



2026年3月26日

首席经济学家：郑后成

执业证书编号：S0990521090001

电话：0755-83008511

邮箱：houchengzheng@163.com

相关报告

1. 英大证券宏观评论：1月美国ISM制造业PMI远超预期，后期走势有待进一步观察（20260306）

2. 英大证券宏观评论：生产力与生产关系视角下的2025年中央经济工作会议八项重点任务（20251216）

3. 英大证券宏观评论：2026年我国将继续在国际经贸斗争中“占优”，“绿色”主题排序“跨越式”上升（20251212）

4. 英大证券宏观评论：2026年A股大盘或面临支撑，年内高点大概率位于下半年（20251205）

5. 英大证券宏观评论：2026年我国CPI同比大概率高于2025年（20251124）

6. 英大证券宏观评论：2026年我国外汇储备大概率在3.3万亿美元基础上稳步上行（20251110）

7. 英大证券宏观评论：高水平科技引领发展新质生产力，明后两年我国GDP增速预期目标或均为“5.0%左右”（20251030）

8. 英大证券宏观评论：“适时加力”落在4季度概率大于3季度，中期我国资本市场还将保持“回稳向好”势头（20250807）

9. 英大证券宏观评论：“猪油”共振向下是5月CPI当月同比承压主因，6月我国PPI当月同比大概率还将低位徘徊（20250619）

10. 英大证券宏观评论：汽车类消费增速领先石油及制品类，尚需进一步推出提振房地产投资增速的政策（20250528）

11. 英大证券宏观评论：4月我国PPI同比与美国CPI同比大概率双双下行，美联储降息时点或在6月左右（20250414）

美伊战争或至少延续至中期选举，年内我国央行降准降息的力度不会非常大

——2026年《政府工作报告》学习体会

➤ 3月5日，李强总理代表国务院在十四届全国人大四次会议上作《政府工作报告》。我们学习体会如下：

- 一、美伊战争或至少延续至中期选举，期间战争烈度或维持在较高水平；
 - 二、中短期之内美联储或维持利率不变，中期加息的预期大概率上升；
 - 三、2026年宏观政策力度表述弱于2025年，年内央行降准降息的力度不会非常大；
 - 四、2月一线城市房价环比摆脱负值区间，楼市“小阳春”持续性可进一步观察；
 - 五、“逢低加仓”可能是未来一段时间A股市场投资的较优策略。
- 风险提示：1. 关税对我国出口的影响超预期；2. 美联储降息力度低于预期。
- 注：本文所有数据，均来自WIND资讯，经英大证券研究所整理。

正文目录

| | |
|--|---|
| 一、美伊战争或至少延续至中期选举，期间战争烈度或维持在较高水平 | 3 |
| 二、中短期之内美联储或维持利率不变，中期加息的预期大概率上升 | 4 |
| 三、2026 年宏观政策力度表述弱于 2025 年，年内央行降准降息的力度不会非常大 | 4 |
| 四、2 月一线城市房价环比摆脱负值区间，楼市“小阳春”持续性可进一步观察 | 6 |
| 五、“逢低加仓”可能是未来一段时间 A 股市场投资的较优策略 | 6 |

事件：3月5日，李强总理代表国务院在十四届全国人大四次会议上作《政府工作报告》。

学习体会：

一、美伊战争或至少延续至中期选举，期间战争烈度或维持在较高水平

2026年《政府工作报告》在“回顾2025年”部分指出，“国际经贸环境急剧变化，单边主义、保护主义陡然升级，市场预期受到频繁扰动，对外贸易明显承压”，在“展望2026年”部分指出，“外部环境变化影响加深，地缘政治风险持续上升，世界经济动能疲弱，多边主义、自由贸易受到严重冲击”。二者相比，最大的增量信息是，2026年“地缘政治风险持续上升”。

2026年最大的地缘政治事件就是2月28日美国与以色列联合突袭伊朗，至今已持续接近一个月。当下资本市场关注的焦点是，美伊战争将延续多长时间？最终结局如何？客观而言，这两个问题涉及到过多的政治因素与军事因素，研判难度较大，但是我们尝试做一个分析。**针对第一个问题**，我们认为美伊战争大概率是一场拉锯战，且至少延续至美国中期选举为止。

从以色列的角度看，此次美伊战争的主要发起方是以色列。伊朗是以色列在中东地区的宿敌，颠覆伊朗现政权是以色列的夙愿。从战争一开始，以色列就利用自身的高科技，对伊朗最高领袖实行“斩首”行动，严重违反了国际法，且将暗杀这一做法视为理所当然的事情，甚至是其重大成绩。在这一背景下，以色列不会轻易停止自身的行动，否则其将功亏一篑。

从美国的角度看，在政党政治的背景下，11月的中期选举是特朗普与共和党最大的任务。当前不论是找借口主动停止战争，还是通过与伊朗谈判停止战争，美国均未实现其战略目的，因为霍尔木兹海峡还在伊朗的完全控制之下。在此背景下，叠加战争耗资巨大，对美国选民的利益造成损失，因此在11月的中期选举中，共和党大概率败选。也就是说，要赢得中期选举，美国必须要把伊朗彻底打败，因此当下美国不会也无法轻易停止战争。

从伊朗的角度看，在此前谈判的过程中，伊朗展现了相当的诚意，但是在协议“快要达成”时，美以突袭了伊朗首都德黑兰，这就使得伊朗在这场战争中占据了道义的“制高点”，并且在军事实力远远落后于美以的背景下，披上较强的“悲军”色彩。此外，伊朗宗教色彩浓重，是伊斯兰什叶派的“领袖国家”。最重要的一点是，伊朗历史上曾经抵御外敌入侵，具有丰富的战斗经验。因此，伊朗有意愿且有能力和美国和以色列长期对抗。

最后，从人际关系的角度看，国际关系在一定程度上是人际关系。参照“俄乌冲突”，自2022年2月开战以来，俄罗斯的普京以及乌克兰的泽连斯基均在任。在双方当事人均放不下“面子”的背景下，“俄乌冲突”至今已延续4年零1个月。“美伊战争”的当事国与当事人分别是以色列的内塔尼亚胡、美国的特朗普、伊朗的小哈梅内伊。我们认为，在这三个人均在任的情况下，美伊战争较难结束。

针对第二个问题，伊朗方面，虽然在军事与科技上落后于美国与以色列，处于防守方，但是伊朗可依托其境内的崎岖地形，开展持久战与游击战。**美国与以色列方面**，如果共和党在中期选举败落，则民主党主导的国会否决特朗普的政策，使得美国从中东地区收兵，而以色列独木难支，也被迫撤兵。**值得指出的是**，在中期选举之前，以色列可能会利用这一“时间窗口”，加大对伊朗的打击力度，也就是说，中期选举之前，美伊

战争的烈度可能维持在较高水平。

二、中短期之内美联储或维持利率不变，中期加息的预期大概率上升

上文提到，“中期选举之前，美伊战争的烈度可能维持在较高水平”。这就意味着，中东地区围绕霍尔木兹海峡的战争在中短期内还将持续，使得国际油价在中短期大概率居高不下。在此背景下，美国 CPI 同比大概率在 2 月 2.40% 的基础上上行，与此同时，美国 PPI 同比大概率在 2 月 3.40% 的基础上上行。考虑到 2025 年国际油价总体位于低位区间，因此不排除美国 CPI 同比与美国 PPI 同比在 3.0% 的基础上阶段性上行的可能性。

反观美国失业率，2 月录得 4.40%，较前值上行 0.10 个百分点。在供给推动的高通胀背景下，美国宏观经济承压，后期美国失业率是上行的。因此，未来将出现美国 CPI 同比上行与美国失业率上行并存的局面。也就是说，美联储利率政策面临两难局面：在美国 CPI 同比上行的情况下，美联储要降息，但是在美国失业率上行的情况下，美联储要加息。因此，一个难题是，美联储是根据美国 CPI 同比上行而加息，还是依据美国失业率上行而降息？

对此，我们从两个维度进行分析。**第一个维度是历史的维度。**回顾 1967 年至 1981 年美联储的三次加息，均对应美国 CPI 同比的上行，以及美国失业率的下行。另外，美国失业率的上行，滞后于美国 CPI 同比的上行。但是要看到，在美国失业率上行期间，美联储依旧在加息。据此我们可以推断，在美联储加息的决策中，美国 CPI 同比的权重，可能大于美国失业率的权重。**第二个维度是宏观经济与宏观政策的维度。**面对美国 CPI 同比与美国失业率的双双上行：如果美联储选择先降息，短期在一定程度上缓解失业率上升的问题，但是会助推美国 CPI 同比快速上行，利空美国宏观经济，进而利空美国失业率，在一定程度上抵消了降息压制失业率的效果；如果美联储选择先加息，则能够抑制美国 CPI 同比的上行，与此同时，加剧美国失业率上行，但是美国失业率上行能够有效压制美国 CPI 同比的上行。综上，面对美国 CPI 同比与美国失业率的双双上行，美联储的理性选择应该是加息。

3 月 19 日凌晨美联储公布利率决议，维持利率不变。鲍威尔记者会要点包括六点：**一是**美联储暂不降息，加息可能性重新回到讨论范围；**二是**关税与能源正在对通胀形成“双重冲击”；**三是**劳动力市场表面稳定，但下行风险正在累积；**四是**能源危机持续升级，国际油价大幅上行；**五是**AI 尚未在宏观层面显著拉动生产率，短期内反而可能推高中性利率；**六是**鲍威尔确认在调查期间不会离开美联储，必要时将继续履职，担任“临时主席”。总体而言，新闻发布会上鲍威尔讲话“偏鹰”，体现在“加息可能性重新回到讨论范围”，“关税与能源正在对通胀形成‘双重冲击’”，“能源危机持续升级，国际油价大幅上行”，“AI 短期内反而可能推高中性利率”，以及“鲍威尔确认在调查期间不会离开美联储”。六点中仅有一点“偏鸽”，即“劳动力市场表面稳定，但下行风险正在累积”。从宏观经济实体指标看，2 月美国 PPI 同比录得 3.4%，高于预期 0.40 个百分点，较前值上行 0.50 个百分点，创 2025 年 3 月以来新高，主要受国际油价上行的推动。从目前的趋势看，短期内美国 PPI 同比大概率还将维持上行走势。这就意味中短期之内美联储或维持利率不变，中期加息的预期大概率上升。

三、2026 年宏观政策力度表述弱于 2025 年，年内央行降准降息的力度不会非常大

在“今年发展主要预期目标”方面，2026 年《政府工作报告》与 2025 年《政府工作报告》的区别主要有两点。**第一**，经济增速方面，2026 年的提法是“经济增长 4.5%-5%，在实际工作中努力争取更好结果”，反观 2025 年的提法则是“国内生产总值增长 5%左右”。区别之一是 2026 年转向了更为宽泛的区间表述。经济增速预期目标的区间表述在历史上

仅出现 4 次：**第一次**是 1995 年的“今年经济增长速度的宏观调控目标，定为百分之八至九”；**第二次**是 2016 年的“经济增长预期目标 6.5%-7%”；**第三次**是 2019 年的“国内生产总值增长 6%-6.5%”。另外，今年 GDP 增速目标最为突出的特点是，首次增加针对 GDP 增速目标的定性表述：“在实际工作中努力争取更好结果”。**第二**，单位能耗方面，2026 年的提法是“单位国内生产总值二氧化碳排放降低 3.8%左右”，反观 2025 年的提法则是“单位国内生产总值能耗降低 3%左右，生态环境质量持续改善”，区别在于从“3%左右”上升至“3.8%左右”，另外，删除了“生态环境质量持续改善”这一定性描述。

至于 2026 年宏观政策力度的表述，我们认为较 2025 年有所减弱。我们做出这一判断的依据有两点：**一是** 2026 年的“政策取向”表述，仅有 65 字，即“我们将坚持稳中求进、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，切实提升宏观经济治理效能”，反观 2025 年的“政策取向”表述则高达 116 字；**二是** 2025 年《政府工作报告》提出“稳中求进、以进促稳”，而 2026 年的相应提法则为“稳中求进、提质增效”，更加注重政策的实效；**三是** 2025 年在“打好政策‘组合拳’”部分提出，“出台实施政策要能早则早、宁早勿晚，与各种不确定性抢时间，看准了就一次性给足，提高政策实效”，但是 2026 年的相应部分并无类似表述。

财政政策方面，在 2025 年“实施更加积极的财政政策”的基础上，2026 年提出“继续实施更加积极的财政政策”。总体看，2026 年财政政策的力度弱于 2025 年：**一是**删除 2025 年“统筹安排收入、债券等各类财政资金，确保财政政策持续用力、更加给力”的表述，尤其是“确保财政政策持续用力、更加给力”这一表述未出现在 2026 年《政府工作报告》中；**二是** 2026 年提出“今年赤字率拟按 4%左右安排”，反观 2025 年的提法则是“今年赤字率拟按 4%左右安排、比上年提高 1 个百分点”，此外，2026 年提出“赤字规模 5.89 万亿元、比上年增加 2300 亿元”，反观 2025 年的提法则是“赤字规模 5.66 万亿元、比上年增加 1.6 万亿元”，可见 2026 年在边际增量上弱于 2025 年；**三是** 2026 年提出“一般公共预算支出规模将首次达到 30 万亿元、比上年增加约 1.27 万亿元”，反观 2025 年的提法则是“一般公共预算支出规模 29.7 万亿元、比上年增加 1.2 万亿元”，从这一点看，2026 年一般公共预算支出规模强于 2025 年；**四是** 2026 年提出“拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元，持续支持‘两重’建设、‘两新’工作等”，反观 2025 年的提法则是“拟发行超长期特别国债 1.3 万亿元、比上年增加 3000 亿元”，也就是说，2026 年在边际增量上弱于 2025 年；**五是** 2026 年提出“拟发行特别国债 3000 亿元，支持国有大型商业银行补充资本”，反观 2025 年的提法则是“拟发行特别国债 5000 亿元，支持国有大型商业银行补充资本”，可见，2026 年的力度弱于 2025 年；**六是** 2026 年提出“拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元”，反观 2025 年的提法则是“拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿元、比上年增加 5000 亿元”，可见，2026 年的力度边际弱于 2025 年；**七是** 2026 年提出“今年财政支出继续保持相当规模”，反观 2025 年的提法则是“今年合计新增政府债务总规模 11.86 万亿元、比上年增加 2.9 万亿元，财政支出强度明显加大”。

货币政策方面，2026 年《政府工作报告》提出，“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，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”，反观 2025 年《政府工作报告》的提法则是“发挥好货币政策工具的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”。二者的区别主要有两点：**一是前置条件不同**，2026 年是“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”，2025 年则是“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能”；**二是关于“降准降息”的表述不同**，2026 年是“灵活高效运用降准降息等多种政策工具”，2025 年则是“适时降准降息”。二者的区别是，

2025 年的表述相对明确，而 2026 年的表述相对灵活。**值得指出的是**，“灵活高效”，并不意味着频繁大幅降准降息：“灵活”的本意是根据具体情况而定，但是如果情况不适合降准降息，则央行大概率不会降准降息；“高效”的本意是降准降息要有效果，要达到预期的目标，如果没效果或者效果不显著，则没必要降准降息。反观 2025 年，相应的提法则是“适时”，就是在时机合适的时候降准降息。另外一点区别是，2026 年政策工具除了降准降息之外，还提到其他“政策工具”，但是 2025 年的指向十分明确，只有“降准降息”。

我们认为，年内降准降息的力度不会非常大。**第一**，从实体经济指标看，1-2 月出口金额累计同比录得 21.80%，较 2025 年全年上行 16.35 个百分点，创 2022 年 2 月以来新高。从历史经验看，央行降准降息多发生在出口增速承压的阶段，而在出口增速上行的阶段，央行通常不会降准降息。**第二**，从价格指标看，2 月 CPI 当月同比录得 1.30%，较 2025 年全年上行 0.50 个百分点，创 2023 年 2 月以来新高，与此同时，2 月 PPI 当月同比，较 2025 年全年上行 1.0 个百分点，创 2024 年 8 月以来新高。从历史经验看，央行降准降息多发生在 CPI 当月同比与 PPI 当月同比录得负增长的阶段，而在 CPI 当月同比与 PPI 当月同比录得正增长的阶段，央行通常不会降准降息。

四、2 月一线城市房价环比摆脱负值区间，楼市“小阳春”持续性可进一步观察

针对房地产，2026 年《政府工作报告》提出“着力稳定房地产市场”，对比 2025 年《政府工作报告》的提法则是“持续用力推动房地产市场止跌回稳”。我们认为，对“房地产市场”的理解，可以有三个维度。**第一个维度**是宏观层面的房地产投资增速：1-2 月房地产开发投资完成额累计同比录得-11.10%，较 2025 年全年上行 6.10 个百分点，连续 46 个月位于负值区间。**第二个维度**是供求角度的商品房销售增速：1-2 月商品房销售面积累计同比录得-13.50%，较 2025 年全年下行 4.80 个百分点，创 2024 年 12 月以来新低。**第三个维度**是价格层面的房价同比：2 月 70 大中城市新建住宅销售价格当月同比录得-3.50%，较前值下行 0.20 个百分点，创 2025 年 7 月以来新低；2 月 70 大中城市新建住宅销售价格环比录得-0.30%，较前值上行 0.10 个百分点，但是连续 33 个月位于负值区间。从以上三个维度看，当前“着力稳定房地产市场”还是有必要的。与之相对应的是，从金融数据看，2 月居民户新增中长期贷款录得-1,815.00 亿元，环比多减 5,284.00 亿元，同比多减 665.00 亿元，创 2007 年 2 月有数据记录以来新低。

以上分析的是 2 月的宏观经济数据，并不涉及到 3 月的情况。进入 3 月，楼市“小阳春”的消息不绝于耳，但是至少说 2 月的经济数据并不支持楼市“小阳春”的说法。此外，我们要看到积极的一面：在 2 月新建商品住宅以及二手住宅价格的同比与环比指标中，有个指标较为突出，即 70 个大中城市一线城市新建商品住宅房屋销售价格指数环比。在 2 月该指标录得 0%，结束了长达 9 个月的负值区间。从环比这个角度看，一线城市楼市是有“小阳春”的苗头，呈现一定程度的企稳态势。当然，我们还要指出的是，在大多数年份里 3 月该指标表现都不错，也就是说，楼市“小阳春”的持续性需要我们进一步观察。

五、“逢低加仓”可能是未来一段时间 A 股市场投资的较优策略

针对 A 股市场，2025 年《政府工作报告》指出，“优化和创新结构性货币政策工具，更大力度促进楼市股市健康发展，加大对科技创新、绿色发展、提振消费以及民营、小微企业等的支持”，以及“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”。反观 2026 年《政府工作报告》，在第一部分即“2025 年工作回顾”中指出“综合施策稳股市，资本市场回稳回暖、交易活跃”，但是在其余部分并未提及“股市”或“金融市场”。

3月3日-23日，上证综合指数触顶下行，接连跌破4000点、3900点、3800点，创2025年9月24日来新低，主因美伊战争扩大化，其中，3月19日-3月23日加速下跌主因以色列轰炸伊朗能源基础设施，以及美联储议息会议与新闻发布会上鲍威尔的鹰派发言。

展望后市，我们认为“逢低加仓”可能是未来一段时间A股市场投资的较优策略。客观而言，美伊战争破朔迷离，双方的决策可能就在一念之间，为资本市场带来较大不确定性。在此背景下，需要我们“在不确定性中寻找确定性”，退一步说，在不确定性中寻找相对确定性或者大概率事件。我们认为，拉长长时间看，资本市场面临两个确定性事件或大概率事件。

第一，美联储终将降息。当前美伊战争有所缓和，使得国际油价出现一定幅度下行。如果后期美伊战争再度紧张，则国际油价大幅上行推升美国CPI同比，压低美联储降息概率，同时加大美联储加息概率。但是美国通胀高企终将利空美国宏观经济，使得美国失业率在目前中高位的基础上进一步上行，进而进一步利空美国宏观经济，使得美国通胀下行。最终的结果是，美国失业率进一步上行，美国CPI进一步下行，使得美联储根据相关利率决策规则，下调联邦基金目标利率。

第二，美伊战争终将结束。特朗普就任初期的整体支持率为47%，自2025年夏季以来基本维持在40%左右，但是2026年3月25日的路透社和益普索集团的调查显示，特朗普的支持率从上周的40%降至36%。即使特朗普的“商人”本性大概率使得其在触及美国核心利益时，对伊朗做出让步，但是外交与军事上的失败，使得特朗普与共和党大概率在中期选举失败。如果特朗普面对伊朗的强硬态度不做出让步，派遣美军地面进攻伊朗本土，则巨大的人员伤亡可能会使得美国掀起反战浪潮，最终使得特朗普的支持率大幅下滑，失去对国会的控制权。在这一情形下，美国国会大概率限制特朗普政府发动战争的权力，使得美国从伊朗退兵。

我们认为，拉长长时间周期看，美联储降息以及美伊战争结束，均对包括A股在内的全球资本市场形成利多。如果这一判断成立，则“逢低加仓”可能是未来一段时间A股市场投资的合适策略。**值得指出的是**，何时“逢低加仓”，需要我们进一步跟踪观察。

风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表英大证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“英大证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

本报告版权归“英大证券有限责任公司”所有，未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

资质声明：

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。