

地缘溢价回升 原油偏强运行

宝城期货 陈栋

3月中旬以来，随着巴以冲突再起，中东重现动乱局势。也门胡塞声援巴勒斯坦，频繁在曼德海峡袭击美以商船，从而诱发美国与胡塞战事爆发。同时美国为调停俄乌战争，逼迫普京妥协，威胁可能对俄罗斯石油征收次级关税。此外，美国对伊朗石油展开新制裁，并且对进口委内瑞拉石油的国家征收次级关税。美国特朗普政府一顿操作猛如虎，直接导致地缘风险升级，国际原油重获溢价支撑，延续偏强格局。

中东巴以冲突再起 曼德海峡重现风波

在沉寂了 64 天之后，巴以冲突的火药桶再次被点燃。在 2025 年 3 月 1 日加沙停火协议第一阶段到期后，以色列重新开启战端。为了声援陷入苦难的巴勒斯坦人民，也门胡塞武装频繁在曼德海峡袭击过往美国和以色列商船，导致美国“杜鲁门”航母编队的轮番空袭。据显示，美军自 3 月 15 日以来对也门首都萨那及其他 7 个省份发动多轮空袭。作为回应，也门胡塞武装也使用无人机和弹道导弹不间断袭击美军舰队。也门胡塞武装表示会“毫不犹豫地”针对红海和阿拉伯海的所有美国军舰发动袭击，并将继续在既定作战区域（红海、阿拉伯海、亚丁湾及曼德海峡）对以色列实施海上封锁。据了解，也门胡塞武装目前控制也门约三分之二的红海沿岸，其控制力辐射至在全球航运中具有重要战略地位的曼德海峡。如果曼德海峡关闭或者处于不稳定状态，那么国际油轮将被迫改变航线转往非洲南部的好望角。作为全球海运线路上的重要航道，红海航道与苏伊士运河共同构成“欧亚水上通道”，是世界上最繁忙的水道之一。据国际能源署（IEA）表示，每天约有 720 万桶原油和成品油通过曼德海峡，约占世界海运石油贸易的 10%。随着曼德海峡再添变数，中东原油能否安全顺利对外输出不确定性增强，由此给国际原油期货价格带来溢价空间。

图 1、霍尔木兹海峡和曼德海峡扼守中东原油出口通道



数据来源：宝城期货

美伊矛盾升级 霍尔木兹海峡暗流涌动

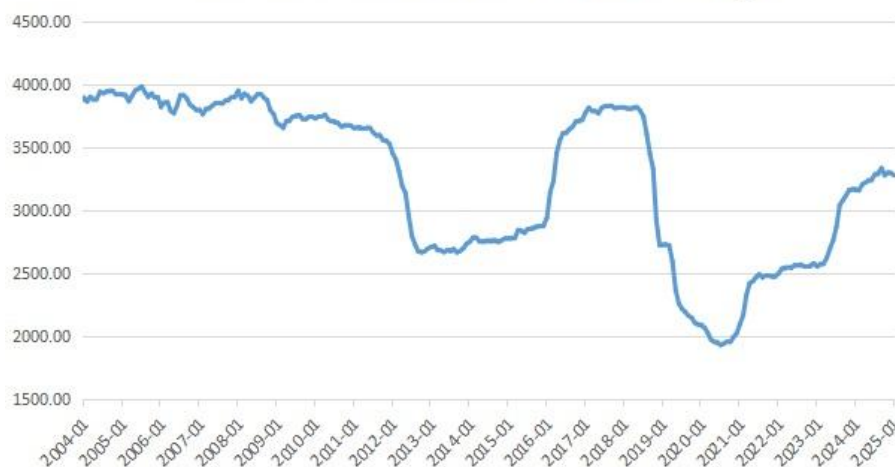
除了曼德海峡危机重重外，霍尔木兹海峡也是暗流涌动。近期美国与伊朗之间的矛盾不断激化，将该地区推向了战争的边缘。据了解，美国特朗普政府为了逼迫伊朗放弃拥核计划，向伊朗发出威胁——称如果伊朗不与美国达成协议、确保不研发核武器，将对伊朗实施“次级关税”和“轰炸”。而就在不久前，

美国刚对伊朗石油销售实施第四轮制裁，并威胁将伊朗石油出口降至零。据显示，伊朗是 OPEC 重要成员国，全球第八大产油国。2024 年伊朗原油产量达 3.9 亿桶，同比增幅达 14%。美国不仅在外交政策上对伊朗转向强硬，在军事准备方面也积极部署。据美媒报道，美军 B-2 隐形战略轰炸机罕见地在印度洋迭戈加西亚基地大规模集结，“卡尔文森”号航母也在赶往中东。针对美国的动武威胁，伊朗已进入“百分百战备”状态，毫不畏惧战争的到来。目前美伊两国关系已陷入剑拔弩张的僵局，直接威胁霍尔木兹海峡的石油运输安全。

据了解，霍尔木兹海峡位于沙特阿拉伯、阿曼和伊朗之间，连接阿拉伯-波斯湾与印度洋上的阿曼湾。从运输数量上来看，这里是全球石油运输的战略要冲，所有从海湾国家装载了石油的油轮都要从这里经过。每天经过霍尔木兹海峡的原油约占全球海上石油贸易量的 30%。来自于沙特、阿联酋、卡塔尔、伊朗和伊拉克的原油全部都要通过这条海峡交付给国际买家。对比曼德海峡与霍尔木兹海峡，前者是通往苏伊士运河和欧洲的便捷通道，但它可以被替代，而后者本身就是重要的石油运输通道，一旦受美伊战争爆发，则将导致中东大部分石油出口停滞，可能引发短期国际油价大幅波动。

图 2、2004-2025 年伊朗原油月度产量走势图

2004-2025 年伊朗月度原油产量走势图（千桶/日）



数据来源：宝城期货

美国威胁可能征收俄油次级关税

虽然 3 月以来，美国特朗普政府极力促使乌克兰和俄罗斯达成停火协议，但俄乌冲突未见缓和迹象，反而愈演愈烈，依然在持续中。为了尽快迫使俄罗斯作出让步和妥协，实现俄乌停火，近日美国特朗普政府威胁考虑对俄罗斯石油实施“次级关税”，即在一个月以后对所有俄罗斯石油征收 25% 至 50% 的二级关税。据估算，2024 年俄罗斯原油总产量约在 5.20 亿吨，日均产量达 950 万桶，总出口量约 2.4 亿吨，占据全球主要石油供应国的重要地位。如果美国一旦对俄罗斯原油开征次级关税，或在短期内增加俄罗斯原油出口成本，导致原油供应减少，推高油价。与此同时，美俄关系恶化会延长俄乌战争周期，地缘政治紧张加剧，投资者避险情绪上升，资金流入原油市场，也会推动油价上涨。

美国对委内瑞拉征收次级关税

委内瑞拉是世界上重要的石油生产国和出口国，但其经济严重依赖于原油出口。今年 3 月下旬，美国总统特朗普签署命令，对购买委内瑞拉石油和天然气的国家征收 25% 的关税，预计相关关税将于 4 月 2 日生效。该措施引发国际社会的广泛关注和强烈反应，其潜在影响将波及全球，尤其是亚洲市场。据显示，2024 年，印度从委内瑞拉进口了超过 2200 万桶石油，占该国原油总进口量的 1.5%。此外，今年 2 月委内瑞拉向中国出口约 50 万桶石油，而美国从委内瑞拉进口的石油数量为 24 万桶。美国的这一关税措施不仅

可能会对包括中国和印度在内的亚洲市场造成冲击，而且可能会对全球石油供应产生一定影响，进而引发新的全球贸易不确定性。

图 3、2001-2025 年委内瑞拉原油月度产量走势图

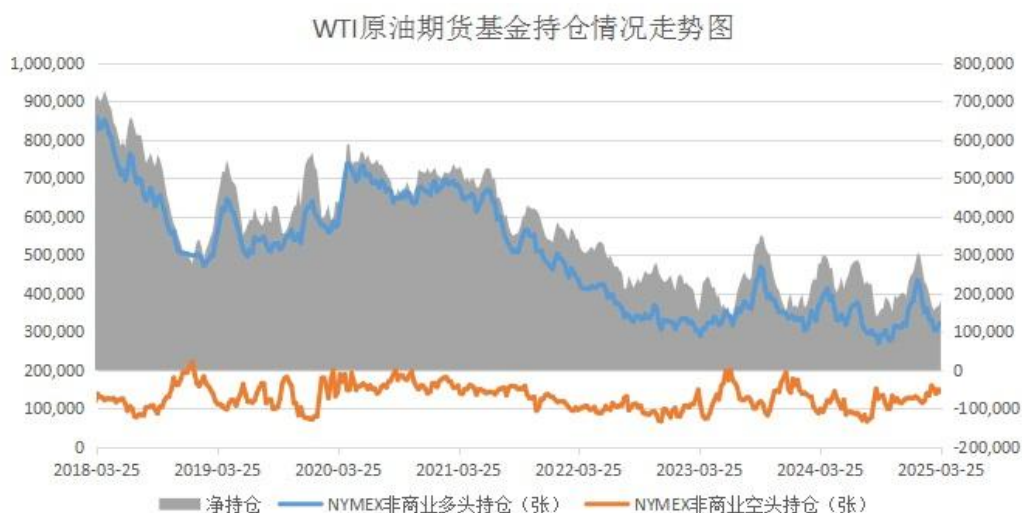


数据来源：宝城期货

国际原油市场净多头寸信心回暖

步入 2025 年 3 月以来，受中东、俄乌以及南美地缘因素升级影响，国际原油期货价格呈现企稳走强态势，市场做多力量稳步回升。截至 2025 年 3 月 25 日，WTI 原油非商业净多持仓量回升至 180558 张，周环比大幅增长 8.23%，月环比大幅增加 5.47%；与此同时，Brent 原油期货基金净多持仓量回升至 250215 张，周环比大幅增长 28.51%，月环比大幅增加 15.26%。总体来看，WTI 原油期货市场和 Brent 原油期货市场的净多头寸均出现显著回升现象，表明国际原油市场多头力量增强，看涨油价信心回暖。

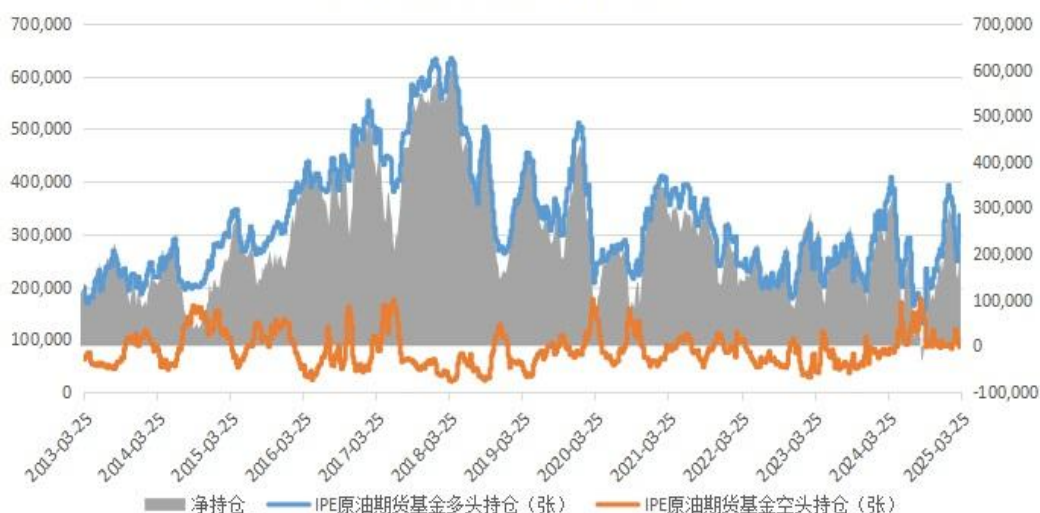
图 4、WTI 原油期货基金持仓情况走势图



数据来源：宝城期货

图 5、布伦特原油期货基金持仓走势图

布伦特原油期货基金持仓走势图



数据来源：宝城期货

综上所述，中东曼德海峡危机重重，霍尔木兹海峡也是暗流涌动。同时俄乌冲突并见缓和，美国却急不可耐欲对俄油征收次级关税来向普京施压。此外，南美石油大国委内瑞拉也被纳入美国制裁名单，被征收次级关税。在供应预期出现变化的背景下，预计后市国内外原油期货价格或维持偏强格局运行。

发表于 2025.4.3 期货日报第三版

姓名：陈栋

宝城期货投资咨询部

从业资格证号：F0251793

投资咨询证号：Z0001617

电话：0571-87006873

邮箱：chendong@bcqhgs.com

作者声明

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，期货投资咨询资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

获取每日期货观点推送

服务国家
知行合一

走向世界
专业敬业



诚信至上
严谨管理

合规经营
开拓进取

扫码关注宝城期货官方微信·期货咨询尽在掌握

免责条款

除非另有说明，宝城期货有限责任公司（以下简称“宝城期货”）拥有本报告的版权。未经宝城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、传播或复印本报告的全部或部分内容。

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。宝城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宝城期货在最初发表本报告日期当日的判断，宝城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，但宝城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。宝城期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

宝城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。

宝城期货版权所有并保留一切权利。