



▲中國出口1至2月同比增長21.8%，取得開門紅。圖為上海外高橋海通汽車滾裝碼頭的繁忙景象。

經濟觀察家

3月16日，國家統計局公布了2026年1至2月經濟數據，這不僅是「十五五」開局之年的首份成績單，也是全國兩會明確全年經濟發展目標和工作任務後，觀察中國經濟走勢的首個關鍵窗口。

# 從年初數據看經濟亮點與挑戰



建言獻策  
沈建光

一方面，出口、工業生產、基建投資、物價等四個領域出現積極變化，為落實全國兩會政策部署、完成全年發展目標打下了堅實基礎；

另一方面，經濟運行中還是存在四個待解問題，如商品消費和私人投資等。這份有喜有憂的開年數據，既體現了中國經濟的強大韌性與新動能加速成長，也提醒我們，供強需弱的核心矛盾尚未扭轉，經濟持續回升向好的基礎仍需進一步鞏固。

1至2月中國經濟呈現回暖態勢，主要數據普遍改善、一些指標好於預期，為全年經濟發展奠定了良好開局。

## 出口與服務消費向好

第一，出口和工業生產表現強勁。1至2月出口金額（以美元計價）同比增長21.8%，遠超市場預期，各個地區、品類出口增速全面上行，這也驗證了筆者在春節期間發表的文章《2026經濟展望：分化中顯韌性，攻堅中現機遇》中的判斷——出口韌性延續是2026年中國經濟的主要支撐之一。同時，規模以上工業增加值同比增6.3%，其中規模以上工業企業出口交貨值同比達6.3%。

儘管春節較晚、低基數等技術性因素是開年出口和工業生產大幅超預期的主因（推高1至2月同比增速、壓低3月同比增速），但是全球AI需求加速擴張、中國製造業競爭力進一步增強等基本因素將支撐出口表現，2026年出口增長仍然值得期待。

第二，服務消費繼續上升。「史上最長」的春節假期帶動服務消費，1至2月服務零售額同比增長5.6%，較去年全年的5.5%進一步上行。其中，旅遊諮詢租賃服務類、文體休閒服務類零售額保持兩位數增長。

結合今年政府工作報告的部署和商務部部長王文濤的表述，今年釋放服務消費潛力的政策重點包括：一是基於《加快培育服務消費新增長點工作方案》，完善「6+3」服務消費專項政策支持，涵蓋交通、家政、旅居、汽車後市場、體驗式服務等領域；二是推動服務消費領域擴大開放，特別是增值電信、生物技術、外商獨資醫院等領域開放試點落地見效；三是清理消費領域不合理限制措施，如逐步破除遊艇經濟、汽車改裝等領域的准入限制和監管壁壘。

第三，基建投資明顯反彈。1至2月固定資產投資累計同比增長1.8%，好於去年全年的-3.8%，其中最大的亮點是基建投資。根據國家統計局最新口徑，1至2月基礎設施投資同比增長11.4%，大幅高於去年全年水平，交通運輸、倉儲和郵政業、水利、環境和公共設施管理業改善顯著。今年是「十五五」開局第一年，國家提出109項重大工程項目，對投資增長意義重大。

除了前期政策性金融工具等逐步落地外，今年兩會的政策部署也為基建投資持續回升提供有力支撐：儘管今年地方政府新增專項債額度維持在



4.4萬億元（人民幣，下同），但政府工作報告明確提出「單列並提高用於項目建設的地方政府專項債券額度」，有助於緩解化債對項目建設資金的擠佔；同時，新型政策性金融工具從去年的5000億增加至8000億，有望撬動更多社會資本參與投資。

第四，物價回升勢頭較強。1至2月CPI同比上漲0.8%、核心CPI同比上漲1.3%，基本持平去年12月，明顯好於去年同期；2月PPI降幅收窄至0.9%，創2024年8月以來新高，3至4月轉正概率較大。

本輪物價回升，離不開全球大宗商品價格上行的影響。中東地緣局勢緊張推動國際油價大漲，當前布蘭特原油期貨價格處於100美元/桶左右，直接帶動國內石油相關產業鏈價格回升，成為PPI同比改善的重要推手；全球地緣政治格局深刻調整下，國際金價維持高位運行，帶動國內金飾品價格延續漲勢，成為拉動核心CPI的重要力量。再加上AI算力等產業需求支撐有色金屬價格、「反內捲」推動部分行業價格回暖，這些因素為全年擺脫物價持續低位運行創造了有利條件。

## 商品消費增速偏低

儘管開年經濟數據出現回暖，但經濟運行中的一些堵點仍然存在，供強需弱的核心矛盾仍在延續。

一是商品消費增速偏低。1至2月社會消費品零售總額同比增長2.8%，其中商品零售同比增長2.5%，明顯低於去年全年的3.8%和去年同期的3.9%。商品消費復甦步伐明顯慢於服務消費，依然是內需修復的短板之一。

限額以上單位商品零售中，煙酒、金銀珠寶、服裝等品類增速加快，但主要得益於春節長假效應帶動；同時，去年同期低基數下家電類零售增速僅回升至3.3%，新能源車購稅減免政策退坡下汽車類零售降幅擴大至7.3%。考慮到以舊換新資金減少、透支效應不斷顯現以及就業收入預期偏弱，商品消費前景仍面臨較大挑戰。

二是房地產仍在調整。去年底以來，隨着北京、上海等地發布樓市新政，重點城市二手房成交和價格有所回暖，房地產市場再度出現改善跡象。但結合歷史經驗，隨着政策效應逐步消退，目前的回暖態勢能否延續，以及能否擴散到低線城市，還有待觀察。

前兩個月房地產主要指標依然承

壓：新房銷售額同比降幅超過20%，房地產開發企業到位資金同比下降16.5%，新開工面積、竣工面積延續20%以上的降幅，房企拿地意願持續低迷。再加上去庫存政策面臨較多制約，核心城市二手房市場回暖能否向非核心城市、新房市場傳導仍有較大不確定性。

三是民間投資延續弱勢。1至2月民間投資同比下降2.6%，扣除房地產投資的民間投資增速也只有1%，改善幅度非常有限。這意味着，年初投資增速重回正增長主要依賴政府投資拉動，民間投資依然不足。

民間投資復甦乏力，與企業盈利狀況不佳密切相關。2025年規模以上工業企業利潤同比僅微增0.6%，企業營收利潤率也創下2003年以來的新低。終端需求恢復乏力下，企業擴產意願普遍偏弱。此外，近年來固定資產投資增速普遍呈現「前高後低」的季節性特徵（1至2月往往是全年高點），若企業盈利未能有效修復、民間投資難以有效提振，後續投資增速仍面臨回落壓力。

四是油價大漲衝擊企業盈利。如上所述，中東局勢動盪升級引發國際油價大幅攀升。作為全球最大的原油進口國，油價上漲引發的成本抬升正逐步向國內產業鏈傳導。與需求改善帶來的物價回升不同，這種供給衝擊引發的負面上漲，往往會對實體經濟增長造成負面拖累。

正如筆者在文章《如何看待2026年物價走勢》中所言，若終端需求恢復持續乏力，上游成本端推動的價格上漲將難以順暢向下游消費端傳導，這將會擠壓中下游企業的盈利空間，尤其是議價能力偏弱的中小企業，這也是全年經濟運行需要重點防範的潛在風險。

綜上所述，今年中國經濟開局良好，出口尤為強勁，工業生產、服務消費、基建投資也好於預期，物價回升勢頭較強。但與此同時，供強需弱矛盾依然存在，商品消費、民間投資復甦乏力，房地產回暖持續性存疑，油價上漲可能衝擊企業盈利。此外，年初數據改善的背後有春節錯位因素的擾動，還需觀察3月數據的變化。

筆者預計，一季度中國經濟增速有望回升至5%左右，較去年四季度有所改觀，但爭取更好結果還需政策持續發力推動內需實質性回暖。

（作者為京東科技集團首席經濟學家）

# 黃金避險光環為何失色？



民生國計  
陶川

美伊戰爭爆發以來金價表現令人「大跌眼鏡」，市場對當下黃金避險屬性的質疑與日俱增。美伊衝突爆發後，原油和美元一路高歌猛進，黃金避險光環卻黯然失色。那麼，黃金何時可以逢低建倉？金銀能否重現避險式上漲行情？抑或是定價範式發生了轉換？

透過現象看本質，本次地緣風暴中黃金「避險屬性」失靈，核心原因有以下兩個方面：

一是美伊衝突逐步陷入僵持。從本質上看，原油的避險上漲源自霍爾木茲海峽關閉帶來的供給衝擊，黃金的避險屬性源自地緣衝突的烈度和範圍。對比黃金和原油，不難發現黃金在3月2日以後呈現下跌態勢，伊朗短期穩住劣勢後，衝突的範圍仍主要局限於美以伊之間，金價短期缺乏繼續上漲的動力。

二是原油和黃金的蹺蹊板效應。金油蹺蹊板效應的傳導路徑：供給衝擊→油價上漲→美聯儲對通脹的擔憂上升→美聯儲降息預期減弱→貴金屬價格下跌。根據預測市場數據，2026年6月美聯儲按兵不動的概率從42%上升至85%，3月聯邦公開市場委員會會議已經開始討論加息，金油蹺蹊板效應愈發凸顯。

## 美年內或不減息 利淡金價

我們認為黃金繼續下跌空間相對有限，核心原因包括「交易面」、「政策面」兩個維度：

交易面：當黃金3個月IV脈衝至30%以上時，短期內黃金最大回撤為20%至25%左右。2026年2月27日至3月23日，黃金3個月最大回撤IV為31%，截至3月23日最大回撤已經達到24.4%（根據前期高點5420美元/盎司測算），我們認為黃金繼續下跌的空間或相對有限。

政策面：以黃金最大回撤20%至25%左右的情形，均伴隨着美聯儲貨

幣政策預期的邊際收緊。2026年2月27日至3月23日，金油蹺蹊板效應導致黃金最大回撤已經達到24.4%，我們認為黃金本輪跌破4000美元/盎司需要年內加息預期持續增強，而現在市場已定價了美聯儲年內不降息，甚至年內加息的部分預期。

此外，我們認為黃金短期反彈的基礎尚不牢固。核心論據包括以下三個方面：

其一，原油供給衝擊已成當前最大的「灰犀牛」。以2026年3月16日至20日為例，以色列襲擊伊朗天然氣設施後，伊朗將沙特、卡塔爾、阿聯酋國內油氣設施納入「合法打擊目標」，導致布蘭特油一度再次逼近120美元/桶大關，倫敦金價從5000美元/盎司以上快速跌至4500美元/盎司附近。

其二，美國石油「保供穩價」措施對緩解當前供應緊張的局面杯水車薪。以2026年3月19日至20日為例，3月19日晚間美財長貝森特計劃通過解除部分伊朗石油制裁來平抑暴漲的油價，目前波斯灣海面上約1.4億桶被制裁伊朗石油。其本質上是「預期管理」和「情緒安撫」，1.4億桶石油釋放僅夠全球消耗1至2天。

其三，伊朗封鎖海峽成本相對低廉，霍爾木茲海峽想要快速恢復到戰爭前的流量存在難度。結合上文「供給衝擊→油價上漲→美聯儲對通脹的擔憂上升→美聯儲降息預期減弱→貴金屬價格下跌」的傳導機制，市場預測2026年4月底前霍爾木茲海峽恢復常態的概率低於30%，伊朗只需要通過無人機、水雷等低成本方式就可以阻塞海峽，通脹反覆或對貴金屬反彈的可持續性形成挑戰。

綜上所述，我們建議短期需要通過把握「慢漲快跌」的節奏，帶入「空間換時間」的思維，在短期「快跌」後把握逢低建倉時機，不斷降低長期持有黃金的持倉成本，追求長期收益。

（作者為國聯民生證券首席經濟學家）

## 美伊開戰以來各項資產及指數變幅



資料來源：Wind、國聯民生證券研究部 註：統計時間為2026年2月27日至3月18日

# 市場信心升 樓市旺勢持續



樓市強心針  
廖偉強

今年春節前後的樓市走勢，呈現特別的現象，市場普遍期待的「小陽春」並沒有以傳統方式出現，反而是由長假前已出現一波又一波的旺市，並且延續至本月仍然熾熱，樓市展現出更強、更持久的動能。這種情況反映出隨着客源的改變，市場也進入一個新的階段。

傳統意義上的「小陽春」，是指農曆十月左右，天氣正值晚秋或初冬時，短暫出現一段「乍寒還暖」的氣候，所以又稱為「十月小陽春」。這段時間天氣和暖舒適，甚至會令一些植物以為春天來到而二度開花。地產界藉此套用在新春後的獨特市況之中，所指的就是聖誕節及農曆新年傳統淡季所累積的購買力一下子釋放，令市場交投驟增，猶如寒冷中突然來到的溫暖氣候。

## 一手成交連續13個月破千宗

不過，若觀察本年至今的市況，傳統意義的「小陽春」，似乎就不太明

顯。因為在過去一年，樓市根本未出現過淡市。

按筆者公司研究部的成交統計，新盤成交連續13個月都突破每月1000宗，至於3月份，到文章刊出時應該也已經達標。二手成交方面，亦已經連續12個月突破3000宗的水平，這種持續性旺勢在過去十年中並不常見。這意味着市場信心已經重建，購買力不再是季節性的增加；而是源源不絕，無分季度地湧入市場。

目前，本港經濟正逐步加速復甦，宏觀經濟數據亦支持這種趨勢。PMI回升至擴張區間、進出口改善、零售銷售增長強勁、就業市場穩定，這些都是有利樓市的基石。更重要的是，內地資金與避險資金持續湧入香港，在這樣的背景下，樓市的改善顯然不會是季節性，而是結構性。

筆者認為，市場毋須再以「小陽春」的框架來理解今年樓市。換言之，今年的樓市不是在等一、兩個月出現「小陽春」，更貼切的描述是樓市已進入「連續性旺季」的階段。

（作者為利嘉閣地產總裁）



◀市場信心回復，購買力不再是季節性的增加；而是源源不絕，無分季度地湧入市場。