



SD-GOLD

通胀被动抬升，衰退交易处于 酝酿中

——2026年中国宏观经济及大宗商品展望

曹有明

从业资格号：F3038998

交易咨询号：Z0013162

2026年3月

投资有风险，入市需谨慎



2026年宏观经济形势与大宗商品市场 分析



扫码填写表单

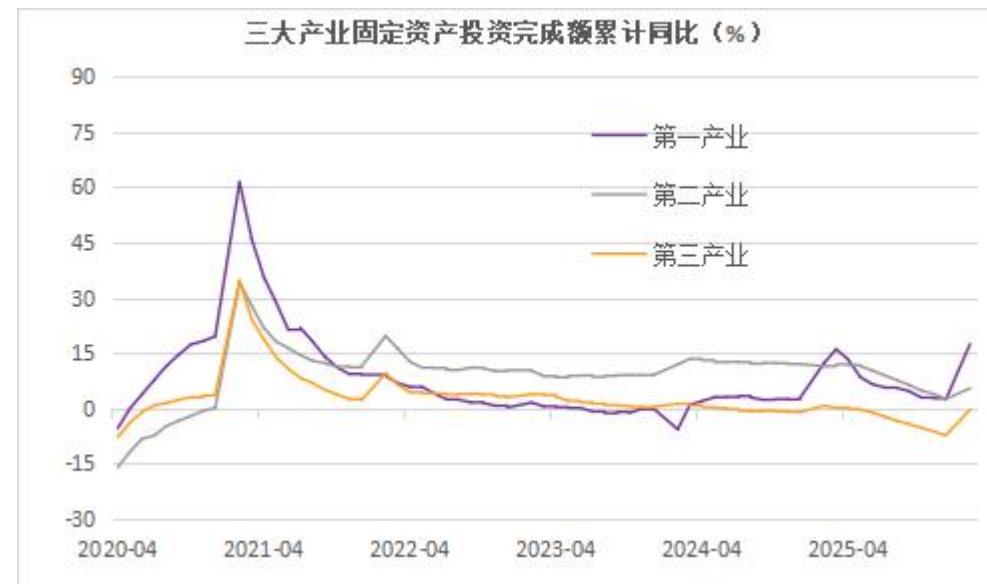
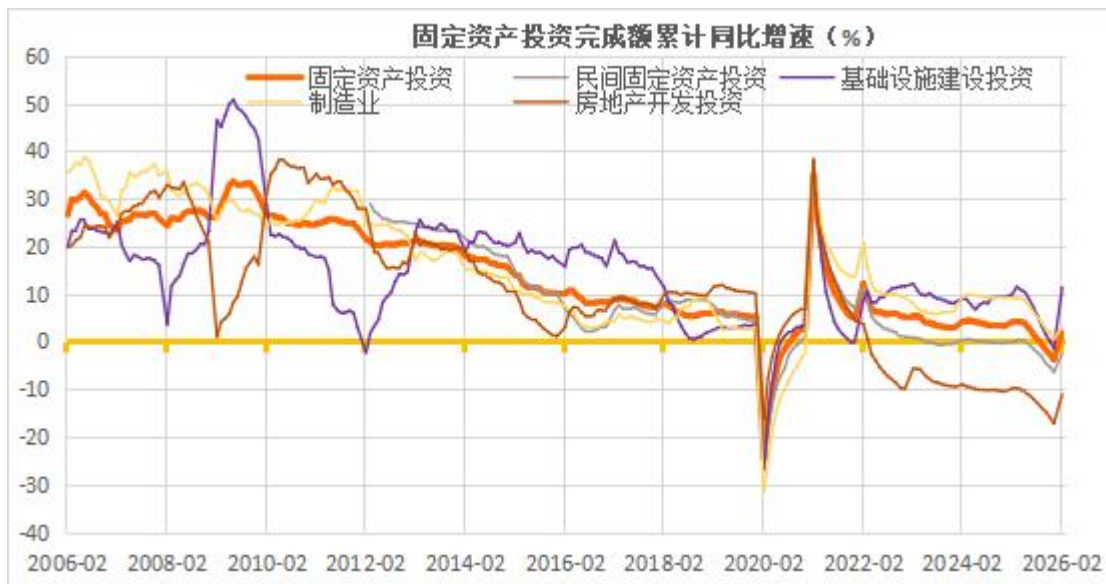
- 一、宏观经济基本面情况
- 二、美以伊冲突凸显中国能源体系及产业链优势
- 三、2026年大宗商品展望：在供给推动的通胀与衰退之间拉锯
- 四、主要结论及建议

工业增加值回升，高技术制造业增速加快



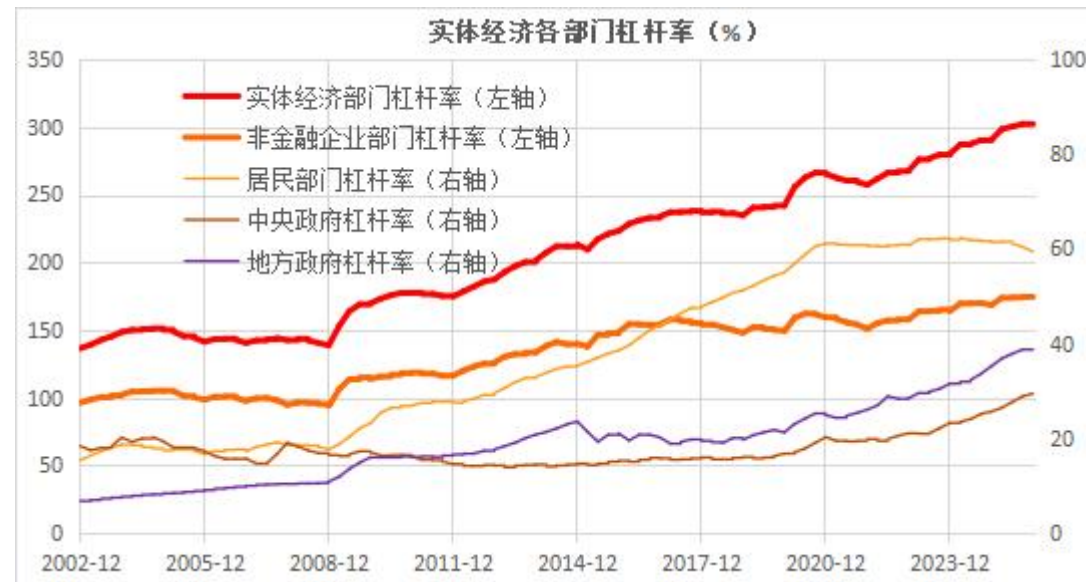
- 前2个月，工业增加值增速加快。
- 高技术制造业增长13.1%，快于全部规模以上工业6.8个百分点

固定资产投资回升，“十五五”开局之年有望企稳



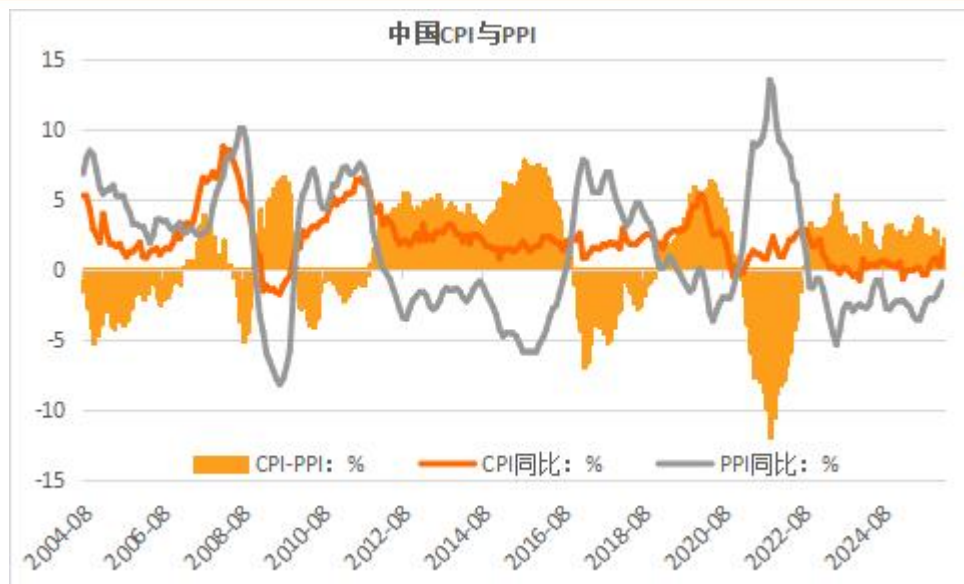
- 年初固定资产投资增速回升。
- “十五五”开局之年很多本来去年应该开工的项目，也会在2026年集中开工

社零总额增速回落，居民去杠杆压制消费

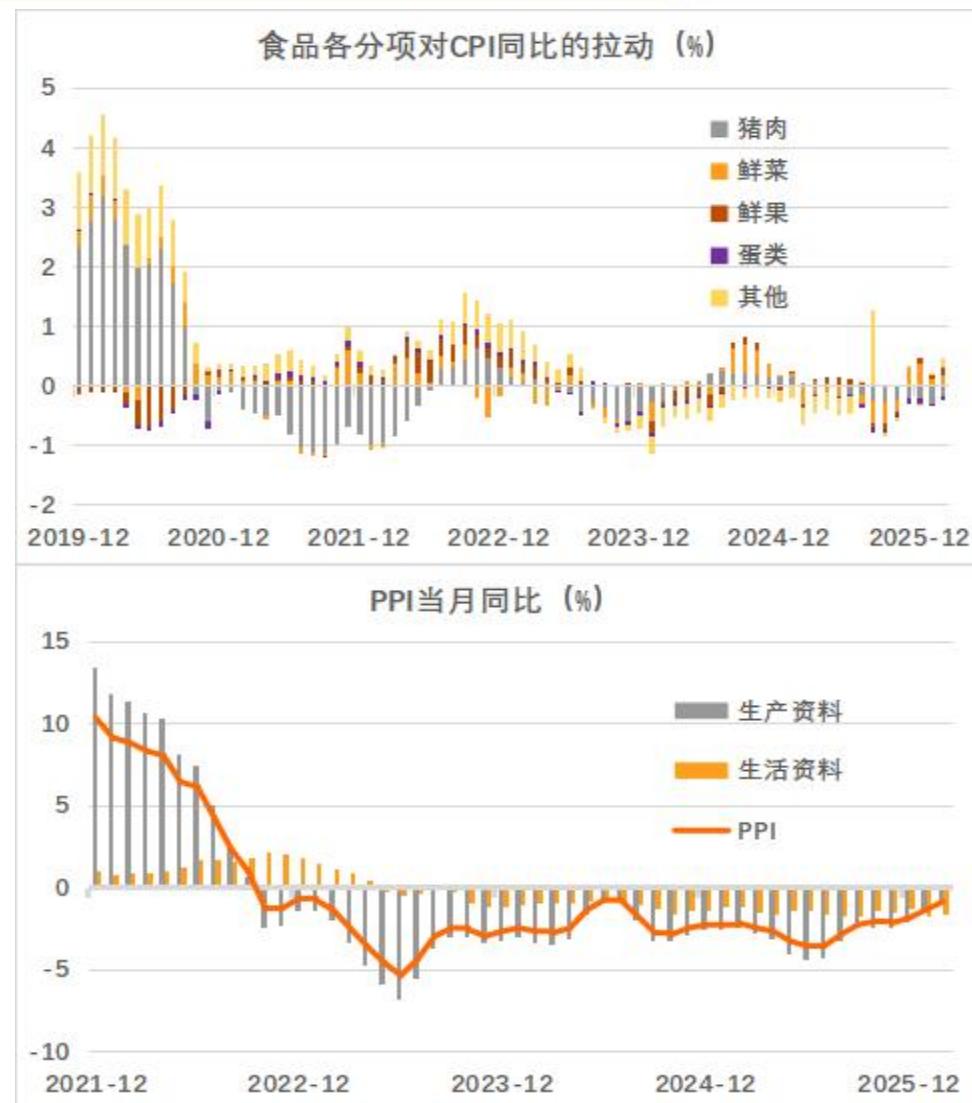


- 不是消费者不想消费，而是因为：1) 收入及收入的预期转弱；2) 居民杠杆太高了，处于去杠杆状态，居民资产负债表修复需要时间；3) 社保不完善，居民需要进行大量的预防性储蓄；4) 居民可支配收入占GDP比重严重偏低。
- 消费历来是国内宏观经济的滞后变量

通胀有所反弹，预计仍有回升空间



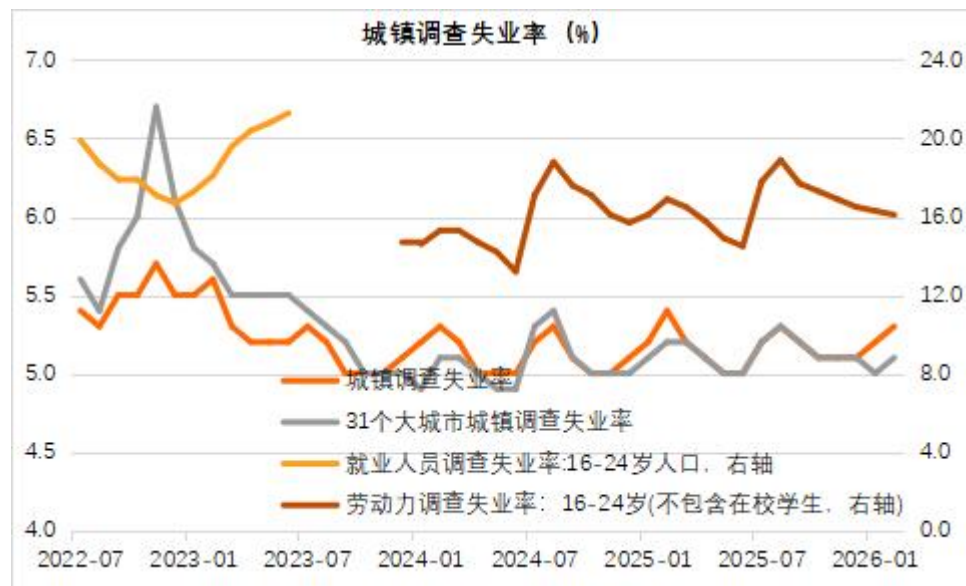
- 或主要因基数效应导致。鸡蛋、生猪等价格同比下跌，生活资料同比跌幅扩大
- 原油价格同比大幅回升，输入型通胀带动CPI和PPI的回升，预计PPI的回升将更快



投资有风险，入市需谨慎

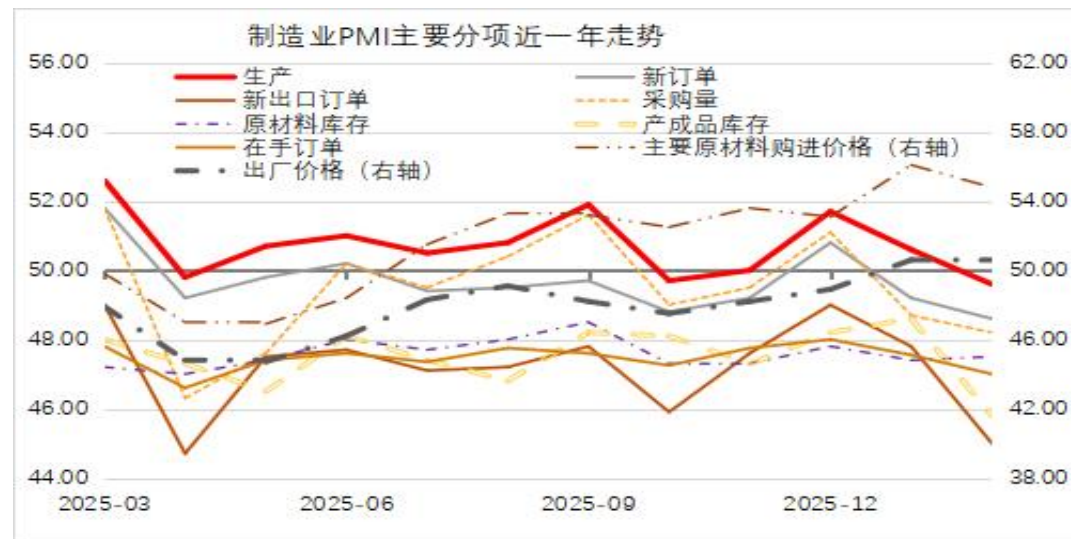
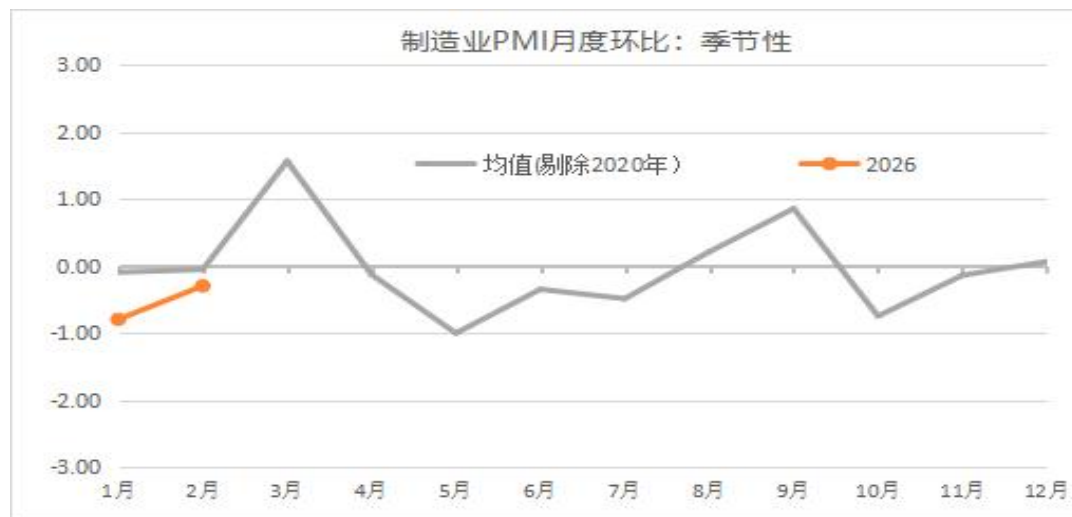
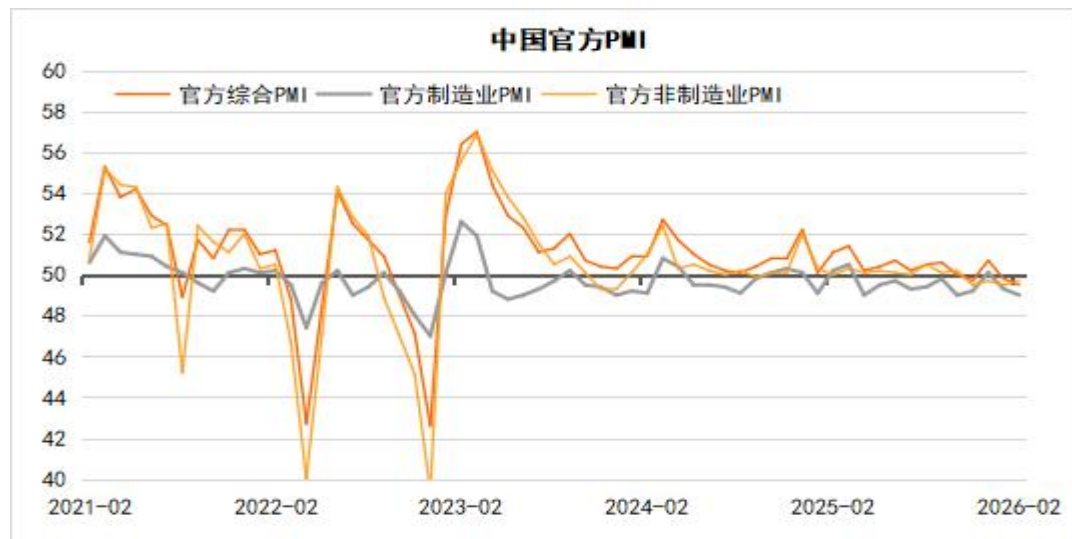
数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

失业率回升，新增就业同比压力大



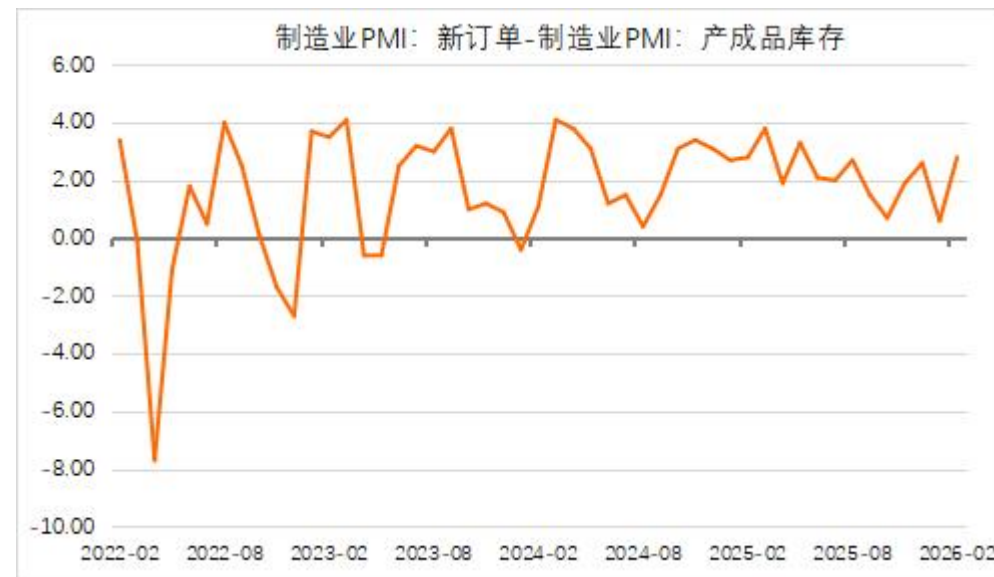
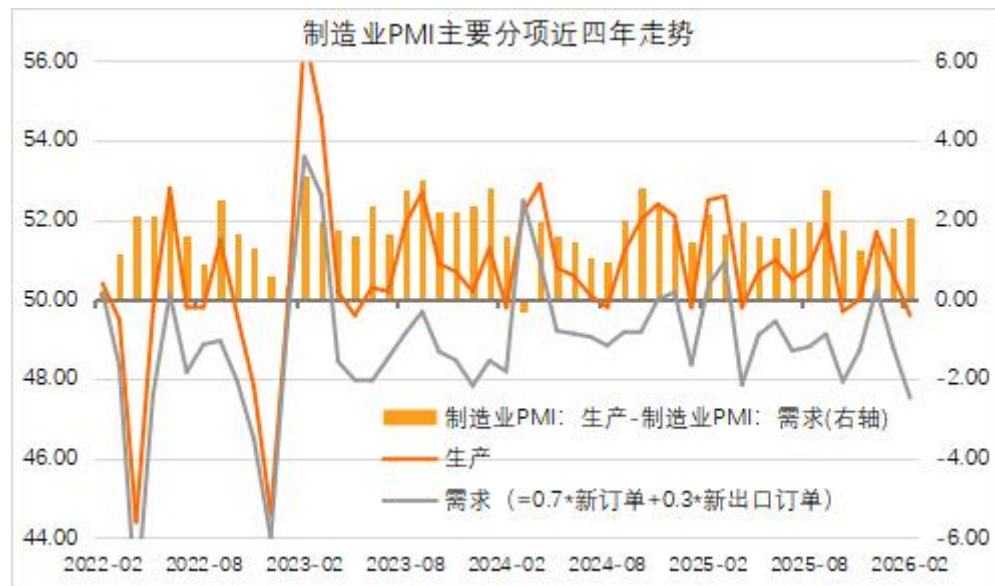
- 整体失业率有所回升，但年轻人失业率下降。
- AI代替基础人工、机器人的大量使用以及结构性失业的增加，意味着创造新增就业的难度在增加

制造业PMI持续偏弱



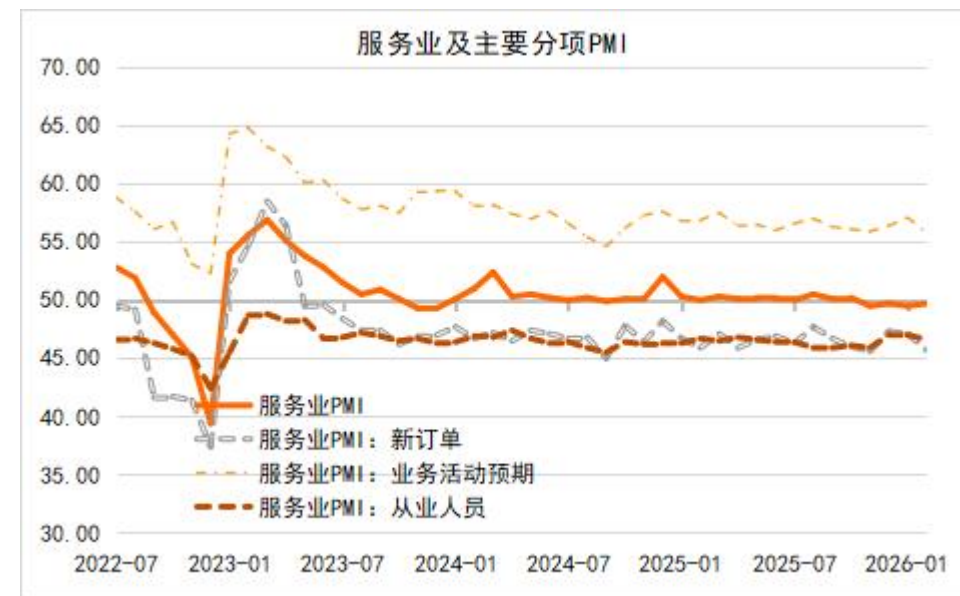
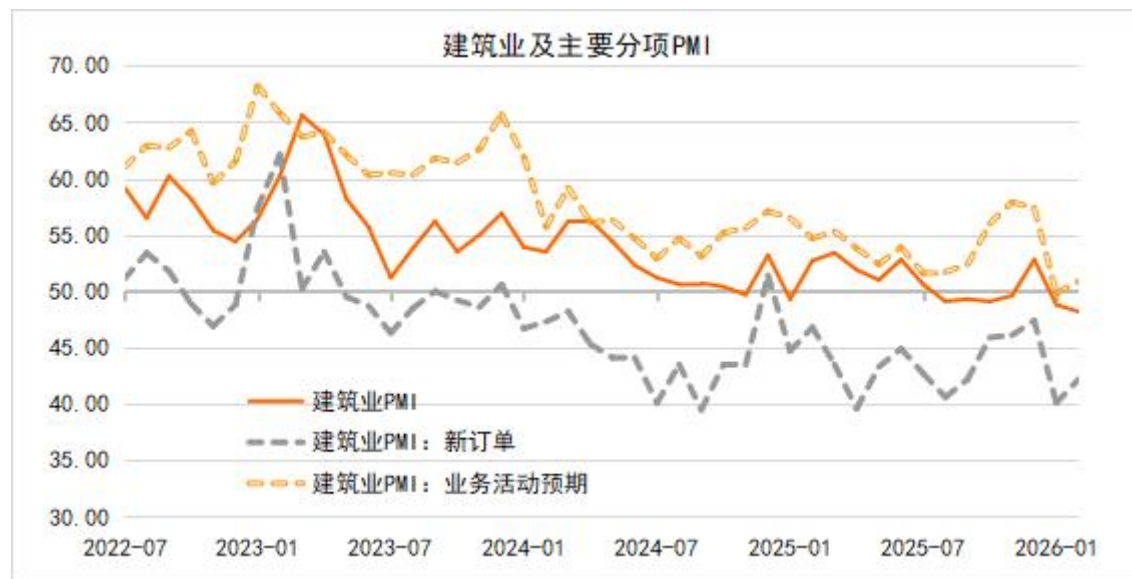
PMI分项中，主要原料购进价格分项在荣枯线上方，出厂价格分项维持稳定，其他分项均位于荣枯线下方

生产强而需求弱，库存在增加



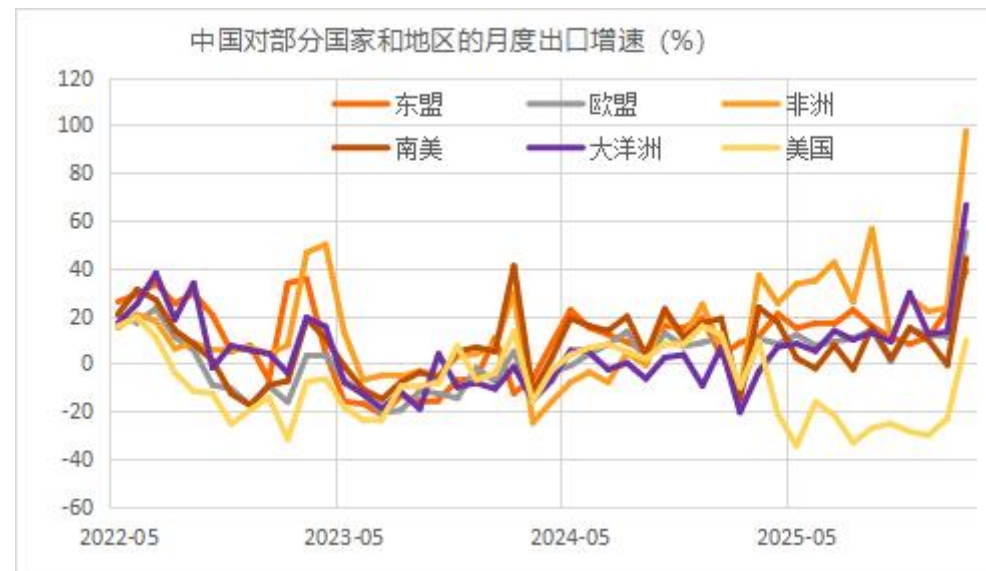
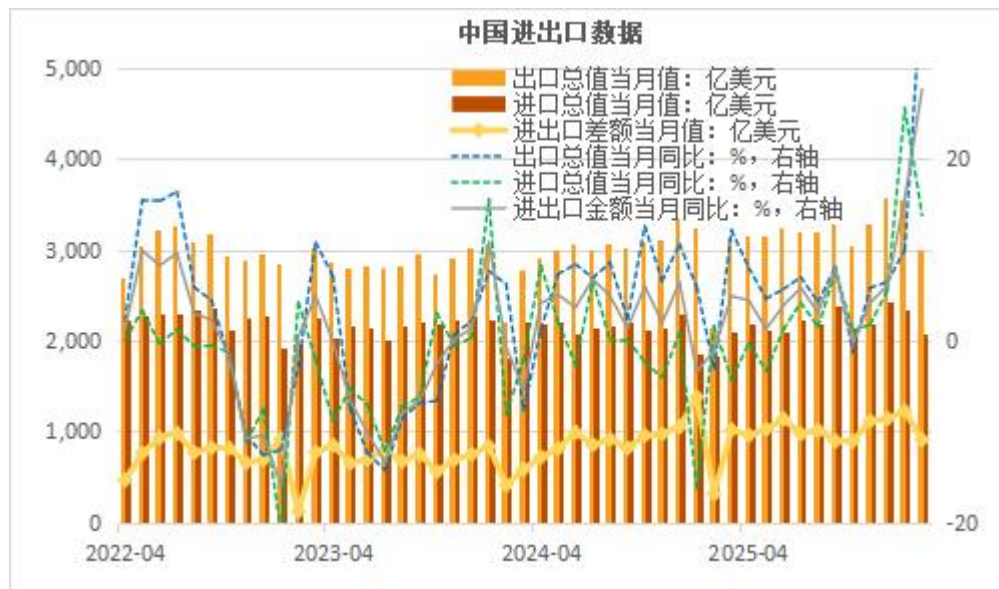
生产明显强于需求，产成品库存在回升，下游的需求更弱造成

建筑业及服务业的PMI



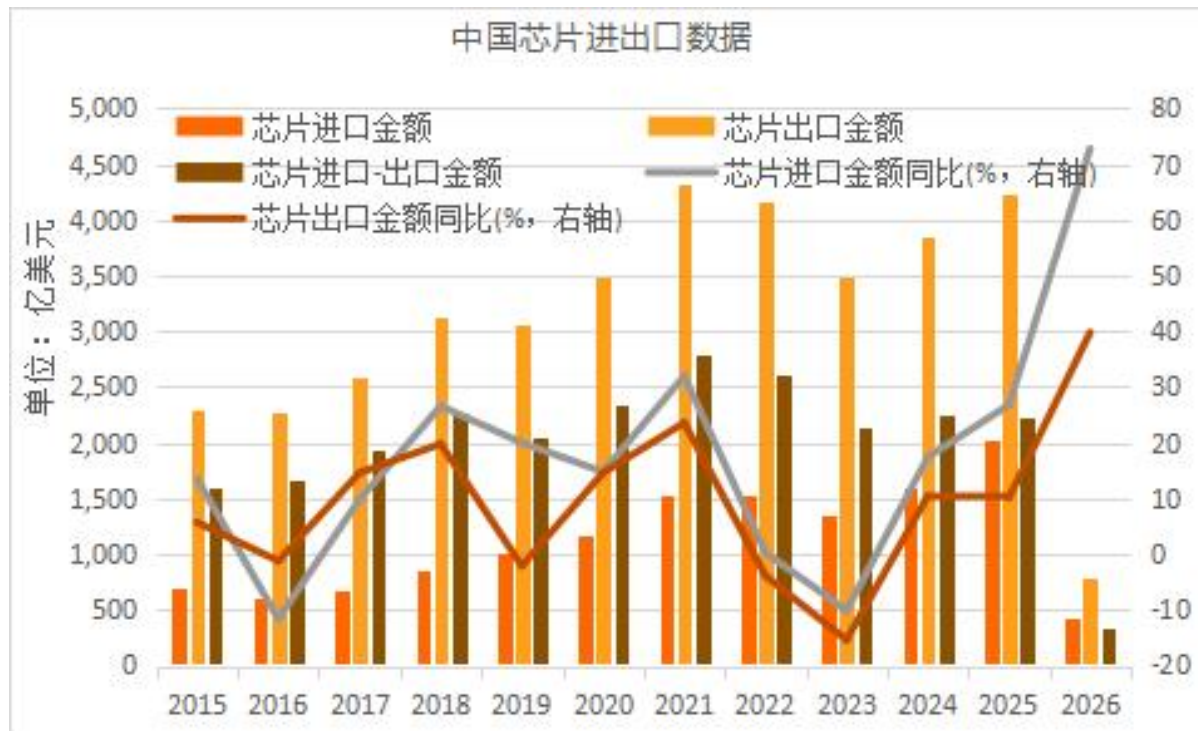
建筑业的PMI及重要分项处于近几年的低位，显示建筑业的低迷。

出口数据亮眼，稳定的能源供应加产业链优势所向披靡



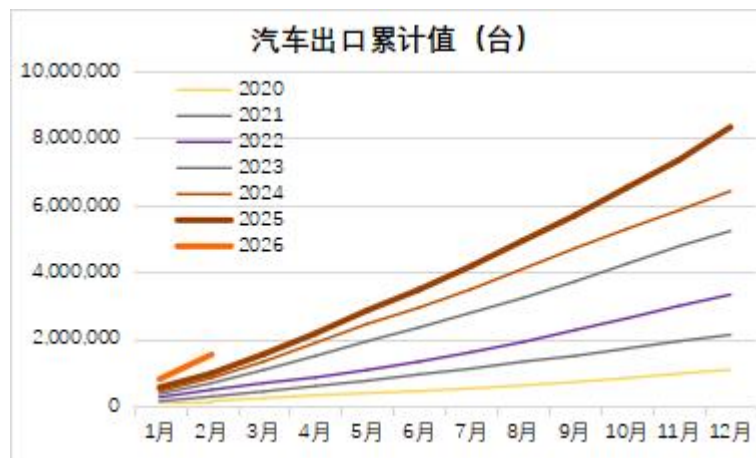
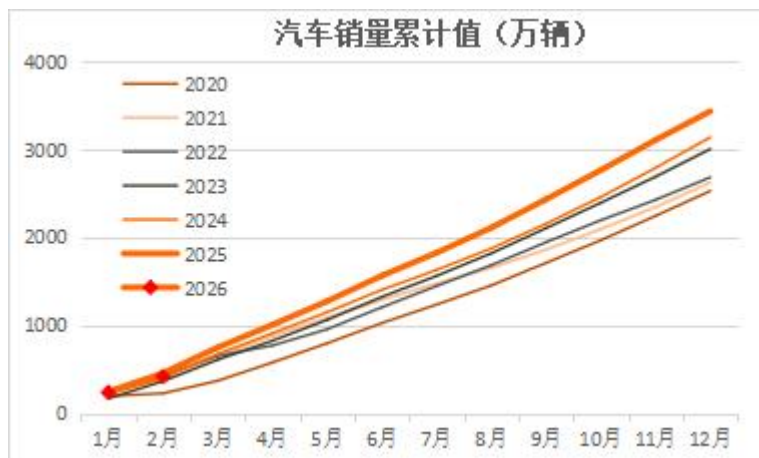
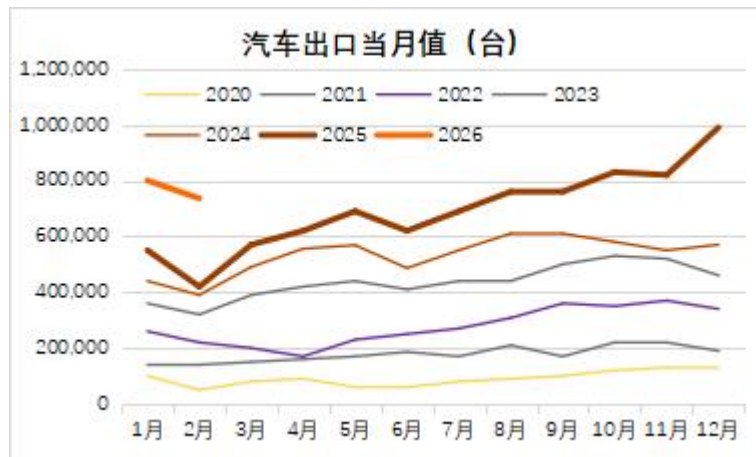
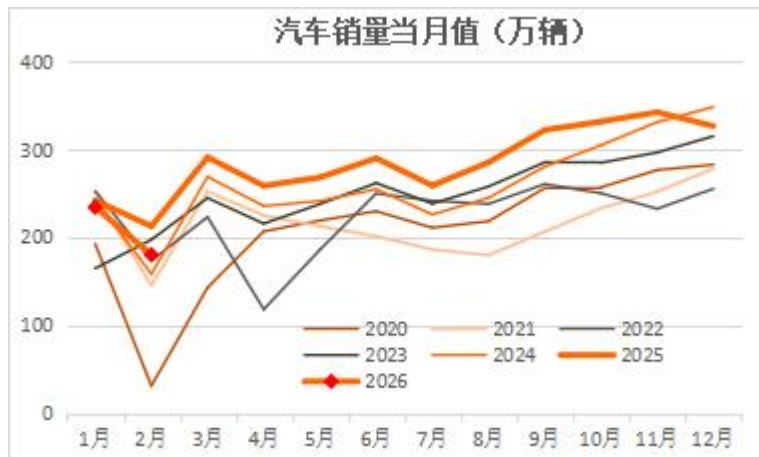
- 进出口增速远好于预期，出口具有非常强的韧性。
- 特朗普上台后，对美出口增速大幅回落，对非美地区的出口较以往以更快的速度增加。但今年1-2月，对美出口增速持稳
- 去年贸易顺差超过1万亿美元，今年前两月贸易顺差超过2千亿美元，预计今年顺差将超过去年，支撑人民币汇率

芯片出口增速加快，芯片进出口逆差有望继续收缩



- 最近几年，芯片进口替代效果初现，芯片出口增速大幅高于芯片进口增速，芯片出口规模逐年增大，芯片进出口差额在2021年达到峰值后回落，预计今年的芯片进出口差额基本维持在去年的水平。虽然美国极力打压中国的芯片产业，但是一个完全独立于美国的完整中国芯片产业链正在崛起。
- 预计经过5-10年努力，中国芯片产业将转为净出口国

汽车销量回落，出口量继续大幅增加



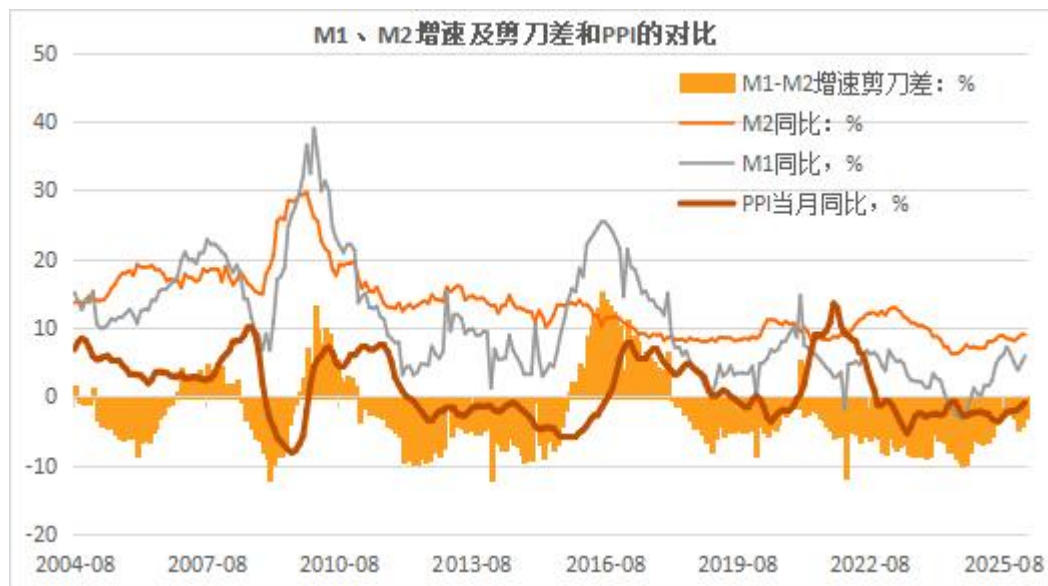
- 无论是产量、销量以及出口量，去年将继续创新高
- 随着国内补贴的退坡，预计国内汽车的销售增速面临一定的压力。不过，在新技术、新车型不断推出的情况下，销售整体规模大概率应可以维持。
- 今年汽车出口有望达到900-1000万辆之间，同比增速约在10%以上
- 2025年中国品牌汽车销量已经超过日本品牌，位居世界首位。
- 随着原油价格的上升，中国品牌电动车竞争优势更加明显，将对中国的出口形成支撑

规模以上工业企业的盈利环比有所改善



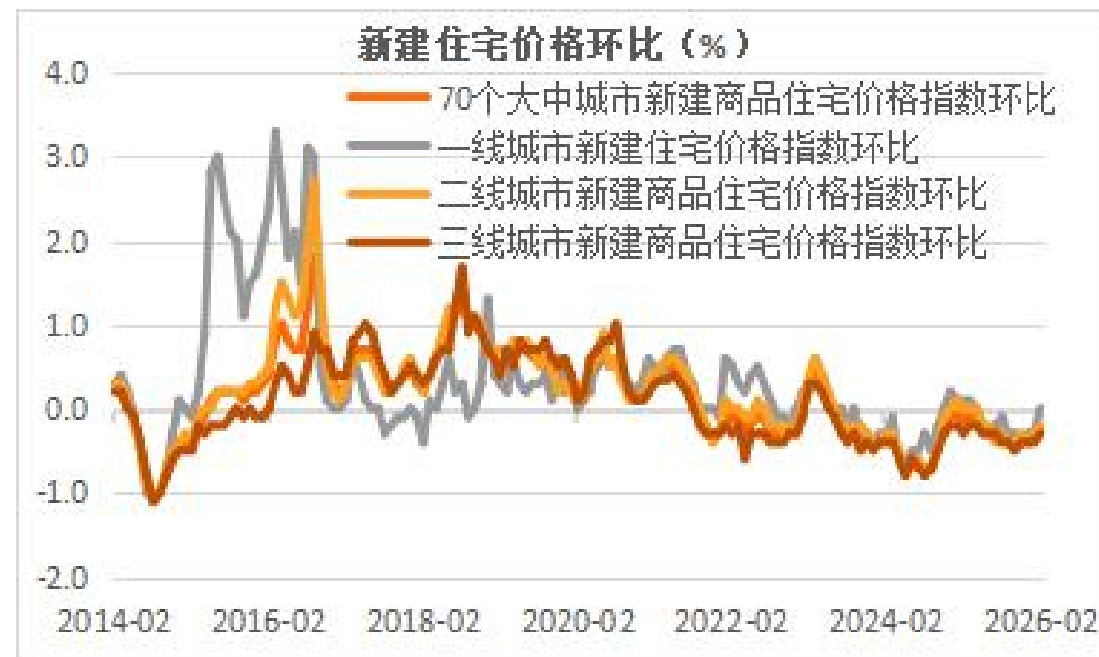
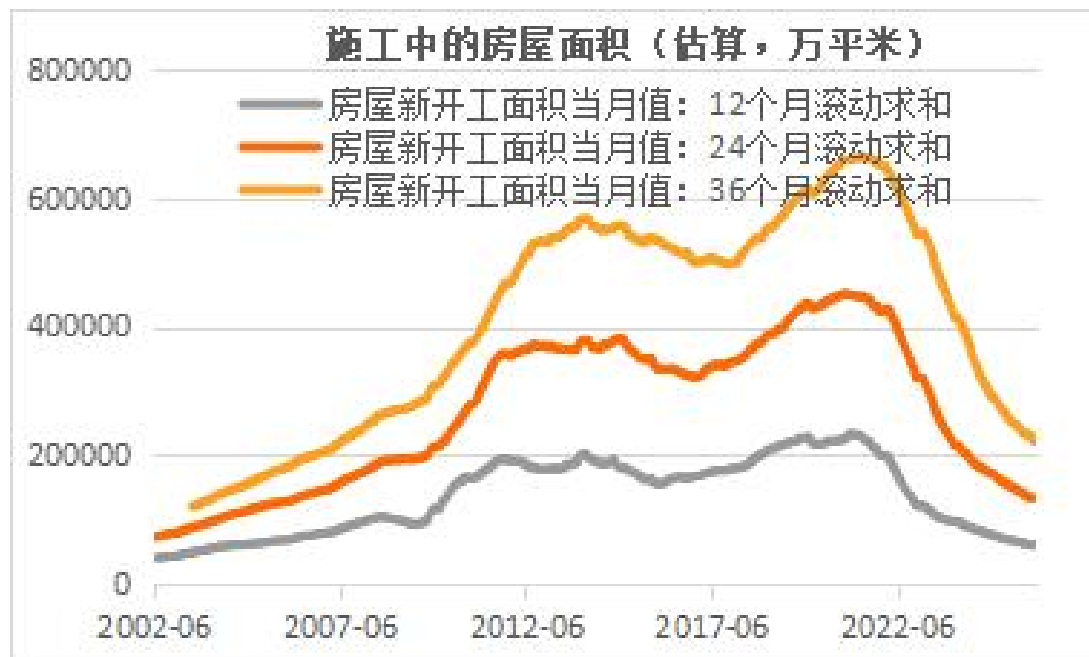
- 规模以上工业企业利润增速回升，主要因上游采掘业利润回升较快，但中下游的制造业、能源行业利润率回落，显示上游原材料价格的上涨已经侵蚀到中下游的利润
- 反内卷的推进有望改善中游制造业的利润率

M1增速回升，M1-M2剪刀差快速收敛，下行周期总有结束之时



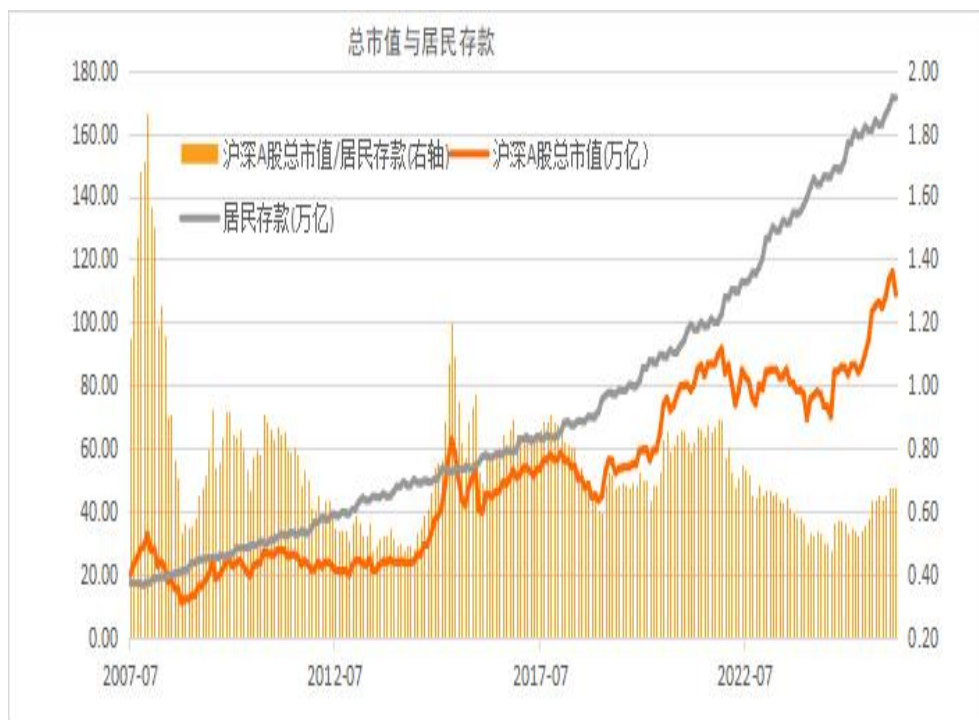
- 从历史数据看，当M1-M2剪刀差转为正值时，PPI也将跟随转为正值。这也意味着，本轮股市或将伴随着商品的牛市，这与2014-2015的牛市明显不同
- “反内卷”也可能是终结PPI下行的重要因素。不过，当前在产能过剩的领域，主要以民营企业为主，落后产能的退出难度更大
- M1的增速与股市的上涨等基本上同步发生

房屋新开工面积或将逐步企稳



- 反映在建房地产规模的数据已经回到2005年的水平，房价环比继续回落，当前房地产仍处于筑底过程中。
- 在目前这种大环境下，居民“炒房”的需求几乎不存在。唯一能承接巨量流动性的大类资产只能是股市。
- 以前房地产和宏观经济的相关性很高，以后相关性将变低，甚至在有些时候将是一个比较滞后的变量。也就是说，经济好了，房地产之后才会好，大家挣钱了之后才去买房。之前的状态是，先贷款买房，因为相信未来会更好，收入会增加。
- 目前房屋新开工面积大幅回落，这也意味着，在某个时期，房价依然存在报复性上涨的可能。

2.9 存款搬家仍有空间，市场预期改善将继续推动股市上涨



因为居民存款大概率将维持上行趋势。股市的总市值与居民存款的比值尚处于低位，有很大的上行空间。从资产配置的角度来说，居民将资产更多的配置于股市的趋势才刚刚开始。

- 刺激经济增长
 - 牛市能带来财富效应，刺激消费热情，进而拉动内需。内需扩大可推动企业扩大生产规模，增加就业岗位，形成经济发展的良性循环。同时，牛市也能为企业提供充足的资金支持，助力其搞新技术研发、开拓新市场，促进经济高质量发展。
- 助力经济转型
 - 随着房地产市场热度下降，大量资金需要新的投资方向。牛市可以为这些资金提供安全、稳定的投资环境，引导资金流向创新型企业 and 科技产业，推动经济转型升级，支持实体经济持续健康发展。
- 改善企业融资环境
 - 在牛市中，上市公司股价上升，企业通过增发股票、发行债券等方式融资会更加便利，融资成本也会降低，这有利于企业获取更多资金用于扩张和创新，增强企业的竞争力。
- 缓解债务压力
 - 一方面，牛市能够提升国有企业和中字头公司的股价，地方政府可通过减持国有企业股份获得资金来偿还债务。另一方面，通过股市的高流动性，资金在市场中周转，可在一定程度上帮助个人、企业解决债务问题。
- 提升国际竞争力
 - 一个繁荣的股市是国家经济实力的重要标志，能吸引更多国际资金流入，提升中国在全球经济中的地位，让世界看到中国经济的活力和潜力。同时，企业也能在牛市的助力下，有更多资源投入研发，在全球产业链中迈向更高端位置。

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

宽松的财政政策预计将维持很长时间

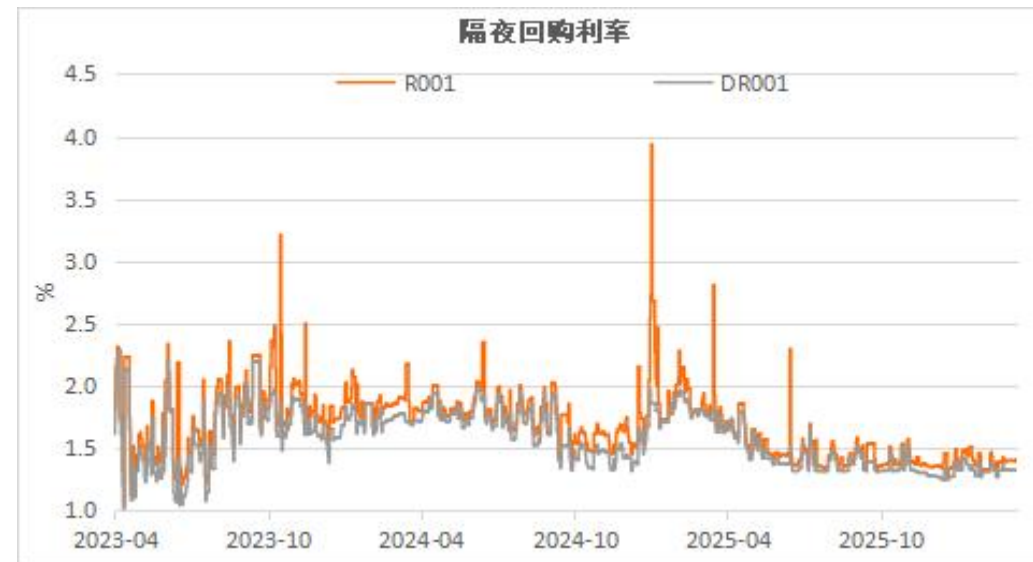
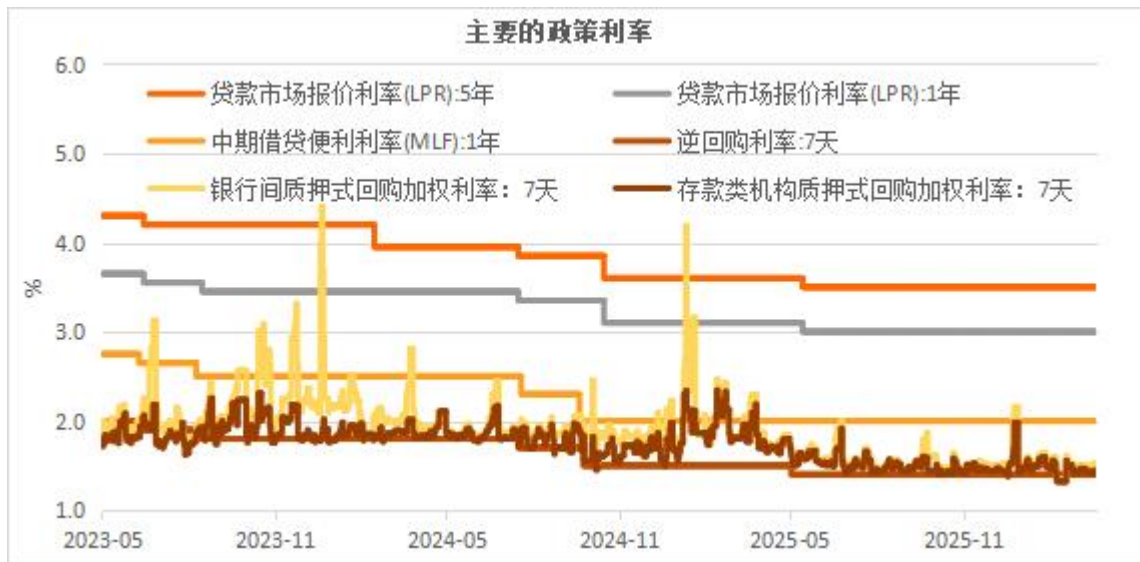


政府部门杠杆率相对偏低，仍有加杠杆空间。而且，宽财政的时间预计会较长，不会很快结束。

地方政府拉长债券发行期限，延缓到期还款压力，有利于减轻当前的财政压力

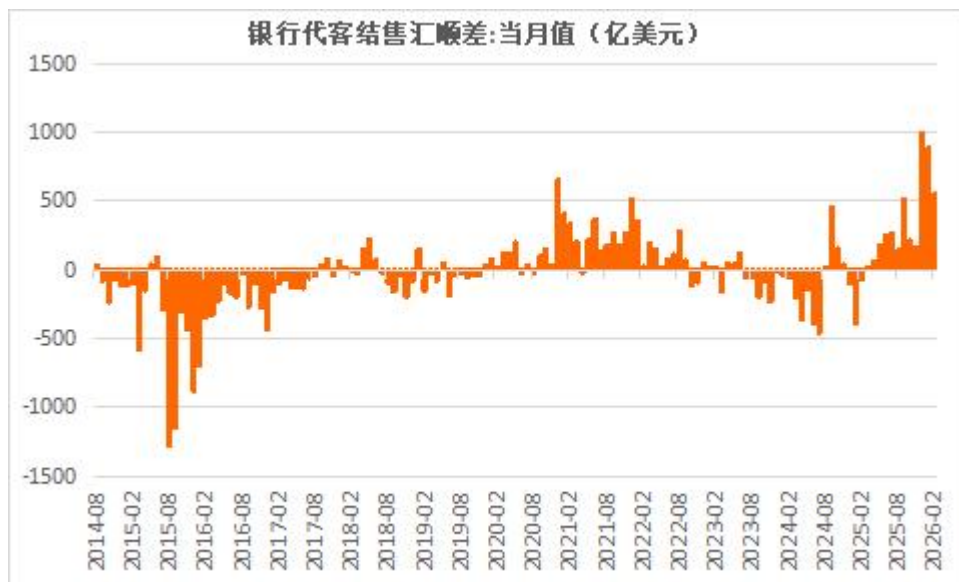
各种消费补贴存在一定的不确定性，但大概率会以某种方式延续，不会全面结束，会延续2-3年的时间；2) 其他措施如加大赤字规模、加大转移支付力度等措施

宏观资金面将长期保持偏宽松的状态



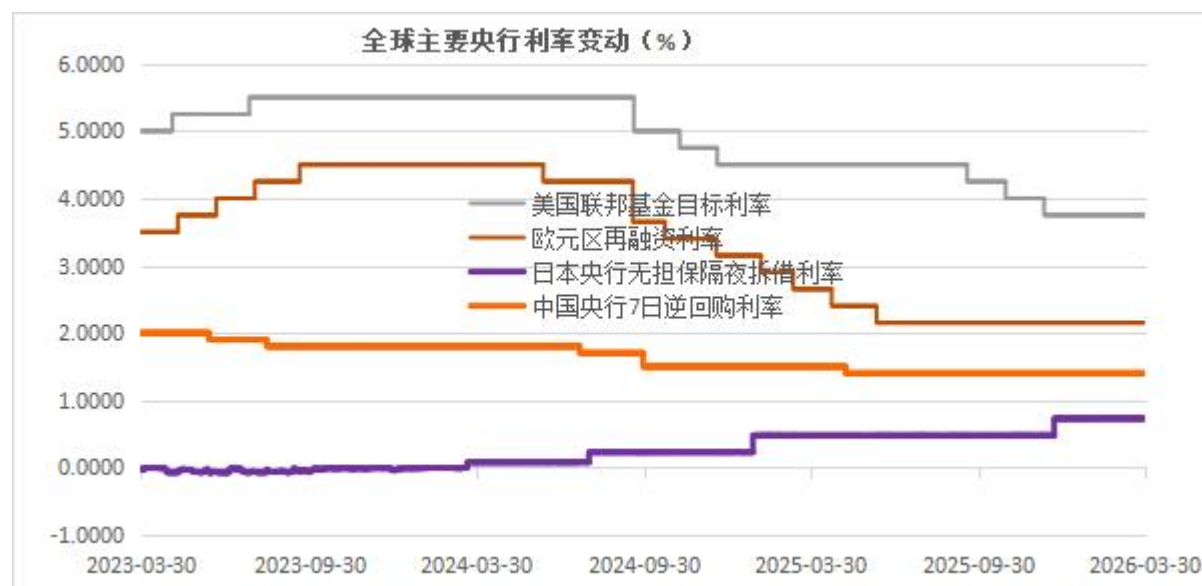
- 7天期逆回购利率已经在较长时期维持在低位，没有出现明显的波动。资金面宽松将继续，资金利率仍有继续下降的空间。
- 另外，虽然近期资金利率处于低位，且重心在不断下降，但国债期货却持续调整了超过半年时间，说明市场整体的预期出现了非常明显的变化。从债券市场的角度看，市场预期已经出现了重大的扭转。这种扭转主要因市场风险偏好改变造成，并非政策面和资金面出现的变化造成。

银行结售汇持续大额顺差，人民币汇率持稳概率大



- 一般来说，当结售汇转为顺差时，A股整体走势偏强
- 虽然近期美元走强，人民币走弱，但人民币资产的吸引力增加，人民币计价的国债收益率跑赢了诸多大类资产，成为海外投资者新的避风港。

原油价格上涨改变市场预期



- 目前国内仍维持低利率，且采取适度宽松的货币政策。但因原油价格上涨抬升了整体的通胀预期，目前市场预期欧美央行今年不仅不降息，有可能将被迫加息，对市场形成明显的风险

- 因美以及伊朗之间的诉求差距过大，暂时不会有和平协议
- 美国为了获得更多的谈判筹码，或将采取地面进攻。
- 目前伊朗内部比战前更加团结，各派别为了争夺话语权，选择更加强硬的方式回击美以
- 即使能够达成协议，已遭毁坏的原油生产设施不可能在短期得到修复。供应冲击前所未有
- 市场必须要承受原油价格在更长时期处于更高位置
- 高油价推高通胀，目前市场交易的是加息逻辑。
- 但是高油价本身压制需求，同时更高的利率也伤及总需求，高油价最终会导致经济衰退
- 当前市场还没有交易经济衰退。

- 宏观经济将夯实底部。今年是“十五五”开局之年，房地产投资下滑速度将放缓，基建投资增速将回升，这两者对整体的固定资产投资的拖累有所减轻，进出口增速加快。可以概括为：**出口支撑、投资企稳、消费仍偏弱，物价温和回升，全球衰退风险累积**
- 政策仍将维持积极。财政政策仍保持积极，低利率环境不会改变。短期央行降息调降并不具备，但当市场逐渐转为衰退交易时，则央行有可能提前其他国家央行降息。
- 资产配置上：1) 短期：商品》债券》股票；2) 中长期：股票》债券》商品
- 对于消费，不宜寄予过高的期望。消费将会是这轮经济周期的滞后变量，在没有严重供给冲击的情况下，与消费挂钩紧密的大宗商品，难有大的机会，如生猪、鸡蛋等。
- 对于原油化工品种，仍有可能在原油价格上涨带动下继续走强，关注尚没有出现上涨以及受反内卷影响的品种，如纸浆等。由于目前仍在消化加息的预期，贵金属、有色金属走势偏弱。当市场进入衰退交易时，在高位的品种将面临巨大的回调压力

2026年可能存在的风险分析

- 美伊冲突不确定大
- 美国人工智能泡沫破灭的风险以及外溢影响
- 通胀和衰退交易转变太快



感谢阅读

投资有风险，入市需谨慎



免责声明

本报告由山金期货投资咨询部制作，未获得山金期货有限公司的书面授权，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。在山金期货有限公司及其研究人员知情的范围内，山金期货有限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。

山金期货官方微信号



投资有风险，入市需谨慎