

国内经济起步有力，全球滞涨交易影响货币预期

——存单收益率继续下行支撑中短债，曲线陡峭趋势仍在持续

2026-3-22

中泰期货研究所宏观团队 李荣凯

从业资格号：F3012937

交易咨询从业证书号：Z0015266

TEL：13361063969



中泰期货
ZHONGTAI FUTURES

目 录

CONTENTS

01 逻辑与策略 (P3-4)

02 宏观主要资产资金流向变化 (P5-6)

03 近期宏观数据分析与回顾 (P7-13)

04 资金面分析与债券期现指标监控 (P14-24)

05 权益宽基指数基本面、流动性与期现指标监控 (P25-31)

06 宏观经济中期基本面跟踪监控 (P32-51)

07 宏观经济长波基本面跟踪监控 (P52-53)














08 附录

逻辑与观点：存单收益率继续下行支撑中短债，曲线陡峭趋势仍再持续

- ◆ **资金与政策面：**资金面，税期后资金价格平稳略有回落，LPR报价保持不变符合市场预期。存单利率继续回落。下周三到期4500亿MLF，按照惯例周二盘后会进行公告次日操作计划。由于本月买断式回购缩量3000亿，如果央行保持500亿买债规模，如果央行保持中长期流动性1万亿/月的投放量，那么MLF需要续作1.7万亿。目前看这个量缺口较大，不排除后续央行通过其他工具进行配合，比如未来降准配合。周五市场讨论，央行调研取消存款准备金率5%的下限，但是真实性未被市场认可，我们认为市场逻辑并非没有道理。目前看存单利率下降继续向1.5%逼近可能性比较大。3月18日，中国人民银行党委召开扩大会议指出，综合运用存款准备金率、买卖国债、中期借贷便利（MLF）、逆回购等长中短期货币政策工具，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。充分发挥中央银行宏观审慎管理和维护金融稳定功能，坚定维护股票、债券、外汇等金融市场平稳运行。我们理解，本次会议原则上与两会货币政策表述一致，但本次会议更侧重执行，央行未提及降息印证灵活性，降息的必要性有所下降。综合来看，二季度央行降准可能落地，降息节奏或继续后延。
- ◆ **基本面：**国内，1-2月份国民经济运行数据。数据显示，主要经济指标明显回升，甚至可以得出除了地产已经实现了全面的复苏。生产端工业压舱石作用凸显，新质生产力加速成。需求端三驾马车协同发力，内需与外需均有改善。物价方面，CPI同比上涨0.8%，扣除食品和能源的核心CPI上涨1.3%，显示需求端正在温和复苏，通缩压力进一步缓解。全国一般公共预算支出同比增长3.6%，进度明显加快。支出结构持续优化，社会保障和就业、卫生健康、住房保障等民生领域支出保持较快增长，体现了更加积极有为的财政政策正在落地见效。不过也需要看到的是今年1-2月宏观数据受到春节假期影响明显，春节时间较晚叠加放假时间增加，故节前赶工一春节停工一节后复工周期整体后移，技术性推高了1-2月同比数据，而3月数据可能受反向压低。此外霍尔木兹海峡通行受阻可能导致国内生产端受到抑制，对3月宏观经济产生压力。海外，过去一周（2026年3月16日-22日）是全球央行日程中的“超级周”，美联储、欧洲央行、日本央行、英国央行等主要经济体央行均召开了议息会议。综合来看，中东地缘冲突升级带来的能源价格冲击，是本次“超级周”压倒性的主导变量。主要央行的政策立场集体转向鹰派或审慎，此前市场普遍预期的宽松周期被大幅推迟甚至逆转，控制通胀重新成为多数央行的首要关切。目前FED WATCH对今年降息路径转为不降息。目前市场对主要发达经济体的降息预期已基本消散，取而代之的是对可能加息的警惕。
- ◆ **观点与策略：**当前债市交易核心在于资金面的宽松VS通胀预期明显回升，债券市场波动不大但是曲线陡峭趋势持续延伸。由于同业存单利率的下行，10年期以内中短期债券年收益率仍有下行可能，超长端收益率受到基本面影响更为明显，走势偏弱。霍尔木兹海峡持续通行受阻后的蝴蝶效应产生，能源矛盾进一步蔓延并引起海外央行在货币宽松方向更为谨慎。由于固收+产品在权益市场表现偏弱导致赎回也让债券与股票市场的跷跷板效应减弱。近期上海地产销售明显回暖带动也强化了市场顺周期的预期。我们认为：海外滞涨交易是目前宏观主线但不会影响国内货币政策，核心在于国内外供需矛盾不同。地产高频数据尚不足撼动中期数据结论，改变周期性结论为时尚早。往前看，债券市场收益率陡峭概率仍然较大，债市熊市证据不足。当前10年期以上债券收益率具备赔率，但是赔率厚度还不够足够吸引人。策略方面，区别对待资金+基本面对债券影响，保持陡峭思路，10年以下债券收益率仍有下行空间。风险因素：3月份央行流动性大幅收紧。

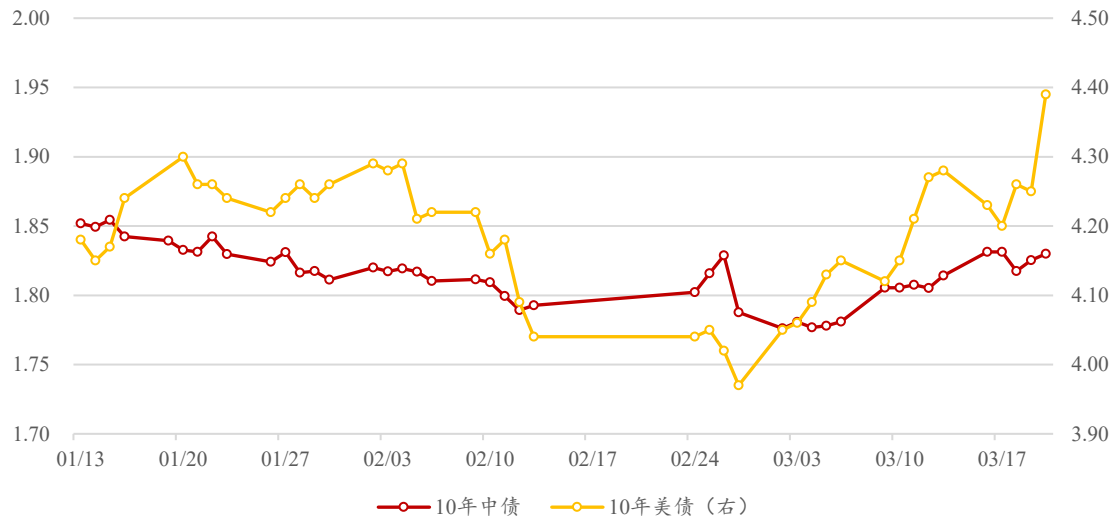
上期逻辑与观点：重申灵活高效降准降息、债券收益率或因资金和风偏推动继续震荡下行

- ◆ **观点与策略：**目前债市短线逻辑仍然是通胀，由于长期基本面因素推动债市走弱但曲线陡峭。当周市场讨论存单利率问题，同业存单利率下行由来已久但在市场当周末引起足够多的讨论。本次压降银行负债利率后摆上台面。我们认为压降银行负债成本可能在为下一次降息做准备。目前央行谨慎降息是因为息差过低。那么为了保护息差，央行可能有意引导银行负债利率下降，其中包括储蓄存款利率下降和银行同业负债利率下降。当银行负债端利率下降10bp后，再进行OMO逆回购—LPR利率下调10bp，便可以保持银行息差稳定。策略方面，霍尔木兹海峡通行严重受阻，国内市场在2月份通胀发布后持续交易通胀预期，缺乏足够硬核利好情况下短期债市走势或继续偏弱，但是中短债可能相对抗压，因为债市未来仍然会交易宽松预期，故曲线陡峭的概率仍然较高。

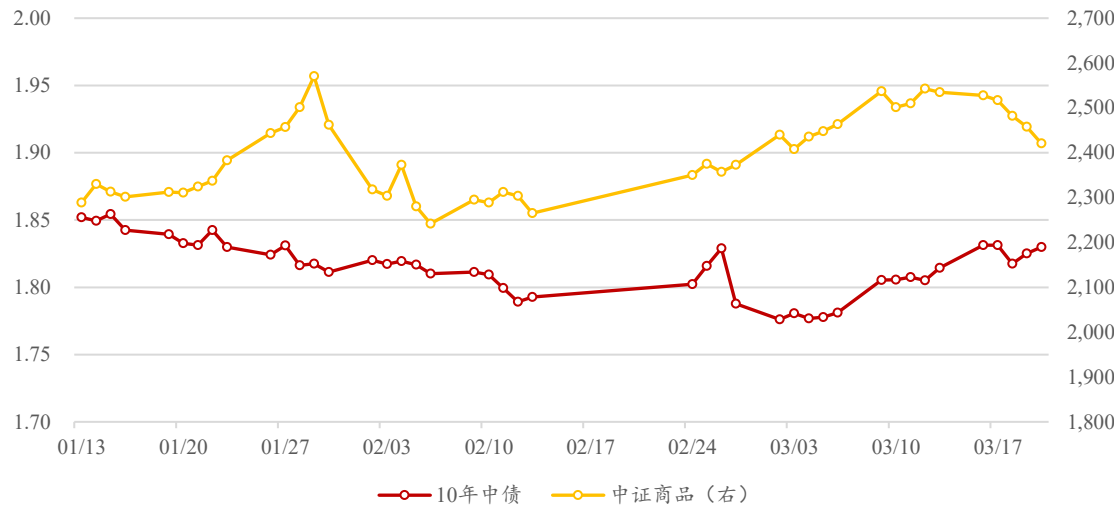
日期	10年中债 (%)	10年美债 (%)	美元指数 (点)	人民币 汇率	纳斯达克 综指	上证指数 (点)	中证商品 (点)	原油 (点)	黄金 (点)	铜 (点)	集运欧线 (点)	螺纹 (点)	豆粕 (点)
2026/02/20	#N/A	4.08	97.80	6.91	22886	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
2026/02/24	1.80	4.04	97.84	6.88	22864	4117	2350	494	1153	101860	1407	3035	2820
2026/02/25	1.82	4.05	97.70	6.87	23152	4147	2375	487	1153	103007	1370	3083	2864
2026/02/26	1.83	4.02	97.79	6.84	22878	4147	2357	483	1149	102778	1335	3069	2871
2026/02/27	1.79	3.97	97.61	6.86	22668	4163	2373	488	1150	104073	1330	3074	2871
2026/03/02	1.78	4.05	98.38	6.88	22749	4183	2440	527	1200	104038	1548	3075	2868
2026/03/03	1.78	4.06	99.05	6.90	22517	4123	2408	567	1185	102258	1778	3082	2876
2026/03/04	1.78	4.09	98.77	6.90	22807	4082	2436	617	1156	101806	1955	3078	2868
2026/03/05	1.78	4.13	99.32	6.89	22749	4109	2448	620	1155	101176	1772	3082	2880
2026/03/06	1.78	4.15	98.99	6.90	22388	4124	2463	628	1144	101135	1915	3095	2940
2026/03/09	1.81	4.12	99.18	6.91	22696	4097	2537	726	1143	100289	2224	3127	3005
2026/03/10	1.81	4.15	98.83	6.88	22697	4123	2501	648	1153	101666	1889	3112	2982
2026/03/11	1.81	4.21	99.23	6.87	22716	4133	2510	646	1155	101304	2030	3124	3046
2026/03/12	1.81	4.27	99.74	6.87	22312	4129	2543	706	1151	101101	2091	3129	3038
2026/03/13	1.81	4.28	100.36	6.90	22105	4095	2535	734	1136	100444	2068	3150	3063
2026/03/16	1.83	4.23	99.71	6.90	22374	4085	2528	749	1122	99830	2038	3147	3039
2026/03/17	1.83	4.20	99.58	6.89	22480	4050	2517	740	1120	99434	2096	3154	3031
2026/03/18	1.82	4.26	100.09	6.87	22152	4063	2482	717	1117	98642	2004	3147	3005
2026/03/19	1.83	4.25	99.23	6.87	22091	4007	2458	795	1066	94437	2036	3145	3010
2026/03/20	1.83	4.39	99.65	6.89	21648	3957	2421	756	1043	94755	2072	3132	3025
30日走势													

◆ 跨资产资金流向热力图：受到通胀影响，中、美债收益率均有所上行，美元震荡反弹，美股和A股明显收跌。滞胀预期继续盛行，中证商品走弱但分化严重，贵金属有色明显走弱，原油类商品持续大幅上涨。

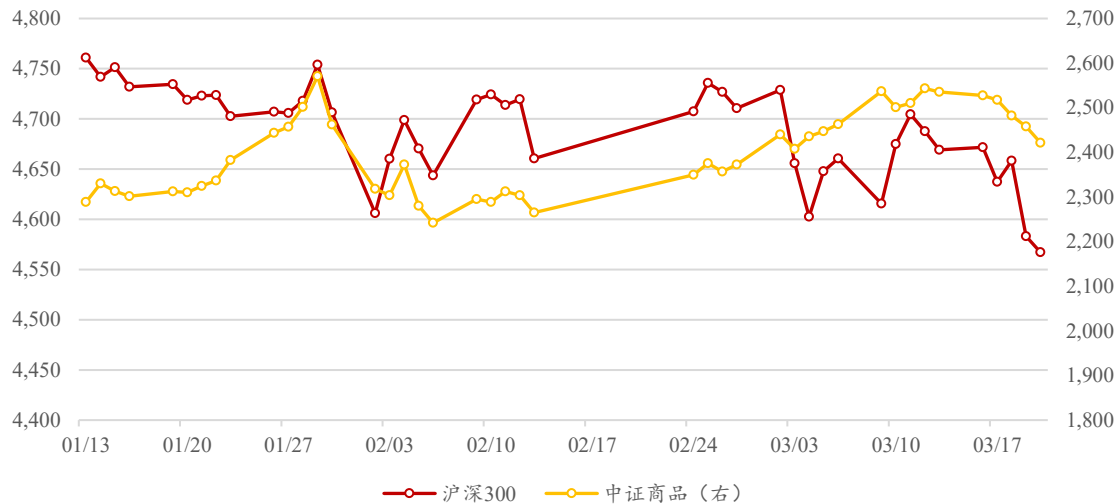
10年中、美债收益率 (%)



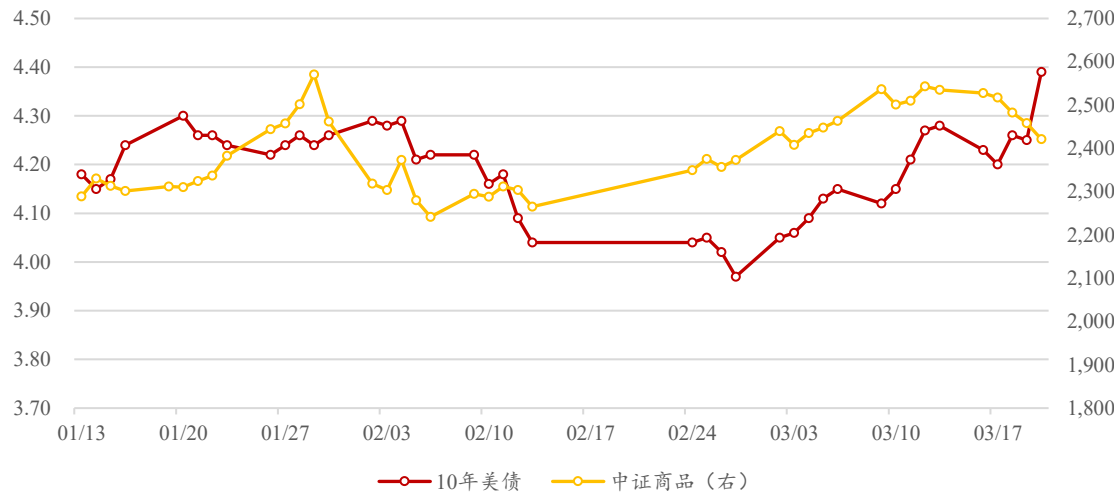
中债收益率与中证商品指数 (%，点)



沪深300与中证商品指数 (点)



美债收益率与中证商品指数 (%)



近期主要宏观经济数据26-3-W3

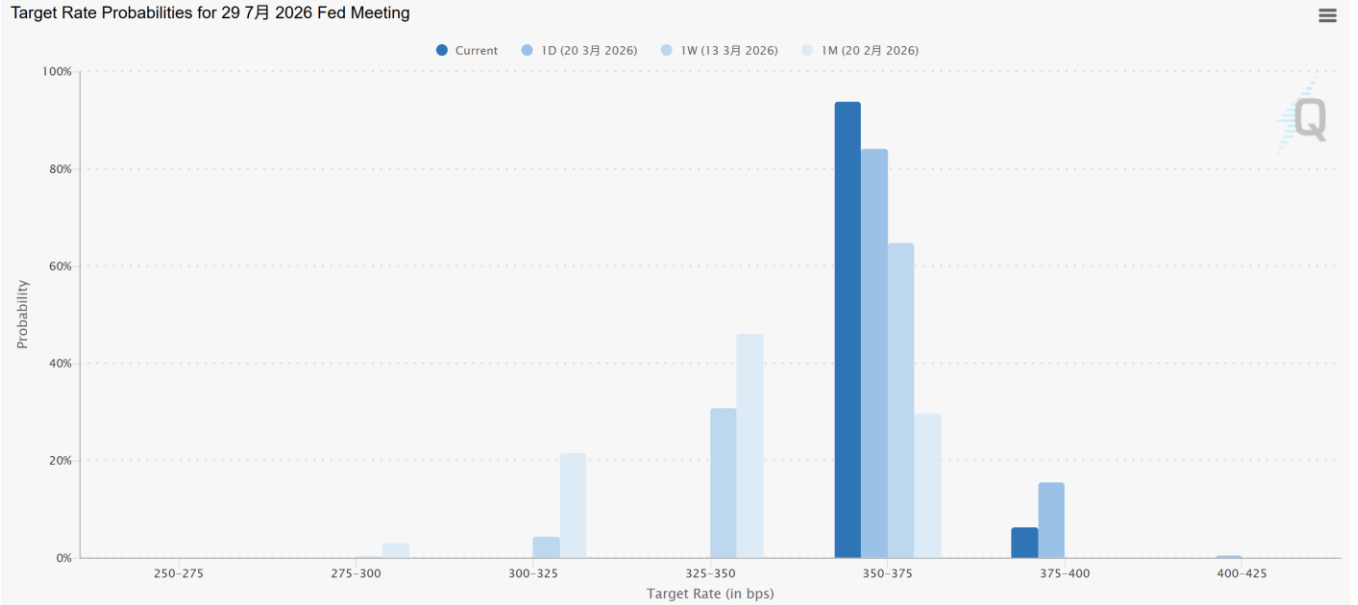
时间	16 (1)				18 (3)	19 (4)				20 (5)			
数据	中国1-2月社会消费品零售总额同比	中国1-2月规模以上工业增加值同比	中国2月今年迄今城镇固定资产投资同比	中国2月城镇调查失业率	70城房价：新房和二手房环比仍然为负但是降幅持续收窄	美国2月PPI年率	美国1月工厂订单月率	美国至3月18日美联储利率决定(上限)	FOMC发布会：若通胀无进展，将不会降息。绝大多数人不认为加息是基本预期，但下一步行动是加息的可能性确实被提及。	欧元区至3月19日欧洲央行存款机制利率	美国1月批发销售月率	日本至3月19日央行目标利率	中国至3月20日一年期贷款市场报价利率：前置3.0；3.5
前值	0.9	5.2	(3.8)	5.1		2.9	(0.4)	3.75		2.00	1.3	0.75	
预期	2.5	5.0	(2.1)	5.1		2.9	0.1	3.75		2.00	0.3	0.75	
公布	2.9	6.3	1.8	5.3		3.4	0.1	3.75		2.00	0.5	0.75	
比较	★●	★●	★●	★●		★●				★			

- ◆ 国内，1-2月份国民经济运行数据。数据显示，主要经济指标明显回升，甚至可以得出除了地产已经实现了全面的复苏。生产端工业压舱石作用凸显，新质生产力加速成。需求端三驾马车协同发力，内需与外需均有改善。物价方面，CPI同比上涨0.8%，扣除食品和能源的核心CPI上涨1.3%，显示需求端正在温和复苏，通缩压力进一步缓解。全国一般公共预算支出同比增长3.6%，进度明显加快。支出结构持续优化，社会保障和就业、卫生健康、住房保障等民生领域支出保持较快增长，体现了更加积极有为的财政政策正在落地见效。不过也需要看到的是今年1-2月宏观数据受到春节假期影响明显，春节时间较晚叠加放假时间增加，故节前赶工—春节停工—节后复工周期整体后移，技术性推高了1-2月同比数据，而3月数据可能受反向压低。此外霍尔木兹海峡通行受阻可能导致国内生产端受到抑制，对3月宏观经济产生压力。
- ◆ 海外，过去一周（2026年3月16日-22日）是全球央行日程中的“超级周”，美联储、欧洲央行、日本央行、英国央行等主要经济体央行均召开了议息会议。综合来看，中东地缘冲突升级带来的能源价格冲击，是本次“超级周”压倒性的主导变量。主要央行的政策立场集体转向鹰派或审慎，此前市场普遍预期的宽松周期被大幅推迟甚至逆转，控制通胀重新成为多数央行的首要关切。目前FED WATCH对今年降息路径转为不降息。目前市场对主要发达经济体的降息预期已基本消散，取而代之的是对可能加息的警惕。

时间	24 (2)							25 (3)	26 (4)	27 (5)
数据	日本2月 全国CPI 年率	日本3月 制造业 PMI初值	日本3月 服务业 PMI初值	日本3月 综合PMI 初值	欧元区3 月制造业 PMI初值	欧元区3 月服务业 PMI初值	欧元区3 月综合 PMI初值	4500亿元 1年期中 期借贷便 利 (MLF) 到期。	美国至3 月21日当 周初请失 业金人数 (万人)	中国2月 今年迄今 规模以上 工业企业 利润年率
前值	1.5	53.0	53.8	53.9	50.8	51.9	51.9		20.5	0.6
预期	1.4				49.4	51.0	51.0		21.0	
公布										
比较										

29 4月26 17 6月26 29 7月26 16 9月26 28 10月26 9 12月26 27 1月27 17 3月27 28 4月27 9 6月27 28 7月27 15 9月27 27 10月27 8 12月27

MEETING INFORMATION						PROBABILITIES		
MEETING DATE	CONTRACT	EXPIRES	MID PRICE	PRIOR VOLUME	PRIOR OI	EASE	NO CHANGE	HIKE
29 7月 2026	ZQN6	31 7月 2026	96.3400	131,971	192,921	0.0%	93.8%	6.2%



CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	93.8%	6.2%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	93.8%	6.2%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	93.8%	6.2%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	92.0%	6.1%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.9%	92.0%	6.1%	0.0%
2026/12/9	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	14.2%	80.3%	5.2%	0.0%
2027/1/27	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	15.7%	78.5%	5.1%	0.0%
2027/3/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	19.3%	74.3%	4.8%	0.0%
2027/4/28	0.0%	0.0%	0.1%	2.2%	21.7%	71.4%	4.6%	0.0%
2027/6/9	0.0%	0.0%	0.6%	7.0%	34.0%	54.8%	3.5%	0.0%
2027/7/28	0.0%	0.0%	0.5%	5.2%	26.2%	48.8%	18.3%	1.0%
2027/9/15	0.0%	0.2%	2.8%	15.7%	37.5%	33.5%	9.6%	0.5%
2027/10/27	0.0%	0.2%	2.8%	15.7%	37.5%	33.5%	9.6%	0.5%
2027/12/8	0.2%	2.5%	14.3%	35.1%	34.0%	12.3%	1.5%	0.1%

时间	9 (1)		10 (2)			11 (3)					12 (4)	13 (5)								
	中国2月CPI年率	中国2月PPI年率	1-2月出口金额: 累计同比 (%)	1-2月进口金额: 累计同比 (%)	中国1-2月贸易帐-美元计价(亿美元)	美国2月末季调CPI年率	美国2月末季调核心CPI年率	美国2月季调后CPI月率	美国2月季调后核心CPI月率	美国2月实际收入月率	美国至3月7日当周初请失业金人数(万人)	2月社会融资规模存量: 同比 (%)	2月M2: 同比 (%)	2月M1: 同比 (%)	美国1月核心PCE物价指数年率	美国1月个人支出月率	美国1月个人收入月率	美国1月耐用品订单月率	美国1月JOLTS职位空缺(万人)	美国3月密歇根大学消费者信心指数初值
前值	0.2	(1.4)	5.5	0.0		2.4	2.5	0.2	0.3	0.5	21.4	8.2	9.0	4.9	3.0	0.4	0.3	(0.9)	655.0	56.6
预期	0.8	(1.2)	6.1	7.5	1480.0	2.4	2.5	0.3	0.2		21.5		8.9	5.1	3.1	0.3	0.5	1.2	670.0	55.0
公布	1.3	(0.9)	21.8	19.8	2136.2	2.4	2.5	0.3	0.2	0.1	21.3	8.2	9.0	5.9	3.1	0.4	0.4	0.0	694.6	55.5
比较	★●	★●	★●	★●									★	★●	●	★	★	★	★●	★●

◆ 国内，**通胀方面**，2月份CPI涨幅扩大，PPI降幅收窄二者均超预期。CPI方面明显回升，一方面受到春节错月基数影响，另一方面春节长假服务消费集中释放，特别是今年春节假期较长，居民出行、娱乐等服务消费需求集中释放。PPI环比上涨0.4%，已连续5个月保持上涨，表明工业领域的需求正在稳步恢复。同比虽然仍下降0.9%，但降幅连续3个月收窄，释放出积极信号。工业品价格回升既有海外通胀因素推动，比如有色金属、原油价格上涨；也有国内电子半导体材料、光伏设备及元器件制造价格回升推动。**外贸方面**，春节错位的技术性推高和外需改善与竞争力提升的实质拉动推动外贸出口增速大幅增长，由于春节后外贸的恢复时间较长（约1个月左右时间）市场讨论剔除季节性影响后大约上升6.8个百分点。从行业看主要是全球AI投资热潮带动了半导体产业链的高景气。前两个月，集成电路出口金额同比暴增72.6%，成为最大的拉动项。往前看受春节错位因素的逆向影响，叠加去年3月的高基数，3月出口增速可能会出现明显回落，但是外需较强或仍延续。**金融数据方面**，社融增速持平，从结构上看，政府债券成为社融增长的关键支撑并且今年发行节奏明显靠前。信贷投放方面总量平稳节奏均衡，企业端强于居民端后者或受制于地产长期影响恢复较慢。

◆ **海外，通胀方面**，2月份美国和核心CPI均符合预期并与前值持平。CPI中各细分品类同比增速呈结构性差异。房屋分项依旧是CPI同比增速的主要支撑项，二手车价格延续上月同比下跌趋势，且下跌幅度进一步扩大，也是近两月来牵制CPI同比增速的因素之一。食品和能源价格同比增速较上月有所上升，反映该类商品仍存在价格刚性，且服装类价格同比增速明显上升，反映关税成本沿供应链向下游传导至居民消费端。美国1月耐用品新订单月率公布为0.0%，较前值呈季节性上涨但未达预期。制造业新订单普遍出现季节性下跌，其中计算机新订单虽呈季节性上涨，但仍未抵消制造业新订单整体季节性下滑趋势。美国1月JOLTS职位空缺数高于前值与预期，且此次增长逆转了过去4年的季节性下跌趋势。此次职位空缺的增长主要来源于金融和保险行业职位空缺数的强季节性增长，创下了过去五年中最大的季节性增幅。

近期主要宏观经济数据26-3-W2

时间	2 (1)		3 (2)		4 (3)								5 (4)				6 (5)										
数据	美国2月ISM制造业PMI	美国2月ISM新订单指数	日本1月失业率	欧元区2月CPI年率初值	中国2月官方制造业PMI	中国2月非制造业PMI	中国2月综合PMI	中国2月RatingDg制造业PMI	中国2月RatingDg服务业PMI	中国2月RatingDg综合PMI	欧元区1月PPI年率	欧元区1月失业率	美国2月ADP就业人数(万人)	美国2月ISM非制造业PMI	美国2月ISM非制造业新订单指数	全国政协十四届四次会议在北京召开	十四届全国人大四次会议在北京召开:目标增速软性下调,新增债务规模11.89万亿,符合市场预期	欧元区1月零售销售年率	美国2月挑战者企业裁员人数(万人)	美国2月挑战者企业裁员年率	美国至2月28日当周初请失业金人数(万人)	美国2月失业率	美国2月季调后非农就业人口(万人)	美国2月就业参与率	美国2月平均每小时工资年率	美国2月平均每小时工资月率	美国1月零售销售月率
前值	52.6	57.1	2.6	1.7	49.3	49.4	49.8	50.3	52.3	51.6	(2.1)	6.2	1.1	53.8	53.1			1.8	10.8	117.8	21.2	4.3	12.6	62.5	3.7	0.4	0.0
预期	51.8		2.6	1.7	49.1	49.7		50.2	52.3		(2.7)	6.2	5.0	53.5				1.7			21.5	4.3	5.9	62.5	3.7	0.3	(0.3)
公布	52.4	55.8	2.7	1.9	49.0	49.5	49.5	52.1	56.7	55.4	(2.1)	6.1	6.3	56.1	58.6			2.0	4.8	(71.9)	21.3	4.4	(9.2)	62.0	3.8	0.4	(0.2)
比较	★●	●	★●	★●	★●	★●	●	★●	★●	●	★	★●	★●	★●	●			★●	●	●		★●	★●	★●	★●	★	★

- ◆ 国内方面，2月制造业PMI超预期回落，但季节性影响是主要原因。由于今年春节假期有所延长，且全部落在2月中下旬，这导致企业员工放假、农民工返乡的时间更长，对制造业生产活动的冲击比往年更大。过去十年春节在2月的年份，PMI平均环比下降约0.5个百分点，今年0.3个百分点的降幅甚至略低于历史平均。随着春节因素消退、气温回升，企业将全面复工复产，3月PMI回温概率较高。历史数据显示，春节次月制造业PMI平均环比上升0.7个百分点，虽然季节性反弹但回升至50%仍有难度，特别是要关注原油供给冲击对于下游生产影响。
- ◆ 海外方面，本周公布的美国经济数据最核心的就是意外爆冷的2月非农就业报告。新增非农就业人数爆冷或受到凯撒医疗罢工、2月初席卷美国东北部的冬季风暴和极寒天气、企业裁员与政府减员的影响。这份报告与持续紧张的中东局势形成了滞胀组合，让美联储陷入了两难的政策困境。目前市场对于美联储年内降息节奏有所变化，首次降息由6月份推迟到9月，降息次数由3次降低为2次。此外，本周公布的ISM非制造业PMI录得56.1，为三年多来最高，显示出服务业领域的强劲扩张。当前美国经济情景为：生产和商业活动保持扩张，从中期角度增加了美国经济韧性的结论，但是劳动力市场，零售与制造业库存形态走弱将继续支持美国经济回落态势，因此未来海外交易滞涨逻辑并成为主线并不奇怪。
- ◆ 地缘风险方面，中东地缘由冲突升级为战争，霍尔木兹海峡通行大幅受阻，海湾国家由于库容限制将被迫减产，海外生产下游炼厂环节将面临检修停产，原油攻击冲击后的蝴蝶效应出现。就目前局势看，美伊双方距离谈判仍然差距甚远，双方高密集的军事打击受制于长期化准备或有所降温。不过我们继续维持前述观点，即霍尔木兹的海峡的通行情况在宏观方面的影响远大于战争本身，但是这一点又难以预测。但目前看本次美伊战争或未影响特朗普将在本月底次月初访华。

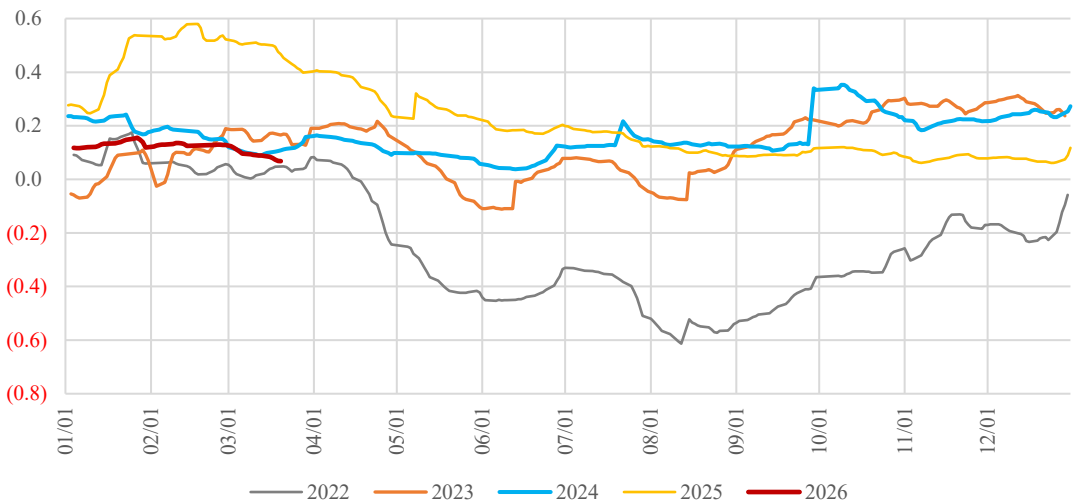
近期主要宏观经济数据26-2-W4

时间	24 (2)		25 (3)	26 (4)	27 (5)			28 (6)	1 (7)					
数据	2月LPR 报价, 前值 3.0, 3.5 预期 ,持平 公布 比较	美国12月 批发销售 月率	净投放300 亿MLF, 2 月央行已 累计释放 中长期资 金9000亿 元(1月 10500亿)	美国至2 月21日当 周初请失 业金人数 (万人)	美国1月 PPI年率	美国1月 PPI月率	美国2月 芝加哥 PMI	公布2025 年国民经 济和社会 发展统计 公报;美 以袭击伊 朗, 伊朗 反击	韩国2月 出口年率	据伊朗媒 体报道, 伊朗最高 领袖哈梅 内伊遇害				
前值				20.8							3.0	0.4	54.0	33.8
预期				21.5							2.6	0.3	52.5	24.0
公布				21.2							2.9	0.5	57.7	29.0
比较											★●	★	★●	★●

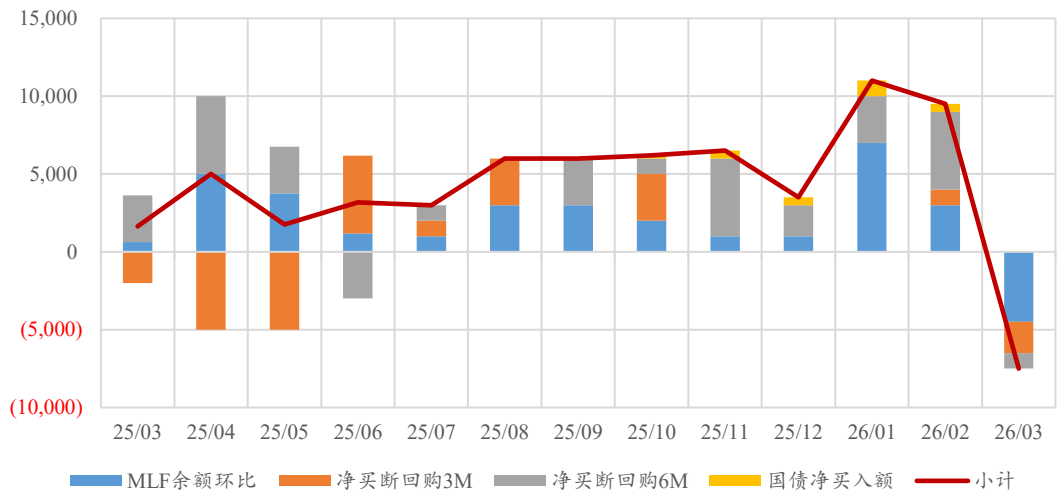
◆ 春节假期结束首周，经济数据平淡。国内LPR报价持平前期符合市场预期。上海发布楼市“沪七条”，限购放宽，外环内社保年限3改1，满3可增购一套，新增居住证购房资格；公积金：提高额度认房不认贷；房产税：加大减免力度。从目前高频数据来看，地产销售春节后表现好于往年，关注金三银四数据情况。2月战略性新兴产业采购经理人指数（EPMI）环比下降5.4个点至44.6。春节所在月份的季节性是EPMI下行的主要原因，进一步推测月底即将发布的PMI数据，历史上的2月本就以环比下行为主。

◆ 地缘风险方面：北京时间周五晚各国发布撤侨公告次日美以袭击伊朗，谈判正式告吹进入热战状态。周日，包括最高领袖哈梅内伊在内的伊朗大量高级军事指挥官阵亡，事件发展态势迅速。就该事件我们认为，这一事件前期有所发酵且进入热战后发展迅速，冲突规模超过以往。整体判断为，美以袭击伊朗冲突落地+迅速发展+市场不确定性迅速上升后回落+事态短期内不易平息。首先，当前事态迅速平息的可能性有限，因为美以想扩大战果，伊朗反击力度明显超过以往，且哈梅内伊阵亡后伊朗内部面临最高领袖的争夺，后者面对外部的侵略就此作罢难以获得更大范围的国内支持。故事态仍然会继续演进，短期事态受伊朗行动影响较大，但最终事态走向的主动权可能并不在伊朗手中。其次，这一事件发展的主导权并不在伊朗而是美国，美国出于自身利益迅速行动并实现谈判的最终目标是为上策，霸权震慑转为持续战争在政治影响和经济利益方面均为下策。特别是伊朗封锁霍尔木兹海峡将对全球能源产生巨大供给冲击进而大幅推升油价，影响其降息化债目标。此外，虽然未必能比，但委内瑞拉事件示范效应也会让特朗普倾向于努力抄作业而非重新写作业，重蹈美国伊拉克、美国叙利亚的覆辙，否则对于其中期选举来说反而成为减分项。因此，美国想快速取得胜利而伊朗并不希望如此；再次，该事件进展到目前阶段市场分歧较大，最为棘手的恐怕是伊朗关闭霍尔木兹海峡以及也门再次武力拦击红海航运对于大宗商品供给影响不易判断，特别是原油，这一影响高于冲突本身。最后总结来看，该事件虽然短期不易平息但长时间的冲突不符合大国利益，特别是霍尔木兹海峡长时间关闭造成的原油供给冲击，严重影响发达国家和工业型国家经济走向。故市场风险偏好短期内或有明显回落，但中期修复概率较大，但需要关注事态的蝴蝶效应、霍尔木兹海峡同行进展。

考虑降息的资金面高频



买断式回购、净买入债券与MLF余额 (亿元)

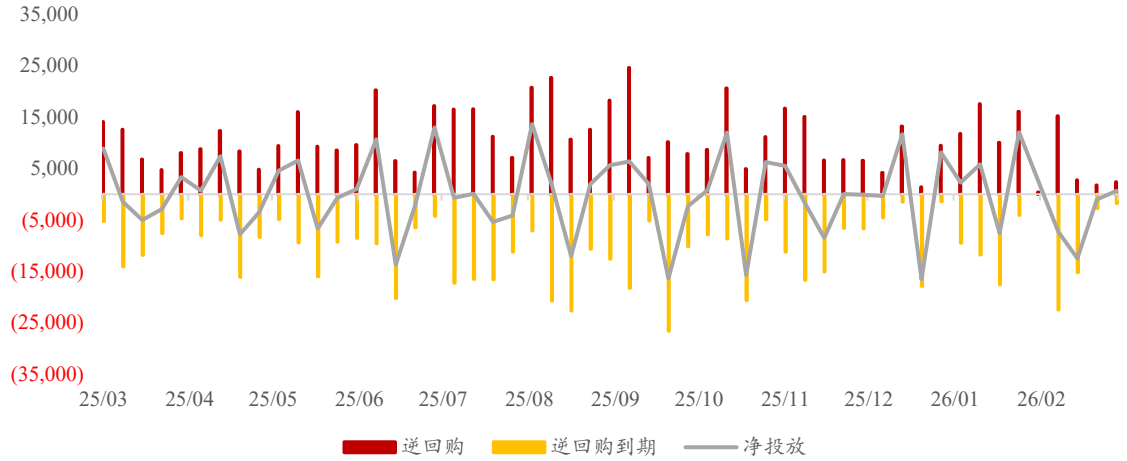


注：最近一月数据持续更新。 数据来源：IFinD，中泰期货研究所

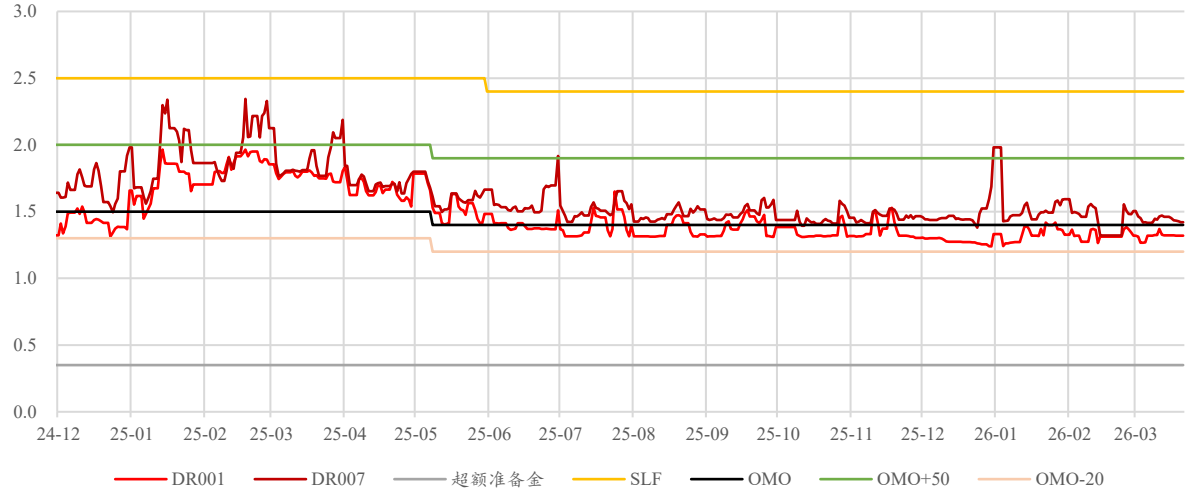
日期	周内序号	逆回购量	逆回购到期量	净投放	R007加权	DR007加权	R001加权	DR001加权	OMO 7D	LPR 1Y	LPR 5Y	NCD(AA A:1Y)	SHIROB R(1Y)
2026/03/20	5	130.0	245.0	(115.0)	1.48	1.42	1.40	1.32	1.40	3.00	3.50	1.52	1.56
2026/03/19	4	130.0	245.0	(115.0)	1.49	1.43	1.40	1.32	1.40	3.00	3.50	1.52	1.56
2026/03/18	3	205.0	265.0	(60.0)	1.49	1.43	1.40	1.32	1.40	3.00	3.50	1.53	1.57
2026/03/17	2	510.0	395.0	115.0	1.50	1.43	1.40	1.32	1.40	3.00	3.50	1.54	1.57
2026/03/16	1	1,373.0	485.0	888.0	1.50	1.45	1.40	1.32	1.40	3.00	3.50	1.54	1.57
2026/03/13	5	375.0	448.0	(73.0)	1.50	1.46	1.39	1.32	1.40	3.00	3.50	1.53	1.58
当周累计		465.0	755.0	-290.0									

- ◆ 资金面，税期后资金价格平稳略有回落，LPR报价保持不变符合市场预期。存单利率继续回落。下周三到期4500亿MLF，按照惯例周二盘后会进行公告次日操作计划。由于本月买断式回购缩量3000亿，如果央行保持500亿买债规模，如果央行保持中长期流动性1万亿/月的投放量，那么MLF需要续作1.7万亿。目前看这个量缺口较大，不排除后续央行通过其他工具进行配合，比如未来降准配合。周五市场讨论，央行调研取消存款准备金率5%的下限，但是真实性未被市场认可，我们认为市场逻辑并非没有道理。目前看存单利率下降继续向1.5%逼近可能性比较大。
- ◆ 3月18日，中国人民银行党委召开扩大会议指出，综合运用存款准备金率、买卖国债、中期借贷便利（MLF）、逆回购等长中短期货币政策工具，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。充分发挥中央银行宏观审慎管理和维护金融稳定功能，坚定维护股票、债券、外汇等金融市场平稳运行。
- ◆ 我们理解，本次会议原则上与两会货币政策表述一致，但本次会议更侧重执行，央行未提及降息印证灵活性，降息的必要性有所下降。综合来看，二季度央行降准可能落地，降息节奏或继续后延。

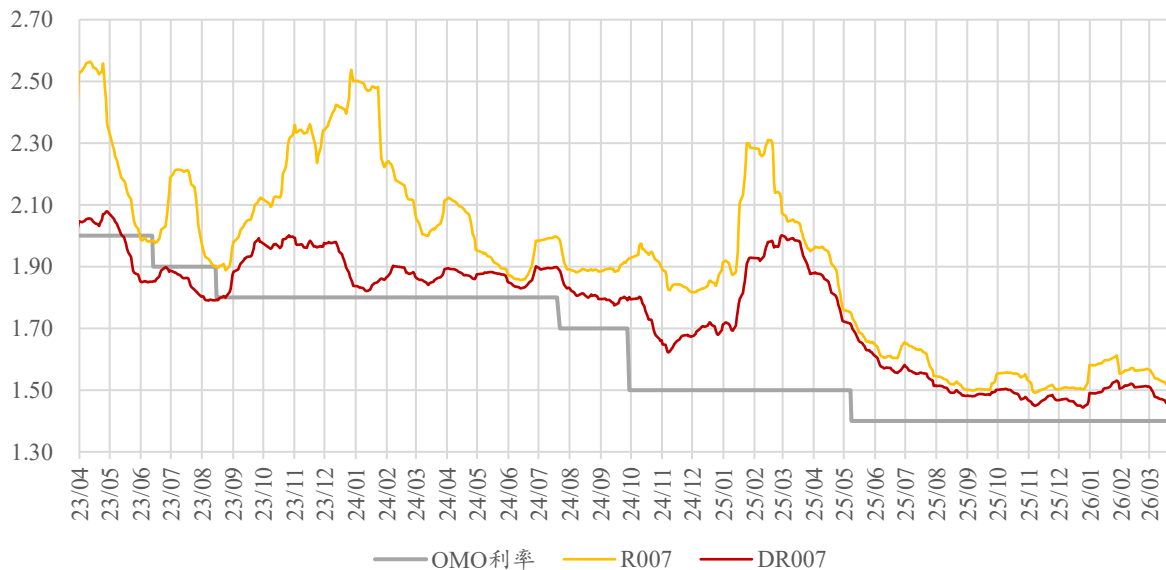
央行逆回购 (亿元)



利率走廊 (%)



资金面 (20MA,%)



资金中枢与10年国债收益率 (%)



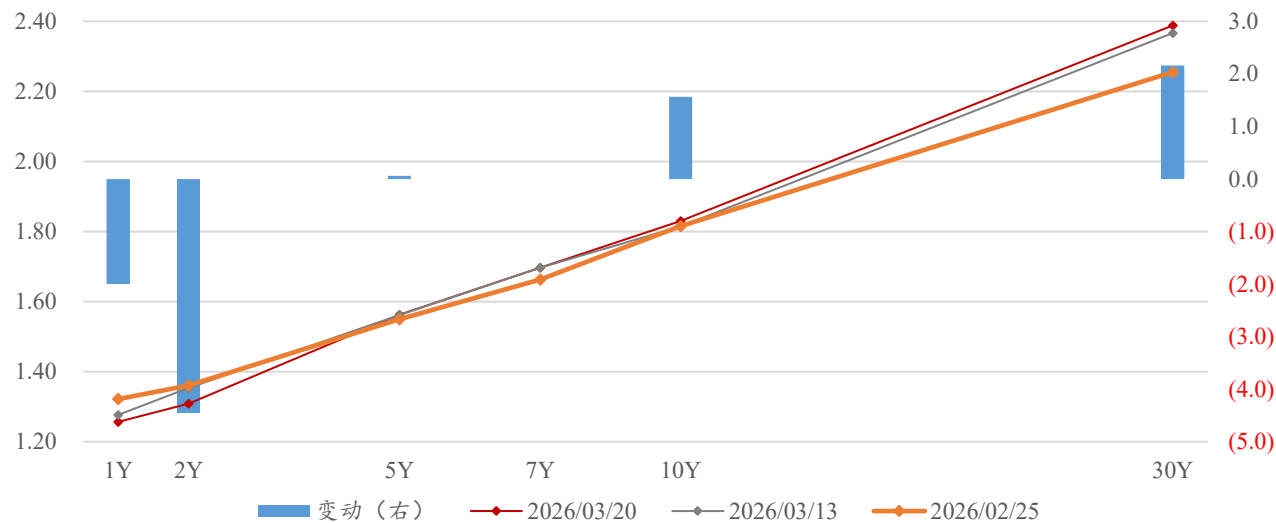
国债收益率市场回顾

日期	DR007	R007	同业存单(AAA)
2026/03/20	1.42	1.48	1.52
2026/03/19	1.43	1.49	1.52
2026/03/18	1.43	1.49	1.53
2026/03/17	1.43	1.50	1.54
2026/03/16	1.45	1.50	1.54
2026/03/13	1.46	1.50	1.53
周变化 (bp)	-4.07	-2.64	-1.75

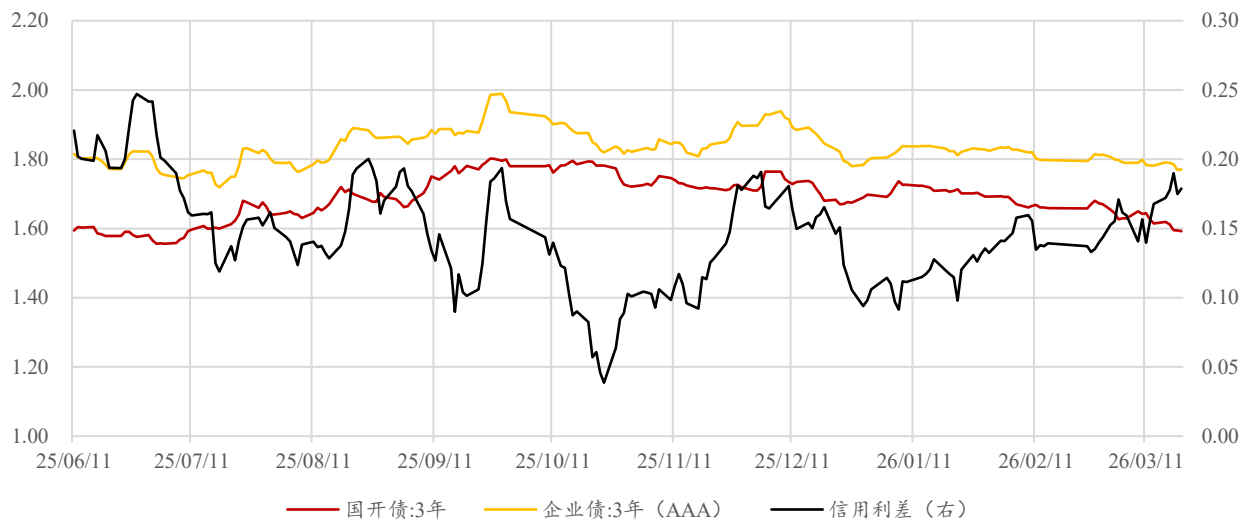
日期	中债1Y	中债2Y	中债5Y	中债10Y	中债30Y
2026/03/20	1.26	1.31	1.56	1.83	2.39
2026/03/19	1.26	1.31	1.57	1.83	2.39
2026/03/18	1.26	1.32	1.56	1.82	2.36
2026/03/17	1.27	1.34	1.58	1.83	2.38
2026/03/16	1.28	1.36	1.58	1.83	2.39
2026/03/13	1.28	1.35	1.56	1.81	2.37
周变化 (bp)	-2.00	-4.45	0.06	1.56	2.16

日期 (bp)	10Y-3M	10Y-1Y	10Y-2Y	10Y-5Y	30Y-10Y
2026/03/20	63	57	52	27	56
2026/03/19	63	57	51	26	57
2026/03/18	61	56	50	25	54
2026/03/17	60	56	49	25	55
2026/03/16	60	55	47	25	56
2026/03/13	58	54	46	25	55
周变化 (bp)	4.63	3.56	6.01	1.50	0.60

国债收益率曲线 (% , BP)



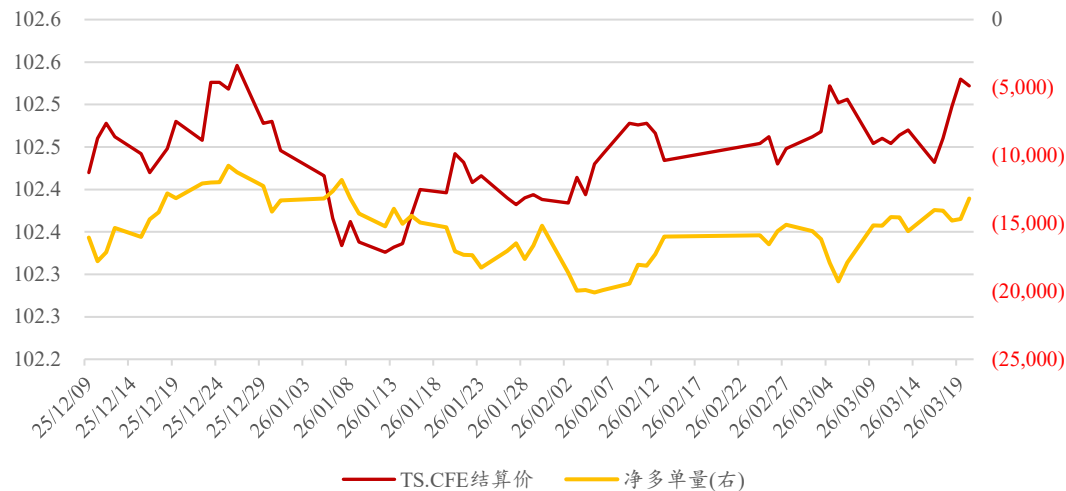
信用利差跟踪 (%)



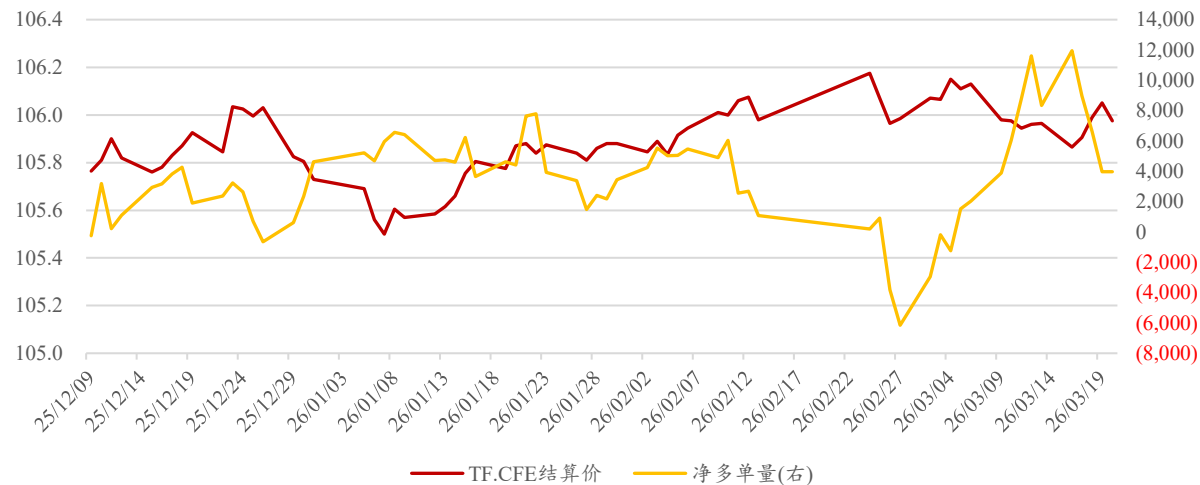
时间/收盘价	TL.CFE		T.CFE		TF.CFE		TS.CFE	
	涨跌幅	持仓变动	涨跌幅	持仓变动	涨跌幅	持仓变动	涨跌幅	持仓变动
2026/03/20	-0.35	5,344	-0.07	-3,521	-0.07	601	-0.01	1,483
2026/03/19	0.08	-1,032	0.06	6,465	0.05	2,507	0.03	1,255
2026/03/18	0.26	680	0.11	5,127	0.08	-599	0.04	-417
2026/03/17	0.05	-732	0.02	1,288	0.02	1,471	0.03	-397
2026/03/16	-0.39	1,556	-0.09	1,143	-0.07	3,028	-0.03	3,596
2026/03/13	-0.32	-4,021	-0.08	-9,006	-0.01	2,320	-0.01	308
2026/03/12	0.14	-3,950	0.04	-4,593	0.02	618	0.02	494
2026/03/11	-0.21	1,203	-0.04	-3,661	-0.03	-1,549	-0.01	577
2026/03/10	-0.02	-499	-0.01	-6,458	-0.01	-6,607	0.00	35
2026/03/09	-1.11	-811	-0.20	-16,098	-0.12	-1,531	-0.04	-153
2026/03/06	0.00	-732	-0.01	6,136	0.00	3,529	-0.01	959
2026/03/05	0.00	-530	-0.01	1,552	-0.03	5,026	-0.02	1,327
2026/03/04	0.00	579	0.05	7,717	0.08	6,330	0.05	1,724
2026/03/03	0.03	3,273	-0.03	4,032	-0.01	1,679	0.01	2,572
2026/03/02	0.58	-3,101	0.12	11,221	0.07	2,557	0.01	-2,107
当周变化	-0.35	5,816	0.03	10,502	0.01	7,008	0.06	5,520

前五席位多空持仓

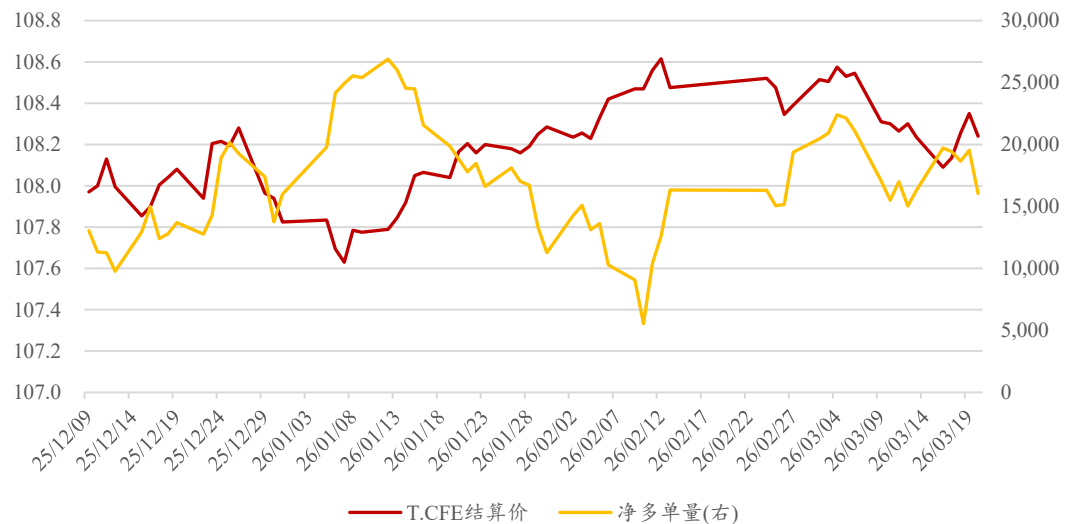
净持仓TS.CFE



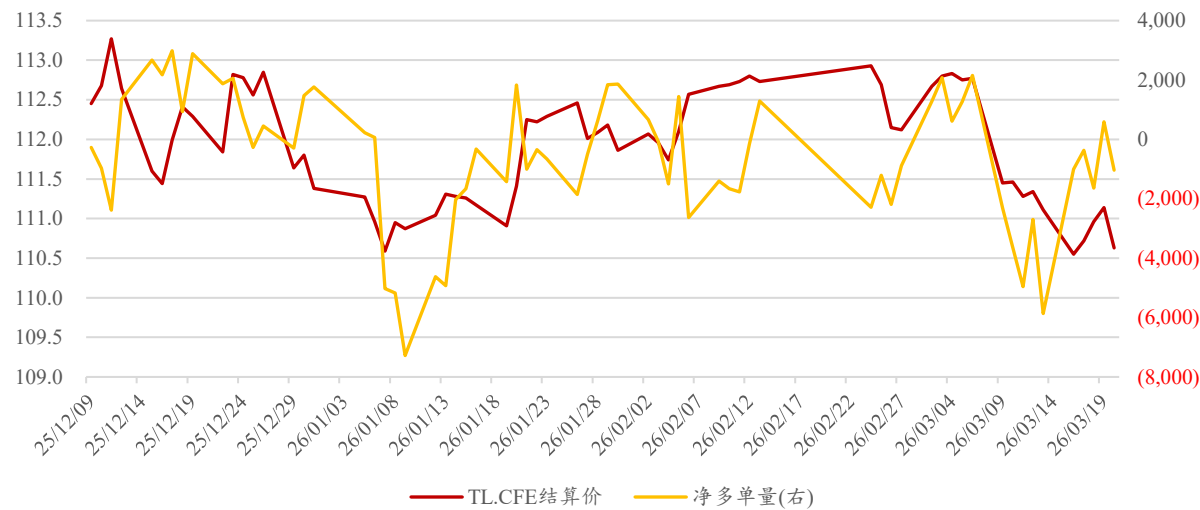
净持仓TF.CFE



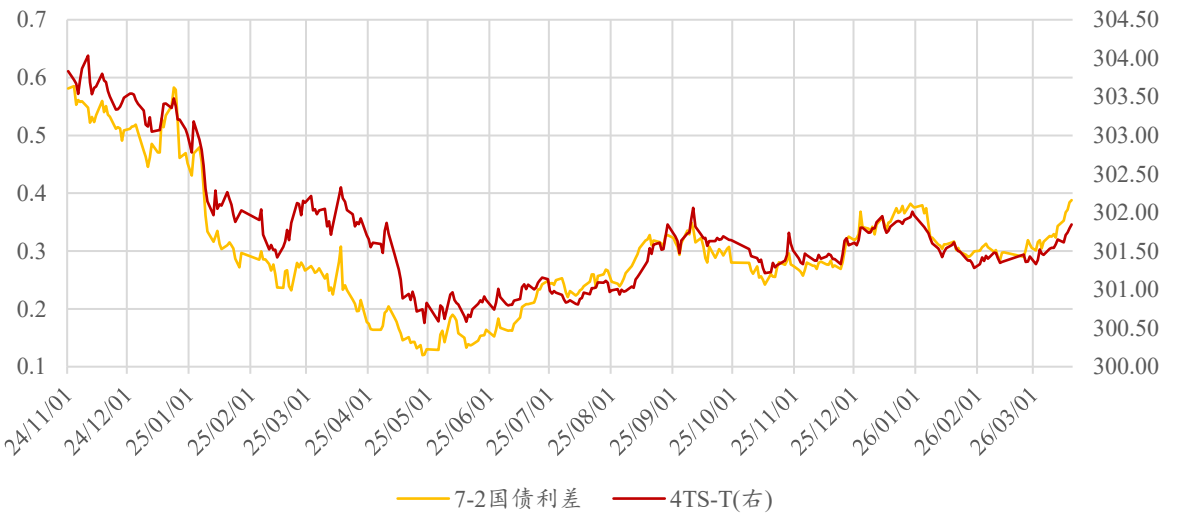
净持仓T.CFE



净持仓TL.CFE



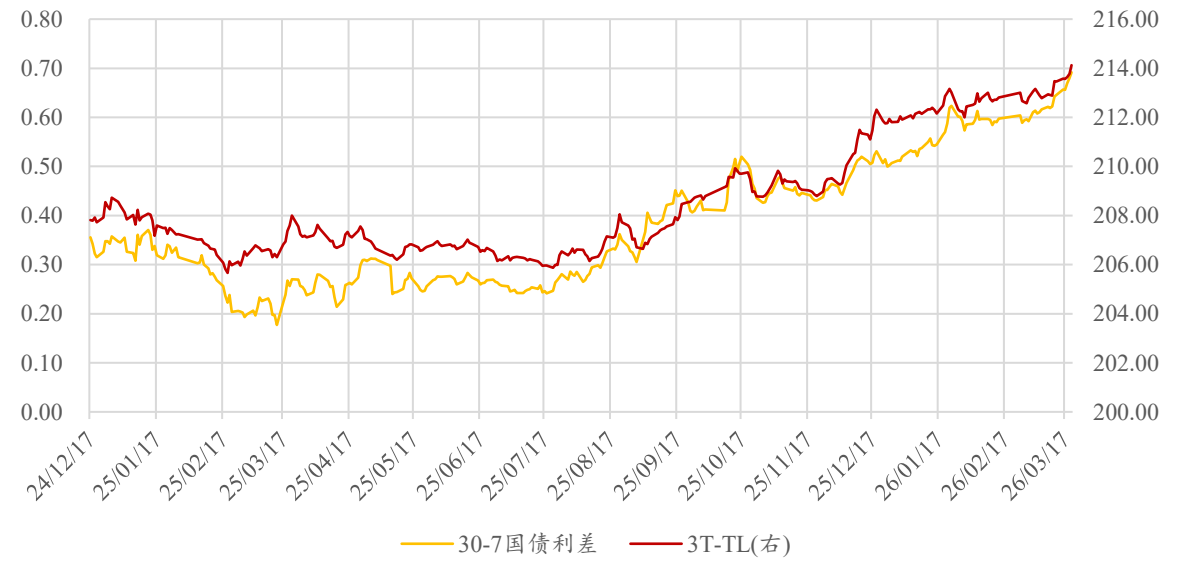
跨期套利：7-2 (BP, 元)



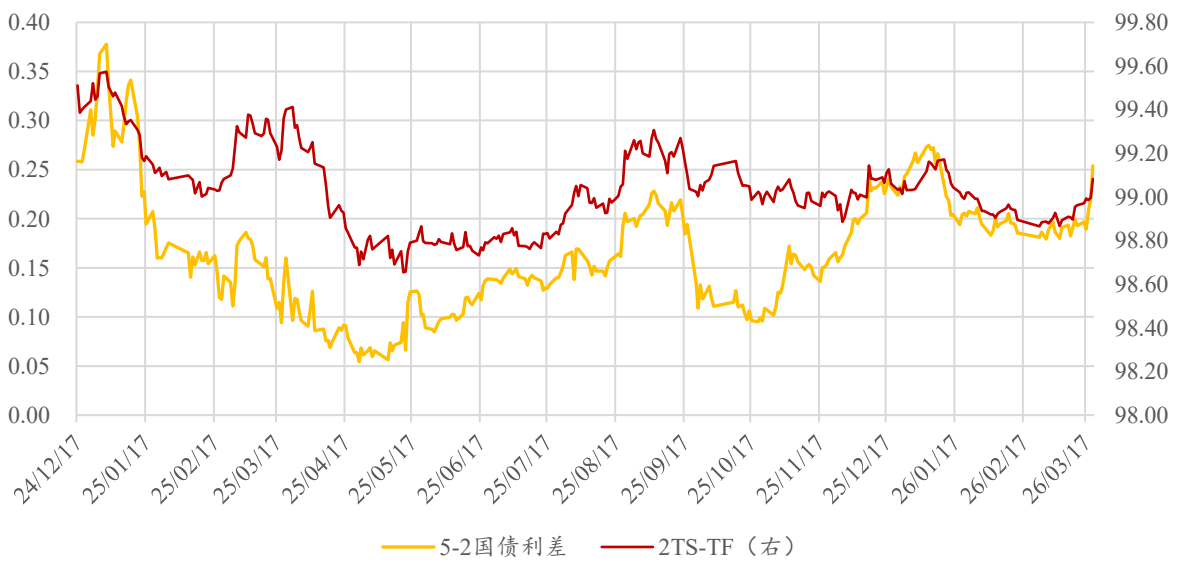
跨期套利：7-5 (BP, 元)



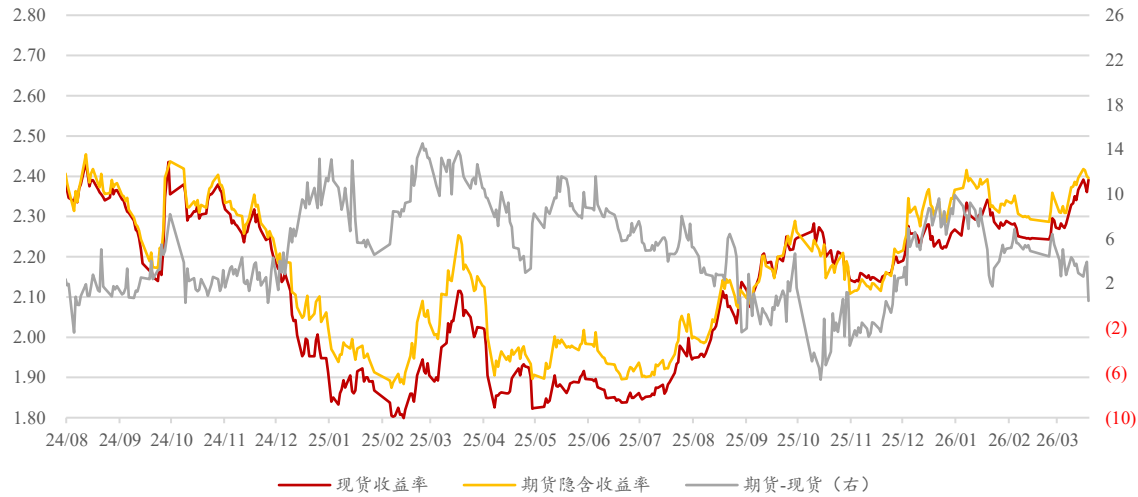
跨期套利：30-7 (BP, 元)



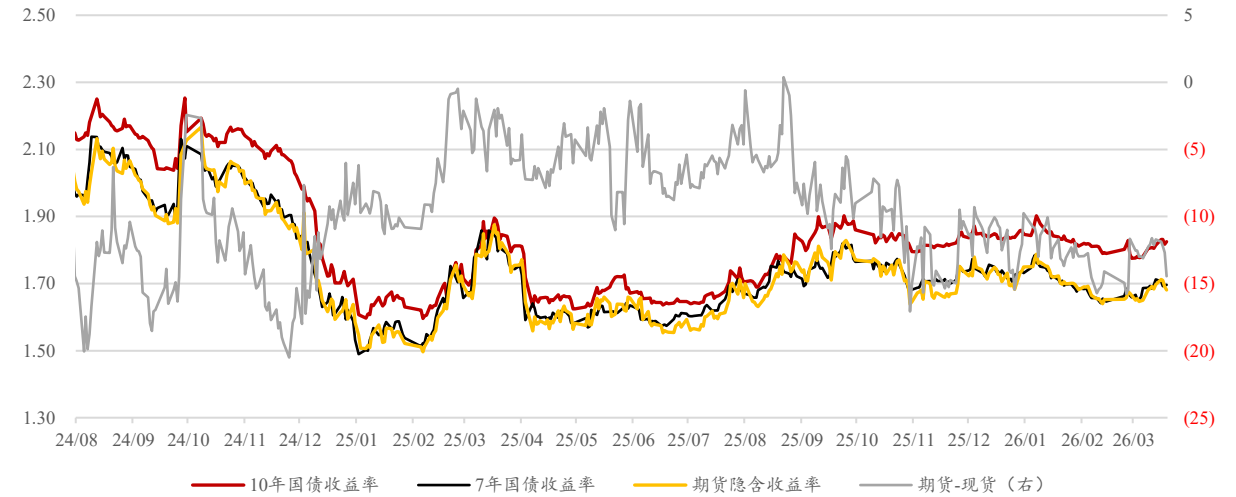
跨期套利：5-2 (BP, 元)



30年国债期货期现收益率 (% , bp)



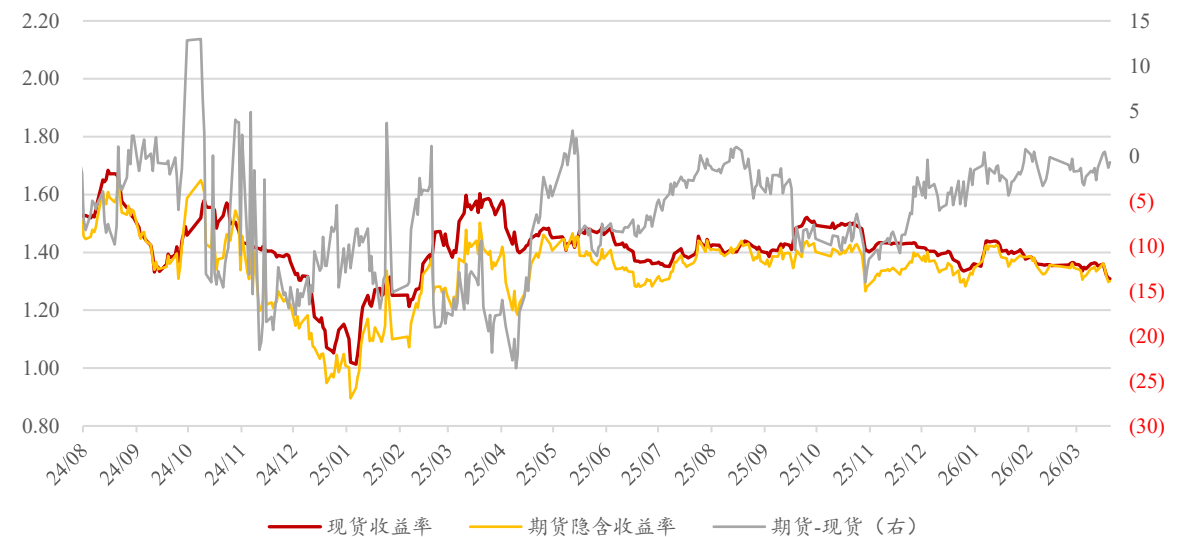
7年国债期货期现收益率 (% , bp)



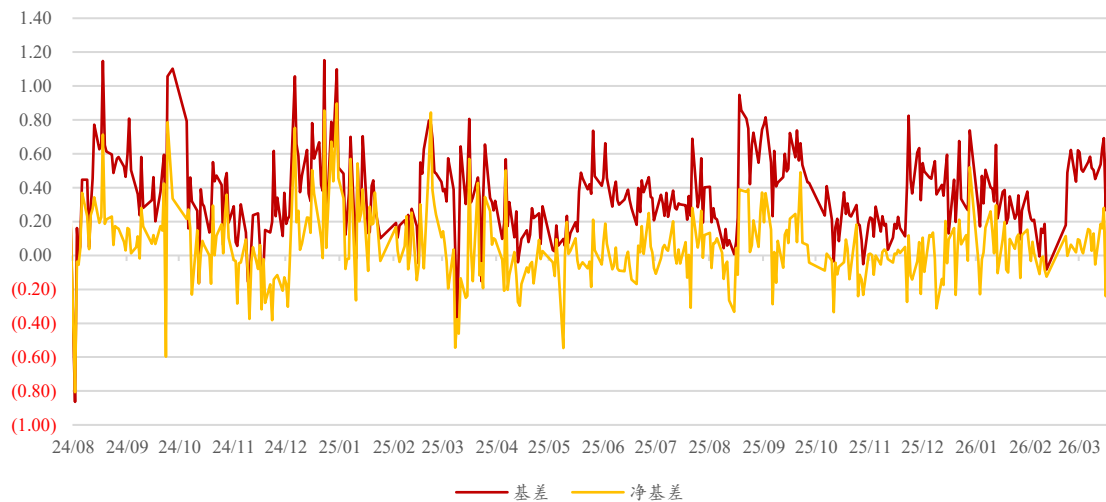
5年国债期货期现收益率 (% , bp)



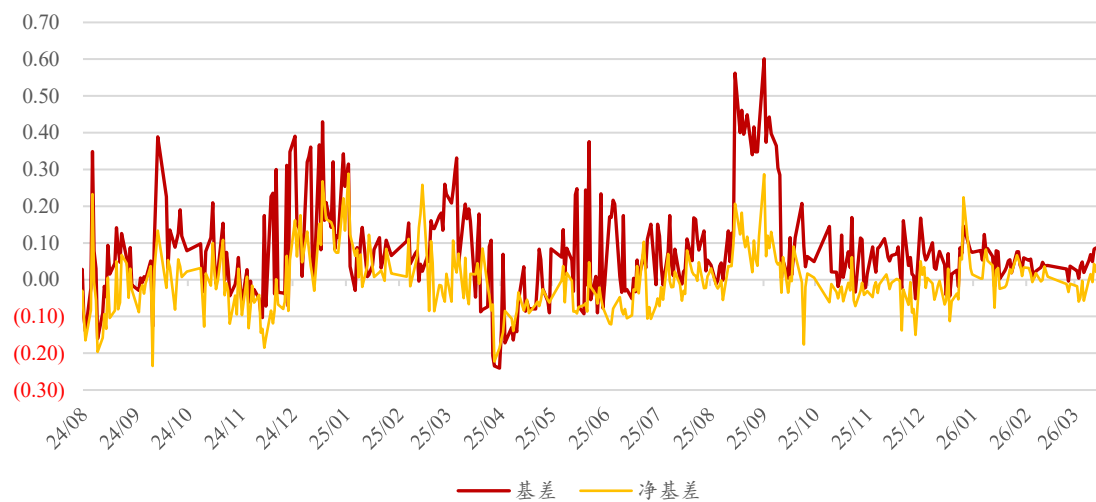
2年国债期货期现收益率 (% , bp)



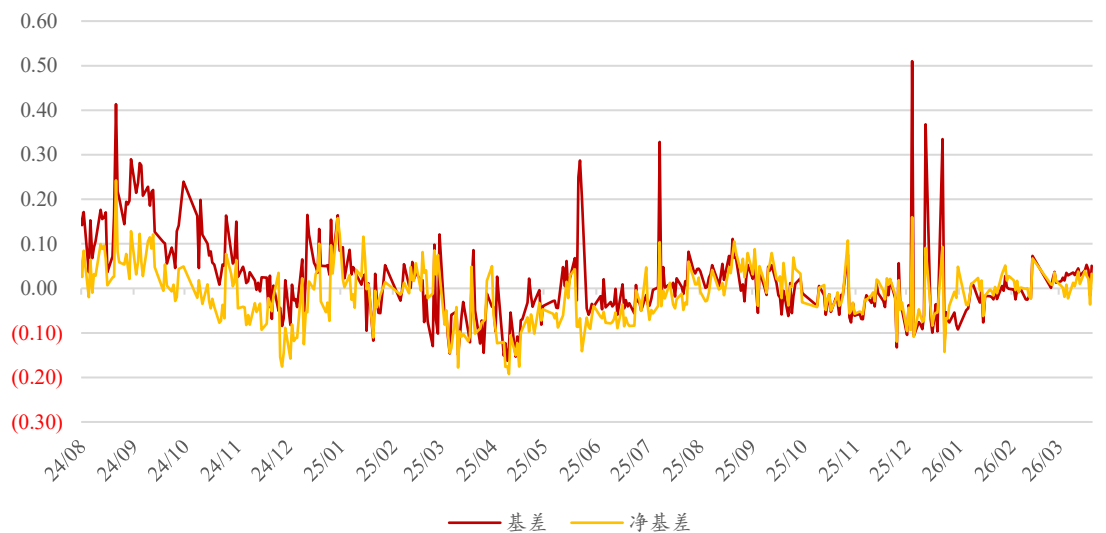
TL.CFE基差与净基差 (元)



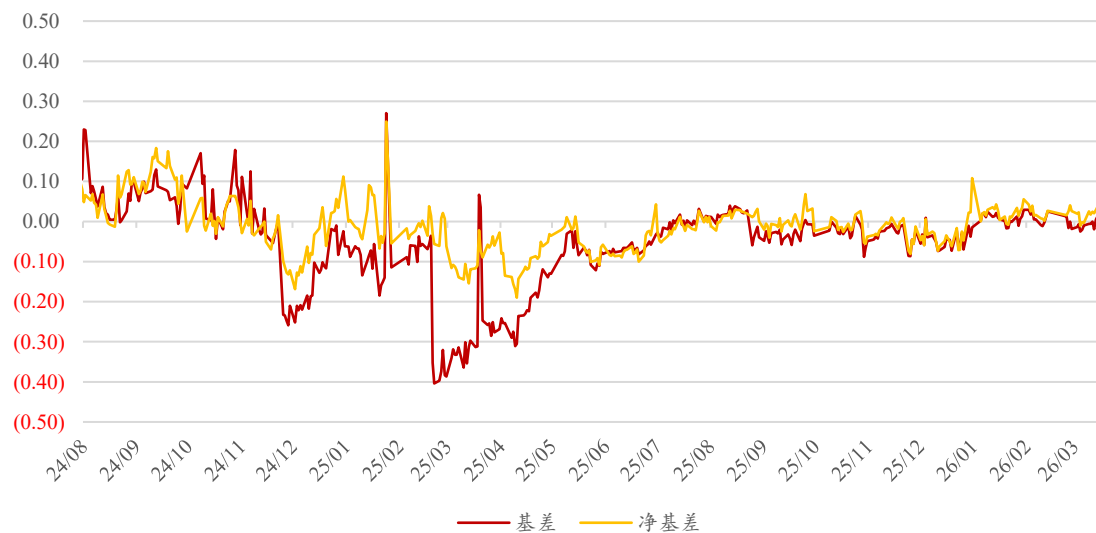
T基差与净基差 (元)



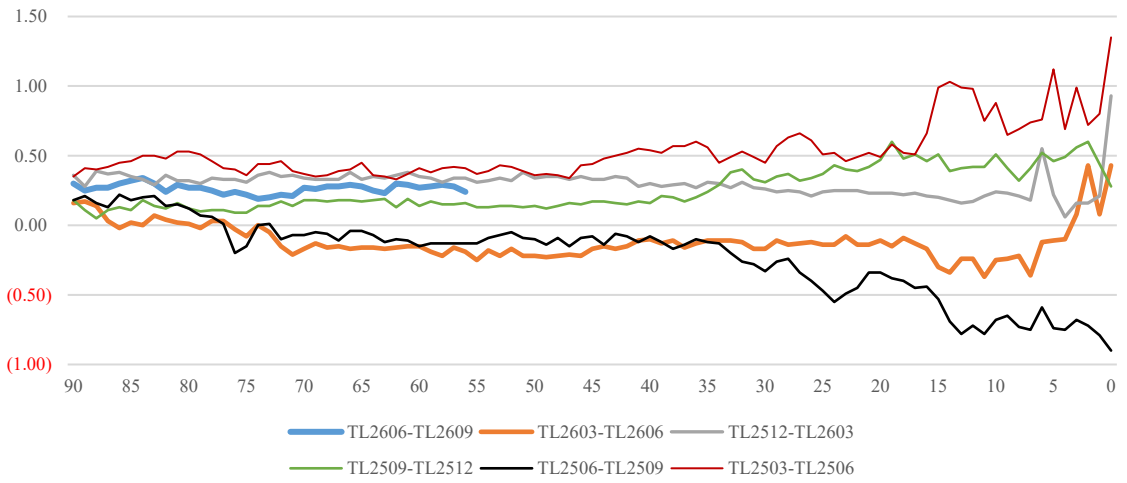
TF基差与净基差 (元)



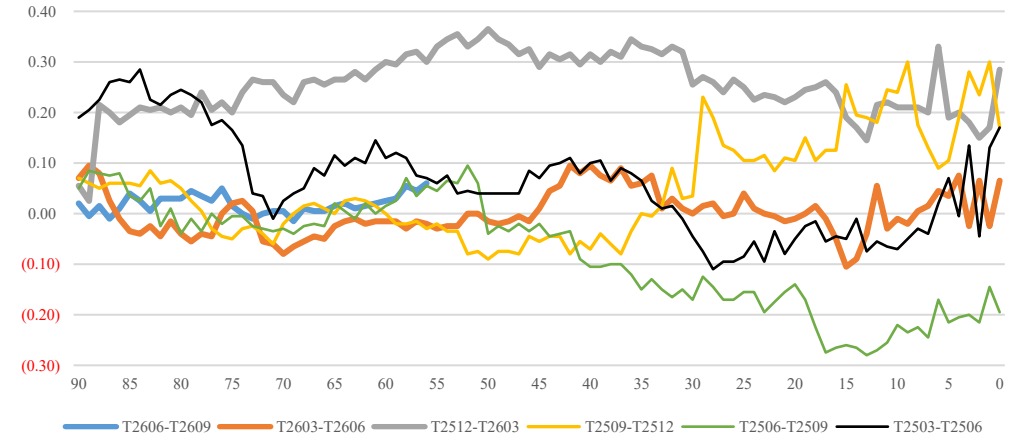
TS基差与净基差 (元)



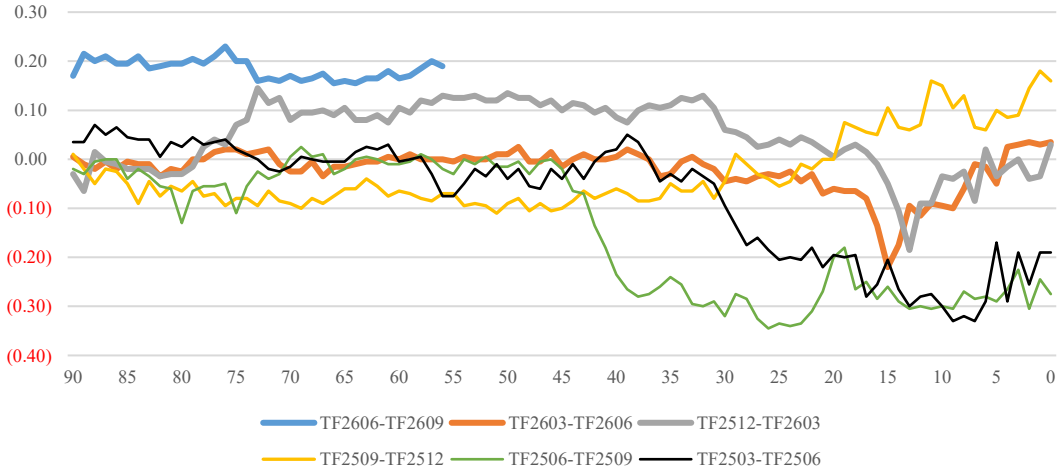
TL跨期价差 (元)



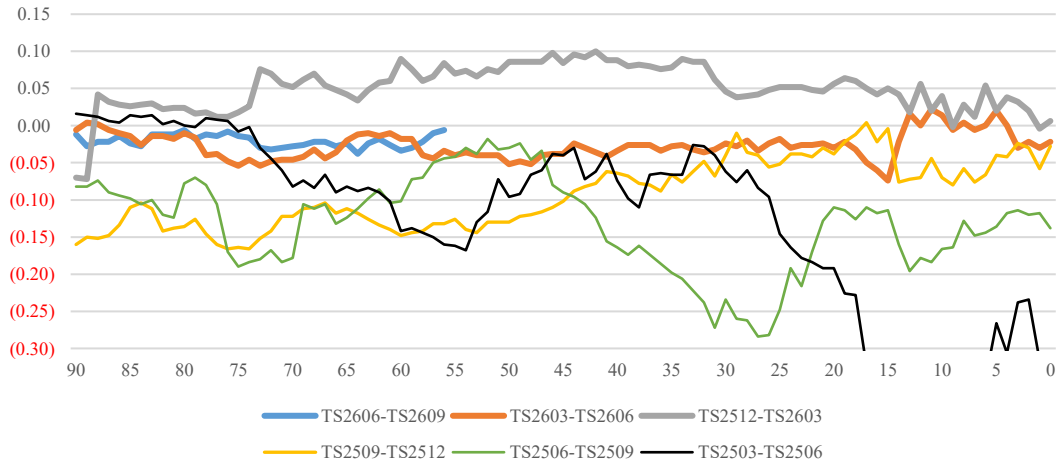
T跨期价差 (元)



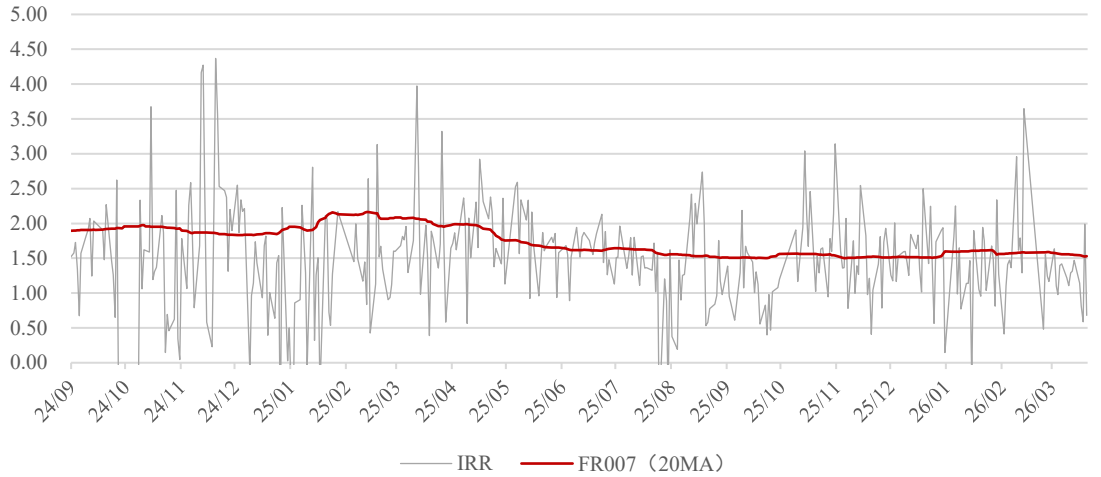
TF跨期价差 (元)



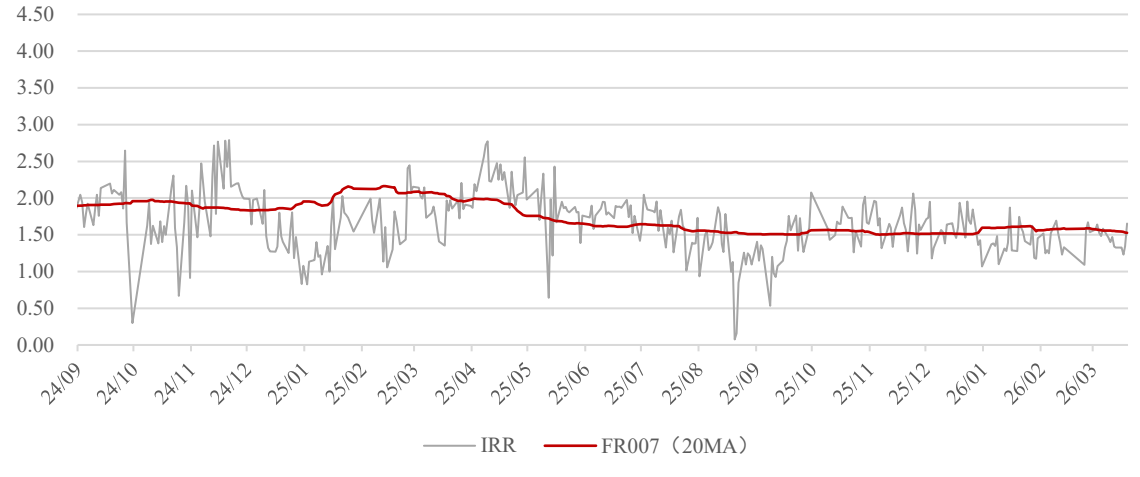
TS跨期价差 (元)



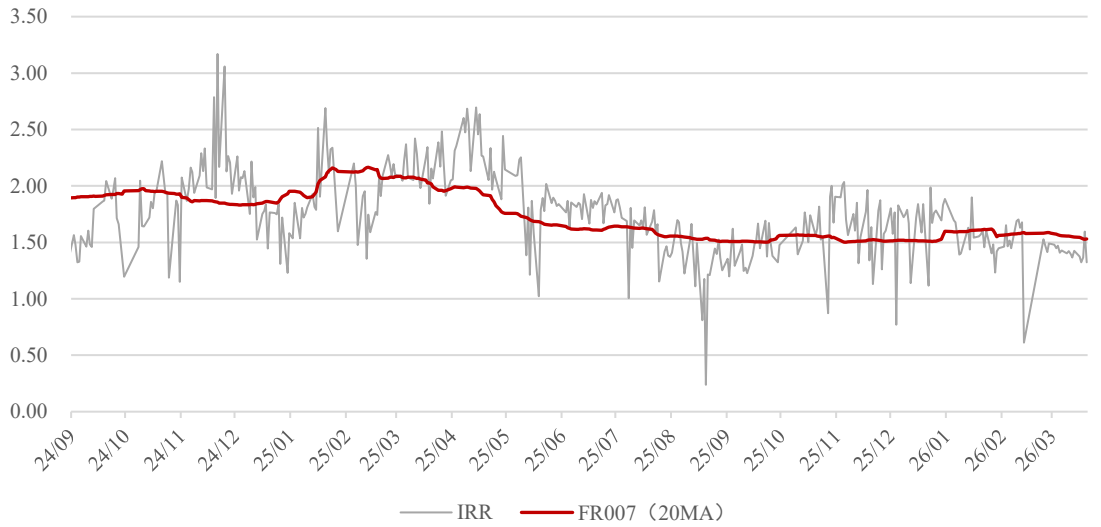
TL IRR与FR007(%)



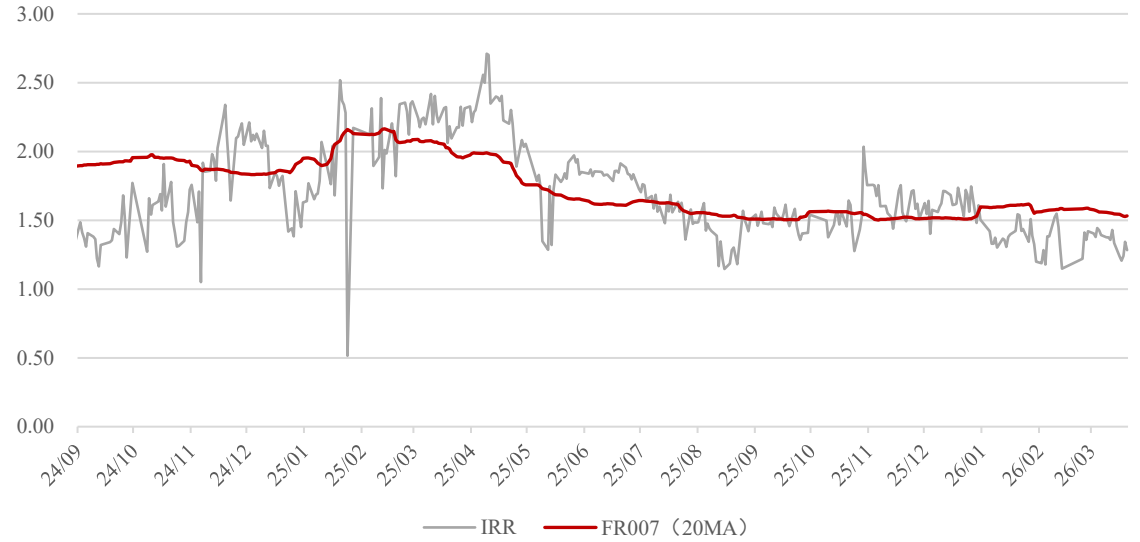
T IRR与FR007(%)



TF IRR与FR007(%)



TS IRR与FR007(%)



最便宜可交割国债 (CTD)



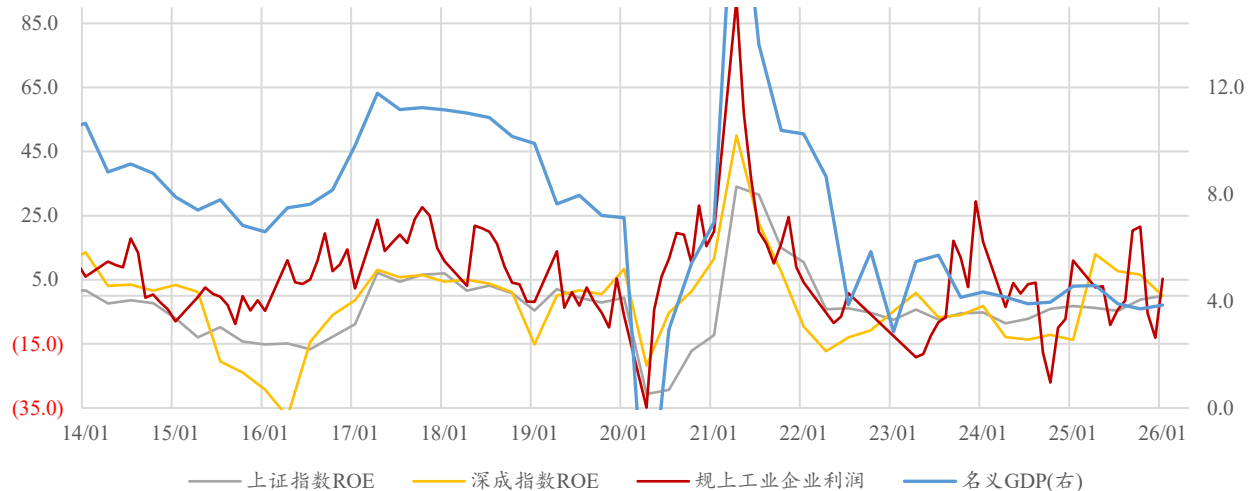
国债期货合约代码	TS2606.CFE							
date	wind_code	irr	ctd_ib	irr_ib	ctd_sh	irr_sh	ctd_sz	irr_sz
日期	最便宜交割债券代码	隐含回购利率	银行间最便宜交割债券代码	银行间隐含回购利率	沪市最便宜交割债券代码	沪市间隐含回购利率	深市最便宜交割债券代码	深市间隐含回购利率
2026-03-10	250024.IB	1.3511	250024.IB	1.3511	019797.SH	1.3359	102322.SZ	1.2852
2026-03-11	250024.IB	1.3719	250024.IB	1.3719	019797.SH	1.3286	102322.SZ	1.3155
2026-03-12	250024.IB	1.4085	250024.IB	1.4085	019797.SH	1.2967	102322.SZ	1.3176
2026-03-13	250024.IB	1.399	250024.IB	1.399	019797.SH	1.2919	102322.SZ	1.3095
2026-03-16	250024.IB	1.2369	250024.IB	1.2369	019797.SH	1.1984	102322.SZ	1.2274
2026-03-17	250024.IB	1.2934	250024.IB	1.2934	019797.SH	1.2217	102322.SZ	1.1997
2026-03-18	019797.SH	1.2364	250024.IB	1.2344	019797.SH	1.2364	102322.SZ	1.236
2026-03-19	250024.IB	1.3261	250024.IB	1.3261	019797.SH	1.2721	102322.SZ	1.191
2026-03-20	250024.IB	1.2953	250024.IB	1.2953	019797.SH	1.2224	102322.SZ	1.2088

国债期货合约代码	TF2606.CFE							
date	wind_code	irr	ctd_ib	irr_ib	ctd_sh	irr_sh	ctd_sz	irr_sz
日期	最便宜交割债券代码	隐含回购利率	银行间最便宜交割债券代码	银行间隐含回购利率	沪市最便宜交割债券代码	沪市间隐含回购利率	深市最便宜交割债券代码	深市间隐含回购利率
2026-03-10	102311.SZ	1.8573	250014.IB	1.502	019786.SH	1.5334	102311.SZ	1.8573
2026-03-11	019786.SH	1.5399	250014.IB	1.3961	019786.SH	1.5399	102318.SZ	0.5771
2026-03-12	019786.SH	1.5478	250014.IB	1.4618	019786.SH	1.5478	102318.SZ	0.6535
2026-03-13	019786.SH	1.585	250014.IB	1.4264	019786.SH	1.585	102318.SZ	0.5899
2026-03-16	019786.SH	1.4443	250014.IB	1.2998	019786.SH	1.4443	102318.SZ	0.5054
2026-03-17	019786.SH	1.5572	250014.IB	1.4059	019786.SH	1.5572	102318.SZ	0.562
2026-03-18	250014.IB	1.558	250014.IB	1.558	019786.SH	1.5214	102318.SZ	0.5992
2026-03-19	250014.IB	1.6096	250014.IB	1.6096	019786.SH	1.4945	102318.SZ	0.6238
2026-03-20	019786.SH	1.2945	250014.IB	1.2444	019786.SH	1.2945	102318.SZ	0.5372

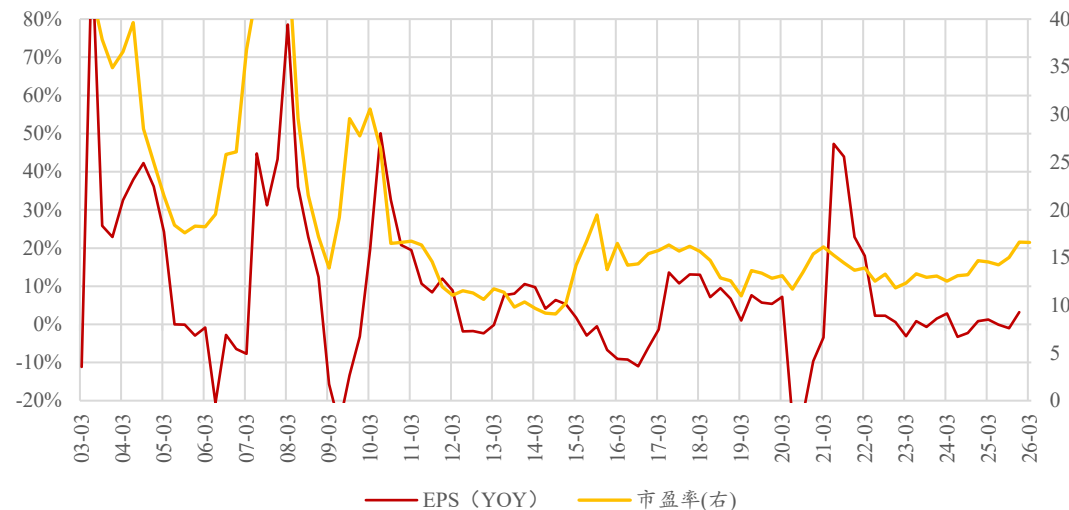
国债期货合约代码	T2606.CFE							
date	wind_code	irr	ctd_ib	irr_ib	ctd_sh	irr_sh	ctd_sz	irr_sz
日期	最便宜交割债券代码	隐含回购利率	银行间最便宜交割债券代码	银行间隐含回购利率	沪市最便宜交割债券代码	沪市间隐含回购利率	深市最便宜交割债券代码	深市间隐含回购利率
2026-03-10	250025.IB	1.313	250025.IB	1.313	019735.SH	-1.6237	102321.SZ	-6.3267
2026-03-11	250025.IB	1.4279	250025.IB	1.4279	019735.SH	-1.5403	102321.SZ	-6.5089
2026-03-12	250025.IB	1.4024	250025.IB	1.4024	019753.SH	-2.5491	102232.SZ	0.1456
2026-03-13	250025.IB	1.3776	250025.IB	1.3776	019721.SH	-1.0092	102321.SZ	-6.7959
2026-03-16	250025.IB	1.3429	250025.IB	1.3429	019743.SH	-3.4017	102321.SZ	-6.9553
2026-03-17	250025.IB	1.3784	250025.IB	1.3784	019735.SH	-1.7505	102254.SZ	-0.8851
2026-03-18	250025.IB	1.3284	250025.IB	1.3284	019705.SH	-0.1279	102321.SZ	-6.7481
2026-03-19	250025.IB	1.6614	250025.IB	1.6614	019721.SH	-0.7596	102321.SZ	-6.6476
2026-03-20	250025.IB	1.3073	250025.IB	1.3073	019743.SH	-2.9742	102321.SZ	-6.6455

国债期货合约代码	TL2606.CF							
date	wind_code	irr	ctd_ib	irr_ib	ctd_sh	irr_sh	ctd_sz	irr_sz
日期	最便宜交割债券代码	隐含回购利率	银行间最便宜交割债券代码	银行间隐含回购利率	沪市最便宜交割债券代码	沪市间隐含回购利率	深市最便宜交割债券代码	深市间隐含回购利率
2026-03-10	220008.IB	1.6855	220008.IB	1.6855	019742.SH	-3.5947	102267.SZ	-4.0994
2026-03-11	210014.IB	1.081	210014.IB	1.081	019742.SH	-3.6462	102267.SZ	-4.3113
2026-03-12	210014.IB	1.5941	210014.IB	1.5941	019742.SH	-3.5141	102267.SZ	-3.8378
2026-03-13	210014.IB	0.7923	210014.IB	0.7923	019742.SH	-4.0535	102267.SZ	-4.0491
2026-03-16	210014.IB	1.0789	210014.IB	1.0789	019702.SH	-0.1991	102267.SZ	-5.0776
2026-03-17	210014.IB	1.1349	210014.IB	1.1349	019742.SH	-4.1331	102267.SZ	-4.2075
2026-03-18	019662.SH	1.6663	220008.IB	1.2778	019662.SH	1.6663	102267.SZ	-4.8603
2026-03-19	210014.IB	2.0805	210014.IB	2.0805	019742.SH	-4.8104	102275.SZ	-4.2824
2026-03-20	210014.IB	-0.0174	210014.IB	-0.0174	019702.SH	-1.5871	102267.SZ	-5.6959

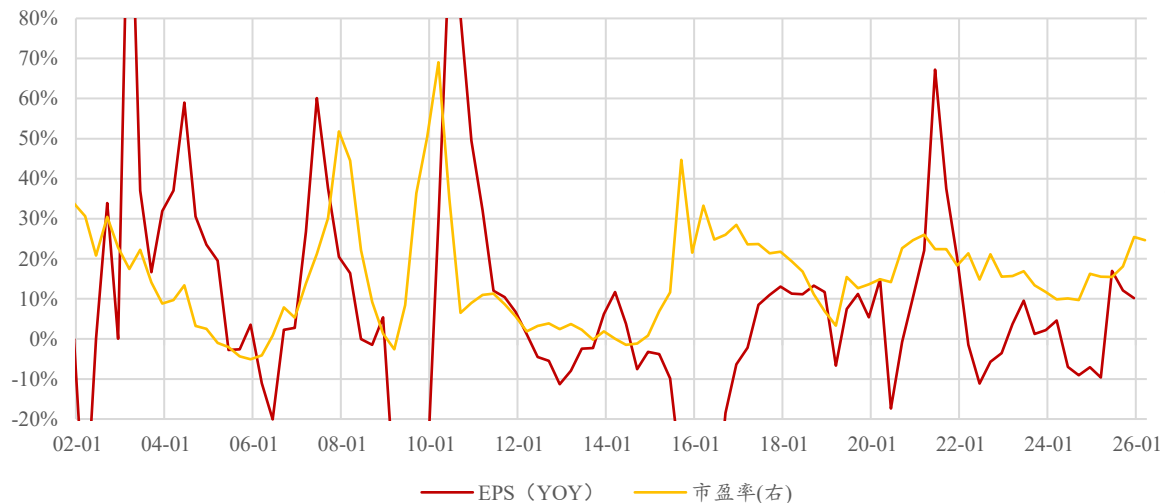
上市公司ROE与宏观经济数据 (%)



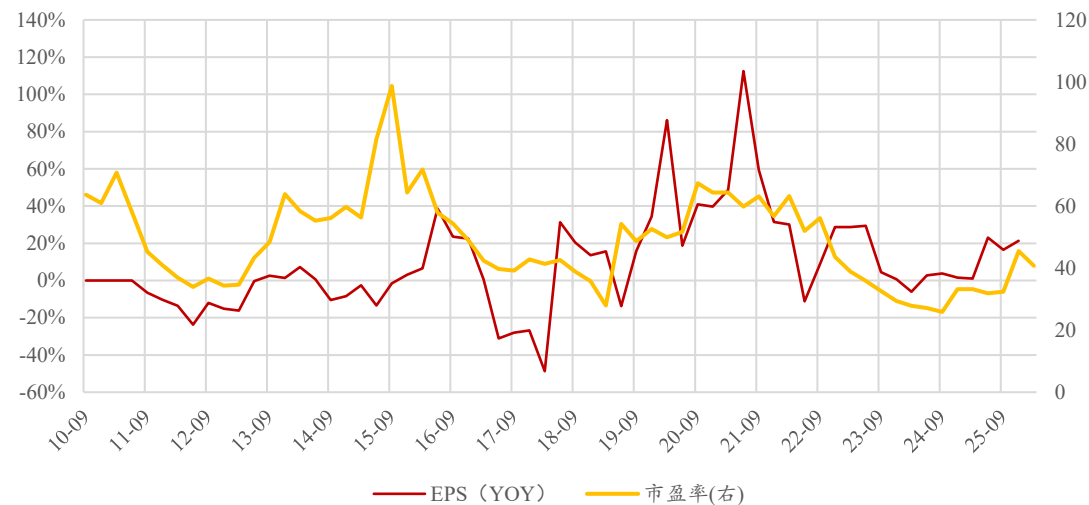
上证指数EPS (YOY) 与PE



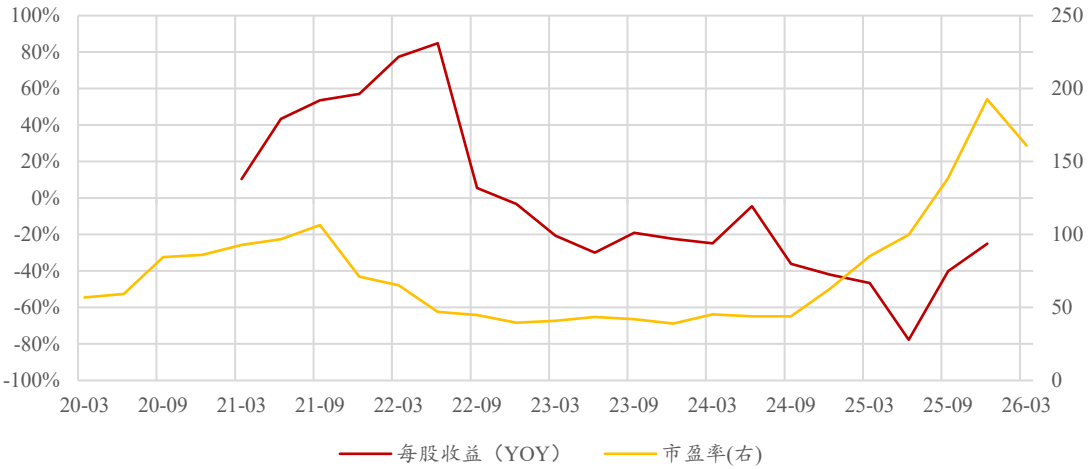
深证成指EPS (YOY) 与PE



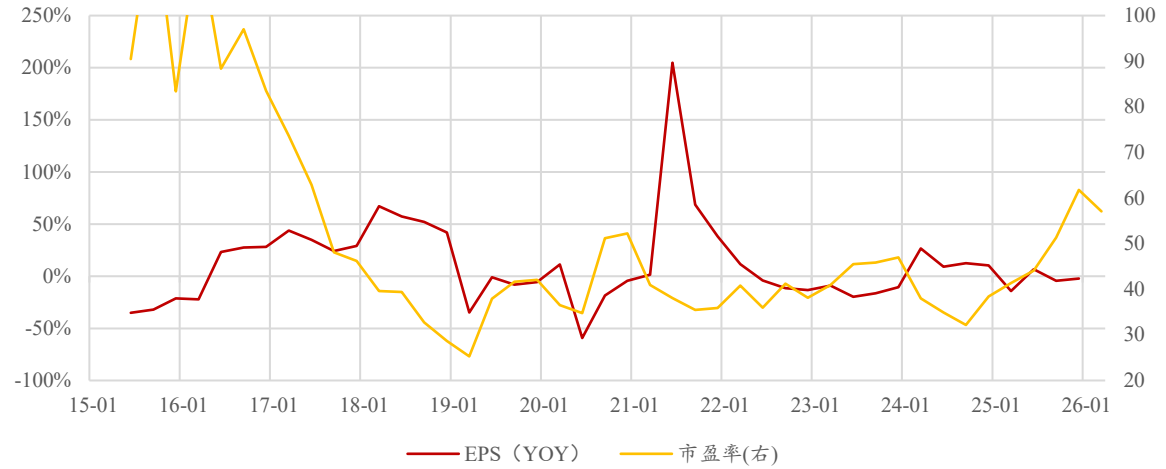
创业板指EPS (YOY) 与PE



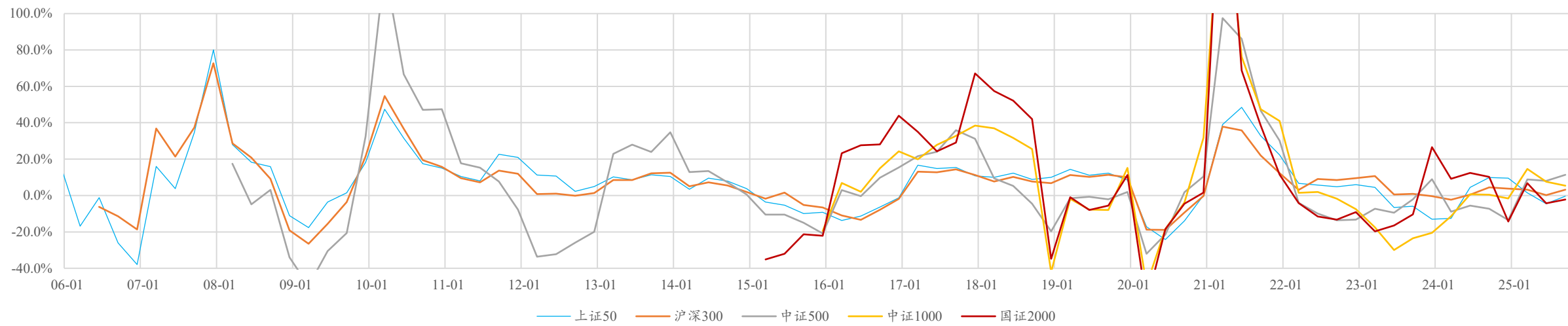
科创50EPS (YOY) 与PE



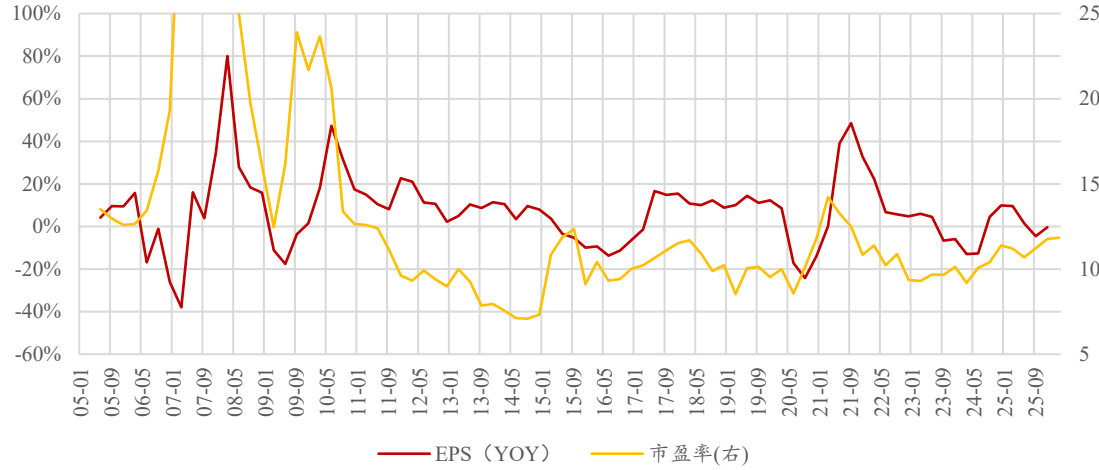
国证2000EPS (YOY) 与PE



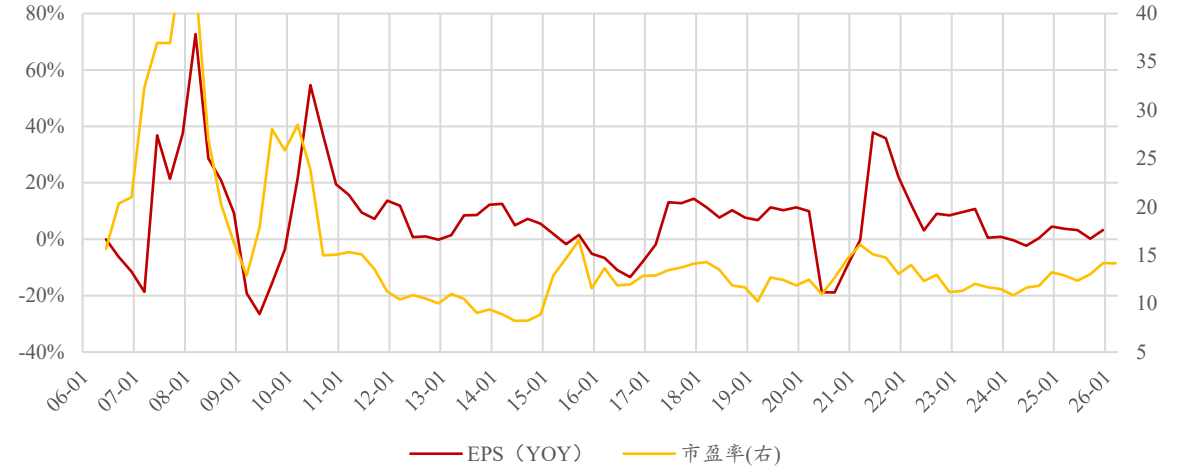
主要宽基指数EPS同比 (%)



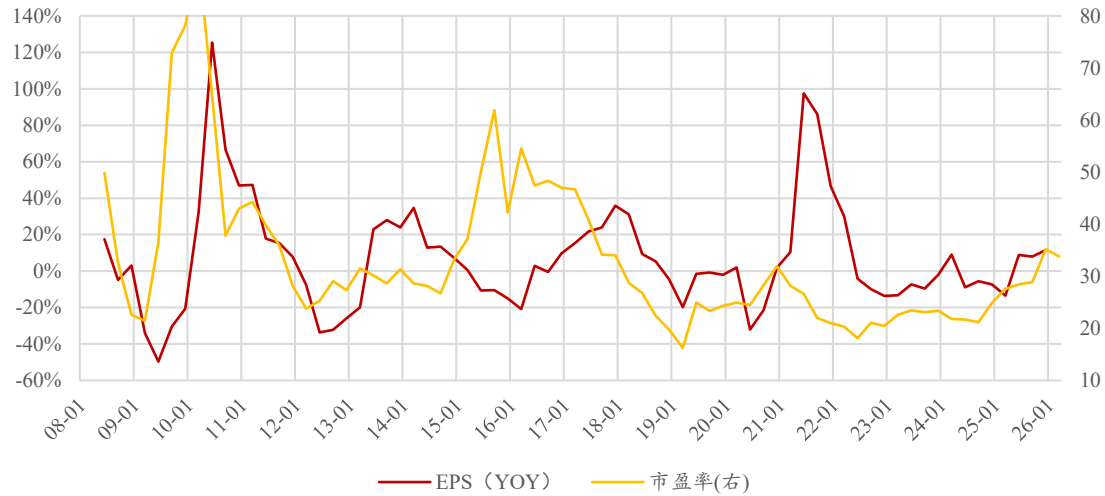
上证50EPS (YOY) 与PE



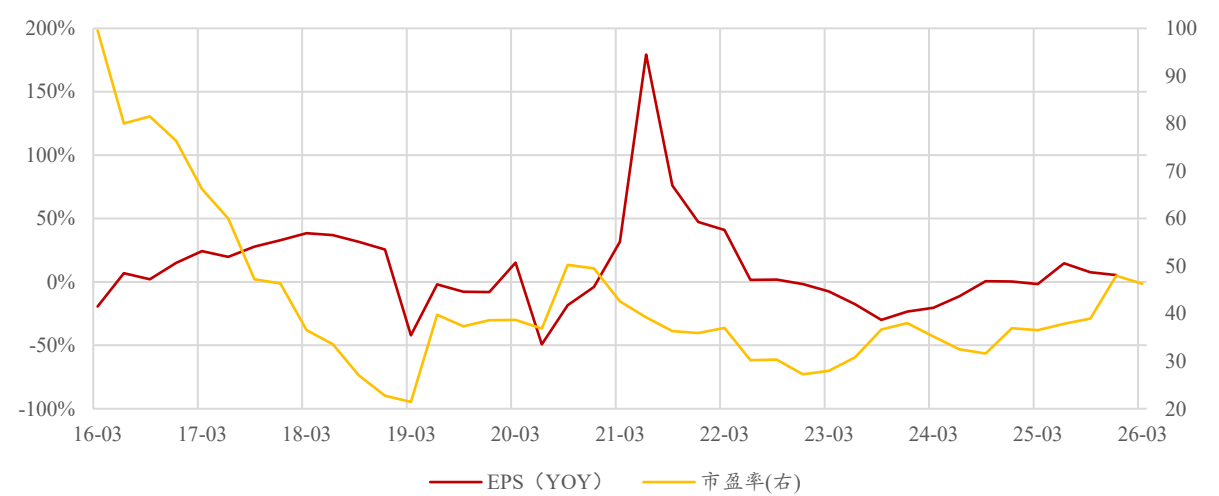
沪深300EPS (YOY) 与PE



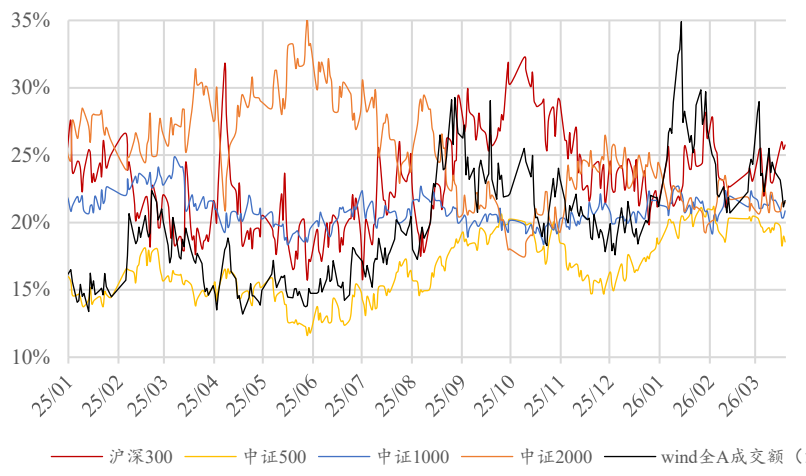
中证500EPS (YOY) 与PE



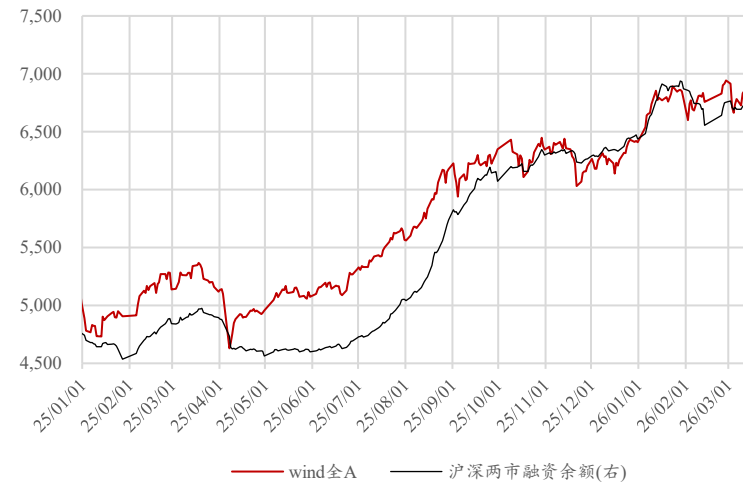
中证1000EPS (YOY) 与PE



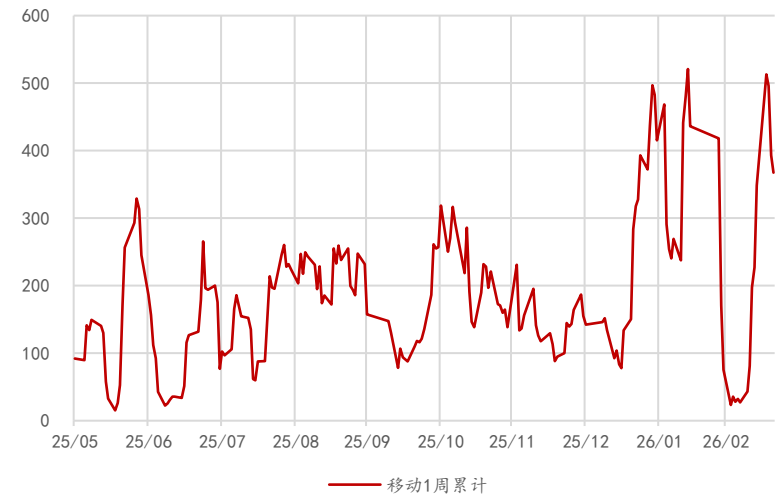
宽基指数成交占比与市场成交额 (%，亿)



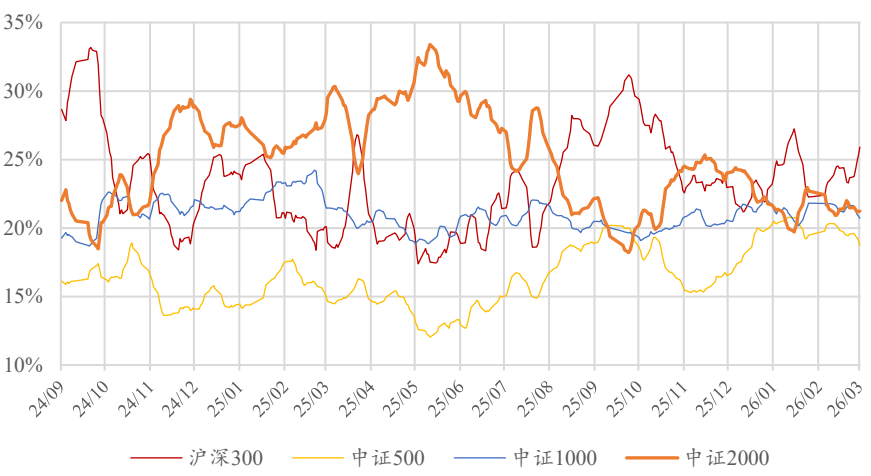
股票指数与两融余额 (点，万亿)



新成立偏股基金份额 (移动1周累计，亿份)



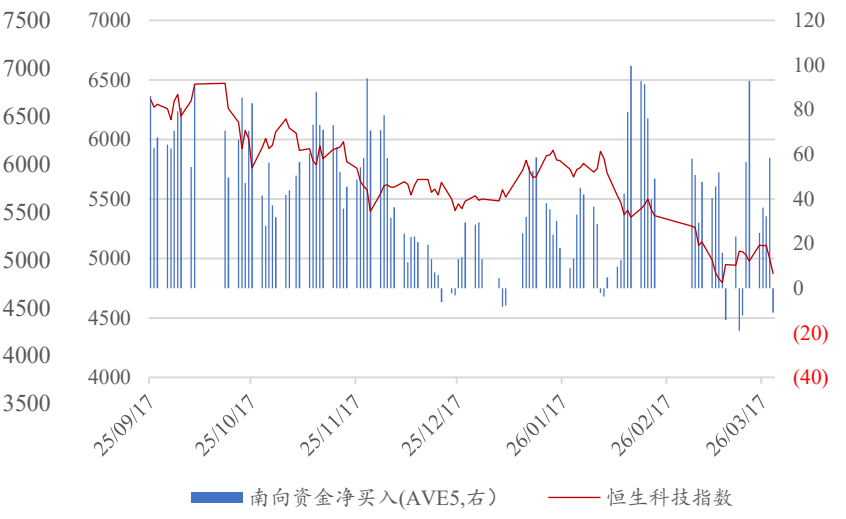
宽基指数成交占比与市场风格 (%，点，MA5)



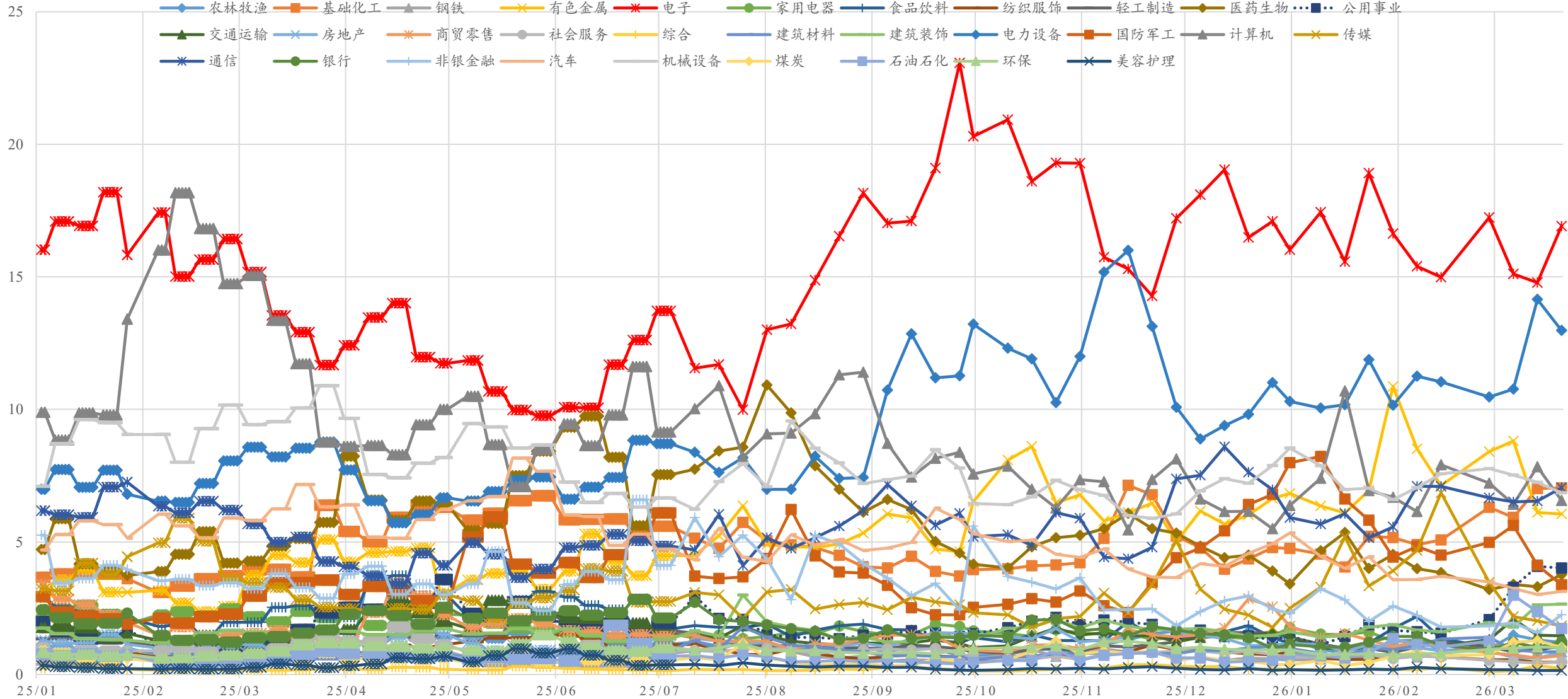
股票指数与换手率 (点，%)



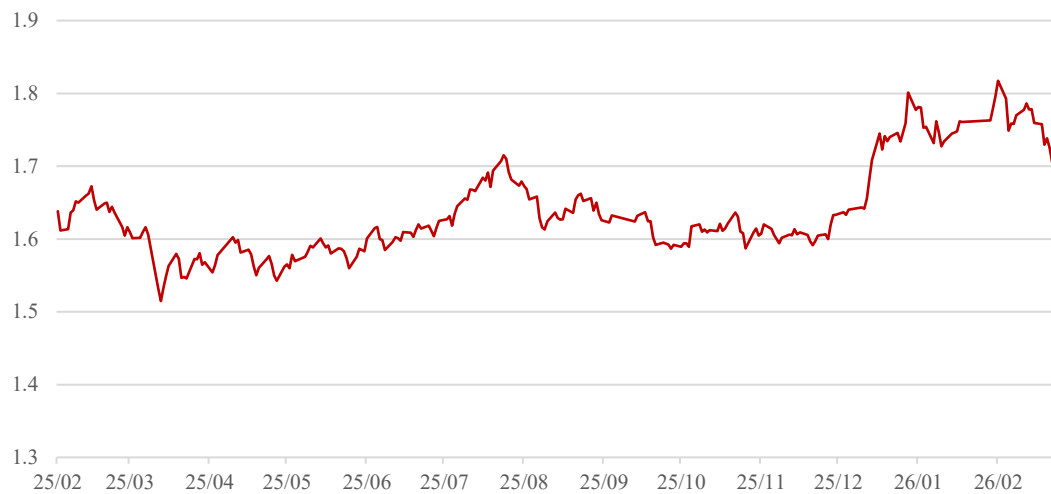
南向资金净买入与恒生科技 (亿人民币，点)



申万一级行业周度成交占比 (%)



现货指数：IM/IF



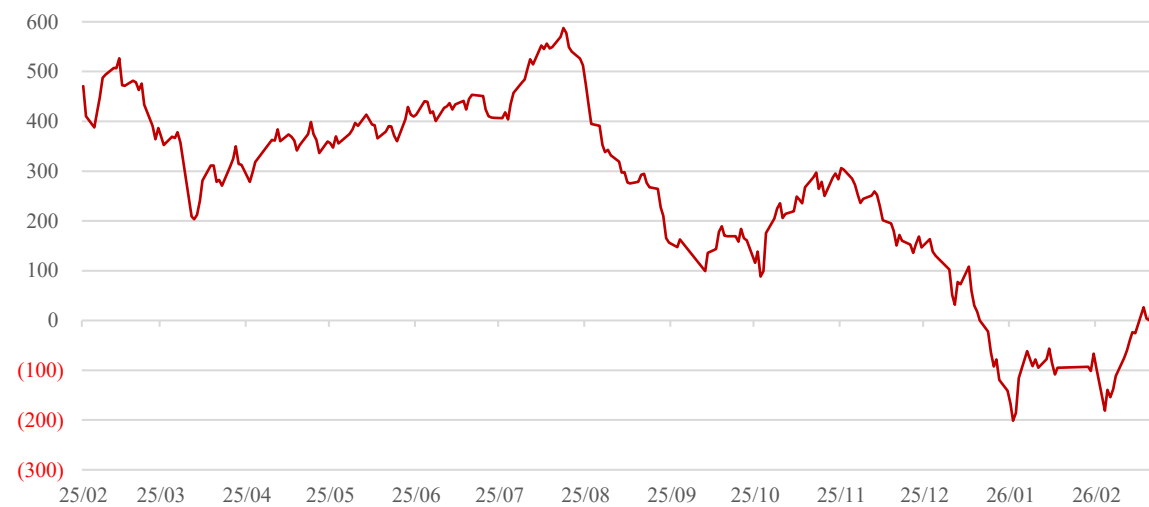
现货指数：IC/IF



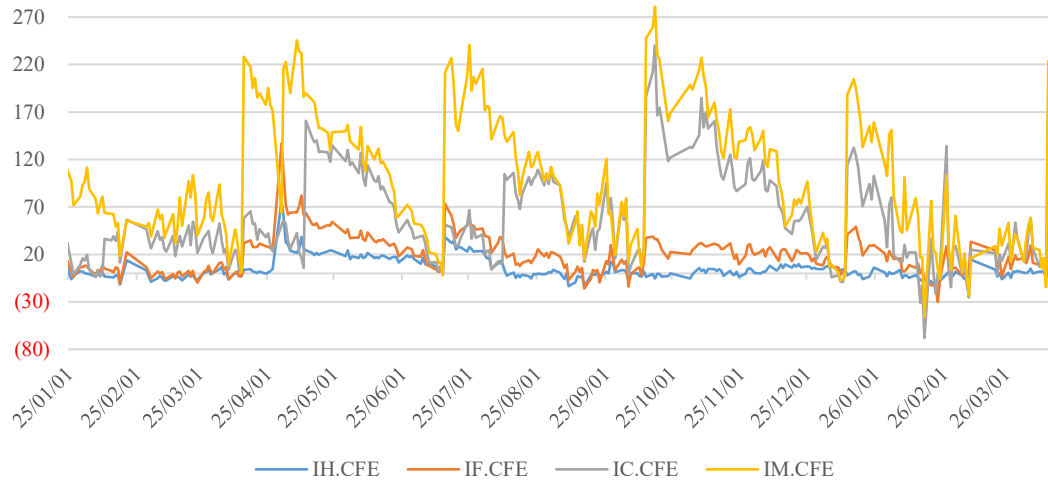
现货指数：IF-IH



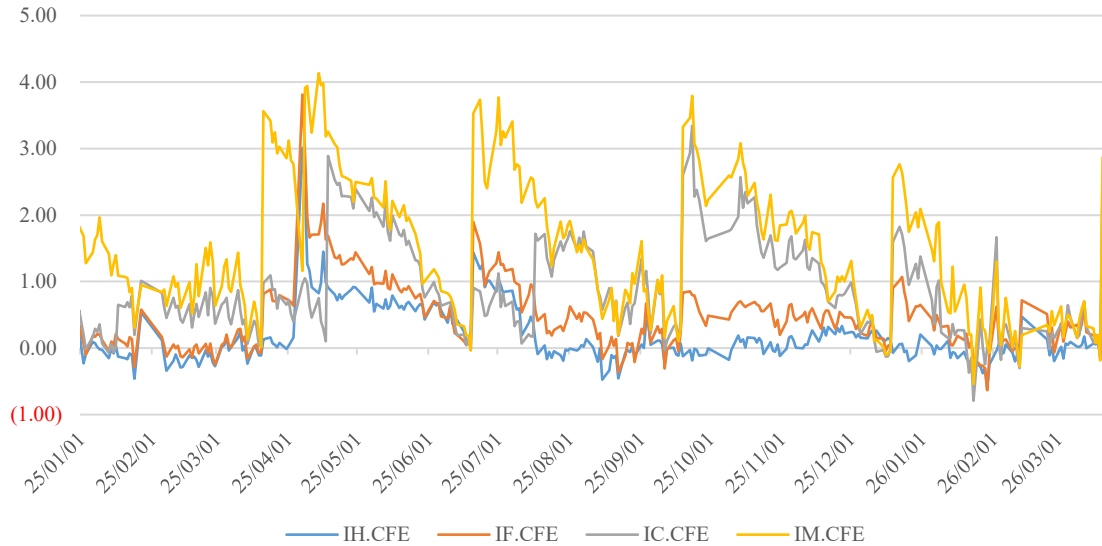
现货指数：IM-IC



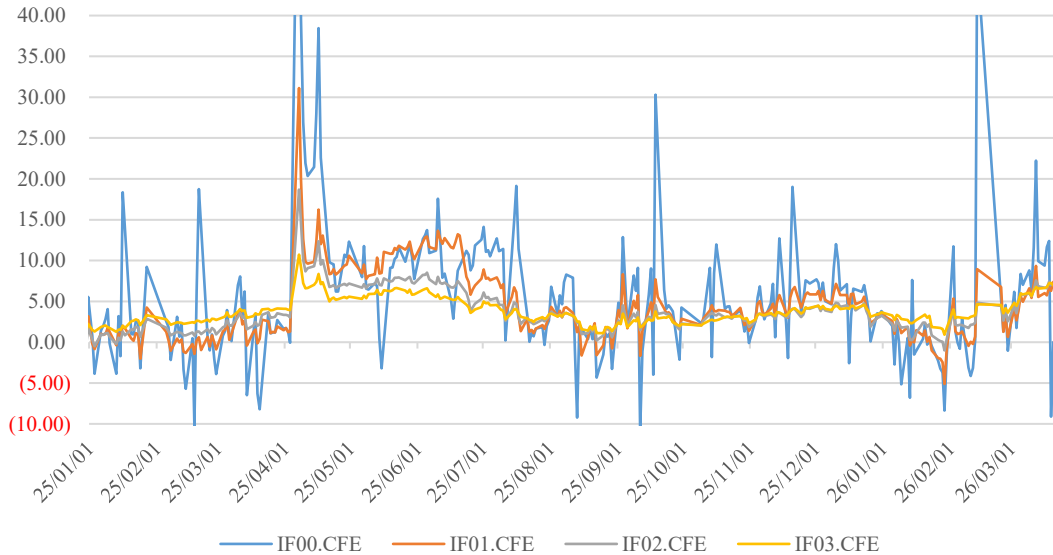
股指期货基差 (点)



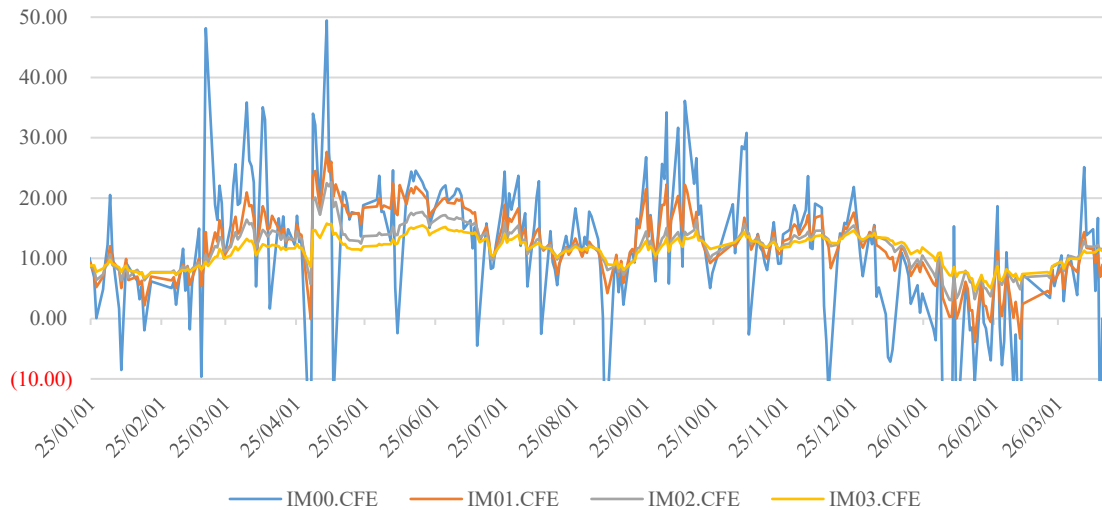
股指期货基差率 (%)



IF基差年化收益率 (%)

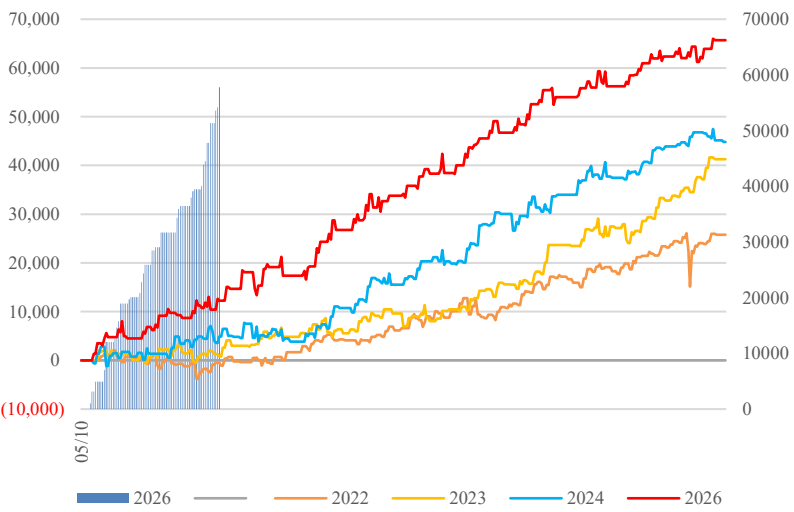


IM基差年化收益率 (%)

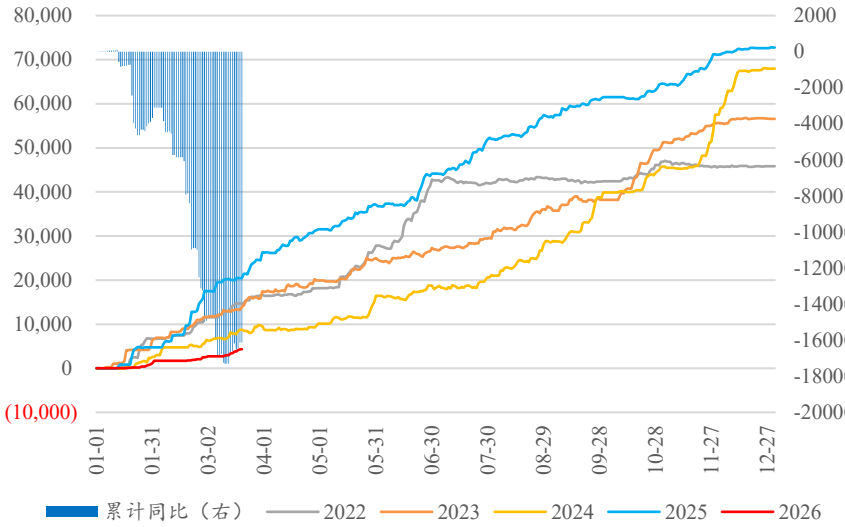


利率债政府性融资

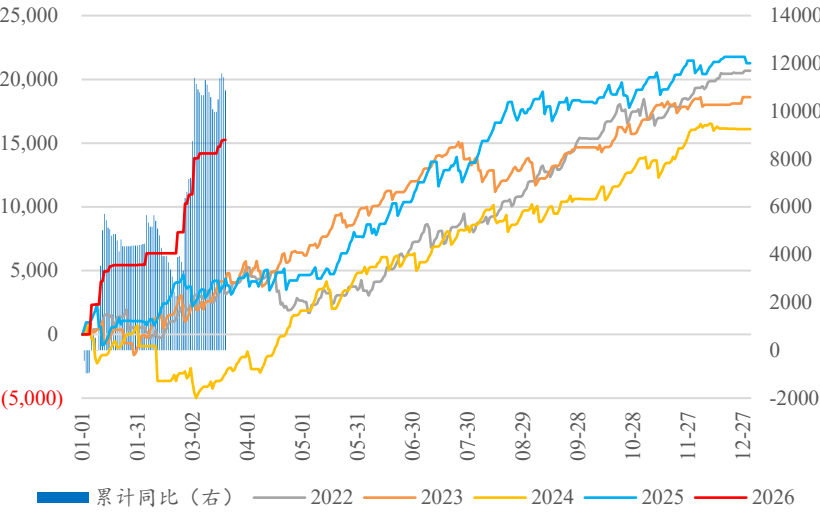
国债净融资额 (亿元)



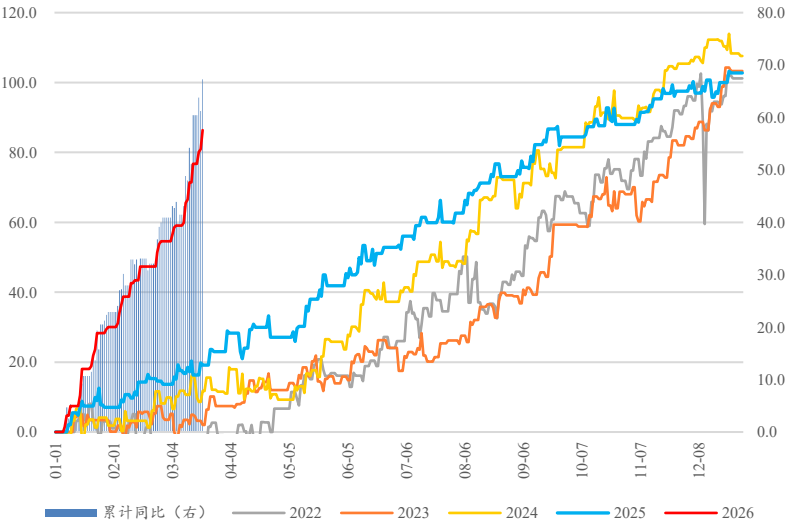
地方债净融资额 (亿元)



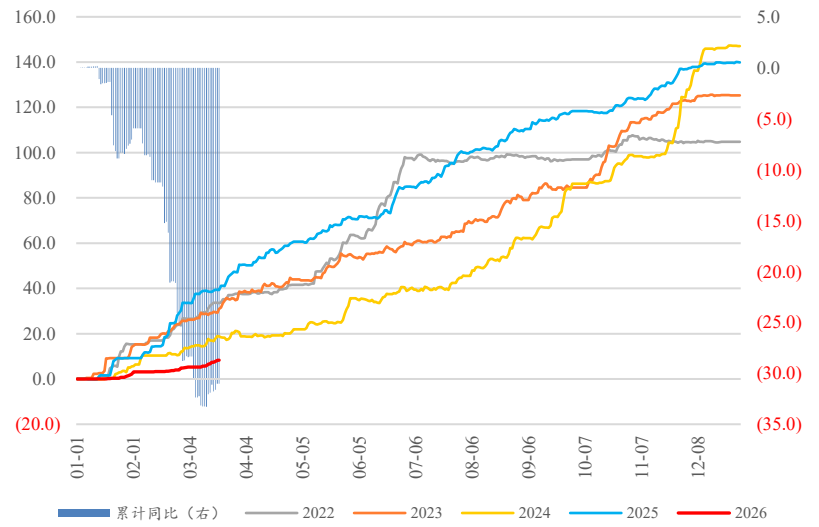
政策性银行净融资额 (亿元)



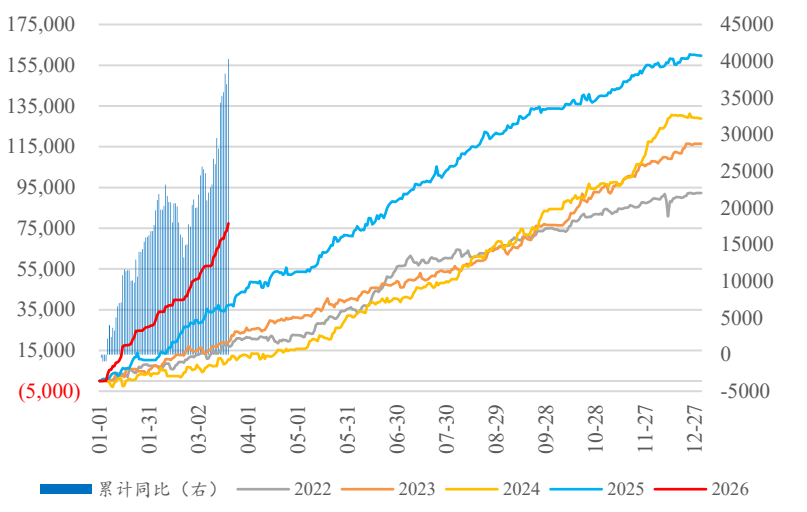
国债净发行进度 (%)



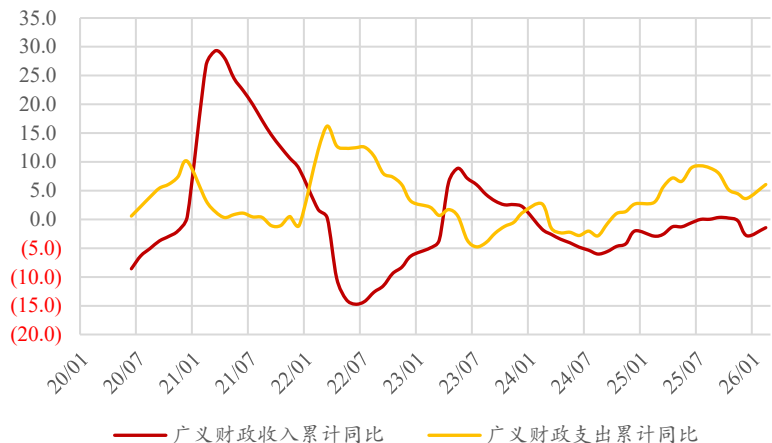
地方债净发行进度 (%)



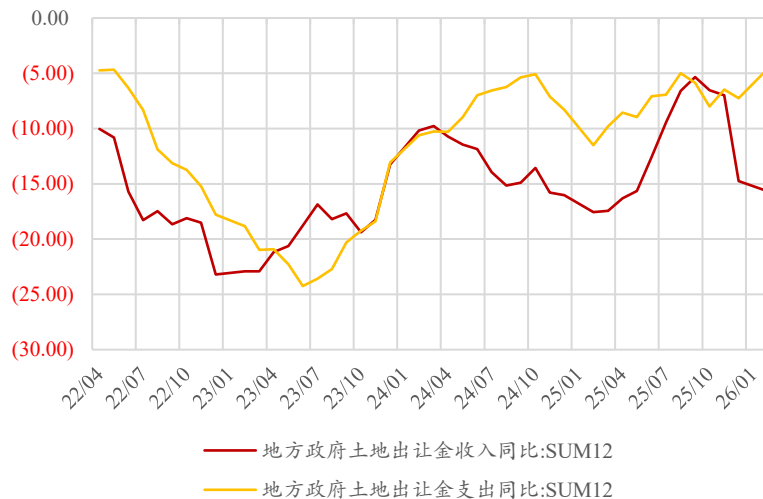
国债、地方债、证金债净融资额 (亿元)



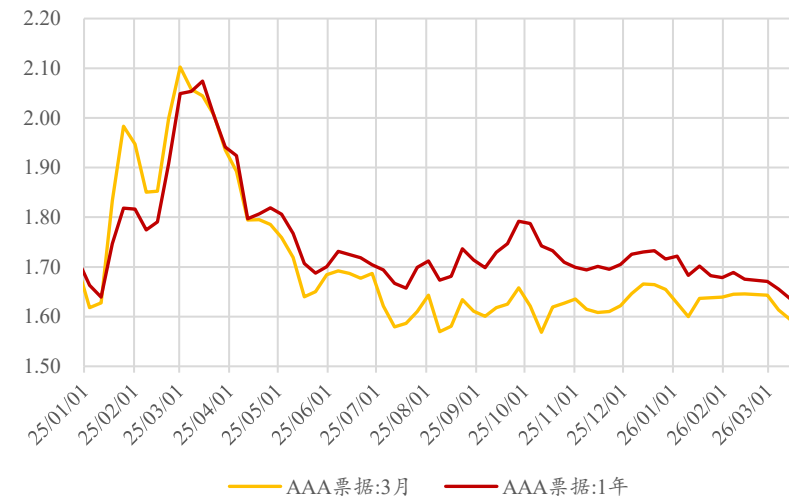
广义财政收支累计同比 (%)



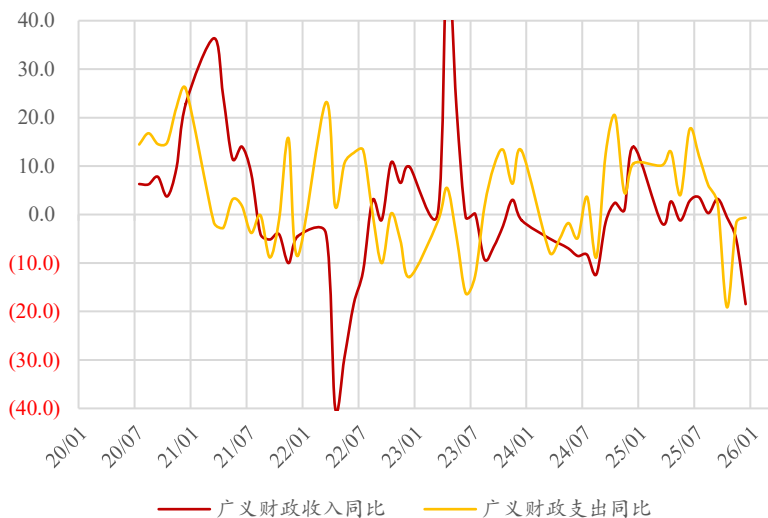
地方政府土地出让金收支同比 (滚动12月, %)



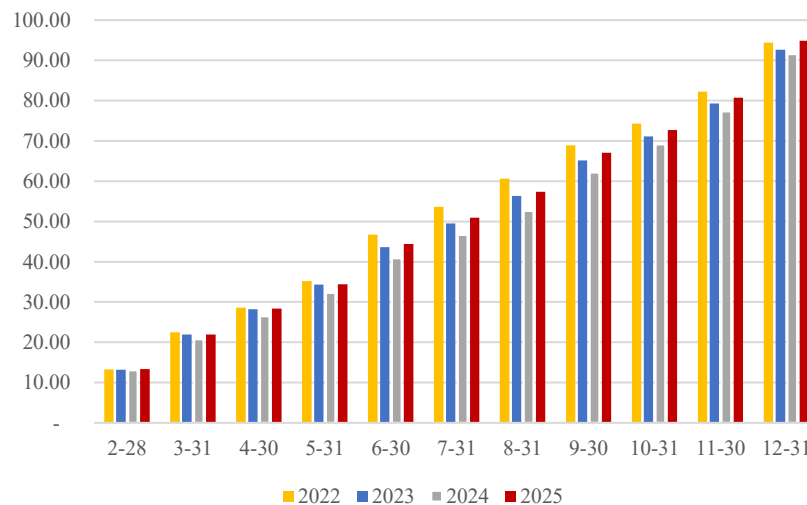
票据利率 (%)



广义财政收支当月同比 (%)

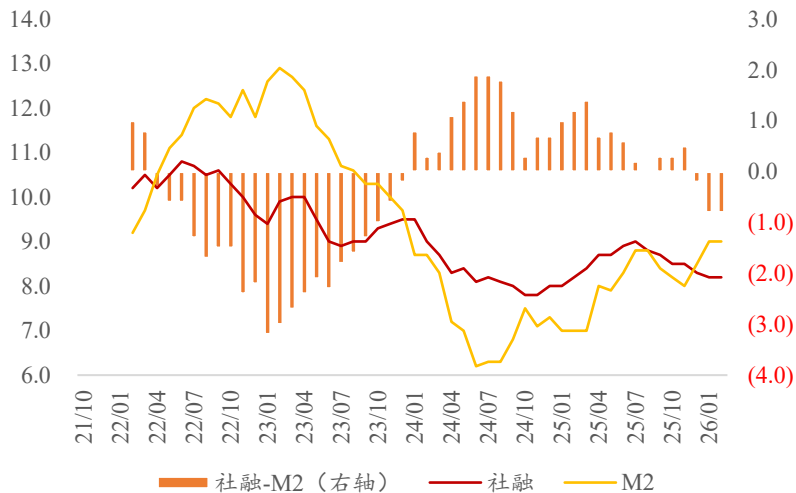


广义财政支出进度 (%)

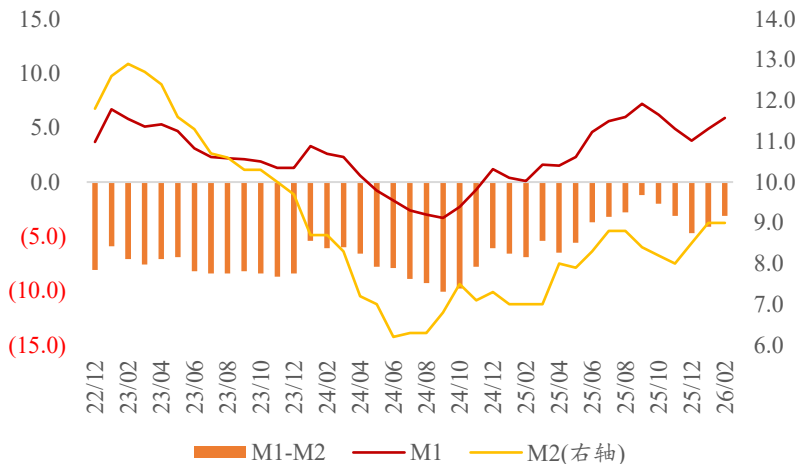


债券融资与资金供需

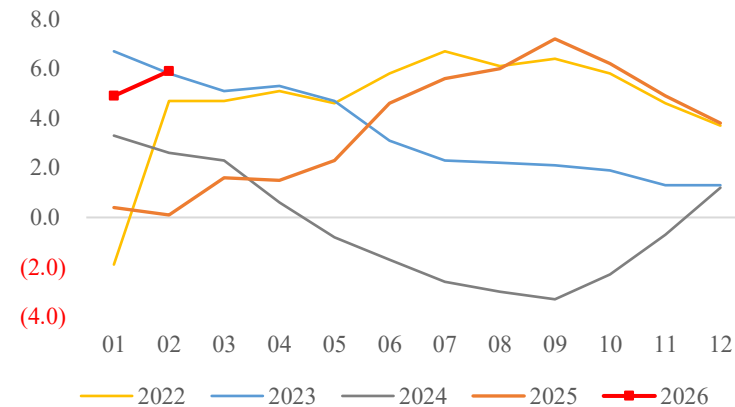
社会融资规模与广义货币：当月同比 (%)



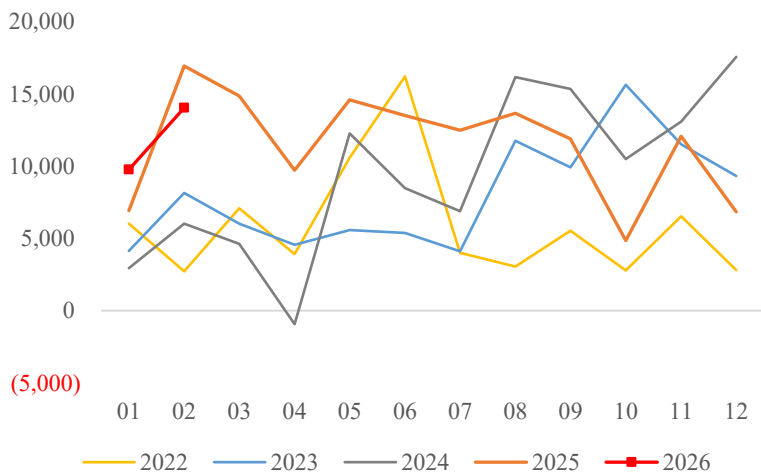
广义、狭义货币与剪刀差：当月同比 (%)



M1:同比 (%)



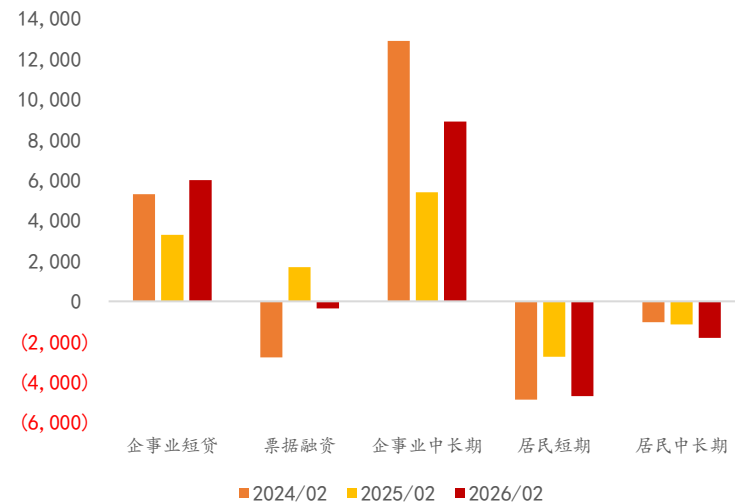
社会融资规模:政府债：当月值 (亿元)



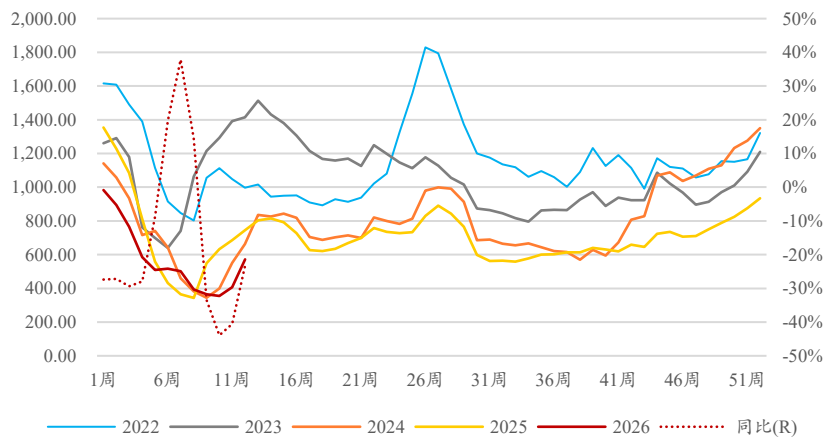
人民币新增贷款 (亿元)



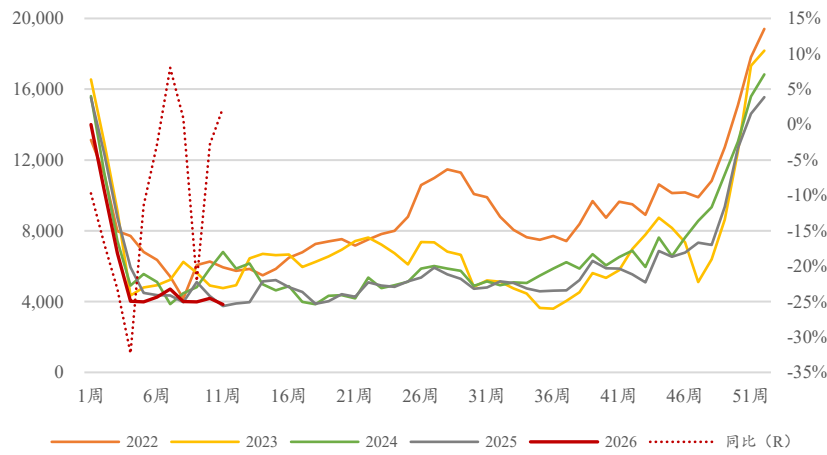
新增人民币贷款结构 (当期, 亿元)



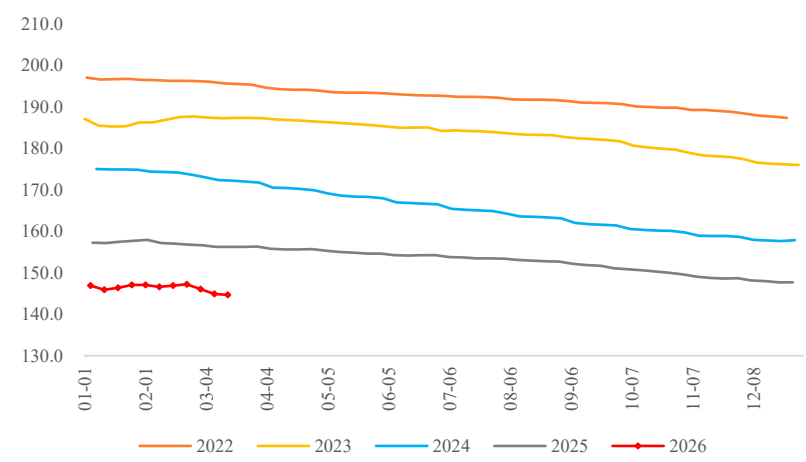
30大中城市:商品房成交面积(累计4周, 万平米)



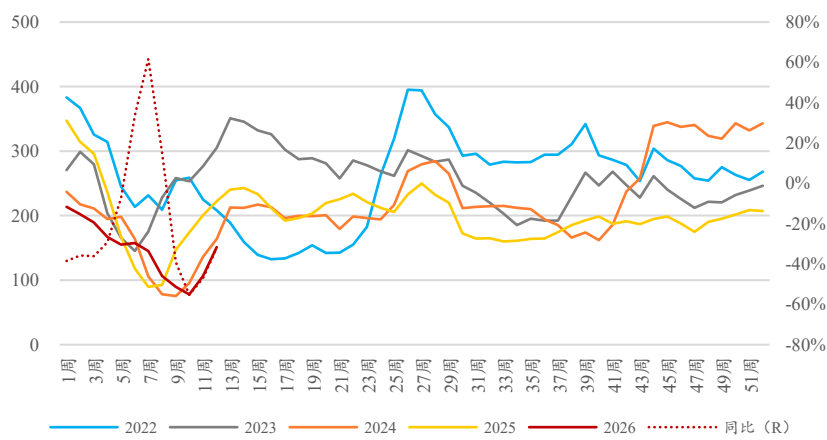
中国:100大中城市:成交土地占地面积:(累计4周, 万平)



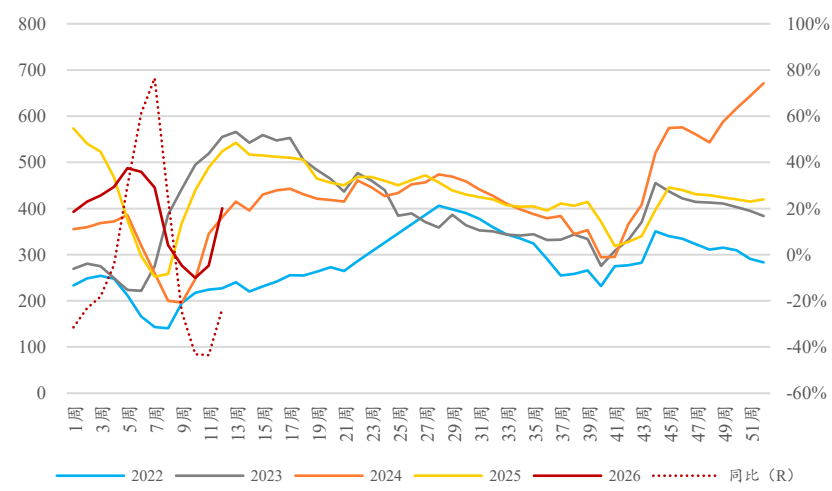
全国城市二手房出售挂牌价指数:当周值



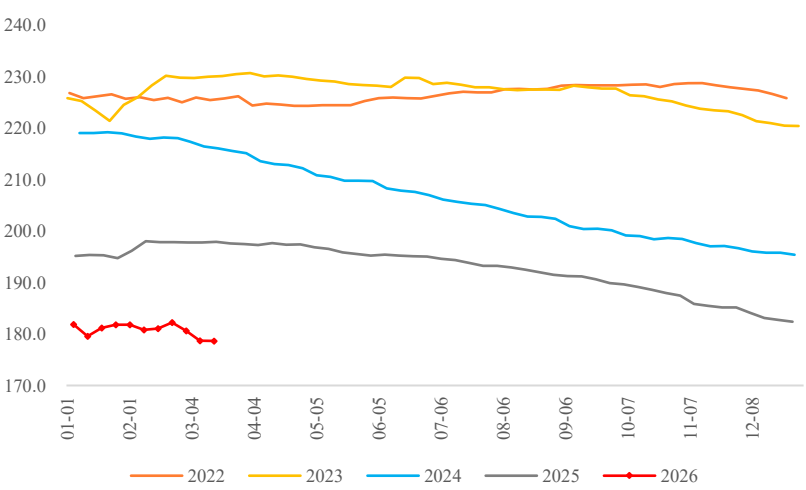
30大中城市:商品房成交面积:一线城市:累计4周(万平米)



9城二手房成交面积:住宅:累计4周(万平米)



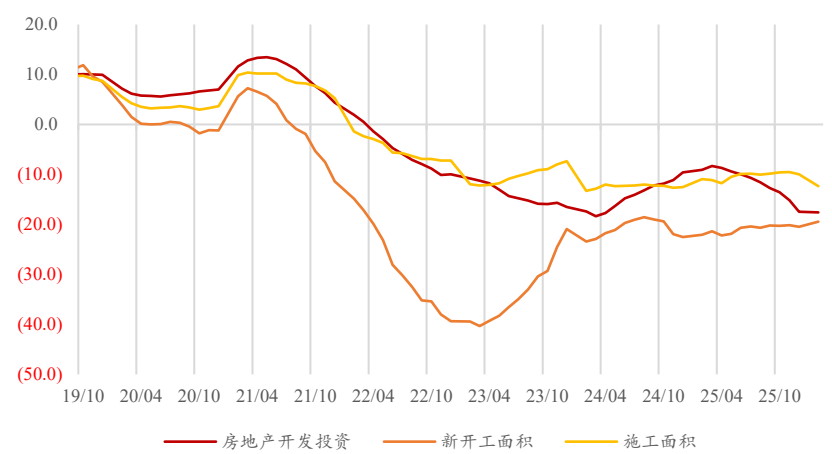
全国城市二手房出售挂牌价指数:一线城市当周值



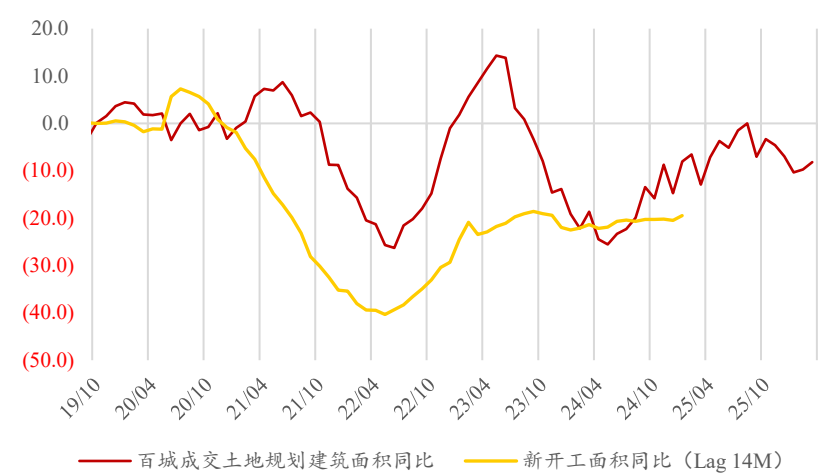
注: 9城为: 北京、深圳、成都、苏州、厦门、南京、青岛、东莞、佛山。

数据来源: WIND, 中泰期货研究所

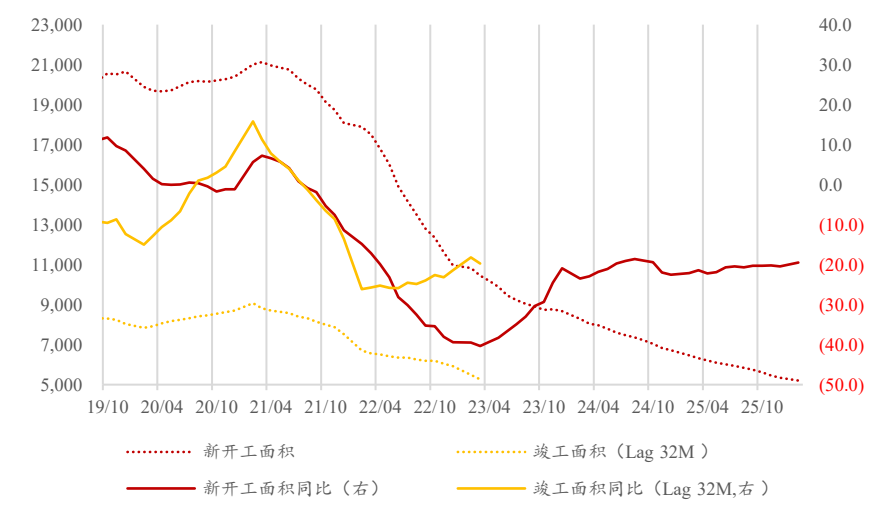
当地产开发投资、新开工与竣工 (12MA, %)



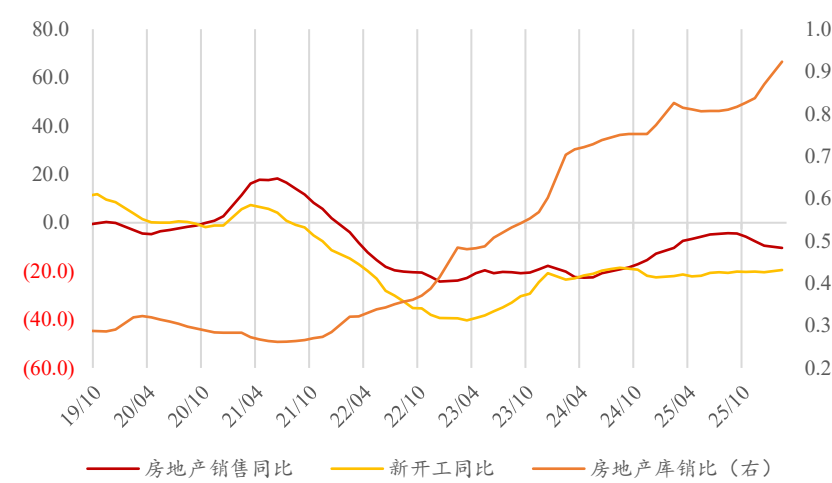
拿地面积与新开工面积 (% MA12)



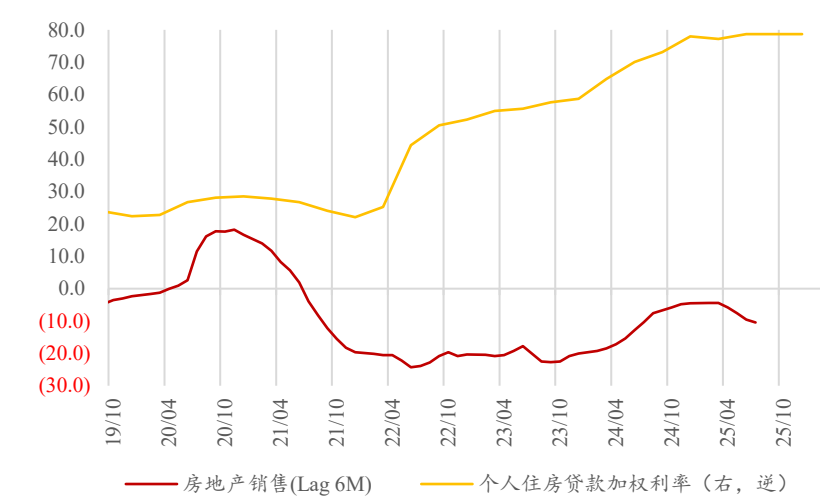
新开工面积与竣工面积 (万平, %, MA12)



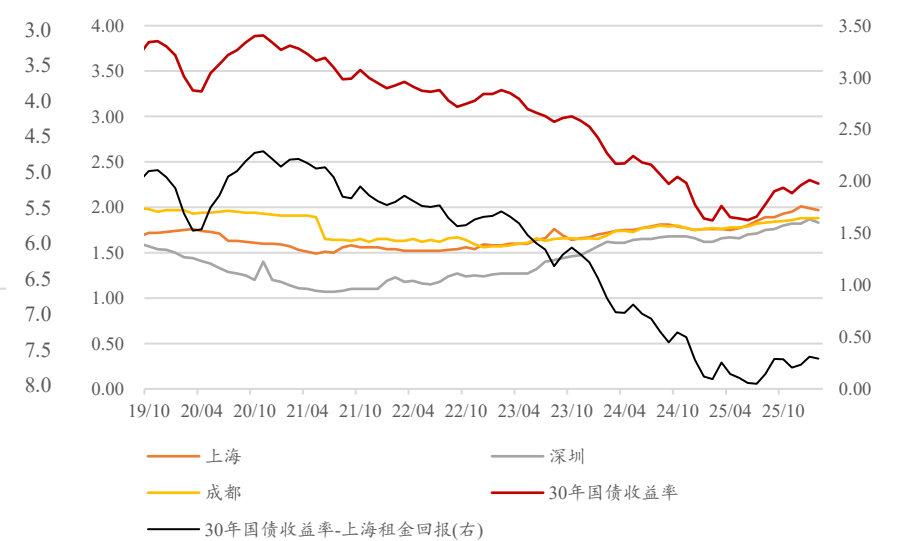
房地产销售、开工与库销比 (12MA, %)



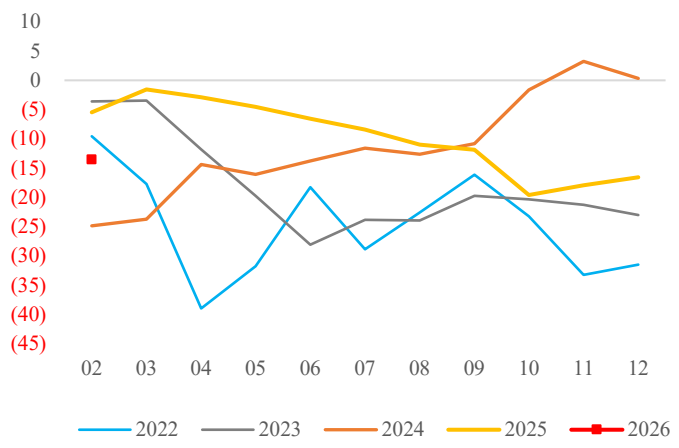
房地产销售与房贷利率 (12MA, %)



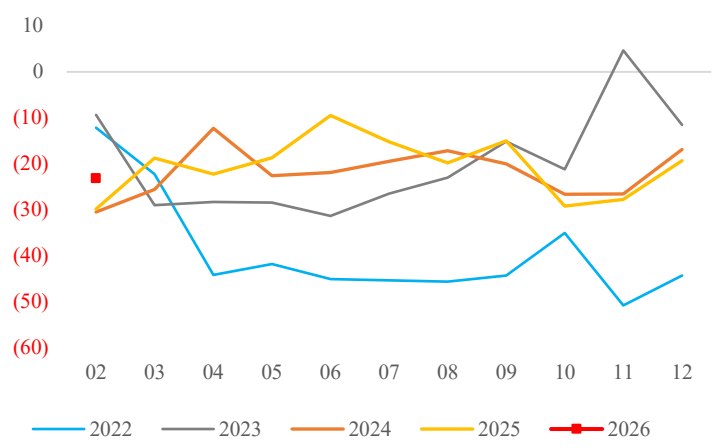
住宅租金回报率与30年国债收益率 (%)



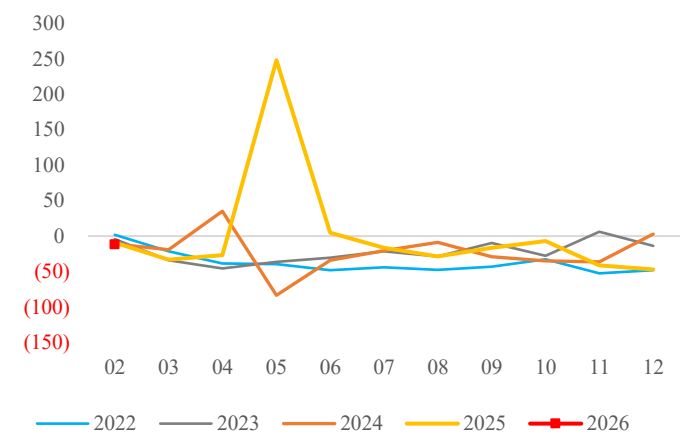
商品房销售面积当月同比(%, 季节图)



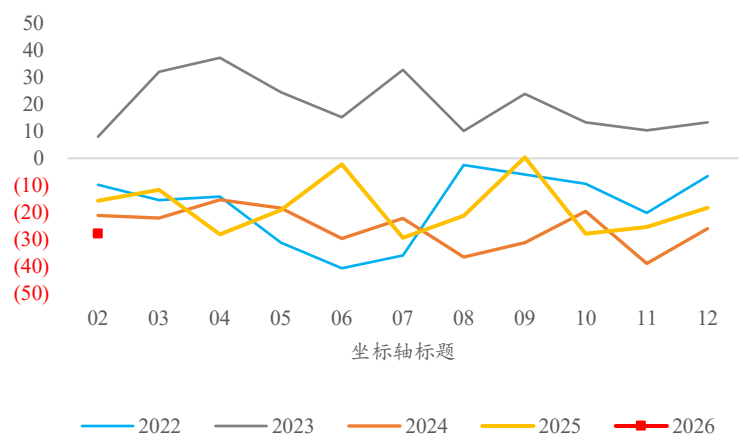
新开工面积当月同比(%, 季节图)



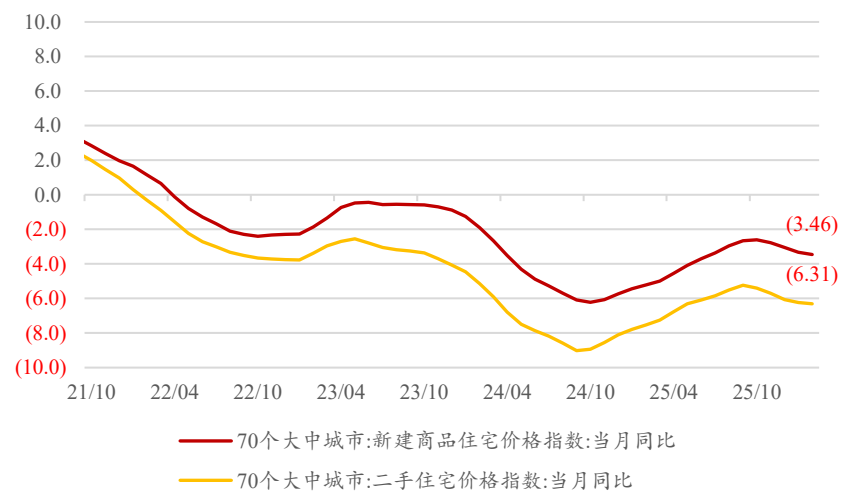
施工面积当月同比(%, 季节图)



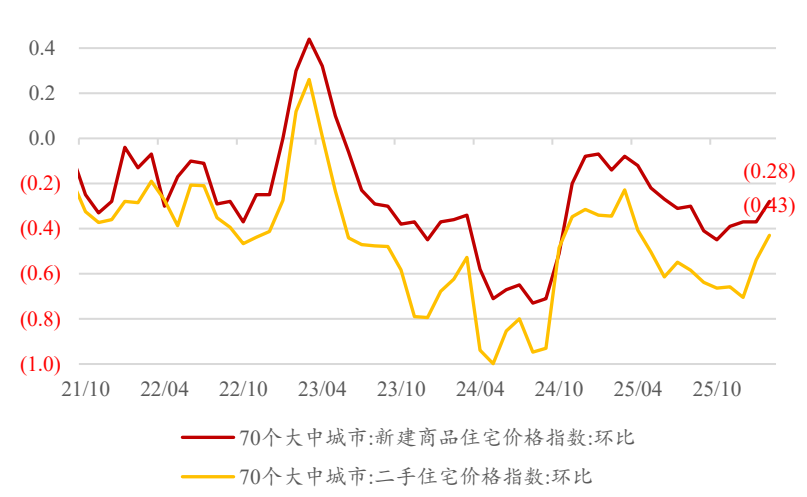
竣工面积当月同比(%, 季节图)



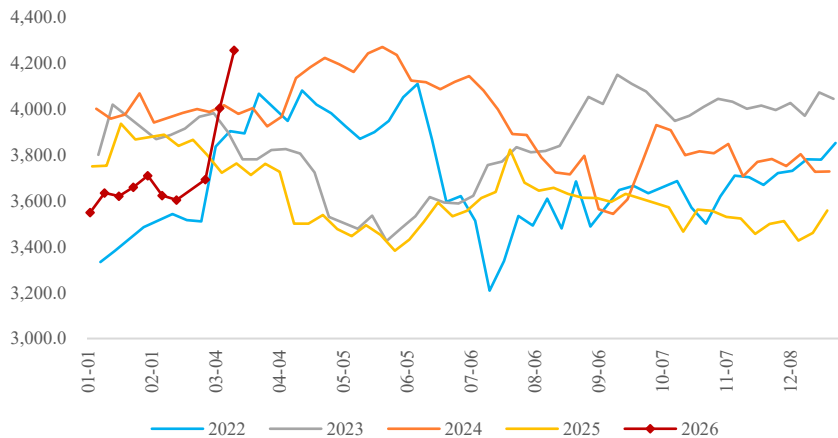
70大中城市房价指数同比(%)



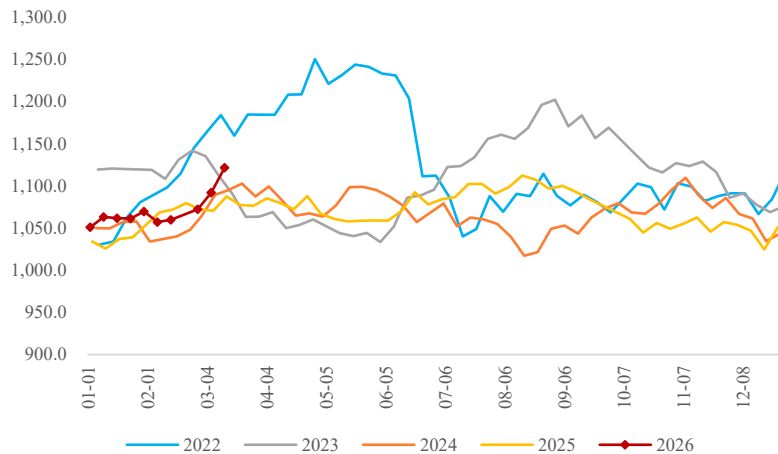
70大中城市房价指数环比(%)



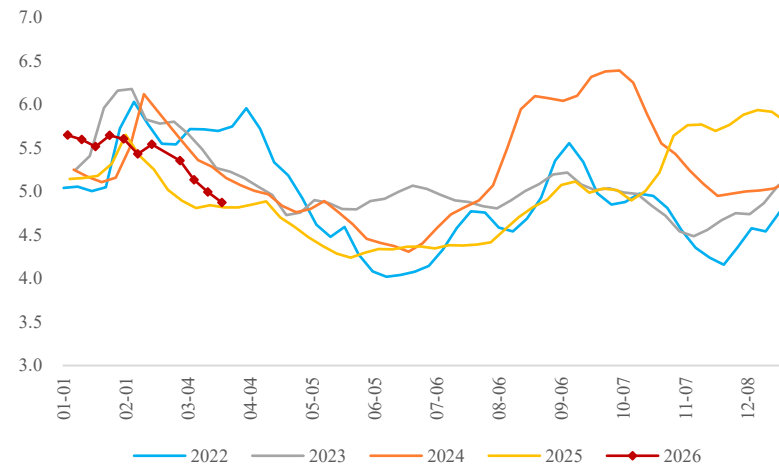
南华期货:工业品指数(点)



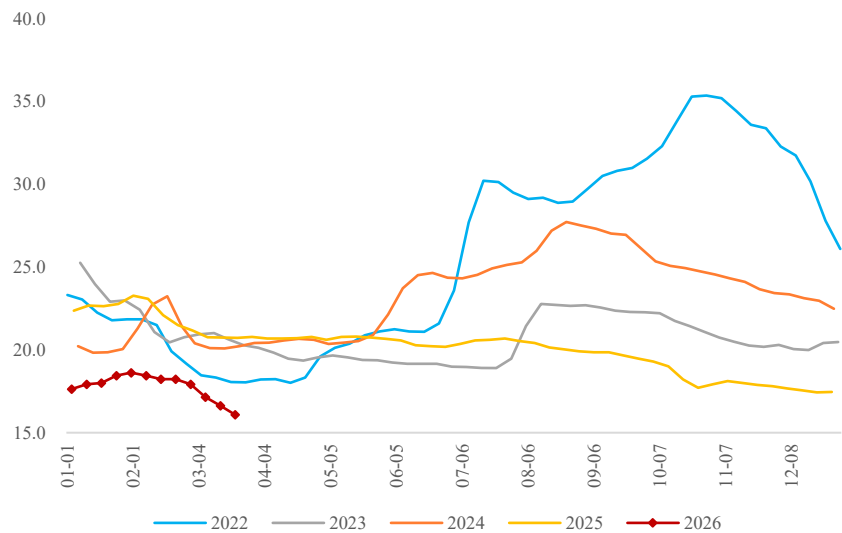
南华期货:农产品指数(点)



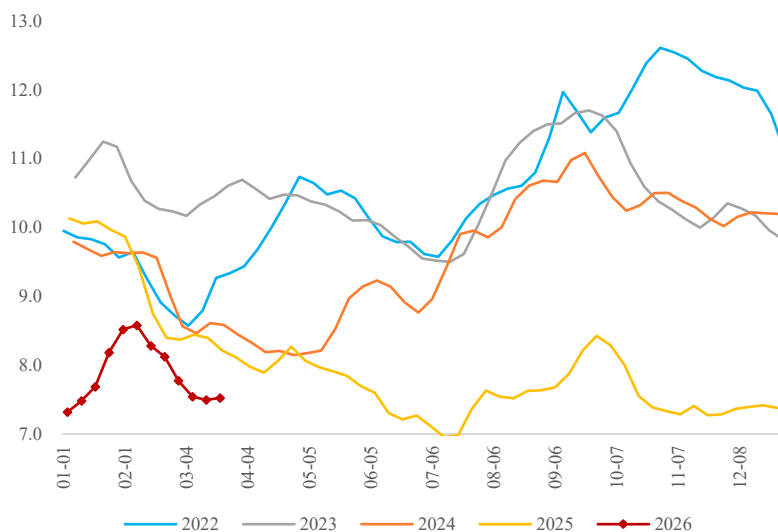
平均批发价:28种重点监测蔬菜:周:平均值(元/公斤)



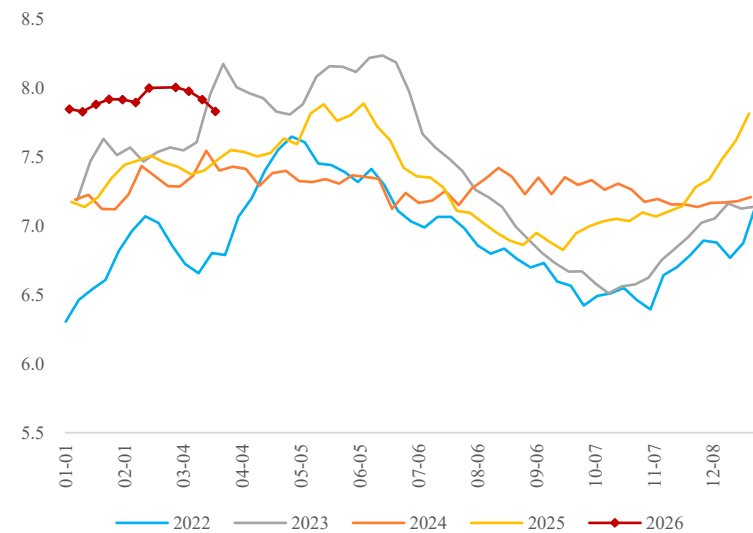
平均批发价:猪肉:周:平均值(元/公斤)



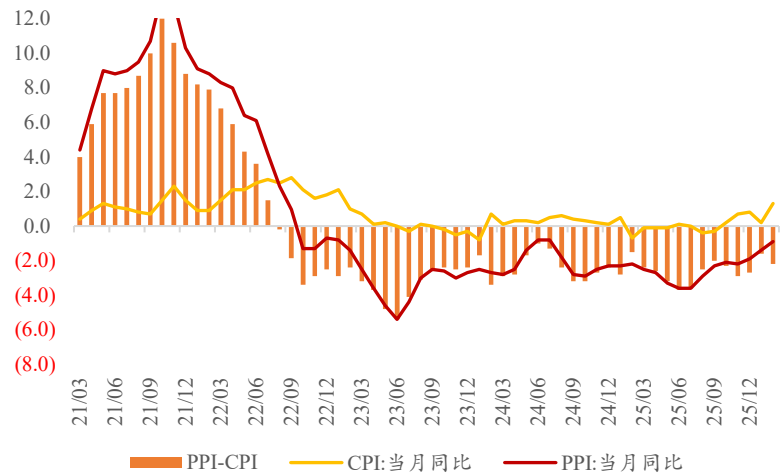
平均批发价:鸡蛋:周:平均值(元/公斤)



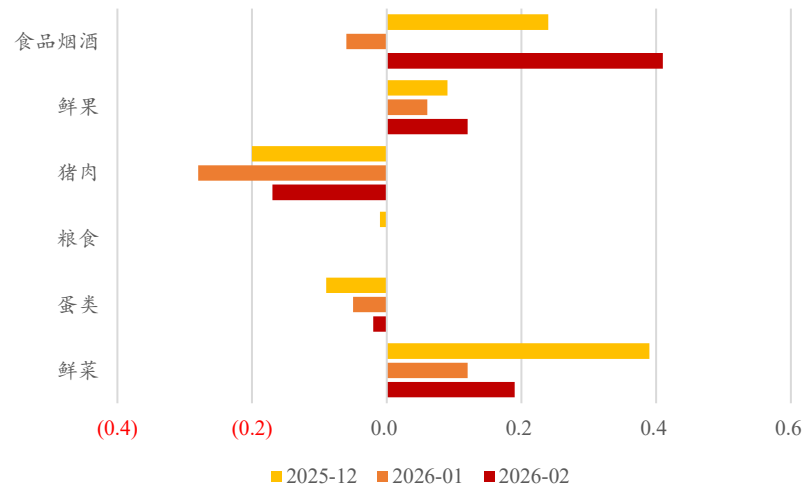
平均批发价:6种重点监测水果:周:平均值(元/公斤)



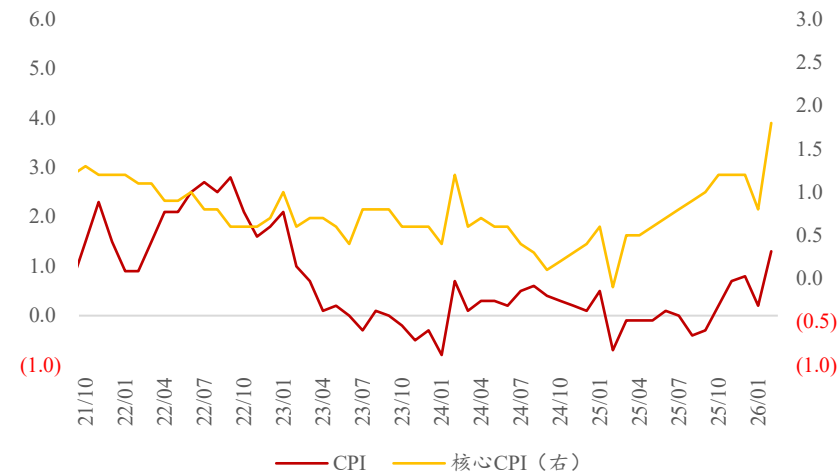
PPI与CPI同比剪刀差 (%)



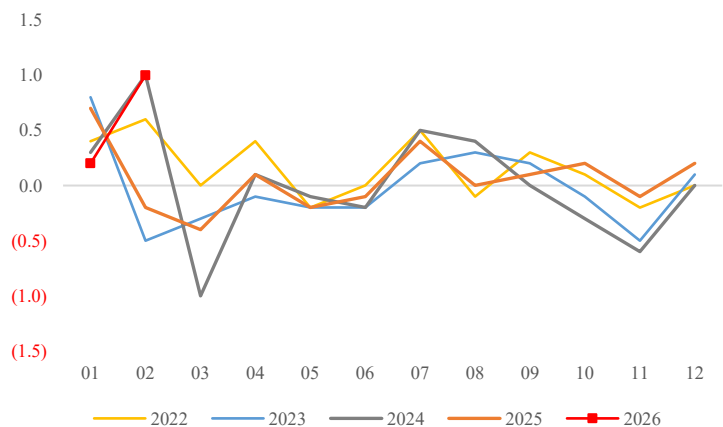
关键分项价格对CPI同比拉动 (%)



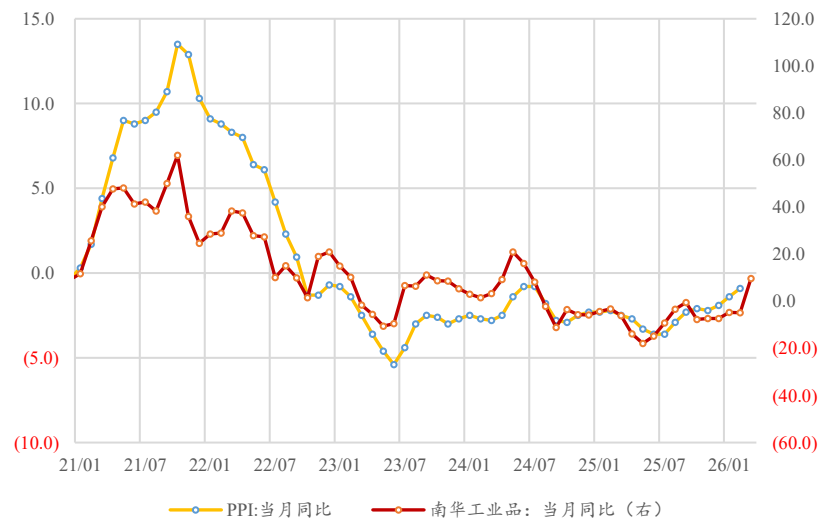
CPI与核心CPI同比增速 (%)



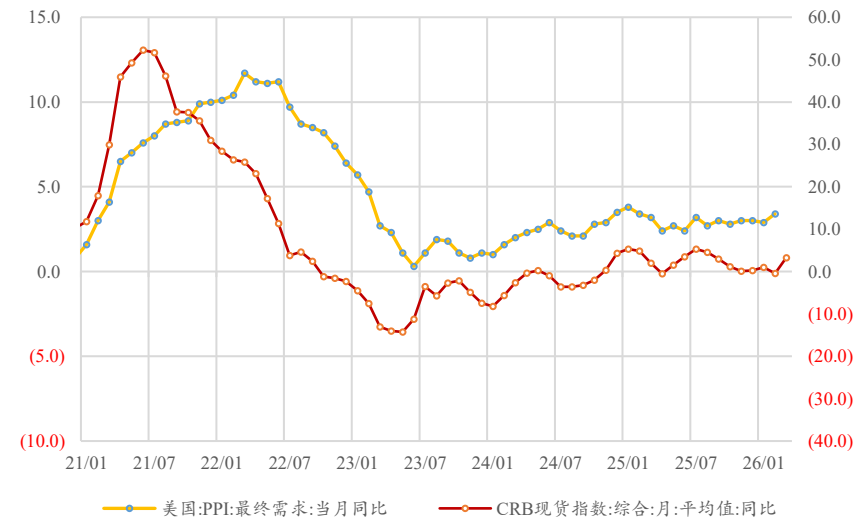
GPI 当月环比 (%)



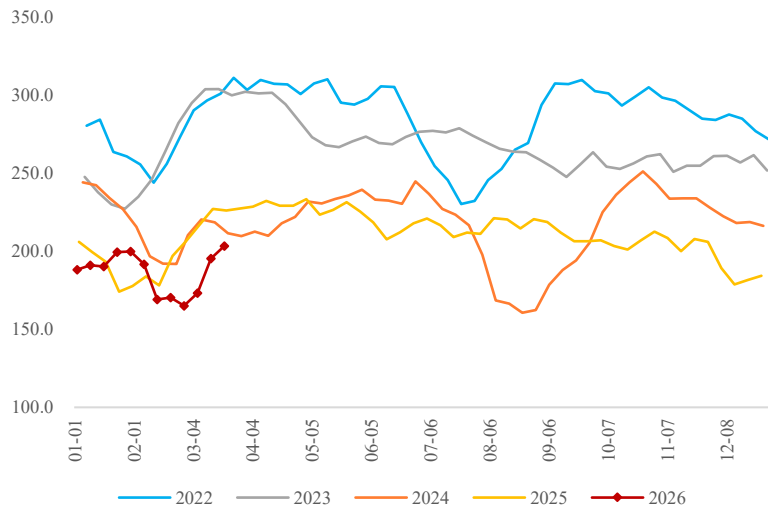
中国PPI与南华工业品指数



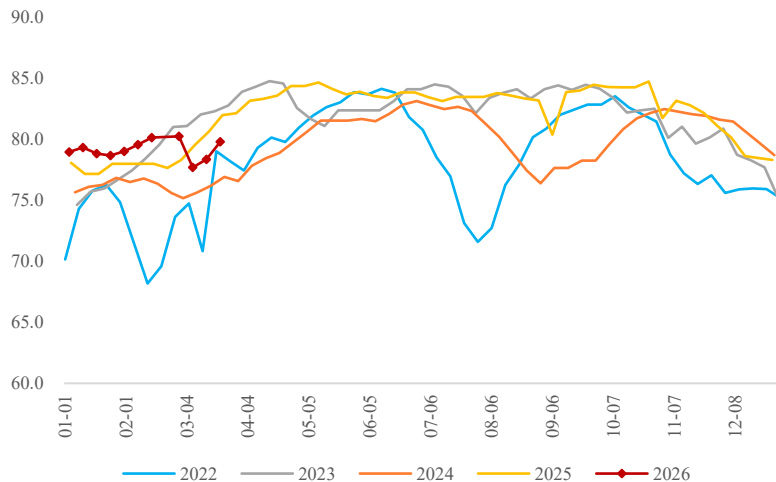
美国PPI与CRB指数



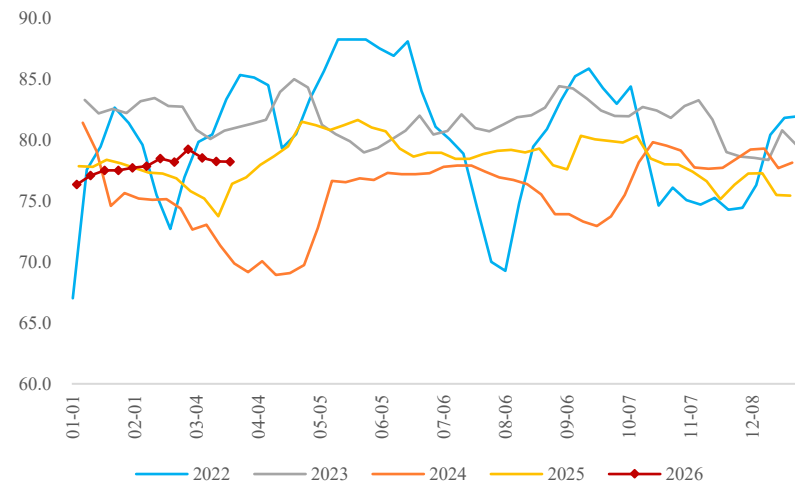
全国建材钢厂:螺纹钢:产量:当周值(万吨)



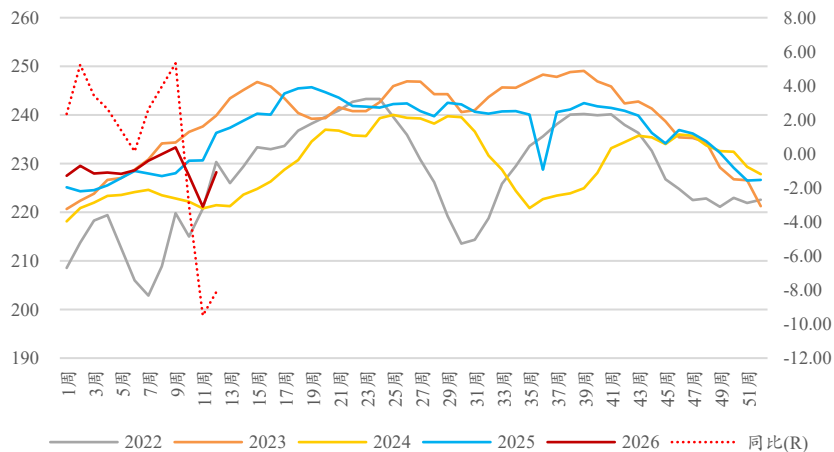
中国:高炉开工率(247家):全国(%)



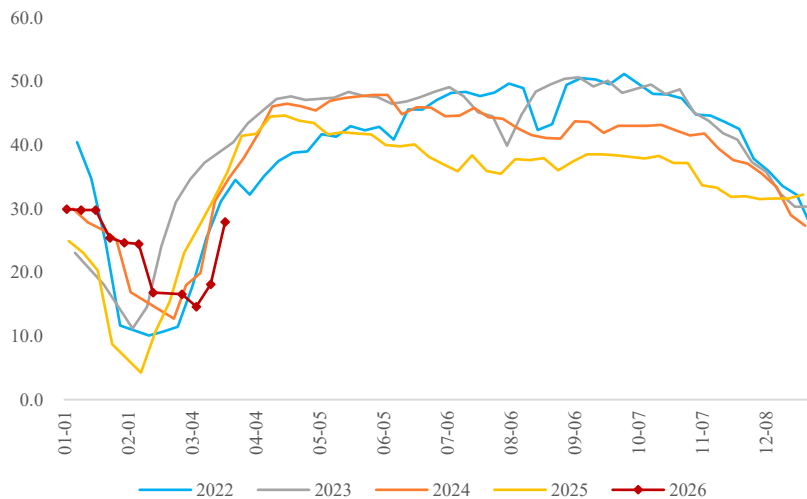
中国:开工率:焦化企业(230家):产能>200万吨(%)



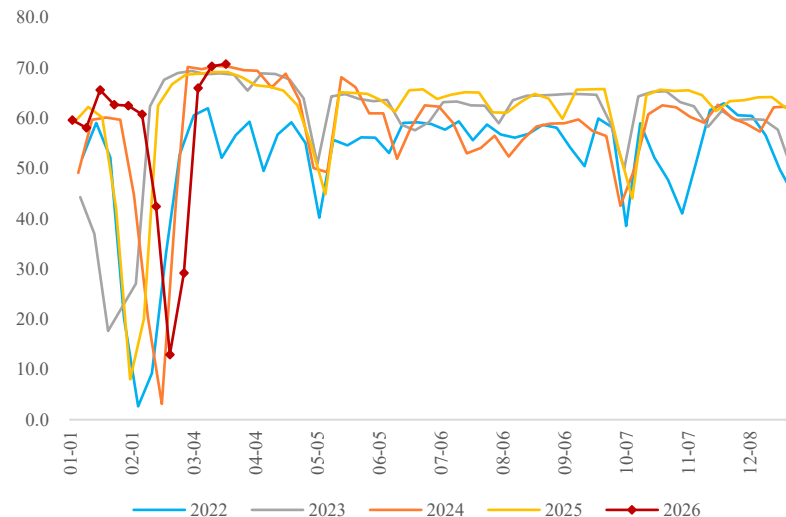
中国:日均产量(247家):铁水(万吨)



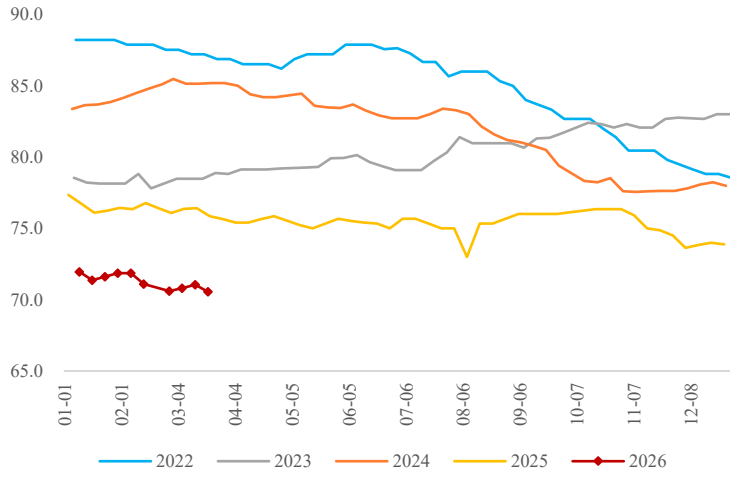
磨机运转率:全国:当周值(%)



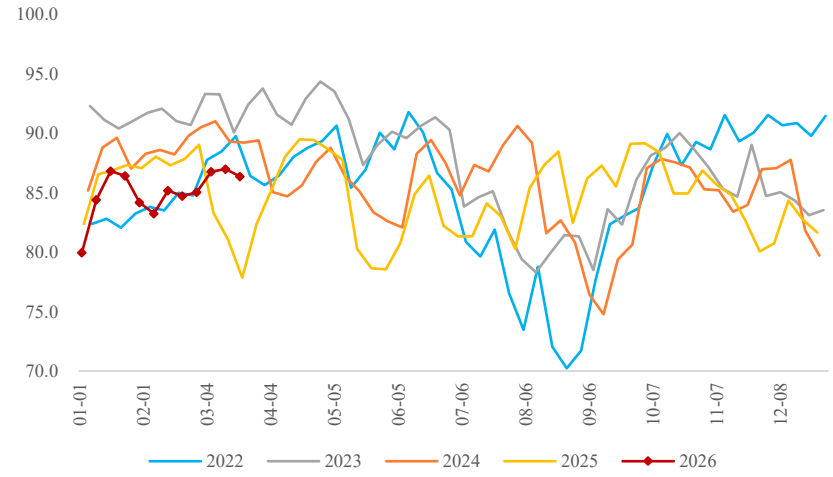
开工率:国内轮胎:全钢胎(%)



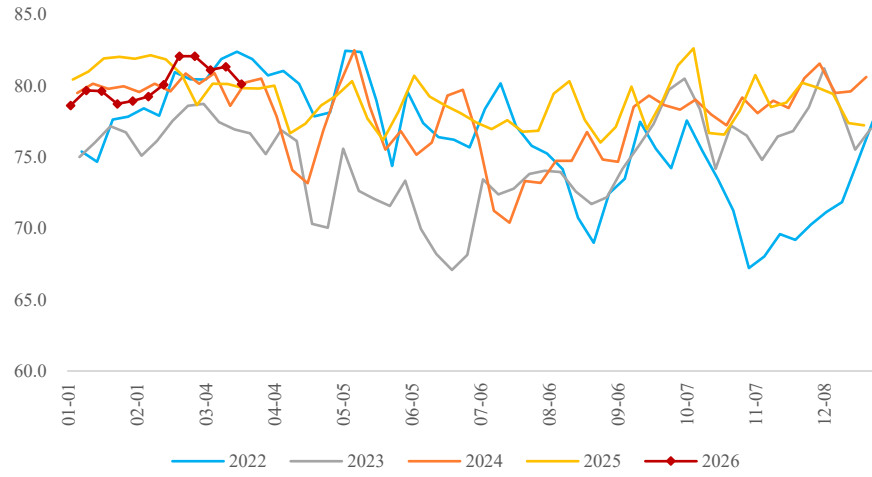
浮法玻璃:开工率:当周值(%)



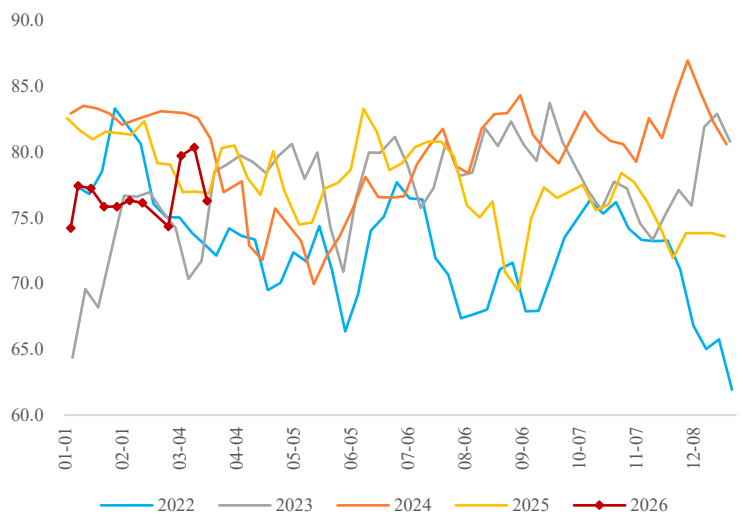
开工率:纯碱:全国(%)



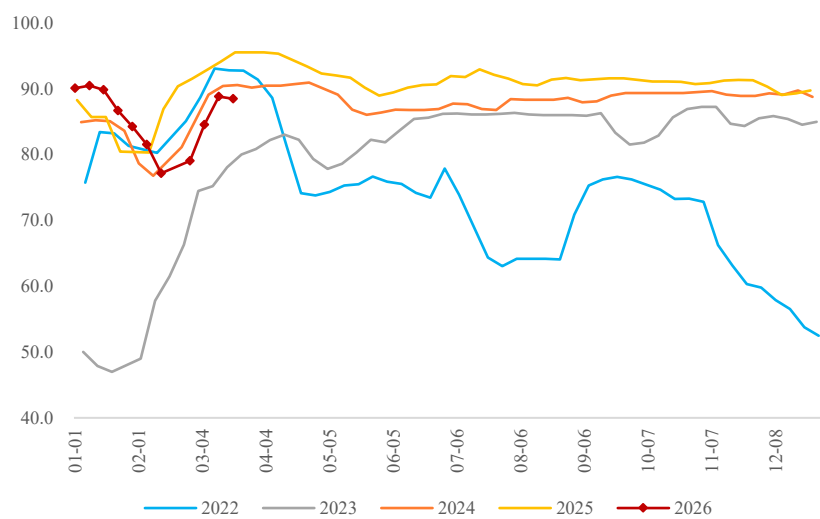
开工率:聚氯乙烯(PVC)



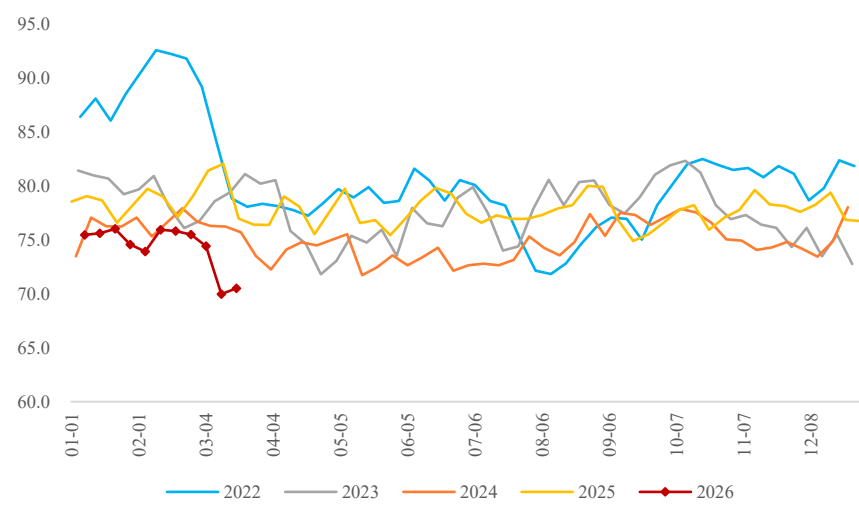
开工率:PTA (%)



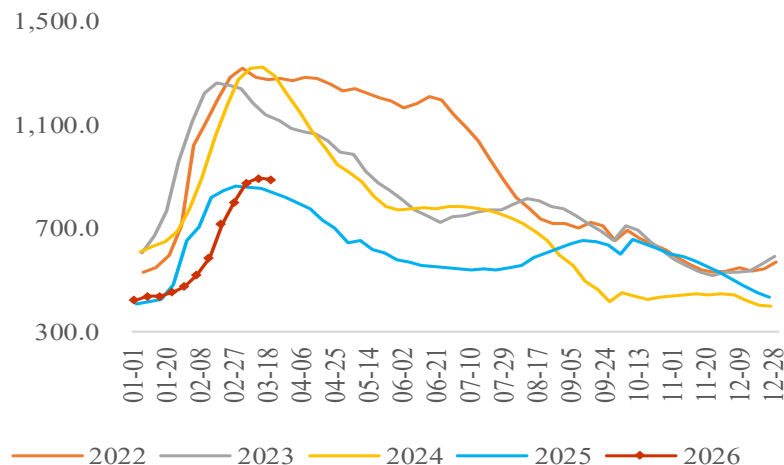
开工率:涤纶长丝:江浙地区(%)



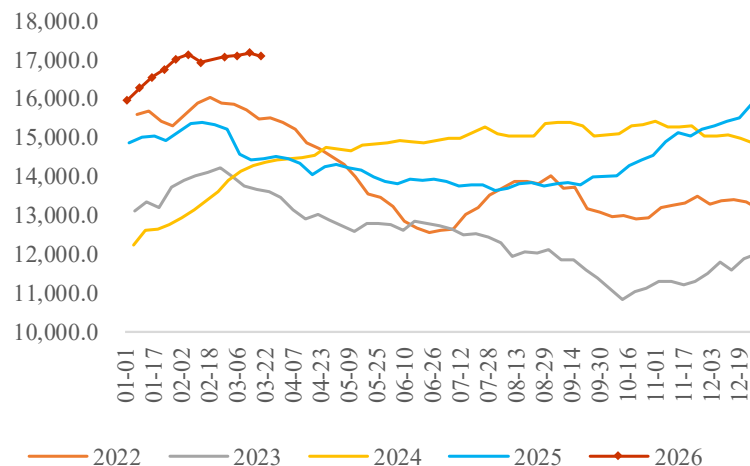
开工率:聚丙烯(PP):石化企业(%)



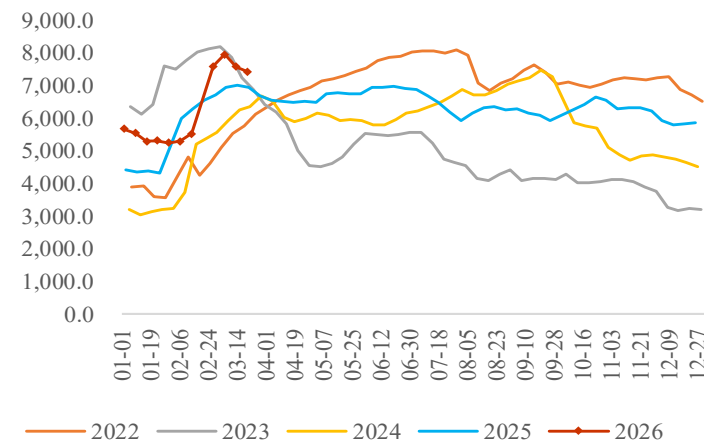
螺纹钢库存 (万吨)



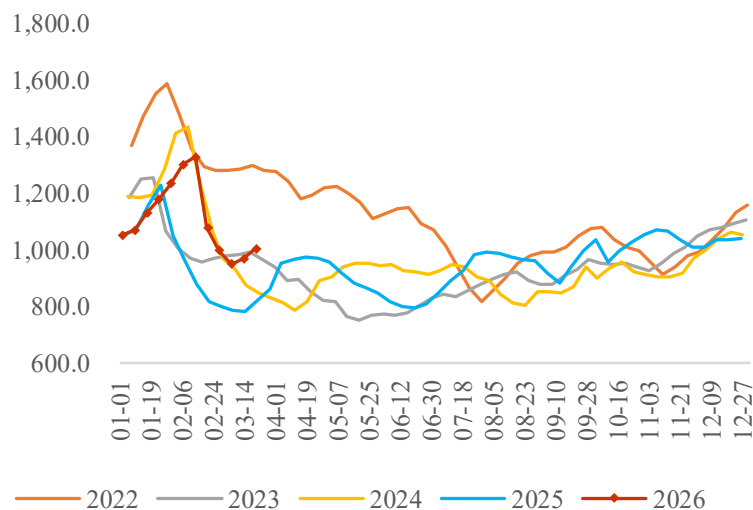
铁矿石库存 (万吨)



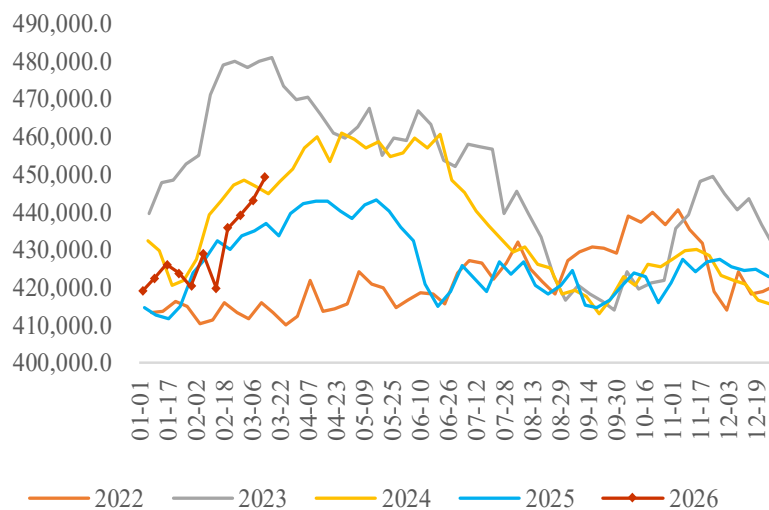
浮法玻璃库存 (万重箱)



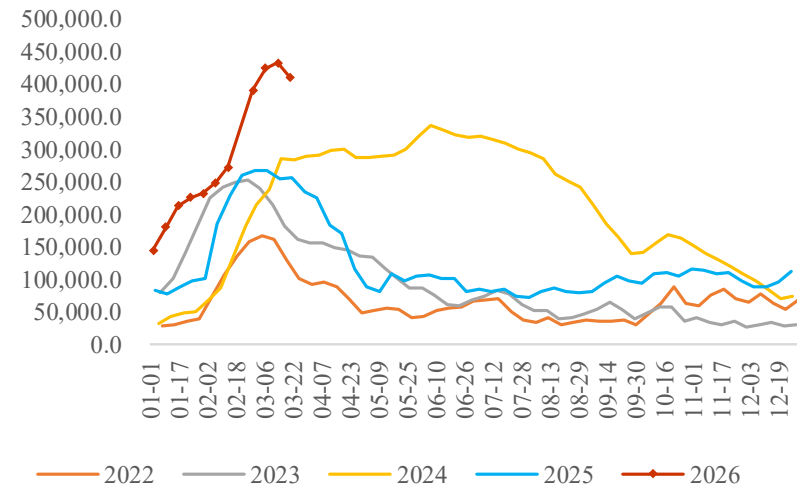
焦煤库存 (万吨)



原油商业库存 (千桶)

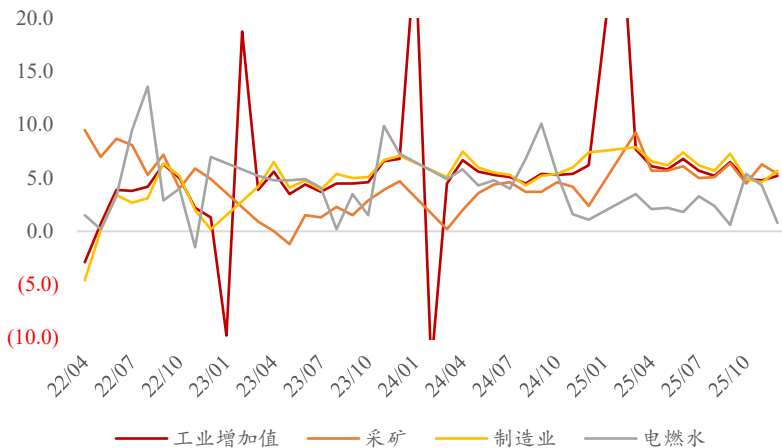


阴极铜库存 (万吨)

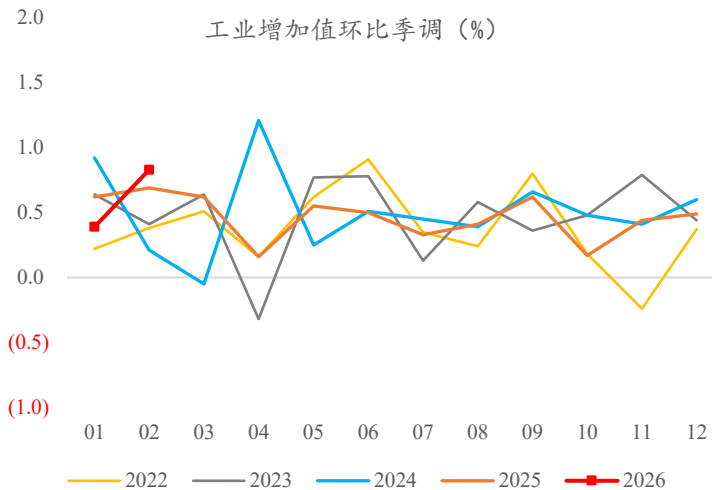


工业生产与库存跟踪

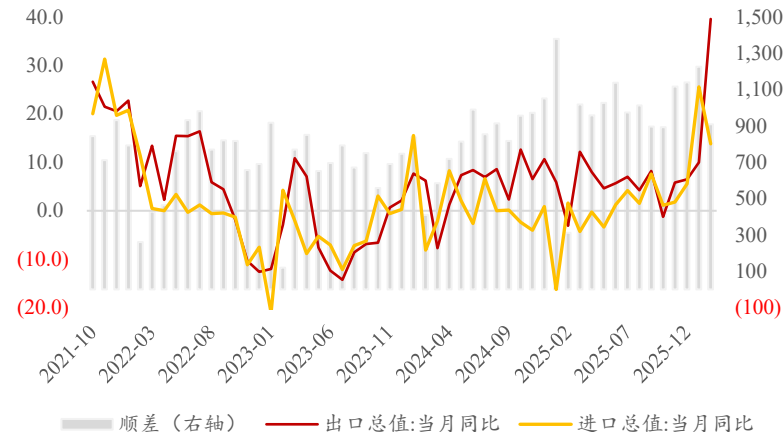
工业增加值：当月同比 (%)



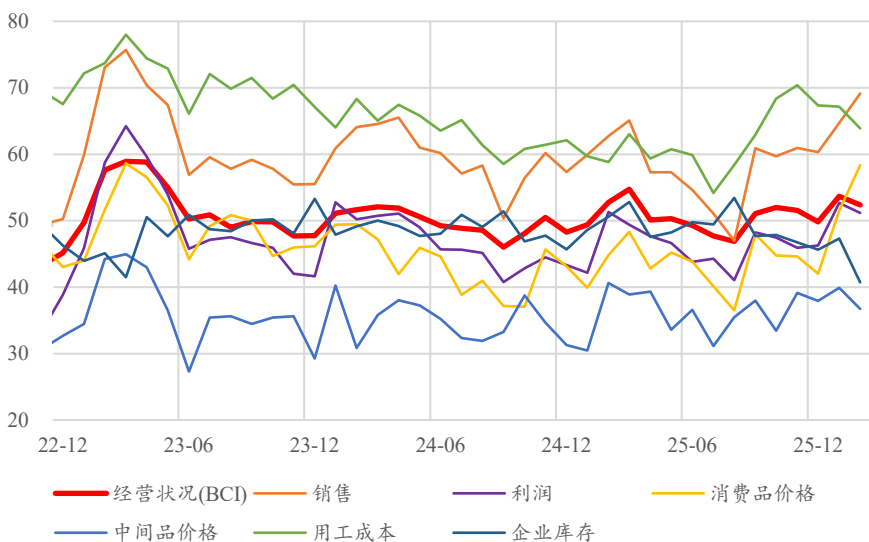
工业增加值环比季调 (%)



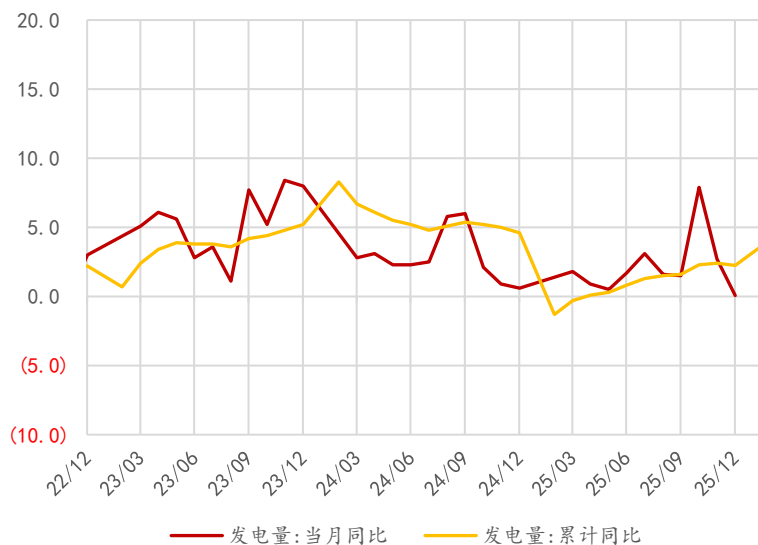
进出口金额当月同比与顺差 (%，亿美元)



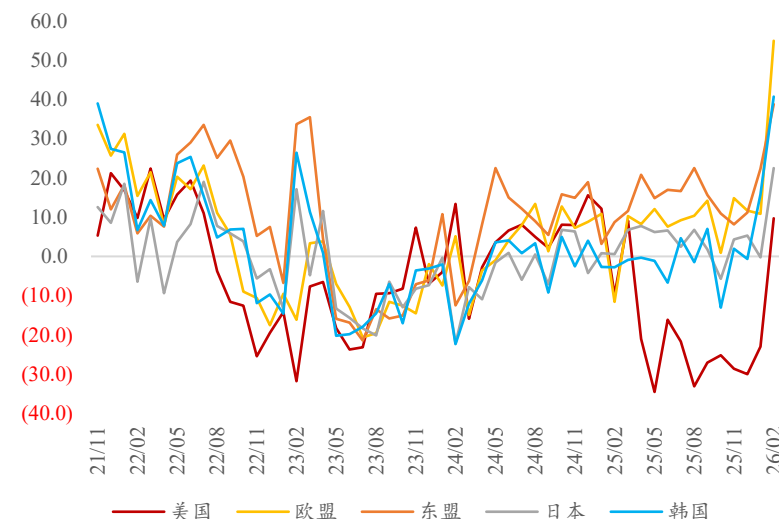
BCI指数



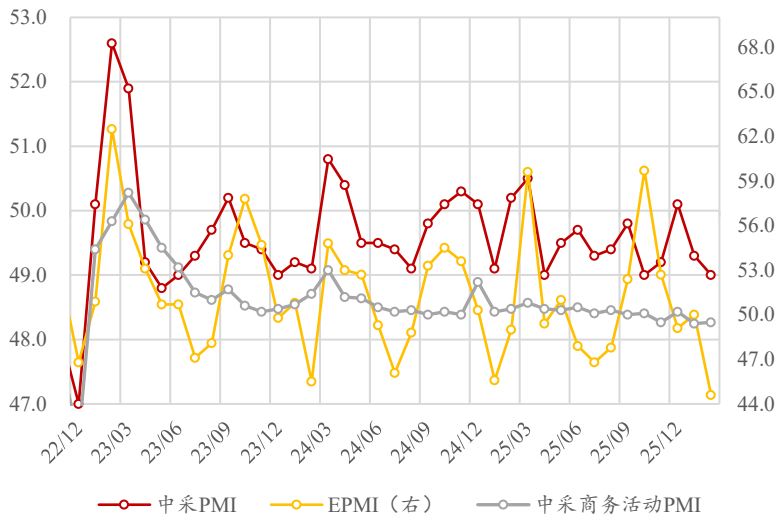
发电量：同比 (%)



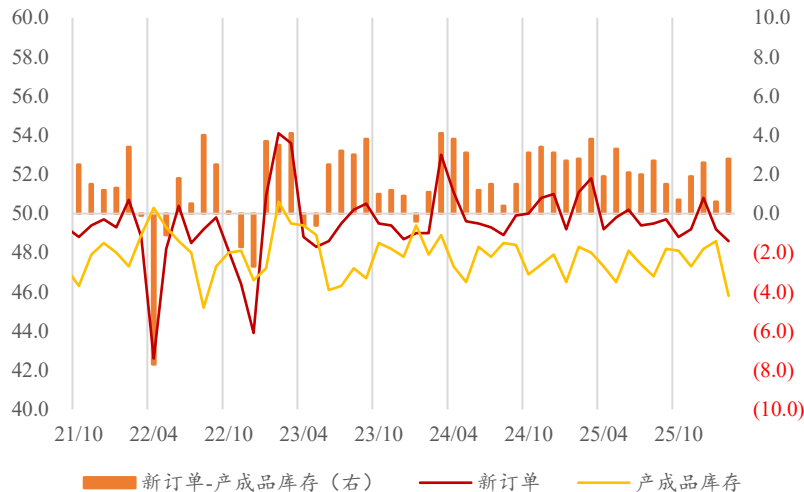
主要出口国家和地区出口金额：当月同比 (%)



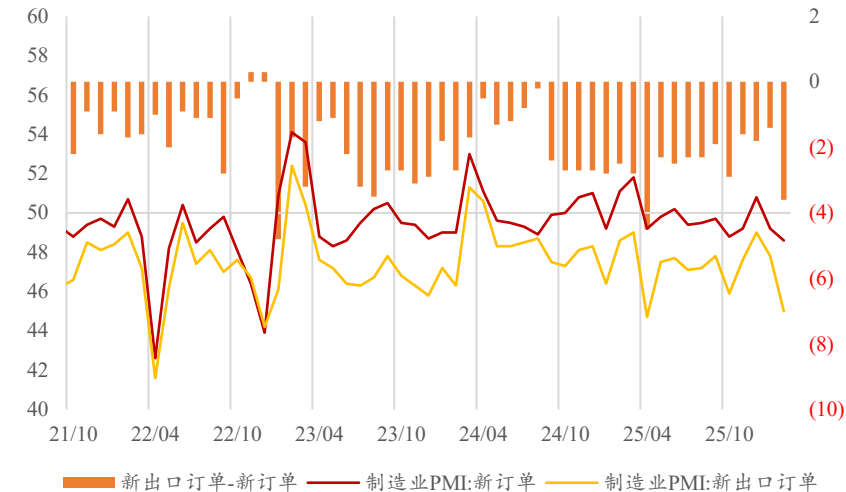
中国经济景气水平 (%)



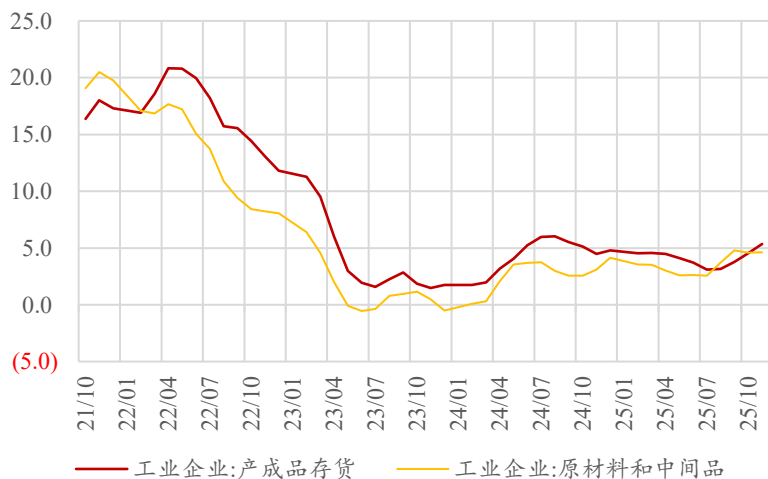
制造业企业新订单与产成品库存变化 (%)



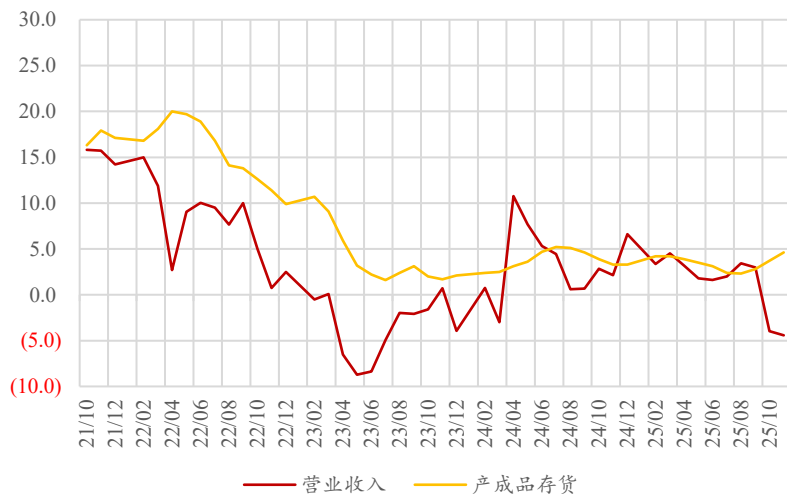
PMI分项：新订单与新出口订单 (%)



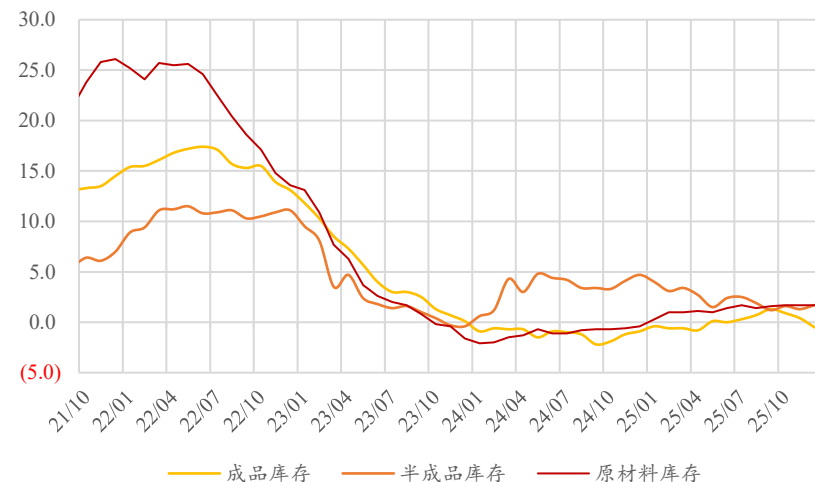
规上工业企业库存当月同比 (%)



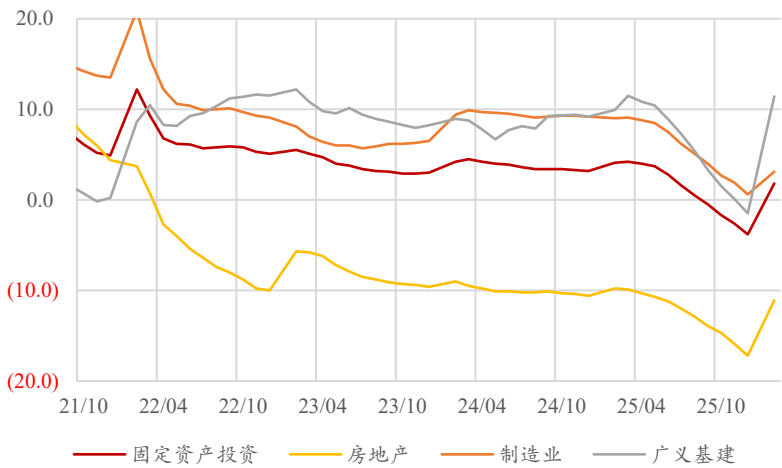
规上工业企业营业收入与库存：当月同比 (%)



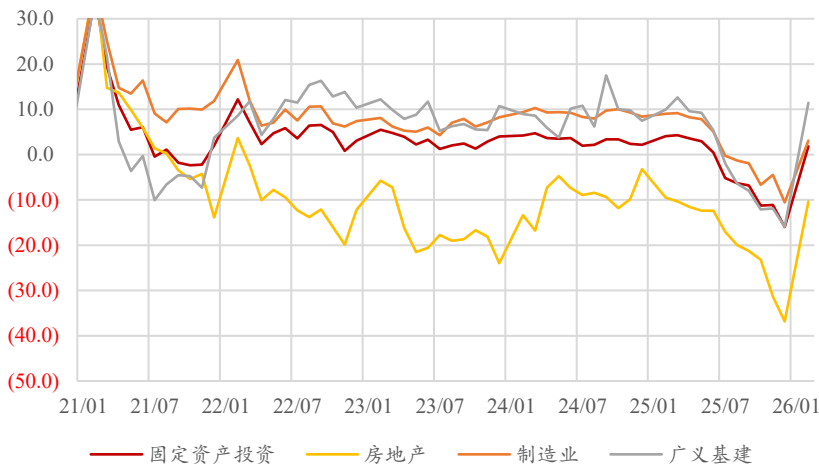
美国制造业库存季调同比 (%)



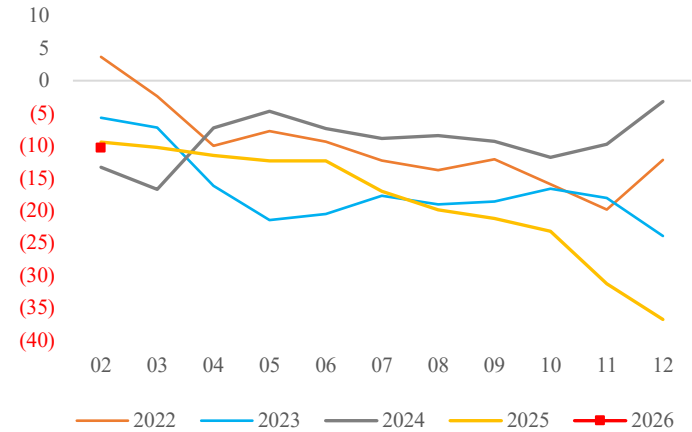
固投及三大项：累计同比 (%)



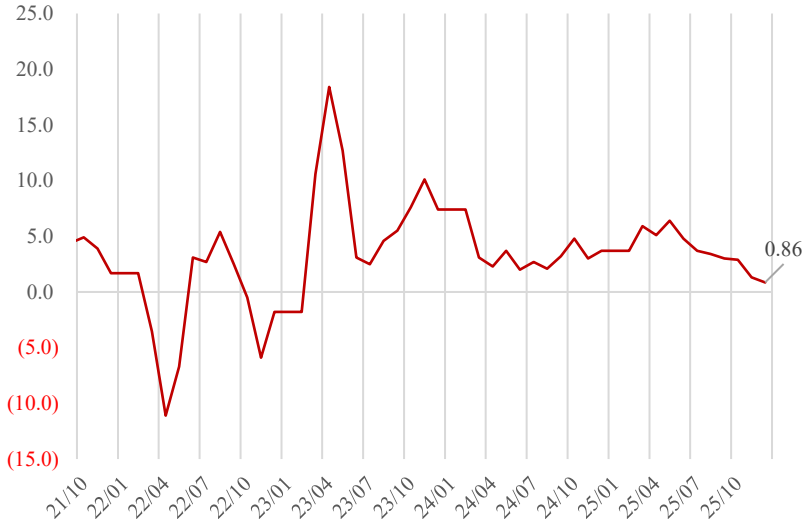
固投与三大项目：当月同比 (%)



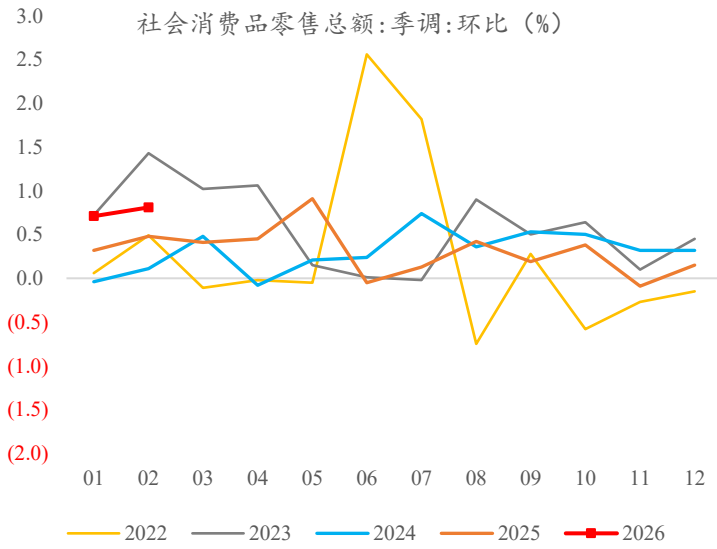
房地产开发投资当月同比 (%)，季节图



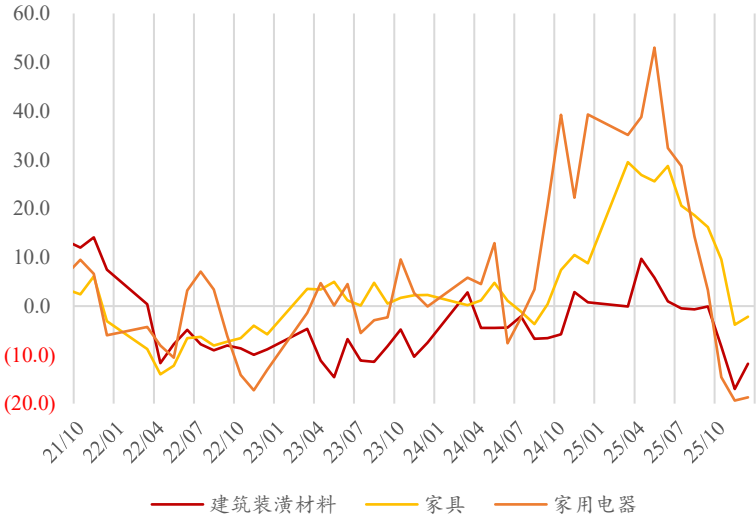
社会消费品零售总额：当月同比 (%)



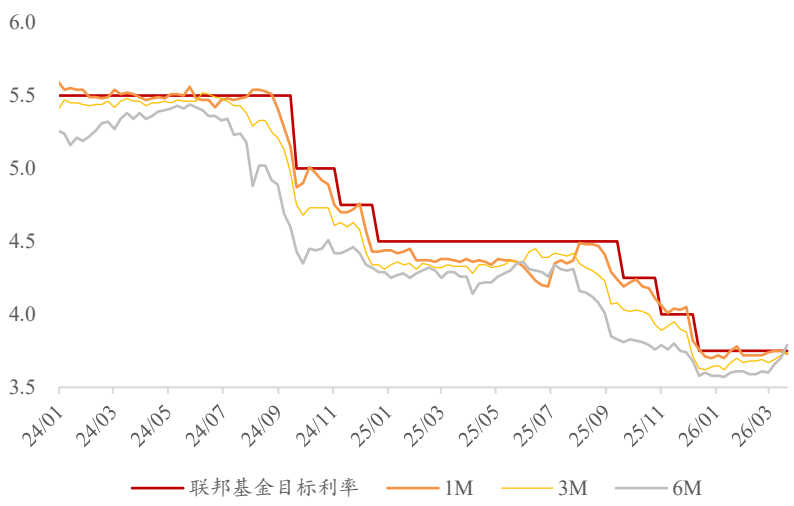
社会消费品零售总额：季调：环比 (%)



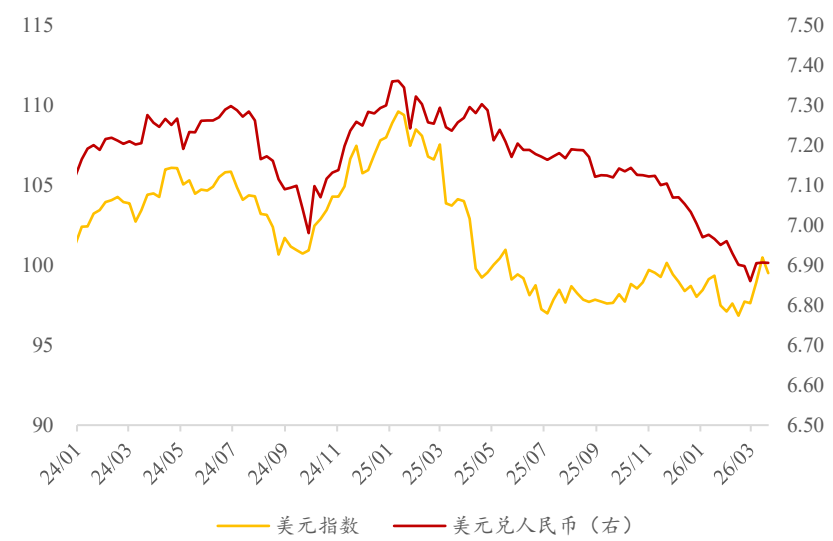
限额以上社零：地产类当月同比 (%)



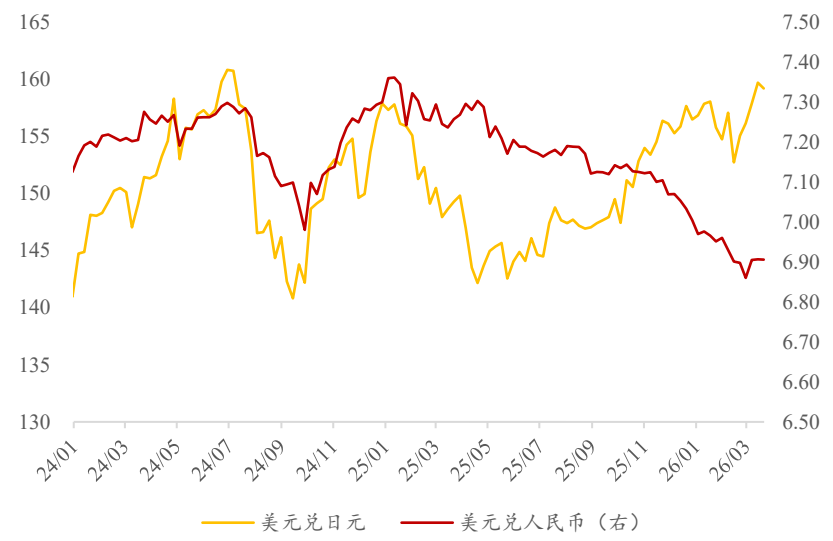
1年内美债与联邦基金目标利率 (%)



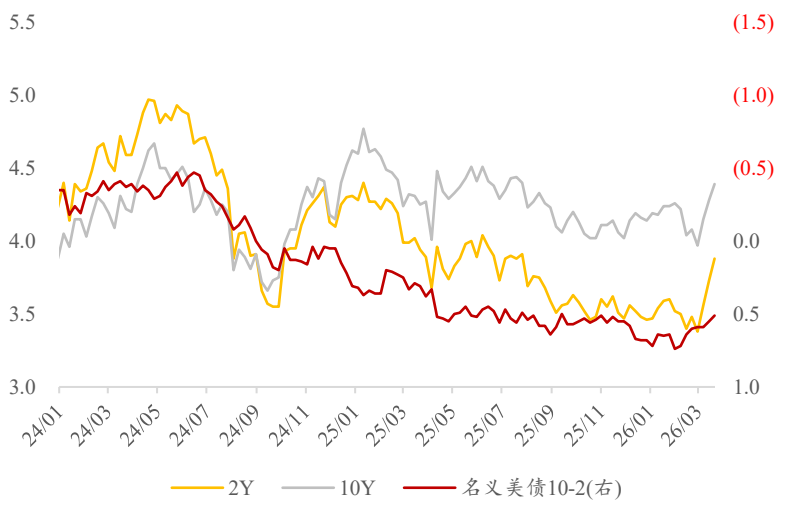
美元指数与人民币汇率 (点, 元)



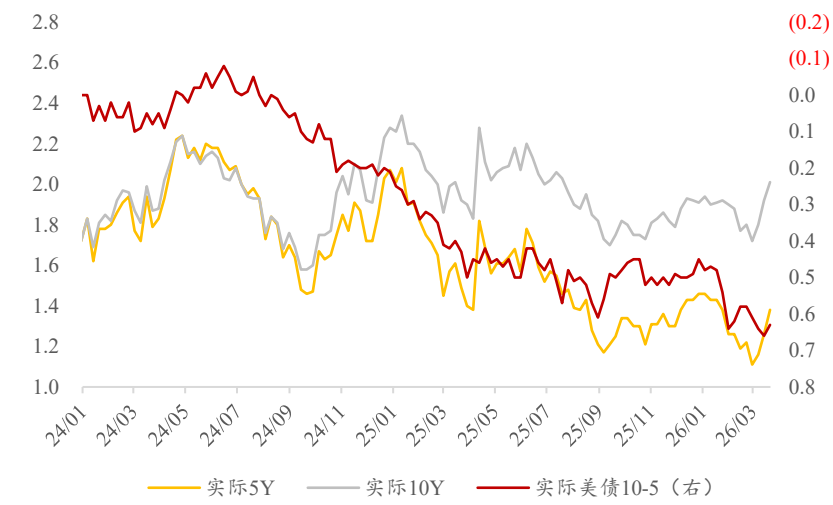
人民币与日元汇率 (元)



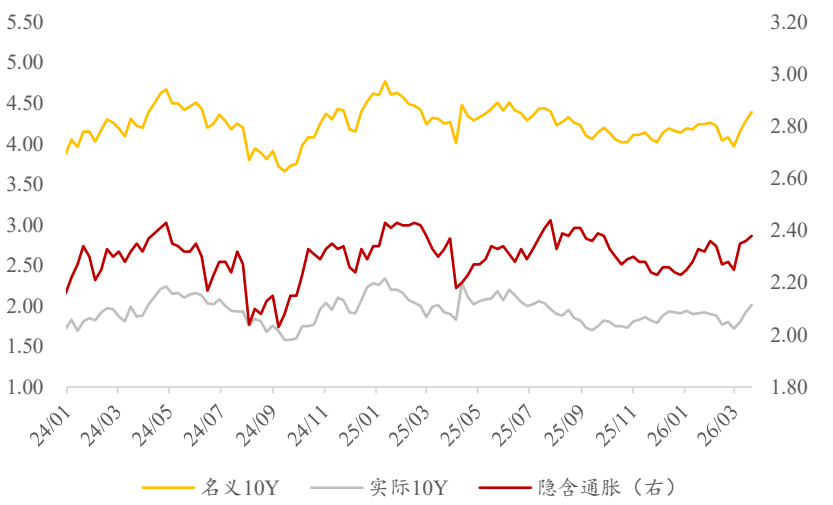
2年期与10年期名义美债收益率与利差 (%)



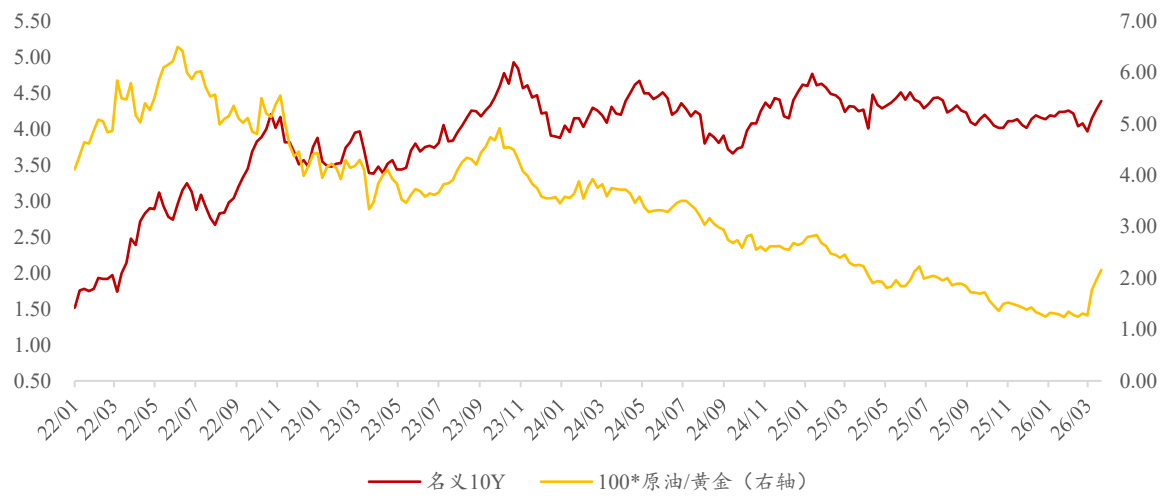
5年期与10年期实际美债收益率与利差 (%)



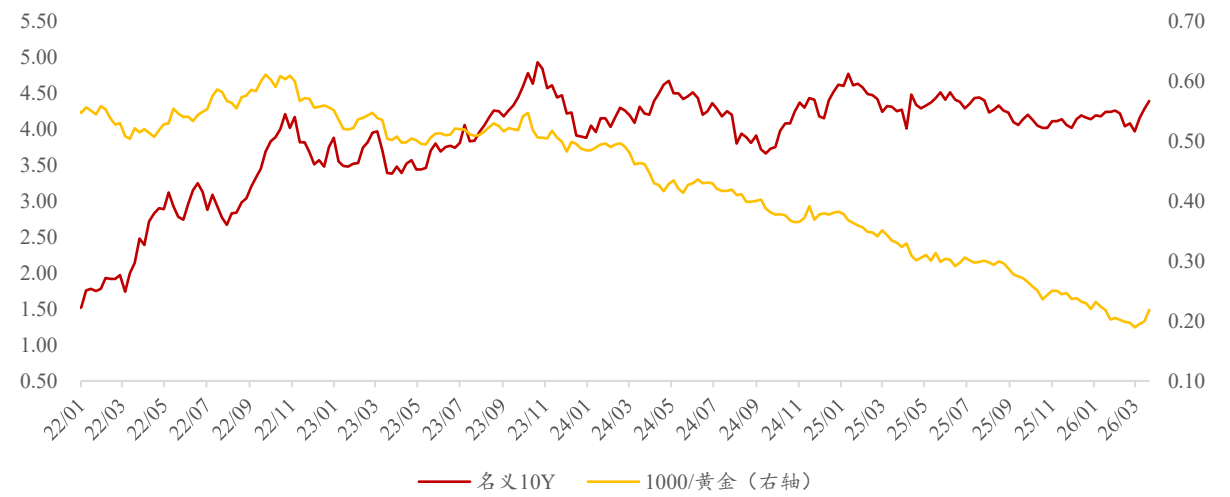
10年美债隐含通胀 (%)



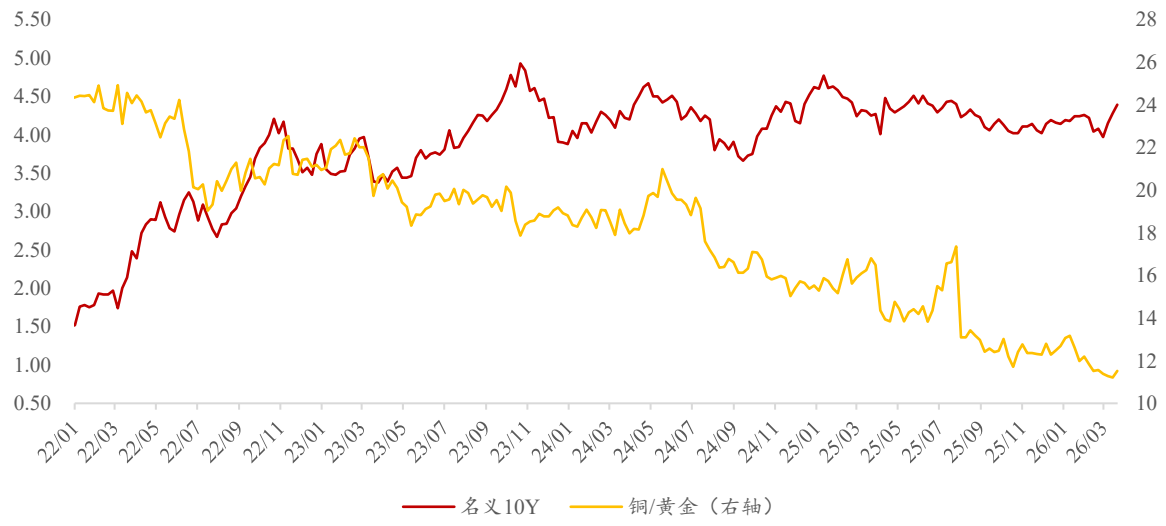
10年期美债与油金比 (%)



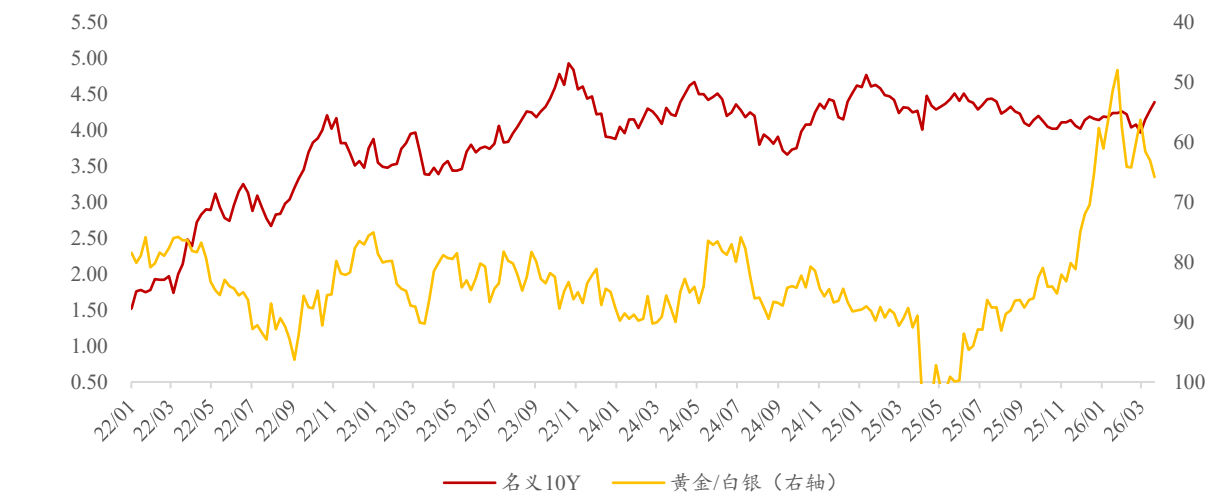
10年期美债与1000/黄金 (%)



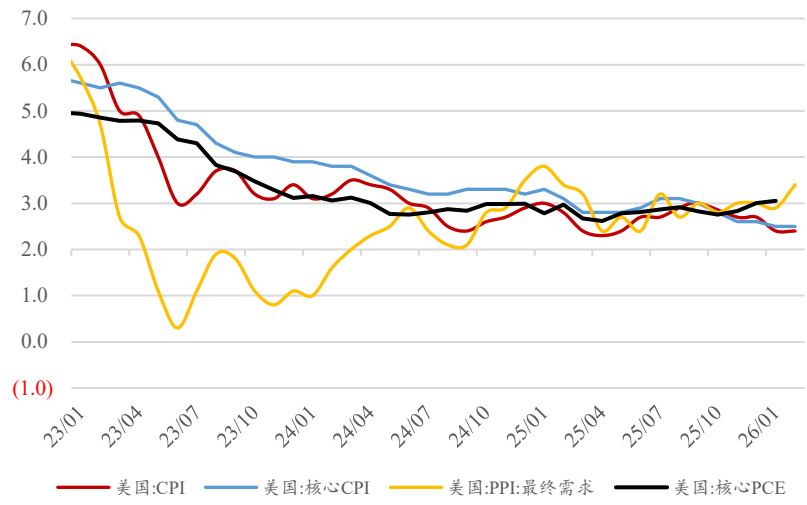
10年期美债与铜金比 (%)



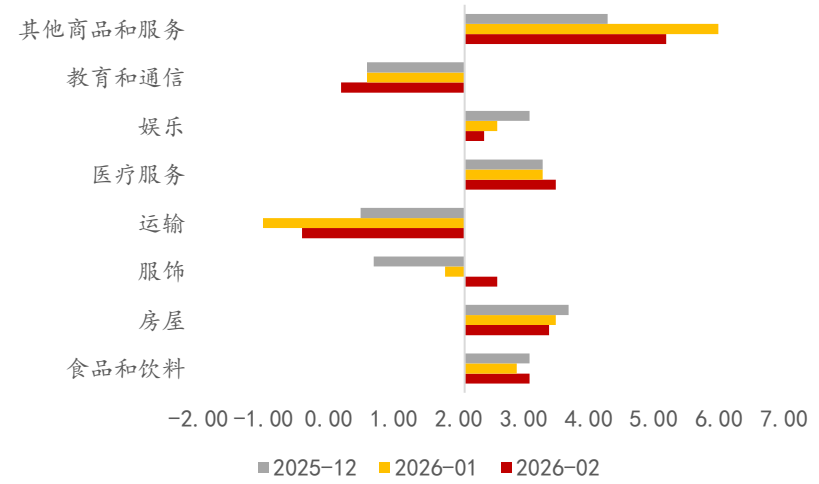
10年期美债与金银比 (%)



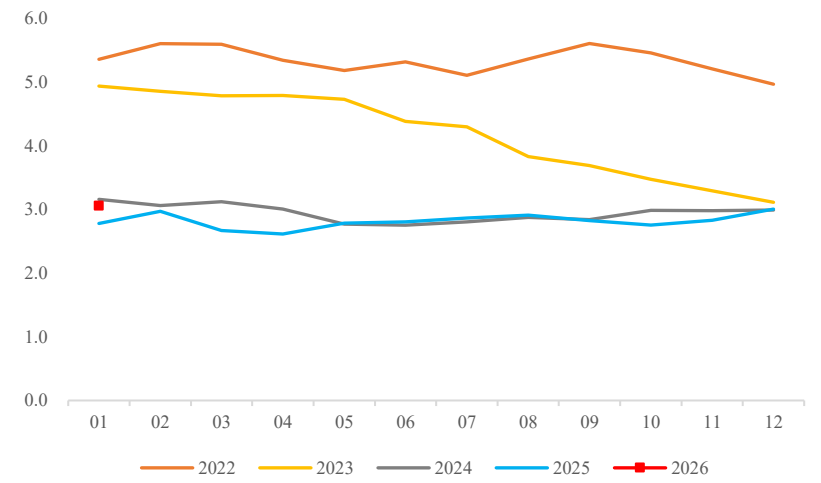
美国通胀当月同比 (%)



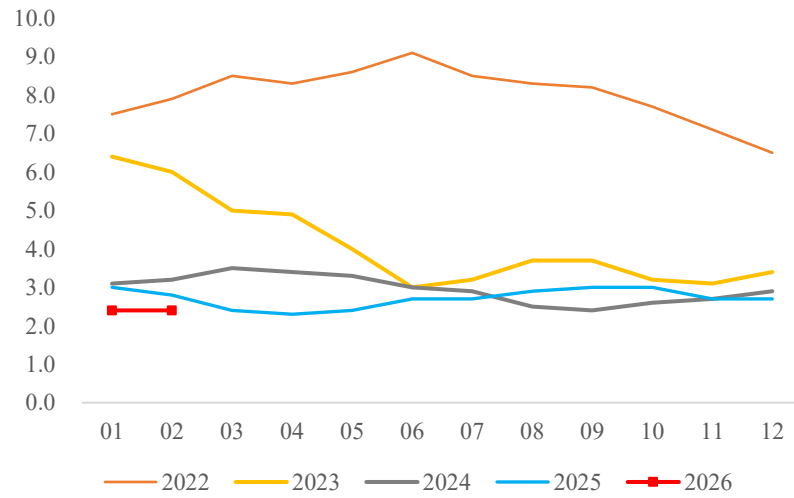
美国:CPI分项:当月同比 (%)



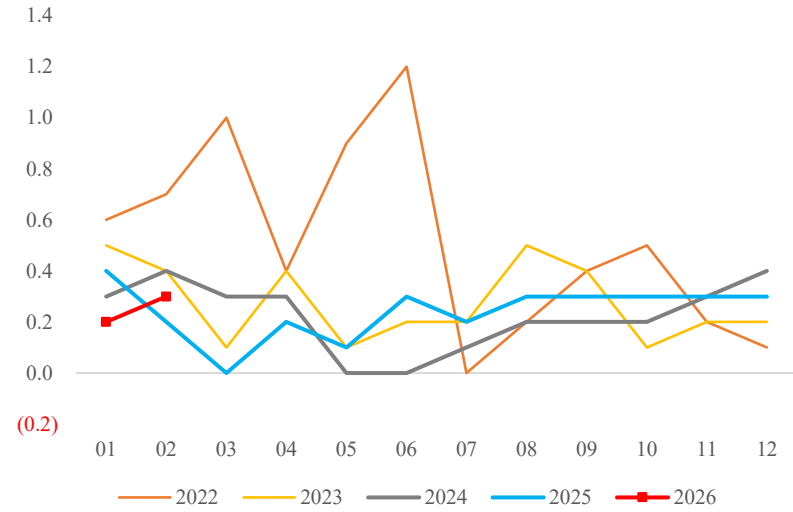
美国:核心PCE物价指数:当月同比 (%)



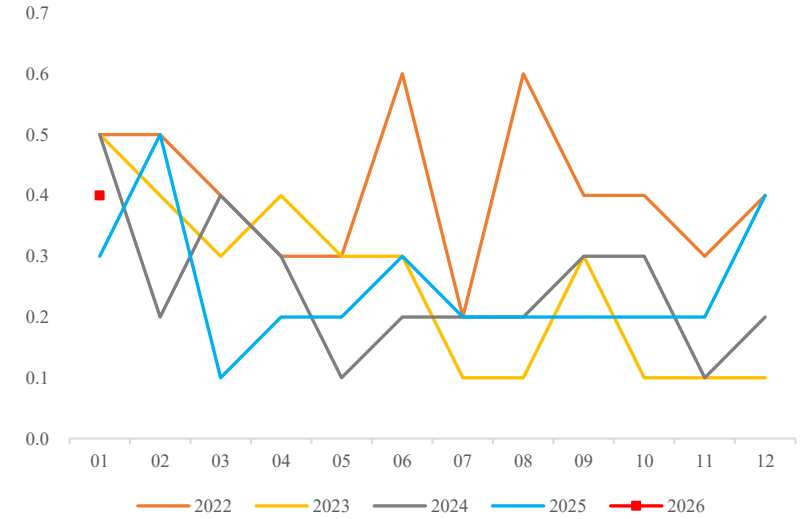
美国:CPI:当月同比 (%)



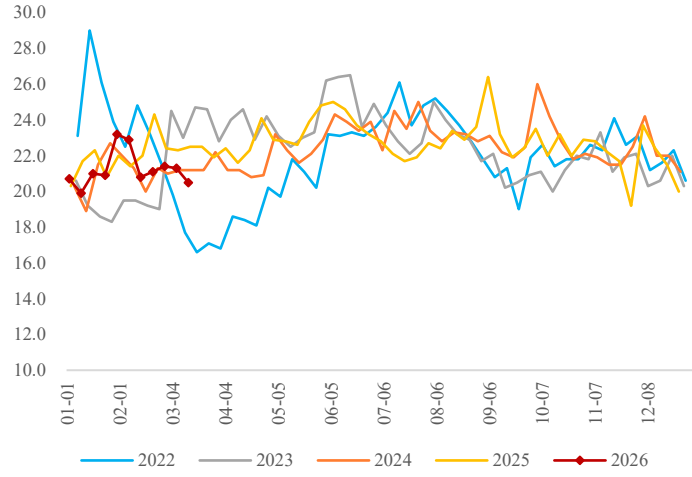
美国:CPI:季调:当月环比 (%)



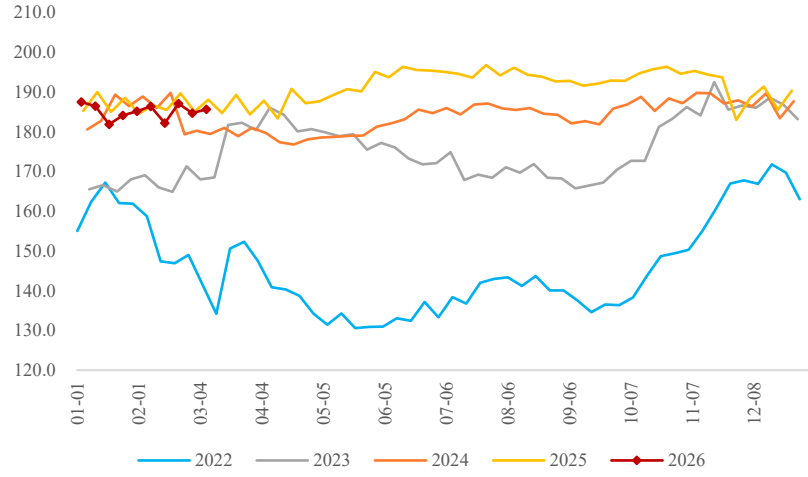
美国:核心PCE物价指数:季调环比 (%)



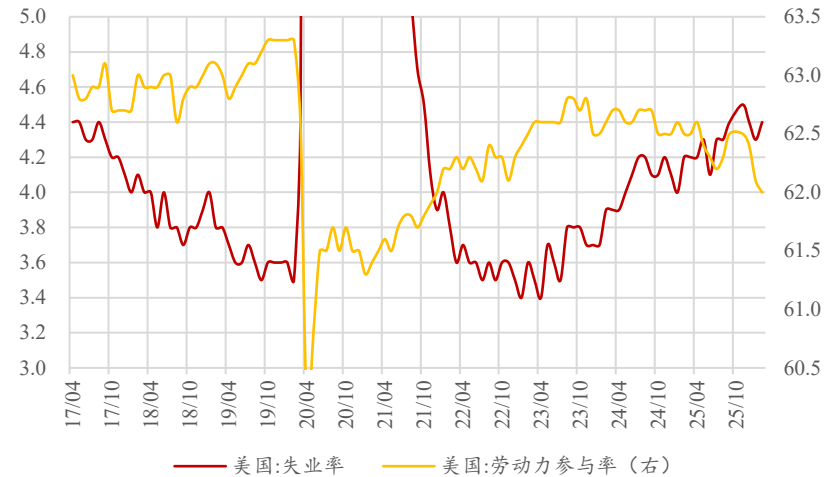
美国:当周初次申请失业金人数:季调 (万人)



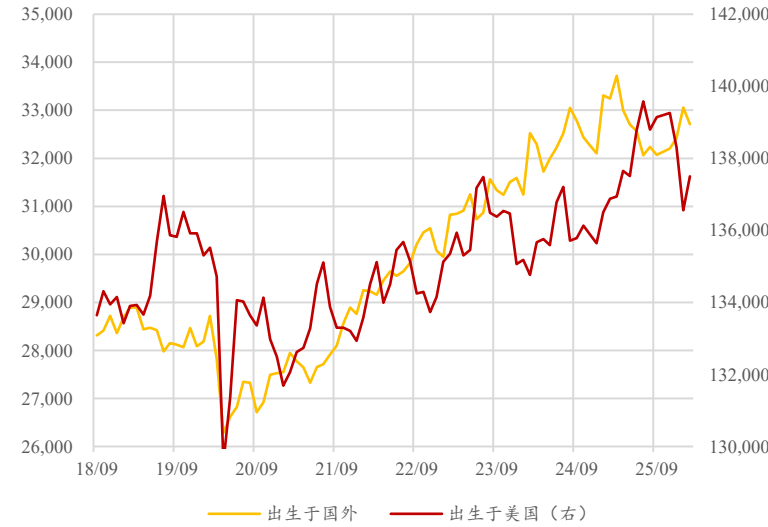
美国:当周初次申请失业金人数:季调 (万人)



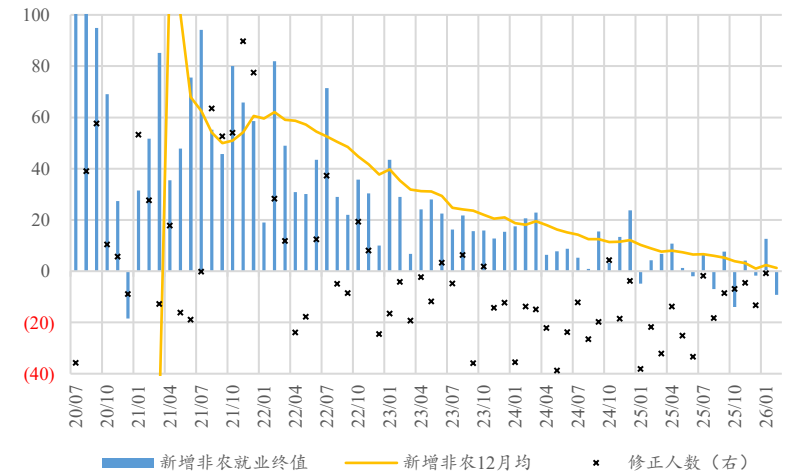
美国失业率与劳动力参与率 (%)



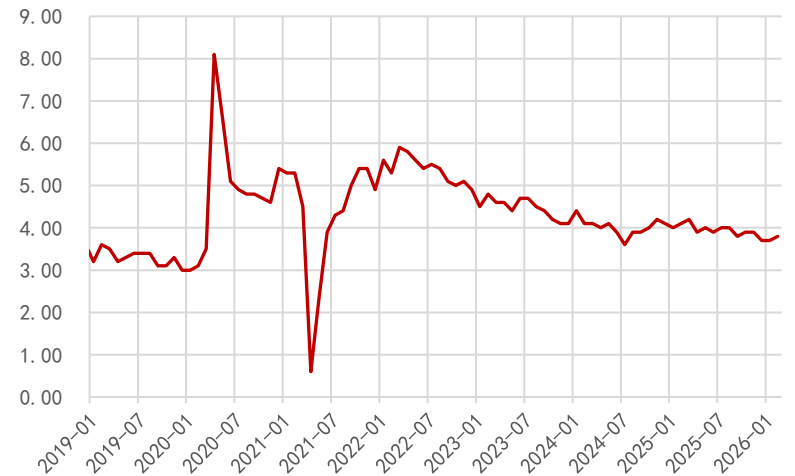
美国:16岁以上劳动力人数 (千人)



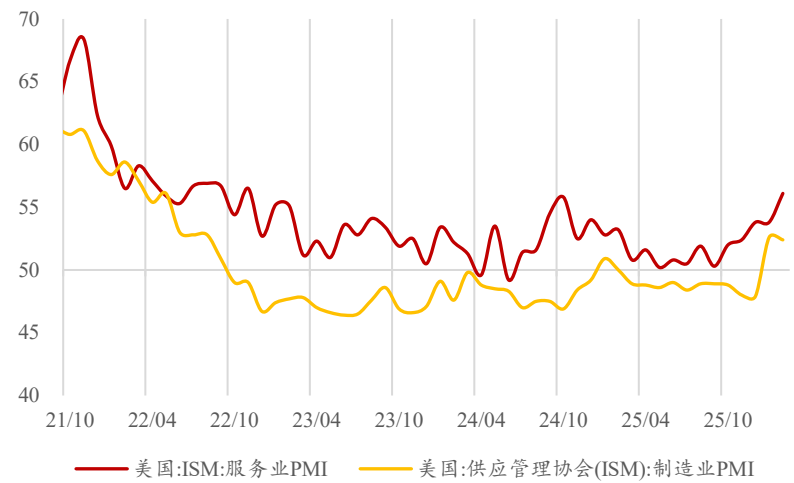
美国非农就业人口 (万人)



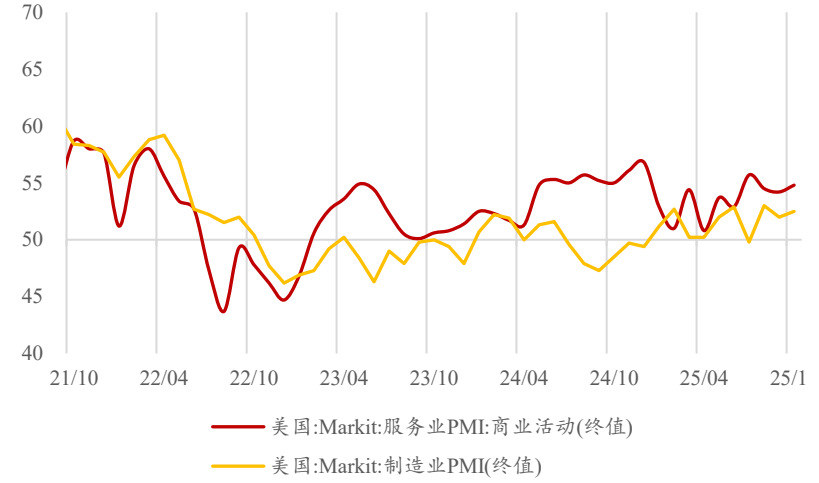
美国:平均时薪:非农就业员工:私营企业:季调:当月同比



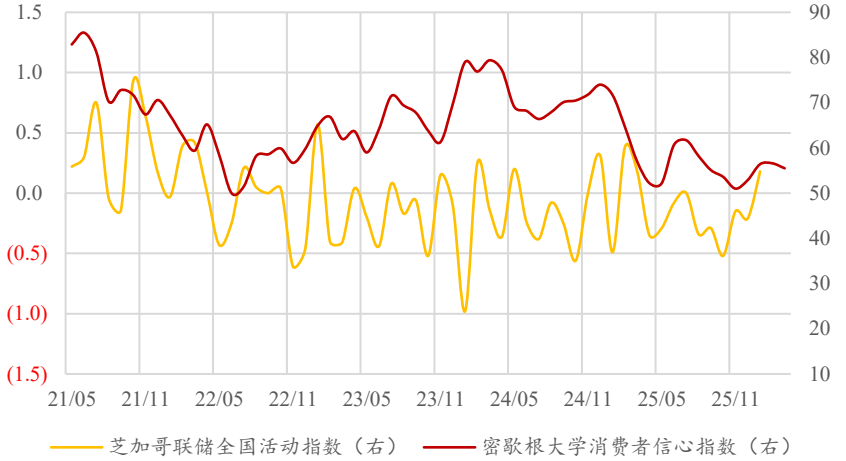
ISM-美国PMI (%)



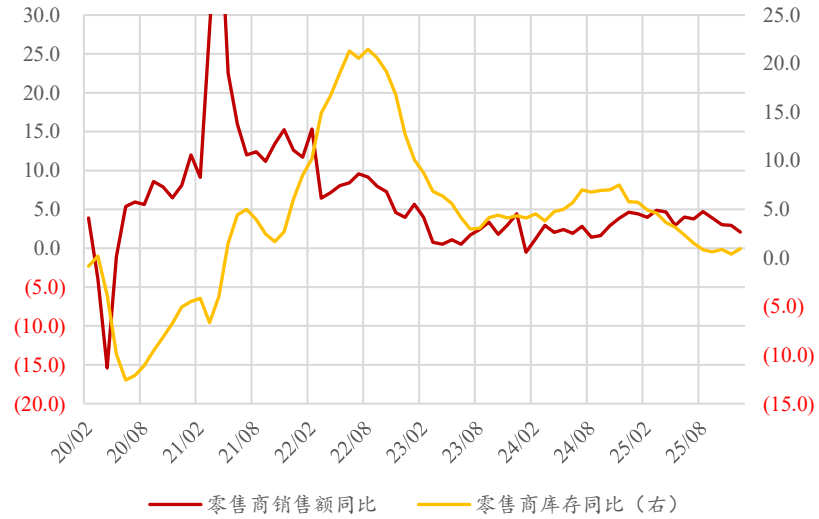
Market-美国PMI终值(%)



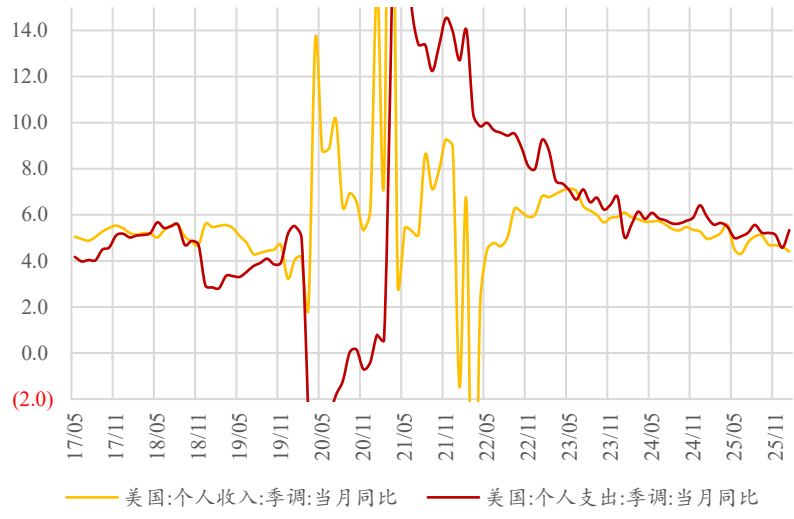
芝加哥商业活动与密歇根消费信心指数 (%)



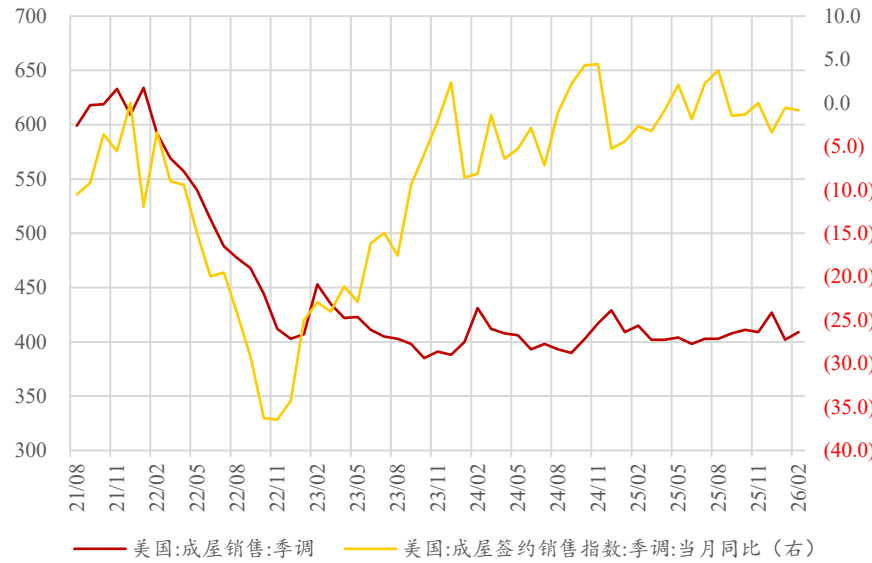
美国零售与库存同比 (%)



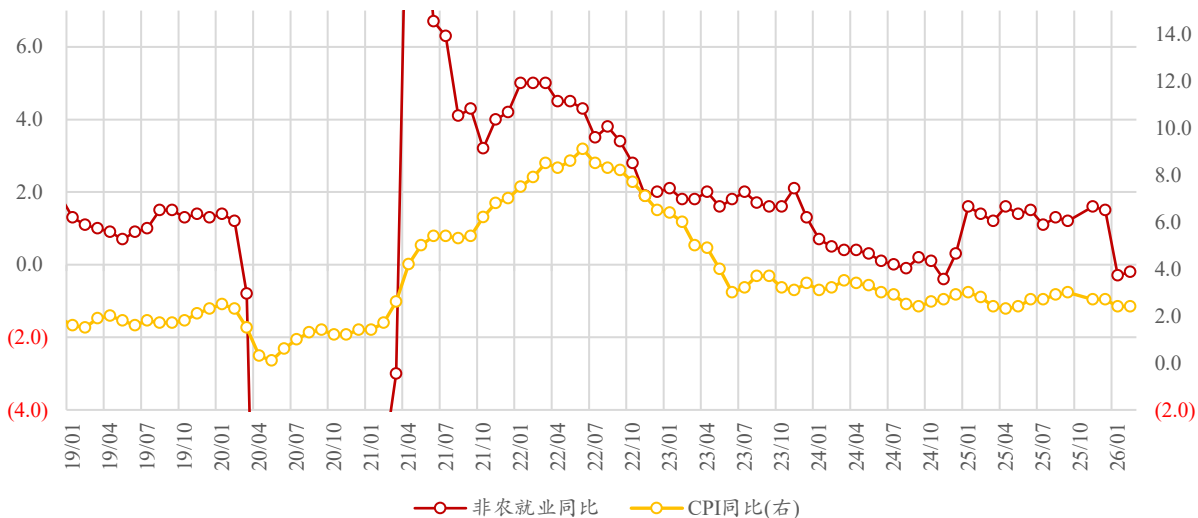
美国居民收入与支出 (%)



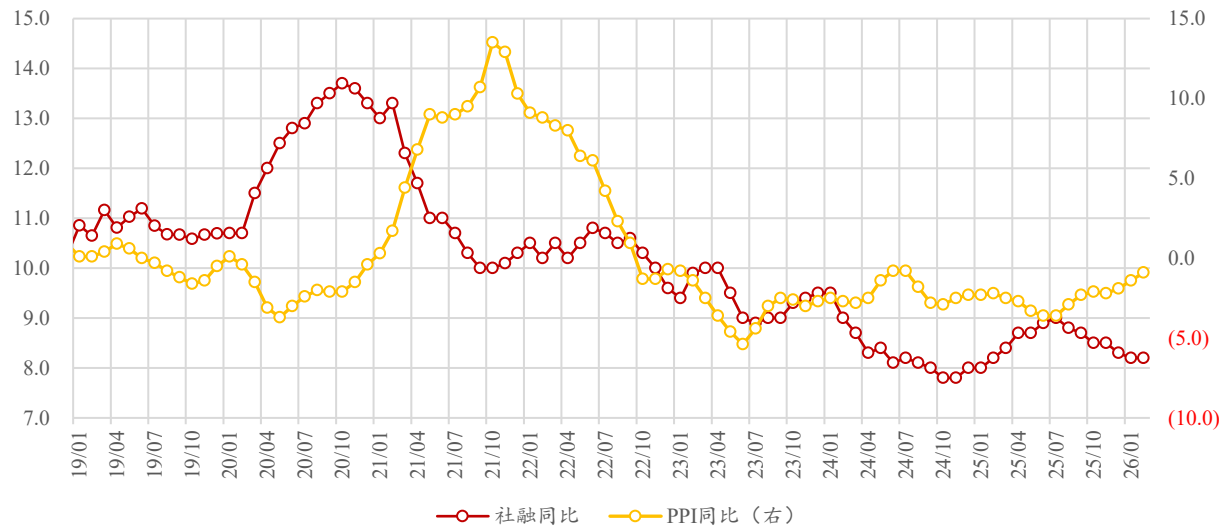
美国地产销售 (万套, %)



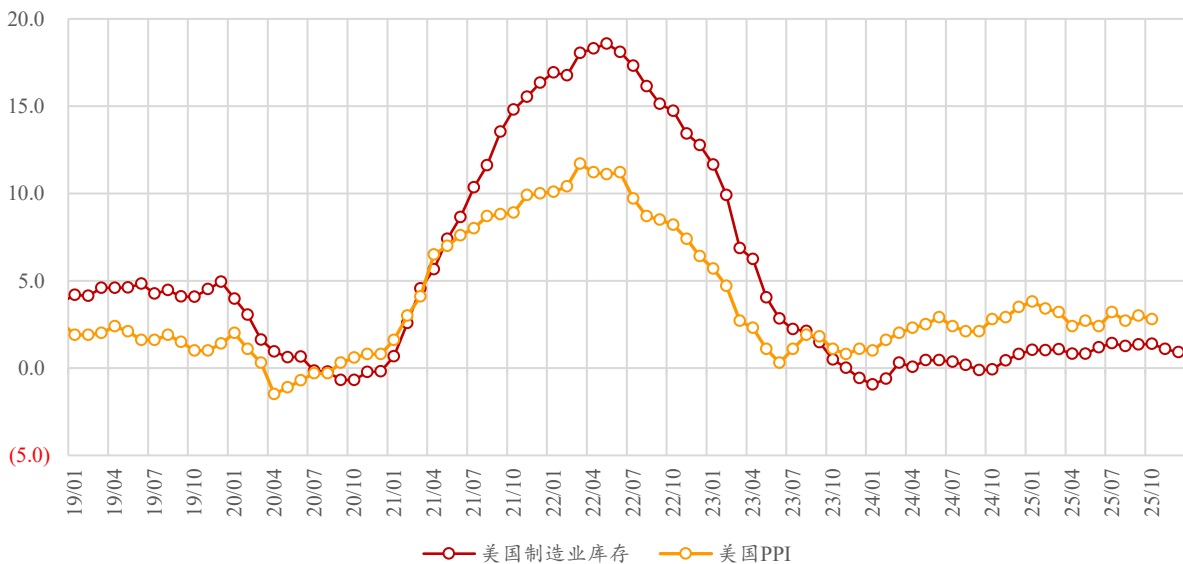
美国就业与通胀 (%)



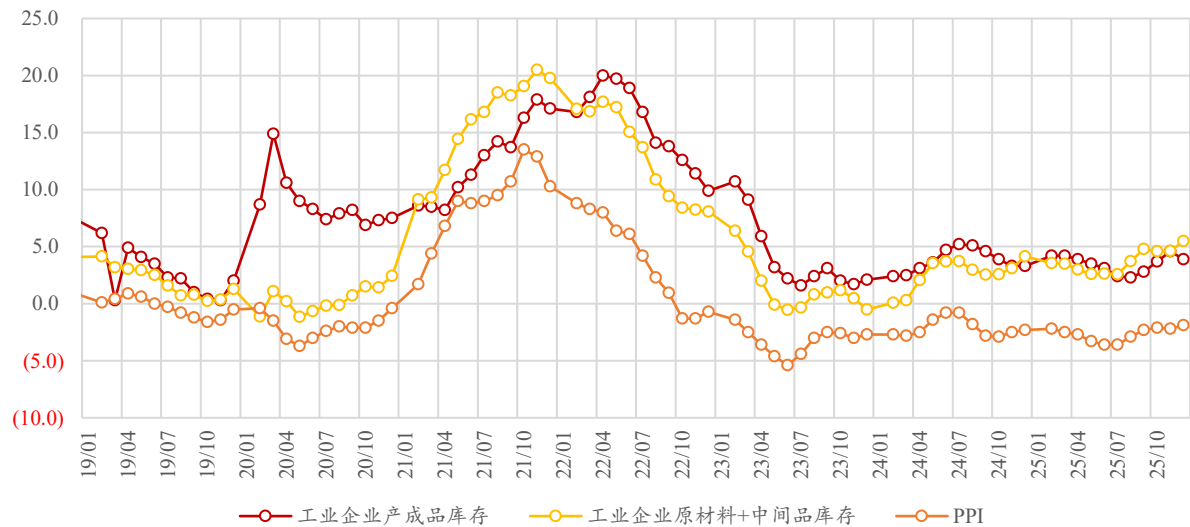
中国社融与通胀 (%)



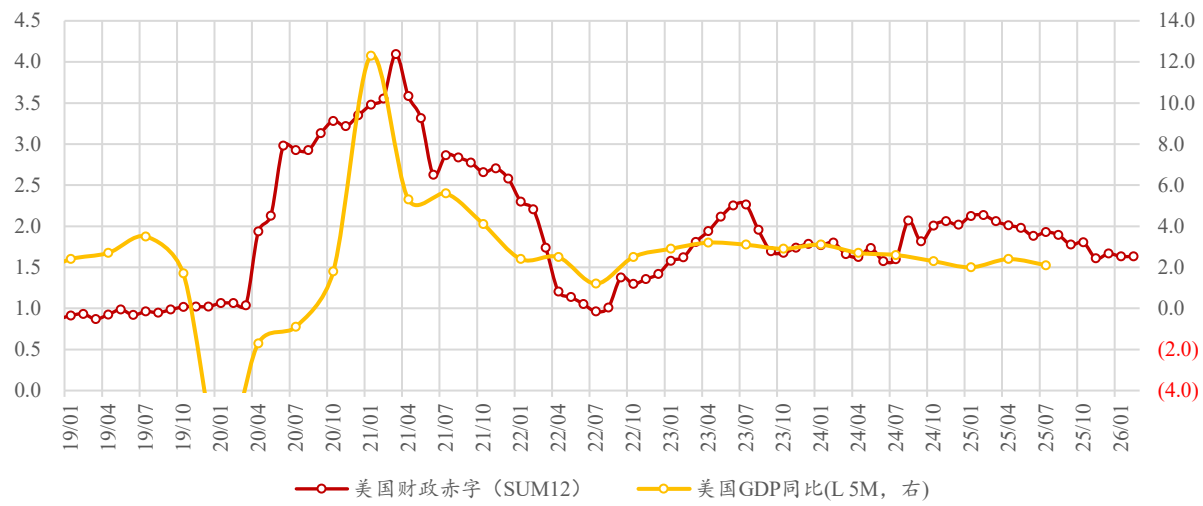
美国制造业库存与通胀 (%)



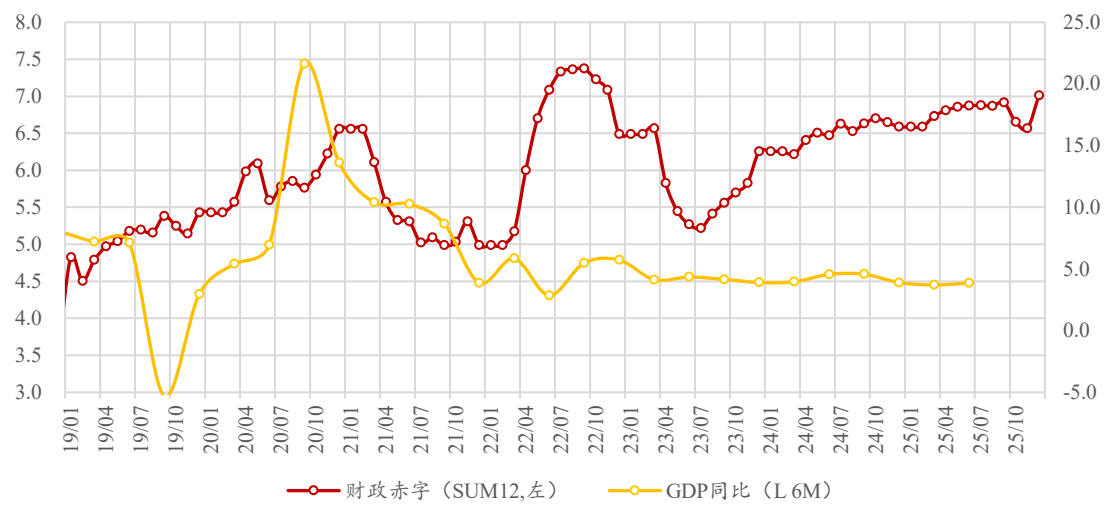
中国工业库存 (%)



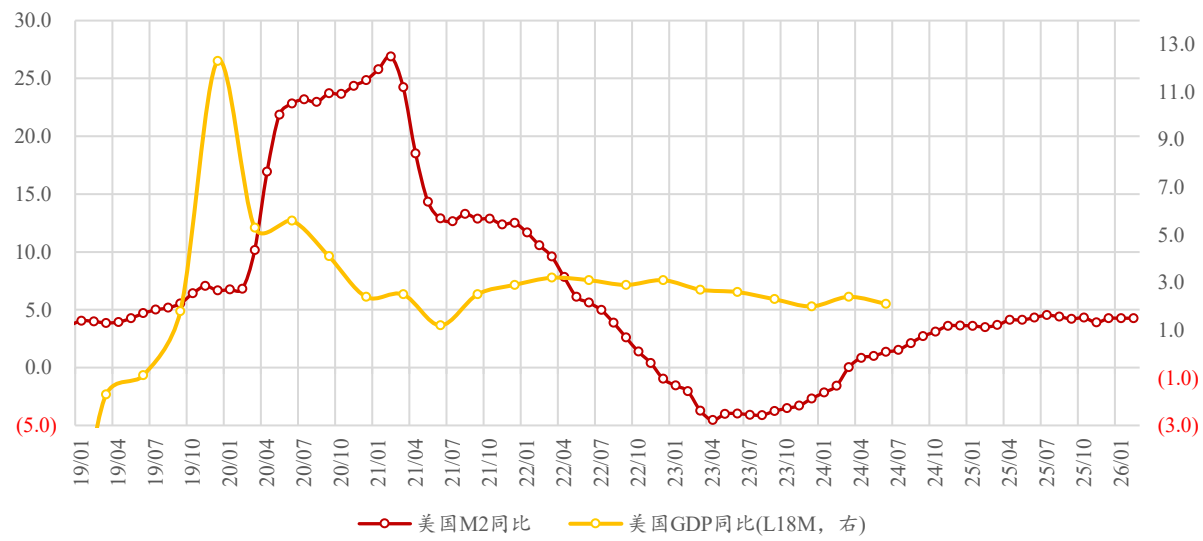
美国财政赤字与GDP (万亿, %)



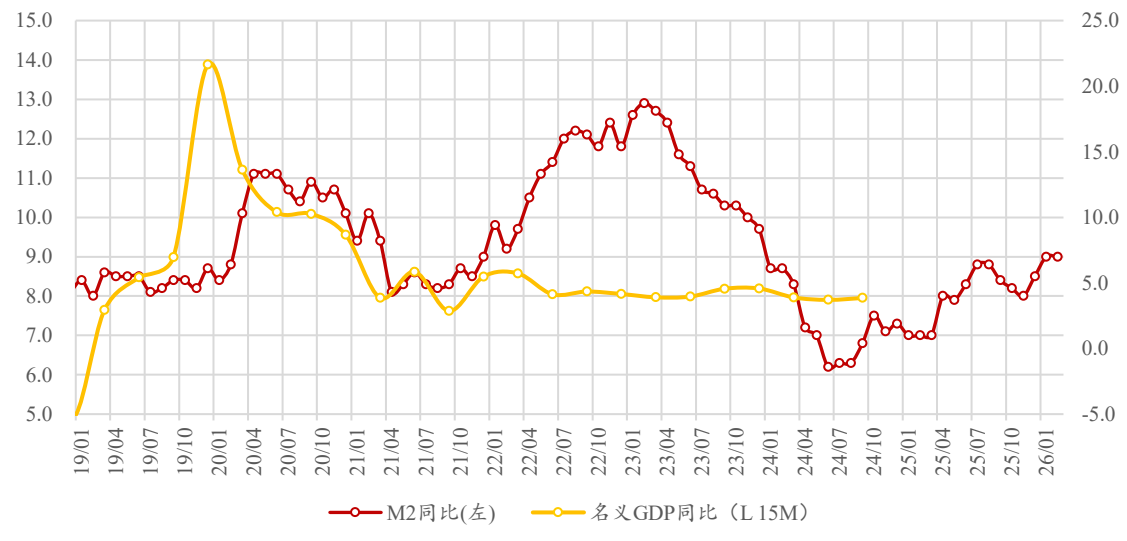
中国财政赤字与名义GDP(万亿, %)



美国M2同比与GDP (%)



中国M2与GDP(%)



26年3月份美联储议息会议

变量	中位数			
	2026	2027	2028	长期
实际GDP增速	2.4↑	2.3↑	2.1↑	2.0↑
	2.3	2.0	1.9	1.8
失业率	4.4	4.3↑	4.2	4.2
	4.4	4.2	4.2	4.2
PCE通胀率	2.7↑	2.2↑	2.0	2.0
	2.4	2.1	2.0	2.0
核心PCE通胀率	2.7↑	2.2↑	2.0	—
	2.5	2.1	2.0	—
联邦基金利率	3.4	3.1	3.1	3.1↑
	3.4	3.1	3.1	3.0

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate

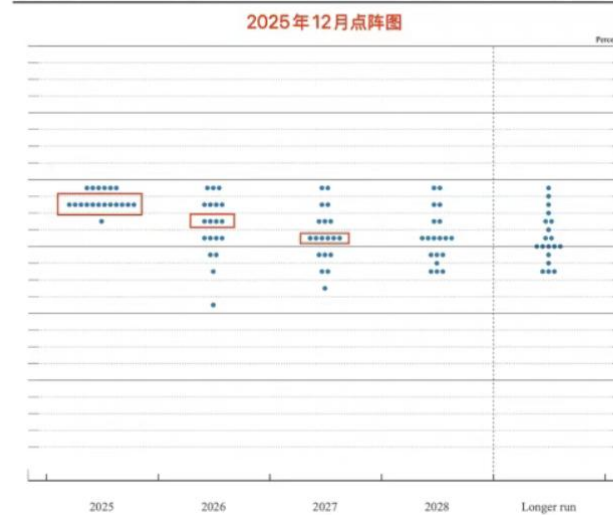


Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



- ◆ 看点1: GDP预期全面上调, 尤其2027年从2.0%大幅上调至2.3%。与此同时, 失业率预期仅2027年小幅上调0.1个百分点, 其余年份不变。这很大程度上是AI叙事下的“无就业增长”
- ◆ 看点2: 点阵图偏鹰, 会议前市场对明年降息押注的幅度约50BP, 而点阵图维持了9月对明年的25BP降息中值, 因此与市场押注的预期相比, 点阵图偏鹰:
- ◆ 看点3: 降息节奏偏鹰, 基本确认宣告本轮防御性降息结束。声明中新增“考虑额外调整的程度和时机, 表明联储接下来进入观望状态, 未来降息的门槛要高很多; 鲍威尔首次确认, 当前政策利率处于中性利率预估的广泛范围内, 表明已经达到中性水平。”
- ◆ 看点4: 重启 RMP首月400亿, 不过强调是技术性调整“唯一目的是随着时间推移维持充足的准备金规模”; 主要是长期QT导致了银行流动性紧缺, 担保隔夜融资利率(SOFR)自2025年9月以来持续高于联邦基金利率(EFFR)。(PS: RMP为保障流动性, QE为刺激经济。标的期限不同: RMP主要购买短期国债, QE主要购买长期国债和MBS。)
- ◆ 看点5: 通胀与就业平衡偏鸽, 认为劳动力市场仍在降温, 只是可能比预期降温得更慢, 同时更加确信关税通胀会是一次性的, 并认为服务业通胀似乎仍在持续回落。

内容	2025年1208中央政治局会议	2024年1209中央政治局会议	2023年1208中央政治局会议
经济目标	着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，推动经济实现 质的有效提升和量的合理增长 ，保持社会和谐稳定，实现“十五五”良好开局。	稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好	巩固和增强经济回升向好态势，持续推动经济实现 质的有效提升和量的合理增长
政策基调	坚持稳中求进工作总基调， 更好统筹国内经济工作和国际经贸斗争 ，更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策， 增强政策前瞻性针对性协同性 ，持续扩大内需、优化供给，做优增量、盘活存量，因地制宜发展新质生产力，纵深推进全国统一大市场建设，持续防范化解重点领域风险， 着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期 ，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，保持社会和谐稳定，实现“十五五”良好开局。	坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，扎实推动高质量发展，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，建设现代化产业体系，更好统筹发展和安全，实施 更加积极有为的宏观政策 ，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展， 稳住楼市股市 ，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定，高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，着力推动高质量发展，全面深化改革开放，推动高水平科技自立自强， 加大宏观调控力度 ，统筹扩大内需和 深化供给侧结构性改革 ，统筹新型城镇化和乡村全面振兴，统筹高质量发展和高水平安全，切实增强经济活力、防范化解风险、改善社会预期，巩固和增强经济回升向好态势，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，增进民生福祉，保持社会稳定，以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业。
政策力度	明年经济工作要坚持稳中求进、提质增效，继续实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策， 发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度 ，切实提升宏观经济治理效能。	明年要坚持稳中求进、 以进促稳 ，守正创新、先立后破，系统集成、协同配合，实施 更加积极 的财政政策和 适度宽松 的货币政策，充实完善政策工具箱，加强 超常规逆周期调节 ，打好政策“组合拳”，提高宏观调控的 前瞻性 、针对性、有效性。	明年要坚持稳中求进、 以进促稳、先立后破 ，强化宏观政策 逆周期和跨周期调节 ，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。

内容	2025年1208中央政治局会议	2024年1209中央政治局会议	2023年1208中央政治局会议
政策重点	(1) 要坚持内需主导，建设强大国内市场 (2) 坚持创新驱动，加紧培育壮大新动能 (3) 坚持改革攻坚，增强高质量发展动力活力 (4) 坚持对外开放，推动多领域合作共赢 (5) 坚持协调发展，促进城乡融合和区域联动 (6) 坚持“双碳”引领，推动全面绿色转型 (7) 坚持民生为大，努力为人民群众多办实事 (8) 坚持守牢底线，积极稳妥化解重点领域风险	(1) 要大力 提振消费 、提高投资效益， 全方位扩大国内需求 (2) 要以科技创新引领 新质生产力 发展，建设现代化产业体系 (3) 要发挥 经济体制改革 牵引作用，推动标志性改革举措落地见效 (4) 要扩大高水平 对外开放 ，稳外贸、稳外资 (5) 要有效 防范化解重点领域风险 ， 牢牢 守住不发生系统性风险底线 (6) 要持续巩固拓展脱贫攻坚成果，统筹推进新型城镇化和乡村全面振兴，促进 城乡融合发展 (7) 要加大 区域战略 实施力度，增强区域发展活力 (8) 要协同推进降碳减污扩绿增长，加快经济社会发展 全面绿色转型 (9) 要加大保障和改善 民生力度 ，增强人民群众获得感幸福感安全感	(1) 要 增强宏观政策取向一致性 ，加强 经济宣传和舆论引导 (2) 要以科技创新引领现代化产业体系建设，提升产业链供应链韧性和安全水平 (3) 要着力扩大国内需求，形成 消费和投资相互促进 的良性循环 (4) 要 深化重点领域改革 ，为高质量发展持续注入强大动力 (5) 要扩大高水平 对外开放 ，巩固外贸外资基本盘 (6) 要持续有效 防范化解重点领域风险 ， 坚决 守住不发生系统性风险的底线 (7) 要坚持不懈抓好“三农”工作，推动城乡融合、 区域协调发展 (8) 要深入推进生态文明建设和绿色低碳发展，加快建设 美丽中国 (9) 要坚持尽力而为、 量力而行 ，切实保障和改善民生
财政政策	继续实施 更加积极 的财政政策	实施 更加积极 的财政政策	积极的财政政策要 适度加力 、提质增效
货币政策	适度宽松 的货币政策	适度宽松 的货币政策	稳健的货币政策要 灵活适度、精准有效
产业政策	坚持创新驱动，加紧培育壮大新动能	要 以科技创新引领新质生产力发展 ，建设现代化产业体系。	要 以科技创新引领现代产业体系建设 ，提升产业链供应链韧性和安全水平
资本市场	-	稳住股市	-
地产政策	-	稳住楼市	-
防风险	坚持守牢底线， 积极稳妥 化解 重点领域风险	要有效防范化解重点领域风险， 牢牢守住 不发生系统性风险底线。	要持续有效防范化解重点领域风险， 坚决守住 不发生系统性风险的底线
就业民生	坚持民生为大，努力为人民群众多办实事	要 加大保障和改善民生力度 ，增强人民群众获得感幸福感安全感。	要坚持尽力而为、 量力而行 ，切实保障和改善民生
双碳	坚持“双碳”引领，推动全面绿色转型	要协同推进降碳减污扩绿增长，加快经济社会发展全面绿色转型	要深入推进生态文明建设和绿色低碳发展，加快建设美丽中国

内容	2025年12月10日-11日中央经济工作会议	2024年12月11日-12日中央经济工作会议
当前经济形势	<p>今年是很不平凡的一年。以习近平同志为核心的党中央团结带领全党全国各族人民迎难而上、奋力拼搏，坚定不移贯彻发展理念、推动高质量发展，统筹国内国际两个大局，实施更加积极的为宏观政策、经济社会发展主要目标顺利完成。我国经济顶压前行，向新向优发展，现代化产业体系建设持续推进，改革开放迈出新步伐，重点领域风险化解取得积极进展，民生保障更加有力。过去5年成就，我们有效应对各种冲击挑战，推动党和国家事业取得新的重大成就。“十四五”规划圆满收官，第二个百年奋斗目标新征程实现良好开局。</p> <p>我国经济发展中新问题、新挑战仍然不少，外部环境变化影响加深，国内供强需弱矛盾突出，重点领域风险隐患较多。这些大多是发展中、转型中的问题，经过努力是可以解决的，我国经济长期向好的支撑条件和基本趋势没有改变。要坚定信心、用好优势、应对挑战，不断巩固拓展经济稳中向好势头。</p>	<p>今年是实现“十四五”规划目标任务的关键一年。面对外部压力加大、内部困难增多的复杂严峻形势，以习近平同志为核心的党中央团结带领全党全国各族人民，沉着应变、综合施策，经济运行总体平稳、稳中有进，高质量发展扎实推进，经济社会发展主要目标任务即将顺利完成。新质生产力稳步发展，改革开放持续深化，重点领域风险化解有序有效，民生保障扎实有力，中国式现代化迈出新的坚实步伐。</p> <p>一年来的发展历程很不平凡，成绩令人鼓舞，特别是9月26日中央政治局会议果断部署一揽子增量政策，使社会信心有效提振，经济明显回升。</p> <p>当前外部环境变化带来的不利影响加深，我国经济运行仍面临不少困难和挑战，主要是国内需求不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力，风险隐患仍然较多。同时必须看到，我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的支撑条件和基本趋势没有变。我们要正视困难、坚定信心，努力把各方面积极因素转化为发展实绩。</p>
后续政策基调	<p>坚持稳中求进工作总基调，更好统筹国内经济工作和国际经贸斗争，更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策，增强政策前瞻性针对性协同性，持续扩大内需，优化供给，做优增量、盘活存量，因地制宜发展新质生产力，纵深推进全国统一大市场建设，持续防范化解重点领域风险，着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，保持社会和谐稳定，实现“十五五”良好开局。</p>	<p>坚持稳中求进工作总基调，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，扎实推动高质量发展，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，建设现代化产业体系，更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策，扩大国内需求，推动科技创新和产业创新融合发展，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平，保持社会和谐稳定，高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。</p>
总体思路	<p>明年经济工作在政策取向上，要坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度，提升宏观经济治理效能。要增强宏观政策取向一致性和有效性。将各类经济政策和非经济政策、存量政策和增量政策纳入宏观政策取向一致性评估。健全预期管理机制，提振社会信心。</p>	<p>明年要保持经济稳定增长，保持就业、物价总体稳定，保持国际收支基本平衡，促进居民收入增长和经济增长同步。明年要坚持稳中求进、以进促稳，守正创新、先立后破，系统集成、协同配合，充实完善政策工具箱，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。</p>

内容	2025年12月10日-11日中央经济工作会议	2024年12月11日-12日中央经济工作会议
财政政策	要继续实施更加积极的财政政策。 保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量 ，加强财政科学管理，优化财政支出结构，规范税收优惠、财政补贴政策。 重视解决地方财政困难 ，兜牢基层“三保”底线。严肃财经纪律，坚持党政机关过紧日子。	要实施更加积极的财政政策。 提高财政赤字率 ，确保财政政策持续用力、更加给力。加大财政支出强度，加强重点领域保障。 增加发行超长期特别国债 ，持续支持“两重”项目和“两新”政策实施。 增加地方政府专项债券发行使用 ，扩大投向领域和用作项目资本金范围。优化 财政支出 结构，提高资金使用效益， 更加注重惠民生、促消费、增后劲 ，兜牢基层“三保”底线。党政机关要坚持过紧日子。
货币政策	要继续实施适度宽松的货币政策。 把促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策的重要考量 ，灵活高效运用降准降息等多种政策工具，保持流动性充裕，畅通货币政策传导机制，引导金融机构加大支持 扩大内需、科技创新、中小微企业 等重点领域。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	要实施适度宽松的货币政策。发挥好货币政策工具总量和结构双重功能， 适时降准降息 ， 保持流动性充裕 ，使 社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配 。保持人民币汇率在合理均衡的水平上的基本稳定。探索拓展中央银行宏观审慎与金融稳定功能， 创新金融工具 ，维护金融市场稳定。
扩大内需	坚持内需主导，建设强大国内市场。深入实施提振消费专项行动，制定实施城乡居民增收计划。扩大优质商品和服务供给。 优化“两新”政策实施 。清理消费领域不合理限制措施，释放服务消费潜力。 推动投资止跌回稳 ， 适当增加中央预算内投资规模 ， 优化实施“两重”项目 ， 优化地方政府专项债券用途管理 ， 继续发挥新型政策性金融工具作用 ，有效激发民间投资活力。高质量推进城市更新。	大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。 实施提振消费专项行动 ，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级。适当提高退休人员基本养老金，提高城乡居民基础养老金，提高城乡居民医保财政补助标准。 加力扩围实施“两新”政策 ，创新多元化消费场景，扩大服务消费，促进文化旅游业发展。积极发展首发经济、冰雪经济、银发经济。加强自上而下组织协调， 更大力度支持“两重”项目 。适度增加中央预算内投资。 加强财政与金融的配合 ，以政府投资有效带动社会投资。及早谋划“十五五”重大项目。大力实施城市更新、 实施降低全社会物流成本专项行动 。
房地产	着力稳定房地产市场 ， 因城施策控增量、去库存、优供给 ， 鼓励收购存量商品房重点用于保障性住房等 。深化住房公积金制度改革，有序推动“好房子”建设。加快构建房地产发展新模式。	持续用力 推动房地产市场止跌回稳，加力实施 城中村和危旧房改造 ，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作。推动构建房地产发展新模式，有序搭建相关基础性制度。
民生	坚持民生为大，努力为人民群众多办实事。实施稳岗扩容提质行动，稳定高校毕业生、农民工等重点群体就业，鼓励支持灵活就业人员、新就业形态人员参加职工保险。推进教育资源布局结构调整，增加普通高中学位供给和优质高校本科招生。优化药品集中采购，深化医保支付方式改革。实施康复护理扩容提升工程，推行长期护理保险制度，加强对困难群体的关注帮扶。倡导积极的婚育观、努力稳定新生出生人口规模。扎实做好安全生产、防灾减灾救灾、食品药品安全等工作。	加大保障和改善民生力度，增强人民群众获得感幸福感安全感。实施重点领域、重点行业、城乡基层和中小微企业就业支持计划，促进重点群体就业。加强灵活就业和新就业形态劳动者权益保障。落实好产业、就业等帮扶政策，确保不发生规模性返贫致贫，保障困难群众基本生活。推动义务教育优质均衡发展，扎实推进优质本科扩容。实施医疗卫生强基工程，制定促进生育政策。发展社区支持的居家养老，扩大普惠养老服务。坚持和发展新时代“枫桥经验”，加强公共安全系统施治。

内容	2025年12月10日-11日中央经济工作会议	2024年12月11日-12日中央经济工作会议
双碳与环保	<p>坚持“双碳”引领，推动全面绿色转型。深入推进重点行业节能降碳改造。制定能源强国建设规划纲要，加快新型能源体系建设，扩大绿电应用。加强全国碳排放权交易市场建设。实施固体废物综合治理行动，深入打好蓝天、碧水、净土保卫战，强化新污染物治理。扎实推进“三北”工程攻坚战，实施自然保护地整合优化。加强气象监测预报预警体系建设，加紧补齐北方地区防洪排涝抗灾基础设施短板，提高应对极端天气能力。</p>	<p>协同推进降碳减污扩绿增长，加紧经济社会发展全面绿色转型。进一步深化生态文明体制改革。营造绿色低碳产业健康发展生态，培育绿色建筑等新增长点。推动“三北”工程标志性战役取得重要成果，加快“沙戈荒”新能源基地建设。建立一批零碳园区，推动全国碳市场建设，建立产品碳足迹管理体系、碳标识认证制度。持续深入推进蓝天、碧水、净土保卫战。制定固体废物综合治理行动计划。实施生物多样性保护重大工程。加强自然灾害防治体系建设。</p>
产业链	<p>坚持创新驱动，加紧培育壮大新动能。制定一体推进教育科技人才发展方案。建设北京（京津冀）、上海（长三角）、粤港澳大湾区国际科技创新中心。强化企业创新主体地位，完善新兴领域知识产权保护制度。制定服务业扩能提质行动方案。实施新一轮重点产业链高质量发展行动，深化拓展“人工智能+”，完善人工智能治理。创新科技金融服务。</p>	<p>以科技创新引领新质生产力发展，建设现代化产业体系。加强基础研究和关键核心技术攻关，超前布局重大科技项目，开展新技术新产品新场景大规模应用示范行动。开展“人工智能+”行动，培育未来产业。加强国家战略科技力量建设。健全多层次金融服务体系，壮大耐心资本，更大力度吸引社会资本参与创业投资，梯度培育创新型企业。综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。积极运用数字技术、绿色技术改造提升传统产业。</p>
农业	<p>坚持协调发展，促进城乡融合和区域联动。统筹推进以县城为重要载体的城镇化建设和乡村全面振兴，推动县域经济高质量发展，严格守耕地红线，毫不放松抓好粮食生产，促进粮食等重要农产品价格保持在合理水平。持续巩固拓展脱贫攻坚成果，把常态化帮扶纳入乡村振兴战略统筹实施，守牢不发生规模性返贫致贫底线。支持经济大省挑大梁。加强重点城市群协调联动，深化跨行政区合作。加强主要海湾整体规划，推动海洋经济高质量发展。</p>	<p>统筹推进新型城镇化和乡村全面振兴，促进城乡融合发展。严守耕地红线，严格耕地占补平衡管理。抓好粮食和重要农产品稳产保供，提高农业综合效益和竞争力。保护种粮农民和粮食主产区积极性，健全粮食价格形成机制。因地制宜推动兴业、强县、富民一体发展，千方百计拓宽农民增收渠道。发展现代化都市圈，提升超大特大城市现代化治理水平，大力发展县域经济。</p>

内容	2025年12月10日-11日中央经济工作会议	2024年12月11日-12日中央经济工作会议
改革开放	<p>坚持改革攻坚，增强高质量发展动力活力。制定全国统一大市场建设条例，深入整治“内卷式”竞争。制定和实施进一步深化国资国企改革方案，完善民营经济促进法配套法规政策。加紧清理拖欠企业账款。推动平台企业和平台内经营者、劳动者共赢发展。拓展要素市场化改革试点，健全地方脱产体系。深入推进中小金融机构减量提质，持续优化资本市场投融资综合改革。</p> <p>坚持对外开放，推动多领域合作共赢。稳步推进制度型开放，有序扩大服务领域自主开放，优化自由贸易试验区布局范围，扎实推进海南自由贸易港建设。推进贸易投资一体化、内外贸一体化发展。</p> <p>鼓励支持服务出口，积极发展数字贸易、绿色贸易，深化外商投资促进体制改革。完善海外综合服务体系。共建“一带一路”高质量发展。推动商签更多区域和双边贸易投资协定。</p>	<p>发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效。高质量完成国有企业改革深化提升行动，出台民营经济促进法。开展规范涉企执法专项行动。制定全国统一大市场建设指引。加强监管，促进平台经济健康发展。统筹推进财税体制改革，增加地方自主财力。深化资本市场投融资综合改革，打通中长期资金入市卡点堵点，增强资本市场制度的包容性、适应性。</p> <p>扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资。有序扩大自主开放和单边开放，稳步扩大制度型开放，推动自由贸易试验区提质增效和扩大改革任务授权，加快推进海南自由贸易港核心政策落地。积极发展服务贸易、绿色贸易、数字贸易。深化外商投资促进体制机制改革。稳步推进服务业开放，扩大电信、医疗、教育等领域开放试点，持续打造“投资中国”品牌。推动高质量共建“一带一路”走深走实，完善海外综合服务体系。</p>
防风险	<p>积极有序化解地方政府债务风险，督促各地主动化债，不得违规新增隐性债务。优化债务重组和置换办法，多措并举化解地方政府融资平台经营性债务风险。</p>	<p>有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线。稳妥处置地方中小金融机构风险。央地协同合力打击非法金融活动。</p>
资本市场	<p>深入推进中小金融机构减量提质，持续深化资本市场投融资综合改革。</p>	<p>稳住楼市股市；深化资本市场投融资综合改革，打通中长期资金入市卡点堵点，增强资本市场制度的包容性、适应性。</p>

基金类型	认/申购费			赎回费			销售服务费			客户维护费	
	旧规	新规意见稿	新规正式稿	旧规	新规意见稿	新规正式稿	旧规	新规意见稿	新规正式稿	旧规	新规正式稿 (同意见稿)
股票型基金	认购费 1.2% 申购费 1.5%	0.80%	0.80% (主动偏股型)	✓若收取销售服务费： • 持有期<30日：不低于0.5%，并全额计入基金资产。							
混合型基金	认购费 1.2% 申购费 1.5%	0.50%	0.50% (其他类型的混合型基金)	✓若不收取销售服务费： • 持有期<7天：不低于1.5%，全部计入基金资产； • 持有期<30日：0.75%，全部计入基金资产； • 持有期<3个月：0.5%，至少75%计入基金资产； • 持有期<6个月：0.5%，至少50%计入基金； • 持有期>6个月：至少25%计入基金资产。	对于股票型基金、混合型基金、债券型基金和基金中基金（FOF）： ✓持有期<7天：不低于1.5%； ✓持有期<30日：不低于1%； ✓持有期<180日：不低于0.5%； ✓上述均全部计入基金资产。	✓持有期<7天：不低于1.5%； ✓持有期<30日：不低于1%； ✓持有期<180日：不低于0.5%； ✓上述均全部计入基金资产。	0.60%	0.40% (持有超过1年不收)	0.40% (持有超过1年不收)	个人50% 机构30%	个人50% 机构30%
债券型基金	认购费 0.6% 申购费 0.8%	0.30%	0.30%								
指数型基金		另行约定		另行约定	场外：上述标准ETF：另行约定	上述基础上，个人投资者持续持有满7日，机构投资者持有满30日，另行约定。 场外：上述基础上，个人投资者持续持有满7日，另行约定。 ETF：另行约定。					个人50% 机构15%
货币市场基金							0.25%	0.15%	0.15%		
同业存单基金			另行约定		另行约定	另行约定	另行约定	另行约定	另行约定		
其他类基金							另行约定	另行约定	另行约定		
新规备注	认（申）购费可以采用前端或后端收费方式。对于持续持有期限超过一年的投资者，基金销售机构可以免收其后端认（申）购费用。			基金管理人可以与基金销售机构约定，在覆盖成本的前提下，对除赎回费外的基金销售费用实行一定的优惠。			对于不收取认（申）购费的基金或基金份额，基金销售机构可以收取一定比例的销售服务费				

美国最高法院裁决落地之基于IEEPA对等关税逻辑梳理与前瞻

- ◆ **事件：美东时间2月20日，特朗普施行的对等关税再度出现变化。**一是，美东2月20日周五上午，美国最高法院裁决，美国政府援引《国际紧急经济权力法》（IEEPA）所实施的关税措施，缺乏明确法律授权。在法律压力之下，美国政府发布行政令，宣布终止一系列关税措施。二是，美东时间20日中午许，美国政府转而援引《1974年贸易法》第122条。该条授权总统在出现严重国际收支问题时，可在150天内征收临时进口关税或通过配额限制进口。根据美国政府行政令，美国将对进口商品征收10%的所谓临时关税，为期150天，仅有部分商品豁免。美东时间2月20日晚，美方又声称将其提高至15%，美国的关税工具正在从IEEPA切换到《1974年贸易法》第122条。
- ◆ **事件来龙去脉：自2025年1月20日特朗普再次就任美国总统以来，中美贸易战经历了激烈对抗-暂缓谈判-法律终结三个阶段。**
 - 第一阶段：这一阶段始于美国以各种理由持续加码关税，中国则采取了坚决、对等的反制措施，双方关税税率迅速攀升至历史高点。
 - 2025年2月1日：特朗普签署行政令，以芬太尼等问题为由，宣布对自中国进口的商品加征10% 的关税 。
 - 2025年2月4日：中国迅速反制，宣布对原产于美国的部分商品（如煤炭、液化天然气、原油等）加征10%-15% 的关税 。
 - 2025年3月3日：美国再次以芬太尼为由，将中国输美商品的额外关税从10%上调至20% 。
 - 2025年4月2日：特朗普宣布国家紧急状态，签署对等关税行政令，将对中国商品的关税在已有基础上再提高34% ，这一天被特朗普称为解放日。
 - 2025年4月4日：中国宣布对所有原产于美国的进口商品在现行税率基础上加征34% 的关税 。
 - 2025年4月8日-10日：美国威胁并最终将对中国商品的额外关税提高至104% 乃至125% 。
 - 2025年4月9日-11日：中国同步升级反制，将对美进口商品的加征关税同样提高至84%，最终也定格在125%。同时，中方发表声明指出，在目前关税水平下，美国输华商品已无市场接受可能性，后续美方若继续加税，中方将不予理会 。
 - 在这一阶段，除了关税大战，双方还围绕出口管制、实体清单等领域展开了多轮交锋 。

美国最高法院裁决落地之基于IEEPA对等关税逻辑梳理与前瞻

- 第二阶段：日内瓦与斯德哥尔摩会谈，紧张局势暂缓（2025年5月-11月）。在高额关税严重冲击双边贸易的背景下，双方重启高层沟通，贸易战进入一个短暂的暂停期。
 - 2025年5月10日-12日：中美经贸高层在瑞士日内瓦举行会谈并发布联合声明。双方同意取消91%的关税，并对剩余的24%的对等关税暂停实施90天。
 - 2025年7月-8月：双方在伦敦、斯德哥尔摩继续磋商。8月12日，双方再次发布联合声明，同意将24%的对等关税继续暂停90天，推迟至2025年11月11日。
 - 2025年8月底：尽管部分关税暂停，美国仍加强了对华其他限制，例如全面取消对中国输美产品价值800美元以下包裹的免税政策（即“小额豁免”政策），并对全球多国设定了10%-41%不等的“对等关税”税率。
 - 2025年10月-11月，中美双方通过吉隆坡经贸磋商达成了一系列重要共识，将原本加征的20%所谓芬太尼关税下调至10%，为期一年（至2026年11月10日），将原本24%的对等关税的暂停征收期限延长一年（至2026年11月10日）。此时特朗普2.0基于IEEPA对中国实际加征的关税为20%。
- 第三阶段：法律挑战与最终裁决（2025年4月-2026年2月）。在特朗普政府挥舞关税大棒的同时，其国内的法律挑战也从未停止。
 - 2025年4月-5月：加利福尼亚州、纽约州等十余个州政府先后提起诉讼，指控特朗普政府依据IEEPA征收关税的行为越权且非法。
 - 2025年5月-8月：美国国际贸易法院和联邦巡回上诉法院先后裁定特朗普政府此举违法。
 - 2026年2月20日：美国最高法院以6比3的最终裁决，认定特朗普政府援引IEEPA实施的大规模关税措施缺乏国会明确授权，属于越权行为，宣告其违宪。
- ◆ **事件影响：2026年2月20日的这两件事，标志着美国贸易战策略的可能出现重大转折。**一方面，目前看，美国通过IEEPA路径对外国产品加征关税已难以为继，援引《1974年贸易法》第122条同样面临法律风险。美国最高法院认为，征收和收取“税收、关税、进口税和消费税”的权力属于国会，IEEPA虽赋予总统在宣布国家紧急状态后处理异常和特殊外国威胁的权力，但并未明确授权总统在和平时期单方面征收关税。美国最新加征的所谓临时关税，援引的是很久没有使用的《1974年贸易法》第122条，理由是从根本上解决美国国际收支失衡，尤其是解决美国存在巨额贸易逆差的问题。但第122条的适用前提是，美国国际收支出现根本性的问题。法律上对此的判断依据并不是单一的货物贸易逆差，而是包括资本流动、商品和服务贸易在内的整体国际收支状况。从这个角度看，美国这项关税生效之后，很可能像此前一样面临被起诉的风险。另一方面，美国基于IEEPA对中国加征的对等关税将会下调由当前的20%下降到10-15%，下降幅度为10-5%，未来中国可能相应下调美国商品进口关税。

美国最高法院裁决落地之基于IEEPA对等关税逻辑梳理与前瞻

◆ 事件发展前瞻：关税退款与美国白宫政府尝试援引其他法律加征对等关税并行。

- 一场旷日持久的退款拉锯战将拉开帷幕。最高法院的裁决虽然推翻了关税，但将最棘手的退款问题留给了下级法院和行政部门，这势必引发一场漫长的法律缠斗。中国汽车制造商比亚迪已在1月率先提起诉讼，要求退还自2025年4月以来缴纳的所有关税。未来数千家美国进口商可能将效仿，在美国国际贸易法院和联邦索赔法院发起集体诉讼。预计需要退还的税款高达1420亿至1750亿美元。这笔巨款的退还流程将极其复杂，美国海关与边境保护局和财政部将面临巨大的行政压力。特朗普本人也承认，这可能要打五年官司”。退款变数：并非所有企业都能顺利拿回钱款。如果企业已通过涨价将关税成本成功转嫁给消费者，它们可能缺乏足够的动力去打官司要求退税。
- 特朗普迅速转向《1974年贸易法》第122条，是为了维持其关税政策的连续性，但这个补救措施本身仍有不少障碍。时效性与不确定性：第122条授权的最长时限是150天。这意味着在2026年7月底左右，这个10或15%的关税将自动失效。届时，除非国会批准延期，否则特朗普政府将面临无税可用的局面，迫使其必须在此之前找到新的长期方案。不过延期虽然需要国会批准，但法律并未明确禁止总统在150天期满后，再次以新的理由启动一个新的122条关税。这种钻空子的做法必然又会引发新一轮的法律诉讼。法律依据的脆弱性：第122条原本是为解决国际收支严重失衡而设，现在被用作政治工具，其法律基础本身就非常薄弱。预计各州总检察长将很快再次提起诉讼，指控这10%的关税同样缺乏正当法律依据。
- 关税战策略从全面轰炸转向精确打击。无法依赖IEEPA这种大而快的工具后，特朗普政府将被迫回归传统但更持久的贸易战工具。核心工具：232条款（国家安全关税）和301条款（不公平贸易行为调查）将成为绝对主力。此前针对汽车、钢铁、铝的232关税将继续有效，而针对半导体、制药、关键矿产等新领域的232调查也可能会加快。同时，可能更多的301调查将被启动，以针对特定国家的特定行业加征报复性关税，延续特朗普白宫政府的关税政策主张。

美国对中国加征关税	最终执行税率(截至2026.2.20)	法律依据	备注
芬太尼关税	10%	《国际紧急经济权力法》IEEPA	2025年11月从20%下调至此10%
对等关税	10%	《国际紧急经济权力法》IEEPA	原34%中的24%被暂停至2026年11月10日
301条款关税	7.5%-25%	《1974年贸易法》第301条	覆盖大部分中国商品
232条款关税	25%-50%	《1962年贸易扩展法》第232条	针对钢铝、汽车等特定产品
有效平均税率	约30%-47.5%	—	牛津经济研究所和彼得森研究所测算

政府工作报告主要指标历年对比：26年新增债务总量11.89万亿刺激，名义GDP占比8.5%略有下降

	指标	2026年	2025年	2024年	2023年
主要目标	实际GDP增速 (%)	4.5-5%	5左右	5左右	5左右
	CPI同比 (%)	2左右	2左右	3左右	3左右
	城镇新增就业 (万人)	>1200	>1200	>1200	>1200
	城镇调查失业率 (%)	5.5左右	5.5左右	5.5左右	5.5左右
财政政策	定调	更加积极	更加积极	积极、适度加力、提质增效	积极、加力提效
	赤字率 (%)	4	4	3	3+0.8
	财政赤字规模 (万亿)	5.89	5.66	4.06	3.88+1
	特别国债 (万亿)	1.3+0.3	1.3+0.5	1	—
	地方专项债 (万亿)	4.4	4.4	3.9	3.8
货币政策	定调	灵活高效运用降准降息	适度宽松、适时降准降息	稳健、灵活适度、精准有效	稳健、精准有力
	M2与社融	同经济增长物价总水平预期目标相匹配	同经济增长物价总水平预期目标相匹配	同经济增长和价格水平预期目标相匹配	与名义GDP增速基本匹配
内需	消费	安排超长期特别国债2500亿元支持消费品以旧换新。设立1000亿元财政金融协同促内需专项资金	实施扩大内需战略;安排超长期特别国债3000亿元支持消费品以旧换新;落实和优化休假制度,释放消费潜力	培育壮大新型消费,实施数字消费、绿色消费、健康消费促进政策,鼓励和推动消费品以旧换新	把恢复和扩大消费摆在优先位置;稳定汽车等大宗消费,推动餐饮、文化、旅游、体育等生活服务消费恢复
资本市场	任务	持续深化资本市场投融资综合改革,进一步健全中长期资金入市机制,完善投资者保护制度,拓展私募股权和创投基金退出渠道,提高直接融资、股权融资比重	深化资本市场投融资综合改革,大力推动中长期资金入市,加强战略性力量储备和稳市机制建设,改革优化股票发行上市和并购重组制度,加快多层次债券市场发展。	增强资本市场内在稳定性	推动金融监管体制改革,统筹推进中小银行补充资本和改革化险,推进股票发行注册制改革,完善资本市场基础制度,加强金融稳定法治建设
房地产	定调	着力稳定房地产市场。因城施策控增量、去库存、优供给探索多渠道盘活存量商品房深化住房公积金制度改革,优化保障性住房供给,有序推动好房子建设。进一步发挥保交房的白名单制度作用,防范债务违约风险。	持续用力推动房地产市场止跌回稳;因城施策调减限制性措施,加力实施城中村和危旧房改造,充分释放刚性和改善性住房需求潜力	对不同所有制房地产企业合理融资有需求要一视同仁给予支持。加快构建房地产发展新模式,加大保障性住房建设和供给	有效防范化解优质头部房企风险改善资产负债状况;支持刚性和改善性住房需求,好新市民、青年等住房问题
科技与创新	产业政策	培育壮大新兴产业和未来产业,实施产业创新工程,鼓励央企国企带头开放应用场景,打造集成电路、航空航天、生物医药、低空经济等新兴支柱产业。建立未来产业投入增长和风险分担机制,培育发展未来能源、量子科技、具身智能、脑机接口、6G等未来产业。	激发数字经济创新活力;持续推进“人工智能+”行动;支持大模型广泛应用,大力发展智能网联新能源汽车、人工智能手机和电脑、智能机器人等新一代智能终端以及智能制造装备。推动商业航天、低空经济等新兴产业安全健康发展;培育生物制造、量子科技、具身智能、6G等未来产业。	巩固扩大智能网联新能源汽车等产业领先优势,加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展,积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎。深化大数据、人工智能等研发应用	大力发展数字经济,支持平台经济发展;推动高端装备、生物医药、光电子信息、新能源汽车、光伏、风电等新兴产业加快发展

中泰期货股份有限公司（以下简称本公司）具有中国证券监督管理委员会批准的期货交易咨询业务资格（证监许可〔2012〕112）。本报告仅限本公司客户使用。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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交易建议，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。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了本公司在最初发布该报告当日分析师的判断，是基于本公司分析师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，本公司可在不发出通知的情况下发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。

本报告的知识产权归本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何方式进行复制、传播、改编、销售、出版、广播或用作其他商业目的。如引用、刊发、转载，需征得本公司同意，并注明出处为中泰期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

顺祝商祺

中泰期货股份有限公司 研究所

姓名：李荣凯

联系电话：13361063969

从业资格号： F3012937

交易咨询证书号： Z0015266

Email: lirk@ztqh.com

