

中东局势左右风险偏好 市场寻觅定价新锚点

美元指数震荡上行

3月以来，美元指数摆脱年初的震荡偏弱走势，一路震荡上行，几度重返100大关，美元对欧元、日元、英镑等主流非美货币全面走强。

相比之下，股债金及非美货币等全球主要大类资产则普遍承压。

3月23日，日韩股市双双下挫，欧美市场在上一交易日已率先走低；上周美股三大指数全线收跌，欧洲主要股指亦同步下行，全球联动下跌态势明显。全球债市亦遭遇显著抛售压力，主要经济体国债收益率全线攀升，10年期美债收益率站上4.4%附近。商品方面，黄金价格更是大幅回调超10%。

中东地缘冲突升级似乎扭转了此

前的“弱美元”叙事；在冲突爆发之前，美元明显走弱，资金从美元资产流出；冲突爆发后，美元指数大幅反弹，资金回流美国。

在当前背景下，美元走强主要受到两大因素支撑。“一是地缘风险所催生的避险需求，使得全球资金流入美元这一避险货币；二是油价上行所引发的美联储货币政策预期调整——市场对年内降息的预期已从两次逐步收窄至基本消失，甚至不排除未来向加息方向变化的可能，这同样对美元形成支撑。因此，在此次冲突过程中，美元呈现相对强势的特征。”浙商证券宏观首席分析师林成伟对上海证券报记者表示。

定价逻辑转向

眼下传统地缘危机中“股跌、债涨、金升”的避险逻辑已被打破，一个潜在的变化在于，当前市场交易的核心逻辑已经从“避险”转向“再通胀防御”。

“当前主导市场交易的并非单纯的避险需求，而是流动性恐慌与对‘类滞胀’的定价。”东方金诚研究发展部高级副总监白雪对上海证券报记者表示，高油价所引发的“滞胀”预期，让市场从避险转向为流动性安全定价，而美元具备其他资产所没有的即时流动性优势，因此机构为补充保证金、应对赎回，被迫抛售所有风险资产换取美元现金。

在对“通胀冲击”进行充分定价的逻辑下，各类资产承压的现象也得以释疑。

联合资信主权部资深分析师程泽宇对上海证券报记者表示，美联储降息预期快速下行，带动传统避险资产美债收益率陡峭化上行，亦使得作为无息资产的黄金因实际利率飙升而承压。同时，高利率环境叠加经济衰退预期对股市形成估值“杀”与业绩“杀”的双重压力，欧洲、日本及部分新兴经济体因能源依赖等原因经济韧性不足，导致全

球资金短期内抛弃风险资产以及非美货币，转而流向兼具高流动性与高收益预期的美元现金。

值得注意的是，受中东地缘冲突影响，近期全球多个经济体增长预期被下调；高盛已全面下调美国、欧元区等主要经济体的2026年增长预测；欧洲央行亦宣布下调明年两年GDP预期。

当前资产定价是否包含对全球经济衰退风险的担忧？

中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员杨子荣对上海证券报记者表示，市场主要围绕恐慌情绪、通胀预期与经济衰退三个因素进行定价，目前前者仍为主导，衰退尚未成为核心逻辑。若冲突持续超过3个月，市场关注点将从通胀转向衰退，定价逻辑也将随之发生转变。全球资产具体表现将取决于通胀上行与经济衰退之间的博弈。

“目前市场仅定价了商品价格上涨带来的通胀黏性，却尚未定价长期能源成本高企对企业利润和居民消费能力的打击。”白雪称，若中东局势进一步升级，市场将从目前的“通胀冲击”定价转向“滞胀冲击”，甚至“衰退冲击”定价。

寻觅定价新锚点

短期来看，地缘局势如何演绎仍是影响全球资产走势的核心变量。中信证券首席经济学家明明对上海证券报记者表示，若中东局势进一步升级，叠加全球投资者对美联储货币政策持续收紧的预期，美元或将保持强势运行态势。

在此背景下，其他大类资产将面临持续的滞胀压力与流动性收紧风险，进而可能对全球经济增长形成负面冲击。

“当市场定价逻辑从‘再通胀交易’转向‘滞胀衰退交易’，届时市场将不再以央行是否维持高利率作为主要锚点，而是重新定价企业亏损、信用违约以及经济衰退的风险。”程泽宇说。

种种变化和不确定性意味着，以美联储货币政策为核心锚点的定价逻辑正在发生转变，未来全球资产定价将更看重一个在能源冲击下的生存能力和通胀控制力。而地缘政治安全已内化为资产定价的核心因素。

杨子荣认为，美元指数短期反弹不会改变国际货币体系“去美元化”的长

期趋势。许多国家为保障自身的能源安全和金融安全，仍会继续推进去美元化，更多采用双边本币结算。未来的市场定价核心，将从美联储的货币政策逐步转向能源、矿产、粮食等关键资源的供应链安全。

程泽宇认为，未来市场定价或综合考量战略资源、财政可持续性与地缘安全等核心变量；首先，能源与关键战略资源不再仅是周期性商品，更是具备货币属性的“硬通货”；其次，投资者或逐步动摇对美国信用的盲目信仰，转而对各主权体的财政可持续性与债务偿还能力进行严格的压力测试，主权信用评级溢价将成为定价的关键变量；最后，供应链韧性将决定资产的估值中枢，拥有资源自主权与安全屏障的经济体将获得显著的估值溢价。

全球资金流向将更加趋向安全资产，流动方向或更加集中化。“预计在动荡的全球环境下，稳定将成为具有竞争力的属性。”明明说。

流动性冲击施压 国际金价年内涨幅归零

记者 张昕

在中东地缘冲突持续胶着的情况下，国际金价接连跌破多个关口。

截至3月23日18时，伦敦现货黄金盘中一度失守4200美元/盎司关口，日内重挫超8%，年内涨幅悉数归零，随后在买盘支撑下有所回升；上海金当日开盘迅速跌破1000元/克。

自中东地缘冲突爆发以来，国际油价飙升引发通胀预期，显著削弱了美联储及其他主要央行短期内降息预期，引发全球范围内一轮资产重定价。中信建投期货资管首席分析师王彦青在接受上海证券报记者采访时表示，中东局势升级促使市场交易全球经济衰退预期，各类资产遭集中抛售，流动性短缺明显压制金银价格。

流动性冲击 金价“失控”

尽管地缘政治紧张局势通常会激发避险需求，但此次中东地缘冲突通过能源价格传导至通胀预期，改变了市场博弈焦点。

“当前，中东局势正朝长期化发展，若霍尔木兹海峡航运持续中断，原油供给紧张难以缓解，油价将不断上涨。”王彦青说，全球主要央行受制于“原油—通胀”担忧，年内降息预期大幅降温，进而令贵金属价格持续承压。

这一压力还体现在黄金持有的机会成本上。国泰海通证券宏观首席分析师梁中华表示，实际利率在市场预期货币政策收紧的影响下明显上

行，黄金作为不生息的资产也会受到实际利率上行的压制。

此外，市场正在担忧短缺问题将从能源板块逐步蔓延至其他领域，进而导致全球经济下行。王彦青称，经济衰退担忧引发多类资产市场资金链紧张，加剧了黄金、股票等品种的抛压。

触发避险功能尚需条件

金价“断崖式”下跌，打破了传统“乱世买黄金”这一交易逻辑。投资者的疑虑在于：说好的避险属性呢？

受访专家认为，本质上，黄金避险功能并非失效，而是尚未进入发挥作用的阶段范围。

在王彦青看来，黄金作为避险资产，其本质是对冲货币信用体系减弱的风险，而非抵御所有类型风险。此次中东地缘冲突之所以未能完全触发黄金的避险功能，核心在于该事件尚未动摇美元信用。

天风证券固收首席分析师谭逸鸣认为，此次冲突爆发后，避险资金似乎更倾向于持有美元而非黄金。“一是黄金受到高利率的侵蚀，而持有美元可从高利率中获益；二是美国作为石油净出口国，或能从能源危机中获利；三是即便出现美联储加息的小概率情景，流动性收紧也将推升美元价值。”谭逸鸣说。

那么，谁在卖黄金？梁中华分析称，本轮黄金回调压力主要来自美洲资金的持续流出。美洲市场对黄金的投资热情与降息预期高度相关，在货

中东地缘冲突持续 扰动全球金融市场，呈现美元指数相对强势，而股、债、金、非美货币等主要资产类别普遍承压的格局。

这表明，当前市场正在重新定价，且定价逻辑已由“避险”转向“再通胀防御”。若局势进一步升级，定价逻辑将向“滞胀衰退交易”切换。

分析人士认为，就长期来看，全球资产的定价锚点正逐步转向战略资源、财政可持续性与地缘安全等核心变量。在此背景下，国际货币体系“去美元化”的趋势或将进一步深化。

记者 黄冰玉



伦敦现货黄金走势图



美元指数走势图

道琼斯工业平均指数日线图

(各大资产价格走势图表截至北京时间3月23日21时)

全球债券陷“抛售潮” 中国债券避险属性凸显

记者 范子萌

中东地缘冲突仍在持续，全球债券市场被推入“风暴眼”。

美国10年期国债收益率升至近8个月高位，澳大利亚10年期国债收益率攀升至2011年以来最高水平，新西兰国债收益率触及2024年5月以来的新高……连日来，全球债券市场剧烈震荡，多国国债遭遇猛烈抛售。相比之下，中国国债收益率波动温和，避险属性进一步凸显。

美债领跌 避险资产不再“安全”

作为传统避险资产的代表，美债此次成为抛售潮中的典型。3月23日，美国10年期国债收益率升至4.4055%，接近8个月高位，自2月以来已累计上行约45个基点。

为何避险资产反遭抛售？“中东地缘冲突背景下，部分全球投资者出于避险情绪，采取‘现金为王’策略，纷纷抛售手头的股、债、商品等资产。”星展银行高级投资策略师邓志坚对上海证券报记者表示，即便是长期被视作“避风港”的政府债券和黄金也未能幸免。

东方金诚研究发展部执行总监于丽峰对记者分析称，通胀上行压力导致美联储暂停降息，欧洲、日本等主要央行政策基调也纷纷转向审慎，推动主要经济体国债收益率大幅上行。上周四，英国政府债券基准收益率一度上涨超过13个基点，至4.871%，创下52周新高。近期，亚洲市场上，印度、日本和韩国的政府债券收益率均有不同程度上升。

美债被抛售，受到通胀预期升温与美国债务压力加剧的双重夹击。邓志坚称，物价上行压力强化了市场对美联储加息的担忧，同时美国联邦债务总额已突破39万亿美元，加速了全球央行和机构“去美元化”的步伐。

中国国债展现“避风港”成色

与全球债市震荡形成对比的是，中国国债保持相对稳定。

3月23日，中国10年期国债收益率在1.84%附近运行，较2月末约1.80%的水平仅小幅走高，整体维持低波动。

彭博行业研究亚洲首席外汇及利率策略师赵志轩表示，自中东地缘冲突以来，受油价上涨推升通胀预期影响，全球10年期政府债券收益率持续走高。相比

之下，中国国债收益率仅温和上行，且久期风险低于其他政府债券。

中国国债为何波动相对稳定？于丽峰对记者表示：一方面，我国能源结构多元，原油价格上涨对我国通胀影响整体可控；另一方面，近年来国内货币政策坚持以我为主，在通胀上行风险可控的情况下，我国央行将继续实施适度宽松的货币政策。

稳定走势背后，中国国债的避险属性进一步凸显。彭博截至3月13日的数据显示，今年以来，全球仅有少数政府债券实现真正的总回报，这其中就包括中国和马来西亚。“人民币资产较低的波动性，显示其具备更明显的避险属性。同期，美国国债、日本国债以及多数新兴市场债券均下跌。”赵志轩称。

于丽峰表示，由于经济基本面和政策节奏的差异，人民币债券与欧美国债相关性较低，通过配置人民币债券降低投资组合收益波动，提高组合风险收益比，是境外机构增持人民币债券的重要驱动力。

人民币债券长线价值可期

当前，市场目光正聚焦于中东局势是否进一步升级，以及美联储的下一步动作。这两大变量，将决定债券等主要资产的未来走向。

邓志坚认为，尽管有投资者担心美联储可能紧急加息以遏制通胀，但短期物价上升对美国整体消费影响有限，美联储紧急加息的概率并不高。他预计，只要地缘冲突缓和后物价仍在可控范围内，美联储仍存在降息机会——美国经济疲软已较为明显，降息将有利于缓解经济衰退压力。

谈及人民币债券投资价值，于丽峰表示，国际地缘政治风险频发下，人民币债券的避险属性凸显，同时，随着人民币国际化进程推进，人民币资产的储备需求上升，这将支持以国外央行、主权财富基金为代表的配置型机构不断增持人民币债券。

就当前投资策略来看，瑞银财富管理投资总监办公室发表观点称，当前债券市场波动加剧，反映出投资者对通胀和政府债务的担忧。为增强投资组合韧性，建议以优质债券、大宗商品、黄金和另类投资补充股票敞口，同时为美元短期升值做好准备，以在不确定性期间为投资组合提供缓冲。