

研究报告

欢迎扫码关注
工银亚洲研究



中国工商银行 (亚洲)

东南亚研究中心

李卢霞 曹凤文 兰澜 王靖斐

中国经济“十五五”开局前瞻

——中国内地 2025 年经济回顾及 2026 年展望

阅读摘要：

回顾 2025 年，前三季度 GDP 同比增长 5.2%，全年有望继续实现 5% 左右的 GDP 增速。其中，消费市场温和复苏，前 11 月社零总额同比增长 4.0% (2024 年同期：3.5%)，服务消费为重要增长亮点。投资增速阶段性回落，前 11 月同比 -2.6%，其中制造业投资 (1.9%) 保持相对韧性，地产投资 (-15.9%) 延续处于调整期。出口展现出超预期韧性，前 11 月同比增长 5.4% (美元口径)，对东盟、非洲等新兴市场出口增长强劲，高端制造产品出口表现突出。

展望 2026 年，“对等关税”等外部不确定性影响大概率延续缓解，中央经济工作会议明确宏观政策“稳中求进、提质增效”，全年有望继续保持 5% 左右韧性增长，技术创新引领投资和产业升级、消费潜力挖掘和重点领域风险化解将进一步夯实“十五五”高质量发展基础。

内需方面，消费有望“稳中向好”，商品消费延续升级趋势，服务消费潜力加速释放；投资动能整体向好，新质生产力发展继续提振制造业投资扩张，基建投资或呈现结构性增长亮点，“控增量、优存量”等政策支持下地产市场压力有望逐步缓解。**外需方面**，出口市场多元化深化、技术主导型产品预计仍是出口增长的韧性基础，“对等关税”政策影响减弱，与非美地区贸易投资合作有望增强出口韧性，其中对东盟、拉丁美洲、非洲等新兴市场的出口份额合计已超过三成。

政策方面，2026 年赤字率或保持 4% 左右，新增 2 万亿元超长期国债和 4.6 万亿元地方专项债，广义财政支出或达到 44 万亿元左右、较 2025 年预算数增约 1.4 万亿元，进一步聚焦稳民生、促消费与扩投资三大方向。货币政策预计延续“适度宽松”基调，通过“灵活高效”运用降准降息等工具呵护流动性合理充裕、春节前后或先行降准，结构性工具延续聚焦扩内需、科技创新、中小微企业、资本市场等领域。

注：本报告的预测及建议只作为一般的市场评论，仅供参考，不构成任何投资建议。

本报告版权归中国工商银行 (亚洲) 东南亚研究中心所有，并保留一切法律权利。任何机构或个人未经授权，不得以任何形式修改、复制、刊登、引用或向其他人分发。

中国经济“十五五”开局前瞻

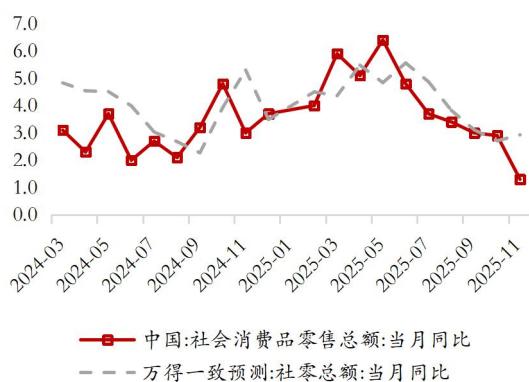
——中国内地 2025 年经济回顾及 2026 年展望

一、经济：消费稳中向好、投资止跌回稳、出口韧性超预期，2026 年经济增速有望保持 5%左右

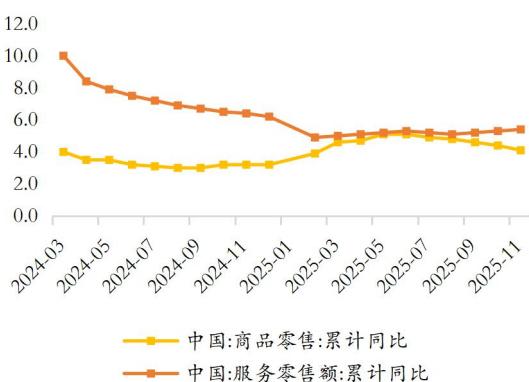
(一) 消费：预计延续稳中向好，服务消费料为新亮点
社零增速温和回升，2025 下半年以来增长势头有所放缓。

2025 年前 11 月，中国社会消费品零售总额（社零）累计同比增 4.0%，增速较 2024 年同期（3.5%）提升 0.5 个百分点。下半年，伴随以旧换新额度阶段用毕、2024 年同期基数抬升，社零增速有所放缓（见图表 1）。结构看，服务消费持续更优，前 11 月服务零售额同比增 5.4%，高于商品零售额 1.3 个百分点（见图表 2），其中文体休闲服务类、通讯信息服务业类、旅游咨询租赁服务类、交通出行服务类零售额增长较快。

图表 1：社零当月同比增速及预测（%）



图表 2：服务消费及商品消费增速对比（%）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

消费意愿对消费的影响程度趋弱，居民收入影响上升。

方差分解分析结果显示，截至 2025 年三季度社会消费品零售总额的变化中约 50% 可由消费意愿的变动解释，较 2024 年同期的 52% 有所下降，相应地，居民收入增长对消费的影响程度进一步提升。整体看，消费潜能具备进一步释放的基础：

- (1) 2025 年前三季度居民人均可支配收入实际累计同比增速反弹至 5.2%，较 2024 年同期 (4.9%) 提升 0.3 个百分点。
- (2) 居民消费情绪呈现持续改善趋势，2025 年 10 月消费者信心指数 (消费意愿) 达 95.5 (2024 年同期: 93.1)，与历史均值水平相比仍有提升潜力 (见图表 3)。

图表 3：居民消费意愿持续改善



数据来源：ifind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

展望 2026 年，消费有望在宏观政策支持和内生动力修复的共同作用下，呈现“稳中向好”的复苏态势。《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划的建议》（以下简称“十五五”规划）将“居民消费率明显提高”纳入经济社会发展主要目标，2025 年中央经济工作会议也将内需提振作为首要任务，提出“扩大优质商品和服务供给”，

并“清理消费领域不合理限制措施，释放服务消费潜力”。近期宏观政策高度聚焦夯实消费基础，增强消费能力方面，12月政治局会议提出“稳就业、稳企业、稳市场、稳预期”，中央经济工作会议明确“制定实施城乡居民增收计划”，意在提振居民收入预期；提升消费意愿方面，“十五五”规划提出“合理提高公共服务支出占财政支出比重”，未来财政资源或更多向教育、医疗、社保等民生领域倾斜，有利于降低预防性储蓄倾向；逐步调整汽车、住房等领域的消费限制，也有望进一步释放内需潜力。结构上，预计商品消费结构继续升级，服务消费延续是新增长点。具体看：

商品消费：政策聚焦供需匹配质量提升，“绿色+智能”产品、健康养老产品等均有望成为新增长点，主要衡量商品消费的社零有望在2026年实现3.3%-3.4%的增长。2025年11月六部门¹发布的《关于增强消费品供需适配性进一步促进消费的实施方案》明确提出了增强消费供需适配的措施，此前出台的服务消费再贷款（5月）、贷款贴息（7月，政策期限至2026年8月31日）等政策工具进一步明确将消费纳入结构性货币政策工具关注范围²。需求侧，强调用好“两新”政策并“强化财政金融支持”。一方面，2026年消费品以旧换新政策继续发力，预期在2025年额度（3,000亿人民

¹ 六部门是指工业和信息化部、国家发展改革委、商务部、文化和旅游部、中国人民银行、国家市场监管总局。

² 2025年5月7日，央行宣布新设5000亿元“服务消费与养老再贷款”，利率优惠、期限灵活，专门支持八大消费领域。

2025年7月31日，国务院常务会议首次部署对个人消费贷款和服务业经营主体贷款给予贴息；8月12日，财政部、央行、金监总局联合发布《个人消费贷款财政贴息政策实施方案》和《服务业经营主体贷款贴息政策实施方案》，明确2025年9月1日-2026年8月31日实施年化1%贴息。

币³）基础上适度增加，支持范围或将进一步扩容至非耐用品消费；优化“两新”政策实施的要求下，提档补贴标准、降低企业门槛、优化换新流程等均为潜在调整方向。另一方面，有望积极发挥公共消费的带动作用，例如将扩大政府机关、事业单位、国有企业等对职业装、工装鞋等消费品的采购。供给侧，政策着力通过品牌培育、标准升级与新技术新模式应用等，优化消费供给结构，预计将在2027年形成“3个万亿级消费领域和10个千亿级消费热点”⁴。其中，万亿级消费领域包括老年用品、智能网联汽车、消费电子等，千亿级消费热点包括婴童用品、智能穿戴产品、化妆品、健身器材、户外用品、宠物食品用品、民用无人机、潮玩、珠宝首饰与国潮服饰等。

服务消费：政策提振的重要方向，文旅消费潜力有望加速释放。伴随居民收入水平提升和消费观念向“追求品质、体验和自我实现”逐步转变，服务消费扩容提质已成为政策支持的重要方向。2025年前三季度中国居民服务性消费支出占居民消费支出比重由2024年的46.1%进一步提升至46.8%，且仍具广阔发展空间（2024年美国个人服务消费占比约68.5%）。2025年9月发布的《关于扩大服务消费的若干政策举措》，明确提出通过创新消费场景、增加优质文旅与体育等服务供给以释放消费潜力。特别是，文旅休闲消费有望

³ 本文如无特殊说明，货币单位均为人民币。

⁴ 2025年11月25日，工信部等六部委联合发布《关于增强消费品供需适配性进一步促进消费的实施方案》，提出“到2027年，消费品供给结构明显优化，形成3个万亿级消费领域和10个千亿级消费热点”的发展目标。

获得较快增长。一方面，有序扩大单方面免签国家范围⁵、落实“十五五”规划中“培育国际消费中心城市”与“拓展入境消费”等政策部署，有望吸引更多国际旅客。另一方面，持续引进体育赛事、文艺演出等活动，也可在丰富本地消费内容的同时，拉动周边餐饮、住宿、交通等相关行业增长。

（二）投资：新质生产力发展带动制造业投资扩张，基建结构性增长亮点可期，地产压力有望逐步缓解，投资动能整体向好有望带动 2026 年投资止跌回稳

2025 年投资增速趋势性放缓。前 11 月固定资产投资（固投）累计同比-2.6%，较 2024 年同期（3.3%）放缓 5.9 个百分点（见图表 4）。外部复杂环境影响、产业深度转型背景下，年内投资结构持续调整：（1）制造业投资保持韧性，前 11 月同比增长 1.9%（2024 年同期：9.3%），仍是投资增长的核心引擎；（2）地方政府化债深入推进过程中，广义基建投资增速阶段性放缓，前 11 月同比增长 0.1%（2024 年同期：9.4%）；（3）地产仍处深化转型阶段，房地产开发投资同比下降 15.9%（2024 年同期：-10.4%，见图表 5）。

⁵ 根据国家移民管理局数据，中国已对 48 个国家实施单方面免签政策（截至 2025 年 11 月 10 日）、与 29 个国家实现全面互免签证（截至 2025 年 7 月 30 日）。

图表 4：固投累计同比增速及预测(%)



数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

图表 5：制造业、基建、地产投资累计同比(%)



数据来源: WIND、中国工商银行(亚洲)东南亚研究中心

展望 2026 年，宏观政策逆周期、跨周期协同发力，新质生产力创新发展，投资有望呈现结构优化、质量提升的发展态势，预计全年固定资产投资同比增长 2.2%-2.4%。具体而言：

基建投资：温和提速增长兼顾提效率、优结构、前瞻防风险、激活民间投资，全年增速有望在 5.3%-5.5%。围绕“提质增效”政策基调，2025 年中央经济工作会议强调“适当增加中央预算内投资规模，优化实施‘两重’项目”，“优化地方政府专项债券用途管理”，财政资金将更集中、更高效地用于能够形成实物工作量和有效投资的项目上，从而更好发挥政府投资带动效应，预计 2026 年基建投资有望在兼顾经济中长期转型发展、地方债务风险有序化解、提升民间投资活力的多重平衡中稳步推进。资金投向上，预计以“两重”（国家重大战略实施和重点领域安全能力建设）项目为抓手、

结构性增长亮点可期：一是围绕新质生产力培育，电网升级、新能源基础设施、储能设施等电力投资有望持续发力。二是服务于国家重大战略，交通物流骨干网络如铁路、机场、港口等续建与改扩建项目有望继续稳步实施。三是聚焦“高质量推进城市更新”，资金向地下管网更新改造、防洪排涝能力建设、保障性住房配套基础设施等领域倾斜。四是聚焦“投资于人”，包括医疗卫生、养老托育等民生项目。资金来源上，一是地方稳慎，“优化地方政府专项债券用途管理”，重点聚焦能够形成实物工作量的投资建设，并支持收购存量商品房用作保障性住房等工作，同时健全“借、用、管、还”全生命周期管理机制，防止低效、无效投资，从而在扩大有效投资的同时，科学防范地方政府债务风险。二是中央加力，新增超长期特别国债预计约 2 万亿元，用于“两重”项目的资金规模在 2025 年额度(8,000 亿元)的基础上进一步上调。三是“激发民间投资活力”，扩大民间资本准入，铁路、核电、水电等领域项目，具备条件项目民间资本持股比例可达 10%以上⁶；鼓励参与低空经济基础设施建设、城市更新建设运营、重点领域重大中试平台建设。同时，支持民间项目资本发行基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）、为民间投资提供多元化的参与模式和退出渠道，清理市场准入隐性壁垒、加大政府采购支持中小企业力度等，积极改善民

⁶ 2025 年 11 月，国务院办公厅发布《关于进一步促进民间投资发展的若干措施》，提出“对需报国家审批（核准）的具有一定收益的铁路、核电、水电、跨省跨区直流输电通道、油气管道、进口液化天然气接收和储运设施、供水等领域项目，应专项论证民间资本参与的可行性，并在可行性研究报告（项目申请书）中专项说明。鼓励支持民间资本参与，并结合项目实际、民营企业参与意愿、有关政策要求等确定具体项目持股比例。对具备条件的项目，民间资本持股比例可在 10%以上”。

间资本的预期与投资环境。此外，政策性金融工具、财政贴息贷款等措施有望继续撬动市场化融资。

专栏 1：激活民间投资的发力点和增长点

近年国务院、各部委、地方政府持续出台了一系列促进民营经济发发展、便利民间资本投资的政策举措。2025年中央经济工作会议进一步明确“有效激发民间投资活力”。整体看，自上而下着力构建民间资本“能够投、愿意投、敢于投、放心投”的政策和制度生态，有利于多元化基建资金来源，也进一步拓宽民间资本“长钱长投”渠道。

一、扩大民间资本准入领域

1. 支持民间资本参与重大项目。针对需报国家审批（核准）的具有一定收益的铁路、核电等重点领域项目，鼓励支持民间资本参与并明确“民间资本持股比例”，具备条件项目比例可在10%以上⁷。

2. 支持民企国企同价同权竞争。引导民间资本有序参与低空经济、商业航天等领域建设，强调“一视同仁”对待民间投资项目，积极支持有能力的民营企业牵头承担国家重大技术攻关任务⁸。《中华人民共和国民营经济促进法》亦强调“民营经济组织与其他各类经济组织享有平等的法律地位、市场机会和发展权利”。

3. 建立“全国重点民间投资项目库”，加强入库项目的融资支持。

2023年7月发改委印发的《关于进一步抓好抓实促进民间投资工作

⁷ 2025年11月印发的《进一步促进民间投资发展的若干措施》规定，对需报国家审批（核准）的具有一定收益的铁路、核电、水电、跨省跨区直流水通道、油气管道、进口液化天然气接收和储运设施、供水等领域项目，在可行性研究报告（项目申请书）中必须“专项论证民间资本参与的可行性”，对具备条件的项目，民间资本持股比例可在10%以上。

⁸ 2025年11月30日印发的《国务院办公厅关于进一步促进民间投资发展的若干措施》中规定，“引导民间资本有序参与低空经济领域基础设施建设。在商业航天频率许可、发射审批过程中，一视同仁对待民间投资项目，优化卫星通信业务准入政策。加快公布向民营企业开放的国家重大科研基础设施清单并动态更新，积极支持有能力的民营企业牵头承担国家重大技术攻关任务。”。

努力调动民间投资积极性的通知》提出，要求各省级发改委建立省级项目库，并在此基础上向国家发改委推荐，形成“全国重点民间投资项目库”，并对入库项目提供多重融资保障：（1）加大中央预算内投资支持力度⁹；（2）推荐符合条件的民间投资项目发行基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）；（3）向有关金融机构推荐入库项目。

二、打通民间资本投资堵点

1. 银政企常态化对接。发改委与国家开发银行、中国工商银行、中信银行等7家银行建立投贷联动机制，2023年9月首批向银行推送715个民间投资项目。银行对纳入联动机制的项目给予市场化、法治化审贷，部分银行对国家支持的重点项目提供延长贷款期限、优惠利率等保障措施。截至2025年3月数据显示，投贷联动合作机制累计已经共享44批次、超40万个项目信息，银行实际审批贷款约4.4万亿元。

2. 加强生产要素保障。加强对全国重点民间投资项目用地用海和环评保障的专项支持¹⁰，进一步提升民间投资项目前期工作质量和效率。

3. 规范招投标市场。通过推广全流程电子化交易、经营主体信息互认共享、以及以电子保函（保险）等方式缴纳投标保证金等，降低民企投标交易成本。开展“招投标法规政策文件专项清理”，对“所有制歧视、行业壁垒、地方保护”等不合理限制予以修订、废

⁹ 《关于进一步抓好抓实促进民间投资工作努力调动民间投资积极性的通知》提出调整设立“中央预算内投资专项”，每年选择20个民间投资增速快、占比高、活力强、措施实的地级市（区）予以支持，由相关地方将专项资金用于符合条件的重点项目建设。

¹⁰ 2024年8月，国家发展改革委联合自然资源部、生态环境部、金融监管总局印发《关于建立促进民间投资资金和要素保障工作机制的通知》，明确国家发展改革委将全国重点民间投资项目推送至自然资源部、生态环境部，由两部门给予用地用海和环评保障的专项支持。

止，并健全招投标交易壁垒投诉、处理、回应机制¹¹。

三、强化民间资本权益保值

1. 延长特许经营时间。将基础设施和公用事业特许经营最长期限由 30 年延长到 40 年，鼓励民营企业通过直接投资、独资、控股、参与联合体等多种方式参与特许经营项目¹²。

2. 扩容投资退出渠道。基础设施 REITs 进一步扩容，2025 年 11 月公布的《基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目行业范围清单（2025 年版）》，将商业办公设施、城市更新设施等作为独立资产类别纳入发行范围，消费基础设施资产类别中新增四星级及以上酒店项目、体育场馆项目，鼓励民企已建成项目打包上市，形成“投资-建设-退出-再投资”良性循环。

3. 清理拖欠民企账款。一方面加大预防力度，明确对机关、事业单位和大型企业的款项支付期限要求，特别是规定大型企业应当自货物、工程、服务交付之日起 60 日内支付款项¹³。另一方面加紧清理拖欠企业账款，到 2025 年底，单个合同或单个项目欠款 50 万元以下的款项需全部清理完毕¹⁴，中央经济工作会议亦强调 2026 年要“加紧清理拖欠企业账款”。

¹¹ 来源于 2024 年 5 月，国务院办公厅印发的《关于创新完善体制机制推动招投标市场规范健康发展的意见》。

¹² 根据新修订的《基础设施和公用事业特许经营管理办法》，“特许经营期限原则上不超过 40 年，投资规模大、回报周期长的特许经营项目可以根据实际情况适当延长，法律法规另有规定的除外”，该管理办法经 2024 年 1 月 31 日第 8 次国家发展改革委务会议审议通过和财政部、住房城乡建设部、交通运输部、水利部、中国人民银行审签，已于 2024 年 5 月 1 日起施行。

¹³ 修订后的《保障中小企业款项支付条例》自 2025 年 6 月 1 日起施行，明确对机关、事业单位和大型企业的款项支付期限要求：“机关、事业单位从中小企业采购货物、工程、服务，应当自货物、工程、服务交付之日起 30 日内支付款项；合同另有约定的，从其约定，但付款期限最长不得超过 60 日……不得约定以收到第三方付款作为向中小企业支付款项的条件或者按照第三方付款进度比例支付中小企业款项。”

¹⁴ 2025 年 12 月 13 日，国家发展改革委副秘书长肖渭明在“2025-2026 中国经济年会”上提到相关说法。

专栏 2：基础设施 REITs 的资产范围及市场发展动态

整体看，当前中国内地基础设施 REITs 正由“试点”转向“常态化发行+资产范围持续扩围”阶段，沪深交易所已上市产品市值 2,160 亿元¹⁵，逐步得到资本市场“耐心资金”的青睐。作为金融市场互联互通机制提质扩容方向之一，中国内地和香港监管机构积极推动相关措施落地。

一、基础设施 REITs 资产范围持续扩容

根据 2025 年 9 月国家发改委最新通知，可申报资产范围包括：

- 1. 成熟资产类型（常态化申报）。**（1）收费公路；（2）清洁能源（风电、光伏、水电等）；（3）仓储物流；（4）保障性租赁住房；（5）供水、供热；（6）数据中心（含算力中心）。
- 2. 新型资产类型（积极组织推动）。**（1）铁路（含城际、市域（郊域）铁路）；（2）港口；（3）特高压输电；（4）通信铁塔；（5）市场租赁住房（长租公寓）；（6）文化旅游基础设施（景区索道、会展中心等）；（7）专业市场（农产品、消费品评级法交易市场）；（8）养老设施（医养结合项目、CCRC（持续照料退休社区）等）。
- 3. 支持扩募购入资产。**已上市 REITs 满 6 个月后可通过扩募再购入“同属于所有权类或同收益权类”资产，支持跨行业、跨区域整合存量基础设施，做大做强平台。
- 4. 民间投资项目绿色通道。**省级发改委对民营项目实行“申报单列”，靠前服务、合规辅导，优先推荐收费公路、清洁能源、数据中心、冷链物流、产业园区等“民企意愿强”的资产类型。根据 2025

¹⁵ 以 2025 年 12 月 15 日收盘价计算。

年 11 月 11 日国家发改委专题发布会披露,目前已向中国证券监督管理委员会(证监会)推荐 18 个民间基础设施 REITs 项目, 14 只基金成功上市、募资近 300 亿元。

2025 年 11 月 27 日, 国家发改委新闻发言人李超在月度发布会上表示, 正积极推动基础设施 REITs 进一步扩围至城市更新设施、酒店、体育场馆、商业办公设施等更多行业领域和资产类型, 抓紧推动新资产类型项目实现首单上市。扩围后, REITs 覆盖的资产类型由 52 类进一步增加, 目前 12 大行业中已有 10 个行业、18 类资产实现首单上市, 城市更新、商业不动产、隧道等新型资产正在加速培育申报, 其中“首单隧道公募 REITs”东方红隧道股份智能运维高速 REIT 已于 11 月 25 日获得交易所受理。力争 2026 年上半年前再推出一批新资产类型首单上市。

2025 年 12 月 1 日, 国家发改委印发《基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 项目行业范围清单 (2025 年版)》, 首次将商业办公设施、城市更新设施、体育场馆、四星级及以上酒店、商旅文体健商业综合体等纳入可申报范围, 发行行业从 12 类增至 15 类, 资产类型从 52 类扩大至 60 多类。

二、中国内地和香港 REITs 市场发展动态

截至 2025 年 12 月 15 日, 沪深两市已经上市的基础设施 REITs 共计 77 只, 发行总规模约 2,017 亿元, 总市值接近 2,160 亿元。2025 年内平均涨幅约为 26.6%, 其中嘉实万物美消费 (84.3%)、嘉实中国电建清洁能源 (67.1%)、华夏首创奥莱 (62.2%) 3 只产品累计收益居前, FOF、保险、理财等长期资金配置比例持续提高。

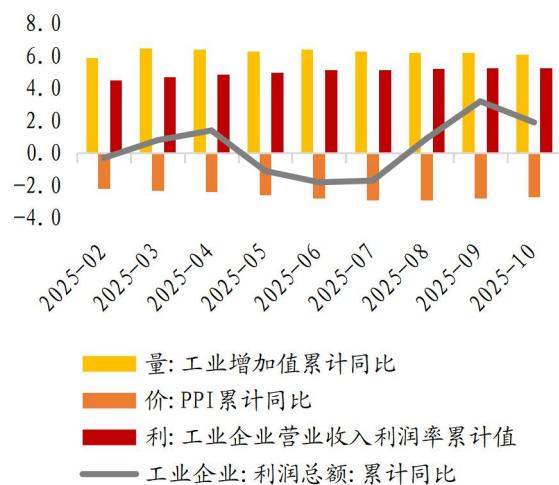
截至 2025 年 12 月 15 日，港交所尚没有严格中国内地定义下的“公募基础设施 REITs”挂牌，香港市场有 11 只房托基金 (REITs)，资产类型以写字楼、零售、酒店、综合物业为主，总市值约 1,350 亿港元。

2024 年 4 月，中国证监会发布 5 项深化互联互通措施，“将 REITs 纳入沪深港通”为其中一项工作重点，并提及着手修订配套规则。2025 年 5 月，证监会主席吴清公开讲话中重申“将 REITs 纳入沪深港通标的”。

制造业投资：仍是投资增长的核心驱动力，有望实现

4. 4%-5%的韧性增长。培育新质生产力是“十五五”关键战略方向，积极政策支持、技术创新引领下，制造业投资将加速向高端化、智能化、绿色化方向转型升级。一方面，科技创新与产业创新深度融合有望驱动高技术制造业、装备制造业等相关领域的资本开支保持活跃，人工智能、数字经济、生物制造等前沿领域的投资布局有望进一步扩大。另一方面，“反内卷”政策引导供需格局逐步优化，2025 年下半年以来产销率、工业产能利用率趋势性回升，工业企业利润波动改善（见图表 6-7），均有助稳定企业投资回报预期、提振投资意愿。2026 年深入整治“内卷式”竞争、AI 等前沿创新活跃，有望继续引导资源向优质企业、关键领域集中，制造业投资有望保持中高速增长韧性。

图表 6：规上工业企业利润及量价利拆分（%）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 7：工业产能利用率及产销率（%）

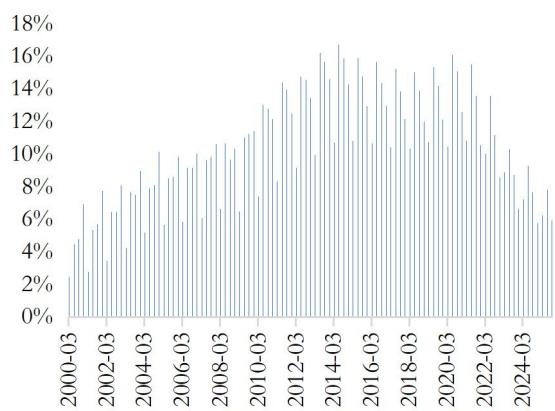


数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

地产投资：预期对经济增长的影响趋势性收敛，行业有望结构性、渐进性回暖。 2025年前10月，房地产销售、新开工、施工、竣工面积分别同比-6.8%、-19.8%、-9.4%、-16.9%，显示地产行业仍处深度转型阶段。经济结构转型背景下，近年地产占GDP比重趋势性下降，2025年前三季度房地产开发投资占GDP比重6.7%，较2020年同期的峰值（14.1%）显著回落，未来地产行业调整对宏观经济的整体影响趋弱（见图表8-9）。中央经济工作会议定调2026年“着力稳定房地产”，供给端，以“控增量、去库存、优供给”为导向，明确“鼓励收购房存量商品房用于保障性住房”，旨在通过“以购代建”模式，同步实现消化市场库存与扩充保障房供给的双重目标。需求端，“深化住房公积金制度改革”可期，前期部分地区探索的提高贷款额度、异地互认互贷、提取便利化等政策，或将获得进一步推广。前期持续调整、积极政策支持下，2026年

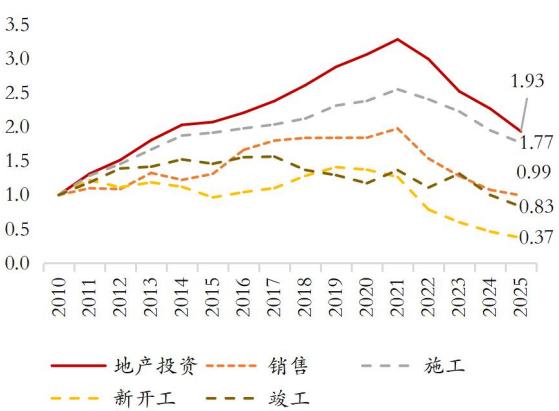
地产投资有望在一二线城市率先回稳。数据端，截至 2025 年 11 月，一、二线城市的去化周期（17.1 和 22.6 个月）远低于三四线城市（40.3 个月）。政策端，8 月以来北京、上海、深圳相继放宽限购、调整房贷利率、提高公积金贷款额度等¹⁶，2026 年政策层面有望推出更多支持性举措。

图表 8：房地产开发投资占 GDP 比重



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 9：房地产开发投资-新开工-施工-竣工面积变化趋势（2020 年=1）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（三）出口：贸易结构持续优化有望提供韧性支持，与新兴市场多元贸易投资合作可期

出口超预期韧性是 2025 年中国经济韧性增长重要动能。2025 年前 11 月，出口累计同比增长 5.4%（本段出口数据均为美元口径），略高于 2024 年同期（5.3%，见图表 10）。前三季度，净出口对经济增长的拉动率为 1.5%，较 2024 年同期提升约 0.4 个百分点。地区结构看，关税政策扰动下，对

¹⁶ 8 月 8 日，北京明确符合条件家庭在北京市五环外不再限制购房套数；8 月 25 日，上海明确外环外符合条件不限购、大幅提升公积金贷款额度、不再区分首套二套商贷利率、升级房产税优惠（非沪籍首套暂免征收）；9 月 5 日，深圳明确符合一定条件的居民家庭，非核心区购买商品住房不限套数，核心区购房不再审核购房资格（仍限制套数），贷款利率不再区分首套住房和二套住房等。

美国（前11月同比-18.9%，下同）出口的负面影响持续显现；对东盟（13.7%）、欧盟（8.1%）出口保持稳健增长，对非洲（26.3%）、拉丁美洲（7.1%）等新兴市场出口增长较快（见图表11）。产品结构看，以机电产品（8.0%）、高技术产品（6.6%）为代表的资本与技术密集型产品是出口的重要增长点，其中船舶（26.8%）、汽车（16.7%）、集成电路（24.7%）等高端制造产品出口保持较高增速。

图表10：中国出口当月同比增速（%）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表11：主要出口目的地出口增长拉动率（%）



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

展望2026年，贸易结构持续优化有望提供韧性支持，出口有望实现4%-5%的增长。中性情形下，2026年多个主要经济体GDP增速中枢小幅放缓，关税摩擦形势整体缓和、但全球关税水平走高¹⁷，继续对国际市场需求整体带来拖累，但出口地区多元化深化布局、出口产品结构改善有望继续为出口增长提供积极支持。具体看：

“对等关税”政策的不确定性扰动大概率延续缓解。中

¹⁷ 根据国际货币基金组织（IMF）10月14日发布《世界经济展望报告》，预计2025、2026年世界经济增速分别降至3.2%、3.1%（2024年：3.3%），2025-2026年世界贸易额平均增长2.9%（2024年：3.5%）。

美在 10 月末 APEC 峰会高层会晤后达成多项共识，美国将芬太尼关税从 20% 降至 10%， “对等关税” 暂缓措施再延长一年。2026 年美国进入中期选举周期，政府政治重心或将转向国内，关税、外交政策风险缓和，整体上有利于降低全球贸易政策不确定性。同时，中国出口对美国市场敞口持续收窄，2025 年前 11 月对美出口份额由 2020 年 17.4% 的高峰水平降至 11.3%，客观降低受单一市场政策波动的影响程度。

与非美地区的多元贸易投资合作提速有望增强中国出口韧性。2025 年前 11 月，中国对东盟、拉丁美洲、非洲等地区的出口份额分别较 2020 年上升 2.7、2.1 和 1.5 个百分点至 17.5%、8.0% 和 5.9%，合计占比已超过三成。一方面，中国稳步扩大制度型和服务业开放、高质量共建 “一带一路”，可为进一步密切与欧盟等发达经济体、“一带一路” 等新兴经济体国家的投资和贸易合作提供更广阔空间。另一方面，近年来与东盟、非洲等地的区域合作已形成投资与贸易相互促进的良性循环，也有望为出口增长提供更为持久和稳定的增长动力（详见前期报告《双轮驱动：入世以来中国外需韧性与对外投资格局演进图景》）。

二、政策：财政货币政策协同发力，加大逆周期和跨周期调节力度，统筹服务于“十五五”良好开局

（一）财政政策：延续“更加积极”，保持必要支出强度，重点支持稳民生、促消费与扩投资

总量看，财政政策“更加积极”，赤字率保持较高水平、

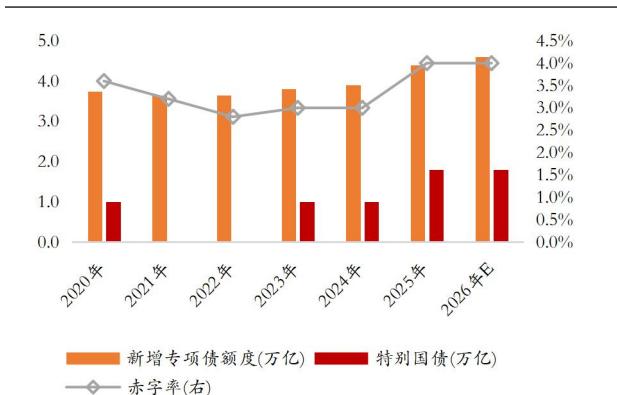
超长期特别国债续发、专项债持续扩容。12月中央经济工作会议定调2026年“实施更加积极的财政政策”，预计财政继续保持必要支出强度，赤字率目标或维持在4%左右，以2026年名义GDP约147万亿元为基数测算，赤字规模预计约5.9万亿元，一般公共预算支出规模约31.2万亿元。假设2026年政府性基金预算收入5.8万亿元，新增地方政府专项债券额度4.6万亿元、发行超长期特别国债2万亿元，则政府性基金预算支出可达12.5万亿元。综上，2026年广义财政支出总规模预计约43.6万亿元，较2025年预算数增加约1.4万亿元（见图表12-13）。此外，财力补充料将延续近年灵活创新实践：一方面，新型政策性金融工具等或将进一步发力，撬动更多市场化资金；另一方面，存量政策资源有望继续盘活，统筹使用地方政府专项债务限额结存空间、探索“国有三化”（资产证券化、资本化、市场化）等，均为补充地方财力的潜在路径。

图表12：2026年广义财政收支估算（亿人民币）

项目	2025年预算数	2026年预算数(B)
第一本账：一般公共财政收支		
一般公共预算收入	219,850	224,247
赤字规模	56,600	58,647
调入资金及使用结转余额	20,555	28,961
一般公共预算支出	297,005	311,855
第二本账：政府性基金收支		
政府性基金预算收入	62,499	58,124
地方政府专项债	44,000	46,000
使用结转余及调入资金	385	385
特别国债	18,000	20,000
政府性基金预算支出	124,884	124,509
两本账合计	421,889	436,364

数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

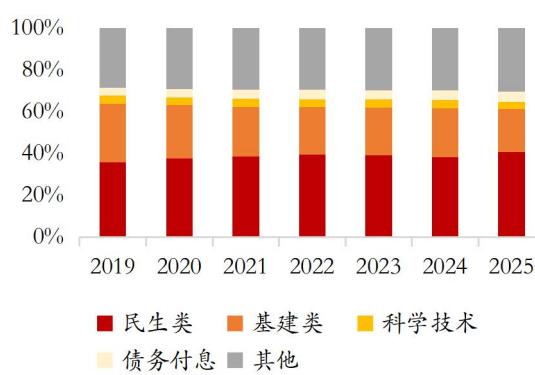
图表13：2020年以来赤字率目标、新增专项债额度、特别国债情况



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

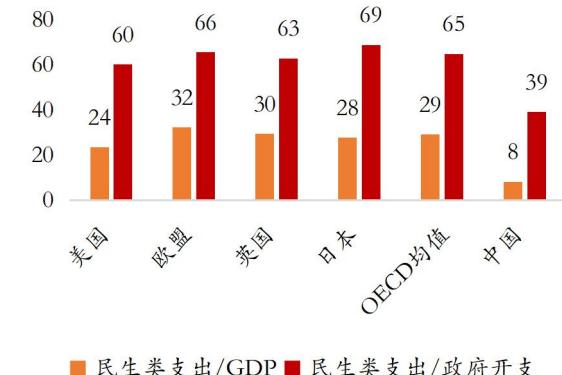
结构看，“逆周期”“跨周期”政策思路下，财政支出进一步优化投向，促消费与扩投资之外（政策支持促消费和扩投资方面已在前文讨论），稳民生力度有望进一步扩大，政策资金有望延续加大力度“投资于人”。2025年前10月，一般公共财政支出中40.6%用于民生类开支，位于历史高位。与国际水平相比，民生类财政支出仍有较大提升空间，2025年前三季度民生类支出占GDP比重为8.4%，相较于发达国家仍有差距（见图表14-16）。“十五五”规划明确提出“合理提高公共服务支出占财政支出比重”，2026年或将通过转移支付、财政补贴、增加社保给付等方式，持续加大对居民尤其是中低收入群体的直接保障力度，加力实施育儿补贴、扩大免费学前教育、提高基本养老金水平均为可能选项，系统性提升公共服务质量与可及性，减少居民后顾之忧，进而为提振内需、促进消费增长创造有利条件。

图表14：一般公共预算支出结构¹⁸



数据来源：WIND、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表15：2023年中国与主要发达国家民生类财政支出水平对比（%）¹⁹

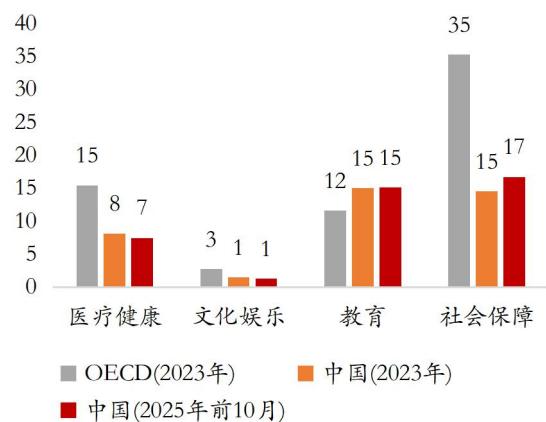


数据来源：WIND、OECD、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

¹⁸ 民生类包括：教育、文化旅游体育与传媒、社会保障和就业、卫生健康；基建类包括：节能环保、城乡社区事务、农林水事务、交通运输。2019-2024年为全年支出的结构数据，2025年为前10月数据。

¹⁹ 民生类支出统计项包括：Health; Recreation, culture and religion; Education; Social protection。此处的欧盟统计范围仅包括经济合作与发展组织（OECD）中的欧盟成员国。

图表 16：主要民生类支出项占公共支出比重（%）



数据来源：WIND、OECD、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

（二）货币政策：保持“适度宽松”，“灵活高效”降准降息，结构性货币政策延续精准聚焦扩内需、科技创新、中小微企业、资本市场创新发展等领域

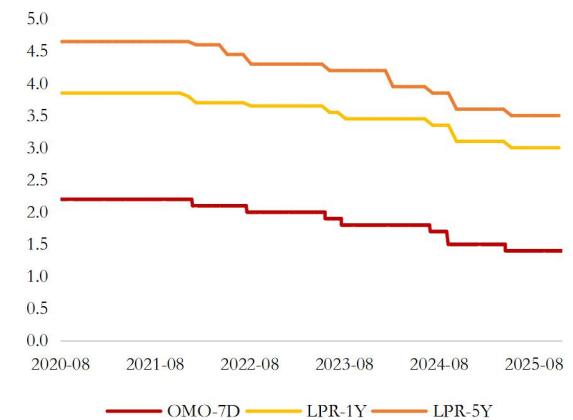
回顾 2025 年，在“适度宽松”政策基调下，中国人民银行（人行）灵活运用传统货币政策工具呵护流动性合理充裕，引导降低实体经济融资成本。量上，根据人行公布各项工具流动性投放情况，2025 年前 11 月累计净投放超 5 万亿元流动性，其中买断式逆回购、MLF 分别净投放约 3.6 万亿元、1.1 万亿元，5 月人行降准 50BP、释放长期流动性超 1 万亿元，10 月恢复公开市场国债买卖、连续两月累计净投放 700 亿元（见图表 17）。价上，5 月人行调降政策利率 10BP，公开市场 7 天期逆回购操作利率由此前的 1.50% 调整为 1.40%（见图表 18）。结构上，增加支农支小、科技创新和技术改造再贷款额度，首次统一下调各类工具利率 25BP，创设服务消费与养老再贷款、科技创新债券风险分担工具等。

图表 17：货币工具流动性投放情况(亿元)



数据来源：中国人民银行货币政策司、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

图表 18：政策利率变动 (%)



数据来源：ifind、中国工商银行（亚洲）东南亚研究中心

展望 2026 年，货币政策预计延续“适度宽松”，相机降准降息，结构性工具支持重点领域仍是重要发力方向。12 月中央经济工作会议明确提出 2026 年“要继续实施适度宽松的货币政策”，具体部署方面：(1) 提出“灵活高效运用降准降息等多种政策工具”，幅度上，预计降息 1-2 次（每次 10BP）、降准 1-2 次（25-50BP）；时点上，春节前后可能落地；路径上，或先行降准、非对称降息。相较 2025 年两会“适时降准降息”的表述，“灵活高效”更强调根据内外部环境变化操作，兼顾政策有效性和针对性，防范资金空转。此外，公开市场操作、中期借贷便利（MLF）、国债买入等工具预计也是人行呵护流动性的重要工具之一。(2) 提出“引导金融机构加力支持扩大内需、科技创新、中小微企业等重点领域”，三季度货币政策执行报告中亦提到“落实好各类结构性货币政策工具”，预计结构性货币政策工具仍是重要发力方向，具体操作中可能在“量”上继续扩容，在“价”

上适度下行，并购重组、市值管理、长期股权投资等也有望延续成为结构性货币政策工具聚焦资本市场延续发力和创新的方向。



香港中資銀行業協會
Chinese Banking Association
of Hong Kong

**本文章版权属撰稿机构及/或作者
所有，不得转载。**

**本文章发表的内容均为撰稿机构
及/或作者的意见及分析，并不代
表香港中资银行业协会意见。**