

建银国际证券 | 研究部

## 正道沧桑：2026年中国经济的十大问题暨年度展望

2026年两会作为“十五五”开局的政策锚，核心取向是夯实基础，提质增效，努力实现十五五良好开局。我们的基准判断是：政策力度相对温和，但会预留足够的空间和灵活性，着重提升政策协同性及治理效能。

过去十年，“三驾马车”框架没变，但逻辑从顺风的自然增长叙事转向重塑。地产链条退潮后，投资不再是简单规模扩张，而更取决于回报率与风险偏好：从“高乘数扩表”切换为“低乘数托底与换挡”，由制造业升级、能源转型与公共投资承接增长，但对资源配置效率与确定性回报要求更高。消费从“收入预期改善带来的升级”转向“风险偏好下降下的分化”，出现更典型的K型修复：高端服务与低价折扣两端更强，中端改善型承压；总量温和但结构频繁重构。出口从“全球化红利的外生加速器”变成“外部约束下的韧性支撑项”，能托底但难提供十年级别确定性——宏观因此呈现“有韧性但缺弹性、有结构亮点但总量不易抬升”的特点。

出口与外需：仍有亮点，但更像“稳速的帆”而非“加速的发动机”。基准情形下，2026年出口增速大概率略微回落，呈现“量稳价弱、结构分化”，更多靠份额与产品升级、产业链完整度与市场多元化支撑，而非外需全面改善。IEEPA被最高法院判决越权并被“122”取代，客观上中美关税边际降低，但中美摩擦的边际更可能体现在执法与非关税工具强化抬升合规成本与不确定性；因此净出口对增长的贡献“看起来不差”，但核心往往是进口端更弱的镜像。节奏上，前期可能偏稳，“后续发力”更多取决于外需脉冲与供应链再分配能否对冲摩擦。

周期位置上，2026年更像“趋势下方修复”：制造业仍在回升区间但基础不稳，库存周期显示中国总量经济仍处于主动去库存后段，价格端呈现部分修复行情，但需求端尚未形成持续回升，更接近筑底而非复苏确认；行业层面新旧动能分化明显，传统链条仍受地产拖累筑底，高端装备与高技术制造保持高景气。“十五五”开局会带来上行催化，但更可能表现为结构性、阶段性补库，而不是总量全面再通胀；外部关税工具切换与执法/非关税摩擦强化，也意味着补库更短、更依赖脉冲订单。

内需的“硬底盘”取决于固定资产投资能否形成“有效增量”。过去几年地产下行三产投资成为主要拖累，民间投资偏弱、国有投资托底但在2025年后也趋弱，甚至“扣除地产后”的投资增速也放缓，说明仅靠制造业与传统基建难以完全对冲地产拖累。2026年作为开局之年，固定资产投资上行弹性更多来自“两新/设备更新+先进制造”稳住二产底盘，以及新型基建与关键基础设施（智能电网/UHV、现代化水网、通信网络、数字化与低碳配套等）形成新增量池。关键不在“有没有项目”，而在能否稳定预期、盘活存量并引入社会资本（REITs、资产证券化回收现金再投资等），把托底投资变成更高效的有效投资。

消费是内需的另一根支柱，但2026年更可能是“K型分化修复”而非广谱回升。总量上消费仍受收入约束，稳就业与稳收入预期是底盘；结构上高端与低价端更强、中端承压，出行端“高端/低端酒店修复、中端滞后”，商品端“可选偏弱但金银等保值型消费偏强”。政策抓手里，“以旧换新”仍能托底耐用品并形成实物工作量，但会从“普惠扩量”转向“扩围+提效”，边际撬动倍数收敛、更多绑定能效与绿色升级；消费贷贴息的对照也说明消费约束不只在利率，更在审批摩擦、用途限制与风险偏好偏弱，因此这类工具更像边际扰动，无法替代“增收与预期修复”的主线。

价格决定名义增长的弹性：CPI更可能“低位回升但不陡峭上行”，食品缺少强猪周期抬升、仍是拖累与波动源，核心通胀主要靠服务修复与粘性价格缓慢回暖；PPI修复弹性更大，低基数+库存改善+部分上游与出口链企稳推动同比深负值明显收敛、向零附近修复，下半年存在转正窗口但取决于需求修复与产能出清；GDP平减指数大概率由负转向零附近甚至小幅转正。地产在这里的意义不在重启旧周期，而在“稳预期—稳资产负债表—稳信用扩张”，二手房止跌回稳将决定价格修复的持续性与扩散度。

货币政策方面，我们的预测更偏向“数量型宽松先行、价格型宽松后置”：预计上半年降准一次、下半年再降准一次，以对冲信用需求波动并稳定融资环境；降息门槛相对较高，下半年或有条件相机落实。总体而言，2026年增长实现更大程度取决于财政与准财政工具的“落地效率”以及价格修复的斜率，而不是单纯的目标锚定。长端利率上，10年期国债收益率1.6%附近更像区间下沿，在“财政偏积极、供给偏前置、货币克制且兼顾汇率”的组合下，更大概率低位反复试探而非趋势性破底并站稳。

人民币是贯穿全年资产定价的外部轴。中期由外部（美国基本面、联储降息与美元周期）决定方向与空间、内部（国内基本面与政策组合）决定底盘稳定性；我们判断人民币更可能处于温和升值但走势反复。短期由企业结售汇、央行“中间价—在岸—离岸”的预期管理与衍生品端“松摩擦”共同塑形；节奏上“年初偏强不等于全年趋势直线升值”，春节前后波动更大，二季度更能代表全年方向，外部事件窗口可能放大双向波动。金融条件与资金流则决定“宽货币能否变成宽风险偏好”。

总体而言，2026年不是单边加速年，而是逆风中重构增长配方的一年：出口“稳速但不再加速”、固定资产投资的有效增量、消费从分化走向更广谱修复的可能性、价格从低位回暖带动名义增长改善，以及人民币与资金流带来的节奏与波动，共同决定宏观弹性与资产表现。正道沧桑，行则将至。



赵文利

(852) 3911 8279  
cliffzhao@ccbintl.com

姜越

(852) 3911 8243  
verajiang@ccbintl.com

邹伟

(852) 3911 8246  
wilsonzou@ccbintl.com

## 目录

Q1   政府工作报告有何看点？2026年经济动力会如何变化？	3
Q2   经济周期处在什么位置？	6
Q3   消费能不能接棒：是广谱修复还是仍是K型分化？	8
Q4   居民收入如何提升？	13
Q5   固定资产投资的有效增量在哪里？	18
Q6   美国最高法院关税判决将如何影响中国出口？2026年中国出口仍然有亮点吗？	20
Q7   2026年价格低位运行的结构会改变吗？	23
Q8   货币政策：2026年更可能依赖“降准降息”还是“结构性工具”？窗口如何判断？	26
Q9   外部与汇率：人民币近期走势由哪些因素决定？	30
Q10   “十五五”改革的主线是什么：继续拓展增长边界，还是更着重提高宏观治理效能？	35

## 专题研究

专题研究一：三驾马车的十年变迁	6
专题研究二：以旧换新政策空间还有多大？	12
专题研究三：利率框架更新：7天逆回购成为主要政策利率，传导链条更短、更可控	30
专题研究四：美元兑人民币20年走势回顾	34

# 正道沧桑：2026年中国经济的十大问题暨年度展望

## Q1 | 政府工作报告有何看点？2026年经济动力会如何变化？

2026年政府工作报告以“十五五”规划开局为核心，提出经济增长目标调整为4.5%—5%的区间设定，弱化单一增速锚定，强化政策灵活性，为调结构、防风险预留空间。新动能聚焦量子科技、未来能源、具身智能等前沿领域，推动数字技术向“智能经济”升级，同时以服务消费提质扩容内需。财政政策保持积极，赤字率4%左右，专项债与超长期特别国债合计超5.7万亿元，重点支撑重大项目与债务风险化解，其中3,000亿元特别国债定向补充银行资本，强化金融系统稳定性。就业与价格修复成为关键约束，城镇新增就业1,200万人以上，CPI目标2%推动价格温和回升，旨在修复市场预期与经济循环。绿色转型量化目标明确，单位GDP碳排放累计下降17%，民生领域细化教育年限、人均寿命等指标。房地产政策转向“好房子”建设与存量盘活，地方债务强调“控增量、化存量”。

2026年宏观框架的核心特征，是在“十五五”开局之年将增长目标从点目标调整为区间目标：报告将**全年经济增长预期设为4.5%—5%**，并强调“在实际工作中努力争取更好结果”。目标设定的政策含义在原文中被解释：此举旨在为调结构、防风险、促改革留出空间，为后续发展夯实基础。相比近年更常见的“点目标锚定”，这是首次继2019年后第二次区间化表述，这更清晰地体现了政策排序：增长目标与长期潜力、2035年远景衔接的同时，短期执行上给予更大的波动容忍度与政策灵活性。

**新动能布局与政策协同进一步强化。**和《十五五规划建议》相比，本次报告不乏新政策提法。在新动能领域，报告的表述出现一定调整。《十五五规划建议》中提出推动量子科技、生物制造、氢能和核聚变能、脑机接口、具身智能等前沿技术，而本次报告则概括为“**培育发展未来能源、量子科技、具身智能、脑机接口、6G等未来产业**”。其中将此前分散表述的多种能源技术统一概括为“**未来能源**”，并将其置于相关表述的首位，显示出能源技术在未来产业布局中的重要性。与此同时，报告还提出推动“**智能经济**”发展，显示出数字技术与实体经济深度融合正在被进一步提升为新的发展形态。服务业方面，报告提出实施“**服务消费提质惠民行动**”，并强调推动**服务业扩能提质**，显示出服务消费在扩大内需体系中的权重进一步上升。在政策工具层面，报告强调加强财政、金融、就业、产业等政策协同，创新实施工具并放大政策组合效应，并提出**发行新型政策性金融工具8000亿元等安排**，体现出政策实施层面更加注重多工具协同。制度改革方面，提出**深化国资国企改革方案**，显示出在新一轮规划周期中制度改革仍将作为重要政策抓手。

**“十五五”创新、人口质量与绿色转型指标更加明确。**创新方面继续提出**全社会研发经费投入年均增长7%以上**，并强调这一力度与“十四五”时期保持一致；**数字经济方面提出数字经济核心产业增加值占GDP比重达到12.5%**。民生领域的指标也更加细化，包括**劳动年龄人口平均受教育年限提高到11.7年、人均预期寿命提高到80岁**，以及**养老机构护理型床位占比提高到73%**。绿色转型方面提出**单位GDP二氧化碳排放累计下降17%**，并强调确保碳达峰目标如期实现。这些指标整体上将科技创新、人口质量、公共服务能力与低碳转型等长期任务转化为更清晰的量化目标，使“十五五”规划在执行层面具有更强的可操作性。

**就业优先与价格修复成为重要政策抓手。**在“增长—就业—价格”的目标组合上，本次报告进一步凸显“**就业底线+价格修复**”的取向：**城镇调查失业率目标5.5%左右、城镇新增就业1200万人以上**，对应在就业总量与结构压力并存背景下继续强化就业优先导向。**价格端将CPI目标设为2%左右**，并明确政策意图是通过改善总供求关系推动价格总水平“由负转正”、实现消费价格“合理温和回升”，以促进经济良性循环。这一表述等于把“**低通胀/弱价格**”从背景变量上升为宏观修复的重要抓手：并非追求更高通胀中枢，而是强调从低位状态回归“**可持续的温和回升**”。

**以财政金融联动支撑稳增长与防风险。**政策工具层面，报告给出的财政力度与债券工具组合较为“可量化”，并与“稳增长+防风险”的双目标直接绑定：财政政策继续“**更加积极**”，**赤字率拟按4%左右安排**，赤字规模5.89万亿元(较上年增加2300亿元)，**一般公共预算支出规模首次达到30万亿元**。同时配置三类关键债券工具：**超长期特别国债1.3万亿元**(支持“两重”“两新”)、**特别国债3000亿元用于国有大行补充资本、以及地方政府专项债4.4万亿元**(重点支持重大项目、置换隐性债务、消化政府拖欠账款)。其中，“3000亿元特别国债补充大行资本”的安排，强化了“**财政—金融**”联动色彩：在信用传导与风险处置并重的框架下，通过资本补充缓释银行体系约束，为后续稳融资、扩内需提供基础支撑。

**民生权重上升，风险防范作为底线收束。**与此同时，报告在政府工作任务结构上的排序也出现了一定变化。对比两年的“政府工作任务”十条安排可以看到，2025年报告在第六条提出“**有效防范化解重点领域风险**”，而“**保障和改善民生、加强社会治理**”被放在第十条压轴；2026年报告则将“**风险防范化解和安全能力建设**”调整至第十条，同时将“**更大力度保障和改善民生**”提前至第八条。这一结构变化反映出政策叙事顺序的调整：报告整体呈现出“**先增长动能与改革(1-5)，再城乡与民生(6-8)，再绿色转型(9)，最后以风险与安全作为底线收束(10)**”的安排。与此同时，在压轴的风险章节中，房地产政策也出现更具象的表述，例如提出推进“**安全、舒适、绿色、智慧的好房子建设**”，并强调完善房地产发展新模式的基础制度和配套政策。

综合来看，2026年报告呈现出更明确的“**目标函数调整**”：增长目标区间化，配合就业与价格修复的刚性约束，并以大规模、结构化的财政与债券工具提供执行抓手；同时在原文解释中把“**调结构、防风险、促改革**”的政策优先级前置化。在外部不确定性与国内结构性压力并存的情境下，这一组合更接近“**以稳就业与稳预期为底、以财政金融联动托底、在增长区间内完成风险与结构再平衡**”的政策路径。

图 1: 近三年政府工作报告要点对比

维度	2026 年政府工作报告	2025 年政府工作报告	2024 年政府工作报告
宏观目标	GDP: 4.5%—5% (区间); 失业率: 5.5% 左右; 新增就业: 1200 万以上; CPI: 2% 左右	GDP: 约 5%;	GDP: 约 5%; CPI: 约 3%; 城镇调查失业率: 约 5.5%; 新增就业: 1200 万以上
财政预算	赤字率: 4% 左右; 赤字规模: 5.89 万亿元 (较上年+2300 亿)	赤字率: 4%; 赤字规模: 5.66 万亿元。	赤字率: 3%; 赤字规模: 4.06 万亿元
财政工具	专项债: 4.4 万亿元; 超长期特别国债: 1.3 万亿元; 补资本特别国债: 3000 亿元	专项债: 4.4 万亿元; 超长期特别国债: 1.3 万亿元; 补资本特别国债: 5000 亿元。	专项债: 3.9 万亿元; 超长期特别国债: 1 万亿元;
内外环境	“开局之年为调结构、防风险、促改革留出空间”; 并强调推动价格修复、促进良性循环。	在内需偏弱、地产调整与外部不确定性背景下, 强调“加大政策力度、形成政策合力”以稳增长稳预期。	强调外部环境复杂严峻、国内有效需求不足、风险隐患仍存; 总体以“稳中求进”下的稳增长与结构优化并重
货币政策	“适度宽松的货币政策”; 强调“促进经济稳增长、物价合理回升”, 并写明“降准降息”等工具与“汇率基本稳定”。	延续“稳健/灵活适度”取向并强调对重点领域支持、降低融资成本与畅通传导。	表述为“稳健的货币政策”, 配合稳增长与降低融资成本导向。
内需/消费	将“建设强大国内市场”置于政府工作报告任务首位; 明确“提振消费专项行动”, 并给出超长期特别国债 2500 亿元支持以旧换新等安排。	强调更大力度提振内需、扩大有效需求, 政策组合更偏“财政带动+工具扩围”。	强调扩大内需与促进消费恢复, 配合以旧换新等稳需求政策。
投资	明确“统筹促消费和扩投资”; 提出中央预算内投资、超长期特别国债用于“两重”、并引入“新型政策性金融工具”等。	更强调政府债券工具与项目推进对稳投资的支撑。	强调扩大有效投资、支持重点领域与重大项目。
地产	明确写入“着力稳定房地产市场”, 并给出“控增量、去库存、优供给”“盘活存量商品房”等方向。	继续强调房地产调整中的稳预期、稳风险与政策支持, 侧重去库存与改善预期。	仍以“稳楼市/防风险”为主线, 强调因城施策与保交楼、风险处置等。
风险化解	强调地方隐性债务“加快化解、严防虚假化债、遏制新增”; 金融风险“有序处置高风险机构、补充资本、加强监管协同”。	更突出财政加力下的风险处置与金融支持协同。	重点仍在地方债务约束与重点领域风险防控。

资料来源:《政府工作报告》、建银国际证券

基于我们对高频数据与季度节奏的跟踪, 结合“两会”宏观政策组合“稳增长托底+价格温和修复+风险约束下留弹性”的定性, 我们预计 2026 年实际 GDP 中枢约 4.8%, 路径呈现“前平后稳、三四季度回升”。结构上, 我们判断“生产端韧性强于需求端”: 全年工业增加值预计约 5.5%; 消费在以旧换新与服务消费修复带动下, 社零增速预计回到 4.0% 左右; 外需边际放缓但仍具韧性, 出口 (美元计) 预计约 4.6%, 进口在内需修复下回升至约 2.9%。投资端预计呈“上半年承压、下半年改善”的节奏, 全年固定资产投资增速预测约 0.5%, 对应专项债与“两重”项目逐步落地带来的后程改善。

图 2: 2026 年中国经济预测表

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2024	2025	2026F
实际 GDP (% 同比)	5.4	5.2	4.8	4.5	4.6	4.9	5.2	5.2	5.0	5.0	4.8
工业增加值 (% 同比)	7.7	6.2	5.8	5.0	5.1	5.2	5.0	5.8	5.4	5.9	5.5
固定资产投资 (% 同比, 年初至今)	4.2	2.8	(0.5)	(3.8)	(5.2)	(3.3)	3.6	7.4	3.2	(3.8)	0.5
社会消费品零售总额 (% 同比)	3.6	4.0	3.5	2.7	6.2	4.2	3.9	4.0	3.5	3.7	4.0
出口 (美元, % 同比)	5.6	6.1	6.5	3.8	5.7	3.5	4.7	4.8	5.8	5.5	4.6
进口 (美元, % 同比)	(6.9)	(0.8)	4.4	2.9	6.6	2.3	1.2	1.9	1.0	0.0	2.9
消费价格指数 (% 同比)	(0.1)	(0.0)	(0.2)	0.6	0.5	0.6	0.5	0.5	0.2	0.1	0.5
生产价格指数 (% 同比)	(2.3)	(3.2)	(2.9)	(2.1)	(1.3)	(0.5)	0.6	0.9	(2.3)	(1.9)	0.9
美元/人民币 (期末值)	7.26	7.16	7.12	6.99	6.88	6.85	6.90	6.90	7.30	6.99	6.90
有效预算内赤字 (% 占 GDP 比重)*									(4.9)	(5.1)	(5.4)

\* 包括官方预算赤字以及财政存款净提取和从其他财政账户转移

资料来源: 国家统计局、CEIC、彭博、建银国际

价格与汇率方面，我们的基准判断是“通胀修复但仍温和”。CPI 预计从 2025 年的低位回升至 0.5%，PPI 在下半年转正并带动全年约 0.9%，符合“由负转正、温和回升”的政策表述。汇率上，在基本面修复与政策呵护并行下，预计美元/人民币期末值在 6.90 附近运行，整体仍是“有序、可控”的升值路径。

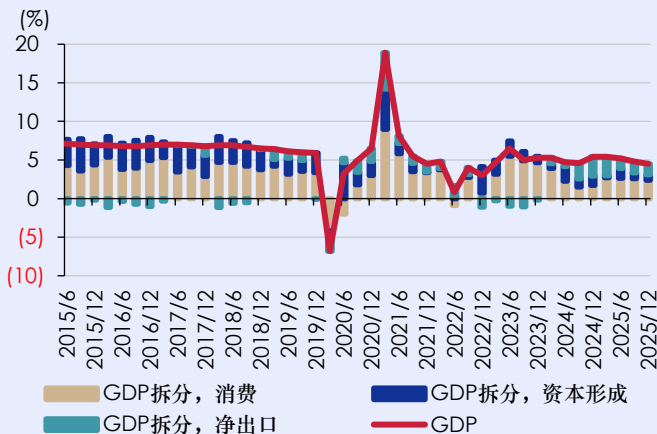
货币政策方面，我们的预测更偏向“数量型宽松先行、价格型宽松后置”：预计上半年降准一次、下半年再降准一次，以对冲信用需求波动并稳定融资环境；降息门槛相对较高，下半年或有条件相机落实。总体而言，2026 年增长实现更大程度取决于财政与准财政工具的“落地效率”以及价格修复的斜率，而不是单纯的目标锚定。

### 专题研究一：三驾马车的十年变迁

过去十年，尽管从数字来看中国经济增长的速度一直稳健，但从动力来看，传统的“三驾马车”发力结构出现了变化：疫情前整体 GDP 拉动主要来自资本形成和最终消费，但在疫情之中和疫情后，消费和资本形成明显有所放缓，净出口成为主要亮点。

十年前和十年后，中国仍然可以用“三驾马车”来描述增长，但真正变化的是：这套框架从“顺风的自然增长”变成了“逆风的资产负债表叙事”。在顺风阶段，消费、投资、出口分别对应“收入改善—信用扩张—全球化红利”，彼此强化，形成自我循环；而在疫情后，三者底色出现了一些变化“预期更谨慎、回报率更低、外部约束更强”，于是增长不再自然涌出，而更依赖结构性修复与政策组织能力来维持。

图 2：十年内三驾马车的动能出现轮换，疫情前的整体 GDP 拉动主要来自资本形成和最终消费



资料来源：彭博、建银国际证券

图 3：疫情之中和疫情后，消费和资本形成明显有所放缓，净出口成为主要亮点

	GDP 平均增速 (%)	最终消费 拉动经济百分点	资本形成 净出口	最终消费 贡献百分比	资本形成 净出口 贡献百分比
2015 – 2019 年	6.77	4.14	2.76 (0.13)	61.06	40.58 (1.63)
2020 – 2022 年	6.44	3.12	1.62 1.71	40.88	28.59 30.54
2023 年至 今	5.01	3.15	1.15 0.71	61.92	23.67 14.40

资料来源：彭博、建银国际证券

- 投资端的变化最具决定性：它不再是单纯的“规模扩张”，而是“回报率与风险偏好”的函数。过去地产链条提供了高确定性的资产定价与信用扩张通道，带动地方财政、金融中介和居民财富预期形成闭环；当这条链条退潮，投资从“高乘数的扩表驱动”转为“低乘数的托底与换挡”，以制造业升级、能源转型与公共投资承接增长，但其特征是周期弹性更弱、对资源配置效率要求更高。换句话说，投资不缺项目，缺的是能支撑预期和资产负债表扩张的“确定性回报”，体现在资产端的表现是整体收益率的下降。
- 消费端的变化更隐蔽但更根本：它从“收入预期改善带来的升级”转为“风险偏好下降下的分化”。当就业与财富效应不再顺周期强化，居民的决策逻辑会从“扩大选择”变成“优化防御”：可选消费更依赖政策脉冲与价格激励，服务消费与部分结构性升级可以亮眼，但整体消费作为稳定内生引擎的角色被削弱。于是出现一种典型现象：消费总量温和增长但是结构变化，居民消费更挑、更分化、更强调性价比——这会让总量数据看起来温和，却在结构上不断出现重构，容易出现短期主题的轮动、消费偏好的改变和实际支付水平的下降。体现在资产端的表现可能是短期消费热点主题爆发（如某些地方特色文旅、特色消费品类）和商品、服务业企业的竞争“内卷”（对内降价、补贴以争取客源或养成忠诚度，对外探索出海、并购的可能性）。
- 出口端则从“全球化红利的外生加速器”变成“外部约束下的韧性支撑项”。过去出口的意义是在全球化背景下，把中国的产能、效率和成本优势对接国外的确定性需求；现在出口的意义更多是用产品升级、产业链完整度与市场多元化去对冲摩擦、壁垒与周期波动。出口仍能阶段性托举，但它更像是一条在逆风中维持速度的帆，而不是决定方向的发动机：外需可以提供脉冲，但难以提供十年级别的确定性。

因此，现在的问题是三驾马车的“旧发动机”同时减速，新发动机仍在爬坡，增长从“做大蛋糕”转向“重构配方”。当投资回报率下降、消费更谨慎、外部约束上升三股力量叠加，宏观表现就会呈现一种更具张力的形态——有韧性但缺弹性，有结构亮点但总量不容易抬升。

对组合而言，这意味着一个更强的判断起点：未来中国资产的核心变量，不是“有没有增长”，而是“增长由谁提供、扩张方式提供、以及这种扩张是否可持续”。我们将在后续的文章中做出我们对于各个具体环节的判断。

## Q2 | 经济周期处在什么位置?

修复与转型并存：2025 年制造业处于回升区间并出现动能转换信号，但经济复苏基础仍不稳固；受“十五五”开局和春节效应支撑，上半年增长有望保持强劲，全年工业生产预计超 5%。

周期特征显示总量筑底修复：OECD 领先指标暗示 2026 年处于趋势下方修复阶段，库存周期显示中国总量经济仍处于主动去库存后段，价格端呈现部分修复行情，但需求端尚未形成持续回升，经济更接近筑底而非复苏确认；

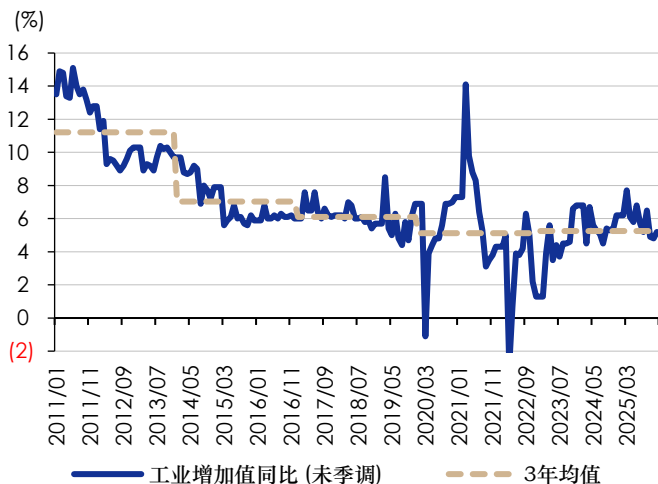
结构性分化突出：传统工业 (如黑色金属) 仍受地产拖累，而高端装备制造持续高速增长；政策催化可能带来一定扩张机会，但外需不确定性和供应链摩擦可能抑制全面复苏动能。

2025 年工业生产整体呈现“前高后缓、韧性强于内需”的节奏：全年工业增加值约 **5.9%**，上半年受出口链与先进制造支撑，工业增速维持在相对偏高区间，但进入下半年后在地产链拖累、终端需求偏弱与去库存反复影响下逐步降温，四季度工业增速回落至约 **5.0%**。结构上，制造业内部继续分化——高端制造与“新质生产力”相关行业对总量形成支撑，而传统中下游在价格偏弱 (PPI 仍在负区间) 与利润修复有限的背景下更依赖政策与外需的边际改善来稳定产出。

展望 2026 年，工业生产大概率走“上半年温和、下半年抬升”的路径：我们预计全年工业增加值约 **5.5%**，一、二季度分别约 **5.1%/5.2%**，主要体现为外需韧性仍在，但边际放缓、企业补库意愿偏谨慎；三季度在 PPI 接近转正 (我们预测三季度约 **0.6%**) 与政策性资金加快落地带动下，工业动能逐步改善；四季度在基数效应、补库存与部分传统行业利润修复共同作用下有望回升至约 5.8%。整体判断是：2026 年工业仍将是宏观“托底项”，但更关键的观察点从“量的扩张”转向“价格与利润的修复”——一旦价格修复兑现，制造业的产出弹性与资本开支意愿才更可能在下半年形成更持续的上行斜率。

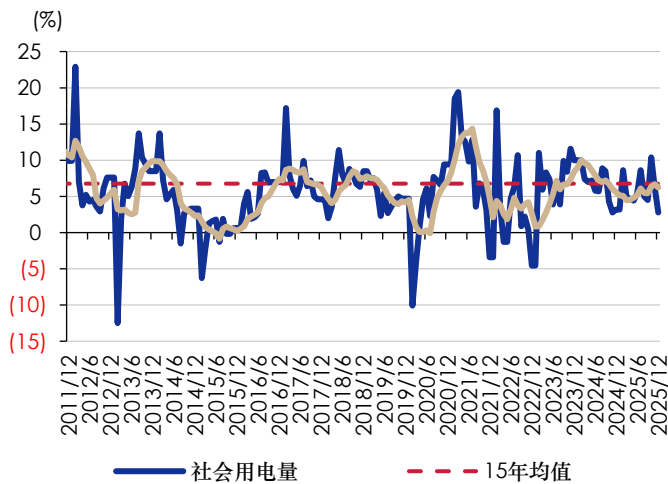
- 工业生产维持在中高增速，在疫情扰动后 23 年至 25 年整体修复至 5% 左右的水平。社会用电量增速在历史均值之下，近年有所反复 (2024 年全年同比 6.8%，2025 年全年同比 5%，过去十五年均值 7.9%)，说明生产具备韧性，但需求端不足的制约仍然存在。

图 4: 工业增加值增速维持在中间速度回升且波动收敛



资料来源：彭博、建银国际证券

图 5: 社会用电量增速在适中水平



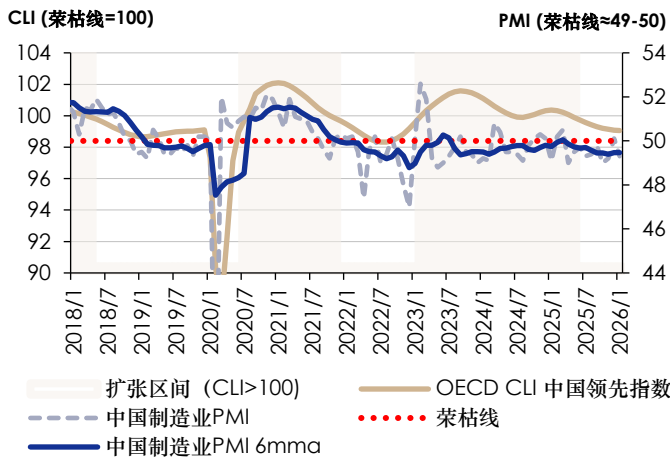
资料来源：彭博、建银国际证券

就我们构建的“订单—库存—价格”三维框架而言，当前中国经济仍更接近“下行/筑底—主动去库存”阶段，但已处于主动去库存后段，距离“复苏初期的被动去库存”仍差需求端的进一步确认。核心原因在于，价格信号已先行改善，但订单与补库意愿仍未形成共振。

- OECD 的领先指数 (Composite Leading Index, 下称 CLI 或 OECD CLI) 通常领先经济拐点 6-9 个月，如果我们以 CLI 和平滑 PMI (6 个月平均) 来看，可以看出指数同向性以及经济走势的预见性。目前来看，CLI 中国仍处于荣枯线下方，平滑后的 PMI 亦处于趋势线下方但动量改善，这说明 2026 年更偏“趋势下方修复”；但企业端显示修复更多表现为政策托底与结构性改善，盈利链条的顺周期弹性等需要订单改善与周转指标好转来进一步确认 (见后文)。

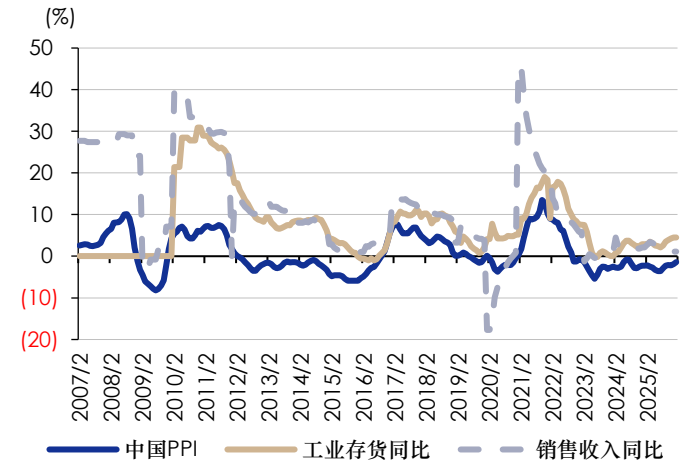
- 较为直观的 PMI 数据来看，制造业 PMI 自 2025 年 12 月的 50.1 回落至 2026 年 1 月的 49.3，2 月进一步降至 49.0；其中新订单指数由 2025 年 12 月的 50.8 降至 2026 年 1 月的 49.2、2 月再降至 48.6，连续回到荣枯线下方，显示需求修复并不稳固。与此同时，原材料库存指数 2026 年 1 月为 47.4，2 月仅小幅回升至 47.5，仍明显处于收缩区间，说明企业整体仍偏谨慎，主动补库尚未展开。
- 从库存与经营质量看，这一判断也较为清晰。库存周期通常为 3 年 (40 个月左右的) 波动，如果用 PPI 和工业库存同比的角度来判断，可以看到上一轮在 2023 年见底后缓慢盘整，到 2025 年底有回升迹象，仍然处于本轮周期去库存的尾部。2025 年末规上工业企业产成品存货同比仅增长 3.9%，库存绝对压力不算高，但产成品存货周转天数升至 19.9 天、同比增加 0.6 天，应收账款平均回收期升至 67.9 天、同比增加 3.6 天，反映出库存去化效率和企业回款效率仍然偏弱，像是在需求偏弱环境下，企业继续压缩生产节奏、主动控制库存水平。

图 6: 宏观 CLI 和平滑后的 PMI 均显示暂未进入扩张区



资料来源: 彭博、建银国际证券

图 7: 用 PPI 和工业库存同比的角度，我们处于去库后段



资料来源: 彭博、建银国际证券

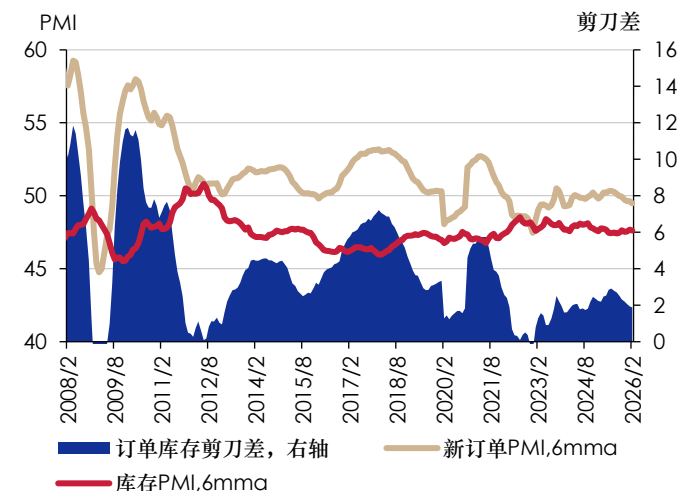
- 如果进一步用 PMI “订单—库存剪刀差” 观察，结论同样偏向去库存后段。2025 年底新订单与库存之差约为 3.0 个百分点，2026 年初逐渐收敛，显示需求相对库存的领先优势正在减弱，企业补库意愿并未跟上。这意味着经济尚未进入典型的“被动去库存—需求修复快于库存去化”的复苏阶段，更谈不上“主动补库存”的扩张阶段确认

图 8: 经济周期与库存的关系，以及订单库存的相对变化



资料来源: 建银国际证券

图 9: 当下订单偏弱，库存停滞，在主动去库阶段



资料来源: 国家统计局、彭博、建银国际证券

总而言之，我们认为当前中国总量经济仍处于主动去库存后段，价格端呈现部分修复行情，但需求端尚未形成持续回升，经济更接近筑底而非复苏确认；后续若新订单重新站上荣枯线并保持改善、库存继续维持低位、PPI 延续修复，则有望逐步切换至“被动去库存—复苏初期”阶段。

行业端我们看到了较为明显的新旧动能切换，细分来看，传统工业，特别是黑色金属、水泥等受地产拖累制造业仍然在筑底阶段；而新兴产业中，装备制造和高端技术整体亮眼，持续几年维持高速增长。

图 10: 传统工业制造，特别是受地产拖累的部分仍然在筑底

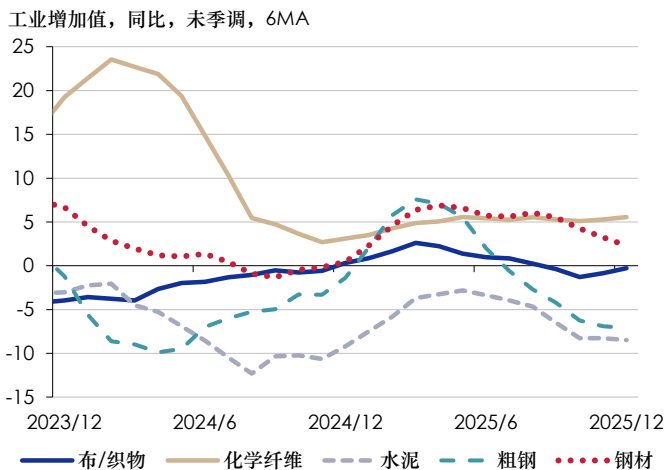
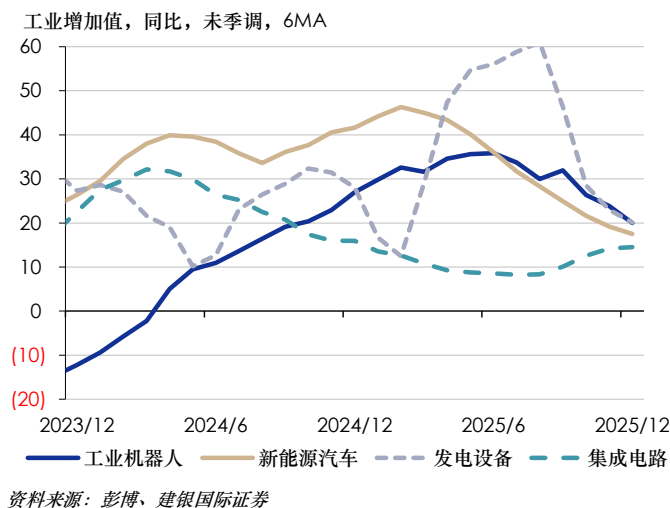


图 11: 新工业整体亮眼



2026 年上行催化 (更可能是“结构性、阶段性”，而非全面总量)

- 十五五开局提供政策连续性与中期方向，从高频词汇分析看到新动能布局与政策协同进一步强化。若当年财政/项目形成实物工作量，最先带动的往往是装备更新、先进制造与关键基础设施链条，从而带来结构性补库与结构性工业增加值回升。
- 管制边际松动若在执行层面形成可预期的交付改善，有利于部分产业链从“高安全库存”回到“正常周转”，对高技术制造的产出弹性更友好。

2026 年下行风险 (决定“能否扩散到总量、能否持续”)

- 海外关税工具切换与 301 等路径延续带来的不确定性，会直接扰动外需订单与企业定价/库存策略，典型后果是：企业扩张补库更短、更依赖脉冲式订单。
- 摩擦合规与出口管制执法强化会抬升供应链摩擦成本、压缩利润，进而压制企业扩张的概率。

### Q3 | 消费能不能接棒：是广谱修复还是仍是 K 型分化？

预计 2026 年消费分化修复为主：消费呈现“K 型分化”，高端服务与低价折扣两端强劲 (如五星级酒店和黄金消费回暖)，但中端改善型消费持续承压，收入预期差异和政策倾斜将强化这一趋势。

收入约束明显：中国人均消费支出增速与收入增长基本同步，政策通过稳就业和增收计划试图打破这一“收入-消费”循环，但效果需观察人均消费意愿和行为，特别是低收入群体边际消费倾向的实际提升。

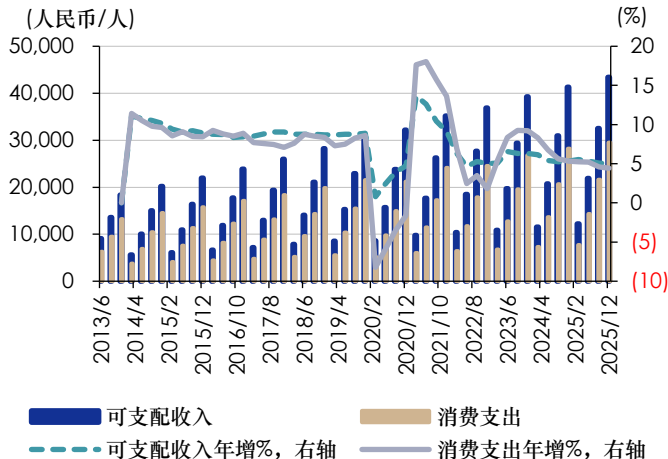
政策效率递减：以旧换新等补贴政策撬动倍数收敛意味着政策需要不断变化改革，未来可能转向数码等新品类扩围，但需警惕财政刺激的边际效用衰减对总量消费的拖累。

消费能力：整体消费预计能维持稳定，但增速上限被名义收入增速“锁定”，因而稳定社会就业、维持收入预期是关键：

- **数据事实**：2025 年全国人均名义可支配收入增长约在 5.1% 左右，人均消费支出增长在 4.7% 左右。纵观近十年的数据，除了疫情期间外，两者总量增速几乎同步，说明消费在很大程度上受收入约束。

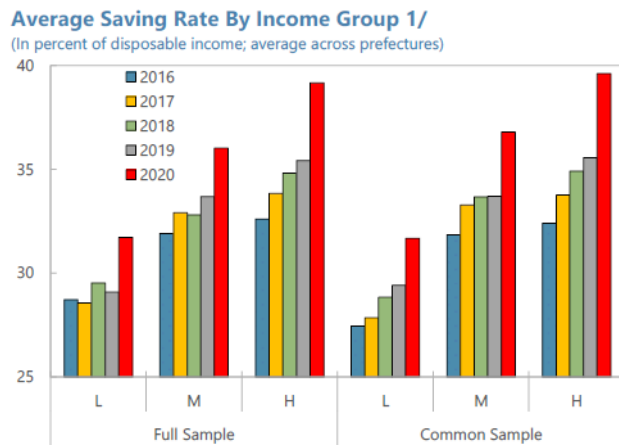
- **对今年/明年的外推口径：**如果宏观增速与就业整体稳定，居民收入实际增速维持在 4-5% 区间，就为消费提供同向的支撑弹性；反之，收入预期走弱、就业市场恶化会直接把消费拉回保守，储蓄倾向上升。

**图 12: 消费增速上限被收入增速限制，若宏观增速与就业稳定，预计能支持消费弹性**



资料来源：彭博、建银国际证券

**图 13: 中国居民储蓄率会随收入水平提高而上升，因而对高收入水平的居民而言，增加收入对消费边际拉动有限**



资料来源：IMF、CEIC、建银国际证券

**消费意愿：哪部分最需要消费和更可能从政策受益？**

- **机制：**宏观测算显示，中国平均边际消费倾向 (MPC) 约 0.5-0.6<sup>1</sup>，即新增 1 元收入中约 0.5 元用于消费，其余转为储蓄。但值得注意的是，中国不同收入的居民的边际消费倾向不同，边际消费倾向一般随收入提高而下降<sup>2</sup>。低收入家庭更多收入用于基本消费和刚性支出，而高收入家庭更容易把新增收入转为储蓄/金融配置，因而对高收入水平的居民而言，增加收入对消费边际拉动有限。
- **政策含义：**中央经济工作会议已明确提出“实施城乡居民增收计划来促进消费”，强调通过稳就业、提工资等提升收入，而非主要依赖一次性降价补贴。这意味着政策重心正从“短期刺激”转向“增收与预期修复”，以及侧重增加低收入家庭的收入，缩小差距。

**消费行为：收入预期分化与渠道和定价机制重构导致服务业消费出现 K 型修复 (高端强、低端强、中减弱)：**

- 高收入客群在资产与现金流更稳的情况下继续为稀缺体验与品牌溢价买单，高端供给又具备更强的提价能力；同时大众客群在预算约束下并未完全退出消费，而是通过折扣、团购、平台补贴和更高性价比的替代把需求“挤”向低价端，带来量的快速增长；反而中端改善型服务/产品既缺乏高端的稀缺定价权，又要与低价端的折扣化竞争，最容易被上下两段同时分流，形成“哑铃型”结构。
- 在出行方面，最高端和最低端的酒店需求较高，而中端恢复疲弱：如果按星级划分，四星级和五星级酒店的入住率接近疫情前平均 (最新 53%/61%，对比疫情前平均 57%/59%) 而一星级酒店入住率超过疫情前 (54%，对比疫情前平均 48%)；但二星级、三星级入住率层面仍然疲软 (44%/48%，对比疫情前平均 53%/54%)。

另一方面，在商品与可选消费偏弱的时候，黄金白银配置偏强，体现了商品出现 K 型修复：

- 从疫情后，可以看出多数可选消费偏弱、衣食住等日常消费扩张有限，但黄金、白银等“保值/投资型消费”的购买与配置热度仍然较高，两者形成明显分化：一端是偏谨慎的基础与可选消费，另一端是偏强的贵金属配置需求，反映消费结构呈 K 型增长。

<sup>1</sup> China: Selected Issues; December 20, 2021 (IMF)

<sup>2</sup> 同上

图 14: 衣食住增速放缓, 金银首饰热度高

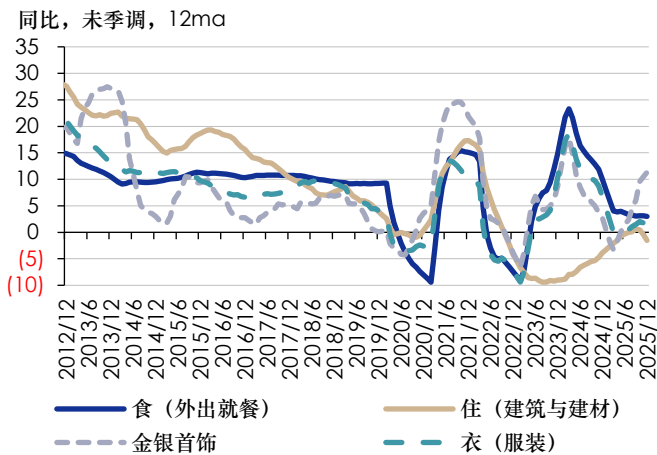
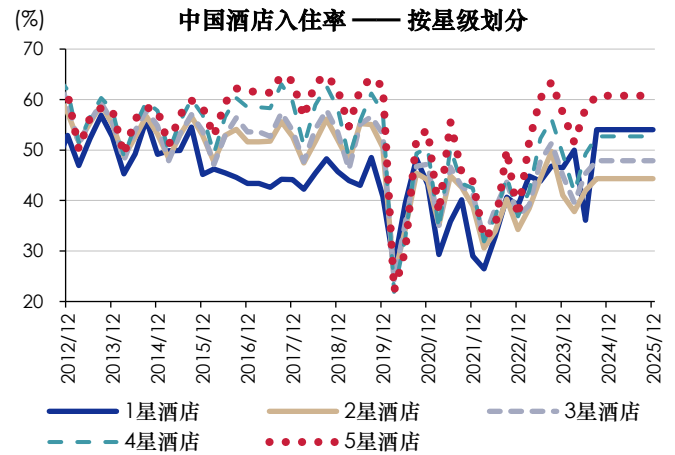


图 15: 出行方面, 低端/高端酒店恢复, 中端仍疲弱



中央“扩内需、促消费”的政策组合里，“以旧换新”是最具可操作性、也最容易形成短期实物工作量的抓手之一：它通过财政补贴与金融配套，把居民的存量耐用品更新需求提前释放，同时把消费从“可选的犹豫”转化为“可计算的划算”，从而在收入预期偏谨慎的阶段为总需求提供确定性支撑。

- 历史上，中国并不缺类似经验：2010 年前后的“家电下乡/以旧换新”曾在外需走弱期承担对冲角色；2022 年的“购置税减半”等工具则在更市场化的框架下，验证了“以价格杠杆撬动耐用品更新”的效率边界——当补贴能够显著改善性价比，需求弹性会被快速激活。
- 2024 年起，“两新/以旧换新”大规模铺开：商务部口径的初步统计显示，2024 年以旧换新带动汽车、家电、家装厨卫等相关产品销售额超过 1.3 万亿元，其中汽车以旧换新超 680 万辆、八大类家电以旧换新产品超 5,600 万台、家装厨卫“焕新”补贴产品约 6,000 万件。进入 2025 年政策进一步“加力扩围”，到 2025 年全年，商务部披露以旧换新相关商品销售额超 2.6 万亿元，惠及超 3.6 亿人次，结构上呈现明显的“绿色智能升级”：汽车以旧换新超 1150 万辆、家电以旧换新超 1.29 亿件，且新能源车占比接近 60%、一级能效家电占比超 90%。从更宏观的效果看，发改委也给出“量化到社零”的结论：2025 年以旧换新直接拉动社零增速约 0.6 个百分点，说明它在需求偏谨慎阶段，确实起到了“把消费托起来、把结构推向升级”的稳定器作用。

2026 年中央明确继续安排超长期特别国债支持消费品以旧换新，并强调按季度分批下达、均衡有序使用，未用完额度按规定收回，意味着这轮补贴在 2026 年仍是“可计划、可持续、可监管”的财政工具链条。

- 在额度层面，发改委口径显示，2026 年第一批已提前下达 625 亿元超长期特别国债资金用于消费品以旧换新，以确保元旦、春节等旺季的政策衔接与落地节奏。
- 在品类上，2026 年的方向也更“聚焦+升级”：全国统一锁定四个领域并统一补贴规则——汽车报废更新、汽车置换更新、6 类家电以旧换新（冰箱、洗衣机、电视、空调、电脑、热水器），以及 4 类数码与智能产品购新（手机、平板、智能手表/手环、智能眼镜）；地方在统一框架下获得一定自主空间，可将配套资金更多向高效率/高水效/更环保以及智能家居（含适老化）等方向倾斜，体现政策从“普惠刺激”转向“以补贴推动结构升级与质量提升”
- 我们的判断是：以旧换新在 2026 年仍有空间，但其政策形态将从“普惠扩量”转向“扩围+提效”。一方面，汽车、家电等传统大项在经历一轮集中释放后，边际效率趋于递减，财政撬动倍数更可能从启动期的“2 倍附近”向“1 倍左右”收敛，政策需要更精细化地选择“高效率增量池”；另一方面，数码、家具等扩围品类更可能成为接力方向，并与能效标准、绿色低碳、设备更新等结构目标绑定，使补贴从单纯刺激转化为“结构升级工具”。因此，以旧换新仍能托底消费，但更像“稳增长的稳定器”而非“抬升总量的发动机”：它能在阶段性窗口制造亮点，却无法替代“稳就业—增收—降不确定性”的长期消费修复主线。

## 专题研究二：以旧换新政策空间还有多大？

从以旧换新在 2024 年 9 月政策全面实施，支撑消费持续扩大，品类不断分化；但是在 2025 年下半年，有部分媒体报道在部分区域、部分品类以旧换新补贴暂停，尽管后续证实是因补贴需求过大而导致的调整，但仍然有投资人担忧。我们在这个部分通过双重差分法(DID)方法讨论我们测算的政策趋势和补贴逻辑。

1) 从时间来看，2024 年下半年最强拉动在家电与汽车，2025 年边际递减、扩围接力更明显

- 2024 年下半年：补贴最直接推升的是家电与汽车。按我们的 DID 结果，家电的相对抬升大约在 30% 附近，汽车大约在 8% 左右——这更像是政策把预算“从一般消费”重新分配到更耐用品的大件上。
- 2025 年：补贴规模更大，但汽车与家电的边际回报明显下降。我们的 DID 显示，汽车的相对抬升收敛到大约 3%，家电收敛到大约 16%。与此同时，扩围品类接力更突出：数码大约 18%、家具大约 25%。
- 2025 上半年 vs 下半年：我们用分窗口对比进一步验证了“透支/基数”机制——上半年更像政策拉动释放期；而到了下半年，如果拿 2024 年已处于补贴期的窗口作对照，汽车和家电的增量就不显著了；相反，数码等扩围品类在下半年仍更能体现新增量特征。

2) 从财政撬动倍数来看：汽车与家电从“2 倍”向“1 倍”收敛，但数码仍然明显更高

从会计归因的财政撬动倍数（“拉动销售额/补贴”，可简化理解为每单位补贴能带动多少钱的销售额)角度看：

- 2024 年启动阶段，汽车与家电的财政撬动基本在 2 倍以上，属于“财政钱比较有效”的阶段；
- 到 2025 年，汽车与家电的财政撬动明显回落，整体呈现从 2 倍向 1 倍附近收敛的趋势——边际效率下降；
- 但数码产品在 2025 年的撬动仍然明显更强，更像是政策扩围之后的新“高效率增量池”。

3) 历史对照：纵观几轮大的补贴，“2 倍左右”的财政撬动倍数是一个有效区间

从历史上几轮典型的补贴政策看

- 2010 年家电下乡、2022 年车购税减半等对应的财政撬动大体都在 2 倍上下。这说明在中国的消费补贴实践里，“2 倍左右”往往意味着：财政投入能带来相对可观的名义销售放大，属于一个相对有效、可持续的政策区间。

4) 我们对“政策如何演化”的判断：低于 2 倍会退坡与聚焦，高于 2 倍会持续并扩张、拓宽品类

把历史经验和我们这轮测算放在一起，我们倾向于用一个非常直观的逻辑来理解政策节奏：

- 当财政撬动低于“2 倍左右”的有效区间，政策往往更容易进入“退坡与聚焦”阶段：财政补贴不再追求简单加码，而是更强调定向、标准、叠加其他政策工具来提高效率——例如家电更可能与低碳、低能耗、能效标准升级等组合使用，把补贴从“普惠刺激”变成“结构升级工具”。

图 16: 2024 年下半年最强拉动在家电与汽车, 2025 年边际递减、扩围接力更明显

\*2024 年主力为家电与汽车, 因此把可以把其他社零作为对比项进行 DID 增速研究;

	社零	汽车	家电	通讯&文化	家具	其他社零
2024 年补贴金额 (亿元, 拆分为估算)	1,500.00	750.00	450.00			
24 年补贴前 5 个月增速 (24 年 3-7 月, 同比 %)	2.7	(3.0)	2.0	7.3	0.4	3.4
24 年补贴后 5 个月增速 (24 年 8-12 月, 同比 %)	3.4	4.5	30.3	11.7	9.9	2.4
24 年补贴前后增速变化 (%)	0.6	7.4	28.3	4.5	9.4	(1.0)
24 年 DID 增速变化 (%)		8.4	29.3	5.4	10.4	
24 年销售额基数 (亿元)		22,364.00	3,748.40	5,117.20	734.00	
拉动销售额 (亿元)		1,876.44	1,097.00	277.35	76.14	
财政补贴乘数 (倍数)		2.50	2.44			
<b>政策含义</b>		<b>拓宽+强化</b>	<b>拓宽+强化</b>			<b>潜在品类探索</b>

\*2025 年除了主力为家电与汽车, 补贴延伸到更多领域

	社零	汽车	家电	数码	家具	其他社零
2025 年补贴金额 (亿元, 拆分为估算)	3,000.00	1,500.00	850.00	400.00	250.00	
24 年全年增速 (24 年 1-11 月, 同比 %)	3.8	1.7	9.6	7.7	1.8	3.9
25 年全年增速 (25 年 1-11 月, 同比 %)	3.2	2.4	23.6	24.2	25.5	2.0
25 年补贴对比 24 年未补贴时间增速 (25 年 1-7 月对比 24 年同期) (%)	4.1	4.4	41.5	26.3	30.7	2.4
25 年补贴对比 24 年已补贴时间增速 (25 年 8-11 月对比 24 年同期) (%)	1.7	(1.0)	(2.5)	21.0	17.3	1.4
25 年全年补贴前后增速变化 (%)		0.7	13.9	16.4	23.6	(1.8)
25 年 DID 增速变化 (%)		2.6	15.8	18.3	25.4	
25 年销售额基数 (亿元)		48,134.0	9,212.4	11,165.1	1,573.7	
拉动销售额 (亿元)		1,241.0	1,452.3	2,037.7	400.4	
财政补贴乘数 (倍数)		0.8	1.7	5.1	1.6	
<b>政策含义</b>		<b>退坡+聚焦</b>	<b>聚焦</b>	<b>拓宽+强化</b>	<b>聚焦</b>	<b>潜在品类探索</b>

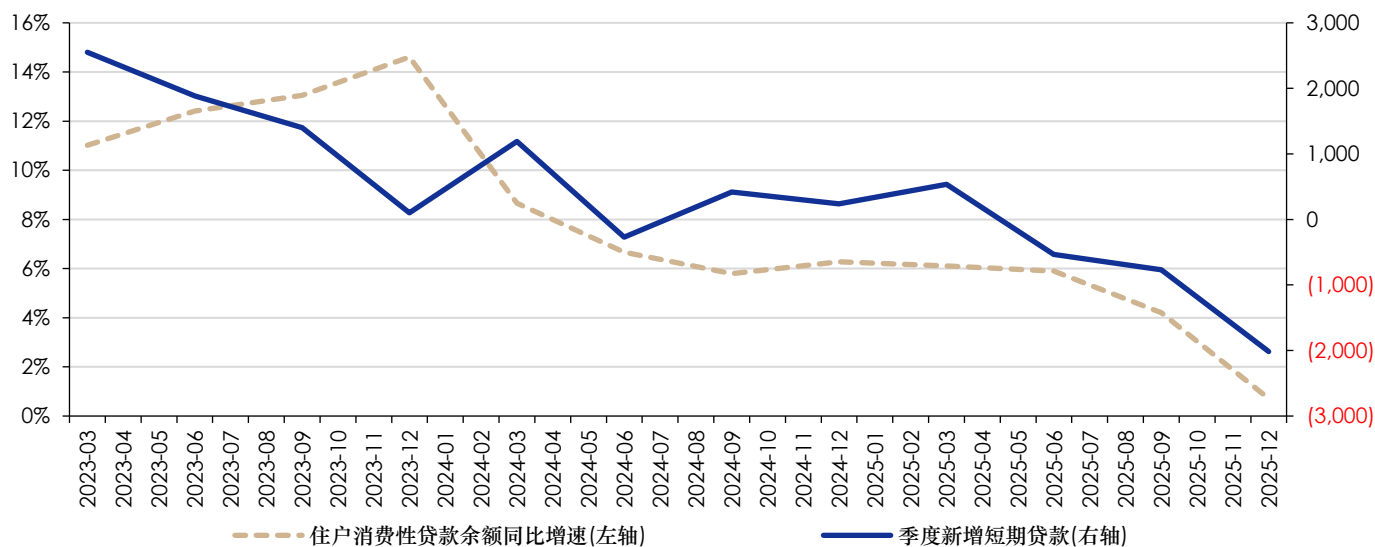
- 当财政撬动显著高于“2 倍左右”, 政策更可能选择持续、扩张, 并且会进一步拓宽新的品类, 把高效率的“增量池”做大。我们在 2025 年看到的数码品类, 就是这种“扩围接力”的典型信号: 更能体现新增量, 也更符合财政效率约束下的政策选择。

因而我们也认为未来以旧换新仍然有空间, 但是在品类选择上, 将根据品类的边际效用不断细化和调整。

在以旧换新这一“直接补贴、直达商品”的政策工具之外, 政策亦同步尝试通过财政贴息的方式, 从融资成本端入手, 改善居民消费能力与意愿, 其效果与约束同样值得对照评估。

- 财政部门自去年 9 月起对居民新增消费性贷款实施财政贴息, 通过对部分消费贷款利息进行补贴, 以降低居民实际融资成本、引导消费信贷扩张, 从居民消费性贷款余额的变化情况观察, 在去年 9 月财政贴息政策实施后, 相关指标并未出现明显的中枢抬升或持续上行斜率, 阶段性回落仍然存在。这表明, 单一通过对新增消费贷款实施财政贴息、以降低居民实际利息负担, 对消费融资规模的拉动仍偏边际。从辅助性的流量指标来看, 以居民短期新增贷款的季度加总进行观察, 其走势同样未显示出持续改善特征, 阶段性反弹后仍伴随回落, 印证了贴息政策在新增端更多体现为短期边际扰动, 而未能转化为对消费信贷存量的稳定支撑。这一结果反映出, 消费性贷款需求的约束并非仅来自利率水平, 而是在新增消费贷渠道中, 仍普遍存在审批流程、用途限制以及居民风险偏好偏弱等方面的结构性约束。在此背景下, 政策并未简单加大贴息力度, 而是选择在延长实施期限至 2026 年的同时, 将贴息范围扩展至信用卡账单分期, 以通过更低摩擦、与真实消费场景绑定更紧的融资方式, 提高政策触达率和边际拉动效率。

图 17: 政策实施后未形成持续上行斜率, 新增消费贷拉动偏边际



资料来源: 人民银行、WIND、建银国际证券

## Q4 | 居民收入如何提升?

从短期刺激转向结构修复: 在消费修复由政策刺激转向内生增长阶段, 居民收入结构的稳定性与可预期性成为消费持续回升的关键, 因此“城乡居民增收计划”的核心不在单一政策, 而在重塑收入形成、分配与风险缓冲的整体机制。

劳动收入重在“稳”而非“扩”: 在就业率已处较高水平的背景下, 居民增收的主要约束转向就业质量——工资雇员占比偏低、工时依赖明显、灵活就业制度化不足, 使收入稳定性偏弱, 因此政策重点应放在工资支付规范化与社保覆盖连续性上, 以稳定工资性现金流。

初次分配与财产收入需同步改善: 中国劳动报酬占 GDP 比重长期低于主要经济体, 企业盈利向居民工资的传导不足; 同时居民财产性收入占比偏低、来源过度依赖利息, 需通过强化工资传导机制与提升资本市场分红回报, 使居民能够更稳定分享企业盈利与资本回报。

再分配作为收入稳定器: 在市场性收入改善需要时间的情况下, 再分配的核心作用并非直接提高平均收入, 而是通过养老、医疗与托育等公共保障降低居民长期支出不确定性, 从而稳定消费预期并释放消费能力。

在消费修复由“短期刺激”转向“结构修复”的阶段, 仅依靠一次性政策或边际宽松, 已难以支撑居民消费的持续回升。更具决定性的因素, 在于居民收入结构是否具备稳定性、可预期性与可持续改善的基础。在此背景下, “城乡居民增收计划”并非单一政策工具, 而是一套围绕收入形成机制的系统性安排, 其实施路径需要回到收入生成、分配与风险缓冲的全链条。

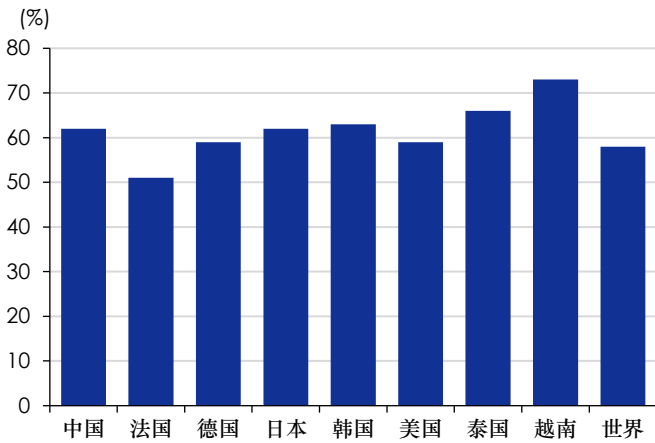
从历史经验看, 无论是日本 1960 年代的“国民收入倍增计划”, 还是中国过去以稳增长、稳就业为核心的增收取向, 其共同特征都是通过做大经济与企业部门, 再将增长成果向居民部门传导。在人口结构变化、房地产周期调整和企业利润承压的当下, 这一路径的边际效果明显下降, 也正是当前提出城乡居民增收计划的现实背景。其核心变化, 在于政策视角开始从“经济能否更快增长”, 转向“居民收入结构如何真正改善”。

在此框架下, 城乡居民增收计划的实施, 可以从以下四条主线理解。

### 一、劳动型收入: 从“就业数量”转向“收入质量”

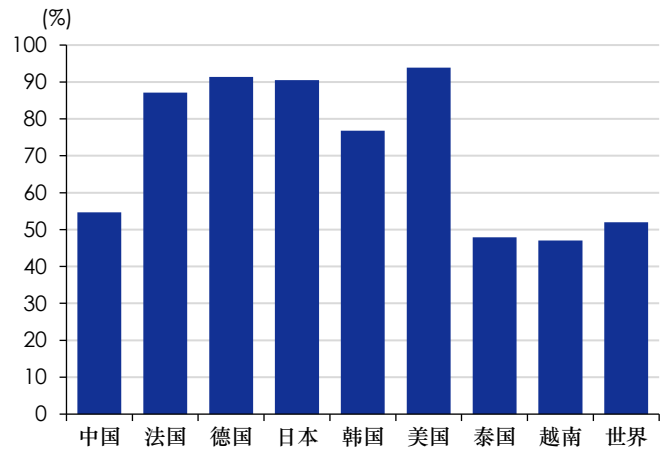
从国际比较结果看, 就业数量本身并非当前居民增收的主要约束。相关图表显示, 中国就业率水平并不显著低于主要 OECD 经济体, 单纯通过扩大就业规模来拉动收入, 其边际空间已较为有限。

图 18: 就业率并非主要约束 (2024 年)



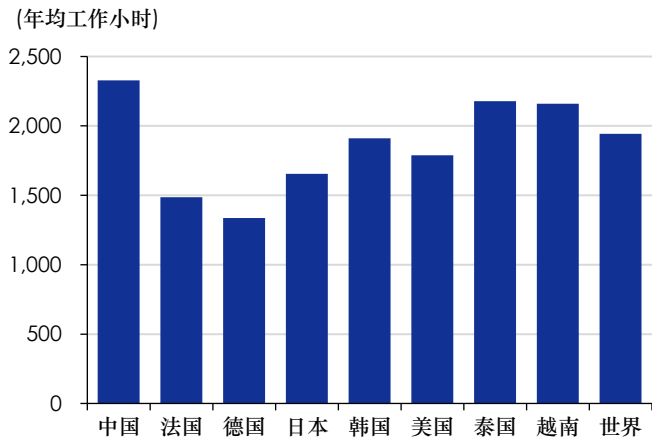
资料来源: World Bank、建银国际证券

图 19: 工资雇员占比偏低 (2023 年)



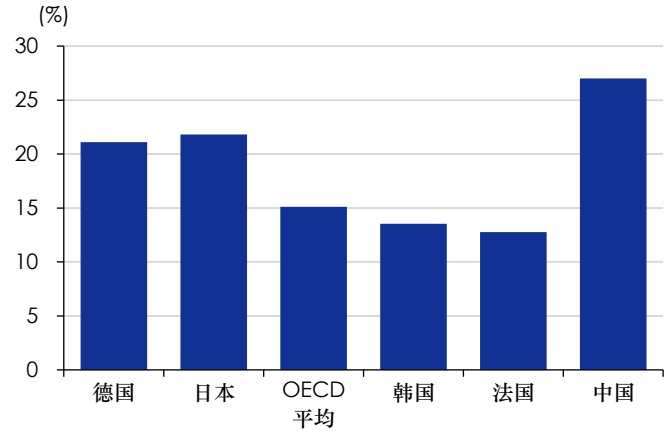
资料来源: World Bank、建银国际证券

图 20: “以工时换收入”的特征仍然突出 (2023 年)



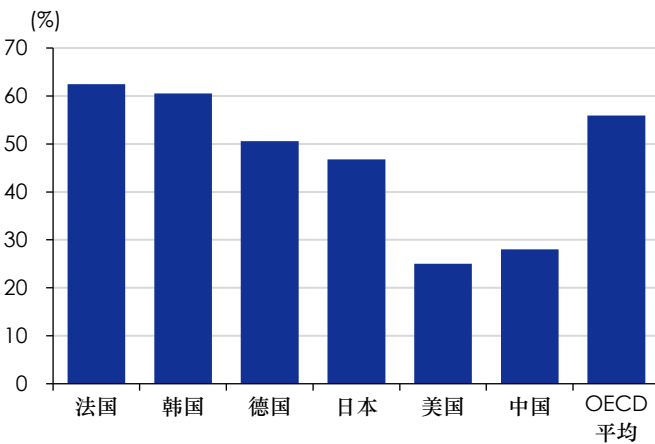
资料来源: Penn World Table、建银国际证券

图 21: 灵活就业规模庞大但制度化不足 (2024 年)



资料来源: OECD、国家统计局、建银国际证券

图 22: 最低工资保障偏弱 (2024 年)



资料来源: OECD、国家统计局、建银国际证券

真正的结构性约束，集中体现在就业质量上：一是工资雇员占比偏低，稳定工资性收入与社会保障覆盖不足；二是年均工时明显偏高，收入增长在相当程度上仍依赖“以工时换收入”；三是灵活就业规模虽大<sup>3</sup>，但制度化吸纳不足，尚未有效转化为稳定的低工时就业形态；四是最低工资托底偏弱<sup>4</sup>，其功能更适合稳定底线，而非全面拉动收入。

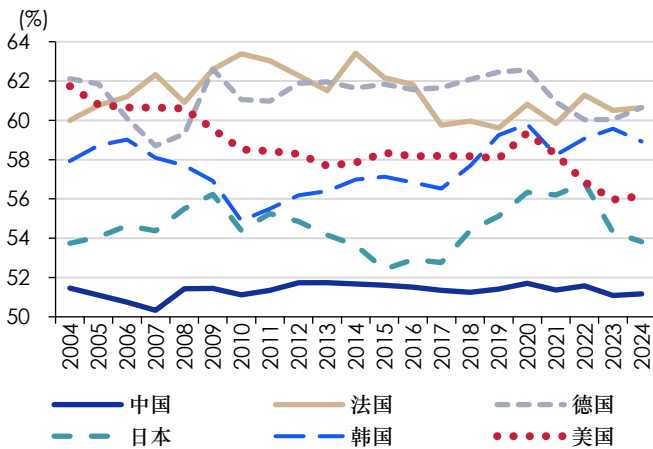
因此，在劳动型收入层面，增收计划的实施重点不在“再扩就业”，而在于提高工资性收入的稳定性和可预期性：通过工资支付规范化、社保与工伤保障连续覆盖、以及对违规超时用工提高约束，使劳动收入首先“稳下来”，为消费提供最基础的现金流支撑。

## 二、初次分配：提高劳动报酬在 GDP 中的比重

在就业数量和劳动投入强度已处于较高水平的前提下，居民收入能否持续改善，关键取决于劳动报酬在初次分配中的份额。

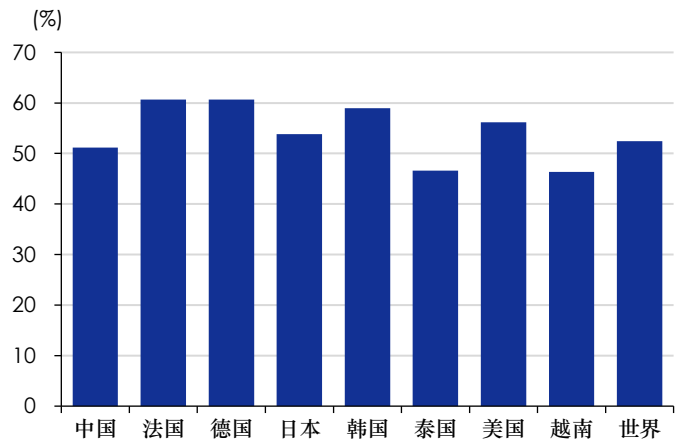
相关跨国比较图表显示，中国劳动报酬占 GDP 比重长期稳定在约 51% 左右，显著低于主要 OECD 经济体，且这一差距并未随发展阶段推进而明显收敛。这意味着，即便经济增长和企业盈利改善，若缺乏有效的传导机制，居民部门仍难以同步分享增长成果。

图 23: 劳动报酬占比长期稳定但难以上行



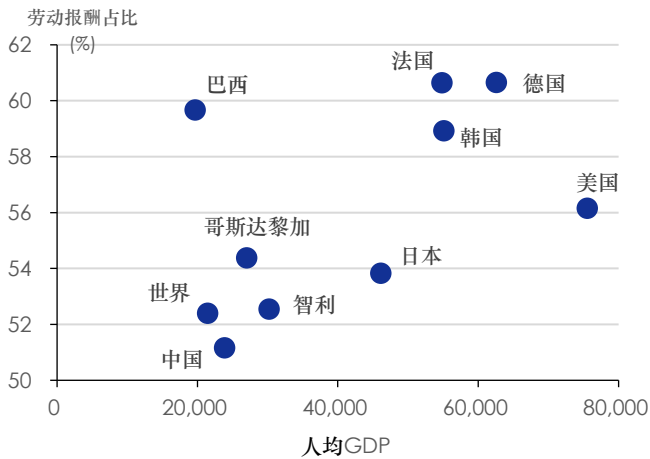
资料来源: ILO、建银国际证券

图 24: 不仅低于 OECD，也低于世界平均 (2024 年)



资料来源: ILO、建银国际证券

图 25: 偏低并非仅由发展阶段决定 (2024 年)



资料来源: ILO、World Bank、建银国际证券

<sup>3</sup> OECD 国家兼职就业比例多反映制度化的非全日制就业安排；中国缺乏可比的官方兼职统计，图中中国数据基于官方披露的灵活就业规模（约 2 亿人，占就业人口比重约 27%），其形式以副业、零工和平台接单为主，更多承担补充收入与风险对冲功能，未必对应稳定的低工时就业形态。

<sup>4</sup> 国际比较中通常采用“最低工资 / 工资中位数”口径。由于中国缺乏可持续、可复现的全国工资中位数数据，本文以区域加权最低工资与全国平均工资构造近似口径进行测算。考虑到平均工资通常高于中位工资，该测算在统计意义上偏向保守。

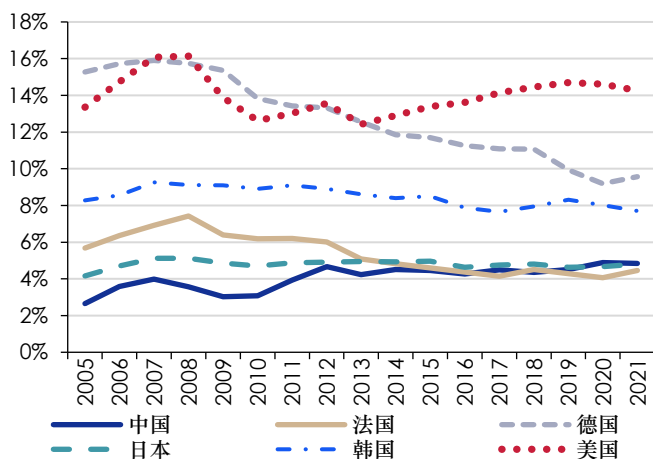
因此，增收计划在初次分配层面的实施，核心并非再次强调劳动投入，而是打通“企业改善—工资增长”的传导路径。无论是通过制度性安排引导企业提高工资总额，还是在财政、产业和金融支持中嵌入“工资传导”的硬约束，其目标都是让经济改善更直接、更稳定地反映到居民收入端。

### 三、财产性收入：从“结构补缺”迈向“第二引擎”

从国民收入口径的国际比较看，中国居民财产性收入占国民收入的比重明显偏低，相关图表显示其在主要经济体中处于相对靠后位置。这一结果表明，中国财产性收入并非“规模已有基础”，而是在整体占比层面就难以与美国、德国、韩国等经济体相比，其在居民增收体系中的作用仍然有限。

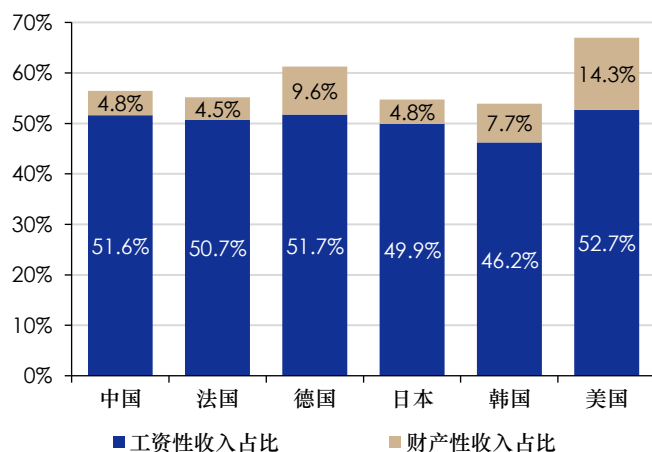
结构对照进一步表明，中国财产性收入更多体现为对工资性收入不足的补充，而非建立在稳固劳动收入基础之上的可持续“第二引擎”。与美国等经济体相比，中国居民收入结构中，工资性收入占比并不占优，而财产性收入也未能形成对居民收入的有效支撑，反映出通过资本回报实现增收的渠道仍然偏窄。

图 26: 长期中国财产收入占比明显低于主要经济体



资料来源：OECD、国家统计局、建银国际证券

图 27: 财产性收入尚未形成“第二引擎”



资料来源：OECD、国家统计局、建银国际证券

从来源结构看，这一差距与资本市场发展程度及企业分红水平密切相关。我国财产性收入中，利息收入占比偏高，而来自企业分红的收入占比偏低，说明居民更多依赖储蓄和类存款工具获取财产性收入，而通过持有股权、分享企业盈利实现增收的机制仍不健全。这使得财产性收入整体回报水平和可持续性均受到制约。

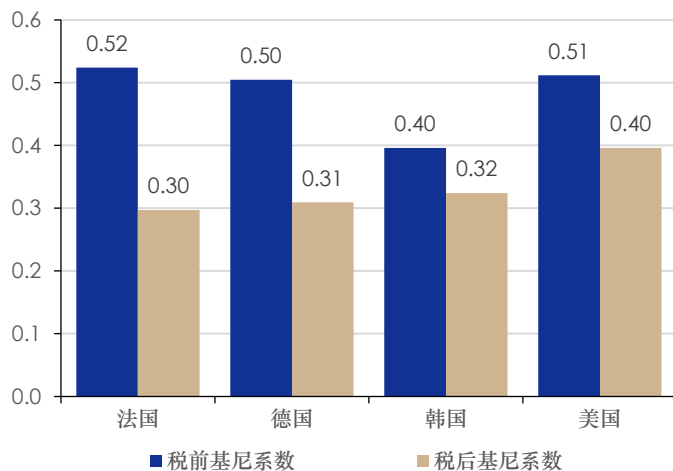
因此，在当前阶段，中国财产性收入更像是一种“结构性补缺项”，而尚未具备成为居民增收“第二引擎”的条件。在城乡居民增收计划的实施中，财产性收入的重点不在简单提高占比，而在于补齐制度与市场层面的关键短板，通过提升资本市场发展水平和企业分红的稳定性，拓宽居民稳定分享企业利润和资本回报的渠道，使财产性收入逐步具备跨周期、可持续的增收属性。

### 四、再分配机制：作为居民增收的“稳定器”

在市场性收入结构调整需要时间的背景下，再分配机制的核心作用并非“拉高平均收入”，而是作为稳定器，缓冲分配风险、稳定居民预期。

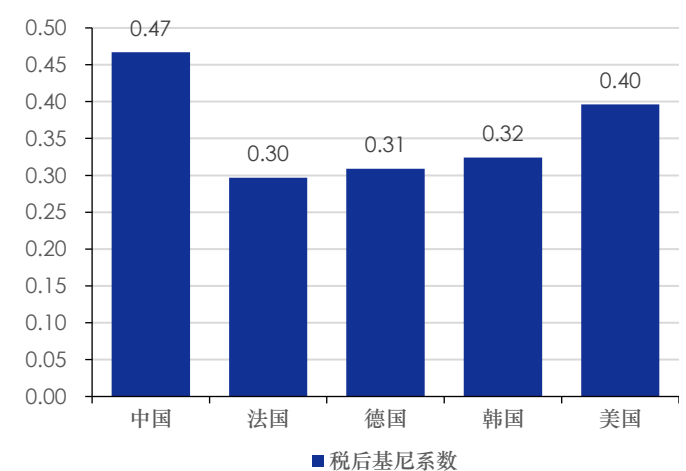
从 OECD 国家经验看，税收与转移支付对市场不平等具有系统性的“压缩效应”。中国虽仅能在税后口径进行比较，但可支配收入分布仍承压，反映出在劳动报酬与财产性收入约束尚未根本缓解前，对再分配稳定功能的现实需求更强。

图 28: 再分配的“压缩效应”显著存在 (2022 年)



资料来源: OECD、建银国际证券

图 29: 再分配之后仍处高位 (2022 年)



资料来源: OECD、国家统计局、建银国际证券

因此, 增收计划在再分配层面的实施, 应更聚焦于降低居民长期支出不确定性: 通过养老、医疗、托育等公共保障的托底与均等化, 减少“必须花的钱”和未来负担的不确定性, 从而释放消费意愿, 而非依赖临时性或平均化的收入补贴。

总体而言, 城乡居民增收计划的实施, 并非重回“做大总量、等待传导”的旧路径, 而是围绕劳动型收入、初次分配、财产性收入与再分配机制, 形成一套可接续、可闭环的结构性安排: 先稳住工资与保障, 提高收入确定性; 再改善初次分配, 让增长更有效传导至居民; 同时拓宽可复制的财产性回报渠道; 并通过再分配降低长期支出不确定性。

正是在这一意义上, 城乡居民增收计划构成促消费的“基础工程”。只有当居民收入结构更稳定、负担更可控、预期更清晰, 消费修复才能从阶段性反弹, 转向可持续改善。

### 政策抓手: 围绕“四个环节”推进城乡居民增收计划落地

从完整分析可以看出, 城乡居民增收计划并非缺乏政策空间, 而是需要在实施层面从“宏观目标”转向“具体抓手”。结合劳动型收入、初次分配、财产性收入与再分配四条主线, 增收政策可重点围绕以下几个可操作环节推进。

#### 第一、在劳动型收入层面, 优先解决“收入不稳”的问题, 而不是简单追求“涨幅”。

在就业数量并非主要约束的情况下, 政策应更多聚焦工资性收入的确定性。可操作的抓手包括: 在欠薪和超时用工高发行业, 推动工资支付更大范围纳入工资专用账户和银行代发体系, 并将“谁用工、谁付薪、谁担责”作为分包链条中的硬性约束, 减少劳动者实际到手收入的波动。同时, 加快推动灵活就业群体工伤、医保和养老保险的连续覆盖, 降低就业形态变化对收入预期的冲击, 使灵活就业从“临时补缺”逐步转向可长期维持的稳定收入来源。

#### 第二、在初次分配层面, 把政策资源与“工资传导”直接挂钩。

提高劳动报酬占 GDP 比重, 关键不在于行政性涨薪, 而在于把企业盈利改善更顺畅地传导至工资总额。具体做法上, 可探索以财政贴息、以奖代补等方式, 对在经济承压阶段仍主动提高工资总额、且社保缴纳规范的企业给予阶段性支持, 引导工资增长在企业端先启动。同时, 在产业政策、减税和融资支持中嵌入工资与社保约束, 避免政策红利只体现在扩产能和利润端, 而不能反映到居民收入端。

#### 第三、在财产性收入层面, 强化资本市场的财富创造功能。

从国际比较看, 中国居民财产性收入占国民收入的比重仍处于明显偏低水平。这一差距并非源于居民缺乏储蓄能力, 而主要反映出资本市场, 尤其是股票市场, 在居民收入形成中的功能仍然偏弱。当前问题不止在于分红水平偏低, 更在于股票市场长期缺乏稳定、可预期的回报机制, 难以为居民提供兼具分红收益与资本增值的长期投资渠道, 导致居民财产性收入中利息收入占比偏高, 而通过股市分享企业盈利和经济增长成果的渠道不足。因此, 财产性收入的政策重点不在于鼓励高风险投资, 而在于恢复股票市场的长期投资价值, 使企业盈利改善能够通过股价中枢抬升和稳定分红, 更持续地反映到居民资产端; 并辅以 REITs 等现金流工具, 扩大居民对存量资产收益的参与覆盖面, 逐步形成更可复制、更可持续的财产性收入来源。

#### 第四、在再分配层面，把“稳预期”作为核心目标，而非短期刺激。

再分配的关键作用在于降低居民对未来支出不确定性。具体抓手包括：以国资收益上缴为支点，推动“国资—财政—社保”联动，将部分国资收益更稳定地用于提高城乡居民基础养老金水平，重点补齐农村和低收入群体的养老短板；在个税制度上，保持免征额稳定，将改革重点转向专项附加扣除的覆盖面和精细化，直接缓解赡养、医疗等家庭刚性支出压力；在实物再分配层面，加大对基层医疗、托育和大病保障的投入，使居民在教育和医疗上的“必须支出”更可控。

通过稳住工资现金流、打通工资传导、扩大稳定型财产性收入来源，并以再分配降低长期支出不确定性，居民收入改善才能真正转化为消费意愿和消费能力的同步提升。这也是在当前阶段，通过增收计划促进消费最现实、也最可执行的路径。

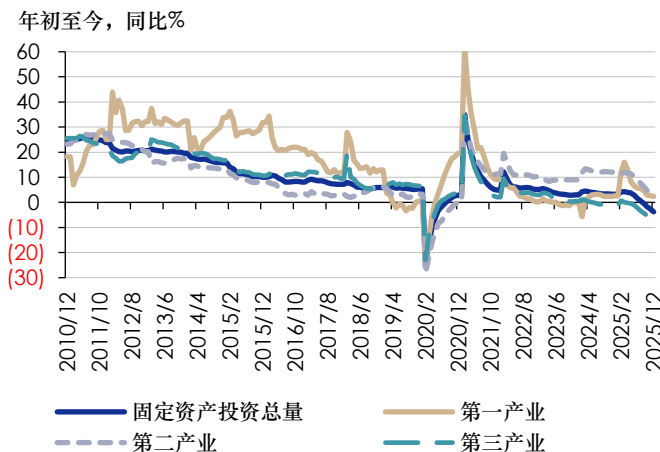
#### Q5 | 固定资产投资的有效增量在哪里？

**结构性转换机遇：**新型基建（5G/智能电网/数字化设施）增速显著快于传统基建，2022-2024 年对冲地产下行效果明显，但 2025 年增速放缓需政策加码；“十五五”规划明确的新型基础设施、现代化水网等领域或成新增长极，历史规律显示五年规划开局年投资增速通常达周期高点。

2025 年全国固定资产投资 485,186 亿元，比去年下降 3.8%，也是过去 20 年首次同比负增长，如何扩大有效投资是值得研究的问题：

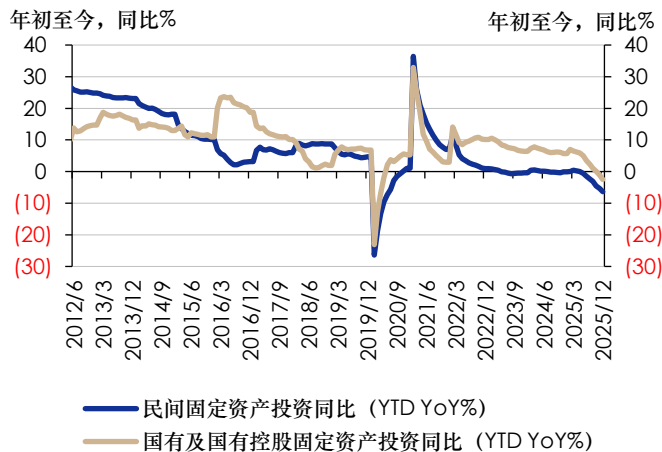
- 按产业来分，第一产业体量小波动大(占比常年在 2%，低基数效应下容易出现高增快回)；二产业是韧性来源，工业链条与电力相关投资带动二产业投资连续高增(2021-2024 年增速约 10%)，但 2025 年起增速有所回落(2.5%)；三产业在疫情后成为主要拖累 (2023 年接近 0，2024-2025 年转负)，与地产链投资偏弱的结构性一致；
- 按所有权来分，民间固定投资近年拖累 (2022 年同比接近 0，2023 年整体转负)，国有投资从 25 年开始转弱 (2022-2024 年同比增速保持在 5%以上，2025 年-2.5%)；
- 2014 年到 2021 年，房地产占新增固定资产投资的比重从 2 成 (18%，2014 年) 开始上行到接近 3 成 (28%，2021 年)；2021~2022 年开始，由于疫情等诸多因素冲击，房地产的固定投资开始下行并在 2025 年回到 2 成左右的水平 (18%，2025 年)。

图 30: 二产业为固定投资韧性来源，三产业因地产业结构性走弱



资料来源：彭博、建银国际证券

图 31: 民间固定投资下行，国有及国有控股成为支持主线



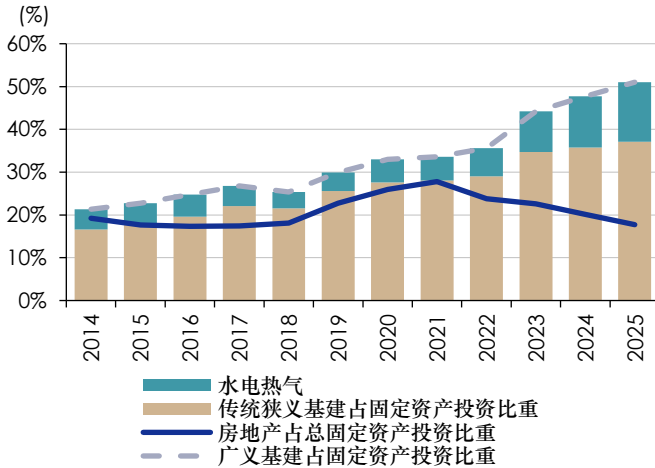
资料来源：彭博、建银国际证券

基础设施建设投资在 22 年之后形成支持，弥补了地产下行对固定资产投资的拖累，但进入 2025 年有所放缓：

2024 年固定资产投资同比增长 3.2%，扣除地产后，2024 年全年固定资产投资仍然录得 7.2%，但 2025 年全年固定资产投资同比下降 3.8%，扣除地产后固定资产投资下降 0.5%，说明制造业和基础建设投资的固定资产增速也有所放缓，不足以完全对冲地产的拖累。

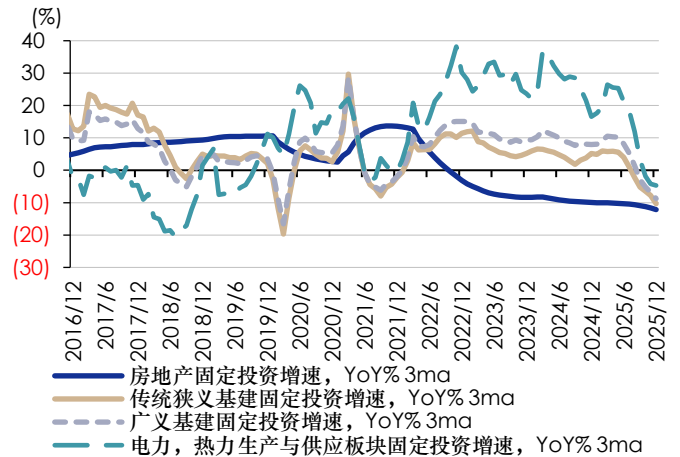
- 基础建设投资中，新型基建的增速在 2022 年以后明显加快：以水、电、热气和供应为代表的固定投资比传统狭义固定投资增速更快，这些新型急促和基础设施强调数字化、智能化与低碳化，如 5G/数据中心/工业互联网、充电桩与新能源配套、电力系统和数字化等等，突出对产业升级与长期增长潜力的支持。

图 32: 22-24 年基础建设投资对冲了部分地产下行的压力



资料来源: 彭博、建银国际证券

图 33: 但 2025 年末基础建设投资增速有所放缓

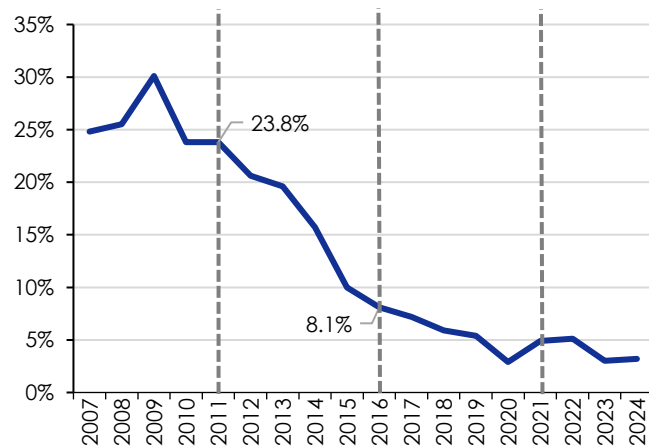


资料来源: 彭博、建银国际证券

我们认为“十五五”的新型基建有望推动固定资产投资形成。“十五五”规划中明确新型基建、电力系统 (智能电网/UHV)、现代化水网、通信网络、海绵城市等建设, 或成为下阶段固定投资的增长亮点, 此外, 由于开门红效应, 预期固定资产投资增速在 2026 年获得显著提升: 在多数五年规划中, 开局之年往往处于本周期高位, 随后呈“渐进式回落”

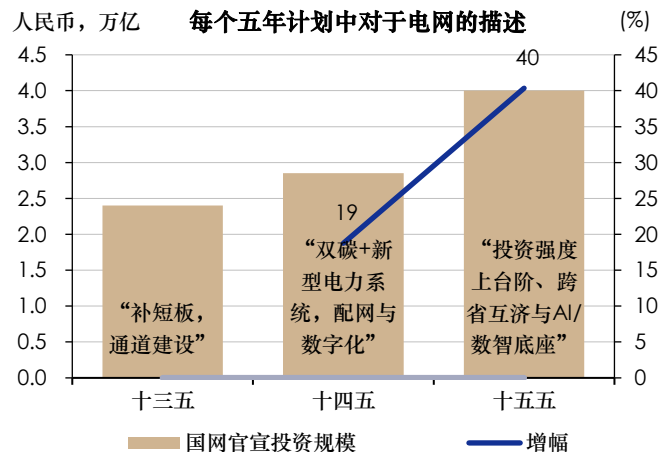
- 十二五 (2011-2015 年): 典型的“开局最强”: 2011 年固定资产投资增速约 +23.8%, 为本周期最高。此后逐年回落至 2015 年约 +10%, 呈单边下行。显示规划初期项目密集开工, 随后转向“控风险、调结构”。
- 十三五 (2016-2020 年): 同样是“开局最高”: 2016 年投资增速 +8.1%, 为本周期最高。2017-2020 年逐步降至 +2.9%, 与去杠杆、地产收缩相契合。
- 十四五 (2021-2024 年): 疫情扰动下的“例外”: 2021 年开局增速并不突出, 更接近“修复”而非“冲高”。2022-2024 中间年份受稳增长政策影响出现二次抬升, 结构性特殊。

图 34: 多数五年规划中, 开局之年往往处于本周期高位



资料来源: 彭博、建银国际证券

图 35: 2026 年作为开局之年, 可以期待新基建投资规模



资料来源: 彭博、建银国际证券

## Q6 | 美国最高法院关税判决将如何影响中国出口？2026年中国出口仍然有亮点吗？

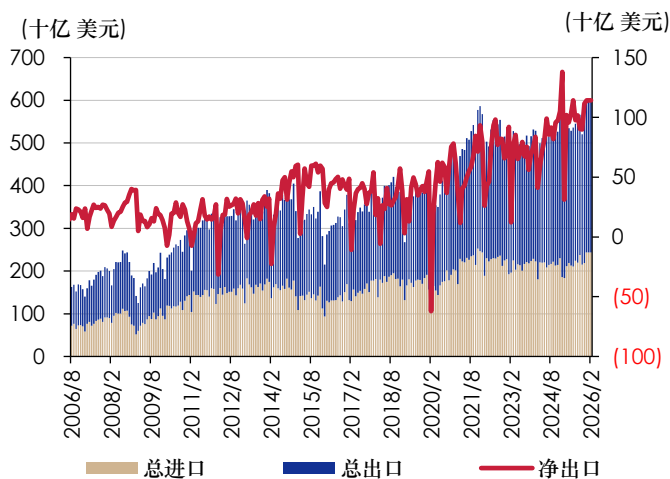
最高法院推翻以 IEEPA 为法源的“对等关税/芬太尼关税”，等于抽掉特朗普第二任期最强的关税法律支点；随后改用《1974年贸易法》第122条“临时附加税”（最高15%、最长150天）兜底，使对华平均有效关税在短期内从高位“被压平”并出现约7个百分点的边际下移，但这不是长期重置，且7/24到期后仍存在再切换与再加码的不确定性。

对中国出口而言，2026年仍可期待但更偏“韧性而非再加速”：基准情形出口增速从2025年偏强回落至约3%-5%（中枢约4%），净出口仍不差但对增长的边际贡献收窄，且顺差更像“进口偏弱+出口结构升级”的合成结果。

中美摩擦的边际更可能体现为“关税平台期+执法/非关税工具强化”（原产地追溯、转运审查、清单与技术限制等抬升合规成本），因此出口节奏将呈现“量稳价弱、结构分化”，靠市场多元化与高附加值品类对冲不确定性。

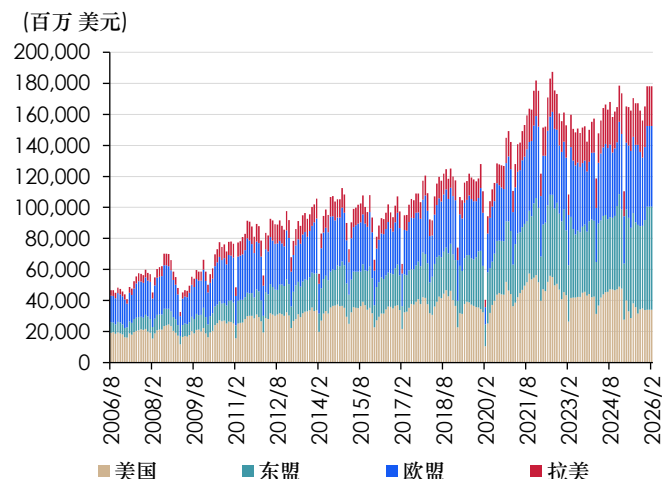
2026年中国出口预计呈现“量稳价弱、结构分化”特征，增速或从2025年高位回落至3%-5%（中枢约4%），主要支撑来自出口份额提升与产品结构升级，而非外需显著扩张。在全球需求温和、海外补库偏谨慎的背景下，出口动能更多体现为机电设备、新能源等优势领域的结构性韧性，但价格下行压力可能拖累整体增速。净出口对增长的边际贡献趋于收窄，其韧性本质是“进口疲弱”的镜像反映：内需修复节奏偏缓叠加资本品进口低迷，使顺差维持于较高水平。中美贸易摩擦对关税的直接冲击边际减弱，但非关税壁垒升级（如技术管制、供应链审查）可能成为主要扰动项。整体而言，出口将延续“总量平缓、结构分化”的格局，成为宏观经济中“弱平衡”的稳定因子。

图 36: 净出口亮眼，除了出口上升，还有进口增长迟缓的原因



资料来源：彭博、建银国际证券

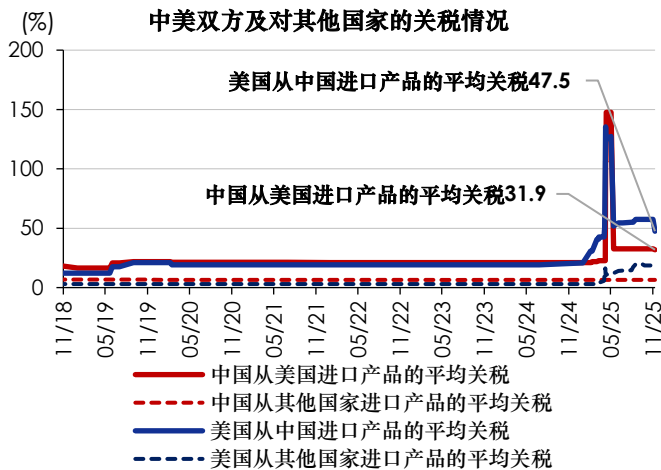
图 37: 中国出口多元化，能部分抵消美国关税不确定的风险



资料来源：彭博、建银国际证券

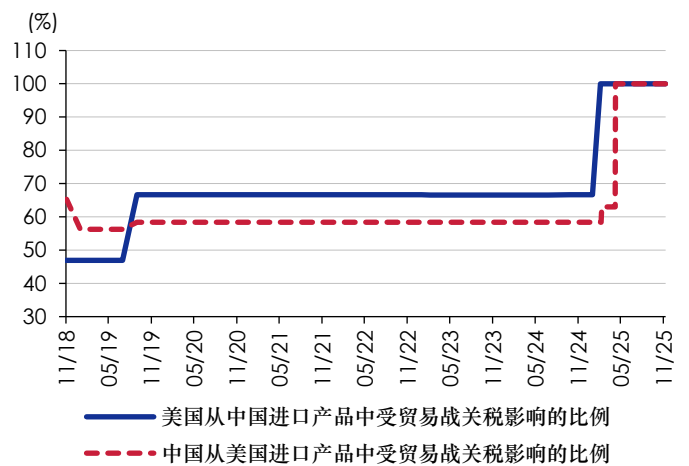
外部环境方面，美国此前“对等关税”的基础 IEEPA 被最高法院判决越权，特朗普迅速采用 122 条款（“§ 122”或称“Section 122”）替代。对于中国而言有喜有忧。一方面，122 条款（§ 122）允许在国际收支失衡情形下征收最高 15% 的临时附加税，最长 150 天，相当于大幅缩小了特朗普关税武器的威力，三方测算，在新的框架下中国的税率被降低约 7 个百分点，出现了暂时的和缓；但另一方面，贸易摩擦除了能被明显量化的税率，也包括各种壁垒，我们认为在特朗普访华后会更明确。

图 38: 特朗普上台后至 2025 年底, 税率不断走高



资料来源: 彭博、建银国际证券

图 39: 近乎全部的中美贸易都受中美贸易冲突关税影响

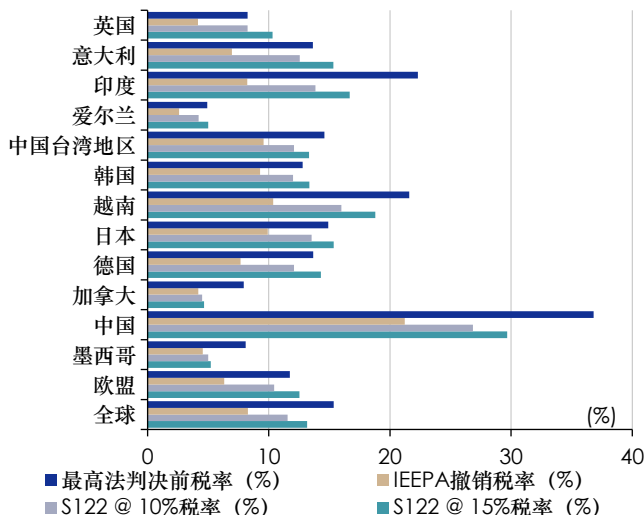


资料来源: 彭博、建银国际证券

- 2月20日, 美国最高法院以6:3作出裁决, 认定特朗普政府援引《国际紧急经济权力法》(IEEPA)加征的“全球对等关税”及“芬太尼相关关税”缺乏法源并予以推翻。该判决等于直接抽掉了特朗普第二任期贸易政策中最关键的法律支点。
- 特朗普在记者会上宣布, 已签署行政令改引《1974年贸易法》第122条 (§ 122), 对全球进口商品征收10%的临时性关税, 以接替被否定的IEEPA关税安排。该条款此前几乎未被实际动用, 允许在国际收支失衡情形下征收最高15%的临时附加税, 最长期限150天(除非国会批准延长)。但这一轮10%的“兜底关税”, 显然无法完全覆盖或复制IEEPA框架下原先多层次、上限更高的税率结构(例如对华最高可达30%的情形)。

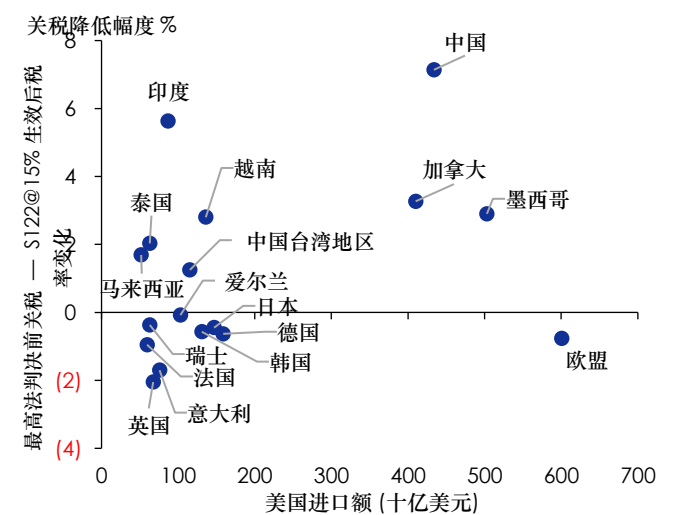
中国在本轮“IEEPA关税被推翻 → § 122 接棒”的切换中, 边际上是受益方之一: 在“裁决前”的关税堆叠下, 中国面对的综合税负更高; 而在 § 122 税率取代后, 原先由IEEPA叠加出来的、更高的国别性附加税被一刀切的“平铺式附加税”部分替代, 使得中国对美出口的平均有效关税出现明显下移。从“裁决前”切换到“§ 122”后, 哪怕是在 § 122=15%的极端情境下, 在美国主要进口来源地中, 测算中国的平均关税降幅约为7.1个百分点, 属于降幅最大的国家之一(此外降幅大的国家还有巴西、印度等)。

图 40: 与其他国家相比, 在 § 122 代替 IEEPA 后...



资料来源: 彭博、Global Trade Alert、建银国际证券

图 41: ...中国是美国主要进口国家中, 平均关税降低最多的



资料来源: 彭博、Global Trade Alert、建银国际证券

但需要强调两点限制。第一, § 122 是明确的临时性工具: 有效期为150天, 从2026/2/24起算, 若无国会延长, 将在2026/7/24到期; 因此这更像是“法律支点被抽走后的短期兜底”, 而非对华关税框架的长期重置, 特朗普仍然有工具箱可以使用, 可能中美领导人会面后未来走势才能明细。第二, 虽然“平铺式附加税”压缩了各国之间的税率分化、缩小了中国相对全球平均的劣势, 但在新的 § 122 体制下, 中国依然处在相对关税负担最高的一端, 只是“差距被显著压缩”, 这意味着中国的边际改善并不等于压力消失。

图 42: 美国对华武器的法律工具箱

	决策方	执行方	功能	例子
IEEPA (International Emergency Economic Powers Act)	总统: 宣布国家紧急状态并发布 E.O./命令; 通常由财政部/商务部/国务院等配合	OFAC (制裁/资产冻结/交易禁令)、BIS (出口管制/许可)、CBP (边境执法: 扣留/限制入境货物等)	在“国家紧急状态”下对交易、资产、资金流、进出口行为进行管制(典型是制裁与禁运/配额/禁止交易)。但: IEEPA 不授权征收关税(关税权属国会)。	2026/2/20 最高法院在 <i>Learning Resources, Inc. v. Trump</i> 判定: IEEPA 不授权总统加征关税, 因此以 IEEPA 为法源的“对等关税”等被认定越权、失去法律基础(进入退税/追溯诉讼阶段)。
Trade Act of 1974 §122(临时进口附加税 / Temporary Import Surcharge)(新增)	总统: 以 §122 (及配套)的 HTSUS 调整授权如 §604)发布 Proclamation	CBP 征收 (落地到税则编码/报关环节)	在“重大/根本性的国际收支问题”情形下, 总统可对进口采取临时措施: 最常用是临时进口附加税 (最高 15%); 期限最长 150 天, 除非国会立法延长。	白宫已发布 Proclamation: 对进口货物征收 10% 临时附加税, 为期 150 天, 自 2026/2/24 00:01 (美东)起生效 (并列豁免品类/与 de minimis 等配套安排)。
EAR (Export Administration Regulations) (出口管理条例)—法源以 ECRA 为主	商务部 BIS (规则制定/清单/许可政策)	出口商/再出口商/银行/货代等; BIS 执法	技术与物项出口管制、许可前置; 包含 Entity List/MEU List 等体系; 并引入“50% Affiliates Rule” (对规避结构的穿透)。	2025/9/29 BIS 推出 Affiliates Rule (50% 规则): 被列名实体 (Entity List/MEU 等)直接或间接持股 ≥50% 的境外实体自动并入相同许可要求/审查政策; 但 2025/11 起该规则被“暂停一年” (至 2026/11/9), 处于冻结状态。
Trade Act of 1974 §301	总统 → USTR (调查、裁定与措施决定)	CBP (征收额外关税/费用); 港口/海事相关执行机构按 USTR/CBP 规则落地	针对“不公平贸易行为”实施报复性措施 (关税、费用、限制措施等), 路径更“传统贸易法”。	USTR 在“中国海事/物流/造船主导地位” 301 调查项下推出港口服务费 (Annex I-III) 等措施; 后续 USTR/CBP 口径下该类费用在 2025/11 起被暂停至 2026/11/9。
Trade Expansion Act of 1962 §232	商务部长调查 → 总统决定	CBP 征收; 商务部发布实施文件	以“国家安全”为由调整进口税率或数量 (附加税/配额等)	钢铝等 232 工具属于既有主轴之一 (与 IEEPA 关税被否定的法律风险不同, 232 的法源更直接)。
Trade Act of 1974 §201	ITC 裁定 → 总统批准	CBP 实施配额或附加税	保障性措施 (Safeguards), 应对进口激增	制度性工具: 短期保护特定行业。
FIRRMA (外国投资风险审查现代化法)	财政部牵头 CFIUS (跨部门)	交易双方执行; 财政部/司法部监管	审查外资并购敏感行业, 可要求剥离或禁并	持续覆盖 AI、半导体、数据基础设施等敏感投资。
NDAA + E.O. 13959 / 14032(投资限制/CMIC)	总统 (E.O.) → 国防部/财政部	OFAC 公告; 交易所/基金/券商执行	限制美资投资军工/军民融合企业	CMIC 清单动态更新。
Defense Production Act (DPA)	总统 → 商务部/国防部	企业按 DPAS 优先级生产; BIS/DoD 监督	紧急调配关键物资、发布优先生产令	主要用于关键材料/能源等紧急动员。
General Prohibition 10 (GP10, EAR 派生条款)	商务部 BIS	出口商/银行/物流链参与方	禁止在“明知/应知”情况下为受限交易提供协助 (含规避/转运/技术转移等)	BIS 于 2025/5/13 发布 GP10 指引, 提示供应链在涉 PRC 先进算力芯片等交易中的合规风险与尽调预期。

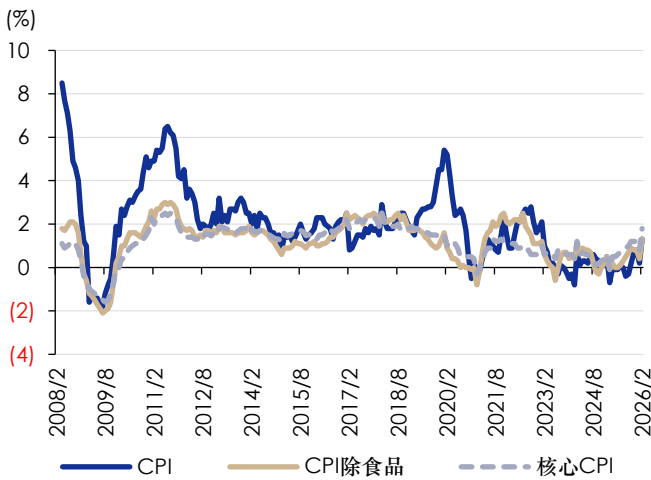
资料来源: 彭博、综合媒体、建银国际证券

我们认为中美关系与关税层面, 边际上更可能是“关税平台期+执法/非关税工具强化”, 新增税率上调空间相对有限, 但下行空间亦有限, 因为美国对盟友的平均关税已然抬升。原产地追溯、转运审查、实体清单与技术限制等会抬升合规成本并加剧对美出口的不确定性。企业和政府行为的对冲路径仍是市场与链条再分配 (东盟/中东/拉美等)+高附加值品类继续替代。

## Q7 | 2026年价格低位运行的结构会改变吗?

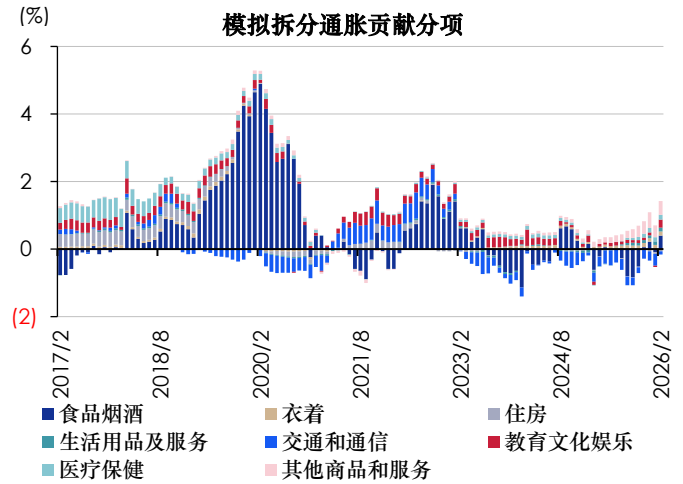
2026年CPI更可能是“低位回升、但不走陡峭上行”的节奏：食品项缺少强猪周期抬升、而核心通胀在服务消费修复与粘性价格支撑下缓慢回暖，使CPI从偏弱区间向更“正常”的温和通胀区间靠拢。PPI的回升可能更为显著：在前期低基数、库存周期改善、部分上游价格与出口链条价格企稳的共同作用下，工业品价格负增长有望明显收敛，PPI同比从深负值向接近零的方向修复，但是否转正仍取决于需求端修复强度与产能出清节奏。2026年GDP平减指数大概率“由负转向零附近甚至小幅转正”，其逻辑是：PPI去通缩带来投资品与工业品价格拖累减轻，同时服务价格的粘性与消费结构升级对总量价格形成底部支撑。整体意味着名义GDP的价格拖累下降，宏观从“量强价弱”向“量稳价修复”过渡。此外，中东地缘局势带来的全球大宗商品价格抬升，客观有利于我国PPI和CPI进一步回暖。

图 43: 食品端波动项较大，但服务支持核心 CPI



资料来源：彭博、国家统计局、建银国际证券

图 44: CPI 贡献支持发生转变

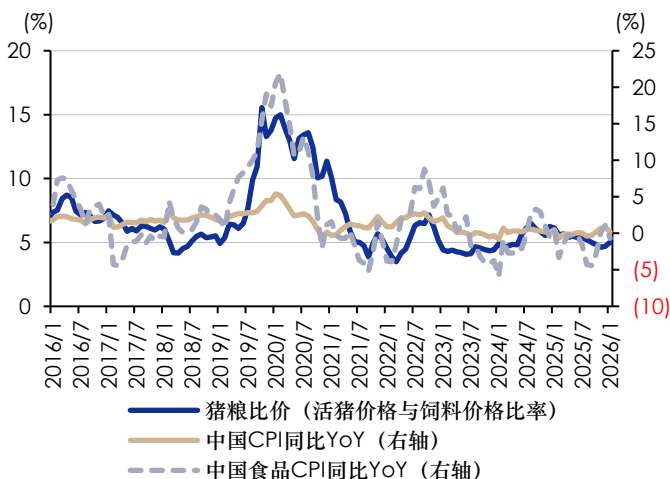


资料来源：彭博、国家统计局、建银国际证券

测算拟合结果显示我国 CPI 贡献支持发生转变，居民消费由住房、食品转为更追求个性化商品服务 (如金饰等)：

- 我们认为 26 年通胀大概率维持低位回暖，CPI 整体呈“低通胀温和回升”的结构，食品端是波动源且是主要拖累；
- 在价格中枢偏低的背景下，猪粮比显示猪周期上行力度有限：2026 年上半年难以见到供给缺口的猪价强涨，猪肉对食品的 CPI 拉动大概率偏弱，而下半年或有所改善；猪粮比通常领先 CPI 食物项 1-3 个月，我们认为年底可能看到 CPI 食物分项抬升，引导 CPI 整体的上行。

图 45: 猪粮比与 CPI 食品走势高度相关



资料来源：彭博、建银国际证券

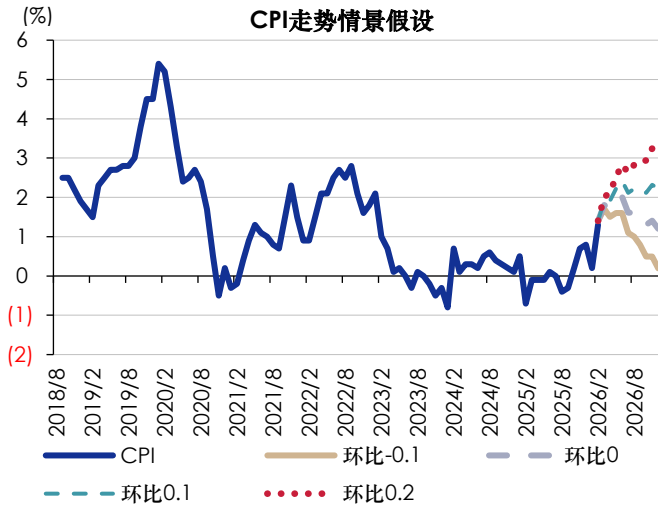
图 46: CPI 贡献支持发生转变

	食品烟酒	衣着	住房	生活用品及服务	交通和通信	教育文化娱乐	医疗保健	其他商品和服务
疫情前	0.98	0.08	0.29	0.02	(0.03)	0.25	0.35	0.04
疫情中	0.96	(0.02)	0.03	(0.00)	0.16	0.19	0.05	0.01
疫情后	(0.08)	0.07	(0.02)	(0.01)	(0.24)	0.16	0.06	0.11
最新	(0.52)	0.11	(0.01)	0.07	(0.17)	0.09	0.10	0.33

资料来源：彭博、建银国际证券

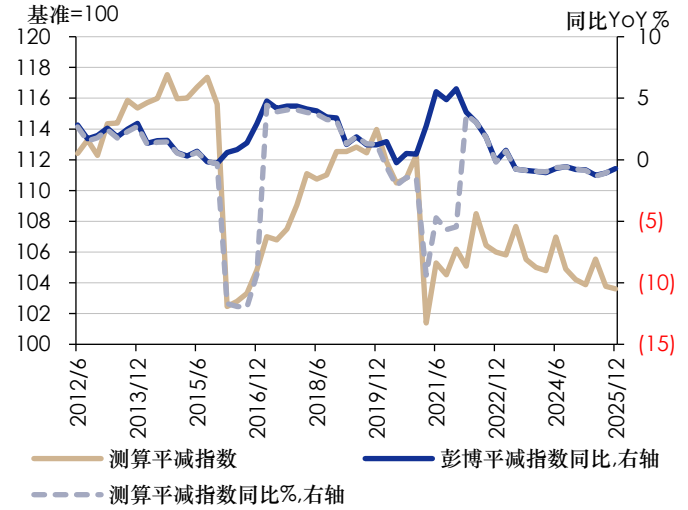
- 若线下消费氛围进一步复苏，核心 CPI 预计能连续维持在 1%的水平进一步修复，CPI 预计有序回升。

图 47: 基础情境下，CPI 预计有序回升



资料来源：彭博、建银国际证券

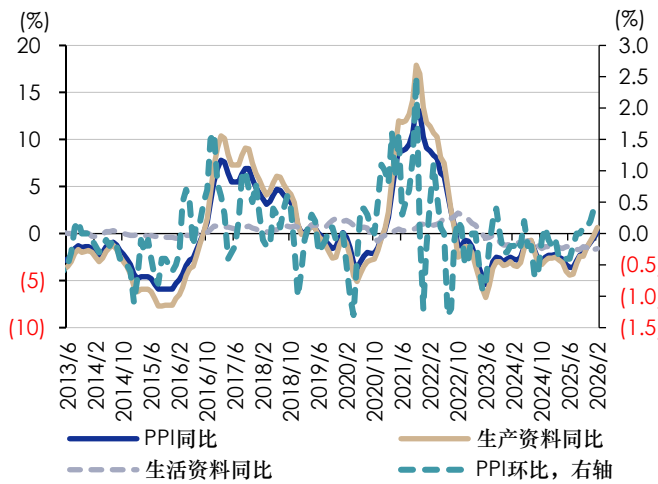
图 48: GDP 平减指数预计低位回升



资料来源：彭博、建银国际证券

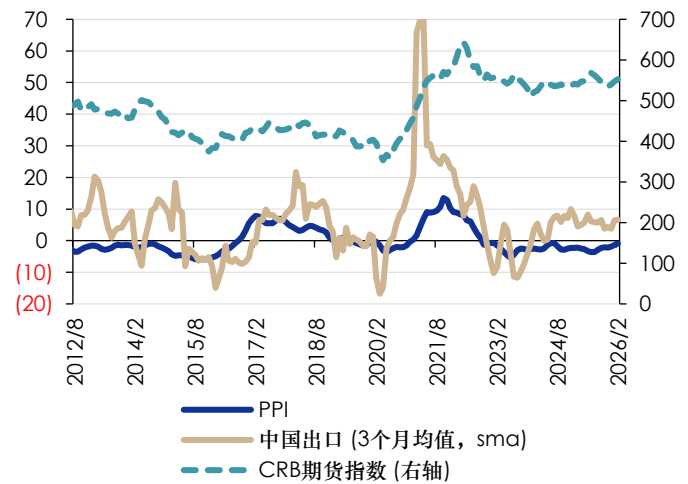
我国 PPI 中生产资料权重占 7 成左右，高度依赖国际大宗商品价格，疫情后全球经济进入“复苏疲弱-高利率-被动去库存”阶段，原油、有色化工整体走弱，成为中国 PPI 强外生性下行压力。中东地缘局势或抬升全球大宗价格，客观上有利于我国 PPI 的企稳回升。

图 49: PPI 整体压力较大



资料来源：彭博、建银国际证券

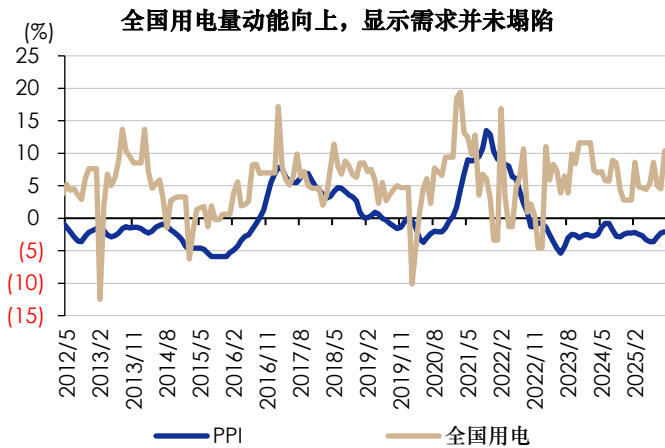
图 50: 尽管大宗价格拖累，但需求端出口依然坚挺



资料来源：彭博、建银国际证券

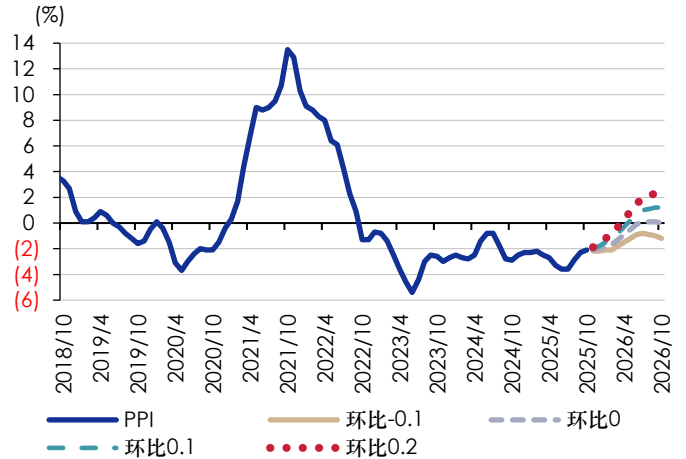
- 我国近期出口坚挺+用电量改善，显示国内外需求并未塌陷，PPI 同比降幅收窄，根据我们的预测，26 年下半年或见到转正机会。

图 51: 需求并未塌陷, 由于 PPI 回稳



资料来源: 彭博, 建银国际证券

图 52: 环比预测, 下半年或能看到 PPI 转正

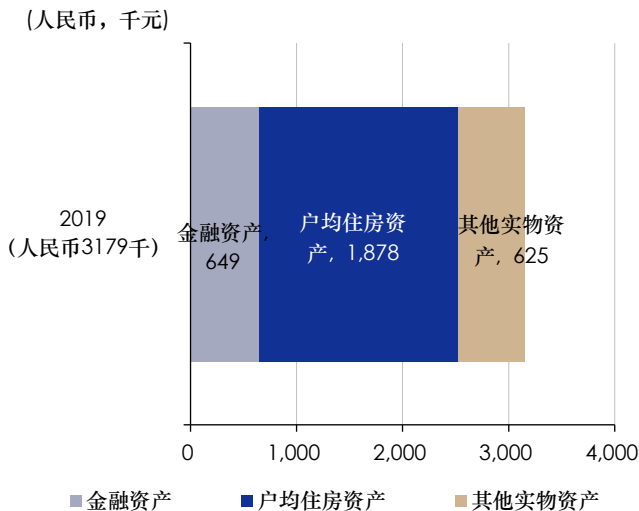


资料来源: 彭博, 建银国际证券

地产对“价格低位运行”的改善, 核心在于两条链: 一是稳住居民资产负债表与预期, 带动家居家电、装修等耐用品与服务消费修复, 从而抬升核心 CPI 的底部; 二是带动开工与竣工链条修复, 减轻建材、化工、有色等上游价格压力, 推动 PPI 去通缩。

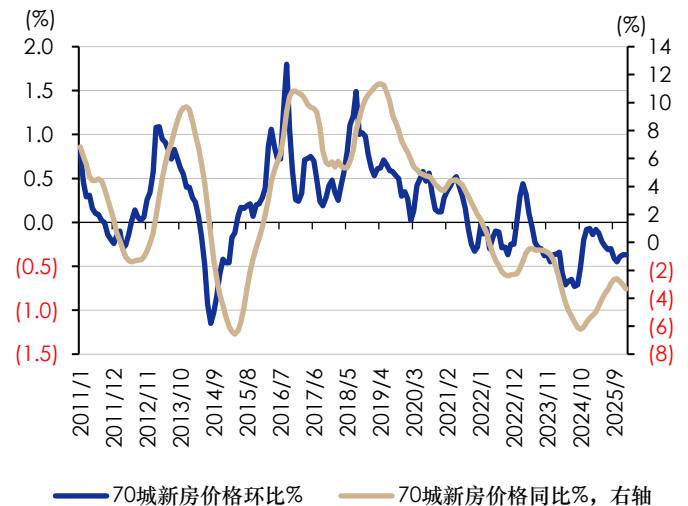
- 近期多家房企证实不被监管要求上报“三条红线”指标, 说明在近年的深度调整后, 房企的经营思路发生了转变, 靠负债驱动、靠规模驱动的模式基本已经发生转型;
- 需求段, 近期上海推出楼市“新七条”, 在限购、公积金贷款、房产税等方面明显优化(2月26日起施行), 本质是通过“交易量→预期→价格”的顺序让市场先稳起来;
- 从价格表现看, 地产价格但属于“跌幅收敛/筑底”阶段——若后续在政策托底下一手/二手价格进一步止跌回稳, 对 2026 年整体通胀从“量稳价弱”走向“量稳价修复”会更关键。

图 53: 住房资产在中国人均资产中占比较大, 稳住房对于稳定居民预期和资产负债表有重要意义



资料来源: 彭博, 建银国际证券

图 54: 近期地产价格仍然在筑底阶段



资料来源: 彭博, 建银国际证券

## Q8 | 货币政策：2026年更可能依赖“降准降息”还是“结构性工具”？窗口如何判断？

金融条件已偏宽松，约束更多来自需求端：金融条件指数显示当前资金价格与信用环境整体已低于历史均值区间，流动性并非主要约束，经济修复的关键仍在于实体部门需求与风险偏好的恢复，因此货币政策更多承担托底与引导融资成本下行的角色。

总量工具节奏逐步明朗：降准更具确定性，降息偏相机抉择。在结构性工具持续发挥定向支持作用的背景下，年内总量政策更可能呈现“上半年一次降准、下半年再降准一次，并保留下半年一次降息窗口”的节奏，以补充流动性并对冲财政与信用环境变化。

政策空间仍受制度与市场约束：降准的边际效用已逐渐下降，更多承担补充银行体系流动性与稳定负债结构的功能；降息则受到银行净息差与外部利率环境的约束，因此利率调整更可能小幅渐进，同时在财政供给偏强、货币政策偏克制的组合下，10年期国债收益率1.6%左右更可能构成当前利率区间的下沿。

### 一、金融条件指数：整体环境仍偏宽，但需求与信心仍是约束

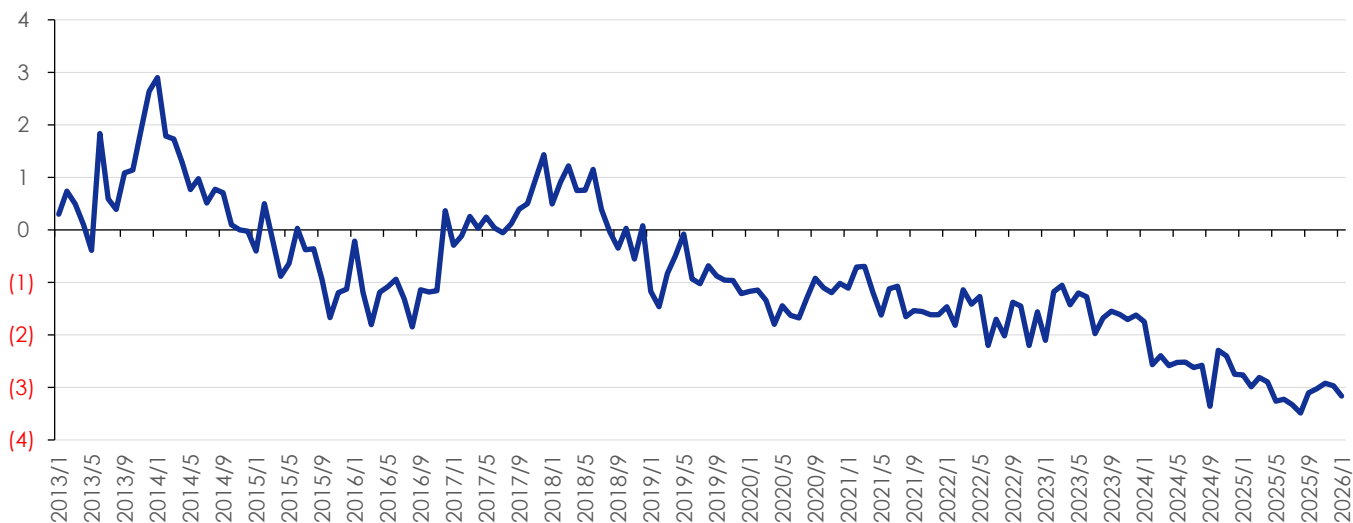
我们采用主成分分析 (Principal Component Analysis, PCA) 框架构建中国金融条件指数 (FCI)，通过提取多项金融指标中的共同波动成分，刻画整体金融环境相对于历史常态的松紧变化。该指数综合考虑利率水平、信用定价、融资环境、资产价格以及外部金融条件等多个维度，并对不同量纲指标进行标准化处理，在历史基准期内提取共同因子。指数数值上升 (下降) 代表金融条件相对趋紧 (趋松)。

以 2013–2019 年为历史基准期，指数结果显示：

- 近年来中国金融条件整体呈现持续回落态势；
- 当前水平已明显低于历史平均区间；
- 表明资金价格和信用定价层面的金融环境相对偏松。
- 从结构上看，指数变化主要由利率与信用定价因素驱动，体现出货币与金融政策在稳定宏观环境方面已取得一定成效。

综合来看，当前金融条件已明显低于历史平均区间，表明资金价格与信用环境整体偏宽松。这一判断亦与央行的政策表态保持一致。央行多次指出，“当前我国流动性保持合理充裕，金融体系整体运行平稳，货币政策传导渠道基本畅通”，并强调货币政策并未出现系统性收紧。在此背景下，制约经济修复的关键因素更多来自实体部门需求不足与风险偏好偏弱，而非金融条件本身。后续政策效果的显现，仍有赖于需求端修复、预期改善以及信用意愿的逐步回升。在金融条件整体偏宽松的背景下，货币政策的重点更在于通过结构性工具与总量工具的组合，维持融资环境稳定并引导资金成本逐步下行。

图 55: 中国金融条件指数持续回落，当前金融环境整体偏宽松



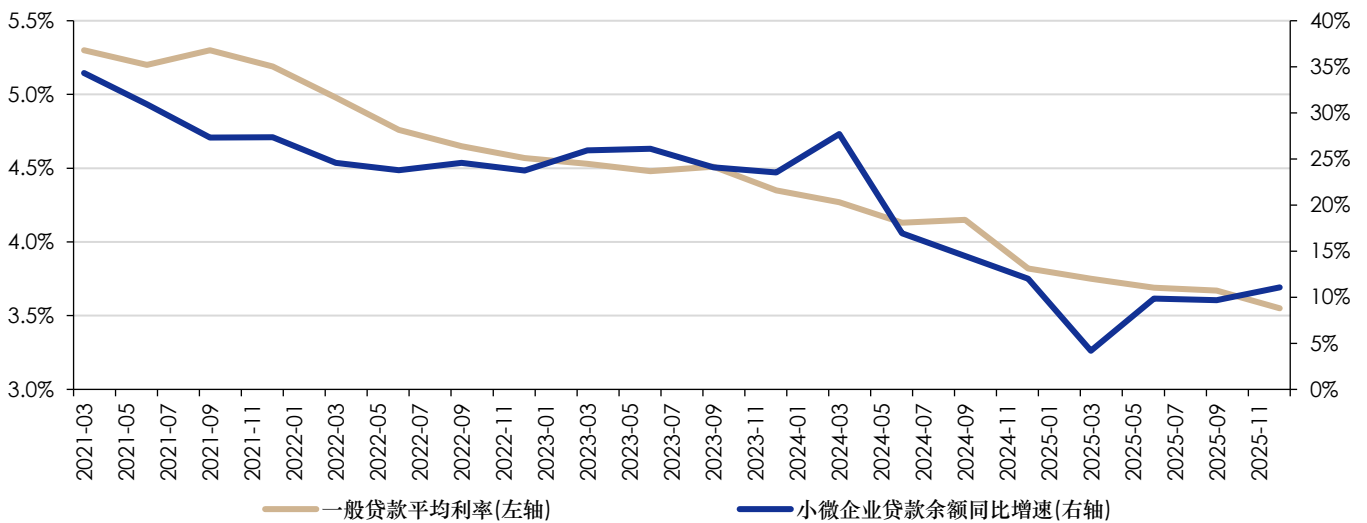
资料来源：国家统计局、人民银行、WIND、建银国际证券

## 二、结构性工具：定向降息仍是当前政策的重要抓手

在全面利率工具之外，近年来货币政策更多依赖结构性降息作为稳增长的重要补充，即通过定向再贷款、再贴现、专项工具等方式，降低特定领域资金成本，以在不显著冲击利率体系中枢和银行净息差的前提下，增强对重点领域的定向支持。今年1月，央行进一步下调支农支小再贷款、再贴现等结构性工具利率，并配合额度与考核机制优化，延续了“以结构性价格工具托底实体融资成本”的政策思路。围绕这一工具，其实际效果亦需要从价格端与数量端加以评估。

从价格端看，自2021年以来，银行一般贷款加权平均利率持续下行，反映在LPR、MLF等全面宽松背景下，银行整体放贷定价中枢明显下移。与此同时，支农、支小再贷款等结构性工具利率的多次下调，通过降低定向资金的边际成本，在全面宽松背景下对重点领域贷款定价的向下牵引起到一定强化作用，但其影响更多体现为边际叠加，而非决定性因素。从数量端看，普惠小微贷款余额同比增速在疫情后高位回落，并于2024-2025年稳定在10%左右，未随利率下行出现明显再加速，表明在当前环境下，结构性降息与全面宽松更多发挥“托底式”支持作用，对新增信贷需求的拉动仍受到实体经济盈利和风险偏好的制约。

图 56: 结构性宽松背景下贷款定价下移，但普惠小微信贷增速未现再加速



资料来源：人民银行、WIND、建银国际证券

在结构性降息边际效果逐步显现、但对信贷增量拉动仍受约束的背景下，市场关注点自然回到：货币政策是否需要、以及何时需要动用更具广谱性的总量工具，即降准与政策利率调整。

## 三、总量工具判断：降准更具确定性，降息更偏相机抉择

自2024年12月中央经济工作会议提出“实施适度宽松的货币政策，适时降准降息”以来，相关表述在今年以来的多次政策会议与官方表态中持续出现。综合判断，我们预计年内货币政策大概率呈现“上半年一次降准，下半年再降准一次，并保留一次广谱降息”的节奏。

综合量化模型与主观判断，我们认为一季度至二季度具备一次降准落地的条件。从政策信号看，政策层面已多次提及降准降息的取向，如果上半年完全没有降准落地，在政策节奏上可能难以自治，因此上半年实施一次降准的概率相对较高，下半年则仍存在再次降准的空间。从量化指标看，年初以来中期借贷便利(MLF)净到期规模处于历史高分位区间，反映中期流动性缺口压力有所累积；同时，公开市场操作投放强度同样处于历史高分位区间，显示短端工具的对冲使用已较为充分。在上述背景下，货币政策在未来一个季度内，存在通过降准方式补充中长期流动性的现实可能性，以配合财政前置发力、对冲政府债供给并缓解银行负债成本压力。

在降准之外，我们认为年内仍存在政策利率下调的现实空间，但节奏上更可能采取“相机抉择”的方式。一方面，年初以来结构性降息工具已在一定程度上发挥作用，对实体经济重点领域形成定向支持；另一方面，政策利率的进一步调整仍需考虑外部环境，尤其是美联储货币政策路径。如果美国降息节奏继续推迟，也可能成为国内降息决策的重要约束因素。

在当前利率调控框架下，政策更强调“形得成、调得了”，并需兼顾银行体系净息差约束，降息更可能以小幅、渐进方式落地，而非一次性大幅调整。综合考虑传导效率与约束条件，预计年内政策利率存在小幅下调空间，并通过报价机制逐步向贷款端传导。不

过，在当前货币政策框架下，政策工具的使用仍受到多方面约束，其中准备金机制的传导变化以及银行体系净息差压力，是影响政策空间的重要因素。

#### 四、政策工具约束：降准边际效用递减，降息受净息差约束

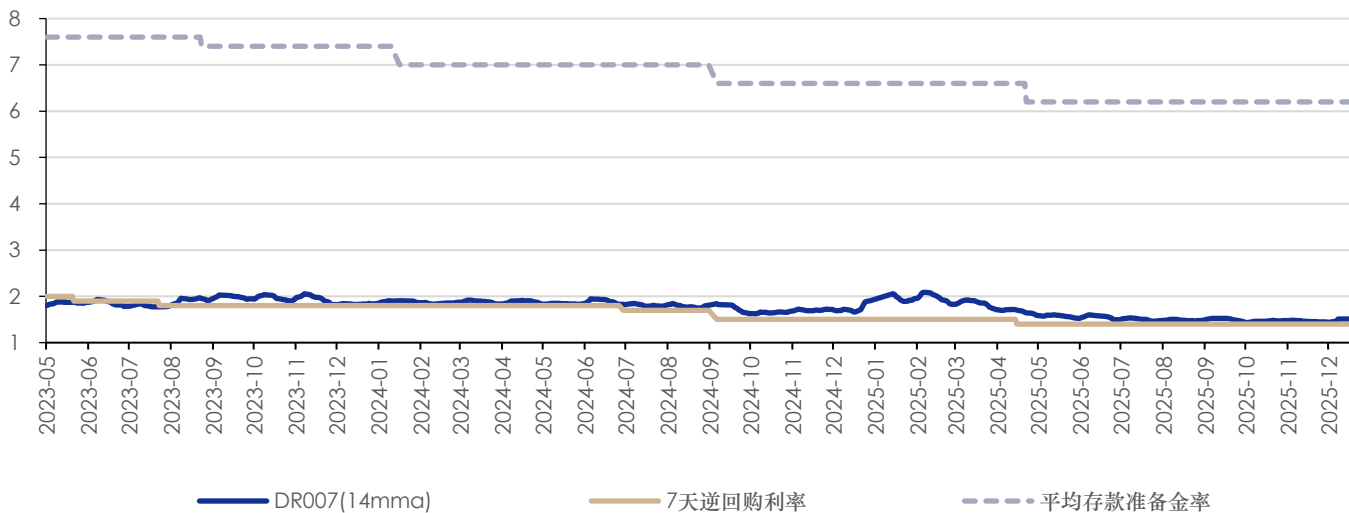
中国人民银行在 2025 年第四季度《货币政策执行报告》中明确指出，将继续实施适度宽松的货币政策，并灵活运用降准、降息等多种政策工具，以保持流动性合理充裕并支持经济稳定增长。市场对政策工具幅度的基准预期相对稳定：降准方面，年内一次或累计 25 - 50bp 较为常见；降息方面，则多集中于 10 - 20bp 的政策利率或引导利率下调。但对具体时点，市场仍未形成一致预期，这在一定程度上反映了当前货币政策操作框架更加依赖状态变量而非固定时间窗口，政策工具的运用具有更强的灵活性与相机抉择特征。

从降准工具本身来看，其约束可以从制度与功能两个层面理解。制度层面上，近年来央行在多次降准公告中已明确排除“已执行 5% 存准率的机构”，使 5% 在现行框架下逐渐形成事实上的隐性下限。功能层面上，即便制度上仍存在一定下行空间，进一步降准是否能够有效推动资金价格下行和信用扩张，也需要审慎评估。一方面，银行体系对基础准备金仍存在显著的摩擦性需求，例如支付清算需求、监管指标约束以及流动性缓冲等，这意味着降准释放的流动性可能被体系内部吸收，而不一定转化为短端资金价格的系统性下移。另一方面，在当前利率走廊框架下，央行更倾向通过公开市场操作与政策利率管理短端流动性，这在一定程度上也弱化了存款准备金率作为“压低短端资金价格工具”的功能。

从可观察的资金价格行为来看，这种机制变化已经有所体现。在存准率持续下行的背景下，DR007 仍主要围绕 7 天逆回购利率波动，央行对公开市场操作的依赖并未显著下降，表明银行体系对基础准备金的摩擦性需求依然存在。在此背景下，进一步下调存准率对短端资金价格与信用扩张的边际传导效应趋于减弱。

进一步的实证特征在于，这种影响呈现出“弱化且不稳定”的状态。以 DR007 相对 7 天逆回购利率的利差衡量，2024 年 2 月降准后利差仅小幅收敛，而 2024 年 9 月在政策利率下调背景下利差反而走阔，显示降准对短端资金价格的影响具有明显的状态依赖性：当短端约束较强、吸收项有限时，利差反应更为明显；而当存在较强吸收项或央行同步进行公开市场对冲时，利差响应则可能被明显削弱。这种不稳定性本身亦表明，存准率作为压低短端资金价格的工具，其稳定性与确定性已明显下降。

图 57: DR007 仍围绕政策利率运行，降准对短端资金价格的传导效应有限



资料来源：人民银行、WIND、建银国际证券

综合来看，存准率仍存在一定下行空间，但其边际效用已明显递减，其功能性下限或已接近 5% 附近。在这一背景下，若政策目标在于系统性下移资金价格与融资成本中枢，更可能依赖政策利率工具的调整；而存准率工具则更多承担稳定银行负债结构、补充中长期流动性安全垫的功能。

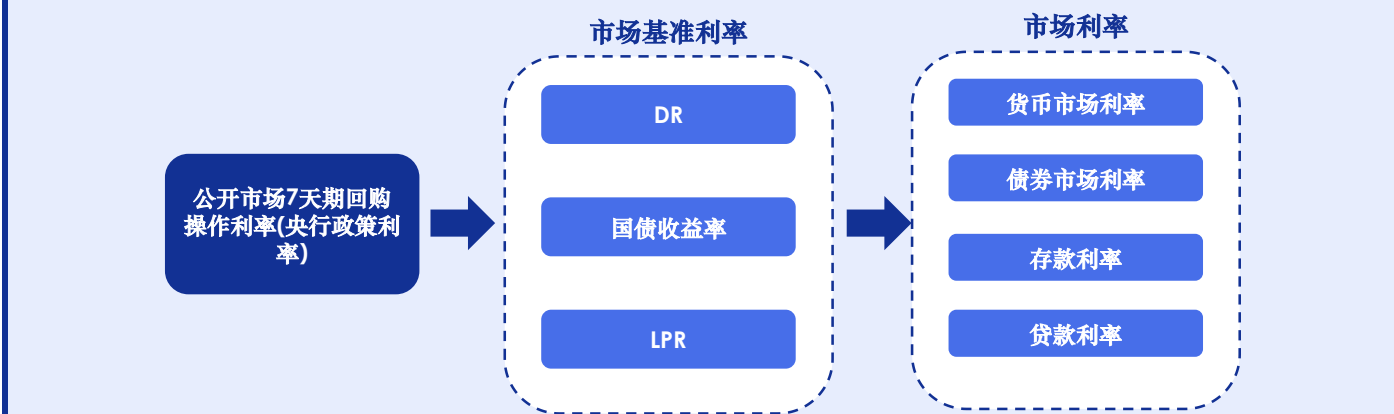
与此同时，政策利率调整同样受到银行体系净息差的约束。在当前存贷款利率传导存在一定非对称性的环境下，政策在推动利率下行的同时，也需兼顾银行资产收益与负债成本之间的平衡，引导银行体系维持合理净息差水平，以避免利率调控在传导过程中受到银行经营约束的掣肘。在上述约束条件下，货币政策更可能通过小幅、渐进的方式影响融资成本中枢，而难以形成推动利率体系整体大幅下行的政策环境。

### 专题研究三：利率框架更新：7天逆回购成为主要政策利率，传导链条更短、更可控

2024年7月，人民银行持续深化利率市场化改革，明确公开市场7天期回购操作利率为主要政策利率，并通过调整政策利率影响货币市场利率（如同业存单利率）和债券市场利率（如国债收益率），并影响存贷款利率（如LPR和银行存款挂牌利率），进而促进消费和投资、提升社会总需求（见下图）。与之配套的是操作机制的进一步“价格型”转型：7天逆回购操作由固定利率、数量招标方式执行，逆回购利率不再是中标结果，而是由央行根据调控需要确定；同时增加午后的临时正、逆回购操作，并在7天逆回购利率基础上加减点确定利率，进一步突出政策利率地位、框住货币市场利率波动范围。在此基础上，通过延后操作时间、调整中标机制等方式，淡化MLF的政策利率色彩，逐步理顺由短及长的利率传导关系，向市场传递更加清晰的利率调控目标信号。

从传导效果看，政策利率向市场利率的传导整体有效，但不同市场的传导效率存在差异。货币市场与债券市场基本与政策利率同向同幅波动：2019年8月至2024年8月，7天期逆回购利率累计下调0.85个百分点，3个月期同业存单收益率和10年期国债收益率均下降约0.9个百分点。但存贷款利率与政策利率调整幅度存在较大偏离：同期1年期LPR累计下降0.9个百分点，而银行贷款平均利率降幅为1.9个百分点；定期存款平均利率降幅仅为0.5个百分点。主要原因在于市场竞争激烈、银行“内卷”严重，利率传导在资产端与负债端呈现非对称特征。后续政策关注点也由“放开”转向“形得成”和“调得了”：一方面要求金融机构提升自主理性定价能力、增强资产端和负债端利率调整联动性，发挥行业自律作用、健全FTP机制等；另一方面要尽可能缓解影响利率调控的约束，引导银行通过市场化方式保持合理的资产收益与负债成本，避免净息差掣肘，使利率政策更好服务宏观调控。

图 58: 利率传导示意图



资料来源：人民银行、建银国际证券

### 五、长端利率约束：10年期国债收益率1.6%更像区间下沿

在长端利率层面，10年期国债收益率在1.6%附近更可能构成当前利率运行区间的下沿，而不容易有效跌破并长期站稳，核心在于今年更像“财政偏积极、货币偏克制”的组合。财政端，赤字率仍维持在4%的较高水平，且政府债发行规模可能上调并倾向前置——年初发行节奏已明显加快，意味着市场需要吸收的国债供给增加，对债券价格构成压力，进而限制收益率继续下探。

央行端，虽然人民银行明确释放“适度宽松”并提到会用降准、降息等工具维持流动性，但市场更倾向将其理解为小步、边走边看：一方面要稳增长、稳信用，另一方面兼顾汇率与金融风险，因此较难出现能将长端利率持续压到历史新低以下的“强刺激”。换句话说，今年货币政策更可能是托底与对冲，而不是推动长端利率“趋势性破底”。在这种组合下，1.6%更像“靠近就会遇到供给与政策约束的区间”：想要跌破它，往往需要更强触发条件（例如短端利率再明显下台阶，或央行买债力度/信号显著加强），否则更常见路径是在低位反复试探、以震荡为主。

若经济与通胀仍偏弱、风险资产回报不高，资金仍可能继续偏向确定性较强的利率资产，10年期收益率存在再次逼近甚至阶段性跌破前低的可能。但若今年权益市场表现改善、风险偏好回升，部分资金可能从避险或交易性债券配置转向权益资产，使国债市场的边际增量需求相对有限。叠加财政供给前置与货币政策偏小步对冲的基准情景，长端收益率在1.6%下方长期稳定运行的概率仍相对有限，更可能在这一水平附近反复试探，以低位震荡为主。在利率区间震荡的环境下，居民资产配置结构的变化也可能对权益市场形成新的增量资金来源。

## 六、居民资产再配置：存款到期结构或带来权益市场增量资金

图 59：居民存款搬家测算

情景	2025 年到期体量 (万亿元)	2026 年到期体量 (万亿元)	2026 年 到期增量	到期后离开 存款比例 (%)	离开存款资金 配置权益比例 (%)	权益净流入 (万亿元)
悲观	54.94	60.90	5.96	5	30	0.91
基准	58.24	64.55	6.31	10	40	2.58
乐观	62.63	69.43	6.79	15	50	5.21
<b>2026 年新增权益增量</b>			<b>6.31</b>	<b>0.1</b>	<b>0.4</b>	<b>0.25</b>

资料来源：人民银行、WIND、建银国际证券

在测算居民存款向权益市场的潜在迁移规模时，我们并未采用简单的存量比例假设，而是从当年实际进入可再配置状态的存款规模入手，对居民定期存款的期限结构与到期节奏进行综合评估。

考虑到居民定期存款在不同期限上的到期特征差异明显，我们重点关注一年内可被重新定价或再配置的存款体量，并将长期限存款的提前支取、滚动与结构性重定价等因素纳入情景分析框架。在该框架下，当年可动用的居民存款规模会随市场环境变化呈现一定弹性，但整体仍受到期限结构的约束。

基于上述方法，在中性情景下，我们测算 2026 年居民部门流入权益市场的新增资金规模约为 2.6 万亿元。更值得关注的是，与 2025 年相比，2026 年由于可到期存款体量明显上升，仅结构性增加的到期部分，便可为权益市场带来约 2600 亿元的边际增量资金。

## Q9 | 外部与汇率：人民币近期走势由哪些因素决定？

近期人民币走强，主要来自外部“卖出美国”情绪导致美元阶段性走弱、叠加国内资产相对稳定与企业结汇节奏增强；同时央行通过“中间价—在岸—离岸”的预期管理，使升值更偏“有序推进”而非单边加速。

往后看，美元周期（降息节奏、就业与通胀粘性）决定方向与空间、国内基本面与政策组合决定底盘稳定性，因此人民币更可能是温和升值但反复，难以走出单边大幅升值行情。

节奏上，“年初偏强≠全年趋势”：春节前后结售汇与情绪波动更大，2-3月支撑可能边际减弱，二季度更能代表全年方向；若特朗普访华等事件带来不确定性，汇率双向波动可能放大。

2026 年：美欧地缘政治摩擦带来一轮“卖出美国”交易抛售，叠加中国经济稳健、中美地缘稳定，人民币“破 7”，但长期维持在“6 字头”、进一步打开升值空间，仍需要国内政策与内需修复。

中期来看，决定汇率的是中美两国的经济与货币周期。中美两条主线决定人民币是处于温和升值状态，并且有反复，

### ■ 外部主线（美国基本面、联储降息与美元周期）决定“方向与上限/下限”，但节奏未必线性：

- 历史上美元指数出现“连续两年大幅下跌”的周期并不多见，基本都是伴随着体系重建或衰退和/或联储的大幅度降息；
- 美元是否趋势性走弱取决于美国就业与通胀粘性、以及降息路径的谨慎程度，和历史上主要降息周期相比，本次降息的节奏处于“走走停停”，幅度也较小；
- 同时即便美国当局主观存在“弱美元动机”，也受海外持有美元资产回报与市场波动约束，主动大幅贬值空间有限；
- 因此，我们认为美元指数 DXY 95 视作关键支持位置，2026 年可能前低后高。

### ■ 内部主线（国内基本面与政策组合）更多决定“底盘稳定性”：

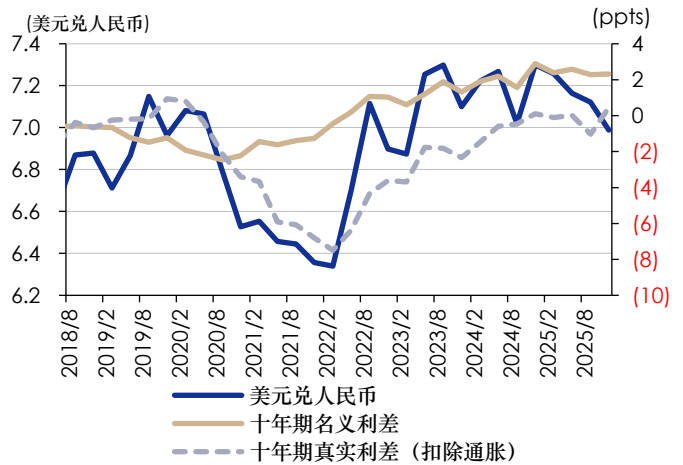
- 去年到今年，国内整体市场反馈表现为 A 股市值阶段性回升、10 年国债收益率在 1.8% - 1.9% 附近、人民币稳步回升；
- 从基本面来说，就业与盈利修复偏慢、价格端压力仍在，“促物价合理回升”仍是重要约束、此外资产端无风险利率仍然存在一定的下行压力；
- 这些叠加决定了人民币中期升值是温和的。

**图 60: 外部方面, 美国降息节奏取决于就业和通胀, 长期看在非衰退情境下, 难以出现大幅降息所驱动的的单边美元走弱**



资料来源: 彭博、建银国际证券

**图 61: 内部方面, 大部分时间, 整体美元兑人民币走势仍然与利差高度相关, 而利差方面, 特别扣除通胀的真实利差并不支持人民币大幅走高**



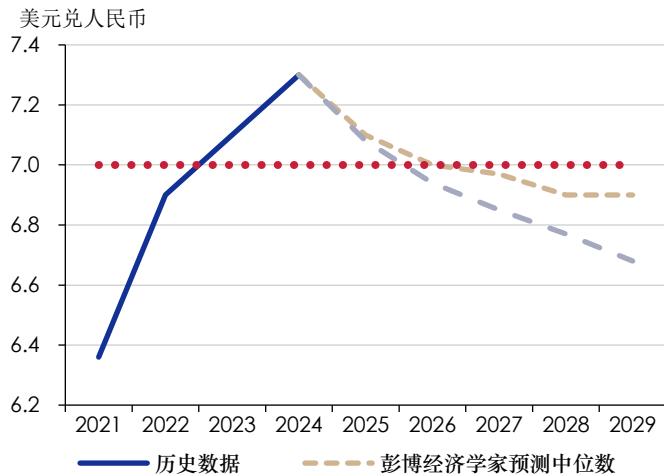
资料来源: 彭博、建银国际证券

短期的驱动则更为复杂, 主要是企业结售汇、中国央行的预期管理以及美国资产的波动

■ 结售汇和季节性驱动

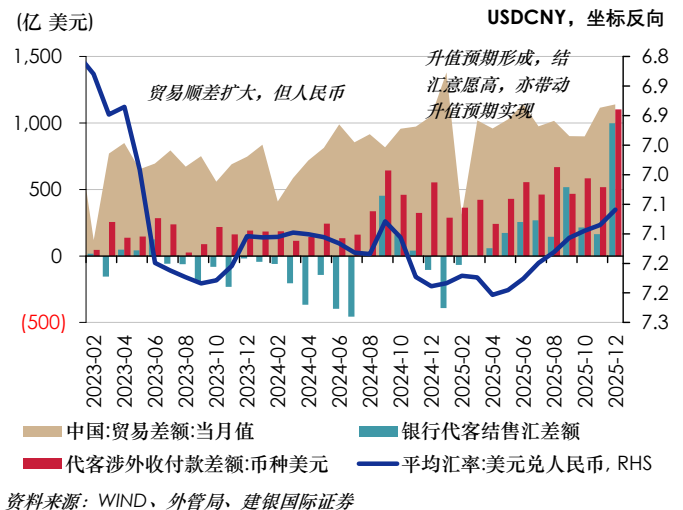
- 贸易顺差高, 但人民币短期仍可能受资本端主导: 疫情后贸易顺差高位, 但“顺差不结汇”长期存在; 在贬值预期的情况下企业倾向以外汇存款持有; 随 25 年升值预期强化, 结售汇成为人民币走强推手。
  - 虽然中国的资本和金融账户相较经常账户来看规模看似较小, 真正推动汇率短期动量多是资本和金融账户 (证券/其他投资等) 与企业结售汇节奏。

**图 62: 25 年升值预期累计, 企业囤积美元意愿走弱**



资料来源: 彭博、建银国际证券

**图 63: 升值预期与结售汇行为彼此强化实现, 助推人民币走强**



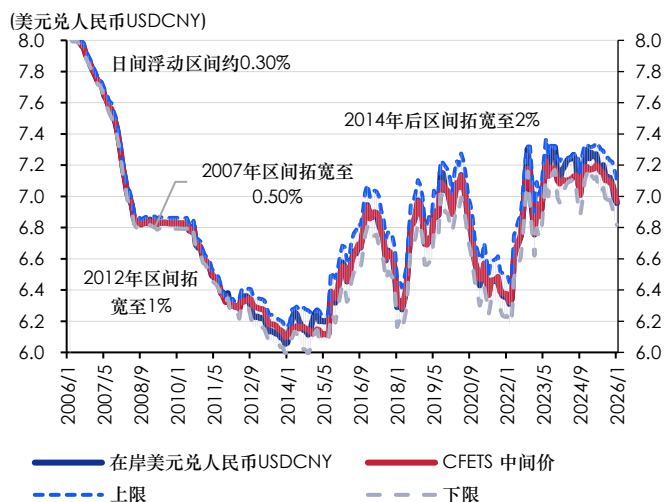
资料来源: WIND、外管局、建银国际证券

■ 人民币的预期管理

- 运行机制层面: 在数十年的市场改革后, 人民币管理浮动基本形成“中间价—在岸—离岸”: 通过中间价与区间(目前维持在 2% +/-)管理稳定预期, 并在离岸通过流动性/利率工具管理, 随后推动中间价、在岸与离岸逐步“三价合一”;
- 在 2023-2025 年前期, 人民币主要面临贬值压力, 此时官方公布较强的人民币中间价, 防止单边贬值预期的强化; 到 25 年底, 人民币的升值预期形成, 官方公布的人民币中间价与市场预期比较, 更为温和, 政策上更倾向人民币的有序升值;

- 此外，央行在2026年2月底宣布将远期购汇(银行远期售汇)外汇风险准备金率从20%降至0(3月2日起实行)，是从衍生品端“松摩擦”：降低企业用远期锁汇/买美元的成本，鼓励远期美元需求上来，通过远期点/对冲成本的变化反过来减轻即期升值压力；这套工具在人民币升值偏快阶段用于“降温”有历史先例——2017年与2020年央行都曾在人民币走强环境下取消/下调该项要求，以放慢升值节奏、强化双向波动而非逆转趋势。

图 64: 人民币运行机制框架决定 USDCNY 围绕中间价波动



资料来源: 彭博、建银国际证券

图 65: 2025 年底以来, 中间价预期引导有序升值



资料来源: 彭博、建银国际证券

■ 美元的避险属性与“卖出美国”的情绪:

- 美元本轮走弱最大的不同是美元避险属性的弱化: 在以往重大金融风险和地缘事件发生时, 美元往往作为避险资产会获得一轮提升, 但是疫情后宽松叠加 AIGC 导致美国优质权益资产集中度过高 (“美股七雄”)、特朗普上台后地缘政治、关税摩擦和财政风险 (政府关门) 频繁爆发, 这导致美国的风险资产波动频繁并经常发生 “卖出美国” 的抛售, 而美元在诸多抛售中并未体现出明显的避险属性, 这一方面与当局本身的美元偏好有关, 但更重要的当这些地缘政治、AI 信心反转等危机源头是美国时, 美元的避险属性信仰被弱化, 投资人转而奔向黄金/白银等贵金属;
- 但不可否认的是, 美元仍然是非常重要的避险资产, 因而在危机与美国本土经济、政治和资产直接相关性不高时 (如俄乌冲突、或者未蔓延到美国本土的委内瑞拉事件), 或者市场已经被过度抛售时, 美元仍然会出现修复式走强。
- 资产属性层面: 人民币仍难被视为典型全球避险资产, 但配置吸引力在改善: CNH 市场体量与在岸跨境制度约束限制其 “避险承载力”; 但跨境使用与便利度在提升政策会在稳定与开放间平衡。

❖ **总节奏判断:** 我们认为人民币年初偏强 ≠ 全年趋势, 春节前后结售汇波动更大, 2月~3月支撑因素可能边际减弱; 在基本面不足以支持单边大幅升值时, 阶段性走强更多来自美元边际变化与企业结汇强化; 同时季节性来说, 通常二季度走势更能代表全年方向; 今年特朗普预计访华, 随之带来的政策不确定性可能会对人民币的走势有一定的影响。

**长期:** 人民币被系统性低估因而应大幅升值? 我们认为市场讨论基于长期理论模型, 实操中难以出现升值。

在 2025 年人民币转入升值轨道后, 业界出现讨论人民币被系统性低估的讨论。部分研究认为人民币被低估 20%—30%, 并以此认为在未来几年内能看到大幅人民币上行。

- 购买力平价/价格水平模型: (PPP, Purchasing Power Parity)看同一篮子东西在中国和国外的价格差。如果按现换算后中国整体更便宜, 就推算 “人民币应更贵” 才能让价格接近从而得到人民币被低估的结论。这类模型是比较古典的谈论均衡汇率的模型 (例如 “巨无霸指数”)。
- PPP 反应的是价格水平/长期购买力差异; 不能直接推导到汇率应该直接升值, 发展中经济提的服务业/住房等天然更便宜; 此外, 在中国的历史上 PPP 与人民币反向背离并不少见

### 专题研究四：美元兑人民币 20 年走势回顾

1995—2005 年，人民币对美元总体处于固定/准固定盯住阶段，长期围绕 8.28 附近窄幅波动；直到 2005 年 7 月 21 日央行宣布汇改、一次性小幅升值并改为“参考一篮子、管理浮动”，这标志着从“硬盯住美元”向“有管理的篮子框架”切换。

2005—2008 年上半年，在新框架下人民币对美元走出一段较长的单边升值（渐进升值）；但 2008 年 7 月全球金融危机冲击后，为稳增长与稳出口，人民币对美元又出现一段事实再盯住，大体钉在 6.83 附近，直到 2010 年 6 月恢复“增强弹性”的改革取向。

2010—2016 年（8·11 前后）可以概括为“放大波动区间，以中间价为锚”；2012 年 4 月 16 日将日内波动区间由±0.5%扩大到±1%，2014 年 3 月进一步扩大到±2%；2015 年 8 月 11 日“8·11”调整中间价形成机制，参考做市商报价与前一交易日收盘价，并触发当日人民币显著走弱；2016 年 10 月 1 日人民币正式纳入 IMF SDR 货币篮子。

图 66: 美元兑人民币在 20 年内的走势与外围环境与内生经济和改革息息相关

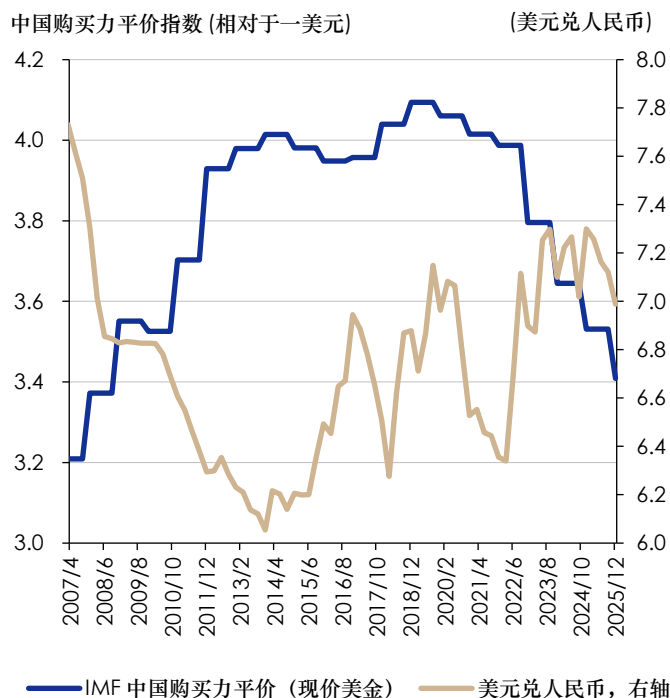


资料来源：彭博、建银国际证券

2017-2020 年“逆周期因子”对“更市场化的中间价”的再校准：在 2017 年 5 月引入逆周期因子，用于抑制顺周期与单边押注；2018 年初在人民币阶段性走强、预期更稳时一度暂停/中和；但 2018 年中美贸易战升级、美元偏强与贬值预期抬头后，2018 年 8 月又重启该工具以稳定预期，并在 2019 年 8 月贸易战再度激化的背景下，人民币一度跌破“7”这一关键心理关口；到 2020 年 10 月 27 日在人民币明显走强阶段，监管再度要求对逆周期因子“neutralize/暂停”，让中间价更贴近市场。此外，包括远期购汇（银行远期售汇）外汇风险准备金率也是平滑曲线的方式。

疫情后（2020—2025 年）更多体现为区间行情，由美元周期与资金流主导、结构性叙事提供底色：2020—2021 人民币出现阶段性升值，与贸易顺差扩大、资本流入、银行体系美元供给充裕等因素相关；2022 在美联储快速紧缩、强美元背景下人民币显著走弱；但进入 2025 年在美元回落与跨境人民币使用上升（“去美元化”叙事）阶段出现修复。

图 67: 历史上美元兑人民币走势与中美 PPP 经常背离



资料来源: 彭博、建银国际证券

图 68: 升值周期中常见学界和业界关于人民币被低估的讨论

Table 4.1 Estimates of renminbi appreciation needed to eliminate undervaluation (percent)

Study	Year	REER range	Bilateral dollar rate range	Approach
Anderson (2006)	2006	—	18 to 25	FEER
Bénassy-Quéré et al. (2004)	2001	16	41 to 44	BEER
Bénassy-Quéré et al. (2006)	2004	31 to 45	30 to 59	BEER
Big Mac	2007	—	138	PPP-S
Bosworth (2004)	2004	—	67	PPP-E
Cheung, Chinn, and Fujii (2007)	2007	—	=100	PPP-E
Cline (2005)	2005	21	45	FEER
Cline (2007)	2007	11 to 18	34 to 39	FEER
Coudert and Couharde (2005)	2003	—	41 to 50	PPP-E
	2002	—	18	BEER
	2002-03	23 to 30	44 to 54	FEER
Frankel (2006)	2000	—	56	PPP-E
Funke and Rahn (2005)	2002	3 to 6	12 to 14	BEER
Goldstein (2004)	2004	15 to 30	—	FEER
Goldstein and Lardy (2006)	2004	20 to 35	—	FEER
Goldstein and Lardy (chapter 1)	2007	30 to 55	—	FEER
Jeong and Mazier (2003)	2000	29	67	FEER
MacDonald and Dias (2007)	2007 <sup>a</sup>	8 to 42	—	BEER
Stolper and Fuentes (2007)	2007 <sup>b</sup>	—	7	BEER
			15	FEER
Wang (2004)	2003	5	—	BEER
		0 to 5	—	FEER
		0 to -5	—	FEER
Wren-Lewis (2004)	2003	—	19 to 22	FEER
Average	All	19	40 <sup>c</sup>	
Average A	2000-2004	17	42 <sup>c</sup>	
Average B	2005-07	26	38 <sup>c</sup>	

BEER = behavioral equilibrium exchange rate  
 FEER = fundamental equilibrium exchange rate  
 PPP = purchasing power parity  
 REER = real equilibrium exchange rate  
 -S = simple  
 -E = enhanced  
 a. Goldman Sachs dynamic equilibrium exchange rate (GSDEER) model.  
 b. Elasticities model.  
 c. Excluding Big Mac.

资料来源: PIIE<sup>5</sup>、建银国际证券

- 生产率/基本面均衡模型: 依托包括 Balassa-Samuelson/生产率框架来估算国家长期“应然”汇率(BEER/DEER)。当一国可贸易部门相对生产率提高时, 工资上升并外溢推高服务等非贸易品价格, 从而抬升整体相对物价水平并使均衡的实际有效汇率走强, 如果现实中汇率没有走强到相应幅度, 则推导出该国汇率被低估。
  - 这种框架多数是长期模型而不是中短期模型; 且生产率框架跨国可比性弱(产业结构、服务业质量), 且生产率不一定转化为工资与通胀, 所以传递链条不稳定。
- 经常账户均衡模型: 通过经常账户顺差/外部平衡去倒推一个收支平衡的“应然”汇率。这类模型从外部收支出发, 问“要让经常账户顺差回到可持续/正常水平, 汇率需要调整多少”。若中国顺差偏高, 模型通常会需要人民币升值来压低顺差, 从而推导出“人民币被低估”。
  - 各国可持续的经常账户的顺差/外部平衡如何界定其实存在许多差异, 例如, 部分学者和业界很容易通过一些发达国家的习惯来假定中国应该降低贸易顺差; 此外, 贸易弹性、企业定价/吸收成本、关税管制会让“汇率调节多少能调节顺差”传导机制不稳定。

以上模型共有的缺陷, 首先是概念问题(例如什么是可持续的顺差)和决定性参数(例如贸易弹性系数、哪些产品属于一篮子)依赖主观假设和一些特定时期的国际/国内经验; 其次, 建模中容易忽略市场的结构性变化问题(疫情前后贸易模式变化、地缘摩擦、资本管制强弱变化); 最后, 汇率不只是由基本面决定: 资本流、风险溢价、政策目标、市场结构和管制会让汇率长期偏离任何单一的均衡线而不一定回归; 此外, 部分业界采用两种模型测算的“应然”汇率进行加权的方式测算人民币低估水平, 并没有考虑到重复估算同一因素从而放大低估幅度(如内需弱、价格低导致的顺差高这一结构性因素, 同时会反映在生产率模型和经常账户模型里)。

——>退一步讲, 就算这些模型的缺陷都得到解决并且完美进行结合, 这种所谓的“应然”汇率, 也是基于种种假设的理想长期结果, 实务操作中并不意味着中短期人民币会朝着这种“应然”汇率收敛。

<sup>5</sup> William R. Cline and John Williamson, “Estimates of the Equilibrium Exchange Rate of the Renminbi: Is There a Consensus and, If Not, Why Not?” paper presented at the conference on China’s Exchange Rate Policy, Peterson Institute for International Economics, Washington, DC, October 19, 2007.

## Q10 | “十五五”改革的主线是什么：继续拓展增长边界，还是更着重提高宏观治理效能？

从“扩增长”转向“提效率”：随着经济规模扩大和增长趋稳，“十五五”改革的重点不再是推出新的增长政策，而是通过完善市场规则和宏观治理体系，提高资源配置效率，为长期增长提供制度动力。

市场制度与企业制度同步完善：改革将以统一大市场 and 要素配置改革为抓手，打破地方保护和市场分割，同时在企业制度层面强化“两个毫不动摇”，通过完善民企制度保障和深化国企治理改革，提高企业投资与创新的制度稳定性。

宏观治理与民生改革并行推进：未来五年将更加注重宏观政策协同和财税体制优化，同时强化收入分配、公共服务和社会保障体系建设，推动发展模式从“投资驱动”逐步转向“投资于人”。

今年政府工作报告在“十五五”部分对未来五年的主要目标和重大任务作出部署。从政策表述来看，“十五五”阶段不仅延续了高质量发展的总体方向，同时也更加突出通过深化改革释放增长动力。《十五五规划建议》提出，要充分发挥经济体制改革的牵引作用，通过完善市场制度和宏观治理体系，为高质量发展提供长期动力。

如果从整体逻辑来看，“十五五”改革的重点可能并不在于推出新的拓展增长边界政策，而是在既有市场化改革基础上，通过完善市场规则和宏观治理体系，提高资源配置效率。过去几十年，中国经济增长在较大程度上依赖投资扩张和产业升级，而随着经济规模不断扩大，制度环境和资源配置效率的重要性正在上升。

因此，从政策脉络来看，“十五五”改革可以理解为在“十四五”市场化改革基础上的一次系统化升级。“十四五”时期的改革重点主要集中在要素市场化配置和营商环境优化，例如土地、资本和数据等要素市场建设，以及市场主体准入环境改善。而进入“十五五”阶段，政策重点开始从“放开要素”逐步转向“完善制度”，更加注重市场运行规则、企业制度和宏观治理体系的稳定性。

综合《规划建议》和政府工作报告的相关表述来看，未来五年的经济体制改革大体可以从四个方面理解：统一大市场与要素配置改革、企业制度改革、民生与社会治理改革以及宏观治理体系完善。这些改革的共同目标，是通过制度优化提升资源配置效率，使市场在经济运行中的作用更加稳定和可预期。

### 一、统一大市场与要素配置改革：提升资源配置效率

在“十五五”改革议题中，统一大市场建设将成为推动经济体制改革的重要抓手。《规划建议》提出，要完善统一的市场基础制度规则，包括市场准入、公平竞争、产权保护和社会信用体系等，同时坚决破除地方保护主义和市场分割现象。从政策逻辑来看，统一大市场不仅涉及商品和服务市场，更重要的是推动各类生产要素在全国范围内实现更加顺畅的流动和配置。

随着中国经济规模不断扩大，全国范围内资源配置效率的重要性日益提升。如果不同地区之间存在制度差异或行政壁垒，企业在不同地区经营可能面临不同的制度成本，从而影响市场效率。过去一些地方在招商引资过程中通过产业补贴或地方性政策吸引企业落地，这在一定程度上促进了地方经济发展，但也可能导致市场分割和资源配置扭曲。

统一大市场建设的重要内容之一，是推动土地、劳动力、资本、技术、数据以及碳排放等要素形成更加统一的市场体系。过去部分要素市场仍存在流动障碍，例如土地制度和户籍制度在一定程度上限制了劳动力流动，而数据、技术以及碳排放等新型要素市场仍处于制度探索阶段。未来随着制度逐步完善，这些要素将逐渐形成更加明确的定价与交易机制，从而提升资源配置效率。

资本市场改革也是统一大市场体系的重要组成部分。政府工作报告提出持续深化资本市场投融资综合改革，并进一步健全中长期资金入市机制。这意味着资本市场将在资源配置中发挥更加重要的作用，通过引导长期资金进入资本市场，提高资本配置效率，并支持科技创新和产业升级。

此外，《规划建议》中还提出要整治“内卷式”竞争。近年来，一些行业在需求增长放缓的背景下，通过价格战和产能扩张争夺市场份额。虽然这种竞争方式在短期内可能扩大销量，但长期来看会压缩利润空间，并影响企业创新投入。通过完善竞争政策和市场监管机制，可以引导企业通过技术进步和效率提升来增强竞争力。

总体来看，统一大市场与要素市场改革的核心目标，是通过打破制度壁垒和完善市场规则，使资源能够在更大范围内实现高效配置，从而为经济增长提供更加稳定的制度基础。

### 二、企业制度改革：民企保障与国企升级

企业制度是经济体制改革的重要组成部分。《规划建议》再次强调“两个毫不动摇”，即巩固和发展公有制经济，同时支持民营经济发展。从制度设计来看，“十五五”时期企业制度改革将同时涵盖民营经济制度保障和国有企业改革深化两个方面。

在民营经济方面，政策更加注重通过制度建设改善发展环境。例如推动民营经济促进法出台、完善产权保护制度以及加强公平竞争制度等。这些措施的目标，是通过更加稳定和透明的制度环境，提高企业对未来政策环境的可预期性。相比短期政策支持，制度化保障对于企业长期投资决策更为重要。

与此同时，国有企业改革也将在“十五五”阶段继续深化。近年来实施的《国企改革深化提升行动方案（2023—2025年）》围绕完善中国特色现代企业制度、健全市场化经营机制以及优化国有资本布局结构等方面，对新一轮国企改革作出了系统部署。通过推进董事会建设、完善经理层任期制和契约化管理等措施，国有企业治理结构和经营机制正逐步向更加市场化、规范化方向转变。

从改革方向来看，国有企业未来将在国家战略领域中发挥更加重要的作用。例如在新能源、高端制造、数字经济等战略性新兴产业和未来产业中，国有企业被鼓励加大投资力度。同时，强化关键技术突破、科技自主可控及数字化转型。随着人工智能等新技术的发展，“AI+国企”也成为政策关注的重要方向。通过推动国有企业与数字技术深度融合，可以提升企业运营效率，并推动新兴产业发展。

总体来看，“十五五”时期企业制度改革的目标，是在保障不同所有制企业公平竞争的同时，进一步提升企业治理效率，使企业能够在更加稳定的制度环境下进行长期投资与创新。

### 三、宏观治理体系：财税体制与政策协同

除了市场制度改革之外，“十五五”规划还强调宏观经济治理体系的完善。随着经济结构不断变化，宏观政策不仅需要稳定短期经济运行，也需要更加注重长期结构调整。

近年来，中国宏观政策逐渐从单一政策工具转向多政策协同。例如财政、货币、产业和就业政策之间的协调程度不断提高。《规划建议》提出要强化宏观政策取向一致性评估，以避免不同政策之间出现相互抵消的情况。

财税体制改革是宏观治理体系的重要组成部分。未来财政体制改革的重要方向之一，是进一步优化中央与地方财政关系。地方政府在公共服务和基础设施建设中承担了较多责任，但财政收入来源相对有限，因此需要通过制度调整提高财政体系运行效率。

同时，随着经济增长逐渐趋稳，财政资源配置效率的重要性不断提升。通过优化财政支出结构，可以将更多资源投入到科技创新、公共服务和社会保障等领域，从而更好地支持长期经济发展。

总体来看，宏观治理体系改革的目标，是通过完善财政体制和政策协调机制，提高宏观政策的稳定性和有效性。

### 四、民生导向改革：共同富裕与投资于人

随着经济发展进入新的阶段，“十五五”时期的改革也更加注重民生导向。政策重点逐渐从单纯扩大投资转向“投资于人”，通过完善社会保障体系和公共服务体系，提高居民收入水平和生活质量。

收入分配改革是民生改革的重要内容之一。近年来中国收入分配差距问题受到关注，因此政策强调通过完善税收制度、社会保障制度以及公共服务体系来缩小收入差距。这些制度安排也是推动共同富裕的重要基础。

就业政策同样是社会治理体系的重要组成部分。随着产业结构升级和技术进步，就业市场正在发生新的变化。未来政策将更加重视职业培训和技能提升，以帮助劳动力适应产业转型带来的就业结构变化。

户籍制度改革和新型城镇化建设也是促进劳动力合理流动的重要措施。通过推进户籍制度改革，可以降低人口流动的体制障碍，使劳动力能够在更大范围内实现优化配置。

在人口结构方面，中国正逐步进入人口老龄化阶段，因此完善养老服务体系 and 医疗保障体系也将成为民生改革的重要内容。通过发展多层次养老保障体系，可以更好应对人口老龄化带来的挑战。

房地产政策也逐渐从投资导向转向民生导向。政府工作报告提出推进“好房子”建设，并探索房地产发展新模式。这意味着未来房地产政策将更加注重居住属性，通过城市更新和住房保障体系建设改善居民居住条件。

### 五、与“十四五”改革重点的比较

如果将“十五五”与“十四五”进行比较，可以发现改革重点出现了一些明显变化。在“十四五”时期，改革的重点主要集中在推进要素市场化配置和优化营商环境，例如土地、资本和数据等要素市场建设，以及市场主体准入环境改善，整体上更强调市场化程度的提升。

而在“十五五”阶段，改革的重点则进一步转向市场治理体系的完善，例如统一大市场建设、企业制度完善、宏观治理机制优化以及社会治理体系建设。相比之下，“十五五”时期更加注重通过制度完善提升资源配置效率，并强化政策协同和制度稳定性。

换句话说，与“十四五”相比，“十五五”改革并非简单更换重点，而是在既有市场化改革框架基础上，更加强调规则统一、制度细化和治理提效。这种变化在一定程度上反映了中国经济发展阶段的转变：随着经济规模不断扩大和增长速度逐渐趋稳，提高资源配置效率和制度质量将成为推动长期增长的重要动力。

图 69: “十五五”改革重点

改革维度	“十四五”重点	“十五五”重点	更准确的变化
统一大市场与要素配置	建设高标准市场体系，促进资源要素顺畅流动，加快构建国内统一大市场，增强多层次资本市场融资功能。	统一市场基础制度规则，破除地方保护和市场分割，整治“内卷式”竞争；同时推进城乡统一建设用地市场、功能完善的资本市场、流动顺畅的劳动力市场、转化高效的技术市场，并通过宏观资产负债表、并购破产重整等方式盘活存量资产。	从“让要素流起来”升级为“让规则统一、要素高效定价并优化存量”
企业制度改革	激发各类市场主体活力，推进国有经济布局优化和结构调整，完善中国特色现代企业制度，优化民营企业发展环境。	深化国资国企改革，增强国企核心功能和核心竞争力；落实民营经济促进法，从法律和制度上保障平等使用生产要素、公平参与竞争、有效保护合法权益。	从“支持各类主体发展”升级为“国企功能重塑 + 民企法治化保障”
宏观治理体系	建立现代财税金融体制，健全以财政和货币政策为主要手段、各类政策紧密配合的宏观经济治理体系，重视预期管理和跨周期设计。	强化财政、货币及产业、就业、消费、投资等政策协同，增强宏观政策取向一致性，强化效果评价和预期管理；推进零基预算、优化财政支出结构、完善地方税和直接税体系、适当加强中央事权并提高中央财政支出比重。	从“建立协同框架”升级为“强化一致性评估和财政制度再调整”
民生与社会治理	十四五已有完整民生篇章，涵盖公共服务、就业、收入分配、社保和基层社会治理，并提出加快农业转移人口市民化。	十五五更突出“投资于人”、养老、公共服务均等化、人口变化与公共资源配置适配等方向；普惠养老、城乡区域基本公共服务差距、人口形势与公共资源配置。	从“扩面补短板”升级为“更重人口变化、均等化和投资于人”

资料来源:《十四五规划》、《十五五规划》、政府工作报告、建银国际证券

总体来看，“十五五”时期的改革重点并不在于推出新的刺激政策，而是通过制度完善提升市场运行效率。统一大市场建设、企业制度改革、宏观治理体系优化以及民生与社会治理改革，将构成未来五年经济体制改革的主要方向。

从更长期视角来看，这些改革不仅关系到未来五年的经济运行，也将在很大程度上影响中国经济增长模式的演变。通过完善市场制度和社会治理体系，中国经济有望在新的发展阶段实现更加稳定和可持续的增长。

## 分析师证明:

本文作者谨此声明: (i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写; (ii) 其报酬没有任何部分曾经, 目前或将来会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关; 及 (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息/非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本文发行日期之前的 30 个日历日内曾买卖或交易过本文所提述的股票, 或在本文发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

## 免责声明:

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际(控股)有限公司(「建银国际控股」)和中国建设银行股份有限公司(「建行」)全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得, 但建银国际证券有限公司, 其关联公司及/或附属公司(统称「建银国际证券」)不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证(不论明示或默示)。当中的意见及预测为我们于本文日的判断, 并可更改, 而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告, 但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版, 大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的, 且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视作为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保, 或认为该等预测、预期或估值, 或基本假设将实现。投资涉及风险, 过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见, 因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途, 在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性(或相关投资)做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人士使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失(不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的)概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要, 亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素, 并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动; (ii) 过去表现不反应未来业绩; (iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的(至少 12 个月), 且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下, 未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧; (iv) 未来回报不受保证, 且本金可能受到损失; 以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是, 本文仅覆盖此处特定的证券或公司, 且不会延伸至此外的衍生工具, 该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响, 且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险, 并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上, 建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核, 且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责, 亦不作任何陈述或保证(不论明示或默示)。除非特别声明, 本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行, 且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值, 且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释, 且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外, 禁止以任何形式复制或分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断, 并在认为有需要或适当时就此作出独立调查。收件人如对本文章内容有任何疑问, 应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源(如有)的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的, 且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任, 且不对其完整性、准确性、适当性、可用性、安全性作任何担保、陈述及保证(不论明示或默示)。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前, 用户须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可不撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比, 建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致, 但建银国际证券有防止选择性披露的程序, 并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序, 亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是, 收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来, 包括投行业务或直接投资业务, 或不时自行及/或代表其客户持有该等证券(或在任何相关的投资中)的权益(和/或迟后增加或处置)。因此, 投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突, 而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外, 本文所载信息可能与建银国际证券关联人士, 或中国建设银行的其它成员, 或建银国际控股集团公开发表的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块, 仅为建银国际的机构和专业客户所提供, 本文不应提供给零售客户。

如任何司法管辖权区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文, 您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前, 您应确认建银国际证券根据有关法例和条例向您提供有关投资的研究资料, 且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发予依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士, 但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士(根据美国《交易法》或 1986 年《美国国内税收法(修订)》的定义), 如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易, 则此类交易仅限转交与, 且仅应通过建银国际海外(美国)公司进行。除非根据适用法律, 本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大, 及中国境内的公众人士(就本文而言, 不包括香港、澳门及台湾)。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发予任何人士, 建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径, 如电子邮件分发, 那该途径并非保证安全或无误, 因为信息可能被拦截、

损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发：本文中的信息/研究由建银国际（新加坡）有限公司（建银国际新加坡）（公司注册号 201531408W）的外国分支机构建银国际证券有限公司（“建银国际证券”）提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易（特别是证券和集体投资计划）并提供托管服务，并且是新加坡 Financial Advisers Act 规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡 Financial Advisers Regulations 第 32C 条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过+ 65-68071880 与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司 2026。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

**建银国际证券有限公司**

香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 12 楼

电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097