

霍尔木兹海峡持续停滞 中东石油出口暴跌61%-71%



美伊战争导致霍尔木兹海峡实质性封闭，全球最重要的石油运输咽喉要道持续受阻，已将中东地区原油出口打压至历史最低水平，这一空前规模的供应冲击正在重塑全球能源市场格局。

科威特、伊朗、伊拉克、阿曼、卡塔尔、巴林和阿联酋八国的原油、凝析油及成品油日均出口量降至971万桶，较2月份的日均2513万桶/日骤降61%。另一机构Vortexa的追踪数据显示降幅更为剧烈，上周出口量降至750万桶/日，较2月份日均2610万桶/日暴跌71%。

这是全球有史以来最大规模的石油供应中断。霍尔木兹海峡正常情况下承担全球约五分之一的石油运输，其实质性封闭迫使出口商取消货运、关停油田产量，原油价格随之飙升至四年来最高水平，部分燃料价格更创下历史纪录。

美伊冲突爆发前，上述八国合计占全球海运石油出口总量的36%，日均出口量达7043万桶。随着各产油国储油设施趋于饱和，且霍尔木兹的航运流量仍处于正常水平的极小部分，中东地区整体产量削减规模持续扩大。

两大机构数据均指向断崖式下滑

Kpler与Vortexa两家机构的追踪数据均指向同一方向：中东石油出口正经历历史性骤降。Kpler数据显示八国上周平均出口量为971万桶/日，较2月份下降61%；Vortexa数据显示的同期出口量则仅为750万桶/日，降幅高达71%。

这一冲击的历史意义在于其体量：上述八国在冲突前合计贡献全球海运石油出口总量的36%，霍尔木兹海峡的封闭直接切断了这一关键供应链，成为此轮全球能源市场承压的核心根源。

各大产油国的减产幅度因储运条件不同而差异显著。路透社周一报道，阿联酋在冲突爆发前日产量约为340万桶，目前已削减逾半。伊拉克降幅最为突出，产量较冲突前下降了70%。作为全球最大石油出口国的沙特阿拉伯，产量亦削减了约20%。

分析师估计，中东地区原油产量的总体削减量目前已达到每日700万至1000万桶。随着各国储油能力趋于上限且出口通道持续受阻，进一步压缩产量的压力仍未消散。

储罐饱和叠加通道受阻，供应中断压力持续积累

霍尔木兹海峡的实质性关闭已在物流与生产两个层面对中东石油出口形成双重打击。出口商因无法出运而被迫取消货物，而随着陆上储油设施日趋饱和，产油国别无选择，只能进一步压缩上游产量。目前，通过霍尔木兹的船舶流量仍仅为正常水平的极小部分。

在供给端的多重约束下，原油价格已升至四年来最高位，部分燃料产品价格亦刷新历史纪录，对全球能源安全与通胀预期形成持续压力。

日元贬值逼近160大关 能源冲击改变汇市交易逻辑

160关口再次进入市场视野。随着美以对伊朗实施军事打击，3月以来，日元兑美元汇率走弱，一度触及1美元兑159.76日元，创下2024年7月日本政府干预汇市以来的最弱水平，并持续在160“关口”下方徘徊——160被市场广泛视为日本政府干预汇市的警戒线。3月18日，截至东京时间下午5点，日元汇率为1美元兑158.79日元。进入欧洲交易时段后，日元贬值，汇率一度回到159的位置。

这一情形也让市场重新想起2024年的汇市动荡。当年日元跌破160后，日本财务省曾动用5.5万亿日元入市干预。不过，与2024年夏季相比，受访人士指出，本轮日元贬值更多反映了能源价格上涨、避险美元需求增强以及日本贸易结构脆弱性等基本面因素。

当下日元再度承压，东京的应对选项似乎比以往更为有限。政策干预空间明显收窄。市场目光亦由此转向日本央行——尽管市场普遍预期日本银行在本周货币政策会议上维持政策利率不变，但是在宏观环境更加复杂、货币政策相对宽松和日元持续承压的多重压力下，后续加息窗口会否被迫提前？

汇市交易：从“避险美元”转向“能源货币”

在中东局势持续动荡推动美元避险买盘的背景下，美元兑日元汇率一度逼近160关口。

3月18日的东京市场，日元汇率一度回升至158日元后半区间。市场消息称，此前事实上处于封锁状态的霍尔木兹海峡开始有油轮恢复通行，油价涨势暂时放缓，部分投资者回补日元空头头寸，推动日元短线反弹。但市场人士普遍认为，这一反弹更多属于短期技术性调整。

“本轮的日元贬值更多来自于能源价格上涨对基本面的影响。”渣打中国财富方案部首席投资策略师王昕杰3月17日在接受21世纪经济报道记者采访时表示，在高市早苗当选之后，日本股票因其激进的财政刺激政策而走高，年初至今跑赢全球股市。在伊朗局势升

级的背景下，能源价格上涨导致日本通胀预期上涨，这使得自2月21日以来日本股市跑输全球股票指数。再叠加日本财政计划缺少资金来源的影响，日本国债收益率不断提高。日元也在资金流入美元避险的背景下下跌，这反映出的可能已经不仅仅是投机性的看贬日元，而是反映出基本面的结构性看贬。

日本综合研究所调查部宏观经济中心研究员吉田刚士在接受21世纪经济报道记者采访时表示，近期日元贬值是由两方面因素共同主导的：一是地缘政治风险引发的“危机时刻买入美元（避险美元买盘）”，二是日本“贸易结构的脆弱性”。

“中东局势紧张导致美元对主要货币普遍走强，但对于原油进口高度依赖中东的日本而言，则推动日元走弱。同时，由于进口价格被推高，市场对贸易收支恶化的担忧进一步加深，从供需层面放大了日元卖压。”吉田刚士说。

与日元形成对比的是美元近期明显走强。道富集团(State Street)策略师Lee Ferridge此前表示：“机构投资者购买美元的力度是近两年来最强的。”

而十国集团(G10)货币中，日元和欧元成为表现最弱的两种货币。市场普遍认为，这两种货币对大宗商品价格变化具有更高敏感性。

不过，部分资源型货币呈现出不同走势。美国商品期货交易委员会(CFTC)的最新数据显示，与伊朗遭袭前的2月底相比，澳元、加元等资源型国家货币对美元的净多头反而有所增加。

例如，截至2月24日，投机资金持有5.2万手澳元兑美元净多头；到3月10日扩大至5.4万手；加元兑美元净多头也从2.7万手扩大至3.6万手。

Monex证券首席外汇顾问吉田恒在研报中指出，这意味着从美元角度看，美元兑资源型国家货币(澳元、加元)反而被卖出。“这说明当前汇市交易的逻辑，与其说是‘中东冲突’，不如说是霍尔木兹海

峡风险所引发的能源供应不确定性。”吉田恒表示。

干预空间收窄：170日元或成新的警戒线

随着美元兑日元汇率一度逼近160关口，市场上开始出现“差不多该为干预做准备”的预期。

3月17日，东京外汇市场上，日元汇率小幅走高。前一天，日本财务大臣片山皋月在谈及日元汇率时表示，“将以最大的紧张感应对，并准备采取包括果断措施在内的行动”。这一表态被视为对日元贬值的牵制，也促使17日出现日元买盘。但是，市场依旧对中东局势保持高度敏感。

不过，多数市场分析人士认为，目前的汇率波动尚未达到触发干预的条件。历史经验显示，日本当局通常不会针对某一特定汇率水平实施干预，而更关注汇率相对于长期趋势的偏离程度。

2022年和2024年，日本政府曾多次入市干预以遏制日元贬值。其中，2022年的干预发生在美元兑日元约145附近，而2024年的干预则发生在160附近。

“即便同样是160，当前市场环境”与2024年存在明显差异。”一位外汇交易员表示。

吉田恒指出，过去的干预往往发生在美元兑日元相对于5年移动平均线偏离20%至30%，同时相对于120日移动平均线偏离超过5%的情况下。目前即使汇率逼近160，但相对于5年均线的偏离仅约15%。而从120日均线来看，若要达到5%的偏离水平，美元兑日元需要接近162。按照这一逻辑推算，美元兑日元可能需要接近170甚至更高水平，才更容易触发日本当局重新入场干预。

与此同时，当前市场结构也与2024年明显不同。2024年7月，美元兑日元汇率一度升至161，创下1986年以来约38年的新高。当时CFTC数据显示，投机资金的日元净空头规模接近18万手，接近历史最高水平。而截至3月10日，投机资金的日元净空头规模仅约4万手。

“从期货市场的空单来看，远

低于2024年7月时的数量，说明当前的日元贬值并非来自于投机性的看贬。”王昕杰表示。

此外，美元持仓情况亦与2024年明显不同。当年4月，在美元兑日元首次突破160时，美元净多头一度达到约38万手，接近历史高位。而今年2月，美元反而一度出现21万手净空头，截至3月10日仍维持约6万手净空头。

在吉田恒看来，在当前市场情况下，如果投机资金进一步扩大“卖日元、买美元”仓位，即使日本当局入市干预，要改变汇率走势也可能会相当困难。

吉田刚士也指出，与2024年夏季那种以压制投机资金仓位、促使投机盘平仓为主要目的的干预不同，目前日元卖压更多来自贸易收支等“刚需资金流”因素。“在这种由供需结构决定的日元贬值局面下，单纯依靠外汇干预能否产生持续性效果，恐怕存在较大不确定性。”他说。

市场分析人士认为，目前的日元贬值更多反映宏观基本面因素，在政策上也削弱了实施干预的理由。可以说，从政策胜算、国际配合空间和市场结构三方面看，日本财务省如今干预汇市的“有效空间”与“触发阈值”，都明显比2022年和2024年那几轮更受限。

“如果日本方面此时干预，可能会导致投资者投机性的放空单，造成干预的效果大打折扣。”在王昕杰看来，未来有效的逆转日元的走贬趋势，还是要回归到如何提升日本经济的韧性上。

日本央行成市场焦点：加息窗口或提前

在能源危机冲击和外汇干预空间收窄的情况下，市场注意力正转向日本央行。

3月17日，澳大利亚央行上调了政策利率。本周包括美联储、欧洲央行和日本央行在内的多家主要央行将召开货币政策会议。市场普遍预计，各央行将在能源价格上涨带来的通胀压力下保持相对“鹰派”的政策姿态。

吉田刚士指出，如果日本央行在此次会议上表现出对进一步加

息仍然较为谨慎的态度，那么在政策立场对比下，日元仍可能继续走弱。

尤其需要关注欧洲央行的动向。吉田刚士同时提醒，自上月末以来欧元兑美元的跌幅甚至超过日元；如果欧洲央行更明确地展现出抑制通胀的鹰派立场，欧元与日元的相对强弱关系可能出现“欧元强于日元”的逆转，从而推动交叉盘(如欧元/日元等)出现更明显的日元贬值风险。

“货币政策会议反而可能提高美元兑日元汇率突破160的风险。”一位市场人士认为，在美日欧央行会议后，三种货币之间的强弱关系可能形成“美元强、欧元次之、日元最弱”的格局。

对于日本央行年内加息的前景，王昕杰认为，市场仍然普遍预计日本央行可能在年内加息两次。三井住友资产管理公司首席市场策略师市川雅浩指出，目前美以伊之间的军事冲突将持续多久、油价何时稳定仍难以预测。因此，日本央行在制定政策时需要更多观察数据。

“关键观察点包括3月的春季劳资谈判结果、4月公布的日本央行短观调查以及各地经济状况。”市川雅浩认为，“通过这些信息，可以判断工资是否出现较高增长，油价上涨对企业景气度和地区经济产生了多大影响。这些因素都将成为日本央行未来政策的重要依据。”

摩根大通在研报中指出，日本央行陷入局势不确定性与日元疲软的双重困境，在货币政策正常化路径上已难以轻易退让。该研报强调，日本央行面临的政策处境与美联储和欧洲央行存在明显差异。后两者的政策利率已接近中性水平，可以更从容等待；而日本货币政策仍处于高度宽松状态，在全球通胀担忧可能重燃的背景下，进一步拖延将使日本央行愈发显眼，并持续加大日元的下行压力。“日本央行等待的时间比同行更少。”