

类别  
宏观市场月报

日期  
2026年2月28日



### 宏观金融研究团队

研究员：何卓乔(宏观贵金属)  
020-38909340  
hezhuoqiao@ccb.ccbfutures.com  
期货从业资格号：F3008762

研究员：黄雯昕(国债集运)  
021-60635739  
huangwenxin@ccb.ccbfutures.com  
期货从业资格号：F3051589

研究员：聂嘉怡(股指)  
021-60635735  
niejiayi@ccb.ccbfutures.com  
期货从业资格号：F03124070



## IEEPA 关税被判违法，美以悍然 袭击伊朗

## 近期研究报告

《宏观专题-20250918-特朗普政府贸易关税政策梳理及宏观市场影响分析(三)》

《宏观专题-20250821-特朗普政府贸易关税政策梳理及宏观市场影响分析(二)》

《宏观专题-20250815-特朗普政府贸易关税政策梳理及宏观市场影响分析(一)》

《宏观专题-20250724-从 CIP 指数观察中国制造业的国际竞争力》

宏观专题-20250306-特朗普 2.0 新政阶段性回顾：回归保守价值观、回归丛林法则》

## 观点摘要

- 2026 年特朗普 2.0 新政重心部分转向倚重军事力量来巩固甚至拓展地缘战略空间，包括突袭委内瑞拉、强夺格陵兰岛和再次袭击伊朗等；另一方面，特朗普 2.0 新政的不确定性使得美国通胀高企的同时就业市场显著疲软并威胁到 2026 年中期选举，特朗普 2.0 新政重心也部分转向搞好国际民生以争取选民支持，包括优化关税措施、加力财政刺激和施压美联储宽松等，特朗普 2.0 新政负面冲击减退使得 2026 年全球经济增长前景改善。而由于中美达成阶段性贸易协议且特朗普为了应对中期选举而改善国计民生，2026 年中国出口有望继续维持强大韧性，2026 年中国财金政策支持力度有所回撤，以求在继续稳定经济增长的同时适当控制债务杠杆率上升速度。1 月 30 日特朗普宣布提名倾向于紧货币宽信贷的前美联储理事沃什为下届美联储主席，对美国财金纪律失控担忧的缓解以及流动性溢价减弱使得 1 月底贵金属板块大幅调整。2 月 20 日美国联邦最高法院裁定特朗普政府无权援引 IEEPA 开征关税，虽然特朗普政府紧急开征 122 条款临时关税，但美国关税政策剧变使得 2026 年国际贸易形势再度面临巨大不确定性，而关税税率的下降大概率催生新一轮抢出口抢进口热潮。以对美伊三轮谈判不满意为借口，2 月 28 日美国和以色列联合对以色列发动空袭意欲颠覆伊朗伊斯兰政权，而伊朗以空袭以色列国土和美军中东基地作为还击，地缘政治风险将阶段性推高贵金属和国际油价。
- 特朗普 2.0 新政对经济领域冲击减弱以及全球央行携手宽松意味着 2026 年全球经济增长前景将会有所改善，这在整体上利好股市和工业商品而利空国债，但中国经济政策侧重点调整与支持力度边际转弱或抑制中国股市整体上涨空间，国际政经体系重组和全球央行携手宽松意味着贵金属继续有良好表现。综上所述，我们建议 2026 年资产配置兼顾进攻与避险，超配具有盈利支撑的蓝筹股和受益于国际政经体系重组的黄金，标配供需基本面好转的原油、受益于国家财力支持的成长股和企业基本面改善的信用债，低配票息或利息回报偏低的利率债和货币，房地产市场周期下行过程中的房地产资产自然也在低配之列。

# 目录

- 一、2026年1-2月份宏观市场回顾 ..... - 4 -
- 二、宏观环境评述 ..... - 4 -
  - 2.1 美国经济较为强韧但就业仍然脆弱 ..... - 4 -
  - 2.2 中国通缩压力减轻但私人支出意愿不足 ..... - 7 -
  - 2.3 国际贸易形势再起波澜 ..... - 8 -
  - 2.4 地缘政治风险持续高涨 ..... - 10 -
- 三、资产市场分析 ..... - 12 -
- 四、中期资产配置 ..... - 14 -

## 一、2026年1-2月份宏观市场回顾

在2025年对内整顿联邦机构、大规模驱逐移民和以关税武器化推动国际贸易体系重组取得进展之后，2026年特朗普2.0新政重心部分转向倚重军事力量来巩固甚至拓展地缘战略空间，包括突袭委内瑞拉、强夺格陵兰岛和再次袭击伊朗等；另一方面，特朗普2.0新政的不确定性使得美国通胀高企的同时就业市场显著疲软并威胁到2026年中期选举，特朗普2.0新政重心也部分转向搞好国际民生以争取选民支持，包括优化关税措施、加力财政刺激和施压美联储宽松等，特朗普2.0新政负面冲击减退使得2026年全球经济增长前景改善。而由于中美达成阶段性贸易协议且特朗普为了应对中期选举而改善国计民生，2026年中国出口有望继续维持强大韧性，2026年中国财金政策支持力度有所回撤，以求在继续稳定经济增长的同时适当控制债务杠杆率上升速度。1月30日特朗普宣布提名倾向于紧货币宽信贷的前美联储理事沃什为下届美联储主席，对美国财金纪律失控担忧的缓解以及流动性溢价减弱使得1月底贵金属板块大幅调整。2月20日美国联邦最高法院裁定特朗普政府无权援引IEEPA开征关税，虽然特朗普政府紧急开征122条款临时关税，但美国关税政策剧变使得2026年国际贸易形势再度面临巨大不确定性，而关税税率的下降大概率催生新一轮抢出口抢进口热潮。以对美伊三轮谈判不满意度为借口，2月28日美国和以色列联合对以色列发动空袭意欲颠覆伊朗伊斯兰政权，而伊朗以空袭以色列国土和美军中东基地作为还击，地缘政治风险将阶段性推高贵金属和国际油价。

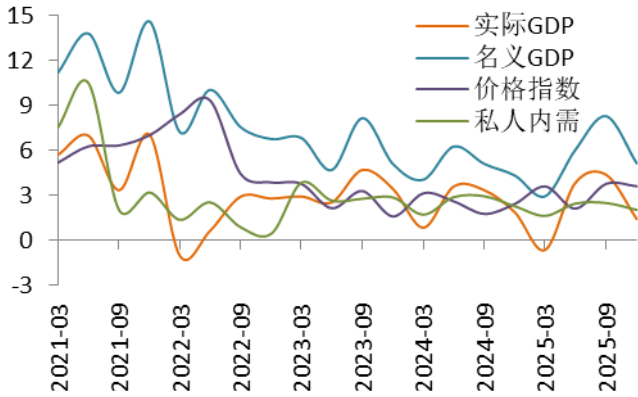
## 二、宏观环境评述

### 2.1 美国经济较为强韧但就业仍然脆弱

由于长达42天的联邦政府停摆拖累，2025年四季度美国实际GDP环比年率增长1.4%，带动名义GDP环比年率增速回到5.1%。其中个人消费和私人固定资产投资分别拉动1.58和0.45个百分点，私人库存投资和净出口分别拉动0.21和0.08个百分点，而政府支出拖累0.9个百分点并创2020年四季度以来最大值。2025年美国实际GDP同比增长2.2%，增速较2024年回落0.6个百分点且为2021年以来最低值；2025年美国名义GDP达到30.8万亿美元，同比增长5.1%，增速较2024年回落0.2个百分点且为2021年以来最低值。总体上看，特朗普2.0政府关税武器化以及联邦政府超长期停摆使得2025年美国宏观经济激烈波动，联邦机构重组带来的财政紧缩效应抑制美国经济增长动能，但5月份之后国际贸易形势缓和、9月份之后美联储重启降息进程、人工智能投资热潮及其带来的股市财富效应为美国经济提供支撑。我们判断在美联储宽松货币政策、美国政府扩大财政磁

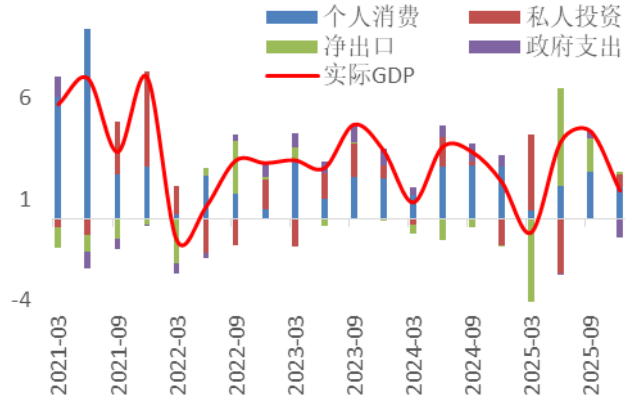
刺激以及联邦政府停摆损失补偿等因素影响下，2026年美国经济增长动能将环比改善，但国际贸易形势动荡可能再次抑制美国以及全球经济增长动能。

图1：美国GDP环比年率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

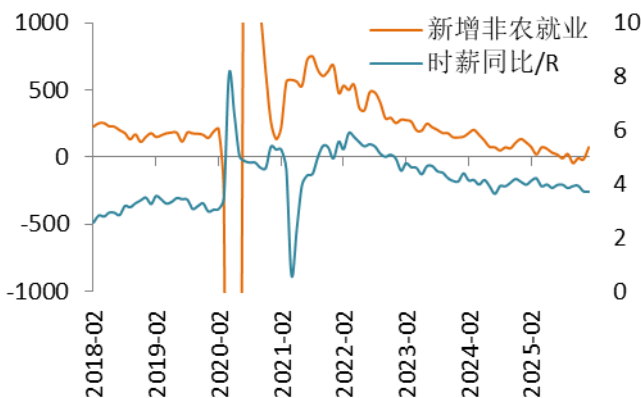
图2：美国GDP分项贡献率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

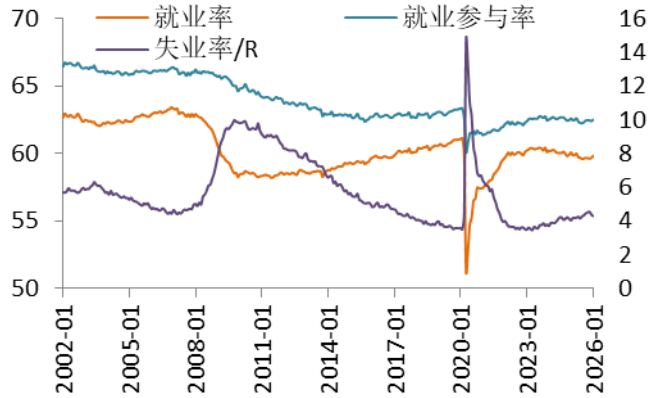
2026年美国1月份美国新增非农就业13万人，为2025年7月份以来最高值，但前两个月数据合计下修1.7万人，劳工统计局发布年度基准修正称将2025年3月季调后非农就业总规模下修89.8万人，2025年美国月均新增非农就业将仅有1.5万人，美国就业市场呈现出短期趋于稳定但创造就业能力羸弱并存的局面。1月份美国私人非农企业全部员工平均时薪为37.17美元，同比增速较前一月小幅下滑至3.71%，与就业市场创造就业能力羸弱和整体供过于求相一致。2026年1月份美国就业参与率回升0.11个百分点至62.51%，主要由壮年劳动力就业参与率从83.8%上升到历史记录84.1%所带动，2025年8月份以来就业参与率略有企稳回升迹象；1月份美国失业率从前一月的4.38%进一步回落到4.28%，衡量美国就业市场盛衰的Sahm指标也回落到0.299，主被动失业比例跃升至2025年1月份以来的高点38.6%，继续指向美国就业市场短期趋于稳定。

图3：美国新增非农就业和薪资增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

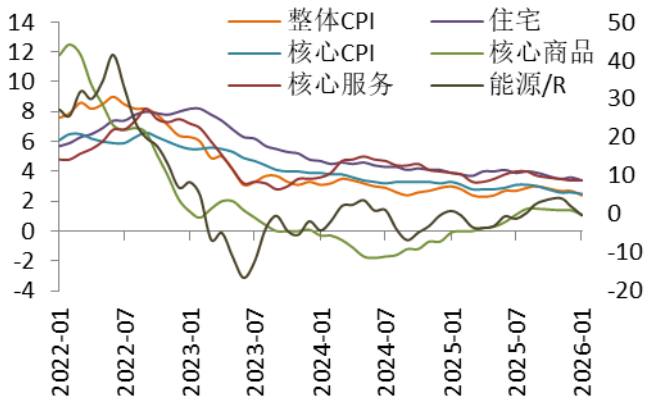
图4：美国失业率和就业参与率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

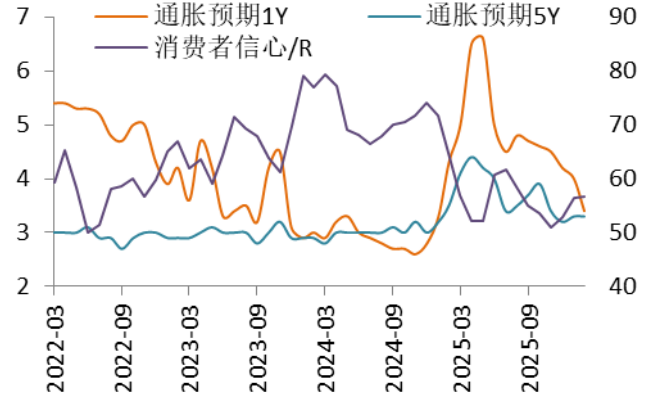
2026年1月份美国整体CPI同比增速较前一月回落0.3个百分点至2.4%，核心CPI同比增速较前一月回落0.1个百分点至2.5%，两者均延续了2025年9月份以来的回落趋势。其中能源CPI同比增速转为负值，住宅CPI同比增速3.4%为2021年8月份以来最低值，核心商品CPI同比增速在经过2025年因关税因素导致的企稳回升后已经呈现出较为明显的见顶回落迹象，核心服务CPI同比增速也从2025年8月份阶段性峰值回落到3.4%。总体上看关税带来的核心商品通胀可能已经开始缓解，而就业市场羸弱与房地产市场疲软推动服务CPI继续回落，但美以袭击伊朗或阶段性推高油价与美国整体通胀，我们判断2026年下半年美联储有重启降息进程的时间窗口。2026年2月份密歇根大学消费者调查报告显示美国消费者信心指数继续小幅反弹至56.6%但仍然处于低水平区间，而一年期通胀预期回落到3.4%，为2025年2月份以来的最低值，这显示关税因素推动的通胀预期基本上消退，但特朗普2.0新政的不确定性以及就业市场羸弱继续抑制消费者信心。

图5：美国CPI同比增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图6：消费者信心与通胀预期



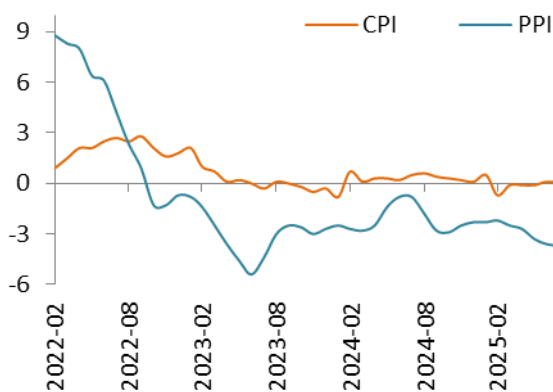
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

其他方面，2025年12月美国商品进口同比萎缩0.9%，萎缩程度较8月份至11月份显著收窄，显示2025年初抢进口带来造成的需求塌陷或基本上修复完毕。2025年全年美国商品进口和出口分别同比增长4.6%和6%，商品贸易逆差同比增长2.1%；其中从中国进口商品和对中国出口商品分别同比萎缩29.7%和25.8%，对中国商品贸易逆差同比萎缩31.6%，美国整体贸易状况变化不大的同时对中加速脱钩。2025年美国关税收入2640.4亿美元，同比增长2.3倍，但其中很大一部分因IEEPA关税被判违法而需要退还；2025年底美国进口平均关税为9.9%，约为2024年底数值的4倍。高频就业数据方面，2月21日当周美国初请失业金人数为21.2万，近四周移动平均值为22.03万，2月14日当周美国续请失业金人数为183.3万，两者均从2025年6月份的阶段性高点震荡回落，显示美国就业市场短期趋于稳定。

## 2.2 中国通缩压力减轻但私人支出意愿不足

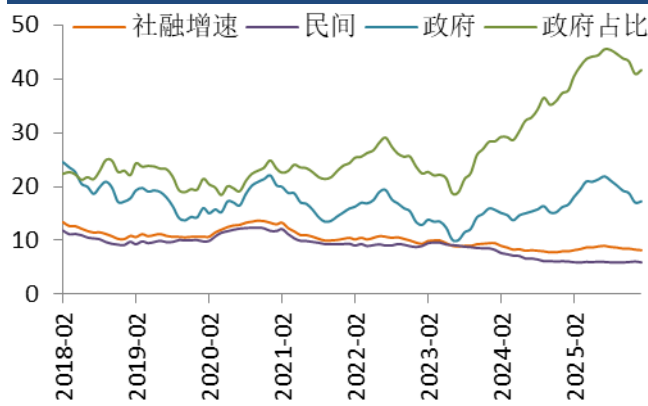
2026年1月份中国CPI同比增长0.2%，增速较前一月放缓0.6个百分点，主要受到基数效应影响。2月份CPI环比增速0.2%持平于前一月，其中食品CPI环比持平，扣除食品能源的核心CPI环比上涨0.3%，为近6个月最高值；其中飞机票和旅行社收费价格环比分别上涨5.7%和2.0%；家政服务、美发、电影及演出票价格涨幅在0.4%—2.8%之间；数据存储设备和计算机价格分别上涨8.0%和2.6%；家用器具、家庭日用杂品、个人护理用品价格涨幅在0.7%—1.4%之间。1月份中国PPI同比萎缩1.4%，萎缩程度较前一月收窄0.5个百分点，环比涨幅0.4%则达到2023年10月份以来的最高值。全国统一大市场建设持续推进带动部分行业价格上涨，水泥制造、锂离子电池制造价格环比均上涨0.1%，均连续4个月上涨；二是需求增加带动相关行业价格上涨，人工智能等数字化技术加快发展、算力需求增长带动计算机通信和其他电子设备制造业价格环比上涨0.5%；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。国际有色金属价格上行拉动国内有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业价格环比分别上涨5.7%和5.2%，国际原油价格波动影响国内石油开采、精炼石油产品制造价格分别下降3.1%和2.5%。

图7：中国物价同比增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图8：中国社融同比增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

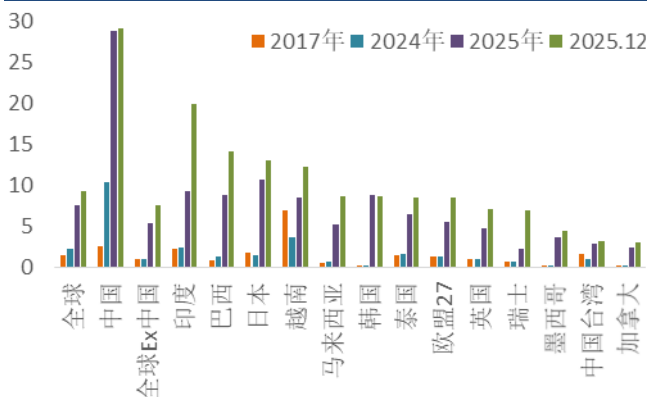
2026年1月份中国广义货币供应M2同比增长9%，增速较前一月加快0.5个百分点且为2024年1月份以来最高值；狭义货币供应M1同比增长4.9%，增速较前一月加快1.1个百分点。1月份中国社会融资存量同比增长8.2%，延续2025年8月份以来的回落趋势；1月份社会融资规模增量为7.22万亿元，比上年同期多1662亿元；其中政府债券净融资9764亿元，同比多2831亿元。交通运输部数据显示，九天春节长假期间全国跨区域人员流动量累计超过28亿人次，日均3.11亿人次同比增长8.2%；从国家税务局的增值税发票数据看，春节假期旅游相关服

务销售收入同比增长 39.6%，餐饮和百货零售收入分别同比增长 31.2%和 39.3%。另一方面，今年以来电视机销量同比下滑超过 25%，烘干机、空调和并向销量同比下滑超过 5%，春节前乘用车销量也处于同期偏低水平，反应居民在大件消费上较为谨慎；春节档电影票房 57.52 亿元，较去年的 95.1 亿元萎缩近 4 成。

### 2.3 国际贸易形势再起波澜

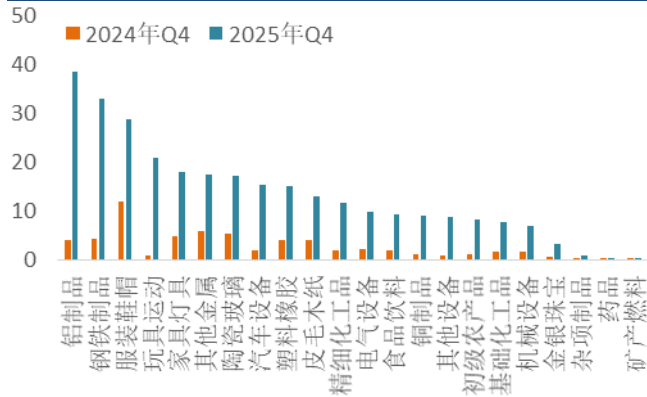
2025 年特朗普 2.0 政府以关税为武器推动国际贸易体系快速重组，到 2025 年底美国关税体系包括最惠国关税、芬太尼关税、互惠对等关税、232 条款行业关税、301 条款国别关税以及二级关税等，其中互惠对等关税和针对加墨中三国的芬太尼关税系援引《国际紧急经济权力法》(IEEPA)开征的税项。而特朗普 2.0 政府也与大部分主要贸易伙伴签署贸易协议，初步建立起以美国为核心、以国家安全和产业链安全为指导原则的圈层式贸易体系框架，美国进口平均关税税率则从 2024 年底的 2.4%上升到 2025 年底的 9.9%。

图9：美国进口平均关税税率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图10：美国进口平均关税税率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

特朗普 2.0 政府关税武器化严重扰乱全球和美国正常经济社会秩序，也引发了规模众多的法律诉讼案件。2025 年 5 月 28 日，美国国际贸易法院(CIT)裁定特朗普政府开征芬太尼关税和对等关税的行为超出了 IEEPA 的授权范围，属于违法越权行为并永久禁止其执行，特朗普政府要在 10 日内发布必要行政命令以落实禁制令；法院重申，宪法赋予国会独家制定关税和调节国际贸易的权力，特朗普的行动必须严格遵循国会授权的范围。2025 年 8 月 29 日美国联邦巡回上诉法院维持了 CIT 关于特朗普政府无权援引 IEEPA 开征关税的裁决，但就永久禁令这一补救措施的范围问题做出了发回重审的裁定。2026 年 2 月 20 日美国联邦最高法院维持了 CIT 的裁决，认为 IEEPA 并未授权行政部门征收关税，三位自由派大法官以及 John Roberts、Neil Gorsuch 和 Amy Coney Barrett 等三位保守派大法官组成多数意见，这也是 2024 年以来特朗普首次在保守派占多数的联邦最高法院遭遇重

大挫折。

2月20日特朗普政府发布公告取消芬太尼关税(2025年2月1日E014193-加拿大芬太尼,2025年2月1日E014194-墨西哥芬太尼,2025年2月1日E014195-中国芬太尼)、互惠对等关税(2025年4月2日E014257)以及其他援引IEEPA开征的关税(2025年3月24日E014245-委内瑞拉石油,2025年7月30日E014323-巴西政府,2025年8月6日E014329-俄罗斯联邦政府,2026年1月29日E014380-古巴政府,2026年2月6日E014382-伊朗政府)。同时特朗普政府援引《1974年贸易法》第122条款,决定自2026年2月24日起的150天内对所有进口商品加征10%的临时从价进口附加费,但之前被豁免互惠对等关税的进口商品(如某些关键矿物、用于货币和金条的金属、能源及能源产品、某些农产品,药品及药品成分、某些电子设备、已受或将受232条款关税约束的商品、受USMCA约束的加墨商品等)继续豁免122条款临时关税,2月21日特朗普威胁将122条款临时关税税率从10%上调至15%。目前美国关税体系包括最惠国关税、122条款临时关税、232条款行业关税以及301条款国别关税等。

2月20日美国财政部长贝森特在达拉斯经济俱乐部演讲时称,财政部测算结果表明,122条款临时关税叠加可能上调的232条款行业关税和301条款国别关税,可以使得2026年美国关税收入基本保持不变。2月22日美国贸易代表格里尔在接受采访时表示,特朗普政府已经找到重建关税体系的方法,计划对多个国家启动新的301条款(不公平贸易)调查;美国与中欧日韩等贸易伙伴达成的协议仍然有效,希望贸易伙伴信守承诺。2月23日特朗普警告各贸易伙伴不要背离最近与美国达成的贸易协议,否则美国将依据其他贸易法对这些国家征收更高的关税,美国也可能对贸易伙伴征收新的许可证费用。2月26日美国国际贸易委员会USITC公告称将开展一项调查,评估在一个六年期情境下撤销中国永久正常贸易地位PNTR的经济影响,相关调查结果将按照国会拨款法案的要求在8月21日前公布调查结果;USITC还将考察另一种情景:若国会撤销中国永久正常贸易关系待遇,对涉及国家安全的重要产品分五年逐步实施部分关税。目前中国敦促美国取消关税措施,欧盟暂停批准美欧贸易协议的程序,印度推迟了原定美印贸易会谈,韩国表示最高法院判决不影响美韩贸易协议。

美国联邦最高法院裁定特朗普政府无权援引IEEPA开征关税对全球宏观市场影响巨大。特朗普政府急欲援引其他法律依据开征新关税或加强现有关税来接续IEEPA关税,但其他关税在便利性和灵活性上均不如IEEPA关税;如122条款临时关税对所有贸易伙伴加征同一税率,这无法满足特朗普政府以关税为武器威胁其他经济体让步的目的;原本以较大让步换取美国下调对等关税税率至15-25%区

间的经济体，也将遭到国内团体的民众质疑；并且 122 条款临时关税只有 150 天有效期(2 月 24 日至 7 月 23 日)，之后需要美国国会批准才能延长征税期限(众议院简单多数/参议院 60 票)。在党派政治分裂以及中期选举压力下，我们判断 7 月 24 日之后 122 条款临时关税大概率失效，但这为特朗普政府扩大 301 条款关税和 232 条款关税争取了缓冲时间，我们预计特朗普政府将主要依赖 301 条款国别关税和 232 条款行业关税构建与目前框架类似的关税体系。

总体上看联邦最高法院的判决使得国际经贸体系重组进程在经过半年多的缓和期后又重新面临巨大不确定性，特朗普政府、外国政府以及经济主体围绕美国关税体系前景展开激烈博弈，这会引发巨大的避险需求并抑制全球经济增长动能。最高法院的判决对于特朗普共和党政府来说是重磅一击，一直被特朗普政府打压的民主党必然借此大肆攻击共和党，美国国内政治风险趋于上升而美国经济增长前景也受到影响。在这种情况下，美联储货币政策或延续宽松基调并可能加大宽松幅度，我们关注新任美联储主席上台后美联储重启降息进程的可能性，目前市场预期美联储在 6 月份和 9 月份降息的概率分别为 56.1%、54.6%而年内降息 75BP 的概率为 48.8%。而在关税议程受阻的情况下，2026 年特朗普政府或将更多精力转向地缘政治方面，拉丁美洲、格陵兰岛、中东地区和东亚地区的地缘政治风险更显突出。

## 2.4 地缘政治风险持续高涨

行政集权、边境管理和经贸体系改革进展顺利助长了特朗普的自信心，除加强国内经济管理外应对中期选举外，以 2025 年 11 月公布的新版国家安全战略报告 NSS 为契机，2026 年特朗普 2.0 施政重心还将转移到地缘政治，以关税武器化和强大军事实力巩固拓展地缘战略空间，包括独霸西半球、密谋格陵兰岛、重塑中东格局和巩固第一岛链等，地缘政治风险显著升温。2025 年半 NSS 指出美国要在西半球增加军事存在，以商业利益和关税杠杆招募老朋友并培养新合作伙伴，剥夺竞争对手在西半球部署军事威胁能力或控制战略资产的能力；在亚洲支持盟友和伙伴抵制掠夺性经济行为，并通过商业联系和四方安全对话强化印度，通过保持经济优势并将联盟体系巩固为经济集团来确保美元作为世界储备货币的未来，通过军事武装台湾、加大西太平洋军事存在、加强第一岛链盟友和合作伙伴来维护台湾等第一岛链安全；在欧洲重建欧洲内部的稳定条件和与俄罗斯的战略稳定，推动欧洲自主防御，结束北约扩张进程，在欧洲国家内部培养对欧洲当前轨迹的抵制，鼓励欧洲采取行动打击敌对经济行为。

2026 年 1 月 3 日美国对委内瑞拉发动大规模空袭，委内瑞拉总统马杜罗及其

夫人被抓回美国；特朗普称美国将在未来多年接管委内瑞拉，委内瑞拉出售原油收入由美国政府掌管并负责分配，特朗普政府还施压委内瑞拉减少与中国、俄罗斯、古巴和伊朗的联系。2026年1月29日巴拿马最高法院裁定香港长和子公司持有的巴拿马运河两端港口运营特许权违宪，丹麦马士基公司将暂时接管该运营权；中国要求国有企业停止巴拿马新项目投资、船运公司货物改道以及加强对巴拿马进口商品的检查。2026年1月17日特朗普宣布自2月1日起对不支持美国获取格陵兰岛的欧洲八国加征10%关税，关税税率将于6月1日上调至25%直至就完全彻底地购买格陵兰岛达成协议。1月21日特朗普称与北约秘书长吕特就格陵兰岛乃至整个北极地区的安全与资源制定了框架，因此取消原定2月1日实施的针对欧洲八国的关税措施，吕特称讨论从务实层面聚焦区域安全以及如何防止中俄进入格陵兰岛但并未涉及格陵兰岛主权问题。2月27日特朗普提出未来友好接管古巴的可能性并称双方已展开高层接触，此前特朗普政府对古巴实施严格的燃料封锁；报道称鲁比奥团队官员本周在加勒比领导人年度会议期间，会见了94岁的古巴前总统劳尔·卡斯特罗的孙子，意在继续推动围绕古巴经济与政治变革的谈判。

2015年7月份伊朗与联合国安理会五常及欧盟签署《联合全面行动计划》(JCPOA)，旨在通过限制伊朗核活动换取国际制裁解除，协议规定伊朗停止提炼5%以上丰度的浓缩铀并停建阿拉克重水反应堆，同时接受国际原子能机构核查。2018年5月份特朗普宣布美国单方面退出协议并重启对伊制裁，并推行旨在将伊朗石油出口降为零的极限施压政策，伊朗则自2019年起逐步中止履行协议部分条款，2019年美国将伊斯兰革命卫队列为恐怖组织。2025年3月份特朗普重启对伊朗的极限施压政策并要求更严格执行现有制裁，4月份至6月份美国和伊朗举行六轮会谈，6月份国际原子能通过决议认定伊朗未履行其在核不扩散方面的义务，随后美国和以色列联合轰炸伊朗核设施，但有消息称伊朗在轰炸之前已经转移核设施和材料。

2025年底至2026年初伊朗爆发大规模骚乱，1月底特朗普大规模增加中东地区的军事力量存在，要求伊朗同意永久停止铀浓缩活动、对弹道导弹计划设限以及彻底切断对代理武装支持等要求；2月份美国和伊朗展开三轮会谈，伊朗意欲以石油天然气领域的经济利益换取美国同意其和平核发展，2月28日美国与联合以色列对伊朗发起空袭意图颠覆伊斯兰政权，特朗普呼吁伊斯兰革命卫队、军队和警察放下武器以获得完全豁免权；以色列称包括伊斯兰革命卫队总司令、国防部长在内的40多名高级官员均在空袭中丧生，3月1日伊朗国家电视台确认最高领袖哈梅内伊遇袭身亡，并称伊朗总统、司法部长和宪法监护委员会一名法学家

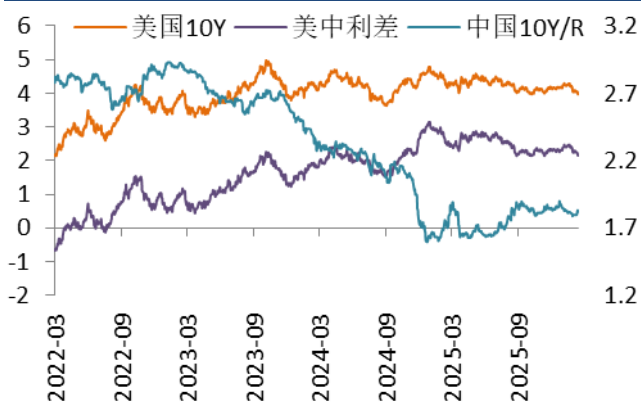
将领导伊朗。

### 三、资产市场分析

2025 年美元指数冲高回落全年下跌 9.4%，因特朗普 2.0 新政扰乱美国经济社会正常秩序并加剧全球去美元化趋势，美国通胀压力缓和且就业市场疲软情况下美联储重启降息进程削弱美元的利差优势。目前美国国内联邦机构调整和国际经贸体系重组等改革框架已经基本完成，2026 年特朗普 2.0 施政重心将转移至以积极财政扩张、宽松货币政策以及调整优化关税措施来改善国计民生以应对中期选举，经济增长前景改善将增强美元基本面；但美联储降息也削弱美元利差优势，而且全球经济增长前景改善削弱美元的避险需求，中期选举的不确定性反而提升美国国内政治风险。我们判断 2026 年美元指数将继续偏弱运行，下方支撑分别为 95 和 90。2026 年初美元指数在 95-100 之间波动，在 95 附近呈现出一定程度的支撑力度但上涨动能仍然偏弱，美联储降息预期和国内政治风险持续施压。

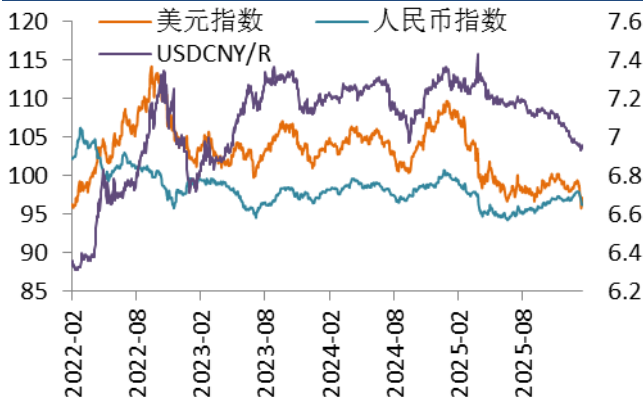
中美竞争博弈态势以及巨额贸易盈余使得 2025 年人民币汇率先贬后升，特朗普重组国际贸易货币体系以及中国政治经济稳定环境也使得跨境资金加大中国市场投资力度。2026 年中美阶段性缓和而外部环境改善，中国贸易盈余有望继续增长从而增强人民币基本面；但中美博弈竞争并未结束而只是阶段性缓和，房地产市场周期下行与人口结构老龄化继续抑制中国经济动能，因此人民币汇率不具备大幅度升值的条件。我们预计 2026 年人民币兑美元汇率继续偏强运行，上方压力位分别为 6.83 和 6.7。2026 年初人民币汇率指数上涨 0.7% 而人民币对美元汇率最高升值至 6.83，因中美贸易形势缓和以及联邦最高法院裁定 IEEPA 关税违法有利于中国出口，2 月 27 日中国央行将金融机构远期售汇业务的风险准备金率从 20% 下调至 0 以抑制人民币汇率升值动能。

图11：中美10年期国债利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图12：美元和人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

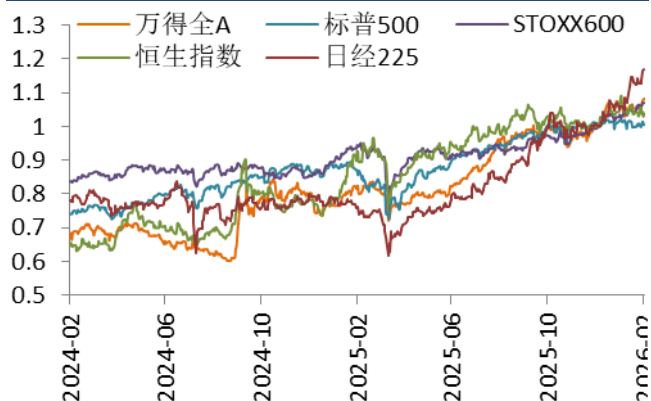
2025年中国国债利率曲线整体上行20BP左右，因为2024年底国债利率显著回落使得国债相对于股票的性价比较低，2025年8月国债利息收入恢复征收增值税增加了税收成本，而且强有力的财政政策和市场稳定措施削弱了来自经济增长和市场波动的避险需求。中美博弈竞争进入战略相持期以及特朗普政府改善国计民生应对中期选举，有利于中国外部需求的稳定以及内部民间部门支出的自然恢复，内外部需求的恢复与避险需求的减弱整体上不利于中国债券；但中美博弈竞争并未结束而只是处于中场转换期，高库存压力使得中国房地产市场延续震荡寻底趋势，而且债务杠杆率快速上升以及外部环境好转意味着2026年稳增长需求减弱以及债券市场供给压力的减轻。看我们判断2026年中国国债利率处于上有顶下有底的状况，10年期国债利率核心波动区间为1.6%-2%。2026年初中国国债利率整体小幅回落，因机构配置需求、财政稳增长力度的减弱以及中国央行结构性宽松措施抵消了大宗商品价格上涨带来的通胀上升预期。

2025年美国国债利率陡峭化下行，因特朗普2.0新政扰乱美国经济社会正常秩序并压低美国通胀增速，特朗普2.0新政的不确定性以及人工智能发展趋势使得美国就业市场持续疲软，最终美联储重启降息进程并从缩表转为实质性扩表。我们预计2026年特朗普2.0新政转向改善国计民生以应对中期选举，包括加大财政扩张力度、施压美联储继续降息、调整优化关税政策和继续打压国际油价等，财政扩张力度增强和经济增长前景改善利空美国中长期国债，但关税政策调整优化和美联储降息利多短期国债，我们判断2026年美国国债利率曲线将继续陡峭化，短期利率下行但中长期国债利率更多呈现区间震荡特征，10年期美国国债利率核心波动区间为3.8%-4.5%。2026年初美国短端利率稳定而中长期国债利率先升后降，因对美国经济增长动能增强而美联储暂停降息进程的担忧被美国就业市场羸弱和美国通胀压力缓解推动的美联储降息预期所抵消。

2025年环球股市普涨而东亚股市表现突出，虽然特朗普2.0关税武器化扰乱全球经济社会正常秩序，但大部分经济体实施积极财政扩张与/或宽松货币政策给予对冲，人工智能发展趋势与国产替代需求催生结构性投资计划，而且金融市场发展出TACO策略以应对特朗普2.0新政的不确定性。目前全A指数市盈率与风险溢价分别位居十年来的99%和39.4%分位，而且2026年稳增长政策力度边际减弱的概率较大，因此股市市盈率继续上升空间或相对有限但股市相对于债券仍有较高性价比。综合风险偏好、估值修复和企业盈利三因子看，我们预计2026年中国股市整体上涨空间收窄，或从估值修复驱动的全面性牛市转向企业盈利驱动的结构性牛市，有坚实盈利支撑的蓝筹股和继续受到国家财力支持的科技股将跑赢整体市场。2026年初中国股市延续2025年12月中旬以来的上涨趋势，因大宗商品

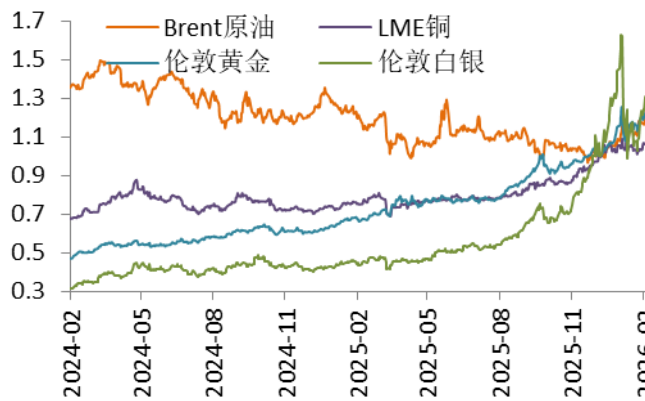
价格回升与通缩压力缓解增强股市盈利预期，同时中国人工智能应用领域拓宽增强人工智能投资热潮。

图13：中美欧股票指数(2025年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图14：国际重点商品(2025年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2025年大宗商品价格在特朗普2.0新政的影响下先下跌后反弹，南华商品指数全年小幅收涨5.4%；但不同类别商品之间严重分化，贵金属指数狂飙81.7%而能源化工指数和黑色链指数分别下跌16.1%和4.3%。由于2026年货币流动性环境继续充裕、全球经济增长动能改善以及美元汇率延续贬值趋势，我们预计2026年大宗商品整体上涨动能将有所增强，但各类别商品表现仍然存在较大分化。分商品类别看，特朗普2.0新政冲击减弱但国际政经体系重组继续推进，加上美联储等全球央行继续实施宽松货币政策，避险需求、储备分散化需求和流动性溢价将继续推动贵金属偏强运行；低油价抑制美国页岩油开采活动以及OPEC+增产告一段落，或推动国际原油市场从供过于求向供需平衡转变，但全球绿色能源转型将继续抑制原油需求；全球绿色能源转型以及人工智能投资热潮持续提振需求预期，预计导电性能良好的铜铝等相关金属品种价格将继续偏强运行，全球政经体系重组带来的稀缺矿产争夺预期或进一步提振工业金属价格；中国内部需求略有改善但居民部门和地方政府部门债务压力继续拖累整体经济活力，主要依赖旧经济需求的化工和黑色链商品价格下跌动能减弱但难有出色表现。

#### 四、中期资产配置

2025年特朗普政府在联邦机构调整、边境安全整固和经贸体系重组等MAGA改革方面进展顺利，但新政不确定性、关税武器化带来的通胀压力以及人工智能对劳动岗位的取代使得特朗普政府与共和党的支持率下降。因此2026年特朗普政府施政重心将出现两个转移，其一是转移到以财政力度扩张、施压美联储降息、调整优化关税措施等方式改善国计民生以应对中期选举，其二是转移到以军事优

势和关税武器化巩固拓展地缘战略空间，这样一来特朗普 2.0 新政对经济增长的负面冲击将会减弱但地缘政治风险带来的避险需求将会增强。由于外部环境边际好转以及债务杠杆压力高企，2026 年中国经济政策基调也会从全力稳增长应对国际经贸斗争调整为兼顾短期稳增长、中期控风险和长期科技突破，力图在继续支持经济发展的同时控制债务杠杆上升速度。

表1：中期资产配置建议

| 大类     | 细分  | 配置建议 | 影响因素  |
|--------|-----|------|---|
| 货币     | 货币  | 低配   | 中国央行宽松货币政策稳增长，货币收益率偏低。                                  |
| 债券     | 利率债 | 低配   | 外部环境改善支持国民经济自然恢复，避险需求缺乏而票息回报也偏低。                        |
|        | 信用债 | 中配   | 在整体低利率环境下，具有票息优势的信用债或继续受到低风险偏好投资者青睐。                    |
| 股票     | 蓝筹股 | 超配   | 经济增长前景改善但财政支持边际减少，具有坚实盈利支撑的蓝筹股将跑赢市场。                    |
|        | 成长股 | 中配   | 国家产业政策支持以及进口替代需求使得成长股尚有表现机会，但估值水平上升与存量博弈环境或加大成长股波动。     |
| 商品     | 原油  | 中配   | 原油市场从供过于求向供求平衡转变有利于油价企稳回升，风险在于特朗普打击油价以控制通货膨胀。           |
|        | 黄金  | 超配   | 全球政经体系重组、美联储降息以及美元汇率贬值带来的避险需求、储备分散化需求和流动性溢价将继续推动金价偏强运行。 |
| 主要风险因素 |     |      | 中国经济政策，美联储降息节奏，美国中期选举                                   |

数据来源：建信期货研究发展部

特朗普 2.0 新政对经济领域冲击减弱以及全球央行携手宽松意味着 2026 年全球经济增长前景将会有所改善，这在整体上利好股市和工业商品而利空国债，但中国经济政策侧重点调整与支持力度边际转弱或抑制中国股市整体上涨空间，国际政经体系重组和全球央行携手宽松意味着贵金属继续有良好表现。综上所述，我们建议 2026 年资产配置兼顾进攻与避险，超配具有盈利支撑的蓝筹股和受益于国际政经体系重组的黄金，标配供需基本面好转的原油、受益于国家财力支持的成长股和企业基本面改善的信用债，低配票息或利息回报偏低的利率债和货币，房地产市场周期下行过程中的房地产资产自然也在低配之列。

## 【建信期货研究发展部】

宏观金融研究团队 021-60635739      有色金属研究团队 021-60635734      黑色金属研究团队 021-60635736  
 石油化工研究团队 021-60635738      农业产品研究团队 021-60635732      量化策略研究团队 021-60635726

### 免责声明：

本报告由建信期货有限责任公司（以下简称本公司）研究发展部撰写。

**本研究报告仅供报告阅读者参考。**在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。

**市场有风险，投资需谨慎。**本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告版权归建信期货所有。未经建信期货书面授权，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在授权范围内使用，并注明出处为“建信期货研究发展部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 【建信期货业务机构】

### 总部大宗商品业务部

地址：上海市浦东新区银城路99号（建行大厦）5楼  
 电话：021-60635548 邮编：200120

### 深圳分公司

地址：深圳市福田区鹏程一路8号深圳建行大厦39层3913  
 电话：0755-83382269 邮编：518026

### 山东分公司

地址：济南市历下区龙奥北路168号综合营业楼1833-1837室  
 电话：0531-81752761 邮编：250014

### 广东分公司

地址：广州市天河区天河北路233号中信广场3316室  
 电话：020-38909805 邮编：510620

### 北京营业部

地址：北京西城区西单北大街131号西单大悦城写字楼1103室  
 电话：010-83120360 邮编：100032

### 福清营业部

地址：福清市音西街福清万达广场A1号楼21层2105、2106室  
 电话：0591-86006777/86005193 邮编：350300

### 郑州营业部

地址：郑州市未来大道69号未来大厦2008A  
 电话：0371-65613455 邮编：450008

### 宁波营业部

地址：浙江省宁波市鄞州区宝华街255号0874、0876室  
 电话：0574-83062932 邮编：315000

### 总部金融机构业务部

地址：上海市浦东新区银城路99号（建行大厦）6楼  
 电话：021-60636327 邮编：200120

### 西北分公司

地址：西安市高新区高新路42号金融大厦建行1801室  
 电话：029-88455275 邮编：710075

### 浙江分公司

地址：杭州市上城区五星路188号荣安大厦602-1室  
 电话：0571-87777081 邮编：310000

### 上海浦电路营业部

地址：上海市浦电路438号1306室(电梯16层F单元)  
 电话：021-62528592 邮编：200122

### 上海杨树浦路营业部

地址：上海市虹口杨树浦路248号瑞丰国际大厦811室  
 电话：021-63097527 邮编：200082

### 泉州营业部

地址：泉州市丰泽区丰泽街608号建行大厦14层CB座  
 电话：0595-24669988 邮编：362000

### 厦门营业部

地址：厦门市思明区鹭江道98号建行大厦2908  
 电话：0592-3248888 邮编：361000

### 成都营业部

地址：成都市青羊区提督街88号28层2807号、2808号  
 电话：028-86199726 邮编：610020

## 【建信期货联系方式】

地址：上海市浦东新区银城路99号（建行大厦）5楼  
 邮编：200120      全国客服电话：400-90-95533 转5  
 邮箱：khh@ccb.ccbfutures.com      网址：<http://www.ccbfutures.com>