

2012 年 2 月 3 日

# 伊朗问题剑拔弩张，短期开战概率不高

## 总体判断：

- I 近期伊朗和美国的局势日益紧张，以下试对美国 and 伊朗爆发战争的可能性做一假设分析。
- I 首先，我们认为短期内，美国和伊朗爆发战争的可能性很低，因战争不符合双方利益，美国刚从阿富汗撤军，在大选之年不愿再陷入另一场战争的泥潭。而且，伊朗议会 1 月 29 号推迟对欧洲石油禁运的表决，表明态度有所缓和。国际原子能机构 (IAEA)、伊朗和美国等多方博弈，近期可能进入谈判阶段。
- I 我们预计双方均会作出一定妥协，禁运和封锁霍尔木兹海峡只是作为政治博弈的筹码，即使真正实施对双方均无益，美国、中东国家均会全力避免石油运输受阻。但是，需要警惕的是，继 1 月 29 日美国国防部长帕内塔声称，将“竭尽所能”阻止伊朗核计划，称“任何威胁区域安全，及他们在区域内所做的一些举动，如有必要的话，我们将准备好进行军事打击”，以色列官方也多次表态可能采取武力；伊朗方面也拒绝联合国核查人员访问疑似核设施地址，而不发展核武器是美国的底线。1 月 10 日至 12 日的美国财长访华，寻求中国对伊朗问题上的一致，虽然表面上未达成一致，但实质可能有所进展，以及随后 14 日-18 日温家宝访问海湾三国，这些外交斡旋均透露美国和中国在对伊朗方面利益的冲突和妥协。
- I 如果伊朗和美国动武，在战争爆发前后，油价可能出现大幅下跌；但中长期油价可能上涨。以近两次伊拉克战争为例：
- I 1、1991 年 1 月 17 日凌晨，以美国为首的多国部队开始轰炸巴格达，油价从前一日的 32 美元/桶跌至 21.44 美元/桶，日跌幅达 33%，主要因为海湾战争的突然爆发引发对全球经济的担忧加剧。2 月 28 日上午停火前，油价触及年内低点 17.91 美元/桶后开始反弹（见图 1）。
- I 2、2003 年 3 月 20 日美、英宣布对伊拉克作战前，油价从 3 月 12 日的年内高点 37.8 美元/桶跌至 20 日的 28.6 美元/桶，跌幅高达 24.4%，次日跌幅扩大至 -29% 至 26.9 美元/桶，主要因为投资者担忧战争爆发将导致全球经济放缓，需求萎缩，从而引发了市场大肆抛售。但从中长期来看，油价 4 月触底后一路上扬，2004 年 10 月突破 50 美元/桶，因投资者对战争因素已经反映，而伊拉克和中东地区石油减产导致供给减少，而战争和经济逐渐复苏增加对石油的需求，加之国际游资炒作，油价出现较长牛市（见图 2）。
- I 如果美国和伊朗动武，导致伊朗的石油出口停顿，影响中国 10.1% 的石油供给，而中国的石油对外依赖度目前已经高达 56.5%，供给减少、油价大跌对中国经济的拖累非常明显。基准假设是：如果按 30 天石油战略储备来测算，可支撑 74 天；乐观估计是，如果按照 50 天战略储备来测算，可支撑 124 天。即如果波斯湾被封锁三个月以上，中国的民用汽油将大幅减少，拖累经济，对 A 股亦造成下行风险。
- I 我们仍然认为，伊朗局势目前虽剑拔弩张但难以激化，短期内爆发战争的概率较小，霍尔木兹海峡不会封锁，但各种扰动因素导致油价波动加大。如果霍尔木兹海峡不会封锁，油价可能升至 150 美元/桶以上。如果爆发战争则油价可能短期大跌、长期走强。

## 相关研究

**屋漏偏逢连夜雨——点评欧元区 9 国评级下调**  
2012 年 1 月 16 日

**削骨疗伤，急救欧洲**  
2011 年 12 月 20 日

**欧洲评级相继下调，法、意衰退不可避免——国际金融市场风险监测体系** 2011 年 12 月 19 日

**法国恐将调降评级，风险偏好持续下降——国际金融市场风险监测体系**  
2011 年 12 月 15 日

**欧洲迈向财政联盟，但危机继续——2011 年 12 月欧盟峰会点评**  
2011 年 12 月 12 日

**欧债危机升级之曙光微现**  
2011 年 11 月 28 日

## 证券分析师

李慧勇 A0230203100029  
[lihy@swsresearch.com](mailto:lihy@swsresearch.com)

## 研究支持

谢伟玉  
[xiewy@swsresearch.com](mailto:xiewy@swsresearch.com)  
陈果  
[chenguo@swsresearch.com](mailto:chenguo@swsresearch.com)  
钟嘉妮  
[zhongjin@swsresearch.com](mailto:zhongjin@swsresearch.com)

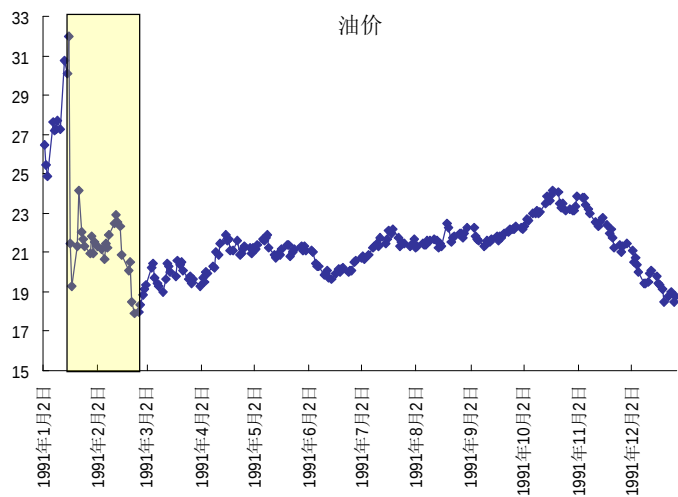
## 联系人

钟嘉妮 (8621)23297484  
[zhongjin@swsresearch.com](mailto:zhongjin@swsresearch.com)

地址：上海市南京东路 99 号  
电话：(8621)23297818  
上海申银万国证券研究所有限公司

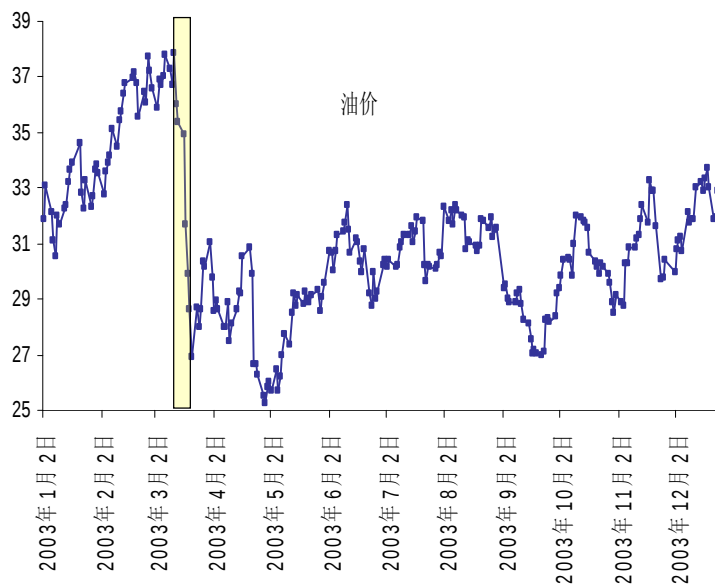
<http://www.swsresearch.com>

图 1：1991 年油价走势表明，海湾战争突然爆发，导致油价当日暴跌-33%，次月停火后油价开始走高。



资料来源：Bloomberg，申万研究

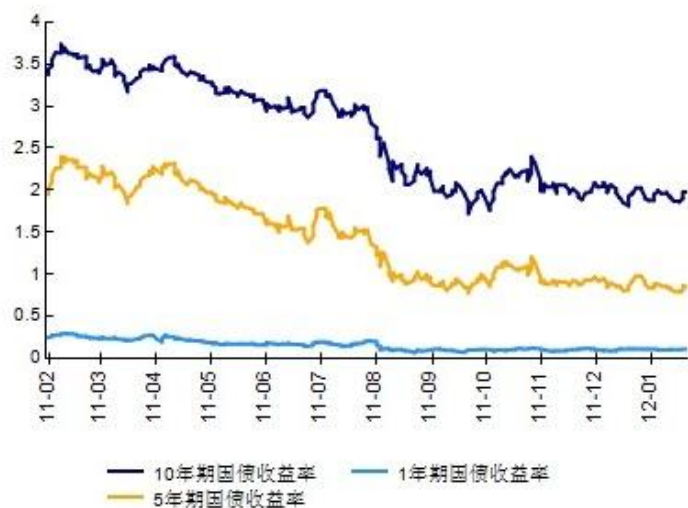
图 2：2003 年油价走势表明，伊拉克战争爆发前，市场有所预期而抛售石油而导致油价跌-29%，次月触底后一路上扬至 50 美元/桶上方。



资料来源：Bloomberg，申万研究

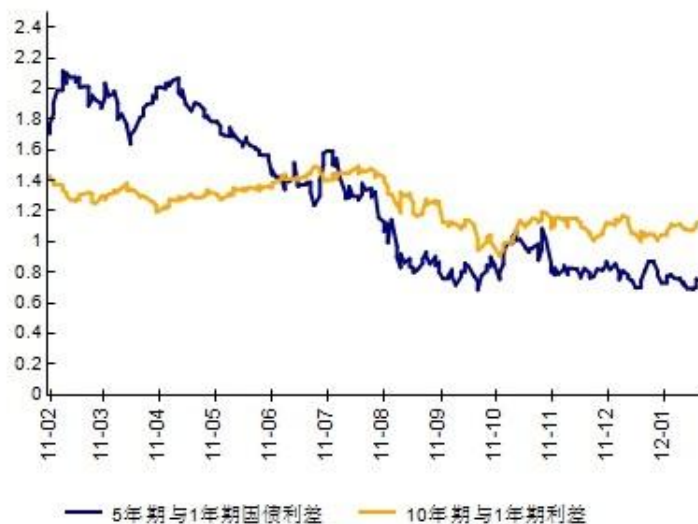
## 1、伯南克：已见复苏信号，经济仍然脆弱。美股小幅下滑

图 1：美国国债收益率下跌，对其需求减缓，对经济形势担忧有所增加。



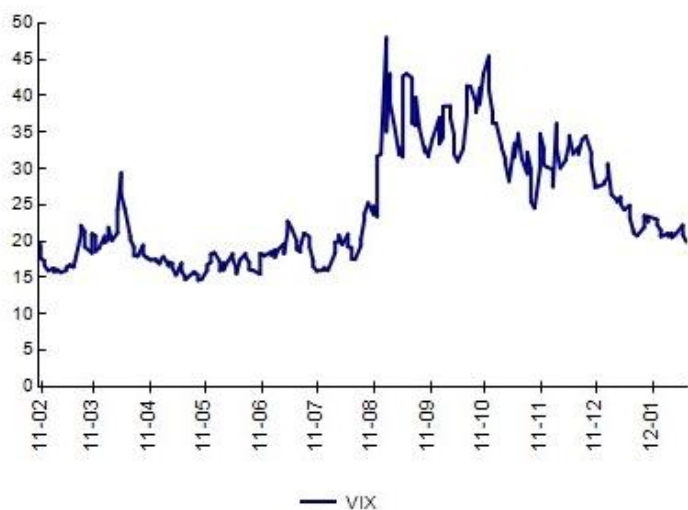
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差下降，对长期经济形势担忧有所增加。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 3：VIX 指数继续下降，显示股市波动风险有所减小。



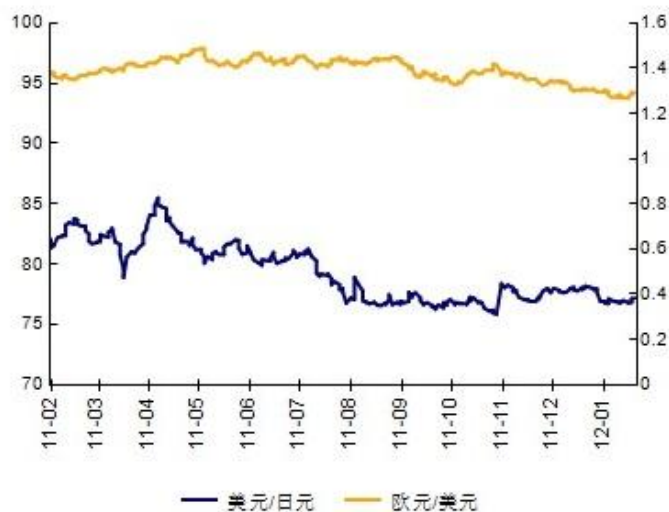
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 CDS 均下滑，对美国债务违约风险的担忧有所减弱。



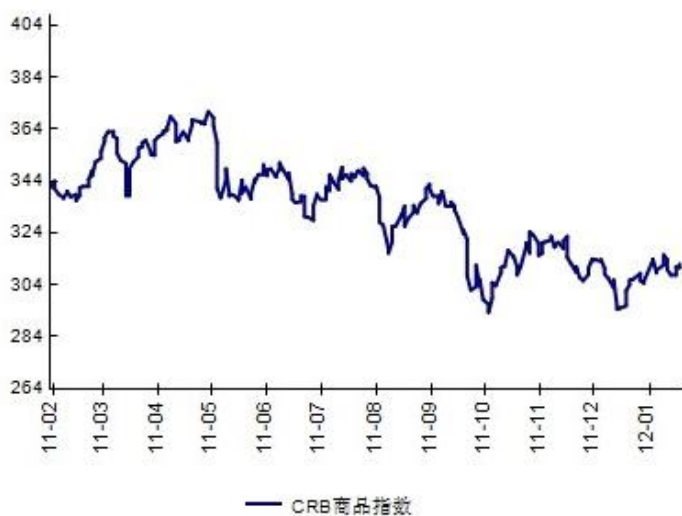
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元回升, 由于预计日本政府将干预汇市而欧债危机未得到改善, 导致避险需求转移至美元。



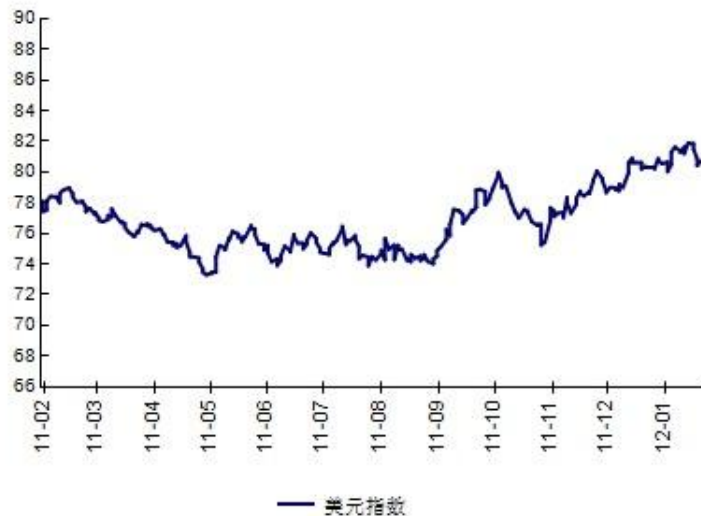
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格下降, 由于原油和金属价格下跌。



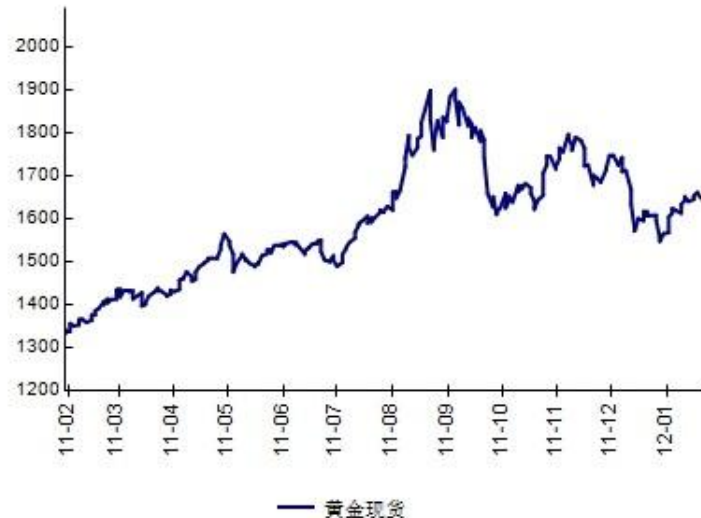
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数小幅回升, 对其避险需求增加。



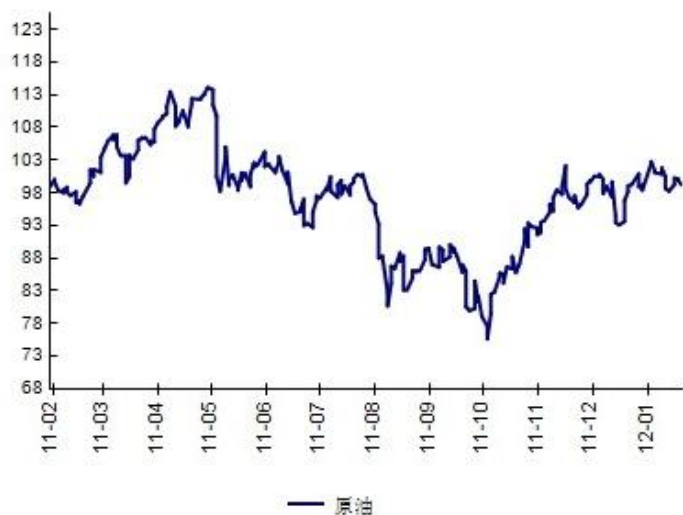
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格小幅下跌, 由于伯南克表示已预见美国经济复苏的信号, 对其避险需求有所减弱。



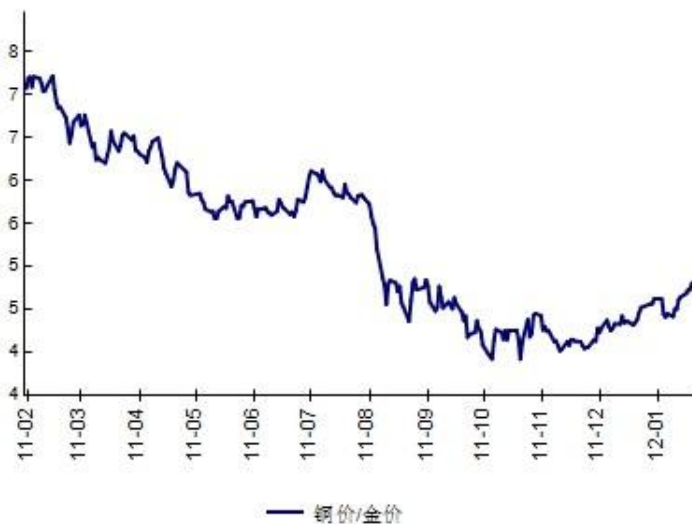
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9：原油价格继续下降，由于库存持续上涨。



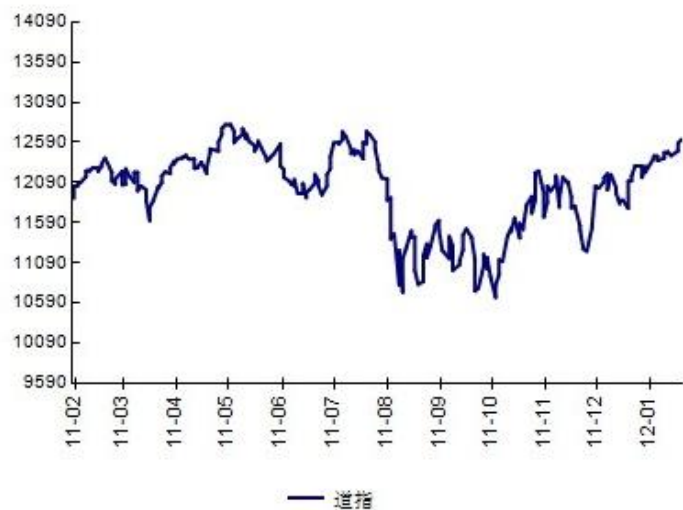
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比与下跌，由于中国房价继续下滑，对铜的需求会有影响导致铜价下跌。



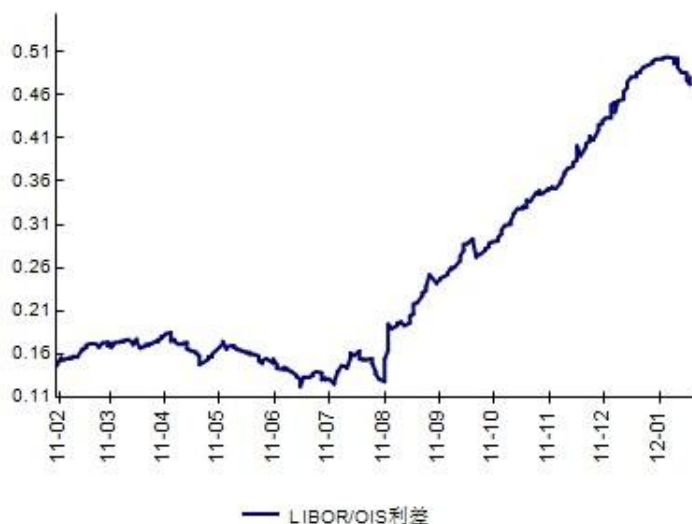
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指小幅下滑，虽然首次失业人数下降，但是伯南克认为美国经济仍然较为脆弱，导致道指止涨。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 12：Libor-OIS 利差下降，银行信贷压力有所减弱。



资料来源：Bloomberg，申万研究

### 近一周已公布的经济数据

| 时间                    | 经济数据                | 期间     | 调查值      | 实际值    | 前期值      |
|-----------------------|---------------------|--------|----------|--------|----------|
| 01/27/2012 22:55      | 密歇根大学消费者信心          | JAN F  | 74       | 75     | 74       |
| 01/30/2012 21:30      | 个人收入                | DEC    | 0.40%    | 0.50%  | 0.10%    |
| 01/30/2012 21:30      | 个人开支                | DEC    | 0.10%    | 0.00%  | 0.10%    |
| 01/30/2012 21:30      | 个人消费性支出平减指数 (年比)    | DEC    | 2.30%    | 2.40%  | 2.50%    |
| 01/30/2012 21:30      | 个人消费支出核心平减指数(月环比)   | DEC    | 0.10%    | 0.20%  | 0.10%    |
| 01/30/2012 21:30      | 个人消费性支出核心指数 (年比)    | DEC    | 1.80%    | 1.80%  | 1.70%    |
| 01/30/2012 23:30      | 达拉斯联邦储备银行制造业活动指数    | JAN    | 1.5      | 15.3   | -3       |
| 01/31/2012 21:30      | 员工成本指数              | 4Q     | 0.40%    | 0.40%  | 0.30%    |
| 01/31/2012 22:00      | 标普/CS 住宅价格指数        | NOV    | -        | 138.49 | 140.3    |
| 01/31/2012 22:00      | 标普/CS 20 个城市月环比%经季调 | NOV    | -0.50%   | -0.70% | -0.62%   |
| 01/31/2012 22:00      | 标普/CS 综合指数-20 同比    | NOV    | -3.26%   | -3.67% | -3.40%   |
| 01/31/2012 22:45      | 芝加哥采购经理指数           | JAN    | 63       | 60.2   | 62.2     |
| 01/31/2012 23:00      | 消费者信心               | JAN    | 68       | 61.1   | 64.5     |
| 02/01/2012 23:00      | 密尔沃基采购经理指数          | JAN    | 57.5     | 58.4   | 5 .8     |
| 02/01/2012 20:00      | MBA 抵押贷款申请指数        | JAN 27 | -        | -2.90% | -5%      |
| 02/01/2012 21:15      | ADP 就业变动指数          | JAN    | 183000   | 170K   | 325000   |
| 02/01/2012 23:00      | 建筑开支月环比             | DEC    | 0.50%    | 1.50%  | 1.20%    |
| 02/01/2012 23 00      | ISM 制造业             | JAN    | 54.5     | 54.1   | 53.9     |
| 02/01/2012 23:00      | ISM 支付价格            | JAN    | 49.8     | 55.5   | 47.5     |
| 02/02/2012 06:00      | 国内汽车销售量             | JAN    | 10.50M   | 11.05M | 10.45M   |
| 02/02/2012 06:00      | 汽车总销售量              | JAN    | 13.50M   | 14.13M | 13.52M   |
| 02/02/2012 20:30      | 挑战者企业裁员人数 同比        | JAN    | -        | 38.90% | 30.60%   |
| 02/02/2012 21:00      | 加拿大皇家银行消费者前景指数      | FEB    | -        | 45.1   | 45.8     |
| 02/02/2012 21:30      | 非农生产力               | 4Q P   | 0.80%    | 0.70%  | 2.30%    |
| 02/02/2012 21:30      | 单位劳务成本              | 4 P    | 0.90%    | 1.20%  | -2.50%   |
| 02/02/2012 21:30      | 首次失业人数              | JAN 28 | 370000   | 367K   | 377000   |
| 02/02/2012 21:30      | 持续领取失业救济人数          | JAN 21 | 3.53E+06 | 3437K  | 3.55E+06 |
| 02/02/2012 22:45      | ISM 纽约              | JAN    | -        | 60.1   | 51.1     |
| 02/02/2012 22:45      | 彭博消费者舒适度            | JAN 29 | -        | -44.8  | -46.4    |
| 02/02/2012-02/03/2012 | ICSC 连锁店销售 同比       | JAN    | -        | 4.80%  | 3.50%    |

### 本周将公布的经济数据

| 时间               | 经济数据              | 期间     | 调查值      | 实际值 | 前期值       |
|------------------|-------------------|--------|----------|-----|-----------|
| 02/03/2012 21:30 | 非农就业人数增减          | JAN    | 150000   | - - | 200000    |
| 02/0 /2012 21:30 | 非农私企就业人数增减        | JAN    | 168000   | - - | 212000    |
| 02 03/2012 21:30 | 制造业就业人数增减         | JAN    | 11000    | - - | 23000     |
| 02/03/2012 21:30 | 失业率               | JAN    | 8.50%    | - - | 8.50%     |
| 02/03/2012 21:30 | 平均时薪(月环比) 所有员工    | JAN    | 0.20%    | - - | 0.20%     |
| 02/03/2012 21:30 | 平均时薪(同比) 所有员工     | JAN    | 1. 0%    | - - | 2.10%     |
| 02/03/2012 21: 0 | 周平均工时 所有员工        | JAN    | 34.4     | - - | 34.4      |
| 02/03/2012 21:30 | 家庭调查就业率变动         | JAN    | - -      | - - | 176       |
| 02/03/2012 21:30 | 就业不足率 (U6)        | JAN    | - -      | - - | 15.20%    |
| 02/03/2012 3:00  | ISM 非制造业综合指数      | JAN    | 53.2     | - - | 52.6      |
| 02/03/2012 23:00 | 工厂订单              | DEC    | 1.50%    | - - | 1.80%     |
| 02/07/2012 23:00 | IBD/TIPP 经济乐观程度指数 | FEB    | 48.1     | - - | 47.5      |
| 02/07/2012 23:00 | JOLTS 职位空缺        | DEC    | - -      | - - | 3161      |
| 02/08/2012 04:00 | 消费者信用             | DEC    | \$7.000B | - - | \$20.374B |
| 02/08/2012 20:00 | MBA 抵押贷款申请指数      | FEB 3  | - -      | - - | -2.90%    |
| 02/09/2012 21:30 | 首次失业人数            | FEB 4  | - -      | - - | - -       |
| 02/09/2012 21:30 | 持续领取失业救济人数        | JAN 28 | - -      | - - | - -       |
| 02/09/2012 22:45 | 彭博消费者舒适度          | FEB 5  | - -      | - - | -44.8     |
| 02/09/2012 23:00 | 批发库存              | DEC    | 0.50%    | - - | 0.10%     |
| 02/10/2012 21:30 | 贸易余额              | DEC    | -\$48.5B | - - | -\$47.8B  |
| 02/10/2012 22:55 | 密执安大学消费者信心        | FEB P  | 74       | - - | 75        |

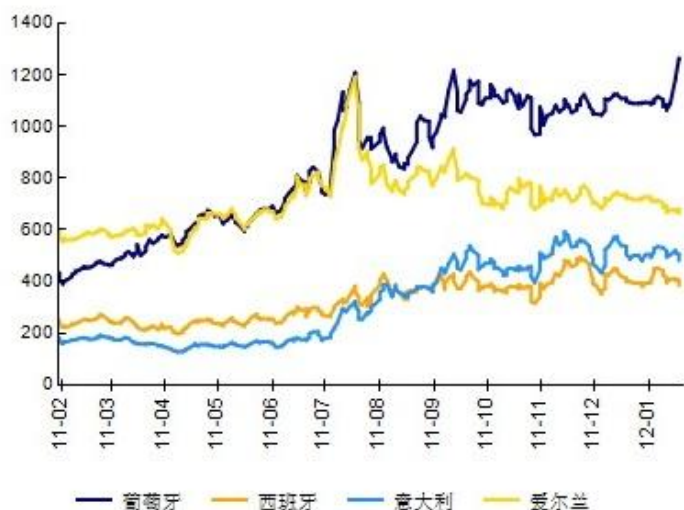
## 2. 希腊私人债务减记谈判进展缓慢，欧元希腊股市下挫

图 13：除葡萄牙和意大利外，其他欧猪五国国债收益率均上涨。对经济担忧情绪加大。



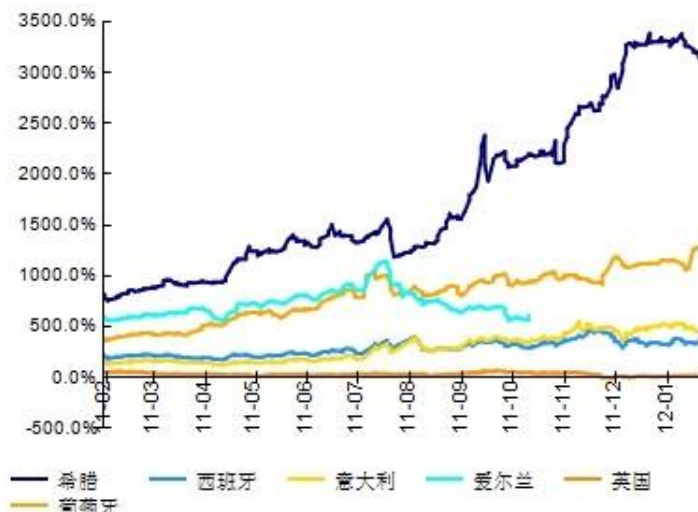
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除希腊和意大利外，其他欧猪五国 CDS 均下跌，希腊私人减记债务仍未达成一致，造成其 CDS 持续上涨。



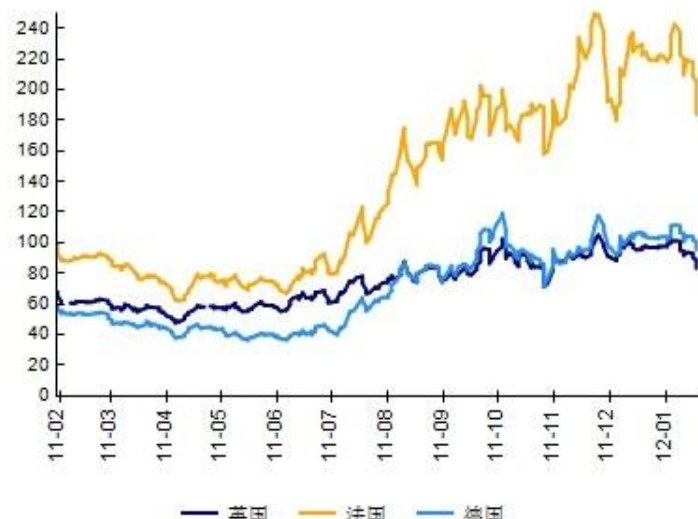
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除葡萄牙、意大利和法国外，其他国国债利差均上涨，对经济担忧情绪有所增加。



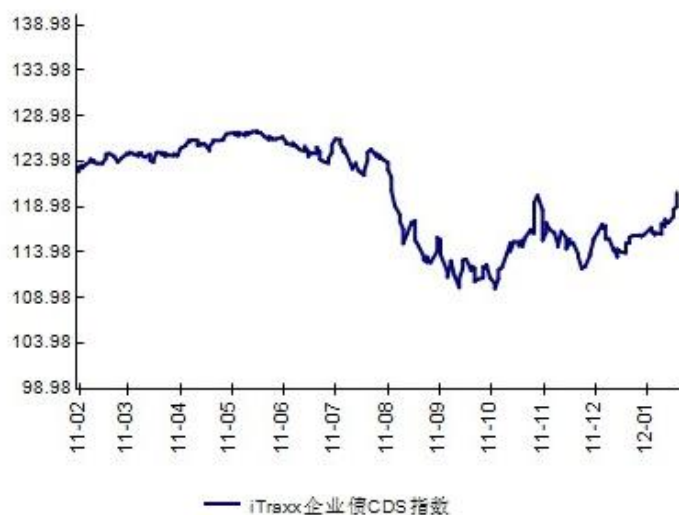
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：除英国外，其他核心国 CDS 均下降，对债务违约风险担忧情绪有所减弱。



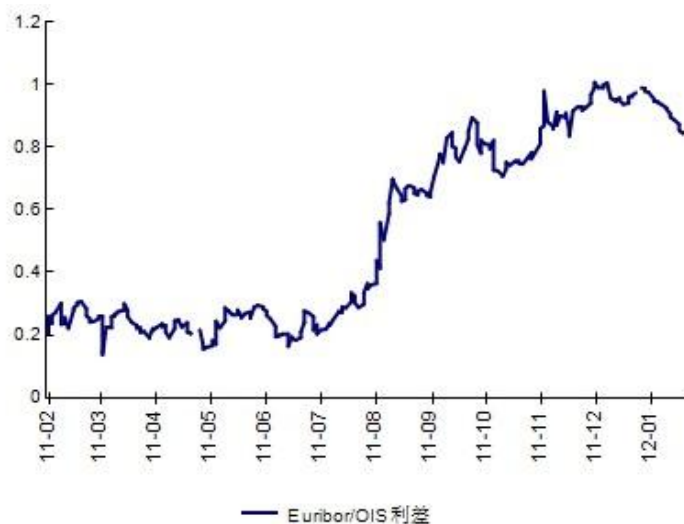
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 17：企业债 CDS 上升，对企业违约风险情绪加剧。



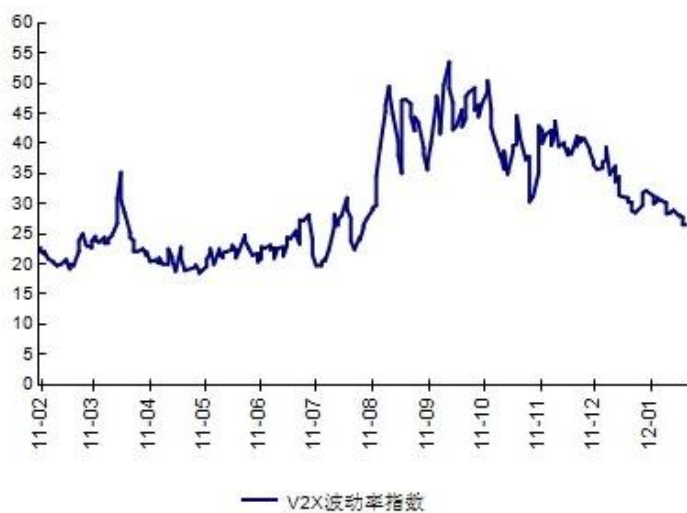
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 18：Euribor-OIS 利差小幅下降，显示银行信贷压力有所缓和。



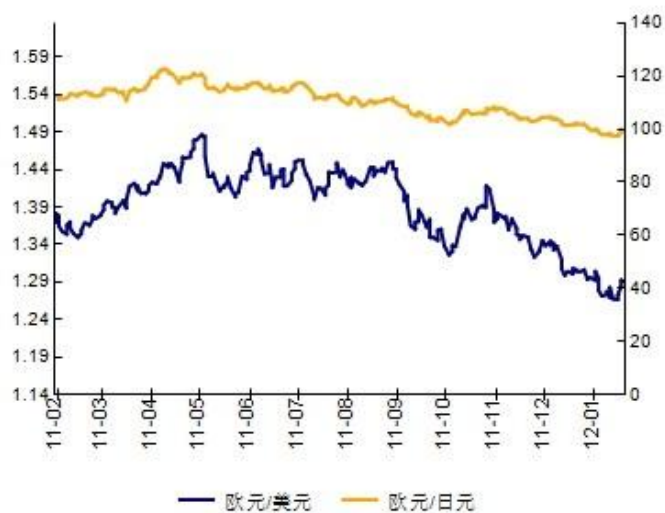
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 19：欧洲市场波动下降，由于美国就业数据持续见好，股市皮动风险减弱。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 20：欧元下跌，由于希腊私人债务减记谈判仍未达成一致。



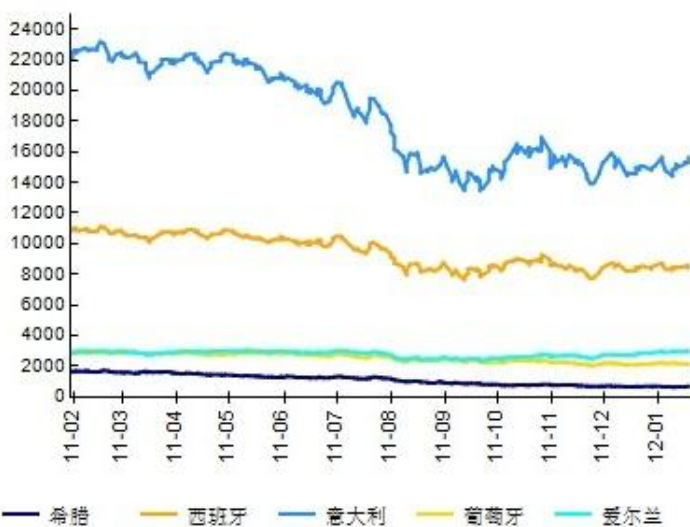
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 21: 瑞士法郎小幅下跌, 对美元的避险需求有所上升。



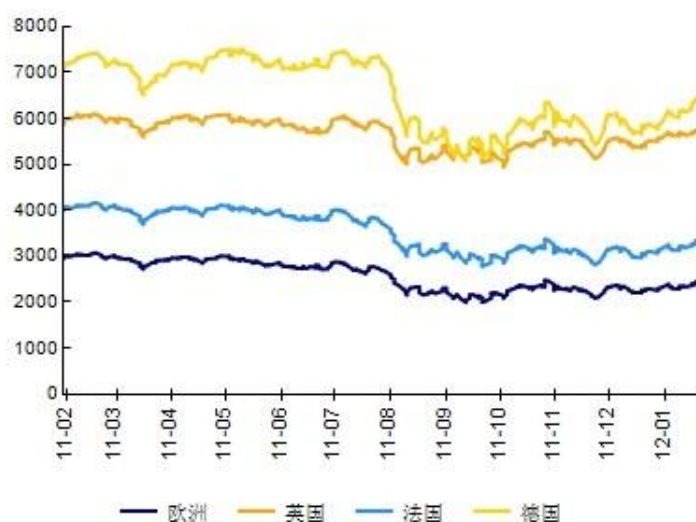
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 23: 除希腊和爱尔兰外, 其他欧猪五国股市均回升。



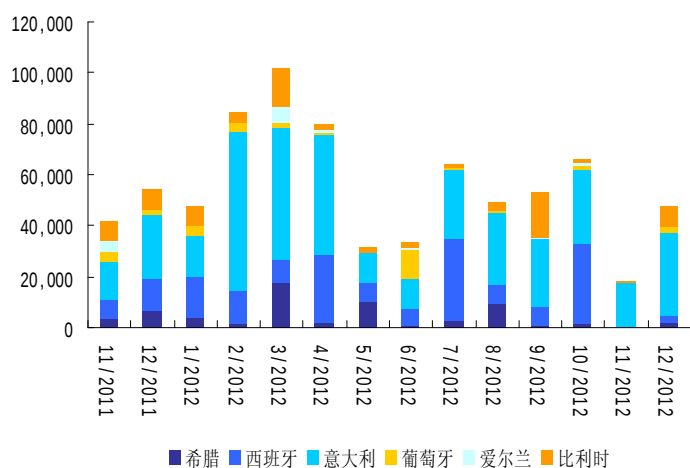
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 22: 欧洲股市均小幅上扬, 由于美国首次失业人数和领取救济人数下降, 低于市场预期, 导致欧洲股市上涨。



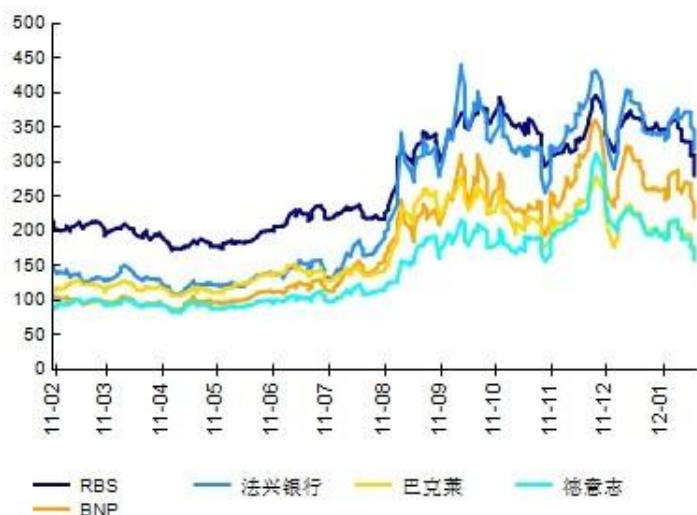
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 24: 欧洲五国未来 13 个月的未偿还债务显示, 2012 年 3 月是偿债高峰



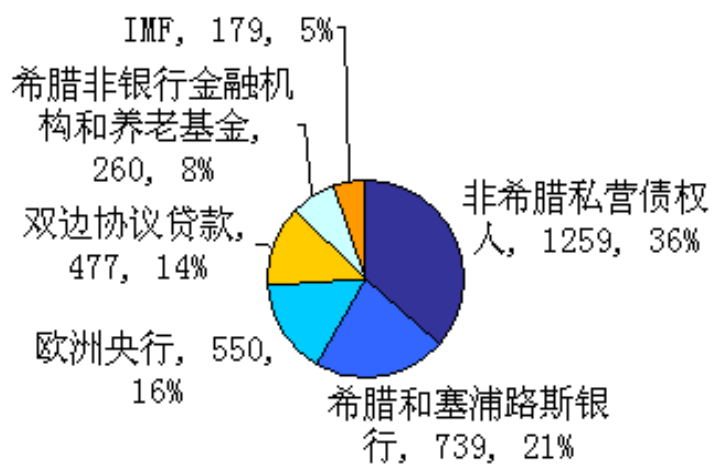
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 25：除 BNP 外，其他银行 CDS 均下跌。



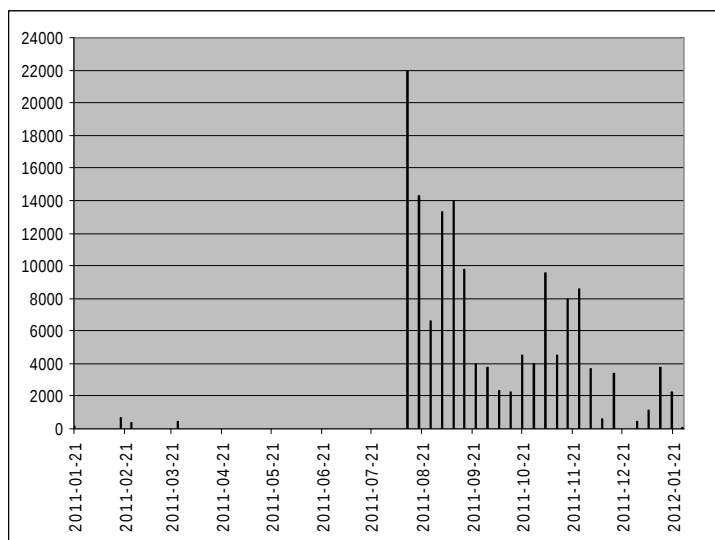
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 27：希腊 3464 亿欧元债务的债权人分布（亿欧元）。



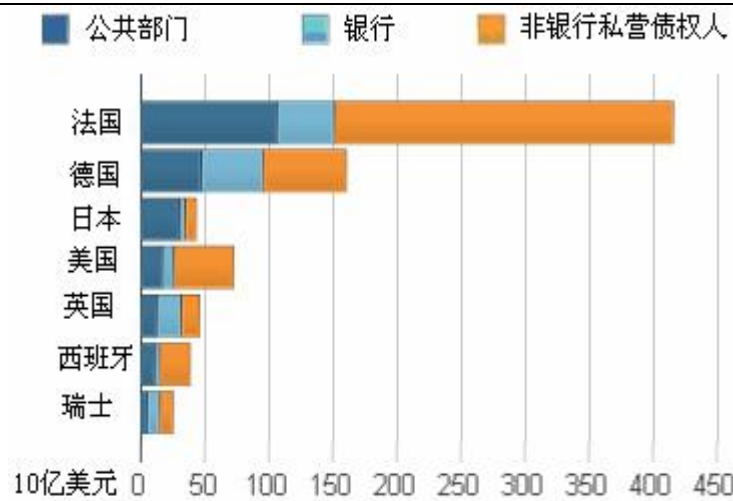
资料来源：申万研究

图 26：欧央行购买债券力度回落，上周仅 6.3 千万。（单位：百万欧元）



资料来源：ECB，申万研究

图 28：银行持有的意大利债务的国别分布



资料来源：国际清算银行（截至 2011 年 6 月）