

总的来说

路易·苏布兰 首席投资官兼首席经济学家
ludovic.subran@allianz.com

Jordi Basco Carrera 私募市场负责人
jordi.basco_carrera@allianz.com

Ana Boata 经济研究负责人
ana.boata@allianz-trade.com

ana.boata@allianz-trade.com
马克西米利安·邦·莫厄尔 高级投资策略师
maximilian.bong@allianz.com

Lluís Dalmau, 中东和北非地区高级经济学家
lluis.dalmau@allianz-trade.com

Lluís Dalmau@allianz-trade.com
Guillaume Dejean 高级部门顾问
guillaume.dejean@allianz-trade.com

Björn Griesbach 宏观经济与资本市场负责人
bjorn.griebach@allianz.com

帕特里克·克里赞 高级策略师 固定收益
patrick.krizan@allianz.com

Ano Kuhnathan 企业研究负责人
ano.kuhnathan@allianz-trade.com

美国·赫南德斯 高级投资策略师
america.hernandez@allianz.com

伯恩哈德·希施, 利率及新兴市场负责人
bernhard.hirsch@allianz.com

伯纳德·赫希@安联集团.com
亚历山大·赫尔特 股权与信用部负责人
alexander.hirt@allianz.com

玛丽亚·拉托雷, B2B行业领域顾问
maria.latorre@allianz-trade.com

姚瑞 投资策略师
yao.lu@allianz.com

林娜·曼特希 投资策略师
lina.manthey@allianz.com

加兰斯·塔隆 经济学家
garance.tallon@allianz-trade.com

· 市场庆祝了霍尔木兹海峡冲突的结束。经济尚未赢得这种缓解——并且对于大多数家庭、企业和政府来说，情况可能会在好转之前变得更糟。物理重新开放是一个多月的过程，不是一个开关。美国-伊朗谅解备忘录和60天停火标志着有意义的转折点，但它们只是降级框架，而非最终解决方案。正常化将是缓慢的、摩擦的、可逆的，而市场在传输滞后甚至达到顶峰之前就已经提前消化了好消息。仅清除地雷就需要30至50天。之后，商业交通的恢复速度将取决于船东的信心——1988年伊朗-伊拉克的前例表明，即使在美军护航下，恢复正常条件也花了超过三个月的时间。我们的基本案例预测，在三个月内恢复4-5 mb/d中断的65%，四个月内恢复80%，并在年底前实现全面正常化。走廊的重新开放是在管理而非自由航行下进行的。任何在核谈判或黎巴嫩停火执行上的失误都将重置时钟。

· 能源价格下降，但通货膨胀峰值到来晚于市场预期 布伦特原油在第三季度稳定在每桶80美元，然后在第四季度降至每桶75美元，并在2027年底降至每桶67美元。过去能源价格的上涨仍在供应链、公用事业账单和租金中体现。2026年美国消费者价格指数（CPI）平均为3.3%，核心CPI在第四季度达到3.1%；欧元区通货膨胀在第四季度达到3.4%，然后在2026年降至平均水平3.1%。实际工资仅在2027年第一季度转为正值。市场对通货膨胀预期的调整至少领先数据两个季度。

· 冲击波影响到每一份资产负债表，但欧洲留下的创伤最深。美国凭借结构性优势承受冲击：作为一个净能源出口国，它通过更高的采矿收入和财政收入获得贸易顺差的意外收益，同时税收减免减轻了家庭负担，而人工智能驱动的投资维持了企业的资本支出。欧洲没有这样的抵消因素。欧元区各国政府今年迄今为止仅部署了1200亿欧元——占GDP的0.1%——德国的国防和基础设施刺激措施是唯一的消费支柱。家庭面临更尖锐、更持久的压力：能源账单占可支配收入的比例高于美国，英国和荷兰的浮动利率抵押贷款风险更高，消费者信心尚未恢复到战前水平，实际购买力将在2026年大部分时间保持压缩。对于企业而言，能源成本缓解，这在交通和石化行业尤为明显，燃料占运营成本的25-40%，直接填补了这一需求空白。定价能力是分界线：航空公司和品牌制药商可以通过附加费来捍卫利润率；汽车OEM和仿制药制造商则不能。投入成本正在下降，但工资账单在2027年仍将保持高位，上市公司现金已下降3%，至36.7万亿欧元。任何停火协议的破裂将同时使三种压力重新耦合——在家庭仍在消化第一波冲击、财政空间耗尽的同时重新点燃投入成本——鉴于欧洲能源强度更高、贸易开放度更大、没有剩余空间进行转移，欧洲将面临更大的风险。

· 对于中央银行来说，政策失误的风险自2022年以来达到最高。美联储和欧洲央行预计在下半年还将各有一次加息——美联储可能在9月，当核心CPI超过3%时，欧洲央行则可能在年底前——在需求下降为2027年下半年降息打开大门之前。两家央行都面临着时间一致性难题，因为通胀压力将迅速消退，而它们对滞后性措施的依赖性将继续为在第四季度进一步加息提供理由。在已经脆弱的家庭和公司背景下过度收紧货币政策，对于这两家银行来说都是一种可能且低估了风险的情景。但美国仍保持着更强的增长势头以吸收进一步的收紧，而欧元区的增长已经非常脆弱。

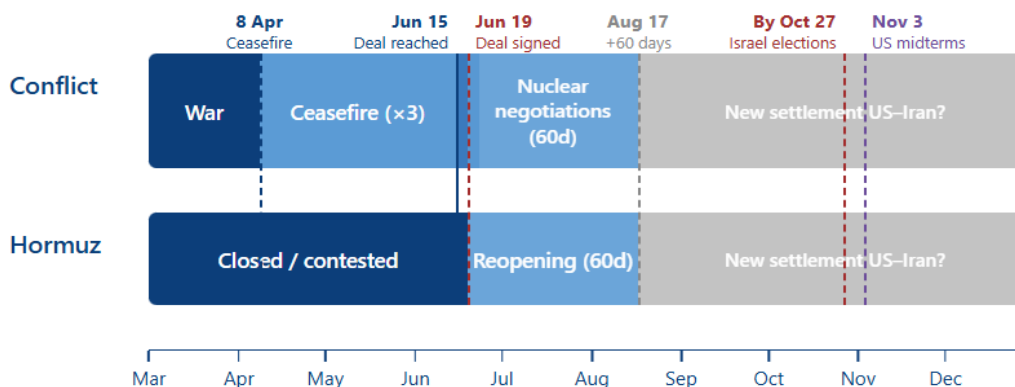
- **对于资本市场，信号是轮动和持有，而非重估。** 股票市场从未将冲突视为系统性冲击——美国MSCI指数上涨约8%，欧洲MSCI指数上涨约5%，因此，好消息带来的上行空间有限，但坏消息导致的下行空间却很大。估值位于85百分位，盈利位于92百分位（MSCI全球，20年历史）；夏末前出现5-10%的回调是合理的。在欧洲、周期性和能源敏感性行业倾斜是必要的，以应对广泛的上涨。在信贷方面，EUR IG大约在77bps，US IG大约在72bps，接近历史最低值；这笔交易保护了套利交易，而不是开启新的压缩。在利率方面，欧洲曲线的短端和中间段提供了最具吸引力的超额收益（前端约35bps，中间段约20bps），而长期端仍面临财政供应的脆弱性——牛市变陡，而非并行上涨。在私募市场，收益体现在活动上——更坚定的退出，更平滑的再融资——而非在标记上。

- **救援是呼吁，不是完全安全。** 市场提前兑现了和平红利；经济数据尚未证实这一点。通胀在好转之前将变得更糟。家庭和财政压力将持续到2026年。而且，这笔交易仍然取决于核谈判和一场多方面停火，后者有着糟糕的记录。这种不对称感令人不舒服：好消息带来的上涨幅度有限；坏消息带来的下跌则迅速、混乱且相关。反应迟缓的成本将远远超过保持谨慎的成本。

这笔交易如何影响我们的经济展望？

美国和伊朗达成了一项临时协议，协议将于6月19日签署，建立为期60天的停火，并为霍尔木兹海峡的重新开放铺平道路。经过四个月的动荡，这些动荡动摇了能源市场并促使央行重新开始货币紧缩，这一宣布标志着重要的转折点，降低了能源价格和通货膨胀的上行风险。该协议最好被理解作为一种逐步降级框架，而不是最终解决方案。它在一个多区域前沿建立了为期60天的停火，为伊朗核计划谈判和更广泛的地缘政治安排打开了窗口。一项关键规定是授予伊朗在此期间自由出售石油的临时豁免，这意味着即使在没有全面解除制裁的情况下，与当前受限水平相比，出口可能迅速增加。该协议还设想了一种逐步放宽制裁的方法，条件是遵守谈判进展。尽管具体的顺序尚不明确，但美国似乎将永久解除制裁与关于伊朗核活动的可验证承诺挂钩。这种条件性引入了重大的实施风险，因为谈判的延误或挫折可能会迅速破坏整个进程。同时，该协议正式将所有活跃前沿的降级纳入其中，包括黎巴嫩，尽管参与者本身已将这一维度识别为安排中最脆弱的元素。从能源市场角度来看，该协议包含了几项重要规定。霍尔木兹海峡预计将在6月19日清理水雷作业后重新开放，而特朗普总统在协议宣布的第一小时内表示，交通将“免费”，伊朗后来表示，它打算对通过这条水道离开德黑兰的船只收取“服务费”，这表明伊朗在海峡上仍有一定的影响力。这些费用将采取何种形式尚不清楚，但已经提出了环境费用。

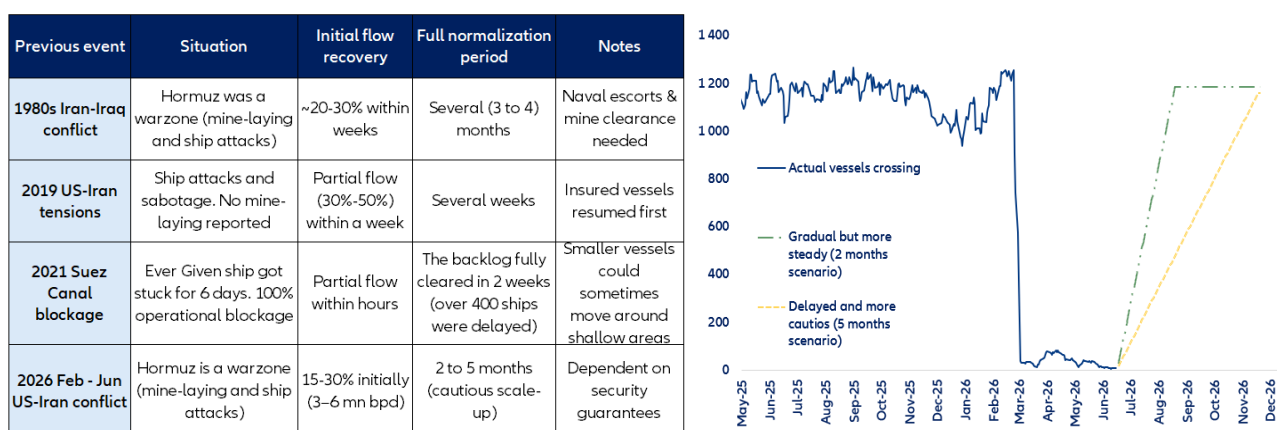
图1：至年底可能的事件时间线



来源：安联研究

需要关注哪些因素以确保交易可持续？ 协议的可持续性将取决于其在头60天的执行情况。四个指标将特别重要需要监控。首先，海上安全方面的进展，特别是扫雷作业的速度，这可能需要30至50天才能完成，以确保航道完全运营。其次，通过霍尔木兹海峡的商业交通恢复速度（船舶进出），这最终取决于对该行业的信心水平和提供给船东的安全保障。第三，战争风险保险费率和运费率的演变，这将为船东和租船人是否认为安全环境足够稳定以恢复常规运营提供早期迹象。最后，关于伊朗核计划的谈判进展以及包括黎巴嫩在内的其他地区战线的停火维护，因为这些都是支撑协议的关键政治条件。历史经验表明，信心的恢复通常比物理接入慢。在1988年伊朗-伊拉克停火后，尽管部署了美国海军护航，但商业交通需要几周时间才开始恢复，而恢复正常运营则超过三个月（见图2A）。这意味着即使在有利情景下，海峡也可能不会在第四季度之前恢复到危机前的吞吐量（见图2B）。因此，相对平静的时期可能会被短暂的动能事件打断，关键测试是这些事件是否保持可控。最终，协议的持久性将不是通过安全事件的缺席来衡量，而是通过各方防止孤立中断升级为重新关闭处理全球约五分之一石油需求的航道的能力来衡量。

图2A和2B：中东航运恢复的历史基准；以及通过霍尔木兹海峡的船舶交通恢复情景*



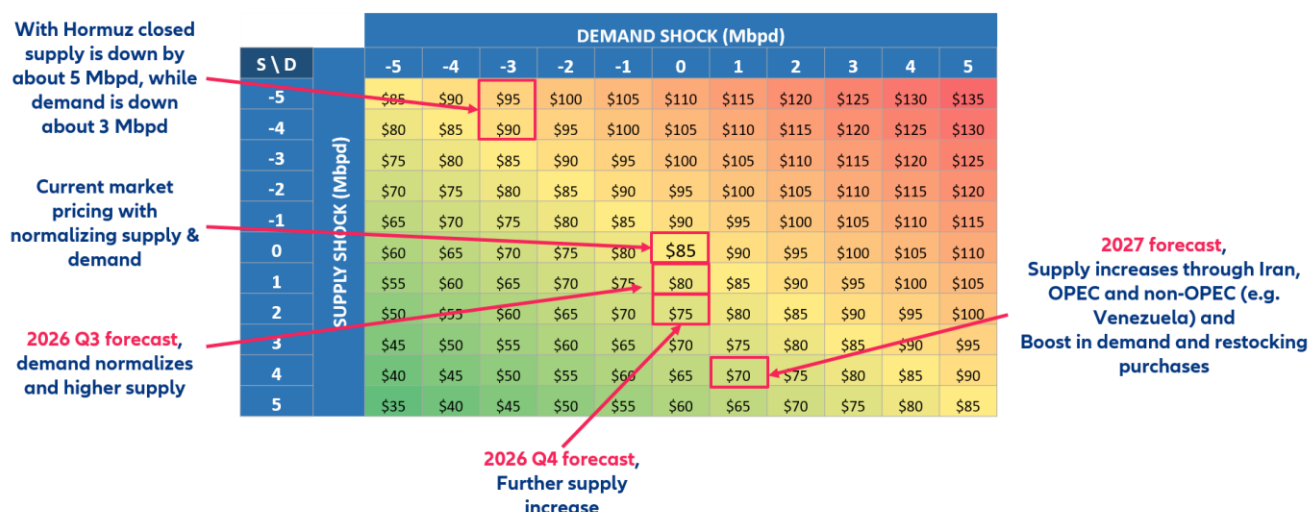
来源：彭博社，安联研究。*交通：通过霍尔木兹海峡的船只数量（7天滚动总和）

展望未来，我们认为石油和天然气贸易流将通过年底逐步实现正常化，而不是立即恢复到冲突前的状况。 这反映了现有的库存限制以及完全重启海湾地区生产和航运物流所需的时间。在此期间，流量的部分重新路由、美国、加拿大、俄罗斯和拉丁美洲的更高出口、战略储备的释放以及适度的需求破坏将继续抵消大部分供应中断。大部分有效供应缺口将在三到四个月内关闭，大约在三个月内恢复65%的短缺供应，四个月内恢复近80%。关键的是，油气管网的直接破坏缺失防止了中断演变成长期的结构性供应冲击。我们现在预计布伦特原油将在2026年第三季度平均为80美元/桶，因为初步的供应冲击部分解除。目前，市场正在消化约4-5百万桶/天的供应中断，同时大约2-3百万桶/天的需求破坏持续存在，尤其是在受供应短缺和高价影响最严重的亚洲经济体。这两种力量在第三季度相互抵消：供应的恢复看跌，但同时的需求复苏限制了下行空间。净效应是价格稳定在大约80美元/桶，因为市场重新调整到一个现在风险已消除长期霍尔木兹关闭的世界——暂时如此。到2026年第四季度，油价应进一步下跌至75美元/桶，因为供应正常化超过了需求的复苏。波斯湾地区的生产商，在连续数月的停产，急于夺回市场份额和收入，预计将恢复产量，其速度略快于消费的反弹，使季度平衡略有盈余。天然气市场状况也预计将放宽，对欧洲和

亚洲买家，我们预计2026年价格平均为43欧元/兆瓦时。我们还修订了2027年的年度平均油价预测至70美元/桶——反映出市场供应结构更加充足。大约有4百万桶/日的增量产量可能会涌入市场：伊朗产量恢复至接近高水平，欧佩克随着供应危机的过去而逐步解除剩余的自愿减产，以及来自美国和委内瑞拉的欧佩克外增长。在需求方面，1百万桶/日的增量消费抵消了部分供应激增：全球活动复苏，亚洲工业需求反弹，最重要的是，炼油厂和战略储备管理者的大规模补货为实物需求提供了持久支撑。结果是供应充足但并非“超级过剩”，将布伦特油价锁定在60年代中期至70年代中期之间，主要风险是供应增加幅度大于预期。

到 Hormuz 海峡（进出）的运输和石油天然气生产的全面恢复（年底）时，缓解因素将继续发挥作用，即需求的破坏有助于减缓全球储备的枯竭，而财政支持措施将旨在缓冲通货膨胀的冲击。需求破坏正逐渐帮助市场重新平衡。目前，石油需求破坏正在以大约每日250万桶的速度运行，尽管这很大程度上反映了中东冲突升级后的即时影响。假设从六月开始逐渐恢复开放并在此后的四个月内恢复正常贸易流，平均需求破坏将会降至每日40万桶，对于2026年全年来说，整体上与全球减速而非衰退情景大体保持一致。

图3：基于供需冲击的布伦特价格预测



来源：安联研究

好消息是，这次能源冲击的传播不会全面，其中包含此次危机的滞胀味道。最快的传递通常发生在制造业和服务业投入价格以及能源相关的生产者价格中，影响在最初的冲击后约两到六个月内达到顶峰。在接下来的六到十二个月内，随着企业将更高的能源和运输成本通过供应链传递，通货膨胀压力逐渐扩大，推动中间产品和消费品生产者价格以及工业和零售销售价格上升。最持久的影响可能是避免的，即核心通货膨胀、消费品价格、通货膨胀预期和谈判工资的上升。

在美国，我们仍然预期国内生产总值（GDP）增长将保持稳定（增长+2.0%），得益于积极的财政政策、强大的人工智能相关投资和正面的财富效应。美国作为净能源出口国，其经济从贸易条件冲击中受益，支持了总收入的增长，采矿部门的收入增长惠及一些家庭和政府，通过增加收入。然而，通胀的上升对美国家庭来说是一个净负面因素，其二季度总实际可支配收入下降，但财政政策支持，2026年上半年税收减免提供了一定的部分抵消。此外，强劲的股票估值鼓励家庭减少储蓄，以平滑他们对非能源项目的支出。同时，在企业方面，资本支出意向依然稳固，在人工智能相关业务设备和软件的强劲需求下。由于充足的天然气供应和低能源成本，人工智能建设和制造业产出相对不受全球高能源价格的影响。

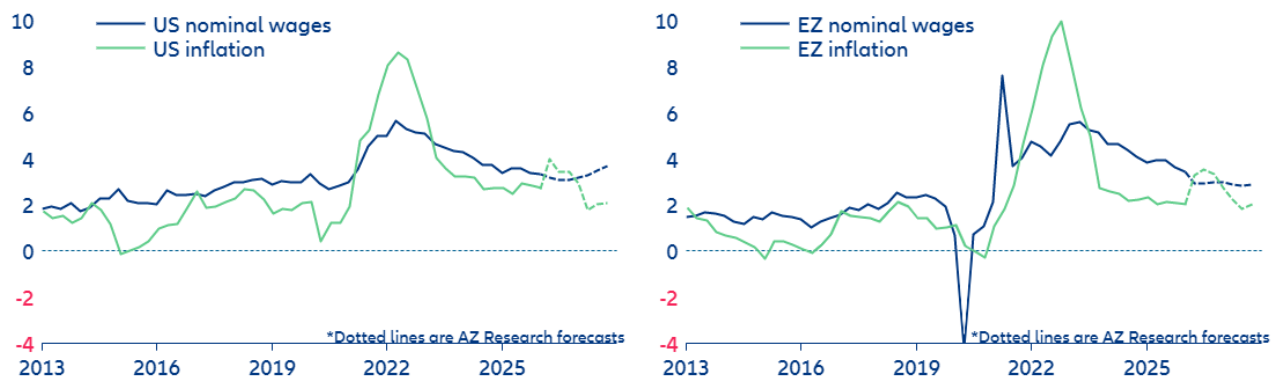
工业电价虽受全球电子行业供应链瓶颈影响而令人担忧，但近期商业调查显示，美国制造业部门扩张可能在未来几个月持续。在通胀方面，我们预计2026年名义CPI将增长3.3%。能源通胀预计将从6月开始下降。然而，与中东危机前水平相比，更高的能源价格以及全球供应链紧张程度的逐渐缓解，可能会推高核心价格。我们预计核心CPI通胀将在10月超过3%，从5月的2.8%上升。在这种核心通胀上升的环境下，我们预计美联储将在9月通过提高25个基点的利率来重申其反通胀立场。

欧洲承受了霍尔木兹冲击的重击，以更缓慢的增长和通货膨胀的上升作为成为净能源进口国的代价。与美国和亚洲不同，欧元区无法通过人工智能驱动的投资繁荣来抵消拖累——该地区缺乏目前在其他地区推动资本支出的大型科技领军企业。能源冲击对欧洲工业的打击尤为严重，这加剧了输入成本，压缩了利润空间，正如5月份欧元区综合采购经理人指数进一步恶化至47.5所证实，服务行业——因更多暴露于伊朗冲突的信心影响——急剧萎缩。在输入和输出两端都在积累价格压力的同时，即使增长放缓，这也加强了实行更加紧缩的货币政策的理由。德国是一个部分例外：国防和基础设施中注入的财政刺激措施提供了短期的支持，一季度国内生产总值环比增长+0.3%（爱尔兰除外），得益于强劲的出口和更高的政府支出，而德国的综合PMI基本稳定。相比之下，法国的综合PMI在5月份下跌至43.5，为2020年11月以来的最低值。

在中国，我们继续期待一个强劲的经济，主要由出口和高科技制造业带动，而国内需求因房地产部门的持续压力和疲软的消费信心仍然疲弱。

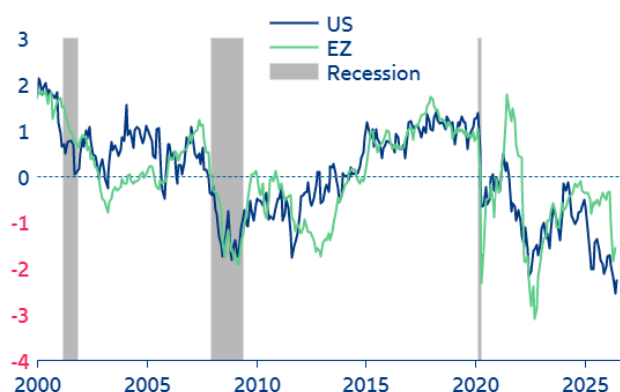
我们预测2026年增长率为4.7%，2027年为4.4%，并维持对2026年1%和2027年1.2%的通货膨胀预测。随着美国-伊朗协议将使石油供应逐渐返回亚洲市场，我们的通货膨胀预测的短期逆风似乎有所缓和。然而，随着条件恢复正常，我们仍预计短期内适度通胀压力将持续。我们预计中国人民银行将继续保持观望至2026年，因为通胀率将保持在2%的政策门槛以下。虽然美国-伊朗协议将减轻输入价格的通胀压力，但中国工业生产者价格指数（PPI）正增长对通胀的影响将继续在接下来的几个季度内显现。生产商与出口价格之间的典型传导滞后意味着一些适度的传递可能仍有可能。因此，我们仍预计中国出口商的价格竞争力将略微下降，而目标市场可能看到一些可控的通胀外溢。作为中国制造商品的领先出口国，中国继续从对清洁能源设备和人工智能硬件的强劲全球需求中受益。然而，贸易逆风仍然是不确定性的来源。美国已暗示，在7月下旬实施针对强制劳动实践的301条款，可能征收12.5%的关税，而几项额外的调查仍然开放。结合人民币持续升值和地缘政治紧张局势的加剧，关税不确定性可能会挑战中国出口商的势头。

图4：通货膨胀超过工资，导致购买力暂时下降



来源：伦敦证券交易所集团数据流，安联研究

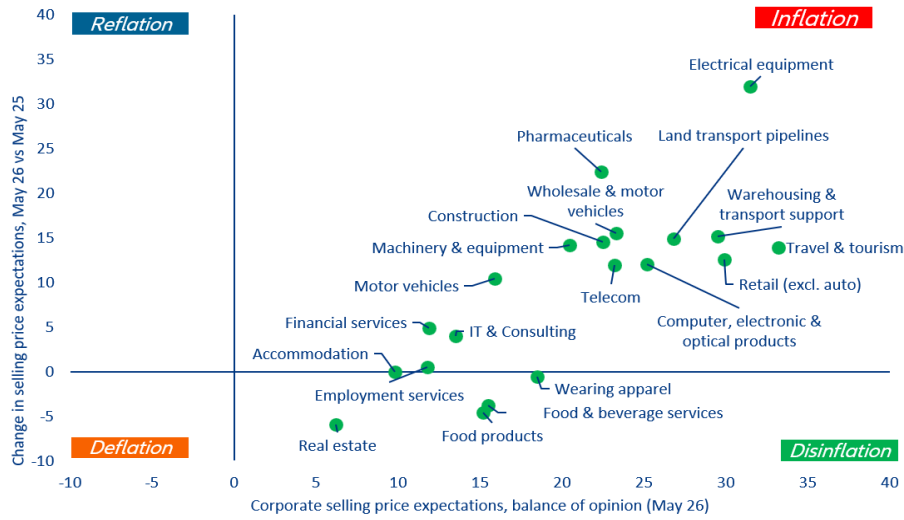
图5：欧洲和美国的消费者情绪显著下降



来源：伦敦证券交易所集团数据流，安联研究

在企业层面，逐步重启确实是一种缓解，但定价能力仍然是可能导致交易破裂的分界线。 能源价格的缓和缓解了通过四个渠道传导到资产负债表的挤压，即更高的能源成本、物流中断、投入成本通胀和需求疲软。首先受到影响的是运输和石化行业，其中燃料占运营费用的25-40%，随着原油回归正常，这些行业将最大程度受益。缓解作用不均，由传导能力决定：航空公司（燃油附加费和辅助费）、化肥生产商和品牌制药商可以保持价格稳定，而半导体行业受到人工智能需求的支撑。然而，汽车原始设备制造商、计算机硬件和仿制药制造商实际上没有定价权，从更便宜的能源中获得的最小利润空间。总体而言，现金储备依然稳固，上市公司现金在2025年下降3%至36.7万亿欧元，非金融部门弹性更大，下降1%，尽管流动性集中在人工智能基础设施和防御/能源安全领域，而能源、医疗保健和房地产则持续侵蚀。然而，企业在成本方面的缓解在收入方面却遇到了一些逆风：家庭实际购买力可能在2026年大部分时间保持压缩状态，这种压缩本身就会对收入增长和利润扩张造成直接影响，而更便宜的能源本应允许利润扩张。预计欧元区和美国的消费者价格指数（CPI）将在2026年第四季度达到峰值，因为能源的传导仍在通过公用事业账单和供应链发挥作用。家庭仍处于防御状态：储蓄率有所上升，美国信用卡违约率上升，欧元区消费者信心尚未恢复到战前水平。对于企业而言，实际后果是在价格权力名义存在的地方也会受到挤压。因此，利润计算看起来不如能源线本身所暗示的那样清晰：投入成本正在缓解，但工资单可能到2027年仍将保持高水平，这意味着2026年第四季度的CPI峰值标志着转折点，而不是运营成本结构的即时缓解。再次强调，欧洲的暴露更为严重：家庭能源账单占可支配收入的比例高于美国，在浮动利率结构占主导地位的英国和荷兰等市场，抵押贷款重新定价更为直接，在2022-2023年支出之后，通过转移支付缓解挤压的财政空间更加有限。与本文其他部分一致，谨慎的态度是这种缓解是可逆的：如果停火失败，关闭时间超过六个月，现在仅扩散到纸浆和纸、汽车零部件等周期性行业的投入成本通胀将重新加剧，定价权本身也将开始侵蚀，将利润挤压转回收入收缩，鉴于更高的能源强度、更大的贸易开放和更小的财政空间，欧洲的暴露将比美国更大。

图6：欧元区企业销售价格预期，2026年5月与2月对比



来源：欧盟统计局，安联研究

图7 - 行业短期定价能力评估

行业	美国	欧元区
运输		
航空公司	✓	✓
运输	⚡	⚡
道路	⚡	⚡
运输设备		
航空与航天	✓	✓
卡车	✓	✓
造船	✓	✓
化学品		
石化产品	✗	✗
基础无机物 (肥料)	✓	✓
聚合物 (塑料)	⚡	⚡
专用化学品	✓	✓
药品		
大型制药企业 (品牌药)	✓	✓
Generics	✗	✗
纸张与纸张		
圆形纸	✗	✗
纸质包装及纸板	⚡	⚡
卫生纸及卫生用品	⚡	⚡
机械与设备		
工业与机器人技术	✓	✓
建筑施工机械	⚡	⚡
农业机械	⚡	⚡
建设		
基础设施 / 土木工程	⚡	⚡
住宅	✗	✗
汽车行业		
车辆	✗	✗
零件及附件	⚡	✗
轮胎	✗	✗
电子与电信硬件		
半导体	✓	⚡
计算机：高端/低端机型	⚡ ✗	⚡ ✗
智能手机：高端/低端机型	⚡ ✗	⚡ ✗
家用设备		
家用电器	⚡	⚡
家具	✗	✗
纺织品		
服装 - 高端/非高端	✓ ⚡	✓ ⚡
鞋类	⚡	⚡
配件	⚡	⚡
零售		
食物	✓	⚡
非食品	⚡	⚡

✗	无定价权
⚡	温和的定价能力
✓	强大的定价能力

来源：安联研究

资本市场的影响是什么？

中东局势缓和为利率超常表现创造了空间。 曲线的短端和中部最为引人注目，增强斜率和持续时间的主张在那里最为有力。利率重新定价的动力来自大西洋两岸不同的力量，这决定了最具吸引力的机会所在。

在欧洲，重新定价是由通货膨胀驱动的，这意味着降级情景和更低的能源价格将直接冲击根本原因。在上一周的欧洲央行加息之后，市场仍然预计年底前还将有一次加息。一项持久的和平协议加上更低的油价可能会让欧洲央行有信心维持现状。目前，我们的基准情况是再次加息一次，总体上与市场预期相符。但上行空间是真实的，未来一到两年，在曲线腹部的35个基点左右，比远期高出20个基点。

美国的情况则更为复杂。重新定价仅部分由通货膨胀驱动，同时也反映了美国力量的恢复和美国例外主义的回归，一个持久性的协议可能会放大而不是解除这种情况。前端存在大约25个基点的超额表现潜力，因为降级可能会使美联储在超过12个月的市场定价加息时保持观望，尤其是如果由人工智能驱动的生产力去通货膨胀开始显现。我们的基准情景仍然预测在2026年进行一次加息，但风险倾向于再次排除这种可能性。对于美元曲线的超额表现不如欧元曲线清晰，因为在较低的能源下，增长和例外主义支撑不会机械性地反转。

一项重要的近期不确定性在于，即将到来的由新任主席沃什主持的联邦储备会议，这可能掩盖或抵消任何和平协议反应的影响。欧洲央行和联邦储备银行都明确地依赖于数据，能源价格冲击的通货膨胀影响已经显现——包括重新通胀正在扩展到能源之外的早期迹象。在这种背景下，无论地缘政治背景如何，两家央行都不太可能超越数据采取行动。然而，风险偏好有所偏差，欧洲央行冒着基于过时数据的滞后期错误（加息过多）的风险，而联邦储备银行则冒着在新领导层下无论地缘政治如何都可能进行政策转变的风险。

断裂带是长长的末端：即使达成交易，美国的结构性通胀和财政供应仍使长期收益率面临风险，因此曲线陡峭化而非平行上涨的可能性更大，这可能是令人失望的部分。尽管如此，美国的TIPS相较于EUR连结券更具吸引力，考虑到结构性通胀动态以及美国和全球利率的上升风险，对全球长期利率保持谨慎仍然是必要的——即使在能源流动正常化的情景下。

在股票市场，降级有助缓解，但不太可能引发新一轮大幅上涨，因为最大回撤不到-10%，股票市场从未将冲突视为系统性冲击。 6月14日的美伊协议减少了显而易见的下行风险之一，但这仍然是一个局部的、脆弱的地缘政治逆转，而不是全面和平协议。这种区别很重要，因为市场的起点已经相当强劲（截至6月12日，MSCI美国指数自伊朗战争开始以来上涨了约8%，MSCI新兴市场指数上涨了约6.5%，尽管MSCI欧洲相对落后，但仍然上涨了5%）。换句话说，股票已经看穿了冲突，因为盈利、AI领导力和风险偏好比地缘政治更重要。这里的收益是缓解，而不是重新评估。我们第三季度的石油基准价80美元/桶，第四季度下降至75美元/桶，2027年平均为70美元/桶，反映了供应逐步正常化，消除了通胀和利率恐慌情景，而不是创造了积极的推动力。这应该支持欧洲、周期性行业、运输、航空公司和能源密集型行业，这些行业曾承担适度的战争折扣，并降低了政策失误的可能性。然而，在这个阶段，市场并没有扭转战争折扣，它只是在消除大部分仍然存在于商品中的部分尾部风险。如果达成协议，我们预计将出现整合而非广泛上涨，缓解将惠及欧洲、周期性行业和承担折扣的能源敏感行业，而不是整个指数。分界线朝相反方向延伸：因为冲突从未被定价为系统性冲击，所以好消息的折扣空间很小，但坏消息的跌幅空间很大，如果停火破裂，这将导致市场走势不对称和受头条新闻驱动。这发生在市场已经定价过于雄心勃勃的背景下，估值处于85%分位数，盈利增长处于92%分位数（MSCI世界指数，20年历史），几乎没有上涨空间。在这种情况下，保持敞口，仅非常缓慢或偶然地增加战略风险，并专注于以适中的成本进行滚动对冲，继续提供最佳的风险回报。从配置角度来看，更广泛的风险资产（包括信贷）的关键风险不仅仅是协议可能破裂，还有早期冲击对增长、通胀预期和利率的第二轮影响。显著的向下调整可能会扭转盈利调整势头，并轻易在夏季将股票拉低5-10%。以AI为主导

热情推动股市创下新高，关注点转向业绩：任何关于货币化或持续资本支出的失望都可能引发新的波动。上周甲骨文30%的波动为市场如何应对此类消息提供了一个高速的缩影——尽管从整体市场来看，这种反应可能会更加温和，就像我们可能在2025年底看到的那样。

对于信用，新闻保护了套利交易，而不是开启一个主要的新扩散紧缩阶段。 信用评级甚至比股票市场更明确地表示，这并非资金冲击的定价。欧元IG保持在77个基点，美国IG保持在72个基点，两者都已接近历史最低点。同样，欧元高收益债（B B/B）约为213个基点，自战争开始以来已收紧约19个基点。这并非市场担忧重大地缘政治信用事件的迹象。这是对carry需求强劲、盈利能力坚韧以及再融资市场仍开放的迹象。因此，降级是有益的，因为它降低了油价飙升、利率波动和信心冲击的风险。但在这些利差水平上，最现实的影响是利差支持而非强烈压缩。在最终解决方案上，我们预计只会从已经紧张的级别出现有限的进一步收紧，利差将保持稳定而非实质性压缩。分界线正是这些紧张的水平：当利差接近历史最低点时，几乎没有缓冲，因此如果宏观或利率担忧回归，风险将严重偏向于扩大，高收益债将首先感受到。在高收益债内部，B-和BB-评级之间的区分保持在十年高点（2.1倍比率），这表明在carry追逐中存在一些谨慎。随着宏观波动性下降，IG应保持良好需求，而高收益债应继续从风险偏好和更高利率中获益，但也将保持脆弱，因为如果停火失败或石油风险再次出现，错误的空间将很小。在这种情况下，我们保持对下行风险的警觉，同时也逐渐和有选择地拥抱carry机会，因为投资组合已经期待更多明确性以实施需求。在这种脆弱且耗时漫长的展望中，carry资产仍然优于价格增值资产。具体到信用方面，在需求驱动的市场中，关注的焦点较少在于基本面——基本面仍然大致平均——而更多在于技术面。强劲的资金流入继续将利差锚定在低水平，但也增加了比正常周期中基本面所暗示的更突然逆转的风险。我们关注的领域包括评级范围内的任何进一步分化，B/BB段达到新高（<2.5倍），以及技术发行中出现疲劳的迹象，如投标覆盖比率低于3倍、新发行让步低于20个基点、损耗率上升超过1/3，可能表明正常化开始。

最后，对于私营市场，临时协议可能会提高流动性和交易信心，但它并非估值重置。 相关的关键锚点在于公共股份和流动信贷恢复了大多数战争相关的损失，因此它们没有显著的战争折扣需要抵消，因此这个走势是力学问题，而非价值标记问题。其影响是实际的，并且通过三个渠道传导。首先，更为稳固且重评的公共比较基准，尤其是能源基础设施和电网/电力承包领域，该领域上市公司的EV/EBITDA溢价达到历史水平，并仍在形成整合浪潮，为私募股权提供了一个更清晰的退出和估值参考点，从而缓解了停滞在 sponsor 在手未售公司和大量现金储备下的退出和IPO讨论。第二，具有弹性的信贷市场和消退的油价及利率波动尾部支持着再融资，允许赞助者清理待处理的债务融资和重置。第三，较低的能源尾部风险改善了工业、物流、消费服务业及与交通运输相关资产的边际盈利展望，因为在顶峰期，燃料已占用其25-40%的运营成本。在这些因素作用下，私募信贷也将从较低的违约尾部风险中获益，但与流动性信贷一样，借贷利差已经受到压缩，中位数的直接借贷利差已从2023年初的大约700个基点降至约500个基点，因此预计回报影响将会较为适度。基础设施和房地产预计将受到混合但总体稳定的推动，低能源波动性有助于公用事业、承租人以及运输资产，降低石油通货膨胀路径也为利率敏感性房地产和住宅建设的利率下调提供了空间，尽管在冲突期间重新评估的能量安全及相关国防的溢价将在一定程度上软化，同时，无论怎样结构性的数据中心和电力化驱动电网的铺设工程都在继续。在现实中，我们期待这次动作用活跃的交易，而不是市值变化体现出来，交易流程、退出和再融资将逐渐回暖，而不仅仅在于价值的再次评定。

关注的重要穴位。 每个以上的建设性呼吁都是有条件的，这种条件性本身就是一个信息，这是一种半心半意的重启，而不是稳固的和平，而这种缓解依赖于一项和平协议，该协议仍然建立在伊朗核计划的未决谈判以及包括黎巴嫩在内的所有战线的停火轨道上。

失败的缓和和尝试记录表明它可能会迅速瓦解。因为市场从未充分评估战争，所以在好消息的推动下，股市上涨幅度有限，而在坏消息的影响下，反转的空间很大，因此风险特征不对称，任何挫折的反应很可能会迅速且无序，而不是逐渐的。在这种情况下，不履行协议、海峡再次关闭、央行审查缺失或美元资金收紧都不会孤立出现，而是一次性将石油、利率、信贷和股市重新耦合，将有序的正常化转变为急剧、关联性的下降。因此，我们将基准情况视为建设性的，但也是暂时的，因为它需要对围绕石油、波动率、信贷利差和长期利率的早期预警信号进行密切和持续的监控。简而言之，救济是呼声，但并非一切安然无恙，反应迟缓的成本将远大于保持谨慎的成本。

这些评估始终受以下免责声明约束。

前瞻性声明

本文件中的陈述可能包括前景、对未来预期的陈述以及其他基于管理层当前观点和假设的前瞻性陈述，并涉及已知和未知的风险和不确定性。实际结果、表现或事件可能与所述内容有重大差异。

或在此类前瞻性陈述中隐含的。

此类偏差可能源于但不限于：（一）一般经济条件和竞争状况的变化，尤其是在安联集团的核心业务和核心市场；（二）金融市场表现（尤其是市场波动性、流动性和信用事件）；（三）保险损失事件的发生频率和严重程度，包括自然灾害，以及损失费用的增长；（四）死亡率和发病率水平及趋势。

(v) 持续性水平，(vi) 特别是在银行业务中，信用违约程度，(vii) 利率水平，(viii) 货币汇率，包括欧元/美元汇率，(ix) 法律法规的变化，包括税法规定，(x) 并购的影响，包括相关整合问题和重组措施。

并且 (xi) 一般竞争因素，在每个案例中均基于当地、区域、国家以及/或全球层面。许多这些因素可能因为恐怖主义活动及其后果而更可能发生，或者更加明显。

无更新义务

该公司不承担更新本文件任何信息或前瞻性声明的义务，除非有法律要求必须披露的信息。