

【鑫期汇】近期资本市场在交易什么？——霍尔木兹海峡危机下的全球资产重定价逻辑

一、市场异象：一场违背常识的资产价格"大分化"

2026年3月以来，全球资本市场呈现出一组极其反常的价格组合：原油、天然气、化工品、农产品价格飙升，而黄金、白银、有色金属及全球股市却同步重挫。这种"能源涨、避险跌"的背离格局，打破了传统地缘政治冲突下的资产定价范式。数据显示，3月以来ICE Brent原油涨幅最高接近40%，而COMEX黄金同期下跌最大接近20%。全球主要股市均处于明显跌势，截止3月20日，本月美国道指跌幅已近8%，几乎吞噬了去年8月以来的涨幅，同期德国DAX跌幅超11%，欧洲50指数跌超10%，亚太股市中，日本和韩国股市跌幅均已超10%。以上现象表明市场正在交易的已不是战争本身，而是一个更危险的宏观逻辑——"滞胀式衰退"。

二、霍尔木兹海峡：被关闭的"世界油阀"

2.1 海峡封锁的物理现实

2026年2月底，美以联合对伊朗发动大规模军事打击后，伊朗伊斯兰革命卫队宣布禁止任何船只通过霍尔木兹海峡，这条承担全球约20%石油海运量、25%海运石油贸易的"世界油阀"实质上已被关闭。至3月14日，海事数据公司Windward监测显示，当天没有任何船只通过霍尔木兹海峡，这是冲突爆发以来首次出现"零通行"——而冲突前平均每天约有77艘船只通过。约400艘船只滞留在阿曼湾海域，航运公司选择等待而非绕行。

2.2 能源供应的"三重断裂"

- 1，原油层面：通过海峡的日均约2000万桶原油运输受阻，占全球供应量约20%。伊朗原油日均产能246万桶（占全球2.35%）直接退出市场，沙特、阿联酋、卡塔尔等海湾国家出口通道被切。
- 2，天然气层面：2025年约有8000多万吨LNG（占全球供应量的19%）经该海峡运输，主要来自卡塔尔。3月2日，卡塔尔能源公司宣布停止生产LNG及相关产品。欧洲TTF天然气期货价格在冲突后一周内飙升55.6%，中国DES现货价格周环比暴涨111.3%。
- 3，化工原料层面：伊朗作为全球第二大甲醇生产国（年产能1739万吨，占中东总产能59.78%）、第二大尿素出口国（年出口约450万吨），其供应中断直接冲击全球化工产业链。此外，海湾地区占全球硫磺出口的45%，航运中断导致这一关键化肥原料严重短缺。

三、资产价格分化的底层逻辑：从"避险交易"到"衰退交易"

1，传统逻辑的崩塌



按照经典定价框架，地缘政治冲突应推升黄金、美债等避险资产，同时打压风险资产。但本轮市场呈现"双杀"格局——风险资产与避险资产同步下跌，唯有能源与农产品逆势上涨。这种异象的核心在于：市场叙事已从"战争避险"切换至"滞胀衰退"。

2，逻辑链条的重构

第一步：能源冲击→通胀预期失控

霍尔木兹海峡关闭直接触发能源价格暴涨。布伦特原油从冲突前的72.9美元/桶飙升至逼近120美元，创四年新高。天然气价格同步暴涨，欧洲TTF期货一度涨至57.84欧元/兆瓦时，涨幅近30。

第二步：通胀复燃→货币政策逆转

能源价格飙升迅速逆转了市场对美联储政策的预期。原本定价的"降息叙事"被彻底打破——美国2年期国债收益率在三周内上行约50个基点，利率市场已隐含"加息可能"。华尔街基本放弃了2026年降息的押注，交易员甚至开始讨论美联储是否需要重新加息。

第三步：利率上行→资产重定价

当实际利率预期重新走高，不生息的黄金吸引力自然下降。这是黄金暴跌的核心逻辑——不是避险需求消失，而是利率逻辑压制了避险逻辑。与此同时，工业金属（铜、铝、锡）的暴跌反映的是更深层的恐惧：全球经济衰退预期——高能源价格将压制制造业需求，滞胀环境对工业金属最为不利。

3.3 股市下跌的双重驱动

全球股市承压来自两个维度：

估值维度：通胀预期抬头推高无风险利率，科技股等高估值资产遭遇杀估值压力。恒生科技指数自2025年10月高点累计跌23%，港股表现全球垫底。

盈利维度：能源价格上涨推升企业运营成本，同时压制终端需求。航空股首当其冲，达美航空、美联航等跌幅达3%-5%。制造业面临"成本上升+需求萎缩"的双向挤压。

四、暴涨阵营的结构性分析：谁在受益？

1，原油与天然气：供应缺口的硬定价

原油与天然气的暴涨最为直接——霍尔木兹海峡关闭造成了物理性供应中断，而非单纯的风险溢价。与2019-2020年伊朗威胁封锁但未真正实施不同，本轮是"事实性封锁"。然而，这一价格的



可持续性存疑。伊朗每日石油出口损失达2-3亿美元，外汇储备不足200亿美元，封锁对其而言是“饮鸩止渴的财政自杀”。历史经验表明，霍尔木兹海峡的关闭难以长期维持。

2. 化工品：供应链的连锁反应

化工品涨价呈现“成本推动+供给收缩”的双重逻辑：

甲醇：伊朗占中国甲醇进口量的45%，冲突后甲醇主力合约连续涨停，下游醋酸、DMF价格分别上涨16%、30%

LPG（液化石油气）：伊朗、卡塔尔、沙特合计占亚洲LPG进口量60%以上，航运受阻直接加剧供应偏紧

硫磺：作为油气炼制副产品，海湾地区占全球出口45%，短缺直接冲击磷肥、钛白粉、半导体产业链

尿素：伊朗是全球第三大尿素出口国，占全球外贸量10%-15%，冲突恰逢北半球春耕，国际尿素价格12天内暴涨32%

4.3 农产品：从“能源-化肥-粮食”的传导

中东局势正沿着“能源→化肥→粮食”的路径传导：

霍尔木兹海峡卡住近百万吨化肥运输，亚洲40%尿素、54%硫磺、71%氨依赖中东进口

全球化肥供应链已严重紊乱，北美化肥价格指数升至每短吨810美元，创2025年8月以来新高

国际粮食政策研究所（IFPRI）预测，若战事持续，全球粮食价格可能上涨10%-30%，高于2022年俄乌冲突的涨幅，全球饥饿人口或净增1.2亿-2.5亿

五、暴跌阵营的深层逻辑：为何避险资产失灵？

1. 黄金：被利率逻辑“反杀”

黄金的传统避险功能在本轮冲突中失效，根源在于定价因子的优先级转换：

短期：实际利率预期上行压制黄金。当市场开始交易“美联储可能加息”，不生息资产的相对吸引力下降

中期：美元获得“石油美元”体系支撑。能源价格暴涨强化了美元在国际结算中的地位，美元指数反弹对黄金形成压制



结构性：黄金此前已过度计价"美元崩溃"属性。2025 年 4 月至 2026 年 1 月，金价六个月内涨幅接近 70%，部分透支了避险需求

2，有色金属：衰退预期的先行指标

伦铜、伦铝、伦锡等工业金属同步重挫，反映的是全球制造业需求萎缩的预期：

- 1) 高能源价格推高生产成本，挤压下游企业利润
- 2) 通胀复燃迫使央行维持紧缩，压制投资需求
- 3) 地缘冲突加剧全球供应链碎片化，贸易量收缩

3，全球股市：估值与盈利的双杀

股市下跌是无风险利率上行（杀估值）与盈利预期下调（杀盈利）的共振结果。

六、市场展望：三种情景与交易策略

1， 情景分析

情景	概率	特征	资产价格走向
乐观情景	低	短期冲突后外交解决，海峡2周内重开	油价回落至80美元以下，黄金反弹，股市修复
基准情景	中	军事紧张持续1-2个月，海峡货运量维持低位	油价高位震荡（90-110美元），滞胀交易延续
悲观情景	中高	海峡完全封锁，战火蔓延至沙特等产油国	油价冲至150美元，全球衰退确认，风险资产全面承压

2，关键观测指标

- 1) 霍尔木兹海峡通航量：目前日均通行量已降至接近零，若持续超过两周，供应链面临断裂风险。
- 2) 美联储政策表态：若通胀数据超预期，需警惕"加息"而非"降息"的叙事切换。
- 3) OPEC+增产能力：沙特、阿联酋剩余产能能否填补伊朗缺口。
- 4) 中国需求韧性：作为全球最大能源进口国，中国的战略储备释放与需求调节能力。

3，配置启示

本轮资产价格分化揭示了一个残酷的结果：在地缘冲突与货币政策交织的复杂环境中，不存在纯粹的“避险资产”。

能源与化工品：短期维持多头，但需警惕伊朗财政崩溃导致封锁解除后的价格回调。

贵金属：黄金需等待实际利率预期企稳，白银因工业属性面临更大波动。

股市：规避高估值成长股，关注能源、军工、化肥等受益板块。

农产品：春耕季节叠加化肥短缺，粮价易涨难跌，具备对冲价值。

总结：市场正在交易什么？

答案已然清晰：市场正在交易“滞胀式衰退”——一种比单纯战争或单纯衰退更危险的经济状态。霍尔木兹海峡的关闭不仅是一次供应冲击，更是对全球央行政策框架的极限测试。当通胀因外部供给冲击而复燃，央行面临“保增长”还是“控通胀”的两难，无论选择哪一边，资产价格都将经历剧烈重估。

这场危机也暴露了全球化体系的脆弱性：一条宽度仅21海里的水道，足以在数日内切断全球20%的能源供应，进而撼动从化肥到粮食、从化工到制造业的整个产业链。在“能源不可能三角”（安全、可负担、清洁）之间，世界正被迫重新寻找平衡。

对于投资者而言，理解本轮资产价格分化的核心逻辑——“利率预期压倒避险需求，供给冲击压倒需求复苏”——比单纯追逐涨跌更为重要。当市场叙事发生结构性切换，唯有跟随逻辑变迁，方能在波动中把握方向。

注意事项

本文中的信息均来源于公开资料，华鑫期货研究所及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求文章内容客观、公正，但文章中的信息与所表达的观点不构成所述期货买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本文人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对依据或者使用本文所造成的一切后果，华鑫期货及其关联人员均不承担任何法律责任。

本文中的资料、意见、预测均只反映文章初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。华鑫期货没有将此意见及建议向文章所有接收者进行更新的义务。本文仅供内部参考交流使用，不构成投资建议。如未经授权，私自转载或者转发本文，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫期货将保留随时追究其法律责任的权利。

华鑫期货研究所立足诚信和专业，秉承“高效研究 创造价值”的理念，深谙“见微知著，臻于至善”的投研内核，并基于宏观、产业、市场风偏和估值构建“四维一体”决策模型，助力各类客户包括产业型客户和交易型客户的成长。

章孜海

期货从业资格：F03117293

交易咨询资格：Z0019353

邮箱：zhangzh@shhxqh.com

华鑫期货有限公司

地址：上海市徐汇区云锦路277号9F、10F（电梯楼层10F、11F）

邮编：200000

电话：400-186-8822