



# 战争冲击的四条路径

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

## 战争冲击的四条路径

### 基本内容：

无论谈判最终走向如何，对全球经济增长的冲击已经发生。

冲击将主要体现在实体生产环节的断裂和金融条件的收紧：前者对应以美国为代表的消费型经济体中“收入—消费—就业”循环的走弱，以及以东南亚为代表的生产型经济体中输入性通胀对成本端的直接冲击；后者对应全球紧缩预期的升温、企业融资成本的上升以及经济顺周期风险的暴露（例如“私募信贷”与“商业地产”）。

进一步的，不仅要关注实体与金融渠道已经产生的影响，更需关注预期的变化。一方面是公共卫生事件后依然相对稳健的通胀预期是否会在又一次的供给冲击中开始松动，这将会成为联储行动的重要参考；除此之外预期的紧缩以及全球需求的下降如何影响AI叙事/融资的演进——可能存在一个需求放缓对应经营性现金流下降，从而导致资本开支融资缺口扩大的不利走向。

随着局势的缓和和市场对于短期波动的“脱敏”，回归基本面将逐渐成为市场共识；而无论是实体生产的断裂还是金融条件的收紧，其影响都将会变得更加显性。经济可能因为特朗普的“悬崖勒马”而避免了更大幅度的降速，但增长的短期，乃至中期放缓已经成为最大的确定性事件；实体“滞胀”加深，金融交易“衰退”，等待宽松货币政策的信号再次释放。

### 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。



## 内容目录

风险提示..... 10

## 图表目录

图 1: 美国核心通胀超调的贡献拆分(基准:2.3%) ..... 3

图 2: 美国服务业与制造业 PMI 的走势再次出现背离, 2023 年来再度收缩 ..... 4

图 3: 商品关税传导仍在缓慢发生, 压力仍在积聚 ..... 4

图 4: 除转移支付外的实际收入同比增速接近转负 ..... 5

图 5: 燃油账单的额外负担可能与《大美丽法案》的退税所部分对冲 ..... 5

图 6: 截至 3 月的 PMI 复苏与资本开支预期增加势头或戛然而止 ..... 6

图 7: 居民调查中通胀预期小幅上行, 但远不如去年对等关税期间水平 ..... 6

图 8: 不同 WTI 预期路径下的美国总体 CPI 表现 ..... 7

图 9: 全球货币政策的紧缩预期依然较为明显 ..... 8

图 10: CMBS 违约率在 2026 年 3 月达到 11.7% ..... 8

图 11: 私募信贷领域敞口较大的资管公司股价均经历大幅下跌 ..... 9

图 12: 美国高收益科技债利差已经接近 550bp ..... 10



无论谈判最终走向如何，对全球经济增长的冲击已经发生。

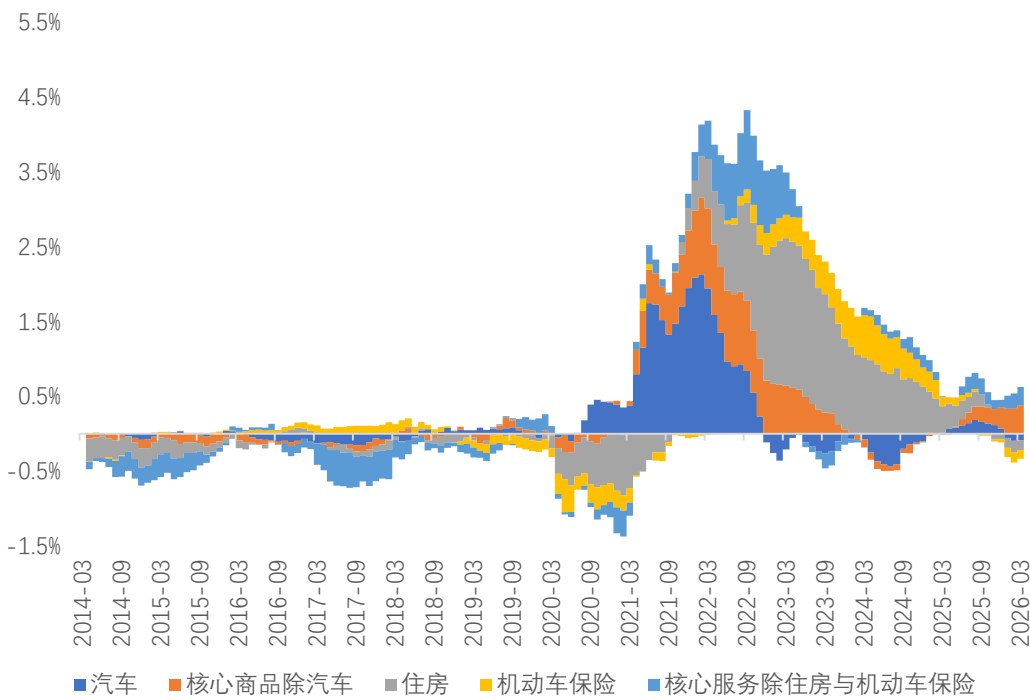
冲击将主要体现在实体生产环节的断裂和金融条件的收紧：前者对应以美国为代表的消费型经济体中“收入—消费—就业”循环的走弱，以及以东南亚为代表的生产型经济体中输入性通胀对成本端的直接冲击；后者对应全球紧缩预期的升温、企业融资成本的上升以及经济顺周期风险的暴露（例如“私募信贷”与“商业地产”）。

进一步的，不仅要关注实体与金融渠道已经产生的影响，更需关注预期的变化。一方面是公共卫生事件后依然相对稳健的通胀预期是否会在又一次的供给冲击中开始松动，这将会成为联储行动的重要参考；除此之外预期的紧缩以及全球需求的下降如何影响AI叙事/融资的演进——可能存在一个需求放缓对应经营性现金流下降，从而导致资本开支融资缺口扩大的不利走向。

### 一、高能源价格对实际购买力的冲击正在发生

备受关注的美国3月CPI数据符合预期，关注点多数放在油价的滞后传导，但仅就核心通胀的超额结构来看，整体服务业去通胀的走势仍在延续，这也呼应着美国服务业PMI的连续降速（逾三年来最低水平，且与制造业PMI背离）。

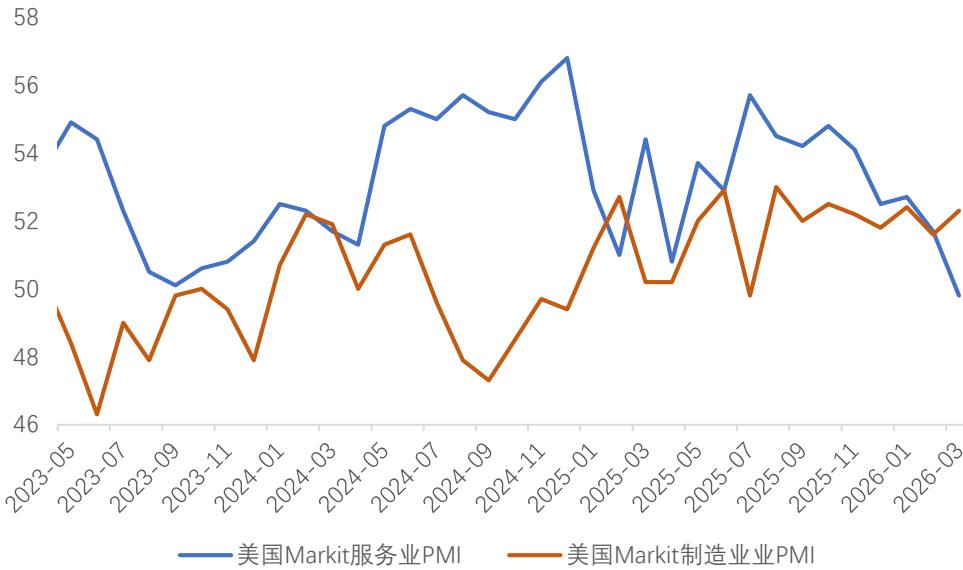
图1：美国核心通胀超调的贡献拆分(基准:2.3%)



来源：Wind，国金证券研究所



图 2: 美国服务业与制造业 PMI 的走势再次出现背离, 2023 年来再度收缩

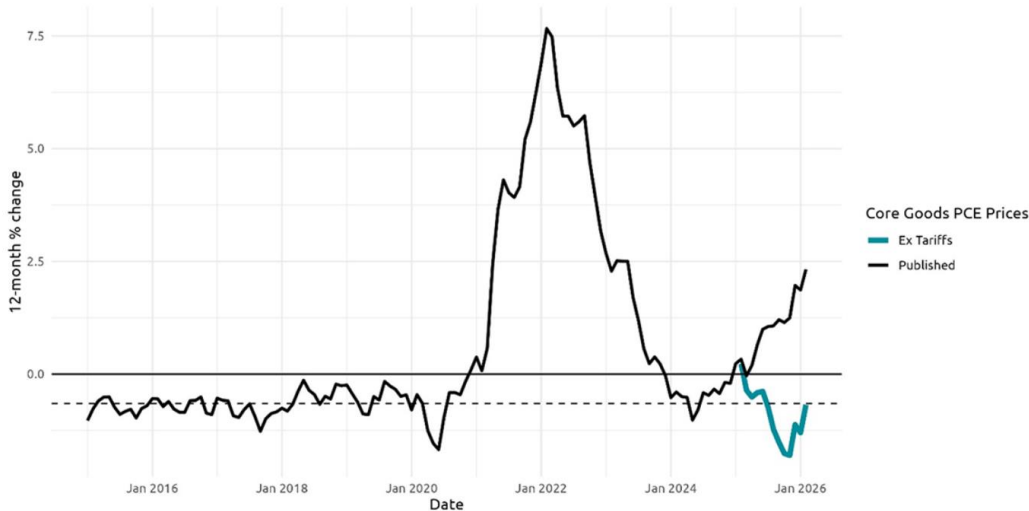


来源: Wind, 国金证券研究所

从核心商品的贡献率角度看, 自 2025Q1 起更加明显且逐步扩大的贡献率(0.5pp)证明了商品关税传导的缓慢发生, 联储近期的研究也印证了这一点。换言之, 我们此前提到(《2025 年度收官: 美联储的两大误判》, 2025 年 12 月 28 日)的关税传导机制仍在生效: 如果经济进一步疲软, 企业将加大裁员力度, 推动经济加剧下行; 如果经济修复, 企业将加快传导, 带来更大通胀压力。

图 3: 商品关税传导仍在缓慢发生, 压力仍在积聚

Figure 5. Tariff effects on core goods PCE prices



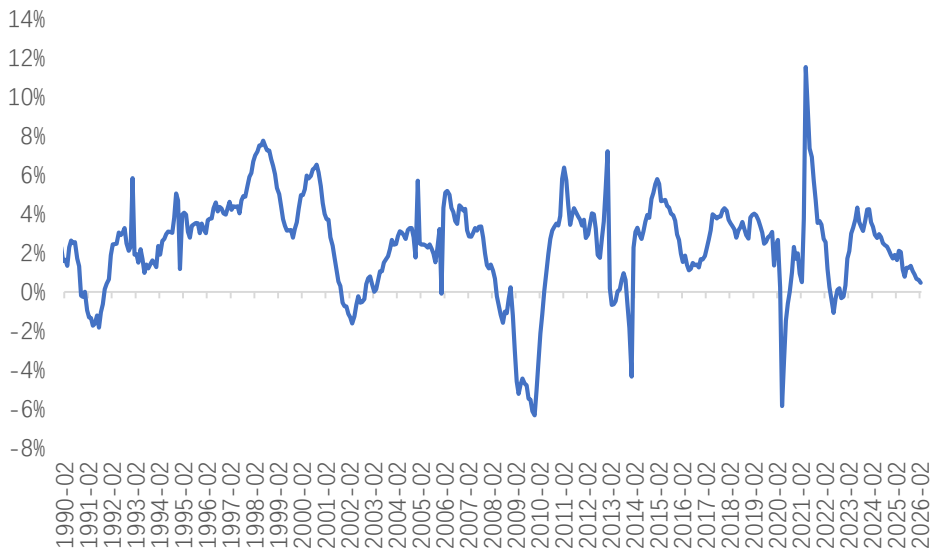
来源: FED, 国金证券研究所

如果以服务消费价格作为供需的结果, 同时观察美国核心私人部门的就业强度, 以及处于低位的储蓄率水平, 我们认为美国经济增长的压力依然在加剧, 而非缓解。

除此之外, 如果从收入(实际购买力)的角度观察, 可能会得出一个更为悲观的结论。过去三个月中, 除转移支付外的实际收入同比增速接近零。考虑到 3 月名义收入增长的疲软和 CPI 的急剧上涨, 3 月实际收入很可能会看到 2022 年 9 月来首次负增长(彼时也是因为基数过高)。



图 4: 除转移支付外的实际收入同比增速接近转负



来源: WIND, 国金证券研究所

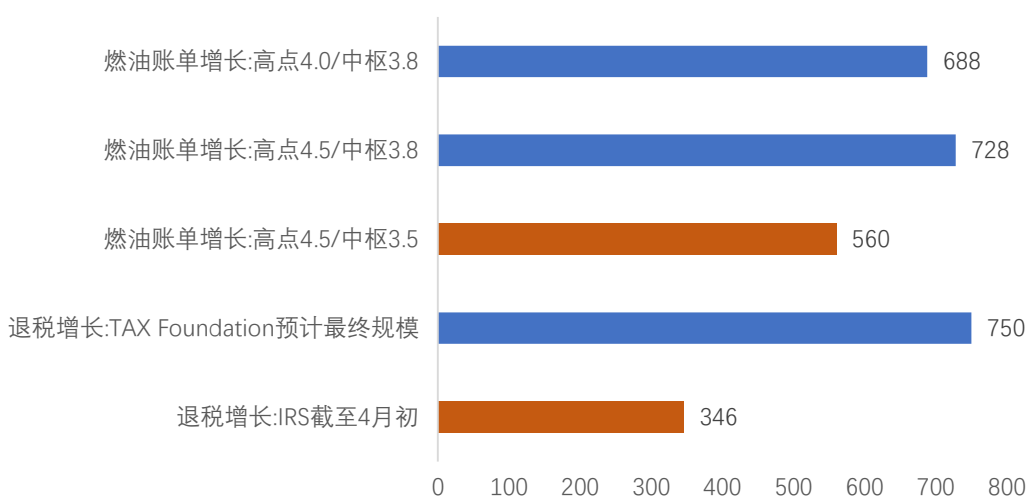
《大美丽法案》的退税刺激被当作是 2026 年美国经济的重要增长源, 但居民端和企业端面临各自的约束, 其所带来的刺激性影响正在逐渐被高能源价格的冲击所相互抵消。

根据最新的 IRS 数据 (最新数据截至 4 月 3 日), 个人退税额平均比去年同期高约 350 美元 (2026 年: 3462 美元, 2025 年: 3116 美元——同比增长约 11.1%); 最终的增长预计在 550-750 美元左右 (大头来自于加班费免税 (Overtime Tax Exemption) 和增强版儿童税收抵免 (Enhanced CTC), 因而存在较大个体方差)。

然而考虑到高油价的延续性, 美国普通家庭的燃油消费成本也将增加。

我们基于联邦公路管理局 (FHWA) 的统计数据, (平均每辆车每年消耗约 520 加仑燃油, 平均每户家庭拥有 1.8 辆车), 一个家庭全年的燃油消耗约为 950-1000 加仑, 即每个月约 80-85 加仑。过去一个月美国燃油价格从 3 美元/加仑上涨至 4 美元/加仑, 假设油价在 4 月中冲高至 4.5 美元/加仑, 随后回落至 3.5 美元/加仑, 则一个美国正常家庭全年的燃油账单要增加约 560 美元——这大概是低收入群体年度收入的 3% (Census Bureau 估算 2024 年 10<sup>th</sup> percentile 年度收入约为 2 万美元)。

图 5: 燃油账单的额外负担可能与《大美丽法案》的退税所部分对冲

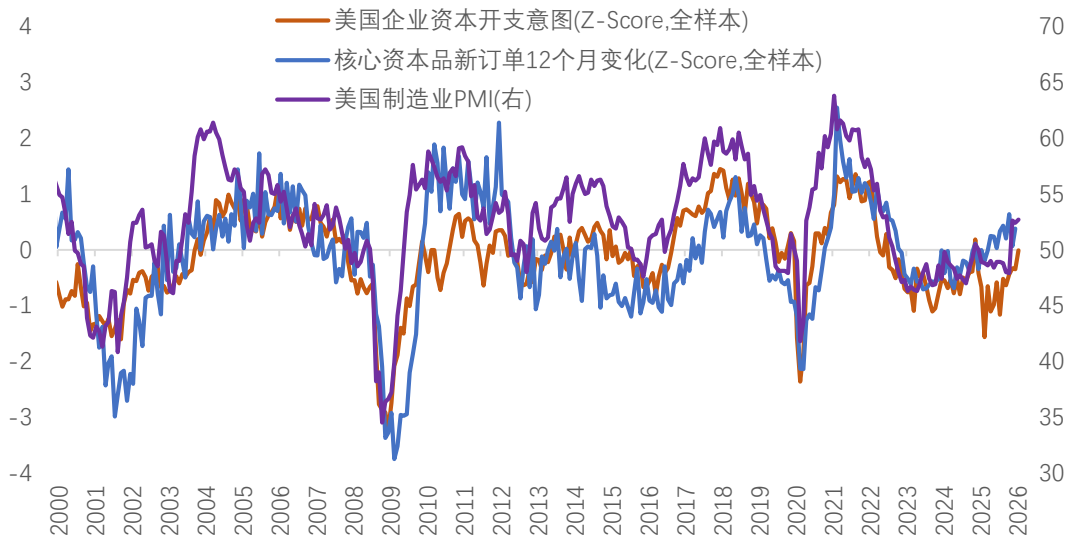


来源: WIND, 国金证券研究所 (燃油账单增加为 3-12 月的增量估算, 以家庭为单位; 退税以个人为单位)

过去一年多的非农数据告诉我们, 美国经济在经历一个私人部门就业零增长的环境, 薪资增速也保持在 3.5%-4% 区间并未明显增加。过去几个月美国制造业 PMI 的反弹所对应的非住宅商业投资 (核心资本品订单) 复苏势头也可能戛然而止, 战争的冲击毫无疑问也将会抑制短期内企业资本开支意愿。



图6: 截至3月的PMI复苏与资本开支预期增加势头或戛然而止



来源: FRED, 国金证券研究所

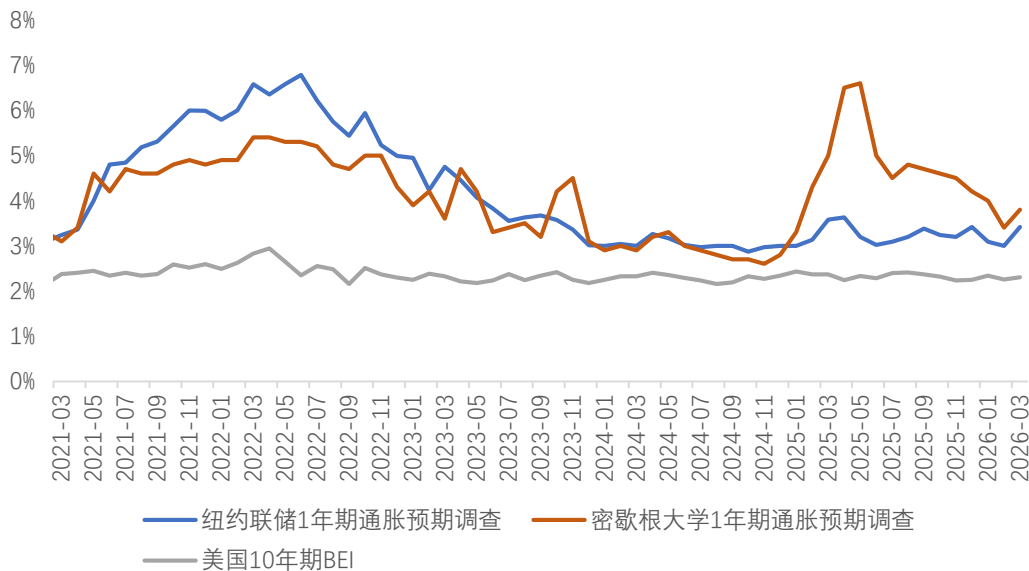
因此, 高能源价格对实际购买力的影响正在逐步展现, 众多数据的恶化趋势或将被进一步强化。

## 二、高能源价格对通胀预期的影响是联储的重要考量

对于联储而言, 尽管美国通胀已经连续五年超调, 但美国通胀预期的相对稳定是其长期以来的“遮羞布”。

在公共卫生事件后依然相对稳健的通胀预期是否会在又一次的供给冲击中开始松动, 这将会成为联储行动的重要参考; 尤其是对于美国广大居民部门而言, 他们不会“高屋建瓴”地分析特朗普到底有多少筹码, 因为日常生活就可以给予他们最好的反馈。即使关税被判定非法, 也仅仅是企业获得关税的返还, 但消费者无法得到任何补偿。

图7: 居民调查中通胀预期小幅上行, 但远不如去年对等关税期间水平



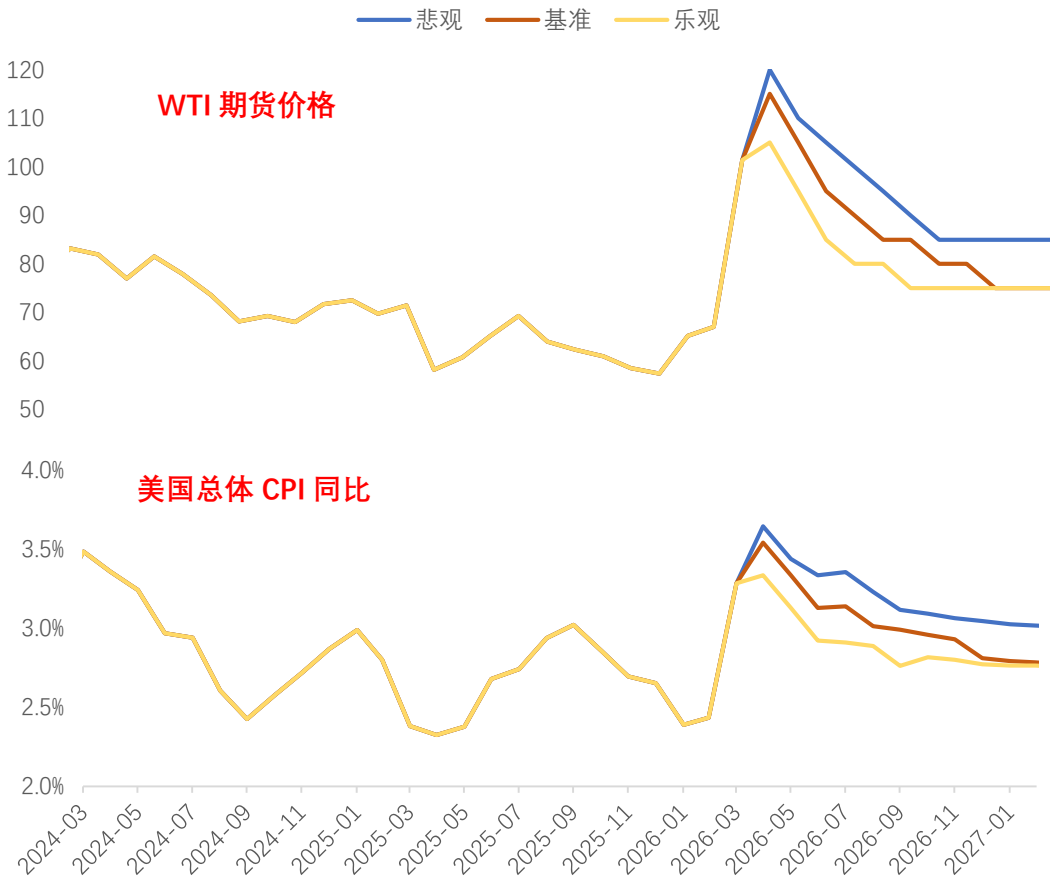
来源: FRED, 国金证券研究所

我们已经看到居民调查中通胀预期再次波动, 公卫事件期间通胀预期的锚定与大缓和时代无通胀环境息息相关。如果地缘冲突变多, 带来大宗商品波动的加大, 这可能比服务通胀更加致命——这既是地缘的大波动时代, 又是物价的大波动时代。

基于不同的WTI期货价格路径, 在不考虑替代效应的情况下, 总体CPI同比读数高点很难突破4%, 大概率落于3.5%-4% (乃至不及3.5%) 的区间水平且呈现单峰回落。值得注意的是, 油价走势越悲观 (高点越高), 对经济的反噬越大, 很有可能加速带动紧缩以及衰退预期的回归, 从而促使CPI水平低于预期走势。



图 8：不同 WTI 预期路径下的美国总体 CPI 表现



来源：FRED，国金证券研究所

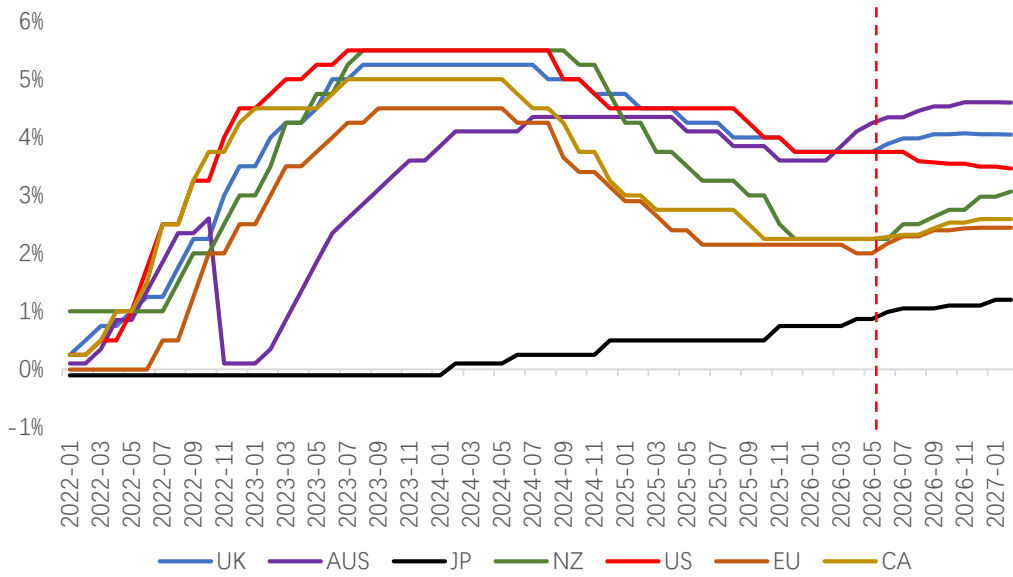
当然，可以松一口气的是当前美国不存在“工资—物价”螺旋的客观条件；因此联储应对预期的方式也仅局限在推迟降息，而非加息。

### 三、高能源价格对经济顺周期风险的挤压更加明显

美伊开战至今，我们已经看到了全球央行紧缩预期的升温、企业融资成本的上升以及经济顺周期风险的暴露持续暴露，这些是衰退冲击之于金融市场最显性的路径。



图 9: 全球货币政策的紧缩预期依然较为明显



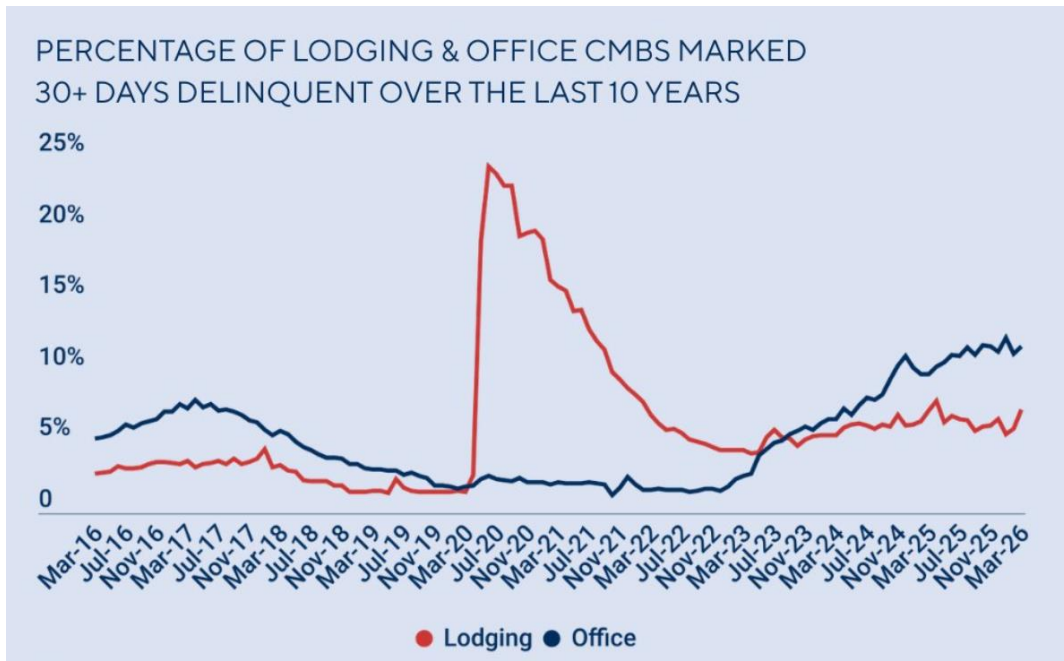
来源: FRED, 国金证券研究所 (数据截至 2026 年 4 月 11 日)

尤其注意到此前那些“宏观金融风险”并未被化解: 私募信贷、商业地产、AI 融资需求、全球财政赤字等等, 反而在战争环境下放大了其脆弱性, 进而加大了美国 (以及全球) 的广义金融压力。

无论是“私募信贷”还是“商业地产”, 本质上都是美国经济的顺周期风险。

尽管商业地产的“热度”在过去半年逐渐被“私募信贷”所掩盖, 但是无法掩盖的是 CMBS 违约率在 3 月已经达到 11.7%, 处于历史第二高水平, 比 2008 年金融危机后 2012 年创下的峰值高出 1 个百分点。商业地产风险一直存在, 只是在以时间换空间来逐步消纳, 这种脆弱的平衡很容易被紧缩预期以及经济的放缓所打破。

图 10: CMBS 违约率在 2026 年 3 月达到 11.7%



来源: TREPP, 国金证券研究所

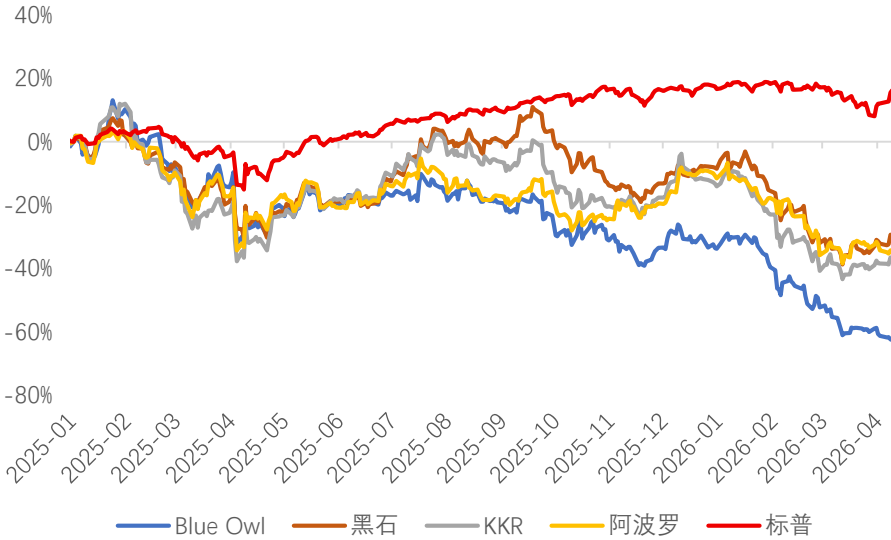
“私募信贷”也是类似。当经济增长强劲时, 借款公司拥有更高的利率覆盖率水平, 放款的非银部门也拥有更高的容忍度; 然而随着经济增长的放缓, 两端都将受到挤压。



需求的下降对应中小企业现金流入的放缓（私募信贷的借款主体），而紧缩预期的升温对应非银部门风险厌恶的升温。尽管商业地产中各类违约率仍在续创疫情后的新高水平，但相较于银行部门，以非银部门主导的私募信贷近期显然承担了更大的压力（更多的限制赎回事件）。

对于几家头部近期遭遇私募信贷领域赎回压力的资管机构，其股价相较于 2025 年初下跌近 40%，某种程度已经在定价其所蕴含的资产持仓风险。

图 11: 私募信贷领域敞口较大的资管公司股价均经历大幅下跌



来源: WIND, 国金证券研究所(相较于 2025 年 1 月 2 日股价变动, 截至 2026 年 4 月 13 日)

这些事件的零星发生已经开始引起联储重视，近期召集多家非银金融机构（尤其是寿险机构）可以被视作一次全面摸底。但一旦出现连带性，联储的下场救助亦存在巨大的道德风险——疫情期间通过信贷便利工具直接介入一级（PMCCF）与二级（SMCCF）市场的投资级企业债以及商票融资便利（CPFF）已经被看作“越界”。

更何况，如果私募信贷暴雷，其信用主体资质远够不上“投资级”标准，且承压主体是相对“间接”的非银部门——换言之，联储的兜底可能并不会第一时间出现。

这些顺周期风险将随着战争的冲击所更加充分的暴露并被市场所定价，在如此不透明的领域，暴雷的阈值可能随时因为外部融资条件的收紧而突然触发。

#### 四、高能源价格对 AI 叙事的预期影响尚不明确

战争以来科技股呈现出了明显避险属性，背后的核心原因是 AI 大厂的融资计划与资本开支仍将按计划推进，AI 硬件和基建业绩存在更大的确定性。然而，AI 大厂在欧洲地区发债的成本将不可避免的提高，核心还是基于欧央行其单一的物价稳定目标所带来的更高的加息概率。

高收益科技债利差在 2 月的 SAAS 冲击后一路走高，但对于 AI 硬件厂商而言，2026 年的发债压力才刚起步。3 月初，亚马逊发行了约 370 亿美元以及 145 亿欧元(欧元市场历史上规模最大的企业债发行纪录)的企业债；而稍早前的谷歌则因为发行了“百年英镑债”同样得到了大量关注。

发债成本的边际上行并不是最大的挑战（数十亿的额外票息支出），真正面临挑战的是紧缩预期下，全球风险偏好的下降，科技债一级市场流动性的下降；这可能并不会体现在头部大厂的融资活动中，非头部科技企业更可能首当其冲，面临运营现金流紧缺的地步。

截至当下，硬件与基建仍在提供 AI 领域业绩的确定性，而软件（SAAS）则面临着浪潮式的生存冲击，AI 领域的避险属性也在进一步缩圈。但可能存在一个需求放缓对应经营性现金流下降，从而导致资本开支融资缺口扩大的不利走向，届时要么面临资本开支削减，要么面临融资规模扩大——产业的长期逻辑依然存在，但是短期路径将会随着紧缩预期的加深而产生更大波动。



图 12: 美国高收益科技债利差已经接近 550bp



来源: WIND, 国金证券研究所(相较于 2025 年 1 月 2 日股价变动, 截至 2026 年 4 月 13 日)

随着局势的缓和以及市场对于短期波动的“脱敏”，回归基本面将逐渐成为市场共识；而无论是实体生产的断裂还是金融条件的收紧，其影响都将会变得更加显性。经济可能因为特朗普的“悬崖勒马”而避免了更大幅度的降速，但增长的短期，乃至中期放缓已经成为最大的确定性事件；实体“滞胀”加深，金融交易“衰退”，等待宽松货币政策的信号再次释放。

## 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。

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