEC、银河期货研究所

图 6: 美国 SPR 库存

单位: 千桶/天



数据来源: EIA、银河期货研究所

5.霍尔木兹海峡的追踪

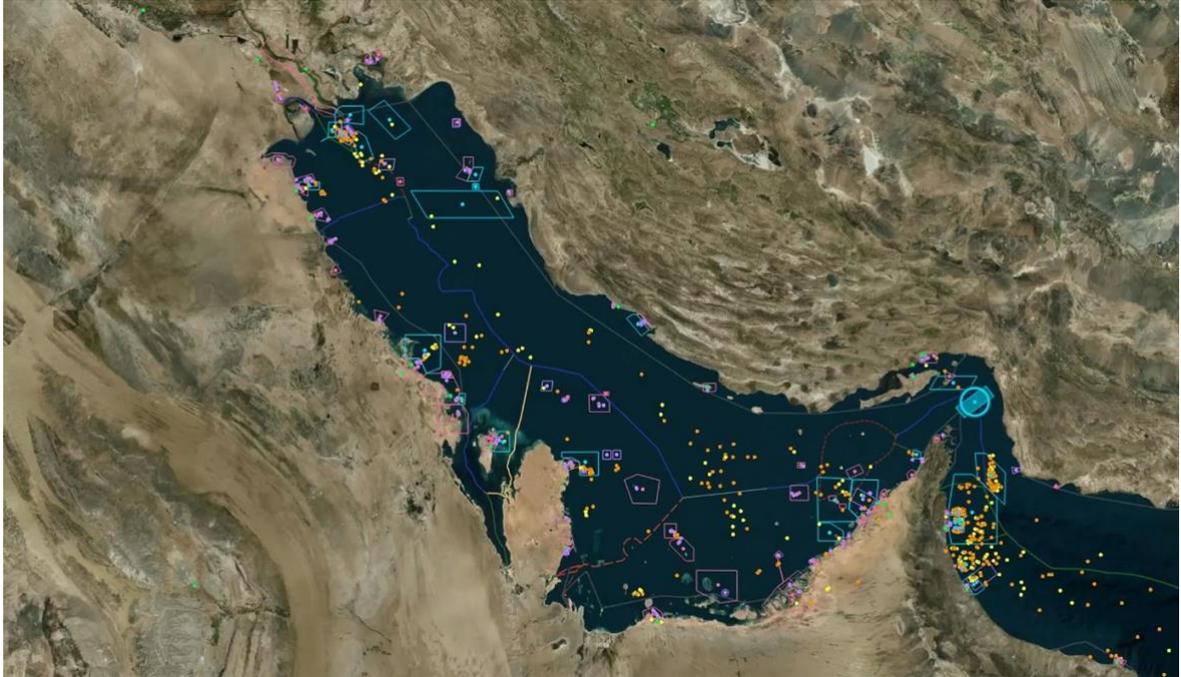
作为原油市场最大的尾部风险，我们一直强调虽然霍尔木兹海峡历史上从未被真正的完全关闭过，但并非没有受阻停滞的可能。伊朗海军通过无线电广播警告船舶，海峡“关闭”且不安全，并在 48 小时内袭击了至少 5 艘油轮，导致部分油轮暂停通过或掉头。理论上计算，保费上涨超 50%，但我们了解到霍尔木兹海峡周围基本均处于停保状态，同时油轮运费飙升至去年同期 7 倍，船员拒绝前往海峡，绝大部分航次取消。

根据 Kpler 和各 AIS 数据，由于海湾地区重现 GPS 等卫星导航干扰。这导致船舶 AIS 定位信号大面积失真或伪造，干扰了对真实装卸活动和港口靠泊的判断。但是至少 5 艘 VLCC (约 1000 万桶运力) 已因安全警告在霍尔木兹海峡外改道或暂停，直接影响即将执行的装载计划，涉及沙特、卡塔尔、阿曼等多地货盘。目前，在 2 月 28 日至今通航油轮或有 DAN、NORDICVEGA、NEW VISION (招商)、WEN YAO 等屈指可数，受到全市场关注。

目前，特朗普宣布要护航霍尔木兹海峡通航，具体需要持续关注。

图 7：霍尔木兹海峡通航情况

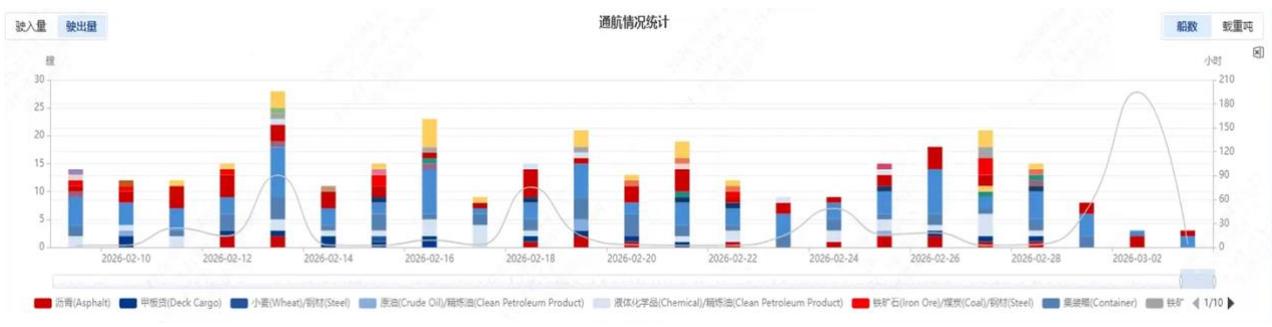
单位：千桶/天



数据来源：路透、银河期货研究所

图 8：霍尔木兹海峡通航情况

单位：艘/小时



数据来源：钢联、Kpler、银河期货研究所

四、后期推演和油价预期

由于目前原油价格基本围绕本次冲突情况波动，而决定本次冲突时间的主要因素可能并不仅仅是美以方的军事压制，更多是反而是哈梅内伊身亡后伊朗内部权力的博弈。具体来看，哈梅内伊身亡后，伊朗按宪法启动临时三人委员会主持大局，同时由专家会议选新最高领袖，其目的是维持表面团结和争取时间选新最高领袖。

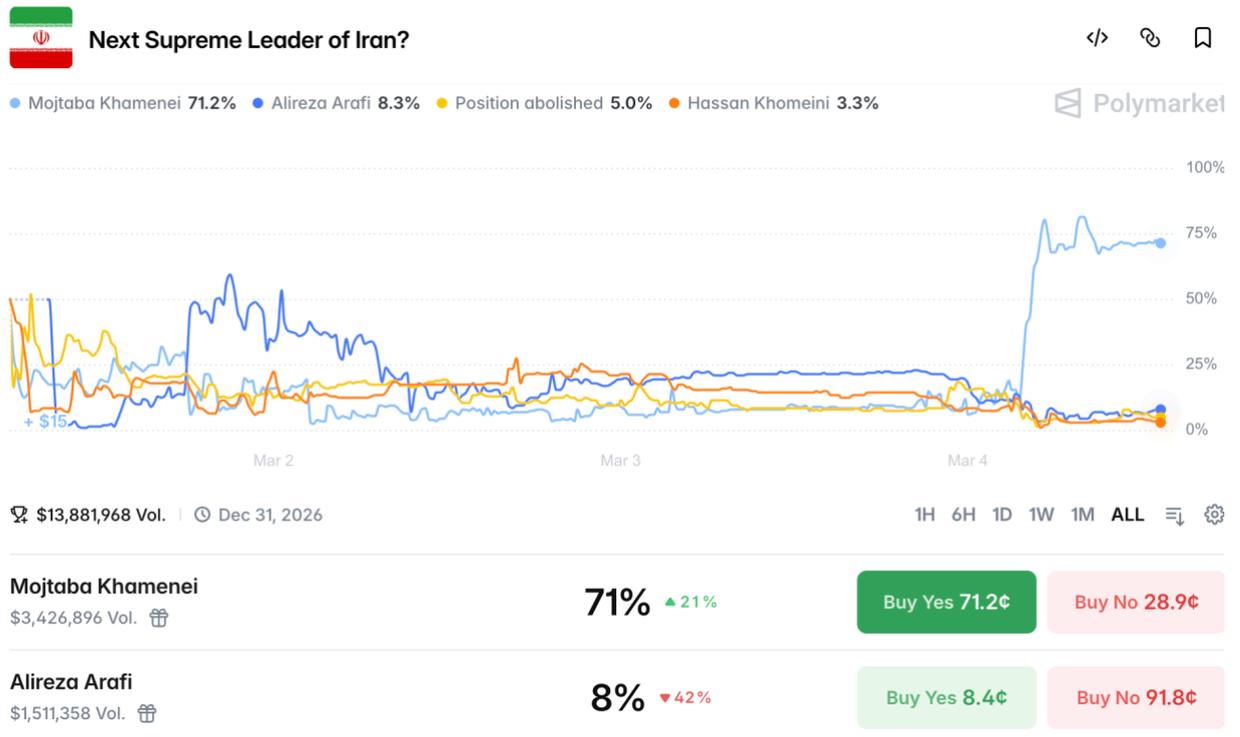
其中，强硬派强调革命价值观、对抗西方、支持伊斯兰革命卫队（IRGC）和核计划的扩张，通常掌控安全和军事机构。改革派则倾向于外交对话、经济改革和社会自由化，但仍忠诚于伊斯兰共和国框架。在此情景下，我们对后期可能发生的情况进行推演。

- 1) 改革派占优，或进行外交调解和让步。冲突持续时间偏短，在数周内结束。在此背景下，霍尔木兹海峡恢复通航，原油价格快速回吐地缘溢价，布伦特原油重回 70 美元/桶的位置。
- 2) 强硬派占优或内部混乱加剧，海湾国家油田等设施部分受损，美国护航盟友国船只，部分通航。在此情景下，油价持续维持在 80-85 美元/桶甚至以上。
- 3) 强硬派占优或内部混乱加剧，拒绝谈判/无人领导，强调抵抗，升级区域战争，海湾国家原油大部分停产，空袭维持 1-3 个月。在此情景下，油价持续高位，或测试 85-90 美元/桶甚至以上。
- 4) 强硬派占优或内部混乱加剧，拒绝谈判/无人领导，升级区域战争，发展成地面战争并维持 3 个月以上，霍尔木兹海峡通航持续受阻，在此情景下，原油或突破 100 美元/桶。

目前情况来看，西方预测均较为乐观，主流观点为短期内（几周内）结束的可能性较高，但若伊朗新政权抵抗/内部混乱加剧/地区盟友介入，可能拖延至夏季。从派系而言，强硬派目前占优，可能使冲突更具不确定性，但经济压力和国际调解或推动改革派声音放大。目前最新消息，哈梅内伊的次子 Mojtaba Khamenei（莫杰塔巴·哈梅内伊）是最热门人选，也是强硬派人物。不管是谁，继任时间或许就在眼前。

最后，借用小伙伴的一句话：不管最后打成啥样，伊朗再也不是以前那个伊朗了。

图 9: 热门继任者预测



数据来源: Polymarket、银河期货研究所

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 / 研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街8号北京IFC国际财源中心A座31/33层

上海：上海市虹口区东大名路501号上海白玉兰广场28层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799