

中东局势简评

近期中东局势恶化或将进一步驱动原油和贵金属上涨。2026年在全球财政和货币宽松、供应链问题依然存在、美元弱势以及中国“反内卷”政策等因素驱动下，大宗商品的投资机会值得关注。

- 短期内，中东局势的恶化或将进一步助推原油和贵金属价格的上涨。问题的核心在于霍尔木兹海峡的运输能力。2月28日当晚，伊斯兰革命卫队宣布禁止任何船只通过霍尔木兹海峡，海峡实质上已被关闭。
- 鉴于本次军事行动的目的是推翻伊朗政权，我们预计本次军事行动的力度将明显强于2025年6月美国对伊朗核设施的袭击。因此对原油价格影响的时间和力度或都将强于2025年6月。更可能出现的情况是，在军事行动持续，事态进一步扩大背景下，伊朗的产量削减以及霍尔木兹海峡运输受阻大概率推动布伦特原油价格上涨至80美元/桶以上；如果海湾周边石油设施受到影响，极端情况下，不排除油价挑战2022年3月俄乌冲突爆发时高点的可能性。
- 中东局势变化导致的避险情绪上升叠加前期贸易不确定性等因素，预计将进一步推动金价上涨，但鉴于油价的上升可能进一步推升美国通胀而打压降息预期，金价能否突破前期高点尚需观察。
- 在全球财政和货币宽松、供应链问题依然存在、美元弱势以及中国“反内卷”政策等因素驱动下，应重视2026年大宗商品市场的机会。贵金属和有色在2025年表现亮眼，预计在2026年依然具有较高的确定性；原油以及相关化工品的机会值得关注；黑色系能否有所表现仍需观察国内房地产政策变化。
- **风险提示：**地缘政治不确定性，美联储降息预期波动、全球主权债务风险。

相关研究报告

《宏观和大类资产配置周报》20260228
《中银量化多策略行业轮动周报 - 20260226》20260227
《周期板块点评》20260225

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

中东局势恶化

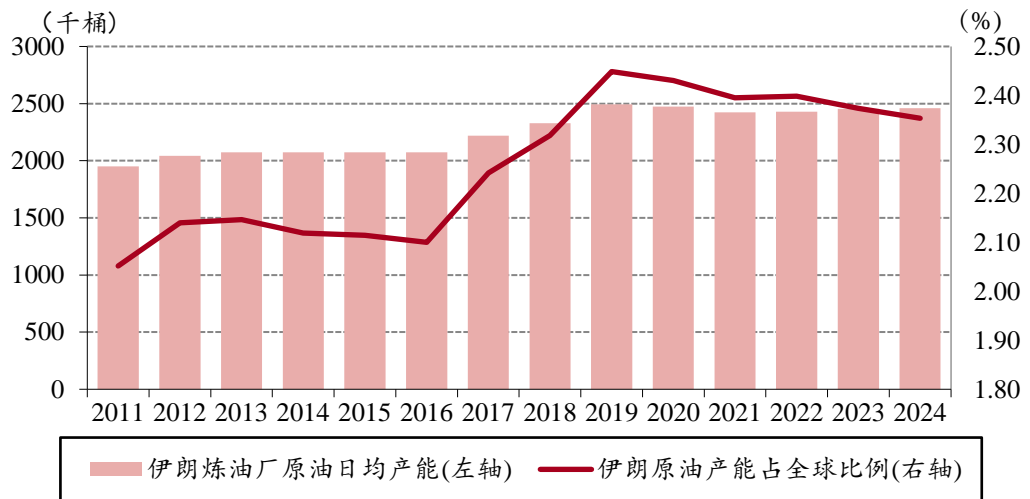
2026年2月28日，美国和以色列对伊朗实施大规模军事打击，称此次军事行动的目的是推翻伊朗政权，伊朗随即对以色列发动袭击，并称美国和以色列在中东的所有设施和利益均在报复打击之列。

中东局势变化对商品价格的短期影响

短期内，中东局势的恶化或将进一步助推原油和贵金属价格的上涨。

就原油而言，2024年，伊朗原油日均产能为246万桶，占全球比重为2.35%。此次军事打击发生后，欧佩克+明确表示将考虑扩大增产。但问题的核心在于霍尔木兹海峡的运输能力，据媒体援引新华社消息，通过霍尔木兹海峡运输的石油约占全球石油运输总量的五分之一。2月28日军事冲突爆发后，多个欧洲国家已经向在途油轮发出指令，要求严禁通过霍尔木兹海峡。2月28日当晚，伊斯兰革命卫队宣布禁止任何船只通过霍尔木兹海峡，海峡实质上已被关闭。

图表 1. 伊朗原油产能占全球比重



资料来源：Wind，中银证券

目前中东局势如何演化尚不确定。如果第一阶段四天的联合打击结束后，事态并未进一步扩大，预计布伦特原油将指向2025年6月的高点80美元/桶附近后回落。但在目前情形下，此种情况出现的概率较低。

鉴于本次军事行动的目的是推翻伊朗政权，我们预计本次军事行动的强度将明显强于2025年6月美国对伊朗核设施的袭击。因此对原油价格影响的时间和力度或都将强于2025年6月。更可能出现的情况是，在军事行动持续，事态进一步扩大背景下，伊朗的产量削减以及霍尔木兹海峡运输受阻大概率推动布伦特原油价格上涨至80美元/桶以上；如果海湾周边石油设施受到影响，极端情况下，不排除油价挑战2022年3月俄乌冲突爆发时高点的可能性。

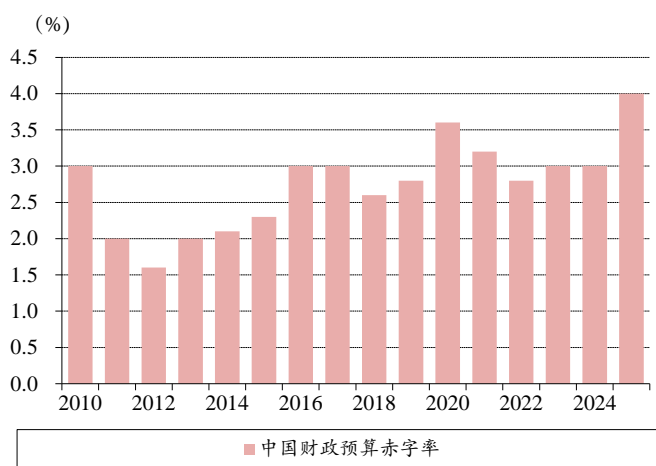
就黄金而言，中东局势变化导致的避险情绪上升叠加前期贸易不确定性等因素，预计将进一步推动金价上涨，但鉴于油价的上升可能进一步推升美国通胀而打压降息预期，金价能否突破前期高点尚需观察。

关注大宗商品的年度机会

从年度视角看，我们认为，应重视2026年大宗商品市场的机会。

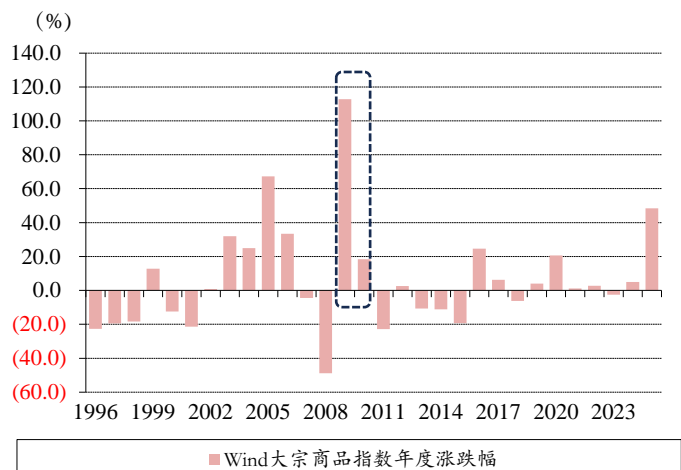
全球财政和货币双宽松带来需求端机会。2025年，出于提振内需、对冲贸易风险等目的，全球主要经济体不约而同转向财政扩张；2026年，中、美、欧、日等主要经济体预计仍处于财政扩张周期。与此同时，尽管降息预期有所波动，但美联储2026年大概率仍处于降息周期中。财政与货币的宽松预计将对全球需求有所提振。回顾历史，财政宽松与货币宽松的共振往往带来大宗商品的机会，典型的例子如2009—2010年。

图表 2. 中国 2025 年财政赤字率提高



资料来源: Wind, 中银证券

图表 3. 财政宽松时期的大宗商品表现



资料来源: Wind, 中银证券

全球供应链问题依然存在。特朗普第二个任期以来的关税等措施不仅增加了贸易商成本，其政策的不可预测性进一步迫使企业从政治角度考虑重塑供应链。总体上，其政策举措增加了全球供应链风险，从供给端对大宗商品价格构成扰动。

美元弱势对大宗商品价格形成助推。特朗普第二个任期的政策举措，如加征关税、干预美联储独立性、提高债务上限增加财政不可持续性，等等，客观上导致了美元的弱势，美元指数 2025 年下跌超过 9%。预计美元的弱势在 2026 年持续，利好美元计价的大宗商品价格。

图表 4. 美元的弱势预计在 2026 年延续



资料来源: Wind, 中银证券

中国的“反内卷”政策对价格的提振。中国 2025 年开始强调“反内卷”政策，尽管“反内卷”的目标聚焦于产能治理以及全国统一大市场的建设。但在初期，相关产业仍是通过限产等手段客观上对产品价格造成提振。预计 2026 年中国的“反内卷”政策范围将继续扩大，中国 PPI 也将在二季度同比转正。

综合看，2026 年大宗商品或将有不错的表现。贵金属和有色在 2025 年表现亮眼，预计在 2026 年依然具有较高的确定性；原油以及相关化工品的机会值得关注；黑色系能否有所表现仍需观察国内房地产政策变化。

风险提示：地缘政治不确定性，美联储降息预期波动、全球主权债务风险。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371