



▲計算機、新能源等新經濟行業已經成為拉動經濟增長的主要亮點。首季A股新經濟板塊淨利潤同比增長22%，明顯跑贏傳統行業。

經濟觀察家

中國廣義通脹水平在上半年轉正，有力打破了通縮恐慌，市場對宏觀經濟基本面的信心持續修復，筆者預計，中國經濟與政策重心正從去年的「過彎加油」階段向「入軌穩油」階段邁進。今年一季，A股上市企業迎來整體盈利回暖，便是經濟「入軌」的有力證明。其中，與科技相關度較高的新經濟板塊盈利高增22%，驗證科技突破與產業升級帶來的盈利兌現正進入加速階段；傳統行業板塊盈利增長8%，雖然低於新經濟，但仍實現了增長。

在此背景下，從「過彎加油」到「入軌穩油」，宏觀調控思路也發生結構性轉變，政策資源重點向科技戰略賽道傾斜，同時強化資本市場的直接融資功能，以產業升級驅動長期增長。同時，「穩油」則意味着貨幣政策和財政政策也需要繼續保持支持力度，提供支持性的政策環境。

中國科技突破 企業盈利加速

陳昊飛、胡文洲

中國經濟將結束連續三年的低通脹，迎來廣義通脹水平和名義GDP增速的回升。2026年前4個月，CPI同比增長0.9%，核心CPI增長1.2%，PPI同比增速在2026年3月走出了持續41個月的通縮，前4個月增長0.2%，其中4月單月增速已回升至2.8%。GDP平減指數從去年第四季度的-0.7%回升到今年第一季度的-0.06%。本輪通脹修復起源於霍爾木茲海峽持續封鎖帶來的能源價格輸入性通脹影響，但全球AI資本開支需求擴張、國內「反內捲」改善相關工業品供需、居民服務消費穩定增長同步帶來了核心CPI價格上漲，扭轉市場通縮預期。

通脹預期反轉 改善政收入

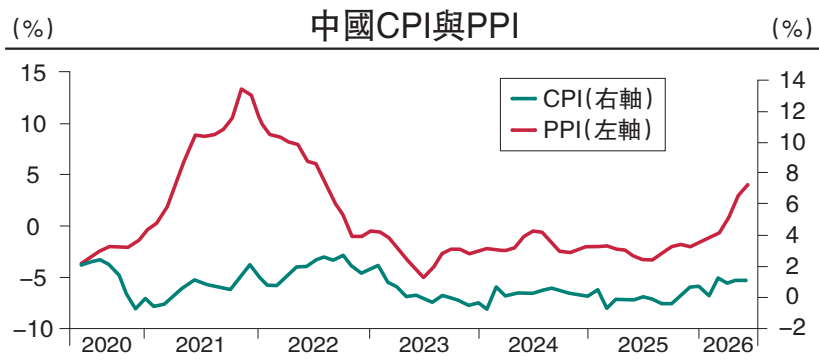
廣義通脹水平的回升，有助於打破通縮恐慌，改善企業和政府部門收入，鞏固市場對經濟基本面修復的預期。今年前4個月，規模以上工業企業利潤同比增長18.2%，2025年全年僅微增0.6%；政府稅收收入同比增長3.9%，2025年全年增長0.8%，增速均明顯加快。

但是，家庭部門的消費信心和支出水平的恢復依然緩慢。特別是由於部分耐用消費品需求在2025年前置，前4個月商品零售額同比增長1.7%，較去年全年增速低2.1個百分點，其中4月錄得2023年以來首次單月負增長。居民部門處於持續的去槓桿過程中，前4個月，居民部門貸款減少4902億元，2025年同期則新增5184億元；房地產銷售跌幅較2025年同期進一步加深。

展望未來，筆者預計雖然全年實際GDP增速可能略低於2025年，但名義GDP增速將迎來顯著改善。預計下半年CPI和PPI將延續改善趨勢，全年分別增長1.1%和2.7%，房地產市場持續調整和生豬產能去化較慢依然是拖累CPI增速的主要原因，GDP平減指數也將在第二季度由負轉正，帶動全年GDP名義增速從2025年4%左右回升到2026年6%左右。

新經濟行業拉動 成為亮點

計算機、新能源等新經濟行業已經成為拉動經濟增長的主要亮點。2026年一季度，A股上市企業迎來整體盈利回暖，其中，新經濟板塊淨利潤同比增長22%，傳統行業淨利潤僅同比增長8%。筆者認為，當前股市呈現結構分化、「一半是火焰，一半



是海水」的格局，屬於新舊動能轉換時期健康的產業升級信號，預計今年中國股市將是「拉估值+拚利潤」的一年。特別是在新一代科技革命和產業變革中，人工智能日益成為中美兩國乃至全球發展的主旋律，中國人工智能產業鏈的持續投入與加速爆發，有望成為拉動新經濟利潤的核心引擎，在長期內也將成為中國跨越中等收入陷阱、驅動資產價值提升的關鍵。

科技創新產業實力的增強提高了出口增長的韌性。今年前4個月，中國出口同比增長14.5%，較2025年全年增長5.5%明顯加速，其中自動數據處理設備及其零附件、集成電路、機電產品、高技術產品出口同比分別增長141.7%、83.7%、21.1%和31.4%，成為拉動出口增長的主要動力。疊加今年中美關係戰略性緩和，預計中國強勁的產業鏈供應能力將繼續支撐出口取得較強表現。

經濟新舊動能轉換也帶來宏觀調控思路的結構性轉變。政策資源逐步退出普惠式消費刺激，集中傾斜於人工智能、先進製造業等戰略賽道。同時，強化資本市場的直接融資功能，以產業升級驅動長期增長；今年前4個月，企業部門直接融資和政府部門債券融資對新增社會社融的貢獻上升。

在新的思路下，貨幣政策和財政政策將繼續支持經濟的穩定增長，在經濟下行壓力大時提供托底支撐，同時將保持定力，避免大水漫灌的傳統刺激模式，注重去適應經濟的結構性轉型需求。隨著通脹水平回升和出口強勁增長，筆者預計貨幣政策在年內降息降準的概率下降，7天逆回購利率將穩定在1.4%。但由於當前供強需弱的困難依然突出，預計貨幣政策也不會因為輸入性通脹壓力而明顯收緊，而是繼續保持相對寬鬆的流動性環境。

相比降息釋放寬鬆信號，政策制定者可能更傾向「只動存款，不動貸款」，即隨着定期存款的到期再定價，實現整體存款利率的自然下行，

而不是主動下調貸款利率。該思路的好處包括：一是隨着存款成本逐漸下行，銀行淨息差將被動修復，有助於防範金融風險。二是避免調整政策利率釋放出「經濟壓力大，被迫寬鬆」的負面信號。三是存款利率下行，有助於引導存款從銀行搬家去消費、權益投資和實體投資。

此外，降低貸款利率的刺激效果可能也有限。當前需求不足主要來自新舊動能轉換期間，部分私人主體的資產負債表受損，居民收入和企業投資回報預期下降，而不是融資成本過高或者融資渠道不足。這容易導致降息帶來的低成本資金較難有效流入實體投資和消費，反而容易增加資金空轉和套利風險。

相比之下，溫和通脹和活躍股市可能在拉動內需上產生更好效果。

一方面，溫和通脹直接改變「持有貨幣」的動機，倒逼資金流動。在通縮環境中，私人部門傾向於延遲消費與投資。相反，在溫和通脹環境中，持有現金意味着持續貶值，居民傾向於把錢從銀行存款中取出用於消費或投資；企業會加快採購、擴大產能，避免原材料漲價帶來的成本上升。

財富效應刺激消費投資

另一方面，股市財富效應可以成為刺激消費與投資的催化劑。股市上漲帶來居民股票、基金資產增值，財富效應促進居民提高邊際消費意願和加槓桿意願。同時，股市上漲提升企業股權估值，也會帶來融資成本的下降，疊加居民部門需求回升，企業將更願意擴產、併購、投資。

在經濟結構轉型與再平衡中，私人部門內生動力偏弱，宏觀政策依然有必要保持對經濟的支持力度，但為了提高政策效率，一方面政策資源的使用將更加精準，預計會繼續增強對新經濟行業的支持力度，另一方面政策使用會關注落地效能，預計短期內會繼續優化和落實年初安排的存量政策，保持政策定力。

(上述作者均為中銀國際研究員)

從聯儲議息看沃什作風



羅志恒

宏觀漫談

當地時間6月17日，美聯儲召開議息會議，維持聯邦基金利率目標區間在3.50至3.75厘不變，符合市場預期。本次會議是凱文·沃什(Kevin Warsh)出任美聯儲主席以來的首次會議，也是2026年第二份季度經濟預測和利率點陣圖發布的重磅會議。

本次會議核心傳遞兩方面資訊：其一，美聯儲政策利率維持不變但語調明顯轉鷹，通脹和利率預測大幅上修，點陣圖顯示半數委員預計年內至少加息一次。其二，沃什以首份聲明為起點，開啟美聯儲溝通範式的體制性調整，刪除前瞻性指引、大幅精簡篇幅，並宣布成立五大工作組，對溝通機制、資產負債表、數據處理、AI與生產力、通脹框架等多項議題進行全面審視，迫切開啟美聯儲新篇章。

沃什時代下，市場需要逐漸適應美聯儲「少說話」的溝通風格，美聯儲將減少透露其對經濟政策形勢的看法，因此我們更有必要加強對美國經濟、通脹和貨幣政策走向的獨立研判。

結合當前美國經濟形勢和沃什的政策主張，關於下半年美聯儲政策走向有如下判斷：第一，美國就業市場邊際回暖，降息緊迫性下降。第二，近期中東局勢降溫、油價回落，沃什領導的美聯儲可能看淡能源通脹壓力，短期不急於加息。第三，沃什領導的美聯儲仍將面臨政治壓力，中期選舉前加息阻力較大。第四，基準預期是，2026年下半年美聯儲按兵不動、觀望為主，加息或推遲至2027年，但需要警惕美聯儲釋放鷹派信號、或者信號錯亂引發的市場波動。

沃什重中國會賦予的雙重使命，即價格穩定與充分就業，但着重強調委員會「明確且一致地決定兌現價格穩定」。他承認通脹已持續五年高於2%目標，給美國人民帶來負擔，但強調過去不必成為序曲。

通脹就業非二選一

關於當前經濟形勢，沃什在記者會上僅給出歸納性判斷。經濟和就業方面，他透露，會有委員認為勞動力市場趨勢甚至「比穩定更好」，並強調「強勁的生產力增長不是我們擔憂的，而是我們歡迎的」。通脹方面，他多次強調「通脹是一種選擇」，委員會明確且一致承諾兌現2%目標。

關於當前政策立場，沃什認為限制性「不均衡」。他指出，在房地產市

場，政策似乎有些限制性，但「看到金融市場的情況時，很難使用同樣的辭彙」。他將此歸因於不同傳導機制，即貨幣政策是通過利率工具還是資產負債表工具傳導，效果可能不同，並透露資產負債表工作組將深入研究這一問題。

值得關注的是，沃什在記者會上否認了「通脹與就業之間存在殘酷選擇」的傳統分析框架。他表示，「我不認同幾代前主席表達的那種觀點，即美聯儲主席站在這個講台上說，你必須做出選擇，必須決定願意容忍更高的通脹來換取更多就業」。他強調，「如果我們做好本職工作，強勁增長、低價格和強勁就業可以相互相容」。這一表態可能意味着，即便未來通脹壓力持續，沃什也未必會為了保就業而容忍高通脹，但可行性有待觀察。

沃什此前主張以「截尾均值」(trimmed averages)通脹替代核心PCE通脹，認為傳統指標剔除食品能源過於粗糙，不足以精準捕捉真實價格動態。根據達拉斯聯儲數據，2026年4月截尾均值PCE同比為2.35%，顯著低於同期核心PCE的3.3%。

本次記者會上，沃什未直接重申支持採用截尾均值通脹，但表達了類似的觀點。他通過一個在雜貨店的例子，闡述美聯儲的能力邊界：央行無法直接影響當天油價或雞蛋價格，但「真正重要的工作是確保這些價格變化不會在經濟體中擴散，不會產生二階和三階效應」。這一表述與截尾均值剔除極端值、關注一般性價格變化的邏輯一脈相承，但也引發市場對其可能低估供給衝擊的擔憂，甚至被解讀為不加息尋找藉口。

拒預告政策路徑 增靈活性

沃什長期主張減少溝通以增加政策靈活性，認為預先宣布政策路徑會束縛官員手腳，點陣圖使官員因「面子」壓力而堅持錯誤預測。

本次會議上，沃什實質性刪除了前瞻性指引，並暗示年底前可能對點陣圖、新聞發布會、紀要等溝通工具進行全面審查。他引用導師喬治·舒爾茨的名言，主張「有重要內容才開新聞發布會」，暗示未來可能不會每場會議後都舉行發布會。他更提出，市場應關注數據本身而非美聯儲反應，「當市場只是在反映我們說過的話時，我們就是對最重要的資訊來源視而不見」。這一轉變可能改變美聯儲近二十年的溝通體系，但過度削減亦可能加劇市場波動、削弱央行問責制。

(作者為粵開證券首席經濟學家)



▲沃什實質性刪除了前瞻性指引，暗示未來可能不會每場會議後都舉行發布會。

新盤頻「試頂」 測試承接力



陳永傑

樓市智庫

上半年一手市場銷情熾熱，令發展商定價策略全面轉守為攻。新盤告別低價去貨，正式步入「求價」階段。發展商近期更頻頻「試頂」，藉此測試市場承接力與買家購買力極限。

最近的一手樓市，可以用「亢奮」兩個字來形容。截至目前，今年一手成交量已突破1.1萬宗關口，單計發展商賣樓套現金額，僅半年已吸金超過1330億元，較去年同期約710億元大幅攀升八成，表現堪稱「價量齊飛」；市場更預期，2026年上半年全港一手成交將達1.2萬宗，有望打破2013年新例後的同期紀錄。

翻查近年數據，過去六年(2020至2025年)同期的一手成交量均未曾衝破1萬宗大關，其中2022年受疫情等因素打擊，同期更低見4800宗的谷底；相比之下，今年數據明顯拋離。此外，新盤市場已寫下連續15個月、單月錄逾千宗成交的紀錄，可見樓市上升並非虛火。隨着發展商資金回籠加快，財務壓力改善，定價策略自然告別「平

價走貨」階段。

事實上，發展商定價頻頻試頂，其中紅磡一個全新樓盤於今年4月首推一期時，首批單位折實平均呎價為1.8萬元；但事隔僅約兩個月，本月推售的最新一期，首批折實平均呎價已躍升至2.1萬元，變相加價達14%。然而，買家入市意欲未見受挫，高位仍見承接力，該盤在短時間內已售出600多伙，成為近期熱賣新盤之一。除了九龍區，港島南岸最新加推的兩房入場費亦升至1300萬元，顯示「試頂」策略已遍及不同區域。

當然，這場「試頂遊戲」並非沒有極限。若新盤在連番加價後，一手承接速度開始放緩，甚至出現遞減跡象，便意味現行價位已逼近部分買家的購買力極限，高溢價水平或難以長期維持。地產市場本質上是一場動態的「價量拉鋸」，當高位追價的動能逐步消化，大市向上節奏自然會放慢，進入等待購買力重新累積的整固期，屆時發展商調升樓價的步伐與幅度，亦將隨之而有所放緩。

(作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁)