

研报精选

2026年3月15日 第262期

宏观专栏

春节效应以外，出口动能仍强——2026年1-2月进出口点评

报告认为，春节效应以外，主要有四个因素可以解释出口动能的超季节性偏强。一是海外需求边际改善；二是关税降低的滞后效应有所显现；三是AI等产业趋势拉动下，部分商品量价齐升；四是光伏、锂电出口退税下调前或有一定抢出口效应。

中东冲突如何影响宏观经济？

报告认为，中东冲突是典型的供给冲击，可能会加剧美国“滞胀”风险。与美国不同，中国经济呈现供给强、需求弱的态势，这意味着中东冲突对中国的影响或将小于美国。

专题聚焦

伊朗局势如何影响全球资产

报告认为，欧美经济或进入“暂时性滞胀”（增长下行+通胀上行），市场风险或小于2022年俄乌冲突时的全面滞胀。“暂时性滞胀”可能对中国与海外股债资产造成阶段性压力。

AI，地缘与A股韧性

报告认为，向前看，地缘风险上升是大概率事件，全球再工业化加速进程中，贵金属、资源品、资本品上行周期有望持续，同时利好有助于提升工业实力的相关科技板块，A股韧性更优。

宏观专栏

春节效应以外，出口动能仍强——2026年1-2月进出口点评

2026年1-2月以美元计价出口同比+21.8%（2025年12月为+6.6%）、进口同比+19.8%（2025年12月为+5.7%），皆高于预期（Bloomberg出口、进口市场预期分别为+7.2%、+7.0%）。春节效应以外，出口动能仍强。我们认为主要有四个因素可以解释出口动能的超季节性偏强。一是海外需求边际改善；二是关税降低的滞后效应有所显现；三是AI等产业趋势拉动下，部分商品量价齐升；四是光伏、锂电出口退税下调前或有一定抢出口效应。进口同样受到春节效应、部分产品价格上升等因素影响。供给冲击导致的油价上涨或对未来整体出口总量带来小幅负面影响，但结构上有三方面积极因素。

春节效应以外，出口动能仍强。历史经验来看，春节前出口集中发货效应通常强于春节后的出口恢复，因此一般来说，春节日期越晚，1-2月出口越高。而2026年春节日期（2月17日）较晚，2025年春节日期（1月29日）较早，两者错位导致2025年1-2月出口基数较低、2026年1-2月出口季节性上升，从而提升了2026年1-2月的同比增速。平均来看，历史上春节日期在2月10日以后年份的1-2月出口同比平均增速为22.9%，较前一年12月提升10.5个百分点。我们可以观察环比增速并与类似年份进行比较以排除春节效应。2026年1-2月出口平均值较前一年12月环比增速为-8.2%，而历史上春节日期在2月10日以后年份的1-2月出口平均值较前一年12月环比增速平均为-22.8%，显示春节效应以外，出口动能仍强。

我们认为主要有四个因素可以解释出口动能的超季节性偏强。一是海外需求边际改善，2026年1、2月发达市场制造业PMI分别为51.4%、51.8%，较2025年12月的50.5%上升。二是关税降低的滞后效应有所显现，对美国出口降幅收窄。2026年1-2月对美国出口同比-11%，较2025年12月改善19.0个百分点，不但高于东盟、欧盟的18.3、16.2个百分点，也高于整体。我们认为这或主要体现了2025年11月美国对中国加征关税下调的滞后拉动效应。三是AI等产业趋势拉动下，部分商品量价齐升。2026年1-2月集成电路出口同比+72.6%（2025年12

月为47.7%)，拆分量价来看，2026年1-2月同比分别上升13.7%、58.9%，均较2025年12月上升。从整体价格来看，2026年1-2月出口金额/出口货运量的同比增速为8.5%（2025年12月为0.5%），也有所上升。四是光伏、锂电出口退税下调前或有一定抢出口效应。我们在前期报告¹中估算，若采用2027年1月1日起的光伏、锂电出口退税率，2025年1-11月的增值税出口退税将下降758亿元至18224亿元，降幅为4%。展望3月，我们预计以上四个因素或仍有一定持续，但是考虑到春节错位导致的高基数，3月出口同比增速或较1-2月明显回落。

进口同样受到春节效应、部分产品价格上升等因素影响。与出口类似，进口同样受到春节错位影响导致同比增速显著上升。我们观察环比增速并与类似年份进行比较以排除春节效应。2026年1-2月进口平均值较前一年12月环比增速为-9.1%，而历史上春节日期在2月10日以后年份的1-2月进口平均值较前一年12月环比增速平均为-22.7%。我们认为这种超季节性上升与部分行业景气度提升带来的量价双升以及有色金属等资源品价格上升有关。前者典型的例子是AI带来的电子产品进口上升，2026年1-2月自动数据处理设备及其零部件、集成电路进口金额同比为68.7%、39.8%（2025年12月为18.1%、16.6%）；后者主要反映在铜矿砂及其精矿、未锻轧铜及铜材进口价格上升，2026年1-2月两者的进口价格同比分别为32.3%、28.3%（2025年12月为26.1%、15.2%），而两者数量同比分别为4.9%、-16.1%（2025年12月为7.1%、-21.4%）。整体来看，2026年1-2月进口金额/进口货运量的同比增速为9.3%（2025年12月为-2.6%）。

供给冲击导致的油价上涨或对未来整体出口总量带来小幅负面影响，但结构上有三方面积极因素。目前的油价上涨是典型的由于地缘冲突导致的供给冲击所带动的，这会对全球经济带来“滞胀”效应。IMF表示²，能源价格上涨10%并持续一年将使全球通胀率上升40个基点，经济增速放缓0.1%-0.2%。而以往研究³对于供给冲击导致的油价上涨对出口的影响多数为负。我们使用区

¹ 详见《外需平稳和节前赶工带动出口——2025年12月进出口点评》。

² <https://www.bloomberg.com/news/articles/2026-03-06/imf-says-ready-to-help-economies-squeezed-by-mideast-oil-shock>

³ 王奇珍,朱英明,王玉东.国际油价冲击对中国企业出口增长的影响[J].国际贸易问题,2017,(02):131-141.DOI:10.13510/j.cnki.jit.2017.02.012.

分了供给和需求冲击的SVAR模型研究了供给冲击带来的油价上涨对中国出口的影响。结果显示，供给冲击带来的20%的油价上涨或下拉未来12个月中国出口总量0.8个百分点。但结构上来看或有三方面积极因素使得中国受影响小于其他出口型经济体。一是近年来中国能源转型较快，一次能源中原油占比由2003年的14.2%下降到了2023年的7.1%。二是油价上涨可能带动加速全球新能源转型，从而带动中国新能源相关产品出口，类似现象也出现在2022年俄乌冲突之后。三是中国石油进口依赖度低于其他出口型经济体，或支撑中国出口份额。2023年中国石油净进口占能源供给的比重为14.9%，低于东盟（29.7%）、欧盟（38.9%）、日本（40.0%）、韩国（42.0%）。类比来看，2022年俄乌冲突导致欧洲能源密集型行业生产受限，出口份额下降；而中国受影响相对较小，出口份额提升。



以上观点来自：2026年3月10日中金公司研究部已发布的《春节效应以外，出口动能仍强——2026年1-2月进出口点评》

郑宇驰 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442

张文朗 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

宏观专栏

中东冲突如何影响宏观经济？

中东冲突是典型的供给冲击，其直接影响是原油供给受阻、油价上升。对于原本就供给不足、通胀回落偏慢、政府债务攀升的美国而言，中东冲突加剧其“滞胀”风险，宏观政策进退两难。我们认为，如果冲突持续时间不长，其影响或将比较温和。但如果冲突持续升级，美国基本面压力上升的同时，金融动荡或将加剧，外溢效应上升，对全球经济与市场的影响可能明显加大。

与美国不同，中国经济呈现供给强、需求弱的态势，这意味着中东冲突对中国的影响或将小于美国。我们认为，在冲突可控的情形下，中国出口虽然面临压力，但技术进步提速加上对海外能源依赖明显低于欧日韩等主要竞争对手，我国出口份额可能逆势上升，实际GDP增速受到的影响相对有限，全年实际GDP增速可能为4.8%左右（2025年为5%），名义GDP增速因通胀上升而提升到5.3%左右（2025年为4%）。油价上升也意味着不同行业利润或将分化，其中下游行业利润或将承压。如果冲突持续升级，海外“滞胀”或将增添我国出口压力，宏观政策对冲力度有必要加大，以确保增长目标顺利实现。

近期中东冲突推升美元，但如果冲突在较短时间内缓和，美元和人民币定价或将回归基本面驱动，我们认为人民币汇率有支撑。倘若冲突持续升级，能源价格中枢抬升或推升美国通胀预期，扭转美国货币宽松预期，进一步推升美元。当然，如果冲突较我们假设的第二个情景更为严峻，美国“滞胀”情形加剧、金融市场大幅动荡。全球资金可能抛售美元资产，美元走弱的概率大于走强的概率。

中东冲突推高油价预期

2月28日，以色列和美国突然对伊朗发动军事打击，中东地区多国受到影响，霍尔木兹海峡因战事通行受阻⁴。中东冲突是一个典型的供给冲击，对中外宏观经济带来什么影响？其中一个重要机制是能源供应受阻，油价冲高。因此

⁴ <https://www.news.cn/20260228/1d4b6361d5fa45f79f69e314ccb3f1f2/c.html>

评判中东战事的宏观影响将聚焦油价上升的影响。

近期IEA提议释放战略储备，但部分海湾国家开始削减原油产量，伊朗部分石油设施已遭遇打击⁵，中金大宗组⁶认为，美伊冲突对国际原油供应的实质性冲击已经发生，即使后续有所恢复，供应风险溢价或难以完全回吐，年内油价中枢或系统性抬升。我们的第一个情形是假设霍尔木兹海峡贸易中断在两周内结束，那么今年1-4Q布伦特油价中枢至75、80、75、72.5美元/桶，全年布油价格同比均值在13.8%左右；另一个风险上升的情形是假设霍尔木兹海峡贸易中断持续到二季度，并进一步导致沙特等更多中东主产国被动减产、商业原油库存大幅消耗，布伦特油价中枢或在2Q26抬升至120美元/桶以上，但油价超涨后对需求侧的抑制或使得下半年油价有所回落，这个情形下，今年1-4Q布油中枢可能为85、120、90、85美元/桶，全年布油价格同比均值在44.8%左右。当然，中东冲突非常复杂，具体情况的演变还要紧密跟踪，后续不排除现实情况与当今的判断有很大差异。

美国：“滞胀”风险，政策难度加大

美国原本就面临供给不足的挑战，中东冲突带来的供给冲击无疑或将推升其“滞胀”风险。油价上涨或将直接推高美国通胀。油价上涨不仅直接推升CPI中能源分项价格，还将通过运输、生产制造等环节向更广范围的商品与服务价格传导。历史经验表明，油价每上涨10%大约带动美国CPI同比上升0.25个百分点⁷。若今年1-4Q布伦特油价中枢至75、80、75、72.5美元/桶，全年布油价格同比均值在13.8%左右，我们估计，2026年美国CPI同比为3.1%。如果今年1-4Q布油中枢为85、120、90、85美元/桶，全年布油价格同比均值在44.8%左右，美国CPI同比或将上升至3.9%。

上述情景下，油价上涨对美国GDP的冲击相对可控。油价上涨在推升通胀、抑制消费需求的同时，也会从成本端对制造业形成压制。但2010年以来美国

⁵ <https://www.news.cn/20260309/b7435e5426d14ef4803640af0bcc7c88/c.html>

⁶ 李林惠、郭朝辉：美伊冲击扩散，上调油价预测，<https://www.research.cicc.com/s/4ZbmNs>

⁷ Olivier J. Blanchard and Jordi Gali, "The Macroeconomic Effects of Oil Shocks: Why are the 2000s So Different from the 1970s?," NBER Working Paper 13368 (2007), <https://doi.org/10.3386/w13368>.

页岩油产业快速发展，美国已具备一定石油出口能力，油价上涨有望带动油气行业利润与投资回升，部分对冲经济下行压力。根据文献测算⁸，油价每上涨10%对美国GDP的负向影响约为0.05个百分点，因此，我们估计，第一个情形下，2026年美国实际GDP同比为1.6%，而第二个情形下，美国全年实际GDP同比或将下降至1.5%。

当前美国正面临油价上涨与深层次的通胀压力，加上就业市场放缓，美联储正陷入政策两难。一方面，就业下行风险凸显，高利率持续压制居民购买力与房地产等利率敏感行业，这些因素都需要货币政策边际转向宽松，以防止经济动能进一步减弱；另一方面，通胀黏性叠加能源价格上行，又对降息空间形成约束，使政策难以迅速转向。我们预计，短期内美联储将在稳就业与控通胀之间持续权衡，大概率保持观望，重启降息或延后至下半年。

值得警惕的是，如果美伊冲突升级导致油价明显高于上述第二个情景假设，这或将引发更广泛的金融震荡。当前美国金融体系流动性整体偏紧，在经济边际放缓与地缘不确定性交织下，市场情绪相对脆弱。若能源价格持续飙升加剧市场的“滞胀”担忧，可能导致风险偏好快速回落，金融条件被动大幅收紧。尤其是资产透明度较低的私募信贷市场，在“高利率+高成本”的双重挤压下，高杠杆、弱资质、轻抵押企业的违约风险可能加速暴露。这种“供给侧冲击+金融条件被动收紧”的共振，或将对美国经济基本面构成更为严峻、甚至非线性的下行风险。简而言之，在供给不足、通胀原本就易上难下的背景下，我们认为供给冲击带来的高油价是美国经济难以承受之重。

中国：更多关注中观影响

中国经济状态与美国差别比较大。美国是供给不足，中国是需求偏弱，因此供给冲击对美国的影响或将大于中国。我们首先看看中东冲突对我国出口的潜在影响。从总量层面来看，海外“滞胀”风险对中国出口带来不确定性。IMF

⁸ CBO (2006). *Economic effects of recent increases in energy prices*. 以及De Michelis, A., Ferreira, T. R., & Iacoviello, M. (2019). Oil prices and consumption across countries and US States. 10%的油价上行冲击大约会在未来三年平均每年拖累美国GDP增长0.1-0.14个百分点；而首年受石油出口利润提升支撑，可缓解部分负向冲击，大约影响在0.05个百分点左右。

的研究显示⁹，能源价格上涨10%并持续一年将使全球通胀率上升40个基点，经济增速放缓0.1%-0.2%。而以往研究对于供给冲击导致的油价上涨对出口的影响多数为负¹⁰。我们使用区分了供给和需求冲击的SVAR模型研究了供给冲击带来的油价上涨对中国出口的影响。

但从结构视角来看，也有积极因素使得中国受影响小于其他出口型经济体¹¹。比如，中国对海外能源的依赖度远低于欧日韩等主要竞争对手。欧日韩石油天然气净进口占其能源总供给的比重高达60%左右，而中国低于20%。这意味着中东冲突在能源方面对中国的影响可能明显小于对欧日韩的影响，进而对其出口的影响可能小于这几个竞争对手。一个例子是俄乌冲突。俄乌冲突导致欧洲能源密集型行业生产受限，实际出口份额下降。中国受影响相对较小，实际出口份额有所上升。要注意的是，我们不能简单地将中国出口份额上升归因于对海外能源相对偏低的依赖度，因为中国一直致力于科技创新。这几年我国技术进步提速，产品质量加速改善，才是中国出口竞争力提升的主要原因。

以上观点来自：2026年3月13日中金公司研究部已发布的《中东冲突如何影响宏观经济？》

张文朗 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988
黄文静 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436
郑宇驰 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442
肖捷文 分析员 SAC 执业证书编号：S0080523060021 SFC CE Ref: BVG234
潘治东 联系人 SAC 执业证书编号：S0080124080025
段玉柱 分析员 SAC 执业证书编号：S0080521080004 SFC CE Ref: BWF061
邓巧锋 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515
于文博 分析员 SAC 执业证书编号：S0080523120009
林雨昕 联系人 SAC 执业证书编号：S0080124070052

⁹ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2026-03-06/imf-says-ready-to-help-economies-squeezed-by-mideast-oil-shock>

¹⁰ 王奇珍,朱英明,王玉东.国际油价冲击对中国企业出口增长的影响[J].国际贸易问题,2017,(02):131-141.DOI:10.13510/j.cnki.jit.2017.02.012.

¹¹ 详见《春节效应以外，出口动能仍强——2026年1-2月进出口点评》。

专题聚焦

大类资产配置月报（2026-3）：伊朗局势如何影响全球资产

伊朗局势复杂多变，全球市场呈现“避险交易”与“滞胀交易”的双重特征，近日出现risk-on与流动性修复迹象。2月底美以对伊朗发动军事打击，中东地缘政治风险迅速上升，ICE布伦特油价由冲突前的约70美元/桶一度逼近120美元/桶，涨幅超过70%。霍尔木兹海峡石油运输量占全球供给20%，如果长期受阻，或对油价与全球市场产生显著影响。作为对比，俄罗斯占全球石油产量10%左右，2022年俄乌冲突时油价上涨约40%。在伊朗局势升温之初，全球市场呈现“避险交易”和“滞胀交易”的双重特征，美元和油价走强，全球股市大幅下跌。但随着冲突持续发酵，投资者愈发担忧油价上升导致通胀风险，黄金由涨转跌，美元继续走强，债券持续承压下跌，避险功能明显弱化。近日特朗普表示战争可能很快结束¹²，七国集团讨论未来动用石油战略储备的可能性，伊朗局势有所缓和，全球股票反弹，油价明显下跌，市场交易呈现出risk-on和流动性修复迹象。

局势演绎的三种情景与交易主线：中东局势演绎路径预测难度较高，我们首先列出三种潜在情景与相应市场主线，以及区分不同情景的关键追踪指标：

（1）谈判或“冷和平”：冲突通过第三方斡旋逐步降温，或双方不再主动进攻，实现“冷和平”。特朗普近期表态让此情景概率上升，但能否兑现也取决于伊朗反应。此时霍尔木兹海峡运输逐渐恢复正常，市场回到典型的risk-on交易：油价高位回落，美元转弱，全球股债和黄金明显反弹。

（2）低烈度对抗：美以空袭继续，伊朗对霍尔木兹海峡与中东地区目标进行攻击，霍尔木兹海峡运输与中东地区石油供应部分恢复。在此情景下，全球市场滞胀交易可能延续，油价维持相对高位，造成股债承压，美元继续占优。参考俄乌冲突后的价格走势，黄金可能先跌后涨，短期在强美元环境下承压。但由于其抗通胀与避险属性，中期或进入反弹通道。

¹² <https://www.cnbc.com/2026/03/09/trump-iran-war-end.html>

（3）冲突进一步升级：若冲突进一步升级，霍尔木兹海峡长期关闭。在此情景下，全球石油供给将受到严重冲击，油价可能出现失控上涨，黄金大幅走强，而全球股票与债券市场则可能继续下跌，美债利率曲线趋向平坦化。

由于地缘局势难以预测且变数较大，建议重点跟踪两类指标变化：**一是事件指标**，如霍尔木兹海峡通行状况、中东地区油气设施运行状态、库存等；**二是市场指标**，如油价和美元指数走势等。

欧美经济或进入“暂时性滞胀”：如果伊朗局势不进一步全面升级，本轮冲突对全球经济的宏观影响可能是阶段性滞胀（通胀上行+增长下行）。由于能源价格上涨通常会通过运输成本与生产成本等渠道传导至整体通胀，历史上油价与CPI能源分项、名义CPI增速之间存在较强的相关性。由于油价上涨发生在3月初，而通胀数据统计具有一定滞后性，美伊冲突后的油价上行不会体现在2月CPI读数中，但会对于3月CPI形成更大冲击。往前看，伊朗冲突与油价冲击可能推动欧美通胀加速上涨。在今年1月份发布的[《重估美国通胀风险与市场影响》](#)中，我们明确预测美国通胀在2026年上半年明显上涨，导致美联储降息节奏阶段性放缓，对股债资产形成压力，但商品是良好对冲。3月初油价大幅上行将推动3月份CPI明显反弹，商品表现突出，与我们此前对通胀与市场的预测一致。通胀上行的同时，美国增长也开始出现放缓迹象。美国就业数据近期超预期走弱，对于美国2026Q1的GDP增速预测近期也出现大幅下调。如果能源价格上涨，将进一步压缩企业利润和居民消费能力，从而对经济增长形成更大压力。我们3个月前提示的年初“暂时性过热”（增长上行+通胀上行）可能即将告一段落，美国经济或走向“暂时性滞胀”（增长下行+通胀上行）。欧洲比美国经济增长更弱，同时对中东石油依赖度更大，同样面临“暂时性滞胀”风险。

“暂时性滞胀”市场风险或小于2022年俄乌冲突时的全面滞胀：与2022年俄乌冲突相比，本次中东冲突发生的宏观和政策背景存在四点明显差异，让本轮通胀的高点明显低于2022年：**首先，全球供应链状况明显改善。**俄乌冲突发生时，全球供应链仍处于疫情冲击后的严重失衡状态，原油市场供需严重错配。

而当前供应链压力指数仍在0附近，且原油市场基本面更宽松，油价上涨推升商品通胀大幅上行的概率较低。**其次，经济需求更弱。**2022年初，美国经济在天量财政货币刺激之下，处于疫情后的向上修复之中，私人部门资产负债表相对健康，劳动力市场存在较大供需缺口，工资增速较快。但当前美国经济进入下行通道，劳动力市场供需双弱，工资增速已明显放缓，服务通胀整体趋于下行。需求偏弱降低通胀压力。**第三，通胀水平更低。**2022年俄乌冲突爆发前，欧美通胀水平已经明显抬升至6%以上。对于本轮通胀上行，我们的情景分析显示，即使油价上涨至140美元每桶，美国CPI也只是升至4%左右，远低于2022年高点9.1%。本轮通胀上行压力更小，是因为当前增长对服务通胀的下行压力对冲关税对商品通胀的上行推力。剔除特朗普的关税政策影响，美国核心通胀已经接近甚至低于美联储的政策目标。随着关税对商品的传导或接近完成，房租CPI增速4月后可能仍将跟随市场房租下行，其他核心服务随劳动力市场和工资继续降温。我们认为美国CPI本轮高点可能明显低于**2022年水平**，或在**今年下半年重回下行**。**第四，货币紧缩概率更低。**2022年全球股债资产剧烈回调，很大程度上是因为美联储连续4次加息75bp，是1980年代以来最激进的加息周期。考虑到本轮“滞胀”只是阶段性的，下半年美国通胀可能重新回落，我们认为美联储不但不会加息，更有可能延续降息周期。结合我们对于新美联储主席沃什的理解，我们维持对于**美联储政策2026H1可能放缓降息、2026H2重新加速降息的判断**。在[《“沃什冲击”如何改变全球市场？》](#)中，我们判断沃什不愿QE或扩表，但短期也难以缩表。一个更可能的路径是美联储增加降息幅度并放松金融监管，财政部配合增发短债，形成新的财政货币协同机制。

以上观点来自：2026年3月10日中金公司研究部已发布的《大类资产配置月报（2026-3）：伊朗局势如何影响全球资产》

李昭 分析员 SAC 执业证书编号：S0080523050001 SFC CE Ref: BTR923

杨晓卿 分析员 SAC 执业证书编号：S0080523040004 SFC CE Ref: BRY559

专题聚焦

3月报：AI，地缘与A股韧性

2月全球市场波动加大，新兴市场好于发达市场，非美市场好于美国市场，价值和小盘风格领涨，风险偏好有所回落，美债，美元和黄金上涨。具体来看，新兴市场和非美股市表现较好，2月MSCI新兴市场指数上涨5.4%，其中韩国Kospi指数上涨19.5%，欧洲股市整体表现亮眼，英国富时100指数上涨6.7%，德国Dax指数上涨3%。受流动性紧张和AI宏观负面影响担忧，美股走弱，尤其是AI暴露较多的纳斯达克指数下跌3.4%，标普500下跌0.9%，顺周期的道琼斯指数小幅上涨0.2%。纳斯达克指数YTD收益转负。市场风格切换，过去几年领涨的大盘成长风格落后，小盘和价值风格领涨，罗素2000上涨0.7%，标普价值上涨2.1%，成长下跌3.5%。市场避险情绪升温，美债、美元和黄金齐涨，10年期美债收益率下行29bps收于3.97%，重回4%下方，美元指数上行0.6%收于97.6，在经历1月的震荡后，黄金重拾升势，上涨7.9%收于5278.9美元/盎司。

美国市场走弱主要是受到两大因素制约，一是流动性仍然偏紧，二是AI可能引发的负面宏观影响打压市场情绪。我们认为，未来美国货币和财政双宽松仍是大概率事件，美国乃至全球流动性都将趋势性充裕。同时，目前AI对美国劳动力市场的负面宏观影响并不显著，学术研究也发现AI对劳动力市场的影响同时存在正面和负面作用，市场可能存在过度反应。随着流动性改善和市场情绪修复，全球牛市基础仍牢固，但波动加剧，国别与板块再平衡加速（详见[《资产大挪移：从跨国、跨资产到跨板块》](#)）。

首先，美国科技股走弱的一个大背景是美国流动性仍较紧张。自2022年6月起，美联储已持续缩表约2.3万亿美元，同时随着美债上限抬升和美债发行规模上升，资金流入TGA账户，狭义流动性（准备金）规模已跌破“充裕流动性”下限。伴随2025年12月以来美联储停止缩表并开启扩表，政府停摆结束使TGA账户资金再次流出，流动性边际改善，但流动性仍处于疫情以来较紧张状态。在整体流动性仍偏紧的背景下，金融系统和市场情绪更为脆弱，更易放大市场波动。事实上，2019年以来的金融风险多发生在流动性紧张时期。但我们认为，

在美国财政主导下，货币政策将大概率配合财政扩张，美联储常态化扩表带来的流动性趋势性改善或是大概率事件。全球资产牛市有望持续，年内我们继续看好受益于美元流动性趋势性改善的非美股市和金银铜（详见《[渐入财政主导，布局全球水牛](#)》，《[沃什难撼扩表](#)》）。

其次，AI可能引发的负面宏观影响引发抛售，大盘成长拖累股市。2月市场对AI高投资的可持续性担忧上升，并出现关于AI替代就业可能引发失业潮的恐慌。以美股七巨头为代表的大盘成长整体表现不佳，七巨头中除苹果外均录得下跌，特别是受到AI冲击的软件板块跌幅超过10%。但如果拉长视野来看，美股和软件板块的走弱并不是从2月份开始的，而是去年4季度。从2025Q4开始，美股上涨动能减弱，整体呈震荡行情，七巨头多数开始走弱，而美国软件板块也已经开始下跌势头，且在2月之前从高点已经累计下跌18%。而2025Q4正是前文所述美国准备金规模跌破“充裕流动性”下限的开始时点。因此，当前美股偏弱运行和AI恐慌交易都离不开美国流动性紧张的大背景，是市场情绪和资金脆弱模式下对负面叙事的应激反应。

从数据来看，目前AI对美国劳动力市场尚未呈现出整体的负面影响，整体影响并不显著。我们综合各行业对AI的暴露程度¹³和美国2023年以来的分行业就业情况，发现两者存在弱倒U型关联，但并不显著。一方面，AI暴露程度较高的部分行业如计算机及外围设备制造就业降幅较大，但同时软件开发的就业招聘情况又明显好于就业市场整体水平。另一方面，高AI暴露度以外的行业就业增速与AI暴露程度呈同向关系，AI暴露程度增加反而促进就业。整体来看，AI进步带来的就业影响是异质性的，对不同的行业有所不同，目前整体影响并不显著。

学术研究发现，AI对劳动力市场的影响需要综合考虑替代效应和增强效应，以及劳动力市场自身的灵活性。首先，AI对劳动力市场的影响既有替代效应也有增强效应。Hosseini和Lichtinger（2025）和 Davis（2026）研究发现，替代效应主要集中在低级别工作，而增强效应主要体现在高级别工作中。如果把

¹³ Felten, Raj and Seamans (2021), Occupational, industry, and geographic exposure to artificial intelligence: A novel dataset and its potential uses. Strategic Management Journal

技能分为编码知识（codified knowledge，可从教科书获得）和隐性知识（tacit knowledge，通过经验积累），AI对低级别工作（主要依靠编码知识）在就业和工资上具有负面的替代效应，而对高级别工作（主要依赖隐性知识）则具有正向的增强效应^{14 15}。其次，Manning和Aguirre（2026）¹⁶认为，仅仅讨论AI的暴露程度无法全面衡量其对就业市场影响，因为忽略了劳动者的适应性。事实上，AI暴露度与适应能力正相关，AI暴露程度越高的职业，就业者往往具备更强的技能转移能力以应对失业冲击。处于AI高暴露区间、且缺乏适应能力的就业群体占劳动力市场比重较小。

当前中东地缘风险加剧，与全球流动性和AI恐慌交织，前者是结构性的，而后两者有望逐渐修复，通过资源自足和生产力提升来夯实国家安全仍是投资主线（详见[《2026全球市场：泡沫加速》](#)）。2月28日，以色列和美国突然对伊朗发动军事打击，中东局势骤然升温，全球资产进入避险模式，黄金、原油和美元指数上涨。美国近期在委内瑞拉和伊朗的军事行动对资产的影响有相似点，也有不同点。相似点在于：1，由于委伊在能源上的重要性，原油价格均出现大幅上涨；2，市场均出现避险情绪，黄金价格上涨；3，由于美国在极短时间内取得军事行动的重大成果，美股均出现上涨。不同点在于，由于伊朗实力相对更强，且地理位置更为重要，美伊冲突后市场避险情绪明显更强，体现在除中美外，全球股市普跌，美元指数上涨。考虑到美委冲突持续时间较短，涟漪效应不强，后续美以伊冲突的扩散性和持续性将是对大类资产影响的重要跟踪因素。若冲突持续推动油价上涨，将推升美国滞胀概率和美国资产风险。

向前看，地缘风险上升、和平红利减退是大概率事件，全球再工业化加速进程中，贵金属、资源品、资本品上行周期有望持续，同时利好有助于提升工业实力的相关科技板块，A股韧性更优。在新宏观范式和特朗普大重置下（详见[《从新宏观范式看“中特估”》](#)[《特朗普“大重置”：债务化解、脱虚向实、](#)

¹⁴ Seyed Hosseini and Guy Lichtinger (2025), Generative AI as Seniority-Biased Technological Change: Evidence from U.S. Resume and Job Posting Data

¹⁵ Scott Davis (2026), AI is simultaneously aiding and replacing workers, wage data suggest, Federal Reserve Bank of Dallas

¹⁶ Sam Manning and Tomás Aguirre (2026), How Adaptable Are American Workers to AI-Induced Job Displacement?, NBER Working Paper

[美元贬值](#)》), 全球追逐硬资产 (资源自足+生产力提升), A股是优质硬资产集中地。年初以来, A股表现出较强韧性, YTD收益好于美股。新的科技和地缘叙事推动下, 全球资金在美国 vs 非美之间趋势性再平衡, 尤其利好被全球主动资金显著低配、且具备强科技和大制造的双重加持下的中国股市 (详见[《资产大挪移: 从跨国、跨资产到跨板块》](#))。



以上观点来自: 2026年3月10日中金公司研究部已发布的《3月报: AI, 地缘与A股韧性》

张峻栋 分析员 SAC 执业证书编号: S0080522110001 SFC CE Ref: BRY570

于文博 分析员 SAC 执业证书编号: S0080523120009

张文朗 分析员 SAC 执业证书编号: S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2026.3.9 中国宏观简评：年初经济有所改善——2026年1-2月经济数据前瞻
- 2026.3.9 海外宏观专题报告：美国私募信贷，风险不可低估
- 2026.3.9 海外宏观简评：美国“类滞胀”风险进一步升温
- 2026.3.10 中国宏观热点速评：从“现金”到“存款”，数字人民币迈入2.0时代
- 2026.3.10 中国宏观热点速评：输入性通胀风险升温——2026年2月物价数据点评
- 2026.3.10 中国宏观热点速评：春节效应以外，出口动能仍强——2026年1-2月进出口点评
- 2026.3.10 宏观探市：3月报：AI，地缘与A股韧性
- 2026.3.12 中国宏观专题报告：中东冲突如何影响宏观经济？
- 2026.3.12 海外宏观简评：油价上涨加剧通胀风险，降息或推迟
- 2026.3.13 中国宏观专题报告：以“渔”代“鱼”——从美国困境看中国选择
- 2026.3.14 中国图说中国宏观周报：名义周期前置的含义——2月金融数据点评

策略及大宗商品

- 2026.3.9 海外策略：伊朗局势如何影响中美市场？
- 2026.3.10 大类资产配置月报（2026-3）：伊朗局势如何影响全球资产
- 2026.3.12 能源：聚焦：石油：贸易中断风险外溢，短期市场波动加大
- 2026.3.15 海外策略：汇率升股市一定涨么？

固定收益

- 2026.3.9 信用分析周报：中国信用债评级调整周报
- 2026.3.9 简评：春节错位推动通胀回升，近期油价上涨会推升PPI，但消费需求可能抑制CPI——2月通胀数据点评
- 2026.3.9 信用债收益率跟踪周报：需求增长带动信用债收益率全面下行
- 2026.3.9 简评：商业银行金融类债券供给简评
- 2026.3.10 简评：长高转债上市定价分析
- 2026.3.10 简评：春节错位和部分行业的抢出口推动贸易数据同比改善，后续可能边际回落——1-2月贸易数据分析
- 2026.3.11 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2026.3.12 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2026.3.13 中国房地产债券月报：2月房地产债券月报：利差有望企稳
- 2026.3.13 中国可转债策略周报：何来调整，何惧赎回
- 2026.3.14 简评：信贷偏弱叠加存款改善，银行配债需求上升——2月金融数据点评

2026.3.14 中国利率策略周报：地缘波动背景下，人民币和人民币债券国际化或加速

行业

2026.3.9 REITs: 能源类表现较优, 新增港口资产类型——公募REITs周报(3.2-3.6)

2026.3.9 石油天然气: 为何油气股票跑输油价?

2026.3.9 电力电气设备: 绿色甲醇行业: 起于航运减碳, 短看政策和订单, 降本和生产稳定性决定长期空间

2026.3.10 公用事业: 电力环保周报: 避险情绪催化电力表现亮眼; 算电协同成为“十五五”重点方向

2026.3.10 农业: 油价上涨如何影响农业板块投资?

2026.3.10 不动产与空间服务: 周评#480: 上周二手房销量农历同比持平

2026.3.10 传媒互联网: 海外广告行业25年回顾及26年展望: 25年增长引擎切换, 26年周期共振延续高景气

2026.3.10 博彩及奢侈品: 银河娱乐总博收市场份额提升最多

2026.3.10 主题研究: 光储周谈 | 地缘冲突及科技巨头自主供电承诺强化能源装备需求(26年第10周)

2026.3.11 日常消费: 终端渠道月度洞察: 2026年开门红表现较好, 火锅食材、健康零食增长亮眼

2026.3.11 房地产: 2月二手房量价均稳, 京沪房价持续走稳

2026.3.12 银行: 对公零售景气度分化——2月金融数据前瞻

2026.3.12 不动产与空间服务: 香港地产月报(2026.2): 楼市量价双升, 新财年宅地计划供应量上调

2026.3.12 汽车及零部件: 看好中国重卡出海长期机遇, 龙头强者恒强

2026.3.13 汽车及零部件: 全球电动化加速; 关注板块阶段性反弹机会

2026.3.13 传媒互联网: 潮玩产业: 从“世界工厂”到“潮流策源”

2026.3.13 银行: 理财委外需求迎来量级跃升(4Q25)

2026.3.13 传媒互联网: 谷歌与苹果陆续降低抽佣 利好内容提供商

2026.3.14 银行: M1-M2剪刀差持续收窄——2月社融数据点评

2026.3.14 公募洞察系列: 独立系权益及券商非货基销售环比较快增长——评2H25基金代销数据

2026.3.14 机械: 煤机: 油价上涨推动煤炭需求提升, 煤机景气周期持续

2026.3.14 传媒互联网: 影视行业“开年第一会”, 关注新内容生态与AI技术赋能

2026.3.14 传媒互联网: 互联网周思考: 大厂围绕OpenClaw积极布局AI Agent; 苹果降佣利好内容提供商

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang8.zhao@cicc.com.cn

伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn