

霍尔木兹危机与全球滞胀博弈

投资观点：

报告日期 2026-03-29

- **海外：**2026 年初全球地缘局势剧烈动荡，美以与伊朗爆发大规模军事冲突，伊朗封锁霍尔木兹海峡，全球约 20%石油贸易受阻，油价突破 100 美元/桶。冲突叠加美联储“偏鹰”立场，全球市场呈现“类滞胀”交易特征：油价冲高、美债利率上行、美元走强、权益资产回调。美联储 3 月议息会议维持利率不变，点阵图显示 2026 年仅预期降息 1 次，部分官员甚至讨论加息可能，凸显其在“控通胀”与“稳增长”之间的两难困境。此外，美国贸易政策仍存变数，232 关税落地风险上升，对华经贸施压或持续加码。
- **国内：**1) 聚焦两会。2026 年 GDP 目标增速定在 4.5-5%，为“十五五”开局之年调结构、防风险留出空间。宏观政策取向更加积极，赤字率维持 4%左右，超长期特别国债、专项债等广义财政工具继续发力；货币政策延续“适度宽松”基调，降准降息保留选项但需触发条件。2) 经济开门红。前 2 月宏观经济数据好于预期，出口强劲、消费回暖、投资提速，工业生产明显加速。外贸受益于春节错位、外需回暖及“抢出口”效应，但后续面临高基数与地缘风险挑战；基建投资在政策靠前发力下大幅回升，制造业投资受反内卷政策与高基数影响增速有限，房地产投资降幅收窄但仍处深度调整；消费在“以旧换新”政策与假期效应带动下出现改善，但政策拉动效能边际递减，全年实际增速改善依赖于内生动力的提振。
- **大类资产走势分析：**1) 股市：海外滞胀风险升温、流动性收紧压制估值，但国内经济开局良好、政策持续发力，A 股或呈震荡分化格局，结构性机会优于整体性行情。2) 债市：美联储鹰派立场与国内稳增长政策共振，长端利率上行压力加大，但国内“资产荒”逻辑未破，调整仍是配置时机。3) 大宗商品：中东局势主导能源市场，霍尔木兹海峡通航前景决定油价中枢，短期维持高位剧烈波动；高油价引发滞胀交易，有色与贵金属承压回调，但中长期布局窗口渐显；黑色金属成本驱动与需求压制博弈，短期偏强震荡；农产品受益能源溢价与供需收紧，整体趋势看涨但品种分化。
- **风险提示：**中东局势失控、国内经济复苏不及预期

宏观

季度报告

分析师：郑建鑫

从业资格证号：F3014717

投资咨询证号：Z0013223

国贸商品指数



1 海外形势分析

1.1 地缘局势风起云涌

2026 年以来，全球地缘局势经历了剧烈动荡。从美军突袭委内瑞拉的“新门罗主义”实践，到中东爆发牵动全球神经的美以与伊朗大规模冲突，再到南亚地区巴基斯坦与阿富汗的公开交战，以及东北亚与北极同期举行的大规模军演，这些事件相互交织，勾勒出年初至今复杂而严峻的安全图景。

图表 1、图表描述说明

时间节点	地区/涉及方	核心事件	关键细节与影响
1月3日	拉美 (美国-委内瑞拉)	美军突袭委内瑞拉	美军控制总统马杜罗，特朗普宣称将“管理”委内瑞拉。标志美国“新门罗主义”极端化，冲击国际主权准则。
2月下旬	南亚 (巴基斯坦-阿富汗)	巴阿进入“公开交战”状态	巴基斯坦空袭阿富汗境内目标，阿塔武装报复。两国边境局势从零星冲突升级为直接军事对抗。
2月28日	中东 (美以-伊朗)	美以联合大规模空袭伊朗	打击伊朗核设施及军事目标， 伊朗最高领袖哈梅内伊及多名高级军官身亡 。伊朗随后 封锁霍尔木兹海峡 。
3月1日	中东 (多线联动)	“抵抗轴心”全面报复	黎巴嫩真主党攻击以色列；伊拉克民兵袭击美军基地；也门胡塞武装恢复攻击红海航运。冲突全面外溢。
3月9日	东北亚 & 北极	两大军事演习同日启动	美韩启动“自由之盾”军演；北约启动“寒冷反应2026”军演。显示美国军事战略聚焦多线备战与北极控制权。
3月中旬	全球经济	能源与金融市场震荡	油价逼近 120 美元/桶，IEA 释放战略储备。全球央行货币政策转向，从“宽松预期”转为应对“滞胀”风险。

资料来源：Wind、国贸期货研究院

1.2 美以伊爆发新一轮冲突

2026 年 2 月 28 日，美国与伊朗的第三轮谈判刚结束，美以突然联合对伊朗发动了代号为“史诗怒火”与“咆哮雄狮”的大规模军事行动。此次袭击选择在白天进行，目标是德黑兰的伊朗高层会议地点，导致包括最高领袖哈梅内伊在内的多名核心人员身亡。当天，伊朗立即展开大规模反击，向以色列发射约 150 枚导弹，并使用弹道导弹与无人机精准打击了美国驻海湾国家的多个军事基地。同日，伊朗海军宣布封锁并控制霍尔木兹海峡。

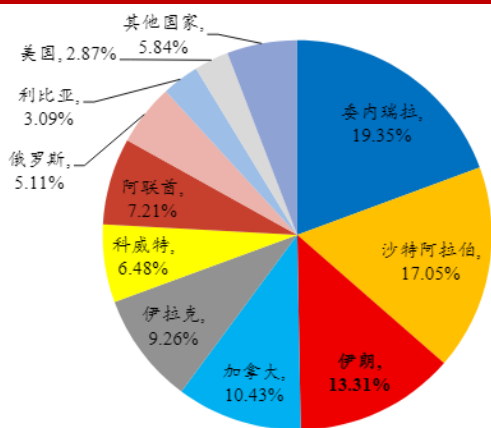
尽管如此，美以双方在核心目标上高度重叠，即绝不允许伊朗拥有核武器。在此共同关切下，美以逐渐形成了“谈判框架下的高压手段”策略，即在维持政治对话的同时，强化军事部署，试图迫使伊朗就范。

1.4、伊朗油气资源丰富，但对市场影响有限

伊朗的石油资源储量虽然丰富，但产量相对较低。截至 2024 年末，伊朗已探明原油储量为 2086 亿桶，占全球比重约为 13.3%，位居世界第三。然而，其原油产量在全球中的占比却并不突出，2024 年伊朗原油日平均产量为 326 万桶，占全球原油日产量的 4.5%。究其原因，一方面是强力制裁下伊朗原油出口受阻，销售渠道相对不畅；另一方面由于石油开发高度依赖资本和技术，而伊朗长期受到美国及其盟友制裁，西方石油公司陆续撤资，高端设备与油田管理技术难以引入，伊朗不得不转向本土公司开发石油项目。然而，本土公司缺乏维持成熟油田生产所需的资金和技术，老油田自然递减率加快，新油田开发进度缓慢，共同导致伊朗整体油气开发能力受限。

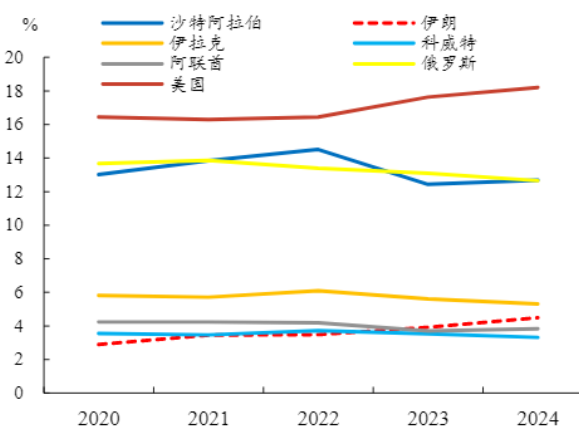
此外，伊朗的天然气储量亦非常丰富。截至 2024 年末，伊朗已探明的天然气储量约 34 万亿标准立方米，占全球比重约 16.3%，仅次于俄罗斯。不过同石油类似，2018 年以后伊朗的天然气田也主要由国内公司开发。但由于油田和上游基础设施建设方面的投资和技术不足，伊朗的天然气产量在 2024 年全球占比仅有约 6.5%。

图表 4、伊朗 2024 年石油储量占全球约 13.3%



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 5、主要原油出口国的出口情况



资料来源：Wind、国贸期货研究院

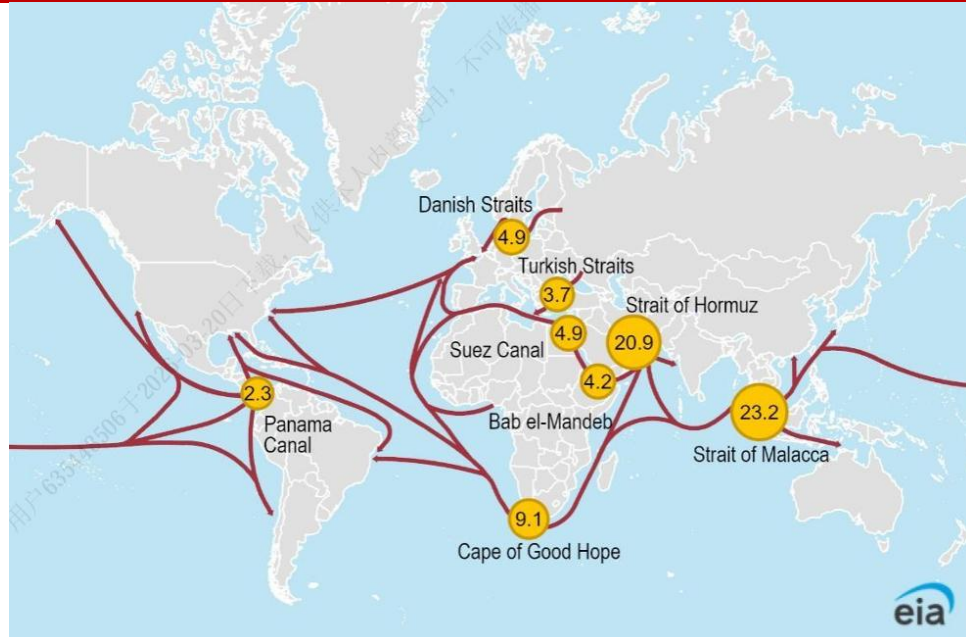
从数据上来看，伊朗在全球原油市场中的重要性相对有限。一则由于长期受到制裁，伊朗油气产量在全球占比并不如沙特、阿联酋甚至美国重要；二则根据 EIA 的数据，由于伊朗对国内的汽油进行大幅补贴，带动了汽车消费的增长，伊朗在 2023 年的日原油消费量超过

200 万桶，天然气的产量也基本用于国内消费，因此伊朗用于出口的原油数量更加有限。

1.5、伊朗对霍尔木兹海峡有极强的控制力

霍尔木兹海峡是全球最重要的能源咽喉要道之一，对全球能源供应有重大的影响，通过霍尔木兹海峡运输的石油约占全球总供给的 20%，通航的 LNG 约占全球 LNG 海运总量的 21%。

图表 6、霍尔木兹海峡是全球石油供应中最重要的水道之一（2025 年上半年，百万桶/天）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 7、霍尔木兹海峡的石油通航量占全球石油消费比重常年维持在 20% 水平（单位：百万桶/天）

	2020		2021		2022		2023		2024		2025Q1	
	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比	规模	占比
霍尔木兹海峡石油通航量	19.1	21%	19.4	20%	21.4	22%	21.4	21%	20.3	20%	20.1	20%
- 原油、凝析油	14.3	16%	14.4	15%	16.0	16%	15.5	15%	14.3	14%	14.2	14%
- 石油制品	4.8	5%	5.0	5%	5.5	6%	5.8	6%	5.9	6%	5.9	6%
全球石油海运贸易量	71.4	78%	72.6	75%	74.3	75%	76.0	75%	75.5	74%	75.7	74%
全球石油消费量	91.0	100%	96.6	100%	99.5	100%	101.8	100%	102.7	100%	102.1	100%

资料来源：Wind、国贸期货研究院

石油方面，根据 EIA 的数据，2025 年上半年全球石油供应约为 1.04 亿桶/天，其中通过海运方式进行贸易的石油约为 0.79 亿桶/天，占比 76%。2025 年上半年，通过霍尔木兹海峡运输的石油约为 0.21 亿桶/天，分别占全球石油总供应和石油海运总供应的 20%、26%，占比在全球重要水道排名第二，仅次于马六甲海峡。若考虑到霍尔木兹海峡是波斯湾的唯一出海门户，

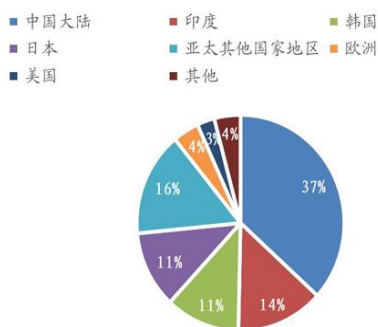
其对于石油运输的重要性更加凸显。

天然气方面，2024 年全球天然气总供给量约为 407Bcf/d（十亿立方英尺/日，下同），其中通过海运运输的天然气约为 53Bcf/d，占比约为 13%。2025 年上半年霍尔木兹海峡通航的 LNG 约为 11.4Bcf/d，占全球 LNG 海运总供应 20% 以上。

霍尔木兹海峡主要影响亚洲地区的石油进口。2025 年上半年，霍尔木兹海峡通航原油目的地中，中国、印度、韩国、日本、亚太其他地区占比分别为 37%、14%、11%、11%、16%，亚太地区合计占比 89%，中印韩日四国合计占比 73%。

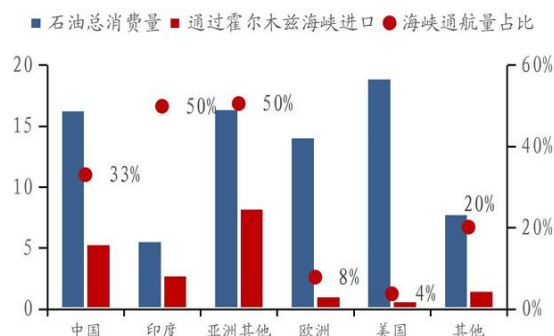
亚洲国家石油进口对霍尔木兹海峡的依赖程度较高，经测算中国依赖度为 33%（依赖度 = 通过霍尔木兹海峡进口的石油量 / 本国总石油消费量），除中国以外的亚洲地区依赖度普遍在 50% 左右，其中韩国、日本依赖度较高，预估在 70% 以上。美国通过霍尔木兹海峡进口的石油规模及依赖度较低，影响相对较小。

图表 8、通航霍尔木兹海峡的原油目的地占比（2025 年上半年）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 9、亚洲石油消费对霍尔木兹海峡的依赖程度较高（2025 年上半年，百万桶/天）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

1.5、未来局势演变

至 3 月 15 日，Polymarket 博彩数据显示，市场预期 4 月底美伊停火概率 36%、5 月底停火概率 50%、6 月底停火概率 60%。市场预期美伊冲突有长期化趋势。

结合当前美伊冲突态势、霍尔木兹海峡通航风险及全球能源供需格局，我们认为，美伊冲突主要存在三种演绎情景，每种情景下国际油价及资产走势呈现显著差异。

情景一：冲突缓和。原油价格快速回调，通胀预期降温，美联储降息预期回升，10 年期美债收益率回落至冲突前水平，美元指数回落；避险情绪弱化，但美债收益率回落形成支撑，

黄金价格逐步企稳；全球股市逐步修复。

情景二（基准情景）：冲突持续但烈度可控。原油价格在 100 美元/桶附近震荡，美联储维持现有政策立场，10 年期美债收益率高位回落但仍高于冲突前，美元指数在避险情绪与高利率支撑下维持震荡；黄金价格在通胀预期与美元指数的约束下，相对偏弱，维持震荡；全球股市维持震荡格局。

情景三：冲突扩大化、长期化。WTI 原油与布伦特原油可能升至 120 美元/桶以上；初期受通胀预期推动，美债收益率与美元指数继续上行，但随后全球经济可能陷入衰退，美债收益率与美元指数可能逐步回落；黄金价格重新走强，但全球经济进入实质性衰退，黄金价格将回落；全球股市波动加大。

图表 10、市场预期 4 月底美伊停火概率 36%，5 月底停火概率 50%（3 月 15 日）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

2 美国经济形势：滞胀的风险有多大？

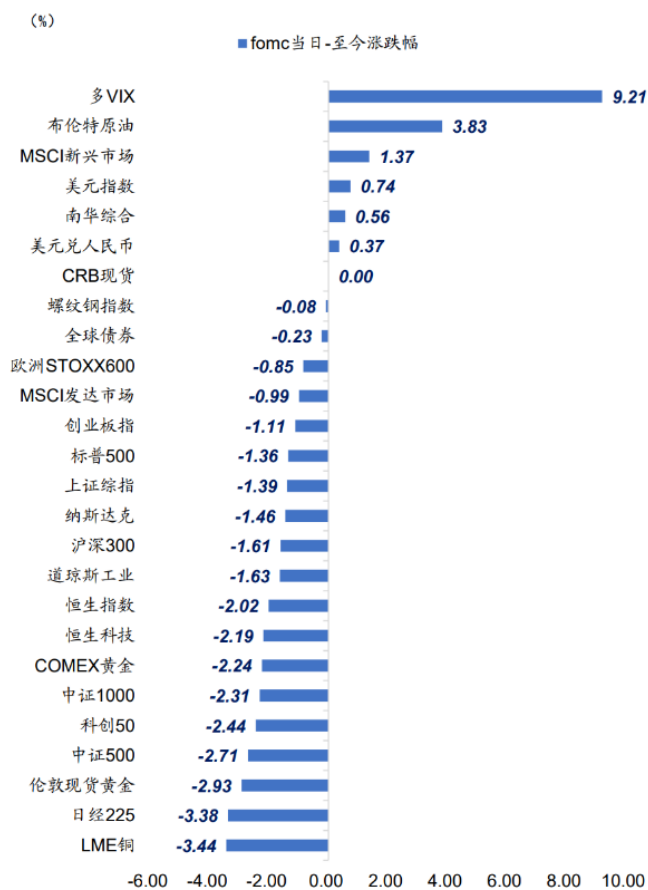
中东局势升级，交叠 FOMC 政策“偏鹰”，全球市场呈现一定“类滞胀”交易：一是油价冲高；二是美债利率整体上行后高位徘徊；三是美元上涨、黄金下跌；四是铜铝等工业金属调整；五是权益资产普遍回调，长久期的科技资产领跌，以美股为例，主要是能源、银行、公用事业、必需消费品相对占优。但另一方面，这种类滞胀交易并非完全主导，部分时段市场又会由科技股引领，呈现出地缘政治缓和等因素带来的“修复交易”特征。

复盘来看，历史上的典型海外滞胀有三段，分别是 1973-1974 年、1979-1980 年、2021-

2022年。相似宏观背景特征有三：期间均发生战争或冲突带动原油大幅冲高超过100%、前期处于一轮货币宽松、滞胀期间均为通胀先行上涨或维持高位，经济增速在后半段“下台阶”。这三个宏观背景分别对应了“滞胀交易”的两个前置条件，一是通胀冲击在前，经济冲击在后；二是市场前期一致预期为“宽松+软着陆”，从而形成流动性的突然转向。从上述特征看，本轮欧美经济的内外部环境有一定的相似性。

市场目前还在第一阶段，即“定价高通胀”下的流动性收紧，这一阶段可能尚未完成。然而在流动性进一步收紧、高能源价格充分定价并开始冲击增长预期以及引发进一步的流动性问题和金融市场动荡后，市场可能转而定价经济下行甚至衰退的预期。

图表 11、2026 年 3 月 FOMC 当日-至今大类资产涨跌幅



资料来源：Wind、国贸期货研究院

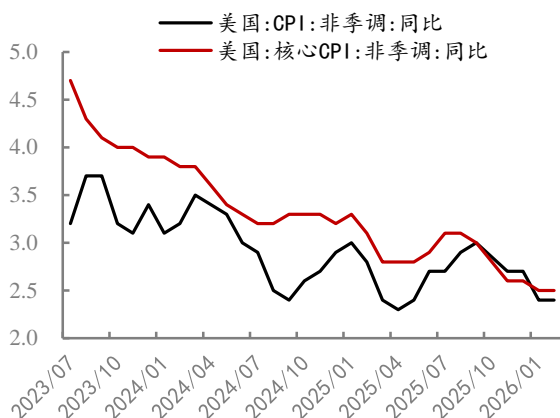
2.1 美国：油价飙升令通胀风险升温

据美国劳工统计局数据，2月CPI同比上涨2.4%，与预期和前值持平；核心CPI同比上涨2.5%，为2021年3月以来近五年的最小增幅。环比数据方面，CPI上涨0.3%，核心CPI上

涨 0.2%，后者较前值有所放缓。从分项看，住房指数环比上涨 0.2%，是推动整体 CPI 上涨的主要因素，其中房租涨幅缩小至 0.1%，创下 2021 年 1 月以来最小月度涨幅，显示住房通胀正实质性回落。此外，食品价格环比上涨 0.4%，能源价格在燃气价格推动下环比上涨 0.6%。对关税敏感的服装项价格环比上涨 1.8%，呈现加速上涨趋势。

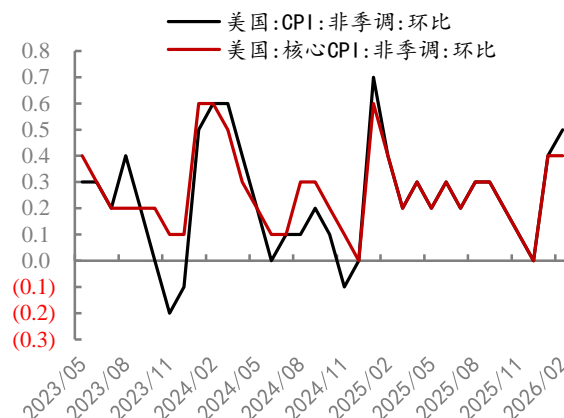
需要注意的是虽然核心 CPI 放缓印证了美联储紧缩政策的成效，但油价飙升的冲击尚未被计入。2 月 CPI 数据公布后，WTI 油价在 3 月上旬已累计上涨约 17%，布伦特原油期货一度突破每桶 100 美元。多个机构表示，若油价维持在 80-100 美元/桶，未来半年美国 CPI 环比中枢将维持在 0.3%-0.4%，到 9 月 CPI 同比增速预计在 2.8%-3.5% 之间。油价对通胀的影响分为两个层次：直接冲击将使 3 月整体 CPI 同比可能跳升至 3% 以上；间接传导将通过成本推动和通胀预期两条路径向核心通胀渗透。花旗预计，机票价格将在年中同比上升 10%-15%，核心商品价格也将在二季度面临上行风险。

图表 12、美国通胀同比增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 13、美国通胀环比增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

2.2 美国：非农就业弱于预期

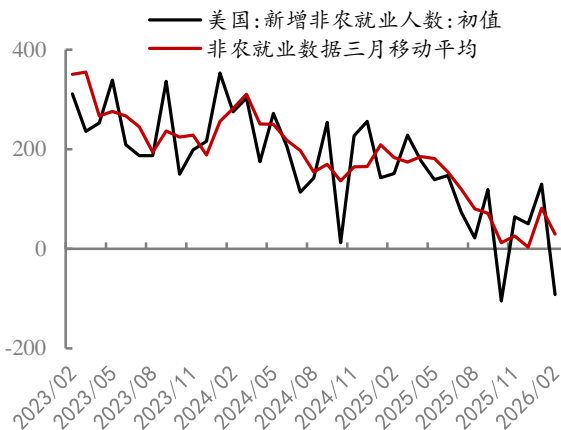
美国 2 月非农新增就业-9.2 万，远低于预期值 5.5 万。2 月失业率 4.4%，高于预期值和前值 4.3%。2 月劳动参与率 62.0%，低于预期值和前值 62.5%。2 月周平均工时 34.3 小时，持平于预期值和前值 34.3 小时。2 月平均时薪环比 0.4%，高于预期值 0.3%。

从 2 月就业数据来看，造成新增非农走弱的原因之一是医疗保健服务的罢工，大约影响了 3.1 万就业。但即使考虑到这部分就业，整体的新增就业仍然相对疲软。不过从失业率数据上来看，约 4.4% 的失业率并未显著走高，这对于美联储而言，意味着劳动力市场虽然走软，但并未出现全面大幅的降温，因此其大概率会选择继续观望。因此我们认为，2 月非农数据对

美联储的决策影响较小。

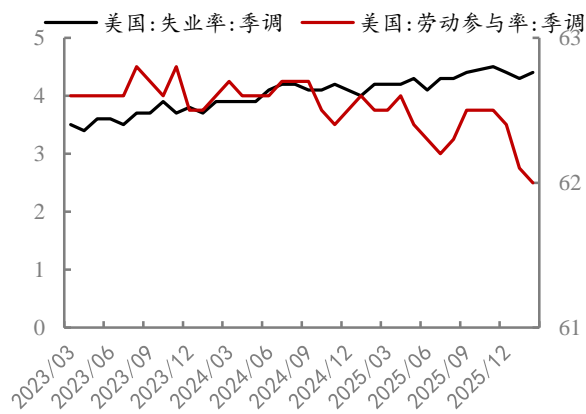
此外，若伊朗战争短期不能结束，则霍尔木兹海峡或难快速恢复通行，全球原油价格上行的动力相对较足。如果油价出现长期的中枢上移，一方面会抬升美国通胀，另一方面则会压制美国经济增长，从而影响美联储决策。虽然短期美联储大概率保持观察态势，不会因为战争而改变货币政策行动，但中东局势仍需关注。

图表 14、新增非农就业人数（单位：千人）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 15、美国:失业率:季调



资料来源：Wind、国贸期货研究院

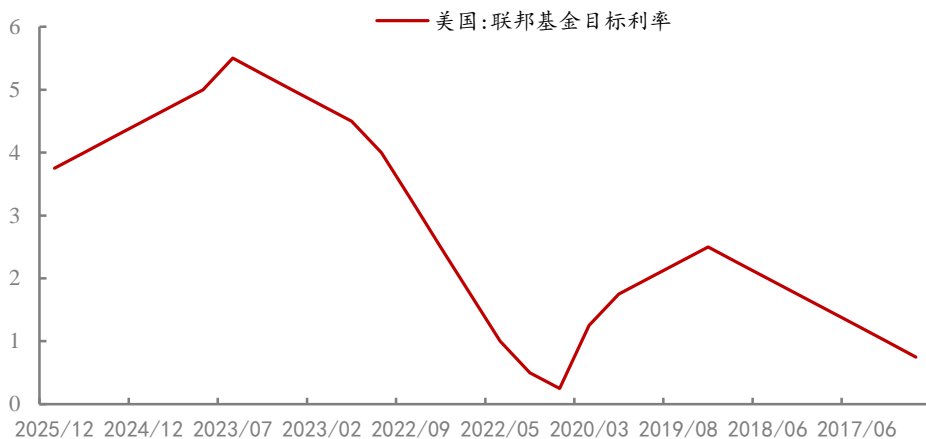
2.3 美国：美联储的两难困境

北京时间 3 月 19 日凌晨 2 点，美联储公布 3 月议息会议决议。决议将基准利率维持在 3.50%-3.75% 不变，符合市场预期。会议以 11-1 的票比通过利率决定，仅有理事米兰 1 人支持降息（1 月会议有 2 人）。

声明：会议声明有三处变化：（1）将 1 月失业率出现企稳迹象改为近几个月来失业率变化不大；（2）新增中东局势发展对美国的影响尚不确定；（3）票型方面，仅余米兰 1 张顽固反对票，相比 12 月的 3 张、1 月的 2 张反对票进一步减少。

点阵图：相比 2025 年 12 月，3 月点阵图中值维持 2026 年降息 1 次“（对应区间 3.25%-3.5%）、2027 年降息 1 次（对应区间 3%-3.25%）、2028 年不降息的预测，长期利率预期中值小幅上修（3%→3.125%）。从 2026 年预测看，点的分布更加离散，19 名官员中有 7 人预计今年不降息，7 人预计降一次，2 人预计降两次、2 人预计降三次、1 人预计降四次，表面看中位数预测没变，实际上“鹰”的人和“鸽”的人都变多了，这显示 FOMC 内部分歧有所扩大，对后续政策路径的把握更加不确定。

图表 16、美国:联邦基金目标利率

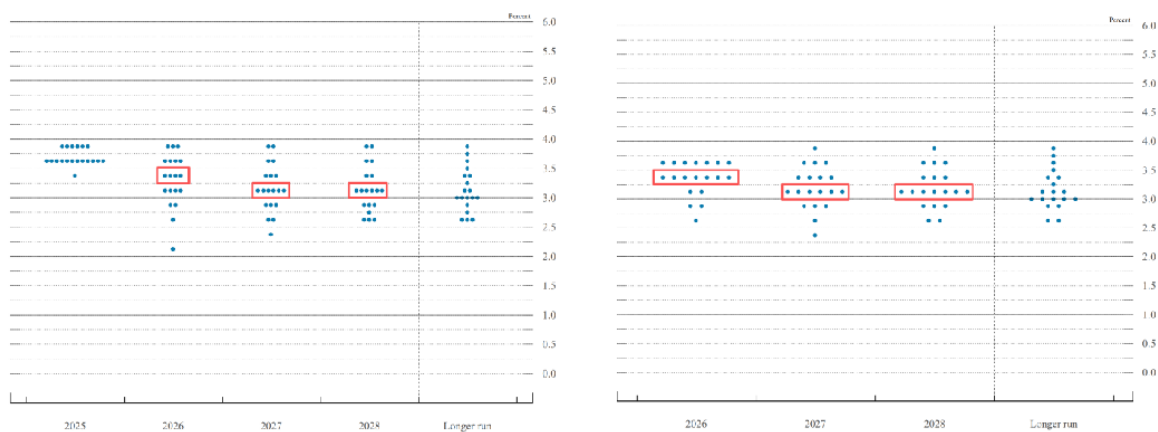


资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 17、2025 年 12 月 FOMC 点阵图

VS

2026 年 3 月 FOM 点阵图



资料来源：Wind、国贸期货研究院

经济展望：相比 2025 年 12 月 SEP，本次上调 2026 年 GDP 增速预测和 PCE 通胀预测、失业率预测则持平。具体而言，（1）将 2026 年 GDP 增速中位数从 2.3% 上修至 2.4%、失业率中位数维持在 4.4% 不变；（2）将 2026 年 PCE 通胀从 2.4% 上修至 2.7%、把核心 PCE 通胀从 2.5% 上修至 2.7%。2027 年的 PCE 通胀和核心 PCE 通胀中位数也都在 2.2%，高于 2025 年 12 月时的 2.1%；（3）在风险和不确定性层面，3 月 SEP 还显示，与 2025 年 12 月相比，GDP 增长、失业率、PCE 通胀的不确定性均变大，GDP 增长的下行风险增强、失业率和 PCE 通胀的上行风险均增强。

主席鲍威尔召开记者会明确核心立场，强调通胀未出现进一步改善前不会降息，加息可能性已正式纳入政策讨论范畴；他同时确认调查期间不会离开美联储，必要时将以临时主席身份履职，还指出中东冲突、关税与高油价叠加，正持续阻碍通胀回落进程。会议过后，市

市场对美联储降息的预期明显降温，2026年内降息预期不足1次。利率期货隐含的2026年全年降息次数由1.02次降至0.59次（对应降14.7bp），市场预期的首次降息时点移至2027年7月。

整体来看，会议整体偏鹰，发布会上鲍威尔对油价冲击影响尚未可知的坦诚表述，凸显出美联储当前的两难境地。同时，反对票减少、点阵图中值不变但分歧扩大、SEP同时上修增长与通胀预期，都表明美联储短期难以向进一步宽松迈进，美联储短期只能在不确定性上升背景下强化观望立场，紧盯油价中枢的变化以及高油价的持续时间。

3.1 美国的经贸政策仍存不确定性

当地时间3月11日，美国贸易代表格里尔宣布，将依据《1974年贸易法》第301条款，对中国、欧盟、日本、韩国、印度、墨西哥、越南等16个主要贸易伙伴发起新一轮贸易调查。此次调查的核心指控是这些经济体在铝、半导体、汽车、电池、太阳能等关键行业存在“结构性产能过剩”和“生产过剩”问题，并审查相关的政府补贴行为，美方认为这损害了美国生产商的利益。

此举的直接导火索是美国最高法院在2月20日裁定特朗普政府此前依据《国际紧急经济权力法》实施的全球性关税违宪，导致其关税工具失效。为填补政策真空并寻求更稳固的法律基础，美方设定了极其紧凑的时间表，计划在7月中旬现有临时关税到期前完成调查，最终可能据此征收新的惩罚性关税或实施其他贸易限制措施。

特朗普意在在122条款15%税率到期（7月24日）前重建关税壁垒。比起301，短期更应该关注232关税落地风险，去年美国已启动对药品、关键矿物、多晶硅、无人机、机器人和工业机械、涡轮机等产品的232调查，理论上未来1-2月落地概率较高，且由于IEEPA关税被取消，232行业关税税率可能比去年更高。

图表 18、未来可能征收 232 关税的商品

行业	涉及关键行业	关税税率 (%)	调查启动时间
钢铁、铝	钢铁、铝及“衍生”产品，包括冰箱、冰柜、洗衣机、烘干机、洗碗机、炉灶等	50	2018
汽车及零部件	汽车及零部件	25	2019.2.17
铜（不含铜原料）	半成品铜产品（如铜管、线、棒、板和管）和铜含量高的衍生产品（如管件、电缆、连接器和电气元件）	50	2025.3.1
木材	木材和原木进口	10-25	2025.3.1

药品	药品和药品成分	100	2025.4.1
半导体	半导体和半导体制造设备	号称最高 300%，在美生产可免征	2025.4.1
关键矿物和衍生品	关键矿产、稀土元素、加工关键矿产及其衍生产品	待定	2025.4.15
卡车及零部件	中型和重型卡车、零部件及衍生产品的进口	25	2025.4.22
飞机	商用飞机、喷气发动机和零部件	待定	2025.5.1
多晶硅	多晶硅及其衍生物	待定	2025.7.1
无人机	无人机系统 (UAS) 及其零部件和组件	待定	2025.7.1
工业机器人	工业机器人、数控机床	待定	2025.9.2
医疗设备	医疗设备与耗材	待定	2025.9.2

资料来源：Wind、国贸期货研究院

2 国内宏观形势分析

1.1 聚焦两会

经济增速目标。2026年GDP增速目标定在4.5-5%，在实际工作中努力争取更好结果。在“十五五”开局之年，4.5-5%区间目标的设定，有助于“为调结构、防风险、促改革留出空间，为后期更好发展打牢基础”。

国务院解读《政府工作报告》新闻发布会指出，“按照到2035年人均GDP达到2万美元以上、比2020年翻一番这样一个远景目标来倒算，未来十年我国经济年均增长4.17%以上就可以实现这个目标”。这意味着，“十五五”期间经济增速保持在4.5%-5%即可为完成远景目标打下良好基础。

“十五五”规划提出2035年人均国内生产总值达到中等发达国家水平，有静态和动态两个含义。若按照静态标准，则可参考《党的二十届四中全会〈建议〉学习辅导百问》所述“按2020年提出达到中等发达国家水平时的标准，将人均GDP超过发达国家门槛（2万美元以上）、实现2035年人均GDP比2020年翻一番作为衡量标准，则‘十五五’和‘十六五’时期GDP需要年均增长4.17%”。若按照动态标准，我们测算，若考虑2026-2035年中等发达国家门槛年均提高1%，并假设我国GDP平减指数年均1%、人民币汇率升值5%、总人口下降1.4%，则“十五五”和“十六五”时期GDP需要年均增长4.5%。

图表 19、2026 年全国两会的量化指标

指标	2026年	2025年	2024年	2023年	2022年	2021年	2020年
GDP 增速	4.5-5%左右	5%左右	5%左右	5%左右	5.5%左右	6%以上	-
CPI 增速	2%左右	2%左右	3%左右	3%左右	3%左右	3%左右	3.5%左右
M2 增速和社会融资规模增速	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	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	与经济增长和价格水平预期目标相匹配	与名义经济增速基本匹配	GDP 名义增速基本匹配	GDP 名义增速基本匹配	明显高于去年
宏观杠杆率	-	-	-	-	基本稳定	基本稳定	-
城镇新增就业	1200 万以上	1200 万以上	1200 万以上	1200 万左右	1100 万以上	1100 万以上	900 万以上
城镇调查失业率	5.5%左右	5.5%左右	5.5%左右	5.5%左右	5.5%以内	5.5%左右	6%左右
地方专项债	4.4 万亿	4.4 万亿	3.9 万亿	3.8 万亿	3.65 万亿	3.65 万亿	3.75 万亿
赤字率	4%左右	4%左右	3.0%	3.0%	2.8%左右	3.2%左右	3.6%
减税降费规模	-	-	-	-	2.5 万亿	-	超过 2.5 万亿
单位 GDP 能耗降低	3.8%左右	3.0%左右	2.5%左右	继续下降	统筹考核	3%左右	继续下降
特别国债	超长期特别国债 1.3 万亿，发行特别国债 3000 亿元	超长期特别国债 1.3 万亿，发行特别国债 5000 亿元	1 万亿超长期特别国债	-	-	-	1 万亿

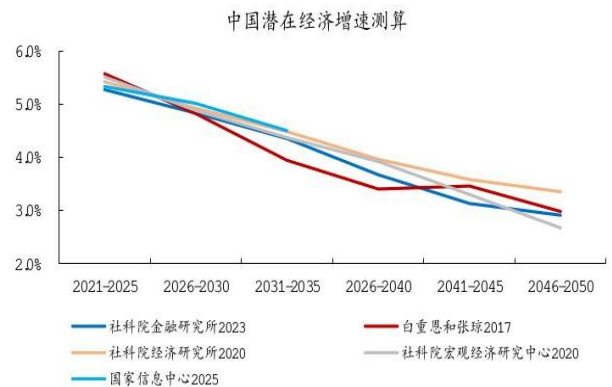
资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 19、《辅导百问》将人均 GDP 超过 2 万美元以上作为衡量标准



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 20、十五五期间我国潜在经济增速或在 4.8%-5.0%



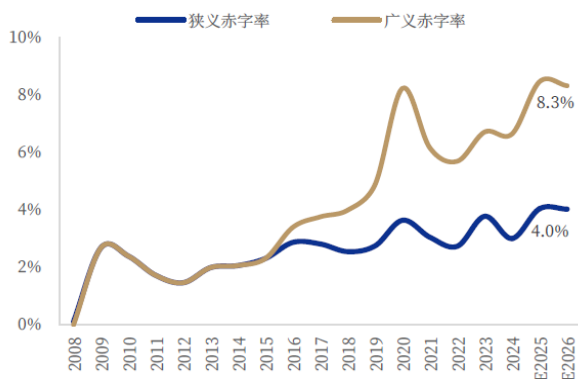
资料来源：Wind、国贸期货研究院

(2) 宏观政策取向更加积极。

1) 财政政策方面，2026 年“继续实施更加积极的财政政策”。一是，赤字率拟按 4% 左右安排，持平于上年，由于名义 GDP 规模增长，赤字规模 5.89 万亿，比上年增加 2300 亿元。在增加赤字的方向上，政府工作报告提出“提高民生类政府投资比重”，在提高民生领域支出上有望更进一步。二是，拟发行超长期特别国债 1.3 万亿，与上年持平，拟发行特别国债 3000 亿元，支持国有大型商业银行补充资本，较上年减少 2000 亿元。三是，拟安排地方政府专项债券 4.4 万亿、持平于去年预算（去年四季度还使用了 5000 亿专项债限额余，今年有望继续安排使用），完善专项债券项目负面清单管理和自审自发试点，重点支持建设重大项目、置换

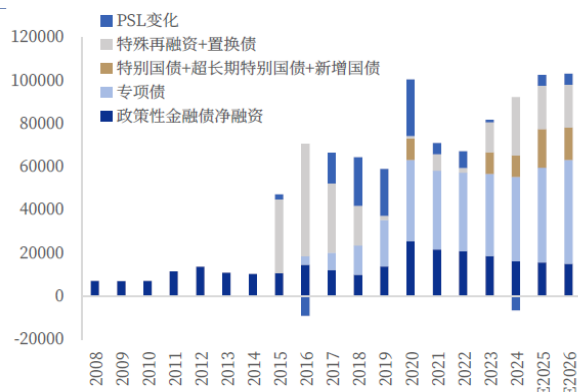
隐性债务、消化政府拖欠账款等。

图表 21、狭义赤字率与广义赤字率测算



资料来源：Wind、国贸期货研究院

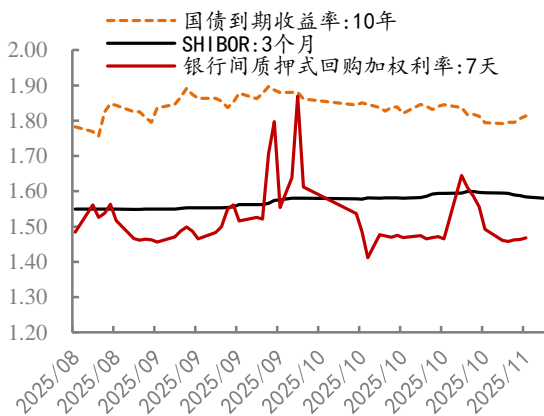
图表 22、广义债务规模构成 (亿元)



资料来源：Wind、国贸期货研究院

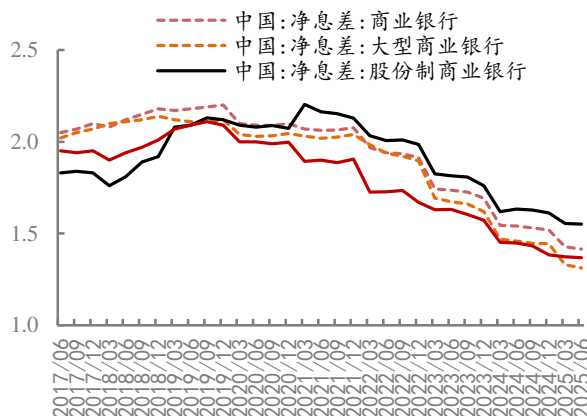
2) 在货币政策方面，2026 年“继续实施适度宽松的货币政策”。政府工作报告对货币政策的部署，与中央经济工作会议一脉相承。会议提出“把促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策的重要考量，灵活高效运用降准降息等多种政策工具，保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。”“促进社会综合融资成本低位运行。”既保留了降准降息的选项，也更加珍惜货币政策的空间，预计降准、降息需要满足一定触发条件。

图表 23、资金价格走势 (单位：%)



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 24、净息差处于历史低位



资料来源：Wind、国贸期货研究院

(3) 内需仍然是政府工作的首要任务

内需仍然是政府工作的首要任务。2025年政府工作的首要任务是“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”，2026年将“着力建设强大国内市场”作为政府工作的首要任务，仍然以内需为着眼点，强调“坚持内需主导，统筹促消费和扩投资，拓展内需增长新空间，更好发挥我国超大规模市场优势”。

1) “激发居民消费内生动力和促消费政策并举”

2026年政府工作报告全文中，共有33次提及“消费”，是近十年间最多的一次。2026年提振消费思路的变化值得关注：

首先，更加注重“激发消费内生动力”，尤其是从居民收入方面着眼，从根本上提升消费能力。报告提出“制定实施城乡居民增收计划”，为居民增收的政策思路越发完善，既考虑“促进低收入群体增收”，也强调“增加居民财产性收入”，同时“完善薪酬和社保制度等方面推出一批务实举措”，以增强居民现金流的稳定性和消费能力。

其次，促消费政策的资金支持力度提升。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，二者加总的资金规模达到3500亿元，较2025年提升500亿元。

最后，政策实施机制进一步完善，通过财政资金撬动金融资源，发挥杠杆效应。消费品以旧换新将优化政策实施机制；促内需专项资金组合运用贷款贴息、融资担保、风险补偿等方式，支持扩大内需；同时，扩大个人消费贷款和服务业经营主体贷款贴息政策支持领域，提高贴息上限，延长实施期限。

此外，提振消费的政策表述更加细化、务实，服务消费成为政策的重点关注。报告提出“实施服务消费提质惠民行动”，并强调清理消费领域不合理限制措施，释放文旅、赛事、康养等领域消费潜力。支持有条件的地方推广中小学春秋假，落实职工带薪错峰休假制度等，进一步激发服务消费活力。

2) “充分挖掘释放有效投资潜力”。

2026年政府工作报告投资相关的表述更加积极。报告全文中，共有41次提及“投资”，较去年增加19次，同样是近十年间最多的一次。2025年中国固定资产投资增速降至-3.8%，投资回落引发宏观政策的高度重视。报告提出“统筹促消费和扩投资”，相较于2025年的“促进消费和投资更好结合”，政策态度更加积极，同时强调要“充分挖掘释放有效投资潜力”。

首先，投资方向更加明确，项目储备进一步完善。2026 年政府工作报告在投资重点上提出聚焦“新质生产力、新型城镇化、人的全面发展”，呈现出向“软建设”（人、技术、服务）倾斜的特点。同时，“十五五”规划提出 6 个方面 109 项重大工程，也将为 2026 年的投资发力提供较为充足的项目储备。相比之下，2025 年政府工作报告在投资方面主要强调“加快实施一批重点项目，推动‘十四五’规划重大工程顺利收官”，在五年规划收官阶段，项目储备空间相对有限。

其次，政策资金对投资的支持力度明显增强。报告提出拟安排中央预算内投资 7550 亿元，较 2025 年增加 200 亿元；安排 8000 亿元超长期特别国债资金用于“两重”建设，与 2025 年基本持平；同时发行新型政策性金融工具 8000 亿元，较 2025 年增加 3000 亿元，政策性金融对投资的支撑作用强化。

最后，政策更加注重发挥市场在投资中的主导作用，着力激发民间投资活力。报告强调“增强市场主导的有效投资增长动力”，带动更多社会资本参与投资，完善民营企业参与重大项目建设的长效机制，引导民间投资更多投向高技术产业和现代服务业等新赛道，从而增强投资增长的内生动力。

此外，政府工作报告在防风险部分提及“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，鼓励收购存量商品房重点用于保障性住房等”，基本延续了中央经济工作会议的提法。当前房地产政策的着眼点从去年的侧重于短期提振需求、托底市场，转向偏中长期的结构优化。在上述政策安排的背景下，投资在当前阶段仍承担着稳增长、稳就业以及推动中国经济结构转型的重要作用，有必要保持投资的合理增长。

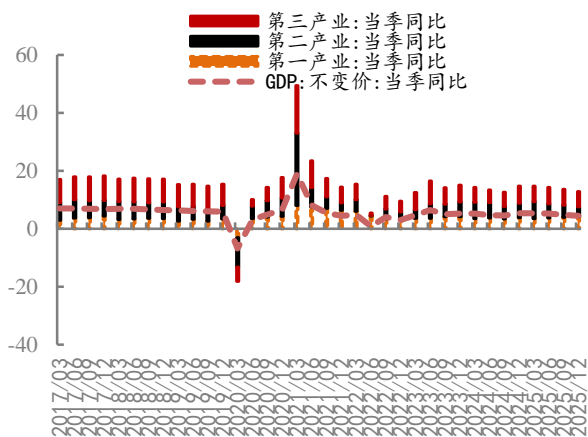
2.1、经济 2026 年取得开门红

2026 年前 2 月经济取得了开门红。受稳增长政策前置发力、出口强劲增长等因素的影响，1-2 月宏观经济数据好于预期。

生产端，受出口高增、投资增速回升带动需求端改善提振，工业生产明显提速。

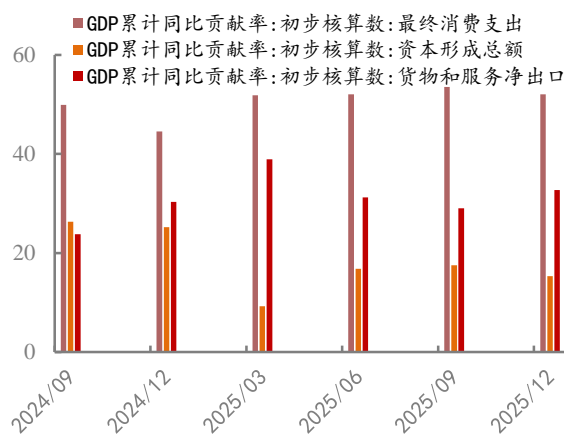
需求端，一是，受“以旧换新”资金提前下达，政策机制优化，以及春节假期增加 1 天，民众消费需求集中释放带动，1-2 月社零增速回升，服务消费也在加快；二是，财政和信贷资金靠前投放，基建投资同比增长 11.4%，成为固定资产投资的主要支撑，同时，制造业和房地产投资也都出现改善。

图表 25、GDP 当季同比增速



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 26、GDP 累计同比贡献率:初步核算数



资料来源：Wind、国贸期货研究院

3.1、多重因素共振，外贸好于预期

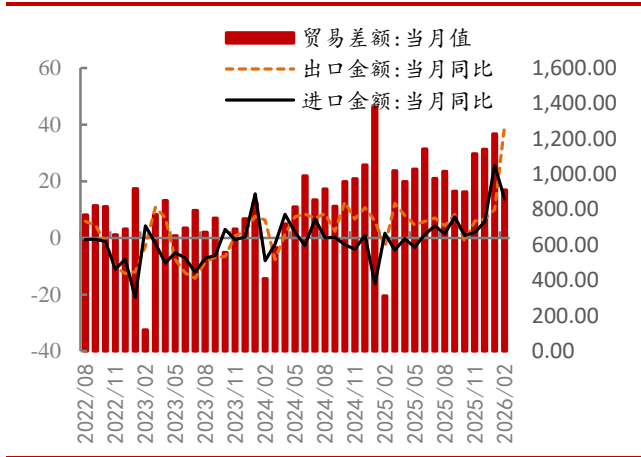
2026年1-2月，按美元计，出口同比增长19.8%，进口同比增长19.8%，取得明显的开门红，主因是春节错位带来的低基数、外需回暖、AI科技浪潮驱动、贸易多元化、对美关税环境边际缓和。

此次外贸数据远超预期，主要得益于多重因素的叠加效应。一是春节错位带来的低基数，今年春节偏晚使节前赶工效应显著，而去年同期基数较低，放大了增速波动。二是外需回暖，1-2月全球制造业PMI持续运行在50%以上的扩张区间，为出口提供坚实支撑。三是AI科技浪潮驱动，全球AI投资热潮带动半导体产业链量价齐升，集成电路出口暴涨成为核心拉动力。四是贸易多元化成效显著，对东盟、非洲、拉美等新兴市场出口快速增长，有效对冲了对美出口下滑的影响。五是对美关税环境边际缓和，美国最高法院推翻IEEPA关税后，名义加征税率下降，部分企业抓住窗口期“抢出口”。进口方面，超预期增长则反映了内需修复、出口带动中间品进口以及集成电路等高科技产品进口加速的共同作用。

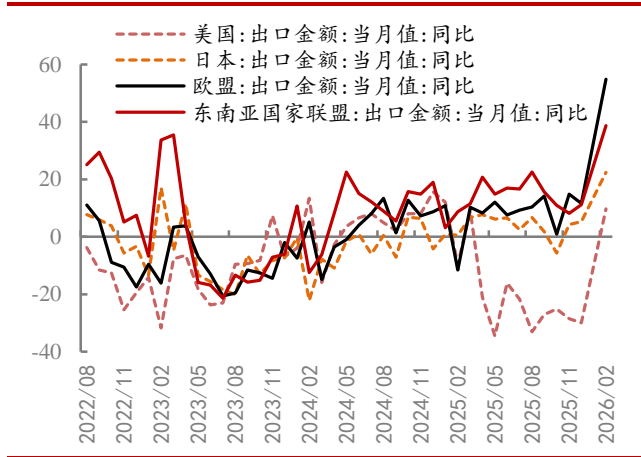
展望未来，外贸增势有望延续但短期或有波动。支撑因素方面，我国制造业体系完整、高附加值产品竞争力提升、新兴市场需求强劲以及中美关系边际缓和，均为出口提供韧性。风险方面，一是，随着美伊冲突等地缘政治风险升级，外需可能面临冲击；二是，上年同期高基数效应将逐步显现，3月出口增速预计会出现阶段性回落。综合来看，2026年外贸有望实现“量稳质升”，继续发挥对经济增长的支撑作用。

图表 27、中国进出口同比增速（单位：%）

图表 28、对主要贸易伙伴的当月出口增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

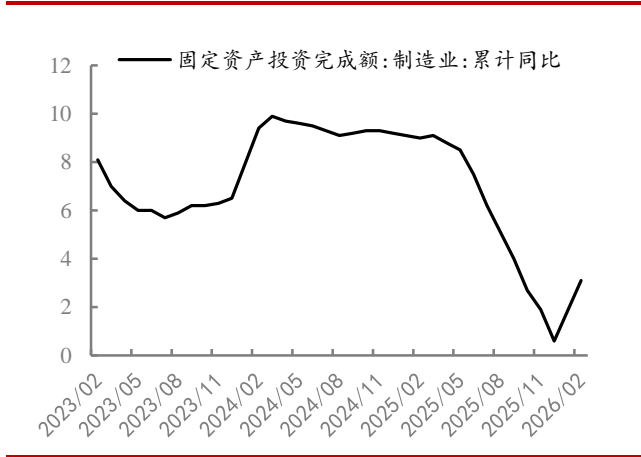


资料来源：Wind、国贸期货研究院

3.2、投资：固投增速可能是有限回升

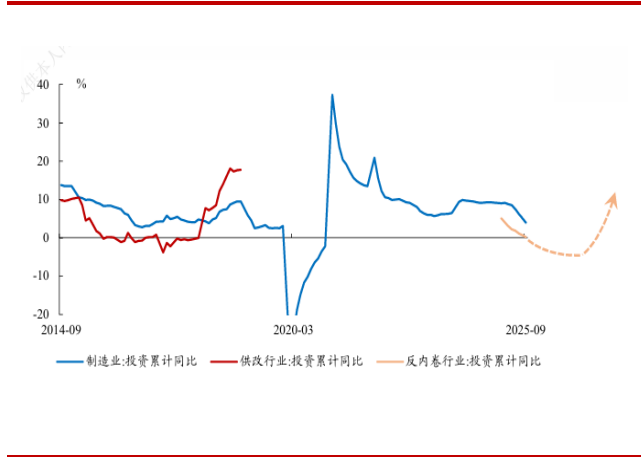
(1) 制造业投资。1-2月累计同比增速为3.1%，增幅较2025年全年扩大2.5个百分点，符合市场预期。一是，伴随外部经贸环境回稳，以民间投资为主的制造业投资信心有所恢复。二是，2025年10月5000亿新型政策性金融工具投放完毕，会有部分资金用作芯片、生物医药等制造业投资的资本金，并在今年1-2月形成一定的实物投资工作量。值得注意的是，1-2月航空航天器及设备制造业投资增长20.2%，显示新质生产力发展对制造业投资有较强拉动作用。在今年全国“两会”政府工作报告中，“加紧壮大培育新动能”、“加快高水平科技自立自强”分别被列为第二项、第三项重点工作任务，这意味着部分高技术制造业投资有望延续高增。

图表 29、制造业投资有所回升（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 30、反内卷拖累制造业投资



资料来源：Wind、国贸期货研究院

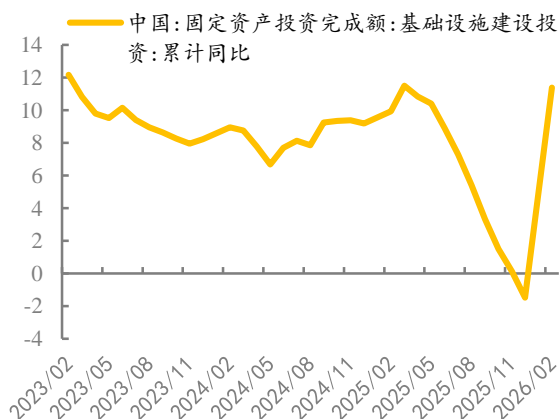
不过，需要指出的是，一方面，当前反内卷政策持续推进，部分行业投资受到一定影响。其中，1-2月汽车制造业投资同比增长2.6%，增速较去年全年下降9.1个百分点。另一方面，

今年大规模设备更新支持资金规模保持在 2000 亿，没有进一步增加，年初该项政策对制造业投资的同比拉动作用也可能有所减弱。

综合以上的因素，预计一季度制造业投资增速还可能进一步小幅上行，其中高技术制造业投资增速有望保持高位。

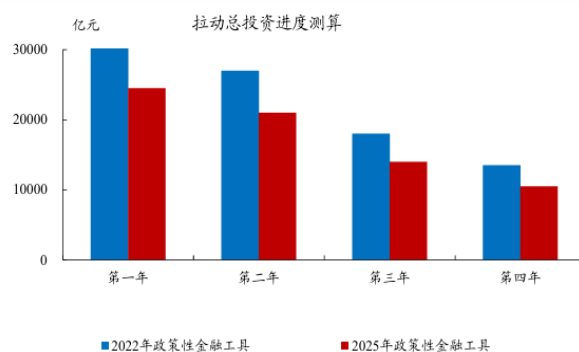
(2) 基建投资。政策靠前发力，基建投资增速大幅回升。1-2 月基建投资（包含电力）同比增速为 11.4%，较去年全年增速大幅上行 12.9 个百分点，上行幅度明显超出市场普遍预期。背后可能三个主要原因：一是今年是“十五五”开局之年，会有一批重大项目在年初集中开工；二是根据全国“两会”政府工作报告，今年会单列并提高用于项目建设的地方政府专项债券额度，这意味着年初基建投资的资金来源更有保障；三是 2025 年 10 月 5000 亿新型政策性金融工具投放完毕（据人民银行统计，2022 年政策性金融工具总杠杆约 12.2 倍，项目周期 3-5 年，年均杠杆 3.0 倍。新华社报道，2025 年 10 月末全部投放 5000 亿，预计可拉动项目总投资 7 万亿元，我们测算总杠杆约 14 倍。若按照平均工期约 4 年，假设第 1 至 4 年拉动投资占总体的 35%、30%、20%、15%，预计有望拉动 2026 年总投资 2.45 万亿元），对基建投资的拉动效应在今年初有所体现。可以看到，年初两个月主要用于投资的企业中长期贷款恢复同比多增。这些都意味着年初基建投资在项目和资金等方面获得更强支持。

图表 31、2026 年 1-2 月基建投资大幅回升（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 32、新型政策性金融工具预计拉动 2026 年投资约 2.45 万亿元



资料来源：Wind、国贸期货研究院

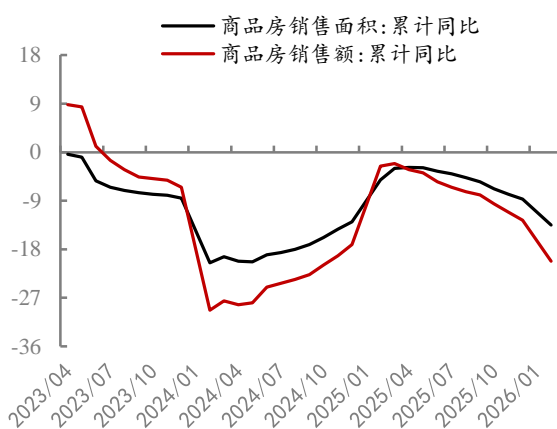
总体上看，2025 年 12 月中央经济工作会议要求 2026 年“推动投资止跌回稳”，作为政府把控能力最强的基建投资在年初显著发力，符合市场预期。往后看，伴随扩投资效应释放，一季度基建投资增速有望保持在 10% 左右的高位。此后，今年新增 8000 亿新型政策性金融工

具会较快投放，将对基建投资增速形成重要支撑。

(3) 房地产投资。房地产投资降幅有所收窄。1-2月房地产投资累计同比下降11.1%，降幅比去年全年收窄6.1个百分点，好于市场预期。考虑到，年初房地产销量同比降幅仍然偏大，房地产施工数据也在大幅下行。1-2月房地产投资同比降幅收窄，可能的原因一是房企银行贷款等其他方面资金来源改善，数据显示，1-2月房企银行贷款和发债等自筹资金来源同比分别为-13.9%和-5.5%，降幅较去年12月的-45.0%和-12.2%明显收窄，意味着房企融资来源在改善。二是，伴随上年同期基数下降，也不排除年初计入房地产投资的土地购置费同比降幅会有所收窄，这也能缓解整体房地产投资下滑幅度。

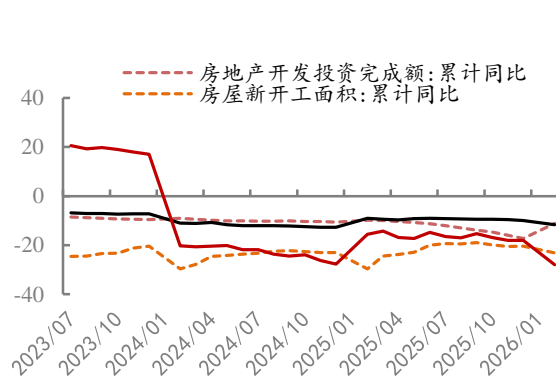
展望未来，今年政府工作报告要求“进一步发挥‘保交房’的白名单制度作用，防范债务违约风险”。后期伴随“白名单”项目贷款加快投放，以及着力稳定房地产市场政策取向下，房地产调整幅度趋于缓和，房地产投资下降幅度或将逐步收窄至两位数之内。不过，这一预测也存在较大下行风险，关键在于政策能否打破常规，真正扭转市场预期，激活购房需求。

图表 33、商品房销售增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 34、房地产投资增速（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

4.1、消费：惠民生与促消费结合

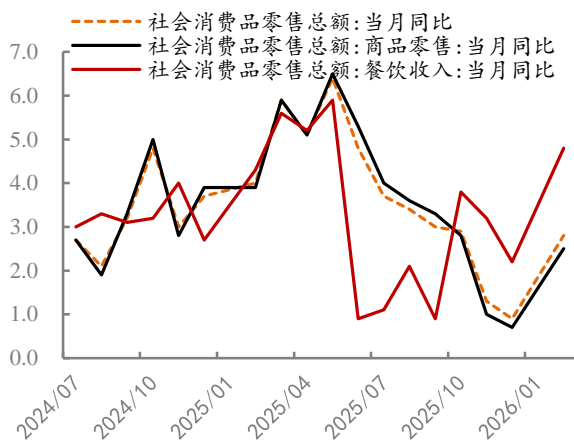
2025年，中国社会消费品零售总额累计同比增速为3.7%，较2024年全年的3.5%有所改善，其中“以旧换新”政策对商品零售的拉动是关键支撑。然而，政策刺激效果已呈现边际减弱的迹象，需警惕其对未来需求的潜在透支效应。

历史经验显示，此类补贴政策的效果具有周期性。参考2009-2011年的上一轮全国“以旧

品零售额总体增速（2.5%），显示消费补贴政策拉动效应持续显现。不过，1-2月补贴范围内的汽车零售额累计同比下降7.3%，降幅较上年12月扩大2.3个百分点，可能的原因是受新能源车购置税免税政策退坡以及前期以旧换新政策导致居民乘用车购买需求透支影响。

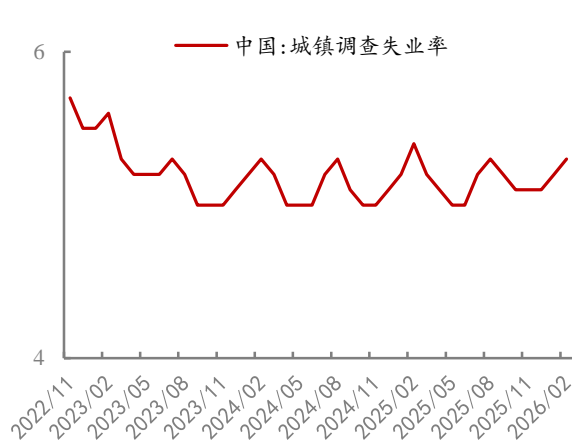
二是，其他主要商品类别中，1-2月粮油食品、饮料、烟酒、服装鞋帽零售额累计同比增速与上年12月相比均有明显提速，或与今年春节假期天数增加，带动居民假期消费有关；受金银涨价驱动，1-2月金银珠宝零售额同比增速较上年12月加快7.1个百分点至13.0%；1-2月建筑装潢材料零售额同比降幅较上年12月大幅收窄9.6个百分点至-2.2%，在楼市持续低迷背景下，可能主要与成本上行驱动部分建筑装潢材料涨价有关。

图表 37、社会消费同比增长（单位：%）



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 38、城镇调查失业率小幅抬升



资料来源：Wind、国贸期货研究院

综合来看，年初消费出现了明显的改善，背后的原因，一是今年以旧换新资金提前下达，政策机制优化，各地于1月1日接续实施消费品以旧换新，实现了政策平稳过渡和有序衔接，加之2025年下半年以旧换新资金额度持续吃紧，今年开年民众有可能更早“抢用”补贴额度，推动年初两个月促消费效应集中体现。二是今年春节假期增加1天，民众消费需求集中释放，对相关商品和服务消费增速有较强推动作用。可以看到，除餐饮收入增速明显加快外，1-2月服务零售额同比增长5.6%，增速较上年全年加快0.1个百分点，其中，与假期需求密切相关的通讯信息服务类、旅游咨询租赁服务类、文体休闲服务类零售额增长较快。

展望未来，受年初以旧换新政策效应集中释放后对消费的拉动作用将边际减弱以及去年同期基数抬升影响，预计3月社零同比增速可能会出现回落。全年来看，原油、有色金属等大宗商品及原材料价格年初剧烈上行，正在从成本端对石油制品、建筑装潢材料、家电、电子产品等部分类别消费品带来涨价压力，或对社零名义增速产生一定支撑。不过，在城镇调查失业率有所上升，居民消费信心仍然偏弱的背景下，涨价也会消费需求产生抑制，加之今

年“以旧换新”支持政策额度较上年减少 500 亿，今年社零实际增速将面临下行压力。综合判断，预计 2026 年社零名义增速将与上年基本持平。

3 大宗商品走势分析

1、能化板块一枝独秀

局势突变，油价破百：自 2 月 28 日美以对伊朗开战以来，霍尔木兹海峡航运持续受阻，全球约 20% 的石油贸易被切断。3 月 24 日亚洲交易时段，布伦特原油期货价格一度站上 100 美元/桶，WTI 原油突破 91 美元。高盛等机构已将 3 月布油均价预测上调至超 100 美元，并表示若冲突持续，可能冲击 110-130 美元区间。

史上最大规模供应中断：国际能源署（IEA）3 月 12 日的报告明确指出，中东冲突已导致有史以来最大规模的石油供应中断，全球石油供应日均减少 800 万桶，占全球供应的 7.5%。

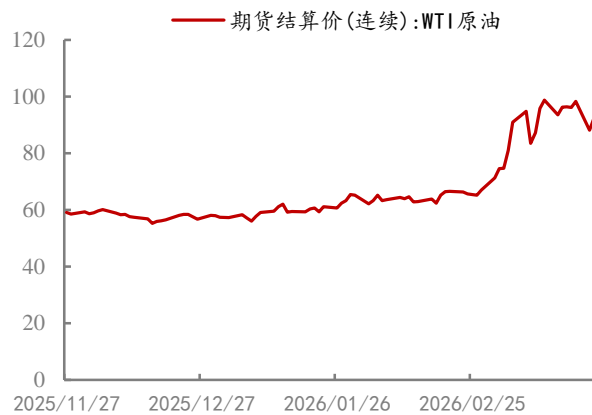
后续关键看点：油价走势完全取决于霍尔木兹海峡何时恢复通航。目前局势仍然胶着，虽然美方释放谈判信号，但伊朗否认并持续反击，高盛认为海峡可能关闭至 4 月中旬。在此期间，油价将维持高位且波动剧烈。

图表 39、期货结算价(连续):布伦特原油



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 40、期货结算价(连续):WTI 原油



资料来源：Wind、国贸期货研究院

2、有色+贵金属大幅回调

高油价引发了“滞胀交易”——这是一个对有色和贵金属极其不利的组合：

通胀预期飙升 → 美联储被迫转向鹰派：油价破百后，市场对通胀的担忧急剧升温。美联储 3 月议息会议点阵图显示，2026 年仅预期降息一次，甚至有官员讨论了加息可能。这对无息资产黄金是致命打击。

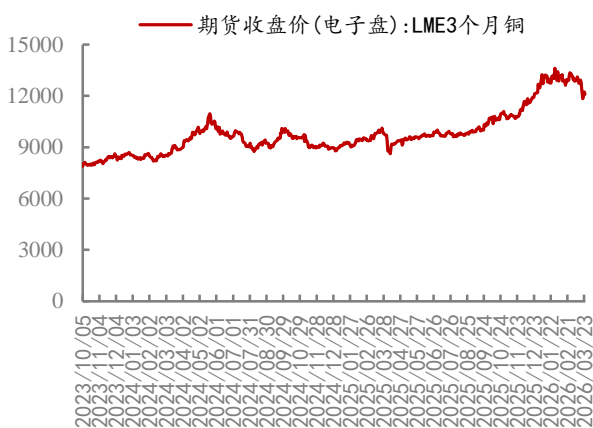
美债收益率飙升→避险资金从黄金流向美债：10年期美债收益率跃升至4.2%，逼近4.5%关键门槛。投资者开始抛售黄金、买入美债，黄金在这一刻表现得像风险资产而非避险资产。

流动性危机引发“现金为王”：私人信贷市场出现裂痕，赎回激增迫使投资者抛售黄金以弥补追加保证金——这正是金价3月23日单日暴跌8%的直接导火索。

美元走强压制所有美元计价资产：地缘冲突强化了美元的避险属性，美元指数强势运行，直接压制了铜、铝等工业金属的价格。

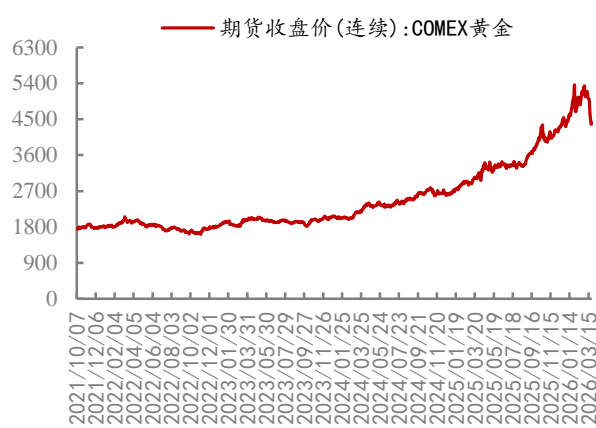
当前有色和贵金属板块正处于“短期阵痛期”，但恐慌性抛售往往带来中长期布局机会。黄金的央行购金逻辑、铝的供应端收缩逻辑、铜的新能源替代逻辑，都未因本轮暴跌而破坏。

图表 41、期货收盘价(电子盘):LME3个月铜



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 42、期货收盘价(连续):COMEX黄金



资料来源：Wind、国贸期货研究院

3、黑色金属不温不火

黑色金属板块当前的核心判断是：成本驱动与需求压制激烈博弈，短期偏强震荡，但上行空间受制于终端需求的实质性改善。

与有色、贵金属板块受宏观流动性压制不同，黑色系当前更多走的是产业内生的成本支撑逻辑——中东冲突推高能源价格，通过油煤联动传导至焦煤，进而抬升整个黑色产业链的成本中枢。同时，国内正值“金三银四”传统旺季，钢材需求正在兑现，库存拐点已现。

黑色金属当前处于“成本驱动 vs 需求压制”的博弈期。短期来看，中东冲突引发的能源溢价和旺季需求兑现将支撑价格震荡偏强；但中期来看，终端需求（尤其是地产）的实质性改善仍是决定上行空间的关键变量。

需要密切关注的风险点：

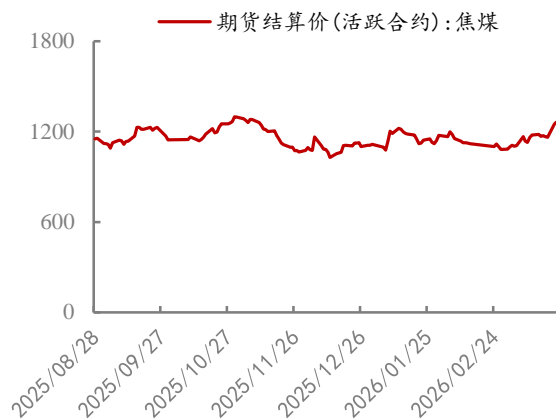
- 1) 铁水产量见顶信号：若铁水回升至 230 万吨以上后放缓，原料支撑可能松动
- 2) 钢材去库速度：若去库不及预期，旺季证伪将引发回调
- 3) 中东局势演变：若霍尔木兹海峡恢复通航，能源溢价消退将削弱成本支撑

图表 43、期货结算价(活跃合约):螺纹钢



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 44、期货结算价(活跃合约):焦煤

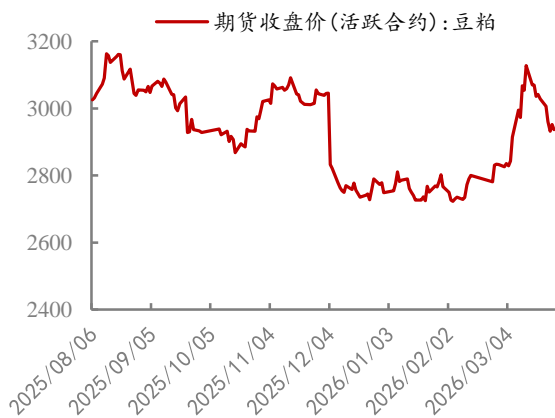


资料来源：Wind、国贸期货研究院

4、农产品是新一波机遇？

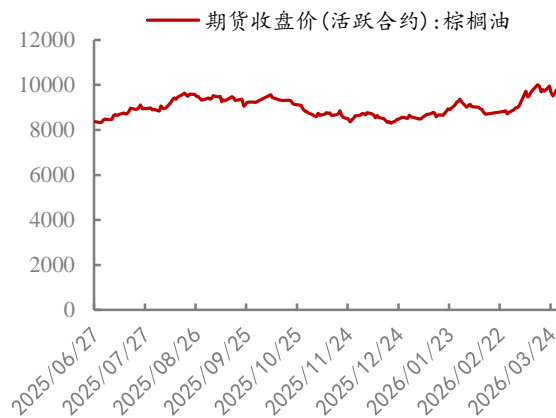
农产品当前的核心判断是：能源溢价驱动+自身供需收紧，整体趋势看涨，但短期面临技术性回调压力，品种间分化显著。

图表 45、期货收盘价(活跃合约):豆粕



资料来源：Wind、国贸期货研究院

图表 46、期货收盘价(活跃合约):棕榈油



资料来源：Wind、国贸期货研究院

与有色、黑色板块不同，农产品的上涨逻辑更直接——中东冲突推高油价，通过生物柴油需求和生产成本传导两条路径，直接作用于农产品价格。与此同时，USDA 最新供需报告显示，全球大豆产量下调、玉米库存处于低位，自身基本面也在收紧。

分析师介绍

郑建鑫，国贸期货研究院宏观金融研究中心经理，宏观金融首席分析师，厦门大学财务管理硕士。负责宏观和大宗商品研究，擅长 FICC 类资产研究，熟悉宏观对冲及套利交易。曾获期货日报“最佳宏观策略分析师”称号。

免责声明

本报告中的信息均源于公开可获得的资料，国贸期货力求准确可靠，但不对上述信息的准确性及完整性做任何保证。本报告不构成个人投资建议，也未针对个别投资者特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者需自行判断本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，据此投资，责任自负。本报告仅向特定客户推送，未经国贸期货授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均构成对国贸期货的侵权，我司将视情况追究法律责任。期市有风险，入市需谨慎。