



## 海外货币延续分化，国内倾向结构性宽松

### 核心观点

美国方面，1月制造业超预期扩张，服务业表现较强韧性，但高物价导致需求以及就业承压，隐忧仍存。美国1月通胀数据整体偏“温和”，但核心通胀坚挺，加之劳动力市场趋稳，可能使美联储在一段时间内维持利率不变。欧洲方面，目前欧洲地区的通胀水平趋于缓和，由于通胀接近2%的中期目标且经济持续增长，欧洲央行继续货币宽松的必要性下降。不过近期欧美关税生变，也需要关注欧洲经济基本面可能受到关税政策不确定性的扰动。日本方面，目前日本政府的财政扩张政策与日本央行货币紧缩政策未构成协调发力，反而可能陷入政策困境。后续重点关注日本央行在这种政策困境中的选择。后续重点关注日本政府对日本央行的影响，以及日本央行在这种政策困境中的选择。

中国方面，1月宏观经济数据表现相对积极：因季节性因素，制造业PMI低于荣枯线，但是生产与价格指数均表现较强；CPI环比继续改善，PPI同比跌幅收窄；一季度政策利好预期作用下，社融与信贷数据走出开门红。不过央行在去年四季度货币政策报告更多强调货币政策与财政政策要协同发力，这意味着央行的货币政策更倾向于结构性宽松，因为财政政策是结构性的。总的来说，短期内央行全面降息的可能性较低，不过适度宽松的总基调不变，未来仍存降息可能，可持续关注国内宏观经济指标的表现情况。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

姓名：龙奥明

宝城期货投资咨询部

从业资格证号：F3035632

投资咨询证号：Z0014648

电话：0571-87006873

邮箱：longaoming@bcqhgs.com

报告日期：2026年2月27日

作者声明：本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，期货投资咨询资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

## 正文目录

1 国际宏观.....	4
1.1 美国：基本面有韧性，美联储降息节奏放缓.....	4
1.2 欧洲：通胀温和，货币政策回归中性.....	6
1.3 日本：陷入货币紧缩与财政扩张的困境.....	7
2 国内宏观.....	8
2.1 景气指数：制造业 PMI 低于荣枯线.....	8
2.2 物价指数：CPI 环比继续改善，PPI 同比跌幅收窄.....	10
2.3 社融信贷：信贷数据走出开门红.....	11
2.4 货币政策：央行倾向结构性宽松政策.....	13
3 总结.....	13

## 图表目录

图 1 美国消费者信心指数与通胀预期指数.....	4
图 2 美国 ISM 制造业 PMI 与服务业 PMI .....	5
图 3 美国 ISM 制造业 PMI 与服务业 PMI 重要分项.....	5
图 4 美国通胀数据.....	6
图 5 美国国债收益率.....	6
图 6 欧洲通胀温和.....	7
图 7 日本 CPI 数据.....	8
图 8 日本国债收益率.....	8
图 9 制造业 PMI 有所走弱.....	9
图 10 制造业 PMI 重要分项指标.....	9
图 11 CPI 环比继续改善.....	10
图 12 PPI 同比跌幅放缓.....	11
图 13 社融增量数据 .....	12
图 14 新增人民币贷款.....	12
图 15 企业部门新增中长期贷款.....	12
图 16 企业部门新增短期贷款.....	12
图 17 企业部门新增票据融资.....	12
图 18 居民部门新增中长期贷款.....	12
图 19 居民部门新增短期贷款.....	12
图 20 LPR 保持不变 .....	13

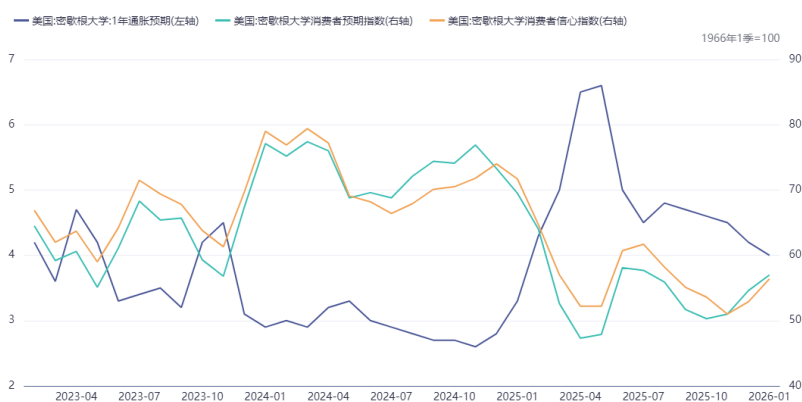
## 1 国际宏观

美国方面，1月制造业超预期扩张，服务业表现较强韧性，但高物价导致需求以及就业承压，隐忧仍存。美国1月通胀数据整体偏“温和”，但核心通胀坚挺，加之劳动力市场趋稳，可能使美联储在一段时间内维持利率不变。欧洲方面，目前欧洲地区的通胀水平趋于缓和，由于通胀接近2%的中期目标且经济持续增长，欧洲央行继续货币宽松的必要性下降。不过近期欧美关税生变，也需要关注欧洲经济基本面可能受到关税政策不确定性的扰动。日本方面，目前日本政府的财政扩张政策与日本央行货币紧缩政策未构成协调发力，反而可能陷入政策困境。后续重点关注日本央行在这种政策困境中的选择。后续重点关注日本政府对日本央行的影响，以及日本央行在这种政策困境中的选择。

### 1.1 美国：基本面有韧性，美联储降息节奏放缓

随着2025年关税风波的影响边际递减，消费者的通胀预期有所走弱，而企业经营者信心以及消费者信心有所回升。这是因为虽然进口成本增加，但是需求增速放缓以及进口成本增加向终端的传递存在滞后性。不过目前消费者信心指数仍处于偏低水平，说明输入性价格上升带来的负面冲击仍存。

图 1 美国消费者信心指数与通胀预期指数



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

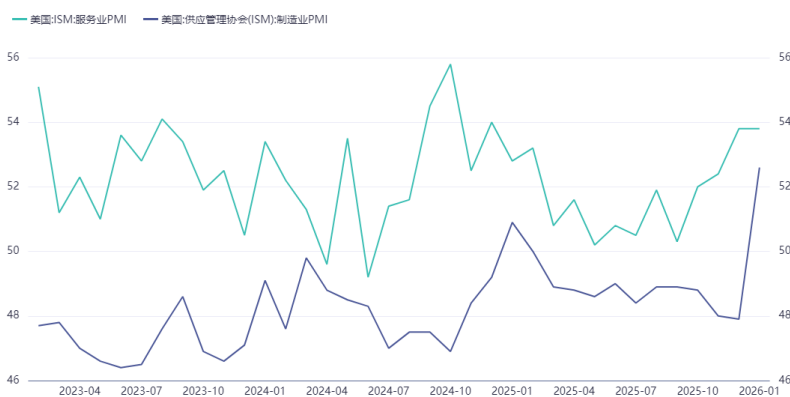
从前瞻性指标 PMI 来看，1月美国制造业超预期扩张，服务业表现较强韧性，但高物价导致需求以及就业承压，隐忧仍存。

具体来看，美国1月ISM制造业PMI指数从前一个月的47.9大幅升至52.6，远高于预期的48.5，主要受新订单和产出稳健增长的提振。虽然制造业PMI数据释放出积极信号，不过1月份通常是节后补货的月份，且由于持续存在的关税问题，部分采购行为可能是为了提前应对预期中的价格上涨。另外，就业指数48.1，预期46，前值44.9，表明制造业就业人数仍在下降，但降幅有所放缓。物价支付指数59，创下四个月新高，预期59.3，前值58.5，表明制造商在高企的投入成本方面几乎未见缓解。由于终端对高物价的抵触情绪较强，后

续需要关注高物价对企业销售活动的影响，这关系到企业新订单以及高开工的可持续性。

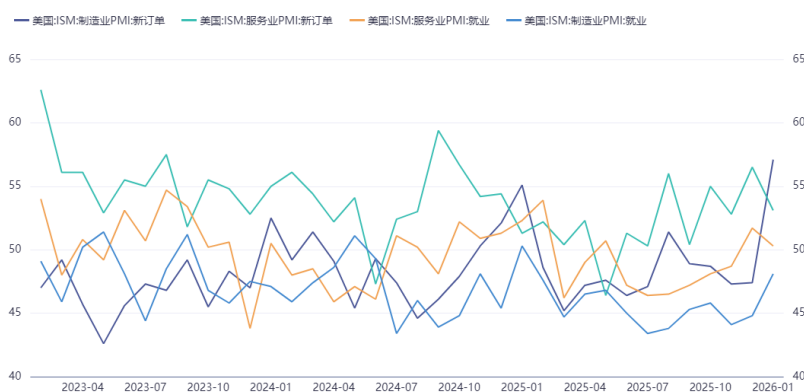
美国 1 月 ISM 服务业 PMI 指数为 53.8，持平于 2024 年 10 月以来的最高水平，好于预期。商业活动回升支撑了整体指数，但新订单增长放缓，就业几乎没有扩张，价格指数创三个月高点。新订单指数从一年高位回落至 53.1，海外需求明显走弱，出口订单以 2023 年 3 月以来最快的速度萎缩。价格方面，服务和原材料支付价格指数升至 66.6，为三个月高点。就业指数录得 50.3，较 12 月下降 1.4 个点，仍勉强位于扩张区间。因此成本端价格上升对服务业需求以及就业构成持续压制，虽然企业间充分竞争对物价传导有所抑制，但是若持续高物价将冲击服务需求，进而对企业的招聘策略造成打击，从而可能导致服务业陷入萎缩的风险，后续需关注服务业需求与就业的表现情况。

图 2 美国 ISM 制造业 PMI 与服务业 PMI



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 3 美国 ISM 制造业 PMI 与服务业 PMI 重要分项

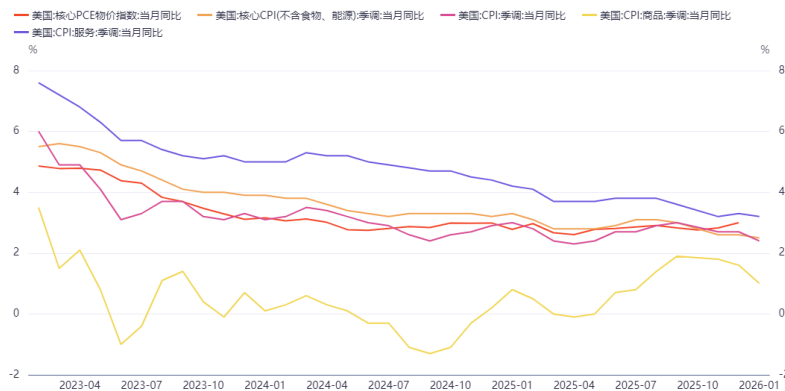


数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

通胀方面，美国 1 月通胀数据整体偏“温和”，CPI 同比回落至 2.4%且低于预期，核心 CPI 同比降至 2.5%，创 2021 年以来最低水平，但月度核心通胀在服务价格带动下仍有韧性。美联储的 2%通胀目标主要参考 PCE 价格指数，但无论 CPI 还是 PCE 都仍高于目标水平。在就业市场方面，1 月就业增长加快，

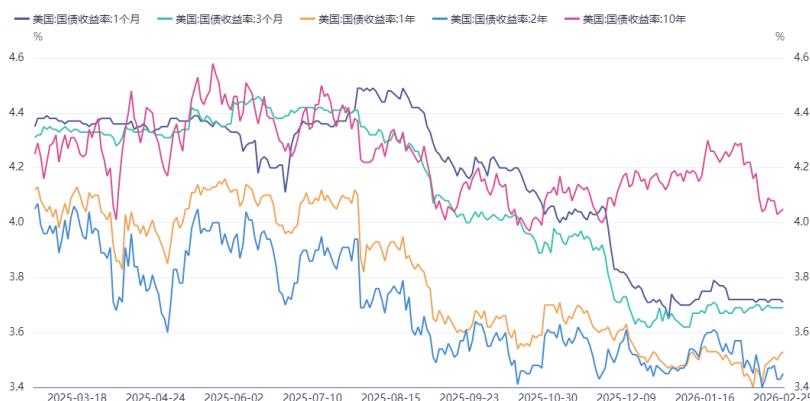
失业率从12月的4.4%降至4.3%。总的来说，通胀数据低于预期，但核心通胀坚挺，加之劳动力市场趋稳，可能使美联储在一段时间内维持利率不变。从美债收益率来看，近期各期限的美债收益率表现分化，长期国债收益率有所回落，但是短期国债收益率表现为上升或持平，这样反应出市场预期美联储降息节奏放缓的情况。

图 4 美国通胀数据



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 5 美国国债收益率



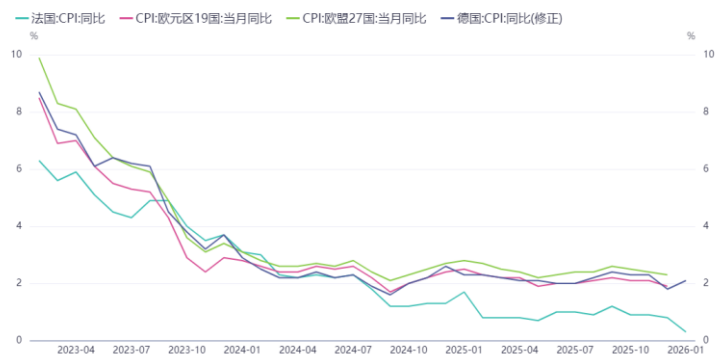
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

## 1.2 欧洲：通胀温和，货币政策回归中性

欧元区1月通胀率降至1.7%的16个月低点，虽引发部分决策者对物价放缓过度的警告，但整体经济仍显韧性。欧央行在2月5日会议中重申通胀有望在中期稳定于2%目标，并强调将采取逐次会议、依赖数据的方式决定后续路径，不对特定利率走向预先承诺。这是因为目前欧洲地区的通胀水平趋于缓和，由于通胀接近2%的中期目标且经济持续增长，欧洲央行继续货币宽松的必要性下降。

另外考虑到近期美国高院判处特朗普政府基于《国际紧急经济权力法》加征的全球关税违反美国宪法，欧洲议会暂停批准欧美贸易协议。特朗普政府正考虑利用其他法律条文替代，后续欧美之间的关税政策仍存不确定性。因此也需要关注欧洲经济基本面可能受到关税政策不确定性的扰动。

图 6 欧洲通胀温和



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

### 1.3 日本：陷入货币紧缩与财政扩张的困境

目前日本政府采取财政扩张政策，日本首相推出的大规模支出和减税计划很可能进一步加剧通胀压力。而随着通胀率多年来持续高于 2% 的目标，以及紧俏的劳动力市场推高工资，日本央行已于 2024 年退出了此前的刺激政策，并进行了多次加息，日本央行转为紧缩货币政策旨在抑制通胀上行。目前日本政府的财政扩张政策与日本央行货币紧缩政策未构成协调发力，反而可能陷入政策困境。后续重点关注日本政府对日本央行的影响，以及日本央行在这种政策困境中的选择。

日本政府的财政扩张政策倾向以及财政可持续性担忧也在持续推升日债收益率。日本央行加息放缓很大程度上是为了保持债市稳定，但是相应地日元汇率端将明显承压。若日本央行继续回避“保债市”与“稳汇率”之间的根本抉择，仅靠技术性干预难以扭转日元长期弱势，汇率恐将持续扮演政策困局的“泄压阀”，后续关注美元兑日元在 160 的整数关口的表现。

图 7 日本 CPI 数据



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 8 日本国债收益率



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

## 2 国内宏观

1 月宏观经济数据表现相对积极：因季节性因素，制造业 PMI 低于荣枯线，但是生产与价格指数均表现较强；CPI 环比继续改善，PPI 同比跌幅收窄；一季度政策利好预期作用下，社融与信贷数据走出开门红。不过央行在去年四季度货币政策报告更多强调货币政策与财政政策要协同发力，这意味着央行的货币政策更倾向于结构性宽松，因为财政政策是结构性的。总的来说，短期内央行全面降息的可能性较低，不过适度宽松的总基调不变，未来仍存降息可能，可持续关注国内宏观经济指标的表现情况。

### 2.1 景气指数：制造业 PMI 低于荣枯线

1 月份，部分制造业行业进入传统淡季，加之市场有效需求仍显不足，制造业 PMI 为 49.3%，景气水平较上月下降，但生产继续保持扩张。

从企业规模看，大型企业与中小型企业仍表现分化。大型企业 PMI 为 50.3%，比上月下降 0.5 个百分点，仍高于临界点；中、小型企业 PMI 分别为 48.7% 和 47.4%，比上月下降 1.1 个和 1.2 个百分点，低于临界点。

从分类指数看，在构成制造业 PMI 的 5 个分类指数中，生产指数和供应商配送时间指数均高于临界点，新订单指数、原材料库存指数和从业人员指数均低于临界点。生产指数为 50.6%，比上月下降 1.1 个百分点，仍高于临界点，表明制造业生产活动保持扩张。新订单指数为 49.2%，比上月下降 1.6 个百分点，表明制造业市场需求有所放缓。原材料库存指数为 47.4%，比上月下降 0.4 个百分点，表明制造业主要原材料库存量继续减少。从业人员指数为 48.1%，比上月下降 0.1 个百分点，表明制造业企业用工景气度略有回落。供应商配送时间指数为 50.1%，比上月下降 0.1 个百分点，仍高于临界点，表明制造业原材料供应商交货时间持续加快。另外，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 56.1%和 50.6%，比上月上升 3.0 个和 1.7 个百分点，其中出厂价格指数近 20 个月来首次升至临界点以上，制造业市场价格总体水平改善。

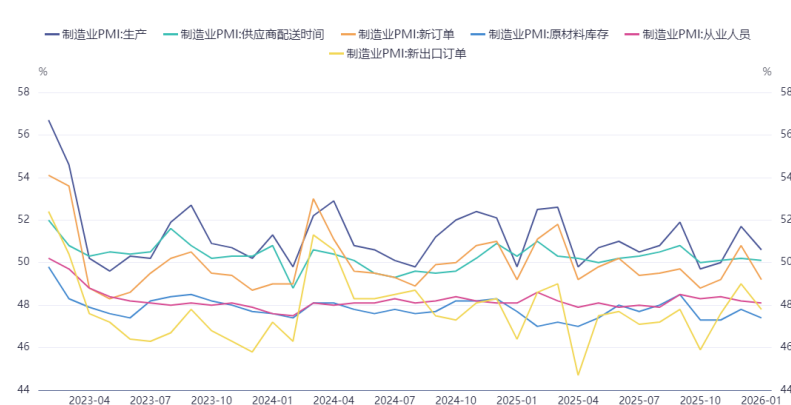
总的来说，制造业 PMI 步入收缩区间反映出内需有效需求不足的问题仍存，未来需要政策面在稳定宏观需求方面持续发力。不过制造业 PMI 的生产指数以及价格指数均表现出积极信号，生产指数保持在扩张区间说明企业对未来预期仍保持积极，而价格指数的回升则说明供需关系失衡的情况得到改善，有利于企业盈利率的修复。

图 9 制造业 PMI 有所走弱



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 10 制造业 PMI 重要分项指标



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

## 2.2 物价指数：CPI 环比继续改善，PPI 同比跌幅收窄

2月11日，国家统计局公布数据显示：中国1月CPI环比上涨0.2%，同比上涨0.2%，同比前值0.8%。扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.8%。中国1月PPI环比上涨0.4%，连续4个月上涨，涨幅比上月扩大0.2个百分点。PPI同比-1.4%，前值-1.9%。

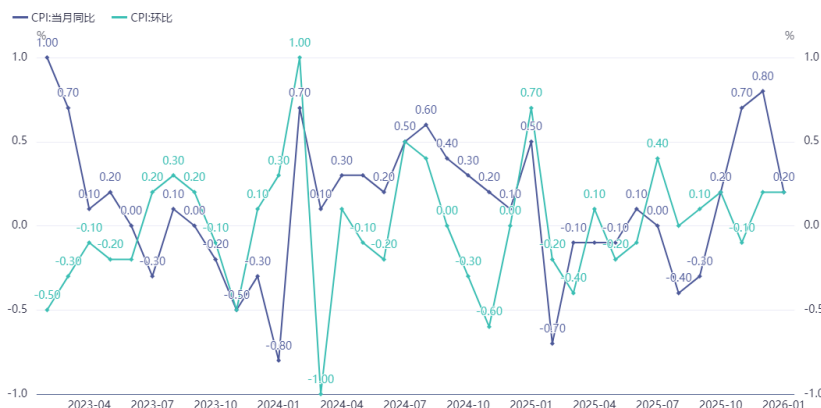
CPI同比涨幅有所回落，主要有以下两方面原因：一是春节错月影响。上年1月份为春节月份，食品和部分服务价格上涨较多，导致上年同期对比基数较高，带动本月同比涨幅回落较多。二是国际油价变动导致能源价格降幅扩大。1月份能源价格下降5.0%，影响CPI同比下降约0.34个百分点，对CPI同比的下拉影响比上月增加约0.06个百分点，其中汽油价格同比下降11.4%，降幅比上月扩大3.0个百分点。

不过居民消费需求持续恢复，核心CPI温和上涨的态势没有改变。一是核心CPI环比继续上涨。扣除食品和能源价格的核心CPI环比上涨0.3%，为近6个月最高。二是扣除能源的工业消费品价格同比涨幅持续扩大。扣除能源的工业消费品价格同比上涨2.6%，涨幅比上月扩大0.1个百分点。

PPI环比上涨0.4%，连续4个月上涨，涨幅比上月扩大0.2个百分点；PPI同比下降1.4%，降幅比上月收窄0.5个百分点。主要原因如下：一是全国统一大市场建设持续推进带动部分行业价格上涨，主要是光伏、锂电池、黑色、化工等产业链的供需结构优化。二是需求增加带动相关行业价格上涨，主要是AI对芯片及存储设备需求，春节居民采购需求等。三是输入性因素影响国内有色金属和石油相关行业价格走势分化，主要是有色强势而原油弱势。

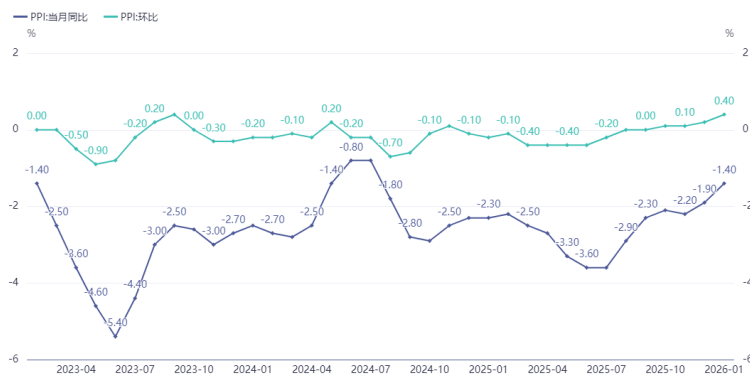
展望未来，随着促消费以及反内卷政策的持续推进，预计CPI与PPI将继续温和回升，“通缩”压力大大减弱，需求端螺旋下跌的风险降低，有利于促进消费正循环的正常运转，从而促进宏观经济增长与企业盈利改善。

图 11 CPI 环比继续改善



数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

图 12 PPI 同比跌幅放缓



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

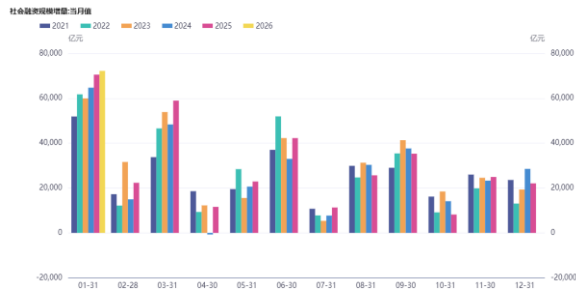
### 2.3 社融信贷：信贷数据走出开门红

2月13日，央行公布金融数据显示：2026年1月份社会融资规模增量为7.22万亿元，比上年同期多1662亿元。其中：对实体经济发放的人民币贷款增加4.9万亿元，同比少增3178亿元；对实体经济发放的外币贷款折合人民币增加468亿元，同比多增860亿元；委托贷款减少192亿元，同比多减641亿元；信托贷款减少4亿元，同比多减627亿元；未贴现的银行承兑汇票增加6293亿元，同比多增1639亿元；企业债券净融资5033亿元，同比多579亿元；政府债券净融资9764亿元，同比多2831亿元；非金融企业境内股票融资291亿元，同比少182亿元。

1月份人民币贷款增加4.71万亿元。分部门看，住户贷款增加4565亿元，其中，短期贷款增加1097亿元，中长期贷款增加3469亿元；企（事）业单位贷款增加4.45万亿元，其中，短期贷款增加2.05万亿元，中长期贷款增加3.18万亿元，票据融资减少8739亿元。

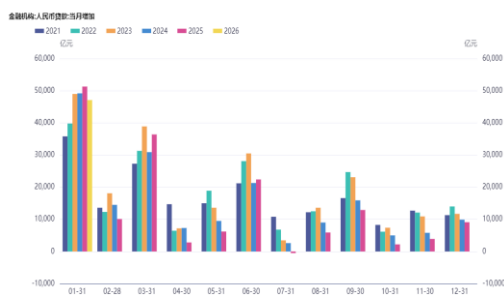
总的来说，在新的一年里政策利好预期较强的一季度，1月份社融信贷表现较强。不过实体部门的融资需求持续好转还有赖于企业部门以及居民部门对未来的预期以及信心，企业部门的信心源自利润率的修复，居民部门的信心源自就业与收入预期的改善。因此未来需要提振内需政策持续推进，特别是利用财政政策，稳定宏观总需求，改善经济主体的信心和预期。

图 13 社融增量数据



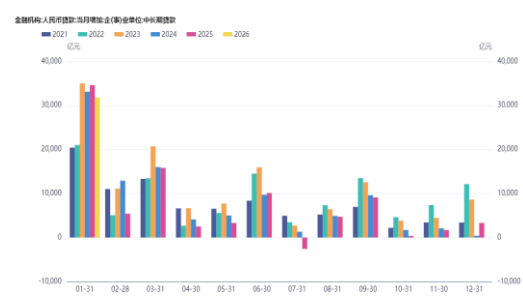
数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 14 新增人民币贷款



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 15 企业部门新增中长期贷款



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 16 企业部门新增短期贷款



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 17 企业部门新增票据融资



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 18 居民部门新增中长期贷款



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

图 19 居民部门新增短期贷款



数据来源：iFinD、宝城期货金融研究所

## 2.4 货币政策：央行倾向结构性宽松政策

中国 2 月贷款市场报价利率（LPR）2 月 24 日出炉，1 年期和 5 年期以上 LPR 均未调整。中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布显示，一年期贷款市场报价利率（LPR）3%，前值 3%；五年期贷款市场报价利率（LPR）3.5%，前值 3.5%。

LPR 维持不变符合市场预期：第一，政策利率基准七天期逆回购利率维持在 1.40% 不变；第二，央行在去年四季度货币政策报告更多强调货币政策与财政政策要协同发力，但就货币政策本身而言态度偏谨慎，考虑到财政发力方向是结构性地倾向科技、消费与民生，央行的货币政策更倾向结构性政策，比如调降再贷款利率等；第三，目前海外美联储降息节奏仍面临较大不确定性，央行保持对全面降息的谨慎态度也是为了保持人民币汇率的相对稳定，避免市场形成一致性预期。

总的来说，短期内央行全面降息的可能性较低，不过适度宽松的总基调不变，未来仍存降息可能，可持续关注国内宏观经济指标的表现情况。

图 20 LPR 保持不变



数据来源：iFind、宝城期货金融研究所

## 3 总结

美国方面，1 月制造业超预期扩张，服务业表现较强韧性，但高物价导致需求以及就业承压，隐忧仍存。美国 1 月通胀数据整体偏“温和”，但核心通胀坚挺，加之劳动力市场趋稳，可能使美联储在一段时间内维持利率不变。欧洲方面，目前欧洲地区的通胀水平趋于缓和，由于通胀接近 2% 的中期目标且经济持续增长，欧洲央行继续货币宽松的必要性下降。不过近期欧美关税生变，也需要关注欧洲经济基本面可能受到关税政策不确定性的扰动。日本方面，目前

日本政府的财政扩张政策与日本央行货币紧缩政策未构成协调发力，反而可能陷入政策困境。后续重点关注日本央行在这种政策困境中的选择。后续重点关注日本政府对日本央行的影响，以及日本央行在这种政策困境中的选择。

中国方面，1月宏观经济数据表现相对积极：因季节性因素，制造业 PMI 低于荣枯线，但是生产与价格指数均表现较强；CPI 环比继续改善，PPI 同比跌幅收窄；一季度政策利好预期作用下，社融与信贷数据走出开门红。不过央行在去年四季度货币政策报告更多强调货币政策与财政政策要协同发力，这意味着央行的货币政策更倾向于结构性宽松，因为财政政策是结构性的。总的来说，短期内央行全面降息的可能性较低，不过适度宽松的总基调不变，未来仍存降息可能，可持续关注国内宏观经济指标的表现情况。

（仅供参考，不构成任何投资建议）

### 获取每日期货观点推送

服务国家  
知行合一

走向世界  
专业敬业



诚信至上  
严谨管理

合规经营  
开拓进取

扫码关注宝城期货官方微信·期货咨询尽在掌握

#### 免责条款

除非另有说明，宝城期货有限责任公司（以下简称“宝城期货”）拥有本报告的版权。未经宝城期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播或复印本报告的全部或部分内容。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议。宝城期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是宝城期货在最初发表本报告日期当日的判断，宝城期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但宝城期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。宝城期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

宝城期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

宝城期货版权所有并保留一切权利。