2026 年 01 月 05 日

股债之锚，2026 通胀的温度

2026 年投资展望系列之十二

评级及分析师信息
分析师：刘郁
邮箱：liuyu9@hx168.com.cn
SAC NO：S1120524030003

分析师：肖金川
邮箱：xiaojc@hx168.com.cn
SAC NO：S1120524030004

联系人：洪青青
邮箱：hongqq@hx168.com.cn

▶ 2025 年通胀回顾：CPI 低位波动，PPI 磨底修复

CPI 结构分化，核心 CPI 超季节性韧性，能源拖累显著。CPI 整体低位运行，累计涨幅显著低于往年同期。2025 年 1-11 月，CPI 环比累计上涨 0.5%，不仅弱于 2021-2024 年同期均值 0.8%，更远低于 2015-2019 年同期均值 2.1%。不过，这已经好于 2024 年同期的 0.1%。**拆分来看，**通胀数据的结构性分化特征显著，核心 CPI“逆势”走强，其超预期的表现高度依赖金价的单一拉动，而食品内部呈现“冰火两重天”的景象，能源价格则受制于国际油价回落，构成主要拖累。

PPI 呈现“上半年磨底、三季度分化、10-11 月温和回升”的修复路径。8 月是“反内卷”政策落地之后，PPI 的关键分水岭。**分行业来看，绝大多数高权重行业均陷入负值区间，仅有色金属链条形成唯一的正向支撑。**究其原因，内需不足与“内卷式”竞争形成“双重压制”，PPI 的下行压力主要源于以下两类核心行业：第一类是高权重的中游制造行业，主要受“内卷”竞争拖累。第二类是上游资源与原材料行业，受地产基建需求疲软与国际油价回落的共振拖累。

▶ 2026 年 CPI 展望：猪周期有望企稳，通胀中枢温和抬升

在 2026 年基期轮换中，猪肉权重有望上升，金银珠宝权重或下降。回顾 2016 年与 2020 年两次基期轮换，均呈现“食品降、服务升”的特征，主要遵循“消费升级”主线。**2026 年权重调整逻辑或发生逆转：其一，**地产供需格局重塑，**居住项权重面临下调（预计-3.0pct）。其二，**疫后修复弹性释放，**服务类消费权重显著抬升（预计文娱+2.2pct，交通+1.4pct）。其三，**恩格尔系数回归下行通道，**食品烟酒权重延续调降（预计-0.7pct）。值得注意的是，猪肉权重或回升至 2.0%以上，CPI 对“猪周期”敏感度可能上升，而黄金所属的“其他用品和服务”分项权重或被下调。**

展望 2026 年，一是支撑 2025 年核心 CPI 的三大因素持续性将呈现显著分化：贵金属板块长期上涨逻辑坚挺，但权重下调，高基数下对 CPI 拉动将边际收敛；“以旧换新”政策从“扩围”转向“优化”，短期**家用器具**价格面临需求透支后的回调压力；**医疗服务**受益于支付改革深化，或将继续提供支撑。

二是中性假设下 2026 年猪周期有望拉动 CPI 约 0.36 个百分点。在“反内卷”政策重塑供给格局与能繁母猪去化兑现的双重共振下，猪价具备见底回升的内生动力。复盘 2015 年以来的三轮猪价上行周期，我们构建中性假设：设定本轮温和上行周期持续约 6 个月，且猪肉 CPI 环比月均涨幅为 3%，总上涨幅度与 2022 年接近，叠加猪肉权重有望回升至 2.0%以上，预计 2026 年 2-7 月猪肉分项对 CPI 的单月正向拉动幅度约为 0.06 个百分点，总幅度约为 0.36 个百分点。

CPI 全年节奏将演绎温和复苏特征，三种情形推演。从季节性节奏来看，2026 年 CPI 将演绎“两头高、中间稳”的运行特征，整体中枢有望

抬升。受 2025 年 10-12 月 CPI 回升形成的翘尾因素走高支撑，2026 年通胀中枢将获得较强托底，整体运行中枢较 2025 年显著修复。**情景一（中性假设）：季节性规律主导，温和复苏但弹性有限，全年 CPI 中枢约为 0.75‰。情景二（乐观情景）：猪周期决定反弹高度，三季度有望挑战 1.2%，全年 CPI 中枢抬升至 1.0%左右。情景三（悲观情景）：贵金属、家用器具等核心支撑动能衰减，中枢或回落至 0.5%附近。**

► 2026 年 PPI 展望：M1 领先指标确认，上行通道或确立

展望 2026 年，PPI 翘尾因素整体呈“负向拖累，前低后高”的特征。受 2025 上半年价格持续下跌（尤其是 3-6 月环比连跌 0.4%）的影响，2026 上半年将面临较大的负向翘尾压力，其中一季度拖累最为显著，这会压低年初的 PPI 同比读数。而随着 2025 下半年价格逐步企稳并微弱反弹，2026 下半年的翘尾因素将逐渐收窄并转为微弱正值。预计 2026 全年平均翘尾为负值（约-0.4%左右），意味着若无强劲的新涨价因素驱动，2026 年 PPI 同比数据在年初仍将承压，随后逐步改善。

宏观流动性环境回暖，输入端博弈“油弱铜强”的跷跷板。2026 年 PPI 修复的宏观环境已具备较确定的底部支撑。M1 领先指标的触底回升与海外流动性拐点（美联储降息扩表）形成共振，为工业品价格筑底提供了充裕的货币环境。但在输入端，大宗商品呈现明显的“油弱铜强”分化特征：一方面，原油受供给过剩压制，一季度面临深跌风险，构成主要的输入性拖累；另一方面，有色金属（尤其是铜）在 AI 能耗激增与全球制造业复苏的双轮驱动下确立牛市逻辑，部分对冲能化板块的下行压力，成为托底 PPI 的核心外部力量。

内需侧修复取决于国内定价品种的周期轮动，黑色系去库节奏仍具不确定性，二季度是关键观察窗口。煤炭行业凭借供需再平衡的先行优势，有望在一季度率先企稳突围。相比之下，权重更高的钢铁与中游制造板块去库压力依然严峻，当前仍受制于高库存与“内卷”惯性，市场自我出清能力有限。二季度能否迎来边际改善，高度依赖“反内卷”政策在春季的实质性落地，强制收敛供给的程度。

情景一（中性假设）：受 Q1“二次探底”拖累，全年 PPI 中枢预计在-1.0%左右。设定 Q1 环比深跌-0.2%，核心逻辑在于原油中枢下移叠加春节淡季，工业品价格面临“二次探底”。受此影响，PPI 同比读数将在 3 月前后下探至全年最低点（约-2.0%），形成显著的“低基数深坑”。尽管二三季度随着基数效应减弱及环比止跌回升，同比降幅会快速收窄，但受制于上半年挖的“深坑”，读数大概率仍运行在负值区间，直至年底或修复至-0.6%附近。

情景二（乐观假设）：政策超预期驱动修复提速，转正节点有望锁定三季度，中枢抬升至-0.5‰。假设 Q1 环比仅微跌-0.1%（H2 维持+0.1%），若政策效力释放，超预期带动实体需求快速回暖，一季度的回撤幅度将得到有效控制。在此路径下，PPI 同比有望在 7-8 月冲破 0 轴实现转正，四季度读数或站稳 0.2%-0.3%的正值区间，确立温和通胀格局。

情景三（悲观假设）：内需修复乏力叠加去库战线拉长，全年PPI中枢或下探至-1.6%左右。假设 Q1 环比深跌-0.3%，且二至四季度修复乏力（环比-0.1%）。核心风险在于，黑色金属、煤炭、光伏和汽车等行业的去库进程偏慢，延后至 2026 年四季度甚至更久，价格中枢进一步破位。受此拖累，PPI 同比读数在 Q1 深跌至-2.2%后，后续修复极度平

缓，全年大概率持续在-1.1%至-2.2%的负值区间，年底读数或仍停留在-1.8%附近，呈现“L 型”低位运行特征。

风险提示

反内卷政策不及预期；国内和海外主要发达经济体经济基本面出现超预期变化；国内和海外主要发达经济体财政、货币政策出现超预期调整。

正文目录

1. 2025 年通胀回顾：CPI 低位波动，PPI 磨底修复 6
1.1. CPI 结构分化：核心 CPI 超季节性韧性，能源拖累显著 6
1.2. PPI 先抑后稳：需求不足与反内卷政策的博弈 8
2. 2026 年 CPI 展望：猪周期有望企稳，通胀中枢温和抬升 9
2.1. 基期轮换影响：猪肉权重上升，金银珠宝权重下降 9
2.2. 金价贡献边际递减，服务价格温和修复 12
2.3. 猪周期或迎拐点，食品项有望重回支撑 14
2.4. CPI 全年节奏推演：三情形博弈，大概率温和修复 15
3. 2026 年 PPI 展望：M1 领先指标确认，上行通道或确立 17
3.1. M1 领先指标确认，流动性拐点共振 17
3.2. 原油拖累犹存，铜价有望接力 19
3.3. 黑色产业去库周期漫长，价格有望止跌企稳 23
3.4. 反内卷行业产能去化初期，价格修复待政策兑现 27
3.5. PPI 全年节奏推演：底部确认，弹性博弈 30
4. 风险提示 32

图表目录

图 1：2025 年 1-11 月 CPI 环比累计涨幅显著弱于季节性 6
图 2：CPI 各分项环比累计对比，核心 CPI“逆势”走强 7
图 3：PPI 分大类环比走势，上游率先修复，中游滞后跟进 8
图 4：PPI 各行业 2025 年 1-11 月环比累计涨跌幅与权重分布 9
图 5：全国居民人均消费支出结构 10
图 6：2020-2024 年我国恩格尔系数小幅回落 10
图 7：猪肉 CPI 权重、价格与消费量关系 11
图 8：黄金首饰价格与消费量关系 12
图 9：全球央行净购金量（吨） 13
图 10：特朗普两任任期美元走势相似 13
图 11：2025 年 10-11 月家用器具环比累计下跌 1.7% 13
图 12：自繁自养利润陷入深亏区间，产能去化动力充足 14
图 13：能繁母猪存栏同比与猪肉价格领先滞后关系 15
图 14：CPI 的季节性规律 16
图 15：CPI 全年节奏推演 17
图 16：M1 同比领先 PPI 同比约 9 个月，本轮 PPI 的上行通道有望维持到 2026 年年中 18
图 17：CRB 工业原料现货指数同比每涨 1%带动 PPI 同比上涨约 0.24% 18
图 18：主要商品的现货价同比与 PPI 同比的边际敏感度 19
图 19：2026 年世界液体燃料供需与库存预测 20
图 20：2026 年原油价格或一季度探底，二三四季度企稳 20
图 21：铜价走势与全球制造业 PMI 高度正相关 21
图 22：2025 年 2 月以来铜冶炼厂 TC 和 RC 持续为负 22
图 23：近几年以来全球铜供需抑制处于紧平衡 22
图 24：2026 年铜价格或稳步回升，年底预计达到 13500 美元/吨 23
图 25：黑色金属行业 PPI、营收和产成品存货情况 24
图 26：中国钢材需求持续走弱，出口支撑作用不大 24
图 27：地产投资降幅持续扩大，基建也在 7 月份转为负增长 25
图 28：2026 年钢铁价格有望企稳 26
图 29：煤炭开采和洗选业处于“被动去库存”阶段 26
图 30：2026 年煤炭价格有望企稳 27
图 31：反内卷处于初期阶段 27
图 32：制造业中长期贷款见顶，投资加速回落，而产能利用率仍未迎来拐点 28

图 33：工业企业产成品周转天数（MA12，天）.....28
图 34：多数行业库存处于 2012 年以来 90-100%分位.....28
图 35：2015 年以来申万一级行业存货周转率分位数.....29
图 36：汽车制造业（含新能源汽车）处于战略性补库阶段.....29
图 37：电气机械和器材制造业（含光伏和锂电）处于被动补库存阶段.....29
图 38：PPI 全年节奏推演.....31

表 1：CPI 各分项 2025 年 1-11 月环比累计涨跌幅与权重.....7
表 2：2016 年和 2020 年基期轮换绝对权重的调整（pct）.....10
表 3：2015 年以来总共经历过 3 轮明显的上涨周期.....15
表 4：2026 年 PPI 分行业结构性驱动因素测算.....30

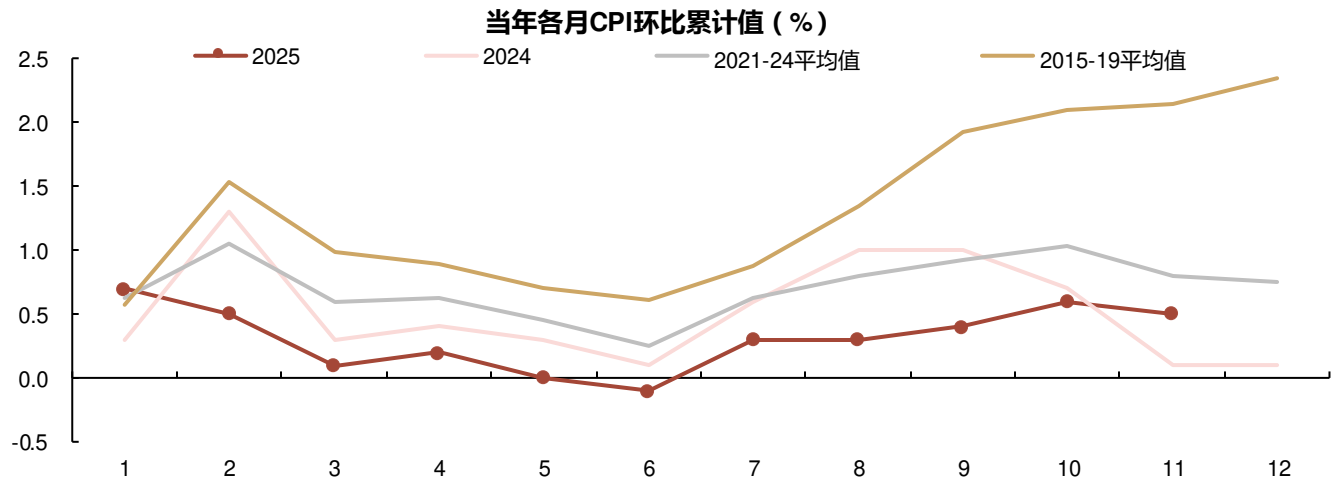
1.2025 年通胀回顾：CPI 低位波动，PPI 磨底修复

2025 年，国内物价整体呈现“CPI 低位波动、PPI 磨底修复”的特征。CPI 受食品价格拖累明显，但核心 CPI 中部分分项表现出超季节性的韧性。PPI 在经历长达 9 个月的环比负增或持平后，受政策效应和外部因素共同推动，于 10 月迎来年内首次环比转正。

1.1.CPI 结构分化：核心 CPI 超季节性韧性，能源拖累显著

CPI 整体低位运行，累计涨幅显著低于往年同期。2025 年 1-11 月，CPI 环比累计上涨 0.5%，不仅弱于 2021-2024 年同期均值 0.8%，更远低于 2015-2019 年同期均值 2.1%。不过，这已经好于 2024 年同期的 0.1%。**从节奏上看，CPI 同比读数多在 0%附近窄幅波动。**年初受春节错位影响，1 月同比+0.5%，2 月迅速转负至-0.7%，3-5 月均为-0.1%，年中微弱修复勉强回正，但进入三季度，受高基数及需求偏弱影响，8-9 月同比再次回落至-0.4%和-0.3%，直至 10 月受节日效应提振回升到 0.2%，11 月在食品和翘尾因素的共同作用下，继续回升至 0.7%。

图 1：2025 年 1-11 月 CPI 环比累计涨幅显著弱于季节性



资料来源：WIND，华西证券研究所

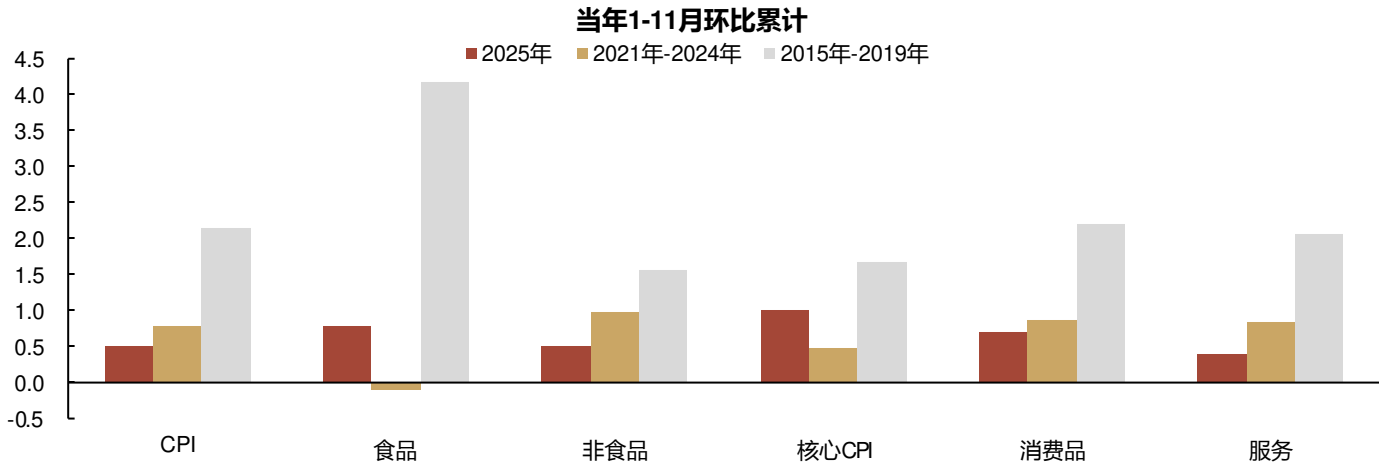
拆分来看，通胀数据的结构性分化特征显著，核心 CPI 在贵金属等的支撑下表现出超季节性的韧性，而食品内部呈现“冰火两重天”的景象，能源价格则受制于国际油价回落，构成主要拖累。

核心 CPI“逆势”走强，其超预期的表现高度依赖金价的单一拉动。剔除波动较大的食品和能源后，1-11 月核心 CPI 环比累计上涨 1.0%，这一表现不仅高于同期 CPI 整体 0.5%的涨幅，更显著强于 2021-2024 年的同期均值（0.5%）。拆解来看，核心 CPI 的强韧，并非源于普遍的需求回暖，而主要是得益于贵金属价格的“虹吸效应”。受贵金属价格持续上涨传导，包含金银珠宝的“其他用品和服务”分项 1-11 月累计上涨 13.5%，远超 2.3%的历史同期均值，拉动 CPI 上涨约 0.42 个百分点，对同期 CPI 总涨幅（0.5%）的贡献率超过 80%，成为年内通胀的主要支撑因素。此外，受益于“以旧换新”补贴落地，家用器具价格打破以往跌势（+4.5%）；医疗服务价格在改革推动下温和上升（+2.7%），两者亦提供了边际支撑。

食品项内部剧烈分化，鲜菜的“供给冲击”对冲了猪周期的“磨底拖累”。1-11 月食品分项环比累计上涨 0.8%，较 1-9 月的拖累态势显著转好，主要系 10-11 月鲜菜价格超季节性上涨拉动所致。具体而言，受极端天气及供给收紧影响，鲜菜价格 10-11 月累计涨幅达 11.5%，同时羊肉（+2.4%）亦表现强势。然而，猪周期仍处于漫长的磨底阶段，1-11 月猪肉价格累计下跌 13.8%，跌幅显著深于 2021-2024 年同期均值（-5.1%）；叠加蛋类价格的深度回调（-13.2%），两者共同构成了食品项最大拖累，极大地压制了通胀回升的弹性。

能源价格跟随国际油价回落，是重要拖累项。不同于往年同期的强势表现，受全球原油需求疲软及油价中枢下移影响，国内交通工具用燃料价格 1-11 月累计下跌 7.2%，与 2021-2024 年同期大幅上涨 10.7%形成鲜明反差。其所在“交通和通信”大类拖累 2025 年前 11 个月 CPI 约 0.27 个百分点。

图 2：CPI 各分项环比累计对比，核心 CPI“逆势”走强



资料来源：WIND，华西证券研究所

表 1：CPI 各分项 2025 年 1-11 月环比累计涨跌幅与权重

CPI 分项	权重	1-11 月环比累计（%）				
		2025 年	2021 年-2024 年	2015 年-2019 年	2025 年超季节性	2025 年*权重
食品烟酒	**26.3%**	**0.7**	**0.4**	**3.2**	**0.3**	**0.18**
畜肉类	3.0%	-5.3	-5.2	12.9	**-0.1**	**-0.16**
猪肉	1.4%	-13.8	-5.1	18.0	**-8.7**	**-0.19**
羊肉	-	4.1	-3.7	3.9	**7.8**	-
牛肉	-	7.1	-4.4	5.0	**11.5**	-
鲜菜	2.1%	17.4	4.0	2.5	**13.4**	**0.37**
食用油	-	-1.0	1.3	0.8	**-2.3**	-
酒类	-	-1.7	0.2	1.6	**-1.9**	-
蛋类	0.6%	-13.2	5.0	1.6	**-18.2**	**-0.08**
居住	**22.1%**	**-0.1**	**0.4**	**1.6**	**-0.5**	**-0.02**
教育文化和娱乐	**13.7%**	**0.9**	**1.7**	**2.0**	**-0.8**	**0.12**
交通和通信	**11.3%**	**-2.4**	**1.7**	**0.1**	**-4.1**	**-0.27**
交通工具用燃料	-	-7.2	10.7	2.9	**-17.9**	-
医疗保健	**11.2%**	**1.5**	**0.8**	**3.4**	**0.7**	**0.17**
中药	-	-1.3	2.9	4.2	**-4.2**	-

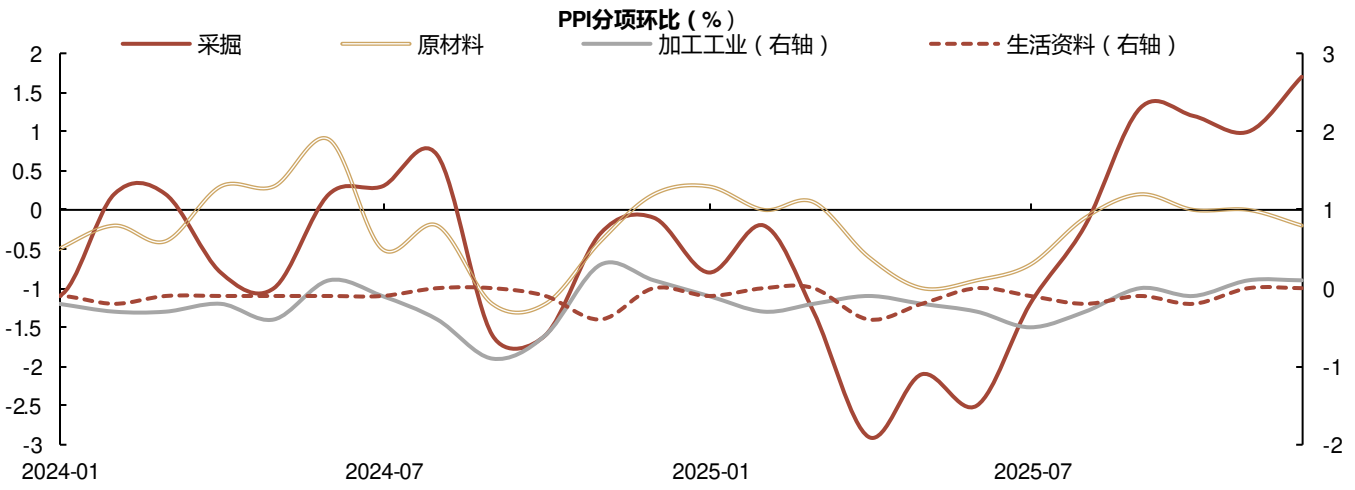
医疗服务	5.5%	2.7	1.0	3.5	1.7	0.15
衣着	**6.8%**	**1.6**	**0.8**	**1.3**	**0.8**	**0.11**
生活用品及服务	**4.7%**	**1.7**	**0.0**	**0.8**	**1.7**	**0.08**
家用器具	1.8%	4.5	-1.0	-0.5	5.5	0.08
其他用品和服务	**3.1%**	**13.5**	**2.3**	**2.5**	**11.2**	**0.42**

资料来源：WIND，华西证券研究所
注：仅展示八大类与部分变动较大的分项；部分分项权重参考居民现金消费支出结构

1.2.PPI 先抑后稳：需求不足与反内卷政策的博弈

2025 年 1-11 月，PPI 呈现“上半年磨底、三季度分化、10-11 月温和回升”的修复路径。8 月是“反内卷”政策落地之后，PPI 的关键分水岭：8 月之前受国内需求不足和部分行业内卷式竞争的双重压制，PPI 持续深跌；8 月以后，“反内卷”政策发力带动采掘和原材料行业率先回升；进入 10 月，价格修复传导至中游，加工工业环比实现年内首次转正，推动 PPI 暂告负增或持平的状态，11 月 PPI 延续温和回升。

图 3：PPI 分大类环比走势，上游率先修复，中游滞后跟进



资料来源：WIND，华西证券研究所

结合 2025 年 1-11 月 PPI 各行业环比累计涨跌幅与权重来看，绝大多数高权重行业均陷入负值区间，仅有色金属链条形成唯一的正向支撑。**究其原因，内需不足与“内卷式”竞争形成“双重压制”，PPI 的下行压力主要源于以下两类核心行业：**

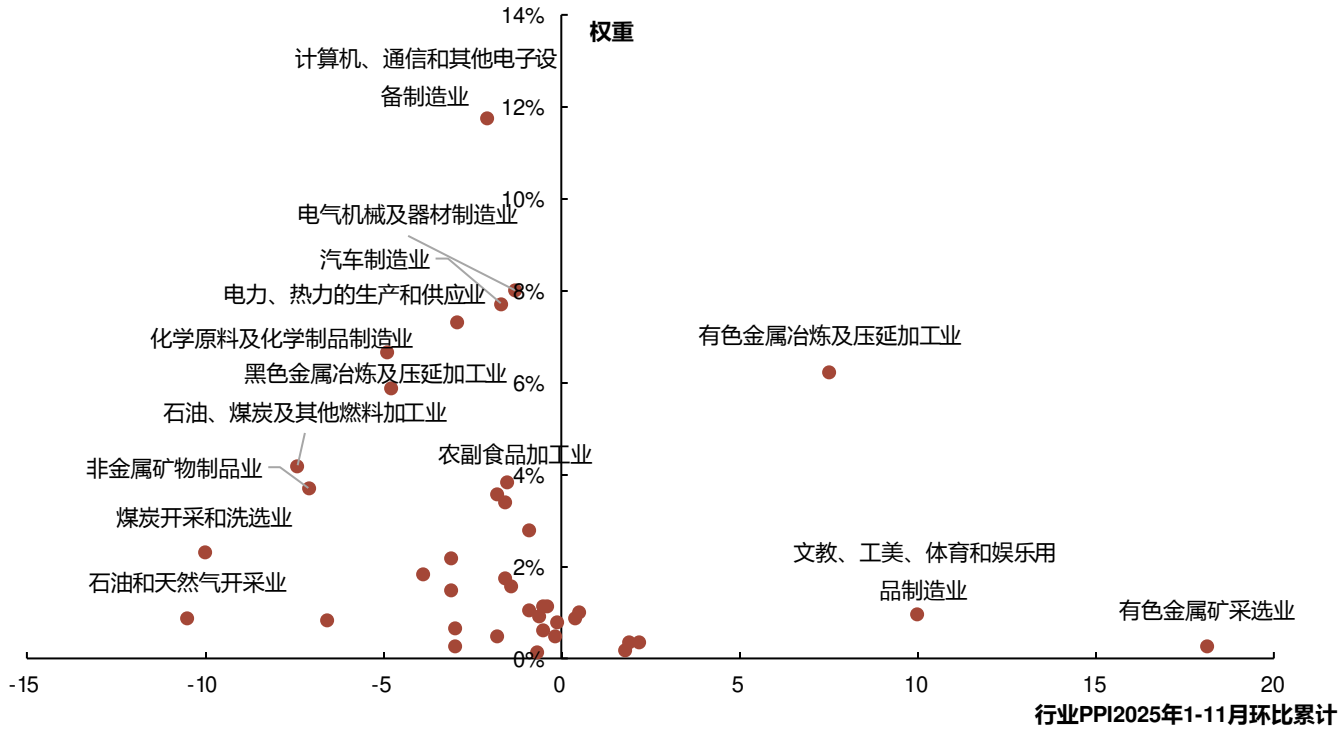
第一类是高权重的中游制造行业，主要受“内卷”竞争拖累。这类行业虽然绝对跌幅不深，但在 PPI 篮子中权重极高，其价格下跌对整体指数的压制作用相对较大。参考营收来看，计算机、通信和其他电子设备制造业权重居首（约 12%），且 1-11 月价格累计跌幅达 2.1%；电气机械及器材制造业与汽车制造业权重均达到 8%，1-11 月价格累计跌幅在 1.3%-1.7%，反映光伏、电池及汽车等领域激烈的价格竞争。

第二类是上游资源与原材料行业，受地产基建需求疲软与国际油价回落的共振拖累。传统周期品方面，煤炭开采和洗选业累计大跌约 10%，是跌幅最深的行业之一；受地产开工低迷影响，非金属矿物制品业（水泥/玻璃，跌 7.1%）与黑色金属冶炼及压延加工业（钢铁，跌 4.8%）均录得显著负增长，且两者合计权重较高，构成

主要下拉力量。**此外，输入性压力显现**，受国际原油价格中枢下移影响，石油和天然气开采业（-10.5%）、燃料加工业（-7.4%）及化学原料制品业（-4.9%）全线回落，进一步加剧了工业品价格的下行压力。

在普跌格局下，有色金属链“一枝独秀”。有色金属冶炼及压延加工业是唯一兼具较高权重（6%）且实现显著正增长（1-11 月累计涨幅 7.5%）的行业。有色金属矿采选业虽累计涨幅高达 18.1%，但受限于较低的权重（不足 1%），对整体指数的拉动作用有限。其他如文教工美等行业虽有较高涨幅，但因权重低于 0.5%，对 PPI 整体走势影响较小。

图 4：PPI 各行业 2025 年 1-11 月环比累计涨跌幅与权重分布



资料来源：WIND，华西证券研究所

2.2026 年 CPI 展望：猪周期有望企稳，通胀中枢温和抬升

展望 2026 年，核心 CPI 的支撑因素将呈现分化态势，而食品项特别是猪周期的反弹幅度是影响通胀中枢的关键变量。结合季节性规律与猪价修复节奏，预计 2026 年 CPI 同比将迎来温和修复。

2.1.基期轮换影响：猪肉权重上升，金银珠宝权重下降

我国 CPI 实施“五年一轮”的基期轮换制度，2026 年 1 月将启用以 2025 年为基期的新一轮统计周期。调查目录与权重将依据《全国住户收支与生活状况调查》进行校准，以映射居民消费结构的边际变化。

回顾 2016 年与 2020 年两次基期轮换，均呈现“食品降、服务升”的特征，主要遵循“消费升级”主线。伴随收入增长及恩格尔系数下降，食品权重连续两轮调降

（2016 年-3.4pct，2020 年-1.2pct）。同时，受益于地产周期上行、城镇化深化及自有住房折算成本提升的“双轮驱动”，居住权重连续两轮上调（2016 年+2.2pct，2020 年+2.1pct）。

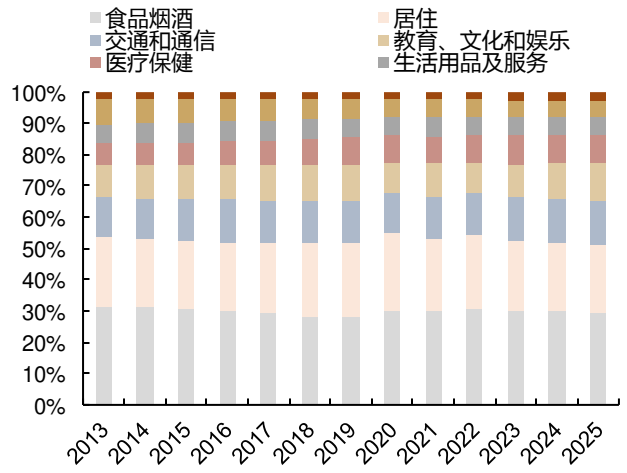
2026 年权重调整逻辑或发生逆转，居住项“由升转降”，服务消费成新引擎。基于《全国居民人均消费支出结构》数据测算，本轮基期轮换的权重调整逻辑，将较以往出现显著分化，其中居住项权重的调整方向或迎来历史性拐点。

其一，地产供需格局重塑，居住项权重面临下调（预计-3.0pct）。与过往居住支出占比持续攀升的趋势不同，2020 年以来受房地产供求关系边际变化影响，居民居住支出占比呈现“见顶回落”态势。数据显示，该占比已由 2020 年的 24.6%高点下滑至 2025 年前三季度的 21.6%。基于此，我们预测 2026 年新基期中，居住项权重或将面临约 3.0 个百分点的下调，为本轮调整中变化最大的分项。

其二，疫后修复弹性释放，服务类消费权重显著抬升（预计文娱+2.2pct，交通+1.4pct）。居民消费支出结构明显向服务领域倾斜，出行与文娱需求修复强劲。数据显示，交通和通信支出占比由 2020 年的 13.0%提升至 2025 年的 14.4%，教育文化和娱乐占比由 9.6%回升至 11.7%。预计这两大服务分项将接棒成为新一轮权重上调的主力，涨幅有望分别达到 1.4pct 和 2.2pct。

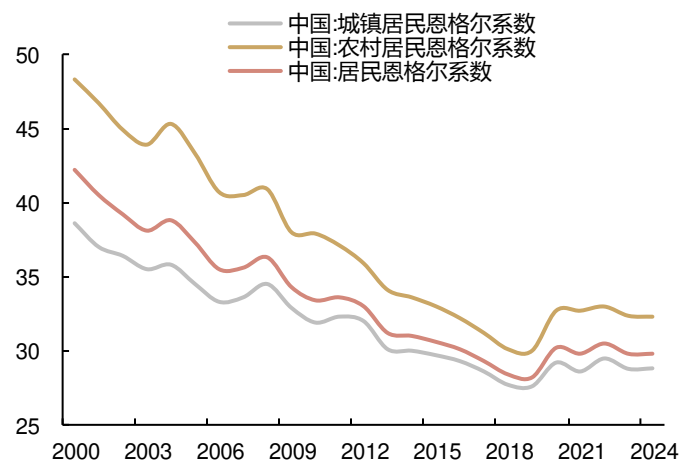
其三，恩格尔系数回归下行通道，食品烟酒权重延续调降（预计-0.7pct）。尽管 2020 年受外部冲击恩格尔系数一度脉冲式反弹至 30.2%，但随后几年呈现温和回落态势，2025 年前三季度已降至 29.5%。预计食品项权重将延续长期调降趋势，但考虑到回落斜率放缓，本轮降幅或收窄至 0.7pct 左右。

图 5：全国居民人均消费支出结构



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 6：2020-2024 年我国恩格尔系数小幅回落



资料来源：WIND，华西证券研究所

表 2：2016 年和 2020 年基期轮换绝对权重的调整（pct）

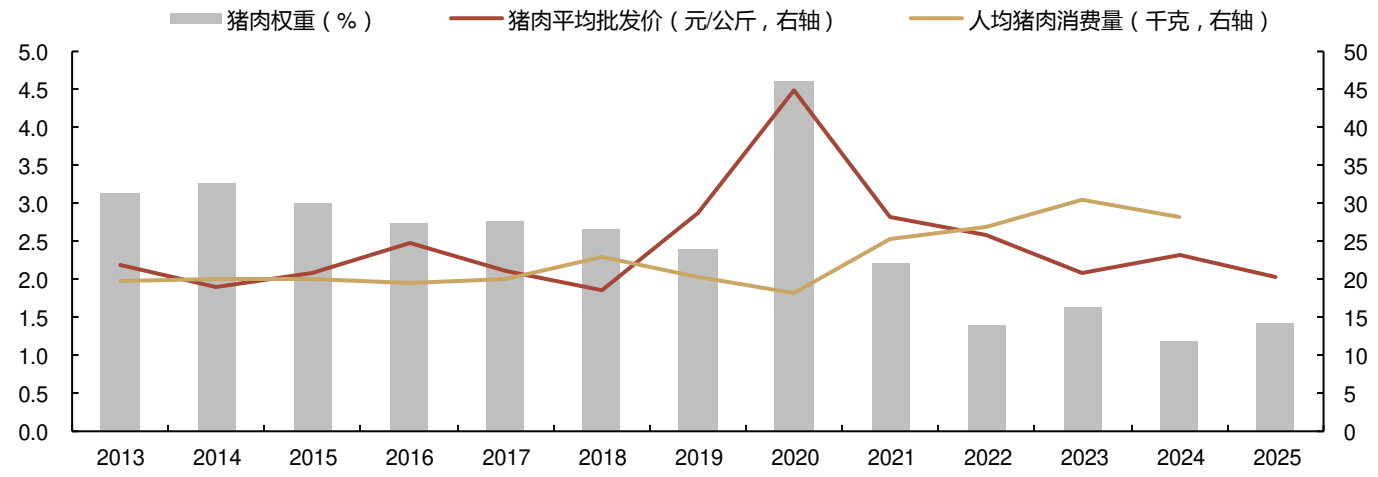
类别	2016 年调整	2020 年调整	2025 年调整（预测）
食品烟酒	-3.4	-1.2	-0.7
居住	2.2	2.1	-3.0
衣着	较小	-1.7	-0.6
交通和通信	1.1	0.9	1.4
教育、文化和娱乐	较小	-0.5	2.2
生活用品及服务	-1.1	较小	-0.3

医疗保健	1.3	0.9	0.2
其他用品及服务	较小	-0.4	0.8

资料来源：国家统计局，华西证券研究所

猪肉权重或回升至 2.0%以上，CPI 对“猪周期”敏感度可能上升。受非基期年“价格法”调整机制的持续拖累，猪肉在 CPI 篮子中的权重已由 2020 年高点的 4.62%显著回落至 2025 年的 1.44%，导致其对通胀读数的边际影响钝化。**然而，这一背离有望在 2026 年基期轮换中得到修正，**核算逻辑将回归“支出占比”校准。微观数据显示居民猪肉消费呈现典型的“价跌量涨”特征，人均消费量的回补有效支撑了总支出规模，这意味着实际支出占比并未随价格下跌呈线性收缩，当前低权重严重低估了其真实地位。复盘 2021 年轮换经验，统计局在剔除极端行情后将常态权重设定在 2.2%左右。结合 2026 年猪肉批发价有望回升至 20 元/公斤以上，我们判断权重将向历史均值回归，可能修复至 2.0%以上，猪周期对通胀中枢的推升效力将再次放大。

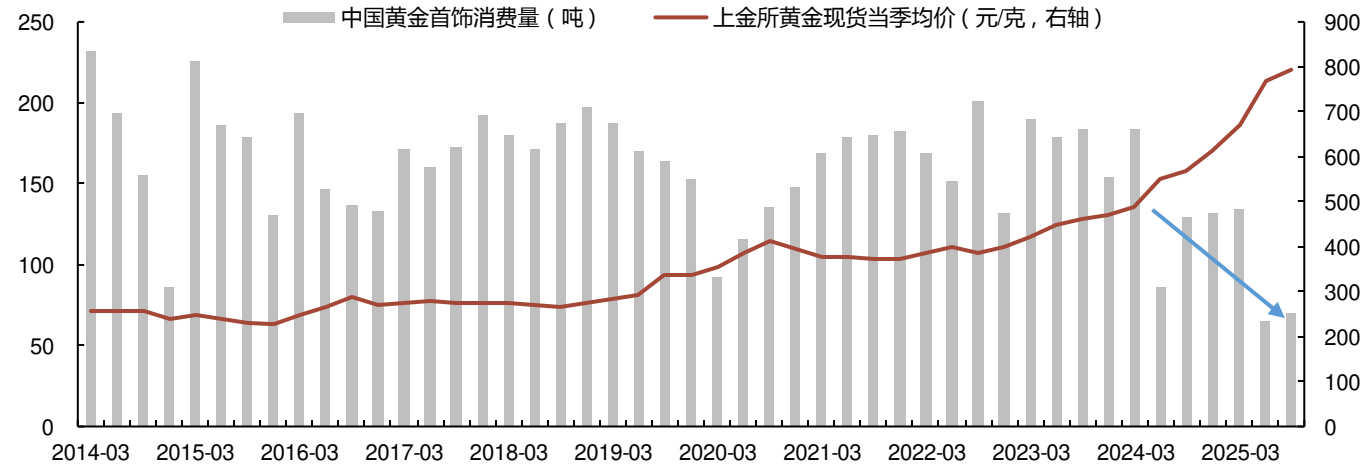
图 7：猪肉 CPI 权重、价格与消费量关系



资料来源：WIND，华西证券研究所

不同于猪肉权重的回升预期，2026 年基期轮换中，黄金所属的“其他用品和服务”分项权重或被下调。作为高弹性的可选消费品，黄金市场呈现出典型的“价升量跌”特征，不断上涨的价格也抑制了部分实物消费需求。数据显示，2020-2024 年，我国黄金首饰季度平均消费量维持在 123-177 吨的高位，然而进入 2025 年，前三季度平均消费量骤降至 90 吨/季，其中二、三季度单季消费量更是进一步探底至 65-70 吨区间。消费量的“断崖式”萎缩，导致其在居民消费支出中的实际占比被高估，因此，预计 2026 年基期轮换窗口，与黄金强相关的“其他用品和服务”分项权重将进行下调修正，这意味着 2026 年即便金价维持高涨幅，其对 CPI 的影响幅度也会显著收敛。

图 8：黄金首饰价格与消费量关系



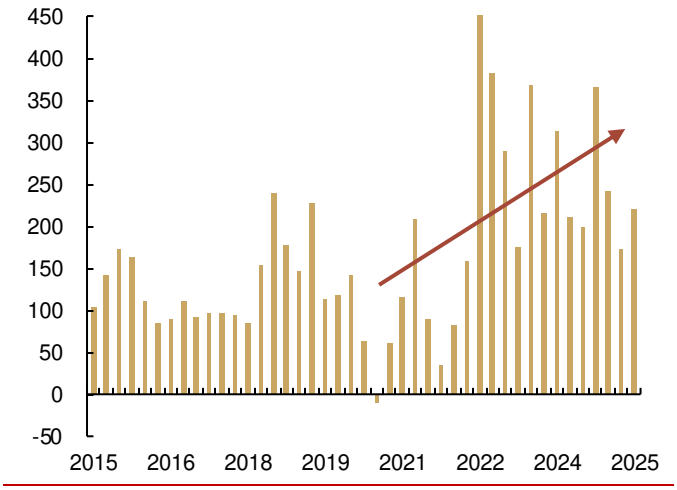
资料来源：WIND，华西证券研究所

2.2.金价贡献边际递减，服务价格温和修复

前文分析指出，本轮核心CPI的逆势超季节性上涨，核心驱动力源自贵金属、受“以旧换新”补贴提振的家用器具、以及医疗服务三大板块。其中，贵金属单项对 CPI 上涨的贡献率超过八成。展望 2026 年，这三大支撑因素的持续性将呈现显著分化：

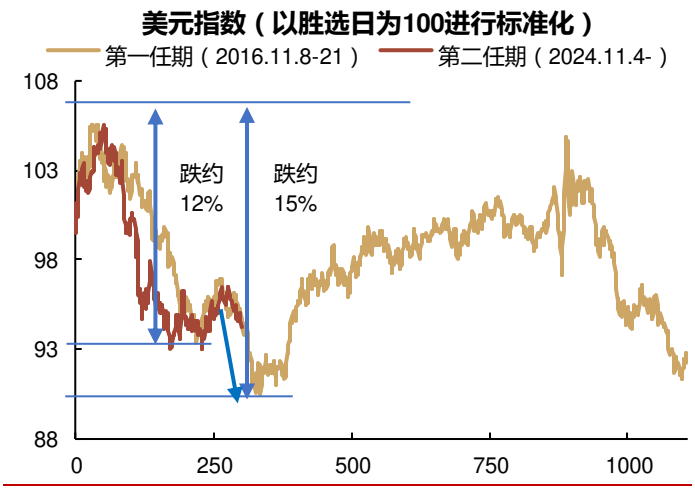
贵金属板块长期上涨逻辑坚挺，但权重下调，高基数下对 CPI 拉动将边际收敛。黄金作为 2025 年 CPI 上涨的核心推手（贡献超八成），其长期上涨逻辑依然稳固：**一方面，央行购金已成为定价中枢上移的结构性基石**，全球央行连续三年购金超 1000 吨，2025 年 Q3 净购金环比增长 28%，且 95%的央行预期未来储备将继续增加；**另一方面，美联储降息周期开启，叠加财政压力下的“弱美元”预期**，进一步强化了黄金的金融属性。然而，需警惕的是，,2025 年金价涨幅高达约 70%，是 1979 年以来最大涨幅，极高的价格基数意味着 2026 年继续维持同等涨幅的难度较大，而且“其他用品和服务”分项权重可能明显下调。因此，尽管看多趋势不变，但预计 2026 年黄金对 CPI 的同比拉动幅度或将难以复制 2025 年 0.42%的水平，贡献度可能明显下降。

图 9：全球央行净购金量（吨）



资料来源：WIND，华西证券研究所

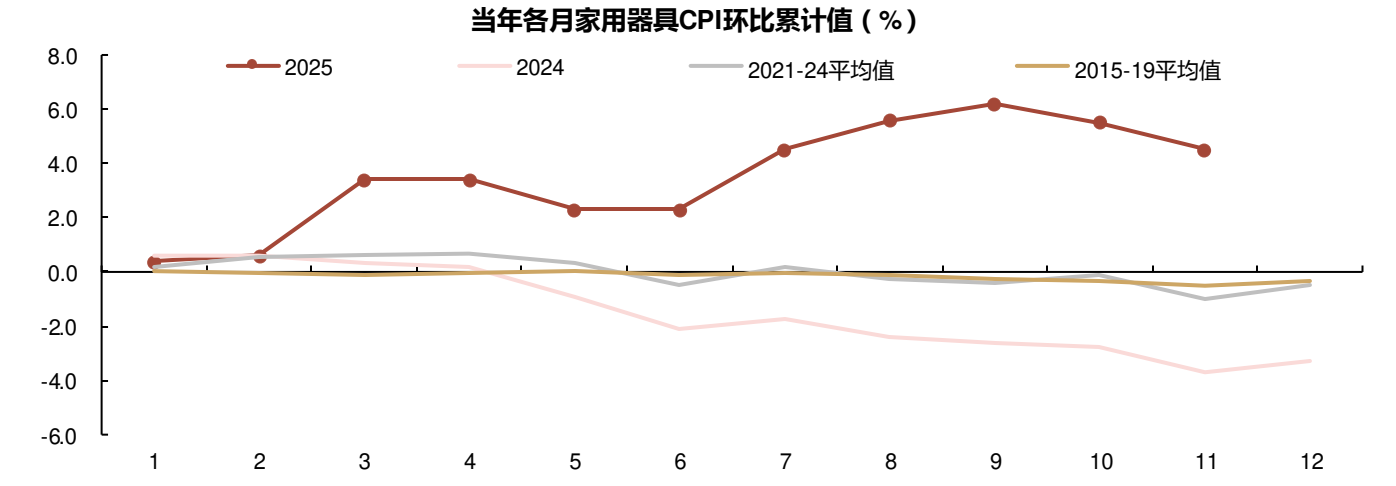
图 10：特朗普两任任期美元走势相似



资料来源：WIND，华西证券研究所

“以旧换新”政策从“扩围”转向“优化”，短期家用器具价格面临需求透支后的回调压力。中央经济工作会议对“两新”政策“优化实施”的定调，预示 2026 年财政支持将更注重结构效率而非单纯的总量铺开。数据显示，“国补”对耐用品价格的脉冲式提振正在衰减，10-11 月家用器具 CPI 环比累计下跌 1.7%，这一回落不仅折射出前期补贴激发的消费需求已集中释放，或也反映补贴资源分配机制收紧（如部分地区转向“抽签”），导致边际支撑减弱。展望 2026 年，国补范围出现调整，其对通胀的拉动效应取决于补贴力度，也取决于补贴品种的定价机制。前期补贴力度较大的家电等，需求回撤可能带来价格调整，不过新纳入补贴的品类价格可能趋于上升，对冲家电等的拖累效应。

图 11：2025 年 10-11 月家用器具环比累计下跌 1.7%



资料来源：WIND，华西证券研究所

此外，医疗服务受益于支付改革深化，或将继续提供支撑。2025 年医疗服务价格累计同比上涨 1.7%，展现出极强韧性，其核心动能源于政策机制的刚性兑现。一方面，国家医保局 2024 年末印发《深化医疗服务价格改革试点扩围指导意见》，明确提出“建立与 CPI、社平工资、医保基金运行相联动的灵敏有度动态调整机制”，

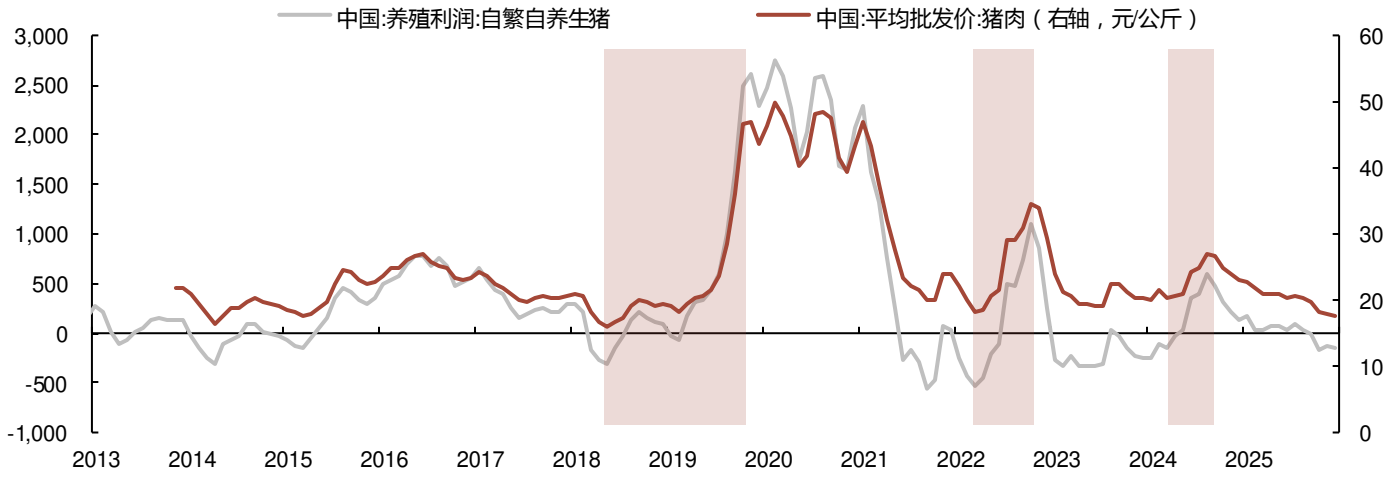
2025年已有超20个省份触发调价条件并完成首轮落地。另一方面，DRG/DIP（按病种打包付费）支付改革系统性压降物耗型检查价格，同时刚性上调体现技术劳务价值的手术、诊查及护理价格。展望2026年，随着改革步入深水区，医院收入结构向“重技术、轻耗材”转型的迫切性，将进一步支撑医疗服务分项温和上升的长期趋势。

2.3.猪周期或迎拐点，食品项有望重回支撑

展望2026年，在“反内卷”政策重塑供给格局与能繁母猪去化兑现的双重共振下，猪价具备见底回升的内生动力。若这一关键假设成立，新一轮温和上涨周期有望开启，食品项将明显支撑CPI。

从时间维度看，本轮下行期已步入尾声。复盘2015年以来的三轮完整猪周期，下行周期通常持续14-23个月。本轮猪价自2024年9月开启下行通道，截至目前已持续下跌15个月，或已进入历史周期的底部窗口，具备触底反弹的时间条件。**从盈亏维度看，产能去化动力充足。**生猪养殖利润自2025年9月起陷入持续性亏损，当前亏损幅度达120-160元/头。全行业深亏状态不仅抑制了补栏积极性，更成为加速产能出清的直接推手。

图12：自繁自养利润陷入深亏区间，产能去化动力充足



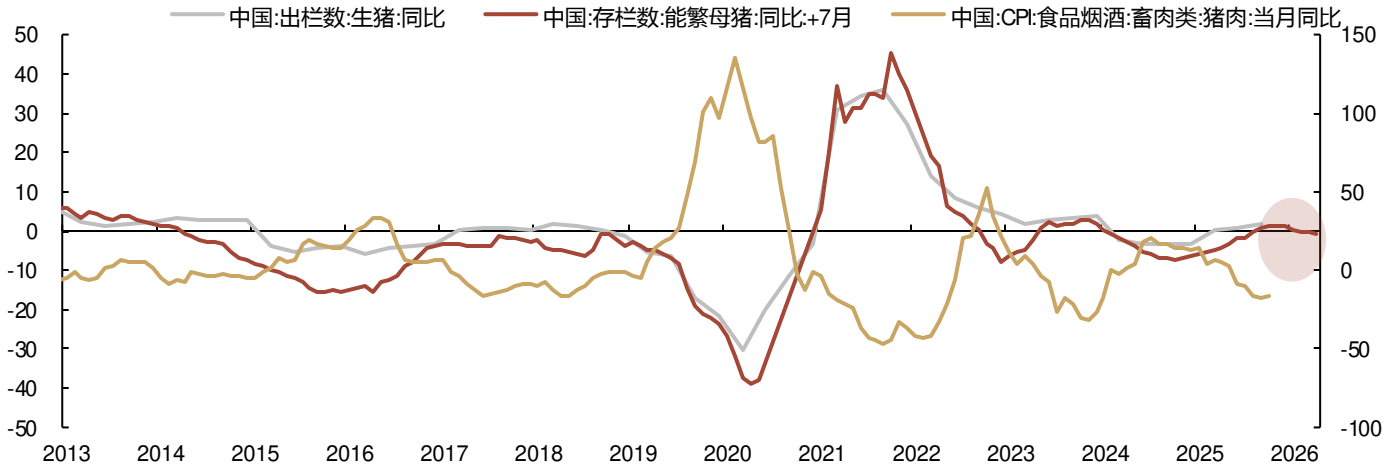
资料来源：WIND，华西证券研究所

“反内卷”重塑供给侧，长效机制刚性约束。2025政策聚焦“精准调减”与“规范行为”，明确全国能繁母猪3950万头调减目标（10月实存3990万头，仍有去化空间）并引导头部企业严控120kg出栏体重，叠加《畜禽养殖场备案管理办法》带来的环保高压与销售闭环，有效阻断“二次育肥”投机链条，并加速低效散户出清。8月后政策继续深化，明确将2026年能繁母猪保有量下调至3588万头（绿色区间下限）并锚定猪粮比7:1稳价目标，并配套2026年出栏上限管控措施，显著增强了供给侧改革的确定性。

能繁母猪去化传导兑现，2026年2月或迎拐点。“能繁母猪存栏同比”通常领先猪价拐点约7个月。这一领先指标自今年5月开启下行，9月正式转负（-0.7%），10月跌幅进一步扩大至-2.1%。参考2023-2024年周期经验，预计未来半年能繁母猪同比降幅或逐步扩大至7%。推演至供给端，考虑到春节错位及高基数效应，2026年1

月猪价同比或仍然承压，生猪供给的明显收缩或在 2 月之后开始显现。据此判断，猪肉价格有望自 2026 年 1 月起企稳，并于春节正式开启一轮温和上涨周期。

图 13：能繁母猪存栏同比与猪肉价格领先滞后关系



资料来源：WIND，华西证券研究所

基于上述供需推演，中性假设下 2026 年猪周期有望拉动 CPI 约 0.36 个百分点。复盘 2015 年以来的三轮猪价上行周期，剔除 2018-2020 年受非洲猪瘟强冲击导致长达 21 个月的特殊行情后，2022 年（上涨 7 个月，CPI 猪肉分项环比月均+7.2%）与 2024 年（上涨 5 个月，CPI 猪肉分项环比月均+4.4%）的两轮行情，参考性更强。据此我们构建中性假设：设定本轮温和上行周期持续约 6 个月，且猪肉 CPI 环比月均涨幅为 3%，总上涨幅度与 2022 年接近，叠加猪肉权重有望回升至 2.0%以上，预计 2026 年 2-7 月猪肉分项对 CPI 的单月正向拉动幅度约为 0.06 个百分点，总幅度约为 0.36 个百分点。

表 3：2015 年以来总共经历过 3 轮明显的上涨周期

	开始	结束	上涨幅度	猪肉 CPI 同比变化	猪肉 CPI 环比月均值	此前下跌时长
第一轮	2018-06	2020-02	124.7%	151.9%	5.1%	23 个月
第二轮	2022-04	2022-10	70.3%	93.2%	7.2%	14 个月
第三轮	2024-04	2024-08	30.4%	18.5%	4.4%	17 个月

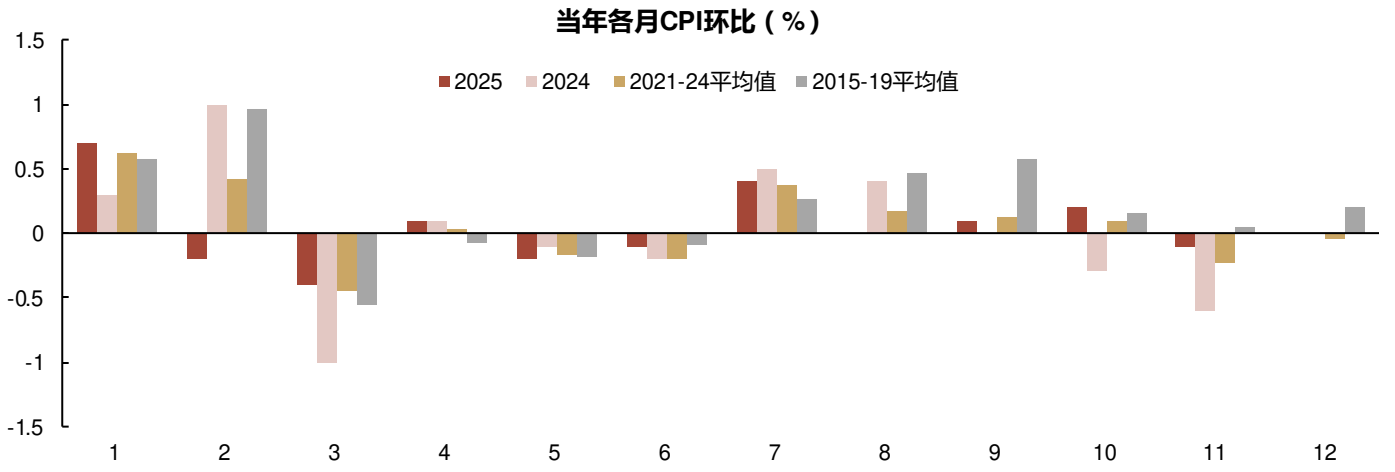
资料来源：WIND，华西证券研究所

2.4.CPI 全年节奏推演：三情形博弈，大概率温和修复

从季节性节奏来看，2026 年 CPI 将演绎“两头高、中间稳”的运行特征，整体中枢有望抬升。具体而言，**1-2 月**受春节假期内食品与服务需求集中释放，环比通常明显回升，但需注意 2026 年春节较晚，错位因素或致 1 月同比读数阶段性偏低，2 月则明显回升；**3-6 月**随着节后需求回落，叠加春季气温回暖利好鲜菜、鲜果供给，鲜活食品价格面临季节性回调压力，CPI 表现或阶段性偏弱；**进入 7-8 月**，暑期出行旺季将再度提振服务价格，带动 CPI 企稳回升。9-12 月受益于“中秋国庆”双节效应与冬

季腌腊备货需求共振，CPI 有望重拾升势。**尤为关键的是，受 2025 年年底 CPI 回升形成的翘尾因素走高支撑，2026 年通胀中枢将获得较强托底，整体运行中枢较 2025 年显著修复。**

图 14：CPI 的季节性规律



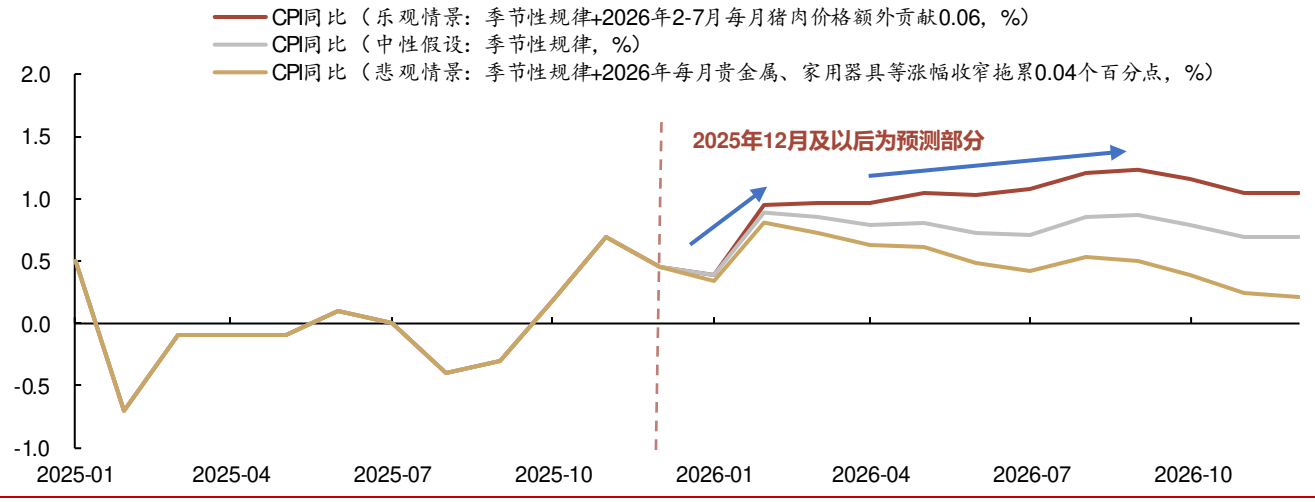
资料来源：WIND，华西证券研究所

情景一（中性假设）：季节性规律主导，温和复苏但弹性有限，全年 CPI 中枢约为 0.75%。若仅参考 2021-2024/25 年历史季节性均值波动，预计 2026 年 CPI 同比修复路径将相对平缓，主要运行区间 0.4%-0.9%，中枢约为 0.75%。节奏上，受春节错位因素扰动，1 月同比读数或维持 0.4%的相对低位；2 月受低基数与节日效应共振，读数有望脉冲式回升至 0.9%；此后月份大概率在 0.7%-0.9%区间内窄幅震荡。在此情景下，通胀虽有温和修复，但缺乏趋势性向上的核心驱动力，整体斜率偏缓。

情景二（乐观情景）：猪周期决定反弹高度，三季度有望挑战 1.2%，全年 CPI 中枢抬升至 1.0%左右。若在季节性基础上叠加猪周期启动，假设 2026 年 2-7 月猪肉分项月均产生 0.06 个百分点超额贡献，通胀修复斜率将显著陡峭化，CPI 同比区间有望上移至 0.4%-1.2%。节奏上，2 月同比或迅速攀升至 1.0%，随后伴随猪价上行确认，二三季度读数将逐月抬升至 1.2%；进入四季度，随着高基数效应显现，读数或小幅回落至 1.1%附近，但仍显著高于中性情景。

情景三（悲观情景）：贵金属、家用器具等核心支撑动能衰减，中枢或回落至 0.5%附近。假设猪周期反弹预期证伪，叠加贵金属高基数与家电需求透支导致支撑弱化。若上述分项每月产生约 0.04 个百分点的边际负向拖累，全年将合计拖累 CPI 约 0.5 个百分点（这恰好抵消了 2025 年“其他用品和服务”及“家用器具”带来的超额支撑）。在此路径下，通胀修复进程将显著受阻，CPI 同比读数在二季度达到峰值 0.8%后，逐步回落至年底的 0.2%，呈现“底部磨底”特征。

图 15：CPI 全年节奏推演



资料来源：WIND，华西证券研究所

注：2025 年和 2026 年 12 月季节性规律参考 2021-24 年 12 月均值，其余月份均为 2021-25 年同期均值

3.2026 年 PPI 展望：M1 领先指标确认，上行通道或确立

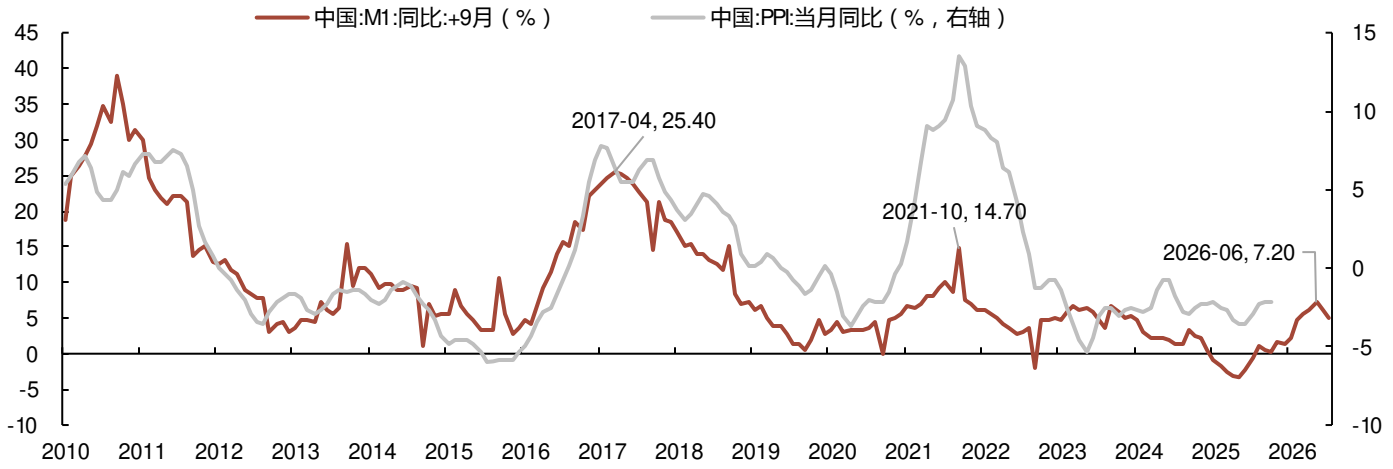
3.1.M1 领先指标确认，流动性拐点共振

2020 年之前，中国 M1 同比的回升往往由地产销售回暖驱动。房地产销售回款是企业（尤其是开发商和上下游供应商）现金流的重要来源，销售增长带动企业存款增加，从而推高 M1。从销售到施工、再到竣工，通常需要 1-2 年时间，期间对钢材、水泥、玻璃、机械等建材和设备的需求持续释放，最终传导至 PPI。

但本轮 M1 的反弹，很大程度上由打击手工补息低基数推升，实体经济成色仍有待观察。监管部门打击银行“手工补息”行为，导致 2024 年同期基数大幅压低，从而在 2025 年形成技术性反弹。这种“非实体驱动”的 M1 扩张，能否真正转化为企业补库、产能扩张和价格上涨，仍需观察后续信贷结构、工业增加值、PMI、库存周期等更贴近实体经济的指标是否同步改善。

若历史规律依然成立，本轮 PPI 同比的上升有望维持到 2026 年年中。M1 同比作为实体流动性与企业经营活跃度的晴雨表，其走势通常领先 PPI 约 9 个月，这一规律在 2016 年供给侧改革及 2021 年疫后复苏等多轮周期中得到反复验证。本轮 M1 同比增速自 2024 年三季度触底修复，于 2025 年 9 月触及 7.2%的年内高点，随后 10 月、11 月分别回落至 6.2%和 4.9%，M1 阶段性顶部特征已现。按照 9 个月的传导时滞推算，PPI 同比的周期性大底已于 2025 年 6 月前后构筑完成，而本轮 PPI 的周期性高点预计将出现在 2026 年 6 月前后。

图 16：M1 同比领先 PPI 同比约 9 个月，本轮 PPI 的上行通道有望维持到 2026 年年中

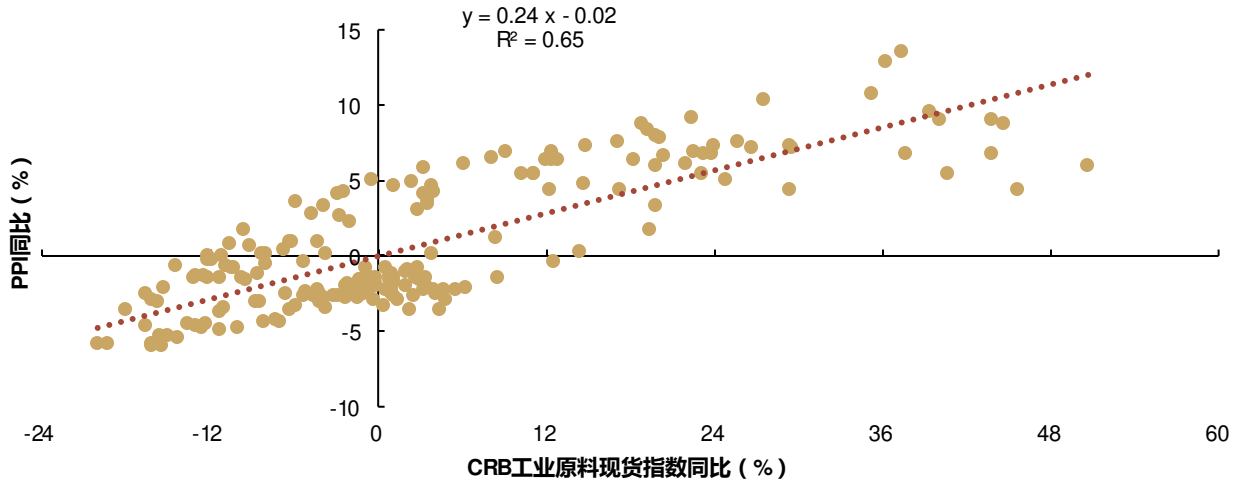


资料来源：WIND，华西证券研究所

海外流动性迎来关键拐点，美联储“降息+扩表”组合拳落地。12 月 FOMC 会议在降息 25bp（基准利率降至 3.5%-3.75%）的基础上，释放了更为关键的鸽派信号，即自 12 月 12 日起重启扩表。美联储将在未来几个月内通过购买国库券及到期再投资等方式向市场注入流动性。往后看，点阵图显示 2026 年降息仍维持 1 次，市场预期则更为积极，定价 2026 年仍有 50bp 降息空间，预计本轮降息终点或下探至 3.0%-3.25%。

商品与美股“剪刀差”有望收敛，输入性通胀动能增强。此前高利率环境显著抑制了商品投机与实体补库需求，导致大宗商品表现明显滞后于美股。随着流动性外溢效应显现，大宗商品估值修复窗口开启。历史数据显示，CRB 指数对国内 PPI 传导系数约 0.2-0.4，若 2026 年 CRB 指数在流动性驱动下涨幅超 5%，预计将拉动国内 PPI 同比上行约 1 个百分点。

图 17：CRB 工业原料现货指数同比每涨 1%带动 PPI 同比上涨约 0.24%



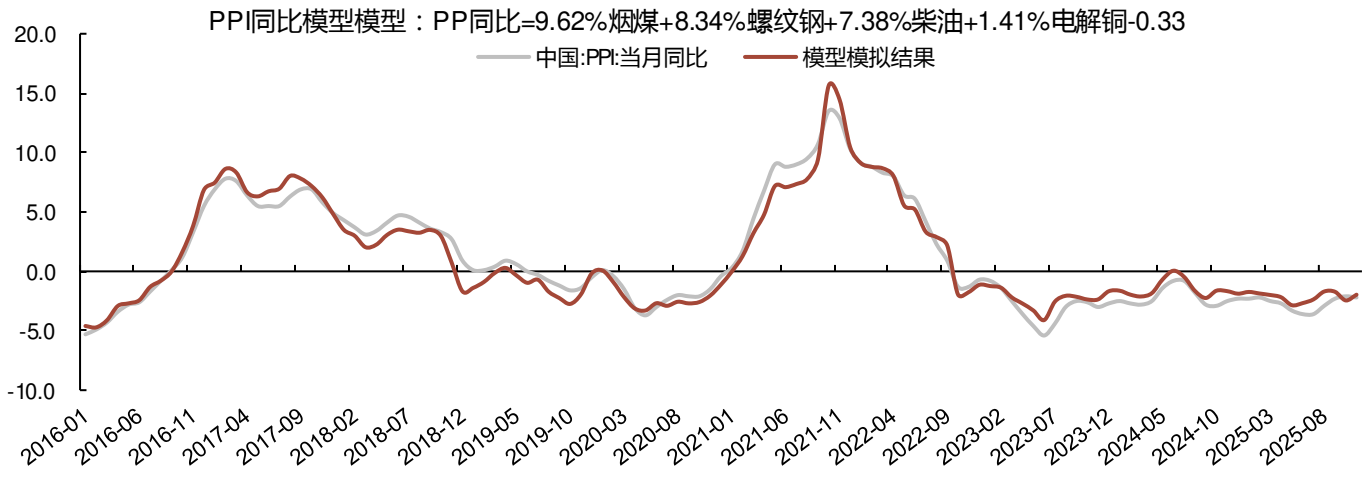
资料来源：WIND，华西证券研究所

明确总量趋势后，我们构建了包含煤炭、钢铁、原油（柴油）和铜的四因子定价模型，以从结构维度剖析 PPI 的细分驱动力。回测数据显示，2016 年以来该模型对 PPI 同比波动的解释力度高达 95.8%。

$$\text{PPI 同比} = 9.62\%\text{烟煤} + 8.34\%\text{螺纹钢} + 7.38\%\text{柴油} + 1.41\%\text{电解铜} - 0.33$$

从回归系数来看，PPI 对国内定价的煤炭（烟煤，9.62%）与钢材（螺纹钢，8.34%）最为敏感，原油（柴油，7.38%）次之，铜（1.41%）的直接权重相对较低。基于这一量化框架，下文将分别从海外输入端“油弱铜强”的分化，以及国内黑色系在“反内卷”政策下能否于 2026 年止跌企稳，详细推演各分项的变动路径。

图 18：主要商品的现货价同比与 PPI 同比的边际敏感度



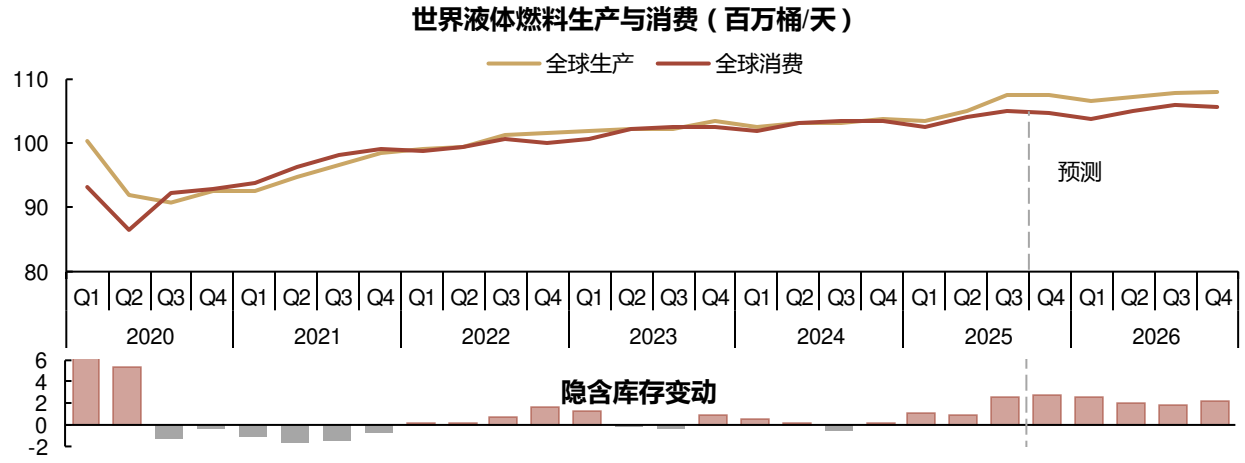
资料来源：WIND，华西证券研究所

3.2.原油拖累犹存，铜价有望接力

2026 年原油市场的核心利空，或在于“供需实质性宽松”和“特朗普的能源新政”。供给侧，非 OPEC+国家增产动能强劲，全面对冲 OPEC+减产效力。美国、巴西、圭亚那等国产能释放持续超预期，EIA 预测 2026 年全球原油库存日均增幅将超过 200 万桶，与 2025 年累库节奏相当。**需求侧**，全球经济增速放缓背景下，OECD 国家石油需求疲态尽显，难以消化新增供给。**政策端，**美国总统主张扩产战略，旨在通过增加本土油气供应打压能源价格，以辅助抗通胀目标。白宫已明确释放信号，意图将油价压低至 50 美元/桶或更低水平。

尽管空头逻辑主导，但地缘政治仍是关键变量。近期针对俄罗斯石油行业的制裁不确定性犹存，若俄罗斯产量因制裁受阻导致低于预期，将为 2026 年油价构筑底部支撑，限制下跌空间。

图 19：2026 年世界液体燃料供需与库存预测

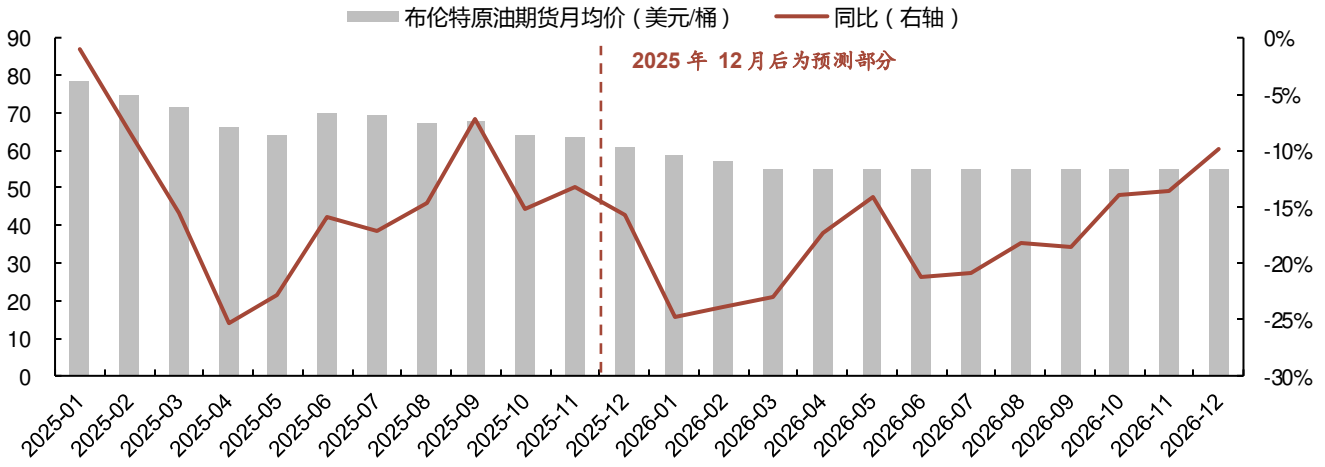


资料来源：EIA，华西证券研究所

机构共识看空，基准情形下探至 55 美元/桶。2025 年 12 月下旬布伦特原油期货价格跌破 60 美元/桶，2025 年均价已回落至约 68 美元/桶（同比-14%），中枢下移趋势确立。展望 2026 年，主流机构维持看空共识。其中世界银行预测 2026 年布伦特原油目标均价为 60 美元/桶（同比-12%）。鉴于 12 月中旬布油价格已跌破 60 美元关口，世界银行预期显得略为滞后，因此我们主要参考 EIA 的预测路径。EIA 预测均价将进一步下探至 55 美元/桶，同比跌幅约 20%。节奏上，一季度即可能探底至 55 美元附近，并在全年维持低位运行。

基于上述油价路径推演，原油产业链对 PPI 的负向拉动将边际减弱。受高基数及油价快速探底的双重影响，预计 2026 年一季度原油对 PPI 的同比拖累最为剧烈，原油同比跌幅预期在 23%-25%区间；进入二、三季度，受基数“V 型”扰动影响，5 月同比或短暂收敛至-14%左右，但 6-9 月预计将再次扩大至-20%附近；四季度随着油价在 55 美元低位企稳及基数效应消退，同比跌幅有望逐步修复，至年底或回升至-10%左右，对 PPI 的压制将呈现边际减弱态势。

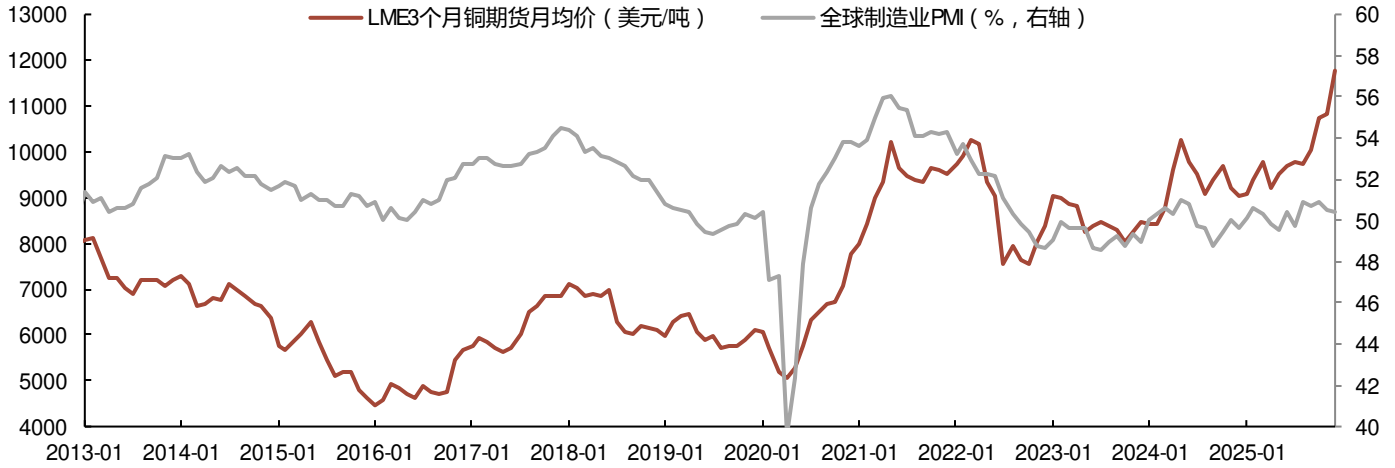
图 20：2026 年原油价格或一季度探底，二三四季度企稳



资料来源：WIND，华西证券研究所

在全球制造业复苏与 AI 算力能耗激增的双轮驱动下，铜需求端具备较高的景气度。铜价走势与全球宏观经济景气度高度绑定。当前，全球制造业 PMI 已连续 4 个月处于扩张区间（11 月录得 50.5），周期性底部特征明显，预示铜价有望迎来宏观层面的主要转折点。更为关键的结构性增量来自 AI 数据中心对能耗的重塑。据 IEA 预测，受 AI 算力需求驱动，全球数据中心耗电量将从 2024 年的 415TWh 翻倍至 2030 年的 945TWh。铜作为电力传输的核心材料，将在本轮“电气化+智能化”浪潮中迎来需求的二次跃升。

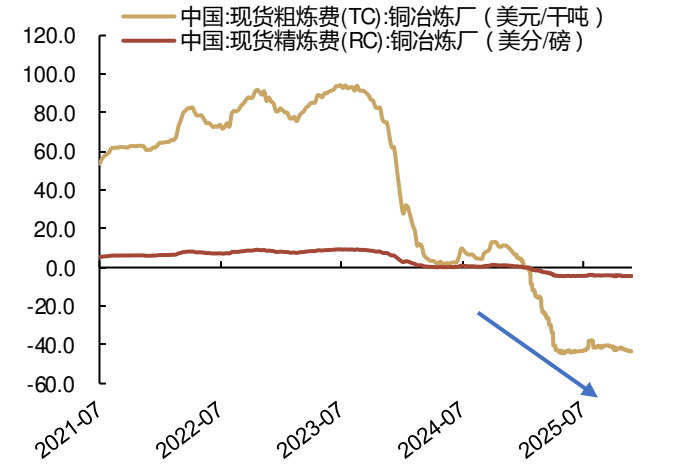
图 21：铜价走势与全球制造业 PMI 高度正相关



资料来源：WIND，华西证券研究所

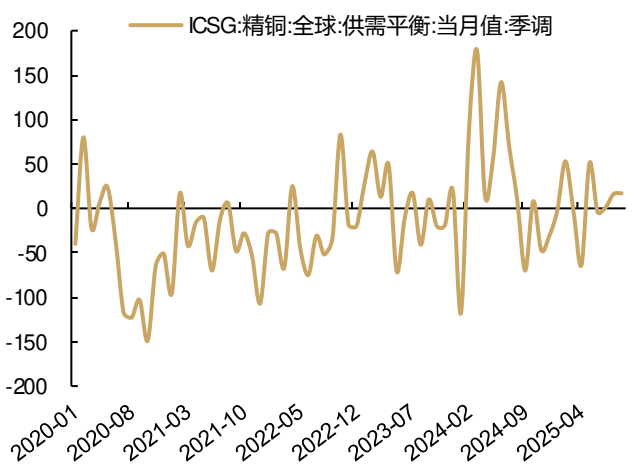
供给端的刚性约束正在加剧，矿端面临“硬缺口”，加工费负值化验证供应紧张。ICSG（国际铜研究组织）在 2025 年 10 月的最新报告中，将 2026 年全球精炼铜市场平衡预测从 4 月的“过剩 20.9 万吨”大幅修正为“短缺 15 万吨”。这一反转的核心在于矿端扰动，受印尼、刚果核心矿山运营中断影响，2026 年全球铜矿产量增速预计仅为 2.3%，难以满足冶炼需求。这一“实质性短缺”已通过冶炼加工费（TC/RC）的断崖式下跌得到交叉验证。2025 年 2 月以来，中国现货 TC 从 60 美元/千吨的历史中枢跌至-40 美元/千吨以下，出现罕见的“倒贴”现象。这反映出产业链已从“紧平衡”切换至“原料绝对短缺”，矿山端议价权明显抬升，为铜价上升构筑了成本支撑。不过，铜价持续上涨，可能引发矿山增加投资，提高未来产能，铜价拐点可能出现。

图 22：2025 年 2 月以来铜冶炼厂 TC 和 RC 持续为负



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 23：近几年以来全球铜供需抑制处于紧平衡

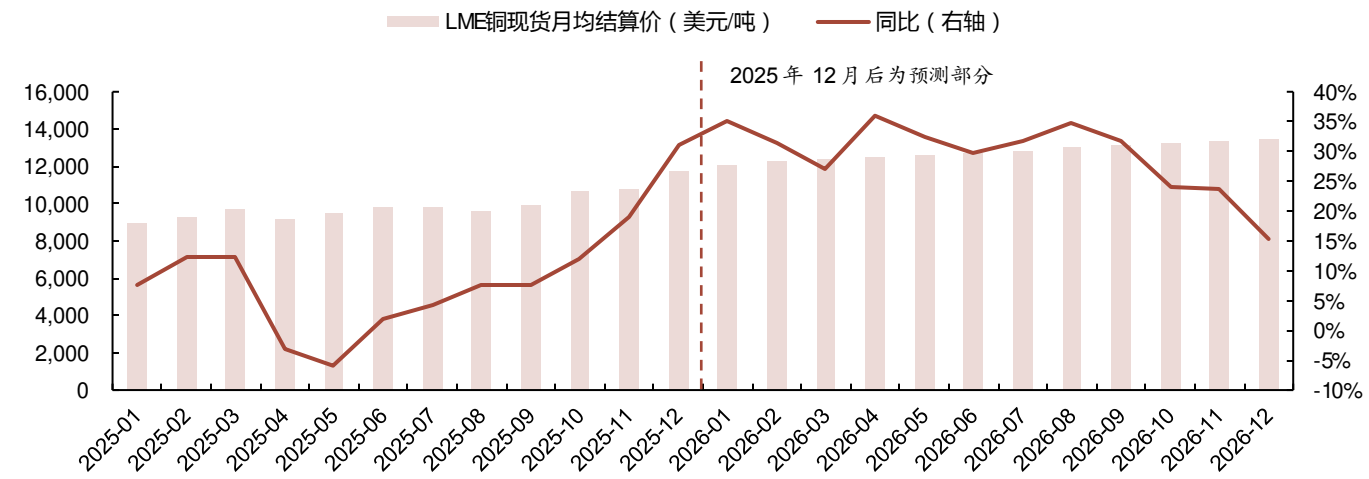


资料来源：WIND，华西证券研究所

机构一致性预期确立牛市逻辑，年末行情加速上涨推动 2026 年价格中枢上修。与原油市场的疲弱走势形成鲜明背离，国际机构对 2026 年铜价走势形成看涨共识。世界银行于2025年10月指出，受长期供应约束制约，铜价有望突破名义历史高点；美国银行则基于 Grasberg 等核心矿山中断的供给侧扰动，预测 2026 年价格峰值可能触及 15000 美元/吨。值得注意的是，金属市场的上涨行情在2025年末呈现显著加速特征，12 月底 LME 铜价已突破 12200 美元/吨，提前刷新历史纪录。鉴于当前强劲的市场势能与较高的起步基数，我们预计2026年LME铜价将维持稳健上升通道，年底有望攀升至 13500 美元/吨，全年同比涨幅约为 15%。

2026 年铜价同比读数或呈现“前高后稳”特征，前三季度的高增幅将构成 PPI 修复的核心支撑。基于上述价格路径推演，受 2025 上半年相对低基数与 2026 年初高起步价的双重影响，预计 2026 年前三季度铜价同比读数将维持在 30%左右的高位区间；进入四季度，随着基数抬升及上涨斜率边际放缓，同比涨幅预计逐步收窄至 15%左右。这一强劲的同比增速意味着，有色链条将在前三季度提供超预期的正向拉动，有效对冲原油价格下行带来的输入性压力，是驱动 PPI 同比转正的关键变量。

图 24：2026 年铜价格或稳步回升，年底预计达到 13500 美元/吨



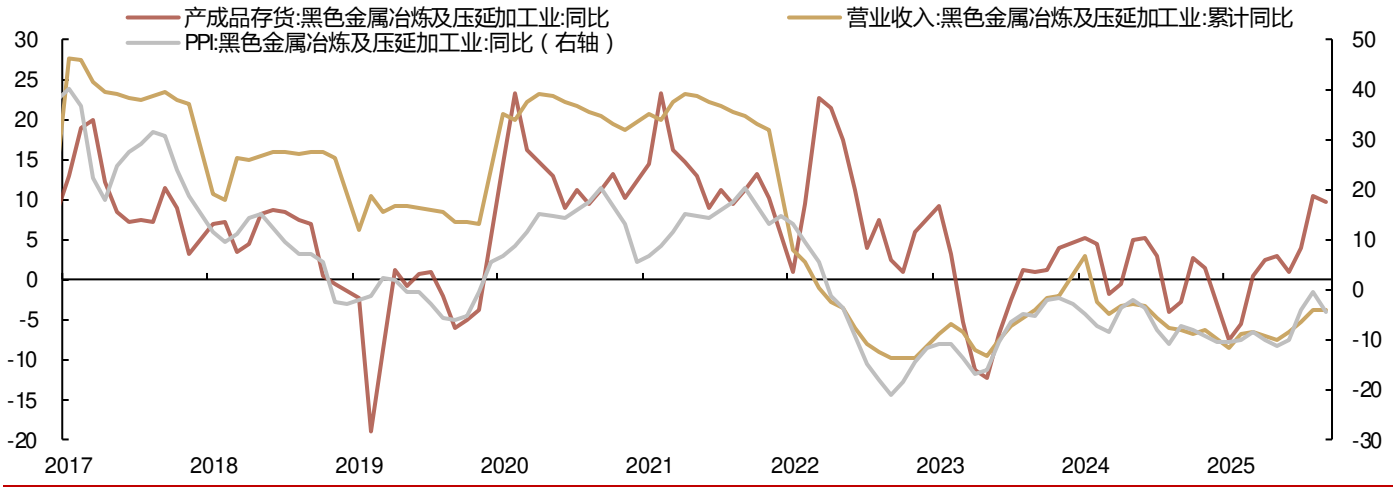
资料来源：WIND，华西证券研究所

3.3.黑色产业去库周期漫长，价格有望止跌企稳

中游冶炼环节权重极高，是拖累 PPI 修复的核心减分项。2025 年 1-11 月，受钢价综合指数下跌 9%影响，权重高达 5.9%的黑色金属冶炼及压延加工业 PPI 环比累计下跌 4.8%，仅此单一行业对整体 PPI 的负向拖累就达到了 0.28 个百分点。

黑色金属正处于“被动补库”与“主动去库”的拐点，投机性库存转化为价格压制。三季度供给侧“反内卷”政策带来了价格的脉冲式修复，但由于缺乏终端实物工作量的有效支撑，10 月黑色金属冶炼及压延加工业 PPI 同比迅速回落至-4.5%，11 月进一步下探至-5.2%。更为严峻的是，9 月市场因博弈政策持续性而囤积的高额产成品存货（同比+10.3%）在价格回落后转化为滞销库存，行业呈现典型的“营收下滑、库存积压”的被动补库特征，前期积累的投机性库存压制价格修复。

图 25：黑色金属行业 PPI、营收和产成品存货情况

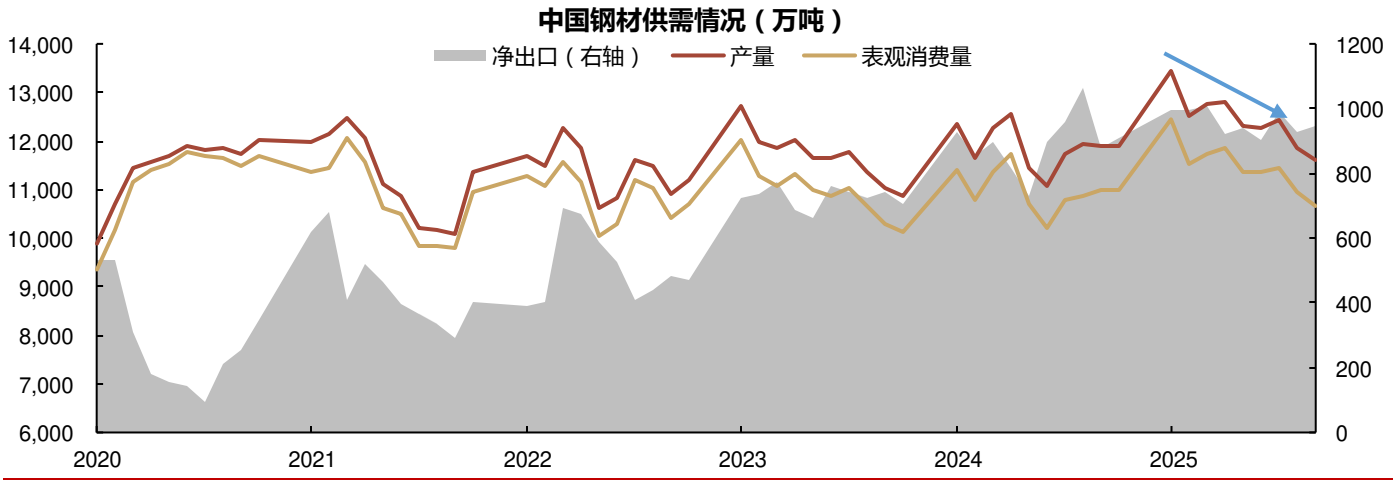


资料来源：WIND，华西证券研究所

注：考虑基数干扰，2020-2021 年数据转化为两年平均增速

库存困局的背后，是钢材市场“内需偏弱、外需触顶”的供需错配。需求侧，受房地产周期下行与基建降速的双重挤压，中国钢材表观消费量自 2025 年 3 月起持续下行，11 月已回落至 10643 万吨/月附近。与此同时，虽然钢材净出口自 2024 年起突破 1000 万吨/月高位，但这本质上是内需不足引发的“以价换量”，且 2025 年以来净出口并未明显提升，外需支撑边际走弱。而且 2026 年出口许可证管理的重启将重塑出口格局，短期钢材直接出口可能会下降，但长期将倒逼出口结构由低端向高端板材、特钢转型，推动行业高质量发展。供给侧，2025 年以来“反内卷”政策的实质性发力对产能释放形成制约，钢材产量中枢已被迫从 2025 年 3 月的 1.34 亿吨/月台阶下移至 11 月的 1.16 亿吨/月左右。不过行业供需仍不匹配，面临库存累积压力。

图 26：中国钢材需求持续走弱，出口支撑作用不大

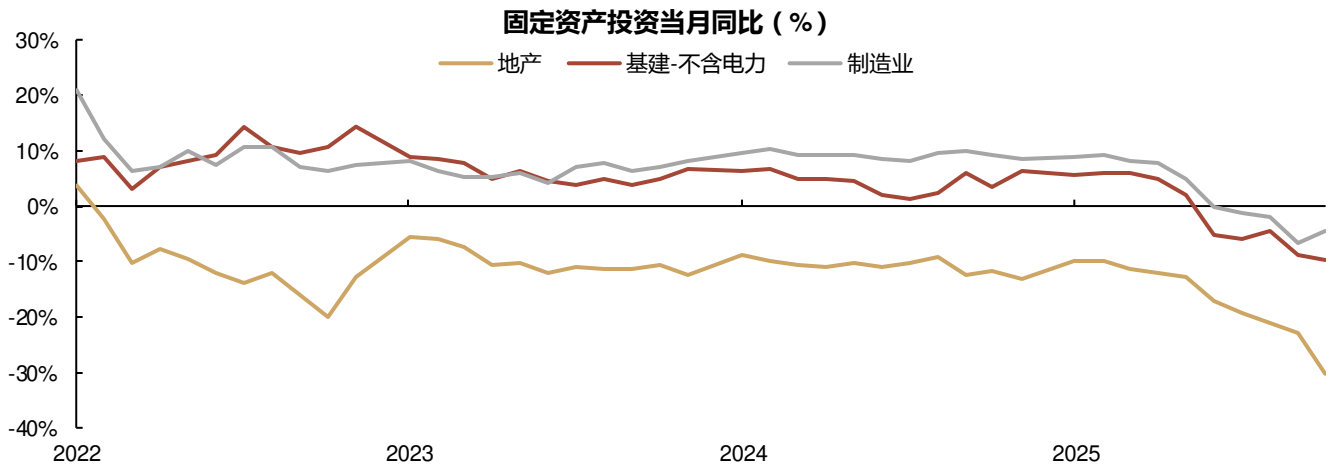


资料来源：WIND，华西证券研究所

终端需求的疲弱，根源在于地产与基建两大传统引擎的同步降温。2025 年 1-11 月，固定资产投资累计同比下降 2.6%。其中，地产投资降幅呈现扩大态势，从年初

的-9.8%到11月的-30.3%；基建投资（不含电力）亦显疲态，于2025年7月转负，11月跌幅进一步扩大至-9.7%。

图27：地产投资降幅持续扩大，基建也在7月份转为负增长



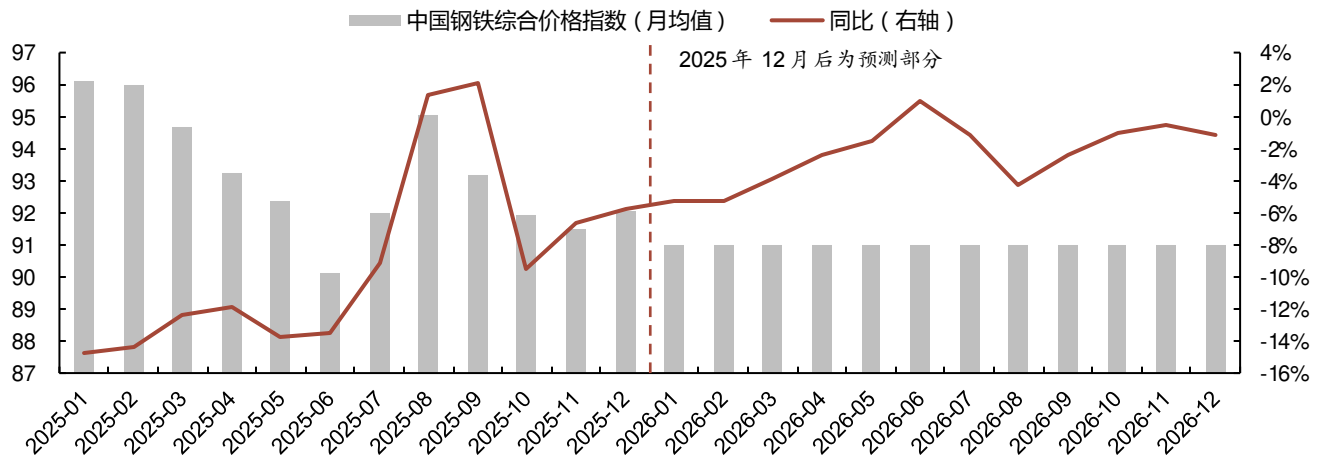
资料来源：WIND，华西证券研究所

地产逻辑由“增量博弈”转向“存量破局”，基建托底亦存时滞。2026年地产政策的重心已发生根本性迁移。中央经济工作会议对房地产表述微调，从“止跌回稳”到“着力稳定”，确立了行业从规模扩张向“存量优化”转型的长期逻辑。一方面通过收购存量房转作保障房以打破库存僵局，另一方面推动“好房子”建设实现供给侧提质。这种“重质轻量”的模式，意味着新开工面积难现V型反弹，地产对建材总量的拉动作用将进入长期弱化通道。因此，黑色系需求的边际增量将高度依赖基建端的对冲。尽管5000亿元政策性金融工具已落地，但受项目储备周期与冬季施工条件的双重制约，实物工作量的转化存在显著时滞。政策效能预计需延后至2026年春季开工旺季才能集中兑现，这对一季度的需求支撑力度相对有限。

“反内卷”筑牢供给刚性，去库周期或显著拉长。复盘2020-2023年，黑色金属完整去库周期通常耗时6-12个月，但该规律高度依赖地产需求的强力支撑。本轮库存高点始于2025年9月，在地产需求缺位的背景下，尽管“反内卷”政策施加了严格的限产减产措施，但去化斜率难免放缓。预计本轮冗余库存的消化将延宕至2026年二、三季度，甚至可能持续至四季度。这意味着在实质性出清完成前，价格缺乏大幅向上修复的弹性。

供需弱平衡下，2026年钢价或呈“低位震荡、边际企稳”特征。在地产端难觅增量的宏观约束下，本轮行情并非需求驱动的趋势性反转，而是“反内卷”供给收缩与基建实物工作量滞后兑现下的“弱平衡”。中性情景下，受高基数、高库存及实物工作量淡季的三重压制，预计2026年中国钢铁综合价格指数将在91附近震荡磨底，同比增速维持在-5%至1%区间（2025年为-15%至2%）。若基建“春季回暖”兑现超预期，或“反内卷”供给收缩力度进一步加码，供需缺口有望提前打开，为价格提供额外上行弹性。

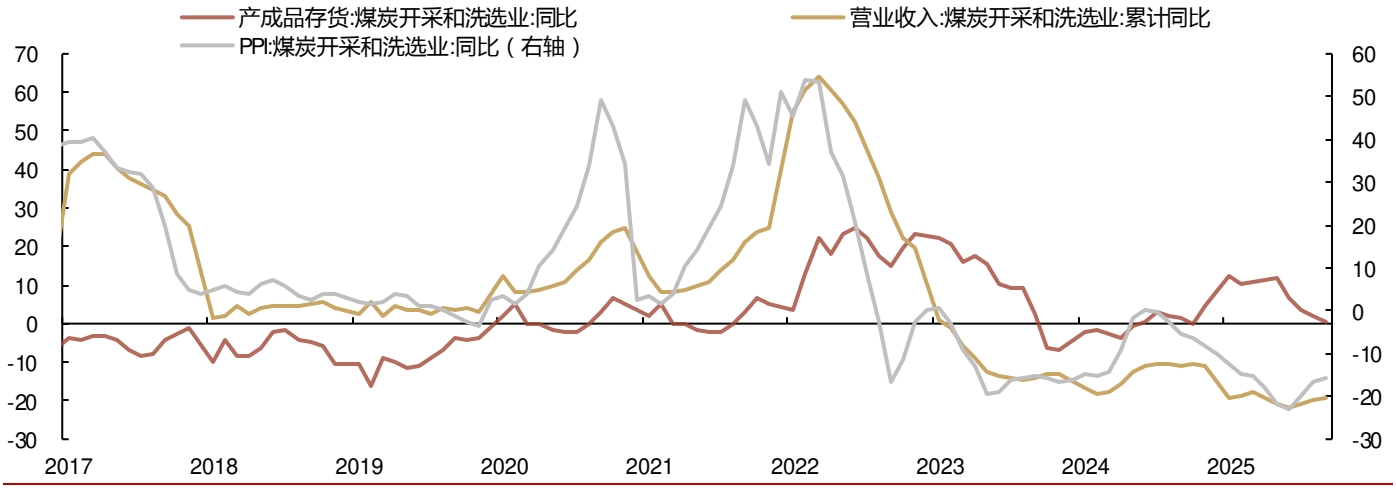
图 28：2026 年钢铁价格有望企稳



资料来源：WIND，华西证券研究所

煤炭行业营收触底反弹，率先确立“被动去库”良性循环。煤炭行业 PPI 自 7 月起企稳回升，带动营业收入累计同比在三季度探底后出现明显的边际反弹。这表明行业已度过需求最差的时刻，价格中枢的抬升开始修复企业资产负债表。在环保强监管与行业自律的双重约束下，落后产能加速出清，供给侧约束力持续增强，产成品存货同比延续快速下行趋势，库存压力得到有效释放。

图 29：煤炭开采和洗选业处于“被动去库存”阶段

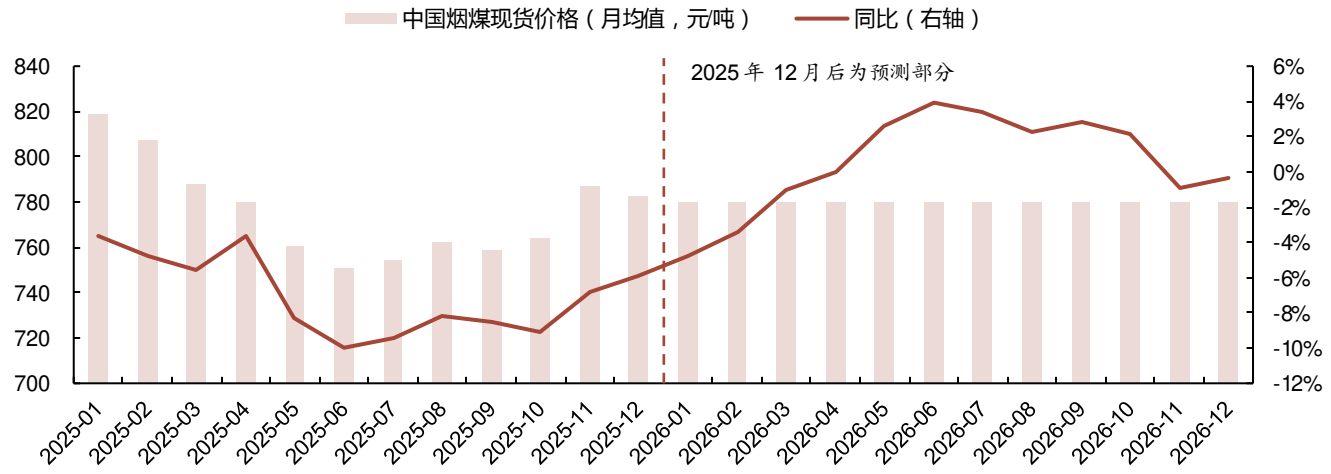


资料来源：WIND，华西证券研究所

注：考虑基数干扰，2020-2021 年数据转化为两年平均增速

展望 2026 年，煤炭价格中枢 780 元/吨一线震荡，同比读数显著修复。在去库惯性与基数效应的博弈下，预计 2026 年煤炭价格将呈“中性企稳”态势，烟煤现货价格中枢围绕 780 元/吨震荡筑底。同比增速将从 2025 年的拖累项（-10%至-4%）快速修复至-5%至 4%区间。节奏上，一季度同比跌幅将快速收敛，预计从 1 月的-5%收窄至 3 月的-1%，并有望在 5 月前后迎来同比转正，下半年则运行在-1%至 4%的温和正增长或微跌区间，整体表现略好于黑色金属板块。

图 30：2026 年煤炭价格有望企稳

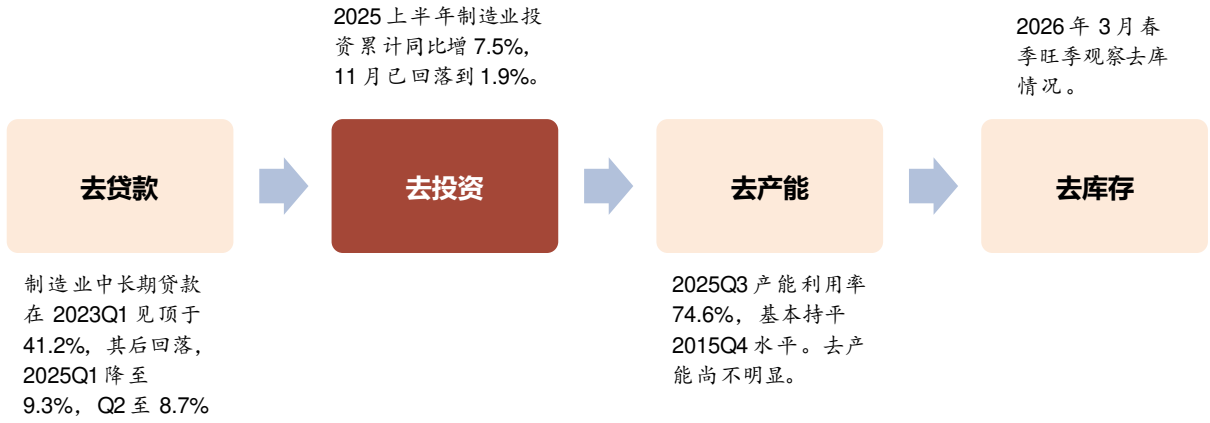


资料来源：WIND，华西证券研究所

3.4.反内卷行业产能去化初期，价格修复待政策兑现

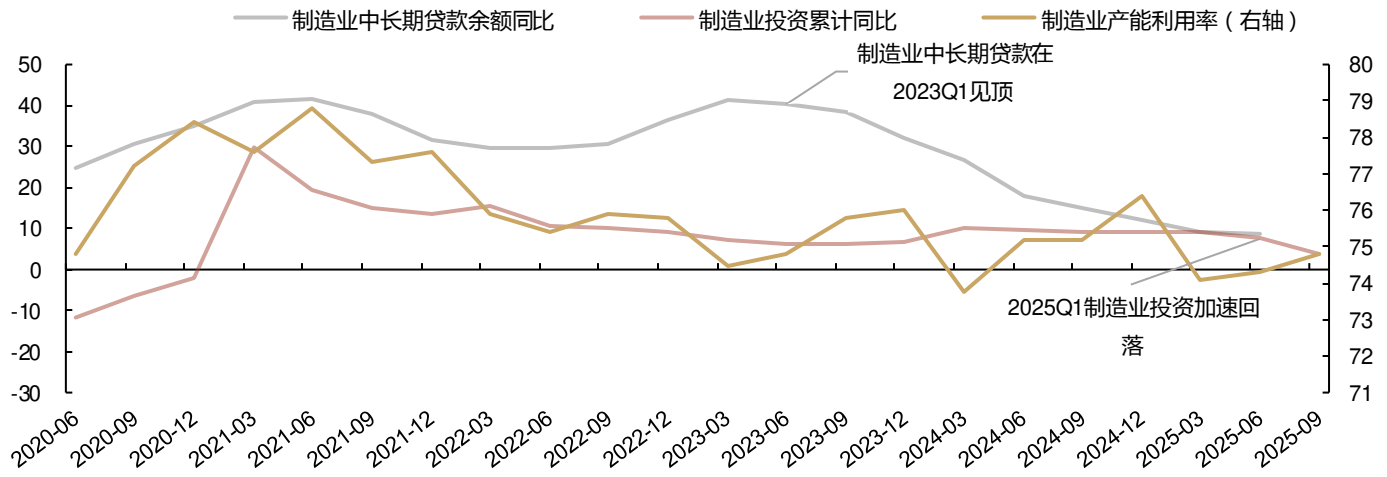
国内反内卷仍处早期，2026 年有可能进入去产能、去库存的阶段。价格修复，分为“去贷款-去投资-去产能-去库存”四个阶段。去贷款，制造业中长期贷款在 2023Q1 见顶于 41.2%，其后开始迅速回落，2025 年 Q1 降至 9.3%，Q2 至 8.7%。去投资，本质是削减新增产能，2025 上半年制造业投资累计同比增长 7.5%，11 月已回落到 1.9%。投资同比放缓，意味着新增产能减少。**2026 年有可能进入去产能、去库存的阶段，重点观察 3 月春季开工。**如果春季开工，库存大幅下降，价格明显修复，PPI 同比转正的希望也就增大。否则可能就要等到下半年的秋季旺季。从 2025 年 9-10 月库存情况来看，秋季涨价的可能性相对更大。

图 31：反内卷处于初期阶段



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 32：制造业中长期贷款见顶，投资加速回落，而产能利用率仍未迎来拐点

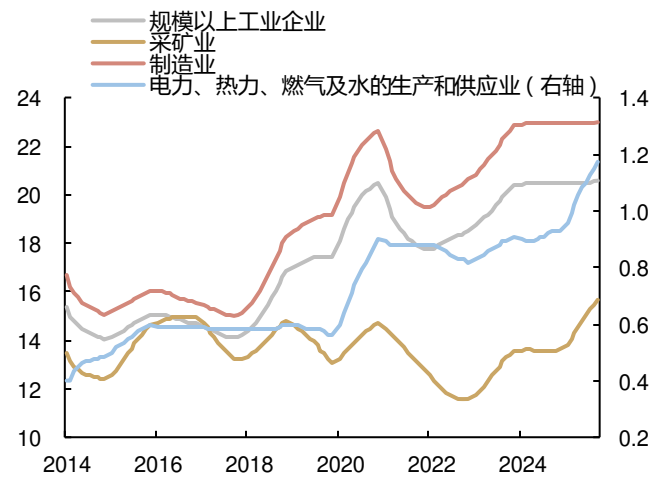


资料来源：WIND，华西证券研究所

制造业库存仍处于历史极值，显著压制PPI修复弹性。尽管增量产能已现受控迹象，但存量积压依然严峻，这是当前制约价格弹性的核心矛盾。自 2023 年末以来，规上工业企业产成品周转天数长期在 20.5 天的高位窄幅震荡，并未复现类似 2016 年供给侧改革期间的快速下行趋势。当前多数制造业细分行业的产成品存货处于 2012 年以来的 95%-100%极值区间，高库存或将持续压制 PPI 向上的修复斜率。

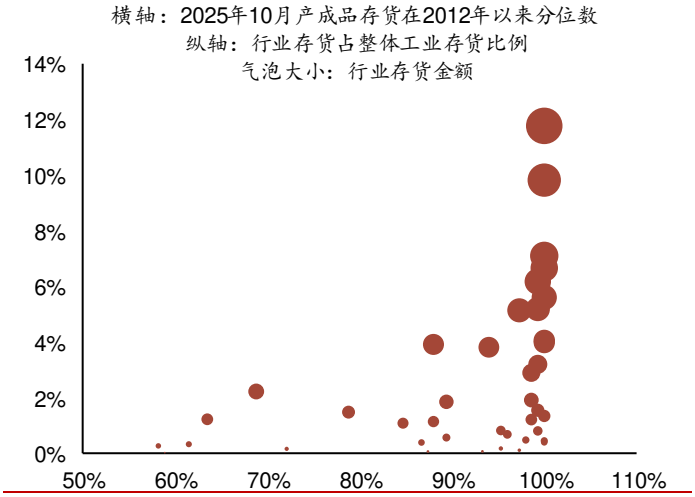
龙头企业领先，电力设备与通信板块库存更健康。虽然宏观层面压力较大，但微观结构上已出现积极分化，上市公司（代表行业龙头）的库存健康度显著优于整体工业企业。基于申万一级行业存货周转率分位数（2015 年以来）的测算显示：**通信行业**仅处于 25%分位数，**机械设备和电力设备**处于 43%-48%的中低分位数，已具备较好的补库弹性；**家用电器、计算机、电子**维持在 60%分位数左右的中枢水平；而**汽车**行业受激烈的市场份额争夺影响，存货周转率处于 80%的高分位，去库压力仍需时间消化。

图 33：工业企业产成品周转天数（MA12，天）



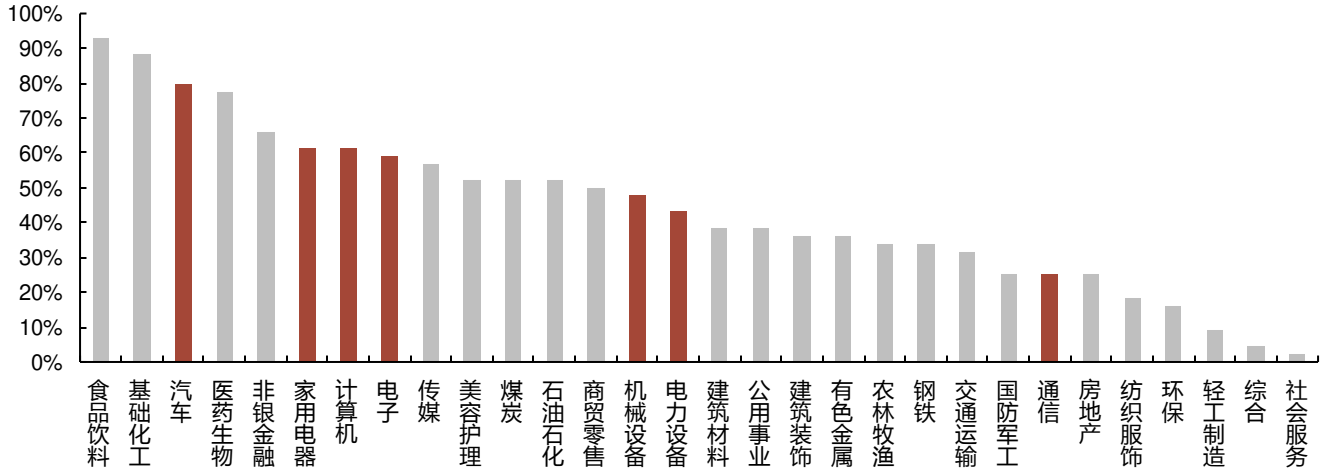
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 34：多数行业库存处于 2012 年以来 90-100%分位



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 35：2015 年以来申万一级行业存货周转率分位数

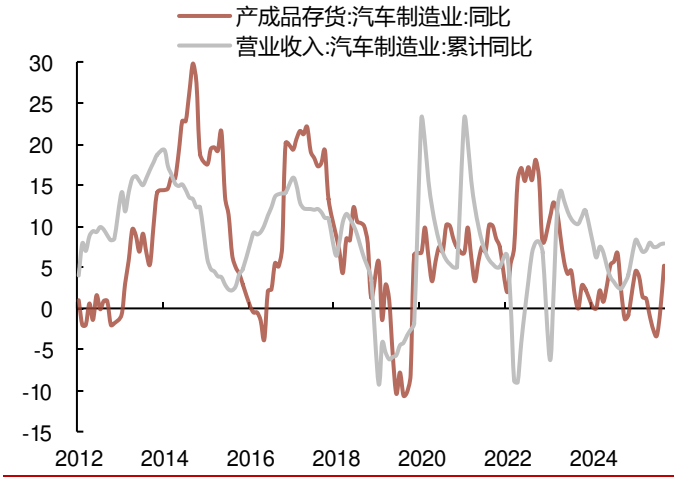


资料来源：WIND，华西证券研究所

在整体高库存背景下，汽车与光伏因政策导向不同而分化。汽车制造业虽在“以旧换新”拉动下呈现“营收+库存”双升的表象，但本质上是企业倾向于通过维持高供给来争夺市场份额（以价换量），反而制约价格上涨。而电气机械和器材制造业（含光伏、锂电）则深陷“营收下滑+库存高企”的典型被动补库泥潭，行业仍需经历漫长的产能洗牌与出清。

2026 年 PPI 修复节奏取决于“被动去库”的启动时点。结合上述库存与营收模型测算，PPI 的回升难以一蹴而就，大概率呈现“L 型”磨底后的脉冲向上。只有当电气机械等权重行业的“反内卷”限产措施实质性落地，推动行业从“被动补库”切换至“主动去库”（营收企稳、库存下降），制造业整体周转效率才能迎来拐点。预计在 2026 年二季度前，高库存行业仍是拖累 PPI 的主要因素，实质性反转需等待供给侧彻底出清的信号。

图 36：汽车制造业（含新能源汽车）处于战略性补库阶段



资料来源：WIND，华西证券研究所

注：考虑基数干扰，2020-2021 年数据转化为两年平均增速

图 37：电气机械和器材制造业（含光伏和锂电）处于被动补库存阶段



资料来源：WIND，华西证券研究所

3.5.PPI 全年节奏推演：底部确认，弹性博弈

展望 2026 年，PPI 翘尾因素整体呈“负向拖累，前低后高”的特征。受 2025 上半年价格持续下跌（尤其是 3-6 月环比连跌 0.4%）的影响，2026 上半年将面临较大的负向翘尾压力，其中一季度拖累最为显著，这会压低年初的 PPI 同比读数。而随着 2025 下半年价格逐步企稳并微弱反弹，2026 下半年的翘尾因素将逐渐收窄并转为微弱正值。预计 2026 全年平均翘尾为负值（约-0.4%左右），意味着若无强劲的新涨价因素驱动，2026 年 PPI 同比数据在年初仍将承压，随后逐步改善。

宏观流动性环境回暖，输入端博弈“油弱铜强”的跷跷板。综合前文分析，**2026 年 PPI 修复的宏观环境已具备确定的底部支撑。**M1 领先指标的触底回升与海外流动性拐点（美联储降息扩表）形成共振，为工业品价格筑底提供了充裕的货币环境。**但在输入端，大宗商品呈现明显的“油弱铜强”分化特征：**一方面，原油受供给过剩压制，一季度面临深跌风险，构成主要的输入性拖累；另一方面，有色金属（尤其是铜）在 AI 能耗激增与全球制造业复苏的双轮驱动下确立牛市逻辑，部分对冲能化板块的下行压力，成为托底 PPI 的核心外部力量。

内需侧修复取决于国内定价品种的周期轮动，黑色系去库节奏仍具不确定性，二季度是关键观察窗口。煤炭行业凭借供需再平衡的先行优势，有望在一季度率先企稳突围。相比之下，权重更高的钢铁与中游制造板块去库压力依然严峻，当前仍受制于高库存与“内卷”惯性，市场自我出清能力有限。二季度能否迎来边际改善，高度依赖“反内卷”政策在春季的实质性落地，强制收敛供给的程度。

分行业定量测算显示，2026 年 PPI 中枢预计在-1.0%左右，呈现“有色托底、能化承压、制造决胜”的结构性博弈特征。从直接效应来看，输入端的净影响约为-0.2%：一方面，有色金属链条（权重约 6.5%）确立为核心多头，在铜价中枢上涨 15%的基准假设下，预计全年贡献约 1.0 个百分点的正向拉动，构成通胀回升的“压舱石”；另一方面，原油及能化链条（权重约 11.8%）受油价中枢下移 10%-15%压制，预计形成约 1.2 个百分点的负向拖累。**在消化约 0.4 个百分点的负向翘尾后，黑色板块及反内卷相关制造业或仍存约 0.4 个百分点的磨底拖累（2025 年 1-11 月合计拖累 PPI 约 1.1 个百分点）。**

表 4：2026 年 PPI 分行业结构性驱动因素测算

	指标名称	根据 2024 营收估计各行业在 PPI 中的权重	2025 年 1-11 月环比累计（%）	2026 年价格中枢（预测）	对 PPI 的影响测算（测算）
有色金属链	有色金属冶炼及压延加工业	6.2%	7.5	15%	正向拉动 1.0pct
	有色金属矿采选业	0.3%	18.1		
原油产业链	石油和天然气开采业	0.9%	-10.5	-10%	负向拖累 1.2pct
	石油、煤炭及其他燃料加工业	4.2%	-7.4		
	化学原料及化学制品制造业	6.7%	-4.9		
黑色金属链	黑色金属矿采选业	0.4%	1.9	等待去库、低位震荡	拖累收窄或转正
	黑色金属冶炼及压延加工业	5.9%	-4.8		
煤炭产业链	石油、煤炭及其他燃料加工业	4.2%	-7.4	等待去库、低位震荡	拖累收窄或转正
	煤炭开采和洗选业	2.3%	-10.0		
	电气机械及器材制造业	8.0%	-1.3		关键变量

反内卷相关制造业	汽车制造业	7.7%	-1.7	政策依赖，秋季有望涨价

资料来源：WIND，华西证券研究所

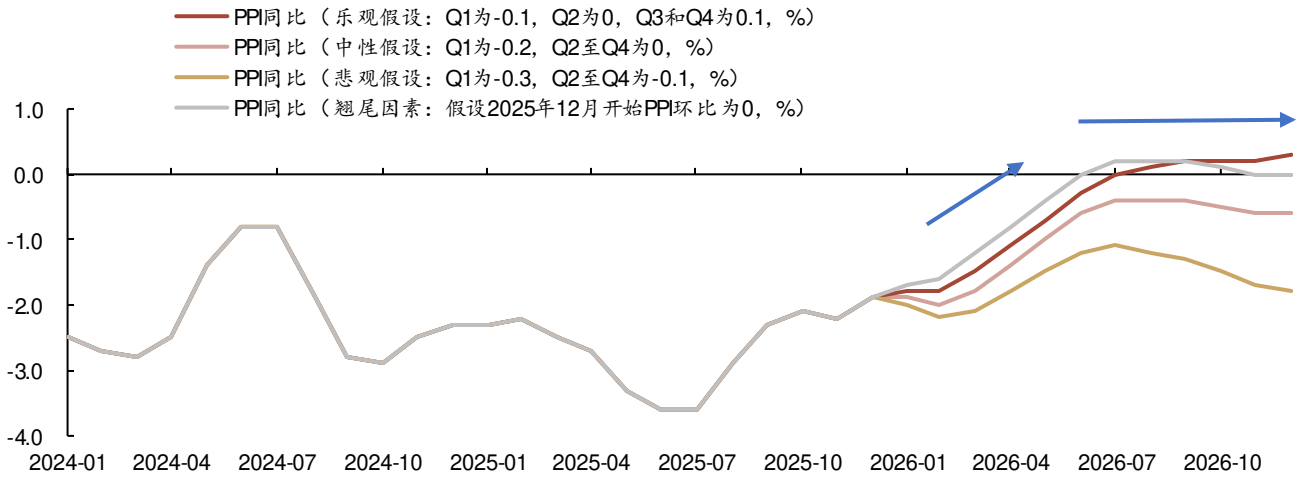
为刻画供需错配下的价格路径，我们将全年划分为 Q1（压力期）、Q2（磨底期）与 H2（回升期）三个关键窗口。**核心博弈点在于一季度输入性通缩的冲击深度，以及下半年黑色系和制造业库存出清，叠加"反内卷"政策持续发力后的修复弹性。**

情景一（中性假设）：受 Q1"二次探底"拖累，全年 PPI 中枢预计在-1.0%左右。设定 Q1 环比深跌-0.2%，核心逻辑在于原油中枢下移叠加春节淡季，工业品价格面临"二次探底"。受此影响，PPI 同比读数将在 3 月前后下探至全年最低点（约-2.0%），形成显著的"低基数深坑"。尽管二三季度随着基数效应减弱及环比止跌回升，同比降幅会快速收窄，但受制于上半年挖的"深坑"，读数大概率仍运行在负值区间，直至年底仅能修复至-0.6%附近。

情景二（乐观假设）：政策超预期驱动修复提速，转正节点有望锁定三季度，中枢抬升至-0.5%。假设 Q1 环比仅微跌-0.1%（H2 维持+0.1%），若政策效力释放超预期带动实体需求快速回暖，一季度的回撤幅度将得到有效控制。在此路径下，PPI 同比有望在 7-8 月冲破 0 轴实现转正，四季度读数或站稳 0.2%-0.3%的正值区间，确立温和通胀格局。

情景三（悲观假设）：内需修复乏力叠加去库战线拉长，全年 PPI 中枢或下探至-1.6%左右。假设 Q1 环比深跌-0.3%，且二至四季度修复乏力（环比-0.1%）。核心风险在于，黑色金属、煤炭、光伏和汽车等行业的去库进程偏慢，延后至 2026 年四季度甚至更久，价格中枢进一步破位。受此拖累，PPI 同比读数在 Q1 深跌至-2.2%后，后续修复极度平缓，全年大概率持续在-1.1%至-2.2%的负值区间，年底读数或仍停留在-1.8%附近，呈现"L 型"低位运行特征。

图 38：PPI 全年节奏推演



资料来源：WIND，华西证券研究所
注：2025 年 12 月 PPI 环比均假设为 0

4.风险提示

反内卷政策不及预期；国内和海外主要发达经济体经济基本面出现超预期变化；国内和海外主要发达经济体财政、货币政策出现超预期调整。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。