



● 主要结论

国信期货交易咨询业务资格
证监许可【2012】116号

分析师：张俊峰

从业资格号：F03115138

投资咨询号：Z0022483

电话：021-55007766-305163

邮箱：15721 @guosen.com.cn

中国宏观经济基本面。1-2月我国出口非常强劲，社零和固投不及预期。

(1) 规上工业增加值方面，1-2月同比增长6.3%，增速较去年同期扩大0.4个百分点；工业生产相对稳定，私营企业表现较好。(2) 社零方面，1-2月同比增长2.8%，增速较去年同期收窄1.2个百分点，较去年末扩大1.9个百分点；消费表现不及预期，商品零售增幅不高。(3) 固投方面，1-2月同比增长1.8%，增速较去年同期收窄2.3个百分点；1-2月，民间固定资产投资同比下降2.6%，增速较去年同期收窄2.6个百分点；固投总体不及预期，基建发挥支撑作用。(4) 出口方面，按美元计，1-2月出口较去年同期增长21.8%；出口总量为历史同期最高规模，且增幅较好，出口表现强劲。

中国宏观核心指标。2月我国货币供给总量维持相对高增速，结构性矛盾延续改善。(1) 货币供给方面，2月货币供给总量维持相对高增速，M2同比增长9.0%、社融存量同比增长8.2%；结构性矛盾延续改善，M1同比增长5.9%。(2) 物价水平方面，2月CPI同比涨幅有所扩大、上涨1.3%，PPI同比跌幅延续收窄、下降0.9%。(3) 企业利润和库存方面，1-2月利润同比大幅增长、同比增长15.2%，2月末库存相对回升、同比上涨6.6%。(4) 制造业景气度方面，2月制造业景气度PMI相对不佳、为49.0%。

美元指数。美以伊战争推升国际油价，美元指数大幅上行。(1) 受美以伊战争的影响，3月国际原油价格短时间大幅上行，近日处在90至100美元/桶区间。(2) 高油价压制美联储降息预期，且带动日元等非美货币相对走强，美元指数强势上涨。(3) 国际油价决定美国通胀水平，美联储短期或相对偏鹰；中性预计，美联储年内仍有降息空间，或推后至四季度。(4) 美元指数短期或高位震荡运行，区间或为99至100。后期，如果国际油价由高位相对回落，且美元兑日元由高位逐步回调，美元指数或相对走低。但是，如果国际原油价格再度大幅上行，将推升美元指数再度走高。

人民币汇率。人民币维持区间震荡，后期或震荡偏强。(1) 根据2025年中央经济工作会议以及2026年政府工作报告的部署，2026年我国将继续实施适度宽松的货币政策。(2) 近期，在岸美元兑人民币总体震荡运行，区间为6.85至6.93。(3) 我国1-2月出口非常强劲，叠加美国总统特朗普计划访华，有利于人民币相对升值。并且，目前中东地缘局势扰动全球经济，中国经济相对稳健，有利于吸引海外投资。(4) 中性预计，4月，人民币或震荡相对偏强运行，在岸美元兑人民币区间或为6.80至6.95。当然，仍需关注美以伊战争的影响。(5) 2026年人民币总体或震荡偏强，在岸美元兑人民币宽幅区间或为6.6至7.3。

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



一、重要会议和政策

表：2026年3月重要会议和政策

时间	重要会议和政策
3月6日	根据中国人民银行的新闻，中国人民银行行长潘功胜出席十四届全国人大四次会议经济主题记者会时表示，在资本市场方面，我们将会同证监会实施好支持资本市场的结构性货币政策工具，支持中央汇金公司发挥类“平准基金”作用，增强资本市场的内在稳定性和活力。同时，我们也正在研究建立特定情形下对非银机构的流动性支持机制。
3月8日	(1) 根据新华社3月8日下午14点左右的新闻，据伊朗媒体8日报道，伊朗专家会议已就新的最高领袖人选作出最终决定。报道援引阿亚图拉米尔巴盖里的话说，专家会议成员为确定最高领袖作出巨大努力，代表多数人意见的最终决定已经作出。报道没有透露新的最高领袖姓名。(2) 根据新华网3月7日上午10时左右的报道，美国媒体6日援引消息人士的话报道说，美国总统特朗普私下表达了对在伊朗境内部署美军地面部队的“浓厚兴趣”。据美国全国广播公司报道，特朗普曾与助手和共和党官员讨论向伊朗部署地面部队的想法。消息人士称，特朗普表达了对该想法的浓厚兴趣，但相关设想的重点并不在“对伊朗进行大规模地面入侵”，而是倾向于“派遣一支小规模美军部队，用于（实现）特定战略目标”。消息人士还称，特朗普尚未就地面部队问题做出任何决定或下达任何命令。(3) 根据央视3月7日上午10时左右的报道，当地时间3月7日，俄罗斯总统特别代表德米特里耶夫在社交媒体上表示，由于西方制裁已证明对世界经济有害，俄罗斯正在和美国讨论放松对俄制裁的相关问题。此前有消息称，美国财政部部长贝森特表示将放松对俄罗斯石油的制裁措施。(4) 根据新华社3月7日上午9时左右的报道，伊朗6日表示，目前没有关闭霍尔木兹海峡的计划，并否认有关伊朗已经全面封锁该海峡的说法。据伊朗半官方媒体塔斯尼姆通讯社6日报道，伊朗伊斯兰革命卫队一名高级军官在国家电视台表示，一些媒体称伊朗已经关闭霍尔木兹海峡的说法并不准确。“我们被一些人指责关闭海峡，但事实上伊朗并没有关闭这条海峡。”这名高级军官表示，伊朗将按照国际航行规则处理相关海域航运问题。伊朗国家电视台6日还援引伊朗军方消息报道说，“霍尔木兹海峡仍然开放，但任何属于美国或以色列的船只都将成为目标”。
3月10日	根据央视和新华社3月10日早间6点左右的报道，当地时间9日，美国总统特朗普在佛罗里达州迈阿密市举行的一场新闻发布会上称，对伊朗的战事“很快”会结束，但“不会”在本周结束。由于美国和以色列对伊朗的袭击造成市场动荡，他将取消一些与石油相关的制裁，以平抑油价。
3月13日	(1) 根据财联社3月13日早间7点左右的报道，根据美国财政部网站，美国发布新的涉俄通用许可证。美国颁发的许可证允许自3月12日起销售已装载于船舶上的俄罗斯原油和石油产品，截至美东时间4月11日零时01分前可销售此类俄罗斯原油及石油产品。(2) 根据央视新闻3月13日早间6点左右的报道，当地时间12日，伊朗副外长拉万奇在接受媒体采访时表示，伊朗允许部分国家的船只通过霍尔木兹海峡。拉万奇说，一些国家与伊朗就霍尔木兹海峡通航问题进行了讨论，伊朗与他们进行了合作，但参与侵略伊朗的国家不享有霍尔木兹海峡的“安全通行权”。拉万奇还表示，伊朗并未在霍尔木兹海峡水域布雷。(3) 根据央视新闻3月12日晚间21点左右的报道，当地时间12日，伊朗最高领袖穆杰塔巴·哈梅内伊说，不会放弃复仇，霍尔木兹海峡将继续关闭。
3月15日	(1) 根据央视新闻3月15日早间8点左右的报道，当地时间3月14日，美国总统特朗普称，伊朗已表示愿意就停火进行谈判，但目前提出的条件“还不够好”，因此美国暂时不会与伊朗达成结束战争的协议。在能源与航运问题上，特朗普表示，美国正与多个国家合作制定保障霍尔木兹海峡安全的计划。特朗普称，多个国家已承诺参与相关行动，但他未透露具体有



	<p>哪些国家。(2)根据新华社3月14日晚间18点左右的消息,据伊朗迈赫尔通讯社14日报道,哈尔克岛局势已得到控制,防御系统遭袭后不久便重新启动。报道称,哈尔克岛遭袭后,经初步观察和评估,岛上重要的石油基础设施未受到任何破坏,相关作业仍在继续。哈尔克岛所有石油行业员工未受任何伤害。(3)根据央视财经3月14日晚间18点左右的消息,据路透社等媒体13日报道,能源需求大国印度目前正与伊朗方面进行新一轮紧急谈判,以确保大约20艘油轮安全通过霍尔木兹海峡。</p>
3月16日	<p>根据新华社的报道,当地时间3月15日-16日,中美经贸中方牵头人、国务院副总理何立峰与美方牵头人、美国财政部长贝森特和贸易代表格里尔在法国巴黎举行经贸磋商。双方以中美两国元首重要共识为引领,围绕关税安排、促进双边贸易投资、维护已有磋商共识等彼此关心的经贸议题,进行了坦诚、深入、建设性的交流磋商,形成了一些新的共识,并将继续保持磋商。双方同意,研究建立促进双边贸易投资的合作机制,继续发挥好中美经贸磋商机制作用,加强对话沟通,妥善管控分歧,拓展务实合作,推动双边经贸关系持续稳定向好。</p>
3月18日	<p>根据环球网的报道,外交部发言人林剑主持3月18日例行记者会。会上有记者提问称,美国总统特朗普称他将推迟外界高度关注的对华访问,访问可能在未来五六周进行。请问中方对此次会晤有何期待?林剑对此表示,元首外交对中美关系发挥着不可替代的引领作用。中美双方将继续就特朗普总统访华一事保持沟通。</p>
3月19日	<p>根据央视3月19日早间6点左右的报道,当地时间18日,美国官员称,在以色列袭击了伊朗南帕尔斯天然气田之后,美国总统特朗普表示“不希望再发生针对伊朗能源设施的袭击”。美国官员称,特朗普提前获悉了以色列对南帕尔斯气田的袭击计划,并表示支持,意在借此向伊朗传递信息,以“回应其封锁霍尔木兹海峡的行为”。据美方官员称,特朗普认为“伊朗已领会了这一信息”,因此目前他反对继续袭击伊朗的能源基础设施。不过,视伊朗未来在该战略水道上的举动而定,特朗普仍有可能再次考虑将更多伊朗能源设施列为打击目标。</p>
3月19日	<p>(1)根据美联储3月19日的消息,维持联邦基金目标利率在3.5%至3.75%不变。(2)根据日本央行3月19日的消息,维持政策利率0.75%不变。(3)根据欧洲央行3月19日的消息,维持三大政策利率不变。(4)根据英国央行3月19日的消息,维持政策利率3.75%不变。</p>
3月22日	<p>(1)根据央视新闻3月22日下午14点左右的报道,据伊朗方面22日消息,伊朗驻国际海事组织代表表示,伊朗允许非“敌方”船只通过霍尔木兹海峡,但需与伊朗就安全问题进行协调并作出相关安排。代表称,伊朗将与国际海事组织合作改善航行安全状况,保护海员安全。(2)根据央视新闻3月22日上午9点左右的报道,当地时间22日凌晨,伊朗武装部队哈塔姆·安比亚中央司令部警告称,根据此前的警告,若伊朗的燃料与能源基础设施遭袭,美国及其盟友在该地区的所有能源基础设施、信息技术系统和海水淡化设施都将成为打击目标。(3)根据央视新闻3月22日上午8点左右的报道,当地时间3月21日,美国总统特朗普在社交平台“真实社交”发文称,如果伊朗未能在48小时内,在毫无威胁的情况下全面开放霍尔木兹海峡,美国将对其境内的各类发电厂实施打击并将其彻底摧毁,首当其冲的将是其中规模最大的一座。(4)根据新华社3月21日下午16点左右的消息,据日本共同社21日报道,伊朗外交部长阿拉格齐说,伊朗希望彻底、全面、持久地结束战争,而不是临时停火。(5)根据新华社3月21日早间5点左右的消息,3月20日美国总统特朗普在其社交媒体“真实社交”发文表示,随着他们考虑逐步降级在中东针对伊朗政权所开展的各项重大军事行动,他们已非常接近实现既定目标。(6)根据CCTV国际时讯3月20日晚间19点左右的消息,据美国“阿克西奥斯新闻网(Axios)”3月20日援引知情人士报道,特朗普政府正考虑通过占领或封锁伊朗哈尔克岛,向伊朗施压,迫使其重新开放霍尔木兹海峡。多名知情人士称,相关方案仍在评估之中,尚未作出最终决定。</p>
3月23日	<p>(1)根据新华社3月23日晚间23点左右的消息,伊朗塔斯尼姆通讯社等媒体今天(3月23日)报道,伊朗方面否认伊朗伊斯兰议会议长卡利巴夫正在参与和美国方面的谈判。(2)根</p>



	<p>据新华社3月23日晚间21点左右的报道，美国总统特朗普23日对美国媒体说，伊朗“非常想达成协议”，美伊“可能在5天内甚至更短时间内”达成协议。特朗普还说，美方“非常有意向与伊朗达成协议”。伊朗方面否认与美国进行了对话。(3)根据央视新闻3月23日晚间19点左右的报道，当地时间23日，美国总统特朗普在社交媒体平台“真实社交”发文称，“美国和伊朗在过去两天进行了非常良好和富有成效的对话”。特朗普称，已指示暂停对伊朗发电厂和能源基础设施的一切军事打击，为期五天。</p>
<p>3月25日</p>	<p>根据央视新闻3月25日早间5点左右的报道，当地时间3月24日，央视记者获悉，美国政府通过巴基斯坦向伊朗提出一份包含15项条件的结束冲突方案，涵盖核计划、导弹能力及地区问题。据称，美方主要要求包括：伊朗解除现有核能力、承诺不发展核武器、禁止在本土进行铀浓缩、移交约60%高丰度浓缩铀库存、拆除纳坦兹、伊斯法罕及福尔多等核设施，并允许国际原子能机构(IAEA)全面核查等。同时，美方还要求伊朗停止支持地区盟友武装，禁止对其提供资金、指挥及武器支持，并限制弹道导弹的规模与射程，仅用于防御用途，同时确保霍尔木兹海峡保持开放。作为交换条件，伊朗可能获得全面解除国际制裁、美国支持其发展民用核项目，以及取消“快速恢复制裁”机制。据了解，美方正考虑推动为期一个月的停火，以便就上述条款展开进一步谈判。该方案由包括贾里德·库什纳和史蒂夫·威特科夫在内的特朗普顾问推动。</p>
<p>3月26日</p>	<p>根据中国外交部的消息，2026年3月26日外交部发言人林剑主持例行记者会。共同社记者：美国总统特朗普宣布，他将于5月14日至15日对中国进行国事访问。中方能否确认相关日程安排？林剑：元首外交对中美关系发挥着不可替代的战略引领作用。中美双方就特朗普总统访华事保持着沟通。</p>
<p>3月27日</p>	<p>根据CCTV国际时讯3月27日早间4点左右的报道。当地时间3月26日下午，美国总统特朗普在其社交媒体“真实社交”上发文表示，“应伊朗政府请求，特此声明：我将把针对(伊朗)能源设施的打击再推迟10天，至美国东部时间2026年4月6日晚8点。”特朗普还称，“(与伊朗的)谈判正在进行中，尽管假新闻媒体及其他方面发表了错误的相反言论，但谈判进展非常顺利。”</p>
<p>3月27日</p>	<p>根据中国商务部的消息，商务部新闻发言人就对美启动两项贸易壁垒调查答记者问。问：我们注意到商务部发布两则公告，对美国有关措施和做法启动两项贸易壁垒调查，能否介绍相关情况？答：美国贸易代表办公室于北京时间3月12日以“产能过剩”为由对中国等16个经济体发起301调查，又于3月13日以“未有效禁止强迫劳动产品进口”为由对中国等60个经济体发起301调查。中方对此强烈不满，坚决反对。为坚决维护中国相关产业利益，依据《中华人民共和国对外贸易法》和《对外贸易壁垒调查规则》有关规定，针对美对华两起301调查，商务部于3月27日对外发布两则公告，分别就美国破坏全球供应链相关做法和措施、美国阻碍绿色产品贸易相关做法和措施，对等发起两项贸易壁垒调查。</p>
<p>3月29日</p>	<p>(1)根据CCTV国际时讯3月29日早间8点左右的报道，美国《华盛顿邮报》当地时间3月28日报道称，美国国防部正为“在伊朗展开为期数周的地面行动”做准备。消息人士称，如果美国总统特朗普批准相关计划，将标志着战争进入新阶段，风险可能“显著高于此前数周”。报道称，目前已有数千名美军士兵、海军陆战队队员抵达中东地区。(2)根据央视新闻3月29日早间8点左右的报道，巴基斯坦副总理兼外长达尔28日称伊朗政府已同意新增放行20艘巴基斯坦籍船只通过霍尔木兹海峡，今后每天将有两艘船通过该海峡。(3)根据新华社3月28日晚间18点左右的报道，马来西亚外交部长穆罕默德28日说，伊朗政府已允许数艘滞留在霍尔木兹海峡的马来西亚油轮通行。(4)根据新华社3月28日下午14点左右的报道，泰国总理阿努廷28日说，泰国外交部近期与相关国家积极沟通，根据目前与伊朗方面达成的协议，泰国油轮能够安全通过霍尔木兹海峡。</p>

数据来源：新华社等、国信期货



二、中国宏观经济基本面

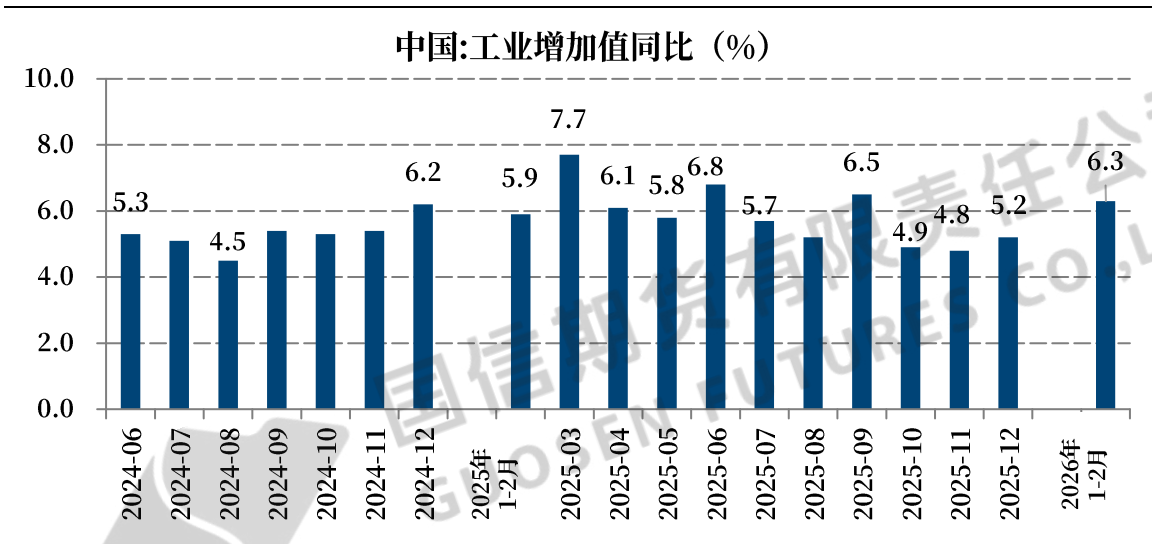
(一) 规上工业增加值

工业生产相对稳定，私营企业表现较好。2026年1-2月，规模以上工业增加值同比实际增长6.3%，增速较去年同期扩大0.4个百分点。

分三大门类看，2026年1-2月，采矿业增加值同比增长6.1%，制造业增长6.6%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长4.7%。

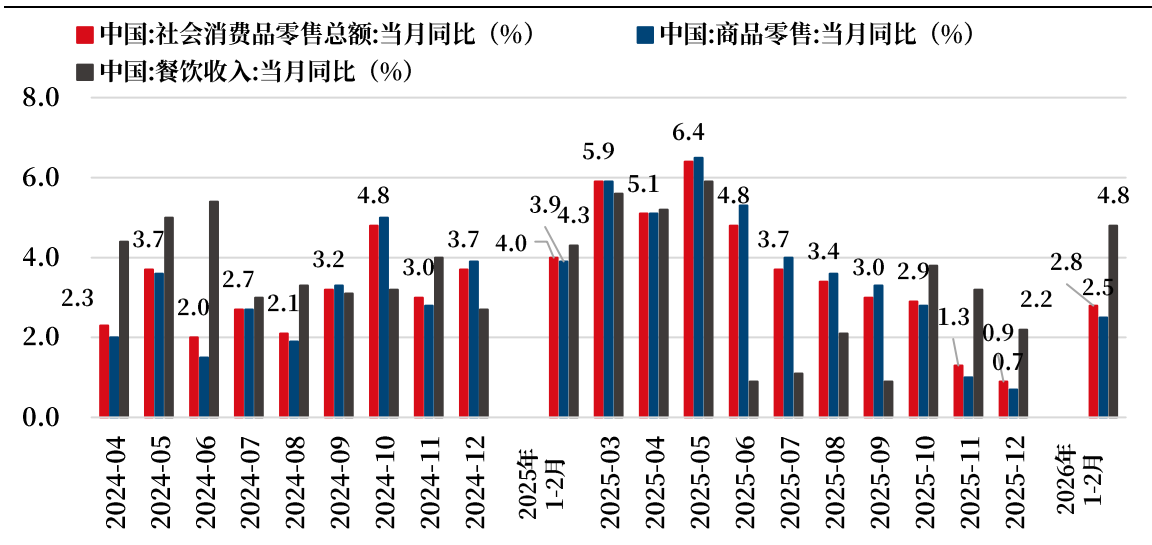
分经济类型看，2026年1-2月，国有控股企业增加值同比增长4.2%；股份制企业增长6.9%，外商及港澳台投资企业增长4.0%；私营企业增长7.4%。

图1：工业增加值



数据来源：Wind 国信期货

图2：社会消费品零售



数据来源：Wind 国信期货



(二) 社会消费品零售

消费表现不及预期，商品零售增幅不高。2026年1-2月，社会消费品零售总额8.61万亿元，同比增长2.8%，增速较去年同期收窄1.2个百分点，较去年末扩大1.9个百分点。

按消费类型分，2026年1-2月，餐饮收入同比增长4.8%，增速较去年同期扩大0.5个百分点；商品零售同比增长2.5%，增速较去年同期扩大收窄1.4个百分点。

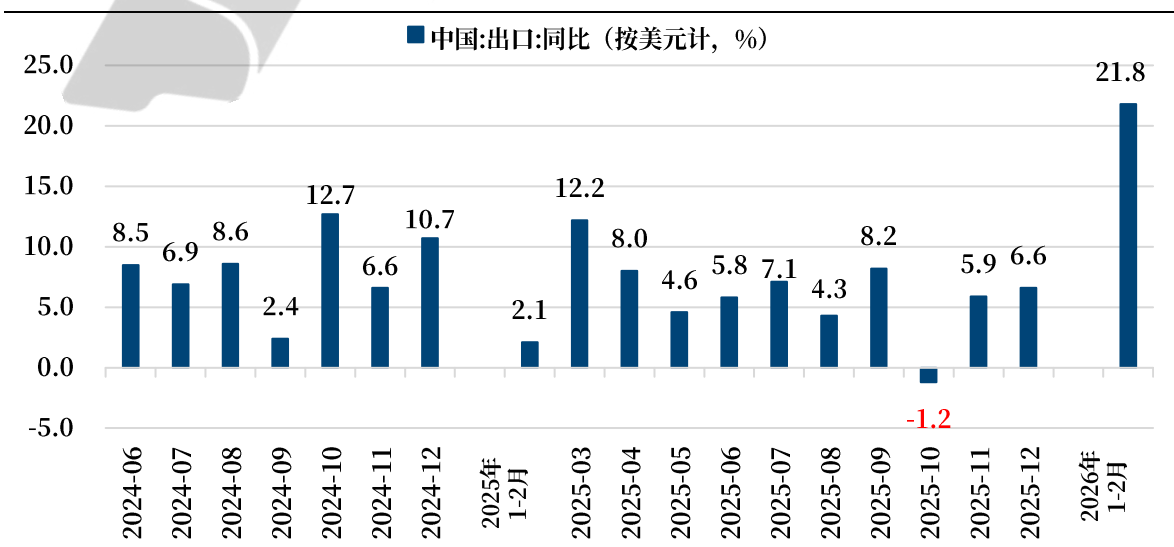
(三) 进出口

2026年1-2月出口总量表现强劲、好于预期。按美元计，2026年1-2月，全国进出口总值10995.4亿美元，较去年同期上涨21%；出口总值为6565.8亿美元，较去年同期增长21.8%；进口总值为4429.6亿美元，较去年同期上涨19.8%；贸易顺差2136.2亿美元。从规模来看，今年1-2月出口总量为历史同期最高规模，且增幅较好。美国特朗普政府大规模关税政策被判违法后，重新加征临时关税；总体而言，我国商品竞争力相对提高，有利于出口进一步改善。

从规模来看，今年1-2月出口总量为历史同期最高规模，且增幅较好。美国特朗普政府大规模关税政策被判违法后，重新加征临时关税；总体而言，我国商品竞争力相对提高，有利于出口进一步改善。并且，目前美以伊战争相对缓和，全球经济下行风险大幅降低。

从地区来看，对东盟和对欧盟出口增长强劲，对美国出口下降幅度已经大幅收窄。按美元计，我国对外出口规模前三的经济体分别为东盟、欧盟和美国。对东盟出口，按美元计，2026年1-2为1126亿美元，较去年同期增长29.4%，对东盟出口强劲。对欧盟出口，按美元计，2026年1-2为1010亿美元，较去年同期增长27.8%，对欧盟出口同样表现强劲。对美国出口，按美元计，2026年1-2为672亿美元，较去年同期下降11.0%。2025年1-12月对美出口下降20%，目前，对美出口跌幅已经大幅收窄。

图3：出口



数据来源：Wind 国信期货

(四) 固定资产投资及房地产

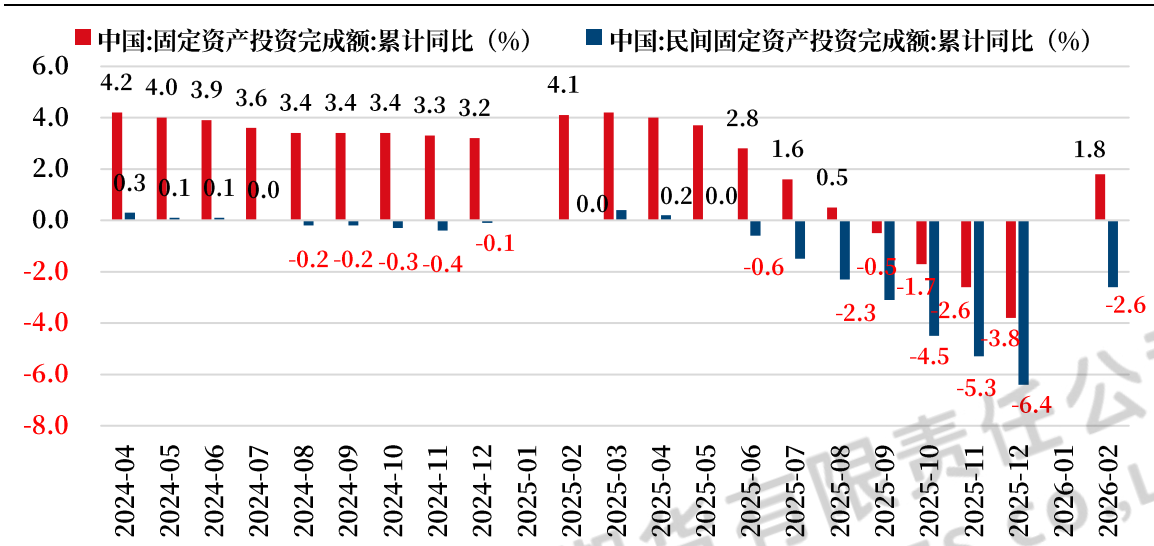
固投总体不及预期，基建发挥支撑作用。2026年1-2月，全国固定资产投资（不含农户）5.27万亿元，



同比增长 1.8%，增速较去年同期收窄 2.3 个百分点。1-2 月，民间固定资产投资同比下降 2.6%，增速较去年同期收窄 2.6 个百分点。值得注意的是，2025 年固投表现为前高后低，2026 年固投同比增速有望逐步抬升，全年累计增速或维持正增长。

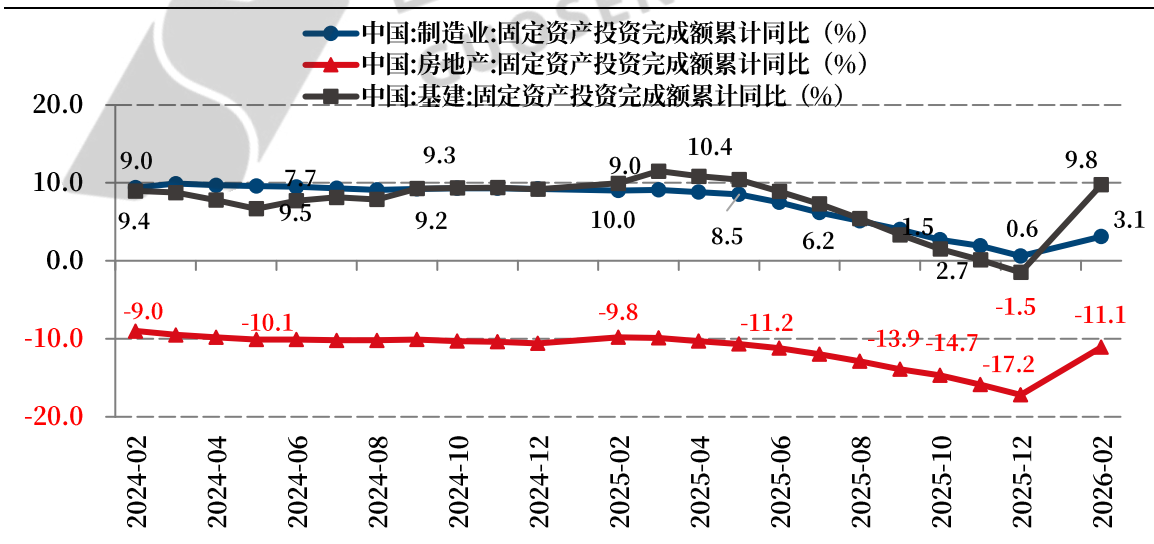
分三大产业来看，分领域看，1-2 月基础设施投资同比增长 9.8%、相对稳健，制造业投资同比增长 3.1%、不及预期，房地产开发投资同比下降 11.1%、跌幅仍然较大。

图 4：固定资产投资



数据来源：Wind 国信期货

图 5：分行业固定资产投资

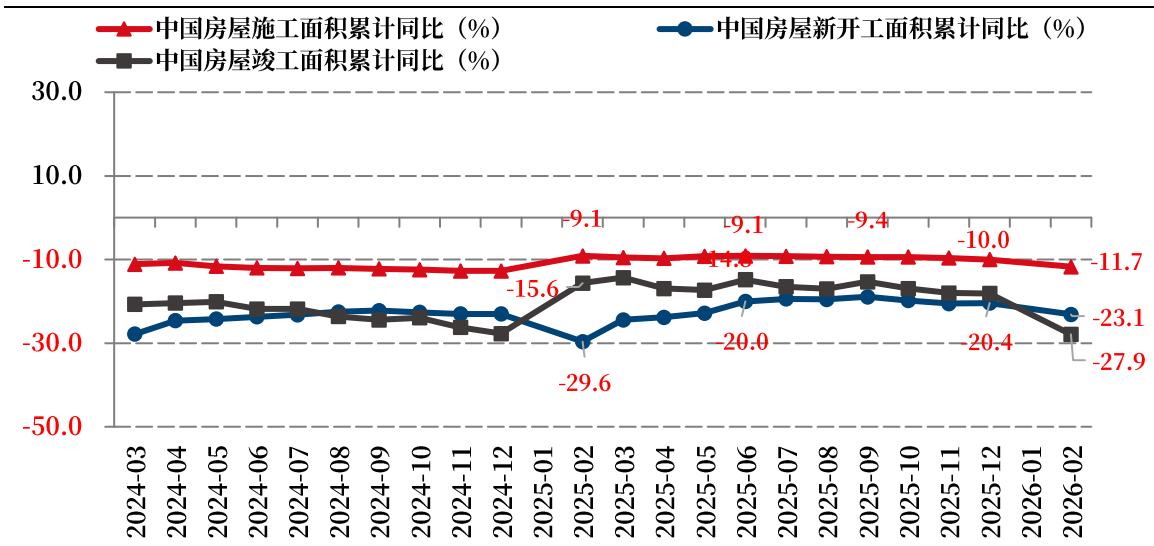


数据来源：Wind 国信期货

房地产供需总体仍然不佳，需求侧压力有所缓解。房地产供给侧方面，1-2 月，房地产开发企业房屋施工面积同比下降 11.7%；房屋新开工面积同比下降 23.1%；房屋竣工面积同比下降 27.9%；房地产开发企业到位资金同比下降 16.5%。房地产需求侧方面，1-2 月，新建商品房销售面积同比下降 13.5%；新建商品房销售额同比下降 6.5%；2 月末，商品房待售面积同比增长 0.1%，商品房销售压力总体缓解。

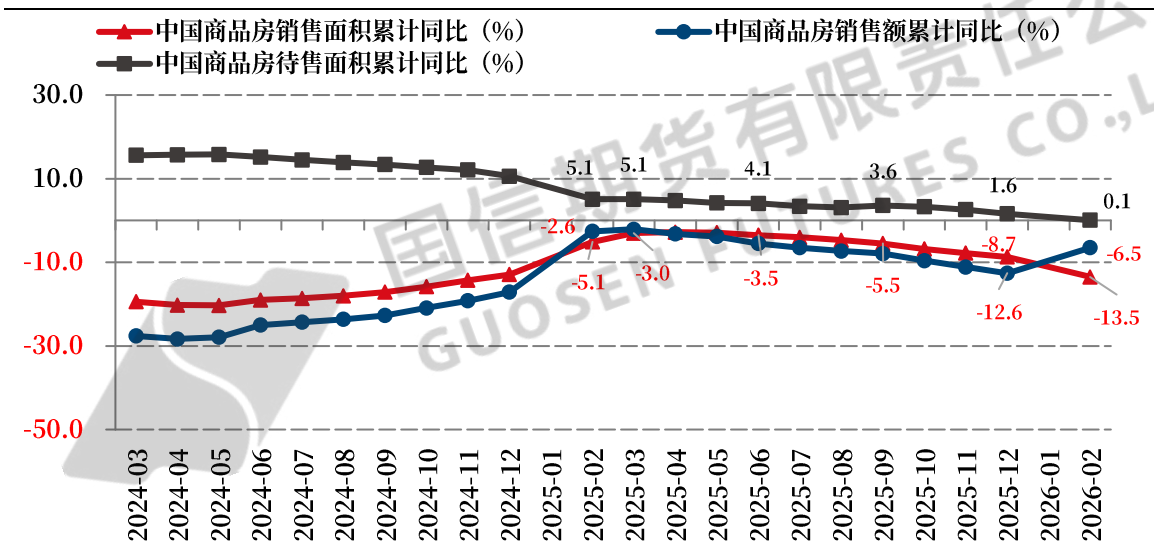


图 6：房地产施工、新开工和竣工



数据来源：Wind 国信期货

图 7：商品房销售面积、销售金额、待售面积



数据来源：Wind 国信期货

三、中国宏观核心指标

(一) 货币供给

2 月货币供给总量维持相对高增速，结构性矛盾延续改善。2 月末，广义货币（M2）同比增长 9.0%；狭义货币（M1）同比增长 5.9%；流通中货币（M0）同比增长 14.1%。2 月末，社会融资规模存量（简称“社融存量”）同比增长 8.2%；2 月社会融资规模增量（简称“社融增量”）为 2.38 万亿元；2026 年前两个月社融增量累计为 9.6 万亿元，比上年同期多 3162 亿元。

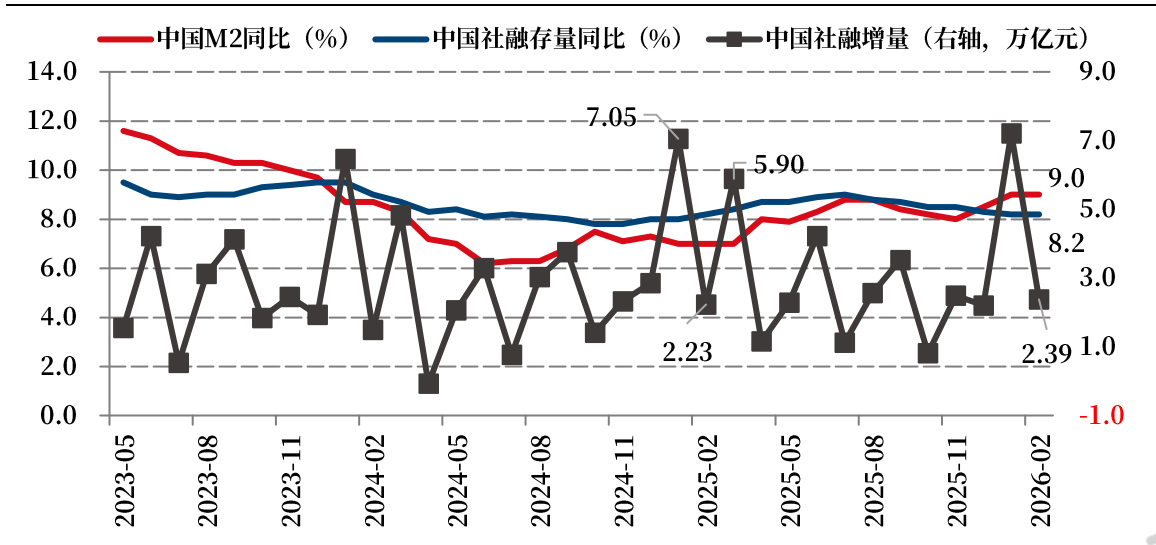
(1) 货币供给总量方面，2 月 M2 同比增速维持 9.0%，社融存量同比增速维持 8.0% 以上，总体稳定。

(2) 货币供给结构性方面，2 月 M1 同比增速回升至 5.9%，较 1 月末扩大 1.0 个百分点。(3) 社融增量方面，由于春节假期的影响，1 月社融增量出现季节性回调，总体相对稳定。其中，2 月政府债券新增 1.4 万



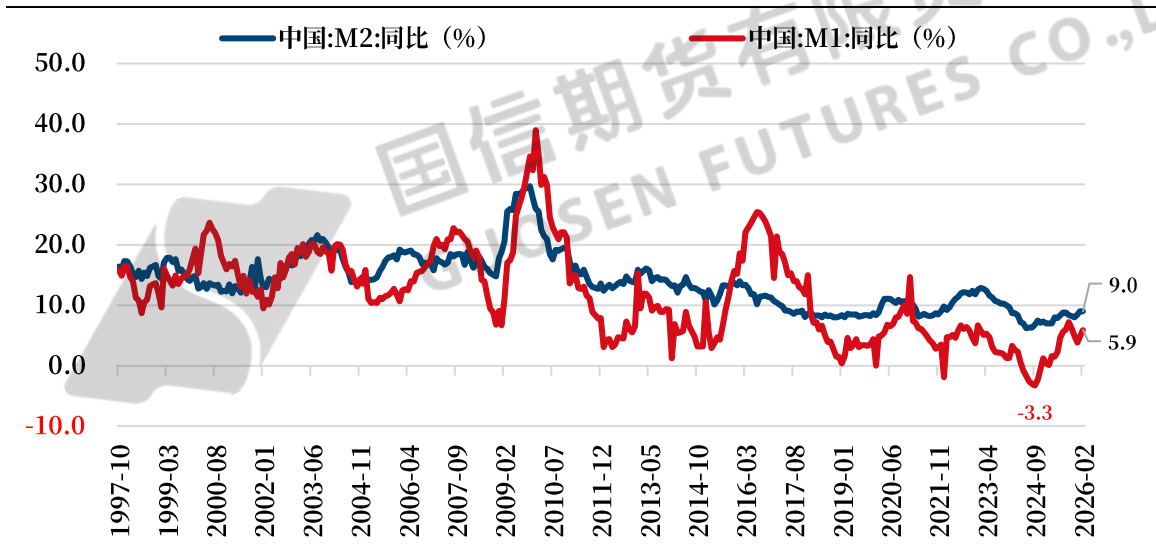
亿元，表现较好。

图 8：社融和 M2



数据来源：Wind 国信期货

图 9：M1 和 M2



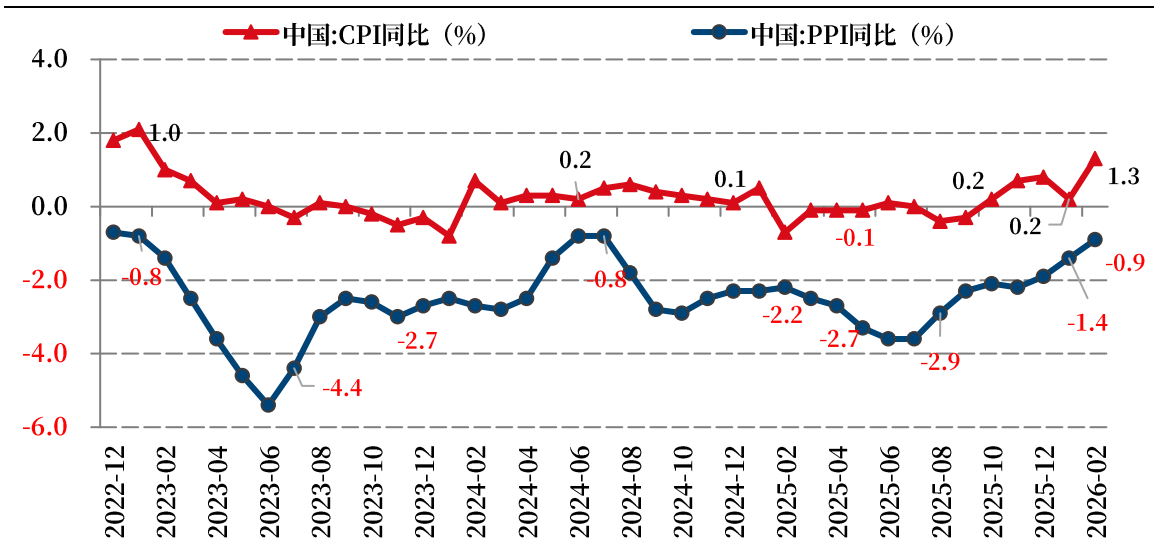
数据来源：Wind 国信期货

(二) 物价水平

2月CPI同比涨幅有所扩大，PPI同比跌幅延续收窄，以上变化部分原因来自春节的错月因素。2月全国居民消费价格指数（CPI）同比上涨1.3%，涨幅较1月扩大1.1个百分点；2月工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.9%，跌幅较1月收窄0.5个百分点。2月CPI同比中，猪肉价格向下拉动作用有所降低，影响CPI下降约0.17个百分点；鲜菜、牛肉、羊肉和鲜果价格合计影响CPI同比上涨约0.41个百分点。2月，PPI中，生产资料价格下降0.7%，影响PPI下降约0.55个百分点；生活资料价格下降1.6%，影响PPI下降约0.35个百分点。由于3月，国际原油价格的大幅上行，3月PPI同比或显著回升。



图 10: 物价水平



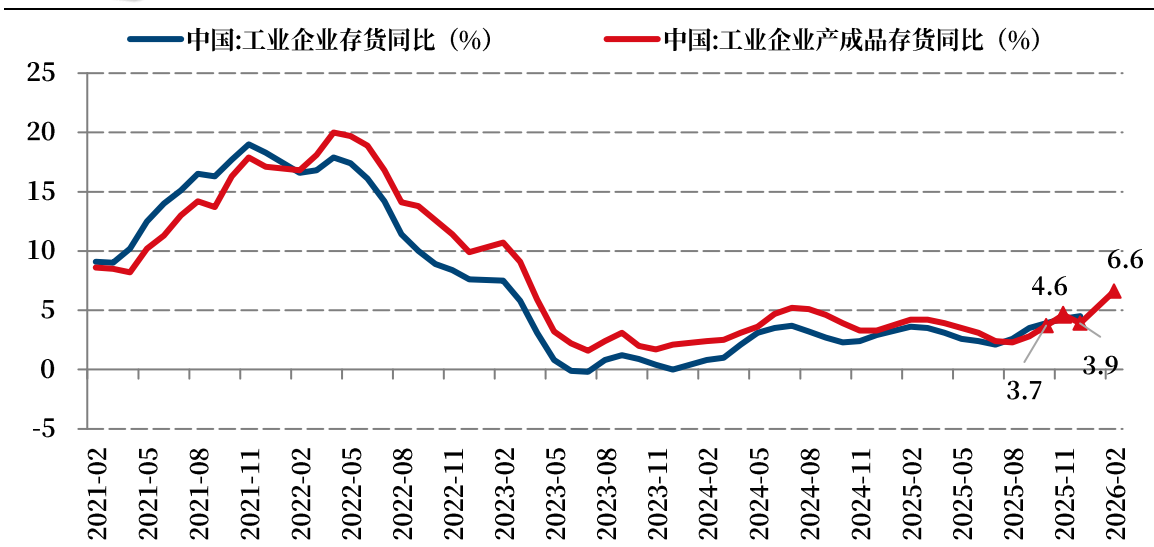
数据来源: Wind 国信期货

(三) 企业利润

利润同比大幅增长, 库存相对回升。2026 年 1-2 月全国规模以上工业企业 (简称“规上工业企业”) 实现利润总额 1.02 万亿元, 同比增长 15.2%, 相较于去年同期由跌转涨, 且涨幅较好。2 月末, 规上工业企业产成品存货 (即库存), 同比上涨 6.6%, 涨幅较去年同期扩大 2.4 个百分点, 较去年末扩大 2.7 个百分点。

1-2 月, 规上工业企业利润同比大幅增长, 与近期价格相对回升、出口强劲以及去年同期基数较低等原因均有一定关联。同时, 2 月末企业库存相对回升。分企业类型来看, 私营企业利润同比大幅增长 37.2%, 国有控股企业利润同比小幅增长 5.3%, 外商及港澳台商企业利润同比下滑 3.8%。分行业来看, 制造业同比大幅增长 18.9%, 采矿业同比增长 9.9%, 公用事业增长 3.7%。

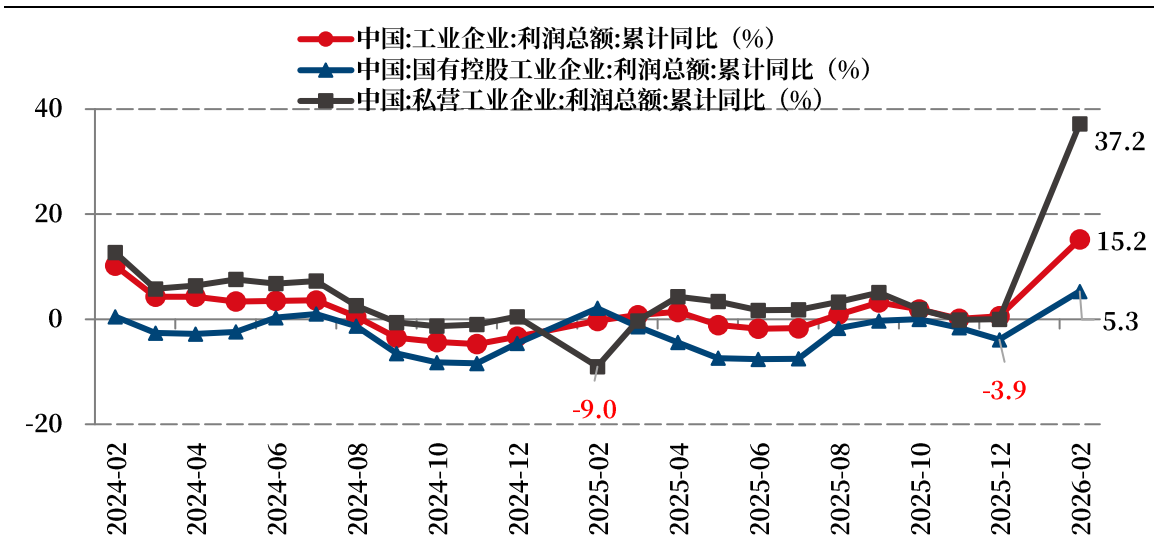
图 11: 规上工业企业库存



数据来源: Wind 国信期货



图 12: 规上工业企业利润



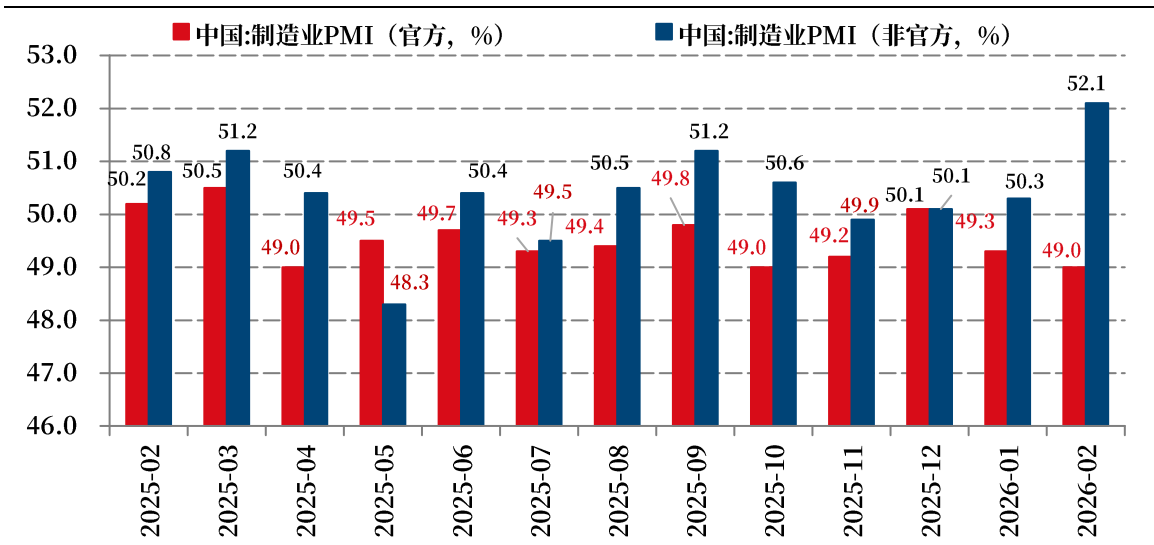
数据来源: Wind 国信期货

(四) 制造业景气度

春节假期效应影响下, 2月制造业景气度相对不佳。2月官方制造业PMI为49.0%, 较1月的49.3%回落0.3个百分点。从官方制造业PMI分类指数来看, 2月, 生产指数为49.6%, 新订单指数为48.6% (新出口订单指数为45.0%), 原材料库存指数为47.5%, 从业人员指数为48.0%, 供应商配送时间指数为49.1%。从非制造业商务活动指数来看, 2月为49.5%, 较1月的49.4%回升0.1个百分点。

春节假期, 部分企业生产经营活动处于相对空闲状态, 2月制造业和非制造业景气指数仍然处于收缩区间; 其中, 生产指数和供应商配送时间指数均由1月微幅扩张回落至收缩, 新订单指数、原材料库存指数以及从业人员指数变化不大。新出口订单指数回落至近1年半的低点。美国最高法院对特朗普政府关税政策裁定违法后, 虽然特朗普加征了临时关税, 但是中国输美商品关税相对降低, 且考虑到中美经贸关系总体处于缓和期, 我国出口或延续改善。

图 13: 制造业景气度



数据来源: Wind 国信期货



四、美元指数和人民币汇率

近期，中东地缘局势、美国关税政策等多个宏观重要事件相互交织，对全球经济和金融市场产生了重要影响。期间，外汇市场同样受到冲击，对美元走势、人民币汇率等均产生了一定扰动，其中美元指数强势上涨，突破 100 整数关口，3 月 13 日盘中最高录得 100.54，表现为 2025 年 5 月底以来的最强水平。但是，与此同时，人民币汇率总体相对稳健，并未出现大幅走贬趋势。

（一）美以伊战争及国际油价

1. 国际原油价格大幅上涨。受美以伊战争的影响，3 月国际原油价格短时间大幅上行。以 WTI 原油价格为例，由 2 月 27 日的收盘价 67.3 美元/桶，在 2 月 28 日至 3 月 9 日的 6 个交易日，最高上涨至 119.48 美元/桶，期间最高涨幅约 78%。同时，国际原油价格近日处在 90 至 100 美元/桶区间，相较于 2 月，国际原油价格大幅上行。

2. 战争持续时间关乎全球经济。目前，美以伊战争仍在持续。虽然美国总统特朗普多次发表结束战争的言论，并且美国和伊朗正开展和谈。但是，关于战争结束时点并无明确的时间点。从美方来看，美国总统特朗普倾向于对伊朗的战争是短期行动，但是，其本人对局势已经失去完全掌控。从以色列来看，相对强硬，并且明确表态要继续刺杀伊朗新的最高领袖，倾向于扩大并持续战争。从伊朗来看，内部声音有分歧，总体维持抵抗，但是新领袖讲话相对克制。因此，从时间上来看，美以伊战争的结束并无确切的时间点。**（1）中性情景。**倾向于认为在接下来的 1 周至 4 周左右，美国或选择逐步退出。**（2）极端情景。**目前来看，如果美以伊战争短期难以结束，且冲突规模不断扩大，且战争持续时间达到 3 到 6 个月以上，尤其是国际原油价格持续处于 90 美元/桶以上，甚至上涨至 150 美元/桶，将对全球经济增长产生极端负面冲击。需要注意的是，该极端情景发生的可能性相对不大。当然，美国总统特朗普就美以伊战争以及和谈进展，多次发表前后矛盾的措辞，且仍然不断增兵中东，各方信息变化较快、形势演绎仍然存在高度不确定性。

3. 战争形式或出现调整。从美国总统特朗普近期的表态来看，美国派遣小规模地面部队进入伊朗领土并执行相关军事行动的可能性仍然存在。但是，相对而言，美军出动大规模地面部队，并对伊朗展开大规模军事行动的可能性不大。后期美以伊战争形式或出现调整，美国或相对退出，转为以色列和伊朗之间的相对零星的冲突。更为重要的是，霍尔木兹海峡的通行情况将决定国际油价。目前，部分船只可获准通行，但是通行量相对不高。

（二）高油价抑制降息，美元指数大幅上行

当前，高油价对美联储货币政策的影响较为突出，美国关税政策以及美国经济基本面数据的影响相对滞后。当然，需要注意的是，高油价对美联储货币政策影响的路径，仍然是基于油价对美国物价水平的潜在推升作用。但是，由于 3 月美国物价水平暂未发布，因此高油价的影响性相对前置。

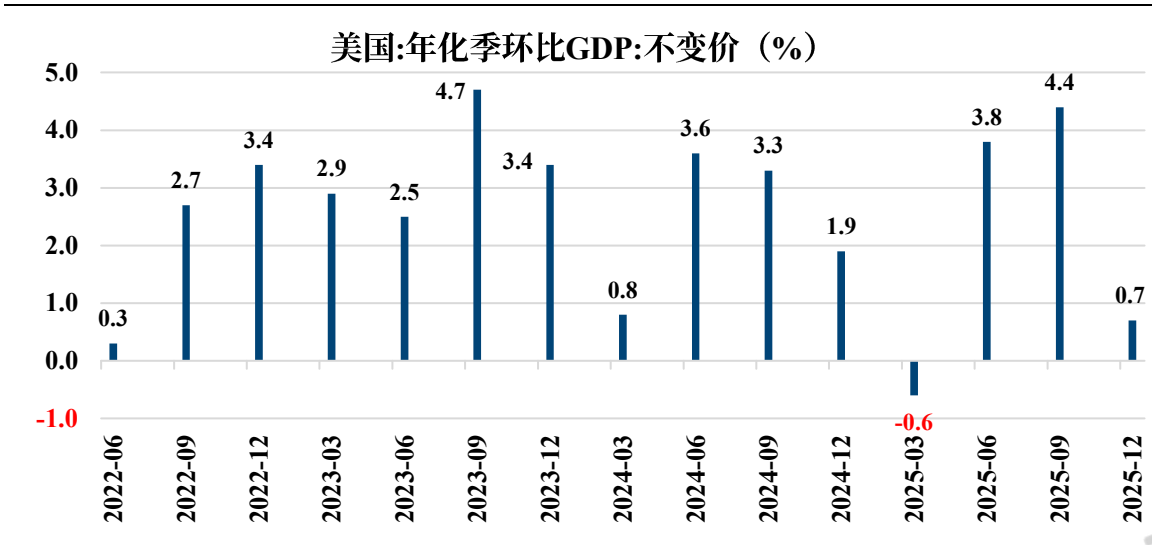
1. 美国 GDP 不及预期。根据美国经济分析局 3 月 13 日的的数据，美国四季度实际 GDP 年化季环比修正值 0.7%、预期 1.4%、前值 1.4%。美国 2025 年四季度 GDP 修正值不及预期，大幅下修，反映出美国四季度 GDP 相对偏弱。

2. 美国物价水平维持低位，但通胀风险陡升。根据美国劳工部 3 月 11 日的的数据，美国 2 月 CPI 同比 2.4%、预期 2.4%、前值 2.4%；美国 2 月核心 CPI 同比 2.5%、预期 2.5%、前值 2.5%。虽然美国 2 月物价水平符合预期，且处于相对低位，但是，由于美以伊战争导致国际原油价格较 2 月大幅上涨，美国 3 月物价



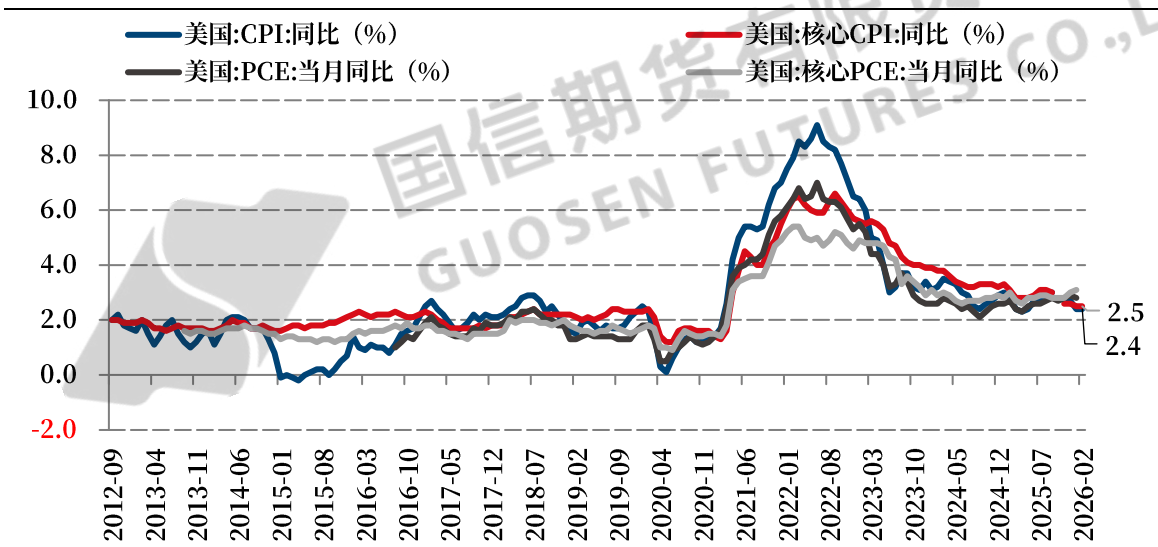
水平或相对上行，进而打压美联储降息预期。

图 14: 美国 GDP



数据来源: Wind 国信期货

图 15: 美国物价水平



数据来源: Wind 国信期货

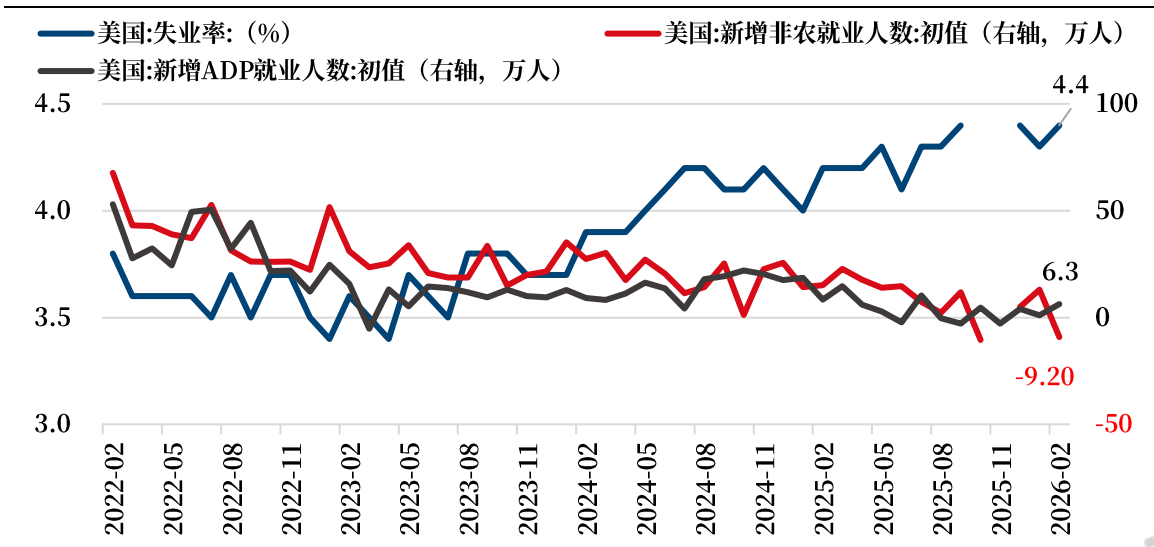
3. 美国劳动力市场总体偏弱。 (1) 根据美国 ADP 公司 3 月 4 日的数据，美国 2 月 ADP 就业人数变动新增 6.3 万人、预期 5 万人、前值由 2.2 万人修订为 1.1 万人。美国 2 月 ADP 数据表现好于预期，总体相对常规。(2) 根据美国劳工部 3 月 6 日的数据，美国 2 月失业率 4.4%、预期 4.3%、前值 4.3%，美国 2 月非农就业人口萎缩 9.2 万人、预期新增 5.5 万人、前值新增 13 万人。美国 2 月非农就业人口出现较大萎缩，且 2 月失业率略有上升，反映出美国劳动力市场总体较弱。

4. 美国特朗普政府已经启动两项 301 调查。 2 月底，美国最高法院判决美国特朗普政府大规模关税政策违法后，特朗普政府不但加征了 10% 的临时关税（且威胁提升至 15%）还启动了两项 301 调查。(1) 美东时间 3 月 12 日，美国贸易代表办公室宣布，以“未禁止进口强迫劳动产品”为由对包括中国在内的 60 个经济体发起 301 调查。(2) 美东时间 3 月 11 日，美国贸易代表办公室宣布，以“产能过剩”为由，对



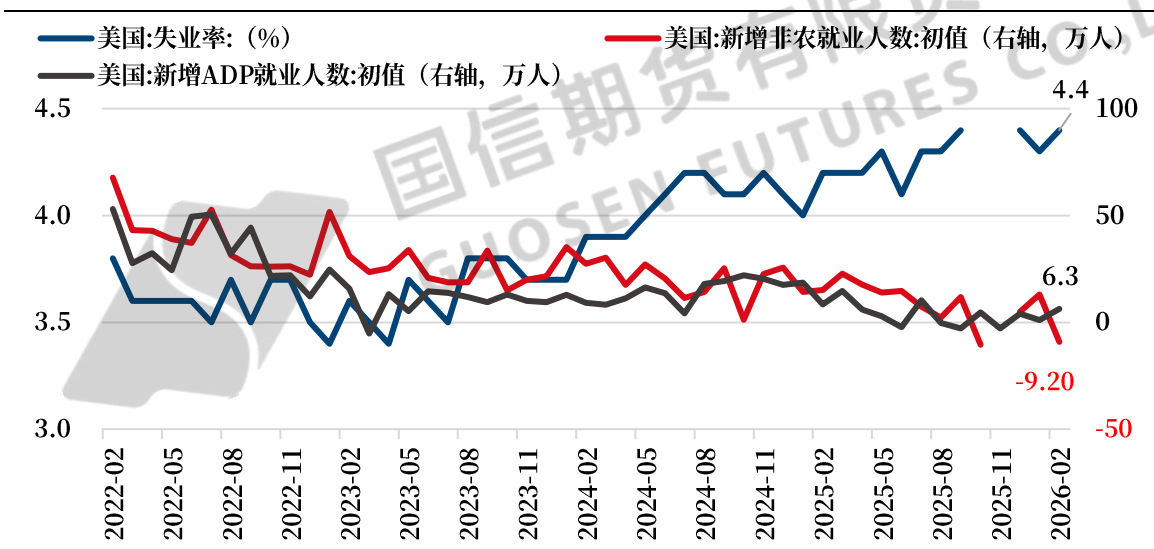
包括中国在内的 16 个经济体发起 301 调查。

图 16: 美国劳动力市场



数据来源: Wind 国信期货

图 17: 美国劳动力市场



数据来源: Wind 国信期货

5. 美联储短期偏鹰，年内或仍有降息空间。3月19日，美联储发布利率决议，维持联邦基金目标利率在3.5%至3.75%区间不变。美联储维持利率不变符合预期。同时，美联储主席鲍威尔还表示本次还讨论了加息的可能性。但是，从本次美联储点阵图来看，多数委员仍然认为，2026年内联邦基金目标利率仍有25个基点的降息空间。近期，由于国际原油价格大幅上涨，推升了美国物价水平上行的压力，打压了美联储降息操作。美联储利率决议发布后，美元延续上行，再度突破100整数关口。

6. 非美主要央行维持利率不变。(1) 根据日本央行3月19日的消息，维持政策利率0.75%不变。(2) 根据欧洲央行3月19日的消息，维持三大政策利率不变。(3) 根据英国央行3月19日的消息，维持政策利率3.75%不变。综合来看，日本央行、欧洲央行、英国央行维持利率不变，符合预期。



图 18: 美元指数



数据来源: Wind 国信期货

后期展望。(1) 3 月, 美以伊战争推升国际原油价格, 压制美联储降息预期, 且带动日元等非美货币相对走贬, 美元指数强势上涨。其中, 3 月 13 日美元指数盘中最高录得 100.54; 3 月 27 日, 美元兑日元突破 160 整数关口、盘中最高录得 160.3995, 日元表现为 2024 年 7 月以来最弱水平。(2) 国际油价决定美国通胀水平, 美联储短期或相对偏鹰; 中性预计, 美联储年内仍有降息空间, 或推后至四季度。(3) 美元指数短期或高位震荡运行, 区间或为 99 至 100。后期, 如果国际油价由高位相对回落, 且美元兑日元由高位逐步回调, 美元指数或相对走低。但是, 如果国际原油价格再度大幅上行, 将推升美元指数再度走高。

(二) 人民币维持区间震荡, 后期或震荡偏强

1. 2026 年继续实施适度宽松的货币政策。根据 2025 年中央经济工作会议以及 2026 年政府工作报告的部署, 2026 年我国将继续实施适度宽松的货币政策, 货币政策基调与 2025 年保持一致。应该说, 2026 年内中国人民银行降息降准空间仍然存在, 但是, 相较于 2024 年和 2025 年, 降息降准的幅度或相对有限。

2. 3 月基础货币净回收, 政策利率保持不变。(1) **政策利率和 LPR 报价。**根据中国人民银行的数据, 3 月份, 7 天期逆回购利率维持不变。同时, 3 月份, 1 年期和 5 年期以上贷款市场报价利率 (LPR) 维持不变。(2) **MLF。**3 月 25 日, 中国人民银行将以固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展 5000 亿元 MLF 操作, 期限为 1 年期。由于 3 月有 4500 亿元 MLF 到期, 因此, 3 月 MLF 净投放量为 500 亿元。(3) **买断式逆回购。**3 月 6 日和 3 月 16 日, 中国人民银行分别开展 8000 亿元和 5000 亿元买断式逆回购操作, 3 月合计开展了 1.3 万亿元买断式逆回购操作。考虑到 3 月有 1.6 万亿元买断式逆回购到期, 因此, 3 月买断式逆回购净回收量为 3000 亿元, 是近 9 个月以来买断式逆回购操作净回收。(4) **基础货币投放。**通过 MLF 和买断式逆回购两种工具, 3 月基础货币为净回收, 净回收量为 2500 亿元。

3. 关注人民币单边升值压力。2 月 27 日, 中国人民银行 (简称“人行”) 决定自 2026 年 3 月 2 日起, 将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20% 下调至 0。人行信号明确, 缓解人民币单边升值压力。此后, 随着人行政策调降外汇风险准备金率落地, 且美元相对走强, 人民币汇率有所走贬, 3 月 9 日在岸美元兑人民币盘中最高录得 6.99。

后期展望。(1) 近期, 虽然美元指数相对偏强, 但是人民币并未出现显著走贬趋势, 在岸美元兑人民币总体震荡运行, 区间为 6.85 至 6.93。(2) 我国 1-2 月出口非常强劲, 叠加美国总统特朗普计划访华,



中美经贸关系或总体仍然处于缓和期，有利于人民币相对升值。并且，目前中东地缘局势扰动全球经济，中国经济相对稳健，有利于吸引海外投资，带动人民币相对升值。(3) 中性预计，4 月，人民币或震荡相对偏强运行，在岸美元兑人民币区间或为 6.80 至 6.95，中枢或在 6.90 下方。当然，如果美以伊战争再度扩大并推升国际原油价格大幅上行，人民币或相对走软。(4) 2026 年人民币总体或震荡偏强，在岸美元兑人民币宽幅区间或为 6.6 至 7.3。上界考虑到美国关税政策的不确定性以及中东地缘局势推升国际油价长期处于高位，下界考虑到美联储宽松幅度再度放大的可能性。

图 19：人民币汇率



数据来源：Wind 国信期货

五、总结

中国宏观经济基本面。1-2 月我国出口非常强劲，社零和固投不及预期。(1) 规上工业增加值方面，1-2 月同比增长 6.3%，增速较去年同期扩大 0.4 个百分点；工业生产相对稳定，私营企业表现较好。(2) 社零方面，1-2 月同比增长 2.8%，增速较去年同期收窄 1.2 个百分点，较去年末扩大 1.9 个百分点；消费表现不及预期，商品零售增幅不高。(3) 固投方面，1-2 月同比增长 1.8%，增速较去年同期收窄 2.3 个百分点；1-2 月，民间固定资产投资同比下降 2.6%，增速较去年同期收窄 2.6 个百分点；固投总体不及预期，基建发挥支撑作用。(4) 出口方面，按美元计，1-2 月出口较去年同期增长 21.8%；出口总量为历史同期最高规模，且增幅较好，出口总量表现强劲。

中国宏观核心指标。2 月我国货币供给总量维持相对高增速，结构性矛盾延续改善。(1) 货币供给方面，2 月货币供给总量维持相对高增速，M2 同比增长 9.0%、社融存量同比增长 8.2%；结构性矛盾延续改善，M1 同比增长 5.9%。(2) 物价水平方面，2 月 CPI 同比涨幅有所扩大、上涨 1.3%，PPI 同比跌幅延续收窄、下降 0.9%，以上变化部分原因来自春节的错月因素。(3) 企业利润和库存方面，1-2 月利润同比大幅增长、同比增长 15.2%，2 月末库存相对回升、同比上涨 6.6%。(4) 制造业景气度方面，春节假期效应影响下，2 月制造业景气度 PMI 相对不佳、为 49.0%，较 1 月的 49.3% 回落 0.3 个百分点。

美元指数。美以伊战争推升国际油价，美元指数大幅上行。(1) 国际原油价格大幅上涨。受美以伊战争的影响，3 月国际原油价格短时间大幅上行。以 WTI 原油价格为例，由 2 月 27 日的收盘价 67.3 美元/桶，在 2 月 28 日至 3 月 9 日的 6 个交易日，最高上涨至 119.48 美元/桶，最高涨幅约 78%。同时，国际原油价格近日处在 90 至 100 美元/桶区间，相较于 2 月，国际原油价格大幅上行。(2) 3 月，美以伊战争推升国



际原油价格，压制美联储降息预期，且带动日元等非美货币相对走贬，美元指数强势上涨。其中，3月13日美元指数盘中最高录得100.54；3月27日，美元兑日元突破160整数关口、盘中最高录得160.3995，日元表现为2024年7月以来最弱水平。(3) 国际油价决定美国通胀水平，美联储短期或相对偏鹰；中性预计，美联储年内仍有降息空间，或推后至四季度。(4) 美元指数短期或高位震荡运行，区间或为99至100。后期，如果国际油价由高位相对回落，且美元兑日元由高位逐步回调，美元指数或相对走低。但是，如果国际原油价格再度大幅上行，将推升美元指数再度走高。

人民币汇率。人民币维持区间震荡，后期或震荡偏强。(1) 根据2025年中央经济工作会议以及2026年政府工作报告的部署，2026年我国将继续实施适度宽松的货币政策，货币政策基调与2025年保持一致。应该说，2026年内中国人民银行降息降准空间仍然存在，但是，相较于2024年和2025年，降息降准的幅度或相对有限。(2) 近期，虽然美元指数相对偏强，但是人民币并未出现显著走贬趋势，在岸美元兑人民币总体震荡运行，区间为6.85至6.93。(3) 我国1-2月出口非常强劲，叠加美国总统特朗普计划访华，中美经贸关系或总体仍然处于缓和期，有利于人民币相对升值。并且，目前中东地缘局势扰动全球经济，中国经济相对稳健，有利于吸引海外投资，可带动人民币相对升值。(4) 中性预计，4月，人民币或震荡相对偏强运行，在岸美元兑人民币区间或为6.80至6.95，中枢或在6.90下方。当然，如果美以伊战争再度扩大并推升国际原油价格大幅上行，人民币或相对走贬。(5) 2026年人民币总体或震荡偏强，在岸美元兑人民币宽幅区间或为6.6至7.3。上界考虑到美国关税政策的不确定性以及中东地缘局势推升国际油价长期处于高位，下界考虑到美联储宽松幅度再度放大的可能性。

重要免责声明

本研究报告由国信期货撰写，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布及分发研究报告的全部或部分给任何其他人士。如引用发布，需注明出处为国信期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。国信期货保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，国信期货力求报告内容、引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点仅代表报告撰写时的判断，仅供阅读者参考，不能作为投资研究决策的依据，不得被视为任何业务的邀约邀请或推介，也不得视为诱发从事或不从事某项交易、买入或卖出任何金融产品的具体投资建议，也不保证对作出的任何判断不会发生变更。阅读者在阅读本研究报告后发生的投资所引致的任何后果，均不可归因于本研究报告，均与国信期货及分析师无关。

国信期货对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。