



▲中東能源與人民幣計價體系的深度綁定，或將對人民幣國際地位與A股中長期估值邏輯構成根本性支撐。

經濟觀察家

本文嘗試探析美伊衝突對全球地緣格局與大類資產的影響，並尋找遠在當前價格中得到充分定價的「預期差」。為什麼這場戰爭難以速決？全球地緣格局變化及大類資產的定價邏輯會如何演繹？

地緣衝突下 中國資產定價躍升



察股觀經 徐馳

2025年美以對伊朗的軍事行動，目標聚焦摧毀核設施，打擊核武器研發能力，局部、可控、見好就收，戰爭在十二天內落幕。而今年的襲擊則截然不同。美國的戰略目標已從「打擊核能力」升級為「顛覆伊朗政權」，是性質上的根本蛻變。

從「時」來說，這次軍事打擊發生在雙方談判拉扯期間。2月25日，伊朗外長阿拉格奇還公開表示與美國達成協議的「歷史性機遇」近在咫尺，伊朗已準備好就濃縮鈾問題作出重大讓步；三天後，美以的導彈落下了，談判桌旁的偷襲，意味着後續再無談判空間。

從「勢」來說，衝突爆發後，部分投資者迅速「線性外推」敘利亞、利比亞先例，預判伊朗政權將在外部軍事壓力與內部反對派夾擊下快速崩潰。這一邏輯在敘利亞成立，在伊朗卻根本不適用。敘利亞與利比亞的政權更迭依賴一個不可或缺的前提：反對派擁有成建制的武裝力量。而特朗普曾公開呼籲伊斯蘭革命衛隊放下武器，結果是「沒有產生任何預期效果」。

美國無力結束戰爭

更值得市場重估的，是伊朗究竟有沒有能力把這場戰爭持續下去。伊朗被制裁長達四十年，經濟層面是代價沉重的煎熬，但在軍事工業層面，則意外鍛造出了一套高度自主的國防體系。正因為無法依賴外部供應鏈，伊朗被迫將導彈、無人機、彈藥的全產業鏈內化，生產基地深入山地、遍布地下，極難被空襲一次性摧毀。

財務消耗上，伊朗更具優勢。根據美國Stimson Center等智庫機構的數據，「沙赫德」系列無人機的單架成本僅為2萬至5萬美元，而攔截它們所需的愛國者導彈（PAC-3）單枚造價高達400萬美元以上，THAAD（薩德）攔截彈更是高達約1200萬美元。這種消耗邏輯早在也門得到充分驗證——伊朗支持的胡塞武裝以低成本武器長期對抗沙特主導的多國聯軍而不潰敗。

特朗普政府最初預期衝突可在短期內結束，隨後又稱在四周內結束衝突，但面對伊朗的行動，市場越來越擔心這場衝突的長期化。對於特朗普來說，白宮內外的裂縫已經清晰可見。這場以「消滅伊朗核威脅」為名發動的軍事行動，正在同時承受不同方向的壓力：國會的合法性判斷、MAGA（讓美國再次偉大）基本盤的分裂、特朗普TACO（特朗普總是臨陣退縮）策略的失效。

首先，先看合法性。此次對伊朗發動大規模軍事打擊，特朗普既未向國會尋求戰爭授權，也未在事前與國會領袖進行實質性磋商。在2026年中期選舉壓力下，共和黨內的孤立主

義支持者已經開始盤算選票成本，即支持一場沒有明確退出路徑、沒有國際盟友跟進的中東戰爭，在「美國優先」的選民基本盤面前如何自圓其說？

其次，更棘手的是MAGA內部的分裂。卡爾森、泰勒、格林、埃里克·普林斯等特朗普長期盟友，在打擊發動後相繼公開表態反對，核心邏輯一致：這場戰爭違背了「美國優先」的競選承諾，是一場為以色列利益服務、而非為美國利益服務的外國戰爭。雖然特朗普以強硬姿態回擊，試圖將異見壓制下去。但隨著美軍傷亡持續增加，政治壓力只會急速上升，2026年中期選舉的慘敗，或許已是注定的結局。

那麼，特朗普能否在勢頭不對時及時TACO、主動妥協收場？這是許多投資者當前抱有的期待，但這一邏輯在戰爭環境下或難成立。這是因為停火的主動權，掌握在被打擊的一方手中。伊朗的算盤很清晰。只要持續攻擊中東美軍基地、維持霍爾木茲海峽封鎖，它就能將全球經濟的「痛感」不斷轉化為對美國的政治壓力——而伊朗自身已被制裁四十年，對這種壓力的承受能力遠超外界想像。即便特朗普單方面宣布勝利撤退，霍爾木茲海峽封鎖依然存在，美軍基地和大使館依然是攻擊目標，這些根本問題一個都沒有解決。

若若真正停火，伊朗最終的條件可能是：美國全面撤出中東、解除全部制裁。而這都意味着石油美元霸權的終結與美國中東影響力的全面崩潰——對特朗普而言同樣是無法承受的「政治災難」。

進退皆難，這才是特朗普真正的困局，而尋找體面退出的路徑目前來看並不清晰。而衝突長期化的影響便不再局限於軍事層面，也開始影響大國競爭的底層邏輯。這不僅是特朗普個人的政治災難，從美國國家利益的角度來看，同樣是一場代價深重的戰略失誤——對美元霸權、中東影響力、太平洋軍事儲備，都將產生明顯的結構性影響。也正在重新定義一個根本性問題：在地緣動盪時代適合什麼樣的發展模式。

過去四十年全球化時代，衡量國家實力的標準是和平時期的經濟指標——人均GDP、企業盈利、消費水平。在這套體系下，海灣國家、歐盟小國、新加坡、阿聯酋都顯得強大而富庶。伊朗人均經濟長期落後，卻也憑藉四十年制裁錘煉出的自主軍事製造體系，在這場衝突中展現出遠超外界預期的持續作戰能力；沙特經濟體量數倍於伊朗，卻在無人機的輪番轟炸面前略顯乏力。

經濟富庶與戰略強勢，在地緣動盪時代正在加速分離。這場戰爭正在加速一種新的大國評價範式的形成。

具體來看：首先，中國戰略地位的歷史性躍升，或是這場衝突最深遠的地緣影響。中國在西太平洋的相對軍事優勢，將在這一過程中悄然擴

大。去年A股上漲的核心驅動之一，正是大國地位提升之下的風險偏好提升——這一邏輯，在本次衝突之後將得到進一步強化。

中國的獨特之處在於，它是當今世界唯一同時滿足兩個條件的大國：既是全球製造業體量最大的國家，又是「五常」中唯一沒有與任何國家處於直接或間接軍事衝突的大國。這與二戰前的美國高度相似——彼時各大國打得筋疲力盡，美國既不參戰，又是唯一能夠大規模供應工業產品的國家，戰爭需求源源不斷地湧向美國，國力因此獲得歷史性躍升。

其次，海灣國家與美國的結構性疏離，將在這場戰爭中加速完成。美伊衝突之前，沙特、阿聯酋曾多次力勸特朗普避免軍事冒險。戰爭爆發後，這些國家卻首當其衝——沙赫德無人機持續轟炸海灣目標，油氣基礎設施損失慘重，而美國的軍事保護幾乎全部集中於以色列方向。

盟友的安全承諾在戰火中被證明是空洞的。這些中東國家軍事製造能力相對薄弱，與伊朗正面交鋒代價過大，理性選擇只剩一條：尋求更可靠的替代保護來源。向巴基斯坦購買武器、引入進口裝備、推動人民幣在能源結算中的佔比——這條路徑在衝突前已初見雛形，此後將加速推進。中東能源與人民幣計價體系的深度綁定，或將對人民幣國際地位與A股中長期估值邏輯構成根本性支撐。

最後，從全球金融格局來說，迪拜、新加坡之所以成為戰後國際資本的首選避風港，依賴兩個前提：不直接捲入大國對抗，以及美軍存在提供的隱性安全背書。而「有美軍就安全」的邏輯，在這場戰爭中第一次被系統性證偽。國際資本對離岸避險地點的重新審視不可避免。

港股配置機遇顯現

在此過程中，香港作為中國主權下、遠離當前主要衝突區域、同時具備完善金融基礎設施的國際金融中心，其戰略安全價值正在經歷重新定價。短期內港股仍將承受全球流動性衝擊的壓力；但從中期視角看，香港背靠中國內地的製造業和完整產業鏈，處於「供應鏈」與「金融鏈」的連接位置，將為港股提供估值重構的機會。

從資產配置角度看，除了資源與能源（銅、有色、稀土與電網設備）與AI算力、存儲之外，建議中長期關注以下領域：製造業鏈主方向，包括高端裝備、工業母機、自動化與優質中游零部件；軍工方向，包括軍工電子等相關標的。

此外，港股配置機遇的重啟，雖然短期仍將承受全球流動性收緊的壓力，但中期邏輯已在轉變——香港作為「中國製造與全球資本」之間的樞紐，疊加相對安全的地緣位置，其安全溢價將逐步在估值中得到體現。

（作者為中泰證券策略首席分析師）

油價上漲 中國PPI或提前轉正



國金視野 宋雪濤

伊朗是全球重要的能源和化工生產供應國，其佔據了全球原油供應量的3%，甲醇供應量的10%。霍爾木茲海峽更是承擔全球20%至30%的原油海運，中東主要產油國90%的能源出口均依賴此水道。

受中東地緣政治衝突影響，能化商品價格大幅攀升。截至3月6日，布倫特原油、丁二烯橡膠、聚丙烯期貨價格分別上漲28%、18%、17%，領漲各類大宗商品。伴隨着能化價格的大幅上行，原油價格對年內通脹的影響、對行業利潤的影響備受市場關注。

2月份中國內地PPI（生產者物價指數）環比再度上行0.4%，推動PPI同比增速回升至-0.9%，按照PPI同比和CPI（消費者物價指數）同比增速估算，2月GDP平減指數已經回升至0%。這進一步推升了市場對通脹的關注。

測算原油對PPI的影響幅度有三種方法：

一是根據投入產出表，先估算不同行業對原油行業的消耗係數，進而假設原油價格變動帶來的成本變化能夠按照固定比例傳導至分行業的產成品價格，最後按照行業權重加總估算原油價格對PPI的影響。按照2023年投入產出表估算，原油價格波動10%會帶動PPI同比變化0.3%左右，低於按照2020年投入產出表估算的0.5%。這可能與行業對原油的消耗係數變化有關。

二是將PPI劃分為原油產業鏈PPI（按照投入產出表估算包括石油和天然氣開採業、石油、煤炭及其他燃料加工業、燃氣生產和供應業、化學原料及化學製品製造業、化學纖維製造業、橡膠和塑料製品業）、有色、黑色、煤炭、中游、下游等，按照「原油價格同比—原油產業鏈PPI同比—PPI同比」估算，原油價格波動10%會帶動PPI同比變化0.5%左右。

三是單純計量模型回歸，將原油等相關變量作為解釋變量進行估算，回歸結果顯示原油價格波動10%會帶動PPI同比變化0.7%左右。

綜合以上三種方法，筆者估計原油價格波動10%對PPI同比的影響大致在0.5%左右。

在地緣衝突持續的假設下，原油月均價衝高至每桶100美元，並在維持數月後逐漸回落至80美元左右。原油對PPI同比的拉動在2個百分點，或拉動3月PPI同比轉正並上行至1.3%左右。如果地緣衝突明顯緩和，油價或在幾周之內回落，月均高點在90美元，此後逐漸回落至70美元，則PPI在轉正之後，整體處於低位波動。

而在地緣衝突明顯加劇的情況下，假設油價月均值衝高至120美元，並緩慢回落至90美元，則PPI同比或在原油的支撐下大幅衝高。

行業利潤出現分化

油價上漲帶來的輸入性通脹可能加劇行業利潤端的分化。在成本端上漲後，如果下游需求強，價格能夠順利傳導，那麼成本上漲並不會對行業利潤造成顯著壓力。但如果缺乏下游需求支撐，輸入性通脹或加劇行業間利潤的分化。

以2022年為例，當時受俄烏衝突影響，油價一度衝高至120美元左右，此時中國經濟正處於下行階段，價格難以順利傳導。從「成本價格指數—出廠價格指數」上看，面對大宗商品價格上漲，相對於2010年等價格順利傳導時期，2022年相關行業出廠價格和成本價格的缺口平均提高了2.3個百分點左右，反映中下游行業利潤承壓。

分行業看，對原油依賴度高或者價格傳導能力差的行業在面臨油價上漲時，利潤壓力更大，比如石油、煤炭及其他燃料加工業，化學纖維製造業、燃氣生產和供應業等。紡織服裝業等距離原油產業鏈較遠，中間有化學纖維製造業等行業作為緩衝，價格傳導能力較強，利潤受原油影響較弱。

總的來看，隨着伊朗地緣政治衝突加劇帶動原油價格大幅上漲，年內PPI轉正的時間或比年初預期來的更早，在原油價格維持在80美元的假設下，4月前後有望看到PPI同比轉正，之後可能在低位震盪。

（作者為國金證券首席經濟學家）

中國PPI與原油價格走勢預測



資料來源：國金證券研究所

港樓交投暢旺 無懼中東亂局



樓市強心針 廖偉強

中東局勢持續緊張，全球油價雖然在急升後回落，但市場對地緣政治與環球經濟的憂慮仍然揮之不去。部分市場人士擔心，若通脹因油價再度升溫，美國短期內難以減息，香港最優惠利率亦難以下調，從而削弱本地樓市今年的升勢。但這些憂慮在當前樓市環境中，明顯過度放大了息口因素的重要性，反而忽略了真正推動樓市的核心力量。

事實上，市場對本月美國減息的期望本來就不高。美國在軍事行動前的經濟及就業數據仍然強勁，並未出現迫切需要減息的情況。加上聯儲局主席鮑威爾任期將屆，市場普遍預期聯儲局在過渡期會保持政策穩定。1月議息會議後，多數分析已將減息預期押後至下半年。聯儲局理事亦指出，中東局勢雖然帶來不確定性，但不足以改變今年的減息方向。

買家對息口敏感度下降

更重要的是，踏入2026年後，香港樓市的焦點已不再是利率下調與否。即使聯儲局在1月份維持利率不變，本地樓市交投仍在農曆新年前急速升溫；2月份市況依然熾熱，直至春節假期才稍見放緩。這與以往「節前淡靜」的傳統模式完全不同，反映買家對息口變動的敏感度已大幅下降。

當然，大家仍然預期，息口低企仍是主旋律，觀乎目前香港銀行最優惠利率已回到2022年加息周期前的水

平，置業者供樓壓力大幅減輕。買家更關注的是經濟復甦、港股走勢、資金流入、人才與學生來港增加，以及「北部都會區」的政策推進等更具結構性的因素。同時，部分移民外地的港人開始回流，為未來一至兩年的剛性需求提供支持。

值得一提的是，中東局勢緊張及美國的強硬外交，反而可能吸引更多亞洲家族辦公室選擇來港避險，成為豪宅市場的重要買家來源。這類資金流動對樓市的推動力，遠比短期利率變動更具影響力。筆者認為，今年真正推動樓市的力量，並非來自利率，而是來自經濟、政策、人口與資金流的多重利好因素。這些都是樓市背後強大的動力來源。

（作者為利嘉閣地產總裁）



▲今年真正推動樓市的力量，並非來自利率，而是來自經濟、政策、人口與資金流的多重利好因素。