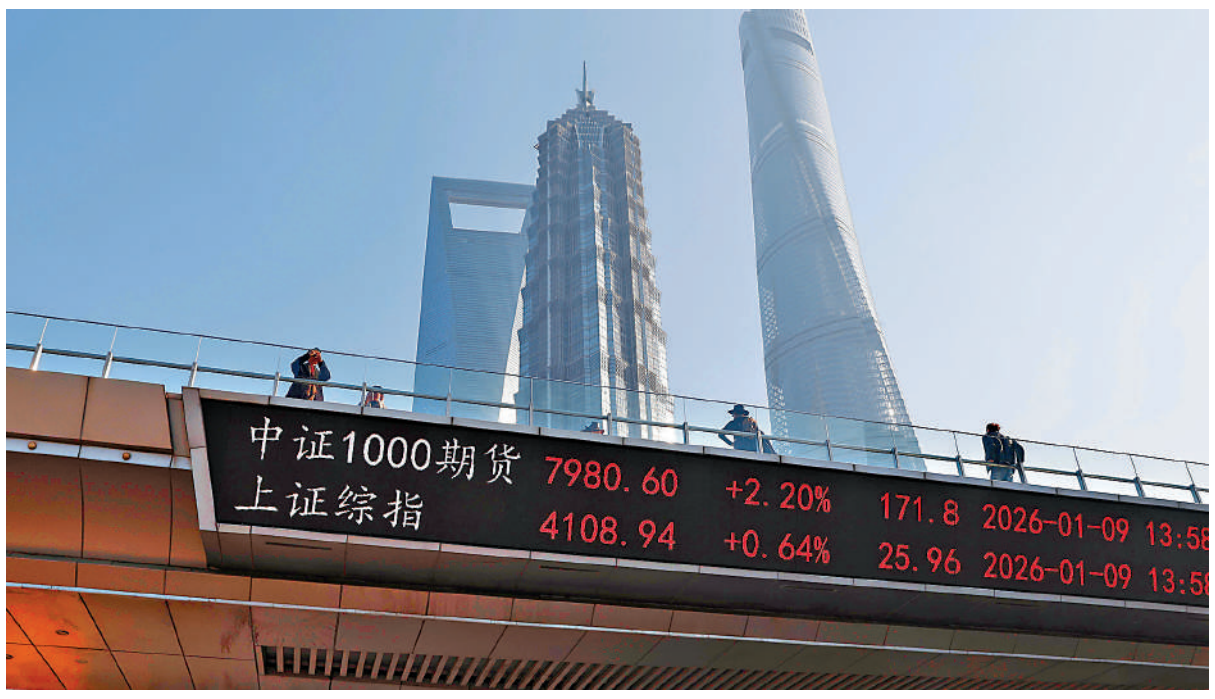
大公報
2026年1月10日 星期六



▲A股去年全年成交額首次突破400萬億元人民幣，今年開局持續造好，升勢強勁。 中新社

經濟觀察家

剛剛過去的2025年，可謂是A股市場歷史性的「躍升之年」，在制度改革與產業趨勢的雙重驅動下，實現了一系列標誌性突破。那麼在2026年，A股又將如何表現？驅動邏輯是否會發生變化？收益預期是否需要調整？本文將嘗試給出答案。

盈利改善 A股料延續牛市

財經萬象 付一夫

從指數層面看，市場走出了一輪特徵鮮明的「慢牛」行情，滬綜指中樞從年初的3200點左右穩步上行，並一度成功站上4000點，創下近十年新高。A股市場的活躍度與體量也達到全新水平，全年累計成交額首次突破400萬億元（人民幣，下同），日均成交達1.72萬億元。

在結構層面，大科技成為無可爭議的最強主線，人工智能、半導體、算力、人形機器人等硬科技板塊貫穿全年行情，催生了多隻翻倍牛股。

就基本面而言，2025年中國經濟社會發展主要目標順利實現，首三季GDP按年增長5.2%，在全球主要經濟體中保持前列，為「十五五」開局奠定堅實基礎。面對2026年複雜的內外環境，中央政府明確提出「實施更加積極有為的宏觀政策」，通過財政與貨幣的協同發力，加大逆周期和跨周期調節力度，為經濟高質量發展提供確定性支撐。

財策更積極 幣策適度寬鬆

財政政策方面，2026年將延續「更加積極」的基調，並注重存量與增量政策的集成效應。從赤字率預期來看，在2025年突破3%達到4%的基礎上，2026年或將維持4%左右的赤字水平，為地方政府化債、穩投資和促消費提供充足資金保障。具體發力方向將集中在三個領域：一是基建投資的逆周期調節作用，重點支持「兩新」「兩重」項目建設；二是消費提振政策，通過以舊換新、消費補貼等方式激活商品消費，同時擴大教育、醫療、養老等服務消費供給；三是新質生產力培育，加大對科技創新、高端製造等領域的財政補貼與稅收優惠等。

貨幣政策方面，中央經濟工作會議明確「繼續實施適度寬鬆的貨幣政策」，為資本市場提供友好的流動性環境。機構普遍預期，2026年貨幣政策操作將聚焦「靈活高效」，可能實施0.1厘降息與0.5個百分點降準，進一步降低企業融資成本與居民儲蓄意願。儘管當前利率基數已處於較低水平，但政策寬鬆取向仍將強化股債配置的「蹺蹺板」效應，推動資金向權益市場遷移。

與此同時，外部環境的改善為貨幣政策提供更大操作空間。市場普遍預測美國聯儲局2026年可能實施兩次0.25厘降息。疊加中國人民銀行連續14個月增持實物黃金提升人民幣資產信用，2026年外資流入A股的趨勢有望進一步加速。

值得一提是，2026年經濟工作提出的「八個堅持」為政策實施提供了根本遵循，其中「堅持內需主導」與「堅持創新驅動」構成核心任務。在需求側，政策將通過提升居民財產性收入激活內需，依託資本市場走強形成財富效應，帶動消費增速回升；在供給側，通過培育新質生產力優化供給結構，實現「做優增量、盤活存量」的發展目標。同時，「堅持守牢底線」的要求將推動重點領域風險化解，尤其是房地產市場與地方融資平台債務風險的有序處置，為經濟復甦與資本市場穩定掃清障礙。

人民幣升值 吸引外資流入

在宏觀大勢托底下，2026年A股市場將面臨多重利好，除了政策面積極影響外，A股還有兩點支撐因素。

一方面，居民儲蓄搬家與外資流入有望形成合力。內地資金方面，2025年已出現明顯的「存款搬家」現象，新開股票賬戶數量突破2500萬戶，權益類基金發行規模顯著提升。2026年在低利率環境與資本市場賺錢效應的推動下，這一趨勢或將進一步強化，為A股提供持續的增量資金支持。從機構資金來看，公募基金、保險資金等中長期資金的權益配置比例有望繼續提升，國家大基金等產業資本將持續聚焦新質生產力相關賽道，優化市場資金結構。

海外資金方面，美聯儲降息將推動美匯指數回落，人民幣匯率的升值預期將吸引更多外資配置A股優質資產。2025年初以來外資已持續流入中國資本市場，2026年隨着人民幣國際化進程加快，以及人民幣匯率的持續走強，A股在全球資產配置中的吸引力將進一步提升，外資流入規模有望創歷史新高。

另一方面，隨着宏觀經濟的不斷回暖，企業盈利有望迎來拐點。根據多家機構預測，作為企業盈利「晴雨表」的工業生產者出廠價格指數（PPI）指標自2022年10月進入負增長區間之後，有望於2026年中前後轉正，年底回升到0.2%至0.5%區間。價格端的企穩，直接緩解了企業「增收不增利」的困境。企業利潤的修復，不僅將形成向居民收入傳導的正向循環，進而支撐消費回暖，同時也會導致A股市場邏輯發生轉變。

過去兩年以人工智能（AI）為代表的科技浪潮帶來了顯著的估值提升，而2026年，隨着經濟溫和復甦和前期資本開支的兌現，上市公司盈利底部拐點已然顯現。市場上漲的動能將發生積極轉變，企業盈利有望成為股價表現的核心引擎。這意味着個股表現將更緊密地與其基本面改善和景氣度驗證掛鈎，而市場風格有望從2025年極致的「成長佔優」轉向為更加均衡的格局。一言以蔽之，2026年A股可能進入「系統性慢漲」的第二階段，全年市場或呈現「震盪上行、中樞抬升」的態勢，形態上更接近「全面牛市」，參與面擴大的同時，板塊輪動速度可能也會加快。

但要指出的是，儘管市場環境整體積極，但仍存在諸多風險因素需重點關注：1）宏觀經濟復甦不及預期，若房地產市場調整超預期、地方債務風險化解進展緩慢，可能影響政策效果與市場信心；2）海外政策波動風險，美聯儲降息節奏若不及預期，可能導致美匯指數反彈、外資流出，增加市場波動性；3）技術突破不及預期，新質生產力相關領域若出現核心技術瓶頸，可能導致板塊估值回調。

科技創新 長期配置主線

基於上述宏觀與市場判斷，2026年的行業配置應遵循「把握產業趨勢，兼顧安全邊際」的原則，構建攻守兼備的投資組合。核心主線可概括為以下三大方向：

科技成長：新質生產力的核心引擎。科技創新的浪潮依然是不可動搖的長期主線。2026年，隨着「人工智能+」行動深入推進，AI技術從基礎設施搭建邁向行業應用變現，那些能夠將技術轉化為實際產品和服務的公司有望迎來業績的爆發。國產替代與全球周期上行共振的半導體行業，以及商業航天、量子科技、生物製造等被「十五五」規劃點名的「未來產業」，都具備巨大的想像空間。

紅利資產：價值重估的壓艙石。在利率長期保持低位的環境下，能夠提供穩定高股息回報的資產配置價值凸顯。這類資產不僅是防守端的「壓艙石」，也可能在風格輪動中迎來價值重估。重點可以關注現金流充沛、分紅意願強的板塊，如銀行、煤炭、石油石化、交通運輸及部分公用事業企業。

周期與消費：復甦與出海的雙重奏。隨着全球製造業PMI（採購經理人指數）企穩回升和美聯儲降息效應顯現，對原材料的需求可能回暖，供給受限的資源品（如有色金屬）有望迎來價格中樞上行的景氣周期。

另外，消費板塊在政策刺激和內生動力修復下，預計將呈現溫和的「K形復甦」。其中具備產品創新能力和品牌溢價的高端消費，以及受益於國潮和健康理念的新興消費領域更具彈性。同時，出海邏輯依然堅實，在海外宏觀環境景氣的背景下，機械、汽車零部件、家電等具有全球競爭力的中國製造企業，有望持續拓展海外市場，打造「第二成長曲線」。

2026年作為「十五五」規劃的開局之年，A股市場將在積極宏觀政策的護航下，迎來以新質生產力為核心的價值重構期。投資者應錨定新質生產力核心主線，兼顧消費復甦與低估值修復機會，通過合理的資產配置與風險控制，把握年度投資機遇。

（作者為星圖金融研究院消費金融研究中心主任）

提升創新能力 應對地緣風險

實話世經 程實

「雄關漫道真如鐵，而今邁步從頭越。」隨着全球地緣政治形勢的複雜化，全球經濟一體化的進程遭遇了明顯的滯後。回顧近幾十年來的地緣政治事件，可以發現2007至2008年的金融危機是自1975年以來全球化走向區域化的一個重要轉折點。金融危機暴露了全球金融體系的深層次問題，推動了各國對全球化可持續性的重新審視。

地緣政治因素對全球經濟的影響主要體現在三個方面：一是即時性衝擊；二是板塊溢出效應；三是行業發展結構性分化。綜合而言，面對地緣政治風險的抬升，提升創新能力和產業自主性，是應對全球不確定性、減少地緣風險暴露的重要出路。

首先，2007至2008年全球金融危機是全球化轉向區域化的拐點。在過去幾十年中，全球化成為了推動經濟增長和技術進步的主要動力，但隨着全球地緣政治的複雜化，經濟一體化的進程遭遇到了明顯的滯後。特別是近十年來，諸如英國脫歐、俄烏、中東和南亞地區局部衝突，以及關稅貿易壁壘等一系列重大地緣政治事件的發生，給全球經濟帶來了前所未有的挑戰。

參考NBER（美國國家經濟研究所）工作論文中構建的地緣政治碎片化指數，可以發現，2007至2008年的金融危機是自1975年以來全球化的一個重要轉折點。金融危機爆發前，全球經濟的高度一體化在很大程度上得益於貿易、資本流動、技術轉移及供應鏈整合的推動，尤其是在歐盟正式成立以及中國加入世貿組織後，全球化趨勢更加顯著，地緣政治碎片化指數呈現急劇下滑趨勢。金融危機爆發後，打破了原本平穩的全球化進程，並促使各國對全球經濟一體化的可持續性進行重新審視。其後，隨着地緣政治緊張局勢的不斷升級，尤其是2017至2020年間，全球貿易和資本流動面臨的挑戰愈發嚴峻。雖然在2021至2022年期間，這一趨勢有所放緩，但自2022年俄烏衝突後，地緣政治碎片化指數顯著上升。

其次，地緣政治衝擊呈現出時間、地區和產業維度上的異質性。一方面，地緣政治事件對經濟的負面影響是即時的，而全球化帶來的正面效應往往需要時間才能逐漸顯現，顯示全球經濟系統的韌性在面對地緣政治風險時相對脆弱。另一方面，不同板塊的地緣政治因素的溢出效應亦存在差異。

而相較於發達國家，新興經濟體更依賴於全球市場的開放和跨境資本流動，因此它們在面對地緣政治碎片化時承受的衝擊更為顯著，尤其在資本外流、供應鏈中斷及市場不確定性增加時，這些經濟體會面臨更為嚴峻的挑戰。地緣政治碎片化的影響在不同行業之間有所分化。與全球市場緊密相連的行業（如製造業、金融業和批發零售業）受到的衝擊最為嚴重。貿易壁壘、跨境投資萎縮和供應鏈中斷使得這些行業的生產和分配效率受到極大限制。

帶動產業鏈 強化整體韌性

最後，創新是在不確定性中保持可持續發展的重要驅動因素。NBER的工作論文揭示了地緣政治在國家和企業技術創新與產業鏈重塑方面的結構性影響。實證顯示，暴露於更高外部政治風險的產業，其隨後的創新活動（如專利數量、研發支出等）顯著高於其他行業。進一步的分析顯示，貿易壁壘與政治風險在促進創新中的互動效應尤為突出。

在上述過程中，創新活動主要由私營部門驅動，而政府和高校的作用相對有限，顯示市場激勵和企業自發調整在創新應對中的關鍵地位。創新反應最強烈的是處於「中等創新強度」的企業。這類企業既具備一定的創新能力，又存在較高的進口依賴，對外部風險最為敏感，因此往往率先加大研發以對沖不確定性。隨着本國定向創新增強，對高風險國家的進口份額顯著下降，這一過程實現了供應鏈「去風險化」。被「創新擠出」的高風險國家，其出口表現與比較優勢也明顯受損。

創新帶來的正溢出效應還可能沿產業鏈傳遞，帶動上下游企業提升整體韌性。在全球化放緩，區域化加深的背景下，創新與技術發展正成為全球經濟體系在不確定性中保持可持續發展的關鍵。特別是對於新興市場國家而言，提升技術創新能力、加強產業轉型升級將有效提升其經濟表現以及國際競爭力。能夠在區域化的框架內實現技術進步和產業升級的經濟體，將有望在未來全球競爭中脫穎而出，實現高質量可持續增長。

（作者為工銀國際首席經濟學家）

新盤貨尾遞減 支持樓價回升

樓市朝陽 馬泰陽

2026年伊始，國際政局風雲再起，地緣政治風險驟然升溫。商品市場首當其衝，黃金、白銀等資產價格相繼突破歷史高位。不過，全球股市整體表現穩健，顯示強勁韌性。在此背景下，香港樓市持續復甦，吸引眾多國際級大行紛紛看好今年本港樓市表現，如摩根士丹利預測樓價有望上漲約10%。另一大行花旗則認為，本年樓價將延續升勢，並「展開為期多年的上升周期」。

樓市復興之勢明顯，除了政府積極搶推土地，錄得理想入標反應外，各大發展商亦提速推盤，各區新盤「點點開花」。其中，西沙矚目紅盤收票反應熱烈，勢錄得亮麗銷情，估計今年1月一手成交量有望突破2000宗，屆時將會連續12個月錄逾千宗，繼續創2013年一手銷售條例後最長紀錄，屬此條例生效後最旺的1月份。

新盤熱銷，直接推動累積貨尾量持續回落。據美聯物業研究中心統計，截至去年12月底，全港累積貨尾量錄約18387伙，連續11個月下滑，創逾兩年半新低，若與2024年12月約21674伙相比，2025年年內，累積貨尾共減少近3300伙。

與此同時，2025年新申請預售樓花私人住宅單位僅7233伙，創自2013年後的12年次低，並連續三年不足萬伙。近年發展商明顯放緩申請預售樓花步伐，主因是早前庫存高企，惟透過發展商積極推售全新盤及貨尾，去年一手成交量創逾2萬宗新高。「新增減、去貨快」雙管齊下，顯著提升「去庫存」的進程。

隨着累積貨尾量持續下降，利好本港樓價企穩回升。「美聯樓價指數」最新報134.82點，連升六周，繼續創19個月新高，較去年低位已反彈約6.76%。

新盤開價逐步提高

值得關注的是，發展商乘市況回勇，新盤「大幅折讓」開盤的現象逐漸消退。近日推售的熱門新盤，大多以貼市價或略低於市價開售，與二手市場折讓幅度進一步收窄，甚至有部分項目，已重現開價高於同區二手價的情形。

在庫存持續回落、樓價反彈以及息口下降的多重因素驅動下，預期今年新盤將重現「溢價」，而這往往是樓市進一步向好的重要信號之一。

綜觀全局，儘管近期環球政局再添陰霾，但供應減少已成大勢所趨，樓市剛需逐步釋放，伴隨樓市回暖、股市高企徘徊、美國聯儲局延續減息周期等利好因素紛呈，本港樓市繼續「追落後」是指日可待，中高價物業及近日備受追捧的超豪宅，表現有望跑贏大市。

（作者為美聯集團行政總裁（住宅））

◀樓市轉旺，新盤熱銷，一手成交量有望連續12個月錄逾千宗，繼續創2013年一手銷售條例後最長紀錄。