



◀「十五五」擴大高水平對外開放，預計中國製造業企業的海進程將明顯提速。

經濟觀察家

展望2026年的中國宏觀經濟，基本判斷是「出口進、消費穩、投資緩」；「十五五」元年的政策思路也將從單純的逆周期調節、轉向與跨周期調節相結合，以期在經濟再平衡的過程中促進物價的合理回升。

以下選取了當前投資者最聚焦的十個問題，以問答的方式作具體展望。

2026年宏觀經濟十問十答



民生國計
陶川

問題一：如果增速目標繼續錨定5%左右，靠什麼來實現？

我們認為不必過於擔心2026年實現經濟目標的難度。過去大家低估增速背後的重要一點是低估了出口的表現，配圖中表明這一事實，即在實際的出口增速高於國內生產總值（GDP）增速的情況下，淨出口對GDP增速的貢獻會被顯著放大。出口的強勁增長一方面直接體現在淨出口本身，另一方面也會通過帶動製造業投資和生產性服務業二次拉動GDP。

另一個可能被市場忽視的增長貢獻是消費。當前社零增速已不能作為整體消費態勢的唯一參考，原因在於其主要衡量商品消費、未充分涵蓋服務消費與政府公共消費等日益重要的組成部分。展望2026年，消費增長將在兩個維度展現潛力：一是在「投資於物」轉向「投資於人」的指引下，財政支出持續向教育、醫療、社保等公共服務領域傾斜，推動政府消費規模擴張；二是「十五五」規劃明確提出的「居民消費率明顯提升」目標，將為居民消費提供明確的增量指引。

問題二：出口的韌性能否持續？

關稅上調後，出口繼續作為中國經濟增長的關鍵驅動，是2025年最大的預期差。其韌性源於周期性與結構性因素的共同影響，其中周期性因素上逆風和順風交織，雖然關稅摩擦導致對美份額驟降，但轉口盛行與匯率偏弱部分對沖了出口下滑；而結構性因素（企業加速出海布局、非洲新增長點開拓等）則構成更持久的增長底氣。展望2026年，我們認為，周期性壓力逐步緩解，結構性需求延續支撐，實際出口增速有望繼續跑贏經濟增長。

關稅擾動弱化與外需邊際修復下，周期性逆風階段性緩解。隨着中美貿易博弈進入緩和期，關稅進一步加徵空間有限，對出口的衝擊邊際走弱，預計2026年對美出口將迎來修復，與之對應的轉口需求也將放緩，但鑒於東盟對華產業鏈的深度依賴，貿易差額佔比高，對東盟出口仍將保持韌性。此外，歐美財政貨幣發力引領全球寬鬆周期共振，製造業景氣度有望延續修復；歐洲經濟復甦下，歐元的強勢也有助於中國對歐洲市場的開拓，共同推動外需邊際改善。

問題三：「促消費」下一個突破口在何處？

作為「十五五」開局之年，2026年「促消費」路徑有望從2025年依賴「消費品以舊換新」等耐用品刺激手段，轉向構建更具持續性的消費增長體系。當前，「以舊換新」品類的社零增速已呈現持續放緩態勢，表明單純依靠耐用品補貼的政策效能正在衰減，且存在透支未來消費需求的潛在風險。因此，邁入「十五五」新階段後，政策重點將聚焦於服務消費的拓展與深化。

具體路徑上，考慮到服務消費涉及民生保障、政策配套等多重維度，且各地發展基礎與消費習慣差異顯著，大規模統一推進的條件尚不成熟。因此，我們預計服務消費創新將採取「邊行邊試」的推進策略，浙江、廣東等「樂於消費型」地區有望率先開展服務消費場景創新試點，為全國層面的政策推廣積累實踐經驗。

問題四：再通脹前景幾何？

考慮到當前居民消費價格指數



（CPI）增速與既定目標存在一定差距，2026年通脹目標或將理性下調。預計基準情形下2026年全年CPI增速將落在0.1%至0.2%區間，雖較目標水平存在距離，但在政策效應充分釋放後，仍有望繼續向目標溫和靠攏。

值得關注的是，儘管今年支撐核心CPI的「兩新」政策與黃金價格上漲兩大動能可能有所減弱，不過隨着服務消費持續復甦與民生領域政策支持加碼，預計核心CPI仍將保持0.8%至1.0%的溫和增長態勢，展現其內在韌性。

問題五：製造業投資能否反彈？

製造業作為「十四五」中國經濟增長的引擎，2025年中以來有降溫的跡象。我們認為這種收縮性的減速究竟是周期性的阻力，還是結構性的挑戰，決定了2026年製造業投資的前景。

從周期性因素來看，「反內捲」對製造業投資的影響相對有限，因為三季度以來相關行業的產能利用率依然保持低位，其投資增速雖有所下滑，但並未如整體製造業投資出現負增長。而那些出現負增長的行業：如電子、電器機械、紡織服飾、製鞋業則更多是出口導向行業。鑒於2026年中美在關稅問題上已達成階段性緩和，預計出口行業製造業投資的拖累也將有所緩解。

從結構性的因素來看，「十五五」隨着擴大高水平對外開放的戰略優先級大幅提升，我們預計中國製造業企業的海進程將明顯提速，以實現再全球化的加速布局來分散地緣政治風險。我們預計2026年中國製造業投資的增速可能會降至5%以內。

問題六：基建會否迎來反轉？

關於2026年基建投資走勢，其核心在於財政資源的傾斜力度。2025年以來，無論是公共財政支出還是新增專項債，基建都不再是唯一主角，財政資源的天平正明顯向民生、化債傾斜。我們認為，這一趨勢在2026年仍將延續：

首先，「投資於人」的政策導向正引領公共財政支出「騰籠換鳥」、2026年對傳統基建的投入或將依舊趨緩。其次，仍在攀升的地方槓桿率將繼續制約基建意願，在2024–25年化債進度整體偏慢的基礎上，專項債投向或將延續這一「去基建化」態勢、推動地方槓桿水平的降低。因此，我們對2026年基建投資增速持謹慎樂觀態度。

問題七：困境下的地產投資能否企鵝？

對於2026年地產走勢，我們認為短期內市場仍在調整階段，政策核心將秉持周期性「防風險」和「高質量發展」下的雙重導向。結構上看，我們認為新房市場價格可能領先於二手房市場止跌回穩。伴隨住房建設向高質量進階，新房市場有望率先打破調整態勢、實現止跌回穩，而二手房市

場仍面臨一定的去庫存壓力。

雖然地產整體企鵝仍有待觀察，但鑒於地產投資佔GDP比重已明顯下行，其對經濟的直接拖累也在減弱。根據測算，假設明年房地產投資（扣除土地購置費）增速下降10%，對名義GDP的拖累將為0.4個百分點，較2022年以來年均0.8個百分點的拖累邊際收窄。

問題八：財政側重是「加力」還是「提效」？

對於2026年、乃至「十五五」期間的財政政策，我們判斷在無突發性衝擊的情況下，將呈現「小步慢走」的擴張特徵因此相較「加力」，預計2026年財政政策將更側重於「提效」。這一取向具有堅實的實證基礎：即便在投資效益優化提升的背景下，消費的財政乘數依然顯著高於投資。

事實上，2025年財政支出已顯現出「投資於人」的明確轉向，預計2026年這一趨勢將進一步深化，財政資源將更多向消費和民生領域傾斜，以實現有限財政資源的最大化利用。

問題九：貨幣政策如何定調？

從2025年的經驗來看，雖然貨幣政策給出了適度寬鬆的定調，但鑒於出口的潛在韌性和經濟運行的結構性優勢，總量寬鬆的必要性下降，全年50個基點的降準和10個基點的降息明顯低於市場預期。

2026年貨幣政策在實際執行層面，我們認為重在把握兩個關鍵詞，一是「金融強國」；二是「跨周期調節」。「金融強國」意味着2026年的貨幣政策或將更加「以我為主」，與美聯儲在貨幣寬鬆周期上的同步性也將進一步弱化。「跨周期調節」納入了貨幣政策對中長期的結構性問題的考量。從歷史來看，當央行引入「跨周期調節」這一表述後，降準降息的頻率較單純的「逆周期調節」明顯下降。

問題十：人民幣匯率升值空間有多大？

對於預測2026年人民幣匯率的走勢，需要結合金融強國和美元周期這兩個因素來綜合考量：

金融強國作為「十五五」的戰略部署，意味着2026年人民幣國際化進程有望進一步提速，無論是助力企業出海還是成為有吸引力的全球儲備貨幣，都需要提升海外企業和投資者持有人民幣的意願。

美元周期雖然近年來對人民幣匯率的影響弱化，而在方向上依然有指示意義。2026年在美聯儲持續降息、美股高位及美國政治不確定性加大的背景下，我們判斷美元指數仍將震盪向下，從而繼續支撐人民幣對美元走強。

因此，我們預計2026年人民幣對美元匯率有望升破7，但不會遠離7。

（作者為民生證券研究院首席經濟學家）

美國私募信貸 潛藏巨大金融風險



市場脈搏
李超

在本輪人工智能（AI）公司併購浪潮中，美國私募信貸（Private Credit）一直都是重要參與者。當前經濟增長集中於AI相關部門，私營企業破產可能通過私募信貸渠道向金融系統傳導，衍生更嚴重金融風險。

上月，美國區域性銀行Zions Bancorp（齊昂銀行）和Western Alliance Bancorp（西聯銀行）因持有大量商業抵押貸款（CMBS）基金，在多家企業集中違約後，資產質量急劇惡化，引發儲戶擠兌，最終被聯邦存款保險公司接管。本月21日，美國聯儲局理事麗莎·庫克提及私募信貸風險。其表態稱：「美聯儲工作人員估計，過去五年私募信貸大約翻了一番……也看到涉及更多槓桿參與者的更複雜中介鏈，如銀行和保險公司」。

根據美聯儲定義，私募信貸是通過非銀行工具，如私募債務基金（PD）和商業發展公司（BDC）向中型企業提供的直接貸款。美國中小企業、初創企業同樣存在融資困難問題，尤其是難以進入公共資本市場進行債務、股權融資，這些難以從銀行獲得貸款的私營企業可以通過私人信貸機構的貸款繼續發展業務，即私募信貸。

槓桿率高於非銀行金融機構

私募信貸規模約1.3萬億美元，佔美國企業總債務規模（債券+信貸，國家資產負債表口徑）的9%，槓桿率為53%高於其他非銀機構42%水平，但銀行並非其主要融資來源，佔其總規模約30%。從規模上來看，美聯儲2025年報告估算私募信貸規模約在1.3萬億美元水平，且私募信貸槓桿率在2017年至今由40%提高至53%，而美國其他非銀金融機構槓桿率保持在42%附近，顯示私募信貸槓桿率較高。

值得注意的是，美聯儲報告顯示，私募信貸主要資金來源包括養老基金、保險公司、家族辦公室、主權財富基金以及高淨值個人。我們測算通過銀行渠道融資份額僅約3900億美元（1.7萬億×23%），佔總規模約30%。

私募信貸中介（Private Credit intermediaries）中又分為私人債務（PD）基金和商業發展公司（BDCs）兩類，其中BDC（商業發展公司）積

極進入科技領域投資。例如，BDC近三年信貸發行量與科技行業用量數據顯示，2025年相對於2023年BDC信貸總發行量從729億美元升至1342億美元，科技行業份額也隨之從2023年的264億美元升至415億美元，反映出與科技相關私募債務融資活躍度與規模上行。

我們認為私募信貸問題值得關注，但短期內私募信貸引發系統性金融風險的可能性較低。

一是從銀行向私人信貸機構貸款的規模較低，對私募信貸機構的敞口風險整體可控。從整體規模上看，美國商業銀行對私募信貸總規模約3900億美元，對商業信貸中介（Business Intermediaries）信貸總規模約3600億美元，合計7500億美元，佔美國商業銀行信貸總規模18.9萬億美元約4%。

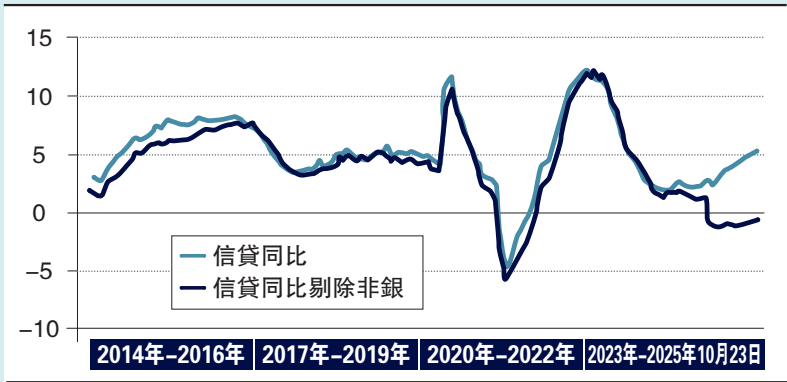
二是從違約風險上看，私募信貸機構信貸違約率較低。截至2024年四季度，美國私人債務基金（PD）和商業發展公司（BDCs）的信貸平均違約率分別為2.07%、0.71%，而其他非銀金融機構平均違約率為1.65%。從中位數視角來看，美國私人債務基金（PD）和商業發展公司（BDCs）的信貸違約率為0.22%、0.3%，還好於其他非銀金融機構約0.37%水平。與私募信貸相比，2024年同期美國工商業貸款拖欠率約1.28%。

三是私募信貸較為集中的大型銀行資本金充足、流動性健康，整體資產負債狀況良好。美聯儲報告測算銀行對私人信貸機構承諾貸款總額平均佔銀行監管資本的7%，且這些貸款承諾中約60%集中在五家美國全球系統重要性銀行（GSIBs），資產質量較好。壓力測試顯示當私人信貸機構面臨流動性緊張，完全兌現美國商業銀行的借款承諾，也僅會導致CET1（普通股權一級資本比率）總資本比率由當前13.02%降至13%；總流動性覆蓋率（LCR）由當前122%降至121%，影響較為有限。

11月以來，高收益債利差小幅走闊，美銀美林公司債高收益級和AAA級有效收益率利差由2.11%上行至2.18%，穆迪Baa–Aaa利差由0.55%上行至0.61%，可能受近期風險偏好影響，但走闊幅度並不明顯，並未突破4月高點，與之相比科技股泡沫期間二者分別約在6%、0.9%附近。

（作者為浙商證券首席經濟學家）

非銀信貸規模2025年以來快速擴張



港樓回勇 中小型單位受追捧



主樓布陣
布少明

近日樓市最熱門話題，莫過於有市場人士認為樓市已確認見底回升，而且預測進取程度更令不少人咋舌。本文暫不為樓價作出太長遠預測，但無可否認，市場上「樂觀」的聲音正甚囂塵上，恰恰反映了近月樓市暢旺的市況。

雖然大埔火災事故令多個新盤延遲銷售，但暫時未明顯影響一手交投氛圍。綜合市場資訊，11月截至26日，一手成交累積錄逾1600宗，連續第10個月延續單月「破千」佳績，創一手新例後最長「破千」紀錄，充分顯示購買力正源源不絕地釋放。

若以全年截至11月26日計，一手成交量已達18561宗，較2024年全年15506宗大幅高出約19.7%，足見今年一手市場相當活躍。

一手熱賣，連帶新盤累積貨尾量亦下跌。據美聯物業研究中心資料顯示，11月截至26日，全港累積貨尾量錄約1.9萬個單位，按月續減2.9%，連跌10個月，創自2023年6月後的29個月新低，較今年1月高位23121伙，大幅減少超過4000伙，跌幅高達17.6%，供應持續收縮，正為樓價加速回升提供有力支持。

差估署日前公布10月份私人住宅售價指數按月升0.41%，連漲5個月共2.7%，為2021年後最長升浪，今年計則暫升1.8%。至於「美聯樓價指數」同步回勇，最新11月24日報131.92

點，年內樓價已錄2.96%的升幅，較年內低位上升4.47%，反映市場已確認「見底回升」訊號，估計將加快用家及投資者的入市步伐。

值得一提的是，樓市持續回穩，造就一批剛取得購買證的「白居二」大軍提速入市，帶動樓市交投，其中尤以樓市「入門版」的居屋及公屋交投率先急彈。據美聯物業研究中心綜合房屋委員會數據資料顯示，10月份居屋及公屋第二市場（未補價）的成交宗數合共錄288宗，較9月份203宗按月大幅回升約41.9%，並創三個月新高。

隨着更多白居二買家陸續入市，加上10月底本港跟隨美國減息，預計11月及12月第二市場成交將進一步爆發。

中大型單位交投料緊隨上揚

上述「入門版」中小型單位作為樓市基礎購買力的核心，隨着需求正有序釋放，除了為樓市奠定更穩固基礎，有助激活樓市換樓鏈，預計未來本港中型、中大型單位以致豪宅等交投。有望同步迎來上升動力。

總括而言，在中小型單位強勁需求推動、一手貨尾快速消化、利率持續下調、樓價穩步回升等多重利好因素帶動下，正為樓市積存換樓及進一步推升的動力。一手短期仍主導大局，而隨着換樓鏈逐步打通，樓價持續向上「進擊」可期。

（作者為美聯物業高級董事）