光期宏观：伊以冲突对大宗商品的影响几何？

光大期货研究所

宏观金融研究团队
叶燕武
期货从业资格号：F3059022
期货交易咨询资格号：Z0000247

赵复初
期货从业资格号：F03107639

能化研究团队

杜冰沁
期货从业资格号：F3043760
期货交易咨询资格号：Z0015786

2024/4/15

期市有风险

入市需谨慎

摘要：

伊以冲突的发生使得市场再度开始担忧中东地缘政治扰动的溢出性风险。从此次事件的脉络来看，伊朗此次袭击主要是针对以色列4月1日轰炸其驻叙利亚大使馆的一次性报复，在袭击发生前已有预警，因此并不意味着事态出现显著升级，这也符合此前伊朗的表态以及市场预期。

当前市场关注的焦点在于以色列对伊朗袭击的潜在反应。若以色列方面继续对伊朗采取打击行动，将可能彻底点燃伊朗与以色列之间的战火。但这种情况并不符合多数国家的利益，**因此现阶段通过国际上多方斡旋，避免局势进一步升级将会是最有可能达成的情况。**

伊朗与以色列之间的紧张关系可能对大宗商品市场产生以下影响：首先，**能源价格可能受到波动**，尤其是如果冲突波及到周边产油国，可能影响石油供应，进而推高能源成本。其次，市场避险情绪可能上升，导致**黄金这一传统避险资产的需求增加**，价格随之上涨。此外，**供应链的不确定性增加**，可能导致运输成本上升和大宗商品价格波动。最后，欧美经济再通胀的风险进一步提高，**促使欧美央行进行货币政策调整以及改变市场预期。**不过，具体影响程度还需根据冲突的发展和国际社会的响应来观察。

光期宏观：伊以冲突对大宗商品的影响几何？

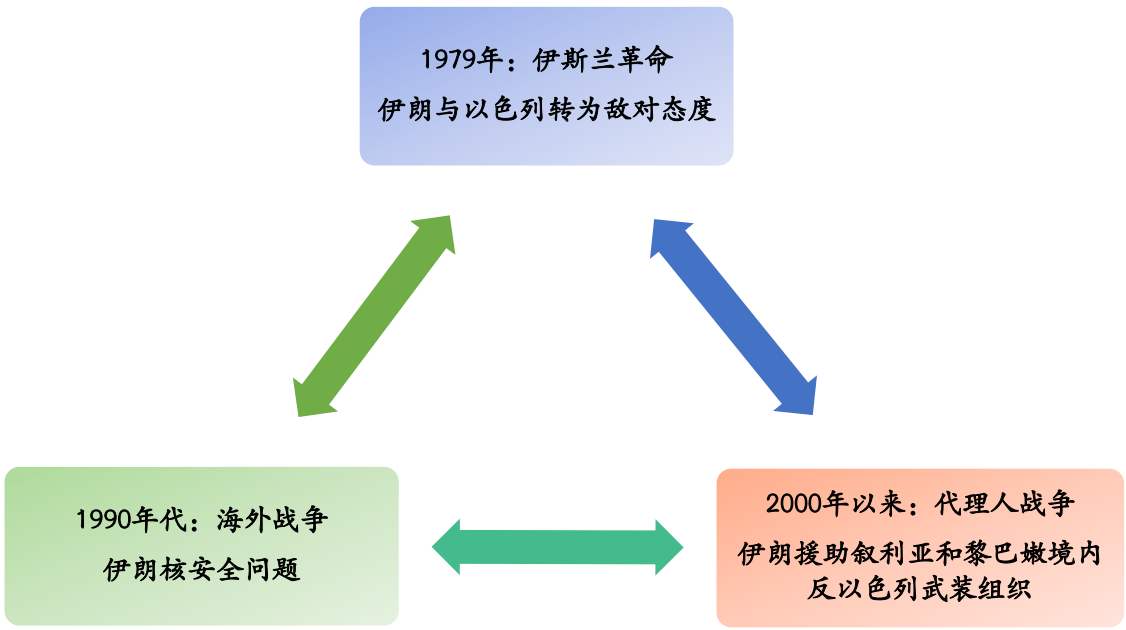
一、 伊以冲突的历史脉络

伊朗与以色列之间的冲突是中东地区长期存在的复杂问题之一，其根源深植于历史、宗教、地缘政治和国家安全等多个层面。近年来，随着地区局势的不断变化，两国之间的对抗呈现出新的特点和挑战。

首先，伊朗和以色列之间的紧张关系在很大程度上受到各自国内政治和国际立场的影响。伊朗自 1979 年伊斯兰革命以来，一直对以色列持敌对态度，而以色列则视伊朗扶植的对反以武装组织的支持为直接威胁。这种相互间的敌意和不信任，使得双方难以通过对话和谈判解决分歧。

其次，自 1990 年代海湾战争以来，代理人战争成为以色列与伊朗之间冲突的主要表现形式。在叙利亚和黎巴嫩等地区热点问题上，伊朗和以色列通过支持不同的武装力量进行间接对抗，这种代理人战争不仅加剧了地区冲突，也增加了冲突外溢的风险。

图表 1：伊朗与以色列冲突的历史脉络



资料来源：公开新闻、光大期货研究所

此外，寻求美国的庇护和支持一贯是以色列国家安全战略的一部分，美国在联合国和其他国际组织中的立场也往往倾向于支持以色列。同时，美国在中东地区的影响力和军事存在为以色列提供了重要的安全保障。但在美军宣布撤离行动后，中东地区出现军事威慑的真空，以色列面临更多的内部冲突和敌对武装的威胁，这也恰恰增加了该地区不稳定的风险。

二、 伊以冲突的潜在发展趋势

当前的伊朗和以色列之间的冲突正呈现出更加复杂和多变的特点，以色列与伊朗之间的军事和情报活动上的对抗性行为明显增加，也使得潜在的误判可能性增加。一方面，自巴以冲突以来，以色列所面临的外部压力不断递增。不仅在巴沙地带的军事行动受到了国际社会的强力谴责，而且受到了伊朗支持的武装力量的不断骚扰，包括伊朗从其境内向以色列发射无人机的行动。而以色列对于伊朗驻叙利亚使领馆的袭击可以理解为以色列所采取先发制人的策略来预防潜在的威胁，这些行为都可能导致误判并加剧紧张局势。另一方面，随着伊以间的代理人对抗向直接冲突升级的可能性不断提高，为维护自身在中东地区的利益，美国不断增加对于以色列的援助，也引起了伊朗方面的不满。4 月 13 日夜间伊朗对以色列境内的空袭前曾向美国政府发出书面警告，而美国政府官员回应称，美国没有参与以色列对伊朗驻叙利亚使馆的袭击，也没有提前知情，同时强调美国与此事件无关，并警告伊朗不要借机对美方人员实施报复，避免地区紧张局势升级。

在这样的背景下，美国、以色列、伊朗以及中东冲突中的任何一方的误判或意外事件都可能导致局势的急剧恶化，增加冲突的风险。但根据最新的新闻披露来看，伊朗对于以色列境内的打击暂告结束，但伊朗与以色列冲突仍存在进一步发展的可能：

其一，国际上多方斡旋，避免局势进一步升级。联合国安理会已经就伊朗袭击以色列举行了紧急会议，而多个国家，包括美国、沙特阿拉伯、埃及等，都呼吁各方保持克制，避免局势进一

步升级。这种国际压力和外交努力可能会对冲突的走向产生影响，促使双方寻求通过谈判和外交途径解决分歧。尽管有国际社会的调解和压力，但伊朗和以色列之间的冲突仍然充满不确定性。任何一方的误判或意外事件都可能导致局势的急剧恶化，增加冲突的风险。

其二，伊朗与以色列之间继续军事行动的报复循环。伊朗对以色列的军事打击是对以色列先前行动的回应，而以色列也将以此进行反击。这种报复性质的行动可能会导致双方陷入一种报复与反报复的循环中，从而使得冲突不断升级。而美国作为以色列的主要盟友，其在冲突中的立场和行动将对冲突的发展产生重要影响。美国已经表示支持以色列抵御袭击，并呼吁伊朗停止进一步的袭击行动。美国的政策和军事行动可能会成为影响冲突走向的关键因素。

其三，伊朗与以色列的冲突进一步外溢，演变为地区安全的紧张局势。伊朗与以色列的冲突不仅关系到两国，还可能影响到整个中东地区的安全局势。黎巴嫩、伊拉克等国已经表现出对局势恶化的担忧。如果冲突持续升级，可能会引发更广泛的地区不稳定。

图表 2：伊以冲突的潜在发展趋势

情景1	国际上多方斡旋，避免局势进一步升级	较高	促使双方寻求通过谈判和外交途径解决分歧
情景2	伊朗与以色列之间继续军事行动的报复循环	高	报复性质的行动可能会导致双方陷入一种报复与反报复的循环中，从而使得冲突不断升级
情景3	伊朗与以色列的冲突进一步外溢	较低	如果冲突持续升级，黎巴嫩、伊拉克等国可能加入战局以维护自身安全，可能会引发更广泛的地区不稳定。

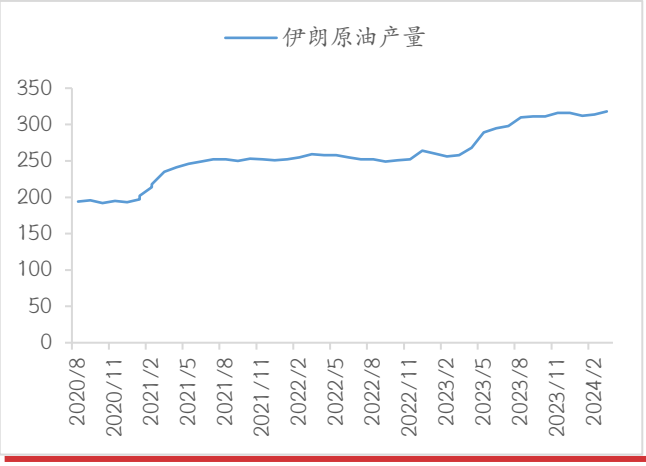
资料来源：公开新闻、光大期货研究所

三、 伊以冲突下的大宗商品走向

1、能源供应与航运风险引发市场担忧

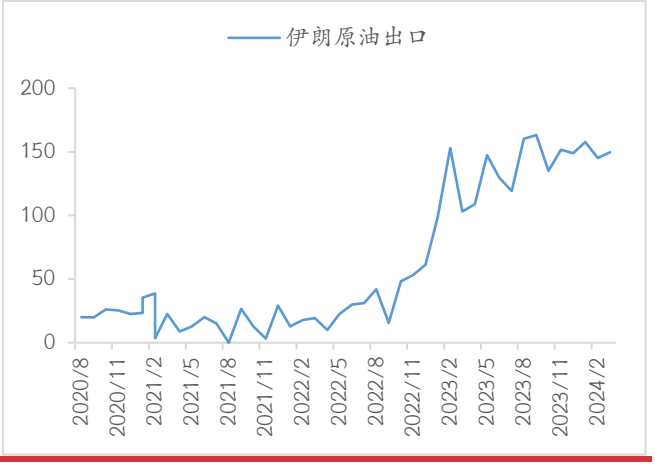
伊以冲突的升级使得市场再度开始担忧中东地区原油供应受到扰动的风险。由于以色列并非主要产油国，因此伊朗对以色列发动的无人机和导弹袭击并未对原油供应造成实质性影响。**当前市场关注的焦点在于以色列对伊朗袭击的潜在反应。**从此次事件的脉络来看，伊朗此次袭击主要是针对以色列 4 月 1 日轰炸其驻叙利亚大使馆的一次性报复，在袭击发生前已有预警，因此并不意味着事态出现显著升级，这也符合此前伊朗的表态以及市场预期。但是以色列的回应仍然值得关注，首先，伊朗作为中东的主要产油国之一，目前最新的原油产量约为 318 万桶/日（占全球供应量的 3%），在过去两年里增加了约 60 万桶，增幅超过 20%，这主要源于美国对伊朗制裁在一定程度上的放松，目前伊朗原油出口也回升至近 150 万桶/日，较此前低点增加超过 100 万桶。**如果以色列对伊朗境内的石油设施进行打击报复，市场定价伊朗供应减少的可能性更大，那么这可能会导致地缘政治风险溢价更高。**

图表 3：伊朗原油产量（单位：万桶/日）



资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

图表 4：伊朗原油出口（单位：万桶/日）

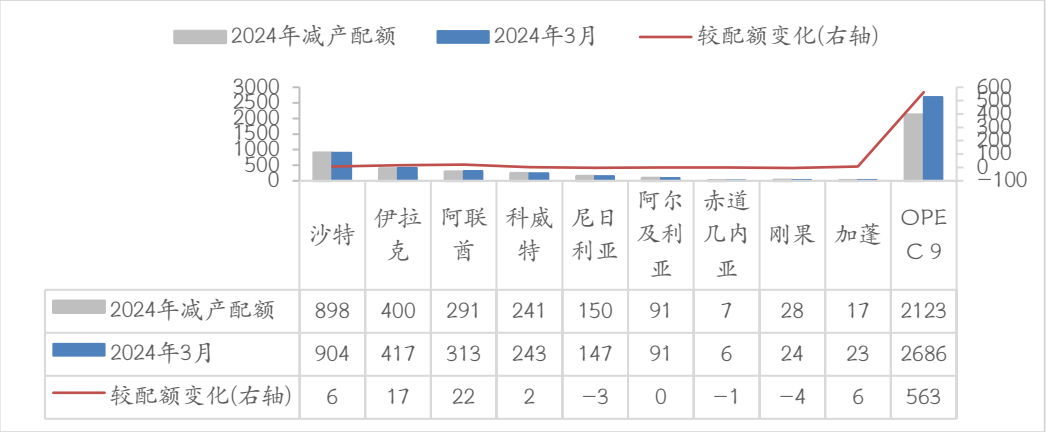


资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

其次，冲突也可能波及中东其他核心产油国，或进而影响 OPEC+的减产政策。去年底 OPEC+宣布 220 万桶/日的自愿减产政策，从执行情况来看，据 Argus 数据统计，OPEC+受减产目标约束

的 18 个国家（包括俄罗斯等）3 月的最新产量数据约为 3459 万桶/日，比目标高出 27 万桶/日，2 月的产量比目标高出 19 万桶/日。沙特和阿联酋在过去一年的时间中承担了 OPEC+减产的大部分配额，在上个月小幅增产之后，产量水平整体略高于目标。当前 OPEC 组织的剩余产能已超过 600 万桶/日，在今年以来国际油价不断走高的背景之下，**如果中东部分国家（比如伊朗）供应发生中断，那么其余 OPEC+的减产政策可能会发生一定变化。**

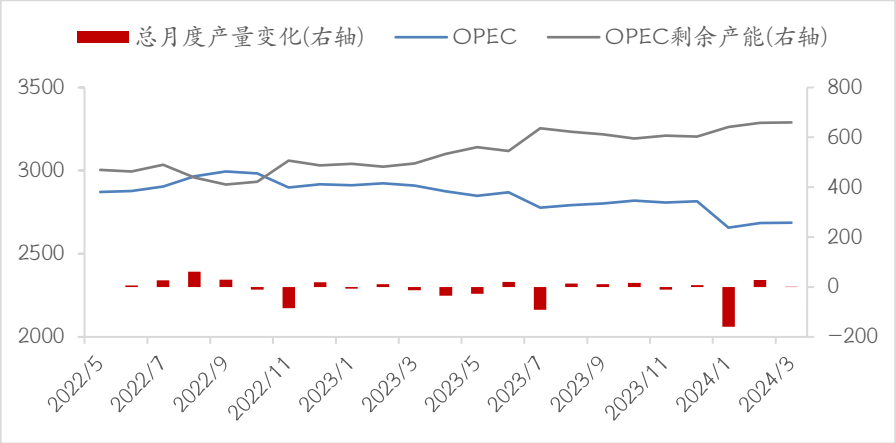
图表 5：OPEC 9 个成员国最新产量数据及减产执行情况（单位：万桶/日）



	沙特	伊拉克	阿联酋	科威特	尼日利亚	阿尔及利亚	赤道几内亚	刚果	加蓬	OPEC 9
2024年减产配额	898	400	291	241	150	91	7	28	17	2123
2024年3月	904	417	313	243	147	91	6	24	23	2686
较配额变化(右轴)	6	17	22	2	−3	0	−1	−4	6	563

资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

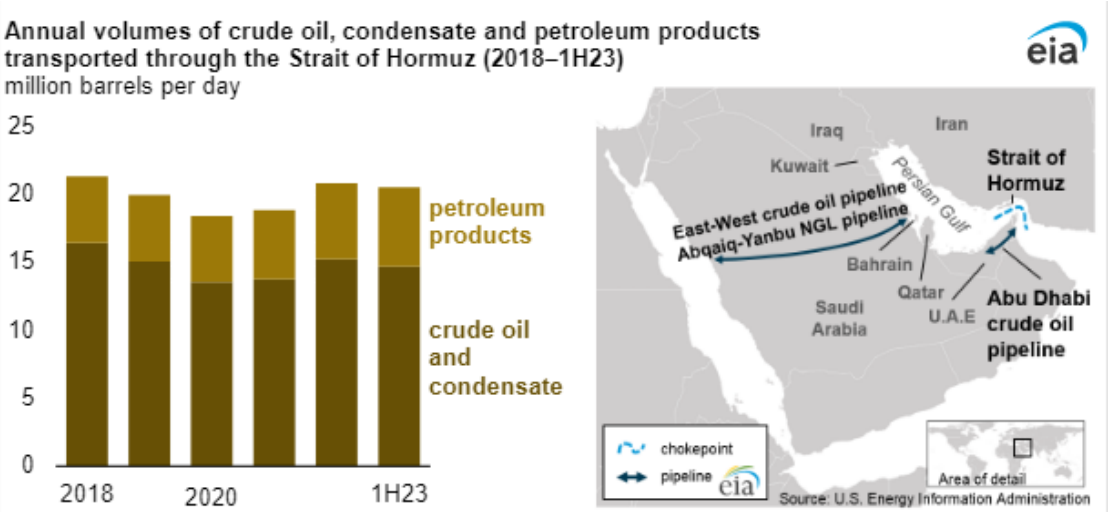
图表 6：OPEC 总月度产量、变化及剩余产能（单位：万桶/日）



资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

最后，**市场依然担忧事态扩大导致霍尔木兹海峡被封锁的可能性。**霍尔木兹海峡连接波斯湾、阿曼湾和阿拉伯海，是世界上最重要的石油运输通道之一。据 EIA 统计，2022 年，其平均石油运输量约为 2100 万桶/日，相当于全球石油液体消费量的约 21%。2022 年和 2023 年上半年，**通过霍尔木兹海峡运输的石油占全球海运石油贸易总量的四分之一以上；此外，全球约五分之一的 LNG 贸易也通过霍尔木兹海峡；通过霍尔木兹海峡的石油产品有 82%流向了包括中国、印度、日本和韩国在内的亚洲市场。**目前仅有沙特和阿联酋拥有可以绕过霍尔木兹海峡的管道，产能分别为 500 万桶/日和 150 万桶/日。EIA 预计如果霍尔木兹海峡被封锁，则这些管道能分流约 350 万桶/日的石油贸易量。如果当前地缘局势升级到这一地步，那么对于全球石油供应将产生实质性影响，但从各方表态来看，均不希望事件有进一步扩大，**因此我们认为该种情况发生的可能性较低。**

图表 7：通过霍尔木兹海峡运输的原油、凝析油和其他石油制品贸易量（单位：百万桶/日）



资料来源：EIA、光大期货研究所

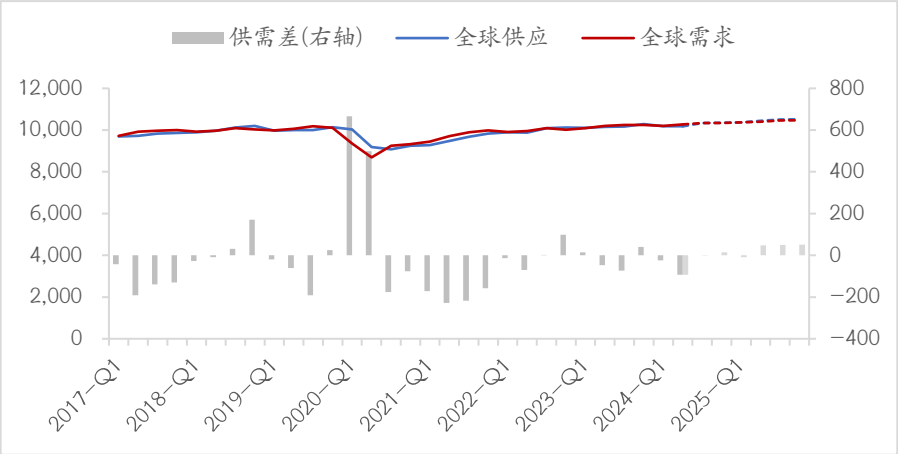
图表 8：通过霍尔木兹海峡运输的石油和 LNG 贸易量（单位：百万桶/日、十亿立方英尺/日）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023 上半年
总油品贸易量	21.3	19.9	18.3	18.8	20.8	20.5
原油及凝析油	16.4	15	13.5	13.7	15.2	14.7
其他石油制品	4.9	4.9	4.8	5.1	5.6	5.8
全球海运石油贸易量	77.4	77.1	71.9	73.2	75.2	76.3
全球石油及液体燃料油消费量	100.1	100.9	91.6	97.1	99.6	100.3
LNG 贸易量	10.3	10.6	10.4	10.6	10.9	10.8

资料来源：EIA、光大期货研究所

整体来看，尽管当前事件似乎已经告一段落，国际油价也基本反映了此次事件带来的风险溢价，但在地缘局势不断反复的背景之下，国际油价仍面临较大波动。从供需平衡表来看，二季度全球原油市场仍面临较大供应缺口，EIA 最新月报预计二季度和三季度供需缺口分别为 94 和 1 万桶/日，其中二季度三个月份（4、5 和 6 月）的供需缺口分别为 62、47 和 175 万桶/日。尽管此前 EIA 和 IEA 均下调了今年全球原油市场需求增速，但是二季度 OPEC+维持减产以及即将到来的海外出行旺季支撑二季度全球油市基本面向好。如若中东局势进一步发酵影响到原油供应，则二季度供需平衡表或将有进一步收紧。

图表 9：全球液体燃料供需平衡情况（单位：万桶/日）



资料来源：EIA、光大期货研究所

除能源外，地缘局势的升级也进一步影响了航运市场的紧张情绪。据报道，4 月 13 日，伊朗军队在霍尔木兹海峡附近，距阿联酋东部港口富查伊拉约 50 海里处扣押了一艘悬挂葡萄牙国旗、与以色列有关联的集装箱船“MSC Aries”。自去年 12 月以来，中东地区的航运已受到地缘局势发酵的严重影响，胡塞武装袭击了连接红海和亚丁湾的曼德海峡及其周边地区的船只，迫使许多船运公司选择绕过非洲好望角。本轮伊以冲突升级之下，中东局势缓解的可能性较小，短期集运市场亚欧航线船只的红海通行量可能仍看不到有效恢复，对于集运指数（欧线）期货或将形成一定支撑，这也反映在当前的盘面（尤其是远月合约）上。**我们仍要提醒投资者注意，在地缘局势尚不明朗的背景之下，运价和盘面大幅波动带来的风险。**

2、避险情绪将继续支撑金价走高

地缘局势的升级带来的不确定性和恐慌情绪会导致市场对风险资产的厌恶，进而推高黄金等避险资产的价格。在伊朗和以色列的冲突中，市场担心局势可能进一步升级，从而引发了对黄金的购买热潮。例如，伊朗对以色列发动无人机和导弹袭击的消息传出后，市场避险情绪升温，导致黄金价格上涨。但市场避险需求增加对金价的支撑作用并不持久，**当地缘政治趋于稳定时，宏**

观经济因素如美联储的货币政策、美元汇率以及全球经济状况等因素才是金价的长期驱动力。

从短期来看，美联储开启降息之前，美元指数仍将偏强运行，而过高的金价将使得后续入场的资金保持观望状态，**若地缘局势进入稳定期，金价或维持高位震荡走势。**从中长期来看，美联储的降息前景仍是黄金价格走向的主导因素。只要美联储的宽松预期不发生大的转折，金价仍将大概率保持整体向上的走势。除此之外，下半年将会迎来的的美国总统大选，若特朗普再度执政，为避免受到制裁威胁，增强应对外部冲击的能力，其他国家尤其是新兴市场国家将可能加快在美国的黄金储蓄转移，这也将对黄金价格形成扰动。

整体来看，伊朗与以色列之间的紧张关系在短期内将推高黄金价格，但这种影响可能会随着市场情绪的稳定和宏观经济条件的变化而减弱。投资者在考虑投资黄金时，应密切关注地缘政治发展以及全球宏观经济状况，并采取相应的投资策略。

图表 10：Comex 黄金（单位：美元/盎司）

资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

图表 11：美元指数与债券收益率（单位：点；%）

资料来源：Bloomberg、光大期货研究所

3、对其他大宗商品的影响

除了能源和黄金，其他大宗商品也可能受到伊朗和以色列紧张局势的影响。以色列的化工产业在全球市场上具有一定的影响力，尤其是在化肥、农业化工、电子化工等领域处于世界领先水

平，显示了其在全球化工市场中的重要地位。

以色列是全球钾肥出口大国，拥有约 400 万吨的钾肥年产能，占全球钾肥市场的 8%。同时，以色列化工集团(ICL)是全球第六大钾肥生产商，并且是泛欧洲区域内的第二大钾肥生产国和第一大磷肥生产国。马克西姆-阿甘公司(Makhteshim-Agan Industries Ltd.)是以色列最大的农化企业，也是全球第七大农药生产商，其产品涵盖除草剂、杀虫剂、杀菌剂及植物生长调节剂等。另外，以色列化工集团是全球第一大溴素供应商和阻燃剂生产商，为电子业、建筑业和汽车业提供化学原料。

若伊朗与以色列关系持续激化，不仅会导致供应链中断或不稳定，影响大宗商品的生产和运输成本，而且可能会使得欧美经济再通胀的风险进一步提高，促使欧美央行进行货币政策调整以及改变市场预期。

报告撰写团队成员介绍

叶燕武，南开大学经济学硕士，现任光大期货研究所所长、光大集团特约研究员，历任混沌天成研究院院长，曾连续四年荣获上海期货交易所优秀宏观分析师。期货从业资格号：F3059022 ；期货交易咨询资格号：Z0000247。

赵复初，现任光大期货研究所金融期货分析师，英国杜伦大学金融学博士，英国苏塞克斯大学管理学硕士。期货从业资格号 F03107639。

杜冰心，现任光大期货研究所能源化工分析师，美国威斯康星大学麦迪逊分校应用经济学硕士学位，山东大学金融学学士；荣获 2022 年度上海期货交易所优秀能化分析师奖， 2022 年度期货日报最佳工业品分析师称号，所在团队获得上期能源 2021 年、2022 年优秀产业服务团队奖；扎根国内外能源行业研究，深入研究产业链上下游，关注行业热点事件，撰写多篇深度报告，获得客户高度认可。长期在《期货日报》、《第一财经》等国内主流财经媒体发表观点，并接受《央视财经》和《21 世纪经济报道》等媒体采访。期货从业资格号：F3043760；期货交易咨询资格号：Z0015786。

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 6 楼
公司电话：021-80212222　　传真：021-80212200
客服热线：400-700-7979　　邮编：200127

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性、可靠性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成任何具体产品、业务的推介以及相关品种的操作依据和建议，投资者据此作出的任何投资决策自负盈亏，与本公司和作者无关。