

樂觀因素

經濟脈搏 中國

2026 年第一季

- 儘管近月內地經濟增長動力有所減弱，我們預期出口表現將保持韌性，加上財政支出進一步增加，為我們全年 4.8% 的本地生產總值（GDP）增長預測提供有力支持。
- 貿易轉移及具競爭力的價格料將繼續成為推動內地出口增長的主要動力；中美關係回暖，以及美國關稅水平差距收窄，亦屬正面發展。
- 然而，由於與其他貿易夥伴的摩擦升溫風險正在上升，因此更強勁的內需不僅是內地新「五年規劃」的核心，同時透過增加進口以平衡貿易，亦是維持良好貿易夥伴關係的重要因素。
- 內地對人民幣升值展現出更高的容忍度，惟前提是升值過程有序，並由市場主導。受貿易順差的基本面支持及美元走勢帶來的利好因素影響，我們將美元兌人民幣預測分別下調至年中的 6.75 和年底的 6.85。

劉健恆
首席經濟師
經濟研究部主管
kelvin1.k.h.lau@hangseng.com

唐嘉逸
高級經濟師
felix.k.y.tong@hangseng.com

內地經濟數據（按年變化 %）

	2025 年 10 月	2025 年 11 月	2025 年 12 月
社會消費品零售總額	2.9%	1.3%	0.9%
年初至今固定資產投資	-1.7%	-2.6%	-3.8%
工業生產	4.9%	4.8%	5.2%
貨物出口	-1.1%	5.9%	6.6%
貨物進口	1.0%	1.9%	5.7%

資料來源：國家統計局，Macrobond，恒生銀行

更多出口及政策加持可期

內地或未能以「高速奔馳」的姿態踏入馬年——2025年第四季GDP增速放緩至按年增長4.5%，低於前三季平均的5.2%——然而，我們仍看到至少兩個亮點，支持我們對2026年GDP增長4.8%的預測。

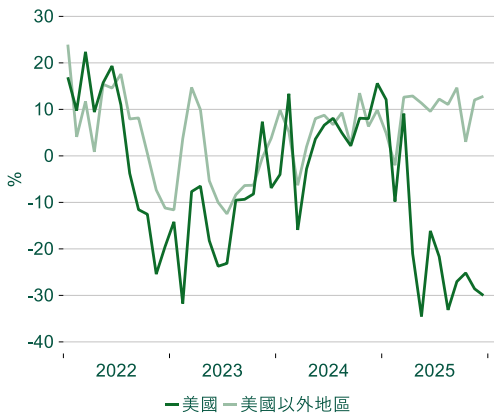
首先是外貿表現。過去一年，內地雖然經歷美國關稅衝擊，出口卻展現出超乎預期的韌性。我們預期，內地出口將繼續受惠於貿易轉移及價格競爭力，有望抵銷人民幣穩步升值所帶來的壓力。此外，美國最高法院最近裁定，總統特朗普不得再援引《國際緊急經濟權力法》（IEEPA）徵收關稅，此舉亦有助縮窄內地相對區內主要出口對手的關稅劣勢。

其次，我們預計內地的政策支持將進一步加大，尤其是2026年為「十五五規劃」開局之年。內地及早推出政策，對推進多項核心戰略目標，包括促進內需消費、推動產業現代化，以及加快科技自立與創新尤為關鍵。

2026年出口競爭力有望延續

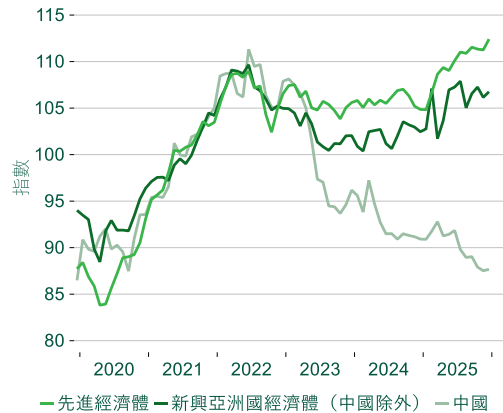
我們一直認為，內地去年強勁的出口表現，並非單單由提前出貨效應所帶動。雖然以美元計的出口總額按年增速，由第三季的6.5%放緩至第四季的3.8%，但貿易轉移效果依然明顯——第四季對非美國地區的出口按年增長超過9%，足以抵銷對美國出口按年28%的萎縮（見圖表1）。這種迅速調整貿易流向的能力，受惠於多年來「中國+1」布局的推進，令供應鏈更具彈性，並能加快開拓新市場。

表 1：按地區出口（按年變化）



注：數據截至 2025 年 12 月
資料來源：Macrobond · 恒生銀行

表 2：出口價格指數



注：數據截至 2025 年 12 月
資料來源：Macrobond · 恒生銀行

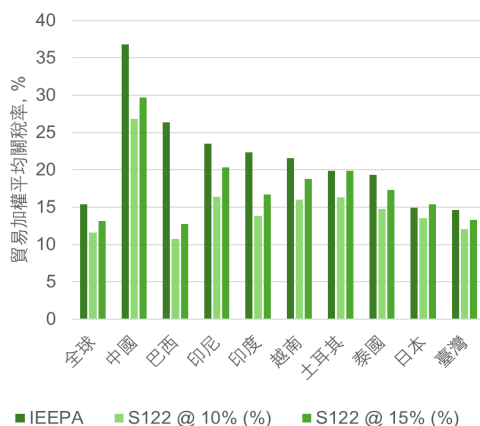
我們亦預期，內地在出口價格競爭力的優勢，將延續至2026年。圖表2顯示，自2022年以來，內地出口價格持續呈下降趨勢，與全球其他市場走勢明顯分化。這可視為內地在持續面對通縮壓力及產能過剩挑戰下的一大亮點。此外，在關稅形勢方面亦出現短期有利轉變。美國最高法院推翻「對等關稅」後不久，美方根據《1974年貿易法》第122條 (S122) 啟動新一輪關稅措施。根據 Global Trade Alert 的估算，若按15% (10%) 的S122方案，美國對中國商品的貿易加權平均關稅率將由37%降至30% (27%) (見圖表3)。在美國主要貿易夥伴中，內地將成為僅次於巴西的關稅減幅最大受惠國。

更多經濟再平衡的理由

自2025年10月底美國總統特朗普與國家主席習近平在釜山會面並達成貿易休戰後，美中關係已趨於穩定，為持續不確定的國際環境帶來正面訊號。我們預期，這個相對回暖的關係將延續至特朗普於3月底或4月初訪華。然而，與其他貿易夥伴的摩擦風險則相對較高，尤其是在內地出口價格仍具競爭力，以及S122後關稅差距縮窄的情況下，雙邊貿易不平衡問題或進一步加劇。

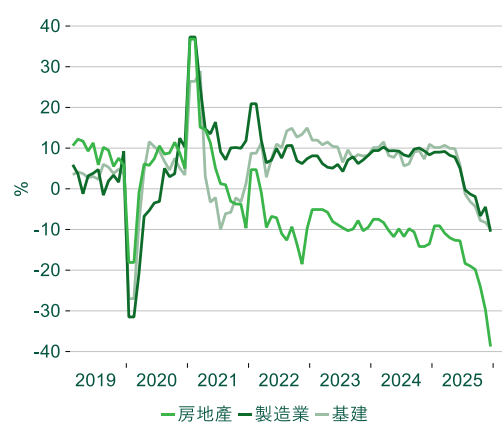
因此，我們認為，更強勁的內需不僅是內地長期經濟再平衡的目標，同時對維持與主要貿易夥伴的良好關係至關重要。進口需求的提升有助於緩和貿易緊張局勢。隨著人民幣貶值憂慮已顯著消退，新一輪減息或最快於本月內展開。更重要的是，財政政策預期將發揮更大作用，隨着新一輪政府資金及項目批覆落地，將成為推動內需的主要動力。

表 3：貿易加權平均美國關稅率 (%)



注：數據截至 2026 年 2 月
 資料來源：Macrobond，恒生銀行

表 4：固定資產投資 (按年變化)



注：數據截至 2025 年 12 月
 資料來源：Macrobond，恒生銀行

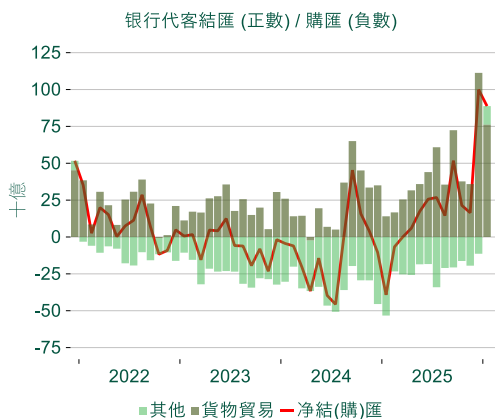
我們將密切關注固定資產投資中，是否出現由基建及 / 或製造業帶動的復甦跡象，預期前置財政開支將提供有力支持（見圖表4）。更大的挑戰在於如何穩定房地產投資，由於2025年下半年樓市調整進一步惡化。這意味著當局需要推出更有力的政策措施，以提振居民消費，從而抵銷房地產下行對市場信心的負面影響。

人民幣升值容忍度提升

2025年全年，人民幣兌美元累升約4.5%，並於12月下旬突破7.0這一關鍵心理關口，年內收於高位。進入2026年後，人民幣升勢進一步加快，市場對人民幣持續升值的預期亦見升溫。我們認為，有關趨勢主要由三大因素推動：（一）內地龐大的貿易順差；（二）美元持續走弱；（三）政策層面對人民幣有序升值的容忍度提升。基於上述原因，我們調整美元兌人民幣預測，預計在2026年中見6.75（原預測7.10），年底見6.85（原預測7.10）。

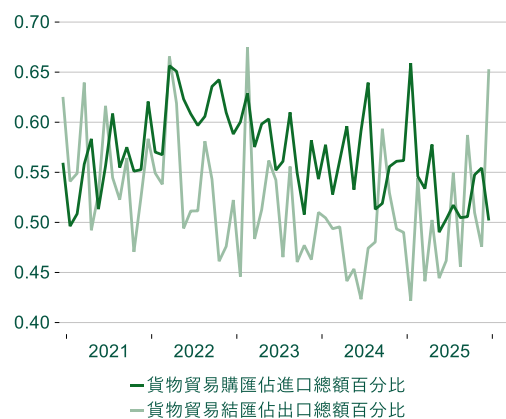
首先，出口仍具韌性，內需則仍處於初步復甦階段，意味內地貿易順差料將在去年創下1.2萬億美元紀錄後，繼續維持高位。這將令外匯收入兌換人民幣的需求保持強勁，尤其在出口商外匯兌換比率預計仍維持偏高的情況下（見圖表5及6）。貿易渠道的淨資金流入，預料足以抵消（一）利差驅動的海外投資組合流出；及（二）企業因地緣政治及關稅不確定性而加快海外布局所帶來的對外直接投資（ODI）相關資金外流兩方面帶來的壓力。

表 5：銀行代客結匯/購匯（人民幣，十億）



注：數據截至 2026 年 1 月
 資料來源：Macrobond，恒生銀行

表 6：外匯兌換比率



注：數據截至 2025 年 12 月
 資料來源：Macrobond，恒生銀行

其次，自年初以來，美元再度承受下行壓力，推動各主要貨幣同步上揚，人民幣亦受惠其中。由美方在委內瑞拉的軍事行動、與歐洲在格陵蘭問題上的摩擦，到特朗普重提對加拿大徵稅威脅，以及美國司法部向聯儲局發出傳票，多重事件令美元指數於今年1月底跌至近四年低位。雖然未及去年因「互徵關稅」風波引發的美元拋售的程度，今次波動再度反映美元作為避險貨幣的地位仍受到挑戰，尤其是當地緣政治及政策不確定性因素源自美國。鑑於當前的風險溢價上升，預計將加劇美元因利差收窄而走弱的周期性壓力。

第三，也是最重要的一點，中央政府似乎對人民幣進一步升值的容忍度有所提高，惟前提是升勢有序且反映市場供求。最明顯的例子是在人民幣中間價持續走低，並突破7.0關口時，幾乎未見明顯阻力。從政策角度看，近月有觀點認為應藉貨幣升值提升購買力，以支持內需消費、企業對外投資及人民幣國際化進程。此舉有助內地在全球貿易再平衡中發揮更大作用，並有助緩和與主要貿易夥伴的潛在摩擦。

然而，實際上內地當局仍謹慎避免市場形成單邊升值預期，以維持金融穩定。這可見於1月16日至29日期間，彭博CFETS人民幣匯率指數（即人民幣對一籃子貨幣匯價指標）下跌約1.9%，同期美元指數則下挫逾3%。其後隨美元於2月回升，人民幣亦對籃子貨幣補漲。當局容許人民幣對區內貨幣的升幅略為滯後，正好在美元大幅波動期間發揮「緩衝」作用；預料這將成為今年內人民幣匯率運行的重要策略。

展望全年，我們認為美元的基本面在2026年上半年仍偏弱，下半年隨聯儲局結束減息周期後有望回穩（預期聯儲局將於第二季及第三季再進行兩次減息）。我們預計美元兌人民幣於年中略跌至6.75，年底有望回升至6.85水平。

中國經濟統計資料

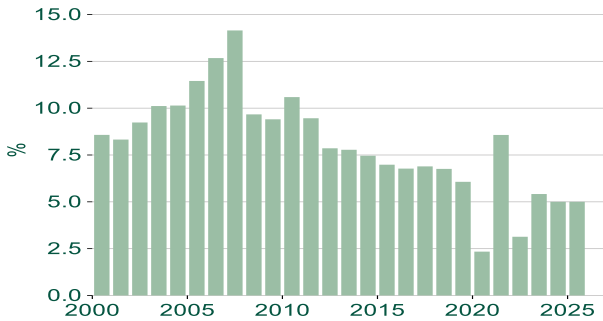
	國內生產總值		工業產出	固定資產投資	社會消費品零售總額	對外貿易			居民消費價格		
	名義	實質	實質	名義	名義	出口	進口	貿易差額		食品	非食品
	10 億人民幣	按年 (%)	按年 (%)	累計 (%)	按年 (%)	按年 (%)	按年 (%)	10 億美元	按年 (%)	按年 (%)	按年 (%)
2021	117,382	8.4	11.5	4.9	14.2	29.6	30.0	670.4	0.9	-1.4	1.4
2022	123,403	3.0	3.7	5.1	-0.2	5.6	0.7	837.9	2.0	2.9	1.8
2023	129,427	5.2	4.4	3.0	7.5	-4.7	-5.5	822.1	0.2	-0.3	0.4
2024	134,807	5.0	5.7	3.2	3.1	5.8	1.0	992.6	0.2	-0.6	0.4
2025	140,188	4.9	5.9	-3.8	4.1	5.5	0.0	1188.9	0.1	-1.4	0.4
2024 第二季	32,859	4.7	5.9	3.9	2.7	5.7	2.5	252.3	0.3	-2.3	0.8
第三季	34,144	4.6	5.0	3.4	2.7	5.9	2.1	258.8	0.5	2.0	0.2
第四季	37,351	5.4	5.6	3.2	3.8	9.9	-1.8	298.2	0.2	1.1	0.0
2025 第一季	31,847	5.4	6.5	4.2	4.4	5.6	-6.9	271.2	-0.1	-1.4	0.2
第二季	34,140	5.2	6.2	2.8	5.4	6.1	-0.8	312.8	0.0	-0.3	0.0
第三季	35,411	4.8	5.8	-0.5	3.4	6.5	4.4	289.4	-0.2	-3.4	0.5
第四季	38,791	4.5	5.0	-3.8	1.7	3.8	2.9	315.6	0.6	-0.5	0.8
2025 9 月	NA	NA	6.5	-0.5	3.0	8.2	7.4	90.2	-0.3	-4.4	0.7
10 月	NA	NA	4.9	-1.7	2.9	-1.2	0.9	89.9	0.2	-2.9	0.9
11 月	NA	NA	4.8	-2.6	1.3	5.9	1.9	111.6	0.7	0.2	0.8
12 月	NA	NA	5.2	-3.8	0.9	6.6	5.7	114.1	0.8	1.1	0.8
2026 1 月	NA	NA	-	-	-	-	-	-	0.2	-0.7	0.4
年初至今	NA	NA	-	-	-	-	-	-	0.2	-0.7	0.4

	存款 (本地貨幣)		貸款 (本地貨幣)			貸款市場報價利率	貨幣供應 (M2)	外匯儲備	每美元兌人民幣 (期末)	社會融資規模
	10 億人民幣	按年 (%)	10 億人民幣	按年 (%)	新增貸款 10 億人民幣	1 年 %	按年 (%)	10 億美元		10 億人民幣
	2021	232,250	9.3	192,690	11.5	19,946	3.80	9.0	3,250	6.3525
2022	258,500	11.3	213,985	11.1	21,310	3.65	11.8	3,128	6.8973	32,010
2023	284,262	10.0	237,591	11.0	22,744	3.45	9.7	3,238	7.0786	35,585
2024	302,254	6.3	255,678	7.6	18,090	3.10	7.3	3,202	7.2991	32,256
2025	328,643	8.7	271,913	6.3	16,270	3.00	8.5	3,358	6.9964	35,603
2024 第二季	295,717	6.1	250,853	8.8	3,810	3.45	6.2	3,222	7.2673	5,295
第三季	300,882	7.1	253,611	8.1	2,750	3.35	6.8	3,316	7.0183	7,567
第四季	302,254	6.3	255,678	7.6	2,070	3.10	7.3	3,202	7.2991	6,592
2025 第一季	315,223	6.7	265,414	7.4	9,780	3.10	7.0	3,241	7.2633	15,184
第二季	320,174	8.3	268,559	7.1	3,140	3.00	8.3	3,317	7.1725	7,675
第三季	324,939	8.0	270,390	6.6	1,830	3.00	8.4	3,339	7.1195	7,227
第四季	328,643	8.7	271,913	6.3	1,520	3.00	8.5	3,358	6.9964	5,518
2025 9 月	324,939	8.0	270,390	6.6	1,290	3.00	8.4	3,339	7.1195	3,530
10 月	325,549	8.0	270,607	6.5	220	3.00	8.2	3,343	7.1174	818
11 月	326,963	7.7	271,001	6.4	390	3.00	8.0	3,346	7.0756	2,493
12 月	328,643	8.7	271,913	6.3	910	3.00	8.5	3,358	6.9964	2,208
2026 1 月	336,770	9.9	276,618	6.1	4,710	3.00	9.0	3,399	6.9518	7,221
年初至今	336,770	9.9	276,618	6.1	4,710	3.00	9.0	3,399	6.9518	7,221

NA: 不詳

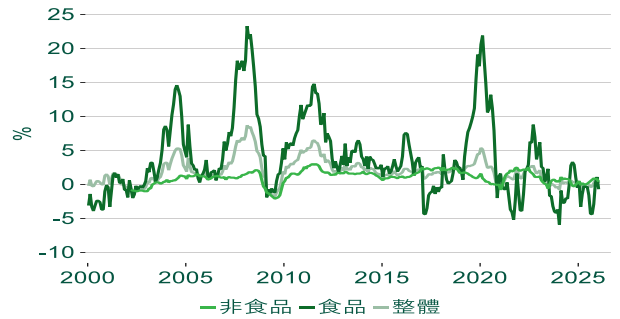
資料來源: 國家統計局, 中國統計年鑑, Macrobond, 彭博, 恒生銀行

國內生產總值



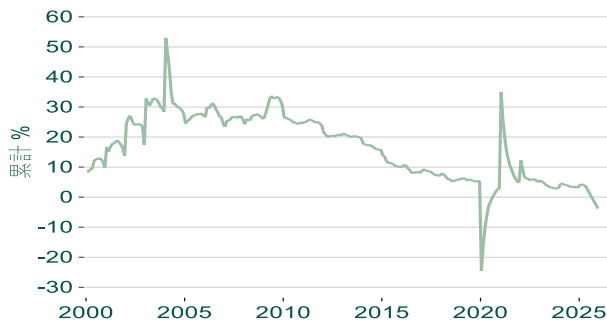
資料來源：Macrobond, 恒生銀行

居民消費價格



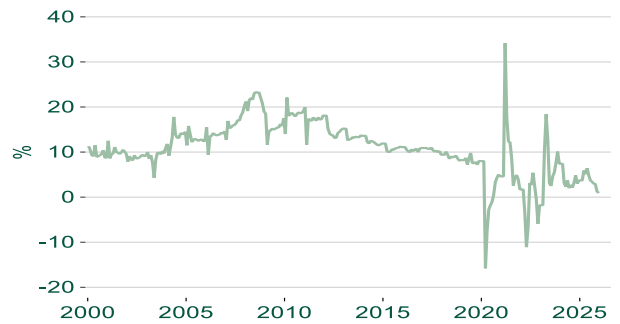
資料來源：Macrobond, 恒生銀行

城鎮固定資產投資



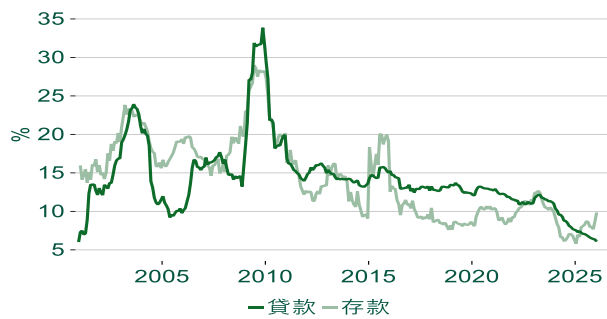
資料來源：Macrobond, 恒生銀行

社會消費品零售總額



資料來源：Macrobond, 恒生銀行

貸款及存款



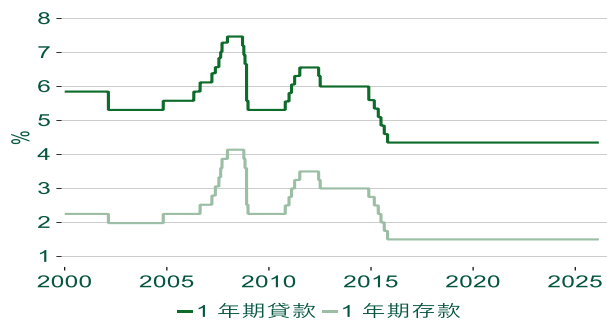
資料來源：Macrobond, 恒生銀行

貨幣供應



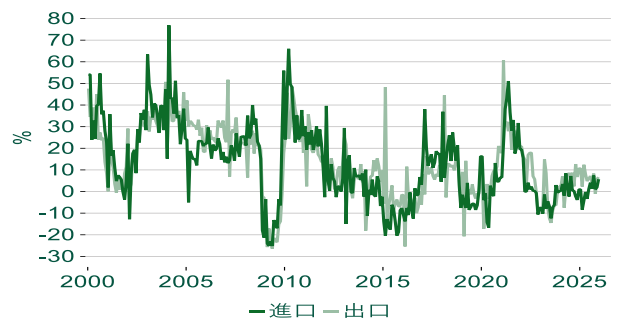
資料來源：Macrobond, 恒生銀行

基準利率



資料來源：Macrobond, 恒生銀行

出口及進口



資料來源：Macrobond, 恒生銀行

香港經濟數據預測

	2026	2027
本地生產總值	2.5%	2.6%
通脹	1.9%	1.8%
失業率	3.6%	3.3%
零售銷售貨值	5.5%	5.0%
零售銷售貨量	4.0%	3.2%
出口	4.0%	7.0%
進口	3.0%	5.0%

內地經濟數據預測

	2026	2027
國內生產總值	4.8%	4.7%
通脹	1.5%	2.0%
工業增加值	5.5%	5.3%
固定資產投資	2.0%	3.5%
社會消費品零售銷售	5.5%	5.3%
出口	3.0%	4.0%
進口	4.0%	5.0%

資料來源：恒生銀行

注 1：除了失業率外，其他資料都是按年變化

注 2：恒生銀行環球資本市場預測

環球主要央行目標利率預測

(期末)	2026 年 2 月	2026 年第一季	2026 年第二季	2026 年第三季	2026 年第四季
北美洲					
美國	3.50 – 3.75%	3.50 – 3.75%	3.25 – 3.50%	3.00 – 3.25%	3.00 – 3.25%
加拿大	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%
歐洲					
歐元區	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
英國	3.75%	3.50%	3.50%	3.25%	3.25%
亞太地區					
內地	1.40%	1.30%	1.30%	1.30%	1.30%
日本	0.75%	0.75%	1.00%	1.00%	1.25%
澳洲	3.85%	3.85%	4.10%	4.10%	4.35%
新西蘭	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%

匯率預測

(期末)	2026 年 2 月	2026 年第一季	2026 年第二季	2026 年第三季	2026 年第四季
北美洲					
美元兌加元	1.36	1.36	1.35	1.35	1.36
歐洲					
歐元兌美元	1.18	1.17	1.18	1.19	1.18
英鎊兌美元	1.35	1.34	1.35	1.36	1.35
亞太地區					
美元兌人民幣	6.86	6.85	6.75	6.75	6.85
美元兌日圓	156.05	155.00	152.00	150.00	148.00
澳元兌美元	0.71	0.71	0.71	0.72	0.72
新西蘭元兌美元	0.60	0.59	0.60	0.60	0.59

資料來源：Macrobond · 彭博 · 恒生銀行
註 1：內地目標利率指 7 天逆回購利率
註 2：恒生銀行環球資本市場預測
註 3：美元兌人民幣指美元兌在岸人民幣匯率

免責聲明

本檔由恒生銀行有限公司（「恒生」）提供，內含之資料，乃從相信屬可靠之來源搜集，而當中之意見僅供參考之用，意見內容不一定代表「恒生」之見解。撰寫本檔之分析員證明於本檔內所發表之意見，乃準確反映分析員就有關金融工具或投資專案之個人意見，而有關分析員過去、現在或未來之報酬，並無任何部份直接或間接與本文件內之特定建議或意見有關。本檔的內容並非(亦不可作為)買賣外匯、證券、金融工具或其他投資之要約或邀約。本檔的任何部份均嚴禁以任何方式再分發。

本檔所載之資料或只屬指示性，並且未經獨立核對。「恒生」對當中所載之任何資料、推測或意見，或作出任何此等推測或意見之基礎的公正性、準確性、完整性或正確性並無作任何明示或默示的擔保、申述、保證或承諾，亦不會就使用或依賴本檔所載之任何資料、推測或意見承擔責任或法律責任。投資者須對本檔所載資料及意見的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為需要或合適的獨立調查。所有此等資料、推測及意見均可予以修改而毋須事前通知。

「恒生」及其聯繫公司可以其名義買賣，可能有包銷或有持倉於所有或任何於本檔中提及的證券或投資項目。「恒生」及其聯繫公司可能就其於本檔所提及的所有或任何證券或投資專案的交易收取經紀傭金或費用。

本檔所提及之投資項目未必適合所有投資者。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢獨立投資顧問。本檔並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。

本檔並無考慮任何收件人的特定投資目標、財務狀況或特定需要。投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本檔並不擬指出本檔內提及之證券或投資項目可能涉及的所有風險。