

## 海外流动性风险尚未解除，新一轮量化宽松有望重启

### 宏观经济/资产配置

#### 内容提要：

- ◆ 进入 2026 年，美国减税政策对经济的刺激作用将开始显现，关税政策对物价的影响可能在下半年消退，美联储进一步降息的门槛明显升高，利率点阵图维持对年内降息一次的预测；欧元区经济复苏乏力，通胀稳定在 2% 的目标附近，欧洲央行货币政策在进行 8 次降息后进入观察期；日本经济保持温和复苏，央行维持缓慢加息的节奏，逐步实现利率政策正常化，可能引发海外日元套利资金回流，加剧金融市场波动。
- ◆ 中央经济工作会议要求继续实施更加积极的财政政策，保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量；货币政策保持适度宽松，强调把促进经济稳定增长和物价合理回升作为重要考量，灵活高效运用降准降息等多种政策工具。考虑到“两新”政策的效用边际减弱，美国关税政策的负面影响尚未完全显现，需要出台新的增量政策进行对冲。
- ◆ 美联储缩表引发的流动性紧张问题尚未解决，对大类资产配置来说，风险和机会并存。如果发生流动性短缺，将引发金融解杠杆，风险资产将面临系统性抛售，美联储不得不重启量化宽松(QE)，届时将迎来重大做多机会。
- ◆ 股指的估值主要受分子端企业盈利增速下滑的拖累，而分母端的支撑，主要来自宏观政策预期推动下风险偏好的回升。展望 2026 年，在企业盈利尚未显著改善之前，股指维持宽幅震荡的可能性较大。
- ◆ 央行货币政策仍将坚持支持性立场，未来仍有进一步降准和降息的空间，预计 10 年期国债收益率有望再次下行，波动区间在 1.5%-2% 区间。
- ◆ 受特朗普减税政策的刺激，美国经济潜在增速有望上升，美联储未来降息的空间将受到限制。如果实际利率长期维持在高位，对于无息资产来说，意味着持有成本增加，将削弱黄金在抵御通胀和资产保值方面的吸引力。此外流动性风险尚未解除，黄金注意防范系统性冲击，等待风险出清后的做多机会。

#### 程 伟

宏观分析师

从业资格证：F3012252

投资咨询证：Z0012892

TEL：0516-83831160

E-MAIL：chengwei

@neweraqh.com.cn

#### 近期报告回顾：

美联储降息周期重启，全球经济及大类资产展望（季报）20250930

全球贸易摩擦及地缘局势缓和背景下，大类资产配置（半年报）20250630

国际环境复杂多变，超常规政策依然可期（年报）20250101

## 第一部分 国际篇

回顾 2025 年，美国关税政策一波三折，成为主导市场波动的关键因素。在特朗普“对等关税”公布前，市场信心比较脆弱，金融市场提前计入可能出现的各种极端情况，风险资产价格普遍承压。但随着美国陆续和其他国家之间达成贸易协议，市场对关税政策的不确定性担忧逐渐消退，风险偏好明显修复。从大类资产的表现来看，以 4 月 7 日“关税危机”为分界线，全球股市剧烈波动后迎来共振式上涨，美、欧、日等主要发达国家股指屡创历史新高。截至四季度，标普 500 指数最高逼近 7000 整数关口，欧洲 50 指数突破 5800 关口，日经指数突破 52000 点，年内最大波幅分别达到 43%、28%和 71%；大宗商品方面，伦铜从 8100 美元/吨一路上涨，最高逼近 12000 美元/吨，沪铜突破 90000 元/吨大关，再创历史新高；贵金属表现最为亮眼，伦敦现货黄金一度逼近 4400 美元/盎司，年内最大涨幅达到 67%，创 1980 年以来新高。

从全球经济形势来看，随着特朗普关税政策的负面影响逐渐显现，美国经济增长放缓，就业下行压力加大。美联储时隔一年再次开启“预防式”降息，分别在 9 月、10 月和 12 月下调联邦基金利率 25 个基点；相比美国而言，欧元区经济表现疲软，第一大经济体德国 GDP 连续两年负增长，已经陷入技术性衰退。欧洲央行自 2024 年 6 月进入降息周期，在累计进行 8 次降息后，货币政策进入观望期；日本经济保持温和复苏，工资和通胀螺旋式上升，支持日本央行维持缓慢加息的节奏，但因高市早苗上台执政，导致加息的时间被迫推迟。

### 一、美国关税政策的负面影响逐渐显现，美联储再次开启预防式降息

从先行指标来看，美国 11 月标普全球制造业 PMI 降至 52.2，较上月回落 0.3 个百分点，ISM 制造业 PMI 降至 48.2（前值 48.7），连续 9 个月处于收缩区间，服务业 PMI 由 52.4 上升至 52.6，创 2025 年 3 月以来新高。美国 11 月密歇根大学消费者信心指数录得 50.3（前值 53.6），连续 4 个月下降，创 2022 年 7 月以来新低。11 月 Sentix 投资信心指数由 4.2 降至 4，为 7 月以来次低水平。生产和消费方面，美国 8 月工业产能利用率降至 77.38%，创 2 月以来新低，工业生产指数同比增长 0.9%，较上月放缓 0.4 个百分点。8 月零售销售同比增长 3.5%，增速连续两个月放缓。外贸方面，美国 7 月进口同比增长 2.6%，增速自 3 月以来持续下降，出口同比增长 3.5%（前值 4.2%），连续 3 个月下降，创年内新低。数据表明，受美国关税政策的影响，企业对生产和经营保持谨慎，制造业活动明显放缓，产能利用率下降。居民收入增长放缓，生活成本上升，进而打压消费者信心和抑制消费支出，削弱经济增长的前景。

图 1. 美国 ISM 制造业 PMI 连续 9 个月处于收缩区间（%）

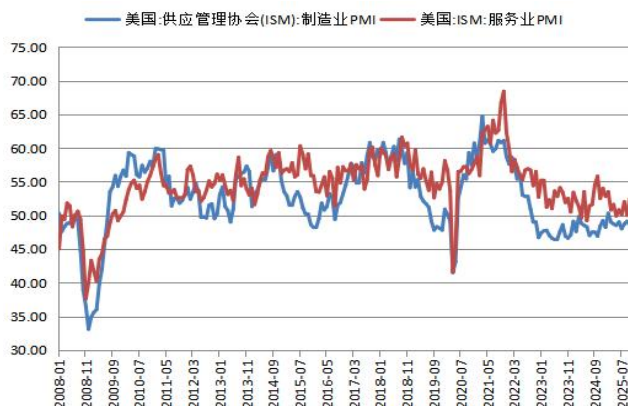
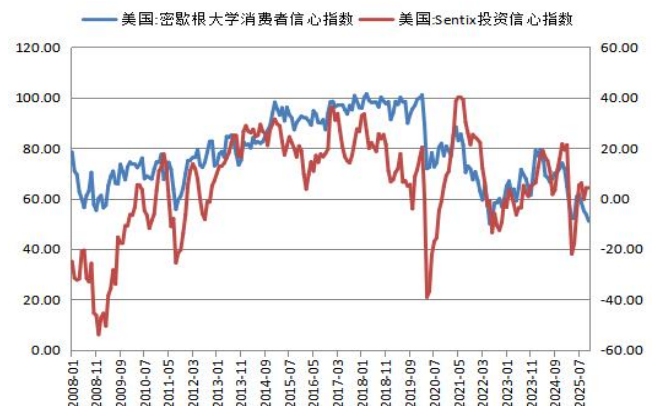


图 2. 美国消费者信心指数连续 4 个月下降（%）

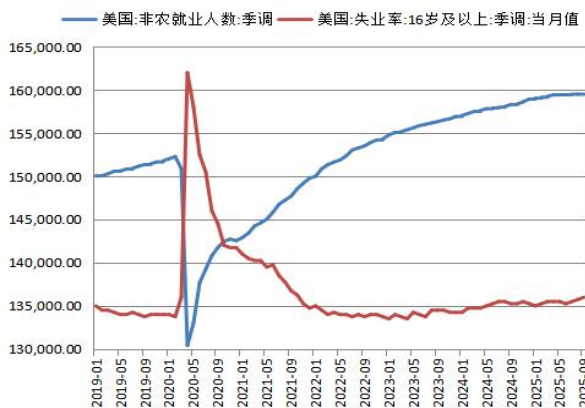


资料来源：同花顺 新纪元期货研究

资料来源：同花顺 新纪元期货研究

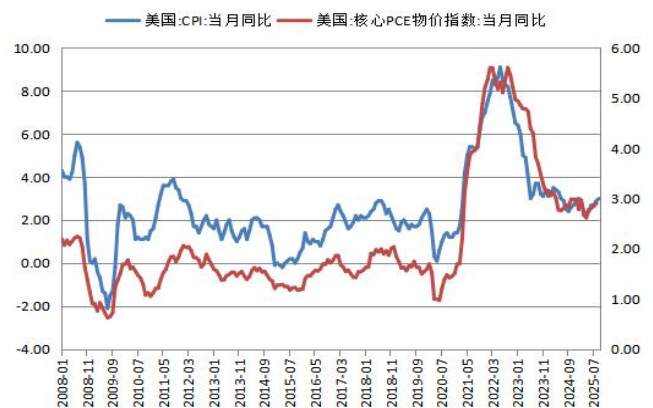
就业方面，受联邦政府停摆的影响，美国 10 月非农就业人数环比下降 10.5 万，远超预期的 2.5 万人。随着政府部门重启，美国 11 月新增非农就业 6.4 万人，但失业率由 4.4% 上升至 4.6%，创 2021 年 10 月以来新高。美国 11 月 ADP 就业减少 3.2 万人，远不及预期的增加 1 万人，为 2023 年 3 月以来最低水平。数据表明，美国关税政策给经济前景带来不确定性，企业对未来生产和经营保持谨慎，推迟或减少员工招聘，导致就业增长放缓。此外，美国移民政策收紧导致大量的低端劳动力减少，以及人工智能的广泛应用，也在一定程度上对就业形成拖累。

图 3. 美国失业人数（千人）和失业率小幅上升（%）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 4. 美国核心 PCE 物价指数反弹（%）



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

通胀方面，美国 9 月 CPI 同比上涨 3%，创 2 月以来新高，年内呈现缓慢上升的趋势。剔除能源和食品价格后的核心 CPI 同比上涨 3%，涨幅较上月回落 0.1 个百分点。由于美国联邦政府停摆，10 月 CPI、核心 PCE 物价指数取消发布，作为美联储决策时参考的重要依据，数据的缺失将影响与会者对经济形势的判断，从而增加未来利率政策的不确定性。我们认为，美国关税政策对物价的影响存在滞后性，随着前期囤积的货物消耗殆尽，企业不得不将部分关税成本转嫁给消费者，从而推动物价上涨，预计 2026 年上半年通胀仍将面临上行压力。

美联储 12 月会议宣布降息 25 个基点，联邦基金利率目标下调至 3.5%-3.75% 区间，符合市场预期。货币政策声明上调未来三年经济增速预期，下调今明两年核心 PCE 通胀预期，利率点阵图维持对明后两年各降息 1 次的预测，宣布每月购买 400 亿美元国库券，取消对常备回购便利操作的限制。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，经济以温和的速度扩张，通胀水平略显偏高，劳动力市场正在逐步降温。重申货币政策没有预设的路径，将采取逐次会议的方式做出决策，购买短期国库券仅用于准备金管理，当前利率处于中性水平区间的上端，可以等待并观察经济如何发展。由此来看，进入 2026 年，美国减税政策对经济的刺激作用将开始显现，关税对物价的影响可能在下半年消退，美联储进一步降息的门槛明显升高，预计首次降息的时间最早在 6 月份。购买短期国库券只是出于准备金管理的一种方式，并非传统意义的量化宽松（QE），只有在发生重大危机或者流动性枯竭的情况下才会使用。

## 二、欧元区经济复苏乏力，欧洲央行未来仍有降息空间

欧元区第三季度 GDP 同比增长 1.4%，增速较二季度放缓 0.1 个百分点。从领先指标来看，欧元区 11 月制造业 PMI 由 50 降至 49.6，时隔 1 个月再次跌破扩张区间，其中德国 11 月制造业 PMI 降至 48.2（前值 49.6），创 3 月以来新低。欧元区 11 月消费者信心指数录得 -14.2，与上月持平，投资信心指数由 -5.4 降至 -7.4，降幅自 8

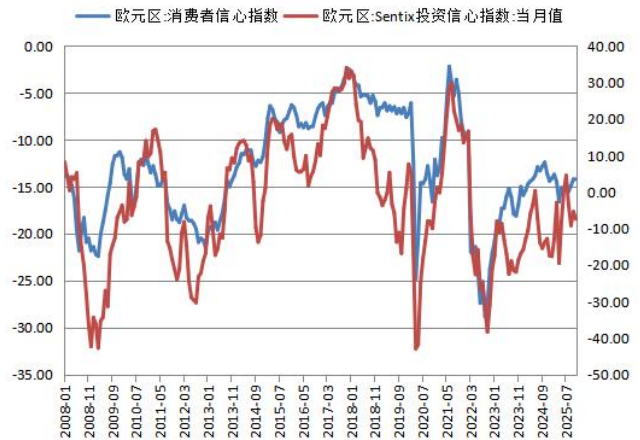
月以来持续扩大。同步指标显示，欧元区 9 月工业产出同比增长 1.2%（前值 1.1%），整体呈现逐渐放缓的态势。欧元区 9 月零售销售同比增长 2.1%，增速连续 3 个月下降，创 2024 年 12 月以来新低。外贸方面，欧元区 9 月商品进口同比增长 3.9%，出口同比增长 4.4%，增速分别较上月回升 3.1 和 5.3 个百分点，剔除去年同期低基数效应的影响，贸易顺差自 3 月以来呈现下降趋势。数据表明，美国关税政策的负面影响持续显现，欧元区出口增长放缓，制造业持续萎缩的形势没有改变，且影响逐渐向服务业、商业等其他领域传导，进而拖累居民收入和消费，威胁经济增长的前景。

图 5. 欧元区 GDP 同比增速放缓 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 6. 欧元区消费者信心指数低迷 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

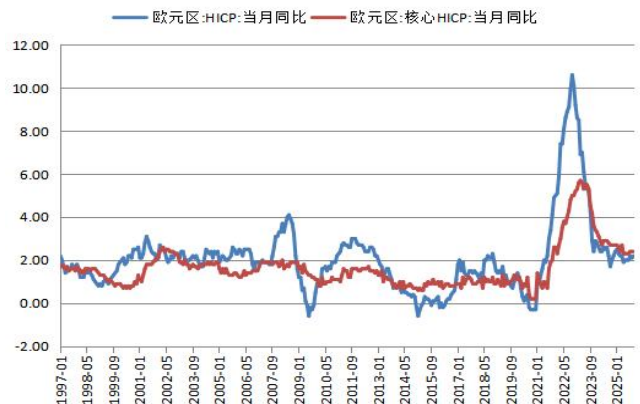
就业和通胀方面，欧元区 10 月失业人数录得 1103.3 万，年初以来呈现缓慢攀升的态势，失业率上升至 6.4%（前值 6.3%），较历史低位反弹 0.2 个百分点。欧元区 11 月 CPI 同比上涨 2.2%，较上月回升 0.1 个百分点，整体维持在 2% 的目标水平附近。剔除能源和食品价格后的核心 CPI 同比上涨 2.4%，涨幅连续 3 个月持平。数据表明，受美国关税政策的负面影响，欧元区失业率略微上升，整体维持在历史低位。通胀已连续数月稳定在 2% 的长期目标附近，支持欧洲央行在一段时间内维持利率不变，但随着经济下行压力再次显现，未来仍有降息空间。

图 7. 欧元区失业人数（千人）和失业率维持在历史低位 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 8. 欧元区通胀维持在 2% 的目标附近 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

### 三、日本经济保持温和复苏，货币政策维持缓慢加息的节奏

日本第三季度 GDP 同比增长 3.9%（前值 4.9%），增速较上年同期加快 0.8 个百分点。从先行指标来看，日本 11 月制造业 PMI 上升至 48.8（前值 48.3），创两个月新高。日本 10 月消费者信心指数由 35.4 上升至 35.8，

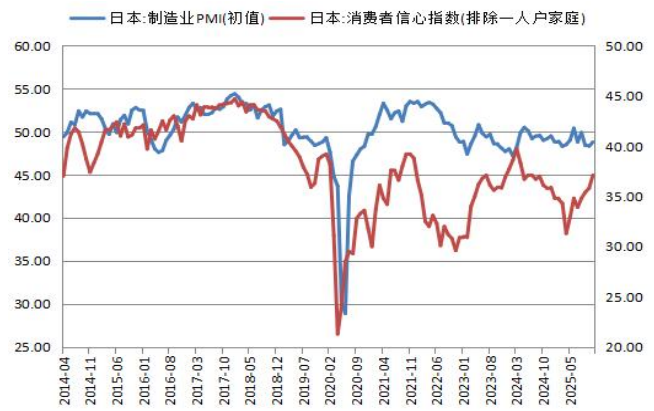
创年内新高，4月以来呈现持续回升的态势。10月 Sentix 投资信心指数上升至 7.4（前值 4.9），为 3月以来最高水平。同步指标显示，日本 9月工业生产指数同比增长 3.8%，时隔两个月再次转正，增速为 2023年 6月以来第二高位。9月商业销售额同比增长 1.8%，创 5月以来新高，家庭月均消费支出同比增长 1.8%，连续 5个月实现正增长。外贸方面，日本 10月进口同比增长 0.7%（前值 3.3%），出口同比增长 3.6%（前值 4.2%），增速自 5月以来呈现逐渐加快的态势。数据表明，在长期量化宽松政策的支持下，日本经济逐渐摆脱通缩的局面，进入温和复苏的轨道。日元汇率贬值极大刺激了出口，并吸引大量的海外游客，带动日本旅游业和消费增长，工业生产明显加快。

图 9. 日本经济温和复苏 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 10. 日本制造业 PMI 和消费者信心指数回升 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

就业和通胀方面，日本 9月失业人数上升至 184 万（前值 182），高于 2024 年同期的 173 万，失业率录得 2.6%，较年初上升 0.3 个百分点。日本 10月 CPI 同比上涨 3%，涨幅连续两个月扩大，剔除能源和食品价格后的核心 CPI 同比上涨 1.6%，2024 年以来呈现逐渐放缓的趋势。日本第三季度工资和薪金同比增长 2.5%，创年内新高。数据表明，日本就业整体保持稳定，失业率有所上升，但仍维持在历史低位。通胀已连续 3 年多高于 2% 的长期目标，工资和物价形成螺旋式上升的趋势，支持日本央行维持缓慢加息的节奏，逐步实现利率政策正常化。

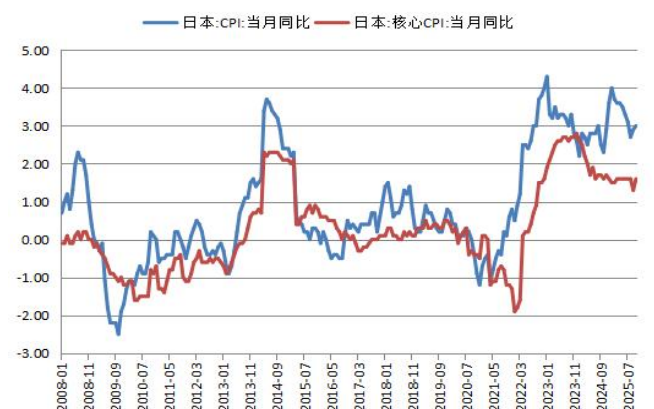
展望 2026 年，日本经济将延续温和复苏，通胀持续稳定在 2% 的目标上方。春季工资谈判有望继续取得进展，为进一步降息创造有利条件，预计日本央行将再次加息 25 个基点，基准利率由 0.75% 上调至 1%，逐渐朝着 1%-2.5% 的中性利率区间迈进。

图 11. 日本失业人数（千人）和失业率维持在低位 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 12. 日本 CPI 连续三年高于 2% 的目标 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

## 第二部分 国内篇

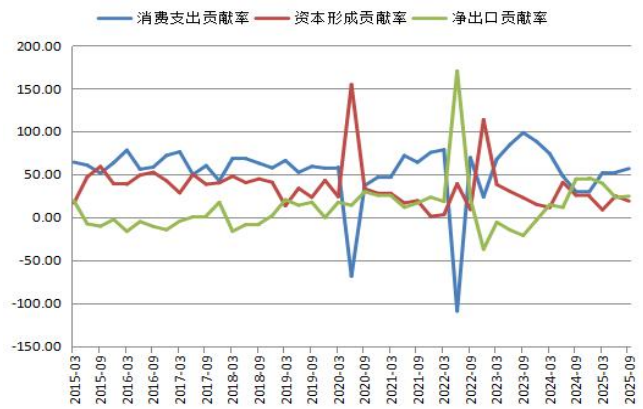
2025 年宏观政策靠前发力，中国经济增速呈现前高后低的走势，第一、第二和第三季度 GDP 分别增长 5.4%、5.2%和 4.8%，前三季度 GDP 累计同比增长 5.2%，预计全年实现 5%左右的增长目标绰绰有余。从三大需求对经济增长的贡献来看，最终消费支出、资本形成总额和净出口对 GDP 增长的贡献率为 56.6%、18.9%和 24.5%，消费已经成为我国经济发展的主要驱动力，投资和净出口对经济拉动的效用减弱。整体来看，2025 年固定资产投资增速延续下行趋势，消费保持平稳增长，工业生产维持高位运行。表明我国经济发展呈现不平衡性，生产强、需求弱和服务业强、制造业弱的特征依然显著，需求不足仍是主要矛盾。

图 13. 中国 GDP 同比增速 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 14. 三大需求对经济增长的贡献率 (%)

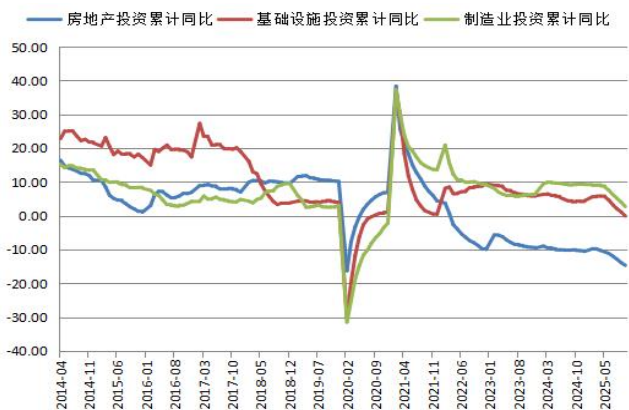


资料来源：同花顺 新纪元期货研究

展望 2026 年，房地产投资下行趋势难以扭转，固定资产投资仍将受到拖累。考虑到“两新”政策的边际效用递减，制造业和消费增速存在放缓的可能性，需要出台新的增量政策进行对冲，基建投资有望进一步加码。美国关税政策的负面影响尚未完全显现，随着国内抢出口效应逐渐消退，外贸仍将面临下行压力。为应对中美贸易摩擦的负面冲击，宏观政策仍需加强逆周期调节，持续加大对小微企业和薄弱环节的支持，重点在于扩大内需，提振消费是关键抓手。

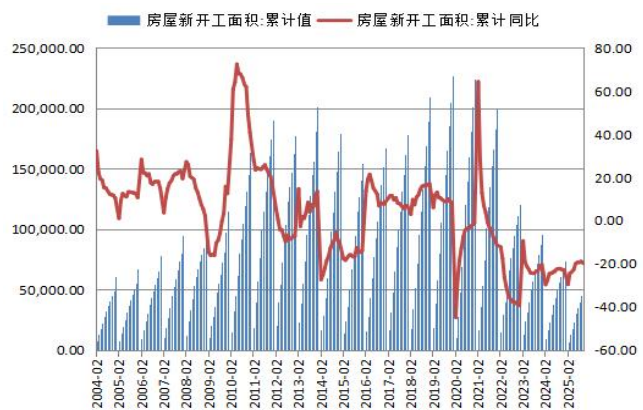
### 一、房地产投资连续 4 年下降，基建和制造业投资增速放缓

图 15. 房地产、基建和制造业投资同比增速 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 16. 房屋新开工面积同比降幅扩大 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

2021 年以来，固定资产投资增速进入下行趋势，期间虽有基建和制造业投资作为缓冲，但难以有效抵挡房地产投资深度下滑的影响。2025 年 1-10 月固定资产投资同比下降 1.7%，降幅为 2020 年 7 月以来最大，连续两个月负增长。其中，房地产投资降幅进一步扩大，基础设施投资同比转负，制造业投资增速放缓。

2025 年 1-10 月房地产投资同比下降 14.7%，降幅连续 8 个月扩大，创 2020 年 3 月以来新低。从房地产新开工情况的来看，房屋新开工面积自 2019 年见顶回落，已连续 6 年进入下跌趋势。截至 2025 年 1-10 月，房屋新开工面积降至 49061.39 万平方米，较上年同期下降 19.8%，与历史同期峰值 185643.42 万平方米相比降幅达到 73.6%，回到 2005 年同期的水平；从房地产在建项目来看，房屋施工面积降至 652939.03 万平方米，同比下降 9.4%，较历史峰值下降 30.7%，跌至 2014 年同期水平；从竣工端来看，房屋竣工面积为 34861 万平方米，较上年同期下降 16.9%，创 2008 年以来新低；房地产销售方面，2025 年 1-10 月商品房销售面积为 71982 万平方米，商品房销售额为 69017.06 亿元，分别较上年同期下降 6.8% 和 9.6%，与历史峰值相比降幅达到 49.7% 和 53.1%，回到 2012 和 2015 年同期水平。相比之下，商品房待售面积自 2021 年以来持续上升，2025 年前 10 个月达到 75606 万平方米，连续两年创历史新高。数据表明，随着楼市刺激政策的效用边际减弱，房地产销售短暂回暖后继续下滑，成交主要集中在一二线城市和二手房领域，三四线城市和新房销售依旧低迷。由于房地产销售低迷，开发商资金周转的压力加大，对土地购置和新项目建设保持谨慎。从而对房地产投资形成拖累，从销售到竣工端各环节之间的负反馈仍在延续。长期来看，我国出生人口自 2016 年持续下降，人口总量也于 2022 年见顶，城镇化发展的速度放缓，未来住房总需求大概率进入下行周期。中期来看，居民杠杆率处于历史高位，家庭资产负债表需要时间修复，进一步加杠杆难以为继。房地产销售仍未触底，商品房库存持续累积，预计未来很长一段时间将进入存量消化阶段，在没有大规模增量需求的情况下，房地产库存去化的周期将更加漫长。

2025 年 1-10 月基础设施投资同比下降 0.1%，为 2020 年 9 月以来首次转负，主要受上年同期基数抬升，以及地方专项债靠前发力等因素的影响。据 Wind 数据统计，截至 2025 年 11 月 23 日，全国各地发行新增专项债券 42315 亿元，达到全年 4.4 万亿发行计划的 96%。预计 2026 年新增地方专项债限额有望进一步扩大，除了用于专项债和基础设施建设以外，支持地方政府进行土地收储、收购存量商品房用作保障性住房等。根据国务院相关工作安排，2026 年部分新增地方专项债将于四季度提前下达，按照全年发行规模的 60% 测算，预计提前下达的地方专项债额度将达到 2.7 万亿元。有助于尽早形成实物工作量，持续拉动基础设施投资增长，带动民间投资和扩大就业，充分发挥经济托底的作用。

图 17. 房屋施工面积同比连续 4 年下降 (%)

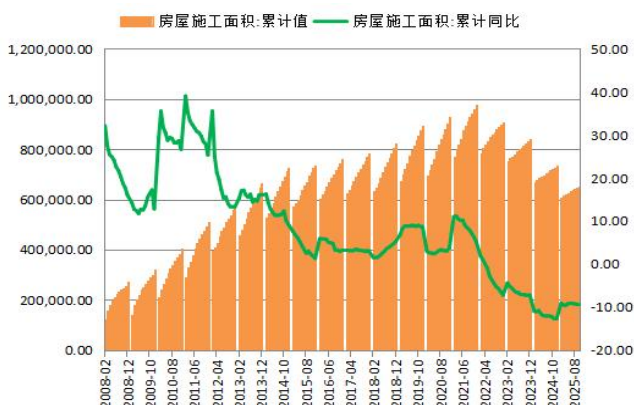
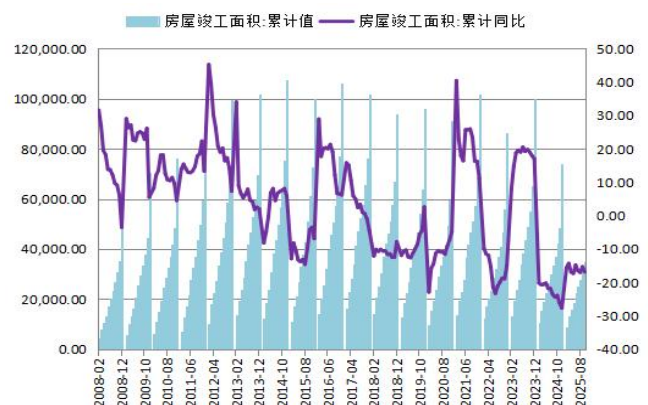


图 18. 房屋竣工面积创 2008 年以来新低 (万平方米)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

资料来源：同花顺 新纪元期货研究

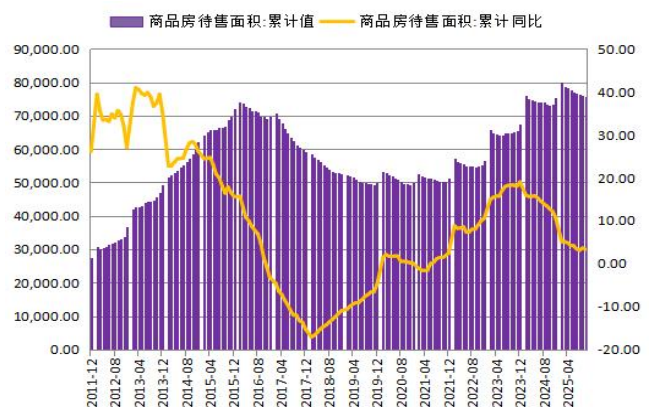
2025 年 1-10 月制造业投资同比增长 2.7%，增速连续 7 个月放缓，创 2021 年以来新低。主要原因在于，上年同期基数偏高，以及推动大规模设备更新的政策效用边际递减。2025 年安排超长期特别国债资金 2000 亿元用于支持大规模设备更新，较 2024 年增加 500 亿元。从政策的实施效果来看，设备更新补助资金支持的项目达到 8400 个，带动总投资约 1 万亿元，前三季度设备工器具购置投资同比增长 14.0%，拉动全部投资增长 2.0 个百分点。考虑到推动大规模设备更新从 2024 年开始实施，随着时间的推移，政策的边际效用逐渐下降，对制造业投资的拉动作用也将减弱。

图 19. 商品房销售面积和销售额同比持续下降 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 20. 商品房待售面积创历史新高 (万平方米)

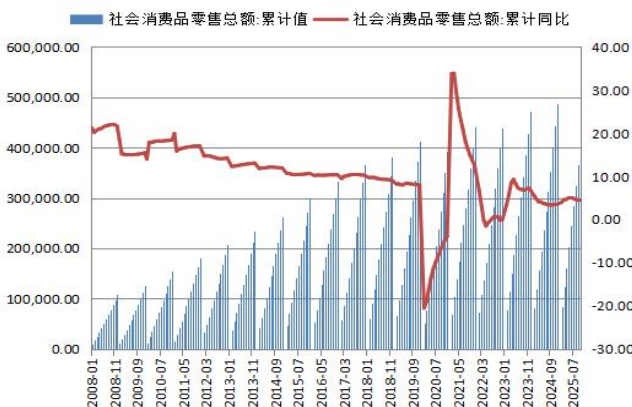


资料来源：同花顺 新纪元期货研究

## 二、消费保持平稳增长，更多取决于居民收入预期的改善

根据预期收入理论，消费是收入的函数，即每增加一个单位的收入能够带来多少个单位的消费，也就是边际消费倾向的概念。边际消费倾向越高，意味着收入增长对消费的贡献越大，对经济增长的贡献也就越大。影响边际消费倾向的因素很多，包括居民对未来收入增长的预期和信心，教育、医疗、养老以及社会保障制度的完善等。近几年房地产市场持续下行，建筑、建材、装修等行业低迷，在一定程度上拖累了居民就业，此外房价下跌导致居民财富效应缩水，工资性收入和财产性收入的预期下降。人口老龄化趋势加速，养老和医疗支出压力与日俱增，收入分配制度和社会保障制度改革时不我待，这是改善居民收入预期，解除后顾之忧，释放消费潜力的关键。

图 21. 消费保持平稳增长 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

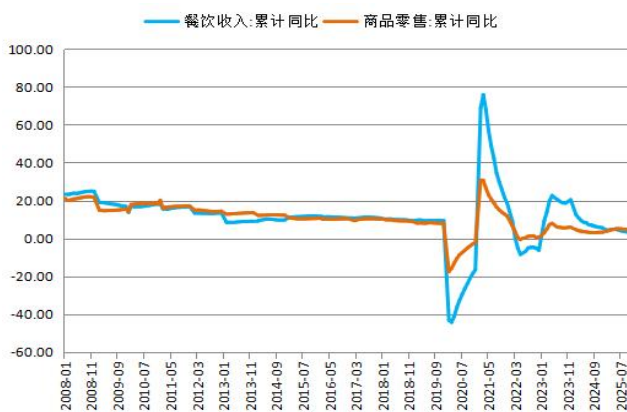
图 22. 汽车、家电销售增速放缓 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

2023 年以来，消费增速整体呈现前高后低的走势。2025 年 1-10 月社会消费品零售总额同比增长 4.3%，增速连续 4 个月放缓，创 3 月以来新低。分行业来看，餐饮收入同比增长 3.3%，增速创 2023 年以来新低，批发零售贸易同比增长 4.4%，整体保持平稳增长的态势。从限额以上单位商品零售来看，在消费品以旧换新政策的支持下，家电、家具、移动通讯等产品销售增长加快，2025 年以来保持两位数增长。2025 年超长期特别国债用于支持消费品以旧换新的资金达到 3000 亿元，较 2024 年扩大 1500 亿元，补贴范围从汽车、传统家电等重点行业扩大至电动自行车、数码产品等领域。从政策的实施效果来看，2025 年前 11 个月，消费品以旧换新带动相关商品销售额超 2.5 万亿元，惠及超 3.6 亿人次。其中汽车以旧换新超 1120 万辆，家电以旧换新超 12844 万台，手机等数码产品购新补贴超 9015 万件，电动自行车以旧换新超 1291 万辆。长期来看，消费属于慢变量，消费刺激政策所带来的影响往往是短期的，未来更多取决于居民收入增长和家庭资产负债表修复的情况。随着汽车、家电、家具等耐用品置换需求提前释放，消费品以旧换新政策的边际效用将会减弱。

图 23. 餐饮、商品零售增长放缓 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 24. 家具、移动通讯消费增长加快 (%)



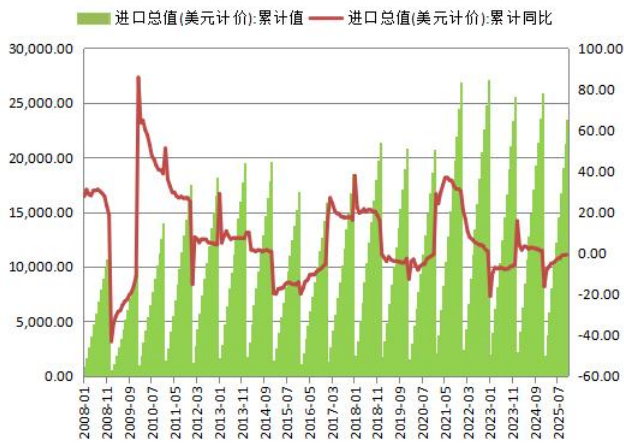
资料来源：同花顺 新纪元期货研究

### 三、中美达成阶段性贸易协议，抢出口效应逐渐消退

2025 年以来，中美贸易摩擦经历了由升级到缓和的过程，美国先是以“芬太尼”问题为由对华加征 20% 的关税，进而宣布对华加征 34% 的对等关税，经过反复升级后最高关税达到 154%。在经过短暂的对抗之后，中美双方开启贸易谈判之路，并于 2025 年 10 月 26 日达成初步共识，两国元首在釜山会晤期间就暂停对等关税和出口管制等方面达成多项协议，宣告中美贸易战阶段性结束。中美贸易磋商期间，考虑到关税政策的不确定性，企业赶在最终关税落地前抢先出口或提前进口，是 2025 年出口保持韧性的主要原因。

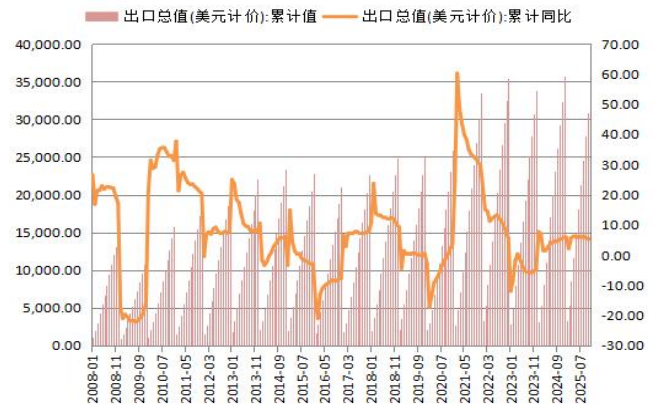
海关总署公布的数据显示，2025 年 10 月进口同比增长 1%，增速较上月回落 6.4 个百分点，主要受煤炭、成品油、天然气等大宗商品进口量价齐跌的影响；出口同比下降 1.1%，为 3 月以来首次转负，主要原因在于去年同期基数偏高，以及国内抢出口效应逐渐消退。前 10 个月进口同比下降 0.9%（前值 1.1%），出口同比增长 5.3%，创 3 月以来新低，实现贸易顺差 9648.19 亿美元，较去年同期扩大 22.1%。分国家和地区来看，我国与东盟、一带一路共建国家进出口保持快速增长，对欧盟、日本、韩国等贸易伙伴出口增长放缓，对美国出口降幅扩大。考虑到美国关税政策的负面影响尚未完全显现，国际贸易活动仍将受到抑制，新增订单逐渐减少。随着中美贸易磋商达成阶段性协议，国内抢出口效应将逐渐消退，未来一段时间，我国出口仍将面临下行压力，稳外资、稳外贸政策将继续实施。

图 25. 进口降幅逐渐收窄 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

图 26. 出口保持韧性 (%)



资料来源：同花顺 新纪元期货研究

#### 四、实施更加积极的财政政策，货币政策保持适度宽松

2025 年财政政策可谓积极有为，发行超长期特别国债 1.3 万亿元，较上年增加 3000 亿元，主要用于支持“两重”项目建设和“两新”政策落实。其中支持“两重”项目建设的资金达到 8000 亿元，总计 1459 个硬投资项目。新增地方专项债发行 4.4 万亿元，较上年同期扩大 5000 亿元，为最近 6 年以来最大增幅，在帮助化解地方债务和支持基础设施建设方面发挥了重要作用。关于 2026 年宏观政策的取向，中央经济工作会议要求继续实施更加积极的财政政策，保持必要的财政赤字、债务总规模和支出总量，加强财政科学管理，优化财政支出结构，规范税收优惠、财政补贴政策。由此来看，2026 年财政政策将继续发力，预计超长期特别国债和地方专项债发行规模有望小幅扩大，财政赤字率整体持平 4%。

中央经济工作会议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。灵活高效运用降准降息等多种政策工具，保持流动性充裕，畅通货币政策传导机制，引导金融机构加力支持扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域。展望 2026 年，我国货币政策仍将坚持支持性立场，继续发挥总量和结构性政策工具的作用，包括降准、降息、再贷款、再贴现等，持续推动社会综合融资成本下降。六大国有银行相继取消五年期大额存单产品，长短期存款利率呈现倒挂的现象，表明在净息差收窄的情况下，银行主动缩减存款期限以降低负债成本。预计未来存款利率有望继续下调，有助于降低银行负债成本和稳定存贷利差，引导金融机构贷款利率下行，进一步降低企业融资成本。此外逆回购、中期借贷便利、LPR 等政策利率有望再次下调，预计年内累计调降 10-20BP，银行存款准备金率下调 0.5-1 个百分点。

### 第三部分 资产配置

随着美国与更多国家达成贸易协议，关税政策的不确定性担忧将进一步消退，预计平均关税可能维持在 15%-20% 的水平，给经济带来的负面影响也将边际减弱。在特朗普减税政策的推动下，企业资本支出有望加快，有助于带动就业和促进消费，进而刺激美国经济增长。美联储主席鲍威尔将于 2026 年 5 月卸任，市场猜测白宫经济委员会主任哈赛特接任的可能性较大，意味着鸽派阵营将再添新成员。美联储主席换届可能给未来的利率政策带来一些影响，但实现充分就业和物价稳定的双重使命不会改变，货币政策的制定仍将依赖经济数据，在没有

充分的证据表明通胀超预期下降，或者就业持续疲软的情况下，美联储降息将难以得到多数委员的支持。展望 2026 年，美国减税政策对经济的刺激作用将逐渐显现，关税对物价的影响可能在下半年消退，预计美联储年内降息 1-2 次，时间最早在 6 月份，年底联邦基金利率接近中性水平。

从大类资产配置的角度来看，美联储缩表可能引发流动性短缺是 2026 年最大的“灰犀牛”事件。结合历史情况分析，美联储上一次缩表从 2017 年 10 月开始到 2019 年 9 月结束，总资产规模由 4.5 万亿美元缩减至 3.8 万亿美元。当缩表进行到 2019 年 7 月，流动性突然紧张，美国回购市场崩盘，SORF 利率飙升，美联储被迫重启正回购操作，向市场注入流动性，并于 9 月停止缩表。之后到 2020 年 3 月，流动性危机全面爆发，美股经历了四次熔断，全球金融市场陷入一片恐慌，直到美联储重新开启量化宽松（QE），才化解了这场危机。从本次缩表的过程和实际影响来看：

(1) 美联储本次缩减资产负债表始于 2022 年 6 月，缩减规模由初期的每月 950 亿美元逐步降至 400 亿美元。截至 2025 年 12 月 3 日当周，美联储总资产规模降至 65357.81 亿美元，较历史峰值减少 24297.06 亿美元；隔夜逆回购使用规模降至 25.14 亿美元，较历史峰值减少 23642.84 亿美元。美联储通过减少国债和住房抵押支持证券（MBS）到期再投资来给资产负债表瘦身，是逐步回收美元流动性并注销的过程。随着美联储缩表的持续推进，金融市场流动性逐渐下降，为应对日常支付结算，金融机构不断将存放在美联储逆回购账户上的闲置资金取回。由于逆回购账户资金几乎耗尽，银行存款准备金将被快速消耗。

(2) 迫于流动性紧张压力，美联储已于 2025 年 12 月 1 日起停止缩减资产负债表，持有国债到期后本金自动展期，MBS 到期后本金全部投资于短期国债。尽管美联储停止缩表不再继续从金融市场抽水，但美债净发行仍将给流动性带来压力，银行体系准备金被动减少的趋势没有改变，已连续 7 周跌破 3 万元美元的“红线”。

(3) 受流动性持续收紧的影响，市场利率自 2025 年 9 月以来表现异常。正常情况下，美国联邦基金有效利率应该介于美联储隔夜逆回购利率和存款准备金利率之间，按照最新公布的基准利率，联邦基金有效利率应该降至 3.58%，维持在 3.5%-3.65% 区间。但当前联邦基金有效利率显著高于正常值，接近存款准备金利率 3.65%。隔夜融资担保利率（SORF）持续高于准备金利率，甚至在一段时间内超过联邦基金利率上限。这意味着部分金融机构流动性紧张，不得不以更高的利率借钱，在求助无门的情况下，只能去敲美联储的贴现窗口，导致常备回购便利（SRF）多次被动用，为非季末环境下自疫情以来的最大规模。

综上所述，美联储缩表的滞后效应尚未完全显现，银行体系存款准备金面临紧张压力，一旦达到临界值，可能引发流动性短缺和金融解杠杆。在此情况下，部分金融机构可能出现保证金不足的问题，不得不出售相关资产来补充流动性，进而引发全球股市、大宗商品等风险资产价格下跌，进一步导致流动性枯竭和更多资产被抛售，从而触发反馈机制。我们认为，2026 年需要重点防范流动性短缺这一最大的不确定性因素，当发生系统性风险的时候，美联储将重新开启量化宽松（QE）拯救流动性，资产价格在经历洗礼后将迎来新一轮上涨周期。

### (1) 股指

从企业盈利和库存周期的关系来看，企业利润和产成品存货同比增速存在显著的正相关性，即企业盈利增速上行，对应被动去库存和主动补库存；企业盈利增速下行，则对应被动补库存和主动去库存。国家统计局公布的数据显示，2025 年 1-10 月全国规模以上工业企业实现利润总额 59502.9 亿元，同比增长 1.9%，增速较上月回落

1.3 个百分点。其中 10 月规模以上工业企业利润同比下降 5.5%，时隔两个月再次转负。从行业分类看，煤炭、石油、天然气开采等上游原材料加工业利润降幅继续收窄，通用设备、专用设备、仪器仪表等装备制造业利润增速放缓，纺织服装、家具、化学制品等下游制造业利润降幅扩大。1-10 月产成品存货同比增长 3.7%（前值 2.8%），增速连续两个月回升。数据表明，受上年同期基数抬升、需求边际减弱等因素的影响，规模以上工业企业利润同比增速放缓，不同行业之间的利润结构呈现分化。在“反内卷”和淘汰落后产能政策的推动下，新能源、有色金属、煤炭等行业价格回升，有助于上游原材料加工业利润修复；随着推动大规模设备更新和消费品以旧换新政策的边际效用下降，家电、移动通讯、消费电子等行业利润增长放缓；由于终端需求疲软，下游企业经营压力依然较大，生产成本难以向终端消费者转嫁，不得不主动减少产量和降低库存。从库存周期来看，2003-2023 年，我国共经历了六轮库存周期，平均持续时间在 40 个月左右。最新一轮库存周期始于 2023 年 7 月，至今已持续 29 个月，当前企业仍在主动去库存阶段。

从企业融资成本的角度来看，2025 年我国央行分别进行了 1 次降准和降息，金融机构存款准备金率累计下调 0.5 个百分点，大型和中小型金融机构存款准备金率降至 6% 和 9%，创 2007 年以来新低。一年期和五年期贷款市场报价利率（LPR）降至 3% 和 3.5%，分别调降 10 个基点。央行三季度货币政策执行报告显示，2025 年 9 月新发放贷款加权平均利率约 3.2%，同比下降约 0.4 个百分点。中央经济工作会议对 2026 年工作进行了系统部署，强调要继续实施适度宽松的货币政策，灵活高效运用降准降息等多种政策工具，保持流动性充裕。进入 2026 年，我国货币政策仍将坚持支持性立场，预计存款利率有望继续下调，引导金融机构贷款利率下行，推动社会综合融资成本下降，进一步向实体经济让利。此外，为配合超长期特别国债和地方专项债发行，维护银行体系流动性稳定，帮助化解地方债务风险，未来存在进一步降准的必要性，无风险利率仍有下降空间，分母端有利于提升股指的估值水平。

进入 2026 年，随着“两新”政策的边际效用减弱，制造业投资和消费增速存在放缓的可能性，需要出台新的增量政策进行对冲。外需方面，中美达成阶段性贸易协议，国内抢出口效应将逐渐消退，我国出口仍将面临下行压力。在此情况下，中小型企业经营压力依然较大，部分行业产能过剩，仍在主动去库存阶段，盈利增速向上的拐点尚未到来。由此来看，股指的估值主要受分子端企业盈利增速下滑的拖累，而分母端的支撑，主要来自宏观政策预期推动下风险偏好的回升。展望 2026 年，在企业盈利尚未显著改善之前，预计股指维持宽幅震荡的可能性较大，长期能否走出上升趋势，关键取决于需求恢复、各项政策落实的情况和实际效果。

## （2）债券

受美国关税政策的负面影响，美国经济增长放缓，劳动力市场明显降温，美联储 2025 年 9 月再次开启预防性降息，联邦基金利率年内累计下调 75 个基点，逐渐向中性水平靠拢。进入 2026 年，考虑到“两新”政策的效用边际减弱，中美贸易摩擦的负面冲击尚未完全显现，宏观政策仍需加强逆周期调节。此外随着中美利差持续收窄，人民币汇率阶段性回升，我国货币政策将迎来更多可操作的空间。展望 2026 年，央行货币政策仍将坚持支持性立场，继续发挥总量和结构性政策工具的作用，未来仍有进一步降准和降息的空间，预计 10 年期国债收益率有望重回下行趋势，波动区间在 1.5%-2% 区间。

## （3）黄金

布雷顿森林体系瓦解后，黄金与美元脱钩，长期以来，二者之间形成此消彼长的关系。此外，黄金作为一种无息资产，其价格还受到实际利率的影响，当实际利率上升时黄金趋于下跌，反之当实际利率下降时，黄金倾向于上涨。从中长期来看，黄金价格的走势主要取决于美元和实际利率的变化。

美元作为世界货币的锚，除了受美国经济以及货币政策等自身因素的影响，还受到欧洲、日本等 G7 国家经济和货币政策的影响。进入 2026 年，美国减税政策对经济的刺激作用将开始显现，关税对通胀的影响可能在下半年消退，考虑到联邦基金利率已接近 3% 左右的中性水平，预计未来进一步降息的空间有限。相比美国而言，欧元区经济表现疲软，制造业持续萎缩的形势没有改变，且影响逐渐向服务业、商业等其他领域传导，进而拖累居民收入和消费。美强欧弱的经济格局下，欧洲央行已累计进行 8 次降息，随着美联储降息的预期充分消化，美欧国债利差将边际走阔，从而推动美元指数走强。

从流动性的角度来看，美联储缩表引发的流动性紧张问题尚未解决，银行存款准备金降至 3 万亿美元的“红线”以下，联邦基金有效利率、隔夜融资担保利率持续高于正常水平。虽然美联储于 2025 年 12 月 1 日起停止缩表，但隔夜逆回购账户资金已被耗尽，受美债净发行、财政部 TGA 账户重建等因素的影响，准备金被动减少的趋势难以改变。一旦银行体系存款准备金跌破临界值，高债务国家将面临去杠杆压力，引发货币贬值、资产价格下跌等连锁反应，风险资产将遭到系统性抛售，在此情形下贵金属也将难以幸免。

综上所述，在特朗普减税政策的刺激下，2026 年美国经济有望回暖，通胀在上半年仍将面临上升压力，预计美联储年内降息的空间有限，幅度在 50 个基点左右。如果实际利率长期维持在高位，对于无息资产来说，意味着机会成本增加，将削弱黄金在抵御通胀和资产保值方面的吸引力。此外，美联储缩表带来的流动性紧张尚未得到实质性缓解，是一大风险隐患，可能引发金融解杠杆和系统性冲击。展望 2026 年，美联储降息的门槛升高，流动性短缺的情况下，美元指数可能再次走强，黄金中期或面临阶段性调整。等待美联储重启 QE 后，美元指数将进入下行周期，黄金有望恢复上涨趋势。

## 免责声明

本研究报告中所提供的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何保证。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。本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告仅反映撰写人的分析方法和观点，不代表新纪元期货股份有限公司的立场。

本报告版权仅为新纪元期货股份有限公司所有，未经书面授权，任何机构和个人对本研究报告的任何部分均不得以任何形式翻版、复制和发布。如欲引用或转载本文内容，务必联络新纪元期货研究所获得许可，并需注明出处为新纪元期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货股份有限公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司机构

### 公司总部

全国客服热线：400-111-1855

邮编：221005

地址：徐州市鼓楼区民主北路2号黎明大厦1号楼8-9层

### 南京分公司

电话：025-84706666

邮编：210019

地址：南京市建邺区庐山路168号1504室（电梯编号16楼1604室）

### 成都分公司

电话：028-68850968

邮编：610096

地址：成都市高新区天府二街138号1栋28层2803号

### 深圳分公司

电话：0755-33373952

邮编：518001

地址：深圳市罗湖区和平路3001号鸿隆世纪广场A座1601C

### 上海分公司

电话：021-61017395

邮编：200122

地址：上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦1305室（名义楼层16E）

### 徐州营业部

电话：0516-83831101

邮编：221009

地址：徐州市云龙区秦郡路1号淮海经济区金融服务中心三区5（原8）号楼1-901-12、13

### 南京营业部

电话：025-84787996

邮编：210008

地址：南京市玄武区中山路268号1幢1307室和1308室

### 北京营业部

电话：010-84261747

邮编：100020

地址：北京市朝阳区朝外大街22号8层803B

### 广州营业部

电话：020-87750826

邮编：510110

地址：广州市越秀区沿江中路298号中区3806房

### 苏州分公司

电话：0512-69560991

邮编：215127

地址：苏州市工业园区时代广场23幢1518-1室

### 重庆营业部

电话：023-67900698

邮编：404007

地址：重庆市南岸区江南大道2号1栋1单元5-8号