



▲中國出口在2026年預計將繼續維持強韌性，同比增長達34%。

**經濟觀察家** 展望2026年中國出口，筆者認為中美關稅有望維持穩定，雙方經貿關係迎來階段性緩和。儘管全球貨物貿易增速放緩，但依託於成本優勢，中國出口訂單份額預計將進一步提高。定量測算顯示，以美元計價的中國出口，2026年將同比增長3.4%，繼續維持強韌性。

# 產業鏈優勢穩 中國出口韌性強

**察股觀經** 李迅雷

2025年中國出口表現好於預期。以美元和人民幣計價的中國出口名義同比，前11個月分別為5.4%、6.2%。若剔除掉價格因素拖累後，前11個月人民幣計價的出口實際同比增長9.0%。

外需強勁，為中國經濟增長提供重要支撐。2025年前三季度貨物和服務淨出口拉動GDP同比增長1.5個百分點，對GDP累計同比的貢獻率達到了29.0%。對比歷史同期看，這是2009年公布數據以來，貨物和服務淨出口對各年前三季度GDP累計同比貢獻率的第二高，僅次於2022年前三季度的32.5%。

筆者認為，2025年中國出口高增長，主要有以下三個原因：

一是**美國提高對華關稅後，部分商品可能經由東盟等地區向美國轉口**。2025年前11個月中國對美出口同比為-18.9%，對東盟出口同比增長13.7%，兩個增速的分化，可能和轉口貿易有關。

二是**中國企業加快出海，對非洲等地區出口高增長**。2025年前11個月中國對非洲出口同比增長26.3%，遠高於中國對其他主要貿易夥伴的出口增速，對非洲出口拉動前11個月中國總出口同比增長1.3個百分點。通過對出口結構的拆分，可發現前11個月中國對非洲資本品出口同比增長50.8%，遠高於同期中間品和最終消費品的對非出口增速。據此判斷，對非洲出口高增長，主要推動因素是「一帶一路」框架下中國企業向非洲的產能轉移，而並非通過非洲做轉口貿易。

三是**全球貿易狀況好於預期**。隨着美國和多個貿易夥伴舉行貿易談判，關稅對全球貿易的擾動減弱。2025年10月WTO（世界貿易組織）發布報告預計，2025年全球貨物貿易量將同比增長2.4%，較4月美國對等關稅政策落地初期時的預測值-0.2%大幅上調。

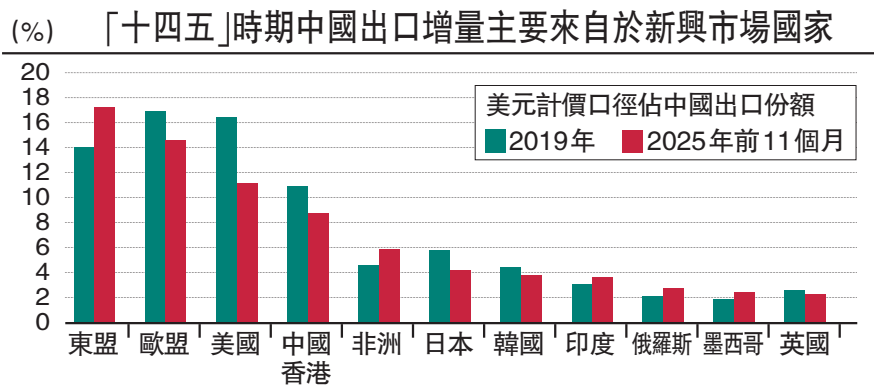
## 關稅風險料趨平穩

展望2026年，筆者認為中美關稅有望維持穩定，儘管全球貨物貿易增速放緩，但依託於成本優勢，中國出口訂單份額預計將進一步提高。

對美出口方面，筆者認為中美已互相徵收的關稅2026年可能維持不變，雙方在貿易層面的博弈進入了緩和期。邊際視角看，貿易摩擦對2026年中國出口的衝擊，預計將有所緩解。2026年中美關稅進一步下調，可能需要雙方在貿易、芬太尼合作等領域，取得新的共識和進展。

根據彼得森國際研究所的測算，2025年9月（最新，基於USITC的原始數據）美國對華關稅稅率為35.2%，對全球的平均關稅稅率為10.4%。在11月初下調10%的芬太尼關稅後，美國對華關稅約為25%（即35.2%至10%）。

市場仍舊關注剩餘的10%的芬太尼關稅，是否會取消。基於以下兩個原因，進一步下調芬太尼關稅，或許需要中美雙方達成新的巨大共識和合作成果。一方面，芬太尼產業鏈長，跨國聯合執法想要達成巨大的合作成果，可能需要一些時間。另一方面，



來源：Wind、中泰證券研究所

美國對日韓這兩個傳統盟友的最新關稅分別為16.1%、15.0%，若完全取消對華芬太尼關稅，那麼美國對華關稅將和韓國的接近，略低於日本的。考慮到全球地緣的複雜性和長期性，出現這種情況的概率或有限。

與此同時，2026年中美關稅上調的風險也不大。2025年中美經貿團隊的會談，每次都圍繞核心關切逐一解決，預計2026年因談判未達成共識而上調關稅的風險不大。中國稀土戰略的強威懾力，也為中國贏得談判主動權。根據國際能源署（IEA）2025年3月的統計和預測，2024年中國和美國的稀土礦產量佔全球比例分別為61.1%、8.9%，中、美的稀土精煉產量佔全球比例分別為91.3%、1.2%。

美國積極尋求擺脫對中國稀土產業鏈的依賴，但進展較慢。美國戰略與國際研究中心（CSIS）表示，2020年美國五角大樓開始投入資金用於構建美國本土的稀土元素供應鏈，但美國稀土相關的生產仍處於早期階段。蘭德公司2023年在報告《保護美國稀土》中指出，美國要實現稀土供應鏈自主，至少需100億到150億美元的長期投資，並在技術、人才和配套設施上全面重建產業基礎。

中國此前對日本的稀土禁運，也為美國提供了前車之鑒。2010年由於地緣爭端，中國對日本實施稀土禁運。日本開始尋找稀土替代和發展精煉技術，但成效並不大。日本稀土進口來源於中國的比例，在歷經五年下降後，又從2016年的低點53%左右，持續回升到2025年的75%左右。日本尋求降低對中國稀土依賴的曲折探索經驗，也強化了目前中國所實施的稀土出口管制戰略的正確性和威懾力。

## 共建「一帶一路」出口地多元化

對非美經濟體出口方面，「一帶一路」戰略推動中國出口目的地多元化，這有助於中國提高抵禦單邊貿易摩擦的能力。對比2019年和2025年前11個月，中國出口裏主要貿易夥伴的佔比，可發現「十四五」時期中國出口的增量主要來自於新興市場和發展中國家。相較於發達經濟體，新興市場和發展中國家的經濟增速更高，外溢的進口需求也更強。

中國出口「以價換量」策略，儘管帶來了貿易摩擦風險，但也會繼續提升中國出口佔全球的份額，令中國出口維持強韌性。2023年1月到2025年9月，以美元計價的中國出口價格指數下跌了17.3%，同期非洲和中東、拉丁美洲、除中國外的亞洲新興經濟體以美元計價的出口價格指數，分別下跌了6.5%、上漲2.1%和上漲3.7%。

中國出口大幅度地「以價換量」，除了部分新興行業快速崛起拉低單位生產成本外，也和國內「供強需弱」，企業有動力通過降價去搶佔海外市場有關。

2020年到2022年海外生產受限，一些訂單被動轉向中國，出口高景氣帶動國內製造業資本開支擴張。2023年後海外生產開始恢復，但國內需修復斜率不及預期，加上前期開工項目形成的產能陸續釋放，企業所面臨的「供強需弱」壓力逐步上升。一些企業主動降價，尋求將前期流向中國的出口訂單留下來，並通過低價格去開拓市場。

低價出口也會增加貿易摩擦的風險，根據Global Trade Alert的統計，2022年即海外步入後疫情時代開始，中國受到的貿易干預影響次數就開始上升。

綜合考慮中國國際影響力的大幅提升、中國產品「物美價廉」，以及短期沒有經濟體可以取代中國在產業鏈、供應鏈裏的優勢地位，筆者認為「以價換量」對中國出口總的影響，短期將繼續偏正面，即會繼續提高中國出口的份額。

若將中國出口金額，拆分為全球貨物貿易量×中國份額×中國出口價格，以此計算2026年中國以美元計價的出口同比數據。

全球貨物貿易量方面，2025年10月WTO發布《全球貿易展望與統計報告》，其中預計2026年全球商品貿易量將增長0.5%。WTO認為2026年的商品貿易量增速，將較對2025年的預測增速2.4%明顯放緩，主要原因是貿易限制措施和政策不確定性蔓延到更多經濟體和部門。

中國出口份額方面，它有明顯的季節性規律，下半年通常比當年上半年的高。2025年上半年中國出口金額佔全球的14.2%，和2024年上半年的持平。測算顯示，2025年上半年中國出口量佔全球的份額為16.6%，較2024年同期提高了0.7個百分點。

假設由於轉口貿易轉弱，2025年全年中國出口數量佔全球份額較2024年提高0.5個百分點，至17.2%。考慮到2026年中美貿易摩擦緩和，以及中國出口的成本優勢依然非常明顯，假定2026年中國出口數量佔全球的份額進一步提高到17.7%。

出口價格方面，2025年前九個月中國出口價格指數同比下跌2.5%，已連續三年為負值。考慮到基數效應等原因，假設2026年中國出口價格指數同比回升到0。

根據上述假定，可以估算得2026年中國出口同比=1.005×0.177×1/0.172-1=3.4%。

（作者為中泰證券首席經濟學家）



實話世經 程實

「山雨欲來風滿樓。」在2025年12月議息會議上，美聯儲如期下調政策利率25個基點到3.50厘至3.75厘。在通脹尚未完全回落至目標區間的情況下，美國經濟需求放緩、通脹黏性減弱與勞動力市場降溫的組合特徵愈發清晰。高利率的累積效應正在壓制實體經濟，而資本市場在人工智能主題帶動下維持繁榮，階段性支撐了部分消費與信心。同時關稅與財政政策不確定性上升，可能通過收縮需求而非推升通脹的方式放大下行風險。

在增長壓力與金融韌性並存的背景下，美聯儲政策重心正由抗通脹向穩增長、穩預期傾斜，預計2026年下調政策利率總計50至75個基點，使其回歸大約3厘左右的中性區間水平，以應對貿易政策與財政不確定性帶來的持續擾動。

美聯儲如期降息25個基點。12月議息會議釋放出明顯的政策順應性信號，即在通脹風險邊際緩解的同時，更加重視需求與就業的變化。從通脹指標看，9月PCE物價指數同比上漲2.8%，核心PCE同比同為2.8%，超級核心通脹持續回落，顯示需求放緩正在削弱此前較為頑固的價格黏性。雖然通脹水平尚未完全回歸2%的政策目標，但其上行壓力已顯著減輕，為貨幣政策調整提供了空間。

從就業端看，失業率升至4.4%，為近四年來高位，勞動力市場降溫趨勢逐步顯性化。受政府停擺影響，部分官方非農數據階段性缺失，市場對ADP等高頻就業指標的依賴度上升。最新數據顯示，私營部門崗位出現淨減少，小型企業成為主要拖累，而大型企業仍維持一定用工韌性，反映出經濟調整過程中資源向規模與資本優勢主體集中。綜合來看，高利率政策的滯後效應、貿易政策不確定性，以及政府停擺的外溢影響正在疊加，對就業、投資與消費形成持續約束，這也是美聯儲選擇提前釋放寬鬆信號的重要現實背景。

關稅衝擊可能反而抑制通脹。傳統觀點認為關稅上調將通過抬高進口成本推升通脹，並迫使央行在降息問題上保持謹慎。然而，舊金山聯儲近期發布的研究結論對這一邏輯提出了修正。基

## 港樓價今年有望再漲7%



樓市強心針 廖偉強

本港樓市在經歷疫情及加息帶來的衝擊後逐漸回穩，2025年樓價平均上升4.3%，市場氛圍顯著改善。各界對未來表現充滿期待，尤其是在政府積極推動房屋政策、經濟逐步復甦，以及海外資金流入等多重利好因素支持下，樓市前景受到廣泛關注。展望2026年，筆者歸納出以下五個值得關注的重點：

- 一、樓價升勢加快
- 過去一年樓價已成功回升4.3%，反映市場信心正逐漸恢復。預計2026年，在整體經濟持續擴張、消費信心進一步增強，加上減息周期的影響，樓價有望再錄得約7%的升幅。由於新盤供應仍然有限，而購房需求依舊強勁，預期房價將會呈現不斷上升的趨勢，投資者和業主均可受惠於升值效應。
- 二、內地客比例進一步提升
- 隨着跨境交通日益便利，例如高鐵、城際直通車及新口岸設施啟用，加上剛實施的「粵新南下」政策，勢令內地買家入市比例進一步增加。這種現象不僅令成交量攀升，也有可能改變本地樓市的結構，推動住宅、商廈及工業物業需求多元化。若內地買家成為市場的新常態，香港房地產行業將面臨新的發展機遇，也需要調整策略以迎合多元客群。
- 三、大額成交陸續有來
- 低息環境令融資成本降低，豪宅



▲隨着經濟向好和息率下降，今年樓市頻繁出現。當中豪宅等大額交易更有望頻繁出現。

於1870年以來的長期歷史數據，該研究在剔除經濟周期內生調節因素後發現，關稅衝擊在多數情形下更接近一種負需求衝擊，而非持續性的成本推動型衝擊。關稅上調顯著提高了政策與貿易環境的不確定性，促使金融市場風險偏好收縮，股市回報下行、波動率上升，財富效應減弱進而抑制消費支出。同時，企業在不確定性上升的環境中推遲投資與擴張計劃，進口替代難以在短期內完全彌補外部供給缺口，經濟增長隨之承壓。多重渠道疊加，使需求收縮效應在宏觀層面佔據主導，從而強化通脹下行壓力。相比之下，市場擔憂的成本型通脹效應往往持續時間有限、幅度偏弱。

由此來看，關稅上調未必導致通脹再度抬頭，反而可能放大「先衰退、後通縮」的風險情景，這判斷對美聯儲評估未來政策取向具有重要參考意義。

## 經濟結構分化趨明顯

美國經濟冰火兩重天，聯儲內部分歧加大。當前美國經濟的結構性分化日益明顯，也成為聯儲內部政策分歧的重要來源。

一方面，企業定價行為呈現出明顯差異。部分企業嘗試將成本壓力向消費者轉嫁，以維持利潤空間。但更多企業受制於需求疲弱、競爭加劇及消費者價格敏感度上升，不得不自行消化成本，從而壓縮利潤率，並在投資、擴張與招聘上趨於謹慎。

另一方面，消費者行為同樣出現分化。關稅與生活成本上升正在侵蝕居民實際購買力，中低收入群體消費意願明顯走弱，而股票市場的繁榮主要惠及少數資產持有者。人工智能相關企業雖顯著推升股市表現，但其就業佔比長期維持在較低水平，難以對整體消費形成廣泛支撐。鑒於個人消費支出佔美國GDP比重接近七成，消費放緩對經濟增長的負面影響不容忽視。

在此背景下，維持適度寬鬆的貨幣政策路徑更具現實合理性。預計2026年美聯儲仍將累計降息50至75個基點，使政策利率回歸更接近中性的區間水平，隨後進入觀察期，以評估貨幣政策傳導以及財政、金融不確定性對經濟的持續影響。

（作者為工銀國際首席經濟學家）

及商廈市場的大額交易頻繁出現。金融中心地位讓香港繼續吸引大量境內外資金進場，推動高端物業板塊發展迅速。不少財團及富裕家庭選擇在港置業或透過物業配置資產，帶動整體市場活力，亦促使中小型物業間接受益。

## 發展北部 新界樓吸引力增

四、鐵路效應帶動新界樓市

新界多個新的鐵路站陸續落成，有助完善地區交通網絡。物業投資者與自住用家紛紛提前部署，搶先把握沿線物業的升值潛力。北部都會區的規劃及發展進展順利，進一步加強新界地段的吸引力。

除住宅外，商業及零售物業也因交通便利而受惠，新界逐漸成為全港未來發展的重要焦點。

五、利率下行趨勢持續

美國減息周期延續，聯儲局主席換人後政策取向偏向寬鬆，預期環球利率環境有利於資金流動。此舉將刺激資金流入香港，令本地樓市保持旺盛的交投氣氛，同時對投資者和業主帶來更多理財和資產配置的靈活性，利率下行有助進一步推動樓價上升。

2026年樓市受惠於利率下行以及多項結構性因素，包括鐵路發展、人口結構優化、資金流動性提高等，整體前景十分值得期待，無論自住或投資者，都應把握今年的機遇，積極部署。

（作者為利嘉閣地產總裁）