

中国宏观经济：周期已至、曙光初现

——2026 年上半年中国宏观经济回顾与下半年展望

方正中期期货研究院 宏观金融与航运团队 李彦森 Z0013871

➤ 摘要：

○ 2026 年以来，国内经济出现明显改善，分化加剧态势。其中一季度 GDP 增速达到 5.0%，与去年保持一致，二季度则有可能回落。经济增长具有两大特点。一是名义增长速度正如期改善，一季度 GDP 平减指数修复至微跌 0.06%，为 3 年以来最高位。且二季度将呈现明显的正增长。名义增速开始超过实际增速，更有利于企业、居民、政府收入改善和经济环境体感向好。二是从结果上看，经济转型继续加速。传统内需一季度尚且稳定，受到财政支出增量的支持较大，但二季度有明显走弱。同时外需持续稳中有升，成为经济的最重要支持。内需中投资呈现先强后弱的明显波动，制造业保持稳定的同时，基建是投资节奏的主要扰动，地产则是投资总量的主要拖累。消费稳中回落，对经济无增量带动，但仍是重要的压舱石。影响因素上看，“反内卷”等价格治理政策效果持续显现，叠加一季度地缘政治风险影响下油价上涨带来的输入性因素，再通胀明显加速。产出端则受到全球周期性转向下外需带动，以及经济转型的铺垫，呈现明显的分化态势——面向传统内需的原材料行业持续走弱，但新型制造业如半导体等极为强势。往后看，库存周期回归加库存的大框架之下，我们仍强调下半年经济逐步修复的方向不变。具体来看，外需动能仍有可能进一步上升，基建可关注三季度修复情况，但中后周期的消费暂时可能仍偏弱，需关注居民收入等先行指标，年末至明年或出现修复。地产下游已有局部改善迹象，企稳反弹概率上升，但长期看仍存在不确定性。叠加“十五五”首年政策集中发力情况看，中性预期下今年经济增速实现 4.5% 以上目标不难，且大概率接近 5%，节奏上呈现先降后升态势。特别是通缩彻底结束后，名义增长将回升至 5% 以上。中国经济可谓周期已至、曙光初现。

○ 对于大宗商品，上半年的结构性行情来自于地缘政治风险的不确定性和对美联储政策的博弈，经济基本面改善有一定端倪，但尚未成为影响市场的关键。我们预计，下半年全球经济基本面将继续好转，需求预期改善叠加长期科技革命叙事，大宗商品尤其是有色有望维持强势，即使短期调整下方空间也相对有限。能化方面仍需关注地缘风险，同时需求动能强度或不及有色金属。农产品重点则在供给方面，尤其需要关注厄尔尼诺影响下全球农产品减产风险。黑色的核心依然是内需基建、地产，尤其是后者能否企稳。整体来看，经济周期、需求周期影响下商品市场总体有望维持上升趋势，但出现一轮类似于去年的主

升浪式的行情，需要美联储重回降息预期配合，难度相对较大，震荡上涨可能性更高。板块方面，预计有色仍是最强势表现，农产品其次，能化随后，黑色则存在不确定性。

目录

第一部分	名义增速显著改善 内生动能正在增强	4
一、	量价齐升产出增长 外需发力周期触底	5
二、	制造业投资稳定 基建由强转弱 地产仍有拖累	7
三、	多因素影响下消费有所走弱 仍需关注收入改善程度	10
四、	进出口大幅增长 外需对经济带动明显上升	11
第二部分	通缩已经结束 但再通胀节奏或放慢	13
一、	油价涨超过猪价跌 核心 CPI 维持稳定	14
二、	PPI 转正后 上行节奏将面临考验	16
第三部分	财政谨慎、货币中性 增量政策不突出	18
一、	货币政策维持中性 全面宽松概率依然较低	18
二、	广义财政支出放慢 结构性支持为主	20
三、	政策扩张转向谨慎 财政宽松力度下降	21
第四部分	人民币或延续震荡升值趋势	24
第五部分	商品将继续高波动下的震荡上行	27
第六部分	全文总结与 2026 年下半年展望	29

第一部分 名义增速显著改善 内生动能正在增强

2026 年¹以来，国内经济出现明显改善，分化加剧态势。其中一季度 GDP 增速达到 5.0%，与去年保持一致，二季度则有可能回落。经济增长具有两大特点。一是名义增长速度正如期改善，一季度 GDP 平减指数修复至微跌 0.06%，为 3 年以来最高位。且二季度将呈现明显的正增长。名义增速开始超过实际增速，更有利于企业、居民、政府收入改善和经济环境体感向好。二是从结果上看，经济转型继续加速。传统内需一季度尚且稳定，受到财政支出增量的支持较大，但二季度有明显走弱。同时外需持续稳中有升，成为经济的最重要支持。内需中投资呈现先强后弱的明显波动，制造业保持稳定的同时，基建是投资节奏的主要扰动，地产则是投资总量的主要拖累。消费稳中回落，对经济无增量带动，但仍是重要的压舱石。影响因素上看，“反内卷”等价格治理政策效果持续显现，叠加一季度地缘政治风险影响下油价上涨带来的输入性因素，再通胀明显加速。产出端则受到全球周期性转向下外需带动，以及经济转型的铺垫，呈现明显的分化态势——面向传统内需的原材料行业持续走弱，但新型制造业如半导体等极为强势。往后看，库存周期回归加库存的大框架之下，我们仍强调下半年经济逐步修复的方向不变。具体来看，外需动能仍有可能进一步上升，基建可关注三季度修复情况，但中后周期的消费暂时可能仍偏弱，需关注居民收入等先行指标，年末至明年或出现修复。地产下游已有局部改善迹象，企稳反弹概率上升，但长期看仍存在不确定性。叠加“十五五”首年政策集中发力情况看，中性预期下今年经济增速实现 4.5% 以上目标不难，且大概率接近 5%，节奏上呈现先降后升态势。特别是通缩彻底结束后，名义增长将回升至 5% 以上。

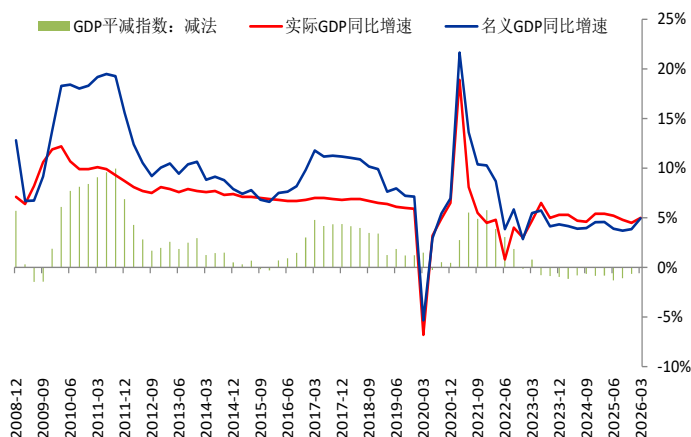


图 1 GDP 平减指数明显修复
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

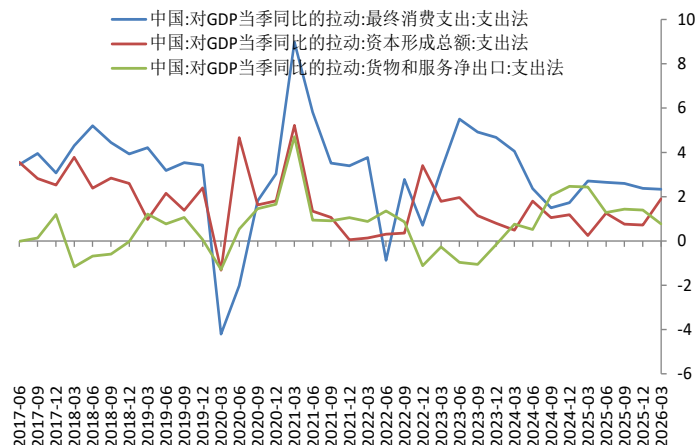


图 2 一季度投资贡献短期增加
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

¹ 本文以 2026 年上半年为出发点，展望 2026 年下半年情况，如非特别说明，引用数据一律截至到 2026 年 5 月。

2026	Q1当季	Q2当季	Q3当季	Q4当季	全年累计
实际GDP同比 增速	5.00%	5.00%	5.10%	5.10%	5.05%
		4.90%	5.00%	5.00%	4.98%
		4.80%	4.90%	4.90%	4.90%
		4.70%	4.80%	4.80%	4.82%
		4.60%	4.70%	4.70%	4.74%

表 1 不同情境下的 2026 年 GDP 增速预期

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

数据名称	单位	2024	2025	2025-06	2025-07	2025-08	2025-09	2025-10	2025-11	2025-12	2026-01	2026-02	2026-03	2026-04	2026-05
实际GDP累计同比	%	5.00	5.00	5.30	--	--	5.20	--	--	5.00	--	--	5.00	--	--
名义GDP累计同比	%	4.16	3.99	4.23	--	--	4.04	--	--	3.99	--	--	4.94	--	--
工业增加值累计同比	%	5.80	5.90	6.40	6.30	6.20	6.20	6.10	6.00	5.90	--	6.30	6.10	5.60	5.40
制造业PMI	点	49.78	49.57	49.70	49.30	49.40	49.80	49.00	49.20	50.10	49.30	49.00	50.40	50.30	50.00
出口金额:累计同比	%	5.82	5.45	5.86	6.03	5.79	6.07	5.29	5.34	5.45	10.00	21.80	14.70	14.50	15.50
进口金额:累计同比	%	1.03	0.23	-3.76	-2.61	-2.07	-0.91	-0.65	-0.36	0.23	26.30	20.30	23.20	23.70	24.50
贸易差额:累计值	亿美元	9926	11813	5834	6808	7819	8707	9588	10689	11813	1212	2114	2616	3463	4517
固定资产投资:累计同比	%	3.20	-3.80	2.80	1.60	0.50	-0.50	-1.70	-2.60	-3.80	--	1.80	1.70	-1.60	-4.10
房地产投资:累计同比	%	-10.60	-17.20	-11.20	-12.00	-12.90	-13.90	-14.70	-15.90	-17.20	--	-11.10	-11.20	-13.70	-16.20
基建投资:累计同比	%	9.19	-1.48	8.90	7.29	5.42	3.34	1.51	0.13	-1.48	--	9.76	9.24	4.92	0.75
制造业投资:累计同比	%	9.20	0.60	7.50	6.20	5.10	4.00	2.70	1.90	0.60	--	3.10	4.10	1.20	-0.40
名义社会消费:累计同比	%	3.50	3.70	5.00	4.80	4.60	4.50	4.30	4.00	3.70	--	2.80	2.40	1.90	1.40
GDP平减指数累计同比	%	-0.80	-0.96	-1.02	--	--	-1.10	--	--	-0.96	--	--	-0.06	--	--
CPI:累计同比	%	0.20	0.00	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.00	0.00	0.20	0.80	0.90	0.90	1.00
核心CPI:累计同比	%	0.50	0.70	0.40	0.50	0.50	0.60	0.70	0.70	0.70	0.80	1.30	1.20	1.20	1.20
PPI:累计同比	%	-2.20	-2.60	-2.80	-2.90	-2.90	-2.80	-2.70	-2.70	-2.60	-1.40	-1.20	-0.60	0.20	1.00
PPIRM:累计同比	%	-2.20	-3.00	-2.90	-3.20	-3.30	-3.20	-3.20	-3.10	-3.00	-1.40	-1.10	-0.50	0.50	1.60
M2:存量同比	%	7.30	8.50	8.30	8.80	8.80	8.40	8.20	8.00	8.50	9.00	9.00	8.50	8.60	8.60
贷款余额存量同比	%	7.60	6.40	7.10	6.90	6.80	6.60	6.50	6.40	6.40	6.10	6.00	5.70	5.60	5.50
社融规模存量同比	%	8.00	8.30	8.90	9.00	8.80	8.70	8.50	8.50	8.30	8.20	8.20	7.90	7.80	7.70

表 2 近一年主要经济数据变动情况

数据来源：Wind、方正中期研究院

一、量价齐升产出增长 外需发力周期触底

上半年产出端主要指标多数表现超预期，呈现加速上升为主。截至 5 月名义工增同比增速已经上升至 8.4%，较去年底的 3.3%明显加快。从影响因素上看，名义工增大幅加速分两个阶段，第一阶段主要是一季度，为 PPI 加速、实际工增加速双重带动，后者影响程度相对更大。二季度开始则主要转向价格带动，因 PPI 同比增速明显加快。受到名义增速带动，企业部门整体营收和利润加速改善为主，但利润分化情况更加严重，上游采掘和下游半导体行业表现更好，原材料和多数制造业受益有限。同时，产销率和出口交货值也持续改善，尤其是后者表现强势，二季度仍位于绝对高位。从供需角度看，一季度内外需求同步改善，均带动产出端上升。二季度开始内需明显走弱，但外需动能继续增强，这也是二季度行业分化的主要原因。具体来看，基建和地产对上游相关原材料拖累依然较为显著。化工行业受到原油等原材料限制程度下降，从量来看外部冲击有所弱化。电力相关行业维持稳定。半导体、工业装备制造业依然非常强势，目

前经济转型方向不变，并维持较快速度。情况表明，供需逻辑大幅分化，外需以及外需相关的供给强势不改，内需相关行业则维持弱势。

我们一直强调，本轮 40 个月周期起始于 2022 年末、2023 年初，前 24 个月（2023 年、2024 年为上行期），后 16 个月（2025 年、2026 年前 4 个月）为下行期。因此二季度库存周期触底、全年经济前低后高可能性大，内生动能总体将有所增强。库存周期仍处于主动加阶段，但并不典型。下半年价格对名义增速上行支持力度下降，增量需求对供给的带动将迎来考验。K 型分化将会加剧，更接近康波周期上行动能的新质生产力行业，具有更强的动能，如半导体、AI 相关产业。传统行业更多是以止跌企稳或类似状态步入改善通道而非明显上行。

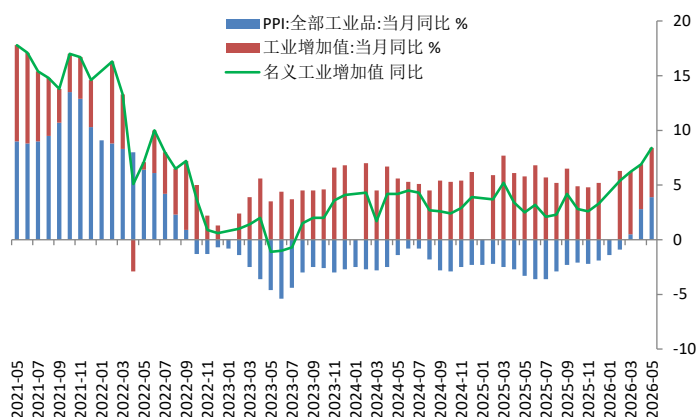


图 3 价改善、量上升共同驱动名义产出

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

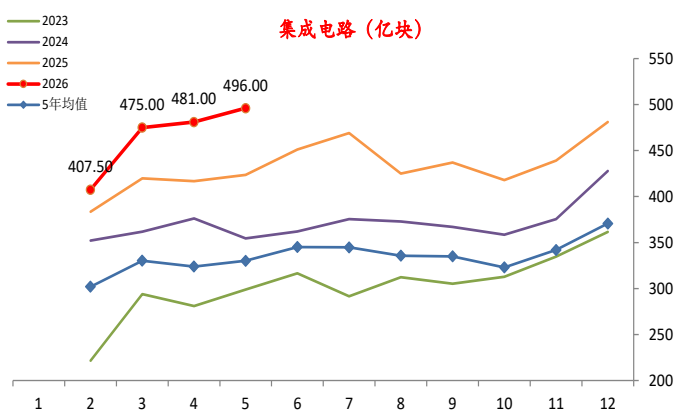


图 4 集成电路为代表的半导体行业表现最强

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

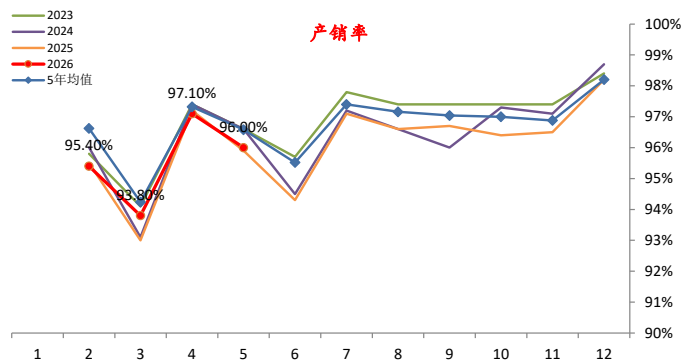


图 5 产销率较去年同期有所改善

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

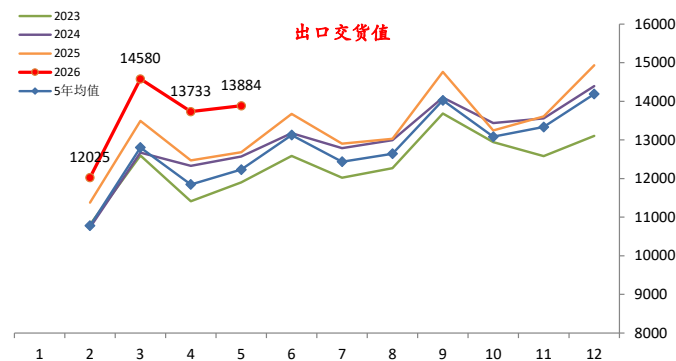


图 6 出口交货值刷新高位，反映外需动能强劲

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

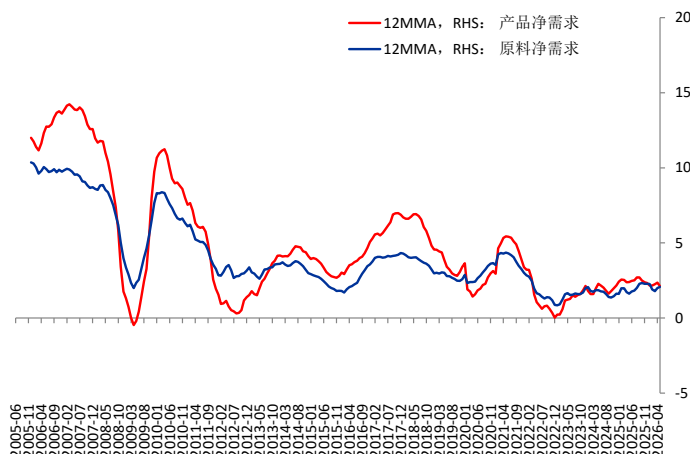


图 7 库存周期已经接近底部

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

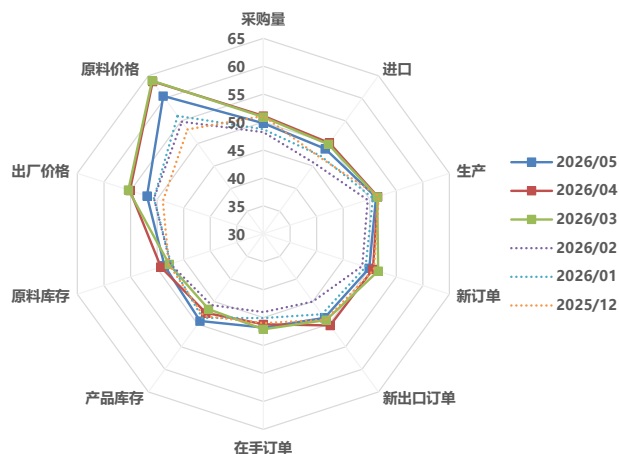


图 8 PMI 分项已经显示出一定加库存迹象

数据来源：Wind、方正中期研究院

二、制造业投资稳定 基建由强转弱 地产仍有拖累

2026 年以来投资增速明显波动，一季度表现相对强势，固定资产投资增速位于 0 上方，其中基建投资回升至 9% 左右。但二季度开始增速明显下降，当月同比最低降至 -10% 附近。其中基建、制造业、房地产均有走弱，地产绝对增速降幅仍最大，基建边际走弱最多，制造业相对稳定。

基建投资方面，今年一季度增速明显回升，从去年末的大幅负增长增至 3 月接近 10%，显示基建领域的积极修复。但二季度开始政府融资明显回落，4 月、5 月增量均弱于季节性，导致资金投入放慢，令基建投资持续弱于预期，这背后存在化债挤占资金影响。下半年来看，化债的阶段冲击结束后，政策发力程度仍决定基建修复幅度，低基数之下同比下行空间相对有限。同时关注资金面情况，预计三季度存在改善可能性。但鉴于目前外需强势，经济完成全年增速目标难度不大，因此我们认为决策层主动大幅加码逆周期调节可能性不高，因此基建投资对总投资和经济带动或相对有限，当然也较难出现大幅拖累的情况。此外，“十五五”首年开工集中、项目不缺，前期政策所强调的“六网”建设也将有带动。但部分“新基建”不会体现在传统基建口径中。长期看，新基建仍存在较大空间，明显超过旧基建，对经济的带动也将逐步增加。

货币政策宽松带来的低融资成本背景下，制造业投资受经济转型、产业调整和升级影响，整体维持稳定的长期逻辑不变。外贸对制造业投资存在较强拉动，一季度新一轮“两重”项目资金投放和信贷投放前置的短期支持，二季度开始有所减弱。但整体表现好于基建和地产，或与新基建投资部分位于制造业投资口径下有关。从需求角度看，需求尤其是外需明显改善，对制造业投资信心带动增强为主。资本开支周期叠加 AI 基础设施建设，则有利于制造业投资形成正反馈。预计下半年制造业投资仍是三大投资中最主要动力。

近两年地产行业资金链自下而上走弱逻辑仍不变。今年以来中游资金面收紧有所缓和，但持续性待观察。政策层面仍维持定力，上半年以局部、定向调整为主（如节后上海等一线城市放松限购），系统性政策不多。去年下半年至今年初，广义库销比回落进程受阻并反弹。春节后至二季度有再度小幅回落迹象，但节奏极为缓慢，后续仍需要持续关注。如重新开始库存去化则对行业的不利影响将弱化，未来有利于地产投资触底。我们认为，下半年市场信心能否修复、房价下行螺旋能否改善，依然存在不确定性。行业阶段性底部概率上升，而具体节奏仍有待确认。长期看，人口回落、城市化转向平稳等影响下，地产即使修复也是阶段反弹，难以重回上行周期。

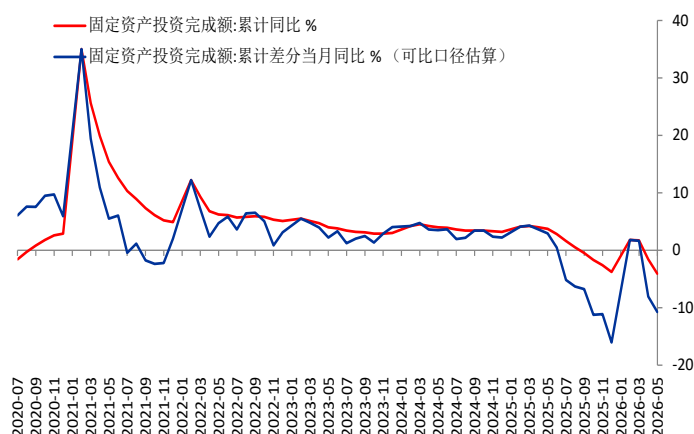


图 9 总体投资增速放慢
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

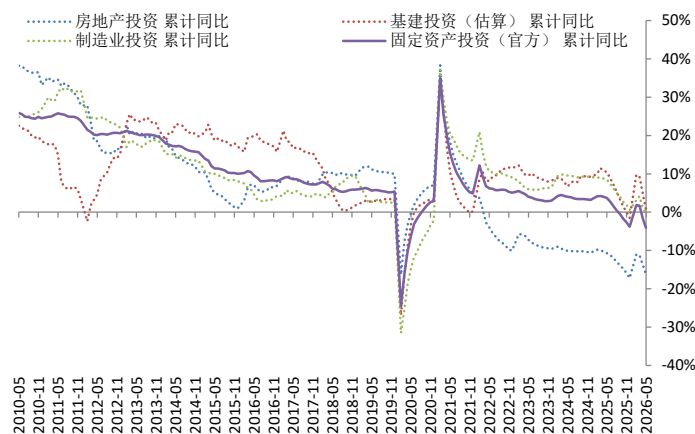


图 10 地产仍是投资端最主要拖累因素
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

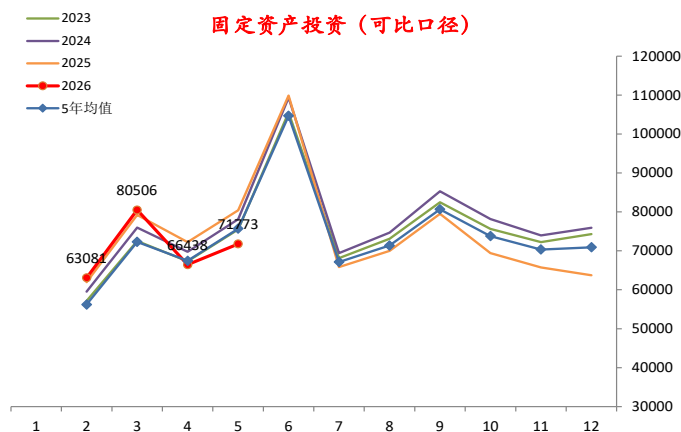


图 11 二季度开始固投明显边际走弱
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

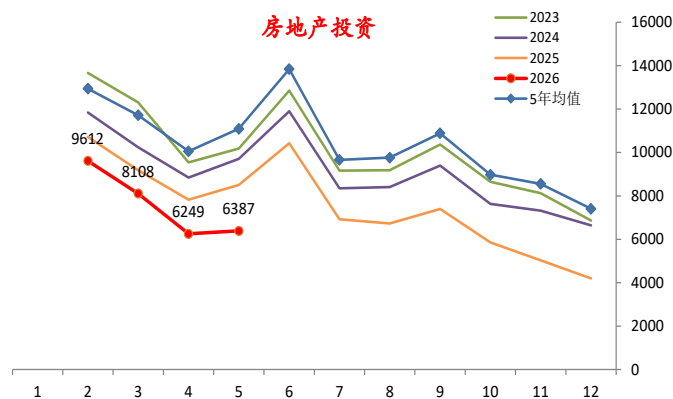


图 12 地产投资在历史同期低位且弱于季节性
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

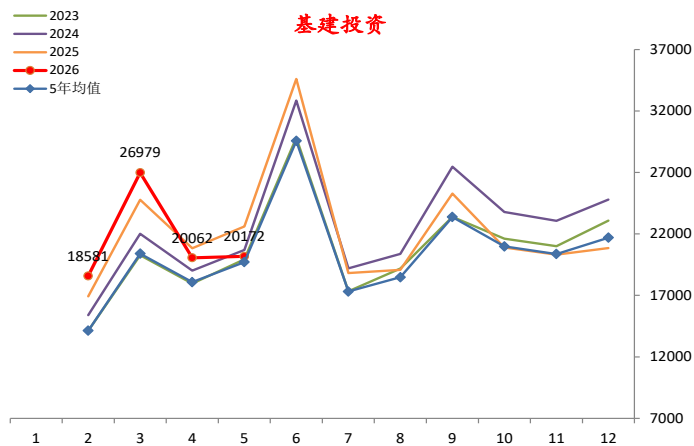


图 13 基建投资二季度再现走弱
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

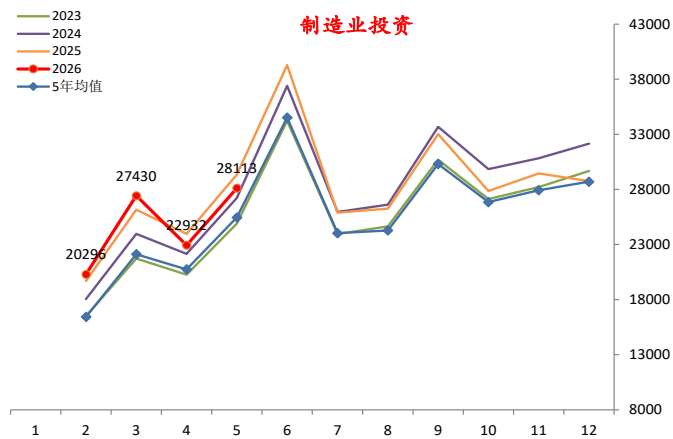


图 14 制造业投资表现相对稳定
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

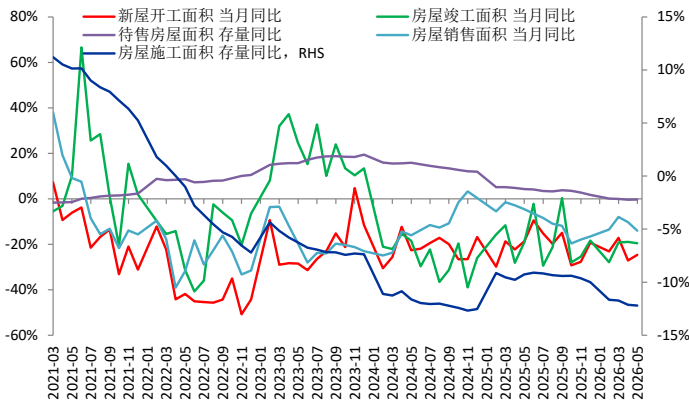


图 15 地产指标仍持续走弱为主
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

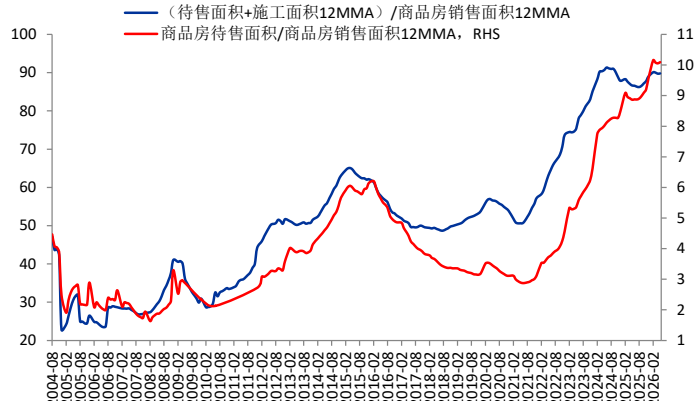


图 16 库销比反弹显示地产去库存节奏放慢
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

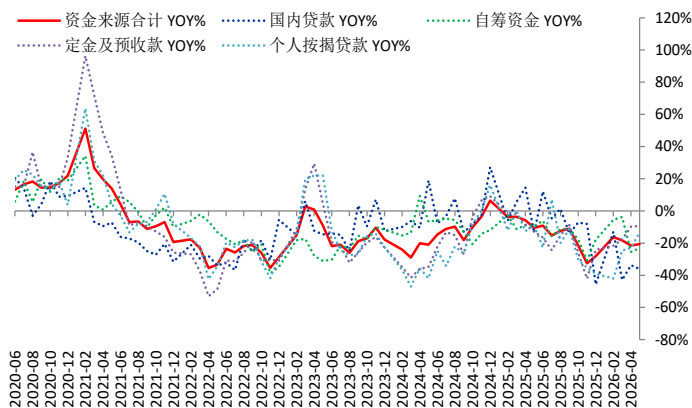


图 17 房地产资金增速维持地位负增长
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

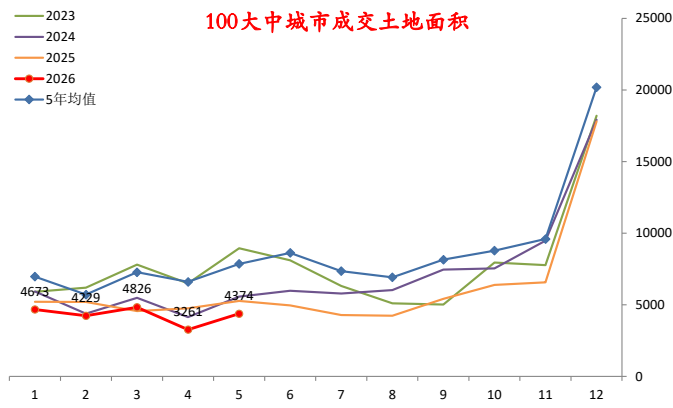


图 18 上游土地成交仍处于低位
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

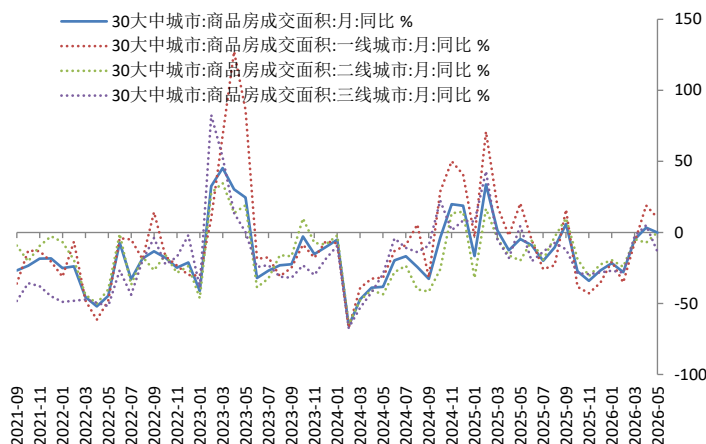


图 19 房屋成交面积有所回升

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

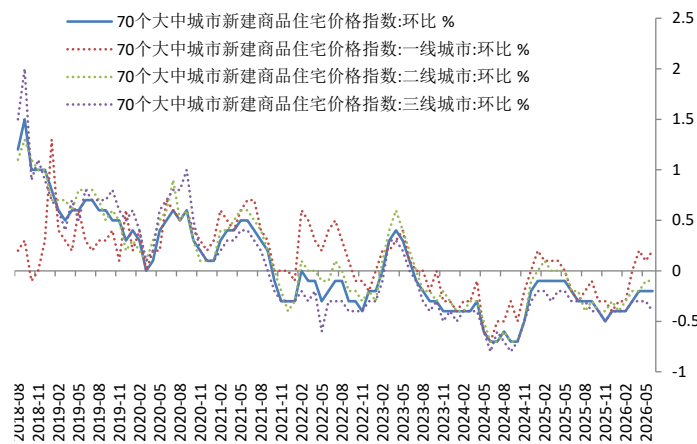


图 20 一线城市商品房价格有反弹迹象

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

三、多因素影响下消费有所走弱 仍需关注收入改善程度

2026 年以来，消费增速呈现持续下降态势，至 5 月社会零售消费当月同比出现 2024 年以来首次负增长。但从增量上看，社消环比上半年基本是符合季节性的，基数偏高是令同比增速明显回落的主要直接原因。从影响因素上看，一方面商品消费受到去年同期消费补贴导致的高基数影响持续存在。另一方面，国内油价等能源商品价格受到海外能源价格上涨带动明显上涨，产生一定的收入效应（负向），短期尤其是二季度不利于消费表现。从商品消费分项上看，分化较为明显。石油制品受到国际油价上涨影响而大幅波动，出现明显回落态势。汽车减免购置税退坡令销量也有所走弱。小型耐用品如通讯器材等先走弱后恢复。地产相关分项维持弱势，二季度开始家具、家电等可能受到房屋销售好转的引致需求带动有所恢复。下半年来看，虽然油价因素将逐步减弱，但补贴退坡问题仍将持续存在。我们仍强调，居民收入是决定消费趋势的关键，核心包括居民财务成本下降（降杠杆、降房贷利率）的收入被动改善，财产性收入（股市、地产等）的主动改善，工资性收入改善三点。作为后周期变量，收入-消费正反馈尚未启动，如二季度收入进一步修复，可扩展下半年消费改善空间。长期来看，人口增量、年龄结构是制约消费总量、改变消费习惯、影响消费结构和消费升级进程的关键因素。

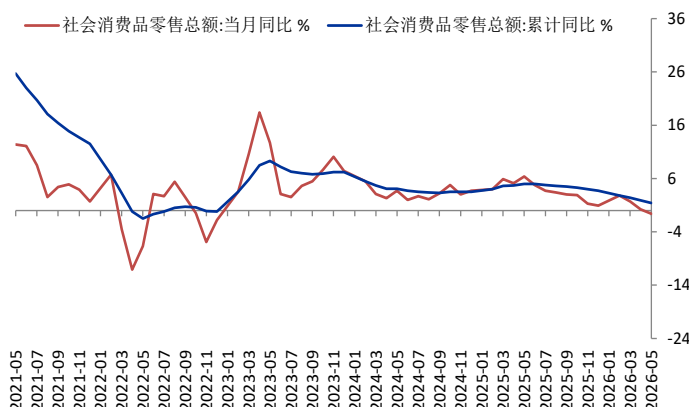


图 21 社消总额同比增速持续走弱
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

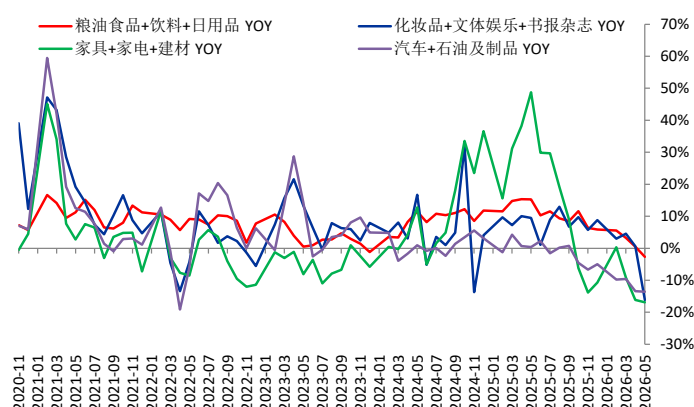


图 22 主要消费大类全面走弱
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

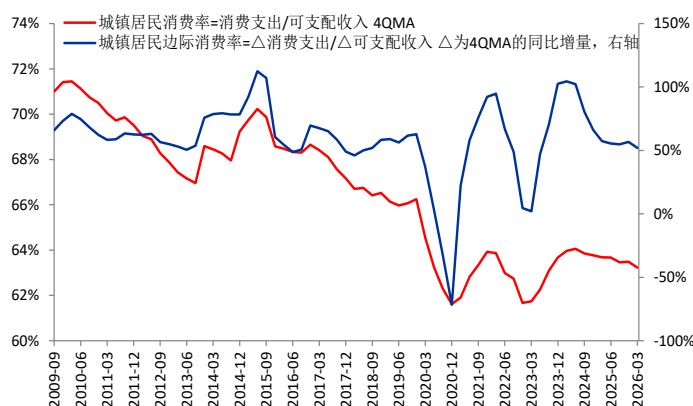


图 23 居民消费倾向稳定
数据来源：Wind、方正中期期货研究院



图 24 收入对消费带动仍不强
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

四、 进出口大幅增长 外需对经济带动明显上升

2026 年上半年，进出口增速明显回升，截至 5 月出口增速累计高达 15.54%，进口增速累计高达 24.52%，贸易顺差继续大幅增加。从节奏上看，一季度主要是受到春节、光伏等产品调降出口退税影响，波动明显加大，但 3 月开始脱离春节影响后，出口增速、增量持续上升。二季度以来进出口贸易进一步强化，5 月开始逻辑变动，上游大宗商品更多呈现价大于量的影响，且地缘风险作用在进口商品结构上。下游半导体出口强势情况仍与韩国等其他外向型经济体出口情况一致。

结构上看，科技、半导体产品出口对总出口拉动力持续增强。算力需求、存储缺口双重作用下，半导体产品量价齐升对出口增量贡献极大。且国内产业链优势显现，产品竞争力提升，全球市场份额上升也有正向影响。同时这也表明，长期中国产业升级、出口商品转型大趋势不变，高附加值产品仍为主流方向。而进口分项总体受到国内补库存、出口走强带动进口的两大逻辑不变。同时还有两个特点，一是能化相关

商品受到地缘政治风险下的供给约束持续增加，进口增量下滑较明显。二是大宗商品价格上涨，新涨价对名义进口边际带动总体增强，但二季度开始边际动能有所减弱。

显然，去年 10 月中美达成贸易协议，是激活外贸链的重要因素。且长期来看，全球经济周期转向上、贸易冲突风险减弱等利好持续，AI 等新质生产力扩散，有利于全球资本开支周期支持外需。我们预计，下半年出口仍将稳中有升为主，外需对经济将有明显拉动。人民币升值的潜在负向影响目前未显现，反而短期更体现 J 曲线效应，带来对出口、贸易顺差的刺激。进口方面，名义价格、国内补库动力均暂时减弱，且存在供给结构性冲击，后期关注地缘政治风险改善情况。此外，中美贸易协议以来，双方尤其是中美直接出口已经呈现修复态势，未来中美能否降低关税，将是下一个外需特别是直接对美出口的潜在增长点。

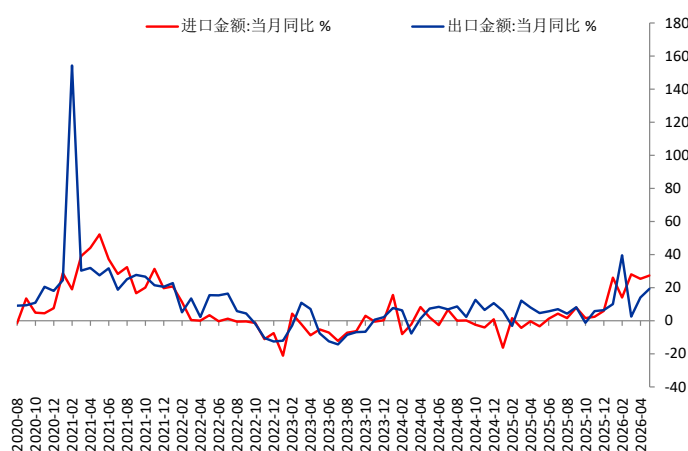


图 25 进出口增速均有明显回升

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

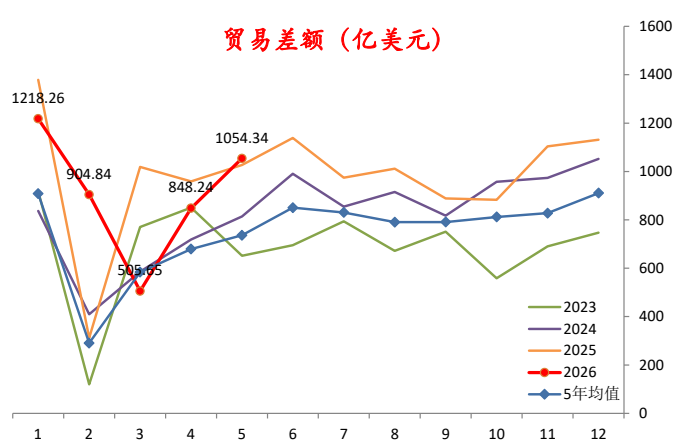


图 26 贸易差额受春节影响结束后持续上升

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

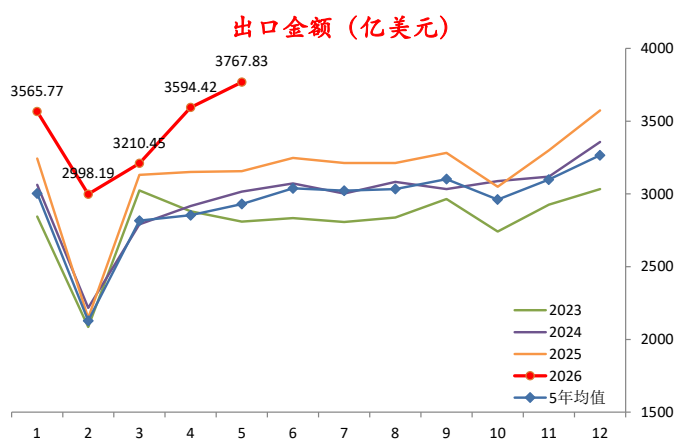


图 27 总体出口金额持续刷新高点

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

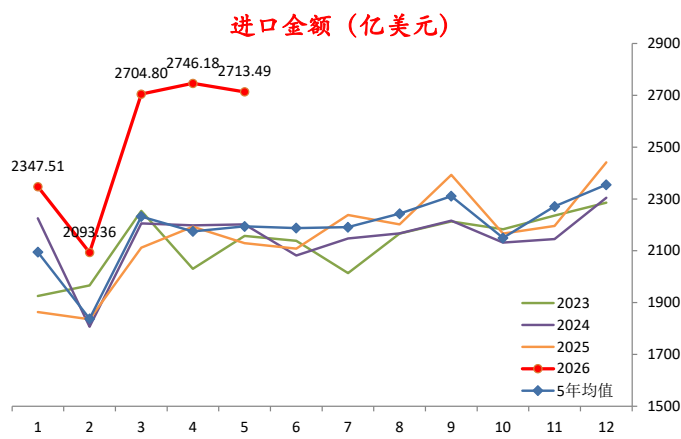


图 28 进口金额刷新并维持高位

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

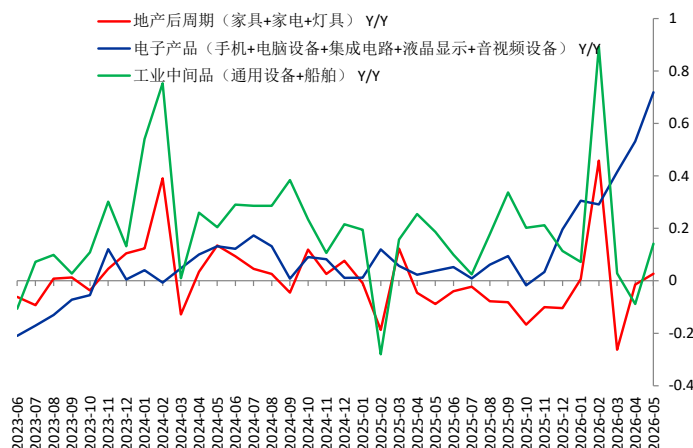


图 29 半导体为代表的电子产品出口最强

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

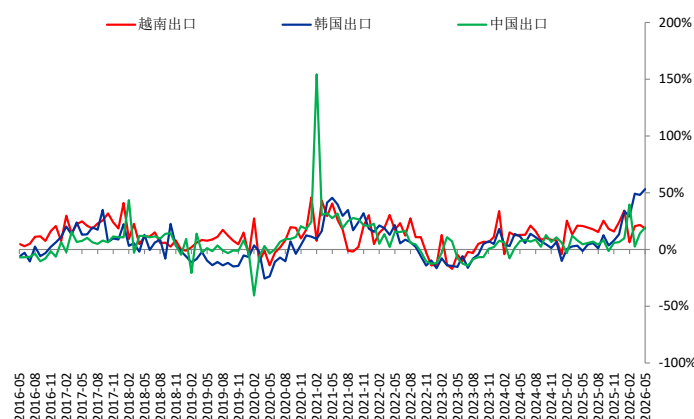


图 30 韩国等半导体强国出口同样强势

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

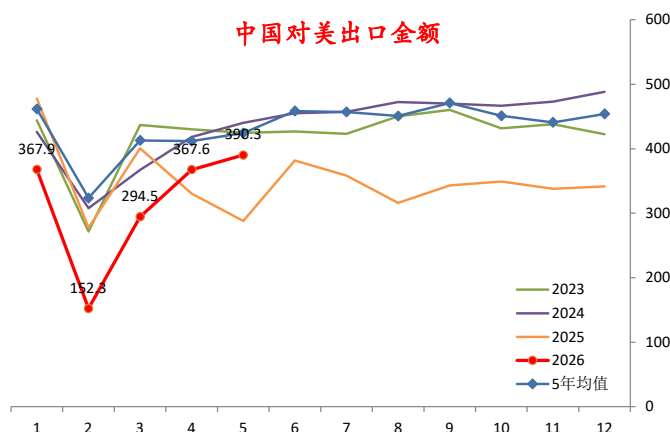


图 31 中国对美出口开始恢复

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

第二部分 通缩已经结束 但再通胀节奏或放慢

今年上半年情况显示，CPI 中枢持续上升，PPI 由跌转涨，且二季度涨幅显著扩大。CPI-PPI 差值下降至阶段低点，显示价格向下游传导依然受阻。但 CPI、PPI 均值明显上升，GDP 平减指数一季度已经升至略低于 0 的位置，二季度将恢复至 0 以上，宏观层面实质性摆脱通缩局面。这一方面得益于“反内卷”等政策以及其他海外供给因素对全球商品市场价格的推升，同时也受到美伊战争等地缘风险因素影响。而通缩转向通胀对名义增长的带动力明显上升，有助于微观主体体感改善。往后看，二季度后期开始，输入性因素推动通胀的力度正在下降，“反内卷”政策影响也有所减弱，通胀继续加速的核心动能将转向需求。加库周期下外需已有实质性改善，但内需仍相对偏弱，有待政策进一步呵护。经济周期、产业周期、

供需节奏仍有利于价格维持稳定，但需求-价格正反馈力度尚不足，新涨价方向不变但动能可能受限，下半年再通胀节奏面临一定考验，主要价格指标加速上行存在阻力，步伐放慢可能性大。

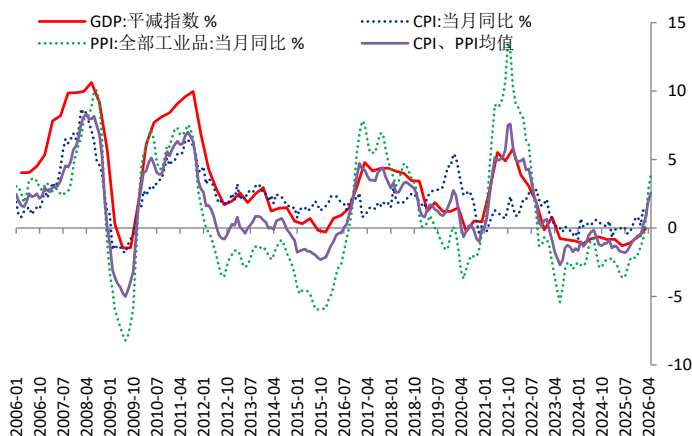


图 32 CPI、PPI 均值转正
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

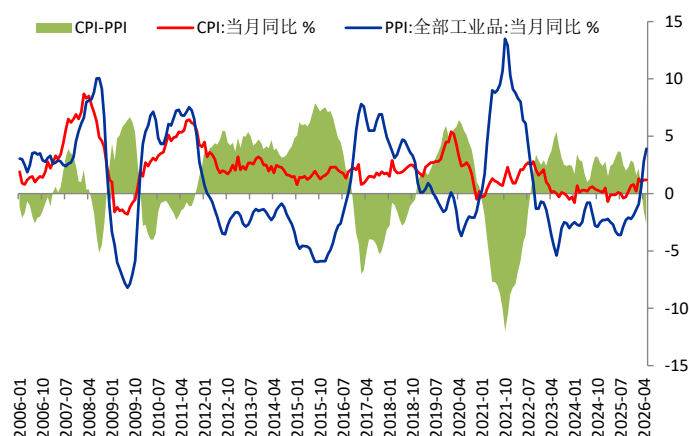


图 33 CPI-PPI 持续下行
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

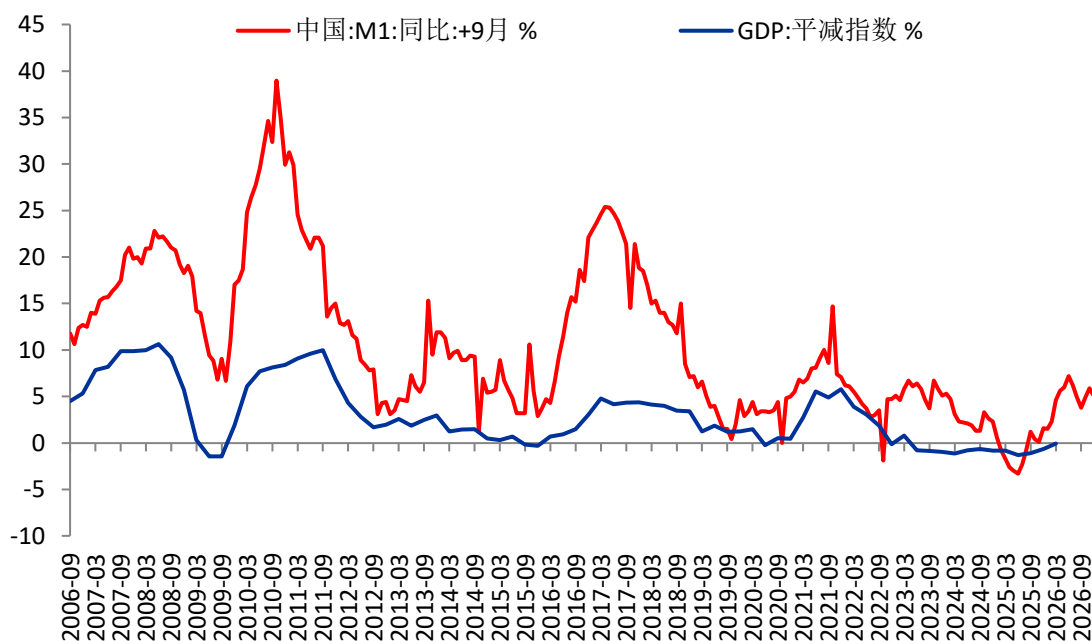


图 34 M1 增速显示 GDP 平减指数具有修复空间
数据来源：Wind、方正中期研究院

一、 油价涨超过猪价跌 核心 CPI 维持稳定

今年上半年 CPI 呈现明显回升态势，1 月同比读数 0.2%，至 5 月已经上升至 1.2%，核心 CPI 1 月同比 0.8%，5 月上升至 1.1%，其中 2 月最高升至 1.8%。一季度春节扰动较大，尤其是今年春节较去年更加靠后，明显抬升 2 月 CPI。二季度开始则是输入性因素为主。从影响因素上看，食品价格明显偏低，存在一定拖累，其背后是果蔬价格弱于季节性的增速，以及猪肉价格周期性回落。但国际油价大幅上升，对国内燃料价格的带动性极强，拉动能源相关分项显著上涨，超过食品价格的影响。同时核心 CPI 稳中有升对总体 CPI 也存在拉动。往后看，生猪价格跌势暂时止住，猪价反弹幅度暂时有限，猪粮比接近 4。母猪存量持续下行，但生猪去库缓慢，未来节奏仍待加速，关注母猪产能去化政策的后续影响。猪价对 CPI 的贡献或转正（拖累减小或拉动增加）。而在非食品方面，随着外部输入性因素对非食品冲击明显减弱，焦点转向核心 CPI。核心商品受到上游价格传导、核心服务跟随收入缓慢增加的逻辑将逐步验证。因此，我们预计下半年 CPI 尤其是核心仍为稳中有升态势，其中核心商品影响力存超预期可能。新涨价的潜在来源包括猪价、收入-消费逻辑下的服务价格（包括房租）、商品价格自上而下传导三方面。但需要关注油价阶段性走弱带来的潜在不利影响。长期来看，经济修复、消费复苏节奏和消费结构，将决定 CPI 尤其核心 CPI 回升步伐。

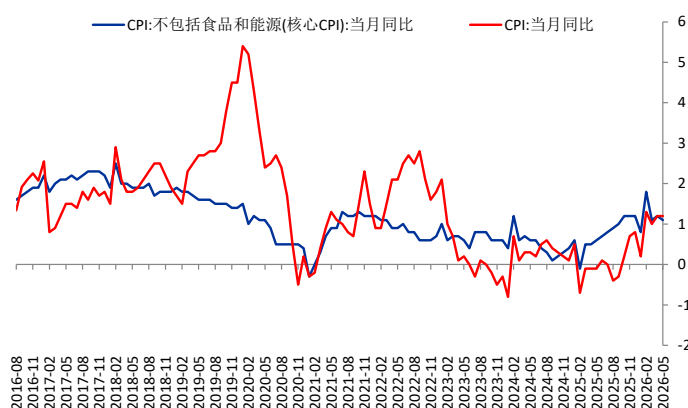


图 35 核心 CPI 稳定，总体 CPI 抬升
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

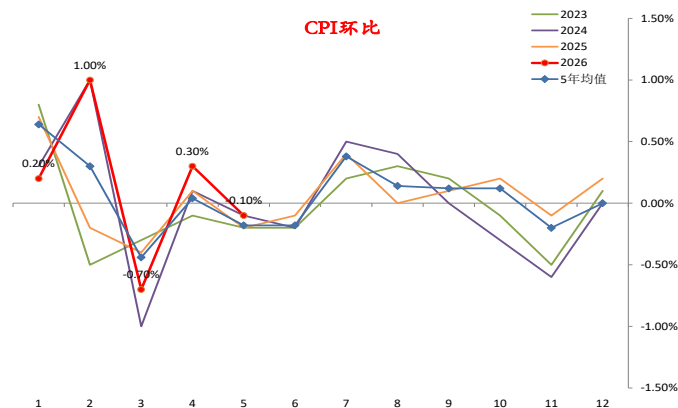


图 36 CPI 季节性波动特征依然明显
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

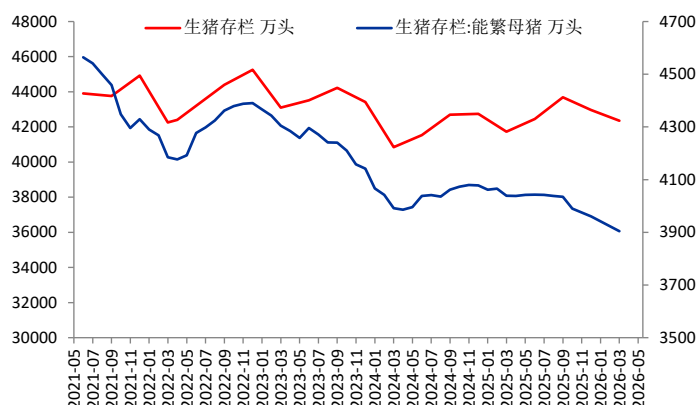


图 37 生猪产能去化快，但库存去化慢
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

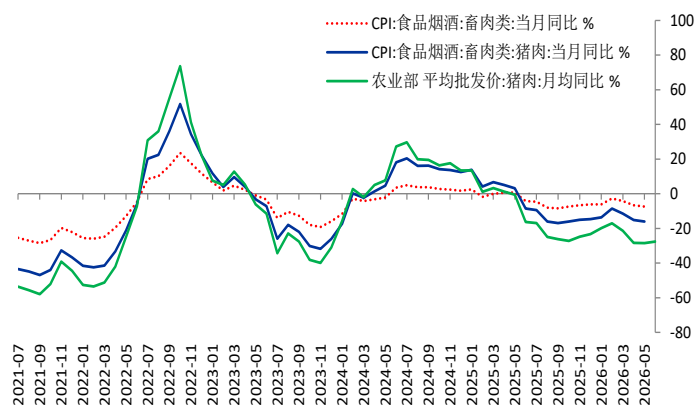


图 38 猪价对 CPI 存在拖累
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

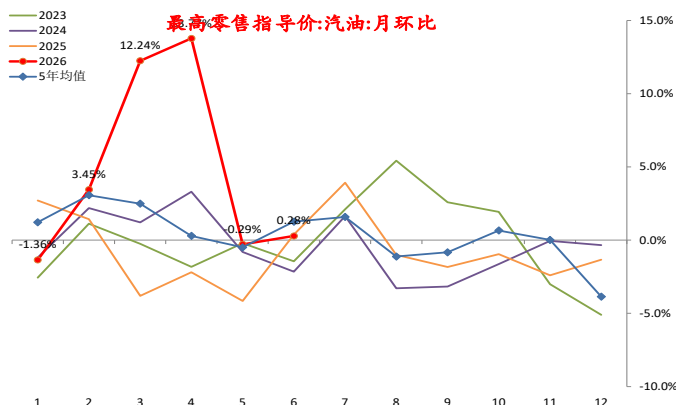


图 39 国内油价是主要的新涨价因素
数据来源: Wind、方正中期期货研究院

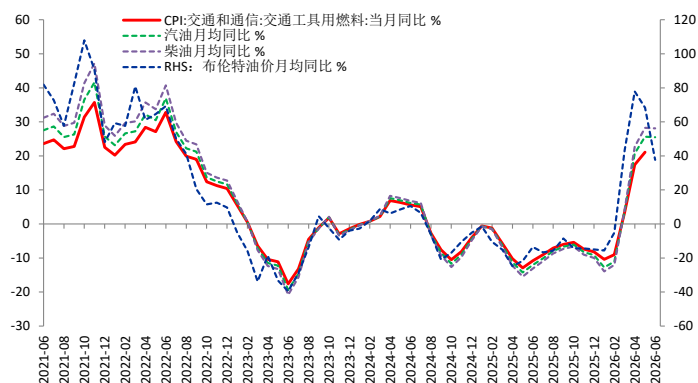


图 40 国际油价上涨明显抬升国内能源分项
数据来源: Wind、方正中期期货研究院

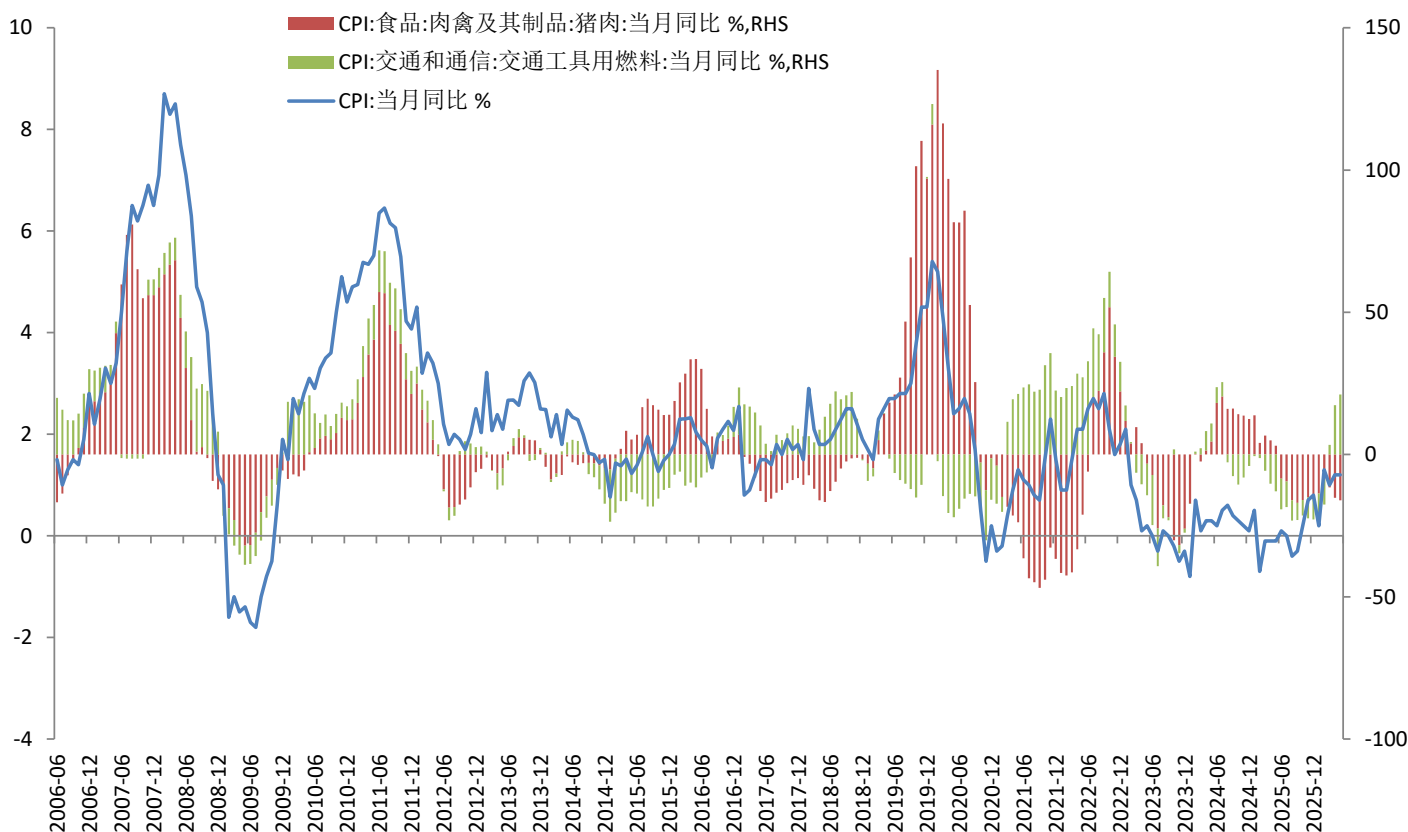


图 41 油价上涨明显抵消猪价下跌，下半年情况或刚好相反

数据来源: Wind、方正中期研究院

二、 PPI 转正后 上行节奏将面临考验

今年以来 PPI 承接去年下半年的持续改善态势，一季度负增长幅度持续减小。3 月受到地缘政治风险导致的油价大幅上涨影响，商品价格尤其是能源、化工产品明显拉升，带动 PPI 提前转正。同样逻辑下，4 月、5 月 PPI 同比涨幅进一步扩大。同时去年同期较低的基数也是 PPI 同比读数上升的关键因素之一。可以说，上半年 PPI 由负转正，生产端总体彻底告别通缩、迈向通胀，是新涨价因素、低基数因素共同推动的结果。其中新涨价因素又受到“反内卷”政策余温下的供给收缩、全球资源民族主义下供给风险、美伊军事冲突下能源价格上涨三重影响，后者更倾向于突发的短期影响，也是主要超预期方面。在此情况下，价格对企业整体名义产出、营收同比的带动力量持续增强，但 PPI 与 PPIRM 差值继续大幅下降，生产者利润受到成本挤压程度加大，尤其是中下游。行业角度看，分化情况明显扩大。有色、能源、化工等是改善较明显的行业，黑色、中下游多数制造业改善相对有限。上游价格向下游传导态势逐步增强，但传导力度仍然有限。预计随着全球经济修复，内需、外需改善，补库存周期预期强化，价格总体上行、由上而下传导趋势不变，下半年行业 PPI 分化程度将会有所收敛。而从总体上看，新涨价因素进一步加速的程度，将取决于经济周期上行的速度，低基数支持也将明显减弱，下半年总体 PPI 能否继续加速面临考验。长期来看，全球经济、政策尤其国内需求修复节奏，以及商品供给波动均为大宗商品价格和 PPI 的主要影响。

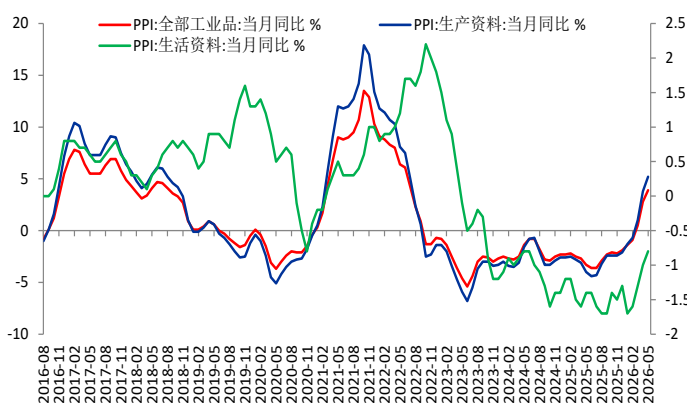


图 42 PPI 同比大幅改善，3 月增速转正
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

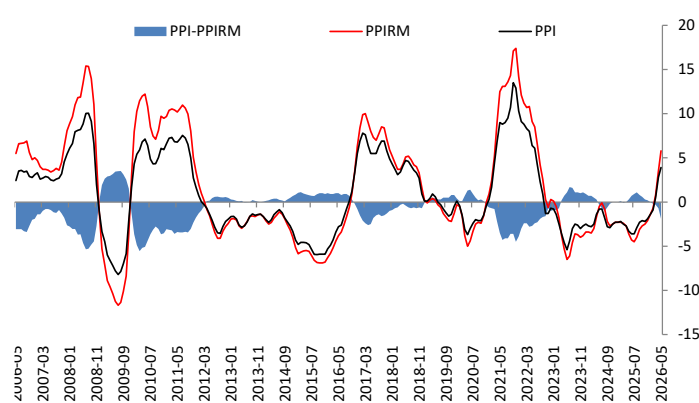


图 43 PPI-PPIRM 持续下降
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

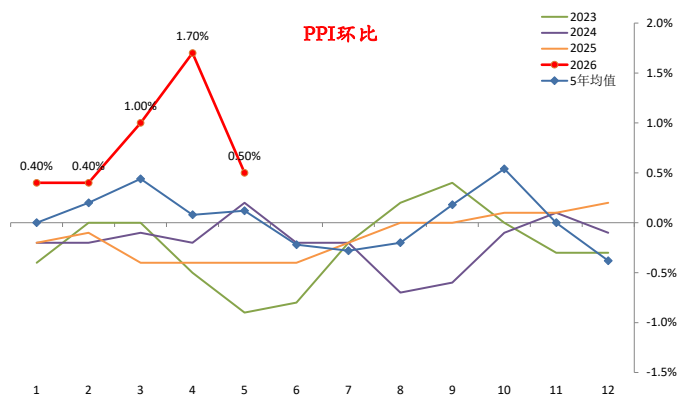


图 44 新涨价和低基数共同推升上半年 PPI 同比
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

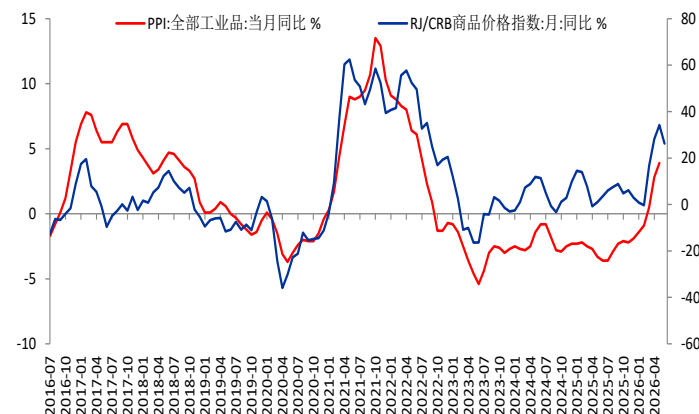


图 45 商品价格对 PPI 总体带动显著增强
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

第三部分 财政谨慎、货币中性 增量政策不突出

2025 年下半年的反内卷政策余温散尽后，今年上半年政策端总体稳定，尤其是宏观经济政策显示出财政谨慎、货币中性态势。上半年居民融资持续位于低位，企业融资相对稳定，政府融资先强后弱。广义社融增速持续下降。银行间市场流动性大幅增加，尤其是二季度初期，但随后有所收紧，调控短端流动性，央行熨平资金利率波动的思路不变。后期央行货币政策施展方式或有微调，未来集中收窄利率走廊、创设危机应对工具和境外流动性工具等方面。在财政政策已经转向谨慎的背景下，货币政策全面宽松可能性较低。对应财政方面，今年以来财政支出加速主要在一季度，二季度开始财政净支出节奏放慢，并已经延续至 5 月，广义财政对经济的支持作用减弱。我们认为，下半年财政端逻辑重点仍在狭义财政内生性修复，且二季度已经开始体现在收入端。地方政府依赖的土地相关收入则可能仍改善缓慢，并造成广义财政外生性增长不确定性。该因素未看到明显改善迹象，仍需等待土地出让金回升。且今年“两会”确定的财政扩张目标相对保守，增量支出对经济的支持力度或不及去年。因此后期重回关注支出节奏变动和对经济的托底作用和结构性带动，而非总量的支持。

一、 货币政策维持中性 全面宽松概率依然较低

上半年央行先扩表后缩表，年初曾有定向降准，但货币政策总体维持中性。企业融资依然偏低，但短期融资数据仍反映企业不缺经营流动性，中长期流动性减弱则与二季度企业投资走弱情况相一致。政府融资一季度高、二季度弱于季节性，该问题也是制约基建的关键点。居民长期流动性继续下行方向不变，仍是地产销售偏弱，居民部门净还款、缩表情形的演绎。政府融资增量回升幅度有限，财政支出对企业和居民流动性支持仍相对不足，化债冲击结束后仍需要持续关注。企业经营性融资较强，但投资性融资偏弱。广义社融增速走弱仍主要是增量不足导致，且超过基数下降影响。

外部地缘政治风险已经明显下降，能源价格冲击将减弱。宏观流动性对经济支持不改，名义增速仍将加速，对大类资产的正向影响略有减弱。银行间市场流动性大幅增加，尤其是二季度初期，但随后有所收紧，调控短端流动性，央行熨平资金利率波动的思路不变。后期央行货币政策施展方式或有微调，未来集中收窄利率走廊、创设危机应对工具和境外流动性工具等方面。在财政政策已经转向谨慎的背景下，货币政策全面宽松可能性较低。

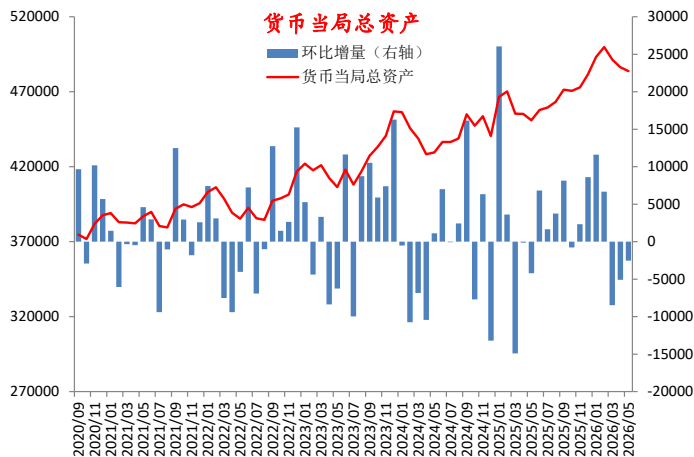


图 46 央行先扩表后缩表
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

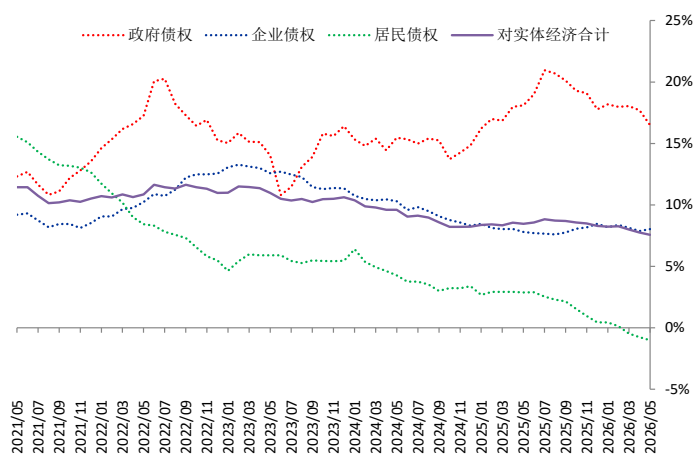


图 47 政府扩表增速高位回落，居民负增长
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

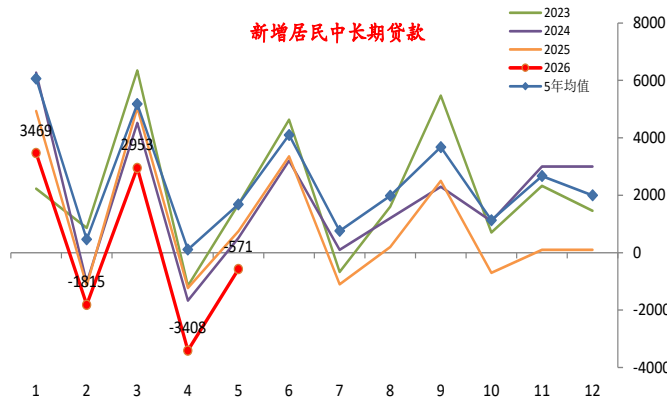


图 48 居民长贷低仍反映新屋销售弱
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

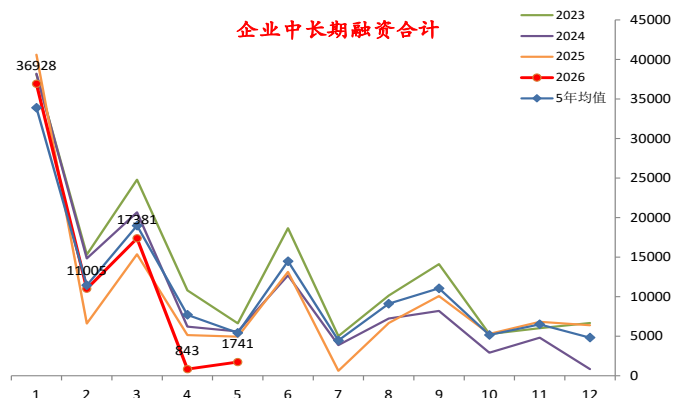


图 49 企业长期融资二季度走弱
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

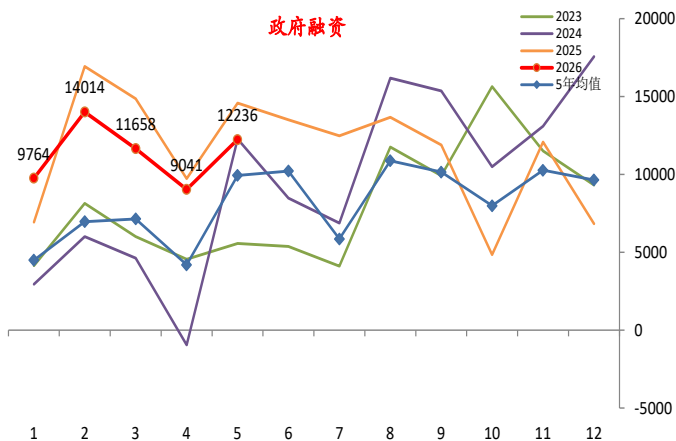


图 50 政府融资二季度明显放慢
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

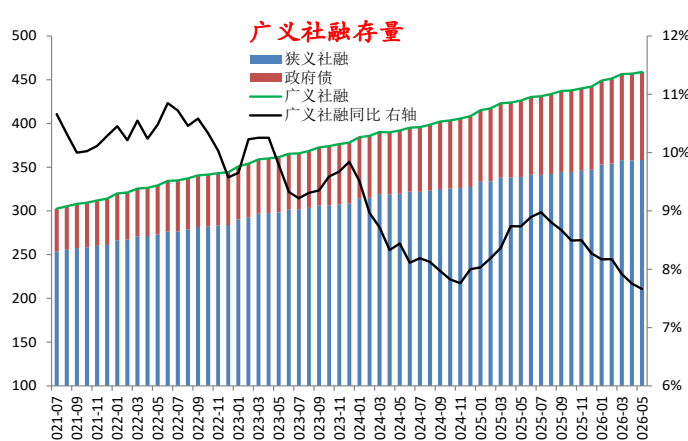


图 51 社融增速持续下行
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

二、 广义财政支出放慢 结构性支持为主

今年上半年，财政端整体呈现收入改善、支出放慢的特点，净支出节奏并不快，尤其是二季度有所放缓。其中中央支出相对强势，地方支出依然受限，中央净支出好于季节性，转移支付对地方支持不改。财政收入方面，生产相关税收延续稳中有增的强势特征，价格上涨、产量稳定支持依然存在，与名义 GDP 增速等改善，以及企业营收、利润修复等情况一致，尤其是上游行业受益更大，背后则是外需动能的强劲。个人相关税收二季度明显分化，消费税收走弱或受到消费的拖累。地产税收弱势不改。而资本市场活跃对印花税的带动不变。支出分项则显示，基建相关分项连续走弱，或受到预算内支出下降的影响，与广义基建支出减弱的逻辑一致。收入好转对支出的带动则不变。

从“第二本账”角度看，政府基金中，中央政府基金对全国总体有较强带动，其支出对经济支持增加，但绝对量偏低因此影响程度相对有限。地方政府基金受到转移支付的进度及专项债的发行节奏影响，但根本上说，土地出让收入继续刷新阶段低位的约束，仍是第二本账扩张的主要掣肘。

总体上看，今年以来财政支出加速主要在一季度，二季度开始财政净支出节奏放慢，并已经延续至 5 月，广义财政对经济的支持作用减弱。我们认为，下半年财政端逻辑重点仍在狭义财政内生性修复，且二季度已经开始体现在收入端。地方政府依赖的土地相关收入则可能仍改善缓慢，并造成广义财政外生性增长不确定性。该因素未看到明显改善迹象，仍需等待土地出让金回升。且今年“两会”确定的财政扩张目标相对保守，增量支出对经济的支持力度或不及去年。因此后期重回关注支出节奏变动和对经济的托底作用和结构性带动，而非总量的支持。

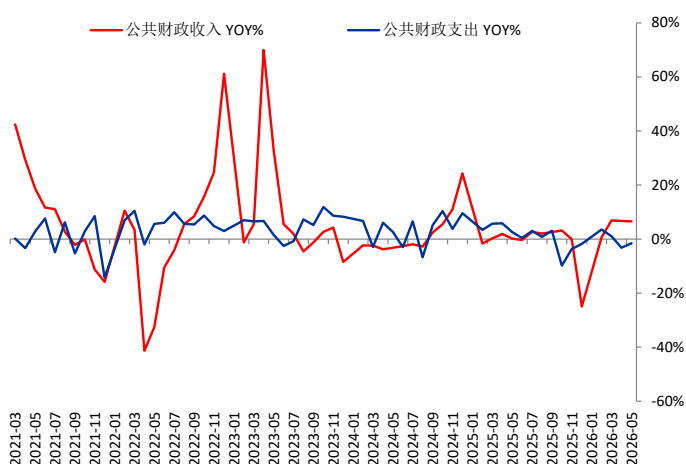


图 52 财政收入速度大于支出
数据来源：Wind、方正中期研究院

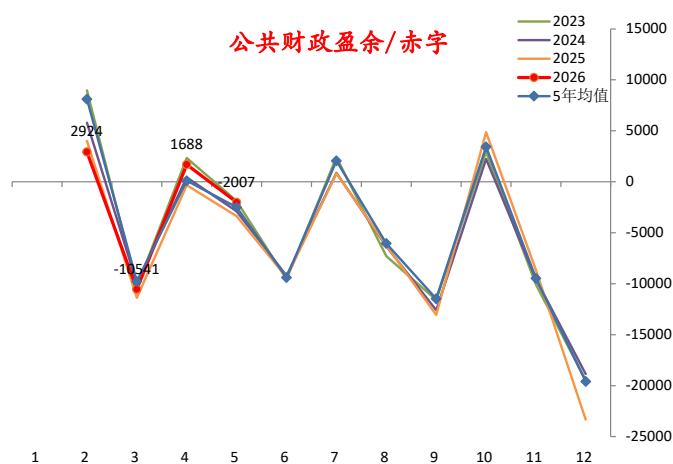


图 53 狭义赤字二季度偏低
数据来源：Wind、方正中期研究院

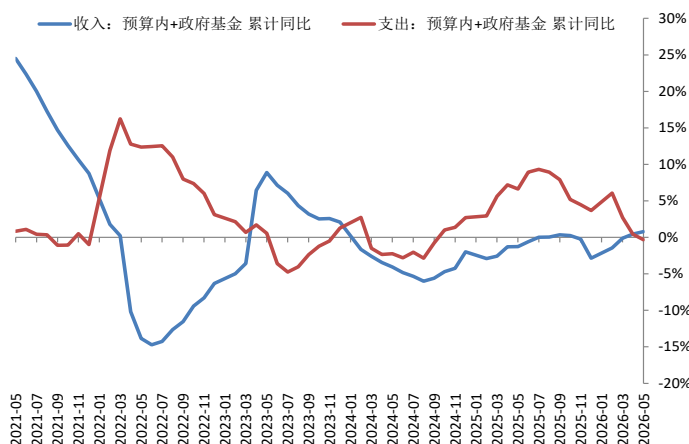


图 54 广义财政收入持续改善
数据来源：Wind、方正中期研究院

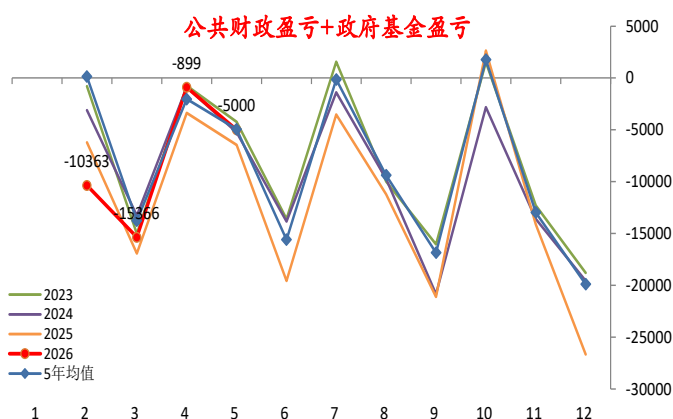


图 55 两本账赤字合计不及往年同期
数据来源：Wind、方正中期研究院

三、政策扩张转向谨慎 财政宽松力度下降

上半年最重要的政策变量主要是3月两会和4月政治局会议。从两会确立的总体政策情况看，“稳中求进”基调不变，“实施更加积极有为的宏观政策”，表述均与去年以及12月中央政治局会议和中央经济工作会议一致。GDP增速目标下调至4.5%—5.0%，结合赤字情况，隐含平减指数预期0%—0.5%，显示决策层对经济增长更加务实，考虑现实难度但也未低于实现2035年远景目标需要的4.2%。

财政政策总体偏谨慎。“实施更加积极的财政政策”表述不变。财政赤字率、超长期特别国债，地方专项债等均维持不变，支持国有大型商业银行补充资本的特别国债3000亿元增量有所下降。我们认为，新增政府债务总规模11.89万亿元，相当于8.08%广义财政赤字率，该数字低于去年的8.38%。虽然提出“开展整合统筹使用转移支付资金试点”，增强地方政府财力统筹能力，但财政规模总体上看有所下降，是年内经济增长的一大不利因素，并且已经在二季度体现在基建等方面。

货币政策方面，延续“实施适度宽松的货币政策”，“社会融资规模、货币供应量增长同经济增长、价格总水平预期目标相匹配”等定调不变。此前名义GDP增速持续走弱，M2与社融增速也同步下行。但今年随着名义GDP增速修复，M2、社融增速与名义GDP增速背离态势有所收敛。而“促进社会综合融资成本低位运行”，与去年“推动社会综合融资成本下降”有所不同，结合“灵活高效运用降准降息”不同于去年表述来看，货币政策加速宽松、年内全面降息降准的可能性已经极低。除非再度出现去年4月中美贸易冲突类似的巨大外部冲击。

其他政策和重点任务中，继续提出“深入实施提振消费专项行动”，2500亿元消费品以旧换新金额也少于去年的3000亿元，但增设1000亿元财政金融协同促内需专项资金。消费增量补贴下降，重点转向多

渠道、多层次、多角度刺激消费。我们认为，年内消费增量的主要逻辑仍是名义增速修复—居民收入恢复—消费改善，补贴作用已经显著下降。

投资方面，预算内投资 7550 亿元较去年增加 200 亿元，“两重”资金 8000 亿元与去年一致。“新型政策性金融工具 8000 亿元”增量。“单列并提高用于项目建设的地方政府专项债券额度”，表明去年存在的化债资金挤占项目资金的情况今年将改变，尤其是下半年基建投资或存在修复空间。但房地产、地方债提法与去年变动不大，且去除“推动房地产市场止跌回稳”。整体上看地产仍非政策优先倾向方面。

		2023年		2024年		2025年		2026年
		预期目标	实际值	预期目标	实际值	预期目标	实际值	预期目标
主要 预期 目标	国内生产总值	5.0%	5.2%	5.0%左右	5.0%	5.0%左右	5.0%	<u>4.5%-5.0%</u>
	CPI涨幅	3.0%	0.2%	3.0%左右	0.2%	2.0%左右	0.2%	<u>2.0%左右</u>
	城镇新增就业	1200万人左右	1244万人	1200万人以上	1256万人	1200万人以上	1267万人	<u>1200万人以上</u>
	贫困人口、居民收入	居民收入增长与经济增长基本同步	6.1%	居民收入增长和经济增长同步	居民人均可支配收入实际增长5.1%	居民收入增长和经济增长同步	居民人均可支配收入实际增长5.0%	居民收入增长和经济增长同步
	城镇调查失业率	5.5%左右	5.2%	5.5%左右	5.1%	5.5%左右	5.2%	<u>5.5%左右</u>
	单位GDP能耗、环境	继续下降，重点控制化石能源消费		单位国内生产总值能耗降低2.5%左右	单位国内生产总值能耗降幅超过3%	单位国内生产总值能耗降低3.0%左右	单位国内生产总值能耗降幅5.1%	<u>单位国内生产总值二氧化碳排放降低3.8%左右</u>
财政 目标	财政赤字率	3.0%	3.77%	3.0%		4.0%	约4.0%	<u>4.0%</u>
	财政赤字	-	4.88万亿元	4.06万亿元		5.66万亿元		<u>5.89万亿元</u>
	特别国债	-	1万亿	1万亿元	1万亿元	1.3万亿元+5000亿元	1.8万亿元	<u>1.3万亿元+3000亿元</u>
	对地方转移支付			中央财政加大对地方均衡性转移支付力度、适当向困难地区倾斜	-	中央财政加大对地方一般性转移支付力度，向困难地区和欠发达地区倾斜	-	中央财政增加对地方财力性转移支付规模，开展整合统筹使用转移支付资金试点，增强地方自主财力和统筹能力
	地方专项债券	3.8万亿元	4.196万亿元	3.9万亿元	5.967万亿元	4.4万亿元	6.48万亿元（含化债）	<u>4.4万亿元</u>
	减税、降费	延续、优化现行减税降费、退税缓税等措施		落实好结构性减税降费政策，重点支持科技创新和制造业发展		-		-
货币 目标	M2同比	同名义经济增速基本匹配	9.7%	同经济增长和价格水平预期目标相匹配	7.3%	同经济增长、价格总水平预期目标相匹配	8.5%	同经济增长、价格总水平预期目标相匹配
	社融余额同比	同名义经济增速基本匹配	9.5%	同经济增长和价格水平预期目标相匹配	8.0%	同经济增长和价格水平预期目标相匹配	8.3%	同经济增长、价格总水平预期目标相匹配

表 3 政府工作报告提出的 2026 年财政目标偏保守

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

政府工作报告关键词频率		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
增长	稳增长	6	8	4	4	3	8	1	0	1	2	2	0	0
	内需	5	2	3	5	0	1	3	5	2	2	5	5	7
	投资	25	28	24	20	27	20	12	15	21	22	22	21	39
	消费	17	22	18	19	18	17	15	17	15	23	21	31	30
	外贸	1	3	5	4	2	4	3	4	7	2	5	6	5
民生	就业	9	23	25	31	22	30	39	35	29	27	25	28	28
	失业	3	4	2	2	4	6	9	8	5	10	2	4	4
	脱贫+扶贫	7	4	14	15	21	19	22	19	7	12	6	6	7
	减税	0	2	2	6	4	12	6	5	7	7	1	0	0
风险	风险	4	8	12	14	19	24	6	11	14	13	23	19	25
	稳定	20	21	14	20	13	22	15	29	22	33	21	25	21
	安全	20	22	29	23	16	16	10	26	16	23	28	25	31
环境	绿色	1	3	9	6	4	9	0	6	4	9	14	15	16
	碳	1	2	1	0	0	0	0	7	12	7	15	21	26
	污染+生态	22	22	23	30	29	30	10	21	23	23	23	21	16
改革开放	改革	77	86	79	85	102	109	28	43	40	40	32	41	37
	开放	18	21	20	15	25	25	10	17	10	11	13	20	18
发展质量	高质量	2	1	1	2	6	8	3	14	10	8	26	18	30
	新动能	0	1	5	5	5	3	2	1	1	0	3	2	2
	创新	27	38	64	41	59	46	9	43	34	28	41	40	36

表 4 2026 年政府工作报告对投资、安全、高质量发展关注度上升

数据来源：Wind、方正中期期货研究院

第四部分 人民币或延续震荡升值趋势

今年以来人民币汇率总体延续大幅升值的走势，主要汇率指数均有明显上行，人民币相对美元也显著走升。从不同货币角度看，人民币相对欧元、韩元、美元、日元、泰铢升值最为明显，仅相对卢布、澳元、匈牙利福林、挪威克朗走弱。从美元兑人民币汇率节奏上看，上半年呈现明显两阶段走势的特征。第一阶段延续自去年12月，中美贸易谈判达成阶段性成果后，人民币汇率开始持续升值，直至今年春节前后。这一阶段汇率几乎直线上升，没有明显波动。第二阶段是从3月开始，人民币汇率开始转向震荡升值走势，与历史上常见情况接近。至6月美元兑人民币汇率升至最高6.7581附近。从基本面角度看，上半年中美经济预期差波动较大，其中2、3月中国经济超预期程度明显更大，存在提振升值效果，4月开始则有所回落，对汇率走势影响减弱。但总体上看汇率升值几乎未受到经济基本面影响。从流动性角度看，上半年多数时间净结汇、净收款、外汇存款维持一定幅度正增长。外币贷款2月负增长。年初开始央行外汇占款20个月来首次转正并维持明显增长。排除币值因素的外储也基本延续增长态势。直接影响因素方面，中美利差基本呈现震荡下行走势，3月开始明显反向，美元指数则宽幅波动，在上述第二阶段走势中与人民币汇率相关性更高。政策方面，无论从中间价定价还是外汇占款角度看，央行更多尝试抑制汇率过快升值。往后看，今年持续强势的外贸带来的大量顺差，仍是拉动汇率上升的关键因素，但短期波动逻辑已经回归美元强弱影响更大，结合美联储加息仍存不确定性等方面情况看，预计人民币继续升值方向，年内有望突破6.70，但斜率或有所放缓，节奏偏向震荡。长期来看，美元信用受损影响依然将会持续存在，仍是人民币升值的重要长期支持因素。

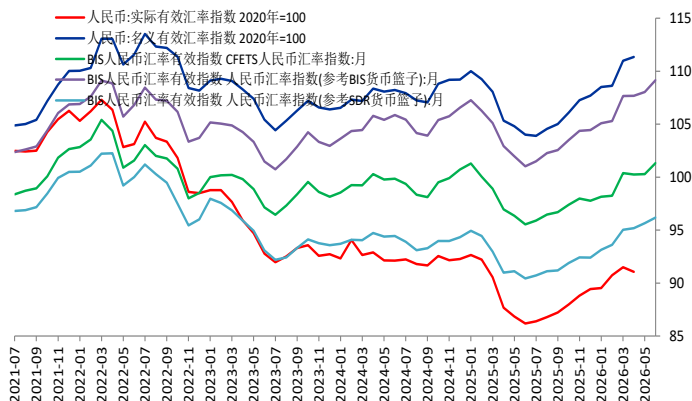


图 56 主要人民币汇率指数全面走升
数据来源：Wind、方正中期研究院

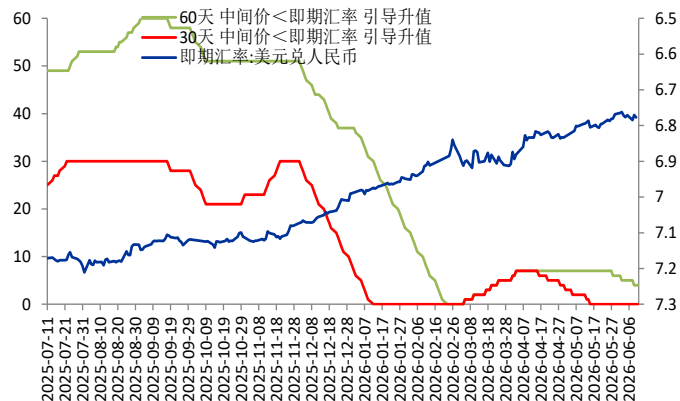


图 57 中间价显示央行尝试控制升值节奏
数据来源：Wind、方正中期研究院

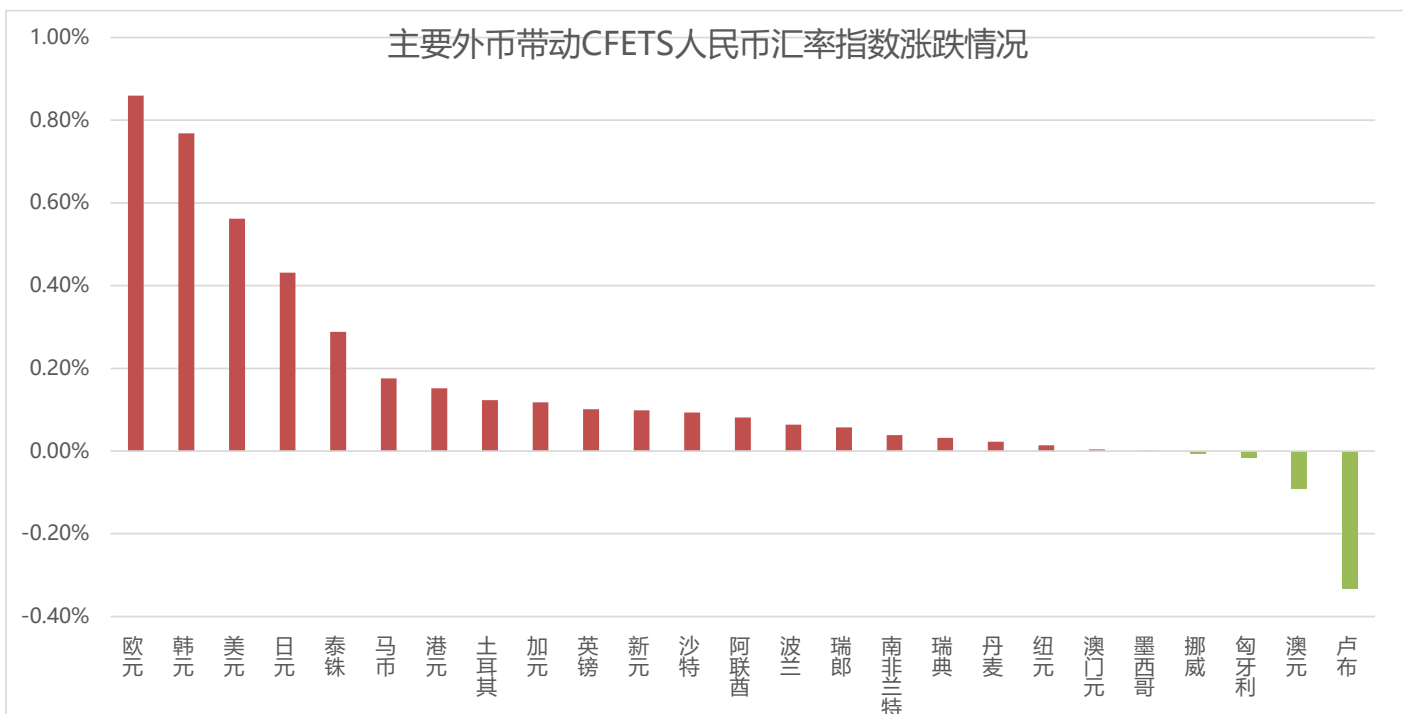


图 58 主要国家汇率对人民币指数影响幅度（CFETS 篮子权重）
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

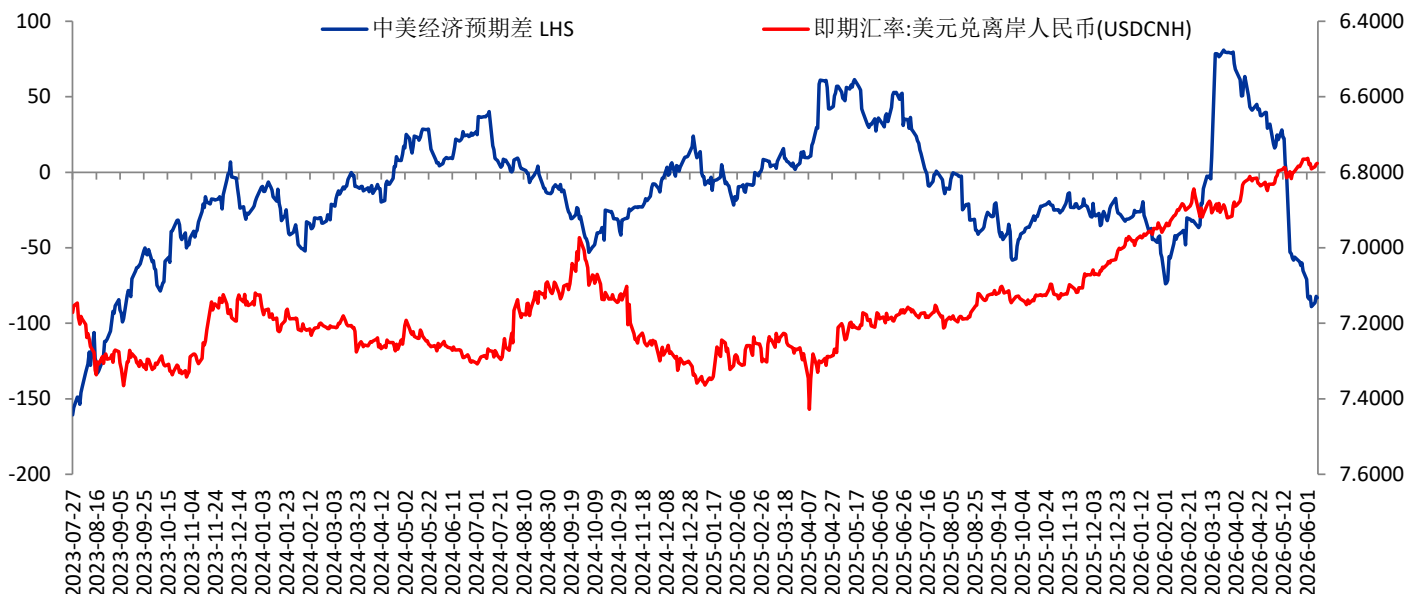


图 59 上半年中美经济基本面预期差对汇率影响较小

数据来源: Wind、方正中期期货研究院

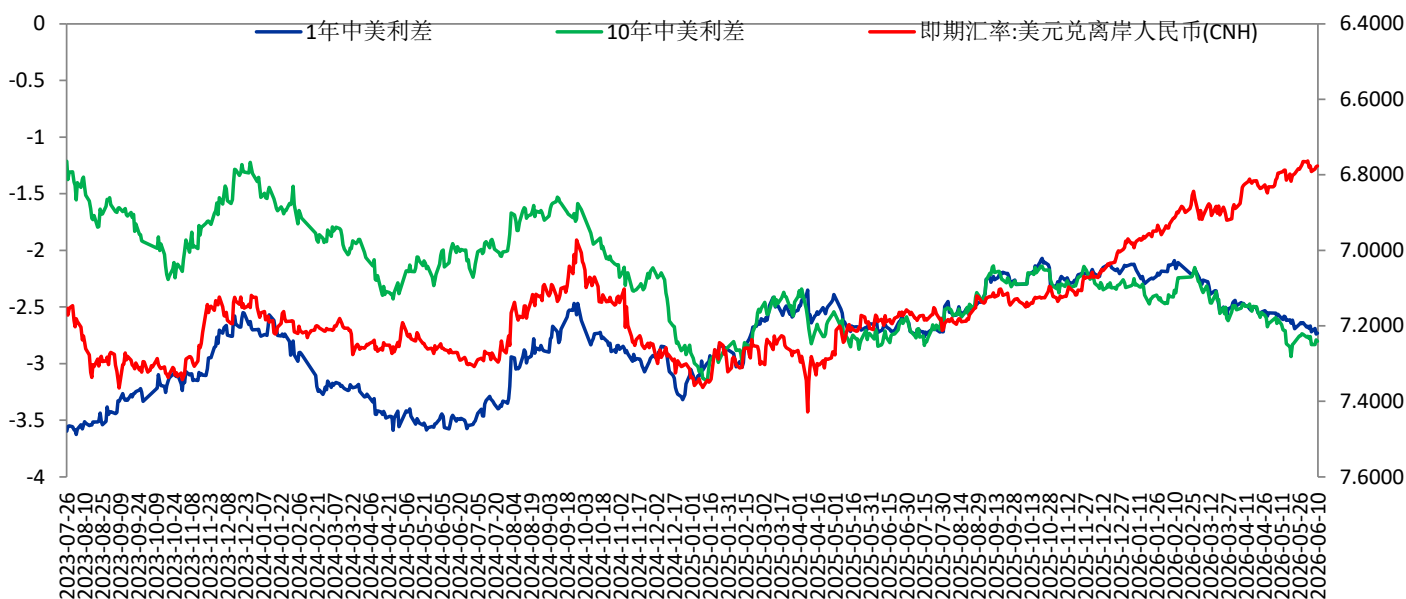


图 60 中美利差与汇率呈现罕见负相关

数据来源: Wind、方正中期期货研究院

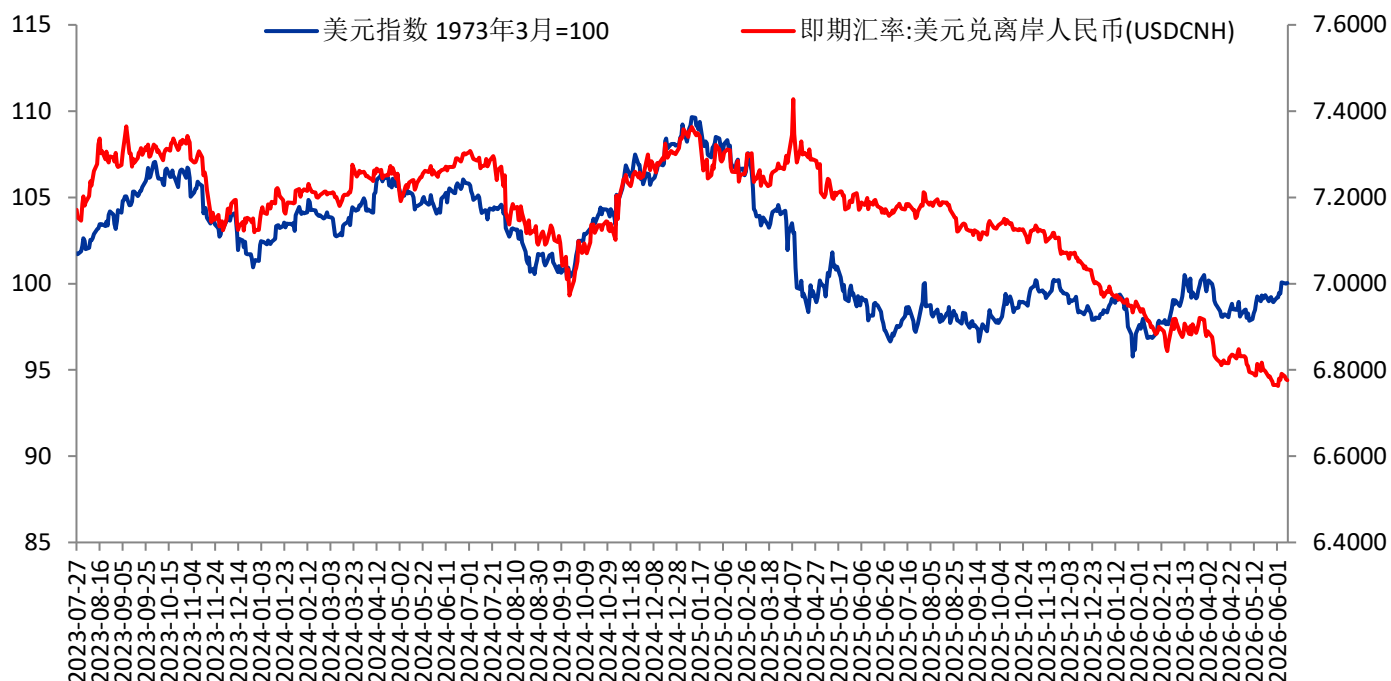


图 61 美元/人民币相关性年初减弱，3 月开始回升
数据来源：Wind、方正中期期货研究院

第五部分 商品将继续高波动下的震荡上行

2026 年上半年情况显示，大宗商品市场整体经历剧烈波动、明显分化，总体呈现一季度上涨、二季度下跌态势，且主要板块表现并不同步。开年至 2 月初，市场整体基本延续去年四季度大宗商品价格走势，贵金属、有色表现极为强势，尤其是贵金属价格迭创新高，金银价格纷纷刷新历史纪录高位。这一阶段市场对美联储维持年内降息的宽松预期，带来重要影响。同时也作用在海外定价为主的有色金属方面，铜、铝等传统有色金属价格 1 月也全面刷新历史高位。同时，美国囤积铜库存、新质生产力、AI 革命等叙事也有较强带动力。碳酸锂等国内定价的广义有色品种，同时受到“反内卷”政策余温影响，也有明显上行。但春节后情况急转直下，美伊战争迅速推升油价和下游多数化工品价格（事实上 1 月、2 月伊朗局势已经恶化，油价已经开始震荡上涨），后续随着战争进程影响，油价以及化工品价格剧烈波动，总体以短期上涨、冲高为主。而油价上行推升美国通胀预期，限制美联储降息空间，且存在直接倒逼美联储加息风险，市场对该情况定价，令美债收益率、美元指数持续上升，对多数商品产生压制，导致有色金属价格持续面临压力。但随着战争缓和、谈判进行，二季度后期地缘风险带来的压力已经不再是市场主要交易方向，能源、化工品价格也高位回落。美联储加息预期则仍存在影响。农产品分歧明显增加，部分油脂相关品种受到生物柴油概念影响而跟随油价波动，生猪价格持续下挫，鸡蛋价格大幅上升，分别与供给端去产能过慢、过快有关。内需为主的黑色则表现平淡，尤其下游钢材品种波动持续下降，这与国内需求偏弱有关。

显然，上半年的结构性行情来自于地缘政治风险的不确定性和对美联储政策的博弈，经济基本面改善有一定端倪，但尚未成为影响市场的关键。我们预计，下半年全球经济基本面将继续好转，需求预期改善叠加长期科技革命叙事，大宗商品尤其是有色有望维持强势，即使短期调整下方空间也相对有限。能化方面仍需关注地缘风险，同时需求动能强度或不及有色金属。农产品重点则在供给方面，尤其需要关注厄尔尼诺影响下全球农产品减产风险。黑色的核心依然是内需基建、地产，尤其是后者能否企稳。整体来看，经济周期、需求周期影响下商品市场总体有望维持上升趋势，但出现一轮类似于去年的主升浪式的行情，需要美联储重回降息预期配合，难度相对较大，震荡上涨可能性更高。板块方面，预计有色仍是最强势表现，农产品其次，能化随后，黑色则存在不确定性。

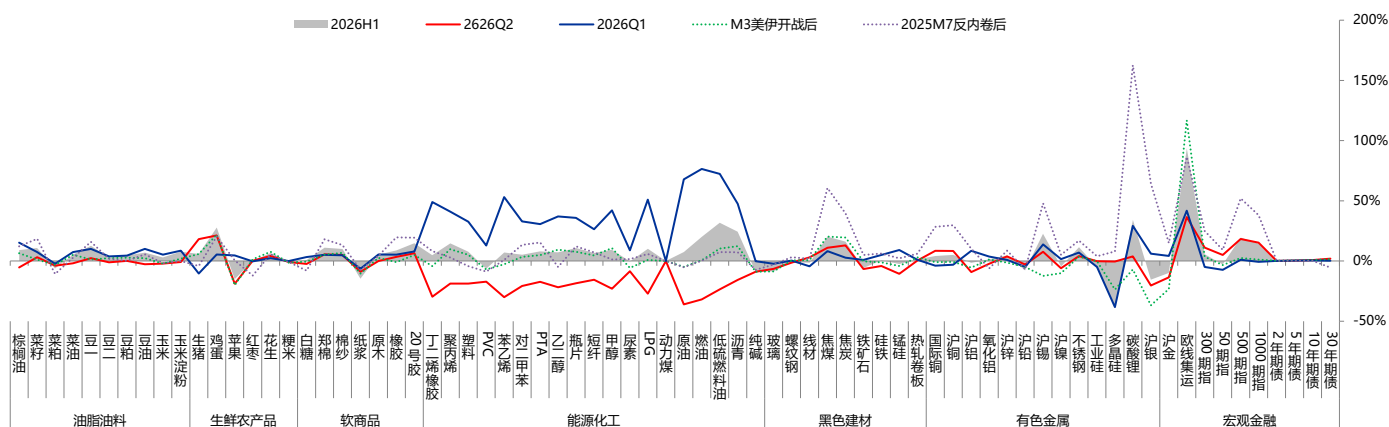


图 62 2026 年国内期货品种表现（截至 6 月 30 日）

数据来源：Wind、方正中期研究院

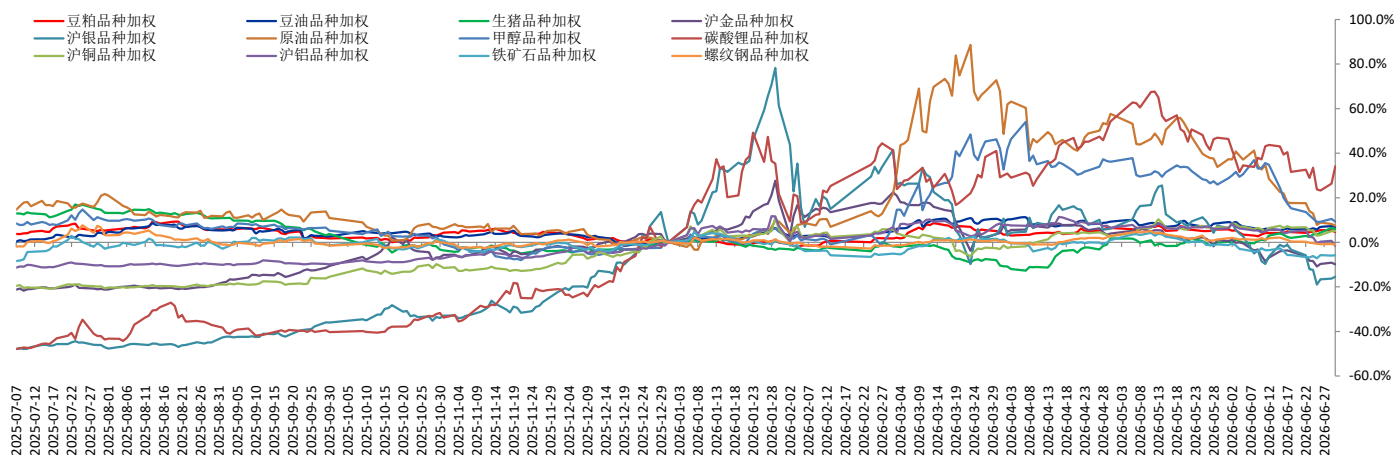


图 63 2026 年国内主要期货品种涨跌趋势（2025 年 12 月 31 日为基期，截至 2026 年 6 月 30 日）

数据来源：Wind、方正中期研究院

第六部分 全文总结与 2026 年下半年展望

2026 年以来，国内经济出现明显改善，其中一季度 GDP 增速达到 5.0%，与去年保持一致，二季度则有可能回落。经济增长具有两大特点。一是名义增长速度正如期改善，一季度 GDP 平减指数修复至微跌 0.06%，为 3 年以来最高位。且二季度概率将呈现明显的正增长。名义增速开始超过实际增速，更有利于企业、居民、政府收入改善和经济环境体感向好。二是从结果上看，经济转型继续加速。传统内需一季度尚且稳定，受到财政支出增量的支持较大，但二季度有明显走弱。同时外需持续稳中有升，成为经济的最重要支持。内需中投资呈现先强后弱的明显波动，制造业保持稳定的同时，基建是投资节奏的主要扰动，地产则是投资总量的主要拖累。消费则呈现稳中回落走弱，是经济重要的压舱石，但未出现增量带动。影响因素上看，内卷”等价格治理政策效果持续显现，叠加一季度地缘政治风险影响下油价上涨带来的输入性因素，均是再通胀加速的原因。产出端则受到全球周期性转向下外需带动，以及经济转型的铺垫，呈现明显的分化态势——面向传统内需的原材料行业持续走弱，但新型制造业如半导体等极为强势。往后看，库存周期回归加库存的大框架之下，我们仍强调下半年经济逐步修复的方向不变。具体来看，外需动能仍有可能进一步上升，基建可关注三季度修复情况，但中后周期的消费暂时可能仍偏弱，需关注居民收入等先行指标，年末至明年或出现修复。地产下游已有局部改善迹象，企稳反弹概率上升，但长期看仍存在不确定性。叠加“十五五”首年政策集中发力情况看，中性预期下今年经济增速实现 4.5% 以上目标不难，且大概率接近 5%，节奏上呈现先降后升态势。特别是通缩彻底结束后，名义增长将回升至 5% 以上。

对于大宗商品，上半年的结构性行情来自于地缘政治风险的不确定性和对美联储政策的博弈，经济基本面改善有一定端倪，但尚未成为影响市场的关键。我们预计，下半年全球经济基本面将继续好转，需求预期改善叠加长期科技革命叙事，大宗商品尤其是有色有望维持强势，即使短期调整下方空间也相对有限。能化方面仍需关注地缘风险，同时需求动能强度或不及有色金属。农产品重点则在供给方面，尤其需关注厄尔尼诺影响下全球农产品减产风险。黑色的核心依然是内需基建、地产，尤其是后者能否企稳。整体来看，经济周期、需求周期影响下商品市场总体有望维持上升趋势，但出现一轮类似于去年的主升浪式的行情，需要美联储重回降息预期配合，难度相对较大，震荡上涨可能性更高。板块方面，预计有色仍是最强势表现，农产品其次，能化随后，黑色则存在不确定性。

联系我们：

分支机构	地址	联系电话
总部业务平台		
资产管理部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881312
期货研究院	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881111
交易咨询部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881108
总部业务部	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881292
分支机构信息		
北京分公司	北京市西城区展览馆路48号楼4层408室	010-68578910
北京石景山分公司	北京市石景山区金府路32号院3号楼5层511室	010-82868098
北京朝阳分公司	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼13层1302-01	010-85881061
北京望京分公司	北京市朝阳区阜通东大街6号院3号楼8层908室	010-68571280
河北分公司	河北省唐山市路北区金融中心A座2109、2110室	0315-5396860
保定分公司	河北省保定市高开区朝阳北大街1898号电谷源盛广场A座1406室	0312-3012600
南京分公司	江苏省南京市栖霞区紫东路1号E2栋444室	025-85530971
苏州分公司	江苏省苏州市工业园区通园路699号苏州港华大厦716室	0512-65105067
上海分公司	上海市浦东新区长柳路58号604室	021-50588186
常州分公司	常州市天宁区竹林西路19号天宁时代广场1号楼3102室	0519-86811208
湖北分公司	湖北省武汉市武昌区水果湖街中北路与东沙大道交汇处武汉中央文化区K1地块一期一区K1-2栋23层9室、10室-2	027-87267728
湖南第一分公司	湖南省长沙市雨花区芙蓉中路三段569号陆都小区湖南商会大厦26层2618、2619、2620、2621、2622、2623室	0731-84313486
湖南第二分公司	湖南省长沙市岳麓区观沙岭街道茶子山东路112号滨江金融中心二期T1栋5803-1、5804-1	0731-84312376
湖南第三分公司	湖南省长沙市芙蓉区黄兴中路168号新大新大厦5层	0731-84319733
深圳分公司	广东省深圳市福田区梅林街道梅都社区中康路128号卓越梅林中心广场（北区）2号楼806	0755-82521066
广东分公司	广州市天河区体育东路116号903单元	020-38552420
山东分公司	山东省青岛市崂山区香岭路1号4号楼1706户	0532-85706107
天津营业部	天津市河西区黑牛城道与太湖路交口太平金融大厦1-1-906	022-65634672
包头营业部	内蒙古自治区包头市青山区钢铁大街7号正翔国际S1-B8座1107	0472-5210527
邯郸营业部	河北省邯郸市丛台区人民路与滏东大街交叉口东南角T6塔楼13层1305房间	0310-2053696
太原营业部	山西省太原市小店区长治路329号2幢1单元3层0301号	0351-5699806
西安营业部	陕西省西安市高新区唐延南路11号逸翠园i都会6幢10101、10102室一层东侧	010-68570709
上海自贸试验区分公司	中国（上海）自由贸易试验区南泉北路429号1502D室	021-68401347
上海南汇路营业部	中国（上海）自由贸易试验区南汇路555号1105、1106室	021-50581277
上海世纪大道营业部	中国（上海）自由贸易试验区浦电路490号，世纪大道1589号11层07单元	021-58861627
宁波营业部	浙江省宁波市高新区扬帆广场8、20、32号5-1、5-2、5-34、5-35	0574-87096853
杭州营业部	浙江省杭州市萧山区宁围街道宝盛世纪中心1幢1801室	0571-86690056
南京洪武路营业部	江苏省南京市秦淮区洪武路359号1803、1804室	025-58065918
苏州东吴北路营业部	江苏省苏州市姑苏区东吴北路299号（吴中大厦9层902B、903室）	0512-65161340
扬州营业部	江苏省扬州市新城河路520号水利大厦附楼	0514-82887558
南昌营业部	江西省南昌市红谷滩区九龙大道1177号绿地国际博览城4号楼1419、1420室	0791-83881001
岳阳营业部	湖南省岳阳市金鹗中路228号景源商务中心十七楼	0730-8831589
郴州营业部	湖南省郴州市苏仙区白鹿洞街道青年大道333号阳光瑞城1栋10楼1001、1002、1003、1004、1020号	0735-2812007
风险管理子公司		
上海际丰投资管理有限责任公司	北京市朝阳区朝阳门南大街10号楼兆泰国际中心A座16层	010-85881188

重要事项:

本报告中的信息均源于公开资料，方正中期期货研究院对信息的准确性及完备性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，报告中的信息和意见并不构成所述期货合约的买卖出价和征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关，方正中期期货有限公司不承担因根据本报告操作而导致的损失，敬请投资者注意可能存在的交易风险。本报告版权仅为方正中期期货研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为方正中期期货有限公司。