

TACO 或是不稳定的，战火随时可能重启

——美以伊战争走势及其对资产价格影响

投资要点

- **美以伊战争如何演绎？对资产价格有何影响？**
- **研究背景：**本报告以 2026 年美以伊军事冲突为研究核心，整合宏观战略分析、历史商品价格数据及 A 股行业实证三个维度，系统评估地缘冲突对能源商品和权益资产的定价影响。
- **冲突特点：当前停火协议（TACO）或是不稳定的，战火随时可能重启。**
总的来看，美以伊冲突具有持久性、非线性、反身性、间歇性等特征。当前停火协议（TACO）不稳定，战火随时可能重启。以色列对寻求自身绝对安全，决心彻底解决伊朗对以色列的威胁；相比之下，特朗普更加重视寻求对伊的“胜利”本身，使其成为重要的政治遗产；而伊朗则通过“以打促谈、拖延消耗”的策略加以应对。
- **战略层面：油价持续上行可能触发外交压力、打开谈判窗口。**
战略层面，本次冲突呈现三大独特矛盾：伊朗封锁霍尔木兹、美国反封锁形成“双重封锁对峙”，属史无前例的对抗形态；核因素使冲突超越传统地区战争范畴，威慑逻辑被根本性改写；全球绿色转型趋势叠加美国页岩革命，削弱了油价冲击向国内经济的传导，使本次冲突的经济影响烈度有别于 1970 年代。谈判前景的核心变量在于霍尔木兹通航何时恢复：一旦油价持续上行将触发全球外交斡旋压力，谈判窗口有望打开。
- **大宗商品层面：尿素超越原油成为本轮增幅最大的商品。**
大宗商品层面，基于月度数据，以事件前一个月末为基准进行量化分析。核心发现：尿素超越原油成为本轮增幅最大的商品，反映霍尔木兹封锁对甲醇/BTEX 等化工原料运输的阻断效应——这一化工产业链传导维度在历史上三次石油危机中均不存在。黄金避险涨幅远低于第二次石油危机，主要源于美联储缩表预期压制避险资产需求。工业金属整体承压，与全球制造业 PMI 收缩相关，印证其作为全球经济预期代理变量的定位。
- **A 股行业层面：农林牧渔和煤炭板块在历史冲击中持续正收益。**
A 股行业层面，基于 GPR 指数与中信行业指数的联合分析，识别出地缘冲击下 A 股的分化结构：农林牧渔和煤炭板块在历史冲击中持续正收益，能源安全+农产品通胀构成双重复利；出行链（航空/景区）和出口链以及工业金属链表现出一定脆弱性；前期涨幅过大的板块（有色、国防军工）对风险的更加敏感。
- **投资建议：中长期 A 股长牛方向没有发生改变。消费板块有望迎来估值修复。**
当前市场对短期信息和噪音给予过高权重，而非根据中期逻辑和趋势定价。原因在于中期趋势不明朗，导致短期事件被过度交易，波动性被显著放大。这种定价偏差会持续到风险点逐步释放、确定性增强为止。从中长期看，A 股长牛方向没有发生改变，地缘政治冲突仅影响震荡节奏和上涨斜率。当风险逐步释放后，风险偏好修复叠加国内政策对冲和全球避风港作用，将驱动 A 股趋势性反弹。随着冲突引发油价上涨，叠加战火蔓延等其他不确定性和对物资、供应链的冲击不断加深，出口相关的资产被给予不确定性折价。与此同时，促内需政策效果的不断释放也会给予内需相关板块确定性溢价。总的来看，当前消费板块估值还在低位，中期将迎来估值的修复。

行业评级：看好(维持)

分析师：杜秦川
 执业证书号：S1230525120002
 duqinchuan@stocke.com.cn

分析师：张一宁
 执业证书号：S1230526040004
 zhangyining01@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《以更大力度和更实举措抓好经济工作》 2026.05.02
- 2 《息差或拐点已至》 2026.04.25
- 3 《基本面改善周期开启》 2026.04.18

□ 风险提示：宏观经济失速、政策不及预期、国际局势反复。

正文目录

1 美以伊冲突走势研判	5
1.1 美以伊冲突时间线	5
1.2 冲突各方的战略目标	5
1.3 分析框架	7
1.4 美伊博弈矩阵	8
1.5 美以伊冲突走向研判——苏伊士运河关闭的历史镜鉴	9
1.6 美伊和平条件检验	9
1.7 美以伊冲突对全球经济冲击的研判	10
2 地缘政治冲突对大宗商品走势的影响	12
2.1 第一次石油危机	12
2.2 第二次石油危机	12
2.3 海湾战争	13
2.4 美以伊冲突	14
2.5 特征分析	14
3 地缘政治冲突对 A 股行业板块的影响	16
3.1 数据来源	16
3.2 地缘政治风险指数	16
3.3 美以联合军事打击伊朗（2026-02-28）	16
4 大类资产跨市场规律与投资启示	21
4.1 能源商品：石油危机的永恒定价锚	21
4.2 贵金属：避险需求引发资产价格上涨	21
4.3 工业金属：全球经济预期的代理变量	22
4.4 军工板块与投资预期的联系	23
4.5 农林牧渔的稳健性值得关注	23
4.6 出行相关行业是系统性脆弱板块	23
4.7 政策对冲将利好消费板块	23
5 风险提示	24

图表目录

图 1: GPRD 地缘政治风险指数走势(2020-2026)	16
表 1: 美伊双方核心战略目标对比	6
表 2: 主要外部行为体立场	7
表 3: 美伊博弈矩阵	8
表 4: 危机期间各商品涨幅排行 (基准日期: 1973-09-30)	12
表 5: 战后调整特征 (1975-01 ~ 1976-12)	12
表 6: 危机期间各商品涨幅排行 (基准日期: 1978-12-31)	12
表 7: 战后调整特征 (1981-01 ~ 1982-12)	13
表 8: 危机期间各商品涨幅排行 (基准日期: 1990-07-31)	13
表 9: 战后调整特征 (1992-01 ~ 1993-12)	14
表 10: 月度价格轨迹 (2025-09 ~ 2026-03)	14
表 11: 美以伊冲突期间 A 股行业走势 (中信一级行业)	17
表 12: 2020 年以来地缘政治冲突对行业走势影响 (+5 日)	18
表 13: 各行业正收益次数统计	18
表 14: 美以伊冲突期间 A 股行业走势 (重点中信二级行业)	19
表 15: 2020 年以来地缘政治冲突对行业走势影响 (+5 日)	20
表 16: 能源商品在危机时的特征	21
表 17: 贵金属在危机时的特征	22
表 18: 工业金属在危机时的特征	22
表 19: 军工板块在危机时的特征	23

1 美以伊冲突走势研判

1.1 美以伊冲突时间线

美国与以色列联合发动大规模军事行动引发地缘政治冲突，霍尔木兹海峡处于封锁状态，全球石油和重要化学品供应面临挑战。首先有必要对美以伊冲突做一个基本回顾。

冲突首先进入战前酝酿与爆发阶段。2025 年底至 2026 年 2 月 28 日前，美伊核谈判在阿曼和日内瓦等多轮破裂，美国集结兵力并设定最后期限，随后于 2 月 28 日发动“史诗怒火”联合打击，迅速击杀伊朗最高领袖哈梅内伊等多名高层。同时，一次针对南部伊朗女子小学的误击造成至少 175 人死亡（多为儿童）。伊朗随即展开大规模报复，包括导弹和无人机袭击以及实质性封锁霍尔木兹海峡。

随后冲突进入高强度热战阶段，持续约 40 天（2 月 28 日至 4 月初）。美以实施持续空袭和封锁，伊朗则以区域反击回应，包括 3 月 1 日无人机袭击科威特美军基地造成 6 名美国士兵死亡、3 月 11 日起在霍尔木兹海峡周边袭击船只导致油价飙升，以及 3 月 17 日以色列击毙伊朗两名高级别领导人、3 月 18 日双方对能源基础设施的互击等事件。全球油价暴涨，经济外溢显著。

而后在巴基斯坦斡旋下，冲突进入停火过渡阶段。4 月 7 日，美伊达成两周临时停火。4 月 11-12 日伊斯兰堡直接谈判虽无果而终，双方通过间接渠道继续接触。4 月 7 日，特朗普宣布与伊朗达成两周停火协议，伊朗国家安全委员会予以确认，并将其描述为胜利。4 月 8 日，以色列对黎巴嫩发动开战以来最猛烈轰炸，并称美伊停火不包括黎巴嫩。当天伊朗公布 10 点谈判框架，包含多项强硬要求。4 月 11-12 日，美国副总统万斯率团赴伊斯兰堡与伊朗进行巴基斯坦斡旋的和平谈判，最终因在铀库存、霍尔木兹重开等核心问题上无法妥协而破裂。4 月 17 日，伊朗与美国先后宣布霍尔木兹海峡对商船开放，但不到 24 小时后伊朗再次关闭海峡，并发生两起船舶遇袭事件。4 月 21 日，特朗普在停火到期前宣布延长，称给伊朗更多时间提出新提案。5 月 1 日，特朗普公开拒绝伊朗最新停战提案，表示“不满意”，同时致信国会称与伊朗的敌对行动“已终止”，认为 1973 年战争权力决议不适用。

1.2 冲突各方的战略目标

战争直接原因在于以色列追求绝对安全和美国捍卫石油-美元体系和地区主导权。伊朗作为准备数十年的神权国家，不会重蹈委内瑞拉覆辙。暗杀最高领袖等行动触发后，各方均因“战略机会”或“无路可退”而不断加大下注，人性底层逻辑推动冲突螺旋升级为持久消耗战。特朗普表面谈和、实际增兵的策略，进一步印证了各方利益不可调和的结构性矛盾。

从更宏观角度看，2025 年 11 月发布的特朗普政府《国家安全战略》（NSS）将“转移负担，建设和平”确定为中东安全战略的两个目标，同时避免“无休止战争”。能源多元化后，中东石油冲击已非核心威胁；重点是防止任何对抗性力量主导该地区油气供应及关键咽喉要道。伊朗虽然被视为主要地区威胁，但从长期看，美国不再将中东作为主要兵力投入区，转而聚焦大国竞争、本土安全及西半球事务。

在美以伊冲突过程中，美国通过特朗普总统本人、白宫声明及国防部简报等方式阐述其战略目标。主要目标包括彻底摧毁伊朗的弹道导弹能力及其生产设施；消灭/重创伊朗海军；确保伊朗永远无法获得核武器（彻底消除其核计划）；切断伊朗对代理人/代理网络的

支持与资助；部分声明中还提及削弱政权等目标¹。这些目标在 2 月 28 日打击开始时的特朗普视频讲话、3 月 2 日国防部长简报及 4 月 1 日白宫声明中均有明确表述，已成为美方公开的官方立场。

伊朗先后提出两个关键方案，均通过巴基斯坦等斡旋方转交美国。4 月 8 日，伊朗提出“10 点框架”²，而后增加至“14 点方案”³。停火宣布当天由伊朗最高国家安全委员会正式公布，并被称为“可行的谈判基础”。主要内容包括：美国作战部队从本地区所有基地和部署点撤出；必须结束针对地区所有抵抗力量的战争；全面解除所有一级和二级制裁；伊朗继续控制/管理霍尔木兹海峡；结束以色列对黎巴嫩及伊朗盟友的打击；支付战争赔偿与重建援助；解冻伊朗海外资产。

伊朗的首要关切是政权存续，防止内部分裂和外部干预。重建战略威慑是另一核心关切，伊朗试图证明其不可征服并维持核门槛模糊能力。捍卫主权构成第三层关切，包括反对无条件让步和争取安全保障。保留代理人网络作为投射影响力的工具具有重要战略价值。利用经济杠杆延长冲突成本以换取制裁解除同样是伊朗的策略考量。

但特朗普多次公开表示对伊朗最新提案（包括 10 点、14 点方案）“不满意”，认为这些提案将核问题推迟到第二阶段、优先要求解除封锁和制裁，而未满足美方核心红线。目前谈判陷入僵持，美方维持海上封锁以施压，伊朗则提出先开放霍尔木兹、再谈核问题的分阶段方案。

谈判策略方面，伊朗提出“三阶段方案”：先实现永久停火和解除封锁，再讨论海峡主权，最后处理核问题。美国与伊朗的战略逻辑存在显著差异。美国倾向于“震慑”逻辑，通过展示军事优势迫使对方让步；伊朗则采用“消耗”逻辑，通过维持冲突成本迫使对方妥协。回应手段包括导弹和无人机报复打击，针对美军基地和地区盟友目标。霍尔木兹海峡封锁是核心杠杆手段，通过快艇攻击、水雷布设和 AIS 欺骗等手段维持封锁效果。代理人激活扩展了冲突维度，胡塞等力量的行动增加了地区压力。

表1：美伊双方核心战略目标对比

维度	美以目标	伊朗目标
首要关切	阻止伊朗获得核武器能力	政权存续，防止内部分裂和外部干预
军事层面	摧毁伊朗核设施和导弹能力	重建战略威慑，证明不可征服
经济层面	维持制裁和金融封锁	维持霍尔木兹海峡的控制
区域层面	削弱伊朗代理人网络	保留代理人网络扩大区域影响力

资料来源：浙商证券研究所整理。

主要外部行为体的立场各有特点。中方积极劝和促谈，油价稳定和能源供应是其核心关切。俄罗斯外交支持伊朗，高油价和削弱美国影响力符合其利益。欧洲倾向外交解决，能源价格稳定和难民控制是其主要考量。以色列支持军事行动，伊朗核威胁消除是其长期目标。巴基斯坦积极斡旋，提供谈判平台符合其地区影响力诉求。

¹ The Write House, "President Trump's Clear and Unchanging Objectives Drive Decisive Success Against Iranian Regime", <https://www.whitehouse.gov/releases/2026/04/president-trumps-clear-and-unchanging-objectives-drive-decisive-success-against-iranian-regime/>.
² 新华社, "伊朗公布 10 项停战条款主要内容", 2026 年 4 月 8 日电, <https://www.news.cn/world/20260408/845805619e064bac8bcb2a82501b44e1/c.html>.
³ Priyanka Shankar, "What's Iran's 14-point proposal to end the war? And will Trump accept it?", 半岛电视台, ALJAZEERA, 3 May, 2026.

表2: 主要外部行为体立场

行为体	立场	核心关切
中国	积极劝和促谈	油价稳定和能源供应
俄罗斯	外交支持	保障航行自由
欧洲	倾向外交解决	能源价格稳定和难民控制
以色列	支持军事行动	伊朗核威胁消除
巴基斯坦	积极斡旋	能源供应和地区影响力

资料来源：浙商证券研究所整理。

1.3 分析框架

理性主义理论认为，国家是理性的、追求国家利益的，理性国家在冲突中会权衡战争的成本与收益来决定是否会发起战争。但是战争的代价从事后来看总是大于谈判成本，从理性角度看通过谈判达成协议要优于发动战争。理性的领导人可能会由于信息缺失导致对战争的误判，但这完全可以通过谈判和情报工作加以避免。除此之外，领导人也可能出于预防性战争先发制人，但依托现代信息手段的军事推演已经可以较好地模拟战争真实发生的后果，来模拟预防性战争的成本和受益。这些理论无法对美以伊冲突进行很好地解释。

Fearon (1995)⁴认为，尽管战争事后代价高昂且双方都宁愿避免，理性国家本应存在双方均偏好的谈判范围，但由于私人信息与误导激励以及承诺问题这两大机制的存在，理性国家有时仍无法达成或执行这样的和平协议。战争所以发生，是因为国际体系存在阻碍协议达成的结构性因素。

第一个机制涉及信息不对称与信号传递。国家拥有关于自身军事实力、战略或战斗意愿的私人信息，各方都有激励夸大自身立场或隐瞒真实意图。这种误导激励 (misrepresentation) 使得外交沟通难以揭示真相。廉价沟通 (cheap talk) 往往无效，因为双方都知道对方有动机撒谎；只有通过代价高昂的信号（如军事动员、有限行动）才能传递可信信息，而这些信号本身就可能引发战争风险。

第二个机制涉及承诺问题。在无政府状态下，国家无法强制执行协议，担心对方未来违约可能导致预防性冲突。承诺问题机制的重要性在于，它解释了即使双方信息完全对称、也存在双方都偏好的协议时，为什么在无政府状态下仍无法达成可执行的和平安排。国家无法可信承诺未来不违约，导致理性国家宁愿发动战争也不愿接受看似可行的妥协。该机制将预防性战争、战略领土问题重新定位为承诺失败的结果。

信息不对称也会影响战争的战争烈度。烈度与不确定性的关系可表述为：信息不对称程度越高，各方越需要通过更高烈度的行动来证明自身决心。这一结论源于以下机制：当国家拥有私人信息且有激励误导对手时，廉价的外交承诺不被信任，战争行动成为传递信号的代价高昂但可信的手段。不确定性降低存在三种主要途径。第一种是战斗揭示，军事行动直接暴露各方真实能力边界。第二种是成本积累，各方通过观察对方承受的压力程度更新对对方底线的判断。第三种是第三方信号，调解方的斡旋传递各方真实意图。

随着战争的推进和谈判展开，三个核心变量共同决定战争的走向。第一个变量是伊朗承受压力，指伊朗承受经济损失、军事损失和社会压力的综合能力。第二个变量是美国实施能力，指美国维持军事行动和制裁压力的综合实力。第三个变量是全球反应，指国际社会对冲突升级特别是霍尔木兹海峡封锁的经济和政治反应。

⁴ James D. Fearon, "Rationalist explanations for war", International Organization, Vol.49, No.3, 1995, pp.379-414.

1.4 美伊博弈矩阵

美伊冲突可理解为一个战略博弈。双方的核心目标都是迫使对方相信继续对抗的代价过高、胜利无望或收益极低。

美国的博弈目标在于三个层面。第一层面是摧毁对手军事能力，通过持续打击削弱伊朗的海军、导弹和核设施，使其无法构成有效威慑。第二层面是提高对手成本，通过制裁和封锁将伊朗经济推向崩溃边缘，使抵抗代价超出承受范围。第三层面是压缩对手收益，即使军事行动取得胜利，控制一个破败的伊朗也失去战略价值。

伊朗的博弈目标同样指向三个层面。第一层面是提高美国代价，通过代理人网络和区域联动扩大冲突外溢，使美国陷入持续消耗。第二层面是展示不对称能力，通过导弹和无人机袭击证明伊朗具有持续的报复能力，使美国每一步行动都付出代价。第三层面是维持封锁杠杆，霍尔木兹海峡的脆弱性使全球能源市场处于紧张状态，增大美国的国际压力。

博弈的均衡解取决于两个关键变量的演变。第一是信息揭示程度。当战斗揭示了各方真实能力边界后，双方对支付函数和胜利概率的估计趋于收敛，谈判空间扩大。第二是承受压力阈值。当任一方承受压力触及政权存续或政治成本底线时，该方更倾向接受不利协议。

伊朗承受压力的高低取决于多重因素。经济层面，石油出口下降和制裁压力削弱其财政基础；政权层面，领导层更替以及伊朗国内政治力量的复杂性将影响国内的政治团结；军事层面，海军和导弹能力的损失降低其抵抗能力；国际层面，国际力量的支持和代理人网络能够提供有限缓冲；国内层面，民族主义情绪有助于提高社会凝聚力。

美国发动进攻能力同样受多重因素影响。军事层面，虽然空中力量和技术优势已经摧毁了伊朗的大部分武器产能，但武器库存的持续下降会对军事优势的发挥产生影响；经济层面，财政压力的限制了美国在战争上的投入，避免地面介入、控制精确打击成本可维持行动的可持续性；政治层面，国内政治成本限制长期战争选项；外交层面，缺乏欧洲盟友的支持同样限制了美国对伊的军事能力；领导人层面，虽然短期内取得胜利已经破产，但对伊军事成果仍被其视为重要政治遗产。

当前博弈状态处于中间地带。美国已展示强大的军事投射能力，但伊朗的霍尔木兹封锁杠杆和代理人网络仍具效力。信息揭示尚未完全，双方对各自底线仍存在不确定性。油价高企对双方都产生压力，但尚不足以迫使任何一方做出根本性让步。但是随着战争不断发酵，各方对自身的支付矩阵形成共识性认识，叠加国际社会的压力，谈判的窗口将打开。

表3：美伊博弈矩阵

	美国：维持高压	美国：适度施压并谈判
伊朗：有条件妥协	美国维持高压态势，伊朗放弃核武器并撤出霍尔木兹海峡 支付: (3, 1)	伊朗放弃浓缩铀换取解除部分制裁，霍尔木兹海峡正常化等妥协窗口打开，双方均可获“面子”与实际利益 支付: (3, 3)
伊朗：持续对抗	双方高烈度消耗战，油价/全球供应链冲击；伊朗凭借国土+导弹+代理人拖延，但自身经济重创 支付: (1, 1)	伊朗利用霍尔木兹等杠杆迫使美国让步，谈判重启但进程缓慢；美国面临“软弱”指责，但仍可体面退出 支付: (2, 3)

资料来源：浙商证券研究所整理。

最稳定的纳什均衡倾向于右上角（接受谈判 + 适度施压并谈判）或 右下角（抵抗到底 + 降压谈判）——双方都倾向于“谈判降压”路径，避免左下角的“高烈度僵持”。这与当前（2026 年 5 月）巴基斯坦斡旋下的间接谈判、特朗普对伊朗最新提案“不满意”但不愿无限升级的现实高度吻合。但鉴于目前各方不确定性比较强，信息不对称仍占支配地位，双方的博弈支付矩阵仍未形成共识，因此中短期内，美以伊冲突仍将处于持久战、非线性、反身性、间歇性消耗战阶段。

1.5 美以伊冲突走向研判——苏伊士运河关闭的历史镜鉴

当前谈判处于临时停火延长阶段，双方均未完全退出谈判桌。和平协议的最终达成及全球能源市场的彻底恢复。其核心落脚点在于：霍尔木兹海峡何时能够全面恢复通航，将决定全球能源市场的最终走向。

1956 年苏伊士运河危机起源于埃及总统纳赛尔于 1956 年 7 月 26 日宣布将苏伊士运河公司国有化，此举直接威胁英国和法国的殖民利益及石油运输安全。随后，以色列于 10 月 29 日率先入侵西奈半岛，英国和法国以“保护运河”为名于 10 月 29 日加入军事行动，迅速控制运河区并导致运河关闭。危机引发国际社会强烈反弹，美国担心冷战升级而反对英法行动，苏联则发出军事威胁，联合国大会通过决议要求立即停火并建立联合国紧急部队（UNEF）监督撤军。在巨大外交和经济压力下，英法于 11 月 6-7 日宣布停火，并于 12 月 22 日前完全撤出；以色列也在 1957 年 3 月撤出西奈半岛。1957 年 4 月，运河在联合国监督下完成清理后重新开放，埃及主权得到巩固，但英法在中东的影响力大幅衰退。

1967-1975 年苏伊士运河关闭则源于六日战争。1967 年 6 月 5 日战争爆发次日，埃及为阻止以色列利用运河而主动将其关闭，并在运河区沉船、布雷，导致运河完全封锁长达 8 年之久，期间 15 艘货船被困（被称为“黄色舰队”）。此后，运河成为埃以军事前线，全球石油运输被迫绕道好望角，运费大幅增加。1973 年赎罪日战争后，埃以通过 1974 年脱离接触协议逐步缓和紧张局势；1974-1975 年埃及开展大规模清理行动，清除水雷和沉船残骸。1975 年 6 月 5 日，在埃及总统萨达特主持的仪式上，运河正式重新开放，标志着中东和平进程的重要一步，也为后续戴维营协议奠定基础。

苏伊士运河历史表明，咽喉要道的封锁解除并非由军事胜负单独决定，而是由外部压力强度与封锁成本共同驱动。1956 年危机与 1967-1975 年长期关闭两案均显示，当国际大国协调与经济外交压力（全球油价高位、供应链中断成本）叠加超过军事僵持收益时，封锁方才被迫让步并启动清理与重开进程。

谈判窗口何时打开取决于封锁导致全球油价持续高位后，主要能源消费国形成的外交斡旋压力强度，以及美以伊双方对封锁成本的承受极限。由此可推演三种核心情景：①快速复通（6 个月内）：通过大国协调，同时联合国或安理会推动停火与清理机制，海峡全面重开，大宗商品（原油、尿素）与 A 股能源安全板块将快速回归基本面；②局部开放（仅民用通行）：军事脱钩协议+经济激励并存，海峡部分恢复通航，能源价格维持高位震荡，能源板块阶段性溢价仍可延续；③持续封锁（超过 12 个月）：外部压力不足以突破僵局，全球能源危机长期化，原油、尿素等品种及相关 A 股板块面临二次冲击风险。

1.6 美伊和平条件检验

当前美伊谈判处于临时停火延长阶段，在巴基斯坦斡旋下进行双方会谈。双方均未完全退出谈判桌，承认外交途径符合各自利益，并同意讨论结束战争状态、霍尔木兹海峡通行、制裁与核问题等基本议题。这些共识主要是程序性和临时性的，旨在防止局势失控。

美国将“阻止伊朗核武器能力”置于首位，体现了其长期地缘战略优先级；而伊朗以“政权存续”为核心，凸显了其在不对称作战下的生存逻辑。这种目标错位导致双方在军事、经济和区域层面难以达成快速妥协，形成“双重封锁对峙”的独特形态。任何和平协议都需同时满足双方核心关切，否则难以持久。

双方在议题排序上存在根本分歧。伊朗方案主张先解决经济和制裁问题，建立信任后再讨论核与导弹等长期限制议题。美国方案则要求核问题前置或同步解决，封锁持续直至可验证的重大让步。议题排序的分歧构成谈判僵局的核心节点。

有效稳定的和平协议不是简单的停火，而是包含可信执行机制、包容性制度设计和外部保障的“全面政治解决方案”。康德在 1795 年发表的论文《论永久和平》中，系统论述了实现“永久和平”的条件。该文第一部分专门阐述了“国与国之间永久和平的先决条款”（或称预备条款、初步条款），共六条。这些条款是实现永久和平的前提条件，旨在立即或尽快消除导致国家间敌对和战争的直接根源。除了先决条款外，后续的有约束力的国际协议也是重要方面。因此，美伊之间的和平协议至少要满足以下三个条件：

第一项条件涉及协议是否存在未来发动战争的可能性。一份有效的和平协议不应保留在未来发动战争的隐蔽路径。双方的最核心利益是否能够保障，是否存在为了维护核心利益而发动战争的可能，将是检验这一条件的标准。

第二项条件涉及互信的破坏行为。有效的和平协议不应保留破坏未来互信的敌对行动。双方均存在信任破坏行为。美国方面，定点清除领导层违反战争法惯例；单方面撕毁伊核协议使伊朗有理由怀疑任何新协议的可靠性；当前仍在持续的反封锁构成持续敌对行动。伊朗方面，霍尔木兹封锁干扰全球能源运输；代理人激活横向升级破坏地区稳定。可信承诺的建立是双方共同面临的问题。

第三项条件是和平协议具有约束力。美伊双方目前处于信息揭示尚未完成、压力阈值尚未突破的中间地带：美国已展示军事投射能力，但无法可信承诺“永久不再使用武力”；伊朗则无法可信承诺“彻底放弃核计划、代理人网络和霍尔木兹杠杆”。单纯的双边或间接谈判协议本质上是廉价信号，双方都存在事后违约激励：美国可能在核问题上继续施压，伊朗可能在制裁解除后恢复浓缩活动或封锁行动，导致协议迅速崩溃（如 4 月 7-8 日停火后霍尔木兹反复关闭的反复）。一份具有约束力的国际协议（例如联合国安理会决议、包含 IAEA 严格核查与多边担保的多边条约、或经美国国会批准并由第三方共同监督的正式协定）能通过外部强制执行机制（第三方监督、自动制裁触发、资产冻结/解冻挂钩）大幅提升可信度，使双方对未来行为的预期趋于收敛，从而扩大谈判范围、降低“抵抗到底”的混合策略均衡概率。

可能的过渡性安排包括分阶段协议，即停火配合局部让步，但稳定性存疑；临时停火延长，即维持现状延续，这在当前最为可能。改变评估的潜在催化剂包括国际社会联合施压、伊朗政权内部剧变、油价持续飙升导致美国国内政治压力上升，以及重大偶发事件迫使双方妥协。

1.7 美以伊冲突对全球经济冲击的研判

美以伊冲突停火状态不稳定，冲突有长期化趋势，霍尔木兹海峡瓶颈仍是核心脆弱点，但页岩革命、绿色转型与美联储政策转向三大缓冲因素显著弱化了传统石油危机式的全局性通胀与衰退风险。短期内全球能源与化工产业链面临明显扰动，中长期则可能加速能源结构转型与利益格局分化。

短期（1-3 个月）：油价与化工品价格维持高位波动，全球通胀预期抬升，供应链中断对欧洲、亚洲新兴经济体打击最为显著。

中期（3-12 个月）：绿色转型加速与美国能源出口红利逐步显现，实际供给冲击被部分对冲，但代理人外溢若升级，仍可能引发二次价格脉冲。

长期：若冲突最终通过具有约束力的多边协议平息，将加速全球能源多元化；若陷入长期“边打边谈”，则将高波动性的新常态。

本次美以伊冲突对全球经济的冲击强度低于 1973 年和 1990 年危机，但持续性和结构性分化特征更为突出。投资者需重点关注霍尔木兹通航动态、化工产业链成本传导以及美联储政策转向信号。防御性配置能源出口国资产与绿色转型相关板块，或将成为相对占优策略。整体而言，冲突再次验证了中东能源瓶颈的脆弱性，但也凸显了全球经济在页岩革命与绿色转型双轮驱动下的韧性提升。

2 地缘政治冲突对大宗商品走势的影响

2.1 第一次石油危机

1973 年 10 月第四次中东战争爆发，阿拉伯产油国对支持以色列的国家实施石油禁运，同时大幅提高石油价格。危机持续至 1974 年底，是历史上最具破坏性的能源冲击。

表4：危机期间各商品涨幅排行（基准日期：1973-09-30）

排序	商品	基准价	峰值	峰值月	涨幅%
1	原油	\$2.70	\$13.00	1974-01	+381.48%
2	尿素	\$64.75	\$285.75	1974-01	+341.31%
3	银	\$2.68	\$5.43	1974-05	+102.61%
4	锡	\$5,011	\$9,306	1974-05	+85.70%
5	锌	\$976	\$1,782	1974-05	+82.58%
6	金	\$102.97	\$183.78	1974-12	+78.48%
7	铅	\$444.70	\$708.30	1974-03	+59.28%
8	铜	\$1,936	\$3,032	1974-04	+56.59%
9	煤炭	\$11.48	\$16.89	1974-01	+47.13%
10	铝	\$604.07	\$859.80	1974-12	+42.33%
11	铁矿石	\$10.33	\$13.38	1974-01	+29.53%
12	铂	\$155.24	\$195.00	1974-06	+25.61%
13	镍	\$3,373	\$4,079	1974-07	+20.93%

资料来源：iFind，浙商证券研究所。

表5：战后调整特征（1975-01~1976-12）

类别	代表商品	战后走势	逻辑
价格刚性最强	天然气、煤炭	战后继续上涨	能源供给瓶颈延续，价格粘性极强
最快触底	尿素	1976 年 1 月跌至\$82（较峰值-71%），此后稳定	农业需求相对刚性，但供给恢复最快
持续高位	镍	战后持续创新高至\$4,772（+41%）	不锈钢需求支撑，供给缺口延续
深度调整	铜	战后均价\$1,318，仍比基准\$1,936 下降 32%	全球制造业需求萎缩
缓慢回升	金	1976 年 8 月触底后反弹至\$130	避险需求逐步消化，通胀预期支撑

资料来源：iFind，浙商证券研究所整理。

2.2 第二次石油危机

1979 年 1 月伊朗伊斯兰革命爆发，石油产量骤降；1980 年 9 月两伊战争全面爆发。危机持续至 1985 年，期间贵金属大幅上涨，白银创下历史性投机泡沫。

表6：危机期间各商品涨幅排行（基准日期：1978-12-31）

排序	商品	基准价	峰值	峰值月	涨幅%
1	银	\$5.94	\$38.88	1980-01	+554.55%
2	金	\$207.85	\$675.31	1980-01	+224.90%
3	原油	\$14.50	\$40.75	1979-11	+181.03%
4	铂	\$340.44	\$882.31	1980-02	+159.17%
5	铜	\$1,533	\$2,918	1980-02	+90.35%
6	天然气	\$24.66	\$45.29	1980-11	+83.66%
7	铅	\$859	\$1,382	1979-06	+60.88%

8	镍	\$4,586	\$6,979	1980-02	+52.18%
9	铝	\$1,408.75	\$2,131.01	1980-02	+51.27%
10	煤炭	\$30.15	\$44.98	1980-11	+49.19%
11	尿素	\$141	\$207	1980-09	+46.81%
12	铁矿石	\$21.45	\$28.09	1980-01	+30.96%
13	锌	\$687	\$870	1980-02	+26.64%
14	锡	\$14,154	\$17,470	1980-03	+23.43%

资料来源：iFind，浙商证券研究所。

表7：战后调整特征（1981-01~1982-12）

类别	代表商品	战后走势	逻辑
泡沫破裂最深	白银	从\$38.88跌至1982年6月\$5.56（-85.7%），几乎回到基准	亨特兄弟投机泡沫破灭，回归基本面
持续下行	黄金	从\$675跌至1982年6月\$315（-53%），1982年底反弹至\$444	通胀预期修正，美元走强
逆势新高	天然气	战后继续从\$52涨至\$113（+117%），持续创新高	伊朗革命后波斯湾供气中断长期化
深度调整	铝	1982年6月触底\$919（峰值\$2,131的-57%），战后2年均值\$1,127仍低于峰值	全球铝产能扩张，需求萎缩
缓慢恢复	原油	从\$40.75跌至1982年底\$31，仍比基准\$14.50高114%	供给恢复慢于预期，价格维持相对高位

资料来源：iFind，浙商证券研究所整理。

2.3 海湾战争

1990年8月2日伊拉克入侵科威特引发石油供应担忧。沙漠风暴行动迅速击退伊拉克，危机相对短暂，但对全球商品市场的影响分化显著——部分工业商品在危机前已处于下行趋势。

表8：危机期间各商品涨幅排行（基准日期：1990-07-31）

排序	商品	基准价	峰值	峰值月	涨幅%
1	原油	\$17.17	\$34.50	1990-10	+100.93%
2	尿素	\$107	\$151	1991-01	+41.12%
3	铝	\$1,570.96	\$2,066.53	1990-09	+31.55%
4	天然气	\$32.99	\$41.49	1990-12	+25.77%
5	镍	\$9,318	\$10,957	1990-08	+17.59%
6	铜	\$2,769.49	\$3,031.37	1990-09	+9.46%
7	金	\$362.53	\$394.73	1990-08	+8.88%
8	铁矿石	\$32.50	\$34.76	1991-01	+6.95%
9	铂	\$478.79	\$492.73	1990-08	+2.91%
10	银	\$4.87	\$5.01	1990-08	+2.87%
11	锡	\$5,924	\$6,061	1990-10	+2.31%
12	铅	\$875.40	\$876.10	1990-08	+0.08%
13	煤炭	\$40.50	\$40.50	1990-08	0.00%
—	锌	\$1,637	\$1,615	1990-08	-1.34%

资料来源：iFind，浙商证券研究所。

表9：战后调整特征（1992-01~1993-12）

类别	代表商品	战后走势	逻辑
快速回落	原油	1992 年初已回到\$17.38，两年后跌至\$13.77	沙漠风暴速战速决，供给恢复极快，冲击持续时间最短
持续低迷	铝	战后两年均价\$1,197，比基准\$1,571 低 24%	全球铝产能过剩，需求萎缩
长期低迷	镍	战后两年从\$9,318 跌至\$5,119（-45%）	不锈钢需求放缓，苏联解体后原料涌入市场
战后恢复	天然气	战后两年均价\$38.47，仍比基准\$32.99 高 17%	中东局势不确定，天然气价格维持相对高位
相对抗跌	黄金	战后两年均价\$352，比基准\$363 低 3%	避险需求对冲了部分下行压力

资料来源：iFind，浙商证券研究所整理。

2.4 美以伊冲突

2026 年 2 月起美以联合军事打击伊朗，霍尔木兹海峡封锁叠加核设施打击。数据截至 2026 年 3 月，危机仍在进行中，后续演变尚待观察。

表10：月度价格轨迹（2025-09~2026-03）

商品	2025-09	2025-10	2025-11	2025-12	2026-01 (基准)	2026-02	2026-03
原油（\$/桶）	66.46	63.04	62.34	60.88	63.65	68.01	95.58
						▲	▲
尿素（\$/吨）	461.13	394.40	409.25	392.50	415.40	472.00	725.63
						▲	▲
金（\$/盎司）	3,667.68	4,058.33	4,087.19	4,309.23	4,752.75	5,019.97	4,855.54
						▲	▲
银（\$/盎司）	42.82	49.44	50.43	62.34	92.06	81.95	77.88
						▼	▼
铜（\$/吨）	9,983.79	10,739.91	10,812.03	11,785.25	13,012	12,951	12,528.71
						▼	▼
铝（\$/吨）	2,653.32	2,793.09	2,819.06	2,875.53	3,141.89	3,065.19	3,372.95
						▼	▲
铂（\$/盎司）	1,434.91	1,615.55	1,564.79	1,893.43	2,433.83	2,137.33	2,046.01
						▼	▼
天然气指数	96.72	98.11	103.13	104.38	155.76	104.99	132.19
						▼	▲

资料来源：iFind，浙商证券研究所。

2.5 特征分析

尿素涨幅（+74.68%）超越原油：霍尔木兹封锁阻断甲醇等化工原料的跨海峡运输，甲醇是尿素生产核心原料；尿素价格从\$415 飙升至\$726，这一传导链条在历史三次危机中均未出现，属于本次冲突的独特维度。

原油冲击（+50.16%）显著但低于历史峰值：霍尔木兹封锁叠加核设施打击推动油价从\$63.65 涨至\$95.58，接近\$100 心理关口，但远低于第一次石油危机（+381%）和第二次

石油危机(+181%)。美国页岩革命使国内能源供给充裕，削弱了油价冲击对国内经济的传导力度。

黄金避险涨幅(+2.16%)低于历史危机：美联储缩表预期压制避险资产需求，但2月冲突爆发当月仍实现约\$267的绝对涨幅，说明避险属性并未完全消失。

白银下跌(-15.40%)：白银在2026年1月已达\$92(远超历史基准)，属于超买后的技术性回调，与地缘冲突关联度较低。

工业金属内部分化(铜-3.71% vs 铝+7.35%)：铝作为能源密集型商品受成本推动上涨，但铜受全球制造业需求疲软拖累，铁矿石和锡镍铅也呈跌势，反映全球实体需求与地缘冲突关联度有限。

天然气先上涨后下跌(-15.13%)：2026年1月寒潮推高需求后，2月快速回落；LNG跨海峡运输受封锁影响使天然气贸易格局重新上涨。

3 地缘政治冲突对 A 股行业板块的影响

3.1 数据来源

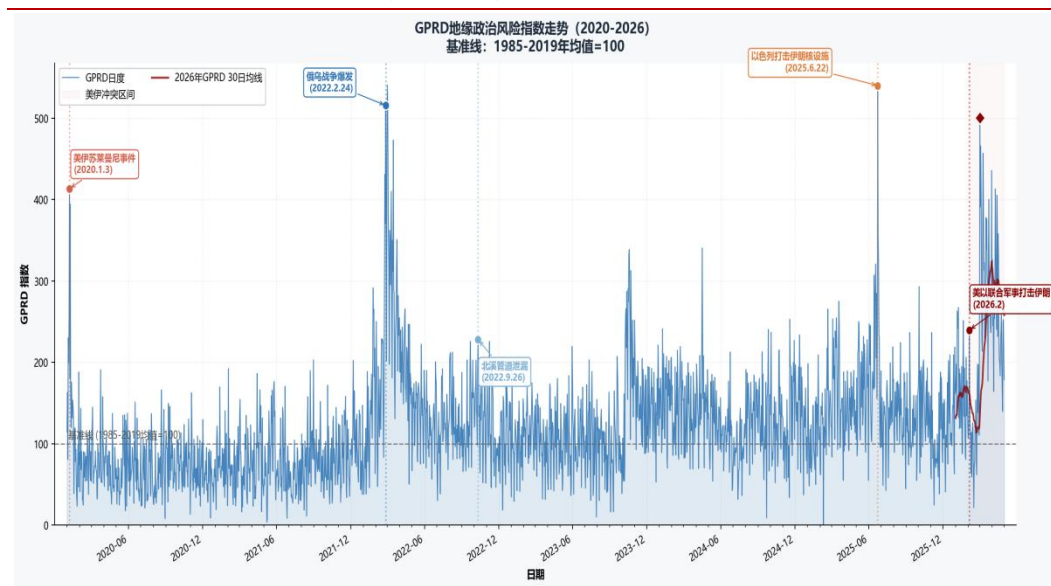
GPR 指数：GFD 地缘政治风险日度指数（基准 1985-2019=100）数据来源为 Caldara, Dario and Matteo Iacoviello (2022)。

中信行业指数：覆盖 45 个中信一级行业日度数据（2004-2026）。收益率以事件日后第 N 个交易日为终点计算。

3.2 地缘政治风险指数

2020 年以来，全球地缘政治风险呈现显著上升和持续高位波动的趋势。从 GPRD 地缘政治风险指数（基准 1985-2019 年均值=100）走势看，2020 年后指数整体中枢明显抬升，极端峰值频次大幅增加：2021 年 3 月苏伊士运河堵塞引发首次显著抬升；2022 年 2 月俄乌冲突爆发推动指数飙升至历史高位（超 500），随后北溪管道泄漏事件进一步加剧波动；2025 年 6 月以伊核设施打击与 2026 年 2 月美以联合军事打击伊朗则再次引发剧烈峰值，指数多次突破 400-500 区间，远高于历史均值。这表明 2020 年后地缘政治冲突从偶发性事件转向系统性、连锁性风险，涉及能源咽喉要道、大国博弈与地区代理人战争等多重维度，全球能源安全、供应链稳定与通胀预期面临持续压力。

图1：GPRD 地缘政治风险指数走势(2020-2026)



资料来源：Caldara, Dario and Matteo Iacoviello (2022) <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm>, 浙商证券研究所。

3.3 美以联合军事打击伊朗（2026-02-28）

从中信一级行业来看，本次美以伊冲突（事件日 2026 年 2 月 28 日）下，A 股行业呈现显著的分化格局。钢铁和有色在冲突发生之前涨势迅猛（钢铁+9.1%、有色+6.1%），冲击阶段后趋势反转（有色-5.45%、钢铁-3.6%），中期调整越深（有色-17.67%、军工-16.3%）。能源安全是最大主线：石油石化和煤炭在冲击阶段大幅上涨且中期未深度回调的行业；电力公共事业和电力设备以及新能源表现亮眼。值得注意的是，消费板块在冲突中表现不佳，特别是出口相关板块（商贸零售、轻工制造、家电、餐饮和旅游），原因在

于战争对全球供应链和消费信心的冲击。银行板块和农林牧渔板块展现出一定的韧性，受事件冲击较小。

表11：美以伊冲突期间 A 股行业走势（中信一级行业）

行业	事件时间	-5 日	+5 日	+20 日
石油石化	2026-02-28	+1.55%	+7.18%	-2.59%
煤炭	2026-02-28	+3.85%	+3.50%	+5.54%
电力及公用事业	2026-02-28	+4.45%	+2.88%	+4.65%
电力设备及新能源	2026-02-28	-0.55%	+2.25%	+2.36%
农林牧渔	2026-02-28	+3.42%	+2.08%	-4.44%
银行	2026-02-28	-1.67%	+1.64%	+2.65%
通信	2026-02-28	+2.74%	+0.73%	+0.93%
建筑	2026-02-28	+4.30%	-0.71%	-4.05%
交通运输	2026-02-28	+1.59%	-0.72%	-4.26%
基础化工	2026-02-28	+4.78%	-2.27%	-6.91%
非银行金融	2026-02-28	-2.54%	-2.50%	-10.43%
食品饮料	2026-02-28	-1.70%	-2.51%	-3.64%
医药	2026-02-28	-0.68%	-2.52%	-4.05%
纺织服装	2026-02-28	+0.99%	-2.63%	-6.42%
汽车	2026-02-28	+0.09%	-2.65%	-8.35%
国防军工	2026-02-28	+5.31%	-2.67%	-16.30%
家电	2026-02-28	-0.96%	-2.91%	-6.96%
轻工制造	2026-02-28	+0.33%	-3.19%	-6.70%
钢铁	2026-02-28	+9.10%	-3.60%	-14.76%
商贸零售	2026-02-28	-0.18%	-3.61%	-10.17%
机械	2026-02-28	+2.87%	-3.67%	-12.83%
餐饮旅游	2026-02-28	-4.18%	-3.93%	-8.72%
建材	2026-02-28	+1.28%	-4.01%	-12.21%
房地产	2026-02-28	+0.40%	-4.16%	-9.68%
电子元器件	2026-02-28	+3.78%	-5.00%	-10.90%
有色金属	2026-02-28	+6.10%	-5.45%	-17.67%
计算机	2026-02-28	+0.60%	-5.48%	-13.75%
传媒	2026-02-28	-5.65%	-6.96%	-14.64%

资料来源：wind，浙商证券研究所。

2020 年以来五次重大地缘政治事件（苏莱曼尼被刺事件、俄乌冲突、北溪管道泄漏、以伊核打击及本次美以伊冲突）的横向对比进一步印证了上述分化特征（如下表所示）。一级行业中，煤炭（均值+2.55%）、农林牧渔（+1.73%）、电力及公用事业（+0.96%）在事件爆发后的短期冲击窗口中依然保持正收益，是典型的穿越地缘危机的防御型行业。有色金属（均值-2.57%）、国防军工（-2.43%）、汽车（-2.37%）在冲击阶段均值跌幅最大，“买预期卖事实”效应最为显著。

表12：2020年以来地缘政治冲突对行业走势影响（+5日）

行业	苏莱曼尼被刺事件	俄乌冲突爆发	北溪管道泄漏	以轰炸伊朗核设施	美以伊冲突	+5日均值
煤炭	+0.31%	+6.98%	+2.62%	-0.66%	+3.50%	+2.55%
农林牧渔	+1.79%	+3.24%	+4.63%	-3.11%	+2.08%	+1.73%
电力及公用事业	-0.25%	+4.75%	-1.45%	-1.14%	+2.88%	+0.96%
石油石化	-0.47%	-1.58%	-1.48%	-0.31%	+7.18%	+0.67%
医药	+2.85%	+3.05%	+3.48%	-4.16%	-2.52%	+0.54%
银行	-1.32%	+0.66%	-1.54%	+3.13%	+1.64%	+0.51%
交通运输	-0.44%	+5.69%	-2.04%	-0.05%	-0.72%	+0.49%
通信	+1.92%	+0.33%	-4.24%	+1.43%	+0.73%	+0.03%
电力设备及新能源	+2.52%	+1.75%	-6.37%	-1.47%	+2.25%	-0.26%
食品饮料	+3.06%	+0.49%	-3.02%	-0.02%	-2.51%	-0.40%
建筑	-0.09%	+2.32%	-2.43%	-1.95%	-0.71%	-0.57%
轻工制造	+2.47%	+1.57%	-2.27%	-2.84%	-3.19%	-0.85%
纺织服装	-0.35%	+2.85%	-0.26%	-4.10%	-2.63%	-0.90%
家电	+3.19%	-1.60%	-4.12%	-0.23%	-2.91%	-1.13%
钢铁	-0.46%	+3.68%	-3.41%	-2.20%	-3.60%	-1.20%
房地产	-0.89%	+2.48%	-1.59%	-1.92%	-4.16%	-1.22%
计算机	+4.16%	+0.30%	-3.68%	-1.87%	-5.48%	-1.31%
商贸零售	+2.69%	+2.06%	-3.75%	-4.07%	-3.61%	-1.34%
餐饮旅游	+2.51%	+0.26%	-4.05%	-2.13%	-3.93%	-1.47%
非银行金融	-1.29%	+0.11%	-2.59%	-1.09%	-2.50%	-1.47%
传媒	+3.14%	+0.10%	-2.86%	-1.78%	-6.96%	-1.67%
基础化工	+0.89%	-0.29%	-5.26%	-1.63%	-2.27%	-1.71%
建材	+0.63%	+0.06%	-3.58%	-1.68%	-4.01%	-1.72%
机械	+1.18%	+0.11%	-6.24%	-1.60%	-3.67%	-2.04%
电子元器件	+3.28%	-2.62%	-7.76%	+1.05%	-5.00%	-2.21%
汽车	+2.84%	-1.16%	-8.31%	-2.57%	-2.65%	-2.37%
国防军工	+0.96%	-1.32%	-6.74%	-2.39%	-2.67%	-2.43%
有色金属	+0.26%	+2.32%	-6.69%	-3.30%	-5.45%	-2.57%

资料来源：wind，浙商证券研究所。

表13：各行业正收益次数统计

正收益次数	行业
4/5次	煤炭、农林牧渔
3/5次	医药、电力设备及新能源、银行
2/5次	电子元器件、房地产、建筑、计算机、基础化工、机械、建材、传媒、餐饮旅游、有色金属、轻工制造、商贸零售、食品饮料
1/5次	国防军工、汽车、钢铁、家电、非银行金融、纺织服装、交通运输、电力及公用事业、石油石化

资料来源：浙商证券研究所。

从中信二级行业来看，事件后+5日，石油开采Ⅱ领涨全行业（+14.88%）、种植业（+4.64%）、发电及电网（+4.12%）、煤炭开采洗选（+3.96%）、航运港口（+3.78%）、国有银行Ⅱ（+3.30%）、牧业（+2.34%）紧随其后，均实现明显正收益；与此同时，航空机场（-6.86%）、电商及服务Ⅱ（-5.32%）、其他军工Ⅱ（-5.80%）等板块

领跌，跌幅普遍超过 4%。至+20 日，能源与银行板块仍保持相对韧性（石油开采 II +12.55%、煤炭开采洗选+6.11%、国有银行 II +4.86%），而出行链、军工及工业金属板块跌幅进一步扩大至 10%-19%，显示地缘冲击的负面影响具有一定持续性。

表14：美以伊冲突期间 A 股行业走势（重点中信二级行业）

行业	前 5 日	+5 日	+20 日
石油开采II	+1.91%	+14.88%	+12.55%
种植业	+5.17%	+4.64%	-4.38%
发电及电网	+3.84%	+4.12%	+8.29%
煤炭开采洗选	+3.45%	+3.96%	+6.11%
航运港口	+5.83%	+3.78%	+0.48%
国有银行II	-2.91%	+3.30%	+4.86%
牧业	+2.98%	+2.34%	-3.37%
石油化工	+0.63%	+1.28%	-13.17%
通信设备制造	+2.93%	+0.99%	+2.12%
兵器兵装II	+4.18%	+0.72%	-10.04%
农产品加工II	+2.66%	+0.09%	-6.77%
商用车	-1.42%	-0.12%	-8.39%
饮料	-2.77%	-0.30%	-2.50%
乘用车II	-2.03%	-0.61%	+1.37%
煤炭化工	+7.66%	-0.71%	+0.38%
贵金属	+4.77%	-0.84%	-14.68%
保险II	-5.38%	-1.39%	-10.72%
造纸II	+1.62%	-1.46%	-7.10%
白色家电II	-1.58%	-2.17%	-4.85%
纺织制造	+0.83%	-2.43%	-7.76%
食品饮料	-1.70%	-2.51%	-3.64%
渔业	+2.16%	-2.68%	-9.86%
黑色家电II	+0.16%	-2.86%	-12.33%
证券II	-1.38%	-3.10%	-10.68%
白酒II	-2.00%	-3.15%	-4.01%
酒类	-2.00%	-3.15%	-4.01%
旅游及休闲	-8.36%	-3.22%	-8.10%
专业市场经营II	-0.48%	-3.24%	-11.29%
一般零售	-0.69%	-3.61%	-11.38%
综合服务	-2.61%	-3.95%	-10.39%
消费电子	+2.84%	-4.40%	-7.99%
家居	+0.07%	-4.51%	-8.92%
工业金属	+3.89%	-4.54%	-18.93%
包装印刷	-1.25%	-4.63%	-5.22%
酒店及餐饮	+3.76%	-4.65%	-6.01%
文娱轻工II	+0.84%	-4.69%	-6.41%
专营连锁	+0.38%	-4.83%	-11.97%
教育	+0.69%	-4.98%	-10.78%
电商及服务II	-3.04%	-5.32%	-7.12%

其他军工II	+5.63%	-5.80%	-18.43%
航空机场	-2.44%	-6.86%	-16.06%

资料来源：wind，浙商证券研究所

表15：2020年以来地缘政治冲突对行业走势影响（+5日）

行业	苏莱曼尼被刺事件	俄乌冲突爆发	北溪管道泄漏	以轰炸伊朗核设施	美以伊冲突	均值
石油开采II	+0.27%	+4.65%	+2.35%	+0.05%	+14.88%	+4.44%
煤炭开采洗选	+0.44%	+6.77%	+3.26%	-0.50%	+3.96%	+2.79%
牧业	+2.09%	+3.13%	+7.13%	-2.96%	+2.34%	+2.35%
航运港口	-1.72%	+12.64%	-4.01%	+0.39%	+3.78%	+2.22%
国有银行II	-1.13%	+1.62%	-0.20%	+3.83%	+3.30%	+1.48%
发电及电网	-1.12%	+5.88%	-1.68%	-0.91%	+4.12%	+1.26%
种植业	+0.78%	+3.52%	-2.28%	-3.57%	+4.64%	+0.62%
煤炭化工	-0.53%	+8.15%	-2.78%	-2.29%	-0.71%	+0.37%
造纸II	+0.27%	+4.94%	-0.99%	-1.80%	-1.46%	+0.19%
饮料	+2.14%	+0.09%	-0.19%	-1.41%	-0.30%	+0.07%
通信设备制造	+2.44%	+0.25%	-5.99%	+2.11%	+0.99%	-0.04%
专业市场经营II	+0.21%	+4.33%	-2.07%	+0.06%	-3.24%	-0.14%
酒店及餐饮	+0.89%	+5.95%	-3.01%	-0.84%	-4.65%	-0.33%
农产品加工II	-0.57%	+3.50%	-1.61%	-3.36%	+0.09%	-0.39%
白酒II	+3.61%	+0.29%	-3.78%	+1.05%	-3.15%	-0.40%
酒类	+3.61%	+0.29%	-3.78%	+1.05%	-3.15%	-0.40%
食品饮料	+3.06%	+0.49%	-3.02%	-0.02%	-2.51%	-0.40%
综合服务	+4.43%	+0.02%	-2.31%	-0.45%	-3.95%	-0.45%
兵器兵装II	+4.18%	-3.72%	-9.02%	+4.62%	+0.72%	-0.64%
白色家电II	+3.53%	-2.26%	-2.96%	+0.51%	-2.17%	-0.67%
纺织制造	-0.08%	+3.01%	+0.30%	-4.90%	-2.43%	-0.82%
渔业	-0.48%	+4.02%	-1.49%	-3.62%	-2.68%	-0.85%
贵金属	-1.42%	+3.10%	-0.26%	-5.34%	-0.84%	-0.95%
保险II	-1.68%	-0.46%	-1.49%	+0.20%	-1.39%	-0.96%
家居	+2.77%	+0.61%	-1.61%	-2.52%	-4.51%	-1.05%
航空机场	-0.14%	+4.75%	-1.39%	-1.85%	-6.86%	-1.10%
黑色家电II	+0.45%	+0.31%	-2.09%	-2.95%	-2.86%	-1.43%
工业金属	-0.49%	+5.75%	-5.38%	-2.63%	-4.54%	-1.46%
旅游及休闲	+2.90%	-0.54%	-4.93%	-1.52%	-3.22%	-1.46%
包装印刷	+2.29%	+0.19%	-3.74%	-1.63%	-4.63%	-1.50%
商用车	-0.51%	+0.62%	-5.86%	-1.82%	-0.12%	-1.54%
一般零售	+3.53%	+1.10%	-5.08%	-3.67%	-3.61%	-1.55%
证券II	-0.92%	+0.22%	-3.19%	-1.62%	-3.10%	-1.72%
教育	+1.93%	-1.04%	-1.02%	-4.26%	-4.98%	-1.87%
文娱轻工II	+8.46%	-0.69%	-4.89%	-8.13%	-4.69%	-1.99%
石油化工	-0.65%	-5.08%	-4.31%	-1.36%	+1.28%	-2.02%
消费电子	+4.43%	-4.03%	-8.35%	+2.12%	-4.40%	-2.05%
乘用车II	+1.99%	-0.49%	-9.06%	-2.19%	-0.61%	-2.07%

专营连锁	+2.95%	-1.36%	-2.70%	-7.08%	-4.83%	-2.60%
电商及服务II	+1.43%	+0.41%	-6.11%	-5.25%	-5.32%	-2.97%
其他军工II	+1.13%	-1.40%	-6.26%	-2.58%	-5.80%	-2.98%

资料来源：wind，浙商证券研究所

4 大类资产跨市场规律与投资启示

4.1 能源商品：石油危机的永恒定价锚

能源价格在地缘政治冲突中呈现典型的“冲击-溢价-回归”三段式走势，是能源商品定价的核心规律之一。在“冲击期”，冲突突发（如霍尔木兹海峡双重封锁）迅速引发市场恐慌溢价，原油等能源价格短期暴涨；进入“溢价期”，能源价格刚性最强，天然气、煤炭等品种往往维持高位甚至继续上涨，持续 6-24 个月；最终进入“回归期”，随着供应恢复、替代路线打通或 OPEC+ 调节，价格逐步回落至基本面水平（如 1991 年海湾战争后原油快速回归基准附近）。A 股石油开采 II 板块的表现进一步印证了这一规律的区域差异：在涉及伊朗的中东型冲突中，该板块持续受益，因冲突直接威胁全球石油咽喉要道，推升油价与国内能源安全溢价；而在俄乌冲突（欧洲型）中反而下跌，主因欧洲能源危机未直接冲击我国供应链。

对我而言，这一区分尤为关键：中国原油进口一定程度上依赖中东供给，中东危机通过油价传导和供应链中断对国内能源成本、化工产业链及通胀形成一定影响；而俄乌冲突主要影响欧洲天然气与原油贸易，中国可通过中东、俄罗斯远东等多元化进口渠道有效缓冲，石油供应链韧性较强。这一区域差异提示投资者：在配置能源板块时，需重点区分冲突类型与本国能源进口结构，从而更精准把握地缘风险下的阶段性机会与防御价值。

表16：能源商品在危机时的特征

阶段	特征	典型商品	持续时间
冲击期	恐慌溢价远超实际供应损失	原油	1-3 个月
高位期	能源价格刚性最强	天然气、煤炭（战后持续上涨）	6-24 个月
回归期	供应恢复或替代填补缺口	原油（海湾战争后快速回落）	12-36 个月

资料来源：浙商证券研究所整理。

4.2 贵金属：避险需求引发资产价格上涨

贵金属并非在所有地缘政治冲突中均上涨，其表现高度取决于冲突类型与美元环境，这一核心逻辑在报告四次危机的横向对比中得到充分验证，并呈现出黄金与白银的显著分化特征。黄金作为传统避险资产，主要受“直接威胁感知”和宏观货币政策驱动：在中东型“直接冲突”场景（如苏莱曼尼被刺事件、第二次石油危机）中，黄金避险需求被充分激活，分别实现显著正收益；而在“速战速决”型冲突（如 1990 年海湾战争）或美联储缩表预期强烈的环境下（如 2026 年美以伊冲突），避险资金更多流向美元资产，黄金涨幅被系统性压制。白银则兼具避险与工业金属双重属性，更易受投机情绪放大：在高通胀+供给中断叠加的第二次石油危机中，白银创下极端泡沫式涨幅；但一旦通胀预期修正或美元走强，其工业需求属性便主导，出现深度回调。本次 2026 年美以伊冲突中白银下跌，进一步印证其对宏观流动性与全球制造业预期的敏感性远高于单纯地缘风险。

黄金过去两年的上涨主要由地缘冲突避险需求与美元降息带来的流动性宽松共同驱动；近期回调则是因为地缘冲突尚未超预期，而降息逻辑发生反转，同时交易层面出现中东及欧洲资金减持黄金换取石油实物、杠杆踩踏等因素。今年，黄金涨幅不及预期的原因在于市场需要消化前期过快上涨的浮盈与高位筹码结构，属于正常牛市调整。未来核心驱动将发生根本转变：当资金开始定价美元霸权陨落（而非单纯美联储宽松导致的美元指数走弱），叠加美以伊战争进一步升级超预期时，黄金和原油都将启动新一轮显著上涨。

总体而言，黄金更适合作为美元霸权长期走弱的“防御型避险锚”，白银则更具“周期+投机”弹性，投资者需结合冲突性质与美联储政策转向，动态评估贵金属的配置价值，从而把握地缘政治环境下贵金属的结构性定价逻辑。

表17：贵金属在危机时的特征

商品	最佳表现场景	最差表现场景	核心逻辑
黄金	美以伊冲突、第二次石油危机	海湾战争	避险需求取决于直接威胁感知
白银	第二次石油危机	海湾战争	投机属性大于避险属性
A 股贵金属板块	苏莱曼尼被刺事件	美以伊冲突	美元强势预期压制黄金

资料来源：浙商证券研究所整理。

4.3 工业金属：全球经济预期的代理变量

工业金属板块在地缘政治冲突引发的商品危机中，其价格表现高度依赖全球经济周期的强弱，而非单纯受地缘冲突的供给冲击驱动。根据报告对四次危机（1973 年第一次石油危机、1979 年第二次石油危机、1990 年海湾战争及 2026 年美以伊冲突）的横向对比，在 1973/1979 年供给冲击叠加滞胀环境下，工业金属全面大幅上涨，主要源于通胀预期与供给担忧的共振；然而在 1990 年海湾战争期间，工业金属整体偏弱，战后铝、镍等长期低迷；本次 2026 年美以伊冲突中，工业金属更是普遍承压，与全球制造业 PMI 持续收缩区间高度一致。这充分印证工业金属作为“全球经济预期代理变量”的核心定位：需求侧的制造业疲软往往盖过供给侧的地缘风险。与能源/化工链受益于霍尔木兹封锁形成鲜明对比，投资者在配置工业金属时，应重点关注全球经济周期指标（如 PMI、GDP 增速），而非单纯追踪地缘事件，从而更准确把握其周期驱动而非冲突驱动的本质特征。

表18：工业金属在危机时的特征

危机类型	工业金属表现	代表商品	逻辑
供给冲击+滞胀 (1973/1979)	锌、铜、铅大幅上涨	第一次石油危机	通胀预期+供给担忧
需求萎缩 (1990-1993)	铝、铜、镍持续低迷	海湾战争后	全球增长放缓主导
中东冲击 (2025-2026)	工业金属普遍承压	美以伊冲突	制造成本上升+需求担忧

资料来源：浙商证券研究所整理。

4.4 军工板块与投资预期的联系

军工受益于“战争预期”；而俄乌战争和美以伊冲突属于“战争进行时”，利好预期已被消化。投资者需严格区分“预期驱动”与“现实兑现”两个阶段，在中东型冲突的“预期驱动”有配置空间，但在“现实兑现”阶段则需谨慎规避，从而把握地缘溢价的阶段性特征。

表19：军工板块在危机时的特征

冲突类型	事件	兵器兵装II	其他军工II
中东型	苏莱曼尼被刺事件（2020-01）	+3.53%	+1.13%
中东型	以轰炸伊朗核设施（2025-06）	+4.62%	-2.58%
欧洲型	俄乌爆发（2022-02）	-3.72%	-1.40%
中东型	美以伊冲突（2026-02）	+0.72%	-5.80%

资料来源：iFind，浙商证券研究所整理。

4.5 农林牧渔的稳健性值得关注

地缘冲突往往通过能源与物流通道受阻（如霍尔木兹海峡双重封锁、苏伊士运河历史封锁），引发全球农产品供应链担忧，进而推升国内食品价格预期，形成“地缘冲突→全球供给担忧→国内食品通胀预期上行→养殖链受益”的完整传导链条。农林牧渔在冲突期间不仅抗跌，更能实现正收益，成为投资者在不确定环境下重要的防御配置选择。该特征在本次美以伊冲突中同样得到验证，进一步印证了牧业作为稳健板块的战略价值。

4.6 出行相关行业是系统性脆弱板块

出行板块在地缘政治冲突中表现出显著的系统性脆弱性，是A股行业中受冲击最为持续和明显的板块之一。根据报告对2020年以来五次重大地缘事件（苏莱曼尼被刺事件、俄乌冲突爆发、北溪管道泄漏、以轰炸伊朗核设施及2026年美以伊冲突）的实证分析，航空机场板块事件后+5日普遍持续承压，且事件后跌幅超过5%。这一系统性弱势的核心逻辑在于地缘冲突引发的“双重压力”传导机制：一方面，冲突往往伴随原油价格大幅上涨，直接推高航空燃油成本，压缩航空公司盈利空间；另一方面，冲突带来的安全担忧、地缘紧张局势及居民消费信心下降，显著抑制了出行意愿，导致景区、酒店及餐饮需求快速回落。出行链难以在不确定环境下提供有效避险，反而成为地缘风险的典型“受损方”。投资者在配置出行板块时，需高度关注冲突升级信号，宜在风险落地后或霍尔木兹海峡通航恢复预期明朗时谨慎参与，从而规避地缘政治冲击对消费与交通行业的持续负面影响。

4.7 政策对冲将利好消费板块

在地缘政治冲突中，由于全球产业链供应链受到冲击，使出口面临不确定性，出口业务主导的消费板块（家电和服装板块）受冲击更大，而受出口不确定性影响较小的（如医药、白酒板块）则相对稳健。当前消费板块市盈率处于历史低位（中证消费指数PE约19.7-22倍，白酒、食品等子板块PE分位多在10%以下），估值安全边际高、股息率吸引人，为后续修复提供坚实基础。最核心驱动是中央及地方层面强力促内需政策，包括消费品以旧换新补贴（家电、汽车、智能产品）、财政金融协同贴息以及2026-2030年扩大内需战略实施方案，直接刺激耐用品与服务消费，提升居民收入和信心，形成业绩正反馈。综合来看，政策催化、估值洼地与盈利边际改善三重利好叠加，消费板块中长期配置价值突出，建议关注必选龙头、可选升级与高股息标的；不过复苏斜率仍需验证居民收入实际改善，短期可能维持震荡，投资者需动态跟踪宏观与业绩数据。

5 风险提示

（1）宏观经济失速：若外部压力难以突破僵局，全球能源危机长期化，供应链通道长期受阻，通胀预期上调，消费者信心受挫，全球经济衰退风险上升。

（2）政策不及预期：若中央及地方层面强力促内需政策不及预期，居民收入和信心复苏不足，消费板块业绩仍有待验证。

（3）国际局势反复：地缘政治局势存在较大不确定性，本文涉及的逻辑推导、历史复盘可能与实际情况存在一定误差。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>