

美伊冲突可能的三种演绎情景及影响

宏观深度

我们认为美伊冲突可能存在三种演绎情景。第一种是低烈度情景。短期激烈冲突后，美伊双方谈判，霍尔木兹海峡封锁1个月左右，布伦特原油价格短期可能冲高100美元/桶以上，此后回落至80美元/桶附近。第二种是中烈度情景（基准情景）。冲突持续升级，伊朗全面封锁霍尔木兹海峡1-3个月，布伦特原油价格冲高至120美元/桶，此后随着多国采取措施稳定油价，油价有所回落，并在100美元/桶附近震荡。第三种是高烈度情景，美伊爆发全面军事冲突，伊朗全面封锁霍尔木兹海峡且持续超过3个月，地区产油产能大面积受损，布伦特原油价格可能飙升至120-150美元/桶甚至更高。

美伊冲突对全球能源市场影响较大。通过霍尔木兹海峡运输的石油约占全球总供给的20%，通航的LNG约占全球LNG海运总量的21%。亚洲国家石油进口对霍尔木兹海峡的依赖程度较高，经测算中国依赖度为33%（依赖度 = 通过霍尔木兹海峡进口的石油量 / 本国总石油消费量），除中国以外的亚洲地区依赖度普遍在50%左右，其中韩国、日本依赖度较高，预估在70%以上。美国依赖度为4%，所受影响相对较小。欧洲受影响也较大。

美伊冲突加剧全球滞胀风险。预计油价每长期上升10%，拉低全球经济增长约0.2个百分点，拉升全球通胀0.4个百分点。分经济体来看，美国经济韧性较强，冲击可能主要体现为通胀回落受阻和降息延后。欧洲受冲击或较为显著，通胀有反弹可能，经济增长压力也可能增加。新兴经济体分化加剧，能源出口国或受益、进口国或承压。当前中国供给强于需求，加之产业链防风险能力较强，油价波动对中国经济的影响可控。

不同情景下的全球资产走势。情景一：冲突缓和。原油价格快速回调，通胀预期降温，美联储降息预期回升，10年期美债收益率回落至冲突前水平，美元指数回落；避险情绪弱化，但美债收益率回落形成支撑，黄金价格逐步企稳；全球股市逐步修复。情景二（基准情景）：冲突持续但烈度可控。原油价格在100美元/桶附近震荡，美联储维持现有政策立场，10年期美债收益率高位回落但仍高于冲突前，美元指数在避险情绪与高利率支撑下维持震荡；黄金价格在通胀预期与美元指数的约束下，相对偏弱，维持震荡；全球股市维持震荡格局。情景三：冲突扩大化、长期化。WTI原油与布伦特原油可能升至120美元/桶以上；初期受通胀预期推动，美债收益率与美元指数继续上行，但随后全球经济可能陷入衰退，美债收益率与美元指数可能逐步回落；黄金价格重新走强，但全球经济进入实质性衰退，黄金价格将回落；全球股市波动加大。

从基本面与资金面角度来看，A股中期上行趋势仍未改变。短期关注煤化工、煤炭等油价中枢上涨受益品种，关注储能及锂电材料产业链。中期来看，若油价中枢回落至80美元/桶以下，AI基建相关科技成长、顺周期涨价品种、电力设备出海仍是主线。若油价中枢在100美元/桶左右，则关注受益高油价的煤化工、煤炭、储能等板块。若原油价格中枢中长期上涨幅度大超预期，欧美滞胀风险增加，则科技板块或阶段性承压。

● **风险提示：**美伊冲突未来如何演绎，不确定性较大，且局势可能反复。油价对经济的影响可能是非线性的。部分判断基于历史数据，不代表未来。

邢曙光（分析师）

登记编号：S0280520050003

钟山（分析师）

登记编号：S0280525060002

段雅超（分析师）

登记编号：S0280525060001

王子瑀（分析师）

登记编号：S0280524110001

窦凯（研究助理）

登记编号：S0280124090001

相关报告

《美伊冲突持续发酵，风险资产价格波动加大—宏观与大类资产周报》2026-03-15

《全国两会顺利召开，美伊冲突扰动全球市场—宏观与大类资产周报》2026-03-08

《聚焦全国两会，美伊冲突爆发—2026年3月宏观及大类资产月报》2026-03-01

《中国社融“开门红”，美国关税再起波澜—宏观与大类资产周报》2026-02-23

《市场缩量下跌，全球风险资产普遍调整—宏观与大类资产周报》2026-02-08

目 录

1、美伊冲突可能的三种演绎情景	4
2、美伊冲突对全球能源市场影响较大	5
2.1、霍尔木兹海峡是石油、天然气运输的关键水道	5
2.2、霍尔木兹海峡不可替代性突出，目前尚无成熟替代方案	8
2.3、波斯湾以外的石油产区增产潜力有限，部分国家战略储备告急	9
2.4、部分国家开始投放石油储备，中长期石油供应仍取决于霍尔木兹海峡通航情况	10
3、美伊冲突或增加全球滞胀风险	11
3.1、美伊冲突对全球经济整体影响取决于冲突程度	11
3.2、美伊冲突对美国通胀影响或大于对经济增长影响	12
3.2.1.1、美国经济韧性强	12
3.2.1.2、美国通胀有上升风险，降息或延后	14
3.3、美伊冲突对欧洲经济影响较大	15
3.4、美伊冲突对新兴经济体影响分化	15
3.4.1.1、能源进口型新兴经济体增长压力突出	16
3.4.1.2、部分经济体输入性通胀压力加剧，面临资本外流风险	16
3.5、中国经济承受外部冲击能力较强	16
3.6、原油、化工、油运、电解铝等行业受到冲击较大	17
4、不同美伊冲突情景下的全球资产价格走势	18
4.1、美伊冲突以来，全球大类资产走势梳理	19
4.2、历史复盘：三次典型原油供给冲击事件的资产价格影响	21
4.3、不同情景下重点资产价格未来走势判断	25
5、A股中期震荡向上趋势仍在	26

图表目录

图 1: 市场预期4月底美伊停火概率36%，5月底停火概率50%（3月15日）	4
图 2: 霍尔木兹海峡是全球石油供应中最重要的水道之一（2025年上半年，百万桶/天）	5
图 3: 通航霍尔木兹海峡原油来源国占比（2025年上半年）	6
图 4: 波斯湾产油国原油出口量占比（2024年）	6
图 5: 通航霍尔木兹海峡的原油目的地占比（2025年上半年）	6
图 6: 亚洲石油消费对霍尔木兹海峡的依赖程度较高（2025年上半年，百万桶/天）	6
图 7: 通航霍尔木兹海峡天然气来源国占比（2025年一季度）	7
图 8: 卡塔尔在全球LNG贸易的占比超过20%（2024年）	7
图 9: 通航霍尔木兹海峡的天然气目的地占比（2025年一季度）	8
图 10: 中国台湾、印度、韩国天然气对海峡的依赖程度最高（2024年）	8
图 11: 目前替代霍尔木兹海峡的主要方案是沙特东西管道与阿联酋管道	9
图 12: 疫情后实际GDP同比增速2.5%左右	13
图 13: 美国经济处于扩张阶段	13
图 14: 美国已经石油净出口	14
图 15: 2024年以来，美国通胀下滑趋缓	15
图 16: 美联储降息预期推迟至2027年7月（3月19日）	15
图 17: 如果油价上升和出口增速下降同时发生，中国GDP增速将受较大影响	17
图 18: 美伊冲突以来，原油价格涨幅最高超60%	20
图 19: 美伊冲突以来，黄金价格冲高回落	20
图 20: 美伊冲突以来，美元指数最高上涨近2%	20

图 21: 美伊冲突以来, 10 年期美国国债收益率上行超 30BP.....	20
图 22: 美伊冲突以来, 美股能源板块表现较好.....	21
图 23: 美伊冲突以来, A 股能源、电力板块表现较好.....	21
图 24: 美伊冲突以来, 全球股市承压.....	21
图 25: 海湾战争初期, 美股能源、公用事业等板块表现相对抗跌 (%).....	23
图 26: 海湾战争中原油价格回落期, 美股商业设备、金融、日常消费板块涨幅靠前 (%).....	23
图 27: 两次石油危机导致原油价格大幅上涨 (美元/桶).....	24
图 28: 1979 年, 美国实际政策利率维持震荡走势.....	24
图 29: 1979 年, 美股能源、金融板块涨幅靠前 (%).....	25
表 1: 霍尔木兹海峡的石油通航量占全球石油消费比重常年维持在 20%水平 (单位: 百万桶/天).....	5
表 2: OPEC+原油产量情况 (剔除凝析油产量, 百万桶/天).....	10
表 3: 经合组织石油库存天数维持在 140 天左右水平 (百万桶).....	11
表 4: 油价长期上升 10%对全球 GDP、CPI 的影响 (%).....	12

2026年2月以来，美伊冲突升级，其影响已超越区域范畴，成为牵动全球地缘政治与经济格局的重要变量。本报告将分析美伊冲突可能的演绎情景，及其对全球能源市场、宏观经济以及资产价格的影响。

1、美伊冲突可能的三种演绎情景

结合当前美伊冲突态势、霍尔木兹海峡通航风险及全球能源供需格局，我们认为，美伊冲突主要存在三种演绎情景，每种情景下国际油价走势呈现显著差异。

第一种是低烈度情景，布伦特原油价格短期可能冲高至100美元/桶以上，此后回落至80美元/桶附近。冲突局限于外交制裁及局部军事冲突，未爆发全面军事对抗。短期激烈冲突后，美伊双方谈判。霍尔木兹海峡封锁1个月左右，此后局部限制个别国家油轮通航，OPEC+可释放闲置产能对冲短期供给缺口。在此情景下，油价主要受短期地缘风险溢价驱动，呈现脉冲式上涨后逐步回落态势，布伦特原油价格短期可能冲高至100美元/桶以上，随后随着局势明朗、风险溢价消退，逐步回归至80美元/桶左右。

第二种是中烈度情景（基准情景），布伦特原油价格可能进一步冲高至120美元/桶，并在100美元/桶附近震荡。冲突持续升级，伊朗全面封锁霍尔木兹海峡1-3个月，并长期限制霍尔木兹海峡通航，同时中东地区其他产油国设施也受到广泛波及，且OPEC+增产意愿不足，全球原油供给缺口超出市场缓冲能力，此时油价将出现显著上涨，布伦特原油价格或冲高至120美元/桶，此后随着多国采取措施稳定油价，油价有所回落，并在100美元/桶附近震荡。

第三种是高烈度情景，布伦特原油价格可能上升至120美元/桶以上。冲突全面失控，美伊爆发全面军事冲突，伊朗全面封锁霍尔木兹海峡且持续超过3个月，地区产油产能大面积受损，即便OPEC+大规模释放备用产能也无法填补供给缺口，可能引发全球性石油危机，油价将出现失控式上涨，布伦特原油价格可能飙升至120-150美元/桶甚至更高，WTI原油同步大幅攀升，同时带动全球能源相关大宗商品价格联动上涨，对全球能源供给和宏观经济造成重大冲击。

截至3月15日，Polymarket博彩数据显示，市场预期4月底美伊停火概率36%，5月底停火概率50%，6月底停火概率60%。市场预期美伊冲突有长期化趋势。

图1：市场预期4月底美伊停火概率36%，5月底停火概率50%（3月15日）



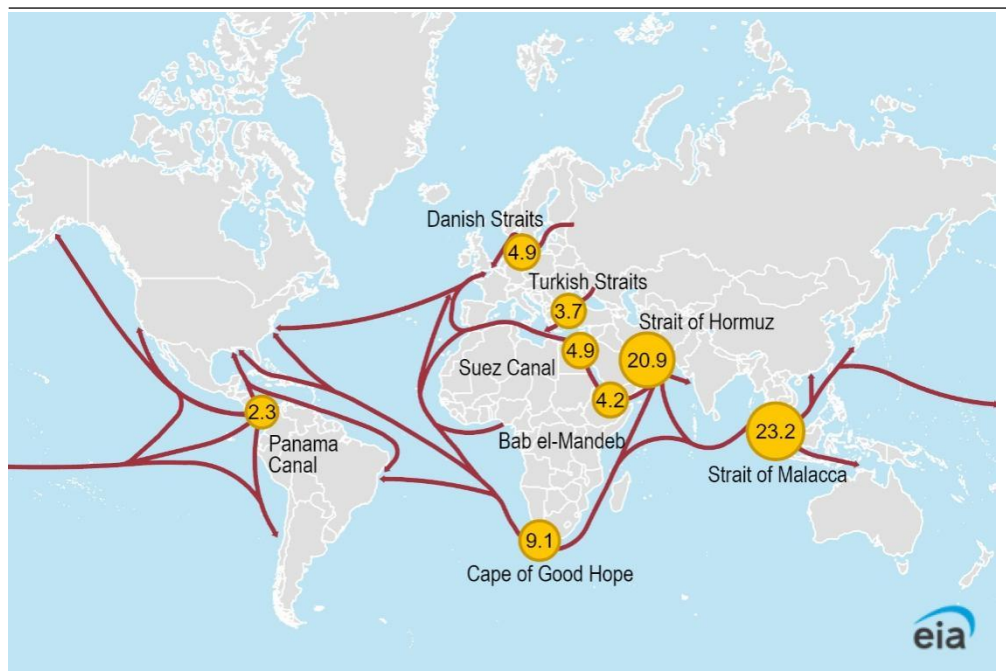
资料来源：polymarket.com，诚通证券研究所

2、美伊冲突对全球能源市场影响较大

2.1、霍尔木兹海峡是石油、天然气运输的关键水道

霍尔木兹海峡是全球最重要的能源咽喉要道之一，对全球能源供应有重大的影响，通过霍尔木兹海峡运输的石油约占全球总供给的 20%，通航的 LNG 约占全球 LNG 海运总量的 21%。石油方面，根据 EIA 的数据，2025 年上半年全球石油供应约为 1.04 亿桶/天，其中通过海运方式进行贸易的石油约为 0.79 亿桶/天，占比 76%。2025 年上半年，通过霍尔木兹海峡运输的石油约为 0.21 亿桶/天，分别占全球石油总供应和石油海运总供应的 20%、26%，占比在全球重要水道排名第二，仅次于马六甲海峡。若考虑到霍尔木兹海峡是波斯湾的唯一出海门户，其对于石油运输的重要性更加凸显。天然气方面，2024 年全球天然气总供给量约为 407 Bcf/d（十亿立方英尺/日，下同），其中通过海运运输的天然气约为 53 Bcf/d，占比约为 13%。2025 年上半年霍尔木兹海峡通航的 LNG 约为 11.4 Bcf/d，占全球 LNG 海运总供应 20% 以上。

图 2：霍尔木兹海峡是全球石油供应中最重要水道之一（2025 年上半年，百万桶/天）



资料来源：EIA，诚通证券研究所

表 1：霍尔木兹海峡的石油通航量占全球石油消费比重常年维持在 20% 水平（单位：百万桶/天）

	2020		2021		2022		2023		2024		2025Q1	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
霍尔木兹海峡石油通航量	19.1	21%	19.4	20%	21.4	22%	21.4	21%	20.3	20%	20.1	20%
- 原油、凝析油	14.3	16%	14.4	15%	16.0	16%	15.5	15%	14.3	14%	14.2	14%
- 石油制品	4.8	5%	5.0	5%	5.5	6%	5.8	6%	5.9	6%	5.9	6%
全球石油海运贸易量	71.4	78%	72.6	75%	74.3	75%	76.0	75%	75.5	74%	75.7	74%
全球石油消费量	91.0	100%	96.6	100%	99.5	100%	101.8	100%	102.7	100%	102.1	100%

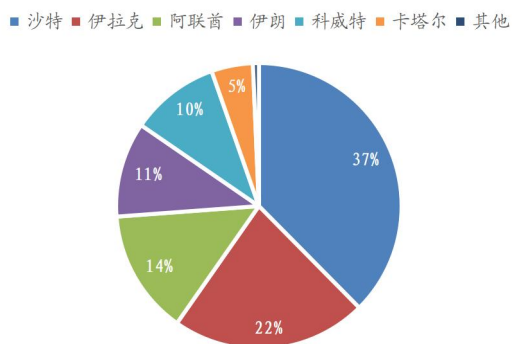
资料来源：EIA，Wind，诚通证券研究所。注：占比为在全球石油消费量中的比重

(1) 石油航运情况：中东各国石油出口均依赖霍尔木兹海峡，需求方面对日

本、韩国影响大

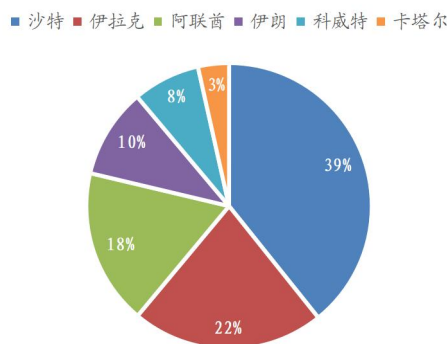
供给端方面,中东各国的石油出口高度依赖霍尔木兹海峡。中东核心产油国(沙特、伊拉克、阿联酋、伊朗、科威特、卡塔尔)主要集中在波斯湾,原油出口均高度依赖霍尔木兹海峡的通航情况。2025年上半年,霍尔木兹海峡通航原油来源国中,沙特、伊拉克、阿联酋、伊朗、科威特、卡塔尔占比分别为37%、22%、14%、11%、10%、5%,基本与该国的原油出口占比相匹配。

图3: 通航霍尔木兹海峡原油来源国占比(2025年上半年)



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图4: 波斯湾产油国原油出口量占比(2024年)

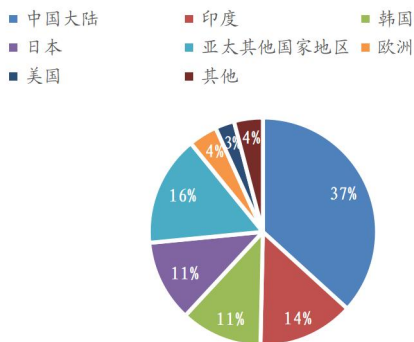


资料来源: Wind, 诚通证券研究所

需求端方面,霍尔木兹海峡主要影响亚洲地区的石油进口。2025年上半年,霍尔木兹海峡通航原油目的地中,中国、印度、韩国、日本、亚太其他地区占比分别为37%、14%、11%、11%、16%,亚太地区合计占比89%,中印韩日四国合计占比73%。

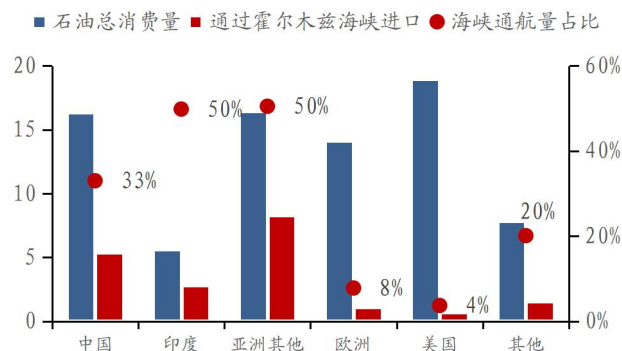
亚洲国家石油进口对霍尔木兹海峡的依赖程度较高,经测算中国依赖度为33%(依赖度=通过霍尔木兹海峡进口的石油量/本国总石油消费量),除中国以外的亚洲地区依赖度普遍在50%左右,其中韩国、日本依赖度较高,预估在70%以上。美国通过霍尔木兹海峡进口的石油规模及依赖度较低,影响相对较小。

图5: 通航霍尔木兹海峡的原油目的地占比(2025年上半年)



资料来源: Wind, EIA, 诚通证券研究所

图6: 亚洲石油消费对霍尔木兹海峡的依赖程度较高(2025年上半年,百万桶/天)



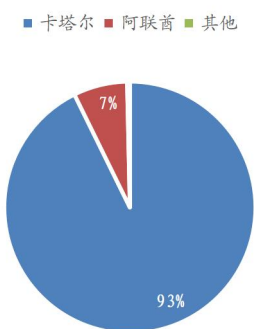
资料来源: Wind, EIA, BP, 诚通证券研究所

(2) 天然气：主要影响卡塔尔的天然气出口，需求方面对中国台湾、印度、韩国影响较大

供给方面，霍尔木兹海峡主要影响卡塔尔、阿联酋两国的天然气出口。与对石油贸易的影响不同，霍尔木兹海峡对天然气的影响集中在卡塔尔和阿联酋两国。根据 2025 年一季度数据，通过霍尔木兹海峡出口的天然气中，卡塔尔出口占比约为 93%，阿联酋占比约为 7%。

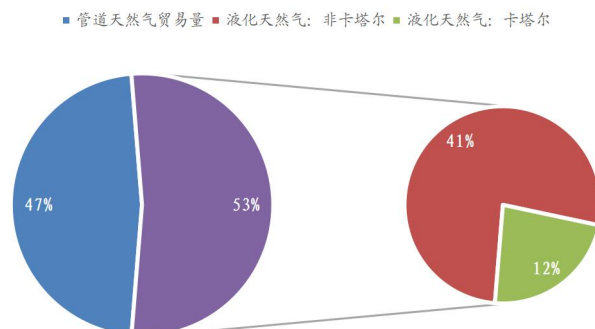
霍尔木兹海峡的通航情况将影响卡塔尔的 LNG 出口，进而对全球 LNG 贸易量产生重大影响。根据 2024 年数据，全球天然气贸易中，管道天然气占比为 47%，LNG 占比为 53%。卡塔尔的天然气出口占全球天然气贸易量比重为 14%，LNG 出口量在全球 LNG 贸易量中占比约为 23%。

图 7：通航霍尔木兹海峡天然气来源国占比(2025 年一季度)



资料来源：Wind, EIA, 诚通证券研究所

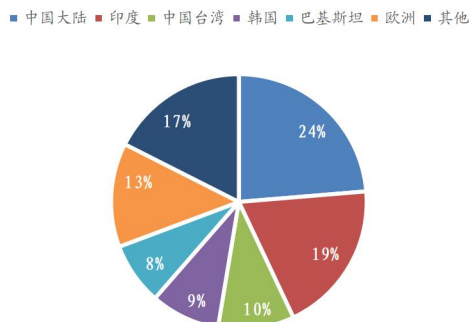
图 8：卡塔尔在全球 LNG 贸易的占比超过 20% (2024 年)



资料来源：Wind, EIA, BP, 诚通证券研究所

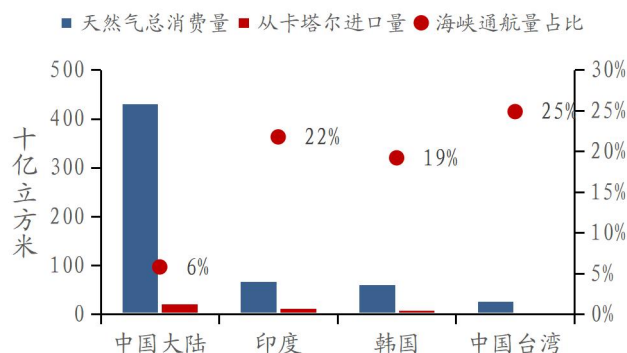
需求方面，中国大陆、印度、韩国、中国台湾、巴基斯坦是卡塔尔 LNG 的主要出口目的地，其中中国台湾、印度、韩国对卡塔尔 LNG 的依赖度较高。根据 2025 年一季度数据，卡塔尔的 LNG 主要出口至中国大陆、印度、韩国、中国台湾、巴基斯坦，占比分别为 24%、19%、10%、9%、8%。从对卡塔尔 LNG 的依赖度方面，2024 年，中国台湾、印度、韩国居前，进口量占本地天然气消费量的比重分别为 25%、22%、19%，霍尔木兹海峡对三地天然气的供应影响显著。

图9：通航霍尔木兹海峡的天然气目的地占比（2025年一季）



资料来源：Wind, EIA, 诚通证券研究所

图10：中国台湾、印度、韩国天然气对海峡的依赖程度最高（2024年）



资料来源：Wind, EIA, BP, 诚通证券研究所

2.2、霍尔木兹海峡不可替代性突出，目前尚无成熟替代方案

霍尔木兹海峡是波斯湾石油海运的必经之路，无其他可替代的海运方案。霍尔木兹海峡地处欧亚大陆与印度洋板块的交汇地带，是连接波斯湾与阿曼湾的唯一海上咽喉。波斯湾是全球油气资源的“心脏地带”，沙特、伊拉克、伊朗、科威特等产油国的主要油田均集中于此。波斯湾油田产出的原油，必须先经波斯湾航行至霍尔木兹海峡，再驶入阿曼湾，最终进入印度洋。

管道运输是目前主要的霍尔木兹海峡替代方案，总体运力有限，无法实现对霍尔木兹海峡运力的完全承接。管道运输主要包括三条线路：

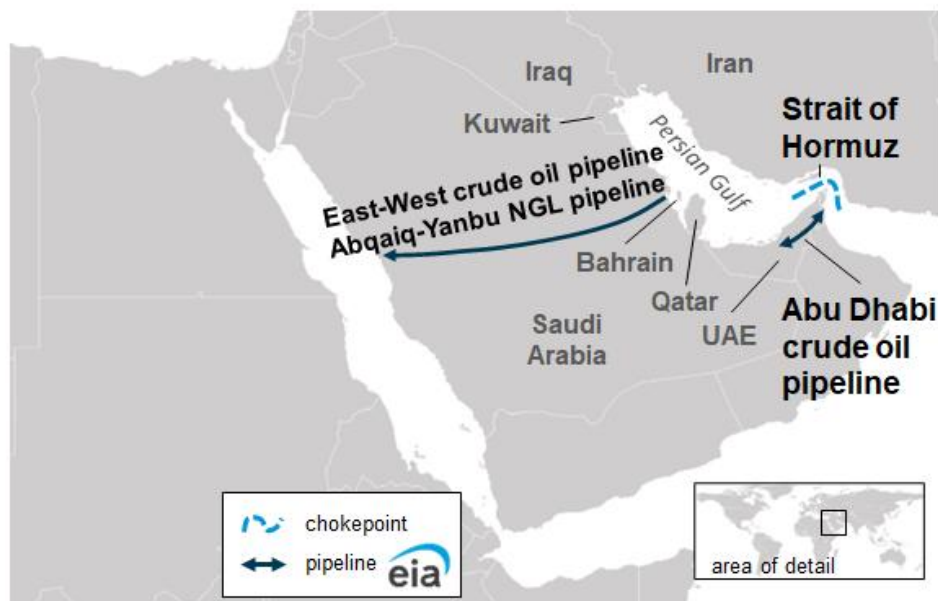
(1) 沙特东西向管道（East-West Pipeline 或 Petroline），是目前替代方案中的核心方案。该管道于1979年获批建设，1981年竣工投运，全长1200公里，连接东部波斯湾的油田与红海的延布港，管道设计运力700万桶/日，当前实际可输送运力约为300万-400万桶/日。

(2) 阿联酋阿布扎比-富查伊拉管道，于2008年开始建设，2011年完工，2012年正式投运，全长380公里，设计运力150万桶/日。除上述管道以外，阿联酋目前正在建设一条新管道，连接杰贝丹纳（Jebel Dhanna）和富查伊拉港口，建成后有望实现150万桶/天的运力，预计2027年建成。

(3) 基尔库克-杰伊汉输油管道，连接伊拉克基尔库克油田与土耳其杰伊汉港口。该管道于1973年正式运营，双管并行设计运力160万桶/日。管道建成后，由于政治博弈、设施老化以及遭受武装袭击等因素，长期运力不足，目前运力约为20万-40万桶/日。

综合来看，三条核心管道最大总运力约为900万桶/日（沙特东西管道700万桶/日+阿联酋管道150万桶/日+伊拉克管道40万桶/日），即使在建的阿联酋新管道未来投入使用，总运力也仅能达到约1000万桶/日，尚有约1000万桶的石油供应缺口难以弥补，且无法覆盖卡塔尔LNG等其他类型能源运输需求。

图 11: 目前替代霍尔木兹海峡的主要方案是沙特东西管道与阿联酋管道



资料来源: EIA, 诚通证券研究所

2.3、波斯湾以外的石油产区增产潜力有限，部分国家战略储备告急

波斯湾以外的产油国短期内提升产能的能力有限，难以有效填补霍尔木兹海峡潜在供应中断带来的缺口。从 OPEC+ 内部的非波斯湾国家来看，2025 年 9 月有效产能提升潜力仅 30 万桶/天，其中哈萨克斯坦、墨西哥等国闲置产能微薄，俄罗斯受制裁影响，虽然有效产能提升潜力仍有 20 万桶/天，但设备备件不足叠加出口受限，短期增产空间不大。非 OPEC+ 国家方面，美国页岩油虽有一定弹性，但当前美国石油产量已接近 1400 万桶/天，有效产能提升空间有限。

除产能提升的能力约束外，增产意愿的不确定性进一步削弱短期供应弹性。俄罗斯面临西方持续制裁、美元结算切断与海外资产冻结风险，即便有物理产能，也因地缘博弈难以主动扩产。2026 年 3 月，OPEC+ 自愿减产八国召开月度会议，仅宣布 4 月起小幅增产约 20.6 万桶/天，OPEC+ 国家受益于油价保持高位，自愿增产动力不足。非 OPEC+ 国家中，大部分国家的石油产量均接近历史最高水平。因此，波斯湾以外产油国短期合计可释放增量有限，远无法覆盖霍尔木兹海峡日均约 2000 万桶的运输量，且意愿层面的不确定性进一步压缩了实际增产空间。

表 2: OPEC+原油产量情况 (剔除凝析油产量, 百万桶/天)

国家/地区	2025年8月供应量	2025年9月供应量	可持续产能	有效闲置产能潜力
阿尔及利亚	0.9	1.0	1.0	0.0
刚果	0.3	0.3	0.3	0.0
赤道几内亚	0.0	0.1	0.1	0.0
加蓬	0.3	0.3	0.2	0.0
伊拉克	4.6	4.6	4.9	0.3
科威特	2.7	2.7	2.9	0.1
尼日利亚	1.4	1.4	1.4	0.0
沙特阿拉伯	9.4	10.0	12.1	2.1
阿联酋	3.6	3.6	4.3	0.6
OPEC-9 合计	23.1	23.9	27.1	3.3
伊朗	3.2	3.3	3.8	
利比亚	1.3	1.3	1.2	0.0
委内瑞拉	1.0	1.0	0.9	0.0
OPEC 合计	28.6	29.5	33.1	3.3
阿塞拜疆	0.5	0.5	0.5	0.0
哈萨克斯坦	1.9	1.8	1.8	0.0
墨西哥	1.5	1.5	1.5	0.0
阿曼	0.8	0.8	0.8	0.0
俄罗斯	9.0	9.2	9.4	
其他国家	0.8	0.8	0.9	0.1
非 OPEC 合计	14.4	14.5	14.8	0.1
OPEC+合计	43.0	44.0	47.9	3.4
OPEC+ (除波斯湾) 合计	19.6	19.7	19.9	0.3

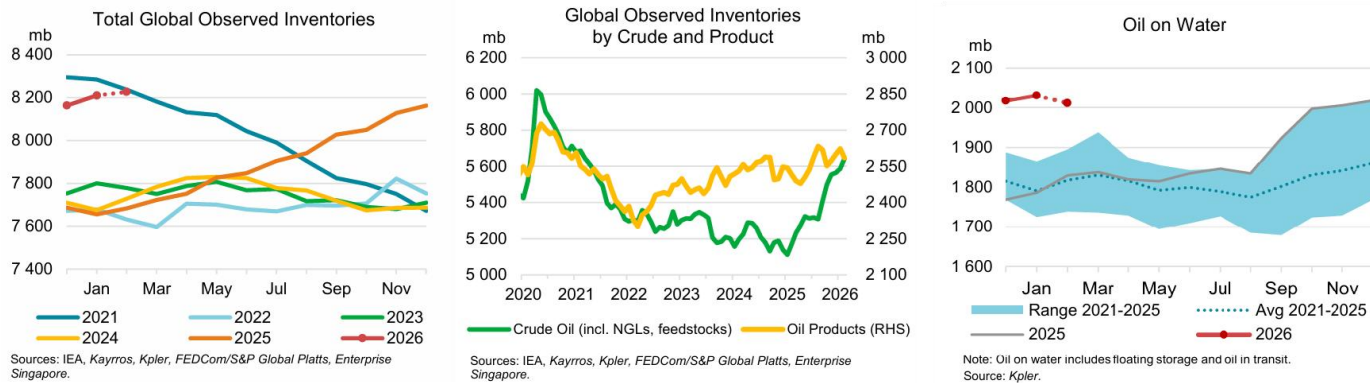
资料来源: EIA, Wind, 诚通证券研究所。有效闲置产能潜力=有效闲置产能 - 2025年9月供应量

2.4、部分国家开始投放石油储备, 中长期石油供应仍取决于霍尔木兹海峡通航情况

3月11日, 国际能源署(IEA) 32个成员国发表声明, 一致同意将向市场投放4亿桶石油储备, 以应对此次美伊冲突引发的石油供应紧张。此次石油储备投放规模远超2022年俄乌冲突时期的1.82亿桶。其中, 美国计划将于120天内投放1.7亿桶, 日本计划最早于3月中旬投放45天约8000万桶石油储备。根据IEA的数据, 其成员国持有约12亿桶紧急石油储备以及6亿桶由企业按政府强制要求持有的工业库存, 此次投放体量约占总量22%。从市场反应看, 石油储备投放有效平抑了油价恐慌性上涨, 布伦特原油价格从120美元/桶的高点回落至90美元/桶附近, 但随着冲突持续, 海峡通航情况并未缓解, 油价再次突破100美元/桶关口。

全球石油库存目前处在历史高位水平, 短期内能够覆盖海峡通航量, 为各方提供博弈时间窗口。根据IEA的数据, 全球目前可观测的石油库存(包括原油和凝析油、石油制品)约82亿桶, 是2021年以来的最高水平。其中原油和凝析油库存约56亿桶, 石油制品库存约26亿桶。82亿桶石油库存中, 尚在海上运输的库存约20亿桶, 在岸库存约62亿桶。在岸库存中, 经合组织石油库存约有41亿桶, 非经合组织国家和地区约有21亿桶, 其中中国约有12亿桶。经合组织地区的石油库存天数(库存/净进口量)维持在140天的水平。

图 1: 全球石油库存约有 82 亿桶, 其中原油约 56 亿桶、石油制品 26 亿桶, 海上库存约 20 亿桶



资料来源: EIA, 诚通证券研究所

表 3: 经合组织石油库存天数维持在 140 天左右水平 (百万桶)

	2024 年 12 月		2025 年 3 月		2025 年 6 月		2025 年 9 月		2025 年 12 月	
	库存	库存天数 a	库存	库存天数 a	库存	库存天数 a	库存	库存天数 a	库存	库存天数 a
经合组织 美洲	1891.8	76	1857.9	74	1907.9	74	1969.3	77	1969.3	78
经合组织 亚太	717.9	98	734.9	108	745.1	108	734.6	103	733.1	100
经合组织 欧洲	1391.4	108	1400.3	102	1376.5	100	1402.5	105	1385.9	108
总计	4001.1	88	3993.0	87	4029.4	87	4106.4	89	4088.3	90
库存天数 b	-	139	-	140	-	141	-	141	-	141

资料来源: IEA, 诚通证券研究所。库存天数 a=库存/石油消费量; 库存天数 b=库存/石油净进口量

3、美伊冲突或增加全球滞胀风险

美伊冲突对全球经济的影响核心是“油价驱动+地缘扰动”，整体呈现“全球承压、分化明显”的特征。全球层面，美伊冲突可能导致输入性通胀回升、“滞胀”风险上升、货币政策分化加剧，贸易和金融市场波动或加大。分经济体来看，美国经济韧性较强，冲击可能主要体现为通胀回落受阻和降息延后。欧洲受冲击或较为显著，通胀有反弹可能，经济增长压力也可能增加。新兴经济体分化加剧，能源出口国或受益、进口国或承压。当前中国供给强于需求，加之产业链防风险能力较强，油价波动对中国经济的影响可控。

3.1、美伊冲突对全球经济整体影响取决于冲突程度

美伊冲突对全球经济的核心冲击路径是通过推高全球油价，进而引发“输入性通胀回升→经济增长承压→货币政策分化”的连锁反应，叠加地缘政治不确定性上升，整体加剧全球经济“弱复苏、分化加剧”的格局，“滞胀”风险抬头。冲突的影响程度主要取决于持续时间和升级幅度。

油价上升或加剧全球经济“滞胀”风险。IMF 预测 2026 年全球经济增速为 3.3%，持平于 2025 年。根据 IMF (2022, 2023) 等机构的研究，预计油价长期上升 10%，拉低全球经济增速约 0.2 个百分点。2025 年平均布伦特油价均值为 68 美元/桶，若冲突快速降温，油价回落至 65-70 美元/桶，对全球经济的冲击将相对温和。如果油价分别长期维持在 80、100、120 美元/桶，则油价增幅为 17.6%、47.1%、76.5%，假设油价对经济的影响是线性的，那么全球经济增速或下降至 3%、2.4%、1.8%。油价长期维持在 100 美元/桶以上或对全球经济增速造成严重负面影响，部分经济

体可能陷入衰退。

油价可以通过能源价格直接影响 CPI 通胀,也可以通过核心商品价格间接影响 CPI 通胀。根据 IMF 等机构的研究,预计油价长期上升 10%,拉升全球通胀约 0.4 个百分点。IMF 预测 2026 年全球 CPI 通胀为 3.8%,如果油价分别长期维持在 80、100、120 美元/桶,假设油价对通胀的影响是线性的,那么全球通胀或将上升至 4.5%、5.7%、6.9%。若冲突持续升级,导致霍尔木兹海峡运输中断,油价突破 100 美元/桶,全球经济或将面临显著的“滞胀”风险。不过,不同经济体通胀受影响程度因能源依赖度、能源结构差异呈现分化态势。

如果美伊冲突导致通胀反弹,或迫使央行推迟宽松节奏,尤其是美联储的政策调整,直接影响全球货币政策走向。整体来看,发达经济体降息或延后、新兴经济体政策分化,全球货币政策宽松周期可能拉长,金融市场波动风险上升,货币政策调整的灵活性和有效性受到考验。

表 4: 油价长期上升 10%对全球 GDP、CPI 的影响 (%)

	全球	美国	欧盟	生产型新兴经济体 (不含中国)	中国
GDP	-0.2	-0.1	-0.25	-0.4	-0.1
CPI	0.4	0.2	0.4	0.6	0.15

资料来源: IMF, Fed, ECB, 诚通证券研究所; 注: 本表结论为综合 IMF、Fed、ECB 等机构研究而来,且假设油价对经济的影响是线性的¹。

3.2、美伊冲突对美国通胀影响或大于对经济增长影响

美国作为全球最大能源生产国,经济韧性较强,对油价波动的敏感度相对温和,冲突对其影响或主要体现为“通胀回落受阻、降息延后”。

3.2.1.1、美国经济韧性强

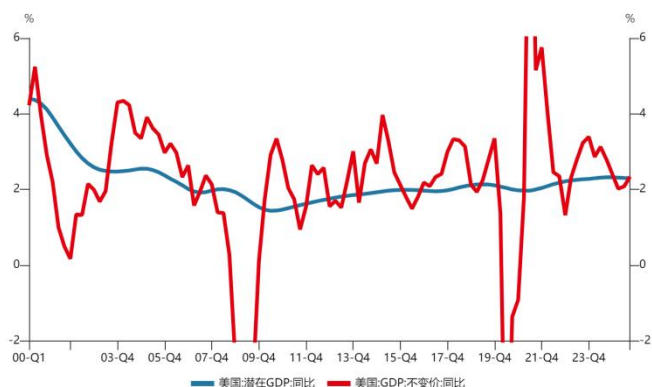
疫情后美国经济韧性,实际 GDP 同比增速均值 2.5%。一方面,潜在经济增速回升。疫情后,美国企业人均产出增速 1.7%,高于疫情前三年的 1.5%,疫情前五年的 1.2%。另一方面,政府加杠杆以及预防性降息,现实经济增速高于潜在增速,经济周期持续处于扩张阶段。疫情后美国赤字率基本在 6%以上,高于疫情前的 4%左右。政府支出除了直接效应,还有乘数效应,通过转移支付、金融市场、雇佣、信心等渠道,拉动消费和投资支出。产出缺口持续扩张,持续时间长于疫情前的经济周期,美国经济周期被拉长。

暂不考虑美伊冲突影响,预计 2026 年美国经济增长在 2.5%左右。2026 年,美国减税,赤字率仍较高,预计在 7%左右。美国还要求欧、日、韩等制造业强国加大对美投资,要求中国、东盟等经济体加大对美国商品购买。加之,关税影响减

¹ <https://www.imf.org/-/media/files/publications/wp/2017/wp17196.pdf>
<https://www.imf.org/-/media/files/publications/weo/2022/october/english/text.pdf>
<https://www.imf.org/-/media/files/publications/weo/2023/october/english/text.pdf>
 Alp, Harun, Matthew Klepac, and Akhil Saxena (2023). "Second-Round Effects of Oil Prices on Inflation in the Advanced Foreign Economies," FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, December 15, 2023
 Presno, Ignacio, and Andrea Prestipino (2024). "Oil Price Shocks and Inflation in a DSGE Model of the Global Economy," FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, August 02, 2024
https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/art1_mb201008en_pp75-92en.pdf

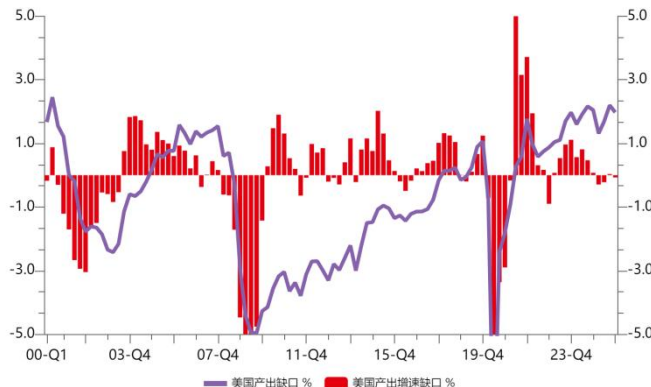
弱，消费者信心增强，预计美国经济周期仍处于扩张阶段，经济增速或在2.5%左右，略高于潜在增速。

图 12: 疫情后实际 GDP 同比增速 2.5%左右



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图 13: 美国经济处于扩张阶段

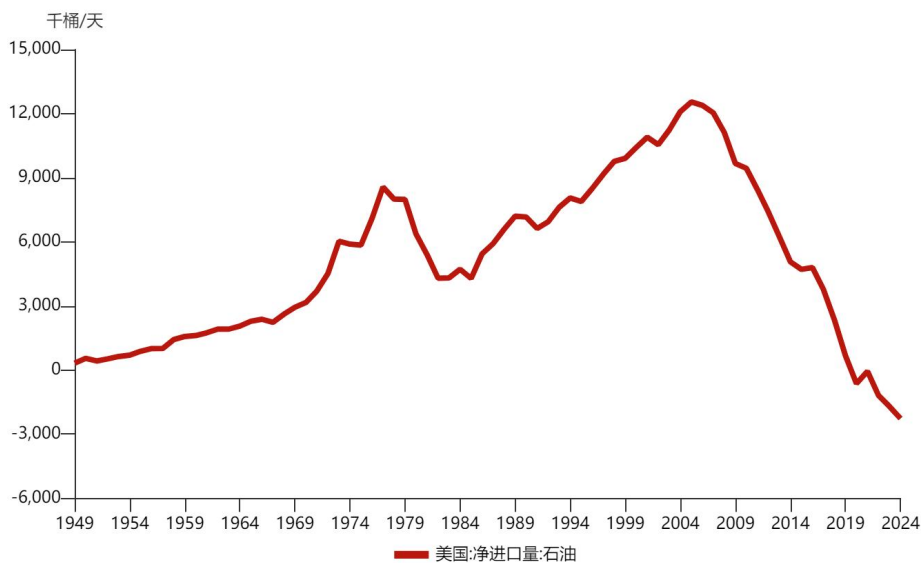


资料来源: Wind, 诚通证券研究所

从能源供给结构看，美伊冲突对美国原油市场的直接冲击相对有限。过去十多年，美国页岩油革命显著改变了全球能源格局。2024年美国原油产量约为1300万桶/日，约占全球原油总产量的18%，为全球第一大产油国。美国原油进口量已大幅减少，而且加上成品油，美国从2020年已是石油净出口国（包括原油与成品油）。美国仍然保持一定规模的原油进口，主要是由于美国炼油产业结构与国内页岩油供给之间存在一定错配。美国页岩油以轻质低硫原油为主，而美国墨西哥湾沿岸的大型炼油厂在历史上主要是为加工重质高硫原油而设计。因此，美国形成了一种特殊的贸易结构：国内生产轻质油并大量出口，同时进口重质原油供炼油厂加工。目前美国原油进口来源高度集中于美洲国家，中东国家占比较低。

长期通胀也可能对美国经济增长产生不利影响。虽然直接供给冲击对美国经济增长影响较小，但美伊冲突仍可能通过全球油价上涨，再通过抑制消费、消费者信心下降、金融条件收紧等渠道对美国经济增长产生影响。没有美伊冲突情况下，预计美国经济增长率在2.5%左右。根据美联储（2023, 2024）等研究，预计油价每长期上升10%，拖累美国GDP约0.1个百分点。如果2026年油价分别长期维持在80、100、120美元/桶，假设油价对经济的影响是线性的，那么美国GDP增速将分别下降至2.2%、2%、1.7%。

图 14: 美国已经石油净出口



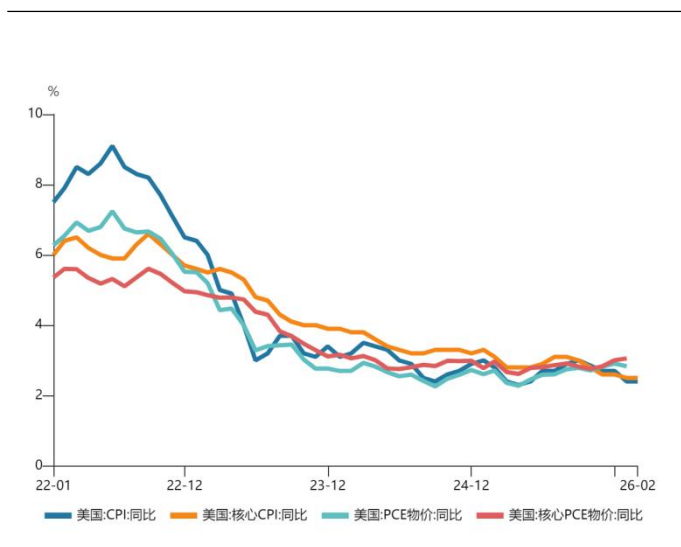
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

3.2.1.2、美国通胀有上升风险，降息或延后

美伊冲突或加剧美国通胀风险。根据美联储 2023 年、2024 年的研究，预计油价每长期上升 10%，美国 CPI 通胀上升约 0.2 个百分点。2026 年 2 月美国 CPI 通胀为 2.4%。如果 2026 年油价分别长期维持在 80、100、120 美元/桶，假设油价对通胀的影响是线性的，那么美国 CPI 通胀或将上升至 2.8%、3.3%、3.9%。如果油价长期保持在 100 美元/桶，美国通胀风险将大幅上升。

美联储降息或推迟。美国经济周期仍处于扩张阶段，加上关税、油价传导，通胀超预期概率较大，降息预期可能缩减，甚至出现加息预期。通胀是美国选民最关注的议题之一，高通胀将对美国中期选举具有较大影响。通胀压力下，美联储新主席也将根据数据作判断，而非一味片面降息。

图 15: 2024 年以来, 美国通胀下滑趋缓



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图 16: 美联储降息预期推迟至 2027 年 7 月 (3 月 19 日)

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
	175-200	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2026/4/29			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	95.9%	4.1%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.2%	90.9%	3.9%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	12.5%	83.4%	3.6%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.0%	21.4%	73.5%	3.1%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	3.0%	24.3%	69.6%	3.0%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	7.0%	32.8%	57.0%	2.4%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	7.3%	33.1%	56.4%	2.4%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.2%	8.9%	34.5%	53.2%	2.2%	0.0%
2027/4/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	1.2%	9.1%	34.7%	52.6%	2.2%	0.0%
2027/6/9	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	2.2%	12.3%	36.9%	46.4%	1.9%	0.0%
2027/7/28	0.0%	0.0%	0.1%	1.4%	8.0%	26.5%	42.4%	20.8%	0.8%	0.0%
2027/9/15	0.0%	0.0%	0.4%	2.9%	12.2%	30.1%	37.5%	16.3%	0.6%	0.0%
2027/10/27	0.0%	0.0%	0.3%	2.2%	9.5%	24.9%	35.3%	22.3%	5.1%	0.2%
2027/12/8	0.2%	1.7%	7.8%	21.3%	32.9%	25.4%	9.2%	1.3%	0.0%	0.0%

资料来源: Fedwatch, 诚通证券研究所

3.3、美伊冲突对欧洲经济影响较大

欧洲经济复苏动能或减弱。 欧盟能源以石油、天然气为主, 进口依赖度高达 90% 以上, 对霍尔木兹海峡的依赖度在 10% 左右。受前期大幅降息以及财政支出影响, 2025 年欧盟 GDP 增速上升至 1.5%, 不过, 经济复苏仍不稳固, 油价上涨或将进一步压制增长动能。根据美联储 (2023)、欧洲央行 (2010) 等机构的研究, 油价长期上升 10%, 拖累欧盟 GDP 约 0.25 个百分点。如果油价分别长期维持在 80、100、120 美元/桶, 假设油价对经济的影响是线性的, 那么欧盟 GDP 增速或将下降至 1%、0.3%、-0.4%。若冲突持续升级、油价大幅飙升至 100 美元/桶, 欧洲经济可能陷入衰退。

欧洲输入性通胀压力显著, 反弹风险较高。 2026 年 1 月欧盟 HICP (调和消费价格指数) 同比增速 2%。欧盟对油价波动的敏感度远高于美国, 根据美联储 (2023)、欧洲央行 (2010) 等研究, 预计油价每上涨 10%, 将推动欧盟 HICP 通胀上升约 0.4 个百分点。如果 2026 年油价分别长期维持在 80、100、120 美元/桶, 假设油价对通胀的影响是线性的, 欧盟 HICP 通胀或将上升至 2.7%、3.9%、5.1%。若油价持续上涨至 100 美元/桶, 欧洲通胀可能出现显著反弹, 甚至重回 4.0% 以上。

降息节奏大幅放缓, 甚至可能暂停降息。 随着通胀接近 2% 目标, 欧洲央行自 2025 年 7 月以来便维持利率水平不变。欧元区 1 月 HICP 通胀跌破 2%, 为 1.7%, 一定程度上强化了市场对其在 2026 年重启降息的预期, 但 2 月通胀数据反弹至 1.9%, 使降息预期有所降温。若油价持续上涨、通胀反弹, 欧洲央行可能推迟降息时点, 甚至暂停降息。

3.4、美伊冲突对新兴经济体影响分化

美伊冲突对新兴经济体的影响呈现“两极分化”格局: 能源出口型新兴经济体 (如巴西、俄罗斯) 将受益于油价上涨, 而能源进口型新兴经济体 (如印度、土耳其、东南亚国家) 或将面临通胀与增长的双重压力, 且由于货币相对弱势, 冲击更

为显著，部分国家甚至可能面临恶性通胀风险。

3.4.1.1、能源进口型新兴经济体增长压力突出

油价上涨进一步推高新兴经济体生产成本和居民生活成本，压制投资和消费需求。东盟等生产型新兴经济体国家依赖出口和制造业，油价上涨推高生产成本，降低出口竞争力，同时影响国内消费、投资，增长动能或进一步减弱。

能源出口型新兴经济体受益于油价上涨，能源出口收入增加，外汇储备提升，将带动国内相关产业（如能源开采、加工）增长，GDP增速可能小幅提升。例如，巴西、俄罗斯的能源出口占比高，油价上涨将直接提升其出口创汇能力，缓解国内经济压力，支撑经济温和复苏。但这类经济体也面临全球经济增长放缓、能源需求下降的潜在风险，若冲突持续升级导致全球经济衰退，能源出口需求减少，其增长也将受到拖累。

3.4.1.2、部分经济体输入性通胀压力加剧，面临资本外流风险

一些新兴市场国家能源进口依赖度高，且货币相对弱势，油价上涨带来的输入性通胀压力高于发达经济体。部分通胀基数较高、货币贬值压力大的国家（如土耳其、阿根廷），可能出现通胀大幅反弹，甚至引发恶性通胀。对于能源出口型新兴经济体（如巴西、俄罗斯），油价上涨将带动能源出口收入增加，通胀压力相对可控。

货币政策分化，部分国家被迫收紧。为应对油价上涨带来的通胀压力和货币贬值压力，能源进口型新兴经济体可能被迫收紧货币政策，即使经济增长放缓，也需优先抑制通胀——若通胀失控，将进一步导致货币贬值、资本外流，形成“通胀→贬值→通胀”的恶性循环。例如，土耳其、阿根廷等国，此前已面临较高通胀压力，油价上涨将迫使其中央银行继续维持高利率，甚至进一步加息，进一步压制经济增长。受益于油价上涨带来的外汇收入增加，能源出口型经济体货币稳定性提升，通胀压力相对可控，因此可维持相对宽松货币政策。

部分新兴市场或面临资本外流风险。冲突升级引发全球金融市场避险情绪升温，资金将从新兴市场流向发达经济体的避险资产，导致新兴市场货币贬值、外汇储备下降，部分对外债务较高的新兴经济体，债务违约风险加大。同时，油价上涨推高全球贸易成本，新兴经济体的出口竞争力进一步下降，尤其是能源进口型新兴经济体，贸易逆差可能扩大。此外，地缘政治不确定性上升，或将压制国际资本对新兴市场的投资信心，拖累投资增速，进一步加剧新兴经济体的增长困境。

3.5、中国经济承受外部冲击能力较强

暂不考虑美伊冲突，预计2026年中国经济增速4.5%-5%。一方面，继续实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，内需或保持稳定。2026年拟安排赤字率4%，赤字规模5.89万亿元、比2025年增加2300亿元。拟发行超长期特别国债1.3万亿元，持续支持“两重”建设、“两新”工作等。拟发行特别国债3000亿元，支持国有大型商业银行补充资本。拟安排地方政府专项债券4.4万亿元，重点支持建设重大项目、置换隐性债务、消化政府拖欠账款等。广义财政赤字规模11.89万亿元，略高于2025年的11.86万亿元。货币政策“灵活高效运用降准降息等多种政策工具”，更加强调“相机决策”，预计全年降息20bp左右，降准25-50bp。

另一方面出口有望保持韧性。一是中国产业链完善，承受外部风险的能力较强，

加之中国科技进步加快，产品竞争力增强。二是中国对美国出口降幅可能收窄。特朗普就任以来，支持率持续下降，主要是因为人们对通胀形势不满。为了压制通胀，在2026年11月中期选举之前，中美经贸关系或将基本保持平稳。三是外需仍较强。2023年下半年以来，全球制造业景气度改善，中国出口增速触底回升。2026年，美欧日等主要经济体赤字率或继续上升，将直接或间接增加对中国商品需求。

鉴于中国当前供给大于需求、物价低位运行的格局，油价对中国经济的影响小于对其他能源进口型新兴经济体影响。根据IMF（2017，2022，2023）等研究，结合我国供需格局、产业链形势，我们认为，油价长期上升10%，或拉低中国GDP增速0.1个百分点，拉升CPI通胀0.15个百分点。2025年平均布伦特油价均值为68美元/桶，若冲突快速降温，油价回落至65-70美元/桶，对中国经济的影响不大。假设2026年中国GDP、CPI增速基准为4.7%、0.5%，如果油价分别长期维持在80、100、120美元/桶，则油价增幅为17.6%、47.1%、76.5%，假设油价对经济的影响是线性的，那么中国经济增速或下降0.2、0.5、0.8个百分点，至4.5%、4.2%、3.9%附近；CPI通胀或将上升0.3、0.7、1.1个百分点，至0.8%、1.2%、1.6%附近。油价在100美元/桶以下，中国经济增速所受影响可控。当然，需要警惕油价对经济的影响是非线性的。

警惕美伊冲突对中国外需的影响。如果油价上升和出口增速回落的情景都发生，中国经济将受较大影响。出口是近几年支撑中国经济的重要因素，2024年、2025年净出口对中国GDP的拉动率都达到了1.5个百分点。如果美伊冲突导致全球经济衰退，那么中国外需可能会受到较大影响，进而拖累中国的经济增速。

此外，还需要警惕特朗普以和伊朗贸易为借口对中国加征关税。2月6日，特朗普总统签署行政命令，授权对“直接或间接从伊朗购买、进口或以其他方式获取商品或服务”的任何国家的进口商品征收关税。

图 17： 如果油价上升和出口增速下降同时发生，中国 GDP 增速将受较大影响

		油价情景		
		80美元/桶	100美元/桶	120美元/桶
出口情景	出口增速5%	4.5%	4.2%	3.9%
	出口增速2%	4.0%	3.7%	3.4%

资料来源：Wind，诚通证券研究所

3.6、原油、化工、油运、电解铝等行业受到冲击较大

短期来看，霍尔木兹海峡封闭后，原油、化工、油运、电解铝供需受到扰动、商品价格提升，半导体行业特种气体供给也受到扰动，中国台湾、韩国能源供应不足或导致先进制程、存储芯片生产受限。

霍尔木兹海峡封闭影响下，油价中枢提升、油运费显著上涨。霍尔木兹海峡承担全球20%原油海运，冲突后布油价格从2月底的70美元/桶最高攀升至120美元/桶。油运方面，受战争保险费提升及航线绕行影响，油运市场报价持续提升。Clarksons 数据显示，中东湾—中国航线报 WS400，对应 TCE 约 40.88 万美元/天；中东湾—印度西海岸航线报 WS420，对应收益约 49.05 万美元/天；中东湾—英国/

欧洲大陆航线报 WS225，对应收益约 35.72 万美元/天，报价均处于近年最高水平。

甲醇、聚乙烯、聚丙烯等多个化工品种供应受到冲击。中东地区依托于当地丰富且廉价的油气资源，通过炼化一体化的生产模式在全球化工行业中占据着十分重要的地位。隆众资讯等数据显示，伊朗甲醇装置产能共计 1739 万吨，是全球第二大甲醇生产国，占国际甲醇（不含中国）产能的 22.86%，全球海运甲醇约 35% 需航经霍尔木兹海峡。中东地区合计拥有超过 2300 万吨/年的聚乙烯产能，占全球总产能的 15%，聚丙烯产能超过 1000 万吨/年，占全球总产能的 9% 左右。伊朗国内多个石化生产设施因安全因素被迫降负荷运行或临时停产，甲醇、乙烯、聚乙烯等基础化工品出口量将显著收缩，全球化工品供应链扰动加剧。

美伊冲突加剧供应收缩，进一步推升铝价中枢。中东地区铝产能占全球约 9%。美伊冲突对铝行业的冲击集中在供应端，卡塔尔、巴林等中东铝厂因天然气短缺被迫停产，其中卡塔尔铝业 65 万吨/年产能全面停产。同时，能源成本上升导致欧洲、中国部分电解铝产能减产。

半导体行业或面临供应扰动。芯片制造为电力与天然气双密集型产业，霍尔木兹海峡受阻推高油价、LNG 价格，抬升全球芯片制造成本。中国台湾石油、LNG 进口严重依赖霍尔木兹海峡。中国台湾天然气发电占比高，天然气实际库存仅约 8 天，远低于 IEA 30 天安全标准。LNG 短缺将引发电力缺口，半导体等高耗能产业或被迫限电、减产。台积电 3nm/5nm 产线对电压稳定性要求高，电压波动易导致晶圆报废。从 Trendforce 数据来看，台积电先进制程产能占全球比重 70%。韩国晶圆产能高度聚焦 6~22nm 节点，用于支撑三星和 SK 海力士的存储芯片生产，占全球产能比重 80%。两地 LNG 高度依赖中东，若 LNG 持续短缺，两地晶圆厂或大规模限电，全球先进制程、存储芯片供应锐减，产业链可能陷入危机。

此外，美伊冲突对半导体上游特种气体的供应也产生扰动。半导体光刻环节需要使用高纯度电子级氟气、氦气等。卡塔尔约供应全球 30% 氦气、伊朗供应 18% 高纯氟气，均经海峡运输，断供将导致先进制程产能受限。

中期来看，美伊冲突后能源价格与海运运费提升，制造业、消费端成本承压，后续存在顺势提价可能。美伊冲突影响外溢最先体现为制造业上游成本抬升。原油与天然气是核心能源，也是工业原料与物流成本的关键基础变量。霍尔木兹通道持续承压，将带动电力、燃料、蒸汽、化工原料、物流运输等成本上涨，纺织、包装、家电、汽车零部件、新材料、电子耗材等行业将直接面临上游成本挤压。炼化行业直接材料主要为原油，直接材料成本占比较大。航空公司油料成本、物流行业燃油成本占比均较大。食品饮料成本所受影响也增强，能源价格上涨还直接推高化肥、农药等农资成本，并通过生物柴油需求，传导至食品饮料行业广泛使用的油脂及大宗农产品。此外，原油价格上涨直接影响塑料包装和金属包装的生产成本，对饮料、啤酒行业影响较大。

4、不同美伊冲突情景下的全球资产价格走势

当前美伊冲突仍在持续演进，未来局势发展存在较大不确定性。首先，本节将对美伊冲突以来的全球大类资产走势进行复盘。然后，将以史为鉴，选取历史上引发原油供给显著变动的三次事件，复盘其对大类资产的影响规律，为本次美伊冲突的资产判断提供参考。最后，结合当前冲突进展与最新市场动态，假设不同情景，对重点资产未来走势进行判断。

4.1、美伊冲突以来，全球大类资产走势梳理

2月28日，美伊冲突正式爆发，短期内成为驱动全球大类资产定价的核心变量。全球市场呈现“能源价格领涨、通胀预期推升美元指数、风险资产承压”的典型地缘冲击格局。以下将系统梳理冲突以来，重点商品、美债利率、美元指数及全球主要股市的走势特征，清晰呈现冲突对各类资产的传导路径与影响力度。

（一）重点商品：能源领涨，贵金属与工业金属走势分化

1.全球能源价格大幅飙升，地缘溢价持续凸显。美伊冲突爆发后，作为全球能源运输关键通道的霍尔木兹海峡面临封锁风险，叠加市场对中东原油供应中断的担忧，国际原油价格剧烈拉升，WTI原油与布伦特原油最高逼近120美元/桶的高位，累计最高涨幅分别达77.6%和63.2%。天然气价格同步联动上涨，其中欧洲市场受能源对外依赖度高、供应链脆弱等因素影响，涨幅显著高于美洲市场。

2.贵金属冲高回落，避险属性阶段性弱化。冲突初期，市场避险情绪集中释放，推动黄金价格上涨至5400美元/盎司，避险属性充分凸显；但随后受美债收益率上行、美元走强的双重压制，贵金属价格逐步回吐涨幅，黄金最低跌至5100美元/盎司附近，最大跌幅约5.5%。白银价格走势与黄金基本同步，但由于其兼具工业属性，受全球经济增长预期弱化的拖累，价格表现相对偏弱，回调幅度略大于黄金。

3.工业金属走势分化，区域产能格局主导价格差异。美伊冲突背景下，工业金属受经济预期、区域产能分布等多重因素影响，呈现明显分化态势。COMEX铜价格整体承压，最大跌幅近7%，核心原因在于油价高企推升通胀预期，市场担忧全球经济增速放缓，进而压制铜的工业需求；而COMEX铝价格则逆势上涨，最大涨幅近14%，主要得益于全球约9%—10%的电解铝产能集中在中东地区（伊朗、沙特、阿联酋等），该区域铝土矿、氧化铝进口及成品出口高度依赖霍尔木兹海峡，冲突导致供应链不确定性上升，推动铝价走高。

（二）美债利率与美元指数：通胀预期驱动同步上行

美伊冲突引发的能源价格上涨，直接推升全球通胀预期，进而驱动美债利率与美元指数同步走强。美债利率方面，以10年期美国国债收益率为核心指标，冲突以来最高上行27BP，核心逻辑是通胀预期升温削弱美联储降息预期，市场对利率维持高位的定价逐步强化。美元指数则受益于高利率支撑与全球避险情绪的双重拉动，强势走高，最高涨幅近2%，成为本轮冲突中表现较强的避险资产之一。

（三）全球股市：整体调整，板块分化显著

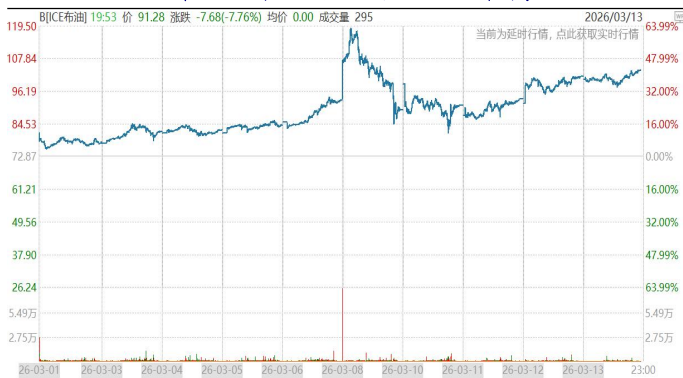
1.全球股市普遍调整，区域韧性差异明显。美伊冲突爆发后，全球风险偏好下降，主要股市均出现不同程度的调整，但区域表现呈现分化。中美股市相对具备韧性，截至3月13日，上证综指下跌1.2%，纳斯达克指数下跌3.4%，标普500指数下跌4%；而欧洲及亚洲部分国家股市受能源供应冲击、经济基本面脆弱等因素影响，跌幅更为显著，其中德国DAX指数下跌7.3%，日经225指数下跌8.4%，韩国综合指数下跌13%，凸显地缘冲突对不同经济体的冲击差异。

2.板块表现分化，能源及相关板块逆势领涨。从行业板块来看，受能源价格上涨驱动，中美股市能源及相关板块表现突出，逆势实现正收益。截至3月13日，Wind美国能源指数上涨5.7%，A股煤炭、电力及公用事业、电力设备及新能源板块涨幅均超5%。与之相反，消费、工业板块整体偏弱，受经济增长预期弱化、成本上升等因素拖累，Wind美国工业指数下跌7.5%，Wind美国材料指数下跌11.6%，

A股电子和传媒跌幅靠前，均超7%。

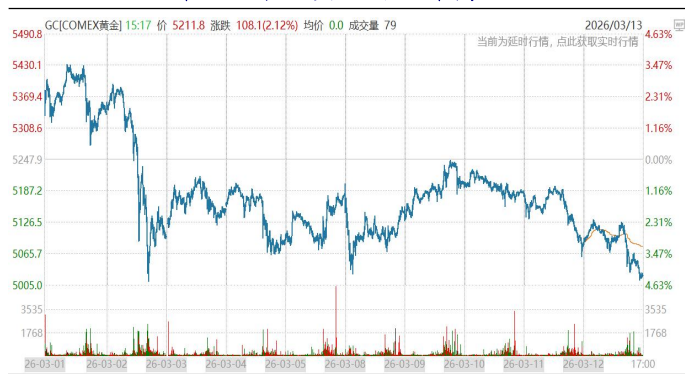
综上，当前美伊冲突对全球大类资产的影响核心逻辑清晰：以能源价格上涨为起点，传导至通胀预期升温，进而拉低美联储降息预期，推动美债利率、美元指数上行，同时压制贵金属与风险资产表现，形成“能源→通胀→利率→各类资产”的完整传导链条，这一逻辑也是后续判断资产走势的核心依据。

图 18: 美伊冲突以来，原油价格涨幅最高超 60%



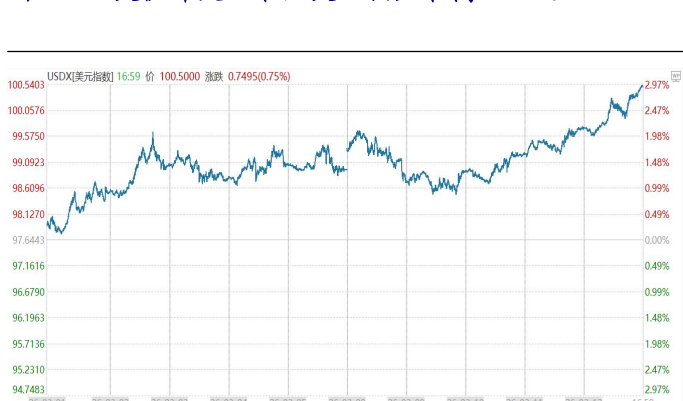
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图 19: 美伊冲突以来，黄金价格冲高回落



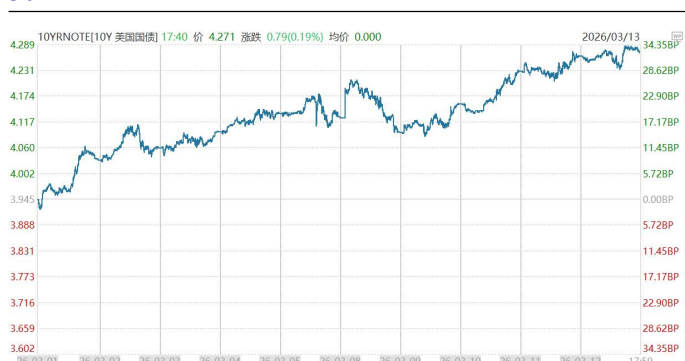
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图 20: 美伊冲突以来，美元指数最高上涨近 2%



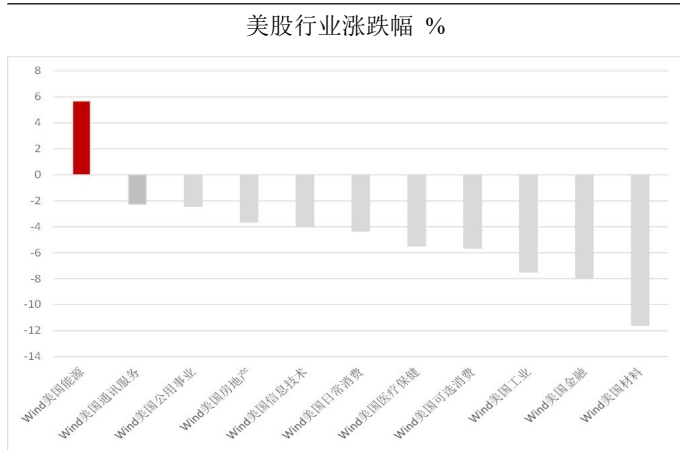
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图 21: 美伊冲突以来，10 年期美国国债收益率上行超 30BP



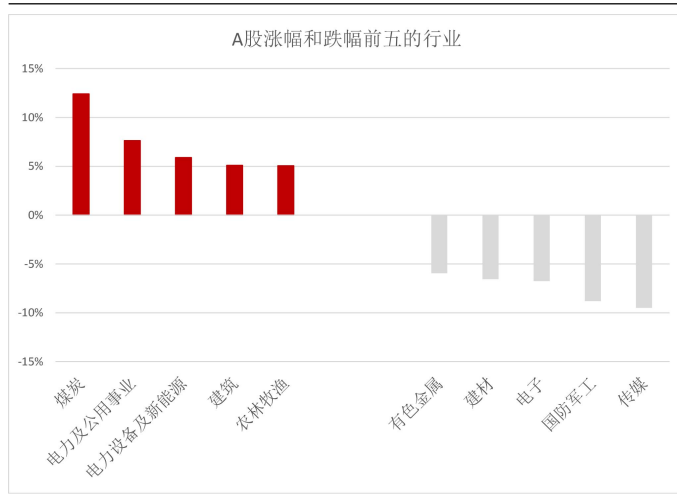
资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图 22: 美伊冲突以来, 美股能源板块表现较好



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图 23: 美伊冲突以来, A股能源、电力板块表现较好



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图 24: 美伊冲突以来, 全球股市承压

市场	最新指数	截至3月13日变化	
美洲	道琼斯	46558.5	-5.94%
	纳斯达克	22105.4	-3.38%
	标普500	6632.2	-4.00%
	多伦多300	32541.9	-5.68%
欧洲	泛欧斯托克600	595.9	-5.90%
	富时100	10261.2	-5.40%
	法国CAC40	7911.5	-8.23%
	德国DAX	8757.4	-7.31%
	意大利	46670.0	-6.93%
	西班牙IBEX35	17059.3	-7.77%
	俄罗斯RTS	8.0	0.00%
亚太	MSCI亚太地区	238.7	-8.57%
	日经225	53819.6	-8.40%
	韩国综合	5487.2	-13.00%
	澳洲标普200	8617.1	-6.08%
	孟买SENSEX30	74563.9	-9.34%
	恒生指数	25465.6	-3.47%
	台湾加权指数	33400.3	-5.69%
其它指数	MSCI发达市场	4329.5	-5.18%
	MSCI新兴市场	1469.5	-9.25%

资料来源: Wind, 诚通证券研究所

4.2、历史复盘: 三次典型原油供给冲击事件的资产价格影响

本节将以史为鉴, 选取历史上引发原油供给显著变动的三次事件——1990年海湾战争、2019年9·14沙特油田遇袭、20世纪70-80年代两次石油危机, 复盘其对大类资产的影响规律, 为本次美伊冲突的资产判断提供参考。

1. 9·14 沙特油田遇袭事件 (2019年): 短期扰动, 外溢影响有限

事件回顾: 2019年9月14日凌晨, 也门胡塞武装对沙特阿美石油公司布盖格

炼油厂和胡赖斯油田发动无人机袭击，导致沙特原油日产量骤减 570 万桶，约占全球日供应量的 6%，成为当时全球原油供给最大的短期扰动。但沙特阿美修复效率超预期，袭击后仅 3 天便宣布 Abqaiq 产量恢复至 200 万桶/日，9 月底前实现全面恢复，事件对原油供给的冲击具有明显短期性。

资产影响：

1) **原油价格**：短期冲高后快速回落，布伦特原油由 39.5 美元/桶涨至 46.9 美元/桶，单日涨幅约 13%，9 月末即跌回袭击前水平，未形成持续上涨趋势。

2) **美债与美元**：10 年期美债收益率当日下滑 5BP，其后持续回落至 10 月初，累计下滑超 30BP；美元指数当日小幅上行 0.44%，随后维持在 98.5 附近震荡，未形成明确趋势。

3) **贵金属与工业金属**：COMEX 黄金当日上涨 0.44%，震荡数日后逐步上行；COMEX 铜价持续回落至 9 月底。

4) **美股**：走势分化，纳斯达克指数当日微跌 0.24% 后冲高，维持至 9 月底，标普 500 指数当日微跌 0.31%，后震荡下行。Wind 美国能源指数当日上涨 4.3%，随后随原油价格回落而回调。

核心结论：短期原油供给扰动仅对原油价格及相关股市板块产生针对性影响，对美债、美元、贵金属等其他资产的外溢影响较弱，未成为全球资产定价的核心因素，冲击持续时间短，市场很快回归原有定价逻辑。

2. 海湾战争（1990-1991）：中期冲击，通胀主导资产走势

事件回顾：1990 年 8 月 2 日，伊拉克武装侵占科威特，成为海湾战争的直接导火索。8 月 8 日，多国部队经联合国授权启动“沙漠盾牌”行动，进行战争准备并实施军事部署，至 1991 年 1 月 15 日集结近 70 万人兵力。1991 年 1 月 17 日，以美国为首的多国部队轰炸巴格达，战争正式爆发。2 月 27 日，科威特宣布解放，战争结束。

此次冲突导致科威特石油产业瘫痪，伊拉克与科威特合计每日丧失约 430 万桶石油产量，约占全球产量的 8%；战后，由于伊拉克军队在撤退时破坏了科威特的油田，产量恢复需要数年时间。伊拉克则长期面临“原油禁运”制裁，直至 2003 年萨达姆政权倒台后才解除。

资产影响：

1) **原油价格**：伊拉克入侵后，WTI 原油从 20 美元/桶飙升至 40 美元/桶，涨幅达 100%，随后因 OPEC 增产、IEA 释放战略储备逐步回落，直至战争结束后，回到战前水平，高位维持超 5 个月。

2) **美债与美元**：10 年期美债收益率随油价上行而持续走高，1990 年 9 月底达峰（由 8.4% 升至 9.06%），其后最低回落至 7.75%。战争结束后收益率反弹，1991 年 6 月恢复至 8.3% 附近，与油价走势高度同步。

美元指数在战争期间整体回落（从 88 跌至 83 附近），其主要由于战前美国经济已陷入衰退，战后在原油价格冲击下雪上加霜，美联储选择宽松的货币政策。战争结束后美元指数大幅反弹，1991 年前 6 个月最高升至近 97。

3) **贵金属**：COMEX 黄金冲高回落，从 1990 年 8 月 2 日的 1200 美元/盎司，最高升至同年 8 月 21 日的 1303 美元/盎司。其后在 1990 年 9 月到 1991 年 2 月，

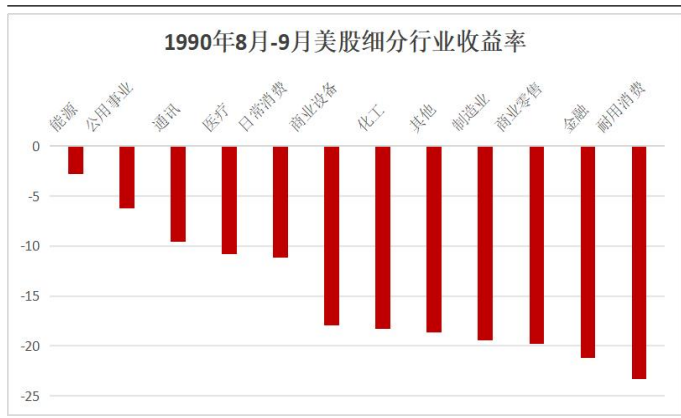
金价在 1100-1250 美元/盎司的区间内震荡。

4) **美股**: 先跌后涨, 标普 500 指数由 1990 年 8 月 2 日的 355.5, 最低跌至同年 10 月 12 日的 294.5, 其后开始反弹。特别是 1991 年 1 月 17 日, 以美国为首的多国部队对伊拉克发起空袭后, 标普 500 指数持续反弹, 1991 年 2 月 8 日已经超过伊拉克入侵科威特以前的水平, 并继续上行。纳斯达克指数也是类似的走势, 不过波动较标普 500 指数更大一些。

分行业看, 在原油价格上行期, 美股能源、公用事业板块相对抗跌, 耐用品消费、金融、商业零售板块跌幅较大。原油价格回落期, 商业设备、金融、日常消费板块涨幅靠前。

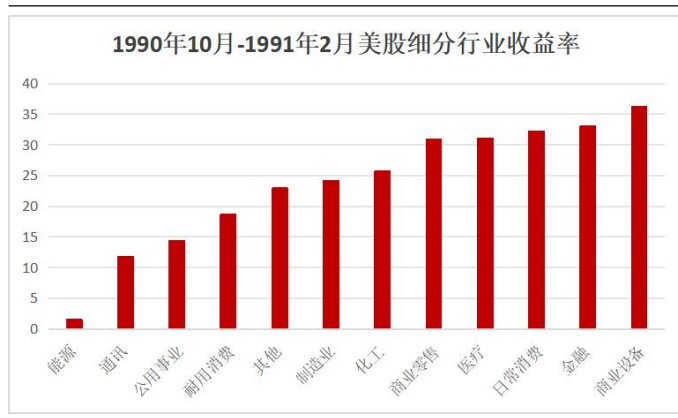
核心结论: 持续数月的原油供给冲击, 会通过通胀预期主导大类资产走势, 美债利率、美元指数、美股的拐点与原油价格拐点高度一致, 冲击传导路径清晰, 对各类资产的外溢影响显著, 且持续时间与原油供给冲击周期基本匹配。此外, 通胀背景下的经济状态以及政策决策也是影响资产价格的重要因素, 如美元指数回落主要是交易美联储降息以及衰退预期。

图 25: 海湾战争初期, 美股能源、公用事业等板块表现相对抗跌 (%)



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图 26: 海湾战争中原油价格回落期, 美股商业设备、金融、日常消费板块涨幅靠前 (%)



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

3. 两次石油危机 (1973-1974 年、1979-1980 年): 长期影响, 引发滞胀与全球经济衰退

事件回顾: 第一次石油危机 (1973-1974) 始于 1973 年 10 月, 以沙特阿拉伯为首的阿拉伯石油输出国组织成员国宣布, 对赎罪日战争期间支持以色列的国家实施石油禁运。最初的目标国家是加拿大、日本、荷兰、英国和美国, 随后禁运也扩大到葡萄牙、罗得西亚和南非。1974 年 1 月, 阿拉伯产油国原油日产量减少约 400 万至 500 万桶, 约为全球日产量的 10%。禁运持续了将近一年, 到 1974 年 3 月正式结束。

第二次石油危机 (1979-1981) 始于伊朗爆发伊斯兰革命。从 1978 年底至 1979 年 3 月初, 伊朗停止输出石油 60 天, 使石油市场每天短缺石油 500 万桶, 约占世界总消费量的 10%, 致使油价动荡和供应紧张。其后, 1980 年 9 月 20 日伊拉克空军轰炸伊朗, 两伊战争爆发。两国石油生产完全停止, 世界石油产量剧减。

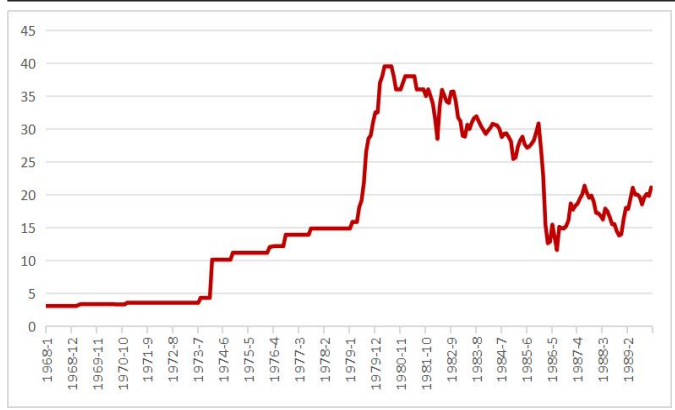
资产影响:

两次原油价格上涨均引发了西方发达国家的经济衰退，同时能源价格上涨导致大规模通货膨胀。20世纪70年代美国经历了典型的滞胀时期。下面主要以第二次石油危机为例，复盘相关资产的资产价格表现。

1) 原油价格: 第一次危机期间，原油价格从3美元/桶升至近12美元，涨幅近300%；第二次危机期间，原油价格从15美元/桶涨至40美元/桶，并连续数年维持在30美元/桶高位，形成长期高价格局。

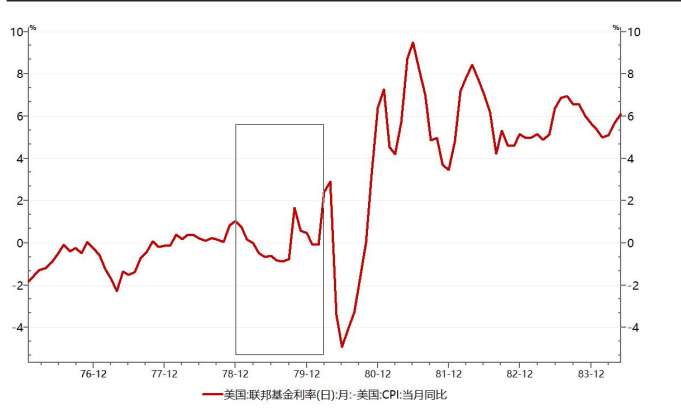
2) 美债与美元: 1979年（第二次危机核心期），10年期美债收益率由9.15%涨至13%，核心驱动力是高通胀下联邦基金利率持续上行；美元指数在86-90区间低位震荡，主要因通胀上涨速度快于政策利率调整速度，实际利率呈震荡走势。

图 27: 两次石油危机导致原油价格大幅上涨(美元/桶)



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

图 28: 1979年, 美国实际政策利率维持震荡走势



资料来源: Wind, 诚通证券研究所

3) 美股: 1979年标普500指数从96涨至110，全年收益率12.3%，尽管处于滞胀时期，但1979年8月，沃尔克任美联储主席，市场对沃尔克治理滞胀的预期推动股市上行。事实上，1980年美国迎来通胀顶部反转和GDP增速底部反转，这推动标普500指数全年上涨25.8%。

板块方面，能源、金融、制造板块表现较好，消费板块偏弱。

图 29： 1979 年，美股能源、金融板块涨幅靠前（%）



资料来源：Wind，诚通证券研究所

核心结论：长期原油供给冲击会引发全球滞胀与经济衰退，资产定价逻辑更加多元化，需要考虑通胀、经济衰退以及相应的政策应对。尽管滞胀时期不利于风险资产，但事实看在滞胀末期风险资产仍可能有较好表现，其核心依赖于市场对通胀拐点与政策转向的预期。

4.3、不同情景下重点资产价格未来走势判断

与上述三次历史事件对比，当前美伊冲突具有以下特征：**一是冲击速度快。**冲突爆发仅2周左右，原油价格大幅上涨，通胀预期快速升温，迅速成为全球资产定价核心因素，这一点与海湾战争、两次石油危机初期的冲击特征一致。**二是不确定性高。**当前冲突涉及多方，局势难以预判，不同于沙特油田遇袭事件的“短期可控”。**三是政策对冲及时。**G7与国际能源署已明确将释放4亿桶战略石油储备，美国也表示将暂时放宽对部分俄罗斯石油的制裁，一定程度上缓解了能源价格上涨压力。

结合历史复盘经验、当前冲突进展及最新市场动态，我们构建三种情景，对重点资产未来走势进行预判，核心围绕“冲突强度→能源供给→通胀预期→资产定价”的传导逻辑展开。

情景一：冲突短期缓和

核心假设：未来2周左右，美伊双方达成阶段性停火协议，霍尔木兹海峡逐步恢复通航，G7战略石油储备顺利释放，市场对能源供应中断的担忧彻底缓解，此前计入的地缘风险溢价与通胀溢价逐步消退。

资产走势：1) **能源：**原油价格快速回调，布伦特原油价格或回落至80美元/桶左右，天然气价格同步回落，欧洲天然气涨幅大幅收窄；2) **美债与美元：**通胀预期降温，美联储降息预期回升，10年期美债收益率或回落至冲突前水平，美元指数随避险情绪消退与利率预期下调而回落；3) **贵金属：**避险情绪弱化，但美债收益率回落形成支撑，黄金价格或逐步企稳，维持在5000-5400美元/盎司区间震荡；

4) **股市**: 全球股市或逐步修复, 此前跌幅较大的欧洲、亚洲股市反弹幅度或领先, 板块方面, 能源板块回调, 消费、工业板块可能反弹。

情景二: 冲突持续但烈度可控

核心假设: 美伊冲突持续, 但未进一步扩大化, 未波及伊朗本土油田及沙特、阿联酋等周边国家的能源设施, 霍尔木兹海峡保持部分通航, G7 战略石油储备释放逐步落地, 能源供给紧张局面有所缓解, 但地缘风险溢价仍未完全消退。

资产走势: 1) **能源**: 原油价格或在 100 美元/桶左右震荡, 价格中枢高于冲突前, 天然气价格维持相对高位, 区域分化依然存在; 2) **美债与美元**: 通胀预期维持温和水平, 美联储维持现有政策立场, 10 年期美债收益率或高位回落但仍高于冲突前, 美元指数在避险情绪与高利率支撑下维持震荡; 3) **贵金属**: 黄金价格在通胀预期与美元指数的约束下, 或相对偏弱, 维持震荡 (4700-5200 美元/盎司); 4) **股市**: 全球股市可能维持震荡格局, 中美股市仍具韧性, 欧洲、亚洲股市震荡修复, 板块方面, 预计能源板块维持相对强势, 消费、工业板块缓慢复苏, 分化格局持续。

情景三: 冲突扩大化、长期化

核心假设: 美伊冲突进一步升级, 战争波及伊朗本土油田, 沙特、阿联酋等周边国家卷入冲突, 导致中东能源设施损失超预期, 霍尔木兹海峡长期封锁, G7 战略石油储备释放难以弥补能源供给缺口, 全球能源供应陷入严重紧张。

资产走势: 1) **能源**: 原油价格突破历史高位, WTI 原油与布伦特原油可能升至 120 美元/桶以上, 天然气价格持续上涨, 欧洲能源危机或进一步加剧; 2) **美债与美元**: 初期受通胀预期推动, 预计美债收益率与美元指数继续上行, 但随后全球经济陷入衰退, 市场交易衰退逻辑, 美债收益率与美元指数可能逐步回落; 3) **贵金属**: 黄金价格或重新走强, 交易滞胀风险, 突破前期历史高位, 若全球经济进入实质性衰退, 黄金价格可能回落; 4) **股市**: 全球股市或波动较大, 欧洲、亚洲股市承压, 中美股市或也难以独善其身, 板块方面, 预计仅能源、公用事业等防御性板块相对抗跌, 消费、工业、科技板块大幅下挫, 全球风险资产面临严重承压。

5、A 股中期震荡向上趋势仍在

大势研判: A 股阶段性承压, 但中期震荡向上趋势仍在。

美伊冲突下 A 股阶段性承压。美伊冲突持续升级, 霍尔木兹海峡依然封闭。截至 3 月 15 日, Polymarket 博彩数据显示, 市场预期 4 月底美伊停火概率 36%, 6 月底停火概率 60%。市场预期美伊冲突有长期化趋势。短期油价上涨后, 美国通胀预期再次提升, 美联储降息预期已延后至 12 月, 全球风险资产承压。

中期来看, 高油价抬升通胀水平、拖累全球经济增速。但美伊冲突后, A 股相对海外权益市场吸引力有望提升, A 股中期上行趋势仍在。从两会定调来看, 年内我国货币政策、财政政策宽松仍有空间, 年内有望维持 4.5%-5% 经济增速目标。资金面, 私募基金持续流入, 杠杆资金、公募基金维持平稳。1 月私募基金管理规模 7.3 万亿元, 已连续 25 个月持续提升。从存款搬家角度来看, 年内通胀回升趋势下, 债券配置价值依然偏弱, 定期存款流向股市的逻辑依然成立。从基本面与资金面角度来看, A 股中期上行趋势仍未改变。

配置策略: 煤化工、煤炭等油价中枢上涨受益品种, 关注储能及锂电材料产业

链。由于油价中枢抬升，关注煤化工、煤炭等原油价格正相关品种，目前PB估值水平仍处于历史低位。关注储能、锂电上游产业链，储能年内保持高景气，前3月锂电排产同比数据显著向好，全产业链有望受益。**中期来看**，若油价中枢回落至80美元/桶以下，AI基建相关科技成长、顺周期涨价品种、电力设备出海仍是主线。若油价中枢在100美元/桶左右，则全球通胀预期显著回升，能源、大宗商品、贵金属等抗通胀产品性价比提升。若原油价格中枢中长期上涨幅度大超预期，欧美滞胀风险增加，则科技板块或阶段性承压。

煤化工：高油价下煤化工经济性提升。我国甲醇进口多源自伊朗，2025年中国进口伊朗甲醇约873万吨，占进口总量60%。美伊冲突后，伊朗甲醇装置因战火停产，叠加霍尔木兹海峡封锁，中国甲醇进口量锐减。煤化工产业的核心竞争力在于“以煤代油”，其盈利水平与原油价格高度相关。Mysteel数据显示，布伦特油价60-65美元/桶是煤制烯烃、煤制乙二醇的盈亏平衡线，80美元/桶以上进入强盈利区间，油价每上涨10美元/桶，煤制路线的成本优势将扩大8%-12%，利润增厚15%-20%。当国际油价高位运行，油头化工产品成本飙升，煤头化工产品的性价比优势持续扩大。

煤炭：能源替代效应有望提振煤炭需求。供需展望方面，中国煤炭运销协会预计2026年国内煤炭产量48.6亿吨，同比仅增长0.7%，为近十年最低增速。美伊冲突推动油气价格大幅上涨，催生煤电替代需求，同时伊朗甲醇供应中断，带动煤制甲醇替代加速，进一步拉动原料煤需求。此外，美伊冲突导致海运成本上升，进口煤性价比下降，对国内煤价形成有力支撑，行业盈利稳定性增强。

储能及锂电上游原材料：油价上涨后，海外新能源相关风光储网布局有望加速，全球储能年内有望保持高景气。3月13日，英国政府已宣布取消对海上风电制造中使用的33种工业品的关税。国内方面，2026年《政府工作报告》首次提及“算电协同”，并表示将实施超大规模智算集群、算电协同等新基建工程。储能为算电协同的刚性基础设施，需求有望提振。目前1-3月锂电排产同比数据显著向好，动力电池出货量好于预期，后续景气度有望持续。下游储能与上游隔膜、六氟磷酸锂、碳酸锂估值与业绩有望共振。

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

诚通证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环路27号楼12层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>