



宏观专题分析报告

宏观经济报告
证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
zhaow@gjzq.com.cn

分析师：贾璐熙（执业 S1130523120002）
jjaluxi@gjzq.com.cn

分析师：李欣越（执业 S1130523080006）
lixinyue@gjzq.com.cn

红海风波未平，地中海风波又起？

12月23日，据路透社报道，伊朗伊斯兰革命卫队准将 Naqdi 威胁称，他们将封锁地中海、直布罗陀海峡和其他水道。12月26日，伊斯兰革命卫队少将穆萨维遇袭身亡，伊朗总统莱西表示以色列将为此“付出代价”，事态或进一步升级。

一问：封锁地中海可行性高吗？相较地中海，霍尔木兹海峡的封锁更值得担忧

伊朗当前海军力量或难以实现对地中海的封锁，导弹封锁直布罗陀海峡的概率也相对较低。根据《世界现代军舰名录》依据海军规模等指标的统计，当前伊朗海军力量相较地中海沿岸部分国家及美、英等势力仍有一定差距，实现直接海上封锁的可能性较低。而根据 Missile Threat 的数据，伊朗导弹射程多在 2500km 以内，或也难触及直布罗陀。相较对地中海的封锁，伊朗封锁霍尔木兹海峡的可行性更高，可能性也更大。类似于也门何塞武装对红海地区的干扰，伊朗对海峡的封锁并不依赖水面舰艇的行动。霍尔木兹海峡最窄处仅 21 海里（39 公里），水雷的大面积布置、无人机的广泛使用、导弹的完全覆盖，足以对海峡通航造成威胁、实现事实上的封锁。

二问：如果霍尔木兹海峡被封锁，对市场会有何影响？油气价格或受显著冲击

如果霍尔木兹海峡被封锁，或将直接对油气供给造成巨大冲击，显著推升油气价格。截至 2023 年上半年，占全球石油消费 20% 的石油均经过霍尔木兹海峡运出，占全球液化天然气（LNG）消费 26% 的 LNG 同样需要通过霍尔木兹海峡。分目的地来看，中国、印度、日本、韩国和欧洲的原油进口受冲击较大，其中中国占比高达 30.1%。近 50 年间，霍尔木兹海峡未出现过直接封锁，两类情形可供参考。第一，1980-1988 年的“油轮战争”，油价在初期大涨，但对通航影响较小、未能扰乱超过 2% 的波斯湾船只。第二，1997 年以来，伊朗的 7 次“封锁威胁”/“船只扣押”，油价在当日、后 5 个交易日、后 10 个交易日平均上涨 2.8%、5.6%、6.3%，后多有回落。

三问：如封锁发生，哪些演绎值得关注？红海问题的长期化，管道绕行的可能

霍尔木兹海峡的可信威胁就足以对红海问题的解决产生扰动，造成运价居高不下。当下，美国发起了“繁荣卫士”行动，着手解决红海问题。而一旦伊朗对霍尔木兹海峡、黎巴嫩真主党对东地中海实施骚扰，或将分散美军兵力，导致红海问题长期化。根据克拉克森测算，红海问题将造成油轮航线 5 美元/吨、远洋集装箱航线 48 美元/TEU 的成本上升。霍尔木兹海峡封锁发生后，部分原油或可通过管道“绕行”。沙特阿拉伯、阿联酋、伊朗均拥有可以绕过霍尔木兹海峡的运营管道，沙特多条管道合计输送规模约 700 万桶/天，阿联酋的管道输送规模约 150 万桶/天；伊朗管道有约 30 万桶/天的输送能力。这类管道合计约 350 万桶/天的未使用产能，但即便顺利使用，也仍有 1700 万桶/天的产能缺口。

风险提示

1. 中东事态进一步升级：如果封锁实施，或存在中东爆发大规模战争的可能，沙特等逊尼派国家如利益严重受损，也有参战可能。
2. 油轮误伤导致海峡通行受阻：霍尔木兹海峡最窄处仅 39 公里，极端情况下，一艘油轮在窄处航道的“误袭”也可能严重阻塞通航。



内容目录

一问：封锁地中海可行性高吗？相较地中海，霍尔木兹海峡的封锁更值得担忧.....	3
二问：如果霍尔木兹海峡被封锁，对市场会有何影响？油气价格或受显著冲击.....	4
三问：如封锁发生，哪些演绎值得关注？红海问题的长期化，管道绕行的可能.....	5
风险提示.....	7

图表目录

图表 1：目前伊朗已部署导弹能覆盖东地中海.....	3
图表 2：伊朗的海军力量在地中海并不占优.....	3
图表 3：霍尔木兹海峡最窄处仅约 39 公里.....	4
图表 4：“油轮战争”期间导弹是攻击油轮的主要形式.....	4
图表 5：经霍尔木兹输出的油气占全球消费量超 2 成.....	4
图表 6：经霍尔木兹输出的石油，中国占比约三成.....	4
图表 7：“油轮战争”期间，油价在初期受冲击较大.....	5
图表 8：1986-1987 年，多艘船只在波斯湾遇袭.....	5
图表 9：历次霍尔木兹海峡封锁威胁/船只扣押后的油价.....	5
图表 10：封锁威胁/船只扣押后，油价多在短期上涨.....	5
图表 11：美国当前计划实施的“繁荣卫士”行动.....	6
图表 12：当前红海航线的涨价情况.....	6
图表 13：当前中东油气管道的分布情况.....	6
图表 14：约 880 万桶/天的石油或可通过管道绕行.....	6



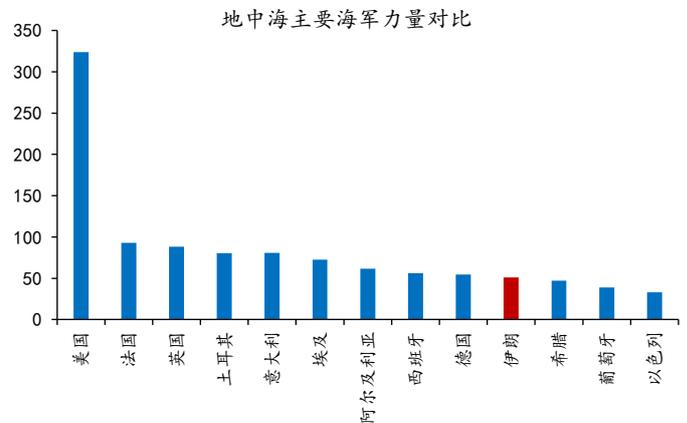
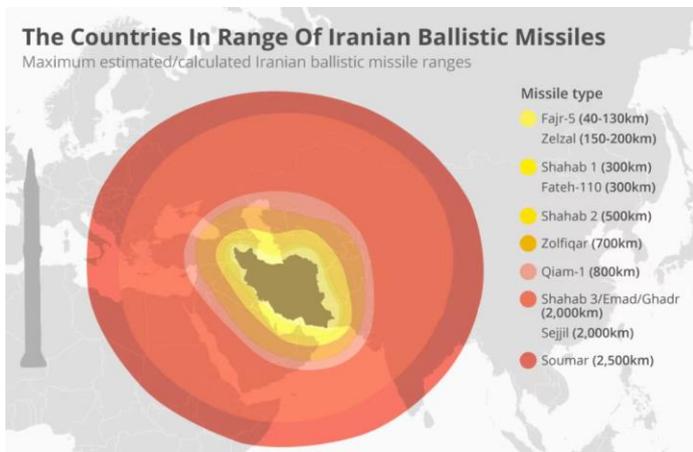
12月23日，据路透社报道，伊朗伊斯兰革命卫队准将 Mohammad Reza Naqdi 威胁称，他们将封锁地中海、直布罗陀海峡和其他水道。12月26日，伊斯兰革命卫队少将穆萨维遇袭身亡，伊朗总统伊卜拉欣·莱西表示以色列将为此“付出代价”，事态或将进一步升级。

一问：封锁地中海可行性高吗？相较地中海，霍尔木兹海峡的封锁更值得担忧

伊朗当前海军力量或难以实现对地中海的封锁，导弹封锁直布罗陀海峡的概率也相对较低。根据《世界现代军舰名录》依据海军规模等指标的统计，当前伊朗海军力量相较地中海沿岸部分国家及美、英等势力仍有一定差距；根据国际战略研究所的数据，直接发出此次威胁的伊朗伊斯兰革命卫队¹海军大型水面舰艇仅5艘登陆舰、2艘导弹护卫舰，实现直接海上封锁的可能性较低。而根据 Missile Threat 的统计，伊朗当前部署导弹射程多在2500km以内，即便通过黎巴嫩真主党，或也难触及直布罗陀。

图表1：目前伊朗已部署导弹能覆盖东地中海

图表2：伊朗的海军力量在地中海并不占优



来源：Missile Threat, 国金证券研究所

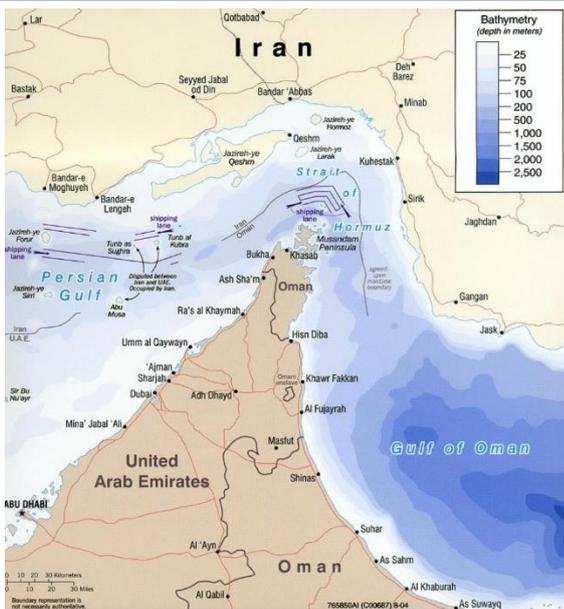
来源：WDMW, 国金证券研究所

相较对地中海的封锁，伊朗封锁霍尔木兹海峡的可行性更高，可能性也更大。类似于也门何塞武装对红海地区的干扰，伊朗对海峡的封锁并不依赖水面舰艇的行动。霍尔木兹海峡最窄处仅21海里（39公里），水雷的大面积布置、无人机的广泛使用、导弹的完全覆盖（1980-88年“油轮战争”期间，约55%的航运攻击为导弹攻击），足以对海峡通航造成威胁、实现事实上的封锁。前美国参谋长联席会议主席 Martin Dempsey 将军在2012年即表达伊朗有能力封锁霍尔木兹海峡。

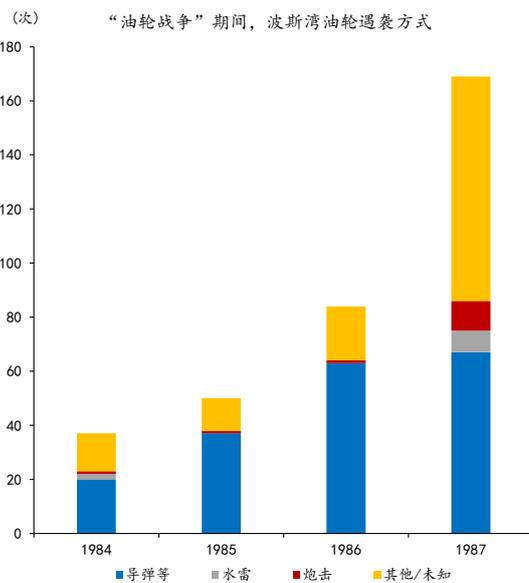
¹ 当前发出威胁并有可能实施封锁的伊朗伊斯兰革命卫队是与伊朗国防军平行的宗教武装力量，它被美国、沙特、巴林等国列为恐怖组织。



图表3: 霍尔木兹海峡最窄处仅约39公里



图表4: “油轮战争”期间导弹是攻击油轮的主要形式



来源: Wikipedia, 国金证券研究所

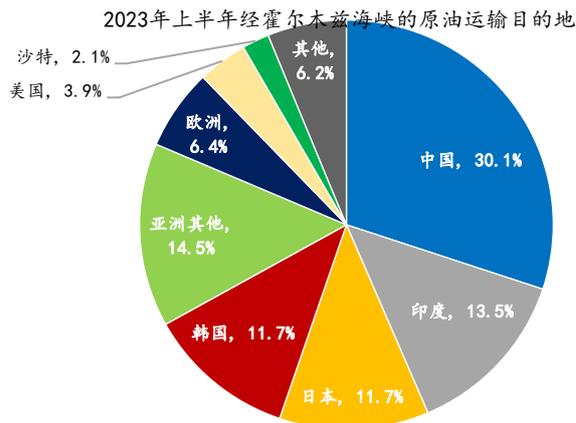
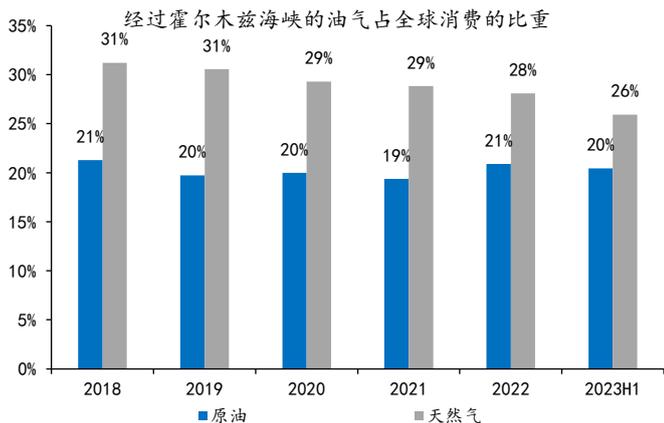
来源: EIA, 国金证券研究所

二问：如果霍尔木兹海峡被封锁，对市场会有何影响？油气价格或受显著冲击

如果霍尔木兹海峡被封锁，或将直接对油气供给造成巨大冲击，显著推升油气价格。截至2023年上半年，占全球石油消费20%的石油均经过霍尔木兹海峡运出，占全球液化天然气(LNG)消费26%的LNG同样需要通过霍尔木兹海峡。分出口国来看，海峡封锁对沙特、伊拉克、阿联酋、科威特、伊朗每日出口冲击分别为650万桶、310万桶、190万桶、160万桶和70万桶。分目的地来看，中国、印度、日本、韩国和欧洲的原油进口受冲击较大，其中经霍尔木兹对外输出的原油中，中国占比高达30.1%。

图表5: 经霍尔木兹输出的油气占全球消费量超2成

图表6: 经霍尔木兹输出的石油，中国占比约三成



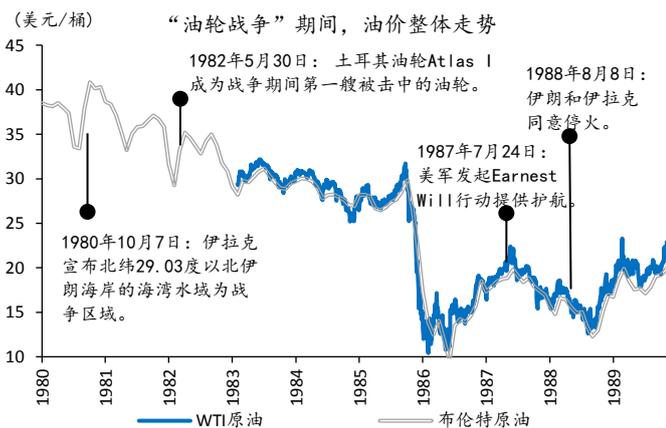
来源: EIA, Statista, 国金证券研究所

来源: EIA, 国金证券研究所

近50年间，霍尔木兹海峡未出现过直接封锁，但1980-1988年间“油轮战争”的历史可供参考。彼时，伊拉克在1980年宣布海峡北部的伊朗部分水域为战争区域，油价在随后2个月间大涨22.3%；1982年5月30日，首艘油轮被击中，油价在短期内上涨6.2%。但“油轮战争”并没有严重扰乱石油运输，根据Strauss Center的数据，即使在最激烈的时刻，也未能扰乱超过2%的波斯湾船只。随着1987年7月美国发起护航行动(Earnest Will Operation)，原油价格企稳回落。

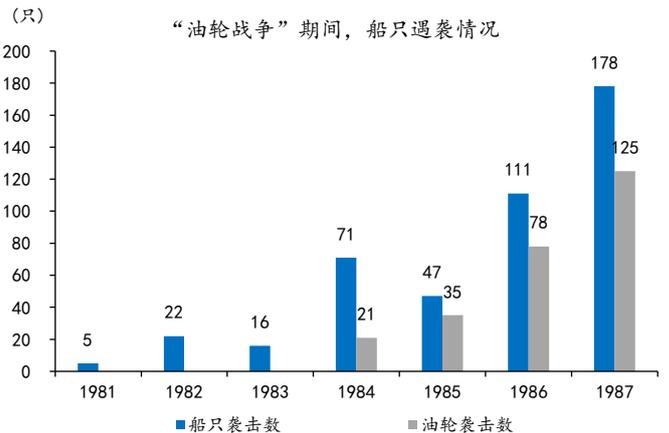


图表7：“油轮战争”期间，油价在初期受冲击较大



来源：Strauss Center, Reuters, 国金证券研究所

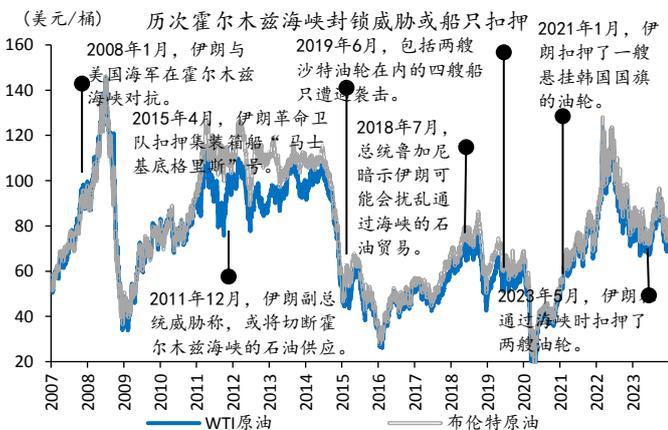
图表8：1986-1987年，多艘船只在波斯湾遇袭



来源：EIA, 国金证券研究所

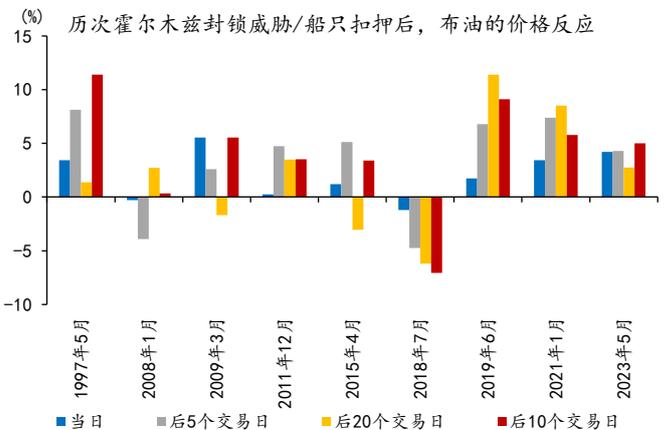
此外，2003年伊核问题发酵以来，伊朗多次的“封锁威胁”/“船只扣押”也有一定的参考价值。典型的，1997年5月伊朗威胁将封锁海峡，油价在10个交易日大涨11.4%，随后快速回落。除2008年1月美、伊海军霍尔木兹海峡对峙、2018年7月鲁加尼威胁封锁海峡两次影响较弱外，其他7次中，油价在当日、后5个交易日、后10个交易日平均上涨2.8%、5.6%、6.3%，后多有回落。

图表9：历次霍尔木兹海峡封锁威胁/船只扣押后的油价



来源：Strauss Center, Reuters, 国金证券研究所

图表10：封锁威胁/船只扣押后，油价多在短期上涨



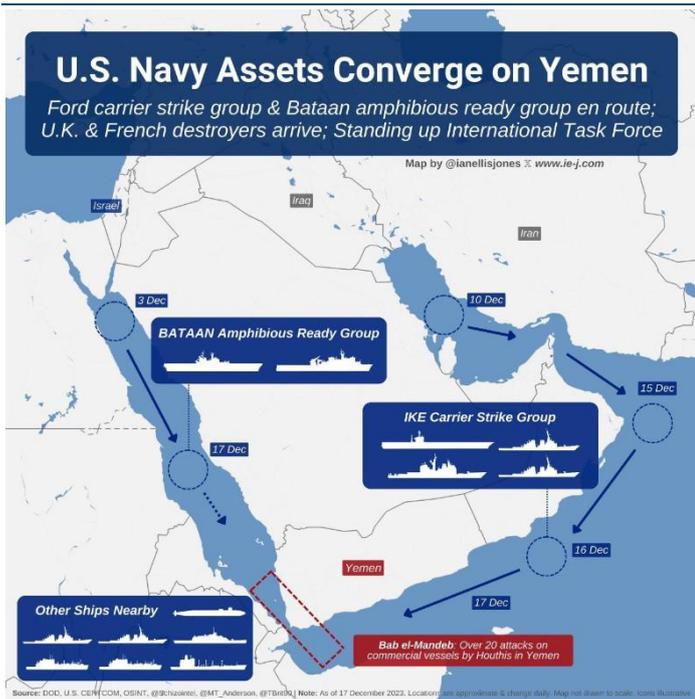
来源：Strauss Center, Reuters, Bloomberg, 国金证券研究所

三问：如封锁发生，哪些演绎值得关注？红海问题的长期化，管道绕行的可能

霍尔木兹海峡的可信威胁就足以对红海问题的解决产生扰动，造成运价居高不下。当下，美国发起了“繁荣卫士”行动，着手于解决红海问题。而一旦“抵抗之弧”中伊朗对霍尔木兹海峡、黎巴嫩真主党对东地中海实施骚扰乃至封锁，无疑将分散美军兵力，导致红海问题长期化。根据克拉克森测算，红海问题将造成油轮航线5美元/吨、远洋集装箱航线48美元/TEU的成本上升。



图表11: 美国当前计划实施的“繁荣卫士”行动



来源: DOD, OSINT, US CENTCOM, 国金证券研究所

图表12: 当前红海航线的涨价情况

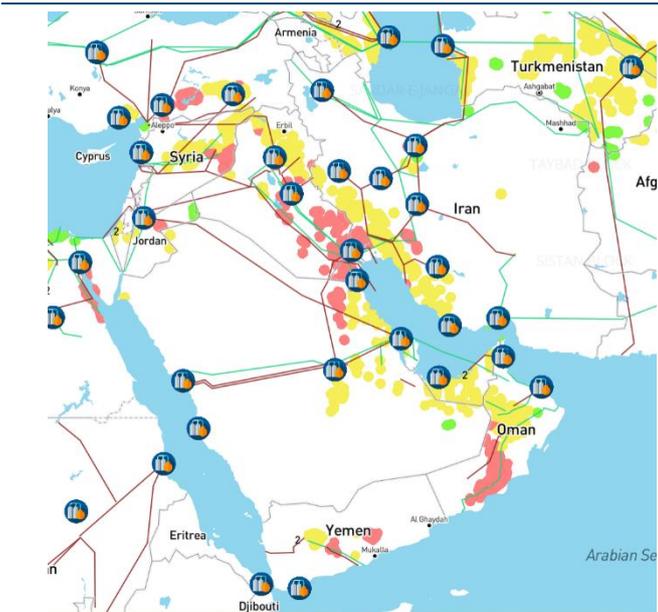
地中海-欧洲 油轮航线				
航线	运距 (海里)	航行天数 (天)	燃油成本 (万美元)	每吨货物额外增加的燃油成本
红海航线	5020	18	54	-
绕行好望角	11140	39	120	-
变化	122%	117%	122%	+5美元/吨

远东-欧洲 集装箱航线				
航线	运距 (海里)	航行天数 (天)	燃油成本 (万美元)	每吨货物额外增加的燃油成本
红海航线	10700	28	224	-
绕行好望角	13850	36	289	-
变化	29%	29%	29%	+48美元/TEU

来源: Clarkson, 国金证券研究所

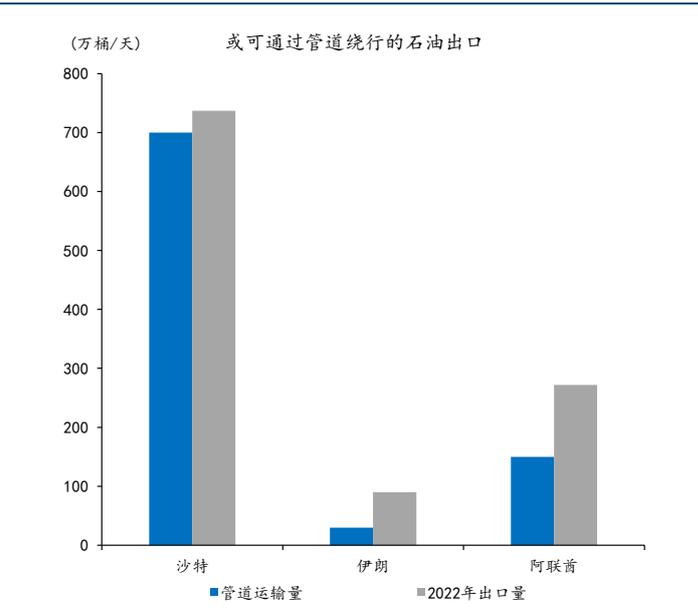
霍尔木兹海峡封锁发生后, 部分原油或可通过管道“绕行”。沙特阿拉伯、阿联酋和伊朗均拥有可以绕过霍尔木兹海峡的运营管道, 沙特多条管道合计输送规模约 700 万桶/天, 阿联酋连通富查伊拉出口码头的管道输送规模约 150 万桶/天; 伊朗戈雷-贾斯克管道有约 30 万桶/天的输送能力。这类管道合计有约 350 万桶/天的未使用产能, 但即便顺利使用, 也仍有 1700 万桶/天的产能缺口。

图表13: 当前中东油气管道的分布情况



来源: OILMAP, 国金证券研究所

图表14: 约 880 万桶/天的石油或可通过管道绕行



来源: EIA, 国金证券研究所



风险提示

1. 中东事态进一步升级：如果封锁实施，或存在中东爆发大规模战争的可能，沙特等逊尼派国家如利益严重受损，也有参战可能。
2. 油轮误伤导致海峡通行受阻：霍尔木兹海峡最窄处仅 39 公里，极端情况下，一艘油轮在窄处航道的“误袭”也可能严重阻塞通航。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究