

类别
宏观市场月报

日期
2026年4月3日



宏观金融研究团队

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

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

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



伊朗战争局势扰动全球宏观市场

近期研究报告

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

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

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

《宏观专题-20250724-从 CIP 指数观察中国制造业的国际竞争力》

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

观点摘要

- 由于中美达成阶段性贸易协议而特朗普为了应对中期选举而在短期内对中国不敢有非分之想，2026 年 1-2 月份中国出口同比增长 21.8% 而贸易顺差同比增长 26.3%。贸易形势好转、外部需求强韧和债务杠杆高企使得 2026 年中国财政刺激有所退坡，尽管狭义财政赤字基本持平于 2025 年，而且 2026 年初财政支出秉承强刺激早落实原则。2 月 20 日美国联邦最高法院裁定特朗普政府无权援引 IEEPA 开征关税，特朗普政府紧急开征税率为 10% 的 122 条款临时关税接续 IEEPA 关税，并于 3 月中旬以工业产能过剩和未禁止强迫劳动为由对 60 个贸易伙伴开展 301 条款调查，意欲以 301 条款国别关税和 232 条款行业关税来重建关税壁垒；3 月 27 日中国商务部宣布对美国破坏全球供应链以及阻碍绿色产品贸易的相关做法和措施发起两项贸易壁垒调查。国际贸易形势再起变化、中国财政刺激边际退坡、以及伊朗战争对全球油气贸易的阻碍和央行货币紧缩的影响，有可能使得全球经济出现短期阶段性衰退。
- 2026 年 1 月底特朗普提名偏鹰派美联储主席人选一方面缓和了市场对美国财金纪律失控的担忧另一方面引发市场对美联储收紧货币流动性的担忧，2 月 20 日美国联邦最高法院裁决特朗普政府无权援引 IEEPA 开征关税使得国际贸易形势再起波澜，2 月底美国和以色列联合袭击伊朗而伊朗则以封锁霍尔木兹海峡为杠杆倒逼特朗普 TACO，油气价格暴涨推高通胀波动中枢并引发欧美央行紧缩预期，欧美央行紧缩一方面恶化油气产品价格暴涨造成的流动性紧张形势，另一方面可能刺破人工智能热潮带来的系统性风险并带来阶段性经济衰退。目前美国、以色列和伊朗均未确实显现结束战事的意愿，而伊朗战争长期化的尾部风险成为现实的可能性也越来越大。而一旦共和党因伊朗战争长期化而输掉中期选举、特朗普因伊朗战争长期化而输掉共和党，不排除特朗普恼羞成怒加速重组国际贸易体系的可能性，那么国际经济形势将遭遇油气价格暴涨、央行紧缩货币政策与国际贸易形势恶化的三重击；尽管目前这仍未成为基准情形，但我们提醒这一可能性越来越大。基于宏观前景的不确定性，我们建议超配货币和原油来应对伊朗战争长期化风险，标配利率债和黄金来应对滞涨风险，而低配信用债和股票来规避经济衰退风险。

目录

| | |
|--------------------------|--------|
| 一、2026年1-3月份宏观市场回顾 | - 4 - |
| 二、宏观环境评述 | - 4 - |
| 2.1 2026年中国经济迎来开门红 | - 4 - |
| 2.2 中国财政刺激或边际退坡 | - 8 - |
| 2.3 美国就业市场羸弱通胀预期升温 | - 10 - |
| 2.4 欧美央行紧缩预期骤然升温 | - 13 - |
| 2.5 提防伊朗战争长期化风险 | - 15 - |
| 三、资产市场分析 | - 18 - |
| 四、中期资产配置 | - 21 - |

一、2026年1-3月份宏观市场回顾

在2025年对内整顿联邦机构、大规模驱逐移民和以关税武器化推动国际贸易体系重组等MAGA改革取得进展之后,2026年特朗普2.0新政重心转向倚重军事力量来巩固甚至拓展地缘战略空间,包括突袭委内瑞拉、强夺格陵兰岛和再次袭击伊朗等。虽然特朗普在年初突袭委内瑞拉并捉拿委内瑞拉总统夫妇返美就审、以关税武器化逼迫欧洲向美国让渡部分格陵兰岛权益等事件上进行得颇为顺利,但美国和以色列在联合袭击伊朗上面遭到挫折。虽然美伊在空袭首日即斩首包括最高精神领袖在内的40多名高管,但伊朗并没有陷入混乱而是组织起顽强的反击,并以封锁霍尔木兹海峡推高油价来倒逼特朗普退缩,国际油价飙升推高通胀中枢并引发欧美央行紧缩担忧和全球经济衰退风险,3月中下旬全球金融资产普遍承压调整,伦敦黄金一度跌至4098美元/盎司。1月30日特朗普宣布提名倾向于紧货币宽信贷的前美联储理事沃什为下届美联储主席,对美国财金纪律失控担忧的缓解以及流动性溢价减弱使得1月底贵金属板块出现第一次显著调整。

由于中美达成阶段性贸易协议而特朗普为了应对中期选举而在短期内对中国不敢有非分之想,2026年1-2月份中国出口同比增长21.8%而贸易顺差同比增长26.3%。贸易形势好转、外部需求强韧和债务杠杆高企使得2026年中国财政刺激有所退坡,尽管狭义财政赤字基本持平于2025年,而且2026年初财政支出秉承强刺激早落实原则。2月20日美国联邦最高法院裁定特朗普政府无权援引IEEPA开征关税,特朗普政府紧急开征税率为10%的122条款临时关税接续IEEPA关税,并于3月中旬以工业产能过剩和未禁止强迫劳动为由对60个贸易伙伴开展301条款调查,意欲以301条款国别关税和232条款行业关税来重建关税壁垒;3月27日中国商务部宣布对美国破坏全球供应链以及阻碍绿色产品贸易的相关做法和措施发起两项贸易壁垒调查。国际贸易形势再起变化、中国财政刺激边际退坡、以及伊朗战争对全球油气贸易的阻碍和央行货币紧缩的影响,有可能使得全球经济出现短期阶段性衰退。

二、宏观环境评述

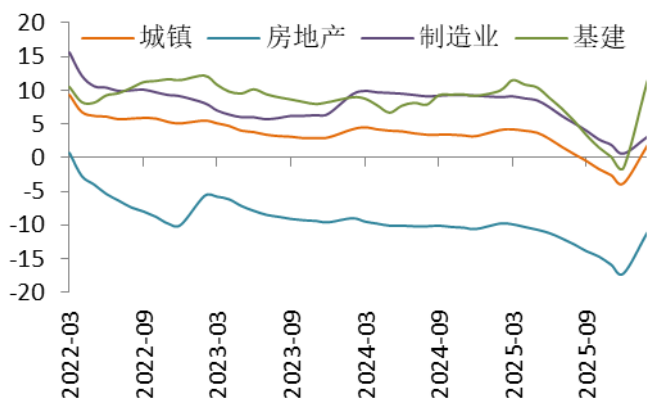
2.1 2026年中国经济迎来开门红

由于国际贸易形势缓和同时国内财政继续发力,2026年初中国经济表现良好。投资方面,2026年1-2月份中国城镇固定资产投资同比增长1.8%,增速较2025年全年的萎缩3.8%加快5.6个百分点。其中制造业投资同比增长3.1%,增速较2025年全年加快2.5个百分点,国际贸易形势缓和以及企业利润状况改善提振企

业投资意愿；基础设施建设投资同比增长 11.4%，增速较 2025 年全年加快 12.9 个百分点，开年财政刺激仍遵循强刺激早落实原则；房地产投资同比萎缩 11.1%，萎缩程度较 2025 年全年收窄 6.1 个百分点，仍然构成对中国固定资产投资的主要拖累；但房地产投资占全国投资比重已经从 2021 年的 27.1% 下降至 2025 年的 17.1%，房地产市场周期下行对中国整体经济的拖累作用逐步减弱。

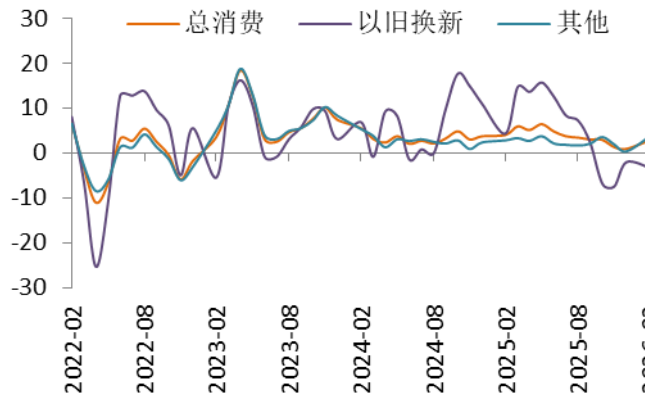
消费方面，2026 年 1-2 月份中国社会消费品零售总额同比增长 2.8%，增速较 2025 年全年放缓 0.9 个百分点(但较 2025 年 12 月加快 1.6 个百分点)。其中以旧换新类别商品消费同比萎缩 3.36%，萎缩程度较 2025 年全年放缓 8.1 个百分点(较 2025 年 12 月放缓 1.2 个百分点)，显示消费品以旧换新补贴退坡以及潜在需求释放对耐用品消费的拖累作用；其他类别商品消费同比增长 3.7%，增速较 2025 年全年加快 1.3 个百分点(较 2025 年 12 月加快 3.4 个百分点)，中国股市持续走强以及房地产价格跌幅趋缓通过财富效应提振居民消费意愿。

图1：中国固定资产投资增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

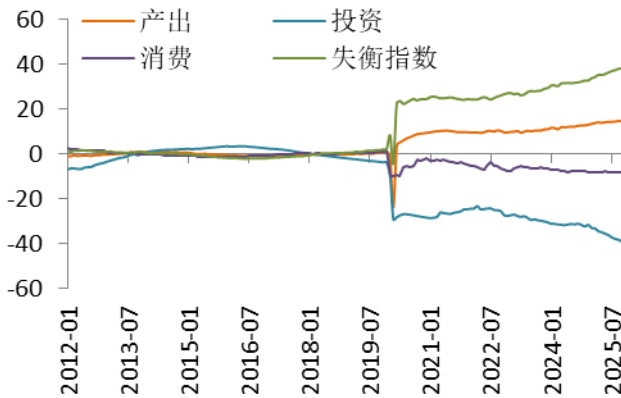
图2：中国社会消费零售增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

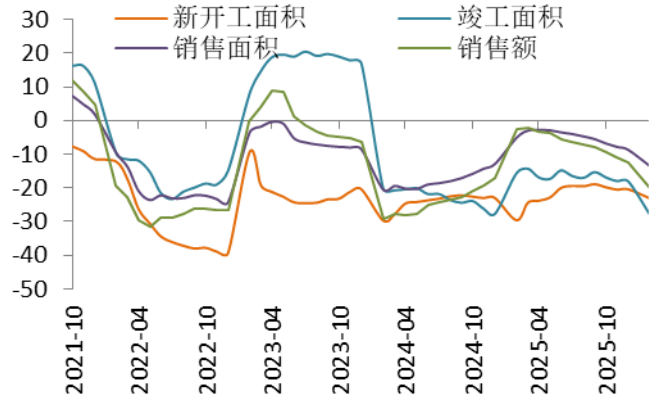
虽然企业投资和居民消费方面均出现环比好转，但工业产出方面增长力度更大，这使得中国内循环方面仍表现为严重的供过于求，需要依赖出口来消化过剩产出。2026 年 1-2 月份中国工业产出同比增长 6.3%，增速较 2025 年全年加快 0.4 个百分点。其中采矿业产出同比增长 6.1%，增速较 2025 年全年加快 0.5 个百分点；制造业产出同比增长 6.6%，增速较 2025 年全年加快 0.2 个百分点；公用事业产出同比增长 4.7%，增速较 2025 年全年加快 2.4 个百分点。2026 年 2 月份工业产出相较于 2012 年至 2019 年线性趋势外推的基准值出超 15.63%，出超程度较 2025 年 12 月份进一步提高 0.64 个百分点；投资相较于基准值萎缩 39.64%，萎缩程度较 2025 年 12 月份收窄 0.54 个百分点；消费相较于基准值萎缩 8.48%，萎缩程度较 2025 年 12 月份收窄 0.63 个百分点；经济社会失衡指数录得 39.7，较 2025 年 12 月份小幅扩大。

图3：中国整体经济供需平衡



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图4：中国房地产供需状况



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

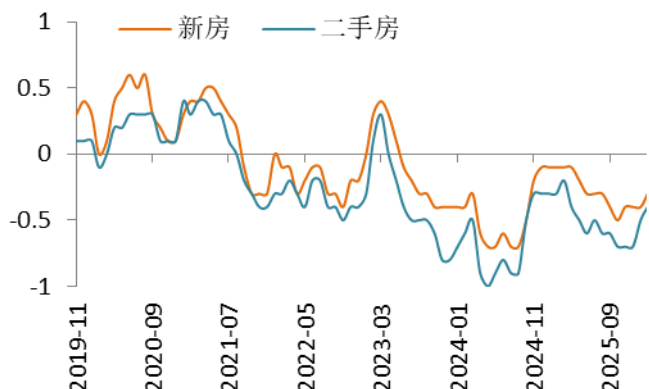
房地产方面，2026年1-2月份中国房地产新开工面积同比萎缩23.1%，萎缩程度较2025年全年扩大2.7个百分点；竣工面积同比萎缩27.9%，萎缩程度较2025年全年扩大9.8个百分点；销售面积同比萎缩13.5%，萎缩程度较2025年全年扩大4.8个百分点；销售额同比萎缩20.2%，萎缩程度较2025年全年扩大7.6个百分点，供需两端萎缩程度均有所扩大。2026年2月末商品房待售面积为8亿平方米，较2025年同期增加107万平方米；以近12个月滚动销售计算的去化月数为10.16，较2025年12月末增加0.6个月，房企库存压力继续上升抑制投资意愿；以“待售面积+施工面积-竣工面积”计算的广义去化月数为77.32，较2025年同期增加0.35个月。

2026年2月份中国七十个大中城市新房房价环比萎缩0.3%，萎缩程度进一步缩小至2025年6月份以来的最小值，但新房房价同比萎缩3.5%为2025年7月份以来最大值；新房房价环比上涨城市数为10个，较2025年12月增加4个且达到2025年7月份以来最大值。2月份七十城二手房房价环比萎缩0.4%，萎缩程度进一步缩小至2025年4月份以来的最小值，但二手房房价同比萎缩6.3%为2025年5月份以来最大值；二手房房价环比上涨城市数为2个，较2025年12月增加2个且达到2025年6月份以来最大值。整体看房价继续下跌但跌幅有所放缓，有望抑制“房价下跌与需求萎缩”之间的正反馈循环强度。

国际贸易方面，由于2025年10月底中美达成阶段性贸易协议且美国需要与中国搞好关系以应对2026年11月份的中期选举，2025年11月份以来中国面临的国际贸易环境有所改善；而且2026年2月20日美国联邦最高法院判决特朗普政府无权援引IEEPA开征关税，美国对从中国进口商品综合税率下降约10个百分点，这毫无疑问引发新一轮抢进口抢出口热潮。2026年1-2月份中国出口同比增长21.8%，增速较2025年全年加快16.35个百分点，而贸易顺差同比也增长26.3%。

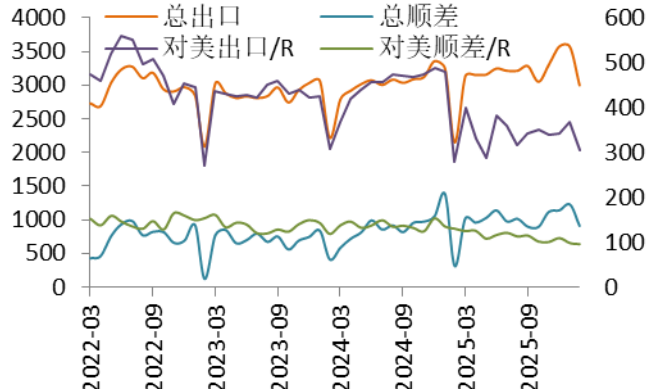
其中中国对美国直接出口同比下降11%，对美国出口比重从2025年的11.1%进一步下滑至10.2%，贸易顺差则同比下降2.5%。我们预计2026年中国出口继续强韧，风险点在于伊朗战争长期化引发全球经济阶段性衰退。

图5：七十城房价环比增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图6：中国出口与贸易顺差

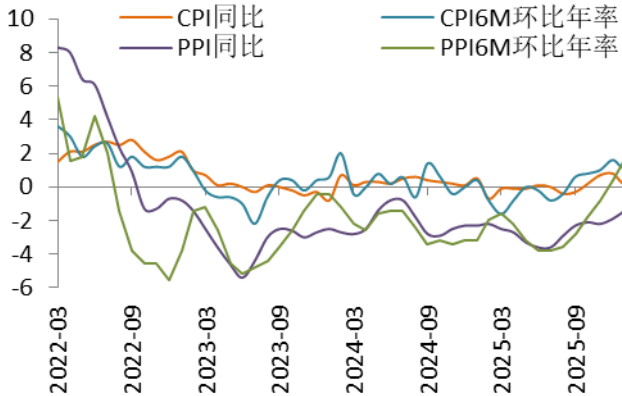


数据来源：Wind，建信期货研究发展部

物价方面，2026年2月份中国CPI同比增长1.3%，为2023年2月份以来最高值，其中食品CPI和核心CPI分别同比增长1.7%和1.8%，近6个月CPI环比折年率则达到3.2%。从环比看全国CPI涨幅由上月的0.2%扩大至1.0%，主要是受春节假期较长消费需求集中释放影响，服务价格涨幅高于季节性水平。服务价格环比上涨1.1%，影响CPI环比上涨约0.54个百分点；其中飞机票、交通工具租赁、旅行社收费和宾馆住宿价格分别上涨31.1%、24.7%、15.8%和7.3%，四项合计影响CPI环比上涨约0.32个百分点。工业消费品价格上涨0.4%，其中受国际金价上行影响，国内黄金饰品价格上涨6.2%；国际地缘政治冲突对能源价格影响传导作用显现，国内汽油价格上涨3.1%，两项合计影响CPI环比上涨约0.12个百分点。

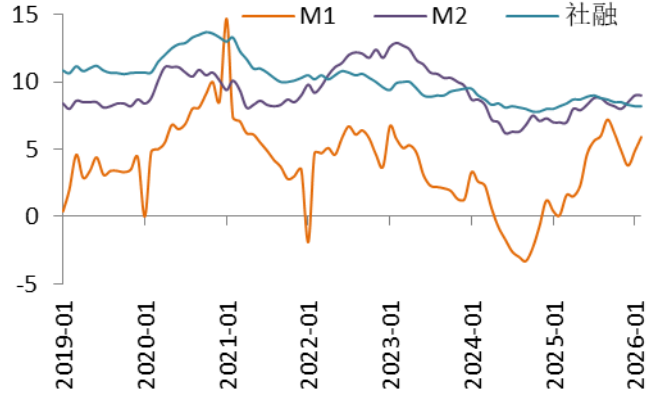
2026年2月份中国PPI同比萎缩0.9%，萎缩程度较前一月收窄0.5个百分点，近6个月PPI环比折年率则达到2.4%。从环比看全国PPI上涨0.4%，涨幅与上月相同，已连续5个月上涨。本月PPI环比运行的主要特点：一是国际有色金属、原油价格上行拉动国内相关行业价格上涨，有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业价格环比分别上涨7.1%和4.6%；受成本推动等因素影响，电气机械和器材制造业价格上涨1.2%，其中电线电缆制造价格上涨2.3%。二是算力增长带动部分行业需求增加价格上行，计算机通信和其他电子设备制造业价格环比上涨0.6%，其中电子半导体材料、外存储设备及部件、集成电路封装测试系列价格分别上涨2.8%、1.2%和1.1%。

图7：中国物价同比增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图8：中国社融与货币供应



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

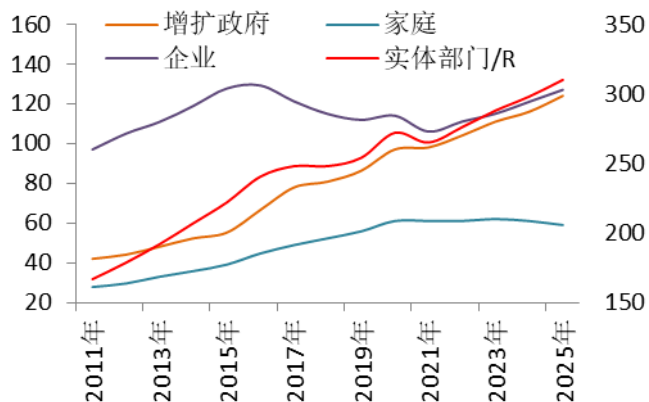
金融方面，2026年2月份中国狭义货币 M1 同比增长 5.9%，增速连续两个月回升但仍低于 2025 年 9 月份的阶段性峰值 7.2%；广义货币 M2 同比增长 9%，增速持平于前一月且为 2024 年 1 月份以来的最大值，数据说明中国广义货币流动性较为充裕。2026 年 2 月份中国社会融资存量同比增长 8.2%，增速持平于前一月且为 2025 年 2 月份以来的最低值，显示民间融资意愿偏弱与政府财政刺激退坡的共同作用。财政方面，2026 年 1-2 月份中国广义财政收入同比萎缩 1.4%（其中一般公共预算收入增长 0.7%而政府性基金收入萎缩 16%），广义财政支出同比增长 6.1%，以此计算 2026 年中国广义财政赤字率或达到 10.8%，显示 2026 年开年财政支出维持强刺激早落实原则。

2.2 中国财政刺激或边际退坡

2024 年底中央经济工作会议决定 2025 年要实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策以对冲外部风险，2025 年 3 月份中央政府工作报告提出 2025 年中央财政赤字率上调至 4%，全年新增 11.86 万亿元政府债务（较 2024 年增长 2.9 万亿元）。2025 年中国广义财政赤字较 2024 年增长 2.22 万亿元，广义财政赤字率较 2024 年扩大 1.3 个百分点至 9%并超过 2020 年的 8.4%。2025 年财政强劲扩张且靠前发力为打赢国际经贸斗争奠定经济基础，2025 年中国实际 GDP 增速持平于 2024 年的 5%，但也显著推高中国社会债务杠杆率并加深经济脆弱性。根据中国社科院金融所数据，2025 年中国实体部门杠杆率累积上升 11.8 个百分点至 302.4%，其中居民部门回落 2 个百分点而政企部门上升 13.8 个百分点。根据国际清算银行 BIS 数据，2025 年 H1 中国、美国、欧元区和日本实体部门杠杆率分别为 294%、247%、241%和 377%（政府部门 124%、106%、86%和 198%），2019 年底以来中国实体部门杠杆率上升 54 个百分点而美欧日分别回落 10、22 和 5 个百分点。根据国际货币基金组织 IMF 数据，2025 年中国实体部门债务杠杆率环比增长 12 个百分点

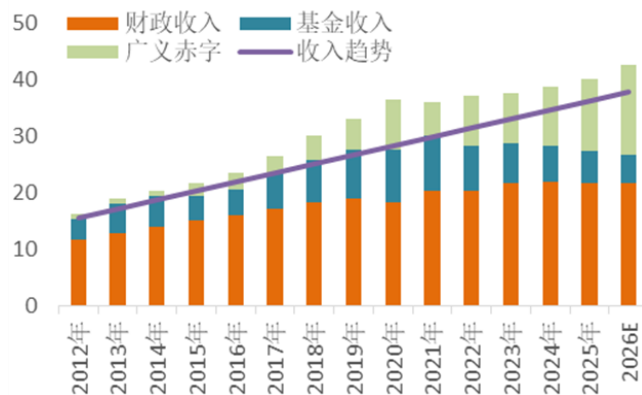
至 310%；把地方政府融资平台和政府性基金的债务纳进来之后，2025 年中国广义政府债务杠杆率达到 124%，高于美国的 106%但低于日本的 198%。

图9：中国实体部门债务杠杆率



数据来源：IMF，建信期货研究发展部

图10：中国广义财政收支

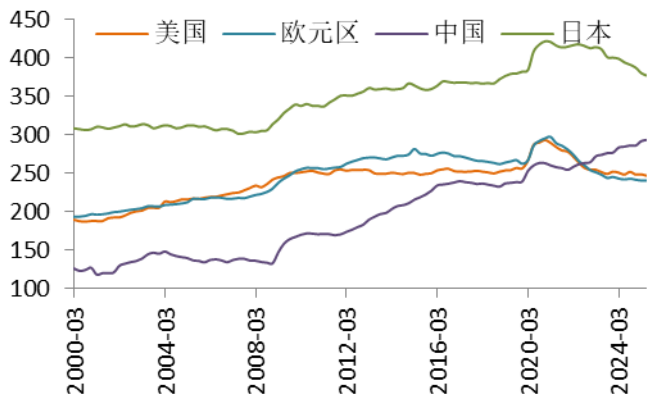


数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2020 年新冠疫情爆发后中国连续三年实施动态清零政策，2022 年中国房地产市场转入周期下行至今，房地产市场显著萎缩且房地产价格大幅调整，两者恶化居民部门和地方政府部门资产负债表并拖累中国内需。2020 年至今中国产出(相对于 2012 年至 2019 年线性拟合外推值)持续出超而投资和消费加速萎缩，供应过剩使得中国经济社会承受持续通缩压力、恶化企业盈利状况并加大出口压力。但中央持续扩大财政支持力度化解居民部门和地方政府部门债务压力，虽然库存压力高企使得房地产市场仍未完全企稳，但房地产价格跌幅已经有所收窄且房地产投资在整体投资中占比持续压缩，这使得房地产市场周期下行对中国总体经济的拖累作用边际减弱，2024 年四季度以来中国居民就业和收入信心已有企稳迹象而储蓄倾向也有触顶迹象，外需强韧与内需修复或支持中国经济在财政支持退坡情况下仍能休养生息。

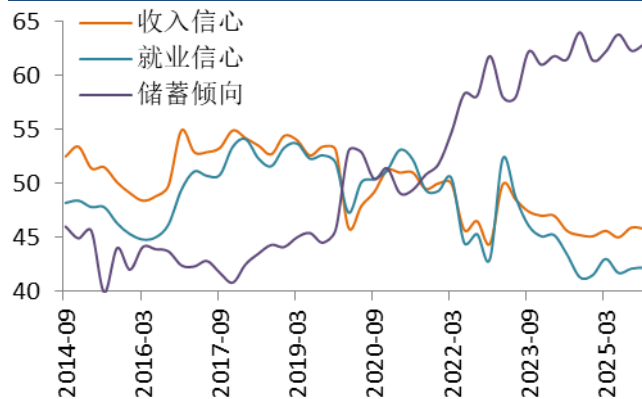
2025 年中央经济工作会议：1、老问题新挑战仍然不少，外部环境变化影响加深，国内供强需弱矛盾突出，重点领域风险隐患较多。2、2026 年经济工作要更好统筹国内经济工作和国际经贸斗争，更好统筹发展和安全，实施更加积极有为的宏观政策；因地制宜发展新质生产力，纵深推进全国统一大市场建设，持续防范化解重点领域风险；推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，实现十五五时期良好开局。3、在政策取向上要发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度；要继续实施更加积极的财政政策，保持必要的财政赤字和支出总量，优化财政支出结构，规范税收优惠、财政补贴政策；要继续实施适度宽松的货币政策，把促进经济稳定增长、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。

图11：美欧中日实体部门杠杆率



数据来源：BIS, 建信期货研究发展部

图12：中国城镇储户问卷调查



数据来源：Wind, 建信期货研究发展部

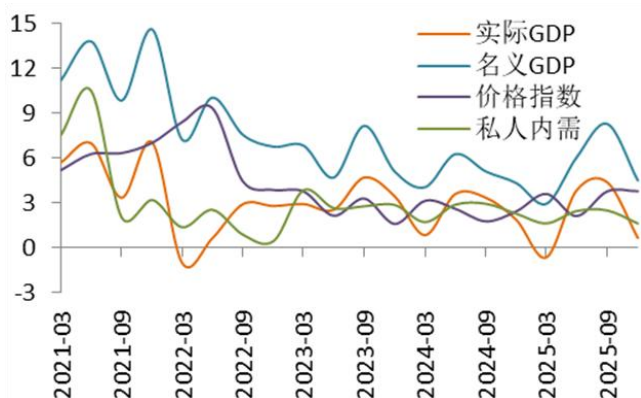
2026年政府工作报告：经济发展目标定于4.5-5%(2023年至2025年均均为5%左右)，在实际工作中努力争取更好结果，降低增速目标主要是在一五五开局之年为调结构、防风险、促改革留出空间。赤字率拟继续按4%安排(2023年3%→3.8%，2024年3%，2025年4%)，赤字规模5.89万亿元(暗含名义GDP147.25万亿元，同比增长5%)；发行超长期特别国债1.3万亿元支持两重两新(两重8000亿，设备更新2000亿，以旧换新3000亿(较2025年减少500亿)，新增财政金融协同促内需专项1000亿新增)，发行特别国债3千亿元支持国有大行(减少2000亿)，安排地方政府专项债券4.4万亿元。2025年预算增加政府债务11.86万亿元，实际新增广义政府债务12.65万亿元，名义GDP140.2万亿元，实际广义赤字率9%；2026年预算增加政府债务11.89万亿元，若名义GDP增长5%且政府债务不超标，则实际广义赤字率为8.1%。2026年1-2月份广义财政收入同比萎缩1.4%，广义财政支出同比增长6.1%，由此推算全年广义赤字率为10.8%，显示2026年初中国财政支出继续遵循强刺激早落实原则。

2.3 美国就业市场羸弱通胀预期升温

特朗普2.0新政(关税武器化以及联邦机构重组等)扰乱美国经济社会正常秩序并恶化美国就业市场状况，2025年一季度美国经济出现2022年二季度以来的首次环比萎缩，其中净出口拖累4.7%(史上最大)；而四季度美国经济仅增长0.7%，其中政府支出拖累1%(2020年四季度以来最大)。2025年美国实际GDP同比增长2.1%，增速较2024年回落0.7个百分点且为2021年以来最低值；名义GDP达到30.8万亿美元，同比增长5%，增速较2024年回落0.3个百分点且为2021年以来最低值。由于OBBB法案使得2026年至2028年美国财政刺激显著扩张，联邦最高法院IEEPA关税裁决进一步强化财政扩张；而2025年9月份以来美联储重启降息进程、结束缩表进程并启动储备管理计划，货币政策限制性进一步缓解；且特朗

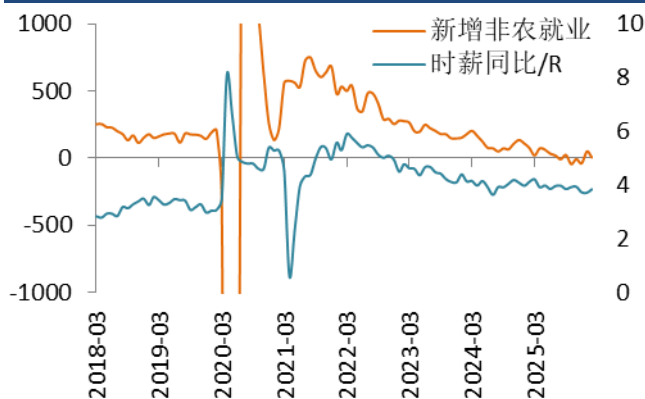
普政府市场调整关税措施以应对中期选举，2025年Q4联邦政府停摆的损失将在2026年得到完全弥补，总体上看2026年美国经济增长动能将好于2025年。但特朗普政府重建关税壁垒将带来新的不确定性因素，而且伊朗战争推高油价和通胀中枢为美国经济带来负面冲击，近期市场机构纷纷上调美国经济衰退概率。穆迪分析公司模型显示，美国经济在未来12个月陷入衰退的概率已经升至48.6%，高盛集团将其预测的这一概率提高到30%；美国威尔明顿信托公司和安永-博智隆公司分别预计美国经济陷入衰退的概率为45%和40%。而在通常情况下，这一概率应为20%左右。

图13：美国GDP环比年率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

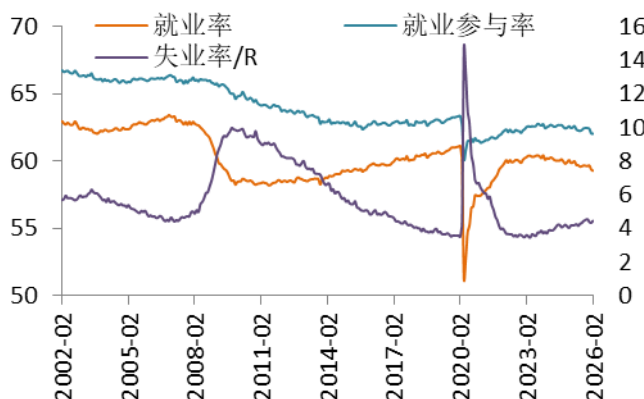
图14：非农就业与薪资增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

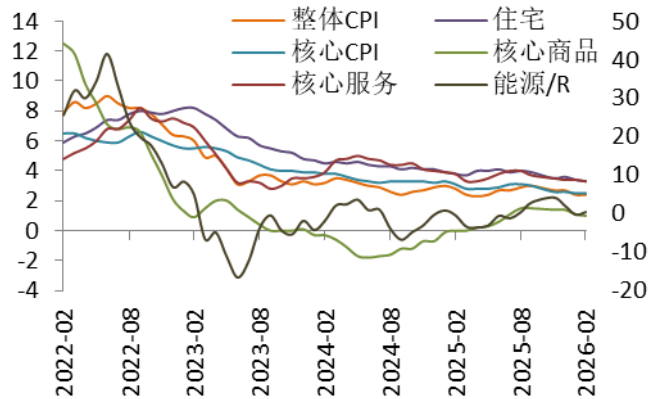
2026年2月份美国非农就业萎缩9.2万人，前两个月新增非农就业合计下修6.9万。特朗普2.0政府上台周年美国月均新增非农就业仅1.3万，为2004年以来最低值(金融危机期和新冠疫情期除外)；其中制造业部门和联邦政府部门就业月均分别萎缩0.7和2.6万人，除医疗保健、休闲酒店和建筑业外大部分行业就业萎缩；受到特朗普2.0新政不确定性和人工智能发展热潮的双重影响，企业一方面不裁员不招聘，另一方面对于自然减员倾向于以人工智能替代，这导致美国就业市场创造就业能力羸弱。2月份美国雇员薪资增速同比增速小幅回升至3.84%，2025年4月份以来均在3.7-4%区间内波动。2026年2月份美国就业参与率回落至2022年以来的最低值62%，整体上延续了2023年8月份以来的震荡回落趋势，就业率59.3%则创2015年10月份以来最低值(疫情期除外)；美国失业率从前一月的4.28%反弹至4.44%，但衡量美国就业市场盛衰的Sahm指标回落至0.268，说明美国就业市场指向短期稳定可能性。高频数据显示初请失业金和续请失业金人数自2025年下半年以来震荡回落，但2018年至2024年美国就业市场供不应求状况正向供需平衡转变。总体上看美国就业市场整体上呈现出短期趋于稳定与创造就业能力羸弱并存的局面，但短期稳定也掩盖了美国就业市场脆弱性不断积累的风险，而通胀中枢上行与美联储货币政策改弦更张可能引爆就业市场风险。

图15：美国就业率与失业率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

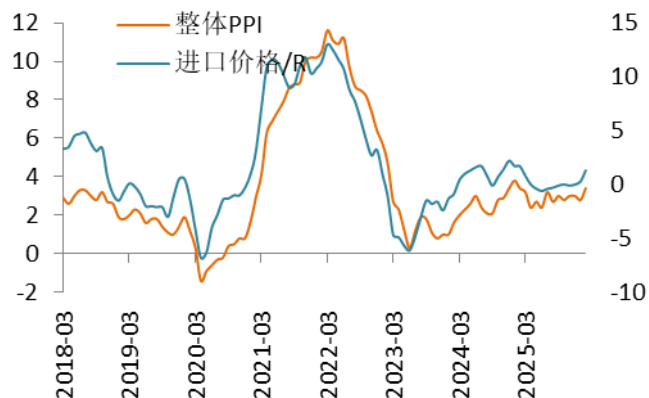
图16：美国CPI同比增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

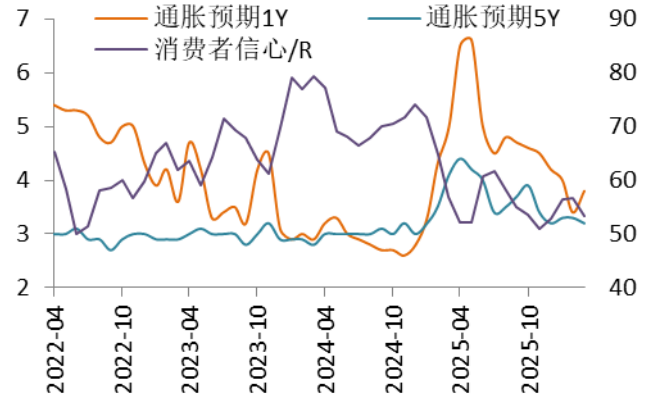
2026年2月份美国整体CPI和核心CPI同比增速分别持平于前一个月的2.4%和2.5%，2月底以来的油价暴涨暂时未反映到美国物价数据中，但美联储青睐的PCE物价显著强于CPI（核心PCE连续三个月上涨至3.06%而整体PCE也企稳于2.8%附近）。其中住宅CPI同比增速3.3%为2021年8月份以来最低值，核心商品CPI同比增速在经过2025年因关税因素导致的企稳回升后已经呈现出较为明显的见顶回落迹象，核心服务CPI同比增速也从2025年8月份阶段性峰值回落到3.3%，能源CPI环比增速仅从前一个月的0.2%上升至0.4%。总体上看关税带来的核心商品通胀可能已经开始缓解，而就业市场羸弱与房地产市场疲软推动服务CPI继续回落，但美以袭击伊朗或阶段性推高油价与美国整体通胀，3月份以来美国汽油和天然气价格分别上涨44.3%和4.2%；3月27日克利夫兰联储Inflation Nowcasting模型最新预测美国3月份整体CPI和核心CPI同比增速将分别上升至3.16%和2.6%，整体PCE和核心PCE同比增速在短期回落至2.67%和2.83%之后也将上升至3.23%和2.97%。

图17：美国PPI与进口物价



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图18：通胀预期与消费者信心



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

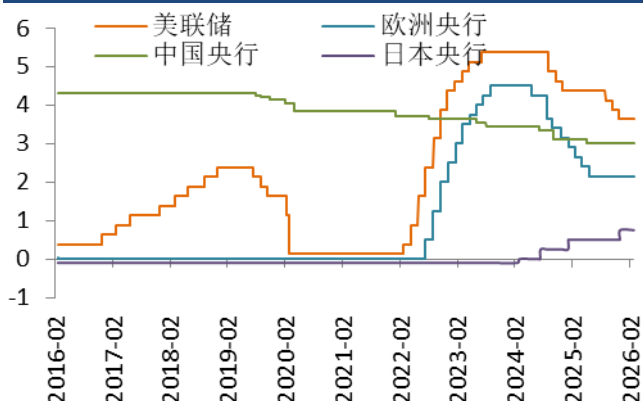
能源价格上涨推高消费者通胀预期并打压消费者信心，3月份密歇根大学消

费者调查结果显示,3月份美国消费者一年期通胀预期从前一月的3.4%回升至3.8%但绝对值仍然偏低,五年期通胀预期从前一月的3.3%回落到3.2%,显示消费者整体上认为油价阶段性上涨后仍将回落;3月份消费者信心指数较前一月回落3.3个百分点至53.3%,为近三个月低点。

2.4 欧美央行紧缩预期骤然升温

由于通胀压力缓解、就业市场疲软以及经济活力减弱,2024年至今全球大部分央行陆续开始降息进程,2025年特朗普2.0新政冲击下各央行延续或扩大货币宽松力度;截至2025年底以经济规模加权的全球央行净降息比例高达86.4%,位于2000年以来的高水平区间。2024年至2025年美欧央行在降息的同时继续缩表,而且特朗普2.0新政冲击导致社会融资意愿低迷,因此货币流动性增长相对有限。但2025年底美联储与欧洲央行已经转为实质性扩表进程,中国央行继续实施适度宽松的货币政策而日本政府施压日本央行放缓货币政策正常化进程,因此货币流动性增长有所加快;2026年2月份美欧中日四大央行总资产同比增长3.7%,而四大经济体合计广义货币同比增长19.8%。

图19: 美欧日中央行政策利率



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

图20: 美欧日央行总资产与货币供应



数据来源: Wind, 建信期货研究发展部

但是由于伊朗战争长期化担忧以及油价高企带来的通胀中枢上行压力,3月中旬以来全球央行紧缩担忧骤然升温。3月17日澳洲联储议息会议将基准利率上调25BP至4.1%,为年内第二次加息(第一次在2月3日),背景为2025年下半年以来澳洲CPI同比增速从1.9%上升到3.8%。3月19日欧洲央行议息会议维持政策利率不变,但将2026年通胀预期从1.9%上调至2.6%、将2026年经济增长预期从1.2%下调至0.9%,并警告若伊朗局势恶化则2027年通胀率可能达到6.3%,市场对2026年欧洲央行政策利率预期从降息13BP转为加息85BP。3月19日英国央行议息会议维持政策利率不变(市场主流预期为降息),删除此前暗示利率可能下调的政策指引,并明确表示准备采取行动应对通胀风险,市场对2026年英国央行

利率政策预期从降息 53BP 转为加息 76BP。

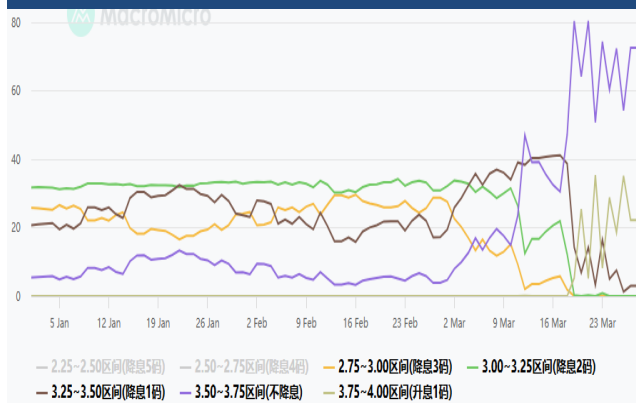
3月18日美联储议息会议强调就业市场仍处底部震荡态势，而中东局势发展对美国的影响尚不确定；特朗普新任命的理事米兰继续呼吁降息，但之前持续支持降息的沃勒在无缘主席职位后不再支持降息。美联储主席鲍威尔表示就业市场表面稳定但下行风险正在累积，能源冲击通过推高生活生产成本对整体经济和就业市场形成连锁负面效应；当前通胀回落进展停滞，关税与油价上涨正形成叠加压力，在看到通胀进一步改善前不会降息，而下一步可能加息的讨论已经被提及。在经济展望材料中，美联储显著上调2026年通胀预期但经济和就业预期大致不变。在利率点阵图中，预计2026年政策利率维持不变、下调25BP以及下调更大幅度的官员数量分别为7位、7位和5位(2025年12月分别为4位、4位和8位，另有3位支持加息25BP)。

图21：美联储经济通胀利率展望Mar2026

| Variable | Median ¹ | | | |
|---|---------------------|------|------|------------|
| | 2026 | 2027 | 2028 | Longer run |
| Change in real GDP | 2.4 | 2.3 | 2.1 | 2.0 |
| December projection | 2.3 | 2.0 | 1.9 | 1.8 |
| Unemployment rate | 4.4 | 4.3 | 4.2 | 4.2 |
| December projection | 4.4 | 4.2 | 4.2 | 4.2 |
| PCE inflation | 2.7 | 2.2 | 2.0 | 2.0 |
| December projection | 2.4 | 2.1 | 2.0 | 2.0 |
| Core PCE inflation ⁴ | 2.7 | 2.2 | 2.0 | |
| December projection | 2.5 | 2.1 | 2.0 | |
| Memo: Projected appropriate policy path | | | | |
| Federal funds rate | 3.4 | 3.1 | 3.1 | 3.1 |
| December projection | 3.4 | 3.1 | 3.1 | 3.0 |

数据来源：Fed，建信期货研究发展部

图22：2026年底美联储政策利率预期



数据来源：MacroMicro，建信期货研究发展部

虽然美联储在考虑到就业市场羸弱的情况下尚未显著调整利率点阵图，但市场判断伊朗战争长期化以及通胀压力，将使得美联储可能到2027年12月份才有降息机会。美联储年内降息概率从一周前的67.3%下降至3%而加息概率从0上升到24.6%，市场博弈焦点从降息2次还是3次转到要不要加息(就业羸弱VS通胀压力)。美联储新主席人选沃什认为人工智能技术革命可能推动美国经济高增长低通胀(呼应特朗普的降息要求)，但也认为通胀是美联储的一种选择而非外部冲击的被动结果(利率政策的灵活性)，因此若油价长时间高水平运行从而推高美国通胀，下半年沃什上台后联储可能选择短期内收紧货币政策，进而引爆由人工智能热潮带来的系统性风险(就业市场疲软、贫富分化加剧、2.3\$tn 私募信贷风险以及股市估值偏高等)。

3月23日旧金山联储主席戴利表示，除非伊朗冲突能迅速解决，使美联储能

够完全忽略油价的暂时上涨，否则美联储在利率方面的下一步行动尚不明朗。芝加哥联储主席古尔斯比表示，鉴于失业率保持稳定，目前通胀是美国经济面临的最大风险；但若伊朗冲突能迅速解决则美联储今年晚些时候仍可能降息。3月24日美联储理事巴尔表示，在进一步降息之前，美联储可能需要在一段时间内保持利率不变；因通胀率仍然高于美联储2%目标，而中东持续冲突带来的风险仍然存在。荷兰央行行长斯莱彭表示，与2022年能源危机期间相比，当前油气价格飙升可能更快地在整个经济中固化下来，欧洲央行在4月30日会议前将获得更多关于二轮效应的信息。英国央行首席经济学家皮尔表示，不应将中东持续冲突对经济可能产生的影响这一不确定性，作为面对通胀威胁无所作为的借口；他已准备在必要时采取行动，以遏制任何新一轮通胀压力中的持久性因素。

2.5 提防伊朗战争长期化风险

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

2025年底至2026年初伊朗在经济制裁压力下爆发大规模骚乱，伊朗内部动荡使得特朗普认为可以尝试彻底消除伊朗反美风险。在委内瑞拉和格陵兰岛冒险成功也进一步强化特朗普的自信心，1月底特朗普大规模增兵中东，要求伊朗同意永久停止铀浓缩活动、对弹道导弹计划设限以及彻底切断对代理武装支持等要求。2月份美国与伊朗举行三轮会谈，消息称第三轮会谈取得建设性成果，但2月28日美以悍然联合空袭伊朗意图颠覆伊斯兰政权(同时也有转移联邦最高法院IEEPA关税判决和爱泼斯坦文件公开的负面影响的考虑)，美以空袭首日即斩首包括最高领袖哈梅内伊和伊斯兰革命卫队总司令在内的40多名高官，但伊朗迅速组织起强有力的还击(袭击以色列和美国军事基地设施、封锁霍尔木兹海峡)。

3月8日伊朗专家委员会推举强硬派(赛义德·穆杰塔巴·哈梅内伊，简称小哈梅内伊)继任最高领袖。3月12日小哈梅内伊公开讲话称将继续关闭霍尔木兹海峡并攻击所有美军基地，最终敌人必须付出代价而伊朗将寻求战争赔偿。3月13

日美国轰炸伊朗原油出口基地哈尔克岛的军事设施；3月14日特朗普称希望中日韩英法等国家向霍尔木兹海峡派遣军舰护航，并以北约前景恶化和推迟中美元首会晤为威胁，但大部分国家反应冷淡；3月18日以色列斩首伊朗国家安全委员会秘书并轰炸伊朗最大气田，而伊朗空袭卡塔尔拉斯拉凡炼油厂。3月21日美东时间晚7点特朗普限伊朗在48小时内完全开放霍尔木兹海峡否则将摧毁伊朗各类发电厂等能源基础设施，伊朗警告若能源基础设施遭到袭击必将以牙还牙并彻底封锁霍尔木兹海峡。3月22日伊朗外交部发表声明称在遵守因战争形势而采取的必要措施前提下，非敌对方船只可通过霍尔木兹海峡；要全面恢复霍尔木兹海峡的可持续安全与稳定，针对伊朗的军事侵略和威胁必须停止，美国和以色列破坏伊朗稳定的行动必须停止，伊朗合法利益必须得到充分尊重。

3月23日《耶路撒冷邮报》报道美国高级官员近日向以色列和其他国家通报称，美方可能别无选择只能对伊朗哈尔克岛发动地面军事行动，美军正加快将数千名海军陆战队员和海军人员部署到中东地区，此次部署包括拳师号两栖攻击舰、波特兰号两栖船坞运输舰、康斯托克号船坞登陆舰；伊朗称若美国对哈尔克岛发动军事侵略，伊朗将坚决以牙还牙且在整个波斯湾布设水雷以阻断航行通道，亲伊朗的也门胡塞武装组织则威胁封锁连接红海与印度洋的曼德海峡。同一天《华尔街日报》报道称新奥尔良号两栖登陆舰和的黎波里号两栖攻击舰，以及第31海军陆战队远征部队的2000多名成员，将于3月27日进入负责中东地区行动的美军中央司令部责任区。而《纽约时报》报道称美国战争部正考虑从陆军第82空降师抽调一个约3000人的作战旅支援对伊朗军事行动，可能会用于夺取伊朗石油出口枢纽哈尔克岛；这支部队将来自第82空降师下辖的“即时反应部队”，具备在18小时内部署至全球任何地点的能力。3月26日《华尔街日报》报道称美国战争部正在考虑向中东增派多达1万人的地面部队，在总统特朗普权衡与伊朗进行和平谈判的同时为他提供更多军事选项，这支地面部队可能包括步兵和装甲车辆。同一天Axios报道称美国国防部正在准备在外交谈判没有进展的情况下如何通过压倒性武力结束战斗；美国官员和消息人士描述了特朗普可以选择的4个主要的“致命一击”选项：1、夺占伊朗的主要石油输出枢纽哈尔克岛；2、夺取伊朗控制霍尔木兹海峡的战略前哨拉腊克岛；3、夺取波斯湾内的阿布穆萨岛以及霍尔木兹海峡西口附近的两个小岛，目前这些岛屿由伊朗控制，但阿联酋同样声称拥有主权；4、在霍尔木兹海峡东侧拦截或扣押出口伊朗石油的船只。

3月23日特朗普在打击伊朗发电厂最后通牒到期前，称过去两天与伊朗进行了良好且富有成效的对话，为此美国决定将对伊朗发电厂的打击行动推迟五天，具体情况取决于当下的会议与讨论是否成功；但伊朗外交部否认与美国进行对话，

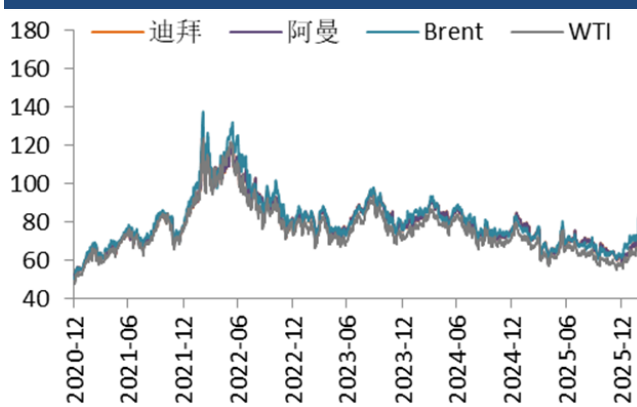
称伊方与特朗普没有任何直接或间接接触。3月24日央视报道美国通过巴基斯坦等中间人向伊朗提出一份包含15项条件的结束冲突方案：1. 伊朗必须拆除其现有的核能力；2. 伊朗必须承诺永不发展核武器；3. 伊朗境内不得进行铀浓缩活动；4. 伊朗必须在近期，按照双方商定的时间表，将其储存的约450公斤60%浓缩铀移交给国际原子能机构；5. 纳坦兹、伊斯法罕和福尔多核设施必须拆除；6. 必须允许国际原子能机构在伊朗境内享有充分的准入、透明度和监督权；7. 伊朗必须放弃其地区代理人战争；8. 伊朗必须停止资助、指挥和武装其地区代理人；9. 霍尔木兹海峡必须保持开放，并作为自由海上通道发挥作用；10. 伊朗的导弹计划必须在射程和数量上都受到限制；11. 未来任何导弹的使用都将仅限于自卫。作为交换，伊朗将获得以下好处：12. 国际社会对伊朗实施的制裁将完全解除；13. 美国将协助伊朗推进其民用核计划，包括在布什尔核电站发电；14. 所谓的快速恢复制裁机制将被取消，该机制允许在伊朗不遵守协议时自动恢复制裁；15. 各方之间达成额外的区域和安全谅解。

图23：历次能源危机比较

| 危机事件 | 供应中断比例 | 可用备用产能 (占全球比例) |
|-----------------------|--------|----------------|
| 苏伊士运河危机 (1956—1957年) | 10% | 35% |
| 阿拉伯石油禁运 (1973年—1974年) | 7% | 8% |
| 伊朗革命 (1978—1979年) | 5% | 5% |
| 海湾战争 (1990—1991年) | 9% | 4% |
| 美以伊冲突 (2026年) | 20% | 0% |

数据来源：IEA，建信期货研究发展部

图24：国际原油现货价格



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

3月25日伊朗国家电视台报道称，伊朗已审阅美国提出的一份旨在结束战争的15点计划，认为该计划过分且脱离战场实际；伊方坚持认为战争的结束必须按照伊朗的条件和时间表进行，只有在对方接受伊朗的条件后才会停火，在此之前不会举行任何谈判。伊朗结束战争的条件是：1、敌人停止针对伊朗的军事行动和恐怖行动；2、创造客观条件，确保战争不再重演；3、保证支付损害赔偿和战争补偿，并明确责任；4、敌人应全面结束针对抵抗阵线的军事行动；5、伊朗过去、现在和未来都应拥有在霍尔木兹海峡行使主权的相关合法权利。报道称伊朗已认定美国的谈判声明纯属第三次欺骗工程，其掩护下的真实目的有三：1、通过伪造和平姿态欺骗国际社会；2、压低全球油价；3、为从伊朗南部发动地面入侵的侵略行动争取准备时间。3月26日特朗普称应伊朗要求把摧毁伊朗能源基础设施的最后通牒期限再延期10天，至4月6日美东时间晚上8时。同一日伊朗塔斯尼姆

通讯社报道称，伊朗议会正在制定一项关于对通过霍尔木兹海峡的船只收取通行费的法律草案；伊朗议会称此举既能从法律上体现伊朗对霍尔木兹海峡的主权、支配权与监管权，又能为国家创造新的收入来源。

霍尔木兹海峡是全球能源运输关键通道，2025 年日均石油及石油产品运输量为 20 百万桶，包括 15 百万桶原油和 5 百万桶石油产品，日均液化天然气运输量约为 1120 亿立方米，原油和天然气运输量分别占到全球贸易量的 35%和 20%，运输目的地以亚洲市场为主。沙特与阿联酋每日可分别通过 Abqaiq-Yanbu 和 Abu Dhabi 管道系统避开霍尔木兹海峡转运 3 百万桶和 0.7 百万桶，但前者面临也门胡塞武装的威胁，且全球原油主要闲置产能由沙特拥有。目前霍尔木兹海峡日通航量较正常水平下降 95%，扰乱全球油气等产品海运贸易。3 月 11 日国际能源署宣布，32 个成员国一致同意向市场投放 4 亿桶石油战略储备，以应对中东局势导致的石油供应中断，成为 IEA 史上最大规模放储行动；IEA 在亚洲和大洋洲的成员国将立即提供库存，而美洲和欧洲成员国则从 3 月底开始释放。3 月 12 日美国政府发布为期 30 天的俄罗斯石油制裁豁免令，允许对已经装船的俄罗斯原油或石油产品进行销售和交付。3 月 20 日美国政府发布为期 30 天的伊朗石油制裁豁免令，允许对已经装船的伊朗原油或石油产品进行销售和交付。3 月下旬乌克兰持续袭击俄罗斯石油出口港口以及石化企业，路透社报道俄罗斯至少 40%的原油出口能力(约合 200 万桶/日)已被中断。

3 月 23 日国际能源署署长比罗尔在澳大利亚国家新闻俱乐部发表讲话时，称战争引发的能源危机对全球经济构成的威胁超大，相当于 1970 年代的两次石油危机与俄乌战争造成的天然气危机的总和，全球每日损失多达 1100 万桶石油和 1400 亿立方米天然气。3 月 25 日国际商会秘书长丹顿在一场商业论坛上称，伊朗战争恐引发历来最严重的工业危机，今年晚些时候甚至可能出现粮食短缺现象。同一天美国消费者新闻与商业频道 CNBC 报道称，由于伊朗战事延宕给美国经济带来额外下行风险，多家机构近日上调美国经济陷入衰退的概率；穆迪分析公司模型显示美国经济在未来 12 个月陷入衰退的概率已经升至 48.6%，高盛集团将其预测的这一概率提高到 30%，美国威尔明顿信托公司和安永-博智隆公司分别预计美国经济陷入衰退的概率为 45%和 40%，而在通常情况下这一概率应为 20%左右。

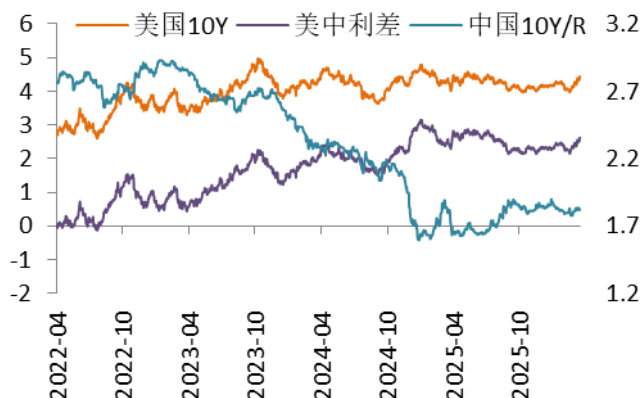
三、资产市场分析

2026 年初美元指数先延续 2025 年 12 月份以来的回落趋势至 95.5，主要驱动力是全球经济复苏前景削弱美元的避险需求；1 月底至今美元指数震荡回升至 100 附近，首先是特朗普政府任命偏鹰派美联储主席人选缓和了市场对美国财金纪律

失控的担忧，随后是地缘政治风险提振了美元的避险需求。我们认为伊朗战争长期化带来的国际油价飙升与通胀中枢上移，的确恶化全球经济增长前景并提振美元的避险需求，但美国经济难以置身事外且美联储货币政策转向可能对美国经济和就业造成更严重冲击；而且伊朗战争与海湾格局恶化实际上削弱了石油美元的根基，中期选举的不确定性也推高美国国内政治风险，因此地缘政治风险对美元指数支撑作用相对有限，短期偏强运行过后美元指数仍将延续下行趋势，美元指数上方压力位分别为 100.5 和 102，下方支撑位分别为 95 和 90。

中美贸易形势缓和以及强劲贸易盈余支撑人民币汇率，且市场臆测美国施压人民币汇率升值，2月26日人民币兑美元离岸汇率升值至 6.83；但人民币汇率过度升值将削弱中国出口优势，2月23日中国央行将金融机构远期售汇业务的风险准备金率从 20% 下调至 0 以缓解人民币汇率升值动能，且人口老龄化、房地产市场周期下行与债务杠杆压力继续削弱中国中期经济潜能，伊朗战争长期化以及中美贸易形势波动可能冲击中国外需。我们预计人民币汇率偏强运行但升值空间相对有限，年内人民币兑美元汇率压力位分别为 6.8 和 6.67。

图25：中美10年期国债利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图26：美元和人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

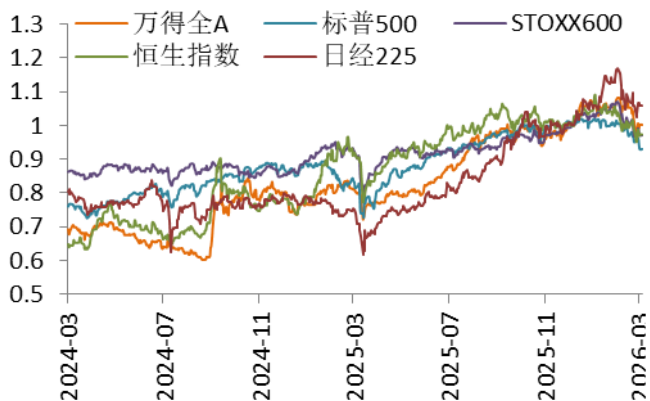
2026年初美国国债利率先延续2025年以来的偏弱下行态势，因美国就业市场在特朗普 2.0 新政不确定性以及人工智能发展浪潮的双重冲击下持续羸弱，而美联储也于 2025 年 9 月份重启降息进程并于 2025 年底结束缩表进程且执行流动性管理计划(实质性扩表)，2月27日美债 2 年期和 10 年期利率分别跌至 3.38% 和 3.97%。但 2月28日美国和以色列悍然对伊朗发动空袭意图彻底颠覆伊斯兰政权，而伊朗以封锁霍尔木兹海峡为杠杆进行顽强反击，国际油价暴涨令市场担忧通胀中枢上涨倒逼欧美央行紧缩货币政策；3月18日美联储议息会议强调关税与油价上涨正形成叠加压力，在看到通胀进一步改善前不会降息，而下一步可能加息的讨论已经被提及。美联储紧缩担忧推动美债 2 年期和 10 年期利率分别反弹至

3.96%和4.42%。我们认为美联储货币政策转向可能对美国经济和就业造成更严重冲击，滞胀交易过后的衰退交易与美联储重新宽松将会推动美债利率曲线陡峭化下行，全年看美债利率或先升后降，观察美国经济滞胀预期的触顶与衰退预期的升温，十年期国债利率核心波动区间为3.8-4.8%。

2026年初中国国债利率先小幅走高后震荡走低，1-3月份1年期和10年期国债利率分别下行9BP和3BP而30年期国债利率上行8BP；货币流动性持续充裕以及民间部门去杠杆意愿使得短期国债利率趋于下行，通缩风险减轻、内外需同步复苏以及伊朗战争影响推动中长期国债上行，财政刺激边际退坡则改善国债市场整体供需状况。内外需边际好转与财政刺激退坡对国债利率影响有两面性，伊朗战争一方面推高通胀波动中枢另一方面抑制中国外部需求，总体上看我们判断2026年中国国债利率处于上有顶下有底的状况，10年期国债利率核心波动区间为1.6%-2%。

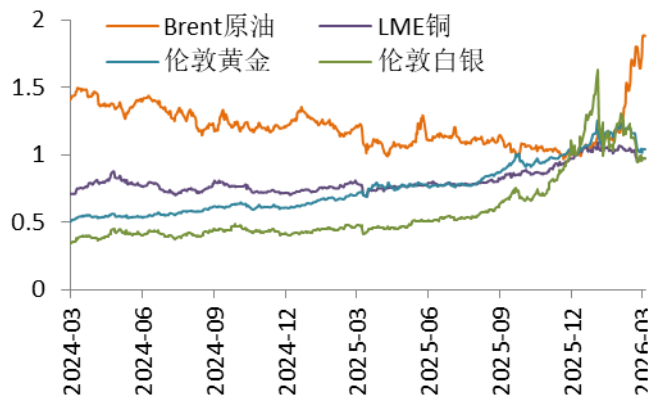
2026年初全球股市延续2025年11月份以来的偏强运行态势，因国际贸易形势缓和与全球央行宽松改善股市盈利预期并提振股市风险偏好，而人工智能热潮继续提供结构性投资机会。但2月底美国和以色列联合袭击伊朗，而伊朗则以封锁霍尔木兹海峡为杠杆倒逼特朗普TACO，目前看短期军事行动长期化的尾部风险持续增大，而油价持续高企与通胀中枢上移可能倒逼欧美央行紧缩，欧美央行紧缩一方面恶化油气产品价格暴涨造成的流动性紧张形势，另一方面可能引发人工智能热潮带来的系统性风险并带来阶段性经济衰退，从而从流动性折价和企业盈利前景两方面利空股市。目前全球股市由于期盼特朗普TACO而对伊朗战争长期化的尾部风险定价不足，而美国、以色列和伊朗尚未显示出可以通过谈判结束战事的意愿，伊朗战争有继续推进并引发非线性负面冲击的可能性，全球股市中短期可能继续偏弱调整。

图27：中美欧股票指数(2025年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图28：国际重点商品(2025年底为1)



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

2026年大宗商品市场先是在贵金属和有色金属引领下延续2025年11月份以来的上涨趋势，驱动力来自地缘政治风险带来的避险需求以及全球经济增长前景改善带来的工业需求预期；但1月底特朗普提名偏鹰派美联储主席人选一方面缓和了市场对美国财金纪律失控的担忧另一方面引发市场对美联储收紧货币流动性的担忧，因此贵金属板块引领大宗商品市场迎来短期调整。2月底美国和以色列联合美国和以色列联合袭击伊朗，而伊朗则以封锁霍尔木兹海峡为杠杆倒逼特朗普 TACO。伊朗战争对大宗商品市场带来结构性影响：1、阻碍国际油气贸易、推高油气产品价格并引发农产品减产预期(因化学肥料短缺)，油气商品价格暴涨而农产品价格企稳回升；2、油气价格暴涨推高通胀波动中枢并引发欧美央行紧缩预期，欧美央行紧缩一方面恶化油气产品价格暴涨造成的流动性紧张形势，另一方面可能刺破人工智能热潮带来的系统性风险并带来阶段性经济衰退，从而从流动性折价和工业需求预期两方面打压贵金属板块和工业金属价格。目前看美国、以色列和伊朗尚未显示出可以通过谈判结束战事的意愿，伊朗战争有继续推进并引发非线性负面冲击的可能性，而油气产品和农产品价格偏强、贵金属和工业商品价格偏弱态势也仍将继续。

四、中期资产配置

2025年10月底中美达成阶段性贸易协议，而特朗普为了应对中期选举而着力改善国计民生，全球经济增长前景改善提升工业商品的需求预期和股市风险偏好，而特朗普2.0执政重心从经济领域转向军事领域则提升了贵金属板块的避险需求，2025年底至2026年初全球股市、贵金属板块和工业金属表现良好而工业贵金属成为市场旗手。2026年1月底特朗普提名偏鹰派美联储主席人选一方面缓和了市场对美国财金纪律失控的担忧另一方面引发市场对美联储收紧货币流动性的担忧，2月20日美国联邦最高法院裁决特朗普政府无权援引 IEEPA 开征关税使得国际贸易形势再起波澜，2月底美国和以色列联合袭击伊朗而伊朗则以封锁霍尔木兹海峡为杠杆倒逼特朗普 TACO，油气价格暴涨推高通胀波动中枢并引发欧美央行紧缩预期，欧美央行紧缩一方面恶化油气产品价格暴涨造成的流动性紧张形势，另一方面可能刺破人工智能热潮带来的系统性风险并带来阶段性经济衰退。目前美国、以色列和伊朗均未确实显现结束战事的意愿，而伊朗战争长期化的尾部风险成为现实的可能性也越来越大。而一旦共和党因伊朗战争长期化而输掉中期选举、特朗普因伊朗战争长期化而输掉共和党，不排除特朗普恼羞成怒加速重组国际贸易体系的可能性，那么国际经济形势将遭遇油气价格暴涨、央行紧缩货币政策与国际贸易形势恶化的三重击；尽管目前这仍未成为基准情形，但我们提醒这一可能性越来越大。基于宏观前景的不确定性，我们建议超配货币和原油来

应对伊朗战争长期化风险，标配利率债和黄金来应对滞涨风险，而低配信用债和股票来规避经济衰退风险。

表1：中期资产配置建议

| 大类 | 细分 | 配置建议 | 影响因素 |
|--------|-----|------|--|
| 货币 | 货币 | 超配 | 伊朗战争长期化或倒逼央行紧缩货币。 |
| 债券 | 利率债 | 表配 | 通胀压力上升与衰退风险增强对利率债综合影响呈中性。 |
| | 信用债 | 低配 | 伊朗战争长期化与经济衰退风险恶化企业盈利前景和信用状况。 |
| 股票 | 蓝筹股 | 低配 | 经济衰退风险恶化企业盈利前景并打压风险偏好。 |
| | 成长股 | 低配 | 经济衰退风险恶化企业盈利前景并打压风险偏好。 |
| 商品 | 原油 | 高配 | 伊朗战争长期化以及中东油气设施损坏或使得油价持续高位运行。 |
| | 黄金 | 标配 | 地缘政治风险提振黄金避险需求，但央行紧缩货币打压黄金流动性溢价，且中东油国抛售黄金应对石油财政困境。 |
| 主要风险因素 | | | 伊朗战争长期化，欧美央行紧缩 |

数据来源：建信期货研究发展部

【建信期货研究发展部】

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

免责声明：

本报告由建信期货有限责任公司（以下简称本公司）研究发展部撰写。

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

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

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

【建信期货业务机构】

总部大宗商品业务部

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

深圳分公司

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

山东分公司

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

广东分公司

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

北京营业部

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

福清营业部

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

郑州营业部

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

宁波营业部

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

总部金融机构业务部

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

西北分公司

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

浙江分公司

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

上海浦电路营业部

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

上海杨树浦路营业部

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

泉州营业部

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

厦门营业部

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

成都营业部

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

【建信期货联系方式】

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