

原物料投資策略

以伊開戰，但油價的「頂峰」可能已經過去

焦點內容

1. 6/13(五)以色列於當地半夜展開 Rising Lion 行動，這是自 1981 年巴比倫行動以來首次對境外核設施的打擊，中東緊張局勢驟升。
2. 「供過於求」為油市未來的基本面，建議能源部位採「逢高減碼」的操作策略。布蘭特原油 80 美元/桶是我們基本情境下的高點(突破機率低)，65 美元/桶是我們的目標價格。

重要訊息

6/12(四)國際原子能協會(IAEA)決議伊朗違反了核不擴散義務，這是 20 多年以來 IAEA 首次做出這樣的決議，緊接著，美國撤離駐伊拉克大使館人員，理由是基於潛在的中東衝突即將發生。06/13(五)以色列於當地半夜展開「Rising Lion」，這是自 1981 年巴比倫行動以來首次對境外核設施的打擊。直接摧毀伊朗核設施、軍事基地，並精準打擊各軍事高層的居所，包括伊朗伊斯蘭革命隊(IRGC)總司令、伊朗武裝部隊參謀總長與幾名核科學家。

評論及分析

這場以伊戰爭的背後，可能還是離不開「川普談判」的影子，川普的態度左右著這場戰爭的動向，川普想要甚麼？川普在戰爭爆發後的態度是甚麼？看起來“嘗試理解”這些問題也許對於這場戰爭的未來走向能更加清晰。

川普現在要的是「伊朗絕對不能擁有核武」，隨著伊朗核協大部分條款將在 2025 年 10 月到期，新的核子協議修訂迫在眉睫，近期五輪的美伊核談判下來，取得共識似乎變得越來越渺茫，這也讓以色列擔憂伊朗核武可能在“數週內”完成，最終，在美國總統川普的「默認」下攻擊伊朗，試圖倒退伊朗研發核武的進程。根本上來看，默認以色列進攻可謂川普與伊朗達成核談判的一種粗暴手段，當然，這並不代表川普想要直接地推翻伊朗政權。

這種跡象我們可以從川普在近期 Truth Social 上的言詞，包括「他們還有第二次機會」、「我認為這場以伊戰爭應該結束」、「以色列與伊朗應該達成協議，而且一定會達成協議」等措詞，加上以色列表示暗殺伊朗精神領袖何梅尼的計畫也被川普否決，多少都隱含了其未有擴大戰場的意願，也對推翻政權缺乏興致。

若從另一個角度來看，川普沒有誘因直接介入戰爭，因為烏俄停火、以哈停火這是川普競選期間甚至是現在一貫的態度，再加上介入戰爭只會更激怒伊朗以封鎖荷姆茲海峽這種你死我亡方式報復，這只會推升國際油價並造成能源危機，這都與川普的理念背道而馳。基於種種原因，我們認為川普現階段「伊朗停止製造核武」與「推翻何梅尼政權」兩件事的抉擇上，仍會以“IRAN CAN NOT HAVE A NUCLEAR WEAPON”為優先，當然，若不接受這項協議，那推翻伊朗政權將為最後的下策。

有了這樣的推論假設後，我們認為布蘭特原油期貨的「頂峰」可能已經過去，甚至說 80 美元/桶的價格基本上就是已經定價了伊朗每日 330 萬桶/日的產能缺口，甚至還有些「封鎖荷姆茲海峽」的溢價在裏頭。只要中東衝突不往我們所謂的悲觀情境走，那麼油市大概率將延續下行趨勢。

當然，最差的情境依然無法排除(我們堅信這個概率較小)，倘若衝突再次擴大，並且荷姆茲海峽確實遭全線封鎖，那我們預估將有 900-1,000 萬桶/日的原油供應缺口(荷姆茲海峽每日的吞吐量約為 1,320 萬桶/日，我們假設有 300 萬桶/日的原油有替代航線與陸上管道)，在全球石油需求 1.03 億桶/日的基礎上，可能會讓油價上漲 45-50%，來到 100 美元上方(97.5-107.9 美元/桶)。

結論

回到原油展望，供應面來看，OPEC+額外自願減產的 8 國(沙烏地阿拉伯、阿爾及利亞、伊拉克、科威特、阿聯酋、俄羅斯、哈薩克、阿曼)目前的產量配額為 3,178 萬桶/日，較 2022 年 9 月的產量高峰低約 459 萬桶/日，也就是排除伊朗之外的國家仍然有閒置的產能應對伊朗的 330 萬桶/日供應缺口，依照過往經驗(第一次海灣戰爭、第一次伊朗制裁)，OPEC+在 1 季度至 2 季度內便有望回復到過往的產能水準，且從沙烏地阿拉伯對重奪市場份額的企圖來看，供應中斷的擔憂很可能被 OPEC 中合掉。

需求面來看，似乎能源需求還是保持在不溫不火的狀態，這也是本次危機不像烏俄戰爭那時候一樣「瘋狂」，部分原因也是現在的需求沒有當時的火熱，2022 年石油需求成長量為 286 萬桶/日，而 2025 年石油需求成長預估僅為 88 萬桶/日，能源轉型與美中貿易戰依然是未來石油需求放緩的主因。

綜合來看，「供過於求」還是我們認為油市未來的基本面，建議能源部位採「逢高減碼」的操作策略。布蘭特原油 80 美元/桶是基本情境下的高點(突破機率低)，60-65 美元/桶是我們的長期目標價格。

圖 1：以伊戰爭情境分析

基本情境	最差情境
衝突緩和	衝突加劇
伊朗妥協，接受川普所提出的“零濃縮鈾”核協議，川普向以色列施壓停止對伊朗的攻擊，以伊戰爭不再惡化(也許空中戰場還會持續)	談判破裂，伊朗絕境反擊並封鎖全球油輪吞吐量最大的荷姆茲海峽，美以聯軍進攻伊朗，並推翻何梅尼家族45年的獨裁政權
短期：\$70-80/bbl，長期：\$60-65/bbl	\$97.5-107.9/bbl

資料來源：Bloomberg；凱基

圖 2：市場對尾部風險的定價來到 2022 年烏俄戰爭以來的新高

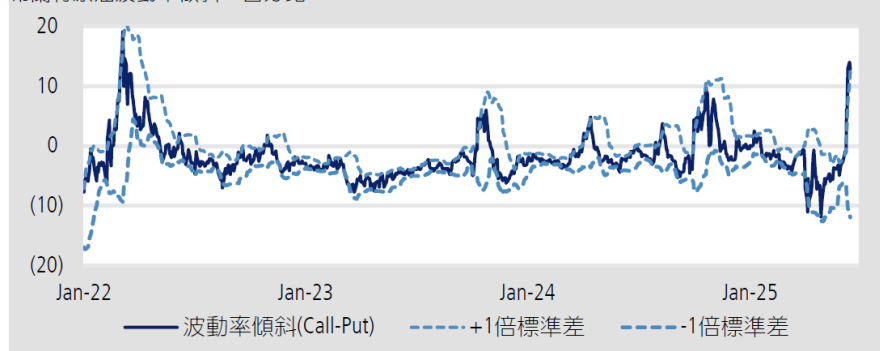
布蘭特原油近月(1M)價外(25 Delta)買/賣權隱含波動率，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

圖 3：波動率偏斜似乎已經突破合理區間的上緣

布蘭特原油波動率傾斜，百分比



資料來源：Bloomberg；凱基

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

免責聲明 部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及/或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，並不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。