

中国 经济观察

2026年一季度



目录

	要点综述	2
	经济走势	4
	□ 2025年经济在分化中收官，政策蓄力2026年开门红	5
	□ 政策靠前发力，多措并举助力投资止跌回稳	9
	□ 消费市场稳中向新	21
	□ 积极破解供需矛盾，推动价格合理回升	25
	□ 货币政策灵活高效	28
	□ 高端制造助力外贸向新向优，全年顺差突破万亿美元	31
	□ 中国香港经济增势延续	36
	□ 全球经济增长企稳，但结构性压力仍存	39
	资本市场	46
	□ A股延续结构性牛市	47
	□ 债券市场震荡分化	51
	□ 人民币汇率将温和升值	54
	附表：主要经济指标	56

要点综述

2025年中国经济总量达到140万亿元，实际GDP同比增长5.0%，实现年初设定的目标增速。其中，四季度实际GDP增长4.5%，较三季度回落0.3个百分点，外需是四季度经济主要支撑，消费与投资则延续三季度疲软状态。全年经济实现顺利收官，但结构上呈现供需分化、内外需分化、新旧动能表现分化以及宏观数据与微观体感之间的分化。现阶段国内新兴产业带来的投资、消费需求尚不能完全对冲传统产业需求的减损，使得总需求出现收缩。与此同时，部分传统行业还受限于“内卷式”竞争，产能难以快速出清，使得需求走弱与供给扩张相伴相生。供需间错配使得物价持续低迷，并进一步影响企业利润、居民收入，制约下一阶段需求的回升，这也是2025年上半年短期扩内需政策退坡后，国内需求下行的主因。

展望2026年，中央经济工作会议对经济增长质量做出更高要求。预计宏观总量政策将在规模上保持稳健扩张，财政赤字率或维持在4%左右，货币政策有一定的降准降息空间。在结构上，政策强调着力提振内需，优化供给。需求侧继续保持“两新”“两重”等项目资金支持力度，并有两点增量变化：一是强调“投资于人”，通过加大民生保障支出间接促消费。二是降低民营企业融资门槛以及放宽重大项目准入，支持民间投资企稳。在供给侧，政策将在规模化发展新兴产业的同时，加快引导传统产业数智化转型。此外，政府将持续推进“反内卷”政策和全国统一大市场建设，压降低效产能。预计在上述政策支持下，2026年国内经济增速将维持稳健，且供需分化格局有望加速弥合，全年经济增速或达4.8%，GDP平减指数降幅则将由-1.0%左右收窄至-0.2%左右。

产出方面，2025年工业生产平稳向好。在工业企业出口需求旺盛、国内设备更新政策推进背景下，制造业增加值总体同比增长6.1%，增速较上年提升0.3个百分点。与此同时，人工智能技术快速发展及资本市场表现回暖，带动信息技术、金融等服务业保持较快增长，使得第三产业增速再度超过第二产业，成为2025年经济增长的主要动力。展望2026年，伴随宏观政策前置发力，“两重”项目在年初集中开工、“两新”补贴在年初迎来首轮发放，有望带动上游原材料、下游消费品生产回升。另外，光伏、电池行业可能在一季度开展新一轮抢出口活动，一季度出口交货值有望保持在较高位置，支撑开年国内生产活动保持较高热度。

消费方面，2025年社会消费品零售总额累计同比增长3.7%，增速较上年小幅提升0.2个百分点。四季度社零数据表现疲弱，同比下降1.8个百分点，创下自2023年以来的首次季度负增长，主要受以旧换新政策边际减弱叠加2024年同期高基数效应的影响。不过，伴随悦己消费趋势的持续升温，居民消费结构加速向品质化、体验化转型，金银珠宝、化妆品、服装鞋帽等消费增速温和回升。同时，服务消费保持较强韧性，累计增速达5.5%，较前三季度加快0.3个百分点。展望2026年，消费市场有望继续保持稳中向新、质效提升的发展态势。以旧换新政策将延续实施并更加注重精准施策，重点向绿色消费、智能消费、银发消费等消费升级方向倾斜。

投资方面，2025年固定资产投资同比下降3.8%，为有统计数据以来首次出现年度负增长。其中，四季度投资增速同比下滑12.8%，较三季度的-6.2%大幅下行。三大重资产行业投资增速均迎来大幅收缩。房地产销售表现仍然疲弱，投资增速由三季度的-19.3%降至四季度的-29.5%，仍然是投资最大拖累项。基建投资在地方政府保民生、控风险压力下，增速由三季度的-5.8%降至四季度的-13.4%。在“两新”政策支持力度走弱、“反内卷”政策影响延续以及劳动密集产品出口走弱三重因素共振下，制造业投资增速由三季度的-1.2%降至四季度的-7.3%。展望2026年，伴随“十五五”规划将科技创新与产业升级确立为核心任务，制造业投资作为实现该目标的重要支撑，有望呈现边际改善态势；财政前倾力将支撑一季度基建投资止跌回稳；房地产投资在年初政策着力“稳预期”下，降幅有望收窄。

出口方面，2025年出口同比增长5.5%。尽管美国市场的拖累效应仍在显现，中国积极推动与东盟、非洲、拉美、印度、海合会、中亚五国等贸易伙伴关系，以上地区合计拉动出口增长5.0个百分点。与此同时，在全球人工智能算力需求爆发与绿色智能需求攀升的双重驱动下，以集成电路、新能源等为代表的高端制造品类成为出口的核心增长引擎。2025年我国外贸在复杂外部环境下实现稳量提质，贸易顺差近1.2万亿美元，创下历史新高，为实现全年经济增速目标提供了重要支撑。需要注意的是，超万亿美元的贸易顺差尽管彰显了中国制造业的综合竞争力与出口优势，但也让中国在全球贸易保护主义盛行的当下，更容易成为贸易规则制定的焦点，并可能对扩大进口形成制约，不利于形成内外需良性循环。因此，着力推动贸易平衡，已成为“十五五”时期中国经济发展必须抓紧解决的重要问题。

财政政策方面，2025年公共财政收入同比增速达-1.7%，低于年初预算增速的0.1%，全年收入较预算少增0.5万亿。一方面，出口表现超预期，使得全年退税规模较预算多增0.2万亿。另一方面，进口、房地产市场表现低于预期，关税、进口货物增值税、消费税、契税、土地增值税合计较预算少增0.3万亿。公共财政支出增速达1.0%，低于年初设定的预算增速4.4%，全年支出仅完成预算的96.8%，为有统计数据以来最低值。四季度受收入放缓、前期基数较高影响，财政支出节奏进一步放缓，且支出重心仍在民生领域，基建投资预算内资金支撑力度仍然偏弱。展望下一阶段，2025年四季度，中央财政已安排专项资金用于支持交通、能源和城市更新等领域，并计划在年初加快形成实物工作量。发改委也提前下达了2026年的重点项目和中央预算投资额度，显示出政策前倾发力的意图。由于2025年财政支出力度偏弱，预计有大量余量资金将在2026年初释放，以满足预算内投资需求，从而支撑基建投资止跌回稳。

货币政策方面，2025年货币政策的实施路径清晰体现了“总量适度宽松、结构精准滴灌、节奏灵活应对”的核心逻辑。在总量调控上，央行力度较为克制，全年仅降准50个基点、降息10个基点；更多依赖结构性工具发力，通过定向投放、优惠利率、额度管理等方式，精准高效滴灌“五篇大文章”重点领域。展望2026年，中央经济工作会议指出，把促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策的重要考量，灵活高效运用降准降息等多种政策工具。在此背景下，货币政策将延续适度宽松、逆周期与跨周期调节相结合的总体思路，但操作重心将从“保增长”向“稳预期、促转型、防风险”深化，政策工具组合将更加注重结构性、前瞻性和协同性。2026年初，央行率先通过结构性工具实施“降息+增量+扩容”组合，同时明确当前人民币汇率稳定、银行净息差企稳等条件为后续全面降准降息预留政策空间。预计2026年降准降息幅度与2025年相当，降息10-20个基点，降准50个基点。

国际方面，1月IMF发布最新的《世界经济展望》报告，将2026年全球经济增速预期调整为3.3%，较2025年10月的预测上调0.2个百分点。上调的主要原因在于部分主要经济体经济活动超出此前预期，以及科技投资对短期增长形成一定支撑。但从中期视角看，全球经济增长动力有限，结构性制约因素尚未消除。若贸易摩擦、保护主义措施或非关税壁垒再度升级，可能对全球供应链和生产效率形成扰动。与此同时，地缘政治紧张局势仍可能推高能源和大宗商品价格，增加通胀反弹的不确定性。此外，多数经济体公共债务水平处于高位，财政空间受限。在金融条件趋紧或长期利率维持高位的情形下，债务偿付压力上升或对经济增长形成拖累。科技领域同样存在潜在波动风险，若人工智能相关投资未能转化为预期中的盈利和生产率提升，可能引发资产价格调整，并通过财富效应影响消费和金融稳定。在人口老龄化、生产率增长乏力等长期结构性因素制约下，全球潜在增速仍面临下行压力。

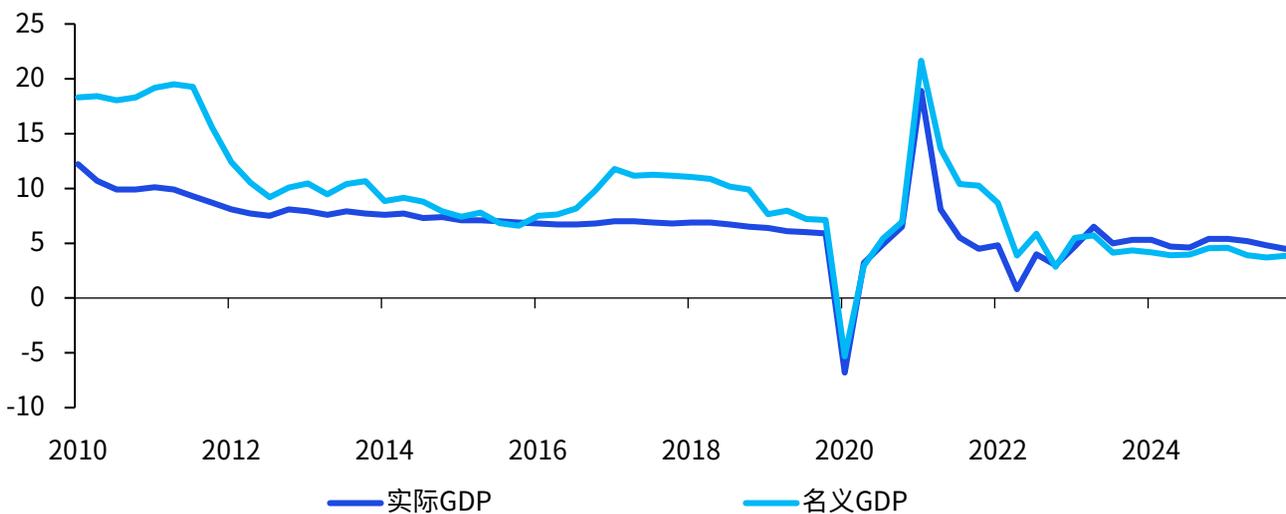
经济走势

2025年经济在分化中收官，政策蓄力2026年开门红

2025年四季度实际GDP增长4.5%，较三季度回落0.3个百分点，符合市场预期。外需是四季度经济主要支撑，而消费与投资则延续三季度疲软状态。在内外需分化格局下，全年经济增速达成5.0%的目标，实现顺利收官（图1）。2025年经济总量稳健增长，但结构上呈现四点分化特征。一是供需分化，供给端工业和服务业的生产活动延续稳步扩张态势，但需求端表现疲软，物价表现延续低迷，GDP平减指数同比已经连续十一个季度为负值。二是内需与外需分化，2025年我国外贸在逆全球化关税扰动下保持韧性，但国内消费与投资增长乏力。三是经济新旧动能表现的分化，2025年人工智能、新能源等新兴产业产值不断扩张，而房地产上下游产业、轻工等传统行业表现持续走弱。四是宏观数据与微观体感之间的分化，宏观经济增速平稳，但消费者信心和企业经营预期始终偏弱。

上述四点分化特征，源于国内新旧动能的持续切换。现阶段，国内新兴产业带来的投资、消费需求尚不能完全对冲传统产业需求的减损，使得总需求持续收缩。与此同时，部分传统行业还受限于“内卷式”竞争，产能难以快速出清，使得需求走弱与供给扩张相伴相生。供需间错配使得物价持续低迷，并进一步影响企业利润、居民收入，制约下一阶段需求的回升，这也是2025年上半年短期扩内需政策退坡后，国内需求下行的主因。

图1 GDP增速，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

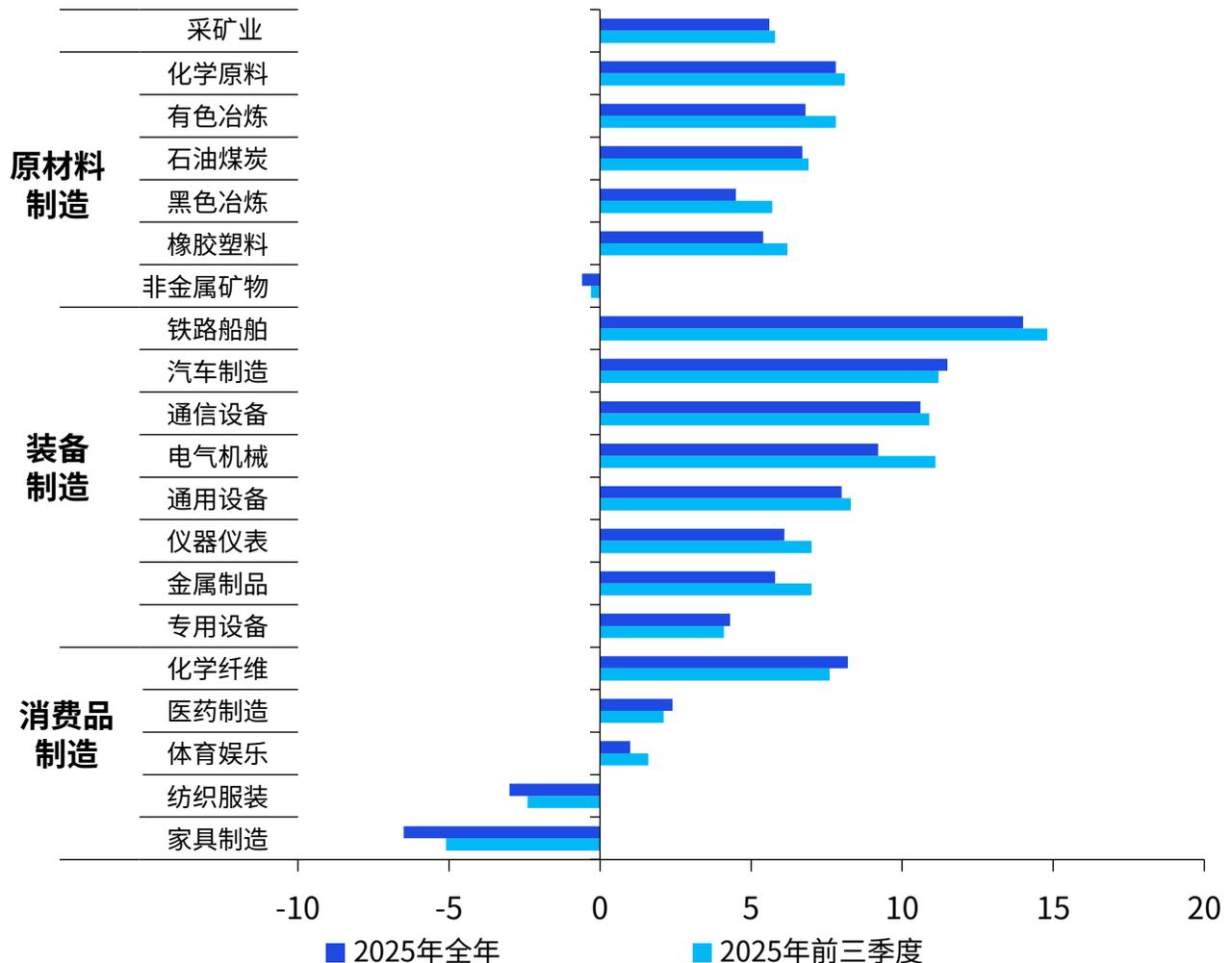
展望2026年政策布局，2025年12月中央经济工作会议明确2026年经济工作政策取向为“稳中求进、提质增效”，相较于2025年的“稳中求进，以进促稳”表述而言，2026年对经济增长质量做出更高要求。我们预计，2026年宏观总量政策将在规模上保持稳健扩张。预计2026年财政赤字率或维持在4%左右，货币政策保持适度宽松，有一定的降准降息空间。在结构上强调着力提振内需，优化供给。需求侧继续保持“两新”“两重”等项目资金支持力度，并有两点增量变化：一是强调“投资于人”，通过加大民生保障支出间接促消费。二是政府将着力降低民营企业融资门槛以及放宽重大项目准入，支持民间投资企稳。在供给侧，政策将在规模化发展新兴产业的同时，加快引导传统产业数智化转型。此外，政府将持续推进“反内卷”政策，通过在制度建设上推进全国统一大市场建设，持续压减低效产能。我们预计，在上述政策支持下，2026年国内经济增速将维持稳健，且供需分化格局有望加速弥合，2026年全年经济增速或达4.8%，GDP平减指数降幅则将由-1.0%左右收窄至-0.2%左右。

2025年全年工业生产平稳向好，在工业企业出口需求旺盛、国内设备更新政策推进背景下，制造业增加值总体同比增长6.1%，增速较上年提升0.3个百分点，高于GDP增速。全年规模以上高技术制造业、装备制造业增加值同比增速分别达9.4%、9.2%，增速较上年加快0.5、1.5个百分点。2025年建筑业增速明显放缓，主要是由于房地产投资与基建投资需求疲软，建筑业增速由2024年的2.9%降至-1.1%。受建筑业拖累，2025年第二产业增速达4.5%，较2024年放缓0.5个百分点。2025年服务业则保持较快增长，在人工智能技术快速发展背景下，信息技术行业保持高增长，另外由于资本市场表现回暖，金融业产值增速也在2025年迎来修复，带动服务业同比增长5.4%，高于2024年的5.1%，同样高于GDP增速。第三产业增速再度超过第二产业，成为2025年经济增长的主要动力。

从节奏上观察，受高基数影响，工业增加值全年增速达5.9%，较前三季度边际放缓。分行业来看，出口需求较高行业四季度增速保持韧性，如规模以上汽车制造业、专用设备制造业增加值增速不降反升，新能源汽车、服务机器人四季度产量增速分别达17.6%、89.2%。而与国内需求相关行业增速普遍回落，譬如与地产基建投资相关的行业如黑色冶炼、非金属矿物制造，与消费相关的体育娱乐制造、家具、服装纺织行业四季度增速均较三季度放缓（图2）。服务业增速相对稳定，在高基数下增速仍然达到5.2%，仅较三季度回落0.2个百分点，主要是受偏强的住宿与餐饮、租赁和商务服务业表现支撑。

展望2026年，伴随宏观政策前置发力，“两重”项目在年初集中开工、“两新”补贴在年初迎来首轮发放，有望带动上游原材料、下游消费品生产回升。另外，光伏、电池行业可能在一季度开展新一轮抢出口活动，一季度出口交货值有望保持在较高位置，支撑开年国内生产活动保持较高热度。

图2 分行业规模以上工业企业增加值增速，累计同比，%

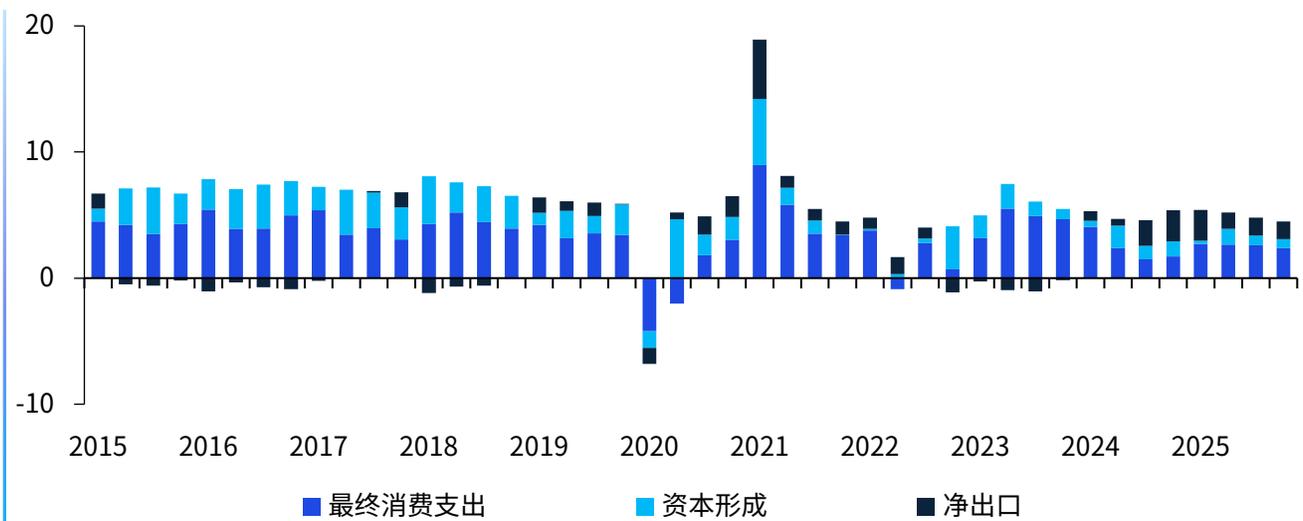


数据来源：Wind，毕马威分析

从需求视角来看，2025年消费、净出口对我国经济增长带动作用上升，消费在“两新”政策支持以及服务消费需求回升带动下边际回升，拉动2025年GDP增速2.6个百分点，对GDP增速贡献率则由2024年的47%上行至52%，成为今年GDP增长的主要支撑。净出口对经济增速拉动1.6个百分点，对经济贡献在2024年的高位30%基础上进一步上升至33%，是1998年以来最高值。与之相对，在“反内卷”政策以及企业、政府投资意愿双双走弱背景下，固定资本形成仅带动经济增长0.8个百分点，对经济贡献率降至15.3%，为1991年以来最低值。总体而言，当前国内需求对于经济的支撑作用仍不稳固，2026年政策亟需扩大内需，且加力推动投资止跌回升或面临更强紧迫性。

从节奏上看，四季度净出口、消费、投资需求同步走弱。其中，受高基数影响，消费对GDP拉动由第三季度的2.6降至四季度的2.4个百分点。净出口同样在高基数下小幅回落，拉动四季度GDP增速1.4个百分点，较前值下行0.04个百分点。固定资本形成对GDP拉动由第三季度的0.76降至0.72个百分点，主要是四季度扩内需增量政策落地节奏偏缓，制造业与基建投资延续三季度以来下行趋势所致（图3）。

图3 三大需求对GDP的增长拉动，当季值，百分点



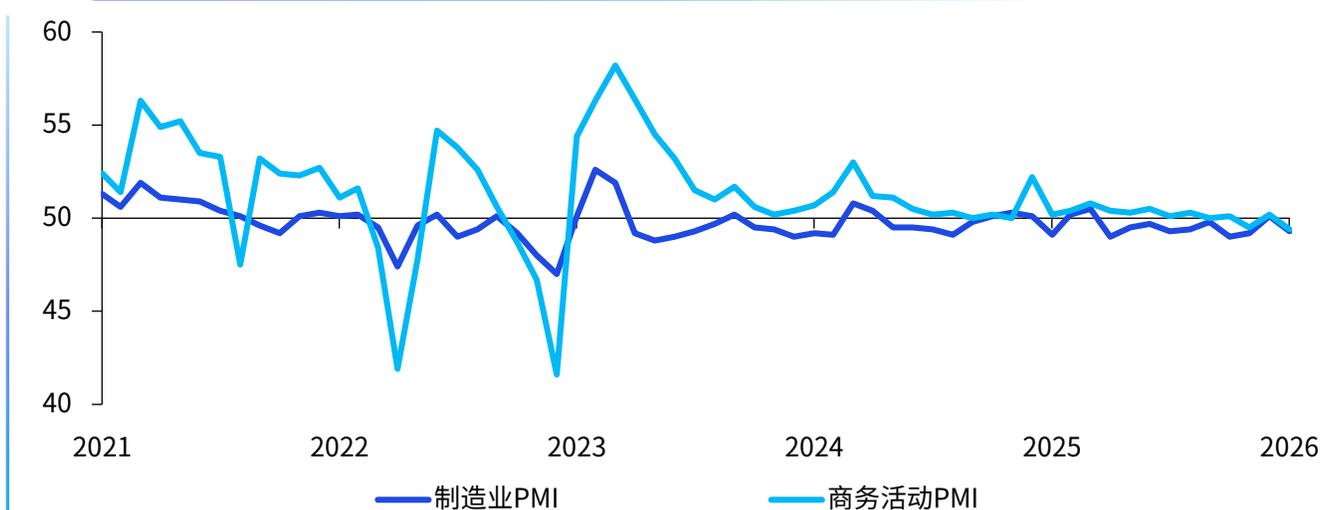
数据来源：Wind，毕马威分析

2026年1月制造业PMI达49.8%，环比下降0.8个百分点，低于市场预期（图4）。制造业PMI在12月短暂回到扩张区间后，在1月再度回落至荣枯线以下，一则在于今年春节时间偏晚，企业在12月存在提前生产备货行为，由此透支部分未来订单需求及生产需求，使得1月供需双双走弱。二则在于当前国内需求修复动能不足，使得新订单指数出现较大幅度回落。从细分指标看，1月国内经济分化格局延续。首先，新订单、生产分别环比下降1.6、1.1个百分点至49.2%、50.6%，供给仍然强于需求；其次，新出口订单环比下降1.2个百分点至47.8%，环比降幅略低于整体新订单，显示外需强于内需；最后，高技术制造业PMI连续两个月位于较高水平，而消费品行业和高耗能行业处于收缩区间，景气水平有所回落，新旧经济动能仍处于切换进程中。另外，受大宗商品价格上涨影响，1月原材料购进价格环比上升3个百分点至56.1%，但是出厂价格和原材料购进差距有所扩大，出厂价格环比仅上升1.7个百分点至50.6%，或反映下游需求仍然较弱，制造业企业向下游传导成本上涨压力的能力受限。

1月非制造业商务活动指数达49.4%，环比下降0.8个百分点。其中建筑业PMI环比下降4.0个百分点至48.8%，重回收缩区间，主要受近期低温天气及春节假日临近等因素影响。服务业PMI环比下降0.2个百分点至49.5%，仍连续第三个月处于收缩区间，其中货币金融服务、资本市场服务、保险等行业商务活动指数均高于65.0%，市场活跃度较高。而房地产业商务活动指数降至40.0%以下，景气水平总体偏弱。

总体来看，1月国内经济景气表现低于预期，但年初扩内需政策正在积极布局，政策靠前发力意图明确。一方面，去年末增量扩内需政策，包括5,000亿元政策性金融工具，以及5,000亿元结存地方专项债项目将跨期在今年初推进落地。另一方面，年初以来地产、财政金融政策密集出台，“两新”、“两重”2026年首批预算额度也已经提前下达，将支撑开年投资、消费活动表现。另外，今年部分行业如光伏、电池将在二三季度面临出口增值税退税政策的退坡调整，为规避相关政策成本，上述行业企业可能在一季度集中提前出口，推升年初经济增长动能。伴随持续性政策支持，一季度后续月份经济增长动能有望加快修复，短期内应密切关注财政政策强度、货币政策传导效果及消费刺激政策对开年经济的实际拉动作用。

图4 中国制造业PMI和商务活动PMI，当月值，%



数据来源：Wind，毕马威分析

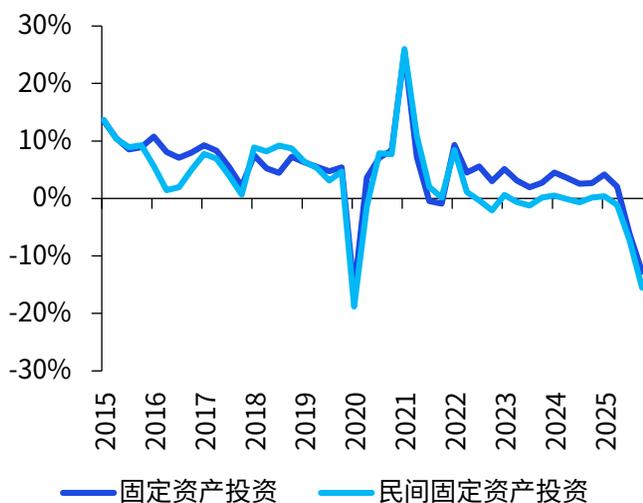


政策靠前发力， 多措并举助力投资止跌回稳

2025年固定资产投资同比下降3.8%，为有统计数据以来首次出现年度负增长。其中四季度投资增速同比下滑12.8%，较三季度的-6.2%大幅下行（图5）。三大重资产行业投资增速均迎来大幅收缩。四季度房地产销售表现仍然疲弱，房企投资意愿进一步下探，房地产投资增速由三季度的-19.3%降至四季度的-29.5%，仍然是固定资产投资增速最大拖累项。由于四季度出口增速持续好于预期，同期扩内需政策力度收敛，地方政府在保民生、控风险压力下，对基建的投资节奏持续放缓，基建投资增速由三季度的-5.8%降至四季度的-13.4%。而制造业企业则在“两新”政策支持力度走弱、“反内卷”政策影响延续以及劳动密集产品出口走弱三重因素共振下，投资动能持续收缩，制造业投资增速由三季度的-1.2%降至四季度的-7.3%。

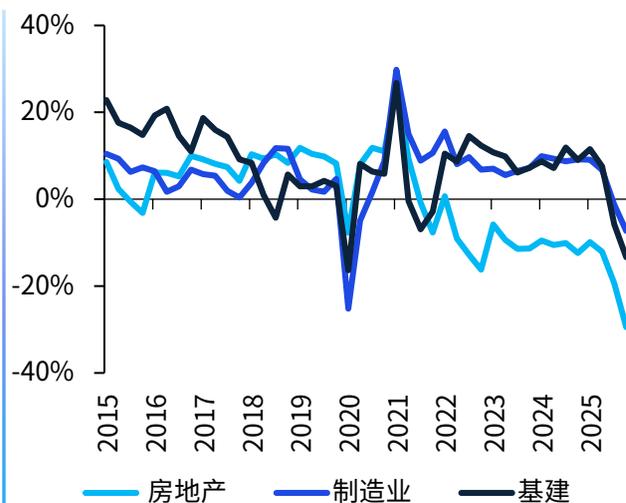
2025年民间固定资产投资同比增速进一步下降至-3.1%，自2023年以来连续第三年负增长。其中四季度增速达-15.5%，较三季度的-7.3%进一步下探。2025年民间投资增速走弱不仅受地产需求持续低迷拖累，还受到“反内卷”政策以及政府拖欠企业账款影响。为释放民间投资活力，稳定总体投资，2025年11月中旬，国务院印发《关于进一步促进民间投资发展的若干措施》，旨在让民营企业参与并分享重大基础设施长期收益的机会。2026年1月，财政部新设立中小微企业贷款贴息政策、民间投资专项担保计划、民营企业债券风险分担机制，将进一步降低民间融资成本及门槛。伴随准入项目的增加以及更为宽松的融资政策，2026年民间投资有望成为推动投资止跌回稳的生力军（图6）。

图5 固定资产投资增速，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图6 固定资产投资分部门增速，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

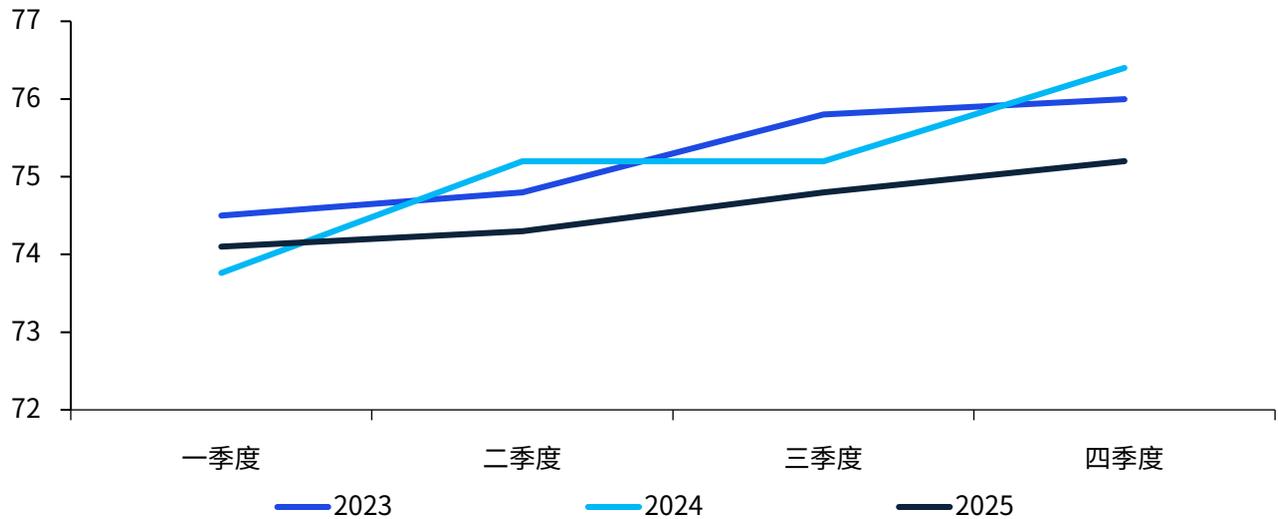
扩内需政策不及预期，制造业持续压降产能

2025年，制造业投资同比增长0.6%，增速较前值回落1.3个百分点，创下近五年来的最低水平。民营企业是制造业投资的核心主体，其投资意愿受“反内卷”政策预期影响较大，2025年制造业民间投资累计同比降至-0.2%，较2024年的10.8%大幅走弱，是制造业投资走弱的核心原因。

从趋势来看，四季度制造业投资增速达-7.3%，较第三季度的-1.2%大幅下行。一方面，2025年下半年以来“反内卷”政策持续推动产能出清，但整体产能利用率仍处于较低水平（图7），使得制造业企业持续主动压降产能。另一方面，为提振偏弱的国内投资需求，四季度政策投放5,000亿元政策性金融工具，支持数字经济、人工智能、低空经济等新兴产业增扩产能，但由于四季度外需表现好于预期，政策推进进程放缓，对投资支撑作用并未显现。

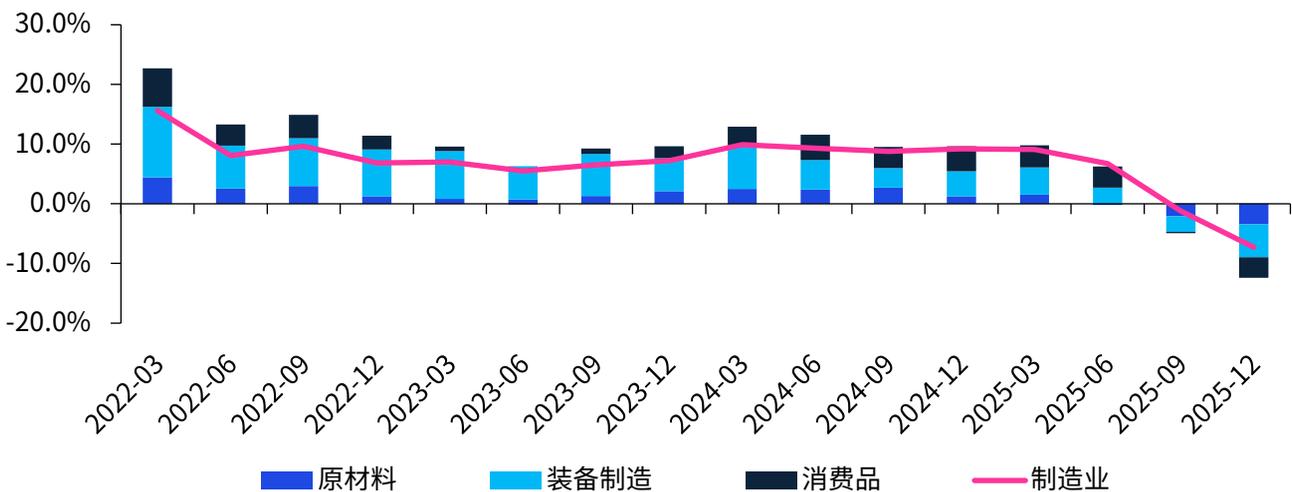
从结构上看，四季度上游原材料、中游装备和下游消费品制造业投资增速均较三季度放缓，对制造业投资形成不同程度拖累（图8）。

图7 制造业产能利用率，当季值，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图8 制造业投资增速与行业大类拉动，当季值，百分点



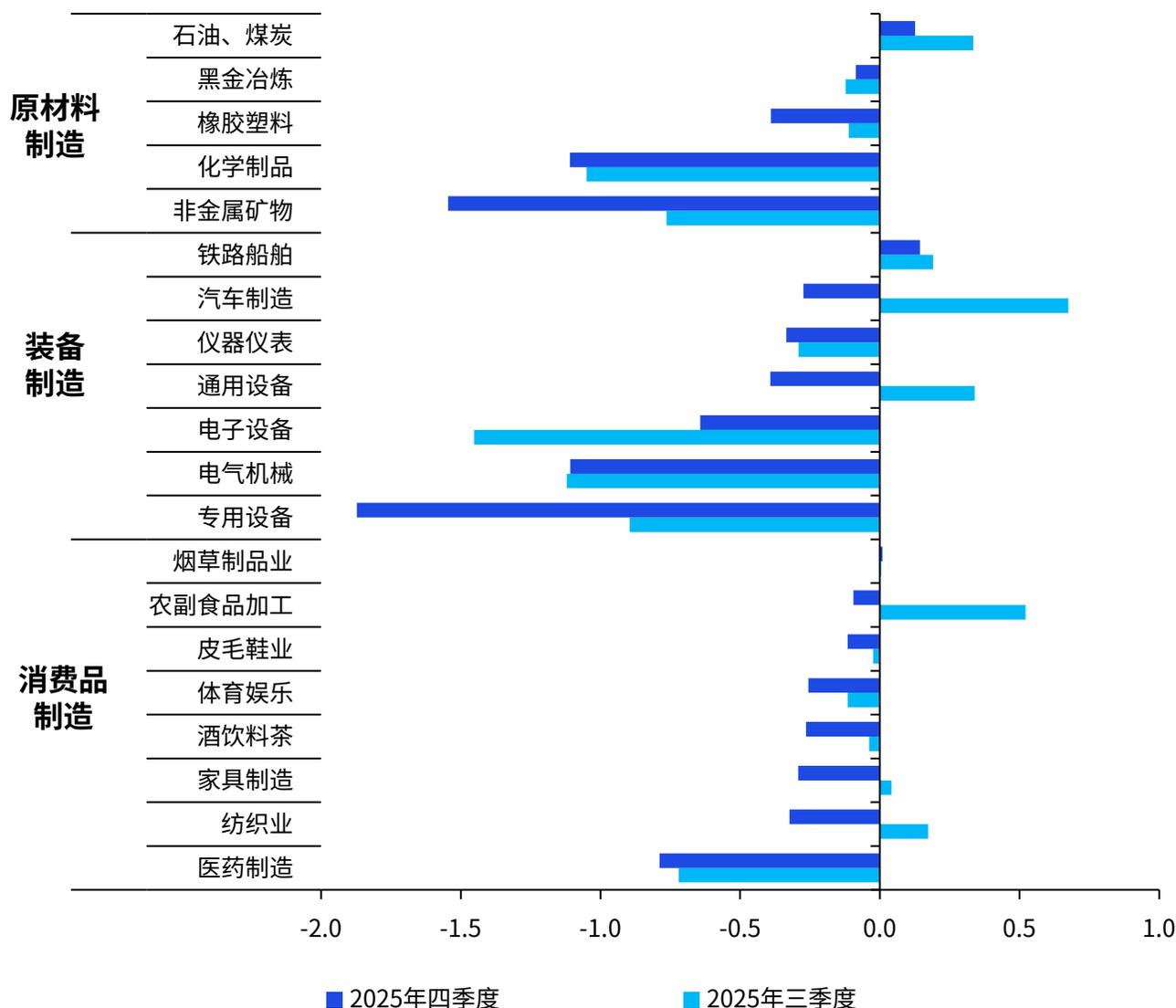
数据来源：Wind，毕马威分析

其中，受“反内卷”政策去产能以及地产投资走弱影响，四季度原材料制造业拉低投资增速3.4个百分点，其中非金属矿物、石油煤炭、化工、橡胶制品这类“反内卷”重点行业，四季度合计拖累制造业投资增速2.9个百分点，较三季度走扩1.3个百分点（图9）。

中游装备制造业在设备更新政策边际效应减弱、企业投资规划趋于谨慎背景下增速放缓，拖累四季度制造业投资5.5个百分点，较上季度进一步扩大2.8个百分点。由于企业可更新设备规模存在上限，前期更新需求集中释放后逐步趋于平缓，四季度专用设备、通用设备、金属制品业，合计拖累制造业投资约3.3个百分点，拖累幅度高于第三季度的-0.7。值得注意的是，四季度我国高端制造产品出口需求较强，使得电子设备、电气机械、运输设备制造业投资增速维持稳健，四季度拖累制造业投资增速1.6个百分点，较第三季度的-2.4边际收敛。

下游消费品制造业则受国内需求走弱、劳动密集型产品出口需求下滑影响，拖累四季度制造业投资3.4个百分点，较三季度大幅扩大3.2个百分点。其中纺织业、木材加工、家具制造、文体娱乐用品合计拖累制造业投资增速1.5个百分点，较三季度降低1.7个百分点。

图9 细分行业对制造业投资增速拉动，当季值，百分点



数据来源：Wind，毕马威分析

展望2026年，虽然国内需求偏弱、内生动能仍有不足，制造业投资基本面或将继续面临压力，但伴随“十五五”规划将科技创新与产业升级确立为核心任务，制造业投资作为实现该目标的重要支撑，有望呈现边际改善态势，对于上游原材料以及下游消费品制造业，投资空间主要在快节奏推进技术改造与设备更新，完成企业层面的数智化转型；而对于装备制造业及其他高技术制造业，政策将加大融资政策支持，鼓励人工智能、新能源、空天经济等新兴产业规模化发展，同时推动未来产业取得技术突破。

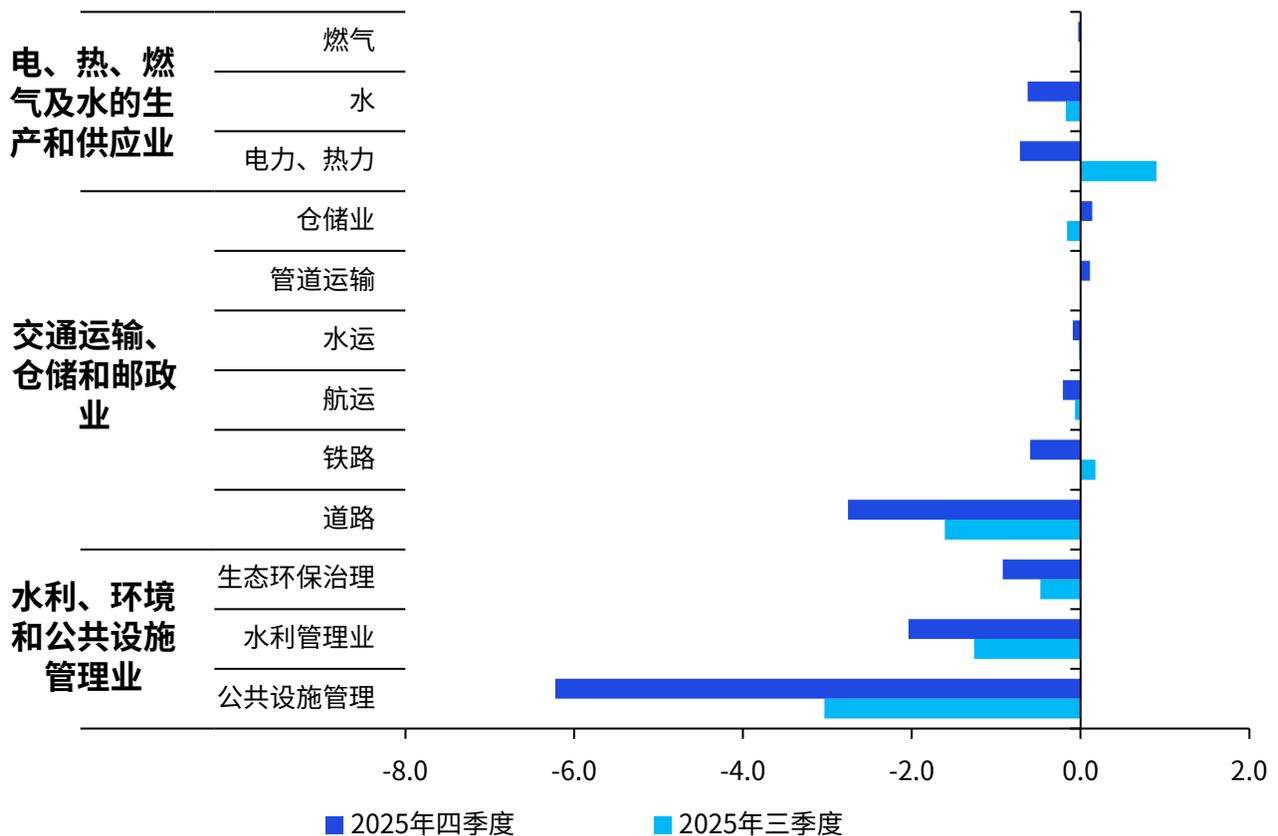
政策层面来看，财政与金融将在2026年协同支持制造业投资止跌回稳。财政方面，2025年推出的5,000亿元新型政策性金融工具效应逐步显现，另外2026年第一批936亿元超长期特别国债支持设备更新资金已经下达，规模较2025年同期显著提升，支撑开年设备投资回升。金融方面，年初央行科技创新和技术改造再贷款额度增加4,000亿元至1.2万亿元，覆盖范围扩展至研发投入较高的民营中小企业，将精准对接高端制造领域企业融资需求；中央财政还对设备更新贷款给予1.5个百分点的贴息支持，进一步降低企业技改融资成本。最后，2025年12月国家创业投资引导基金正式启动，将通过“基金公司—区域基金—子基金”3层架构，广泛吸引地方政府、中央企业、金融机构、民间资本等多方参与，形成万亿资金规模，进一步支持战略性新兴产业和未来产业发展。作为“十五五”开局之年，在政策支持持续发力、科技自主创新稳步推进以及国内外需求逐步回稳的共同作用下，制造业投资有望实现一定程度的复苏。



财政支出节奏放缓，基建投资大幅走弱

2025年基建投资增速达-1.5%，创历史新低。其中四季度投资同比增速由前值-5.8%降至-13.4%，环比表现显著低于历史同期水平。从项目层面观察，四季度中央与地方主导基建投资增速均出现快速回落。地方主导的水利、环境公共设施项目增速由第三季度的-12.6%进一步大幅下跌至-23.7%，拖累四季度基建投资增速9.3个百分点。交通运输投资增速由第三季度的-4.7%降至-8.4%，拖累当期基建投资增速2.8个百分点。中央主导的电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资也在四季度转负，增速由第三季度的3.3%降至-4.7%，拖累基建投资增速1.3个百分点（图10）。

图10 分行业对基建投资的拉动，当季值，百分点

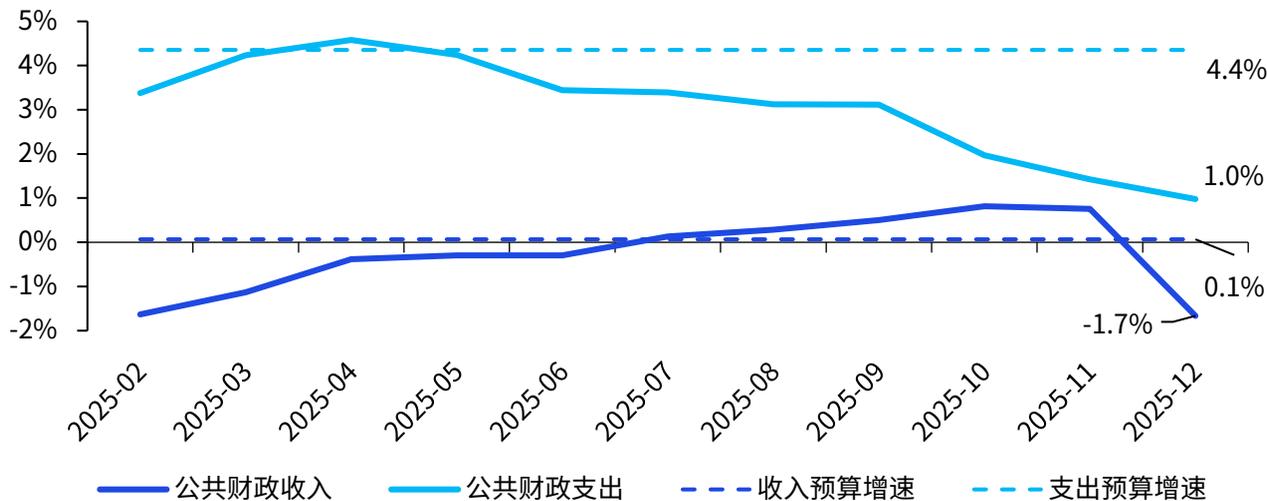


数据来源：Wind，毕马威分析

从资金层面观察，2025年公共财政收入达21.6万亿元，同比增速达-1.7%，低于年初预算增速的0.1%。从规模上看，公共财政收入较预算少增0.5万亿。从结构上看，一方面出口表现超预期，使得全年退税规模较预算多增0.2万亿。另一方面，进口、房地产市场表现低于预期，关税、进口货物增值税、消费税、契税、土地增值税合计较预算少增0.3万亿（图11）。从趋势上看，虽然前三季度收入增速持续修复，但四季度收入同比增速由前值2.5%大幅降至-7.9%，主要是2024年12月一次性安排中央单位上缴专项收益，抬高非税收入基数，使得四季度非税收入大幅下降，拖累总体收入增速8.7个百分点。相较非税收入，四季度税收增速维持韧性，增速达1.0%。

2025年公共财政支出规模达28.7万亿元，同比增速达1.0%，低于年初设定的预算增速4.4%，全年支出仅完成预算的96.8%，为有统计数据以来最低值。从节奏上看，2025年公共财政支出前快后慢，四季度受收入放缓、前期基数较高影响，支出同比增速进一步由第三季度的2.4%降至-4.2%。在资金用向上，财政资金重点保障社会保障和就业、教育、卫生健康等民生领域支出，四季度民生领域支出增速达-1.3%，而同期基建增速仅达-11.1%。全年民生领域支出同比达4.5%，完成预算的99.2%，而基建领域支出同比达-6.6%，仅完成预算的91%。

图11 公共财政收入与支出增速，累计同比，%

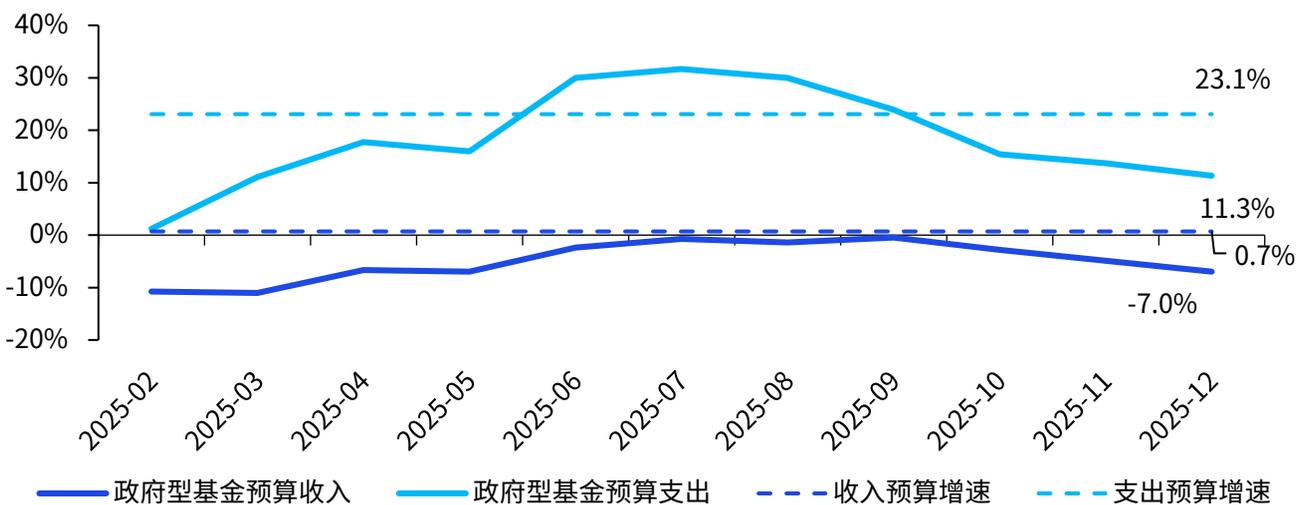


数据来源：Wind，毕马威分析

政府性基金方面，2025年全年政府性基金收入累计同比下降7.0%，低于年初预算增速的0.7%。其中，四季度收入增速达-13.6%，较第三季度的3.0%大幅回落。一方面受2024年同期高基数影响，另一方面则在于四季度疲弱的土地市场表现。四季度土地供应量持续下行、房企拿地意愿不足、土地溢价率降至历史低位，导致地方政府土地出让收入持续下行。债务收入方面，四季度专项债发行0.9万亿元，发行规模较去年同期多增0.5万亿元，但四季度增扩的5,000亿元结存额度并未发行使用，显示当期偏弱的财政扩张意愿。总体来看，由于基数较高、土地出让收入走弱、政府支出意愿不足，四季度政府支出节奏显著放缓，政府性基金支出增速达-7.5%，较第三季度的15.3%大幅回落，全年支出增速达11.3%，明显低于年初预算增速23.1%（图12）。

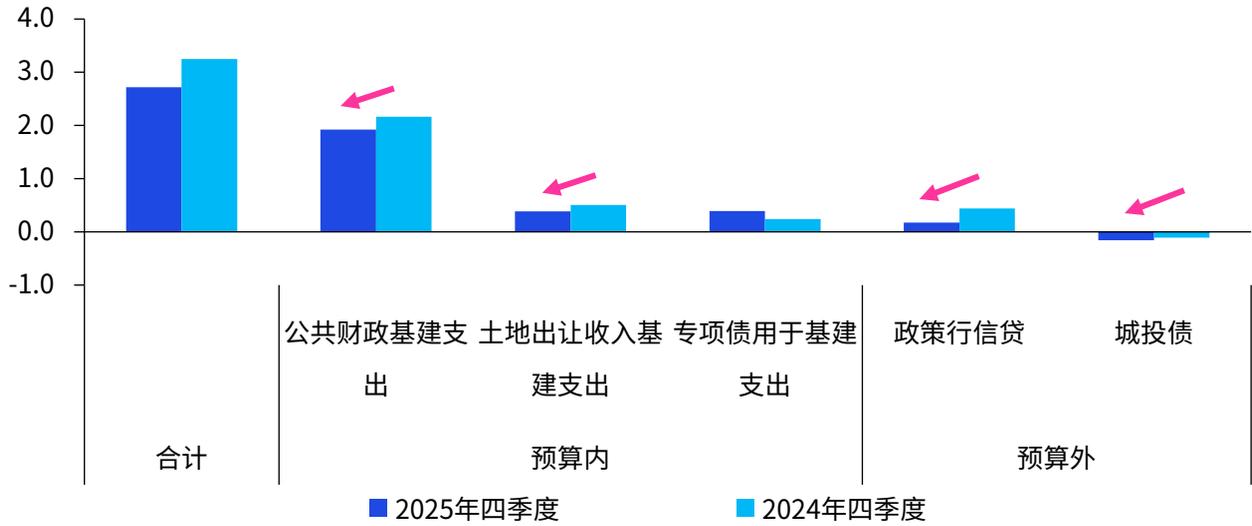
总体来看，四季度财政总体支出节奏进一步放缓，且支出重心仍在民生领域，基建投资预算内资金支撑力度仍然偏弱。除此之外，四季度政策行信贷、城投债融资规模也出现明显缩量，合计较2024年同期少增0.3万亿元，进一步压制当期基建投资表现。根据测算，四季度公共财政资金、政府性基金，以及预算外的准财政资金向基建领域投放资金规模达2.7万亿元，较2024年同期少增0.5万亿元，同比下降16.2%，连续第二个季度增速低于-10%，成为基建投资持续走弱的重要原因（图13）。

图12 政府性基金收入与支出增速，累计同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图13 各季度财政用于基建投资，当季估算值，万亿元

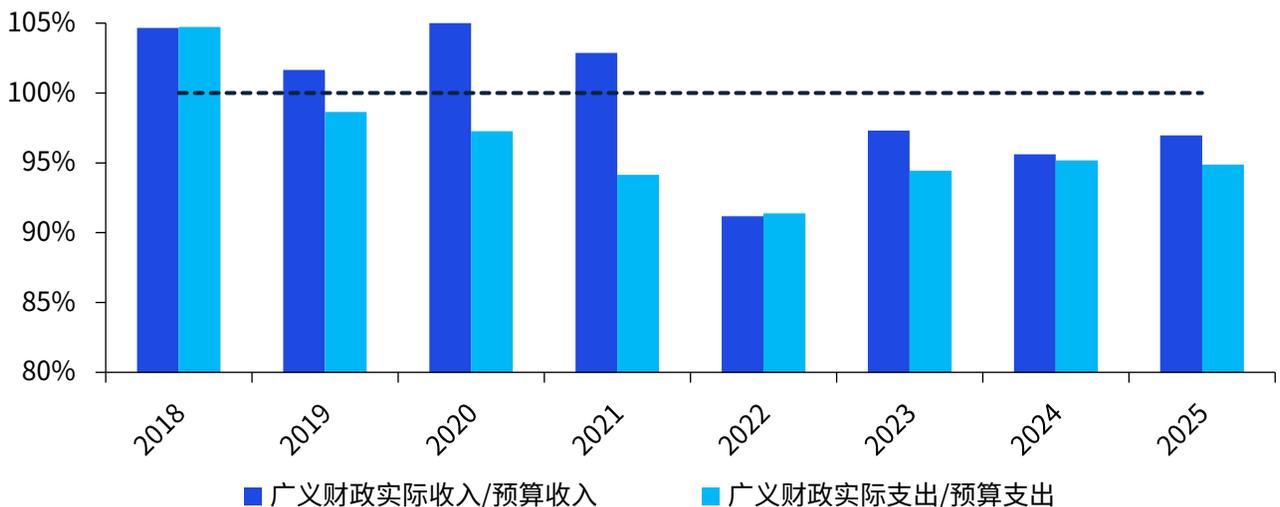


数据来源：Wind，毕马威分析

展望下一阶段，2026年一季度基建投资将迎来修复。首先，去年四季度中央财政将从地方政府债务结存限额中安排5,000亿元下达地方，同时新增5,000亿元可用于支持交通、能源、地下管网建设改造等城市更新领域基建项目的政策性金融工具，两项政策项目将在年初加快节奏形成实物工作量。此外，2025年12月发改委提前下达2026年“两重”以及中央预算投资额度2,950亿元，这一额度为2025年的1.5倍，2026年政策前倾发力意图较2025年更加明显。由于2025年财政总体支出力度偏弱，全年支出仅达预算的94.9%，根据测算，财政合计形成1.3万亿余量资金，将满足年初预算内投资资金需求，支撑基建投资止跌回稳（图14）。

从项目结构来看，去年11月中旬的国常会中，李强总理明确指出，未来“两重”项目要优化项目审核，更加注重创新要素投入、无形资产投资，促进新质生产力发展。而从发改委此前批复的提前批“两重”项目清单来看，今年基建投资方向将不仅仅局限于传统的交通、能源、水利项目，也将同样支持新质生产力领域投资，我们预计在项目审核方向调整，民间资本更多参与重大基础设施建设背景下，2026年前瞻性、战略性新兴产业基础设施、新型基础设施项目投资占比有望在今年进一步提升。

图14 历年广义财政收入与支出完成预算情况，%

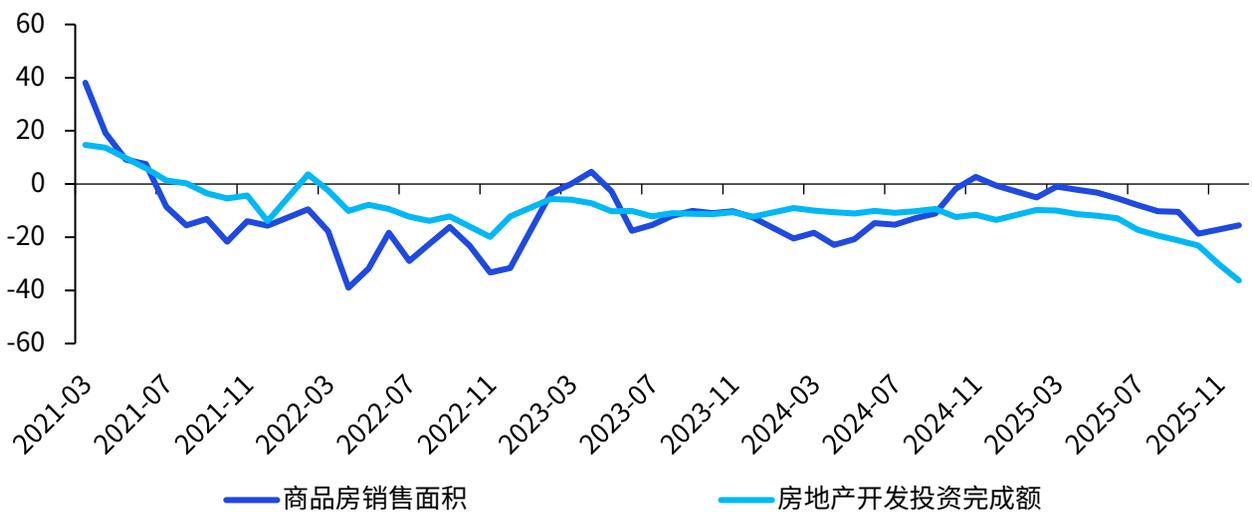


数据来源：Wind，毕马威分析

房地产投资增速探底，年初政策着力“稳预期”

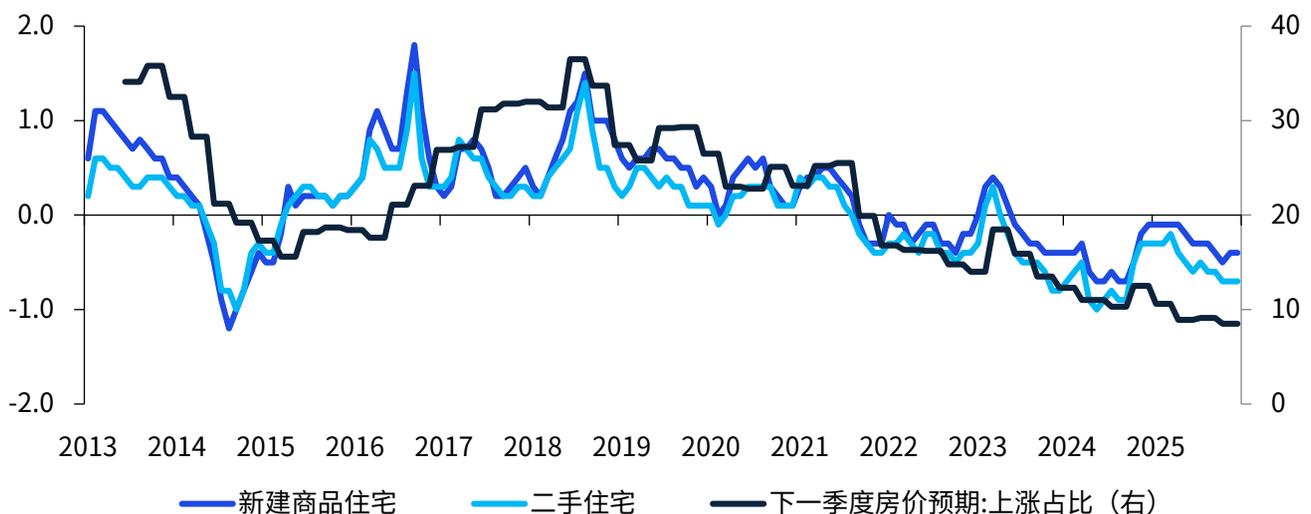
2025年全年房地产投资增速同比下降17.4%，较2024年进一步走低6.6个百分点，为2022年房地产板块调整以来最低增速。从全年趋势来看，地产销售表现持续疲软，2025年房地产投资增速逐季放缓，其中四季度房地产投资同比增速跌至-29.5%，较第三季度的-19.3%降幅深度下探（图15）。房地产价格在2024年9月环比跌幅收窄后，自2025年二季度起，其跌幅再度走扩，70大中城市新房房价指数环比从一季度的-0.3%降至四季度的-1.3%，而二手房房价更能反映房地产供需情况，其房价指数环比也从一季度的-0.8%震荡下行至四季度的-2.1%，2025年房地产止跌回稳进程出现波动（图16）。

图15 商品房销售面积、开发投资完成额，月度同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

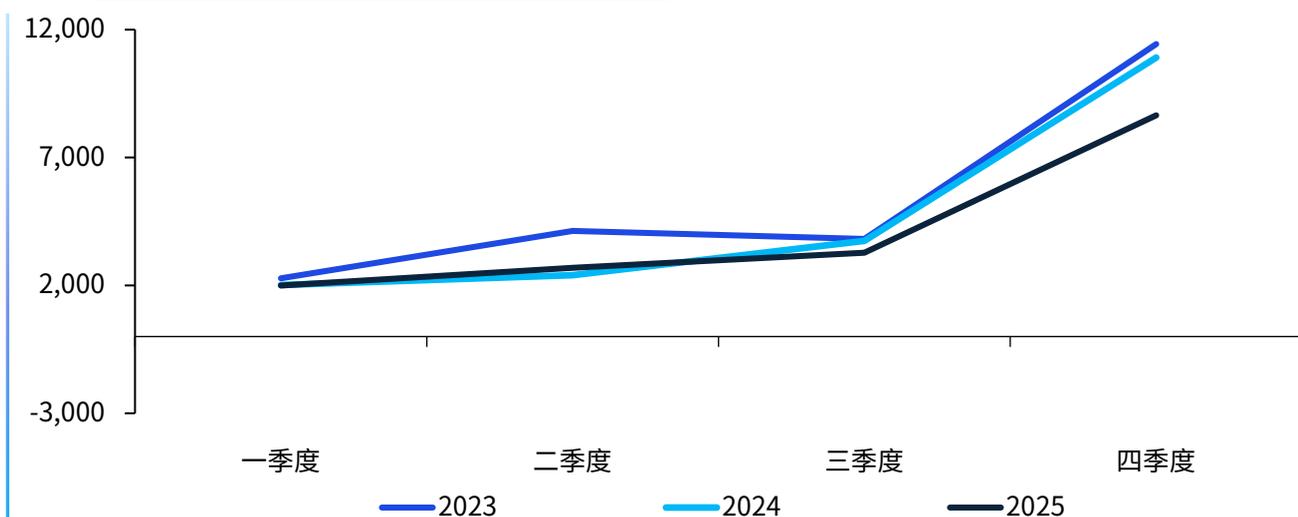
图16 70大中城市住房指数环比及城镇储户房价预期，%



数据来源：Wind，毕马威分析

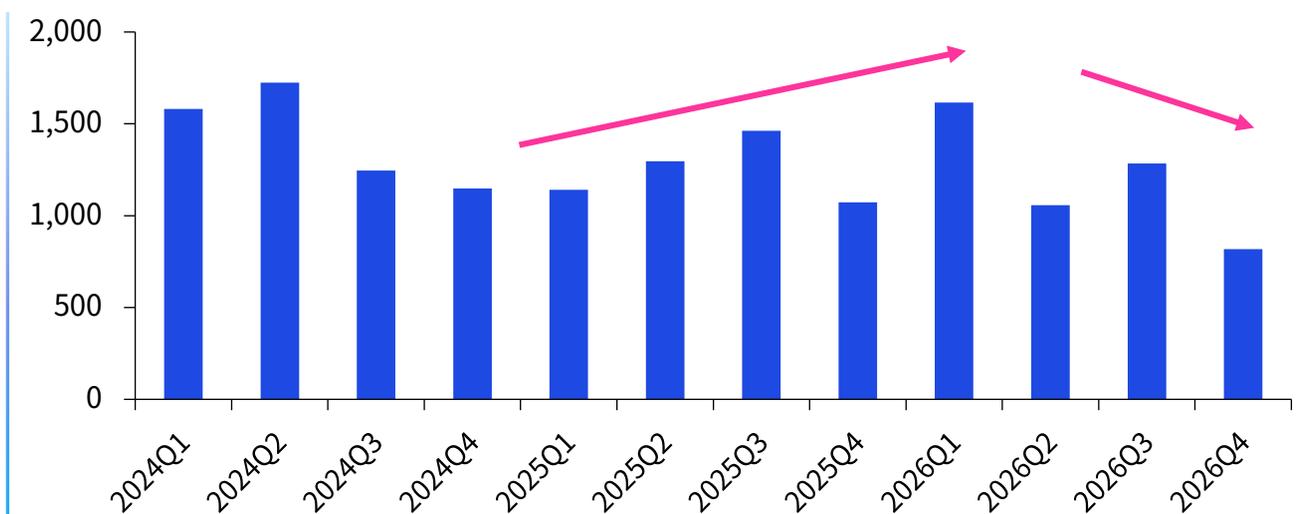
2025年房地产投资表现呈现两点分化，一是2025年上下半年房地产投资增速分化，房地产投资2024年同期基数平稳，但2025年下半年增速较上半年显著放缓，呈现“失速”下行状态，主要有两点因素使然。首先，2025年全年政府供地面积较2024年明显缩量¹，但地方政府供地集中在上半年，2025年1-6月，100大中城市住宅类用地占地面积成交实现5%的正增长，使得下半年土地供应大幅收缩，三季度土地成交面积同比迅速转负达-12%，而四季度同比进一步下探至-21%，制约同期房企拿地开工表现（图17）。其次，相较上半年，2025年下半年房企面临更大的债券偿付压力。根据企业预警通数据，2025年下半年房企债券到期规模达到2,528亿元，超过2024年同期139亿元，且2026年一季度到期规模达到1,616亿元，同样高于历史同期水平，偿债压力高企同样抑制房企投资意愿（图18）。

图17 100大中城市住宅类用地成交土地占地面积，万平方米



数据来源：Wind，毕马威分析

图18 各季度房地产企业债券到期规模，亿元



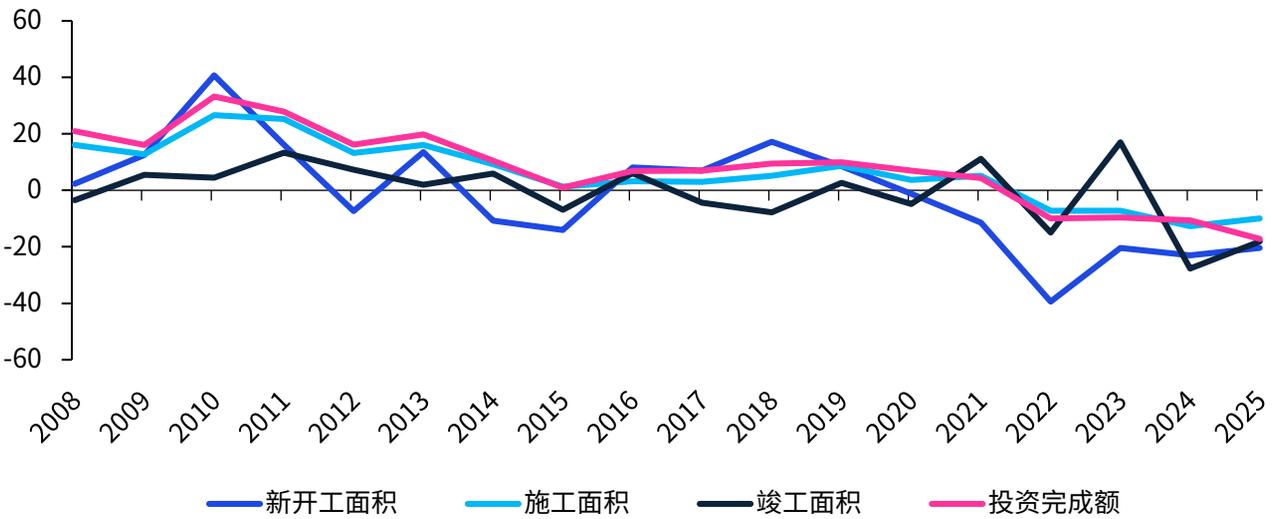
数据来源：企业预警通，毕马威分析

¹ 克而瑞监测显示，2025年全国宅地计划供应量同比下降20%。
<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1829648587958204481&wfr=spider&for=pc>

2025年还存在名义投资与实际投资表现的分化。从实际施工情况来看，2025年房屋新开工、施工、竣工面积同比跌幅均较2024年收窄，但投资完成额同比跌幅却较2024年进一步走扩。两方面原因带来这种分化：一是土地购置费是房地产开发投资的重要组成部分，其增长主要受房企前期土地购置行为和土地市场价格影响，而非当前的施工进度。前期较低的土地购置费在2025年被逐步纳入投资完成额，拖累当期投资表现。二是在房企偿债压力较高背景下，即使施工面积维持在一定规模，房企也可能通过降低施工强度，如放缓建设节奏、减少材料投入来控制成本，使得名义投资增速低于实际施工面积增速（图19）。

展望下一阶段，我们认为在未来一至两个季度，房地产投资同比降幅有望收窄。一是前期压制地产投资走弱的临时性因素将在短期解除。土地购置费滞后影响将逐步消退，同时房企债券到期压力2026年二季度后迎来缓解，房企恢复正常施工节奏与强度，房地产投资名义表现将快速向实际投资表现收敛。二是从2025年全年观察，房地产销售金额同比、房地产投资到位资金同比降幅均较2024年收窄，伴随需求的筑底，地产投资持续失速下行概率较低。

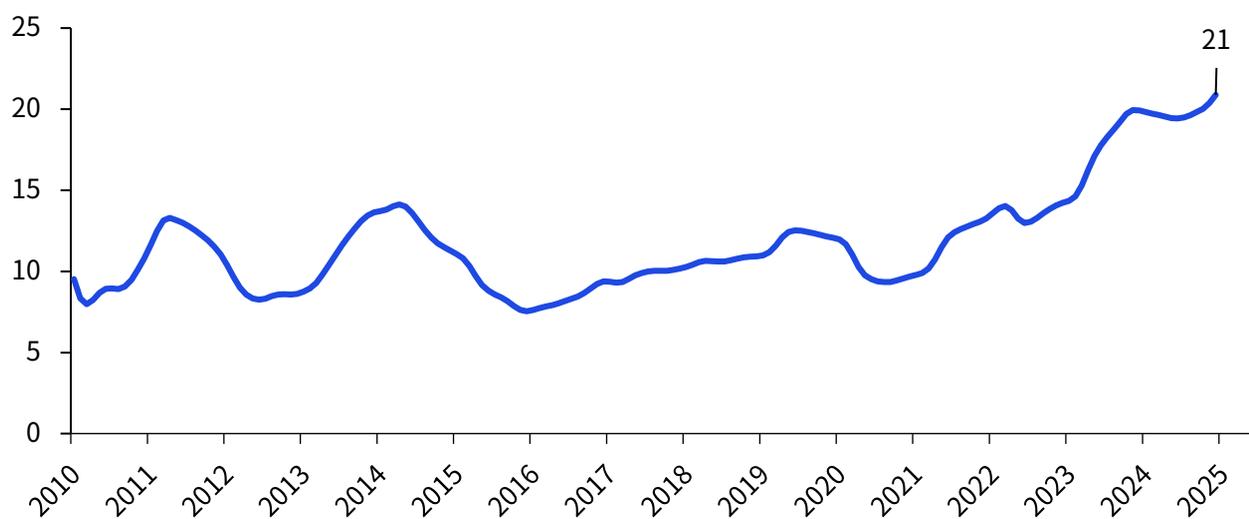
图19 房屋新开工、施工、竣工面积与房地产投资完成额，累计同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

但需要注意的是，从全年视角看，地产投资增速回升幅度将较为有限，主要受到三点因素制约。一是当前房企库存仍然偏高，2025年全年商品房销售面积仅达2021年的49%，而房地产待售面积较2024年进一步上升，核心一二线城市商品房库销比仍然高达近21个月（图20）。高库存压力下，意味着2026年房企拿地仍将保持克制。二是地方政府2026年供地将保持谨慎。2025年12月，全国住房城乡建设工作会议明确将“因城施策控增量、去库存、优供给”作为2026年住房和城乡建设工作的重要任务，预计地方政府将在2026年持续压降供地规模，影响房企拿地规模。三是当前房企融资面临更多制度性约束，投资增速较难看到大幅波动。二十届三中全会后，国家层面正在加速构建房地产企业发展新模式。新模式下，房企融资活动将面对更多制度性规范，譬如企业总部将被严禁在项目交付前违规抽挪项目公司资金、抽逃出资或提前分红；房企贷款或将推行主办银行制，项目开发、建设、销售等资金存入主办银行，银行将更易监管房企资金使用行为；期房销售亦将面临更严苛的预售资金监管。在更为成熟的配套融资制度下，未来房地产企业将向低负债、低杠杆、合理回报的模式转变，由“类制造业”升级为“产品—服务—运营”一体化，这意味着房企投资的回升将伴随需求的改善呈现渐进式修复。

图20 十大城市商品房存销比，12个月移动平均，月

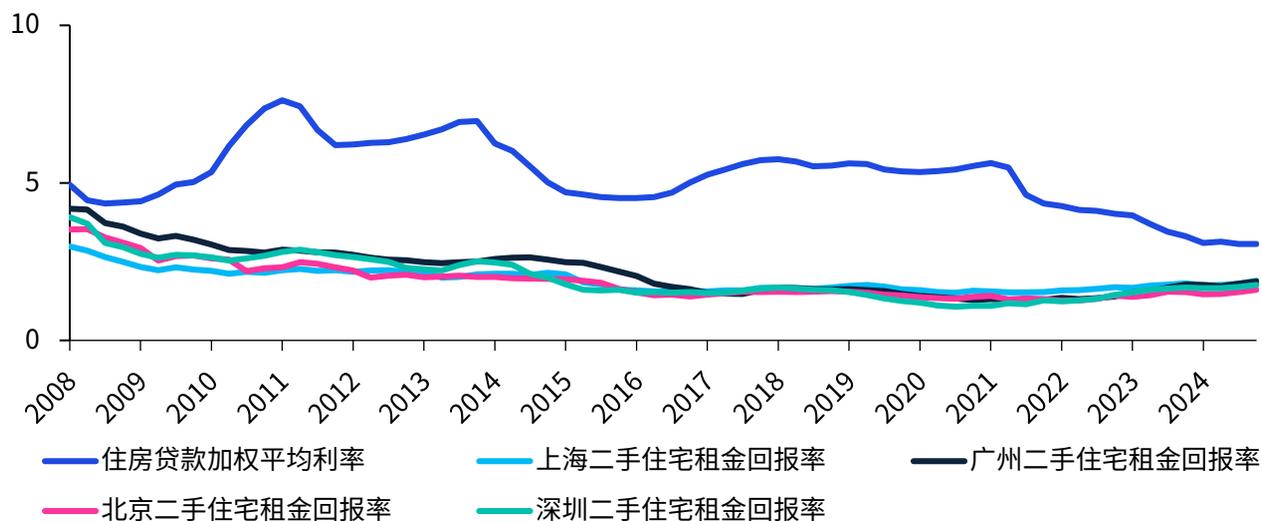


数据来源：Wind，毕马威分析

从政策端来看，根据四季度央行调查问卷，预期未来房价继续上涨的储户占比下行至8.5%，降低至历史最低值。由于房地产本身具有一定的金融属性，房价的持续走弱将对居民资产、财政收入、企业经营预期和金融机构的负债端影响加深。在这一背景下，2025年12月中央经济工作会议明确今年要“着力稳定房地产市场”，这是继2024年9月中央政治局会议提出“稳楼市股市”、“促进房地产市场止跌回稳”后，政策层面再次对房地产市场给出“稳”的指示安排。今年1月初，《求是》杂志进一步刊文“改善和稳定房地产市场预期”，强调房地产金融资产属性的同时，呼吁“政策要一次性给足，不能采取添油战术”。展望2026年全年，为缩短地产调整时间，熨平市场波动，政策进一步发力推动地产加快向新发展模式迈进，政策将在需求与供给端同时布局。

在需求侧，核心城市将持续因城施策优化限购限贷政策。例如，北京12月末优化限购和信贷政策，便是针对本地常住居民住房需求现实情况的精准施策。同时政府或将加快收购存量商品房主要用于保障性住房，在助力房企库存去化的同时，也符合惠民生的政策导向。其次，要进一步降低居民购房成本，譬如进行房贷利率贴息。当前一线城市二手房租金回报率在2%左右，仍然低于当前住房贷款加权平均利率3%，通过财政贴息能够降低居民购房资金成本，进而尽快稳定地产金融投资需求（图21）。在供给侧，当前改善需求成为新房市场供求主力，要加快“好房子”供给，通过优质供给提振居民改善性住房需求。2025年新房与二手房房价分化、大户型房屋成交热度高于小户型均反映居民偏强的改善性需求²。政府未来将围绕好标准、好设计、好材料、好建造、好运维加快建设“好房子”，进一步释放居民改善性需求。另一方面是同步做好房企债务风险管控工作。当前房地产企业债务仍然较高，不排除个别企业仍有破产重组的可能，要未雨绸缪，有效做好应对。一是做好房地产融资协调机制“白名单”项目贷款接续工作，延续推进房企融资协调机制；二是优化此前防范金融风险的融资约束，譬如淡化房企“三道红线”管理；三是在财政层面加大对房企融资纾困力度，2025年专项债可用于土地收储、收购存量住房、偿付民营房企账款，2026年专项债资金或仍将腾挪部分用于应对房企风险，稳定市场预期。

图21 一线城市租金收益率与住房贷款加权平均利率，%



数据来源：Wind，毕马威分析

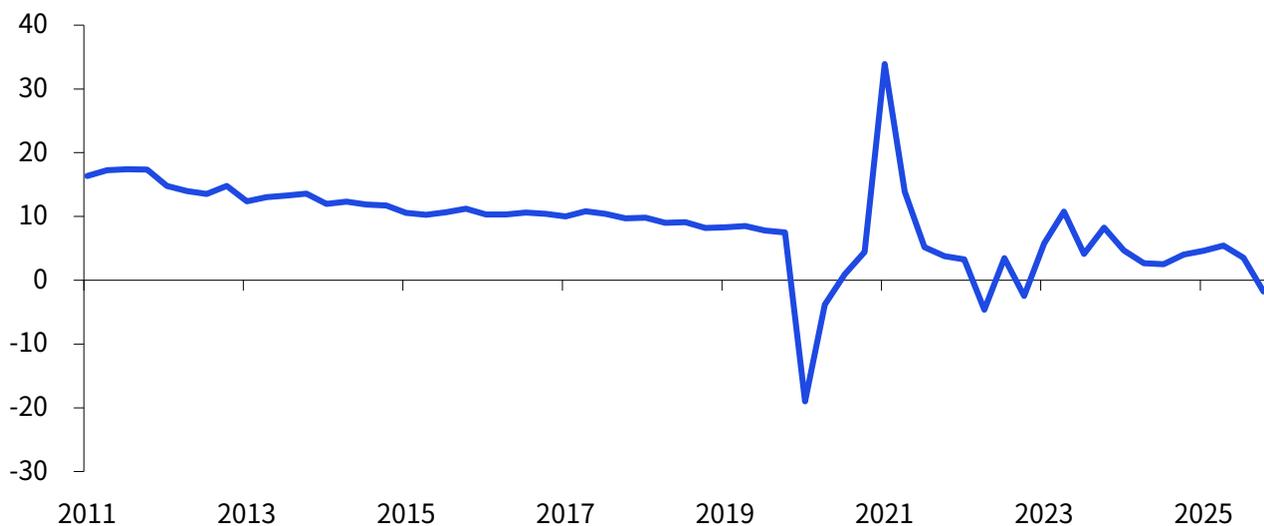
² 根据中指研究院统计，与2024年同期相比，2025年1-11月，30个代表城市中，20个城市120-144平方米产品成交套数占比提升，其中上海、长沙、南昌等城市提升幅度较为明显；24个城市144平方米以上产品成交套数占比提升，其中合肥、宁波、南京、无锡等城市提升幅度较为明显。

<https://fdc.fang.com/news/2025-12-16/53970905.htm>

消费市场稳中向新

2025年，社会消费品零售总额（以下简称“社零”）累计同比增长3.7%，增速较上年小幅提升0.2个百分点。不过，从季度走势来看，四季度社零数据表现疲弱，同比下降1.8个百分点（图22），不仅低于季节性趋势，也创下自2023年以来的首次季度负增长。这一走势主要受以旧换新政策边际减弱叠加2024年同期高基数效应的影响。值得关注的是，2025年服务消费保持较强韧性，累计增速达5.5%，较前三季度加快0.3个百分点。在服务消费的有力支撑下，全年最终消费支出对经济增长的贡献率达52%，较2024年提升5个百分点。

图22 社会消费品零售总额，当季同比，%



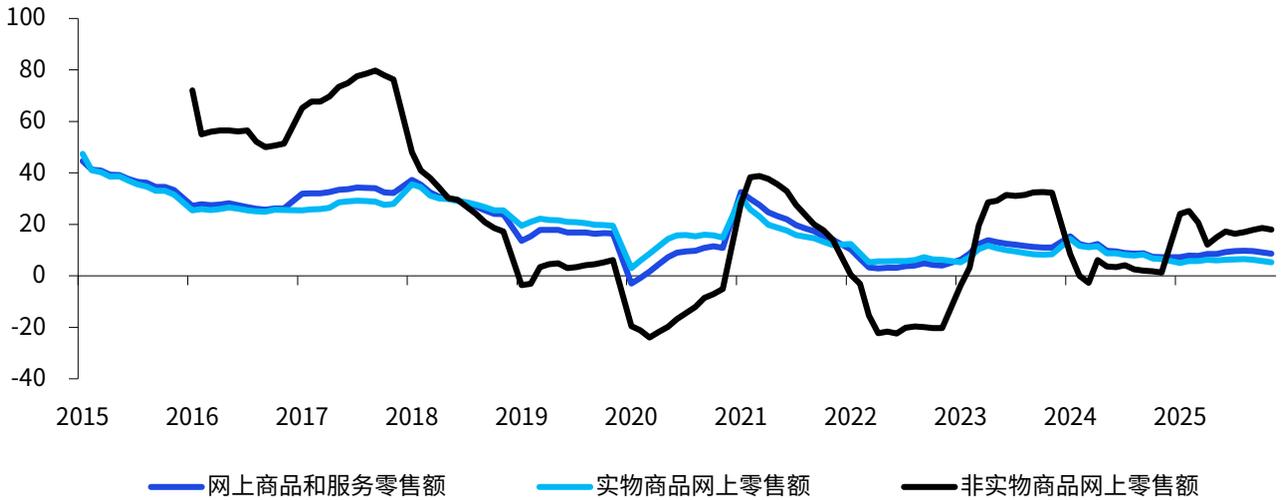
数据来源：Wind，毕马威分析

2025年，中央与地方持续出台系列扶持举措，着力培育壮大服务消费、新型消费等消费新增长点，为消费市场发展注入动力。在消费场景升级方面，中央发布政策重点支持智慧商圈、数字门店、即时零售等新型消费场景落地建设，为商品零售增长筑牢场景支撑，2025年网上商品和服务零售额同比增长8.6%，较上年提升1.4个百分点，其中非实物商品（包括服务、数字产品等）网上零售额同比增长17.9%，较上年显著提升16.6个百分点（图23）。与此同时，当下悦己消费趋势的持续升温，居民消费结构加速向品质化、体验化转型。央行2025年四季度城镇储户问卷调查显示，居民在旅游、社交文化娱乐方面的支出意愿明显增强，占比分别较2024年同期提升3.2、2.3个百分点至28.4%、26.0%；而大额商品占比则下降1.4个百分点至18.3%。9月商务部等九部门印发《关于扩大服务消费的若干政策措施》，通过开展“服务消费季”、支持商圈联动服饰美妆品牌开展促销活动、鼓励商超和便利店增设美妆专柜与时尚服饰专区等举措，强化“商品+服务”的融合供给模式。在政策带动下，2025年金银珠宝、化妆品、服装鞋帽零售累计增速分别达到12.8%、5.1%、3.2%（图24），较2024年分别提升15.9、6.2、2.9个百分点。

但另一方面，纳入以旧换新政策范畴的商品消费增速明显放缓。2025年限额以上汽车、家电、通讯器材、办公用品、家具五大类零售额合计累计同比增长4.2%，增速较前三季度回落3.5个百分点，对当期商品零售增长的累计拉动较前三季度收窄1.4个百分点至1.8%。特别地，受房地产市场交易疲软持续拖累，四季度建筑装潢材料、家具、

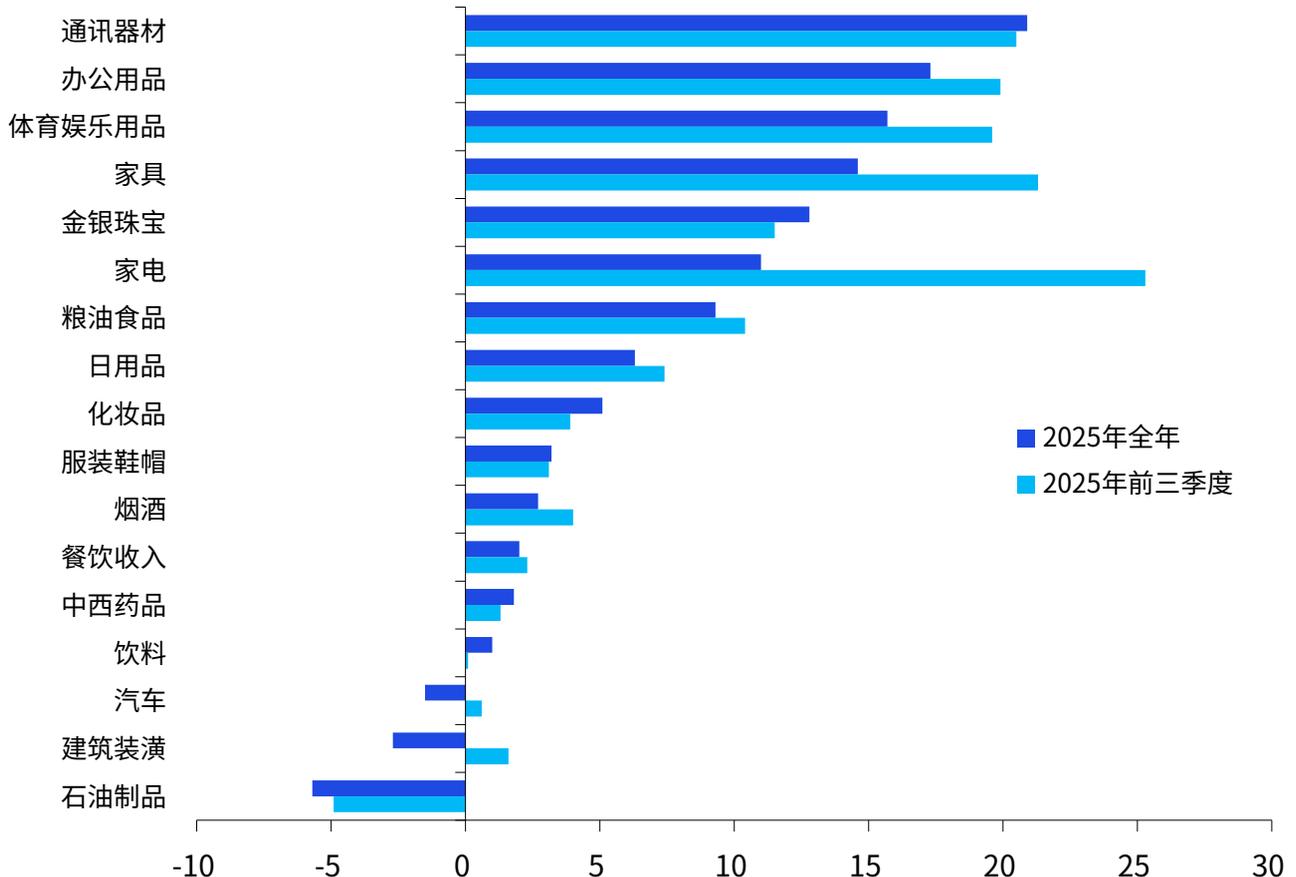
家电等房地产后周期消费表现大幅回落，累计增速较前三季度分别回落4.3、6.7、14.3个百分点。当前居民对大额可选消费的谨慎态度仍未改观，且以旧换新政策在短期拉动消费需求的同时，也形成了一定的需求透支效应，最终导致耐用品消费仍处于阶段性回落阶段，尚未培育出新的增长动力。

图23 网上商品和服务零售额，累计同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

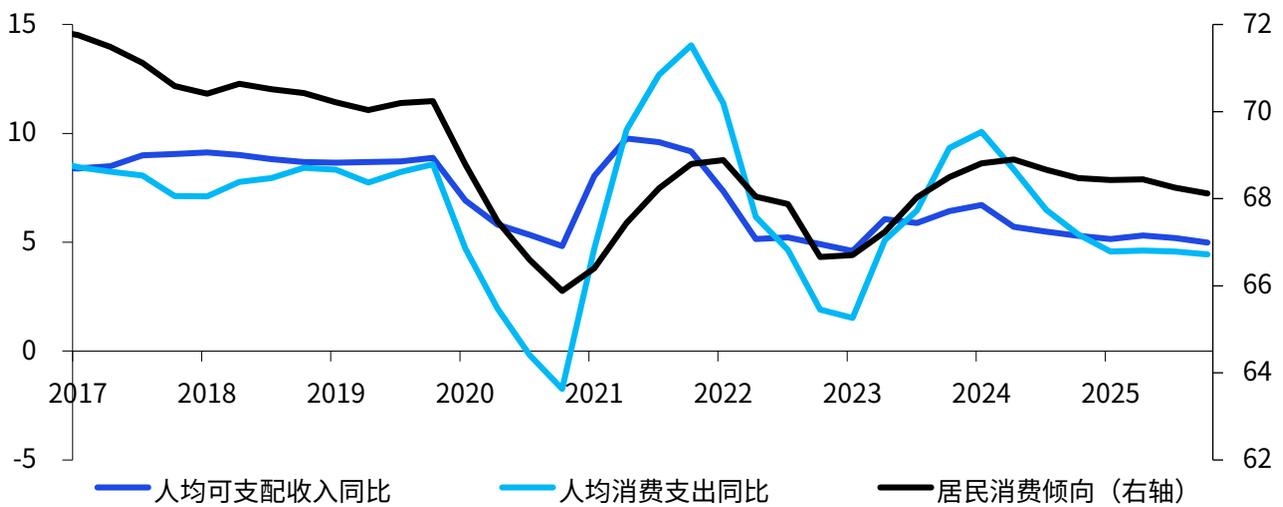
图24 限额以上消费品零售额增速，累计同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

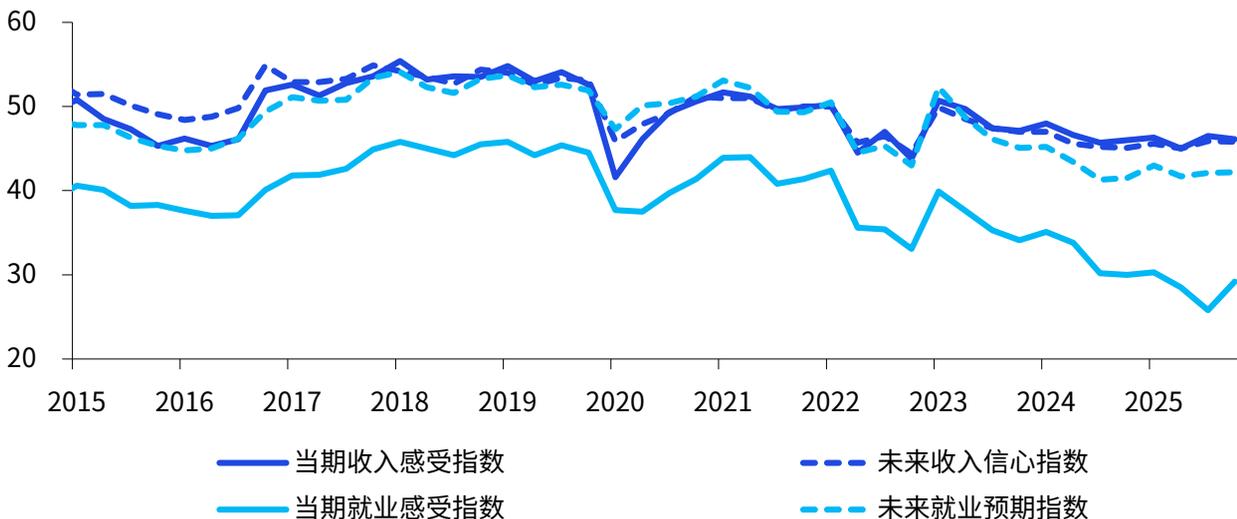
当前居民收入与消费支出增长总体保持稳定，但收入恢复步伐仍相对缓慢，对消费进一步回升形成了一定制约（图25）。2025年全国居民人均可支配收入名义同比增长5.0%，增速较2024年下降0.3个百分点；扣除价格因素后实际增速为5.0%，较2024年下降0.1个百分点。尽管全年城镇新增就业超额完成预期目标，失业率也控制在5.2%左右，但就业市场的结构性矛盾依旧突出。16-24岁不含在校生的劳动力失业率仍达16.5%，较上年的15.7%高出0.8个百分点，青年群体的就业压力亟待进一步缓解；而外来户籍人口失业率也较上年小幅上升。此外，房地产市场的持续探底也对居民收入形成拖累，2025年居民人均财产净收入增速仅为1.6%，较2024年回落0.6个百分点。消费支出端的表现同样偏弱，2025年居民人均消费支出名义同比增长4.4%，较上年回落1个百分点，且延续了连续10个季度的下行趋势，支出增速明显低于收入增速。居民信心恢复尚不充分，叠加就业市场结构性压力，共同导致消费动力整体不足，支出增长持续滞后于收入增长。央行最新问卷调查显示，当前城镇居民就业和收入感受及未来预期有所企稳，但仍处于历史相对低位（图26）。根据“十五五”规划《建议》安排，未来惠民生政策将统筹促就业、增收入、稳预期，合理提高公共服务支出占财政支出比重，增强居民消费能力。

图25 居民收支增速和消费倾向，4季度移动平均，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图26 央行城镇储户问卷调查，%



数据来源：Wind，毕马威分析

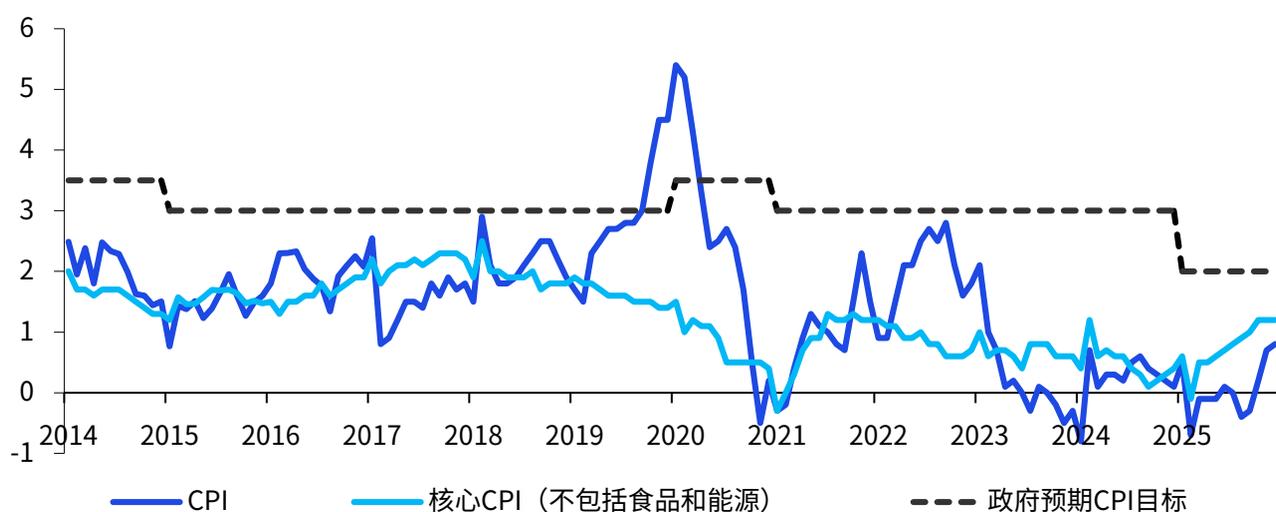
展望2026年，消费市场有望继续保持稳中向新、质效提升的发展态势，社会消费品零售总额增速预计将逐步回升。这一积极预期主要基于以下两方面支撑：一方面，促消费政策将持续发力。消费品以旧换新政策将在2026年延续实施，第一批625亿元超长期特别国债资金已提前下达地方，用于支持以旧换新及元旦、春节消费促进工作。叠加财政贴息等一揽子财税金融政策逐步落地，有助于稳定家电、汽车等补贴类商品消费，为市场提供有力托底。此外，2026年以旧换新政策将更加注重精准施策，重点向绿色消费、智能消费、银发消费等消费升级方向倾斜。例如，在“AI+消费”领域，大力支持智能眼镜等新型智能设备的推广；在银发消费领域，重点拓展适老化家居产品的市场空间。另一方面，节假日因素将提振一季度服务与商品消费。2026年元旦、春节假期时长优势显著，将有效带动居民出行意愿提升，进而拉动餐饮、零售等线下消费场景的需求释放，为消费市场增长注入动力。



积极破解供需矛盾， 推动价格合理回升

2025年全年物价运行保持平稳，CPI累计同比持平于2024年；核心CPI方面持续回升，全年累计同比上涨0.7%，较2024年扩大0.2个百分点。单月来看，自10月起，扩内需促消费政策一定程度上抵消了食品和能源价格降幅带来的影响，CPI同比转正并延续逐月回升趋势，12月涨幅扩大至0.8%；核心CPI连续4个月同比涨幅保持在1%以上，12月为1.2%（图27）。

图27 居民消费价格指数（CPI），当月同比，%

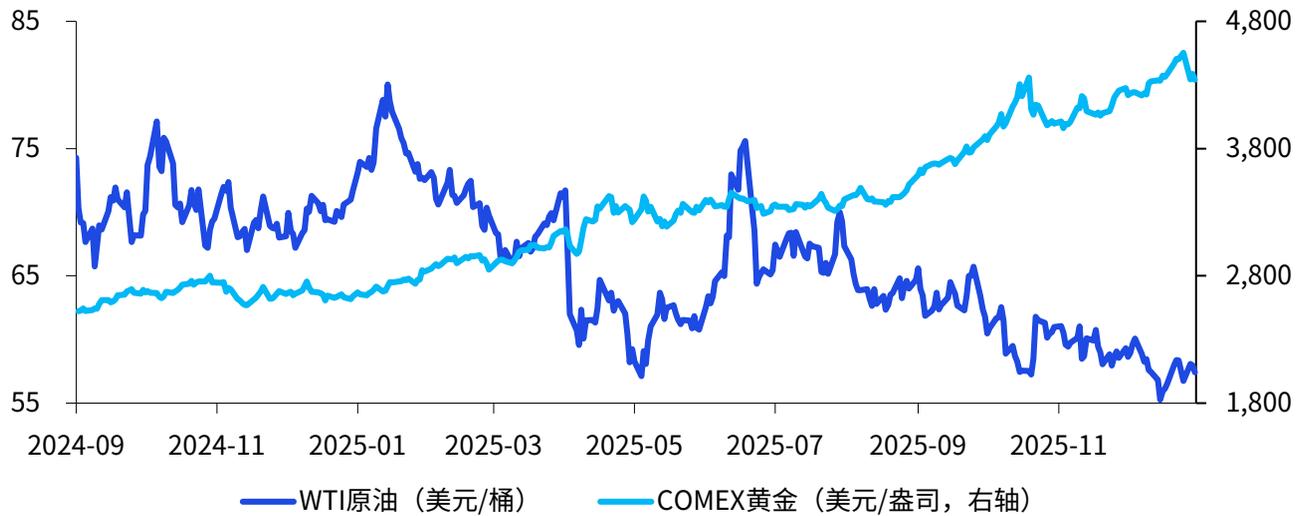


数据来源：Wind，毕马威分析

食品和能源价格下降是拉低CPI的两大因素。由于2025年冬季气温总体偏高、不利天气影响较小，12月食品CPI同比下跌1.1%，全年食品价格同比下跌1.5%，降幅较2024年扩大0.9个百分点，拖累CPI约0.27个百分点。主要食品中，鲜菜、猪肉、鸡蛋受天气和库存影响，价格均较2024年有明显下降，同比分别降低3.9%、6.1%、7.4%，合计拖累CPI约0.22个百分点。2025年以来能源价格降幅持续扩大，全年同比下降3.3%，较2024年扩大3.2个百分点，拖累CPI约0.25个百分点。其中受国际原油价格震荡下行传导（图28），国内汽油及柴油价格降幅分别达7.2%和7.8%，分别较2024年扩大6.5和7.0个百分点。

2025年核心CPI持续回升主要来源于三方面因素支撑。首先，金价上涨成为最亮眼的拉动因素，受地缘政治风险升级、美元走弱等影响，2025年黄金价格一路攀升，带动金饰品价格上涨43.2%，涨幅较2024年扩大21.1个百分点，创历史新高。其次，消费品以旧换新成效显著，政策红利推动工业消费品价格回升，扣除能源的工业消费品价格全年上涨1.1%，其中家用器具价格上涨1.8%、服装价格上涨1.7%、通信工具价格上涨0.6%。燃油小汽车及新能源小汽车等在“反内卷”政策的作用下，价格降幅均有所收窄。再者，服务消费温和上涨为核心CPI提供稳定托底，2025年全年服务价格上涨0.5%，其中家庭服务价格上涨1.9%，医疗服务及教育服务虽涨幅有所回落，但仍分别上涨1.4%和1.0%。旅游方面，全年出游人次超65亿，首次超过疫情前水平，带动价格较2024年上涨0.4%。除此以外，人工智能技术普及与居民高品质生活需求带动相关服务附加值提升，与金价、工业消费品等价格上涨形成协同效应，共同推动核心CPI实现温和回升。

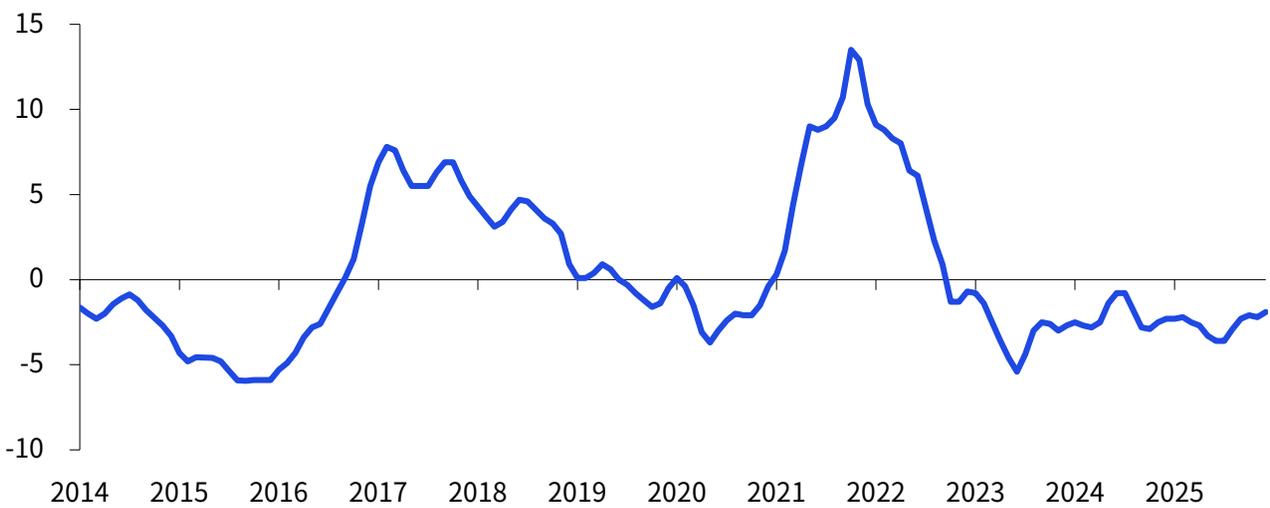
图28 国际原油和黄金期货价格走势



数据来源: Wind, 毕马威分析

2025年PPI同比下降2.6%，降幅较2024年收窄0.4个百分点。单月来看，PPI同比连续39个月下跌，12月同比下降1.9%，但伴随8月份以来全国统一大市场建设纵深推进和新兴行业的快速发展，当月降幅较11月收窄0.3个百分点（图29），反映出供需关系正得到改善，生产端回暖迹象逐步显现。

图29 工业生产者出厂价格指数（PPI），当月同比，%



数据来源: Wind, 毕马威分析

具体来看，内外因素共同作用下，部分行业价格逐步修复，整体降幅持续收窄。

内部层面，受益于国内市场竞争环境不断优化，重点行业供需关系改善成为价格回升的重要支撑。随着产能治理与“反内卷”工作持续推进，煤炭开采洗选、煤炭加工行业价格同比降幅有所收窄，环比则终结了此前连续9个月下行的态势。“新三样”相关行业表现出较强发展韧性，光伏设备及元器件制造、锂离子电池制造、新能源车整车制造全年价格同比分别下降9.2%、4.5%和1.3%，较上半年降幅分别收窄4.2个、1.1个和0.3个百分点。水泥制造业全年价格同比下降4.3%，较2024年大幅收窄5.7个百分点，行业供需格局持续向好。

外部因素对国内生产领域价格的影响呈现分化特征，不同行业受波及程度差异明显。国际有色金属价格走高，加之国内电气化进程与绿色低碳转型加速推进，有色金属矿采选业价格同比上涨17.2%，有色金属冶炼和压延加工业同比上涨6.3%。其中金冶炼、银冶炼、铜冶炼价格同比涨幅尤为突出，分别达到37.9%、27.2%和6.8%，成为拉动相关产业链价格上涨的核心动力。而国际贸易环境的不确定因素，对纺织业、通用设备制造业、专用设备制造业价格形成一定压制，上述行业全年价格同比分别下降2.3%、1.5%和1.3%。

当前价格已开启温和回升进程，但回升向好的基础仍需持续加固。近期国家发改委、国家统计局、中国人民银行等多部门针对物价问题密集发声，明确2026年价格调控方向并出台配套举措。国家发改委强调，将从总量政策、结构政策、改革政策三方面发力，实施一系列调控、改革、监管举措，打好“组合拳”，着力推动物价温和回升；国家统计局表示，要继续发挥宏观政策集成效应，扩大居民消费，规范市场竞争行为，积极破解供需矛盾；央行则提出，要把促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策的重要考量，继续实施好适度宽松的货币政策，为推动物价合理回升营造适宜的货币金融环境。展望2026年，在多部门政策协同发力与内需持续回暖带动下，物价有望逐步向合理区间趋近，温和回升态势将进一步巩固，为经济平稳运行提供支撑。

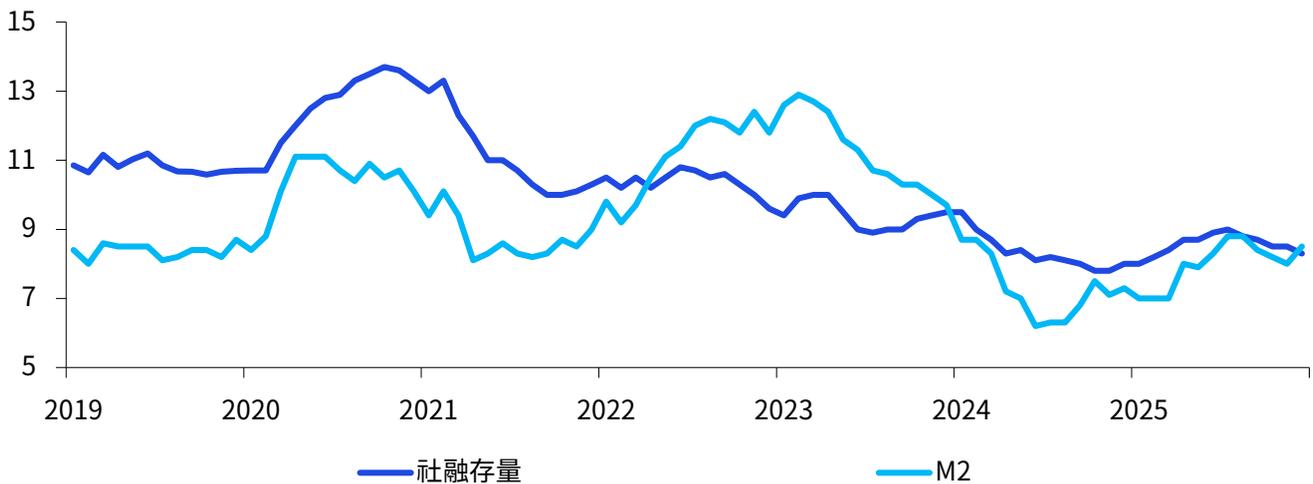


货币政策灵活高效

2025年社会融资规模累计新增35.6万亿元，同比多增3.3万亿元。社融存量同比增长8.3%，较2024年末提升0.3个百分点；M1、M2增速分别为3.8%、8.5%，较2024年末分别提升2.6、1.2个百分点。全年来看，金融总量实现稳健扩张，但对财政扩张的依赖加深、节奏上呈现前高后低走势。受财政前倾发力叠加2024年基数变化影响，社融存量、M1、M2增速在前三季度加速上行，四季度有所放缓。与此同时，实体经济内生信贷需求仍显疲弱，人民币贷款余额增速呈现持续下行态势，2025年末降至6.4%，较2024年末走低1.2个百分点（图30）。

展望2026年，在财政与货币政策协同发力下，金融总量预计保持合理增长。一方面，财政政策延续积极扩张，政府债券将继续发挥托底作用；货币政策维持宽松取向，保持市场流动性充裕、社会综合融资成本低位运行，激发实体经济融资需求。另一方面，财政货币政策将进一步强化结构引导功能，提升金融支持经济结构转型升级的适配性和有效性，推动金融支持实体经济从“量的扩张”转向“质的提升”，从而增强经济内生融资需求对金融总量增长的拉动作用，逐步降低对财政扩张的过度依赖。

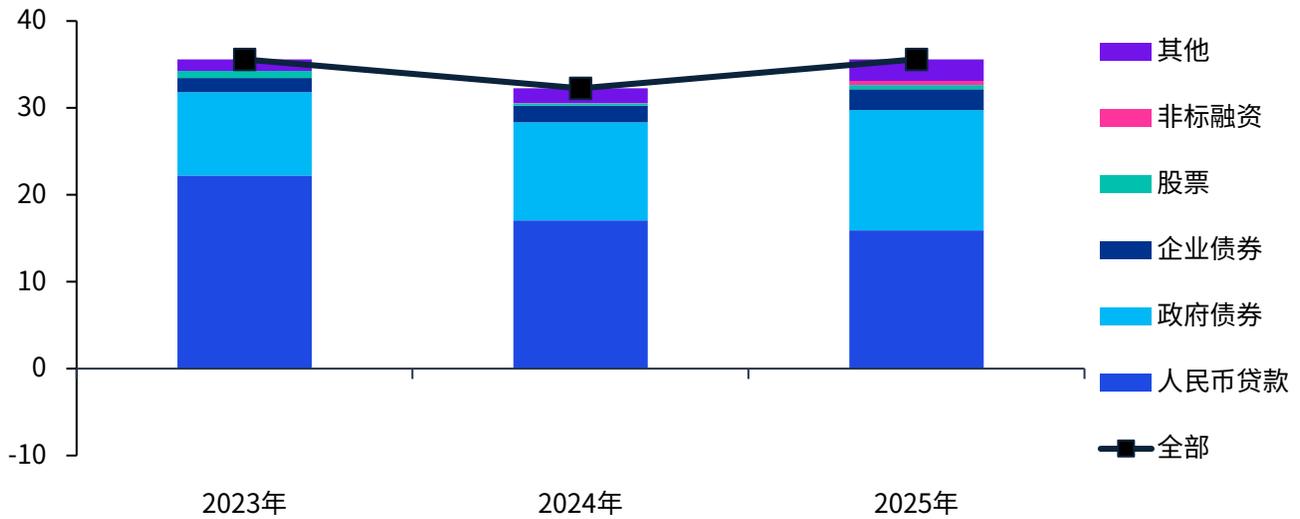
图30 社会融资规模存量与M2同比增速，%



数据来源：Wind，毕马威分析

从新增社融结构来看，政府债券成为社融稳步扩张的核心力量。2025年政府债券净融资累计新增13.8万亿元，同比多增2.5万亿元，贡献了社融全部同比多增额的75.9%，占社融增量的比重由上年的35.0%提高至38.9%（图31）。与之相对的是信贷对社融增长的传统拉动作用进一步减弱。2025年社融口径下人民币贷款新增15.9万亿元，同比少增1.1万亿元，占社融增量比重由52.9%下降至44.7%。值得注意的是，四季度政府债券净融资新增2.4万亿元，但由于2024年底置换债集中发行导致基数走高，同比少增1.7万亿元；人民币贷款新增1.4万亿元，同比少增0.3万亿元，尽管少增幅度较前三季度有所收窄，但实体经济有效信贷需求不足的问题尚未得到实质性改善。不过，低利率环境下直接融资替代效应增强，叠加政策层面大力推动科创债发行，2025年企业债券净融资新增2.4万亿元，同比多增0.5万亿元。此外，表外三项非标融资有所回暖，全年合计新增4,996亿元，同比多增4,892亿元；四季度新增553亿元，同比多增2,377亿元。其中委托贷款、信托贷款四季度分别新增1,775亿元、1,677亿元，对应同比多增2,197亿元、1,263亿元，可能与政策性金融工具投放有关，部分政策性资金通过非标渠道注入项目。

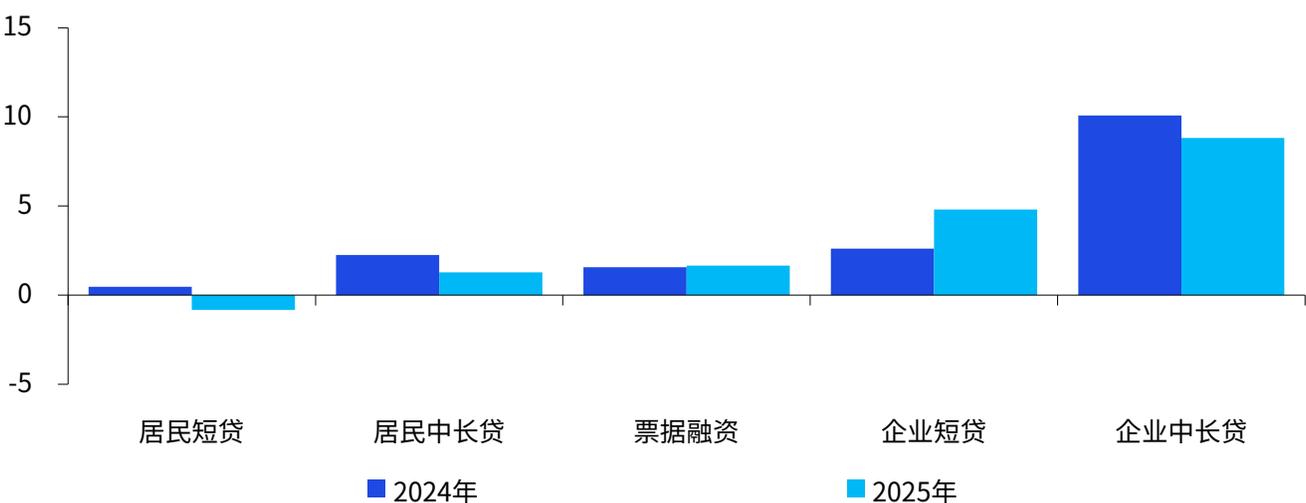
图31 新增社会融资规模结构，万亿元



数据来源：Wind，毕马威分析

信贷投放结构方面，企业部门表现显著好于居民部门（图32）。2025年居民部门信用扩张进一步放缓，全年仅新增4,449亿元，同比少增2.3万亿元，深刻反映消费内生复苏动能偏弱和房地产市场持续调整下的“去杠杆”特征。其中，居民短贷减少8,351亿元，有数据以来首次为负，同比少增1.3万亿元；居民中长贷新增1.3万亿元，创2023年以来新低，同比少增9,700亿元。相比之下，企业部门信贷需求小幅回暖，全年新增13.6万亿元，同比多增0.9万亿元，主要集中在短期融资领域。一是出口保持较强韧性，带动企业短期资金周转、原材料采购等需求持续改善；二是《保障中小企业款项支付条例》的实施要求大型企业中小企业付款账期不超过60天，促使部分大型企业使用短期贷款而非商业票据来满足支付需求；三是服务业经营贷贴息政策落地，以及部分新型政策性金融工具支持项目启动后，撬动短期流动性贷款需求。2025年企业短贷新增4.8万亿元，同比多增2.2万亿元。但“反内卷”深入推进的背景下，企业扩张与加杠杆意愿不足，企业中长期贷款增长仍偏弱，2025年新增8.8万亿元，同比少增1.3万亿元，与同期固定资产投资表现疲软相印证。值得注意的是，四季度企业中长贷新增5,300亿元，同比多增1,100亿元，时隔9个季度再次同比多增，主要与政策性金融工具落地撬动配套融资需求有关。

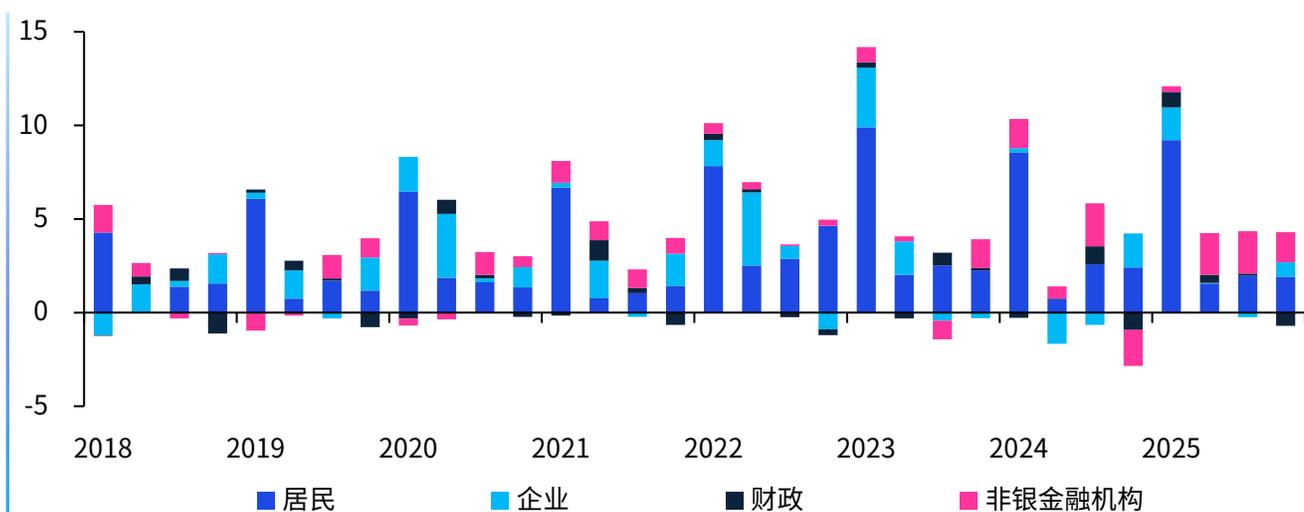
图32 金融机构新增人民币贷款结构，万亿元



数据来源：Wind，毕马威分析

存款方面，2025年人民币存款新增26.4万亿元，同比多增8.4万亿元。其中，非银存款成为核心拉动力量。股市赚钱效应与低利率环境共同推动投资者增加权益资产配置，非银存款全年新增6.4万亿元，同比多增3.8万亿元。四季度非银存款新增1.6万亿元，创历史新高，同比大幅多增3.5万亿元，主要由于2024年末非银同业存款利率被纳入自律管理后，同业存款大幅减少导致基数明显走低（图33）。而四季度居民存款新增1.9万亿元，同比少增0.5万亿元，显示居民资金从银行存款向非银金融资产搬家的趋势延续。此外，2025年企业存款新增2.3万亿元，同比多增2.6万亿元，扭转此前连续两年同比少增态势，显示企业流动性显著改善，主要与前期政府债券融资高增通过财政支出（如项目支付、账款清偿等）转化为企业存款有关。值得一提的是，四季度财政存款减少7,121亿元，扣除当期新增政府债券净融资后，减少3.1万亿元，同比少减2.0万亿元，指向年末财政支出有所放缓，应是出于跨周期调节考虑，合理把控资金投放进度，为2026年前置发力蓄力。

图33 金融机构新增人民币存款结构，当季值，万亿元



数据来源：Wind，毕马威分析

2025年货币政策的实施路径清晰体现了“总量适度宽松、结构精准滴灌、节奏灵活应对”的核心逻辑。在总量调控上，央行力度较为克制，全年仅降准50个基点、降息10个基点；更多依赖结构性工具发力，通过定向投放、优惠利率、额度管理等方式，精准高效滴灌“五篇大文章”重点领域。展望2026年，作为“十五五”规划的开局之年，宏观经济的修复基础仍需巩固，内需不足、预期偏弱、外部不确定性上升等挑战依然存在。中央经济工作会议指出，把促进经济稳定增长、物价合理回升作为货币政策的重要考量，灵活高效运用降准降息等多种政策工具。在此背景下，货币政策将延续适度宽松、逆周期与跨周期调节相结合的总体思路，但操作重心将从“稳增长”向“稳预期、促转型、防风险”深化，政策工具组合将更加注重结构性、前瞻性和协同性。

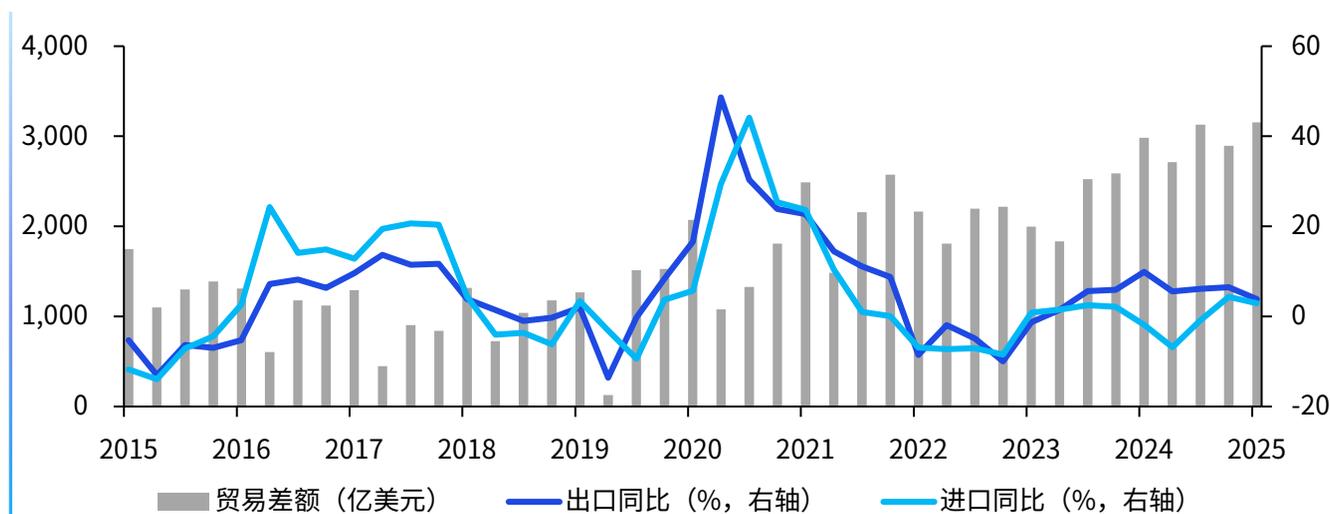
2026年初，央行率先通过结构性工具实施“降息+增量+扩容”组合，包括下调各类再贷款、再贴现等工具利率25个基点；分别增加支农支小、科技创新和技术改造再贷款额度5,000亿元、4,000亿元；新设1万亿元民营企业再贷款，合并设立科技创新与民营企业债券风险分担工具；拓展碳减排、服务消费与养老再贷款工具支持领域，引导金融资源进一步向民营经济、科创、绿色产业倾斜。同时，央行明确当前人民币汇率稳定、银行净息差企稳等条件为后续全面降准降息预留政策空间。预计2026年降准降息幅度与2025年相当，降息10-20个基点，降准50个基点。考虑到财政政策或将前置发力，降准落地时点也有望相应靠前予以配合。此外，央行还将综合运用国债买卖、买断式逆回购、MLF加量操作等数量型货币政策工具组合，实现短中长期流动性精准调节，以保障政府债顺利发行，并增强银行信贷投放能力。

高端制造助力外贸向新向优， 全年顺差突破万亿美元

2025年全年，我国进出口（以美元计价，下同）总值约6.4万亿美元，连续九年保持增长。贸易顺差近1.2万亿美元，也是自11月份突破一万亿美元后创下的历史新高。出口方面，2025年全年出口3.8万亿美元，较2024年增长5.5%。分季度来看，四季度出口同比增速3.8%，较三季度下滑2.7个百分点（图34），主要源于高基数以及前期对美“抢出口”效应的减弱。进口方面，2025年全年进口2.6万亿美元，与上年同比基本持平。其中，四季度进口同比增长2.9%，较三季度有所放缓。但从单月来看，自6月份以来月度进口连续7个月保持同比增长，12月同比增长加快到5.7%，背后源于国内国际双循环良性互动，扩大进口政策与贸易便利化举措持续赋能，国内产业转型拉升高端要素进口需求，叠加国际市场供给改善与价格利好，共同促成进口连续增长、走势向好的良好态势。

总体来看，2025年我国外贸在复杂外部环境下实现稳量提质，为实现全年经济增速目标提供了重要支撑。需要注意的是，超万亿美元的贸易顺差尽管彰显了中国制造业的综合竞争力与出口优势，却也可能对其他经济体形成一定冲击，叠加全球贸易保护主义盛行，中国更容易成为贸易规则制定的焦点。另一方面，国内有效需求不足的矛盾未得到根本性化解，对扩大进口形成制约，不利于形成内外需良性循环。因此，着力推动贸易平衡，已成为“十五五”时期中国经济发展必须抓紧解决的重要问题。

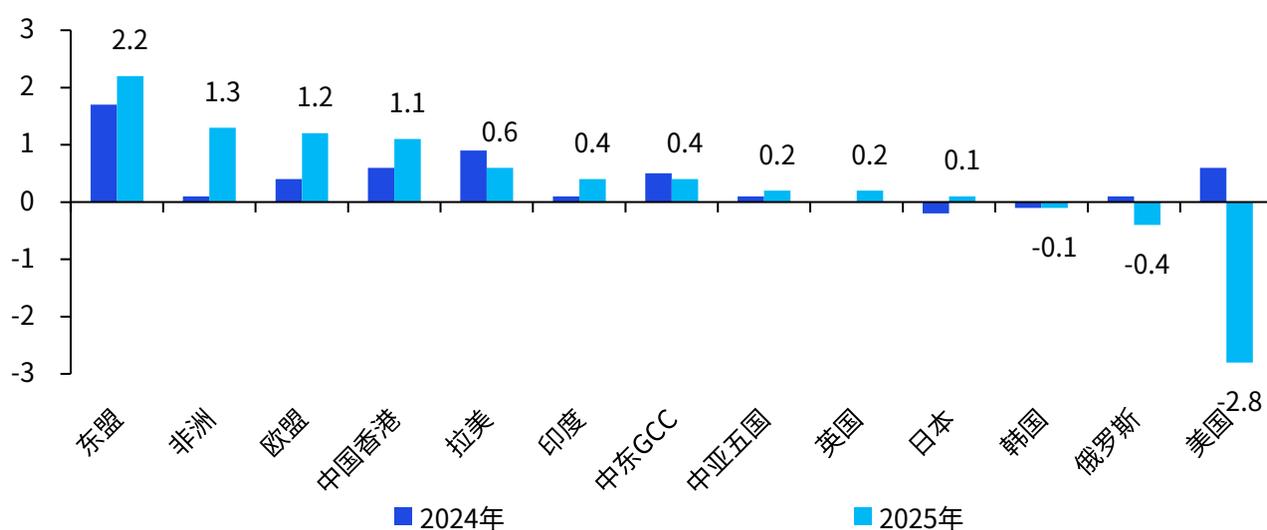
图34 进出口活动，当季值



数据来源：Wind，毕马威分析

贸易伙伴多元化成为2025年全年中国出口市场的亮点之一，而美国市场的拖累效应仍在显现（图35）。一方面，伴随年中中国—东盟自贸区3.0版落地实施，为双方在产供应链的深度融合与升级注入了强劲动力，东盟连续3年成为我第一大出口市场，2025年拉动出口2.2个百分点。另一方面，中国积极推动与非洲、拉美、印度、海合会、中亚五国等贸易伙伴关系，以上地区合计拉动今年出口2.8个百分点，较2024年提升1.1个百分点。同时，今年以来中国香港等地作为转口贸易枢纽则发挥了重要作用，2025年拉动出口达1.1个百分点。传统市场方面，得益于欧盟经济呈现温和复苏趋势，带动机电、汽车零部件等中间品需求回暖，对欧出口在2025年的拉动达1.2个百分点，较2024年提升0.8个百分点。由于俄罗斯面临地缘政治叠加能源红利消退等因素影响，我国出口相关企业面临回款周期延长、汇率风险上升等问题，主动放缓了发货节奏，对俄出口从2024年的拉动0.1个百分点降至2025年的拖累0.4个百分点。而经历美方高关税政策的持续影响以及需求同步走弱后，中国对美全年出口同比下降20%，美国市场拖累2025年整体出口2.8个百分点。英国、日本、韩国等其他传统市场出口则基本维持在2024年水平。纵观2025年，中国在应对贸易保护主义的同时不断积极扩大外贸“朋友圈”。海关总署指出，目前中国已和全球160多个国家和地区结为贸易伙伴关系，较2020年增加20多个。未来我国将持续深化与各贸易伙伴的务实合作，不断拓宽合作领域、提升合作层级，以更高水平的开放型经济筑牢外贸发展根基，推动形成更加多元、稳定、韧性的全球贸易伙伴网络。

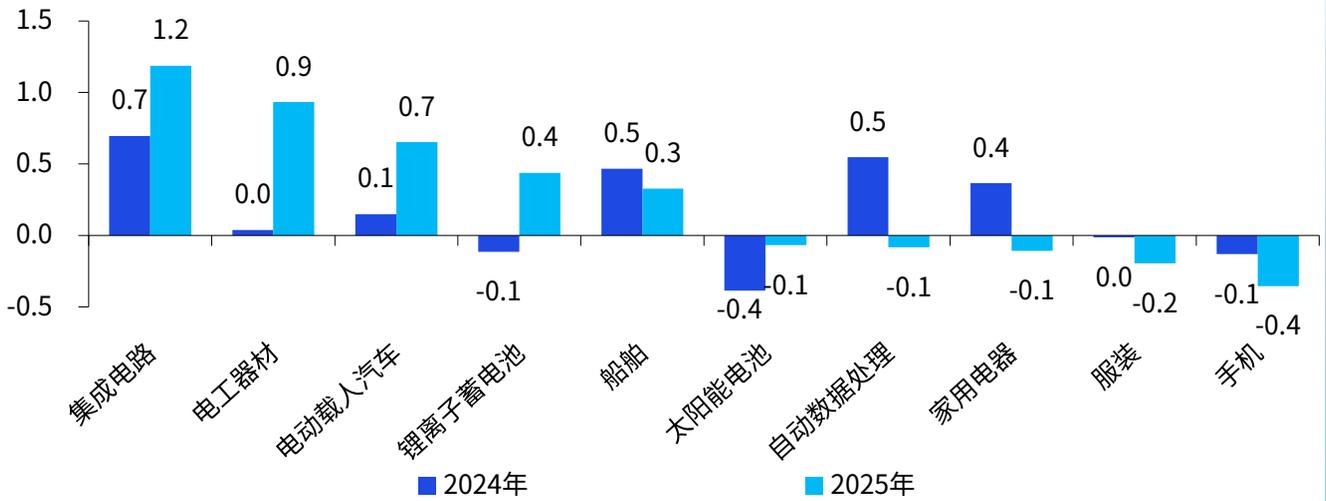
图35 主要经济体对出口同比的拉动，百分点



数据来源：Wind，毕马威分析

从主要出口商品来看，在全球人工智能算力需求爆发与绿色智能需求攀升的双重驱动下，以集成电路、新能源、船舶等为代表的高端制造品类成为2025年出口的核心增长引擎。全球人工智能投资热潮延续，集成电路出口同比增长26.6%，拉动整体出口达1.2个百分点。绿色制造成为中国出口的重要增长极之一。随着全球能源转型进程加快，海外能源基建配套建设的需求激增，带动电工器材出口同比增长18.1%，拉动出口0.9个百分点。同时，2025年全年“新三样”产品出口增长26.4%，合计拉动出口达1.0个百分点，其中电动载人汽车、锂离子蓄电池分别拉动0.7和0.4个百分点，而太阳能电池等光伏产品受出口退税政策调整、欧美等反倾销围剿，仍拖累出口0.1个百分点，但降幅已经较2024年收窄0.3个百分点。船舶作为高技术含量的代表产品之一延续增长态势，同比增速达23.9%，拉动出口0.3个百分点。另一方面，消费电子与传统品类的表现较2024年相对疲软，自动数据处理设备及其零部件、家用电器、服装等品类对出口形成轻微拖累，而手机受外部需求收缩与竞争压力，出口同比减少9.5%，对出口的拖累达到0.4个百分点（图36）。往后看，结合中国外贸制度、产业、市场等优势，多元的外贸伙伴将有助于提升出口应对外部环境的抗风险能力，同时绿色制造、高新智能等产品将有望为2026年提供新的贸易增量。

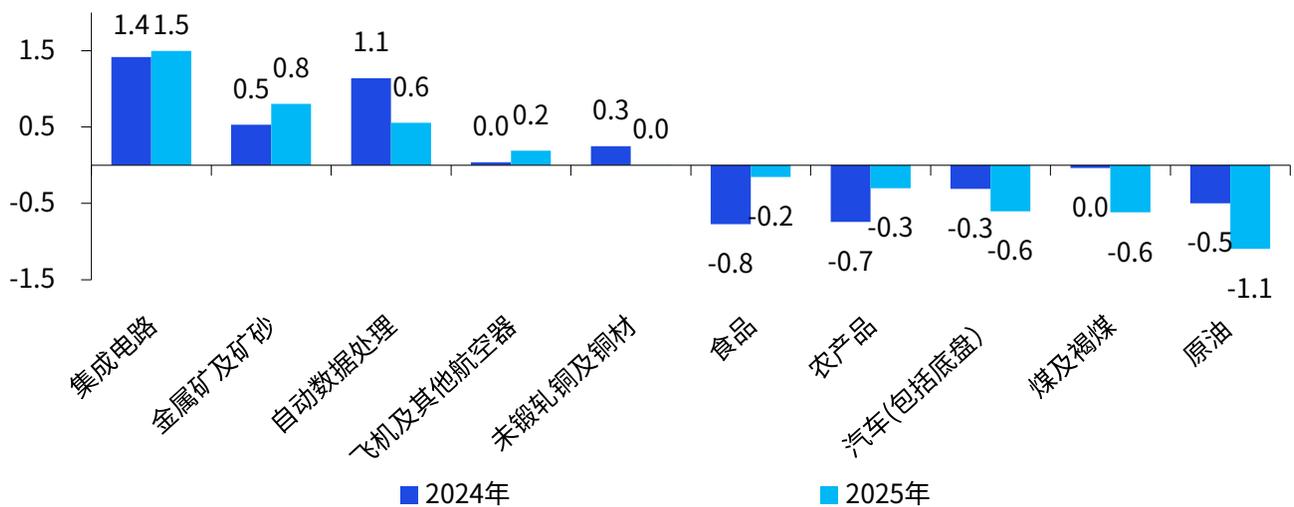
图36 主要类别商品对出口同比的拉动，百分点



数据来源：Wind，毕马威分析

进口方面，2025年中国人工智能发展水平持续跃升，集成电路进口获得强劲支撑，同比增长10.0%，拉动进口达1.5个百分点。同时，自动数据处理设备及其零部件亦受益于产业链升级需求，为进口贡献0.6个百分点。而国内高端制造产能扩张，飞机及其他航空器进口延续增长态势，进口同比增长52.7%，贡献0.2个百分点的拉动。大宗商品方面，受益于国内新能源、半导体等高新技术制造业和高端装备制造业保持高速增长，带动上游工业金属产业链景气度上行叠加国际有色金属价格上涨，金属矿及矿砂进口同比增长8.2%，拉动整体进口0.8个百分点。原油由于国际供应过剩叠加国内炼化产能优化，价格呈现明显的震荡下行态势，进口同比下滑8.7%，拖累整体进口1.1个百分点。此外，部分产品进口因为国内稳产增产、产业链不断成熟、新能源规模扩大等自主保障能力提升而有所下滑，例如农产品拖累0.3个百分点，汽车（包括底盘）、煤及褐煤各拖累进口0.6个百分点（图37）。

图37 主要类别商品对进口同比的拉动，百分点

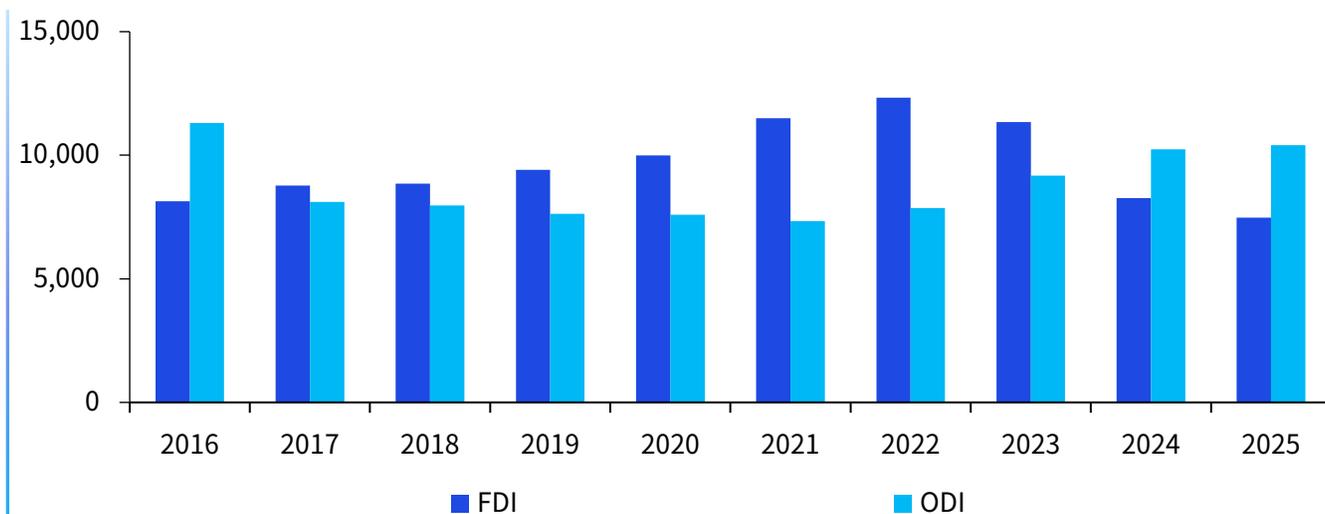


数据来源：Wind，毕马威分析

展望2026年，国际货币基金组织（IMF）在2026年1月发布《世界经济展望》报告的更新内容，报告肯定了中美经贸谈判取得的实际成效，并在全球金融环境宽松、通胀大体保持稳定的背景下，小幅上调2026年增长预期0.2个百分点至3.3%，持平于2025年的增速预期。除此以外，人工智能相关的科技投资迅猛增长是全球经济复苏的另一重要支撑，北美与亚洲地区的表现带动半导体等技术设备的活跃出口。但与此同时，贸易政策波动的遗留影响、地缘政治等不确定因素仍在扰动全球经济活动，前景仍偏向下行风险。对中国外贸而言，贸易壁垒等外部挑战尚存，可能引发潜在的供应链冲击。但依托市场多元化布局、产品结构向新向优、制度型开放深化与数字贸易赋能的多重支撑，中国外贸在新的一年里有望延续稳健增长态势，为中国经济及全球经济实现再平衡与可持续发展提供重要支撑。

2025年全年，我国实际使用外资金额为7476.9亿元人民币，同比下降9.5%，较2024年降幅收窄17.6个百分点（图38），外资运行态势持续向好。新设立外商投资企业数量7万余家，同比增长19.1%。虽然2025年以来面临全球跨国资本流动放缓、国际竞争加剧与产业链重构的多重挑战，但中国市场凭借持续释放的开放红利与坚实的发展韧性，依然是国际资本布局的重要目的地。跨国公司对中国超大规模市场优势、完整产业链生态与持续优化营商环境工作的高度认可，彰显了外资企业深耕中国市场的长期战略决心。从行业分布上看，全年我国服务业实际使用外资5451.2亿元人民币，占比达72.9%；高技术产业实际使用外资2417.7亿元人民币，占比32.3%。从引资质量来看，我国利用外资的结构优化特征愈发明显，服务业与高技术产业已成为吸引外资来华的核心增长引擎。其中，电子商务服务业、医疗仪器设备及器械制造业、航空航天器及设备制造业等细分领域更是实现20%以上的高速增长。同时，瑞士、阿联酋、英国等国家对华投资实现两位数增长，传统投资伙伴稳中有进，新兴合作力量快速崛起，2025年外资来源地呈现多元化拓展态势。“十五五”规划《建议》指出，要拓展双向投资合作空间，塑造吸引外资新优势，落实好“准入又准营”。一系列市场化、法治化、国际化营商环境优化举措落地实施将让中国市场的吸引力从规模优势向制度优势延伸，跨国企业正加速将中国市场纳入其全球创新网络与供应链体系的核心环节，深度参与中国式现代化建设，在共享中国新质生产力发展机遇的同时，也为全球经济复苏注入持久动力。

图38 实际使用外资（FDI）与非金融类对外直接投资（ODI），亿元人民币



资料来源：Wind，畢馬威分析

2025年全年，我国全行业对外直接投资1.2万亿元人民币，同比增长7.4%。其中，对全球153个国家和地区的1.1万余家境外企业进行了非金融类直接投资，累计投资1.0万亿元人民币，同比增长1.6%。2025年全年，我国对外投资合作在规模扩张与结构优化中实现高质量发展，非金融类投资覆盖范围持续拓宽，对外承包工程业务在承接规模与增长速率上均实现稳步跃升，延续并深化了此前的良好发展势头。其中完成营业额1.3万亿元人民币，较去年增长8.1%；新签合同额2.1万亿元人民币，增长8.5%。与此同时，“一带一路”不断走深走实，发展韧性和潜力巨大。2025年全年中国企业在共建“一带一路”国家非金融类直接投资2833.6亿元人民币，同比增长18.0%；承包工程完成营业额1.1万亿元人民币，增长9.6%；新签合同额1.8万亿元人民币，同比增长11.2%。

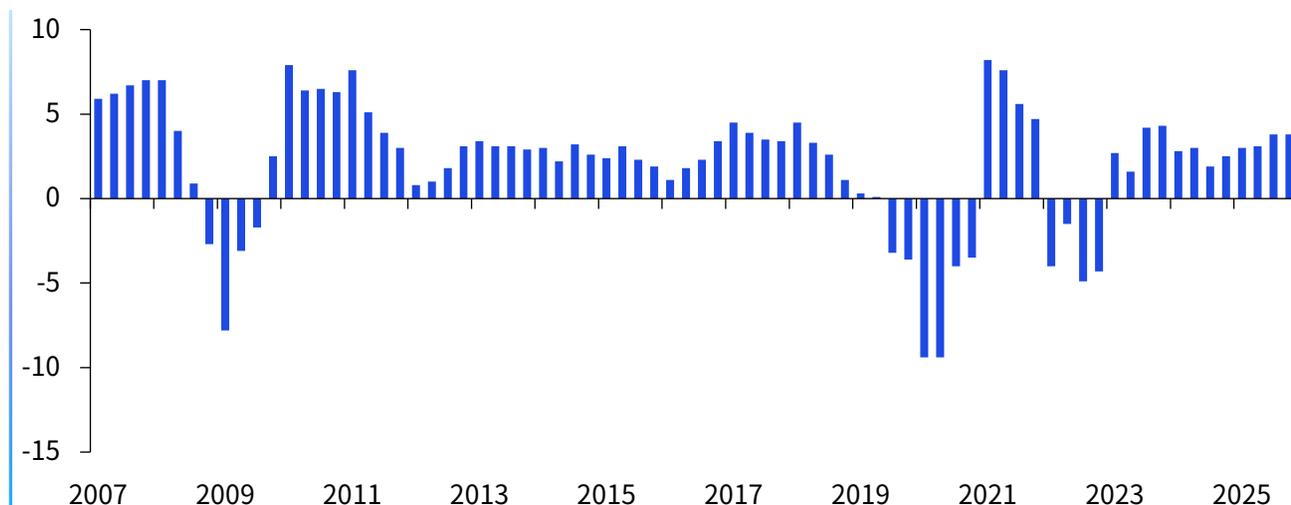
从对外投资全年发展情况来看，共建“一带一路”国家已成为我国对外投资合作的核心增长极，各项核心指标均保持双位数高速增长，展现出强劲的发展韧性与合作潜力。即便全球经济复苏进程受阻、地缘政治格局复杂多变，我国对外投资合作依然凭借多元布局、产业协同的发展优势，稳固了长期向好的基本盘。站在“十四五”收官与“十五五”谋划的关键节点，2026年及未来一段时期，我国对外投资合作将迈入质量提升与效能升级的新阶段。一方面，新兴市场在基础设施互联互通、重大产业项目落地等领域的刚性需求持续释放，将为中国企业拓展海外市场提供广阔空间，推动对外投资规模稳步扩大；另一方面，依托“十五五”规划中“拓展双向投资合作空间”的战略部署，我国将聚焦数字经济、绿色低碳、先进制造等新质生产力培育重点领域，通过技术输出、标准共建、本地化运营等多元化合作模式，既助力共建国家提升自主发展能力，也推动中国企业深度融入全球产业链价值链中高端。同时，随着制度型开放持续深化，跨境要素流动更加高效便利，我国对外投资合作的质量效益、辐射范围与可持续性将进一步增强，为构建高水平开放型经济新体制注入持久动力。



中国香港经济增势延续

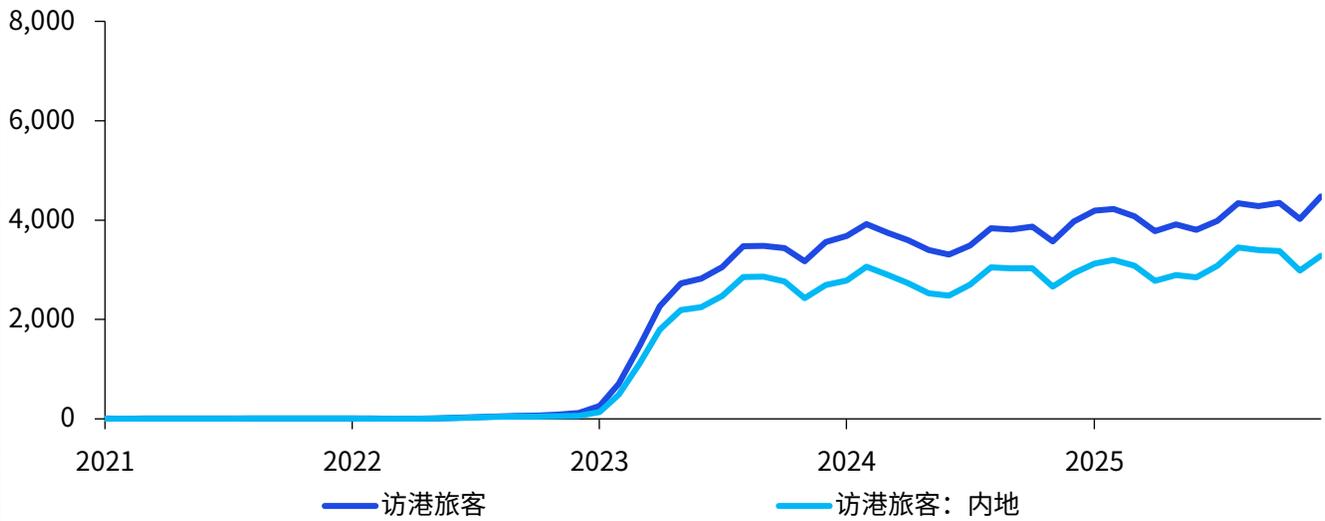
2025年中国香港经济在私人消费、投资及外贸三驾马车的共同驱动下，实现稳健增长，全年GDP同比增长3.5%，较2024年提升0.9个百分点，连续第三年保持扩张态势。从季度走势看，经济增长动能逐季增强，四季度GDP同比增长3.8%，较第三季度的3.7%进一步提速，显示经济复苏基础持续巩固（图39）。外部需求方面，出口表现强劲，成为增长核心引擎。货物出口全年增长12.0%，较2024年大幅提升7.3个百分点，是拉动经济增长的主要动力。这一强劲表现主要受益于两大因素：一是全球电子相关产品需求持续旺盛；二是亚洲区内贸易往来畅旺，区域供应链协同效应显现。从季度走势看，出口增长势头逐季加速，四季度货物出口总额同比增长15.5%，较第三季度的12.0%进一步加快，显示外部需求韧性。服务输出同样表现亮眼，全年增长6.3%，其中四季度增长4.9%。服务输出的复苏主要得益于两大支柱：一是访港旅游业持续回暖，全年访港旅客达4989万人次，同比增长12.1%，其中四季度访港旅客约1342万人次，同比增长12.7%（图40）；二是跨境金融服务活动活跃，随着中国香港与内地金融互联互通机制深化，跨境理财通、债券通等业务规模扩大，带动金融服务输出增长。内部需求方面，消费投资双回暖。私人消费开支全年增长1.6%，较2024年提升2.2个百分点，显示本地消费市场逐步改善。从季度走势看，消费复苏态势逐季增强，四季度同比增长2.5%，较第三季度的2.4%进一步提速。消费回暖主要受益于经济增长、资本市场活跃以及楼市趋稳，推动消费者信心回升。投资增长表现更为强劲，本地固定资本形成总额全年增长4.5%，其中四季度增速大幅提升至10.9%，较第三季度的3.4%显著加速。投资增长加快主要反映企业信心改善，随着经济前景转好，企业投资意愿明显增强。相比之下，政府消费开支增长动能有所放缓。从增长结构看，2025年中国香港经济呈现外需强劲、内需回暖、投资提速的良性格局。

图39 中国香港GDP实际增速，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图40 访港旅客数量，当月值，3个月移动平均，千人



数据来源：Wind，毕马威分析

展望2026年，中国香港经济有望保持良好增长势头，但需关注外部不确定性带来的挑战。支撑因素方面，一是全球经济持续温和扩张，特别是全球对人工智能电子相关产品的需求持续旺盛，将为中国香港的出口表现提供支撑；二是本地消费和投资信心改善，随着美国进入降息周期，有利于消费及投资活动；三是特区政府各项发展经济及开拓多元化市场的措施将为经济提供政策支持。风险因素方面也需关注地缘政治紧张局势升温和全球贸易不确定性或对外贸和金融市场造成扰动。

2025年中国香港就业市场总体保持稳定，但在经济转型背景下仍面临一定结构性压力。全年看，失业率较年初有所上升，总劳动人口和总就业人数均较年初下滑，反映出经济转型期就业市场的结构性调整。一方面，传统行业收缩、新兴产业尚未完全形成足够的就业吸纳能力；另一方面，人口结构变化及部分劳动者因就业困难退出市场，共同导致劳动力供给趋于收缩。进入四季度，就业市场出现阶段性企稳迹象。季调失业率为3.8%，较三季度下降0.1个百分点。主要行业失业率普遍回落，其中零售失业率降幅最大，较上季度下降0.7个百分点至5.2%，或受益于消费气氛改善及访港旅游持续复苏。但从结构看，就业改善基础仍不稳固。四季度就业不足率由1.6%升至1.7%，显示部分劳动者虽实现就业，但工时和收入稳定性仍偏弱，就业质量改善有限。劳动力供求数据亦反映这一特征：总就业人数由367.0万人降至366.7万人，总劳动人口从381.4万人降至380.5万人，同期失业人数则从14.4万人降至13.8万人。这表明，失业率回落部分源于劳动人口退出市场，而非就业岗位明显增加，就业市场对劳动力的吸纳能力仍有限。展望下阶段，在经济温和增长、消费需求改善及企业信心逐步修复的带动下，就业市场有望进一步改善。

对外贸易方面，2025年中国香港地区出口货值表现强劲，同比上涨15.4%至52,403亿港元的历史新高。其中，四季度出口货值明显提速，同比增长20.9%，较三季度提升5.9个百分点。分经济体来看，2025年中国香港输往中国大陆、东盟的出口持续增长。输往美国的出口恢复增长，输往欧盟的出口则小幅下滑。四季度内，中国香港对中国台湾（56.7%）、越南（45.8%）、美国（43.9%）、中国大陆（17.2%）、日本（13.5%）、印度（10.7%）的出口货值同比显著增长，显示中国香港与亚洲主要经济体的贸易联系更加紧密，在区域供应链中的枢纽地位进一步巩固。从主要出口商品来看，2025年全年大部分主要货品类别的整体出口货值录得升幅，尤其是电动机械、仪器和用具及零件同比上升17.2%，办公室机器和自动资料处理仪器同比上升24.9%，反映出中国香港出口正向高附加值、技术密集型产品转型。展望未来，全球经济持续温和扩张，中国香港积极开拓多元市场，以及全球对人工智能电子相关产品的需求强劲，都将对中国香港的商品贸易提供支撑。

资本市场方面，香港交易所2025年表现卓越，全年共有119宗IPO，较上年增长68%。募资总额达2,858亿港元，重登全球IPO市场榜首³。这一强劲表现主要由三重因素所推动。首先，A+H上市机制是重要驱动力。截至12月28日完成19宗IPO，募资总额约1,400亿港元，占香港地区市场总募资额比重超50%。这一机制为内地企业提供了更灵活的跨境融资选择。第二，2025年香港交易所新上市企业中，新经济企业占比超三分之二。截至2025年前三季度，正在处理的IPO申请约300宗，其中半数为新经济企业，反映出香港地区市场对创新企业的吸引力增强。第三，特专科技（18C）及未盈利生物科技（18A）板块的活跃，拓宽了香港地区市场的行业结构，增强了市场多样性。展望2026年，预期A+H上市机制效率的提升，第18C章上市规则吸引力的增强，市场估值修复与流动性改善将继续成为香港地区资本市场的重要推力。中国香港作为国际金融中心的地位将进一步巩固，资本市场有望保持活跃态势。

2025年中国香港与粤港澳大湾区合作在多领域取得实质性突破。在金融互联互通方面，全年金融互联互通规模创历史新高：跨境理财通参与投资者达17.8万人，较2024年增长30%；资金汇划1,313亿元，同比增长32%⁴。跨境支付通参与银行从最初12家扩容至36家⁵。债券通南向通、互换通等机制持续优化，延长结算时间、扩大产品范围、支持多币种结算，机制灵活性显著提升。在区域专项政策方面，南沙金融30条、横琴EF账户体系、前海深港金融合作等政策红利持续释放，形成差异化、互补性的政策矩阵。在基础设施联通方面，粤港跨境数据验证平台新增学历认证、职业资格互认等应用场景，港车北上/粤车南下政策进一步放宽。产业合作领域，河套深圳园区累计集聚规上科技服务业企业27家，1至11月营收增速达34.5%⁶。12月河套深港科技创新合作区香港园区开园，标志着深港“一区两园”协同发展进入实体运营新阶段。12月粤港澳大湾区低空经济高质量发展大会签署多项合作协议，推动无人机物流、城市空中交通等新兴领域合作；香港交易所与广州、深圳、澳门碳交易机构签署合作备忘录，标志着绿色金融合作迈出重要一步。总体而言，2025年中国香港与大湾区合作取得显著成效，金融互联互通规模创历史新高，政策机制创新多点突破，为粤港澳大湾区国际金融枢纽建设提供了有力支撑。

³ 香港交易所，回顾2025年香港市场的增长动力

https://www.hkexgroup.com/Media-Centre/Insight/Insight/2026/HKEX-Insight/What-Drove-Hong-Kong-Markets-in-2025?sc_lang=zh-HK

⁴ 中国人民银行广东分行，2025年12月跨境理财通业务情况通报

<https://guangzhou.pbc.gov.cn/guangzhou/129196/4332364/4332376/2026011911534721234/index.html>

⁵ 香港金融管理局，跨境支付通

<https://www.hkma.gov.hk/chi/smart-consumers/payment-connect/>

全球经济增长企稳， 但结构性压力仍存

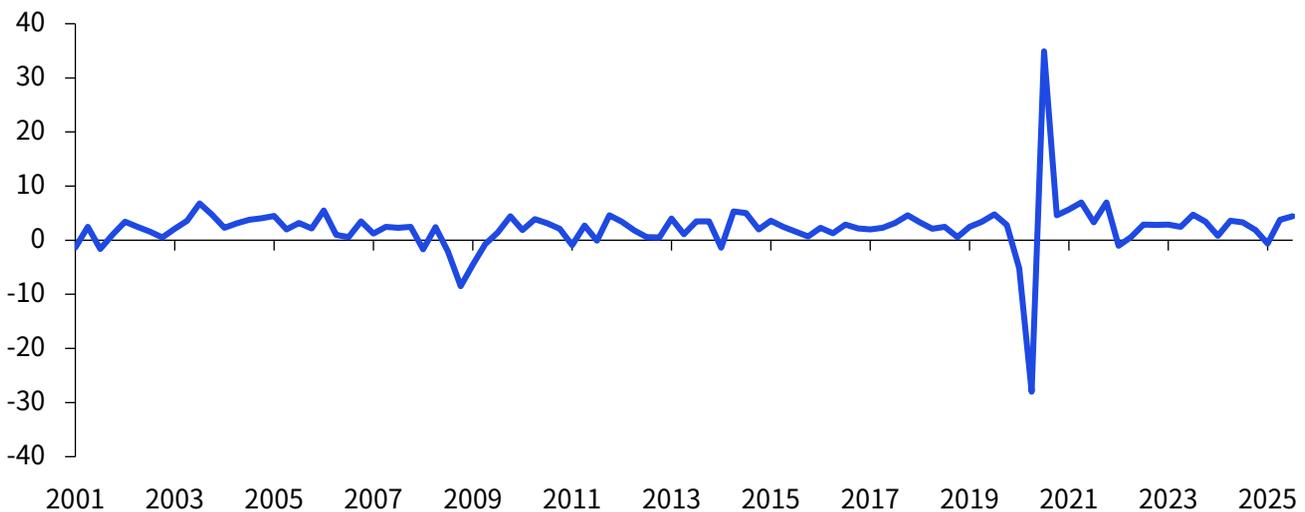
国际方面，1月IMF发布了最新的《世界经济展望》报告，报告指出，在政策不确定性、地缘政治摩擦以及全球贸易环境持续波动的背景下，世界经济总体运行仍表现出一定韧性，但增长动力有限，结构性制约因素尚未消除。IMF将2026年全球经济增速预期调整为3.3%，较2025年10月的预测上调0.2个百分点，回到2024年的增速水平。上调的主要原因在于部分主要经济体经济活动超出此前预期，以及科技投资对短期增长形成一定支撑。发达经济体方面，IMF预计其2026年增速为1.8%，较10月预测上调0.2个百分点。主要源于美国经济表现好于此前预期，阶段性政策扰动消退后经济出现修复，对2026年增长形成正向递延效应。同时，财政政策支持 and 货币政策环境边际改善，对需求和投资构成支撑。技术相关投资虽较前期有所放缓，但仍一定程度上对冲劳动力供给和消费放缓带来的压力。相比之下，欧元区增长前景整体变化不大，发达经济体总体呈现温和增长、边际改善的态势。新兴市场与发展中经济体方面，预计2026年经济增速为4.2%，较10月上调0.2个百分点。全球金融条件相对缓和，以及部分经济体宏观政策框架保持稳健，是支撑其增长预期的重要因素。不过，新兴市场经济体的增长趋势仍弱于历史水平，与2000—2019年约5.3%的平均增速相比，整体动能已明显下移，反映出人口结构变化、生产率放缓等长期约束正在显现。通胀方面，全球通胀继续呈现缓慢回落态势，IMF预计全球总体通胀率将从2025年4.1%下降至2026年的3.8%和2027年的3.4%，与10月预测基本一致。通胀形势在不同经济体间分化：美国通胀面临一定上行压力，而多数其他经济体价格涨幅则趋于温和。

总体来看，全球经济在分化因素中保持韧性。短期内，政策托底、科技投资以及部分贸易活动改善，对经济形成一定支撑；但从中期视角看，结构性问题仍未根本缓解，全球经济前景依然面临多重下行风险。若贸易摩擦、保护主义措施或非关税壁垒再度升级，可能对全球供应链和生产效率形成扰动。与此同时，地缘政治紧张局势仍可能推高能源和大宗商品价格，增加通胀反弹的不确定性。此外，多数经济体公共债务水平处于高位，财政空间受限。在金融条件趋紧或长期利率维持高位的情形下，债务偿付压力上升或对经济增长形成拖累。科技领域同样存在潜在波动风险，若人工智能相关投资未能转化为预期中的盈利和生产率提升，可能引发资产价格调整，并通过财富效应影响消费和金融稳定。在人口老龄化、生产率增长乏力等长期结构性因素制约下，全球潜在增速仍面临下行压力。当然，全球经济并非缺乏上行空间。若主要经济体在贸易谈判、结构性改革或技术扩散方面取得实质性进展，尤其是人工智能对生产率的提升超出预期，将有望在中期为全球增长注入新的动力。

美国

2025年三季度美国实际GDP季调环比折年率为4.4%，由二季度的3.8%提升0.6个百分点（图41）。三季度GDP的增长主要由消费者支出、净出口、私人投资以及政府支出所拉动。从分项来看，个人消费支出对GDP的拉动提升0.66个百分点至2.34%。出口增长及进口回落，共同推动净出口对GDP形成1.62%的正向贡献。政府支出对GDP的拉动提升0.39个百分点至0.38%。私人投资对GDP的拉动提升2.69个百分点至0.03%。

图41 美国实际GDP，季调环比折年率，%

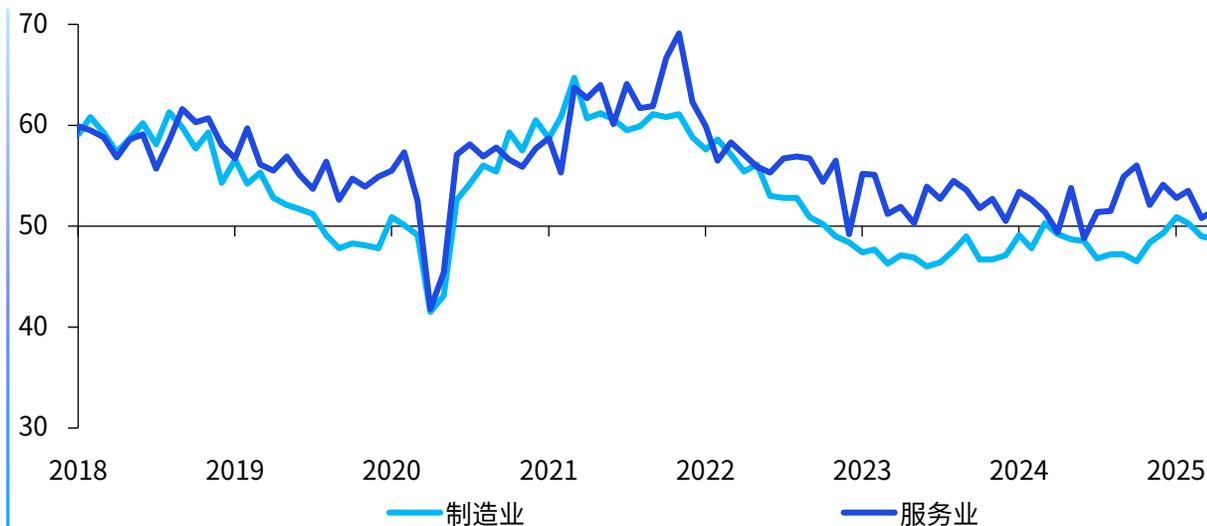


数据来源：Wind，毕马威分析

三季度消费者支出季调环比折年率为3.5%，高于二季度的2.5%，是2025年以来最快增长速度。从结构来看，主要受必需品消费拉动，食品饮料、汽油等能源商品，以及服饰支出均上升。一方面反映能源价格阶段性波动对名义支出的推升，另一方面也体现出在收入预期趋稳背景下，居民对日常必需品的消费需求具有较强刚性。服务消费继续扩张，增速较二季度提升1个百分点至3.6%。主要受医疗服务所拉动，而餐饮住宿、金融服务则走弱，体现出在高利率环境与消费趋于理性背景下，可选性服务消费动能仍显不足。不过，受四季度传统假期影响，服务业景气度回升、服务价格温和上行，叠加就业市场仍具韧性，可选消费领域存在边际改善迹象。密歇根大学发布的消费者调查报告显示，2026年1月消费者信心指数为54.0，虽边际改善但仍处低位。整体消费趋势尚未形成稳固上行，短期内仍可能维持温和且波动的修复态势。

三季度美国私人投资环比折年率由二季度的-13.8%大幅反弹至0.0%，但增长动力主要源于库存投资的拖累减弱。库存投资对GDP的拉动从二季度的-3.44%收窄至-0.12%。剔除库存后，更能反映企业长期意愿的固定资产投资对GDP的拉动仅为0.15%，较二季度下降0.6个百分点，反映企业投资仍偏谨慎。房地产投资持续降温，环比折年增速为-7.1%。建筑业活动仍处于下行区间。设备投资增速放缓至5.2%，显示前期由人工智能热潮驱动的硬件投资高峰已过，企业逐步回归常态化发展。值得注意的是，知识产权相关投资在二季度的快速增长后明显回落，增速下降9.4个百分点至5.6%。企业投资端的谨慎也反映在12月的PMI数据。12月制造业与服务业PMI分化继续走扩，服务业稳步扩张而制造业继续收缩，反映出强劲的内需消费支撑着服务业景气度上升，而制造业则在高利率、外部政策不确定性和成本压力下持续承压（图42）。

图42 美国ISM制造业和服务业PMI

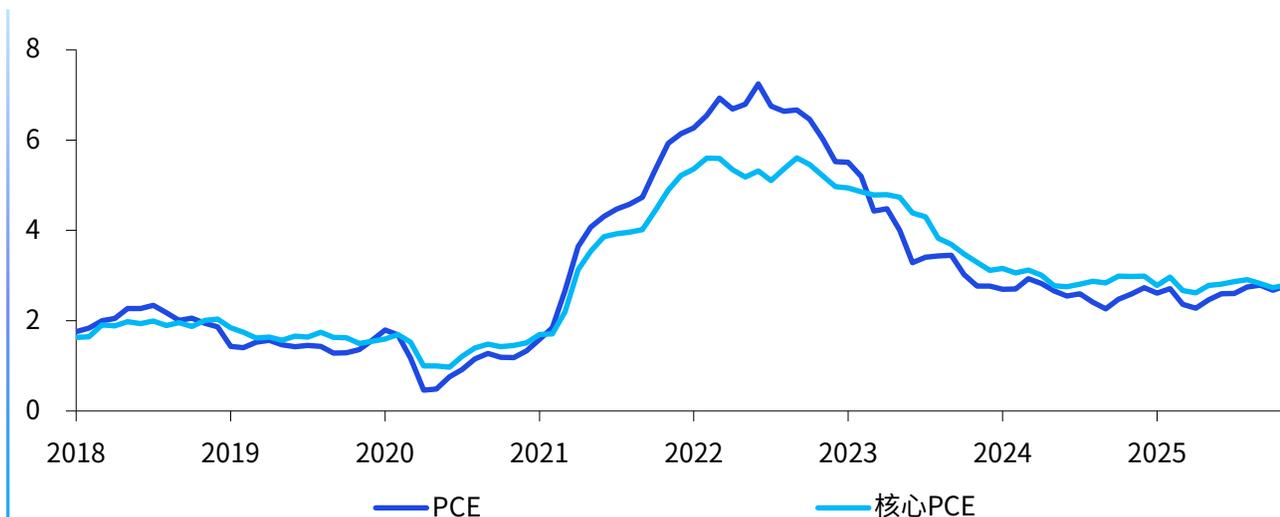


数据来源：Wind，毕马威分析

通胀方面，四季度美国通胀涨幅温和，符合预期。11月PCE同比增长2.8%，较10月提升0.1个百分点。剔除食品和能源的核心PCE同比连续三个月持平于2.8%左右（图43）。美国12月CPI同比增长2.7%，核心CPI同比增长2.6%，均较前值持平，核心通胀低于预期。从分项看，核心商品价格主要由两项短期因素抑制：二手车价格走弱，环比下降1.1%。其次，受圣诞季运营商竞争影响，信息技术商品价格下降2.2%，其中电话服务价格下跌2.8%。值得注意的是，核心服务通胀压力仍存，住房成本反弹至0.4%，是核心服务走强的主因。受假期因素带动，机票价格、交通运输、休闲服务等价格仍维持在较高水平。

回顾2025年，美国通胀水平保持稳定，但核心通胀指标仍持续高于2%政策目标，显现一定粘性。这主要体现在能源价格波动趋缓，而食品、住房等民生刚性成本居高不下，加之关税政策的部分传导，令家庭实际生活成本承压。展望2026年，特朗普2.0政策将继续带来干扰。关税、移民政策将直接推高进口成本和劳动力价格，构成通胀上行推力。而鼓励国内能源增产则有助于压低能源价格。密歇根大学发布的消费者调查报告显示，2026年1月，消费者对一年期和五年期的通胀预期分别录得4.5%和3.4%，高于2025年初的水平（3.3%，3.2%），未来通胀上升的预期仍存。

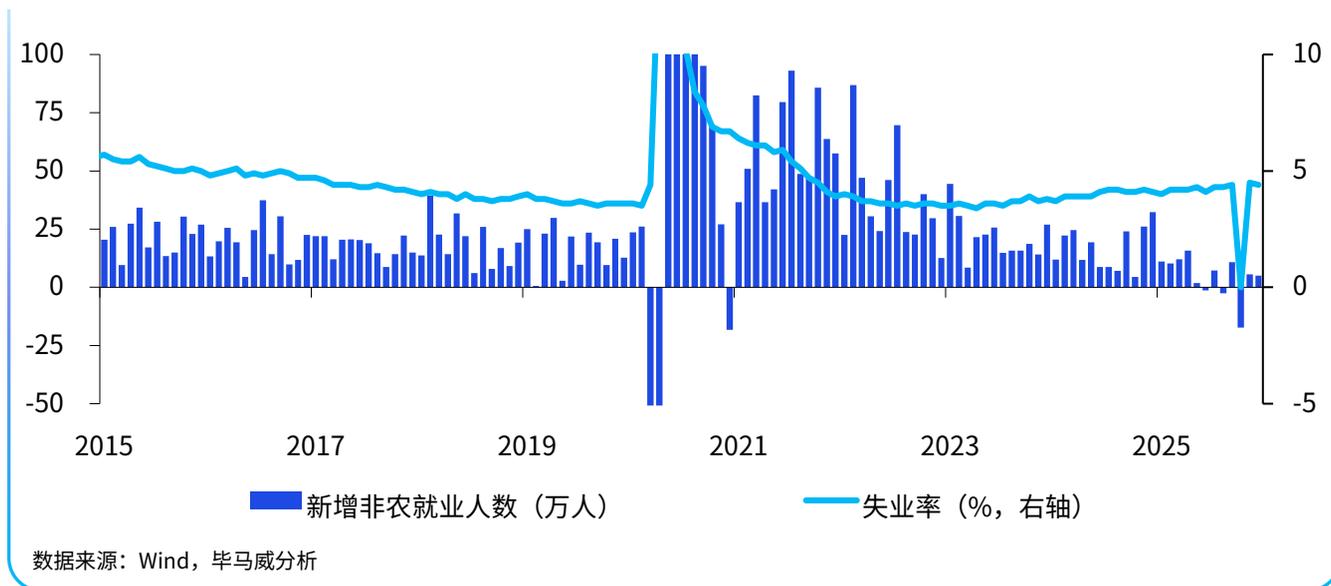
图43 美国个人消费支出价格指数（PCE），当月同比



数据来源：Wind，毕马威分析

就业方面，12月的美国就业市场数据显示，就业增长持续放缓，供需进入弱平衡状态。2025年12月非农新增就业人数仅5万人，低于市场预期，且10至11月数据合计下修7.6万人。全年新增就业58.4万人，为2020年疫情以来最低水平，表明劳动力市场动能显著减弱。此外，美国12月失业率虽较前值下降0.1个百分点至4.4%，但劳动参与率同步回落，失业率改善可能部分源于劳动者退出市场而非岗位增加。这种不招聘、不裁员的模式体现出劳动力市场供需双弱的格局（图44）。

图44 美国新增非农就业人数及失业率



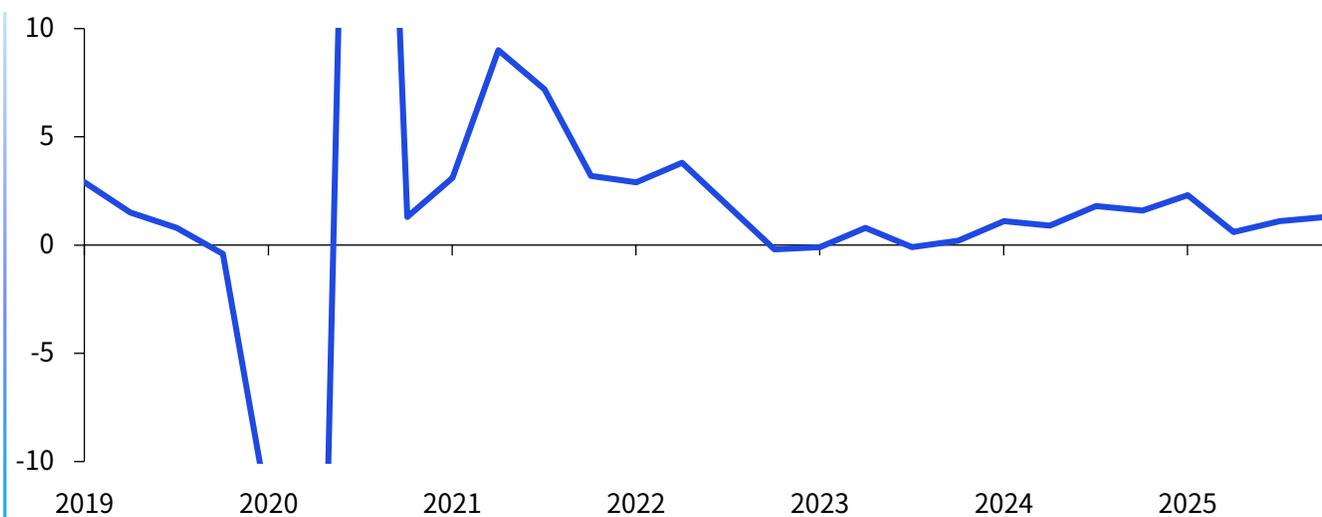
货币政策方面，美联储在1月的议息会议上将联邦基金利率目标区间维持在3.50%—3.75%不变，符合市场预期。这一决策主要基于两点核心考量：一是近期经济数据显示出一定韧性，经济活动被描述为以“稳健步伐”扩张，且就业市场下行风险有所缓解；二是通胀黏性依然存在，需要更多时间来评估关税等供给侧因素对物价的持续影响。展望未来，美联储的政策路径将高度依赖数据。短期内，在5月领导层换届之前，美联储大概率将维持利率不变，进入观察期。如果通胀出现趋势性回落，或劳动力市场显著恶化，降息窗口仍会重新开启。未来的关键变量在于特朗普政府的贸易政策会否进一步升级，以及换届后美联储新主席的政策倾向，这些因素都增加了货币政策前景的不确定性。

欧元区

2025年欧元区经济走出停滞状态，实现温和扩张，全年GDP增长1.5%，高于市场预期，内需回暖是欧元区经济复苏的核心原因。伴随通胀压力放缓，欧元区居民实际工资增长转正，居民消费支出回升。同时，欧元区部分成员国相继实施扩张性财政政策，带动国内投资表现企稳。而从节奏上看，受特朗普政府全球关税影响剧烈波动，欧元区全年经济增长呈现“前高、中低、后平稳”的走势。年末在内需支撑下，欧元区经济继续展现出较强韧性，四季度实际GDP环比折年率达1.3%，高于第三季度的1.1%（图45）。

展望2026年，欧元区经济或延续温和扩张态势，德国财政转向、欧盟增扩国防开支对经济带动作用将进一步显现，宽松货币政策也将为消费与企业投资回暖创造有利条件。但需要注意的是，前期较高的关税税率、走强的欧元汇率以及日益激烈的市场竞争压力，将对未来欧元区出口表现形成拖累。

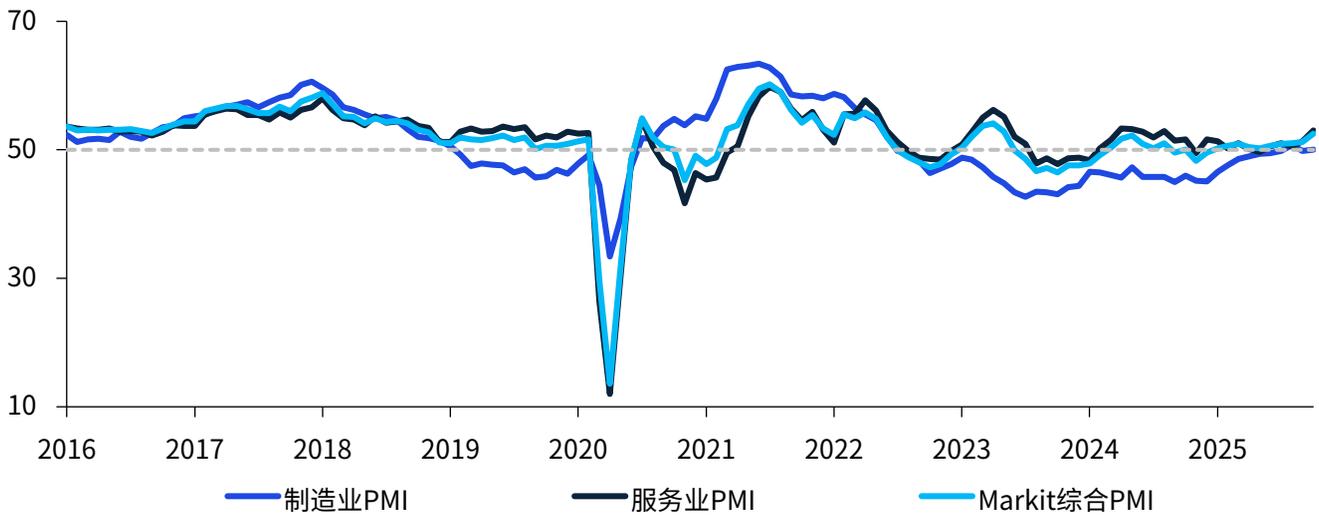
图45 欧元区实际GDP，季调环比折年率，%



数据来源：Wind，毕马威分析

从PMI数据观察，2026年开年欧元区经济活动保持温和扩张，但增长动能边际放缓。欧元区1月综合采购经理人指数达到51.5%，与前值持平，略低于市场预期。其中服务业扩张动能有所减弱，1月服务业PMI达51.9%，较前值回落0.5个百分点。制造业则持续低于荣枯线，1月制造业PMI达49.5%，较12月上行0.7个百分点，主要是生产活动在12月下滑后于1月略有回升所致。但是，由于新订单指数仍然处于较低位置，使得制造业连续第三个月处于收缩区间。值得注意的是，企业对下一阶段制造业修复持乐观态度，1月制造业企业商业信心指数升至自2022年2月以来的最高水平。一方面企业预期美国贸易政策力度较上一年更见温和；另一方面，欧洲加强防务政策战略自主性的努力正逐步取得成效，或将为后续制造业扩张形成一定支撑（图46）。

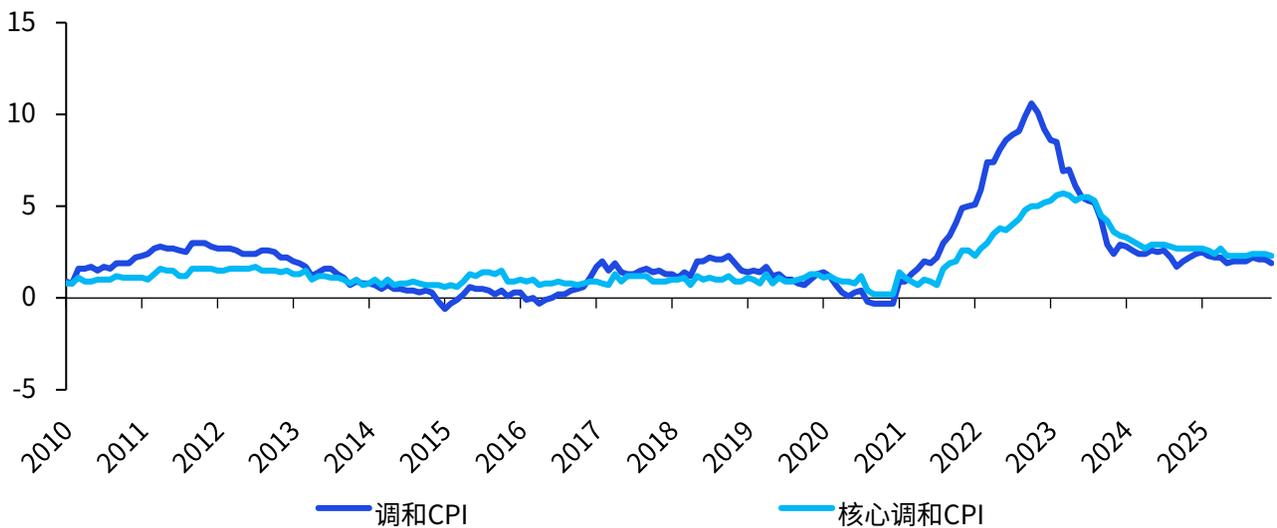
图46 欧元区采购经理指数 (PMI)



数据来源: Wind, 毕马威分析

通胀方面, 12月欧元区调和CPI同比达1.9% (图47), 低于11月的2.1%, 亦低于欧央行2.0%的通胀目标。能源为主要拖累项, 12月同比下降1.9%, 降幅较11月的0.5%显著扩大, 拖累当期物价同比0.18个百分点。年末国际原油、天然气价格走弱, 同期欧洲能源储备充足、冬季气温偏高能源需求偏低, 使得能源通胀压力大幅缓解。剔除波动较大的食品和能源价格后, 12月核心调和CPI达2.3%, 较11月的2.4%温和回落, 但仍然高于整体通胀水平, 主要是服务业价格表现出较强粘性。12月服务业价格同比达3.4%, 仅较前值回落0.08个百分点, 其中旅游、餐饮、医疗等服务价格受劳动力成本上升和年末消费旺季支撑, 同比涨幅维持在3.4%的高位。而核心商品价格回落至0.7%, 较前值回落0.3个百分点, 反映欧元区制造业需求偏弱, 工业品定价能力仍显不足。展望下一阶段, 伴随能源价格阶段性回落, 以及年初以来美元持续走软, 年初欧元区通胀压力或持续缓解。

图47 欧元区调和CPI与核心调和CPI, 同比, %

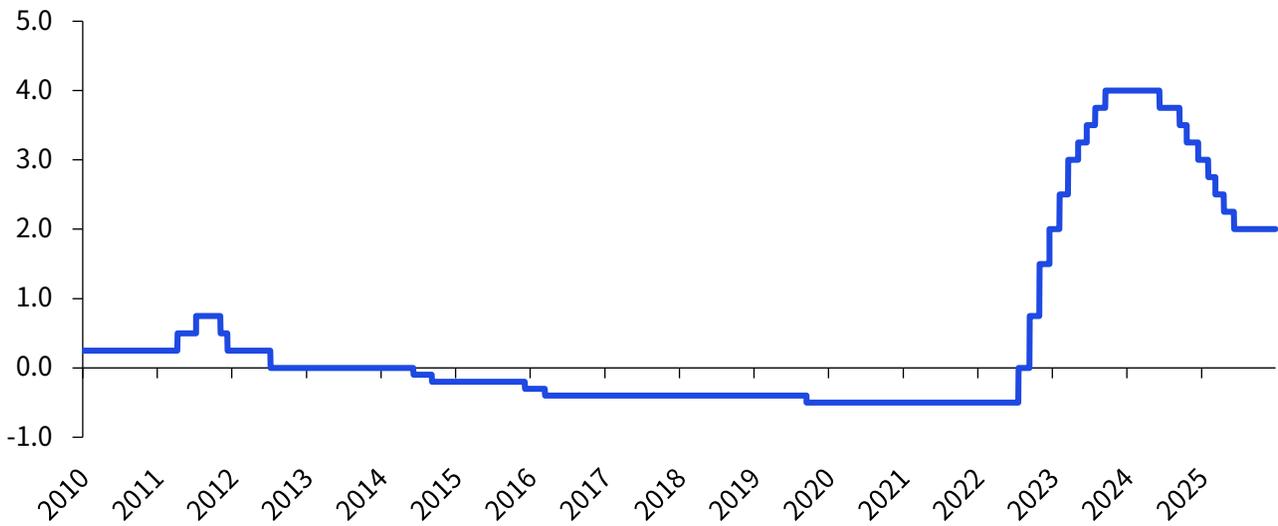


数据来源: Wind, 毕马威分析

货币政策方面，受经济韧性较强、服务业通胀粘性超预期影响，欧洲央行12月决定继续维持欧元区三大关键利率不变，将存款机制利率、主要再融资利率和边际借贷利率分别维持在2.00%、2.15%、2.40%（图48）。这是欧洲央行自2025年7月以来第四次按兵不动，符合市场预期。对于未来的政策路径，后续则将继续采取数据驱动、逐次会议决策的方式确定利率水平，不会事先承诺任何特定的利率路径。

展望下一阶段，欧央行或在较长一段时间内“按兵不动”。首先，欧央行对未来经济前景乐观。在12月利率决议声明中，欧洲央行预测2025年的欧元区经济增速为1.4%，高于9月时预期的1.2%。欧洲央行同步提高了后续年份的增长预期，2026年的经济增速为1.2%（此前为1.0%），2027和2028年都将保持在1.4%，对经济增长的乐观预期使得降息必要性降低。另外，欧央行12月同步预测，通胀将在中期内稳定在2.0%的目标。尽管年初以来能源价格下行、美元走弱带来的物价走弱，其不足以支撑降息操作重启。最后，中长期来看，仍有多个外部因素可能导致通胀偏离目标，包括美国关税政策、德国可能实施的财政扩张政策，这将让欧央行未来降息举措保持谨慎。

图48 欧元区存款便利利率，%



数据来源：Wind，毕马威分析

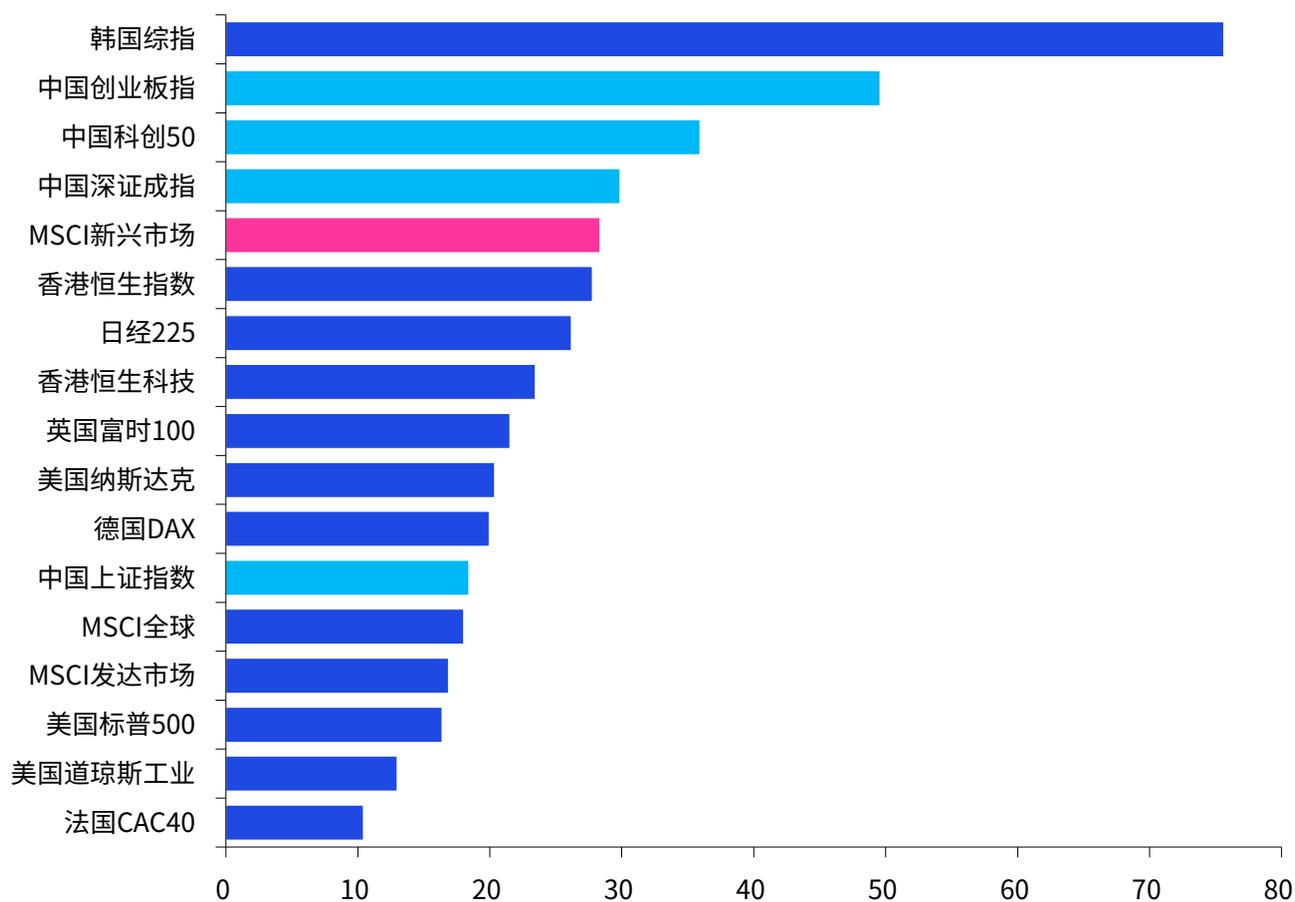
资本市场



A股延续结构性牛市

2025年全球流动性环境显著宽松，美联储全年累计降息三次共计75个基点，美元走弱与美国利率下行缓解了新兴市场资本外流压力，高增长、低债务经济体（如中国、印度）吸引力上升；美元融资成本下降也推动全球资金向风险资产迁移。与此同时，人工智能技术突破与商业化应用成为2025年全球资本市场的主线，驱动科技板块价值重估，韩国股市受益于AI技术红利上涨75.6%，涨幅高居全球首位（图49）。此外，A股市场凭借经济韧性、政策支持、产业升级动能及估值优势，也成为全球资金配置的核心目的地。2025年A股北向资金持股市值从2024年末的2.21万亿元，逐季上升至2025年末的2.59万亿元，其中四季度较三季度加仓2.34亿股，结束此前季度持股数量下滑趋势。

图49 2025年全球主要股市指数涨幅，%

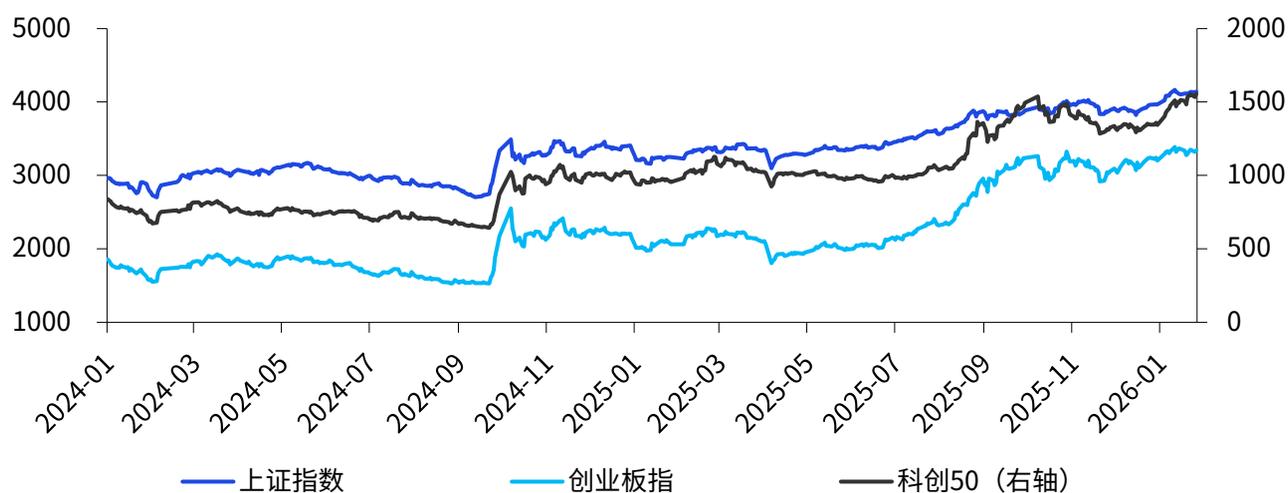


数据来源：Wind，毕马威分析

2025年，A股市场震荡走高，主要指数全线上涨，下半年表现尤为亮眼。四季度上证指数10年来首次突破4000点，年末收于3968.8，全年涨幅达18.4%（图50）。国内外投资者积极入市，市场交投持续升温，流动性不断改善，上交所A股新开户数量同比增长9.75%；年末融资融券余额达2.54万亿元，刷新历史新高，同比增长36.3%。增量资金的持续入场，推动A股成交量与成交额均创历史新高，日均同比分别增长26.2%和62.6%；全年IPO与再融资规模分别为1,317.7亿元、9,508.7亿元，对应同比增幅达95.6%、326.2%。

2025年初DeepSeek引爆的人工智能浪潮开启了全年A股科技股大行情，并形成强大的产业辐射效应，带动算力、半导体、消费电子、生物技术等泛科技赛道企业估值全面提升。创业板指和科创50指数年内累计涨幅分别达49.6%和35.9%，体现了市场对中国“硬科技+新经济”资产价值的定价重构。与此同时，从制度环境来看，政策通过拓宽中长期资金入市渠道，优化发行上市、并购重组机制，促进上市公司做优做强等一系列举措，夯实资本市场稳定发展的内在基础。特别是科创板“1+6”新政落地、创业板第三套标准启用等板块改革不断深化，进一步打通了科技、金融与产业深度融合的链路，显著增强国内外投资者的信心与配置意愿（表1）。2025年科创板、创业板分别新增上市企业19家、33家，合计占A股IPO数量的44.8%；募资金额分别为176.4亿元、380.6亿元，同比分别增长138.2%、251.1%。

图50 创业板指数、科创50指数，点



数据来源：Wind，毕马威分析

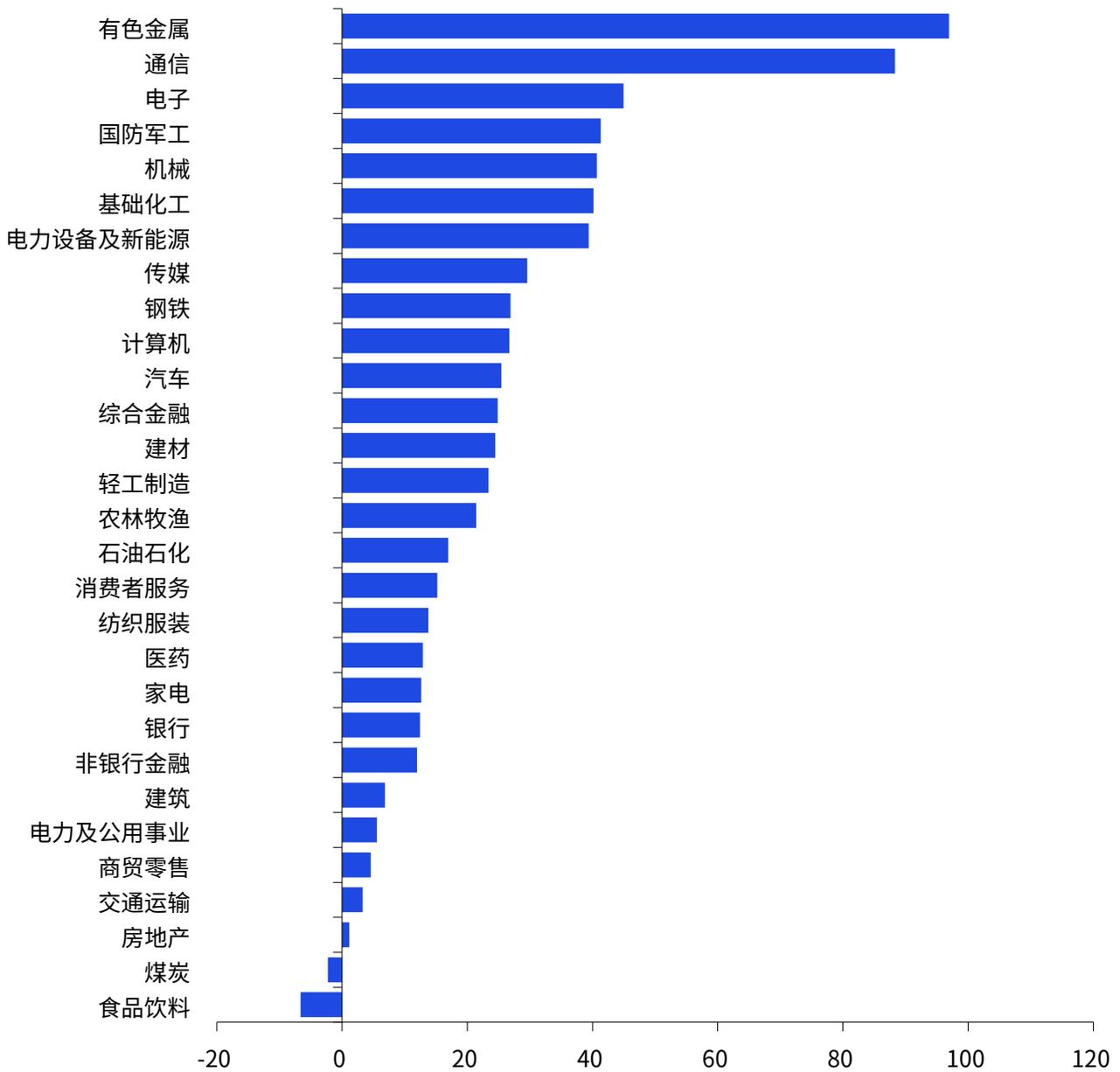
表1 2025年中国资本市场主要改革措施

日期	改革措施	具体内容
1月22日	中央金融办、中国证监会等六部门联合印发《关于推动中长期资金入市工作的实施方案》	<ul style="list-style-type: none"> 提升商业保险资金A股投资比例与稳定性。 优化全国社会保障基金、基本养老保险基金投资管理机制。 提高企（职）业年金基金市场化投资运作水平。 提高权益类基金的规模和占比。 优化资本市场投资生态。
5月16日	中国证监会公布《上市公司重大资产重组管理办法（2025修正）》	<ul style="list-style-type: none"> 作为2024年9月《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（简称“并购六条”）的配套落地，在建立简易审核程序、调整发行股份购买资产的监管要求、建立分期支付机制、引入私募基金“反向挂钩”安排等方面提出多个“首次”制度改革。
6月18日	中国证监会发布《关于在科创板设置科创成长层 增强制度包容性适应性的意见》，科创板“1+6”改革举措落地	<ul style="list-style-type: none"> “1”即在科创板设置科创成长层，重点服务技术有较大突破、商业前景广阔、持续研发投入大，但目前仍处于未盈利阶段的科技型企业。 “6”包括： <ul style="list-style-type: none"> 试点引入资深专业机构投资者制度； 试点IPO预先审阅机制； 重启第五套上市标准并拓展适用范围至人工智能、商业航天、低空经济等领域； 支持在审未盈利科技企业面向老股东增资； 完善再融资制度和战略投资者认定标准，支持上市公司聚焦做优做强主业，吸收合并上市不满3年的科创板上市公司； 增加科创板投资产品和风险管理工具。
6月18日	中国证监会主席吴清在2025陆家嘴论坛上宣布创业板正式启用第三套标准	<ul style="list-style-type: none"> 预计市值不低于50亿元，最近一年营业收入不低于5亿元，允许未盈利企业申报

资料来源：公开渠道整理，毕马威分析

从行业指数来看，A股结构性牛市特征凸显，科技、资源板块与消费、房地产、建筑等传统周期性行业表现分化。首先，有色金属以96.9%的涨幅跑赢全场，主要受益于全球资源品价格上涨，以及数字经济和新能源等新兴产业快速发展带来的增量需求扩张。其次，通信（88.3%）、电子（44.9%）领涨，体现AI算力需求爆发及半导体国产化替代的主线。而食品饮料（-6.6%）、煤炭（-2.3%）、房地产（1.1%）因消费复苏偏缓、新能源替代压力及房地产持续调整表现垫底（图51）。

图51 2025年中信行业指数涨跌幅，%



数据来源：Wind，毕马威分析

展望2026年，A股有望延续结构性牛市。“十五五”规划开局之年，财政、金融与产业政策聚焦科技创新与高端制造协同发力，半导体国产替代加速、“人工智能+”行动纵深推动、新型基础设施超前建设、绿色制造体系构建等，为结构性行情提供明确方向。与此同时，监管部门持续通过“长钱长投”生态建设、深化科创板、创业板改革，提升市场对科技成长股的定价效率。此外，上游原材料、中游制造及下游可选消费等周期性行业在稳增长和“反内卷”政策协同发力下供需优化，PPI和企业盈利逐渐修复，估值有望回升。总体而言，在资本市场改革红利持续释放，以及监管部门抑制短期投机炒作、引导长期价值投资，推动市场从情绪驱动转向基本面驱动的背景下，结构性行情的进一步深化将推动A股市场稳步增长与长期向好。

债券市场震荡分化

2025年债券市场规模稳步增长。在更加积极的财政政策作用下，利率债⁷发行额和净融资额均创历史新高，发行规模达26.3万亿元，同比增长18.2%，净融资额达13.8万亿元，同比增长22.7%。低利率环境有助于企业开展债券融资，公司类信用债⁸发行额为15.5万亿元，同比增长6.0%，净融资额为2.5万亿元，同比显著增长72.9%。其中，城投债在监管趋严、城投平台加速转型出清的背景下，连续两年净融资为负；而产业债供给继续放量，净融资2.6万亿元，同比增长33.2%。特别地，5月债市科创板推出后，科创债显著扩张，全年净融资额（不含金融债）达1.5万亿元，同比增长80.5%。

金融类信用债⁹发行额为44.9万亿元，同比增长10.0%，但净融资额仅为4.0万亿元，同比大幅下降46.9%，主要与同业存单净融资规模断崖式收缩有关。2025年，央行通过降准、MLF续作等工具释放中长期流动性，银行体系流动性充裕，对短期同业融资依赖度下降，叠加年内同业存单到期规模达历史高位，银行续发动力减弱，全年同业存单净融资额从2024年的4.7万亿骤降至2,506亿元。此外政策引导金融机构积极发行科技、绿色主题债券，2025年科创主题金融债发行3,289亿元，同比增长385.0%；绿色主题金融债发行5,653亿元，同比增长150.7%。

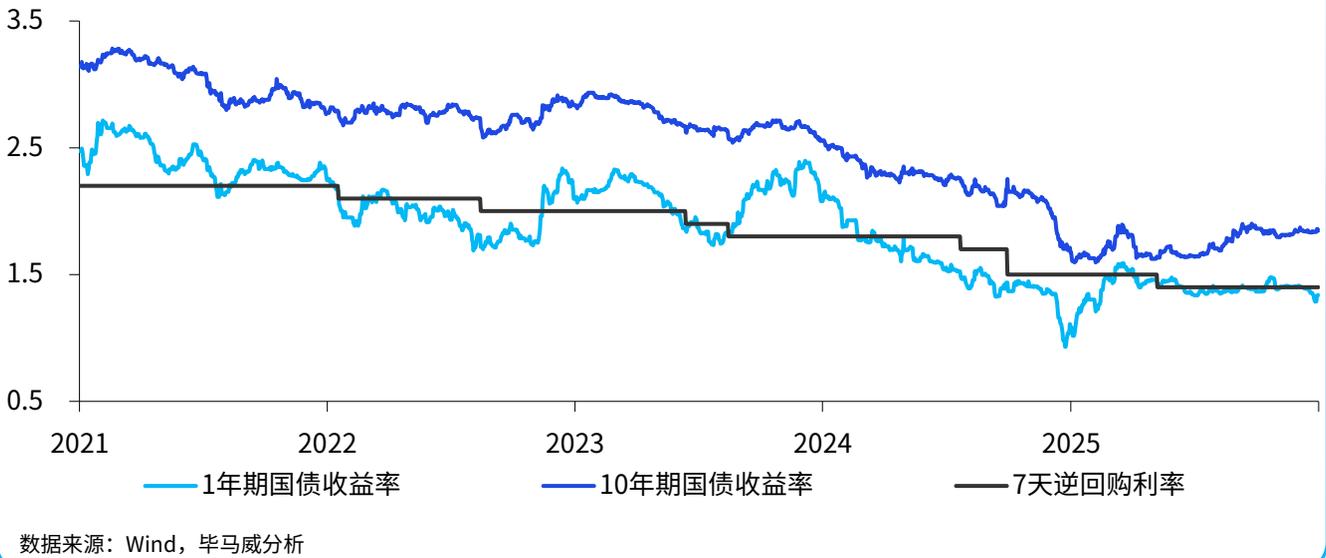
2025年债券收益率呈现“M”型震荡走势（图52），受到积极财政发力节奏、货币政策松紧切换、股债“跷跷板”效应、监管政策出台及地缘政治、信用风险事件扰动等多重因素共同作用。1月为遏制利率过快下行风险以及缓解人民币贬值压力，央行暂停公开市场国债买卖操作，市场流动性预期收紧，叠加两会宽财政预期，推动一季度债券收益率上行。二季度，中美关税摩擦升级压制市场风险偏好，资金流向债市，国内宽货币带动收益率下行。三季度，在货币政策重心从“总量宽松”转向“精准滴灌”、流动性边际收紧的背景下，“反内卷”政策推升通胀预期、权益市场赚钱效应吸引资金流出债市、基金赎回费率新规导致债券基金被动减持等因素共振推动债券收益率再次上行。四季度，经济数据走弱、股市高位震荡，部分资金获利了结回流债市，叠加央行流动性呵护，收益率小幅下行。

⁷ 利率债=国债+地方政府债券

⁸ 公司类信用债=公司债（包括政府支持机构债券）+债务融资工具

⁹ 金融类信用债=金融机构债券+同业存单+资产支持证券

图52 国债收益率和政策利率，%



值得注意的是，国债收益率曲线上半年平坦化，下半年再度趋向陡峭化，12月末10年期与1年期国债收益率差较6月末走扩20个基点至0.51%（图53）。长端国债利率下半年在新增专项债整体期限拉长和超长债供给增加的推动下大幅上行，随后10月央行重启国债买卖，向市场注入长期流动性，利率企稳修复，10年期、30年期国债收益率年末分别收于1.85%、2.27%，分别较6月末上行20、41个基点；而短端利率在经济下行压力加大、货币宽松预期较强的影响下，缺乏上行动力，下半年维持区间窄幅震荡，1年期、3年期国债收益率年末分别收于1.34%、1.38%，与6月末基本持平。此外，信用债方面，得益于2025年高评级产业债及科创债、绿色债等政策支持品种发行放量、规模占比提升，信用利差整体收窄；但内部期限偏好分化明显，中短端信用利差收窄幅度大于长端，主要由于低利率、高波动环境下，需求端机构出于流动性管理与风险控制偏好，配置需求也向中短久期品种集中（图54）。

图53 国债收益率曲线，%

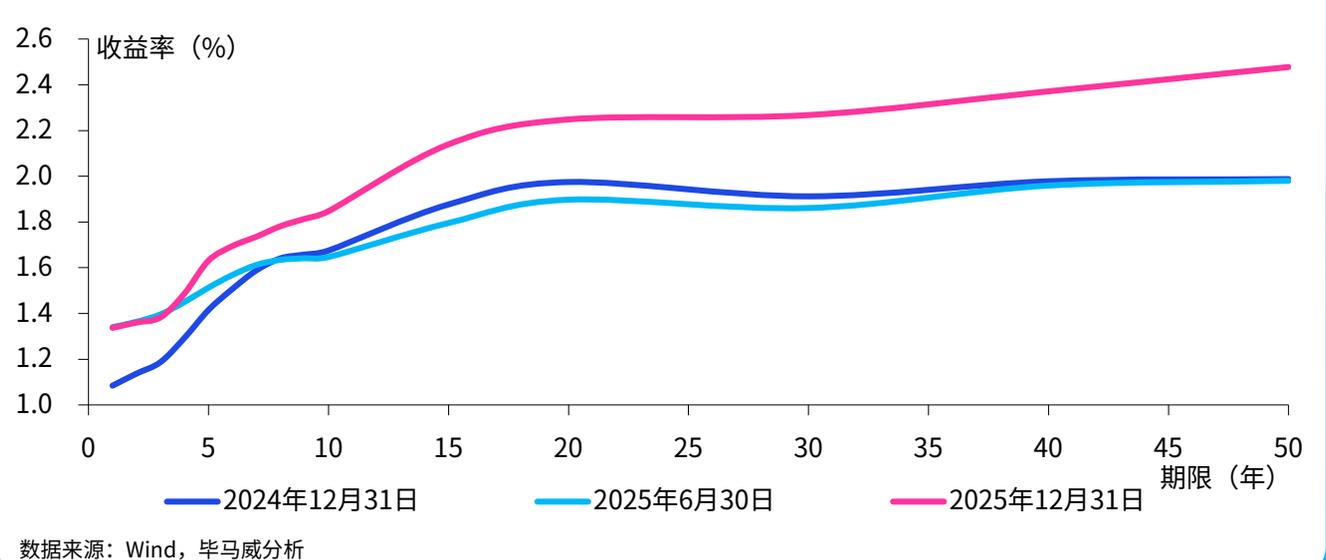
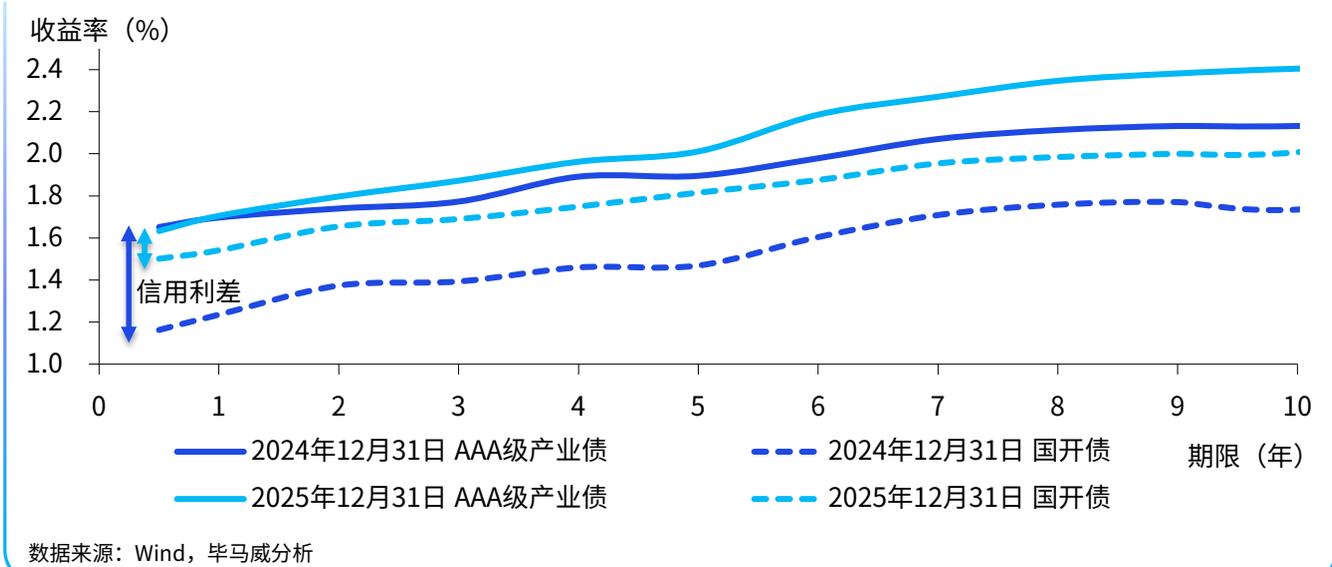


图54 AAA级产业债与国开债收益率曲线，%



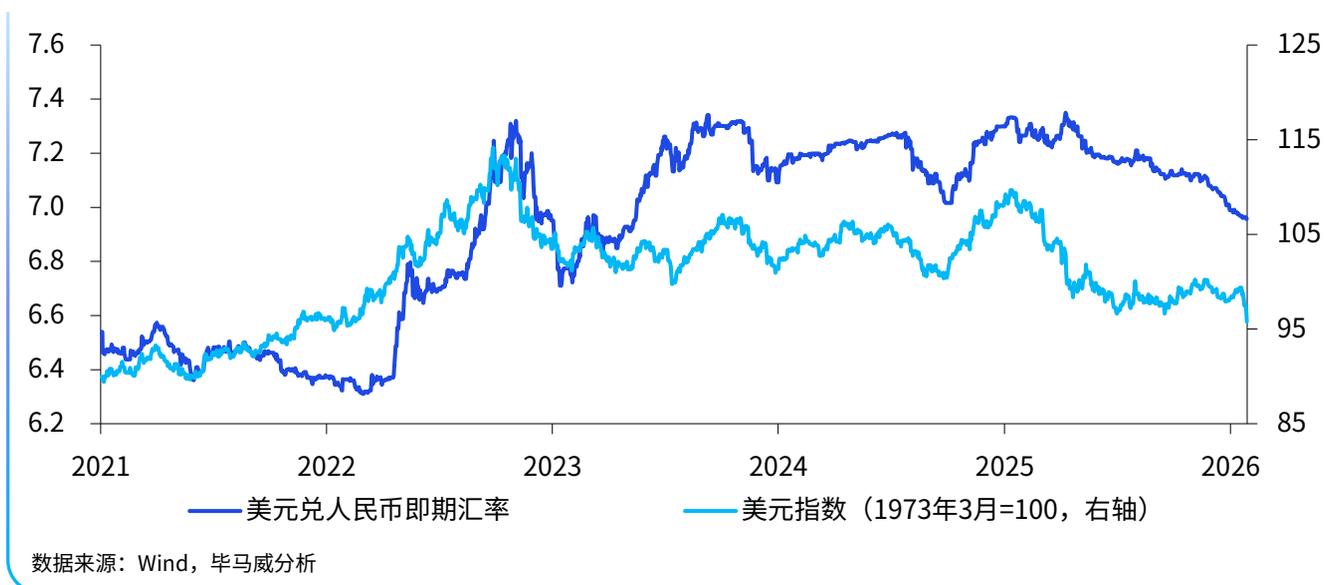
展望2026年，在财政扩张、货币宽松及央行国债买卖常态化的政策组合协同作用下，利率债市场预计延续上行有顶、下行有底的区间震荡运行态势；伴随通胀温和回升及长债供给增加，长端利率中枢或将小幅上移，而短端利率中枢受宽货币及内需弱复苏影响相对平稳，收益率曲线整体仍将趋陡。信用债方面，政策对科创、绿色领域的金融支持力度延续，但企业部门整体融资需求尚在修复，供给压力相对可控；而伴随高评级、中短期产业债占比提升，信用风险明显缓释，信用利差进一步压缩空间有限。2026年信用债收益率预计维持整体低位震荡、期限继续分化的态势。



人民币汇率将温和升值

2025年人民币对美元汇率显著走强。尽管年初因美元强势及中美关税摩擦冲击，导致人民币对美元汇率贬值压力加大，但全年来看，得益于美元大幅走弱、中国出口强韧与人民币资产吸引力增强，年末美元兑人民币的即期汇率升破“7”，收于6.99，较2024年末升值4.43%，结束了过去三年跌多涨少、持续承压的状态（图55）。

图55 美元指数和人民币汇率

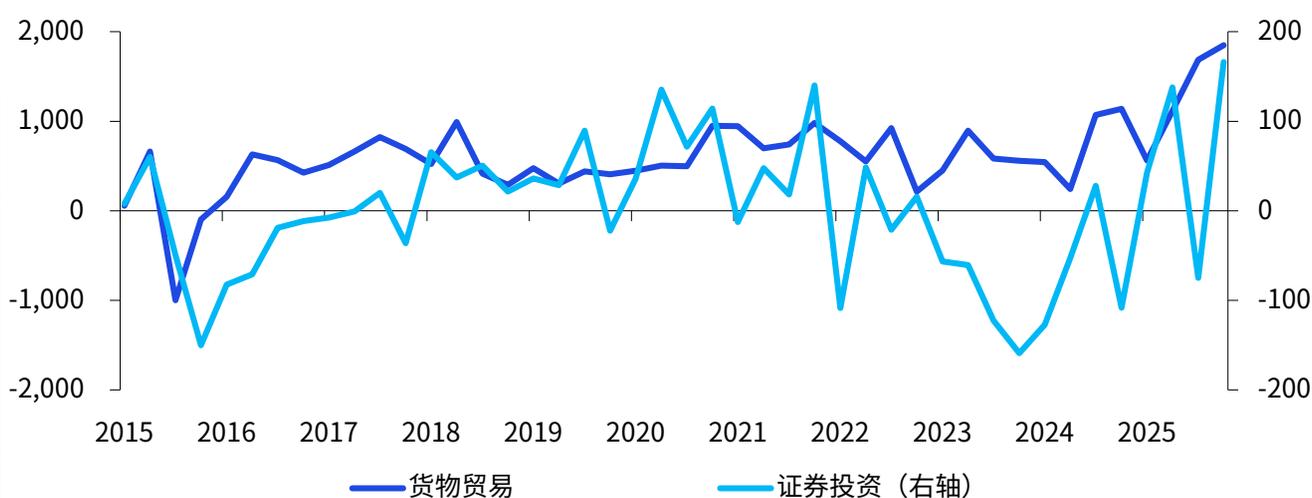


2025年上半年，在特朗普政府对全球极端关税施压、大规模减税计划加剧市场对美国财政赤字和政府债务可持续性的担忧、以及美国经济增长放缓提振美联储降息预期等因素共同拖累下，美元指数大幅走弱；下半年，美元指数震荡企稳，尽管美联储9月、10月、12月连续三次降息25个基点，但美国经济韧性和美联储政策预期调整，叠加地缘避险需求攀升，对美元指数形成支撑，四季度美元指数从97.8回升至98.3。而人民币在贸易顺差持续扩张、企业年底结汇需求集中释放的驱动下，对美元加速升值，四季度即期汇率从7.12升至6.99，升幅达1.85%。2025年，我国货物贸易银行代客结售汇顺差达5,214.0亿美元，创历史新高，同比增长74.3%。此外，随着美联储降息后全球风险偏好回升，A股市场估值修复、科技板块持续走强吸引外资增持人民币权益资产，证券投资结售汇扭转过去三年的连续逆差，2025年实现顺差271.8亿美元（图56）。

与此同时，全年人民币对一篮子货币呈现“先抑后扬”走势。上半年由于欧元、英镑等非美货币对美元升值幅度更大，人民币对一篮子货币呈现相对弱势；下半年在贸易顺差、外资回流等内生因素主导下回升。年末CFETS人民币汇率指数收于97.99，较2024年末下跌3.43%，但较6月末上升2.77%，体现人民币汇率“双向波动、基本稳定”的特征（图57）。

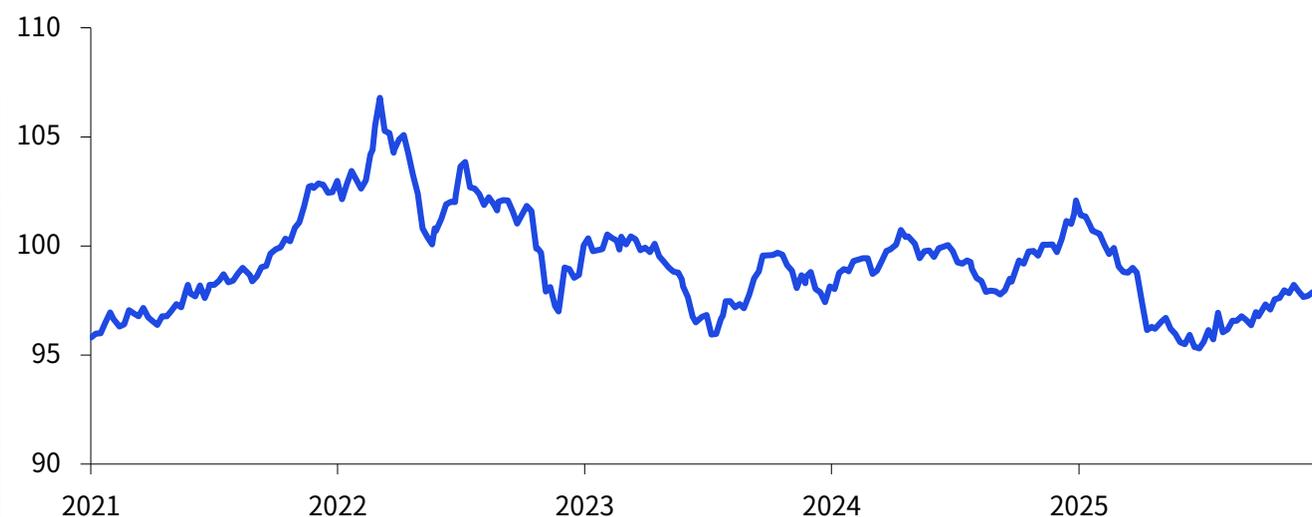
展望2026年，人民币汇率预计温和升值，双向波动可能增强。一方面，美元弱势格局料将延续。市场最新预测美联储2026年将继续降息两次共计50个基点，新任主席人选利率主张倾向鸽派也会使得货币宽松路径较为明确。同时，美元信用受损与“去美元化”的长期趋势将持续对美元形成压制。另一方面，中国经济基本面稳健向好，2025年GDP增速预计在4.8%左右。主要经济体财政扩张和货币宽松，以及新兴市场工业化进程持续，将支撑外需保持一定韧性，叠加全球人工智能与新能源产业快速发展推升对我国高技术产品的需求，2026年出口表现有望延续强势。此外，国内消费与投资温和复苏，新质生产力培育与产业升级提速，外资投资中国市场和配置人民币资产意愿稳步增强，均将为人民币升值提供支撑。但要注意的是，美国经济政策不确定性依然较大，中东、俄乌等地缘风险延宕外溢，可能对市场情绪造成扰动，触发避险资金回流美元，加上国内经济复苏节奏或与市场预期存在阶段性分化，都会加剧人民币汇率的双向波动特征。预计2026年末，人民币对美元汇率将温和升至6.8左右。

图56 银行代客结售汇差额，当季值，亿美元



数据来源：Wind，毕马威分析

图57 CFETS人民币汇率指数



数据来源：Wind，毕马威分析

附表：主要经济指标

			2024	2025	2025					
	指标	单位	年度	年度	7月	8月	9月	10月	11月	12月
主要经济 活动指标	名义国内生产总值	万亿元	134.8	140.2	35.4			38.8		
	实际国内生产总值	同比, %	5.0	5.0	4.8			4.5		
	规模以上工业增加值	同比, %	5.8	5.9	5.7	5.2	6.5	4.9	4.8	5.2
	工业企业利润总额	累计同比, %	-3.3	0.6	-1.7	0.9	3.2	1.9	0.1	0.6
	社会消费品零售总额	同比, %	3.5	3.7	3.7	3.4	3.0	2.9	1.3	0.9
	固定资产投资完成额	累计同比, %	3.2	-3.8	1.6	0.5	-0.5	-1.7	-2.6	-3.8
	房屋新开工面积	累计同比, %	-23.0	-20.4	-19.4	-19.5	-18.9	-19.8	-20.5	-20.4
	商品房销售面积	累计同比, %	-12.9	-8.7	-4.0	-4.7	-5.5	-6.8	-7.8	-8.7
	商品房待售面积	累计同比, %	10.6	1.6	3.4	3.1	3.6	3.3	2.6	1.6
	中国制造业采购经理指数	指数	49.8	49.6	49.3	49.4	49.8	49.0	49.2	50.1
对外贸易 及投资	出口金额	同比, %	5.8	5.5	7.1	4.3	8.2	-1.2	5.9	6.6
	进口金额	同比, %	1.0	0.0	4.2	1.4	7.4	0.9	1.9	5.7
	贸易差额	十亿美元	992.6	1188.9	97.5	101.6	90.2	89.9	111.6	114.1
	实际使用外资金额（非金融类）	人民币同比, %	-27.1	-9.5	8.8	-3.6	11.2	-8.4	26.1	-28.8
	对外直接投资（非金融类）	人民币同比, %	11.7	1.6	12.6	17.2	12.3	19.0	-21.5	-12.3
金融市场	人民币即期汇率（期末值）	美元/人民币	7.1	7.1	7.19	7.13	7.12	7.11	7.08	6.99
	人民币实际有效汇率指数	指数	91.7	88.7	86.5	86.8	87.3	91.6	88.7	89.2
	上证综合指数（期末值）	指数	3352	3969	3573	3858	3883	3955	3889	3969
	货币供应量（M2）	同比, %	7.3	8.5	8.8	8.8	8.4	8.2	8.0	8.5
	社会融资规模存量	同比, %	8.0	8.3	9.0	8.8	8.7	8.5	8.5	8.3
	新增社会融资规模	万亿元	32.3	35.6	1.1	2.6	3.5	0.8	2.5	2.2
	新增人民币贷款	万亿元	18.1	16.3	-0.1	0.6	1.3	0.2	0.4	0.9
	DR007	%	1.81	1.63	1.52	1.48	1.50	1.46	1.47	1.49
价格	居民消费价格指数	同比, %	0.2	0.0	0.0	-0.4	-0.3	0.2	0.7	0.8
	工业生产者出厂价格指数	同比, %	197.8	197.4	-3.6	-2.9	-2.3	-2.1	-2.2	-1.9
	原油	美元/桶	75.8	64.8	67.2	64.0	63.6	60.0	59.5	57.9
	螺纹钢	元/吨	3801	3446	3413	3438	3378	3336	3330	3361
	70个大中城市新建商品住宅价格指数	同比, %	-4.5	-3.8	-3.4	-3.0	-2.7	-2.6	-2.8	-3.0

数据来源：Wind，毕马威分析

联系人



江立勤

客户与业务发展主管合伙人

毕马威中国

☎ +86 (10) 85087077

✉ michael.jiang@kpmg.com



蔡伟

经济研究院院长

毕马威中国研究院

☎ +86 (21) 22123687

✉ gary.cai@kpmg.com

研究团队

毕马威中国研究院

曾远、丁宇佳、周恺悦、龙妞、陈志滨、金灿



kpmg.com/cn/socialmedia



如需获取毕马威中国各办公室信息，请扫描二维码或登陆我们的网站：
<https://kpmg.com/cn/zh/about/office-locations.html>

本刊物所载资料仅供一般参考用，并非针对任何个人或团体的个别情况而提供。虽然本所已致力提供准确和及时的资料，但本所不能保证这些资料在阁下收取时或日后仍然准确。任何人士不应在没有详细考虑相关的情况及获取适当的专业意见下依据所载资料行事。

© 2026 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，毕马威企业咨询(中国)有限公司 — 中国有限责任公司，毕马威会计师事务所 — 澳门特别行政区合伙制事务所，及毕马威会计师事务所 — 香港特别行政区合伙制事务所，均是与毕马威国际有限公司(英国私营担保有限公司)相关联的独立成员所全球组织中的成员。版权所有，不得转载。

毕马威的名称和标识均为毕马威全球组织中的独立成员所经许可后使用的商标。

刊物编号：1765270366142

二零二六年二月印刷