研究报告

中东地缘冲突：金融市场扰动前瞻

阅读摘要

回顾 1970 年代以来五次重要中东地缘冲突（第四次中东战争、“两伊战争”、第五次中东战争及海湾战争、巴以冲突），经验表明，**中东冲突对金融市场的冲击具有“油价为核心变量、通胀为传导中枢、政策为最终锚定”的典型特征。若冲突引发石油禁运或减产**，油价往往在短期内大幅飙升并持续高位运行，金价同步走强；**若未触及供给约束**，市场波动则更多体现为阶段性风险溢价。金融市场层面，**美股**短期通常下跌，但中长期走势仍由美国经济周期与货币政策主导；**美元指数**在冲突初期通常具备阶段性避险属性，后续走势仍主要取决于主要国家经济基本面及货币政策方向。

展望后续，冲突可能**有短期结束、中期博弈与冲突长期化等几种不同演进情形。**（1）短期结束情形下，油价与金价冲高回落，股市修复超调；（2）中期博弈情形下，霍尔木兹海峡通航阶段受限，油价高位波动并强化通胀预期，美债利率中枢抬升，美元偏强运行；（3）若冲突演变为持续性地区战争，能源供应链持续受扰，全球通胀中枢抬升，增大经济“滞胀”困境，美联储政策谨慎，美股面临估值压力，美元避险属性趋弱，美债利率“易上难下”，黄金与能源价格高位运行，能源、产业链安全优势较高的新兴市场资产配置吸引力提升。

欢迎扫码关注
工银亚洲研究

中国工商银行（亚洲）
东南亚研究中心

李卢霞 吴起睿 黄斯佳
张润锋 周文敏

注：本报告的预测及建议只作为一般的市场评论，仅供参考，不构成任何投资建议。
本报告版权归中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心所有，并保留一切法律权利。任何机构或个人未经授权，不得以任何形式修改、复制、刊登、引用或向其他人分发。

一、20 世纪 70 年代以来，五次中东地缘冲突期间金融市场表现回顾

1960 年 9 月 OPEC（石油输出国组织）成立、1973 年 2 月布雷顿森林体系解体，深刻影响国际大宗商品和金融市场运行秩序。本报告梳理上述两件重要里程碑事件发生以后，五次中东地缘冲突期间金融市场波动情况，聚焦大宗商品及美国资产价格。

（一）大宗商品市场

1. 第四次中东地缘冲突（1973 年 10 月 6 日-24 日）：OPEC 实施石油制裁、油价涨超 130%，恰逢布雷顿森林体系结束、金价升超 5%。埃及和叙利亚为收复失地爆发冲突，虽然仅延续 18 天，但 OPEC 组织对美国、荷兰等支持以色列的国家实施石油制裁，1973 年底 WTI 原油现货价格从 4.31 美元跃升至 10.11 美元、升幅达到 135%，**第一次石油危机爆发。1973 年 2 月布雷顿森林体系正式结束**，国际金价波动幅度加大，在第四次中东战争正式打响前 4 日金价开始前瞻性走升，在爆发后第四日达到峰值、升幅为 7.2%。

2. “两伊战争”（1980 年 9 月-1988 年 8 月）：石油产量锐减，油价（涨超 160%）、金价（涨超 110%）暴涨。1978 年底-1980 年伊朗爆发伊斯兰革命，伊朗石油出口全部暂停，随后伊拉克突袭伊朗，**“两伊战争”爆发**。期间受石油产量锐减影响，原油价格由 1978 年底的 14.85 美元一路攀升至 1980 年上半年的 39.5 美元、升幅高达 166%，**第二次石油危**

机爆发。同期金价从 1978 年 11 月末的 392 美元/盎司开始走升，至 1980 年初达到峰值 850 美元/盎司，升幅达到 117%。

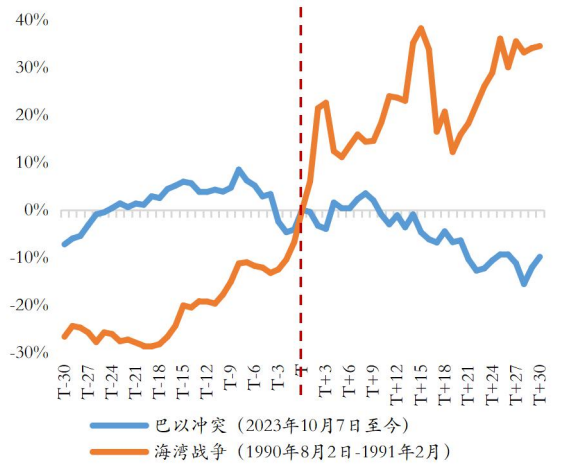
3. 第五次中东战争（1982 年 6 月-1982 年 9 月）：阿拉伯国家未实施石油制裁，油价涨 26%、金价大涨 60%。以色列因驻英大使暗杀事件对黎巴嫩发起战争，期间阿拉伯国家未实施石油制裁措施，期间油价升幅不显著。WTI 原油价格在战争爆发之前 3 个月就出现阶段性上行，自 28.48 美元升至 35.93 美元、升幅 26.2%；金价反应较大，从战争初期低点 297 美元升至战争结束前的 481 美元、升幅 62%。

4. 海湾战争（1990 年 8 月-1991 年 2 月）：联合国对伊拉克实施石油禁运，第三次石油危机爆发，油价升超 140%，金价涨幅近 20%。1990 年 8 月海湾战争爆发，受联合国对伊拉克实施石油禁运的影响，原油供应恐慌重现，引发**第三次石油危机，**原油价格从 1990 年 7 月的 16.47 美元快速升至 10 月的 40.42 美元，升幅 145%，同期金价最大升幅约为 19.3%。2003 年 3 月美国对伊拉克发起战争，正式开战前一个月 WTI 原油价格前瞻性走升 14.1%至阶段性峰值 37.8 美元，金价亦从 2002 年底开启升势，至 2003 年 2 月初达到峰值，经过开战初期短暂回调后，油价开启 6 年牛市，黄金更是走出长达 8 年的大牛市。

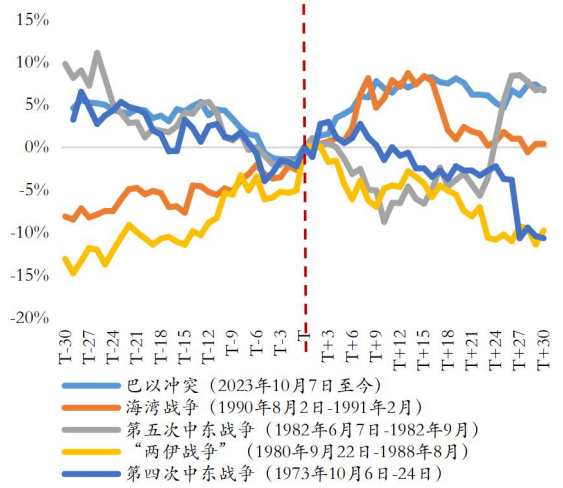
5. 巴以冲突（2023 年 10 月 7 日至今）：10 月 7 日哈马斯对以色列正式发动军事行动，10 月 9 日周一开盘，金价创 6 个月以来最大单日涨幅，伦敦现货黄金和 COMEX 期货黄金

跳涨 1.42%、1.62%，此后延续小幅震荡走势；10 月 13 日紧张局势进一步升级后，单日涨幅进一步扩大至 1.88%、3.29%，是近 6 个月以来的最大单日涨幅。**油价升至 90 美元上方。**WTI 原油扭转冲突升级前一周的连续低迷[1]，在冲突发生后首个交易日涨 4.34%，随后震荡回调，10 月 13 日又重新跳涨、单日涨幅扩大至 5.77%、5.69%，亦是近 6 个月以来的最大单日涨幅（见图表 1-2）。

图表 1：巴以冲突、海湾战争爆发前后 30 个交易日 WTI 原油价格涨跌幅



图表 2：最近五次中东冲突爆发前后 30 个交易日伦敦现货黄金价格涨跌幅



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理
注：前三段历史回顾原油价格仅有月度数据，无法看出行情的即时反应

（二）美国资产市场

1. 美股及美债：美股通常呈短中期滞后下跌特征、但中长期受中东地缘冲突直接影响较小，美债视通胀忧虑及避险情绪影响程度不同。

（1）美股：中东地缘冲突期间，美股即时反应较小、短中期普遍下跌，中长期直接影响较小。

[1] 9 月 28 日-10 月 6 日原油价格持续回落，主要因为美国汽油库存意外大量增加后，市场对下游需求的担忧增加，以及俄罗斯取消了对管道输送柴油出口的禁令，冲突爆发前沙特和以色列谈判进展顺利等这些推翻了 OPEC+此前宣布生产和出口限制延长给市场带来的良好信号。

从市场即时反应看，冲突爆发次日标普 500 指数普遍下跌但幅度有限（平均下跌 0.5%）。

短中期跌幅扩大，第 7 日、第 30 日平均下跌 1.6%、2.7%。究其实质，**冲突期间美股波动的深层原因为能源价格扰动经济预期。**

中长期直接影响弱，经济基本面是主要影响因素。第四次中东战争、海湾战争前后美股分别因第一次石油危机引发高通胀、第三次石油危机引发“滞涨”忧虑而下跌，两伊战争、第五次中东战争期间美股分别由于通胀开始得到控制[2]，美联储降息而企稳；巴以冲突期间美股处于 AI 应用快速发展的科技牛市中、第 19 个交易日即收复跌幅，冲突本身对美股影响程度有限。

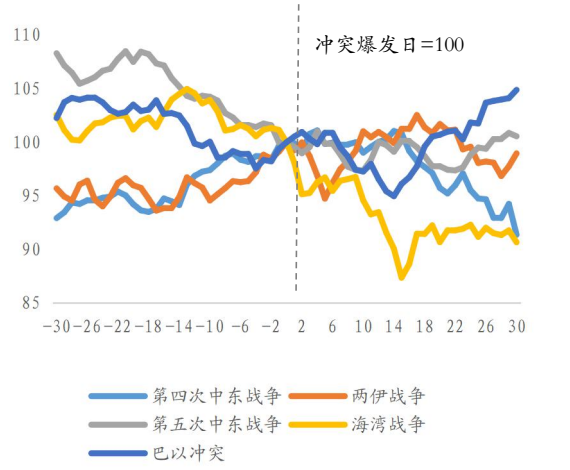
（2）美债：中东地缘冲突对美债的影响主要通过通胀忧虑以及避险情绪传导，具体视冲突烈度、演变过程及美军是否参与而不同，通常呈现“先升后降”特征。

由于历次中东军事冲突引发对原油涨价、通胀上行的忧虑，冲突爆发伊始 10 年期美债利率中枢通常有小幅抬升，但当冲突有明显扩大迹象（如第五次中东战争中，以色列再度进驻贝鲁特西区[3]至 9 月 29 日以军撤军累计下跌 80BP[4]），**或美军实质性介入地区冲突时**（如海湾战争中美国领导发动“沙漠风暴”行动[5]当日 10 年期美债利率下跌 19BP），**市场**

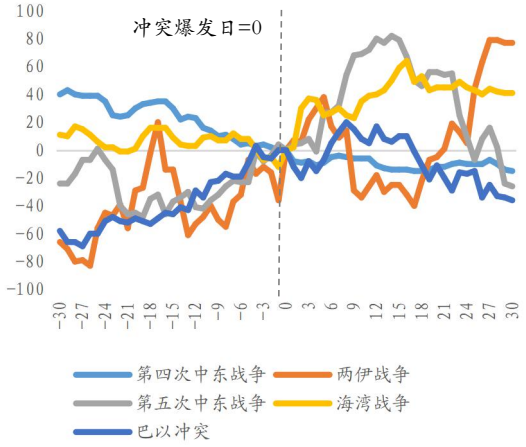
[2] CPI 同比从 1980 年 4 月的 14.6%持续下降至 1980 年 12 月的 12.4%。
[3] 1982 年 9 月 15 日，以色列以黎巴嫩总统贝希尔·杰马耶勒遇害为由，再次进驻贝鲁特西区。
[4] 但美债利率在该阶段的下行也有通胀降低、美联储处于降息周期的内部原因。
[5] 1991 年 1 月 17 日，美国领导的多国部队参与海湾战争，开始对伊拉克和被占领的科威特进行代号为“沙

避险情绪转浓，或者同期美联储降息幅度超预期（巴以冲突前美联储降息 50BP 开启降息周期），美债利率中枢回落（见图表 3-4）。

图表 3：冲突前后标普 500 指数走势



图表 4：冲突前后 10 年期国债利率走势（BP）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

2. 美元指数：中东地缘冲突对美元指数的影响具有“短期冲击—中期回归”的特征，整体看美元即时避险上行时间基本在一周内，后续反复延宕时间亦不超过数月。

（1）中东地缘冲突期间美元通常表现出阶段性避险功能，但持续时间有限。第四次中东战争爆发日，美元反应较弱；两伊战争爆发美元指数连续大涨 2 日，升幅接近 0.9%；第五次中东战争爆发时，美元连涨 3 日、涨幅达到 2.3%；海湾战争爆发后美元指数连续上涨 2 日，涨幅较小为 0.4%；至 2023 年巴以冲突当日美元反应平淡、微跌 0.03%。

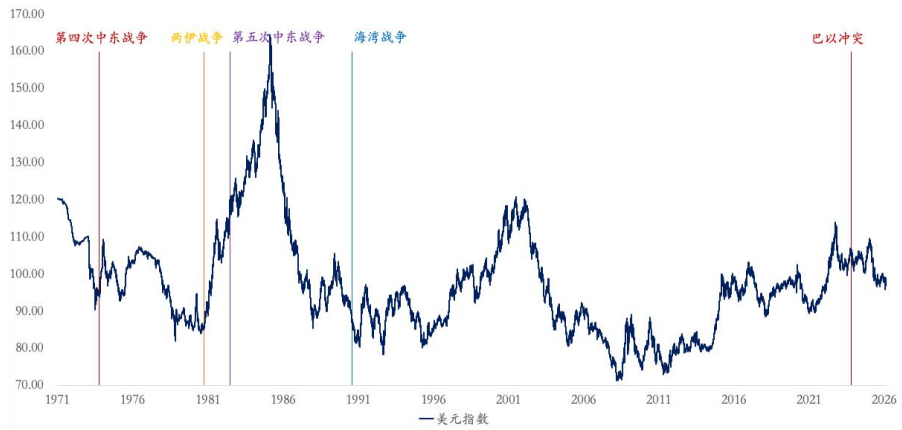
（2）美元长期走势主要由美国经济表现与美联储政策周期决定，中东地缘冲突直接影响较小。第四次中东战争时

漠风暴行动”的大规模空袭。

期，美元短期升值后开始连续多轮下跌，核心原因在于石油危机引发输入型通胀、美国经济大幅放缓，“滞胀”问题拖累美元表现。两伊战争和第五次中东战争时期，美国经济复苏以及货币政策紧缩主导“美元超级周期”，1980-1985 年美元指数从 84 涨至 165 的历史高位（涨幅接近翻倍）。海湾战争时期美国经济承压、美联储进入降息周期，美元指数并未因战争上涨，而是跟随经济基本面偏弱运行。巴以冲突时期美联储已进入降息周期，美元指数跟随降息周期缓步回落。

（3）若油价上行带来高通胀，而货币政策未及时收紧，需关注美元可能承压风险。第四次中东战争时期最具代表性，战争引发第一次石油危机、油价在数月内上涨约 3 倍[6]，通胀飙升但美联储政策“走走停停”，美元指数大幅承压至 82 附近。相比之下，两伊战争初期虽也推升油价，但美国当时已处于高利率抑制通胀阶段，美元并未因油价上升而走弱（见图表 5）。

图表 5：历史中东地缘冲突时期，美元指数走势回顾



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

[6] 3 美元/桶涨至 11.65 美元/桶附近。

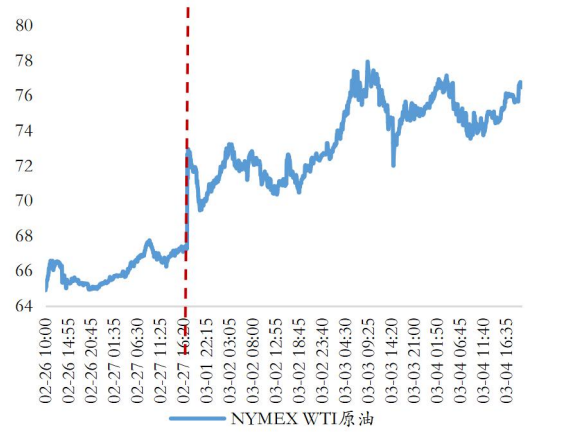
二、本次中东地缘冲突对的金融市场的扰动前瞻

本次中东地缘冲突后续大概率有短期结束、中期博弈、冲突长期化几种不同的演化路径。（1）短期结束情形，对应冲突控制在有限范围，较短时间内实现降级;（2）中期博弈情形下，因复杂博弈，冲突难以在较短时间内结束，霍尔木兹海峡航运阶段性受阻;（3）冲突长期化情形下，能源及航运供应链不确定性扰动持续，对金融市场的直接影响趋于钝化，间接影响更多源自全球经济、政策、地缘形势的变化调整。

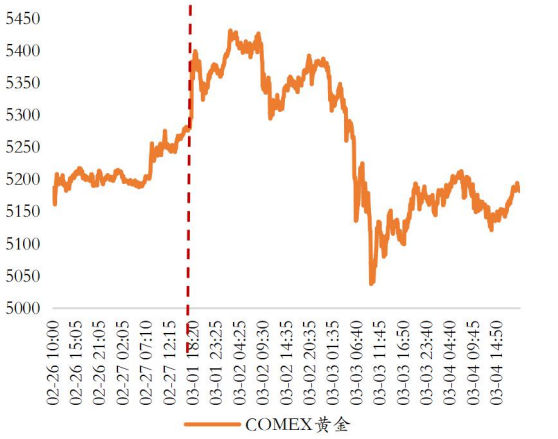
（一）大宗商品市场

本次美伊冲突爆发超市场预期，油价金价即时跳涨后小幅回落，随后走势延续波动。3 月 1 日（美东时间）盘后交易开启，WTI 原油由 67.3 美元/桶最高跳升 75.3 美元/桶、升幅 11.9%，随后短暂波动回落至 69.3 美元/桶附近后重新转升，3 月 3 日最高升至 77.98 美元/桶，是 2022 年 7 月末以来的最高水平，冲突爆发至 3 月 4 日 WTI 原油累升 13.1%。3 月 1 日（美东时间）盘后交易开启，COMEX 黄金由 5,296.4 美元/盎司最高跳升 5,409.7 美元/盎司、升幅 2.1%，3 月 2 日最高触及 5,434.1 美元/盎司，随后波幅仍然较大，冲突爆发至 3 月 4 日 COMEX 黄金累计收跌 2.7%。情况整体看，**油价强势波动走升，金价快速走升后因通胀忧虑掣肘美联储降息预期、高位有所回调**（见图表 6-7）。

图表 6：美伊冲突爆发后 WTI 原油分时图



图表 7：美伊冲突爆发后 COMEX 黄金分时图



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心整理

回顾历史，如果中东地缘冲突引发地区主要国家实施石油制裁，石油减产或对特定国家实施禁运等，甚至引发石油危机，油价将在短期内得到大幅提振、并持续较长时间；若未实施石油制裁，但封锁了关键航道，则造成原油运输成本阶段抬升，对油价影响视乎封锁时间长短及原油需求格局而定。

油价短期料高位波动，展望后市：（1）短期结束情形下，霍尔木兹海峡在较短时间内恢复通航，油价短暂冲高后回落，由于供需格局仍较羸弱（OPEC 拟增产叠加需求淡季），短期跌幅或较大。**（2）中期博弈情形下，**霍尔木兹海峡封锁延续，相关机构测算显示，七个对霍尔木兹海峡依赖度较高的海湾产油国[7]原油存储能力将能支持最多 25 天的原油滞留，超过该时限产油国不得不面临减产，原油短缺恐慌从供应链危机进一步深化至供给，油价走强动能进一步巩固。**（3）冲突长期化情形下，**油价受供应链成本大幅抬升及产油国被迫或主

[7] 沙特阿拉伯、伊朗、伊拉克、阿联酋、科威特、卡塔尔、巴林。

动减产影响而持续走升，可能进一步弱化需求格局，叠加高油价压力传导至通胀端，美联储降息节奏审慎，美元强势掣肘油价升幅。

金价短期内受地缘冲突导致的避险买需支撑，但避险需求部分涌入美元（3 月 2 日美元指数升 0.93%）、通胀忧虑降低美联储降息预期，掣肘金价升幅，展望后市：**（1）短期结束情形下，冲突快速缓和后金价或回吐前期地缘冲突带来的风险溢价涨幅，回归之前的价格路径；（2）中期博弈情形下，金价维持高价位高波动走势**，黄金与美元共同发挥避险资产的配置作用；**（3）冲突长期化情形下，金价维持高位波动的时间更长**，但美元是否延续强势仍有较大不确定性，若美元指数中枢趋弱，或进一步支持金价走升。

（二）美国资产市场

本次美国市场受避险情绪和通胀预期主导，截至 3 月 4 日，标普 500 震荡微跌（跌幅-0.14%），10 年期美债利率从 3.93%上升至 4.10%（累计上行 17BP），美元最高升至 99.6 上方后略有回落（累计涨幅+1.21%）。

展望后市，避险买需和通胀预期短期影响美国资产价格走势，但总体持续时间不会太长，后续影响美国资产价格走势的核心逻辑仍在于：油价是否持续突破并引发通胀再加速，美联储是否改变政策路径，美国经济“滞胀”担忧是否抬升。

（1）若冲突短期结束，美股因市场避险情绪褪去，美联储降息预期走升，大概率将重拾升势、温和上涨，AI 忧虑

背景下、板块分化或延续。**美债**利率因避险情绪、油价忧虑均影响有限，波动逐渐减小，重返由美国国内叙事主导的格局，美联储进一步降息拉动美债利率短期重回 4%左右的水平。**美元**大概率仅出现一轮脉冲式上行（避险+油价推升通胀预期），随后随着风险溢价消退而回落，走势重新锚定美国经济基本面，大概率延续中枢下行。

（2）中期博弈情形下，美股因避险需求持续，油价上行对通胀的忧虑使美联储对进一步降息持更谨慎态度，“AI”泡沫忧虑叠加 Mag7 估值尚需时间消化，总体上涨动能较弱；**美债**利率以避险情绪主导即时小幅下行，但随着战事持续、海峡通航受阻影响油价，通胀忧虑将逐步占主导，推动美债利率中枢走升，走升幅度视冲突情况及美国经济政策预期影响。**美元**或因全球增长承压、美国经济相对优势、美联储降息预期收敛，阶段性维持偏强格局。

（3）若冲突长期化，美股油价飙升或促使美联储重新加息，企业盈利受一定影响并加速市场去泡沫进程，下跌可能性大于上涨概率；**美债**利率因通胀上行、美联储加息而重新回升，资金自美债外流至黄金、日元、瑞士法郎等其他避险资产，不排除美债利率重回 4.5%以上。**美元**初期可能明显走强，但若全球经济下行压力加剧、美国财政与通胀约束上升、货币政策周期转向，美元中后期反而可能进入高位震荡甚至回落区间。

香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association of Hong Kong

本文章版权属撰稿机构及/或作者所有，不得转载。

本文章发表的内容均为撰稿机构及/或作者的意见及分析，并不代表香港中资银行业协会意见。