



国信期货交易咨询业务资格
证监许可【2012】116号

分析师：张俊峰

从业资格号：F03115138

投资咨询号：Z0022483

电话：021-55007766-305163

邮箱：15721 @guosen. com. cn

● 主要结论

1月国内物价水平稳定，货币供给总量相对好转、结构性矛盾延续改善。

1. 货币供给方面，1月货币供给总量相对好转，M2同比和社融存量同比均录得高速增长；1月结构性矛盾延续改善，M1同比增速为4.9%。2. 物价水平方面，1月物价水平相对稳定，春节错月因素产生部分影响；CPI同比上涨0.2%，PPI同比下跌1.4%。3. 制造业景气度方面，1月制造业和非制造业景气指数均跌落收缩区间，其中官方制造业PMI为49.3%。4. 企业利润和库存方面，2025年，规上工业企业利润总体相对好转，较去年录得正增长，同比上涨0.6%；2025年，规上工业企业库存总体维持相对低位，年末为上涨3.9%。

美国大规模关税政策被判违法。1. 当地时间20日，美国最高法院裁定，特朗普政府依据《国际紧急经济权力法》实施的相关大规模关税措施缺乏明确法律授权。美最高法院当天并未就已征收关税是否退还及如何退还作出明确说明。2. 美国特朗普政府的反击。重新加征10%临时关税已经生效，为期150天。并威胁加征关税提升至15%。3. 总体而言，美国最高法院的裁定，并未实质上改变特朗普使用关税政策对外谋取利益的现实，但是，对其关税政策的实施和落地产生了一定阻碍。对全球经济而言，短期内或将带动市场情绪相对缓和。但是，中长期而言，尤其是在特朗普本届任期结束前（2029年1月），其关税政策仍然存在多变的可能，对全球经贸活动仍然存在扰动。

美联储短期大概率仍然维持利率不变，关税和地缘或影响美元指数。1. 美国四季度GDP表现不及预期，物价维持低位、劳动力稳健。2. 美联储主席候选人提名一度引起市场波动，近期相对缓解。3. 后期展望。目前来看，美联储短期降息紧迫性相对较低。美国特朗普政府关税政策对美联储货币政策仍有影响。2月28日，美国和以色列对伊朗发动联合军事行动，伊朗最高领袖遇害。后期，仍需关注伊朗国内方面动向，如伊朗新政权的情况。尤其需关注后期美伊谈判能否重启。中性预计，3月份美元指数或相对震荡偏弱，区间或在95至98。2026年美联储或分两次累计降息50个基点；两次可能降息时点或为2026年6月以及四季度。

人民币持续升值，人行调降远期售汇外汇风险准备金率。1. 人行2月通过MLF和买断式逆回购两种工具，净投放基础货币9000亿元，货币政策延续宽松。2. 后期展望。人行本次调降调降远期售汇外汇风险准备金率，政策信号较为明确，短期内，人民币升值压力有望有所缓解，人民币或相对走贬。但是，从2026年全年来看，人民币或仍然相对偏强运行。中性预计，3月份，人民币或仍然震荡相对偏弱运行，区间或为6.85至6.95，中枢或在6.90下方。

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



一、重要会议和政策

表：2026年2月重要会议和政策

时间	重要会议和政策
2月3日	<p>(1) 根据央视报道，当地时间2月2日，针对伊朗问题，特朗普表示，美方已向相关地区调动大型军舰，同时与伊朗保持沟通，“将观察事态如何发展”。当天稍早前，据伊朗政府相关人士透露，伊朗总统已正式下令开启与美国的核问题专项谈判。伊朗外交部发言人在当天的表态中也证实，伊美双方极有可能在未来几天内展开对话。(2) 根据央视新闻2月7日的报道，当地时间2月6日，美国总统特朗普表示，美国与伊朗进行了“非常好的会谈”，而且伊朗“非常渴望”达成协议，下周美国将再次与伊朗谈判。特朗普称，伊朗想达成协议。“我们有大量时间”达成协议。特朗普重申伊朗不能拥有核武器。(3) 根据央视新闻2月7日的报道，当地时间2月6日获悉，美国白宫发表声明表示，美国总统特朗普当天签署行政命令，对与伊朗有贸易往来的国家征收关税。声明表示，自本命令生效之日起，对进口到美国的商品，如果其来自直接或间接从伊朗购买、进口或以其他方式获取商品及服务的国家，可以加征额外从价关税，例如25%。</p>
2月3日	<p>(1) 根据央视的报道，当地时间2月2日美国总统特朗普在社交媒体平台“真实社交”上发文称，他于当日上午与印度总理莫迪进行了交谈。特朗普表示，双方达成了一项美印贸易协议，美国对印度的“对等关税”将从25%降至18%。印度也将相应地降低对美国的关税和非关税壁垒，直至降至零。特朗普还称，莫迪承诺将大幅增加对美国产品的采购，包括价值超过5000亿美元的美国能源、技术、农产品、煤炭以及其他许多产品。(2) 根据央视新闻2月7日的报道，当地时间2月6日，美国白宫发布声明表示，美国和印度宣布，双方已就互惠互利贸易达成临时协议框架，该框架重申了两国对更广泛的美印双边贸易协定谈判的承诺。声明称，美国和印度承诺在各自感兴趣的领域持续给予对方优惠市场准入。根据临时协议，印度将取消或降低对所有美国工业品以及一系列美国食品和农产品的关税。美国将对原产于印度的商品征收税率为18%的所谓“对等关税”，这些商品包括纺织品和服装、皮革和鞋类、塑料和橡胶、有机化学品、家居装饰品、手工艺品和某些机械。</p>
2月3日	<p>根据新华社的消息，《中共中央 国务院关于锚定农业农村现代化 扎实推进乡村全面振兴的意见》发布。</p>
2月4日	<p>根据新华社2月4日的报道，2月4日晚，国家主席习近平同美国总统特朗普通电话。</p>
2月5日	<p>根据欧洲央行的消息，维持三大政策利率不变。</p>
2月5日	<p>根据英国央行的消息，维持政策利率不变。</p>
2月8日	<p>根据央视新闻2月8日的报道，当地时间2月8日7时，日本国会众议院选举投票开始。除部分地区以外，投票将于当天20时结束。投票结束后将进入计票环节。本次选举围绕众议院465个议席展开角逐，其中包括289个小选举区议席和176个比例代表选区议席。日本国会众议院法定任期为4年，但在现任首相高市早苗的推动下，众议院于1月23日提前解散，距离上一次众议院选举仅过去1年零3个月。</p>
2月18日	<p>根据央视新闻的报道，当地时间2月18日，在日本参议院首相指名选举第二轮投票中，自民党总裁高市早苗获得过半票数，确认当选日本新任首相。</p>
2月19日	<p>(1) 根据央视新闻2月19日的报道，俄罗斯外交部当地时间18日发布外长拉夫罗夫此前接受采访实录。拉夫罗夫在采访中表示，俄美已商定建立双边经济工作组，将在日内瓦军事政治谈判之外单独讨论经贸问题。俄方希望了解特朗普政府对“互利合作”的具体定义。此前，特朗普政府在安克雷奇会晤后数周对卢克石油、俄罗斯石油公司实施制裁，并要求印度停止购买俄油，恢复委内瑞拉石油行业工作但禁止俄罗斯等国参与。(2) 根据央视新闻2月20日的报道，为期两天的俄罗斯、美国、乌克兰三方会谈18日在瑞士日内瓦结束。俄总统新闻</p>



	<p>秘书佩斯科夫 19 日表示，目前无法确定下一轮会谈的时间与地点。乌克兰总统泽连斯基则表示，乌方期待在本月内举行下一轮会谈。</p>
2 月 20 日	<p>根据央视新闻 2 月 20 日的报道，当地时间 20 日，美国最高法院裁定，特朗普政府依据《国际紧急经济权力法》实施的相关大规模关税措施缺乏明确法律授权。当天，美最高法院大法官以 6 比 3 的结果维持下级法院裁决，认定特朗普援引《国际紧急经济权力法》实施关税政策超出了其法定权限。</p>
2 月 21 日	<p>根据央视新闻 2 月 21 日的报道，当地时间 2 月 20 日，美国白宫发表声明表示，美国总统特朗普当日签署了一项公告，宣布征收临时进口关税。特朗普援引了 1974 年《贸易法》第 122 条赋予的权力，该条款授权总统通过附加费和其他特殊进口限制来解决某些根本性的国际支付问题。该公告规定对进口到美国的商品征收 10% 的从价进口关税，为期 150 天。这项临时进口关税将于美国东部时间 2 月 24 日生效。</p>
2 月 22 日	<p>根据央视新闻 2 月 22 日的报道，当地时间 2 月 21 日，美国总统特朗普在其社交平台“真实社交”上发文称，将把原本于 20 日宣布的对全球商品加征 10% 的进口关税的税率水平提高至 15%。</p>
2 月 23 日	<p>根据新华社 2 月 23 日的消息，据美国《纽约时报》2 月 22 日报道，美国总统特朗普已告诉其顾问，他“倾向于在未来数日（对伊朗）进行初步打击”，然后在未来数月发动一场更大规模的军事打击，迫使伊朗“屈服”并按美方要求达成协议。报道援引特朗普政府内部知情人士的话说，尽管尚未作出最终决定，但特朗普倾向于在未来数日对伊朗进行初步打击，借此向伊朗领导人表明，伊朗方面必须同意放弃制造核武器的能力。特朗普正在考虑的打击目标范围广泛，包括伊朗伊斯兰革命卫队总部、伊朗核设施和弹道导弹等。报道说，如果“针对性的”初步打击未能迫使伊朗满足美方要求，特朗普“保留今年晚些时候进行（更大规模）军事打击的可能性”，以推翻伊朗最高领袖哈梅内伊。</p>
2 月 24 日	<p>根据央视新闻的消息，当地时间 23 日，美国媒体报道称美国政府正考虑以“国家安全”为由，对约六个行业加征新一轮关税。知情人士称，拟议关税可能涵盖大型电池、铸铁及铁制配件、塑料管道、工业化学品以及电网和电信设备等行业。这些新关税将独立于近期宣布的全球 15% 关税措施单独实施。</p>
2 月 24 日	<p>（1）中美关系。根据新华社 2 月 24 日的报道，就美方表示美国总统特朗普将于 3 月底 4 月初访华，外交部发言人毛宁 24 日在例行记者会上答问时表示，元首外交对中美关系发挥着不可替代的战略引领作用。中美双方就特朗普总统访华事宜保持着沟通。（2）中美经贸磋商。根据中国商务部 2 月 24 日的消息，商务部新闻发言人就美近期关税调整举措答记者问时表示，中方正密切关注并将全面评估美方相关举措，后续将视情适时决定调整针对美方原芬太尼关税和对等关税的反制措施。中方一贯反对各种形式的单边关税措施，敦促美方取消并不再加征有关单边关税。实践已一再证明，中美双方合则两利，斗则俱伤。中方愿与美方在将于近期举行的第 6 轮中美经贸磋商中开展坦诚磋商。</p>
2 月 25 日	<p>根据中国商务部的消息，商务部新闻发言人就美国贸易代表格里尔针对中国履行中美第一阶段经贸协议情况 301 调查相关言论答记者问。问：近日，美国贸易代表格里尔表示，将继续推进对中国履行中美第一阶段经贸协议情况 301 调查，并可能采取关税措施。中方对此有何评论？答：中方注意到美方有关言论。中美第一阶段经贸协议 2020 年初生效后，中方秉持契约精神，努力克服突如其来的疫情冲击及随之而来的供应链受阻、全球经济衰退等多重不利因素影响，认真履行协议义务，在加强知识产权保护、推动金融和农产品市场开放等方面已如期完成协议承诺，在扩大贸易合作方面也已充分履约。反观美方，对华加严出口管制、限制双向投资，持续升级经贸及其他领域打压限制措施，阻碍双边正常贸易和投资活动，违反协议精神，破坏协议执行的氛围与条件。有关是非曲直，中方已在 2025 年 4 月 9 日发布的《关于中美经贸关系若干问题的中方立场》白皮书中进行了全面、详细的阐述。</p>



2月27日	<p>根据中国人民银行的新闻，为促进外汇市场发展，支持企业管理好汇率风险，中国人民银行决定自2026年3月2日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从20%下调至0。下一步，中国人民银行将继续引导金融机构优化对企业汇率避险服务，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。</p>
2月27日	<p>(1) 根据中国财政部2月27日的消息，《国务院关税税则委员会关于调整对原产于加拿大的部分进口商品加征关税措施的公告》发布，为落实中加两国领导人达成的重要共识，根据《中华人民共和国关税法》、《中华人民共和国海关法》、《中华人民共和国对外贸易法》等法律法规和国际法基本原则，自2026年3月1日至2026年12月31日，调整《国务院关税税则委员会关于对原产于加拿大的部分进口商品加征关税的公告》（税委会公告2025年第3号）规定的加征关税措施，不加征对原产于加拿大的油渣饼、豌豆加征的100%关税以及对原产于加拿大的龙虾、蟹加征的25%关税。(2) 根据中国商务部2月28日的消息，《商务部公告2026年第14号 公布对原产于加拿大的进口油菜籽反倾销调查的最终裁定》发布，自2026年3月1日起，进口经营者在进口原产于加拿大的油菜籽时，应向中华人民共和国海关缴纳相应的反倾销税。对加拿大公司征收的反倾销税税率如下，所有加拿大公司5.9%。</p>
2月28日	<p>(1) 根据央视新闻2月28日的报道，美国总统特朗普称，美军已经开始对伊朗进行军事打击。(2) 根据央视新闻2月28日的报道，当地时间2月28日，以色列总理内塔尼亚胡宣布，美国和以色列发动军事行动的目标是推翻伊朗政权。(3) 根据新华社2月28日的消息，据伊朗媒体2月28日报道，伊朗最高国家安全委员会发布第1号公告说，伊朗武装部队已对美国人和以色列的军事行动予以坚决回应。(4) 根据央视3月1日的报道，当地时间2月28日晚，总台记者自英国海事贸易行动办公室获悉，霍尔木兹海峡目前仍然开放，但建议谨慎通过。此前有消息称伊朗方面关闭了霍尔木兹海峡。(5) 根据新华社3月1日的消息，据伊朗媒体1日报道，伊朗伊斯兰革命卫队就伊朗最高领袖哈梅内伊殉职发表声明，称将“严惩凶手”。(6) 根据央视新闻3月1日的消息，伊朗媒体1日报道说，在伊朗最高领袖哈梅内伊殉职后，将由伊朗总统佩泽希齐扬、司法部长和宪法监护委员会一名法学家领导国家。另据中新网消息，美国总统特朗普表示，美国在空袭行动中“进展顺利”，外交解决方案仍“易于”达成。特朗普补充道：“显然比昨天容易得多，因为他们正遭受重创。”报道称，特朗普还表示，他心中已有可执掌伊朗政权的“合适人选”。</p>

数据来源：新华社等、国信期货

二、美国关税政策

(一) 美国大规模关税政策被判违法

1. 美国最高法院的裁定。根据央视新闻2月20日的报道，当地时间20日，美国最高法院裁定，特朗普政府依据《国际紧急经济权力法》实施的相关大规模关税措施缺乏明确法律授权。当天，美最高法院大法官以6比3的结果维持下级法院裁决，认定特朗普援引《国际紧急经济权力法》实施关税政策超出了其法定权限。不过，裁决仅限制总统通过《国际紧急经济权力法》实施关税，并未完全剥夺其征收关税的权力。特朗普此前已依据其他贸易法律对铜、钢铁、铝等产品加征关税。美最高法院当天并未就已征收关税是否退还及如何退还作出明确说明。据悉，这一实际操作问题可能需由下级法院进一步裁定。美国宾夕法尼亚大学沃顿预算模型经济学家早些时候曾估计，特朗普政府基于美国《国际紧急经济权力法》征收的关税金额已超过1750亿美元。

2. 美国特朗普政府的反击。(1) 重新加征10%已经生效。根据央视新闻2月21日的报道，当地时间2月20日，美国白宫发表声明表示，美国总统特朗普当日签署了一项公告，宣布征收临时进口关税。特朗普



援引了1974年《贸易法》第122条赋予的权力，该条款授权总统通过附加费和其他特殊进口限制来解决某些根本性的国际支付问题。该公告规定对进口到美国的商品征收10%的从价进口关税，为期150天。这项临时进口关税将于美国东部时间2月24日生效。出于美国经济的需要，或为了确保该关税能更有效地解决美国面临的根本性国际支付问题，部分商品将不受此临时进口关税的约束。此外，部分货物无需缴纳临时进口关税，包括所有目前或将来受第232条约束的物品及其部件，符合美墨加协定（USMCA）规定的加拿大和墨西哥货物，以及根据多米尼加共和国-中美洲自由贸易协定，作为哥斯达黎加、多米尼加共和国、萨尔瓦多、危地马拉、洪都拉斯或尼加拉瓜货物免税进口的纺织品和服装。除当日采取的措施外，特朗普还指示美国贸易代表办公室利用其第301条赋予的权力，调查某些不合理和歧视性的行为、政策和做法。**(2) 威胁加征关税提升至15%**。根据央视新闻2月22日的报道，当地时间2月21日，美国总统特朗普在其社交平台“真实社交”上发文称，将把原本于20日宣布的对全球商品加征10%的进口关税的税率水平提高至15%。

(二) 对特朗普关税政策的影响

总体而言，美国最高法院的裁定，并未实质上改变特朗普使用关税政策对外谋取利益的现实，但是，对其关税政策的实施和落地产生了一定阻碍。

1. 美国特朗普政府关税政策的可能变化。后期，除了根据1974年《贸易法》第122条进行统一加征的关税外，特朗普政府还有以下四类关于关税政策的选择。**选择一，加征单个商品关税。**该选择的可能性较高，比如依据301条款、232条款等众多其他法律条文。**选择二，临时关税延长。**该选择需通过国会表决，虽然特朗普所在的共和党目前在国会参众两院拥有多数席位，但是，考虑到美国最高法院对特朗普关税政策的裁决，该选择实际通过的阻力可能比较大。**选择三，临时关税交替。**该选择仍然沿用1974年《贸易法》第122条，但是对于临时关税到期后，特朗普政府或再次引用并加征关税。该选择实际存在一定法律阻碍，但是，考虑到特朗普本人对于引用相关法律条文的随意性，该选择后期仍然存在一定可能性。**选择四，关税税率交替。**该选择同样沿用1974年《贸易法》第122条，但是根据不同税率进行加征关税，如以5%、10%或15%等，进行交替征税。该选择同样存在一定法律阻碍，但是，仍然存在一定可能性。

2. 美国特朗普政府已经开始考虑对单个行业或商品加征关税。根据央视新闻2月24日的消息，当地时间23日，美国媒体报道称美国政府正考虑以“国家安全”为由，对约六个行业加征新一轮关税。知情人士称，拟议关税可能涵盖大型电池、铸铁及铁制配件、塑料管道、工业化学品以及电网和电信设备等行业。这些新关税将独立于近期宣布的全球15%关税措施单独实施。

(三) 对全球经济的影响

1. 对美国经济的影响。由于美国最高法院并未对退还征收的关税进行裁决，具体是否退还将交由下级法院进行裁决。因此，后期或将根据不同企业的诉讼情况，前期收取的关税或部分退还。为此，市场预计或加大美国政府财政赤字。并且，当前，美国进口关税相对降低，进口货增加，进而增大贸易赤字，或对美国GDP增长形成压制，美联储降息时点或相对提前，或带动美元指数相对走弱。

2. 对中国经济的影响。目前美国政府采取的是对各贸易伙伴输美商品进行统一加征关税，中国输美商品税率大体降低月5%（以加征15%临时关税进行估算），并且转口关税得以取消，因此中国商品的竞争力相对提升。总体而言，中国商品竞争力相对提高，有利于进口进一步改善。

3. 对全球经济而言的影响。短期内或将带动市场情绪相对缓和。但是，中长期而言，尤其是在特朗普本届任期结束前（2029年1月），其关税政策仍然存在多变的可能，对全球经贸活动仍然存在扰动。



(四) 对全球金融市场的影响

1. **增大市场不确定性。**由于特朗普本人对关税政策的热衷，后期，其仍然使用“关税大棒”的可能性较高。但是，对于具体加征关税的商品种类、税率、执行时间等核心信息，均存在高度不确定性。因此，特朗普关税政策对全球金融市场仍然存在一定冲击，市场避险情绪或相对提升。中长期来说，利好黄金、白银等具有避险属性的大宗商品。

2. **形成相对弱势美元。**根据上文的分析，并且，结合美国 2025 年四季度 GDP 表现不及预期以及 1 月物价水平处于相对低位，美联储降息操作或相对提前，美元指数或相对走弱，对以美元计价的全球大宗商品或形成利好，如原油、黄金、白银等。

(五) 输美商品最新关税

根据美国总统特朗普的最新表态，以及 2025 年 1 月前特朗普就任美国总统前的关税水平，目前部分美国贸易伙伴输美商品的总体关税大体包括基础关税和临时关税，其中临时关税为加征关税，按 15% 进行估算。

1. **美国贸易伙伴输美商品关税。**(1) 欧盟 15%，此前 15%，存在美欧经贸协议；(2) 日本 15%，此前 15%，存在美日经贸协议；(3) 韩国 15%，此前 15%，存在美韩经贸协议；(4) 中国 28%（基础 13%，临时 15%），此前 33%，存在中美经贸协议；取消“对等关税” 10%、芬太尼关税 10%；(5) 加拿大 0%（符合美墨加协议，实际或高于 0），此前 35%；取消 35% 额外关税；(6) 巴西 15%（基础 0，临时关税 15%），此前 50% 以下；取消 10% “对等关税”、取消 40% 额外关税；(7) 印度 41%（26% 基础关税+15% 临时关税），此前 70%；取消 18% “对等关税”，取消 25% 惩罚性关税。以上为预估的平均关税，实际关税水平以官方信息为准。

2. **美国与各国达成的经贸协议的优先级或高于临时关税的层级。**美国贸易代表贾米森·格里尔 20 日接受采访时表示，美国与其他国家业已达成的贸易协议必须得到遵守，即便协议所规定的关税税率更高；他举例称，马来西亚、柬埔寨输美商品的关税税率将维持在 19%。

3. **美国与贸易伙伴的经贸协议存在重新谈判的可能。**目前，美国与其众多贸易伙伴已经达成经贸协议，包括但不限于，中美经贸协议、美欧经贸协议、美英经贸协议、美日经贸协议、美韩经贸协议、美印经贸协议等。但是，以上经贸协议的达成的背景，是基于美国特朗普政府 2025 年推行的所谓“对等关税”。因此，随着美国最高法院判决该关税政策违法，美国与贸易伙伴的经贸协议可能会重新谈判。

4. **中美经贸关系。**(1) **中美关系。**根据新华社 2 月 24 日的报道，就美方表示美国总统特朗普将于 3 月底 4 月初访华，外交部发言人毛宁 24 日在例行记者会上答问时表示，元首外交对中美关系发挥着不可替代的战略引领作用。中美双方就特朗普总统访华事宜保持着沟通。(2) **中美经贸磋商。**根据中国商务部 2 月 24 日的消息，商务部新闻发言人就美近期关税调整举措答记者问时表示，中方正密切关注并将全面评估美方相关举措，后续将视情适时决定调整针对美方原芬太尼关税和对等关税的反制措施。中方一贯反对各种形式的单边关税措施，敦促美方取消并不再加征有关单边关税。实践已一再证明，中美双方合则两利，斗则俱伤。中方愿与美方在将于近期举行的第 6 轮中美经贸磋商中开展坦诚磋商。



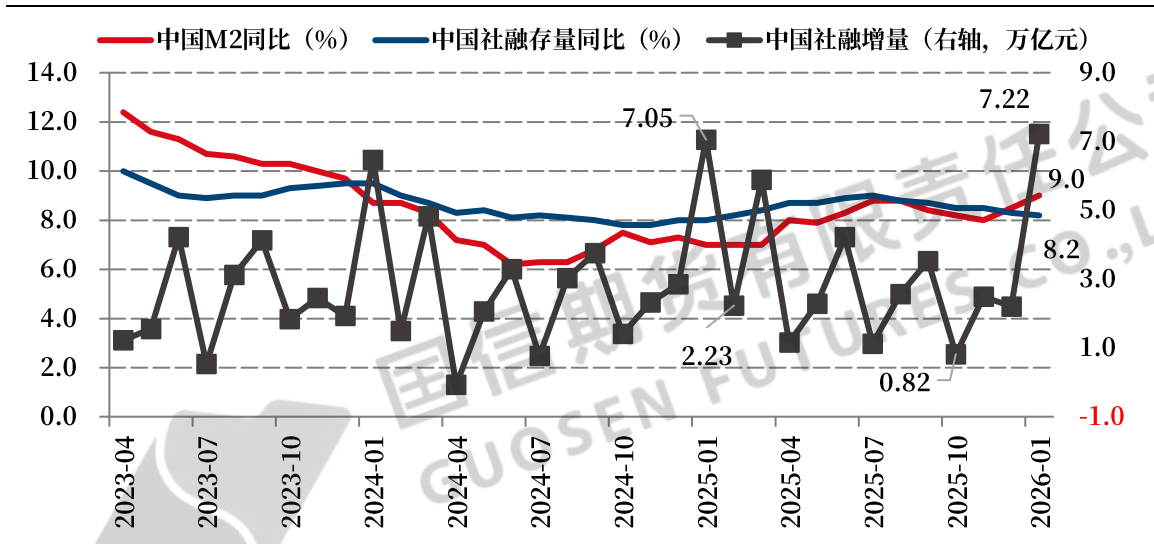
三、中国宏观核心指标

(一) 货币供给

1月货币供给总量相对好转，M2同比和社融存量同比均录得高增长，结构性矛盾延续改善。1月末，广义货币(M2)同比增长9.0%；狭义货币(M1)同比增长4.9%；流通中货币(M0)同比增长2.7%。1月末，社会融资规模存量(简称“社融存量”)同比增长8.2%；1月社会融资规模增量(简称“社融增量”)为7.22万亿元。

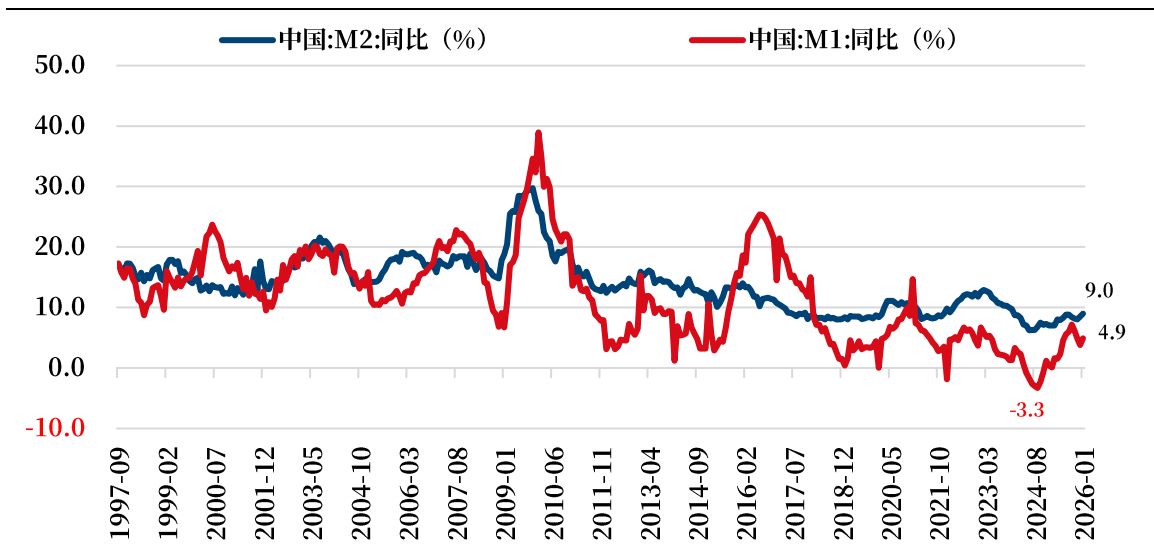
以上表现的部分原因，或得益于季节性效应，以及春节错月因素对基数的影响。(1)货币供给总量方面，1月M2同比增速回升至9.0%，社融存量同比增速维持8.0%以上，总体稳定。(2)货币供给结构性方面，1月M1同比增速4.9%，较去年末扩大1.1个百分点。(3)社融增量方面，1月社融增量录得7.22万亿元，较去年同期多增约1660亿元，为2002年有数据以来的历史最高单月增量；其中，1月，新增人民币贷款4.90万亿元，表现较好；企业债券融资新增5033亿元，较去年同期多增579亿元；政府债券新增9764亿元，较去年同期多增2831亿元。

图1：社融和M2



数据来源：Wind 国信期货

图2：M1和M2



数据来源：Wind 国信期货



(二) 物价水平

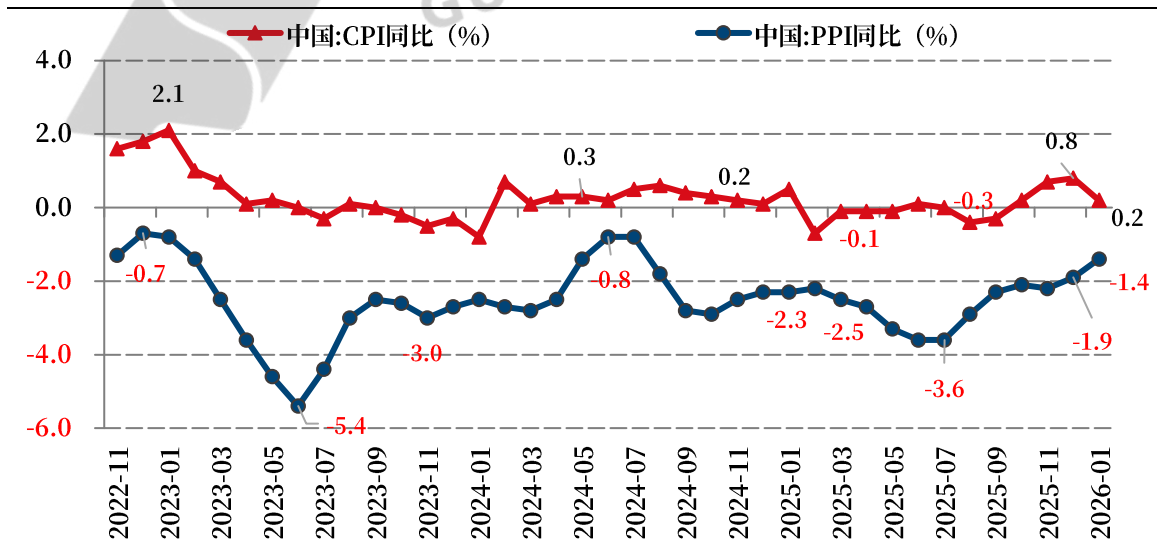
1月物价水平相对稳定,春节错月因素产生部分影响。1月全国居民消费价格指数(CPI)同比上涨0.2%;1月工业生产者出厂价格指数(PPI)同比下跌1.4%。

综合来看,1月CPI同比涨幅有所收窄,PPI同比跌幅相对收窄,以上变化部分原因来自春节的错月因素。1月CPI同比中,猪肉价格向下拉动作用仍然较大,能源价格向下拉动作用有所增大;另一方面,鲜菜价格向上拉动作用相对减小。1月,PPI同比跌幅相对收窄、环比涨幅有所增大。

CPI同比方面。1月CPI同比上涨0.2%,从CPI分大类来看,其他用品及服务上涨13.2%、生活用品及服务上涨2.6%、衣着上涨1.9%、医疗保健上涨1.7%、教育文化娱乐持平;居住下降0.1%、食品烟酒下降0.2%、交通通信下跌3.4%。食品中,猪肉价格下降13.7%,影响CPI下降约0.28个百分点,向下拉动作用仍然较大;鲜菜价格上涨6.9%,影响CPI上涨约0.12个百分点。同时,1月份,能源价格下降5.0%,影响CPI同比下降约0.34个百分点,对CPI同比的下拉影响比上月增加约0.06个百分点,其中汽油价格同比下降11.4%,降幅比上月扩大3.0个百分点。

PPI同比方面。1月PPI同比下降1.4%;分PPI的两个大项来看,1月,生产资料价格同比下降1.3%,影响PPI下降约1.06个百分点;其中,采掘工业价格下降8.1%,原材料工业价格下降2.0%,加工工业价格下降0.4%。PPI两个大项的另一项为生活资料价格,1月PPI的生活资料价格同比下降1.7%,影响PPI下降约0.38个百分点;其中,食品价格下降1.9%,衣着价格下降0.7%,一般日用品、耐用消费品价格均下降1.8%。从PPI分行业来看,1月,30个主要行业,同比上涨5个行业、同比下跌25个行业;其中,同比跌幅较大的行业有,石油、煤炭及其他燃料加工业下跌11.5%、石油和天然气开采业下跌16.7%、煤炭开采和洗选业下跌9.8%;1月PPI同比涨幅居前的行业有,有色金属矿采选业上涨22.7%、有色金属冶炼和压延加工业上涨17.1%。

图3: 物价水平



数据来源: Wind 国信期货

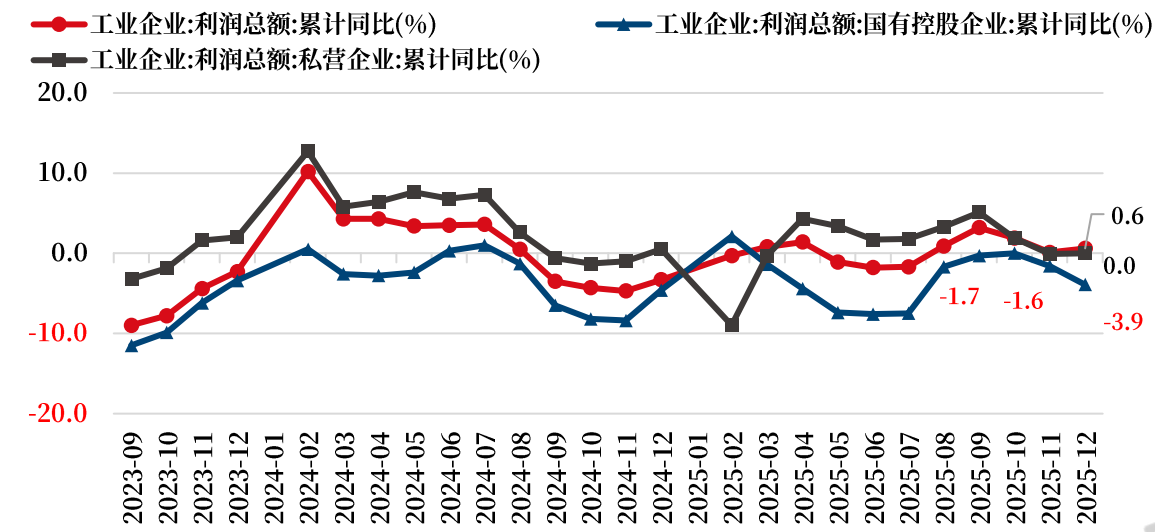
(三) 企业利润和库存

2025年,规上工业企业利润总体相对好转,较去年录得正增长。分企业类型来看,国有控股企业利润下跌3.9%,私营企业利润持平,外商及港澳台企业利润上涨4.2%。2025年,规上工业企业库存总体维持



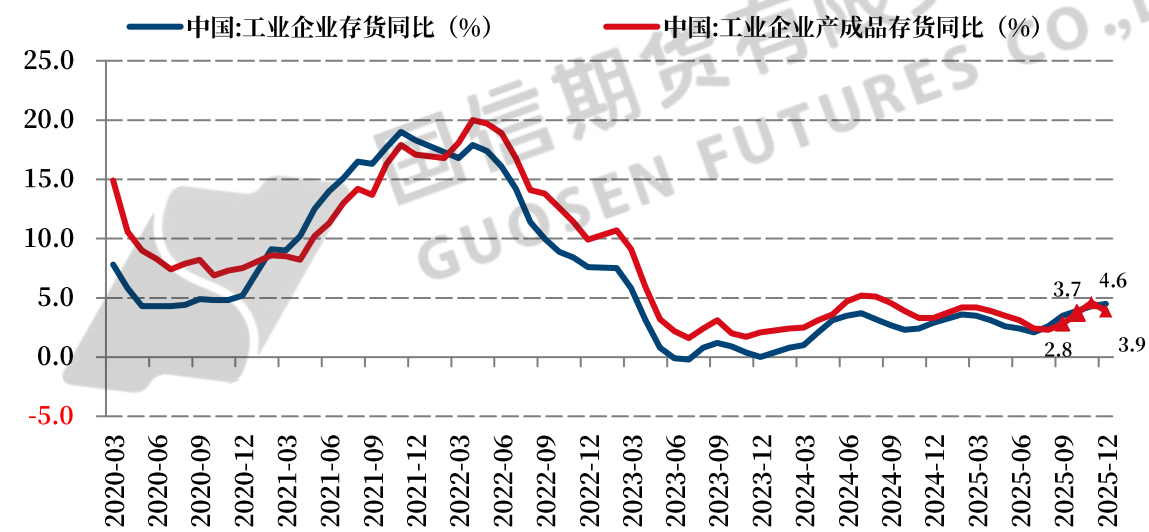
相对低位；2025 年末为上涨 3.9%。

图 4：规上工业企业利润



数据来源：Wind 国信期货

图 5：规上工业企业库存

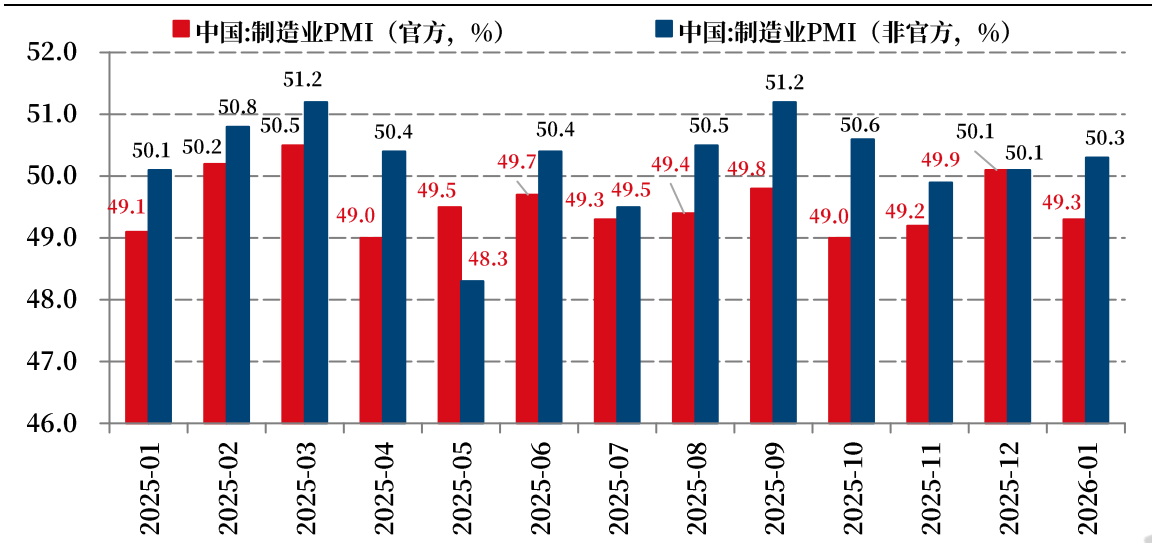


数据来源：Wind 国信期货

(四) 制造业景气度

1月制造业和非制造业景气指数均跌落收缩区间。1月官方制造业PMI为49.3%，较2025年12月的50.1%回落0.8个百分点。从官方制造业PMI分类指数来看，1月，生产指数为50.6%，相对稳健；新订单指数为49.2%、有所回落，其中新出口订单指数为47.8%；原材料库存指数为47.4%，从业人员指数为48.1%，供应商配送时间指数为50.1%。从非制造业商务活动指数来看，1月为49.4%，较12月的50.2%回落0.8个百分点。

图 6：制造业景气度



数据来源：Wind 国信期货

四、人民币汇率

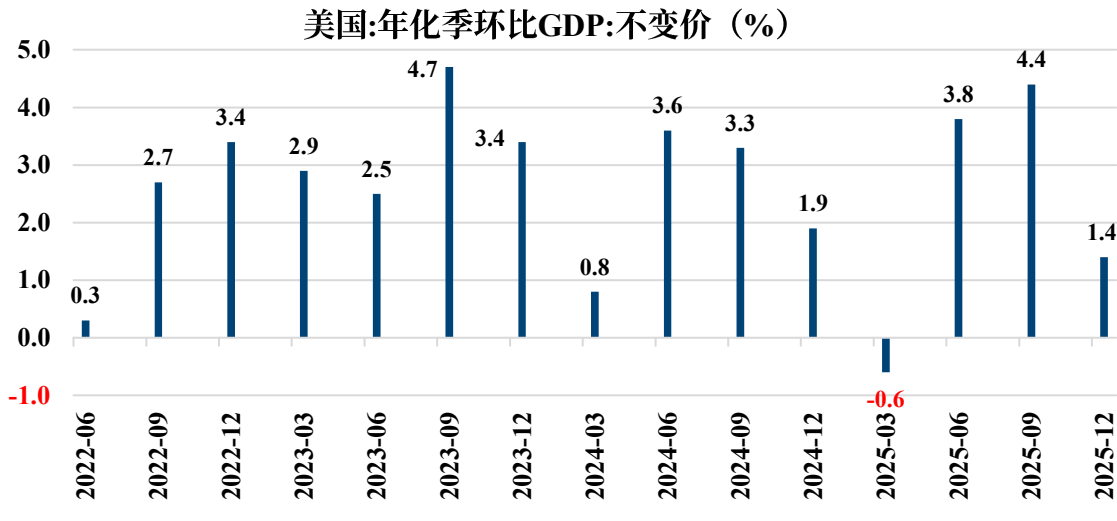
(一) 美联储短期大概率仍然维持利率不变，关税和地缘或影响美元指数

美国四季度 GDP 表现不及预期，物价维持低位、劳动力稳健。(1) 四季度 GDP 表现不及预期。根据美国经济分析局的数据，美国 2025 年四季度实际 GDP 年化季环比初值 1.4%、预期 2.8%、前值 4.4%。美国 2025 年四季度 GDP 表现不及预期，为后期美联储降息操作创造了一定条件。(2) 1 月物价维持相对低位。美国 1 月 CPI 同比 2.4%、预期 2.5%、前值 2.7%，1 月核心 CPI 同比 2.5%、预期 2.5%、前值 2.6%。美国 1 月物价水平维持相对低位，为后期美联储降息操作创造了一定条件。(3) 1 月劳动力市场相对稳健。美国 1 月非农就业人口新增 13 万人、预期 6.5 万人、前值由 5 万人下修至 4.8 万人，年度非农下修 86.2 万；美国 1 月失业率 4.3%、预期 4.4%、前值 4.4%。虽然美国年度非农就业数据大幅下修，但是，美国 1 月新增非农就业人口表现好于预期，且失业率略有下滑，反映出美国劳动力市场相对好转，美联储短期降息紧迫性相对降低。

美联储主席候选人提名一度引起市场波动，近期相对缓解。根据央视新闻 1 月 30 日的报道，美国总统特朗普提名美联储前理事凯文·沃什为下任美联储主席，这一提名还需获得参议院批准。美联储现任主席鲍威尔将于 2026 年 5 月结束美联储主席任期。(1) 市场普遍认为沃什或倾向于相对紧缩的货币政策，尤其是对于“缩表”的政策倾向。(2) 但是，需要注意的是，美联储理事会具有投票权的委员为 12 位，后期如果沃什就任美联储主席，其余委员均可根据自身货币政策倾向做出投票。(3) 虽然特朗普明确表示，沃什未明确答应其降息的要求，但是，考虑到特朗普对于美联储降息的执着以及对美联储独立性的多次挑战，后期仍需关注美联储大幅宽松的可能性。(4) 目前，美联储仍然处在小幅“扩表”的阶段，且美联储货币政策仍需以美国物价水平和劳动力市场作为判断依据。

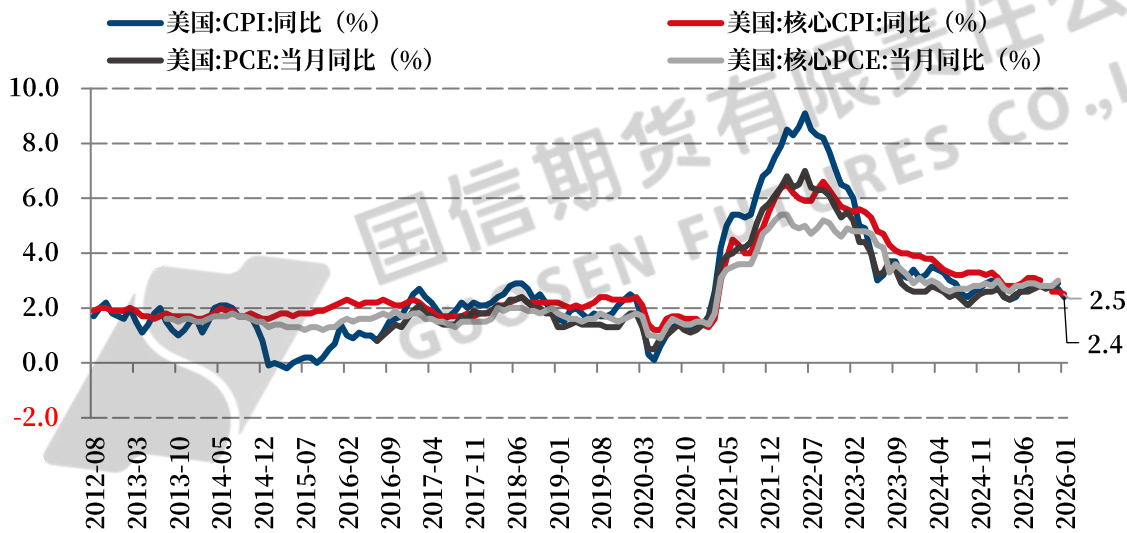


图 7：美国 GDP



数据来源：Wind 国信期货

图 8：美国物价水平

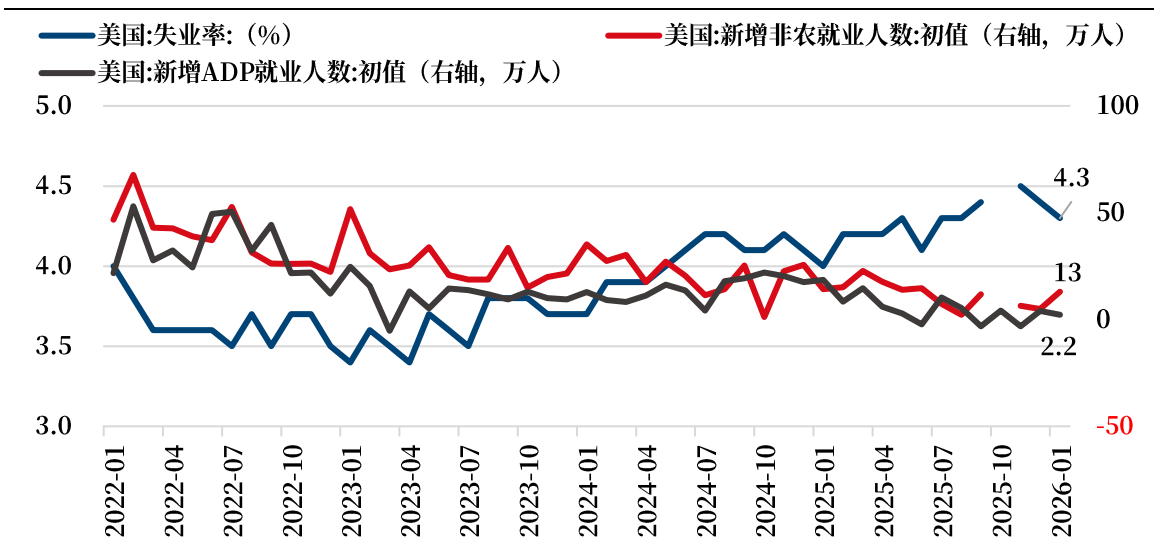


数据来源：Wind 国信期货

后期展望。(1) 2月，美元指数围绕97震荡运行，但是，目前来看，美联储短期降息紧迫性相对较低。根据CME美元利率期货显示，截至北京时间3月1日，市场预计美联储3月19日维持利率不变的概率高达92.6%，4月30日维持利率不变的概率高达75.4%。(2) 美国特朗普政府关税政策对美联储货币政策仍有影响。后期，美国特朗普政府违法收取的关税或部分退还。为此，市场预计或加大美国政府财政赤字，并对美国GDP增长形成压制，美联储降息时点或相对提前，或带动美元指数相对走弱。(3) 2月28日，美国和以色列对伊朗发动联合军事行动，伊朗最高领袖遇害。随着伊朗最高领袖的遇害，伊朗方面的抵抗或相对缓和，中东地缘局势的紧张氛围或相对缓解。后期，仍需关注伊朗国内方面动向，如伊朗新政权的情况。尤其需关注后期美伊谈判能否重启。随着伊朗局势的相对缓解，并且由于此前OPEC发布消息，准备增加产能，国际原油价格或冲高相对回落。关注国际原油价格的波动，以及对美联储后期降息操作的影响。(4) 中性预计，3月份美元指数或相对震荡偏弱，区间或在95至98。2026年美联储或分两次累计降息50个基点；两次可能降息时点或为2026年6月以及四季度。

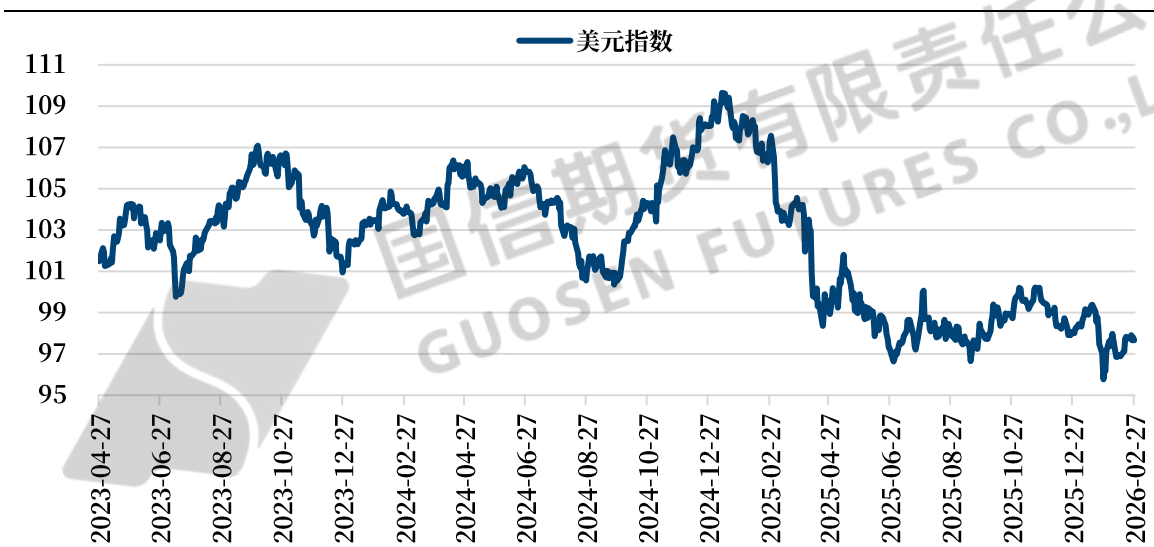


图 9：美国劳动力市场



数据来源：Wind 国信期货

图 10：美元指数



数据来源：Wind 国信期货

（二）人民币持续升值，人行调降远期售汇外汇风险准备金率

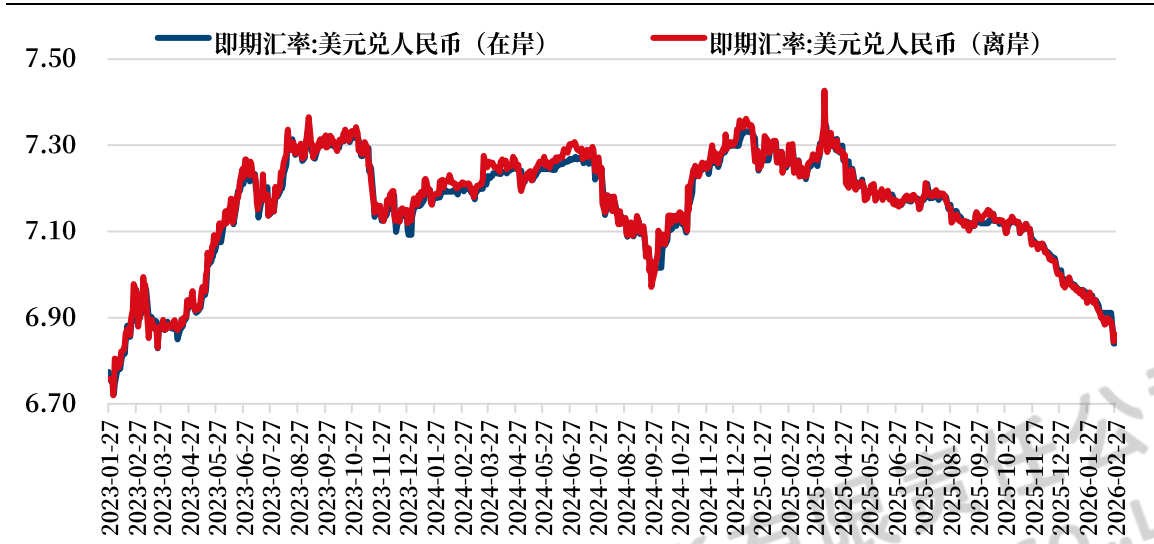
将远期售汇业务的外汇风险准备金率下调为 0，缓解人民币单边升值压力。根据中国人民银行 2 月 27 日的消息，为促进外汇市场发展，支持企业管理好汇率风险，中国人民银行决定自 2026 年 3 月 2 日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20% 下调至 0。中国人民银行发布将远期售汇业务的外汇风险准备金率下调为 0 之后，商业银行法定外汇准备金相对降低，可增加外汇库存现金，此举有助于商业银行在外汇市场增大远期售汇规模，即可增强商业银行卖出美元的灵活性，对近期人民币单边升值压力起到一定缓解作用。以上消息发布后，人民币短线相对走贬，离岸美元兑人民币升破 6.85。

2 月基础货币投放维持宽松，政策利率保持不变。（1）政策利率和 LPR 报价。根据中国人民银行的数据，2 月份，7 天期逆回购利率维持不变。同时，2 月份，1 年期和 5 年期以上贷款市场报价利率（LPR）维持不变。（2）MLF。2 月 25 日，中国人民银行以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 6000 亿元 MLF 操



作，期限为1年期。由于2月有3000亿元MLF到期，因此，2月MLF净投放量为3000亿元。**(3) 买断式逆回购。**2月4日和2月13日，中国人民银行分别开展8000亿元和10000亿元买断式逆回购操作，因此，2月合计开展了1.8万亿元买断式逆回购操作。考虑到2月有1.2万亿元买断式逆回购到期，因此，2月买断式逆回购净投放量为6000亿元。**(3) 基础货币投放。**通过MLF和买断式逆回购两种工具，2月净投放量为9000亿元，货币政策延续宽松。

图 11: 人民币汇率



数据来源: Wind 国信期货

后期展望。(1)根据 iFinD, 近日人民币延续升值, 在岸美元兑人民币跌破 6.84、盘中最低录得 6.8310, 离岸美元兑人民币跌破 6.83、盘中最低录得 6.8271, 人民币表现为 2023 年 3 月以来的最强水平。(2) 人行本次调降调降远期售汇外汇风险准备金率, 政策信号较为明确, 短期内, 人民币升值压力有望有所缓解, 人民币或相对走贬。但是, 从 2026 年全年来看, 人民币或仍然相对偏强运行。(3) 中性预计, 3 月份, 人民币或仍然震荡相对偏弱运行, 区间或为 6.85 至 6.95, 中枢或在 6.90 下方。

五、总结

1 月国内物价水平稳定, 货币供给总量相对好转、结构性矛盾延续改善。1. 货币供给方面, 1 月货币供给总量相对好转, M2 同比和社融存量同比均录得高增长; 1 月结构性矛盾延续改善, M1 同比增速为 4.9。2. 物价水平方面, 1 月物价水平相对稳定, 春节错月因素产生部分影响; CPI 同比上涨 0.2%, PPI 同比下跌 1.4%。3. 制造业景气度方面, 1 月制造业和非制造业景气指数均跌落收缩区间, 其中官方制造业 PMI 为 49.3%。4. 企业利润和库存方面, 2025 年, 规上工业企业利润总体相对好转, 较去年录得正增长, 同比上涨 0.6%; 2025 年, 规上工业企业库存总体维持相对低位, 年末为上涨 3.9%。

美国大规模关税政策被判违法。1. **美国最高法院的裁定。**当地时间 20 日, 美国最高法院裁定, 特朗普政府依据《国际紧急经济权力法》实施的相关大规模关税措施缺乏明确法律授权。美最高法院当天并未就已征收关税是否退还及如何退还作出明确说明。2. **美国特朗普政府的反击。**(1) **重新加征 10% 已经生效。**根据央视新闻 2 月 21 日的报道, 当地时间 2 月 20 日, 美国白宫发表声明表示, 美国总统特朗普当日签署了一项公告, 宣布征收临时进口关税。特朗普援引了 1974 年《贸易法》第 122 条赋予的权力, 该条款授权总统通过附加费和其他特殊进口限制来解决某些根本性的国际支付问题。该公告规定对进口到美国的商品征收 10% 的从价进口关税, 为期 150 天。(2) **威胁加征关税提升至 15%。**根据央视新闻 2 月 22 日的报道,



当地时间 2 月 21 日，美国总统特朗普在其社交平台“真实社交”上发文称，将把原本于 20 日宣布的对全球商品加征 10% 的进口关税的税率水平提高至 15%。**2. 对特朗普关税政策的影响。**总体而言，美国最高法院的裁定，并未实质上改变特朗普使用关税政策对外谋取利益的现实，但是，对其关税政策的实施和落地产生了一定阻碍。**3. 对全球经济的影响。****(1) 对美国经济的影响。**后期或将根据不同企业的诉讼情况，前期收取的关税或部分退还。为此，市场预计或加大美国政府财政赤字。并且，当前，美国进口关税相对降低，进口货增加，进而增大贸易赤字，或对美国 GDP 增长形成压制，美联储降息时点或相对提前，或带动美元指数相对走弱。**(2) 对中国经济的影响。**目前美国政府采取的是对各贸易伙伴输美商品进行统一加征关税，中国输美商品税率大体降低月 5%（以加征 15% 临时关税进行估算），并且转口关税得以取消，因此中国商品的竞争力相对提升。总体而言，中国商品竞争力相对提高，有利于进口进一步改善。**(3) 对全球经济而言的影响。**短期内或将带动市场情绪相对缓和。但是，中长期而言，尤其是在特朗普本届任期结束前（2029 年 1 月），其关税政策仍然存在多变的可能，对全球经贸活动仍然存在扰动。**4. 对全球金融市场的影响。****(1) 增大市场不确定性。**由于特朗普本人对关税政策的热衷，后期，其仍然使用“关税大棒”的可能性较高。但是，对于具体加征关税的商品种类、税率、执行时间等核心信息，均存在高度不确定性。因此，特朗普关税政策对全球金融市场仍然存在一定冲击，市场避险情绪或相对提升。中长期来说，利好黄金、白银等具有避险属性的大宗商品。**(2) 形成相对弱势美元。**根据上文的分析，并且，结合美国 2025 年四季度 GDP 表现不及预期以及 1 月物价水平处于相对低位，美联储降息操作或相对提前，美元指数或相对走弱，对以美元计价的全球大宗商品或形成利好，如原油、黄金、白银等。

美联储短期大概率仍然维持利率不变，关税和地缘或影响美元指数。**1. 美国四季度 GDP 表现不及预期，物价维持低位、劳动力稳健。**根据美国经济分析局的数据，美国 2025 年四季度实际 GDP 年化季环比初值 1.4%、预期 2.8%、前值 4.4%。美国 2025 年四季度 GDP 表现不及预期，为后期美联储降息操作创造了一定条件。美国 1 月 CPI 同比 2.4%、预期 2.5%、前值 2.7%，1 月核心 CPI 同比 2.5%、预期 2.5%、前值 2.6%。美国 1 月非农就业人口新增 13 万人、预期 6.5 万人、前值由 5 万人下修至 4.8 万人，年度非农下修 86.2 万；美国 1 月失业率 4.3%、预期 4.4%、前值 4.4%。**2. 美联储主席候选人提名一度引起市场波动，近期相对缓解。**美国总统特朗普提名美联储前理事凯文·沃什为下任美联储主席，市场普遍认为沃什或倾向于相对紧缩的货币政策，尤其是对于“缩表”的政策倾向。目前，美联储仍然处在小幅“扩表”的阶段，且美联储货币政策仍需以美国物价水平和劳动力市场作为判断依据。**3. 后期展望。**目前来看，美联储短期降息紧迫性相对较低。根据 CME 美元利率期货显示，截至北京时间 3 月 1 日，市场预计美联储 3 月 19 日维持利率不变的概率高达 92.6%，4 月 30 日维持利率不变的概率高达 75.4%。美国特朗普政府关税政策对美联储货币政策仍有影响。后期，美国特朗普政府违法收取的关税或部分退还。为此，市场预计或加大美国政府财政赤字，并对美国 GDP 增长形成压制，美联储降息时点或相对提前，或带动美元指数相对走弱。2 月 28 日，美国和以色列对伊朗发动联合军事行动，伊朗最高领袖遇害。随着伊朗最高领袖的遇害，伊朗方面的抵抗或相对缓和，中东地缘局势的紧张氛围或相对缓解。后期，仍需关注伊朗国内方面动向，如伊朗新政权的情况。尤其需关注后期美伊谈判能否重启。随着伊朗局势的相对缓解，并且由于此前 OPEC 发布消息，准备增加产能，国际原油价格或冲高相对回落。关注国际原油价格的波动，以及对美联储后期降息操作的影响。中性预计，3 月份美元指数或相对震荡偏弱，区间或在 95 至 98。2026 年美联储或分两次累计降息 50 个基点；两次可能降息时点或为 2026 年 6 月以及四季度。

人民币持续升值，人行调降远期售汇外汇风险准备金率。**1. 将远期售汇业务的外汇风险准备金率下调为 0，缓解人民币单边升值压力。**根据中国人民银行 2 月 27 日的消息，中国人民银行决定自 2026 年 3 月 2 日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20% 下调至 0。中国人民银行发布将远期售汇业务的外汇风险准备金率下调为 0 之后，商业银行法定外汇准备金相对降低，可增加外汇库存现金，此举有助于商业银行在外汇市场增大远期售汇规模，即可增强商业银行卖出美元的灵活性，对近期人民币单边升值压力起到一定缓解作用。**2. 2 月基础货币投放维持宽松，政策利率保持不变。**通过 MLF 和买断式逆回购两种工具，2 月净投放量为 9000 亿元，货币政策延续宽松。**3. 后期展望。**根据 iFinD，近日人民币延续升值，在岸美元



兑人民币跌破 6.84、盘中最低录得 6.8310，离岸美元兑人民币跌破 6.83、盘中最低录得 6.8271，人民币表现为 2023 年 3 月以来的最强水平。人行本次调降调降远期售汇外汇风险准备金率，政策信号较为明确，短期内，人民币升值压力有望有所缓解，人民币或相对走贬。但是，从 2026 年全年来看，人民币或仍然相对偏强运行。中性预计，3 月份，人民币或仍然震荡相对偏弱运行，区间或为 6.85 至 6.95，中枢或在 6.90 下方。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

