

## 原物料投資策略

### 荷姆茲海峽遭封鎖，短期油價上行風險遽增

#### 焦點內容

1. 伊朗中斷荷姆茲海峽，20%石油運輸被迫中斷，油價上漲近 11%。
2. 必須看到戰爭和緩訊號搭配油價大幅回落，才是真正正面的消息。
3. 若戰爭持續，則短期看多原油；持續看多黃金；荷姆茲海峽 83%石油運往亞洲，短期保守看待新亞市場(韓、印、東協)，待油價回穩。

#### 重要訊息

荷姆茲海峽中斷，油價兩個交易日上漲近 11%。

#### 評論及分析

美伊戰爭爆發，伊朗宣布全面封鎖荷姆茲海峽，一個從未發生過的黑天鵝進入人們的視野，伊朗中斷全球最大的石油貿易咽喉點，讓 20mb/d 的石油產能瞬間消失，這相當於全球 100mb/d 需求量的 20%，即便當前石油市場存在 2.25mb/d 的供應過剩，但在 20mb/d 的供應衝擊下也是微如蟻螻，若戰爭持續的時間拉得越長，海峽封鎖持續，停滯性通膨發生的機率將會放大。

現在的情況：當前市場共識認為封鎖 20 天是極限，主要產油國儲油槽水位已經突破 50%，到時海灣國家的儲油槽與海上倉儲便會滿載，各 OPEC 成員國將不得不停產，伊拉克的儲油能力相對較差，目前該國最大的油田已經開始削減產量，沙烏地阿拉伯最大煉油廠關閉，卡達巨型 LNG 工廠停產。

回顧 2022 年烏俄戰爭爆發，市場面臨俄羅斯約 5.0mb/d 石油出口的制裁風險，在市場擁有供不應求 1.35mb/d 的當時，布蘭特原油從 99 美元飆升至 130 美元，漲幅 30%；雖然現在油市存在 2.25mb/d 的供應過剩，但卻存在預期 18-20mb/d 的供應減少，即便現在需求彈性高於 2022 年，也很有可能讓油價突破百元(在美伊局勢未好轉，海峽依然關閉的情境下)。過去面臨的是俄羅斯的供應(產能約：11.3mb/d)，現在面臨的是沙烏地阿拉伯、阿聯酋、伊拉克、科威特、伊朗、卡達六個國家的供應(產能：約 27.6mb/d)。

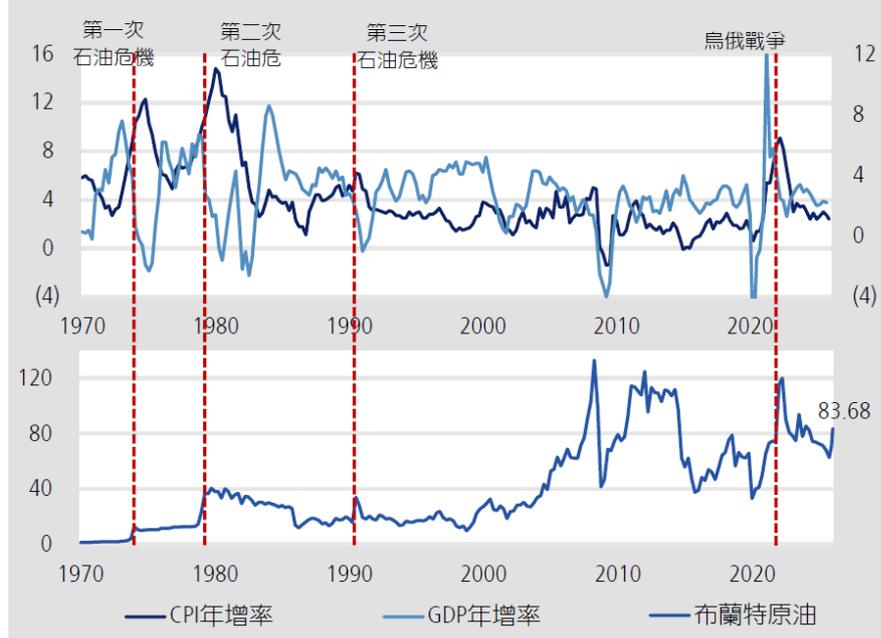
再退一步談，18-20mb/d 產能可能並非全數中斷，我們考量沙烏地阿拉伯的 East-West 石油管道、阿聯酋的 Habshan-Fujairah 輸油管(ADCOP)替代產能為 6.5mb/d、約有 30%的油輪在美軍護航下能夠進出荷姆茲海峽，再假設 1-2 月市場已經定價 5-10 美元的戰爭風險，布蘭特原油可能的價格也會落在 90-95 美元/桶，說明當前 80 美元/桶的價格或許沒有完全定價中斷風險。

#### 結論

戰爭邁入第四天，目前局勢已經進入到凱基預估的最差情境，美伊戰爭每多打一天，就是對全球經濟多一天的損害，戰爭持續時間依舊存在巨大的不確定性(川普表示約 3-4 週)，IEA 的應急措施、戰略儲備釋放的體量只要稍微不如市場預期，油價便可能再次失控，我們認為後續能夠扭轉的關鍵仍然只有美伊戰爭停止(伊朗神權被推翻或開始式微)，並宣布重新開放海峽，否則任何的配套措施(美軍護航、石油調渡、戰略儲備等)可能都是杯水車薪。簡言之，必須看到戰爭和緩訊號搭配油價大幅回落，對於市場來說才是真正正面的消息。若戰爭持續，則短期看多原油；持續看多黃金；荷姆茲海峽 83%石油運往亞洲，短期保守看待新亞市場(韓、印、東協)，待油價回穩。

**圖 1：歷次供應衝擊，都讓經濟步入下行**

上圖，美國 CPI 年增率，百分比(左軸)；美國實質 GDP 年增率，百分比(右軸)  
 下圖，布蘭特原油價格，美元/桶



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](http://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，并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。