

类别
宏观市场月报

日期
2026年6月1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



美伊谈判艰难前行，央行紧缩预期再起

近期研究报告

《宏观专题-20260503-伊朗战争系列专题之一：战争过程回顾与美伊谈判展望》

《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

- 2026 年宏观市场走势一波三折，首先是国际贸易形势缓和、财金政策支持以及 AI 投资热潮增强全球经济增长动能，风险资产延续上涨趋势；接着是美以联合袭击伊朗而伊朗以封锁霍尔木兹海峡为杠杆倒逼特朗普退缩，油气价格大涨而其他资产普遍承压回调；然后是特朗普如期 TACO 而伊朗局势边际缓和，油价冲高回落而其他资产价格纷纷反弹；最后是美伊在伊朗核问题和霍尔木兹海峡问题上各执己见导致美伊谈判不畅，油价持续高位运行、通胀中枢波动上升、欧美央行紧缩货币与全球经济前景转弱的逻辑主导市场。
- 我们认为政治经济市场压力使得美伊有达成和平协议的必要性，而美伊僵局持续时间越长双方面临的政治经济市场压力就越大，这使得金融市场特别是股票等长久期资产对美伊谈判持乐观立场；但美伊在伊朗核问题和霍尔木兹海峡问题上的根本性分歧，使得美伊未能及时达成协议从而使得全球石油库存持续消耗的可能性始终存在，而且美伊僵局持续时间越长欧美央行紧缩和全球经济走弱的概率就越大，因此全球宏观市场前景面临高度不确定性。我们建议在中东能源危机得到解决之前继续超配原油(期货市场上远月原油因其大幅贴水而成为最佳标的)，标配黄金来对冲地缘政治风险、标配利率债来对冲经济疲软风险、标配成长股来分享新质生产力发展红利，并低配货币、信用债和蓝筹股。

目录

一、2026年1-5月份宏观市场回顾	- 4 -
二、宏观环境评述	- 4 -
2.1 中国经济动能边际减弱	- 4 -
2.2 欧美经济滞涨风险上升	- 8 -
2.3 欧美央行紧缩预期再起	- 11 -
2.4 美伊停火脆弱谈判艰难	- 13 -
三、资产市场分析	- 15 -
四、中期资产配置	- 18 -

一、2026年1-5月份宏观市场回顾

2025年大美丽法案使得2026年至2028年美国财政显著扩张,2025年底中央经济工作会议明确2026年中国将继续实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策,人工智能投资热潮和扩张性财金政策抵消特朗普2.0新政的冲击;加上2025年10月中美达成第一阶段贸易协议以及2026年2月美国联邦最高法院裁决特朗普无权援引IEEPA开征关税,特朗普2.0新政对宏观市场的冲击进一步减弱。财金政策继续扩张、人工智能投资热潮延续以及特朗普2.0新政冲击减弱,使得2026年初全球宏观市场前景整体向好;但1月底美联储再次暂停降息进程以及特朗普提名偏鹰派人士担任美联储主席令市场担忧美联储货币政策前景,从而引发贵金属板块的大幅回调。

2月底美以联军悍然袭击伊朗并围灭伊朗第二代领导核心,而伊朗以封锁霍尔木兹海峡作为杠杆倒逼美国退缩,供给端冲击使得国际油价显著上涨并诱发央行紧缩担忧,3月中下旬全球金融资产普遍承压回调。3月下旬至4月中旬伊朗局势实现军事战的降温、美以伊临时停火以及从军事战到经济金融战的转变。一方面美伊双重封锁霍尔木兹海峡、全球石油缓冲库存快速消耗支撑国际油价高位运行,4月份美国PPI和CPI双双超预期上升再次增强央行紧缩预期而欧美长债利率飙升;另一方面市场相信经济政治压力将迫使美伊最终达成和平协议,美伊持续交换谈判信息以及特朗普不断TACO进一步坚定市场信念。一方面供应链中断与成本上升担忧推动囤货行为使得全球短期展现韧性,另一方面通胀中枢上升担忧也已经初步对全球经济产生压力。

二、宏观环境评述

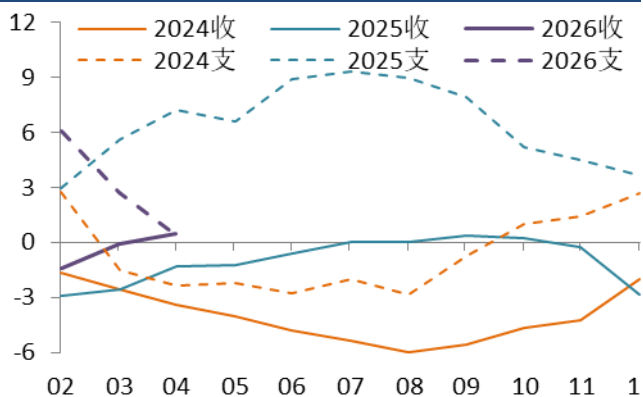
2.1 中国经济动能边际减弱

由于中东伊朗局势恶化与国际油气贸易中断、财政刺激力度回撤与居民消费意愿减弱,4月份中国经济增长动能呈现出边际减弱迹象。财政方面,中国财政收入状况逐渐改善但财政支出在年初放量后迅速减退。2026年1-4月份中国一般公共预算收入同比增长3.46%,增速较1-3月份加快1.09个百分点;1-4月份政府性基金收入同比萎缩18.89%,萎缩程度较1-3月份扩大2.71个百分点;1-4月份广义财政收入同比增长0.44%,增速较1-3月份加快0.54个百分点,也是近三年同期最高增速。2026年1-4月份广义财政支出同比增长0.44%,增速较1-3月份放缓2.27个百分点,也显著低于2025年同期的7.2%。以1-4月份同比增速外推全年可得2026年中国广义财政赤字13.51万亿元,广义赤字率9.2%高于2025

年的 9% 以及 2020 年的 8.4%。

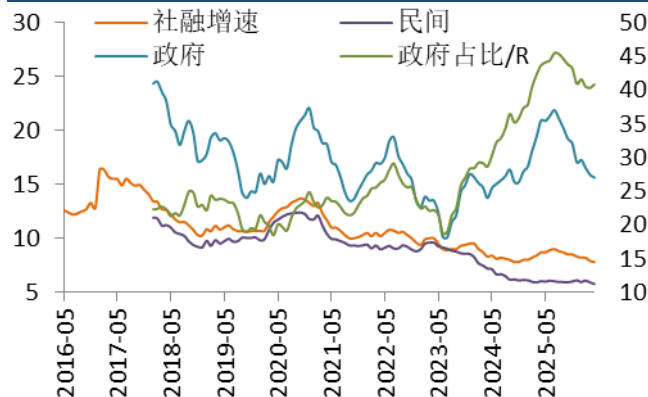
金融方面，中国社会融资与广义流动性增速有所放缓，社会融资意愿不足。2026 年 4 月份中国社会融资存量同比增长 7.8%，增速较前一月放缓 0.1 个百分点，且回到 2024 年 10 月份的历史低点；其中民间融资存量同比增长 5.75%（较前一月放缓 0.16 个百分点），政府融资存量同比增长 15.64%（较前一月放缓 0.26 个百分点）。4 月份广义货币 M2 同比增长 8.6%，增速较前一月加快 0.1 个百分点；狭义货币 M1 同比增长 5%，增速较前一月放缓 0.1 个百分点。4 月份人民币贷款余额同比增长 5.57%，增速较前一月放缓 0.12 个百分点，为有记录以来的最低值；其中住户贷款余额同比萎缩 0.68%，萎缩程度较前一月扩大 0.32 个百分点。

图1：中国广义财政收支增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图2：中国社会融存量增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

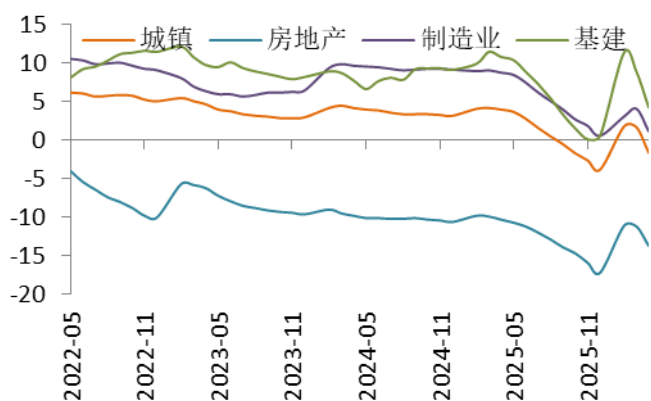
投资方面，年初项目集中开工后基建投资增速惯性回落、房地产投资持续萎靡不振叠加伊朗战争外生冲击抵消人工智能投资热潮的拉动作用，二季度中国固定资产投资再次萎缩。2026 年 1-4 月份中国城镇固定资产投资同比从 1-3 月份的增长 1.7% 转为萎缩 1.6%（2025 年同比萎缩 3.8%），环比萎缩程度 2.36% 则是 2020 年 3 月份以来最大值。其中制造业投资同比增长 1.2%，增速较 1-3 月份回落 2.9 个百分点（2025 年同比增长 0.6%）；广义基建投资同比增长 4.3%，增速较 1-3 月份回落 4.6 个百分点（2025 年同比增长 0.6%）；房地产投资同比萎缩 13.7%，萎缩程度较 1-3 月份扩大 2.5 个百分点（2025 年同比萎缩 17.2%）。

消费方面，财政补贴力度减弱以及耐用品潜在需求提前释放使得以旧换新类别商品消费显著萎缩，虽然日常消费增速因耐用品消费的抑制作用缓解而有所恢复，但整体消费仍然受累于国内房地产市场周期下行诱生的债务杠杆压力以及国外伊朗战争与贸易形势诱发的就业收入担忧。2026 年 1-4 月份中国社会消费品零售总额同比增长 1.9%，增速较 1-3 月份回落 0.5 个百分点，单月同比增速 0.2%

更是达到 2023 年疫后重开以来的最低值。其中以旧换新类同比萎缩 8.1%，萎缩程度较 1-3 月份扩大 2.7 个百分点(2025 年同比增长 4.8%)；其他消费同比增长 3.5%，增速较 1-3 月份回落 0.1 个百分点(2025 年同比增长 2.4%)；汽车消费同比萎缩 10.6%，萎缩程度较 1-3 月份扩大 1.5 个百分点(2025 年同比萎缩 1.5%)，新能源车销售火热难抵燃油车销售的萎靡。

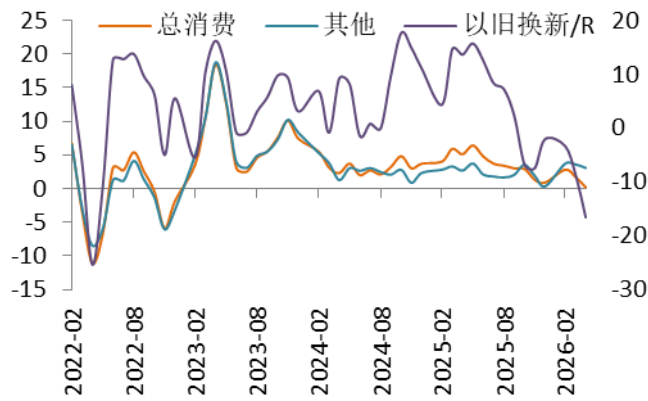
产出方面，2026 年 1-4 月份中国工业产出同比增长 5.6%，增速较 1-3 月份回落 0.5 个百分点(2025 年同比增长 5.9%)，其中采矿业、制造业和公用事业分别同比增长 5.5%、5.8%和 4.5%。2026 年一季度产能利用率环比下滑 1.3 个百分点至 73.6%，为 2016 年四季度以来的最低值(疫情严重期除外)。以 2012 年至 2019 年线性拟合外推值为比较基准，4 月份产出较基准值出超 15%，投资和消费分别较基准值萎缩 41.9%和 12.7%，社会供需失衡指数环比扩大 0.9 个点至 42.3 并创历史新高，显示社会供需失衡情况与内生通缩压力愈加严重。

图3：中国投资同比增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图4：中国消费同比增速



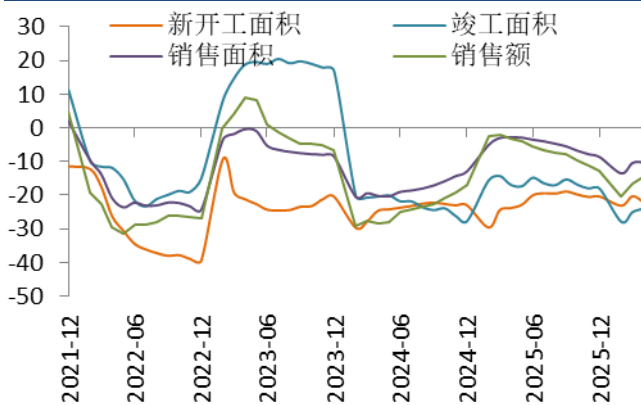
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

房地产方面，供需两端增速惯性下滑、库存压力高位运行但房地产价格跌幅有所放缓。2026 年 1-4 月份中国房屋新开工面积同比萎缩 22%，萎缩程度较 1-3 月份扩大 1.7 个百分点(2025 年同比萎缩 20.4%)，竣工面积同比萎缩 24%，萎缩程度较 1-3 月份缩小 1 个百分点(2025 年同比萎缩 18.1%)，销售面积同比萎缩 10.2%，萎缩程度较 1-3 月份缩小 0.2 个百分点(2025 年同比萎缩 8.7%)。2026 年 4 月底中国房屋待售面积为 7.78 亿平方米，较 2026 年同期减少 341 万平方米，以近 12 个月销售面积计算的去化月数为 10.1，环比持平且继续在历史记录附近运行；以“销售面积+施工面积-竣工面积”计算的广义库存去化月数为 79，较 2025 年同期增长 1.1 个月。

2026 年 4 月份中国七十个大中城市新房房价环比萎缩 0.2%，萎缩程度为 2025

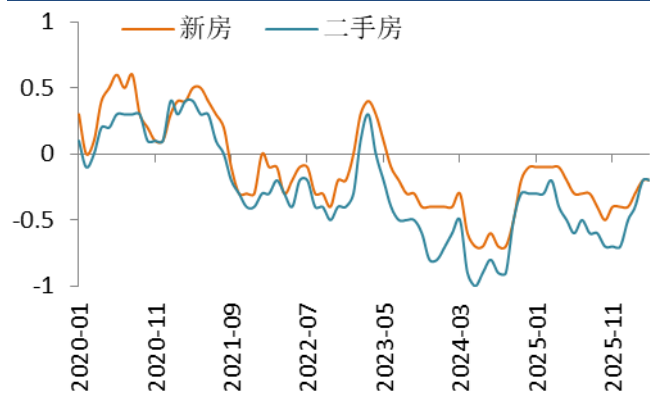
年5月份以来最小值，同比萎缩程度则扩大至3.7%；七十城中新房房价环比上涨城市14个，数量环比持平于3月份。4月份二手房房价环比萎缩0.2%，萎缩程度为2023年5月份以来最小值，同比萎缩程度小幅收窄至6.2%；七十城中二手房房价环比上涨城市12个，数量环比减少1个。整体看中国房地产市场仍处寻底过程，但房价跌幅有收窄迹象。高频数据显示二手房挂牌量和挂牌价指数惯性下滑，十大城市新房销售持稳而待售库存持续去化，土地成交继续低迷但成交溢价率有所回升。

图5：中国房地产供需增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图6：中国房地产价格环比变化



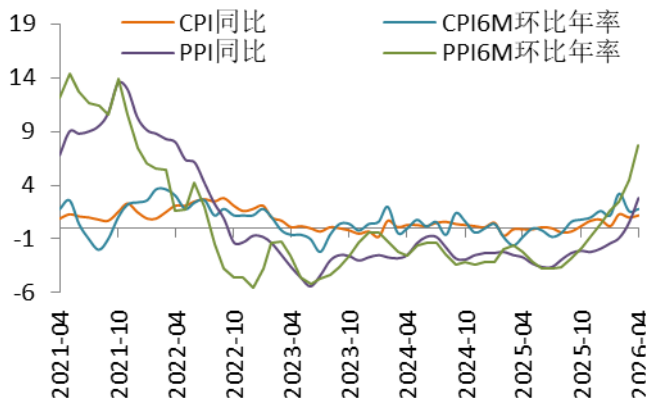
数据来源：Wind，建信期货研究发展部

4月份中国CPI同比增速较前一月加快0.2个百分点至1.2%，近几个月在1-1.5%区间内窄幅波动而暂未展现明显的上升趋势。4月份中国CPI环比由前一个月的下降0.7%转为上涨0.3%，高于季节性水平0.4个百分点，主要受能源和出行服务价格上涨影响。受国际原油价格波动影响，国内能源价格上涨5.7%，涨幅比上月扩大0.9个百分点，影响CPI环比上涨约0.39个百分点。服务价格由上月下降1.1%转为上涨0.5%，影响CPI环比上涨约0.22个百分点；受清明节假期、五一假期及部分地区春假影响，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29.2%、8.6%、4.5%和3.9%，四项合计影响CPI环比上涨约0.17个百分点。食品价格下降1.6%，降幅比上月收窄1.1个百分点，影响CPI环比下降约0.28个百分点。扣除能源的工业消费品价格下降0.2%，基本保持稳定。

4月份中国PPI同比增速较前一月加快2.3个百分点至2.8%且为2022年8月份以来最高值，PPI环比增速1.7%更是2002年有记录以来的次高值(仅次于2021年10月份的2.5%)。本月PPI环比运行的主要特点：一是国际输入性因素影响国内石油相关行业价格上涨，其中石油和天然气开采业价格环比上涨18.5%，石油煤炭及其他燃料加工业价格上涨16.4%，化学原料和化学制品制造业价格上涨8.3%，化学纤维制造业价格上涨5.6；二是国内部分行业需求增加带动价格上

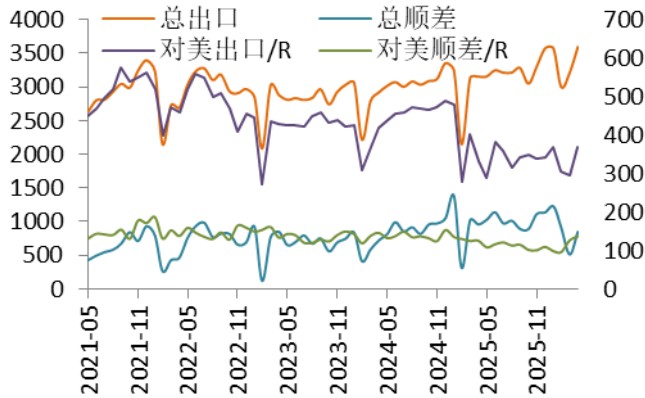
行，光纤制造价格环比上涨 22.5%，外存储设备及部件价格上涨 3.2%；三是国内市场竞争秩序不断优化，新能源行业价格上涨或降幅收窄，锂离子电池价格环比上涨 1.6%，新能源车价格萎缩程度从前一月的 0.8% 收窄至 0.1%。

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：中国对外贸易整体情况



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

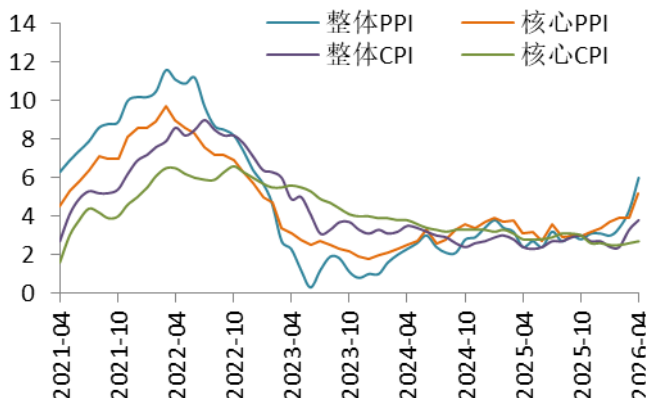
4 月份中国出口同比增长 14.1%，1-4 月份出口同比增速较 1-3 月份略为放缓 0.2 个百分点至 14.5%，出口高增主要受人工智能行业景气和原油价格高企带来的新能源替代需求拉动。4 月份中国进口同比增长 25.3%，1-4 月份累积进口同比增速较 1-3 月份进一步加快 0.9 个百分点至 23.6%，进口高增主要源于出口形势好转诱生的进口需求、战略资源备货需求和大宗商品价格上涨。1-4 月份中国累积贸易盈余 3477 亿美元，较 2025 年同期萎缩 5.2%，萎缩程度较 1-3 月份扩大 2.8 个百分点。2026 年 1-4 月份中国对美国出口同比萎缩 10.2%，对美国出口占比从 2025 年的 11.1% 进一步下降至 10%，从美国进口同比萎缩 11.2%。

2.2 欧美经济滞涨风险上升

4 月份美国 CPI 与 PPI 均超预期上涨，显示通胀压力全面上升。4 月份美国整体 CPI 同比上涨 3.8%，增速较前一月加快 0.5 个百分点且达到 2023 年 6 月份以来的最高值；其中能源 CPI 同比增长 17.5%，增速较前一月加快 4.9 个百分点达到 2022 年 11 月份以来最高值，住宅与核心服务增速连续两个月小幅回升而核心商品价格增速大致稳定。4 月份美国整体 CPI 环比增速较前一月回落 0.3 个百分点至 0.6%，其中能源 CPI 环比上涨 3.8% 并贡献了当月 CPI 环比约四成涨幅，住房 CPI 环比涨幅达到 0.6% 并达到 2023 年 3 月份以来的最高值（部分为 2025 年 10 月份联邦政府停摆的滞后反映），核心服务 CPI 环比上涨 0.4% 也达到 2024 年 10 月份以来的最高值；但核心商品 CPI 环比持平且近几个月都在近零水平波动，显示关税对美国通胀的推升作用已经减退。

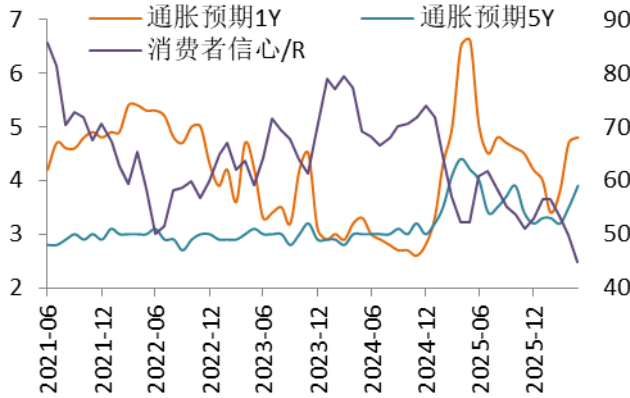
4 月份美国 PPI 同比增速从 3 月份的 4.3% 加快至 6%，核心 PPI 同比增速从 3 月份的 3.9% 加快至 5.2%，增速双双达到 2023 年 1 月份以来最高值。其中商品 PPI 同比增速从 3 月份的 5.2% 加快至 7.4%，服务 PPI 同比增速从 3 月份的 3.9% 加快至 5.5%，呈现出商品与服务双轮驱动特征。PPI 作为衡量批发成本的先行指标，其超预期的上涨预示着未来几个月 CPI 可能继续面临上行压力。4 月份欧元区整体 CPI 同比增速上升至 3% 但核心 CPI 同比增速略为放缓至 2.2%，日本整体 CPI 和核心 CPI 同比增速则双双放缓至 1.4%，国际油气价格上涨对欧洲整体通胀较大而日元汇率升值与日本政府抛储抑制物价涨幅。

图9：美国物价同比增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图10：美国通胀预期与消费者信心



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

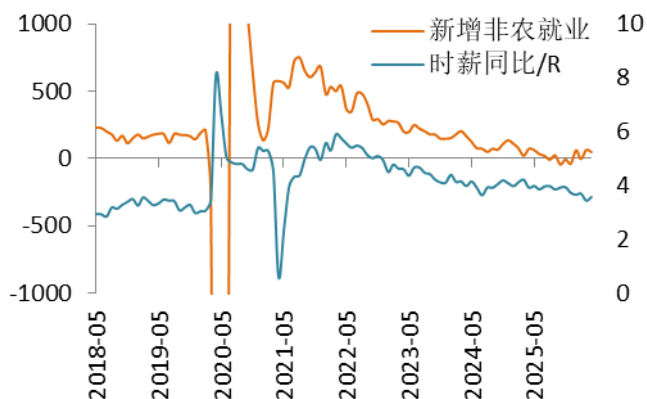
克利夫兰联储 Inflation Nowcasting 模型最新预估美国 5 月份整体 CPI 和核心 CPI 增速分别达到 4.18% 和 2.82%，整体 PCE 和核心 PCE 增速分别达到 4.06% 和 3.36%，需警惕油价持续高位运行带来的二次效应(生产生活成本增加形成全面通胀)。密歇根大学消费者调查报告显示，5 月份美国消费者一年期通胀预期较前值上升 0.1 个百分点至 4.8%，五年期通胀预期较前值上升 0.4 个百分点至 3.9%，双双达到 2025 年 7 月份以来的最高值；5 月份消费者信心指数较前值下滑 5.1 个百分点至 44.8%，继创历史最低纪录，就业市场疲软与通胀压力上升对消费者支出意愿的抑制作用持续体现。

2026 年 4 月份美国非农就业增长 11.5 万人，近三个月移动平均从前值 6.3 万小幅回落到 4.8 万，延续 2025 年 11 月份以来的弱企稳态势。特朗普 2.0 政府执政以来美国月均新增非农就业 3.1 万，其中制造业部门和联邦政府部门就业月均分别萎缩 0.5 和 2.3 万人，除医疗保健、休闲酒店和建筑业外的大部分行业就业萎缩，创造就业能力为 2004 年以来最弱(金融危机期和新冠疫情期除外)。4 月份美国雇员薪资增速同比增速小幅回升至 3.6%，继续运行在 2020 年以来的低水平区间，整体就业市场供需形势转变以及人工智能对劳动力的取代使得新增就业

的弱企稳并未转化为劳动者薪资增速的回升。

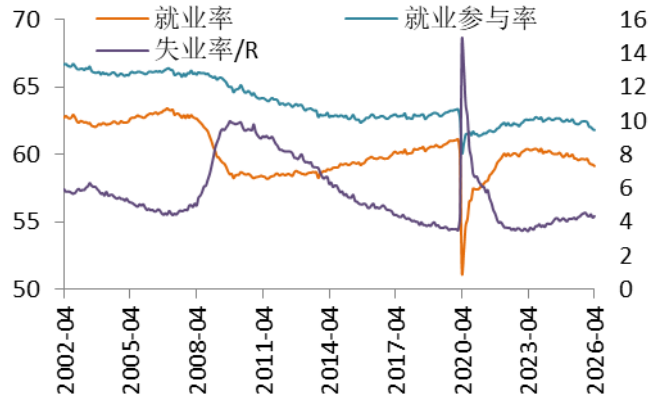
4 月份美国就业参与率小幅回落至 61.83%，为 1977 年有记录以来的最低值（2020 年疫情期除外），人口结构老龄化使得壮年就业参与率居高不下的情况下整体就业参与率继续偏弱运行；就业率较前值回落 0.1 个百分点至 59.15%，为 2014 年 10 月份以来最低值（2020 年疫情期除外），接近 2011 年 6 月份的阶段性低点 58.2%。失业率从前一月的 4.26% 小幅反弹至 4.34%，衡量美国就业市场盛衰转折点的 Sahm 指标回落至 0.222；初请失业金和续请失业金人数自 2025 年下半年以来震荡回落，但 2018 年至 2024 年美国就业市场供不应求状况正向供需平衡转变。综合来看，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，这使得美联储短期内可以更为关注通胀上升风险而暂停降息，但美联储也会考虑到就业疲软风险而不会大幅度收紧货币政策。

图11：美国非农就业与薪资增速



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

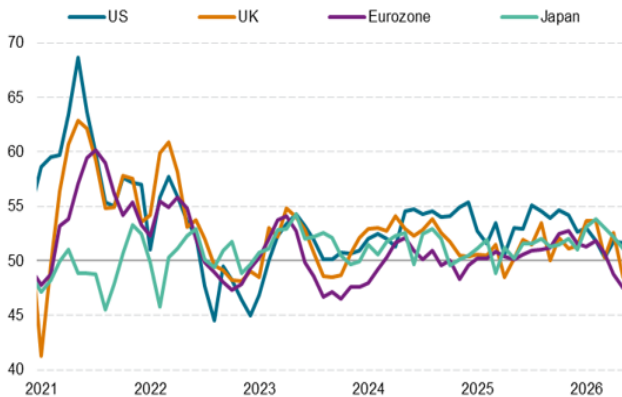
图12：美国失业率与就业率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

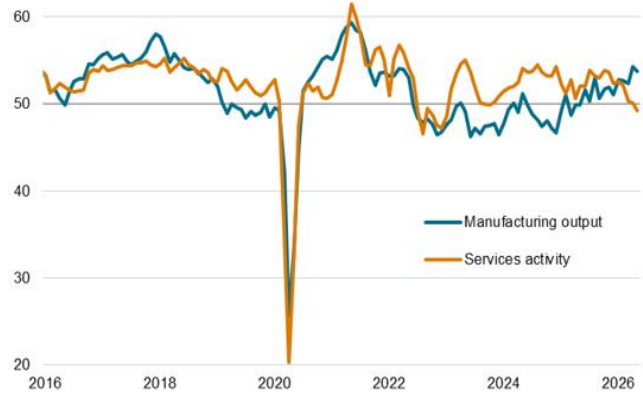
标普全球的初步 PMI 调查数据显示，随着中东伊朗局势带来的压力日益严重，5 月份 G4（美国、欧元区、日本和英国）综合 PMI 从前一月的 50.8% 下降至 50%，宣告 2023 年 12 月份以来持续扩张时期的结束。欧洲受到的打击最为严重，欧元区综合 PMI 从前一月的 48.6% 进一步下滑至 47.5% 并创 31 个月新低，英国综合 PMI 从前一月的 52.6% 大幅回落到 48.5% 并创 33 个月新低，两者经济均进入萎缩区间；美国综合 PMI 从前一月的 52% 小幅回落到 51.7%（近 27 个月次低值），日本综合 PMI 从前一月的 52.2% 回落到 51.1%（并列近 17 个月最低值），两者经济扩张也已经放缓。主要发达经济体增长的恶化由服务业主导，能源价格上涨推升生活成本并削弱实际购买力，利率上升也抑制了金融和房地产等利率敏感性行业；相对而言，5 月份 G4 再次报告了强劲的制造业产出增长，扩张速度仅略低于 4 月份的增长高峰，而 4 月份的工厂产出月度增长是自 2021 年 8 月份以来最大的。

图13: G4(美英欧日)综合PMI



数据来源: S&P Global, 建信期货研究发展部

图14: G4制造业与服务业PMI



数据来源: S&P Global, 建信期货研究发展部

伊朗战争爆发以来 G4 经济体制造业表现改善, 主要是企业为防范战争相关供应中断和可能的进一步价格上涨而加强了预防性库存储备。G4 经济体供应延迟的报道比 2022 年 7 月以来任何时候都更为广泛, 虽然延误发生率不及疫情期间那么严重, 但这场战争无疑是自 2011 年日本地震和海啸以来最大的供应链冲击。价格上涨不仅是因为战争引发的能源价格飙升, 还得益于运输费上涨和供应争夺; G4 经济体的成本增长率升至自 2023 年 2 月以来的最高水平, 广泛与能源价格上涨有关。无论哪种情况, PMI 数据都显示未来几个月消费者物价通胀将显著上升, 与此同时整个先进经济体的经济增长已停滞; 这一滞胀环境对央行构成重大挑战, 他们需要决定通胀激增是否值得加息, 还是放缓增长能防止通胀根深蒂固、避免政策紧缩。

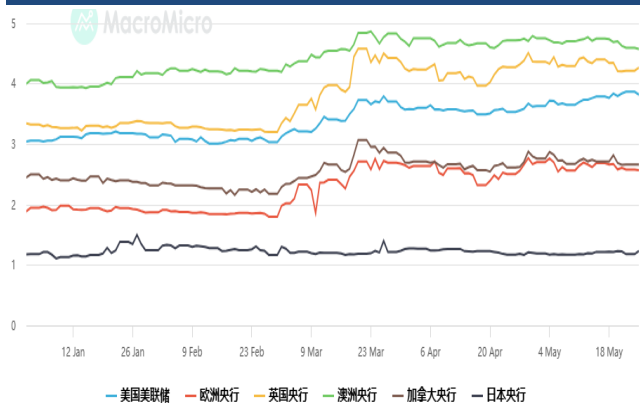
2.3 欧美央行紧缩预期再起

由于美国 4 月份 CPI 与 PPI 双双超预期上行, 美伊谈判僵局难破而特朗普屡屡威胁再次打击伊朗, 5 月中旬欧美央行紧缩预期再次强化而长债利率集体冲高。5 月 22 日市场预期美联储年内加息预期达到 67.9% 而年内降息预期完全归零, 之后美联储年内加息预期因美伊谈判进展而有所缓解但仍维持在 50% 附近。目前隔夜掉期市场预期 6 月 11 日欧洲央行和 6 月 16 日日本央行加息 25bp 概率分别为 77.6% 和 77%, 6 月 17 日美联储会议持稳概率为 99.2%, 6 月 18 日英国央行会议加息 25bp 概率为 50%。5 月 19 日美国 2 年期和 10 年期国债利率分别上行至 4.13% 和 4.69%, 双双为 2025 年 3 月份以来最高值, 30 年期国债利率 5.18% 更创 2007 年 8 月份以来新高; 美欧日英国债利率同步显著上行, 显示出强烈的通货膨胀预期与央行紧缩预期。由于中国央行落实适度宽松货币政策以及民间部门去杠杆和原油战略库存充足导致中国通胀预期偏弱, 在 PPI 增速显著走高的情况下 3 月份以来中国 1 年期和 10 年期国债利率依然分别回落 11bp 和 6bp; 市场并不预期人

口结构老龄化、房地产周期下行与债务杠杆压力高企大背景下，中国央行仅因为原油供给冲击而贸然收紧货币政策。

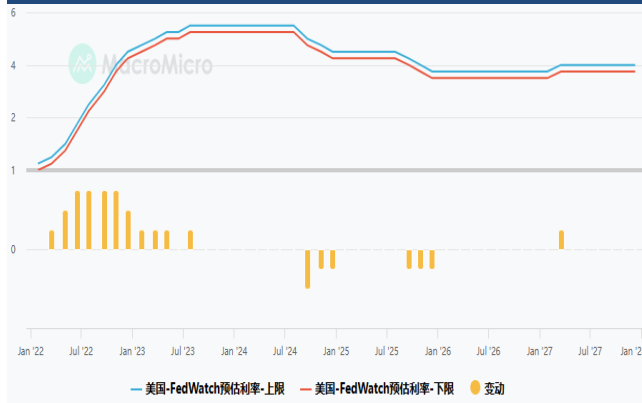
5月20日美联储公布4月28-29日议息会议的会议纪要，纪要显示多数美联储决策官员认为，如果通胀持续高于联储2%的目标，采取一些政策收紧措施可能变得合适。决策官员普遍认为需要将政策利率维持在当前水平的的时间比此前预期更长。绝大多数决策官员指出，尽管他们普遍预期短期内劳动力市场将保持稳定，但通胀回归2%目标所需时间可能更长的风险正在上升。5月22日新任美联储主席沃什在就职典礼上表示将领导一个以改革为导向的美联储，从过往的成功与失误中汲取经验，既摆脱僵化的框架和模型，也坚持明确的诚信与绩效标准；特朗普表示沃什将获得本届政府的全力支持，并希望其在新职位上完全独立，但同时敦促他认识到增长并不意味着通胀。

图15：2026年底欧美央行政策利率预期



数据来源：MacroMicro，建信期货研究发展部

图16：美联储政策利率路径预期



数据来源：MacroMicro，建信期货研究发展部

5月14日美联储副主席巴尔发表公开演讲明确反对缩表，巴尔认为资产负债表承担着货币政策执行、银行监管、支付系统运行、金融稳定维护等多重职能，不能简单地将其规模视为美联储干预市场的足迹；美联储的问题不在于资产负债表的规模而在于资产端的结构，目前美联储持有过多长期国债和抵押贷款支持证券，这确实存在扭曲市场的风险，正确的解决方式是调整资产久期和结构而非盲目缩减规模。巴尔还反驳通过降低银行流动性监管要求来压缩准备金需求的主张，其认为放松银行流动性监管会削弱银行体系的自我保险能力，2023年的银行业压力事件已经证明流动性要求应当提高而非降低；况且当银行体系准备金减少的时候，银行必然更加依赖美联储获取流动性，美联储对金融市场的介入非但没有减少反而显著增加。特朗普提名上任且持续表现鸽派的美联储理事沃勒在5月22日表示，在通胀持续高于目标水平且就业市场已经更加稳定的情况下，继续说“近期可以开始讨论降息”简直有些疯狂，美联储应该从政策声明中删除宽松倾向措

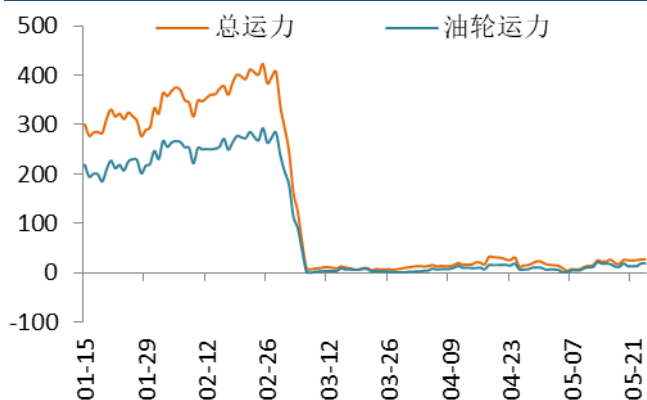
施，沃勒鸽转鹰使得美联储决策层鸽派阵营继续收缩。

2.4 美伊停火脆弱谈判艰难

2026年2月28日美以联合空袭伊朗并团灭包括最高领袖哈梅内伊在内的大批军政高官，伊朗以导弹和无人机袭击中东美军基地并以封锁霍尔木兹海峡为杠杆施压美国退缩。3月21日特朗普限伊朗在48小时内完全开放霍尔木兹海峡否则将摧毁伊朗发电厂等能源基础设施，3月23日特朗普以美伊正在谈判为由将最后通牒期限推迟5天(3月26日再延期10天/4月5日又延期1天)。4月8日最后通牒到期前夕美伊以相继宣布接受为期两周的临时停火协议，在伊朗开放霍尔木兹海峡的前提下以伊朗十条停火条件为基础展开谈判。4月12日美伊首轮谈判无功而返，4月13日美军开始封锁伊朗港口并全球追捕伊朗油轮，美国财政部不断升级针对伊朗原油出口和武器进口的制裁力度。

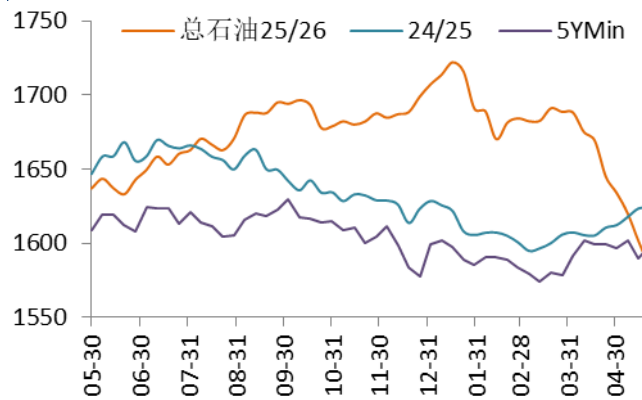
5月4日特朗普宣布护航商船通行霍尔木兹海峡的自由计划，但因沙特等盟友反对以及美伊军事冲突而在次日就暂停，5月26日美军称重新协助船只通过霍尔木兹海峡。5月中旬特朗普对中国进行国事访问，中国外交部称应推进政治协商就伊核等问题达成兼顾各方关切的解决方案，回应国际社会呼声重开霍尔木兹海峡维护全球产供应链稳定畅通。5月中旬伊朗有管理地放行部分船只通过霍尔木兹海峡，5月18日伊朗成立波斯湾海峡管理局PGSA，5月20日PGSA划定管控海域(东起伊朗穆巴拉克与阿联酋富查伊拉南部连线，西至伊朗格什姆岛最西端与阿联酋乌姆盖万连线)，船只在通过霍尔木兹海峡之前需与PGSA协调、取得通行证、交纳服务费并经指定路线通行。5月21日巴林、科威特、卡塔尔、沙特和阿联酋等五国致信国际海事组织指商船不应与PGSA有任何接触，也不应使用伊朗指定的航线穿越海峡以免开创危险先例。

图17：霍尔木兹海峡运力



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

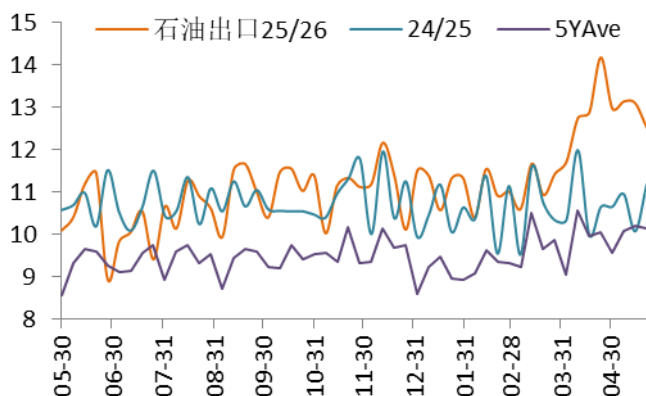
图18：美国石油总库存



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

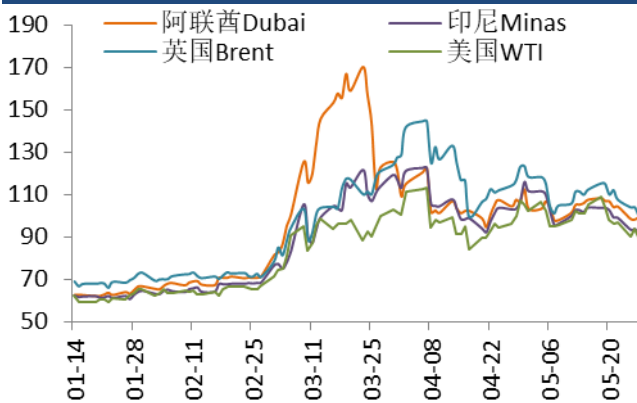
5月下旬多渠道消息称美伊接近就延长停火协议、开放霍尔木兹海峡并开始谈判的谅解备忘录达成共识。5月27日伊朗官方媒体发布美伊协议框架的初步非正式文件，文件称美方承诺解除针对伊朗的海上封锁并撤出部署在伊朗周边区域的部分军事力量，而伊朗将于一个月内逐步把霍尔木兹海峡商船通行量恢复至战前水平，船只通行的管理和航线安排将由伊朗与阿曼共同协调；若美伊能在60天内达成最终协议，相关内容可能以具有约束力的联合国安理会决议形式确认，伊朗强调在完成切实可验证的核查之前不会采取任何实际行动。当天美国政府在社媒上发表声明称上述谅解备忘录纯属捏造。5月28日美国媒体AXIOS报道美伊谈判团队就一份为期60天的谅解备忘录达成一致，伊朗已反馈完成内部批准流程并准备签署，但这一协议仍需美国总统特朗普作出最终批准，报道称特朗普反馈需要几天时间来斟酌此事；备忘录要求伊朗在30天内清除在霍尔木兹海峡布设的水雷并确保海峡航行完全不受限制，美国以与商业航运恢复情况同步的节奏逐步解除对伊朗的海上封锁措施，伊朗承诺不寻求获得核武器而美国承诺就放松对伊制裁以及解冻伊朗资金展开讨论。当日伊朗副外长驳斥了AXIOS关于美伊已达成谅解备忘录的报道，并表示伊朗不会签署任何不符合自身利益的协议。

图19：美国石油出口



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图20：主要原油现货基准价格



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

5月26日伊朗最高领袖穆杰塔巴发表书面讲话，称伊朗武装力量以及抵抗阵线取得了和美以联军的重重大胜利，美国将失去在中东地区的军事基地且逐渐远离其昔日霸权地位，“美国和以色列必死”将再次成为伊朗和伊斯兰世界的统一口号，号召组建一个联合起来反对美国的新伊斯兰文明。5月下旬随着美伊就谅解备忘录展开激烈博弈，美国和以色列对伊朗和黎巴嫩的军事行动有所升温而伊朗方面空袭科威特的美军基地。我们认为美伊难以在伊朗核问题和霍尔木兹海峡问题上达成共识，但美伊僵局久拖不决则美伊的负面冲击也会与日俱增，美伊谈判结果的可能性有三种：①美伊达成伊朗有管理地开放霍尔木兹海峡与美国有限解除封锁和制裁的部分协议(概率60%)，这种情况下国际油价高位运行但相对可控；②

特朗普恼羞成怒放手一搏而美以伊战火阶段性重燃(概率 30%)，这种情况下国际油价可能再度大涨；③美伊达成全面协议(概率 10%)，这种情况下国际油价将持续回落。

5月18日美国财政部宣布继续延长俄罗斯海上原油贸易制裁临时豁免令至6月18日。5月20日阿联酋国有石油公司 ADNOC CEO 在大西洋理事会活动上表示，即使美伊冲突立即结束，霍尔木兹海峡至少也需要4个月才能恢复到战前80%的运输量，而全面恢复运输要到2027年第一季度甚至第二季度才能实现。5月21日国际能源署署长比罗尔表示，若供应得不到改善，全球石油市场可能在今年7月或8月进入危险区域；无论从产量还是炼油能力来看，能源市场要回到美以伊战事前的水平都需要很长时间；如果有必要，国际能源署将协调进一步的战略石油储备释放。美国能源署 EIA 的周度石油状况报告显示，截至5月22日当周美国总石油库存下降至15.84亿桶，已经低于2021年至2025年同期最低库存(15.99亿桶)，自1月中旬以来美国总石油库存已经减少1.38亿桶。国际货币基金组织 IMF 的 Port Watch 平台数据显示，5月中旬以来霍尔木兹海峡通航情况有所改善，但近七天平均油轮运力仍仅为战前平均水平的7.5%。

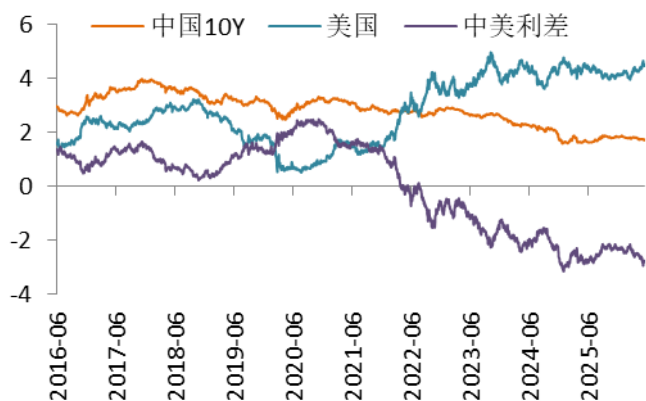
三、资产市场分析

2026年初美国国债利率先延续2025年下半年以来的陡峭化下行态势，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、10年期和30年期利率分别跌至3.38%、3.97%和4.64%。3月份以来美债利率陡峭化上行，美国就业市场呈现弱企稳迹象而且伊朗局势推高国际油价和通胀中枢，市场对美联储降息预期转为加息预期夹进而施压债市，而人工智能投资热潮推高股市风险偏好也削弱了国债的避险需求，5月19日美债2年期、10年期和30年期利率分别达到4.13%、4.67%和5.18%，其中30年期美债利率更是创下2007年8月份以来新高。我们认为就业市场弱企稳情况下股市投资热潮以及通胀上行压力使得美联储趋于收紧货币政策，但K型经济结构的脆弱性也将制约美联储货币政策紧缩时间和力度；总体上看我们判断美债利率先升后降，观察美国经济滞胀预期触顶与衰退预期升温的转换时机，美债十年期利率核心波动区间为3.8-5%。

2026年中国国债利率陡峭化下行，截至5月27日中国1年期、10年期和30年期国债利率分别下行18bp、12bp和7bp；民间部门加杠杆意愿低迷以及货币流动性持续充裕使得短期国债利率趋于下行，虽然伊朗局势缓解通缩压力而人工智

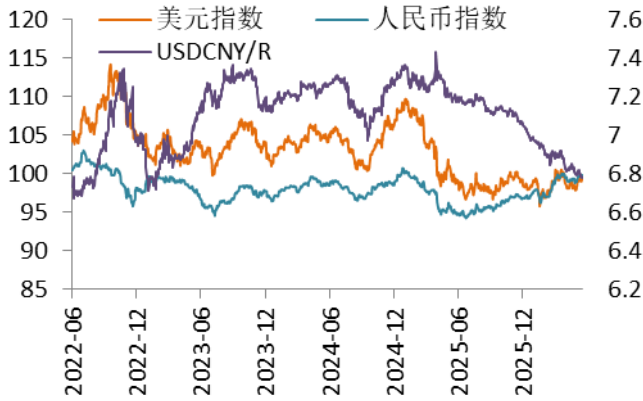
能热潮提振股市风险偏好，但国内财政刺激力度放缓以及伊朗局势扰乱国际供应链也抑制中国经济增长动能。我们认为人口结构老龄化、房地产周期下行以及债务压力高企等因素抑制中国经济潜在增速，全球需求不足背景下新质生产力发展对经济有支持作用但难改大局，中东局势缓解通缩压力但也会对实体经济造成负面冲击。总体上看我们判断中国国债利率曲线或延续陡峭化下行趋势，年内10年期国债利率核心波动区间为1.6%-2%。

图21：中美10年期国债利率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

图22：美元和人民币汇率



数据来源：Wind，建信期货研究发展部

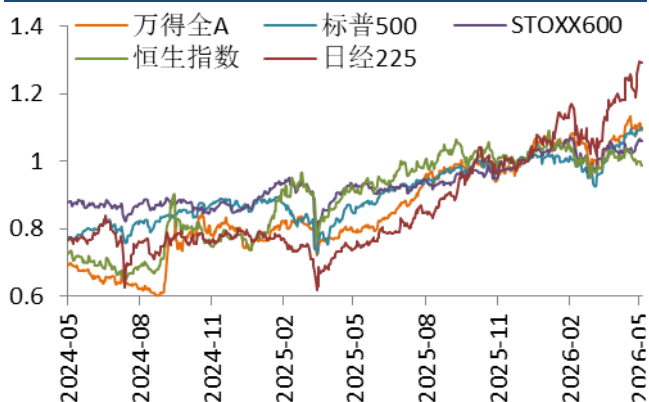
2026年初美元指数先延续2025年12月份以来的回落趋势至95.5，主要驱动力是全球经济复苏前景削弱美元的避险需求且市场担心美国财金纪律失控；1月底至3月底美元指数震荡回升至100附近，首先是特朗普政府任命偏鹰派美联储主席人选缓和了市场对美国财金纪律失控的担忧，随后是地缘政治风险提振了美元的海外避险需求，而且国际油价上行推高通胀中枢诱发美联储紧缩预期。4月份至今美元指数在97.5-100.5之间窄幅波动，美伊军事战缓和削弱了美元的避险需求，但美伊双重封锁霍尔木兹海峡继续增强美联储紧缩预期。历史经验显示地缘政治风险对美元的影响为短多长空，K型经济的脆弱性使得美联储紧缩力度相对有限，伊朗战争进一步削弱美国霸权根基和美元基本面。我们判断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。

2026年迄今人民币汇率震荡走强，因国际贸易形势缓和以及强劲贸易盈余支撑人民币汇率，国际油价高位运行凸显中国新能源产业竞争优势，伊朗战争侵蚀美国霸权根基从而利多中国国际形象并增强人民币基本面，5月底人民币对美元汇率升值至6.78附近，并创2023年3月份以来新高。但人民币汇率过度升值将削弱中国出口优势并引发监管措施，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，且人口结构老龄化、房地产周期下行与债务杠杆

压力抑制中国中期经济潜能，伊朗战争久拖不决以及欧美央行集体紧缩也可能冲击短期中国外需。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区间为 6.67-6.73。

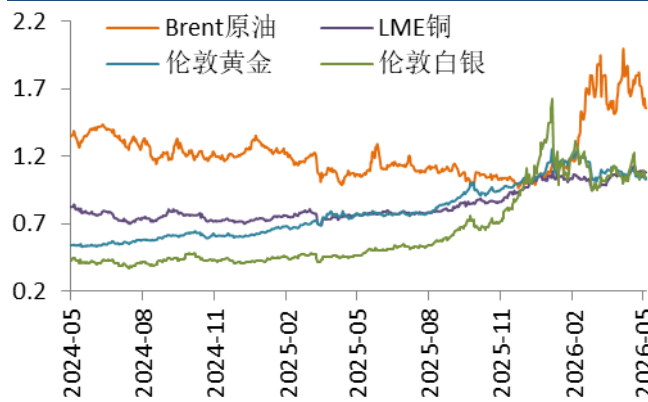
2026 年初全球股市延续 2025 年 11 月份以来的偏强运行态势，因国际贸易形势缓和与全球央行宽松态势改善股市盈利预期并提振股市风险偏好，而人工智能投资热潮继续提供结构性投资机会；2 月底美以联合袭击伊朗而伊朗以封锁霍尔木兹海峡为杠杆倒逼特朗普退缩，国际油价大涨推高通胀中枢并诱发央行紧缩预期，地缘政治风险与央行紧缩预期施压全球股市回调。3 月下旬以来美国持续 TACO 而伊朗局势也有所降温，虽然美伊谈判进展缓慢但市场预期政治经济市场压力下美伊最终还是达成协议，供应链中断和成本上升担忧带来的预防性补库使得全球经济在能源危机冲击下展现韧性，而且人工智能投资热潮继续提振市场的风险偏好，因此环球股市企稳回升并且创出新高。我们认为美伊在伊朗核问题和霍尔木兹海峡问题上存在较大分歧，一旦美伊未能及时达成协议而油价高位运行、通胀中枢上升以及欧美央行紧缩仍会抑制股市表现，在对股市结构性牛市谨慎乐观的同时我们要提防货币流动性趋紧与经济前景转弱的戴维斯双击风险。

图23：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24：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退缩，国际油气重要运输通道中断显著推高能化产品价格并打压贵金属的流动性属性、从成本角度推高其他商品价格，3 月下旬以来特朗普在宏观市场和中期选举压力下持续 TACO，

美伊实现名义临时停火但美伊谈判不畅之后美国转而加大伊朗经济金融压力，油价高位运行、通胀中枢上移、欧美央行紧缩以及经济动能转弱逻辑逐渐影响商品市场，大宗商品市场逐步从成本推动和 AI 热潮叙事转到流动性紧缩和需求疲软叙事。我们认为美伊在伊朗核问题和霍尔木兹海峡问题上的根本性分歧，使得美伊未能及时达成协议从而使得全球石油库存持续消耗的可能性始终存在，而美伊僵局持续越久中东能源设施关停重启的成本就越大；这使得国际油价或持续高位偏强运行，成本因素与厄尔尼诺天气状况继续支撑农产品价格，贵金属价格在避险需求增强但流动性属性减弱的多空影响下宽幅震荡，工业金属在成本推升而需求走弱的多空影响下先扬后抑。

四、中期资产配置

2026 年宏观市场走势一波三折，首先是国际贸易形势缓和、财金政策支持以及 AI 投资热潮增强全球经济增长动能，风险资产延续上涨趋势；接着是美以联合袭击伊朗而伊朗以封锁霍尔木兹海峡为杠杆倒逼特朗普退缩，油气价格大涨而其他资产普遍承压回调；然后是特朗普如期 TACO 而伊朗局势边际缓和，油价冲高回落而其他资产价格纷纷反弹；最后是美伊在伊朗核问题和霍尔木兹海峡问题上各执己见导致美伊谈判不畅，油价持续高位运行、通胀中枢波动上升、欧美央行紧缩货币与全球经济前景转弱的逻辑主导市场。我们认为政治经济市场压力使得美伊有达成和平协议的必要性，而美伊僵局持续时间越长双方面临的政治经济市场压力就越大，这使得金融市场特别是股票等长久期资产对美伊谈判持乐观立场；但美伊在伊朗核问题和霍尔木兹海峡问题上的根本性分歧，使得美伊未能及时达成协议从而全球石油库存持续消耗的可能性始终存在，而且美伊僵局持续时间越长欧美央行紧缩和全球经济走弱的概率就越大，因此全球宏观市场前景面临高度不确定性。我们建议在中东能源危机得到解决之前继续超配原油(期货市场上远月原油因其大幅贴水而成为最佳标的)，标配黄金来对冲地缘政治风险、标配利率债来对冲经济疲软风险、标配成长股来分享新质生产力发展红利，并低配货币、信用债和蓝筹股。

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	低配	中国央行宽松货币以对冲民间部门去杠杆引发的通缩压力。
债券	利率债	标配	通缩风险减退与经济衰退风险增强对利率债的综合影响呈中性。
	信用债	低配	伊朗局势扰乱全球供应链并恶化企业盈利前景和信用状况。
股票	蓝筹股	低配	类平准基金减仓降低蓝筹股吸引力，欧美央行加息削弱股票性价比。
	成长股	标配	新质生产力发展增强成长股的盈利前景，但伊朗局势不确定性构成隐患。
商品	原油	高配	美伊在关键问题上的巨大分歧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的避险需求，但欧美央行紧缩削弱黄金性价比。
主要风险因素			美伊冲突久拖不决，欧美央行集体紧缩，全球经济增长放缓

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>