

宏观经济深度报告

全球变局（1）：从格陵兰看美式地缘再定价

核心观点

2026年美国地缘手段明显前置，安全与能源诉求上升，军事与政治工具化趋势强化，正在成为其重塑国际秩序与资产定价的重要宏观驱动因子。在这一背景下，美国对格陵兰的介入并非孤立事件，而是体现出清晰的“三重诉求”底层是国家安全与军事前沿，格陵兰是美国在北极方向最关键的前出支点；中层是资源与航线叙事，围绕矿产与北极通道展开；上层则服务于特朗普的政治周期，通过打包运用安全、能源与关税工具，嵌入更大的地缘与金融博弈。

欧盟反制空间受限，政策姿态可强，但结构性筹码偏弱。一方面，欧盟并非对美贸易强势方，其对美顺差中约34%集中于医药产品，且高度依赖辉瑞等美国跨国药企在爱尔兰等地的税收与利润转移安排，存在明显“虚高”；另一方面，在对俄能源依赖收缩后，欧盟对美国能源依赖快速上升，原油依赖度约16%、天然气高达45%，使其在能源安全层面深度嵌入美国供给体系。

基准情形下，格陵兰问题更可能以“美国-格陵兰-丹麦”三方合作方式落地。形式上主权仍归属丹麦，美国以基建投资、资源与能源开发合作及军事协作为抓手，实现对格陵兰事务的事实性主导。我们认为，格陵兰事件的意义已不止于一桩地缘摩擦，更折射出美国以低成本方式重塑规则与筹码结构的趋势，并正在外溢为全球资产定价的深层变化。

秩序重构正在推动全球资产定价锚的结构性变化。在“新丛林法则”抬头的环境下，资产的安全感越来越来自可控筹码而非制度背书，“软估值”所依赖的信用与声誉正在被反复透支，而“硬通货”与稀缺资源的战略属性快速上升。

资产重估将沿着两条主线展开。一是定价锚的迁移，资金将更倾向于回到贵金属与稀缺资产之上，不可再生战略资源的资产属性系统性抬升。二是新秩序下的再平衡与再定价，随着美元信用边际走弱、全球资本流向重构，人民币资产或迎来相对升值空间，中国权益市场也有望在新的估值框架下被重新审视与重估。

风险提示：海外市场动荡，国内政策执行的不确定性。

经济研究·宏观深度

证券分析师：田地 0755-81982035
t i a n d i 2 @ g u o s e n . c o m . c n
S0980524090003

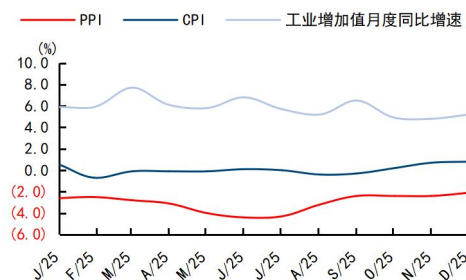
证券分析师：邵兴宇 010-88005483
s h a o x i n g y u @ g u o s e n . c o m . c n
S0980523070001

证券分析师：董德志 021-60933158
d o n g d z @ g u o s e n . c o m . c n
S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	-3.80
社零总额当月同比	0.90
出口当月同比	6.60
M2	8.50

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

美国对格陵兰的三重诉求	4
（一）底层：军事前沿的结构性前移	4
（二）中层：资源叙事+航线价值	4
（三）上层：政治周期下的博弈棋子	5
松散联盟的悲哀：欧盟反制能力有限	5
（一）关税反制：名义空间存在，实质杀伤有限	5
（二）反胁迫工具法案：制度姿态强，实操威慑弱	6
（三）美债并非有效筹码：资产属性决定其难以武器化	7
秩序重塑下的资产再定价	7
（一）黄金再定价：从“机会成本”转为“秩序安全锚”	8
（二）美债再定价：利率难降、通胀难退、地缘难解	8
（三）新丛林法则下，全球资产怎么看？	9
风险提示	9

图表目录

图 1: 格陵兰岛位处北约基地与俄罗斯北极基地之间	4
图 2: 皮图菲克太空基地是美俄之间的前哨节点	4
图 3: 格陵兰资源规模概览	4
图 4: 美国“能源-美元-美债”自循环示意图	5
图 5: 欧盟与美国贸易差额	6
图 6: 区分商品欧盟与美国贸易差额	6
图 7: 欧盟对美国石油进口依赖度	6
图 8: 欧盟对美国天然气进口依赖度	6
图 9: 欧盟及英国数字服务税收入	7
图 10: 欧盟持有美国国债规模较高	7
图 11: 黄金价值的重估	8
图 12: 地缘风险推动下的黄金上涨	8
图 13: 美国债务占比高企	9
图 14: 美债持有人结构	9

美国对格陵兰的三重诉求

（一）底层：军事前沿的结构性前移

从底层动机看，美国对格陵兰的核心考量在于国家安全与战略纵深。格陵兰位于欧洲与北美之间，连接北冰洋与北大西洋，是北极方向最关键的前出支点之一，在导弹预警、太空监测与北极安全体系中具备不可替代性。

一方面，随着中俄在北极地区军事与科研存在的上升，格陵兰成为美国监控潜在对手的重要“前哨”；另一方面，在极端情景下，亚太向美国发射的洲际弹道导弹，大概率将越过格陵兰上空，使该地区天然具备早期预警的战略价值。

美国在格陵兰的军事存在早有渊源。二战期间为对抗德国，美军在当地建立军事前哨；冷战时期相关设施被长期保留并持续升级。当前的皮图菲克太空基地（原图勒空军基地，建于1951年，2020年以来由美国太空军指挥）有进一步扩建、硬件升级的潜能。

图1：格陵兰岛位处北约基地与俄罗斯北极基地之间



资料来源：Wind、华尔街日报、国信证券经济研究所整理

图2：皮图菲克太空基地是美俄之间的前哨节点



资料来源：Wind、华尔街日报、国信证券经济研究所整理

（二）中层：资源叙事+航线价值

关键矿产安全是格陵兰战略重要性的又一体现。格陵兰拥有全球第8大已探明稀土储量。广泛应用于芯片、电动汽车、风电设备及国防工业。在去年10月中美摩擦加剧后，美国对关键资源供应安全的重视显著上升，并加快寻求稀土替代来源。

图3：格陵兰资源规模概览

资源类型	资源状态	资源规模	资源类型	资源状态	资源规模
稀土	已探明	150万吨	铝（土矿）	已探明	590万吨
石油	未探明	175亿桶	铅	已探明	91.6万吨
天然气	未探明	148万亿立方英尺	锌	已探明	56万吨
铁矿	已探明	5710万吨	钼	已探明	26.9万吨
钛	已探明	1210万吨	镍	已探明	23.5万吨
磷	已探明	1150万吨	铜	已探明	10.8万吨
石墨	已探明	600万吨			

资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

但是目前看，格陵兰资源更多被赋予的是象征意义。因为从经济可行性看，资源并非美国当前行动的核心驱动。毕竟矿产储量并不等同于有效供给，格陵兰面临基础设施薄弱、环保约束严格等现实掣肘，单纯围绕矿产展开地缘博弈的边际收益有限。

此外，北极贸易航线的重塑同样是不可忽视的一点。随着覆盖约 80% 岛屿面积的冰盖持续消融，北极航道可航行性将明显改善，格陵兰在未来能源运输与跨洋贸易中的潜在枢纽价值上升，为美国在航运、能源与贸易路径上的战略布局提供了新的落子点。

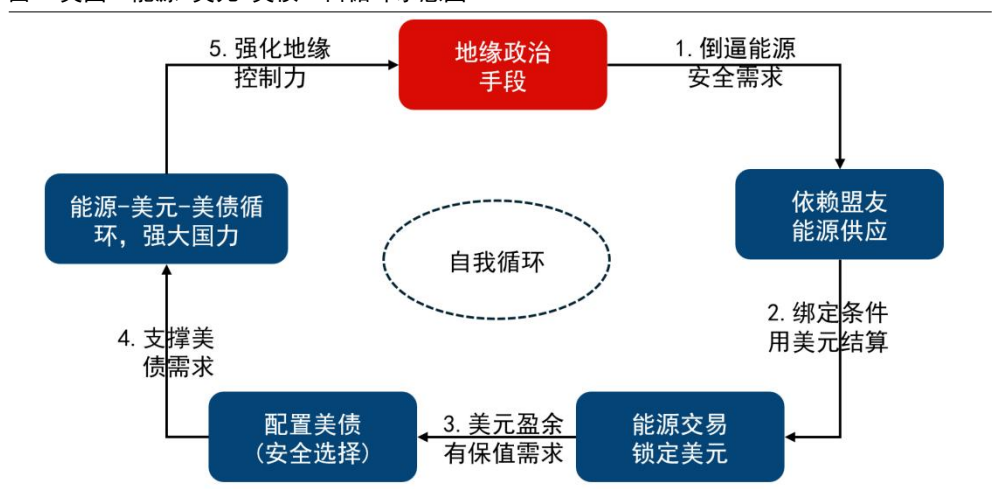
（三）上层：政治周期下的博弈棋子

中期选举年背景下，特朗普并未将精力完全收缩于国内事务，而是试图通过外部议题持续制造“议价筹码”，服务于新版《美国国家安全战略(National Security Strategy)》中，以地缘撬经济、以安全换利益的宗旨。

因此，美国希望同时掌握安全保护伞、能源供给能力与关税工具，并将其打包用于对欧盟的博弈。从更宏观的视角看，委内瑞拉、格陵兰岛等地缘政治事件并非孤立的，而是服务于美国试图延续并强化“石油-美元-美债”循环的更大棋局，重新激活地缘冲突与安全依赖，力求稳住全球金融体系定价权。

“新丛林法则”下，格陵兰属于典型的“不在餐桌上，就在菜单上”，成为大国博弈的“战利品”，在这点与中东、南美的资源型经济体并无本质差异。

图4：美国“能源-美元-美债”自循环示意图



资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

松散联盟的悲哀：欧盟反制能力有限

（一）关税反制：名义空间存在，实质杀伤有限

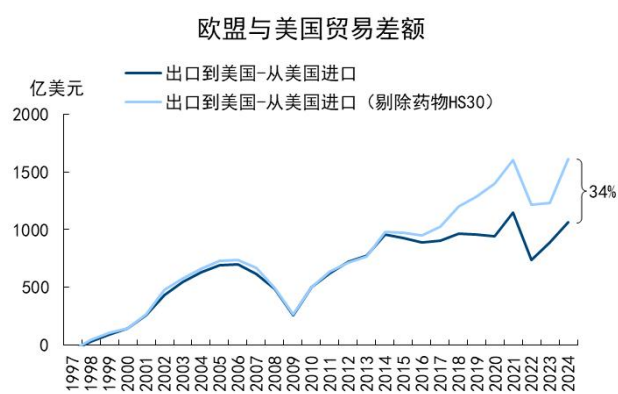
格陵兰议题表面上为美欧之间的地缘博弈，从反制能力看欧盟招架空间有限。尽管欧盟内部已就对美关税反制展开讨论，并先后拟定规模在 930 亿欧元以上的报复性关税清单，但关税工具本身的边际威慑力有限。

欧盟并非对美贸易强势方，在于其顺差在相当程度上由辉瑞等美国跨国药企的内部布局抬高，存在明显虚高。其对美顺差中，约 34% 集中于医药产品，而该部分

出口高度依赖美国跨国药企在爱尔兰等地进行的税收筹划与利润转移安排，本质上更接近美企全球价值链的内部流转，而非欧盟自主产业竞争力的体现。

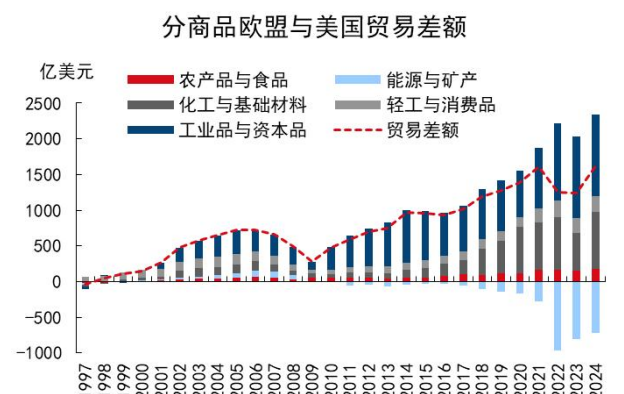
若进行关税反制，则极易触发特朗普政府的对等升级与政治动员。今年美国财政预算端压力仍不低，美国国会预算办公室预测 2026 财年（2025 年 10 月起）财年赤字为 1.7 万亿美元（占 GDP 的 5.5%）。在高赤字与利率下行不及预期的约束下，贸易工具更容易被内化为预算外的政策抓手，其既可服务国内产业与就业叙事，也可在选举周期中持续制造议题与筹码。欧盟若采取强硬反制，更可能面对持续升级而非谈判回旋。

图5：欧盟与美国贸易差额



资料来源：Wind、WITS、国信证券经济研究所绘制

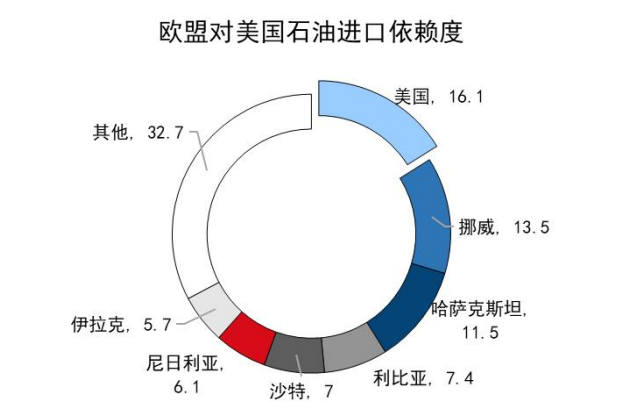
图6：区分商品欧盟与美国贸易差额



资料来源：Wind、WITS、国信证券经济研究所绘制

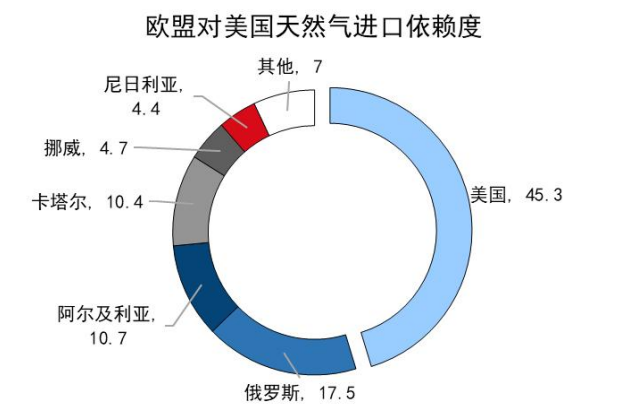
欧盟并非对美贸易顺差国，其在关键品类反而对美高度依赖，掣肘明显。能源端尤为突出。近年来在对俄能源依赖显著收缩后，欧盟对美国能源供给的依赖快速上升：原油依赖度约 16%，天然气依赖度高达 45%。欧盟在能源安全层面已深度嵌入美国供给体系，欧盟在对美博弈中天然处于防守位置，缺乏可替代的能源筹码，使其在贸易与地缘议题上的谈判空间被系统性压缩。

图7：欧盟对美国石油进口依赖度



资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

图8：欧盟对美国天然气进口依赖度



资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

（二）反胁迫工具法案：制度姿态强，实操威慑弱

在关税反制空间有限的背景下，欧盟试图通过内部“公平叙事”强化反制合法性。《反胁迫工具法》（Anti-Coercion Instrument）允许欧盟在遭受经济胁迫时，对第三国采取一揽子反制措施。主要包括，限制进出口（配额/许可）、限制

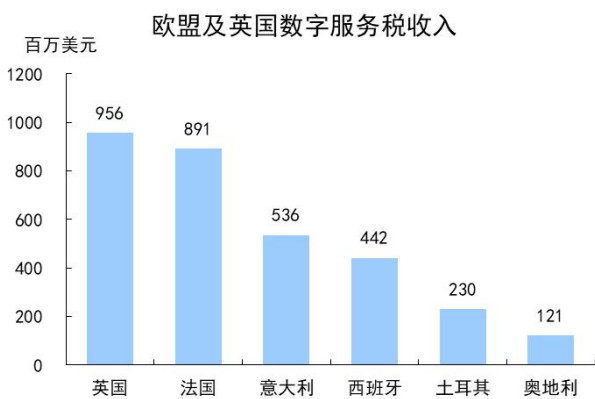
参与欧盟公共采购、对服务贸易（尤其是数字服务）施加约束、收紧对外直接投资准入等限制性措施。

但从可操作性看，这一工具的威慑力存在明显上限。

其一，准入与采购限制在形式上具备一定冲击力，但欧盟内部成员国利益分歧大、执行门槛高，难以形成持续压力。

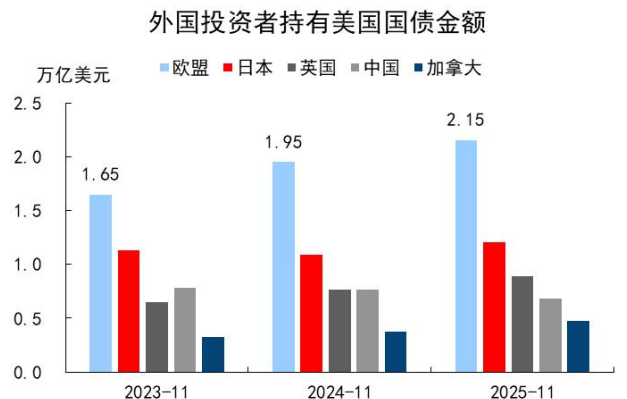
其二，市场更关注的数字服务税（DST）虽具有“定向针对”美国科技巨头的用意，但税制设计更接近消费税式的附加征收，税基规模决定其冲击难以触及利润层面。单国 DST 年收入多为几亿欧元量级。相比之下，谷歌 2025 年三季度单季自由现金流约 273 亿美元，DST 更像经营成本加项，而难以对美国企业构成利润冲击。

图9：欧盟及英国数字服务税收入



资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

图10：欧盟持有美国国债规模较高



资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

（三）美债并非有效筹码：资产属性决定其难以武器化

欧盟与英国是境外持有美债规模最大的经济体之一，亦有观点认为美债可作为对美博弈的潜在筹码，但从资产属性与市场结构看，这一判断难以成立。瑞典最大的私人养老金 Alecta（2025 年年初持有美债规模约 110 亿美元）和丹麦养老基金 Akademiker Pension 即以特朗普政府制造的信用不确定性上升为由，宣布将清仓美国国债。

但从宏观层面看，即便欧洲因非市场因素集中抛售美债，短期内或扰动美国金融市场、推升融资成本，但相关冲击也更可能被全球资金逐步消化，难以改变美债的长期定价逻辑。抛售行为反而将迫使欧洲以折价方式变现资产，直接侵蚀其资产负债表与外汇储备。美债作为一项金融资产，非可持续的博弈工具。将其武器化，本质上无异于“杀敌一万，自损八千”。

秩序重塑下的资产再定价

在基准情形下，格陵兰问题更可能以美-格陵兰-丹麦三方合作的方式达成。由于美国在安全、能源与金融三端同时掌握核心筹码，其在格陵兰问题上并不需要通过高政治成本或直接交易来换取控制权。由此出发，尽管全球不确定性显著上升，但我们从这一事件中反而看到两点较为确定的方向。

其一，短期扰动或将增多，“什么都可能发生”，但“大事未必发生”。美国正在为战后秩序松动打开缺口，将世界推向更具丛林色彩的博弈框架，但其手段更

多是威慑、要挟与议价，而非全面摊牌的高强度冲突。

其二，长期宏观叙事正在回归，历史级别的资产重估窗口或已开启。美国无节制的地缘操作将迫使各方重新认识到，未来的安全感来自自身筹码而非外部背书；盟友站队与风险再评估将成为趋势，美国声誉透支亦难以持续，全球资金流向与资产定价体系或将迎来一轮更深层次的重塑。

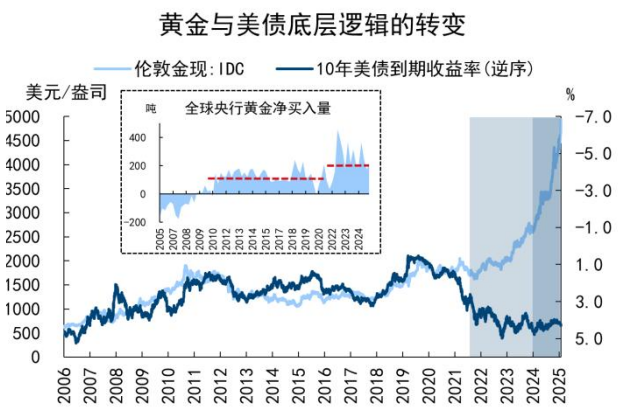
（一）黄金再定价：从“机会成本”转为“秩序安全锚”

黄金的重估正在从“机会成本”主导，转向“隐含期权+避险溢价”共同定价。黄金长期以来并非生息资产，其价格对实际利率所代表的机会成本高度敏感，当实际利率下行甚至转负，持有黄金的相对吸引力自然上升。

但更深一层看，黄金并不仅仅是“零息资产”，其内在更像一份嵌入式的看跌期权。即便金融投资者退出，珠宝消费、工业用途与官方储备等非金融买盘仍构成天然的接盘机制，为其提供隐含支撑。可以将黄金理解为“带保险的资产”。其利息收益被用来支付下行保护的期权费用，使其在制度不确定性上升阶段更容易体现为“硬通货”与安全锚。

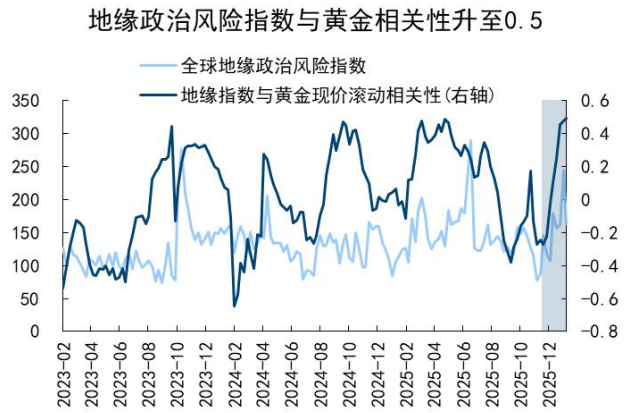
在资源竞争加剧、地缘博弈升温的背景下，黄金的定价逻辑反映“硬通货”可能系统性强于“软估值”。地缘政治正重塑全球资金流向与资产定价框架。当前金价与地缘政治风险指标的相关性已显著抬升至约 0.5，某种意义上意味着黄金正在脱锚，从利率资产的影子，重新回到秩序动荡时代的终极资产。

图11：黄金价值的重估



资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

图12：地缘风险推动下的黄金上涨



资料来源：Wind、国信证券经济研究所绘制

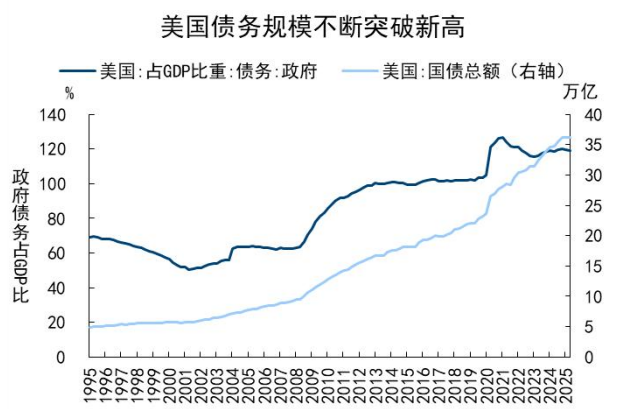
（二）美债再定价：利率难降、通胀难退、地缘难解

黄金的另一面正是美债，黄金的持续走强，本质是在对主权信用的资产负债表进行反向定价。当市场开始重新评估政府债务的可持续性，黄金便成为最直接的对冲载体。当前美国债务增速长期高于经济增速，财政轨迹的不可持续性正在抬升对信用风险的担忧，市场真正担心的已不再是短期波动，而是债务约束在更长周期内的刚化。

我们判断，美债利率在今年仍将维持高位。一方面在于美国式地缘与金融手段正在透支其信用基础，使得利率难以顺畅回落。另一方面，高利率环境本身也将使美国经济持续笼罩在衰退叙事之下。为避免债务风险显性化，债务货币化的倾向或将延续，通胀中枢难以回落。

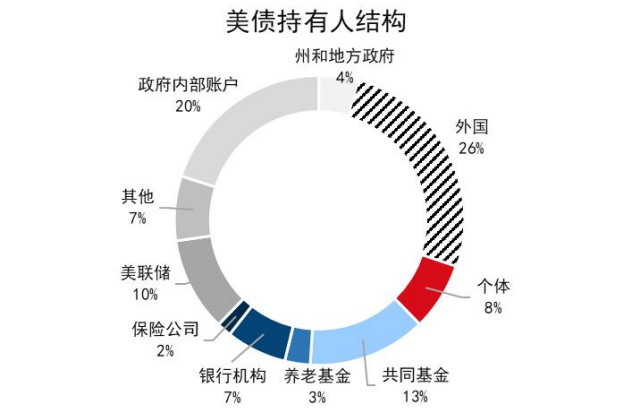
往后看，未来的路径无非是两种选择。要么以持续扩表与货币化“饮鸩止渴”，以时间换空间；要么在某一时刻让美债的安全资产属性被重新定价，从而触发更深层次的债务与信用重估。但无论那一种，大概率仍指向贵金属上涨空间打开。

图13: 美国债务占比高企



资料来源: Wind、国信证券经济研究所绘制

图14: 美债持有人结构



资料来源: Wind、国信证券经济研究所绘制

(三) 新丛林法则下，全球资产怎么看？

新秩序终究要从乱中逐步理顺，宏观叙事正在重新回到资产定价的中心位置。在这一轮秩序重塑过程中，我们认为至少存在两条值得把握的历史级机会。

一是来自定价锚的迁移，“软估值”所依赖的制度背书与主权信用被反复透支，资金将更倾向于回到“硬通货”逻辑上，黄金、关键矿产、战争金属等不可再生战略资源成为关键。

二是来自新秩序下的再平衡与再定价。美元信用边际走弱、全球资本流向重构，这种环境可能带来人民币资产的相对升值空间，中国权益市场也有望在新的估值框架下被重新审视。

风险提示

海外市场动荡，国内政策执行的不确定性。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032