下载日志已记录，仅供内部参考

美伊冲突会否继续升级？——中东地缘政治路径与油价风险前瞻
——海外宏观周报第 1 期

证券研究报告/宏观专题报告　　2026 年 09 月 08 日

分析师：张德礼
执业证书编号：S0740523040001
Email：zhangdl01@zts.com.cn
分析师：张蕾
执业证书编号：S0740526090002
Email：zhanglei14@zts.com.cn

相关报告

报告摘要

- **8 月底以来，美伊和平协议窗口期关闭，军事冲突升级**。主要表现为：1）和平协议自然终止。2）美伊聚焦霍尔木兹海峡航运秩序争夺，军事冲突升级。3）霍尔木兹海峡进入“战时护航模式”，通航量骤减。
- **政治障碍限制美伊冲突缓和空间。美伊国内存在政治强硬派，约束领导人妥协空间**。中期选举前，特朗普政府不愿因“对伊软弱”受国内鹰派反噬而丧失选票。伊朗强硬派需要军事行动维护政权合法性，证明非对称威慑仍有效 ，且向区域盟友证明伊朗具备兑现安全承诺和实施报复的能力。
- **向前看，我们认为美伊冲突或陷入长期僵持，霍尔木兹海峡通航短期内很难迅速恢复**。原因为：1）美军没有扩大战事的主观意愿和现实条件，这意味着战事进一步升级可能性不大。2）伊朗不断释放强硬信号，双方长期僵持可能性较大。3）物理通航受阻打击航运金融信心，霍尔木兹海峡实际通航量处于极低水平。
- **在库存缓冲有限的背景下，地缘风险若持续兑现为实际供给损失，油价中的风险溢价可能逐步演化为现货与库存稀缺溢价，导致油价大涨**。
- **高油价可能沿着产业链传导，影响实体经济**。
- **风险提示：**地缘政治风险超预期，研报使用信息更新不及时风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

内容目录

一、美伊冲突会否继续升级？——中东地缘政治路径与油价风险前瞻 3
二、海外智库观察 5
三、地缘视角看经济新图景 7
四、全球和区域政治观察 7
风险提示 10

图表目录

图表 1： 3 月以来原油库存快速消耗，缓冲显著下降 4
图表 2： 8 月以来原油价格大涨 5
图表 3： 上周地缘政治风险明显上升 8
图表 4： 威胁指数大幅上升，反应恐慌情绪较强 9
图表 5： 行动指数小幅增长，表明风险落地较少 9
图表 6： 美国、中东、俄乌和欧洲地缘风险较高 10

下载日志已记录，仅供内部参考

一、美伊冲突会否继续升级？——中东地缘政治路径与油价风险前瞻

8 月底以来，美伊和平协议窗口期关闭，军事冲突升级。主要表现为：

1）和平协议自然终止。今年 6 月达成的临时停火协议（MOU）在 8 月 17 日正式到期。双方拒绝展期，半官方的沟通渠道中断。

2）美伊聚焦霍尔木兹海峡航运秩序争夺，军事冲突升级。8 月 30 日，为打击威胁商业航运的武装力量，美军空袭了霍尔木兹海峡沿岸（如拉拉克岛）伊朗革命卫队导弹发射器。伊朗迅速展开报复，发射导弹及无人机袭击了位于约旦和巴林的美军基地。这导致冲突从代理人级别上升为国家间交火。美军作战逻辑从过去报复单个目标转向了削弱伊朗控制海峡的能力。

3）霍尔木兹海峡进入“战时护航模式”，通航量骤减。两艘装载沙特原油的超级油轮在驶出海峡时遭遇不明飞行物袭击。目前，美军军舰直接护送少量商船强行通关，通航量仅为数十艘。这意味着通航风险从前期的“偶发性扣押恐慌”变成了实质性的物理阻断。

政治障碍限制美伊冲突缓和空间。表面上，和谈破灭是因为美伊双方的核心诉求没有得到满足。伊朗的核心诉求包括制裁解除和核问题，美国没有满足。9 月 1 日，美国财政部长贝森特表示将进一步制裁伊朗银行，并可能切断部分伊朗机构与美元金融体系的联系；美国的目标是继续压缩伊朗在全球范围内的金融资产和融资渠道。9 月 4 日，美国又制裁一家土耳其银行及其子公司，理由就是这些机构帮助伊朗把石油收入转化为现金和黄金。美国则希望伊朗停止对海峡的武力威慑。9 月 3 日，万斯明确表示，在伊朗停止攻击商业船只之前，美国不会恢复谈判。**深层次原因为，美伊国内存在政治强硬派，约束领导人妥协空间。**中期选举前，特朗普政府不愿因“对伊软弱”受国内鹰派反噬而丧失选票。伊朗强硬派需要军事行动维护政权合法性，证明非对称威慑仍有效 ，且向区域盟友证明伊朗具备兑现安全承诺和实施报复的能力。

向前看，我们认为美伊冲突或陷入长期僵持，霍尔木兹海峡通航短期内很难迅速恢复。原因为：

1）美军没有扩大战事的主观意愿和现实条件，这意味着战事进一步升级可能性不大。路透 9 月 2 日援引多名白宫官员称，特朗普政府希望在 11 月 3 日中期选举之前保持伊朗战事相对“安静”，当前更倾向于通过海上封锁、制裁和经济压力迫使伊朗让步，而不是立即恢复春季那种全面空袭。美国还受到精确弹药库存消耗和其他战区战备需求的约束。

2）伊朗不断释放强硬信号，双方长期僵持可能性较大。通过在霍尔木兹海峡展示物理

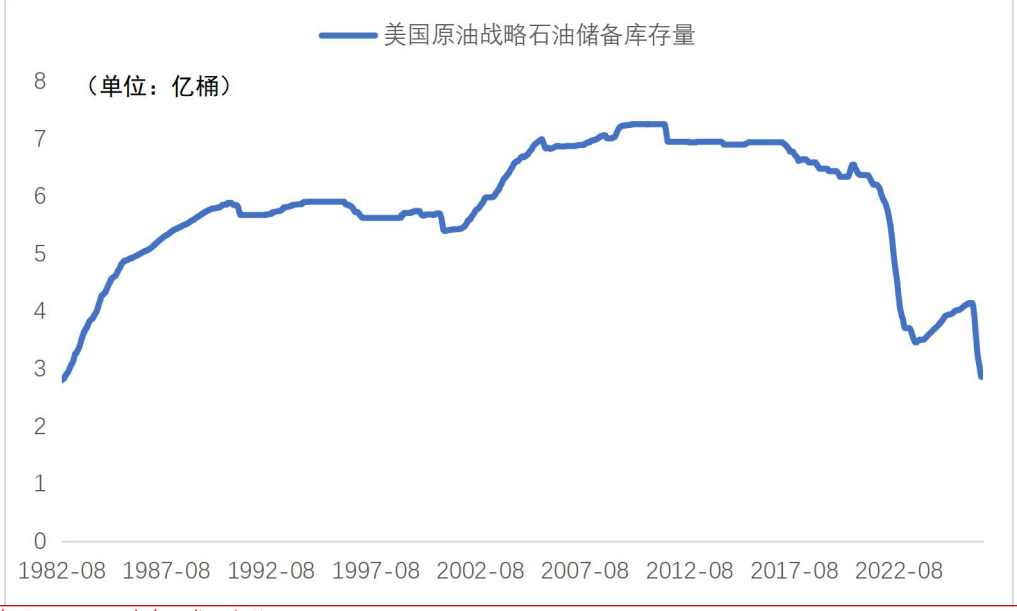
下载日志已记录，仅供内部参考

断航的能力和决心，伊朗希望向美国释放强硬信号，以维护核心利益（如承认政权安全，解除原油制裁）。截止目前，伊朗仍在扩大“黑名单”船舶范围，沙特邮轮也在海峡遭袭。

3）物理通航受阻打击航运金融信心，霍尔木兹海峡实际通航量处于极低水平。9 月 4 日，共有约 4 艘大宗商品船通过霍尔木兹海峡，明显低于 10 日均值约 15 艘。当下制约霍尔木兹海峡通航的因素，已不只是军事安全风险，还包括战争险保费上升、贸易融资收紧、制裁合规约束以及合同履约不确定性等共同形成的金融与法律风险溢价。美伊达成稳定、可执行且具有持续性的机制安排，才能推动金融与法律风险逐步回落，带动海峡通航量恢复。

在库存缓冲有限的背景下，地缘风险若持续兑现为实际供给损失，油价中的风险溢价可能逐步演化为现货与库存稀缺溢价，导致油价大涨。2 月美伊冲突爆发以来，原油库存快速消耗，缓冲显著下降。全球库存缓冲正在快速消耗。根据 IEA8 月报告，到 2026 年 7 月底，全球可观察石油库存已降至略低于 79 亿桶，较战争开始时累计下降约 4.1 亿桶，平均去库速度约为 270 万桶/日。与此同时，全球油市供需缺口 Q3 约为 180 万桶/日。美国战略储备也降至过去 40 年低位。8 月 28 日，美国战略石油储备（SPR）降至约 2.87 亿桶，这一水平已经回到 1980 年代初附近，属于过去约 40 年来的历史低位区间（图 1）。若霍尔木兹海峡运力暴跌，炼油厂商业库存不足以支撑常规生产排期，炼厂将被迫提前争夺可替代现货原油，推动原油价格上升（图 2）。

图表 1：3 月以来原油库存快速消耗，缓冲显著下降



来源：WIND，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 2：8 月以来原油价格大涨



来源：WIND，中泰证券研究所

高油价可能沿着产业链传导，影响实体经济。高油价下，炼油厂可能降低开工率，导致成品油价格上涨，运输成本上涨，压制企业盈利和居民消费。该现象已有初步显现迹象。Energy Aspects 预计，2026 年第三季度全球燃料油供应缺口将达到 21.8 万桶/日。这是该机构自 2025 年第三季度以来首次预计出现短缺，而当时的缺口仅为 6000 桶/日。如果伊朗油供应和俄罗斯原油竞争的状况持续，降负荷的概率会明显上升。

二、海外智库观察

1）美委石油协议的战略影响与市场外溢

美国战略与国际问题研究中心（CSIS）美洲项目非常驻高级研究员何塞·伊格纳西奥·埃尔南德斯（José Ignacio Hernández）于 2026 年 9 月 4 日撰写评论《了解美委石油协议的影响》（Understanding the Implications of the U.S.-Venezuela Oil Deal），深度剖析了白宫 8 月 31 日宣布的“历史性能源主导协议”——委内瑞拉临时当局向北美蓝能伙伴公司（NABEP）授予涵盖 650 亿桶储量、17 个油田的“百年特许权”，美国国防部战略资本办公室（OSC）持股其母公司 35%。作者指出，该协议虽意图确立美国西半球能源主导权并排挤中、俄、伊在委影响力，但在法律与机制层面存在致命硬伤，主要体现在三个维度：

- 特许权违宪与法律定性冲突（Constitutional collision and illegal concessions）：临时当局授予的“100 年特许权”缺乏法律支撑。委内瑞拉 2026 年 1 月通过的《碳氢化合物组织法》改革仅允许委国家石油公司（PDVSA）与私企签署“生产参与合同”，严禁让渡油藏所有权；NABEP 作为事实上的“平行国家石油公司”接管 17 个油田运营，直接触碰委宪法第 303 条关于国家能源垄断管辖的红线，为未来政局

下载日志已记录，仅供内部参考

更迭后的合同废除与法律诉讼埋下重大隐患。

- 临时当局宪法授权缺位加剧毁约风险（Dubious mandate and political illegitimacy）：华盛顿在马杜罗被捕后承认德尔茜·罗德里格斯（Delcy Rodríguez）为临时元首仅是基于其实际控制权，而非民主授权；且其法定 180 天的临时任期已于 7 月正式届满。一个欠缺民主合法性的看守当局擅自签署长达一个世纪、绑定 650 亿桶核心能源资产的排他性协议，不仅违背制度建设原则，更极易在新政府产生后遭遇推翻与清算。

- 基建瓶颈制约增产弹性，短期难缓美能源压力（Severe output constraints and negligible short-term U.S. impact）：尽管协议规定美方拥有 20% 产量按成本价回填“战略石油储备（SPR）”的权利及剩余 80% 的优先购买权，但实际平抑效应极弱。目前相关项目日产仅约 12.4 万桶，临时当局设定的 150 万桶/日远期目标过于乐观；加之 8 个新开发油田周期漫长、港口吞吐能力落后及电网濒临崩溃，该协议短期内根本无法形成对冲美国国内能源通胀的有效供给。

2）美非贸易处于十字路口：经贸范式亟需重塑

美国战略与国际问题研究中心（CSIS）非洲项目主任兼高级研究员奥格·奥努博古（Oge Onubogu）与副主任兼研究员亚伦·斯坦利（Aaron Stanley）于 2026 年 9 月 3 日发布专题评论《美非贸易正处于十字路口：亟需新的思考》（U.S.-Africa Trade at a Crossroads: A Moment for New Thinking）。文章指出，随着美国国会通过预算决议将《非洲增长与机会法案》（AGOA）顺延至 2028 年底，美非经贸关系迎来了重构政策框架的关键契机。面对非洲大陆人口结构转型与内生一体化加速，美方亟需摆脱单一的“关税免税配额”旧思维，构建匹配非洲未来发展雄心的新型商业伙伴关系：

- 顺应非洲自主一体化，对接 AfCFTA 多边经贸生态（Aligning with continental integration and AfCFTA）：AGOA 过去聚焦分散的国别市场，而当前非洲正加速推进以非洲大陆自贸区（AfCFTA）为主导的区域经济一体化（2023 年非内贸易已超 1920 亿美元），并推广泛非支付结算系统（PAPSS）以降低交易摩擦。美方未来框架必须实现与 AfCFTA 的规则协同，支持非洲在农业、轻工及高附加值矿产加工链条上的本土价值留存，避免政策碎片化。

- 锚定人口代际扩张，以高吸纳性就业为战略核心（Centering on demographic growth and job creation）：预计到 2050 年非洲劳动适龄人口将突破 11 亿，仅撒哈拉以南地区每年需创造 1500 万个就业岗位以满足新劳动力需求。未来的经贸框架不能仅将就业视作贸易溢出，而必须作为顶层设计指标，重点引导资本与技术向轻工制造、现代服务业以及数字经济等具备高劳动力吸纳能力的部门集聚。

下载日志已记录，仅供内部参考

- 突破单一市场准入局限，以资本与全流程便利化赋能（Overcoming capital constraints through trade facilitation）：非洲拓展出口竞争力的深层瓶颈在于资本匮乏与综合商业摩擦，而非单纯的关税壁垒。单纯的免税政策无法消除标准合规、贸易融资与中小企业信任赤字。美方需充分协同国际开发金融公司（DFC）、进出口银行（EXIM）等官方金融杠杆，联动私营资本，提供全流程投资便利、信贷担保与监管对接，以全链条投入驱动商业合作的可持续扩展。

三、地缘视角看经济新图景

1）制造业投资：美墨加协定审查增加政策不确定性，北美制造业资本开支面临延后压力。美墨加协议进入年度审查阶段，双方计划 9 月继续谈判。谈判过程中，年度审查及谈判带来的不确定性、未来关税负担和汽车原产地规则将成为企业投资决策的重要不确定因素。跨国企业投资延后已显现初步迹象。路透社援引的初步数据称，上半年墨西哥新增外国投资同比下降 13%，尽管 FDI 总额创新高。

2）科技：美国 AI 出口管制政策可能推动盟友采用中国开源模型。若美国对高端 AI 模型的出口限制未给予盟友例外安排，可能降低海外客户对服务持续可获得性的信心，促使其评估中国开源模型等替代方案。新出现的合作模式为：1）中国模型+美国云平台：如 AWS 于 2025 年 9 月 18 日宣布上架 Qwen3，并在东京、伦敦及欧洲多个区域提供相关模型。2）中国模型+欧洲部署：法国 Scaleway 公司已部署 DeepSeek-R1 蒸馏模型，向企业和开发者提供服务，并强调数据保留在欧洲。

3）能源：美沙核能合作，为民用核技术出口和燃料供应多元化提供了潜在条件。一方面，美国核技术出口的制度安排进一步推进。8 月 27 日，美国政府出版系统公布美沙民用核能合作协议的国会文件。协议此前于 7 月签署，现已进入国会审查阶段。另一方面，核电与 AI 用电的商业对接继续增加，8 月 24 日，NANO Nuclear 与 Tillman 签署战略商业框架，拟将微型模块化反应堆用于美国 AI 工业园区。

4）战略原材料：欧盟对华依赖的产品类别数量略有下降，但部分战略品类依赖仍然突出。这些战略品类包括：石墨、萤石、抗生素和原料药。其中：石墨部分物项已纳入中国出口管制，具体是否需要许可取决于产品技术指标；医药方面，欧盟理事会与欧洲议会在 2026 年 5 月 12 日就《关键药品法案》达成临时协议，其中包括在关键药品公共采购中引入供应韧性要求。

四、全球和区域政治观察

上周（8 月 26 日-9 月 1 日，下同）地缘风险指数波动上升，主因美伊冲突反复和美国中期选举民主党胜算上升。8 月 26 日-9 月 1 日，地缘风险指数从 146.45 上升到 201.27，

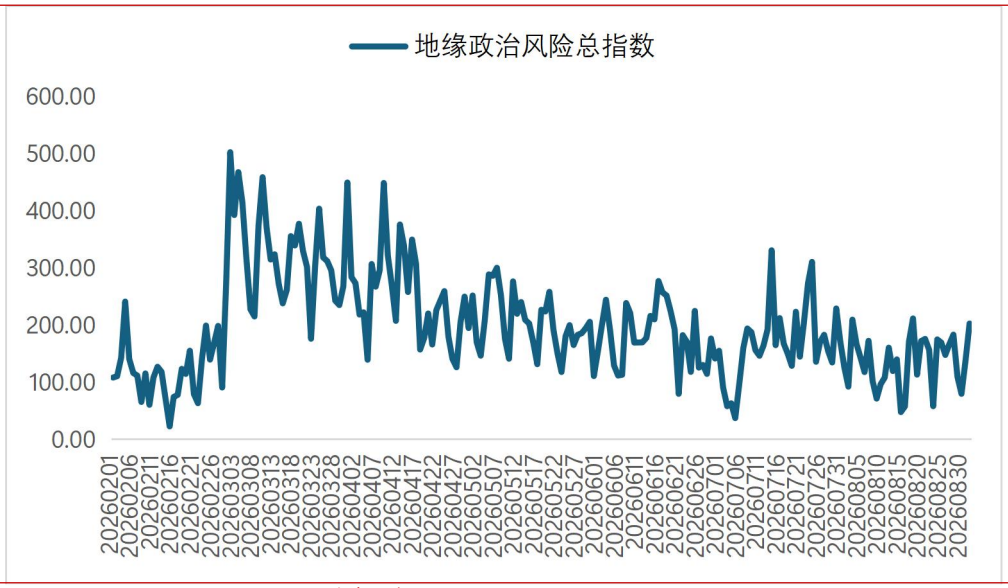
下载日志已记录，仅供内部参考

增加 37.43%，且周内波动明显。这反应了伊朗局势变动引发的不确定性增加（图 3）。

上周，威胁指数增长过半，但行动指数仅小幅增加，美伊冲突升级，长期僵持概率上升，市场情绪恶化。油价上涨对特朗普选情不利，中期选举民主党参众两院同时获胜概率增加，不确定性增大。8 月 26 日-9 月 1 日，威胁指数从 150.77 上升到 237.1，增长过半，反应市场恐慌情绪较强。行动指数从 194.67 上升到 200.65，小幅增加 3.07%，表明落地的地缘风险较少（图 4-5）。

区域国别层面，8 月以来，美国、中东、俄乌、欧洲地区地缘政治风险较高。市场可重点关注以下主线：1）美伊冲突长期僵持，霍尔木兹海峡通航持续受扰。2）俄乌冲突烈度升级，和平谈判延后。9 月 4 日俄无人机直接袭击乌克兰国家安全局总部，乌方称将“对等回应”。普京近期称俄方正在取胜，同时公开降低与乌领导层谈判的可能性。3）俄罗斯北约直接军事摩擦升级。NATO 称俄罗斯正在增加欧洲境内“混合行动”；德国机场无人机、基础设施破坏等事件受到调查。4）欧洲政治风险上升。德国选择党（AfD）支持率上升、法国财政与预算政治风险加剧（图 6）。

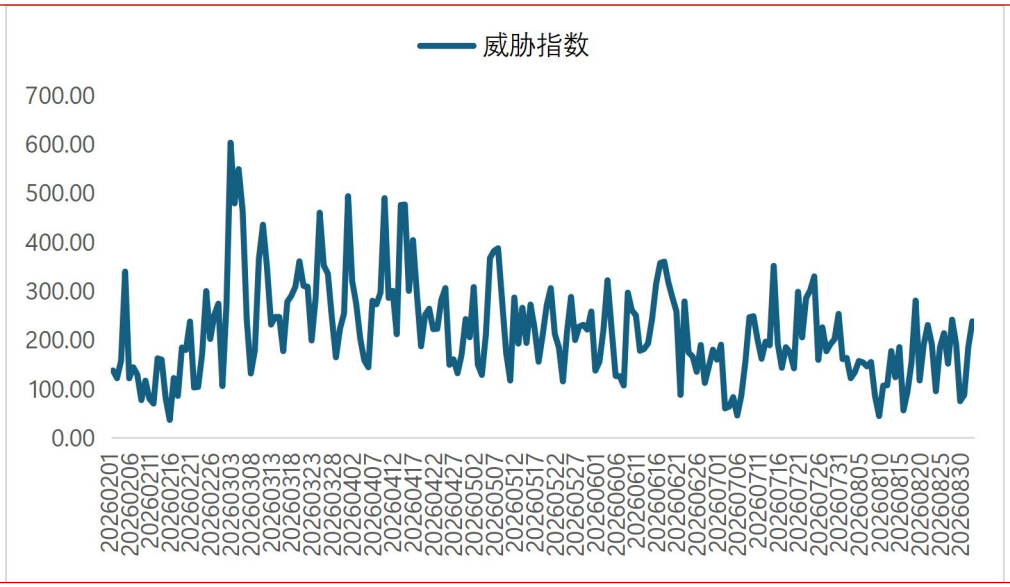
图表 3：上周地缘政治风险明显上升



来源：Caldara and Iacoviello (2022)，中泰证券研究所

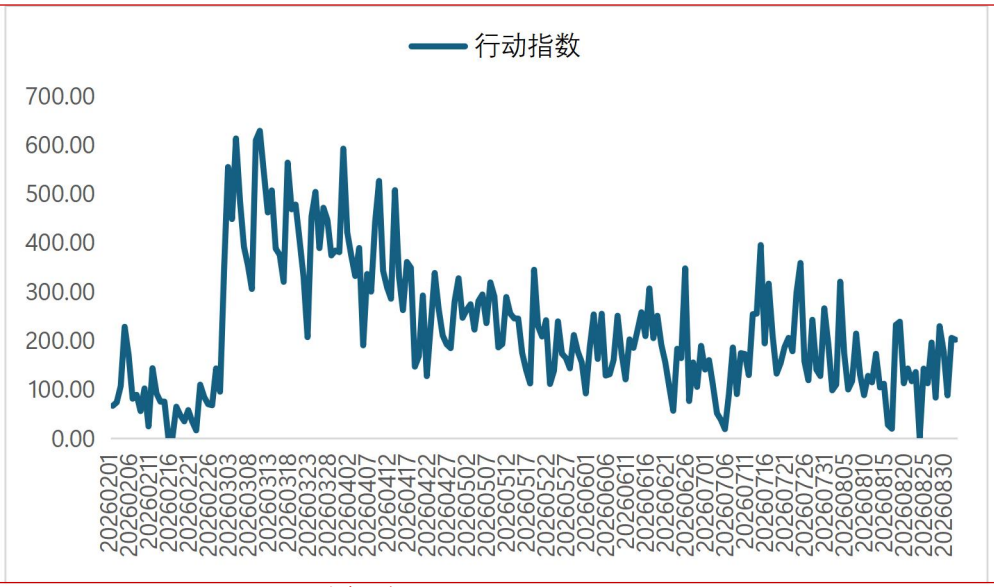
下载日志已记录，仅供内部参考

图表 4：威胁指数大幅上升，反应恐慌情绪较强



来源：Caldara and Iacoviello (2022)，中泰证券研究所

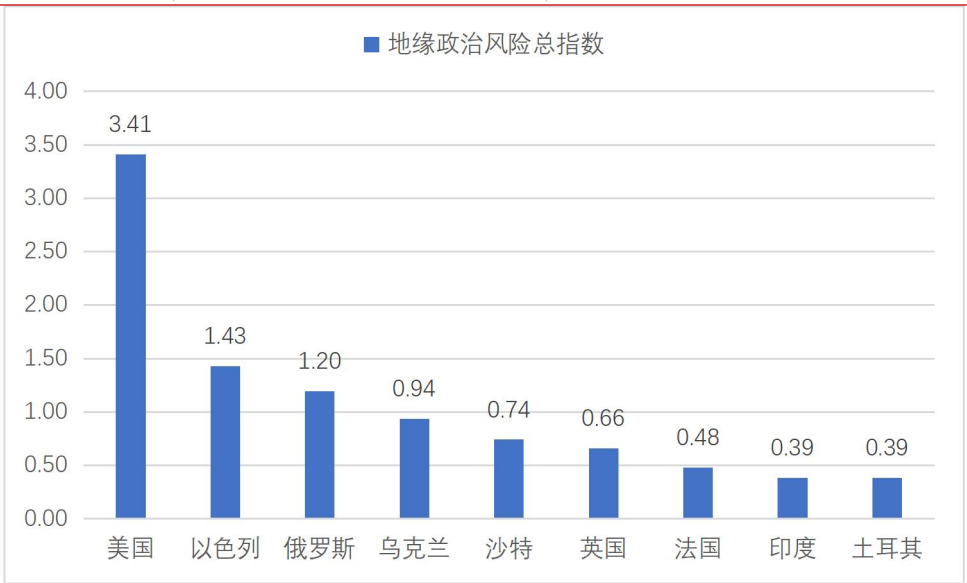
图表 5：行动指数小幅增长，表明风险落地较少



来源：Caldara and Iacoviello (2022)，中泰证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

图表 6：美国、中东、俄乌和欧洲地缘风险较高



来源：Caldara and Iacoviello (2022)，中泰证券研究所

风险提示

地缘政治风险超预期，研报使用信息更新不及时风险。

下载日志已记录，仅供内部参考

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

中泰证券股份有限公司 事先未经本公司书面授权
行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。