

交銀金融

2026 年 4 月號 第 214 期

環球金融市場部研究組

中東軍事衝突轉向美伊經濟對峙： 雙方延長停火但談判未果 霍爾木茲海峽快速復常成泡影

摘要

- 自 2 月 28 日美國、以色列對伊朗發動突襲以來，交戰雙方高強度對抗持續 40 天，伊朗對美國中東軍事部署造成重創，美軍防空神話毀於一旦。
- 當地時間 4 月 7 日晚，美伊開始停火談判，但由於雙方分歧根深蒂固，首輪外交接觸徒勞無果，霍爾木茲海峽被美國、伊朗雙重封鎖。
- 由於霍爾木茲海峽實質性關閉，全球正遭遇史上前所未有的能源斷供，國際油氣及化肥價格飆升，主要經濟體輸入型通脹重燃，全球經濟危機近在咫尺。

一、中東地區當前局勢：軍事衝突導致重創，但和談徒勞無果

（一）中東軍事衝突四十天總結：伊朗非對稱性打擊，美以彈藥告急

1、伊朗方面：對美國中東軍事部署造成重創，並實質性控制霍爾木茲海峽

- 一是伊朗已對美國位於中東的軍事基地造成了重創。截至 4 月 8 日美伊雙方正式停火前，伊朗已經通過導彈及無人機打擊了美軍位於中東地區至少十數個軍事基地，包括美軍位於科威特的阿裡·薩達姆空軍基地、卡塔尔的烏代德空軍基地以及沙特的蘇丹王子空軍基地，及位於巴林的第五艦隊海軍基地。除此之外，美國在約旦、阿聯酋以及中東其他國家部署的防空系統和衛星通訊系統等軍事資產也受到伊朗的打擊。
 - 根據美國智庫戰略及國際研究中心的估計，在伊朗反擊美軍基地的頭兩周就已經給美國帶來約 8 億美元的直接損失，其中，美國位於阿聯酋、沙特及約旦軍事基地中的多套「薩德」反導系統被伊朗摧毀是造成損失的主要原因，而美國在戰事前 12 天承受的軍事損失就已經達到 160 億美元（美國國防部將向國會申請高達 2,000 億美元的緊急戰爭撥款），有市場分析顯示開戰 1 個月美國的軍事成本已接近 420 億美元。
 - 除了戰事造成的直接損失之外，反導系統被打擊意味著美國防空力量嚴重受損，其探測伊朗來襲導彈及無人機的能力大幅下滑，對後續美軍攔截伊朗空襲的能力造成不利

影響；而位於巴林的海軍基地被打擊則意味著美軍第五艦隊包括航母在內的艦船不僅失去了物資儲備（主要是彈藥和燃料，實際上令艦艇編隊喪失了遠距離、滿負荷作戰的能力），同時也令其面臨著基地指揮中樞癱瘓的嚴峻考驗。

- 在本輪衝突爆發前，美軍在中東地區共部署有 19 個軍事基地，總計可容納 5 萬名士兵，形成了本世紀以來美國掌控蘇伊士運河（歐洲通往亞洲的最短航線）、曼德海峽（鏈接紅海與亞丁灣）及霍爾木茲海峽（全球能源之閘）的軍事部署，但伊朗的猛烈反擊無疑重創了美軍數十年來在這片土地上的苦心經營。四十天的衝突，令到美國多套鋪路爪戰略雷達、愛國者防空雷達及導彈發射車、薩德反導系統核心雷達及至少十四座中東基地的核心設施遭到損毀。美國耗資數千億、耗費數十年打造的中東軍事神話近乎毀於一旦。

✚ 二是伊朗對中東國家的能源、工業及部分民用設施展開了打擊。海灣國家方面，除美軍基地之外，伊朗打擊了卡塔爾的天然氣處理廠以及拉斯拉凡工業中心，沙特的多家煉油廠以及東西向輸油管道，科威特及伊拉克的國際機場、巴林及阿聯酋的重要鋁冶煉廠等重要目標，令海灣地區的油氣生產及金屬冶煉基本停滯。除此之外，伊朗還打擊了包括甲骨文、亞馬遜等美國科技企業在中東地區的數據中心。

- 而以色列方面，伊朗重點打擊以色列國防軍的多處基地，包括帕爾瑪西姆空軍基地及奧夫達空軍基地，同時還襲擊了其認為是以色列核武器研究中心的區域（有消息稱以色列發電廠、淡水處理設施等民用目標也遭到了襲擊）。除此之外，伊朗還通過其代理人（抵抗之弧）發動協同攻擊，如也門胡塞武裝、黎巴嫩真主黨通過向以色列發射導彈無人機、封鎖紅海以及與以色列在邊境交火等方式支持伊朗的軍事行動。

✚ 三是伊朗基本實現對霍爾木茲海峽的完全控制，並確立了分級收費體制。霍爾木茲海峽是連接波斯灣與阿曼灣的狹窄水道，最窄處的寬度僅為 33 公里，海峽北部沿岸及部分重要島嶼屬伊朗領土，南部則為阿曼的飛地。位於波斯灣的阿拉伯國家盛產石油及天然氣，霍爾木茲海峽是全球最為重要的能源運輸要道，每日有接近 2,000 萬桶石油（佔全球原油運輸總量約 20%）從此處出入。而由於航道較窄，為避免船舶互相碰撞的風險，霍爾木茲海峽實際上屬於單行道（船舶入灣使用一條航道，出灣則使用另一條，每條航道寬度僅為 3 公里左右）。

- 歷史上，伊朗多次憑藉其獨特的地理優勢將封鎖霍爾木茲海峽作為對外威懾的戰略工具。本輪中東衝突自 2 月底爆發以來，伊朗伊斯蘭革命衛隊實質性控制了該航道，明確禁止美國、以色列及所有對伊朗單邊制裁的國家船隻通過，否則將遭到伊朗襲擊（3 月初已有十數艘企圖過灣的油輪遭伊朗襲擊，3 月底開始有消息稱伊朗已在該航線設置了水雷，此後又在 3 月 31 日正式確立了通航的分級收費機制）。
- 伊朗按照船隻掛旗國或船東所屬國與伊朗的友好程度分為 1 至 5 級，級別越高，則船隻審核更快、過灣費用更低，甚至可能優惠或免費（如中國與俄羅斯）；而等級越低，

過灣費用則越高、審核越嚴，甚至可能被禁止通行（如美國、以色列）。根據估算，若該機制全面實施，給伊朗帶來的潛在財政年收入可達到 600-800 億美元。

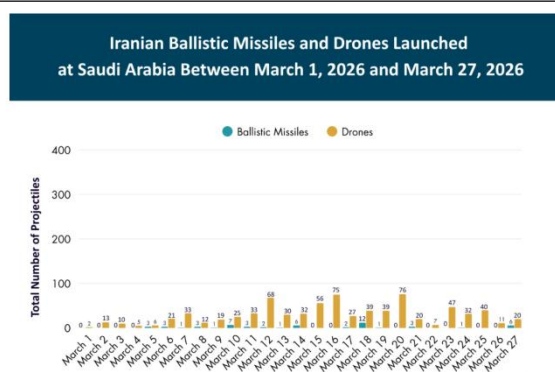
2、美國方面：空襲造成伊朗嚴重傷亡，但空襲及防空力量逐步弱化

- ✚ 一是美國、以色列實現對伊朗海空軍事力量的打擊，但面臨彈藥短缺及補給供應效率較低的問題。截至停火前的四十天內，美軍及以色列已經對伊朗發動過萬次空襲，投擲了數萬枚彈藥（包括近千枚戰斧導彈），重創了伊朗境內一萬多個目標，包括伊朗軍事指揮中心、海軍設施、導彈發射設備及核設施基地。除軍事設施外，美國和以色列也襲擊了伊朗多處能源基礎設施，比如位於波斯灣沿岸的南帕爾斯的天然氣田，及其石油輸出樞紐哈爾克島，導致伊朗超過八成的石化產品出口能力受創。
 - 總體來看，根據伊朗國防部，開戰四十天以來，美以空襲行動已給伊朗造成了約 2,700 億美元的損失，包括 277 名學生在內的超過 3,000 名平民身亡，逾 12.5 萬處民用設施被毀，339 家醫院、857 所學校及 32 所大學被毀，約 300 萬人流離失所，其中 50 萬人無家可歸。此外，美以對伊朗發動的海上打擊導致伊朗共計 39 艘商船遭襲沉沒、110 艘傳統漁船被毀、20 名海員身亡。
- ✚ 另一方面，美以對伊朗的空襲以及對伊朗無人機、導彈的攔截效率持續下滑。根據美國情報部門預計，伊朗目前仍然擁有 1 千枚以上的彈道導彈（衝突爆發前的儲備被預計在 2500-4000 枚水準、400-600 個導彈發射裝置），以伊朗平均每日十餘枚的發射頻率，仍然足以支持為期三到六個月的打擊時長，而其本土製造的、每月產量多達萬架的沙赫德自殺式無人機，單位造價僅在 3 萬美元左右，與單枚成本高達數百萬美元的美國愛國者號防空導彈（哈佛大學指該型號存量單價約為 1-2 百萬美元，新版本造價高達 4-5 百萬美元每枚）、戰斧導彈（更換成本約為 300-350 萬美元）相比，具有極大的非對稱性經濟優勢。
 - 根據美國智庫，目前伊朗導彈（包括集束單頭導彈、高超音速導彈）及無人機的命中率已從戰事初期的 3% 逐步上升至 4 月初的 27% 左右，包括美軍 F-15E、F18 戰鬥機、KC-135 空中加油機、E-3 預警機、「黑鷹」直升機都被伊朗擊落、以色列境內多個軍事目標都受到伊朗毀滅性打擊，預計隨著美以逐步耗淨攔截彈庫存，伊朗的命中率還會進一步提高。
- ✚ 二是美國新的海空力量在中東地區集結。在本輪衝突爆發之前，美國就已經在中東地區集結了自 2003 年伊拉克戰爭以來最大規模的海空力量，包括林肯號及福特號兩個航母打擊群、數百架次的主力戰機及空中加油機、預警機編隊。
 - 在空中打擊未能達到「推翻伊朗政權」的戰略目標後，特朗普政府還考慮了地面入侵伊朗的可行性，派遣了兩千餘名空降兵、數百名特種作戰部隊隊員及「黎波里號」兩棲驅逐艦上的約 3500 名海軍陸戰隊員到達伊朗附近。除此之外，「拳師號」兩棲驅逐艦上約 4200 名海軍陸戰隊官兵也正從美國本土駛向中東。加上原本位於美軍中東基地的官兵，美軍在中東部署的軍力總數已達到 5 萬人以上。

圖 1-1: 霍爾木茲海峽聯通波斯灣及阿拉伯海，是全球能源之閩



圖 1-2: 伊朗的反擊力度維持在相對穩定的頻次，顯示出其相對美以的武器成本優勢



數據來源: Google Map, 戰爭研究協會 (ISW)

(二) 美伊停火談判進展：分歧根深蒂固，雙方缺乏互信

3月21日，特朗普首次對伊朗發布開放霍爾木茲海峽的48小時通牒，其後又提出了包含15個要點的停火計劃，但被伊朗方面否認及拒絕。當地時間4月7日晚間，在動用多次極限施壓及口頭威脅無果之後，在巴基斯坦的斡旋下，美國傳遞出同意以伊朗「十點停戰條款」為基礎與伊朗方面展開談判，而伊朗方面也同意了巴方的停火提議。巴基斯坦隨即宣布伊朗、美國及雙方盟友同意在交戰的所有地區立即停火（包括黎巴嫩）兩周，並展開談判。

1、伊朗的十點要求：戰爭賠款、解除制裁、美軍撤出中東

由於白宮方面沒有明確伊朗的十點提議的具體內容，根據伊朗、巴基斯坦及多方在海外社交媒體上公布的消息，伊朗的十點停戰框架包括以下三方面的重點內容：

- 在軍事對抗方面，要求立刻結束美以對伊朗侵略行動，並終止對「抵抗軸心」所有成員的戰爭（包括對黎巴嫩地區），美國作戰部隊從中東所有基地和部署點撤出：伊朗目標是實現區域永久和平並完全消滅美、以在中東地區的軍事威脅，以保障自身國家安全。在為期40日的衝突中，美軍的中東基地遭受重創，而根據去年11月共和黨《國家安全戰略》的描述，我們認為美國逐步從中東地區撤出力量不僅符合本屆特朗普政府的總體戰略，同時也符合美軍當前在中東物資彈藥嚴重不足、且美國國內反抗聲浪巨大的現實需求。
- 然而，在美伊雙方宣布停火當日，以色列就對黎巴嫩地區進行了大規模空襲，而美方對此的辯解是「黎巴嫩地區」並不包括在停火範圍內，顯示雙方在地緣安全保障方面仍然存在巨大分歧。
- 戰損補償方面，美國需根據評估結果全額賠償伊朗的損失，且雙方在霍爾木茲海峽建

立安全過境議定書，並確保伊朗享有主導地位：由於伊朗國防部4月8日評估的戰事損失達到2,700億美元，這筆賠款大概率將作為談判桌上要求美國同意伊朗現行通航收費機制的籌碼，通過提高過灣油輪的收費標準彌補伊朗的戰事損失。考慮到美國對霍爾木茲海峽進行護航及管控的實際成本高企、可行性較低，承認伊朗在航道的主導權也意味著霍爾木茲海峽作為國際開放水域和平免費通行的場景已永遠成為一種過去。

- **核問題方面，美國需接受伊朗的鈾濃縮活動，並解除所有對伊朗的一級及二級制裁，釋放所有被凍結在海外的伊朗資產和財產、終止聯合國安理會及國際原子能機構的相關決議：**目前伊朗要求美國承認伊朗在境內進行鈾濃縮的權利。我們認為伊朗與美國在鈾濃縮及核武器開發方面仍有較強的談判空間（雖然可能用時較長），因為在2026年初的談判中，伊朗已經同意「永遠不發展核武器」，而作為交換，伊朗目前尋求解除所有一、二級制裁（即對伊朗與美國及其他外國實體進行正常交易的制裁）以及解凍所有海外資產，得到美國部分同意該要求的可能性也存在。

2、美國的十五點停戰方案：禁止伊朗鈾濃縮及支援抵抗之弧、開放霍爾木茲海峽

✚ 美國在3月下旬提出的完整計劃也並未正式公布，但關鍵內容被部分美國媒體報道，具體要點包括：

- **核武器開發方面**，一是要求徹底拆除伊朗位於納坦茲、伊斯法罕及福爾多的核設施，並作出承諾永遠不發展核武器；二是要將伊朗的濃縮鈾庫存完全移交給國際原子能機構，承諾允許該機構實時監控伊朗核設施；三是伊朗不被允許在國內進行鈾濃縮活動。
- **地區軍事對抗方面**，一是限制伊朗彈道導彈的研究及生產，包括對伊朗可以擁有的彈道導彈射程及數量進行限制；二是伊朗停止向中東地區武裝組織（包括真主黨、胡塞武裝及哈馬斯）提供支持；三是伊朗承認以色列的生存權。
- **霍爾木茲海峽方面**，宣布其為自由海域，並永久開放通行。

✚ 可以看出，美國與伊朗分別提出的停戰訴求是完全對立的，且不存在任何重合之處。而就中東戰場實際與伊朗對此表露的強硬立場來看，美國原先提出的（也是美國政府始終堅持的）十五點計劃缺乏談判空間及可行性，特別是對伊朗國防能力（包括伊朗核武器、彈道導彈計劃及支持抵抗之弧等方面內容）的嚴厲限制，實際上在衝突爆發前的談判中就已經遭到伊朗的拒絕，因此更難以說服目前已經實質性掌握關鍵經濟籌碼（即霍爾木茲海峽）的伊朗軍方。

3、雙方第一輪談判破裂 美國封鎖霍爾木茲海峽

✚ 4月10日，美、伊於巴基斯坦首都伊斯蘭堡正式開啟為期兩周的停火談判，美國方面是由副總統萬斯帶領代表團，伊朗方面則派出了議會議長加利巴夫及外長阿拉格奇，這是自1979年伊朗伊斯蘭革命以來雙方最高層級的磋商。而在4月12日美伊首輪21小時會談之

後，雙方由於分歧巨大而未能達成協議，美國稱伊朗拒絕放棄其核武器計劃，而伊朗方面則指出是美國在本輪談判中提出的不合理要求阻礙了談判進程。

- ✚ 在首輪談判宣告破裂之後，美國總統特朗普宣布美軍將從 13 日開始「封鎖霍爾木茲海峽」，其後美軍中央司令部澄清了封鎖的範圍僅包括進出伊朗港口的船舶不能通行，而停靠於非伊朗港口的船隻可以自由通行。
- ✚ 首先，美方此舉的主要目的是為了和伊朗爭奪霍爾木茲海峽主導權，同時打擊革命衛隊的軍事能力。特朗普提出「在國際水域攔截所有向伊朗繳納通行費的船隻」，被解讀為用範圍更大、力度更強的封鎖壓制伊朗現行分級收費機制對海峽的實際影響力，從而壓縮伊朗在後續談判中的要價空間。
 - 此外，美方也希望藉此打擊伊朗的財政收入來源。市場研究機構顯示衝突爆發後，伊朗日均原油出口量為 185 萬桶，較衝突爆發前甚至略有增加，若美方封鎖得以實施，對伊朗財政收入的負面影響將達到每月 100 億美元以上。若美國攔截進出伊朗港口的船隻，則意味著伊朗海上石油出口以及物資補給被切斷，料將打擊伊斯蘭革命衛隊的長期作戰能力。
- ✚ 其次，封鎖海峽比起成本高昂的軍事行動，對內外交困的特朗普政府來說是一個性價比較高的選擇。當前美國國內對中東衝突的軍事成本（包括軍事資源消耗及人員傷亡）分歧巨大，特別是如果發動地面行動（如此前特朗普宣稱的奪取哈爾克島），美國或面臨再陷中東戰事泥潭的風險，而派遣艦艇編隊攔截進出貨輪對美方來說難度較低。此外，霍爾木茲海峽完全封鎖意味著美國將成為彌補全球能源缺口的重要選擇，從 4 月起美國原油出口量已從 390 萬桶/日激增至 520 萬桶/日以上，能源價格保障及訂單激增將為美國能源生產商帶來巨額利潤。
- ✚ 但是，美國的封鎖在事實上達成戰略目的可能性仍然不大。特朗普封鎖霍爾木茲海峽的潛在假設是伊朗應對海上封鎖的韌性弱於美國，但實際上情況恰恰相反。伊朗的石油輸出管道並不僅局限於海運，其與伊拉克、阿富汗、巴基斯坦等陸地鄰國接壤邊境長達數千公里，這意味著美國的海上封鎖實際上難以徹底切斷伊朗的物資流動，但中東能源供應完全切斷導致的油價暴漲、通脹重燃將會直接衝擊半年之後共和黨的中期選舉選情。
 - 同時，由於美國位於巴林的第五艦隊海軍基地的燃料庫及彈藥庫此前已被伊朗嚴重打擊，因此美國 15 艘軍艦組成的編隊長距離、滿負荷作戰能力較為不足，特朗普想要頂著伊朗數千架次的小型艦艇、無人機及導彈的打擊，持續控制阿曼灣附近海域的壓力並不輕。此外，伊朗支持的也門胡塞武裝目前還沒有實質性封鎖曼德海峽，但若紅海海域被「抵抗之弧」封鎖，則沙特目前 700 萬桶/日的替代性石油輸出管道將被完全斬斷，對國際能源市場來說又將是一次重創。
- ✚ 總體來看，封鎖海峽對美國來說並不是一招殺手鐮，反而是一場「傷敵八百自損一千」的戰術豪賭。若白宮能正確認識到難以維繫全球霸權的現實處境，其通過妥協而抽身的可能

性就較大，但代價則是特朗普將完全承擔此次中東戰略失敗帶來的巨大民意反噬；若非如此，在這場人類有史以來最大規模的能源緊缺危機下，霍爾木茲海峽有限通行、國際油價中樞抬升將成為全球經濟面臨的基準情形。目前布倫特原油期貨已從其衝突爆發之後的最高位 118 美元/桶回落至 98-100 美元附近，仍高於衝突爆發前價格的約 40%。

✚ 4月18日，美伊談判又出現變數。在美國宣布正式封鎖霍爾木茲海峽海峽的近一周之後，伊朗伊斯蘭革命衛隊宣布由於美國拒不解除封鎖，霍爾木茲海峽將完全關閉，任何試圖通過的商船都會成為攻擊的目標。由於美伊雙方圍繞伊朗核計劃、支援抵抗之弧代理人等以色列關注的核心安全問題的深層次矛盾難以解決，我們預計即使停火談判持續延長，美伊雙方大概率還是維持著經濟對峙、以談備戰的低烈度衝突局面，能源市場緊缺的現狀大概率不會得到解決，目前投資者仍不宜對雙方快速達成和平結果計價過多。

圖 1-3: 伊朗控制霍爾木茲海峽後，基本上僅有其本國船隻 (包括影子船隊) 能夠通過海峽

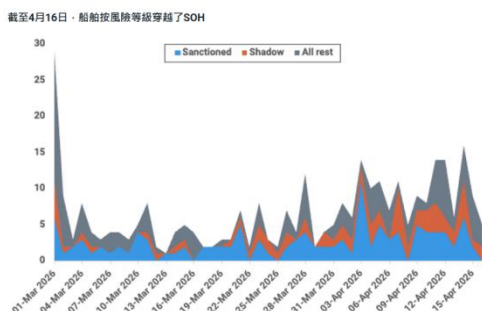
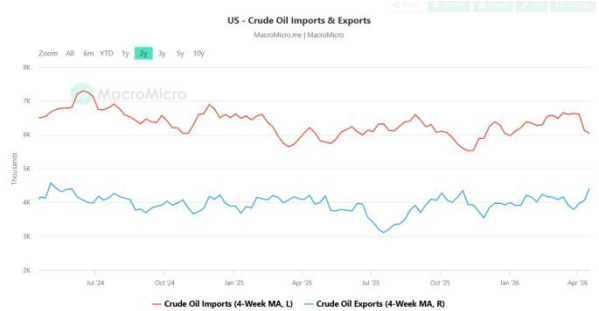


圖 1-4: 由於中東能源供應受阻，各國紛紛尋求替代性能源供應渠道，後續美國原油出口料將大幅躍升



數據來源: Marine Traffic, Macromicro

二、霍爾木茲海峽封鎖：能源供應短缺 全球通脹重燃

(一) 霍爾木茲海峽：美伊雙重封鎖下 實際通航基本為零

✚ 根據船舶數據追蹤網站 Marine Traffic 的數據，從 3 月起至 4 月 16 日，共有 22 艘船舶在通過霍爾木茲海峽時（若加上 4 月 18 日遭到攻擊的兩艘印度商船，總數為 24 艘）遭到伊朗的攻擊。根據聯合國的數據顯示，自衝突爆發以來，每日能夠安全通過霍爾木茲海峽的船舶（包括被制裁商船及影子船隊在內，大部分為伊朗所有）平均僅為 6 艘，而這個數據在衝突之前為日均 130 艘左右，而在美國封鎖對霍爾木茲海峽附近海域及伊朗正式宣布關閉海峽後，4 月 20 日海峽通行數量已經直接降至 4 艘，實際吞吐量不足正常水平的 5%。

- 在伊朗 3 月底開始的分級收費機制下，船舶通行霍爾木茲海峽必須提前申請許可，並且提交詳細文件證明船東身份，同時繳納伊朗方面設定的費用。不僅審批流程較為嚴格，有船東表示即使已經獲得通行許可的船舶，近幾周也出現在航行途中被勒令折返的情形，因此海峽的通行規則仍然欠缺明朗性。

- ✚ 根據 Strait of Hormuz 等研究機構的統計，截至4月上旬海峽附近仍有約1,000多艘商船（包括至少187艘油輪）滯留。船運保險中涉及戰爭風險的溢價一度飆升至正常水平的6到7倍，大型油輪運費率從5萬美元/日已暴漲400%至20萬美元/日，而集裝箱繞行至替代性港口的延遲時間約為40-49天，中東地區附近航道運費上升、效率下降。霍爾木茲海峽作為吞吐國際海運原油及液化天然氣超過20%供應量的重要水域節點，目前面臨被伊朗及美國雙重封鎖的現狀，截至4月20日已經基本陷入完全停擺狀態，且復常前景遙遙無期。

（二）國際能源及化肥、部分有色金屬出現嚴重供應短缺

1、國際能源供應：人類有史以來最大規模供應中斷

- ✚ 根據國際能源署（International Energy Agency, IEA）4月14日發布的最新報告，由於中東能源基礎設施遭受攻擊及霍爾木茲海峽通行受阻，3月份全球石油供應量已經驟降了1,010萬桶/日至9,700萬桶/日（為衝突爆發前水平的90%左右），**這是人類歷史上最為嚴重的供應中斷**。其中，OPEC+減產940萬桶/日（或18%）至4,240萬桶/日，在減產總量中佔比達到93%以上。
- ✚ 4月初，霍爾木茲海峽原油、液化天然氣及成品油的平均裝載量僅為380萬桶/日，而**衝突爆發前該指標超過2,000萬桶/日**。雖然沙特、阿聯酋、伊拉克通過紅海的替代性通道裝載量從戰前的不足400萬桶/日增長至720萬桶/日，但國際能源的淨供應損失仍在1,300萬桶/日左右。IEA預計3月、4月全球累計供應損失將分別達到3.6億桶及4.4億桶。
- ✚ 而從庫存指標來看，**全球石油庫存累計消耗了8,500萬桶**。其中中東以外地區的庫存大幅下降下降了2.05億桶（約為660萬桶/日），而中東產油國由於海運受阻，其本土原油存量則增加了1.2億桶左右。隨著供應短缺及油價持續走高，國際能源署預計今年二季度全球原油需求將下降150萬桶/日，這是新冠疫情導致燃料消費大幅下滑以來的最大降幅。
- ✚ 從油價指標來看，3月國際油價單月暴漲**63.3%**，創下有史以來最大月漲幅，且現貨原油基準價格飆升，漲幅遠超過期貨市場價格指標。截至4月14日，現貨油價已經接近150美元每桶，現貨與期貨價格之間的脫節日益加劇。雖然4月8日以來的美伊停火談判給與市場一定的喘息機會，但衝突雙方初步的外交接觸更像是一種政治表態，並沒有實質性就雙方關注的重大分歧達成共識，因此也就無從談起霍爾木茲海峽的重新開放，因此我們預計美伊通過談判達成持久協議的可能性仍然很低。

2、其他關鍵原料供應：化肥及鋁材供應受阻

- ✚ 霍爾木茲海峽同時也是國際化肥貿易的重要樞紐。由於天然氣（霍爾木茲海峽吞吐了全球20%的天然氣供應）是生產尿素和氨等氮肥的關鍵原料，海峽受阻導致的天然氣價格暴漲已經大幅推高了氮肥的生產成本，目前基準中東尿素期貨價格達到了850美元/噸，較衝突爆

發前的 485 美元累計上漲了超過 75%。

- 除此之外，海灣地區也是硫磺等磷肥關鍵原料的主要產地，該地區國家佔全球氮肥出口量的 13%與磷肥出口量的 9%，且全球約有三分之一的化肥海運量都要經過霍爾木茲海峽。通常情況下，能源價格上漲會導致化肥價格上行，而持續高企的化肥價格會直接作用農戶的種植決策，並最終衝擊全球糧食供應。
- 目前全球正經歷有史以來最大規模的能源供應中斷，對依賴化肥播種、但收入偏低、債務負擔大的發展中國家（比如對海灣地區的化肥依賴度超過 30%的蘇丹、斯里蘭卡、坦桑尼亞、索馬里等國家）來說，不僅意味著油價的上漲，同時也意味著糧食等基礎物資的短缺，並有可能進一步造成嚴重的社會民生問題。

有色金屬方面，中東衝突也對全球鋁製品生產造成較大的衝擊。中東地區鋁製品出口佔全球約 9%，海合會成員國每年累計生產約 600 萬噸鋁材，其中大部分經過霍爾木茲海峽出口至歐亞及北美。而由於海峽中斷，及巴林及阿聯酋的鋁製品生產基地被伊朗打擊（包括巴林鋁業公司及阿聯酋環球鋁業公司）都因受到伊朗空襲而被迫停產，預計維修工作需要長達多年時間，屆時除中國（基本實現自給自足）之外的全球市場都會面臨鋁材短缺的問題。目前倫敦 LME 鋁期貨已經較衝突前攀升 12.2%至 3,598.5 美元/噸，預計鋁製品價格的飆升將嚴重影響到全球汽車製造業的供應鏈成本。

圖 2-1：大量船舶滯留，霍爾木茲海峽目前實際通航量不足其衝突爆發前的 5%

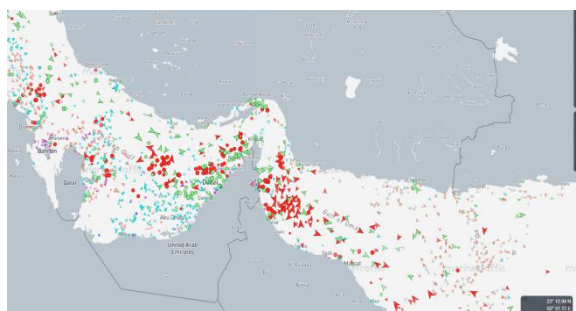


圖 2-2：由於供應受阻及產能受到打擊，國際原油及化肥價格大幅飆升



數據來源：Marine Traffic, Bloomberg

（三）發達經濟體輸入型通脹重燃 中國能源供應多元化取得成效

由於中東油氣供應受阻，3月開始各主要經濟體均出現進口（主要是能源產品）成本大漲，而本土物價則受政府原油儲備釋放、能源補貼等政策的分化而有所不同。

1、美國：國內能源價格大幅上漲，本土供應短缺概率不大

✚ 美國3月整體CPI同比增長3.3%，較前值2.4%大幅上升，這是該指標自去年1月以來首次突破3%以上水平，當中貢獻最大的即為能源分項，同比增長達到12.5%，顯示出國際油價大幅上漲已經對美國物價指標產生影響。從核心分項來看，核心商品價格上漲速度也較為穩固，顯示去年特朗普政府的全球關稅對物價的傳導效應仍然存在。

✚ 美國是全球最大的產油國，且目前仍有上億桶戰略原油儲備，短期內出現供應短缺的概率不大。但另一方面，由於其國內原油價格基本完全跟隨國際市場供需變化，在歐、亞買家高價尋求替代性能源供給、美國石油產品出口量持續增長的大背景下，雖然煉油商將獲得高額利潤，但如果霍爾木茲海峽長期受阻，美國本土原油供應也將由於國際訂單的增長而總體從緊，並令油價居高不下，對其他企業及居民的經營利潤及生活開支造成嚴重擠壓。

2、中國：能源供應多元化獲得成效，中東局勢對經濟衝擊相對緩和

✚ 中國3月整體CPI同比增長1.0%，較前值的1.3%有所回落，顯示國際能源供應受阻對中國本土價格的影響較為有限。由於中國長期以來追求本土能源供應渠道的多元化發展方向（原油在中國能源消費中的佔比不足20%，且中東原油進口在中國總原油進口中的比重也僅為44%，較2015年下降了約7個百分點），及中東局勢動盪之後政府對內地燃料價格的有效調控機制（包括設定成品油的價格上限），故中東局勢動盪對中國經濟的衝擊較為緩和。根據彭博估算，4月中國內地汽油價格比全球油價對應的價格水平低約27%左右。

✚ 目前市場預計中國的石油儲備大約在12-14億桶左右，相當於本國80到90天的消費量。加之中國目前收緊對燃料的出口以確保國際供應，預計中國在國際地緣局勢衝突愈演愈烈的大背景下，將持續發揮全球經濟增長的壓艙石、全球資金避風港的作用。

3、歐元區：物價指標大幅上漲，預計能源短缺問題將很快顯現

✚ 3月歐元區整體CPI同比增長2.6%，較前值1.9%大幅上漲，是該指標2024年7月以來再度突破2.5%水平。當中運輸分項（主要是燃料及潤滑油）同比增長了5.2%，是整體物價上漲的主要貢獻項，此外液體燃料分項3月同比大漲27.8%，完全逆轉了前月該指標同比回落7.2%的趨勢，顯示國際能源價格上漲對歐元區燃料價格的衝擊。

✚ 歐元區成員國家普遍貧油貧氣，能源產能不足，因此能源進口依賴度普遍高，區內能源價格基本完全跟隨國際供需變化。雖然其從中東國家直接進口的能源較少，但考慮到北半球馬上將進入夏季用電、用車高峰期，且歐元區油氣儲備目前也僅有不到3個月（80-90天）的用量，我們預計能源供應短缺的問題將很快在歐洲國家顯現，並從進口成本及物價壓力等多方面對歐元區經濟造成較大的破壞性。

4、日本：政府燃油補貼難以維繫，輸入型通脹難以避免

✚ 日本3月進口價格指數已同比飆升7.9%，當中石化產品價格上漲是主要貢獻項。目前高市

早苗政府主要是釋放國內原油儲備（計劃在3月、5月分別釋放相當於國內45天及20天消費量的原油儲備），及通過每月約6,000億日圓的政府燃油補助平抑本土油價、緩釋國際能源價格上漲帶來的負面衝擊。但由於日本政府債台高築，公帑騰挪空間有限，目前該項補貼的專項財政資金僅為1萬億日元左右，該項政府資金預計將在5月底前大概率被耗盡，屆時日本必將面臨極大的輸入型通脹壓力。

日本有九成能源依賴進口，且其化石燃料進口95%以上通過霍爾木茲海峽運輸，目前霍爾木茲海峽被美伊雙重封鎖的現狀令國際能源供應缺口達到1000萬桶/日以上，對嚴重依賴中東燃料的日本經濟造成了嚴重打擊。日本在衝突爆發前約146天原油消費量的政府儲備目前已僅剩80天，若中東衝突不能在三個月以內達成妥善解決，屆時國內能源儲備耗淨、國際能源價格暴漲必將對日本社會民生造成前所未有的負面影響。

圖 2-3：由於儲備不足或能源供應渠道單一，3月起主要發達國家輸入型通脹問題重燃

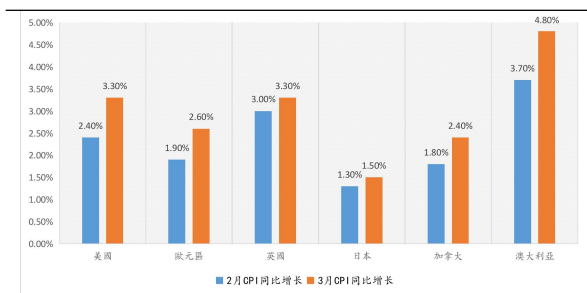
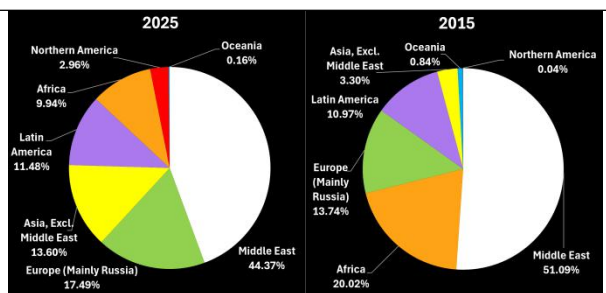


圖 2-4：而中國的能源供應多元化努力獲得成效，在中東動盪局勢中保持了物價穩定



數據來源：Bloomberg

三、美伊對峙局勢的幾種情景預判

從4月上旬美伊釋放出停火談判消息之後，市場對雙方快速停止戰火並達成永久性和平協議計入過度積極的預期，令各類風險資產價格大幅回升，債券利率回落、油價大幅走低。然而，由於美國也宣布封鎖霍爾木茲海峽及以色列持續對黎巴嫩地區的空襲行動，在雙方首輪談判破裂之後，雖然特朗普宣布將無限期延長停火協議，但雙方的再度外交接觸計劃已經於4月22日兩周停火期屆滿之後宣告破裂，霍爾木茲海峽長期受限通行的可能性不斷升高。

展望後市，我們預計中東衝突局勢將有以下三種可能情形，當中雙方維持經濟封鎖、低烈度對峙局勢的概率較大，市場不宜過度預期海峽快速復常、全球經濟危機永久性解決的樂觀前景。

1、美伊達成永久性和平協議（可能性較低）

從過去的幾周來看，特朗普方面延續了其在國際交往中極限施壓的威懾型談判思路，並試

圖通過軍事脅迫、經濟封鎖、政治孤立等多種方式逼迫伊朗在談判桌上對美妥協。我們認為由於特朗普政府在其第一屆任期就有過單方面撕毀由聯合國五個常任理事國共同背書的 2015 年伊核協議的前科，且其在 2025 年 6 月、2026 年 2 月的對伊談判中都會不宣而戰地發動襲擊，並造成伊朗高級領導層大規模傷亡，因此即便雙方通過了名義上的永久性和平協議，美國仍然有可能隨時撕毀協議並再度發起攻擊。考慮到特朗普政府在伊朗的信譽極低，我們認為伊朗方面也基本對達成永久和平不報任何期望。

- ✚ 除此之外，自伊朗爆發 1979 年革命並成立伊斯蘭共和國以來以來，反美、反霸權立場就成為現任伊朗政教合一政府的執政基礎，而該立場實際上受到伊朗人民的共同擁護。雙方基本上不可就伊朗核計劃、抵抗之弧軍事對抗及以色列的安全問題等長期重大分歧達成共識，4 月中旬美國副總統萬斯（實際上美國代表團是由以色列代理人控制談判）、伊朗議長主導的第一輪談判破裂很明顯證明了這一點。

2、中東戰事大規模升級（可能性較低）

- ✚ 美國自上世紀以來持續的去工業化已經讓其國防基礎較為薄弱，武器彈藥嚴重不足、補給能力低下，疊加此次伊朗反擊美軍中東基地給美國軍事部署帶來的沉重打擊，我們預計作為戰事發起方的美國政府實際上難以負擔戰事再次全面升級的巨額經濟及政治成本，特別是特朗普政府面臨 11 月國會中期選舉，而選舉的後果將直接決定白宮接下來的兩年是否能夠繼續掌控國會、順利通過其既定的內政方案，還是面對來自反對黨派議員無休止的彈劾和掣肘。

- ✚ 從伊朗的角度，其在本次衝突發起前，伊朗就已經因為持續的西方制裁遭到較為嚴重的經濟困境，通脹飆升、就業疲弱，群眾不得不走上街頭進行抗議示威活動。即使當前在民族主義的帶領下，伊朗人民的抵抗意志較為堅決，但美國對霍爾木茲海峽的封鎖、轟炸對國家基礎設施的破壞仍然給伊朗帶來沉重的代價。因此從雙方的角度來看，將衝突全線升級的意願都不高。

3、美伊由熱戰轉向冷戰，由軍事衝突向經濟對峙（可能性較大）

- ✚ 我們預計雙方的停火談判大概率會持續延長，但難以達成永久性的和平協議，霍爾木茲海峽完全恢復衝突前免費、順暢通行的願景大概率將永遠成為過去。一方面，美伊雙方會盡可能避免衝突升級帶來實際上的人員傷亡與軍事損失，但另一方面，美伊根深蒂固的戰略分歧將令外交談判難以達成有效成果。目前特朗普政府採取經濟封鎖霍爾木茲海峽的方式，阻斷伊朗的石油收入、逼迫伊朗妥協，但代價是中東能源斷供後全球近在眼前的經濟危機，屆時不會有任何國家能夠獨善其身。

- ✚ 目前資本市場已經完全計價了美伊停火帶來的積極消息，但對雙方從軍事衝突轉向經濟對峙的後果計價仍不足。考慮到中東嚴重的原油供應缺口，預計國際油價中樞將大幅上移至 100 美元/桶並至少持續 3 個月以上，而美國作為主要的替代性能源供應渠道，其本幣美元

將延續相對強勢。高油價帶來的輸入型通脹壓力迫使大部分主要央行（包括歐洲及日本央行在內）轉而採取緊縮性的貨幣政策，令全球債市整體進入熊市，投資者不可小覷各類風險資產短期內大幅回撤的可能性。

圖 3-1：通脹憂慮下，市場普遍預期發達國家央行將採取偏向緊縮的貨幣政策

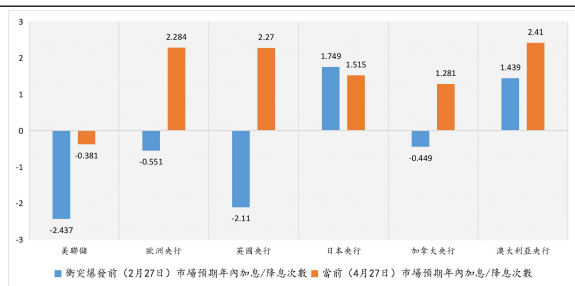


圖 3-2：由於能源斷供造成的經濟危機前景，雖然近期美股美債資產價格得到初步修復，但短線大幅回撤的概率仍存



數據來源：Bloomberg

【 免責聲明 】

本文件所載的資料和數據乃從交通銀行股份有限公司香港分行及交通銀行（香港）有限公司相信屬可靠之來源搜集，惟本行並無核證該等資料和數據。本文件所載資料只供一般參考用途，並沒有考慮任何個別人士的特定投資目標或經驗、財務狀況或其他特定需要。

本行對本文件所載資料(包括任何陳述、數據、觀點、意見或預測)之公正性、準確性、完整性、正確性或適時性不作任何保證，亦無義務就該等資料的未來變化作出更新或就所收到的更新內容發出通知。本行不會就任何人士因直接或間接使用或依賴本文件所載之任何內容而蒙受或招致的任何損失承擔任何責任。

在本文件表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成投資建議或保證回報。投資者須對本文件所載數據、意見及推測的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為有需要或合適的獨立調查。所有此等數據、意見及推測均可予以修改而毋須事前通知。

本文件所提及、評論或推薦（視情況而定）之投資項目未必適合所有投資者，且並未考慮個別人士的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本文件並無就其中所述任何證券及/或投資是否切合任何個別人士的情況作出任何保證。投資者不應只根據本檔而作出任何投資決定。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢其獨立專業顧問。本文件並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。本文件所載資料並不構成亦不應被視為任何投資意見或任何買賣投資產品或服務之要約、招攬或建議。非所有地區之所有人士均可享用或認購有關投資項目。就任何人士是否符合使用個別產品或服務的資格，以本行的最終決定為準。

投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，甚至變成毫無價值，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本資料只供一般參考用途，本檔（或其中任何部分）不應被用作廣告之用，亦不構成任何投資買賣（如證券及/或貨幣）之建議、招售或招攬。本文件並非，亦無意總覽本文件所述證券或投資牽涉的任何或所有風險。於作出任何投資決定前，敬請投資者細閱及瞭解有關該等證券或投資的所有銷售檔，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。本文件的數據並不構成銷售檔的一部分。

除非獲得本行的事先書面同意，在任何情況下，任何人士均不得出示、複印、傳輸、複製、摘錄或以任何其他形式或任何途徑轉載、分發或傳送本文件的任何內容予任何人士，或將本文件的任何內容納入另一檔或其他材料中以作其他用途。

本文件由交通銀行股份有限公司香港分行及交通銀行(香港)有限公司製作及發行，並未經香港任何監管機構審閱。