



宏观专题研究报告

宏观专题报告
证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵宏鹤（执业 S1130524120007） 分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

zhaohonghe@gjzq.com.cn

songxuetao@gjzq.com.cn

霍尔木兹海峡争夺战

7月12日，伊朗再次宣布关闭霍尔木兹海峡，起因是7月8日伊朗袭击了尝试在海峡靠阿曼一侧通行的商船，随后美军针对伊朗目标发动了多轮打击。实际上，从冲突第一天开始，伊朗就在限制海峡流量，至7月10日已经下滑至6月18日签署谅解备忘录之前的水平。与4月上旬停战以来的象征性冲突都不相同，这一轮冲突的非凡意义在于可能决定霍尔木兹海峡控制权的归属。由于美伊在此议题上存在难以调节的矛盾，本轮冲突的强度和时长可能会超出市场预期，即便冲突的强度在可控范围内，海峡复航依然可能迁延日久，直到通胀风险和民调压力回升到特朗普难以承受的程度。对于市场来说，如果未来几周油价和通胀风险明显回升，沃什可能无法在9月议息会议说服美联储委员，导致加息落地。

风险提示

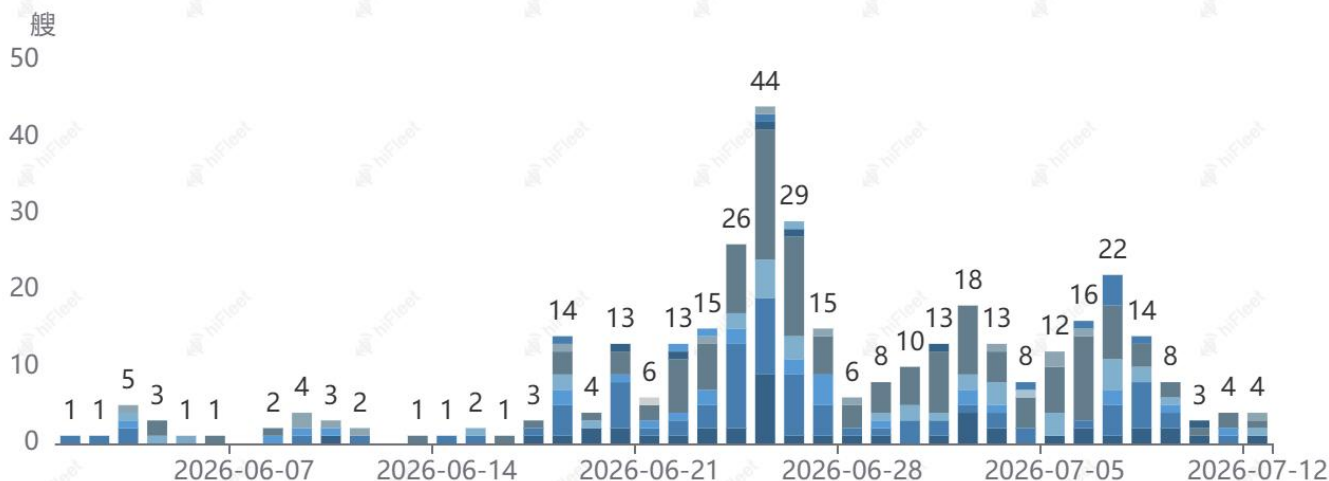
1) 中东地缘形势错综复杂，美伊军事冲突有小概率会大幅升级甚至重新失控；2) 如果事态升级，胡塞武装有可能介入，给曼德海峡和全球航运带来更多风险。



时隔一个月，霍尔木兹海峡再度关闭。7月12日，伊朗再次宣布关闭霍尔木兹海峡，起因是7月8日伊朗袭击了尝试在海峡靠阿曼一侧通行的商船，随后美军针对伊朗目标发动了多轮打击。实际上，从冲突第一天开始，伊朗就在限制海峡流量，至7月10日已经下滑至6月18日签署谅解备忘录之前的水平（<5艘/天）。

与4月上旬停战以来的象征性冲突都不相同，这一轮冲突的非凡意义在于可能决定霍尔木兹海峡控制权的归属。由于美伊在此议题上存在难以调节的矛盾，本轮冲突的强度和时长可能会超出市场预期，即便冲突的强度在可控范围内，海峡复航依然可能迁延日久，直到通胀风险和民调压力回升到特朗普难以承受的程度。对于市场来说，如果未来几周油价和通胀风险明显回升，沃什可能无法在9月议息会议说服美联储委员，导致加息落地。

图表1：霍尔木兹海峡通行量自7月8日开始回落至低位



来源：hiFleet，国金证券研究所

1.本轮美伊冲突的本质是争夺霍尔木兹海峡控制权，这意味着双方的对抗不会轻易结束，对抗强度、持续时间可能都会是4月上旬停火以来最强的。

海峡控制权一直是美伊冲突的核心议题。2月底战争爆发后，随着推翻伊朗政权等战略目标逐个熄灭，过去几个月特朗普政府几乎唯一的目标就是想尽办法打通海峡。3月放弃夺岛登陆战，4月上旬与伊朗协商停火；4月启动海上封锁，尝试以经济压力迫使伊朗妥协；5月启动海军护航，依然收效甚微；进入6月，原油库存持续消耗，特朗普无奈签订谅解备忘录，换取伊朗主动开放海峡。

谅解备忘录的留白给本轮冲突埋下了伏笔。《谅解备忘录》主要聚焦于军事停火、解除封锁和制裁以及60天的核谈判，没有明确海峡安排。根据备忘录，伊朗仅承诺尽力确保商船在60天内免费安全通行，同时将与阿曼和其他海湾国家协商，以确定海峡的长期安排。由于海峡在阿曼和伊朗一侧均可通行，伊朗收费的和平选项是与阿曼协商，但囿于国际压力，作为中立国的阿曼很难与伊朗协同，美军也一直在引导船只从阿曼通行。因此，伊朗选择袭击从阿曼通行的商船，迫使大部分商船从伊朗通过，强行实现对海峡的管理。

双方在此议题上存在难以调和的矛盾。伊朗视海峡控制权、收费权为战利品，既然历史已经证明特朗普政府难以强行打通海峡，必然会强烈索取控制权，本轮冲突就是要把控制权坐实。而对于特朗普来说，即便达里奥所说的“海峡控制权是关于全球格局的终极决战、是美国霸权和美元根基的试金石”存在夸大成分，这至少会成为特朗普政府的巨大政治包袱，因此断然不会轻易拱手相让。



图表 2: 伊朗革命卫队公布的穿越霍尔木兹海峡路线



来源: BBC, 国金证券研究所

2. 鉴于各方的原则和处境，本轮冲突演变为大规模军事冲突的概率不高，但海峡复航依然可能迁延日久，使油价面临回升风险。

特朗普的首要任务仍然是中期选举。上半年的经验已经表明，特朗普无法负担夺岛登陆战带来的重大伤亡风险，而且近期美国海军在伊朗周边的部署力量有所减弱，福特号航母已经返回美国，搭载 31 海军陆战队的的黎波里号近期也离开阿拉伯海驶向印度洋。因此，宁可签署备忘录也要逃离的特朗普，军事上重新深度卷入伊朗事务的意愿非常有限。

但如同上半年，虽大规模军事冲突仅持续了一个多月，海峡封锁持续了三个多月，冲突可控不代表海峡会很快复航。

哈梅内伊的葬礼仪式结束是一个关键时点。对于革命卫队官员来说，这场仪式既是团结伊朗民众和什叶派穆斯林的宗教盛事，更具有关乎权力传承的政治色彩，是此前的首要事项，因此愿意搁置海峡问题以换取仪式顺利举行。而就在 7 月 8 日伊朗境内仪式结束、哈梅内伊灵柩运往伊拉克的当天，革命卫队立刻对海峡商船发动袭击，足见其已无忌惮。接下来，伊朗有大把精力可以耗在海峡问题上，可以持续把海峡封锁作为胁迫特朗普政府的手段。

相比之下，特朗普这边虽然是时间不等人，面对丢失海峡控制权的历史包袱，也不得不再一次想尽办法，包括重启对伊朗的海上封锁、石油制裁、武力护航等等，直到通胀风险和民调压力回升到难以接受的程度。

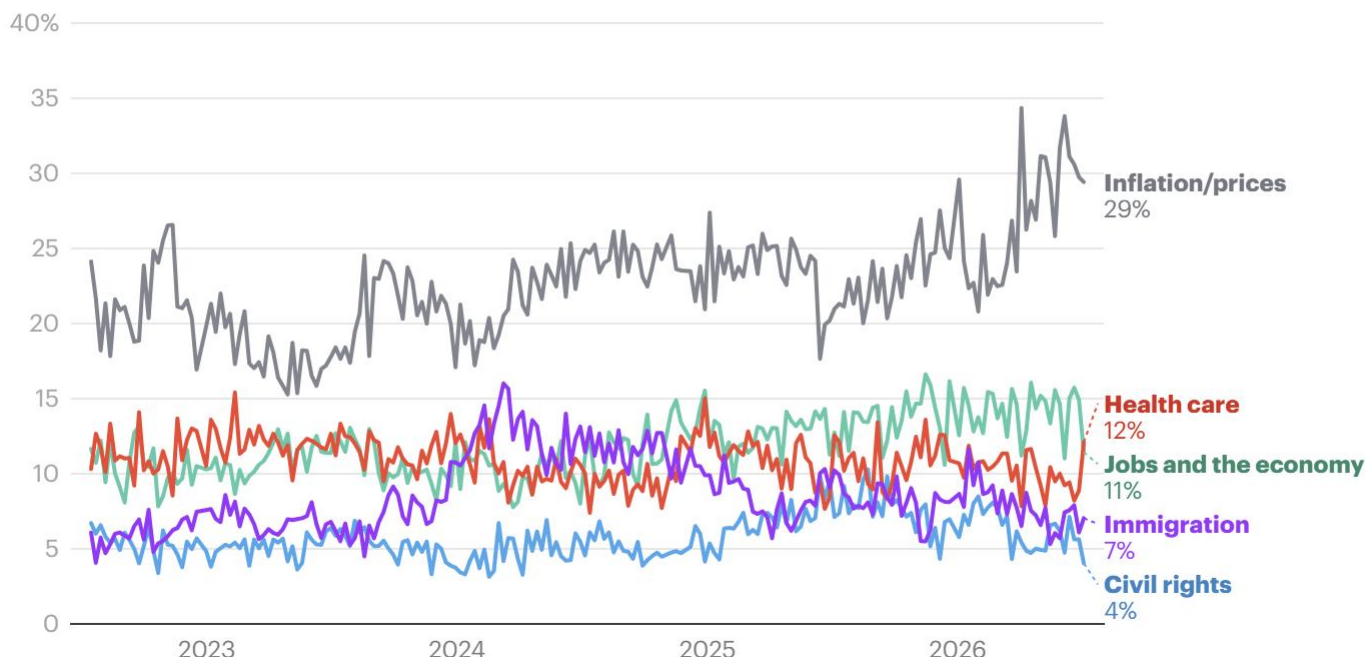
这一过程可能需要几周时间，对于市场来说至关重要。目前市场定价美联储 9 月至少加息 1 个 25BP 的概率超过 70%，如果未来数周油价和通胀压力重新回升，则需要关注沃什难以说服美联储委员、导致 9 月加息落地的风险。



图表 3: 美国民众认为最重要的议题是通胀/物价

Americans' most important issues

Which of these is the most important issue for you? (% of U.S. adult citizens)



来源: YouGov, 国金证券研究所

3. 谁将赢得海峡争夺战？ 预计形势对伊朗有利，最终美国不会承认伊朗对海峡的控制权，伊朗也无需国际承认，而是会塑造大部分商船从伊朗一侧通行的客观现实。

美伊围绕海峡控制权的争夺，与过去几个月的故事并无本质不同，双方比拼的不是武器多先进、轰炸多猛烈，而是耐力、韧性，以及政客对战争成本的耐受力。

中选当前，特朗普在这些方面都处于劣势。 美伊停火、油价回落之后，特朗普的民调没有继续下滑，但也没有回暖，物价仍然是民众最关心的议题。目前 Polymarket 定价共和党至少丢失众议院的概率是 85%，被横扫的概率超过 40%。距离中选只有三个多月，无论是特朗普的选举压力，还是他面对伊朗所能采取的手段，都没有比之前的处境更好。

即便到中选之后，特朗普也很难卷土重来。 一旦共和党至少丢失众议院，在第二任期丢失国会控制权的总统，内政和外交影响力都将大幅减弱，届时即便特朗普想要重返伊朗，其所能调动的政治资源也会大打折扣，美军在中东所面临的处境也不会比现在更好。

实际上，如果共和党丢失众议院，特朗普后面两年恐怕要在两件事上多花费不少精力。一是特朗普家族的未来安排，包括商业帝国和政治传承；二是民主党人对特朗普的弹劾诉讼，民主党只需要众议院的简单多数票即可对特朗普发起弹劾，虽然弹劾成功的概率不高（需要参议院三分之二以上票数），足以给特朗普制造不少麻烦。



图表 4: 共和党至少丢失众议院的概率为 85%



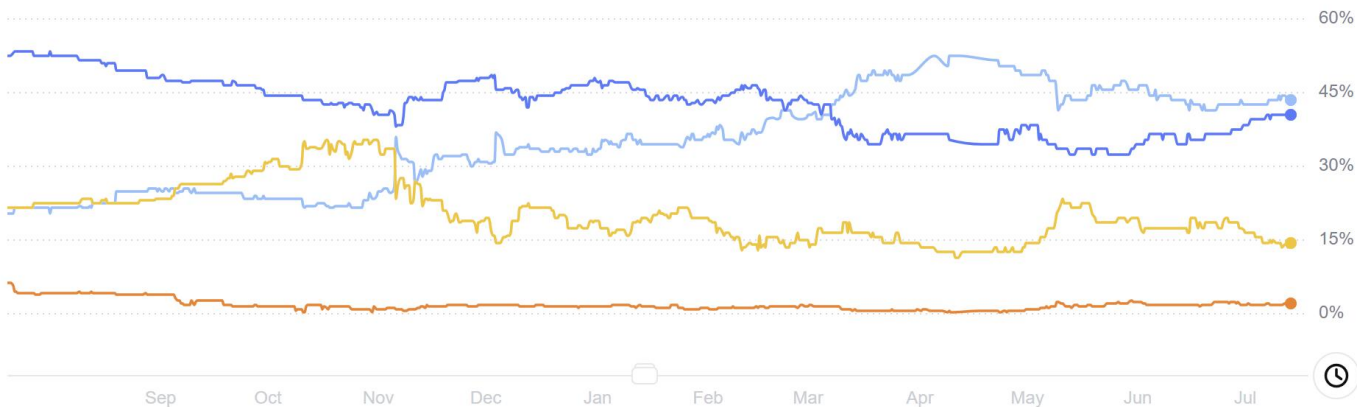
Politics · US Election

Balance of Power: 2026 Midterms

</> 🔗 📌

● Democrats Sweep 44% ● R Senate, D House 41% ● Republicans Sweep 15% ● D Senate, R House 2.0%

Polymarket



来源: Polymarket, 国金证券研究所

风险提示

- 1) 中东地缘形势错综复杂，美伊军事冲突有小概率会大幅升级甚至重新失控；
- 2) 如果事态升级，胡塞武装有可能介入，给曼德海峡和全球航运带来更多风险。



特别声明:

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

国金证券股份有限公司) 所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 5 楼

北京

电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳

电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究