

2025-12-8

长江期货

通胀筑底回升，市场慢牛延续

——2026年金融期货年报

◆ 核心观点

2025年，中国资本市场在外部环境扰动、内部政策调节、科技产业突破的三重博弈中度过。A股市场制度不断完善，慢牛格局逐步稳定，核心驱动力始终围绕政策预期与风险偏好的波动展开，市场在外部冲击与内部托底的反复拉扯中完成多轮切换。今年市场的上涨更多是估值驱动，在基本面温和复苏的路径下，2026年或逐步转向盈利驱动。

展望2026年，中国经济将在财政积极与货币协同的双宽松格局下，步入宏观温和复苏、微观盈利筑底修复的新阶段。经济增长预计保持韧性，CPI与PPI价格的温和回升将成为驱动企业盈利改善的关键宏观要素。资本市场的主导逻辑将从2025年的估值与预期修复，有望转向由基本面驱动的真实盈利增长。在这一背景下，股市或呈现结构性机遇，而债市则将在政策的平衡与制约中呈现区间震荡格局。

公司资质

长江期货股份有限公司交易咨询业务资格：鄂证监期货字{2014}1号

研究员

 张志恒

- ◆ 从业证号：F03102085
- ◆ 投资咨询编号：Z0021210
- ◆ 咨询电话：027-65777169

目录

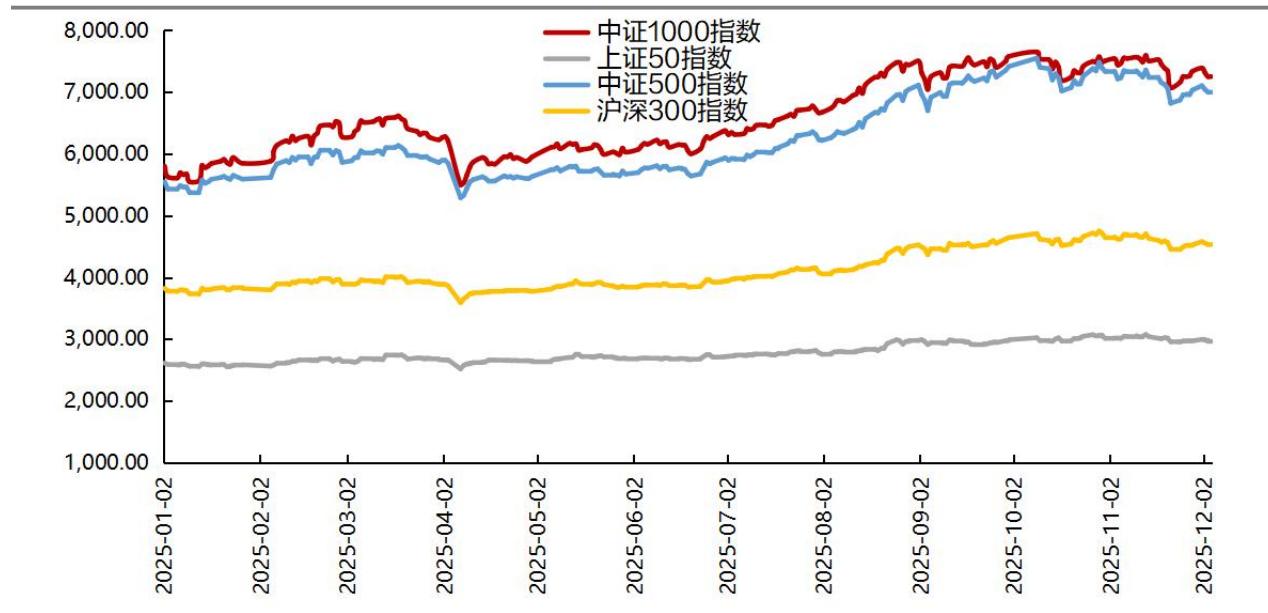
一、2025年行情回顾	3
(一) 股指期货	3
(二) 国债期货	6
二、经济运行分析	9
(一) 国内经济	9
(二) 海外经济	15
三、2026年展望	19
(一) 宏观展望	19
(二) 市场展望	20
风险提示	22
免责声明	22

一、2025年行情回顾

(一) 股指期货

2025年A股市场走出上涨、回调、上涨、震荡等多轮走势，核心主线始终围绕外部环境扰动、内部政策调节与科技产业突破的三重博弈展开。市场在外部冲击与内部托底、估值修复与盈利验证的反复拉扯中，完成了从风险规避到信心修复、再到趋势上涨与结构消化的多轮切换，最终呈现博弈加剧与结构主导的年度特征。

图1：股指期货走势图



数据来源：同花顺、长江期货

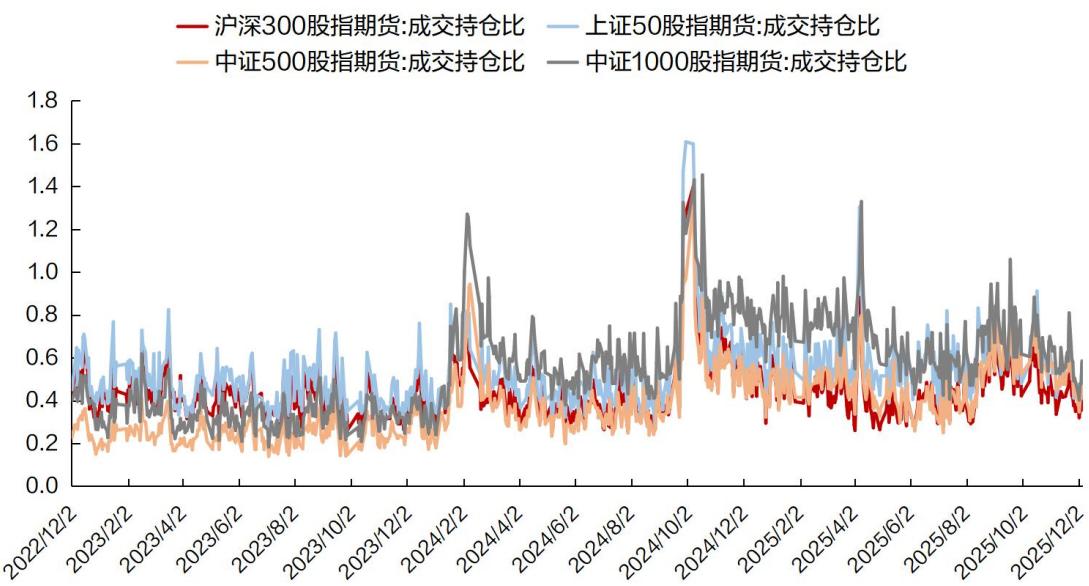
年初至三月中下旬，外部冲击转为政策+产业共振修复。2025年初，A股开启急速调整模式，上证指数在多重外部压力下接连跌破3300点、3200点关键支撑位。1月14日成为市场转折点，此后指数企稳回升，形成鲜明的V型走势，完整呈现外部压力与内部驱动的博弈过程。

年初下跌由三重外部因素叠加引发：美国当选总统特朗普就职前密集发表非常规地缘言论，扰动全球风险偏好；市场提前担忧“特朗普2.0”可能推出的强硬关税政策，出口依赖型行业估值承压；美元兑人民币汇率快速波动，引发北向资金外流忧虑，1月前两周北向资金净流出超200亿元，技术性调整进一步加剧市场抛压。转折之后，内外驱动力形成共振：高盛、瑞银等国际大行集体上调中国股市评级，预判企业盈利复苏，提供外部信心支撑；央行上调跨境融资宏观审慎调节参数并发行离岸央票，稳定汇率预期，缓解资本外流压力；六部门明确千亿级保险资金等中长期资金入市计划，从资金面夯实市场底。

部；DeepSeek 发布突破性 AI 模型，引爆国产科技股价值重估，成为反弹核心引擎，带动全市场风险偏好显著回升。

3月中下旬-4月中上旬，震荡回调，获利兑现与关税冲击共振。3月中下旬起，A股从反弹高位逐步回落，前期领涨的机器人、AI 算力等科技主线率先回调。南向资金净流入持续放缓，从3月前两周日均50亿元降至中下旬日均10亿元，反映资金对高位筹码的谨慎态度；新国十条政策红利逐步释放完毕，缺乏新增政策接力，部分机构选择兑现盈利，科技板块出现技术性回调。

图 2：股指期货成交持仓比



数据来源：同花顺、长江期货

4月2日，特朗普政府宣布启动对等关税政策，计划对全球主要贸易伙伴征收与对华关税水平对等的反制措施，涉及电子、新能源等3000亿美元商品，直接冲击全球供应链稳定性预期；中国迅速发起对等反制，对原产于美国的部分商品加征34%关税，贸易对抗升温进一步压制市场情绪。受此影响，依赖出口的制造业板块大幅承压，指数回调幅度扩大，市场从前期亢奋状态快速转向谨慎。

9月初-11月底，震荡蓄力，估值盈利背离与结构切换博弈。9月阅兵后，市场支撑力量边际减弱，科技板块拥挤度达到历史高位，成交额占全市场规模一度超46%，接近历史峰值。板块内部出现明显高低切换，前期滞涨的半导体材料、储能等细分领域补涨，光模块等前期领涨板块动能减弱；与经济基本面相关的周期及高股息资产持续偏弱，银行等红利板块加速下行，市场出现阶段性回调；9月17日美联

储如期降息，强化全球宽松预期，短暂提振市场情绪。

10月公布的9月经济数据显示复苏基础不牢固，固定资产投资同比罕见负增长，社会消费品零售总额增速放缓，房地产数据仍处低位，经济弱现实与股市高估值矛盾凸显。市场开始审视企业盈利与估值的匹配度，叠加中美贸易摩擦反复，风险偏好明显降温，资金从高估值科技成长板块撤出，转而涌入煤炭、银行、石油石化等高股息防御板块。

图3：IM主连收盘价与基差

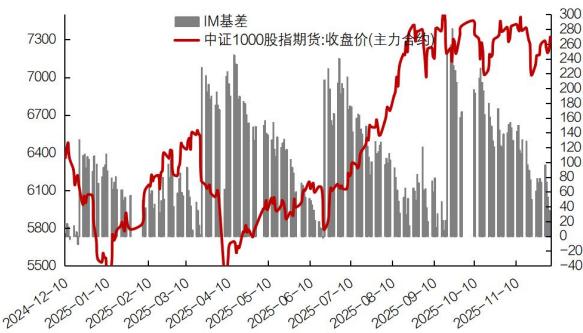


图4：IF主连收盘价与基差

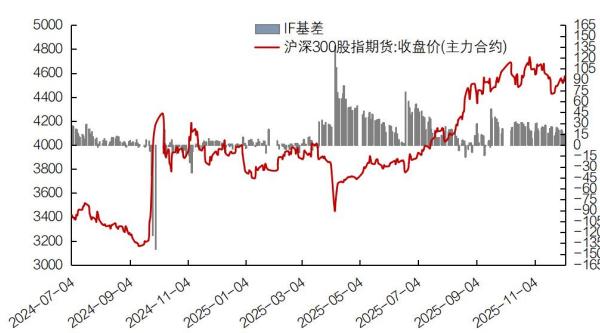


图5：IH主连收盘价与基差

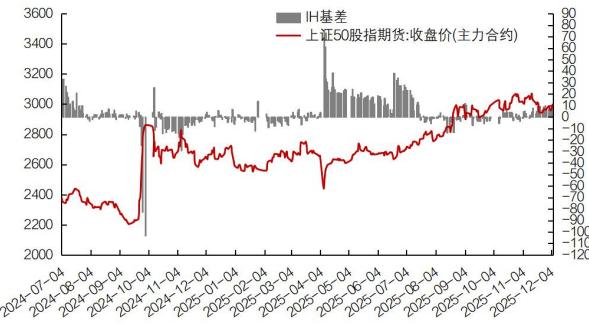


图6：IC主连收盘价与基差



数据来源：同花顺、长江期货

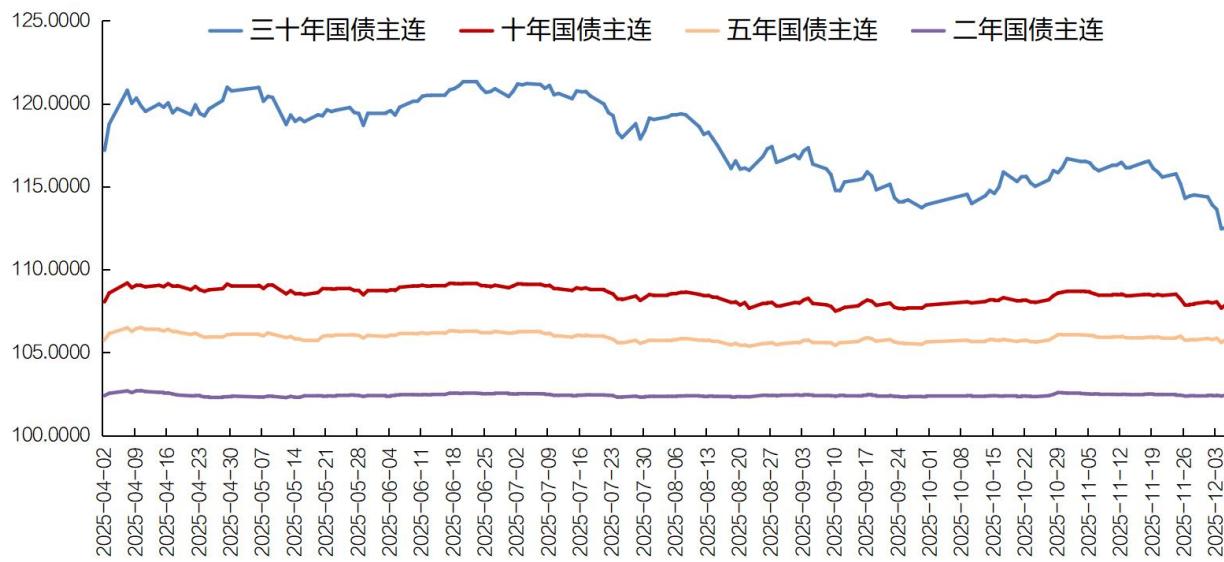
11月市场进入政策空窗期与业绩真空期，情绪持续回落。市场情绪在11月初跌破亢奋区，中下旬受宏观数据走弱、美联储降息预期摇摆等因素影响进一步下滑，换手率下降，融资买入占比回落，杠杆资金趋于谨慎。临近月末，科技板块回调充分后，谷歌链新叙事带动部分个股修复反弹，但成交额未有效放大，资金以观望和结构性布局为主。

全年来看，2025年A股股指走势的核心主线是外部环境扰动、内部政策调节与科技产业突破的三重博弈。每一轮行情切换均源于三大因素的力量对比变化，外部冲击决定短期波动，政策调节划定市场底部支撑，产业突破引领长期热点方向。

(二) 国债期货

2025年国债期货市场呈现鲜明的多阶段震荡格局，全年围绕政策导向、资金面松紧、市场风险偏好与外部环境变化展开博弈，长短端合约走势多次出现分化与切换，核心逻辑始终围绕宽货币预期定价与政策约束的动态平衡。

图 7：国债期货走势图



数据来源：同花顺、长江期货

全年来看，2025年国债期货市场的核心主线是政策约束与宽松预期的反复博弈，资金面、供给端与外部环境的变化则成为重要扰动因素。长短端合约的多轮分化，反映出市场对政策、流动性与基本面的定价差异，也凸显了2025年债市博弈加剧特征。

1月初-2月初，开门红行情预期、稳增长政策发力信号与机构集中加仓形成共振，推动长端利率创下历史新高，T与TL国债期货主力合约同步冲高。但好景不长，央行阶段性暂停公开市场国债买入操作，政策重心转向稳汇率与防范资金空转，叠加资金面骤然收紧，期债自高位快速回调并转入震荡。春节前后，市场资金持续处于紧平衡状态，MLF缩量续作与央行净回笼操作推高资金价格，国债期货跟随现券波动，长端利率回调后维持高位震荡格局。

2月初-3月中旬，国债期货开启持续走弱模式，长短端合约先小幅冲高后显著回落，短端受资金利率上行拖累，跌幅远超长端。2月春节后，资金面紧平衡状态延续，叠加央行流动性投放不及预期，TL与T从月初高位持续下挫，一度分别跌至113点与107点附近；短端合约因对资金利率更为敏感，下行压

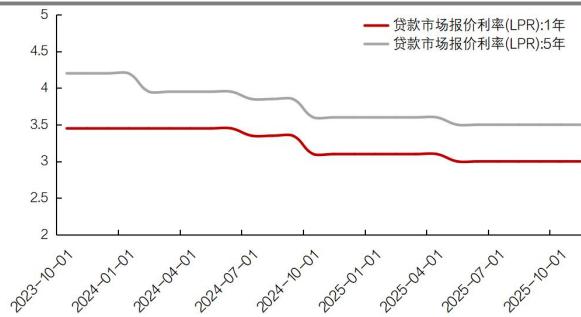
力更大。进入3月，两会前政策观望情绪升温，债券供给放量与权益市场走强形成双重压制，国债期货维持震荡偏弱态势，T与TL在3月上旬再度试探阶段性低点。

3月中旬-4月底，长短分化，国债期货走出鲜明的结构性行情，长端合约持续走强，短端则呈现先涨后稳中偏弱的态势。3月中下旬，央行连续开展净投放操作呵护流动性，长端收益率率先企稳回落，带动T与TL持续走高。4月，中美关税博弈意外升温，市场避险需求上升，进一步强化长端走势，TL与T一度冲至120点与109点上方。短端合约在4月10日前随市场情绪同步上涨，但随后受资金价格阶段性回升及套保盘入场影响，涨幅被逐步侵蚀并出现回调。

图8：存款准备金率



图9：LPR



数据来源：同花顺、长江期货

5月初-7月初，先跌后升，政策落地转资金回稳。5月，降准降息利好正式落地后，国债期货进入利多出尽阶段。叠加中美日内瓦经贸会谈发布联合声明，关税冲突阶段性缓和，市场风险偏好回升，避险交易集中回吐，长端T与TL持续回调，短端合约虽有资金宽松支撑，但仍同步走弱，至5月底各期限国债均创下阶段低点。6月，央行通过买断式回购与OMO操作维持流动性充裕，叠加政策预期稳定，债市开启结构性修复。但临近月末，资金利率上行、非银杠杆回调及流动性分层加剧，短期资金成本上升压制盘面情绪，期债涨势放缓并陷入高位震荡，收益率下行动力阶段性减弱。

7月初-9月底，长端走跌短端震荡，多因素均衡博弈。7月初至8月中下旬，国债期货整体呈现走跌格局，市场从单一宽松交易转向供给与政策的博弈。财政端层面，特别国债与地方债持续放量发行，三季度发行节奏明显前置，对长端利率形成显著供给约束；同时，股市持续回升提振市场风险偏好，股债跷跷板效应凸显，期债全期限承压下行。8月中下旬后，走势出现明显期限分化：30年超长端合约在

股债跷跷板效应与监管强调防范长端利率过低的双重作用下继续走弱；短端合约则受资金面宽松与政策底逐步确认的支撑，维持区间震荡。

10月至今：走高后震荡偏弱，政策催化转横盘消化。10月，经历三季度调整后，国债期货迅速走强，长端合约表现尤为突出，TL与T主力合约月内明显上行。这一反弹主要受益于政策与预期的共同支撑：央行恢复国债买卖操作，加大公开市场操作力度，资金面保持宽松；中美摩擦再度升温推升避险需求，叠加基本面弱现实逐步主导交易，共同推动长端利率快速下行。进入11月，市场高位震荡，合约价值相对稳定但整体价格中枢小幅下移，交投维持窄幅波动，结构由偏强转向弱势整理。

图 10：人民币汇率

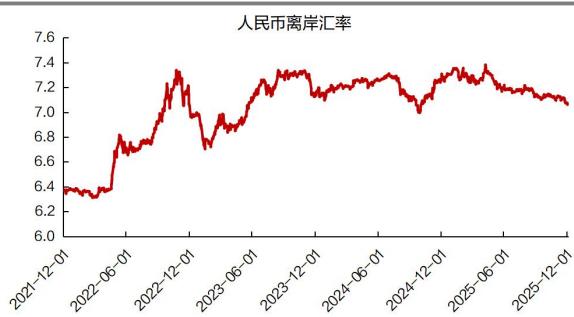
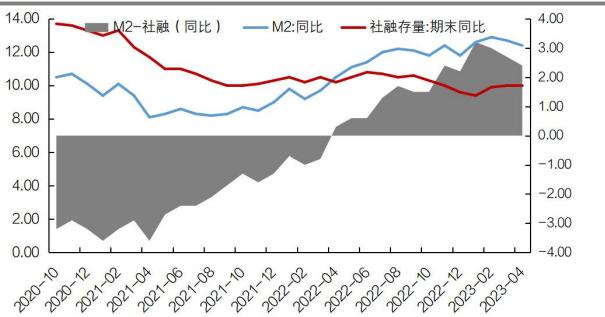


图 11：社融数据



数据来源：同花顺、长江期货

11月上中旬的震荡，源于多头驱动因素边际减弱：央行买债落地规模不及预期，股市与大宗商品反弹削弱避险动力，资金面未出现进一步宽松。11月末，市场对基金费率与赎回新规落地的担忧加剧赎回压力，机构为应对潜在流动性需求被动抛售长久期利率债，放大了国债期货尤其是超长端的回调幅度。整体来看，市场重心从政策催化的修复行情，逐步转向基本面与政策博弈下的横盘消化，资金观望情绪浓厚。

全年来看，2025年国债期货市场的核心主线是政策约束与宽松预期的反复博弈，资金面、供给端与外部环境的变化则成为重要扰动因素。长短端合约的多轮分化，反映出市场对政策、流动性、股债跷跷板与基本面的定价差异。

二、经济运行分析

(一) 国内经济

2025 年我国 GDP 当季环比季调增速延续弱复苏、低波动核心特征，全年 Q1 至 Q3 始终稳定在 1% 左右的正增长区间，前三季度同比累计增长 5.2%，为全年完成 5% 左右的增长目标筑牢根基，既体现了经济转型期的韧性，也凸显了需求不足与结构调整的现实约束。经济稳的主基调、高质量发展进的态势、经济韧性强潜能大的基本特性都没有改变。

2023 年 Q1 后增速持续趋缓，进入 2025 年后彻底稳定在 1% 左右的中枢水平，未再回到前期波动区间。这一变化清晰展现了经济从短期冲击后的修复，逐步过渡到常态化弱复苏的运行轨迹，前期政策托底形成的修复动能在 2025 年转化为平稳运行的支撑力，而增长潜力的释放则受到多重现实约束。

2025 年增速平稳的核心逻辑，是支撑因素稳增长与约束因素限高度的博弈。从支撑端来看，历经多年调整与政策引导，经济逐步形成相对稳定的运行基础，短期冲击对增速的扰动显著减弱，政策调控更注重精准发力与预期稳定，避免了增速的大幅起落；从约束端来看，需求不足的核心矛盾尚未根本缓解，叠加经济结构转型过程中传统增长动力调整与新动能培育的衔接节奏，使得增速难以突破前期平台，只能维持在温和增长区间。

图 12: GDP



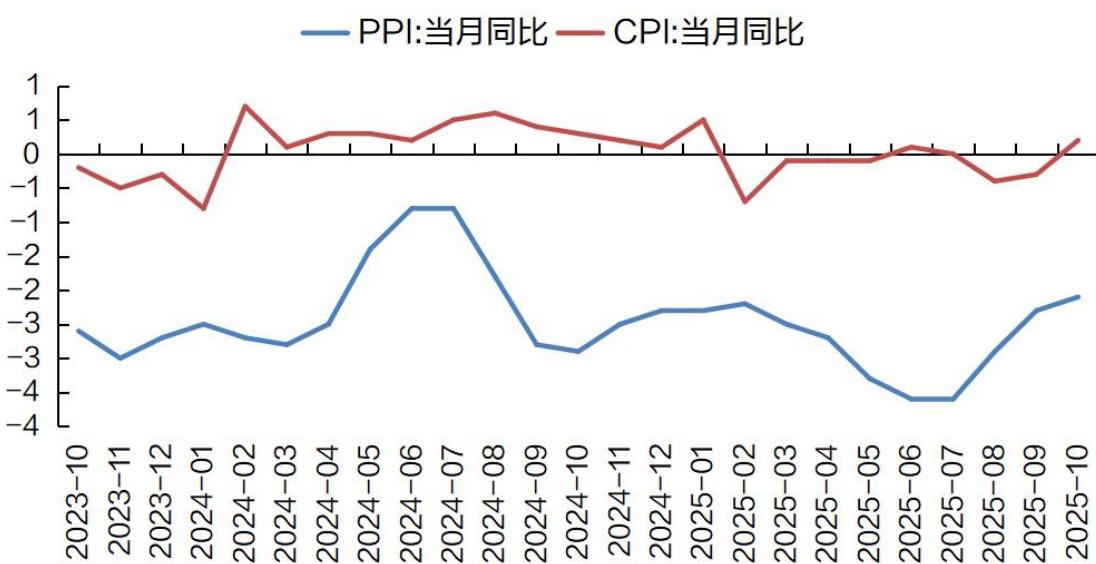
数据来源：同花顺、长江期货

2026 年中国经济或将延续在波动中企稳、在转型中求进的态势。预计全年实际增速落在 4.6%—5.0% 的区间可能性较大。

实现增长目标的核心路径在于：通过更加积极有为的宏观政策（尤其是财政政策）来对冲下行压力、稳定预期；同时依靠内需潜力的持续释放（特别是服务消费）和新质生产力的培育壮大来构筑中长期增长的内生动力。

风险与不确定性主要来自于外部，即全球贸易政策与地缘政治的演变，以及国内房地产等传统动能调整的深度与时长。

图 13：通胀数据



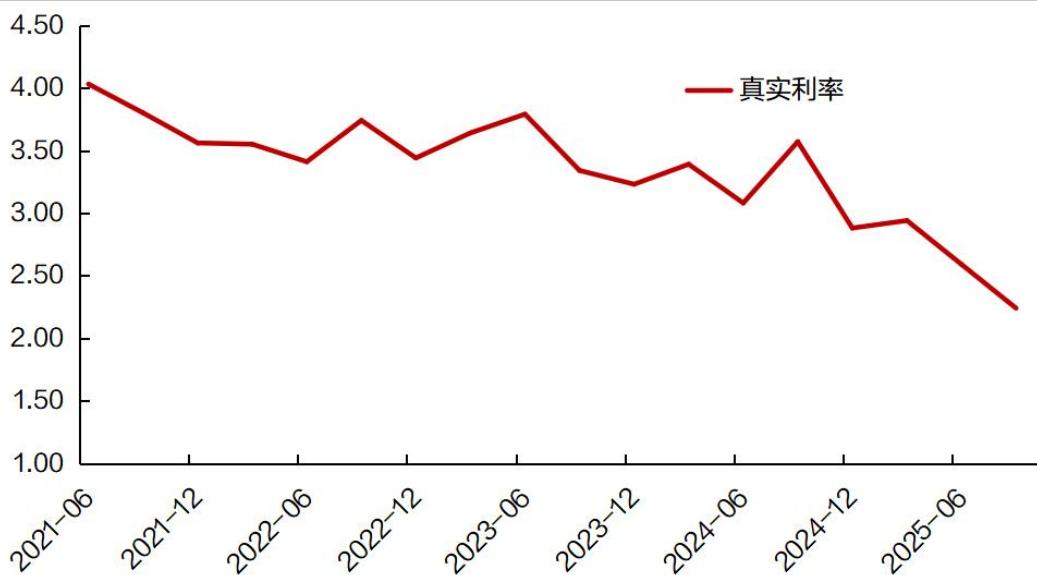
数据来源：同花顺、长江期货

从价格端看，则延续了 CPI 低位震荡、PPI 持续负增的格局，但这背后隐藏着积极的结构性变化。总体 CPI 受食品（特别是猪肉）和能源价格的高基数拖累，全年在 0%附近徘徊，但关键的核心 CPI（剔除食品和能源）自第二季度起持续回升，至 9 月同比上涨 1.0%，为近 19 个月来首次回到 1%以上。这主要得益于以旧换新等政策对工业消费品价格的拉动，以及服务价格的温和上涨，揭示了内需正在经历缓慢而真实的修复。

PPI 的走势则更直观地反映了工业领域的供需变革。全年 PPI 同比虽未脱离负值区间，但降幅自 8 月起首次出现显著收窄，且环比由降转平，出现企稳信号。这一变化并非普涨，而是具有鲜明的结构性

特征：一方面，反内卷等供给侧政策在煤炭、钢铁等行业初显成效，推动价格率先修复；另一方面，以高技术制造业和消费升级产品为代表的新动能领域价格保持上涨。这共同映射出在总量需求约束下，工业内部正通过结构调整和升级寻找新的平衡。

图 14：通胀数据



数据来源：同花顺、长江期货

2026 年 CPI 预计步入温和回升通道。推动 CPI 走出低位区间的动力，将来自于内需，特别是服务消费的持续韧性。随着消费场景全面恢复与消费意愿逐步改善，服务价格有望成为 CPI 最稳定的支撑项。同时，围绕耐用消费品和特定领域的宏观政策若进一步向居民端倾斜，将直接提振相关商品价格并改善通缩预期。

然而，CPI 的回升或呈现明显的结构特征，且面临两大基础性约束。一是食品与能源价格的波动，其全球供需格局及国内高基数效应，将继续对总体 CPI 形成间歇性下拉。二是居民部门资产负债表修复的渐进性，决定了消费动能的释放将是温和的。

2026 年 PPI 积极因素将主要来自两端：一是在 反内卷等供给侧政策深化的推动下，部分上游原材料行业通过产能治理与自律，其产品价格有望率先完成筑底并实现环比企稳。二是设备更新与经济新动能所需的设备等需求，或为中游装备制造等领域带来增量需求，形成价格支撑。但 PPI 实现趋势性回暖仍面临巨大挑战，核心制约在于房地产投资下行带来的需求缺口。房地产产业链条长、影响深，其调整

周期将持久地对黑色、建材等大宗商品价格形成压制。但近期地产新出的政策有望改善人们的预期，修复市场情绪，加速地产修复。

图 15：商品住宅价格指数



数据来源：同花顺、长江期货

2025 年 70 城新房价格环比走势完全延续 2022 年后的平稳态势，全年始终围绕 0 轴小幅震荡，部分月份环比略低于 0，未出现明显的涨跌波动。相较于 2018–2021 年的阶段性波动上行，2025 年楼市价格弹性进一步降低，即便面临市场供需调整与政策微调，价格走势仍保持平稳，体现出房地产市场在调整周期中稳字当头的运行特征，其作为稳预期载体的功能愈发凸显，不再承担高弹性资产的角色。

房地产市场预计将继续处于筑底与寻找新均衡的阶段。价格大概率延续低位盘整。政策重点将从短期托底转向长效机制的构建，加速发展三大工程和房地产发展新模式。其金融属性将进一步淡化，作为稳预期载体的角色将长期化。

2025 年我国规模以上工业企业延续生产稳与盈利弱的核心分化格局，生产端展现了较强韧性，而利润总额未能摆脱 2021 年后的回落态势，持续在 75000 亿元左右区间运行，量稳利弱的分化特征进一步固化，映射出弱复苏环境下工业企业的经营承压状态。

2021 年 8 月后，工业增加值回归震荡，利润总额从近 95000 亿元的峰值持续回落，2024 年底降至约 75000 亿元，进入 2025 年后，这一趋势完全延续，生产端未出现大幅波动，盈利端也未显现实质性

回升动能。

2025年生产端的平稳运行，核心依托工业企业的产能基础与政策环境的稳定支撑。尽管经济处于弱复苏阶段，但工业领域的生产秩序保持稳定，短期内未受明显外部冲击，叠加产业升级过程中新兴产业产能的逐步释放，使得工业增加值维持在相对平稳的区间，凸显生产端的韧性。

图 16：规模以上工业增加值与企业利润



数据来源：同花顺、长江期货

盈利端的持续承压，本质是量价背离与供需约束共同作用的结果。2025年PPI仍处于负增长区间，工业产品涨价乏力直接挤压企业利润空间；同时，终端需求不足导致企业产品去化节奏放缓，库存周转压力加大，而原材料、人力等成本的刚性支出进一步压缩盈利空间。这种生产维持稳定但盈利难以改善的格局，使得工业企业增产不增收的状态在2025年持续，盈利端未能跟随生产端实现同步修复。

展望2026年，动能结构上，新质生产力的培育将进入加速期。以高技术制造业、装备制造业为代表的新动能，在政策和市场需求的共同驱动下，预计将继续保持快于整体工业的增长速度，成为拉动工业增长的核心引擎。盈利前景有望迎来边际改善。随着前期稳增长政策效果进一步显现，以及PPI在基数效应和需求边际回暖下的逐步回升，工业企业整体的价格环境和营收状况有望得到温和改善。“量稳利增”将是政策努力的方向，但修复的幅度和速度将高度取决于终端需求（特别是消费和民间投资）的恢复强度。新旧产业之间的盈利分化依然会存在。

2025 年，中国规模以上工业企业延续了自 2021 年底以来的核心分化格局：在弱复苏环境下，企业经营效率承压，偿债压力边际上升，杠杆升、盈利降的背离特征进一步固化。具体来看，资产负债率在波动中稳步抬升至 57.7%，而营业收入利润率则维持在 4.97% 左右的低位，两者背离程度未现收敛迹象。这一格局的形成，本质上是多重约束下企业盈利空间被持续挤压后的被动选择。一方面，终端需求不足导致产品价格弱势运行，而原材料、人力等成本刚性支出难以压缩，直接侵蚀了企业利润；另一方面，为维持生产运营与市场地位，企业无法依赖内部盈利造血，不得不通过增加负债来补充现金流，导致债务水平被动攀升，形成了加杠杆但盈利跟不上的困境。

2018.09–2019.12 呈现盈利与杠杆同步承压的状况，营业收入利润率从 6.0% 下滑至 3.0%，资产负债率从 56.0% 小幅回落至 55.0%；2020.01–2021.11 转为盈利反弹与杠杆温和扩张，营业收入利润率冲高至 7.0% 峰值，资产负债率同步回升；2021.12 后分化格局形成，进入 2025 年，这一趋势完全延续，资产负债率在波动中稳步抬升，营业收入利润率则始终在低位震荡，未显现实质性回升动能，两者背离程度未出现收敛迹象。

图 17：规模以上工业企业营业收入利润率与资产负债率



数据来源：同花顺、长江期货

2025 年资产负债率的持续抬升，核心是工业企业在盈利效率下滑背景下的被动选择。面对终端需求不足与市场竞争压力，企业为维持现有生产规模、保障产能利用率，不得不通过增加负债补充资金流，

支撑原材料采购与生产运营，而非基于盈利改善的主动扩张，导致债务水平持续攀升。

营业收入利润率的低位运行，本质是多重约束下盈利空间被持续挤压。2025年工业产品价格仍处弱势区间，叠加原材料、人力等成本的刚性支出，直接压缩了企业盈利空间；同时，终端需求不足导致产品去化节奏放缓，企业议价能力偏弱，难以通过提价转移成本压力，使得盈利效率始终难以回到前期高位。

展望2026年，这一背离格局有望出现边际缓和但难以根本扭转。随着反内卷政策的深入推行，部分严重过剩行业的产品有望阶段性企稳，为企业利润率提供底部支撑，同时企业融资行为可能更趋审慎，从规模扩张转向技术升级与流动性管理，杠杆率攀升速度或将放缓。然而，行业间的结构性分化将愈发显著：传统产能过剩行业将继续承压，而高端制造与战略性新兴产业的盈利修复动能可能更强。最终趋势的演变，将高度取决于国内需求政策的提振力度、全球供应链的稳定性以及产能优化政策能否推动深层次的行业出清与整合。

（二）海外经济

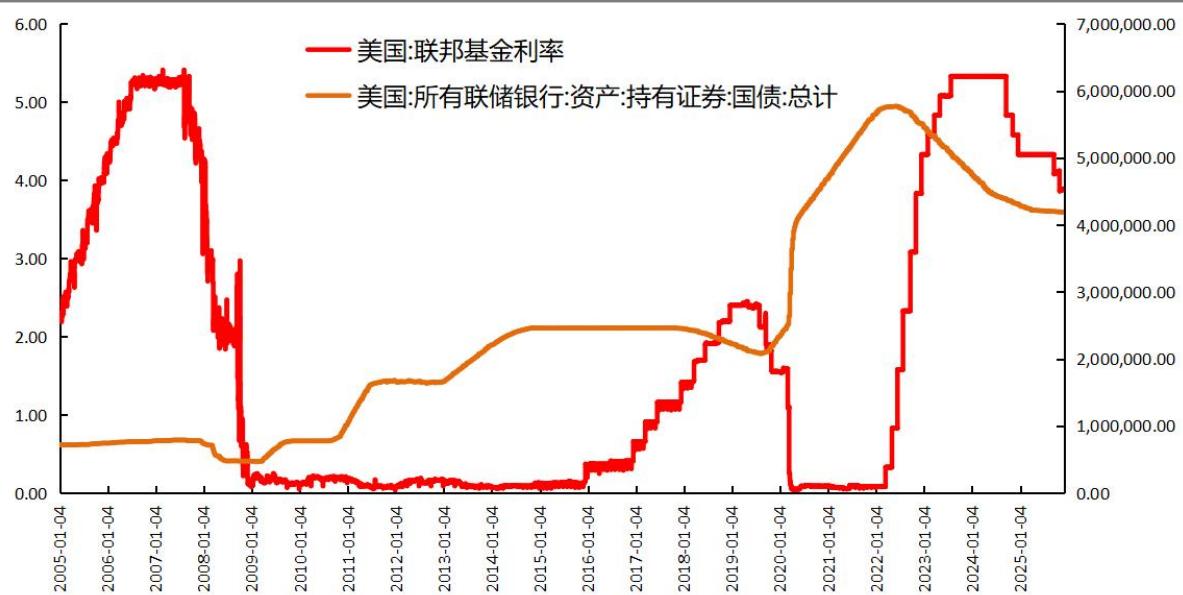
2025年，美国货币政策呈现出限制性利率开启下行周期，资产负债表延续缩减进程的核心特征，这标志着其政策重心从单一的对抗高通胀，转向在经济放缓风险与通胀黏性之间寻求平衡。具体而言，联邦基金利率在经历了长时间的限制性高位后，于2025年9月降息，目标区间下调至4.00%-4.25%；而美联储资产负债表总规模则持续其自2022年6月开始的量化紧缩进程，并未高位持稳，总规模已从峰值累计缩减约2.1万亿美元。这一降息加缩表的组合，是美联储在当前经济环境下进行精细化调控的直接体现：通过降低借贷成本来应对增长压力和劳动力市场走弱，同时通过持续收缩资产规模以继续吸收过剩流动性、管理长期通胀预期，避免向市场释放过度宽松的信号。

展望2026年，美国货币政策路径预计将在多重约束下谨慎推进。利率方面，降息周期可能延续但节奏存在不确定性，市场预期利率可能进一步下行，其具体路径将高度依赖通胀（特别是供给侧因素）能否可持续地回落至2%目标，以及就业市场是否会出现更明显的疲软。

资产负债表方面，美联储预计将推进其缩减进程，并寻求平稳过渡至充足准备金水平，最终规

模可能进一步下降。此外，2026 年的美国政治周期（如美联储领导层更迭、美国中期选举）以及财政政策的潜在扩张，都可能增加货币政策路径的变数，使其在支持经济增长与防范通胀反弹之间保持艰难的平衡。

图 18：税收占比



数据来源：同花顺、长江期货

2025 年，美国通胀与工业生产的运行态势为通胀黏性凸显与制造业疲软持续，二者共同指向经济内生动能的边际减弱。全年通胀下行过程显著慢于年初预期，核心 PCE 物价指数在年底仍顽固地徘徊在 2.5%以上，表明服务价格、住房成本和可能的关税传导效应共同构成了通胀回落最后一英里的阻力。

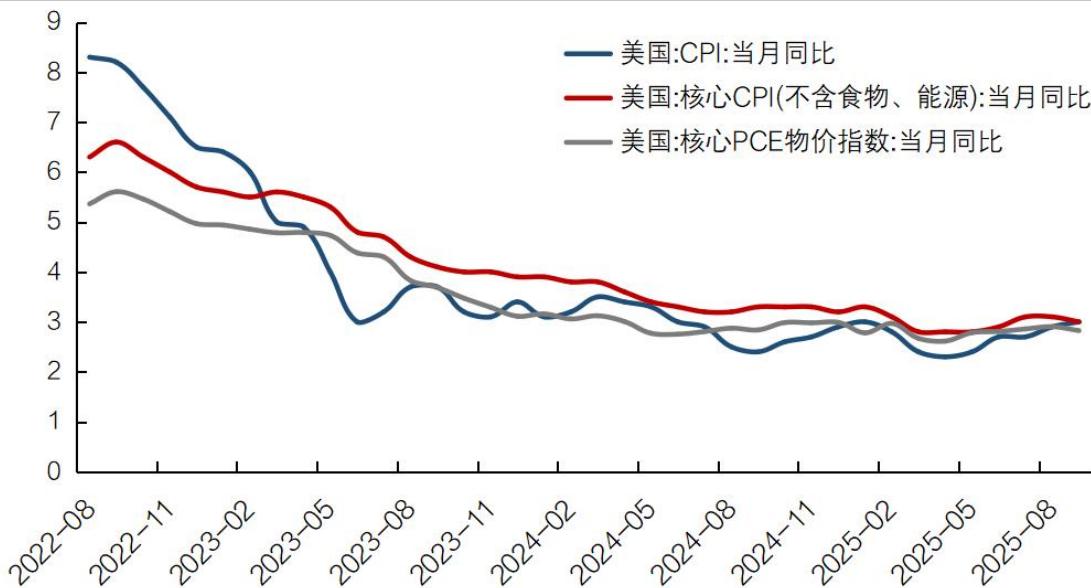
与此同时，代表实体经济活力的制造业产能利用率持续在 78%以下的相对低位运行，未能有效回升，这反映出在高利率环境、全球需求不确定性和企业投资审慎的多重约束下，工业生产端的复苏动能明显不足。这种通胀不冷、生产不热的组合，是经济周期从政策刺激后的过热状态向常态回归过程中的典型矛盾，也预示着政策转向所面临的复杂权衡。

2025 年，美国通胀与工业生产的运行态势为通胀黏性凸显与制造业疲软持续，二者共同指向经济内生动能的边际减弱。全年通胀下行过程显著慢于年初预期，核心 PCE 物价指数在年底仍顽固地徘徊在 2.5%以上，表明服务价格、住房成本和可能的关税传导效应共同构成了通胀回落最后一英里的阻力。

与此同时，代表实体经济活力的制造业产能利用率持续在 78%以下的相对低位运行，未能有效回升，

这反映出在高利率环境、全球需求不确定性和企业投资审慎的多重约束下，工业生产端的复苏动能明显不足。这种“通胀不冷、生产不热”的组合，是经济周期从政策刺激后的过热状态向常态回归过程中的典型矛盾，也预示着政策转向所面临的复杂权衡。

图 19：美国通胀



数据来源：同花顺、长江期货

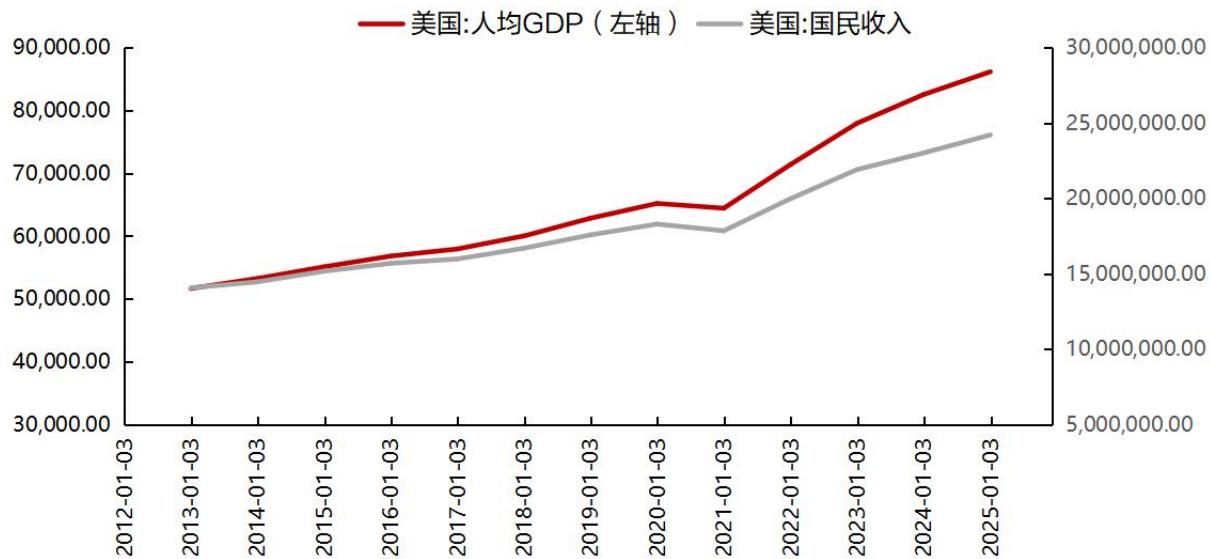
展望 2026 年，这两大指标的发展将更多受到政治周期与政策博弈的宏观叙事影响。通胀路径将受到关键变量的牵制：若新的财政扩张措施落地，可能从需求侧重新推高通胀；而全球供应链的潜在扰动与贸易政策的变动，则会从供给侧构成价格上行风险。美联储的降息节奏也将受新任美联储主席的影响。生产端方面，传统制造业的产能利用率可能继续承压，但人工智能、半导体等战略性产业的投资有望在政策扶持下保持强劲。总体而言，2026 年美国经济将走一条狭窄的通道上：货币政策试图在抑制通胀黏性与防止经济失速之间寻求平衡，而财政政策的取向将成为影响增长结构和通胀前景的重要变数。

美国国民收入自 2012 年的约 15 万亿区间逐步攀升，后期增长节奏加快；美国人均 GDP 同步从低位持续抬升，整体呈上行趋势；美国个人可支配收入则保持温和增长，与前两项指标形成联动向上的格局，体现出经济总量、财政收入与居民收入的正向关联。

2025 年美国经济的核心图景是总量增长保持韧性，但内部分化加剧，呈现出企业投资火热与居民收入疲软并存的 K 型特征。根据美国经济分析局（BEA）于 10 月 30 日发布的先行估算，第三季度实际

GDP 按年率计算强劲增长 3.8%。这一增长主要由个人消费支出和强劲的私人国内投资总额驱动，特别是与人工智能相关的设备和知识产权投资激增。

图 20：美国经济



数据来源：同花顺、长江期货

然而，总量数据背后是深刻的结构性矛盾：企业端因技术革新和盈利预期改善而扩张强劲，但居民端却承受着高利率环境带来的压力。劳动力市场出现松动，薪资增长放缓，而通胀黏性持续侵蚀购买力，导致个人实际可支配收入增长乏力，消费增长的基础并不牢固。政府消费支出和投资的温和增长为经济提供了一定托底，但未能扭转内部分化的根本趋势。

展望 2026 年，美国经济或将面临增长动力转换与内部失衡能否修正的关键考验。推动 2025 年增长的企业投资，特别是 AI 投资热潮，其动能能否延续将决定上半年的经济表现；同时，前期财政刺激（如《大而美法案》）的效果预计将逐步衰减。更关键的是，当前制约经济的核心矛盾——居民部门收入增长疲软与高负债成本——若得不到缓解，消费这一核心引擎将难以持续高速运行，可能使下半年增长动能显著减弱。此外，全球贸易环境与地缘政治带来的供给侧成本压力，仍是推高国内通胀风险、压缩家庭实际收入和消费能力的重要变量。因此，2026 年美国经济更可能呈现前高后低、整体放缓的态势，其可持续性不取决于短期的货币或财政刺激，而根本上取决于能否实现从企业盈利单方面改善到居民收入广泛提升的良性传导，以修复经济增长的基石。

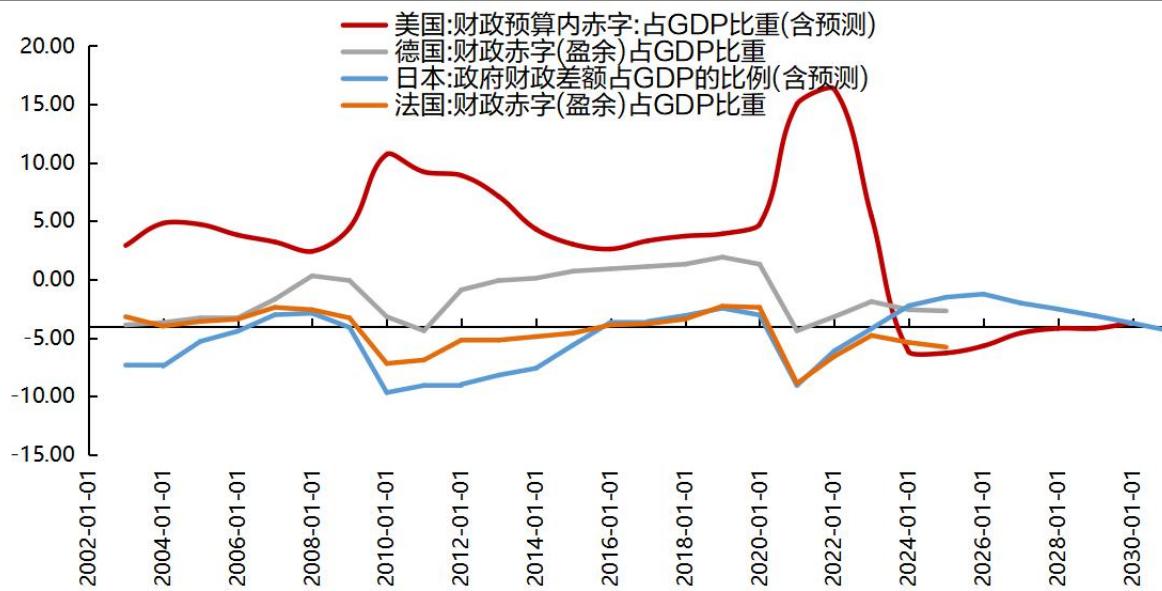
三、2026年展望

(一) 宏观展望

2025年，全球宏观图景呈现出鲜明的结构性分化特征。中美经济与政策周期的反向运行，使得两国十年期国债收益率利差倒挂格局持续，中国收益率在经济弱复苏与低通胀环境下震荡下行，而美国收益率虽从高位回落但绝对水平仍具优势，这构成了人民币汇率在较高区间内双向波动的核心背景——持续负利差带来贬值压力，但中国稳健的基本面与长期资金流入提供了韧性支撑。

从全球财政视角看，主要经济体正从危机时期的扩张模式向常态回归，美国财政赤字率显著收窄，德日等国则保持平稳，这反映出各国在保障经济支撑与维护财政可持续性之间的审慎平衡。与此同时，中国国内的债务结构分化进一步固化：非金融企业部门杠杆率在高位平缓增长，持续为经营与发展提供资金；而居民、中央政府与地方政府杠杆率则延续温和抬升，精准匹配民生保障与重点领域支出，体现了稳增长与防风险之间的精细调控。这一系列分化的背后，是全球经济从共振转向错位、各国政策优先序从短期刺激转向中长期结构平衡的逻辑。

图 21：美国经济

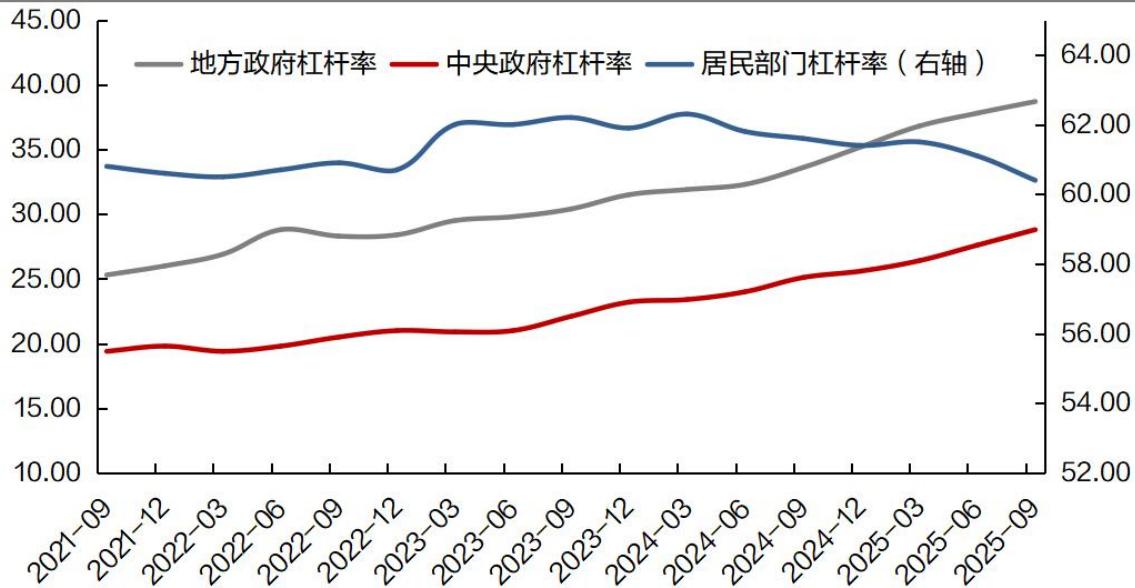


数据来源：同花顺、长江期货

展望2026年，上述分化格局预计将持续，但驱动因素和潜在风险将更为复杂。中美利差与人民币汇率方面，中国的适度宽松货币政策与更加积极的财政政策将协同发力，旨在降低实际利率、提振内需，这可能对长端利率构成下行压力。而美联储的降息路径将受到其国内通胀黏性与增长放缓态势的双重

制约，节奏充满不确定性。中美货币政策的这种异步可能使利差倒挂成为一种新常态，人民币汇率将继续在内部政策支撑与外部利差压力之间寻求动态平衡，双向波动的弹性可能受事件影响进一步加大。

图 22：美国经济



数据来源：同花顺、长江期货

全球财政与债务层面，主要经济体的财政空间将继续受到增长需求与债务可持续性这对矛盾的限制。

美国在大选后的财政路径存在变数，德日等国的财政纪律可能面临经济放缓带来的挑战。对于中国而言，在中央政府加杠杆空间相对充裕的背景下，财政扩张将成为稳增长的关键，但需要高度关注资金的使用效率以及对私人投资的拉动效应。各部门杠杆率的分化走势将迎来考验。企业部门杠杆率的高位运行，需要与盈利能力的投资效率的切实改善相匹配，否则将累积金融风险。居民杠杆率的温和抬升，则高度依赖于收入预期的改善和房地产市场的企稳，否则将制约消费潜力的释放。

(二) 市场展望

展望 2026 年，作为十五五规划的开局之年，中国宏观经济与 A 股市场预计将在政策积极主动、价格温和回升与盈利周期筑底的共同作用下温和复苏。宏观层面，经济将保持韧性增长，名义 GDP 增速有望改善。通胀 CPI 同比有望转正并维持，而 PPI 同比降幅将收窄，整体趋势向好。政策环境将呈现财政积极、货币协同的双宽松格局，广义财政保持扩张，货币政策则延续适度宽松基调，通过降准、结构性工具乃至可能的温和降息来保障流动性合理充裕，并重点协同财政发力。

在此背景下，A 股市场的核心驱动力将从 2025 年的估值修复逐步转向盈利增长。盈利底部的确认

与上行弹性将成为市场向上的关键。市场流动性支撑依然牢固，居民存款活化和存款搬家趋势在政策引导下有望延续，但货币供应增速可能小幅回落，意味着整体估值快速扩张的动能减弱，市场将更聚焦于有真实盈利改善的板块。

对应于股指期货市场。一方面，受益于反内卷政策带来的供需格局优化及 PPI 回升预期，中游制造和资源板块的盈利修复路径清晰，这与中证 500 指数的成分股结构高度契合，使其盈利弹性预期更高。另一方面，在十五五科技自立自强战略驱动下，人工智能、新能源、航空航天等新质生产力重点领域将构成持续的成长主线，利好科创 50、创业板指等成长风格指数。

全年来看，市场风格可能在成长与盈利修复之间动态平衡，周期与科技板块均可能有较好的增长。节奏上，需关注 PPI 回升趋势强化、盈利预测上修带来的潜在上涨催化，以及外部政策不确定性可能引发的波动。中证 500 指数因其兼具中游制造复苏与成长属性，有望成为弹性品种的重要代表。

国债期货预计在宏观温和复苏与政策平衡中呈现震荡格局。一方面，货币政策保持适度宽松，总量工具仍有落地可能与空间，央行国债买卖操作也将平滑流动性、稳定利率预期，为债市提供支撑；但另一方面，财政政策延续积极姿态，政府债供给增加，且通胀温和回升将小幅推高名义利率中枢。

同时，机构配置行为或产生变化，银行在净息差压力下、保险机构在新会计准则约束下，对长期期资产的配置需求可能趋于审慎，这或在一定程度上制约长端利率的下行空间，并可能使收益率曲线维持陡峭化形态。国债收益率预计在上有供给与通胀温和制约、下有货币宽松支撑的区间内震荡，波动中枢或较 2025 年小幅上移，上半年受宽松预期支撑可能偏强，而下半年则需警惕财政效果显现、供给压力及外部扰动带来的波动。

风险提示

本报告仅供参考之用，不构成卖出或买入期货、期权合约或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享投资收益或者分担投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应当充分了解报告内容的局限性，结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及员工对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

免责声明

长江期货股份有限公司拥有交易咨询资格。长江期货系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告所载明日期的判断，本公司可随时修改，毋需提前通知，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对期货价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述期货的买卖出价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的交易机会不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、引用或再次分发他人，或投入商业使用。如征得本公司同意引用、刊发，需在允许的范围内使用，并注明出处为“长江期货股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

联系方式

地址：武汉市江汉区淮海路 88 号 13、14 层

邮编：430000

电话：(027) 65777106

网址：<http://www.cjfco.com.cn>