

研究通讯

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1292 号

2026 宏观展望：周期的力量

广发期货研究所

电 话：020-88818009

E-Mail: zhangxiaozhen@gf.com.cn

联系信息

陈尚宇

邮箱: chenshangyu@gf.com.cn

投资咨询资格: Z0022532

摘要：

本文以“周期的力量”为核心视角，系统展望 2026 年全球与中国的宏观经济走势、结构变迁与资产配置逻辑。我们认为，2026 年全球将处于“逆全球化”深化与主要经济体宽财政政策共振的宏观背景下，供应链脆弱性上升与需求扩张共同导致资源供需关系趋紧，关键矿产与能源的战略竞争加剧。

中国经济在“十五五”规划开局之年，将以“内稳外制”为基调，着力平衡内生转型与外部变局。内生动力方面，出口仍为中流砥柱，结构向新兴市场倾斜；投资发挥托底作用，制造业与新型基础设施是重点；消费则以设备更新和服务场景创新为主要增长点。外部环境方面，去美元化趋势与美元信用松动为人民币资产带来国际资本流入的机遇，而中美博弈将长期聚焦科技竞争与供应链安全，预计呈现“长期竞争与阶段和谈”的格局。

大类资产配置上，我们认为 2026 年应在寻找确定性的前提下，构建宏观对冲组合。基于周期轮动规律，预期全球经济将步入“高通胀、高增长”阶段，商品资产配置价值凸显，排序上商品>权益>债券。具体节奏上，不同季度将受流动性、政策验证、基本面回归与跨年预期等因素交替主导，把握贵金属、有色金属、能源化工等板块的轮动机会，并密切关注欧美衰退、国内通胀修复、地缘政治与房地产风险等潜在不确定性。

最后，我们总结在“不变的全球竞争关系”与“变化的经济周期轮转”中，均衡配置与风险对冲是 2026 年投资策略的关键。

关键词：宏观展望、资产配置、复苏、中美博弈

目录

一、周期变迁：“逆全球化”与宽财政共振	1
（一）逆全球化的浪潮：从大国博弈到 G2 格局	1
（二）宽财政共振：全球制造业及库存周期向上	2
（三）资源紧缺：供需平衡关系趋紧	2
二、内生动能与外部变局的博弈	3
（一）内生经济转型：“十五五”规划的长期政策指引	3
（二）外部变局博弈：挑战与机遇并存	5
三、大类资产配置指引：构建宏观对冲组合	6
（一）“变与不变”之间：不变的竞争关系，变化的周期轮转 ...	6
（二）2026：寻找确定性的方向，构建大类资产组合：商品>权益>债券.....	7
（三）把握短中长期的节奏与主线	7
免责声明.....	9

一、周期变迁：“逆全球化”与宽财政共振

（一）逆全球化的浪潮：从大国博弈到G2格局

由于近些年新冠疫情的爆发、俄罗斯与乌克兰开战、中东矛盾突出以及美国政府换届、特朗普政府对全球贸易伙伴国施加高额关税等国际大事频发，全球经济均受到了不同程度的冲击与影响。在此过程中，不确定性的上升成为宏观环境的显要特征，同时，原有秩序的破坏也预示着逆全球化的浪潮到来。逆全球化的本质在于世界秩序重塑，大国强权和现实困境之间的挣扎。我们从大国博弈的视角来看，当维持霸权主义的成本逐渐高企，如美国、英国等传统资本主义强国开始自行退出曾经主导创建或加入的联盟体、国际组织，典型案例包含英国脱欧、美国退出世界卫生组织等。

此外，逆全球化的浪潮不仅是局部的脱钩断链，更体现为世界秩序的重塑。中国、东盟、俄罗斯等包含新兴市场的国家则开始建立和探索另一种新的国际间同盟合作模式——主要从亚洲出发扩展全球的合作关系，致力于建立多边链接渠道，以发展为第一要义，不以单一国家利益为先，避免霸权干涉模糊政治边界，于不确定性中奠基确定性。最后，我们观察到博弈圈逐渐收窄后，中国与美国作为世界上前两大经济体在国际事务中承担的角色愈发重要，并且在关键科学技术与资源领域逐渐形成了 G2 竞争格局。

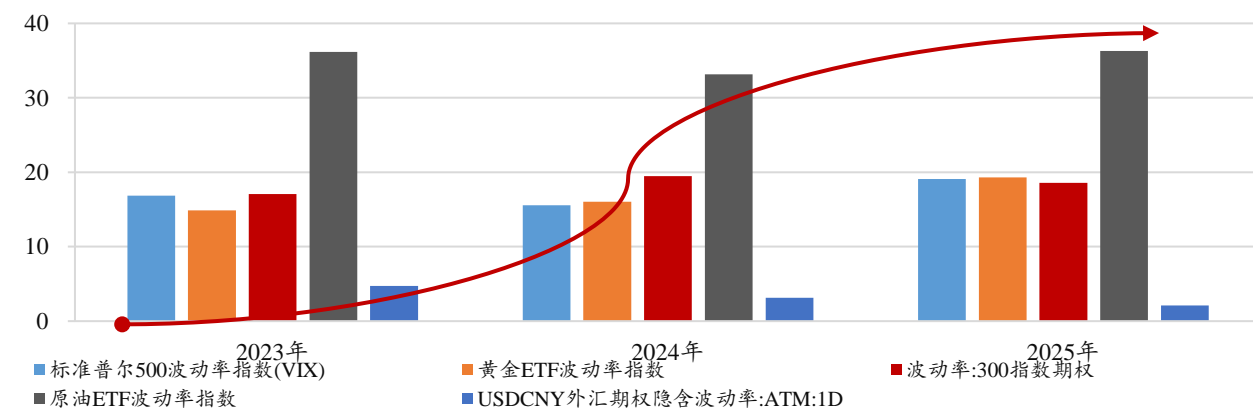
图1：逆全球化与秩序重塑的趋势中重要事件



资料来源：公开信息 广发期货研究所整理

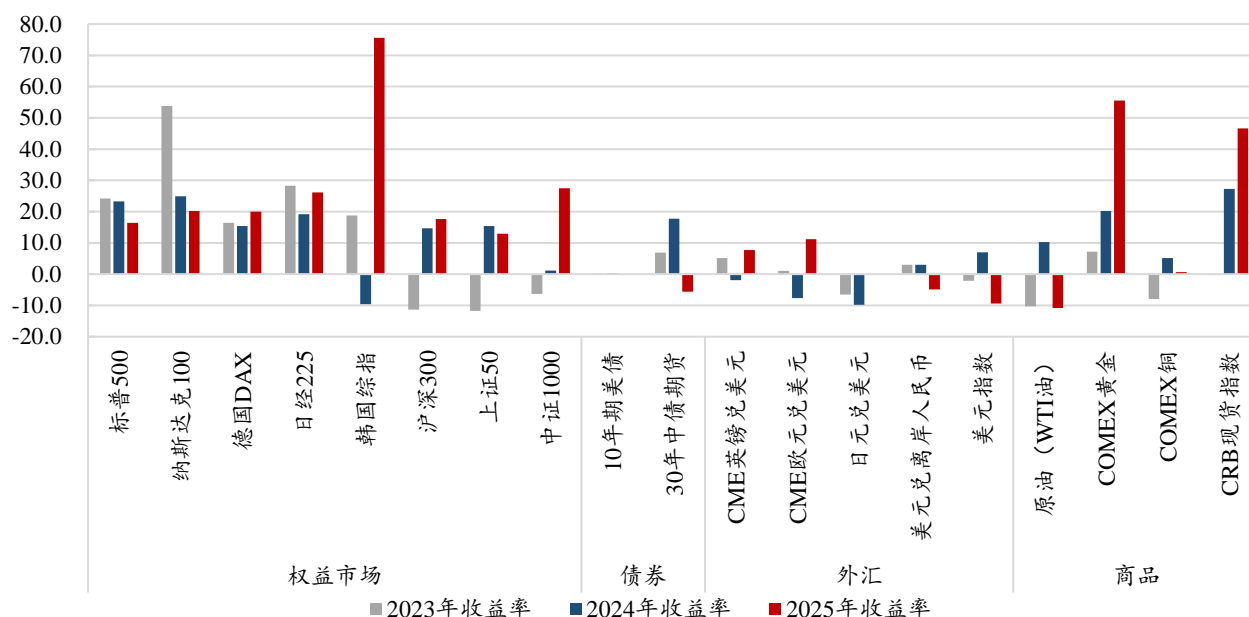
逆全球化的浪潮席卷之下，全球供应链随即迎来脆弱性上升的考验。我们看到，2018-2019、2025 年内特朗普政府先后挑起贸易争端，其加征关税的幅度和管制商品的范围在第二轮贸易战中愈发扩大，使得全球贸易环境也有所恶化。从中美之间的贸易管制措施来看，双方均针对对方薄弱项进行制约，牢牢把控己方稀缺资源或技术，例如美方对高性能芯片的出口限制，中方对稀土的出口管控。宏观环境的不确定性及脆弱性亦映射于全球大类资产上，表现为轮动加速、波动率上升。尤其是自 2024 年以来，即使美联储重启降息，美元指数先强后弱，而美债收益率依然居高不下。传统意义上的安全资产，美元美债信用体系实际上已有所动摇，全球资产定价锚失效，并指向了避险资产黄金的高潮。如图 2 所示，2023-2025 年，外汇、标普 500、沪深 300、原油及黄金等资产的波动率均表现出连年上升趋势，而除黄金及美股外，其他多数资产在 2023-2025 期间的年度收益常表现为两极反转，大类资产涨跌的轮动随市场不确定性上升而加快。

图2：2023-2025：主要大类资产的波动率整体上升



数据来源：Wind 广发期货研究所整理

图3：2023-2025大类资产年度收益表现



数据来源：Wind 广发期货研究所整理

(二) 宽财政共振：全球制造业及库存周期向上

2026 年，美、欧、日等海外主要经济体的财政政策均有望进一步扩张。特朗普政府推行的“大而美”法案预计在未来十年增加美国财政赤字率 4.1 万亿美元，主要以减免个人税务和补贴企业、扩张军费等方式提振国内消费与投资。同时，2025 年 6 月北约峰会上，绝大多数成员国同意在 2035 年前将年度国防开支提高至 GDP 的 5%，这意味着欧盟国家在国防上的投入将超过 9000 亿欧元一年。我们将视线放回到亚太地区，作为安倍经济学的继承者，日本新首相高市早苗亦宣称推行万亿经济刺激计划。因此，纵览全球宏观形势，我们判断主要经济体无论处走向复苏或滞涨状态，共同点在于 GDP 增速较低，各国政府目前表态偏向 2026 年将持续财政扩张以刺激内生经济增长，而有所区别的在于我国政府杠杆率整体相对低，财政空间相对更充裕、灵活。共振的财政扩张大概率将演变为经济活动需求增加，促使全球的制造业和库存周期向上。

(三) 资源紧缺：供需平衡关系趋紧

基于我们前面的判断，逆全球化加剧了整个供应链体系的脆弱性，而扩张的财政将刺激经济活动需求，那么全球产业的供需关系会显著趋于紧张，各个经济体、国家则会更重视在保障国家安全视角下的资源竞争。美国已然通过贸易管制和军事行动开启了它的资源掠夺之路——2026 开年以来美国对委内瑞拉的行动正是体现其对石油资源的强势控制权的掠夺——据 OPEC 数据，截至 2024 年底委内瑞拉拥有全球约 17% 的石油储量，位居全球第一。这些石油储量多为重质原油，需要特殊技术进行开采和精炼，因长期受美国制裁，其实际日产量仅为 100 万桶左右，占全球供给的 1%。因此，虽然理论上其石油储备惊人，但由于其供给占比偏低，短期影响有限。中期在美国石油公司介入后预计产量将有所提升。除此之外，美国总统特朗普还在今年 1 月强势宣告要争夺格陵兰岛主权，甚至再次以对欧洲各国加征关税为胁迫条件，其主要目的也是在于控制格陵兰岛上的大量矿产资源储备，该岛屿已发现 70 多种矿物，拥有丰富的石油、天然气、稀土储量。结合 2025 年美国对我国管控稀土出口的强烈抗议可见，核心资源包含矿产、能源等工业活动的基础原材料、大宗商品将在 2026 年成为各国构建国家安全体系的重要储备，并且迎来一轮可观的涨价潮。

图4：全球产业供需关系——供应脆弱而需求上升



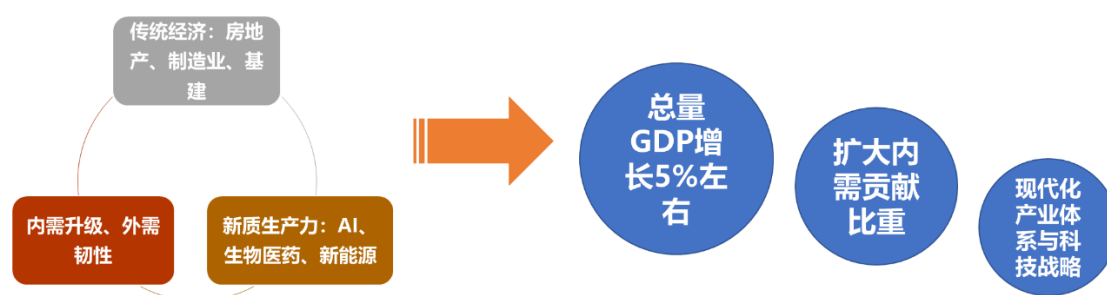
资料来源：广发期货研究所整理

二、内生动能与外部变局的博弈

（一）内生经济转型：“十五五”规划的长期政策指引

2026年是“十五五”规划开局之年，也是我国经济结构转型升级之路的起点，中央“十五五”规划建议中明确提出，到2035年人均国内生产总值达到中等发达国家水平，这对未来一个阶段的GDP增速提出了较高要求，同时，规划中也点明我国经济工作的首要任务是建设现代化产业体系和加快高水平科技自立自强。因此，我们认为“十五五”规划的长期政策指引可以总结为保持总量经济合理增速的同时，逐步实现结构转型。从我国目前经济的构成上，传统经济，包含房地产、制造业、基建等在过去贡献了主要的增长，而未来五至十年，新质生产力代表的领域包含人工智能、生物医药、新能源等将成为新的支柱产业，在二者之间，我们需要平衡的是内需升级和外需韧性，拆解这一长期政策指引的细化目标即：总量GDP实际增长保持5%左右、扩大内需贡献比重，并且建设现代化产业体系和实施科技兴国战略。

图5：“十五五规划”的政策指引



资料来源：广发期货研究所整理

而近年以来我国政策的聚焦点仍在畅通国内大循环的方面，背后的考量一是现实情况下反映消费占GDP增长比例扩大（发达国家经济结构的共通点），二是确保国家经济增速的独立性和中长期可持续性。内需的发力点而言，投资和消费两者目前都是国家需要发力支持的方面，但二者的功能不同：我们提炼年内的政策会议发言及分析宏观经济数据认为，2026年乃至整个十五五规划中，投资是保障完成经济增长目标的托底力量，起到存量维稳作用，而消费是未来的主要增长驱动，起到增量刺激效果。

1. 转型之路：出口中流砥柱

2026出口依然是我国内生经济的中流砥柱，主要是基于以下的判断：1）中美经贸争端波动率下降，美国需集中精力保就业、降通胀；2）欧美日等财政扩张支撑增量需求，全球制造业周期向上对应外需整体偏强；3）新兴科技产业处于快速迭代增长期，中国制造在出口上存在既有竞争优势，尤其是汽车、船舶、锂电池、集成电路等商品保持较快出口增长；4）全球供应链格局呈现新趋势，新兴市场国家如巴西、东盟等国经济正在崛起，近十年，我国对东盟、越南、俄罗斯的出口占比处于上升通道（三者2025年累计出口

份额合计 25.6%，其中东盟份额已位列第一，占到 17.6%），而出口美国、韩国、日本的份额（三者 2025 年累计出口份额合计 19.1%）明显下降，对欧盟出口保持相对平稳，比例在 15% 左右。因此，倘若极端情景发生，也即中美关系出现阶段冰点，是否能够通过扩大对其他贸易国的出口份额分散。我们估算，若对美国净出口同比下降 10%，对我国总出口净值最大影响在 1.1% 左右，而只要对东盟、越南、俄罗斯等国净出口同比增加 4%，则足以对冲对美出口下降的份额。

图6：全球制造业PMI对我国出口的指引

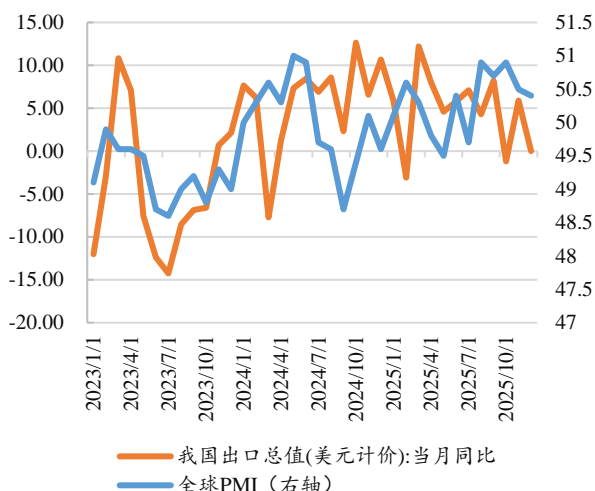
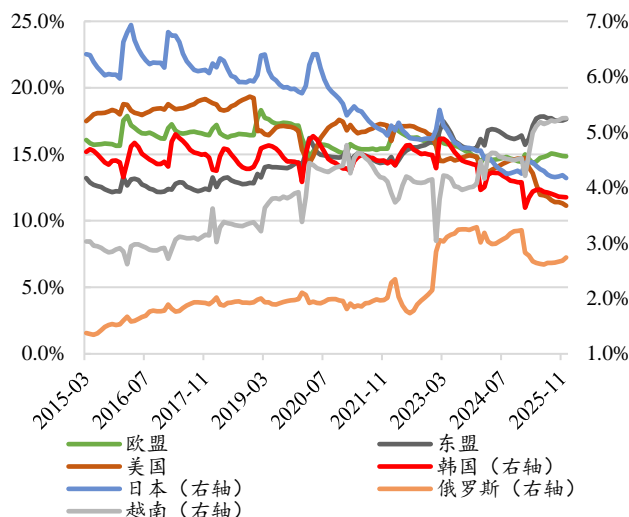


图7：近十年主要出口国出口份额变化

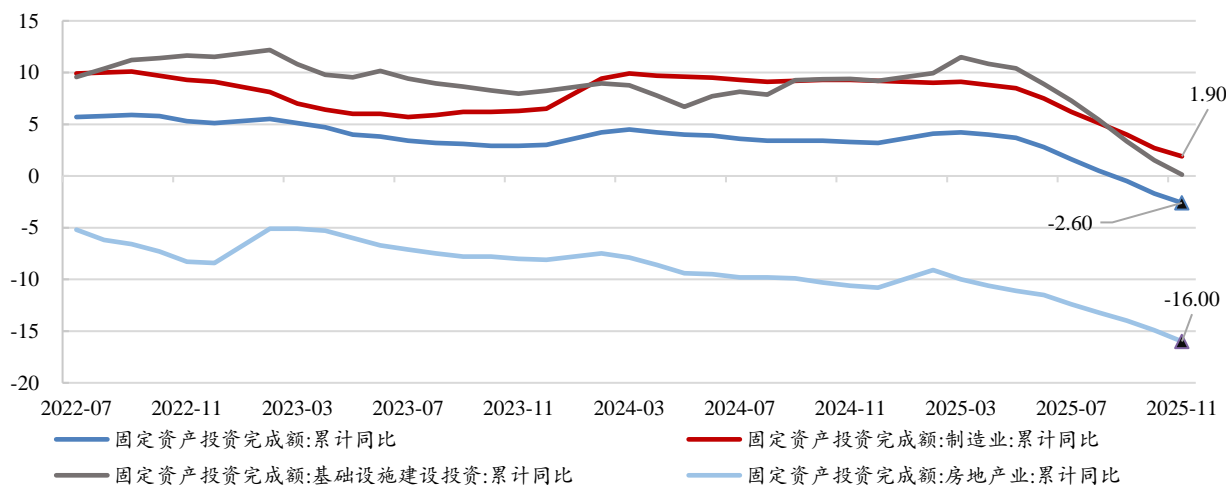


数据来源：Wind Bloomberg 广发期货研究所

2. 转型之路：投资托底

投资层面，发改委新型政策性金融工具 5000 亿元已全部投放完毕，有望对 1 季度的基建投资形成支撑，“十五五”规划建议提出大力实施城市更新举措：提前批“两重”项目安排约 2200 亿元支持城市地下管网等 281 个项目。另外制造业投资同比增速已经超过基建投资增速，保持制造业比重也是十五五规划建议中明确提及的定位。实际上，民营企业主导的在 AI 产业、高端制造、高端医疗等领域投资也已自发形成新生投资增量，对冲地产下行。最后，我们也看到地产投资的经济比重正在逐渐下降：2021-2024 年，房地产占不变价 GDP 比重由 7.9% 下降到 6.5%，叠加地产去杠杆周期行至中后期，信用风险整体可控，提质增效、去库进程下，地产对经济的负面效应明年有望转为中性。

图8：固定资产投资分项：基建、制造业、房地产



数据来源：Wind 广发期货研究所整理

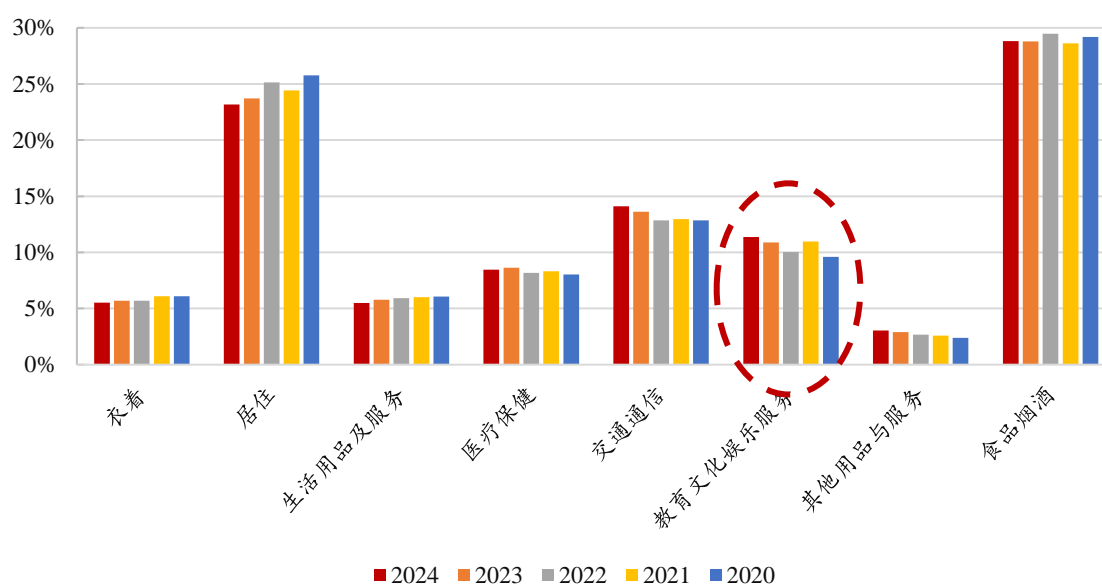
3. 转型之路：消费升级

在消费层面，我们认为下阶段政策端的抓手主要是两个角度，一是补贴对存量需求的连贯性释放，二是着眼于服务消费场景扩充的增量需求探索。

(1) 两新补贴政策延续释放实际需求：12 月，国家发展改革委同财政部已向地方提前下达 2026 年第一批 625 亿元超长期特别国债支持消费品以旧换新资金计划。预计 2026 两新补贴金额不低于 2025 年的 3000 亿元额度，主要促进国补范围内的耐用品类消费需求释放。

(2) 新型消费场景扩充带来增量需求：服务类消费是下一阶段政府有望推出刺激政策的范围，包含育儿补贴、消费信贷贴息、优化文旅体育消费项目供给等措施均为重点议题。此外，免签政策带动的跨境游、入境游和 AI 产业下游的机器人服务、网络平台应用都是创新消费场景的增量预期。

图9：2020-2024城镇居民消费支出结构

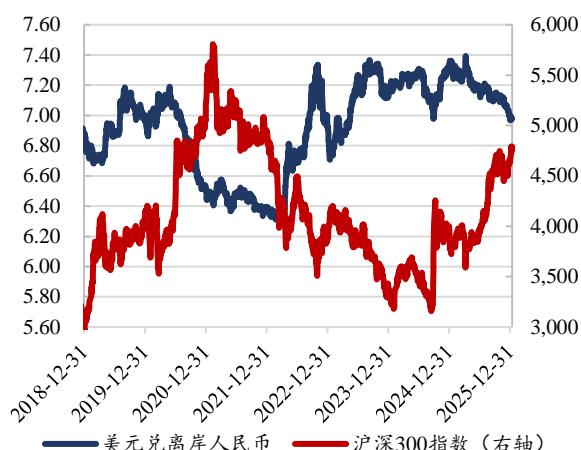


数据来源：Wind 广发期货研究所整理

(二) 外部变局博弈：挑战与机遇并存

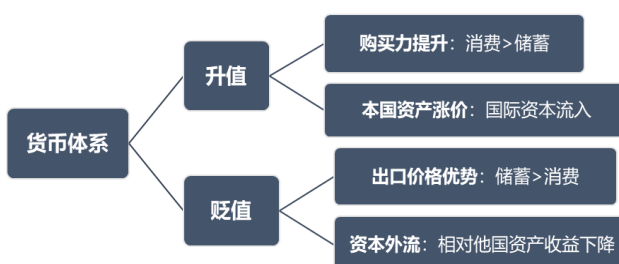
展望 2026 年的外部环境，虽然仍旧有许多变数难以预测，但我们认为，外部变局所带来的不仅仅是挑战，还有时代的机遇。首先，我们从去美元化的大背景下，国际资本流动与货币信用体系重塑过程来分析，对于国内的人民币资产而言正是一个难得的机遇。美元体系起始于沙特与美国签订的“石油美元”协议，该协议确立美元作为 OPEC 石油交易的唯一计价货币，推动美元成为全球主要储备货币。而这份长达 50 年的石油美元协议于 2024 年 6 月 9 日到期后不再续签，2025 年 2 月，沙特、阿联酋、巴西、中国及南非达成一项历史性谅解备忘录，同意建立基于一篮子大宗商品的跨境结算试验机制，标志着美元货币体系的松动。美元信用动摇后，各国央行，包含我国央行开始抛售美债、增持黄金，寻找其他“安全”资产，国内企业亦开始集中结汇，促进人民币汇率回升。于是，我们看到国际资本撤出美元资产回流亚太市场，并传导至人民币资产涨价（商品、权益）。2026 年这一趋势仍将延续，并且进一步迎来其他趋势增配人民币计价资产的外资。考虑到长久以来，我国在全球贸易市场上的出口大国、世界制造工厂地位深入人心。然而作为贸易顺差方，积累多年的国际贸易收入以美元存款（外汇收入）或美元资产（投资于美债、美股）的形式储存起来，仅有少部分回流国内兑换为人民币资产，未能实际提升我国本土居民的购买力、提振消费。因此，我们还可以在汇率合理上升的同时，巩固提升核心制造业产品优势，顺势推动人民币国际化，使得人民币作为国际储备货币的地位提升，令本国居民、企业的消费、投资意愿，同时海外居民、政府、企业持有人民币和投资人民币资产的意愿都随之上升。

图10：美元兑离岸人民币汇率与沪深300指数走势



数据来源：Wind 广发期货研究所

图11：货币升值/贬值的效应



在外部变局的博弈之中，中美关系依然是2026年的重点变量。中美两国围绕关税问题展开了五轮会谈，而实质上两国在此过程中的协商早已超越了单纯的经贸问题，而涉及了更多在科技领域、资源互换等问题上的长期竞争与阶段性平衡。我们看到，美方当前面临的困局在于国内通胀高企、美元信用动摇、贸易与财政双赤字、本土制造业空心导致底层就业差，同时2026年特朗普政府还需应对中期选举的压力。因此，其采取的解决方法是以科技垄断实现金融强权，建立新的“芯片美元”体系，极力以关税手段保护本土制造业、扭转逆差、巩固AI等核心产业的领先优势。而我国的现状是通胀过低、消费偏弱，虽然长期贸易顺差但购买力未获提升，目标朝着十五五开门红和实现科技独立自主推进。我们的解决路径就从国内行业反内卷和推动人民币升值开启，化超额储蓄为消费潜力的同时政府部门持续加杠杆，带动投资和消费。我们在关税上对美国制衡的优势资源即主要是稀土。由此可以发现，中美两国互相存在核心资源需求约束及核心科技竞争关系，所以我们认为，2026年乃至未来十年，中美的竞争格局不会改变，但也不会演变为过激性的冲突构成极端脱钩断链风险。

总而言之，我们将内生经济与外部变局两方面的平衡关系提炼为“内稳外制”——国力增长的二阶导应是以内生经济稳定性抗击外部风险。大国博弈的棋盘上，我们需要看到关税之上更关键的赛点，就是科技竞赛与供应安全。我们预判，2026年，逆全球化趋势下供应链重塑，中美会继续将有关石油、稀土等关键矿产和其他特殊高端制造产品原料的出口管制作为短期的制约手段。美元信用随着美联储独立性受损和债务膨胀问题动摇，但仍有望通过芯片美元和石油美元体系支撑。中期选举的压力将迫使特朗普将重心放回美国国内的物价稳定和就业上，其政策不稳定性预期较2025年下降。人民币升值可以顺势吸引国际资本回流，而我国的国际贸易竞争力将由货币贬值转向产业优势。

三、大类资产配置指引：构建宏观对冲组合

（一）“变与不变”之间：不变的竞争关系，变化的周期轮转

从不变的部分来看，长期的竞争关系不仅存在于中美之间，更存在于全球所有经济体之间，因为资源总是有限的，而经济活动需求的增长也是不可阻挡的趋势。变化的部分中，最值得关注的则是周期轮转，这里包含经济、库存、资产等周期。对于中国，我们判断复苏进程有三条主线：一是科技独立自主，核心技术突破；二是反内卷价格修复，国内企业、居民部门资产负债表都将稳步改善；三是内需扩大政策以旧换新”已经把耐用商品消费潜能充分释放的前提下，可能更多把目标转向探索服务型新消费场景的增量效应。政策上以稳促进，超常规力度有限。而美国方面，在避免陷入衰退和滞胀的周期，也为了赢得中期选举，特朗普政府应暂时避免对外挑起冲突的行动，为保障就业亦无法强行降杠杆，大而美法案执行还将加剧财政及贸易双赤字状态。财政空间有限的情景下，继续降息是代价最小的政策方案。同时为了不落后于

中国，保持科技领先地位和塑造新的“芯片”美元地位，美股泡沫不能刺破，否则影响资本流入和 K 型经济中的上层群体消费意愿。因此，美国在 AI 押注上加码，继续依赖股市支撑消费、提高通胀容忍度来提高经济软着陆概率是基本假设。

（二）2026：寻找确定性的方向，构建大类资产组合：商品>权益>债券

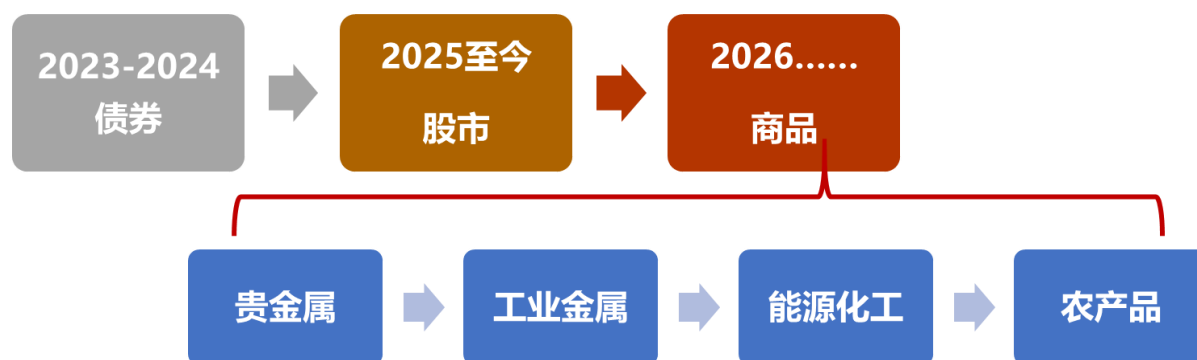
回顾 2025 年，大类资产交易的宏大叙事包括美元信用长期走弱、全球产业链供应链重构、黄金是新一轮货币体系的锚、AI 是新一轮产业链变革的基础设施、有色金属是新阶段的原油等，分别带动了贵金属、有色金属、非美新兴市场股票、全球科技类资产等走强，押注任一单个资产即可获得超额收益。这一系列叙事未必在 2026 年反转，但由于前期的过度定价估值拔升而性价比（赔率）下降。年末，AI 泡沫、美元指数反弹、宏观波动下降等逆向交易线已然出现。因此，2026 年资产配置的方向应追寻确定性的方向，均衡配置，对冲单边叙事反转的风险。而以下风险点均为我们需要密切跟踪和留意的角度：1) 欧美经济出现超预期衰退，则全球资产风险偏好均会下降；2) 国内物价修复节奏过缓，打击复苏预期；3) 逆全球化趋势加剧，关税再现极端情形；4) 房地产市场下行惯性过大，损害资产负债表，阻碍内需复苏。

（三）把握短中长期的节奏与主线

我们基于历史表现和周期理论总结的大类资产在每一轮的经济周期表现遵循的规律：低通胀低增长——债券为王（2023-2024），低通胀高增长——股票牛市（2025 复苏），高通胀高增长（2026-2027 预期）——商品统治。

而从商品的角度，不同板块也会基于先风险定价，再预期交易，最后现实回归的顺序相继轮动。目前，贵金属的首轮大涨已经体现了商品市场对于在通胀和周期切换的风险上升定价，铜铝锌等有色金属将继续交易制造业复苏的需求，包含新兴产业升级需要的关键原材料碳酸锂、多晶硅等将有长期需求支撑。能源化工正处于有待经济全面升温带动油价上涨的逻辑链上，农产品则处于全面通胀环境成本传导涨价的末端，相对滞后且受气候因素干扰。

图12：大类资产周期表现规律



宏观对冲组合：超配股商（通胀+复苏）、平配黄金（避险+抗通胀+去美元化）、低配债券（对冲经济下行风险）

数据来源：Wind 广发期货研究所整理

展望2026，从交易节奏上按照全球宏观大事的时间线划分，四个季度主要关注以下因素和交易主线：

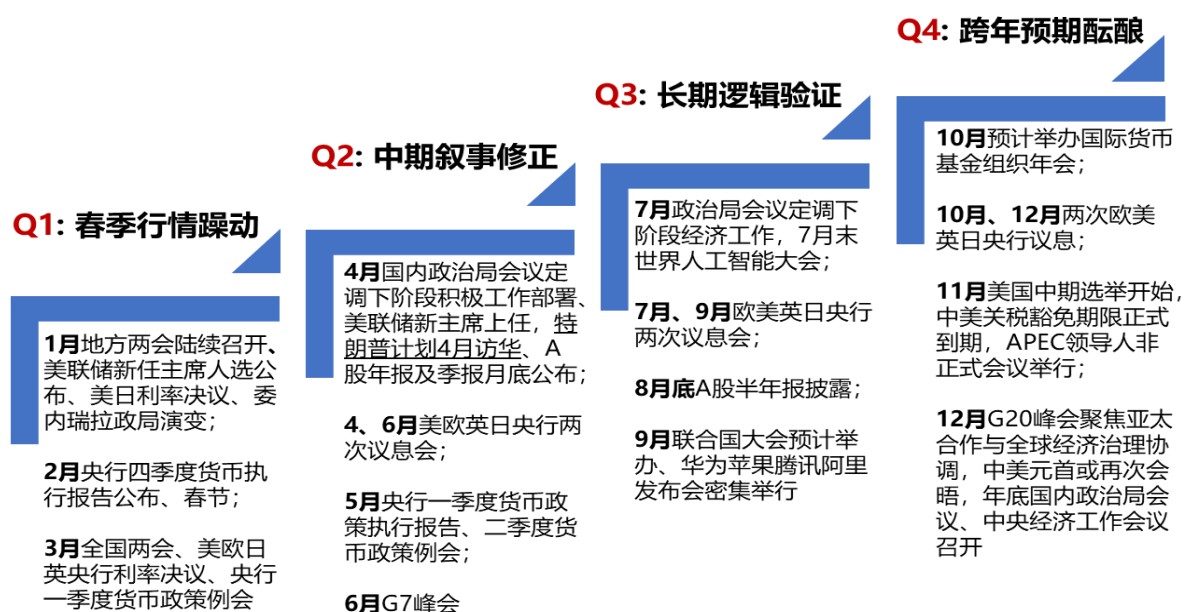
Q1短期流动性因素主导：A股春季行情带动贵金属、有色等商品共振上涨（交易情绪上升）

Q2中期叙事修正：中美再次会谈结合1季度多项经济数据和A股上市公司业绩验证下阶段逻辑（大概率交易情绪回落）

Q3长期逻辑验证：上半年国内通胀修复斜率至关重要，全球经济、地缘政治现实状态更加清晰，资产价格回归基本面

Q4酝酿跨年预期：主要基于对新一年的政策、宏观叙事展望交易，不确定性较大。

图13：2026宏观大事件季度时间线



资料来源：公开信息 广发期货研究所整理

免责声明

本报告中的信息均来源于被广发期货有限公司认为可靠的已公开资料，但广发期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发期货或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

在任何情况下，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述品种买卖的出价或询价，投资者据此投资，风险自担。

本报告旨在发送给广发期货特定客户及其他专业人士，版权归广发期货所有，未经广发期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广发期货”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

广发期货有限公司提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！

相关信息

广发期货研究所

<http://www.gfqh.cn>

电话：020-88800000

地址：广州市天河区天河北路 183-187 号大都会广场 41 楼

邮政编码：510620