



宏观：关税扰动再起，全球不确定性上升

2026年02月27日

上海中期交易咨询业务资格：
证监许可【2011】1462号
研究所 宏观金融研究团队
分析师：段恩文
从业资格号：F03107802
投资咨询号：Z0021487

- 主要内容：
- 国内方面，本月公布的国内经济数据表现分化：1月CPI同比受春节错位影响有所回落，但核心CPI保持温和上涨且环比创近6个月新高；1月PPI环比上涨0.4%，连续四个月上涨，且同比降幅收窄至1.4%。1月社融增量达7.22万亿元，同比多增1662亿元，实现“开门红”，但1月信贷同比少增4200亿元。综合来看，供给端的改善出现边际回暖倾向，金融对实体特别是基建和重大项目的支持力度增强，但居民中长期贷款依然偏弱、企业投资意愿待修复等问题也折射出经济内生动力不足，且目前货币政策基调以稳为主，短期对A股内需板块以及地产链为代表的内需型大宗商品支撑较弱，后续关注重要会议后是否有增量刺激政策。
- 海外方面，本月公布的美国就业数据表现较好，1月新增非农13万，超出市场预期的5万，失业率从4.4%下降到4.3%，是促成就业企稳预期的关键。通胀数据表现偏弱，未季调CPI同比2.4%，低于市场预期且创下近期通胀新低；季调后环比0.2%，同样低于市场预期，核心CPI环比0.3%，持平市场预期。偏强的非农就业数据和偏弱的CPI数据先后公布，资产价格明显受扰动，美联储降息预期先降温后再升温。美联储短期内可能仍难以释放明确的宽松信号，降息预期后置加上美伊、美国关税问题反复导致全球不确定性再度上行，美元、美债、贵金属短期或仍以震荡为主，直到就业数据明确趋势。
- 各类资产配置建议：
债类：美债 > 国债；
权益类：A股 > 美股 > 港股；
商品类：化工 > 贵金属 > 黑色。

独立性申明：

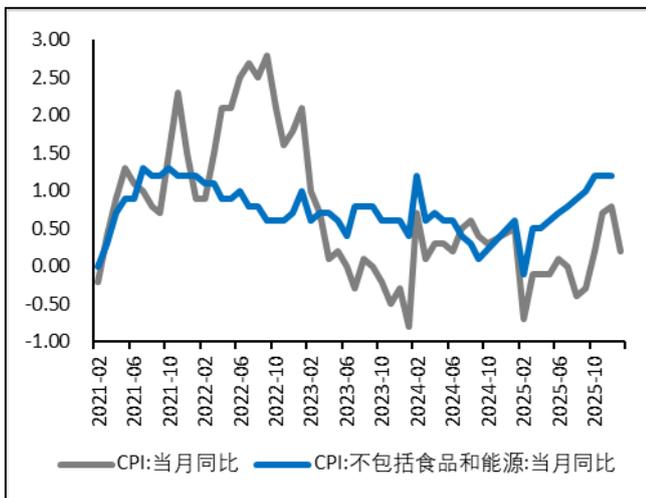
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

一、主要因素分析

(一) 国内经济状况概览

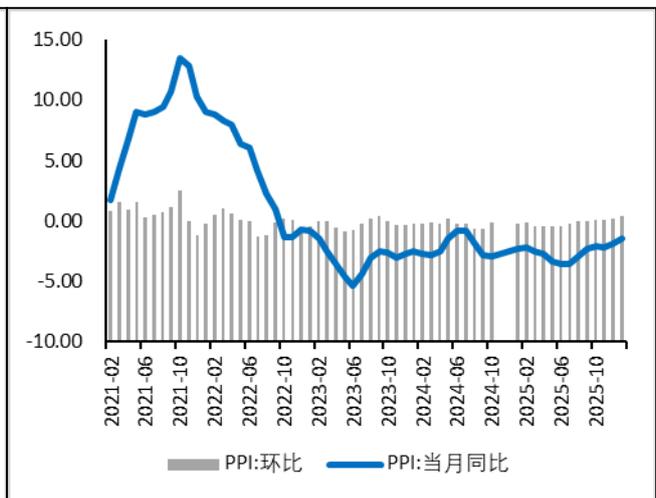
1月CPI同比受春节错位影响有所回落，PPI出现边际回暖倾向。受春节错月和技术性因素影响，1月CPI同比上涨0.2%，较2025年12月回落了0.6个百分点，其中食品的拖累比较明显。不过，扣除了食品和能源的核心CPI保持温和上涨且环比创近6个月新高，其中家用器具、交通工具、通信工具等耐用品价格环比维持增长，同比均改善，表明国内消费需求有一定回暖倾向。PPI方面环比上涨0.4%，连续四个月上涨，且同比降幅收窄至1.4%，出现边际回暖倾向。其中，有色相关的行业仍然是PPI回升的主要贡献，此外，化工、电子设备等价格也出现改善，尤其是计算机通信和其他电子制造业价格环比从-0.1%升至+0.5%，在人工智能需求推动下改善明显。整体来看，PPI目前主要为结构性改善，且主要来源于供给端的改善，后续需求情况仍然是需要关注的重点。

图1：国内CPI及核心CPI数据（%）



数据来源：iFind，上海中期

图2：国内PPI同比及环比数据



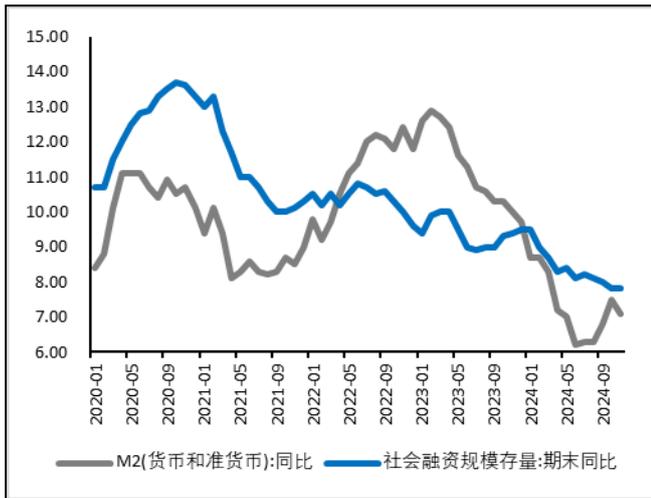
数据来源：iFind，上海中期

社融数据“开门红”，人民币贷款同比少增。社融方面，1月社融增量达7.22万亿元，同比多增1662亿元，实现“开门红”，主要得益于政府债券融资的靠前发力，同比多增2831亿元，占社融比重创2021年以来同期新高，以及企业债券和表外融资的支撑，有效对冲了人民币贷款因实体信贷意愿不足而出现的同比少增。人民币贷款方面，1月新增信贷4.7万亿元，同比少增4200亿元。其中新增居民中长期贷款3469亿元，同比少增1466亿元；新增企业中长期贷款3.18万亿元，同比少增2800亿元。综合来看，1月社融数据虽然表现较好，主要是受益于财政前置发力，2026年继续实施“两重”“两新”，但资金规模增幅低于2025年，加上边际效应递减，对经济增速的拉动或弱于2025年。人民币贷款同比少增，也显示国内经济内生动力仍然不足。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

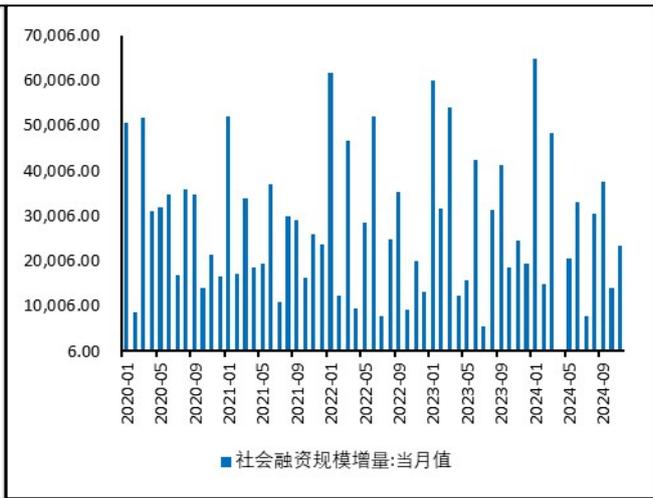
免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。投资者应独立做出投资决策并承担投资风险。本报告中的部分信息来源于第三方供应商或公开资料，请您知晓，虽然我们会采取合理措施对所引用的信息进行审查，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 3: M2 及社融规模存量同比增速 (%)



数据来源: iFind, 上海中期

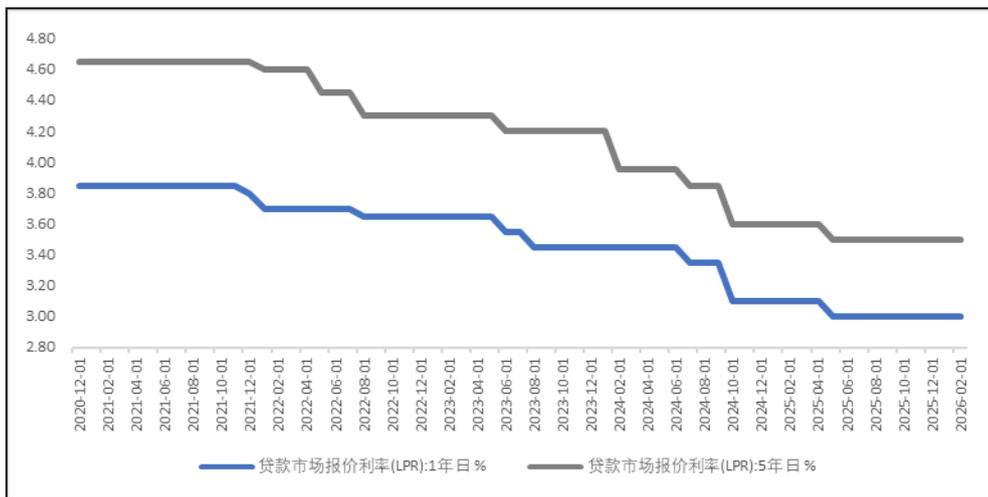
图 4: 社融规模月度增量



数据来源: iFind, 上海中期

货币政策以稳为主，降息空间整体有限。2月10日人民银行公布第四季度货币政策执行报告，报告显示人民银行对全球和国内经济判断总体更加积极，体现为“全球经济展现出一定韧性”、“2026年国内经济新动能持续扩大”、“物价运行出现积极变化”，并删除了前期“稳增长、稳就业、稳预期”的表述。货币政策方面，延续中央经济工作会议的基调，将社会综合融资成本的表述由前期的“推动下降”调整为“促进低位运行”，或表明降息空间整体有限。国债买卖操作方面，预计后续利率市场不出现太大波动的情况下，人行会维持稳定的月度操作。重提“信贷均衡投放”，可能意味着一季度信贷大幅超出去年同期的可能性下降。

图 5: 国内贷款市场报价利率 (LPR)



数据来源: iFind, 上海中期

风险提示: 市场有风险, 投资需谨慎

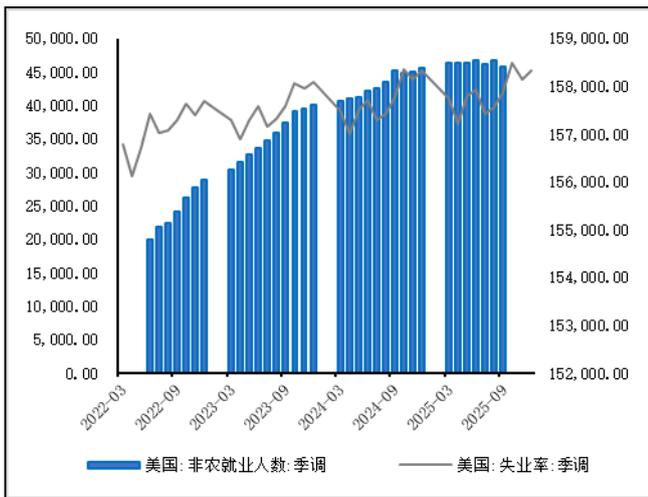
免责声明: 报告观点仅代表作者个人观点, 不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息, 仅供参考, 并不构成投资建议。投资者应独立做出投资决策并承担投资风险。本报告中的部分信息来源于第三方供应商或公开资料, 请您知晓, 虽然我们会采取合理措施对所引用的信息进行审查, 但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性, 可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响, 分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告, 版权均属于上海中期期货股份有限公司, 未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

本月公布的国内经济数据表现分化：1月CPI同比受春节错位影响有所回落，但核心CPI保持温和上涨且环比创近6个月新高；1月PPI环比上涨0.4%，连续四个月上涨，且同比降幅收窄至1.4%。1月社融增量达7.22万亿元，同比多增1662亿元，实现“开门红”，但1月信贷同比少增4200亿元。综合来看，供给端的改善出现边际回暖倾向，金融对实体特别是基建和重大项目的支持力度增强，但居民中长期贷款依然偏弱、企业投资意愿待修复等问题也折射出经济内生动力不足，且目前货币政策基调以稳为主，短期对A股内需板块以及地产链为代表的内需型大宗商品支撑较弱，后续关注重要会议后是否有增量刺激政策。

（二）海外经济数据及货币政策速览

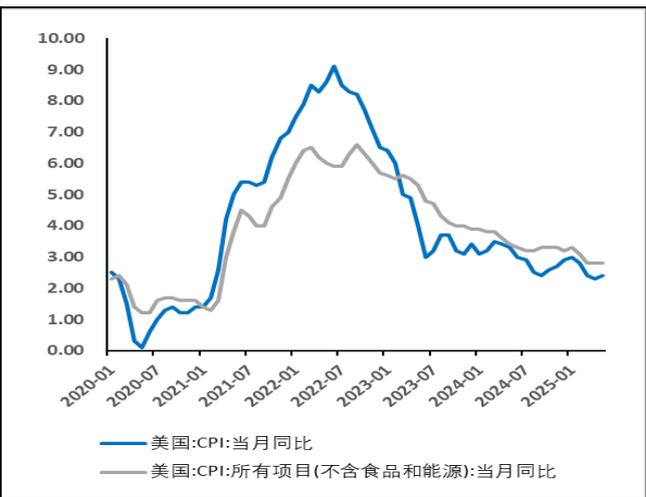
美国1月就业预期企稳，但通胀数据表现偏弱。2月11日，美国1月就业数据发布，非农新增、失业率均好于预期：1月新增非农13万，超出市场预期的5万，但质量存在瑕疵，可信度下降；失业率从4.4%下降到4.3%，是促成就业企稳预期的关键，但后续上行风险仍需关注，就业需求的企稳仍有待确认。1月通胀数据表现偏弱，未季调CPI同比2.4%，低于市场预期且创下近期通胀新低；季调后环比0.2%，同样低于市场预期，核心CPI环比0.3%，持平市场预期。总体CPI回落主要由能源拖累，核心环比仍维持在0.3%，超核心通胀明显偏强，显示服务通胀压力仍在。

图6：美国非农就业人数及失业率



数据来源：iFind，上海中期

图7：美国CPI及核心CPI



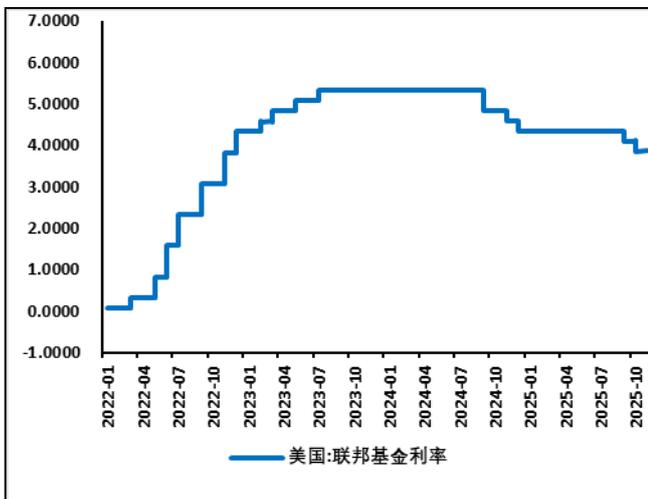
数据来源：iFind，上海中期

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。投资者应独立做出投资决策并承担投资风险。本报告中的部分信息来源于第三方供应商或公开资料，请您知晓，虽然我们会采取合理措施对所引用的信息进行审查，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

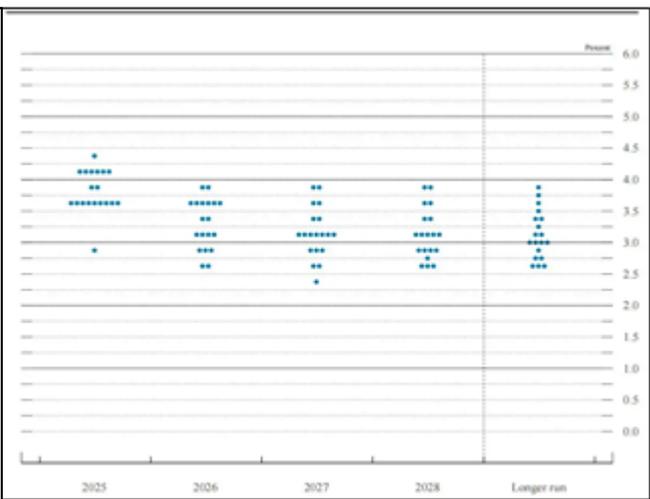
美联储降息预期先降温后再升温，下半年降息空间可能明显打开。本月表现偏强的非农就业数据和偏弱的 CPI 数据先后公布，资产价格资产价格明显受扰动，美联储降息预期先降温后再升温。1 月 CPI 公布后，当前利率期货隐含的 2026 全年降息次数由 2.36 次升至 2.53 次。综合来看，较弱的 CPI 一定程度上打消了较强非农带来的鹰派压力。展望后续，美联储短期内可能仍难以释放明确的宽松信号，资产价格仍将围绕增长韧性与通胀粘性的博弈展开震荡，而政策空间的真正变化节点大概率出现在 5 月主席换届之后，交接后 Warsh 治下联储政策立场若出现边际调整，叠加经济动能在上半年逐步放缓，下半年降息空间可能明显打开。此外需要关注的是，目前市场对美联储丧失独立性的计价可能不足，除降息路径外，美元流动性也是后续关注焦点。

图 8：美国联邦基金利率



数据来源：iFind，上海中期

图 9：美联储 FOMC 点阵图



数据来源：iFind，上海中期

整体来看，本月公布的美国就业数据表现较好，1 月新增非农 13 万，超出市场预期的 5 万，失业率从 4.4% 下降到 4.3%，是促成就业企稳预期的关键。通胀数据表现偏弱，未季调 CPI 同比 2.4%，低于市场预期且创下近期通胀新低；季调后环比 0.2%，同样低于市场预期，核心 CPI 环比 0.3%，持平市场预期。偏强的非农就业数据和偏弱的 CPI 数据先后公布，资产价格资产价格明显受扰动，美联储降息预期先降温后再升温。美联储短期内可能仍难以释放明确的宽松信号，降息预期后置加上美伊、美国关税问题反复导致全球不确定性再度上行，美元、美债、贵金属短期或仍以横盘震荡为主，直到就业数据明确趋势。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

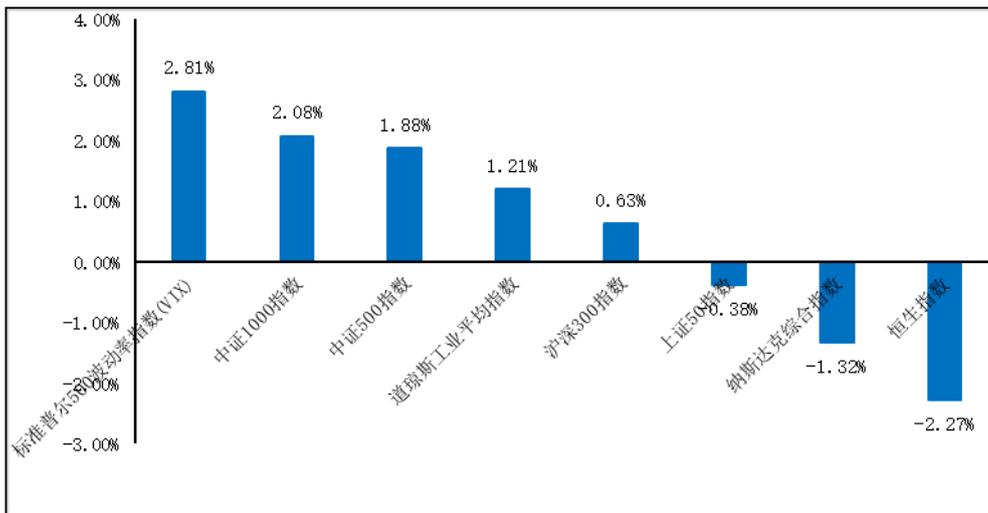
免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。投资者应独立做出投资决策并承担投资风险。本报告中的部分信息来源于第三方供应商或公开资料，请您知晓，虽然我们会采取合理措施对所引用的信息进行审查，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

二、全球金融市场概览

1、股市

1月，伊朗局势变化及美国关税问题反复导致全球不确定性再度上行，避险交易再起，截止2月25日，VIX 恐慌指数月度上行 2.81%。美股主要指数表现分化，道琼斯指数上涨 1.21%，纳斯达克指数下跌 1.32%，短期美股科技主线分歧加大，盈利支撑和估值调整继续博弈，关税引发避险情绪下 VIX 中枢持续抬升，预计波动率仍难以降低，美股或以震荡为主，道琼斯指数可能表现强于纳斯达克。相对于美股，国内在社融“开门红”后内需仍保持平稳运行，虽然经济结构性问题仍待解决，但中国资产因风险评价稳步下降仍然相对占优，叠加两会及特朗普访华维稳预期，短期 A 股指数或以偏强震荡为主。近期港股调整主要受情绪和资金轮动影响，南下资金短期流向 A 股，叠加互联网行业竞争加剧的担忧，短期可能仍然表现偏弱关注政策面变化及后续资金回流信号。

图 10：2 月主要股票指数涨跌幅



数据来源：iFind，上海中期

2、债市

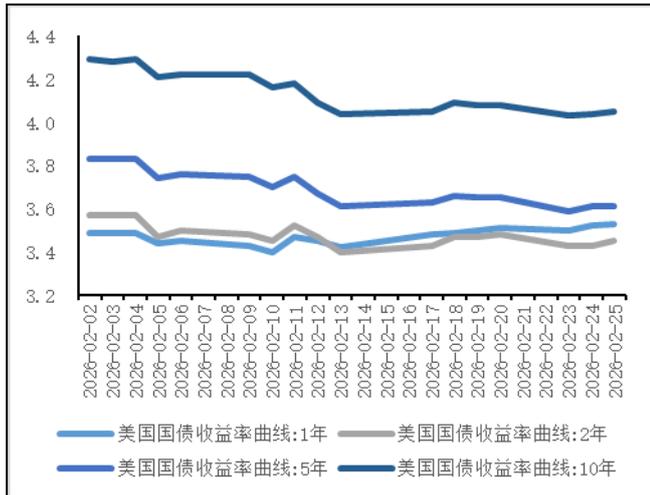
美债方面，2月美债收益率整体呈现收益率下行态势，长端收益率下行幅度大于短端，反映了市场对美国长期财政可持续性的担忧，以及对全球经济增长引擎乏力的判断，短期美债收益率或维持震荡下行态势，其中短端收益率受美联储政策预期影响，可能继续下行，但下行空间有限；长端收益率可能继续受通胀预期降温影响而下行，但需警惕美联储政策立场变化带来的短期波动。中债方面，2月国债收益率以平稳为主，国内央行货币政策执行报告表示下阶段将继续实施好适度宽松的货币政策，灵活高效运用降准降息等多种政

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。投资者应独立做出投资决策并承担投资风险。本报告中的部分信息来源于第三方供应商或公开资料，请您知晓，虽然我们会采取合理措施对所引用的信息进行审查，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

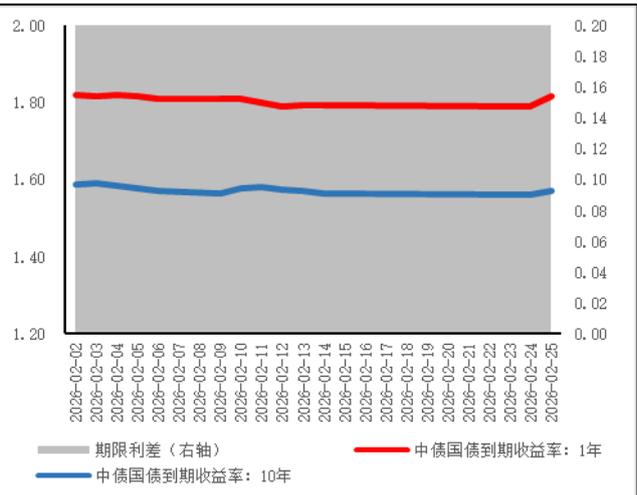
策工具，未来将常态化开展国债买卖操作，保持流动性充裕和社会融资条件相对宽松，不过节后市场风险偏好较强，上海发布“沪七条”，进一步优化调整本市房地产政策，不排除之后其他一线城市也有类似政策，对债市整体有一定利空影响。

图 11：美债收益率 (%)



数据来源：iFind，上海中期

图 12：国内债券期限利差



数据来源：iFind，上海中期

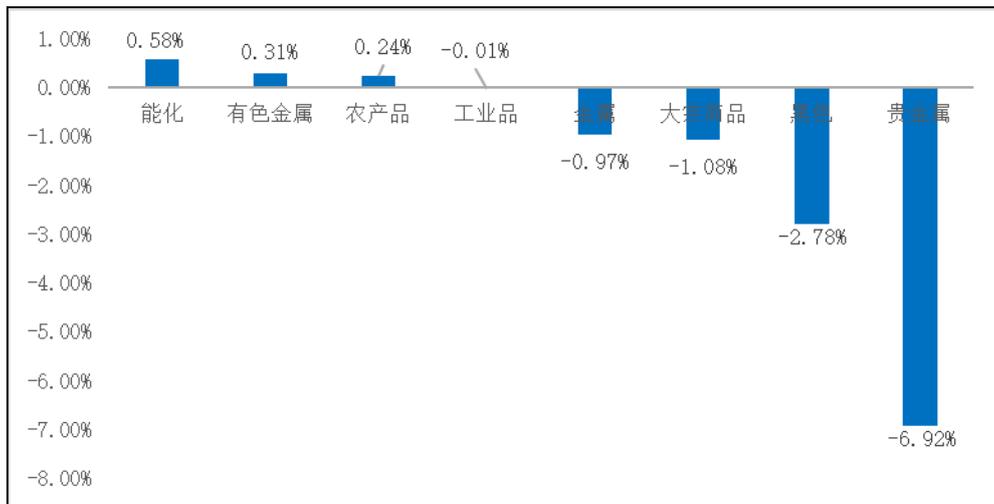
3、大宗商品

2月，大宗商品指数下跌1.08%，具体板块表现分化，能化、有色金属涨幅居前，黑色、贵金属跌幅居前。贵金属方面，黄金月度波动幅度超过20%，成为2月最波动的大类资产之一，原因主要是特朗普提名偏鹰派的沃什出任新任美联储主席，市场对全球流动性紧缩的担忧升温，导致黄金价格暴跌。后续来看，短期地缘博弈与滞胀担忧对贵金属价格形成支撑，但高位区间亦触发部分资金获利了结，预计贵金属整体维持区间宽幅震荡，下方支撑依然稳固。能化方面，原油2月表现偏强，主要是由于伊朗地缘局势反复，目前，伊朗外长阿拉格齐率领伊朗谈判团队当地时间2月26日抵达阿曼驻日内瓦外交代表机构，参与与美国的第三轮间接谈判。此外，市场传言OPEC+或于4月恢复小幅增产，市场对供应过剩的忧虑加深。原油供需结构偏宽松，但近期地缘政治不确定性较大。黑色方面，春节期间国内新房销售数据很差，一线成交面积同比-29.9%，虽然上海发布“沪七条”，进一步优化调整本市房地产政策，但目前地产仍然是经济的重要拖累且预期偏弱，黑色产业链或将延续偏弱趋势。

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。投资者应独立做出投资决策并承担投资风险。本报告中的部分信息来源于第三方供应商或公开资料，请您知晓，虽然我们会采取合理措施对所引用的信息进行审查，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

图 13：2 月主要大宗商品种类价格涨跌幅



数据来源：iFind，上海中期

总结与建议：

国内方面，本月公布的国内经济数据表现分化：1 月 CPI 同比受春节错位影响有所回落，但核心 CPI 保持温和上涨且环比创近 6 个月新高；1 月 PPI 环比上涨 0.4%，连续四个月上涨，且同比降幅收窄至 1.4%。1 月社融增量达 7.22 万亿元，同比多增 1662 亿元，实现“开门红”，但 1 月信贷同比少增 4200 亿元。综合来看，供给端的改善出现边际回暖倾向，金融对实体特别是基建和重大项目的支持力度增强，但居民中长期贷款依然偏弱、企业投资意愿待修复等问题也折射出经济内生动力不足，且目前货币政策基调以稳为主，短期对 A 股内需板块以及地产链为代表的内需型大宗商品支撑较弱，后续关注重要会议后是否有增量刺激政策。

海外方面，本月公布的美国就业数据表现较好，1 月新增非农 13 万，超出市场预期的 5 万，失业率为 4.4% 下降到 4.3%，是促成就业企稳预期的关键。通胀数据表现偏弱，未季调 CPI 同比 2.4%，低于市场预期且创下近期通胀新低；季调后环比 0.2%，同样低于市场预期，核心 CPI 环比 0.3%，持平市场预期。偏强的非农就业数据和偏弱的 CPI 数据先后公布，资产价格明显受扰动，美联储降息预期先降温后再升温。美联储短期内可能仍难以释放明确的宽松信号，降息预期后置加上美伊、美国关税问题反复导致全球不确定性再度上行，美元、美债、贵金属短期或仍以震荡为主，直到就业数据明确趋势。

各类资产配置建议：

债类：美债 > 国债；

权益类：A 股 > 美股 > 港股；

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。投资者应独立做出投资决策并承担投资风险。本报告中的部分信息来源于第三方供应商或公开资料，请您知晓，虽然我们会采取合理措施对所引用的信息进行审查，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。

商品类：化工>贵金属>黑色。

(正文结束)

风险提示：市场有风险，投资需谨慎

免责声明：报告观点仅代表作者个人观点，不代表公司意见。本报告观点及刊载之所有信息，仅供参考，并不构成投资建议。投资者应独立做出投资决策并承担投资风险。本报告中的部分信息来源于第三方供应商或公开资料，请您知晓，虽然我们会采取合理措施对所引用的信息进行审查，但我们不对其准确性、完整性、及时性、有效性和适用性等作任何的陈述和保证。研究分析意见受限于信息获取、方法局限及市场不确定性，可能存在偏差且无法涵盖所有风险。市场受政策、经济、国际事件等不可控因素影响，分析意见不承诺未来表现。上海中期期货研究所的所有研究报告，版权均属于上海中期期货股份有限公司，未经本公司授权不得转载、摘编或利用其它方式使用。