



山金期货贵金属产融服务基地 研究报告精选

目录

第一章 宏观	3
1.1 2025 年中国宏观经济形势回顾	3
1.2 2026 年国内宏观经济挑战与亮点并存	3
1.2.1 固定资产投资仍面临较大的压力	4
1.2.2 消费有望弱稳	6
1.2.3 中国供应链优势加强，出口仍保持韧性	7
1.2.4 工业增加值总体稳中有进，增速保持韧性	9
1.2.5 CPI 温和回升，“反内卷”有望改善 PPI	10
1.2.6 制造业景气度有望改善	12
1.2.7 就业形势仍比较严峻	13
1.2.8 宏观经济仍有诸多亮点	14
1.3 将延续扩张性的财政和货币政策	17
1.3.1 财政支出扩大规模，提高资金使用效率	17
1.3.2 央行降准降息仍可期，更加关注实施时机	18
1.4 2026 年宏观经济展望	19
1.5 2026 年度大类资产配置策略	20
2.1 2025 年海外宏观经济形势回顾	21
2.2 美国	22
2.2.1 美国经济有望温和增长，通胀有望回落，就业弱稳	22
2.2.2 关税、就业、通胀与债务仍对美国经济构成一定的风险	23
2.2.3 美联储将走向“中性利率”，政府维持“扩张性财政”	24
2.2.4 2026 年美国经济延续弱复苏态势，风险依然存在	25
2.3 欧元区	25
2.3.1 经济温和增长，通胀回落，就业小幅改善	26
2.3.2 内需改善、AI 投资与财政刺激协同拉动欧洲经济	27
2.3.3 贸易摩擦、地缘政治与内部结构性矛盾构成欧元区的风险与挑战	28
2.3.4 欧洲央行坚持中性利率，欧盟财政协同	29
2.3.5 2026 年欧元区经济有望继续温和回升，但贸易摩擦构成一定风险	30
2.4 日本	30
2.4.1 经济温和增长，通胀与就业持稳	30
2.4.2 内需修复与外需疲软的平衡支撑经济日本经济弱复苏	31
2.4.3 债务高企及全球贸易不确定性对日本经济形成压力	32
2.4.4 日本的政策展望：加息与积极财政政策	32
2.4.5 2026 年日本经济将继续弱复苏	33
2.5 2026 海外宏观经济展望	33
免责声明	36

第一章 宏观

1.1 2025 年中国宏观经济形势回顾

2025 年中国经济在复杂外部环境下增长动能新旧转换持续，结构优化迹象明显，新质生产力不断壮大、贸易多元化蓬勃发展，出口展现超强的韧性，但部分领域仍面临下行压力，地产低迷、投资下滑、内需偏弱等挑战仍存。未来政策面上预计将持续发力，为“十五五”开局之年打下良好基础。

具体来看，今年一季度 GDP 增速为 5.4%，二季度 GDP 增速为 5.2%，三季度 GDP 增速为 4.8%，预计四季度 GDP 增速在 4.6% 左右，全年 GDP 同比增长预计为 5% 左右，全年增长目标基本实现。增长逐季放缓主要受固定资产投资拖累，房地产投资下滑较为明显，基建投资下半年快速回落至负增长，但消费和出口对宏观经济形成支撑。1-11 月规模以上工业增加值累计同比分别增长 6.0%，持续高于 5% 的较快水平。1-11 月高技术制造业增加值累计同比增长 9.2%，工业机器人、新能源汽车产量维持两位数增长。1-11 月全国固定资产投资累计同比增长-2.6%，其中制造业投资增长 1.9%，基础设施投资增长 0.1%，房地产开发投资下降 15.9%。固定资产投资增速下滑成为拖累宏观经济的主要原因。民间固定资产投资信心仍不足，1-11 月民间固定资产投资累计同比下降 5.3%，但高技术产业投资保持高增速。2025 年前 11 个月，中国外贸在结构优化、市场多元化、主体升级等方面取得了显著成效，尽管面临外部环境变化，部分传统市场需求下降，但通过发挥制造业基础雄厚、产业链完整、政策支持有力等优势，保持了平稳增长，前 11 个月货物贸易逆差超 1 万亿美元，创历史纪录，且创全球贸易的纪录。城镇调查失业率总体稳定，11 月为 5.1%，回到近几年低位附近。随着大学毕业生进入劳动力市场，年轻人的失业率出现了季节性的回升后有所下降。通胀整体温和，11 月核心 CPI 同比 1.2%，连续多个月回升；受行业反内卷的影响，PPI 降幅收窄。三季度以来，扩内需政策如消费品以旧换新、设备更新、专项债提速效果显现，支撑消费和制造业投资。货币政策保持适度宽松，资金利率低位持稳，波动收窄，财政政策注重落地见效，房地产政策因城施策稳需求。

1.2 2026 年国内宏观经济挑战与亮点并存

2025 年经济呈现弱复苏态势。放眼 2026 年，虽有政策支持，但投资下行压力仍较大，在居民

收入增速低迷的情况下，消费仍承压。不过，随着中美贸易摩擦的缓和，叠加中国独特的产业链优势，出口仍有望维持较高的增速，顺差仍有望保持在较高的规模，人民币存在一定的升值压力，国内仍有望降准降息。整体来看，2026 年虽然仍有较大的压力，但预计亮点将比 2025 年更多

1.2.1 固定资产投资仍面临较大的压力

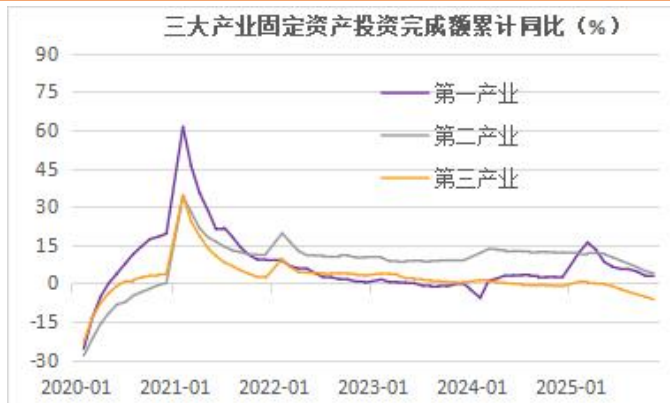
2025 年第二季度之后，固定资产投资增速下跌的速度加快。这主要因特朗普在二季度发动了无差别的贸易战，导致市场预期转差。可以看到，固定资产累计同比在 3 月份创年内高点后，便从 4.20% 快速回落至 11 月份的 -2.6%，民间固定资产投资累计同比从 3 月份的高点 0.40% 跌至 11 月份的 -5.30%，除了疫情期之外，出现了从未有过的负值。而且，基建投资以及制造业固定资产投资增加也快速下滑至零附近。

图 1：固定资产投资增速回落



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

图 2：分产业的固定资产投资增速趋势

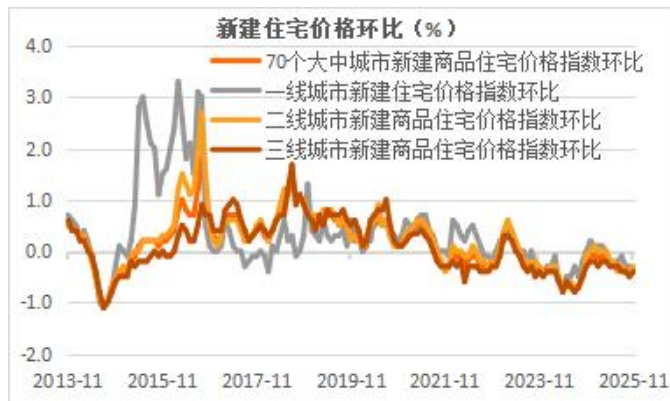


数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

分产业来看，第一产业固定资产投资增速在 3 月份短暂拉高之后，和第二产业以及第三产业固定资产投资增速一样，均出现了下滑。所不同的是，第一产业固定资产投资总规模相对较小，对整体的固定资产投资影响有限。第二产业和第三产业固定资产投资增速几乎以同样的速度下滑，显示出从生产到消费端的转弱。而且，从数据看，目前并没有看到有下滑趋势有企稳的迹象。

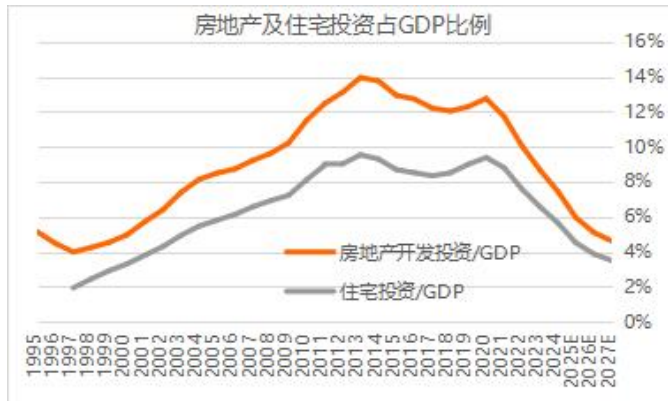
房地产方面，新房价格环比持续回落。在 3-5 月份，随着一线城市优化调整了调控政策，新房价格短暂出现回暖，但趋势没能持续，各线新房价格环比继续回落。而且，一线城市内部也呈分化的态势，上海新房价格相对坚挺，环比处于上涨状态，北、上、深的新房价格仍旧呈现不断回落的态势。二、三线城市新房价格环比全年基本面呈现负增长状态。

图 3：新建住宅价格的走势



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

图 4：近几十年房地产及住宅投资占 GDP 比例



数据来源：iFind，山金期货投资咨询部

因为新房价格持续的走弱，最终导致房地产开发投资完成额累计同比增速回落加快。房地产开发投资增速在-10%左右维持了相当长的时间，从 2025 年下半年开始，下滑速度加快，至 11 月，累积同比已经跌至-15.9%，这是近几十年从没触及的低点。新房价格的回落，一方面反映市场的预期偏弱，另一方面也反映市场的需求仍没有被充分激活。叠加二季度贸易战的影响，造成房地产开发投资加速回落。

图 5：房屋开工、施工、竣工面积同比



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

图 6：累计施工面积（估算）降速趋缓



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

虽然房地产开发投资完成额出现了较大幅度的下降，但其占 GDP 的比例已经跌至近二十多年来的低位。按照目前的数据测算，2025 年末，房地产开发投资完成额占 GDP 比例将由上一年的 7.4% 跌至 6.0%，住宅投资占 GDP 的比例将由上一年的 5.6% 跌至 4.5%，均大幅低于有数据以来的平均水

平（分别为 9.3%和 6.7%），仅次于亚洲金融危机时的水平，可以说来到了周期的底部，继续下降的空间已经非常有限。

不过，虽然房地产市场整体不及预期，但新开工面积、施工面积以及竣工面积的累计同比增速下滑的速度已经放缓，预示房地产市场离企稳回升或已不远。从图 5 可以看到，11 月房屋新开工面积累积同比为-20.6%，比三月末的-24.8%已经有所改善；房屋施工面积是-9.6%，基本维持在年初的水平，比去年同比-12.7%也有所改善；房屋竣工面积为-18.0%，环比上月略有下降，但比去年年底的-27.7%也大幅改善。

另外，如果我们将房屋新开工面积月度数据进行两年期和三年期的滚动求和，可以发现，房屋新开工面积当月值的 24 个月的滚动求和数据在跌至 2007-2008 年的水平后，降幅趋缓，其 36 个月的滚动求和数据也初步显示降幅趋缓的迹象，而 12 个月滚动求和数据目前已经跌至 2004 年的水平，降速已经急剧放缓。

以上几组数据显示，虽然当前房地产市场仍存在一定的下行压力，但在低基数的情况下，降速已经趋缓，压力已经得到极大的缓解。房地产市场已经走过了漫漫长夜，或将迎来黎明的曙光，过度悲观亦不可取了。

1.2.2 消费有望弱稳

2025 年前 11 个月社会消费品零售总额同比增长 4.0%，但 11 月单月增速放缓至 1.3%，显示出消费仍存在较大的下行压力。在信用修复政策支持、消费补贴等因素的共同影响下，明年消费增长将呈现弱稳态势。

在金融政策支持方面，央行日前发布一次性信用修复政策有关安排，针对特定期限内、单笔金额在 1 万元以下的小额个人逾期信息，将实施一次性信用修复，“免申即享”，信用卡、房贷、消费贷等均可适用。此类金融政策支持的是边际消费倾向极高的个人，对消费的提振作用较为明显。

在 12 月的中央经济工作会议上中央提出，坚持内需主导，建设强大国内市场。深入实施提振消费专项行动，制定实施城乡居民增收计划。扩大优质商品和服务供给。2026 年“两新”政策已经出台，整体虽有退坡，但补贴依然延续，且第一批 625 亿元的资金已经发放，家电、家具等类别零售额保持较好的增长。不过，考虑到这方面的消费已经在一定程度上透支了未来的需求，增速可能会有所回落。在消费升级方面，新能源车的购置税优惠以及置换补贴政策的退坡对明年的汽车消费存在一定的抑制，预计很难维持在今年的高增速。

图 7：消费者信心指数与社零增速



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

图 8：城镇居民收入消费增速走势对比



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

当前旅游消费是拉动消费增长的重要因素，成为为数不多的消费亮点。文体休闲、旅游出行等服务零售额预计将保持两位数增长。四季度冰雪经济、银发经济等或成为新增长点。再者今年线上消费仍保持着不错的发展势头，不过，这部分消费的增长是以牺牲线下消费为代价。另外，县域消费潜力进一步释放。1—11 月县乡消费增速快于城镇，下沉市场空间广阔。

不过，影响消费积极性的因素仍存在。首先，居民消费意愿仍有待提振。11 月 CPI 同比增长 0.7%，虽然比前几个月有所改善，但明显偏低，显示内需仍偏弱。其次，部分行业供需失衡，如鸡蛋、生猪价格不断走低，而且目前供应充足，虽然生猪和鸡蛋均进入消费旺季，但价格很难像往常一样出现季节性回升的态势。最后，居民的消费是收入的函数，消费增速与居民收入增速呈明显的正相关性，提振消费的一个重要前提是提振收入，收入和信心仍制约居民消费。目前居民储蓄倾向仍较高，需要通过稳就业、稳股市、稳楼市等多重措施来稳定居民的预期，从而巩固消费的基础。

综合来看，2025 年消费有望在个人信用修复政策支持以及消费升级换代下保持弱稳状态，但突破性增长概率较低。预计社零增速维持在 3%-4% 区间，比 2025 年略有下降，升级类商品和服务消费如潮流玩具、连锁茶饮、高端珠宝和宠物用品等新兴品类以及旅游服务预计将维一定的增速。

1.2.3 中国供应链优势加强，出口仍保持韧性

2025 年四季度中国进出口面临“高基数与外部不确定性”挑战，但贸易多元化、产品升级及民营经济活力将继续提供韧性。政策需聚焦稳份额、拓新兴市场和培育新质生产力，以巩固外贸在宏观经济增长中的支撑作用。

虽然今年因美国对全球加征“对等关税”并引爆全球贸易摩擦，但中国的出口并未因此而出现

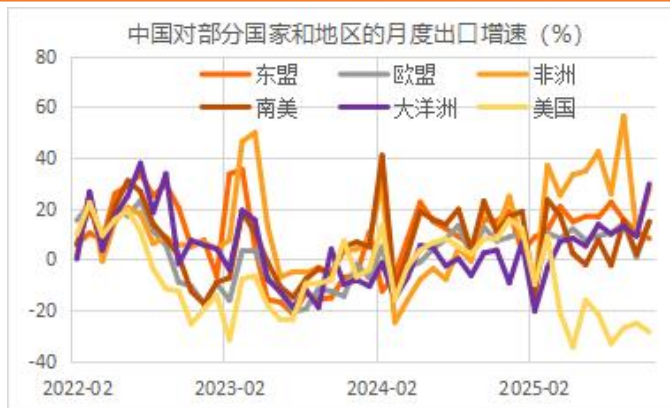
下滑，反而保持住了韧性，产业链优势明显。从图 9 可以看到，今年中国出口占全球出口的比例预计将创纪录高位，达到 15.2% 左右，超过了 2021 的水平。

图 9：中国出口占全球出口比例



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

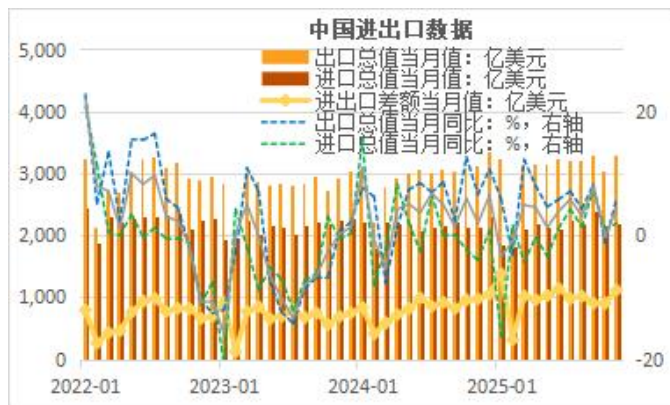
图 10：对美出口被其他地区取代



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

但是，必须要注意到，对美出口同比出现深度下跌。对美出口的股份被对欧洲、东盟等地区所取代。2025 年对非美地区的出口增速明显加快。前 11 个月，中国对东盟（第一大贸易伙伴）进出口 6.82 万亿元，增长 8.5%，占外贸总值的 16.6%；对欧盟（第二大贸易伙伴）进出口 5.37 万亿元，增长 5.4%，占比 13%。值得关注的是，对共建“一带一路”国家合计进出口 21.33 万亿元，增长 6%，占比超 50%（51.8%），成为稳定外贸的“压舱石”。此外，对非洲、拉美等新兴市场出口增速均超两位数，有效对冲了传统市场（如美国，进出口下降 16.9%）的波动。

图 11：中国进出口数据



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

图 12：货物和服务净出口对 GDP 的拉动



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

2025 年前 11 个月，中国货物贸易进出口保持平稳增长态势，整体表现韧性十足。据海关总署 12 月 8 日发布的数据，前 11 个月进出口总值达 41.21 万亿元，同比增长 3.6%；其中出口 24.46 万亿元，增长 6.2%；进口 16.75 万亿元，增长 0.2%。在全球贸易形势日趋恶化的情况下，中国的进出口仍保持了很好的韧性。而且，最近一年多时间，贸易顺差长期维持在 1000 亿美元/月的水平，前 11 个月，货物贸易顺差累积值已经达到 1.07 万亿美元，全年贸易顺差预计将接近 1.2 万亿美元。而且，目前普遍预期之后几年，贸易顺差的规模还将继续扩大。

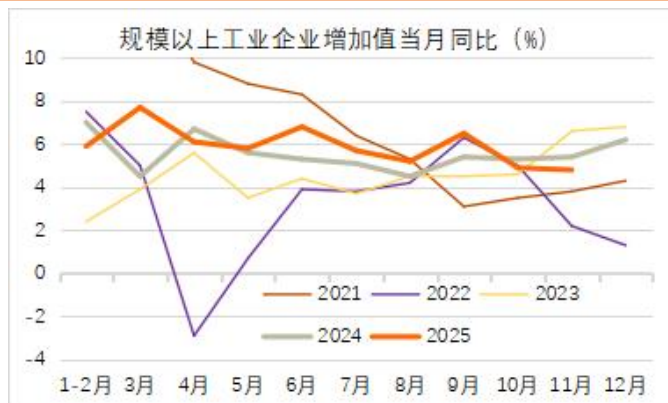
2025 年，货物和服务净出口对中国 GDP 增长的拉动作用显著且持续，成为支撑经济增长的重要动力之一。今年前三季度，货物和服务净出口对 GDP 的累积同比贡献率保持在 29% 以上，全年拉动约 1.1 个百分点。其核心原因在于出口结构的优化（高端制造、绿色产品）、市场多元化（非美市场的高增）及民营企业的活力。尽管面临外部环境的不确定性，但国际机构及国内数据均显示，净出口仍将是 2026 年中国经济增长的重要支撑之一。

1.2.4 工业增加值总体稳中有进，增速保持韧性

2025 年，中国工业经济在复杂的外部环境下展现出较强的韧性，基本实现了“稳中有进”的目标。2025 年，全国规模以上工业增加值预计同比增长 5.9%。这一增速表明工业经济保持了平稳增长态势。

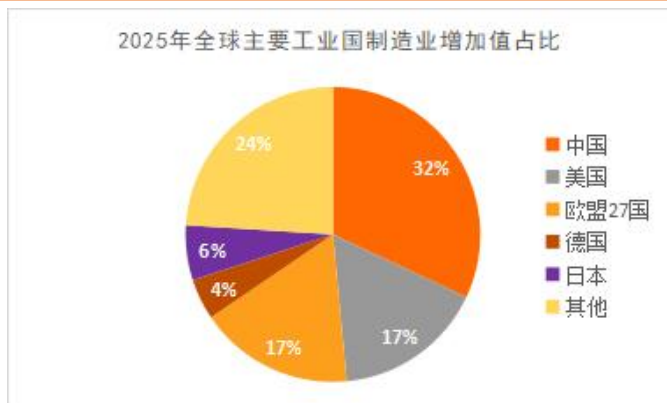
从数据上来看，中国的工业经济保持住了强大的碾压实力。从最新的数据来看，中国的制造业增加值占全球的比重在 32% 左右，远超第二的美国，其占比约为中国的一半，相当于排名第二至第五名（分别是美、德、日、印）的总和。预计 2026 年，中国制造业增加占比仍有可能继续增加。

图 13：规上工业企业增加值当月同比的季节性



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

图 14：全球主要工业国制造业增加值占比



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

在结构上，中国工业增长结构持续优化，高技术制造业和装备制造业成为核心驱动力。1—11 月，这两大产业的增加值同比分别增长 9.2%和 9.3%，显著高于整体工业增速

相对来说，传统原材料行业内部出现分化。得益于高端制造业的需求，部分高端钢材和有色金属生产保持稳定。但水泥等严重依赖房地产和传统基建的行业则面临较大压力。这反映了经济结构调整的阵痛。新能源汽车、太阳能电池、锂离子动力电池等绿色产品产量持续高速增长，是工业经济最亮眼的增长点。这表明我国的绿色低碳转型正在实实在在地重塑工业结构。尽管生产端数据亮眼，但社会消费品零售总额的增速相对平缓，表明终端消费市场仍需进一步提振。

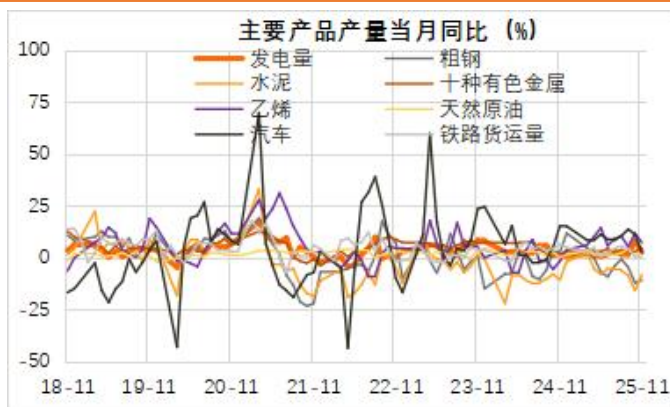
总体来看，2026 年中国工业经济在总量保持平稳增长的同时，发展质量显著提升。增长动力正从传统要素驱动向技术创新驱动转变，产业结构向高端化、智能化、绿色化持续升级。

图 15：高技术制造业增加值同比



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

图 16：主要工业品产量当月同比

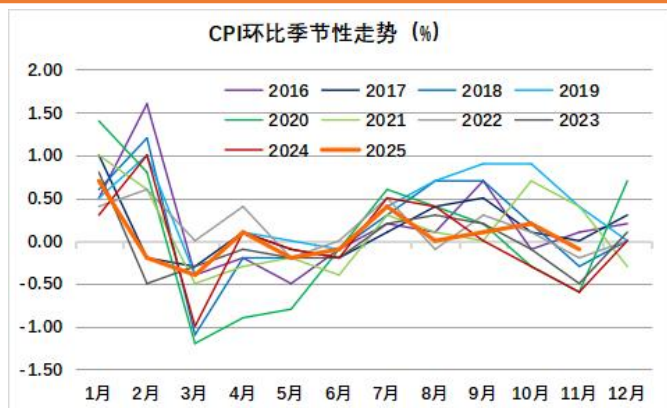


数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

1.2.5 CPI 温和回升，“反内卷”有望改善 PPI

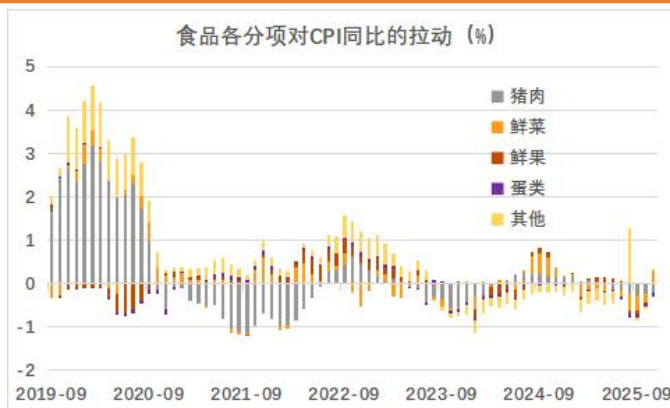
2025 年的通胀形势呈现“CPI 温和回升，PPI 降幅收窄”的格局。这一方面得益于国内政策的精准发力，另一方面也反映出经济内生动能正处于逐步修复的通道中。然而，由于总需求不足的核心矛盾尚未根本解决，通胀的回升力度将是温和且需要观察。

图 17: CPI 环比季节性



数据来源: iFinD, 山金期货投资咨询部

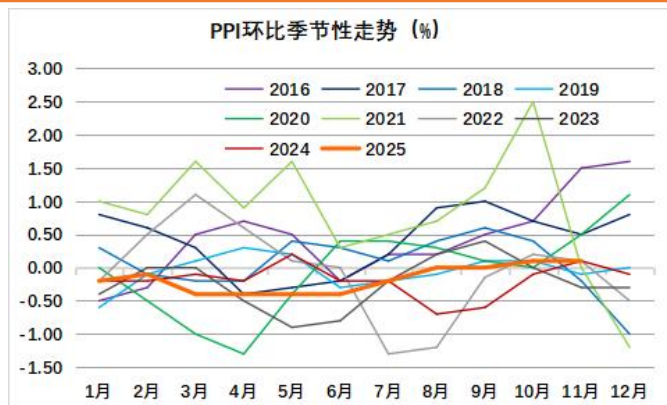
图 18: 食品各分项对 CPI 的影响



数据来源: iFinD, 山金期货投资咨询部

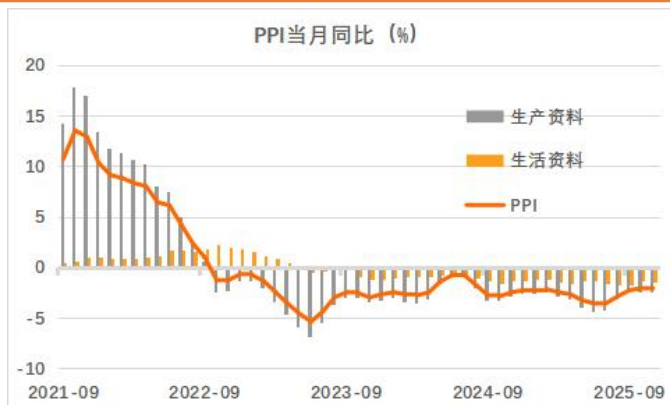
尽管有政策托底,但物价能否持续回升最终取决于内需的强度。从 CPI 环比的季节性走势图看,四季度一般都是前高后低的态势。而且,今年鸡蛋、猪肉、牛肉等价格在消费旺季反而持续下挫。目前来看,终端消费需求整体仍显疲软。青年失业率处于高位,居民消费信心和能力的全面恢复尚需时间。这使得企业难以大幅提价,部分成本压力可能被其自身吸收,从而抑制了物价的上涨幅度。在“反内卷”政策的支持下,鸡蛋、生猪价格有望企稳回升,对明年的 CPI 应起到一定的支撑作用。

图 19: PPI 环比季节性



数据来源: iFinD, 山金期货投资咨询部

图 20: PPI 当月同比



数据来源: iFinD, 山金期货投资咨询部

从 PPI 的环比季节性规律看,在不同的年份,第四季度的走势差别极大。全球经济增长放缓的预期可能会抑制国际大宗商品的需求和价格,从而对我国 PPI 形成输入性通缩压力。同时,美国关税政策等贸易摩擦带来的不确定性,也可能继续影响我国的出口和相关行业的价格。不过,从今年 7 月开始,以“反内卷”为代表的一系列政策如治理低价无序竞争、推动落后产能退出,旨在改善

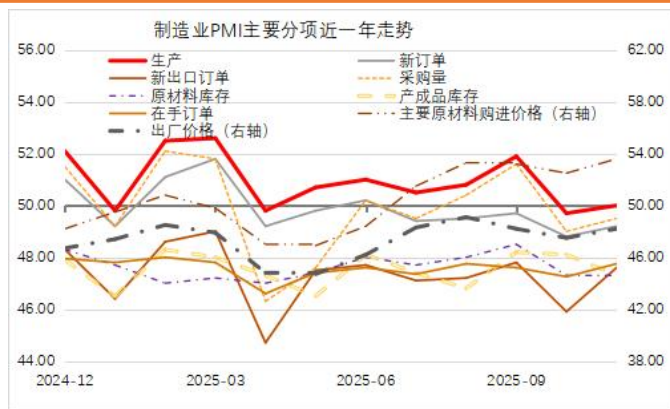
部分行业的供需格局，这有助于支撑工业品价格，尤其是煤炭、钢铁等领域。需求侧，“以旧换新”等扩内需政策将继续对汽车、家用电器等核心商品的价格形成支撑。因而，在 2026 年，生产资料价格的回升有望带动 PPI 降幅明显收窄。

1.2.6 制造业景气度有望改善

2025 年制造业 PMI 仅在 2 月（50.2%）和 3 月（50.5%）短暂站上 50% 的荣枯线，其余月份均处于收缩区间，显示出需求不足的压力依然存在。不过，指数在波动中展现出韧性，例如在 5、6 月份和 11 月均出现回升，表明在各项稳增长政策支持下，制造业内在动能正在逐步修复。

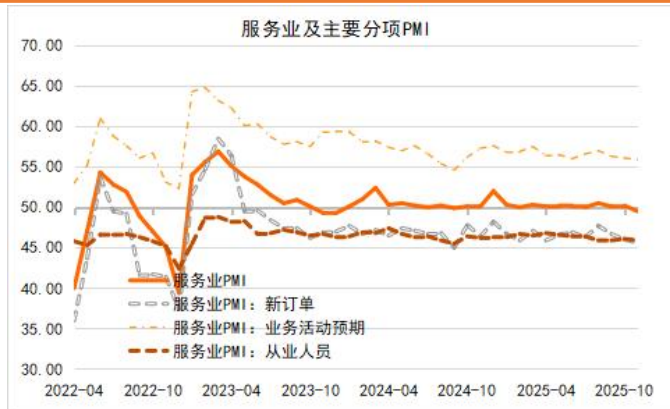
首先，价格指数回升：下半年以来，主要原材料购进价格指数和出厂价格指数连续回升。以 11 月为例，购进价格指数升至 53.6%。这通常意味着市场需求在边际改善，企业面临的成本压力和盈利环境有所好转。其次，企业规模分化明显。大型企业是制造业的稳定器，其 PMI 在 8 月份达到 50.8%，生产和订单指数持续位于扩张区间。相比之下，中小型企业 PMI 多数时间低于临界点，面临更大的经营压力，但 11 月小型企业 PMI 显著回升 2.0 个百分点，显示出积极变化。最后，新动能持续引领。高技术制造业和装备制造业是全年的亮点，其 PMI 持续高于制造业总体水平，是支撑制造业高质量发展的核心动力。例如，8 月份高技术制造业 PMI 为 51.9%，装备制造业 PMI 为 50.5%。

图 21：官方制造业 PMI 主要分项走势



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

图 22：官方服务业 PMI 及主要分项指标走势



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

总的来看，2025 年中国制造业虽然面临挑战，但在波动中显现韧性。2026 年的核心看点在于宏观政策的持续发力能否有效带动内需持续回暖，以及高端制造和产业升级的动能能否进一步巩固和扩大。2026 年，随着宏观政策的持续发力，预计将有效激发内生活力，推动市场需求实现持续、

稳固的复苏。

1.2.7 就业形势仍比较严峻

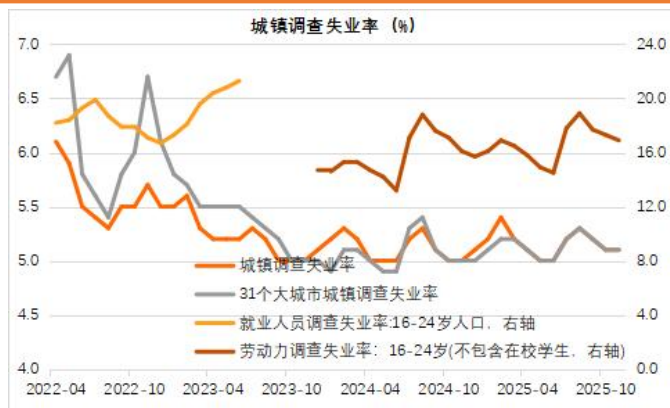
2025 年，就业市场的结构性矛盾依然突出，新兴产业与传统产业的就业表现差异显著，高校毕业生与农民工仍是稳就业政策的重点群体。

今年新兴产业高增长、高需求，数字经济、绿色经济、银发经济等新兴产业成为就业的“主引擎”。例如，智能仓储管理员、无人机巡检员等“新蓝领”岗位需求爆发，薪酬水平显著高于传统岗位；新能源行业中，风光电项目开发经理、碳资产管理师等岗位的搜索量同比激增 217%。

传统产业转型压力大，汽车装配工人、纺织机械操作员等传统岗位面临转型压力，部分岗位需求减少，但技能升级后的岗位需求增长显著。这反映出传统产业正在向“智能化、绿色化”转型，对劳动者的技能要求发生了根本性变化。

2026 年，“稳就业”仍将是经济工作的核心任务之一。中央政治局会议明确要求“着力稳就业、稳企业、稳市场、稳预期”，这套“四稳”政策体系将继续发挥威力。预计 2026 年城镇新增就业 1200 万人以上，与 2025 年基本持平，但就业质量将显著提升。

图 23：城镇调查失业率



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

图 24：城镇新增就业人口



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

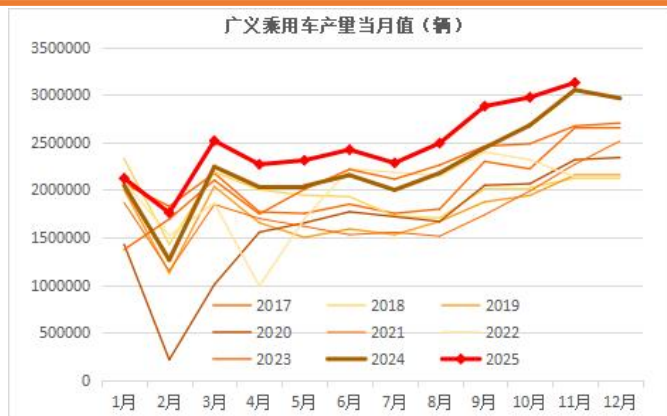
政策方面，财政部将扩大职业技能培训补贴范围，人社部将推行“技能证书互认”机制，教育部将试点“学历+技能”双证教育，这些举措将进一步提升劳动者的就业能力，促进“高质量充分就业”。新业态发展方面，数字平台、新能源、银发经济等新业态的持续发展，将为劳动者提供更多高技能、高薪酬的岗位，推动就业结构向“智能化、绿色化、服务化”转型。

1.2.8 宏观经济仍有诸多亮点

(1) 汽车市场在挑战中孕育新机。

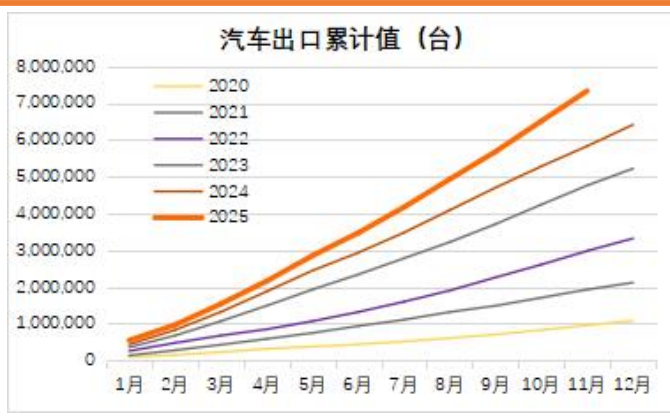
国内市场汽车销售仍将有所增长，出口仍以较快速度增加。虽然结构性压力依然存在，但经济持续恢复向好的基本面没有改变，特别是新产业、新业态的快速发展正在创造新的市场空间。随着政策的继续支持以及大量新技术的不断运用，国产品牌汽车仍将不断攻城略地，汽车出口增速加快，截止 11 月，全年出口汽车 733 万辆，全球第一汽车出口大国的定位更加稳固，新能源车渗透率继续上升。

图 25：乘用车产量继续增长



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

图 26：汽车出口仍以较快速度增加



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

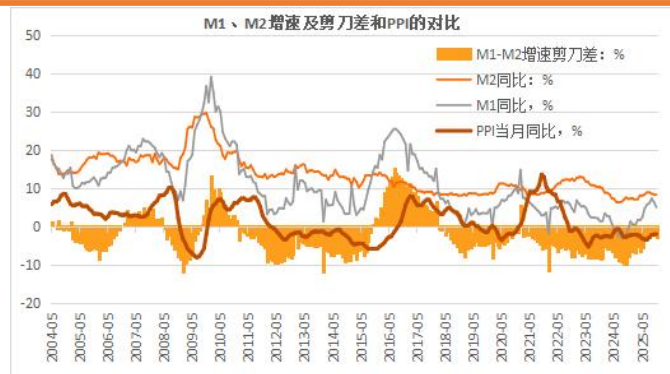
(2) M1-M2 剪刀差有望继续收窄，社融增速将保持平稳

自去年四季度开始，M1 和 M2 增速企稳回升，M1 增速反弹更快，导致自去年四季度开始，M1 和 M2 剪刀差快速收窄。至 11 月份，M1 增速由高点小幅回落至 4.9%，M2 增速稳定在 8.0%，M1-M2 剪刀差回升至-3.1%。随着股市的上涨、商品市场的整体回暖、房地产市场预期的改善以及政策的支持，预计 M1-M2 剪刀差仍存在进一步收窄的空间。

需要注意的是，根据过去 20 多年的经验性规律，一般 M1-M2 剪刀差与 PPI 高度相关。随着 M1 的企稳回升以及 M1-M2 剪刀差的收敛，预计 PPI 也将逐步企稳回升。

图 27：M1-M2 增速与 PPI 走势对比

图 28：社融规模存量增速



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

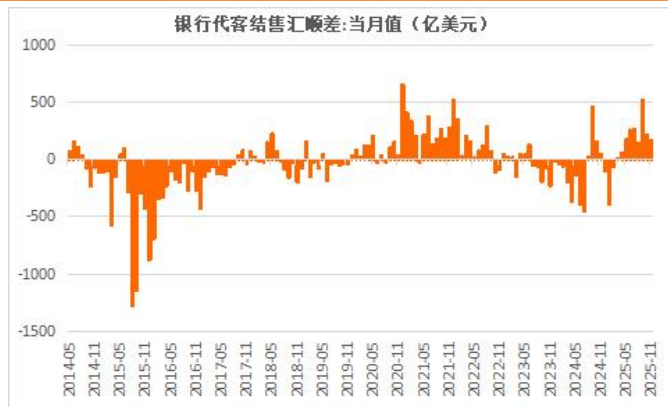
2025 年以来，国内社融存量增速保持高位稳定，主要受政府债券融资拉动，同时直接融资快速发展，信贷结构持续优化。首先，积极财政政策发力。今年政府债券发行节奏提前（1.3 万亿元超长期特别国债、4.4 万亿元新增专项债基本发完），带动政府杠杆提升，拉动社融增长。其次，直接融资替代间接融资。企业通过债券、股票融资的规模扩大，降低了信贷依赖（1-11 月人民币贷款增速 6.4%，较上年同期放缓）。最后，货币政策支持。央行通过逆回购、买断式逆回购等操作维持流动性合理充裕，企业新发放贷款加权平均利率降至 3.1%（同比低 30 个基点），降低了企业融资成本。展望 2026 年，社融增速将保持平稳，政府债券仍是主要支撑项，直接融资与信贷结构优化将继续推动社融稳定增长。

（3）人民币贬值压力大为缓解，当前存在一定的升值压力

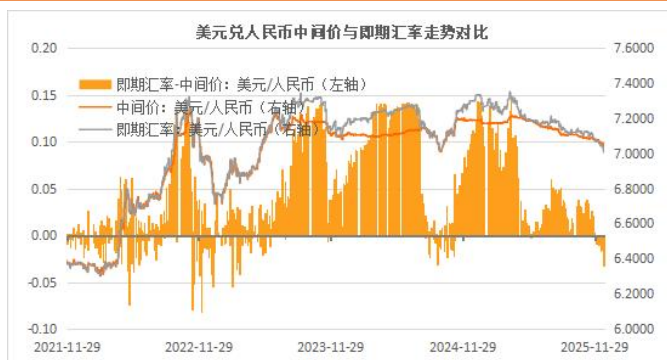
自今年三月开始，银行代客结售汇转为顺差后，已经持续了半年时间。这一方面反映企业和个人对人民币汇率的前景相对乐观，跨境资金流动较为理性，没有出现恐慌性的购汇行为。另一方面，结售汇顺差也反映海外资金在积极做多中国。一个显著的变化是证券投资项下的资金流动。2025 年 11 月，该项实现结售汇顺差 164 亿美元，9 月的峰值为 518 亿美元。这一转变与当月 A 股市场的良好表现（今年沪深 300 指数涨幅达 17.9%）以及北向资金成交额创近 5 年新高等因素密切相关，表明外资在增配人民币资产。从预期改善以及资金流入的角度看，人民币升值压力大于贬值压力。从下图可以看到，人民币离岸与中间价之差由之前的 0.15 左右降至 0 下方，处于 2023 年以来的低位。央行有意通过中间价控制人民币升值的速度，显示未来一段时间升值压力较大。

图 29：银行代客结售汇转为顺差

图 30：人民币中间价与离岸汇率走势大幅收敛



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

(4) “存款搬家”迹象已现，股市上涨带动市场信心改善

2025 年 7 月，居民存款减少了 1.11 万亿元，而同期的非银行业金融机构存款包括券商、基金、信托等则大幅增加了 2.14 万亿元。这一减一增，清晰地表明资金正通过专业机构流入资本市场。同时，2025 年以来新增股票开户数同比大幅增长，也反映了个人投资者入市热情高涨。当前 65% 的市值/存款比值，远低于历史上市场泡沫时期（如 2007 年的 186% 和 2015 年的 120%），说明市场整体并未过热，仍具备较好的安全边际和上升空间。在低利率环境和资本市场向好的大背景下，居民资产从存款向权益市场迁移的“搬家”趋势已经确立且可能持续。这将是支撑 A 股市场中长期表现的重要流动性基础，也会带动投资、消费，改善市场预期，提振信心。

图 31：A 股总市值与居民存款的比值



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

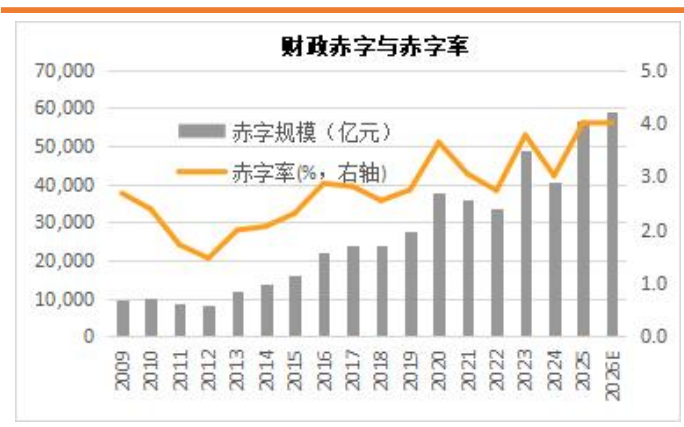
1.3 将延续扩张性的财政和货币政策

1.3.1 财政支出扩大规模，提高资金使用效率

继 12 月上旬中共中央经济工作会议定调后，中国财政部于 12 月下旬召开会议，明确明年继续实施更加积极的财政政策，扩大财政支出盘子，同时提高政策精准度和有效性。从政策表述来看，2026 年更加积极的财政政策五大方向与去年基本一致，但措辞稍有不同。相较于 2025 年明确提出“加大支出强度”、“安排更大规模政府债券”，2026 年表述变为“扩大财政支出盘子，确保必要支出力度”，以及“优化政府债券工具组合，更好发挥债券效益”，显示官方更注重提高资金效益。与此同时，地方债务问题排序从第五位提至第三位，表述从“进一步增加对地方转移支付，增强地方财力”，调整为“提高转移支付资金效能，增强地方自主可用财力”。明年财政工作六项重点任务，包括坚持内需主导，培育壮大新动能，推进城乡融合，加强民生保障，推动经济社会发展全面绿色转型，以及加强国际财经交流合作。在财政约束方面，会议强调，要全面加强财政科学管理，持续落实党政机关“过紧日子”，加强政府债务管理不放松，推动健全国有资产管理体系。

对于外界关注的促消费政策，明年将继续支持消费品以旧换新政策，同时促进居民就业增收，进一步加大财政教育投入等。

图 32：财政赤字与赤字率走势



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

2026 年财政政策的核心逻辑是“积极有为、精准施策”，通过扩大财政支出规模、优化支出结构，支持扩内需、促创新、惠民生，通过加强财政科学管理、防范化解风险，确保政策可持续性。这一政策取向既立足稳增长、保民生，又着眼培育新动能、推动高质量发展，将为“十五五”时期经济社会发展开好局、起好步提供坚实财政支撑。

2026 年财政赤字规模的核心特征是“稳规模、调结构、提效益”。预计 2026 年狭义赤字率维

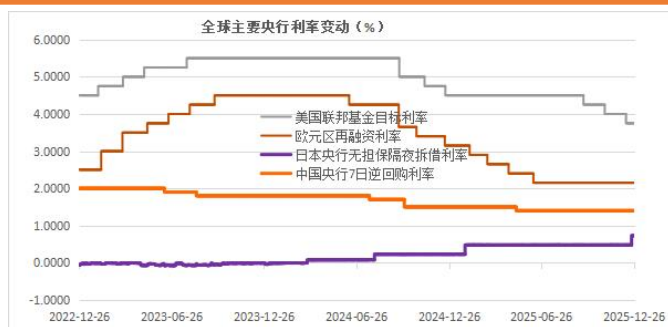
持在 4% 左右，确保财政政策扩张的连续性。在结构方面，从“投资于物”转向“投资于人”，增加民生支出、缓解地方债务压力。同时财政讲优化支出结构，提高财政资金使用效率。

1.3.2 央行降准降息仍可期，更加关注实施时机

2025 年，央行累计降准 50 个基点，释放长期流动性约 1 万亿元；5 月同步下调政策利率——7 天逆回购利率——0.1 个百分点至 1.40%，结构性工具利率同步下调 0.25 个百分点，推动企业贷款加权平均利率降至 3.1%，同比降 30 个基点。在流动性管理方面，综合运用 MLF、逆回购等工具保持流动性合理充裕，6 月末银行体系超额准备金率达 1.4%，货币市场利率保持平稳。

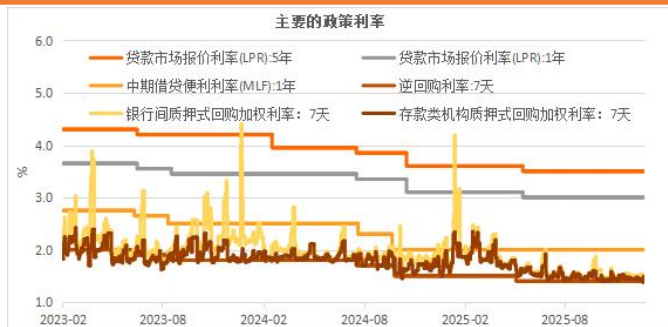
2026 年，货币政策将延续“适度宽松”基调，更注重“灵活高效”与“政策协同”。首先降准降息仍有空间。预计全年降准 50-100 个基点，释放长期流动性 1-2 万亿元，重点支持基建、科技等领域。政策利率或再降 20-30 个基点，推动 LPR（尤其是 5 年期以上）同步下调，促进居民购房和消费信贷需求。在结构工具方面，重点领域支持包括扩大科技创新再贷款额度，增设“新质生产力”专项再贷款；优化消费金融支持工具，延长养老再贷款期限。在利率优惠方面，结构性工具利率或再降 0.2-0.4 个百分点，部分再贷款利率或低于 1.5%，提升商业银行放贷意愿。2026 年，预计央行更加关注财政货币联动，配合超长期特别国债和地方债发行，通过买断式逆回购、国债买卖等工具提供流动性支持，而且强化与产业政策协同，引导资金流向数字经济、绿色低碳等“十五五”重点领域。

图 33：全球主要央行的政策利率



数据来源：iFind，山金期货投资咨询部

图 34：国内的主要政策利率



数据来源：iFind，山金期货投资咨询部

1.4 2026 年宏观经济展望

2025 年中国经济将在内外挑战中稳步前行，出口展现出了超强的韧性，但投资下滑速度逐步加快，消费疲弱。政策的核心任务是在“培育新动能”与“托底旧动能”之间取得平衡，通过提升政策效能和加强协同，为经济转型升级争取时间和空间。

展望 2026 年，固定资产投资方面，基建支撑企稳，地产仍是拖累。全年固定资产投资增长预计在 1.5% 左右。制造业投资在出口偏弱和反内卷政策背景下，预计将回归缓慢下降的趋势，全年增速约 3%-4%。基建投资成为稳增长的关键，预计全年增速 5% 左右。支撑主要来自财政支出节奏加快、超万亿元待发行专项债以及新型政府性金融工具的支持。房地产投资仍是主要拖累项，预计全年降幅在 -10% 至 -5%。市场仍受高库存、价格预期难以扭转等因素约束，止跌回稳仍需时间和更大力度的政策。

2026 年消费将继续筑底，社会消费品零售总额增速预计在 3-4% 区间。一方面，面临低基数效应、以旧换新等政策的延续以及居民收入提振政策的支撑。另一方面，育儿补贴等新政、股市回暖带来的财富效应以及物价温和回升，有望对消费形成一定托举作用。

出口增速韧性犹存。受全球贸易摩擦风险上升和高基数影响，预计 2026 年出口增速将放缓。但通过对东盟、非洲等市场的多元化拓展，以及资本品的出口韧性，全年出口仍有望实现 5% 左右的增长，货物贸易顺差预计仍将维持在 1 万亿美元上方。

2026 年物价水平预计将从低位温和回升，但需求不足仍是根本制约。CPI 预计低位运行，核心 CPI 可能突破 1%。低基数效应以及食品、能源价格拖累减弱是主要支撑。但就业压力和房价低迷制约了回升幅度，全年 CPI 增速预计在 0.5-1% 附近。PPI 有望持稳，年内转为较大幅度的正增长难度较大。反内卷政策有助于改善中上游行业的价格环境，然而若缺乏强有力的需求侧政策配合，价格回升的持续性和幅度有限。

虽然宏观经济整体处于弱复苏阶段，但仍有诸多亮点值得关注。国内市场汽车销售仍将有所增长，出口仍以较快速度增加，整体汽车产量维持较快增长。随着 M1 的企稳回升以及 M1-M2 剪刀差的收敛，预计 PPI 也将逐步企稳回升，扭转此前不断下跌的局面。人民币贬值压力大为缓解，存在一定的升值压力，央行降息的主要顾虑暂时缓解，甚至因存在一定的升值压力而迫使央行采取更大幅度的降息举措。“存款搬家”迹象已现，股市上涨带动市场信心改善，投资、消费等有望在经过一段时间之后与股市的上涨形成“正反馈”循环。

宏观政策将保持连续性和稳定性，但发力点会更加精细和协同。财政赤字规模的核心特征是“稳

规模、调结构、提效益”加大对民生消费领域以及加大“投资于人”，释放居民消费潜力。此外，2026 年为“十五五”开开局之年，前期储备的基建项目或将在 2026 年集中开工，为稳投资提供额外支持。

货币政策方面，降准和降息仍有空间，同时，结构性工具挑大梁，货币政策将维持流动性合理充裕。但由于银行净息差压力、政策效果边际递减以及股市不断上涨所酝酿的调整风险，央行将更依赖结构性货币政策工具，大幅度的下调政策利率的可能性比较低，更有可能是下调 10 个 BP，预计一共下调两次左右，合计 20-30 个 BP。

1.5 2026 年度大类资产配置策略

纵观过去国内股市的发展，牛市往往是在经济弱复苏的阶段出现。因为在弱复苏阶段，政策面积极，市场的信心触底回升，但由于基本面较差，资金并不会很快流入实体经济，而是进入股市，因而能推动股市的持续走高。当上涨到一定程度后，在财富效应带动下，增量资金不断进场推动股市进一步走高。因此，当前虽然基本面仍处于筑底阶段，但市场信心已经得到极大的提振，2026 年的股市。

对于商品而言，宏观经济周期决定了价格的长周期方向，风险偏好和供求等中线因子共同决定了每一轮中线级别行情的涨跌幅。因为目前商品的价格本身已经处于非常低的水平，多个品种的价格已经跌至近 10 年年疫情时期的低点，继续下跌的空间已经不大。而且，贵金属、有色金属以及碳酸锂等品种已经展开了极为强势的上攻，带动了整个市场的投机热情。随着“反内卷”政策的落地，预计 2026 年工业品价格将逐步企稳回升，贵金属、有色等有望维持强势，下半年，预计黑色和化工将接过上涨的接力棒。

对于债券而言，虽然政策面维持积极，但由于市场配置资金的离场以及风险偏好的改善以及商品价格的企稳回升所带来的 PPI 回升，债券大概率将延续宽幅震荡走势，30 年长期国债期货的牛市大概率已经结束，10 年期国债期货继续上涨的空间预计也将非常有限。

所以，整体来看，从资产配置的角度来说，股票》商品》债券。股票或股指期货多头头寸仍可以继续持有；商品中的贵金属中期仍将维持强势，但下半年贵金属和有色金属的牛市预计向其他工业品扩散；债券建议维持观望，谨慎抄底。

2.1 2025 年海外宏观经济形势回顾

2025 年，全球经济在温和增长中呈现分化格局，既面临政策不确定性、贸易碎片化、债务压力等多重挑战，也展现出新兴市场韧性、技术创新驱动等积极信号。整体来看，全年经济增速保持在 3.2% 左右，较 2024 年略有放缓，但新兴市场与发展中经济体成为主要增长引擎，中国则继续发挥“稳定锚”作用。

2025 年全球经济增长的核心特征是“分化”。发达经济体增长乏力，新兴市场成为主要引擎，技术创新如 AI、绿色能源领域的投资成为拉动增长的关键动力。

第一，发达经济体，增长乏力，政策不确定性凸显。

美国 2025 年经济增速为预计为 2.0%，较 2024 年的 2.8% 有所放缓，主要因政策不确定性抑制了企业投资。美国下半年的就业数据远低于预期，显示劳动力市场已出现疲软。欧元区 2025 年增速为预计约为 1.2%，与 2024 年持平，主要因内需不足及能源价格波动。德国 GDP 增速预计仅 0.8%，因汽车产业受全球供应链问题拖累及中国汽车出口的冲击。日本 2025 年增速预计约为 0.9%，较 2024 年的 1.1% 略有下降，主要因人口老龄化及消费税上调抑制了内需。

第二，新兴市场与发展中经济体韧性凸显，成为增长引擎。

中国 2025 年经济增速为预计约为 5.0% 左右，继续领跑全球，主要因内需、外贸出口及技术创新拉动。中国“新三样”（电动汽车、锂电池、光伏）出口额增长 35%，成为全球供应链的“稳定器”。印度 2025 年增速预计约为 6.3%，主要因人口红利及服务业扩张。印度的 IT 产业增长 8%，成为全球外包市场的“新中心”。东南亚 2025 年增速约为 5.1%，主要因区域贸易一体化及制造业转移。越南 2025 年出口额增长 12%，其中对美出口增长 18%，成为美国“近岸外包”的主要受益者。

第三，AI 与绿色能源投资成为增长新引擎。

2025 年全球 AI 相关支出约 1.5 万亿美元，较 2024 年增长 25%，主要因大模型应用渗透至各行业。美国英伟达市值一度突破 5 万亿美元（2025 年 3 月），成为全球市值最高的科技公司，反映 AI 产业的强劲增长。

2025 年全球可再生能源投资约 1.3 万亿美元，较 2024 年增长 18%，主要因全球碳中和目标推动。太阳能、风能装机量增长 20%，中国光伏装机量占全球 40%，成为全球绿色能源的“领导者”。

根据国际货币基金组织（IMF）2025 年 10 月发布的《世界经济展望》报告及世界银行、联合国等机构的数据，2025 年全球宏观经济增速为 3.2%，与 2024 年相比小幅下降，但仍处于“温和增长”区间。其中，发达经济体增速为 1.6%，新兴市场与发展中经济体增速为 4.2%，后者贡献了全

球增长的 70% 以上。全球总体通胀率从 2024 年的 4.8% 降至 2025 年的 4.2%，主要得益于能源价格回落及供应链修复。但美国通胀仍高于美联储 2% 的目标，欧元区通胀约 2.5%，则基本符合目标。全球失业率维持在 4.9%-5%，但结构性矛盾突出：青年（15-24 岁）失业率约 12.6%，女性失业率约 5.2%，高于男性的 4.8%；发达经济体因劳动力短缺，失业率降至 4% 以下，而低收入国家失业率升至 5.3%。全球贸易额增速为 2.9%，较 2024 年的 3.5% 有所下降，主要因美国关税政策、区域供应链重组等贸易碎片化抑制了跨境贸易；但 RCEP、欧盟内部等区域内贸易保持韧性，占比升至 55%。

2.2 美国

2026 年美国宏观经济将呈现温和增长，通胀预计将小幅回落，就业仍显疲软，美联储预计将继续降息 2 次左右，整体处于“弱复苏”区间，但面临关税政策、就业市场、通胀韧性及债务压力等多重风险，增长前景充满不确定性。

2.2.1 美国经济有望温和增长，通胀有望回落，就业弱稳

2026 年美国实际 GDP 增速预计将温和放缓至 2.0% 以下，消费支出和企业投资仍对美国经济形成支撑，但关税政策、就业疲软等因素对美国经济构成压力。

个人消费是美国经济的“压舱石”，占 GDP 比重约 70%，2026 年消费支出将继续增加。尽管增长疲弱，劳动力市场仍有望保持稳定，与消费者信心修复共同对消费形成支撑。但关税政策导致的物价上涨将抑制消费意愿，预计关税将拖累消费增长 0.1-0.2 个百分点。

2026 年企业固定投资增长预期从 2025 年的 1.7% 上调至 2.4%，主要受特朗普政府推动的制造业回归政策和关税驱动的企业为规避关税而扩大国内生产支撑。例如，2025 年第三季度企业投资年化增长率为 4.5%，较 2025 年上半年提升 1.2 个百分点，显示企业对未来经济前景的信心有所修复。

特朗普政府的新进口关税政策是 2026 年经济增长的最大下行风险，关税将拖累 2026 年经济增长至少 0.25 个百分点。一方面，关税抑制进口需求，涉及加征关税的进口商品总值较非征税商品下降 15%；另一方面，关税推高企业成本，导致企业原材料成本上升，挤压利润空间。

另外，更严格的移民执法将导致劳动力供给收缩，抑制经济增长，移民政策收紧将拖累 2026 年经济增长 0.1-0.2 个百分点，主要因企业难以招聘到足够的尤其是低技能岗位劳动力。

图 1：美国实际 GDP 与消费增速（季调）



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

图 2：美国固定资产投资增速



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

2.2.2 关税、就业、通胀与债务仍对美国经济构成一定的风险

2026 年美国宏观经济面临四大核心风险，即关税、就业、通胀与债务的“四重压力”均可能导致增长不及预期甚至陷入衰退。

首先，美国当前的关税政策对经济的长期增长形成掣肘。特朗普政府对欧盟、中国、加拿大等经济体的加征关税不仅抑制了美国自身的需求，还引发了贸易伙伴的报复。此外，关税政策的长期影响仍在显现。美国本土的企业为规避关税而调整供应链，如将生产转移至墨西哥、越南，可能在一定程度上也会造成美国国内产业空心化加剧，长期增长潜力受损。

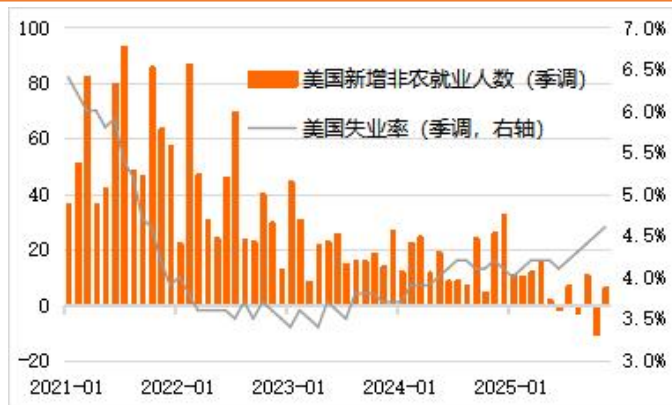
其次，就业市场可能会出现“结构性疲软”。尽管失业率维持在 4.5% 左右，但兼职就业增加、工资增长缓慢，就业质量下降是 2026 年就业市场的核心问题。NABE 数据显示，2026 年兼职就业占比将从 2025 年的 18% 升至 20%，而全职就业占比则从 82% 降至 80%。虽然工资增长速度年率约 3.5%，仍高于 2.6% 的通胀率，但消费者实际收入增长年率约仅为 0.9%，在一定程度上制约了消费的增速。

第三，明年美国的通胀的仍具有“粘性”。尽管通胀将缓慢回落，但关税政策与能源价格波动将使通胀保持韧性。NABE 指出，关税将贡献 2026 年通胀的 0.25-0.75 个百分点，而能源价格上涨将贡献 0.1-0.2 个百分点，导致通胀难以快速降至美联储 2% 的目标。此外，工资-物价螺旋的风险仍在。预计 2025 年工资增长率为 3.5%，较 2024 年提升 0.5 个百分点，若这一趋势持续，可能导致通胀反弹。

最后，债务压力巨大，长期来看不具有可持续性。美国公共债务占 GDP 的比重将从 2025 年的 122% 升至 2026 年的 125%，接近 1946 年二战后 128% 的最高水平。债务压力的增加将导致财政政策

空间收缩，并可能引发市场对美国债务信用的担忧，导致长期债券收益率出现异常的上升。此外，企业因担心债务风险而减少投资，债务负担将挤压私人部门的投资，进一步抑制经济增长。

图 3：美国新增非农就业与失业率走势



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

图 4：美国的通胀走势



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

2.2.3 美联储将走向“中性利率”，政府维持“扩张性财政”

2026 年美国政策走向将呈现“美联储中性利率+政府扩张性财政”的组合，但政策协调性不足可能加剧经济不确定性。

美联储将在 2026 年维持中性利率水平，主要因通胀仍高于 2.0% 目标和就业市场疲软。NABE 预测美联储将在，2026 年进一步降息 50 个基点至 3.25%，使政策利率逐步靠近中性水平（3.0%-3.5%）。美联储的货币政策将“以数据为导向”，即根据通胀、就业数据调整利率，但政策的“滞后性”如降息对经济的刺激作用需要 6-12 个月才能显现可能导致 2026 年经济增速不及预期。不过，近期特朗普对美联储的干预力度加大，预计在特朗普的剩余任期内，美联储政治化倾向明显，美联储的降息幅度可能因特朗普的政治压力而加大。

美国联邦政府预计将采取扩张性的财政政策，以刺激经济增长。2025 年美国财政赤字占 GDP 的比重为 5.5%，2026 年预计将升至 5.8%。首先，军事支出增加。2026 年军事预算为 8500 亿美元，较 2025 年增加 500 亿美元。另外，2025 年实施的《减税与就业法案》延长了企业税减免至 2026 年。但财政政策因债务负担增加而导致的“不可持续性”将导致市场对美国财政状况的担忧，导致投资者要求更高的收益率以补偿债务风险，并可能引发利率上升，进一步抑制经济增长。

图 5：美国政策利率及国债收益率走势



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

图 6：美国联邦政府财政赤字率



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

2.2.4 2026 年美国的经济延续弱复苏态势，风险依然存在

2026 年美国消费与企业投资仍是增长的核心动力，美联储仍将维持中性利率，债务压力仍将制约经济增长，这是 2026 年不变的因素。“变”的是关税政策的不确定性，可能导致增长不及预期。另外，就业市场因工资增长缓慢、兼职就业增加而导致的结构性疲软、关税与能源价格导致通胀难以快速回落。

展望 2026 年，美国经济增长将“温和而脆弱”，若关税政策、就业市场或通胀风险加剧，可能导致经济陷入轻度衰退。但消费支出的韧性和企业投资的增加如制造业建设浪潮、算力中心的建设投资将支撑经济避免“深度衰退”。

对于全球经济而言，美国 2026 年的经济表现将“牵一发而动全身”。若美国经济增速放缓，将导致全球需求收缩，因为美国占全球进口的比重约 15%，加剧新兴市场与发展中经济体的增长压力；若美国通胀韧性持续，其通胀将传导至其他国家，将导致全球通胀压力上升；若美国债务风险加剧，其收益率上升将导致全球利率上升，将导致全球金融市场波动。

2.3 欧元区

2026 年欧元区宏观经济将呈现“温和增长、通胀回落、风险交织”的核心特征，整体处于“弱复苏”区间。尽管面临贸易摩擦、地缘政治及内部结构性矛盾等挑战，但受益于内需改善、AI 产业投资及财政刺激见效，经济有望实现小幅增长，同时通胀压力持续缓解，货币政策保持中性。

2.3.1 经济温和增长，通胀回落，就业小幅改善

2026 年欧元区实际 GDP 增速预计为 1.2%，较 2025 年的 1.3% 小幅回落，但仍处于“温和增长”区间。其中，德国增速预计从 2025 年的 0.3% 加速至 1.0%，成为主要增长引擎；法国约 0.9%，意大利约 0.7%，增速保持稳定。

2026 年欧元区调和消费者价格指数（HICP）同比增速预计为 1.9%，较 2025 年的 2.1% 进一步回落，接近欧洲央行 2% 的中期目标。其中，能源通胀因国际油价下跌及欧盟碳排放交易体系（ETS2）推迟至 2028 年实施，贡献约 0.3 个百分点；预计 2026 年工资增速约 3.2%，核心通胀（剔除能源与食品）因工资增长温和稳定约 2.0% 的水平。

2026 年欧元区失业率预计从 2025 年的 6.3% 降至 6.2%，延续历史低位。其中，德国失业率从 2025 年的 5.8% 降至 5.6%，法国从 7.5% 降至 7.3%，主要受益于服务业复苏（如旅游、餐饮）及制造业投资增加（如德国工业 4.0 升级）。

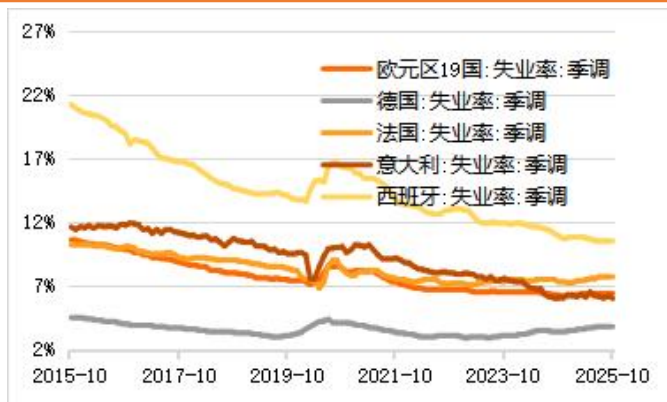
在财政与政府债务方面，2026 年欧元区预算赤字率预计从 2025 年的 3.2% 升至 3.3%。主要因德国设立 5000 亿欧元基础设施与气候基金的财政刺激及国防支出增加，其中北约目标国防支出占 GDP 的 2%。债务方面，欧元区公共债务占 GDP 比重将从 2025 年的 88.8% 升至 89.8%，但仍低于 2020 年的 92%，处于可控范围。

图 7：欧元区通胀形势



数据来源：iFind，山金期货投资咨询部

图 8：欧洲失业率走势



数据来源：iFind，山金期货投资咨询部

2.3.2 内需改善、AI 投资与财政刺激协同拉动欧洲经济

2026 年，私人消费与投资成为欧元区的增长引擎。随着实际收入改善及储蓄率由 15% 下降至 14%，私人消费将保持 1.5% 的稳定增速。企业投资方面，剔除爱尔兰跨国企业波动后，投资将显著提速至 2.6%。德国财政刺激、复苏与韧性基金加速执行及企业资产负债表健康等因素支撑欧元区的经济增长，推动了欧元区景气指数从 2022 年低点逐步回升。

AI 产业投资对欧元区的经济增速形成支撑。欧盟 2026 年将启动“Invest AI”计划，总投入达 2000 亿欧元，用于建设 AI 超级工厂、数据中心及人才培养。如德国 500 亿欧元 AI 专项基金、法国 1090 亿欧元 AI 投资计划等将推动 AI 在制造业、医疗、金融等领域的应用。据欧盟委员会预测，2026 年 AI 产业对欧元区 GDP 的贡献将达到 0.5 个百分点，成为经济增长的“新引擎”。

另外，财政刺激预计将逐步显现效果。德国 2026 年将推进“债务刹车”修宪后的财政扩张计划，包括用于公路、铁路、可再生能源的 5000 亿欧元基础设施与气候基金及国防支出增加（占 GDP 2%）。法国则通过 300 亿欧元“航空航天业振兴计划”，推动高端制造出口。据德国财政部预测，2026 年财政刺激将对德国 GDP 增长贡献 0.8 个百分点，拉动欧元区整体增长 0.3 个百分点。这些财政刺激措施改善了德国的经济预期，在欧元区下调利率大背景下，德国国债收益率已经触底反弹。

图 9：欧元区景气指数不断攀升



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

图 10：德国国债收益率已经触底反弹



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

2.3.3 贸易摩擦、地缘政治与内部结构性矛盾构成欧元区的风险与挑战

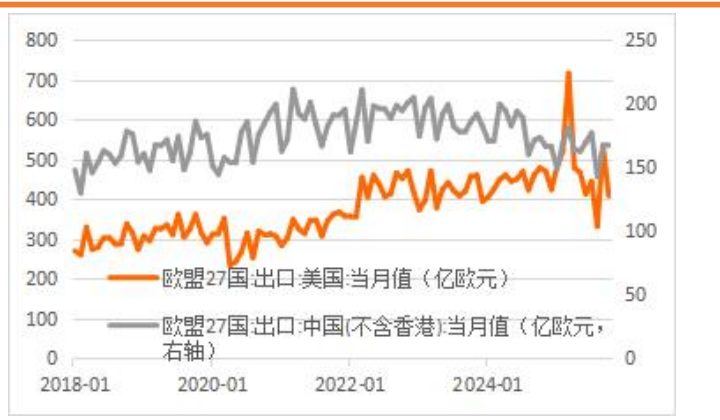
首先是贸易摩擦加剧，在一定程度上对宏观经济形成拖累。特朗普政府 2026 年将继续实施“对等关税”政策，对欧盟汽车加征 25% 关税，导致欧元区出口需求下降。据欧盟委员会预测，2026 年欧元区对美出口将下降 8%。此外，欧盟实施的电动汽车反补贴调查导致与中国的贸易摩擦（也将抑制出口，预计 2026 年对中出口增速从 2025 年的 5% 降至 2%。当前，欧洲有一种比较悲观的情绪即将欧洲将向中国出口什么？

另外地缘政治冲突预计将导致通胀压力居高不下。俄乌冲突 2022 年至今仍将持续，导致欧元区天然气价格上涨 15% 及汽车零部件供应延迟等供应链中断事件。此外，中东局势可能导致油价上涨，预计 2026 年布伦特原油价格约 75 美元/桶，推高通胀压力。

此外，欧元区内部结构性矛盾抑制经济增长。欧元区成员国经济分化严重，预计德国增速 1.0%，意大利 0.7%，意大利、希腊等南欧国家因债务率高及产业竞争力下降，增长乏力。预计 2026 年劳动力缺口约 300 万个，人口老龄化导致劳动力短缺，抑制经济增长。

部分国家债务率巨大恐拖累整体增长。欧元区公共债务占 GDP 比重仍高达 89.8%，其中意大利为 150%、希腊为 180%。远超欧盟 60% 的上限。2026 年财政刺激将导致债务率进一步上升至 90.5% 左右，可能引发市场对债务可持续性的担忧。

图 11：欧洲对中和美出口均出现回落



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

2.3.4 欧洲央行坚持中性利率，欧盟财政协同

2026 年欧洲央行将维持中性利率水平，主要再融资利率约 2.15%，既不收紧也不放松。一方面，预计 2026 年 HICP 在 1.9% 左右，通胀压力缓解，允许央行停止加息；另一方面，经济 1.2% 的温和增长需要保持流动性合理充裕。欧洲央行行长拉加德近期表示，中性利率将有助于平衡通胀与增长，避免经济过热或过冷。

2026 年欧盟将推进财政协同，包括：（1）“重新武装欧洲”计划（8000 亿欧元），用于购买美国武器、加强边境防御；（2）“下一代欧盟”计划（7500 亿欧元），用于绿色转型及数字转型；（3）德国 5000 亿欧元财政刺激，用于基建与气候保护。此外，欧盟委员会将推动债务共担，发行欧盟共同债券，缓解南欧国家债务压力。

图 12：欧洲央行主要再融资利率维持稳定



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

2.3.5 2026 年欧元区经济有望继续温和回升，但贸易摩擦构成一定风险

2026 年欧元区宏观经济将温和增长、通胀回落、就业改善，这与今年情况类似。AI 产业成为增长新引擎、财政协同深化、贸易摩擦加剧，这些是新的变化。展望 2026 年，欧元区经济将保持“弱复苏”态势，增长动力主要来自内需改善、AI 投资及财政刺激，但贸易摩擦、地缘政治及内部结构性矛盾仍可能导致增长不及预期。

2.4 日本

2026 年日本宏观经济将呈现“温和复苏、通胀趋稳、政策收紧、结构转型”的核心特征，整体处于“弱增长+稳通胀”的平衡区间，但面临内外需疲软、债务高企及全球贸易不确定性等多重挑战。

2.4.1 经济温和增长，通胀与就业持稳

2026 年日本实际 GDP 增速预计为 1.0%左右，较 2025 年的 1.1%略有放缓，但仍保持温和增长。其中，上半年受全球需求疲软及美国关税政策影响，经济可能陷入技术性衰退，也即环比折年率低于 0%，下半年随着政策效果显现及内需修复，经济有望反弹。

图 13：日本 CPI 当月同比仍处于高位



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

图 14：日本的失业率从低位有所抬升



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

通胀将呈现前低后高的走势。2026 年日本核心 CPI（剔除生鲜食品）预计为 2.0%左右，呈现“前低后高”走势。2025 年上半年日本大米价格同比增速达超 100%，2026 年上半年逐步回落。受大米价格回落的影响，通胀压力减轻。下半年随着实际工资增速由负转正及服务业通胀压力显现，通胀可能重新抬头。

劳动力市场仍维持紧张，失业率将处于低位。2026 年失业率预计维持在 2.5%-3.0%，处于历史低位。劳动力市场紧张状况持续，企业为吸引员工不得不提高工资，实际工资增速由 2025 年的-0.5%回升至 1.0%左右，支撑私人消费。

债务水平虽高但仍可控，预计不会对宏观经济形成压力。2026 年日本一般政府债务余额占 GDP 的比例预计为 250%左右，仍为发达经济体中最高。日本央行持有约 50%的政府债券，且利率处于低位，整体债务可持续性风险可控。

2.4.2 内需修复与外需疲软的平衡支撑经济日本经济弱复苏

2026 年日本经济增长的核心动力来自内需修复，尤其是私人消费与企业投资，而外需因全球需求疲软及美国关税政策影响，贡献有限。

随着实际工资增速回升及通胀压力减轻，私人消费预计保持 1.0%-1.5%的增速，成为经济增长的主要支撑。其中，耐用品消费因企业为避开美国关税而提前出口及国内需求修复，增速较快；服务消费如旅游、餐饮等因疫情后复苏，增速逐步回升。

企业投资仍有望维持一定的增长。2026 年企业资本支出预计增长 1.5%-2.0%，主要受半导体、人工智能及数字化转型投资驱动。日本政府 2026 财年将半导体与 AI 研发预算提升至 1.23 万亿日元，较上年增长近三倍，重点支持下一代半导体技术研发及 AI 基础模型开发。此外，企业为提高生产效率，数字化转型投资（如软件、机器人）增速较快。

受关税及全球需求走弱的影响，预计出口增速将放缓。2026 年出口预计增长 0.5%-1.0%，较 2025 年的 2.0%略有放缓，主要受美国、欧盟经济增速放缓及美国关税政策影响。其中，对美出口占日本出口总额的 30%左右，因关税政策，其增速可能降至 1.0%以下；对欧盟、中国出口因区域贸易协定（如 RCEP）及产业链合作，增速保持稳定。

图 15：日本家庭消费有望维持小幅增长



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

图 16：日本的进出口仍面临贸易战压力



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

2. 4. 3 债务高企及全球贸易不确定性对日本经济形成压力

和全球其他经济体一样，日本受贸易战影响极大。美国特朗普政府的关税政策及贸易保护主义抬头，可能导致日本出口企业成本上升，利润压缩。此外，中美贸易战的不确定性也可能影响日本企业的全球供应链。而且，与中国的政治关系也可能会导致经济关系趋冷。

另外，虽然债务风险低，但仍可能对经济形成负面影响。日本政府债务余额占 GDP 的比例达 250%，为发达经济体中最高。尽管日本央行持有约 50% 的政府债券，且利率处于低位，预计 2026 年财政赤字率约 2.0%，债务规模仍在持续扩大，可能挤压私人投资空间，影响长期经济增长。

而且，劳动力短缺对经济形成掣肘。日本 65 岁以上人口占比约 29%，2026 年可能升至 30%，少子老龄化问题日益严重。劳动参与率约 60%，低于美国的 63%，导致劳动力短缺及社会保障支出增加，2026 年社会保障支出占财政总支出的 33%，较 2025 年上升 1 个百分点。劳动力短缺可能导致企业生产效率下降，社会保障支出增加可能挤压教育、科技等领域的投资。

2. 4. 4. 日本的政策展望：加息与积极财政政策

2026 年日本政策走向将呈现“渐进收紧货币政策+积极财政政策”的组合，旨在平衡经济增长与通胀稳定。

图 17：日本央行将继续加息



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

图 18：日本债务/GDP 将缓慢攀升



数据来源：iFinD，山金期货投资咨询部

日本央行将渐进收紧货币政策，2026 年可能加息 25-50 个基点，将政策利率从当前的 0.5% 提升至 1.0% 左右。加息的主要原因是通胀趋稳及经济温和复苏，旨在避免通胀反弹及房地产价格快速上升可能会带来的资产泡沫。此外，日本央行将继续推进量化紧缩，逐步缩减国债购买规模预计 2026 年月购债规模从 2025 年的 2.9 万亿日元降至 2.1 万亿日元，以降低资产负债表规模，预计 2026 年国债总资产降至 506 万亿日元，较 2025 年下降约 16%。

财政政策方面，日本政府将保持积极财政政策，2026 财年财政赤字率约 2.0%，主要用于支持半导体、AI 及数字化转型投资以及社会保障支出。此外，日本政府将通过发行 1.78 万亿日元的特别国债支持出口与投资保险机构，为企业对美投资提供支持，以便履行日美贸易协定。

2.4.5 2026 年日本经济将继续弱复苏

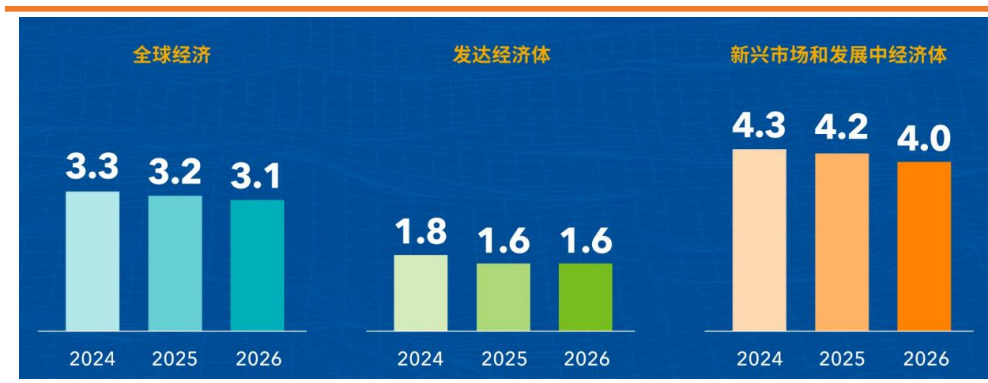
展望 2026 年，日本经济将保持“弱复苏”态势，增速较 2025 年略有放缓，但整体稳定。尽管面临全球贸易不确定性、债务高企及少子老龄化等风险，但内需修复及新兴产业投资将支撑经济增长。对于全球经济而言，日本经济的温和复苏将为全球需求提供一定支撑，但全球贸易环境不确定性仍是主要风险。

2.5 2026 海外宏观经济展望

展望 2026 年，全球经济将保持温和增长，IMF 预计全球 GDP 增速约为 3.1%，比 2025 年略有下调，且分化加剧，新兴市场增速 4.0%、发达经济体 1.6%。贸易保护主义、地缘政治、债务风险、气候危机等风险交织。各国需通过产业升级、财政整顿等结构性改革与区域协调，应对风险挑战，

推动经济可持续增长。

图 19：2026 年全球宏观展望



数据来源：IMF，山金期货投资咨询部

投资咨询部

作者 | 曹有明

从业资格号：F3038998

交易咨询号：Z0013162

联系邮箱：caoyouming@sd-gold.com

山金期货官方微信号



免责声明

山金期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会批准的期货交易咨询业务资格（证监许可[2012]33号）。

本报告由本公司投资咨询部制作，未获得本公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在本公司及其研究人员知情的范围内，本公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。