

证券研究报告

宏观研究

专题报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
联系电话: 010-83326858
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

麦麟玥 宏观分析师
执业编号: S1500524070002
邮箱: mailinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅
大厦B座
邮编: 100031

美伊重启谈判后的可能结果

2026年4月24日

- 目前美伊之间虽处于阶段性停火状态,但停火期限暂未设定,未来冲突走向还在扰乱着全球能源市场。基于此,我们分三种情形来探讨后续冲突演进的几种可能,具体取决于霍尔木兹海峡的航运中断程度和持续时间。
- **乐观情形下,局势迎来缓和,海峡在 Q3 完全放开。**假设美伊双方在6月底前达成协议,伊朗在 Q3 重新开放霍尔木兹海峡通航,美国对伊朗港口的封锁、拦截也取消。在此情形下,全球风险偏好迎来修复,考虑到4月8日以来的股市反弹或已消化了大部分停火利好,股市反弹可能不会很大。同时,通胀压力的缓解或将显著抬升市场对美联储降息的定价,资金可能从美元资产流出,美元指数或将承压。
- **中性情形下,冲突僵持且可控,海峡或恢复分级管控。**假设美伊双方未达成协议,冲突持续僵持,最后伊朗可能会从全面管控恢复分级管控,允许中立国油轮在霍尔木兹海峡通行,但对美国和盟友严格管控。若霍尔木兹海峡恢复分级管控,且未达成正式协议,避险情绪会有所消退,但因地缘风险未完全消除,冲突尾部风险仍在,此情形下,股市可能很难依靠局势缓和的驱动走出单边趋势性行情,或以结构性机会为主。
- **悲观情形下,冲突失控升级,海峡封闭状态持续至冲突结束。**美伊双方结束停火状态,重新回到战场,霍尔木兹海峡的航运通行量在较长时间内处于较低水平。在此情形下,全球的滞胀风险明显增加,市场可能会重演3月的资产行情趋势,原油、美元可能短期冲高,股市或面临回调,美债收益率上升,但是在反应幅度上或显著弱于3月。综合来看,我们认为,美伊冲突全面升级的悲观情形概率偏低,局势进一步失控的空间有限。
- **风险因素:** 地缘冲突超预期升级,全球经济景气度不及预期,贸易摩擦超预期,美伊谈判进展不及预期等。

目录

一、冲突演进的关键变量在于霍尔木兹海峡	3
二、后续冲突可能的三种演变方向	5
风险因素	9

图目录

图 1: 截至 4 月 22 日, 今年原油年度均价站上 80 美元/桶	4
图 2: 能源价格快速传导至各国工业价格中	4
图 3: 多数市场已修复 3 月冲突带来的下跌	5
图 4: 冲突发生前, 今年布伦特原油均价维持在 66 美元/桶	6
图 5: 股市风险偏好修复, 美元指数承压	6
图 6: 3 月以来, 霍尔木兹海峡航运量骤降	7
图 7: 3 月股市回调, 美元指数冲高	8

一、冲突演进的关键变量在于霍尔木兹海峡

今年2月底以来，市场较大的预期差就是中东冲突的演变。2月底，自中东冲突爆发以来，先是在3月经历了冲突剧烈程度加深的阶段，步入4月后冲突进入反复博弈的阶段，霍尔木兹海峡的通航状态也随之几经反复。

目前，冲突处于阶段性停火状态，双方尚未达成协议。现在美伊双方处于停火状态，但双方均未就各自要价做出让步，从而进入僵持状态。从冲突演变来看，谈判进程一直反复主要源自各自要价和战略利益上的根本性矛盾。美国要求霍尔木兹海峡恢复通航，同时明确对伊朗港口的封锁将持续至达成最终协议；伊朗则以美方未解除港口封锁为由，拒绝参加原定于4月22日的第二轮谈判。

美伊双方提出的核心诉求多为服务于自身政治博弈的筹码（如：伊朗核能力、高浓铀、政权安全等议题），对全球外溢影响有限。真正决定全球能源格局、主导资本市场定价的核心变量，是霍尔木兹海峡的通航程度。

第一，霍尔木兹海峡承载了全球约20%的原油运输，是影响国际原油供给的关键海运通道。除了沙特阿拉伯和阿联酋拥有一些不经过霍尔木兹海峡的石油出口路线外，伊朗、伊拉克、科威特、卡塔尔和巴林等国家的原油出口则依赖于该海峡的运输。

第二，相较于双方博弈的各类地缘政治与主权诉求，海峡通航问题的全球外溢性更强。若霍尔木兹海峡继续被伊朗实质性封锁，即使美国单方面宣布胜利，或也难以获得市场和盟友认可。因此，我们认为美国对外宣告结束前大概率会推动解决霍尔木兹海峡通航问题。

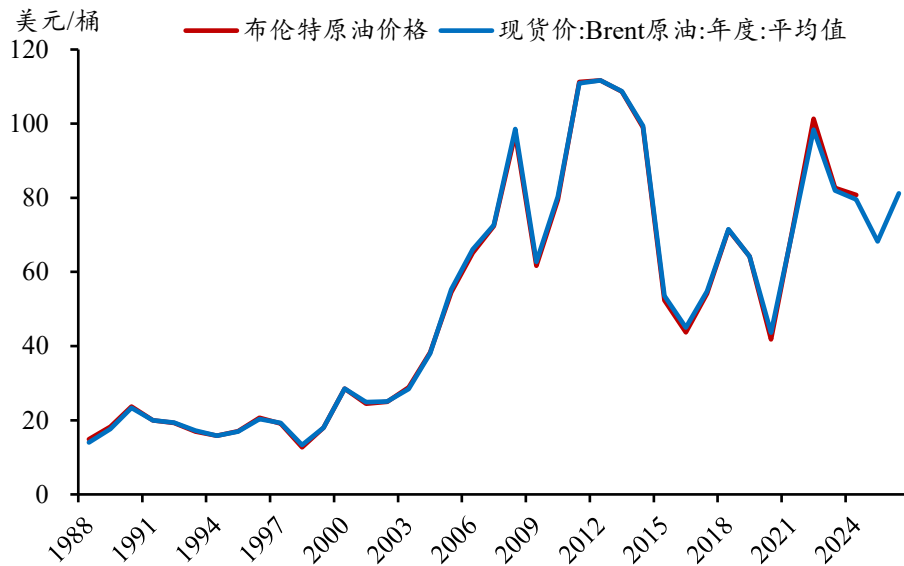
站在当下时点来看，霍尔木兹海峡的实质性封锁已经对能源市场的供给产生了扰动，并已体现在油价、生产和工业价格层面。

1) 目前国际油价中枢已经重新站上80美元/桶关口。受霍尔木兹海峡通航受限影响，市场对全球原油供给缺口的担忧持续升温，国际油价自年初低位持续攀升，目前油价中枢已稳定站上80美元/桶关口，较今年冲突前中枢抬升15美元/桶。且当前海峡僵持局面延续，油价上行压力仍未缓解。

2) 霍尔木兹海峡的运输中断或正逐步蔓延至生产端。由于中东能源基础设施遭受攻击、霍尔木兹海峡的油轮运输持续受限，3月份全球石油供给量下降，海湾地区所有路线的石油出口也暴跌。不仅如此，OPEC+的3月产量也明显下跌，背后或显示航线运输中断已蔓延至生产端。这意味着，即便短期出现全球需求边际走弱的信号，海峡封锁带来的供给端担忧或仍会对油价形成支撑。

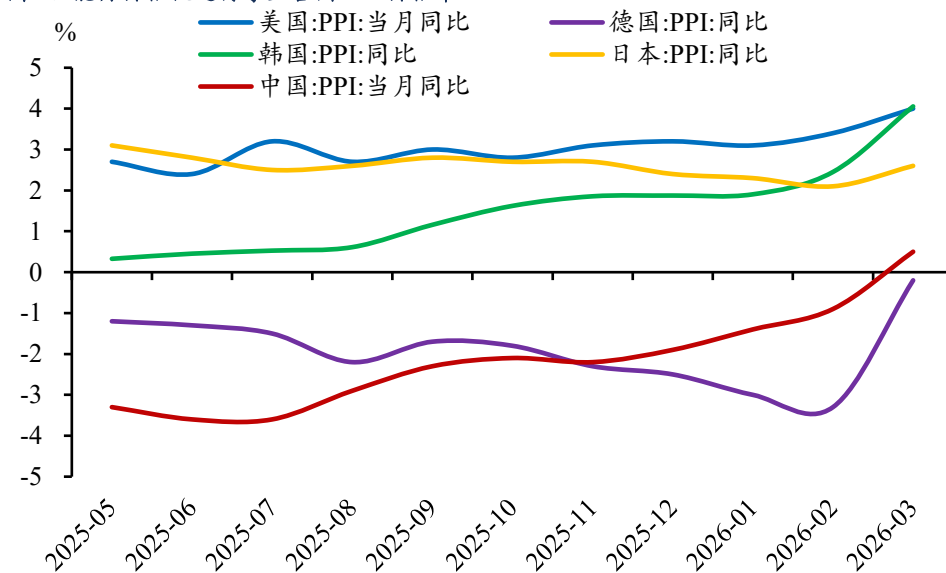
3) 能源价格快速传到至各国工业生产价格。能源作为工业生产的原料，其价格上涨也带动各国PPI同比显著回升。其中，日韩等能源进口依赖度较高的国家，PPI同比涨幅尤为明显；即便是能源自给率较高的国家，也因原油价格上行带动化工、交通等相关行业成本上升，PPI同比出现回升的态势。

图 1：截至 4 月 22 日，今年原油年度均价站上 80 美元/桶



资料来源:ifind, 信达证券研发中心, 2026 年数据截至 4 月 22 日

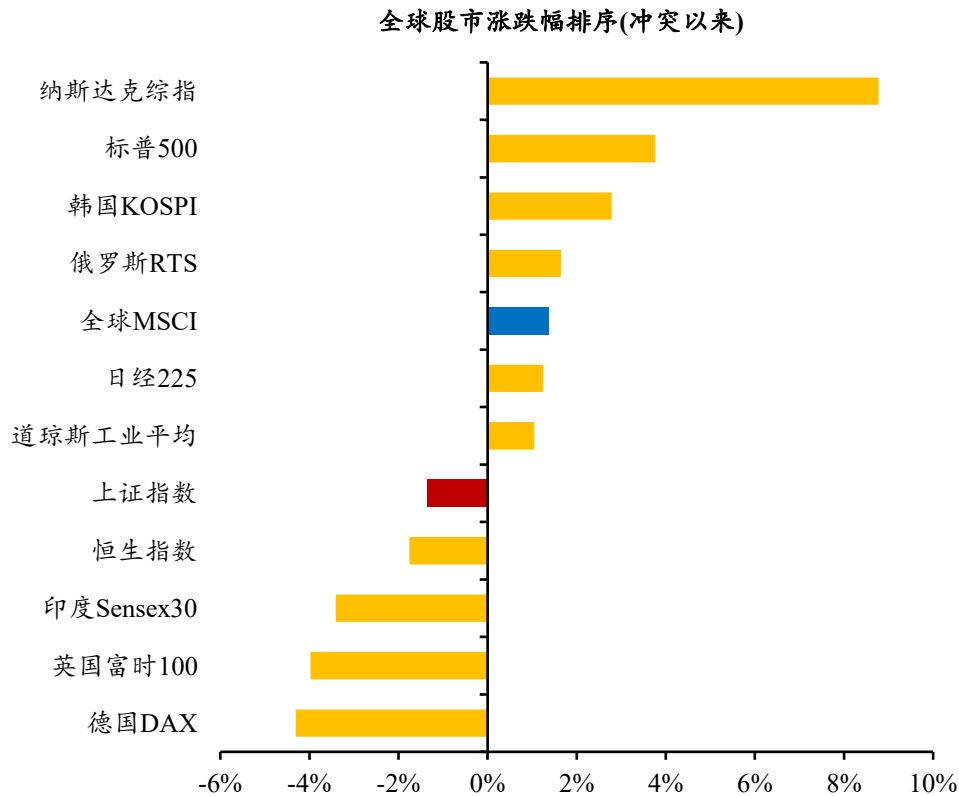
图 2：能源价格快速传导至各国工业价格中



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

目前，多数市场已修复 3 月冲突带来的恐慌式下跌。截至 4 月 22 日，美国三大指数已经填补中东冲突导致的股市跌幅，日韩股市亦是如此。多个国家股指表现在 3 月以来呈现 V 型反弹，全球 MSCI 股指也收复 3 月跌幅，转为上涨 1.4%。我们认为，3 月全球股市下跌源自地缘冲突的驱动，4 月初市场风险偏好开始回暖。英国、德国、中国股市虽然没有完全收复跌势，其跌幅也较 3 月明显收窄。

图 3：多数市场已修复 3 月冲突带来的下跌



资料来源:ifind, 信达证券研发中心

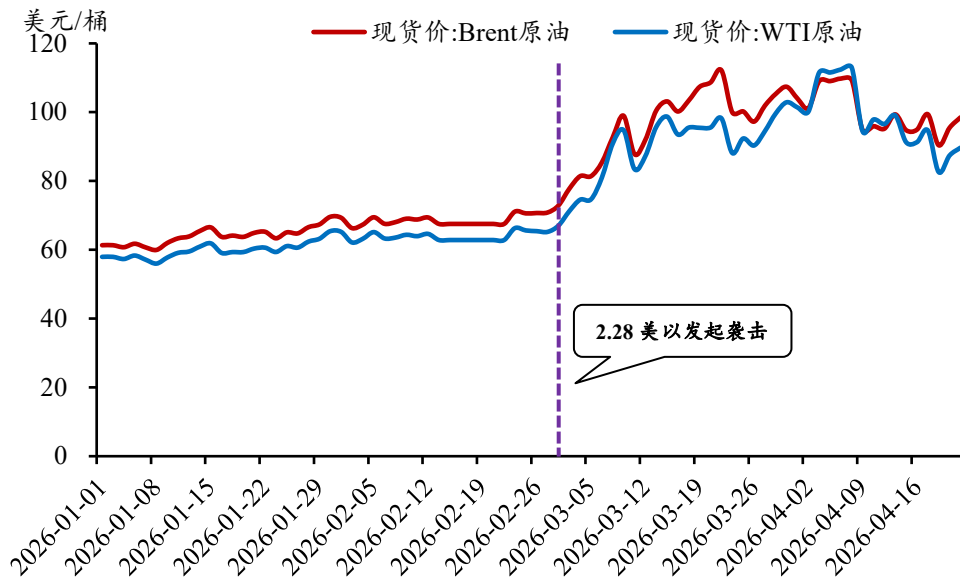
二、后续冲突可能的三种演变方向

4 月以来，随着冲突反复，霍尔木兹海峡也几经反复。目前美伊之间虽处于阶段性停火状态，但停火期限暂未设定，近日（4.21-4.23）油价实现 3 连涨，市场可能在重新计价地缘风险的再次升温，未来冲突走向还在扰乱着全球能源市场。

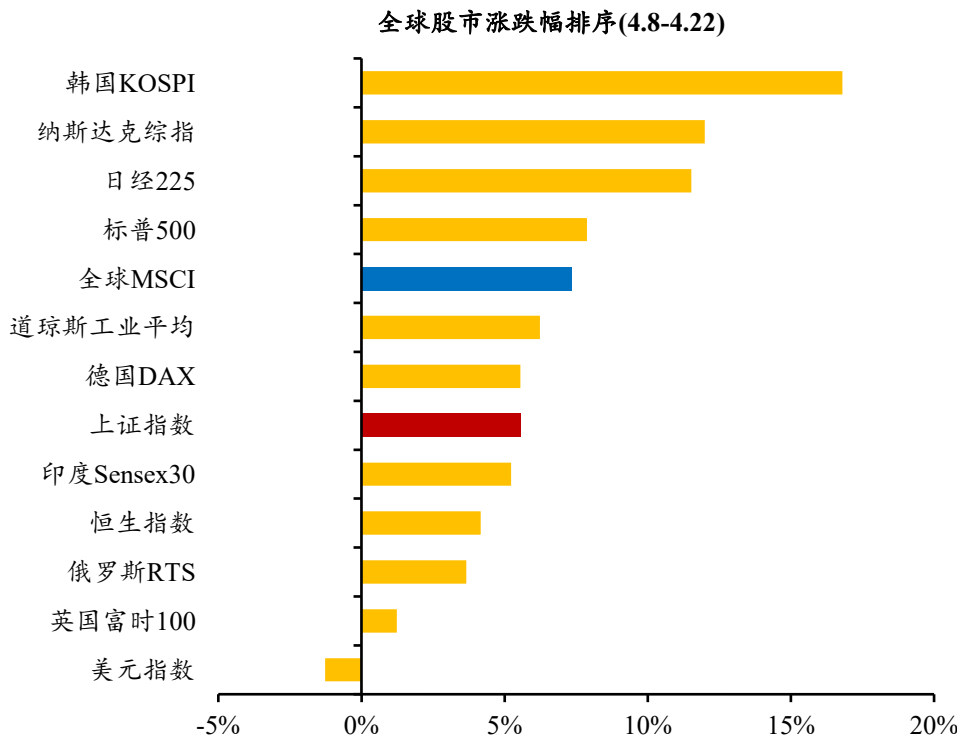
基于此，我们分三种情形来探讨后续冲突演进的几种可能，具体取决于霍尔木兹海峡的航运中断程度和持续时间，而非其他政治博弈。

1) 乐观情形下，局势迎来缓和，海峡在 Q3 完全放开。假设美伊双方在 6 月底前达成协议，伊朗在 Q3 重新开放霍尔木兹海峡通航，美国对伊朗港口的封锁、拦截也取消。在此情形下，我们认为，国际油价或在达成协议后出现回落，但受限于航道恢复速度、产能重启与 OPEC+托底，年内难以回到 2 月底冲突前的低油价水平，全年油价中枢或将维持在 80-90 美元/桶。

若局势快速缓和，全球风险偏好迎来修复，但美元指数可能承压。若美伊能在 6 月底前达成协议，全球风险偏好修复，考虑到 4 月 8 日以来的股市反弹或已消化了大部分停火利好，股市反弹可能不会很大。同时，下半年市场对滞胀的预期或将得到明显缓解，美联储对这一冲突带来的油价高企可能会倾向于视为暂时性冲击，通胀压力的缓解或将显著抬升市场对美联储降息的定价，资金可能从美元资产流出，美元指数或将承压。

图 4：冲突发生前，今年布伦特原油均价维持在 66 美元/桶


资料来源:ifind, 信达证券研发中心

图 5：股市风险偏好修复，美元指数承压


资料来源:ifind, 信达证券研发中心

2) 中性情形下，冲突僵持且可控，海峡或恢复分级管控。假设美伊双方未达成协议，冲突持续僵持，我们认为最后伊朗可能放松全面管控，恢复分级管控，允许中立国油轮在霍尔木兹海峡通行，但对美国及其盟友严格管控。因为这样既可以对内交差、对外示弱，也可以避免得罪中立大国，防止全球孤立。在此情形下，我们认为，霍尔木兹海峡在 Q3 可能处于半开放状态，Q4 逐步恢复，全年油价中枢可能维持在 90-100 美元/桶。

此情形下，由于尾部风险仍存，股市可能以结构性机会为主。若霍尔木兹海峡恢复分级管控，且未达成正式协议，避险情绪会有所消退，但因地缘风险未完全消除，冲突尾部风险仍在，全球股市可能很难依靠局势缓和的驱动走

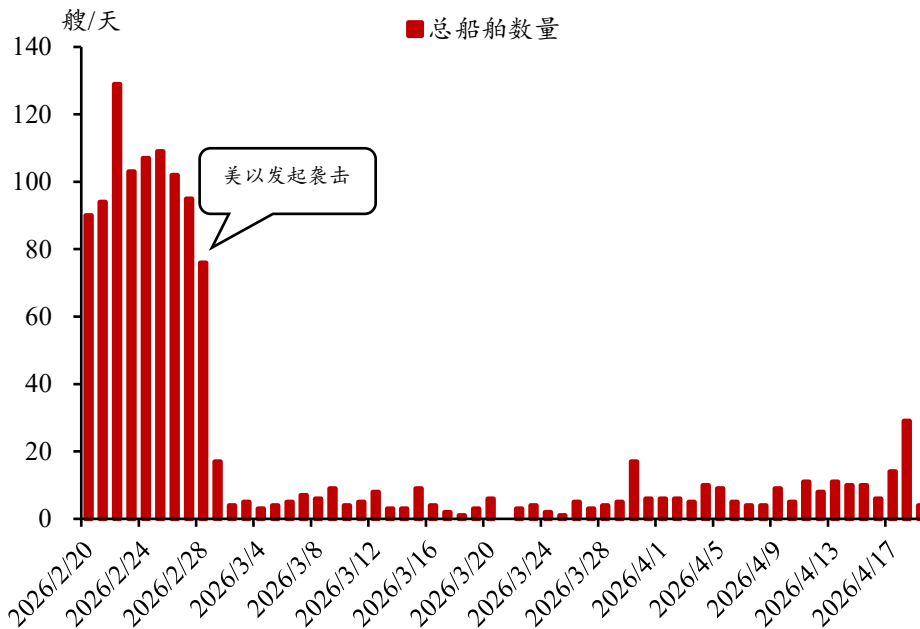
出单边趋势性行情。此外，能源带来的通胀粘性难以快速消解，全球主要央行的宽松节奏仍偏谨慎，美债收益率或难下行。

3) 悲观情形下，冲突失控升级，海峡封闭状态持续至冲突结束。美伊双方未能达成协议，结束停火状态后，重新回到战场，美伊双方互相加码，海峡管控力度收紧，霍尔木兹海峡的航运通行量在较长时间内处于较低水平。在此情形下，我们认为，全年油价中枢可能维持在 110-120 美元/桶，全球的滞胀风险明显增加。

若冲突失控继续升级，市场可能会重演 3 月的资产行情趋势，原油、美元可能短期冲高，股市或面临回调，美债收益率上升，但是在反应幅度上或显著弱于 3 月。首先，4 月以来美伊已多次经历停火、升级和僵局之间的来回切换，投资者对类似消息的敏感度或下降。其次，随着海峡实质性封锁的时间延长，市场可能部分适应了替代的运输路线，因此再次升级带来的冲击可能弱于 3 月的首次冲击。

我们认为，考虑到后续博弈若陷入长期僵持后，伊朗可能会基于各方压力实施海峡分级管控，因此对伊朗而言，主动以霍尔木兹海峡通航开放作为谈判筹码要价，可能优于被动开放航道。根据 4 月 24 日新华社报道，当前美伊即将开启第二轮谈判，美国代表团和伊朗外长都将前往伊斯兰堡，双方博弈迎来关键窗口期。综合来看，我们认为，美伊冲突全面升级的悲观情形概率偏低，局势进一步失控的空间有限。

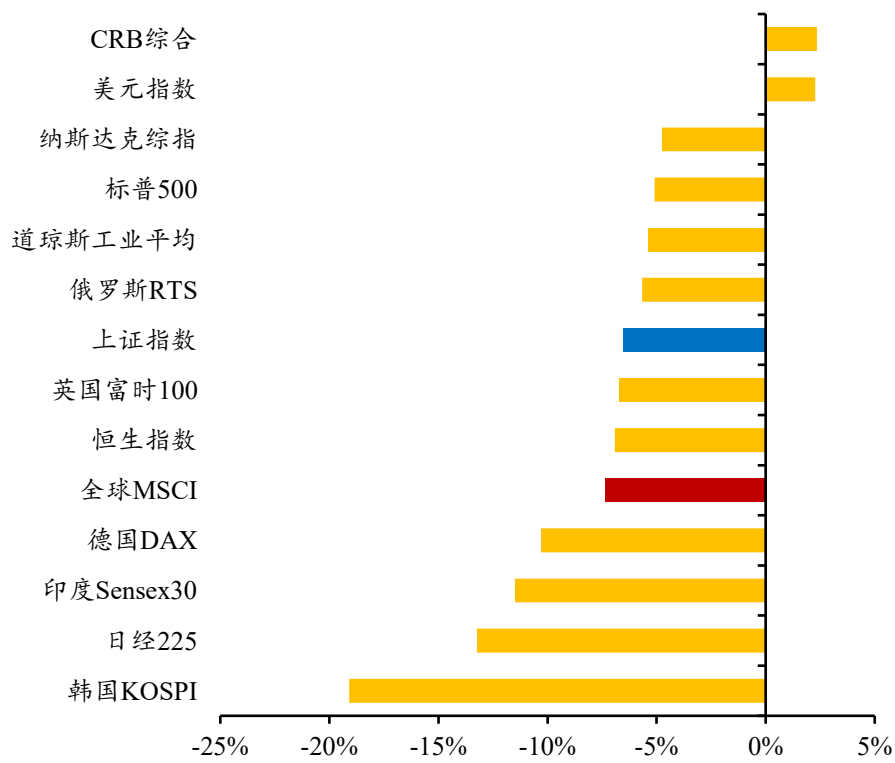
图 6：3 月以来，霍尔木兹海峡航运量骤降



资料来源：MacroMicro，信达证券研发中心

图 7：3 月股市回调，美元指数冲高

全球股市3月涨跌幅排序



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

风险因素

地缘冲突超预期升级，全球经济景气度不及预期，贸易摩擦超预期，美伊谈判进展不及预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券宏观首席分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学财政金融学院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和宏观首席分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。首届“21世纪最佳预警研究报告”获得者。

麦麟玥，信达证券宏观分析师。中山大学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事宏观经济研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入：股价相对强于基准15%以上；	看好：行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准5%~15%；	中性：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。