

## 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

## 地缘反复下的资产分化

2026年6月5日

- **高油价已推升多个经济体通胀率。**自美伊战争爆发以来,几经反复,截止6月初,冲突已僵持三个月,且双方尚未达成协议。在过去这段时间里,霍尔木兹海峡的航运通行量也持续处于低位,国际原油价格也一直处于高位运行,并通过能源成本传导至全球各经济体的通胀。除日本外,美国、欧洲、英国、加拿大的能源通胀均高于核心和整体通胀。这表明由于地缘政治引发的油价长期偏离基准中枢,已经对全球多个经济体的物价造成了较强的输入型通胀脉冲。
- **能源通胀或将使美欧迎来政策剪刀差。**考虑到多个经济体通胀上行,多国央行的加息预期升温,尤其是美欧。由于欧洲实行单一的通胀目标制,美联储实行双重目标制,我们预计6月美联储大概率选择按兵不动,欧央行大概率加息。历史上,几乎每一次重大转向中,美联储都走在欧央行前面。若欧央行在6月率先启动加息,而美联储按兵不动,美欧间或将形成政策剪刀差。这种政策剪刀差本质是美元对欧元的利差优势出现收窄,这在一定程度上利好欧元,并对美元指数形成阶段性压制。
- **地缘反复下,对股债汇的影响。**在地缘政治的反复扰动下,过去3个月,全球债市全线调整,股市表现相对分化,债市受冲击的持续性或强于权益市场。展望未来,受地缘局势影响,美国降息面临困境,我们预计10Y美债收益率中枢或将进一步抬升。汇率方面,同期,全球主要货币(如日元、瑞郎、欧元)集体贬值,人民币逆势升值,美元指数上升。考虑到美欧政策或迎来剪刀差,美元或将宽幅震荡,人民币或维持温和升值态势。
- **风险因素:**地缘政治风险,国际油价上涨超预期,美国加息政策超预期等。

## 目录

一、高油价已推升多个经济体通胀率.....	3
二、能源通胀或将使美欧迎来政策剪刀差.....	4
三、地缘反复下，对股债汇的影响.....	6
风险因素.....	8

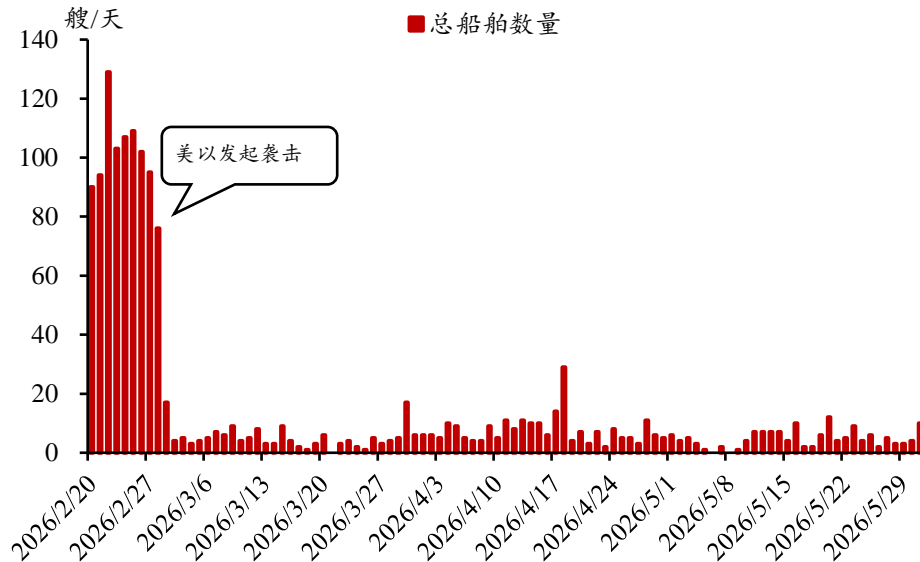
## 图目录

图 1: 冲突发生后，霍尔木兹海峡 3 个月的航运量偏低.....	3
图 2: 冲突发生后，国际油价上涨.....	4
图 3: 多个经济体的能源通胀已远超核心通胀.....	4
图 4: 地缘局势冲击下欧元区通胀预期大幅上升.....	5
图 5: 欧央行或将先于美联储重启加息.....	5
图 6: 地缘冲突下，海外多国债市收益率上行.....	6
图 7: 美伊冲突后，全球股市结构性分化.....	6
图 8: 美伊冲突后，人民币表现稳健.....	7

## 一、高油价已推升多个经济体通胀率

美伊冲突已僵持3个月，霍尔木兹海峡航运量仍持续低位。自美伊战争爆发以来，几经反复，截止6月初，冲突已僵持三个月，且美伊双方尚未达成协议。在过去这段时间里，霍尔木兹海峡的航运通行量也持续处于低位，未出现航运量明显回暖等改善迹象。平均来看，每日航运通行量为个位数，相当于冲突前航运量的5%。受限于此，国际原油价格也一直处于高位运行，并通过能源成本传导至全球各经济体的通胀。

图 1：冲突发生后，霍尔木兹海峡3个月的航运量偏低

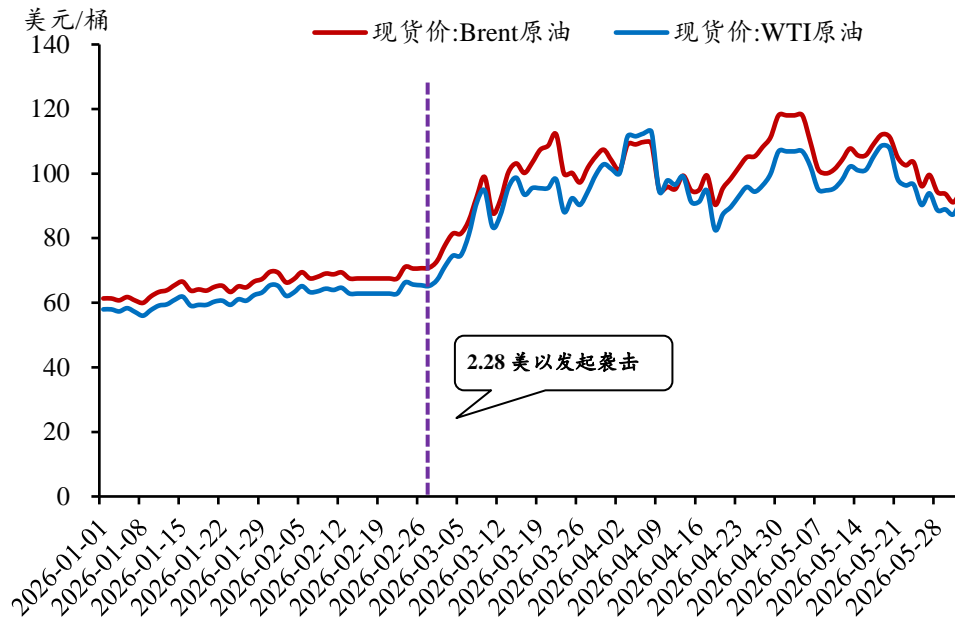


资料来源: Macromicro, 信达证券研发中心

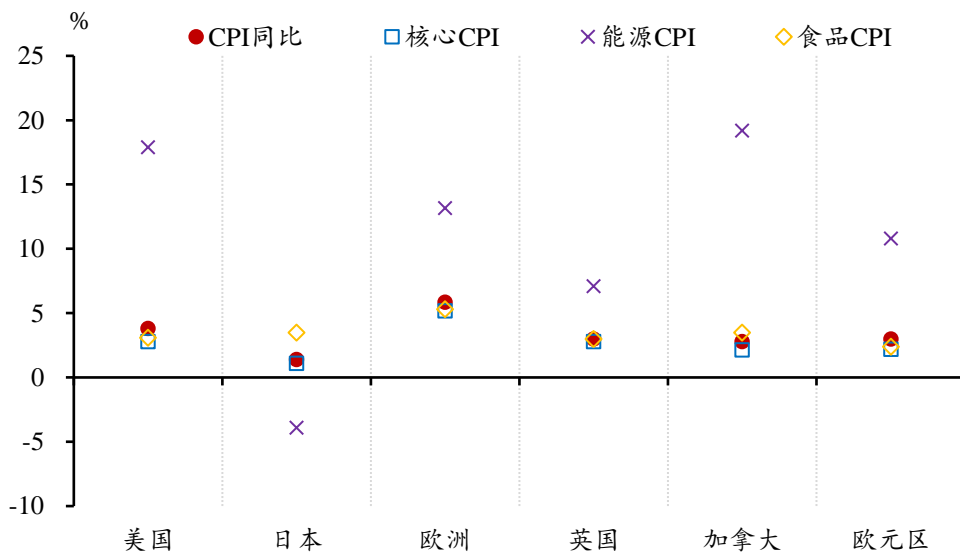
能源价格上涨显著推升多个经济体通胀率，多数能源通胀超核心通胀。在过去的3个月里，国际油价已较长时间偏离冲突前的价格水平（66美元左右），油价中枢上升至101美元，较冲突前中枢上涨53%。除日本外，美国、欧洲、英国、加拿大的能源通胀均高于核心通胀和整体通胀。其中，美国和加拿大的能源通胀处于17%至20%的较高区间，欧洲、欧元区的能源通胀也处于10%-15%的高增长区间。这表明由于地缘政治引发的油价长期偏离基准中枢，已经对全球多个经济体的物价造成了较强的输入型通胀脉冲。

其中，日本能源通胀似乎与其他经济体有所不同。实际上，日本能源通胀虽在负增长，但其降幅也较冲突前明显收窄。我们认为，其能源通胀尚未回到零轴以上或源于日本的能源价格补贴政策的影响。日本内阁敲定3.11万亿日元的补充预算，新设中东应急准备金，以应对不断上涨的能源价格。

整体来看，中东地缘局势带来的能源价格上涨已扩散至多个经济体的通胀率，多国央行的加息预期也在升温，尤其是美国和欧元区。

**图 2：冲突发生后，国际油价上涨**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

**图 3：多个经济体的能源通胀已远超核心通胀**


资料来源: ifind, Eurostat, 信达证券研发中心, 数据为 2026 年 4 月

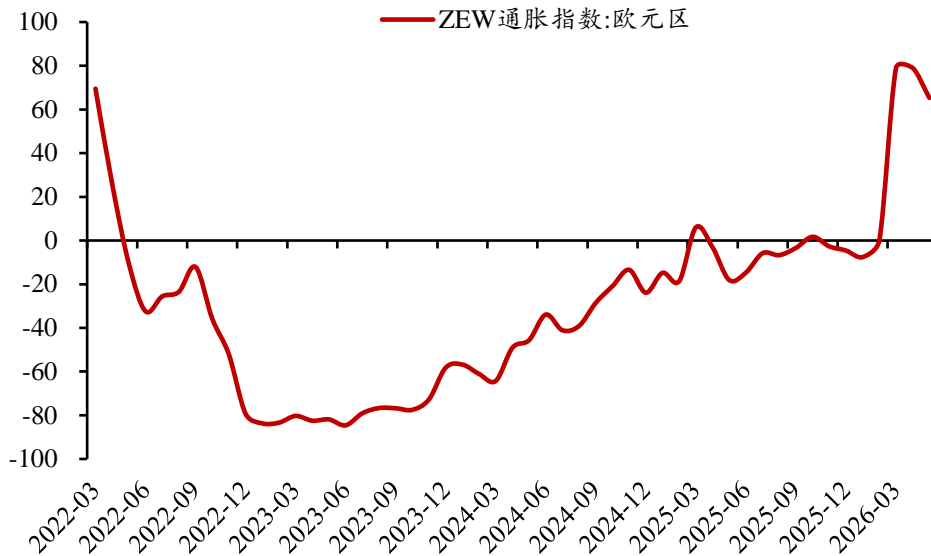
## 二、能源通胀或将使美欧迎来政策剪刀差

**目前，美伊谈判持续拉锯。**上周市场一度交易美伊及相关方接近延长停火，但 5 月底，美伊间再度相互打击，美伊谈判持续拉锯。霍尔木兹海峡通行恢复、停火延长及以色列态度仍存在不确定性。6 月全球多国央行密集召开议息会议，油价、美伊谈判结果仍是重要的扰动项。

**相比美国，欧央行抗通胀压力可能更加迫切。**今年 4 月，欧元区能源通胀 10.8%，整体 CPI 同比已达 3%，超过 2% 的政策目标。同期，美国能源通胀 17.9%，整体通胀 3.8%。虽然美、欧通胀差异不算大，但欧元区实际压力可能比美国要大。第一，美国是石油出口国，欧元区对能源的依赖程度比美国大；第二，地缘冲突已使得欧元区的通胀预期大幅上升，比肩 2022 年的高位，而美国通胀预期甚至不及去年特朗普政府加征关税时高；第三，欧央行

实行的是单一的通胀目标制，美联储实行的是通胀和就业双重目标制。因此，相较于需要兼顾就业的美联储，欧洲央行在面对通胀硬约束时，其货币政策的转向决心与抗通胀刚性显然更强。

图 4：地缘局势冲击下欧元区通胀预期大幅上升

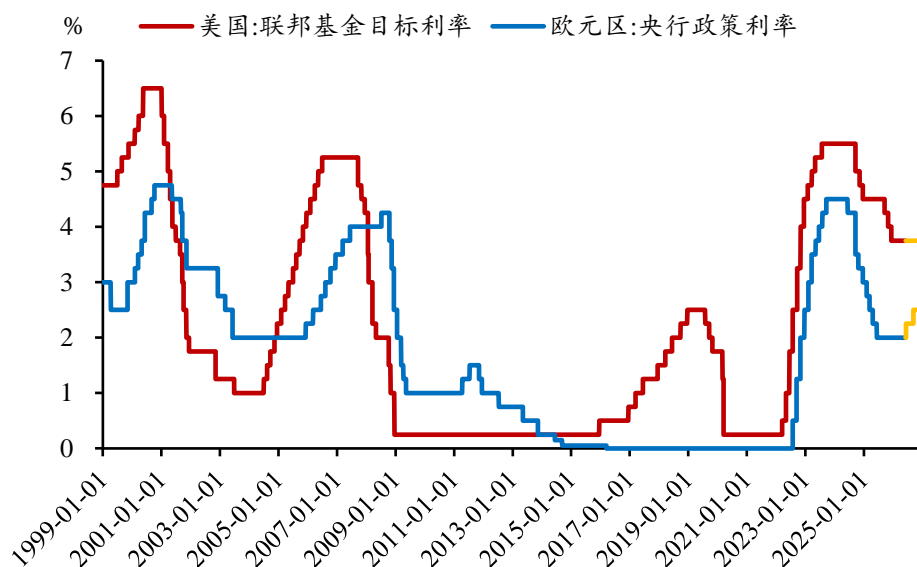


资料来源:ifind, 信达证券研发中心

当前 Fed Watch 显示美联储 6 月加息概率不足 1%，ECB Watch 显示欧央行 6 月加息概率超 90%，我们认为，6 月美联储大概率选择按兵不动，欧央行大概率加息。

若 6 月欧央行先于美国加息，美欧间或将形成政策剪刀差。自 1990 年以来，在过去多轮政策周期中，几乎在每一次重大转向（从加息转降息、从降息转加息）中，在时间轴上，美联储都走在欧央行的前面。我们认为，美联储的节奏往往快于欧洲央行，其背后可能有两个因素，一是经济周期的领先性；二是汇率制约，如果美联储不降息，而欧央行为了刺激自身经济率先大幅降息，或会面临欧元贬值压力。如果今年 6 月，欧央行率先启动加息，而美联储按兵不动，从时间节奏和政策路径的错位来看，美欧间或将形成政策剪刀差。这种政策剪刀差本质是美元对欧元的利差优势出现收窄，这在一定程度上利好欧元，并对美元指数形成阶段性压制。

图 5：欧央行或将先于美联储重启加息



资料来源: ifind, FedWatch, ECBWatch, 信达证券研发中心

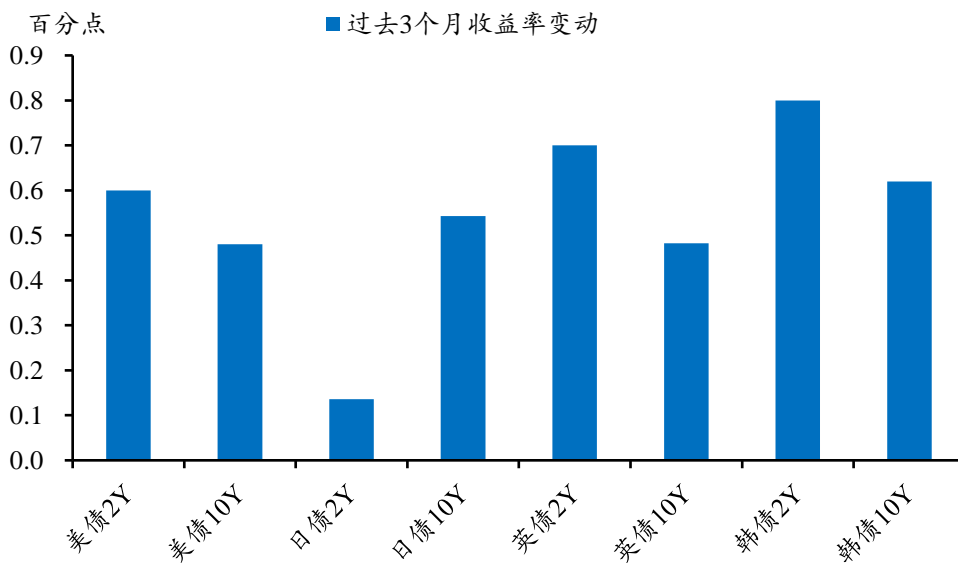
注: 黄色折线为市场预期的政策路径

### 三、地缘反复下，对股债汇的影响

地缘政治扰动下，全球债市受冲击的持续性或强于权益市场。债市定价锚定于通胀和货币政策预期，油价抬升带来的通胀上行、降息定价持续后撤，多国债市收益率上行。其中，美债曲线全段抬升，2Y美债、10Y美债收益率都有所回升，日债、英债、欧债收益率均有上升。反观过去3个月的全球股市，其表现则呈现出结构性分化，并未如债市般出现全线调整。一方面，深陷地缘冲突与能源输入型通胀阴影的欧洲及部分海外市场显著承压。另一方面，AI带来的增长红利或盖过地缘冲突和通胀对股市的负面影响。

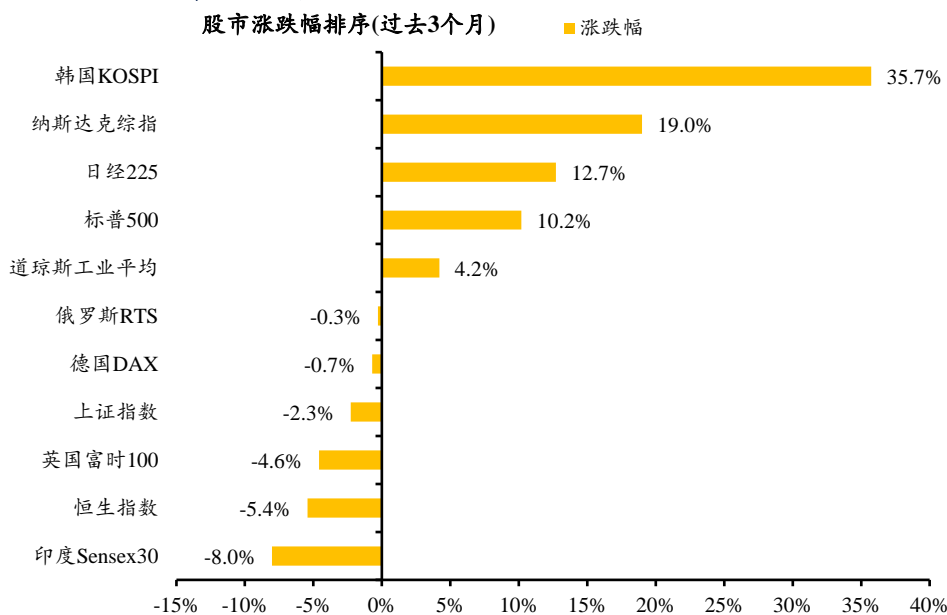
展望未来，10Y美债收益率中枢或将进一步抬升。一方面，当前霍尔木兹海峡尚未恢复通航，油价维持高位，通胀担忧不减。即便霍尔木兹海峡恢复通航，石油供应缺口依然存在，短期内油价中枢或将维持高位，通胀担忧难以快速消退。另一方面，美联储货币政策面临降息困境。在通胀中枢上行与经济韧性的双重制约下，美联储内部出现鹰派声音，市场亦开始交易未来的加息预期，这也对债券市场构成压力。

图6：地缘冲突下，海外多国债市收益率上行



资料来源：ifind，信达证券研发中心，时间区间为2.28-5.31

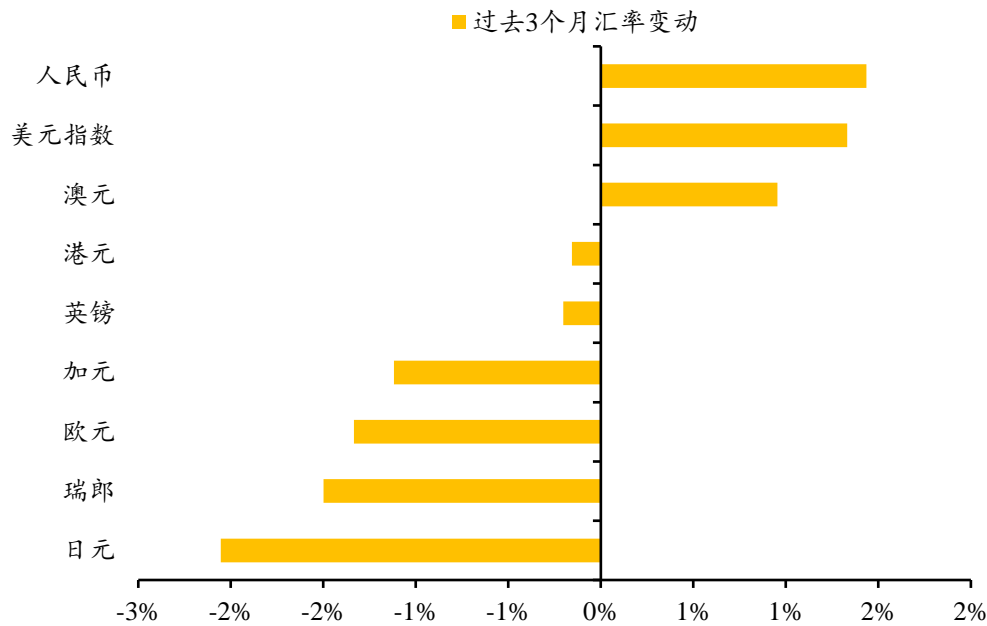
图7：美伊冲突后，全球股市结构性分化



资料来源：ifind，信达证券研发中心，时间区间为2.28-5.31

汇率方面，人民币表现相对稳健，美元或将宽幅震荡。在全球主要货币（如日元、瑞郎、欧元）对美元集体大贬值的背景下，人民币却能对美元逆势升值，背后或基于以下几个原因：第一，相比其他较为依赖中东能源进口的亚洲经济体，中国能源进口高度多元化，因此相对其他经济体，能源危机对中国经济的负面影响相对较低，这一比较优势有助于人民币汇率保持稳定。第二，今年以来中国出口增速多次超预期，再加上其他亚洲经济体的供应链因为能源危机受损，人民币汇率或从中受益。展望未来，考虑到美欧政策或迎来剪刀差，在多空因素的交织影响下，美元或将宽幅震荡，人民币或维持温和升值态势

图 8：美伊冲突后，人民币表现稳健



资料来源：ifind，信达证券研发中心，时间区间为 2.28-5.31

注：经处理，汇率变动为正数对应于升值，反之为贬值

## 风险因素

---

地缘政治风险，国际油价上涨超预期，美国加息政策超预期等。

## 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。2020年“21世纪最佳预警研究报告”获得者。2022年Wind金牌分析师宏观研究第二名。2022年云极“十大讲师”。2023年东方财富Choice最佳宏观分析师。2023年中国信达集团“金牌宣讲人”。2024年Wind金牌分析师宏观研究第五名。

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，侧重于研究美国经济和出口。所属团队获得2024年Wind金牌分析师宏观研究第五名。

## 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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。