



大类资产周报第 18 期

宏观专题研究报告
证券研究报告

国金证券研究所

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

分析师：郑树明（执业 S1130521040001）
zhengshuming@gjzq.com.cn

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

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

联系人：霍泽嘉
huozejia@gjzq.com.cn

红海危机：不止是航运？

2023年11月以来，红海危机不断发酵，对航运造成明显扰动。红海航运绕行推升运价，会否冲击我国的对外出口？运价成本的转嫁，会否引燃欧美“再通胀”风险？本文分析，仅供参考。

热点思考：红海危机，不止是航运？

一问：当下，红海危机已造成的影响？集装箱运输受到明显冲击，油运、干散货扰动有限

2023年11月以来，红海危机不断发酵，对航运、尤其是集运已造成明显扰动。2023年，通过苏伊士运河的各类船只中，集装箱船、干散货船、油轮载重占比分别为42.2%、19.1%和23.3%。截至本周，集装箱船只和汽车运输船受冲击较为明显，较12月上旬分别减少82%和46%；干散货船与油轮受冲击较小，较12月上旬分别减少19%、增加6%。

伴随着运力的损失，全球航运成本也快速抬升。分船型来看：1) 大量绕行的集运价格上涨最为明显。截至2024年1月19日，CCFI较2023年12月1日大涨50.1%，其中欧洲航线大涨108.8%，其他航线也受运力缺口的影响、价格小幅上涨；2) 全球航运仅6%的干散货船经过红海，波罗的海干散货指数未受冲击、季节性下行；3) 油运价格小幅抬升。

二问：“红海危机”对中国出口的冲击几何？运力冲击或集中在年前，运价冲击影响有限

“红海危机”对我国出口或有“运力”与“运价”的两类冲击；“运力”扰动或主要集中在春节前。除对欧洲的直接冲击外，巴拿马运河通行受阻、可能使“红海危机”也间接波及对美出口。12月-1月是我国对欧美的出口高峰，运力缺口在春节前后或有一定扰动。但中期来看，随着新船的投放与航线间运力的调配，运力矛盾或在春节过后趋于缓和。

“运价”对欧美出口整体冲击有限，但汽车等品类值得关注。欧美占我国出口比重约三成，其中机电、机械占比过半，但海运费用占比约2%、运费对到岸价影响有限。价格冲击大的商品中：1) 玩具等欧美对华进口依赖度过半、需求弹性低；2) 纺服、塑料等出口竞争国以东南亚、东亚为主，同样受红海航线扰动；3) 汽车、家具等品类冲击值得关注。

三问：“红海危机”会导致欧美再通胀？运价直接推升有限，关注霍尔木兹海峡封锁可能

当下，油运冲击暂未显现、或相对有限，其他工业制品或难引发欧美“再通胀”。红海危机对欧美通胀的冲击有两条传导链：1) 油运对CPI能源项的拉动，在油运船只全部绕行假设下，环比拉动欧元区CPI约0.2个百分点，对美国几无影响。2) 进口品对CPI工业制品的拉动，全额承担额外海运成本下，欧美CPI被推升幅度或低于0.1个百分点。然而，霍尔木兹海峡问题一旦升温，能源供给缺口的扩大或显著提升欧美的“再通胀”风险。12月23日，伊朗伊斯兰革命卫队准将Naqdi威胁将封锁地中海、直布罗陀海峡和其他水道。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。霍尔木兹海峡及周边水域一旦风险上升，欧美“再通胀”风险将显著升温。

周度回顾：发达国家国债收益率全线上行，人民币汇率再度承压（2024/01/12-2024/01/19）

股票市场：发达国家股指多数下跌，新兴市场股指全线下跌。发达国家股指，纳斯达克指数上涨2.3%，法国CAC40下跌1.3%；新兴市场股指，泰国SET指数下跌2.2%，巴西IBOVESPA指数下跌2.6%，上证指数下跌1.7%。

债券市场：美国10年期国债上行19bp至4.2%，德国上行14bp至2.3%，法国上行15.4bp至2.8%，英国上行16.8bp至4.1%，意大利上行14.7bp至3.9%，日本上行6.5bp至0.7%。

外汇市场：美元指数上行1%至103.23，美元兑在岸人民币升值0.4%至7.19，美元兑离岸人民币上行至7.20。

商品市场：黑色全线上涨，原油全线上涨，农产品多数上涨，贵金属全线下跌，有色全线下跌。通胀预期从前值的2.27%升至2.34%。COMEX黄金跌至2031.8美元/盎司。10Y美债实际收益率从前值的1.70%升至1.81%。

风险提示

俄乌冲突再起波澜；大宗商品价格反弹；工资增速放缓不达预期



内容目录

一、热点思考：红海危机，不止是航运？	5
一问：当下，红海危机已造成的影响？集装箱运输受到明显冲击，油运、干散货扰动有限	5
二问：“红海危机”对中国出口的冲击几何？运力冲击或集中在年前，运价冲击影响有限	7
三问：“红海危机”会导致欧美再通胀？运价直接推升有限，关注霍尔木兹海峡封锁可能	11
二、大类资产高频跟踪（2024/01/12-2024/01/19）	15
（一）权益市场追踪：发达国家股指多数下跌，新兴市场股指全线下跌	15
（二）债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率全线上涨	16
（三）外汇市场追踪：美元指数上行，其他货币兑美元全线下跌	17
（四）大宗商品市场追踪：黑色全线上涨，有色全线下跌	18
风险提示	19

图表目录

图表 1：2023 年以来红海危机发酵的时间线	5
图表 2：2023 年通过苏伊士运河的各种船型全球占比	5
图表 3：各船型典型载重量与运输的货物类型	5
图表 4：2023 年通过苏伊士运河的船只以集运船只为主	6
图表 5：12 月以来，苏伊士运河运载量出现明显下滑	6
图表 6：分船型来看，集装箱船受冲击最大	6
图表 7：汽车运输船也明显受到红海危机的扰动	6
图表 8：2023 年以来 CCFI 各航线价格走势	7
图表 9：欧洲航线、地中海航线、波红航线涨幅居前	7
图表 10：波罗的海干散货指数的季节性变动	7
图表 11：油运价格有小幅抬升	7
图表 12：如巴拿马运河、红海航线同时受阻，中国至美国的海运成本或大幅抬升	8
图表 13：临近旱季，巴拿马运河可通行船只或有下降	8
图表 14：红海绕行对油轮、集运成本的潜在影响	8
图表 15：红海危机潜在波及国家占我国出口比重约 4 成	9
图表 16：德国、荷兰、英国是我国对欧出口的主要国家	9
图表 17：12 月-次年 1 月往往是我国出口的高峰期	9
图表 18：2024 年，集装箱船只的投放计划	9
图表 19：2023 年我国对欧盟主要的出口品类（HS 一级）	10
图表 20：2023 年我国对美国主要的出口品类（HS 二级）	10



图表 21: 我国对欧盟出口主要品类的海运成本占比	10
图表 22: 我国对美国出口主要品类的海运成本占比	10
图表 23: 德国对华主要进口产品与进口依赖度	11
图表 24: 美国对华主要进口产品与进口依赖度	11
图表 25: 美国纺服、塑料制品、汽车的主要进口来源国	11
图表 26: 德国塑料制品的主要进口来源国	11
图表 27: 欧元区通胀的结构	12
图表 28: 美国通胀的结构	12
图表 29: 全球供应链紧张情况与美国 CPI 非能源类商品	12
图表 30: 近期, 全球供应链紧张情况并未显著抬升	12
图表 31: 波斯湾约占欧洲 2023 年原油使用的 3 成	13
图表 32: 波斯湾约占美国 2022 年原油使用的 3%	13
图表 33: 欧洲主要消费品的对华依赖度	13
图表 34: 美国主要品类的进口依赖度	13
图表 35: 经霍尔木兹输出的油气占全球消费量超 2 成	14
图表 36: 经霍尔木兹输出的石油, 中国占比约三成	14
图表 37: “油轮战争”期间, 油价在初期受冲击较大	14
图表 38: 封锁威胁/船只扣押后, 油价多在短期上涨	14
图表 39: 当周, 发达国家股指多数下跌	15
图表 40: 当周, 新兴市场股指全线下跌	15
图表 41: 当周, 美国标普 500 行业走势分化	15
图表 42: 当周, 欧元区行业多数下跌	15
图表 43: 当周, 恒生指数全线下跌	16
图表 44: 当周, 行业方面全线下跌	16
图表 45: 当周, 发达国家 10 年期国债收益率全线上涨	16
图表 46: 当周, 10Y 收益率美英德均上涨	16
图表 47: 当周, 新兴市场 10 年期国债收益率多数上涨	16
图表 48: 当周, 土耳其和巴西 10Y 利率上涨	16
图表 49: 当周, 美元指数上行, 其他货币兑美元全线下跌	17
图表 50: 当周, 英镑、欧元兑美元	17
图表 51: 当周, 主要新兴市场兑美元全线下跌	17
图表 52: 土耳其里拉和韩元兑美元	17
图表 53: 当周, 人民币兑美元贬值、兑欧元和英镑升值	17
图表 54: 当周, 人民币兑美元贬值	17
图表 55: 当周, 黑色全线上涨, 有色全线下跌	18



图表 56: WTI 原油、布伦特原油价格均上涨.....	18
图表 57: 当周, 焦煤价格上涨.....	18
图表 58: 当周, 铜铝价格均下跌.....	19
图表 59: 当周, 通胀预期升至 2.34%.....	19
图表 60: 当周, 黄金、白银均下跌.....	19
图表 61: 当周, 10Y 美债实际收益率升至 1.81%.....	19



2023年11月以来，红海危机不断发酵，对航运造成明显扰动。红海航运绕行推升运价，会否冲击我国的对外出口？运价成本的转嫁，会否引燃欧美“再通胀”风险？供参考。

一、热点思考：红海危机，不止是航运？

一问：当下，红海危机已造成的影响？集装箱运输受到明显冲击，油运、干散货扰动有限

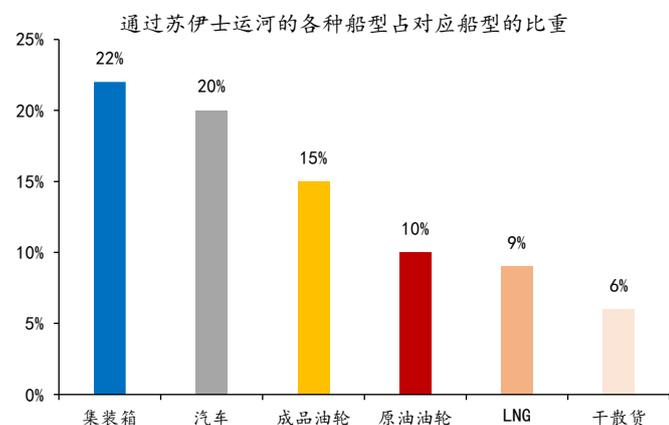
2023年11月以来，红海危机不断发酵，对航运造成明显扰动。2023年12月9日，也门胡塞武装表示将攻击所有驶往以色列的船只；12月12日，挪威油轮“斯特林达”号受到了导弹攻击，随后马士基等四家国际航运巨头相继宣布将暂停红海航线，红海危机全面升级。12月18日以来，美国发起“繁荣卫士”护航行动、与英国多次空袭胡塞武装后，胡塞武装仍能予以还击，红海危机仍在发酵。红海是全球航运要道，2023年全球22%的集装箱、20%的汽车运输船、15%的成品油轮、6%的干散货船均通过需经过红海-苏伊士河航道，红海危机的演绎对全球航运造成了明显的冲击。

图表1：2023年以来红海危机发酵的时间线

时间	具体事件
2023年10月31日	也门胡塞武装向以色列发送大量导弹和无人机
2023年11月19日	一艘正在航行中的货船“银河领袖”号在红海海域被扣押
2023年11月24-27日	与以色列家族Ofer相关的商船在海湾地区遇袭；一艘商业油轮Central Park在亚丁湾被扣押
2023年12月9日	胡塞武装表示将针对所有驶往以色列的船只
2023年12月12日	也门胡塞武装向挪威油轮“斯特林达号”发射了一枚导弹，抗议以色列轰炸加沙的行动
2023年12月15-16日	MSC、马士基、达飞、赫伯罗特，四家国际航运巨头陆续宣布暂停在红海航行
2023年12月18日	“大西洋天鹅”油轮与“MSC Clara”集装箱货轮两艘商船在红海南部遇袭
2023年12月18日	英国石油公司（BP Plc）、挪威Equinor宣布暂停其所有经红海的油轮运输
2023年12月18日	美国宣布成立“繁荣卫士行动”，重点关注红海南部和亚丁湾的安全
2023年12月24日	马士基发布者声明准备恢复红海航运
2023年12月26日	MSC一艘集装箱船下午在穿越红海时遭到袭击
2023年12月28日	美国政府宣布对土耳其和也门境内涉嫌向胡塞武装输送资金的组织实施制裁
2023年12月30日	马士基旗下集装箱船“MAERSK HANGZHOU”遭到也门胡塞武装袭击
2023年12月31日	马士基暂停所有在红海的航行48小时；英美就打击也门胡塞武装制定计划
2023年1月2日	赫伯罗特称公司将继续让旗下船只避开红海航线至少一周时间；马士基宣布继续暂停红海运输
2023年1月4日	一艘武装无人艇从也门胡塞武装组织控制的地区发射，在距离美国海军和商船几英里处被引爆
2023年1月9日	也门胡塞武装分子对红海商业航道发动大规模的导弹和无人机袭击
2023年1月11日	伊朗宣布在阿曼海域扣押了一艘美国油轮“圣尼古拉斯号”
2023年1月12日	美国和英国对也门境内伊朗支持的胡塞武装发动了大规模袭击
2023年1月13日	美国军队对也门发动新一轮空袭；胡塞武装回应，将对美国袭击做出坚定有力的回击
2023年1月16日	伊朗对巴基斯坦发动空袭，声称打击伊斯兰国组织和反伊朗势力
2023年1月17日	英国石油巨头壳牌公司无限期暂停所有途经红海的石油运输
2023年1月17日	美国政府把也门胡塞武装重新指定为“特定全球恐怖主义实体”
2023年1月18日	巴基斯坦空袭伊朗境内，造成至少9人死亡

来源：Bloomberg, Reuters, 国金证券研究所

图表2：2023年通过苏伊士运河的各种船型全球占比



来源：Clarksons, 国金证券研究所

图表3：各船型典型载重量与运输的货物类型

运输类型	船舶类型	载重吨	代表性航线	货物类型
集装箱运输	支线型	<2000	上海-韩国	
	亚巴拿马型	2000-3000	广东-东南亚	机电设备、工业制成品、轻工纺织类、家具类、农林牧渔产品等
	巴拿马型	3000-5000	亚洲-美西、欧洲-南美	
干散货运输	超巴拿马型	>5000	亚洲-欧洲、亚洲-北美	
	灵便型	<4万	东亚、东南亚海岸线	小宗散货
	超灵便型	4-6万	西北欧-远东	谷物
	巴拿马型	6-10万	大西洋往返航次	钢材、煤炭、粮食
油品运输	好望角型	>10万	中国-澳大利亚航线、中[谷物、煤炭、铁矿石	
	中小型油轮	1-6万	新加坡-日本	成品油
	巴拿马型油轮	6-8万	墨西哥-日本	成品油
	阿芙拉型油轮	8-12万	北海-欧洲大陆	原油
	苏伊士型油轮	12-20万	波斯湾-(苏伊士运河)-原油	
	超大型油轮	>20万	波斯湾-西欧、北美、东[原油	

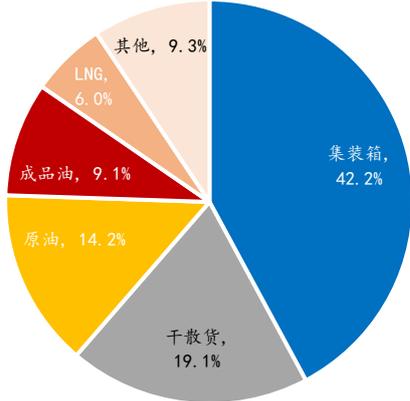
来源：Clarksons, 国金证券研究所



截至2024年1月中旬，红海危机对集运造成了显著冲击，对干散货、原油运输的影响冲击相对有限。2023年，通过苏伊士运河的各类船只中，集装箱船、干散货船、油轮载重占比分别为42.2%、19.1%和23.3%。2023年12月以来，苏伊士运河运载量出现明显下滑，本周（1月15日-1月19日）进入苏伊士运河所有船舶总吨日平均值226万总吨，较2023年12月上半月平均值下降49%。分船型来看，集装箱船只和汽车运输船受冲击较为明显，本周进入苏伊士运河的集装箱船较2023年12月上半月平均值下降82%，汽车船下降46%；而干散货船与油轮受冲击较小¹，本周较2023年12月上半月分别下降19%、上升6%。

图表4：2023年通过苏伊士运河的船只以集运船只为主

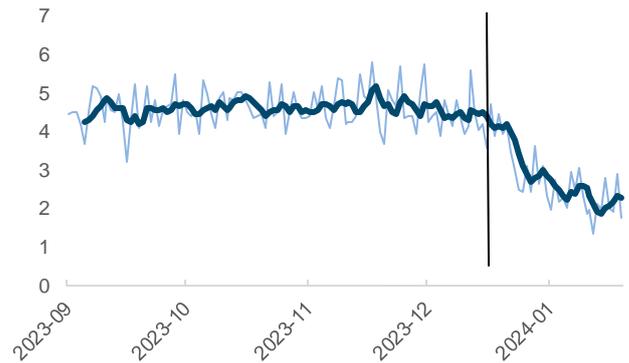
2023年通过苏伊士运河的各类船舶载重量分布



来源：Clarksons，国金证券研究所

图表5：12月以来，苏伊士运河运载量出现明显下滑

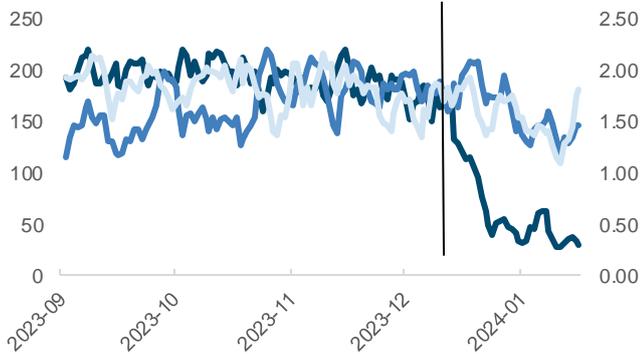
苏伊士运河运载量 (m.GT) 五日平滑曲线



来源：Clarksons，国金证券研究所

图表6：分船型来看，集装箱船受冲击最大

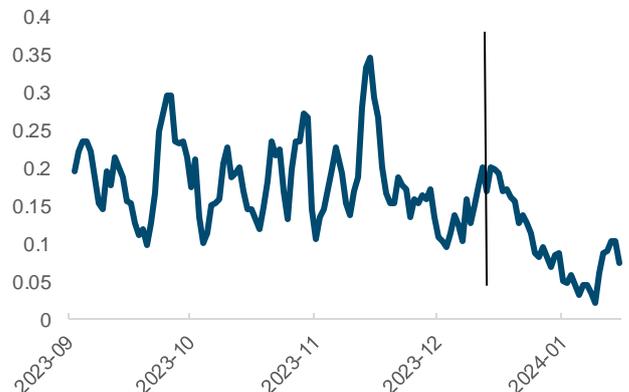
集装箱船 (kTEU) 干散货船 (m.DWT) 油轮 (m.DWT)



来源：Clarksons，国金证券研究所

图表7：汽车运输船也明显受到红海危机的扰动

汽车船 (m.GT)



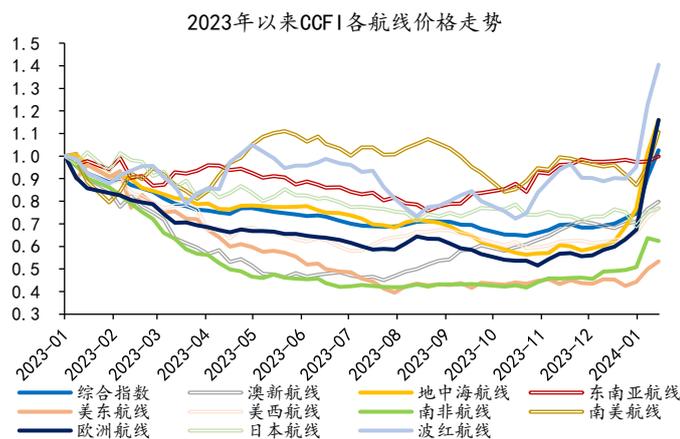
来源：Clarksons，国金证券研究所

伴随着运力的损失，全球航运成本也快速抬升。分船型来看：1) 当前大量绕行的集装箱船运价上涨最为明显。截至2024年1月19日，中国出口集装箱运价指数(CCFI)较2023年12月1日大涨50.1%，其中直接受到红海绕行影响的欧洲航线、地中海航线、波红航线运价涨幅最大，分别上涨了108.8%、99.5%和55.3%，其他航线也受运力缺口的影响、价格小幅上涨。2) 干散货运价受冲击相对有限，波罗的海干散货指数在2024年12月4日触及阶段性峰值后持续下行，表现基本符合季节性。3) 油运价格有小幅抬升，本周原油运价指数均值较2023年12月上半月平均值上升35%。

¹ 一方面，干散货船与油轮以不定期租船为主，租方承担绕行成本而不承担战争损失，导致目前绕行较少。另一方面，干散货船价值较低、原油运输中有相当比例是俄罗斯运输船，胡塞武装对干散货船和油轮袭击次数较少。



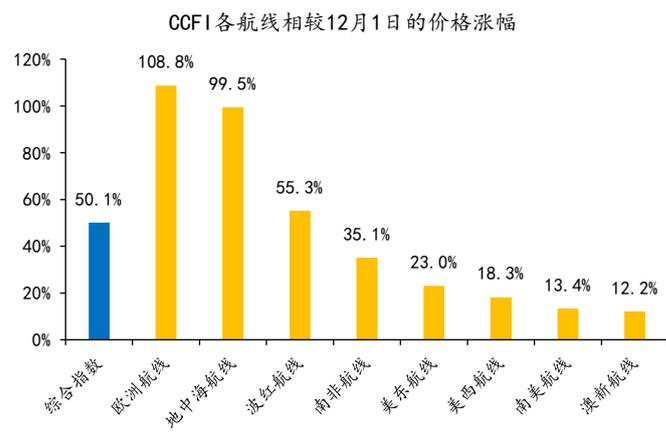
图表8: 2023年以来CCFI各航线价格走势



来源: Wind, 国金证券研究所

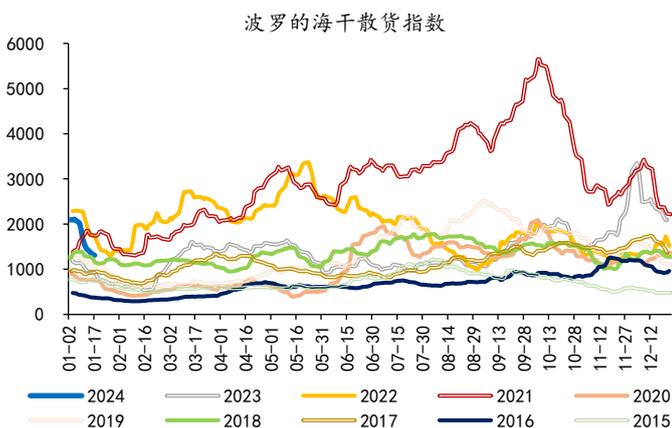
注: 以2023年1月6日为1进行标准化处理。

图表9: 欧洲航线、地中海航线、波红航线涨幅居前



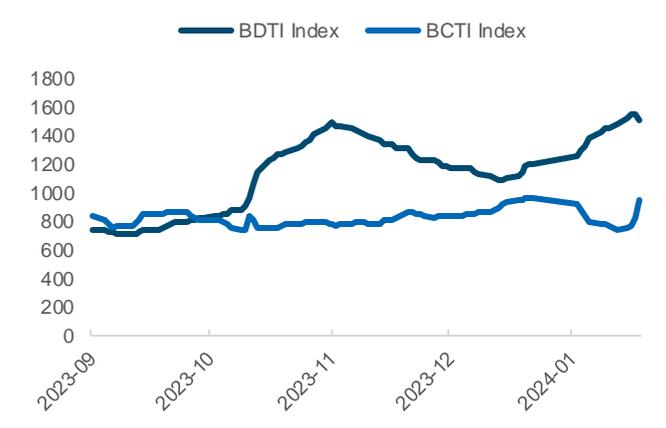
来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 波罗的海干散货指数的季节性变动



来源: Wind, 国金证券研究所

图表11: 油运价格有小幅抬升



来源: Clarksons, 国金证券研究所

二问：“红海危机”对中国出口的冲击几何？运力冲击或集中在年前，运价冲击影响有限

理论上，“红海危机”对我国出口或有“运力”与“运价”的两类冲击；除对欧洲出口受直接影响外，巴拿马运河的通行受限、可能使“红海危机”也间接波及对美、加的出口。运力方面，原有28天的中国至欧洲单程航线在绕行后或被拉长至36天，部分货物承运或受延误。运价方面，根据Clarksons测算，红海问题将造成油轮航线5美元/吨的成本上升，中国对欧洲的航线也将面临约29%的额外海运成本，每TEU增加运费约48美元。我国对外出口中，对欧洲的集运出口多数依赖红海海道，受影响也最为直接；而当下巴拿马运河旱季通行受阻，或将造成部分通过红海的中国-美东航线也被迫绕行、间接受到影响。

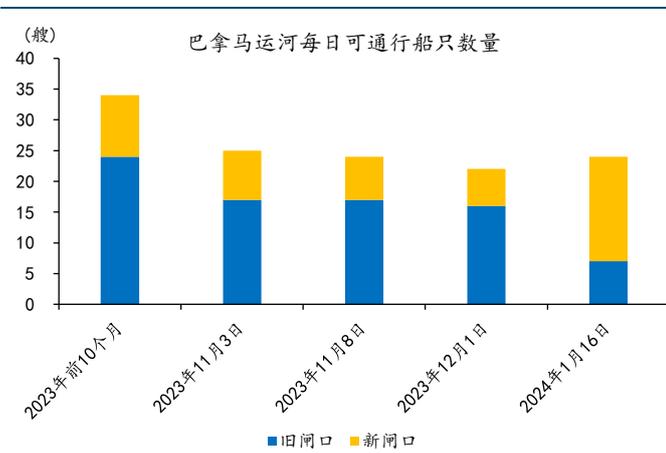


图表12: 如巴拿马运河、红海航线同时受阻, 中国至美国的海运成本或大幅抬升



来源: Clarksons, 国金证券研究所

图表13: 临近旱季, 巴拿马运河可通行船只或有下降



来源: Clarksons, 国金证券研究所

图表14: 红海绕行对油轮、集运成本的潜在影响

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

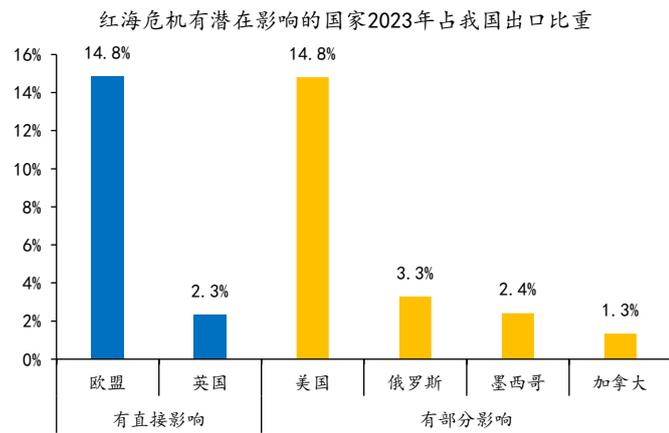
航线	运距 (海里)	航行天数 (天)	燃油成本 (万美元)	每吨货物额外增加的燃油成本
红海航线	10700	28	224	-
绕行好望角	13850	36	289	-
变化	29%	29%	29%	+48 美元/TEU

来源: CEIC, 国金证券研究所

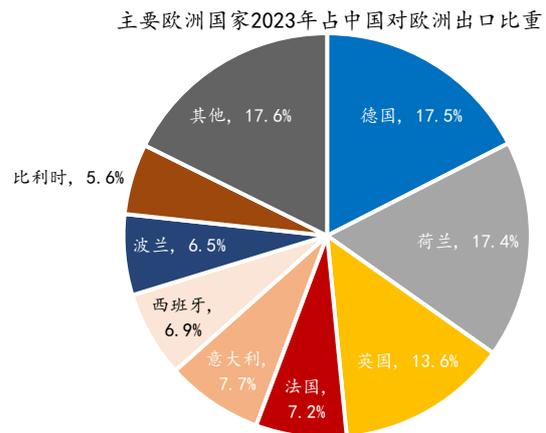
“运力”扰动或主要集中在春节前, 随着节后运力投放陆续落地, “运力”扰动或将趋于缓和。短期来看, 红海危机直接与间接影响的欧盟、美国等, 占我国出口比重高达 39%; 季节性规律显示, 历年 12 月-次年 1 月往往是我国对欧盟与美国的出口高峰期, 运力缺口在春节前后或有一定扰动。但中期来看, 根据 Clarksons 的测算, 2024 年上半年或有 64 艘 1.2 万标准箱以上的集运新船投入使用, 全年运力明显过剩; 随着新船的投放与航线间运力的调配, 运力矛盾或在春节过后趋于缓和。



图表15: 红海危机潜在波及国家占我国出口比重约4成



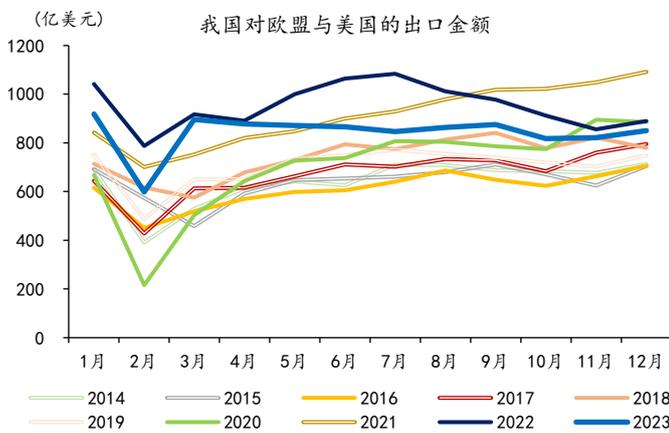
图表16: 德国、荷兰、英国是我国对欧出口的主要国家



来源: Wind, 国金证券研究所

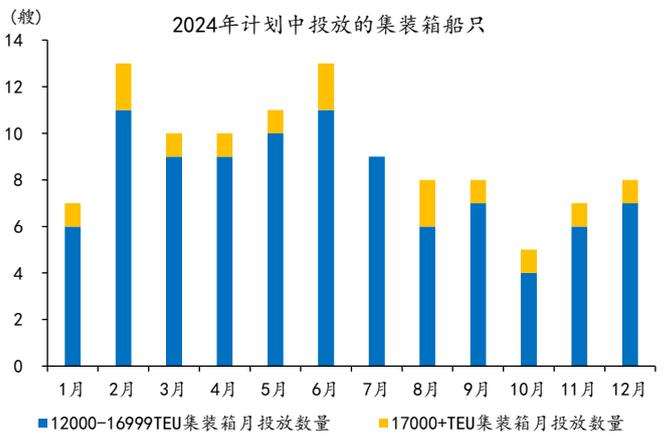
来源: Wind, 国金证券研究所

图表17: 12月-次年1月往往是我国出口的高峰期



来源: Wind, 国金证券研究所

图表18: 2024年, 集装箱船只的投放计划



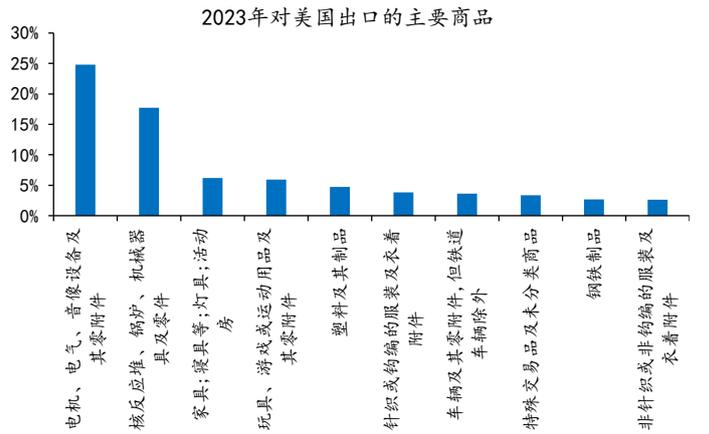
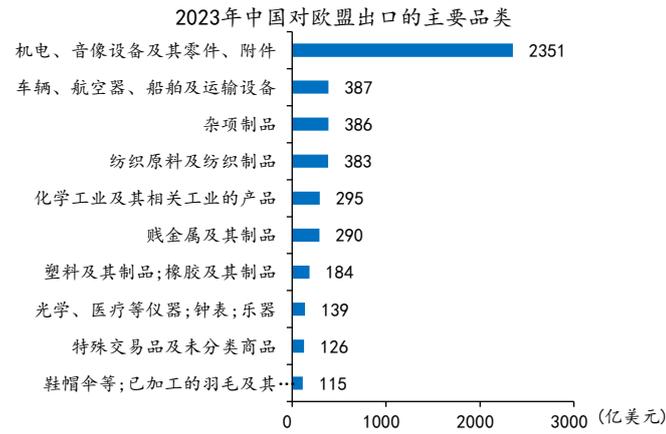
来源: Clarksons, 国金证券研究所

“运价”冲击方面,我国对欧美出口主要商品多数海运成本占比并不高,价格冲击或相对有限。一方面,我国对外贸易出口中长协、离岸价(FOB)的占比均约7成,短期受影响相对有限。另一方面,2023年,我国对欧美出口的商品中机电等品类占比较高;HS二级分类中,电机、电气等分别占我国对欧盟、美国出口的30.3%、24.8%。然而,以电机、电气为代表的主要品类海运成本分别仅占欧洲、美国平均到岸价(CIF)的2.6%、1.4%,即便海运运费分别上升29%、22%,价格涨幅仅0.8%、0.3%,影响或相对有限。机械器具类与之类似,其占我国对欧、美出口比重达16.4%、17.7%,但海运费用占比仅2.0%、1.5%。



图表19: 2023年我国对欧盟主要的出口品类 (HS一级)

图表20: 2023年我国对美国主要的出口品类 (HS二级)

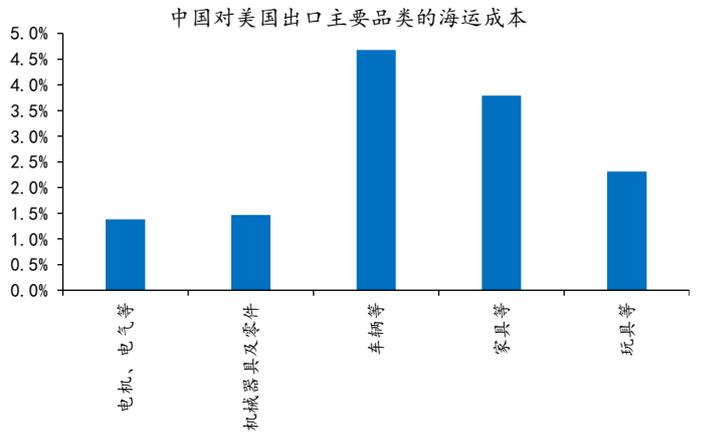
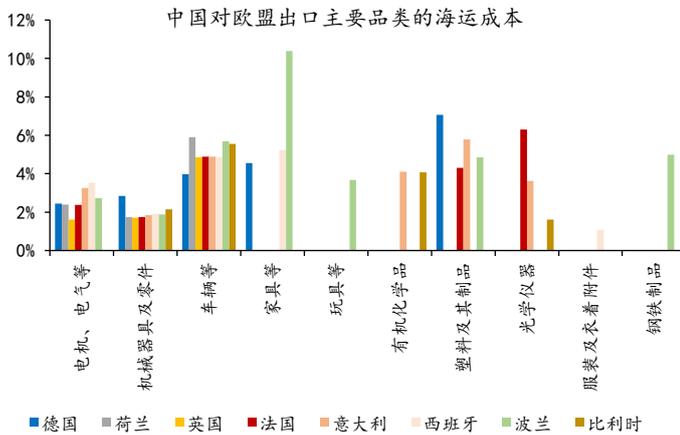


来源: CEIC, 国金证券研究所

来源: CEIC, 国金证券研究所

图表21: 我国对欧盟出口主要品类的海运成本占比

图表22: 我国对美国出口主要品类的海运成本占比



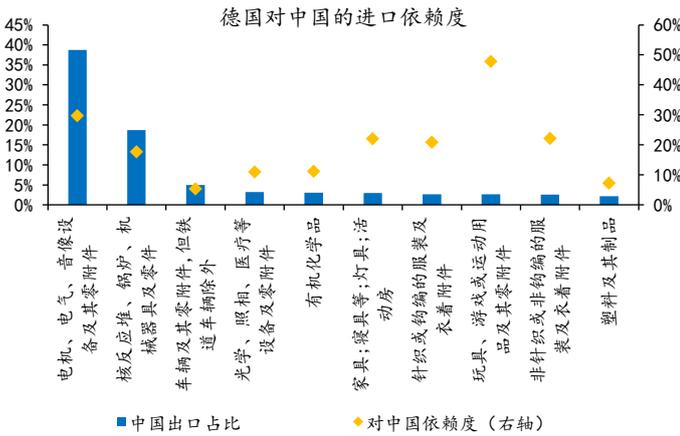
来源: UNCTAD, 国金证券研究所

来源: UNCTAD, 国金证券研究所

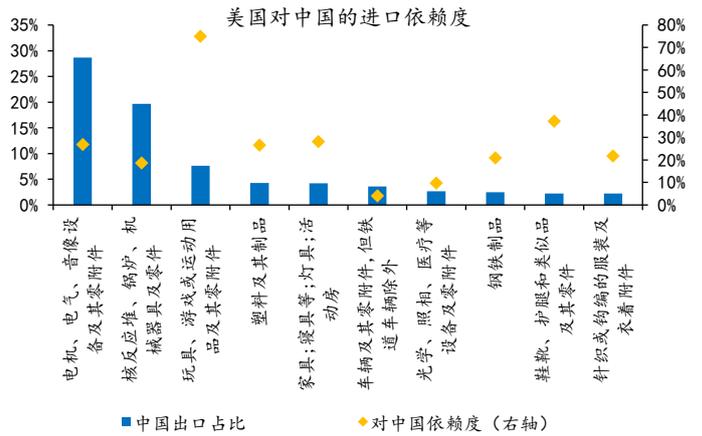
价格有冲击的商品中, 仅对美的汽车出口与对欧汽车、家具的出口冲击值得关注。汽车、家具、玩具、塑料制品等品类海运成本占比约 5%, 绕行后或造成商品到岸价约 1.5 个百分点的涨幅, 但这类到岸价受影响较大的品类表现或有分化: 1) 以玩具为代表的品类, 德国、美国对华进口依赖度分别达 48%、75%, 卖方市场下需求弹性相对较低; 2) 以纺织服装为代表的品类, 中国主要出口竞争国越南、印度、泰国、日本合计占对美出口比重约 24.8%, 略高于中国的 21.5%, 但同样会受到红海航线的扰动; 塑料制品亦同。3) 以汽车为代表的品类, 美国对华依赖度低、且进口以加、墨为主, 冲击值得关注; 对欧的家具出口亦同。



图表23: 德国对华主要进口产品与进口依赖度



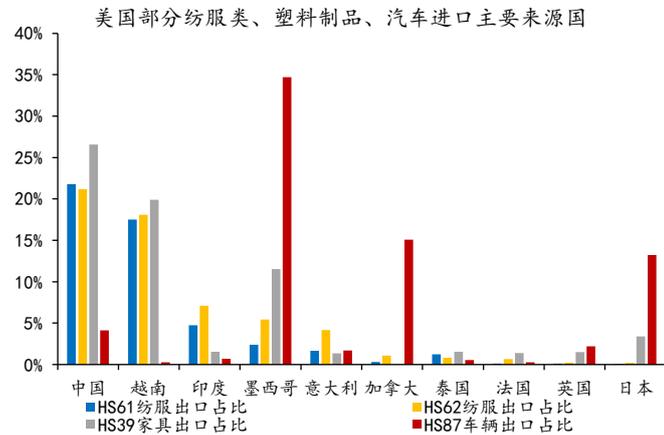
图表24: 美国对华主要进口产品与进口依赖度



来源: CEIC, 国金证券研究所

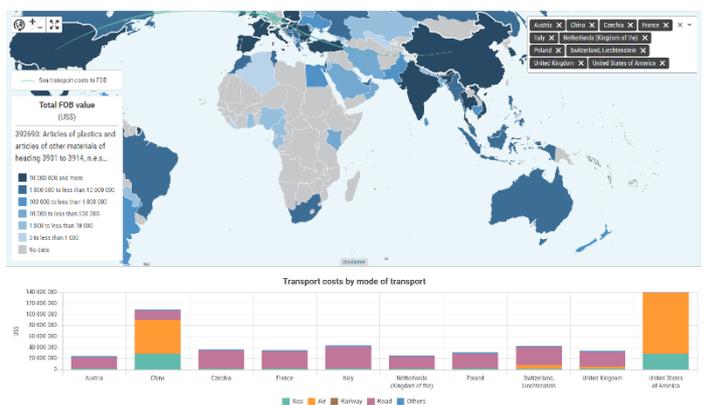
来源: CEIC, 国金证券研究所

图表25: 美国纺服、塑料制品、汽车的主要进口来源国



来源: CEIC, 国金证券研究所

图表26: 德国塑料制品的主要进口来源国



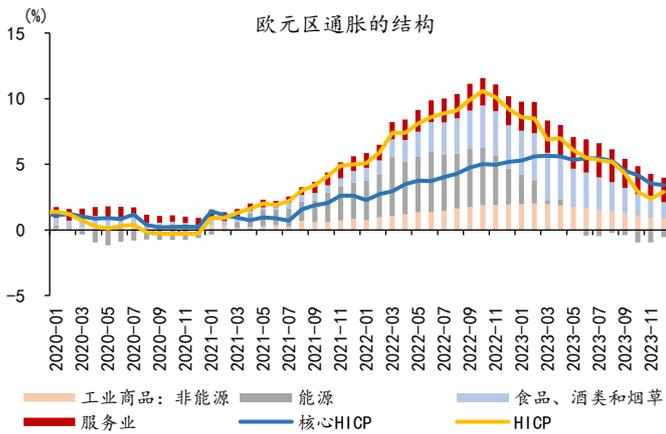
来源: UNCTAD, 国金证券研究所

三问：“红海危机”会导致欧美再通胀？运价直接推升有限，关注霍尔木兹海峡封锁可能

目前的“红海危机”不同于新冠疫情期间的“供应链中断”，对欧美通胀的直接冲击或相对有限。疫情期间，全球供应链紧张程度大幅攀升，并直接造就了2021年以来的欧美大通胀。而当下至少有两点不同：1) 运力缺口相对更小。彼时从适航船员到码头工人均大幅减少，航运“一箱难求”；而当下运力的损耗仅在于运输时间的拉长，冲击相对弱化，且会随着年后集运船只的落地而缓和。2) 没有明显供给缺口。新冠疫情冲击下，中国等国家生产的停滞是全球供应链紧张程度的另一推升；而当下，全球需求整体放缓，供给端产能则相对充足。截至2023年12月，花旗与美联储供应链压力较11月均不升反降。

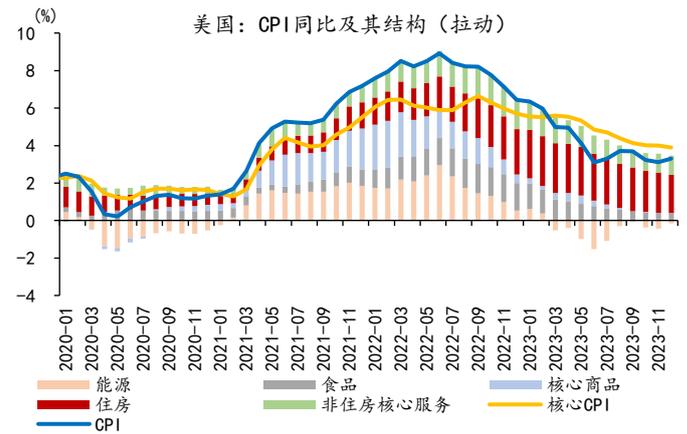


图表27: 欧元区通胀的结构



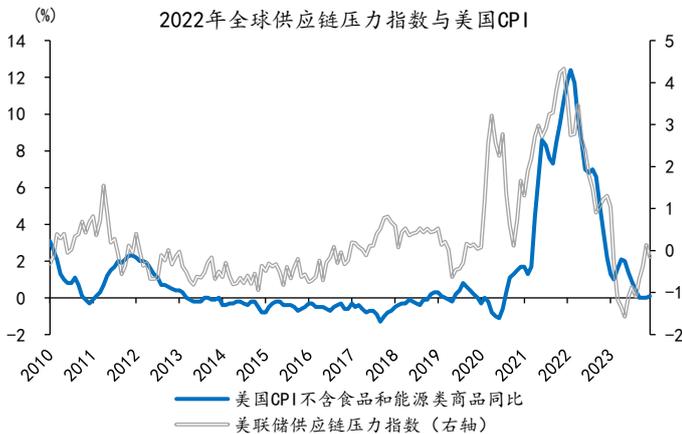
来源: Wind, CEIC, 国金证券研究所

图表28: 美国通胀的结构



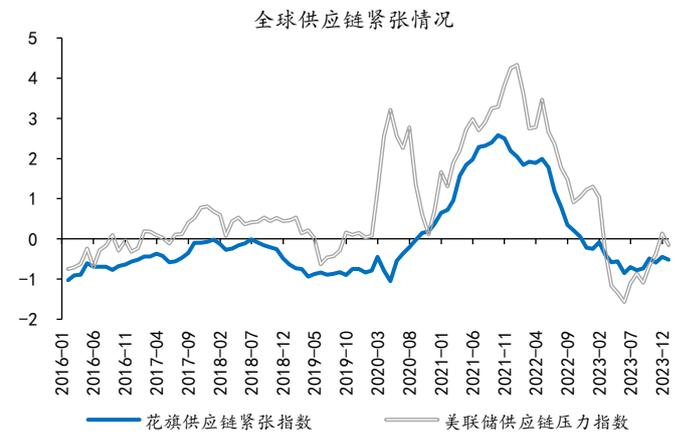
来源: Wind, CEIC, 国金证券研究所

图表29: 全球供应链紧张情况与美国CPI非能源类商品



来源: Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

图表30: 近期, 全球供应链紧张情况并未显著抬升

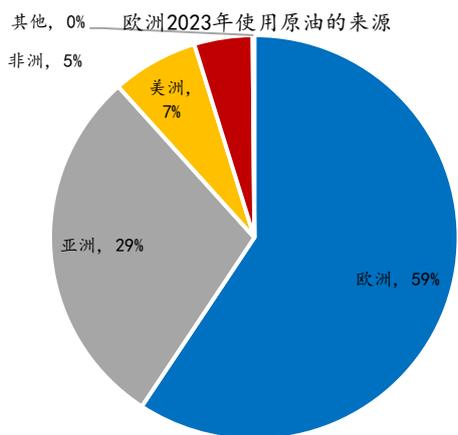


来源: Wind, Bloomberg, 国金证券研究所

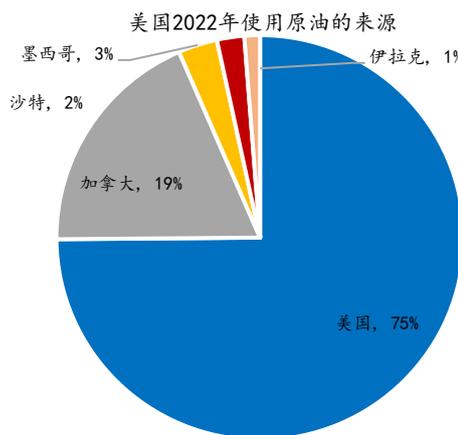
当下, 油运冲击暂未显现、或相对有限, 其他工业制品或难引发欧美“再通胀”。当下, 红海危机对欧美通胀的冲击主要有两条传导链条: 1) 油运对CPI能源项的拉动, 进而通过生产端向其他商品与服务传导。但目前, 油运船只绕行比例较低; 在全部绕行的假设下, 仅会对欧洲进口亚洲的三成原油带来5美元/吨的拉动, 环比拉动CPI约0.21个百分点。对能源自给率高达7成的美国几无影响。2) 进口商品对CPI工业制品的拉动, 当前欧美对亚洲进口依赖度较高的品类以高附加值产品为主, 运费占比较低; 综合而言, 即便不考虑进口替代, 全额承担上升海运成本的欧美通胀被推升的环比幅度或低于0.08个百分点。



图表31: 波斯湾约占欧洲 2023 年原油使用的 3 成



图表32: 波斯湾约占美国 2022 年原油使用的 3%



来源: Kpler, 国金证券研究所

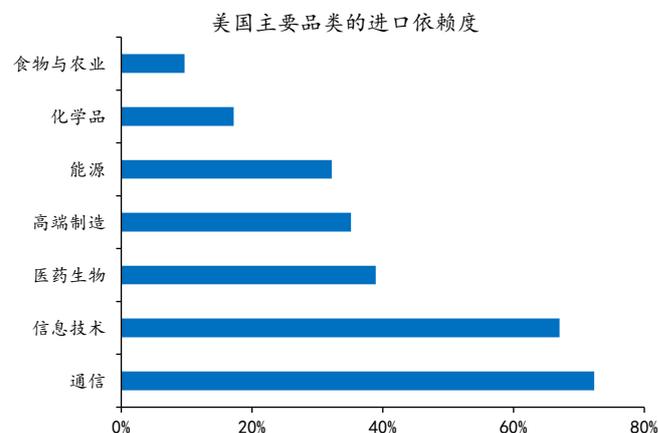
来源: EIA, 国金证券研究所

图表33: 欧洲主要消费品的对华依赖度



来源: MERICS, Comtrade, 国金证券研究所

图表34: 美国主要品类的进口依赖度



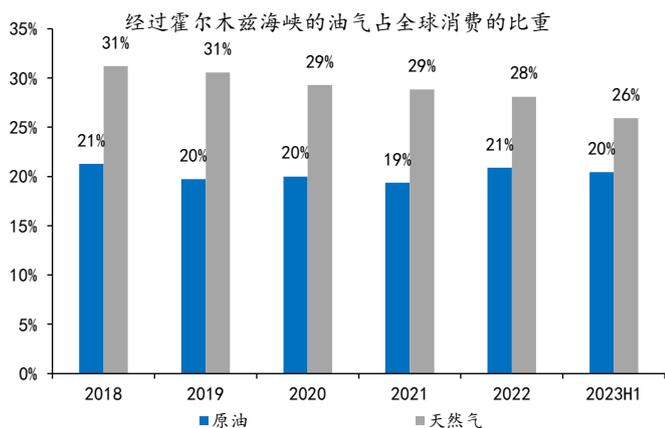
来源: Fed, 国金证券研究所

然而，霍尔木兹海峡问题一旦升温，能源供给缺口的扩大或显著提升欧美的“再通胀”风险。12月23日，伊朗伊斯兰革命卫队准将 Naqdi 威胁将封锁地中海、直布罗陀海峡和其他水道，相较于对地中海的封锁，伊朗封锁霍尔木兹海峡的可行性更高，可能性也更大。²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。历史回溯来看，伊朗多次的“封锁威胁”/“船只扣押”后，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%。霍尔木兹海峡及周边水域一旦风险上升，欧美“再通胀”风险将显著升温。

² 详见《红海风波未平，地中海风波又起》。

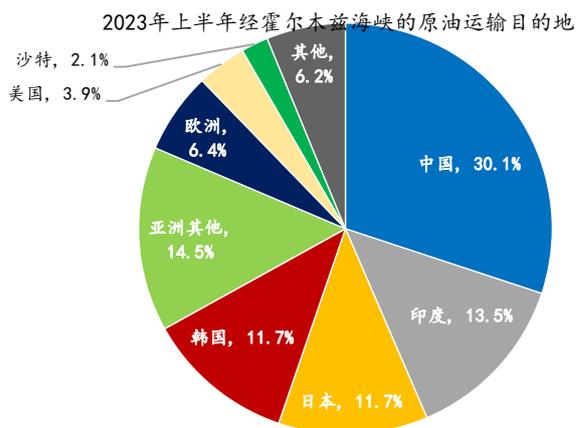


图表35: 经霍尔木兹输出的油气占全球消费量超2成



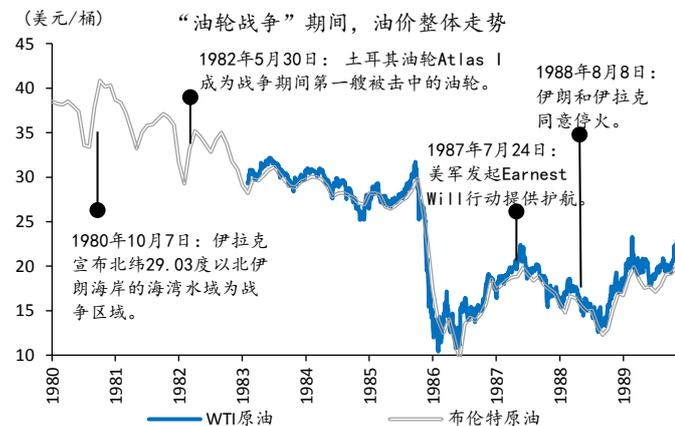
来源: EIA, Statista, 国金证券研究所

图表36: 经霍尔木兹输出的石油, 中国占比约三成



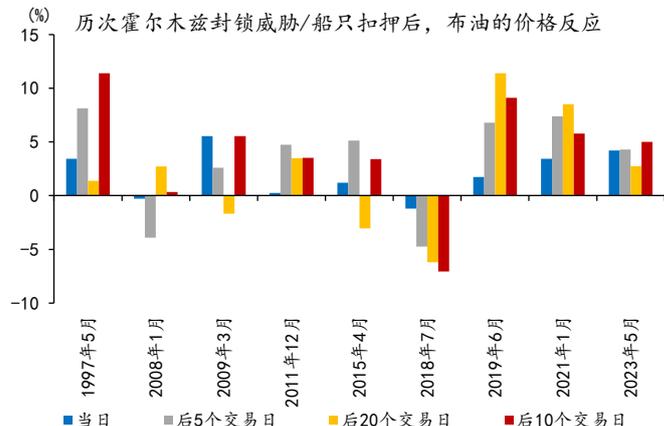
来源: EIA, 国金证券研究所

图表37: “油轮战争”期间, 油价在初期受冲击较大



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

图表38: 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

经过研究, 我们发现:

- 当前红海危机的扰动, 主要集中在航运、尤其是集运领域。截至本周, 集装箱船只和汽车运输船受冲击较为明显, 较12月上旬分别减少82%和46%; 干散货船与油轮受冲击较小, 较12月上旬分别减少19%、增加6%。伴随着运力的损失, 全球航运成本也快速抬升。分船型来看: 1) 大量绕行的集运价格上涨最为明显。截至2024年1月19日, CCFI较2023年12月1日大涨50.1%, 其中欧洲航线大涨108.8%; 2) 全球航运仅6%的干散货船经过红海, 波罗的海干散货指数未受冲击、季节性下行; 3) 油运价格小幅抬升。
- “红海危机”对我国出口或有“运力”与“运价”的两类冲击: 1) “运力”扰动或主要集中在春节前。12月-1月是我国对欧美的出口高峰, 运力缺口在春节前后或有一定扰动。但中期来看, 随着新船的投放与航线间运力的调配, 运力矛盾或在春节过后趋于缓和。2) “运价”对欧美出口整体冲击有限, 但汽车等品类值得关注。欧美占我国出口比重约三成, 其中机电、机械占比过半, 但海运费用占比约2%、运费对到岸价影响有限。价格冲击大的商品中: ①玩具等欧美对华进口依赖度过半、需求弹性低; ②纺服、塑料等出口竞争国以东南亚、东亚为主, 同样受红海航线扰动; ③汽车、家具等品类冲击值得关注。
- 当下, 油运冲击暂未显现、或相对有限, 其他工业制品或难引发欧美“再通胀”。红海危机对欧美通胀的冲击有两条传导链: 1) 油运对CPI能源项的拉动, 在油运船只全部绕行假设下, 环比拉动欧元区CPI约0.2个百分点, 对美国几无影响。2) 进口品对CPI工业制品的拉动, 全额承担额外海运成本下, 欧美CPI被推升幅度或低于0.1个百分点。然而, 霍尔木兹海峡问题一旦升温, 能源供给缺口的扩大或显著提升欧美的“再通胀”风险。



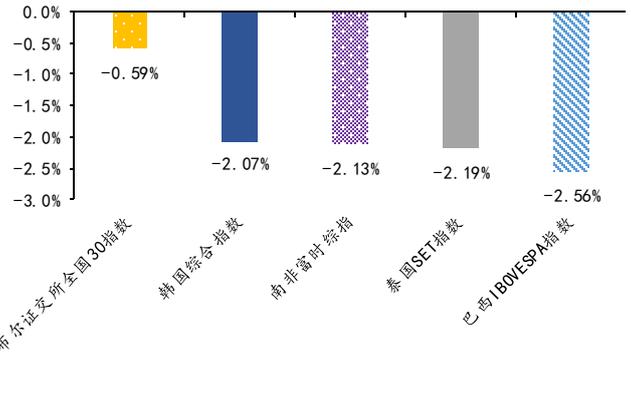
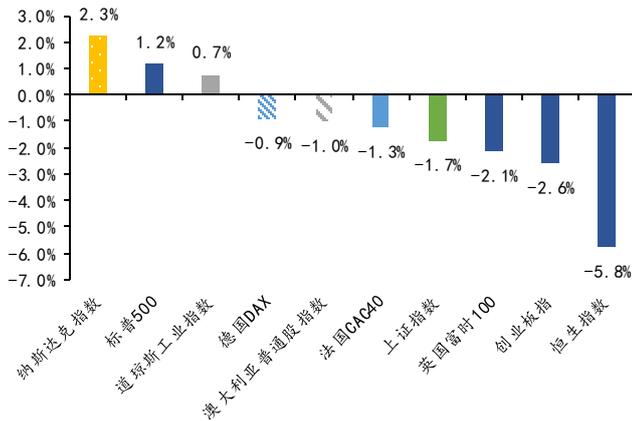
二、大类资产高频跟踪 (2024/01/12-2024/01/19)

(一) 权益市场追踪：发达国家股指多数下跌，新兴市场股指全线下跌

发达国家股指多数下跌，新兴市场股指全线下跌。发达国家股指，纳斯达克指数上涨 2.26%，标普 500 上涨 1.17%，日经 225 上涨 1.09%，澳大利亚普通股指数下跌 1.01%，法国 CAC40 下跌 1.25%；新兴市场股指，泰国 SET 指数下跌 2.19%，巴西 IBOVESPA 指数下跌 2.56%；上证指数下跌 1.72%。

图表39：当周，发达国家股指多数下跌

图表40：当周，新兴市场股指全线下跌



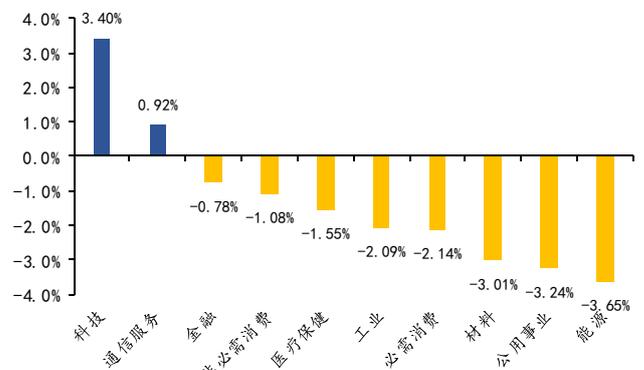
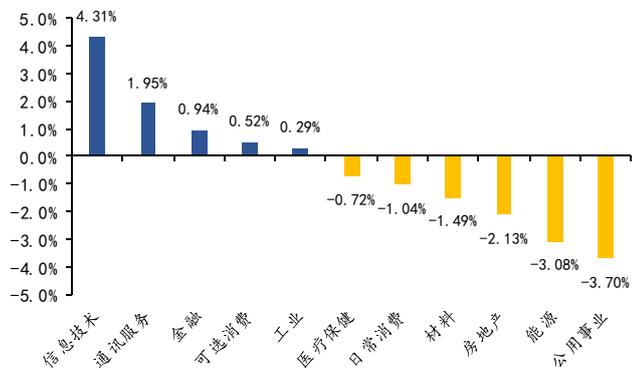
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

美国标普 500 行业，信息技术上涨 4.31%，通讯服务上涨 1.95%，金融上涨 0.94%，房地产下跌 2.13%；能源下跌 3.08%；公用事业下跌 3.7%；欧元区行业，科技上涨 3.4%，通讯服务上涨 0.92%，材料下跌 3.01%；公用事业下跌 3.24%；能源下跌 3.65%。

图表41：当周，美国标普 500 行业走势分化

图表42：当周，欧元区行业多数下跌



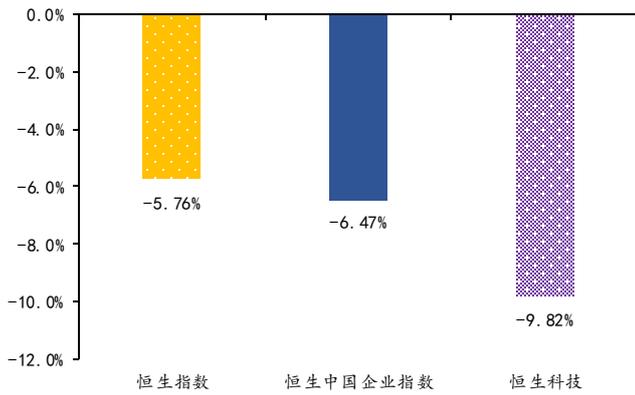
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

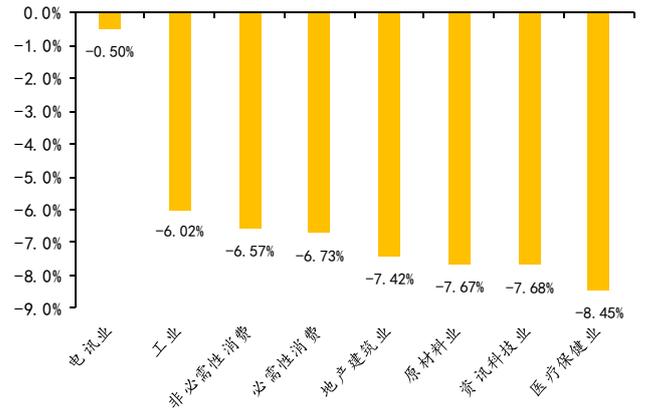
恒生指数全线下跌，行业方面全线下跌。恒生指数，恒生指数下跌 5.76%；恒生中国企业指数下跌 6.47%；恒生科技下跌 9.82%。行业方面，原材料业下跌 7.67%，资讯科技业下跌 7.68%，医疗保健业下跌 8.45%。



图表43: 当周, 恒生指数全线下跌



图表44: 当周, 行业方面全线下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

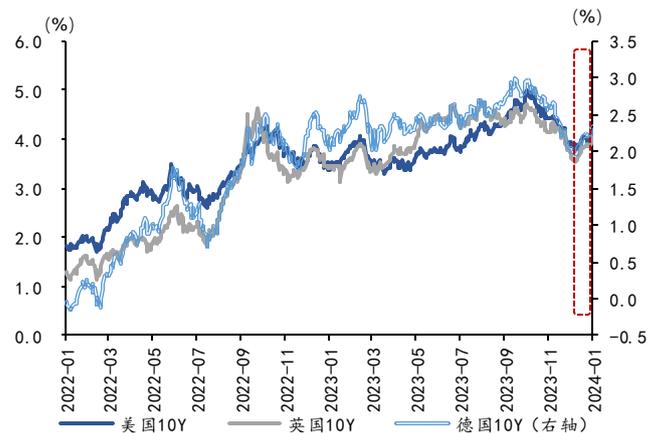
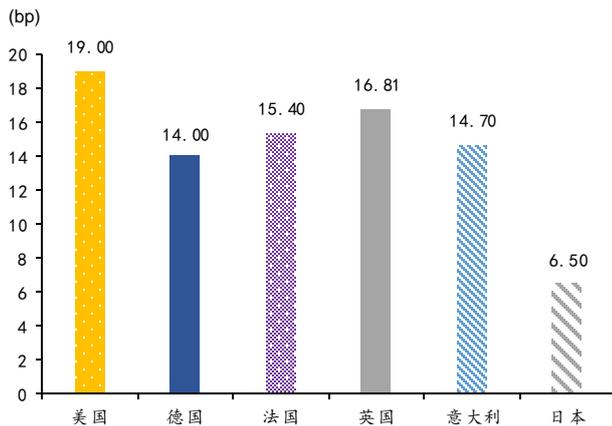
来源: Wind, 国金证券研究所

(二) 债券市场追踪: 发达国家 10 年期国债收益率全线上涨

美国上行 19bp 至 4.15%, 德国上行 14bp 至 2.34%, 法国上行 15.4bp 至 2.83%, 英国上行 16.81bp 至 4.05%, 意大利上行 14.7bp 至 3.87%, 日本上行 6.5bp 至 0.66%。

图表45: 当周, 发达国家 10 年期国债收益率全线上涨

图表46: 当周, 10Y 收益率美英德均上涨



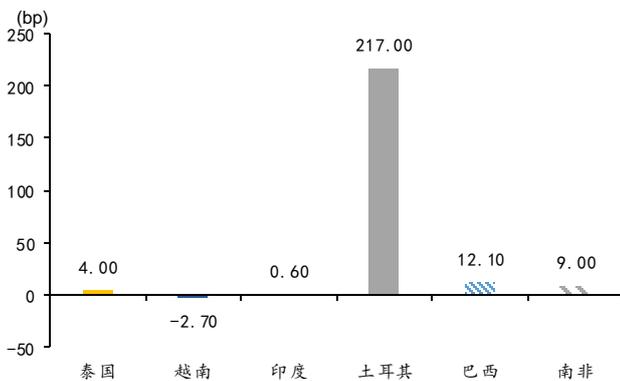
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

新兴市场 10 年期国债收益率多数上涨。泰国上行 4bp 至 2.77%, 越南下行 2.7bp 至 2.3%, 印度上行 0.6bp 至 7.18%, 土耳其上行 217bp 至 26.48%, 巴西上行 12.1bp 至 10.71%, 南非上行 9bp 至 9.77%。

图表47: 当周, 新兴市场 10 年期国债收益率多数上涨

图表48: 当周, 土耳其和巴西 10Y 利率上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

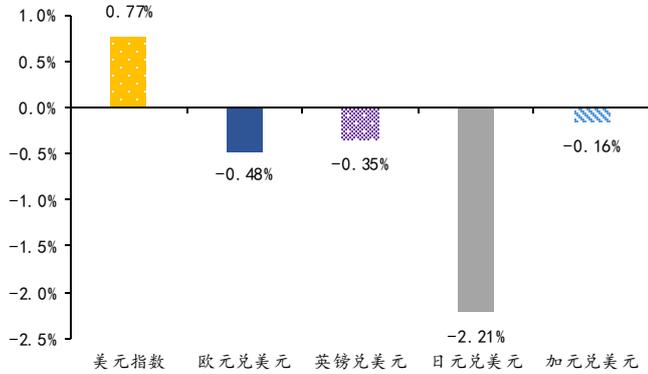


(三) 外汇市场追踪：美元指数上行,其他货币兑美元全线下跌

美元指数上行 1%至 103.2317。欧元兑美元贬值 0.48%，英镑兑美元贬值 0.35%，日元兑美元贬值 2.21%，加元兑美元贬值 0.16%，挪威克朗兑美元贬值 1.91%，主要新兴市场兑美元全线下跌。土耳其里拉兑美元贬值 0.34%，印尼卢比兑美元贬值 0.45%，菲律宾比索兑美元贬值 0.15%，雷亚尔兑美元贬值 1.57%，韩元兑美元贬值 1.51%。

图表49：当周，美元指数上行,其他货币兑美元全线下跌

图表50：当周，英镑、欧元兑美元

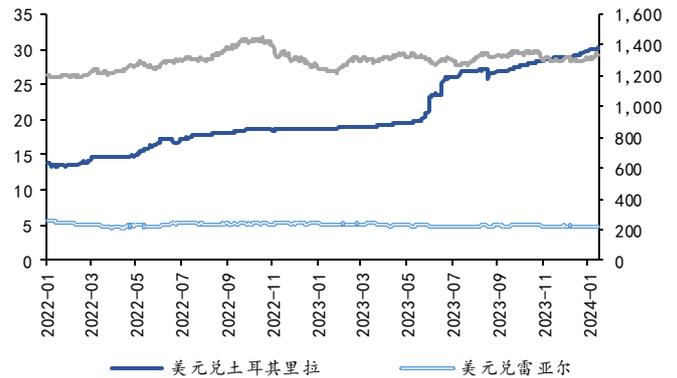
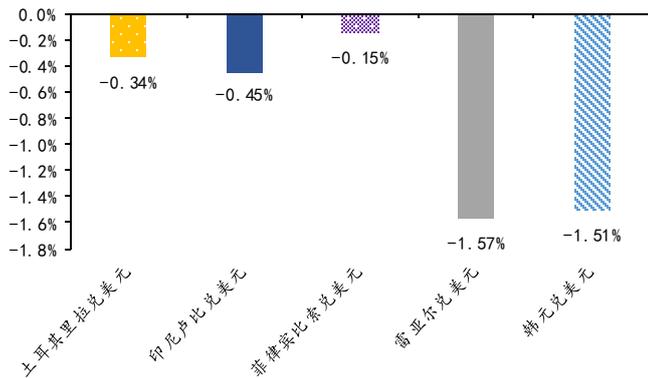


来源：Wind, 国金证券研究所

来源：Wind, 国金证券研究所

图表51：当周，主要新兴市场兑美元全线下跌

图表52：土耳其里拉和韩元兑美元



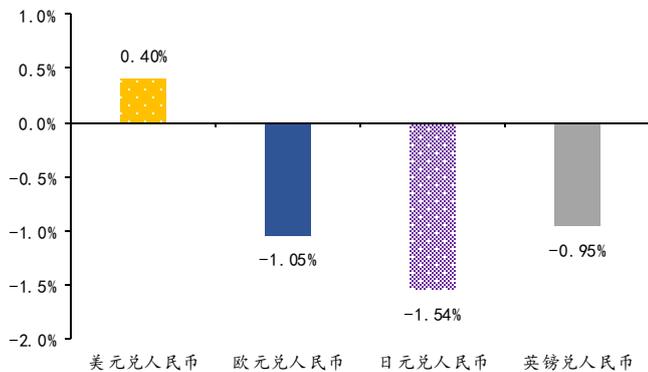
来源：Wind, 国金证券研究所

来源：Wind, 国金证券研究所

美元兑人民币升值 0.4%，欧元兑人民币贬值 1.05%，日元兑人民币贬值 1.54%，英镑兑人民币贬值 0.95%。美元兑在岸人民币为 7.19，美元兑离岸人民币为 7.2。

图表53：当周，人民币兑美元贬值、兑欧元和英镑升值

图表54：当周，人民币兑美元贬值



来源：Wind, 国金证券研究所

来源：Wind, 国金证券研究所



(四) 大宗商品市场追踪：黑色全线上涨，有色全线下跌

黑色全线上涨，原油全线上涨，农产品多数上涨，贵金属全线下跌，有色全线下跌。

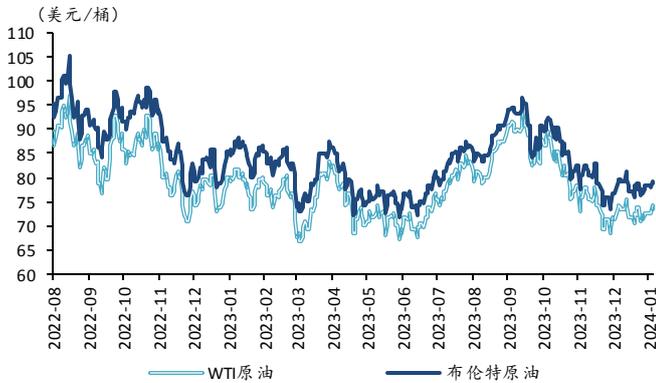
图表55：当周，黑色全线上涨，有色全线下跌

类别	品种	2024-01-19	2024-01-12	2024-01-05	2023-12-29	2023-12-22
原油	WTI原油	1.00%	-1.53%	3.01%	-2.60%	2.98%
	布伦特原油	0.34%	-0.60%	2.23%	-2.57%	3.29%
贵金属	COMEX黄金	-1.06%	0.05%	-0.93%	0.91%	1.73%
	COMEX银	-3.70%	1.15%	-1.89%	-2.50%	1.17%
有色	LME铜	-0.38%	-0.75%	-1.47%	-0.21%	0.36%
	LME铝	-2.63%	-1.75%	-5.00%	4.48%	1.36%
	LME镍	-0.77%	2.10%	-3.53%	-0.30%	-2.06%
	LME锌	-1.28%	-1.46%	-4.30%	2.31%	2.86%
黑色	玻璃	1.09%	-7.45%	-1.78%	0.10%	5.29%
	焦煤	1.90%	-3.11%	-2.20%	-4.11%	3.20%
	沥青	1.66%	-0.41%	0.98%	-2.09%	0.67%
	铁矿石	0.90%	-5.15%	2.15%	0.20%	4.49%
	螺纹钢	0.33%	-1.94%	-0.57%	-0.05%	2.27%
农产品	生猪	1.07%	-0.26%	-0.98%	-1.93%	-2.37%
	棉花	2.61%	-0.61%	1.04%	0.19%	0.49%
	豆粕	-1.33%	-3.96%	-3.26%	-0.27%	-2.41%
	豆油	1.39%	1.57%	-1.73%	-0.71%	0.05%

来源：Wind，国金证券研究所

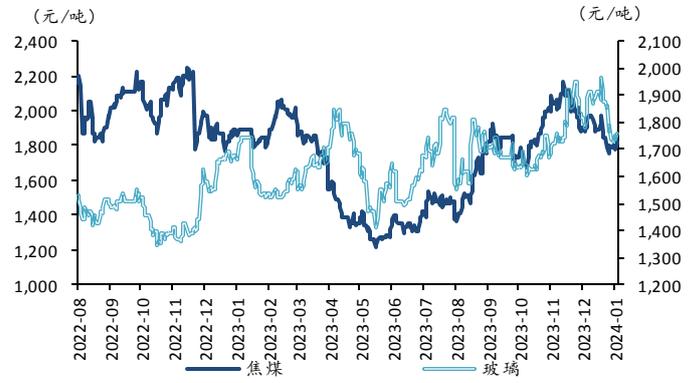
原油价格、黑色价格全线上涨。WTI 原油价格上涨 1.00%，布伦特原油价格上涨 0.34%。焦煤上涨 1.90%，螺纹钢价格下跌 0.33%。

图表56：WTI 原油、布伦特原油价格均上涨



来源：Wind，国金证券研究所

图表57：当周，焦煤价格上涨

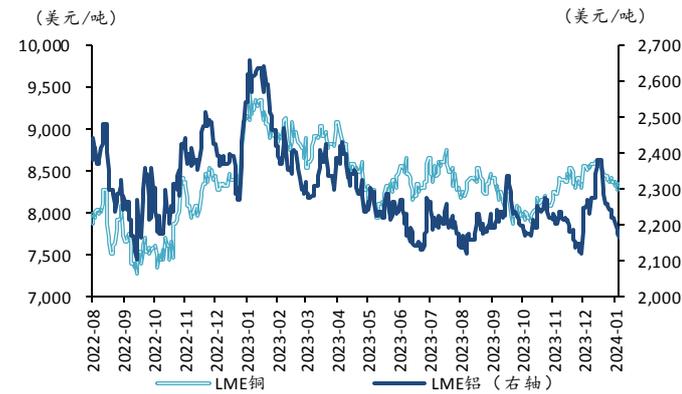


来源：Wind，国金证券研究所

有色均下跌，铜、铝、镍、锌分别下跌 0.38%、2.63%、0.77%、1.28%，通胀预期从前值的 2.27% 升至 2.34%。COMEX 黄金跌至 2031.8 美元/盎司。10Y 美债实际收益率从前值的 1.69% 升至 1.81%



图表58: 当周, 铜铝价格均下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

图表59: 当周, 通胀预期升至 2.34%



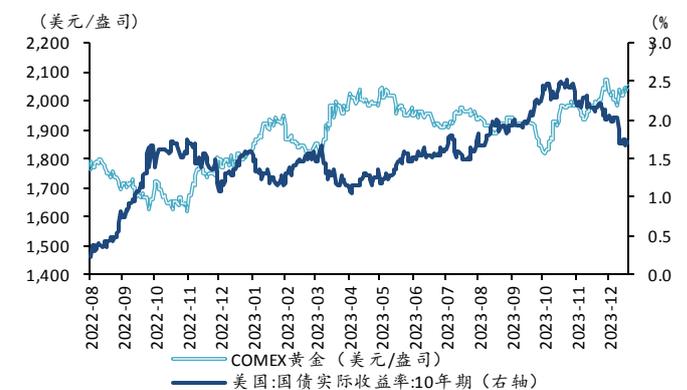
来源: Wind, 国金证券研究所

图表60: 当周, 黄金、白银均下跌



来源: Wind, 国金证券研究所

图表61: 当周, 10Y美债实际收益率升至 1.81%



来源: Wind, 国金证券研究所

风险提示

1. 俄乌冲突再起波澜: 2023年1月, 美德继续向乌克兰提供军事装备, 俄罗斯称, 视此举为直接卷入战争。
2. 大宗商品价格反弹: 近半年来, 海外总需求的韧性持续超市场预期。中国重启或继续推升全球大宗商品总需求。
3. 工资增速放缓不达预期: 与2%通胀目标相适应的工资增速为劳动生产率增速+2%, 在全球性劳动短缺的情况下, 美欧2023年仍面临超额工资通胀压力。



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