

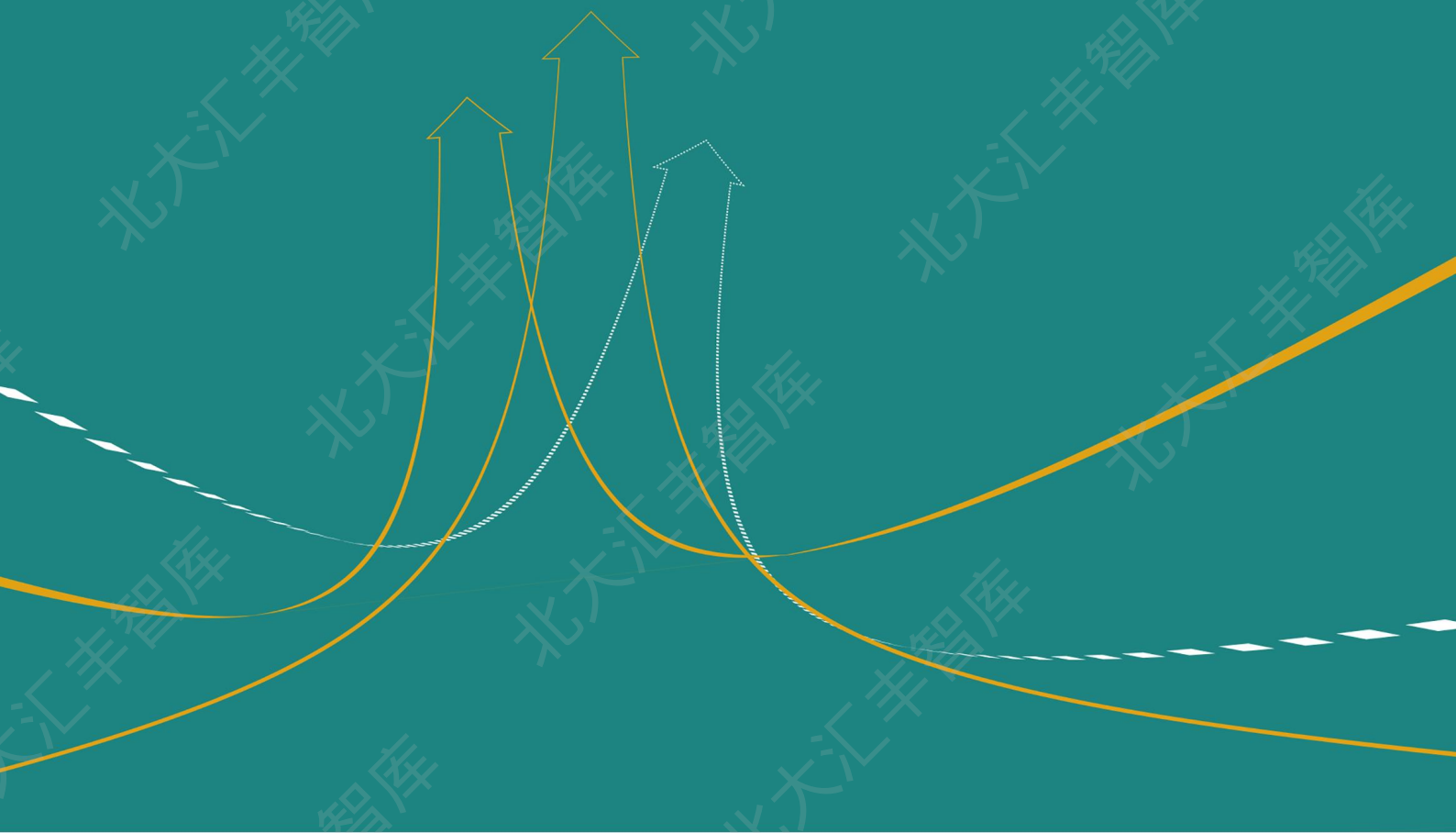
经济分析系列
Economic Analysis Series



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

宏观经济分析报告

2026年第一季度



出口远超预期，固投和社消稳步修复

2026 年 1 月和 2 月，生产，消费和投资等主要的经济指标均明显好于去年 12 月，内需回暖，出口走强导致工业经济加速增长。物价呈企稳回升的趋势，人民币汇率升值，宏观政策保持对实体经济的支持。根据北大汇丰智库测算，**预计 2026 年第一季度 GDP 增速为 4.8%**。

目前宏观经济存在美以伊军事冲突的经济影响持续发酵中、民间投资仍弱、财政收入承压、房地产行业细分指标未见明显好转等问题，建议提前做好应对美以伊军事冲突引致经济冲击的预案、加快《民营经济促进法》的执行落地、加快税制改革、尽快取消商品房公摊面积。

一、国内外重大事件回顾和中国经济增速预测

1. 一季度国内外重大事件回顾

一季度全球经济贸易格局继续调整变化，国内政策持续发力稳增长。国内外发生的主要事件如下：

一是美以伊军事冲突冲击全球能源供给。2026年2月28日，以色列和美国联合对伊朗发动军事打击。战争爆发后，伊朗迅速封锁了霍尔木兹海峡，导致原油价格近期震荡上行，WTI原油价格从开战前每桶65美元左右，最高上涨至120美元左右。霍尔木兹海峡是全球石油运输的重要通道，每天运输量约为2000万桶，相当于全球20%的石油供应。海峡被封锁后，西方七国集团G7，国际能源署IEA等都在相继释放原油储备平抑油价。目前战事何时结束，海峡何时解封仍有较高不确定性。一旦各个国家和组织的原油储备耗尽后，全球的能源供给仍有面临较大的冲击的风险，进而对全球经济造成较大的衰退和通胀的压力。

二是美国最高法院判决 IEEPA 关税违法，特朗普加征 122 条款临时关税。2月20日美国最高法院以6:3的投票结果裁定，特朗普政府依据《国际紧急经济权力法》(IEEPA)实施的全面关税超出国会授权范围，推翻了芬太尼关税（含取消小额包裹免税）、“解放日”对等关税。在认定关税征收非法后，进口商可在货物“清算”后180天内就已征收的关税向美国海关和边境保护局提起诉讼和申请退款。据宾夕法尼亚大学估计退税金额规模预计在1750亿美元左右^①。与此同时，特朗普在判决生效后也立马做出相应反击，立刻表示将根据1974年《贸易法》第122条对全球商品加征10%的关税，随后又马上升至15%。但目前美国海关实际执行的是10%的122关税税率。除122关税外，贸易法中的201、232、301等条款，也都是未来特朗普加征关税可能用到的潜在法律依据。3月中旬，美国已经重启301调查。

三是美联储一季度维持利率不变，今年可能不降息甚至加息。1月和3月美联储分别召开两次议息会议，两次会议均决定将利率维持在3.5%-3.75%的目标范围内不变。3月份公布的点阵图显示，美联储将在2026年降息一次，2027年降息一

^① 原文链接：<https://budgetmodel.wharton.upenn.edu/p/2026-02-20-supreme-court-tariff-ruling/>

次，2028 年维持利率不变，与 2025 年 12 月的预期一致。鲍威尔表示加息重返委员会讨论范围，能源正在成为新的通胀冲击，被市场解读为鹰派言论。随着伊朗战事的发酵，霍尔木兹海峡的石油运输受阻。一旦波斯湾石油供应长期中断，将有可能引起全球经济衰退和通胀失控，从而导致巨大的风险。根据 3 月 31 日芝商所 FedWatch 提供的联邦基金利率期货的最新交易结果来看，市场认为今年美联储不降息的概率为 97%，而加息的概率超过 20%。

四是中国“两会”顺利结束，宏观政策力度较去年未加码。根据今年“两会”公布的政府工作报告，今年的经济增长预期目标为 4.5%-5% 左右，首次低于 5%。赤字率 4% 左右。拟发行超长期特别国债为 1.3 万亿元，与上年基本持平；其中 8000 亿元用于“两重”建设，2500 亿元用于支持消费品以旧换新，2000 亿元用于支持大规模设备更新。拟发行特别国债 3000 亿元，用于支持国有大型银行补充资本金。拟安排地方政府专项债 4.4 万亿元，与去年预算持平。整体看，2026 年新增政府债务安排较去年变化不大，能够确保今年财政支出继续保持相当规模。此外，政府工作报告还明确，发行新型政策性金融工具 8000 亿元，带动更多社会资本参与投资；设立 1000 亿元财政金融协同促内需专项资金，组合运用贷款贴息、融资担保、风险补偿等方式，支持扩大内需。

2. 对 2026 年四个季度主要经济指标的预测与展望

根据北大汇丰智库测算，如表 1 所示，预计 **2026 年一季度 GDP 当季同比为 4.8%**，应能实现今年政府工作报告中提出的全年“4.5-5% 左右”的目标。受地缘政治不确定性高企、科技公司加大 AI 投资支出、光伏出口退税取消前抢出口等因素推动，预估一季度出口增速（按美元计）为 16.2%。出口强劲支撑工业生产，一季度规上工业增加值增速预测为 6.5% 左右。

展望全年，**整体上看，预计 2026 年全年 GDP 同比为 4.8%**。出口应能保持较高增速，同比增长 8.6%，主要受美以伊军事冲突影响，中国是少数能够保证正常生产的国家，预计全年出口将保持高增长。考虑到油价对通胀的影响，社消和固投将稳步回升，但仍然偏弱。同时，考虑到今年年初财政靠前发力，预计规上工业增加值单季度增速同样呈现前高后低的趋势，全年增速预计为 5.8%。而在宏观

政策的支持下，前期增速偏低的社消和固投未来增速有望逐季提升，预计全年社消增速为 3.5%，固投增速为 2.5%。

表 1：对 2026 年四个季度经济增速的预测

当季同比					
	GDP	规上工业增加值	社消	固投	出口（按美元计）
2026q1	4.8%e	6.5%e	3.0%e	1.9%e	16.2%e
2026q2	5.0%e	6.1%e	3.2%e	2.5%e	6.1%e
2026q3	4.9%e	5.4%e	3.4%e	2.8%e	6.5%e
2026q4	4.6%e	5.2%e	4.2%e	2.7%e	6.6%e
累计同比					
	GDP	规上工业增加值	社消	固投	出口（按美元计）
2026q1	4.8%e	6.5%e	3.0%e	1.9%e	16.2%e
2026q2	4.9%e	6.3%e	3.1%e	2.3%e	10.9%e
2026q3	4.9%e	6.0%e	3.2%e	2.4%e	9.3%e
2026q4	4.8%e	5.8%e	3.5%e	2.5%e	8.6%e

注：测算方式见附录，e 代表预测值。测算时间截至 2026 年 3 月 20 日。

数据来源：Wind、自行测算。

二、当前宏观经济的现状分析

表 2 是 2026 年 1-2 月主要的经济指标，工增、社消、进出口、固投等均好于 2025 年 12 月，经济整体呈现复苏特征。

生产方面，出口走强影响，规上工业增加值增速有所提升。**投资方面**，基建、制造业、房地产投资增速都有改善。**消费方面**，以旧换新资金提前下达，加上物价回升，春节备货需求集中释放，驱动消费出现改善。出口方面，1-2 月对主要国家主要品类的出口增速均出现明显回升。全球各地区的出口增速出现普遍上涨。**物价方面**，CPI 和 PPI 同比呈现企稳回升的趋势。**政策方面**，1 月和 2 月 M2 同比增速均为 9.0%，央行继续实施适度宽松的货币政策，为实体经济增长提供流动性支持。财政支出前置发力，专项债发行进度较快。

表 2：2025 年 12 月至 2026 年 2 月主要经济指标汇总

主要经济指标		202512	202601	202602
GDP 当季同比 (%)	实际值	4.5	——	——
	市场预期	4.6	——	——
工业增加值当月同比 (%)	实际值	5.2	——	6.3
	市场预期	5.0	——	5.2
固定资产投资累计同比 (%)	实际值	-3.8	——	1.8
	市场预期	-2.4	——	-2.7
社会消费品零售当月同比 (%)	实际值	0.9	——	2.8
	市场预期	1.4	——	2.4
出口当月同比 (美元计, %)	实际值	6.5	10.0	39.6
	市场预期	2.6	4.5	6.0
进口当月同比 (美元计, %)	实际值	5.6	25.6	13.8
	市场预期	0.1	2.6	6.9
贸易差额当月值 (亿美元)	实际值	899.2	1115.6	1141.1
1 美元兑人民币汇率 (月末值)	实际值	7.029	6.968	6.923
FDI 累计同比 (美元计, %)	实际值	-8.4	-1.1	-1.1
CPI 当月同比 (%)	实际值	0.8	0.2	1.3
	市场预期	0.8	0.4	0.9
PPI 当月同比 (%)	实际值	-1.9	-1.4	-0.9
	市场预期	-2.0	-1.5	-1.1
M2 同比 (%)	实际值	8.5	9.0	9.0
	市场预期	7.9	8.4	8.8
M1 同比 (%)	实际值	3.8	4.9	5.9
新增人民币贷款当月值 (亿元)	实际值	9100.0	47100.0	9000.0
	市场预期	7128.33	45188.64	8415.93
社融新增当月值 (亿元)	实际值	22075.0	72185.0	23855.0
	市场预期	18594.62	65441.69	18404.62
一般公共预算收入累计同比 (%)	实际值	-1.7	——	0.7
一般公共预算支出累计同比 (%)	实际值	1.0	——	3.6

注：市场预期来自于 Wind 一致预期。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

1. 生产：工业生产增速加快，制造业和私营企业表现突出

2026 年 1-2 月，规模以上工业增加值同比增长为 6.3%，较 2025 年 12 月 5.2% 的增速有所提升，工业生产呈现出以下特点：

第一，上中下游工业增加值增速全线上升，出口是重要驱动因素。从结构上来看，2026 年 1-2 月，上中下游工业增加值当月同比分别增长 6.5%、5.2%和 8.5%，

与去年 12 月相比均呈加速增长的趋势，下游增速最快。2026 年 1-2 月出口交货值同比增长 6.3%，较去年 12 月的 3.2%增幅有所扩大，出口对一季度工业生产形成有力支撑。另一方面，基建投资的增速在年初也出现大幅反弹，2026 年 1-2 月基建投资增速为 11.4%，较 2025 年 12 月的-1.5%有显著增长，也带动产业链相关行业有较好的表现。

第二，汽车行业增速回落，新能源汽车产销受到补贴退坡和需求透支的影响。

1-2 月，汽车制造业增加值同比增长 3.4%，较 12 月 8.3%的增速相比延续了增速回落的趋势。新能源汽车行业出现阶段性下行对汽车行业的表现暂时形成拖累。虽然新能源汽车出口量分别为 30.2 万辆和 28.2 万辆，同比分别增长 100.0%和 110.0%，继续保持翻倍以上的增长势头，但 1-2 月新能源汽车产量为 160.4 万辆，同比增长-13.7%，与 12 月 25.1%的累计同比增速相比，出现大幅下滑，暂时对汽车行业的增长形成拖累。新能源汽车行业补贴退坡对行业销量带来阶段性冲击。在补贴带动下，前期市场需求存在一定透支的情况，导致行业景气度出现较大的下滑。

第三，高端制造与装备制造业保持领跑地位，传统工业行业表现出现复苏。 高端制造与装备制造板块延续高增长且仍在加速，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 14.2%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 13.7%，较 2025 年 12 月 11.8%和 9.2%的增速进一步增长，成为拉动工业增长的核心驱动力。通用设备制造业，专用设备制造业和电气机械和器材制造业增速也稳步走高。出口成为支撑一季度相关行业高速增长的重要因素。光伏组件出口数量分别为 10.4 亿个和 8.6 亿个，同比分别增长 8.7%和 20.6%；集成电路行业的出口金额分别为 229 亿美元和 204 亿美元，同比分别增长 78.4%和 66.6%；船舶行业的出口金额分别为 65 亿美元和 41 亿美元，同比分别增长 18.2%和 188.0%。另一方面，此前表现偏弱的传统制造、消费品及能源行业均在一季度有所修复，食品制造业、橡胶和塑料制品等行业增速均有明显提升，酒、饮料和精制茶制造业增速由负转正，农副食品加工、纺织业等行业增速也有改善。

表 3：19 个细分制造业行业增加值增速

上游采矿		上游原材料		中游装备制造		下游劳动密集型		下游技术密集型	
煤炭开采和洗选业	7.2%	化学原料和化学制品制造业	7.6%	通用设备制造业	8.9%	农副食品加工业	6.1%	医药制造业	7.2%
石油和天然气开采业	5.8%	橡胶和塑料制品业	7.8%	专用设备制造业	8.8%	食品制造业	10.6%	汽车制造业	3.4%
		非金属矿物制品业	2.5%	电气机械和器材制造业	8.7%	酒、饮料和精制茶制造业	4.3%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	13.7%
		黑色金属冶炼和压延加工业	2.2%			纺织业	5.3%	计算机、通信和其他电子设备制造业	14.2%
		有色金属冶炼和压延加工业	3.9%						
		金属制品业	6.5%						

注：表格中数值是 2026 年 1-2 月不同行业增加值的当月同比，绿色代表负值，红色代表正值。曲线是 2025 年 1-2 月至 2026 年 1-2 月不同行业工业增加值的当月同比的走势，表格中的横线代表 0 值横坐标轴。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

第四，制造业和私营企业表现突出。分三大工业门类看，2026 年 1-2 月制造业增加值增速最快，同比增长 6.6%，较 2025 年 12 月的 5.7%有所上涨。按照企业类型划分，2026 年 1-2 月私营企业增加值增速最快，同比增长 7.4%，增速较 2025 年 12 月加快 3.2 个百分点，并高于工业总体增速 1.1 个百分点。

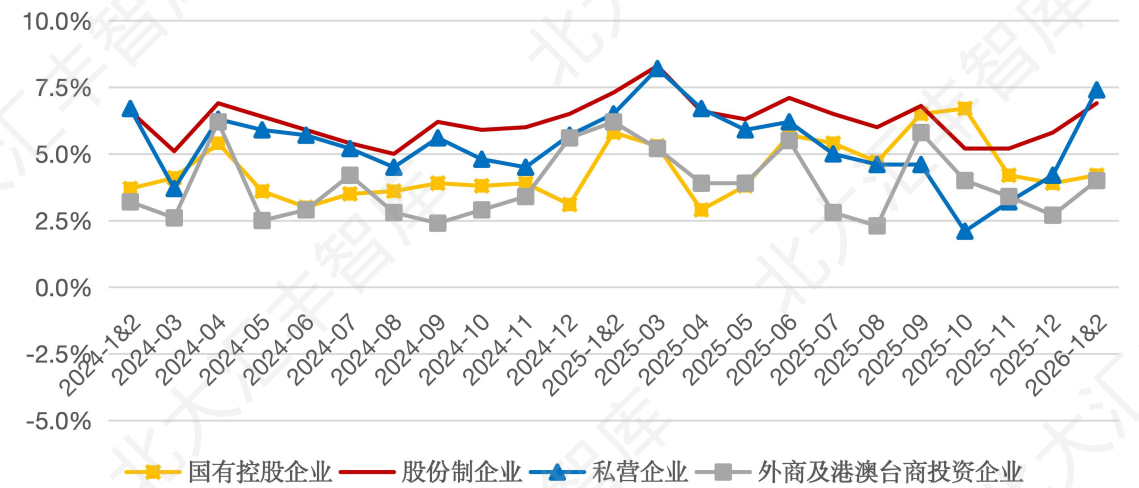


图 1：按经济类型划分的规模以上工业增加值增速

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

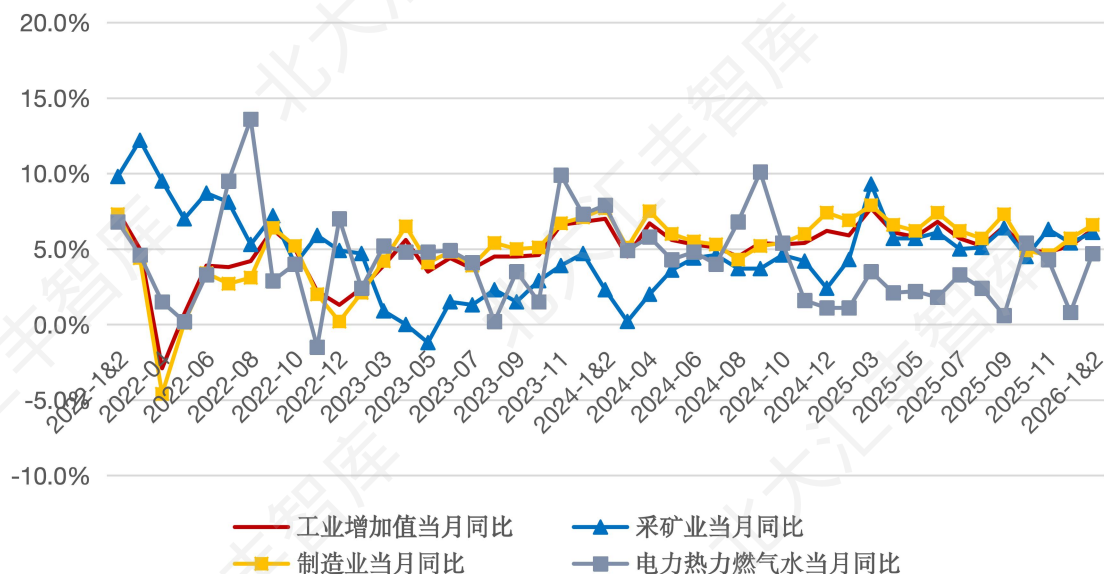


图 2：规模以上工业增加值增速

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

第五，城镇失业率小幅上升。2026 年 1 月和 2 月城镇调查失业率分别为 5.2% 和 5.3%，较 12 月 5.1% 的失业率略有上升。青年失业率延续了自去年 8 月以来的下降趋势，1-2 月 16-24 岁劳动力失业率（不含在校生）分别为 16.3% 和 16.1%，较 12 月的 16.5% 略有回落。此外，2026 年 1 月和 2 月，25 至 29 岁和 30 至 59 岁劳动力的城镇调查失业率分别为 6.8%/4.0% 和 7.2%/4.2%，较 2025 年 12 月的 6.9%/3.9% 有所增加。

2. 投资：基建、制造业和房地产投资增速都在改善，但民间投资仍负增长

2026 年 1-2 月，固定资产投资（不含农户）完成额累计同比增速为 1.8%，高于 Wind 一致预期的 -2.7%，较 2025 年 12 月份 -3.8% 的增速有明显反弹。投资结构呈现以下特点：

第一，国有投资增速转正，民间投资增速连续 9 个月负增长。2026 年 1-2 月国有投资累计同比增速为 7.7%，较 2025 年 12 月 -2.5% 的增速有大幅反弹，带动整体固定投资增速转正。1-2 月民间固定资产投资额累计同比增速为 -2.6%，较去年 12 月份 -6.4% 的降幅明显收窄。按照产业划分，2026 年 1-2 月民间固定资产投资额在第一、第二和第三产业的累计同比增速分别为 3.6%、1.9% 和 -5.9%，第三产业投

资增速虽有一定改善，但仍是最落后的，地产投资仍对民间投资构成拖累。

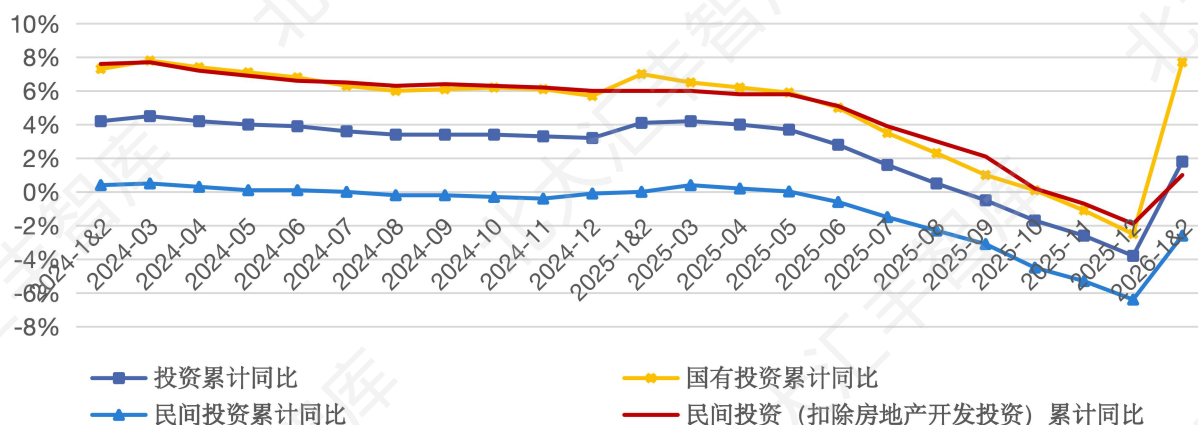


图 3：固定资产投资增速

注：累计同比指的是当年 1 月至截止月份的合计数较上年同期的变化百分比，下同。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

第二，制造业投资增速结构分化，高新技术和出口导向制造业投资保持高增速，“反内卷”行业投资增速放缓。一方面，高新技术和出口导向制造业投资保持高增长。一季度大规模设备更新政策延续，1-2 月设备工器具购置投资同比增长 11.5%，延续了去年 12 月双位数增速的增长态势。受益于商业航天等高新技术领域投资热度的提升，以及船舶等出口导向行业旺盛的下游需求，2026 年 2 月铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业固定资产投资累计同比增速为 31.1%，与 2025 年 12 月 17.5% 的增速相比呈现高位加速的趋势，目前在制造业各子行业的投资增速排名第一。一季度劳动密集型行业的智能化改造和机器替人持续推进，2 月农副食品加工业投资累计同比增速为 11.2%，食品制造业为 4.7%，纺织业投资累计同比为 18.8%，较去年 12 月 9.2%，2.2% 和 4.3% 的增速均有明显提升。另一方面，与“反内卷”有关的行业，如化学原料和化学制品制造业，有色金属冶炼和延压加工业等，投资增速延续负增长趋势。2 月汽车制造业投资累计同比增速为 2.6%，较去年 12 月 11.7% 的增速也有较大下滑。

表 4：13 个细分制造业行业投资增速

上游材料		中游装备		下游劳动密集型		下游技术密集型	
化学原料和化学制品制造业	-5.4%	通用设备制造业	7.0%	农副食品加工业	11.2%	医药制造业	-2.8%
有色金属冶炼和压延加工业	-9.2%	专用设备制造业	-0.5%	食品制造业	4.7%	汽车制造业	2.6%
	7.4%	电气机械和器材制造业	5.8%	纺织业	18.8%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	31.1%
						计算机、通信和其他电子设备制造业	1.2%

注：表格中数值是 2026 年 2 月不同行业投资的累计同比；绿色表示负值，红色表示正值；曲线是 2024 年 12 月以来，不同行业投资累计同比的走势；表格中的横线代表 0 值横坐标轴。
数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

第三，财政政策前置发力以及去年底 5000 亿政策性金融债的项目储备等多重利好因素，基建投资大幅改善。2026 年 2 月基建投资累计同比为 11.4%，较去年 12 月-1.5%的增速有显著反弹。一方面，今年作为“十五五”开局之年，一批重大基础设施项目计划在年内开工建设。1-2 月，计划总投资亿元及以上项目的投资同比增长 5%，有力推动基础设施建设投资增速上行。另一方面，今年春运延后，1-2 月在岗工作时长明显增加，基建项目施工现场劳动力供给充足，使各地基建项目能够在年初顺利开工，施工进度较往年同期有明显加快。同时，宏观层面财政政策靠前发力，专项债发行节奏加快、资金拨付效率提升，也为基建项目提供了良好的资金保障。1-2 月专项债累计发行超 8000 亿元，占全年 4.4 万亿元限额约 20%，显示出财政靠前发力的特点。值得注意的是，基建投资的统计口径出现了调整。

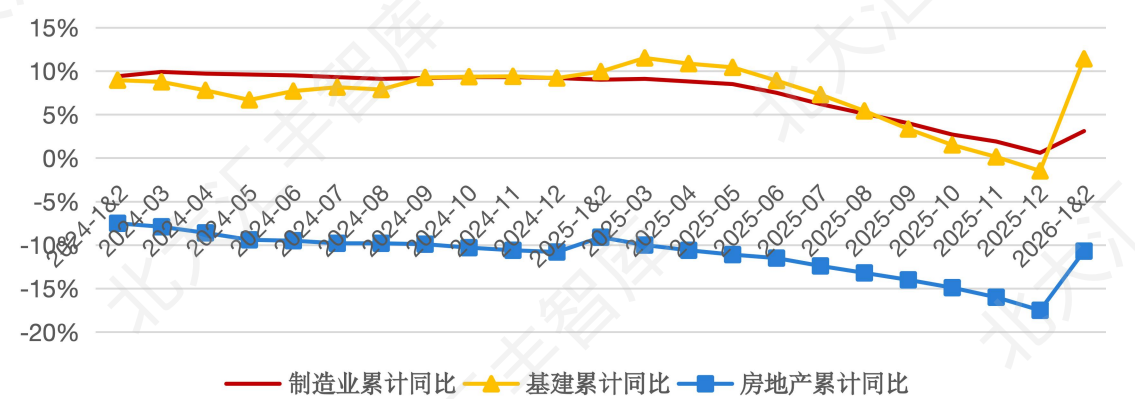


图 4：制造业、基建和房地产投资增速

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

第四，房地产市场投资跌幅有所收窄，但其它主要数据跌幅有所加深，房地产投资增速是否企稳有待观察。1-2 月全国房地产投资累计同比-10.7%，降幅较去年 12 月的-17.5%有所收窄。商品房新开工面积、施工面积、竣工面积、销售面积、销售额累计同比增速分别为-23.3%、-11.9%、-26.9%、-15.9%和-21.8%，较 2025 年 1-12 月的-19.8%、-10.3%、-20.2%、-9.2%和-13.0%相比均呈降幅走扩的趋势。房地产市场仍需等待超预期刺激政策出台来实现行业修复。

3. 消费：服务消费强于商品消费，春节假期和房地产相关消费改善

2026 年 1-2 月社会消费品零售总额同比增长 2.8%，与去年 12 月 0.9%的增速相比有所上升。消费市场呈现出以下特点：

第一，服务消费强于商品消费。1-2 月服务零售额同比增长 5.6%，明显高于商品零售 2.5%的增速。同时，在社会消费品零售总额的统计中，具有服务消费属性的餐饮收入的增速为 4.8%，也高于商品零售 2.5%的增速，两者较去年 12 月分别增加 2.6 和 1.8 个百分点。服务消费的良好表现说明节日期间线下消费场景的活力充分激发，带动消费出现回暖。1-2 月全国网上商品和服务零售额同比增长 9.2%，较去年 12 月的 4%也有明显提升，线上消费依旧是消费增长的重要来源。

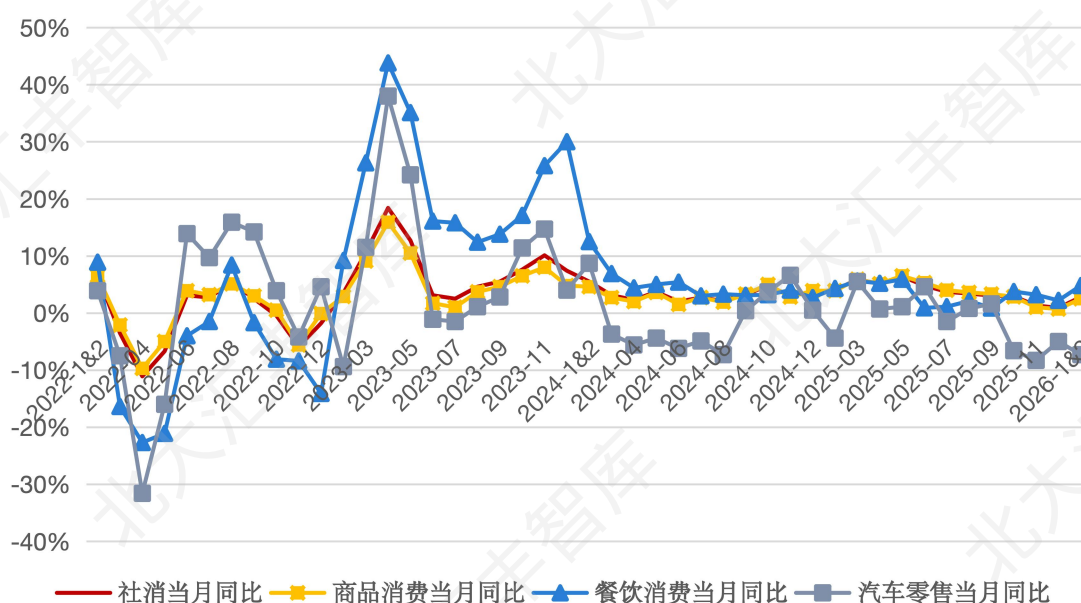


图 5：社会消费品零售总额当月增速

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

第二，地产后周期和春节相关消费改善明显。一方面，今年前两个月节日属性强的品类表现较为出色，烟酒类消费增速从去年 12 月的-2.9%大幅攀升至今年 1-2 月的 19.1%，金银珠宝类消费增速也从去年 12 月的 5.9%升至 1-2 月的 13%，服装鞋帽和粮油食品消费均实现两位数增长，春节节前备货与假期消费需求集中释放的特征显著。另一方面，年初以旧换新资金提前下达，叠加春节假期，使地产链相关品类的消费也有明显修复，家具类消费增速从去年 12 月的-2.2%转正至今年 1-2 月的 8.8%、建筑及装潢材料消费跌幅收窄从去年 12 月的-11.8%大幅收窄至今年 1-2 月的-2.2%，家用电器和音像器材消费增速从去年 12 月的-18.7%大幅回升至 1-2 月的 3.3%，地产链消费低迷态势有所缓解。

第三，汽车类和石油制品类消费增速低迷，反映出消费市场恢复仍存结构性差异。汽车、石油及制品类仍处负增区间。汽车零售增速从去年 12 月的-5%小幅回落至 1-2 月的-7.3%，显示行业仍处在阶段性调整中。由于国际油价处于企稳修复的状态，1-2 月石油及制品类消费增速为-9.7%，降幅略有收窄但整体仍然较弱。

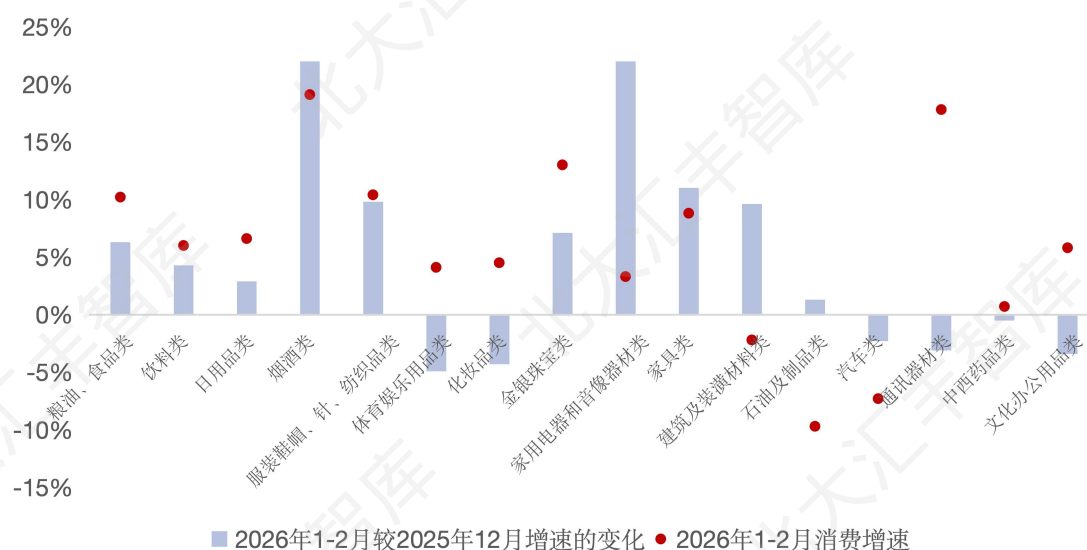


图 6：15 个细分行业消费增速

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

4. 外贸：出口远超预期，进口以囤战略物资为主

按美元计，2026 年 1 月和 2 月中国出口同比分别增长 10.0%和 39.6%，较 2025 年 12 月 6.5%的增速有明显提升，主要受三方面推动：一是地缘政治不确定性高企；二是科技公司加大 AI 投资支出；三是光伏出口退税取消前抢出口。具体来说，出

口数据呈现以下特点:

第一，2月对美出口增速转正，必需品出口增速领先。2026年1月和2月中国对美国出口分别为367.9亿美元和304.5亿美元，同比分别为-23.0%和9.7%，与2025年12月-30.0%的增速相比有明显收窄。1月和2月，中国对美的农产品和食品饮料、矿产品和贱金属、工业原材料、劳动密集型产品、机电产品的出口增速分别为-25.1%/30.6%、-8.8%/40.5%、-14.2%/20.7%、-16.7%/39.0%、-29.1%/-5.7%，较去年12月各品类增速整体呈回升趋势。尽管中美关税战暂时缓和，但特朗普政府正考虑对关键矿产、多晶硅、风力涡轮机等产品加征232关税，这些都是中国对美出口较多的产品。1-2月正处于美国最高法院就IEEPA关税裁决前，为规避可能出现的更不利的判决结果和贸易环境，在此期间企业也有抢出口的意愿。

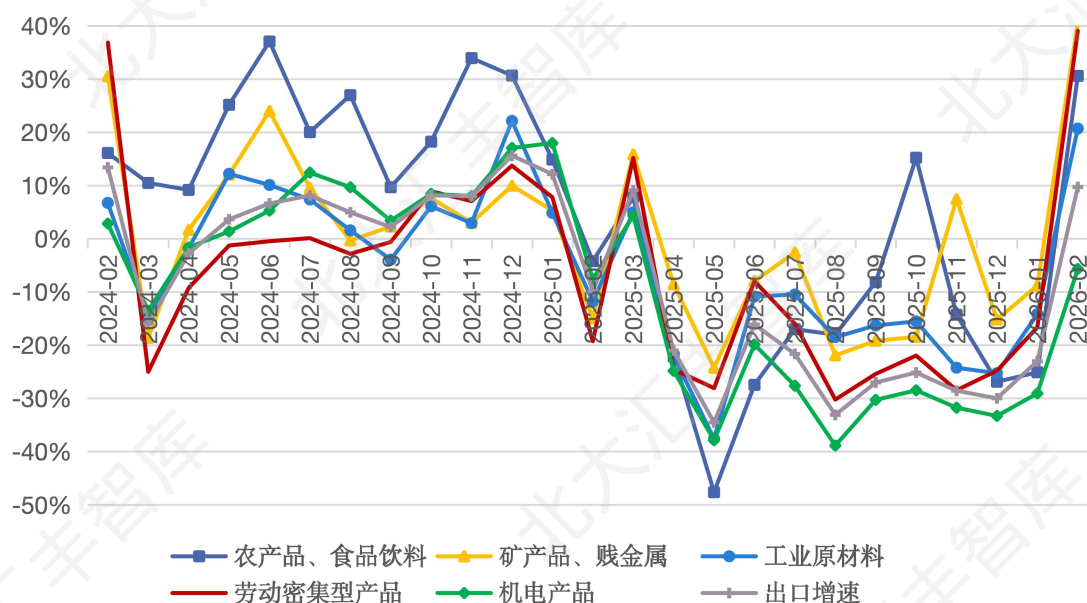


图 7：中国对美国不同类型商品的出口增速（按美元计）

注：根据 HS 大类进行划分，农产品、食品饮料指的是 HS 编码第 1 至第 4 类；矿产品、贱金属指的是 HS 编码第 5、第 15 类；工业原材料指的是 HS 编码第 6、第 7 类，比如化工产品、塑料、橡胶等；劳动密集型产品指的是 HS 编码第 8 至第 13 类、第 20 类，比如服装、鞋帽、玩具、箱包、家具等；机电产品指的是 HS 编码第 16 至第 18 类，比如汽车、手机、家电、集成电路、船舶、运输设备、医疗仪器等，与海关口径直接公布的机电产品可能有所不同；其他就是剩余的品类，主要是珠宝、贵金属、武器、艺术收藏品、古董等，略去不讨论；下同。数据来源：Wind，北大汇丰智库。

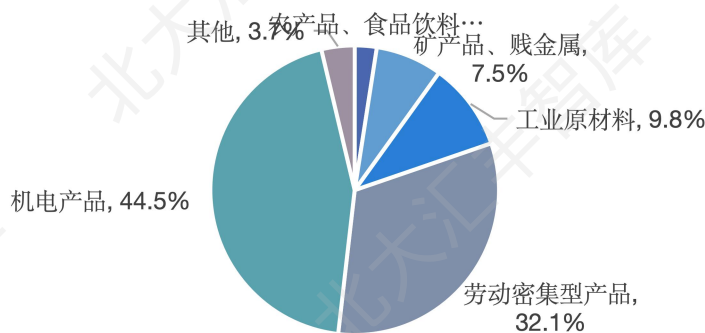


图 8：2026 年 2 月中国对美国出口产品结构（按美元计）

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

第二，对东盟出口增速加快，主要靠机电产品和劳密产品出口拉动。1 月和 2 月中国对东盟七国出口分别为 601.9 亿美元和 483.5 亿美元，对东盟出口金额同比分别增长 22.4%和 38.8%，与去年 12 月 11.2%的增速相比有加速增长的趋势。从对东盟七国的出口产品结构来看，机电产品和劳动密集型产品表现最为突出。1 月和 2 月，对东盟七国的农产品和食品饮料、矿产品和贱金属、工业原材料、劳动密集型产品、机电产品的出口增速分别为 8.2%/6.5%、1.5%/13.8%、21.8%/20.4%、8.4%/43.1%、35.3%/52.3%。

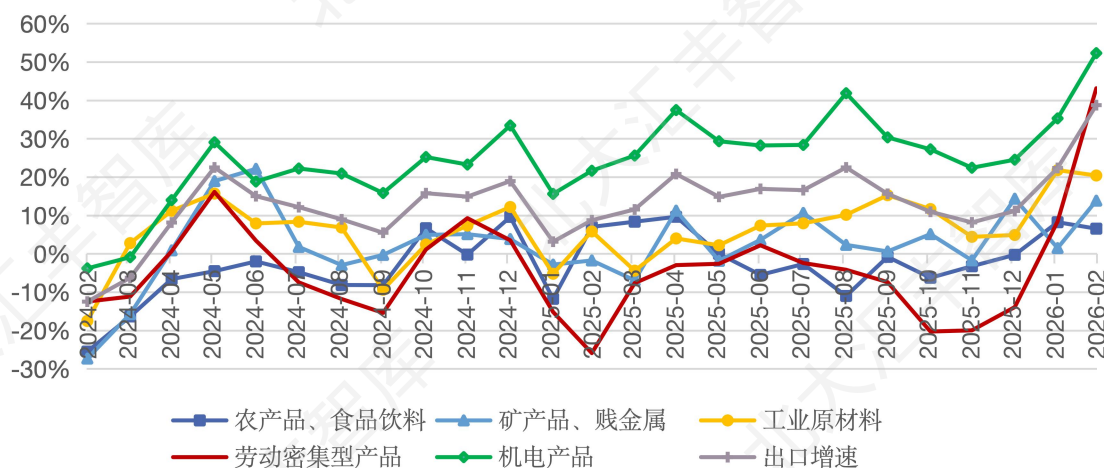


图 9：中国对东盟七国不同类型商品的出口增速（按美元计）

注：由于海关总署只提供了越南、泰国、新加坡、菲律宾、缅甸、马来西亚、印度尼西亚东盟七国的 HS 编码数据，所以这里只统计了东盟七国不同类型商品的数据；下同。图中东盟出口增速是东盟十国的出口增速。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

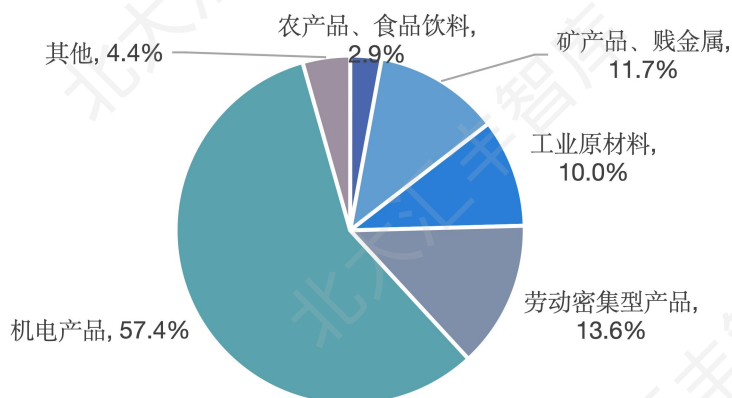


图 10：2026 年 2 月中国对东盟七国出口产品结构（按美元计）

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

第三，受中欧关系改善影响，对欧盟出口加速增长，各品类出口增速全面提升。1 月和 2 月中国对欧盟出口分别为 539.2 亿美元和 470.8 亿美元，同比分别增长 10.8% 和 54.9%。较 12 月 11.6% 的增速有显著增加。一季度欧洲的 PMI 整体回到 50% 以上，制造业出现一定复苏迹象。按不同品类拆分，1 月和 2 月我国对欧盟农产品和食品饮料、矿产品和贱金属、工业原材料、劳动密集型产品、机电产品的出口增速分别为 -6.1%/79.8%、10.0%/75.3%、6.0%/55.6%、-5.4%/79.3%、21.1%/52.6%，与 12 月相比，各分品类增速出现全面提升。

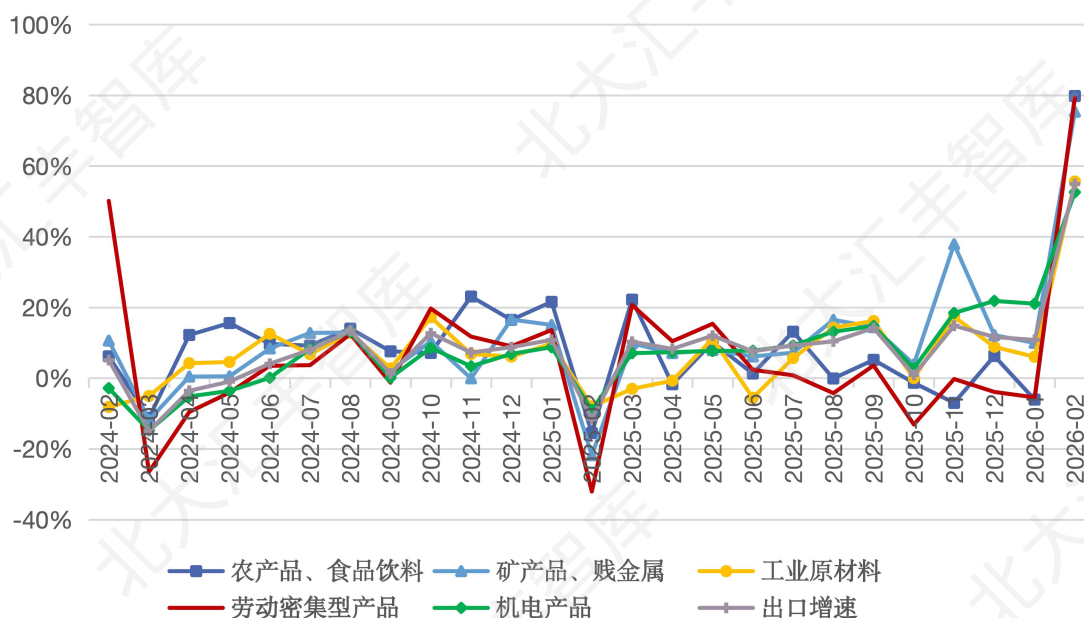


图 11：中国对欧盟不同类型商品的出口增速（按美元计）

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

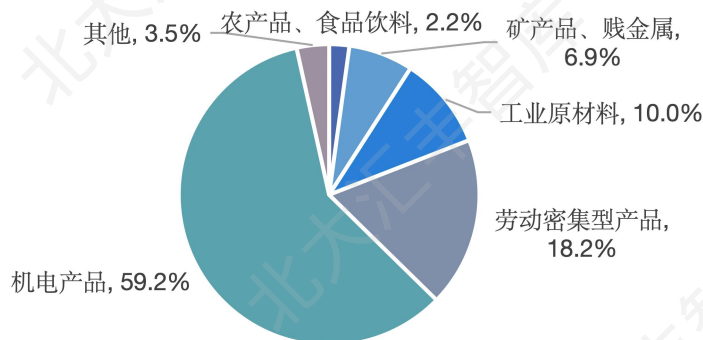


图 12：2026 年 2 月中国对欧盟出口产品结构（按美元计）

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

第四，亚洲（除东盟）、非洲、欧洲、大洋洲占比提升。按累计值占比计算，1 月和 2 月，中国对亚洲（除东盟、日韩）、东盟、拉丁美洲、非洲、欧洲（除欧盟、英国）的出口占比分别为 26.0%/24.4%、17.5%/17.2%、7.3%/7.5%、6.4%/6.5%、3.4%/3.8%。与去年 12 月相比，东盟、北美洲，拉丁美洲占比略有下降，亚洲（除东盟）、非洲、欧洲、大洋洲占比略有提升。

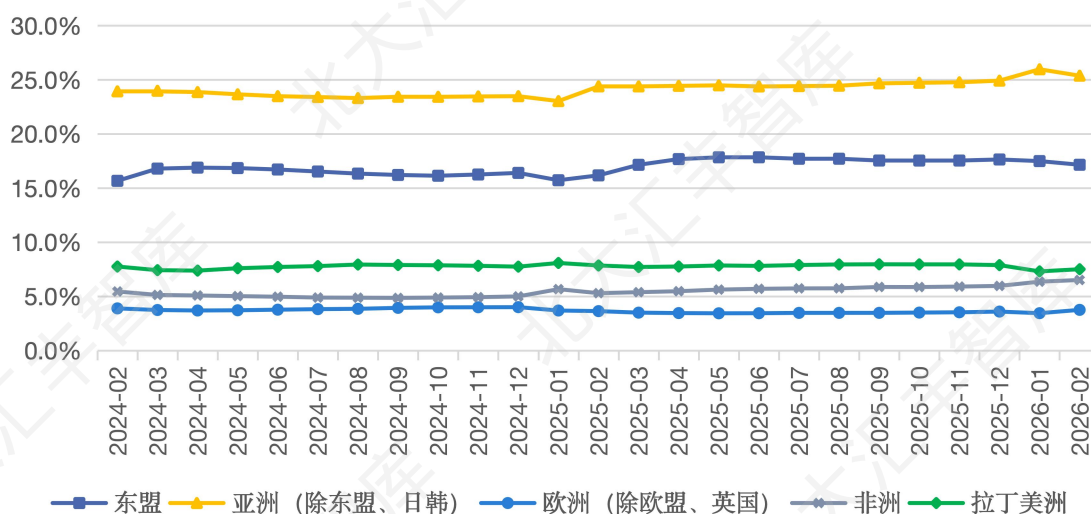


图 13：中国对新兴市场的累计出口占比（按美元计）

注：分别用中国对不同地区的每月出口累计值除以中国每月出口累计值；俄罗斯被统计在欧洲。

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

第五，机电产品中，船舶出口增长强劲，除手机外各品类出口增速全面提升。1 月和 2 月，手机、自动数据处理设备及其零部件、家用电器、集成电路、通用机械设备、汽车和汽车底盘、船舶的出口增速分别为-2.5%/-15.1%、17.5%/24.1%、0.0%/28.5%、78.4%/66.6%、-1.6%/54.5%、56.3%/81.2%、18.2%/188.0%。年初全

全球 AI 投资市场热度较高，半导体产业链价格涨幅较大，对我国相关产业出口金额形成较强推动。前两个月芯片（集成电路）出口金额同比增长 72.6%，增速较前值加快 24.8 个百分点。与此同时，其出口数量同比增长 13.7%，增速较前值仅加快 1.8 个百分点，相关产品价格明显上涨。此外，高端制造业和高技术产品，如汽车，通用机械，自动数据处理设备等，也都取得了高双位数的出口增速。

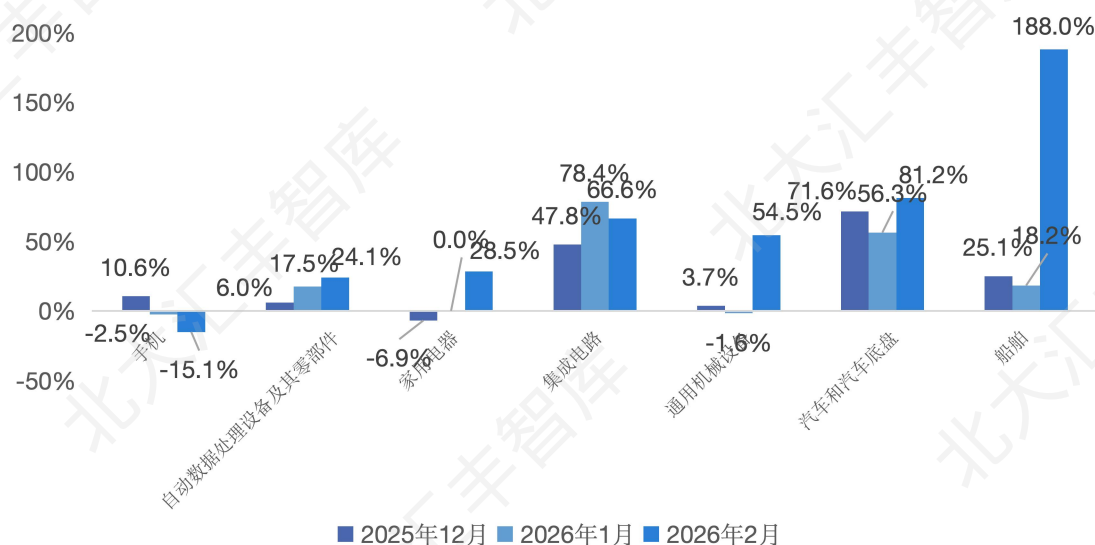


图 14：2025 年 12 月-2026 年 2 月中国主要出口的机电产品增速（按美元计）

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

按美元计，2026 年 1 月和 2 月，进口增速分别为 25.6%和 13.8%，与去年 12 月 5.6%的增速相比有所回升。进口主要有以下特点：

第一，日韩和中国台湾等地区进口增速加快，巴西、印度、非洲等资源型国家进口保持较高增速。一季度我国进口增幅较大，机电与高技术产品进口需求走强，带动日韩和中国台湾等地区进口增速加快。农产品和资源品进口需求旺盛，对应巴西、印度、非洲等资源型国家进口保持较高增速。1-2 月，中国对美国、东盟、日本、韩国、东盟、印度、俄罗斯、非洲、中国台湾和巴西的进口增速分别为-26.3%/-3.0%/8.6%/34.9%/7.2%/18.0%/-1.1%/24.5%/18.2%/20.9%。

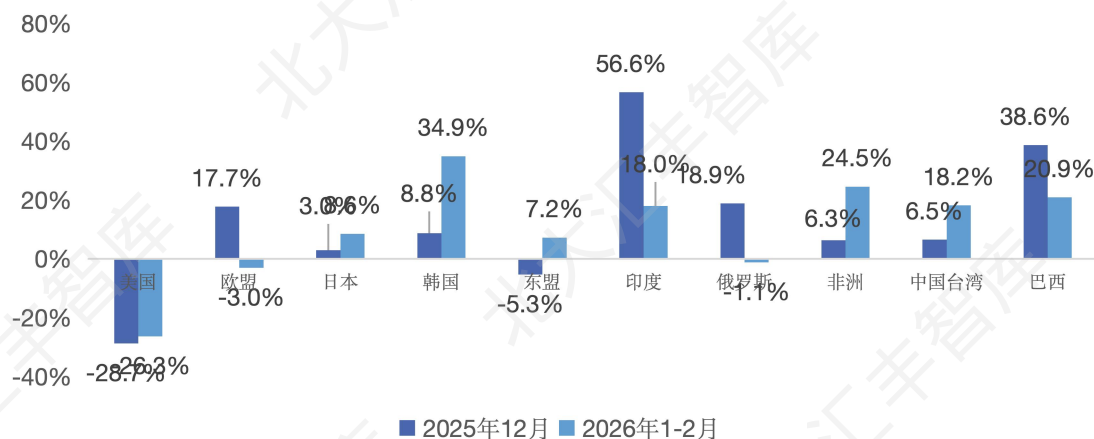


图 15: 2025 年 12 月-2026 年 2 月中国对主要国家和地区的进口增速（按美元计）

数据来源: Wind, 北大汇丰智库。

第二，从产品类型来看，对机电产品的进口增速较高。1 月和 2 月，中国对农产品、铁矿石、原油、机电产品（海关口径）的进口增速分别为 13.2%/5.5%、17.7%/3.7%、-2.0%/-8.2%、29.7%/18.0%。1-2 月集成电路进口额同比大幅增长 39.8%，增速较去年 12 月加快 23.2 个百分点，行业进口高增同样受益于国内算力建设和半导体产业链的发展。

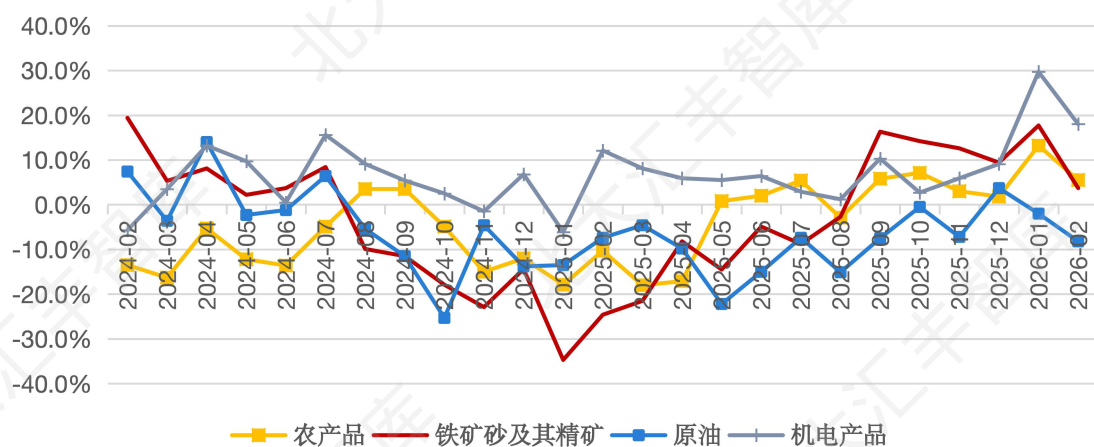


图 16: 中国对主要产品的进口增速（按美元计）

注：这里的机电产品是海关直接公布的口径，除非特别提到海关口径，文中的机电产品指的是 HS 编码口径，下同。

数据来源: Wind, 北大汇丰智库。

5. 汇率：人民币汇率延续升值趋势，FDI 增速降幅收窄

2026 年 1 月和 2 月，人民币汇率和外商对华投资主要有以下特点：

第一，人民币兑美元汇率延续升值趋势。2026 年 3 月 13 日，人民币汇率为

6.90, 较 2025 年 12 月 31 日升值 1.2%; 人民币中间价位 6.90, 较 2025 年 12 月 31 日升值 1.9%; 美元指数为 100.50, 较 2025 年 12 月 31 日上升 2.3%。人民币升值的主要原因包括美元走弱预期, 外贸企业结汇需求, 资金安全问题等。一方面, 在当前美元降息周期中, 美元贬值走弱的预期使企业有动机加速结汇。另一方面, 2025 年以来中国的出口表现强劲, 同时长期的贸易顺差也积累了规模较大的未结汇资金, 2022 年以来中国累积的待结汇规模约为 1.13 万亿美元。随着中国基本面预期和人民币资产信心改善, 自去年底企业结汇规模大幅上升, 推动人民币进入快速升值通道。人民币升值预期强化后, 又吸引更多的资金结汇, 从而进一步加快了人民币的升值速度。此外, 一些海外发达国家, 如美国, 新加坡等, 对跨境资金加大反洗钱审查力度, 使海外资金被冻结的风险提升, 迫使持有境外中资企业与个人提前结汇, 将资金调回境内, 以规避账户被查风险, 也对人民币升值起到推动作用。2025 年 12 月以来, 美元兑人民币中间价持续高于即期汇率, 2026 年 2 月偏离度进一步扩大, 意味着人民币升值速度高于了央行制定的目标。当前, 人民银行外汇风险管理的主要矛盾已经由防范人民币单边贬值转换为防范人民币单边升值。2 月 27 日, 央行宣布自 3 月 2 日起将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20% 下调至 0, 这将降低企业远期购汇的成本, 对市场增加购汇和套保产生激励作用。此外, 2 月 26 日, 央行发布了“人民币跨境同业融资业务新规”, 从长期来看是为了发展离岸人民币市场, 实现人民币国际化。短期看, 该政策也有利于增加离岸人民币市场的流动性供给, 有助于缓和人民币单边升值压力。后续如果人民币升值趋势进一步强化, 央行可能动用的宏观审慎工具还包括上调外汇存款准备金率、调整宏观审慎调节参数、增加离岸人民币市场流动性供给等。



图 17：人民币兑美元汇率走势

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

第二，**FDI 增速降幅收窄，全球投资环境不确定性高仍为限制因素**。根据商务部口径，2026 年 1-2 月实际使用外资为 1614.5 亿元人民币，同比-5.7%，较去年 12 月-9.5%的降幅有所收窄。在结构上，高技术产业实际使用外资较为突出，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实际使用外资分别增长 75%、42.1%、22.9%。尽管中美贸易战暂时缓和，但近期的美国最高法院的关税的裁决推翻了特朗普的 IEEPA 关税，特朗普随即做出相应反击，依据 1974 年《贸易法》第 122 条签署公告，征收 15%的临时关税。此外 301 调查，232 调查等也都使未来跨国企业对美出口形成潜在风险。受全球地缘政治紧张及贸易环境不确定性上升等影响，外商跨国投资决策仍旧趋于谨慎。

第三，**外资机构增持债券**。2026 年 1 月和 2 月，根据外管局数据，银行涉外代客收付款中的证券投资分别为净流入 115 亿美元和净流出 110 亿美元。根据中国债券信息网数据，境外机构持有的银行间债券分别减持 27 亿和增持 65 亿美元（人民币折算）。前两项数据相减，大致估算，外资持有股票分别增持 142 亿和减持 175 亿美元。

6. 物价：CPI 和 PPI 企稳回升，但仍处低位

与 2025 年 12 月相比，2026 年 1 月和 2 月 CPI 同比的变化主要有以下特点：

第一，**CPI 和核心 CPI 涨幅有所扩大**。1 月和 2 月 CPI 和核心 CPI 同比分别

为 0.2%/0.8%和 1.3%/1.8%，与 12 月 0.8%/1.2%的增速相比，CPI 数据的增速呈现先降后升的趋势，主要是受春节假期错位带来的扰动所影响。食品、交通工具用燃料价格同比分别为-0.7%/-10.4%和 1.7%/-9.0%，与 12 月 1.1%和-8.2%的增速整体相当。

第二，鲜菜价格增速仍处高位，猪肉价格降幅收窄。1 月和 2 月鲜菜价格同比分别为 6.9%和 10.9%，与去年 12 月 18.2%的增速相比有所回落，节日期间鲜菜供应充足使价格增长有所放缓；猪肉价格同比分别为-13.7%和-8.6%，与 12 月-14.6%的增速相比跌幅有所收窄，在政策和市场的双重作用下，能繁母猪产能逐步去化，生猪供应逐渐收缩，猪肉价格呈现企稳迹象。1 月和 2 月非食品价格同比分别为 0.4%和 1.3%，与去年 12 月 0.8%的增速整体相当。

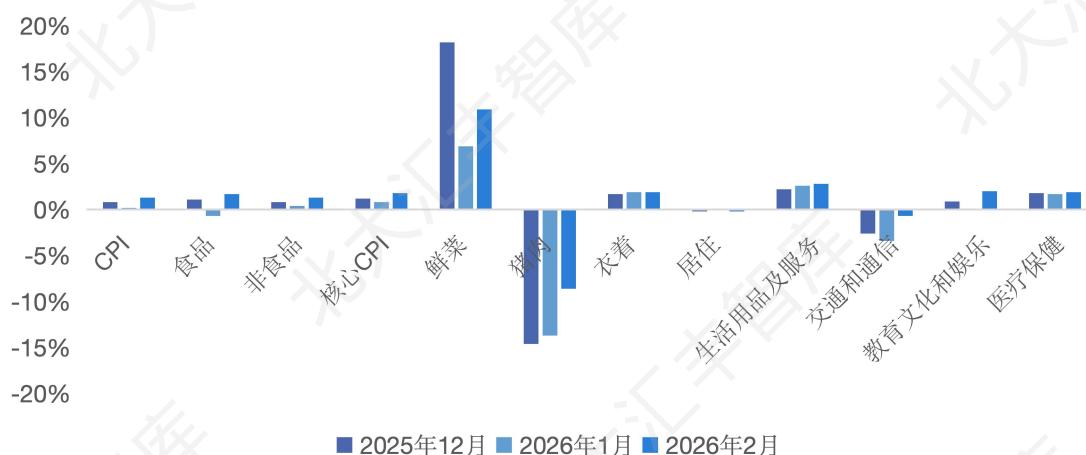


图 18: CPI 当月同比

数据来源: CEIC, 北大汇丰智库。

2026 年 1 月和 2 月，PPI 同比分别为-1.4%和-0.9%，较 12 月-1.9%的增速呈现降幅持续收窄企稳的趋势。PPI 主要有以下特点：

第一，能源原材料价格降幅收窄。1 月和 2 月煤炭开采和洗选，石油和天然气开采，石油、煤炭及其他燃料加工行业的 PPI 同比分别为-9.8%/-7.0%，-16.7%/-12.9%，-11.5%/-12.0%，与去年 12 月-8.9%，-11.5%和-7.9%的增速相比降幅有所收窄。国际原油价格触底修复推动能源领域价格呈回升趋势。黑色金属矿采选，黑色金属冶炼和延压加工行业的 PPI 同比分别为 3.0%/-3.7%和 1.0%/-3.4%，与 12 月的 1.8%和-4.7%的增速相比也同样出现了跌幅收窄的情况。一季度基建投资的高增长对相

关产业的需求形成拉动，使黑色系商品价格下行压力得到一定缓解。

表 5：30 个细分行业 PPI 当月同比

上游采矿		上游原材料		中游装备制造		下游劳动密集型		下游技术密集型	
煤炭开采和洗选业	-7.0%	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-2.8%	通用设备制造业	-1.1%	农副食品加工业	-1.5%	医药制造业	-4.7%
石油和天然气开采业	-12.9%	石油、煤炭及其他燃料加工业	-12.0%			食品制造业	-2.2%	汽车制造业	-2.4%
黑色金属矿采选业	1.0%	化学原料和化学制品制造业	-3.7%			酒、饮料和精制茶制造业	-2.1%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-0.3%
有色金属矿采选业	30.2%	化学纤维制造业	-6.0%			烟草制品业	0.3%	计算机、通信和其他电子设备制造业	-0.9%
非金属矿采选业	-5.0%	橡胶和塑料制品业	-4.2%			纺织业	-1.4%	电力、热力生产和供应业	-3.5%
		非金属矿物制品业	-4.9%			纺织服装、服饰业	-1.5%	燃气生产和供应业	-2.5%
		黑色金属冶炼和压延加工业	-3.4%			造纸和纸制品业	-3.2%	水的生产和供应业	1.6%
		有色金属冶炼和压延加工业	22.1%			印刷和记录媒介复制业	-3.7%		
		金属制品业	0.2%						

注：表格中数值是 2 月不同行业的出厂价格同比，绿色代表负值，红色代表正值。曲线是不同行业出厂价格同比 2025 年 2 月至 2026 年 2 月的走势；表格中的横线代表 0 值横坐标轴。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

第二，受国际大宗商品价格影响，部分上游资源品价格走高。受国际有色金属价格普遍上行影响，1 月和 2 月有色金属矿采选，有色金属冶炼和压延加工行业 PPI 同比分别为 22.7%/17.1%和 30.2%/22.1%，与 12 月的 24.0%和 10.8%相比延续高增长的趋势。

7. 政策：货币政策保持定力，财政政策前置发力

2026 年一季度，货币政策方面的具体特点如下：

第一，政策利率维持不变，央行持续净投放资金。截至 3 月 25 日，作为政策利率的 7 天逆回购利率（7 天 OMO 利率）维持在 1.40%的水平不变，存款类金融机构质押式回购利率（DR007）报收 1.41%，货币市场利率水平低位运行。3 月 1 年期和 5 年期 LPR 利率分别报 3.0%和 3.5%，较上一季度没有变化。值得注意的是，2 月新发放企业和个人住房贷款利率均为 3.1%，分别比去年同期低约 20 个基点和 10 个基点。一方面反映市场流动性较为充裕，另一方面也反映了内需仍需加强拉动来延续复苏趋势。根据 Wind 数据，一季度央行各项公开市场操作累计净投

放 6470 亿元，其中买断式逆回购和 MLF 分别净投放 6000 亿元和 10500 亿元。央行在节前增加中期流动性投放规模，传递出保持流动性充裕、维护金融市场稳定的积极信号。央行最新发布的 2025 年第四季度中国货币政策执行报告，也明确了对流动性宽松支持态度的延续。

第二，从金融数据看，**M2 增速回升，社融增速主要靠政府发债支撑，居民和企业贷款仍弱。**货币供给方面，M0、M1 和 M2 在 1 月和 2 月的同比增速分别为 2.7%/4.9%/9.0%和 14.1%/5.9%/9.0%。M1 和 M2 剪刀差已缩小至-3.1%。年初财政支出进度较快，叠加企业结汇意愿仍强带动跨境资金流入，对流动性水平形成支撑，带动资金活化程度提升。2 月末，广义货币(M2)余额 349.22 万亿元，狭义货币(M1)余额 115.93 万亿元，流通中货币(M0)余额 15.14 万亿元，同比增长 14.1%。前两个月净投放现金 1.05 万亿元。2 月居民部门存款增加 3.1 万亿元，同比由少增转为多增 2.5 万亿元；企业部门存款减少 2.65 万亿元，同比由多增转为少增 1.76 亿元。企业居民存款间出现明显的资金转移现象，预计与节前工资奖金发放有关。财政性存款减少 3500 亿元，同比少增 1.6 万亿元；非银存款新增 1.39 万亿元，同比少增 1.44 万亿元，存款搬家的情况还在延续。**货币需求方面**，2026 年 1 月和 2 月，新增社融规模分别为 7.22 万亿元和 2.38 万亿元，同比分别多增 1654 亿元和 1461 亿元。1 月政府债则为社融同比多增的主要拉动项，2026 年政府债发行继续前置，叠加春节错位影响，政府债 1 月同比多增 2831 亿元。2 月人民币贷款和未贴现承兑汇票为社融同比多增的主要拉动项，分别同比多增 1956 亿元和 1232 亿元。**人民币贷款方面**，1 月和 2 月金融机构新增人民币贷款分别为 47100 亿元和 9000 亿元，合计同比少增 5300 亿元。从具体分项来看，居民部门短贷同比多减 358 亿元，尽管一季度消费数据不弱，但从居民短贷来看，预计消费端呈现 K 型分化的特征，消费贷的目标人群实际上在春节假日期间的消费仍较为低迷。居民部门中长贷同比少增 1654 亿元，节前新房市场整体低迷，销量不及往年。企业部门票据融资同比多减 5633 亿元，短贷同比多增 5800 亿元，短贷-票据跷跷板现象延续，企业合计短期融资需求基本持平去年同期。企业部门中长贷同比多增 700 亿元，2026 年提前批“两重”建设项目清单密集落地，财政政策前置发力，对相关配套融资需求有一定提振作用。

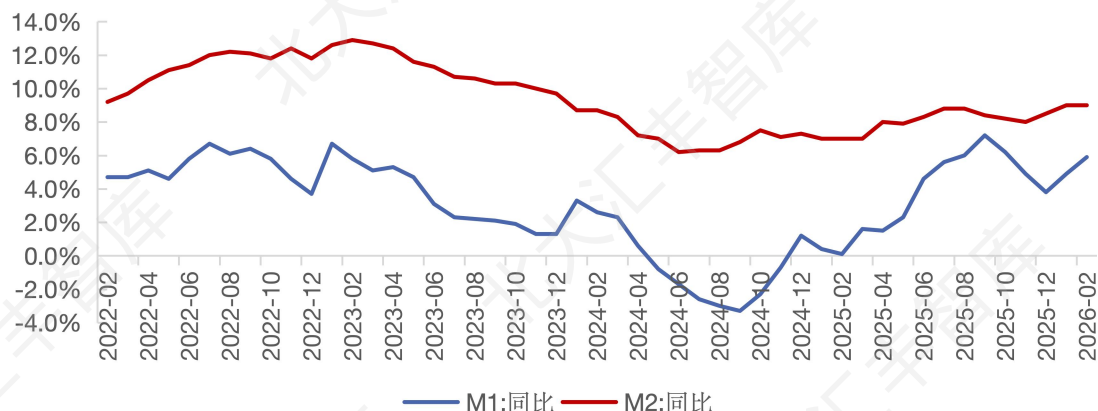


图 19：M1 和 M2 当月同比

数据来源：中国人民银行，北大汇丰智库。

2026 年 1 月和 2 月，财政政策的主要特点如下：

第一，财政支出增速高于收入，收入增速低迷。2026 年 1-2 月，全国一般公共预算收入同比增长 0.7%，支出同比增长 3.6%。支出比收入增速高出 2.9 个百分点。从财政支出结构来看，民生领域（涵盖教育、科学技术、文化体育与传媒、社会保障和就业、卫生健康支出）依旧是投入重点。1-2 月，民生支出增速为 5.2%，基建支出增速为 2.4%，债务支出增速为 22.1%。这两个月中，民生、基建、债务支出占一般公共预算支出的比例分别为 47.4%/4.1%/20.0%。1-2 月民生类支出和债务付息支出超出整体支出的同比涨幅，民生兜底特征显著。2026 年政府预算草案指出，“十五五”开局之年“养老、教育、医疗卫生等基本民生需要继续加强保障；政府债务利息支出继续增长”。当前一般公共预算支出的结构特征明确体现出了政策意图。相比而言，基建类支出增速偏低，占比下滑，意味着基建投资更多依托的是政府性基金预算中的专项债及政策性金融工具等形成的协同支撑。

一般公共预算收入增速低迷，主要是企业盈利及居民收入相关的税收收入负增长。1-2 月，税收收入同比微增 0.1%，较去年 12 月 0.8%的累计同比增速有所回落。1-2 月企业所得税同比-3.9%，表明企业盈利修复仍然较慢。个人所得税同比-6.9%，主要受春节错位、个人年终奖缴纳个税收入入库时间不同所影响。地产类税种方面，1-2 月房产税和土地增值税增速降幅较去年 12 月收窄，但契税录得负增长，与地产承压的现状相符。受益于价格端的回暖，国内增值税同比增长 4.7%，较去年 12 月的-2.2%有所反弹。进口货物增值税、消费税同比增 12.9%，较去年

12 月的-5.6%有明显反弹，也与 1-2 月进口高增态势一致。印花税同比大幅增长 34.7%，与年初 A 股市场成交额与活跃度明显提升有关。另一方面，与企业盈利及居民收入相关的税收收入表现偏弱。

第二，土地出让收入降幅走扩，政府性基金收入承压。2 月全国政府性基金预算累计收入 5363 亿元，同比-16.0%，较去年 12 月的-7%的跌幅继续下滑，远低于年度目标的 0.6%。其中，国有土地使用权出让累计收入 3547 亿元，同比-25.2%，较去年 12 月-14.7%的跌幅明显走扩，对政府性基金收入形成拖累。1-2 月，政府性基金支出增速为 16%，高于目标增速的 5.1%，主要原因是新增专项债发行规模高于去年同期。1-2 月专项债累计发行超 8000 亿元，占全年 4.4 万亿元限额约 20%，显示出财政靠前发力的特征。

三、问题与建议

第一，美以伊军事冲突的经济影响仍在发酵中，下半年要做好应对预案。美以伊军事冲突已从区域军事对抗逐步外溢至全球能源市场、航运网络、贸易体系与产业链供应链，对我国经济的潜在冲击持续显现。冲突推升了我国能源、原材料进口成本，对工业生产、外贸出口、物价稳定形成多重压力，若冲突进一步升级，可能引发全球经济衰退风险外溢，亟需提前制定系统性应对预案。建议从四大维度构建应对体系：一是筑牢能源安全保供预案，加快与俄罗斯、中亚等其他能源出口国家地区的长期能源供应协议落地，扩大原油、天然气战略储备规模，完善能源价格平准机制，对冲国际油价波动对国内产业链的传导；二是制定外贸航运多元化应对方案，深化与中欧班列、中老铁路、西部陆海新通道的运力协同，对受航运成本冲击较大的外贸企业给予阶段性运费补贴与信贷支持，同时加快与东盟、中东、拉美等新兴市场的自贸协定升级，分散出口市场风险；三是完善产业链供应链安全预案，针对石油化工、高端装备、电子信息等受地缘冲突影响较大的行业，建立关键原材料、零部件备份供应体系，通过税收优惠、专项信贷支持企业开展国产替代研发；四是做好宏观经济对冲预案，若冲突升级引发外需大幅收缩、输入性通胀加剧，可提前预留降准降息、专项债追加等政策空间，稳定

国内总需求，防范外部冲击引发的经济波动。

第二，民间投资仍弱，建议加快《民营经济促进法》的执行落地，提振民营企业投资信心与发展活力。当前民营企业仍面临市场准入壁垒、公平竞争环境不足、合法权益保障不到位、融资难融资贵等问题，民间投资的持续低迷直接制约了经济内生增长动能的释放。《民营经济促进法》的出台为破解这些难题提供了法律框架，亟需加快落地执行，将法律原则转化为实际政策实效。具体建议包括：一是加快出台配套实施细则，针对市场准入、公平竞争、权益保护等核心条款，制定可落地、可核查的实施标准，全面清理与《民营经济促进法》不符的行政法规、部门规章与规范性文件，破除民营企业在电力、电信、铁路、市政公用等领域的准入“玻璃门”“旋转门”，保障民营企业与国有企业平等参与市场竞争；二是强化民营企业合法权益司法保障，建立涉民营企业冤错案件常态化纠错机制，严禁滥用行政权力干预民营企业正常生产经营活动，完善知识产权保护体系，加大对民营企业创新成果的保护力度；三是破解民营企业融资难题，督促金融机构落实《民营经济促进法》关于公平信贷支持的要求，建立民营企业贷款尽职免责机制，降低对民营企业的信贷准入门槛，扩大普惠小微贷款投放规模，推动民营企业综合融资成本持续下行；四是建立政策落地督导与评估机制，将《民营经济促进法》落实情况纳入地方政府绩效考核，定期开展第三方评估，对政策落实不到位的地区与部门进行通报问责，确保法律条款真正落地见效，稳定民营企业长期发展预期，激发民间投资活力。

第三，财政收入压力较大，建议加快税制改革。当前我国财政运行面临收入增速放缓与支出刚性增长的双重压力，收支矛盾持续凸显。与此同时，我国现行税制结构仍存在间接税占比过高、直接税调节作用不足、地方税体系不完善、税源结构与经济结构不匹配等问题，亟需通过系统性税制改革，培育稳定税源，优化收入结构，缓解财政收支压力。具体改革建议包括：一是优化税制结构，提高直接税比重，完善个人所得税综合税制改革，扩大综合所得征收范围，优化超额累进税率结构，加大对高收入、高净值群体的税收调节力度；稳步推进房地产税立法与试点扩围，培育地方主体税种，健全财产税体系；二是完善地方税体系，合理划分中央与地方税权，将消费税征收环节后移并稳步下划地方，扩大资源税、

环境保护税征收范围，培育稳定的地方税源，缓解地方财政对土地出让收入的依赖；三是健全绿色与创新导向的税制体系，完善环境保护税、碳税相关制度，加大对绿色低碳发展的税收调节力度；优化研发费用加计扣除、高新技术企业税收优惠政策，精准支持科技创新与产业升级，培育高质量发展新税源；四是推进税收征管改革，深化税收大数据应用，健全自然人税费服务与监管体系，加大对偷逃税行为的查处力度，堵塞税收流失漏洞，提高税收征管效率，确保应收尽收，同时持续落实减税降费政策，减轻市场主体不合理负担，实现“放水养鱼”与财政收入稳定增长的良性循环。

第四，房地产行业细分指标未见明显好转，建议取消公摊面积促进新房销售。

房地产行业是国民经济的重要支柱产业，当前市场仍处于深度调整阶段，核心销售指标持续承压，居民购房信心修复缓慢。除了房价预期走弱、居民收入预期不稳等因素外，商品房公摊面积计价不透明、权责划分不清、购房成本虚高等问题，也是制约居民购房意愿的重要痛点。当前我国商品住宅公摊率普遍在 18%-25%，部分高层项目公摊率超 30%，高公摊率影响了居民购房体验与市场信心。全面取消公摊面积、推行套内建筑面积计价，能够从根本上解决这一痛点，切实保护购房者合法权益，提振新房销售。具体建议包括：一是全面推行商品房套内建筑面积计价销售制度，出台全国统一的商品房销售计价管理办法，明确新建商品房必须以套内建筑面积作为唯一计价依据，取消按建筑面积（含公摊）计价的模式，在购房合同、不动产权证书中明确标注套内建筑面积与公摊面积明细，不得将公摊面积与购房总价挂钩；二是完善配套法规与标准体系，修订《商品房销售管理办法》《房产测量规范》等相关法规，明确公摊面积的测算标准、权属划分与使用权责，严禁开发商将公摊面积重复出售、出租或改变用途，保障业主对公摊面积的合法权益；三是同步优化相关配套政策，针对套内计价模式，调整商品房预售资金监管、契税征收、物业费核算等配套规则，契税、物业费均按套内建筑面积核算，避免增加购房者额外负担；四是加强市场监管与宣传引导，对开发商虚假宣传、公摊面积测算不规范、变相涨价等行为加大查处力度，同时做好政策解读，引导市场形成透明、规范的计价预期，切实降低购房者信息不对称与权益受损风险，修复居民购房信心，推动新房销售市场企稳回暖。

附录：预测方法简介

1. GDP 增速的预测

参考纽约联储在 2020 年提出的 WEI（Weekly Economic Index）方法^①，使用生产法，对中国季度 GDP 增速进行建模和预测。具体使用的指标见附表 1。WEI 模型使用高频指标，可以实时捕捉经济变化。

附表 1：WEI 预测模型中使用的指标

经济总量/结构	对应细分指标	细分指标发布频率
GDP	GDP 当季同比	季度
农业	中国:平均批发价:猪肉	日频
工业	南华工业品指数	日频
	唐山:高炉开工率	周频
餐饮、文娱业	全国电影票房金额	周频
批发和零售业	义乌小商品价格总指数	周频
	中国公路物流运价指数	周频
	乘用车日均零售额	日频
房地产和建筑业	30 大中城市商品房成交套数	周频
	水泥价格指数	日频
	100 大中城市成交土地溢价率	周频
交通运输、仓储和邮政业	CCFI 综合指数	周频
	SCFI 综合指数	周频
	中国港口集装箱吞吐量	周频

注：样本从 2015 年开始，由于中国港口集装箱吞吐量最新数据从 2023 年 3 月 19 日开始，之前缺失值使用趋势回归模型拟合后填补。

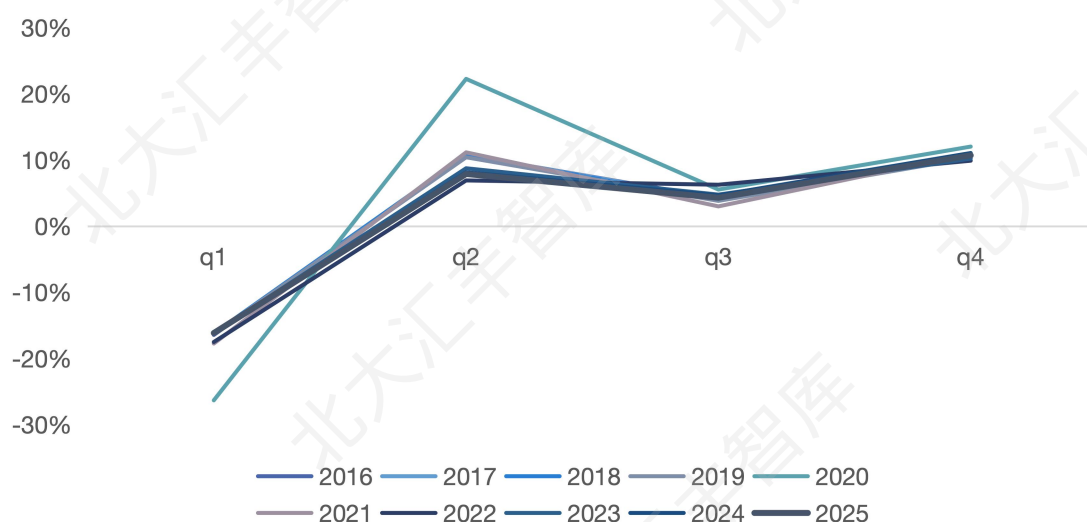
数据来源：Wind，北大汇丰智库。

由于 WEI 的解释变量指标可以实时更新到当季所在最后一个月的数据，所以 WEI 模型对于预测本季度值效果比较好，但对最新数据所在季度的下一季度预测

^① 参见 <https://www.newyorkfed.org/research/policy/weekly-economic-index>。

能力有限，因为下一季度的解释变量相关指标的预测使用 AR (2) 模型进行自动填充，与实际情况可能有较大差别。所以，这里使用 WEI 模型预测 2026 年一季度 GDP 当季同比，使用环比同比外推法预测 2026 年二季度、三季度、四季度 GDP 当季同比。

GDP 当季环比变化存在明显季节性特征（见附图 1），可以根据环比增速波动的历史数据，对 2026 年二季度、三季度、四季度 GDP 当季同比做一个预测。假设 2026 年二季度、三季度、四季度 GDP 当季值的环比分别为 8.1%、4.2%、10.4%，那么 2026 年二季度、三季度、四季度 GDP 当季同比分别为 5.0%、4.9%、4.6%。



注：由于统计局公布的 GDP 不变价当季值计算的当季同比与统计局直接公布的 GDP 不变价当季同比有出入，以 2015 年 GDP 当季名义值作为不变价的基期（数值只作为参考，绝对数值对结果的分析影响不大），根据 GDP 不变价当季同比计算出 GDP 不变价当季值，再计算 GDP 不变价当季环比。

附图 1：GDP 不变价当季值环比季度比较

2. 三大需求增速的预测

基本思路如下：首先，根据经验，假定投资、出口的增速；然后，根据支出法构建 GDP 增速对消费、投资、出口增速的模型；最后，将 WEI 模型预测的 GDP 增速，假设的投资、出口增速带入该模型，得出消费增速。

1) 对固投增速的估算过程如下：目前，房地产投资占总的固定资产投资的规模不到 20%，2025 年是 8.28 万亿元，其中，地方政府卖地收入 4.15 万亿元，也就

是说建安和购置设备：土地购置的比例接近 1:1。房地产市场自 2022 年以来经历了三年多的调整，目前建安和购置设备、土地购置多以国资背景的企业为主力，而且这些国企的资金来源可能主要是专项债或者以专项债作为资本金引入的社会资本。假设 2026 年，房地产投资中 30% 是民企资金，民企资金减少 45%，那么房地产开放投资的资金缺口为 $8.28 \times 30\% \times 45\% \approx 1.12$ 万亿元。假设 2026 年一季度、上半年、前三季度、全年房地产投资资金缺口分别为 2500 亿元、6100 亿元、8900 亿元、1.12 万亿元，那么，2026 年一季度、上半年、前三季度、全年房地产投资增速分别为 -12.6%、-13.1%、-13.1%、-13.5%。假定 2026 年一季度、上半年、前三季度、全年房地产投资占固定资产投资的比例分别为 16.55%、15.95%、15.45%、14.40%，预计 2026 年一季度、上半年、前三季度、全年固投的增速分别为 1.9%、2.3%、2.4%、2.5%。

2) 对出口增速的估算过程如下：分为四步，一是假设某段时间内（一个月或者几个月）中国对美出口弹性，用其乘以该时间段内美国对中国关税税率变化百分点，得到该时间段内中国对美出口增速；二是使用该时间段内中国对美出口增速，得到该季度当季中国对美出口额；三是假设该季度中国对美国出口占中国出口的比例，计算该季度中国出口额；四是根据该季度中国出口额，计算该季度中国出口增速。

2026 年 2 月 20 日，美国最高法院宣布特朗普的对等关税和芬太尼关税违法、无效。当天，特朗普援引《1974 年贸易法》第 122 条对全球加征 10% 临时关税，为期 150 天。虽然次日，特朗普将 10% 的税率提升至 15%，但根据美国海关与边境保护局的信息显示^①，美国海关实际从 2 月 24 日起，根据《1974 年贸易法》第 122 条，对所有国家加征 10% 的关税，有效期 150 天（至 2026 年 7 月 24 日）。2026 年 3 月 11 日，美国以“产能过剩”为由，对包括中国在内的 16 个贸易伙伴发起 301 调查；3 月 12 日，再以“未禁止进口强迫劳动产品”为由，对包括中国在内的 60 个经济体发起另一项 301 调查。但 301 调查由启动到执行一般要 6 到 12 个月。预计在 10% 关税到期、但 301 调查结果还没出来前，特朗普还会再次援引《1974

^① 参见

https://content.govdelivery.com/bulletins/gd/USDHSCBP-40b3b7b?wgt_ref=USDHSCBP_WIDGET_2.

年贸易法》第 122 条。

假设 2026 年 4 月至 12 月，美国保持对中国加征 15% 的临时关税。那么，2026 年 1 月美国对中国关税税率较上年同期变化+20pct，2 月为+10pct，3 月为-10pct，4 月为-54pct（2025 年 4 月美国对中国对等关税高点达到 125%，取月平均值中和影响），5 月至 10 月为-20pct，11 月至 12 月为-10pct。假设 2026 年 1 月中国对美国出口弹性为-1.15，2 月为 0.97，3 月为-0.9，4 月为-0.3，5 月至 10 月为-1.0，11 月至 12 月为-2.2，假设 2026 年一季度、二季度、三季度、四季度中国对美出口占比分别为 11.2%、11.7%、11.8%、11.8%，测算显示，预计 2026 年一季度、二季度、三季度、四季度中国出口当季同比（按美元计）分别为 16.2%、6.1%、6.5%、6.6%。

3) 对社消增速的估算过程如下：由于商品零售占社消的比例接近九成，通过假定商品零售的增速和占社消的比例，测算社消的增速。考虑到 2026 年消费品以旧换新超长期特别国债 2500 亿元，较去年减少 500 亿元，但物价水平料将回升，预计 2026 年社消增速仍将低迷、但可能呈前低后高走势。假设 2026 年一季度、上半年、前三季度、全年商品零售累计同比分别为 2.6%、2.8%、2.9%、3.0%，假设 2026 年一季度、上半年、前三季度、全年商品零售占社消比例分别为 89.0%、88.9%、88.8%、88.9%，预计 2026 年一季度、上半年、前三季度、全年社消增速分别为 3.0%、3.1%、3.2%、3.5%。

3. 规上工业增加值增速的预测

对规上工业增加值增速的测算思路如下：首先，根据前文预测的季度 GDP 累计同比，计算每个季度的 GDP 累计值。其次，假设 2026 年一季度、上半年、前三季度、全年的工业增加值占 GDP 的比例分别为 31.25%、31.0%、30.4%、30.0%，计算 2026 年四个季度的工业增加值累计同比。最后，用工业增加值累计同比对规上工业增加值累计同比回归，根据回归系数，计算 2026 年四个季度的规上工业增加值累计同比。

1998 年三季度至 2025 年四季度的季度模型如下：

$$gind_t = 1.2299^{***} ind_t - 0.0046^{**} dummy1 - 0.0081^{*} dummy2$$
$$R^2 = 98.8\%$$

其中， $gind_t$ 是 t 期的规上工业增加值累计同比， ind_t 是 t 期的工业增加值累计同比。 $dummy1$ 和 $dummy2$ 是虚拟变量，分别以 2012 年二季度和 2024 年一季度为分界点，分界点以后为 1，分界点前为 0。所有参数估计都是显著的，***、**、* 分别表示 1%、5%、10% 以内显著。



PHBS 智库

北京大学汇丰商学院

北大汇丰智库（The PHBS Think Tank）成立于 2020 年 7 月，旨在整合北京大学汇丰商学院各院属研究中心，统筹协调资源，重点从事有关宏观经济、国际贸易与投资、金融改革与发展、粤港澳大湾区可持续发展、城市与乡村发展、海上丝绸之路沿线国家经济贸易与合作等领域的实证分析与政策研究，打造专业化、国际化的新型智库平台。北大汇丰智库由北京大学汇丰商学院创院院长海闻教授兼任主任，智库副主任为王鹏飞、任颀、魏炜、林双林。



北大汇丰智库微信公众号



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

深圳市南山区丽水路2199号北京大学汇丰商学院 518055

Peking University HSBC Business School, Xili University Town, Shenzhen, China

TEL: (+86)755 2603 2270 EMAIL: thinktank@phbs.pku.edu.cn

<http://thinktank.phbs.pku.edu.cn>