

2026 年宏观经济与大类资产配置展望

不尽长江滚滚来

预计 2026 年中国 GDP 实际增长 4.7%，名义增长 4.9%，对 2026 年的大类资产排序为：股票>大宗>债券>货币。

- 2026 年全球经济增长仍偏温和，贸易局势等不确定性仍对经济增长构成扰动。美联储仍处降息周期中，但美国和欧洲、日本等经济体的货币政策分歧加大。美国财政不可持续性、美国和其他经济体的货币政策分歧以及美元信用被侵蚀等因素驱动美元转弱，2025 年开始的全球资金再配置态势预计在 2026 年延续。
- 科技和消费将成为 2026 年中国经济增长的支撑。高技术制造业、装备制造业投资增速或将回暖，“惠民生”政策有望成为 2026 年“扩消费”的重要抓手，出口仍具韧性，高技术产品出口竞争力有望维持。价格预计温和改善，但仍具不确定性，CPI 一季度走高后，二季度将再度显现压力；PPI 在国际大宗商品价格温和上涨、工业企业库存周期偏向上行、“反内卷”政策提振价格等因素下逐步回暖，同比转正或要到年中前后。
- 2026 年财政政策和货币政策预计都将维持一定力度，增量政策仍可期待。
- 弱美元背景下，全球资本正在寻求美元资产的替代品，综合考虑经济增长、汇率、政策确定性等因素，人民币资产是靠前的选择。我们维持对 A 股的看好；债券收益率预计在合意区间波动；大宗商品方面，原油仍面临供应压力，贵金属预计仍有新高，周期品关注需求端，农产品关注供给端；货币基金或更加注重流动性安全，在投资者资产配置中的位置也更像活期存款的替代品。综合各方面因素，我们对 2026 年的大类资产排序为：股票>大宗>债券>货币。
- **风险提示：**国内政策力度不及预期、贸易局势升级、全球范围内部分主要经济体财政安全性风险上升。

相关研究报告

《11 月经济数据点评》20251215

《宏观和大类资产配置周报》20251214

《债市久期偏好或相对不足》20251214

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：陈琦

qi.chen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110003

目录

1. 海外经济：弱美元时代	5
1.1 全球经济仍在复苏通道.....	5
1.2 美联储降息周期延续.....	6
1.3 弱美元导致全球资金再配置.....	8
2. 中国经济	10
2.1 经济增长：科技与消费或将成为 2026 年增长的主要支撑.....	10
2.2 价格形势仍不确定.....	14
2.3 增量政策值得期待.....	16
3. 大类资产配置：寻找美元资产的替代品	19
3.1 2025 年主要大类资产表现：三季度是市场拐点.....	19
3.2 人民币资产：稳健的成长型避险资产.....	21
4. 结论、预测与风险	27
4.1 结论与预测.....	27
4.2 风险提示.....	27

图表目录

图表 1. IMF 预测 2026 年全球经济增速小幅回落	5
图表 2. IMF 预测新兴市场与发展中经济体 2026 年增速下行	5
图表 3. IMF 对主要经济体 2026 年经济增长的预测	5
图表 4. 全球制造业 PMI 目前位于荣枯线上方	6
图表 5. OECD 综合领先指数触底回升	6
图表 6. 美国新增就业人数走弱，失业率上行	7
图表 7. 美国通胀暂时仍处偏低水平	7
图表 8. 美国通胀预期有所回落但仍在高位	7
图表 9. 美国财政赤字占 GDP 比重逐步扩大	8
图表 10. 美国净利息支出占财政支出比重逐年上升	8
图表 11. 2025 年前 11 个月大类资产表现	9
图表 12. 固投、基建及制造业投资增速	10
图表 13. 地产投资仍是主要拖累	10
图表 14. 部分行业对 2025 年 1-10 月固定资产投资增速的贡献 (pct)	11
图表 15. 2025 年 1-10 月部分消费对社零同比增速的贡献	11
图表 16. 各类型消费对 2025 年 1-10 月限额以上零售总额同比增速的贡献 (pct)	12
图表 17. 中国出口各国的各类产品对 2025 年 1-10 月出口同比增速的贡献 (pct)	13
图表 18. 中国 GDP 平减指数已经持续 10 个季度为负	14
图表 19. 核心 CPI 已回升至 1% 上方	14
图表 20. PPI 同比于 2025 年 7 月见底	14
图表 21. 2025 年 PPI 同比回升来自翘尾因素拖累减轻	15
图表 22. 2026 年下半年翘尾因素对 CPI 同比贡献下降	15
图表 23. 能繁母猪存栏开始小幅下降	15
图表 24. 居民消费支出实际增速走弱拖累核心 CPI	15
图表 25. PPI 或将呈温和改善	16
图表 26. 1-11 月新增社融规模较 2024 年同期结构变化	16
图表 27. 超额存款准备金规模表现	17
图表 28. 超额存款准备金率表现	17
图表 29. 广义财政支出、收入累计同比增速	18
图表 30. 公共财政支出结构	18
图表 31. 2025 年截至 11 月 30 日主要大类资产价格表现 (单位: %)	19
图表 32. 2024 年至今美元指数和十年美债利率走势	20
图表 33. 2024 年至今黄金、比特币和美国科技股指数走势	20
图表 34. 2025 年 A 股两次快速上涨时期及之后各行业涨幅	21
图表 35. 上交所 A 股开户数变化情况	21
图表 36. 非银金融机构当月新增存款波动上行	21

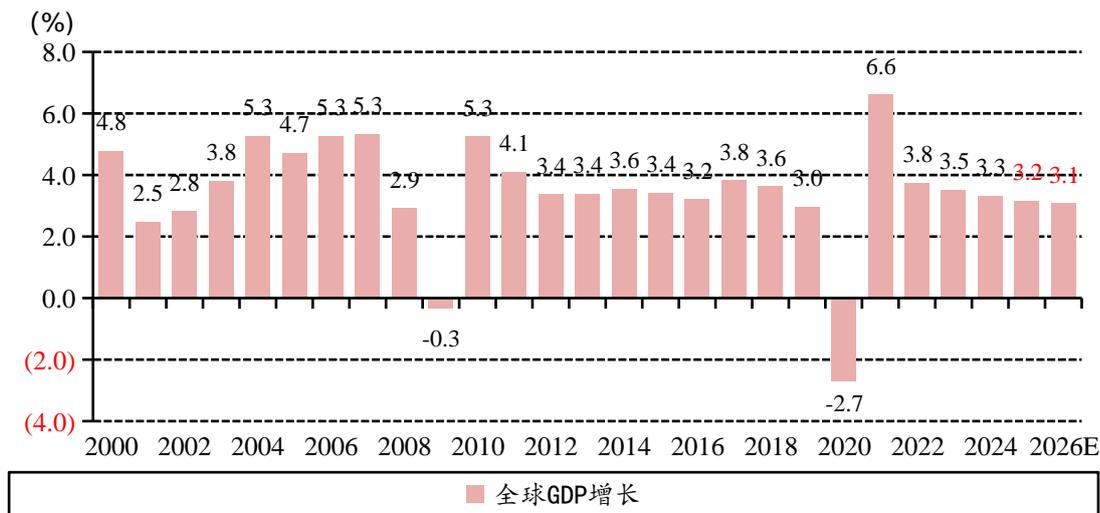
图表 37. A 股估值的优势不明显	22
图表 38. 2025 年前三季度各行业扣非净利润同比增速	22
图表 39. A 股非金融非两油公司归母净利润同比增速变化	22
图表 40. 债市收益率处于较低水平	23
图表 41. 期限利差和信用利差偏低	24
图表 42. 2025 年国债收益率走势较平坦	24
图表 43. 2025 年截至 11 月 30 日万得大宗商品指数涨跌幅（单位：%）	24
图表 44. 国际油价与原油供需缺口	25
图表 45. 国际金价与美联储货币政策	25
图表 46. 万得周期品大宗商品指数年内相对涨跌幅	25
图表 47. 万得农产品大宗商品指数年内相对涨跌幅	25
图表 48. 货币基金 7 天年化收益率与主要投资品种收益率波动情况	26
图表 49. 货币基金资产中现金占比下降债券占比上升	26
图表 50. 货币基金整体仍是哑铃型配置	26
图表 51. 2026 年主要经济指标预测（单位：%）	27

1. 海外经济：弱美元时代

1.1 全球经济仍在复苏通道

IMF 在 2025 年 10 月《世界经济展望》中预测全球经济 2026 年增长 3.1%，较 2025 年的 3.2% 下降 0.1 个百分点，仍是 2010 年以来的偏低水平。IMF 称，尽管关税的极端情况有所缓解，但整体的宏观环境依然较为脆弱，风险偏向下行。持续的不确定性、保护主义倾向增强以及劳动力供给冲击可能抑制经济增长，财政脆弱性、潜在金融市场调整以及机构职能弱化，均可能威胁经济稳定。

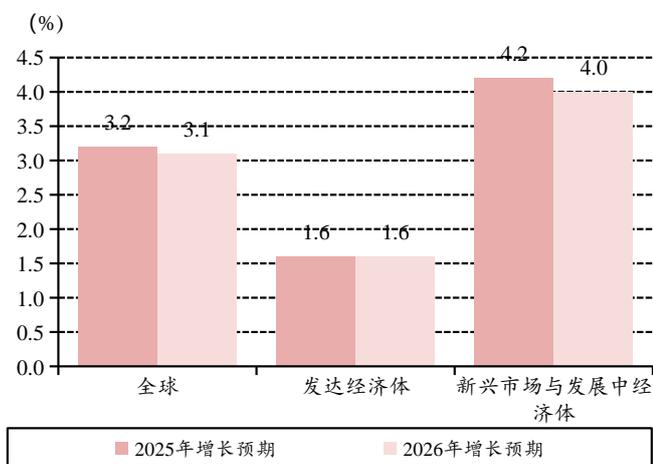
图表 1. IMF 预测 2026 年全球经济增速小幅回落



资料来源：Wind, IMF, 中银证券

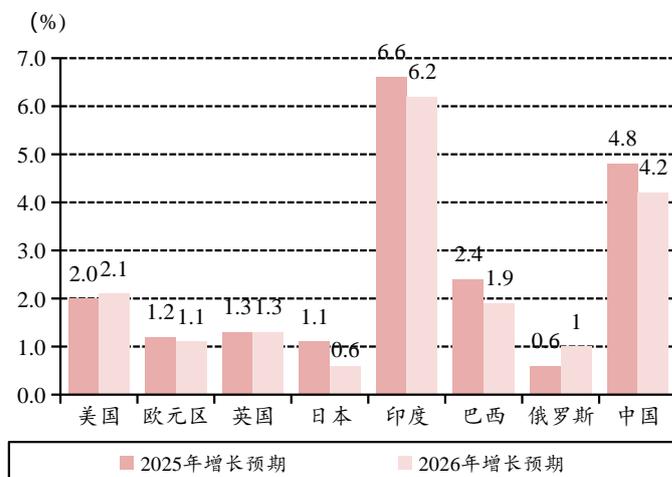
在 IMF 的最新预测中，2026 年发达经济体增长 1.6%，与 2025 年持平；新兴市场与发展中经济体 2026 年增长 4.0%，较 2025 年的 4.2% 下降 0.2 个百分点。IMF 预测主要经济体 2026 年增速多数较 2025 年回落。其中美国经济增速自 2025 年的 2.0% 小幅回升至 2.1%，欧元区经济增速自 1.2% 降至 1.1%，日本经济增速自 1.1% 降至 0.6%，英国经济增速持平于 1.3%；印度经济增速自 6.6% 下降至 6.2%；巴西经济增速自 2.4% 下降至 1.9%，俄罗斯经济增速自 0.6% 回升至 1.0%。

图表 2. IMF 预测新兴市场与发展中经济体 2026 年增速下行



资料来源：IMF, 中银证券

图表 3. IMF 对主要经济体 2026 年经济增长的预测

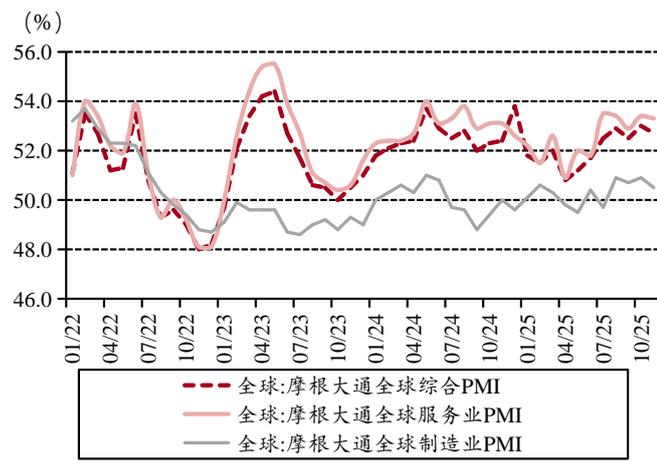


资料来源：IMF, 中银证券

从全球景气指标看，摩根大通全球制造业 PMI 于 2025 年 4 月一度跌破荣枯线，但从 8 月起重新回到 50 上方，8 月至 11 月连续位于扩张区间。11 月摩根大通全球制造业 PMI 为 50.5%，较 10 月的 50.9% 小幅回落。全球服务业景气程度相对偏强，2023 年 2 月以来持续运行在荣枯线上方，11 月摩根大通全球服务业 PMI 为 53.3%，较 10 月的 53.4% 下降 0.1 个百分点。

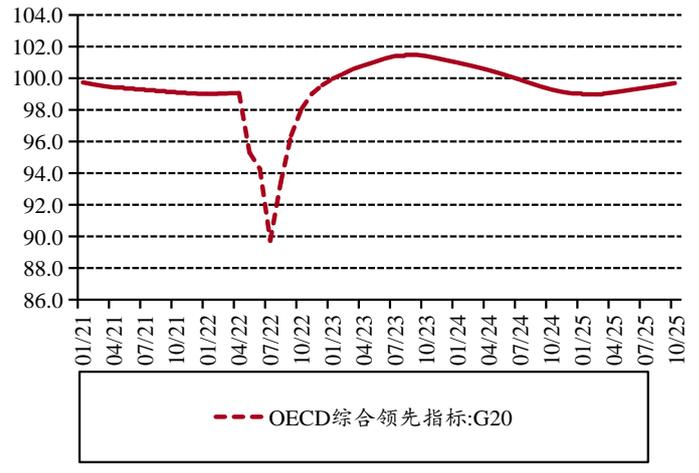
以 G20 国家为样本的 OECD 综合领先指标在 2025 年 2 月触底，此后开始上行，但 10 月读数为 99.7，仍在 100 下方，意味着仍未进入扩张区间。

图表 4. 全球制造业 PMI 目前位于荣枯线上方



资料来源: Wind, 中银证券

图表 5. OECD 综合领先指数触底回升



资料来源: Wind, 中银证券

综合看，全球经济已经度过了 2025 年 4 月“对等关税”以来的最恐慌时刻，2026 年全球经济目前看仍在温和复苏趋势中，但各种不确定性依然存在。

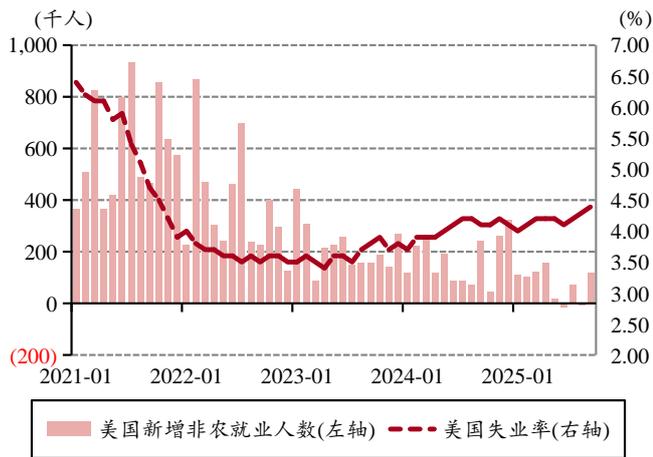
1.2 美联储降息周期延续

2024 年 9 月，美联储降息 50BP，正式开启了降息周期，但在 2024 年 3 次降息 100BP 后，美联储在 2025 年 1 月至 8 月的五次会议上连续按兵不动，直至 9 月才重启降息周期；2025 年 9 月至 12 月的三次会议上美联储分别降息 25BP，将联邦基金利率降至 3.5%—3.75%，并明确在 12 月停止缩表。

美联储 12 月会议后的点阵图显示，2026 年和 2027 年降息各 25BP。然而，近期美联储内部对后续降息路径分歧逐渐显现。12 月会议点阵图显示，19 名美联储理事中，认为 2026 年不应降息的有 7 人，降息 25BP 的有 4 人，降息应超过 25BP 的有 8 人。

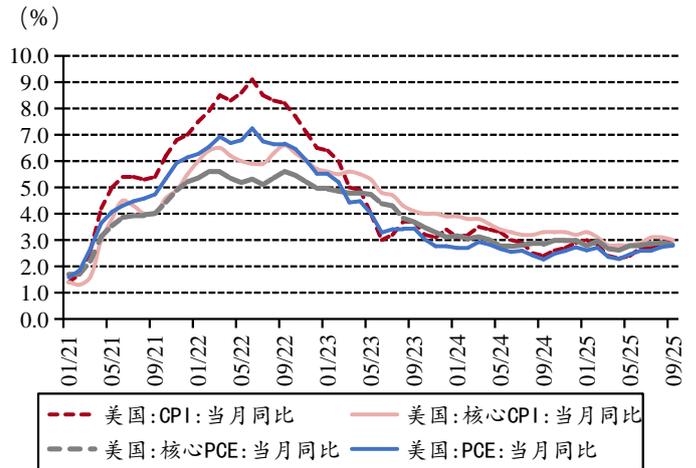
美联储内部分歧增加的原因在于，近期美国经济数据呈现出不同态势。一方面，美国劳动力市场逐步走弱。近期美国新增非农就业人数明显减少，同时失业率逐步回升，9 月已回升至 4.4%。美联储 12 月会议点阵图预期 2025 年失业率为 4.5%，2026 年为 4.4%，2027 年为 4.2%，均高于 4%。

图表 6. 美国新增就业人数走弱，失业率上行



资料来源: Wind, 中银证券

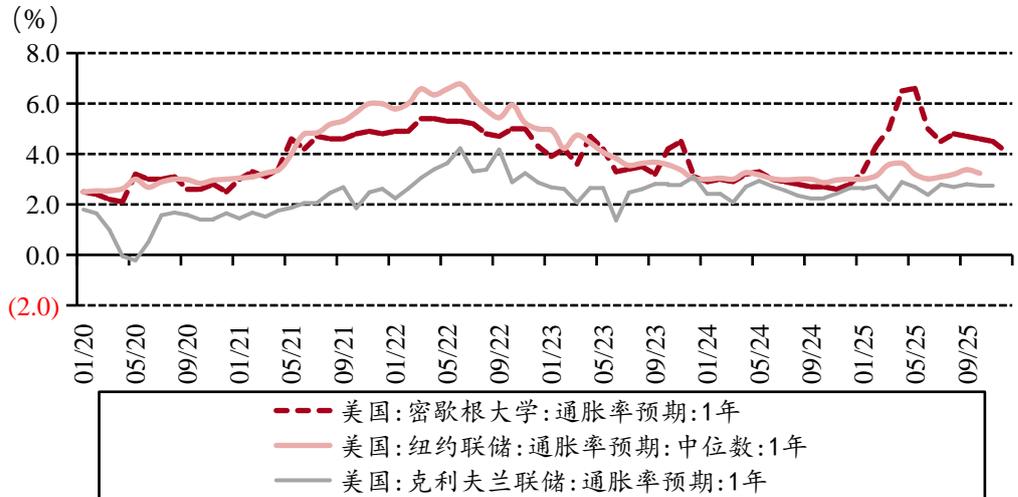
图表 7. 美国通胀暂时仍处偏低水平



资料来源: Wind, 中银证券

另一方面，尽管美国通胀目前仅小幅上行，9月CPI与核心CPI同比均增长3%，核心CPI涨幅较8月小幅收窄；而美联储更看重的核心PCE物价指数9月同比增长2.8%，涨幅同样较8月收窄0.1个百分点。但目前通胀距2%的长期目标仍有距离。从通胀预期看，不同机构给出的一年期通胀预期虽均从高位回落，也仍在偏高水平。

图表 8. 美国通胀预期有所回落但仍在高位



资料来源: Wind, 中银证券

正如美联储主席鲍威尔在12月会议后的新闻发布会所指出的，通胀风险偏向上行，就业风险偏向下行，是一个充满挑战的局面。

在美国经济数据的表现外，美联储人员的变动或是影响后续降息路径的另一个关键变量。2025年以来，美国总统特朗普多次表达了对美联储降息过慢的看法。而美联储主席鲍威尔任期将于2026年5月结束，主席人选的更换或导致美联储货币政策节奏更贴近白宫的期待，美联储的独立性在2026年能否保持存在不确定性。

综合判断，美联储2026年的降息力度或将高于2025年12月点阵图的预测。我们预估2026年美联储仍将有3次左右25BP的降息。

1.3 弱美元导致全球资金再配置

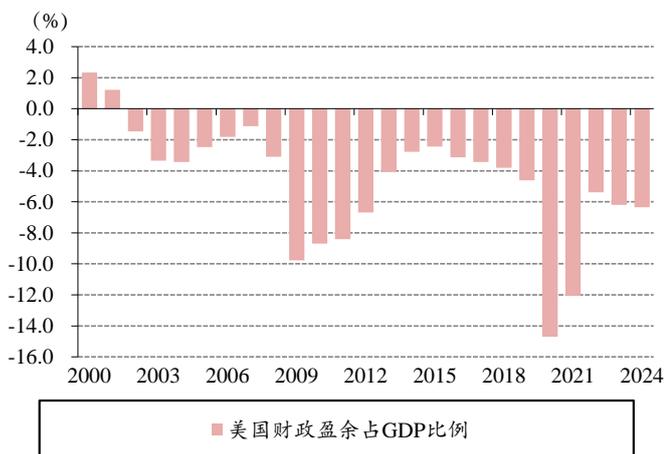
2025年1—11月，美元指数下跌超过8%。我们认为，美元指数的弱势周期或已开启。

近年来，美国财政的不可持续性逐渐为市场所担忧。2024年，美国财政赤字占GDP比例为6.4%，排除2020年和2021年的特殊时期，为2013年以来的最高水平；与此同时，美国净利息支出占财政支出比例也在逐年上升，2024年已超过13%。

此外，特朗普第二个任期以来的一系列政策也对美元信用构成了冲击。特朗普政府加征“对等关税”政策一定程度上意味着美国放弃了对全球经济的主导地位，从根本上侵蚀了美元信用的基础；而特朗普对美联储降息过慢的批评则让市场担忧美联储的独立性受到影响。

除了美国自身因素外，美国和其他国家货币政策的差异也对美元构成了压制。在美联储延续降息周期的同时，欧洲央行在2025年6月后已经暂停降息。欧洲央行10月会议纪要表明：“持续保持观望姿态仍具备较高的选择权价值。就目前而言，现有的政策利率水平应被视作足够稳健，足以应对冲击。”从会议纪要的表述看，部分欧央行官员甚至认为降息周期已经结束，“有观点指出，鉴于除非风险成为现实，否则当前有利的前景有望持续保持，降息周期很可能已经终结。”日本央行则暗示将于2025年12月加息，市场目前认为日本央行后续仍存在进一步加息的可能性。总体上，美国和欧洲、日本等主要经济体央行货币政策分歧加大，利差或将对美元构成压制。

图表 9. 美国财政赤字占 GDP 比重逐步扩大



资料来源: Wind, 中银证券

图表 10. 美国净利息支出占财政支出比重逐年上升

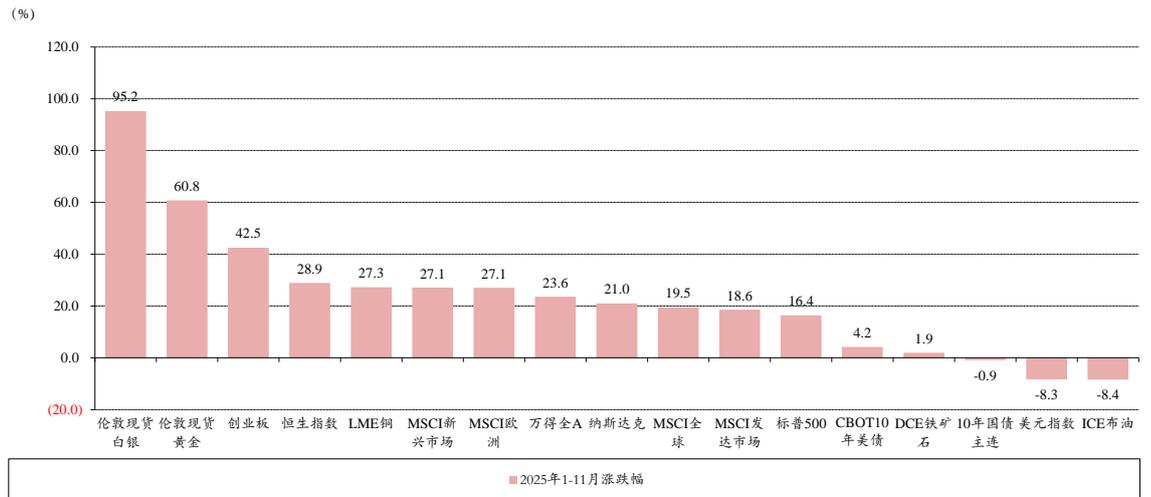


资料来源: Wind, 中银证券

综合财政不可持续性暴露、利差影响以及政策对美元信用的负面影响，我们预计2026年美元将进入弱势周期。不过，考虑到目前美国经济基本面在发达经济体中仍相对偏强，美联储内部的分歧仍可能导致降息预期波动，全球地缘政治等因素亦有可能阶段性驱动避险情绪上升，美元在2026年出现波段性反弹亦有可能。

弱美元将导致全球资金的再配置。回顾2025年前11个月的大类资产表现，其呈现出鲜明的特征：第一，贵金属一枝独秀；第二，股票市场中，新兴市场股指强于发达市场股指，欧洲股指表现强于美国股指；第三，美元下跌明显。其中已经呈现出资金流出美元，全球资金再配置的势头，我们预计在弱美元背景下，这一全球资金再配置的趋势将延续。

图表 11. 2025 年前 11 个月大类资产表现



资料来源: Wind, 中银证券

2. 中国经济

2.1 经济增长：科技与消费或将成为 2026 年增长的主要支撑

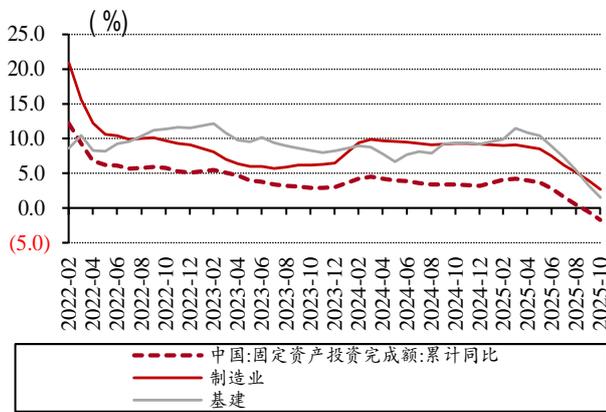
2.1.1 2026 年高技术制造业、装备制造业投资增速有望回暖

2025 年以来，固定资产投资（下文简称“固投”）对有效需求维持一定支撑，但支撑力度较 2024 年同期有所下滑，前三季度资本形成总额对当期 GDP 同比增速的贡献仅为 0.9 个百分点，较 2024 年同期下降 0.3 个百分点。

2025 年 1-10 月我国固投完成额同比下降 1.7%，增速较 2024 转负，下滑 4.9 个百分点；制造业、基建投资累计同比增速分别为 2.7% 和 1.5%，增速较 2024 年分别下滑 6.5 和 7.7 个百分点，但仍能维持正增长。

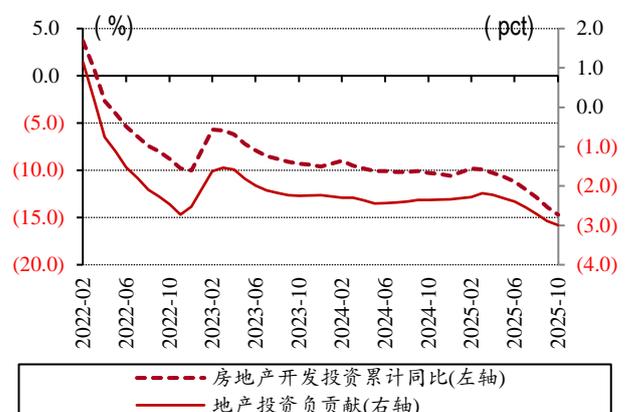
地产投资仍是当前国内固投的主要拖累，2025 年 1-10 月累计同比下降 14.7%，降幅较 2024 年进一步走扩 4.1 个百分点，拖累当期固定资产投资 3.00 个百分点。

图表 12. 固投、基建及制造业投资增速



资料来源: Wind, 中银证券

图表 13. 地产投资仍是主要拖累



资料来源: Wind, 中银证券

年内制造业对固投增速仍有支撑，但结构表现不一：2025 年食品、服装等消费品及农副产品加工业投资相对活跃。2025 年 1-10 月，纺织服装业、农副食品加工业、酒饮制造业及食品制造业对当期固投增速的贡献分别为 1.65、1.43、1.11 和 0.71 个百分点，正贡献分别较 2024 年走扩 1.52、0.81、0.85 和 0.56 个百分点。

装备制造业表现不一。2025 年 1-10 月，汽车和通用设备制造业对当期固投同比增速的贡献分别为 0.53 和 0.36 个百分点，但电气机械、专用设备制造业负贡献分别为 0.49 和 0.10 个百分点，负贡献较 2024 年分别走扩 0.26 和 0.64 个百分点。高技术制造业方面，2025 年 1-10 月，计算机通信电子设备和铁路航空航天设备制造业对当期固投同比增速的贡献分别为 -0.16 和 0.17 个百分点。

10 月 28 日，新华社授权发布《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》（以下简称“《“十五五”建议》”）；《“十五五”建议》将加快“制造强国”放在各强国战略的领先地位，我们认为，先进制造业、新兴产业和未来产业将是“十五五”期间实体经济发展的主要着力点之一，2026 年高技术制造业、装备制造业投资增速有望回暖。

值得一提的是，年内上游原材料产业固投表现仍较弱势，采矿业、化学原料及制品业对 2025 年 1-10 月固投同比增速均为负贡献，《“十五五”建议》将传统产业的优化提升放在了相对靠前位置，2025 年中央经济工作会议首次提出“优化供给”，2026 年上游产业“反内卷”政策仍然值得期待。

民生领域、公共服务相关基础设施投资有望进一步发力。2025 年 1-10 月基建投资相对弱势；权重子行业中，当期公共设施管理业对当期固投增速实现正贡献，但正贡献仅为 0.1 个百分点；而道路运输业对当期固投增速形成拖累，负贡献为 0.4 个百分点。

《“十五五”建议》提出“提高民生类政府投资比重”，并指出投资应“适应人口结构变化和流动趋势”，“加强人力资源开发和人的全面发展投资”，2026 年民生领域、公共服务相关基础设施投资有望进一步发力，进而带动基建投资增速表现。

图表 14. 部分行业对 2025 年 1-10 月固定资产投资增速的贡献 (pct)

行业	2025 年 1-10 月	2024 年
纺织服装、服饰业	1.65	0.13
电力、热力、燃气及水的生产和供应业	1.11	0.25
农副食品加工业	1.43	0.62
酒、饮料和精制茶制造业	0.71	0.15
食品制造业	0.10	(0.46)
汽车制造业	0.53	0.23
通用设备制造业	0.17	0.25
制造业	(0.07)	0.09
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.06	0.25
金属制品业	0.36	0.56
公共设施管理业	(0.49)	(0.23)
铁路运输业	(0.41)	(0.11)
交通运输、仓储和邮政业	0.11	0.45
有色金属冶炼及压延加工业	(0.02)	0.34
生态保护和环境治理业	(0.23)	0.14
专用设备制造业	(0.13)	0.25
采矿业	(0.10)	0.54
计算机、通信和其他电子设备制造业	(0.16)	0.77
医药制造业	1.47	2.41
道路运输业	0.02	0.96
电气机械及器材制造业	(1.27)	0.40
化学原料及化学制品制造业	0.34	4.76

资料来源: Wind, 中银证券

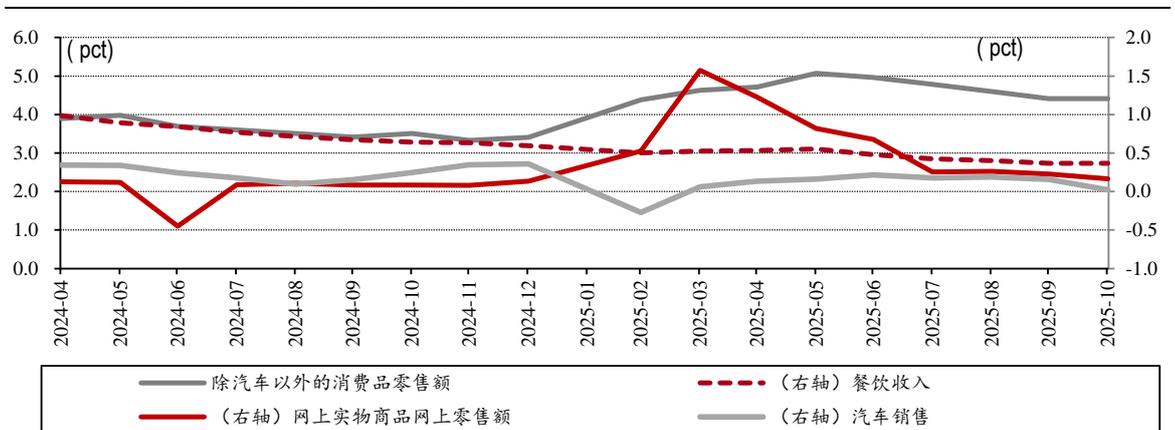
2.1.2 “惠民生”政策有望成为 2026 年“扩消费”的重要抓手

2025 年 1-10 月, 社会消费品零售总额(以下简称: “社零”)规模为 412168.50 亿元, 同比增长 4.3%; 除汽车以外的消费品零售额同比增长 4.9%, 带动社零同比增速 4.41 个百分点; 餐饮收入同比增长 3.3%, 带动社零同比增速 0.37 个百分点, 年内商品、餐饮消费均维持韧性。

2025 年 1-10 月, 汽车、网上商品零售额同比增速分别为 0.2% 和 0.6%, 其中网上商品零售拉动社零同比增速 0.2 个百分点; 但需要说明的是, 以上两项消费并不弱, 年内同比增速不高或主要受往年较高基数影响, 汽车在我国消费结构中占比较高, 后续汽车产业“促消费”政策仍有望维持一定力度。

从限额以上企业的零售数据结构看, 2025 年 1-10 月, 石油类、粮油食品类及家电音像类产品零售表现相对较好, 对当期限额以上零售总额同比增速的正贡献分别为 2.96、1.27 和 1.11 个百分点, 且正贡献较 2024 年均有所走扩。

图表 15. 2025 年 1-10 月部分消费对社零同比增速的贡献



资料来源: Wind; 中银证券

后续“惠民生”“促消费”政策值得期待。2025年四季度以来，政策端对“促消费”的关注度持续提升，《“十五五”建议》特别将“大力提振消费”放在“扩内需”的相对优先位置，提出以“促就业”、“增收入”等举措提升居民消费能力。此外，2025年中央经济工作会议明确提出“坚持内需主导，建设强大国内市场”，制定实施城乡居民增收计划；在地产投资仍有短板的背景下，消费或将是2026年内需的主要抓手，“惠民生”相关政策值得期待。

图表 16. 各类型消费对 2025 年 1-10 月限额以上零售总额同比增速的贡献 (pct)

行业	2025 年 1-10 月	2024 年
石油及制品类	2.96	1.39
粮油、食品类	1.27	1.13
家用电器和音像器材类	1.11	0.65
文化办公用品类	0.46	(0.01)
日用品类	0.34	0.14
金银珠宝类	0.27	(0.06)
家具类	0.18	0.03
服装类	0.17	0.01
体育、娱乐用品类	0.15	0.08
烟酒类	0.14	0.19
化妆品类	0.11	(0.03)
中西药品类	0.06	0.13
饮料类	0.01	0.04
建筑及装潢材料类	0.00	(0.02)
书报杂志类	(0.04)	(0.02)
汽车类	(0.06)	(0.15)
通讯器材类	(0.22)	0.01

资料来源: Wind, 中银证券

2.1.3 出口不确定性缓解，高技术产品出口竞争力有望维持

年内欧盟、东盟对外需有所支撑。2025年以来，在美国关税政策的影响下，我国对美出口表现弱势，据海关 HS 口径，2025年1-10月，美国对当期出口同比累计增速的贡献为2.48个百分点。

但东盟、欧盟及一带一路国家对外需有所支撑。2025年1-10月，东盟、欧盟及一带一路代表国家（不包括东盟、俄罗斯及欧洲国家）对中国出口同比增速的贡献分别实现0.67、0.44和0.17个百分点，非美发达经济体、新兴市场国家对外需仍有贡献。

图表 17. 中国出口各国的各类产品对 2025 年 1-10 月出口同比增速的贡献 (pct)

产品种类	东盟	欧盟	美国	俄罗斯	一带一路代表国家
第 16 类 机电、音像设备及其零件、附件	0.20	0.06	(1.31)	(0.01)	0.07
第 15 类 贱金属及其制品	0.01	0.00	(0.07)	(0.00)	0.02
第 17 类 车辆、航空器、船舶及运输设备	1.34	0.67	(0.14)	(0.61)	0.04
第 5 类 矿产品	(0.03)	0.00	(0.01)	(0.00)	(0.01)
第 11 类 纺织原料及纺织制品	(0.09)	0.03	(0.13)	(0.01)	0.02
第 20 类 杂项制品	(0.00)	0.00	(0.33)	(0.00)	(0.01)
第 6 类 化学工业及其相关工业的产品	0.02	0.03	(0.05)	0.00	0.01
第 7 类 塑料及其制品;橡胶及其制品	(0.03)	0.03	(0.12)	(0.01)	0.01
第 22 类 特殊交易品及未分类商品	0.00	0.00	(0.10)	0.00	0.01
第 4 类 食品;饮料、酒及醋;烟草及制品	0.00	(0.01)	(0.01)	(0.00)	0.00
第 13 类 矿物材料制品;陶瓷品;玻璃及制品	0.00	(0.00)	(0.04)	0.00	0.00
第 18 类 光学、医疗等仪器;钟表;乐器	0.00	0.13	(0.03)	0.09	0.01
第 8 类 革、毛皮及制品;箱包;肠线制品	(0.04)	(0.01)	(0.04)	(0.00)	(0.00)
第 2 类 植物产品	(0.00)	0.01	(0.00)	0.01	(0.00)
第 10 类 木浆等;废纸;纸、纸板及其制品	(0.02)	(0.00)	(0.03)	(0.00)	0.00
第 14 类 珠宝、贵金属及制品;仿首饰;硬币	(0.08)	(0.01)	(0.03)	(0.02)	0.00
第 1 类 活动物;动物产品	(0.00)	0.01	(0.00)	0.00	(0.00)
第 9 类 木及制品;木炭;软木;编结品	0.00	(0.01)	(0.01)	0.00	0.00
第 3 类 动、植物油、脂、蜡;精制食用油脂	0.01	0.01	(0.02)	(0.00)	0.00
第 21 类 艺术品、收藏品及古物	(0.52)	(0.56)	(0.00)	0.43	0.00
第 19 类 武器、弹药及其零件、附件	(0.09)	0.07	(0.00)	(0.01)	(0.00)

资料来源: Wind, 中银证券

2026 年外需相对平稳。如前所述, IMF 预测 2026 年全球经济增长 3.1%, 略低于 2025 年。而从全球 PMI 以及 OECD 综合领先指数等景气指标看, 世界经济已经走出了最为恐慌的时刻。而美联储 2026 年大概率仍处降息周期中, 海外流动性宽松亦将驱动需求回暖。总体看, 2026 年外需相对平稳。

美国政策环境的不确定性有望缓解。2025 年 10 月 30 日, 商务部新闻发言人就中美吉隆坡经贸磋商联合安排答记者问, 双方同意加强经贸等领域合作, 达成“取消 10.0% 的芬太尼关税”、“暂停实施出口管制 50.0% 穿透性规则一年”等多项成果, 吉隆坡经贸磋商成果积极, 2026 年外需的不确定性有望得到一定程度的缓解。

高技术产品、新能源汽车有望维持出口优势。2025 年 1-10 月, 中国对东盟、欧盟出口的汽车等运输设备对当期出口同比增速的正贡献分别为 1.34 和 0.67 个百分点, 对东盟、欧盟及一带一路国家出口的机电产品正贡献分别为 0.20、0.06 和 0.07 个百分点。我们预计, 2026 年高技术产品、新能源汽车有望维持出口优势。

2.2 价格形势仍不确定

截至 2025 年三季度，中国的 GDP 平减指数已经持续 10 个季度为负。通缩局面仍待解决。

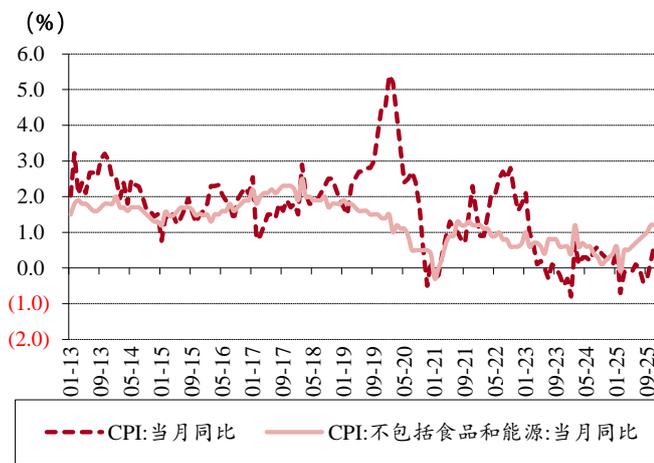
图表 18. 中国 GDP 平减指数已经持续 10 个季度为负



资料来源: Wind, 中银证券

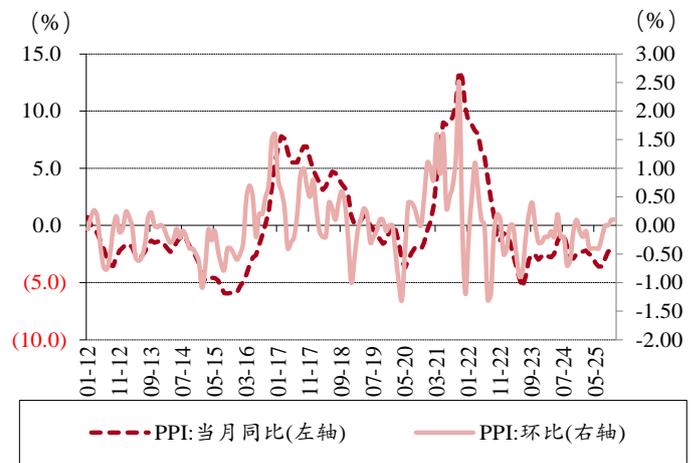
不过，近期价格已开始温和回升，CPI 在 2025 年 10 月重回正值区间，核心 CPI 更是从 2025 年 3 月起逐月抬升，10 月同比涨幅已达 1.2%，11 月同比涨幅维持在 1.2%；PPI 同比于 2025 年 7 月见底，8 月起降幅逐步收窄。

图表 19. 核心 CPI 已回升至 1% 上方



资料来源: Wind, 中银证券

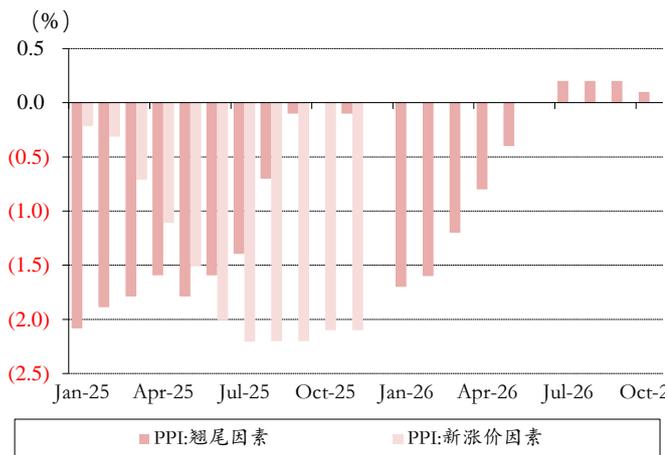
图表 20. PPI 同比于 2025 年 7 月见底



资料来源: Wind, 中银证券

然而，不可否认的是，当前价格的回升更多来自基数的变化，尤其是 PPI。从新涨价因素和翘尾因素看，2025 年 1-11 月，PPI 同比中翘尾因素的拖累逐步减轻，但新涨价因素整体依然是负贡献。CPI 新涨价因素逐步累积，但 2026 年下半年翘尾因素的正贡献也在逐步减轻。从这一角度看，2026 年的价格形势仍有不确定性。

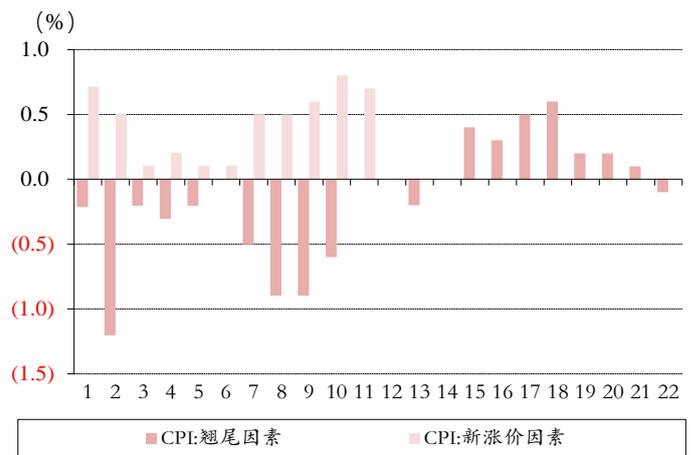
图表 21. 2025 年 PPI 同比回升来自翘尾因素拖累减轻



资料来源: Wind, 中银证券

注: 因 2025 年 12 月数据尚未公布, 2026 年翘尾因素仅用了 2025 年前 11 个月数据估算

图表 22. 2026 年下半年翘尾因素对 CPI 同比贡献下降

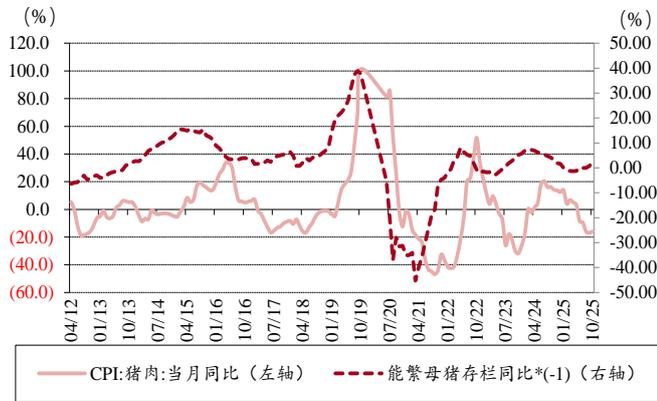


资料来源: Wind, 中银证券

注: 因 2025 年 12 月数据尚未公布, 2026 年翘尾因素仅用了 2025 年前 11 个月数据估算

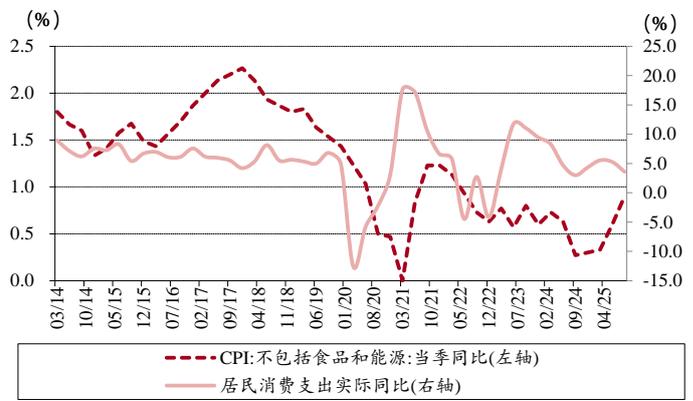
从目前的生猪供应看, 能繁母猪存栏从 2025 年 7 月开始再度出现小幅下降, 食品价格对 CPI 的拖累或将逐步减轻。然而, 从核心 CPI 看, 尽管近期核心 CPI 逐步走高, 但居民消费支出实际增速 2025 年以来呈回落态势, 未来居民消费支出增速能否回升或将决定核心 CPI 走势。综合看, 2026 年的 CPI 在一季度走高后, 二季度或再度回落, 下半年能否抬升则取决于消费需求的回暖程度。

图表 23. 能繁母猪存栏开始小幅下降



资料来源: Wind, 中银证券

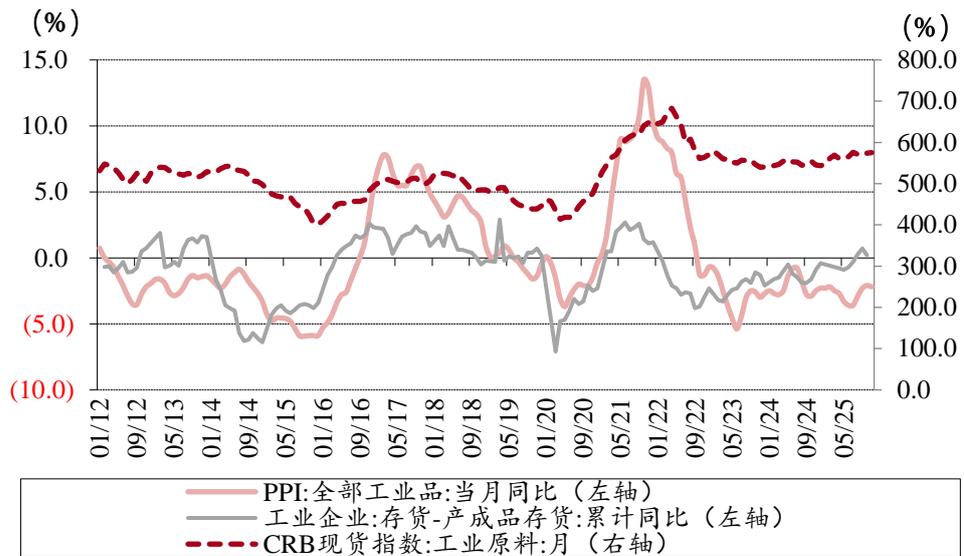
图表 24. 居民消费支出实际增速走弱拖累核心 CPI



资料来源: Wind, 中银证券

目前 PPI 同比已经持续 38 个月为负。从 CRB 工业原料指数看, 目前处于温和上行态势。考虑到 2026 年全球经济增速偏温和, 且美联储仍处降息周期, 预计有色金属等大宗商品价格仍呈改善态势。不过, 原油价格仍存压力。综合看, 国际大宗商品价格对 PPI 价格或有温和提振。从国内经济看, 目前工业企业库存周期偏向上行, 但需求端能否切实改善仍需政策发力。不过, 中央经济工作会议再度强调“深入整治‘内卷式’竞争”, “反内卷”政策或将对价格构成一定提振。我们预计 PPI 在 2026 年年中前后同比转正。

图表 25. PPI 或将呈温和改善



资料来源: Wind, 中银证券

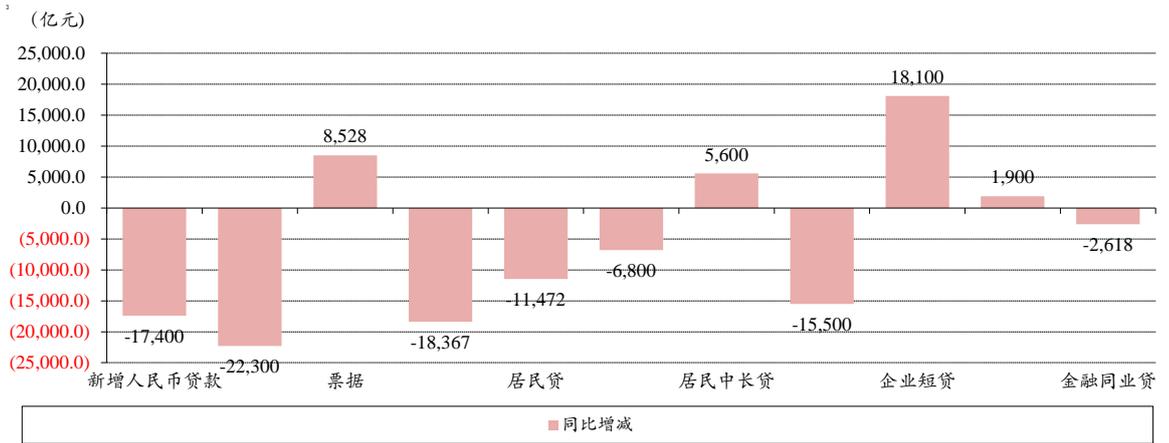
综合看, 2026 年价格形势或能较 2025 年有所改善, 但能否切实走出通缩局面仍需宏观政策发力。

2.3 增量政策值得期待

2.3.1 年内实体经济融资需求仍然不振

2025 年 1-11 月, 新增社会融资规模为 333900 亿元, 较 2024 年同期多增 39849 亿元; 年内社融的主要增量来自政府债券融资: 2025 年 1-11 月, 政府债券净融资额规模 131500 亿元, 较 2024 年同期增加 36111 亿元。

图表 26. 1-11 月新增社融规模较 2024 年同期结构变化



资料来源: Wind, 中银证券

但从信贷表现看, 2025 年 1-11 月, 社融口径人民币新增贷款规模 149300 亿元, 较 2024 年同期下滑 12794 亿元。从金融机构口径看, 2025 年 1-11 月, 新增人民币贷款 153600 亿元, 较 2024 年同期明显少增 17400 亿元。据我们测算, 截至 2025 年 10 月, 超额准备金规模约为 46947.1 亿元, 金融机构超额存款准备金率为 1.7%, 狭义流动性整体维持稳定, 信贷不振主要受制于实体经济融资需求不足。

从企业部门的融资意愿看, 企业部门短期贷款意愿有所回升, 新增企业短期贷款规模较 2024 年同期多增 18100 亿元, 但新增企业中长期贷款规模较 2024 年同期增幅较小, 年内企业融资需求主要来自企业日常流动性, 资本开支意愿仍待改善。

图表 27. 超额存款准备金规模表现



资料来源: Wind, 中银证券

图表 28. 超额存款准备金率表现



资料来源: Wind, 中银证券

此外, 居民贷款表现仍然不振, 一方面, 新增居民短期贷款规模较 2024 年同期有所下滑, 居民消费意愿有待进一步提振, 另一方面, 居民中长贷在连年较低基数的背景下增幅相对有限, 或仍受地产销售长期不振的影响。

2025 年中央工作会议对 2026 年货币政策有所定调, 要求“继续实施适度宽松的货币政策”, “把促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策的重要考量”。2026 年流动性环境有望维持温和宽松, 后续货币政策或将与财政进一步配合, 发力补足需求短板, 释放居民融资需求。

2.3.2 2026 年财政有望继续加力扩容

2025 年以来, 财政政策加力扩容, 提质增效, 主要体现在以下几方面:

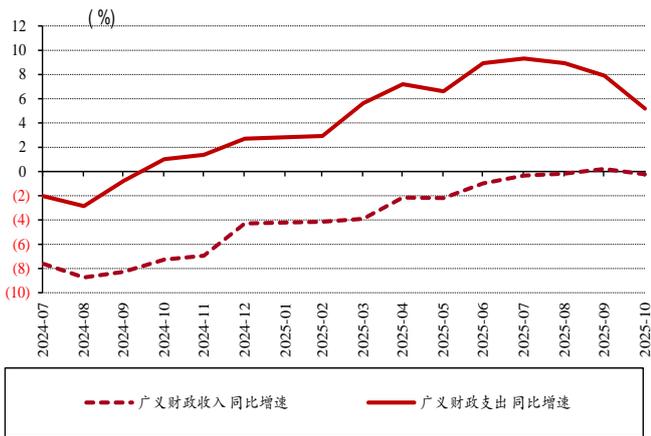
其一, 年内广义支出同比维持增长, 中央财政是重要支撑。2025 年 1-10 月, 广义财政支出规模 306717 亿元, 同比增长 5.2%, 其中, 广义中央财政支出规模 43291.0 亿元, 同比增长 22.4%, 在 2024 年较高基数的基础上实现较高增速; 当期中央财政支出在广义财政支出中占比 14.1%, 高于 2024 年同期水平。值得一提的是, 当期广义财政支出同比增速明显快于广义收入, 年内财政发力趋势明显。

其二, 政府债券融资活跃, 且发力节奏靠前。一如前文中我们提到, 政府债券融资是 2025 年社会融资的重要增量。2025 年 1-11 月, 新增财政存款规模 20400 亿元, 较 2024 年同期多增 5800 亿元。此外, 2025 年政府债券发行节奏快于往年, 据我们测算, 在剔除到期再融资后 1-11 月政府债券融资规模为 110973 亿元, 较 2024 年同期增长 38590 亿元, 在当年政府债券融资预期目标中占比 93.6%。

其三, 财政支出向科技、教育领域加速倾斜。2025 年 1-10 月, 公共财政向科技和教育领域的支出分别同比增长 5.7% 和 4.7%, 增幅较 2024 年同期分别走扩 4.6 和 3.6 个百分点, 12 月 8 日中央政治局召开会议, 提出 2026 年要“坚持创新驱动, 加紧培育壮大新动能”, 财政或将延续向“新质生产力”等重要战略领域倾斜。

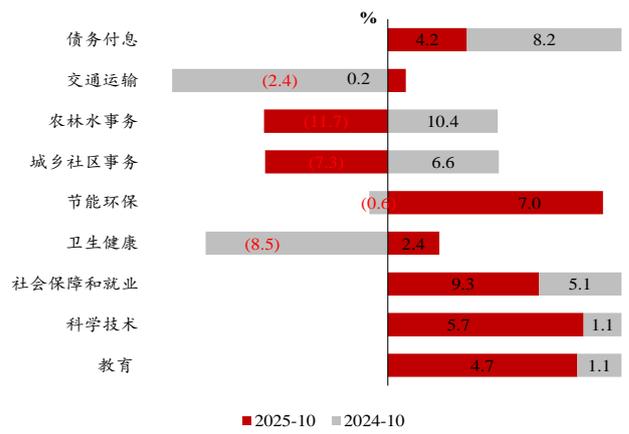
总体而言, 2025 年, 财政支出、融资节奏靠前发力, 对年内经济数据表现形成支撑, 2025 年前三季度 GDP 同比增长 5.2%。为助力“稳增长”, 为 2026 年年初突破高基数蓄力, 财政增量政策值得期待, 我们认为, 2026 年财政政策、政策性金融工具空间有望温和走扩。

图表 29. 广义财政支出、收入累计同比增速



资料来源: Wind, 中银证券

图表 30. 公共财政支出结构



资料来源: Wind, 中银证券

3. 大类资产配置：寻找美元资产的替代品

2025年9月美联储重启降息，但本轮美元宽松周期的演化可能与此前不同，一个代表性的现象是国际金价持续走强并突破4000美元/盎司大关。我们认为目前美国仍是世界第一大经济体，美元仍是全球最重要的信用货币，但是随着全球经济和贸易关系的加强，以及地缘政治的演化，美元和美元资产的避险属性明显弱化，国际资本正在寻找美元资产之外的，能够平衡增长、通胀、稳定性、流动性的投资品。综合各方面因素，我们对2026年的大类资产排序为：股票>大宗>债券>货币。

3.1 2025年主要大类资产表现：三季度是市场拐点

2025年截至11月30日大类资产排序：股票>大宗>债券>货币。

截至11月30日，2025年人民币大类资产中，A股主要指数涨幅均在10%以上，其中创业板指涨幅最高，达到42.54%，沪深300和上证指数涨幅分别为15.04%和16.02%，涨幅相对较小；截至11月30日，十年国债收益率收于1.84%，整体上行17BP，主要上行期是三季度，一定程度上表现出股债跷跷板效应；大宗商品中，先后受房地产产业链偏弱和固定资产投资增速下滑拖累，截至11月30日螺纹钢期货年内下跌10.02%；货币基金收益率中位数收于1.20%，年内基本维持下行趋势。

2025年全球风险资产价格表现较好，截至11月30日，海外股市受AI概念影响，MSCI发达国家指数上涨18.63%，MSCI新兴市场指数上涨27.10%，美股方面，NASDAQ指数涨幅好于标普500；虽然有美国关税冲击的拖累，但美国关税实际大范围落地在下半年，因此2025年全球经济增长仍相对强劲，带动国际大宗商品价格上涨，其中周期品价格表现好于农产品；受美联储重启降息影响，美债收益率下降56BP，11月30日收于4.02%，但欧日债券收益率上行；美元指数在7月上旬一度下行至97下方之后，在下半年整体维持小幅波动上行的趋势。

2025年截至11月30日，主要大类资产中年内涨幅最大的是国际金价，达到52.79%，收于4084.40美元/盎司。我们认为避险需求升温，是2026年国内外投资者关注的重点。

图表 31. 2025年截至11月30日主要大类资产价格表现（单位：%）

分类	名称	收盘价 (截至11月30日)	四季度截至 11月30日	三季度	上半年	年初至今
股票	上证指数	3,888.60	2.77	12.73	2.76	16.02
	深证成指	12,984.08	-2.30	29.25	0.48	24.67
	中小板指	7,897.84	-4.27	28.37	2.29	23.75
	创业板指	3,052.59	-3.91	50.40	0.53	42.54
	万得全A	6,205.68	0.12	19.46	5.83	23.57
	沪深300	4,526.66	-0.27	17.90	0.03	15.04
	标普500	6,849.09	0.68	7.79	5.50	16.45
	NASDAQ	23,365.69	1.06	11.24	5.48	21.00
	MSCI发达国家	4,398.44	0.86	6.96	8.59	18.63
	MSCI新兴市场	1,366.92	2.94	10.08	13.70	27.10
债券	十年国债	1.84	-2 BP	21 BP	-3 BP	17 BP
	十年美债	4.02	-14BP	-8 BP	-34 BP	-56 BP
	十年欧债	2.77	-1 BP	10 BP	23 BP	32 BP
	十年日债	1.81	15 BP	20 BP	35 BP	70 BP
大宗商品	NYMEX 原油	59.95	-3.14	-0.44	-3.79	-9.29
	SHFE 螺纹钢	3,053.00	-1.20	-0.17	-11.32	-10.02
	LME 铜	10,846.00	5.62	4.33	12.66	27.46
	LME 铝	2,858.50	6.64	3.45	1.80	12.29
	CBOT 大豆	1,122.50	10.07	-2.56	-0.29	8.41
	COMEX 黄金	4,084.40	5.45	15.53	22.21	52.79
货币类	货币基金	1.20	-7 BP	-10 BP	-22 BP	-39 BP
外汇	美元指数	99.59	1.49	1.09	-10.79	-8.34

资料来源：万得，中银证券

注：大宗商品现价单位：原油：美元/桶；黄金：美元/盎司；螺纹钢：元/吨；铜：美元/吨；铝单位：美元/吨；大豆：美元/蒲式耳。

海外方面，2025 年大类资产价格走势的主要拐点有两个：第一个拐点在 4 月，美国宣布对全球单边加征关税，对全球资本市场都造成显著影响；第二个拐点出现在 7 月，海外投资者开始预期美联储重启降息，最终降息在 9 月落地。

我们认为，与 2024 年相比，2025 年海外资产表现有两点较大不同：一是 2024 年美元指数和十年美债收益率走势高度一致，这个特点延续至 2025 年 4 月，此后美元指数先大幅下探，再触底缓慢回升，但美债收益率先波动上行、再波动下行，二者走势出现分歧。二是热门投资品种的价格表现出现分歧，2024 年 CME 比特币期货价格涨幅最高，其次是万得美国科技七巨头指数，国际金价虽然涨幅超过 20%，表现强劲，但仍远低于前两者的 106.88% 和 50.56%，2025 年截至 11 月 30 日，国际金价表现出波幅小、涨幅大的特点，涨幅明显好于 CME 比特币期货和美国科技七巨头指数。

图表 32. 2024 年至今美元指数和十年美债利率走势



资料来源：Wind，中银证券

图表 33. 2024 年至今黄金、比特币和美国科技股指数走势

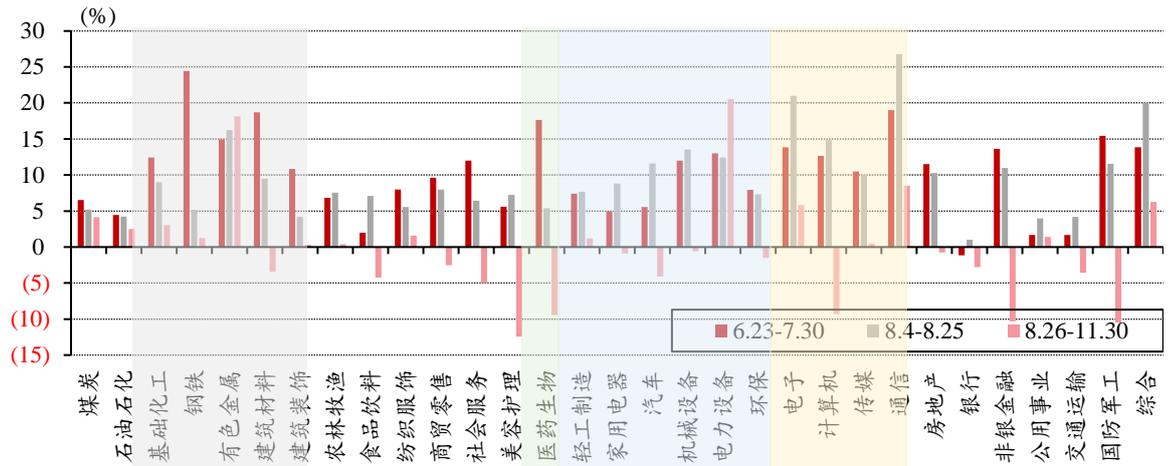


资料来源：Wind，中银证券

国内方面，2025 年大类资产价格走势整体来看有三个拐点：一是 4 月美国关税政策影响的外溢性，人民币资产受其影响短期出现避险走势，A 股向下调整，债市收益率下行；二是 6 月 24 日央行等部门联合印发《关于金融支持提振和扩大消费的指导意见》，带动 A 股上行，持续时间略超一个月；三是 7 月 30 日政治局会议提出“依法依规治理企业无序竞争”，受政策影响，A 股再次整体上行，持续时间约一个月。

分时间段看，上半年和四季度 A 股表现相对平稳，涨幅主要集中在三季度。分行业看，第一次大幅上涨期间，涨幅较大的是钢铁、通信、建筑材料、医药生物和国防军工等行业；第二次大幅上涨期间，涨幅较大的是通信、电子、综合、有色金属和计算机等行业；而第二次大幅上涨之后到年底之前涨幅较大的行业是电力设备、有色金属、通信、综合和电子；综合看，2025 年前三季度 A 股投资者在风格方面依然较为偏好科技和高端制造业，但随着年底估值切换，部分周期性行业、消费行业和公共事业也逐渐进入投资者视野。

图表 34. 2025 年 A 股两次快速上涨时期及之后各行业涨幅



资料来源：万得，中银证券

3.2 人民币资产：稳健的成长型避险资产

2026 年在全球范围内，如果要找一种本币汇率稳定且具有较强的国际购买力、经济体量大且持续中高速增长、通胀维持在较低水平、政策确定性强、受国际环境变化影响相对较小且对国际资本跨国流动性较为友好的资产，那么人民币资产是排名靠前的选择之一。

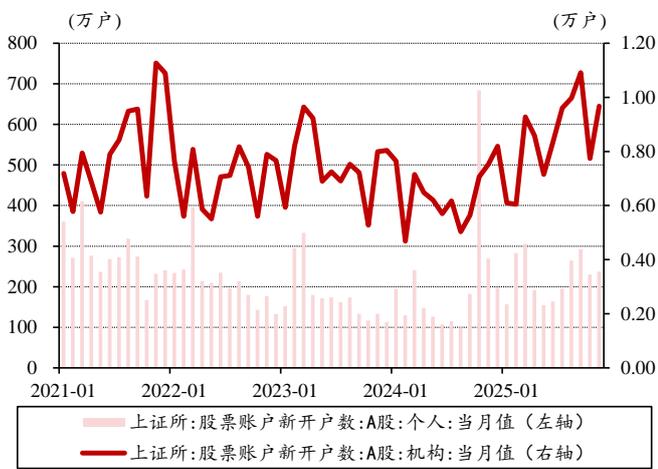
3.2.1 A 股：盈利为本

从投资者和资金流入的情况看，我们维持看好 A 股的观点。

以上交所 A 股新开户情况来看，2024 年 8 月上交所个人投资者新开户数达到阶段性低点 99.43 万户，此后上交所个人投资者新开户数整体保持上升趋势，截至 2025 年 11 月当月个人投资者新开户数 237.17 万户，已经回升至 2021-2022 年水平附近。同时期机构新开户数也从 0.50 万户波动上行至 0.97 万户，上升趋势较为显著。

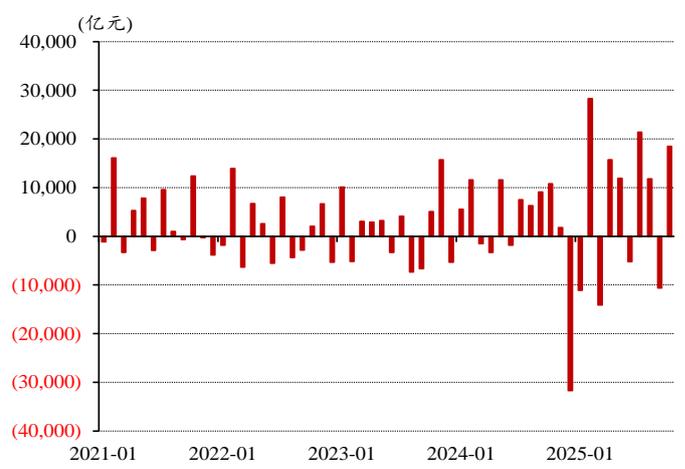
从非银金融机构当月新增存款看，拐点出现在 2024 年 7 月至 2024 年 11 月，连续 5 个月多增表明资金持续流入非银金融机构，2025 年 2 月之后非银金融机构当月新增存款虽然在月份之间波动较大，但在 9 个月的时间内有 6 个月保持较大幅度新增。我们认为，在存款利率较低且企业贷款需求走弱的环境下，存款或有向 A 股搬家的倾向。

图表 35. 上交所 A 股新开户数变化情况



资料来源：Wind，中银证券

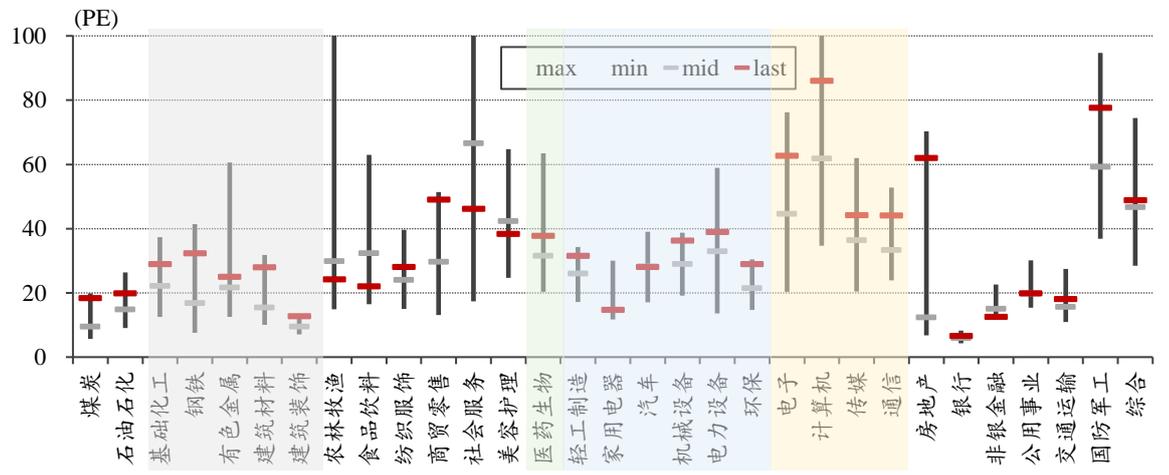
图表 36. 非银金融机构当月新增存款波动上行



资料来源：Wind，中银证券

截至 2025 年 11 月 30 日，A 股的估值优势并不明显。分行业看，与 2020 年至今申万一级行业 PE 整体水平相较，31 个行业中仅有 7 个行业的估值在中位数水平下方，分别是非银金融、食品饮料、社会服务、农林牧渔、美容护理、家用电器和汽车，即使是 PE 仅有 6.5 倍的银行行业，其估值也高于历史区间估值中位数的 6.0 倍，2025 年市场表现较好的科技和高端制造业估值相较历史区间中位数的溢价率也较高。但是我们认为目前 A 股估值不低的问题，可以通过提高盈利增速来解决。

图表 37. A 股估值的优势不明显



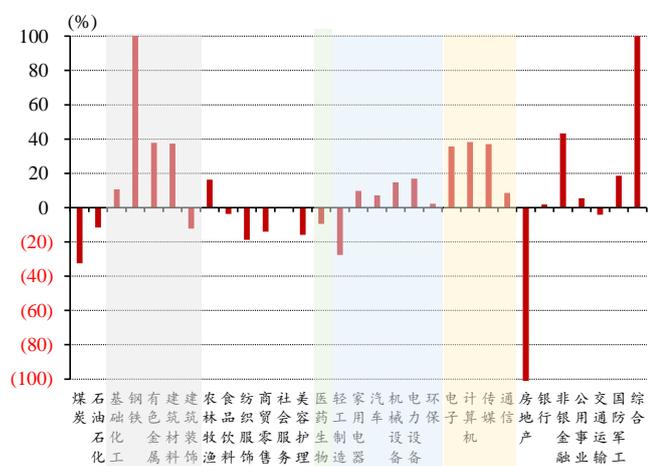
资料来源：万得，中银证券

目前 A 股的主要问题是盈利增速偏低。

从历史数据看，2015-2021 年间，A 股非金融非两油公司归母净利润同比增速变化，基本遵循同比增长下降两年、增长两年的规律。但 2024 年打破了这一规律，不仅非金融非两油公司归母净利润增速同比下降 13.85%，成为 2015 年以来归母净利润增速最低的一年，并且在较低的增速水平上，2025 年前三季度归母净利润增速也仅为 3.05%。

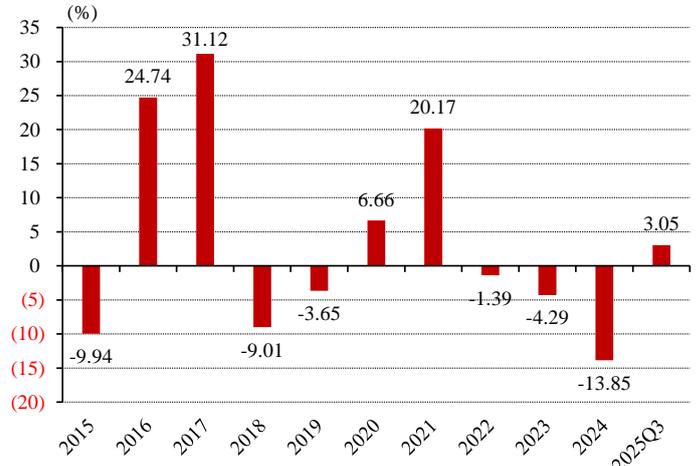
分行业看，2025 年前三季度各行业利润增速差异较大：三个行业扣非后净亏损，包括房地产、农林牧渔和综合，2024 年同期是四个行业，分别是房地产、商贸零售、社会服务和综合，相较 2024 年同期，2025 年前三季度房地产和综合行业亏损幅度加大，商贸零售和社会服务行业扭亏，农林牧渔行业出现较大亏损；从利润增速看，周期行业、TMT 行业利润增速较高，制造业整体利润增速偏低，能源和大消费行业出现较为普遍的利润同比下降。

图表 38. 2025 年前三季度各行业扣非净利润同比增速



资料来源：Wind，中银证券

图表 39. A 股非金融非两油公司归母净利润同比增速变化



资料来源：Wind，中银证券

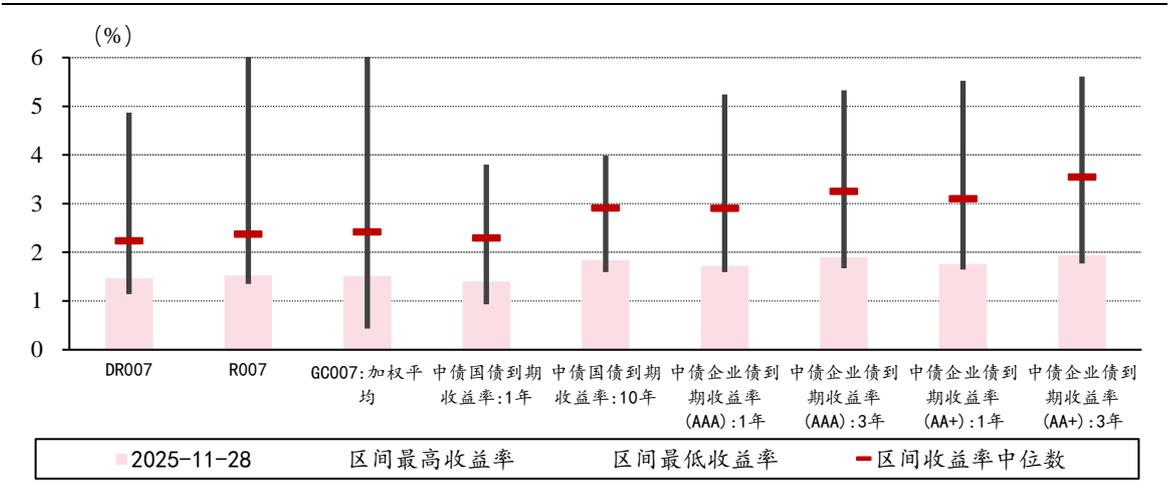
我们认为 2026 年三方面政策或将驱动企业盈利能力从短期到中长期内有所改善：一是从供给端，“反内卷”政策有助于改善部分行业无序竞争的状态，一定程度上改善企业成本偏高、销售价格偏低的情况；二是扩内需政策，有助于提振需求，稳定市场价格；三是高水平的对外开放政策，或有助于在中长期内提高海外销售收入。

3.2.2 债券：利率在政策的合意区间波动

利率水平：低。

虽然 2025 年截至 11 月 30 日十年国债收益率是上行的，但整体仍处在较低水平。与 2015—2025 年区间相比，2025 年截至 11 月底，拆借资金利率、利率债收益率、信用债收益率均处于较低水平。拆借资金利率方面，2025 年 DR007、R007、GC007 的中位数分别为 1.55%、1.59% 和 1.61%，远低于 2015 年至 2025 年期间的 2.24%、2.38% 和 2.42%；利率债方面，1 年期国债收益率和 10 年期国债收益率较中位数低 38.97% 和 36.87%；信用债收益率更少接近历史低点，特别是 1 年期 AAA 评级信用债收益率和 1 年期 AA+ 评级信用债收益率，较历史最低水平仅分别高出 13BP 和 11BP。

图表 40. 债市收益率处于较低水平



资料来源：万得，中银证券

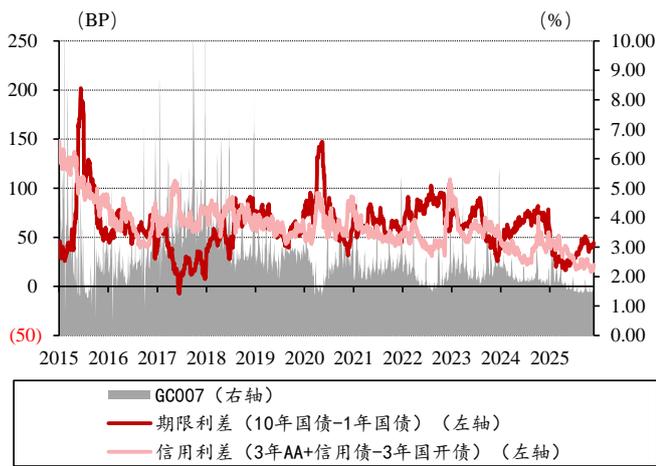
波动空间：窄。

拉长时间来看，2018 年以来，我国利率债收益率处于持续下行阶段，但 2025 年的利率债走势有两个特点：一是低，其中 1 年期国债到期收益率长期维持在 1.50% 下方，10 年期国债收益率长期维持在 2.00% 下方；二是稳，特别是 2025 年 4 月以来，1 年期国债收益率波动区间在 1.34%-1.55%，10 年期国债收益率波动区间在 1.62%-1.90%，波动区间分别为 21BP 和 28BP。

当前债市利差整体处于较低水平。期限利差当前在 40BP 上下波动，对比 2015 年以来的历史数据看，2017 年至 2018 年期间，期限利差也出现过较长时间持续低于 50BP 的情况，但是同时叠加期限利差处于历史低位和货币拆借利率处于历史区间内较低水平的情况较少。

我们认为当前人民币债券市场的基本情况是流动性较为宽松、利率处于较低水平、波动趋于平缓、信用利差和期限利差被投资者挖掘的较为充分。

图表 41. 期限利差和信用利差偏低



资料来源: Wind, 中银证券

图表 42. 2025 年国债收益率走势较平坦



资料来源: Wind, 中银证券

从中央经济工作会议的定调以及央行三季度货币政策执行报告看, 2026 年货币政策仍是适度宽松的, 流动性仍是充裕的, 货币政策的目标仍是为经济回升向好和金融市场稳定运行创造了适宜的货币金融环境。我们认为, 拆借资金利率或仍延续 2025 年的低水平低波动的特点, 这也就意味着在央行政策利率引导和市场化利率传导机制的共同作用下, 债市收益率整体也将延续类似 2025 年的利率水平和波动空间。

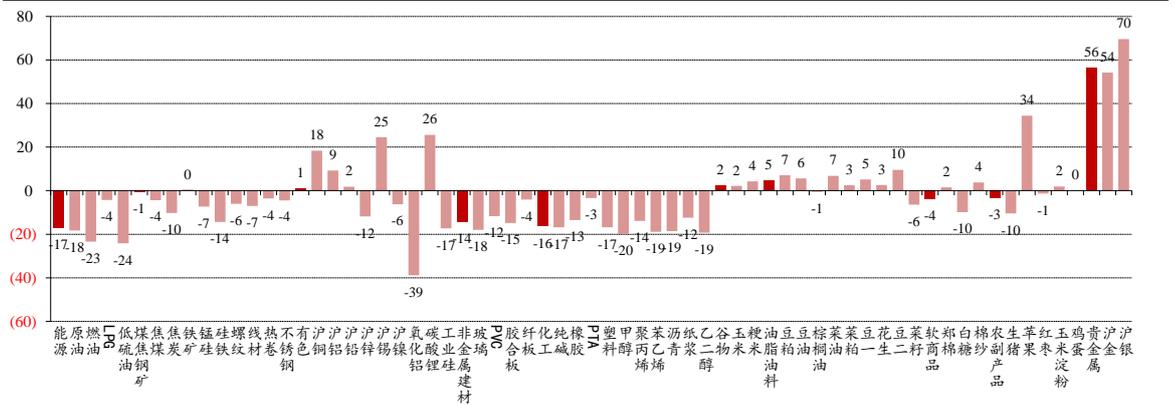
从央行二级市场国债买卖看, 两个重要时点分别是 2025 年 1 月的暂停买入和 2025 年 10 月的重启并净投放, 分别对应了该期间一年期国债低点 1.02% 和高点 1.48%, 以及十年期国债低点 1.60% 和高点 1.85%, 我们认为这可能是央行合意的国债利率区间。考虑到 2025 年央行使用了降准降息工具, 对金融市场流动性起到一定程度的影响, 但是随着传统货币政策工具空间收窄, 2026 年央行宽松货币政策或更加依赖结构性工具, 因此不排除一年国债和十年国债利率波动区间可能在 2025 年的基础上有所上浮。

3.2.3 大宗商品: 供求都有变化

2025 年贵金属表现一骑绝尘。截至 2025 年 11 月 30 日, 人民币大宗商品主要品类中, 贵金属上涨 56.49%, 在所有品类中遥遥领先, 其他上涨的大类包括有色 (1.25%)、谷物 (2.25%) 和油脂油料 (4.61%)。

分商品看, 2025 年人民币大宗商品整体价格以下跌为主, 商品整体上涨的分类包括贵金属和谷物, 部分商品分类涨幅较大的是有色, 能源、化工和非金属建材分类下的较多商品价格跌幅超过 10%, 煤焦钢矿分类下的商品价格跌幅相对较小, 但也呈现普跌的特点。

图表 43. 2025 年截至 11 月 30 日万得大宗商品指数涨跌幅 (单位: %)



资料来源: 万得, 中银证券

2026 年国际原油市场预计将面临供应过剩的巨大压力。一方面是全球石油供应稳步增长，另一方面全球石油需求增幅却降至历史平均水平以下，以及美国加征关税举措引发的全球贸易动荡与美国联邦政府停摆的经济影响双重叠加。国际能源署预计 2026 年全球日供应量将超出需求近 400 万桶，美国能源署预计 2026 年布伦特原油价格将跌至 52 美元/桶。

国际金价仍有可能刷新历史新高。我们认为，2025 年推动国际金价上行的主要因素有三个：一是全球央行持续增加黄金储备，二是美联储重启降息，三是国际经济和地缘政治的不确定性。2026 年上述几个驱动金价上涨的因素依然存在，但是随着国际金价升至 4000 美元/盎司上方，投资黄金的预期回报率将有所下降，一定程度上降低了黄金作为避险资产的投资品吸引力。我们认为国际金价仍有上涨的可能，但上涨斜率可能有所下降：如果国际投资者的避险需求没有意外且大幅高涨，那么在全球经济增长稳步放缓且利率小幅下降的情况下，国际金价可能温和上行。

图表 44. 国际油价与原油供需缺口



资料来源: Wind, 中银证券

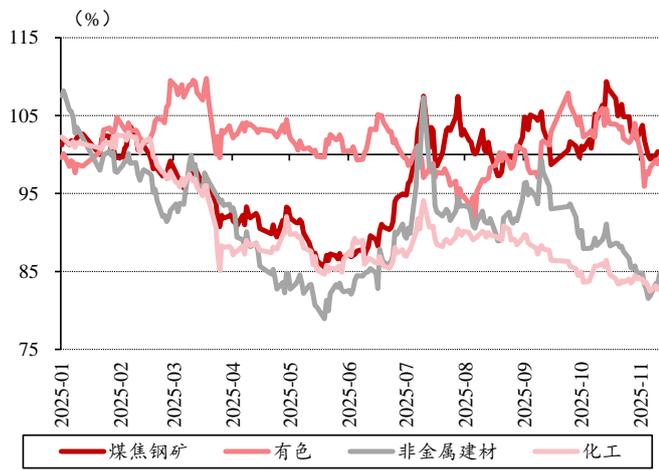
图表 45. 国际金价与美联储货币政策



资料来源: Wind, 中银证券

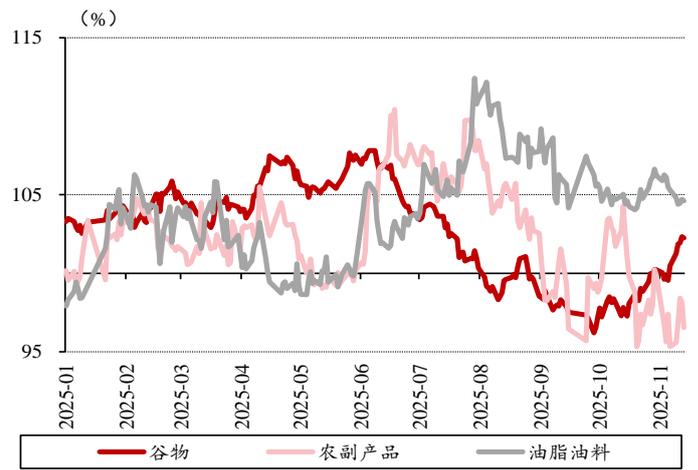
周期品关注需求端，农产品关注供给端。2025 年周期品的需求端出现分化，非金属建材和化工品价格的走势较为一致，煤焦钢矿 7 月及之前的走势与二者类似，但 8 月及之后出现走强趋势，有色价格全年表现相对稳定，我们认为有色价格主要受下游相关消费品支撑，煤焦钢矿下半年价格表现受“反内卷”政策提振，但非金属建材和化工产品价格受固定资产投资偏弱和需求端偏弱拖累较明显。2026 年周期品价格或受 PPI 同比增速持续回升的趋势和“反内卷”政策影响，整体或有向好动力。2025 年农产品期货价格波动相对较小，表现整体较周期品期货价格稳定，但是需要关注国际贸易形势变化对 2026 年农产品生产结构调整的潜在影响可能会传导到农产品价格上，重点关注国际贸易占比较高的品种。

图表 46. 万得周期品大宗商品指数年内相对涨跌幅



资料来源: Wind, 中银证券

图表 47. 万得农产品大宗商品指数年内相对涨跌幅



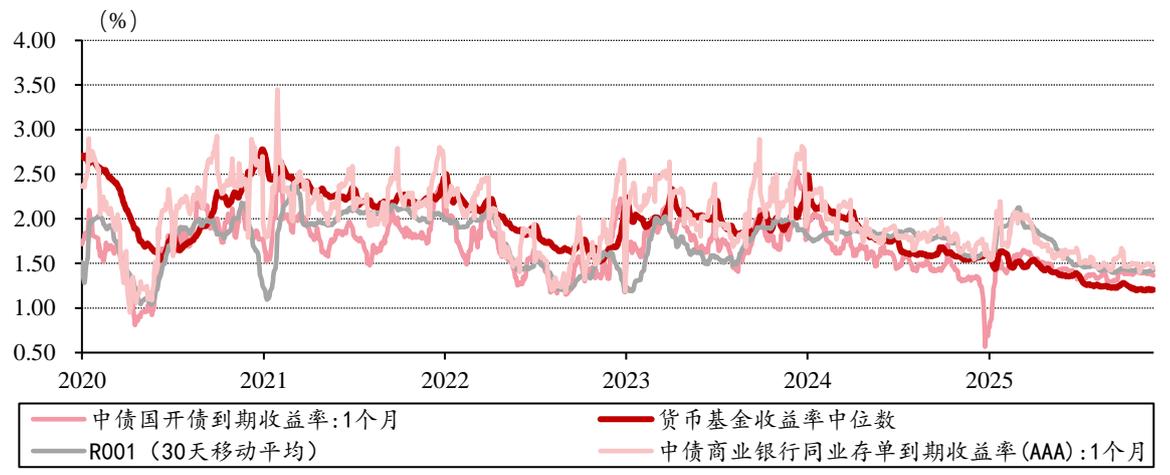
资料来源: Wind, 中银证券

3.2.4 货币基金：活期存款的替代品

2025年货币基金收益率表现出两个新特点：一是利率走廊失效，2024年货币基金收益率中位数波动区间基本能够保持在1个月国开债到期收益率和1个月AAA评级同业存单到期收益率的区间内，但2025年初货币基金收益率中位数位于1.50%-1.60%区间，已经明显低于同业存单利率和隔夜拆借利率，2025年上半年货币基金收益率中位数仍能与1个月国开债到期收益率基本相当，但自7月开始，1个月国开债到期收益率走势相对平缓，货币基金收益率仍延续下行趋势，特别是10月之后，货币基金收益率进一步走弱；二是货币基金的哑铃型配置有所转向，从货币基金持有债券余期看，2025年三季报显示30天以内和120天以上的占比明显下降，30天至60天的占比则相应上升。

货币基金收益率中位数趋近于1.00%。我们认为在利率水平整体偏低和信用利差、期限利差被充分挖掘的债券市场环境下，相较于深挖收益率潜力，货币基金或更加注重流动性安全，在投资者资产配置中的位置也更像活期存款的替代品。

图表 48. 货币基金 7 天年化收益率与主要投资品种收益率波动情况



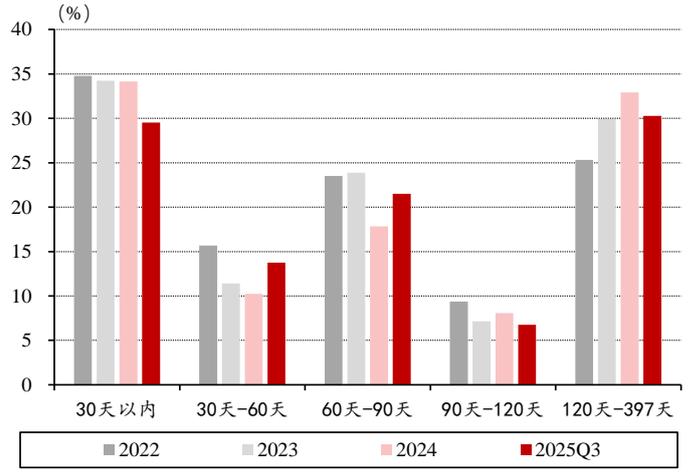
资料来源：万得，中银证券

图表 49. 货币基金资产中现金占比下降债券占比上升



资料来源：Wind，中银证券

图表 50. 货币基金整体仍是哑铃型配置



资料来源：Wind，中银证券

4. 结论、预测与风险

4.1 结论与预测

2026 年全球经济增长仍偏温和，贸易局势等不确定性仍对经济增长构成扰动。美联储仍处降息周期中，但美国和欧洲、日本等经济体的货币政策分歧加大。美国财政不可持续性、美国和其他经济体的货币政策分歧以及美元信用被侵蚀等因素驱动美元转弱，2025 年开始的全球资金再配置态势预计在 2026 年延续。

科技和消费将成为 2026 年中国经济增长的支撑。高技术制造业、装备制造业投资增速或将回暖，“惠民生”政策有望成为 2026 年“扩消费”的重要抓手，出口仍具韧性，高技术产品出口竞争力有望维持。价格预计温和改善，但仍具不确定性，CPI 一季度走高后，二季度将再度显现压力；PPI 在国际大宗商品价格温和上涨、工业企业库存周期偏向上行、“反内卷”政策提振价格等因素下逐步回暖，同比转正或要到年中前后。

2026 年财政政策和货币政策预计都将维持一定力度，增量政策仍可期待。

弱美元背景下，全球资本正在寻求美元资产的替代品，综合考虑经济增长、汇率、政策确定性等因素，人民币资产是靠前的选择。我们维持对 A 股的看好；债券收益率预计在合意区间波动；大宗商品方面，原油仍面临供应压力，贵金属预计仍有新高，周期品关注需求端，农产品关注供给端；货币基金或更加注重流动性安全，在投资者资产配置中的位置也更像活期存款的替代品。综合各方面因素，我们对 2026 年的大类资产排序为：股票>大宗>债券>货币。

我们对 2026 年主要经济指标的预测见图表 51。

图表 51. 2026 年主要经济指标预测（单位：%）

	2025E	2026E	2026Q1E	2026Q2E	2026Q3E	2026Q4E
实际 GDP 同比	5.0	4.7	4.5	4.7	4.6	4.9
名义 GDP 同比	4.3	4.9	4.6	4.7	5.0	5.4
工业增加值同比	5.9	5.4	5.1	5.3	5.4	5.8
固定资产投资同比	(2.8)	2.6	(1.2)	0.7	2.1	2.6
社会消费品零售总额同比	4.5	5.6	4.8	5.7	6.5	5.6
出口（美元计价）同比	5.3	4.7	3.2	3.3	3.7	8.4
进口（美元计价）同比	(0.5)	4.0	4.8	0.4	4.2	6.6
CPI 同比	0.1	0.7	1.2	0.4	0.5	0.7
PPI 同比	(2.7)	(0.4)	(1.4)	(0.6)	0.1	0.2
存量社融同比	8.2	8.1	7.7	7.7	7.8	8.1
M2 同比	8.1	7.9	8.3	8.4	8.1	7.9

资料来源：中银证券

4.2 风险提示

国内政策力度不及预期。如国内政策力度不及预期，可能导致通缩局面延续时间较长，进而对政府财政支出力度、居民收入预期等产生不利影响，导致内需复苏偏慢。

贸易局势升级。如果美国通过提高关税税率等手段升级贸易摩擦行为，对全球经济和国内经济产生的冲击超出预期，可能引发多重风险，包括全球市场震荡加剧、国内经济复苏进程受阻等，进而对国内经济造成不利影响。

全球范围内部分主要经济体财政安全性风险上升。近年来全球部分主要经济体出现债务违约，则将冲击全球经济以及金融市场，进而影响中国经济复苏和资本市场表现。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371