



2026年1月28日

全球宽松周期后半程：温和修复、结构分化

核心观点

● **全球央行**：2025年全球央行延续货币宽松，但主要央行节奏分化：美联储3次降息后转入观望，欧央行降息阶段性结束，日本央行维持渐进谨慎的小步加息。整体而言，利率端宽松的主要阶段已基本过去，2026年更可能以小步微调式宽松为主，或在风险冲击下应对式降息。尽管“价”的宽松边际减弱，但主要央行缩表趋于结束，“量”的边际宽松有望接力，流动性环境仍偏充裕，对风险资产估值形成支撑。

● **全球制造业**：2025年全球制造业景气呈现温和修复，AI资本开支形成结构性增量，财政与货币政策提供周期性支撑，关税主要扰动修复节奏而非方向。对2026年全球制造业的基准判断是延续温和扩张，但上行斜率仍具不确定性。重点关注两点：一是AI资本开支增速是否短期见顶；二是终端需求复苏成色。风险方面，特朗普关税政策仍构成扰动，但更多体现为反复与落地节奏变化；在2025年已出现订单前置与供应链调整、且市场预期更充分的背景下，其对制造业景气的边际冲击预计弱于2025年。

● **美国**：2026年美国大概率延续“放缓但仍具韧性”的运行格局，GDP增速预计仍可维持在2%左右。就业降温背景下，居民消费动能趋弱，但关税推动贸易逆差阶段性收敛、AI投资延续以及降息对利率敏感行业的边际修复，对增长形成对冲。预计劳动力市场呈现“总量托底、结构分化”特征，通胀整体仍运行在温和下行通道。特朗普政策仍可能带来阶段性扰动，但在中期选举约束下，或对经济运行中枢的冲击有限。

● **中国**：2025年经济运行呈现“节奏前高后低、总量尚有托举”的特征，前几年制约经济的“供需、量价、安全与风险资产”三重不平衡已阶段性缓解。2026年作为“十五五”开局之年，政策主线明确指向“扩内需、强科技、反内卷”，财政定调“更加积极”，货币定调“适度宽松”，政策重心由“逆周期托底”转向“结构优化与中长期动能培育”。同时，中美关系进入阶段性缓和期，外部扰动较2025年收敛，宏观能见度有所提升；但在地产与信用修复偏慢、消费动能不足、出口仍存不确定性的约束下，复苏斜率预计偏缓，2026年实际GDP增速或在4.8%左右。年内预期差可能体现在通胀回升的节奏与空间，以及地产价格修复路径上。

● **欧洲**：2025年欧元区温和复苏，通胀回归目标，暂别货币宽松；2026年欧元区预计仍是“温和修复但斜率不高”的一年：在通胀回落至目标附近、工资与服务通胀缓慢降温的背景下，货币政策大概率维持接近中性、对增长形成弱支撑，同时欧元区“宽财政”更多转向兑现，主要源于德国的财政扩张以及RRF（欧盟复苏基金）资金的集中落地。基准情景下，预计2026年欧元区GDP同比增速在1.3%。

● **日本**：2025年日本在内需支撑下温和复苏，尽管受到食品通胀扰动及央行加息影响，增长中枢仍有所上移，但外需表现偏弱。展望2026年，日本延续温和复苏，劳动力供给偏紧支撑工资上行，叠加财政补贴对冲生活成本，内需仍是增长核心。政策上，央行维持数据依赖的渐进加息，新政府财政侧重民生托底、战略投资与安全支出，在“纪律叙事”下政府融资压力仍存，“高市交易”可能延续——日元弱，日股涨，财政扩张推升国债期限溢价。基准情景下，预计2026年日本GDP同比增速为1.0%。

● **风险因素**：国际地缘局势恶化，全球贸易摩擦反复，美国经济降温超预期，国内经济复苏不及预期。

投资咨询业务资格
沪证监许可【2015】84号

李婷

从业资格号：F0297587

投资咨询号：Z0011509

黄蕾

从业资格号：F0307990

投资咨询号：Z0011692

高慧

从业资格号：F03099478

投资咨询号：Z0017785

王工建

从业资格号：F3084165

投资咨询号：Z0016301

赵凯熙

从业资格号：F03112296

投资咨询号：Z0021040

何天

从业资格号：F03120615

投资咨询号：Z0022965

目录

一、全球货币宽松态势仍将延续，但幅度收敛	6
1、2025 全球央行延续货币宽松周期，“价”延续下行、“量”收缩结束	6
2、全球利率宽松周期是否会在 2026 年触顶？	7
（1）美联储：降息空间未尽、节奏放缓，流动性尚有托底	8
（2）美联储：即将迎来主席更替，围绕独立性的风险溢价有望被市场“显性化”	9
（3）日央行：2026 年延续谨慎、小步的加息周期	11
（4）欧央行：降息周期结束，进入数据观望期	12
二、全球制造业在结构性增量与周期性支撑下，延续温和扩张	13
1、2025 年全球制造业温和向上、区域分化延续	13
2、本轮制造业景气的主要驱动何在？	14
（1）AI 资本开支的结构性拉动	14
（2）货币财政偏松的周期性支撑	15
（3）关税预期扰动节奏	16
三、主要经济体回顾与展望	17
1、美国	18
（1）2025 年关税扰动下经济增长韧性仍存，中枢边际回落	18
（2）2025 年就业市场降温、弱而不衰、低招聘、低裁员、低供给	19
（3）关税扰动通胀预期、住房通胀回落主导 2025 年通胀降温	21
2、中国	23
（1）2025 年经济增速前高后低，三大不平衡在 2025 年均有显著缓解	23
（2）2026 年走出通缩是共识，但预期差仍存	26
（3）2026 年旧动能退潮下的地产：实物拖累收敛、价格未稳	27
3、欧洲	29
（1）2025 年欧元区温和复苏，通胀回归目标，暂别货币宽松	29
（2）2026 年起欧元区“宽财政”更多转向兑现	30
4、日本	32
（1）2025 年内需支撑日本复苏，食品通胀扰动，日央行渐进加息	32
（2）日本财政再扩张重启，“高市交易”延续	34

图表目录

图表 1 全球主要央行总资产规模及同比增速.....	6
图表 2 全球央行净降息比例.....	6
图表 3 全球主要央行政策利率.....	7
图表 4 2025 年主要风险资产涨幅.....	7
图表 5 芝商所 FedWatch 工具.....	8
图表 6 美联储利率点阵图.....	8
图表 7 美联储负债端主要构成.....	9
图表 8 特朗普潜在美联储主席人选.....	10
图表 9 最高法就特朗普关税政策作出有利裁决的可能性.....	10
图表 10 美联储主席任命周期、独立性风险的关键节点.....	10
图表 11 日本政策目标利率	11
图表 12 日央行利率点阵图	11
图表 13 欧央行 ECB SPEAK NLP 鹰鸽指数	12
图表 14 欧元区 PEPP 再投资累计净额	12
图表 15 全球主要国家制造业 PMI.....	14
图表 16 全球制造业 PMI	14
图表 17 中美欧日四国制造业 PMI.....	14
图表 18 Mag7 科技巨头资本开支	15
图表 19 2025 年铜价领涨大宗商品.....	15
图表 20 多数国家央行在 2025 年降息	16
图表 21 财政赤字占 GDP 比重.....	16
图表 22 全球商品贸易量	16
图表 23 美国进口金额及同比	16
图表 24 主要经济体景气循环	17
图表 25 美国年度 GDP 同比.....	18
图表 26 2025 年 1 月 1 日起美国平均有效关税税率	18
图表 27 美国季度 GDP 分项构成.....	19

图表 28 AI 投资与传统投资的分化.....	19
图表 29 美国新增非农就业和失业率	20
图表 30 美国私人部门就业	20
图表 31 美国非农就业修正值	21
图表 32 美国劳动力市场供需比	21
图表 33 美国劳动力人口	21
图表 34 美国裁员人数	21
图表 35 美国 CPI 及其分项同比.....	22
图表 36 美国 CPI 住房同比、房租领先性指标.....	22
图表 37 密歇根大学通胀预期	22
图表 38 中国经济指标概览	23
图表 39 中国 GDP 同比及三大需求贡献	23
图表 40 2025 年美国对华新增关税.....	23
图表 41 2025 年反内卷与 2015 年供给侧改革对比.....	24
图表 42 核心 CPI、PPI 与 GDP 平减指数	25
图表 43 产能利用率季节图	25
图表 44 资产荒现象在 2025 年显著缓解.....	25
图表 45 居民、企业中长贷 TTM	25
图表 46 中国工业企业利润同比及拆解	27
图表 47 中国消费者信心指数	27
图表 48 商品房销售面积 TTM 及其同比增速	28
图表 49 螺纹钢表观需求季节图	28
图表 50 二手房房价同比增速	28
图表 51 中日居民部门杠杆率	28
图表 52 房企应收账款周转天数	29
图表 53 房企资产负债率	29
图表 54 欧元区 GDP	30
图表 55 欧元区 CPI	30
图表 56 欧元区失业率	30

图表 57 欧元区 PMI	30
图表 58 德国联邦政府投资规模	31
图表 59 德国投资与产能利用率	31
图表 60 欧元区财政余额（占 GDP 比重）	31
图表 61 日本名义 GDP 及其贡献分项	33
图表 62 日本通胀	33
图表 63 日本实际工资同比增速	33
图表 64 日本春斗工资增速	33
图表 65 日本大米通胀	33
图表 66 日本出口	33
图表 67 2026 财年预算收支框架一览	34
图表 68 日本名义有效汇率	35
图表 69 日本国债利差	35
图表 70 日本政策目标利率及国债利率	35
图表 71 日本中央政府利息支付预测值	35

一、全球货币宽松态势仍将延续，但幅度收敛

1、2025 全球央行延续货币宽松周期，“价”延续下行、“量”收缩结束

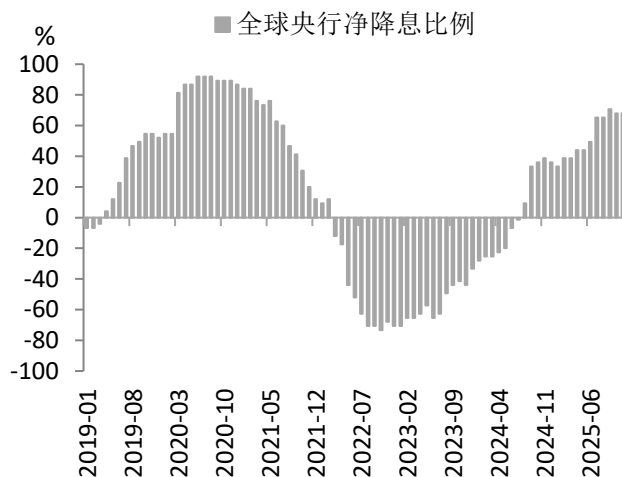
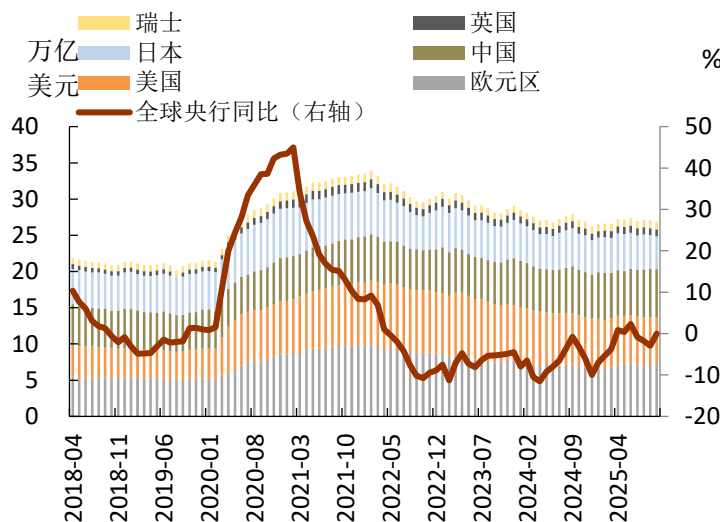
2025 年全球主要央行整体延续货币宽松方向，欧央行累计降息 100BP、美联储 75BP、中国央行 10BP，而日央行则加息 25BP。整体而言，全球货币环境呈现“价宽松延续、量收缩终止”的组合特征，全球央行政策利率中枢仍在下移，但主要央行节奏分化：欧央行降息周期告一段落，美联储在年内三次降息后转入观望，日央行仍维持渐进加息路径，中国央行延续宽松方向、节奏较缓。

从“价”的维度上看，2022 年初至 2023 年中，受高通胀压力推动，全球主要经济体同步加息、收紧流动性，全球央行净降息比例一度维持在-70%左右的历史极低区间。自 2023 年下半年起，降息央行占比逐步回升，货币政策环境边际转松。2024 年下半年，净降息比例由负转正。2025 年全球央行净降息比例从 33%升至 68%，处于近三年高位，反映全球央行货币政策边际宽松趋势延续。

从“量”的维度上看，全球主要央行自 2022 年初起进入长周期的缩表、去杠杆阶段，其总资产规模持续回落，直至 2024 年起缩表速度显著放缓。2025 年全球主要央行总资产规模同比回正，其中欧央行为 7.7%、美联储为-5.1%，中国央行为 9.6%，日央行为-6.1%。目前“量”的收缩总体结束，美联储在 12 月起停止缩表、并启动 RMP（准备金管理购买操作，每月购买 400 亿短债），欧央行主要依靠停止再投资维持被动缩表，日央行则处于主动、渐进、幅度较小的缩表阶段。

图表 1 全球主要央行总资产规模及同比增速

图表 2 全球央行净降息比例

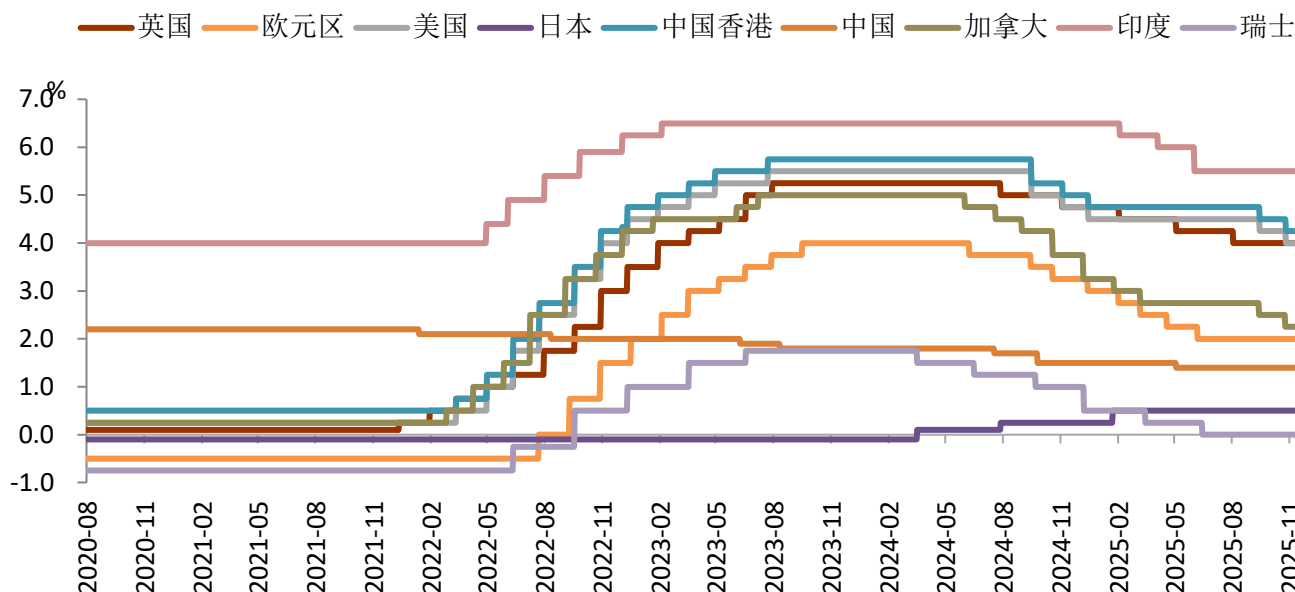


资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货（全球央行净降息比例=降息央行占比-加息央行占比）

2、全球利率宽松周期是否会在 2026 年触顶？

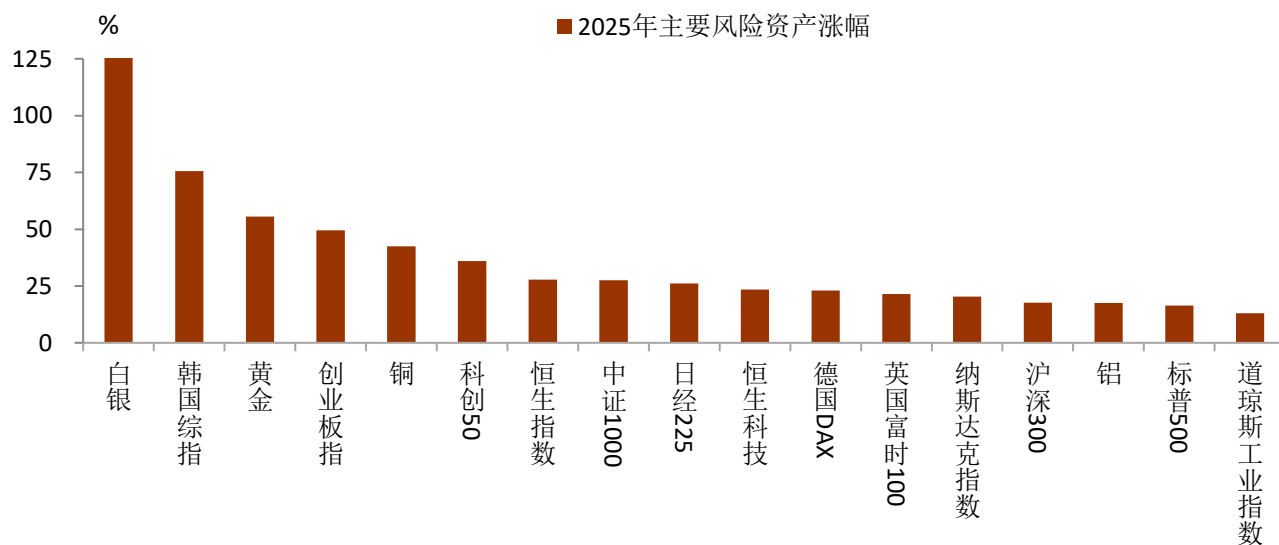
从 2023 年末美联储确认加息周期结束，到 2024 年下半年全球央行开始陆续降息，这一轮宽松周期不仅对全球经济起到了呵护的作用，也在流动性层面显著提振了全球股指、大宗商品等风险资产的表现。当前市场更关心的是，宽松周期还能持续多久、空间还剩多少？

图表 3 全球主要央行政策利率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货（数据截至 2025 年 12 月）

图表 4 2025 年主要风险资产涨幅



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

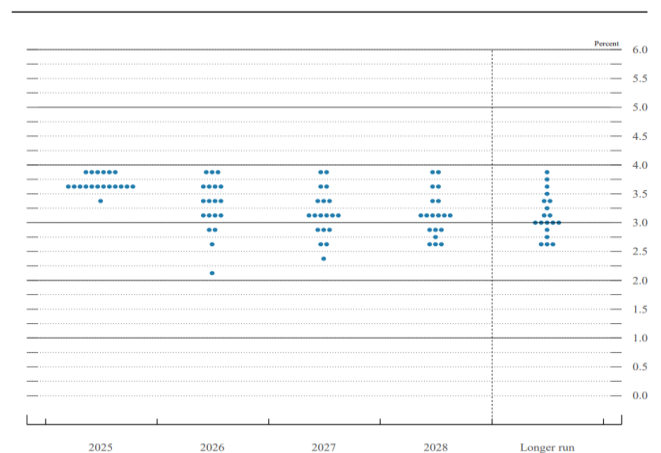
(1) 美联储：降息空间未尽、节奏放缓，流动性尚有托底

自 2024 年 9 月美联储开启本轮降息以来，2024-2025 年分别累计降息 100bp、75bp，联邦基金利率目标区间已由 5.25% - 5.50% 下调至 3.50% - 3.75%。若以美联储对长期名义中性利率 3% 来判断，当前利率水平距离本轮降息周期的终点仍存在约 50 - 75bp 的调整空间。从 2025 年 12 月 SEP 看，2026 年末联邦基金利率中位数约 3.4%，隐含“明年仅 1 次降息”的基准判断，但市场预期仍偏向 2 次。后续降息的节奏重点关注：①就业降温是否止住；②通胀是否延续回落趋势；③市场与金融条件的稳定性。

图表 5 芝商所 FedWatch 工具

	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425
2026/1/28		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.8%	97.2%	0.0%	0.0%
2026/3/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	13.6%	86.1%	0.0%	0.0%
2026/4/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	2.5%	25.6%	71.8%	0.0%	0.0%
2026/6/17	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	12.9%	46.5%	39.4%	0.0%	0.0%
2026/7/29	0.0%	0.0%	0.4%	4.6%	22.6%	44.4%	28.0%	0.0%	0.0%
2026/9/16	0.0%	0.1%	2.0%	11.8%	31.4%	37.9%	16.8%	0.0%	0.0%
2026/10/28	0.0%	0.5%	4.0%	15.7%	32.7%	33.7%	13.5%	0.0%	0.0%
2026/12/9	0.1%	1.2%	6.2%	18.9%	32.8%	29.8%	10.9%	0.0%	0.0%
2027/1/27	0.1%	1.2%	6.2%	18.8%	32.7%	29.8%	11.1%	0.1%	0.0%
2027/3/17	0.1%	1.1%	6.0%	18.5%	32.3%	29.9%	11.6%	0.4%	0.0%
2027/4/28	0.1%	1.1%	5.8%	17.8%	31.6%	30.0%	12.6%	1.0%	0.0%
2027/6/9	0.1%	1.1%	5.6%	17.4%	31.2%	30.1%	13.1%	1.4%	0.1%
2027/7/28	0.1%	1.0%	5.2%	16.3%	29.8%	30.2%	14.8%	2.5%	0.2%
2027/9/15	0.1%	1.1%	5.5%	16.7%	29.8%	29.7%	14.4%	2.5%	0.2%
2027/10/27	0.1%	1.0%	5.1%	15.7%	28.6%	29.7%	15.8%	3.6%	0.4%
2027/12/8	0.1%	1.0%	4.8%	14.9%	27.7%	29.6%	16.7%	4.4%	0.6%

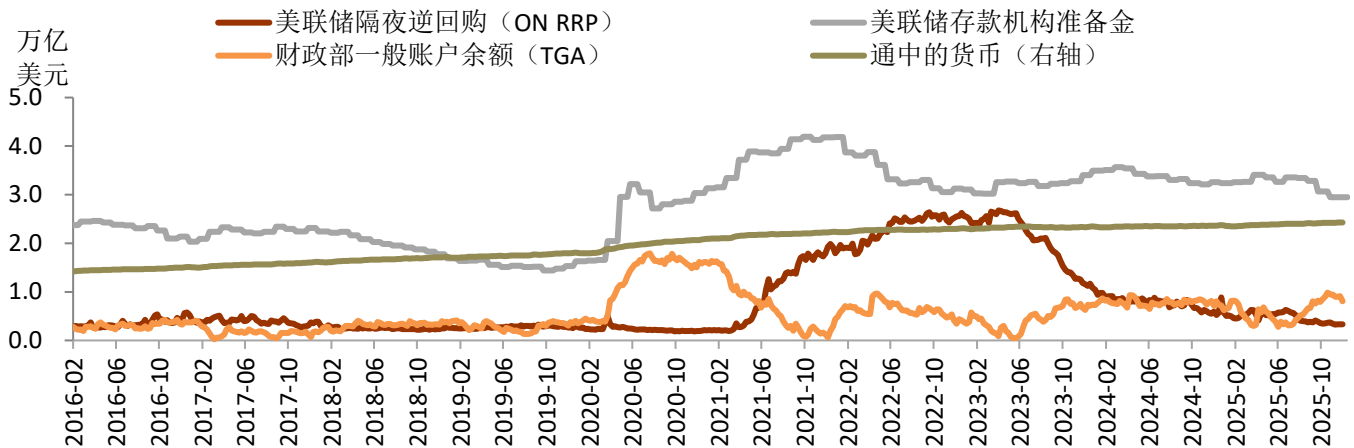
图表 6 美联储利率点阵图



资料来源：CME，FED，铜冠金源期货（截至 2026 年 1 月 27 日）

从“量”的角度看，美联储在 12 月停止了长达 3 年半的缩表，并在 12 月 FOMC 上宣布启动 RMP，首个约 30 天计划规模约 400 亿美元、12/12 开始执行，并预计未来数月节奏偏高、随后回落。这是一种技术性的扩表、而非 QE 式的需求刺激，核心目的在于稳定资金面、缓解回购利率上行压力，反映出美联储在降息周期中仍以流动性呵护与风险防范作为优先取向。

图表 7 美联储负债端主要构成



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

在基准情景下，我们判断 2026 年上半年美联储更偏向观望，若就业持续弱而不衰且通胀趋势未被显著扭转，下半年再降 1 次息的概率更高。尽管降息节奏放缓，但在“量”的层面，美联储已结束缩表并转向技术性的扩表。此外，若 2026 年出现“硬着陆”风险，可能迅速转向更大幅度降息；反之，若通胀顽固停留在 3%附近甚至再度抬头（进一步加征关税、企业居民减税、商品通胀），宽松预期或明显收敛，同时也不能排除市场重新定价加息的风险。

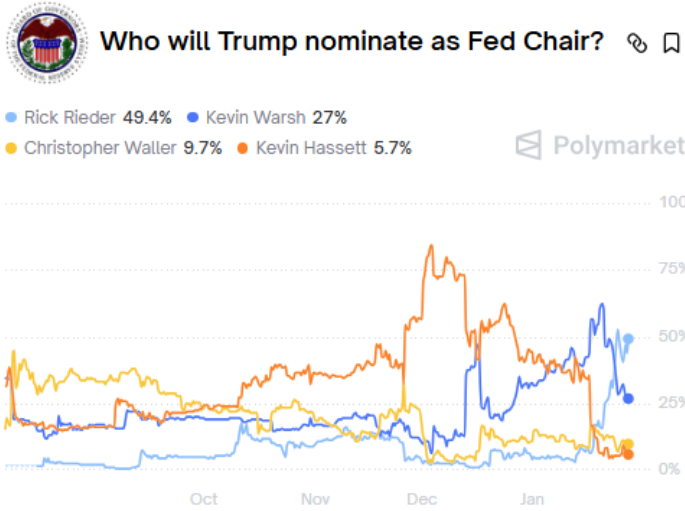
（2）美联储：即将迎来主席更替，围绕独立性的风险溢价有望被市场“显性化”

2025 年以来，特朗普持续公开施压美联储降息，直言“鲍威尔不降息是错误”，并在 8 月宣布拟以“for cause”为由解雇美联储理事 Lisa Cook。相关举措被法院临时禁令阻止，2026 年 1 月最高法院在口头辩论阶段表现出对特朗普政府解除美联储理事的行动持谨慎甚至不赞成的态度，多数大法官倾向于继续维护理事的职位独立性，最终裁决将在 2026 年夏季前做出决定。在此背景下，市场对美联储独立性的担忧反复升温，随着鲍威尔主席任期将于 2026 年 5 月届满，新一任主席的人选与政策取向正逐步进入定价视野。

从时间节奏看，“换主席”的市场定价窗口大致分为三段：一是 2026 年初提名阶段，二是参议院听证与表决期，三是新主席正式上任后的前两次 FOMC 会议。若提名与确认流程推进顺利，新主席有望在 6 月 FOMC 首次主持会议。

美联储易主对市场的核心影响，并非简单的“更鸽即利好”，而在于美联储政策可信度是否被重新定价。一旦市场认为美联储主席更易受政治周期掣肘，即便短端利率因偏鸽预期下行，长端利率也可能因通胀预期松动、期限溢价而上行，从而对美元资产的定价锚构成更深层的冲击。

图表 8 特朗普潜在美联储主席人选



图表 9 最高法院就特朗普关税政策作出有利裁决的可能性



资料来源：Polymarket，铜冠金源期货（截至 2026 年 1 月 27 日）

图表 10 美联储主席任命周期、独立性风险的关键节点

时间	关键事件	备注
2025/4/17	特朗普称鲍威尔“下台越快越好”，要求降息	市场开始计价美联储独立性受威胁
2025/5/29	特朗普在白宫会见鲍威尔，当面指责不降息“是错误”；鲍威尔重申独立性	
2025/7/16	路透：特朗普对“解雇鲍威尔”持开放态度；随后公开称“不打算解雇”	
2025/8/25	特朗普宣布以“forcause”解除Fed理事Lisa Cook（史无前例）	独立性争议从言辞层面升级为制度与法律层面
2025/9/9	法官发布初步禁令，认为理由不足暂阻撤换Cook	
2025/11/12	最高法院确定2026年1月21日就Trump和Cook进行口头辩论	
2025/12/11	特朗普称预计明年初决定新主席人选，Kevin Hassett为热门候选人	特朗普核心经济智囊，市场对其政策独立性存疑
2026/1/21	最高法院就“总统能否在诉讼期间解除Fed理事Lisa Cook”进行口头辩论	释放独立性方向性信号的重要窗口，但并非最终裁决日
2026年初	白宫首次公布美联储主席提名并送交参议院（待定） 参议院银行委员会听证会（待定） 参议院全院确认表决（待定）	新主席确定，首次定价窗口 提名后约1-3周 提名后数周至数月
2026/5/15	鲍威尔主席任期届满	交接节点，关注新主席能否顺利完成就职
2026/6/16	6月FOMC（含SEP）	新主席“首秀”窗口
2026/7/28	7月FOMC	

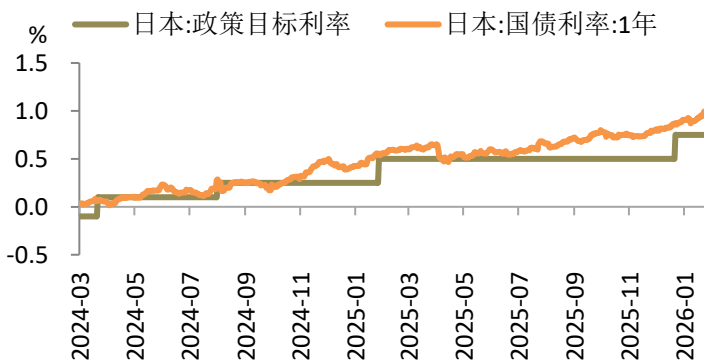
资料来源：路透社，美联储，铜冠金源期货整理

(3) 日央行：2026 年延续谨慎、小步的加息周期

2025 年日央行政策主线仍是谨慎、小幅的加息节奏。2024 年 3 月，日本央行正式结束负利率政策并同步退出收益率曲线控制（YCC），全年加息 35BP；2025 年 1 月日央行加息 25BP 至 0.5%，其主要依据在于通胀高于目标、工资上涨预期持续。**二季度起，政策操作转向观望阶段**，①是因为央行关注春斗后工资上涨能否在企业间扩散并传导至服务价格，以检验通胀的内生支撑；②是特朗普的贸易政策扰动全球经济，企业在投资与出口决策上趋于谨慎，经济预期受到冲击。三季度，日本 GDP 出现较为显著的阶段性收缩，显示内需修复基础仍不稳固，投资与外需对增长形成拖累。在此背景下，日本央行在年中维持政策利率在 0.5%，并未急于连续加息，政策取向谨慎、更强调风险评估。12 月，日本央行进一步将政策利率由 0.5%上调至 0.75%，并重申在经济与物价走势大体符合预期的前提下，将继续以渐进方式推进利率正常化。

展望 2026 年，日央行仍处于谨慎观望的加息周期，预计加息 1-2 次，政策利率升至 1.0-1.25%，并继续通过缩减购债（QT）回收长期流动性。节奏上，关注日本春斗结果、日元贬值幅度，以及实际工资能否转正支撑内需复苏。继 2025 年 12 月加息后，下次加息窗口大概率集中在下半年，目前 OIS 市场目前定价 7 月与 12 月各加息一次。

图表 11 日本政策目标利率



图表 12 日央行利率点阵图

会议日期	隐含加息次数	隐含利率变动	隐含利率
2026-03-19	0.242	0.060	0.788
2026-04-28	0.741	0.185	0.913
2026-06-16	1.050	0.263	0.991
2026-07-31	1.308	0.327	1.055
2026-09-18	1.680	0.420	1.148
2026-10-30	1.995	0.499	1.227
2026-12-18	2.245	0.561	1.289

资料来源：iFinD，铜冠金源期货

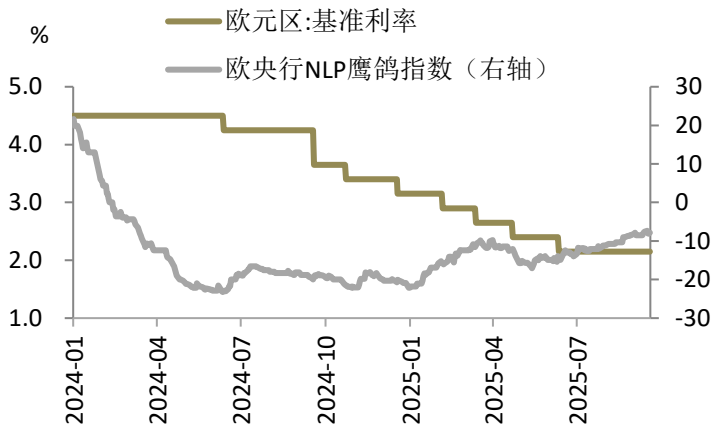
（4）欧央行：降息周期结束，进入数据观望期

欧央行 2024—2025 年阶梯式降息结束，进入观望期。自 2024 年 6 月起，欧央行开启降息周期，政策利率沿阶梯式、逐次下调，2024—2025 年各降 100BP 后，欧元区主要再融资利率降至 2.15%、接近中性水平。自 2025 年下半年起，欧元区通胀接近 2%但服务通胀与工资粘性仍在、增长韧性边际改善、外部不确定性扰动上升，欧央行多次会议按兵不动，政策沟通强调“数据依赖、逐次会议决定”。

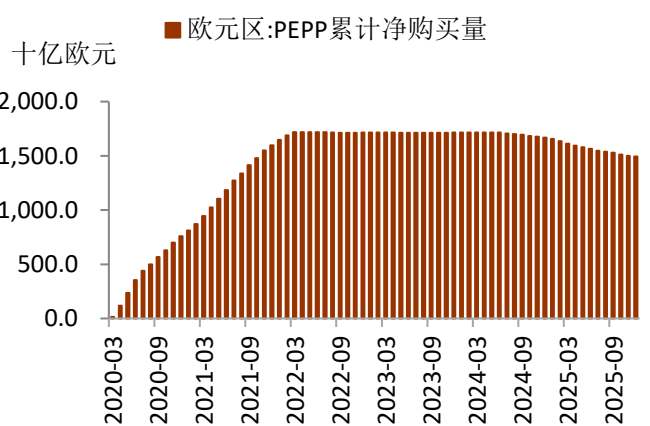
在资产负债表操作方面，欧央行继续采用被动缩表策略：一方面，APP（资产购买计划）自 2023 年 7 月起停止到期再投资，2024—2025 年主要通过债券到期自然回落实现资产规模缩减；另一方面，PEPP（疫情应急资产购买计划）自 2024 年末停止再投资，2025 年起也随到期自然收缩。

展望 2026 年，欧央行基准情景仍是按兵不动。欧央行在通胀已接近目标、增长温和修复的背景下更倾向于观望，关注其通胀水平、内生增长动能以及外部冲击（贸易与能源、美国政策不确定性外溢）。

图表 13 欧央行 ECB SPEAK NLP 鹰鸽指数



图表 14 欧元区 PEPP 再投资累计净额



资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货（鹰鸽指数越低，代表政策立场越偏鸽，倾向于货币宽松）

综上，全球利率宽松周期的主要阶段已基本过去，2026 年更可能转向小步微调式宽松，也有可能在风险事件冲击下呈现应对式降息。尽管“价”的宽松边际减弱，但主要央行缩表趋于结束使“量”的宽松有望接力，流动性环境有望维持在偏充裕状态，从而对风险资产估值形成支撑。

二、全球制造业在结构性增量与周期性支撑下，延续温和扩张

1、2025 年全球制造业温和向上、区域分化延续

2025 年全球制造业温和修复，二季度受关税预期扰动、节奏波动加大。全年 PMI 中枢较 2024 年抬升，截至 2025 年 12 月全球制造业 PMI 录得 50.4。分国别来看：

欧美：美国全年维持偏强扩张，欧洲在收缩区间内缓慢修复、年末再度走弱。美国全年维持偏强扩张，制造业 PMI 在 2025 年多数月份处于在 50 上方扩张区间（年末 51.8），内需和新订单支持了制造业的韧性。欧元区全年整体低于荣枯线（年末 48.8），虽较年初低点明显回升，但修复弹性仍偏弱，其中：德国全年偏弱但持续改善（年末 47.0），仍是欧洲修复的关键短板；法国波动较大但年末回到扩张（50.7），边际改善相对突出；意大利全年在荣枯线附近徘徊、年末转弱（47.9）；希腊全年高景气（52.9）保持领先；英国上半年偏弱、下半年修复，年末回到扩张（50.6）。

亚洲：印度与东盟稳居扩张中枢，台湾地区弹性最强，日韩偏弱、年末小幅改善。印度制造业 PMI 全年维持显著高位（年末 55.0），在主要经济体中景气最稳、扩张最强；东盟全年总体保持扩张，其节奏受对关税冲击较为敏感，四季度显著回暖（年末 52.7）。中国台湾地区全年波动较大但强度领先，年末显著走强至 55.3，体现其出口与电子产业链的高弹性。日本、韩国总体在荣枯线附近偏弱运行，年末回到 50 附近，改善仍偏温和。

新兴市场：整体景气偏弱，拉美持续承压，俄罗斯由强转弱。巴西制造业 PMI 全年重心下移，年末回落至 47.6，内需走弱与企业信心偏谨慎共同拖累景气；墨西哥多数月份徘徊在荣枯线下方，年底进一步回落至 46.1，复苏动能不足、改善缺乏连续性；俄罗斯则从年初的偏强扩张逐步转入回落区间，年末仍处收缩（48.1）。

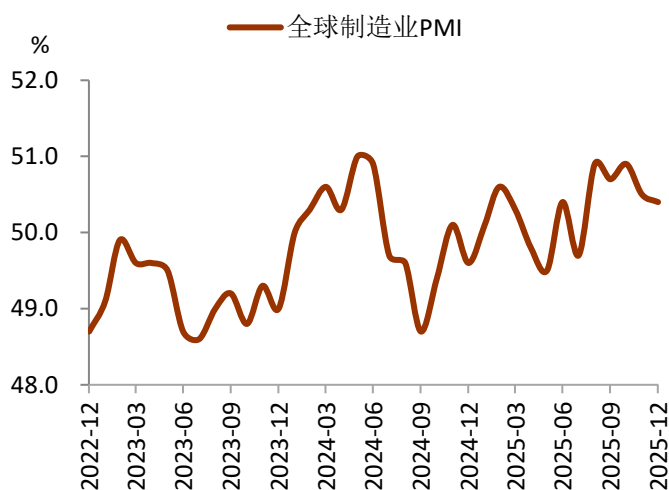
总体而言：2025 年全球制造业景气呈现出“欧美修复、亚洲分化、新兴承压”的格局：欧美整体明显改善，美国延续稳健扩张，欧洲从低位修复中回升，核心国家的修复弹性更强但区域内部仍有分化；亚洲总体向上但结构差异突出，东亚以出口与电子链条带动改善，东盟维持扩张并出现更广泛的修复，而印度在高景气基数下边际降温；新兴市场则整体走弱，拉美与部分资源型经济体承压加深，制造业修复连续性不足。

图表 15 全球主要国家制造业 PMI

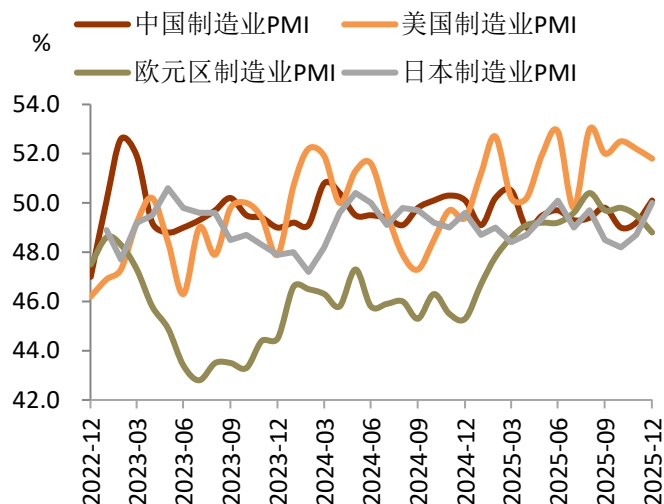
国家	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025-02	2025-01
美国	51.8	52.2	52.5	52.0	53.0	49.8	52.9	52.0	50.2	50.2	52.7	51.2
欧元区	48.8	49.6	50.0	49.8	50.7	49.8	49.5	49.4	49.0	48.6	47.6	46.6
德国	47.0	48.2	49.6	49.5	49.8	49.1	49.0	48.3	48.4	48.3	46.5	45.0
法国	50.7	47.8	48.8	48.2	50.4	48.2	48.1	49.8	48.7	48.5	45.8	45.0
英国	50.6	50.2	49.7	46.2	47.0	48.0	47.7	46.4	45.4	44.9	46.9	48.3
希腊	52.9	52.7	53.5	52.0	54.5	51.7	53.1	53.2	53.2	55.0	52.6	52.8
意大利	47.9	50.6	49.9	49.0	50.4	49.8	48.4	49.2	49.3	46.6	47.4	46.3
日本	50.0	48.7	48.2	48.5	49.7	48.9	50.1	49.4	48.7	48.4	49.0	48.7
韩国	50.1	49.4	49.4	50.7	48.3	48.0	48.7	47.7	47.5	49.1	49.9	50.3
中国台湾	55.3	51.4	50.3	48.3	47.9	48.0	49.6	51.0	48.9	54.2	54.0	48.7
东盟	52.7	53.0	52.7	51.6	51.0	50.1	48.6	49.2	48.7	50.8	51.5	50.4
越南	53.0	53.8	54.5	50.4	50.4	52.4	48.9	49.8	45.6	50.5	49.2	48.9
泰国	57.4	56.8	56.6	54.6	52.7	51.9	51.7	51.2	49.5	49.9	50.6	49.6
印尼	51.2	53.3	51.2	50.4	51.5	49.2	46.9	47.4	46.7	52.4	53.6	51.9
马来西亚	50.1	50.1	49.5	49.8	49.9	49.7	49.3	48.8	48.6	48.8	49.7	48.7
印度	55.0	56.6	59.2	57.7	59.3	59.1	58.4	57.6	58.2	58.1	56.3	57.7
巴西	47.6	48.8	48.2	46.5	47.7	48.2	48.3	49.4	50.3	51.8	53.0	50.7
墨西哥	46.1	47.3	49.5	49.6	50.2	49.1	46.3	46.7	44.8	46.5	47.6	49.1
俄罗斯	48.1	48.3	48.0	48.2	48.7	47.0	47.5	50.2	49.3	48.2	50.2	53.1

资料来源：iFinD，Bloomberg，铜冠金源期货

图表 16 全球制造业 PMI



图表 17 中美欧日四国制造业 PMI



资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

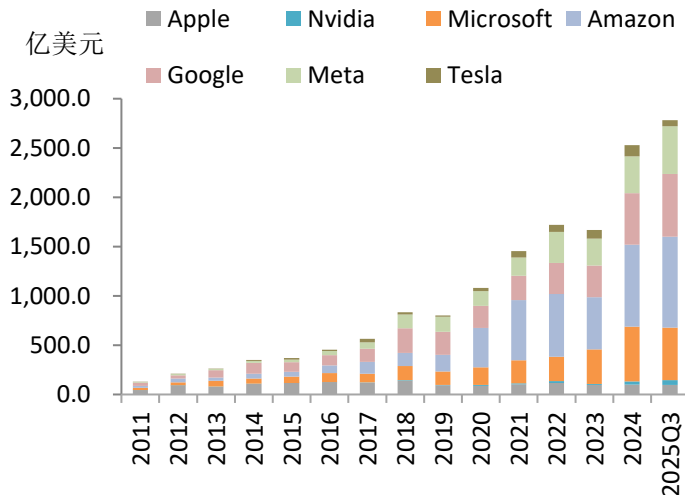
2、本轮制造业景气的主要驱动何在？

(1) AI 资本开支的结构性拉动

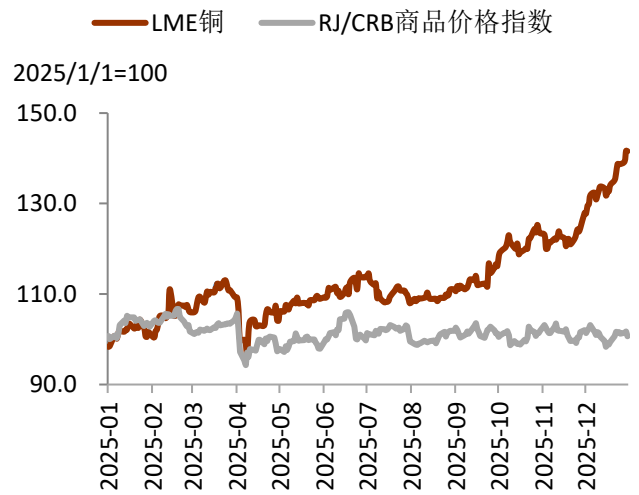
2025 年制造业增量最确定的驱动，不是传统终端消费的显著修复，而是 AI 基础设施资本开支的大规模释放，2023、2024、2025 前三季度美国科技 7 巨头资本开支分别为 1670、2529、2781 亿美元，其中 2025 前三季度同比增速高达 60%。自 2023 年 ChatGPT 点燃产业趋势后，AI 投资在 2024 年已进入启动期，2025 年进一步上台阶，产业链拉动从“AI 叙事”加速转化为服务器、芯片、网络与数据中心等“实物需求”，对制造业景气形成结构性支撑。

从产业链传导看，AI 资本开支对制造业的拉动主要有 3 个路径：一是，算力设备采购放量，带动服务器、存储、网络设备等电子制造需求与产量提升；二是，上游扩产投资随之加速，为匹配高端芯片与存储的扩产，半导体产能扩建带动关键设备与材料订单释放；三是，数据中心配套扩张，电力接入与散热需求上升，推动配电设备、冷却系统以及机电基础设施（机柜、电源系统、铜铝线缆等）形成持续的实物需求。

图表 18 Mag7 科技巨头资本开支



图表 19 2025 年铜价领涨大宗商品

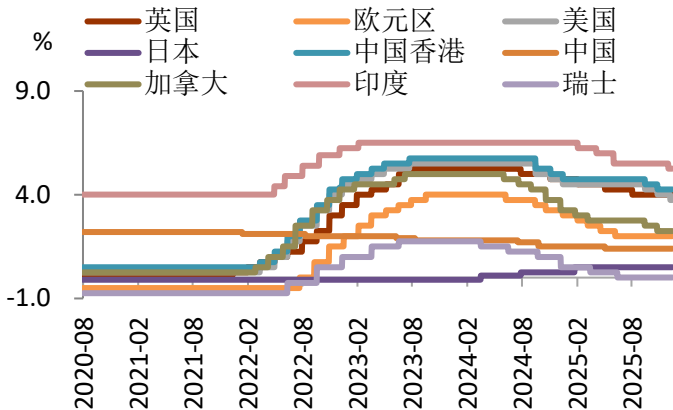


资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货（Mag7 资本开支截至 2025 年三季度）

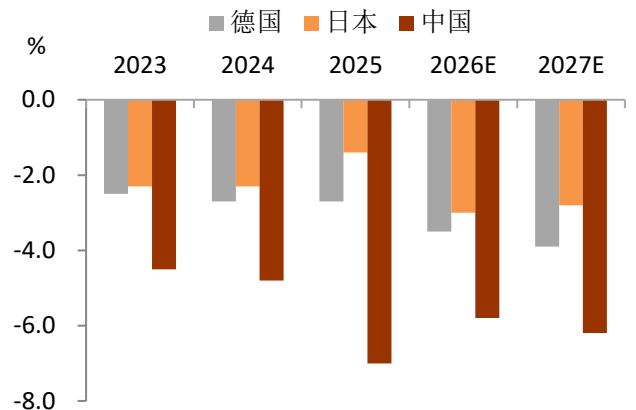
（2）货币财政偏松的周期性支撑

除了结构性 AI 资本开支的拉动外，2025 年全球制造业的周期性支撑主要来自货币与财政的同步发力：一是，过去两年伴随通胀回落与政策利率见顶，主要经济体的实际融资成本降低、金融条件转松，降低了企业补库与设备更新的资金门槛，使制造业更易从去库存与防御性收缩转向修复性补库与恢复性资本开支，尤其是对利率敏感的耐用品与装备投资环节。二是，全球更多国家转向宽财政，且结构上更偏“投资与安全”，在公共投资、国防与军工、供应链安全等领域的资本性支出占比抬升，为制造业提供相对稳定的订单，从而在外需不确定的环境下支撑制造业景气。

图表 20 多数国家央行在 2025 年降息



图表 21 财政赤字占 GDP 比重



资料来源: Bloomberg, 铜冠金源期货

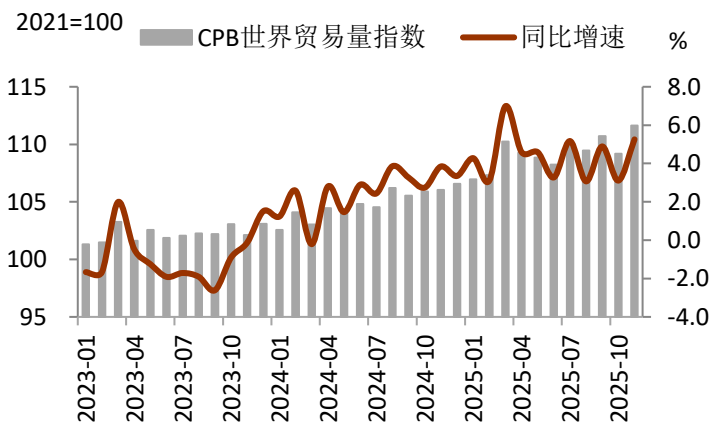
(3) 关税预期扰动节奏

AI 资本开支的结构性增量、以及财政货币政策的周期性支撑，决定了本轮制造业修复的中期方向；与此同时，不容忽视的是关税在 2025 年对制造业的修复节奏形成了扰动。

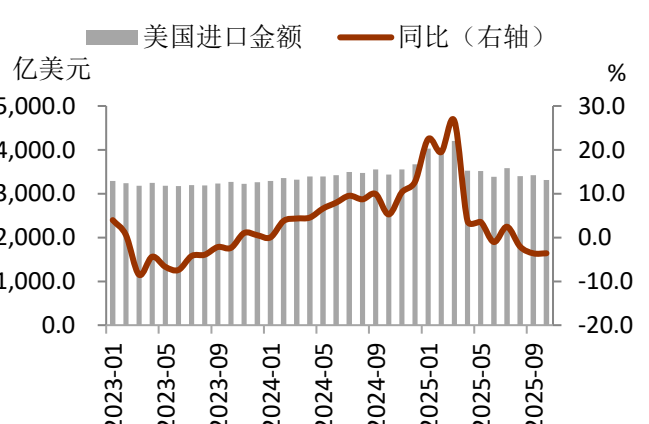
特朗普上任后对关税的升级信号频繁、且关税政策节奏呈“宣布、暂缓、生效、再升级、再谈判”的反复，企业为锁定成本与交付确定性，主动提前下单、提前发运、提前备货，形成阶段性的抢运与订单前置。美国在一季度出现明显的“抢进口”，进口同比增速高达 23%，二季度关税兑现后告一段落，进口同比增速在二、三季度回落到 2%、-1%。

因此，一季度制造业的阶段性强走主要由关税预期驱动的贸易前置与补库抬升；二季度随着前置效应退潮、关税逐步兑现，制造业景气明显降温；三、四季度在去库压力缓解、订单再平衡的过程中，制造业回到更贴近基本面的轨道，呈现温和修复。

图表 22 全球商品贸易量



图表 23 美国进口金额及同比



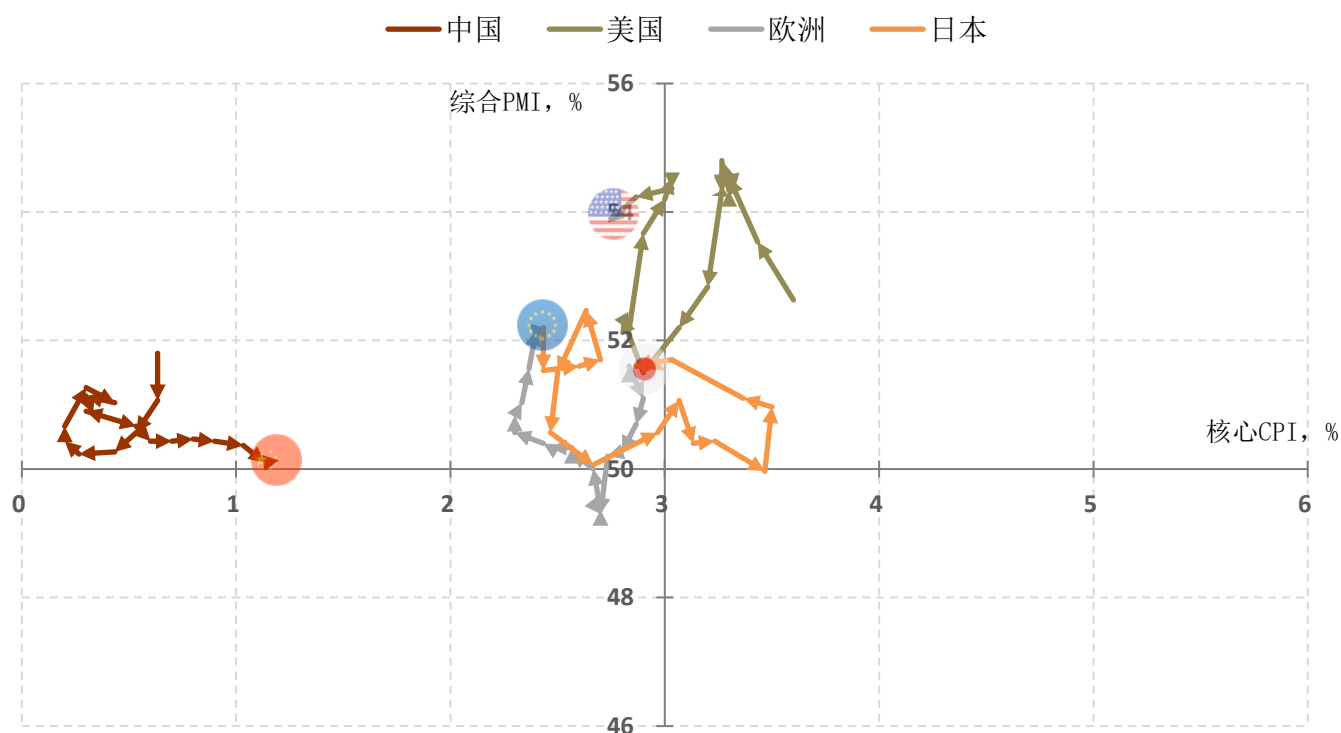
资料来源: CPB, Bloomberg, 铜冠金源期货

对 2026 年全球制造业景气的基准判断是延续温和扩张，但上行斜率仍具不确定性，关注：①AI 资本开支增速是否短期见顶，大概率将从“加速阶段”转向“常态化”；②终端需求的成色如何，全球主要经济体的增长能否延续扩张，企业融资条件是否改善、投资意愿是否回升。风险方面，特朗普关税政策在 2026 年仍是扰动源，但不确定性更多体现在反复与落地节奏上。由于 2025 年已发生订单前置与供应链调整、且市场预期更充分，其对制造业景气的边际冲击大概率小于 2025 年。

三、主要经济体回顾与展望

截至 2025 年 12 月，全球主要经济体处于“温和复苏、各国分化”的宏观格局。我们以核心 CPI 为横轴、综合 PMI 为纵轴，构建景气坐标图，用以刻画中、美、欧、日四大经济体的相对位置与演变路径。从当前坐标点看，美国>欧洲>日本>中国，欧美日在通胀回落的大方向上一致、中国核心 CPI 缓慢修复，四个经济体景气水平与修复斜率存在差异。

图表 24 主要经济体景气循环



资料来源：iFinD, Bloomberg, 铜冠金源期货（截至 2025 年 12 月，均取 3 个月均值）

1、美国

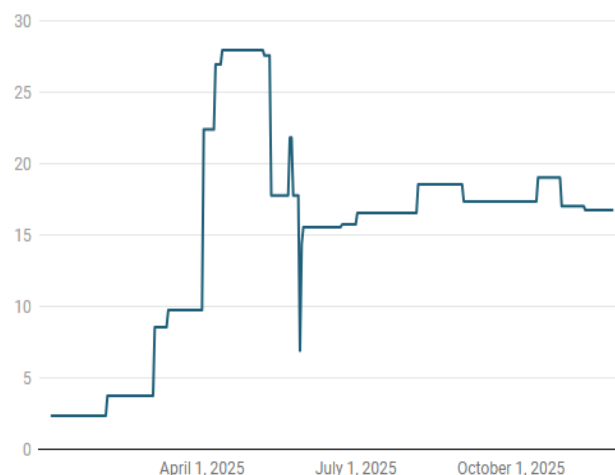
(1) 2025 年关税扰动下经济增长韧性仍存，中枢边际回落

2025 年在关税扰动与政策不确定性上升的背景下，美国经济并未失速，全年增长表现预计好于年初市场对关税冲击的悲观定价，但增速中枢较过去三年明显回落。GDP 环比折年率一、二、三季度分别为-0.6%、3.8%、4.4%，全年增速预计约 2.0%，低于 2022—2024 年的 2.5%、2.9%、2.8%，但整体韧性仍在。

图表 25 美国年度 GDP 同比



图表 26 2025 年 1 月 1 日起美国平均有效关税税率



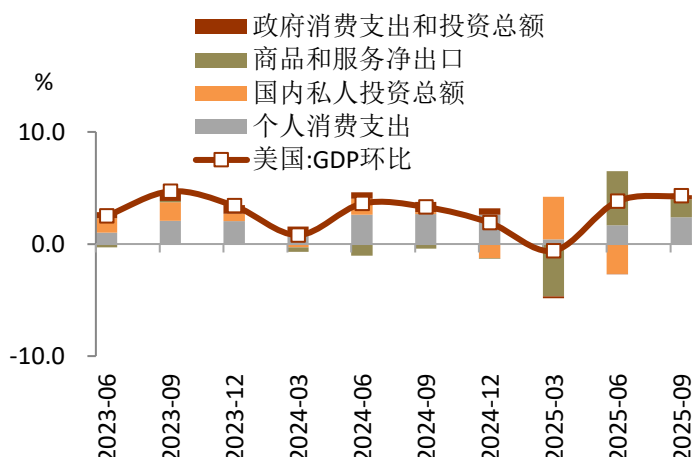
资料来源：iFinD，The Budget Lab，铜冠金源期货

消费仍是美国增长的核心支点，但边际动能趋缓。名义居民消费支出占 GDP 比重稳定在约七成，一、二、三季度消费对实际增长分别贡献 0.42%、1.68%、2.39%，总体低于 2024 年的平均水平 2.26%，呈现“放缓但未失速”的特征。

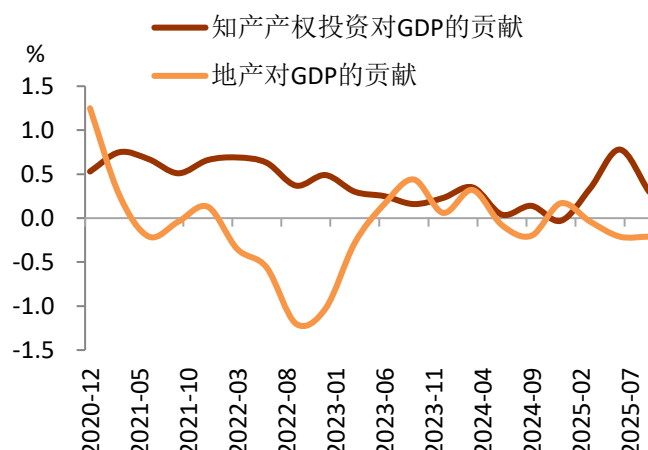
贸易与库存项是上半年 GDP 波动的主要来源。关税预期促使企业在一季度集中前置进口，显著拖累净出口表现；二季度随着进口回落，净出口贡献出现明显反向修复；三季度对 GDP 的拉动减弱。库存项同样呈现典型的“前置一回吐”特征，一季度补库对增长形成支撑，二季度则迅速转为去库，对 GDP 构成拖累，放大了季度间环比增速的波动。

投资端分化加剧，资本开支的结构性特征愈发鲜明。与 AI 相关度较高的知识产权和信息处理设备投资保持较快增长，房地产及传统投资持续偏弱，当前利率环境下对融资条件的敏感性仍高，整体呈现“新经济偏热、旧经济偏冷”的格局。

图表 27 美国季度 GDP 分项构成



图表 28 AI 投资与传统投资的分化



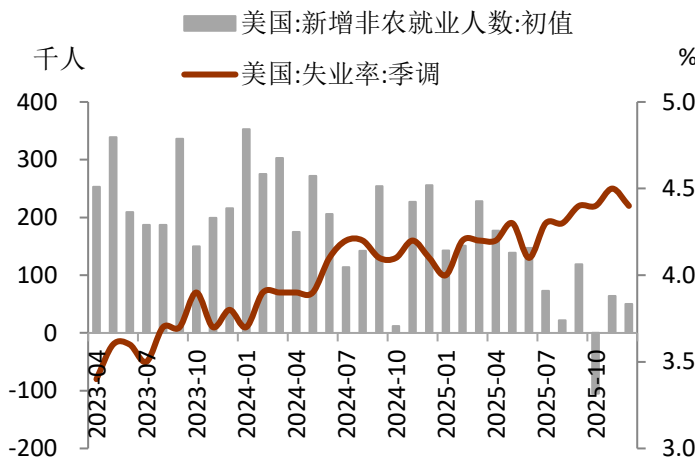
资料来源：iFinD，The Budget Lab，铜冠金源期货

展望 2026 年，美国经济大概率延续“放缓但仍具韧性”的运行格局。在就业持续降温的背景下，居民消费动能或进一步趋弱，但关税因素推动贸易逆差阶段性收敛，对 GDP 形成一定对冲；同时，AI 相关投资延续，对资本开支构成中期托底；随着降息周期仍在推进，房地产、汽车等利率敏感型传统行业亦有望获得边际修复，预计 2026 年美国 GDP 增速仍可维持在 2% 左右。

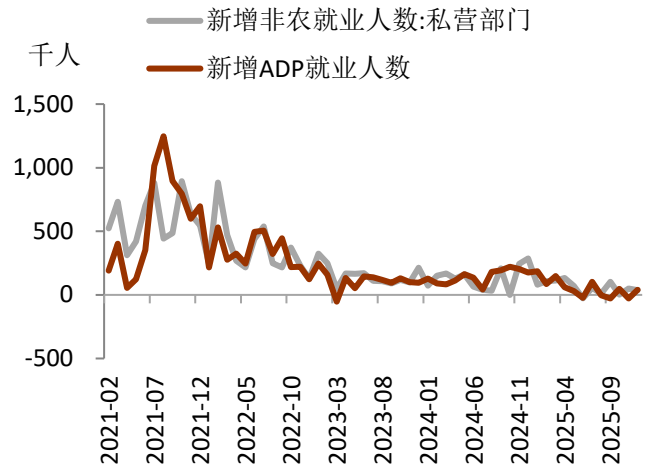
（2）2025 年就业市场降温、弱而不衰、低招聘、低裁员、低供给

2025 年美国就业市场“弱而不衰”，供需回归平衡。2025 年以来美国就业市场确实出现了明显降温迹象。2025 年新增非农就业人数月均 4.9 万人，显著低于前几年水平（2022 - 2024 年分别为 37.9 万人、21.6 万人和 16.8 万人）。从结构上看，商品部门、服务部门及政府部门的就业增速均出现不同程度回落，显示降温并非集中于单一行业，而是具有较强的广谱性。与此同时，失业率自年初的 4.0% 回升至 11 月的 4.6%。这一上升并非主要由大规模裁员驱动，而更多反映了招聘放缓、就业增长动能减弱以及劳动力市场吸收能力下降的结果，整体更接近于就业放缓型的“软着陆”过程。从劳动力市场松紧程度看，美国就业市场已告别 2022-2023 年的偏紧状态，自 2024 年起转向平衡偏松。职位空缺数与失业人数之比已从 2022 年约 2 回落至当前约 1，表明劳动力供需关系处于均衡区间。

图表 29 美国新增非农就业和失业率



图表 30 美国私人部门就业

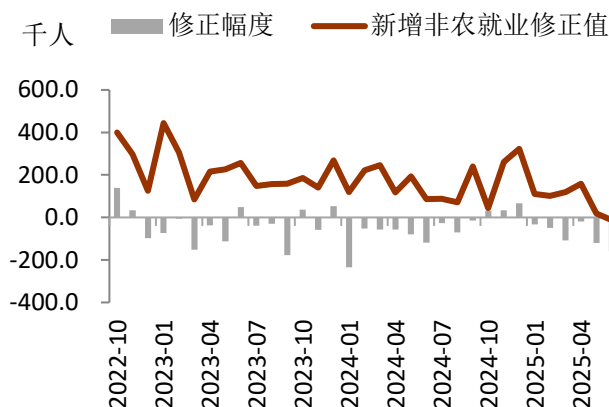


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

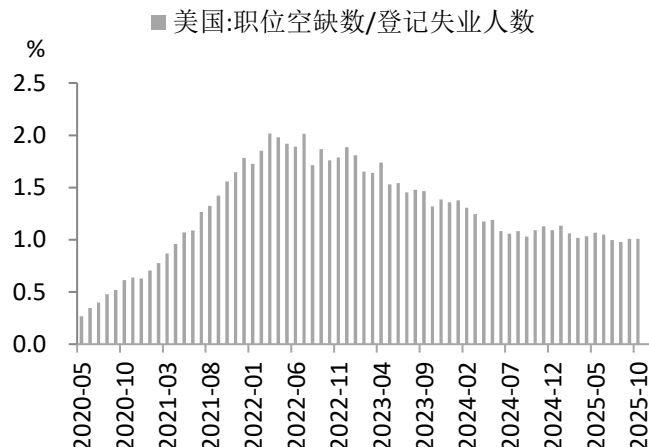
2025 年美国就业的另一个显著特征是“低招聘、低供给、低裁员”。在需求端，企业已停止扩张性招聘，就业需求整体转冷，非农私营部门及 ADP 新增就业在 2025 年均明显回落，月均新增规模较 2024 年接近腰斩，且 ADP 就业在 9 月、11 月一度转负；但需求降温并未演化为大规模裁员，非农口径下月均裁员人数仅较 2024 年小幅上升约 3%，仍处于历史偏低区间。其背后反映的是企业在不确定环境下更倾向于通过压缩招聘、冻结岗位空缺而非直接裁员，就业市场呈现出“低流动性”的降温特征。供给端方面，移民劳动力净流入放缓、劳动参与率回落等因素使劳动力增量边际放缓，但在招聘显著降温、就业吸纳能力不足的背景下，仍未能阻止失业率在 2025 年的逐步上行。在需求与供给同步收缩的背景下，就业市场降温但未失速，整体呈现“弱而不衰”的状态。

展望 2026 年，美国劳动力市场呈现“总量托底、结构分化延续”的特征。一方面，特朗普 OBBBA 法案叠加美联储降息，对企业用工需求形成托底；另一方面，AI 渗透持续深化，强化企业“少招不多裁”的用工策略，其影响主要体现为替代新增岗位、提升存量员工效率，而非直接触发大规模裁员，就业调整更多表现为招聘收缩。就业市场流动性持续下降，新进入劳动力及结构性转岗人群的再就业难度上升，失业率或温和上行。

图表 31 美国非农就业修正值

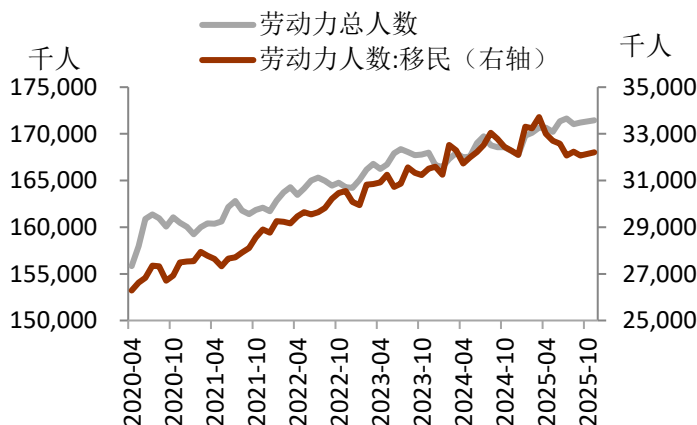


图表 32 美国劳动力市场供需比

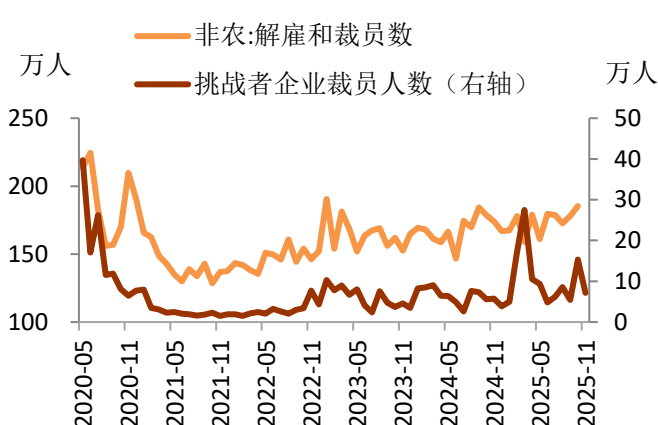


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 33 美国劳动力人口



图表 34 美国裁员人数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

(3) 关税扰动通胀预期、住房通胀回落主导 2025 年通胀降温

2025 年美国通胀呈现出“关税冲击放大预期波动、基本面因素主导实际通胀下行”的格局。从预期层面看，关税无疑是全年通胀叙事中扰动最大的变量，特朗普关税政策反复释放与落地，显著放大了市场对中长期通胀路径的不确定性。密歇根大学调查显示，长期通胀预期在年初约 3.2%，4 月关税政策宣布后一度抬升至 4.2%，随后随政策冲击被逐步消化，于年末回落至 3.2%；一年期通胀预期波动更为剧烈，从年初的 3.3% 攀升至 5 月的 6.6%，年末仍处于 4.2% 的相对高位。但从实际通胀运行看，2025 年美国通胀并未偏离降温主线。CPI 与核心 CPI 同比自年初的 3.0%、3.3%，回落至 11 月的 2.7%、2.65%。结构上看，核心服务通胀持续放缓，是通胀回落的主要贡献项；核心商品价格虽受关税影响出现边际升温，但幅度有限，未对整体通胀趋势构成实质性逆转。全年维度下，关税对通胀的抬升更多体现为局

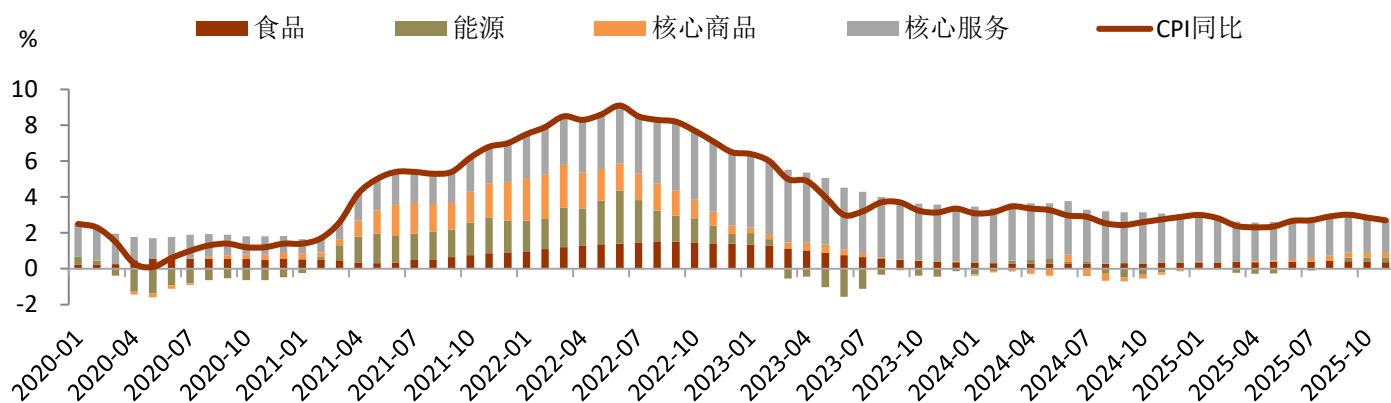
敬请参阅最后一页免责声明

部、短期影响，而非广泛而持续的通胀推动力。鲍威尔在 2025 年 12 月 10 日记者会上表示：关税已推升商品通胀并抬高当前通胀读数，但基准情形下其影响更可能是相对短暂的、近似“一次性价格水平上移”，关键在于防止其演变为持续性的通胀问题。

展望 2026 年，美国通胀大概率仍将运行在温和下行通道，通胀压力的重心已高度集中于核心服务，尤其是住房分项，其余分项对整体通胀的扰动显著减弱。从通胀结构的演变看，美国通胀焦点发生切换：2021-2022 年主要由商品与能源价格驱动，2023-2024 年转向核心服务通胀，而当前阶段，核心服务中住房通胀成为决定通胀粘性的关键因素。换言之，住房分项基本决定了通胀回落的节奏与下限。

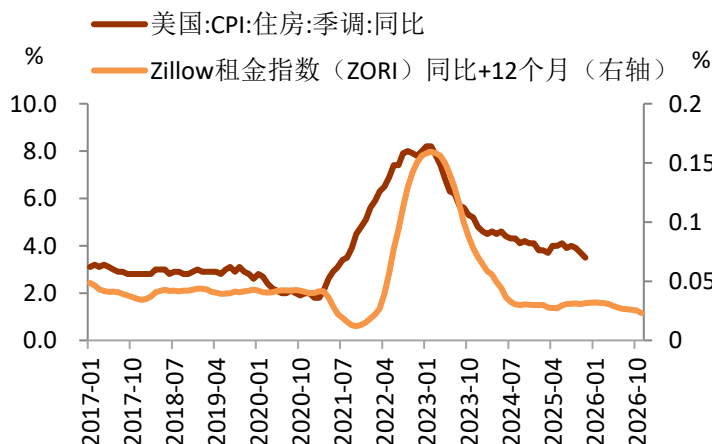
根据 Zillow 的租金走势判断（通常领先 CPI 住房通胀约 9-12 个月），2026 年对应的住房通胀仍处于降温通道，通胀下行的大方向明确、回落节奏或有所放缓。因此，在不出现显著商品供给冲击、食品能源价格大幅波动或关税扰动再度放大的前提下，**2026 年美国通胀更可能呈现低位、缓慢降温的运行状态，全年 CPI 中枢大致位于 2.6%-2.8% 区间。**

图表 35 美国 CPI 及其分项同比

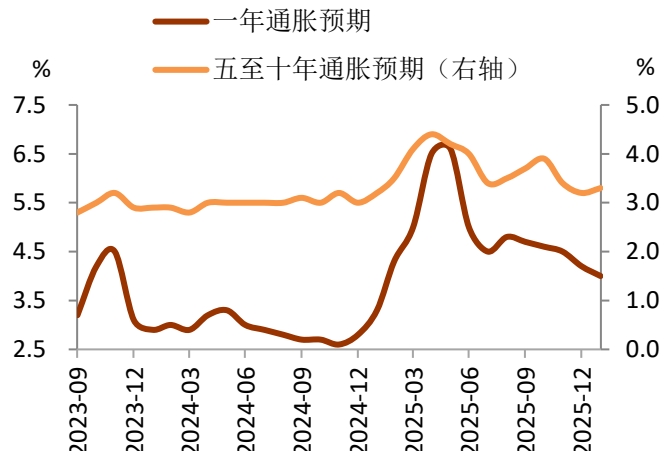


资料来源：Bloomberg，铜冠金源期货

图表 36 美国 CPI 住房同比、房租领先性指标



图表 37 密歇根大学通胀预期



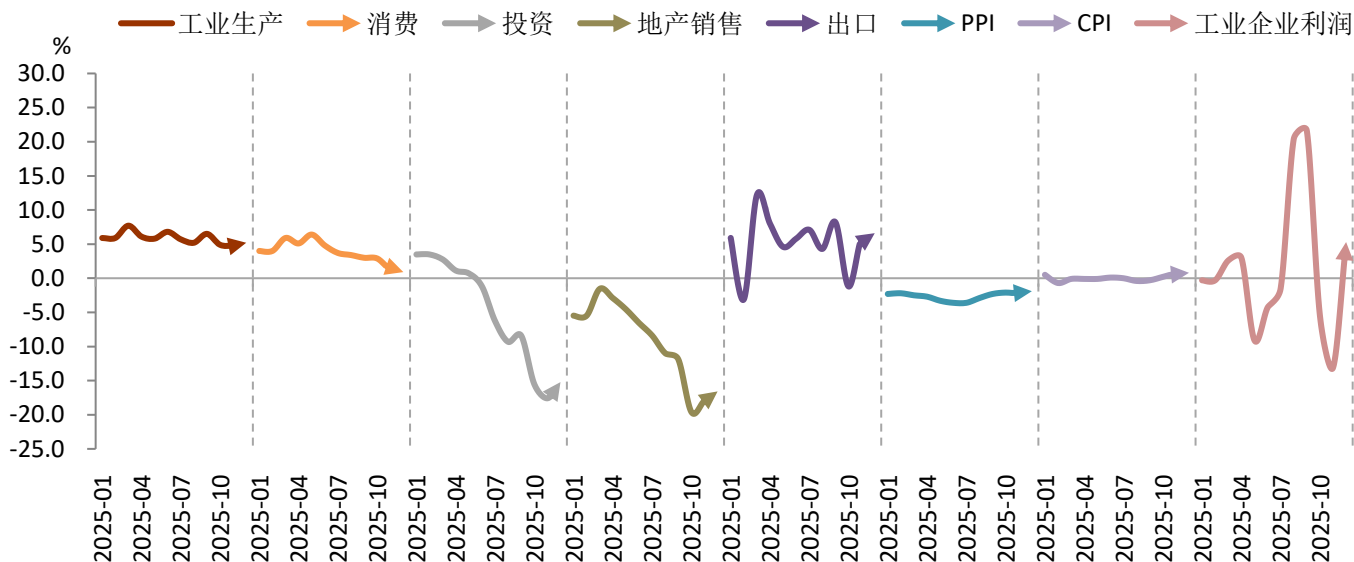
资料来源：iFinD，铜冠金源期货

2、中国

(1) 2025 年经济增速前高后低，三大不平衡在 2025 年均有显著缓解

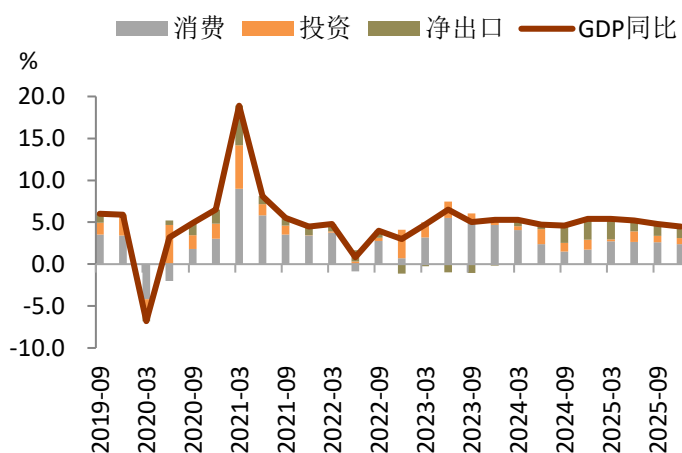
回顾 2025 年国内经济，全年呈现出“节奏前高后低，总量尚有托举”的特点：一季度在消费政策加码与“抢出口”效应带动下实现高开；二季度在外部环境明显趋紧、特朗普关税政策极限施压背景下，经济韧性经受住考验；三季度“反内卷”政策导向下，企业投资动能边际走低；四季度则表现为消费动能疲弱、投资失速、房地产继续承压，经济整体趋势进一步降温。但比短期降温更值得关注的是，自 2024 年 9 月政策转向并持续加码后，前几年制约经济运行的“三大不平衡”已被打破：供给与需求、量与价、安全与风险资产。

图表 38 中国经济指标概览

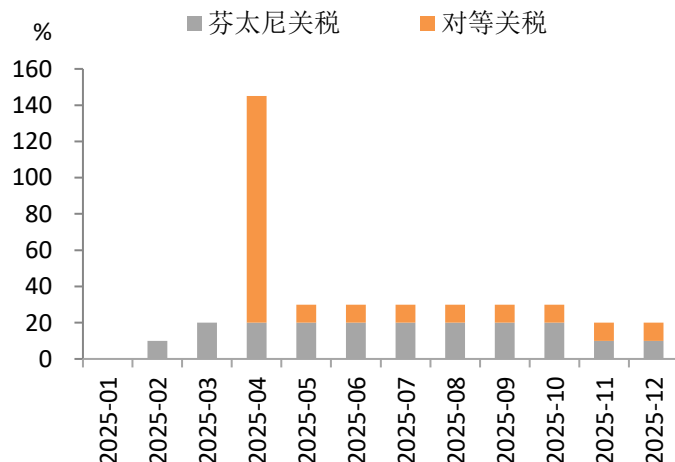


资料来源：iFinD，铜冠金源期货（截至 2025 年 12 月，单月同比）

图表 39 中国 GDP 同比及三大需求贡献



图表 40 2025 年美国对华新增关税



资料来源：iFinD，白宫，铜冠金源期货

① 供给与需求的不平衡被打破

在需求端，消费政策对内需形成明确托底。2025 年初消费补贴扩容与加码，上半年消费表现相对亮眼，尤其是以旧换新等政策定向支持的耐用品品类。但下半年消费动能明显走弱，反映出补贴效应边际递减、政策存在一定透支，同时居民收入与预期修复仍偏缓慢，内生消费动力有待时间积累。12 月中央经济工作会议中，明确提出“城乡居民增收计划”，并将其纳入“十五五”框架，反映消费政策逻辑由短期补贴托底，逐步转向中长期增收驱动。在供给端，政策信号更为清晰且力度更大。2025 年 7 月，“反内卷”政策正式定调，中央财经委会议将其上升至制度化层面，随后各行业、各部委相关政策密集落地，推动过剩产能加快出清，也显著提振了资本市场对中长期供给侧环境改善的预期。

图表 41 2025 年反内卷与 2015 年供给侧改革对比

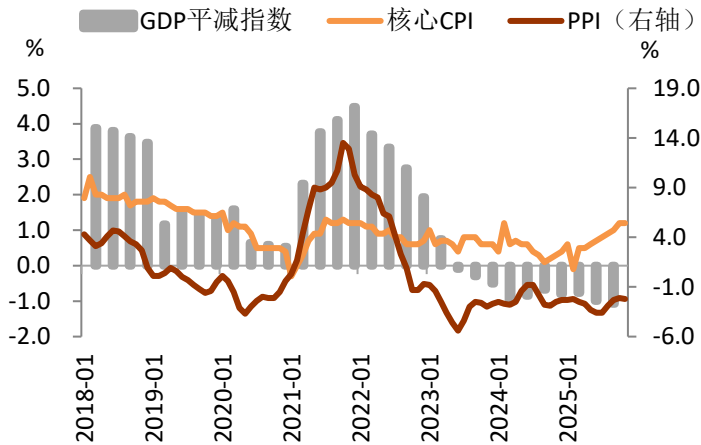
	2015 年供给侧改革	2025 年反内卷
宏观背景	地产基建过热、产能过剩、地方债膨胀	高质量发展转型、制造业地方竞争过度、消费疲弱
国际环境	外需乏力	大国博弈加剧
核心问题	过剩产能、杠杆风险	无序竞争、效率低下
行业焦点	钢煤等传统重工业	新三样等新兴行业为主
主体结构	国企主导	民企与地方政府主导
政策目标	去产能、去杠杆、稳增长	优供给、稳秩序、促效能
政策思路	以“去”为主——行政压减低效产能	以“优”为主——规范竞争、提升效率
政策工具	行政限产、财政支持、金融去杠杆	制度建设、法制化治理、标准提升
推动力度	强行政干预、短期见效	制度化推进、中长期结构性调整

资料来源：铜冠金源期货整理

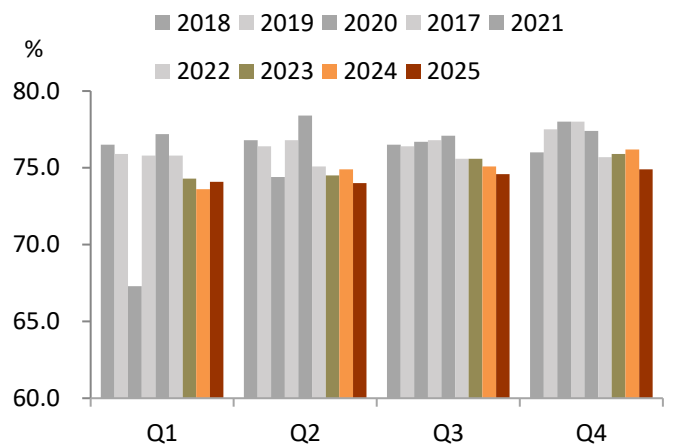
② 量与价的不平衡被打破

过去几年国内经济运行另一个突出的特征是“量升价跌”，实际增长在投资与生产托底下仍具韧性、但边际趋弱，价格持续回落拖累名义增长，GDP 平减指数已连续十个季度处于负值区间。微观层面，价格下行压缩企业利润、削弱居民收入体感，消费意愿与能力偏弱，通缩及其对私人部门行为和预期的约束，成为制约经济复苏弹性的重要因素。2024 年四季度政策转向后，政策重心开始直击通缩形成机制，即企业在内卷式竞争中以压价求生、强化“低价—低利润—弱预期”的负反馈。2025 年以来，消费端加码与供给端“反内卷”并行，在多重因素作用下价格指标边际修复，核心 CPI 回升至约 1.2%，PPI 年中显现触底迹象，但覆盖面更广的 GDP 平减指数修复仍明显滞后。从量的维度看，产能利用率自 2023 年以来持续处于历史同期偏低水平，2025 年处于 74%-75% 区间，依旧弱于历史同期，显示供给压力尚未缓解，也凸显“反内卷”政策在 2025 年提速推进的必要性。尽管目前相关指标尚未全面改善，但“反内卷”并非短期托底，而是着眼于中长期结构调整，其政策方向清晰且具有持续性。

图表 42 核心 CPI、PPI 与 GDP 平减指数



图表 43 产能利用率季节图



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

③ 安全资产与风险资产的不平衡被打破

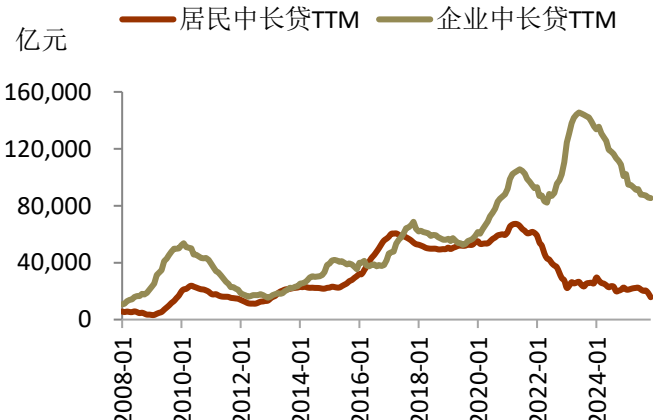
自 2023 年下半年以来，国内市场的突出特征是风险偏好极低，资金持续涌向国债等安全资产，推动利率不断下探；股市整体承压、风格偏向红利，房地产价格延续回落，风险资产长期缺乏增量买盘。同时，通缩环境下价格与利润空间持续收缩，实体项目难以形成具备吸引力的风险回报，企业投资趋于防御，“好资产”稀缺，市场资产荒显著。

进入 2025 年，这一格局开始发生变化，随着政策预期改善和风险偏好边际修复，A 股从 3000 点反弹至 4000 点，债市相对走弱，海内外定价的大宗商品同步回暖，资产荒阶段性被打破。但需要指出的是，这一轮变化并非源于信用扩张或私人部门加杠杆：居民和企业中长期贷款意愿仍然偏弱，去杠杆趋势并未逆转。因此，本轮资产价格修复的本质，更多是存量资金从高度拥挤的安全资产向权益和商品等风险资产再配置。

图表 44 资产荒现象在 2025 年显著缓解



图表 45 居民、企业中长贷 TTM



资料来源：iFinD，铜冠金源期货（注：TTM 即过去 12 个月滚动求和）

2026 年是“十五五”开局之年，政策主线可以总结为“扩大内需、发展科技、推进反内卷”，财政定调“更加积极”，货币定调“适度宽松”，政策重心逐渐由过去两年的“逆周期托底”转向“结构性优化与中长期动能培育”。与此同时，中美进入阶段性“休战”、可预期的沟通窗口增多，因此外部扰动或较 2025 年收敛，宏观能见度相对提高；但在地产与信用修复偏慢、消费乏力、出口不确定性仍存的约束下，复苏斜率仍将偏弱，预计 2026 年 GDP 实际增速在 4.8% 左右。

（2）2026 年走出通缩是共识，但预期差仍存

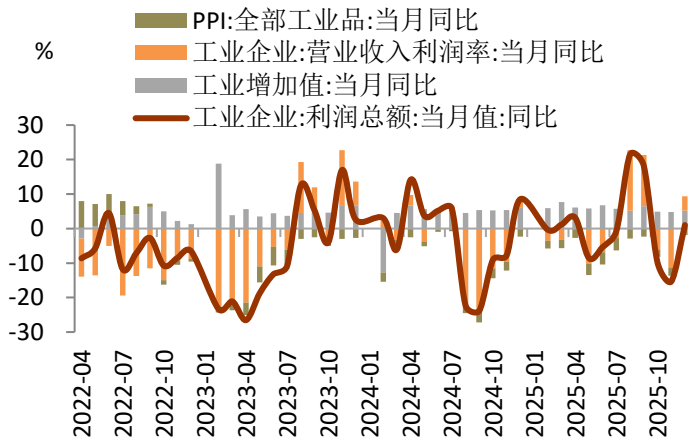
目前市场对国内通胀回升已形成方向性共识：反内卷政策落地后，价格战边际降温，通缩最剧烈的阶段大概率已经过去，问题已经不在于能否走出通缩，而在于物价修复能否形成可持续的节奏，并最终实现扩散。

回顾本轮通缩的成因，其核心并非单纯需求不足，而是供给端在弱需求环境下形成的恶性循环机制：企业以价换量、利润与现金流持续承压，只能通过进一步降价维持生存，结果是名义增长被压低，企业投资趋于保守，居民端收入与预期走弱，需求内生修复动能被不断削弱。反内卷的关键，在于改变企业的竞争约束。当无序竞争的边际收益下降、单纯依靠降价难以换取生存空间，部分低效产能开始退出，行业供需缺口收敛，价格随之止跌企稳。

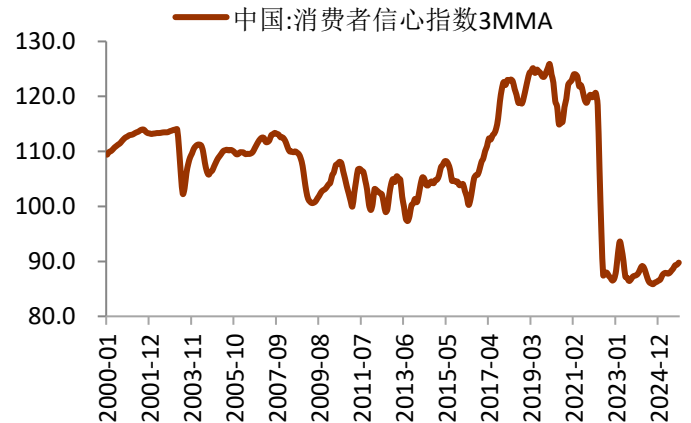
从节奏看，通胀修复可能分为三个阶段。**第一阶段是 PPI 与企业利润率先企稳。**价格战降温、库存周期回落及部分行业供给出清，将率先缓解出厂价的下行压力，企业盈利与现金流改善先于居民体感修复。**第二阶段是核心 CPI 的低位爬坡，但斜率大概率温和而非陡峭。**核心 CPI 的抬升依赖就业与收入预期的边际改善，其持续性取决于需求修复的广度；在居民资产负债表尚未完全修复、消费行为仍偏谨慎的背景下，核心 CPI 更可能呈现缓慢回升。若将前两阶段理解为供给侧修复、需求端被动跟随，**第三阶段的关键在于能否形成“收入、预期、需求”的内生闭环。**其核心在于企业利润改善是否能够传导至用工需求与工资，居民预期是否由防御转向积极，以及名义扩张能否摆脱对阶段性政策托底的依赖。

2026 年中国通胀回升已成共识，预期差更可能体现在节奏与结构上：①修复速度可能被高估，出现“PPI 企稳而核心 CPI 偏慢”的体感落差；②回升的广度可能被高估，通胀更可能先集中于供给出清充分、集中度提升的行业；③顶层政策已定调，但微观主体执行强度仍存不确定性，价格修复过程可能阶段性反复。

图表 46 中国工业企业利润同比及拆解



图表 47 中国消费者信心指数



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

（3）2026 年旧动能退潮下的地产：实物拖累收敛、价格未稳

近些年市场对地产的预期差已明显收敛，2025 年一季度在政策托底下地产曾阶段性回暖，但随后量、价均再度走弱。毫无疑问，地产对经济的负面影响正在减弱，但究竟反映的是地产风险的实质性缓和，还是旧动能自然萎缩后的拖累钝化？我们从三个角度来探讨。

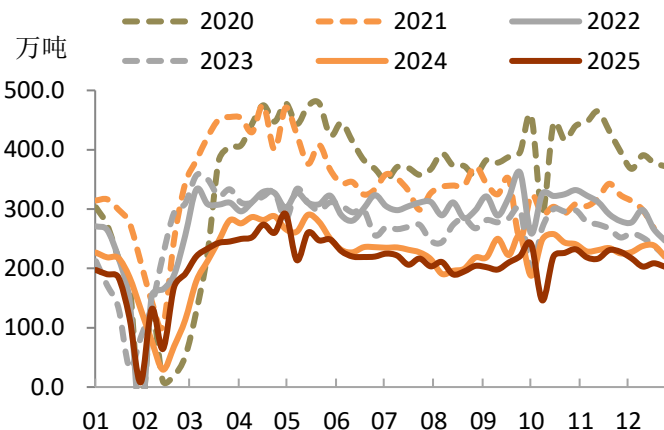
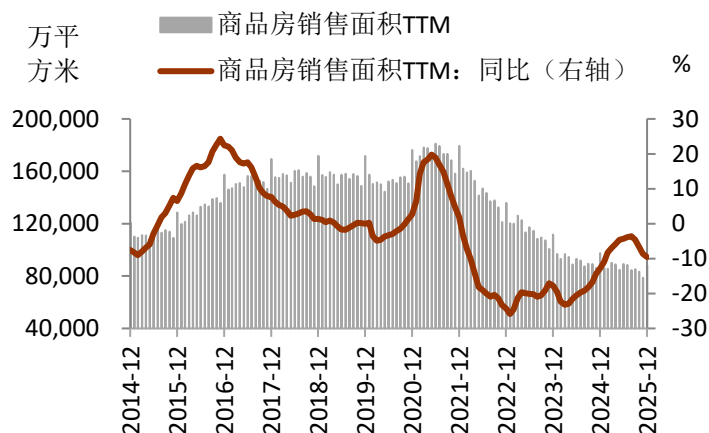
地产对经济的实物工作量拖累依旧是确定的、但幅度继续收敛。2025 年商品成交面积继续收缩近 10%，同时新开工（-20.4%）、施工（-10.0%）、竣工端（-18.1%）的同比跌幅仍不小，地产投资跌幅亦由 2024 年的-10.6%扩大至-17.2%。因此，目前地产链对整个上中下游的需求依旧偏弱，地产对 GDP 的拖累在 2026 年仍将延续，这是市场已形成共识的部分。然而，在经历前两年快速下行后，地产对实物工作量的拖累将会缓和，预计 2026 年相关指标同比跌幅将继续收敛。

房价仍是居民资产负债表的核心约束，等待止跌企稳。中国房价自 2021 年见顶后持续回落，一线城市房价高点累计下跌接近 30%，实际已回落至 2016 年附近水平。住房资产在中国居民资产结构中占比超过六成，房价下行对居民资产负债表的冲击并非边际扰动，而是过去几年宏观运行中最重要的约束变量之一：财富效应持续转弱、风险偏好系统性下移，消费与加杠杆意愿被明显压制，名义增长与通胀修复的斜率因此被长期压低。也正因如此，判断地产对经济的拖累，关键不在于实物端是否“止跌”，而在于房价与预期能否企稳。尽管在实物工作量边际改善的情形下，只要房价尚未稳住，地产对经济的负向影响就难以真正出清。基准情形下，我们预计 2026 年房价仍将有 5%-10%的跌幅，地产对经济的拖累仍将通过居民资产负债表渠道持续显性化。

地产行业的信用风险仍在出清中。2025 年末，万科两只到期中票未能按期兑付，“一年展期”方案未获持有人通过，只能通过延长宽限期至 2026 年初继续协商，这标志着目前地产出清已由民营尾部扩散至头部房企，行业开始进入“以时间换空间、地方政府兜底边际减弱”的阶段。当前在新房销售持续缩量、存量债务集中消化的背景下，房企经营性现金流承压，应收账款周转天数上行，反映其回款能力与经营韧性仍在走弱。在房价回落与收入预期偏弱的约束下，居民部门整体仍延续去杠杆进程，在这一过程中，部分收入受损、现金流承压的家庭被动出清，其按揭违约风险或将上升。因此，当前地产风险更多体现为出清过程中的阶段性摩擦，2026 年相关风险仍可能以局部、点状事件的形式出现。

图表 48 商品房销售面积 TTM 及其同比增速

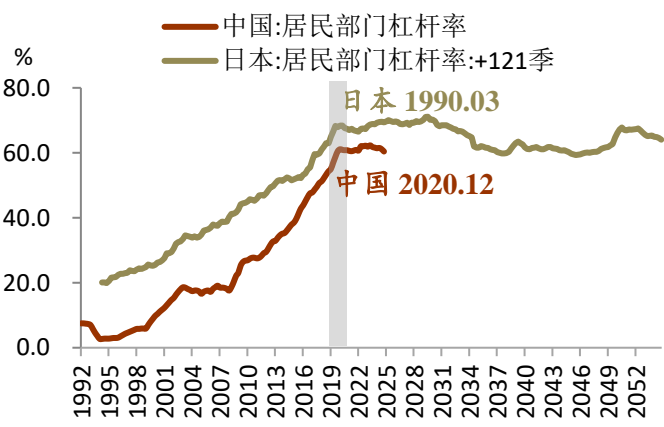
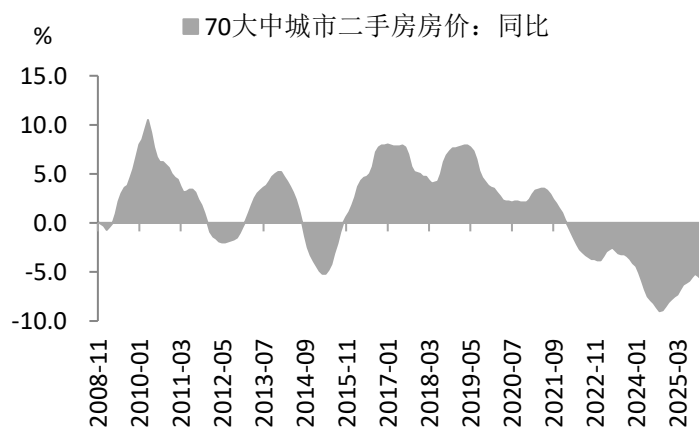
图表 49 螺纹钢表观需求季节图



资料来源：iFinD，铜冠金源期货（注：TTM 即过去 12 个月滚动求和）

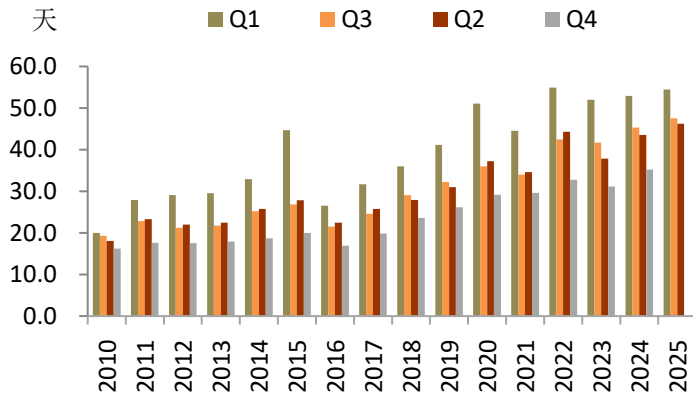
图表 50 二手房房价同比增速

图表 51 中日居民部门杠杆率

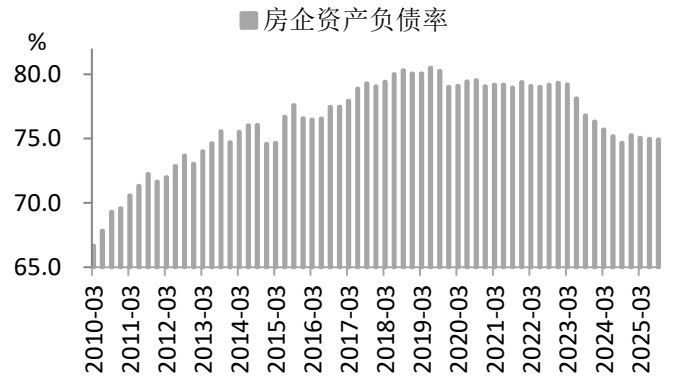


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 52 房企应收账款周转天数



图表 53 房企资产负债率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货（房企选取申万房地产指数成分股，截至 2025 年三季报）

3、欧洲

（1）2025 年欧元区温和复苏，通胀回归目标，暂别货币宽松

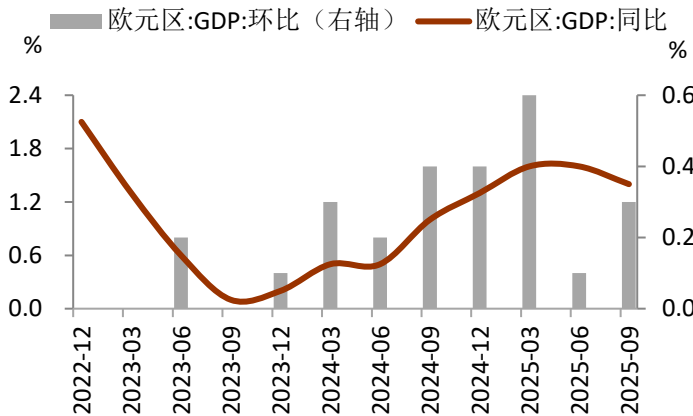
2025 年欧元区经济状态由前期的低位徘徊逐步转向温和修复，前三季度 GDP 同比增速分别为 1.6%、1.6%和 1.3%，较 2023—2024 年明显抬升，已脱离“技术性”衰退区间。本轮修复的主要支撑来自内需端：在劳动力市场持续紧平衡、名义工资增速保持韧性的背景下，通胀回落带动居民实际收入改善，私人消费尤其是服务消费对增长形成实质性托底。

然而，欧元区本轮复苏斜率仍偏缓，主要在于制造业供给弹性与企业投资意愿不足：一是，能源成本中枢相较疫情前显著上移，叠加外部贸易环境趋紧，持续压制制造业利润修复，工业部门更多表现为止跌企稳而非主动扩张；二是，在盈利预期偏弱与产业转型不确定性仍存的背景下，企业资本开支维持谨慎，投资端尚不足以对消费形成有效接力。

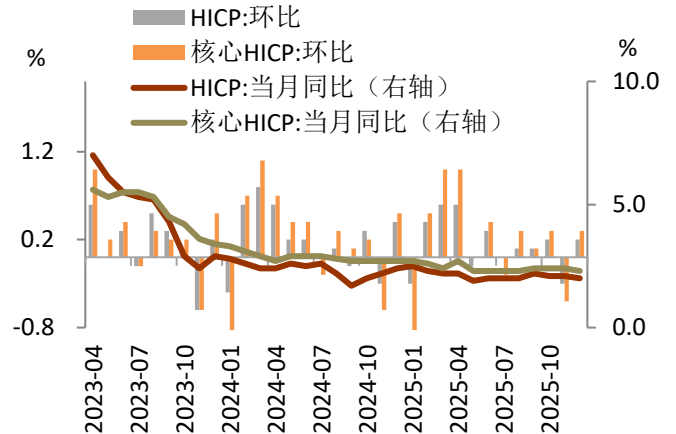
通胀方面，2025 年欧元区完成“去通胀”进程的后半段，HICP 同比由年初约 2.5%回落至年末 2.0%，重新回到欧央行的通胀目标水平。货币政策方面，欧央行在 2024—2025 年实施了渐进且可控的政策转向，两年累计降息 200 个基点。随着通胀目标阶段性达成、服务项通胀粘性仍待进一步验证，当前货币政策已进入偏中性的观察阶段。

2026 年欧元区预计仍是“温和修复但斜率不高”的一年：在通胀回落至目标附近、工资与服务通胀缓慢降温的背景下，货币政策大概率维持接近中性、对增长形成弱支撑；投资的亮点更可能来自德国财政扩张与欧盟 NGEU/RRF 公共资金驱动的设备投资，而私营资本开支与建筑投资仍偏谨慎、难以形成强接力。外需方面，高关税与贸易摩擦使净出口对增长贡献仍偏负，叠加欧元偏强与产业竞争力问题，决定本轮修复上限偏低。因此 2026 更像回到潜在增速附近的低速扩张，而非再度加速，主要下行风险在地缘冲击、贸易环境再恶化。基准情景下，预计 2025、2026 年欧元区 GDP 同比增速在 1.4%、1.3%。

图表 54 欧元区 GDP

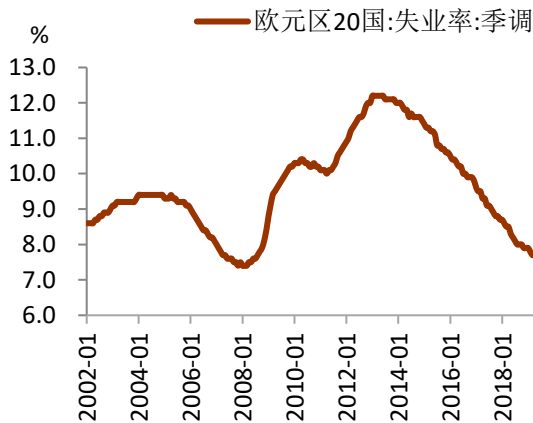


图表 55 欧元区 CPI

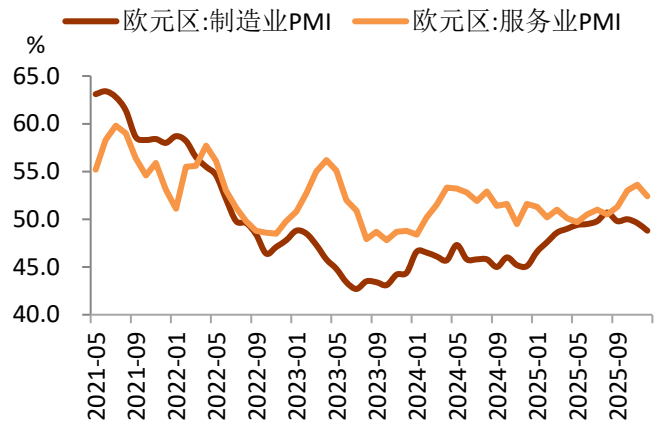


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 56 欧元区失业率



图表 57 欧元区 PMI



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

(2) 2026 年起欧元区“宽财政”更多转向兑现

2025 年初，德国在增长停滞与安全形势变化的双重驱动下，将政策重心从短期托底转向“国防安全+基础设施更新+气候转型”的中长期能力建设，并由此开启财政范式切换。2025 年 3 月，跨党达成并推动议会通过关键方案：设立规模约 5000 亿欧元、为期 12 年的基础设施特别基金，并安排其中 1000 亿欧元注入气候与转型基金；同时对财政规则作实质性松绑，将国防支出中超过 GDP1% 的部分置于“债务刹车”约束之外，为后续扩张锁定制度空间。随后在 6 月 24 日，联邦内阁进一步通过 2025 年预算政府草案、2026—2029 年中期财政规划基准及特别基金立法草案，财政资源明确向交通基础设施、教育与托育、住房建设、医院体系、数字化、气候行动及内外部安全等领域集中，2026 年政府投资预计连续第二年创历史新高，规模同比增加逾 100 亿欧元、升至 1267 亿欧元。

相比之下，欧元区层面的“宽财政”在 2025 年更多体现为结构再平衡而非总量扩张：欧盟官方口径将 2025 年欧元区财政立场定性为“广义中性”，意味着总量上并未明显加码，但资金使用方向更偏向“投项目”，公共投资占比上升，并由欧盟共同资金提供支撑（欧盟复苏与韧性机制 RRF 的赠款资金，Recovery and Resilience Facility）。展望 2026 年，欧委会与欧元集团对总量仍倾向维持“广义中性”的判断，但财政对增长的实际支撑力度更可能强于 2025：一方面，成员国在防务相关支出上的预算约束有所放松，军费增量不必立刻通过削减其他支出或加税完全对冲（NEC 机制，National Escape Clause）；另一方面，欧盟复苏与韧性机制（RRF）进入集中兑现窗口，项目进度与拨款节奏面临硬期限约束，公共投资存在被动提速的动力（RRF 最后冲刺期：里程碑/目标截至 2026 年 8 月 31 日、付款截至 2026 年 12 月 31 日）。总体而言，2026 年财政托底的边际贡献预计将更集中体现为德国及投资相关支出的加速落地，而非欧元区整体的总量扩张。

由于欧元区公共投资从预算获批到项目开工存在时滞性，2025 年更多体现为财政框架与资金安排落地，对增长的拉动尚不明显；进入 2026 年，随着特别基金与公共投资加快执行、集中落地，宽财政带来的实际支出脉冲与经济托底效果将更显著。

图表 58 德国联邦政府投资规模

（单位：十亿欧元）	2025 政府草案	2026 政府草案	2027 财政规划	2028 财政规划	2029 财政规划
联邦政府（合计）	115.7	126.7	117.4	118.6	119.5
其中：投资（核心预算）	62.7	56.1	48.6	46.9	46.5
其中：基础设施与气候中和特别基金支出	27.2	48.9	47.1	48.4	49.2
其中：气候与转型基金投资	25.7	21.7	21.7	23.4	23.8

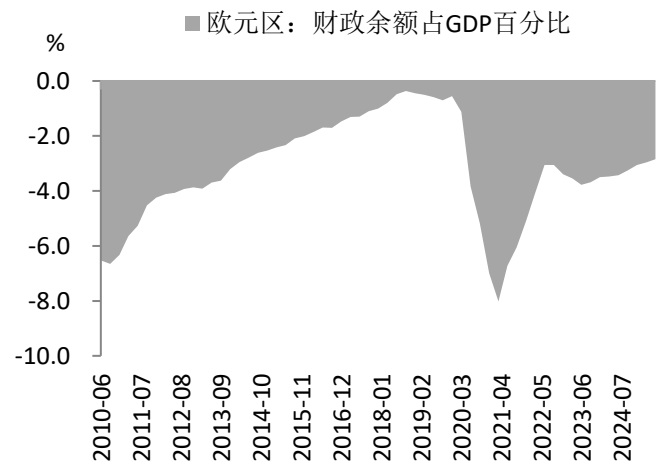
资料来源：德国联邦财政部（BMF），铜冠金源期货

图表 59 德国投资与产能利用率



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 60 欧元区财政余额（占 GDP 比重）



4、日本

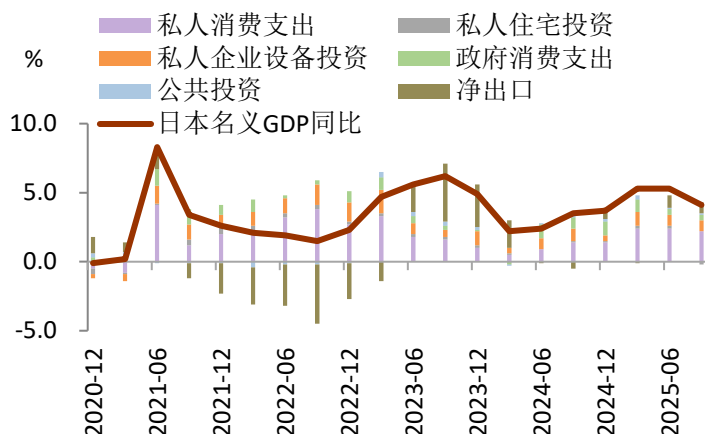
(1) 2025 年内需支撑日本复苏，食品通胀扰动，日央行渐进加息

2025 年增长中枢上移，消费支撑、投资托底、外需退坡。2025 年日本经济增长中枢有所抬升，前三季度 GDP 同比分别为 1.6%、2.0%、0.6%。从贡献结构看，私人消费支出仍是核心的拉动项，日本增长在近两年呈现出清晰的“由外需转向内需”的切换：2023 年阶段性高增长主要由净出口脉冲驱动，部分对冲了内需修复斜率偏缓；进入 2024-2025 年，外需贡献显著回落且波动加大，净出口拉动由 2023 年的 2%降至约 0.5%；私人消费贡献在 2024 年约为 1%，并在 2025 年前三季度稳定在 2.2-2.4%，成为名义增长的主要来源；企业设备投资保持温和正贡献；政府消费与公共投资整体偏温和，更多体现托底而非加速。

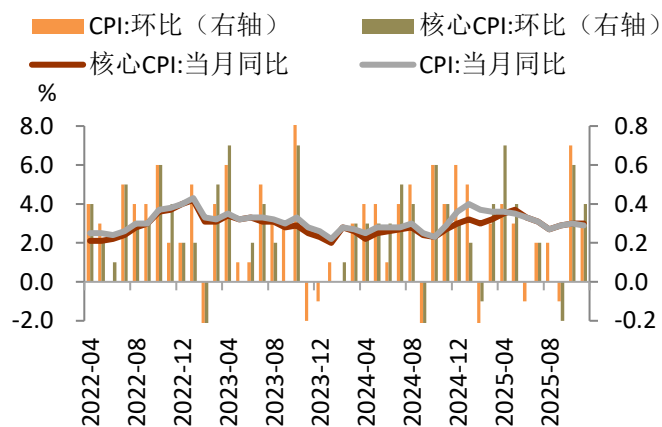
2025 年日本通胀呈现高开回落、生活成本通胀粘性较高。2025 年初在食品通胀推动下日本 CPI 同比一度升至 4%，随后回落至 11 月的 2.9%，但结构上并未全面降温。本轮通胀的核心增量来自食品端，尤其大米等必需品价格的显著上行，直接推高居民体感通胀，并触发政府动用储备粮等手段介入。与此同时，体现日本国内成本与服务定价的交通通信项仍保持粘性，核心通胀(剔除生鲜食品)中枢从 2024 年的 2.6%升至 3.1%；相对而言，燃料、医疗保健、家具、服饰等分项在下半年普遍降温。值得关注的是，尽管 2025 年春斗已连续 2 年实现 5%+的薪资增速，但真实购买力修复不顺畅，实际工资同比在 2025 年连续多月仍为负，说明日本尚未形成顺畅的“工资-消费-价格”正循环。

2026 年预计日本仍将温和复苏，通胀回落，央行加息小步慢走。增长端，劳动力供给偏紧支撑名义工资延续上行，叠加政府补贴对冲生活成本通胀，有助于修复居民实际购买力，内需仍将是日本增长的核心支撑。通胀端，食品价格冲击边际消退，CPI 中枢大概率较 2025 年下行，但结构上需警惕春斗后工资扩散带来的服务通胀黏性，使核心通胀更难下行。货币政策上，日央行仍处加息周期，但在增长斜率不高、通胀并非由需求驱动的背景下，更可能采取小步多次、数据依赖的渐进路径，重点关注：①春斗能否把工资上涨扩散到中小企业；②新政府财政与补贴政策的实际落地力度与效果；③外需与关税不确定性对出口的拖累。基准情景下，预计 2025、2026 年日本 GDP 同比增速为 1.2%、1.0%。

图表 61 日本名义 GDP 及其贡献分项

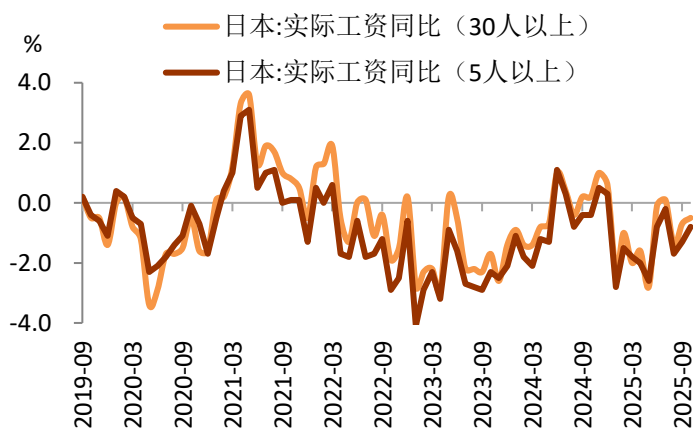


图表 62 日本通胀

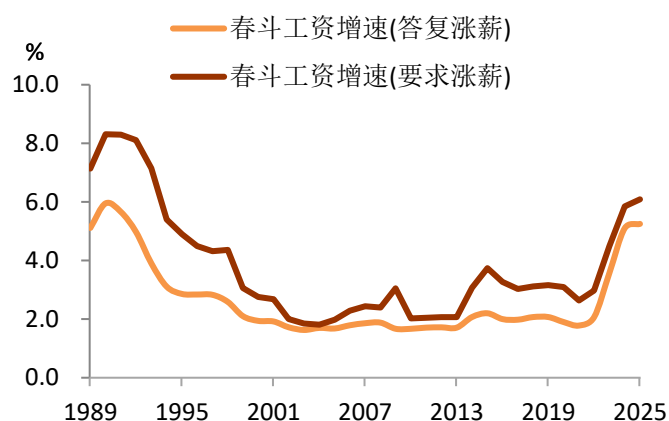


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 63 日本实际工资同比增速

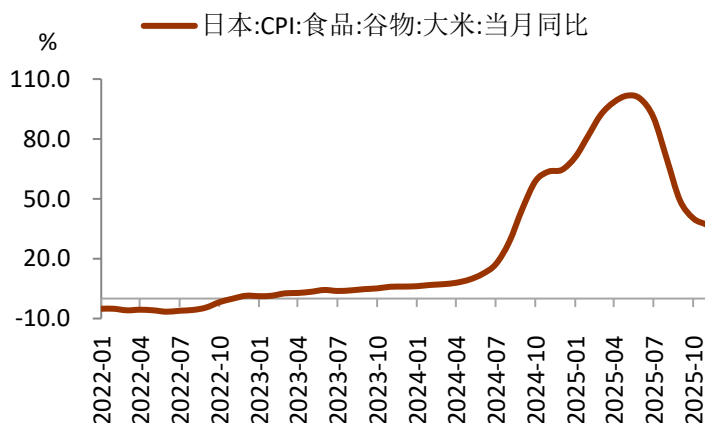


图表 64 日本春斗工资增速

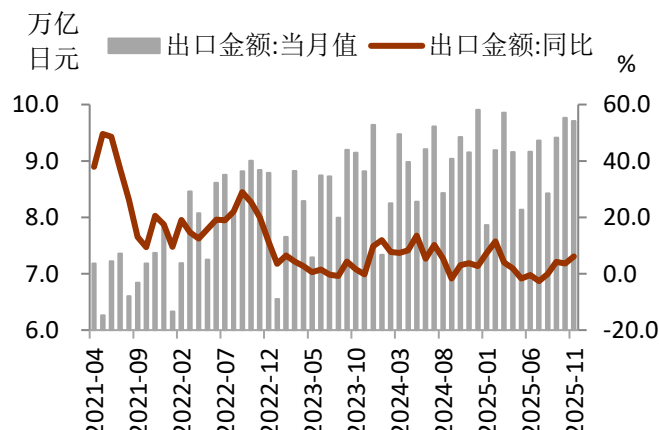


资料来源：iFinD，铜冠金源期货

图表 65 日本大米通胀



图表 66 日本出口



资料来源：iFinD，铜冠金源期货

(2) 日本财政再扩张重启，“高市交易”延续

高市早苗自 2025 年 10 月出任日本首相以来，以“强大经济”为目标推出一揽子政策，把抑制通胀、缓解民生压力作为施政首要任务，并倡导“负责且积极的财政”路线。政策取向上延续安倍经济学“财政、货币双宽松”的框架，但目前日本已摆脱通缩、正面临通胀和日元走软的局面。

新首相财政重点在于民生托底、战略投资、安全加码。高市早苗上台后迅速推出约 21.3 万亿日元一揽子经济对策，资金主要投向三个领域：①是稳物价、保民生，安排 11.7 万亿日元作为最大项，重点包括废除汽油税暂定税率、恢复电费与燃气补贴，并加大对工资上涨的支持力度；②是培育新动能，投入 7.2 万亿日元，聚焦 AI、半导体、量子等 17 个战略领域；③是应对外部风险、强化安全能力，追加 1.7 万亿日元用于防卫与外交能力建设。**此外，日本 2026 财年一般会计预算总额约 122.3 万亿日元，连续两年创历史新高。**增量结构上，新增支出主要沿四条主线展开：①国债费大幅上行（+3.1 万亿日元），在利率抬升背景下，付息与偿债成本成为预算扩张的最大“被动增量”；②地方交付税交付金等增加（+2 万亿），显示中央对地方财力与公共服务供给的托底力度加大；③社会保障费增加（+0.8 万亿），反映人口老龄化与制度性支出刚性持续抬升；④文教及科学振兴费小幅上调（+0.4 万亿）、防卫相关费温和增加（+0.3 万亿）。

图表 67 2026 财年预算收支框架一览

类别	项目（亿日元）	2025年预算	2026年预算	变化
支出	一般支出	681,071	701,557	20,485
	社会保障支出	382,938	390,559	7,621
	非社会保障支出	298,133	310,998	12,865
	防卫能力建设相关经费	84,748	88,093	3,345
	一般政策支出	7,395	10,000	2,605
	地方交付税及相关转移支付	188,728	208,778	20,050
	国债费（付息与偿还）	282,179	312,758	30,579
	支出合计	1,151,978	1,223,092	71,114
	税收收入	778,190	837,350	59,160
	其他收入	87,318	89,902	2,585
收入	防卫能力强化相关收入	26,659	21,326	-5,334
	国债收入（新发国债）	286,471	295,840	9,369
	建设国债（项目建设债）	67,910	67,160	-750
	赤字国债（特例国债）	218,561	228,680	10,119
	收入合计	1,151,978	1,223,092	71,114

资料来源：日本财务省，铜冠金源期货

宽财政的同时释放“财政仍有纪律”的信号，但高市交易仍在演绎。2026 年度日本财政预算中，新发国债规模被控制在 29.6 万亿日元，连续第二年低于 30 万亿日元，国债依存度亦由上一财年的 24.9% 小幅降至 24.2%。但需要注意的是，2025 年补充预算（前述 21.3 万亿日元一揽子经济对策）中，超过六成资金仍需通过新增国债融资（约 11.7 万亿日元），

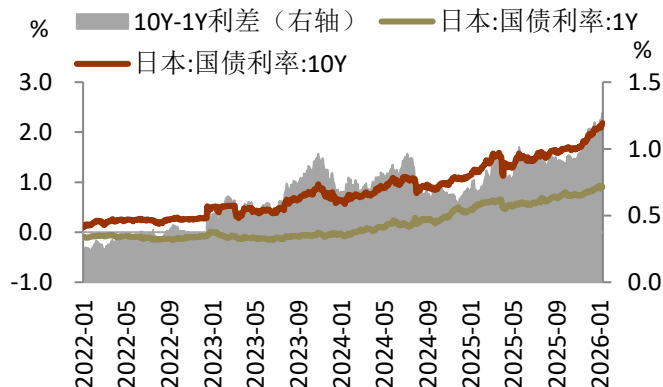
补充预算对发债的依赖度明显抬升，意味着“纪律叙事”更多仍在口号，而现实融资压力并未显著缓解。在此背景下，“高市交易”仍在演绎：日元走弱叠加扩张政策预期，推升出口链与整体盈利预期、支撑日股；与此同时，日债利率受财政扩张定价影响，在期限溢价上行带动下延续抬升。

总体而言，高市政府的政策组合可概括为：短期以民生托底稳住内需，中长期以产业战略投资与安全防务为方向，其成效取更取决于名义增长能否持续跑赢债务融资成本。

图表 68 日本名义有效汇率

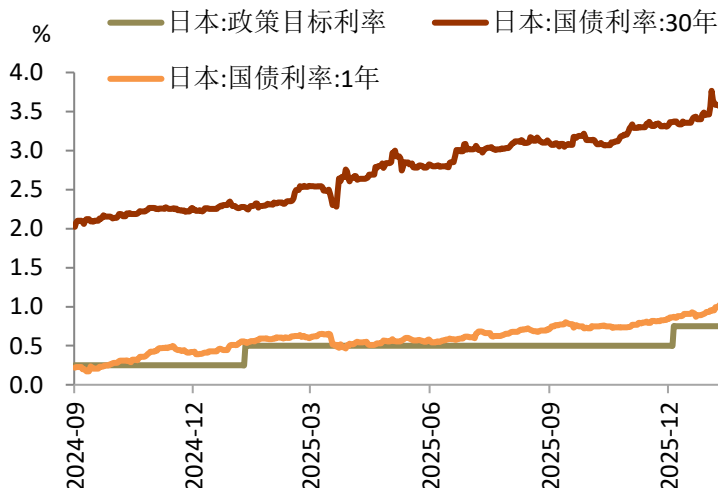


图表 69 日本国债利差

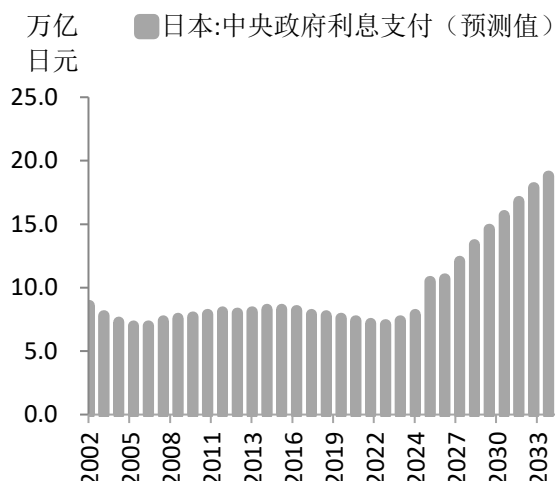


资料来源：Bloomberg，iFinD，铜冠金源期货（有效汇率与其主要贸易伙伴之间汇率的加权平均值）

图表 70 日本政策目标利率及国债利率



图表 71 日本中央政府利息支付预测值



资料来源：iFinD，日本内阁府，铜冠金源期货

洞彻风云共创未来

DEDICATED TO THE FUTURE

全国统一客服电话：400-700-0188

总部

上海市浦东新区源深路 273 号

电话：021-68559999（总机）

传真：021-68550055

上海营业部

上海市虹口区逸仙路 158 号 306 室

电话：021-68400688

深圳分公司

深圳市罗湖区建设路 1072 号东方广场 2104A、2105 室

电话：0755-82874655

江苏分公司

地址：江苏省南京市江北新区华创路 68 号景枫乐创中心 B1 栋 9 楼 910、911 室

电话：025-57910813

铜陵营业部

安徽省铜陵市义安大道 1287 号财富广场 A906 室

电话：0562-5819717

芜湖营业部

安徽省芜湖市镜湖区北京中路 7 号伟星时代金融中心 1002 室

电话：0553-5111762

郑州营业部

河南省郑州市未来大道 69 号未来公寓 1201 室

电话：0371-65613449

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 67 号 3 单元 17 层 4 号

电话：0411-84803386

杭州营业部

地址：浙江省杭州市上城区九堡街道九源路 9 号 1 幢 12 楼 1205 室

电话：0571-89700168



免责声明

本报告仅向特定客户传送，未经铜冠金源期货投资咨询部授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。本报告中的信息均来源于公开可获得资料，铜冠金源期货投资咨询部力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。