



光期研究 见微知著

# 大类资产策略3月报

赵复初

2026年3月1日



光大期货  
EVERBRIGHT FUTURES

## 摘要

大类资产配置：关注美伊局势演绎

1. 海外宏观：地缘风险事件与降息预期扰动共振

(1) **美国经济急剧降温**：四季度GDP年化季环比增长率初值降至1.4%。按照初值估算，2025年美国国民经济总体增长了2.2%，低于前一年的2.8%。虽然居民消费韧性十足，但由于关税政策以及长达数周的政府停摆削弱了其先前的增长势头，并且美国贸易逆差扩大的情况仍在持续，由此引发市场对于经济衰退的交易。

(2) **通胀“数据分裂”影响市场判断**：一边是此前美国劳工统计局公布的12月核心CPI同比降至2.6%，并且降温趋势在一月延续；另一边是刚刚发布的12月核心PCE物价指数同比涨3.0%、环比涨0.4%，双双高于市场预期，且同比涨幅创下2025年2月以来新高。这种“数据分裂”，直接让市场降息预期产生巨大分化，在服务粘性依旧且居民端消费需求并没有显著降温的情况下，贸然降息可能使得通胀反弹。

(3) **美联储降息前景迷雾重重**：近期的一系列经济数据、官员表态与美联储换帅政治博弈的交织，让原本渐趋明朗的宽松路径再度陷入迷雾。从核心PCE通胀的黏性显现，到新任掌舵人的争议货币政策，美联储的利率决策正站在一个前所未有的复杂十字路口。目前，市场虽然保留年内两次降息的预期，但执行时点存在高度不确定性，6月原本被认为是最有可能的首次降息时点，最新概率也已跌落50%以下，降息预期扰动将至少持续到年中。

2. 大类资产表现：2月资金面延续宽松，科技题材继续引领全球股指；美伊局势急转直下，避险资产明显受益，债市收益率曲线平缓化；美元指数先跌后涨，非美元货币变现存在差异；商品表现分化，有色、贵金属以及能化板块表现偏强，农产品与工业品表现较弱。

(1) 债市方面，美联储持续通过RMP净投放资金，美元市场流动性维持宽松。虽有美联储主席候选人落地导致的短期降息情绪大幅回落，但受益于避险情绪的加持，美债收益率曲线平缓化，中长期收益率下行幅度超10bp。后续来看，特朗普关税政策转变可能导致4月美国财税收入有一定减少，若出现赤字压力或导致短期美债增发。中东战火再起或使得避险资金持续流入长端美债，收益率仍有小幅下行空间。国内方面，2月资金面持续宽松、银行配置盘发力支撑，叠加基本面弱复苏预期，债市整体偏强，长端收益率率先下行，10年期国债收益率下破1.80%关键点位后小幅回调。进入3月，债市将聚焦两会政策定调，预计收益率维持区间震荡，呈现短强长弱格局。

(2) 汇率方面，美国四季度经济增速大幅不及预期，叠加集中结汇压力，使得美元指数在前半月有一定承压，后随着美国滞胀风险升温以及地缘风险所带来的避险资金加持，美元指数重新走强。近期美国经济指标表现分化，降息预期不明，使得美元指数难有明确方向，而避险情绪支持取决于事件消散的速度，短期内仍以区间震荡运行看待。

(3) 股指方面，2月全球股市表现分化明显，除中国股市存在春节假期效应外，欧美及亚太地区等多个市场表现强劲，但结构上存在差异，以软件为主的美股科技股和港股则出现回调，而存储、芯片等偏硬件的日韩科技股大幅上涨。总体来看，AI投资风口仍在，但偏好由模型软件转向硬件设施，并且资金面扰动也有所强化，警惕资金面流动性收紧下的高波动风险。

(4) 原油方面，月内美伊局势紧张持续扰动，最新消息霍尔木兹海峡封锁，或使得原油供应端压力激增，风险溢价支撑油价在消费淡季偏强运行。但从中长期来看，若美伊局势快速稳定，供应过剩逻辑或重新回归，短期内油价或仍偏强，但长期看空预期仍有一定支撑。贵金属方面，黄金的上涨动力来自于地缘风险升温、去美元化趋势带来的避险需求，以及通胀高企环境下配置需求的回升，而白银则受到战争以及美国经济下行预期影响部分回调。若黄金价格在地缘风险事件降温后仍有上行动能，或再度带动其他贵金属族群价格攀升。

3. 下周关注重点：

海外关注美国非农就业数据与国内两会情况

# 大类资产配置策略

图表：大类资产价格变化

权益类	周度涨跌幅	月度变化	债权类	周度变化 (单位, bp)	月度变化	大宗商品		
MSCI 世界领先	0.36%	1.20%	美国1年期	-3.00	0.00	美元/日元	0.72%	0.91%
MSCI 世界	0.04%	0.64%	美国2年期	-10.00	-14.00	瑞郎/美元	0.83%	0.55%
MSCI 发达国家	0.19%	3.83%	美国5年期	-14.00	-28.00	美元/人民币	-0.24%	-0.65%
MSCI 新兴市场	2.77%	5.41%	美国10年期	-11.00	-29.00	美元/离岸人民币	-0.68%	-1.34%
纳斯达克	-0.21%	-2.32%	美国10-2yr	-1.00	-15.00	大宗商品	周度变化	月度变化
标普500	-0.44%	-0.87%	中国10年期	-2.70	-4.47	COMEX黄金	4.12%	8.21%
道琼斯工业指数	-1.31%	0.17%	中美利差	3.30	19.53	WTI期货 (NYMEX)	1.20%	2.36%
德国DAX	0.09%	3.04%	德国10年期	-5.00	-16.00	布伦特期货 (ICE)	1.17%	2.57%
法国CAC40	0.77%	5.59%	英国10年期	-13.72	-28.20	TTF天然气期货 (CME)	0.08%	-22.26%
富时100	2.09%	6.72%	日本10年期	4.30	-7.90	原油	5.47%	3.19%
日经225	3.56%	10.37%	外汇	周度变化	月度变化	铁矿石	0.31%	-5.55%
恒生指数	0.82%	-2.76%	美元指数	-0.10%	0.54%	生猪	2.60%	2.80%
沪深300	1.08%	0.09%	美元/澳元	-0.47%	-2.16%	螺纹钢	0.36%	-1.98%
上证50	0.17%	-0.88%	欧元/美元	0.32%	-0.96%	沪铜	3.41%	0.17%
中证500	4.32%	3.44%	英镑/美元	0.10%	-1.49%	沪金	3.47%	-1.03%
中证1000	4.34%	3.71%	美元/加元	-0.32%	0.17%	豆一	0.88%	7.58%
						PTA	1.14%	-0.27%

资料来源：Bloomberg, iFinD, 光大期货研究所

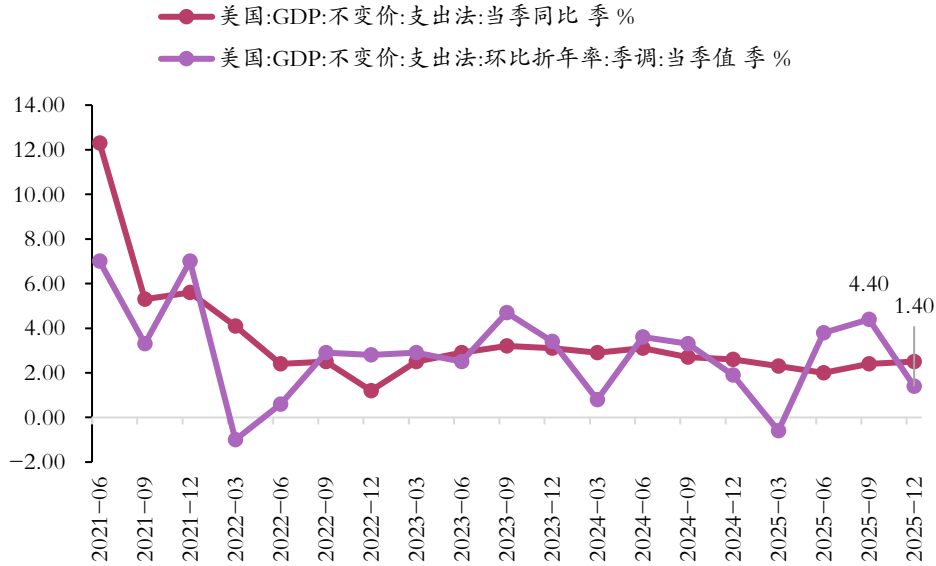
备注：本期周度数据统计周期为2月23日-2月27日，月度数据统计周期为2月1日-2月27日

## 目录

- 1、海外市场热点追踪
- 2、大类资产走势分析
- 3、下周重点关注事件

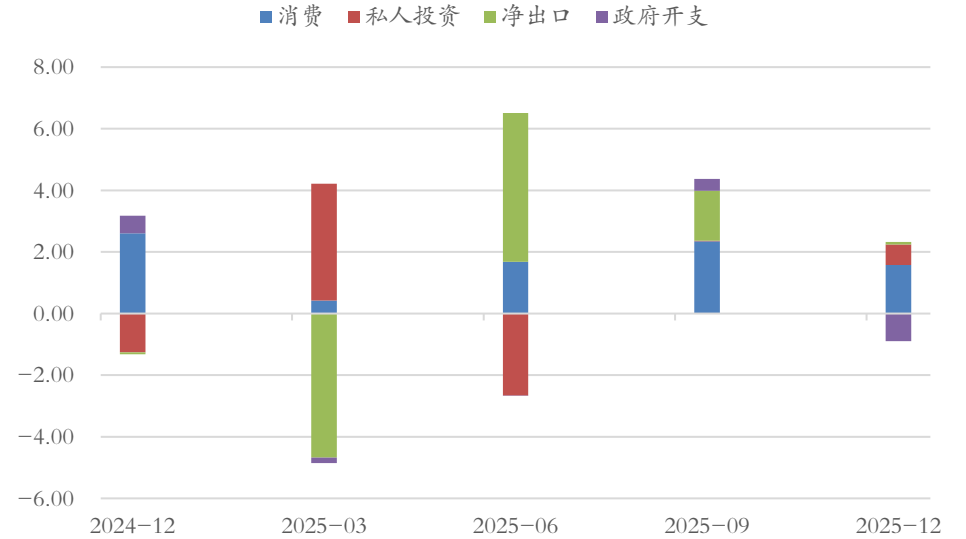
# 1.1 美国第四季度GDP大幅不及预期

图表：美国四季度GDP这环比增速远低于预期2.8%（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：美国政府停摆时长创历史记录拖累经济增长（%）

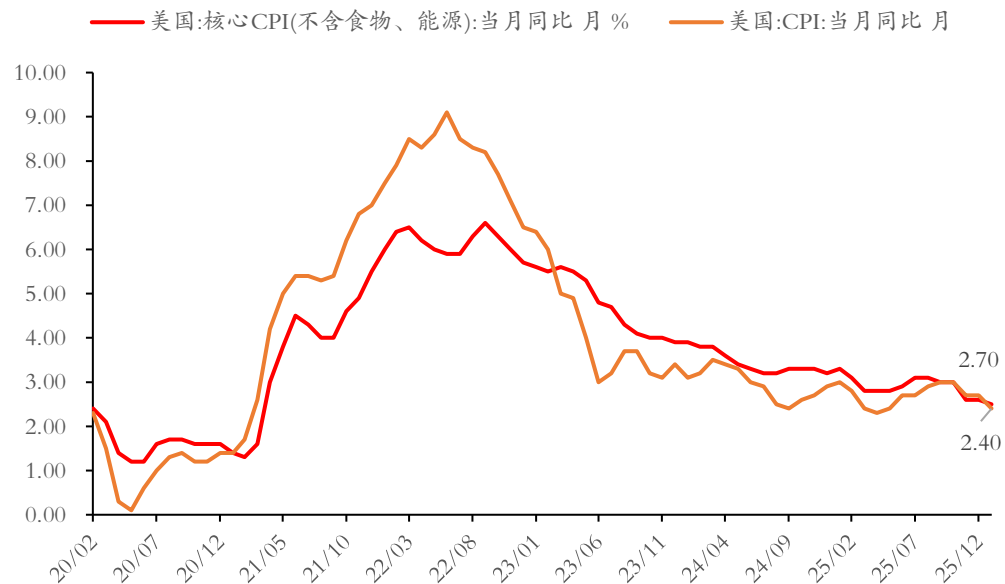


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

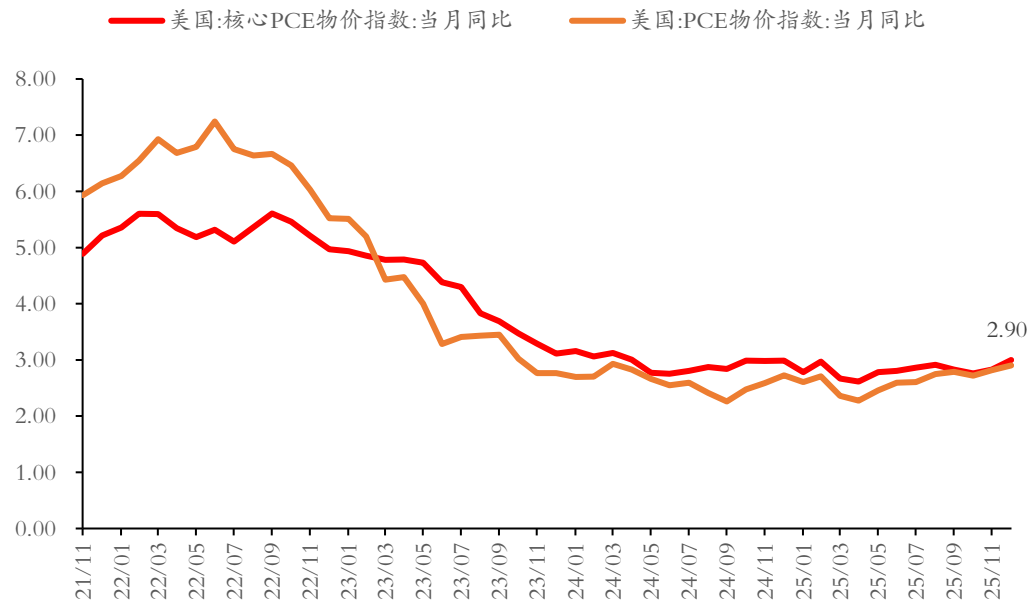
- **美国经济急剧降温：**四季度GDP年化季环比增长率初值降至1.4%。按照初值估算，2025年美国经济总体增长了2.2%，低于前一年的2.8%。虽然居民消费韧性十足，但由于关税政策以及长达数周政府停摆削弱了其先前的增长势头，并且美国贸易逆差扩大的情况仍在持续，由此引发市场对于经济衰退的交易。

## 1.2 服务类价格通胀粘性较强

图表：能源价格回落助力美国1月CPI降温（%）



图表：PCE指向居民消费价格压力并未明显改善（%）



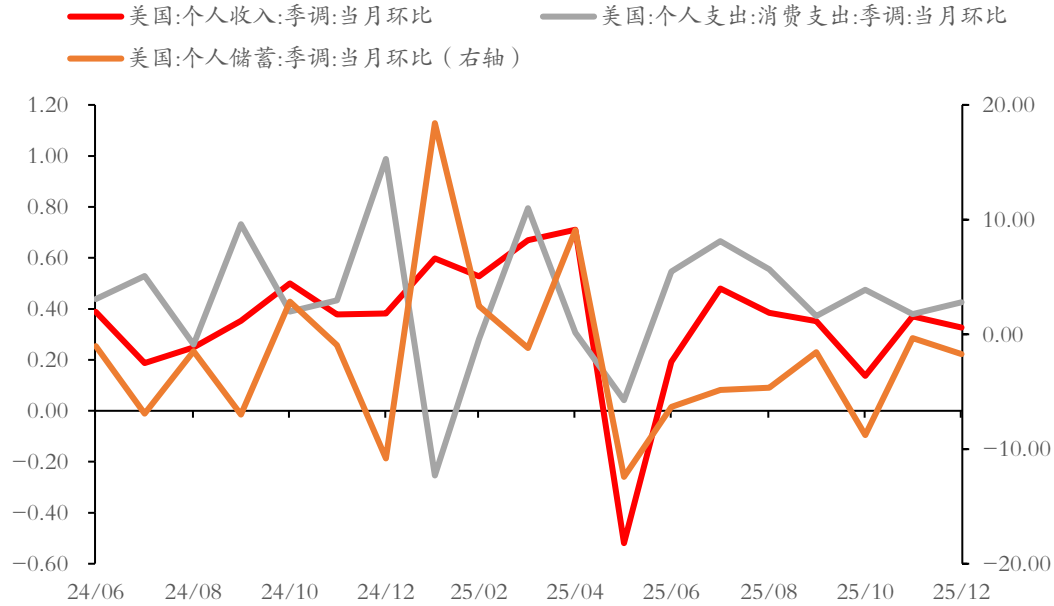
资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- **通胀“数据分裂”影响市场判断：**一边是此前美国劳工统计局公布的12月核心CPI同比降至2.6%，并且降温趋势在一月延续；另一边是刚刚发布的12月核心PCE物价指数同比涨3.0%、环比涨0.4%，双双高于市场预期，且同比涨幅创下2025年2月以来新高。这种“数据分裂”，直接让市场降息预期产生巨大分化，在服务粘性依旧且居民端消费需求并没有显著降温的情况下，贸然降息可能使得通胀反弹。

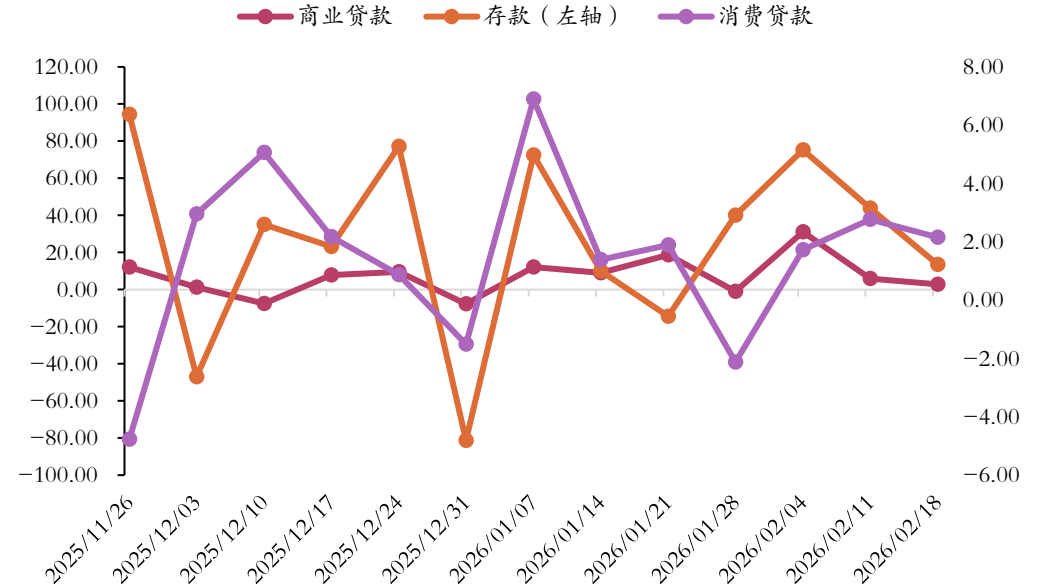
## 1.3 美国居民消费意愿仍较强

图表：个人储蓄率连续7个月下滑（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：消费贷款持续攀升（十亿美元）

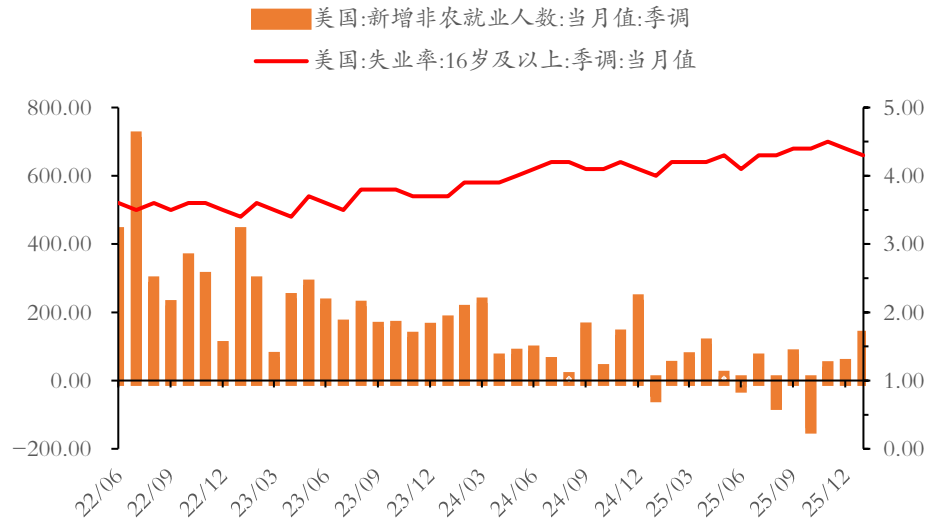


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- **美国居民消费意愿仍较强**：2025年美国居民储蓄率进一步下滑至4%，并且消费贷款规模持续上升，在一定程度上说明尽管有着高物价压力的影响，但美国居民的消费意愿仍然较强。当然在结构上来看，在失去了中央财政补助后，居民端对于医疗服务、保险、住房等核心服务项目的支出持续增加是主要原因。后续观察持续增加的财务压力会否影响美国居民的消费意愿。

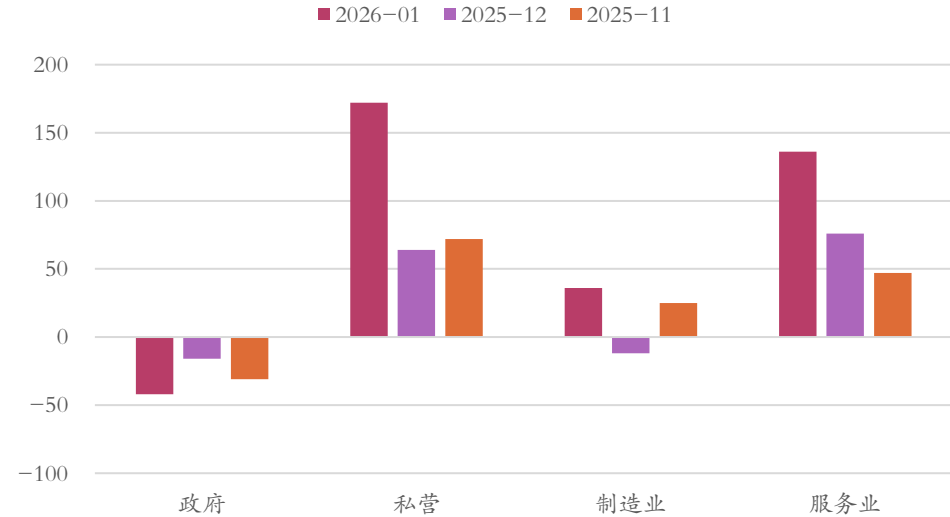
## 1.4 美国1月失业率小幅回落

图表：1月非农超出预期（%，千人）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：服务业就业人口仍占主导（千人）

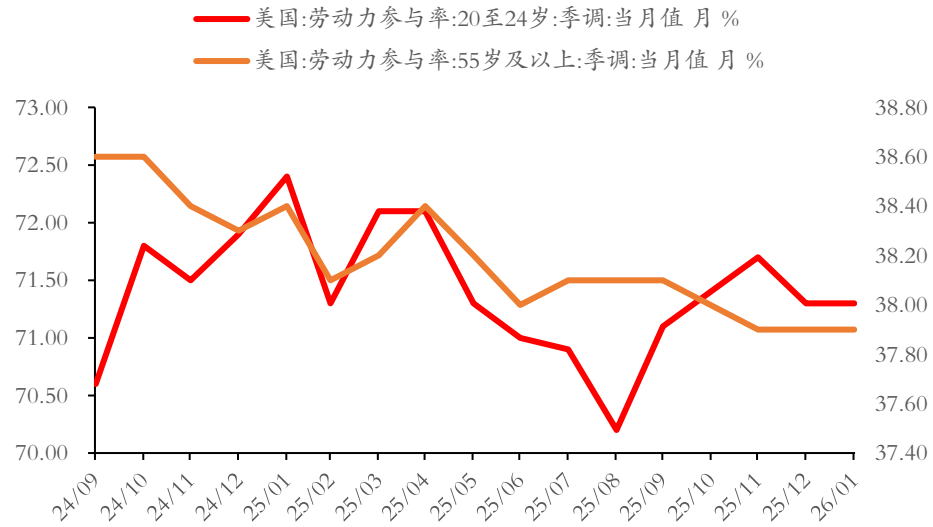


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- **静待2月非农能否延续反弹之势：**美国1月新增非农就业13万人，失业率为4.3%，环比下降0.1个百分点。医疗保健、社会援助和建筑业实现就业增长，而联邦政府和金融业的就业减少。制造业企业认为特朗普政策仍存在较大不确定性，因此制造业就业人数仍未见有明显好转。

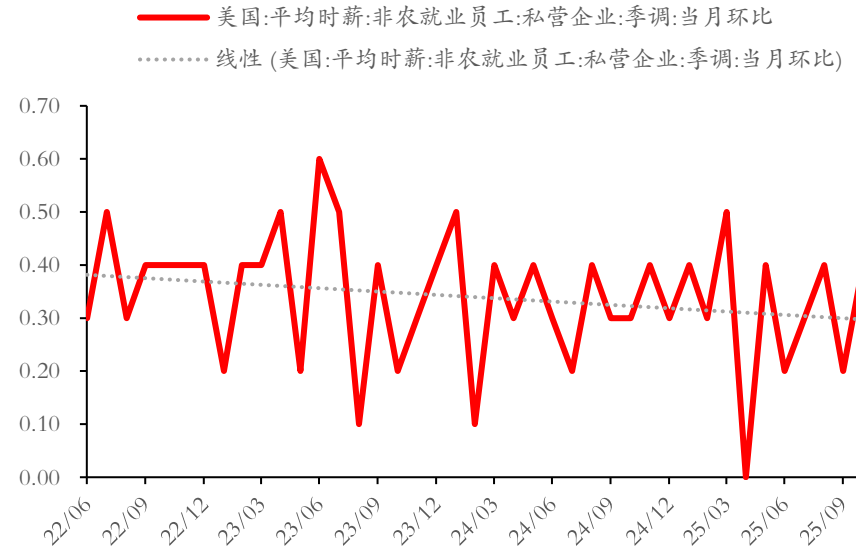
## 1.5 美国青年人群可能存在求职困境

图表：青年劳动人群的参与率继续攀升（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：薪资增速明显下滑（%）

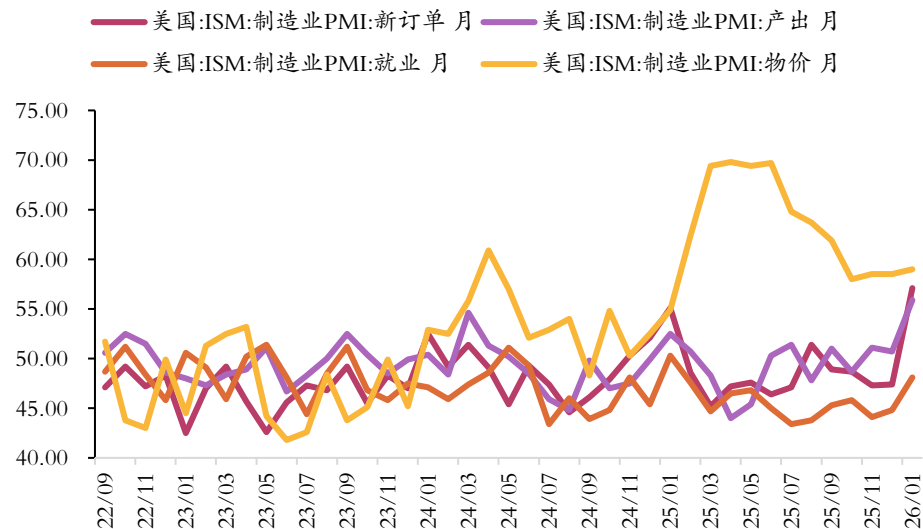


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

➤ 劳动参与率止跌企稳，平均时薪上涨15美分，至37.17美元，同比增长3.7%，反映出就业市场趋于稳定，但是否能持续反弹市场存在疑问。

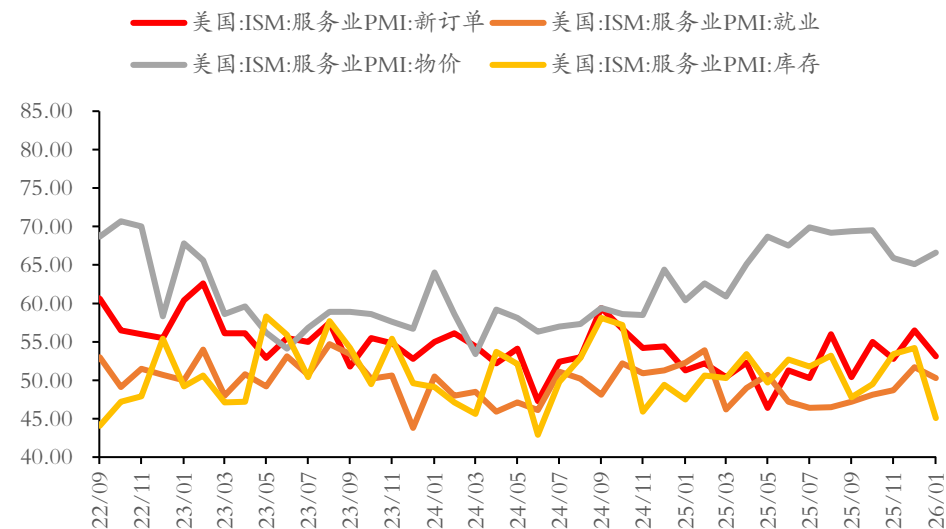
## 1.6 制造业与服务业走势分化

图表：制造业PMI回归扩张（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：服务业活动意外收缩（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- **制造业与服务业走势分化：**美国1月ISM制造业与服务业PMI表现分化，制造业重回荣枯线上方，而服务业出现意外收缩。但由于1月紧跟假期，单一月份的数据波动未必代表趋势性转折，后续月份的PMI数据将为判断经济走向提供更清晰线索。

## 1.7 特朗普关税政策现巨大改变

图表：特朗普IEEPA关税裁定违法



资料来源：公开资料，光大期货研究所

图表：特朗普宣布122关税补位

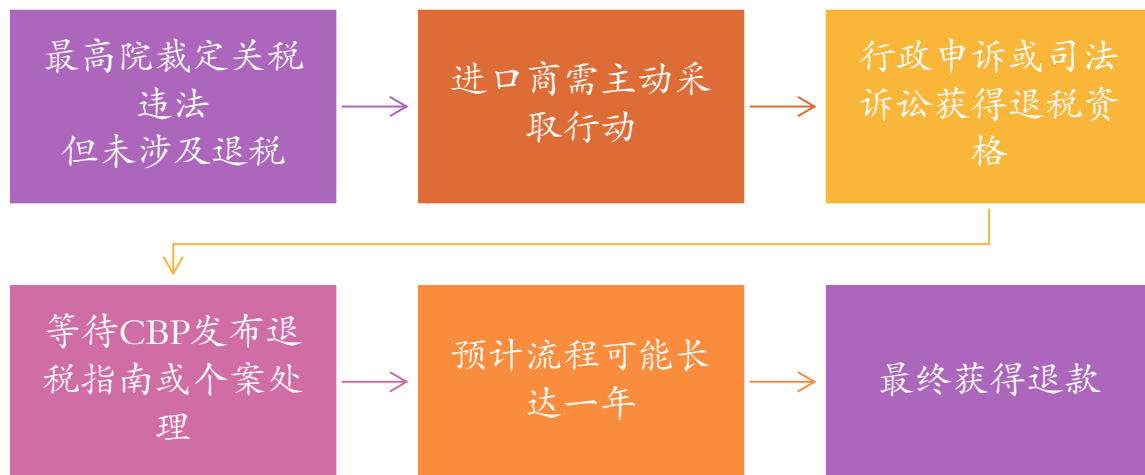
法律工具	核心授权理由	主要优势	关键限制	当前应用与状态
《1974年贸易法》第122条	应对国际收支问题	无需调查，可立即实施。	税率≤15%，期限≤150天，延期需国会批准。	已启用：裁决当天即被用来对全球商品加征15%关税，作为临时替代方案。
《1962年贸易扩展法》第232条款	维护国家安全	无税率和期限上限，商务部主导调查。	需先完成商务部调查（最长270天）；针对特定行业，覆盖面有限。	已在使用并扩大：正对钢铁、铝、汽车等征收。新调查已扩展至半导体、药品、大型电池、关键矿物等约15个行业。
《1974年贸易法》第301条款	反制外国“不公平贸易行为”	无税率上限，是特朗普1.0时期对华关税的主要依据。	程序复杂，需USTR调查、磋商、征求意见；针对特定国家行为。	正在启动：美国贸易代表办公室已宣布启动多项新“301调查”，针对数字服务税、药品定价、海洋塑料污染等议题。
《1974年贸易法》第201条款	救济受进口损害的国内产业	针对行业，有明确的调查路径。	需ITC调查（180天）；税率上限为50%，且有4-8年的期限并需逐步降低。	过往案例：曾在2018年对太阳能电池板、洗衣机使用。未来可能针对特定陷入困境的行业启用。
《1930年斯姆特-霍利关税法》第338条款	报复外国“歧视性”行为	无需调查，可立即实施。	税率上限为50%；该条款已近百年未用，启用将面临巨大法律和政治挑战。	潜在“B计划”：曾作为备选方案被讨论。但因争议极大，且民主党已提出废除该条款的议案，启用可能性较低。

资料来源：公开新闻，光大期货研究所

- ▶ **特朗普关税不确定性疑虑：**美国最高法院裁定特朗普依据IEEPA所加征的全球关税违法，特朗普不得不紧急宣布依据《1974年贸易法》第122条款对所有进口商品加征10%（后提高至15%）关税。此外，特朗普手中仍有232调查、301调查，甚至是201条款与338条款这种核弹级别的选项。这使得即使当前关税相关诉讼总数已超过2000起，但企业想顺利获得退款的前路漫漫，并且关税政策不确定性仍然偏高。

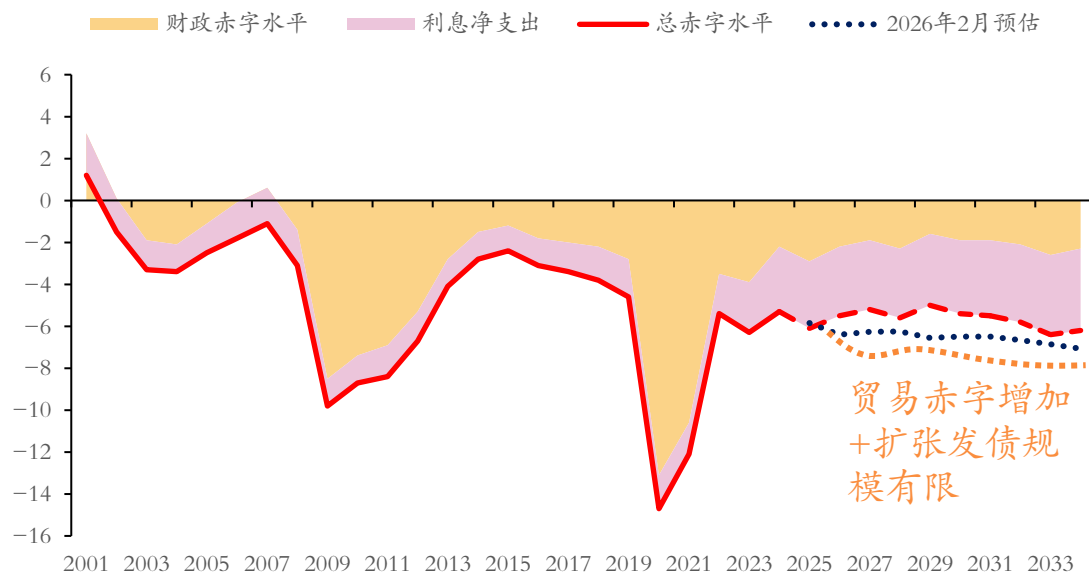
## 1.8 关税退款短期实现难度较大

图表：97%的小微进口商或难以负担退税时间成本



资料来源：公开新闻，光大期货研究所

图表：退税恐加深美国财政赤字压力约0.2%至0.6%的GDP（%）



资料来源：CBO，光大期货研究所

- 根据美国商务部数据，截止去年12月关税收入约1340亿美元，占美国全部税收收入一半，若全部退还，预计将增加美国财政赤字约0.6%。当然，根据美国商务部在去年5月发布的调查报告，美国进口商中约有97%的小微企业（进口金额约占1/3），这些企业极有可能无法承受关税退款诉讼的时间成本而选择放弃相关权利，并且关税部位措施也能部分对冲税收收入减少的损失，实际对于整体赤字的影响较为有限。

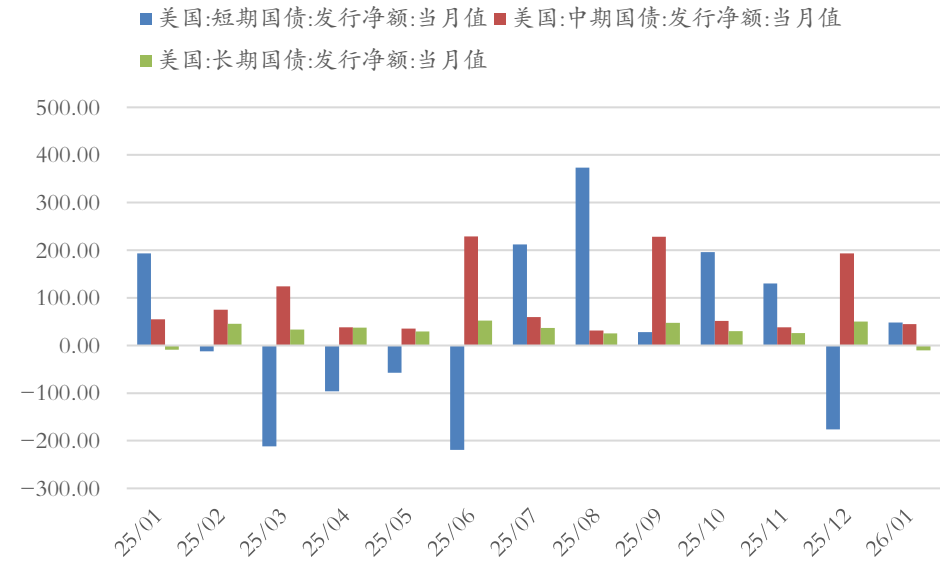
## 1.9 四月税期收入减少会否影响发债

图表：中长期发债规模暂时维持不变（十亿美元）

	2月	3月	4月	5月	6月	7月
2年期	69	69	69	69	69	69
3年期	58	58	58	58	58	58
5年期	70	70	70	70	70	70
7年期	44	44	44	44	44	44
10年期	42	39	39	42	39	39
20年期	16	13	13	16	13	13
30年期	25	22	22	25	22	22
FRN	28	28	30	28	28	30
TIPS	9	19	26	19	24	21
月度总计	361	362	371	371	367	366

资料来源：美国财政部TBAC，光大期货研究所

图表：关税收入减少或在四月税期有一定影响（十亿美元）

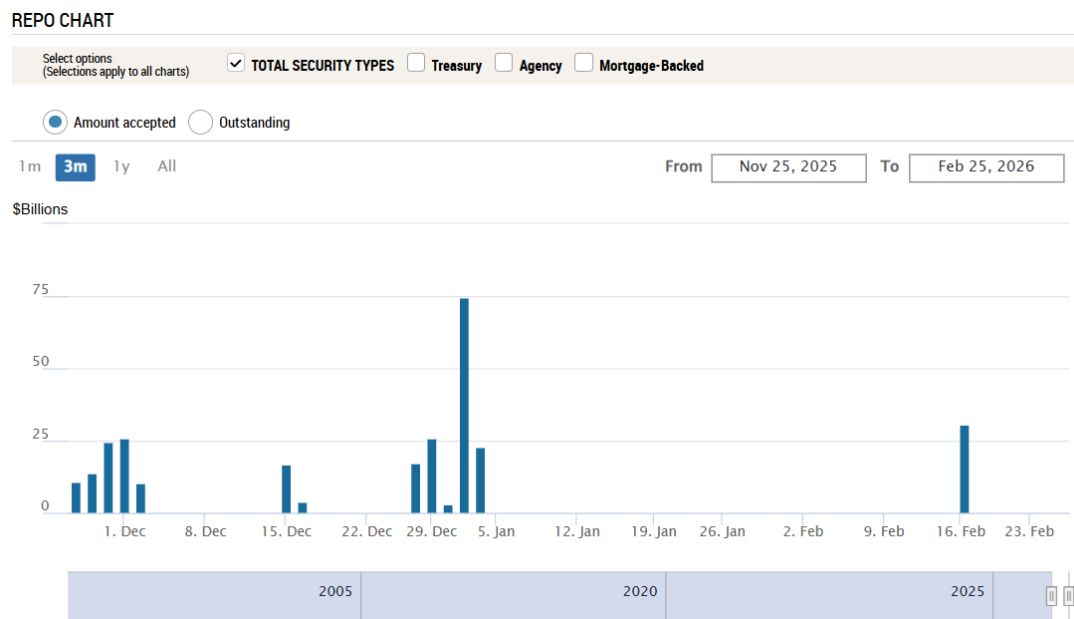


资料来源：美国财政部TBAC，光大期货研究所

- ▶ 尽管退款并不会迅速发生，但税率的降低将直接影响美国政府的单月关税收入，若四月税期收入显著减少，或使得政府选择在不影响中长期发债节奏的情况下，增加短债发行规模，由此可能带来美元流动性暂时性收紧的情况，并对金融市场产生影响。

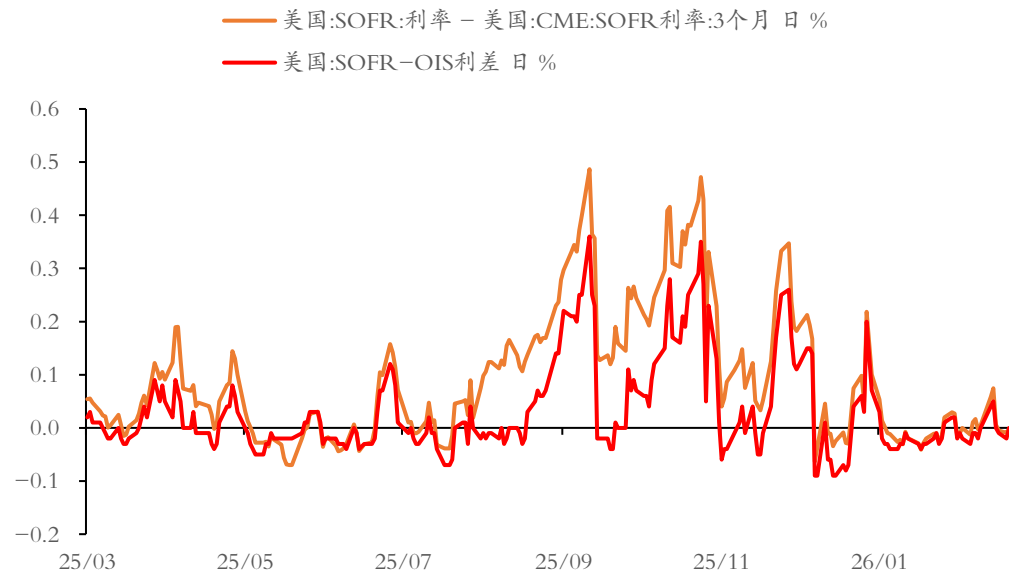
## 1.10 美元流动性监测较为平稳

图表：央行互换清零，repo使用量较少（十亿美元）



资料来源：FRED，光大期货研究所

图表：资金拆借利差维持偏宽松状态（%）

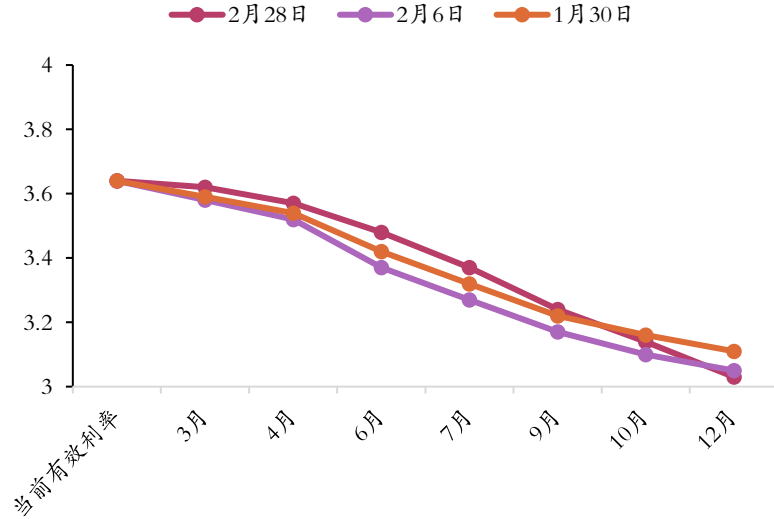


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 近期美元流动性整体偏宽松，这得益于美联储自12月以来的RMP计划，已为市场注入至少700亿美元的流动性资金缓冲。此外，欧日资金流出压力减弱（央行互换规模清零），银行以及资金拆借市场整体运行平稳，也使得SOFR利差并未出现急速飙升的情况。预计短期内美元流动性仍偏宽裕。

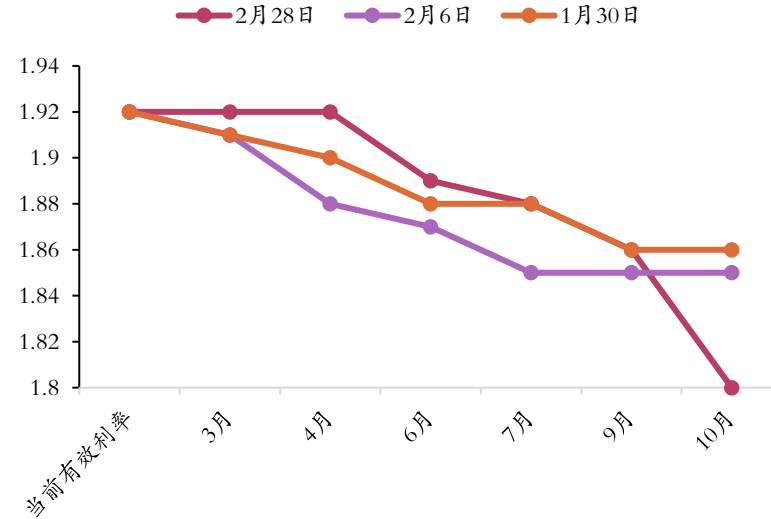
## 1.11 欧美央行降息路径

图表：美联储利率预期（%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：欧央行利率预期（%）

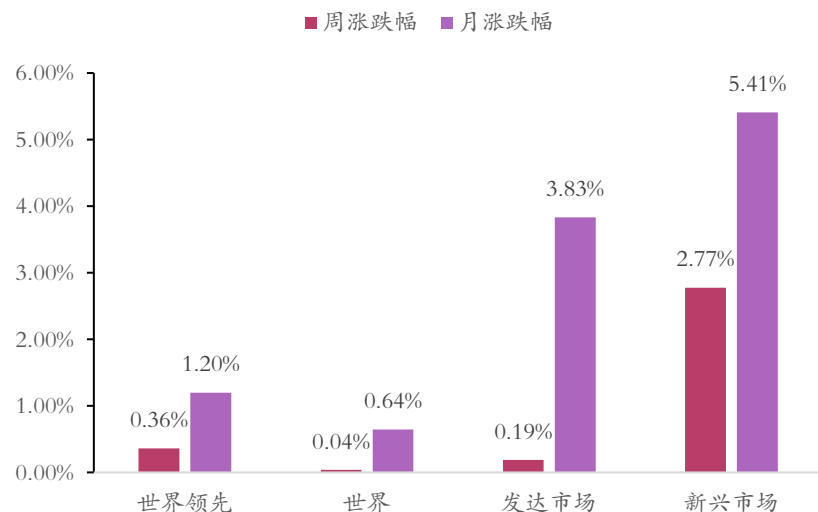


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- **美联储降息前景迷雾重重：**近期的一系列经济数据、官员表态与美联储换帅政治博弈的交织，让原本渐趋明朗的宽松路径再度陷入迷雾。从核心PCE通胀的黏性显现，到新任掌舵人的争议货币政策，美联储的利率决策正站在一个前所未有的复杂十字路口。目前，市场虽然保留年内两次降息的预期，但执行时点存在高度不确定性，6月原本被认为是最有可能的首次降息时点，最新概率也已跌落50%以下，降息预期扰动将至少持续到年中。

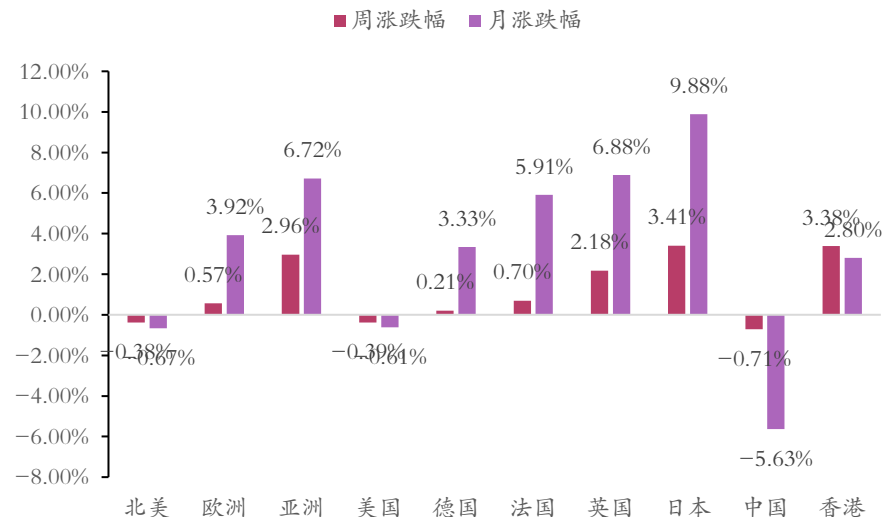
## 2.1 全球股市

图表：MSCI 地区指数涨跌幅（单位：%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：MSCI 地区指数涨跌幅（单位：%）



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

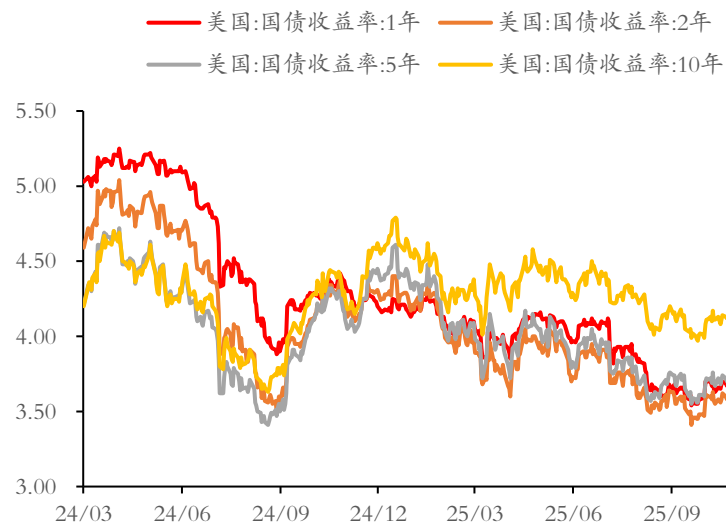
- 2月全球股市表现分化明显，除中国股市存在春节假期效应外，欧美及亚太地区等多个市场表现强劲，但结构上存在差异，以软件为主的美股科技股和港股则出现回调，而存储、芯片等偏硬件的日韩科技股大幅上涨。总体来看，AI投资风口仍在，但偏好由模型软件转向硬件设施，并且资金面扰动也有所强化，警惕资金面流动性收紧下的高波动风险。MSCI世界领先以及MSCI世界指数月度涨跌幅分别为1.20%和0.64%，MSCI发达国家指数为3.83%，MSCI新兴市场指数为5.41%。

注：MSCI世界领先指数=MSCI世界指数+MSCI新兴市场指数+MSCI 前沿市场指数；MSCI 世界指数=美国+MSCI 发达市场指数（Small Cap Index）；MSCI 指数覆盖每个市场约85%的自由流通市值。

详情请参考：[MSCI ACWI Index market allocation](#)

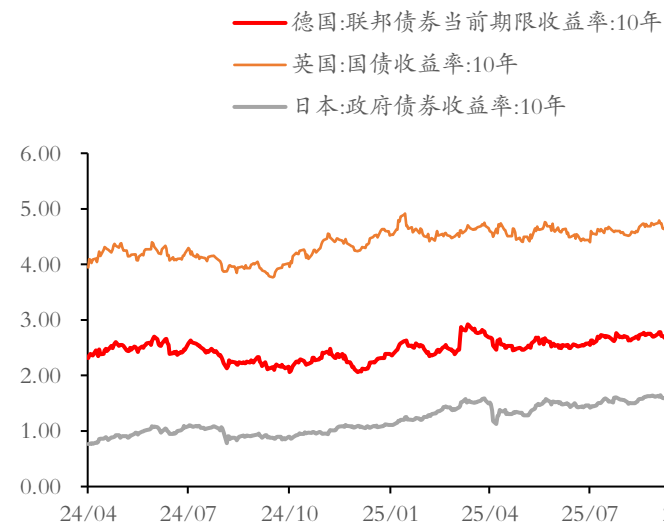
## 2.2 全球债券市场

图表：美债各期限基准收益率（单位：%）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表：德国、英国和日本十年期国债基准收益率（单位：%）

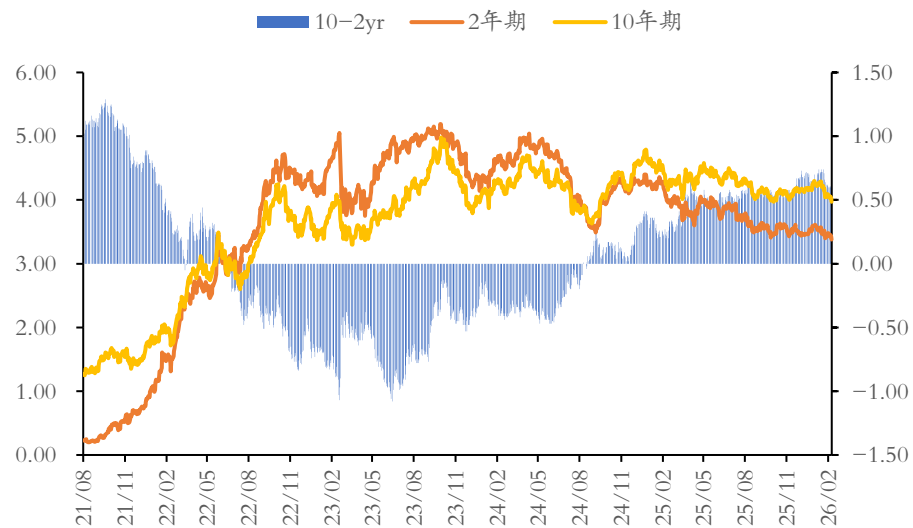


资料来源：iFinD，光大期货研究所

- 美债方面，美联储持续通过RMP净投放资金，美元市场流动性维持宽松。虽有美联储主席候选人落地导致的短期降息情绪大幅回落，但受益于避险情绪的加持，美债收益率曲线平缓化，中长期收益率下行幅度超10bp。后续来看，特朗普关税政策转变可能导致4月美国财政收入有一定减少，若出现赤字压力或导致短期美债增发。中东战火再起和经济增长忧虑或使得避险资金持续流入长端美债，收益率仍有小幅下行空间。

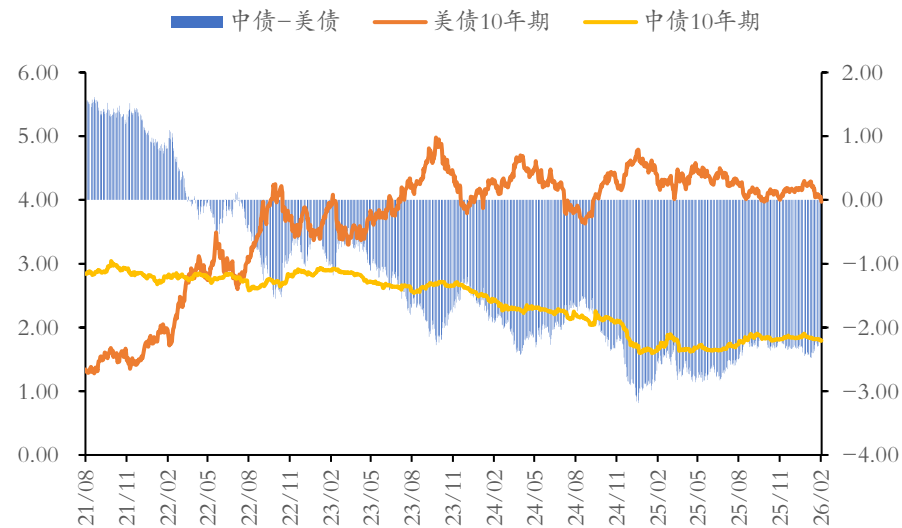
## 2.2 全球债券市场

图表：美债10/2年期限利差（单位：%、BP）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表：中债10年期收益率（单位：%、BP）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

国内方面，2月资金面持续宽松、银行配置盘发力支撑，叠加基本面弱复苏预期，债市整体偏强，长端收益率率先下行，10年期国债收益率下破1.80%关键点位后小幅回调。进入3月，债市将聚焦两会政策定调，预计收益率维持区间震荡，呈现短强长弱格局。

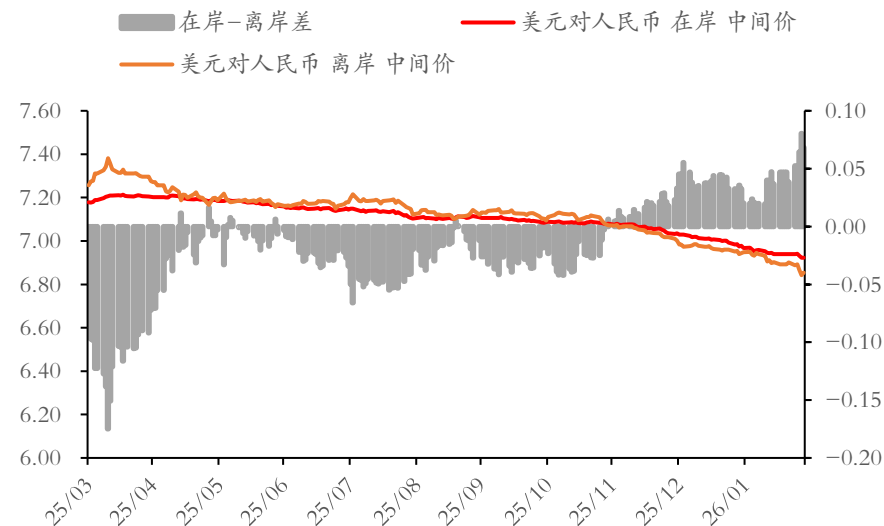
## 2.3 全球汇率

图表：美元指数



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：美元兑人民币汇率

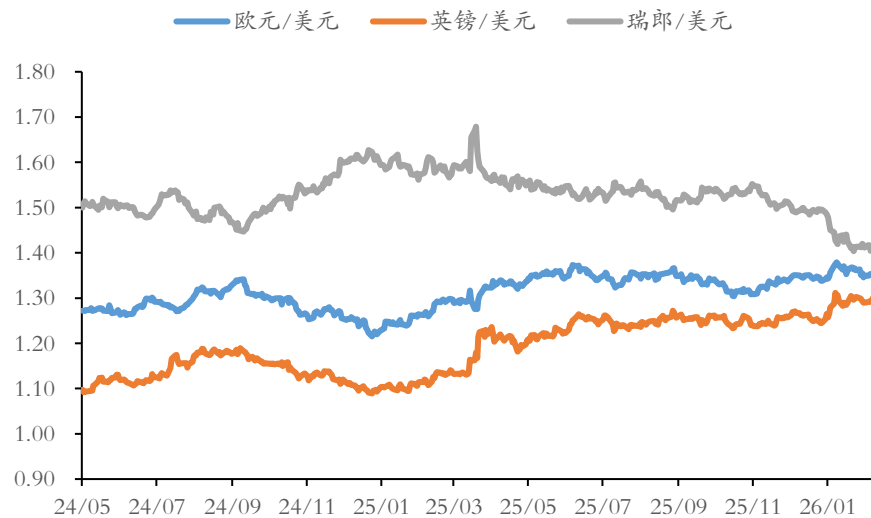


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

- 汇率方面，美国四季度经济增速大幅不及预期，叠加集中结汇压力，使得美元指数在前半月有一定承压，后随着美国滞涨风险升温以及地缘风险所带来的避险资金加持，美元指数重新走强。近期美国经济指标表现分化，降息预期不明，使得美元指数难有明确方向，而避险情绪支持取决于事件消散的速度，短期内仍以区间震荡运行看待。美元指数月内上涨0.54%，报收97.6427。在岸离岸均表现偏强，美元兑人民币报收6.9228（前一周为6.9398），离岸人民币报收 6.8545（一周前为6.9015）。

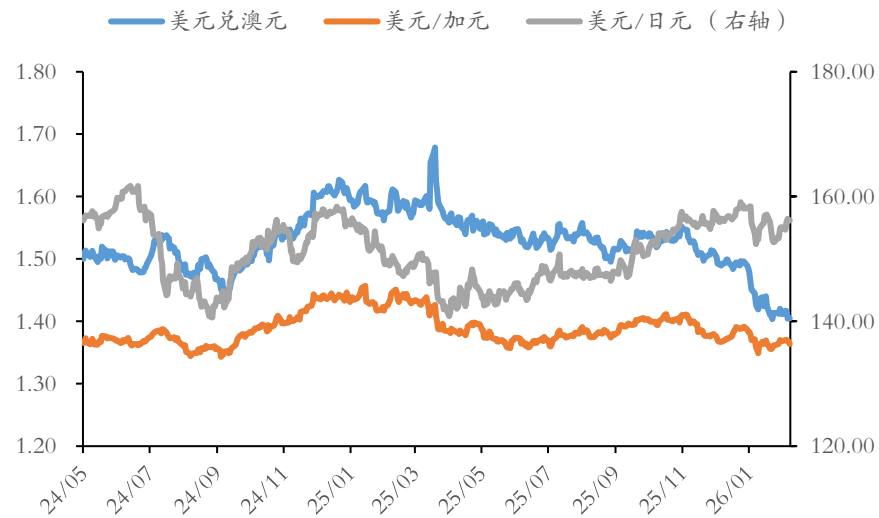
## 2.3 全球汇率

图表：欧元、英镑、瑞士法郎兑美元



资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

图表：澳元、加币、日元兑美元

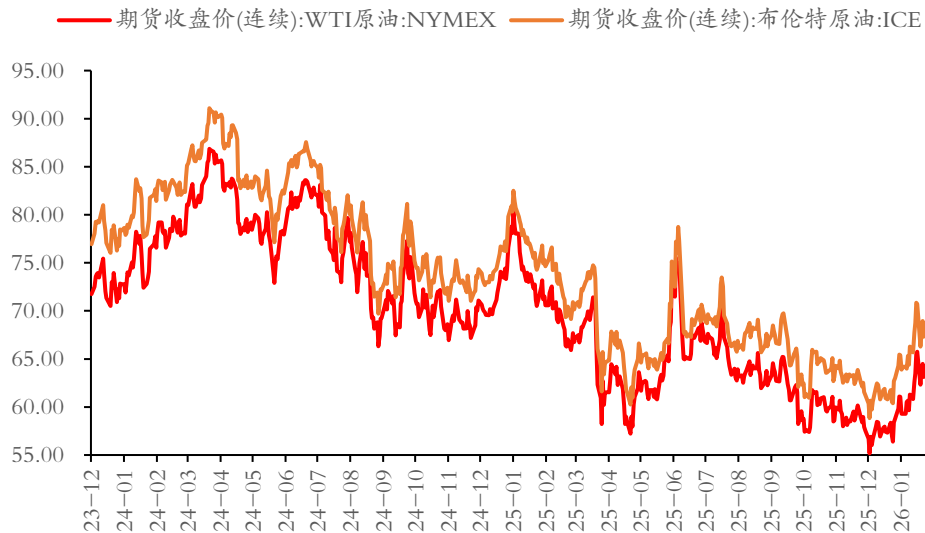


资料来源：Bloomberg，光大期货研究所

► 月内，非美货币表现分化，欧元跌0.96%，英镑跌1.49%，瑞郎涨0.55%，澳元涨2.16%，加元跌0.17%，日元跌0.91%。

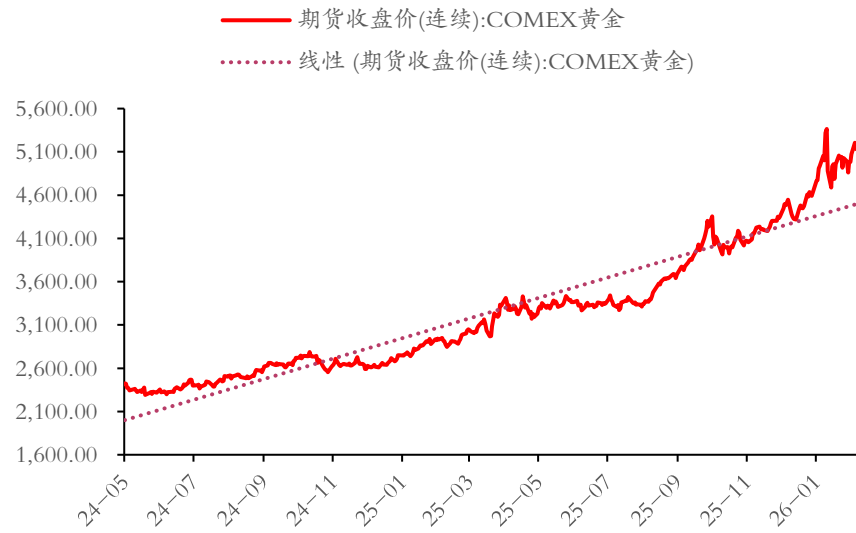
## 2.4 大宗商品

图表：WTI原油和Brent原油价格（单位：美元/桶）



资料来源：iFinD，光大期货研究所

图表：COMEX黄金期货价格（单位：美元/盎司）

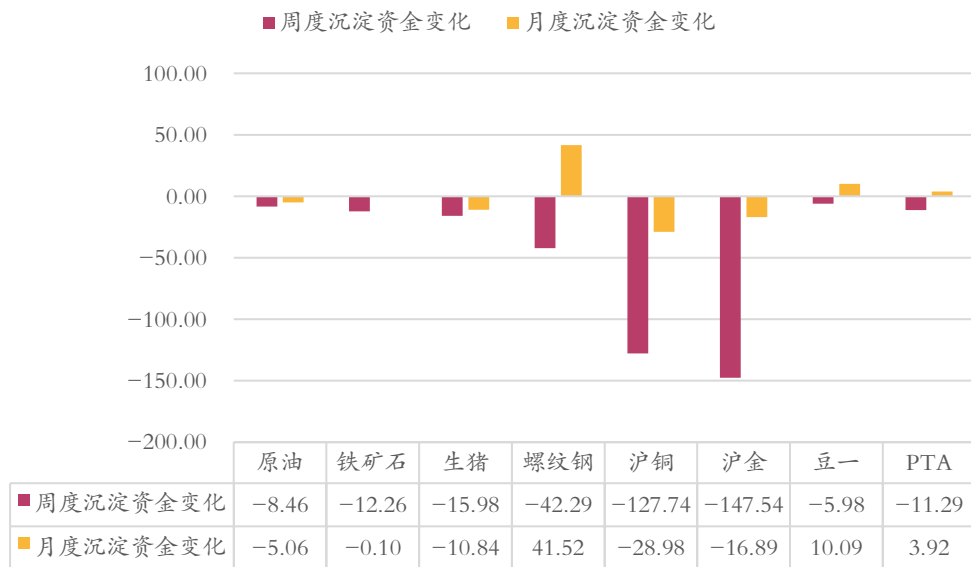


资料来源：iFinD，光大期货研究所

- ▶ 原油方面，月内美伊局势紧张持续扰动，最新消息霍尔木兹海峡封锁，或使得原油供应端压力激增，风险溢价支撑油价在消费淡季偏强运行。但从中长期来看，若美伊局势快速稳定，供应过剩逻辑或重新回归，短期内油价或仍偏强，但长期看空预期仍有一定支撑。WTI和布伦特原油月度分别变动2.36%和2.57%。
- ▶ 贵金属方面，黄金的上涨动力来自于地缘风险升温、去美元化趋势带来的避险需求，以及通胀高企环境下配置需求的回升，而白银则受到战争以及美国经济下行预期影响部分回调。若黄金价格在地缘风险事件降温后仍有上行动能，或再度带动其他贵金属族群价格攀升。Comex黄金收于5280美元/盎司，月度上涨8.21%。

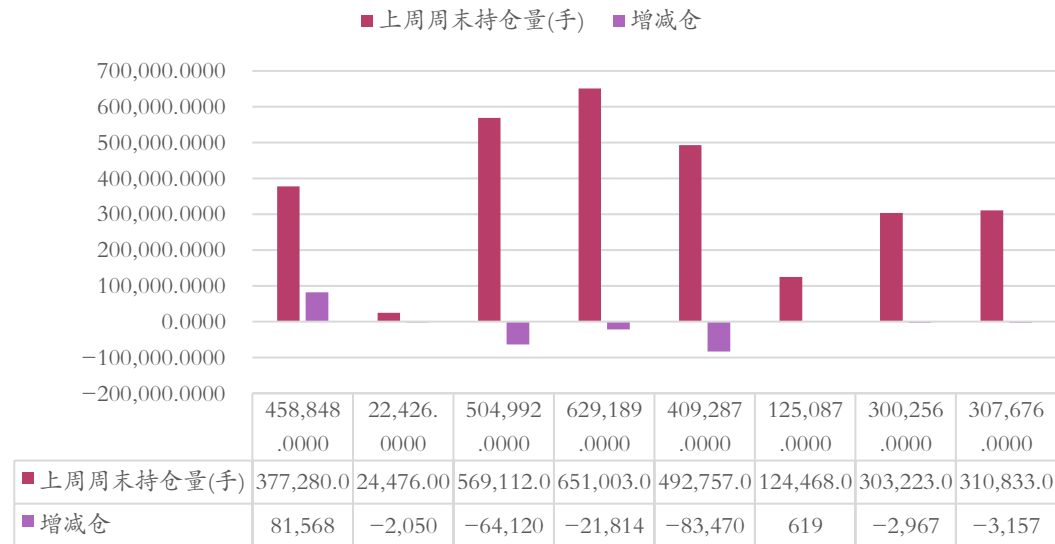
## 2.4 大宗商品

图表：市场沉淀资金（单位：亿元）



资料来源：Ifind，光大期货研究所

图表：分品种持仓量变化（单位：手）

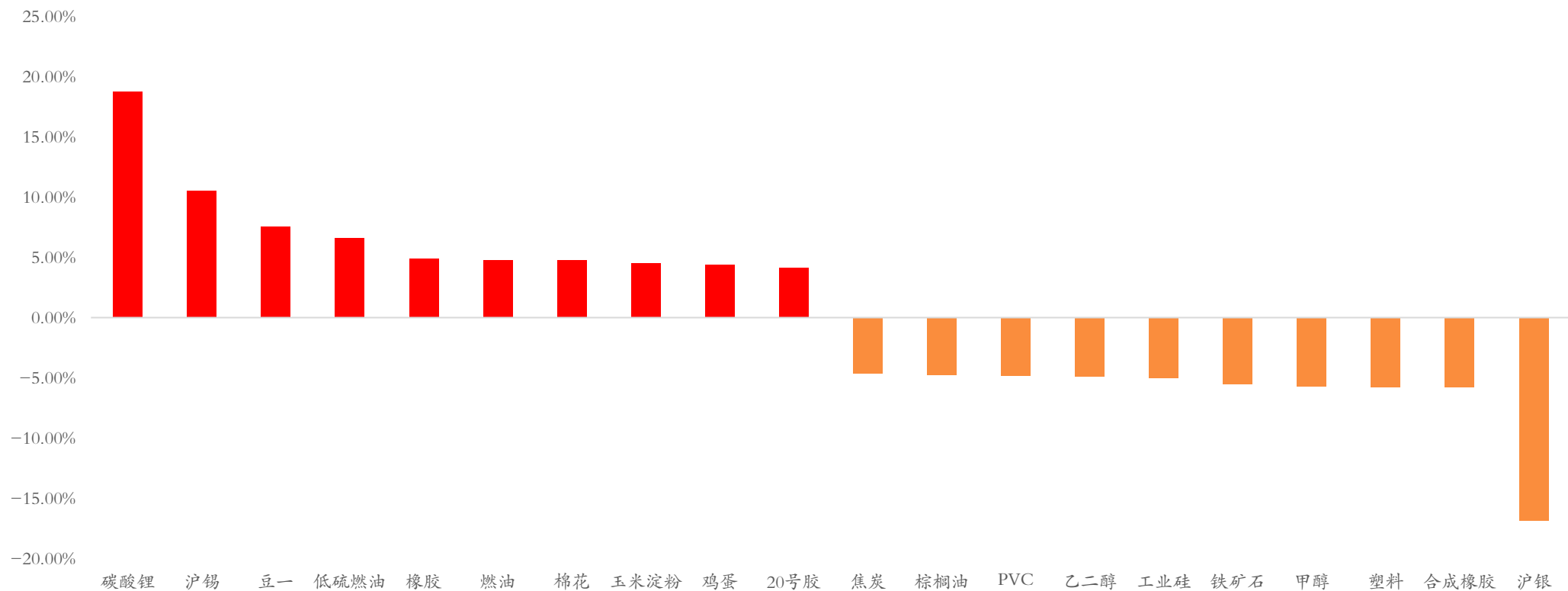


资料来源：Ifind，光大期货研究所

- ▶ 本月商品期货市场资金净流入56.13亿元。大宗商品市场在地缘政治风险和特定行业强劲需求的驱动下，黄金与原油表现极为突出，其他品种涨跌不一。

## 2.4 大宗商品

图表：月度涨跌幅各前十品种（单位：%）



资料来源：Ifind，光大期货研究所

## 未来三周大事一览

关注事件	时间
美国2月ISM制造业指数	3月2日
中国2月官方制造业PMI、美国2月ISM非制造业指数、美国2月ADP就业	3月4日
2026年全国两会召开时间：政协3月4日，人大3月5日	3月4日
美联储公布经济状况褐皮书	3月5日
美国2月非农就业、美国1月零销售数据	3月6日
中国2月通胀数据、社融信贷数据	3月9日
中国1至2月进出口数据	3月10日
美国2月CPI	3月11日
美国四季度实际GDP年化季环比修正值	3月13日
中国1至2月经济数据	3月16日
超级央行周：美联储、欧央行、英央行议息会议	3月19日
中国3月LPR报价	3月20日

---

## 研究员简介

- 赵复初，英国杜伦大学金融学博士，英国苏塞克斯大学管理学硕士，现任光大期货研究所金融期货分析师。负责海外宏观与大类资产配置相关研究，在期货日报、华夏时报等主流媒体发表多篇文章。期货从业资格号：F03107639；期货交易咨询资格号：Z0021469。

## 联系我们

公司地址：中国（上海）自由贸易试验区杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼6楼

公司电话：021-80212222      传真：021-80212200

客服热线：400-700-7979      邮编：200127

## 免责声明

---

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。