

# 交銀金融

2025 年 12 月號 第 210 期

環球金融市場部研究組

## 中美市場回顧及 2026 年宏觀展望

### 摘要

#### 中國：

- 「十五五」規劃開局之年，政策基調從「以進促穩」轉向「提質增效」，深入整治「內卷」競爭和縱深推進全國統一大市場建設成為改革主線，出口結構轉型成效顯現；
- 預計人民幣匯率將溫和走強，中債利率維持低位震盪，中國股市估值有望修復。


#### 美國：

- 經濟動能放緩，財政赤字及債務問題持續惡化，美聯儲 12 月「鴿派降息」後內部分歧加劇，量化緊縮實際終結，減息空間打開；
- 《國家安全戰略》提出「門羅主義的特朗普推論」，將西半球主導地位列為核心國家安全利益，貿易談判上升至戰略層面；
- 預計美匯指數將反覆下行，美債利率料將下試 3.6% 水平，美股或面臨較大波動。

## 一、中國：「十五五」開局政策從「以進促穩」轉向「提質增效」，人民幣匯率料將溫和走強，中國股市估值有望修復

**2025 年人民幣走勢回顧：**美元兌人民幣匯率全年呈現先升後回的走勢，年初受美元走強及中美利差倒掛影響，人民幣承壓貶值，美元兌人民幣一度升至 7.35 附近；惟隨著美元下半年回落，加上中國出口數據展現韌性，人民幣企穩回升。截至 12 月 22 日，美元兌在岸人民幣收盤錄得 7.0353，人民幣全年兌美元累計升值 3.87%，在亞洲貨幣中表現居中。

### （一）2025 年中國經濟基本面及政策回顧

-  **通脹方面：**中國通脹水平維持溫和態勢，截至 11 月整體 CPI 同比錄得 0.8%，核心 CPI 同比錄得 0.5%，物價漲幅持續處於較低水平。一方面，豬肉價格在生豬供給充裕的情況下維

持低位運行，食品價格漲幅有限；另一方面，房地產市場調整持續，居住類價格增長乏力。整體而言，中國經濟仍面臨一定的需求不足壓力，通脹水平距離政府 3% 左右的目標仍有差距。

**勞動力市場方面：**雖然美國對華加徵關稅對部分出口導向型行業造成衝擊，惟中國出口結構轉型成效顯現，對非美市場的出口保持強勁，一定程度上緩解了就業壓力。截至 11 月城鎮調查失業率錄得 5.1%，較年初小幅回落，就業市場整體保持穩定。

**經濟方面：**中國經濟在政策支持下保持平穩運行，2025 年第三季度的實際 GDP 同比增速錄得 4.8%。從分項來看，固定資產投資方面，基建投資在政府專項債加快發行的支持下保持較快增長，製造業投資受產業升級政策帶動維持韌性；消費方面，在「以舊換新」等促消費政策帶動下，社會消費品零售總額增速有所回升；淨出口方面，雖然對美出口受關稅影響有所回落，惟對東盟、歐盟及「一帶一路」沿線國家的出口保持強勁，貿易順差規模維持在歷史高位。

**政策方面：**財政方面，政府持續實施積極的財政政策，2025 年新增地方政府專項債額度較去年有所增加，財政支出向基礎設施建設、科技創新及民生保障等領域傾斜。貨幣方面，人民銀行維持「適度寬鬆」的貨幣政策基調，2025 年累計下調 7 天期逆回購利率 20 個基點至 1.3%，1 年期及 5 年期 LPR 均下調 10 個基點，貨幣環境維持寬鬆。

圖 1-1：美元兌人民幣匯率 2025 年呈現先升後回的走勢

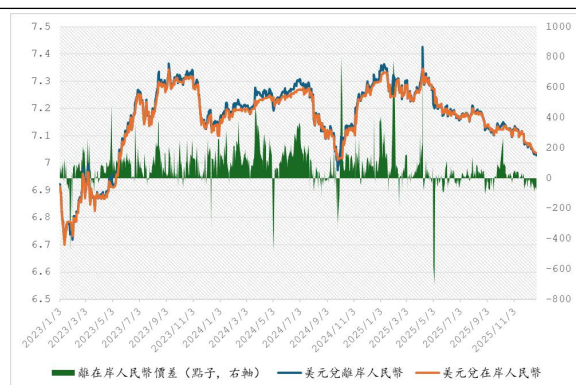
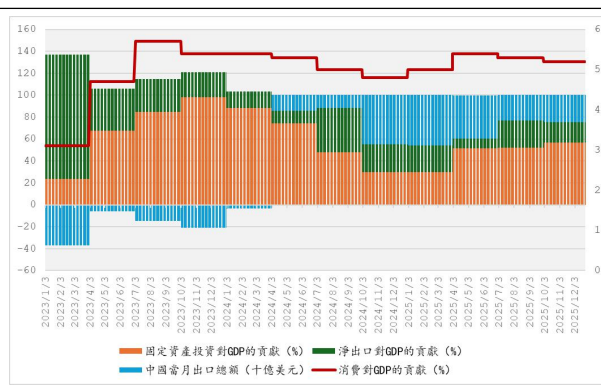


圖 1-2：2025 年前三季度中國經濟在政策支持下保持平穩運行



數據來源：Bloomberg

圖 1-3: 美國關稅衝擊下, 2025 年中國貿易順差規模仍維持在歷史高位

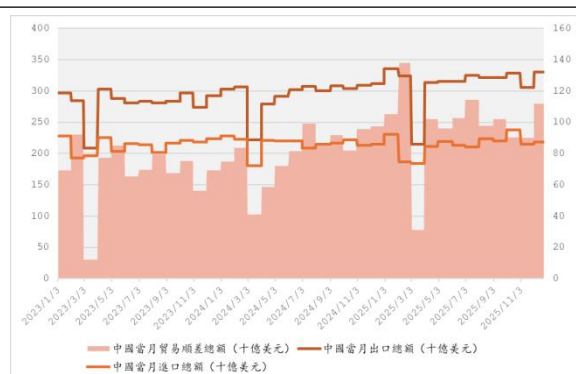
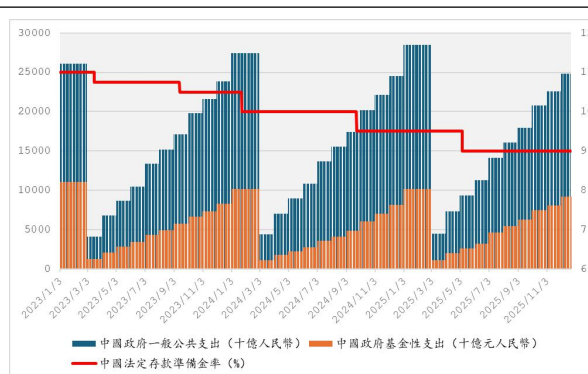


圖 1-4: 2025 年政府持續實施積極的財政政策, 人民銀行維持「適度寬鬆」的貨幣政策基調



數據來源: Bloomberg

## (二) 2026 年中國宏觀經濟及大類資產走勢展望

### (1) 基本面預測

- 通脹方面：**隨著房地產市場逐步企穩及消費需求溫和修復，預計 2026 年中國通脹水平將小幅回升。預計全年整體 CPI 同比將溫和回升至 1.2%-1.5% 區間，物價水平仍將維持較為溫和的態勢。
- 經濟方面：**2026 年作為「十五五」規劃的開局之年，政策支持力度料將加大，預計將呈現「開門紅」效應。固定資產投資方面，政府專項債發行或將前置，基建投資有望保持較快增長；製造業投資在產業升級及設備更新政策的支持下料將維持韌性；房地產投資降幅有望進一步收窄。消費方面，在促消費政策延續及就業市場穩定的支持下，消費增長動能有望進一步修復。淨出口方面，雖然中美貿易摩擦持續，惟中國對非美市場的出口料將保持強勁，貿易順差規模有望維持高位。預計 2026 年中國實際 GDP 同比增速將保持在 4.5%-5.0% 區間。

### (2) 政策面預測：

- 總量政策方面：**財政和貨幣政策總基調繼續延續「更加積極的財政政策和適度寬鬆的貨幣政策」，與 2024 年 12 月中央經濟工作會議表述一致，政策取向總體穩定。會議強調「加大逆周期和跨周期調節力度」，顯示政策節奏將根據外部環境靈活調整——外部平穩時，以存量政策為主穩步推進；外部壓力加大時，增量政策可以隨時加碼。近期推出的 5,000 億元新型金融工具主要用於項目投資，顯示 2026 年經濟有望通過投資端存量政策率先實現「開門紅」。
- 政策重心轉向方面：**會議提出「提質增效」將取代去年的「以進促穩」，政策重點由力度

轉向效率和質量，更加注重可持續發展和政策之間的協同。會議新增「協同性」及「存量政策和增量政策集成效應」相關表述，明確要求「增強政策前瞻性、針對性和協同性」，意味著今後財政、貨幣和結構性政策將協同發力，避免碎片化，著力提升宏觀經濟治理能力。

- ▶ 「因地制宜發展新質生產力，縱深推進全國統一大市場建設」成為本次會議的最重要新增表述，標誌著綜合整治「內卷式」競爭將成為 2026 年改革主線。「反內卷」本質上是糾正地方政府招商引資中的過度補貼、重複建設、惡性價格戰和產能無序擴張等問題。政策導向將從「規模競爭」向「質量競爭」轉變，與「提質增效」的總要求形成呼應。光伏、鋰電、新能源汽車等產能過剩行業將直接受到影響。

- ✚ **房地產方面：**值得關注的是，本次會議並未提及房地產，實屬近年來罕見。隨著行業持續回落、景氣度趨於新均值，房地產逐步淡出政策議程，顯示其系統性重要性已明顯下降。風險防控在政策排序中的權重進一步下滑，表明房地產、地方政府債務、影子銀行三大系統性風險的攻堅階段已基本結束，政策表述也從「積極穩妥化解」轉為「堅持守牢底線」，風險防控從「攻堅」轉向「守底線」。

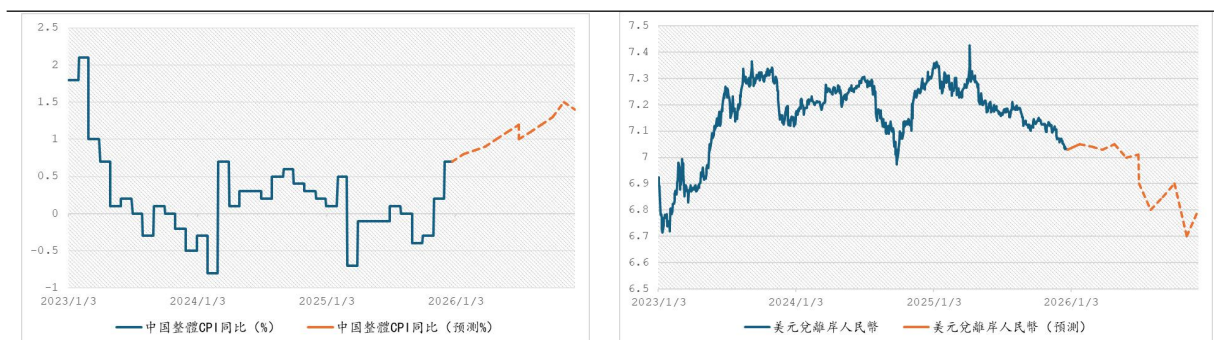
### **(3) 大類資產展望：美元結構性弱勢及中國經濟穩定為人民幣提供支撐，預計人民幣匯率將溫和走強；中債利率維持低位震盪；中國股市估值有望修復**

- ✚ **人民幣匯率 2026 年走勢料將溫和偏強。**第一，美元在美聯儲減息周期下面臨結構性下行壓力，美元兌人民幣的下行空間打開。第二，中國貿易順差規模維持高位，經常賬戶順差為人民幣提供基本面支撐。第三，中國經濟在政策支持下保持平穩運行，「十五五」開局之年的「開門紅」效應有望提振市場信心。第四，中美利差倒掛幅度隨著美聯儲減息而有所收窄，資金外流壓力減輕。預計 2026 年美元兌人民幣將反覆下試 7.0 關口。
- ✚ **惟需關注的是，若中美貿易摩擦進一步升級或特朗普實施更激進的關稅政策，或將對人民幣匯率構成一定壓力。**政治局會議重提「經貿鬥爭」表述，顯示決策層對外部衝擊保持高度警覺，政策增量空間更多預留用於應對外部不確定性。此外，若美國經濟出現超預期下滑引發全球避險情緒升溫，資金回流美元資產也可能令人民幣短期承壓。整體而言，人民幣匯率的波動性料將有所上升，惟在美元結構性弱勢的大背景下，人民幣全年走勢仍將偏強。
- ✚ **中國債券市場方面，由於經濟增長動能仍需政策支持，加上通脹壓力較低，人民銀行料將維持寬鬆的貨幣環境，中國國債收益率將維持低位運行。**預計 10 年期國債收益率將在 1.6% 至 2.0% 區間內震盪，債券價格整體保持穩定。
- ✚ **中國股票市場方面，在經濟穩定、政策支持及估值偏低的背景下，中國股市有望實現估值修復。**「十五五」規劃將帶來新的投資主題，科技創新、新能源、高端製造等行業料將受益於政策支持。深入整治「內卷式」競爭改革主線下，光伏、鋰電、新能源汽車等產能過



剩行業或將經歷整合，龍頭企業有望受益於行業集中度提升。惟需留意外部不確定性仍將加劇市場波動，投資者應關注貿易政策變化及地緣政治風險對市場情緒的影響。

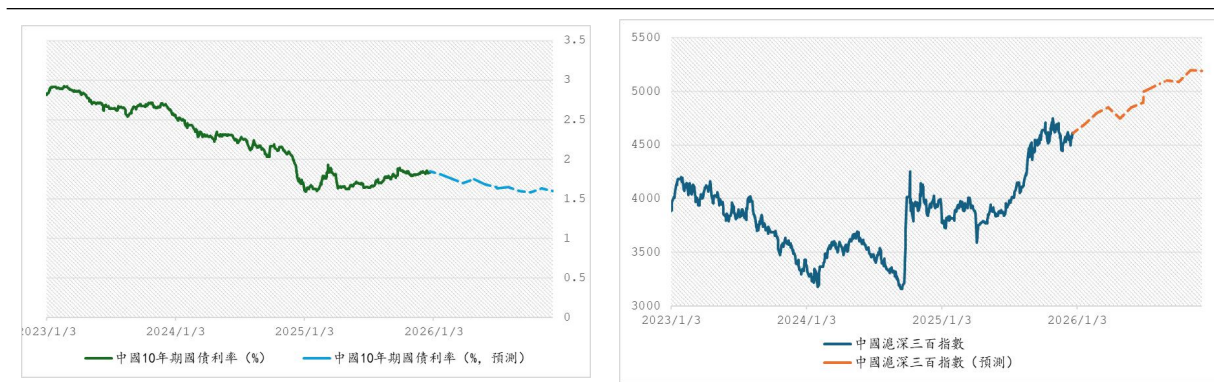
圖 1-5：預計 2026 年整體 CPI 同比將溫和回升至 1.2%-1.5% 圖 1-6：預計 2026 年美元兌離在岸人民幣將反覆下試 7.0 關口區間，物價水平仍將維持較為溫和的態勢



數據來源：Bloomberg

圖 1-7：料中國國債收益率 2026 年將繼續維持低位運行

圖 1-8：在經濟穩定、政策支持及估值偏低的背景下，中國股市有望實現估值修復



數據來源：Bloomberg

## 二、美國：美國經濟動能放緩，美匯指數料將反覆偏軟，美債利率下行空間打開，美股波動性料將上升

**2025 年年美元走勢回顧：**美匯指數全年呈現先揚後抑的走勢，年初受「特朗普交易」餘溫支撐，一度上試 110 關口，但後續因為特朗普非常規性的關稅政策震盪全球市場，加上美國本土經濟數據轉弱，美匯指數持續轉弱至 96 附近水平。自下半年起，隨著美國政策不確定性逐步下調，美匯指數延續區間震盪格局，基本在 98-100 區間上落。截至 12 月 22 日，美匯指數全年收跌 9.40%，收盤錄得 98.286，在主要貨幣中表現偏弱。

## (一) 2025 年美國經濟基本面及政策回顧






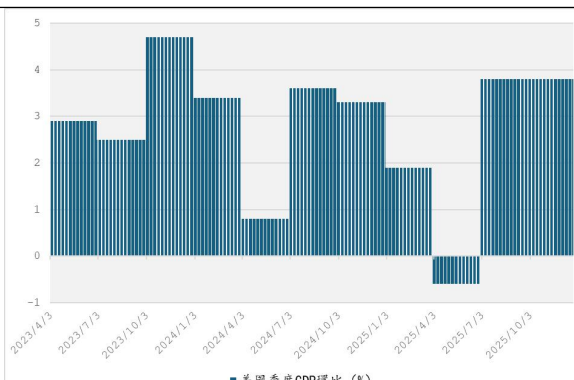
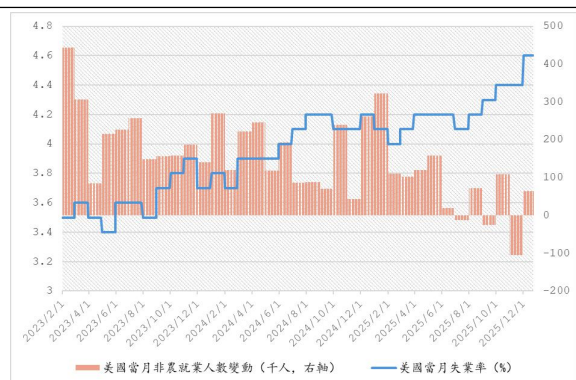
-  **通脹方面**，特朗普政府的關稅政策一度推高進口商品價格，令上半年美國通脹出現脈衝式反彈，整體 CPI 同比一度升至 3.8% 附近水平；惟隨著能源價格在特朗普擴大本土能源生產的政策下持續走低，加上勞動力市場降溫帶動薪資增速放緩，下半年通脹壓力逐步消退，截至 11 月整體 CPI 同比回落至 2.6%，核心 PCE 物價指數同比錄得 2.4%，通脹回落進程重回正軌。
-  **勞動力市場方面**：特朗普政府大規模驅逐非法移民的政策導致勞動力供給出現短暫收縮，惟關稅政策引發的貿易夥伴反制措施嚴重衝擊美國製造業出口訂單，企業被迫縮減生產規模並減少招聘，令勞動力需求顯著回落。2025 年以來美國失業率從年初的 4.1% 逐步攀升至 11 月的 4.4%，職位空缺數量持續下降，勞動力市場供需缺口進一步收窄，就業市場整體呈現降溫態勢。
-  **經濟方面**，美國經濟增長動能較去年有所放緩，2025 年第三季度的實際 GDP 環比增速錄得 1.8%。從分項來看，個人消費方面，因就業市場轉弱令居民收入增長放緩，消費者信心指數反覆下行，佔總 GDP 比重近七成的個人消費增速有所回落；企業投資方面，雖然減稅政策對企業盈利帶來一定支持，惟關稅不確定性令企業推遲資本開支計劃，固定資產投資增速較去年明顯放緩；國際貿易方面，因貿易夥伴的反制措施令美國出口受阻，淨出口持續成為 GDP 的主要拖累。
-  **政策方面**：財政方面，特朗普政府的減稅政策令財政收入進一步減少，而國債付息壓力在高息環境下持續攀升，截至 2025 年 9 月底美國國債總額已突破 38 萬億美元，國債利息支出首次超越國防開支，財政赤字問題愈發嚴峻。貨幣方面，12 月 10 日美聯儲宣布年內第三次降息，將聯邦基金利率目標區間調降至 3.50%-3.75%，全年累計減息 75 個基點。值得關注的是，本次議息決議以 9 票對 3 票通過，分歧程度極為罕見——兩名委員主張暫停降息以應對通脹壓力，另一名委員則呼籲加大降息幅度以應對就業下行風險，反映出美聯儲內部對宏觀數據的解讀存在顯著分歧。
-  本次會議的另一重要政策轉向是量化緊縮（QT）周期的實際終結。會議聲明明確提出，將通過購買短期國庫券（T-bills）並全額續作到期本金，維持銀行體系的充裕準備金。QT 原有的「收緊」目標已結束，政策重心轉向主動維護金融體系流動性。儘管美聯儲在「點陣圖」中釋放出 2026 年僅有一次降息的鷹派預期，意圖引導市場降低對持續寬鬆的預期，但實際操作已明顯轉向寬鬆。這一「表緊實鬆」的政策組合，凸顯美聯儲在通脹壓力和經濟增長之間的兩難權衡。

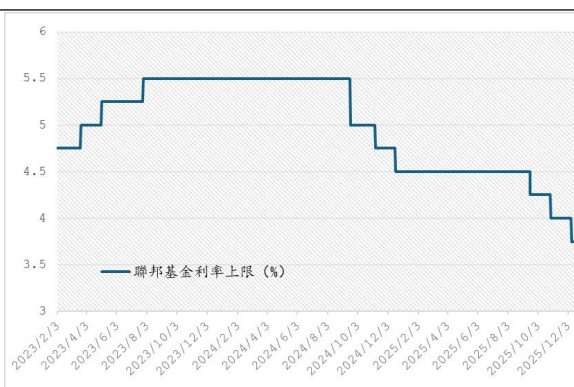
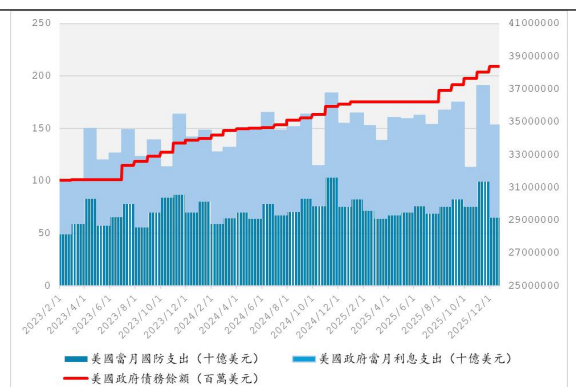
圖 2-1：美國勞動力市場供需缺口進一步收窄，就業市場整體呈現降溫態勢      圖 2-2：特朗普關稅政策下，美國經濟增長動能有所放緩



數據來源: Bloomberg

圖 2-3: 國債利息支出首次超越國防開支, 美國財政赤字問題 仍然嚴峻

圖 2-4: 美聯儲年內三次降息, 將聯邦基金利率目標區間調降至 3.50%-3.75%, 全年累計減息 75 個基點



數據來源: Bloomberg

## (二) 2026 年美國宏觀經濟及大類資產走勢展望

### (1) 基本面預測

**通脹方面:** 隨著關稅政策的一次性衝擊逐步消退, 加上能源價格在本地增產政策下維持低位, 預計 2026 年美國通脹將延續回落態勢。正如鮑威爾在 12 月議息會議後的發布會上所言, 若無外部擾動, 通脹有望接近 2% 目標。惟需留意若特朗普進一步擴大關稅範圍或提高稅率, 或將再度推高進口商品價格, 令通脹出現反覆。整體而言, 預計 2026 年美國整體 CPI 同比將回落至 2.3% 附近水平, 通脹壓力進一步減輕。

**勞動力市場方面:** 關稅政策對全球供應鏈的衝擊持續發酵, 美國製造業面臨的外需壓力料將延續, 企業招聘意願維持低迷; 同時, 服務業在高利率環境下的擴張勢頭也將有所放緩。預計 2026 年美國失業率將進一步攀升至 4.6%-4.8% 區間, 薪資增速繼續回落, 勞動力市場供需關係進一步寬鬆。



- ✚ **經濟方面：**總體來看，2026 年美國經濟增長將面臨較大下行壓力。個人消費方面，就業市場疲弱及薪資增長放緩將制約居民購買力，消費者支出增速料將進一步回落；企業投資方面，雖然減息周期有助於降低融資成本，惟貿易政策不確定性仍將抑制企業的資本開支意願；淨出口方面，貿易夥伴的反制措施料將持續拖累美國出口表現。預計 2026 年美國實際 GDP 同比增速將放緩至 1.2%-1.5% 區間。

## (2) 政策面預測：

- ✚ **財政政策：**為應對 2026 年中期選舉，特朗普政府料將維持擴張性財政立場，通過延續減稅政策及增加對本土製造業的補貼來爭取選民支持。惟財政赤字持續擴大將加劇市場對美國主權債務的擔憂，或對中長期美債需求構成壓力。
- ✚ **貨幣政策：**2026 年美聯儲議息委員會的人事變動將令鴿派票委佔據主導地位，預計 7 位鴿派對 4 位鷹派的格局將顯著影響政策取向。鑑於就業市場持續疲弱及通脹壓力減輕，美聯儲減息空間進一步打開。儘管 12 月點陣圖預測 2026 年僅降息一次，但市場普遍認為此舉更多是預期管理——歷史表明，點陣圖對遠期利率的預測準確率有限。目前市場實際押注 2026 年內降息 2 次，反映出對美聯儲「言行不一」早有準備。若勞動力市場疲軟超預期，美聯儲或加快降息。

值得關注的是，鮑威爾任期將於 2026 年屆滿，市場對美聯儲主席繼任懸念升溫。若貨幣政策權力更迭，美聯儲的獨立性將受到考驗，這將成為 2026 年下半年市場關注的重要風險事件。

- ✚ **國家安全戰略：**2025 年 11 月發布的《美國國家安全戰略》為理解 2026 年政策走向提供重要框架。文件提出「門羅主義的特朗普推論」，將西半球主導地位列為核心國家安全利益，強調美國將排斥非西半球國家在該區域的影響力，並要求區域內國家在移民管控、打擊販毒及供應鏈安全方面配合美國。這一戰略框架顯示，美國對加拿大、墨西哥採取的強硬貿易立場已超越單純經濟考量，上升至國家安全層面。
- ✚ 文件同時明確將「能源主導地位」列為首要戰略目標，涵蓋石油、天然氣、煤炭及核能，並直接否定「氣候變化」及「淨零」政策，稱其為「災難性意識形態」。這為美國擴大本土能源生產、國際油價持續走低的判斷提供官方政策依據。在貿易政策方面，文件將「平衡貿易」、「公平互惠」列為核心原則，強調關稅作為「強力工具」重新平衡貿易關係，並明確反對貿易逆差、傾銷及其他損害美國產業的做法。文件多次強調結束「搭便車」(free-riding) 行為，要求盟友承擔更多責任，顯示貿易談判將持續處於緊張狀態。

**(3) 大類資產展望：**美聯儲減息周期延續，預計美匯指數將反覆下行，美債利率面臨下行壓力；美股估值面臨調整壓力，波動性料將上升

- ✚ **美匯指數 2026 年走勢料將反覆偏軟。**第一，美聯儲減息步伐加快將收窄美元兌其他主要貨幣的利差優勢，削弱美元的吸引力。第二，美國財政赤字問題持續惡化，國債總額突破 38



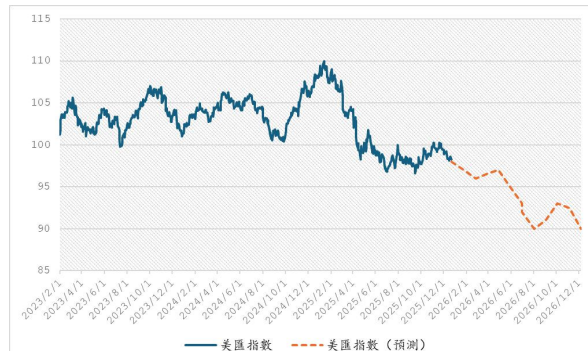
萬億美元且付息壓力超越國防開支，令市場對美元的中長期信心受到動搖。第三，新興市場央行加速去美元化進程，全球央行持續增持黃金儲備並減少美元資產配置，給美元帶來結構性下行壓力。預計 2026 年美匯指數將反覆下試 95 水平。

✚ **另一方面，美元的下行並非一帆風順。**若特朗普進一步升級貿易摩擦或地緣政治風險顯著升溫，避險情緒或將推動資金短暫回流美元資產，令美匯指數出現階段性反彈。惟整體趨勢仍將偏弱，下半年隨著減息效應進一步顯現，美元料將延續回落。

✚ **美股 2026 年將面臨較大波動。**雖然減稅政策及放寬金融監管有助於改善企業盈利，惟當前美股估值已處於歷史高位，標普 500 指數的周期調整市盈率已接近 2000 年科技泡沫時期水平。在經濟增長放緩及企業盈利增速回落的背景下，高估值難以持續，美股面臨調整壓力。此外，貿易政策的不確定性、地緣政治風險以及美聯儲主席換屆懸念也將加劇市場波動，預計 2026 年美股的波動性將顯著上升。

✚ **美聯儲減息周期延續將提振美債價格，當中政策敏感的短端美債表現料優於長端。**隨著減息預期升溫，10 年期美債收益率面臨下行壓力，預計將反覆下試 3.6% 水平。惟中長期美債方面，由於財政赤字持續擴大令政府債務餘額不斷攀升，市場對美債供給過剩的擔憂將一定程度壓制長端債券的表現，美債收益率曲線或將進一步趨陡。

圖 2-5：美聯儲主席更迭將為央行利率前景帶來不確定性，目前市場實際押注 2026 年內降息 2 次



數據來源：Bloomberg

圖 2-7：美聯儲減息周期將提振美債價格，當中短端美債表現優於長端

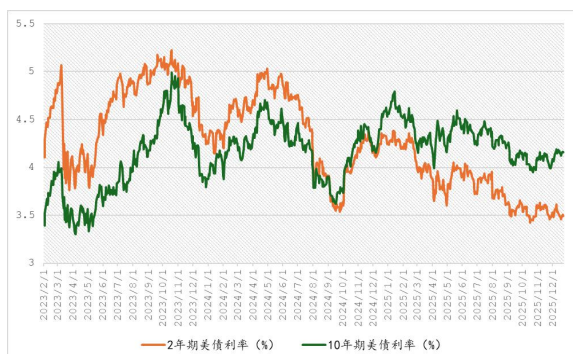


圖 2-8：當前高估值難以持續，預計美股 2026 年將面臨較大波動



## 【 免責聲明 】

本文件所載的資料和數據乃從交通銀行股份有限公司香港分行及交通銀行（香港）有限公司相信屬可靠之來源搜集，惟本行並無核證該等資料和數據。本檔所載資料只供一般參考用途，並沒有考慮任何個別人士的特定投資目標或經驗、財務狀況或其他特定需要。

本行對本檔所載資料(包括任何陳述、數據、觀點、意見或預測)之公正性、準確性、完整性、正確性或適時性不作任何保證，亦無義務就該等資料的未來變化作出更新或就所收到的更新內容發出通知。本行不會就任何人士因直接或間接使用或依賴本檔所載之任何內容而蒙受或招致的任何損失承擔任何責任。

在本檔表達的預測及意見只作為一般的市場評論，並不構成投資建議或保證回報。投資者須對本文件所載數據、意見及推測的相關性、準確性及充足性自行作出評估，並就此評估進行認為有需要或合適的獨立調查。所有此等數據、意見及推測均可予以修改而毋須事前通知。

本文件所提及、評論或推薦（視情況而定）之投資項目未必適合所有投資者，且並未考慮個別人士的特定投資目標或經驗、財政狀況或其他需要。因此，本檔並無就其中所述任何證券及/或投資是否切合任何個別人士的情況作出任何保證。投資者不應只根據本檔而作出任何投資決定。投資者必須根據其各自的投資目的、財務狀況及獨特需要作出投資決定，並在有需要時諮詢其獨立專業顧問。本檔並不擬提供專業意見，因此不應賴以作為此方面之用途。本文件所載資料並不構成亦不應被視為任何投資意見或任何買賣投資產品或服務之要約、招攬或建議。非所有地區之所有人士均可享用或認購有關投資項目。就任何人士是否符合使用個別產品或服務的資格，以本行的最終決定為準。

投資涉及風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，甚至變成毫無價值，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。本資料只供一般參考用途，本檔（或其中任何部分）不應被用作廣告之用，亦不構成任何投資買賣（如證券及/或貨幣）之建議、招售或招攬。本文件並非，亦無意總覽本文件所述證券或投資牽涉的任何或所有風險。於作出任何投資決定前，敬請投資者細閱及瞭解有關該等證券或投資的所有銷售檔，以及其中所載的風險披露聲明及風險警告。本文件的數據並不構成銷售文件的一部份。

除非獲得本行的事先書面同意，在任何情況下，任何人士均不得出示、複印、傳輸、複製、摘錄或以任何其他形式或任何途徑轉載、分發或傳送本文件的任何內容予任何人士，或將本文件的任何內容納入另一文件或其他材料中以作其他用途。



本文件由交通銀行股份有限公司香港分行及交通銀行（香港）有限公司製作及發行，並未經香港任何監管機構審閱。