恒生銀行
HANG SENG BANK

经济脉搏
中国

2025 年第四季

增长引擎转弱

- 尽管面对中美贸易纠纷带来的挑战，稳健的对外贸易仍是支撑今年内地经济表现的一个重要正面因素。
- 然而，随着「抢出口」带来的提振效应减退，预料未来外贸增长将有所放缓。
- 同时，今年的投资表现欠佳，未能像过去般为经济提供逆周期支持。
- 因此，关键在于私人消费能否成为整体经济增长的主要引擎。预计内地政府将采取更积极的消费刺激措施。
- 我们维持 2025 年经济增长 4.9% 的预测，并预计 2026 年经济增长率为 4.8%。

唐嘉逸
高级经济师
felix.k.y.tong@hangseng.com

刘健恒
首席经济师
经济研究部主管
kelvin1.k.h.lau@hangseng.com

内地经济数据（按年变化 %）

	2025 年 9 月	2025 年 10 月	2025 年 11 月
社会消费品零售总额	3.0%	2.9%	1.3%
年初至今固定资产投资	-0.5%	-1.7%	-2.6%
工业生产	6.5%	4.9%	4.8%
货物出口	8.3%	-1.1%	5.9%
货物进口	7.4%	1.0%	1.9%

资料来源：国家统计局，Macrobond，恒生银行

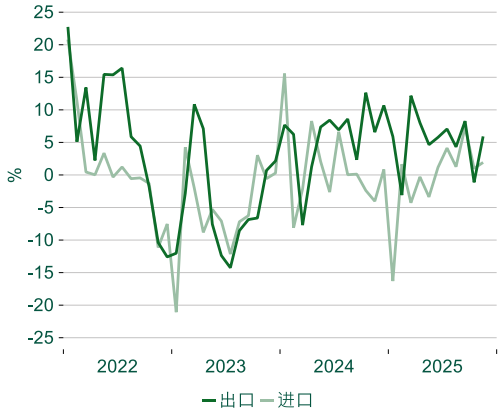
面对贸易纠纷 对外贸易展韧性

今年以来，内地对外贸易表现优于预期，展现出强劲韧性。年初时，投资者曾对中美贸易紧张局势升级的影响深感忧虑，担心会严重阻碍对外贸易以至整体经济增长。然而，自美国 4 月对中国加征对等关税以来，对外贸易不仅保持稳定，更成为今年经济增长的关键驱动力。

以美元计，内地今年首十一个月出口按年增长 5.4%（表 1）。稳健的贸易表现显著推动了首三个季度的经济增长，其中净出口贡献了同期整体经济增长的 30% 以上（表 2）。

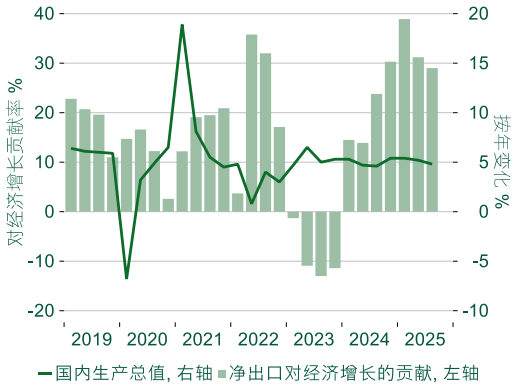
与市场最初的预期相反，美国加征关税似乎未有为对外贸易带来明显影响。过去一年，贸易转移和「抢出口」两大因素支撑了对外贸易的表现。虽然自第二季以来对美国的出口明显下降，但对全球其他市场的出口却有所增加，从而提振了整体贸易增长（表 3）。同时，为了应对关税进一步上升的风险，内地制造商亦倾向于提前出口。

表 1：进出口（按年变化）



注：数据截至 2025 年 11 月
资料来源：Macrobond，恒生银行

表 2：国内生产总值及净出口对增长的贡献



注：数据截至 2025 年第三季
资料来源：Macrobond，恒生银行

然而，我们认为关税的负面影响只是被推迟，而非完全被消除。在美国提高关税前，美国市场约占内地出口总额的 15%。虽然东盟地区消费潜力巨大，但周边经济体难以快速弥补此庞大需求。尽管如此，与更多地区建立贸易关系，仍将是应对单一国家风险的长远策略。

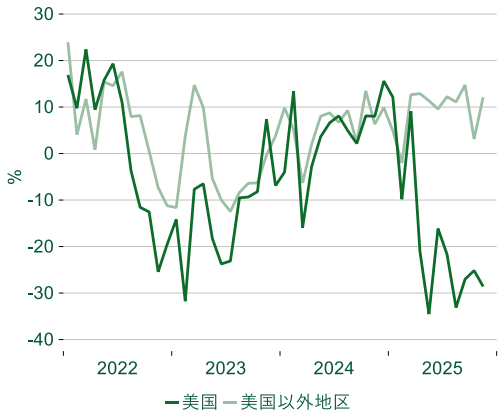
10 月底，中美达成贸易休战协议，缓解了市场压力，消除了短期的不确定因素。但市场不确定性下降，亦可能减低制造商「抢出口」的迫切性。「抢出口」在过去六个多月一直支持贸易扩张，但其正面影响或会逐步减弱。而过去两个月出口稍为放缓或是「抢出口」转弱的一个早期迹象。因此，外贸对整体经济的支持作用在未来一年或会下降。

投资角色减弱

与强劲的贸易表现比较，今年的投资表现令人失望。首十一个月的固定资产投资按年下跌 2.6%，跌幅较首十个月的 1.7% 进一步扩大（表 4）。

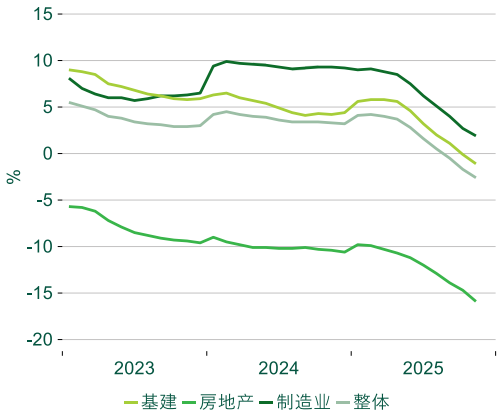
各个主要行业均出现投资放缓的趋势。当中房地产投资仍是最大的拖累因素，于首十一个月录得 15.9% 跌幅，反映房屋价格持续下跌，房地产市场仍然低迷。

表 3：按地区出口（按年变化）



注：数据截至 2025 年 11 月
资料来源：Macrobond，恒生银行

表 4：固定资产投资（年初至今，按年变化）



注：数据截至 2025 年 11 月
资料来源：Macrobond，恒生银行

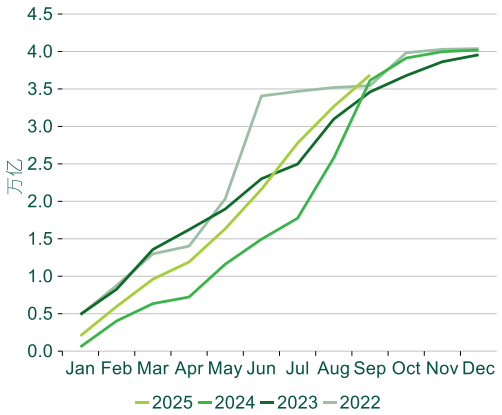
房地产投资疲软不难理解，但基建投资转弱的程度亦超出预期。一般而言，基建作为必需品，相关投资受经济周期波动的影响较小，增长亦理应较为稳定。事实上，基建投资在过去经济低迷的时期一直发挥着逆周期作用，有助支撑经济表现。与基建投资关系密切的地方政府专项债券发行量在今年首九个月达到过去数年以来的最高水平（表 5）。然而，债券发行量增加，并未转化为更多的基建投资，反映地方政府或因担忧债务问题而对启动新项目持谨慎态度。

消费的重要性日益显现

鉴于投资表现欠佳，尤其在预计明年贸易增速将放缓的情况下，消费能否成为支撑经济增长的主要动力，将是值得探讨的问题。然而，今年消费表现却好坏参半。

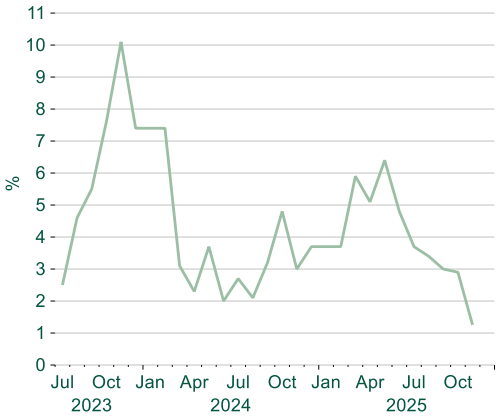
内地政府推出的刺激消费措施，有助提振了上半年的零售销售表现。然而，下半年刺激措施的正面效果似乎有所减弱，11 月份零售销售额按年增长放缓至仅 1.3%（表 6）。相信是由于大多数消费补贴均针对商品，尤其是耐用品，容易导致消费增长集中于政策推出的初期。

表 5：新发行地方政府专项债券（年初至今，人民币）



注：数据截至 2025 年 9 月
资料来源：Macrobond，恒生银行

表 6：社会消费品零售销售（按年变化）



注：数据截至 2025 年 11 月
资料来源：Macrobond，恒生银行

除了消费补贴的效果减弱外，房地产市场低迷带来的负面财富效应亦持续影响消费者信心。私人消费在下半年放缓，于一定程度上反映了房地产市场价格下跌加剧。尽管股票市场在第三季表现突出，但鉴于房地产在大部份家庭的财富中仍占据最重大的比重，因此股市上升带来的正面财富效应仍不显著。

无论从周期性或结构性角度来看，私人消费需要在支撑经济增长方面发挥更重要的作用。我们预期内地政府明年将推出更多支持措施，尤其是针对服务消费的补贴政策。

鉴于内地经济首三季增长为 5.2%，预计即使第四季经济进一步放缓，亦不会阻碍全年约 5% 的经济增长目标。我们维持 2025 年 4.9% 的增长预测，并预计 2026 年增速将略为放缓至 4.8%。

中国经济统计资料

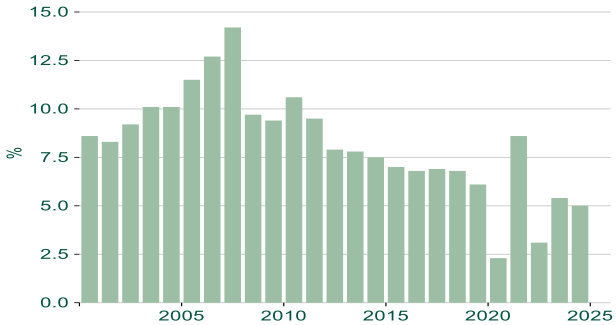
	国内生产总值		工业产出	固定资产投资	社会消费品零售总额	对外贸易			居民消费价格		
						出口	进口	贸易差额		食品	非食品
	名义	实质	实质	名义	名义						
	10 亿人民币	按年 (%)	按年 (%)	累计 (%)	按年 (%)	按年 (%)	按年 (%)	10 亿美元	按年 (%)	按年 (%)	按年 (%)
2020	103,487	2.2	2.0	2.9	-4.4	3.6	-0.6	524.0	2.5	10.9	0.4
2021	117,382	8.4	11.5	4.9	14.2	29.6	30.0	670.4	0.9	-1.4	1.4
2022	123,403	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	134,908	5.0	5.7	3.2	3.1	5.8	1.0	992.6	0.2	-0.6	0.4
2024 第一季	30,476	5.3	6.2	4.5	4.7	1.4	1.5	183.3	0.0	-3.2	0.7
第二季	32,884	4.7	5.9	3.9	2.7	5.7	2.5	252.3	0.3	-2.3	0.8
第三季	34,176	4.6	5.0	3.4	2.7	5.9	2.1	258.8	0.5	2.0	0.2
第四季	37,373	5.4	5.6	3.2	3.8	9.9	-1.8	298.2	0.2	1.1	0.0
2025 第一季	31,876	5.4	6.5	4.2	4.4	5.6	-6.8	271.2	-0.1	-1.4	0.2
第二季	34,178	5.2	6.2	2.8	5.4	6.1	-0.9	313.1	0.0	-0.3	0.0
第三季	35,450	4.8	5.8	-0.5	3.4	6.5	4.3	290.5	-0.2	-3.4	0.5
2025 7 月	NA	NA	5.7	1.6	3.7	7.1	4.1	97.8	0.0	-1.6	0.3
8 月	NA	NA	5.2	0.5	3.4	4.3	1.3	102.1	-0.4	-4.3	0.5
9 月	NA	NA	6.5	-0.5	3.0	8.3	7.4	90.5	-0.3	-4.4	0.7
10 月	NA	NA	4.9	-1.7	2.9	-1.1	1.0	90.1	0.2	-2.9	0.9
11 月	NA	NA	4.8	-2.6	1.3	5.9	1.9	111.7	0.7	0.2	0.8
年初至今	NA	NA	5.9	-2.6	4.0	5.4	-0.6	1076.5	0.0	-1.7	0.4

	存款（本地货币）		贷款（本地货币）			贷款市场报价利率	货币供应 (M2)	外汇储备	每美元兑人民币（期末）	社会融资规模
					新增贷款	1 年				
	10 亿人民币	按年 (%)	10 亿人民币	按年 (%)	10 亿人民币	%	按年 (%)	10 亿美元		10 亿人民币
2020	212,572	10.2	172,745	12.8	19,630	3.85	10.1	3,217	6.5268	34,792
2021	232,250	9.3	192,690	11.5	19,946	3.80	9.0	3,250	6.3525	31,351
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
2024 第一季	295,505	7.9	247,049	9.6	9,460	3.45	8.3	3,246	7.2212	12,803
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
2025 7 月	320,670	8.7	268,510	6.9	-50	3.00	8.8	3,292	7.1769	1,131
8 月	322,727	8.6	269,099	6.8	590	3.00	8.8	3,322	7.1308	2,566
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	816
11 月	326,960	7.7	271,000	6.4	390	3.00	8.0	3,346	7.0756	2,489
年初至今	326,960	7.7	271,000	6.4	15,360	3.00	8.0	3,346	7.0756	33,390

NA: 不详

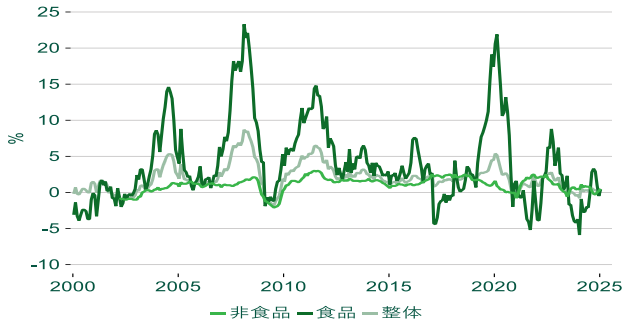
资料来源：国家统计局, 中国统计年鉴, Macrobond, CEIC, 彭博, 恒生银行

国内生产总值



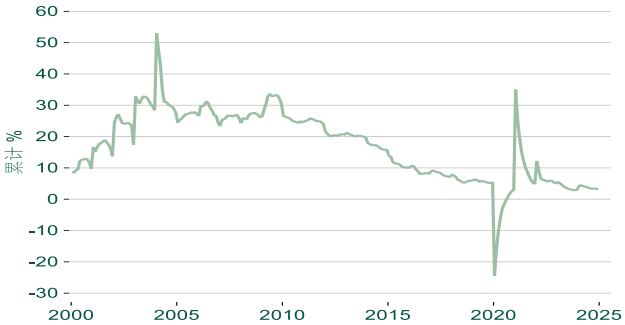
资料来源：Macrobond, 恒生银行

居民消费价格



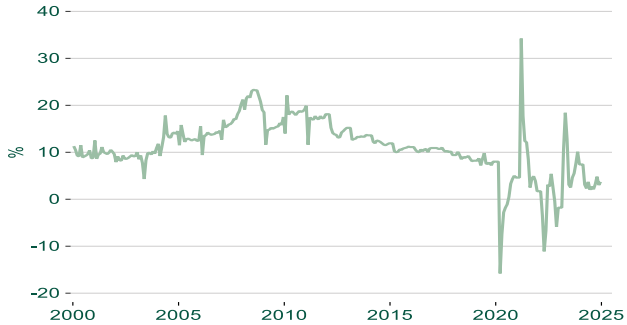
资料来源：Macrobond, 恒生银行

城镇固定资产投资



资料来源：Macrobond, 恒生银行

社会消费品零售总额



资料来源：Macrobond, 恒生银行

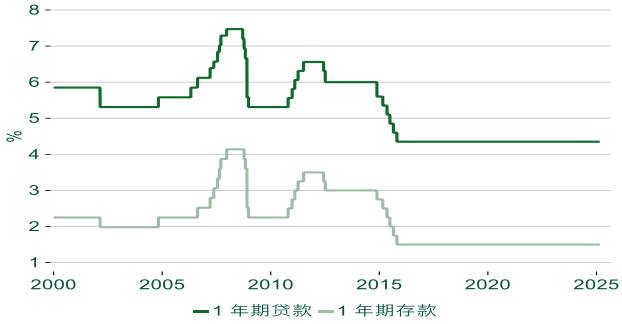
贷款及存款

资料来源：Macrobond, 恒生银行

货币供应

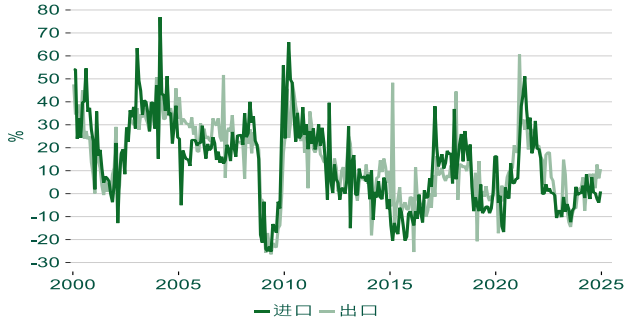
资料来源：Macrobond, 恒生银行

基准利率



资料来源：Macrobond, 恒生银行

出口及进口



资料来源：Macrobond, 恒生银行

香港经济数据预测

	2025	2026	2027
本地生产总值	3.2%	2.5%	2.6%
通胀	1.6%	1.9%	1.8%
失业率	3.8%	3.6%	3.3%
零售销售货值	1.8%	5.5%	5.0%
零售销售货量	0.4%	4.0%	3.2%
出口	13.0%	4.0%	7.0%
进口	12.0%	3.0%	5.0%

内地经济数据预测

	2025	2026	2027
国内生产总值	4.9%	4.8%	4.7%
通胀	0.1%	1.5%	2.0%
工业增加值	5.9%	5.5%	5.3%
固定资产投资	-2.6%	2.0%	3.5%
社会消费品零售销售	3.9%	5.5%	5.3%
出口	5.4%	3.0%	4.0%
进口	-0.3%	4.0%	5.0%

资料来源：恒生银行
注 1：除了失业率外，其他数据都是按年变化
注 2：恒生银行环球资本市场预测

环球主要央行目标利率预测

（期末）	2025 年 11 月	2025 年第四季	2026 年第一季	2026 年第二季	2026 年第三季
北美洲					
美国	3.75 – 4.00%	3.50 – 3.75%	3.50 – 3.75%	3.25 – 3.50%	3.00 – 3.25%
加拿大	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%
欧洲					
欧元区	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
英国	4.00%	3.75%	3.50%	3.25%	3.00%
亚太地区					
内地	1.40%	1.40%	1.30%	1.30%	1.30%
日本	0.50%	0.75%	0.75%	1.00%	1.00%
澳洲	3.60%	3.60%	3.60%	3.85%	3.85%
新西兰	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%	2.25%

汇率预测

（期末）	2025 年 11 月	2025 年第四季	2026 年第一季	2026 年第二季	2026 年第三季
北美洲					
美元兑加元	1.40	1.39	1.38	1.37	1.37
欧洲					
欧元兑美元	1.16	1.17	1.18	1.19	1.19
英镑兑美元	1.32	1.33	1.33	1.34	1.34
亚太地区					
美元兑人民币	7.07	7.10	7.10	7.10	7.10
美元兑日圆	156.18	153.00	148.00	146.00	144.00
澳元兑美元	0.65	0.66	0.67	0.68	0.69
新西兰元兑美元	0.57	0.58	0.58	0.59	0.59

资料来源：Macrobond，彭博，恒生银行
注 1：内地目标利率指 7 天逆回购利率
注 2：恒生银行环球资本市场预测
注 3：美元兑人民币指美元兑在岸人民币汇率

免责声明

本档由恒生银行有限公司（「恒生」）提供，内含之资料，乃从相信属可靠之来源搜集，而当中之意见仅供参考之用，意见内容不一定代表「恒生」之见解。撰写本档之分析员证明于本档内所发表之意见，乃准确反映分析员就有关金融工具或投资项目之个人意见，而有关分析员过去、现在或未来之报酬，并无任何部份直接或间接与本文件内之特定建议或意见有关。本档的内容并非(亦不可作为)买卖外汇、证券、金融工具或其他投资之要约或邀约。本档的任何部份均严禁以任何方式再分发。

本文件所载之数据或只属指示性，并且未经独立核对。「恒生」对当中所载之任何数据、推测或意见，或作出任何此等推测或意见之基础的公正性、准确性、完整性或正确性并无作任何明示或默示的担保、申述、保证或承诺，亦不会就使用或依赖本档所载之任何数据、推测或意见承担责任或法律责任。投资者须对本文件所载数据及意见的相关性、准确性及充足性自行作出评估，并就此评估进行认为需要或合适的独立调查。所有此等数据、推测及意见均可予以修改而毋须事前通知。

「恒生」及其联系公司可以其名义买卖，可能有包销或有持仓于所有或任何于本档中提及的证券或投资项目。「恒生」及其联系公司可能就其于本档所提及的所有或任何证券或投资项目的交易收取经纪佣金或费用。

本文件所提及之投资项目未必适合所有投资者。投资者必须根据其各自的投资目的、财务状况及独特需要作出投资决定，并在有需要时咨询独立投资顾问。本档并不拟提供专业意见，因此不应赖以作为此方面之用途。

本档并无考虑任何收件人的特定投资目标、财务状况或特定需要。投资涉及风险，投资者需注意投资项目之价值可升亦可跌，而过往之表现亦不一定反映未来之表现。本档并不拟指出本档内提及之证券或投资项目可能涉及的所有风险。