▶霍爾木茲海峽若持續封鎖，油價可能升穿俄烏衝突時的高點。圖為多艘油輪在阿曼港口停泊，等待通過霍爾木茲海峽。

經濟觀察家

伊朗局勢對全球市場造成巨大衝擊，僅大宗商品和美元上漲，權益類資產價格普跌。但一個值得思考的問題是，為何此次事件中，避險和抗通脹的黃金反而下跌，只有美元漲？油價快速上衝又會對美國市場造成什麼影響？

伊朗局勢衝擊美金融市場

中金點睛 劉剛

目前事態仍未平息，所以分析就不能只停留在短期情緒影響層面，要量化測算對美國的具體衝擊程度。這也是本文的主要工作。

隨着事態的不斷發展，市場對於戰事可能久拖不決的擔憂在增加。若衝突持續，意味着交易邏輯也將從「脈衝式」的瞬時衝擊逐步切換為更長的地緣溢價，這不僅會使得市場需要重新評估和定價風險，更會通過油價供給影響而擾動全球。

所有判斷的源頭自然是衝突本身的持續時間、烈度與波及範圍三個維度，尤其是持續時間，但這並非易事。但即便如此，從金融市場角度，討論清楚不同情形下的應對策略也至關重要，不至於進退失據。

油價是此次衝突引發劇烈反應和市場關注的重中之重。自2025年底以來，市場普遍預期2026年上半年石油市場依然是過剩狀態，中金大宗商品組測算，在不考慮地緣擾動的情況下，2026年上半年全球石油現貨供應過剩為1天255萬桶。但伴隨伊朗局勢的不斷升溫，供應風險敞口將導致過剩格局提前結束：

1）伊朗原油產量平均1天300萬桶，佔油組+（OPEC+）整體產量的12%及全球產量的3%至4%，其中約150萬桶用於出口。儘管OPEC+宣布自4月起每日增產20.6萬桶，但無法完全彌補伊朗產量的缺口。

2）相比伊朗本身的產量，霍爾木茲海峽所造成的堵塞更為重要，每天2000萬桶的通行量相當於全球海運原油的26%、全球原油總供給的20%。

3）主要產油國被迫減產風險增加。因霍爾木茲海峽航運受阻，儲油空間逐步耗盡，迫使伊拉克（佔OPEC+整體產量的15%）和科威特先後宣布被迫減產，阿聯酋（12%）和沙特（34%）的減產風險也在累積。

油價風險外溢至各類資產

油價的走勢與伊朗局勢的演變息息相關，我們推演兩種可能的情形：

情形一：霍爾木茲海峽封鎖若很快結束，如兩周內，油價或在80至90美元附近震盪，但原油價格回落的速度或受制於產油國被動減產的恢復時間，中金大宗商品組預測今年一至四季度布蘭特油價中樞分別在75、80、75、72.5美元。

情形二：霍爾木茲海峽持續封鎖、其他中東產油國供應也同樣受損，油價可能衝擊俄烏衝突時高點：根據中金大宗商品組的測算，短期浮倉相當於霍爾木茲海峽一周的運量，貿易中斷一周可能導致原油價格上漲到90美元以上，這已經兌現了。如果霍爾木茲海峽持續中斷到二季度、其他中東產油國供應受到波及的話，二季度布蘭特原油中樞抬升至120美元以上。

除了點位外，油價走勢的不同形態，如快速衝上120美元甚至更高、但持續時間較短，或維持相對高位較長時間，對各類資產、中美市場及行業的影響可能完全不同。為了說清背後機理和邏輯，要從伊朗局勢的傳導路徑來講起。

警惕美元異常走高

伊朗局勢影響全球主要有兩個路徑：初期衝擊風險偏好，長期通過油價推高通脹和成本。風險偏好收縮是地緣風險影響全球市場最直接的「套路」。地緣衝突通常具有突發、無差別衝擊和瞬時這三個共性，正因如此，如果只是停留在這一層面，影響往往不足為慮。我們梳理了1990年以來歷次典型、特別是涉及到產油國局部衝突時的表現，發現：1）地緣衝突初期打壓風險偏好，導致避險資產受益而風險資產受損；2）局部衝突的影響往往是脈衝式，衝突爆發後一周至一個月內資產價格波動劇烈，隨後逐步修復；3）新興市場受衝擊更大。

但在一些極端情形下，普通的下跌會演變成負反饋的流動性危機，進而加劇無序的恐慌拋售，正如此次衝突爆發兩天之內大跌20%的韓國股市。流動性危機的本質，是資產短時間內劇烈動盪，導致槓桿出現巨大損失而觸發被迫平倉壓力，此時投資者為了避免更大的損失、或者為了滿足贖回、追加保證金（margin call）、風控等要求，可能會「慌不擇路」的拋售所有資產，甚至包括傳統的避險資產，如黃金和美債。

因此，短期流動性風險最典型的特徵就是：只有美元上漲，而包括避險資產在內的幾乎「所有資產」普跌，且跌幅極為劇烈。但是，要想全景掌握所有可能受損的槓桿敞口並非易事，更何況其負反饋的本質，因此美元指數的異動就成為監測是否出現流動性緊張的最有效指標，美元的異常走高往往是流動性風險的前兆，這種情形下美元漲並非因為投資者看好美元，而是因為需要現金。

接下來，我們分析一下油價走勢的不同形態會有何種影響？

如果油價短期內迅速衝上100美元甚至更高，哪怕只持續很短時間，瞬時的波動也可能很快擊穿市場隱藏在某處的槓桿與倉位，誘發局部甚至全局的流動性危機。此時，恐怕只有現金（美元）可以起到避險效果，而其他大部分資產都難以獨善其身。不過，流動性危機的特徵也決定了在風險平息後往往會提供再介入機會。

如果油價維持在高位如80至90美元的區間震盪，那麼誘發流動性拆槓桿等劇烈波動的風險就不大，將從極端流動性缺口的「急性病」變成「慢性病」，投資者有充足的時間可以解決槓桿和調倉的問題，此時的影響更多體現在通脹和成本層面。

對美國而言，此次伊朗局勢的影響不在成本而在通脹。得益於頁岩油革命帶來的能源獨立，美國原油供給的67%來自於本土產量，僅5%來自OPEC+，霍爾木茲海峽運往美國的原油僅佔海峽總運量的2.5%，佔美國整體原油供給的2.4%。可以看出，原油供給和製造業成本對美國都不是主要矛盾。

相比之下，美國和美股市場的「命門」是油價會影響CPI和美聯儲寬鬆預期，這會造成金融市場動盪、經濟修復，甚至中期選舉選情。

油價如何影響美國通脹？當前美國整體CPI為2.4%，核心CPI為2.5%，在伊朗局勢之前，我們預計美國整體CPI同比高點為2.8%，出現在二季度左右，並非一個大問題，也不妨礙美聯儲降息。

根據美聯儲對油價影響美國CPI能源項與核心項的研究，以及油價衝擊對發達經濟體CPI的傳導效應分析，我們測算，油價每上漲10%將推高美國整體CPI約0.2至0.3個百分點。這意味着，根據上文針對霍爾木茲海峽不同的情形分析，如果二季度油價中樞在80美元附近，美國CPI的同比高點可能抬高至3.1%到3.2%；如果二季度油價中樞達到120美元桶附近，美國CPI的同比高點可能抬高至4.2%到4.9%。同比高點大概率依舊出現在二季度。

通脹擔憂令聯儲推遲降息

油價如何影響美聯儲降息？當前美聯儲基準利率為3.5%至3.75%，不難看出，這兩種情形的出現，都不可避免的導致美聯儲降息時點出現不同程度的推後，如當前芝加哥上平交易所（CME）利率預期顯示降息預期已經推遲到9月。

因此，在油價高位震盪的情形下，通脹大概率會走高並導致降息推後，這又會帶來一連串的影響，如美債利率居高不下，壓制成長股估值，導致寄希望於融資利率降低而修復的地產和製造業再度承壓，甚至影響特朗普的中期選情。但不論如何，美聯儲依然可以一定程度上「越過」（look through）短期擾動，將注意力放在長期增長上，如2月爆冷的非農數據。換言之，降息是延後而非逆轉，所以這種情形下整體影響拉長看仍是可控的。

反之，如果油價「快上快下」，雖然從均價角度對通脹的影響甚至不如前者，但短期對金融市場的衝擊可能更大，尤其是誘發上文中提到的流動性危機。

對於美國來說，油價快速上行對金融資產的瞬時衝擊最大，短期流動性危機使得美元獨強。若油價維持高位震盪，通脹主導的基本面定價將延後降息時點、推升美債利率，利率敏感環節如科技股、地產和製造業的修復等均承壓。

（作者為中金公司分析師）

美通脹勢顯著抬升

經濟哲思 蘆哲

2月美國CPI（消費者物價指數）全面符合預期。在經歷了1月價格重置效應等季節性擾動後，通脹總體延續改善，市場對核心通脹黏性的擔憂得到緩釋。向前看，油價上漲的持續性是未來幾個月美國通脹前景、美聯儲政策利率路徑的關鍵。

油價飆升預計對3至4月美聯儲議息會議（FOMC）決策影響較小，但短期油價若失控，需要警惕美聯儲更鷹派的表態；中期若油價中樞的抬升擴散至4月及以後，則將對二季度的美國通脹和下半年美聯儲的降息路徑產生更大阻力。

2月美國CPI環比+0.27%，前值+0.17%，核心CPI環比+0.22%，前值+0.30%；CPI同比+2.41%，前值+2.39%，核心CPI同比+2.46%，前值+2.50%，上述所有分項都符合預期，因此數據發布後市場反應平淡，焦點仍是伊朗局勢。總體來看，核心CPI環比降溫，油價的環比上漲帶動總體CPI環比反彈。

核心商品方面，2月核心商品CPI環比+0.081%，連續第二個月上行。其中，二手車環比抬升，進口依賴度較高的服裝環比從上月的+0.31%反彈至+1.28%，二者是核心商品的主要拉動項；教育通訊商品再度轉跌。

居住通脹方面，美國2月住所租金環比+0.23%，顯示高利率對居住通脹滯後的影響深化。作為CPI中佔比35%的項目，居住通脹的持續低迷在短期中預計能對沖能源通脹帶來的上行壓力。

工資通脹方面，2月超級核心CPI環比由上月的+0.59%降至+0.35%，非居住核心服務通脹（包含酒店住宿）環比由上月的+0.63%降至+0.32%。其中，休閒服務分項環比轉跌，運輸服務分項環比從上月的+1.35%回落至+0.24%，與前幾個月的平均水平接近。

整體來看，在經歷了1月價格重置效應等季節性因素帶來的擾動後，2月核心CPI總體延續改善，上月市場對核心通脹黏性的擔憂得到緩釋。

向前看，經歷了3月初的飆升、並至今維持90美元高位的油價，無疑是未來幾個月美國通脹前景、美聯儲政策利率路徑的關鍵。我們測算，若油價維持80美元至100美元，未來半年美國CPI應參考0.3%至0.4%的環比中樞，到9月CPI同比料在2.8%至3.5%之間。若油價失控向上，則美國通脹料重演1970年代大滯脹時期的雙項。而從當前市場預期來看，交易員定價3至5月美國CPI同比增速將分別升至3.02%、3.17%、3.55%，隱含未來幾個月油價中樞偏高。

但對油價而言，真正令人擔憂的不是其直接影響（原油→汽油→CPI），而是其「二輪效應」，即引發通脹擴散指數、通脹預期抬升，向核心CPI傳導。參考2022年俄烏衝突時期，美國通脹飆升的成因是多元的：既有俄烏衝突→能源CPI的影響，也有供應鏈中斷→核心商品CPI的影響、美國國內提前退休潮→勞務市場供給短缺的影響、低利率→房價飆升的影響，也有此前寬財政、寬貨幣對需求的過度刺激。

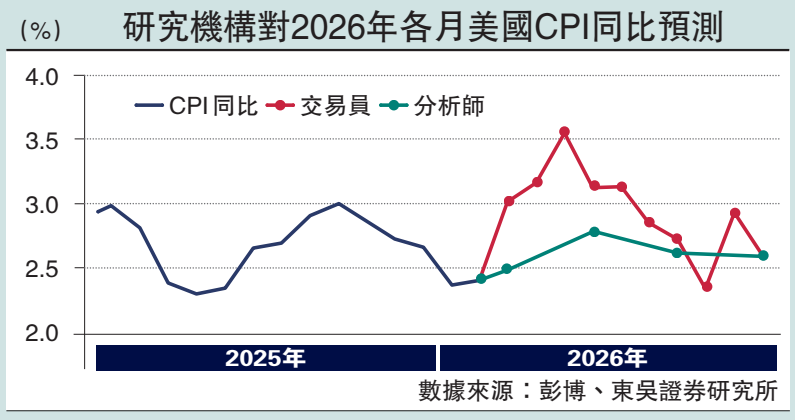
而與2022年相比，除了美伊衝突外，當前美國的商品供給存在關稅衝擊，勞務供給存在移民衝擊，同樣面臨供給端對通脹的上行壓力；但另一方面，美國經濟總需求的下行有望緩解需求端對通脹的壓力，佔比35%的居住通脹的趨勢下行也有望在短期對沖能源通脹的上行壓力。

利率或有不減反加風險

市場交易員對3月美國CPI環比、同比的定價分別來到0.63%、3.02%，這一水平對3、4月美聯儲FOMC決策沒有實質性影響，因近期FOMC委員對於短期進一步降息的態度均偏謹慎。因而，對於貨幣政策決策而言，最大的不確定性仍在於油價上漲的持續性：1）短期看一個月，油價若失控、加速飆升，是否導致鮑威爾給出更鷹派的表態，例如，不認為油價對通脹的影響是「一次性」的？2）中期看三個月，若油價維持在90至100美元的較高中樞，新任美聯儲主席將如何降息？3）長期看一年，如果油價風險持續，是否存在加息的尾部風險？

就市場策略而言，基於地緣政治判斷去博弈市場的不確定性太高，需要找到各種情景下共存的長期主線——地緣風險溢價的提升，這對應黃金、原油這兩類資產中樞與波動率的提升，這也意味着今年大類資產難有趨勢，而是以波動為主。

（作者為東吳證券首席經濟學家）



市場信心轉強 發展商積極申預售

樓市智庫 陳永傑

近年新盤市場的一大主題，是發展商積極「去庫存」。樓市回暖及一手銷情加快，各大發展商亦開始提前部署，紛紛為旗下項目申請預售樓花同意書，當中更不乏遠期樓花盤。

香港地政總署最新數據顯示，今年2月共有5個新盤申請預售樓花同意書，涉及逾2100伙。近期入紙步伐明顯加快，相關申請量連續兩個月突破1000伙，創約一年半新高。隨着新申請增加，目前待批預售單位亦回升至約9700伙水平。

超長樓花期項目急增

不過，市場更關注的是樓花期的變化。現時正在申請預售的項目之中，有10個樓盤的樓花期長達30個月或以上，最長接近3年半，可謂「超級樓花盤」。相關單位涉及約4400伙，佔整體待批單位接近一半，比例相信已創近年新高。相比之下，去年同期樓花期超過30個月的項目比例仍不足三成。

在供應相對有限的環境下，樓花成交期較長，買家籌備首期更易，承接力足。市場最經典的例子，是2008年金融海嘯前推出的將軍澳日出康城一期「首都」，當年全盤逾二千伙在一晚內沽清，成為樓市佳話。可見只要定價合適，樓花盤同樣可以迅速吸納市場購買力。

不過，部分發展商仍傾向待樓盤接近現樓時才推售，以提升買家信心，尤其是在豪宅市場。過去亦有不少項目即使已取得預售樓花同意書，仍選擇待入伙後才正式開售。

發展商賣樓講求貨如輪轉，樓花期已售大部分單位，加快資金回籠。隨市況回暖及貨尾減少，發展商自然更積極為新盤申請預售。先取得預售資格，其實等於先拿到「賣樓門票」。即使未必即時推盤，也可讓發展商在不同市況下保持更大彈性，按市場氣氛調整推售節奏。

特區政府早於2013年已將住宅預售樓花期上限由20個月放寬至30個月，至今已逾十年。當年的政策目標，是希望透過延長預售期，鼓勵更多項目盡早推出市場，以增加短期供應，同時回應市場的置業需求。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）

▲今年2月共有5個新盤申請預售樓花同意書，涉及逾2100伙。