仅供内部参考，请勿外传

2026 年 06 月 29 日

宏观报告

宏观深度报告

宏观深度报告

证券研究报告

宏观深度报告

美国宏观环境再梳理（上）：地缘政策篇

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号 S1060520090001 zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号 S1060522100001 ZHANGLU150@pingan.com.cn

杨见一 投资咨询资格编号 S1060526020001 YANGJIANYI730@pingan.com.cn

平安观点：

2026 年以来，美国宏观环境发生剧烈变化。一是地缘，2 月末美以对伊冲突成为重要宏观转折点。二是货币政策，通胀压力上行、加息预期抬头，美债利率破位。三是经济，美国经济支柱切换至 AI 科技投资，与传统消费进一步分化。四是市场，美国资产分化，一方面股市结构性强势、脱敏地缘、利率，另一方面债券收益率上行，美元重新走强。**站在年中时点，本文再次梳理美国宏观环境变化；上篇主要围绕地缘局势和货币政策展开。**

- **美伊局势：达成协议之后？美伊局势发展至今，特朗普一系列行动显示其“退出”意愿强烈。**背后是，美伊局势僵持带来的经济、政治、军费、制度限制和市场的代价不断增加，对于共和党中期选举弊大于利。当然，对于局势而言，特朗普政府的意愿只是决定性因素之一；但对于市场而言，这种对“积极信号”的偏好可能造成了风险低估，资产定价或已包含对于冲突即将解决的“折价”。6 月，美伊签署谅解备忘录，进一步释放接近达成协议的信号，局势缓和的可兑现性有所提升。**需要提示的是，美伊达成最终协议，也可能不是本轮冲击的终点。**原因有三：1）海峡稳定通航、原油供给修复以及航运保险等服务正常化可能至少需要 2~4 个月时间；2）前期下行的原油需求或反扑，叠加全球能源储备进一步消耗，供给短缺问题或在夏季进一步显化；3）冲突以来市场倾向于交易冲突缓和信号，或低估地缘局势扰动遗留的尾部风险。

- **美联储：降息窗口明显收窄。**能源冲击后，美国通胀大幅上行已导致宽松交易显著退潮。**但我们认为，2026 年内加息或缩表的可能性相对有限。一是当前美国经济增长并不过热，**不同于 1970 年代石油危机或 2022 年俄乌冲突后的全面通胀，美联储暂时“忽略”能源冲击也是合理选择。**二是沃什主张“降息+缩表”，**降息难以达成意味着缩表也难以推进，尤其在准备金接近“充足水平”的情况下，贸然缩表可能引发流动性紧张。而私募信贷风险仍存，叠加 AI 融资扩张，或放大金融市场风险。此外，来自特朗普的政治压力也使得美联储主动快速加息的门槛更高。目前来看，加息和缩表的风险更可能延后至 2027 年。**凯文·沃什上任后，美联储政策框架面临改革。**但沃什 6 月议息会议“首秀”传达政策改革“循序渐进”的倾向，缓解了市场对美联储减少沟通、重启缩表的担忧，预计年内暂无需担忧货币政策框架发生大的变化。

- **地缘局势反复、货币政策宽松交易显著退潮，指向油价和利率两项宏观定价的核心正在被重估。**下阶段，地缘局势缓和或带来进一步的风险偏好改善，但能源供给缺口、高通胀、高利率的影响或需要在更长时间内逐步消减。

- **风险提示：**美国经济和就业超预期走弱，美伊冲突持续性超预期，美联储独立性受损超预期，市场不确定性超预期等。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

一、 美伊局势：达成协议是冲击终点吗？ 4
1. 美伊冲突的“代价” 4
2. 达成临时协议之后？ 7
二、 美联储：降息窗口明显收窄 10
1. 美联储难寻降息理由 10
2. 年内加息可能性或亦有限 12
3. 沃什时代：“降息+缩表”能实现吗？ 14
三、 总结 16
四、 风险提示 17

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传

图表目录

图表 1 美伊局势进展及原油价格变化 4
图表 2 美国汽油零售价已经来到历史高位 5
图表 3 美国选民认为通胀是美国面临的首要问题 5
图表 4 特朗普“压力指数”高于“独立日”关税时期 6
图表 5 美国政府付息压力高企 6
图表 6 本轮美股回撤幅度及波动率均偏低 7
图表 7 国际油价高位波动，并未继续上行 7
图表 8 近期原油价格有所回落但仍然高企 8
图表 9 海峡通航受阻造成大量船只滞留 8
图表 10 历次能源冲击油价走势对比 9
图表 11 美伊开战后亚洲国家原油进口量大幅下降 9
图表 12 IEA 预测今年二季度原油供给缺口大幅增加 10
图表 13 IEA 预计全球原油缺口在 9 月攀顶 10
图表 14 2026 年美国原油产品库存迅速消耗 10
图表 15 2026 年美国汽油库存消耗速度超过 2022 年 10
图表 16 美联储 6 月点阵图显示 9 名成员预计年内加息 11
图表 17 6 月市场定价年内超过一次加息预期 11
图表 18 美国能源通胀和 WTI 原油价格基本同步波动 11
图表 19 密歇根大学消费者通胀预期高企 11
图表 20 1970 年代美国滞胀的背景是工资-通胀螺旋 12
图表 21 美国联邦基金利率水平变化 12
图表 22 美国能源依赖度较 1970 年代大幅下降 13
图表 23 2021~22 年超额储蓄激增，就业市场紧张 13
图表 24 目前 TIPS 隐含的美国通胀预期相对平稳 13
图表 25 沃什偏好的达拉斯联储截尾平均通胀低于 PCE 13
图表 26 近年美国生产率增速接近格林斯潘时代 14
图表 27 近年美国生产率提升不具有稳定趋势 14
图表 28 美联储资产负债表资产端 15
图表 29 美国准备金接近“充足水平” 15
图表 30 大型机构投资者为私募信贷市场“主力” 16
图表 31 私募信贷基金对软件公司的贷款增长迅速 16

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

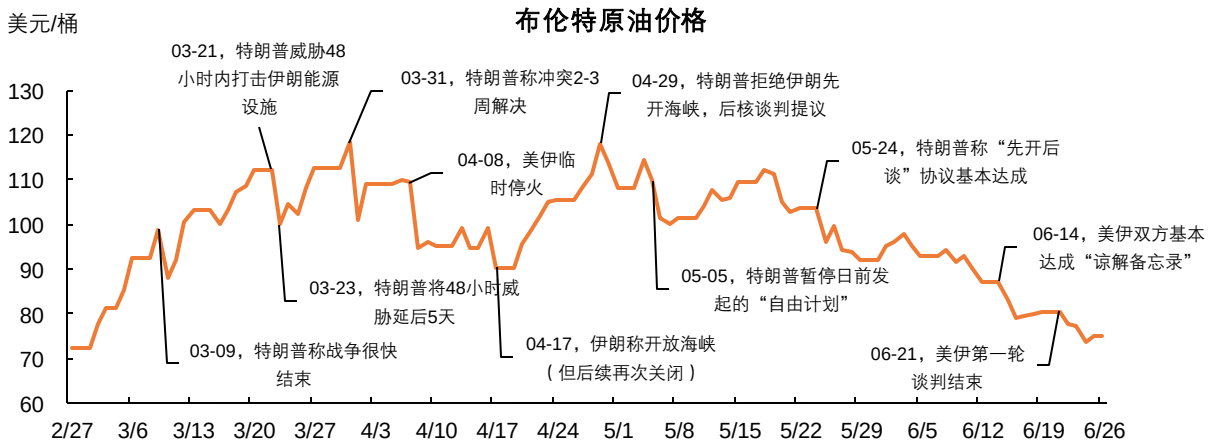
仅供内部参考，请勿外传

2026 年以来，美国宏观环境发生剧烈变化。站在年中时点，本文再次梳理当前美国宏观环境；上篇主要围绕地缘和政策环境变化展开。1）地缘：2 月末的美以对伊冲突成为重要转折点。美国和以色列对伊朗发动袭击之初，市场剧烈波动。美伊 4 月停火后，干扰烈度已经下降。5 月在美伊达成协议的预期下，市场对地缘风险定价进一步缓和。但是，展望下一阶段，达成协议或不是冲突影响的终点，能源供应修复或需要 2~4 个月，而过程中全球能源缺口或进一步暴露，存在能源价格二次上行的风险。**2）美联储：**美债利率破位、加息预期抬头，市场开始定价能源冲击、通胀压力、美联储主席换届后的政策不确定性风险。但 2026 年沃什期望的“降息+缩表”改革或难落地，加息亦不是年内基准情形。

一、 美伊局势：达成协议是冲击终点吗?

2026 年最大宏观变量之一仍是美伊局势。2 月 28 日美国与以色列对伊朗发动打击后，伊朗关闭霍尔木兹海峡并引发全球能源市场剧烈波动，美伊冲突从军事对抗逐步演变为能源、通胀和利率的多层次冲击。从特朗普政府视角来看，美伊局势僵持对其“弊大于利”，民意、经济、政治和市场等压力随着冲突拖长而放大。因此，在美伊冲突爆发不久后，特朗普多次宣布“冲突即将结束”或“谈判接近达成”，展现了较强的退出意愿。但是，局势降级并非美国单方面释放退出意愿即可实现；伊朗、以色列乃至其他海湾国家的态度均使得局势持续复杂化。近期，美伊签署谅解备忘录（MOU），市场认为美伊达成协议的可兑现性较此前有所提升，但仍需关注下阶段谈判情况。需要提示的是，即便美伊冲突告一段落，霍尔木兹海峡得以重开，也并不意味着能源、经济和市场冲击走向终点。由能源短缺所引发的高通胀、高利率、高波动等问题或为美伊冲突留下“二轮冲击”。

图表1　美伊局势进展及原油价格变化



资料来源：Reuters, PBS, Trading Economics, AP News, Truth, Wind, 新华社，平安证券研究所

1. 美伊冲突的“代价”

美伊局势发展至今，特朗普一系列行动显示其结束僵持状态的意愿强烈。3 月，特朗普“威胁”和“退缩”并行：3 月 6 日威胁伊朗“无条件投降，否则没得谈”，3 月 9 日又宣称“战争很快结束”；3 月 21 日威胁“48 小时内打击伊朗能源设施”，3 月 23 日又主动延迟威胁。**4 月，美伊转向停火谈判：**4 月 8 日美伊双方接受两周临时停火框架，随后在 4 月下旬“无限期”延长停火，为交换提案预留时间窗口。**5 月，能源冲击后的通胀和利率压力显化，**美国通胀显著上行，美债收益率破位，特朗普推动谈判的动力增加。5 月 24 日，特朗普通过社交媒体确认，与伊朗达成和平协议的谅解备忘录的相关事宜“已基本完成谈判”。6 月 14 日，美伊双方均确认“谅解备忘录（MOU）”已达成，双方领导人随后签署文件，伊朗也宣布海峡重开。**回顾特朗普发动伊朗战争后的一系列动作，我们看到，美国经济、政治、市场上的代价是特朗普推动和谈的动力：**

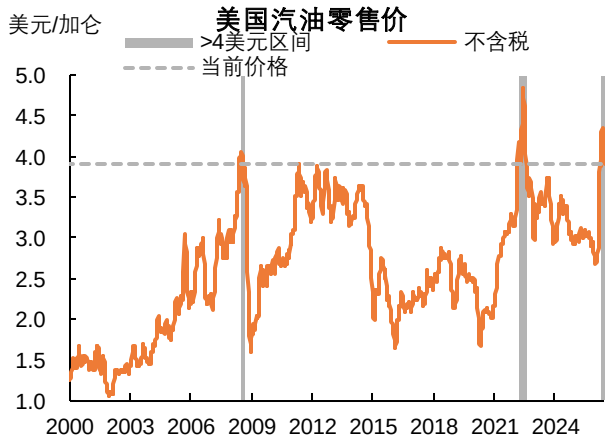
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传

1) **经济方面，油价是关键“掣肘”。**美伊冲突升级以来，EIA 统计的美国本土汽油价格一度上行至 4.33 美元/加仑，较 3 月 2 日的 2.88 美元/加仑上涨超过 50%。这一价格水平为 2000 年以来的次高，仅次于 2022 年俄乌危机和疫情供应链冲击后的价格。油价持续上行加剧选民对特朗普政府的不满。经济学人对特朗普支持率的调查显示，截至 6 月 14 日，尽管美伊达成临时协议使得支持率有所修复，但特朗普净支持率仍维持在-20%，较冲突前 2 月 27 日的-17%进一步下降。同时，选民对通胀的关注度日益增加，截至 6 月 22 日，仍有 32%的选民将通胀/价格列为美国经济的首要问题，而这一比例在 2 月时仅有约 23%。

2) **政治方面，战争拖累支持率，引发党内分歧。**特朗普对伊朗发动战争打破了他竞选时“承诺避免美国陷入愚蠢战争”的立场。截至 6 月 23 日，路透社与益普索的联合调研显示，仅有 24%的受访者认为对伊朗的战争是“值得的”。同时，美伊战争也在造成共和党党内意见分裂，部分 MAGA 领军人物与特朗普“决裂”。如辞去了国土安全部反恐中心职务的乔·肯特，以及前福克斯主持人塔克·卡尔森。4 特朗普扬言“消灭整个伊朗文明”之后，遭到包括共和党支持者在内的各界反弹。数小时后，特朗普同意停火，指向舆论压力和党内分歧同样具有一定限制作用。

图表2　美国汽油零售价仍然偏高



资料来源：Wind,平安证券研究所；截至 6 月 22 日

图表3　美国选民认为通胀是美国面临的首要问题

什么是美国面临的最重要的问题?

排名	议题	民主党人 (%)	共和党人 (%)	合计 (%)
1	通胀/价格	31	35	32
2	就业和经济	13	13	14
3	医疗保健	13	6	9
4	移民	2	14	7
5	税收和政府支出	4	9	7
6	公民权利	12	1	6
7	气候变化和环境	9	1	5
8	国家安全	1	9	5
9	教育	3	2	3
10	公民自由	6	1	3
11	犯罪	2	4	3

资料来源：Economist,平安证券研究所；截至 6 月 22 日

3) **军事方面，国防开支是重要的限制因素。**特朗普 5 月要求国会拨付 2026 年全年国防支出 8926 亿美元，与 2025 年持平。但据美国官员称，伊朗战争前 6 天的花费就已经超过 110 亿美元。后续，美国军方在 3 月向国会申请 2000 亿美元的补充资金用于美伊战争，但这一提案遭到国会的强烈反对。截至 6 月 24 日，白宫正式向国会提交 876 亿美元补充拨款请求，其中 671.5 亿美元用于军队，另外 210 亿美元用于采购弹药、强化国防工业基础和关键支持能力等。这些均指向常规国防预算难以支持战争持续。

国防支出上升叠加通胀压力，债市调整加深。2025 年，特朗普“独立日”关税宣布后，美国国债收益率曾快速抬升，这一现象被认为是“债市义警”（bond vigilantes）出动，从利率层面对政策表达不满。2026 年美伊冲突升级后，“债市义警”现象正在重演。早在 3 月 27 日当周，2 年期、5 年期、7 年期美国国债拍卖需求疲弱、利率尾部较宽，表现均不理想。5 月 13 日，30 年期国债拍卖再次遇冷，拍卖最高得标利率升至 5.046%，为 2007 年以来首次在 30 年期拍卖中突破 5%。结合 4 月通胀数据公布后，美联储加息预期持续抬升，10 年期美债利率在 5 月 19 日一度突破至 4.67%，比美国国会预算办公室（CBO）设定的基准收益率 4.13%高出 0.54 个百分点；债市正在对财政扩张、通胀抬升和长期供给风险进行定价。据《金融时报》估算，如果 10 年期收益率维持在 4.58%附近，则 2026 财年剩余时间美国利息支出可能增加约 80 亿美元，2027 年可能增加超过 300 亿美元。**对债务负担高企的特朗普政府来说，利息成本是关键压力。**

4) **制度方面，美国宪法规定只有国会才能授权发动战争。**随着冲突持续，特朗普的行动进一步靠近 1973 年《战争权力法》规定的“未经国会授权动用武装力量不能超过 60 天”+“30 天撤离时间”的边界。于是，在 5 月 1 日，也就是 2 月

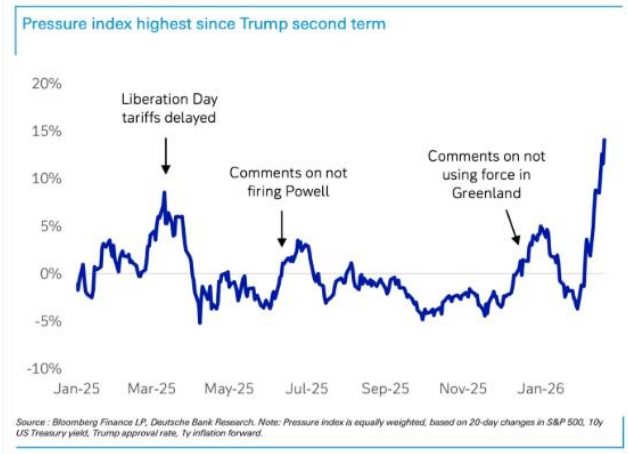
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传

28 日开战后的第 60 天，特朗普已单方面宣布“史诗狂怒行动结束”以规避法律限制，但当时美军仍然对伊朗海域进行封锁、打击伊朗船只。按照《战争权力法》规则，90 天的期限已在 5 月 31 日到期。6 月之后未经国会授权的军事部署可能面临进一步司法争议。截至 6 月 23 日，美国国会参议院通过决议，要求总统特朗普结束对伊朗军事行动，并在今后对伊朗采取军事行动前必须获得国会授权。这一句决议或只具有象征性意义，但仍反映国会议员对特朗普发动美伊战争的不满。

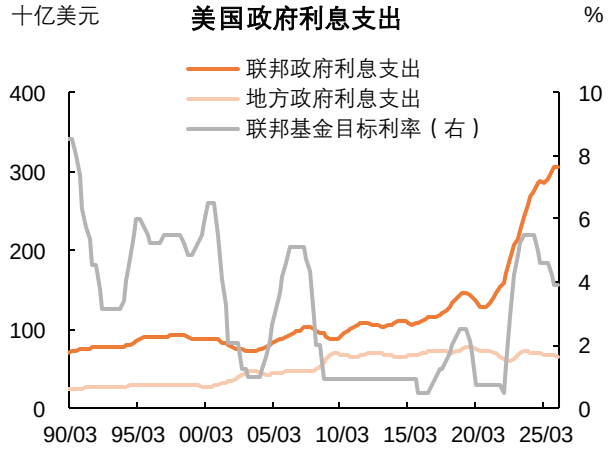
5) **金融市场表现也同样是特朗普的“痛点”。**3 月时，《金融时报》援引德意志银行分析指出，由特朗普支持率、标普 500 涨跌幅、一年期通胀预期和美债收益率 4 个变量加权形成的“压力指数”已高于 2025 年“独立日”关税后的水平（“独立日”关税公布数日后特朗普宣布关税延期，市场批评其“特朗普总是退缩（TACO）”），意味着市场压力下，特朗普寻求退出的倾向较强。**只要特朗普具有“退出”的动力，从交易角度看，相比于押注局势恶化，投资者或更加害怕错过“反转”的可能性。**

图表4　美伊冲突后特朗普“压力指数”走高



资料来源：Axios,平安证券研究所

图表5　美国政府付息压力高企



资料来源：Wind, 平安证券研究所

综上，我们看到，3 月以来，特朗普结束美伊冲突的意愿持续偏强，而特朗普的态度也决定了美伊局势趋于缓和的大方向。当然，特朗普“退缩”并不等于美伊后续谈判将一帆风顺。美伊双方诉求差异较大，最关键的核计划分歧仍待解决。从目前美伊双方交换的提案来看，美方核心要求包括无条件开放海峡、处置浓缩铀、限制弹道导弹能力，而伊朗方面则要求地区永久停火（包括黎巴嫩）、解除制裁、解冻资产，并继续保有一定核能力；双方提案有明显冲突。尤其是，霍尔木兹海峡仍是伊朗重要的谈判筹码。6 月 14 日美伊达成临时协议后，海峡通航状况就已多次“反转”：如 6 月 18 日伊朗宣布船只免费通航，6 月 20 日又因以黎摩擦而宣布关闭海峡，6 月 23 日则再次宣布海峡对商船免费开放。**局势进展反复或仍是未来 60 天谈判期内的“主旋律”；那么，特朗普寻求退出的意愿为什么还值得谈论?**

重点在于，市场已将特朗普的退出意愿计入了定价，明显“偏好”局势改善的信号。

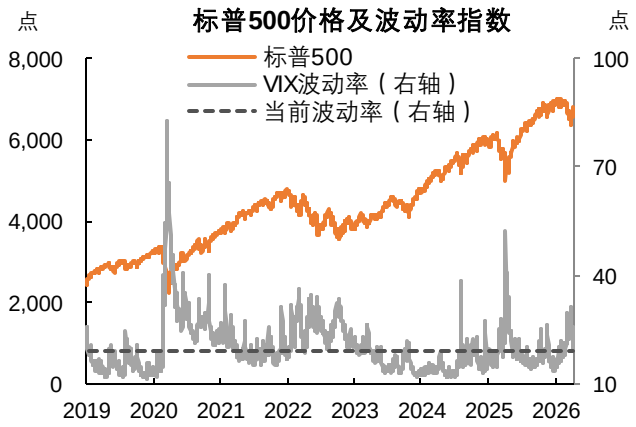
1）**股市较大程度上“脱敏”地缘风险。**尽管冲突的终点不确定性仍然极强，但市场总是倾向于交易美伊冲突缓和、海峡重开的积极信号。过去三个月，特朗普曾多次释放“结束战争”、“解决冲突”、“达成协议”的信号，但截至 6 月，在美伊双方进入停火谈判的前提下，海湾局势仍不稳定，海峡通航条件反复。市场方面，美股仅在冲突发生后约一个月内有限回撤，标普 500 从 2 月 27 日收盘的 6878.88 点下跌至 3 月 30 日的 6343.72 点，累计跌幅约 7.8%。相较 2025 年“独立日”关税、2022 年俄乌危机或 2020 年新冠疫情冲击，美股波动率的上行幅度和股价的回调幅度并不高。随着美伊停火和美股科技景气行情抬头，标普 500 和纳斯达克再创历史新高，年初至 6 月 2 日的阶段性高点，分别上涨 11.2% 和 16.6%。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传

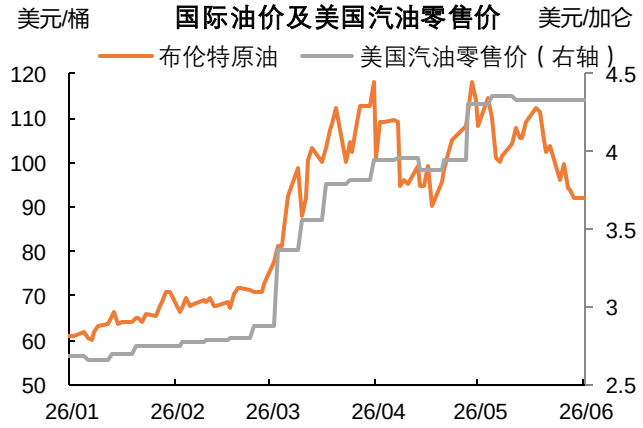
2）油价同样包含局势缓和预期的“折价”。4 月美伊停火后，原油价格仅维持高位波动，而并未进一步上行。本质是，只要美伊谈判或霍尔木兹重开出现进展，油价就会快速回落，限制了上行空间。4 月 8 日，特朗普宣布与伊朗达成两周临时停火、伊朗称将重开海峡后，油价跌破 100 美元/桶，当日下跌 13%，股市反弹，但海峡实际并未真正恢复通航。5 月也出现类似交易：5 月 20 日，特朗普称美伊谈判已进入最后阶段，油价当日下跌约 6%；5 月 24 日，特朗普称协议“基本谈妥”，但 5 月 26 日美国再次打击伊朗目标，伊朗指责美方违反停火。即便如此，5 月 27 日至 5 月 29 日油价仍因市场押注海峡航运恢复而持续下跌，显示市场对局势缓和的信心。**但与此同时，截至 5 月，IEA 估计海湾产油国的累计供应损失已超过 10 亿桶，目前已有超过 1400 万桶/日的石油产能停产，冲击影响前所未有；消息面的变化暂未改变现实层面的能源短缺。**

图表6　本轮美股回撤幅度及波动率均偏低



资料来源：Wind,平安证券研究所;

图表7　国际油价高位波动，并未继续上行



资料来源：Wind,平安证券研究所

2. 达成临时协议之后?

美伊双方签署谅解备忘录后，预计局势缓和的可兑现性有所提升。6 月 14 日至 15 日，美伊双方均传出达成协议消息，双边就结束战争、解除封锁以及重开霍尔木兹海峡达成一致，但伊朗核计划及美国解除对伊制裁等事项仍需进一步谈判。**6 月 17 日，美伊两国总统签署结束战争的临时协议，包括：**1）立即永久停止所有战线（包括黎巴嫩战线）的军事行动；2）双方在最多 60 天内通过谈判达成最终协议（除非双方同意延期），美军在最终协议达成后 30 天内撤离伊朗地区；3） 美方在 30 天内解除对伊朗的海上封锁，伊朗在 30 天内进行排雷等工作，并在 60 天期间内尽可能安排商船安全、免费通行，伊朗与阿曼主导海峡管理权协商；4）美国承诺与区域伙伴制订计划，对伊朗提供不少于 3000 亿美元的重建资金；5）伊朗承诺不发展核武器，美国承诺解冻伊朗资金，并在谈判期内豁免伊朗能源出口；6）后续谈判将涉及终止对伊制裁、伊朗浓缩铀处置细节、解冻资金详细程序等；**最终协议中的许多内容仍有待商榷。6 月 22 日，路透社报道称美伊谈判代表就伊朗能源出口豁免和解冻资金达成初步协议，奠定了后续谈判的基础。但我们提示，即便美伊最终达成协议并推动海峡重开，也未必等同于冲击影响的终点；能源、通胀和资产定价或难以立刻回到战前状态，原因来自三个方面：**

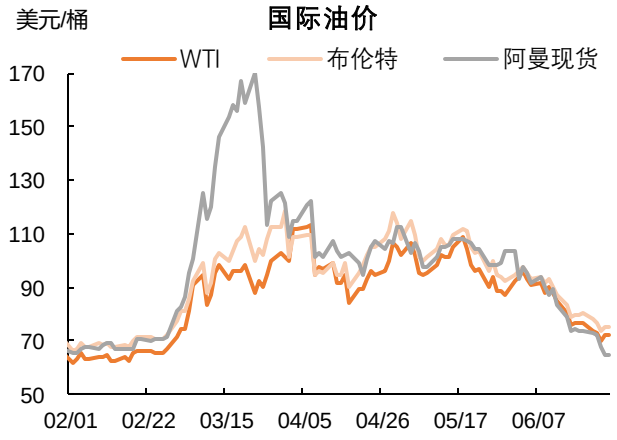
一是，海峡解封后，海峡通航、原油供应需要时间修复。

1）滞留海峡内的船只亟待疏散。参考 4 月 17 日国际海事组织（IMO）秘书长发言，霍尔木兹海峡附近波斯湾海域至少有约 2000 艘船只和 20000 名船员受困。而 AIS 数据显示 4 月 18 日至 6 月 14 日期间，霍尔木兹海峡通航量合计 294 艘；向前回溯，海峡封锁后的 3 月 1 日至 6 月 14 日合计通航 585 艘。扣除通航船只（实际包括驶入和驶出的船只），保守估计波斯湾海域有约 1400~1700 艘滞留船只，其中包括原本计划离开海湾、停在港内或锚地的船只，也包括因保险、军事和航路不确定性而选择原地等待、暂不绕行的船只。假设海峡重开后，海峡通航全速修复至战前水平，即按照每天 138 艘的历史平均水平通航，**在这一极简假设下也至少需要 10~12 天才能将滞留船只全部疏散**；若考虑新增船流和港口/保险约束，实际修复

仅供内部参考，请勿外传

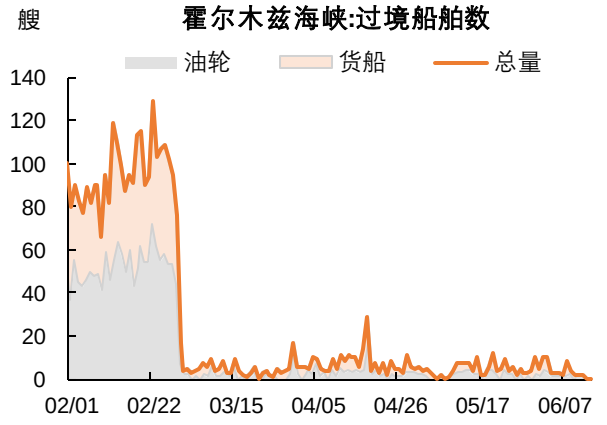
时间更长。这意味着，海峡稳定重开后短时间内，其通行能力可能主要用于释放前期积压船只，而不是马上恢复能源贸易正常流转。

图表8　近期原油价格有所回落但仍然高企



资料来源：Wind,平安证券研究所；图表显示2026 年数据

图表9　海峡通航受阻曾造成大量船只滞留



资料来源：Wind,平安证券研究所；截至2026 年 6 月 14 日

2）海峡封锁对能源生产、海域安全、保险服务均造成严重扰动，通航恢复很难一蹴而就。前述海峡恢复通航的估计，还未计入美伊签署协议、军事撤离、清除水雷、港口排队、油田复产、保险恢复等环节。**安全方面：**5 月 25 日，据路透社报道，美伊双方签署结束敌对行动的和平协议后，伊朗将在约 30 天后重新开放霍尔木兹海峡，其间清除海峡内水雷，以确保各国船只能够安全、自由通行。**保险方面：**3 月以来，多家保险机构宣布取消伊朗水域的战争险，保费在部分情况下上涨超过 1000%，大幅推高能源运输成本。因此，船只全面恢复通行需要等待保险业务重新稳定。**生产方面：**海湾国家在海峡封锁期间因无法装船和库存压力被迫减产，油田复产和港口装船也需要时间。**路透社引用阿布扎比国家石油公司首席执行官苏尔坦·贾比尔观点称，霍尔木兹海峡通航至少需要 4 个月才能恢复到战前水平的 80%，全面恢复可能要到 2027 年上半年。**

此外，海峡“重开”本身仍有反复风险。4 月 8 日，美伊曾达成临时停火协议，并宣布海峡重新开放，但 4 月 9 日因以色列袭击黎巴嫩，伊朗对海湾国家实施报复性袭击，海峡重开又成为泡影。本次 5 月 24 日特朗普提出“基本达成协议”后，美伊双方在 5 月 26 日再次交火，以色列也再次对黎巴嫩发动空袭，显示达成协议的进展“颠簸”。就目前协议内容来看，美方仍然倾向于临时停火、暂时解除双边封锁，在 60 天内继续讨论核活动、导弹部署、解除制裁和冻结资产等更为复杂的问题。因此，后续海峡运力能否稳定修复，始终取决于谈判的最终走向，具有较强不确定性。**海峡名义重开与能源物流真正恢复之间，存在不容忽视的时间差。综合上述因素判断，乐观估计霍尔木兹海峡恢复基本通航可能至少需要 2~4 个月，这就意味着能源供给紧张状态或至少持续至今年三季度末，甚至四季度初。**

二是，原油供应恢复后，可能出现二轮油价冲击。

1) **前期全球原油进口和补库需求下行，既是本轮油价未极端演绎的原因，也预示后续需求回补压力。**海峡封锁期间，全球买家普遍观望能源价格回落，导致原油进口和补库需求被阶段性压制。国际能源署 (IEA) 6 月 17 日发布的《石油市场报告》披露，在 2026 年全球石油供应量预估下降 390 万桶/天的同时，今年全球石油需求预估同比下降 110 万桶/天，二季度石油交付量更是大幅下降 500 万桶/天。亚洲国家作为霍尔木兹海峡原油主要目的地，原油进口量在 3 月、4 月大幅下降。按各国进口数据统计，5 月中国原油和石油进口同比下降 29%，日本、韩国进口同比下降 57.2%和 22.9%，而 3 月印度原油进口同比下降 14.56%。一旦海峡重开预期升温，亚洲进口恢复将推动被压抑的原油需求集中释放，在供给尚未完全恢复的阶段，对油价形成支撑。**另一方面，北半球炼油厂检修季走向尾声，全球炼油厂或加快补库。**一季度是美国、欧洲炼厂进行春季检修的时间，而亚洲炼厂检修季集中在 3~5 月。美伊冲突后，炼厂更多通过压缩进口、消耗库存和降低开工来应对高油价及运输不确定性，原油需求相对具有弹性。5 月以后，随着夏季出行旺季临近，炼厂开工率和原油采购需求通常回升。若此时海峡重开预期提振，原油采购和补库需求集中回升，同样可能支撑油价二次

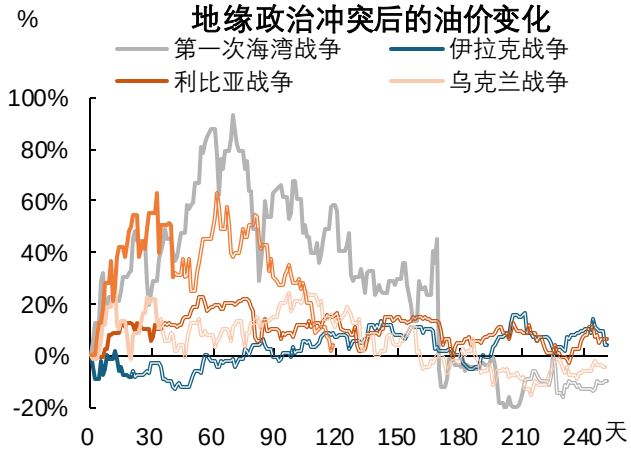
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传

上行。

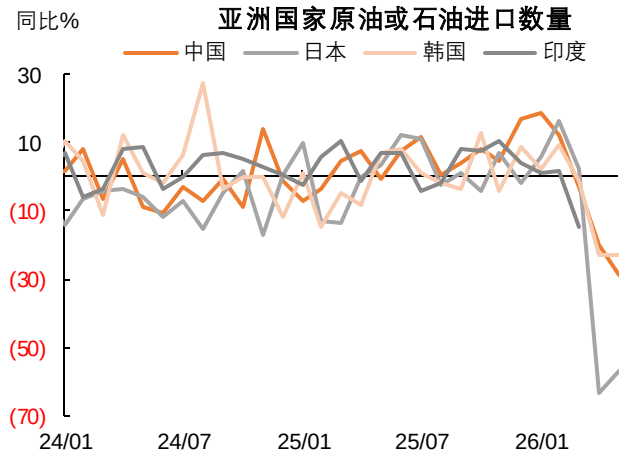
2) **贸易摩擦和局势反复或持续支撑风险溢价。**2022 年 2 月俄乌战争爆发后，布伦特原油价格迅速升破 127 美元/桶。尽管 2022 年 3 月末，俄罗斯就已承诺减少对乌袭击，但油价直到 2022 年 8 月下旬才较为稳定地回落至 100 美元以下，高位震荡持续 6 个月以上。原因是，美国和欧洲对俄实施贸易制裁，使得欧洲国家被迫重构能源贸易线路。2021 年至 2025 年，俄罗斯占欧盟原油进口份额由 25.8%降至 2.2%。对比俄乌冲突，美伊冲突后地区能源结构重塑的可能性相对较低。但俄乌战争的经验是，即使在冲突结束后，贸易摩擦也可能持续支撑油价。本轮原油价格上行幅度更大、贸易摩擦和局势反复的风险更强。即便美伊达成协议促使海峡重开，只要霍尔木兹海峡通航发生波动，市场对尾部风险的定价就很难轻易放松。**这种情况下，尽管油价阶段性回落不难发生，但稳定回落至冲突前水平有一定难度。**

图表10　历次能源冲击油价走势对比



资料来源：Wind,平安证券研究所；虚线为冲突明显降级后的变化，冲突爆发、降级日期见脚注[1]

图表11　美伊开战后亚洲国家原油进口量大幅下降



资料来源：Wind，平安证券研究所

三是，当前油价或未充分反映能源供应扰动的尾部风险。

1）伊朗封锁霍尔木兹海峡的潜在影响空前，但油价上行幅度并不极端。Atlantic Council 估计，直接受影响国家占全球原油产量的 51%、天然气产量的 56%，高于此前受影响范围最大的海湾战争时期（约 45%的原油受到影响）；但从价格表现看，本轮美伊战争后布伦特油价最高涨幅约 63%，低于海湾战争同期约 93%的涨幅，说明油价并未完全定价“霍尔木兹长期封锁”的极端情形。

2）美伊冲突发生时，全球能源供给本就相对过剩，加上替代运输路线、战略储备释放、解除部分原油制裁等政策缓冲，限制了价格急剧上行。IEA 在 1 月明确判断 2026 年供给增速远高于需求增速，预计 2026 年全球石油供应增加 250 万桶/日，而同期需求增长不到 100 万桶/日。因此，相较俄乌冲突爆发时本就高企的能源价格，本轮能源冲击的“起点”较低。另外，全球原油库存和海上浮仓也为能源供给提供了缓冲，因此截至目前，市场未按“断供”情形定价。

3）随着夏季出行旺季到来，原油短缺的现实可能进一步显化。IEA 数据显示，全球可观察石油库存 3 月下降 1.29 亿桶、4 月再降 1.17 亿桶，至约 79 亿桶。**按 5 月 IEA 估计的全球每天约 1.04 亿桶原油需求计算，全球静态名义库存仅能继续满足 76 天原油需求。**并且，实际可动用库存预计低于名义库存，且存在地区和运输约束。据 IEA 报告分析，即便美伊在 6 月迅速签订协议，市场供应严重不足的情况也可能持续到 2026 年第三季度末；原油短缺风险可能进一步显化，预计全球原油缺口将在 9 月攀顶，接近 9 亿桶。**极端情况下，特朗普可能为压低美国汽油价格而限制原油出口，只不过目前这一方案仍是低概率事件。**5 月 7 日，美国民主党众议员 Brad Sherman 已提出暂停美国原油出口的法案，显示原油

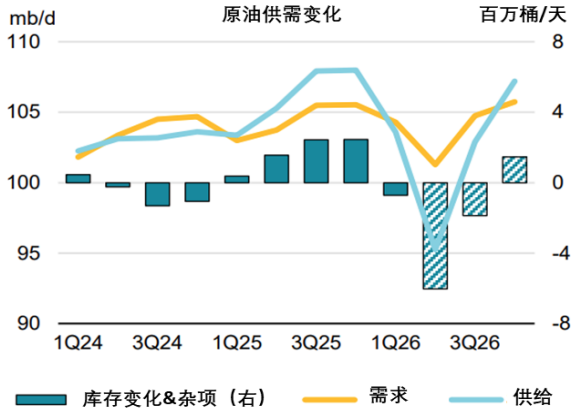
[1] 第一次海湾战争按 1990-08-02 起始 1991-02-28，2003-04-09 降级；伊拉克战争按 2003-03-20 起始，2011-03-18 降级；乌克兰战争按 2022-02-24 起始，2022-03-29 降级；伊朗战争按 2026-02-28 起始。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传

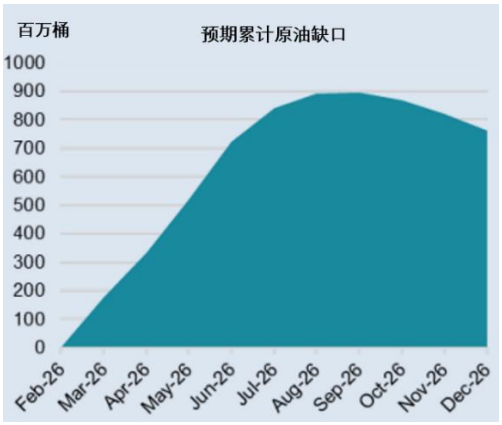
出口禁令已被纳入考虑。但美国自 2015 年解除原油出口禁令以来从未限制出口，且禁令会进一步冲击美国盟友信任，并推高国际油价和美国本土油价价差、损害美国油企（也是特朗普重要“金主”之一）的利益。

图表12　IEA 预测今年二季度原油供给缺口大幅增加



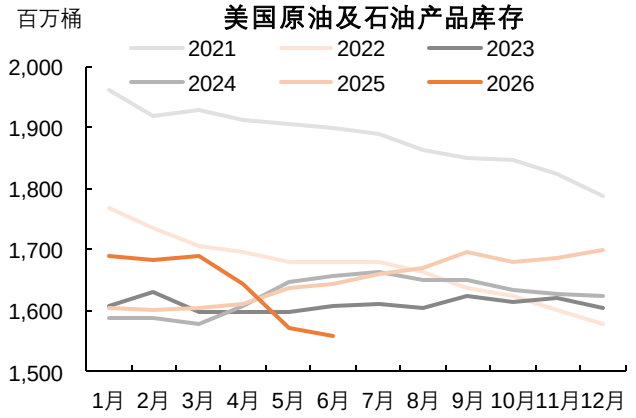
资料来源：IEA,平安证券研究所；IEA 5 月报告

图表13　IEA 预计全球原油缺口在 9 月攀顶



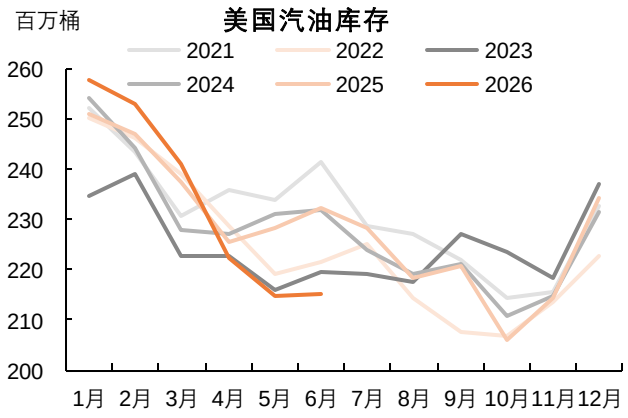
资料来源：IEA,平安证券研究所；IEA 5 月报告

图表14　2026 年美国原油产品库存迅速消耗



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表15　2026 年美国汽油库存消耗速度超过 2022 年



资料来源：Wind,平安证券研究所

二、 美联储：降息窗口明显收窄

1. 美联储难寻降息理由

利率层面，当前市场普遍定价加息风险，尽管我们认为年内加息落地的概率仍不高。3 月时，美国 2026 年加息预期尚在 0~0.5 次附近波动；至 6 月 FOMC 会议后，CME 数据已定价 2026 年末前超过 1 次加息的预期。美联储官员态度同样转鹰：3 月 FOMC 会议点阵图显示，美联储官员维持 2026 年降息 1 次的预期中值不变，只是支持更大幅度降息的人数减少。而 6 月除沃什外的 18 名投票官员中，有 9 名官员预计 2026 年利率将高于当前水平，达到半数，8 名官员预计利率维持不变，仅 1 名官员预计降息。2027 年点阵图也显示，预期利率维持在 3.75%以上的票委仍有 8 人，说明委员会并不急于在通胀回落前重新打开降息窗口，利率预测明显鹰派。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传

图表16　美联储6月点阵图显示9名成员预计年内加息

	点阵图对比			
	2026年6月		2026年3月	
终点利率（%）	2026年	2027年	2026年	2027年
4.25-4.50	1	1		
4.00-4.25	5	2		
3.75-4.00	3	5		1
3.50-3.75	8	2	7	3
3.25-3.50	1	3	7	4
3.00-3.25		4	2	6
2.75-3.00		1	2	3
2.50-2.75			1	1
2.25-2.50				1
*注：上表数字为“该年结束时，目标利率应有的水平”投票结果，单位为人数				
中位数	3.75-4.00	3.50-3.75	3.25-3.50	3.00-3.25
降息次数	-1	0	1	2

资料来源：美联储,平安证券研究所

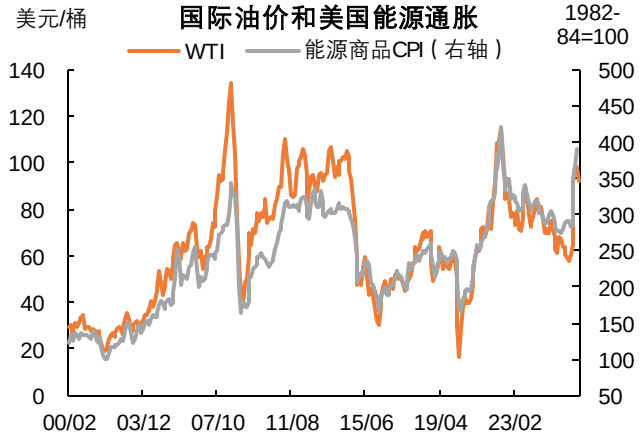
图表17　6月市场定价年内超过一次加息预期



资料来源：CME,平安证券研究所

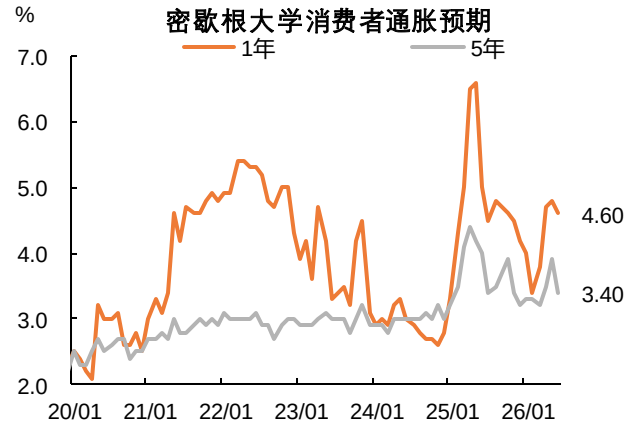
能源冲击带来的通胀是美联储难以降息的主要原因。美伊冲突后，美国通胀数据持续高企。在能源冲击影响下，美国 CPI 同比由2月的2.4%一路上升至4月和5月的3.8%和4.2%。美联储关注的PCE通胀数据同步上行，5月PCE同比升至4.1%，核心PCE同比升至3.4%。按简单泰勒规则，在当前核心PCE水平下，亚特兰大联储测算政策利率至少应达到4.7~4.9%，远高于当前联邦基金利率目标区间的3.5~3.75%，意味着在当前通胀环境下，美联储利率政策或已不具有充分限制性。另外，通胀预期上行同样会对价格形成上行压力。截至6月，美国密歇根大学消费者一年通胀预期仍有4.6%，五年通胀预期3.4%，显示长期通胀中枢存在上行风险。

图表18　美国能源通胀和油价基本同步波动



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表19　密歇根大学消费者通胀预期高企



资料来源：Wind，平安证券研究所；

下半年，油价有望随美伊冲突缓和而见顶下行，但不宜过分低估油价二次上行的可能性。美联储等机构估计国际油价每上涨10%，美国 headline CPI 在后续一到两个季度内上涨0.3~0.4%。若油价平均维持在100美元/桶左右，美国CPI将上行至3.54%~3.92%。美国能源CPI与布伦特油价月均值基本同步变化，5月美国CPI上行至4.2%，基本符合5月油价均值104美元/桶对应的通胀区间。核心通胀也在同步上行。目前，能源冲击继续通过食品、运输形成二轮传导的证据已经较为充分。5月核心CPI上行至2.9%，其中运输服务受影响最大，5月机票同比已达到26.7%，持续高企。除此之外，食品价格也因

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传

运输和包装成本上升而抬升，尤其是水果蔬菜，6 月同比 6.1%，较 2 月的 2.7%大幅抬升。**随着美伊走向最终谈判，6 月国际油价均值已显著回落，有望带动美国 CPI 阶段性见顶下行。**但结合前文判断，海峡解除封锁后，或仍需要 2~4 个月时间恢复正常通航水平，而前期被高油价压制的原油需求也可能反弹，造成二轮油价冲击。**若能源供给扰动反复，使得通胀偏离美联储通胀目标，仍将对美联储宽松形成较强限制。**

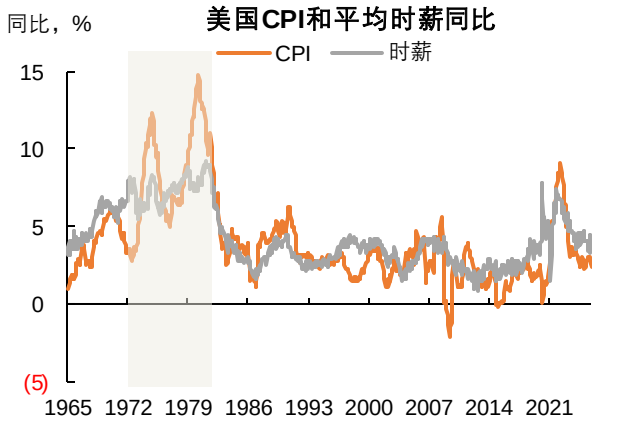
2. 年内加息可能性或亦有限

尽管市场已定价 2026 年末前加息风险，但美国经济现实和美联储政策惯例或难促成较快紧缩。

一是，从经济角度看，当前美国并不处在 1970 年或 2022 年的过热环境中，不满足立即加息的条件。1970 年代两次石油危机，以及 2022 年俄乌危机后，美联储都曾经在能源冲击之后加息。但这两轮能源危机冲击下美联储加息的逻辑有二：1）美国经济本身过热，通胀在危机发生前已经在上升，并且薪资同步上行；2）货币政策前期收紧后又放松，难以有效抗击通胀，因此在后期才持续性加息。分别来看，

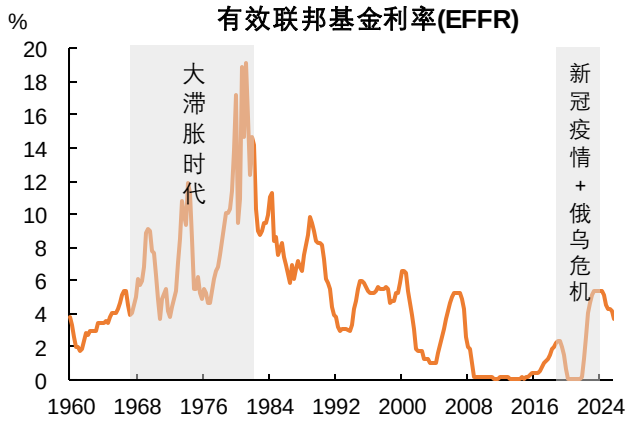
1）两次石油危机：危机发生前，美国 CPI 曾在 1969 年迎来 6%以上的小高峰，美联储逐步加息至 9%。石油危机后，1974 年 12 月美国 CPI 月同比达到 12.3%，美联储在 1974 年 6 月加息至 12%；1980 年 3 月美国 CPI 达到 14.8%，美联储则在 1981 年 6 月加息至 19%。并且，当时美国能源依赖度较高，多轮能源价格冲击下，美国平均时薪也显著上行，形成了“工资-物价螺旋”。除了能源冲击外，美国反复陷于通胀又反复加息也有政策的原因。1970 年代美国奉行凯恩斯主义，认为政策应当稳定经济（尤其是避免失业率过高），并且认为失业率和通胀就像“菲利普斯曲线”所描绘的那样具有此消彼长的关系，因此可以通过略微提高通胀来换取低失业率。所以，1969 年和 1973 年前两次加息实际并未充分遏制通胀，这才有了 1979 年保罗-沃尔克就任美联储主席后大幅加息至 19%、并维持 10%以上的高利率长达两年的政策应对。

图表20　1970 年代美国滞胀的背景是工资-通胀螺旋



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表21　美国联邦基金利率水平变化



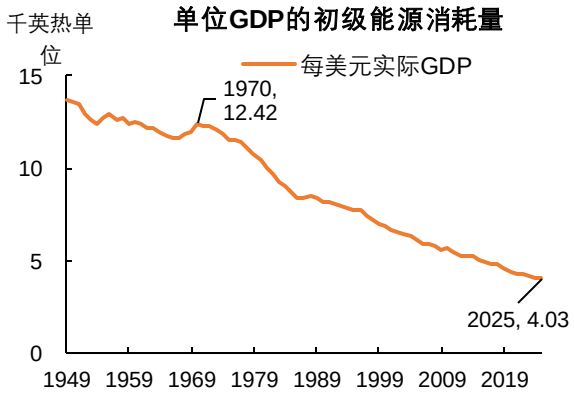
资料来源: Wind，平安证券研究所

2）2022 年俄乌危机：发生在 2020 年新冠疫情后，供需共振助推的高通胀时期。2019 年，美国经济增长动能已在转弱，CPI 回落到 2%及以下，叠加 2020 年新冠疫情爆发，美联储快速降息至 0~0.25%。之后，疫情对全球供应链的冲击和高额财政补贴带来的需求爆发，快速推高美国通胀，到 2022 年 1 月俄乌冲突尚未爆发时，通胀已达到 7.5%。俄乌冲突 2 月爆发后，美国 CPI 在当年 6 月攀顶至 9%。劳动力市场也同样过热，美国劳动力缺口 2022 年 3 月达到-627 万人，意味着空缺的岗位数量大量超出可供雇佣的劳动力人数。在这样的背景下，美联储才进行了大幅加息，从 2021 年末的 0~0.25%升至 2023 年 9 月的 5.25~5.5%，而不仅仅是因为俄乌冲突带来的能源价格冲击。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

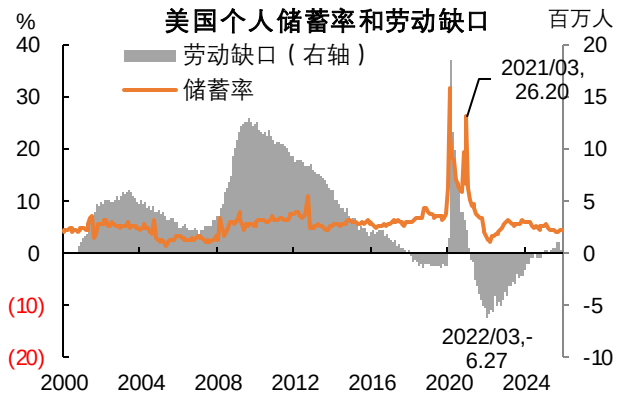
仅供内部参考，请勿外传

图表22　美国能源依赖度较 1970 年代大幅下降



资料来源: Wind, 平安证券研究所

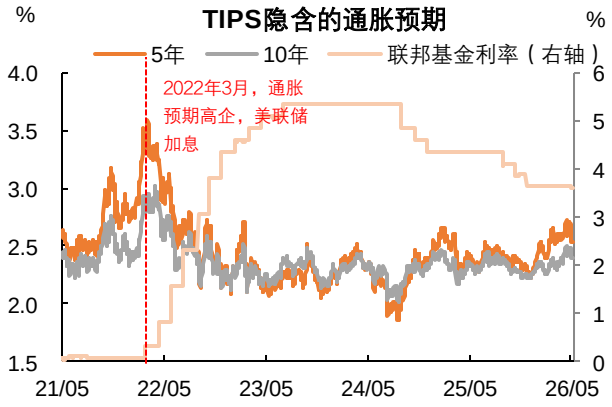
图表23　2021~22 年超额储蓄激增，就业市场紧张



资料来源: Wind，平安证券研究所

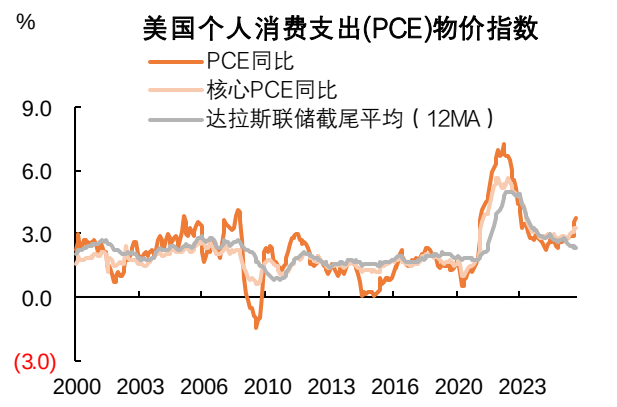
二是，从政策角度，只要长期通胀中枢不过度抬升，美联储有理由暂时“忽视（look through）”能源通胀冲击。在通胀预期未脱锚、二轮效应可控时，全球央行通常会选择“look through”一次性能源冲击；不仅是美联储，1980 年至 2000 年，新西兰、加拿大、英国等多国央行都将“look through”正式纳入政策框架；“忽略”第一轮能源冲击、盯住二轮效应，是现代央行的常规操作[2]。当然，现在的美联储早已放弃凯恩斯经济学对通胀的“纵容”，在必要时候也会快速加息压制通胀。2022 年 3 月，5 年期 TIPS 隐含的通胀预期一度攀升至 3.59%，长期通胀预期脱锚的情况下，美联储开启“补救式”加息。但是，当前的美国经济热度暂不及 2022 年水平。截至 2026 年 6 月，5 年和 10 年 TIPS 通胀预期最高触及 2.72%和 2.5%，相对 2022 年，收紧政策的紧迫性相对较低。**虽然仍然无法排除本轮能源冲击持续、通胀上行的可能性，但若后续通胀见顶回落，年内美联储仍有望维持利率不变。**

图表24　目前 TIPS 隐含的美国通胀预期相对平稳



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表25　沃什偏好的达拉斯联储截尾平均通胀低于 PCE



资料来源: Wind，Dallas FED，平安证券研究所

三是，凯文·沃什继任美联储主席，短期内加息的可能性不高。尽管沃什过去曾经多次批评美联储后疫情时期过度宽松、造成通胀上行，但其此次上任的政治背景鲜明：特朗普选择沃什，很大程度上是希望他成为推动未来降息的美联储主席。因此，虽然市场对沃什的理解不是传统意义上的鸽派，但也认为沃什在 11 月初中期选举前“不降息”就已经需要顶住巨大的政治

[2] E. Nelson, *A Look Back at "Look Through"*, FEDS (2025).

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传

压力，遑论加息。包括，沃什偏好的截尾平均 PCE（12 个月移动平均值）5 月仅为 2.41%，显著低于传统 PCE 指标，也可能构成暂不加息的理由。

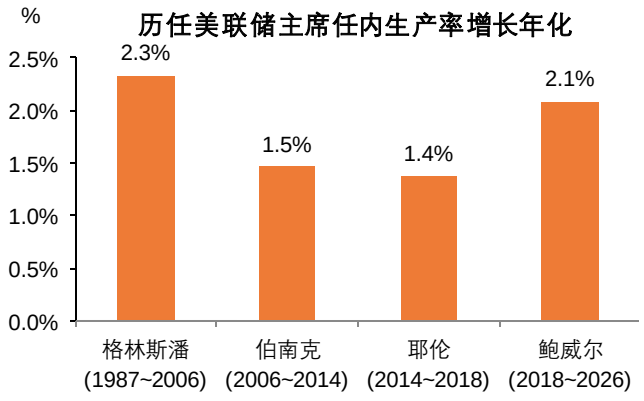
3. 沃什时代：“降息+缩表”能实现吗？

从参议院听证会到正式就职，新任美联储主席凯文·沃什展现对“改革”的坚持。4 月 21 日参议院银行委员会提名听证会上，除了强调美联储独立性和通胀稳定的重要性之外，沃什提出三方面改革计划：**1）改革美联储通胀目标框架：**主张重新审视通胀目标，以适应 AI 对价格和就业的影响；倾向参考达拉斯联储的“截尾平均通胀”等指标。**2）改革美联储前瞻指引体系：**主张减少对利率路径的公开承诺，降低美联储后续决策沟通透明度。**3）改革资产负债表（缩表）：**认为当前美联储资产负债表庞大更有利于华尔街而不是“主街”经济，应当进行纠正，但同时承诺缩表会采取“缓慢、审慎”的方式进行，并与相关方充分沟通。5 月 22 日沃什在白宫正式接受任命，再次表示希望领导一个“以改革为导向”的美联储，以“智慧和清晰的思路、独立性和决心”为指导履行职责。

6 月沃什首次作为美联储主席召开议息会议，其表态与其 4 月在参议院听证会的表态连贯，在抗通胀、改革政策框架、审慎推进缩表等方面基本保持一致。沃什在 6 月会议上主要引入三方面变化：一是，会议声明篇幅缩短，体现沃什“个人风格”，例如弱化鲍威尔时期的“数据依赖”决策框架、加入对生产率和投资的表述、单独强调通胀等。二是，沃什明确拒绝提交经济预测摘要（包括点阵预测），指向其在货币政策方面“去指引”的倾向，尽管其他票委仍在延续这一传统。三是，沃什宣布成立“五个工作组”审查美联储资产负债表和政策框架，为长期缩表计划和政策框架调整做准备，但会议声明强调当前将继续维持充足准备金框架，缓和短期内的缩表担忧。**下阶段美联储政策框架面临改革，但沃什表态倾向于“循序渐进”。**

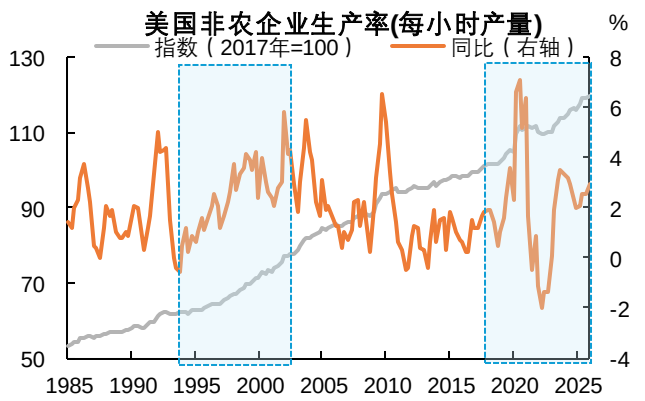
利率政策方面，尽管沃什曾多次强调对抗通胀的决心，但他也保留了宽松的选项。一方面，沃什以 AI 生产率提升为宽松辩护。他认为，AI 扩散可能提高潜在增速、压低单位劳动成本，使总需求扩张更多由生产力提升所吸收。沃什将当前 AI 技术浪潮类比 1990 年代后期的信息技术革命，并多次提及格林斯潘时期政策经验，认为美联储应当避免用过度紧缩抑制真实生产率改善。鲍威尔任期内（2018~2026 年）美国生产率增速平均达到 2.1%，确实高于 2006 年~2018 年，与格林斯潘时代 2.3%的增速相似。但是，格林斯潘时代生产率提升具有明确趋势，而现在的生产率增速并不稳定或尚不确定。**另一方面，沃什主张的通胀指标改革实质上将提高加息门槛。**沃什在公开表态中提及希望使用“截尾平均通胀”和其他类似指标来替代现有核心通胀参照，而“截尾平均通胀”是剔除了极值的通胀均值，在通胀上行时期较传统的 PCE 指标数值更低、变化更慢。尤其是，如果政策框架更重视截尾平均通胀指标，可能降低美联储对短期极端价格波动的反应强度。**但是，高通胀的现实无疑对降息形成挑战。**通胀大幅偏离目标、经济前景不明、美联储内部集体转鹰，都对降息造成困难。

图表26　近年美国生产率增速接近格林斯潘时代



资料来源: Wind, 圣路易斯联储，平安证券研究所

图表27　近年美国生产率提升不具有稳定趋势



资料来源: Wind，平安证券研究所

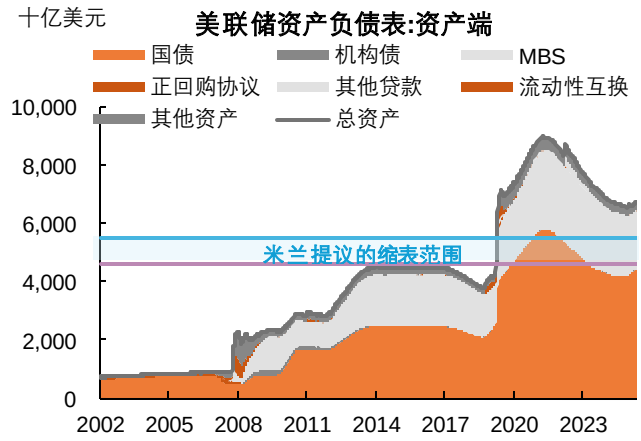
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传

资产负债表操作方面，沃什改革设想的核心实际在于“降息+缩表”，而不是单纯的鹰派缩表。沃什曾经多次批评美联储量化宽松政策，主张调整美联储资产负债表。但是，他同样承诺审慎进行缩表，与相关方充分沟通，避免贸然缩表引发金融市场动荡或流动性踩踏。关于沃什缩表的具体计划，6 月议息会议沃什仅宣布成立“五个工作组”对包括资产负债表在内的政策框架进行审查，未给出明确指向，但目前可以从美联储前理事史蒂芬·米兰 2026 年 3 月发表的工作论文《缩减美联储资产负债表用户指南》中找到线索。米兰在《指南》中首先回顾了美国庞大资产负债表的复杂成因：2008 年次贷危机后，全球金融监管趋严，使得银行体系流动性要求提高，美联储作为银行准备金的重要承接方，其资产负债表相应扩大。除此之外，流动性工具的“污名化”（银行不敢轻易动用贴现窗口、常备回购操作等工具）、准备金的无风险套利机会（通过准备金赚取 IORB）以及金融市场中介承接能力有限等因素也推动了美联储扩表。而针对这些问题，米兰的提议包括 1）降息抵消货币政策立场收紧，2）调整、放松准备金要求，3）提高交易商中介能力（以替代美联储提供流动性的功能），4）降低 IORB、减少套利等。他认为这些措施理论上可打开 1.2~2.1 万亿美元缩表空间，即对应美联储疫情量化宽松前的资产负债表水平，而缩表的落地周期至少需要一年甚至数年。**从米兰提议可以看出，降息是缩表的前提之一；在年内不降息的前提下，美联储短期内缩表的可能性也不大。**结合美国流动性现状，2022 年美联储缩表后，美国准备金水平有所回落，逆回购规模处于低位，流动性已经贴近“充足水平”临界值，此时缩减资产负债表很可能造成市场流动性紧张，**因此缩表可能不是 2026 年内最主要的政策变量。**

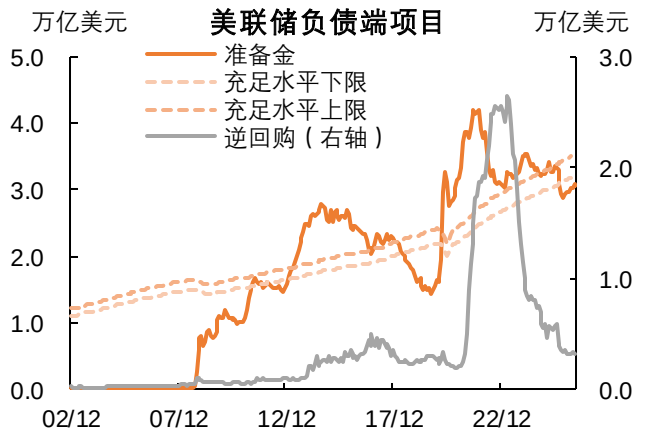
美联储持续关注的私募信贷风险仍然高企，也令美联储进一步收紧金融条件的顾虑更大。2008 年后，随着监管趋严，高风险贷款业务从银行系统被挤出至私募信贷领域。2025 年 OFR 机构研究估计，当前银行和非银机构对私募信贷的风险敞口约在 4100~5400 亿美元左右，2024 年杠杆率平均在 1.91 倍，另有约 810 亿美元的借款杠杆率超过 3.5 倍。而据 Fitch 统计，美国私募信贷借款人 2025 年的违约率升至 9.2%，潜在风险仍然高企。美联储 2025 年研究发现，私募信贷机构对货币政策紧缩的反应更为强烈，具有放大借贷成本上行压力和财务困境风险的作用[3]。从美联储 4 月会议纪要表述来看，虽然美联储暂不认为私募信贷会引发全面系统性风险，但也在严密监控市场变化。**AI 浪潮下，私募信贷风险或进一步放大金融风险。**AI 科技行业是私募信贷最大借款方之一，据 BIS 研究统计，目前有三分之一的私募信贷基金已向软件类公司发放贷款，而 2026 年以来软件股在 AI 对传统软件商业模式形成冲击的担忧下，持续遭受重挫。另一方面，若 AI 领域持续过热，资产估值走高，或企业过度借贷，私募信贷也可能成为 AI 泡沫风险的放大器。

图表28　美联储资产负债表资产端



资料来源: Wind, FED, 平安证券研究所

图表29　美国准备金接近“充足水平”



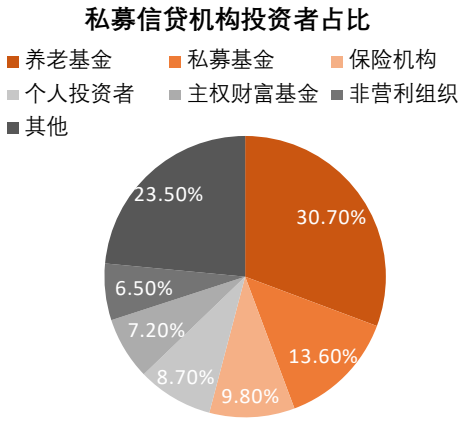
资料来源: Wind，平安证券研究所

[3] S. Haque, Y. Jang & J. Wang, *Indirect Credit Supply: How Bank Lending to Private Credit Shapes Monetary Policy Transmission*, FEDS (2025).

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

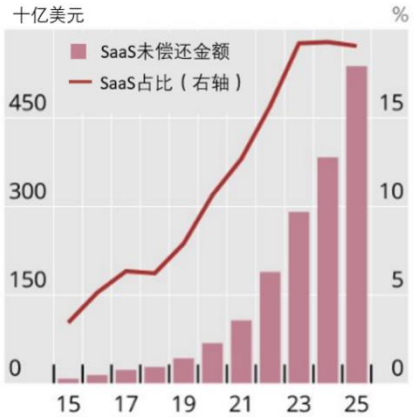
仅供内部参考，请勿外传

图表30　大型机构投资者为私募信贷市场“主力”



资料来源: BIS，平安证券研究所

图表31　私募信贷基金对软件公司的贷款增长迅速



资料来源: BIS,平安证券研究所；SaaS 即“软件即服务”的公司

最后，在沟通框架方面，针对市场担忧的政策透明度降低问题，沃什给出了较为合理的回应。尽管 6 月议息会议声明篇幅大幅删减、沃什拒绝提供 SEP 和利率预期等操作都体现“去指引”的倾向，但沃什宣布的“五个工作组”的设立指向沟通框架改革将“先调查、再实施”，年内暂无需担忧货币政策框架发生大的变化。而对于减少沟通，沃什给出的理由较有说服力。他认为，金融市场自身会对经济数据做出反应，对可能发生的情况和尾部风险进行定价。如果美联储进行过多指引，会妨碍市场与数据间的反馈机制；他想做的正是去除这一“妨碍”——减少美联储言论对金融市场的二次干扰，美联储也可以观察到更真实的市场表现。沃什在记者会上的表现也印证了他的说法：面对记者提问，沃什紧密围绕会议声明内容回答问题，不补充“个人看法”，使得美联储对外表态的统一性有所提升。就此而言，若沃什能够维持其在这一次会议展现的政策“刚性”，那么在后续通胀等经济数据落地后，市场对其施政稳定性的信心有望增加，对于美联储货币政策不确定性的担忧反而可能缓和。

三、 总结

美伊局势发展至今，市场持续计入特朗普寻求退出的意愿。对特朗普而言，美伊冲突的代价是油价上行、通胀抬升、选票流失、国会约束和市场波动等现实压力。因此，冲突持续远非最优选择、遑论升级，4 月美伊停火谈判、5 月进一步接近达成协议、6 月签署谅解备忘录，均指向局势缓和的可兑现性有所提升。**但需要提示的是，协议达成并不等于本轮冲击影响的终点， 尤其是：1）供给修复需要时间：**霍尔木兹海峡名义重开之后，船只疏散、通航安全、原油供给、港口装船和航运服务正常化或需要 2~4 个月时间。**2）供需缺口即将显化：**前期被高油价压制的原油需求可能在海峡重开后集中释放，叠加夏季出行旺季和炼厂补库，反而可能形成二轮油价上行压力。**3）“积极信号”折价反转：**冲突以来市场多次倾向于交易特朗普释放的积极信号，油价对能源短缺尾部风险的定价可能并不充分。若能源冲击反复，前期市场“折价”可能反转。

货币政策层面，宽松交易显著退潮。通胀和通胀预期的抬升使市场从年初的宽松交易转向加息交易。凯文·沃什上任，美联储政策框架面临改革。**但 2026 年内加息或缩表的可能性相对有限。一是当前美国经济增长并不过热，**不同于 1970 年代石油危机或 2022 年俄乌冲突后的全面通胀过热情形，美联储暂时“忽略”能源通胀可能也是合理选择。**二是沃什主张“降息+缩表”，**降息难以达成意味着缩表也难以推进，尤其在美国准备金接近“充足水平”，逆回购接近“枯竭”的情况下，贸然缩表可能引发流动性紧张。当前美国私募信贷风险仍存，叠加 AI 融资扩张，此举或将放大金融市场风险。而来自特朗普的政治压力也使得美联储主动过快加息的门槛更高。目前来看，加息和缩表的风险可能滞后至 2027 年。

地缘局势反复、货币政策宽松交易退潮，指向油价和利率两项宏观定价的核心正在被重估。下阶段，地缘局势缓和可能带来阶段性风险偏好改善，但能源供给缺口、高通胀、高利率的影响或需在更长时间内逐步消减。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

仅供内部参考，请勿外传

四、 风险提示

1. 美伊局势缓和不及预期，能源价格持续高企，全球风险偏好承压；
2. 美国经济超预期走弱，消费超预期疲软，就业超预期走弱等；
3. 美联储独立性受损超预期，货币政策与经济表现出现背离，引发市场担忧；
4. 市场不确定性超预期，在上述因素的演绎下，资产价格波动可能出现显著偏离。

仅供内部参考，请勿外传

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级:

强烈推荐 （预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20%以上）

推　　荐 （预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10%至 20%之间）

中　　性 （预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 ± 10%之间）

回　　避 （预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10%以上）

行业投资评级:

强于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5%以上）

中　　性 （预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 ± 5%之间）

弱于大市 （预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2026 版权所有。保留一切权利。

中国平安 平安证券 PING AN SECURITIES

平安证券研究所　　电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层