



▲堅持創新驅動，加緊培育壯大新動能，這是中國明年經濟工作的重點任務之一。

經濟觀察家

中國經濟已步入存量經濟主導的時代。「十五五」規劃建議已經擘畫了五年的發展藍圖，日前落幕的中央經濟工作會議又將對2026年的經濟發展提出哪些具體指示要求？本文試作分析。

中國經濟更看重提質增效

察股觀經 李迅雷

今次中央經濟工作會議提出「外部環境變化的影響加深」，相比去年末的會議，沒有再提「不利影響加深」，說明面對加徵關稅、高科技封鎖等外部壓力，中國已經更有信心去應對，並有能力化不利為有利，主動運籌國際空間、塑造外部環境的諸多有利因素。

苦練內功應對挑戰

會議在總結經濟工作規律性認識中提出，必須以苦練內功來應對外部挑戰，對於明年的工作提出「堅持穩中求進工作總基調，更好統籌國內經濟工作和國際經貿鬥爭，更好統籌發展和安全」要求。其中，「堅持穩中求進工作總基調」是多年來始終堅持的經濟工作重要原則，「更好統籌發展和安全」是樹牢底線思維，那麼「更好統籌國內經濟工作和國際經貿鬥爭」就為下一階段的經濟工作指明了發力方向。

對比來看，在繼續堅持4月底政治局會議提出的「穩就業、穩企業、穩市場、穩預期」這「四穩」的基礎上，強調了「更好統籌」，這既要求我們以高質量發展的確定性應對外部環境急劇變化的不確定性，也要總結好今年以來的鬥爭經驗，把握大國博弈中瞬息萬變的形勢和局面，危中見機、危為機。

「十五五」規劃建議提出，「大國關係牽動國際形勢，國際形勢演變深刻影響國內發展，中國發展處於戰略機遇和風險挑戰並存、不確定難預料因素增多的時期」，清晰勾勒了「大國關係—國際形勢—國內發展」的影響路徑。由此，未來的經濟工作也要多一個維度從是否有利於國際經貿鬥爭來進行考量。

擴大內需是有效應對外部衝擊的戰略舉措，也位列明年經濟工作重點任務之首。消費方面，中央經濟工作會議提出，深入實施提振消費專項行動，制定實施城鄉居民增收計劃，這是從消費能力的角度入手提振消費，也與「十五五」規劃建議提高居民收入在國民收入分配中的比重、提高勞動報酬在初次分配中的比重相一致。

擴大優質商品和服務供給，這是進一步釋放消費增長空間，與此前已經發布的打造消費新場景培育消費新增長點、增強消費品供需適配性的政策文件一脈相承，通過「新技術—新產品—新場景」等實現供需良性循環。

投資方面，中央經濟工作會議明確要求推動投資止跌回穩，適當增加中央預算內投資規模，這也與「十五五」開局之年的重大項目開工建設相配套；高質量推進城市更新，將成為對沖房地產投資下行壓力的手段之一。

當然，從存量的角度考慮，中國製造業增加值約佔全球30%，但人口只佔17.5%左右，短期內出口市場的

終端需求仍佔據中國製造業產能的相當一部分比重。考慮到美國採用各種手段封堵中國產品轉口，歐洲或新興經濟體也可能因為擔憂中國產品衝擊而轉向貿易保護主義，政策層面對於中國產能的全球布局的重視程度也日益提高。

商務部在「十五五」規劃建議發布會中提出，既重視「中國經濟」也重視「中國人經濟」。中央經濟工作會議提出，推進貿易投資一體化、內外貿一體化發展，在引導產供鏈合理有序跨境布局過程中，帶動中間品、資本品出口，再加上內外循環相銜接，將有助於穩定並增強外需韌性。

貨幣政策靈活高效

從工作角度看，「明年經濟工作要堅持穩中求進、提質增效」，把年底的「以進促穩」調整為今年底的「提質增效」，更加突出經濟增長質效。從政策取看向，「繼續實施更加積極的財政政策和適度寬鬆的貨幣政策」與今年保持一致，明年宏觀經濟政策將保持連續性、穩定性。

財政政策方面，保持必要的財政赤字、債務總規模和支出總量，優化實施「兩重」項目、優化「兩新」政策實施，預計財政赤字率、新增地方政府專項債券、超長期特別國債規模將總體與今年保持一致或穩中略升。考慮到今年四個季度GDP增速是前高後低，2026年經濟要為「十五五」規劃的實施開好局，則應該形成GDP「前低後高」的走勢，故財政赤字率要略有增加，從今年的4%左右提高到4.2%—4.5%。

「兩重」項目可能的優化方向包括，增加對創新屬性的要求、拓展至無形資產投資，把「投資於物」與「投資於人」更好結合起來、提高民生類投資，在統籌硬投資和軟建設過程中實現「花錢建機制」、「政府促民間」的作用。「兩新」政策可能的優化方向包括，合理把握資金支出進度、合理設置補貼品類，既提高補貼的普惠性，也避免品類過散、過亂。其中以舊換新的額度，從今年的3000億元（人民幣，下同），是否可以提高到4000億—5000億元？

優化財政支出結構，預計可能包括以下兩個方向，一個是落實「十五五」規劃建議要求，提高公共服務支出佔財政支出比重、增加政府資金用於民生保障支出，另一個是適當中央政府支出，比如增加中央預算內投資規模。

貨幣政策方面，靈活高效運用降準降息等多種政策工具，保持流動性充裕，暢通貨幣政策傳導機制，預計明年將降準25—50點子、降息10—20點子，具體時間點要在年初就立即使用實實的政策空間。

這次會議對貨幣政策目標增加了一個新要求：讓物價合理回升作為貨幣政策的重要考量。去年中央經濟工作會議儘管也提了物價合理回升的要

求，但這次似乎把任務重點給了央行。

會議要求，「加大逆周期和跨周期調節力度」，與去年底政治局會議「加強超常規逆周期調節」相比，體現出以五年為限，在第一年的「系統謀劃」和最後一年「衝刺收官」的不同側重。「提升宏觀經濟治理效能」與「十五五」規劃建議的提法保持一致，從宏觀調控到宏觀治理，更加注重視把握好政府與市場關係、發揮政策的集成效應。

充分挖掘科創潛能

明年工作的重點任務第二項是堅持創新驅動，加緊培育壯大新動能，「加緊」比「加快」更有緊迫感，新舊動能接續轉換的重要性也更突出。會議明確部署，建設北京（京津冀）、上海（長三角）、粵港澳大灣區國際科技創新中心，實施新一輪重點產業鏈高質量發展行動，制定服務業擴能提質行動方案，深化拓展「人工智能+」，這些都是立足於現有發展基礎提出的新要求和更高目標。與此同時，完善新興領域知識產權保護制度、完善人工智能治理，都是從制度保障的角度為創新發展保駕護航。

本次會議繼續將「內捲式」置於「堅持改革攻堅」的具體任務之中，可見「反內捲」是全國統一大市場建設的重要組成部分。在明年工作的總體要求中提出「因地制宜發展新質生產力，縱深推進全國統一大市場建設」，兩者是有互聯繫的。事實上，總書記在2024年3月參加全國「兩會」江蘇代表團審議時，就已經強調「……發展新質生產力不是要忽視、放棄傳統產業，要防止一哄而上、泡沫化，也不要搞一種模式。」

各地要堅持從實際出發，先立後破、因地制宜、分類指導。要根據本地的資源稟賦、產業基礎、科研條件等，有選擇地推動新產業、新模式、新動能發展，用新技術改造提升傳統產業，積極促進產業高端化、智能化、綠色化」，這顯然比今年下半年市場熱議「反內捲」要早了許多時間，說明「反內捲」不簡單等同於行政性手段去產能或漲價，要同步考慮保持製造業比重合理水平的要求，通過規範競爭、優化市場秩序來更好發揮存量產業優勢。

今年年末的中央經濟工作會議對於資本市場的指導意見少於去年，也沒有再提「穩股市」，只有一句「持續深化資本市場投融資綜合改革」，延續了去年的改革要求。

對於市場較為關注的房地產，本次會議繼續要求「着力穩定房地產市場」，主要手段包括因城施策控增量、去庫存、優供給，去庫存主要是鼓勵收購存量商品房重點用於保障性住房，優供給主要是有序推動「好房子」建設。深化住房公積金制度改革，可能包括靈活參保、彈性繳存、便利使用等。

（作者為中泰證券首席經濟學家）

學生財務危機擴大 美消費添隱患

實話世經 程實

「一葉障目，不見泰山。」2025年聯邦學生貸款還款與徵信寬限期終止後，長期被掩蓋的債務問題迅速顯現，正在侵蝕美國消費的結構性基礎。

紐約聯儲與信用機構數據顯示，今年一季度接近600萬借款人逾期90天或以上，超過220萬人因新增拖欠導致信用評分驟降100分以上。30至49歲人群受影響尤為顯著，原本支撐消費的核心人群面臨償債與生活支出的直接權衡。學生貸款拖欠的集中爆發正在放大美國收入、地域與教育差異的結構性不平等，並在短期壓制消費、長期削弱增長動能。

沉默的債務正在浮出水面。疫情初期，美國政府為緩解家庭壓力，允許聯邦學生貸款暫停償還並不計入徵信，這一臨時政策自2020年起持續多年，為許多家庭提供了關鍵緩衝。隨着2025年還款與徵信全面恢復，過去無需還款、也未受信用懲罰的借款人如今集中面對違約與信用下調風險。

逾期率五年累升1.6倍

今年一季度，逾期90天及以上或違約的借款人接近600萬，逾期比例從2020年2月的11.7%升至今年4月的31%，風險快速顯現。更突出的壓力來自信用評分惡化，新增拖欠學生貸款的借款人中，超過220萬人的信用評分下降逾100分，逾百萬人的降幅超過150分，其中大量原本信用良好的群體因此從可申請汽車貸款、住房按揭和信用卡的區間跌出。即便獲批，貸款利率也會顯著上升，進一步加劇財務負擔。同時，信用受損的影響向更廣生活領域外溢，求職背景調查、租房申請乃至保險定價都可能因此受阻。隨着償債壓力上升、信用條件收緊，更多家庭不得不壓縮消費以避免進一步違約，形成「債務擠出消費」的局面。

若需求受抑、收入難改善而債務負擔持續累積，則可能加劇違約與信用惡化，進而陷入「債務擠出消費—消費抑制增長—增長無力還貸」的負向循環，從家庭財務層面累積成為潛在的系統性隱憂。

中低收入家庭成為壓力焦點。值得注意的是，並非所有家庭受影響程度相同。高收入群體因儲蓄更充足、信用更穩健，整體消費能力維持較強，生活品質基本未被衝擊；而《Economic

Well-Being of U.S. Households in 2024》顯示，學生貸款拖欠者高度集中在家庭收入不足5萬美元的中低收入群體。對他們而言，學生貸款形成沉重壓力，不得不優先保障食品、住房、醫療等基本支出，削減旅遊、娛樂等可選消費，美國消費市場由此呈現加速分化的結構性裂變。

另據紐約聯儲數據顯示，30至49歲群體成為逾期佔比上升最快的一類人。他們多在年輕時依靠貸款完成教育，原本是美國消費的主力，但隨着還款與徵信恢復，財務壓力迅速上升。本就承擔房貸、子女教育和醫療等多項支出，如今還需從有限預算中擠出資金償還學生貸款，迫使其在其他消費上做出取捨。若無法按時還款，不僅信用評分下滑，還會導致未來貸款獲取更難、融資成本上升，從而形成學生貸款壓力與信用惡化的雙重擠壓。這不僅削弱其短期消費彈性、推遲乃至取消可選支出，也可能在短期內明顯壓制美國消費表現，並在長期內考驗着社會的公平性與經濟的穩定性。

社會不平等在地域、族群與學歷層面加劇。除了收入差異，學生貸款風險在地理層面同樣呈現顯著不平衡。美國南部及部分收入偏低的州拖欠率更高，這些地區經濟基礎薄弱、儲蓄不足、就業不穩，本就缺乏抵禦衝擊的能力；隨着還款義務全面恢復，當地家庭的財務彈性進一步壓縮，消費傾向隨之下降，區域經濟活力面臨削弱壓力。

違約問題還與種族與教育背景緊密相關。非洲裔、拉美裔等少數族裔群體的拖欠比例長期高於整體水平，他們在教育資源、就業機會與收入提升方面處於劣勢，學生貸款原本應是向上流動的階梯，卻更易轉化為沉重負擔。

教育經歷同樣決定違約風險。未完成四年制大學、就讀社區學院或職業技術學校的借款人更容易還不上貸款，投入與回報之間的錯位使其難以通過收入提升擺脫債務。這些群體收入水平偏低、緩衝空間有限，「高投入、低回報」的困境尤為突出。

種族、地區與教育差異疊加，使學生貸款從個體財務難題演變為社會結構性問題：誰更容易負債、誰更可能違約、誰的消費最先被壓縮，背後反映的是美國長期存在的結構性不平等，而這些不平等正在成為制約消費擴張與經濟韌性的深層隱患。

（作者為工銀國際首席經濟學家）

港息維持不變 無礙樓市升勢

主樓布陣 布少明

日前美國聯儲局公布議息結果，一如市場預期減息0.25厘，但由於本港最優惠利率已回落至本輪加息周期前的水平，故今次本港銀行未有跟減符合預期。聯儲局會後聲明表示會重啟買債，未來30天將購買400億美元短期國債，勢增加市場資金流動性，有助本港拆息回落，減輕供樓人士負擔，間接提振樓市。

其實供樓人士的負擔已大為減輕。以樓按貸款500萬元，並以30年還款期為例，最新P按息率約3.25厘，每月供款約2.176萬元。若與去年9月初，美國未啟動減息周期前P按4.125厘時相比，目前每月供款累減約2472元，降幅超過10%，顯著緩解業主供樓壓力。

減息不單止惠及一般買家，亦減輕發展商的融資及持貨成本。自年初起，不少新盤銷情理想，一手交投已連續第10個月單月「破千」，創一手新例後最長紀錄，顯示購買力持續，帶動樓市成交「量價」同步回勇。

值得注意的是，儘管銀行未有跟隨美國減息，但樓市氣氛大致保持平穩。更有個別新盤部署輕微提價推售，配合早前大型發展商以高價投地。市傳銀行業明年或推出更具吸引力的按揭優

惠，例如進一步提高按揭現金回贈吸客等，有助刺激後市表現。

「美聯樓價指數」最新報133.57點，年內樓價累積升幅擴大至4.25%，創約17個月新高，預期全年上升約5%，連跌3年後首次回升，今年樓市已呈現「價量齊升」的格局。

交投方面，一手市場近期交投暢旺，二手買家紛紛加快「尋寶」步伐，豪宅市場尤見活躍，近月豪宅及工商廈錄得多宗大額成交。

豪宅板塊交投旺

據美聯物業研究中心綜合《一手住宅物業銷售資訊網》資料及市場消息，下半年截至12月8日，逾億元一手成交錄61宗，涉及總金額達129.4億元，較上半年30宗及約60.9億元，各勁升逾1倍及逾1.1倍，料下半年「埋單」將挑戰70宗及150億元水平，有望同創一手銷售條例後的半年度新高。

總括而言，受減息潮推動，一手市場明顯發力，豪宅及超豪宅板塊交投旺盛，預期這股熱度將擴散至整體樓市，配合多重利好因素，如租金持續向上激發「租轉買」需求及長線投資者入市等，估計12月一手交投有望錄約1500宗，而二手表現將同步造好，樓價料延續穩步回升趨勢。

（作者為美聯物業高級董事）

今年住宅物業成交數字

