



市场在交易什么

宏观经济点评
 证券研究报告

宏观经济组

分析师：钟天（执业 S1130526020001）
 zhongtian@gjzq.com.cn

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）
 songxuetao@gjzq.com.cn

市场在交易什么

基本内容

市场对美伊战争的认知随着时间的推移发生着明显变化，从闪电战转向拉锯战带来了广泛的宏观影响。

战争伊始，认为会快速结束的认知主要基于两个方面：去年“十二日战争”的路径依赖，以及特朗普过往良好的 TACO 记录。因此，初期看到资金继续流入美股押注 Trump Put，美债也并未积极定价通胀和紧缩风险；而 A 股相对独立于战争，基于能源自主优势的情况下存在抢占制造业份额的可能，港股也一度引发避险的中东资金流入。

但最近一周，交易出现“补偿式修正”：宏观认知的波动显著高于战争态势的变化。从过去一周的现实演绎来看，特朗普的 TACO 面临着明显的边际效用递减，外交斡旋和实质性谈判都没有真正展开。

霍尔木兹海峡仍面临实质性中断，以色列对伊朗温和派的定点清除加剧了供应链中断长期化的担忧。美国的轰炸力度还在上升，美军已经增派了更多的兵力为登陆作战做准备，战争并没有朝着降温方向走，反而更像是在向更深层的升级阶段推进。

如果这场战争最终进入持久战状态，那么它不仅是一个中东地缘政治问题，也将成为一个全球能源、供应链、通胀、资产定价和大国安全溢价重估的问题。

另一方面，美欧经济现在的实际表现无法承担货币政策跳跃式加息。美国通胀在非衰退的环境下回不去 2%，就业在 5% 的名义增长下依然是零增长。如果转向加息，衰退并不遥远。

风险提示

1) 特朗普军事政策不确定性较大，美军地面入侵导致局势失控。2) 能源短缺对需求的冲击幅度显著高于分析，拖累全球经济进入衰退模式。3) 全球央行快速转向，带来全球二轮通胀风险。



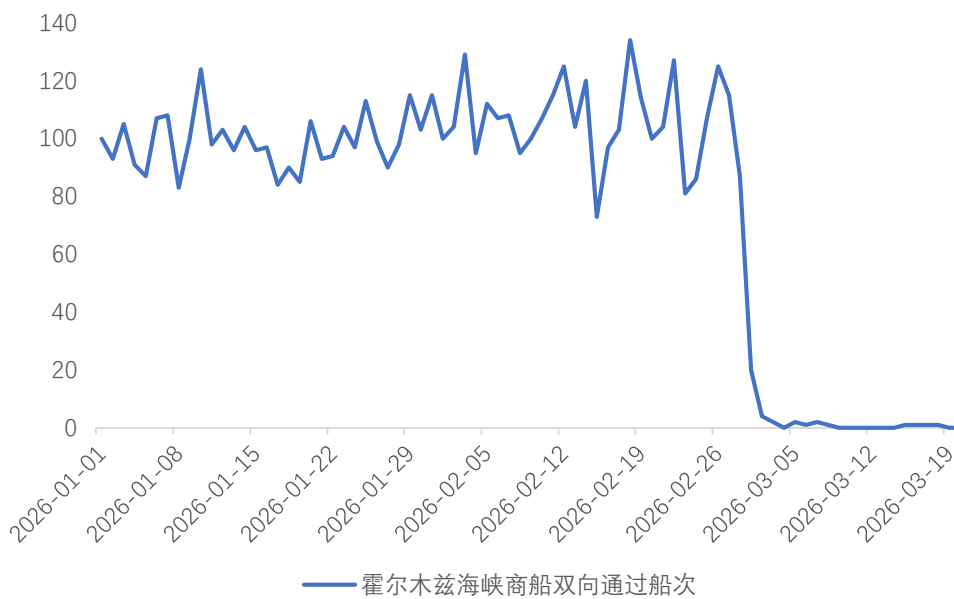
市场对美伊战争的认知随着时间的推移发生着明显变化，从闪电战转向拉锯战带来了广泛的宏观影响。

战争伊始，认为会快速结束的认知主要基于两个方面：去年“十二日战争”的路径依赖，以及特朗普过往良好的 TACO 记录。因此，初期看到资金继续流入美股押注 Trump Put，美债也并未积极定价通胀和紧缩风险；而 A 股相对独立于战争，基于能源自主优势的情况下存在抢占制造业份额的可能，港股也一度引发避险的中东资金流入。

但最近一周，交易出现“补偿式修正”：宏观认知的波动显著高于战争态势的变化。从过去一周的现实演绎来看，特朗普的 TACO 面临着明显的边际效用递减，外交斡旋和实质性谈判都没有真正展开。

霍尔木兹海峡仍面临实质性中断，以色列对伊朗温和派的定点清除加剧了供应链中断长期化的担忧。美国的轰炸力度还在上升，美军已经增派了更多的兵力为登陆作战做准备，战争并没有朝着降温方向走，反而更像是在向更深层的升级阶段推进。

图 1：对于非伊朗主体，霍尔木兹海峡仍面临实质性中断



来源：Wind，国金证券研究所

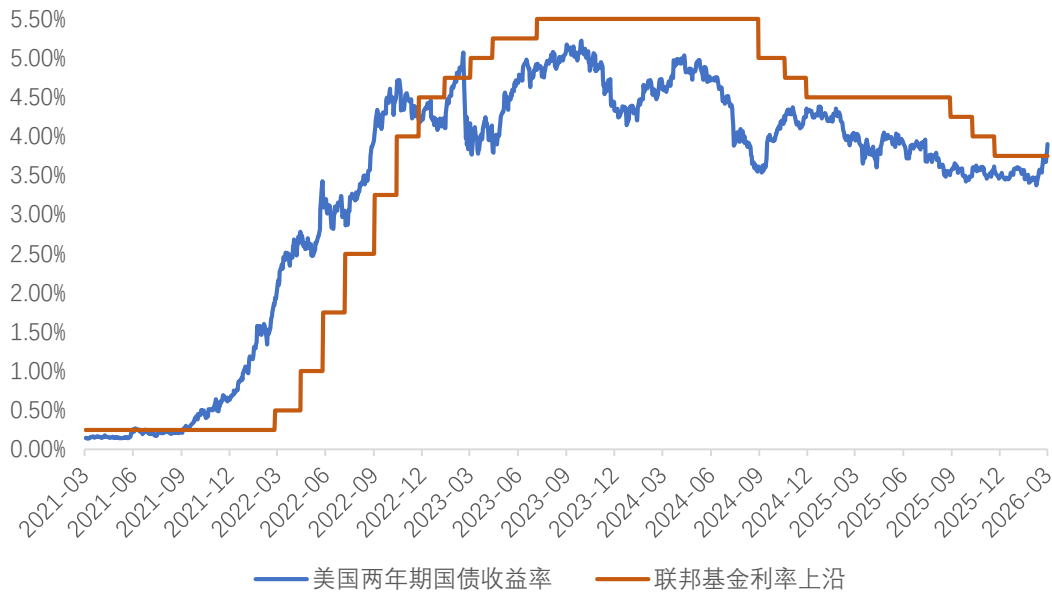
如果这场战争最终进入持久战状态，那么它不仅是一个中东地缘政治问题，也将成为一个全球能源、供应链、通胀、资产定价和大国安全溢价重估的问题。

对传统能源链条来说，更长的航运、更高的保费、更少的供给和挥之不去的安全威胁都将显著推升能源价格中枢水平。自 2 月 28 日以来，表现最强的资产是原油，WTI 涨幅大约 47%，布油涨幅约 55%，农化产品也表现较强，这些都是传统供需框架下的正常反馈。

“债券市场”正在阶段式“放弃幻想”。对于美欧等海外经济体而言，作为对货币政策最灵敏的 2 年期国债本周集体走熊，尤其是 2 年期美债在 2023 年 3 月后再次高于联邦基金利率区间上沿，尽管这不意味着加息的确定性发生，但至少严肃地表达了市场对于联储降息周期已结束的定价。



图 2：美国 2 年期美债收益率在本轮降息周期中首次升破联邦基金利率区间上沿



来源：Wind，国金证券研究所

恰逢全球央行超级周，非美央行的鹰派态度强化了紧缩恐慌。

鲍威尔在记者会中表示确实有讨论到下一步为加息的情形（尽管并非基准情形），亦小幅上调 2026 年的核心 PCE 至 2.7%（2025 年 12 月预期为 2.5%）。与此同时，欧洲央行与英国央行的态度则相对更为激进，欧央行将 2026 年通胀预期从 1.9% 显著上修至 2.6%，德国央行行长内格尔表示如果能源价格继续上升，将会考虑 4 月 30 日会议采取加息；而英国央行贝利则表示“如果通胀预期因能源波动而脱锚，他已准备好随时采取行动（Stand ready to act）”。

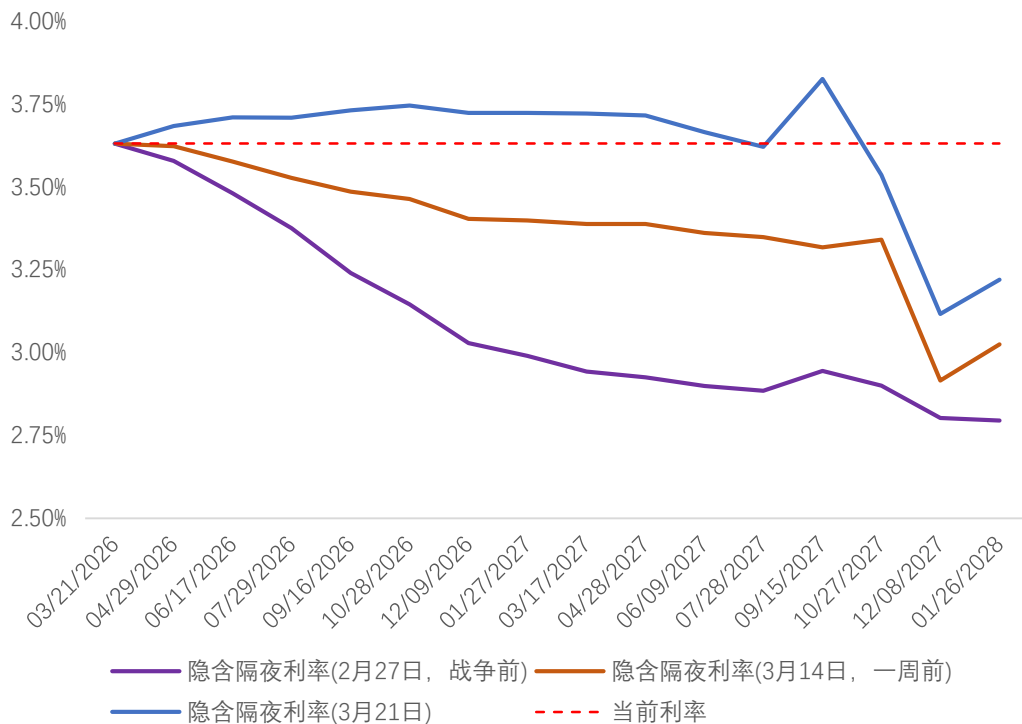
这些都推动市场对于欧央行加息预期的进一步上行至 2026 年 3 次加息（75bp），以及对美联储降息预期押注的消失。美元指数从 2 月 28 日至今升值约 1.9%，一度突破 100，除了避险之外，还有流动性紧缩预期的强化，流动性敏感资产因此普遍承压。

各类资产本周一度共同失守关键点，美元指数 100、日元汇率 160、2 年期美债 3.75%、10 年期美债 4.3%、30 年期美债 4.9%、黄金 4500。在流动性紧缩预期的情况下，过去半年内受益于流动性推动的日韩股市被逆转。黄金在过去 18 个月价格累计涨幅接近 100%，但过去一周下跌 10%，跌破 4500 美元关口。

资产价格的波动遵循着杠杆大小顺序：商品 > 债券 > 权益，最终看到的结果是一场逐渐开始的去杠杆行为，需要关注更广义的各部门融资压力：政府的国债拍卖，高收益债的利差放大，以及不透明的地产与私募信贷风险。



图 3: 相较于一周前, 本周已全面计价联储“不再降息”



来源: Wind, 国金证券研究所

能源供给短缺对需求的冲击开始逐渐显现。柴油所对应的工业供给和航空煤油所对应的全球航班供给都在经历明显压力, 化工行业(尤其是与石脑油和液化天然气相关公司)集中式宣布“不可抗力”情形, 这可能会逐渐的向下游服务业需求传导。

对霍尔木兹海峡暴露最为明显的东南亚各国都在自发的降低社会生产规模。

缅甸自 2026 年 3 月 7 日起, 全境私家车和摩托车实行单双号限行; 此外, 电力部宣布从 3 月 18 日起实施每天共计 8 小时的轮流停电。菲律宾自 2026 年 3 月 9 日起, 行政分支机构及部分地方政府单位临时实行每周四天工作制, 并要求政府机构将电力和燃料消耗目标削减 10%至 20%。巴基斯坦也采取类似政策, 政府办公室改为四天工作制, 并要求 50%的员工远程办公, 同时全国范围内中小学自 3 月 16 日起停课两周, 高等教育机构则转为线上模式。

随着供给中断的延续, 全球经济增长的压力将蔓延至更多领域, 例如通过航空运输串联起的第三产业。

航空煤油价格暴涨 140%则直接地体现在燃油附加费的大幅上调, 考虑到需求弹性和对冲比率的不足, 已经有航空公司选择阶段式的削减航班来应对燃油成本激增。考虑到夏日旅行季尚未到来, 这可能会对 2026 年暑期第三产业经济活动(休旅酒店业、交通运输业)造成显著拖累, 这种连锁传导将会进一步打击第三产业员工的“季节性收入”脉冲, 从而又进一步抑制全球消费表现。

美欧经济现在的实际表现无法承担货币政策跳跃式加息。美国通胀在非衰退的环境下回不去 2%, 就业在 5%的名义增长下依然是零增长。如果转向加息, 衰退并不遥远。

风险提示

- 1) 特朗普军事政策不确定性较大, 美军地面入侵导致局势失控。
- 2) 能源短缺对需求的冲击幅度显著高于分析, 拖累全球经济进入衰退模式。
- 3) 全球央行快速转向, 带来全球二轮通胀风险。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦5楼	地址：北京市东城区建国内大街26号 新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心 18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究