



冠通期货  
Guantong Futures

慎初笃行 冠通 逐鹿得人则通

# 冠通期货-宏观2026年报

## --美国中期选举，中国十五五开局



研究咨询部： 王 静

执业资格证号： F0235424/Z0000771



报告时间： 2025年12月29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](http://www.gtfutures.com.cn)

## 核心观点

回顾2025年，全球经济在动荡中前行，海外特朗普上任，关税贸易大棒震惊全球，美联储重启降息催生出流动性牛市；国内，信心的重塑驱动中国资产之重估，反内卷点燃新一轮供给侧改革，共同构成了影响全球经济走向的两大主线。当下，国际上特朗普交易的余威犹存，但其边际影响逐步减弱，市场关注点逐步转向美国财政的可持续性与中期选举后政策路径的再校准。国内的宏观政策持续发力，以中央加杠杆为核心，托底经济、化解风险，并在“十五五”开局之年，将绿色转型与产业升级作为推动高质量发展的核心抓手。

展望2026年，全球政治周期与科技周期的共振料将支撑风险资产，能源转型与AI投资两大浪潮则将重塑大宗商品格局。

美国视角，中期选举成为扰动政策预期的关键变量。两党博弈加剧，财政扩张虽延续但边际收敛，政府债务问题再度引发市场担忧。经济“外强中干”的特征进一步凸显，居民超额储蓄耗尽，消费韧性更多依赖财富效应支撑，而美股在估值高企与盈利放缓的双重夹击下波动加剧，2025年多次出现大幅回调，预示“特朗普交易”逐步退潮。通胀虽有所缓和，但结构性因素使其仍具粘性，美联储在“防衰退”与“控通胀”之间继续走钢丝。财政与货币的双宽政策路径之下，美国经济大概走向复苏，政治诉求下超预期的货币宽松，叠加贸易地缘冲突所造成的供给冲击，甚至可能将美国经济推向阶段性过热。

中国视角，2026年是中国“十五五”规划的开局之年，国内宏观经济预计在弱复苏中寻求质的提升，经济增长将围绕“质的有效提升与量的合理增长”展开，权威机构预测GDP增速小幅放缓，动力更多转向内需驱动，但地产拖累、外部贸易保护主义回潮等挑战仍存，经济在“破立之间”构筑复苏基础。通胀方面，物价整体偏弱运行，但反内卷政策与需求改善有望推动CPI温和回升，PPI跌幅收窄并可能在下半年转正，成为追踪经济复苏的关键指标，其转正或催生新一轮库存周期。财政政策将延续积极扩张，以中央加杠杆为核心，前置发力支持内需，重点化解地方债务风险，并通过“补贴+扩围+协同”组合拳提振消费，赤字率预计维持高位；货币政策则保持适度宽松，通过降准降息等工具维持流动性充裕，配合财政扩张，重点平衡防风险与促物价回升。关键逻辑在于反内卷主题贯穿全年，通过法治化、市场化手段整治产能过剩，叠加能源转型与AI投资浪潮，重塑大宗商品格局，推动结构性牛市。整体上，政策定力与改革决心支撑经济中长期高质量发展，但需警惕外部贸易摩擦、内部需求不足等风险。

历史从不重复，但时常押韵。

在全球化退潮与产业重构的大时代中，谁能率先打破旧有路径依赖，谁就能在下一轮周期中掌握主动。

# 2026年宏观视角——共同迎接全球性的财政扩张与货币宽松共振

	美国	中国	欧德	日本	关键指标
增长	复苏 甚至过热	弱复苏	复苏	滞胀	OECD领先指数 PMI、就业、花旗经济意外指数等
通胀	韧性难抑	期待 再通胀	回落 仍不低	高企 恐更高	CPI&PPI 通胀预期 商品价格
政策	财政扩张 货币过度宽松	财政扩张 货币适度宽松	财政扩张 货币难紧	财政扩张 货币短紧长松	利率、债务、赤字 央行资产负债表
资产	美股延续强势 美元震荡承压 美债曲线牛陡	股市颇具韧性 人民币稳韧走升 商品受益债券震荡	股市易涨难跌 欧元料将强势 国债收益率抬升	股市波动加剧 日元难升易贬 国债收益率走高	股指、汇率、国债收益率、商品价格等



## 核心观点-资产配置

资产价格在能源转型与AI浪潮下的背景下，于中美联袂双宽的政策驱动中波动前行。

权益资产延续乐观。美股在流动性宽松与企业盈利稳健支撑下可能再创新高，科技股特别是AI产业链受益于投资浪潮，但需警惕关税政策扰动与高估值泡沫风险；A股围绕“十五五”规划展开结构性行情，先进制造、绿色科技与金融强国建设相关板块占优，风格或随PPI转正在下半年切换至周期板块。

债市面临复杂环境。美债收益率曲线趋向陡峭化，短端利率受降息预期压制明显下行，但长端利率受通胀预期与巨额发债规模支撑保持相对坚挺；中债利率在货币政策宽松周期内仍有下行空间，但需密切关注下半年PPI转正可能引发的风格切换风险，叠加债券的供给压力与银行的净息差掣肘，利率下行空间有限。

大国博弈之下，美元信用之弱化令黄金仍受人青睐。在美联储开启降息周期、美元贬值压力上升以及地缘冲突持续的多重利好下，黄金的配置价值凸显，有望再破前高并开启新一轮行情。

汇率市场涛声依旧。美元因“双赤字”扩大与利差优势收窄而承压，预计呈现温和贬值态势；人民币汇率在经济复苏、结汇需求与政策托底支持下企稳，美元兑人民币预计稳健走升，中美息差收窄提供进一步支撑，但需要警惕央行可能在汇率超调后的干预。

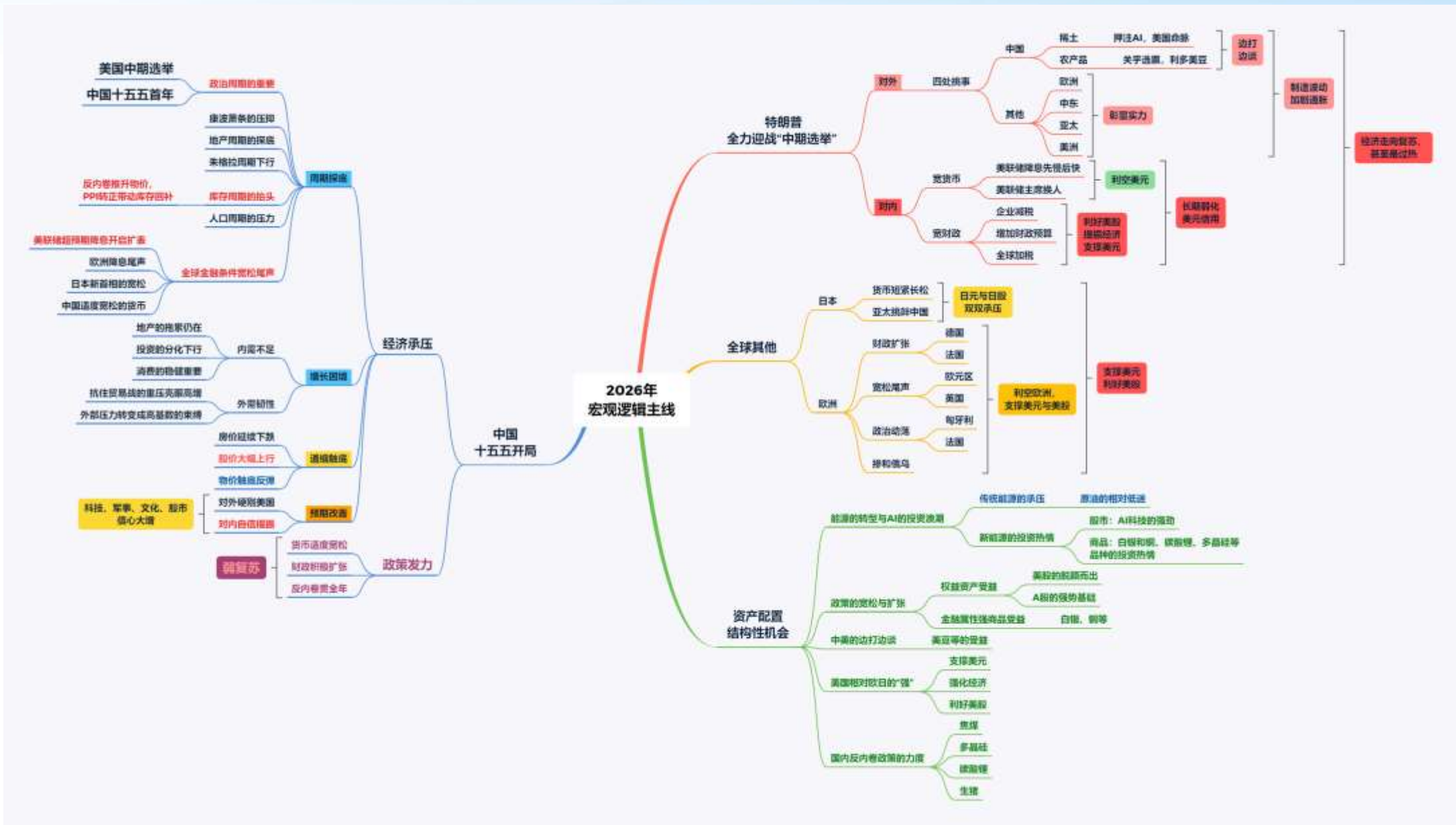
需要警惕的风险在于“政策失灵”与“预期落空”——若美国的货币宽松或中国经济修复不及预期，可能引发增长“硬着陆”与盈利预测下修；更顽固的通胀或迫使利率维持高位，冲击国债定价与风险资产估值；超预期的流动性收紧叠加经济增长的“硬着陆”，则会给处于历史高位的资产双击，导致高处不胜寒的金银、美股等资产价格出现快速下挫；最后，地缘冲突的泛化与加剧也将给全球风险资产蒙上阴影。

# 2026年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	/	+	+	/	+	+	+	结构性	+	/
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	+++	+++	+++	+++	+++	+++	+++	++	-	++

重点推荐：整体看好权益资产与商品，反内卷+能源转型双重受益的铜、银、新能源品种更优。

2026年宏观：美国中期选举，中国十五五开局





## 核心观点-大宗商品震荡分化下的结构性牛市

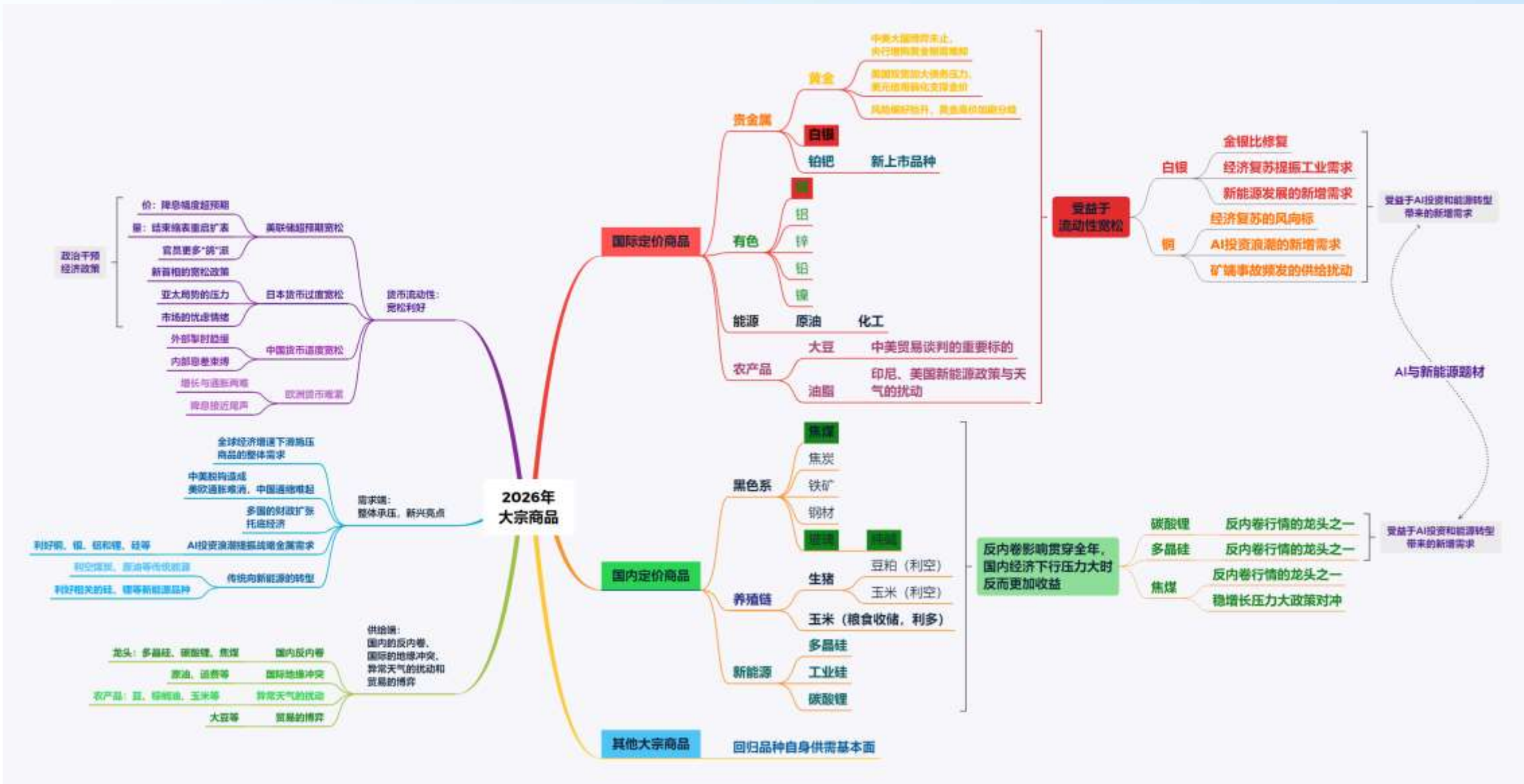
2026年，大宗商品料将在震荡分化中酝酿出结构性牛市。

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行情之中，起因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，以及为应对商品牛市所造成的通胀而采取的货币紧缩。值得注意的是，本轮大宗商品价格的回落，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，原油等能化品种的震荡承压，以及煤炭、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。

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，推动了所有商品的普涨快涨。

2026年，全球主要经济体的货币宽松，为商品的上行奠定流动性基础，经济下行与贸易摩擦施压需求，但在AI投资浪潮与能源转型中提振部分领域需求，而反内卷则在供给端压缩产能，继而催生出结构性的商品牛市，并呈现出震荡分化的特征。以原油为首传统能源在供需紧平衡与地缘冲突下保持价格韧性；铜与银、锂等战略金属则在绿色转型与AI算力中心建设的双重驱动下需求强劲，反内卷的交易料将贯穿全年，而价值洼地的农产品，则在气候异常与贸易博弈中波动加剧。

2026年大宗商品震荡分化下的结构性牛市







# 我们正处在百年未有之大变局 2025年内市场回顾

## PEST宏观环境分析—

# 百年大变局之下，战国时代到来，特朗普反复无常，中美多维度博弈

### 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，再到伊以战争，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

#### 复苏分化

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

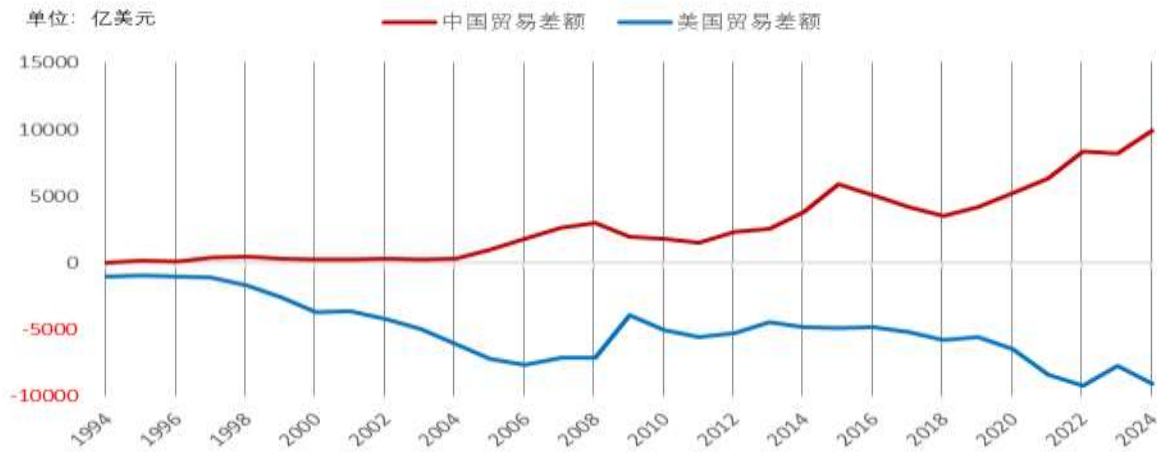
#### AI投资浪潮与泡沫化

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。

## 全球政经格局日益从全球化走向多极化

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。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,资本市场剧烈波动。面对第四次工业革命的来临,步入G0世界,走向战国时代的全球,充满了动荡与不确定性,改变着人民的生活方式和投资交易的传统范式,AI与能源转型成为重要的主题。

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

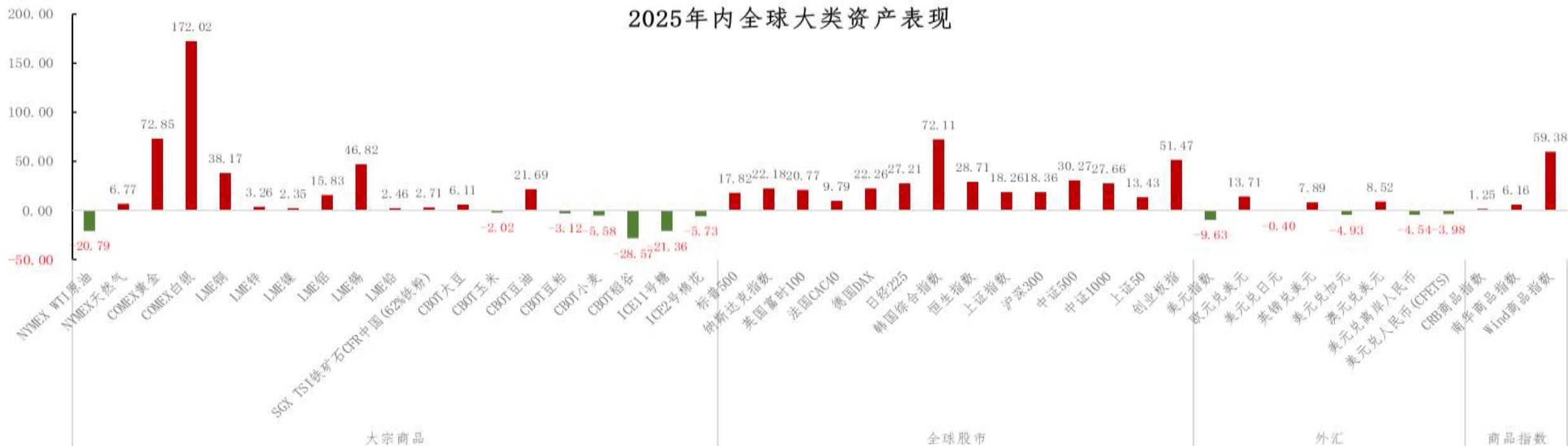




## 2025年内全球大类资产表现：权益强商分化，亚太抢眼，银价飙涨，美元大挫

2025年，全球降息周期遭遇特朗普关税冲击，大类资产表现震荡分化，呈现出典型的权益强商分化的风格特征。

- 权益资产：全球股市悉数收涨，亚太股市涨幅居前，美股屡创新高A股十年新高，成长风格表现更优，科技主题突出亮眼；
- 全球汇市：降息预期叠加美国信用的弱化，美元指数大幅走低，推升非美货币全线走强，欧元涨幅居前；
- 大宗商品：CRB商品指数小幅收涨，但大宗内部分化严重，整体呈现出农弱工强的风格特征，贵金属延续强势金银飙升领涨商品，有色金属多数上扬，油价表现疲弱拖累能化板块；农产品多数收跌，但豆油涨超20%表现抢眼。

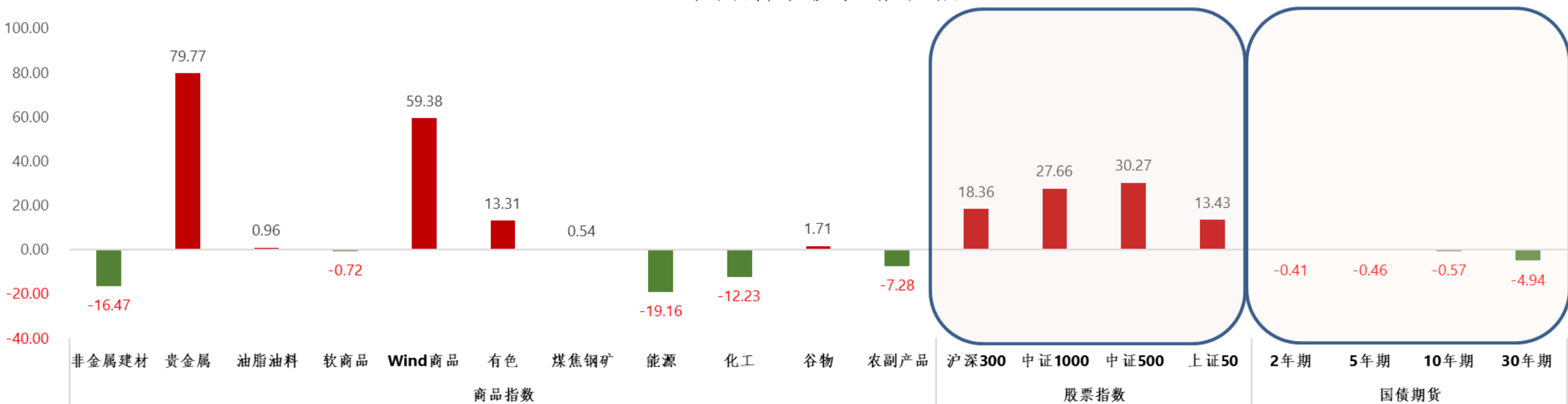


数据来源：Wind 冠通研究 数据统计截至2025年12月26日

## 2025年内国内期货：股强债弱，商品分化，贵金属一枝独秀

2025年内，从国内期货市场各大板块的表现来看，主要股指全线大幅收涨，成长型更强；国债期货悉数收跌长债最弱；商品大类板块的收益表现来看，wind商品指数大涨接近60%，不同板块间分化明显，贵金属板块大涨逼近80%夺冠，有色板块涨幅紧随其后，油脂油料与谷物板块联袂小涨，煤焦钢矿板块先抑后扬勉强收涨，其他板块则悉数收跌。地产拖累下的弱现实与反内卷驱动的强预期相互交织之下，黑色系弱势震荡，非金属建材板块更是跌幅超过-16%；油价的大跌拖累能源与化工板块，能源板块跌幅接近-20%，化工板块跌幅超过-10%；与此同时，软商品与农副产品板块双双收跌。

2025年内期市板块涨跌幅



数据来源：Wind 冠通研究 数据统计截至2025年12月26日



# 2025年内大宗商品的震荡反复：关税冲击、降息交易与反内卷主导

本轮大宗商品行情复盘







# 全球经济韧性承压通胀分化， 财政扩张叠加货币宽松给与支撑

## 全球经济复苏之路遭遇关贸冲击而承压

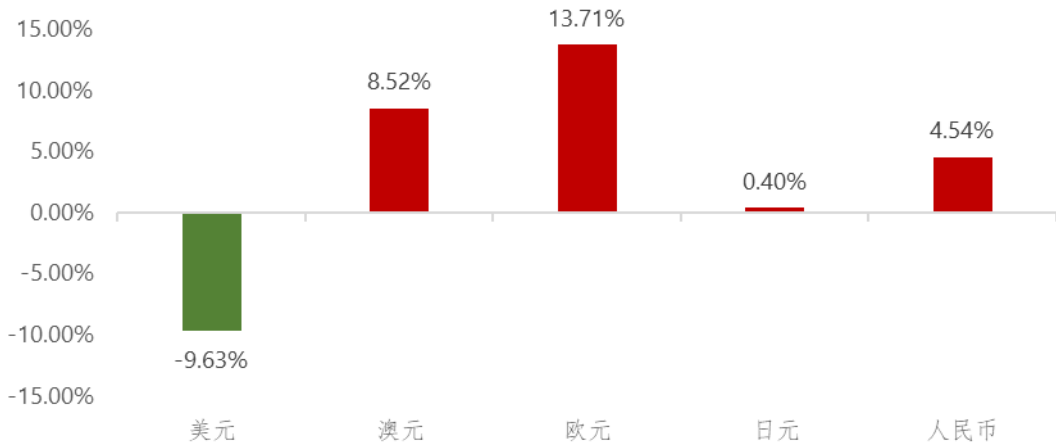
2025年，世界在动荡中，正式进入特朗普2.0时代，全球经济的复苏遭受关贸冲击而承压。

美国特朗普上台，对外关税贸易战开打，对等关税重创全球，更搅动美国资本市场；对内整顿清算驱赶移民，加剧两党斗争，引发多地游行动乱；同时，推动大漂亮法案，扩张财政给“富人”减税为“资本”松绑，提振美股却动摇着美国的信用根基，美债遭到穆迪下调信用评级，美元年内大幅下挫，美债利率震荡走低。中国，对美博弈“针锋相对”奉陪到底，DeepSeek震撼问世，科技军事展示实力，提振信心股市走牛；消费稳健投资降速出口的韧性超预期，经济在弱复苏中转型；货币适度宽松之下，财政扩张中央加杠杆，反内卷剑指通缩兼顾市场，十五五规划为今后的发展勾画蓝图。德国，新总理默茨上任，重启德国财政扩张之路，一度引发市场关注，但俄乌的泥潭和政治的撕裂仍旧拖累经济；日本，首相的变动与政治的妥协，将国家拖入右翼泥潭，极端言论引发市场的恐慌，地缘紧张加剧，资产遭到抛售，日元重挫日债收益率飙涨，难以自主的货币难紧易松，继而带来通胀的高企难抑。

国家或地区	中国	美国	德国	日本
GDP实际增长率(%)	4.80	2.02	0.19	1.08
GDP占世界总量比重:按购买力平价计算(%)	19.63	14.65	2.95	3.23
货物和服务出口实际增长率(%)	10.21	1.11	-0.24	2.93
投资占GDP比重(%)	38.81	21.42	21.27	26.49
国民总储蓄率(%)	42.12	17.27	26.69	30.39
CPI同比(%)	0.01	2.72	2.11	3.29
GDP平减指数	115.69	128.48	123.03	112.38
经常项目差额(万亿美元)	0.64	-1.22	0.27	0.17
经常项目差额占GDP比重(%)	3.30	-3.99	5.42	3.90
失业率(%)	5.10	4.18	3.67	2.57
政府支出占GDP比重(%)	33.65	37.78	50.45	38.64
政府收入占GDP比重(%)	25.08	30.42	47.92	37.38
政府赤字/盈余占GDP比重(%)	-8.57	-7.36	-2.52	-1.26
政府总债务占GDP比重(%)	96.26	125.05	64.42	229.57

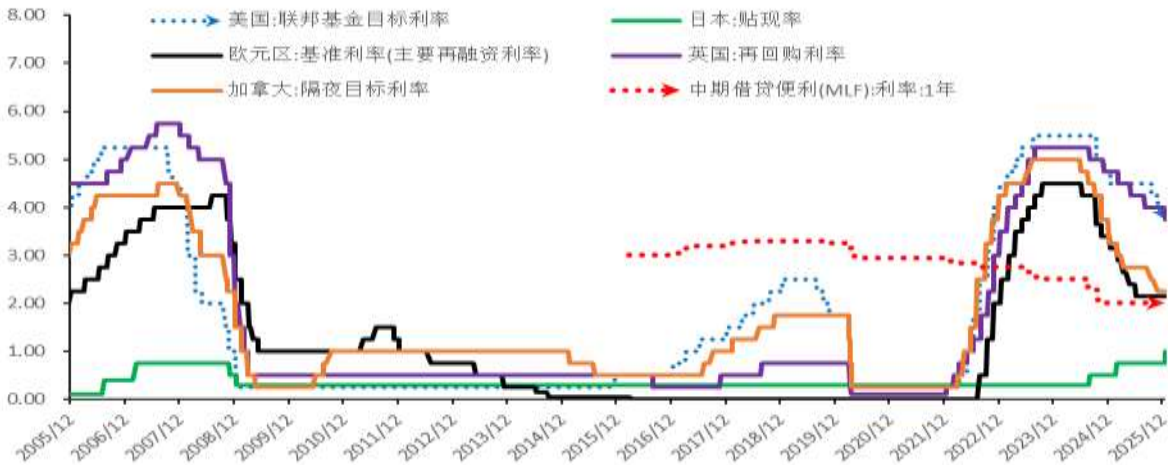
## 2025年全球央行货币政策错位, 美元大跌之下非美货币普遍大涨

2025年内全球主要货币涨跌幅

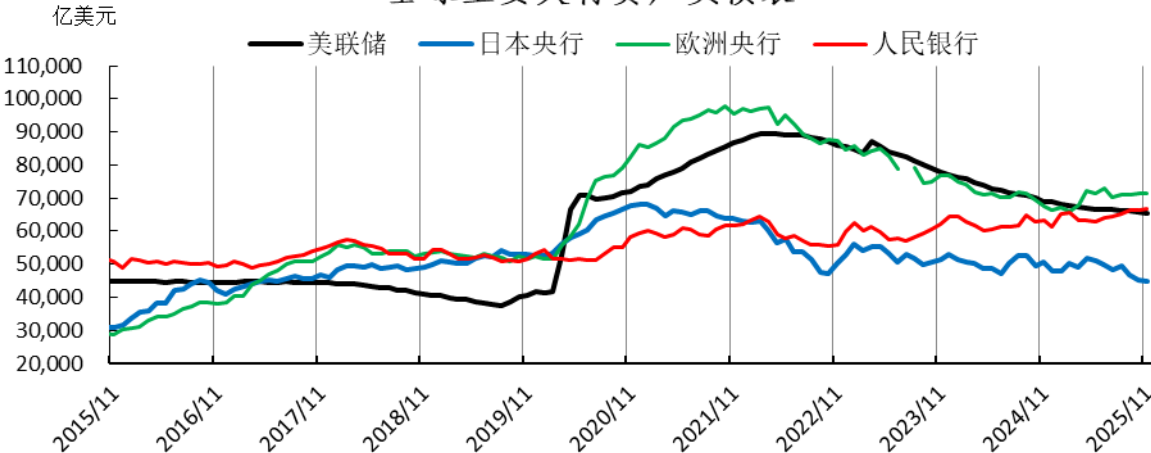


2025年内, 美元指数先抑后扬, 经历了显著下跌, 创下自1973年以来同期的最差表现, 其核心逻辑在于全球主要央行货币政策的显著错位。市场预期美联储为应对国内经济增长放缓与债务风险, 将开启比预期更早、更快的降息周期。与此同时, 欧元区等主要经济体在自身经济呈现韧性之际, 其央行的降息步伐则相对谨慎甚至滞后。这种“美松欧紧”或“美快欧慢”的货币政策节奏差, 直接导致美元与欧元等主要货币的利差迅速收窄, 削弱了美元资产的息差优势。国际资本因此从美元资产流出, 重新配置到收益率相对更高或更稳定的非美资产, 这种跨境资本流动方向的逆转, 构成了打压美元指数的直接力量。

全球主要经济体基准利率水平%



全球主要央行资产负债表

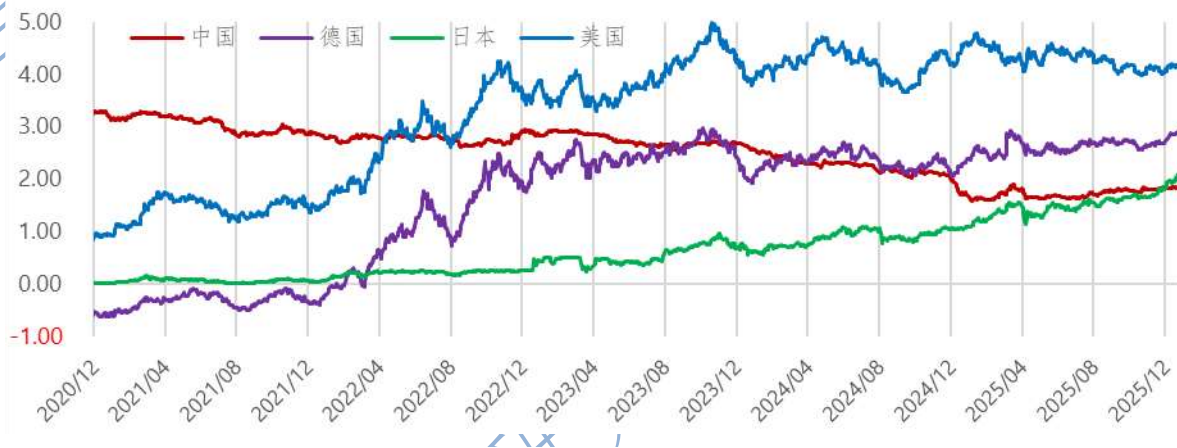




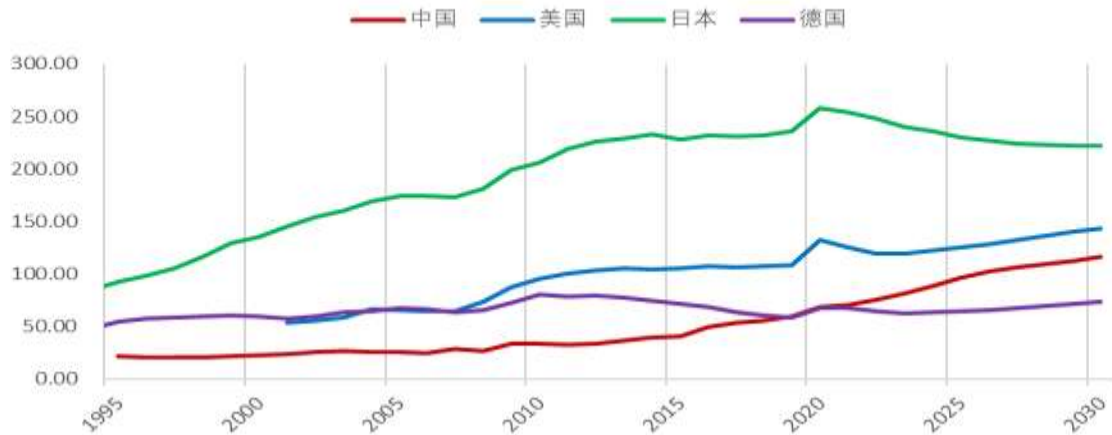
## 全球财政空间日渐逼仄, 2026年中美料将联袂财政扩张

近年来, 全球财政版图在持续宽松的基调下阴云密布。展望2026年, 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。

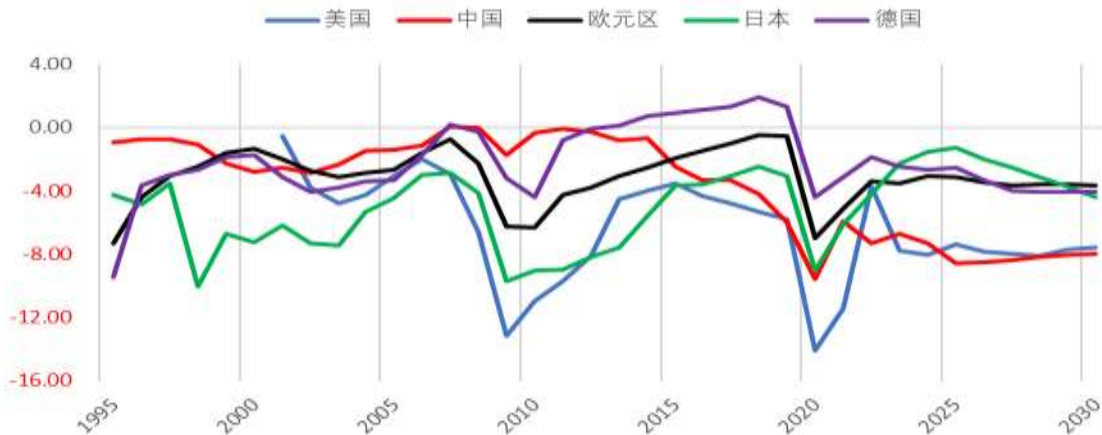
中美日德的十年期国债收益率%



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%



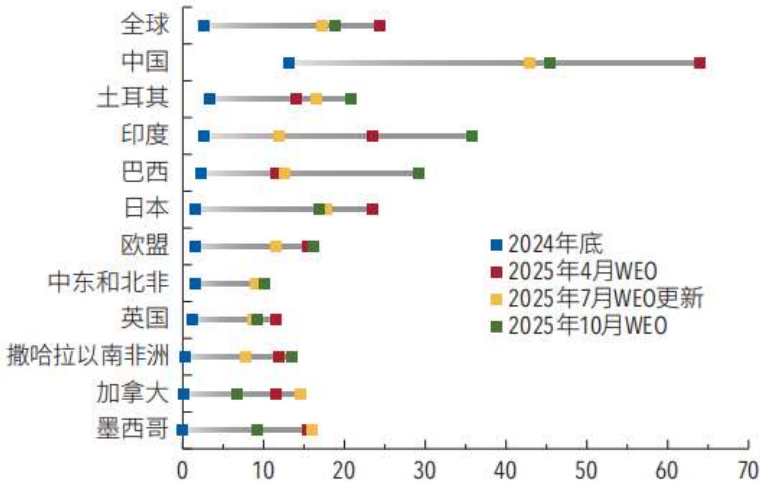
## 2026年，全球经济在贸易割裂与政策不确定性的阴霾下步履维艰

根据10月IMF的《世界经济展望报告》，展望2026年，全球经济在贸易割裂与政策不确定性的阴霾下步履维艰，增长前景趋于黯淡，预计增速将从2024年的3.3%逐步放缓至2025年的3.2%与2026年的3.1%；与此同时，全球通胀虽有望从2025年的4.2%回落至2026年的3.7%，但各国分化显著——美国在关税传导、劳动力供给约束及财政宽松的叠加影响下，通胀依然顽固且高于目标水平，迫使货币政策在抑制通胀与支撑经济间艰难权衡，预计经济增速将温和放缓至2.1%；反观中国，在内生动力不足、房地产调整持续与外部需求减弱的挑战下，经济增长预计将从2025年的4.8%进一步减速至2026年的4.2%，通胀则保持低位运行；在此背景下，政策应对已成为维系信心的关键，各国亟需通过维护央行独立性、实施可信的中期财政整顿、推动贸易规则现代化并抵制保护主义升级，来巩固宏观稳定并培育长期增长韧性。

预测地区：全球		预测值			实际值				
指标	2026年相较于2025年	2026F	2025F	2024	2023	2022	2021	2020	
GDP:现价(万亿美元)	6.41	123.58	117.17	111.11	106.94	102.40	98.23	86.05	
GDP实际增长率(%)	-0.07	3.09	3.16	3.34	3.51	3.75	6.62	-2.71	
GDP实际增长率(基于市场汇率)(%)	-0.07	2.57	2.64	2.83	2.91	3.34	6.45	-3.02	
货物和服务贸易实际增长率(%)	-1.27	2.29	3.56	—	—	—	—	—	
货物出口实际增长率(%)	-1.70	2.02	3.72	—	—	—	—	—	
货物进口实际增长率(%)	-1.12	2.04	3.16	—	—	—	—	—	
失业率(%)	0.11	25.74	25.63	26.06	26.48	27.42	27.10	26.31	
国民总储蓄率(%)	0.09	26.01	25.92	26.23	26.42	27.80	27.90	26.58	
CPI同比(%)	-0.49	3.71	4.20	5.79	6.74	8.68	4.71	3.34	

数据来源：IMF Wind 冠通研究

美国有效关税税率，按国家列示%





慎初爲行爲冠 逐鹿得人則通

美国经济在复苏与过热之间，  
美联储恐超预期宽松，  
特朗普转向国内，全力备战中期选举



经济在复苏与过热之间，美联储恐超预期宽松，特朗普转向国内，全力备战中期选举

降杠杆

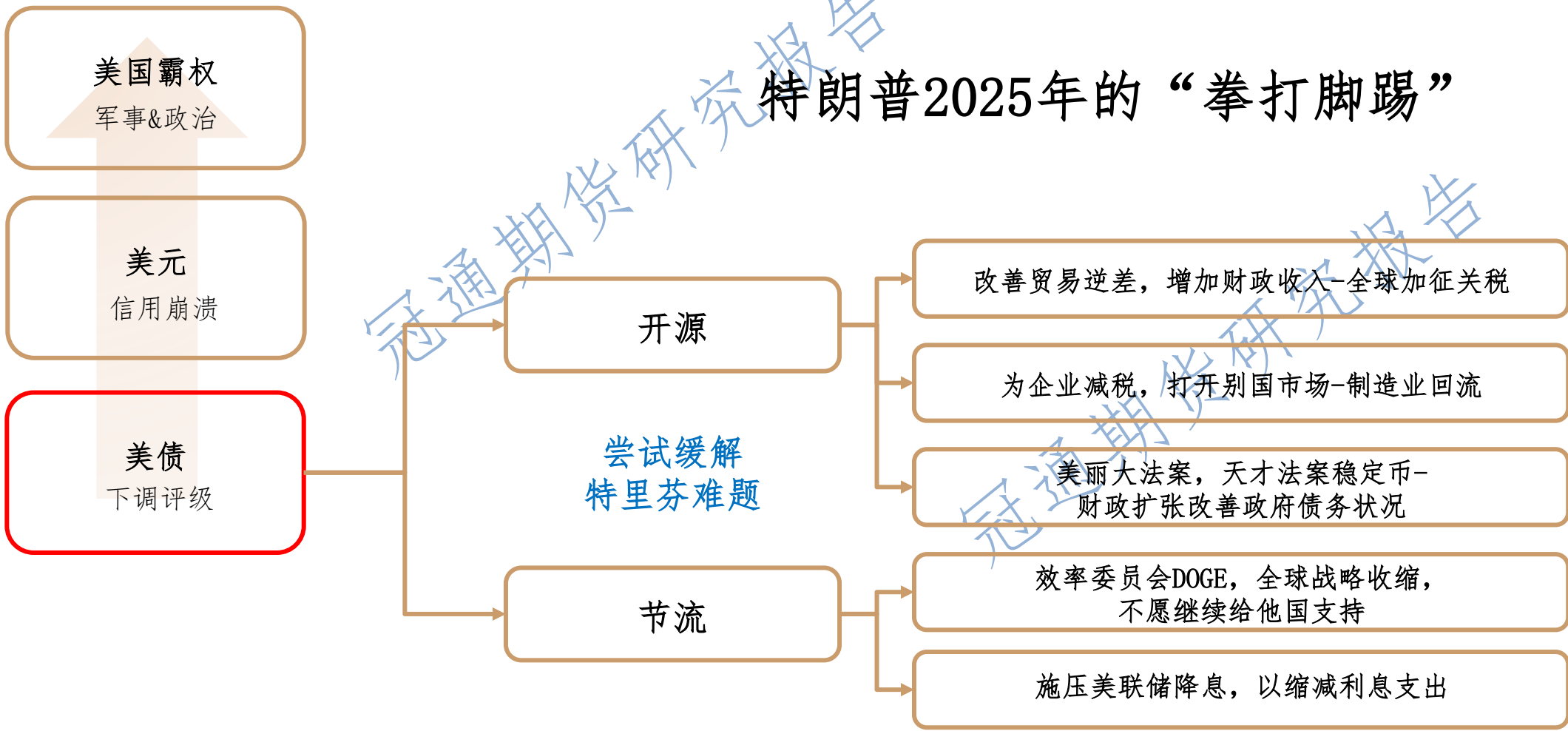
忍通胀

降利率

强增长

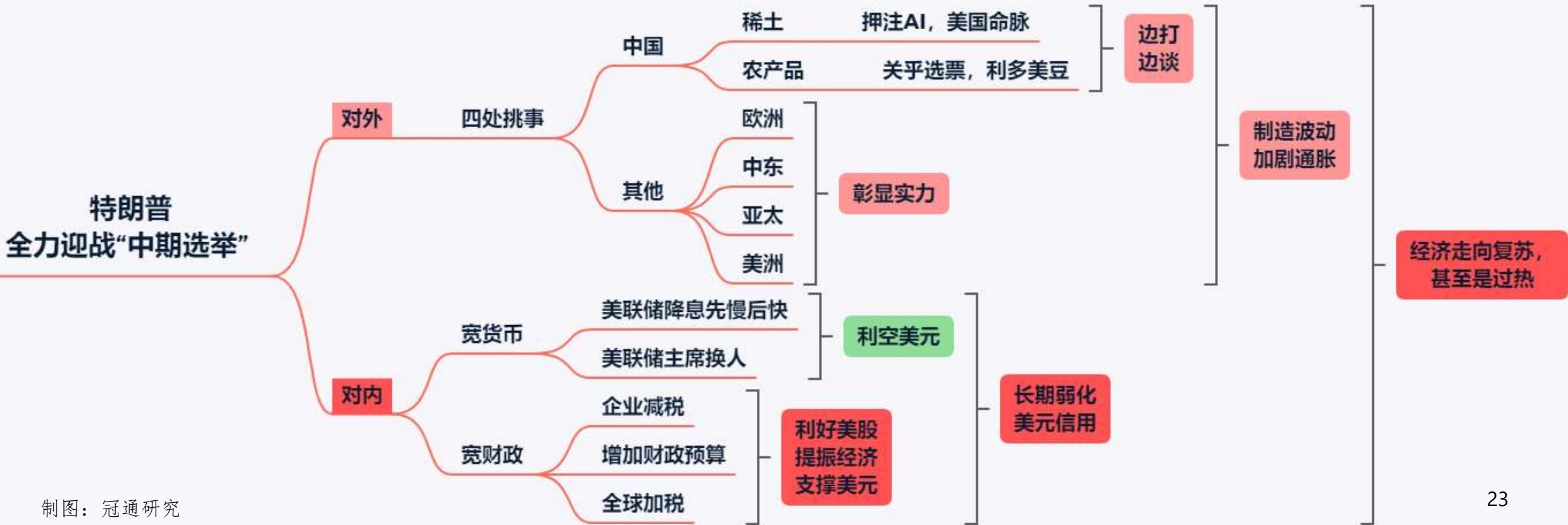


## 特朗普2.0的实质



## 2026年，特朗普将“转向国内”，全力备战中期选举

回顾2025年，特朗普可谓是全球宏观的最大变量，其施政的典型风格具有“三不特征”——不循常规、不循章法、不宣而战，相对更加表现在对外之博弈；展望2026年，面临着中期选举的压力，特朗普大概率会将工作重心转向国内，全力备战的战略之下，落实大美丽法案的财政扩长，加大干预美联储主席的换选，继而形成财政与货币的双宽政策路径，并在大豆等农产品贸易上与中国达成协议，以争取更多选票，确保后期执政的效率。





## 2026年美国中期选举的重要时间线

时间	阶段	主要内容与市场影响
2025年底 - 2026年初	选前预热期	两党初选开始，候选人确定。政策辩论升温，特朗普可能开始抛出政策议题（如关税、税收）来设定议程。
2026年5月 - 8月	初选高峰期	各州举行初选，确定两党最终候选人。极端候选人的胜出可能引发市场对政治极化加剧的担忧。
2026年9月 - 10月	竞选白热化期	最关键的 policy 窗口期。特朗普与共和党为拉升选情，极有可能在此阶段： 1. 推出或承诺新的财政刺激方案——宽财政。 2. 激化贸易冲突，以转移矛盾、拉拢特定选民。 3. 持续施压美联储维持或加大降息力度——宽货币，市场波动性通常会上升。
2026年11月3日 (11月第一个星期二)	选举日	投票日。当晚各州计票结果将陆续出炉，决定参众两院控制权归属，结果料将直接引发市场剧烈反应。
2026年11月 - 12月	结果确认与过渡期	若结果出现争议，可能进入司法程序。新一届国会成员确定，为明年1月上任做准备，市场将重新定价未来两年的政策预期。
2027年1月3日	新国会就职	新一届国会正式运作，政治格局尘埃落定。

## 2026年特朗普为备战中期选举，形成“双宽”合力

特朗普为备战中期选举的政策主线非常清晰，以《大而美法案》已搭建的财政宽松和贸易保护框架为基础，通过更具选举针对性的财政派现和政治化的宽松货币政策，形成“双宽”合力，力求在2026年11月前营造出一个经济向好、股市强劲、民众获得感强的局面。

政策方向	《大而美法案》的政策基础	中期选举前的可能举措与政治意图
财政政策进一步扩张	该法案已实施了大规模减税（如永久化2017年减税、儿童税收抵免增至\$2200、小费和加班收入免税）和一定的支出削减。这为经济提供了初步刺激，但也显著增加了联邦债务。	1、推出新的减税或补贴措施：可能以“关税分红”等形式，向中低收入选民发放现金（例如传闻中的2000美元支票），直接提升选民实际收入感。 2、维持政府支出：避免因财政紧缩在选举前引发经济下行或民众不满。
贸易与关税政策反复与利用	2025年实施的关税已为政府带来了可观的额外收入（据报道约2250亿美元）。	1、策略性升级关税冲突：以此塑造对华强硬形象，转移国内矛盾，并拉拢“铁锈带”等关键地区的选民。 2、将关税收入“福利化”：承诺将关税收入用于补贴受贸易战影响的农民或向民众发放“分红支票”，将贸易战包装成对普通民众的经济利好。
货币政策施压美联储转向宽松	《大而美法案》带来的财政扩张和潜在的关税通胀，本身就让美联储陷入两难。	全力推动降息：通过任命忠诚的新任美联储主席，在2026年进行超乎经济所需的降息，以支撑美股、缓解财政付息压力，并对冲关税对经济的负面冲击。
能源与监管深化去监管	法案已取消或削减了多项清洁能源补贴（如电动汽车税收优惠），为传统能源行业松绑。	加速推进去监管：在能源、金融等领域进一步简化审批、降低企业合规成本，营造“商业友好”环境，以争取相关产业和传统能源州的支持。
移民与边境政策强化执行	法案中已包含加强边境墙建设资金和收紧移民福利的条款。	高强度执行现有法案：通过扩大拘留和驱逐，展示其在边境安全上的强硬立场，巩固核心支持者阵营。

## 2026年美联储“换帅”

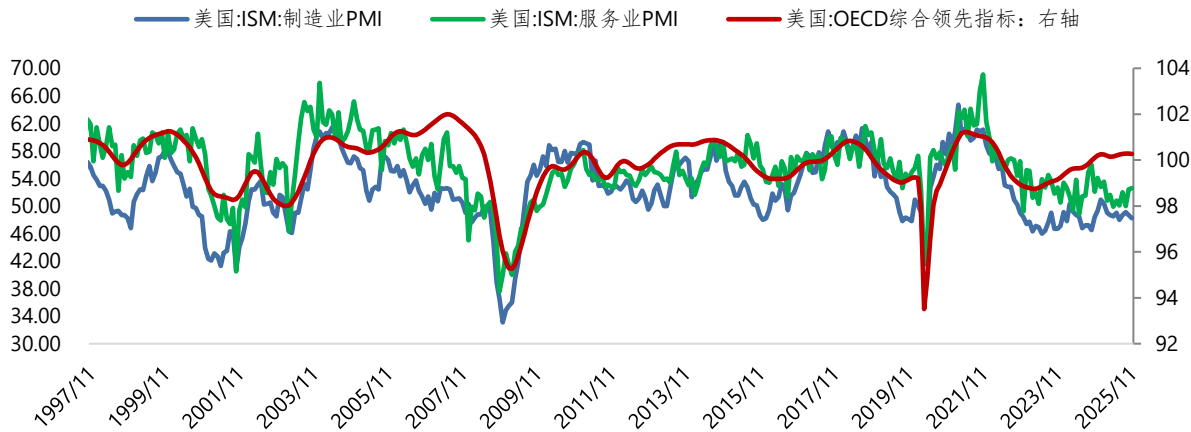
2026年的美国，值得关注的另外一件大事就是美联储主席换人。鲍威尔将于2026年5月任期结束，市场关注下一任美联储主席的人选及其政策主张。截止目前，沃勒、哈赛特和沃什三人是热门候选人，他们整体均偏向鸽派。因此，市场交易的核心焦点从“鸽派”与“鹰派”之争，转向“美联储独立性的削弱程度”。特朗普可能会采取一个“影子美联储主席”的策略。即提前确认并宣布继任者，让新主席人选在鲍威尔正式卸任前就介入和影响美联储的决策，从而削弱鲍威尔的影响力。此外除了“换帅”，还要关注鲍威尔是否留任美联储理事的问题，他选择留任理事至2028年，将在FOMC内部形成制衡，增加新主席管理委员会的难度。

关键候选人	背景与政策主张	当选的“市场含义”
沃勒 (Christopher Waller)	现任美联储理事，在候选人中相对更坚持美联储独立性，支持降息但强调需谨慎，政策重心可能从控制通胀转向预防经济衰退，更关注劳动力市场状况，强调“事前预防”。	市场可能认为美联储政策仍取决于经济基本面；在所有候选人中，凯文·沃什的行动最为高调。他近期在《华尔街日报》发表署名文章，题为《美联储崩溃的领导力》，一方面尖锐批评鲍威尔任内的政策，另一方面也全面阐述了自己的政策理念，被外界视为一份公开的“职位自荐书”
哈塞特 (Kevin Hassett)	现任国家经济委员会主任，与特朗普政策立场高度一致，倾向于采取更激进的降息路径，开启宽松周期，目标是实现经济“不着陆”而非“软着陆”。	市场可能交易“美联储独立性丧失”主题，预期降息空间更大，或利好美股和黄金，美债收益率和美元指数可能承压
沃什 (Kevin Warsh)	前美联储理事，主张对美联储进行彻底改革，认为货币政策需配合财政政策，认为通胀是选择问题，批评鲍威尔政策；主张更激进的降息，并大幅缩减美联储资产负债表；看好人工智能(AI)将成为强大的反通胀力量。	市场可能交易“美联储独立性丧失”主题，预期降息空间更大，或利好美股和黄金，美债收益率和美元指数可能承压

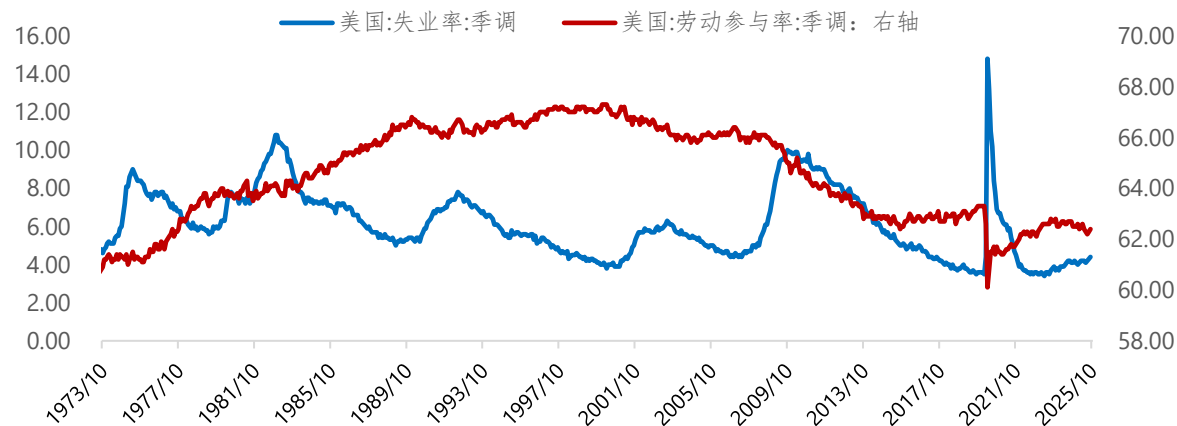


## 美国经济：繁荣中存隐忧，服务与制造业景气度分化，就业不崩、通胀韧性，消费者信心不断探底

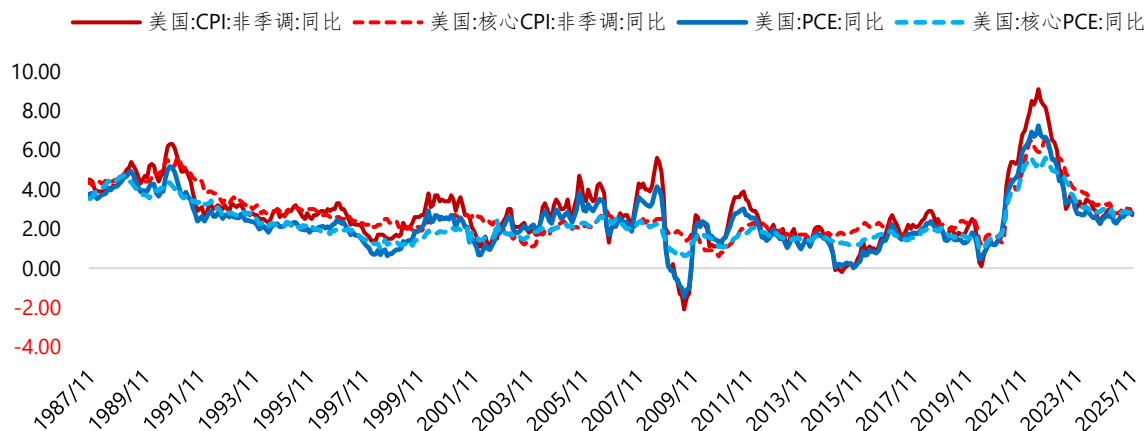
美国经济景气度强韧回升



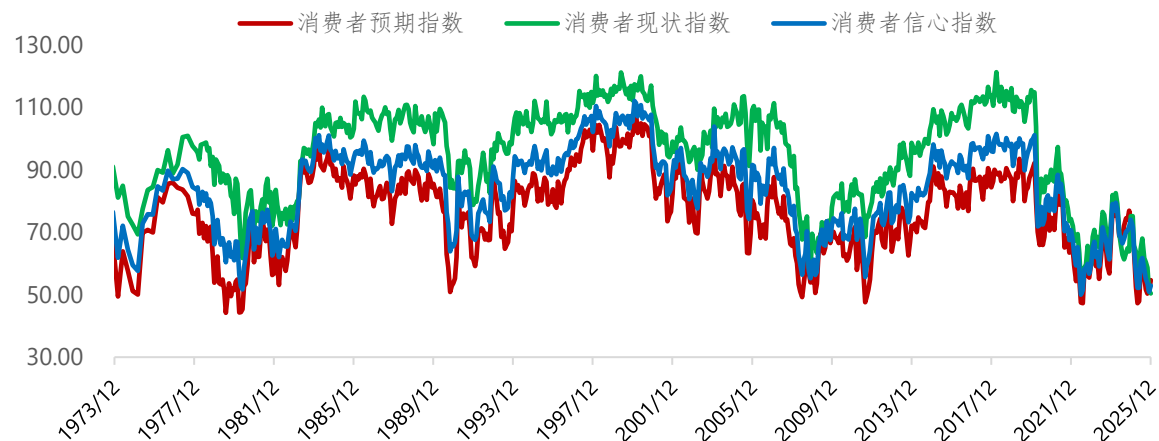
美国的失业率与劳动参与率



美国通胀水平韧性难抑



美国密歇根大学消费者信心指数



## 美国视角下的2026年资产配置：权益受益，商品分化，关注白银、铜和大豆

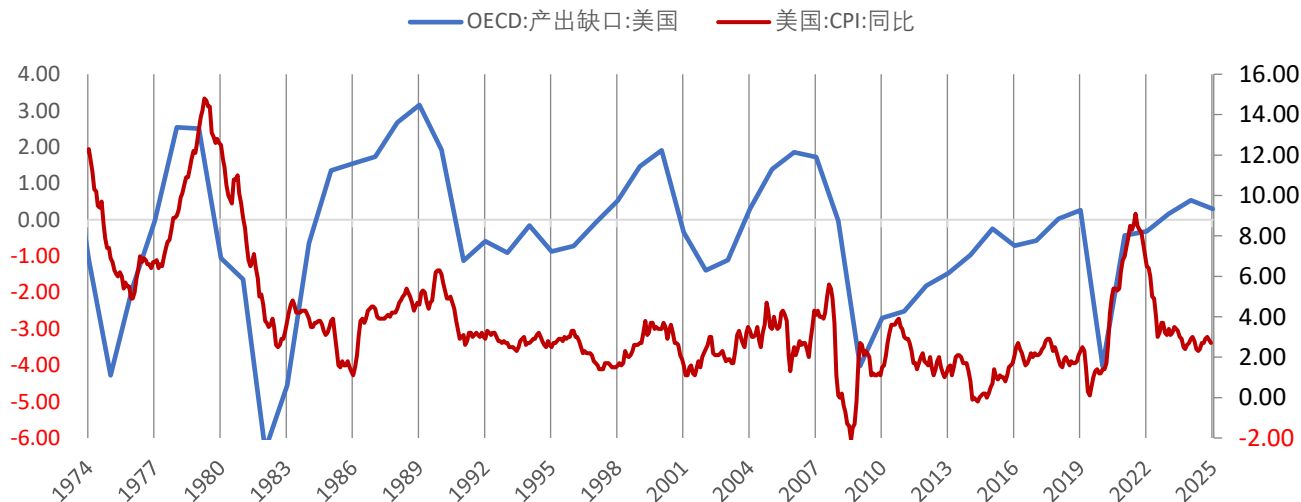
2026年，全球政治周期与科技周期的共振料将支撑风险资产，能源转型与AI投资两大浪潮则将重塑产业格局。

美国视角，中期选举成为扰动政策预期的关键变量。两党博弈加剧，财政扩张虽延续但边际收敛，政府债务问题再度引发市场担忧。经济“外强中干”的特征进一步凸显，居民超额储蓄耗尽，消费韧性更多依赖财富效应支撑，而美股在估值高企与盈利放缓的双重夹击下波动加剧，2025年多次出现大幅回调，预示“特朗普交易”逐步退潮。通胀虽有所缓和，但结构性因素使其仍具粘性，美联储在“防衰退”与“控通胀”之间继续走钢丝。财政与货币的双宽政策路径之下，美国经济大概走向复苏，政治诉求下超预期的货币宽松，叠加贸易地缘冲突所造成的供给冲击，甚至可能将美国经济推向阶段性过热。

对于大类资产而言：

- 美元承压小贬，美债收益率近弱远强，期限结构陡峭化；
- 盈利改善+估值提升共同支撑着美股的强劲；
- 大国博弈之下，美元信用之弱化令黄金仍受人青睐；
- 大宗商品则震荡分化，重点关注货币、供给与需求共振利好之品种的结构性牛市行情，诸如白银、铜等，以及“政治博弈”之标的大豆。

美林时钟：美国





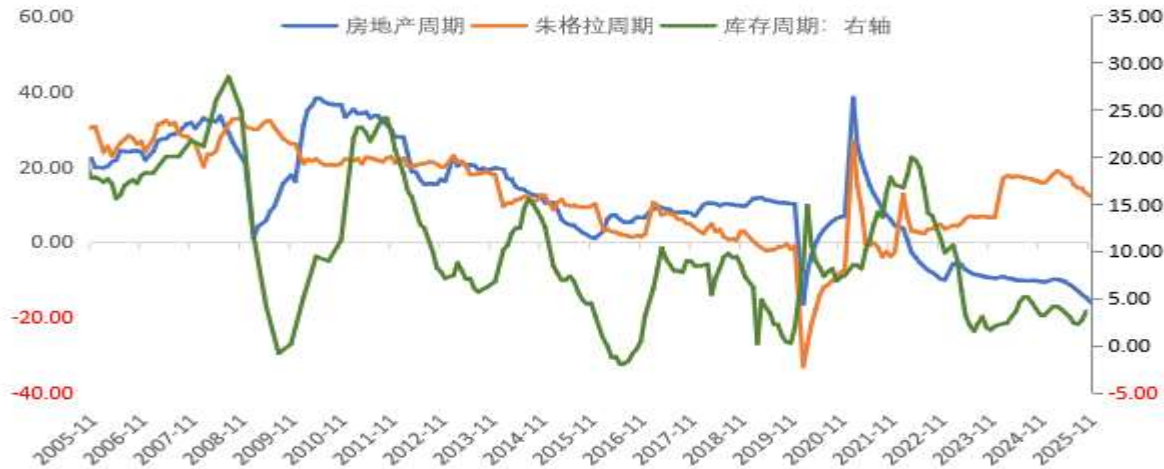
中国十五五开局，  
经济弱复苏，期待再通胀，关注反内卷



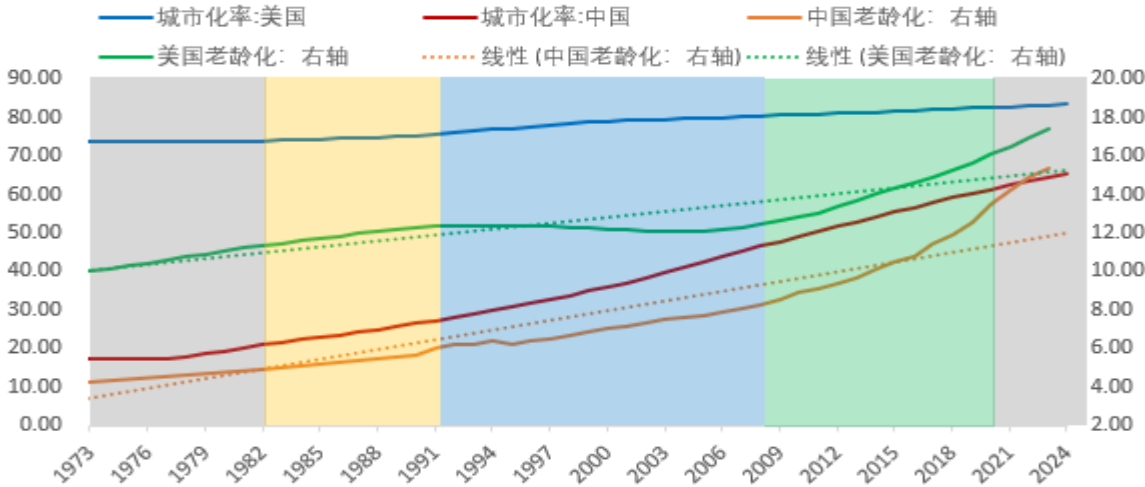
# 中国经济内忧外困奋力破局,科技军事DeepSeek时刻,强预期遭遇弱现实

2025年以来,国内市场呈现出强预期弱现实的风格特征,新经济改善预期,老经济拖累现实。年内,中国经济的内忧外困加剧奋力破局,多周期共振下行施压需求,DeepSeek破局时来运转,应对关税贸易博弈硬刚反制,军事上的震撼增强底气,国内悲观预期扭转乐观延续。只是,经济的现实依旧遭受着地产等传统经济颓势的拖累,新老经济增速表现出的分化,映射出2025年内国内强预期弱现实的风格特征。一季度,两会召开全年经济目标落地,更为全年经济工作定下稳的基调。中央扩赤字加杠杆,宏观政策的积极有为,提振消费专项行动计划下发,多措并举稳住楼市。二季度,对外应对美国的贸易战:积极应对不甘示弱,采取针锋相对策略,人民币汇率稳韧坚挺震荡走升。下半年至今,关税冲击缓和,美联储降息预期升温,国内反内卷如火如荼,A股强劲上扬创出十年新高。

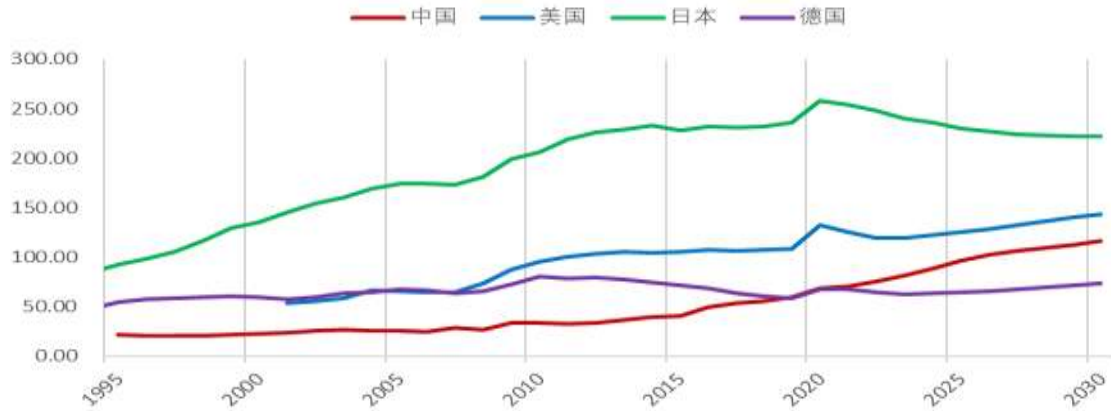
三周期叠加: 中国



中国VS美国: 城镇化率与老龄化



IMF预测: 一般政府总债务占GDP比重%



数据来源: Wind 冠通研究

## 中国十五五开局，经济弱复苏，期待再通胀，关注反内卷

“加”杠杆

“待”通胀

稳增长

“高”利率

中国经济

居民部门

- 三年疫情损伤居民家庭负债表，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

- 9.24之后，政策组合拳扭转悲观预期；
- 地产失速影响卖地收入，地方债暴雷层出不穷，担忧金融稳定，政府一揽子化债方案试图阻断恶性循环，部分城市房价下跌加速，地产对于经济增长的拖累依旧严峻；
- 中央加杠杆之路开始，关税贸易战之下财政扩张前置；
- 货币政策适度宽松，一致性与灵活性相结合，更加注重资本市场预期管理的作用，预留政策空间给潜在外部冲击。

企业部门

- 间接融资为主导导致杠杆率一直在高位，关税风暴冲击制造业景气度转冷，不过企业经营预期不差生产动能提升，但物价依旧羸弱，PPI是重要的追踪信号；
- 产能过剩，地产拖累、行业分化。科技突破扭转悲观预期，新经济与老经济表现分化，出口的韧性不断大超预期。
- 反内卷之下，不少产业陆续出台相关政策措施，刺激价格的触底回升，但现实端的需求仍旧相对低迷。



## 2025年国内宏观：前高后低弱复苏，地产拖累投资放缓，产消稳健，出口韧性

指标	预期差	2025-11F	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01	2024-12	近一年变动趋势
GDP: 当季(%)		--	--	--	4.80	--	--	5.20	--	--	5.40	--	--	5.40	
GDP: 累计(%)		--	--	--	5.20	--	--	5.30	--	--	5.40	--	--	4.98	
工业增加值(%)	↓ -0.16	4.96	4.80	4.90	6.50	5.20	5.70	6.80	5.80	6.10	7.70	5.90	--	6.20	
固定资产投资: 累计(%)	↓ -0.44	-2.16	-2.60	-1.70	-0.50	0.50	1.60	2.80	3.70	4.00	4.20	4.10	--	3.20	
固定资产投资: 制造业: 累计(%)	↑ 1.30	0.60	1.90	2.70	4.00	5.10	6.20	7.50	8.50	8.80	9.10	9.00	--	9.20	
固定资产投资: 基础设施建设: 累计(%)	↓ -1.32	1.45	0.13	1.51	3.34	5.42	7.29	8.90	10.42	10.85	11.50	9.95	--	9.19	
固定资产投资: 房地产开发: 累计(%)	↓ -0.55	-15.35	-15.90	-14.70	-13.90	-12.90	-12.00	-11.20	-10.70	-10.30	-9.90	-9.80	--	-10.60	
社会消费品零售(%)	↓ -1.63	2.93	1.30	2.90	3.00	3.40	3.70	4.80	6.40	5.10	5.90	4.00	--	3.70	
进口(%)	↓ -0.89	2.79	1.90	1.00	7.40	1.30	4.10	1.20	-3.40	-0.30	-4.30	1.70	-16.30	0.84	
出口(%)	↑ 2.71	3.19	5.90	-1.10	8.30	4.30	7.10	5.80	4.60	8.00	12.20	-3.10	5.90	10.67	
贸易总额(亿美元)	↑ 135.61	981.19	1116.80	990.74	905.29	1021.10	978.12	1143.58	1028.44	959.36	1019.85	1111.34	1380.36	1051.76	
中国制造业采购经理指数(PMI)	↓ -0.10	49.30	49.20	49.00	49.80	49.10	49.30	49.70	49.50	49.00	50.50	50.20	49.10	50.10	
中国非制造业采购经理指数		--	49.50	50.10	50.00	50.30	50.10	50.50	50.30	50.40	50.80	50.40	50.20	52.20	
CPI(%)	↑ 0.03	0.67	0.70	0.20	-0.30	-0.40	0.00	0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.70	0.50	0.10	
PPI(%)	↓ -0.17	-2.03	-2.20	-2.10	-2.30	-2.90	-3.60	-3.60	-3.30	-2.70	-2.50	-2.20	-2.30	-2.30	
核心CPI(%)		--	1.20	1.20	1.00	0.90	0.80	0.70	0.60	0.50	0.50	-0.10	0.60	0.40	
CPI: 非食品(%)		--	0.80	0.90	0.70	0.50	0.30	0.10	0.00	0.00	0.20	-0.10	0.50	0.20	
M1(%)	↓ -0.10	5.00	4.90	6.20	7.20	6.00	5.60	4.60	2.30	1.50	1.60	0.10	0.40	1.20	
M2(%)	↓ -0.20	8.20	8.00	8.20	8.40	8.80	8.80	8.30	7.90	8.00	7.00	7.00	7.00	7.30	
人民币贷款: 新增(亿元)	↓ -1142.50	5042.50	3900.00	2200.00	12900.00	5900.00	-500.00	22400.00	6200.00	2800.00	36400.00	10100.00	51300.00	9900.00	
人民币贷款(%)	↓ -0.04	6.44	6.40	6.50	6.60	6.80	6.90	7.10	7.10	7.20	7.40	7.30	7.50	7.60	
社会融资规模: 新增(亿元)	↑ 4693.75	20191.25	24885.00	8161.00	35299.00	25660.00	11307.00	42251.00	22900.00	11599.00	58961.00	22331.00	70546.00	28537.00	
社会融资规模存量(%)	↑ 0.05	8.45	8.50	8.50	8.70	8.80	9.00	8.90	8.70	8.70	8.40	8.20	8.00	8.00	



# 中国经济：出口强韧，产消稳健，投资降速，物价低迷，行业分化



对GDP累计同比的拉动

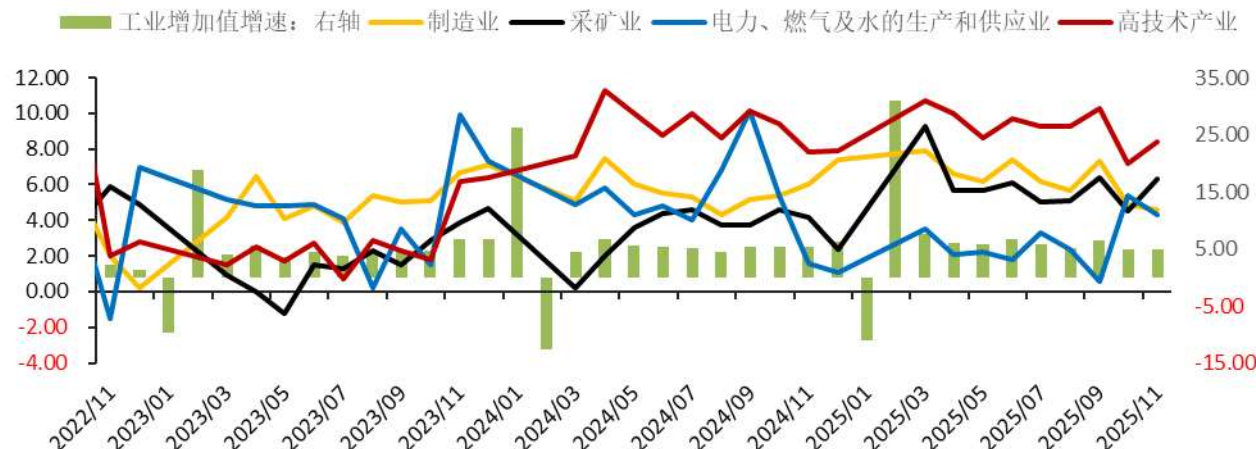


数据来源: Wind 冠通研究

当前中国三驾马车的表现



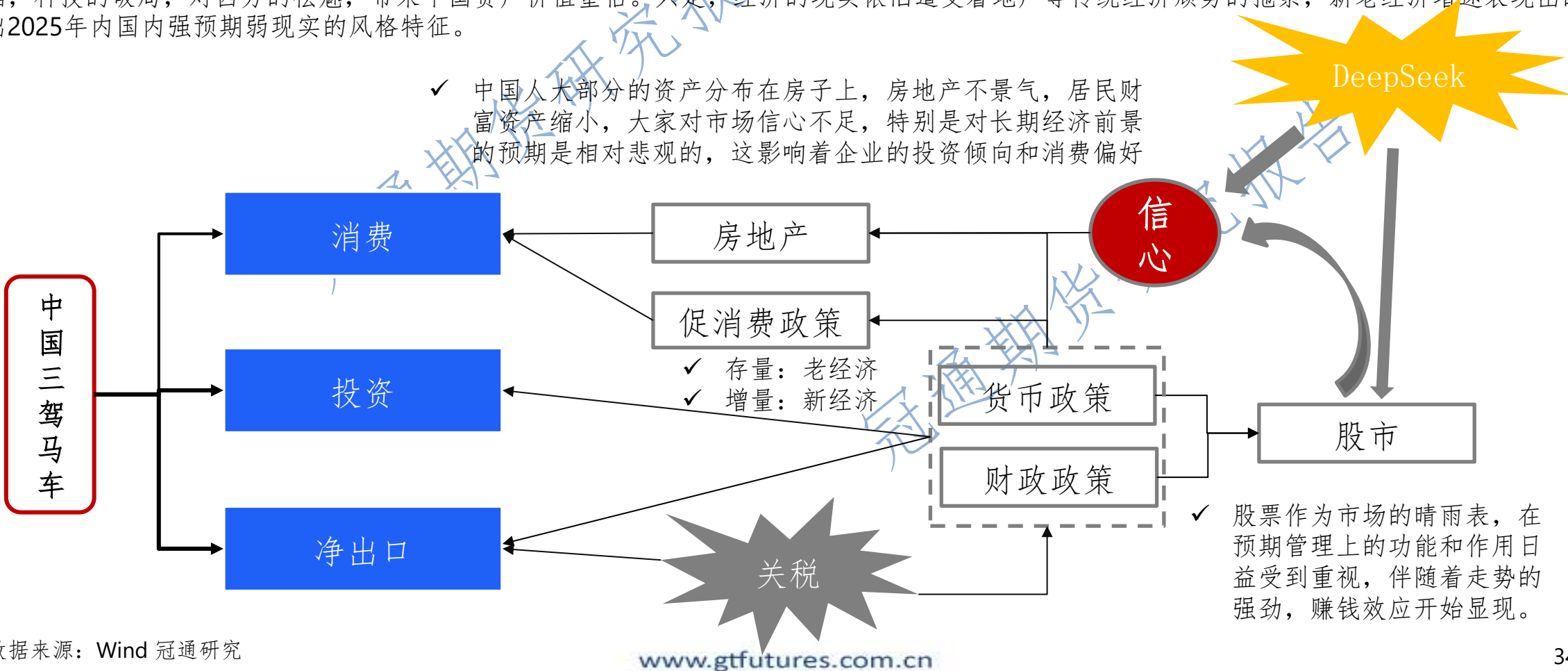
分行业规模以上工业增加值增速%



## 中国经济内忧外困加剧，DeepSeek破局时来运转，新老经济分化，中央扩赤字

2025年以来，国内市场呈现出强预期弱现实的风格特征，新经济改善预期，老经济拖累现实。2025年中国经济的内忧外困加剧，多周期共振下行施压需求，DeepSeek破局时来运转，哪吒闹海文化自信，政府抓住机遇提振民心，悲观预期扭转；动荡的世界，中国经济的稳健，让投资者感受到稳稳的幸福，科技的破局，对西方的祛魅，带来中国资产价值重估。只是，经济的现实依旧遭受着地产等传统经济颓势的拖累，新老经济增速表现出的分化，映射出2025年内国内强预期弱现实的风格特征。

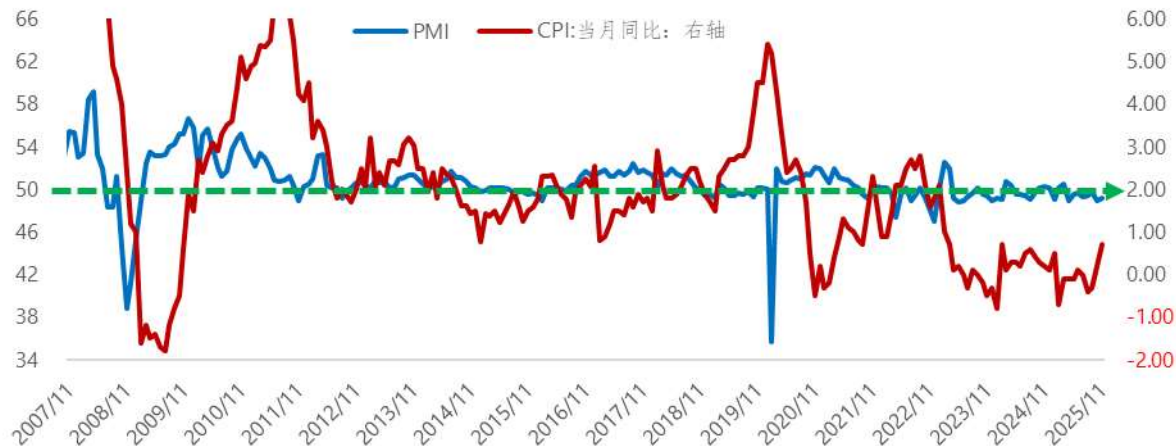
- ✓ 中国人大部分的资产分布在房子上，房地产不景气，居民财富资产缩小，大家对市场信心不足，特别是对长期经济前景的预期是相对悲观的，这影响着企业的投资倾向和消费偏好





# 弱复苏的中国经济：供强需弱，五弱一韧，物价羸弱是核心矛盾

中国经济景气与通胀



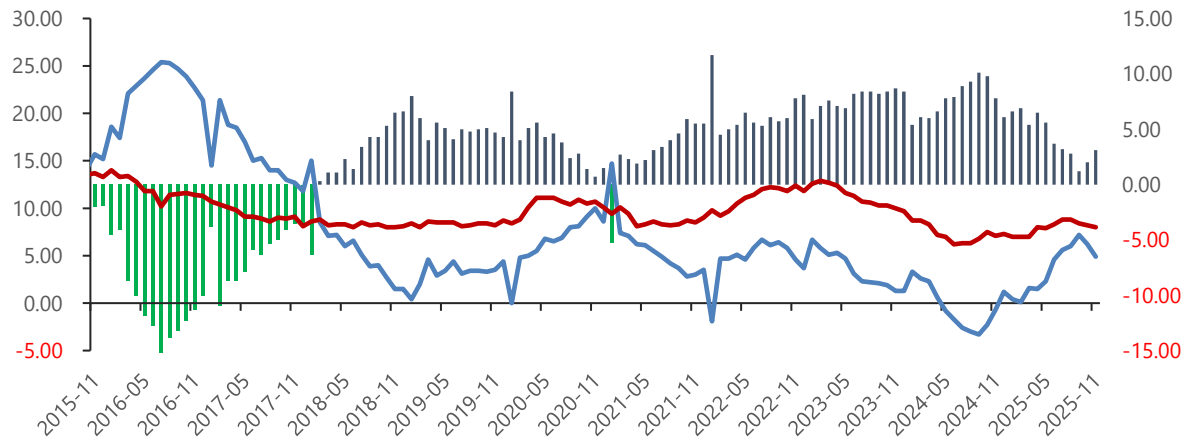
2025年以来, 弱复苏的中国经济, 延续着结构上 “五弱一韧” 的特征——消费弱, 投资弱, 信贷弱、物价弱, 利率弱, 出口韧。“五弱一韧” 的实质是内需弱外需韧, 内需的弱主要在于地产的拖累, 外需之韧核心来自内外价格的缩与涨。

纵然外需的韧性不断超预期, 但国内经济供强需弱、需求不足的矛盾突出, 地产拖累加剧之下, 经济增长承压, 居民与企业部门的压抑, 市场寄望于政府部门的逆周期政策发力, 大国博弈背景下, 政府部门则愈加重视内需, 坚定建设国内统一大市场战略, 反内卷逻辑由此应运而生。

主要地产相关经济指标近二十年走势图%



— M2-M1增速%: 右轴 — M1同比% — M2同比%

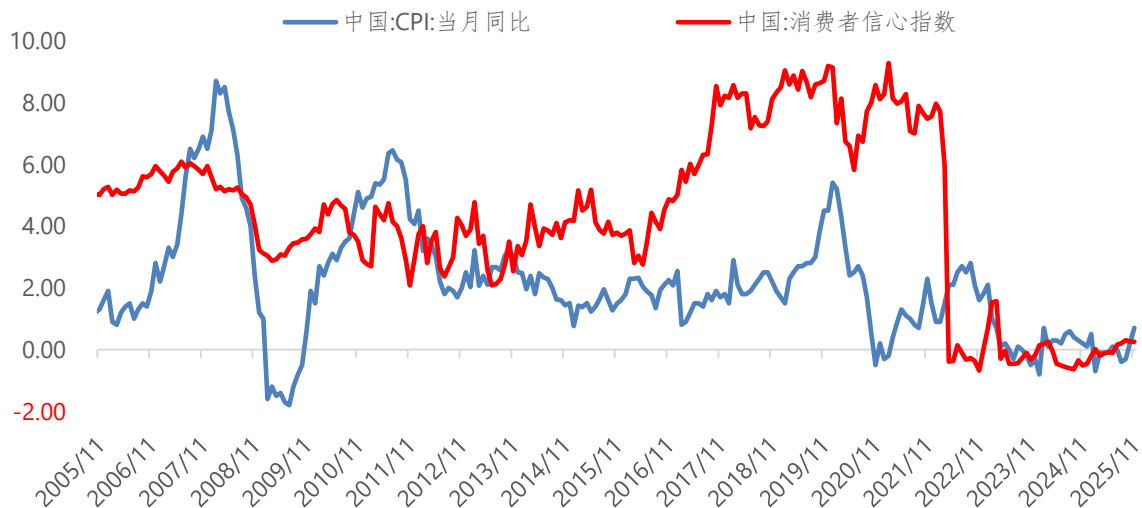




## 当前国内经济复苏的关键特征在于物价之羸弱

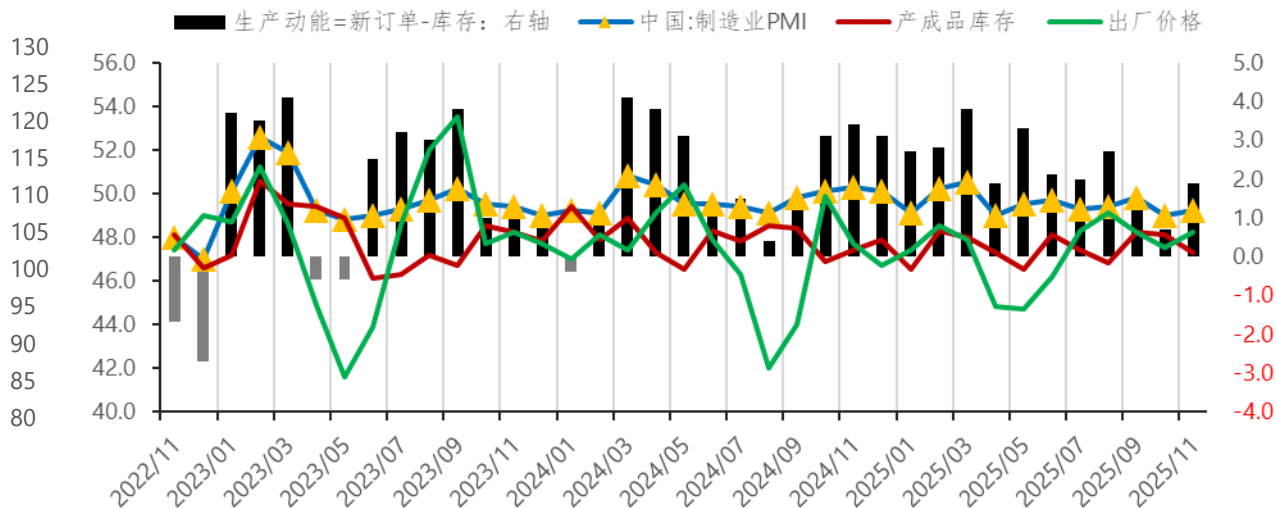
近两年, 中国经济增长结构上所呈现出的“五弱一韧”特征延续, 实质是内需弱外需韧, 内需的弱主要在于地产的拖累, 外需之韧核心来自内外价格的缩与涨, 追踪研判的关键宏观指标在于物价。2025年, 国内市场呈现出典型的强预期弱现实风格, 信心提振改善市场预期, 流动性的充裕叠加反内卷共振推升股价和商品, 继而传导至物价的企稳回升, CPI转正PPI触底反弹。然而, 物价的羸弱依旧是国内经济回暖的重要掣肘, 反内卷正是剑指通缩的重要抓手。

中国通胀与消费者信心指数



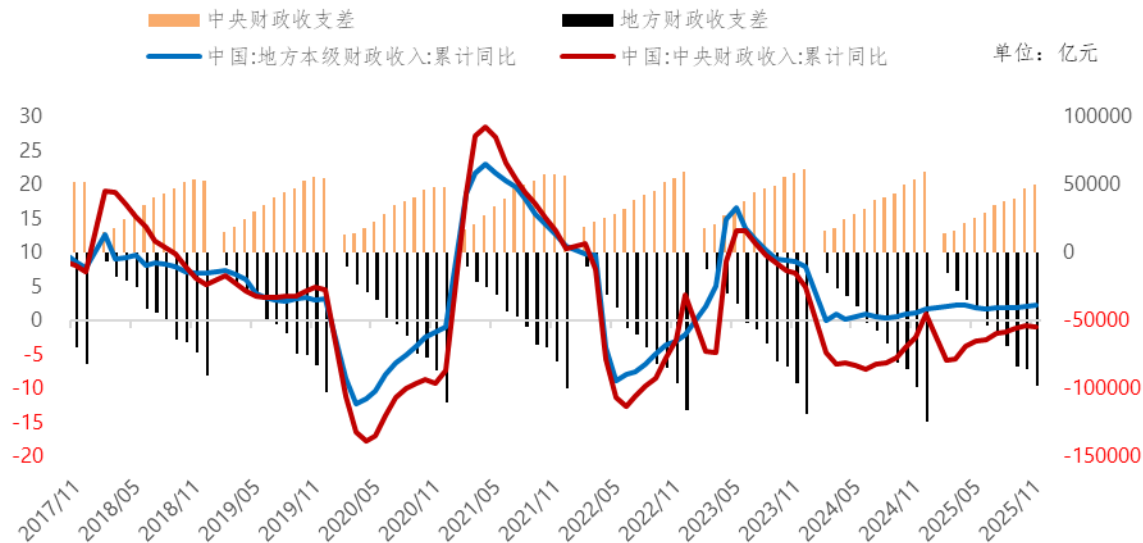
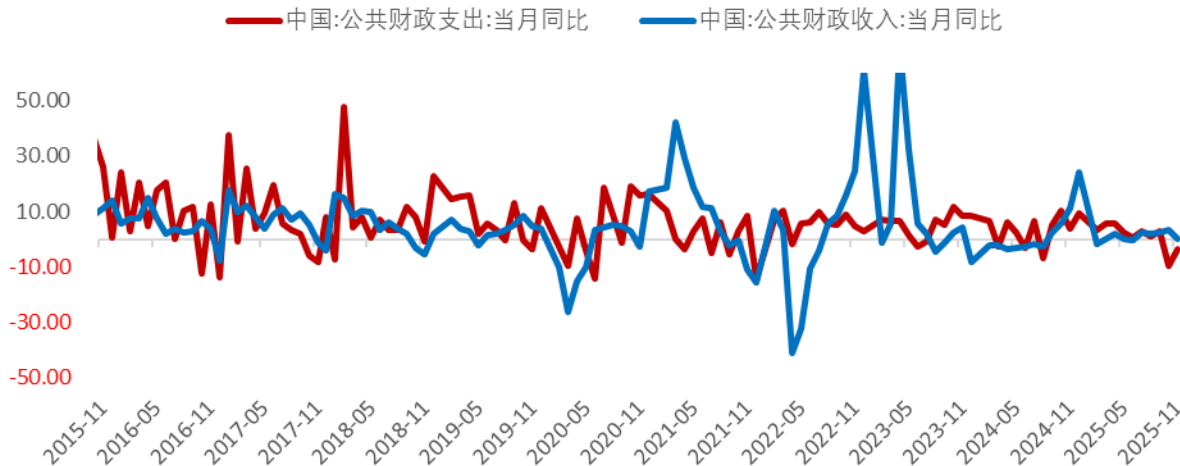
数据来源: Wind 冠通研究

PMI视角下的企业库存与价格

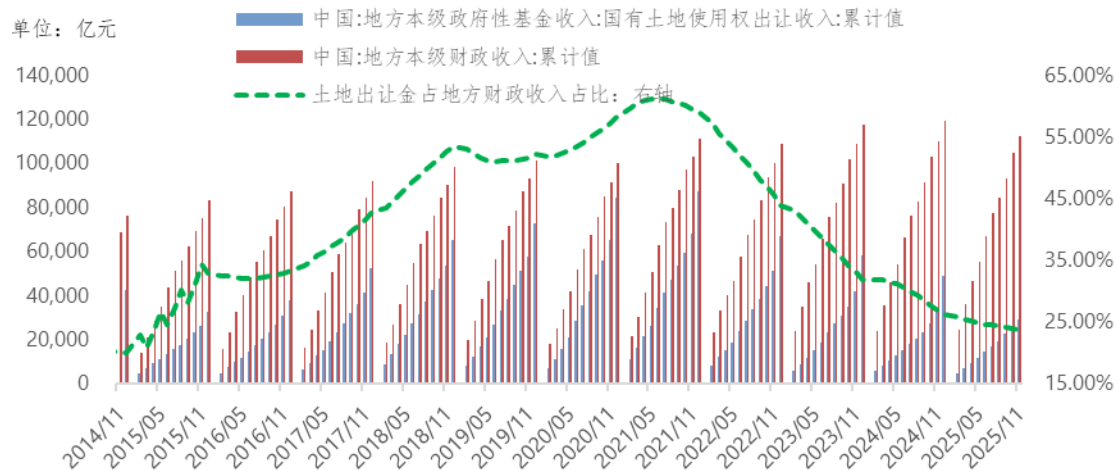
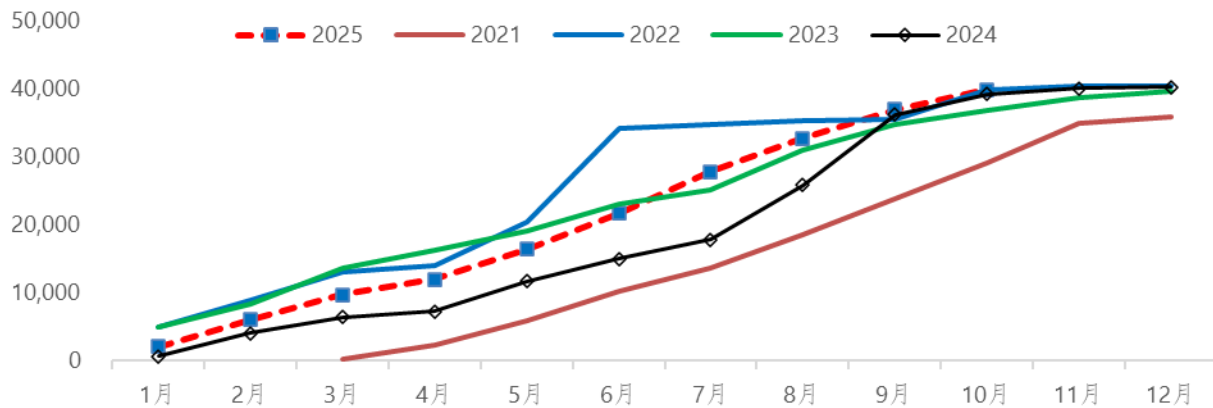


# 财政发力前置,但仍受累于地方财政的塌陷,源于土地财政的没落

公共财政收入与支出增速%

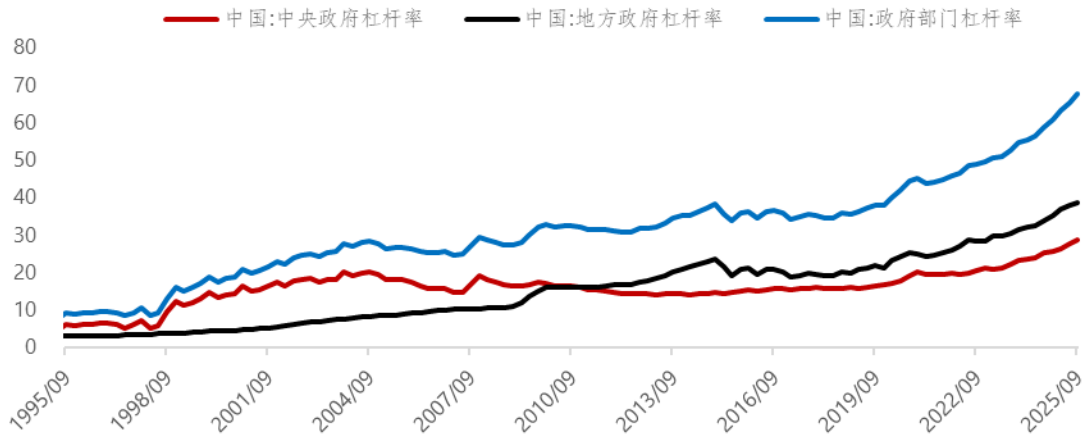


专项债发行节奏前置 (亿元)

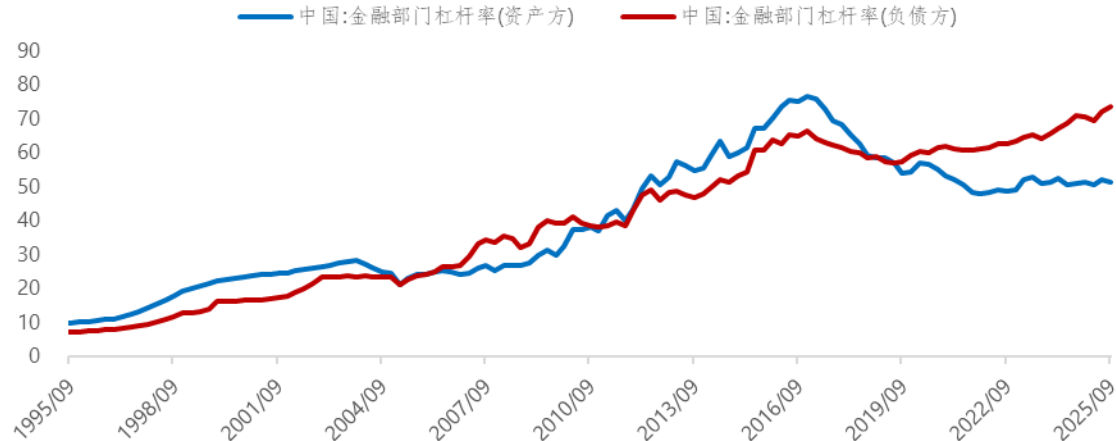


# 伴随着土地财政的没落, 地方财政面临着巨大的化债压力

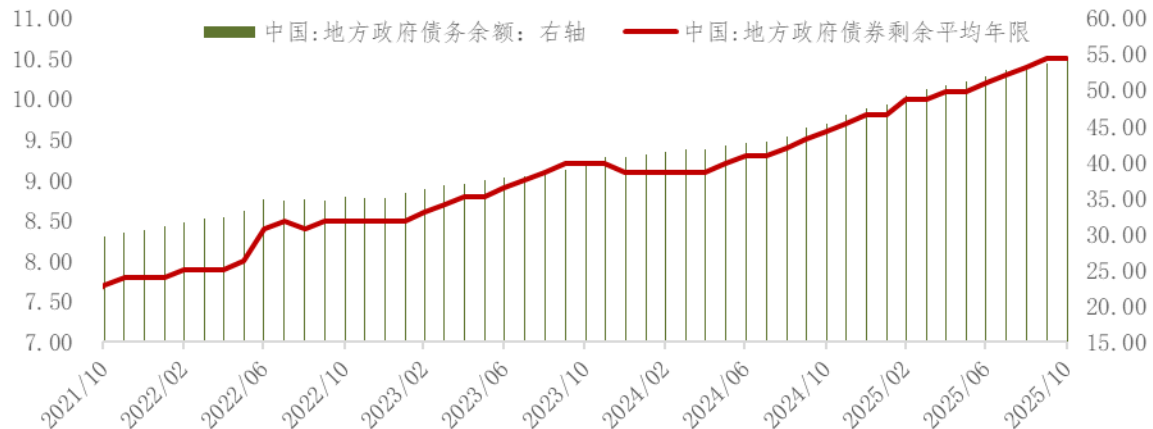
国内政府部门的杠杆主要加在地方政府, 中央加杠杆仍有较大空间



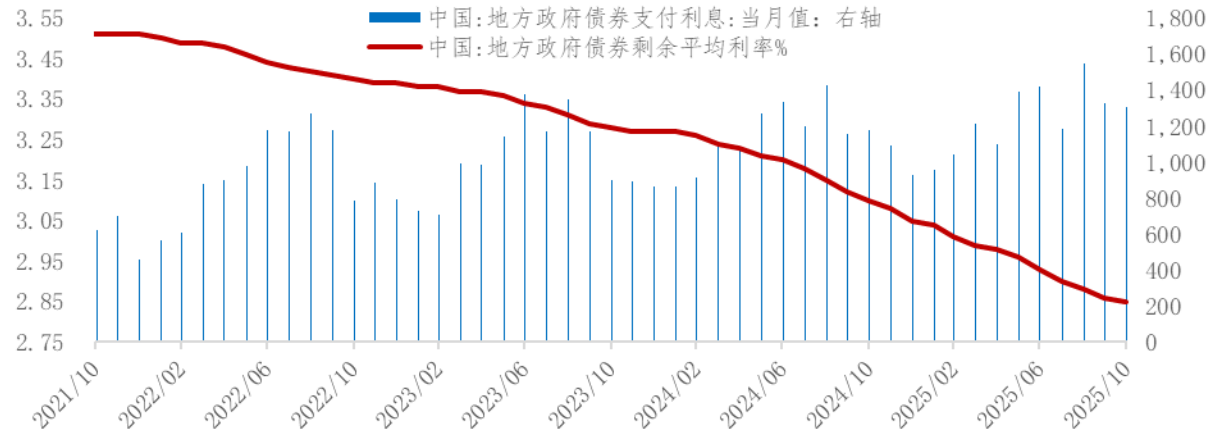
2017年资管新规以来, 金融部门资产方大幅去杠杆



地方政府债务余额 (单位: 亿元)



地方政府债务每月支付利息 (单位: 亿元)

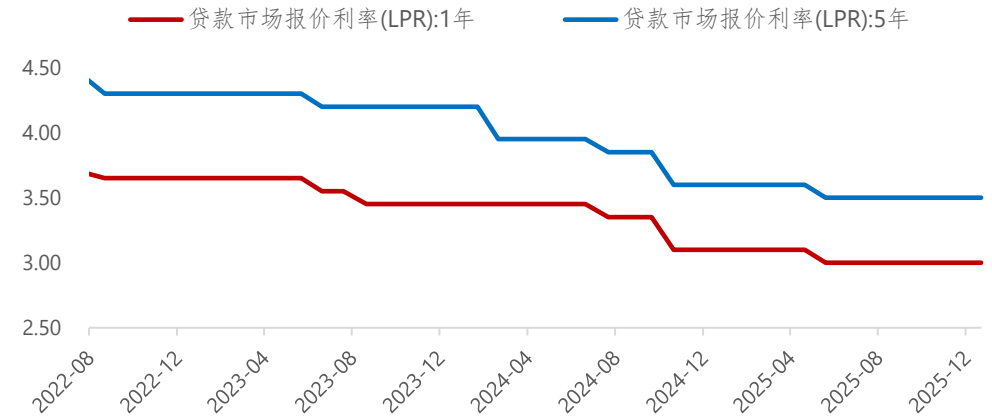




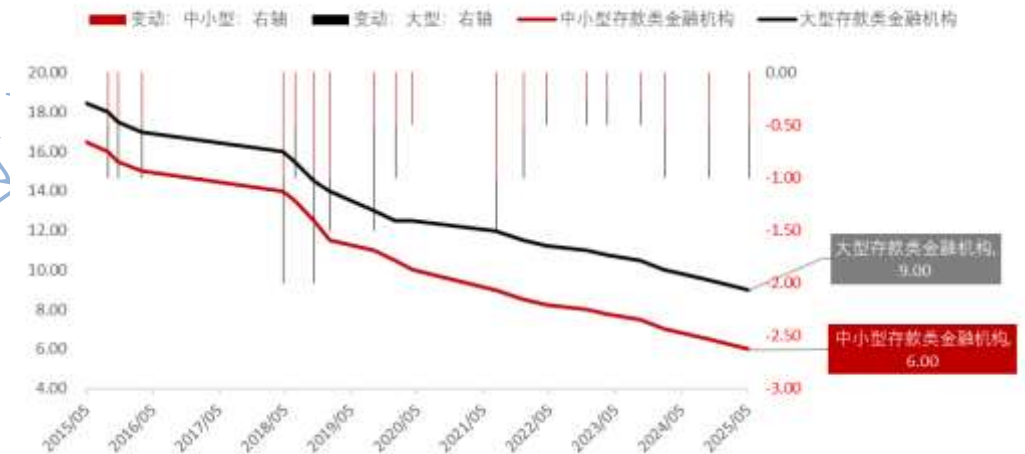
## 货币政策：适度宽松为基调，应对外部冲击，年内降准降息

- 央行：5月8日起下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点。中国人民银行决定，自2025年5月8日起，下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，5年以下（含5年）和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.1%和2.6%，5年以下（含5年）和5年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于2.525%和3.075%。
- 中国人民银行决定下调再贷款利率0.25个百分点。中国人民银行决定：自2025年5月7日起，下调再贷款利率0.25个百分点。下调后，3个月、6个月和1年期支农支小再贷款利率分别为1.2%、1.4%和1.5%，抵押补充贷款利率为2.0%，专项结构性货币政策工具利率为1.5%。
- 中国人民银行从2025年5月8日起，公开市场7天期逆回购操作利率由此前的1.50%调整为1.40%。公开市场14天期逆回购和临时正、逆回购的操作利率继续在公开市场7天期逆回购操作利率上加减点确定，加减点幅度保持不变。
- 中国人民银行宣布，自5月15日起，下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构），下调汽车金融公司和金融租赁公司存款准备金率5个百分点。
- 5月20日，新一期贷款市场报价利率（LPR）出炉，1年期和5年期以上LPR双双下降10个基点，1年期LPR降至3%，5年期以上LPR降至3.5%。这是LPR年内首降，将进一步降低企业、居民融资成本，提振市场信心，支持实体经济稳定增长。

贷款市场报价利率(LPR%)



人民币存款准备金率(%)



## 2025年货币政策主要集中在5.7“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”

5月7日，国新办就“一揽子金融政策支持稳市场稳预期”有关情况举行新闻发布会，中国人民银行行长潘功胜、国家金融监督管理总局局长李云泽、中国证券监督管理委员会主席吴清出席并回答记者提问。会上，央行宣布推出包括降准降息在内的三大类共十项举措；金融监管总局将推出八项增量政策，包括完善房地产系列融资制度、扩大险资长期投资试点范围等；证监会提出将突出服务新质生产力发展的重要着力点，大力推动中长期资金入市等。就货币政策工具调整、降准降息、优化两项支持资本市场的工具、稳楼市稳股市、应对关税冲击、科技金融发展、公募基金改革等热点话题，三部委在发布会上作了回应。

- 1、央行推出一揽子货币政策措施，包括降准降息在内的三大类共十项措施。
- 2、金融监管总局将推出八项增量政策，包括完善房地产系列融资制度等。
- 3、证监会突出服务新质生产力发展的重要着力点、大力推动中长期资金入市。
- 4、宣布降准降息：政策利率、个人住房公积金贷款利率分别下调0.1、0.25个百分点。
- 5、优化两项支持资本市场的工具：总额度8000亿元合并使用，参与机构扩围至40家，贷款最长期限延长到3年。
- 6、稳楼市稳股市：完善房地产系列融资制度、鼓励保险公司加大入市力度。
- 7、应对美国加征关税冲击：应贷尽贷、应续尽续，对受影响上市公司增强监管包容度。
- 8、支持科技金融发展：债券市场“科技板”相关政策和准备工作已经基本就绪，创设科技创新债券风险分担工具。
- 9、将发布《推动公募基金高质量发展行动方案》：改革基金运营模式、扭转基金公司“旱涝保收”的现象。

## 增长困境之下，对债务的观念扭转后，财政前置发力加力

地产拖累之下，经济增长承压，居民与企业部门的压抑，市场寄望于政府部门的逆周期政策发力。然而，源于很长一段时间的“土地财政”模式，地产下行同时造成了土地财政的没落坍塌，继而带来了地方政府沉重的化债压力，更弱化了财政政策的效用。2025年内，周期下行增长困境之下，财政前置发力加力，表征着官方对债务传统观念的转变。参照美国，在经济遭遇增长困境之下，政府债务扩张实施逆周期调整政策去对冲增长下行压力，继而托底经济，甚至“变向”帮助企业和居民部门去杠杆，改善居民资产负债表，固本培元，增强经济体的自身活性，有利于防范系统性风险，帮助本国经济走出低谷推动经济之复苏。

中美居民、政府和企业部门杠杆率08年金融危机以来变动趋势



IMF预测：中美日欧德的一般政府赤字/盈余占GDP比例%

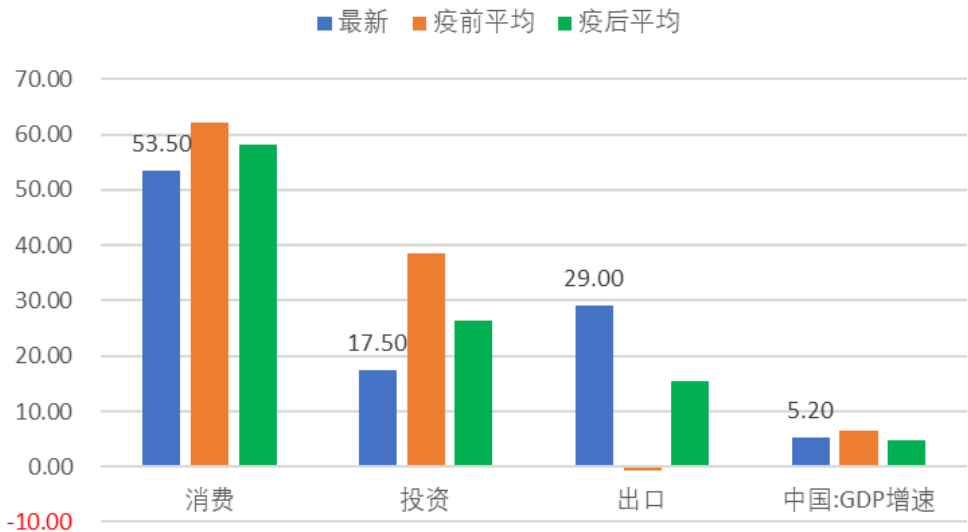




## 2025年提振消费：打出“补贴+扩围+协同”的组合拳，效果不错

2025年，我国财政政策为提振消费采取了“补贴+扩围+协同”的组合拳。一方面，安排超长期特别国债资金，强力支持汽车、家电、家装等大宗消费品的“以旧换新”，此举迅速激活存量市场，前11个月就带动销售额超2.5万亿元，有效稳住了消费基本盘。另一方面，财政支持的范围扩展至文旅、养老、托育等服务业领域，旨在培育新增长点，并协同金融政策引导信贷支持。综合来看，这些措施对稳定总消费规模、优化消费结构起到了关键作用，2025年消费对GDP增长的贡献率保持在53.5%的主引擎位置，但同时也反映出居民消费意愿仍偏谨慎、服务消费供给存在结构性矛盾等深层挑战。

中国GDP增速与三驾马车的贡献率%



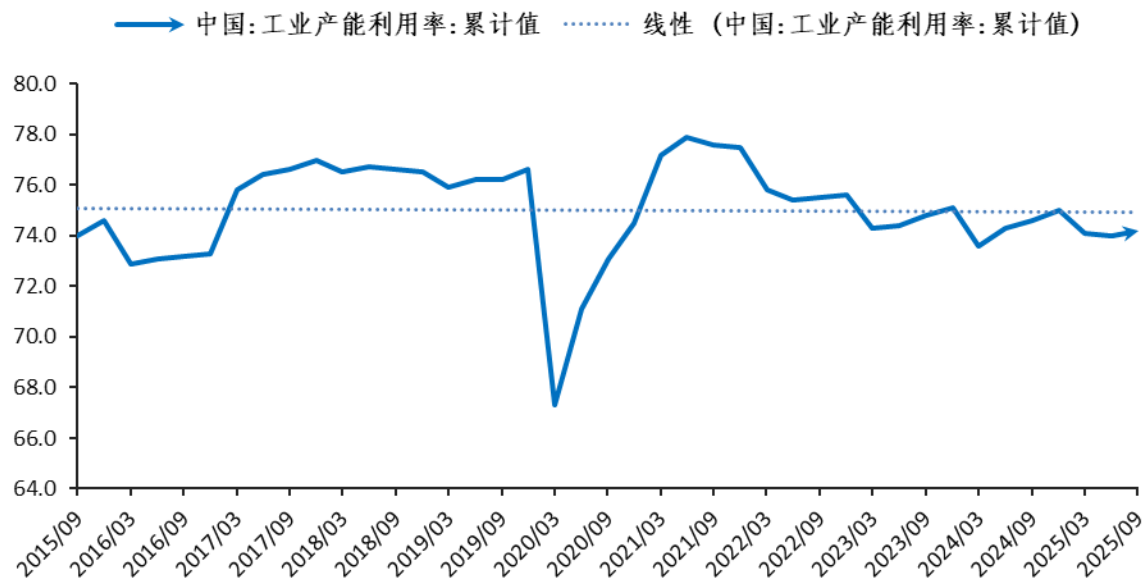
资料来源：Wind，冠通研究

政策	具体措施	主要成效与影响
以旧换新	安排超长期特别国债资金，支持汽车、家电、家装等消费品以旧换新。	有效拉动大宗商品消费，稳住基本盘。新能源汽车渗透率快速提升。
服务与新型消费	将财政支持延伸至文旅、养老、托育、家政等领域，支持消费新场景建设。	服务消费保持较快增长，文旅、健康等成为消费热点。
消费金融协同	联合多部门发文，引导金融机构对重点领域提供信贷支持，并探索财政贴息。	强化政策合力，意图从供给端降低消费信贷成本。
改善消费环境	优化入境免签、支付便利化等，财政为相关公共服务提质提供支持。	显著提升入境消费热度，优化了国际消费环境。
综合效果评估	上述多措并举，共同支撑消费增长。	消费“主引擎”作用稳固，实现了“稳总量、优结构”的积极成效。

## 内忧外困中寻求经济之转型,反内卷政策应运而生

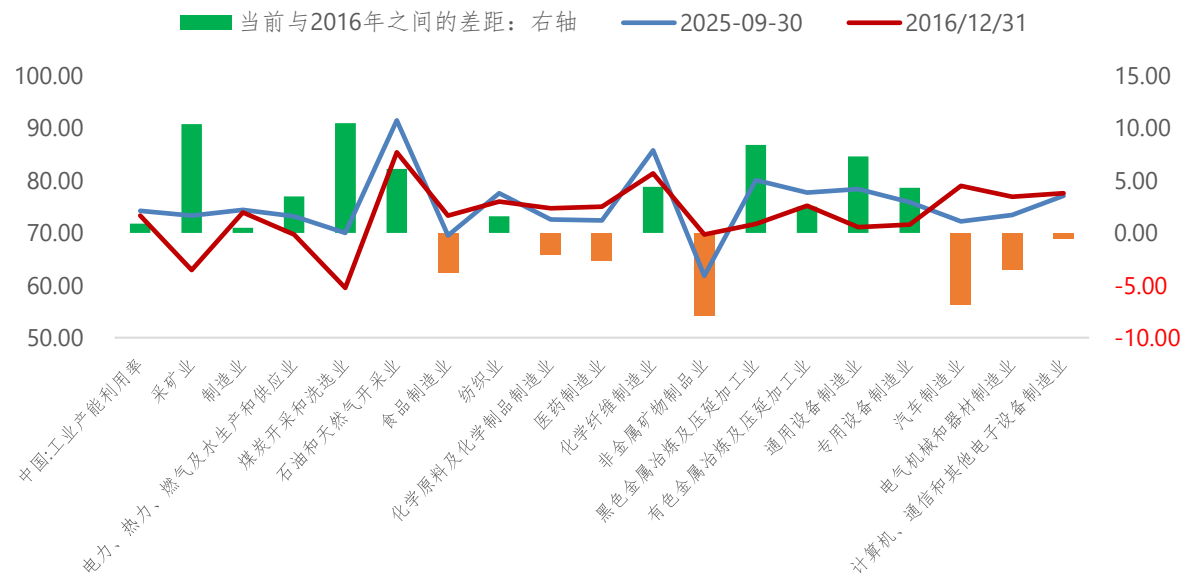
物价羸弱除了需求端的承压,也表征着供给端的过剩问题。纵向来看,当下中国的工业产能利用率自2021年下半年以来震荡下降,基本回落到了2016年水平。横向比较,相对于2016年时期,汽车、非金属矿物制品、计算机通信和食品制造业的产能利用率水平明显偏低。

2025年,国内在内忧外困中寻求经济之转型,反内卷政策应运而生。



数据来源: Wind 冠通研究

当前国内工业产能利用率与2016年变动对比%



## 二十届四中全会召开，十五五规划建议出炉

2025年10月20日至23日，中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议(简称“二十届四中全会”)在北京召开。全会以“锚定中国式现代化发展新目标”为主线，总结“十四五”时期成就，系统谋划2026-2030年“十五五”发展蓝图，强调高质量发展是首要任务，必须把推进中国式现代化作为最大的政治。

“十五五”规划的建议清晰地勾勒出中国下一阶段的发展路径，其核心思路可以概括为：以我为主、聚焦内生。通过强化国内大循环、推动科技自立自强，来应对外部环境的不确定性；同时，通过质的有效提升和量的合理增长来定义高质量发展，推动经济社会迈向更可持续、更包容的未来。

### 六大原则

- 坚持党的全面领导
- 坚持人民至上
- 坚持高质量发展
- 坚持全面深化改革
- 坚持有效市场和有为政府相结合
- 坚持统筹发展和安全

### 七大目标

- 高质量发展取得显著成效，经济增长保持在合理区间。
- 科技自立自强水平大幅提高。
- 进一步全面深化改革取得新突破。
- 社会文明程度明显提升。
- 人民生活品质不断提高。
- 美丽中国建设取得新的重大进展。
- 国家安全屏障更加巩固。



## 十五五规划建议核心要点

领域	核心方向与重点举措
经济与产业	实体经济为着力点，推进产业智能化、绿色化、融合化。
	打造现代化基础设施体系，改造地下管网超70万公里。
	破除全国统一大市场建设的卡点堵点，整治“内卷式”竞争。
科技与创新	加强原始创新和关键核心技术攻关。
	全面实施“人工智能+”行动，赋能各行各业。
	推动科技创新和产业创新深度融合，引领发展新质生产力。
内需与市场	坚持扩大内需战略基点，惠民生与促消费相结合。
	增强国内大循环内生动力和可靠性。
改革开放	扩大高水平对外开放，积极扩大自主开放。
	拓展双向投资合作空间，高质量共建“一带一路”。
乡村振兴	坚持解决“三农”问题为重，促进城乡融合。
	推动农村基本具备现代生活条件。
区域发展	发挥区域重大战略叠加效应，优化生产力布局。
	发展海洋经济，推动海洋强国建设。
民生与社会	畅通社会流动渠道，加强普惠性民生建设。
	建设生育友好型社会，优化生育支持政策。
	促进高质量充分就业，完善收入分配制度。
绿色转型	加快建设新型能源体系，积极稳妥推进碳达峰。
	持续深入推进污染防治攻坚。
国家安全	健全国家安全体系，加强重点领域安全能力建设。

十五五”规划《建议》的核心思路是：在“十四五”成就基础上，乘势而上，聚焦夯实中国式现代化的基础。它强调通过科技自立自强驱动新质生产力、扩大内需与统一市场释放潜力、高水平开放拓展空间、绿色转型构建新模式、以及民生改善促进共同富裕，最终为实现2035年基本实现社会主义现代化的远景目标奠定决定性基础。

目标维度	预估方向与核心表述
经济增速	年均增速预计位于 4.5% - 5.0% 的区间， 强调“量的合理增长”，不设定具体的量化增速目标。
核心引擎	推动经济增长模式向“内需主导、消费拉动、内生增长”转变， 居民消费率将明显提高。
产业重心	现代化产业体系与先进制造业是骨干， 通过智能化、绿色化、融合化推动产业升级。
核心动力	科技自立自强，加快发展新质生产力。



投资有风险，

# 中央经济工作会议定调2026

新华社北京12月11日，中央经济工作会议12月10日至11日在北京举行。本次会议对经济形势的研判直指当前宏观经济的核心矛盾与结构性挑战，为后续所有政策提供了靶向。

## 1. 核心矛盾：国内供强需弱

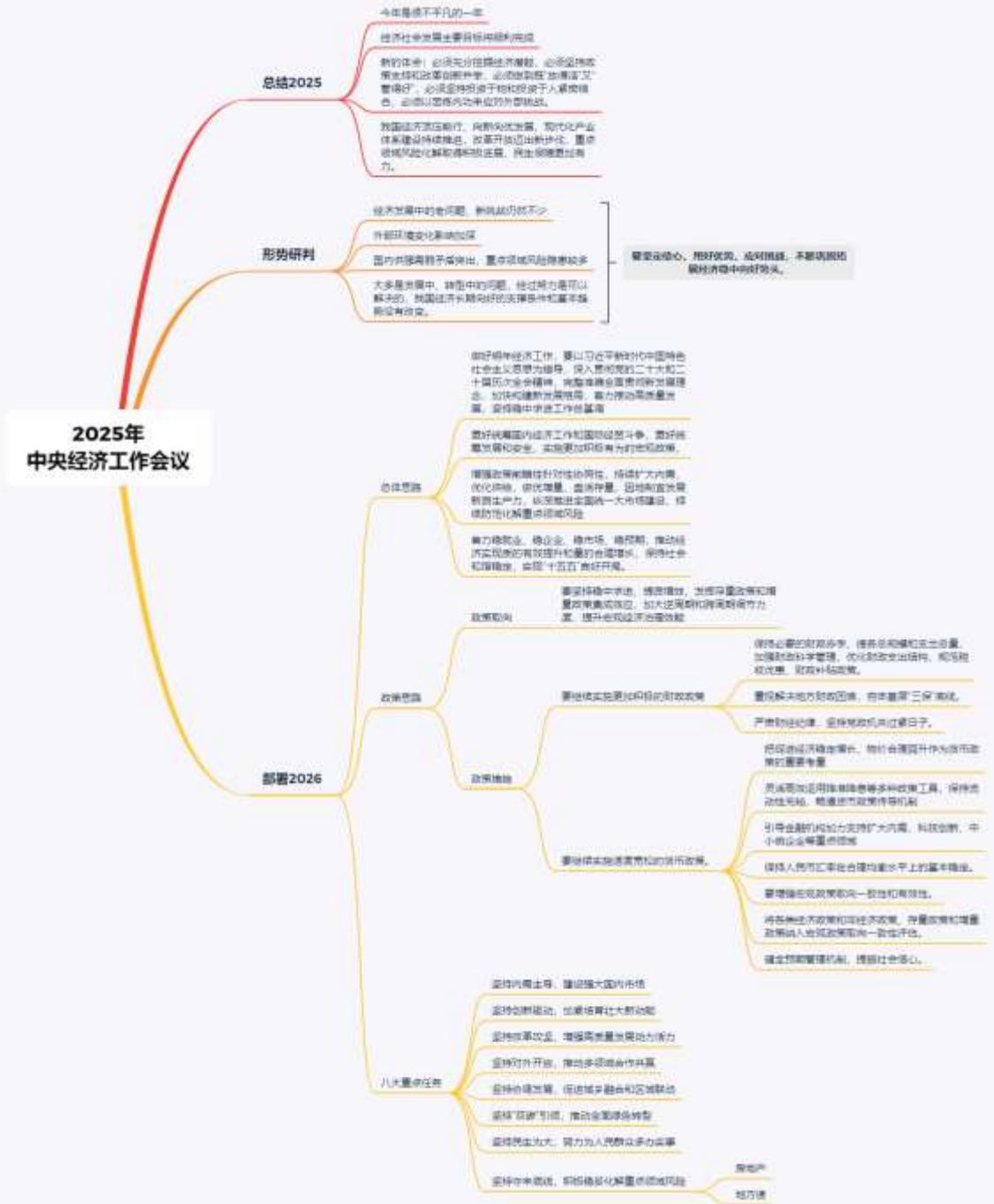
这是当前经济运行中最突出、最根本的矛盾。其表现为强大的工业生产和供给能力，与相对疲软的内需之间的矛盾。这一矛盾直接导致了物价低位运行、部分行业产能过剩和企业盈利承压，是周期性与结构性因素叠加的结果。

## 2. 三大交织的挑战:

- **需求侧内生动能不足：**消费复苏的基础尚不牢固，居民消费意愿和预期有待提振；固定资产投资，特别是房地产开发投资，仍处于探底与转型期。
- **重点领域风险隐患待解：**主要集中在房地产市场和地方政府债务领域。
- **外部环境复杂性上升：**全球经济增长放缓、地缘政治冲突与“脱钩断链”风险，给外需稳定和产业链安全带来不确定性。

### 3. 根本定调--稳定预期:

会议强调，上述问题是“发展中、转型中的问题”，并明确“我国经济长期向好的支撑条件和基本趋势没有改变”。这一表述旨在管理预期、坚定信心，避免悲观情绪自我循环，为实施逆周期调节政策创造稳定的社会心理环境。

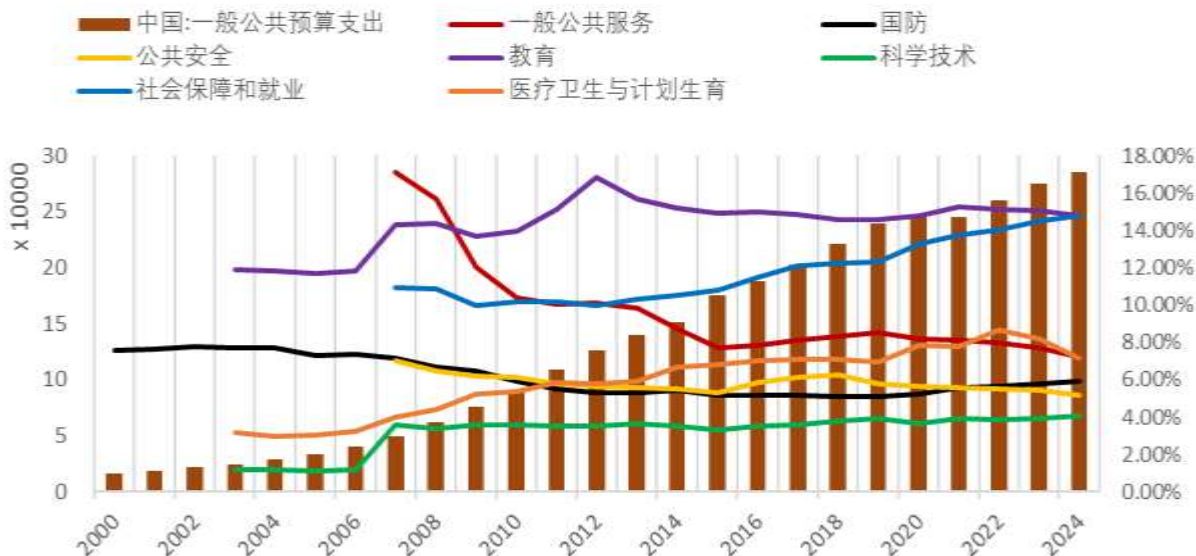


# 2026年国内财政政策展望：总量稳中有进、结构优化协同、节奏靠前发力

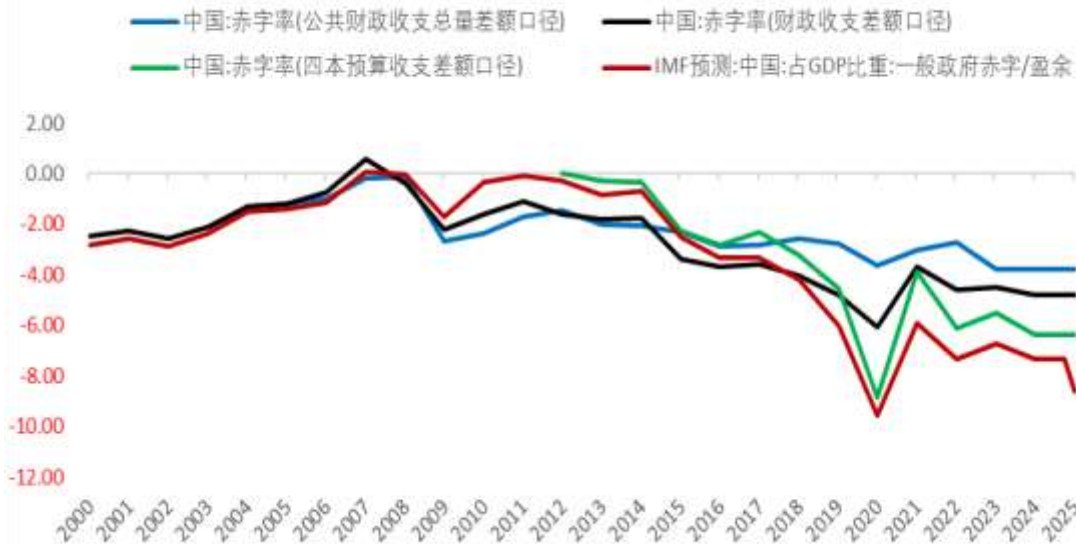
2026年国内财政政策预计将在“十五五”开局与“化债攻坚”双周期叠加的背景下，延续积极有力的扩张导向，整体呈现“总量稳中有进、结构优化协同、节奏靠前发力”的特征。

- 财政政策将更注重从“投资于物”向“投资于人”转变，支出结构进一步向民生保障、消费促进与新型基础设施倾斜；
- 中央财政将继续承担更多赤字与重大项目主导责任，地方则在化债与“三保”压力下更聚焦存量风险化解与基本公共服务。
- 政策执行节奏有望前置，并加强与货币政策的协调联动，共同应对内需不足、预期偏弱等挑战，为实现经济平稳转型与高质量发展提供支撑。

中国财政支出与主要项目占比



不同口径之下的中国赤字率水平%





## 2026年化债攻坚防风险：地产托底与疏解并重，地方债堵疏结合

2026年，针对房地产领域的风险防控预计将延续“托底与疏解并重”的思路，在坚持“房住不炒”与构建发展新模式的总框架下，政策将更侧重化解存量风险与稳定市场预期。核心措施可能包括：持续推进“保交楼”专项借款与纾困机制，重点保障已售项目交付，以稳定购房者信心、阻断风险传导。同时，对高负债房企的风险处置将更加市场化与法治化，通过债务重组、项目并购等方式分类施策，加速行业出清。在需求侧，重点城市有望进一步优化限购、信贷等政策工具箱，并可能加大保障性住房供给与“以旧换新”等模式推广，以修复市场内生循环。长期看，政策将着力推动房地产向“租购并举”与“三大工程”建设转型，逐步降低经济对传统土地财政的依赖。

在地方债务风险化解方面，2026年将进入“化债攻坚”的关键执行期，政策将呈现“中央统筹、以时间换空间、堵疏结合”的特征。一方面，特殊再融资债券等置换工具将继续扩容并前置发行，以较低成本置换高息隐性债务，实质性降低付息压力与违约风险。另一方面，财政部或进一步扩大专项债资金用于偿还拖欠企业账款的比例，缓解“三角债”对实体经济的挤压。在长效机制上，将强化对地方政府投融资行为的穿透式监管，严控新增隐性债务，并推动存量资产盘活与财税体制改革，以培育地方可持续财源，从根本上破解“债务-增长”的失衡循环。

房地产的低迷严重影响地方财政的收入



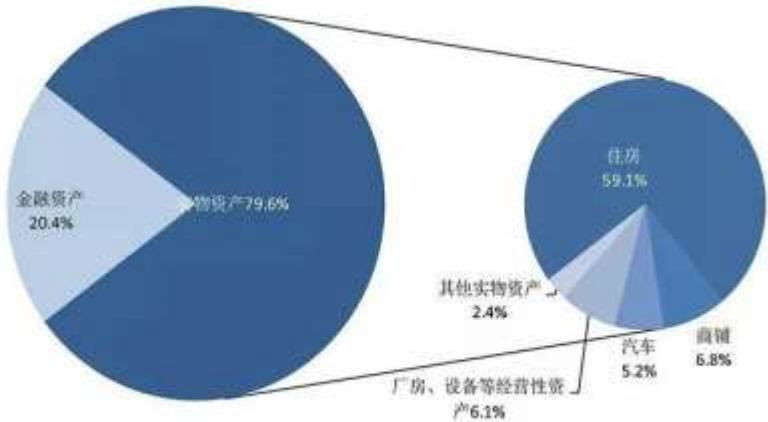
地方政府债务余额 (单位: 万亿元)



# 2026年提振消费：从“以补贴撬动”向“系统提振”深化调整，财富效应的影响仍旧

2026年，财政促消费的发力方向预计将从2025年的“以补贴撬动”向“系统提振”深化调整。“以旧换新”等成熟政策将延续并优化，资金使用效率和地方自主性有望提升。更重要的是，政策重心将明显向“人”倾斜，通过落实城乡居民增收计划、提高基础养老金等转移支付，着力提升居民消费能力与信心。同时，支持重点将更多转向文旅、健康、养老等服务消费，通过政府购买、公共服务支出等方式优化供给。此外，财政还将更注重与金融、产业政策的协同，探索支持消费新业态，并强化带薪休假、权益保护等长效制度保障，从供需两端综合发力，以巩固和扩大内需。最后，房产在中国居民家庭资产中的高占比，仍凸显出财富效应对居民消费的影响。

中国居民家庭资产分布结构中房产占6成



中国人口年龄结构图

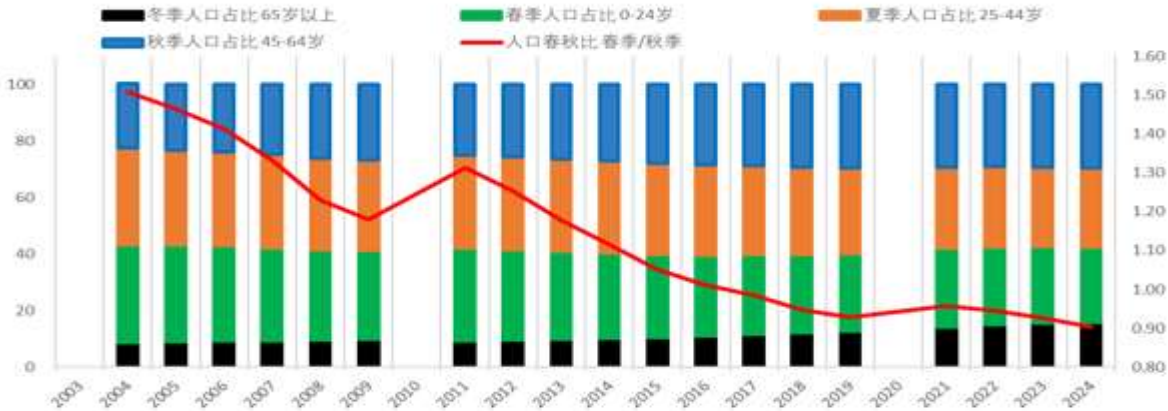


表 6 家庭资产负债率的分布情况

资产规模	家庭占比 (%)	有负债家庭占比 (%)	平均资产负债率 (%)	有负债家庭的平均资产负债率 (%)
0~10 万元	2.5	29.0	30.7	111.0
10 万~50 万元	8.8	32.9	8.9	26.2
50 万~100 万元	19.0	51.8	13.1	25.0
100 万~200 万元	27.8	59.8	12.8	21.3
200 万~500 万元	27.5	63.3	10.8	17.0
500 万~1000 万元	9.2	63.6	9.0	14.2
元				
1000 万元以上	5.2	62.1	6.1	9.9



## 2026年，国内货币政策展望

2026年中国货币政策将在“适度宽松”的基调下，全面转向“提质增效、精准协同”，其核心目标是“促进经济稳定增长与物价合理回升”，为此将“灵活高效”运用降准降息以配合积极财政、支撑内需。货币政策操作的关键在于多重平衡：

一是系统集成互换便利和股票回购再贷款等新旧工具，推动资本市场监管工具常态化，并精准运用结构性工具支持重点领域；  
二是在降低社会融资成本与稳定银行净息差、保持流动性充裕与防范资金空转之间审慎权衡；  
三是深化货币与财政协同，灵活管理流动性以配合政府债发行，并探索完善向非银机构提供流动性的机制。

最终，货币政策实施的成效将取决于能否实现物价温和回升、融资结构优化与金融实体经济良性循环，物价，10年期国债收益率将是重要观测指标。

中国10年期国债收益率与7天逆回购利率（%）



资料来源：Wind，冠通研究 数据统计截至2025年12月25日

### 中国人民银行货币政策委员会召开2025年第四季度例会

字号 大 中 小

文章来源：沟通交流

2025-12-24 18:59:29

[打印本页](#) [关闭窗口](#)

中国人民银行货币政策委员会2025年第四季度（总第111次）例会于12月18日召开。

会议认为，今年以来宏观调控力度加大，货币政策适度宽松，持续发力、适时加力，强化逆周期调节，综合运用多种货币政策工具，服务实体经济高质量发展，为经济稳中向好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，外汇储备充足，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。

会议分析了国内外经济金融形势，认为当前外部环境变化影响加深，世界经济增长动能不足，贸易壁垒增多，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，但仍面临供需矛盾突出等问题和挑战。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。**形势研判与总体思路，与中央经济工作会议表述一致**

会议研究了下一阶段货币政策主要思路，建议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，促进社会综合融资成本低位运行。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。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，防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

**下一阶段思路：流动性总体充裕，融资成本低位运行，关注长期收益率，稳预期防汇率超调**

会议指出，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，共同维护金融市场的稳定发展。有效落实好各类结构性货币政策工具，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。用好证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持再贷款，探索常态化的制度安排，维护资本市场稳定。持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务。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。

会议强调，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的二十届四中全会和中央经济工作会议精神，按照党中央、国务院的决策部署，牢牢把握高质量发展首要任务，扎实推进中国式现代化，完整准确全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局。把做强国内大循环摆到更加突出的位置，统筹好总供给和总需求的关系，增强宏观政策前瞻性针对性协同性，着力扩大内需、优化供给，做优增量、盘活存量，不断巩固拓展经济稳中向好势头。

本次会议由中国人民银行行长兼货币政策委员会主席潘功胜主持，货币政策委员会委员宣昌能、邹澜、李云泽、吴清、康义、朱鹤新、谷澍、王一鸣、黄海洲出席会议。徐守本、李春临、廖岷、黄益平因公请假。中国人民银行天津市分行、江苏省分行、江西省分行、新疆维吾尔自治区分行、深圳市分行负责同志列席会议。



国内权威机构对中国宏观经济核心指标的预测

✕

中国宏观经济指标	2026年-2025年	2026F	2025F	2025年最新	2024	2023	2022
GDP(%)	-0.14	4.85	4.99	5.2	4.98	5.42	3.13
工业增加值(%)	-0.51	5.34	5.85	6.10	5.80	4.60	3.60
固定资产投资(%)	3.3	2.94	-0.36	-1.70	3.20	3.00	5.10
固定资产投资:制造业(%)	2.55	5.55	3.00	2.70	9.21	6.48	9.10
固定资产投资:基础设施建设(%)	2.6	5.50	2.90	1.51	4.40	5.90	9.40
固定资产投资:房地产开发(%)	3.87	-10.65	-14.52	-14.70	-10.60	-9.60	-10.00
社会消费品零售(%)	0.01	4.20	4.19	4.30	3.50	7.20	-0.20
进口(%)	1.89	1.70	-0.19	-0.90	1.03	-5.53	0.74
出口(%)	-0.07	4.91	4.98	5.30	5.82	-4.67	5.58
CPI(%)	0.46	0.45	-0.01	-0.10	0.20	0.20	2.00
PPI(%)	1.73	-0.76	-2.49	-2.70	-2.20	-3.00	4.10
1年期MLF利率(%)	-0.2	1.70	1.90	2.00	2.00	2.50	2.75
1年期LPR(%)	-0.19	2.73	2.92	3.00	3.10	3.45	3.65
10年期国债收益率(%)	-0.13	1.63	1.76	1.80	1.68	2.56	2.84
5年期LPR(%)	-0.17	3.26	3.43	3.50	3.60	4.20	4.30
美元/人民币	-0.14	6.95	7.09	7.08	7.19	7.08	6.96

万得一致预测调  
查结果显示:

2026年国内GDP  
增速小幅放缓，工业  
增加值增速回落，固  
定投资增速反弹，  
制造业投资与基建投  
资增速双双走高，地  
产开发投资增速负值  
收敛，消费则保持稳  
健；进口回暖出口延  
续强劲态势；物价回  
升，CPI微涨，PPI负  
增缩窄；利率水平小  
降，国债收益率略微  
走低，人民币汇率小  
幅升值。

## 2026，十五五开局，破立并举，重塑复苏格局

2026年是中国“十五五”规划的开局之年，国内宏观经济预计在弱复苏中寻求质的提升，经济增长将围绕“质的有效提升与量的合理增长”展开，权威机构预测GDP增速小幅放缓，动力更多转向内需驱动，但地产拖累、外部贸易保护主义回潮等挑战仍存，经济在“破立之间”构筑复苏基础。通胀方面，物价整体偏弱运行，但反内卷政策与需求改善有望推动CPI温和回升，PPI跌幅收窄并可能在下半年转正，成为追踪经济复苏的关键指标，其转正或催生新一轮库存周期。财政政策将延续积极扩张，以中央加杠杆为核心，前置发力支持内需，重点化解地方债务风险，并通过“补贴+扩围+协同”组合拳提振消费，赤字率预计维持高位；货币政策则保持适度宽松，通过降准降息等工具维持流动性充裕，配合财政扩张，重点平衡防风险与促物价回升。关键逻辑在于反内卷主题贯穿全年，通过法治化、市场化手段整治产能过剩，叠加能源转型与AI投资浪潮，重塑大宗商品格局，推动结构性牛市。整体上，政策定力与改革决心支撑经济中长期高质量发展，但需警惕外部贸易摩擦、内部需求不足等风险。

CRB现货综指领先于中国PPI



PPI与全社会用电量、工业企业利润增速（单位：%）



数据来源：Wind 冠通研究



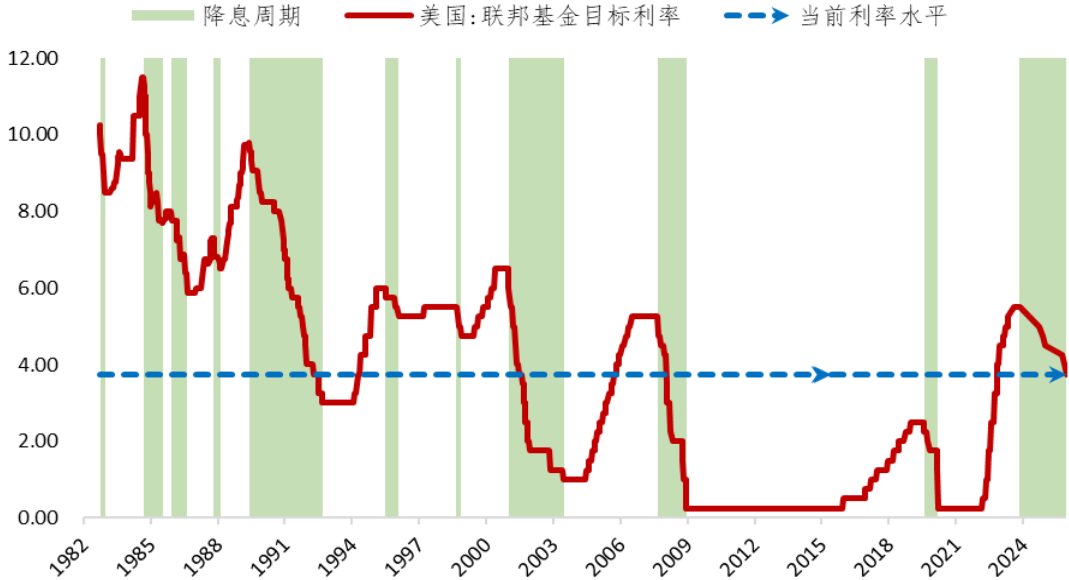
# 美联储换帅， 特朗普深度参与之下 恐将导致过度宽松



## 12月FOMC会议如期降息25BP,年内降息3次共75BP

美东时间12月10日周三,美联储在货币政策委员会FOMC会后公布,联邦基金利率的目标区间从3.75%至4.00%下调至3.50%至3.75%。至此,美联储连续第三次FOMC会议降息,每次均降25个基点,今年累计降75个基点。自2024年9月以来,本轮宽松周期合计降息175个基点,持续时间至今15个月,且未来仍有降息空间。与历史上的降息周期对比来看,持续时间不算短,降息的速度相对平缓,降息的幅度也不算大。截止目前,3.50%至3.75%的基准利率水平也不算低。

本次会议声明还提到“美联储委员会认为,准备金余额已降至充足水平,并将根据需要开始购买短期国债,以此持续维持充足的准备金供应。”这等于宣布启动所谓的准备金管理,为货币市场重建流动性缓冲。



## 美联储对于经济的看法

会后公布的经济展望显示，美联储官员本次上调了今年以及此后三年的GDP增长预期，其中明年的增速上调幅度最大、提高0.5个百分点，其他年份均仅小幅提高0.1个百分点，小幅下调了2027年、即后年的失业率预期0.1个百分点，其余年份失业率预期均保持不变。这种调整显示，美联储认为劳动力市场更具韧性。

同时，美联储官员小幅下调了今明两年的PCE通胀以及核心PCE通胀预期各0.1个百分点。这体现出，美联储对未来一段时间内通胀放缓的信心略有增强。

**Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, December 2025**

Percent

Variable	Median <sup>1</sup>					Central Tendency <sup>2</sup>					Range <sup>3</sup>				
	2025	2026	2027	2028	Longer run	2025	2026	2027	2028	Longer run	2025	2026	2027	2028	Longer run
Change in real GDP	1.7	2.3	2.0	1.9	1.8	1.6-1.8	2.1-2.5	1.9-2.3	1.8-2.1	1.8-2.0	1.5-2.0	2.0-2.6	1.8-2.6	1.7-2.6	1.7-2.5
September projection	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8	1.4-1.7	1.7-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0	1.3-2.0	1.5-2.6	1.7-2.7	1.6-2.6	1.7-2.5
Unemployment rate	4.5	4.4	4.2	4.2	4.2	4.5-4.6	4.3-4.4	4.2-4.3	4.0-4.3	4.0-4.3	4.4-4.6	4.2-4.6	4.0-4.5	4.0-4.5	3.8-4.5
September projection	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2	4.4-4.5	4.4-4.5	4.2-4.4	4.0-4.3	4.0-4.3	4.2-4.6	4.0-4.6	4.0-4.5	4.0-4.5	3.8-4.5
PCE inflation	2.9	2.4	2.1	2.0	2.0	2.8-2.9	2.3-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0	2.7-2.9	2.2-2.7	2.0-2.3	2.0	2.0
September projection	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0	2.9-3.0	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0	2.0	2.5-3.2	2.2-2.8	2.0-2.4	2.0	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	3.0	2.5	2.1	2.0		2.9-3.0	2.4-2.6	2.0-2.2	2.0		2.7-3.1	2.2-2.7	2.0-2.5	2.0	
September projection	3.1	2.6	2.1	2.0		3.0-3.2	2.5-2.7	2.0-2.2	2.0		2.7-3.4	2.2-2.9	2.0-2.4	2.0-2.2	
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0	3.6-3.9	2.9-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	2.8-3.5	3.4-3.9	2.1-3.9	2.4-3.9	2.6-3.9	2.6-3.9
September projection	3.6	3.4	3.1	3.1	3.0	3.6-4.1	2.9-3.6	2.9-3.6	2.8-3.6	2.8-3.5	2.9-4.4	2.6-3.9	2.4-3.9	2.6-3.9	2.6-3.9

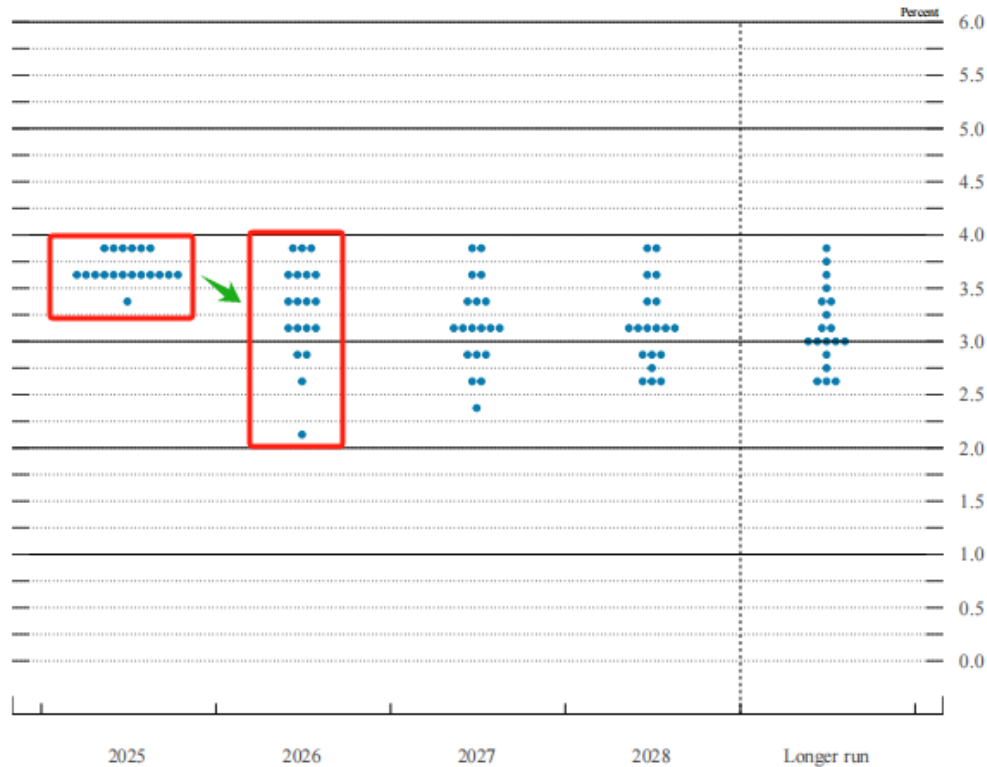
注：数据均来源于美联储、冠通研究

## 点阵图来看，2026年预计仍有1次降息的空间

FOMC会后公布的点阵图显示，美联储决策层的利率路径预测和三个月前公布点阵图时一致，依然预计明年会有一次25个基点的降息。这意味着，明年的降息动作将较今年明显放缓。

- 美联储官员利率预测中位值显示：2026年底的联邦基金利率为3.4%，2027年底联邦基金利率为3.1%，2028年底联邦基金利率3.1%，更长期的联邦基金利率为3.0%，均持平9月预期。以上述利率中位值计算，和上次一样，美联储官员目前也预计，在今年降息三次后，明年和后年大概各会有一次25个基点的降息。
- 点阵图还显示，本次有八人预计利率在3.0%到3.5%之间，比上次这样预测的人数多两人。本次有三人预测明年利率在2.5%到3.0%，比上次少两人，本次有一人预测利率低于2.25%，上次无人这样预测。

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

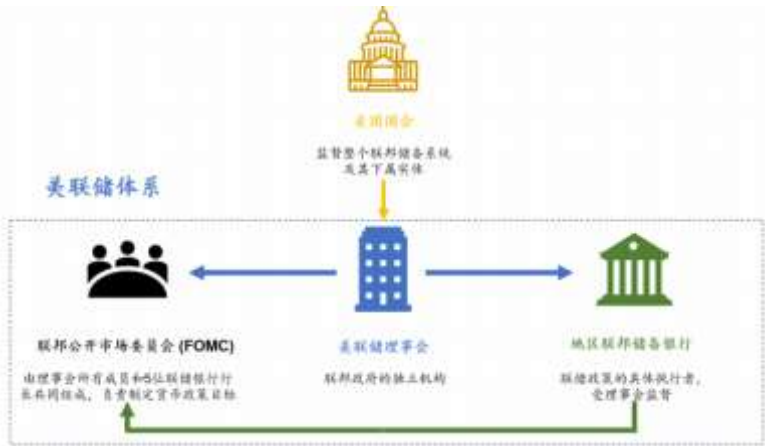




## 美联储内部分歧依旧

本次会议声明显示，在12名FOMC投票委员中，共有三人投票反对本次降息25个基点，这是自2019年来首次美联储利率决议遭到三名投票委员反对。

- 美联储主席鲍威尔、此前被美国总统特朗普公开放话解雇的联储理事库克在内，共有九名FOMC成员支持继续降息25个基点。
- 投反对票的三人分别是，特朗普今年“钦点”的美联储理事米兰、芝加哥联储主席古尔斯比和堪萨斯城联储主席施密德。米兰和他上任以来出席的前两次会议一样，一直希望降息50个基点。施密德和上次会议一样，持异议是因为他支持保持利率不变。上次支持降息25基点的古尔斯比这次转变立场，和施密德站在同一阵营。



序号	姓名	职位	总体货币政策立场	12月会议态度	9月会议态度
1	鲍威尔 Jerome H. Powell	主席&理事	中立	支持降息25BP	支持降息25BP
2	杰佛逊 Philip N. Jefferson	副主席&理事	中立	支持降息25BP	支持降息25BP
3	沃勒 Christopher J. Waller	理事	中立	支持降息25BP	支持降息25BP
4	鲍曼 Michelle W. Bowman	理事	中立	支持降息25BP	支持降息25BP
5	巴尔 Michael S. Barr	理事	中立	支持降息25BP	支持降息25BP
6	库克 Lisa D. Cook	理事	中立	支持降息25BP	支持降息25BP
7	米兰 接替库格勒 Adriana D. Kugler	理事	大鸽派	反对降息25BP 建议降息50BP	反对降息25BP 建议降息50BP
8	威廉姆斯 John C. Williams	纽约联储主席 永久票委	中立	支持降息25BP	支持降息25BP
9	古尔斯比 Austan D. Goolsbee	芝加哥联储主席	鹰派	反对降息25BP 建议维持不变	支持降息25BP
10	柯林斯 Susan M. Collins	波士顿联储主席	中立	支持降息25BP	支持降息25BP
11	穆萨姆 Alberto G. Musalem	圣路易斯联储主席	中立	支持降息25BP	支持降息25BP
12	施密德 Jeffrey R. Schmid	堪萨斯城联储主席	鹰派	反对降息25BP 建议维持不变	支持降息25BP

数据来源：美联储 冠通研究

## 鲍威尔的继任者，将在“最听话”与“最适合”之间抉择

2026年初，美联储换帅将成为影响美国货币政策的重要事件。截止目前，主席换届的进程已进入关键阶段，市场普遍预期白宫国家经济委员会主任凯文·哈塞特（Kevin Hassett）已成为领跑者。目前来看，哈塞特的当选概率最高，但沃什的当选概率日渐逼近哈塞特；从哈塞特的一马当先，到如今的两人之间的势均力敌，新任美联储主席人选的不确定有所加大。我们认为，无论最终人选是谁，下一任美联储主席都可能在政策取向上带来显著转变。美联储主席花落谁家，本质上是“最听话”与“最适合”之间的抉择。

### 1. 凯文·哈塞特：最可能被提名的“内部派”

核心标签：特朗普的经济政策“代言人”与政治盟友。

关键背景：曾任特朗普政府的白宫国家经济委员会主任，是其核心经济智囊之一。目前的工作之一是在媒体上为总统的政策辩护。他并非传统意义上的央行银行家，而是资深经济学家（前美国企业研究所研究员）。

政策倾向：公开支持降息，并曾批评美联储过去的政策。与特朗普的“低利率”偏好高度一致。

### 2. 凯文·沃什：华尔街游说的“回归派”

核心标签：拥有美联储履历、获金融界力捧的强势候选人。

关键背景：曾于2006-2011年担任美联储理事，是当时最年轻的理事之一。离职后长期在华尔街（摩根士丹利）和学术界（哈佛研究所）工作，与金融界关系深厚。

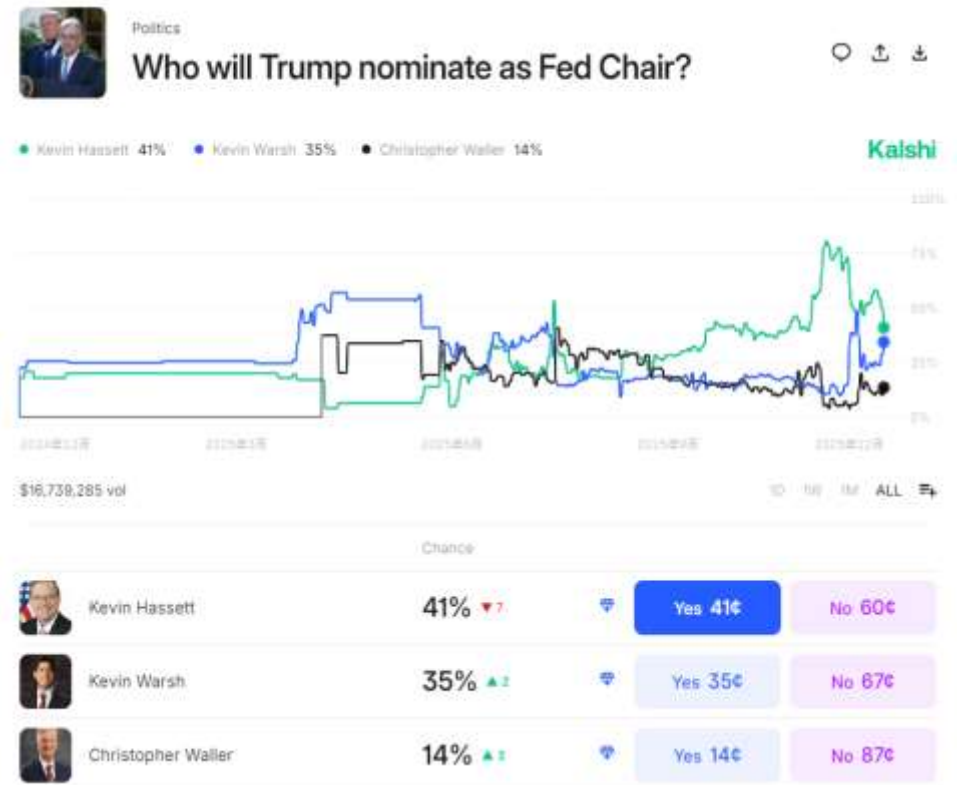
政策倾向：数月来一直公开表示美联储应降息并缩减资产负债表，这与特朗普的诉求相符。但支持者认为，他基于自身经验做出的判断，可能比哈塞特更具政策定力。

### 3. 克里斯托弗·沃勒：政策履历扎实的“黑马”

核心标签：现任美联储理事，低调务实的内部技术派。

关键背景：现任美联储理事，拥有圣路易斯联储研究主管的扎实背景，是真正的货币政策专家。与特朗普并无深厚私交。

政策倾向与行动：他在降息等议题上有理性且连贯的政策论述。更重要的是，他已在美联储内部推动多项被视为更保守、可能契合特朗普倾向的改革。



## 鲍威尔是否留任理事也将是一大看点

除了继任美联储主席的风波之外，鲍威尔是否留任理事也将是一大看点。鲍威尔的美联储理事任期至2028年，他有权在卸任主席后留任理事。如果他选择留下，将在FOMC内部形成制衡，这被视为维护央行独立性的一种可能方式，但也可能引发内部矛盾。

### 美联储换帅所产生的影响

- 美联储独立性面临考验：哈塞特若当选，其与白宫的紧密关系将引发对美联储独立性的深切忧虑。长期看，这可能损害美联储公信力，反而推高长期通胀预期和风险溢价。
- 权力过渡期的市场波动：在近半年的交接期内，鲍威尔与未来新主席（尤其是哈塞特）的政策信号可能出现分歧，导致市场预期混乱和波动加剧。
- 哈塞特的上台意味着货币政策可能开启一个服务于政治增长目标、更为宽松的新周期，但代价是美联储独立性和美元信用的长期受损。







# 能源转型与AI投资浪潮 重塑大宗商品

## 大宗商品的定价逻辑正在演变

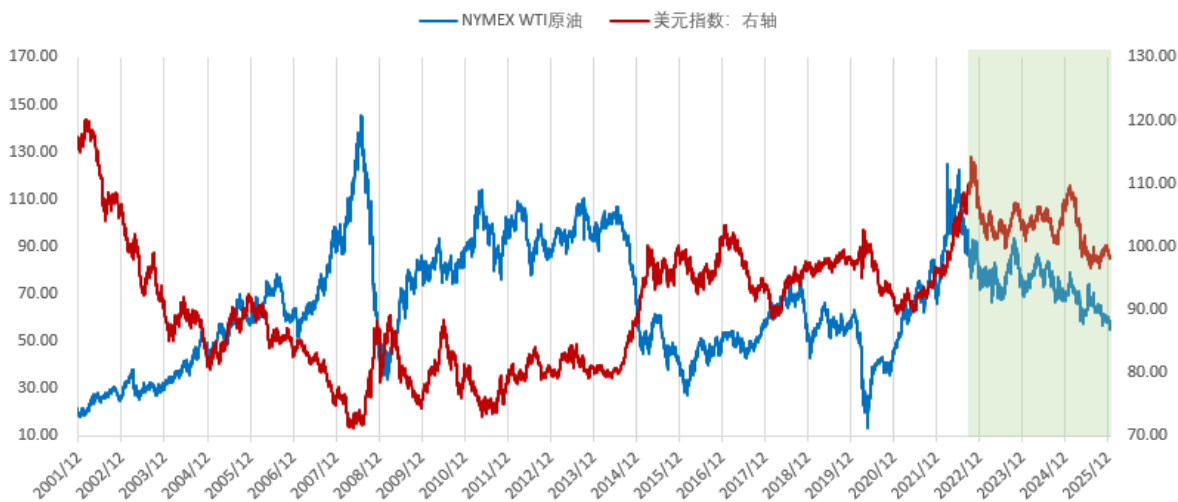
2022年11月以来，全球大宗商品出现了一个关键范式转变：传统的“强美元压制大宗商品”的负相关关系被打破，原油、铜等大宗商品与纳斯达克科技股竟呈现同步走强之势，2025年这种变化尤为引人关注。

这一现象的底层逻辑，是多重结构性变量的激烈碰撞：供给侧的硬约束（如地缘冲突与OPEC+的“新减产主义”）、需求侧的新旧双轮驱动（尤其是中国后疫情复苏的“东方需求”与全球AI浪潮催生的“西方创新需求”），以及宏观金融条件的预期拐点（美联储紧缩周期见顶）。展望未来，传统的“美元中心论”分析范式已然失效，大宗商品的定价逻辑正演变为一场复杂的三维棋局，我们需在“地缘政治与政策供给的刚性”、“绿色转型与科技革命的结构需求”以及“全球增长与货币周期深刻分化”的动态平衡中寻找答案，其价格波动将深度映射一个新旧秩序、实体与虚拟经济激烈重构的时代烙印。

2022年11月以来，铜、油、金、银与纳指100走势图



2001年以来，原油与美元指数走势图



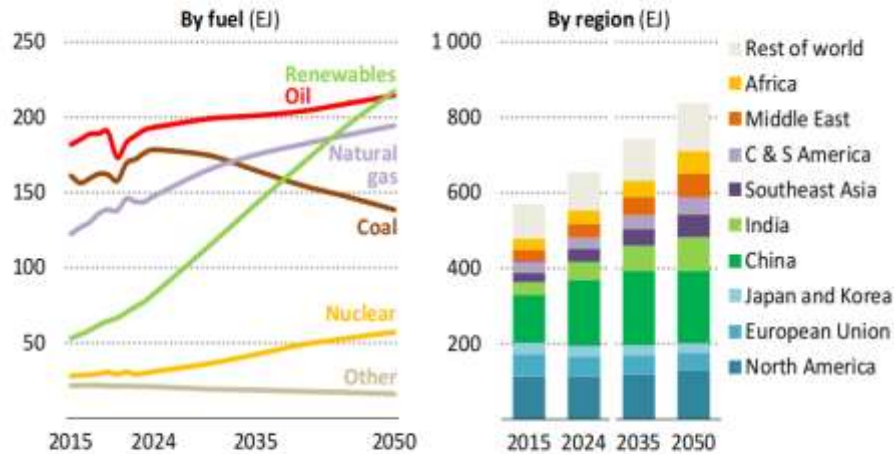
能源转型与AI投资浪潮重塑大宗商品

当前，我们正处在以AI为核心驱动力的第四次工业革命之中，同时还经历着一场巨大的能源革命。

2026年，全球大宗商品市场将继续处于一场深刻的“双轨革命”——即以绿色低碳为核心的能源转型与以人工智能为核心的科技革命所驱动的结构性的重构之中。传统以宏观经济周期为主导的“潮汐式”波动，正让位于由产业政策、技术迭代和供应链韧性决定的“结构性分化”逻辑。电力、铜、铝、白银及部分关键矿物因双轨革命的汇聚效应而维持强势；而原油等传统化石能源则因需求峰值临近和金融属性弱化而持续承压，标志着一个大宗商品新旧秩序交替的时代已然来临。

维度	第一次工业革命	第二次工业革命	第三次工业革命	第四次工业革命
时间阶段	约 1760s - 1840s	约 1870s - 1914	约 1950s - 2010s初	约 2010s初 - 至今
核心驱动力	蒸汽机的改良与应用	电力与内燃机的广泛应用	计算机、半导体与互联网	人工智能、大数据、物联网与生物技术的融合
生产模式	机械化	规模化 / 流水线化	自动化 / 信息化	智能化 / 个性化
主导能源	煤炭	石油、电力	石油、核能、可再生能源兴起	能源的多元化、智能化，更大比例的新能源
动力革命	蒸汽机（将热能转化为机械能），动力来源从人力、畜力、水力转向化石燃料	电动机（电力驱动）、内燃机（高效便携动力），能源实现远距离传输与精准分配	动力系统精细化控制、自动化设备依赖电力，能源结构趋于多元化	智能电网与分布式能源，能源互联网优化调度，AI算法实现能源效率最大化
全球格局	美国成为“世界工厂”与全球霸主，建立殖民帝国。	美国、德国崛起，挑战英国霸权，世界权力中心转移，列强争夺加剧。	美国凭借信息技术获得全球领导地位，全球化达到顶峰，形成“地球村”。	中美在AI等关键领域激烈竞争，科技成为大国战略博弈的核心，全球供应链面临重构。

Figure 3.1 ▶ Total energy demand by fuel and region in the CPS to 2050



IEA, CC BY 4.0.

Around 90% of global energy demand growth comes from emerging market and developing economies, and global oil and natural gas use rises through to 2050



## 能源转型重塑需求地图

能源系统从燃料密集型向材料密集型的转变, 是未来大宗商品的重要趋势。

### 1. 电力成为新时代的“基础货币”, 铜、铝需求获核心支撑。

国际能源署 (IEA) 的展望明确指出, 我们已进入“电力时代”, 在所有情景下, 电力需求的增速都远高于整体能源需求。

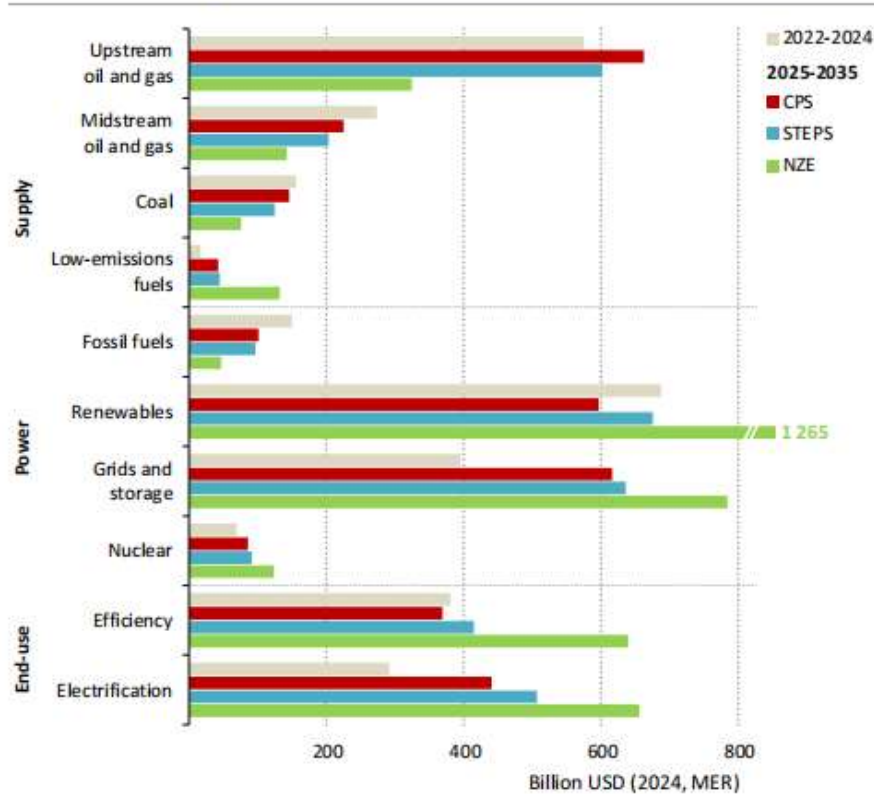
- 需求刚性: 在《世界能源展望2025》的“现行政策情景” (CPS) 和“宣布承诺情景” (STEPS) 下, 全球电力需求到2035年将增长约40%; 在净零情景 (NZE) 下增幅超过50%。这种跨越经济周期的长期增长趋势, 为电网、变压器、可再生能源发电和输电系统所依赖的关键金属构筑了坚实的需求底部。
- 投资缺口即未来价格弹性: 当前能源投资的结构失衡预示着未来金属需求的爆发力。报告指出, 每年对发电的投资已超过1万亿美元, 但对电网的投资仅为4000亿美元。这种“重电源、轻电网”的现状不可持续, 随着各国政府与企业意识到电网瓶颈是能源转型的最大障碍, 一轮大规模的电网投资浪潮必将启动, 铜 (导电) 和铝 (轻量化输电) 将成为最直接的受益者。

### 2. 可再生能源装机狂飙, 白银、多晶硅需求结构性强劲。可再生能源的部署正以创纪录的速度推进。

- 光伏主导: 2024年全球太阳能光伏新增装机达到540吉瓦 (GW), 创下历史新高。IEA预计, 在STEPS情景下, 全球可再生能源装机容量将从2024年的4,900 GW激增至2035年的13,700 GW, 增长2.8倍。
- 材料内涵: 光伏电池是白银重要的工业需求来源, 而多晶硅则是制造光伏组件的核心原料。可再生能源目标的实现, 高度依赖于这些关键材料供应链的稳定与扩张。

数据来源: IEA 冠通研究

Figure 1.34 Average annual investment in fuel supply, power and end-use by type and scenario, 2022-2035



IEA, CC BY 4.0.

As the Age of Electricity emerges, investment shifts from fossil fuels towards low-emissions power generation and fuels, grids and storage, and end-use electrification

Notes: MER = market exchange rate. CPS = Current Policies Scenario; STEPS = Stated Policies Scenario; NZE = Net Zero Emissions by 2050 Scenario.

## AI革命催生“数字金属”新需求

人工智能已从概念走向大规模基础设施投资，正在创造一类新的“数字金属”需求。

### 1. 数据中心：电力需求的新极点

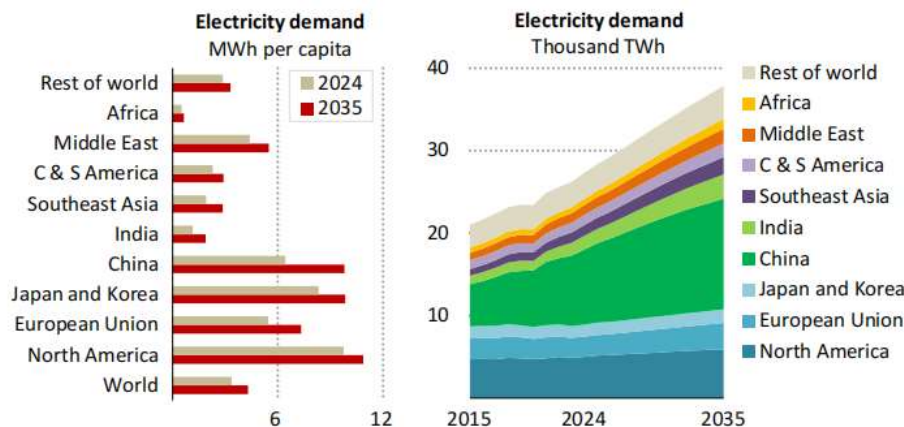
AI的算力依赖于庞大的数据中心集群，其能耗强度远超传统设施。

- 投资规模表征需求强度：2025年全球数据中心投资预计达到5800亿美元，历史上首次超过全球石油供应投资（5400亿美元）。这标志着资本正在从传统能源密集型产业向数字基础设施进行历史性转移。
- 电力与金属消耗：IEA预测，到2030年，数据中心的电力消耗将翻倍，其中AI优化服务器的耗电量将增长五倍。这不仅直接推高整体电力需求，进而间接拉动发电、输电端金属消费，数据中心内部的配电、散热系统更是铜、铝的密集应用场景。

### 2. AI的赋能与重塑

AI不仅是能源和资源的消耗者，也是优化者。IEA分析指出，到2035年，AI在交通和工业领域的广泛应用有望实现13.5艾焦（EJ）的节能，相当于当今印尼全国的总能耗。这种“效率提升”效应将对部分高耗能商品的长期需求形成压制，但同时也强化了对于实现智能化所必需的半导体（白银、稀土）、高效传感器和电力电子等相关金属的需求。

Figure 3.15 ▶ Electricity demand by region/country in the CPS to 2035



IEA. CC BY 4.0.

Electricity demand per capita rises to 2035 in all regions, and global electricity demand increases rapidly, predominately in emerging market and developing economies



## 原油的“后峰值时代”

与“新大宗商品”的强势形成鲜明对比的，是原油需求的增长乏力与金融属性的弱化。

### 1. 交通电动化不可逆转

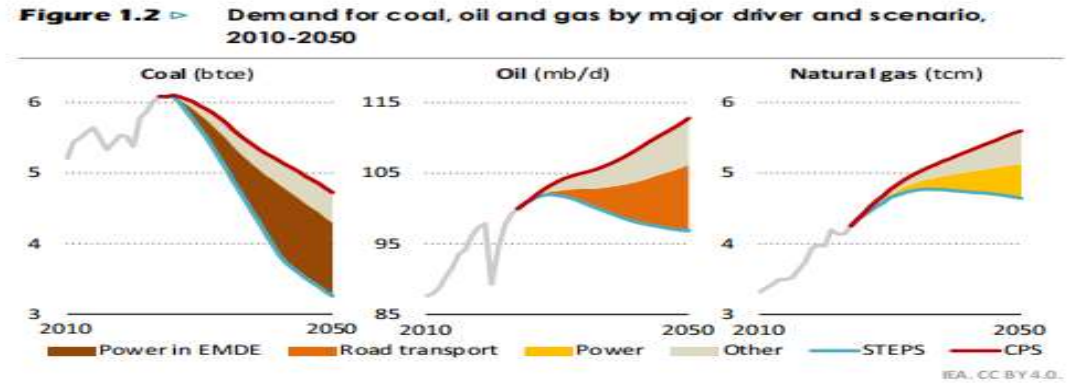
电动汽车的普及是抑制石油需求增长的最关键因素。IEA的STEPS情景显示，电动汽车在全球新车销售中的份额将在2035年超过50%。其直接结果是，全球石油需求将在2030年左右达到峰值并进入平台期，随后开始缓慢下降。尽管航空、航运和石化领域仍存在刚性需求，但增长引擎的熄火使得油价难以重现历史上的超级周期。

### 2. 天然气市场供应宽松，间接施压油价

液化天然气（LNG）市场的供应浪潮也对整个能源价格体系构成压力。到2030年，将有3000亿立方米/年的新增LNG出口能力投入市场，导致全球供应能力提升50%。在STEPS情景下，2030年预计将有约650亿立方米的LNG供应无法被市场完全吸收。这种天然气市场的宽松局面，将通过燃料替代和比价效应，限制原油价格的上行空间。

数据来源：IEA 冠通研究

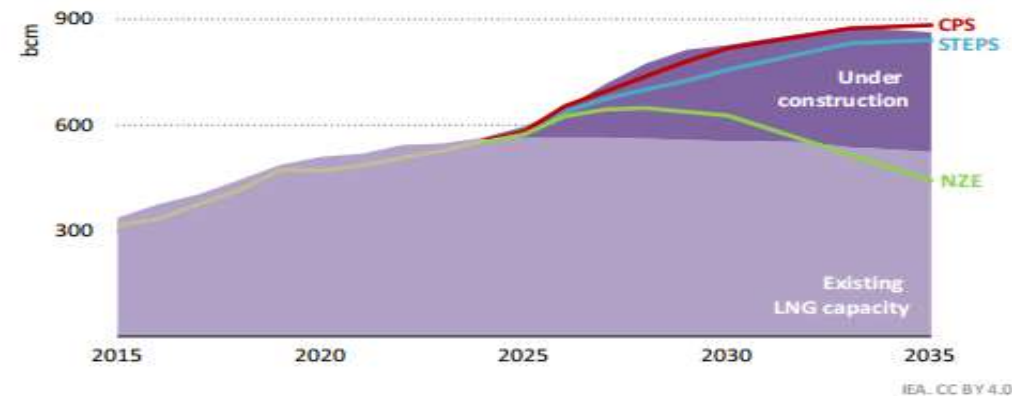
www.gtfutures.c



Coal and oil demand peak by 2030 in the STEPS; growth is higher in the CPS due to slower uptake of technologies such as renewables and EVs

Note: btce = billion tonnes of coal equivalent; mb/d = million barrels per day; tcm = trillion cubic metres. EMDE = emerging market and developing economies; CPS = Current Policies Scenario; STEPS = Stated Policies Scenario.

**Figure 1.28 Existing and under construction available LNG export capacity and LNG trade by scenario to 2035**



The large upcoming wave of additional LNG export capacity is fully absorbed in the CPS but results in well-supplied global gas markets in the STEPS through to 2035

Note: CPS = Current Policies Scenario; STEPS = Stated Policies Scenario; NZE = Net Zero Emissions by 2050 Scenario.



## 关键矿物的“阿喀琉斯之踵”

双轨革命的进程高度依赖于一系列关键矿物的稳定供应, 而其供应链的高度集中性构成了主要风险与价格波动源。

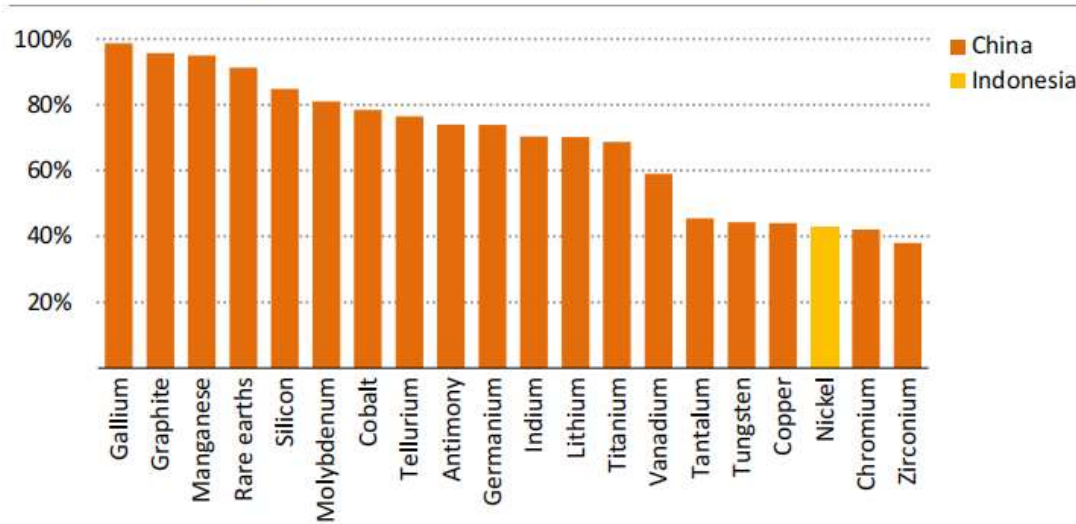
### 1. 令人警觉的集中度

IEA强调, 中国在20种能源相关战略矿物中的19种 refining (精炼) 环节占据主导地位, 平均市场份额高达约70%。这意味着, 锂、钴、石墨、稀土等对于电池和永磁体至关重要的矿物, 其价格和供应稳定性深受单一国家政策与贸易关系的影响。

### 2. 品种间的分化走势

- 电池金属 (如锂等): 近期价格因产能扩张速度快于需求而大幅回调, 但在双轨革命长期需求支撑下, 价格将在成本曲线附近找到支撑, 并随着落后产能出清而趋于稳定。
- 铜: 前景最为严峻也最具潜力。IEA指出, 由于矿石品位下降、项目复杂性和长开发周期, 铜矿供应增长缓慢, 而来自电力、新能源和AI基础设施的需求持续增长, 中长期面临严重的供应短缺风险。

**Figure 1.23** ▶ Top refiner share of selected energy-related strategic minerals by country



IEA, CC BY 4.0.

China is the leading producer for nearly all of the 20 energy-related strategic minerals analysed, with an average market share of around 70%

Note: Values refer primarily to 2024, or to the latest year for which data are available in certain cases.

Source: IEA (2025c).

## 2026年，大宗商品的核心矛盾

2026年，大宗商品的核心矛盾将围绕以下几点展开：

- 全球电网投资能否如期放量，兑现对铜铝需求的强预期？
- 中国在关键矿物供应链上的政策动向，会否引发新一轮价格波动？
- AI数据中心的建设进度与能效技术进步之间的赛跑，如何重塑电力与金属需求的增长路径？
- 地缘政治冲突 是否会逆转原油需求见顶的趋势，为其注入阶段性上行动力？

商品类别	趋势判断	核心逻辑
电力金属（铜、铝）	结构性强势	能源转型与AI数据中心共同拉动电力投资，电网建设补短板需求迫切。
数字/能源金属（银等）	需求增长，波动加剧	受光伏装机与AI硬件需求支撑，但受中国出口政策与技术路线迭代影响大。
关键矿物（锂、镍等）	短期过剩，长期紧平衡	精炼产能阶段性过剩，但供应链高度集中，地缘政治是最大变数。
传统能源（原油）	震荡偏弱，金融属性淡化	需求峰值临近，LNG供应过剩形成比价压制，价格更多由地缘冲突和OPEC+减产支撑。



十五五开局之年  
国内商品  
反内卷仍将贯穿2026全年



## 2026年中国十五五开局的时间线

2026年作为“十五五”规划的开局之年，具有承前启后的特殊战略意义。中国的五年规划是实现国家长远目标的阶梯式战略管理工具，其核心在于通过系统的顶层设计，将宏伟蓝图分解为可执行的阶段性任务。“十五五”时期被定位为基本实现社会主义现代化“夯实基础、全面发力”的关键阶段，而2026年正是这一新征程的起步之年，其表现将直接影响后续四年的发展态势与信心。

时间节点	阶段	核心观察点	市场影响与宏观意义
2025年12月	政策定调期	1. 中央经济工作会议：确定“十五五”开局年宏观政策总基调。 2. 政策重心：重点关注对“扩大内需”和“现代产业体系建设”的表述和战略部署。	奠定全年基调：会议释放的信号将定调年初市场情绪和板块轮动方向，特别是与内需和产业升级相关的领域。
2026年3月	目标落地期	1. 全国“两会”：发布《“十五五”规划纲要》全文。 2. 经济增长目标：预计GDP增速目标设在5%左右。 3. 财政预算：关注赤字率（预计4%）、专项债（预计4.4万亿元）、特别国债（预计1.6万亿元）额度。	提供全年政策锚点：明确的增长目标和财政力度将稳定市场预期，为基建、消费等领域的投资提供清晰指引。 纲要中的具体产业目标将决定中长期投资主线。
2026年4月及二季度	数据验证期	1. 内需复苏力度：社会消费品零售总额、固定资产投资（基建/制造业）能否持续改善。 2. 通胀回升势头：CPI是否温和回升，PPI跌幅是否如预期收窄。	验证复苏成色：数据将证实或证伪“内需再平衡”和“走出通胀低谷”的逻辑，决定市场对经济复苏强度的信心。
2026年下半年	风格潜在切换期	1. 核心指标：PPI同比增速能否转正。 2. 企业盈利：中上游行业盈利是否随价格回升而实质性改善。	资产风格切换的关键：若PPI转正，可能引发股市内部从成长到周期风格的切换，同时债券市场可能面临调整压力（债券熊市风险）。 交易主线将从“宽松预期”转向“盈利修复”。
贯穿全年	内外主线	1. 内需再平衡：消费与投资能否有效接替外需，成为核心增长动力。 2. 中美贸易动态：在美国中期选举背景下，关注特朗普政府关税政策的反复与潜在冲击。	决定经济韧性与风险：内需强度决定经济增长的“下限”和独立性。 中美贸易关系是最大的外部不确定性，可能阶段性冲击市场风险偏好，但中国出口韧性（市场份额稳固）预计将提供缓冲。


## 十五五开局之年，政策核心落脚点在反内卷

十五五开局之年，2026年的宏观经济图景预计将呈现“增速趋稳、结构优化”的特征。增长总量上看，GDP增速预计在5%左右，增长动力更多转向内需，力求实现“质的有效提升和量的合理增长”；物价方面，在“反内卷”政策与需求复苏的共同作用下，预计CPI将进一步温和回升，PPI同比跌幅亦有望持续收窄，下半年甚至有可能转正，价格的回升有助于改善企业盈利预期。

值得一提的是，规划建议中与大宗商品密切相关的核心指引包括：

- 建设以先进制造业为骨干的现代化产业体系，明确要求优化提升化工、冶金等传统产业，这将为相关原材料需求提供了结构性支撑；
- 绿色低碳转型全面加速背景下，实施碳排放总量和强度“双控”制度，将深刻重构高耗能产业的成本曲线与供给格局；
- 建设全国统一大市场、综合整治“内卷式”竞争，旨在规范市场秩序，提升大宗商品相关行业的整体盈利质量。

冠通期货研究报告



反内卷

## 反内卷行情的逻辑——低估值+政策预期所形成的供给驱动

- 关税冲击施压全球经济，造成需求端的压抑；
- 国内定价商品的相对低估，资产荒之下，投资驱动的逻辑在于“供给冲击”；
- 高层定调，重大会议前夕，让市场嗅到了供给侧的政策预期；
- 连续34个月为负的PPI，打破低物价循环成为货币政策的重要考量；
- “反内卷”的内涵，指向中国经济坚定转型高质量发展的新格局；
- 政府、行协、产业企业联动发力。

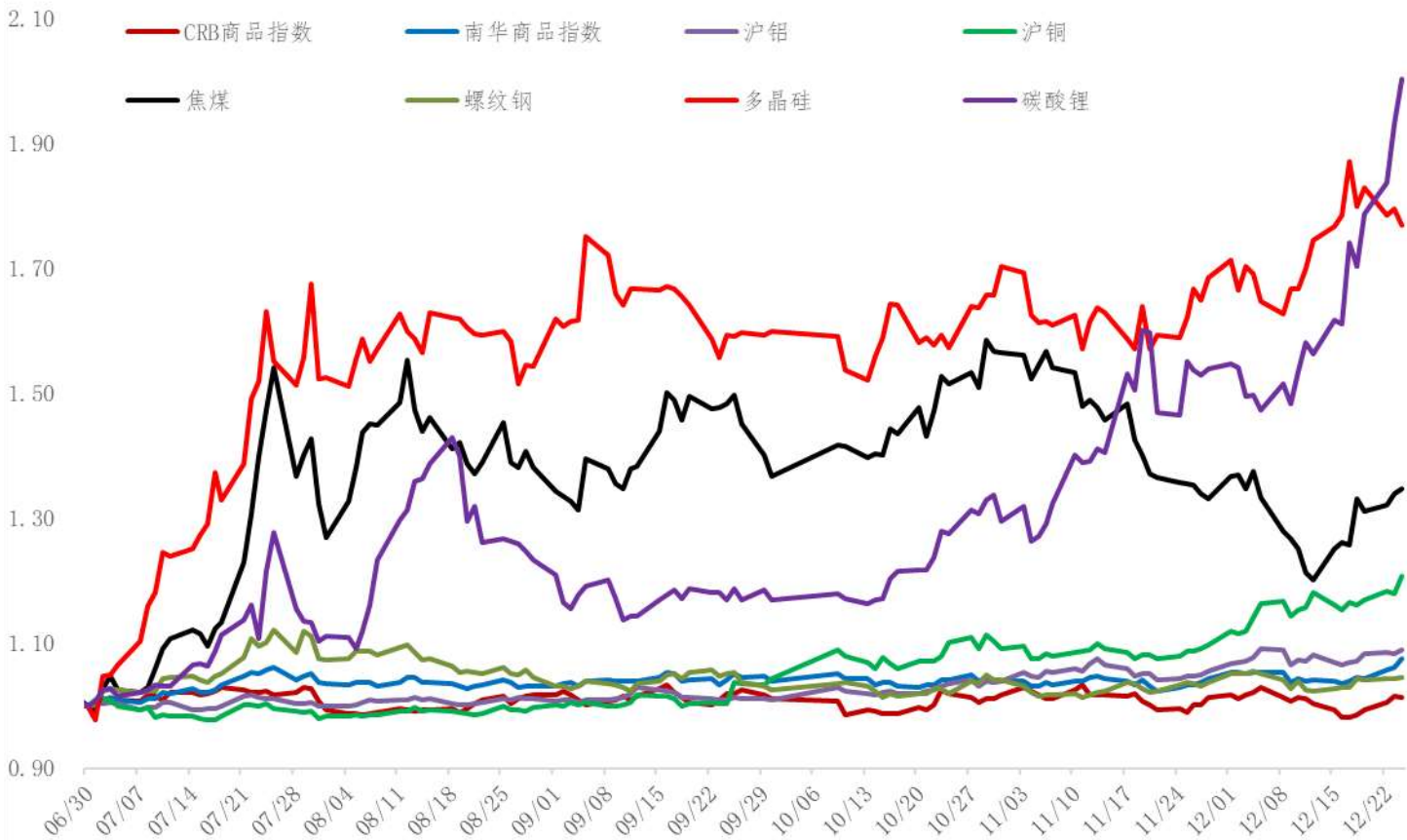
有色、黑色与反内卷指数2025年以来收益走势图





## 反内卷行情的演绎：从集体的躁动，到个体的波动

主要大宗商品自2025年7月以来收益走势



数据来源：Wind 冠通研究 数据统计截至2025年12月25日

www.gtfutures.com.cn

下半年，“反内卷”行情成为主导市场的宏观逻辑主线之一，周期股在股市演绎和商品的狂欢在期市上演，资本市场的强预期弱现实风格之下，A股大盘时隔十年再次站上3800点，商品热点轮转不断扩散。

不过，反内卷行情的演绎，则经历了从夏季的集体躁动，到秋季的降温平复，再到冬季的个体波动的风格特征，其背后源于市场对于反内卷的理解之差异和变化。最初，市场期待一轮史诗级的供给侧2.0行情，低估值+强预期驱动大量资金的涌入，然而短期内快速拉涨的异常波动，却令人担忧，招致期现货市场的联动“降温”，交易所风控措施不断强化，现货市场重视反内卷工作的同时强调执行上的市场化，此外，产业内政策落实非一刀切式的循序渐进，逐渐让市场回归理性，价格回落宏观逻辑转向降息交易。

值得注意的是，“碳酸锂”在年末脱颖而出成为反内卷行情的主角，源于其供给+需求的双轮驱动，兼具反内卷的周期性+AI的科技性双重特征。反内卷带来的供给端的下降，同时，AI投资特别是储能需求增速的超预期点燃了市场的投资热情。因此，在行情走势特征上，表现出国内外的联动性增强，碳酸锂的走势受到海外科技股行情走势的影响。

“反内卷”的贯彻落实

2024年7月30日，习近平总书记主持中共中央政治局会议，会议首次提出要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争，同年12月，总书记出席中央经济工作会议。会议强调，综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。

2025年3月5日，十四届全国人大三次会议开幕当天，习近平总书记参加他所在的江苏代表团审议时强调，要深化要素市场化配置改革，主动破除“内卷式”竞争。

2025年7月中财委会议，纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。

2025年7月18日工业和信息化部召开新闻发布会，将实施新一轮钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案，推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能，具体工作方案将在近期陆续发布。

2025年7月24日发改委和市场监管总局起草了《价格法修正草案（征求意见稿）》并向公众公开征求意见，此次修正草案一是规范市场价格秩序，明确低价倾销认定标准，并加强成本监审，为治理“内卷式”竞争价格战提供法律依据。二是“完善政府定价机制”不局限于基准价+浮动、从定水平到定机制、在听证之外增加征求意见和问卷调查，政府定价将更灵活反映市场供求。

2025年7月30日政治局会议，纵深推进全国统一大市场建设，推动市场竞争秩序持续优化。依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。规范地方招商引资行为。

2025年，9月16日出版的第18期《求是》杂志发表习总书记的重要文章《纵深推进全国统一大市场建设》。文章强调，建设全国统一大市场，是党中央作出的重大决策，不仅是构建新发展格局推动高质量发展的需要，而且是赢得国际竞争主动权的需要。我国作为全球第二大消费市场，必须把全国统一大市场建设好，增强我们从容应对风险挑战的底气。

实际上，中国近期掀起的“反内卷”浪潮，已从政策倡导走向行业实践，多个领域密集出台措施整治“低价倾销”等恶性竞争现象。

国内重要会议有关“反内卷”政策的表述

2024年7月政治局会议	首次提出防止“内卷式恶性竞争”，标志着高层对该问题的正式定性。
2024年12月中央经济工作会议	综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。
2025年3月《政府工作报告》	将“综合整治内卷式竞争”纳入年度关键任务，政策层级进一步提升。
2025年4月政治局会议	大力推进重点产业提质升级，坚持标准引领，规范竞争秩序。
2025年7月中财委会议	纵深推进全国统一大市场建设，要聚焦重点难点，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出
2025年7月16日国务院常务会议	聚焦新能源汽车产业，提出加强成本调查、价格监测和生产一致性检查三大措施，标志着反内卷政策进入行业精细化实施阶段。
2025年7月18日工业和信息化部召开新闻发布会	将实施新一轮钢铁、有色金属、石化、建材等十大重点行业稳增长工作方案，推动重点行业着力调结构、优供给、淘汰落后产能，具体工作方案将在近期陆续发布。
2025年7月18日工信部、发改委、市场监管总局三部门联合召开新能源汽车行业座谈会	部署网络乱象整治、质量监督抽检等具体工作，政策落地速度显著加快。
2025年7月23日中共中央在中南海召开党外人士座谈会	有力提振消费、破除“内卷”，畅通国内大循环，促进国内国际双循环；全国工商联要引导民营经济人士坚守主业、做强实业，坚定不移走高质量发展之路。
2025年7月24日发改委和市场监管总局起草了《价格法修正草案（征求意见稿）》并向公众公开征求意见	此次修正草案一是规范市场价格秩序，明确低价倾销认定标准，并加强成本监审，为治理“内卷式”竞争价格战提供法律依据。二是“完善政府定价机制”不局限于基准价+浮动、从定水平到定机制、在听证之外增加征求意见和问卷调查，政府定价将更灵活反映市场供求。
2025年7月30日政治局会议	纵深推进全国统一大市场建设，推动市场竞争秩序持续优化。依法依规治理企业无序竞争。推进重点行业产能治理。规范地方招商引资行为。
2025年9月16日出版的第18期《求是》杂志发表习总书记的重要文章《纵深推进全国统一大市场建设》。	文章强调，建设全国统一大市场，是党中央作出的重大决策，不仅是构建新发展格局推动高质量发展的需要，而且是赢得国际竞争主动权的需要。我国作为全球第二大消费市场，必须把全国统一大市场建设好，增强我们从容应对风险挑战的底气。



《求是》杂志发表习近平总书记重要文章，高层定调彰显战略决心，反内卷行情再起

9月16日出版的第18期《求是》杂志发表习近平总书记的重要文章《纵深推进全国统一大市场建设》。文章发表后，求是网陆续发表十多篇评论文章，全面多方位解读纵深推进全国统一大市场建设的要义，彰显高层的战略决心。

《求是》杂志发表习近平总书记重要文章《纵深推进全国统一大市场建设》

新华社北京9月15日电 9月16日出版的第18期《求是》杂志将发表中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平的重要文章《纵深推进全国统一大市场建设》。

文章强调，建设全国统一大市场，是党中央作出的重大决策，不仅是构建新发展格局、推动高质量发展的需要，而且是赢得国际竞争主动权的需要。我国作为全球第二大消费市场，必须把全国统一大市场建设好，增强我们从容应对风险挑战的底气。

文章指出，纵深推进全国统一大市场建设，基本要求是“五统一、一开放”。“五统一”，就是统一市场基础制度，特别是实现产权保护、公平竞争、质量标准等制度的统一；统一市场基础设施，打通物流、资金流、信息流，健全现代商贸流通体系；统一政府行为尺度，地方在推动经济发展特别是招商引资时，哪些能干哪些不能干要有明确规矩，不能各行其是；统一市场监管执法，明确市场监管行政处罚裁量基准，一把尺子量到底；统一要素资源市场，促进自由流动、高效配置，减少资源错配和闲置浪费。“一开放”，就是持续扩大开放，实行对内对外开放联通，不搞封闭运行。

文章指出，要聚焦重点难点，下决心清除障碍。第一，着力整治企业低价无序竞争乱象。“内卷”重灾区，要依法依规有效治理，更好发挥行业协会自律作用，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。第二，着力整治政府采购招标乱象，重点整治最低价中标、以次充好、利益勾连等突出问题，规范政府采购和招标投标，加强对中标结果的公平性审查。第三，着力整治地方招商引资乱象，要制定全国统一的地方招商引资行为清单，明确鼓励 and 禁止的具体行为，加强招商引资信息披露。第四，着力推动内外贸一体化发展，畅通出口转内销路径，提高国内国际标准一致性，培育一批内外贸优质企业。第五，着力补齐法规制度短板，持续开展规范涉企执法专项行动，健全有利于市场统一的财税体制、统计核算制度和信用体系。第六，着力纠正政绩观偏差，完善高质量发展考核体系和干部政绩考核评价体系。

求是网关于《纵深推进全国统一大市场建设》系列文章的论述		
发表时间	文章主题	关键内容要点
20250915	习近平：纵深推进全国统一大市场建设	建设全国统一大市场的战略考量，提出“五统一、一开放”基本要求，即统一市场基础制度、统一市场基础设施、统一政府行为尺度、统一市场监管执法、统一要素资源市场和持续扩大对内对外开放
20250915	《求是》杂志编辑部：怎么理解纵深推进全国统一大市场建设	
20250916	中共国家发展和改革委员会党组：坚定落实纵深推进全国统一大市场建设各项部署	
20250916	深刻认识统一市场基础制度	统一市场基础制度，是纵深推进全国统一大市场建设的首要任务。
20250918	金句   建设全国统一大市场要做到“六个着力”	
20250919	促进有效市场和有为政府更好结合	
20250919	建设统一大市场，“两只手”如何各展其长？	有效市场，有为政府
20250920	地方发展如何融入“全国一盘棋”？	
20250921	全国统一大市场不能关起门来搞	持续扩大对内对外开放
20250921	为什么要纵深推进全国统一大市场建设？	构建新发展格局、推动高质量发展的题中之义；进一步全面深化改革、构建高水平社会主义市场经济体制的迫切需要；有效应对外部风险挑战、赢得国际竞争主动权的战略举措。
20250922	深刻把握纵深推进全国统一大市场建设的基本要求	“五统一、一开放”
20250922	建设全国统一大市场既是攻坚战也是持久战	
20250922	推进统一市场基础制度，要坚持完善制度规则体系	
20250923	“六个着力”，破解全国统一大市场建设的突出问题	着力整治企业低价无序竞争乱象、着力整治政府采购招标乱象、着力整治地方招商引资产乱象、着力推动内外贸一体化发展、着力补齐法规制度短板、着力纠正政绩观偏差
20250923	推进统一市场基础制度，要强化执行和监管规则的统一	着力整治企业低价无序竞争乱象、着力整治政府采购招标乱象、着力整治地方招商引资产乱象、着力推动内外贸一体化发展、着力补齐法规制度短板、着力纠正政绩观偏差
20250924	推进统一市场基础制度，要大力推进协同配套体系建设	统一市场基础制度，是纵深推进全国统一大市场建设的首要任务。



## “反内卷”与2015年的“供给侧改革”有相似之处，但差异更多

“反内卷”是2025年下半年以来重要的政策主线，在价格信号始终疲弱背景下，近期政策强度不断提升。6月29日人民日报头版评价反内卷。7月1日财经委会议指出，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，**推动落后产能有序退出**。当下的反内卷行动，与上一轮15年商品供给侧改革还有具有较大的不同的。

### 相似之处

- 都面临产能过剩：  
均需通过去产能实现供需再平衡。
- 都涉及PPI负增长问题  
均希望通过政策推动价格回升。
- 都强调“优胜劣汰”  
推动落后产能退出，支持优质企业发展。

### 本轮“反内卷”政策与2015年供给侧改革的差异

维度	2015年供给侧改革	本轮“反内卷”政策
背景	供需结构性错配	有效需求不足
行业重点	上游资源类（钢铁、煤炭、水泥）	中下游制造业（光伏、新能源车、锂电池）
企业性质	国企为主	民企占比高
政策手段	行政命令为主（关停、限产）	法治化、市场化、行业自律
需求侧配合	棚改货币化、基建投资拉动	目前尚未明确大规模需求刺激，可能是以雅下水电工程之类的重大投资为主
全球化背景	外部环境相对稳定	贸易壁垒增多（欧美对光伏、电车限制）

当前与2015年的宏观背景之异同

宏观经济指标	单位	趋势	2025年最新	2024年中	2015年底	2014年底	当前与 2015年差异	当前与 2024年中差异	2015与 2014年变化	2014年之后走势
中国:杠杆率:居民部门	%	居民部门从加杠杆转向去杠杆	59.60	60.40	38.10	35.00	21.50	-0.80	3.10	
中国:杠杆率(按名义价值计):政府部门	%	政府部门延续加杠杆之路	92.20	85.40	40.90	39.50	51.30	6.80	1.40	
中国:GDP:现价:累计值	亿元	GDP总量较2015年需增	660535.80	633599.40	702511.50	655782.90	154358.70	188932.30	46728.60	
中国:GDP:不变价:累计同比	%	GDP增速从高速增长至中速	5.20	5.00	7.00	7.50	-1.80	0.20	-0.50	
中国:工业产能利用率:累计值	%	产能利用率都在低位	74.20	74.30	74.60	75.40	-0.40	-0.10	-0.80	
中国:制造业PMI	%	制造业景气度偏冷	49.20	49.50	49.70	50.10	-0.50	-0.30	-0.40	
中国:M2:同比	%	货币供应量增速放缓到10%以下	8.00	6.20	13.30	12.20	-5.30	1.80	1.10	
中间价:美元兑人民币	/	人民币从贬值转向升值	7.04	7.13	6.49	6.12	0.54	-0.09	0.37	
中国:国房景气指数	/	地产景气度低迷	91.90	91.99	93.34	93.93	-1.44	-0.09	-0.59	
中国:CPI:当月同比	%	消费品物价疲弱更加明显	0.70	0.20	1.60	1.51	-0.90	0.50	0.09	
中国:PPI:全部工业品:当月同比	%	PPI近一年跌幅更大	-2.20	-0.80	-5.90	-3.32	3.70	-1.40	-2.58	
中国:国债收益率:10年	%	国债收益率大幅下降	1.84	2.21	2.84	#	-1.00	-0.37	#	
中国:占总人口比重:城镇人口(城镇化率)	%	城镇化率仍在路上	67.00	66.16	57.33	55.75	9.67	0.84	1.58	

相似之处

- 物价低迷，当前触底；
- 产能利用率均处低位；
- 制造业景气度的偏冷；
- 地产景气度异常低迷；
- 政府部门延续加杠杆；
- 城镇化率仍处上升路。

不同地方

- GDP增速从高增转中速；
- 居民部门转向去杠杆；
- 人民币贬值转为升值；
- 国债收益率降为低利。

## “反内卷”对市场的影响路径

股市

短期：政策预期推动相关行业板块情绪回暖，光伏、锂电、钢铁等指数出现反弹。

中长期：若产能出清顺利，龙头企业盈利改善，ROE提升，股价有支撑；若需求侧政策未能配合，盈利改善可持续性存疑，股市反应可能较为谨慎。

行业分化：集中度高、技术领先的企业更受益；中小、低效企业面临退出压力。

商品

短期：政策预期推动商品价格快速反弹，多晶硅、焦煤等。

中长期：供给收缩 → 价格中枢上移；但需求是否跟进是关键变量，若需求疲软，价格反弹难以持续。

品种差异：光伏链情绪驱动强，波动大；黑色系受地产端需求拖累，主要表现在焦煤上；锂电池材料需看新能源车销量与出口情况。

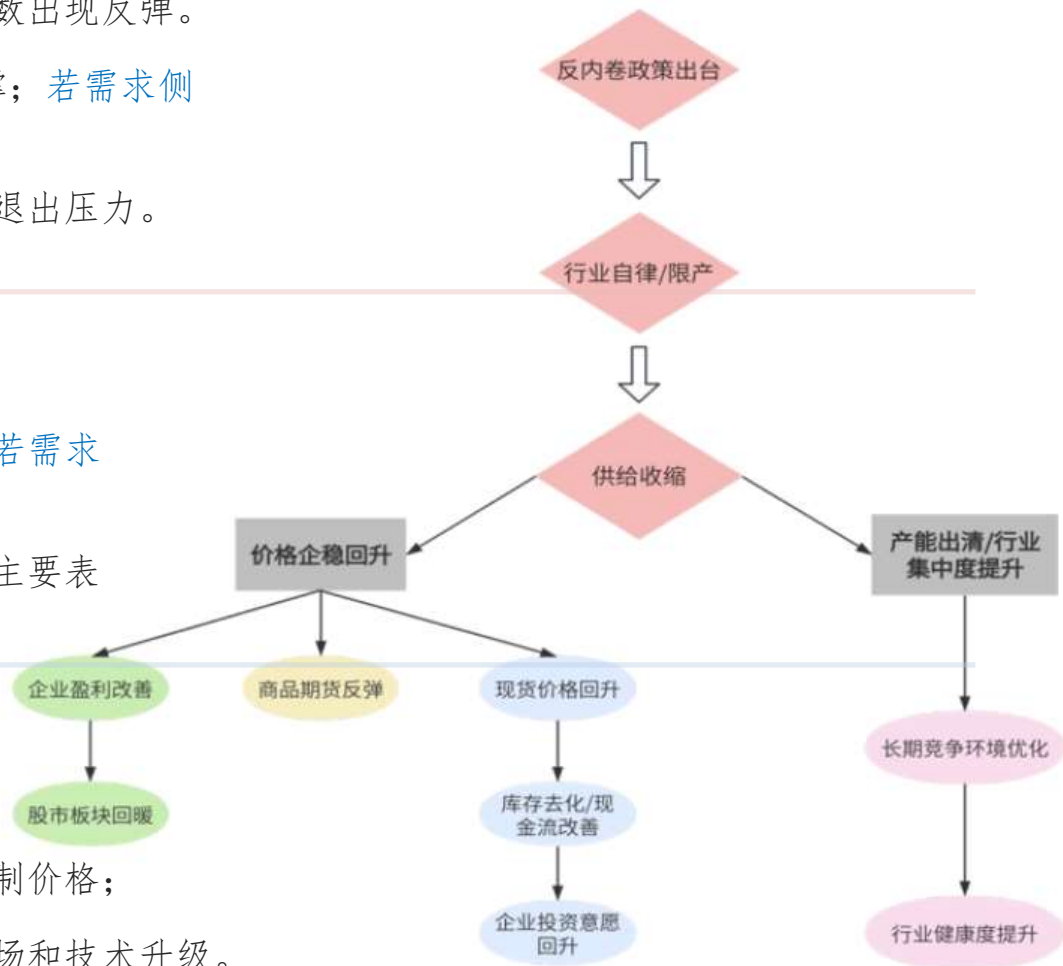
产业

行业洗牌加速：落后产能退出，行业集中度提升；

价格战缓解：企业从“以价换量”转向“以质取胜”；

库存去化：若需求回暖，库存压力缓解；若需求仍弱，高库存仍将压制价格；

出口导向行业（如光伏、电车）：需应对海外贸易壁垒，转向高端市场和技术升级。

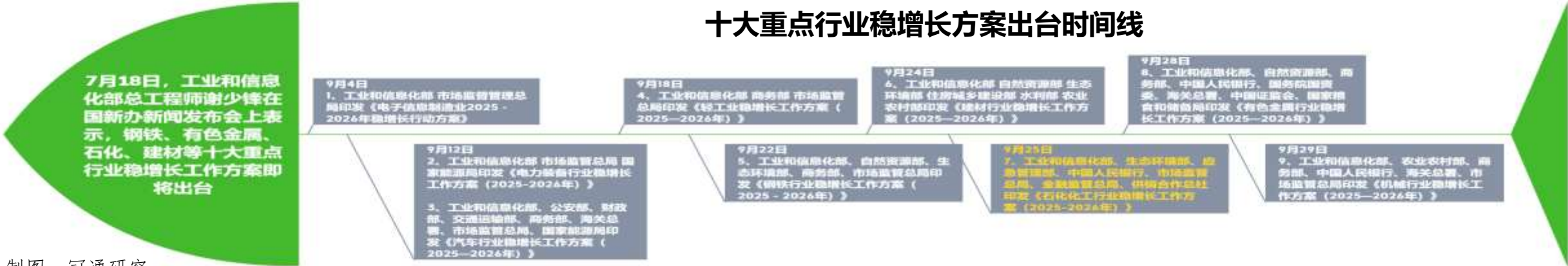




# 反内卷在交易层面走的是“困境反转”之逻辑

重点行业	反内卷驱动	产业政策落地情况	相关大宗商品的后续影响	需求端的潜在影响	市场已反映程度
煤炭	低： 能源安全、电价管控、落后产能有限	部分省份对超产进行俱乐部式管理	小幅看涨	中等： 煤价上涨会鼓励更多可再生能源部署	部分反映
钢铁	低： 钢铁毛利率仍处于不错水平	工信部提及钢铁是促进稳增长的十大关键行业之一	中性	有限	略有反映
石化	中等： 部分子行业盈利能力差，且未参与前期供给侧改革	工信部提及石化是促进稳增长的十大行业之一	看涨	有限	未完全反映
汽车	强： 激烈的价格战及全球产能过剩压力	企业已被政府部门约谈 汽车是促进稳增长的十大行业之一	小幅看涨	高： 需求对价格高度敏感	未反映
光伏	强： 利润率低，面临全球削减过剩产能压力	被要求将价格提升至总成本以上	看涨	中等： 太阳能长期需求依然强劲	略有反映

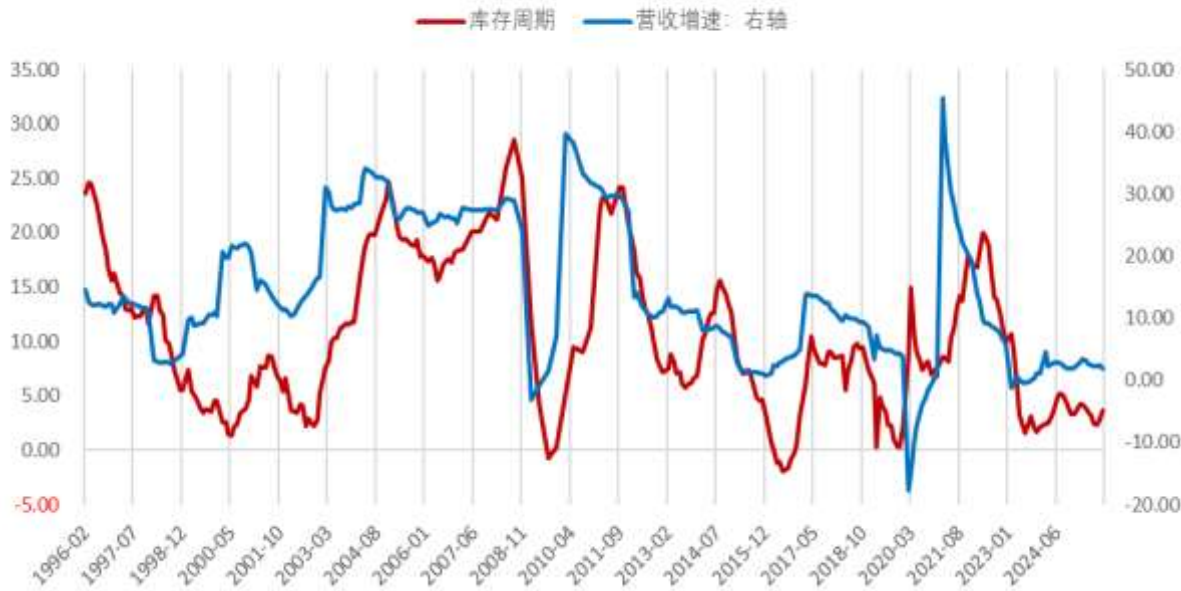
## 十大重点行业稳增长方案出台时间线



## 新一轮库存周期的有望重启

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%，不考虑疫情对冲击的话，二者均在历史底部区域徘徊。当下，库存增速触底回升，而营收增速则延续下行趋势，国内库存周期正处于被动补库阶段，未来一旦营收增速触底，库存周期转为主动补库，则开启新一轮库存周期，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。反内卷之下，今年6月与7月在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已然见底，M1增速持续回升，有望催生出新一轮库存周期的演绎，继而带动国内经济回升复苏。

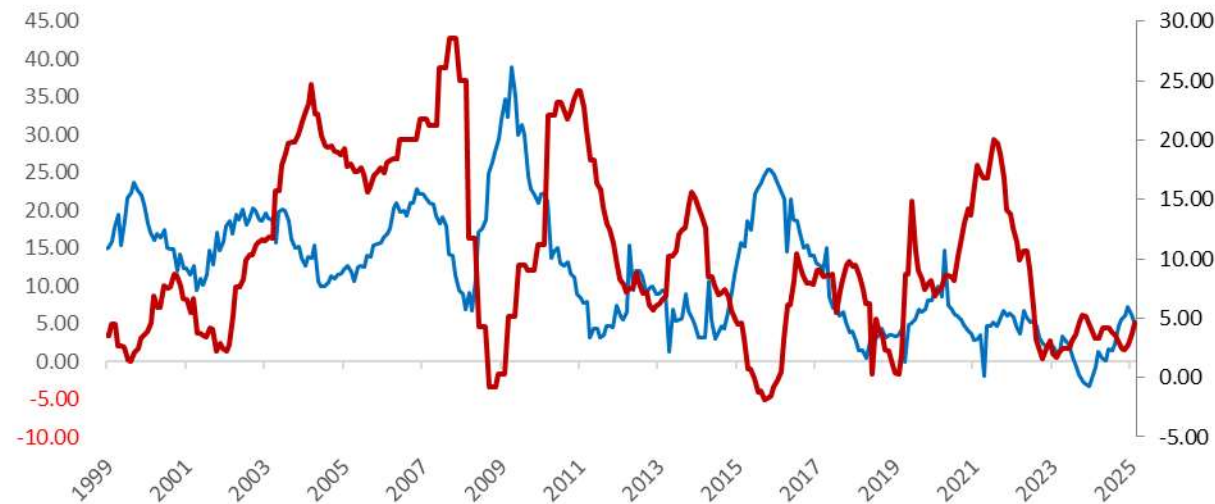
2026年，PPI的走高有望推升库存周期的上行

— 中国:PPI:全部工业品:当月同比 — 中国库存周期: 右轴



M1增速往往是库存周期的领先指标

— 中国:M1:同比 — 中国库存周期: 右轴





## 地产与朱格拉周期恐将压制库存周期的强度

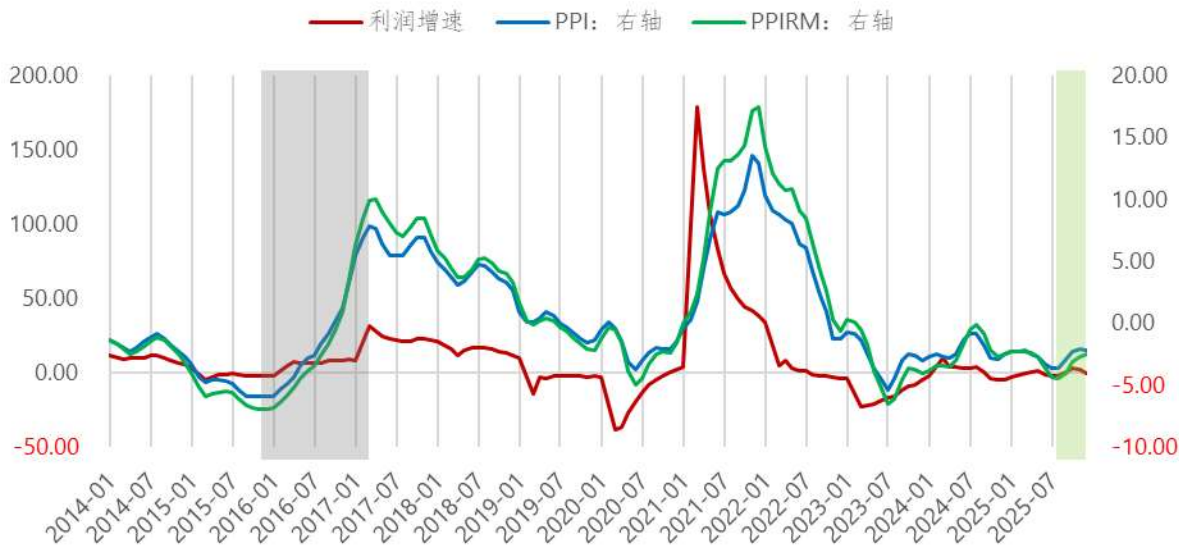
反内卷之下，价格的回升带动短周期的库存周期的重启，是带动中国经济顶住压力艰难复苏的周期力量。然而，趋势的演绎总是长中短期力量的交织来共同推进，短期行情的波动与力度也受到中长期因素的约束。周期视角下，大周期我们仍旧处在康波萧条之中，中期则面临房地产下行的压力，朱格拉周期虽是支撑着中国经济向高质量之转型，但在2025年也称为施压经济复苏的新因素。短期的库存周期则随着科技与组织效率的提升而影响日益式微，但源于其对经济波动的影响，且与大宗商品密切相关，因而受到关注。目前来看，地产周期仍处于下行趋势之中，朱格拉周期更是高位拐头下行，恐将对即将到来的库存周期的开启时间与周期的强度形成压制。



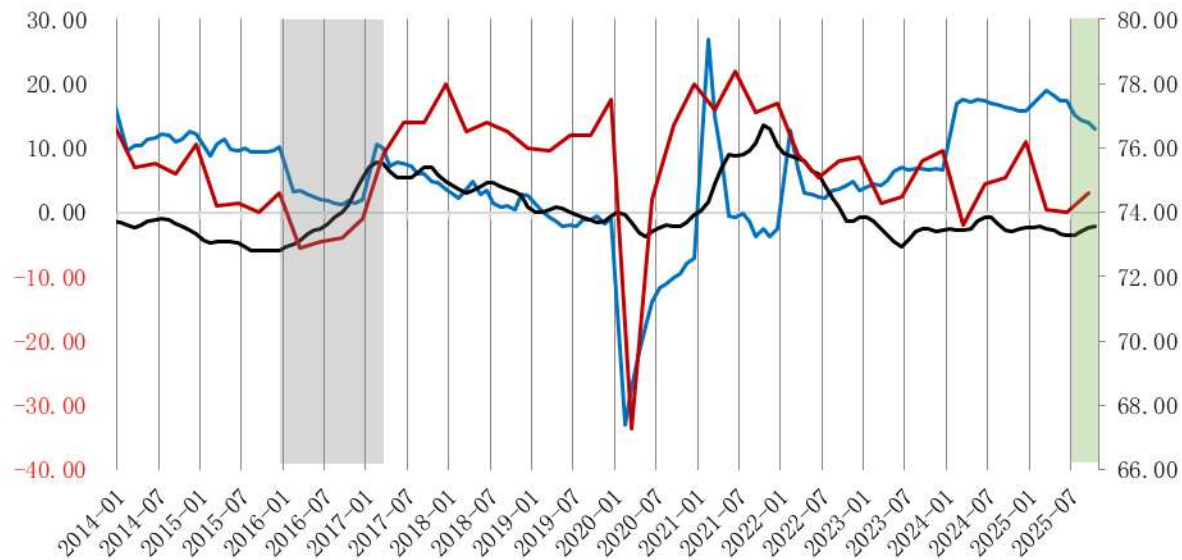
## “反内卷”政策的效果追踪：物价、投资与利润

- **价格层面**：8月开始，PPI环比结束连续8个月下降态势，转为持平，同比降幅也出现收窄，这可能是需求温和改善和政策预期共同作用的结果。
- **投资层面**：设备工器具购置投资增速虽然保持高增长，但从二季度开始拐头转降，投资增速的下降减缓了供给端的压力。
- **利润与活力**：1-10月规模以上工业企业利润增速为1.9%，实现连续第三个月正增长；同时，第三季度的工业产能利用率为74.6%，结束上半年的快速下降，出现触底反弹止跌企稳的迹象。
- **反内卷政策在2025下半年初见成效，2026年料将贯穿全年。**

工业企业利润与库存增速（单位：%）



朱格拉周期 PPI 工业产能利用率：右轴



## 2026年大类资产配置

人民币汇率：美元承压之下，人民币稳韧走升；

固定收益：风险偏好抬升之际，难以出彩；

权益资产：延续乐观，估值回升与盈利改善共振，值得超配；

黄金：高位震荡，配置思路对待

白银：长期受益于降息、复苏与能源转型，短期警惕资金面背离；

大宗商品：美联储的重启降息与反内卷可能催生出一轮新的结构性商品牛市行情，重点看好白银、铜、焦煤和新能源品种。



## 人民币汇率：美元承压之下，人民币稳韧走升

2025年以来，人民币汇率波动加大，一波三折震荡走升。新年伊始，特朗普的胜选叠加美元的强势，对冲贸易战需求下，投资者对于人民币承压走贬的预期盛行，而国内稳汇率的决心坚定，人民币中间价与离岸价的劈叉大幅走扩。然而，1月下旬以来，随着美元指数的高位回落，国内预期改善信心提振人民币走升，特别是离岸人民币明显升值，而中间价依然是巍然不动稳如钟，继而表现为人民币离岸价与中间价劈叉的收敛，表征着人民币贬值的压力大幅宣泄。二季度，对等关税来袭，人民币快速大幅贬值应对关税风暴，几番较量之下，中国强硬反制有条不紊的应对给投资者注入稳定的信心，同时伴随着美元的进一步下行以及中美两次谈判，一举扭转被动的局势，市场对于关税大战的恐慌情绪缓解，人民币快速转贬为升。三季度，在中东局势恶化，全球动荡之中，美联储降息交易主导市场，美元反弹后二次探底，人民币汇率则延续升值态势。四季度，美联储降息9月如期而至，复苏交易提振乐观情绪，叠加日元在“高市交易”下超预期走弱，美元强势反弹，然而，难掩人民币的稳韧，震荡整理后重拾升值之势。

展望2026年，特朗普的全力备战中期选举的“双宽”政策之下，叠加信心的进一步弱化双双施压美元，中美博弈的持续，地缘政治的动乱，日欧的相对更“弱”则又给美元以支撑，多空交织下美元大概率震荡小贬，这将为人民币的稳韧走升奠定基础。此外，国内适度宽松的货币政策，阶段性承压的经济现实，又在一定程度上压制人民币，综合来看，我们认为2026年人民币汇率稳韧走升为主。

2023年6月以来，美元指数与人民币汇率走势



## 2026年，A股延续乐观，估值回升与盈利改善共振，值得超配

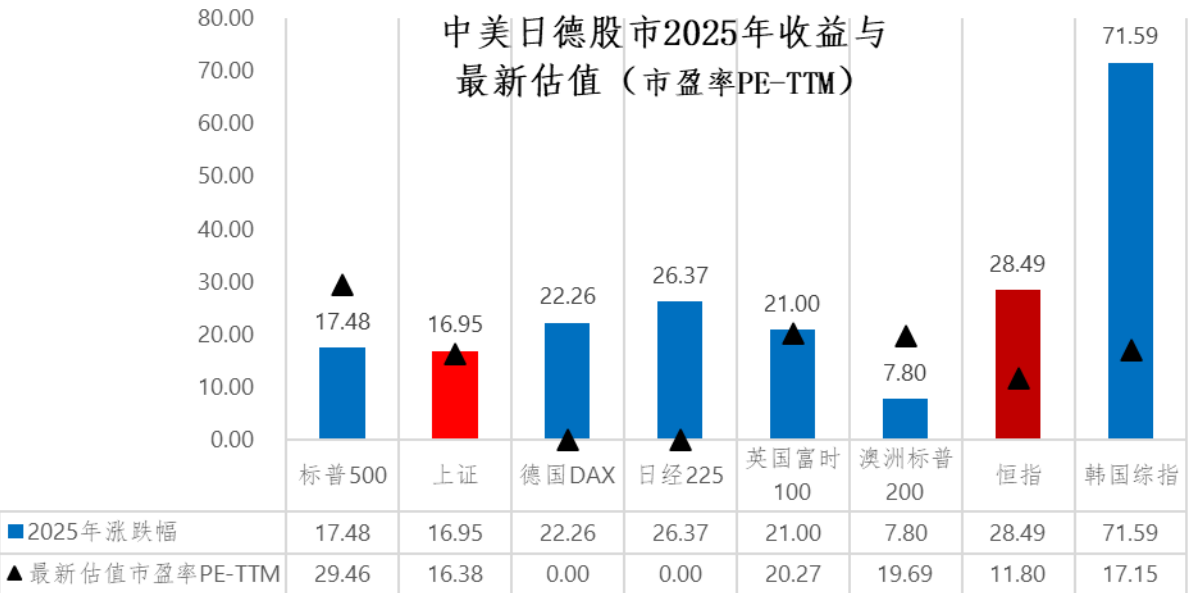
前两年，疫后的疤痕效应，与美债高利率的压制之下，国内股市楼市的低迷，对于国内投资者而言，一直面临着严重的资产荒困境，大量资金被迫配置在收益较低但相对稳定的债券资产上，继而形成了持续两年的债牛行情。同时，避险资产黄金的亮眼表现也吸引着大量资金的配置。去年9.24以后，悲观预期扭转，大量资金流入股市，充裕的流动性支撑着股市的活跃度，今年春节左右，DeepSeek的问世，不仅提振了国内的乐观情绪，更引发了中国资产的重估。年内，A股抗住了中美关税大战的暴击，经受住了宏观数据转弱的压制，纵然呈现出强预期弱现实的风格，但却创了十年新高站上3800点。

2026年，A股延续乐观，估值回升与盈利改善形成戴维斯双击，值得超配。年内有望围绕“十五五”规划展开结构性行情，先进制造、绿色科技与金融强国建设相关板块占优，下半年风格或随PPI转正切换至周期板块。

中美日德的主要股指2020年以来的收益走势



中美日德股市2025年收益与最新估值（市盈率PE-TTM）

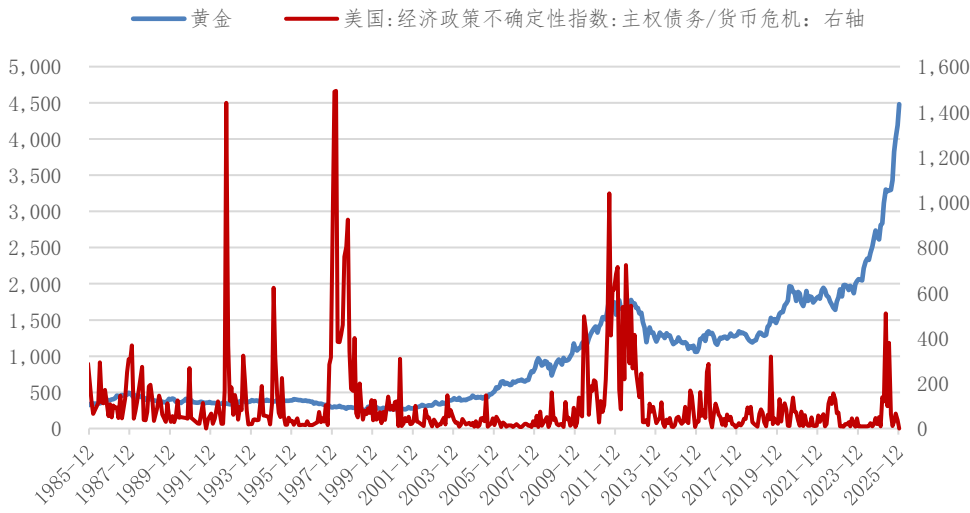




## 黄金：告别单边暴涨，高位震荡，配置思路对待

乱世储黄金。世纪疫情之后，大国博弈之中，全球政经秩序重塑，黄金大放异彩，连续三载逐年大涨。2025年，特朗普关贸大棒重锤挥舞，美国资本市场剧烈动荡冲击世界，金价更是录得超过60%的涨幅，刷新1980S以来的纪录。高出不胜寒，历史新高的价格与大量积累的获利令人风声鹤唳，中国调整黄金税制，俄罗斯央行抛售黄金储备，美联储降息预期的摆动。。。重压之下，10月下旬金价一度高位大幅跌落，此后止跌企稳，再创历史新高。长期来看，本轮支撑金价强势的主要驱动依旧坚实，中美的大国博弈难分胜负，美元信用弱化的共识和疤痕效应下央行配置的刚性需求，都是支撑金价长期表现坚挺的坚实基础。2026年，全球相对宽松的流动性仍将成为支撑金价的温床，但市场的波动却再难如同2025年这般剧烈，特朗普的向内转，俄乌的曙光闪现，投资者风险偏好提升之际，更具收益性的风险资产降更受青睐。因而，黄金恐难再如这两年如此亮眼。

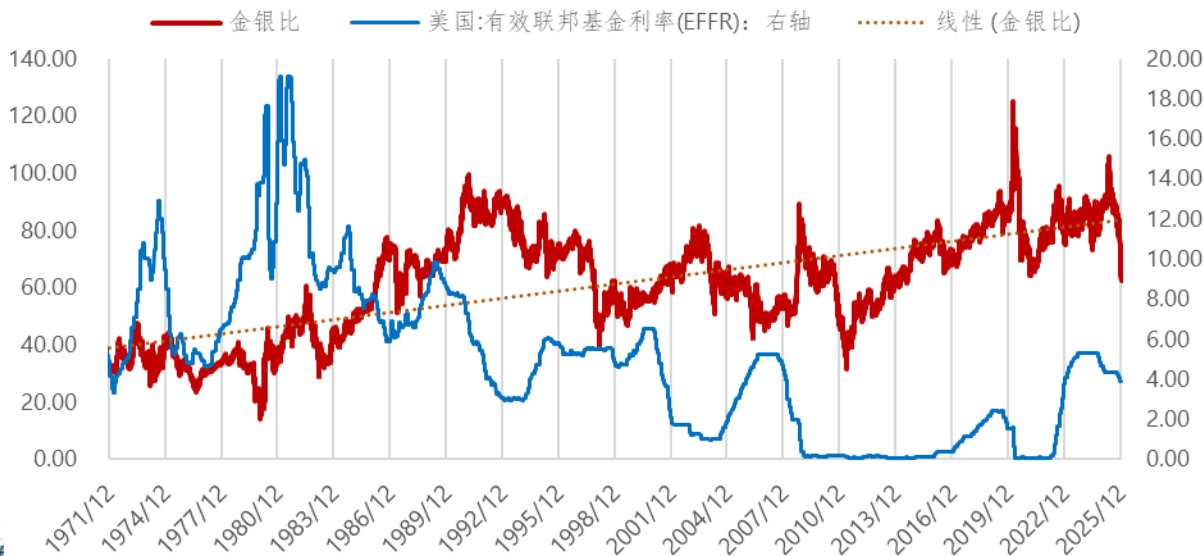
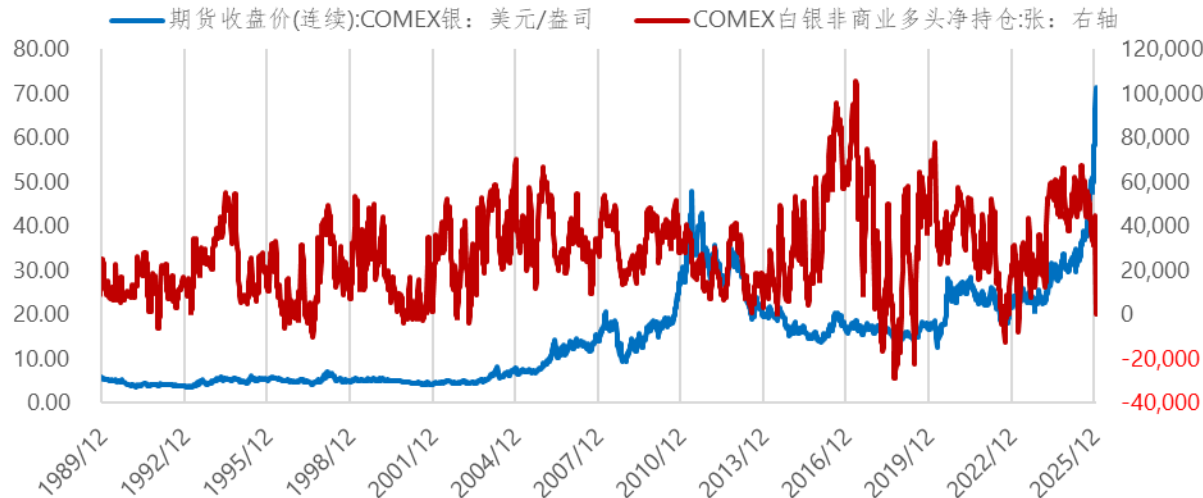
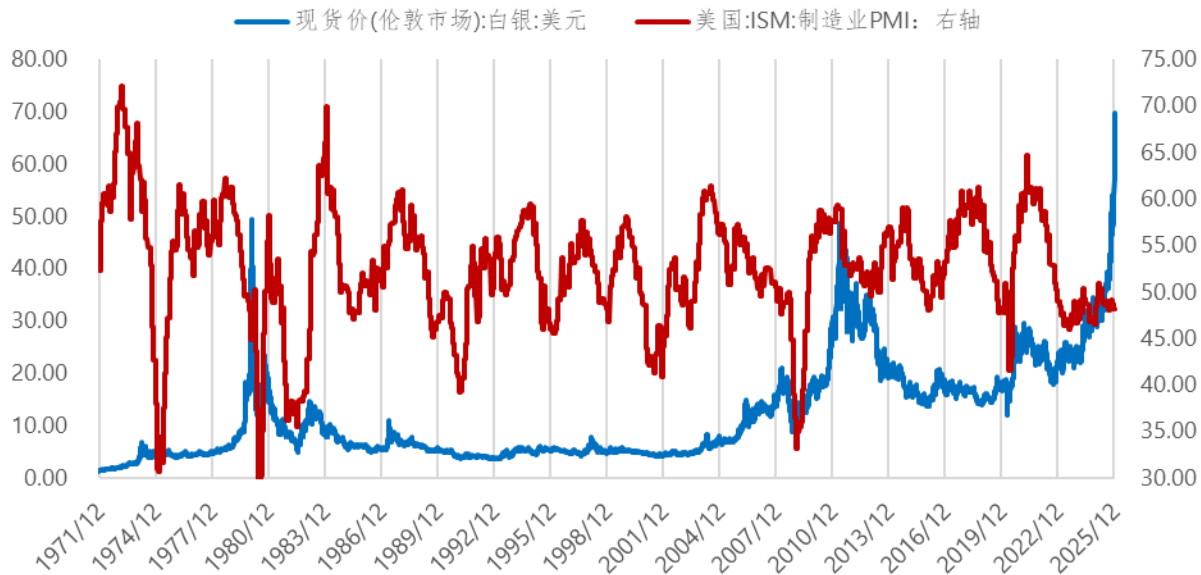
投资上看，2026年的金价将告别单边暴涨，进入“高位震荡、阶梯上行”的新阶段。走势将取决于“政治降息”的实际力度与“通胀粘性”的拉锯结果。策略上，应放弃追逐趋势，转为“利用市场恐慌与政策扰动带来的回调机会进行分批配置”，将黄金作为对冲宏观不确定性的核心资产持有。市场的每一次恐慌性下跌，都是在为下一次基于信用担忧的上涨积蓄能量。



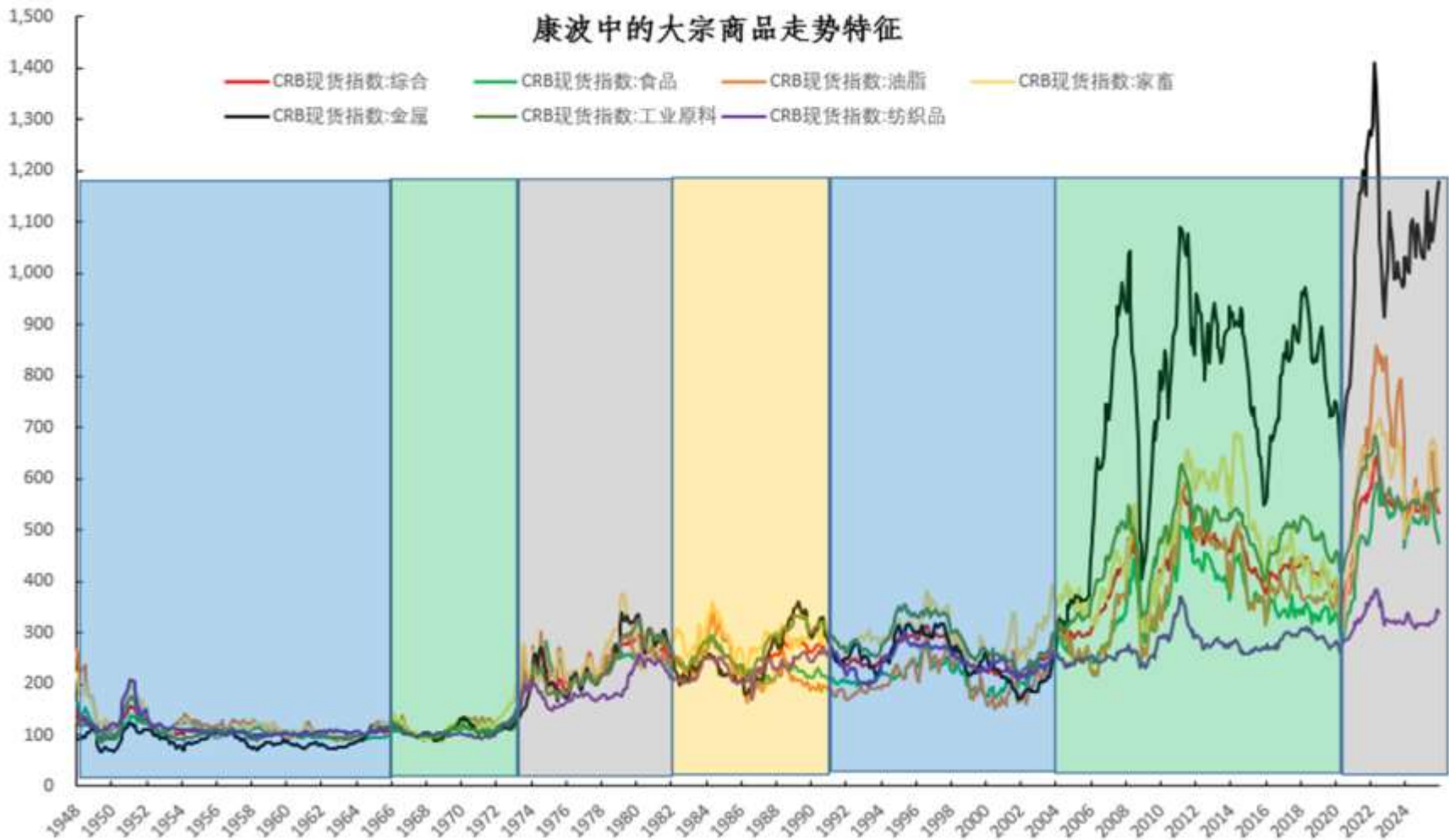


## 白银: 长期受益于降息、复苏与能源转型, 短期警惕资金面背离

对于白银而言, 2026年要注意基本面与资金面的背离。长期来看, 银价受益于降息、复苏与能源转型。短期来讲, 则需要格外警惕资金面的背离。2025年超过150%涨幅的银价创出历史新高, 资金面的博弈性异常剧烈, 这将导致白银价格的扭曲。一旦市场出现任何风吹草动, 恐将带来价格的阶段性快速崩塌, 诸如美国经济增长不及预期, 特别是通胀再起之后美联储转鹰, 则将令白银遭受双倍利空的打压。



## 当前正处在几十年一遇的大宗商品牛市的回落行情之中



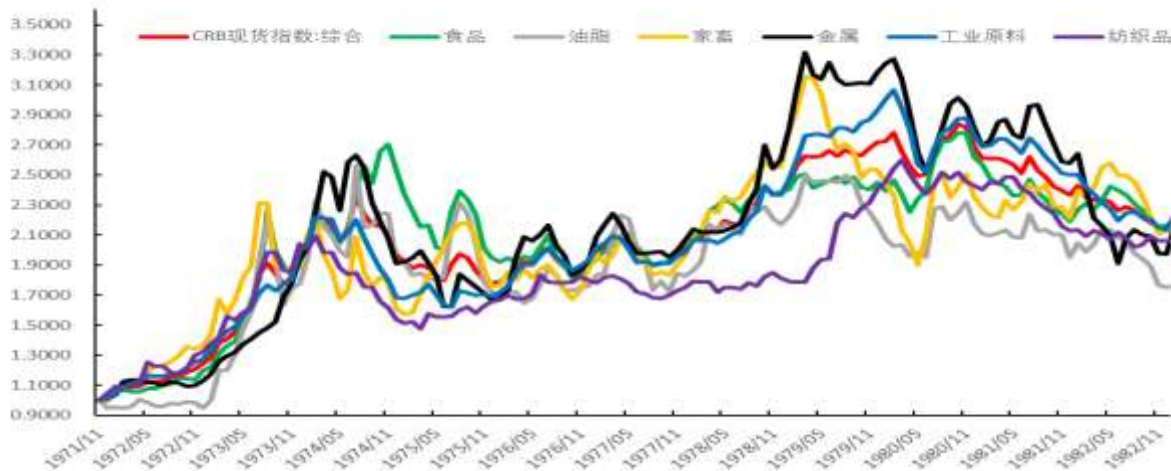
当前的大宗商品，从CRB商品指数的角度来看，整体仍处在2020年以来的这轮四十年一遇的超级大牛市的回落行情之中，起因是世纪疫情所造成的全球供应链的冲击与主要经济体为对冲疫情所造成的经济衰退，而采取的天量货币放水，回落则源于疫后供应链的修复，以及为应对商品牛市所造成的通胀而采取的货币紧缩。

但要注意的是，本轮大宗商品价格的回落，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，原油等能化品种的震荡承压，以及煤炭、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。

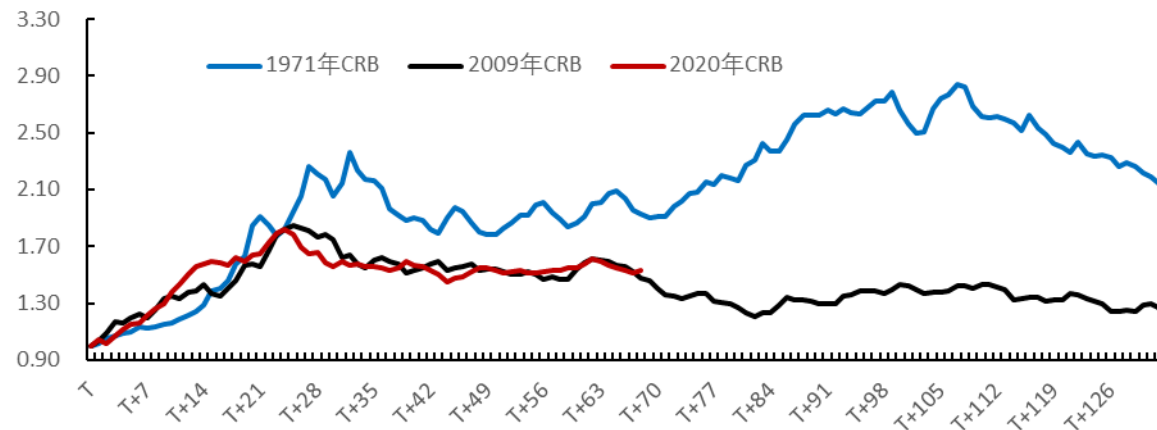


## 本轮大宗商品行情,与历史上的走势特征颇为相似,近期的分化特征更为明显

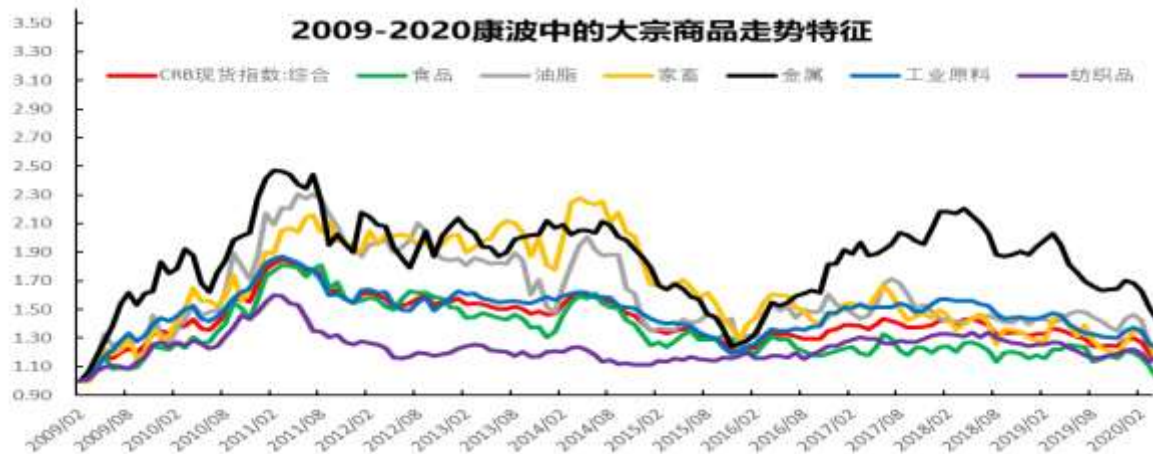
1971-1982康波中的大宗商品走势特征



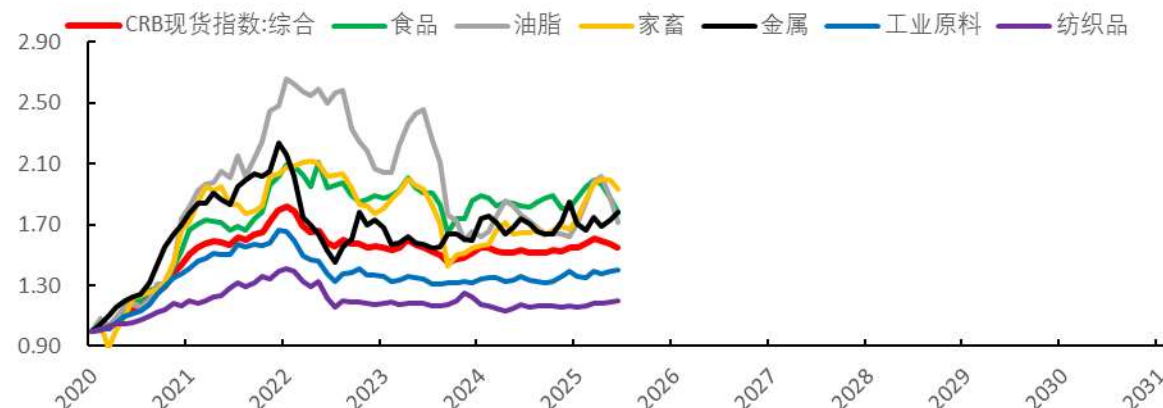
康波中的CRB商品指数走势特征对比



2009-2020康波中的大宗商品走势特征

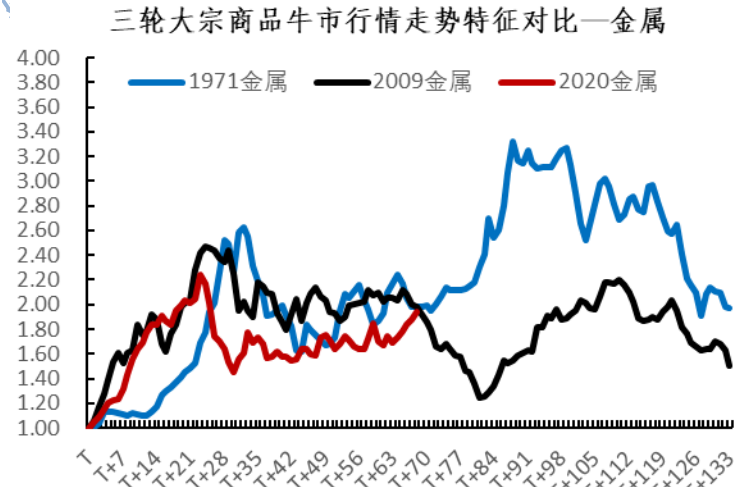
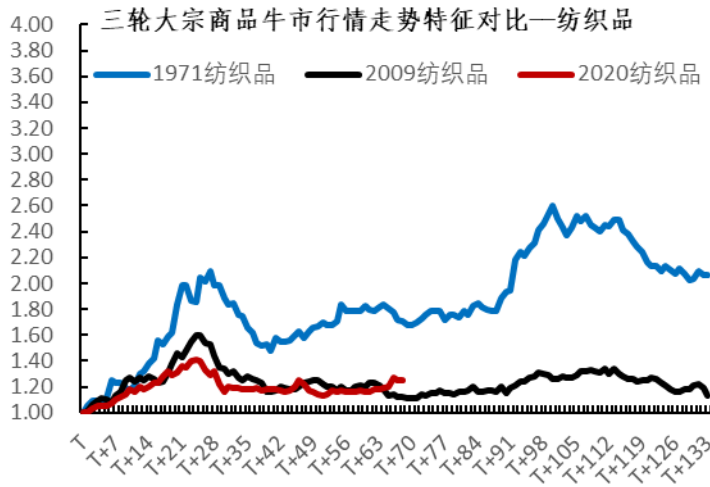
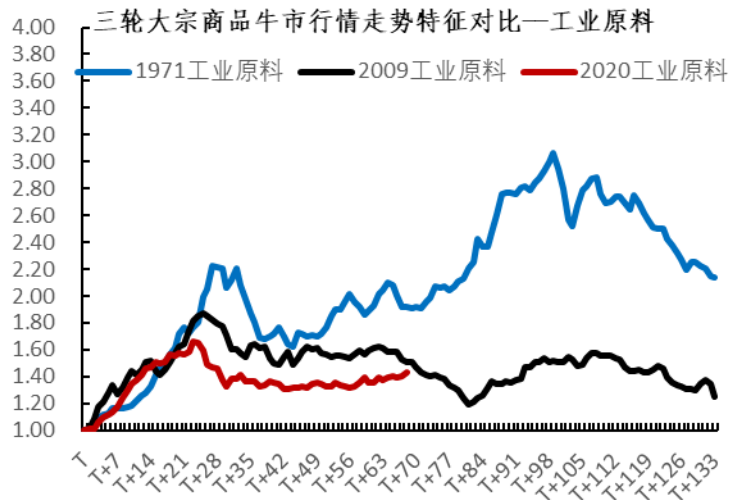
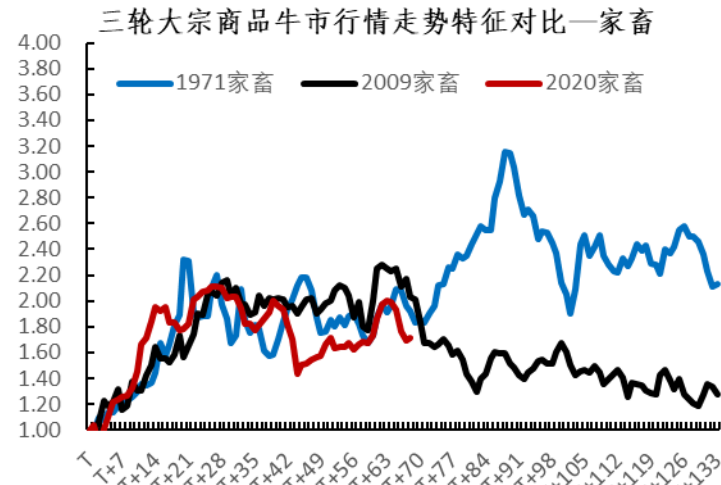
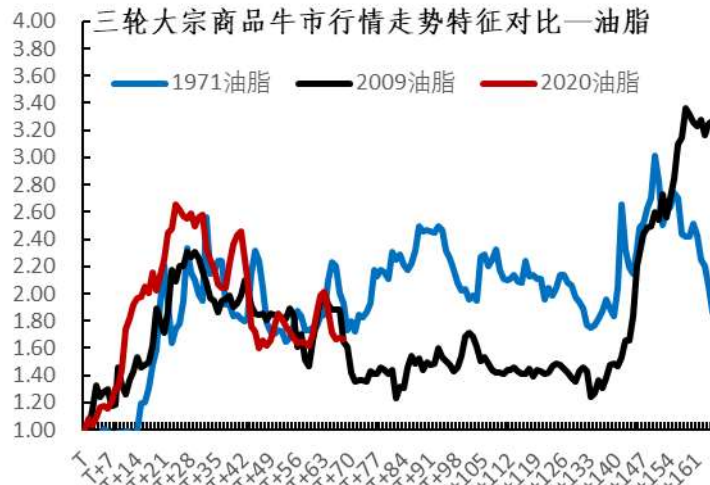
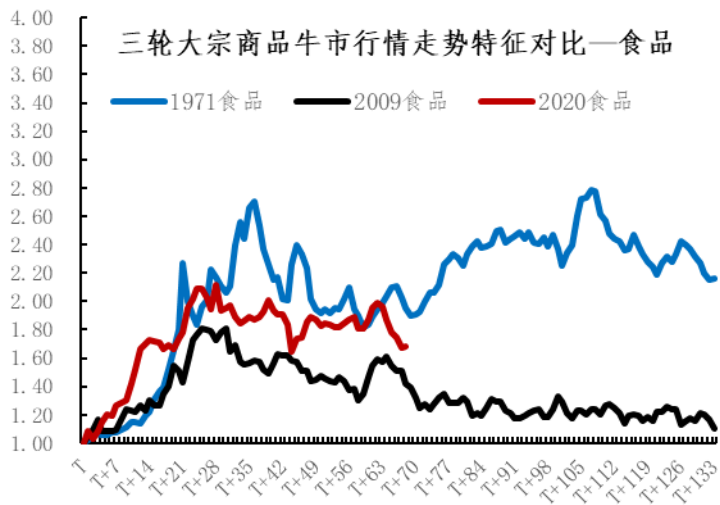


2020-2031康波中的大宗商品走势特征





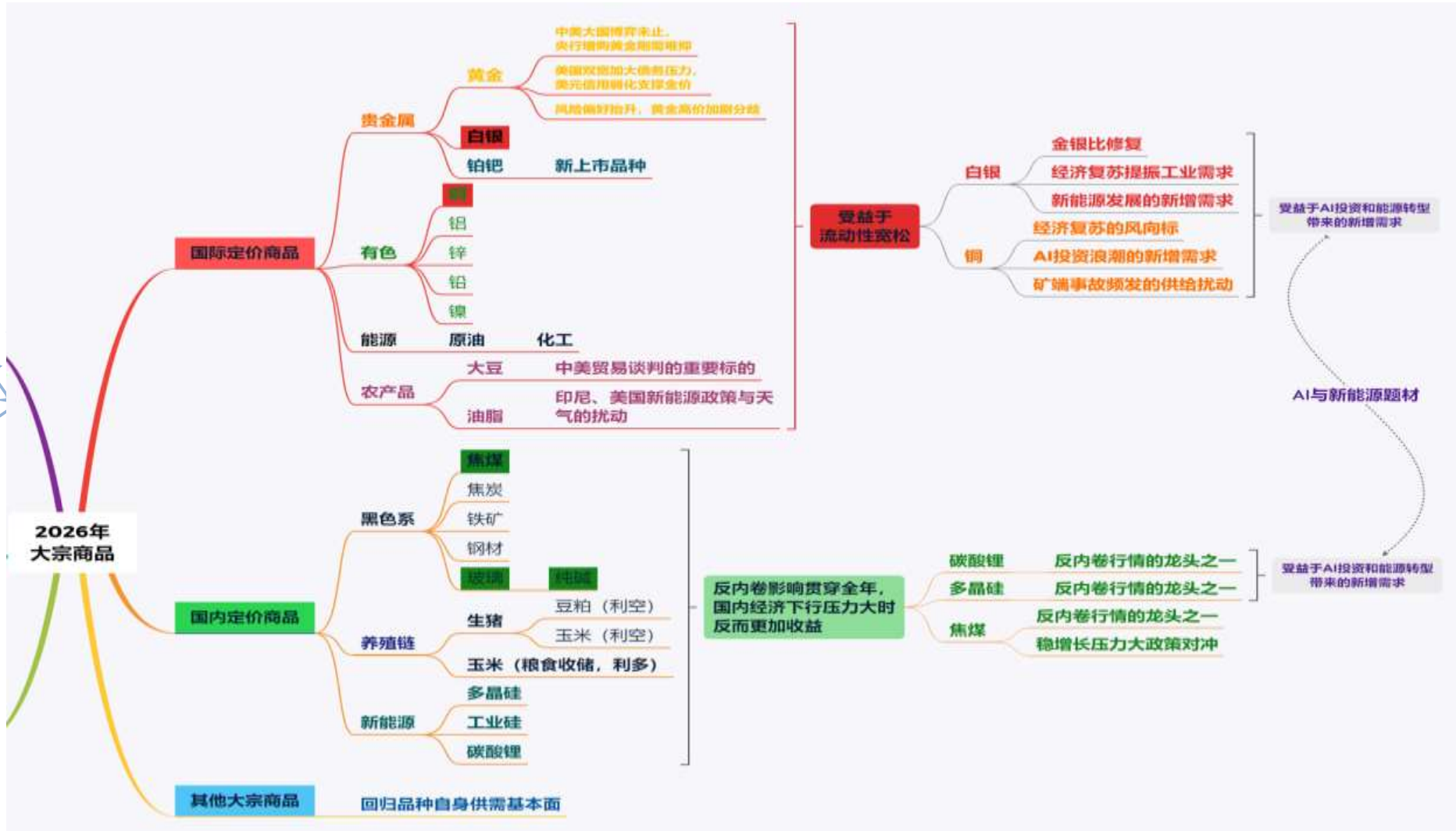
## 行至当下, 本轮大宗商品各板块指数走到了哪里?



## 2026年，货币宽松+“反内卷”+AI投资和能源转型，有望催生出结构性商品牛市

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，推动了所有商品的普涨快涨。

2026年，全球主要经济体的货币宽松，为商品的上行奠定流动性基础，经济下行与贸易摩擦施压需求，但在AI投资浪潮与能源转型中提振部分领域需求，而反内卷则在供给端压缩产能，继而催生出结构性的商品牛市，并呈现出震荡分化的特征。以原油为首传统能源在供需紧平衡与地缘冲突下保持价格韧性；铜与银、锂等战略金属则在绿色转型与AI算力中心建设的双重驱动下需求强劲，反内卷的交易料将贯穿全年，而价值洼地的农产品，则在气候异常与贸易博弈中波动加剧。



## 风险点：

- 亚太地缘局势的恶化与区域性军事冲突的爆发；
- 中美关税贸易阶段性摩擦；
- 特朗普对美联储独立性的干预加剧，引发投资者的恐慌，
- 美联储的降息速度与幅度不及市场预期。
- 国内经济复苏艰难通胀难起，乐观预期反转引发风险资产抛售。



## 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

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