



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

冠通期货-宏观2026年第二季报

—高油价冲击之下，忧滞胀之中



研究咨询部： 王 静

执业资格证号： F0235424/Z0000771

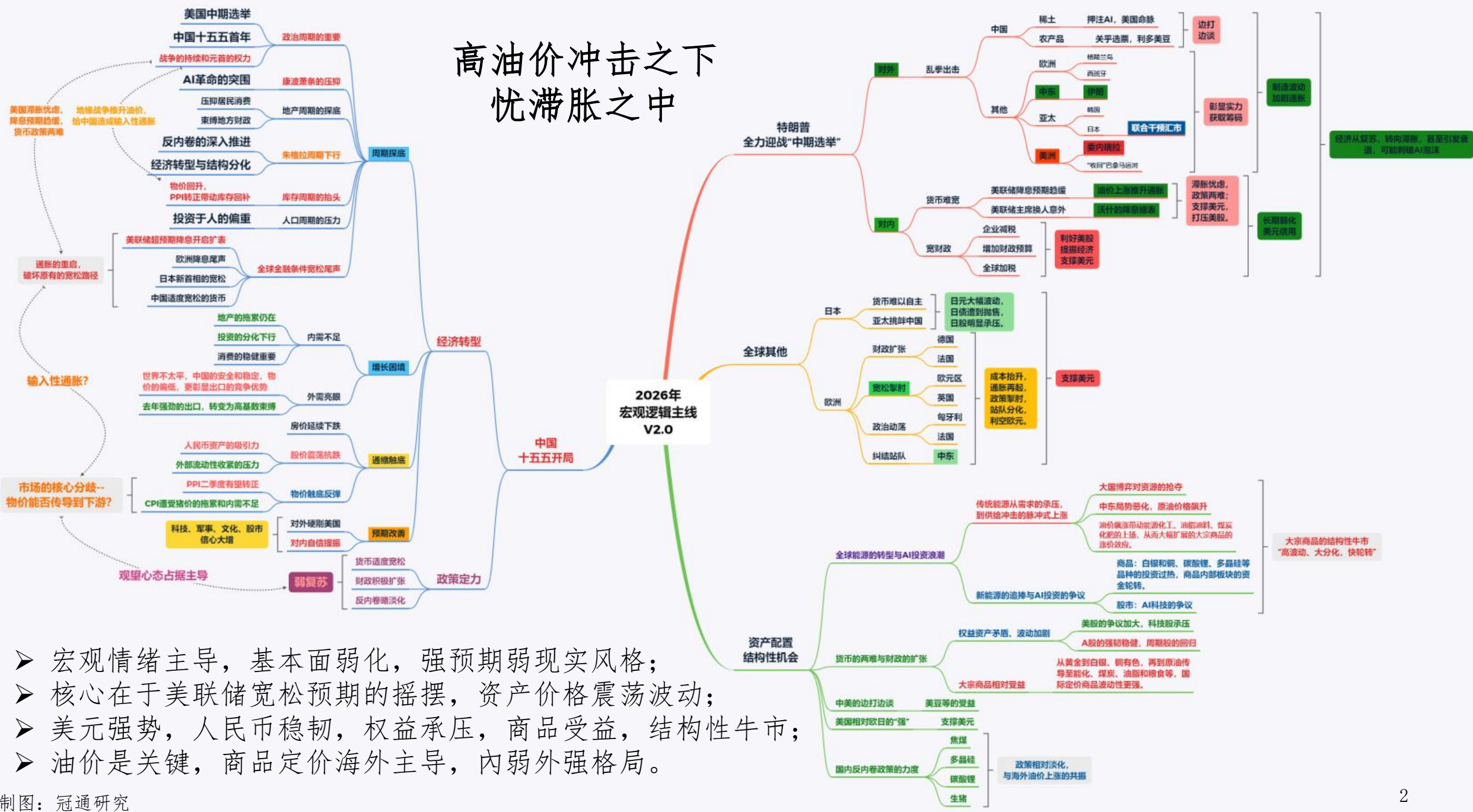


报告时间： 2026年04月07日

投资有风险，入市需谨慎。本公司具备期货交易咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明。

www.gtfutures.com.cn

高油价冲击之下 忧滞胀之中



- 宏观情绪主导，基本面弱化，强预期弱现实风格；
- 核心在于美联储宽松预期的摇摆，资产价格震荡波动；
- 美元强势，人民币稳韧，权益承压，商品受益，结构性牛市；
- 油价是关键，商品定价海外主导，内弱外强格局。

制图：冠通研究

核心观点—宏观逻辑

2026年一季度，全球宏观逻辑在短短三个月内被彻底重塑。岁末年初，市场尚沉浸于对美国中期选举与中国“十五五”开局的线性推演，然而一系列超预期事件接踵而至引发预期的剧变，推动宏观交易主线从年初的“经济复苏”切换至“滞胀交易”。这一切的核心枢纽，则在于美伊冲突改变了全球通胀预期。展望二季度，宏观主线仍将围绕两大政治周期展开——美国中期选举前的政策博弈，中国“十五五”开局后的定力应对。而美伊冲突的影响，主要通过“通胀预期”这一枢纽，传导至美国的货币政策路径与中国的输入性通胀压力。宏观交易的核心逻辑在于“滞胀”，高油价冲击之下，市场对滞胀的忧虑映射在金融市场，预期和现实的博弈料将成为主题，市场先关注“胀”再警惕“滞”，宏观交易的核心矛盾则集中在美联储宽松预期的反复修正。

美国方面，特朗普政府将全力备战中期选举，其内外政策均以选举利益为核心导向，呈现出“对外乱拳出击，对内宽财政紧货币”的特征。对外，采取“边打边谈”的策略。一方面通过高强度的贸易摩擦彰显实力、获取谈判筹码，另一方面也保留谈判空间以制造波动、加剧全球通胀。具体手段上，针对中国可能重点施压稀土与农产品领域——稀土关乎美国高科技与军工命脉，农产品则直接触动选民利益，相关博弈可能推升美豆价格。对欧洲、中东、亚太及美洲等其他地区，则以分化站队、资源争夺和地缘施压（出兵伊朗）为主。当前的焦点则在于伊朗问题究竟如何收场。对内，双宽政策组合落入两难。货币政策遭遇高油价冲击恐难宽松，美联储降息预期趋缓，加之新任主席沃什的上任一波三折，进一步增加了紧缩倾向。财政政策则维持扩张，通过企业减税和增加财政预算来提振经济、支撑美元，但全球加税举措又可能加剧滞胀风险。这种“紧货币+宽财政”的组合长期削弱美元信用，短期则使美国经济在复苏与滞胀之间摇摆，甚至埋下衰退的隐患。

中国这边，则是输入性通胀的机遇与挑战。中国“十五五”开局以底线思维应对外部冲击。政府工作报告设4.5%-5%的区间增速，财政赤字率维持4%高位，中央加杠杆特征鲜明。货币政策保持“适度宽松”但一季度降准降息未落地，反映央行对汇率与通胀预期的审慎。美伊冲突给中国带来输入性通胀压力，市场的分歧是成本的上涨是“脉冲式”还是持续性的冲击。关键在于，这一通胀是“输入型”而非“内生型”，其影响具有双重性：一方面推升中下游制造业成本，挤压利润；另一方面为PPI转正创造条件，有助于打破连续三年PPI为负的通缩困境。与此同时，反内卷政策在一季度加速落地，通过法治化手段整治部分行业产能过剩。若二季度输入性通胀推动PPI跌幅收窄甚至提前转正，将催生新一轮补库周期，周期板块有望受益。值得注意的是，国内各方对待本轮通胀谨慎的态度，无论是央行还是企业都倾向于观望，继而强化着预期对资产价格波动的主导。

核心观点—资产配置

2026年二季度宏观交易的核心矛盾集中在美联储宽松预期的反复修正。一方面，美国财政压力与“紧货币”格局下，美元虽信用边际弱化但仍将表现强势；另一方面，通胀韧性超预期、美伊冲突等地缘事件推升油价，使降息时点与幅度持续摇摆，资产价格将呈现震荡加剧、波动分化的特征。

- 权益资产方面，美股面临“盈利放缓+估值收缩”的双重压力。AI泡沫争议后科技股波动加剧，若二季度通胀粘性迫使美联储维持鹰派，成长股估值将进一步承压。国内A股，基本面改善与外围压力交织，震荡抗跌回调增配；输入性通胀推动PPI预期改善，周期板块有望受益；科技股受海外情绪扰动但国内政策支撑，分化加剧；消费板块受制于内需疲弱，需等待更多刺激信号。
- 债市方面，美债收益率在滞胀预期反复下震荡偏强，短端受降息预期摇摆影响，长端受通胀预期支撑。国内中债利率虽在宽松周期但下行空间有限，通胀预期抬升后央行宽松力度大概率边际收敛。
- 汇率方面，美伊冲突的反复博弈，高油价冲击之下，滞胀预期笼罩之中，全球主要经济体的货币政策预期趋紧，叠加避险需求的强化，美元指数恐将延续强势震荡，继而给人民币形成压力；与此同时，世界不太平，安全稳定的中国提振全球资金对人民币资产的青睐，价格的外强内弱则进一步强化中国出口的竞争优势，再加之国内经济之复苏，又给予人民币以坚实的支撑。多空交织之下，人民币汇率料将保持稳韧。
- 贵金属方面，黄金震荡加剧、重心抬升，回调增配。美元信用边际弱化，为黄金提供中长期支撑，高油价又使降息时点与幅度持续摇摆，贵金属料将呈现震荡加剧、重心抬升的特征。值得注意的是，二季度出现部分央行或中东富豪抛售黄金换美元的现象，反映出在流动性收紧预期下，机构对美元现金的阶段性需求。但央行整体增持黄金的周期并未逆转，黄金的货币属性与避险功能仍是长期支撑。白银长期仍将受益于能源转型。近期来说，无论是降息预期的弱化还是对经济前景的担忧，亦或是AI泡沫化投资的争议，都令银价承压，因而白银在一季度出现巨幅波动。二季度，伴随着金银比的修复，白银“泡沫”的挤出，银价大概率跟随金价波动且弹性更大，但表现弱于金价，金银比有望抬升。
- 大宗商品方面，原油成为核心宏观变量，内弱外强风格恐将延续。宏观预期反复、地缘供给冲击、产业逻辑分化三者交织，市场波动率明显抬升。铜等国际定价品种面临宏观压制与需求预期的拉锯；能源化工系受地缘供给冲击主导，易涨难跌但会反噬政策空间；国内新能源材料受益于“反内卷”与能源转型，蕴藏结构性机会。值得关注的是，内外分化并非一成不变。若海外通胀超预期顽固，美联储被迫维持鹰派，全球需求放缓将拖累有色品种；若国内稳增长政策加码，黑色系可能迎来补涨。二季度需密切跟踪美国CPI数据、中国PPI拐点以及地缘局势演变。

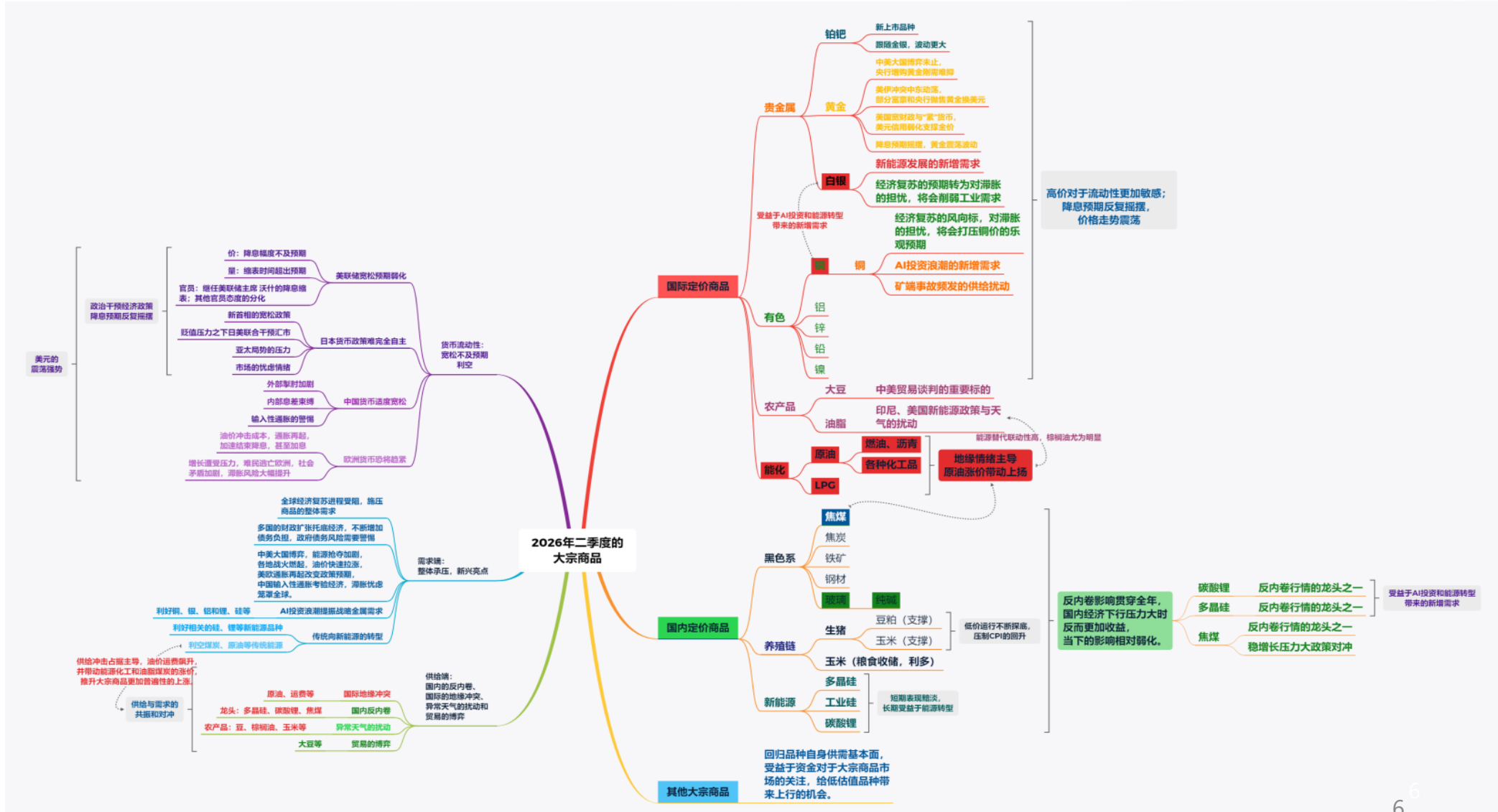
2026年二季度宏观经济的逻辑主线与大类资产

逻辑主线	货币流动性	财政政策	美股	A股	美债	中债	黄金	商品	美元	人民币 汇率
美国中期选举	+	+	+	+	+	+	+	+	/	/
美联储主席 换人	/	/	/	/	+	/	/	/	+	/
地缘冲突不断	--	/	--	-	-	-	/	+	++	+
中国十五五 开局	+	+	/	+	/	+	/	结构性	/	+
反内卷	/	/	/	结构性	/	-	/	结构性	/	/
能源转型	/	/	/	/	/	/	/	分化	/	/
综合	/	++	-	+	+	/	+	++	+++	++

“滞胀”预期之下，美元强势震荡，海外主导高波动大分化，权益承压，商品受益，结构性牛市行情。

宏观预期反复、地缘供给冲击、产业逻辑分化,震荡行情下的结构性商品牛市机会

2026年二季度的大宗商品市场,宏观预期反复、地缘供给冲击、产业逻辑分化三者交织,市场波动率明显抬升。黄金受益于央行刚需与美元信用弱化,具备长期配置价值,但短期需警惕降息预期摇摆带来的震荡;铜等国际定价品种面临宏观压制与需求预期的拉锯;能源化工系受地缘供给冲击主导,易涨难跌但会反噬政策空间;国内新能源材料受益于“反内卷”与能源转型,蕴藏结构性机会。



制图: 冠通研究



美伊冲突 正在重塑全球宏观经济逻辑

2026年一季度：美伊冲突暴击全球

2026年2月28日美伊冲突升级以来，中东地缘政治格局发生剧烈震荡。霍尔木兹海峡通航几近停滞、迪拜杰贝阿里港遭袭停运、国际航运保险市场大规模退出、油价上演“过山车”行情——这一系列突发事件，不仅造成资本市场的剧烈动荡，资产价格的大幅波动，更通过能源成本、物流通道、海外资产、市场预期等多个传导路径，对全球经济贸易、相关产业、物价和货币政策等形成多维度冲击。

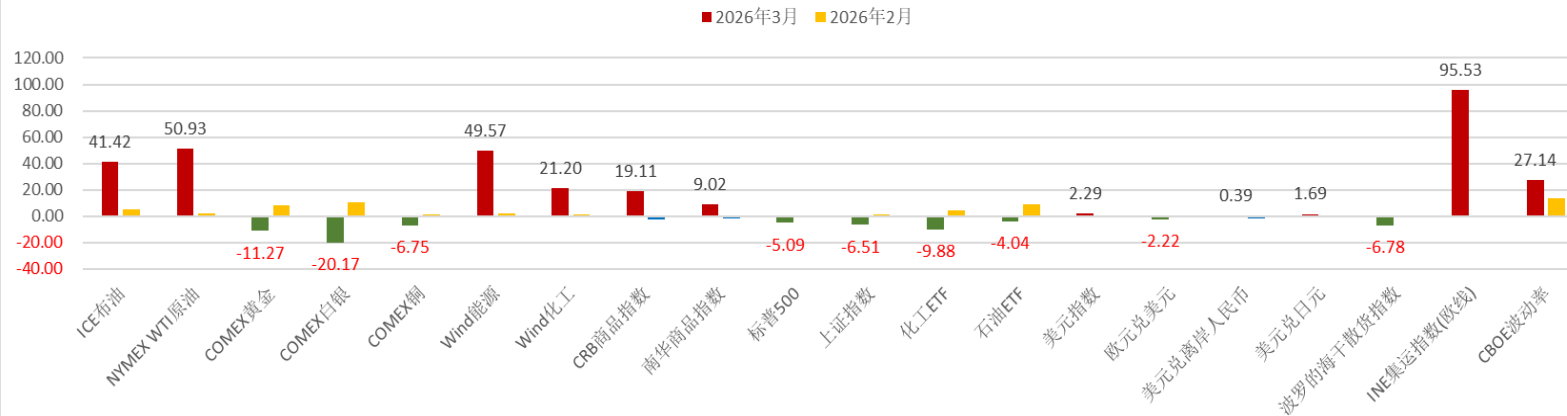
➤ 涨跌幅来看：

- 运费、油价和VIX涨幅居前；
- 股市整体承压；
- 大宗商品整体走高，涨价扩散效应明显。

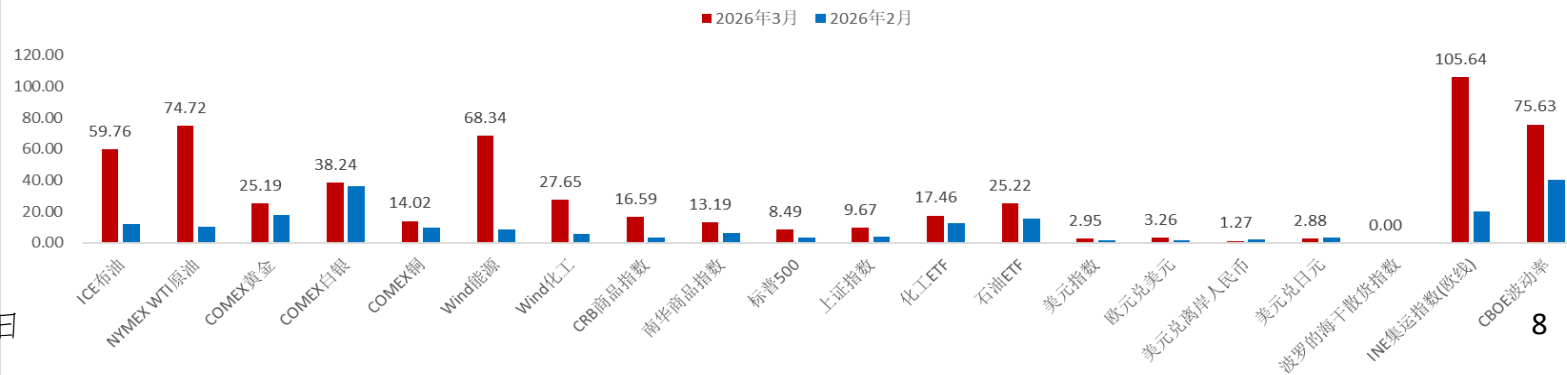
➤ 震幅来看：

- ✓ 原油、运费和VIX波动最大；
- ✓ 商品的反应比股市更加剧烈；
- ✓ 原油明显带动能源、化工和大宗商品的整体波动的抬升。

美伊冲突以来主要大类资产涨跌幅与2月对比%



美伊冲突以来主要大类资产振幅与2月对比%



资本市场的剧烈波动，源于美伊冲突的三大超预期

资产价格是经济在金融市场的映射，相对于现实，更加反映的是投资者预期。美伊冲突的爆发，对于资本市场而言，最大的冲击在于预期的改变，核心在于全球经济从复苏的乐观预期转向可能落入滞胀的忧虑。美伊冲突以三大超预期——供应中断烈度、滞胀传导深度、政策反噬力度打破了传统资产定价逻辑，高油价的冲击主要通过“通胀预期”这一枢纽，传导至美国的货币政策路径与中国的输入性通胀压力。

市场起初普遍认为这将是短期、可控的局部冲突，但战事持续超过一个月，并演变为对全球能源供应链的物理冲击。霍尔木兹海峡近乎实质性关闭，通航量暴跌90%至95%，导致全球约13%的石油供应被迫中断，其严重程度超过1970年代的石油危机，直接推动布伦特原油价格暴涨超过50%、一度突破每桶110美元。

高油价迅速推升美国汽油零售价和借贷成本，美联储陷入“抑通胀”与“要降息”的两难境地，年内降息预期迅速消退，美债利率快速飙升，导致股票、债券、黄金遭遇罕见的“三杀”局面，美元因流动性需求激增反而被动走强。

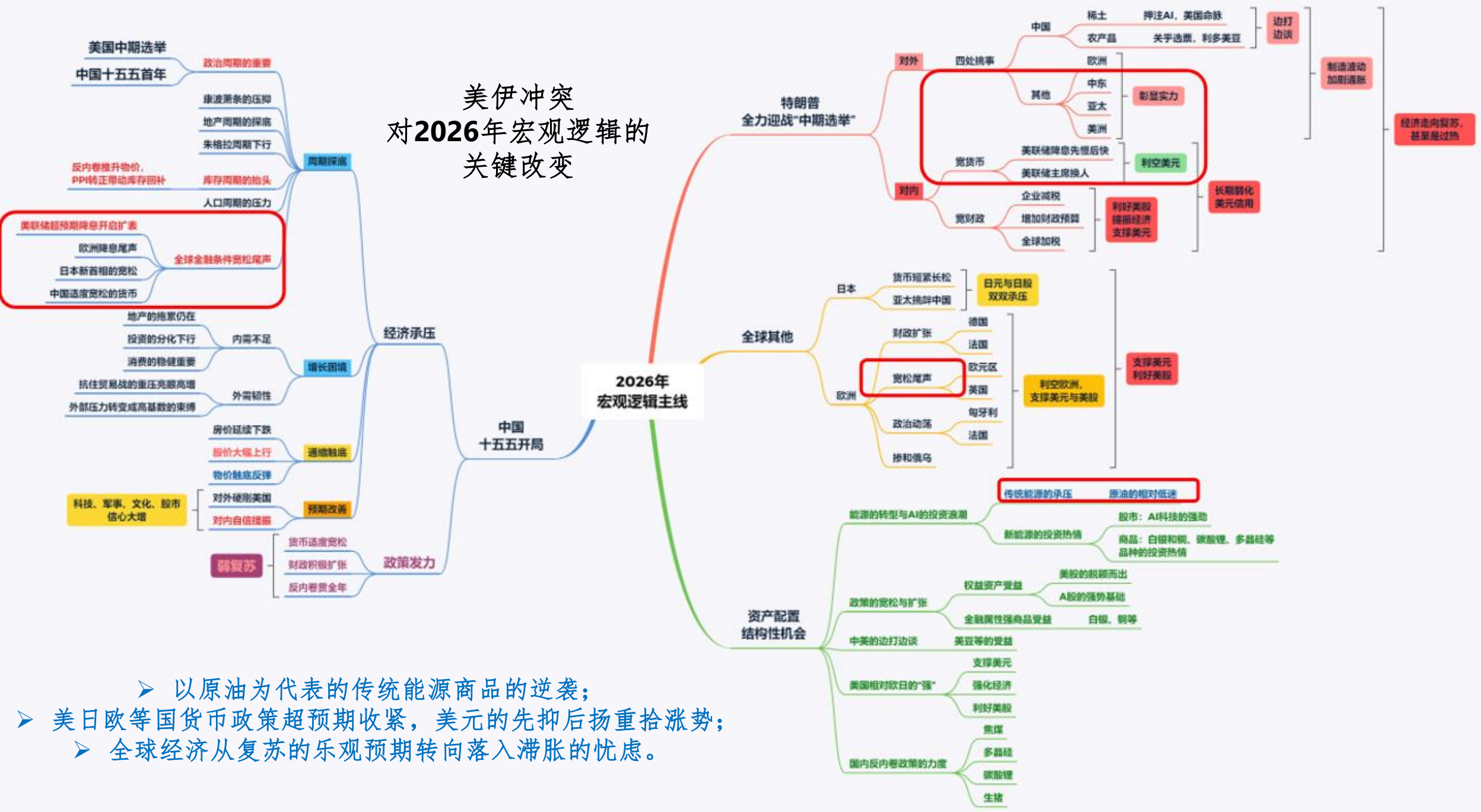
冲突持续时间与供应中断的规模
“超预期”

对全球经济的“滞胀”冲击烈度
“超预期”

对美国经济的反噬与政策困境
“超预期”

油价飙升迅速传导至产业链，引发能源成本上涨、原料替代和贸易流重构的多米诺骨牌效应，全球化肥、芯片关键材料氦气等供应链同样面临断裂风险。市场交易逻辑从短期风险事件转向中长期滞胀交易，全球增长预期被下调、通胀预期被大幅上调，若冲突持续，油价甚至可能飙升至每桶200美元并引发全球经济衰退。此外，值得警惕的是，美元的走强与能源价格的飙升，令以来能源进口的一些国家雪上加霜，从而引发资产抛售和汇市的异常波动。

美伊冲突 对2026年宏观逻辑的关键改变



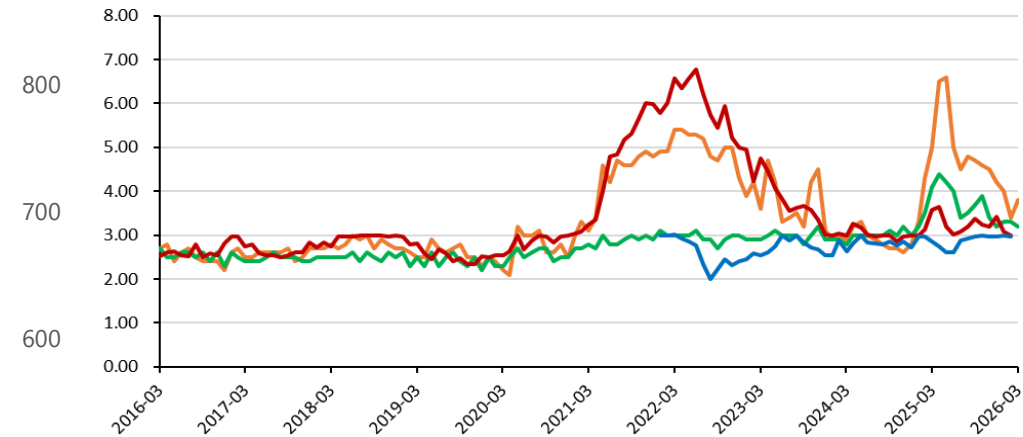
- 以原油为代表的传统能源商品的逆袭；
- 美日欧等国货币政策超预期收紧，美元的先抑后扬重拾涨势；
- 全球经济从复苏的乐观预期转向落入滞胀的忧虑。

宏观情绪主导，基本面弱化的商品，表现出明显的“强预期、弱现实”特征

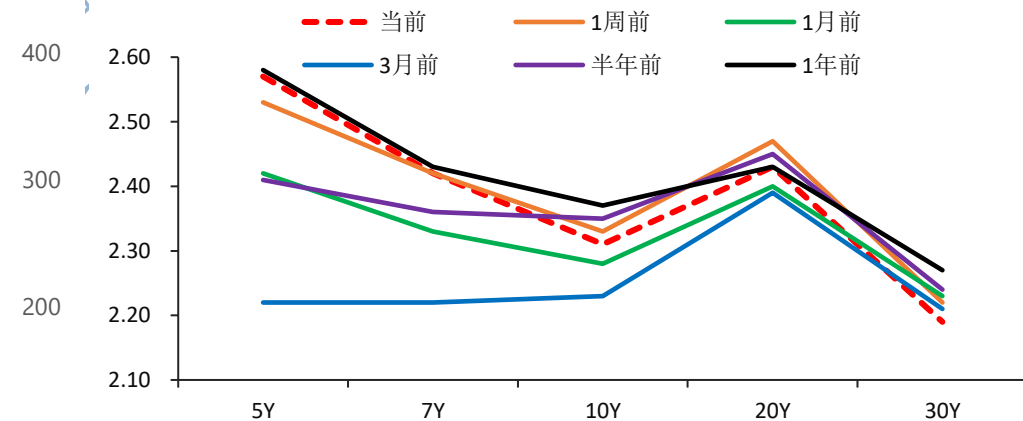
美国国债隐含通胀预期与CRB商品/现货指数走势图



美国:密歇根大学:通胀率预期:1年 (绿色)
 美国:密歇根大学:通胀率预期:5年 (蓝色)
 美国:纽约联储:通胀率预期:中位数:1年 (红色)
 美国:纽约联储:通胀率预期:中位数:5年 (橙色)



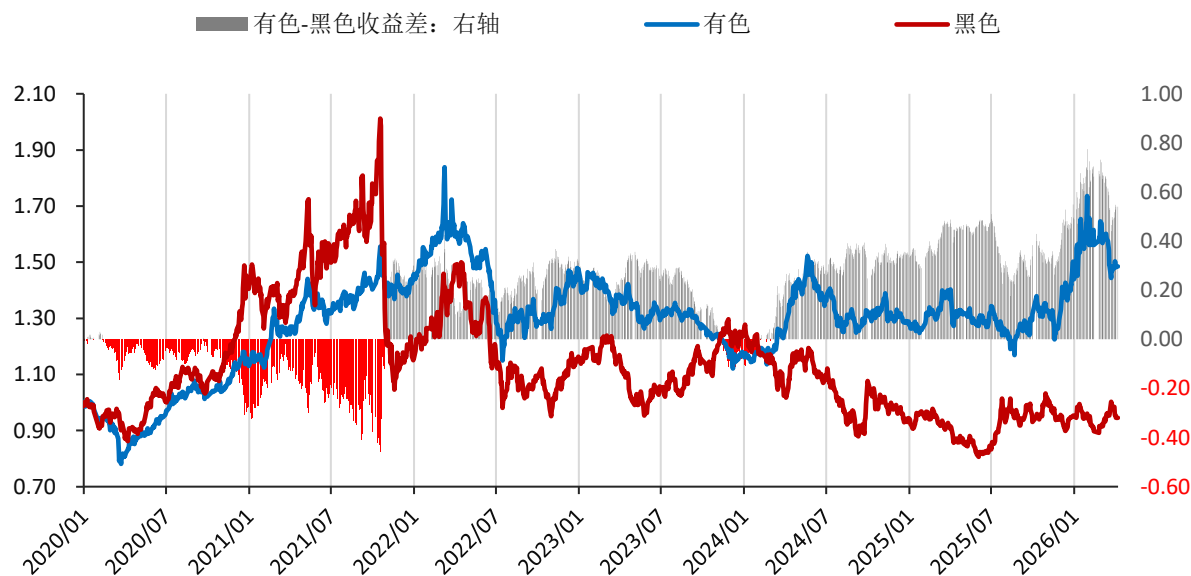
美国国债隐含通胀预期期限结构%



海外市场成为商品定价的主导力量，呈现出鲜明的“内弱外强”格局

2026年一季度，全球的焦点在商品，从贵金属、有色到能源化工，行情热点不断，板块资金轮转。大宗商品市场呈现出鲜明的“内弱外强”格局和“强预期弱现实”特征。以有色与黑色收益差的大幅走扩为标志，国际定价商品与国内定价商品之间的裂口显著扩大，背后折射出两类商品截然不同的宏观驱动。

有色-黑色收益差走势图%



海外市场成为商品定价的主导力量。一方面，AI投资浪潮持续发酵，虽在2月下旬引发泡沫化争议，但并未改变白银、铜、锂等战略金属的需求预期，算力中心建设与绿色转型为有色品种注入长期动力。另一方面，2月底美伊冲突骤然升级，霍尔木兹海峡的永久性风险溢价推动原油等能源化工商品剧烈波动，油价的过山车行情，带动整个能化板块成交活跃度飙升。市场热点从贵金属快速切换至有色，再到能源化工，轮动加速。国际定价商品的涨跌幅、振幅和波动率均明显高于国内定价品种，反映出当前大宗商品的定价权更多掌握在海外市场手中。

反观国内，定价商品则表现出显著的“稳态”。焦煤、螺纹钢等黑色系品种价格震荡偏弱，成交相对清淡，折射出国内经济的弱复苏现实——地产拖累仍在，基建投资温和，制造业补库意愿不足。人民币汇率在外部动荡中逆势走强，A股震荡整理，政策层面保持战略定力，未盲目跟进海外宽松，而是为可能到来的更大外部压力预留政策空间。这种“内稳外荡”的格局，本质上是中国面对全球滞胀阴影时的主动选择：以时间换空间，在不确定性中积蓄确定性。



我们正处在百年未有之大变局 2026年一季度市场回顾

PEST宏观环境分析—— 百年大变局之下，中美大国博弈、AI投资革命、资源争夺和安全

Political政治

从G2到G0

有人喝酒吃肉：印度、墨西哥
有人彷徨挨揍：乌克兰。。。
还有人首鼠两端，
有人抢着出头
从俄乌战争到印巴冲突，再到
美伊冲突，政治外交和军事上的
天平在朝着有利我们的局面
日益迈进，军事上的DeepSeek
时刻，美国在全球的战略收缩，
韩德等国领导人的切换，走向
战国时代的世界日益强化着并
彰显出多极化与分裂化特征。

Economic经济

复苏VS滞胀

全球经贸格局正在重塑，
世界产业链与供应链的迁
移，供需错配，运输障碍，
带来全球经济的分化，总
量上普遍面临增长的压力，
结构上表现为不同区域间
的冷热不均，滞胀和衰退，
通胀与通缩同时上演，从
而导致政策选择的差异，
利率水平的差异又衍生出
美元潮汐，货币汇率波动
加剧，各种危机此起彼伏，
考验着各国政府与人民。

Social社会文化

从祛魅到重塑

单边主义、国家主义、右倾思潮、
学运活动等问题在世界各地上演，
并让越来越多“个性”与“偏激”的领
袖人物上台执政，强调本国安全，
加剧扩展地区冲突。2024多国大选
年之后，以美国特朗普为首的多国
右倾主义政党的上台，更为世界注
入了更多的不确定性，加速战国时
代的到来。中国则伴随着小红书对
账、六代机试飞、DeepSeek震撼
和哪吒闹海的火爆等一系列事件之
后，对美西方祛魅，强化民族与传
统文化的自信心。

Technological技术

AI投资浪潮与泡沫化

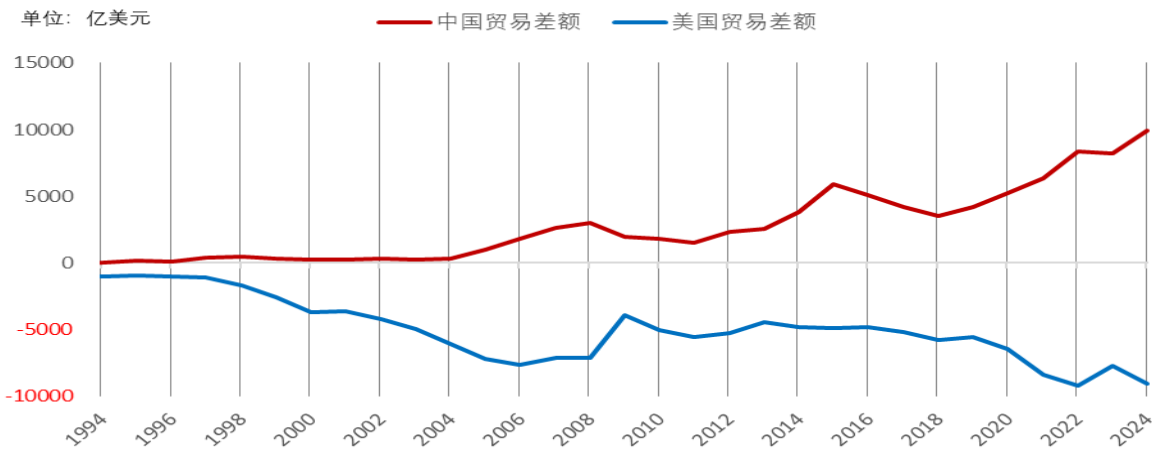
人工智能AI让投资者畅想第四次
工业革命，技术的创新将美国从
衰退的泥潭中拖出，带来美国科
技股的狂欢，强化着美元回流的
虹吸效应；中国DeepSeek的震
撼问世与技术开源，短期重创美
国科技股，长期却加速并扩大了
全球对于AI基础设施的投资浪潮，
在美国重启降息后，流动性宽松
之下，中美科技股联袂上演新一
轮的牛市；大宗商品市场，则与
能源转型共振，加剧震荡分化催
生出结构性牛市行情。

2026年以来的一系列宏观事件，其根源在于中美博弈、AI革命与资源争夺的深层嵌套。美伊冲突绝非孤立的地缘事件，而是中美战略竞争在能源心脏地带的投射——伊朗作为“一带一路”关键节点和石油美元体系的挑战者，自然成为博弈焦点。美国通过对伊军事打击，既维护石油美元霸权，又试图阻断中国在中东的影响力扩张，同时控制全球能源定价权，实现一箭三雕的战略意图。而AI革命的加速演进，使能源安全的内涵发生根本性转变，算力中心的爆发式增长将电力需求推至新高，控制能源成本即控制AI竞赛的主动权，争夺锂、钴、稀土等关键矿产即争夺未来产业的主导权。这三重力量相互叠加，共同塑造了当前地缘政治脉冲常态化、大宗商品定价政治化、全球供应链重构加速化的宏观新格局。

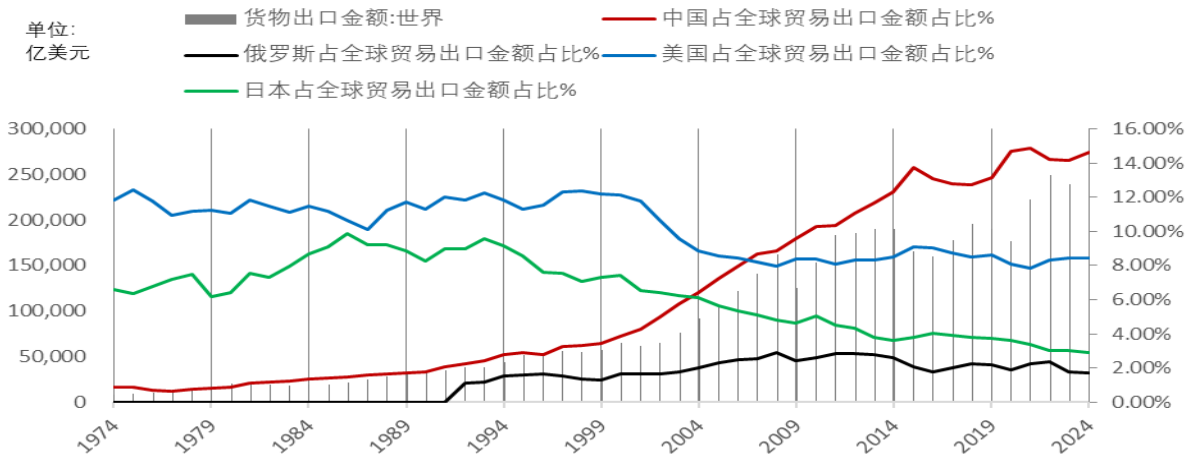
全球政经格局日益从全球化走向多极化, 军事冲突加剧

百年未有之大变局下, 全球政经格局日益从全球化走向多极化, 大宗商品的产业链与供给链正在重构。从2025年, 全球正式进入特朗普2.0时代。世界政经大事络绎不绝, 特朗普借对等关税棒打全球, 俄乌与伊以战争引燃军事冲突, 2026年初, 美国先是快速整治委内瑞拉, 后又联合以色列出兵伊朗, 不仅让中东战火重燃, 更大幅推升了油价, 资本价格剧烈波动, 全球宏观交易逻辑专向“滞胀”。美国陷入战争泥潭, 日欧经济遭受能源重创, 中国的安全与稳定彰显韧性, 出口数据爆表, 两会召开确立的经济目标务实, 输入性通胀则为改善通缩困境带来机遇。

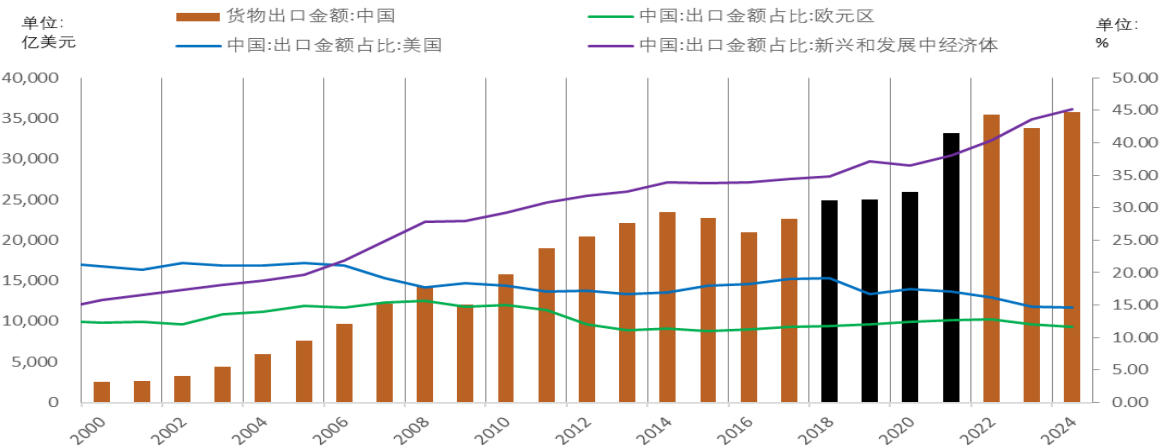
中美对外贸易差额的合久必分, 分久必合



全球主要出口国占比变化



中国出口国别结构变化

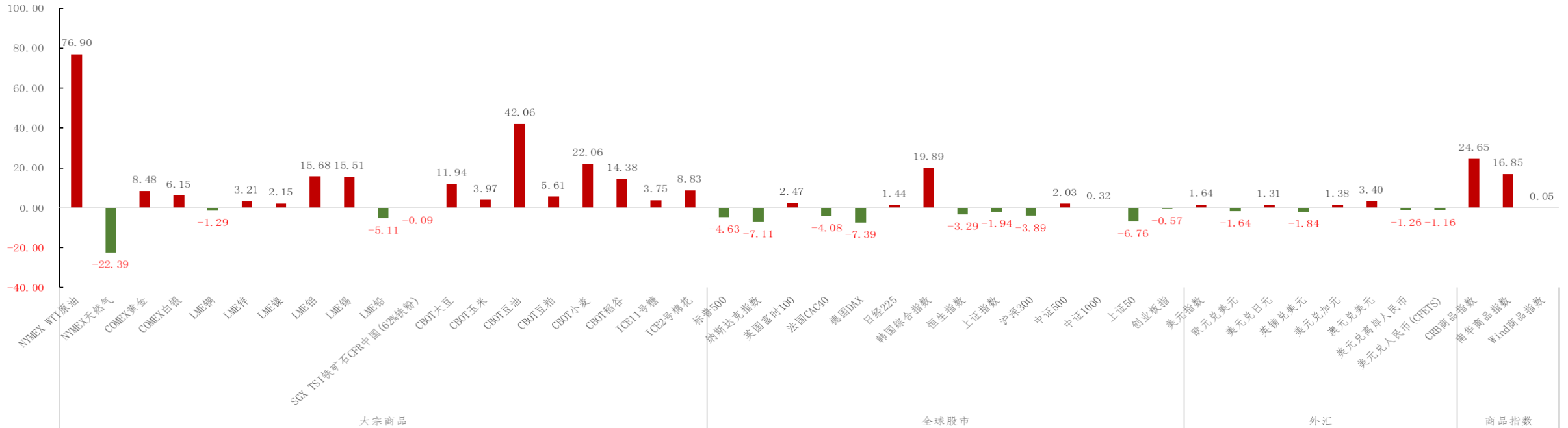


2026年一季度全球大类资产表现: 原油王者归来,大宗商品火爆,股市与金银有色冲高回落,美元先抑后扬

2026年一季度,全球遭遇AI投资的争议与油价冲击,大类资产表现出高波动特征,无论是股市、债市、商品和汇市都剧烈动荡,金银油价更甚。

- 权益资产: 全球股市多数收跌,亚太股市相对抗跌,美股与A股高位承压回落,韩国股市涨幅夺冠,美国科技股遭受抛压;
- 全球汇市: 油价冲击之下滞胀忧虑加剧,主要央行由鸽转鹰,美元先抑后扬小幅收涨,非美货币普遍走贬,澳元逆势上扬,人民币稳韧;
- 大宗商品: CRB商品指数大幅收涨,但大宗内部分化严重热点板块切换明显,整体呈现出高波动、大分化和快轮转的风格特征,贵金属与有色冲高多数回落涨跌互现,油价先抑后扬大幅飙涨,并带动能化板块强势走高,农产品同样受益迎来普涨,尤其是豆油延续强势。

2026年一季度全球大类资产表现

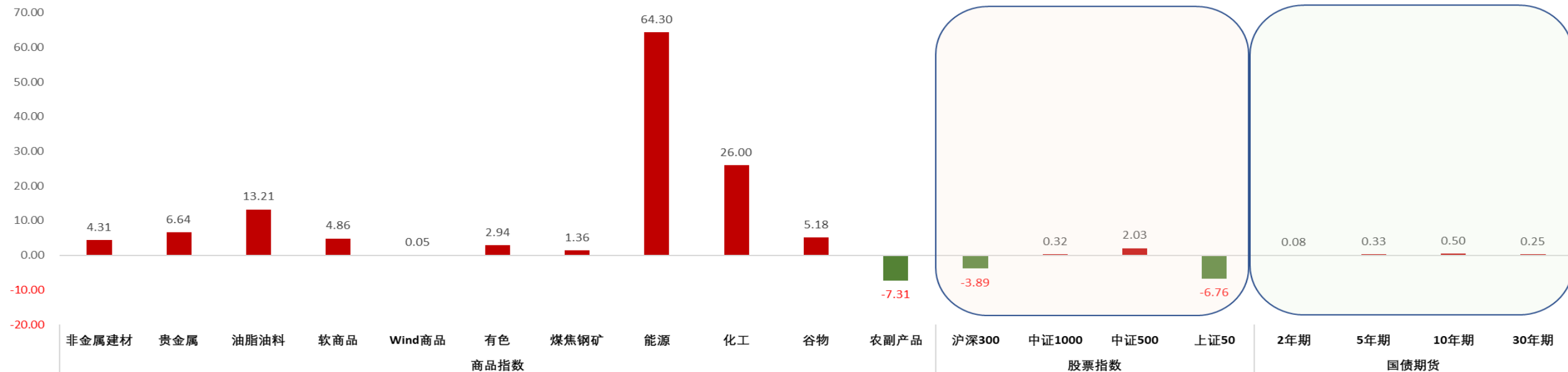


数据来源: Wind 冠通研究 数据统计截至2026年3月31日

国内期货：商品强劲，能源王者归来，股市涨跌互现，债市震荡微涨

2026年一季度，从国内期货市场各大板块的表现来看，主要股指涨跌互现，成长型小幅收涨价值型承压收跌；国债期货走势震荡微幅收涨；商品大类板块的收益表现来看，wind商品指数基本持平大宗整体强劲，十个商品大类板块除了农副产品外均收涨，原油王者归来能源领涨商品，油价暴涨带动能源、化工和油脂油料板块的大幅上扬涨幅居前，谷物和软商品等农产品也扭转颓势明显收涨，贵金属与有色联袂冲高回落巨幅波动小幅上涨，黑色系的非金属建材和煤焦钢矿受益于商品火爆的同时，仍旧承压于国内经济现实端，特别是地产和基建的相对冷淡，因此小幅收涨表现暗淡；农副产品板块主要遭受生猪价格的大跌而逆势收跌。

2026年一季度期市板块涨跌幅

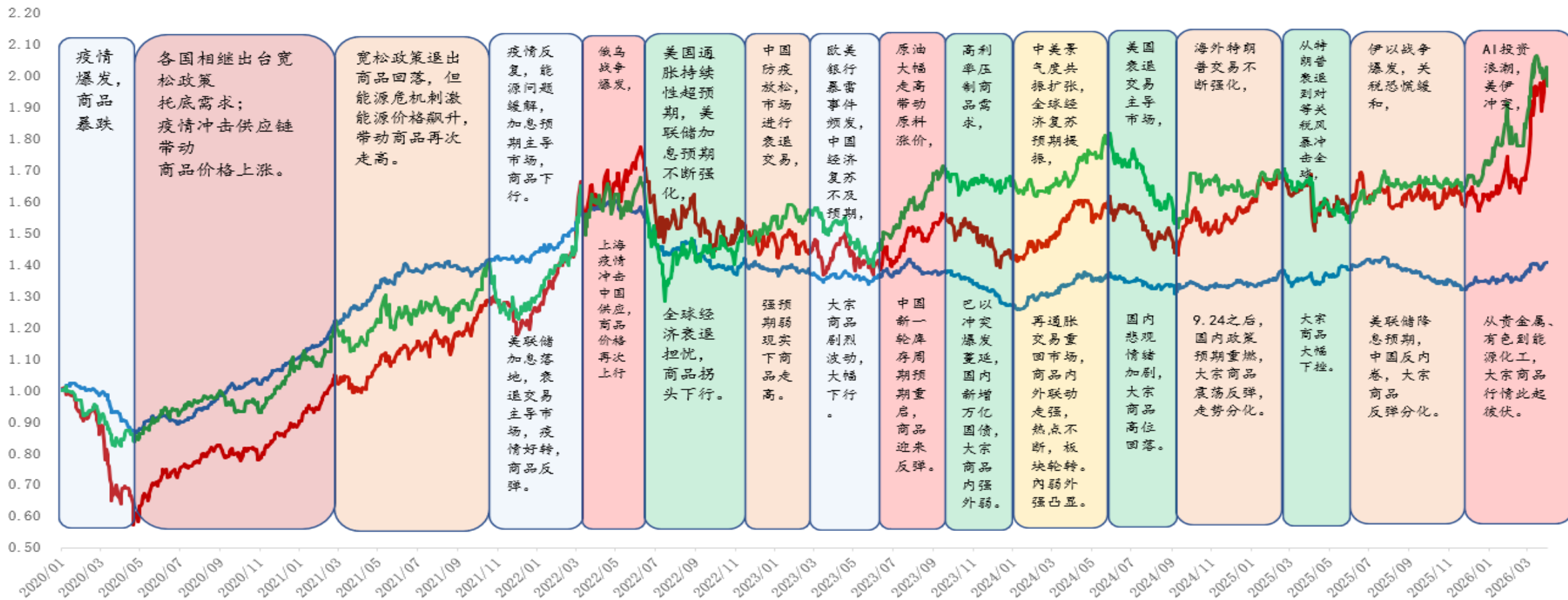


数据来源：Wind 冠通研究 数据统计截至2026年3月31日

2026年内大宗商品的牛气十足：AI投资、油价冲击和滞胀预期

本轮大宗商品行情复盘

— CRB商品指数 — CRB综合现货 — 南华商品指数





全球经济遭遇“油价冲击”的挑战， 货币政策整体转鹰

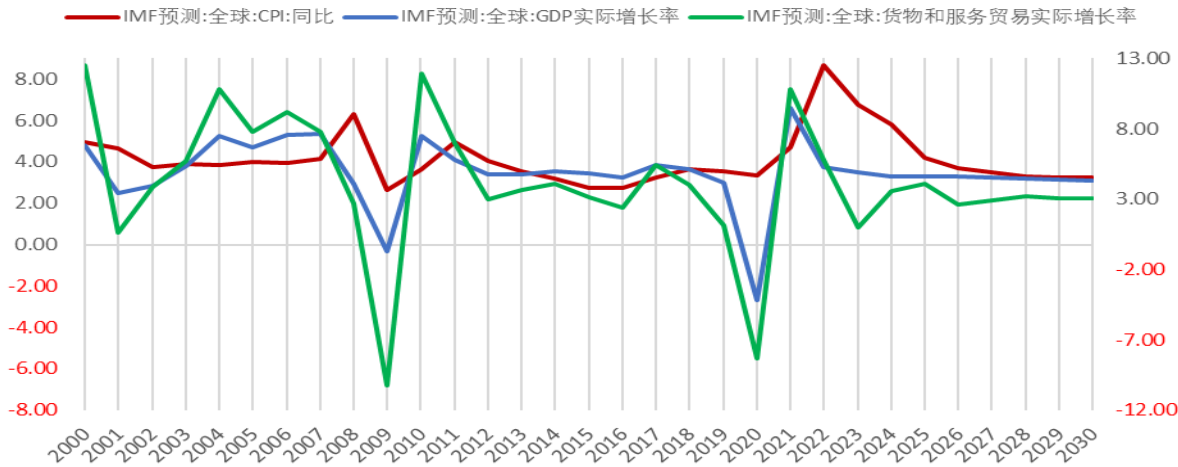
2026年,全球经济在分化力量中保持稳定

根据2026年1月IMF的《世界经济展望报告》,展望2026年,全球增长预计仍将保持韧性,2026年增速为3.3%,2027年为3.2%,与2025年已实现增速的估计值3.3%相近。相较于去年10月《世界经济展望》预测,目前的2026年预测值小幅上调,2027年的预测值则保持不变。一方面,贸易政策转变带来了不利影响;另一方面,技术(包括人工智能)相关投资激增(在北美和亚洲比其他地区更为显著),加之财政和货币支持、总体宽松的金融环境以及私人部门的适应力,带来了有利影响。以上两方面的影响相互抵消。预计全球总体通胀率将从2025年4.1%的估计值下降至2026年的3.8%和2027年的3.4%。以上通胀预测值较去年10月基本维持不变;与其他大型经济体相比,美国通胀回归目标水平的速度将更为缓慢。

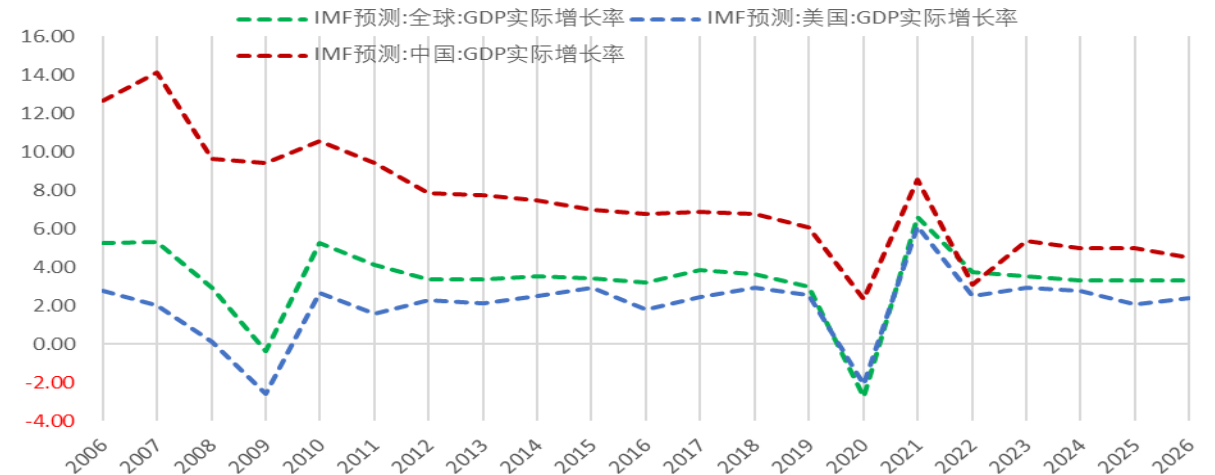
美国经济预计将增长2.4%,财政政策和降息将对经济增长起到促进作用,贸易壁垒上升的影响也逐渐消退。相较10月预测,目前的预测值上调了0.3%;

中国2025年增速与10月的预测相比,预测值上调了0.2个百分点,至5.0%。这一调整反映了刺激措施以及政策性银行为投资发放的更多贷款。2026年的增速预测值也上调了0.3个百分点至4.5%,反映了以下两个因素:一是根据中美去年11月达成的为期一年的贸易休战协议,美国对中国商品征收的有效关税税率下降;二是假设中国将在两年内实施刺激措施。随着结构性不利因素的显现,2027年经济增长率预计将放缓至4.0%。

全球经济、通胀与贸易 (IMF预测%)



全球、美国与中国经济增速对比 (IMF预测%)



IMF警告： 伊朗战争导致能源价格持续攀升 或将推高全球通胀、拖累增长

国际货币基金组织（IMF）的最新警告，伊朗战争导致的原油价格大涨已对全球经济构成严重威胁。IMF总裁克里斯塔利娜·格奥尔基耶娃（Kristalina Georgieva）和发言人朱莉·科扎克（Julie Kozack）多次发声，指出这场冲突正在推高全球通胀并拖累经济增长。

影响

IMF发言人朱莉·科扎克（Julie Kozack）在3月19日的新闻发布会上，基于IMF的“经验法则”给出了具体的量化影响预估：

- 一般性影响：如果能源价格在一年内持续上涨10%，将推动全球通胀上升约0.4个百分点，同时导致全球经济产出下降0.1%至0.2%。
- 极端情景预测：如果油价在未来一年维持在每桶100美元以上，对全球通胀和经济增长的影响将是“显著的”。更具体地，若油价持续高于100美元长达一年或更久，可能推高全球通胀最高2个百分点，并导致全球经济产出下降约1个百分点。

传导机制与溢出效应

- 能源与粮食价格联动：冲突已严重干扰海运石油和天然气运输，推动布伦特原油价格突破每桶100美元，涨幅超过50%。此外，化肥运输中断和物流瓶颈可能引发食品价格大幅上涨，进一步加剧通胀压力。
- 金融条件收紧：全球股市下跌，多国（包括美、英、欧洲及新兴市场）债券收益率上升，美元升值，新兴市场货币面临贬值压力，金融波动性加剧。
- “第二轮”效应：IMF警告各国央行需高度警惕，关注能源价格上涨是否向更广泛的经济领域扩散，以及通胀预期是否保持稳定。

区域影响评估

- 美国：尽管美国对霍尔木兹海峡的石油依赖度仅4%，但油价上涨仍会推高通胀。据美国商务部测算，油价每上涨10美元/桶，将拖累美国GDP增速下降0.3个百分点，推高通胀率0.4个百分点。美联储降息预期已因通胀风险而推迟。
- 欧洲：欧洲对中东能源依赖度高，受冲击更为显著。欧洲天然气价格在冲突升级后一度暴涨35%。欧洲央行已将2026年通胀预测从1.9%大幅上调至2.6%，并可能讨论加息。
- 亚洲：日本、韩国80%以上石油需求依赖波斯湾，中国依赖度约为33%。这些经济体面临“油荒”风险，正积极调整供应链至西非和南美。
- 新兴市场：能源进口国将承受压力，而出口国可能受益。阿根廷、土耳其等低储备国可能面临资本外流风险。

面对伊朗战争引发的油价冲击，全球主要央行政策倾向整体转鹰

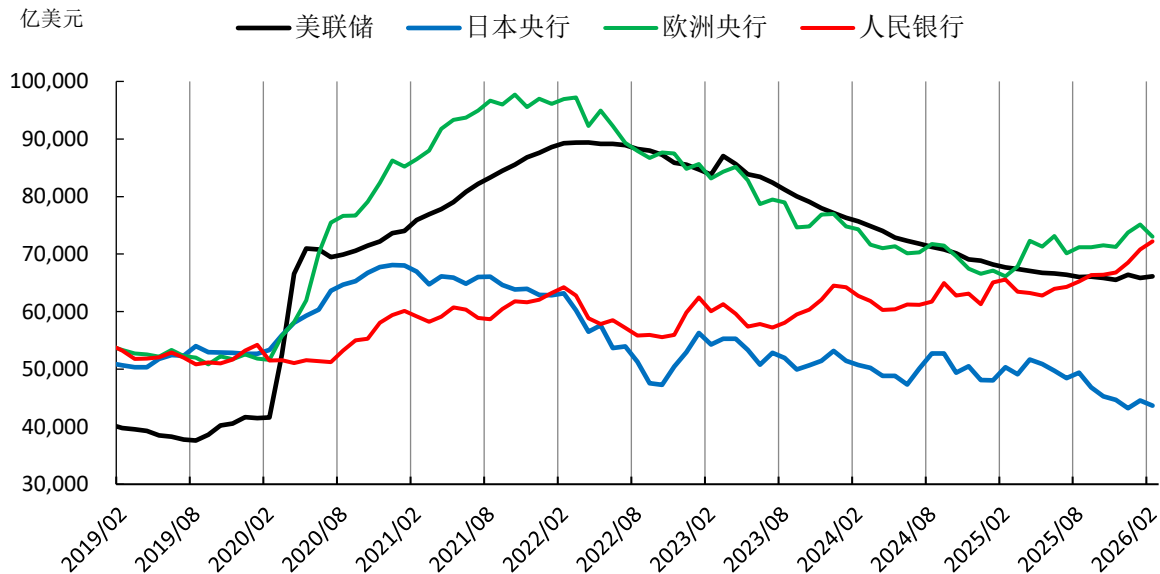
北京时间3月17日至19日，全球金融市场迎来备受瞩目的“超级央行周”。美联储、欧洲央行、英国央行、日本央行、加拿大央行、瑞士央行及澳洲联储等七大发达经济体央行密集召开货币政策会议。在本轮议息周期中，中东地缘政治局势的急剧升级成为主导变量，国际能源价格的大幅波动导致全球通胀上行与经济下行风险交织。面对这一复杂局面，全球主要央行不约而同地暂缓了此前市场预期的宽松进程，整体呈现出“多数维稳、个别加息、内部分歧、基调转鹰”的核心特征，标志着全球货币政策正式步入关键观望期。

- 美国：美联储在3月18日议息会议上维持联邦基金利率在3.50%-3.75%不变，为连续第二次按兵不动，同时将2026年通胀预期从2.4%上调至2.7%，反映出对油价冲击的担忧。内部存在明显分歧，理事沃勒转向谨慎观望，而鲍曼仍坚持年内三次降息的预期，鲍威尔表示需等待中东局势进一步明朗后再做决策。
- 欧元区：欧洲央行3月19日维持三大关键利率不变（存款利率2.00%），但释放了明确的鹰派信号，称已准备好必要时调整所有政策工具以应对通胀上行风险。该行大幅上调通胀预测，将2026年总体通胀率从1.9%上调至2.6%，市场对年内第三次加息的预期概率已升至75%。
- 日本：日本央行3月19日维持政策利率在0.75%不变，连续第二次按兵不动，投票结果为8:1，一名委员主张加息至1%。行长植田和男承认中东局势和油价上涨将给通胀带来上行压力，但表示4月加息的可能性未被排除，并未放弃紧缩立场。
- 中国：中国人民银行3月18日召开党委扩大会议，明确继续实施适度宽松的货币政策，综合运用降准、买卖国债等工具保持流动性充裕，强调坚定维护股票、债券、外汇等金融市场平稳运行，以应对外部不确定性。
- 英国：英国央行3月13日全票通过维持基准利率在3.75%不变，将中东局势引发的能源价格飙升列为核心考量因素。该行大幅上调通胀预测，预计3月CPI接近3.5%，政策重心已从考虑降息转向更长时间维持当前利率，不排除进一步加息的可能。
- 澳大利亚：澳洲联储3月17日宣布加息25个基点至4.10%，在短短两个月内第二次加息，投票结果为5:4，成为“超级央行周”中唯一加息的发达国家央行。该行明确表示中东战事是其上调通胀预期并作出加息决策的关键原因，指出冲突带来“双向重大风险”。

全球货币政策焦点已从“何时降息”迅速切换为“如何应对新一轮通胀风险”

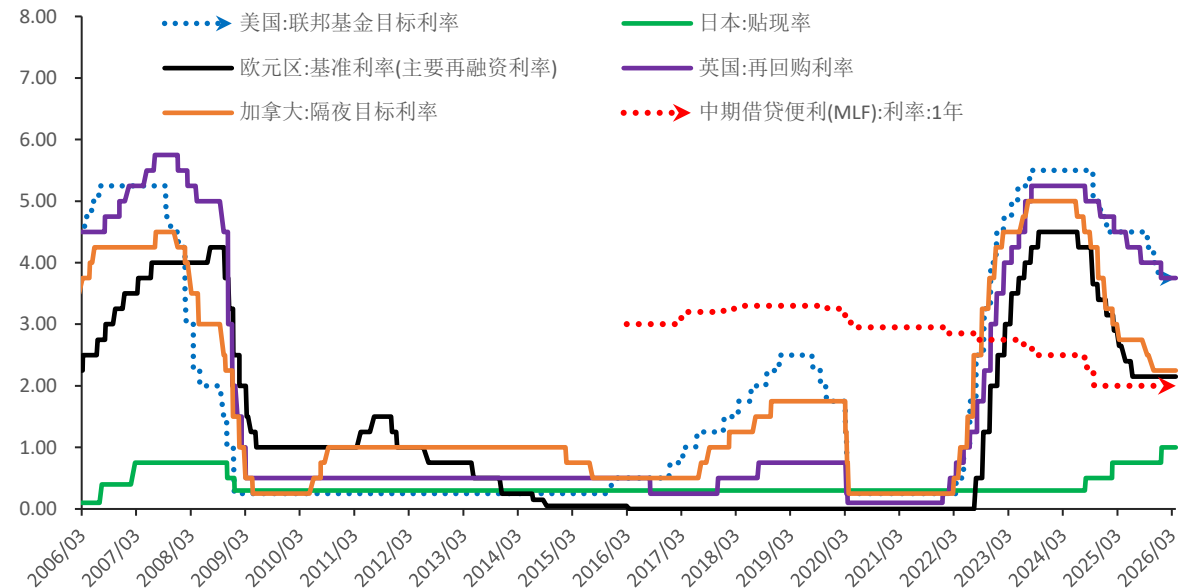
伊朗战争引发的油价冲击已迫使全球主要央行政策立场集体转向鹰派或进入强势观望。除澳洲联储为应对国内通胀继续加息外,其他央行均在3月选择按兵不动,但普遍大幅上调通胀预测,并显著推迟了降息时间表。欧洲央行和英国央行已释放明确的加息信号,美联储也开始讨论加息可能性。这表明全球货币政策焦点已从“何时降息”迅速切换为“如何应对新一轮通胀风险”,各央行正艰难地在抑制通胀和避免经济衰退之间寻求平衡,未来路径将极度依赖冲突局势与能源价格走势。

全球主要央行资产负债表



数据来源: Wind 冠通研究

全球主要经济体基准利率水平%

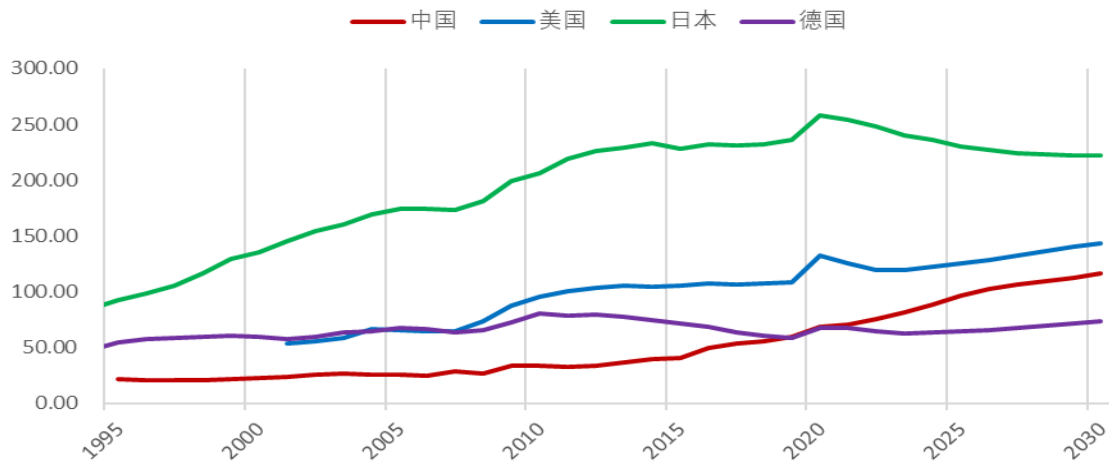


能源成本的飙升，让日渐逼仄的全球财政空间雪上加霜

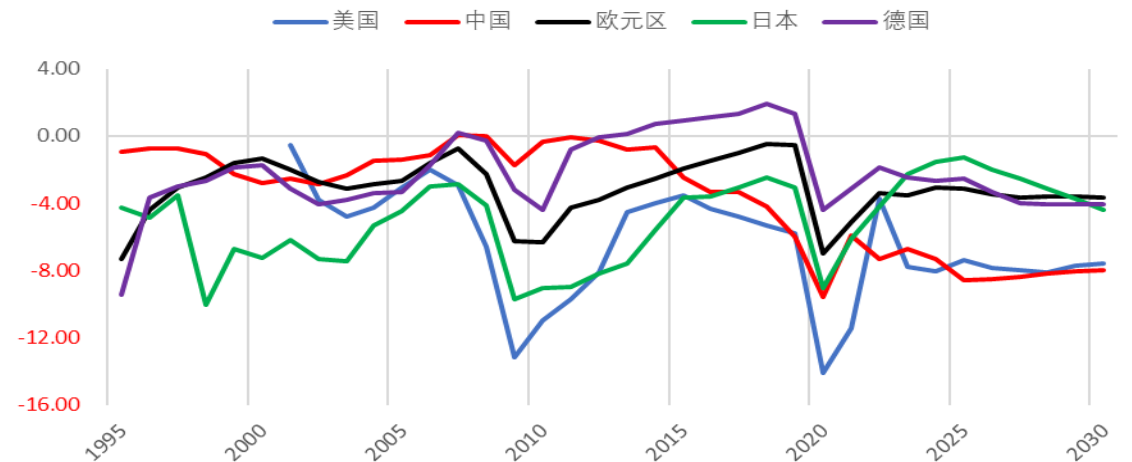
近年来，全球财政版图在持续宽松的基调下阴云密布。当前，多数主要经济体基本赤字居高不下，公共债务比率在增长疲弱与利率高企的双重挤压下预计进一步攀升，债务可持续性已成为萦绕市场的核心忧虑。美国财政路径尤为引人瞩目，尽管关税收入带来喘息之机，但《大美丽法案》等扩张性措施将推动赤字与债务持续膨胀，其中长期财政轨迹令人警醒。中国则为支撑内需而维持适度扩张立场，但这使其财政路径与稳定债务比率的中期目标渐行渐远，在房地产行业调整与通缩压力背景下，如何平衡短期刺激与中长期可持续性成为关键难题。全球财政空间在经历连年冲击后已显逼仄，重建缓冲、捍卫信誉并审慎校准政策，已成为各国共同面临的紧迫课题。

值得一提的是，美伊冲突引发的油价大涨，在全球范围内形成了“能源进口国承压、产油国喜忧参半、财政空间决定韧性”的分化格局。发达经济体中，美国受间接影响但财政整顿难行，欧洲与日本面临直接冲击与政策空间枯竭的双重困境，中国凭借充裕的财政储备保持了较强的逆周期调节能力。而脆弱的新兴市场国家，在外部援助萎缩和内部财政脆弱的夹击下，成为风险最集中的环节。

IMF预测：一般政府总债务占GDP比重%



IMF预测：中美日欧德的一般政府赤字/盈余占GDP比例%





美国经济在复苏与滞胀之间，
美联储政策两难，
特朗普深陷中东泥潭，中期选举压力倍增

美国经济在复苏与滞胀之间，美联储政策两难，特朗普深陷中东泥潭，中期选举压力倍增

降杠杆

忧通胀

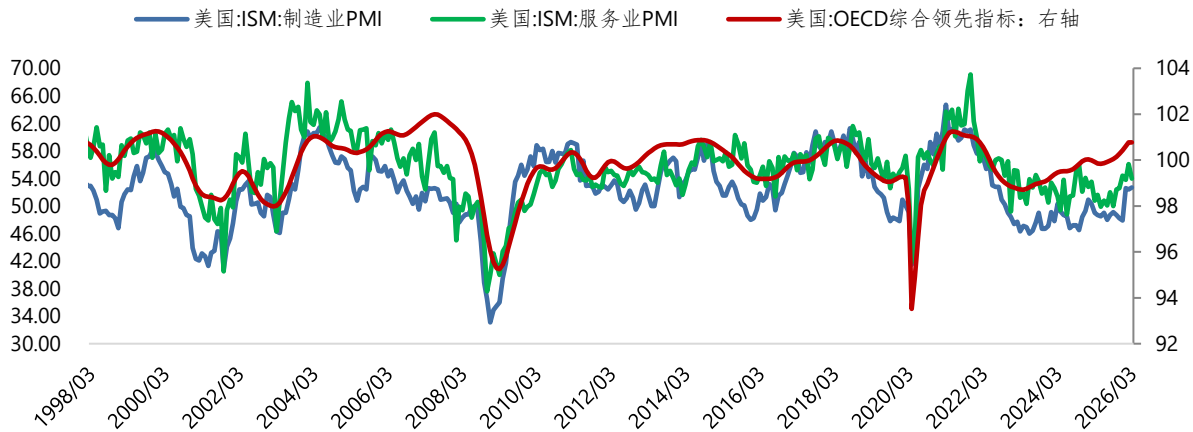
高利率

强增长

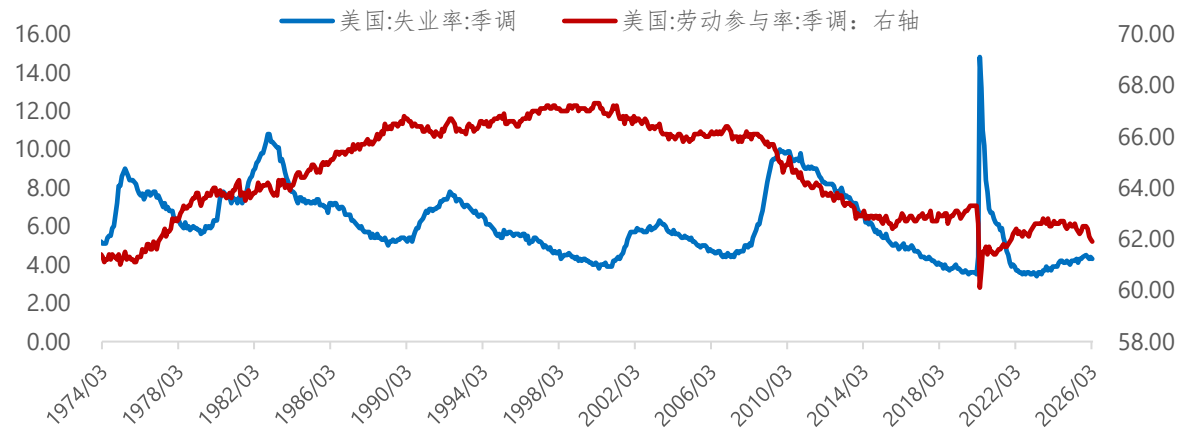


美国经济: 繁荣中存隐忧, 景气度的回升与消费者信心探底矛盾, 就业与通胀均差强人意

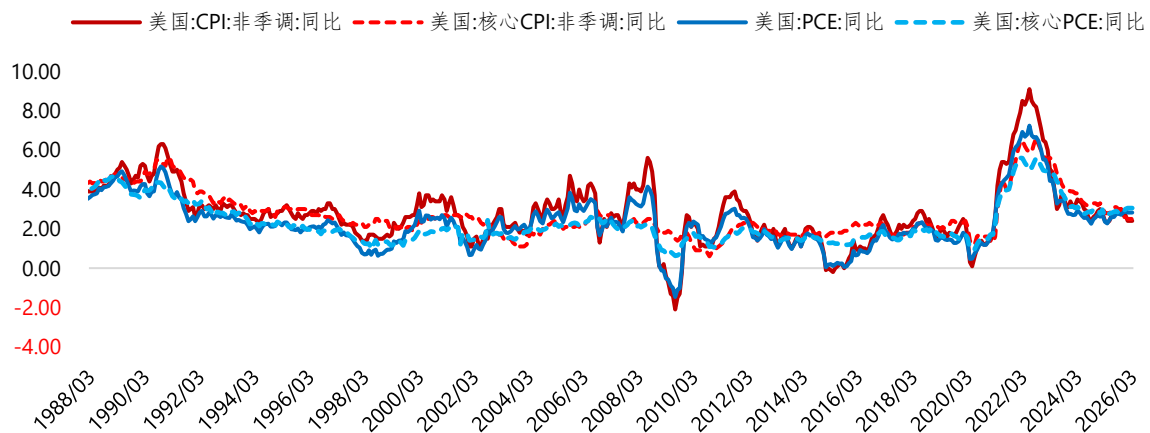
美国经济景气度强韧回升



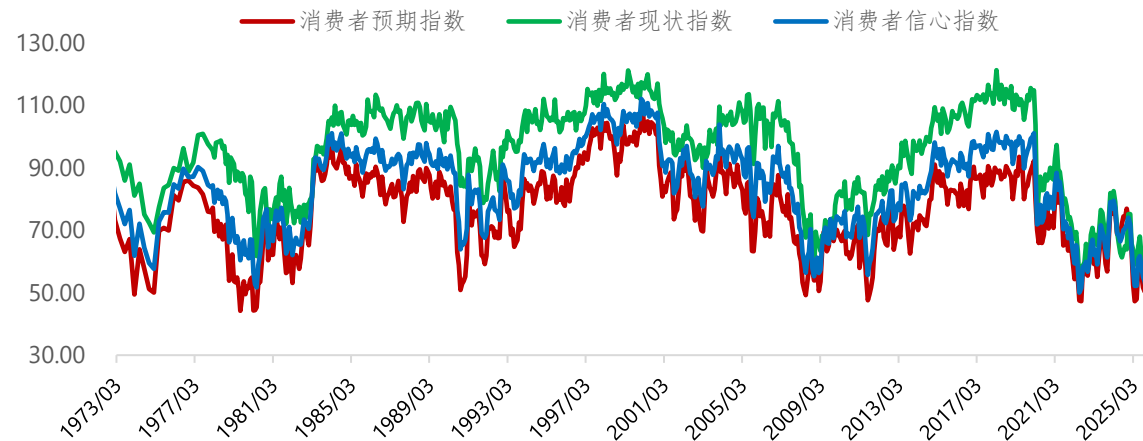
美国的失业率与劳动参与率%



美国通胀水平韧性难抑



美国密歇根大学消费者信心指数

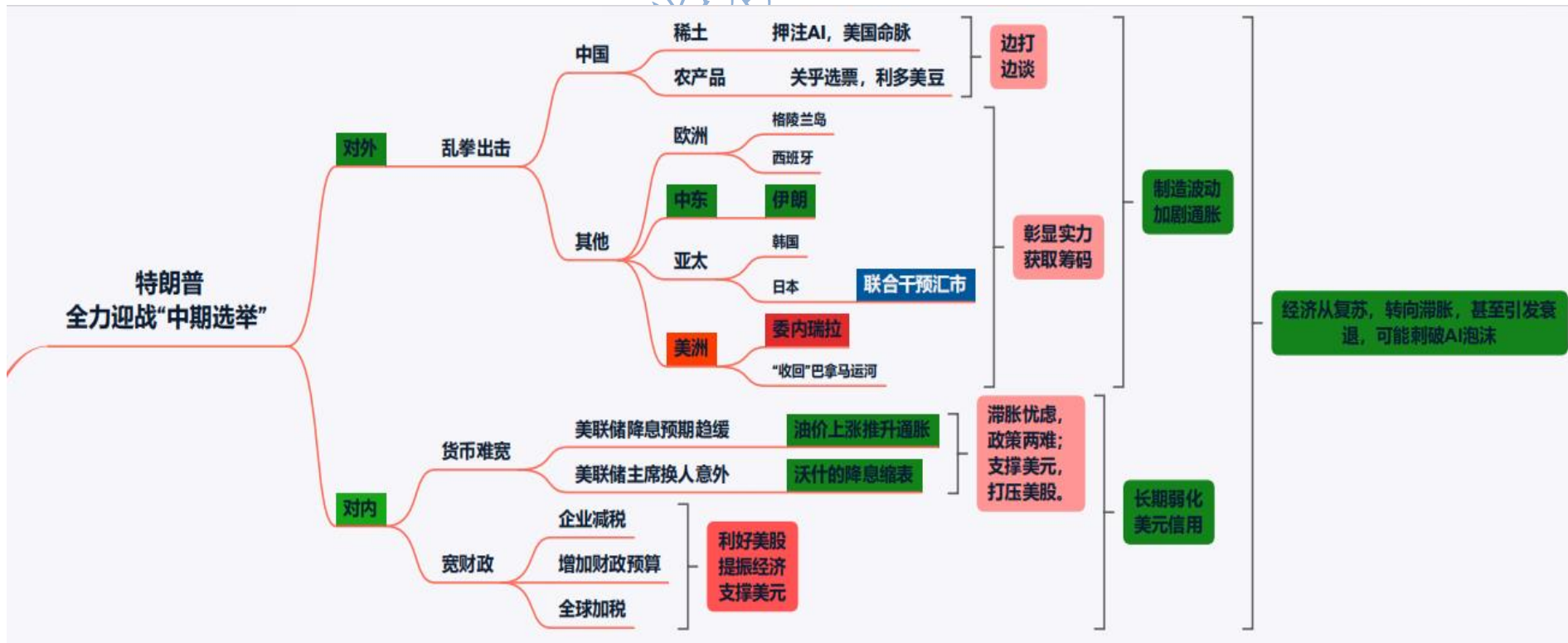


特朗普在2026年继续“拳打脚踢”

- 1月：出兵委内瑞拉——“热身赛”。美军执行代号“绝对决心”的行动，控制马杜罗夫妇。选择委内瑞拉的原因很简单：军事上毫无还手之力，富含石油资源。特朗普的目的有两个，一是向选民展示“强人领袖”形象；二是通过控制委内瑞拉石油对冲油价压力。这一“成功模式”后来被复制到更大的目标——伊朗。
- 2月24日：国情咨文——为战争造势。最高法院关税裁决4天后，特朗普在国情咨文中大谈“经济蓬勃发展”，同时渲染伊朗“核威胁”，暗示将采取“决定性行动”。
- 2月26日-28日：日内瓦谈判与“史诗怒火”。2月26日，美伊在日内瓦谈判，一度传出“重大进展”。27日，特朗普在得州演讲后，深夜在海湖庄园宣布对伊朗发动军事打击。2月28日凌晨，美以联合行动“史诗怒火”打响。伊朗最高领袖哈梅内伊身亡。伊朗随即反击，美军基地遭袭，至少6人死亡，伊朗宣布关闭霍尔木兹海峡。两次重大军事行动均在周末、从佛罗里达度假屋下令，而非白宫战情室。这既是“反建制”人设的延续，也是为了在新闻周期中更好地控制舆论。
- 3月上旬：战事僵持，“委内瑞拉模式”破产。特朗普原想复制“速战速决、低伤亡、高回报”的剧本，但现实却给美国带来了“高油价、高消耗、高伤亡”，特朗普个人则得到了民意的反噬。“委内瑞拉模式”在伊朗已经破产。
- 3月中旬：试图抽身。3月9日，特朗普改口称“战争基本结束”，同时宣布取消部分对伊朗石油制裁以平抑油价——被解读为寻找“体面退出”的台阶。然而，美国现在则面临着“战事的结束将由伊朗决定。”的尴尬境地。
- 4月1日，特朗普在白宫发表19分钟电视讲话，自行宣称对伊朗战事取得“快速、决定性、压倒性胜利”，称伊朗海军已被“彻底摧毁”，核设施已被“从地球上抹去”，并声称美军将“很快”撤出，提出以伊朗重新开放霍尔木兹海峡作为停火条件。然而在他讲话半小时后，伊朗向以色列发射了导弹，讲话后全球油价反而大幅上涨。

特朗普深陷中东泥潭，中期选举压力倍增

站在当下，回看特朗普年初以来的所有重大决策——从1月出兵委内瑞拉、2月底打响伊朗战争，到反复施压美联储降息——都可以归结为同一个驱动力：2026年11月的中期选举。对于特朗普而言，这场选举的意义远超“国会控制权”本身。他需要一场压倒性的胜利来证明：即便经历了2025年的种种争议，他依然是共和党唯一的“造王者”；更重要的是，他要向民主党传递一个信号——如果2028年大选后有人想清算他，先掂量掂量他背后的民意根基。



然而，2月20日最高法院的一纸判决打乱了全盘节奏。当天，最高法院裁定特朗普援引《国际紧急经济权力法》实施的大规模关税政策违宪。这不仅是特朗普“关税大棒”的致命一击，更是对其政治权威的沉重打击。民调显示，他的支持率已跌至40%以下，正是在这种“内政受挫、民意下滑”的背景下，特朗普开始了他的地缘政治豪赌。

冲突未来如何收场？

2026年3月的特朗普，被困在一场没有退路的战争中。委内瑞拉行动让他尝到“强人领袖”的甜头，于是把同一剧本搬到了伊朗。但伊朗不是委内瑞拉——它有更复杂的山地、更强的反击能力，以及一个没有退路的领导层。接下来的一个月是关键窗口期。若能迅速“体面停火”、压住油价，他或许还能挽回部分民意；若战事继续拖延，2026年11月的选举之夜，等待他的将是“期中问责”。



宣布“胜利”，强行抽身

未来几周内，特朗普大概率会宣布“取得决定性胜利”，然后迅速撤出主力。原因有三：

- 弹药耗尽：精确制导弹药库存已到危险水平，追加拨款需国会批准；
- 油价压力：高油价直接伤害共和党基本盘；
- 盟友孤立：除以色列外，英法德等传统盟友第一时间声明“与袭击无关”。

问题在于伊朗未必配合。如果特朗普宣布“胜利”后，伊朗继续袭扰，这场“胜利”将变成笑话。



对华施压，转移视线

如果伊朗问题无法快速解决，特朗普可能在对华问题上冒进—升级贸易摩擦，或在台海、南海制造事端。逻辑是用“中国威胁”对冲“伊朗泥潭”的负面新闻。

但风险同样存在，中国对中东能源依赖降低，美国在波斯湾的混乱反而凸显“安全与中国相连，混乱与美国挂钩”的印象。

面对当前的困境，特朗普可能采取的经济措施与选举策略

当前，特朗普面临的核心困境是：伊朗战争陷入泥潭导致油价高企、民意下滑，同时最高法院的关税裁决剥夺了其最趁手的贸易武器。在此背景下，他未来几个月在经济金融和选举策略上可能采取以下措施：

不惜代价制造“选举前繁荣”

1. 对美联储的“终极施压”

特朗普会进一步施压美联储，逼迫其尽快启动降息。他不在乎长期美元信用，只求选举前股市飘红、信贷宽松，让选民在投票时感到“口袋更鼓”。

2. 强行打压油价

抛售战略石油储备、放松对伊朗、委内瑞拉的制裁。

3. 财政大撒币

利用行政命令或争取国会通过，推动针对中产阶级的临时减税、能源补贴或以“抗通胀补贴”名义直接发钱。这会进一步扩大财政赤字，但在选举面前，长期债务问题可以暂时搁置。

4. 弱化美元以刺激出口

通过口头干预或政策信号，引导美元适度贬值，提振制造业和出口相关行业的选民好感。

将“外部危机”转化为“内部动员”

1. 甩锅叙事：战争与通胀都是“别人的错”

将伊朗战争包装成“拜登-哈里斯政府留下的烂摊子”，声称自己是被迫收拾残局；如果美军伤亡增加，则指责“深层政府”或“军工复合体”拖他下水。把高油价归咎于民主党反对传统能源、环保极端主义，以及“外国势力”操纵市场。

2. 司法与行政工具化

边境问题升级或是调查政治对手将舆论焦点从经济民生转向“政治清算”。

3. 文化战争全面升级

利用社交媒体和保守派媒体矩阵，在堕胎、性别、教育等议题上抛出更具争议的言论或行政令，迫使民主党在这些“价值观战场”上过度防御，从而稀释选民对经济和战争的关注。

4. 对华强硬作为“备用救火方案”

如果伊朗问题迟迟无法收场，特朗普可能在对华关系上制造突发事件，如升级贸易战、制裁中国企业、在台海或南海展示军事存在。用“中国威胁”对冲“伊朗泥潭”的负面新闻，把选民注意力从油价转移到“大国竞争”上。

特朗普未来几个月的所有操作，本质上是一场用短期激进手段对冲长期风险的赌博。需要警惕的是，如果上述手段全部用尽后，油价依然高企、战事依然拖延，那么特朗普将面临基本盘动摇与中间选民流失的双重打击。届时，他可能会孤注一掷地采取极度冒险的军事赌博，如宣布对伊朗核设施进行“毁灭性打击”后迅速撤军，那将会把世界拖入一场史无前例的核战之中。

特朗普试图用战争拯救中期选举， 但战争本身，正在成为终结他政治野心的那把刀

往后看，2026年中期选举的走向，将取决于三个关键变量的博弈：

- 1、伊朗战局能否5月底前实现停火并推动油价回落？
- 2、国内经济能否在美联储降息预期反复下维持股市强势而不滑向滞胀；
- 3、共和党内部能否在非MAGA派与基本盘之间弥合裂痕、避免中间选民大规模流失。

如果这三个变量均朝有利方向发展，特朗普有望带领共和党勉强保住众议院微弱多数；但若其中两个以上变量转向不利——例如战事拖延更久、油价持续高位运行，叠加经济下行压力与党内公开分裂——民主党重夺众议院控制权的概率将大幅上升，特朗普不仅会遭遇一场惨痛的“期中问责”，其作为共和党核心的政治地位也将面临前所未有的动摇。

2026年二季度，美联储换帅，沃什继任美联储主席

当地时间2026年1月30日，特朗普宣布提名美联储前理事凯文·沃什（Kevin Warsh）为下一任美联储主席候选人，以接替任期将于今年5月结束的现任主席杰罗姆·鲍威尔。这一提名尚需美国参议院确认后方可生效。凯文·沃什现年55岁，曾于2006年至2011年担任美联储理事，是当年联邦储备委员会中最年轻的理事。在任期间，他经历了2008年全球金融危机，并深度参与美联储在危机初期与华尔街金融机构、财政部及海外央行之间的协调工作。卸任后，沃什长期活跃于学术与政策研究领域，曾在斯坦福大学胡佛研究所发表多篇有关货币政策与央行制度的研究，也曾在华尔街金融机构摩根士丹利任职，从事公司金融与并购相关工作。



图片来源：网络

► 为什么特朗普提名沃什？

特朗普提名凯文·沃什，主要是基于政治默契、能力信任与战略意图的结合。沃什不仅是特朗普的长期密友，更被特朗普赞为“金融界无人不知”的“备受尊敬”之人，这表明他满足了特朗普提名一位市场认可、能强化自身经济叙事的人物的需求。此外，沃什在金融危机期间的决策经验和他对美联储“臃肿官僚机构”的尖锐批评，完美契合特朗普希望重塑美联储、使其政策更贴近政府增长议程的意图。

► 沃什以往对待货币政策的態度？

沃什以往的货币政策态度可概括为“纪律优先下的务实宽松”。他核心的“沃什公式”是：主张通过更积极地缩减美联储资产负债表（“缩表”）来抑制通胀和过剩流动性，从而为降低政策利率（降息）创造空间。他认为，当前的通胀是美联储自身政策“选择”的结果，因此央行必须通过紧缩资产负债表来重建信誉。同时，他强烈反对美联储过度介入气候等“政治化”议题，主张严格回归物价与金融稳定的核心使命。

沃什继任美联储主席之路并非一帆风顺

- 2026年1月30日：美国总统特朗普正式宣布提名凯文·沃什为下一任美联储主席，接替任期将于2026年5月15日届满的现任主席鲍威尔。
- 2026年3月4日：白宫将沃什的美联储主席及理事提名正式提交给参议院，确认程序由此启动。

提名&提交

参议院确认程序
(存在阻力)

- 参议院银行委员会听证会；
- **委员会投票表决（核心障碍）；**
汤姆·蒂利斯，鲍威尔刑事调查
- 参议院全体投票

情景1、延迟（可能性较高）

若蒂利斯的反对立场持续，提名将在委员会阶段被搁置，确认过程无限期延长。鲍威尔5月15日卸任主席后，美联储将面临一段主席职位空缺期，可能由现任理事暂时代理主席职务。

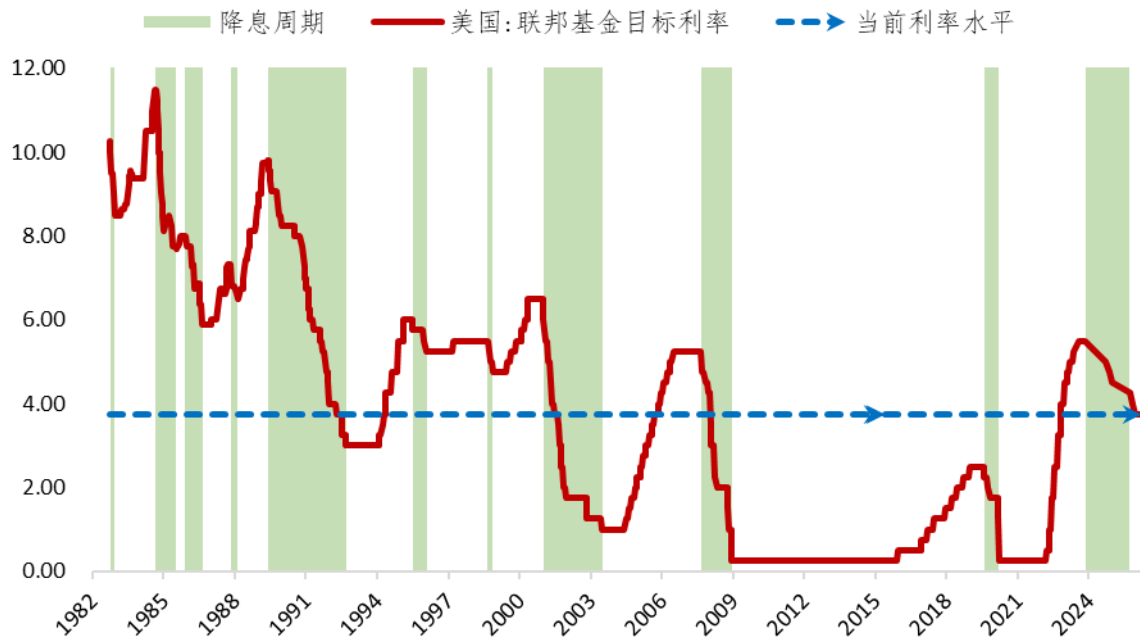
正式上任

情景2、顺利（可能性较低）

若司法部在5月中旬前结束对鲍威尔的调查，蒂利斯的反对解除，提名快速通过委员会和全会。沃什最早可能在5月底或6月初正式就任。下一场包含经济预测摘要的议息会议将于6月16-17日举行，若沃什在此之前完成确认，这将是作为美联储主席的首次亮相。

3月FOMC会议如期按兵不动，High for longer

北京时间3月19日凌晨，美联储结束为期两天的联邦公开市场委员会（FOMC）会议。面对中东地缘政治局势急剧升级带来的不确定性，美联储决定将联邦基金利率目标区间维持在3.50%-3.75%不变。这是美联储连续第二次维持利率水平不变。本次利率决议的投票结果为 11:1。美联储理事斯蒂芬·米兰（Stephen Milan）投下唯一的反对票，主张应立即降息25个基点，显示出委员会内部对未来政策路径存在不同看法。



- **利率维持不变：** 联邦公开市场委员会（FOMC）决定将联邦基金利率目标区间维持在 3.50% 至 3.75% 不变，符合市场预期。这是继今年1月之后的连续第二次暂停加息。
- **内部分歧延续：** 本次利率决议的投票结果为 11:1。美联储理事史蒂芬·米兰（Stephen Milan）投下唯一的反对票，主张立即降息25个基点。米兰的反对票表明，委员会内部对未来政策路径的判断并非铁板一块，尽管主流意见偏向鹰派，但仍有官员担忧经济下行风险。
- **新增地缘风险表述：** 与以往相比，本次会议声明中特别提到，“中东局势的发展对美国经济的影​​响尚不确定”。这是美联储首次将中东冲突明确列为经济前景的不确定因素，反映出地缘政治风险，尤其是能源价格冲击已成为决策时必须考虑的变量。

美联储对于经济的看法—滞胀风险上升

会后公布的经济展望SEP显示，美联储官员对2026年经济前景的看法较去年12月更乐观，但通胀路径显著恶化：

- 2026年底联邦基金利率中值仍为3.4%（不变），2027年底与2028年底均为3.1%，长期均衡利率上调至3.1%（此前3.0%）。
- 2026年GDP增速中值从2.3%上调至2.4%，长期增速从1.8%上调至2.0%。2026年底失业率中值维持4.4%不变。
- 核心PCE通胀中值大幅上调至2.7%（此前2.5%），整体PCE通胀同样上调至2.7%（此前2.4%）。

For release at 2:00 p.m., EDT, March 18, 2026

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, March 2026

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2026	2027	2028	Longer run	2026	2027	2028	Longer run	2026	2027	2028	Longer run
Change in real GDP	2.4	2.3	2.1	2.0	2.2-2.5	2.0-2.4	2.0-2.3	1.8-2.0	2.1-2.7	2.0-2.7	1.8-2.7	1.7-2.5
December projection	2.3	2.0	1.9	1.8	2.1-2.5	1.9-2.3	1.8-2.1	1.8-2.0	2.0-2.6	1.8-2.6	1.7-2.6	1.7-2.5
Unemployment rate	4.4	4.3	4.2	4.2	4.3-4.5	4.2-4.4	4.0-4.4	4.0-4.3	4.3-4.6	4.0-4.5	4.0-4.5	3.8-4.5
December projection	4.4	4.2	4.2	4.2	4.3-4.4	4.2-4.3	4.0-4.3	4.0-4.3	4.2-4.6	4.0-4.5	4.0-4.5	3.8-4.5
PCE inflation	2.7	2.2	2.0	2.0	2.6-3.1	2.0-2.3	2.0	2.0	2.3-3.3	1.8-2.4	1.9-2.2	2.0
December projection	2.4	2.1	2.0	2.0	2.3-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0	2.2-2.7	2.0-2.3	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.7	2.2	2.0	2.0	2.5-2.8	2.0-2.4	2.0	2.0	2.2-3.0	2.0-2.5	2.0-2.2	2.0
December projection	2.5	2.1	2.0	2.0	2.4-2.6	2.0-2.2	2.0	2.0	2.2-2.7	2.0-2.5	2.0	2.0
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	3.4	3.1	3.1	3.1	3.1-3.6	2.9-3.6	2.9-3.6	2.9-3.5	2.6-3.6	2.4-3.9	2.6-3.9	2.6-3.9
December projection	3.4	3.1	3.1	3.0	3.1-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	2.8-3.5	2.1-3.9	2.4-3.9	2.6-3.9	2.6-3.9

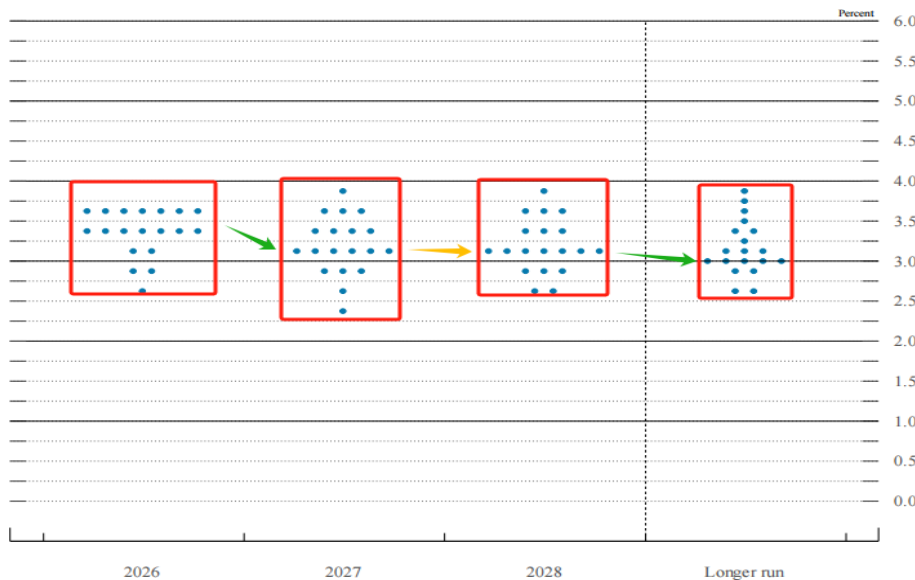
预测指标	2026年3月预测	相比2025年12月预测	备注
GDP增速	2.40%	上调0.1个百分点	对短期经济前景略显乐观
失业率	4.40%	维持不变	劳动力市场保持稳定，尚未触发降息担忧
核心PCE通胀	2.70%	上调0.2个百分点	大幅上调，承认通胀比预期更顽固
联邦基金利率	3.40%	维持不变	对应年内仅1次降息（25个基点）
长期利率预期	3.10%	上调0.1个百分点	认为中性利率可能长期走高，回不到疫情前水平

点阵图来看，美联储宽松政策的共识正在瓦解

FOMC会后公布的点阵图显示：19位官员中仍有7位预计2026年全年不降息，另7位支持累计降息25个基点，少数官员预计降息50-100个基点。美联储维持“2026年降息25个基点、2027年再降息25个基点”的中值路径，但7位决策者预计2026年零降息，1位官员甚至认为2027年利率需上调。

For release at 2:00 p.m., EDT, March 18, 2026

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



注：数据均来源于美联储、冠通研究

序号	姓名	职位	总体货币政策立场	3月会议态度
1	鲍威尔 Jerome H. Powell	主席&理事	中立	维持不变
2	杰佛逊 Philip N. Jefferson	副主席&理事	中立	维持不变
3	沃勒 Christopher J. Waller	理事	中立	维持不变
4	鲍曼 Michelle W. Bowman	理事	中立	维持不变
5	巴尔 Michael S. Barr	理事	中立	维持不变
6	库克 Lisa D. Cook	理事	中立	维持不变
7	米兰Miran 接替库格勒Adriana D. Kugler	理事	大鸽派	反对维持不变 建议降息25BP
8	威廉姆斯 John C. Williams	纽约联储主席 永久票委	中立	维持不变
9	哈马克 Beth M. Hammack	克利夫兰联储主席	鹰派	维持不变
10	卡什卡利 Neel Kashkari	明尼阿波利斯联储主席	中立	维持不变
11	洛根 Lorie K. Logan	达拉斯联储主席	鹰派	维持不变
12	鲍尔森 Anna Paulson	费城联储主席	中立	维持不变

美联储官员态度转鹰

3月的美联储议息会议看似行动上什么都没做，但言论上大幅收紧了金融环境，继而推高了市场对长期利率的预期。对市场而言，这意味着短期内降息无望，长期利率中枢上移，同时关注地缘风险：中东局势将成为影响通胀和货币政策的新变量。这就向市场传递了清晰的信号，在顽固的通胀和地缘政治风险面前，降息的门槛已显著提高，高利率将维持更长时间。

1. 抗通胀仍是首要任务，降息门槛大幅提高。鲍威尔在发布会上多次强调，在没有看到通胀进一步改善之前，不会考虑降息。尽管近期就业增长有所放缓，但美联储此次并未将其作为降息的理由。官员们认为通胀上行风险比就业下行风险更紧迫，因此必须优先确保通胀得到控制。
2. “加息”选项被提及，但非基准情景。鲍威尔透露，委员会内部已开始讨论“下一步是否可能加息”。尽管他迅速补充强调这并非大多数官员的基本假设，但这一讨论本身就是一个重要的鹰派信号。此举旨在向市场表明：如果通胀因地缘冲突、能源价格上涨等原因再次失控，美联储仍有进一步收紧政策的空间和决心，不要轻易押注降息。
3. 对劳动力市场的担忧暂时让位于通胀。尽管近期就业增长放缓，失业率略有上升，但鲍威尔淡化了就业下行的短期风险，认为失业率整体保持稳定，劳动力市场依然强劲。这表明在现阶段，官员们更担心的是通胀反弹，而非经济衰退。
4. 经济“滞胀”风险上升，决策陷入两难。本次SEP显示，美联储将核心PCE通胀预期从2.5%大幅上调至2.7%，同时小幅上调了GDP增长预期。这种“通胀上修、增长微调”的组合，反映出美联储认为当前经济面临的是“短期滞胀”——经济增长尚可，但物价压力挥之不去。叠加地缘冲突带来的能源冲击，使得决策者陷入两难：既无法降息，也无力再加息。因此，官员们只能选择继续观察数据，“雾中开车”。
5. 内部结构趋于“鹰派”。除了数据本身，美联储内部的人事动向也值得关注。此前偏鸽派的理事沃勒此次加入了支持按兵不动的阵营，表明鸽派力量在削弱。同时，鲍威尔表示在司法部调查结束前不会离任，这可能暂时维持甚至强化了当前偏向鹰派的理事会结构，不利于未来新主席推动降息。

- 降息无空间
- 加息不好动
- 缩表难推进



**沃什
困境**



**按兵
不动**



政治压力

**沃什交易
降息+缩表**

研究报告
制度约束

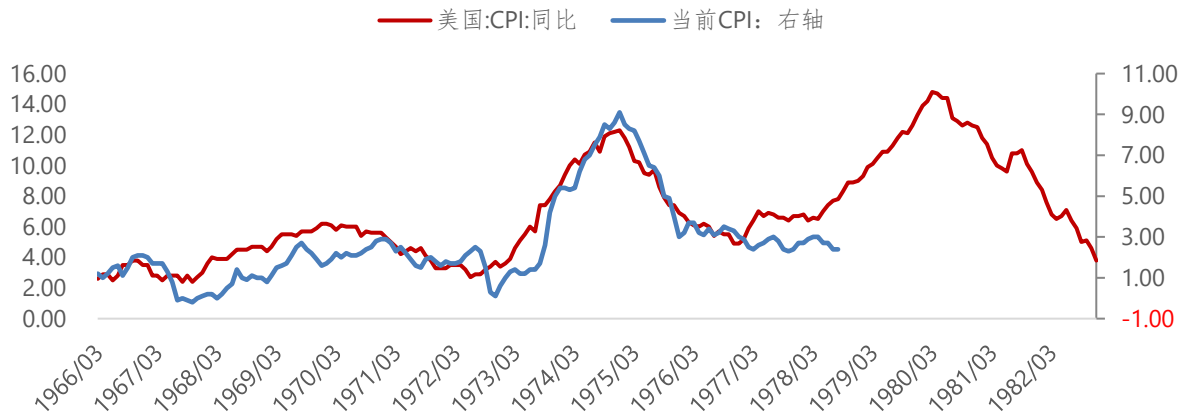
(特朗普要求大幅降息)

(双重使命、央行信誉)

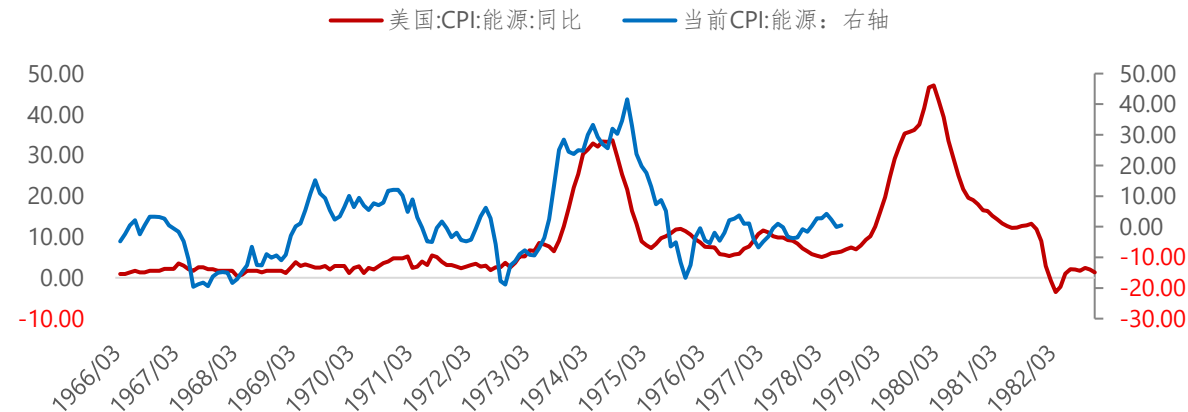
**通胀现实
(油价破百、滞胀风险)**

通胀超预期上行的担忧,令美联储政策两难,恐将美国拖入滞胀泥潭

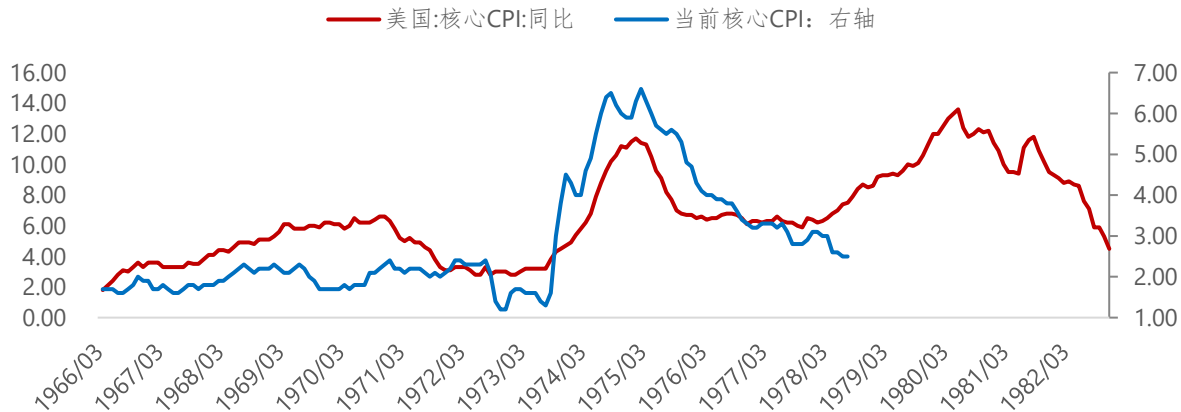
大滞胀时期与当前的对比: CPI



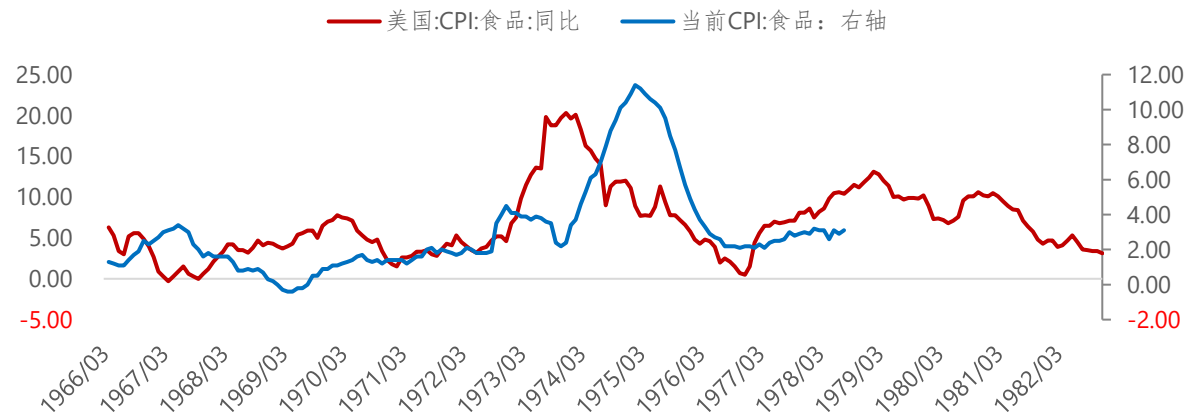
大滞胀时期与当前的对比: CPI能源



大滞胀时期与当前的对比: 核心CPI



大滞胀时期与当前的对比: CPI食品



2026年二季度，地缘冲突与资源博弈料成为主要的风险源

2026年二季度，地缘冲突与资源博弈料成为主要的风险源。中东局势恶化可能推动原油价格飙升，进而传导至能源化工、油脂油料、煤炭化肥等大宗商品链条，扩大全球通胀压力。与此同时，从中东到南美，从格陵兰岛到亚太等地缘节点均存在潜在博弈，大国对资源的抢夺日益白热化。美国方面，特朗普政府将全力备战中期选举，其内外政策均以选举利益为核心导向，呈现出“对外乱拳出击，对内宽财政紧货币”的特征。对外，采取“边打边谈”的策略。一方面通过高强度的贸易摩擦彰显实力、获取谈判筹码，另一方面也保留谈判空间以制造波动、加剧全球通胀。具体手段上，针对中国可能重点施压稀土与农产品领域——稀土关乎美国高科技与军工命脉，农产品则直接触动选民利益，相关博弈可能推升美豆价格。对欧洲、中东、亚太及美洲等其他地区，则以分化站队、资源争夺和地缘施压为主。当前的焦点则在于伊朗问题究竟如何收场。对内，双宽政策组合落入两难。货币政策遭遇高油价冲击恐难宽松，美联储降息预期趋缓，加之新任主席沃什的上任一波三折，进一步增加了紧缩倾向。财政政策则维持扩张，通过企业减税和增加财政预算来提振经济、支撑美元，但全球加税举措又可能加剧滞胀风险。这种“紧货币+宽财政”的组合长期削弱美元信用，短期则使美国经济在复苏与滞胀之间摇摆，甚至埋下衰退的隐患。

2022年以来，美国10Y国债收益率与美元指数走势对比



数据来源：Wind 冠通研究

美国政策外溢与各国自身结构性矛盾叠加，使全球主要经济体在2026年面临显著分化。日本深陷政策困境，货币政策的难以自主，日元汇率大幅波动，日债遭遇抛售，日股明显承压。在亚太地区，日本对华挑衅姿态或进一步加剧区域紧张。欧洲则处于财政扩张与政策掣肘的夹缝中，虽德国、法国推动财政扩张，但欧元区整体面临成本抬升、通胀反复的困扰，整体利空欧元。日元与欧元的相对弱势，避险情绪的强化都将支撑着美元的强势。美债利率偏强震荡，美股面临“盈利放缓+估值收缩”的双重压力。AI泡沫争议后科技股波动加剧，二季度通胀粘性恐将迫使美联储维持鹰派，成长股估值将进一步承压。



中国十五五开局，
经济弱复苏，世界不太平
输入性通胀带来机遇和挑战

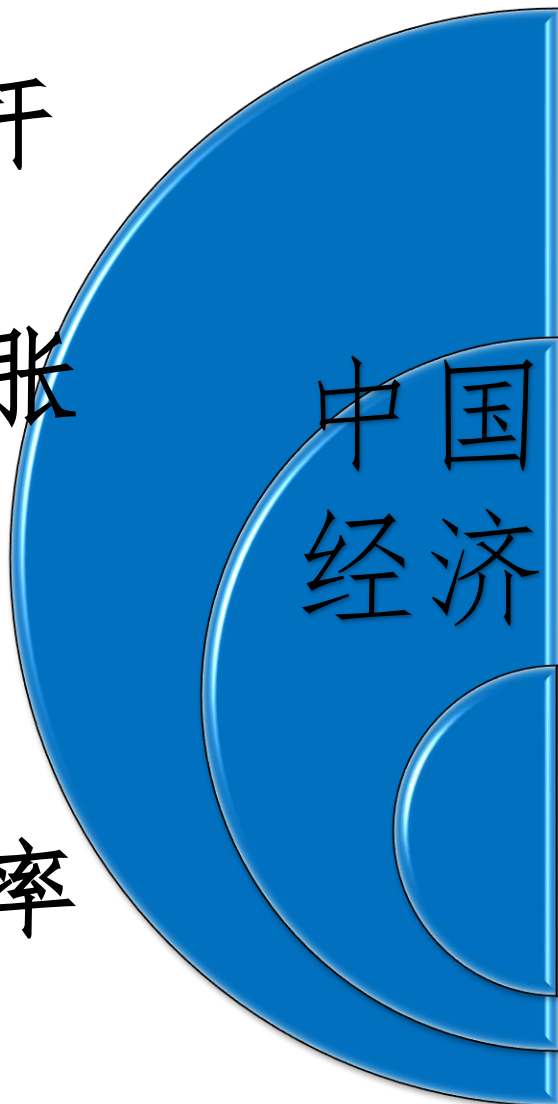
中国十五五开局，经济弱复苏，世界不太平，输入性通胀带来机遇和挑战

“加” 杠杆

“待” 通胀

稳增长

“高” 利率



居民部门

- 三年疫情损伤居民家庭资产负债表，疤痕效应进一步提升家庭的预防性储蓄（改变人们的消费倾向与投资偏好）；
- 本就不多的居民储蓄大量配置在房产，房价下跌加剧债务负担，资产荒之下提前还贷，居民主动降杠杆，加剧地产的下行；消费不足与降级压抑经济内生动力，有效需求不足叠加部分行业产能过剩令企业盈利收缩。
- 伴随着股市的走强，赚钱效应下居民存款搬家，增配权益。
























政府部门

- 政府一揽子化债方案力图阻断房地产与地方债风险的恶性循环，部分城市房价跌速放缓，地产对于经济增长的拖累不再恶化；
- 两会明确全年务实的经济目标，财政更加积极，中央加杠杆之路继续；
- 货币依旧适度宽松，保持流动性充裕，强调坚定维护股票、债券、外汇等金融市场平稳运行，以应对外部不确定性。

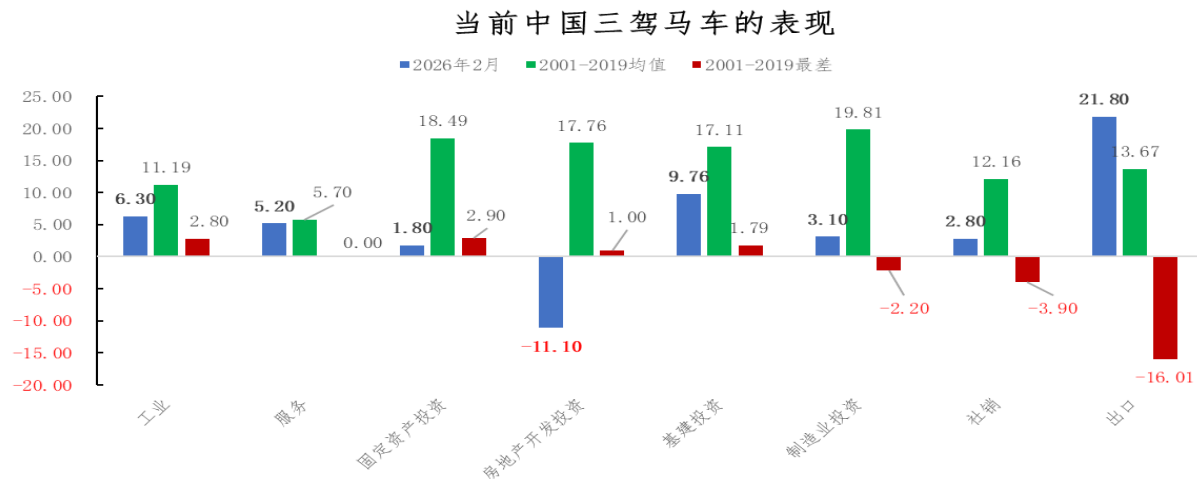
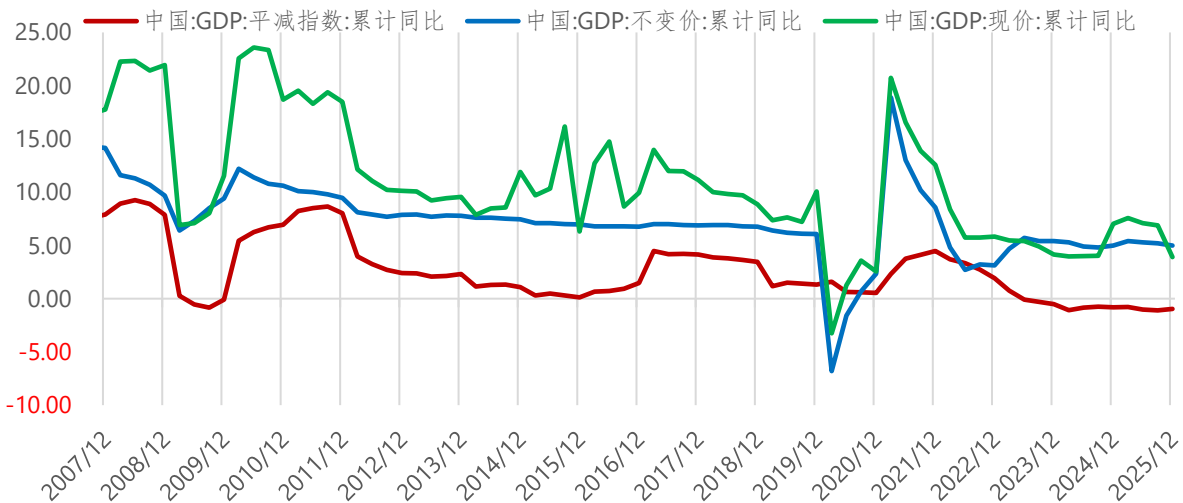
企业部门

- 间接融资为主导导致杠杆率一直在高位，世界不太平，中国的稳定与安全提升出口竞争力，外需韧性十足；
- 输入性通胀与反内卷共振，油价大涨推升能源化工品价格，并带动煤炭价格企稳，有望进一步推升PPI更早的转正，继而推动新一轮国内库存周期的轮转，强化经济复苏的进程。需要注意的是，PPI向CPI的传导仍旧存在一定的阻滞，继而给中国经济带来阶段性的滞胀挑战，关注政策端的权衡与发力。

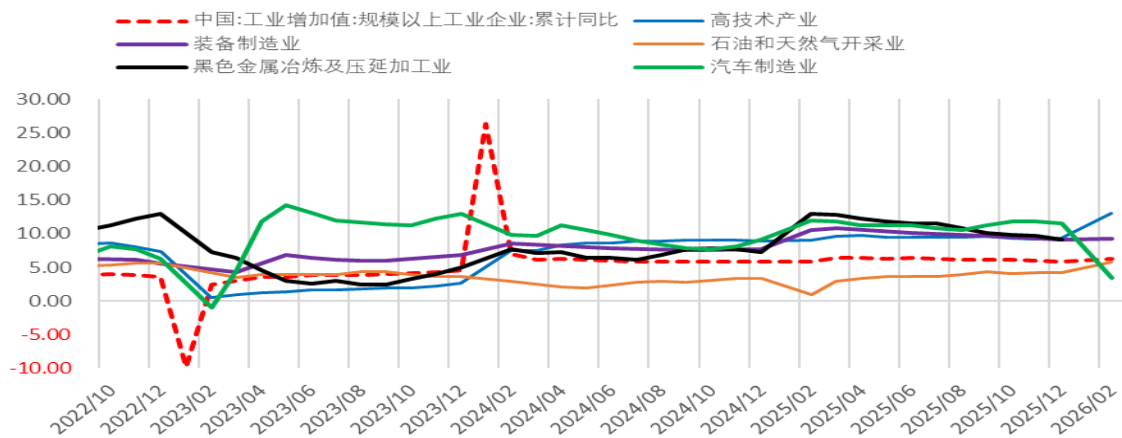
2026年以来国内宏观: 弱复苏延续, 地产拖累放缓, 投资平稳产消稳健, 出口亮眼

指标	预期差	2026-02F	2026-02	2026-01	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	近一年变动趋势
工业增加值:月累计同比(%)	👆 1.07	5.23	6.30	/	5.90	6.00	6.10	6.20	6.20	6.30	6.40	6.30	6.40	6.50	
固定资产投资:月累计同比(%)	👆 4.46	-2.66	1.80	/	-3.80	-2.60	-1.70	-0.50	0.50	1.60	2.80	3.70	4.00	4.20	
固定资产投资:制造业:月累计同比(%)	👆 3.07	0.03	3.10	/	0.60	1.90	2.70	4.00	5.10	6.20	7.50	8.50	8.80	9.10	
固定资产投资:基础设施建设:月累计同比(%)	👆 9.56	0.20	9.76	/	-1.48	0.13	1.51	3.34	5.42	7.29	8.90	10.42	10.85	11.50	
固定资产投资:房地产开发:月累计同比(%)	👆 8.92	-20.02	-11.10	/	-17.20	-15.90	-14.70	-13.90	-12.90	-12.00	-11.20	-10.70	-10.30	-9.90	
社会消费品零售总额:月累计同比(%)	👆 0.43	2.37	2.80	/	3.70	4.00	4.30	4.50	4.60	4.80	5.00	5.00	4.70	4.60	
进口金额:月累计同比(%)	👆 12.86	6.94	19.80	25.64	0.00	-0.60	-0.80	-1.00	-2.10	-2.60	-3.80	-4.80	-5.10	-6.90	
出口金额:月累计同比(%)	👆 14.47	7.33	21.80	10.00	5.50	5.40	5.30	6.10	5.80	6.00	5.90	5.90	6.20	5.60	
贸易差额:当月值(亿美元)	👇 -479.90	1389.68	909.78	1226.41	1141.07	1115.60	899.18	902.49	1016.35	975.36	1141.88	1027.46	958.51	1019.47	
中国制造业采购经理指数(PMI):月末值	👇 -0.31	49.31	49.00	49.30	50.10	49.20	49.00	49.80	49.40	49.30	49.70	49.50	49.00	50.50	
中国非制造业采购经理指数:月末值	👇 -0.35	49.85	49.50	49.40	50.20	49.50	50.10	50.00	50.30	50.10	50.50	50.30	50.40	50.80	
CPI:当月同比(%)	👆 0.42	0.88	1.30	0.20	0.80	0.70	0.20	-0.30	-0.40	0.00	0.10	-0.10	-0.10	-0.10	
PPI:当月同比(%)	👆 0.26	-1.16	-0.90	-1.40	-1.90	-2.20	-2.10	-2.30	-2.90	-3.60	-3.60	-3.30	-2.70	-2.50	
核心CPI:当月同比(%)	/	/	1.80	0.80	1.20	1.20	1.20	1.00	0.90	0.80	0.70	0.60	0.50	0.50	
CPI:非食品:当月同比(%)	/	/	1.30	0.40	-0.80	0.80	0.90	0.70	0.50	0.30	0.10	0.00	0.00	0.20	
M1:月末同比(%)	👆 1.23	4.67	5.90	4.90	3.80	4.90	6.20	7.20	6.00	5.60	4.60	2.30	1.50	1.60	
M2:月末同比(%)	👆 0.18	8.82	9.00	9.00	8.50	8.00	8.20	8.40	8.80	8.80	8.30	7.90	8.00	7.00	
人民币贷款:当月新增(亿元)	👆 584.07	8415.93	9000.00	47100.00	9100.00	3900.00	2200.00	12900.00	5900.00	-500.00	22400.00	6200.00	2800.00	36400.00	
人民币贷款:月末同比(%)	👇 -0.01	6.01	6.00	6.10	6.40	6.40	6.50	6.60	6.80	6.90	7.10	7.10	7.20	7.40	
人民币贷款:月累计新增(亿元)	👆 1500.00	54600.00	56100.00	47100.00	162700.00	153600.00	149700.00	147500.00	134600.00	128700.00	129200.00	106800.00	100600.00	97800.00	
社会融资规模:当月新增(亿元)	👆 5387.38	18404.62	23792.00	72208.00	22075.00	24926.00	8178.00	35299.00	25660.00	11307.00	42251.00	22900.00	11599.00	58961.00	
社会融资规模存量:月末同比(%)	👆 0.13	8.07	8.20	8.20	8.30	8.50	8.50	8.70	8.80	9.00	8.90	8.70	8.70	8.40	
社会融资规模:月累计新增(亿元)	👆 3800.00	92200.00	96000.00	72208.00	356032.00	333954.00	309028.00	300850.00	265296.00	239636.00	228329.00	186270.00	163370.00	151771.00	

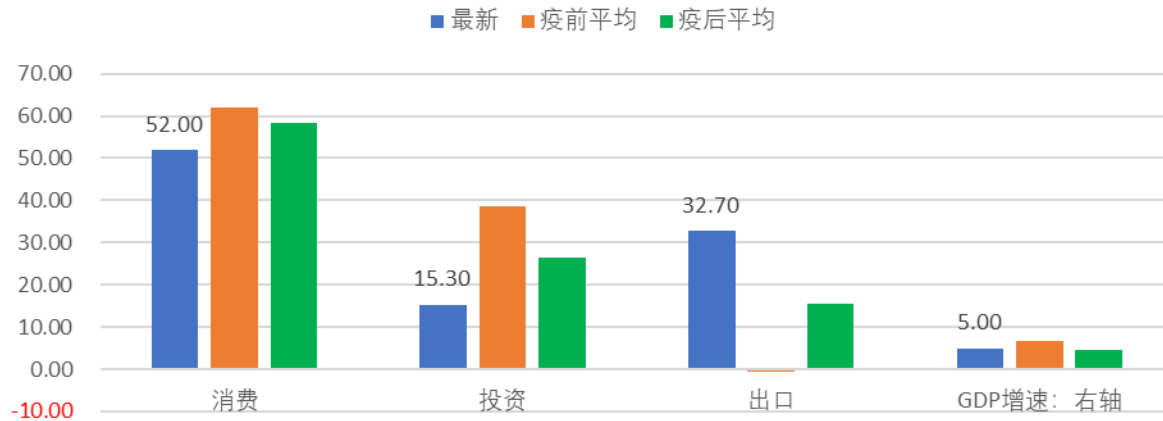
中国经济: 出口强劲, 产消稳健, 投资低速, 物价触底回升, 行业分化



新老经济增速对比%

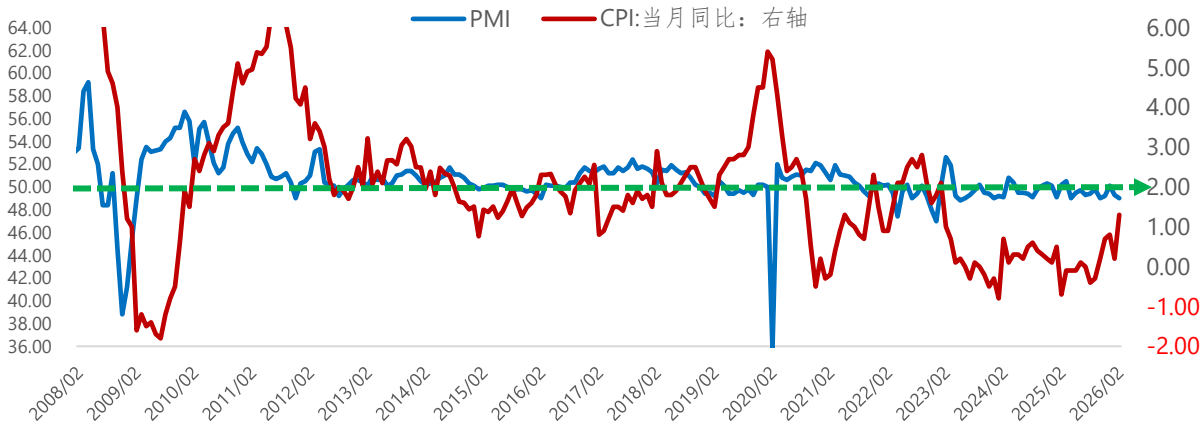


中国GDP累计同比贡献率%



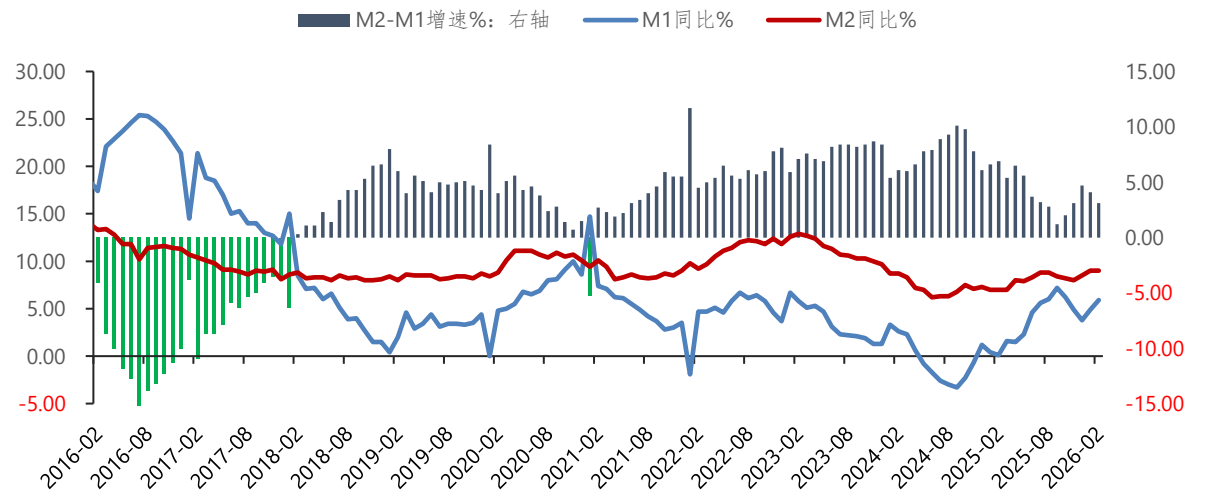
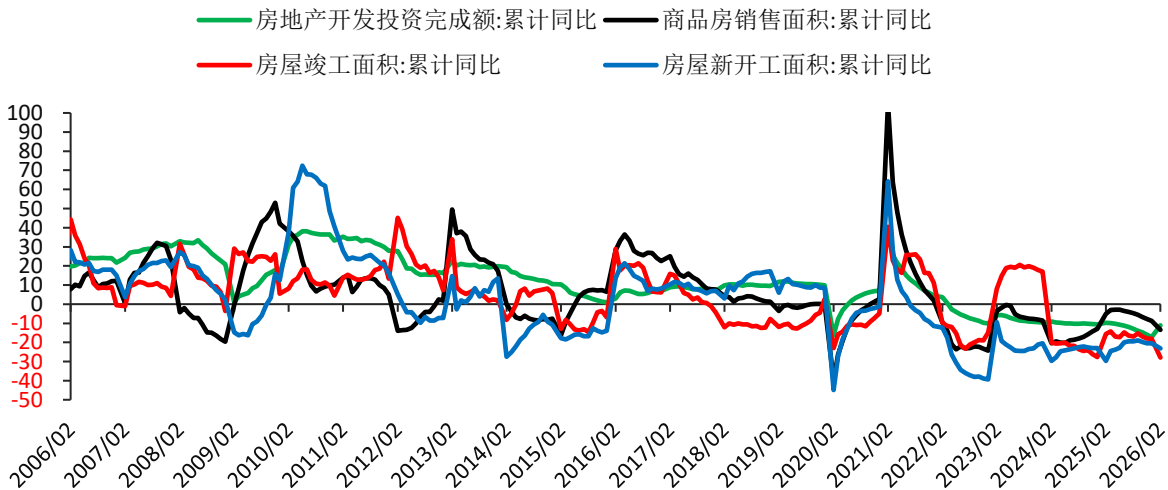
弱复苏的中国经济,呈现出“五弱一韧”的结构性特征,核心在于物价的羸弱

中国经济景气与通胀



很长一段时间以来,弱复苏的中国经济,延续着结构上“五弱一韧”的特征—消费弱,投资弱,信贷弱、物价弱,利率弱,出口韧。“五弱一韧”的实质是内需弱外需韧,内需的弱主要在于地产的拖累,外需之韧核心来自内外价格的缩与涨。

研究报告

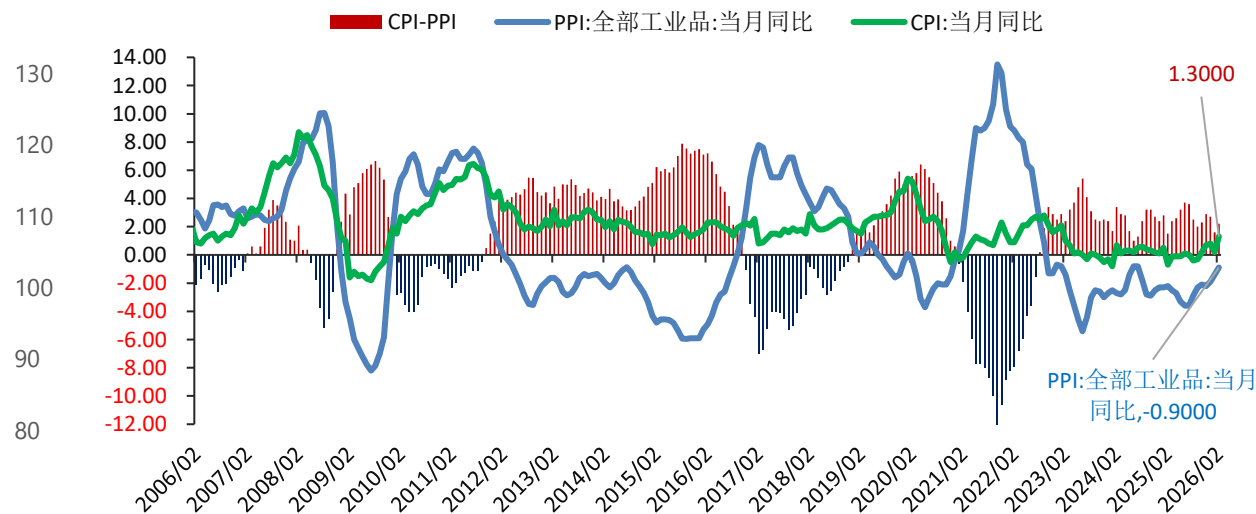
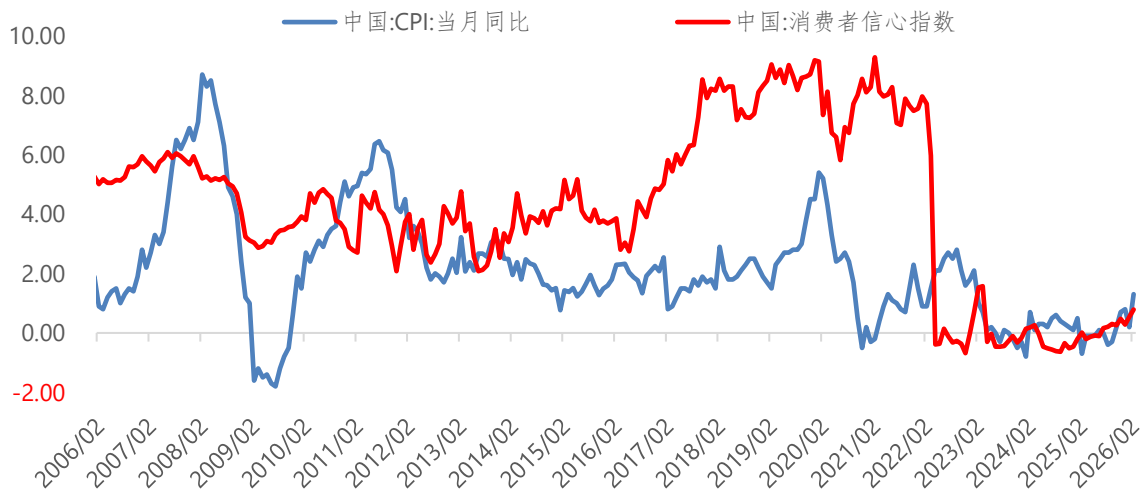


物价之羸弱, 有望超预期改善

近两年, 中国经济增长结构上所呈现出的“五弱一韧”特征延续, 实质是内需弱外需韧, 内需的弱主要在于地产的拖累, 外需之韧核心来自内外价格的缩与涨, 追踪研判的关键宏观指标在于物价。2025年, 国内市场呈现出典型的强预期弱现实风格, 信心提振改善市场预期, 流动性的充裕叠加反内卷共振推升股价和商品, 继而传导至物价的企稳回升, CPI转正PPI触底反弹。然而, 物价的羸弱依旧是国内经济回暖的重要掣肘, 反内卷正是剑指通缩的重要抓手。

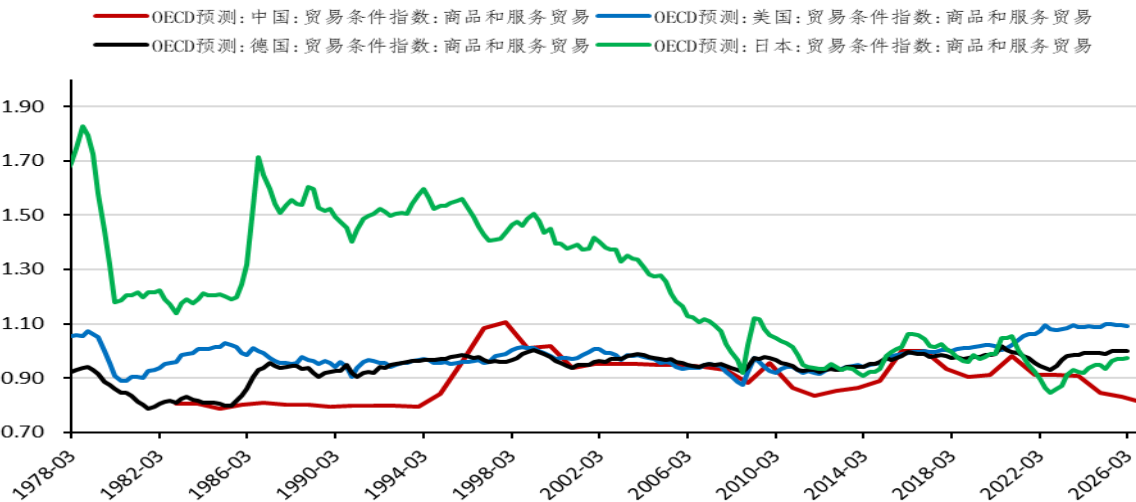
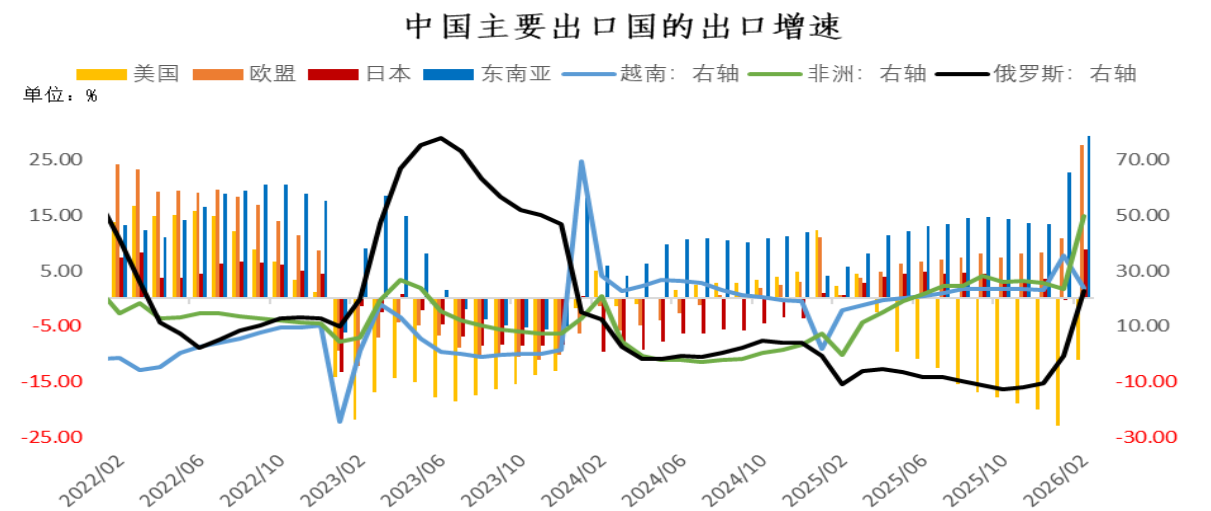
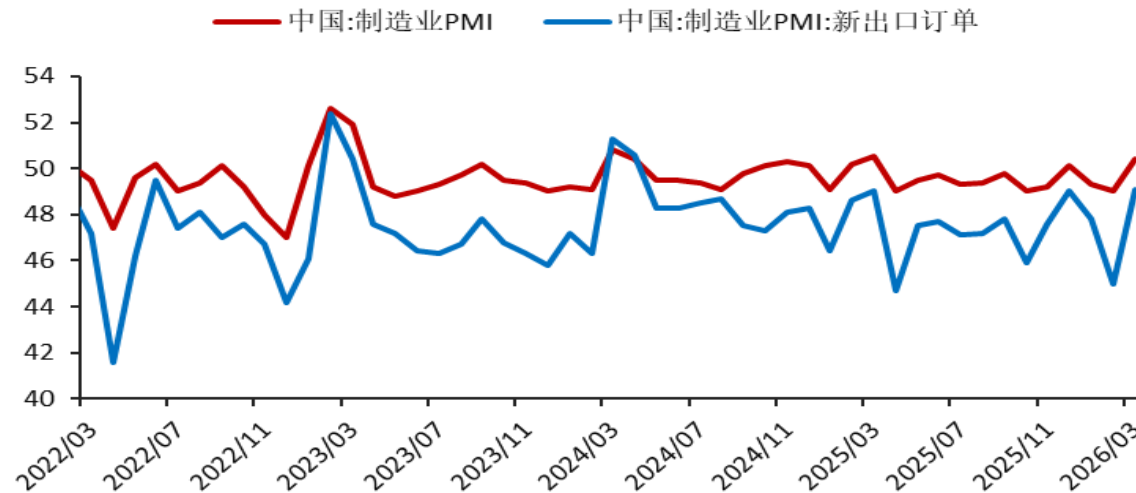
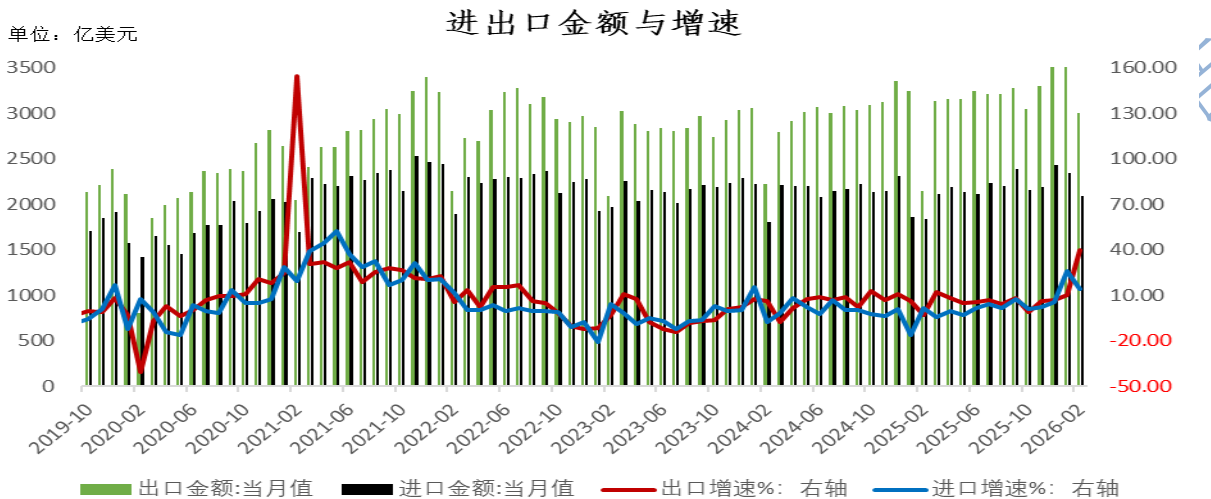
2026年内, 虽然国内经济供强需弱、需求不足的矛盾依旧, 但地产的拖累放缓有见底迹象, 世界不太平, 中国的稳定与安全提升出口竞争力, 外需的强劲更是不断超市场预期; 羸弱的物价也开始了触底回升, 输入性通胀与反内卷共振, 油价大涨推升能源化工品价格, 并带动煤炭价格企稳, 有望进一步推升PPI更早的转正, 继而推动新一轮国内库存周期的轮转, 强化经济复苏的进程。

中国通胀与消费者信心指数



数据来源: Wind 冠通研究

物价的竞争优势, 中国的安全与稳定料将支撑着出口增速的强劲



两会召开，明确2026全年政府经济工作目标

2026年作为“十五五”开局之年，政府工作报告设定了兼顾“量”的合理增长与“质”的有效提升的弹性目标体系，核心特征是将GDP增长目标设定为4.5%-5%的区间，既为高质量发展和结构转型留出空间，又在实际工作中努力争取更好结果。就业方面继续强化优先导向，城镇调查失业率控制在5.5%左右，新增就业保持在1200万人以上。最具信号意义的转变在于将居民消费价格涨幅目标下调并明确为2%左右，这表明货币政策将把“物价合理回升”作为重要考量，旨在温和修复通缩预期、支撑名义增长。同时，居民收入增长与经济增长同步，粮食产量目标维持在1.4万亿斤左右，单位GDP二氧化碳排放降低约3.8%，体现了绿色发展约束不减。

政府预期目标	2026年	2025年	2024年	2023年	2022年	2021年	2020年	2019年	2018年
政府预期目标:GDP:同比	4.5-5.0	5.00	5.00	5.00	5.50	6.00	#N/A	6.50	6.50
政府预期目标:城镇新增就业人口	1200.00	1200.00	1200.00	1200.00	1100.00	1100.00	900.00	1100.00	1100.00
政府预期目标:CPI:同比	2.00	2.00	3.00	3.00	3.00	3.00	3.50	3.00	3.00
政府预期目标:财政赤字:赤字率	4.00	4.00	3.00	3.00	2.80	3.20	3.60	2.80	2.60
政府预期目标:城镇调查失业率	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	6.00	5.50	5.50
政府预期目标:地方专项债	44000.00	44000.00	39000.00	38000.00	36500.00	36500.00	37500.00	21500.00	13500.00

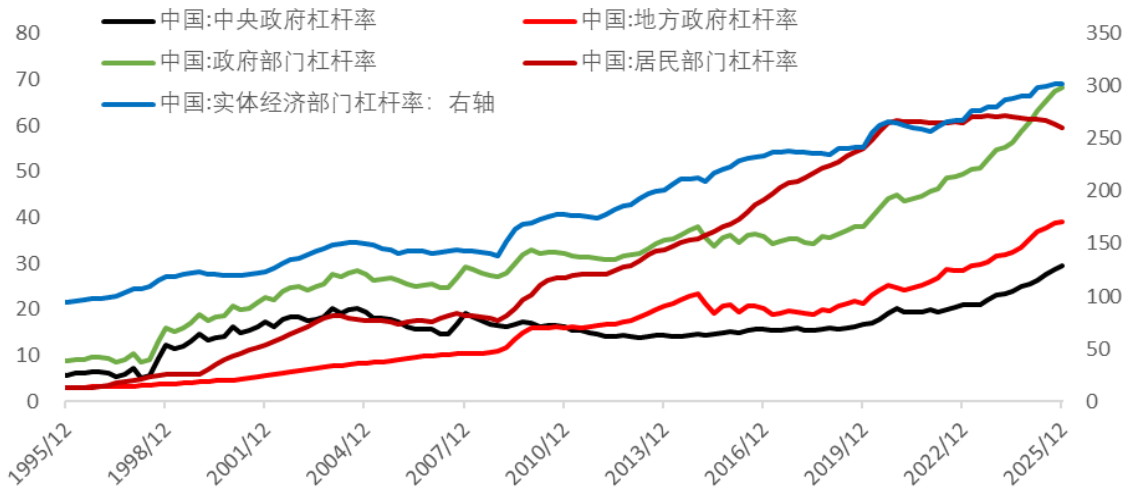
2026年3月5日上午，中国十四届全国人民代表大会第四次会议在北京人民大会堂开幕。国务院总理李强在政府工作报告中提出，今年发展主要预期目标是：

- 经济增长4.5%—5%，在实际工作中努力争取更好结果；
- 城镇调查失业率5.5%左右，城镇新增就业1200万人以上；
- 居民消费价格涨幅2%左右；
- 居民收入增长和经济增长同步；
- 国际收支基本平衡；
- 粮食产量1.4万亿斤左右；
- 单位国内生产总值二氧化碳排放降低3.8%左右。
- 政策实施上，我们将坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度，切实提升宏观经济治理效能。

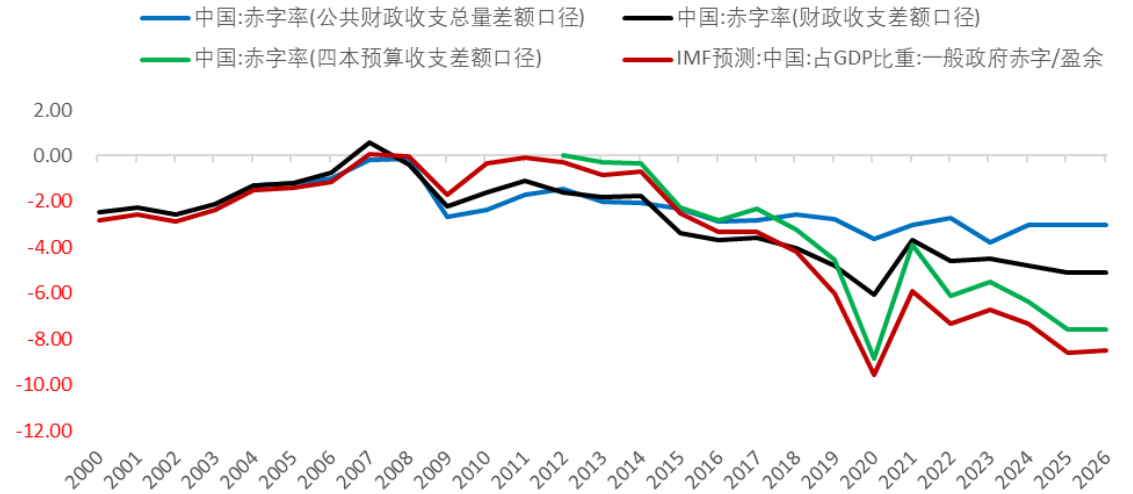
2026年国内财政政策：继续更加积极

2026年财政政策定调为“更加积极的财政政策”，核心特征是“中央加杠杆、地方缓压力、工具组合拳”，财政支出首次突破30万亿元大关，力度空前。具体量化指标显示，赤字率保持在4%左右的高位，赤字规模增至5.89万亿元，新增专项债限额维持在4.4万亿元并优化用途，超长期特别国债继续发行1.3万亿元支持“两重”“两新”，另安排3000亿元特别国债补充国有大行资本金。结构上，中央加杠杆特征鲜明，新增赤字全部由中央负担，并通过10.42万亿元转移支付支持地方；同时首次设立1000亿元财政金融协同促内需专项资金，运用贴息、担保等方式撬动信贷，标志着财政政策从“直接投入”向“杠杆撬动”转型。

中国各个经济部门杠杆率水平%



不同口径之下的中国赤字率水平%



地方债化解进入主动修复期

当前，地方债务化解已从2024年的“防风险、守底线”阶段，跃升为“央地协同、标本兼治”的主动修复期。中国通过中央加杠杆与财政货币协同的组合拳，将化债目标从单纯的“置换高息债务”升级为修复实体经济的资产负债表。尤其是首次动用3000亿元特别国债定向清偿拖欠企业账款，标志着政策重心从政府内部的债务重组转向激活民间投资与消费循环。这种“卸包袱、注活水”的安排，不仅显著降低了地方平台的流动性风险，更通过修复基建产业链上下游的现金流，为大宗商品需求端的企稳回升提供了实质性支撑。

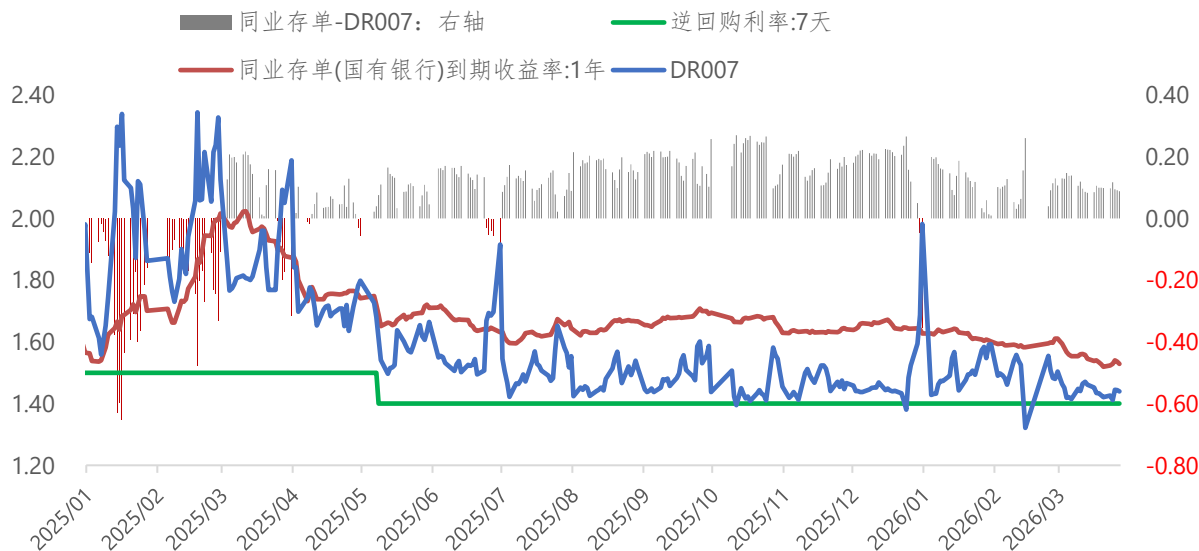
2026年地方债务化解安排

维度	2024年一揽子化债方案	2026年两会最新安排	化债思路
核心目标	缓解流动性风险，以时间换空间，严守“不爆雷”底线	标本兼治，在防风险的同时修复地方资产负债表，畅通经济循环	从“被动防御”转向“主动修复”，化债服务于稳增长
债务置换规模	安排2.2万亿元地方政府债务限额，用于置换存量隐性债务	4.4万亿元新增专项债中，明确划拨8000亿元用于化解存量债务	直接用于化债的资金规模扩大，且与专项债功能深度融合
利率管控	推动存量债务降息，以低息政府债置换高息非标债务	央行提供流动性支持工具，配合财政置换，推动综合融资成本继续下行1-2个百分点	财政货币协同进入实操阶段，央行从后台走向前台
拖欠账款清理	作为重点任务提出，但缺乏专项资金来源	3000亿元特别国债定向用于偿还拖欠企业账款，纳入财政预算硬约束	从“清欠倡议”变为“真金白银”注入，直接修复企业现金流
平台转型	推动融资平台分类转型，压减数量	平台数量较2023年高峰已下降超70%，2026年重点转向“剥离政府融资职能、市场化转型”	从“数量压减”进入“实质转型”深水区
问责与监管	严肃财经纪律，终身问责、倒查责任	建立全口径地方债务监测监管体系，将融资平台债务纳入预算管理“笼子”	监管常态化、制度化，构建长效管债机制
协同工具	以财政置换为主	首创“财政金融协同”机制：1000亿元财政资金贴息，撬动金融化债；央行设立专项再贷款支持重点区域	政策工具箱从“单兵突进”升级为“多兵种协同作战”

2026年，国内货币政策适度宽松，聚焦“物价回升”与“结构优化”

2026年货币政策继续维持“适度宽松”基调，但央行已明确将“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，这是今年最大的边际变化。总量上，央行将综合运用降准降息、买卖国债等工具保持流动性充裕，推动社会综合融资成本低位运行，并从“适时”降准降息调整为“灵活高效”运用工具，强调择机与精准。信贷结构上，社融和M2增速要与经济增长和价格总水平的预期目标相匹配，央行将容忍并引导适度通胀预期以降低实际利率；结构性工具重点支持扩大内需、科技创新和房地产合理需求，同时坚持汇率在合理均衡水平上的基本稳定，持续推进融资平台债务风险化解。

7天逆回购、同业存单利率与其他资金利率 (%)



- 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。
- 优化创新结构性货币政策工具，适当增加规模，完善实施方式。
- 畅通货币政策传导机制，充分发挥数据要素、知识产权等无形资产作用，强化考核评估、融资担保、风险补偿等支持措施，引导金融机构加力支持扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域。
- 规范信贷市场经营行为，降低融资中间费用，促进社会综合融资成本低位运行。
- 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

2026年二季度货币政策思路：强化集成效应与精准传导，着力稳增长、降成本、防风险

中国人民银行货币政策委员会2026年第一季度（总第112次）例会于3月26日召开。

1、2026年以来工作总结：今年以来宏观政策更加积极有为，货币政策保持适度宽松，强化逆周期和跨周期调节，综合运用多种货币政策工具，为经济持续向好向优创造适宜的货币金融环境。贷款市场报价利率改革效能持续释放，存款利率市场化调整机制作用有效发挥，货币政策传导效率增强，社会融资成本处于历史较低水平。外汇市场供求基本平衡，人民币汇率双向浮动，在合理均衡水平上保持基本稳定。金融市场总体运行平稳。

2、当前国内外形势研判：当前外部环境变化影响加深，世界经济动能疲弱，地缘冲突和经贸冲突多发频发，主要经济体经济表现有所分化，通胀走势和货币政策调整存在不确定性。我国经济运行总体平稳、稳中有进，高质量发展取得新成效，但仍面临供强需弱、外部冲击等问题和挑战。要继续实施适度宽松的货币政策，加大逆周期和跨周期调节力度，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，加强货币财政政策协同配合，促进经济稳定增长和物价合理回升。

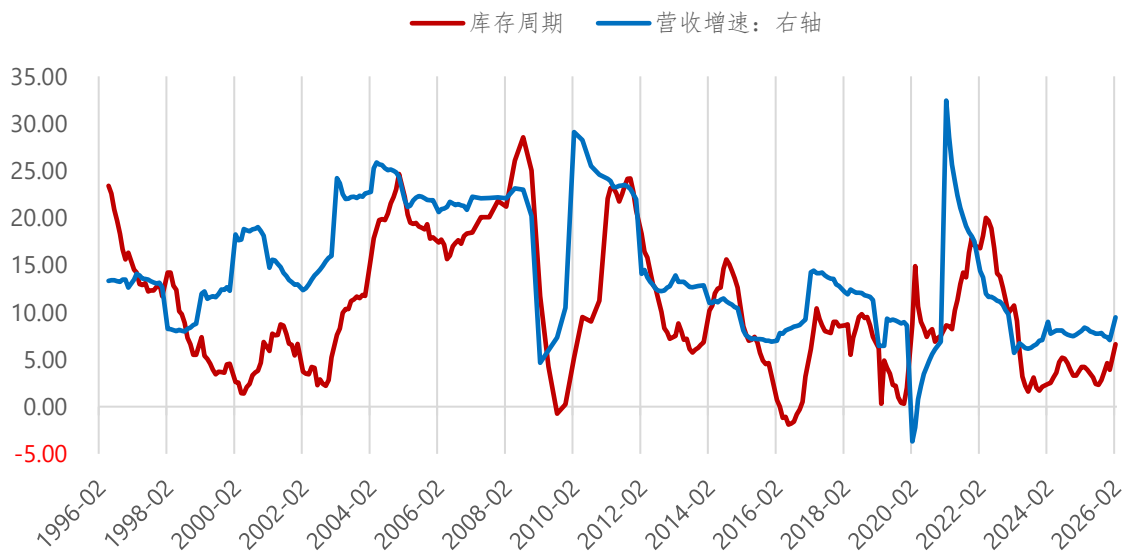
3、下阶段货币政策思路：发挥增量政策和存量政策集成效应，综合运用多种工具，加强货币政策调控，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，把握好政策实施的力度、节奏和时机。保持流动性充裕，使社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配。强化央行政策利率引导，完善市场化利率形成传导机制，发挥市场利率定价自律机制作用，加强利率政策执行和监督。规范信贷市场经营行为，降低融资中间费用，促进社会综合融资成本低位运行。从宏观审慎的角度观察、评估债市运行情况，关注长期收益率的变化。畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率。增强外汇市场韧性，稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

4、具体重点工作内容：要引导大型银行发挥金融服务实体经济主力军作用，推动中小银行聚焦主责主业，增强银行资本实力。用好各类结构性货币政策工具，优化工具管理，扎实做好金融“五篇大文章”，加强对扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域的金融支持。持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务。维护金融市场稳定运行。切实推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和风险防控能力。

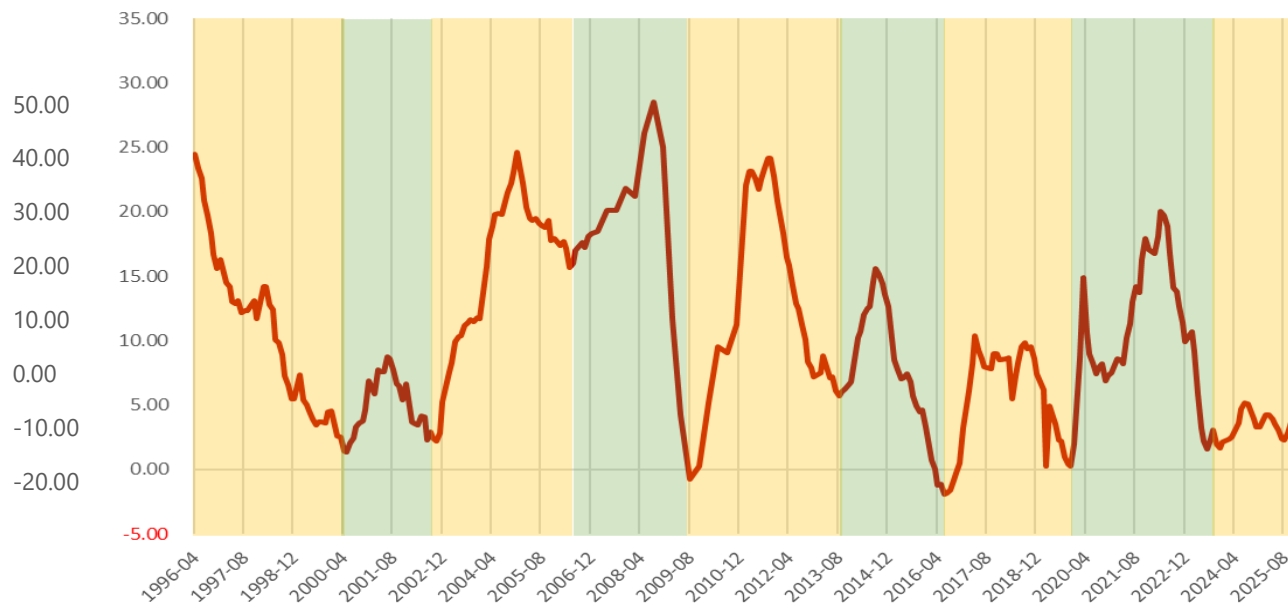
新一轮库存周期正在酝酿开启之中

库存周期大约每40个月一轮，往往用工业企业产成品存货同比增速这个指标来刻画，结合工业企业营收增速指标，采用两维四分法划分为主动补库，主动去库，被动去库，被动补库四个阶段。上一轮库存周期自2023年7月见底开启之后，至2025年8月持续25个月。从9月开始触底反弹，随后连续三个月增速上行，11月工业企业产成品存货同比增速为4.6%，工业企业营收增速为1.6%，不考虑疫情冲击的话，二者均在历史底部区域徘徊。当下，库存增速触底回升加速上行，营收增速也出现了反弹的苗头，国内库存周期有望从被动补库转向主动补库阶段，新一轮库存周期正在酝酿开启，继而强化经济复苏的进程。

2026年，新一轮库存周期有望启动



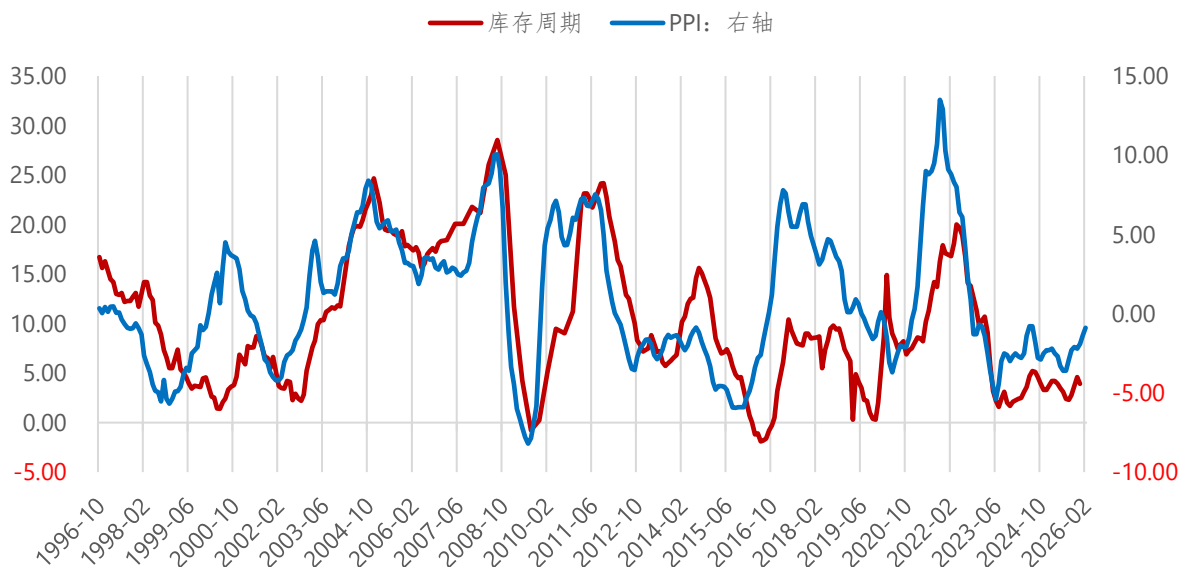
2026年，新一轮库存周期有望启动



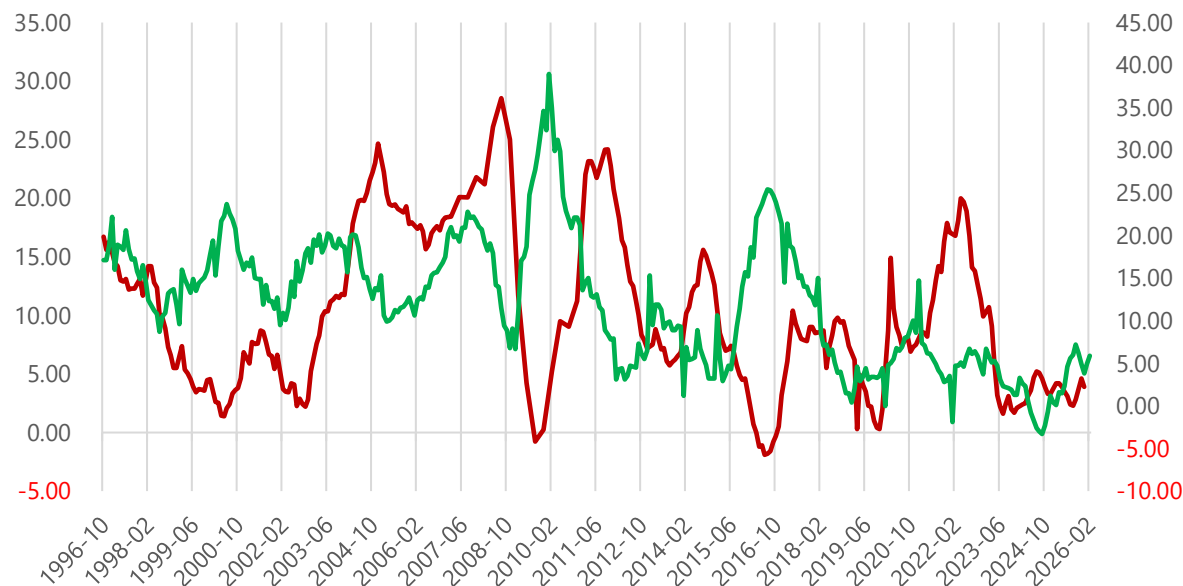
PPI与M1增速，往往是库存周期的领先指标

一般来说，价格往往领先于库存见底1-2个季度。反内卷政策之下，2025年7月PPI触底，8-10月连续三个月降速收窄基本确认价格的拐点，强化了市场对于2026年PPI有望转正的预期，推升部分大宗商品价格，特别是是上游原料商品价格的上涨更为引人注目。同时，库存周期的启动，以及库存回升的力度一般会跟信用状况密切相关，表现在指标上则是M1增速对库存增速的领先性。目前来看，PPI触底反弹，M1增速震荡回升，新一轮库存周期正在酝酿开启，继而强化经济复苏的进程。

PPI与库存周期%



— 库存周期 — M1增速: 右轴





2026年二季度大类资产配置

人民币汇率：美元强势震荡，人民币保持稳韧；

固定收益：避险情绪抬升，适当增配；

权益资产：基本面改善与外围压力交织，震荡抗跌回调增配；

黄金：震荡加剧、重心抬升，回调增配；

白银：跟随金价波动弹性更大，金银比抬升；

大宗商品：震荡行情下的结构性商品牛市机会。

人民币汇率：美元强势震荡，人民币保持稳韧

汇率是比价的结果，美元指数在地缘避险与降息预期摇摆中先抑后扬，强势美元对人民币形成一定外部压力，但人民币展现出较强的抗跌韧性—美伊冲突以来，人民币中间价和美元兑离岸人民币均围绕中枢窄幅波动，波动率远低于其他非美货币。支撑人民币韧性的核心因素有三：一是出口韧性犹存，贸易顺差维持高位，为汇率提供扎实的基本面支撑；二是央行精准调控，下调远期售汇风险准备金率释放汇率回归“中性”管理的信号，意在平缓升值节奏而非逆转趋势，同时逆周期因子持续发挥稳定作用；三是中间价持续释放稳定信号，有效引导市场预期，遏制单边投机。

展望二季度，美伊冲突的反复博弈，高油价冲击之下，滞胀预期笼罩之中，全球主要经济体的货币政策预期趋紧，叠加避险需求的强化，美元指数恐将延续强势震荡，继而给人民币形成压力；与此同时，世界不太平，安全稳定的中国提振全球资金对人民币资产的青睐，价格的外强内弱则进一步强化中国出口的竞争优势，再加之国内经济之复苏，又给予人民币以坚实的支撑。多空交织之下，人民币汇率料将保持稳韧。

1、3月22日央行行长潘功胜在2026中国发展高层论坛上的主题演讲：中国没有必要，也无意通过汇率贬值获取贸易竞争优势。人民银行的立场始终是清晰的，坚持市场在汇率形成中的决定性作用，保持汇率弹性，同时加强预期引导，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。人民银行的预期引导及运用透明、符合国际规则和实践的宏观审慎管理工具，校正市场的“羊群效应”和市场失灵，有助于防止国际金融史上一再发生的破坏性均衡。

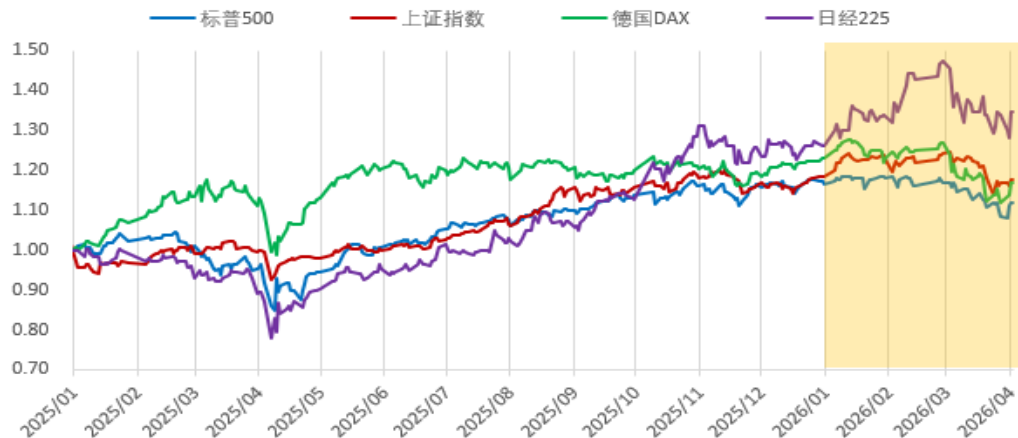
2、3月31日央行一季度货币政策例会：增强外汇市场韧性，稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

2022年3月以来，美元指数与人民币汇率走势

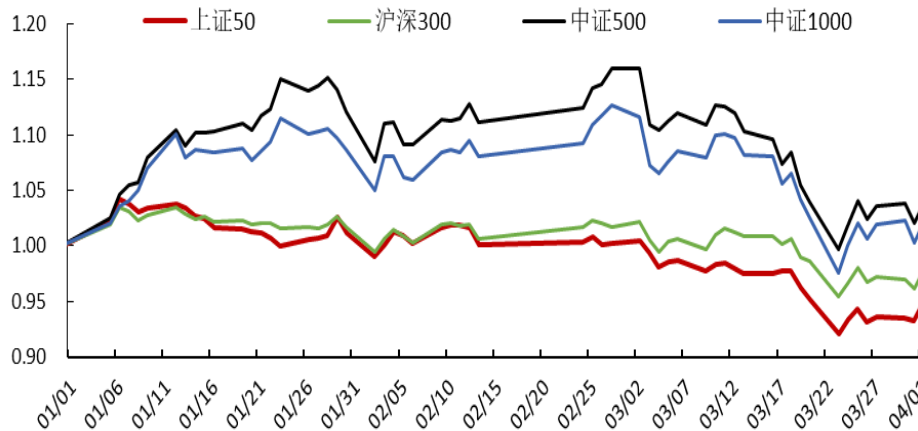


A股：基本面改善与外围压力交织，震荡抗跌回调增配

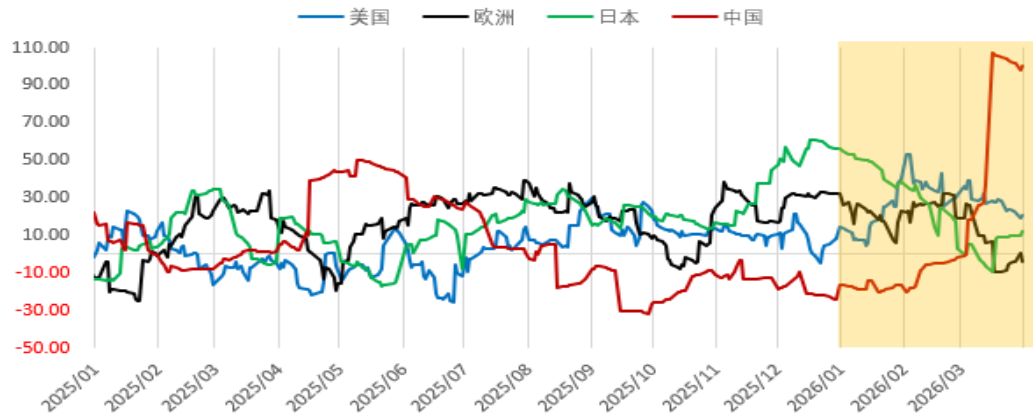
中美日德的主要股指2025年以来的收益走势



主要股指2026年内收益走势



中美日欧的花旗经济意外指数%



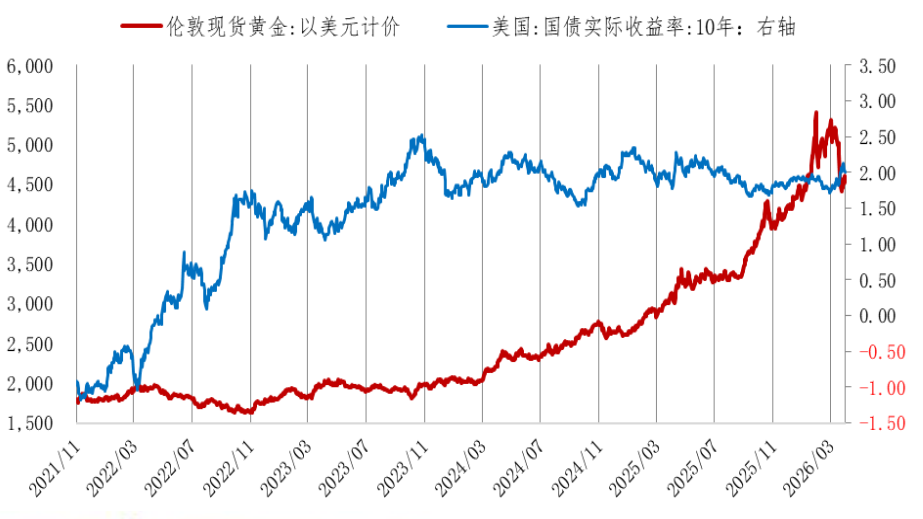
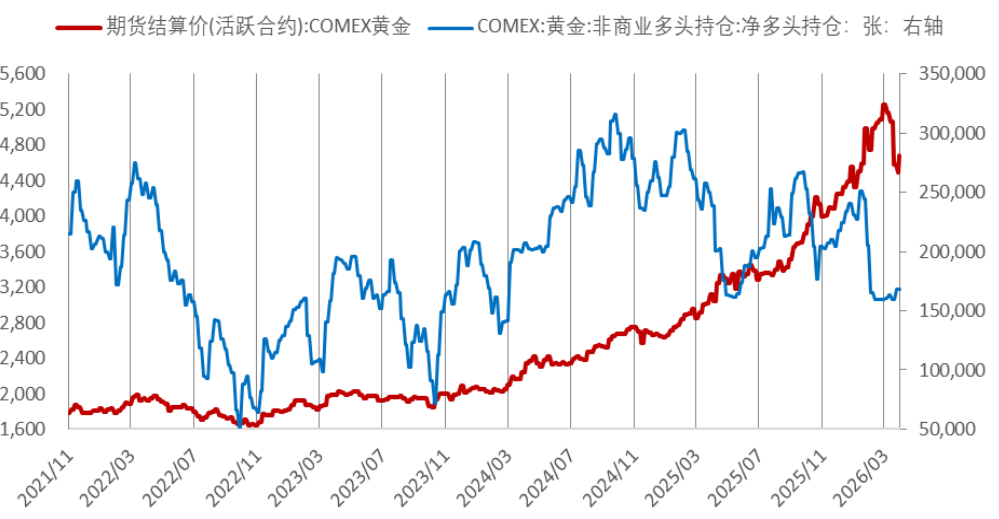
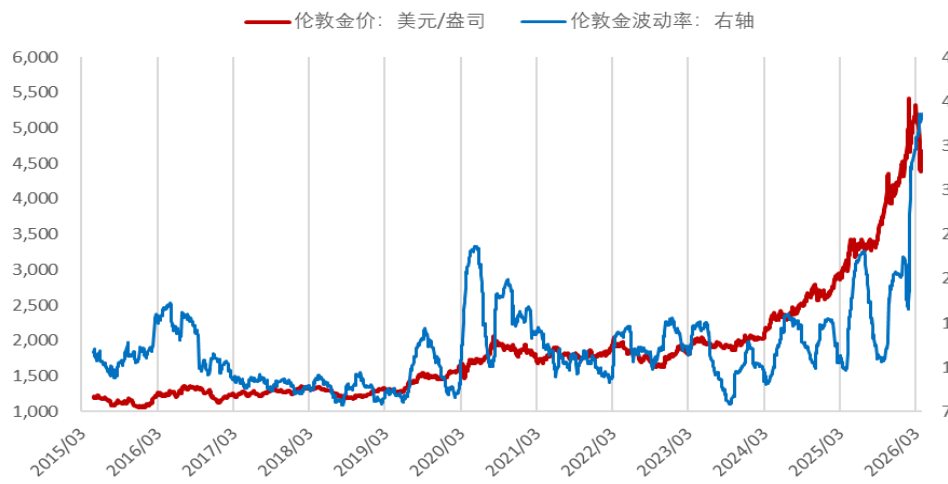
中美欧股市滚动相关性与标普500指数



- 国内A股，基本面改善与外围压力交织，震荡抗跌回调增配；
- 输入性通胀推动PPI预期改善，周期板块有望受益；科技股受海外情绪扰动但国内政策支撑，分化加剧；消费板块受制于内需疲弱，需等待更多刺激信号。

数据来源：Wind 冠通研究 数据统计截至2026年4月1日

黄金：震荡加剧、重心抬升，回调增配



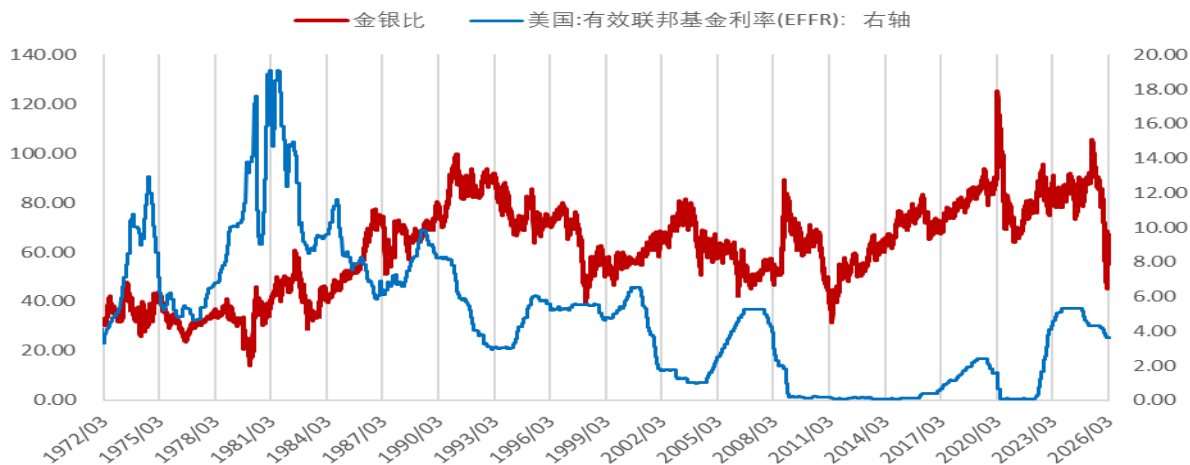
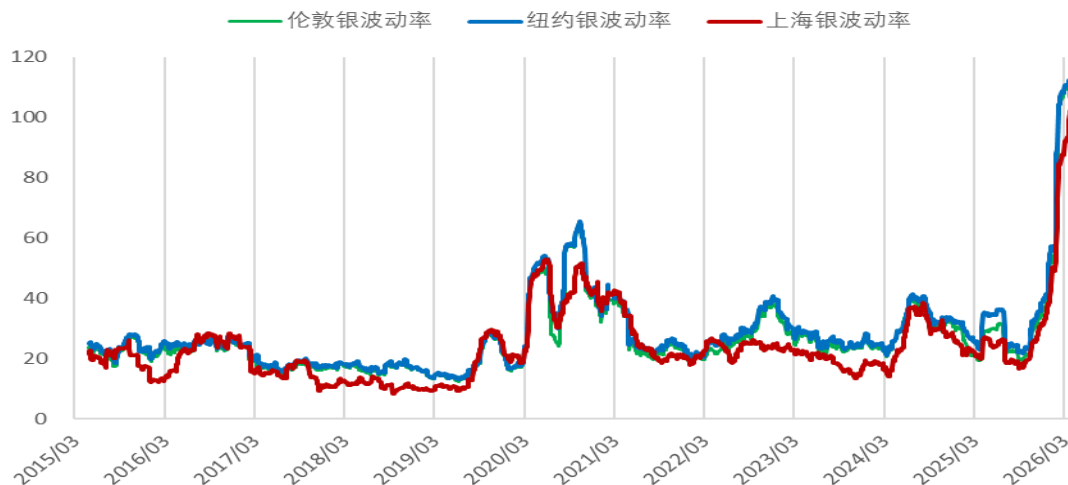
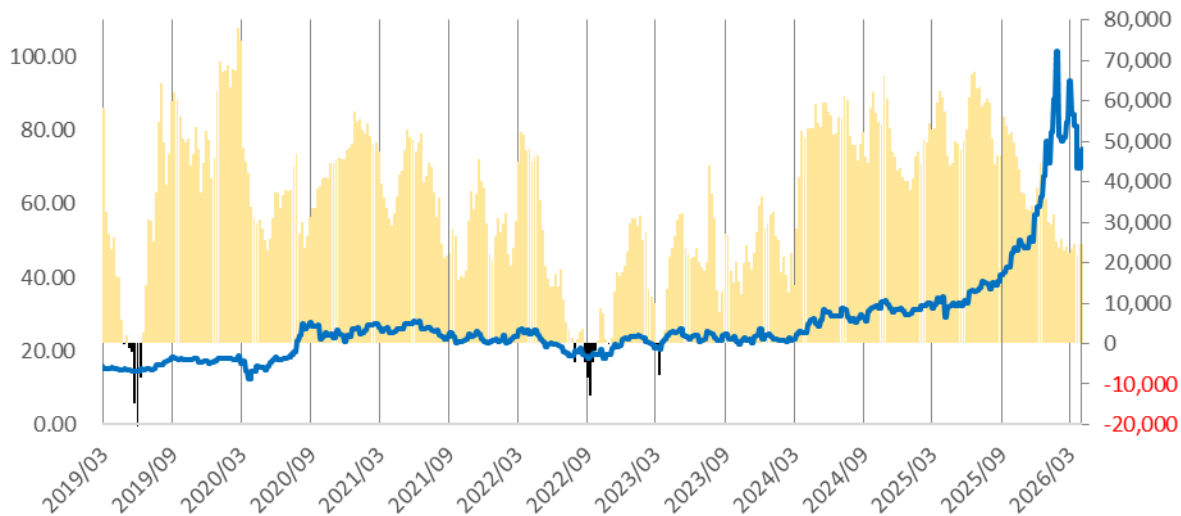
二季度宏观交易的核心矛盾集中在美联储宽松预期的反复修正。一方面，美国财政压力与“紧货币”格局下，美元信用边际弱化，为黄金提供中长期支撑；另一方面，通胀韧性超预期、美伊冲突等地缘事件推升油价，使降息时点与幅度持续摇摆，黄金等贵金属呈现震荡加剧、重心抬升的特征。

值得注意的是，二季度出现部分央行或中东富豪抛售黄金换美元的现象，反映出在流动性收紧预期下，机构对美元现金的阶段性需求。但央行整体增持黄金的周期并未逆转，黄金的货币属性与避险功能仍是长期支撑。

白银: 长期受益于能源转型, 跟随金价波动弹性更大, 金银比抬升

长期来看, 银价仍将受益于能源转型。近期来说, 无论是降息预期的弱化还是对经济前景的担忧, 亦或是AI泡沫化投资的争议, 都令银价承压, 因而白银在一季度出现巨幅波动。二季度, 伴随着金银比的修复, 白银“泡沫”的挤出, 银价大概率跟随金价波动且弹性更大, 但表现弱于金价, 金银比有望抬升。

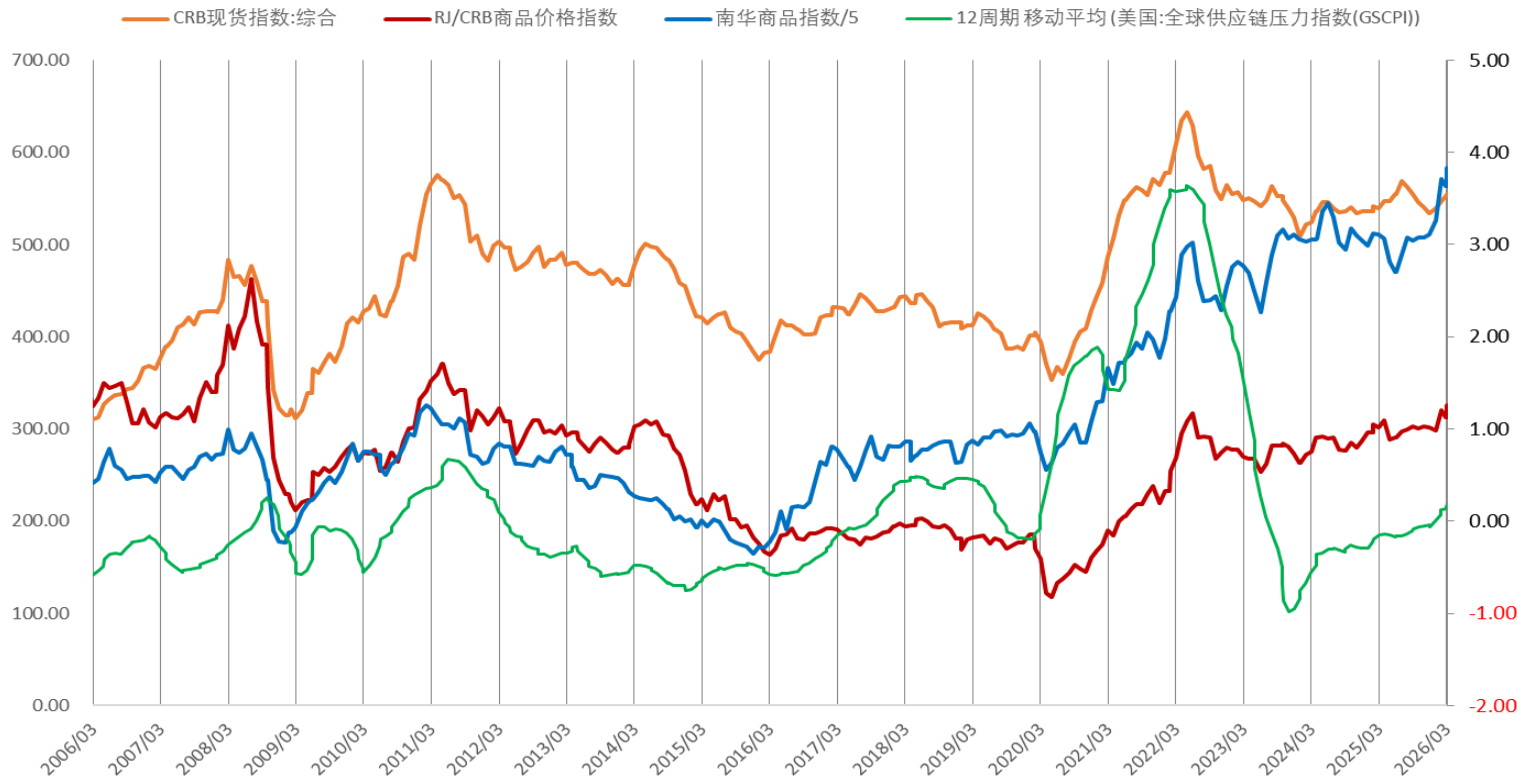
COMEX:银:非商业多头持仓:净多头持仓: 张: 右轴 期货结算价(活跃合约):COMEX银



数据来源: Wind 冠通研究 数据统计截至2026年3月31日

当前正处在几十年一遇的大宗商品牛市的回落后的反弹行情之中

当前的大宗商品，从CRB商品指数的角度上来说，整体仍处在2020年以来的这轮四十年一遇的超级大牛市的回落后的反弹行情之中。牛市的起点是世纪疫情所造成的全球供应链的冲击与主要经济体为对冲疫情所造成的经济衰退，而采取的天量货币放水；回落则源于疫后供应链的修复，全球经济艰难复苏压抑商品的实物需求，以及为应对商品牛市所造成的通胀而采取的货币紧缩。

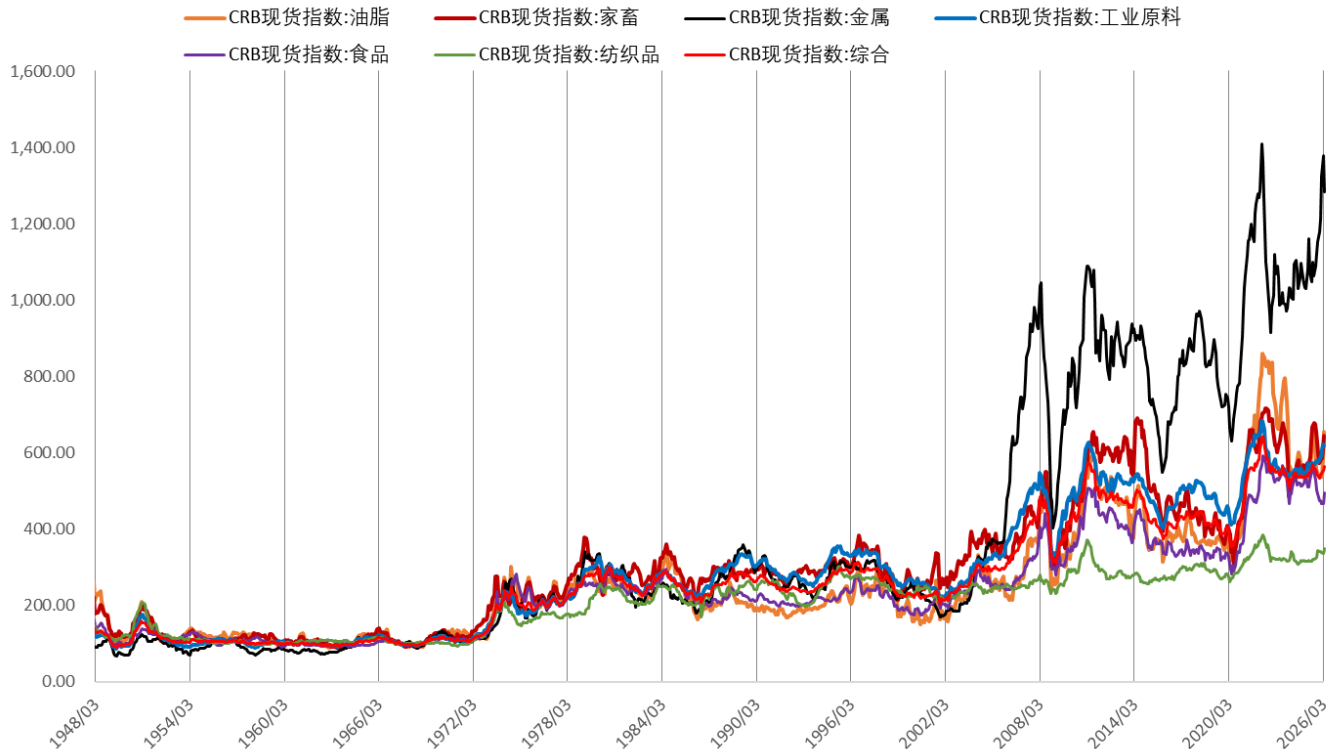


2025年下半年以来，中国的反内卷，美国的重启降息，叠加AI相关基础设施的投资需求，共同推升了商品的反弹，更掀起了新一轮大宗商品的结构性牛市行情。2026年3月，美伊冲突刺激原油价格飙升，带动能源、化工、油脂等商品板块更广泛的上涨。

值得注意的是，本轮大宗商品价格的反弹，呈现出明显的分化，有些创出了历史新高，还有些商品则一度跌穿了疫情期间的低点。黄金、铜等国际定价商品坚挺强势，原油等能化品种在地缘冲突刺激下先抑后扬快速攀升，而煤炭、钢材等国内定价商品的羸弱探底，映射在宏观经济数据上则表现为美国等发达经济体的通胀韧性，以及中国连续超过三年为负的PPI所反映出来的通缩困境。其背后，所折射的时代背景，则是因为当前我们正处在一个中美博弈政经秩序重塑，叠加经济新旧动能转换的复杂时期。

大宗商品牛市的基础是供给、需求和货币三大驱动的强烈共振

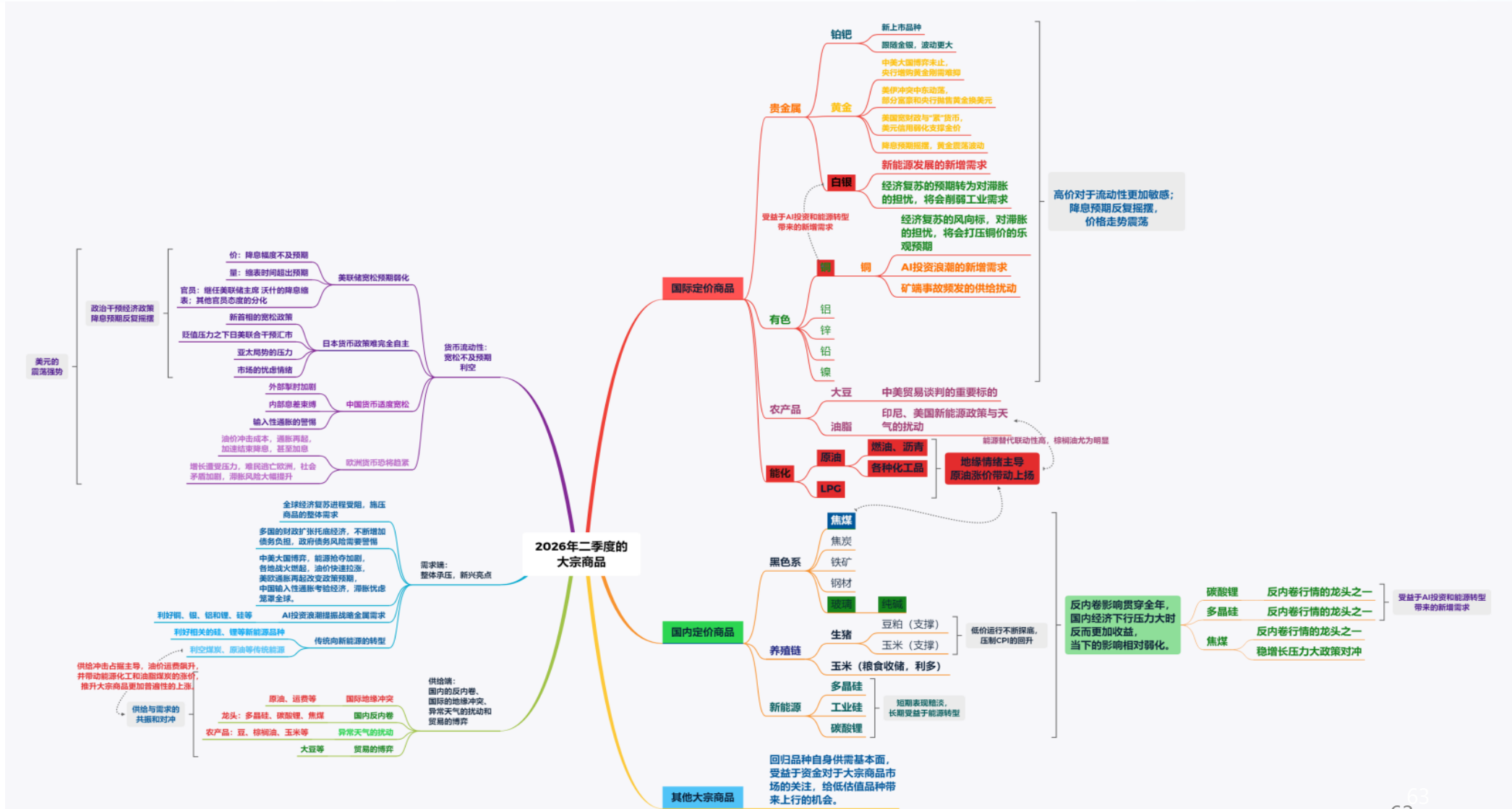
回顾1970年以来的几轮大宗商品超级牛市，无论是1970s的石油危机、2000年的中国工业化还是2020年世纪疫情后的全球央行大放水，其共同点都是需求、供给、货币三大驱动力的强烈共振，继而推动了所有商品的普涨快涨。总体来看，当前正处于“旧秩序松动、新秩序未立”的复杂博弈期，需求、供给、货币这三要素的错位因美伊冲突而加剧，继而令大宗商品的结构性牛市行情呈现出高波动、大分化，快轮转的特征。



- 需求端呈现割裂的“分化复苏”，但成本压力已开始抑制全球制造业活动。发达经济体消费转向服务，中国传统地产需求下移，而“新三样”带来的结构性需求正在弥补缺口。3月日本、印尼、越南等亚洲制造业普遍放缓，但中国PMI回升至50.4%，新出口订单大幅反弹，成为需求端少有的亮点。
- 供给端正从“成本优先”转向“安全优先”，霍尔木兹海峡的实质封锁使这一逻辑从理论走向现实。冲突爆发后，全球约石油海运贸易大降，原油价格飙涨，并催生出能源、化工、油脂等广泛的商品涨价效应。
- 货币端呈现高位利率与宽财政的“错配”，政策预期向“观望式推迟降息”收敛。实际利率的抬升，将压制大宗商品的金融属性。财政端延续扩张，从美国的大美丽法案，欧洲的财政扩张，到中国的中央加杠杆等等，“紧货币+宽财政”使经济在高利率下保持韧性，商品金融属性受压，但财政拉动的实物需求并未坍塌。

宏观预期反复、地缘供给冲击、产业逻辑分化，震荡行情下的结构性商品牛市机会

2026年二季度的大宗商品市场，宏观预期反复、地缘供给冲击、产业逻辑分化三者交织，市场波动率明显抬升。黄金受益于央行刚需与美元信用弱化，具备长期配置价值，但短期需警惕降息预期摇摆带来的震荡；铜等国际定价品种面临宏观压制与需求预期的拉锯；能源化工系受地缘供给冲击主导，易涨难跌但会反噬政策空间；国内新能源材料受益于“反内卷”与能源转型，蕴藏结构性机会。



风险点：

- 地缘冲突扩大化风险——
若霍尔木兹海峡冲突长期化或扩大至其他产油国，油价可能突破120美元/桶并持续，全球恐将陷入滞胀。
- 二是沃什交易的预期差风险——
若沃什意外转向鹰派，市场将面临“紧缩恐慌”重演，股债双杀。
- 三是AI泡沫破裂风险——
若二季度AI龙头股业绩不及预期，可能引发科技股踩踏，拖累全球风险资产。
- 四是中国内需修复不及预期风险——
若地产拖累超预期、消费复苏乏力，PPI的上行难以推动CPI的走高，企业盈利承压。

分析师介绍：

王静，北京师范大学MBA，CFA二级，上期所优秀宏观分析师，深谙证券期货投资。多次为国内大型企业开展期货衍生品与风险管理培训，在宏观经济、大宗商品、投资规划、资产配置管理、风险控制、投资者教育等方面有着自己独到的见解。现任冠通期货研究咨询部经理，具备良好的经济理论基础和扎实的证券研究经验和风险管理经验。

期货从业资格证书编号：F0235424

期货交易咨询资格编号：Z0000771

联系方式

公司地址：北京市朝阳区朝外大街甲6号万通中心D座20层（北京总部）

公司电话：010-85356618

E-mail: wangjing@gtfutures.com.cn



冠通期货
Guantong Futures

慎初笃行为冠 逐鹿得人则通

本报告发布机构

--冠通期货股份有限公司（已获中国证监会许可的期货交易咨询业务资格）

注:本报告中宏观经济资讯与资本市场信息，来源于国家统计局、万得资讯、华尔街见闻、财联社、美联储、IMF、IEA、Kalshi等机构与财经媒体。

免责声明：

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述品种买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本报告仅向特定客户传送，版权归冠通期货所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。

致
谢