

研报精选

2026年1月11日 第254期

宏观专栏

经济偏弱运行——12月经济数据前瞻

报告预计，12月主要经济指标同比增速回落，固定资产投资同比降幅或继续扩大，社零总额可能延续偏弱增长，出口增速主要受基数抬升影响而略有回落。金融数据层面，受政府债净发行同比减少的影响，社融和货币增速或下行。

AI拉动了多少出口

报告认为，AI中长期内能通过降低贸易成本和提高生产力的方式促进贸易，短期内通过AI相关产品拉动出口。我国AI相关产品出口稳步提升，AI相关服务出口或更多面向发展中经济体。

专题聚焦

中国房企发展与转型——迈向资产管理

报告认为，近年来政策持续强调房地产行业向新模式转型。中国处在城镇化和金融市场发展的双拐点上，房企向资产管理业务探索转型是必然方向，“十五五”或将是制度建设的关键期。

如何展望存款搬家资金流向？

报告认为，2026年存款到期节奏将更为前置，我国居民资产配置或将呈现存款活期化、产品资管化的特征。在资金流向上，看好保险、固收+、私募基金的增量。

宏观专栏

经济偏弱运行——12月经济数据前瞻

我们预计，12月主要经济指标同比增速回落，固定资产投资同比降幅或继续扩大，社零总额延续偏弱增长，出口增速主要受基数抬升影响而略有回落。金融数据层面，受政府债净发行同比减少的影响，社融和货币增速或下行。我们预计四季度GDP同比增速为4.6%，全年GDP同比增速为5.0%。

耐用品拖累加大、餐饮景气走弱，社零总额或延续低增长。以旧换新类商品消费延续承压，高频数据来看，12月4类大家电零售额延续了30%以上的同比降幅；乘联会预计，12月狭义乘用车零售量同比下降12.7%，降幅比11月扩大4.6个百分点¹。餐饮业景气回落，12月餐饮业PMI为42.0%，环比下降1.8个百分点，弱于2010-2024年同期的平均表现(+3.4个百分点，不含受疫情影响年份)。不过“双十一”促销活动前移带来的节奏扰动消除，一定程度上对冲社零下行压力，我们预计12月社零总额同比增速1.0%，延续较低增速。

固定资产投资增速降幅或继续扩大。我们预计1-12月固定资产投资增速或为-3.0% (1-11月为-2.6%)。出口虽然维持韧性，且新型政策性金融工具等资金支持接力超长期特别国债，但是“十四五”收官阶段从资金到实物工作量进度偏慢，我们预计1-12月制造业投资累计同比或为1.6% (1-11月为1.9%)。

政策效果滞后显现，基建投资累计同比或转负。2025年年内的增量政策虽在4季度落地，效果或更多体现在2026年初，资金效果跨年释放或助力2026年经济开局。2025年10月财政部通过盘活地方债结存限额的方式，支持部分省份增发2000亿元专项债用于投资建设，江苏、浙江、山东、广东、四川等省获得的额度较高，用途上包括支持交运等重大项目建设。从地方项目储备进展来看，部分地方发改委披露的审批类项目数量、11月部分地方重大项目开工数据均显示，4季度以来地方项目储备环比虽有改善，但总量未有显著提升，项目储备和开工或仍需时间。随着北方进入冬季，项目开工施工条件转差，我们预计1-

¹ <https://cpcaauto.com/newslist.php?types=csjd&id=4085>

12月基建投资累计同比-0.4%。

房地产开发投资或延续偏弱运行。销售方面，12月30城商品房销售面积环比季节性上行，受去年政策刺激的高基数影响，同比-27.3%（11月为-33.1%），仍延续较深跌幅。土地市场方面，年末土地供应季节性上量，300城土地成交面积和价款同比降幅有所收窄。不过土地平均溢价率持续处于低位，反映出房企拿地仍偏谨慎，我们预计1-12月房地产开发投资累积同比为-16.5%（1-11月累积同比为-15.9%）。

受基数上升影响，出口同比增速或下降。从需求来看，海外PMI呈现分化态势，美欧环比下降而日本环比上升，12月中采制造业PMI新出口订单环比上升1.4个百分点至49.0%，或与2026年春节较晚使得出口企业在年前赶工有关。高频数据方面，韩国12月前20天工作日日均出口同比+3.6%（11月为+13.3%），对美国日均出口同比-4.6%（11月为+3.9%），12月前20天韩国从中国日均进口同比+0.7%（11月为+8.8%）。中国过去几个月出口同比增速的波动，很大程度上可以归结于基数扰动，而12月基数较11月有所上升，或使得12月出口同比增速较11月有所下降。我们预计12月出口同比3.0%（11月为5.9%）、进口同比-2.9%（11月为1.9%）。

开工上升叠加季末效应，工业增加值同比增速或为6.0%。主要行业的高频开工率数据同比增速多数边际上升，12月PMI生产分项环比上升1.7ppt至51.7%。考虑到季末效应的影响，我们预计12月工业增加值同比增速或为6.0%（11月为4.8%）。

12月CPI同比或持平于0.7%。食品方面，前期能繁母猪存栏量处于高位、对应供给充裕，南方腌腊需求释放不及预期，猪肉价格环比继续下跌，基数因素推动同比跌幅略有收窄；12月蔬菜价格先升后降，前期受不利天气的滞后性影响，而后随着蔬菜产区供应能力增强，鲜菜价格有所回落，去年低基数下同比涨幅持续扩大。整体来看，食品价格相较11月继续改善，或边际贡献CPI同比上行0.1个百分点。能源方面，受国际油价变动影响，国内汽油、柴油等价格有所下调，同比跌幅略有走阔；核心CPI方面，随着以旧换新政策力度有所减

弱，相关品类价格同比涨幅或继续缩小，而金价涨幅再度扩大或对核心CPI仍有支撑；元旦临近出行需求或边际好转，而房租仍处淡季偏弱，服务价格同比或稍有回落。

12月PPI同比跌幅或收窄至2.0%（11月同比下降-2.2%）。12月PMI主要原材料购进价格指数较11月回落0.5个百分点，而出厂价格指数相较11月回升0.7个百分点，其隐含的PPI环比或与11月持平为0.1%。能源方面，国际原油市场延续供给过剩态势，尽管12月初地缘局势带来风险溢价扰动，布伦特原油价格整体震荡下行。有色方面，受美联储降息落地和美国累库存等影响，铜价创下历史新高。黑色方面，螺纹钢和线材价格止跌回稳，同比跌幅略有收窄；建材方面，水泥价格基本持平，浮法玻璃价格环比走弱，两者同比跌幅仍较大。

社融与货币增速预计继续下行。12月票据利率有所反弹，或意味着贷款投放在政策支持下有所回升，我们预计12月新增贷款或达到9000亿元。12月政府债净发行5002亿元，同比明显下降，我们预计12月新增社融1.84万亿元，相比去年同期少增1万亿元，12月社融增速或下降至8.2%。与此同时，货币供应增速或将继续回落，我们预计12月M2同比增速下降至7.9%，M1同比增速下降至3.0%。

综合来看，我们预计四季度GDP同比增速为4.6%，全年GDP同比增速为5.0%。

以上观点来自：2026年1月4日中金公司研究部已发布的《经济偏弱运行——12月经济数据前瞻》

张文朗 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988
 黄文静 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436
 郑宇驰 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442
 邓巧锋 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520070005 SFC CE Ref: BQN515
 周彭 分析员 SAC 执业证书编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036
 段玉柱 分析员 SAC 执业证书编号：S0080521080004 SFC CE Ref: BWF061
 潘治东 联系人 SAC 执业证书编号：S0080124080025

宏观专栏

AI拉动了多少出口

AI中长期内能通过降低贸易成本和提高生产力的方式促进贸易，短期内通过AI相关产品拉动出口。WTO预计，从2025到2040年，不同情景假设下的全球贸易量预计将增长33.7%至36.7%，其中制造业贸易量预计将增长22.2%至24.4%。主要支撑因素包括三大类：一是贸易成本的降低，二是AI服务和可贸易性的提升，三是可贸易部门的生产率提升。短期来看，AI则主要通过AI相关产品来拉动出口，可以分为三大类：一是包括二氧化硅、氧化锗、二氧化锆和碳化硅等的原材料与加工化学品，二是用于半导体生产的中间品，三是包括计算机、半导体和相关机械等的AI相关设备²。

AI相关产品出口加速上升。我们根据WTO列出的AI相关产品列表和UN Comtrade中已经公布数据的经济体加总得到了近三年全球AI相关产品出口金额，2024年全球AI相关产品出口3.1万亿美元，较2023年上升10.1%；占整体出口比重为14.5%，较2023年上升1.2个百分点。从出口地区分布来看，中国大陆（6336亿美元）、中国香港（3554亿美元）、中国台湾（3106亿美元）排名前三。中国大陆AI相关产品出口占整体出口比重为17.7%，在主要经济体中处于相对较低水平。中国大陆AI相关产品出口结构中，虽然仍是以中间品为主，但是相比其他主要经济体来说中间品和设备占比比较均衡，分别占比68%、31%。从进口地区分布来看，中国大陆（5413亿美元）、美国（4795亿美元）、中国香港（3460亿美元）排名前三。然而，2024年AI相关设备进口中，美国排名第一，为2016亿美元。

美国AI资本开支推动AI相关产品进口。美国AI投资热潮推动下，美国私人部门信息处理设备投资增速显著上升，2025年二季度同比上升26%，这也带动了AI相关产品进口增速的上升，2025年8月美国AI相关产品进口同比上升27%，虽然较前期高点有所回落，但仍然保持较高增速。AI相关产品进口占美

² https://www.wto.org/english/news_e/news25_e/wtr_15sep25_e.htm

国整体进口比重也持续上升，2025年8月为20.7%，较前一年同期提升5.5个百分点，而其中又以AI相关设备进口比重的提升更为明显。

中国大陆AI相关产品出口稳步提升，但边际拉动作用提升相对温和。从2024年12月至2025年11月，中国大陆AI相关产品出口6903亿美元，同比上升9.7%，但绝对金额仍然低于2022年7月。从AI相关产品对中国大陆月度出口同比的拉动来看，虽然边际有所上升，但程度相对温和。2025年1-11月，AI相关产品拉动中国出口同比约1.7个百分点，较2024年的1.4个百分点上升0.3个百分点；贡献率为32%，较2024年的24%也有所提升，但是低于WTO估算³的AI相关产品对2025年上半年全球贸易增长的贡献率(43%)。和其他主要经济体比较，2025年1-10月，中国台湾、马来西亚、新加坡、泰国的出口增长几乎完全是由AI相关产品所拉动的，而南非、巴西、加拿大、澳大利亚等地区的出口几乎未受到AI相关产品的拉动。另一方面，中美之间AI相关产品的直接贸易占比并不高，2025年1-9月美国AI相关产品进口的主要来源地是：中国台湾(24%)、墨西哥(22%)、越南(12%)，中国大陆仅占8%；2025年1-10月中国大陆AI相关产品出口的主要目的地是：中国香港(22%)、美国(10%)、越南(8%)。因此从这两种意义上来说，即使2026年美国AI资本开支增速有所放缓，对中国大陆整体出口增速的直接影响或也相对有限。

AI相关服务出口也加速上升。AI相关服务主要包含在服务贸易中的电信、计算机和信息服务中，从滚动12个月的中国电信、计算机和信息服务出口和进口来看，中国AI相关服务出口大概率也呈现加速上升趋势，截至2025年10月的滚动12个月出口金额为708亿美元，同比上升13.5%，高于AI相关产品的9.6%。跨国比较来看，2024年电信、计算机和信息服务出口金额排名靠前的地区分别是爱尔兰(3017亿美元)、印度(1777亿美元)、美国(908亿美元)、中国(650亿美元)、英国(599亿美元)。

中国AI相关服务出口或更多面向发展中经济体。由于中美AI发展比较优

³ https://www.wto.org/english/res_e/publications_e/gtos1025_e.htm

势的不同，中国AI相关服务或以更低的单位使用成本在发展中经济体取得更多竞争优势。根据WTO的研究⁴，低收入经济体使用开源AI模型中来自中国的占比为81%，而来自美国的占比仅为9%；高收入经济体使用开源AI模型中来自中国的占比为34%，而来自美国的占比为59%。



以上观点来自：2026年1月5日中金公司研究部已发布的《AI拉动了多少出口》
郑宇驰 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520110001 SFC CE Ref: BRF442
张文朗 分析员 SAC 执业证书编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

⁴ https://www.wto.org/english/news_e/news25_e/wtr_15sep25_e.htm

专题聚焦

中国房企业发展与转型——迈向资产管理

近年来政策持续强调房地产行业向新模式转型。从企业的角度看，未来住房业务的高质量发展，经营性不动产业务的重心增加是基本趋势，围绕“资产管理”这个关键词来建设新能力、新生态也已经具备一定的共识。本篇报告侧重对海外市场的历程做一个溯源和归纳，并对于中国市场的前景做一些方向上的思考。

正确认识海外的历程：不动产企业向资产管理企业的转型主要是由金融深化驱动的。过去40年海外不动产企业形态演变的过程，最终使得部分产业主体成功向资产管理平台转型，这一转型架构在资产证券化和资本全球化程度不断提升的背景之上。其中，西方经济体的企业进展较快一些（2010年代是其转型高潮），亚洲市场的企业整体还处在转型中前期。从体量上看，不动产领域的证券化水平、流动性的条件，同过去40年整体资本市场的发展大致相称，可以理解为资本市场全局发展的一个重要部分，同时带动了一批企业的业务模式变化。

中国处在城镇化和金融市场发展的双拐点上，房企向资产管理业务探索转型是必然方向，“十五五”或将是制度建设的关键期。目前市场对于不动产企业从“传统开发—开发+持有一资产管理”的形态路径已经有初步认识，中国的少数头部企业也已经开始践行相关的模式转型，从战略取向上无疑是正确的。可能美中不足的是，不动产资管业务在相当程度上仍需依靠政策端自上而下梳理以打通一系列堵点难点，比如目前我们在自身证券化市场建设、市场力量的培育、转型方向上的引导等角度仍有待进一步发力。此外，有关企业在组织架构上、心智上、能力上也将面临考验，总体上是一个由上到下的综合性过程。我们预计“十五五”阶段或将为资产管理业务的建设做一个奠基，为长期发展提供可持续基础。

未来对中国实体资管行业发展的讨论将是一个动态过程。我们认为中国去库存、去杠杆的进程尚处早期阶段，未来不仅市场化企业要承担商业转型的先锋角色，对于地方财政如何构建更可持续的资产管理模式，或也有诸多可供构想之处，在此谨抛砖引玉。



以上观点来自：2026年1月8日中金公司研究部已发布的《中国房企发展与转型——迈向资产管理》

孙元祺 分析员 SAC 执业证书编号：S0080521050008 SFC CE Ref: BOW951
张宇 分析员 SAC 执业证书编号：S0080512070004 SFC CE Ref: AZB713

专题聚焦

如何展望存款搬家资金流向？

资本市场现阶段对于存款搬家的关注明显提升，这一叙事的确定性似乎正在逐步增强；年初至今保险开门红和股市积极的表现，也一定程度印证了存款资金活化的潜力。我们在报告《[理财2026年展望：存款搬家、资产配置新叙事](#)》提及，2026年居民有望在2025年存款搬家的趋势下，额外再新增约2-4万亿元左右的活化资金流向非存款投资领域。那么存款搬家后，居民资金将流向何处？哪些领域与产品更有望受益？

2026年存款到期节奏将更为前置。基于42家A股上市银行存款重定价结构，我们测算2026年居民长期限定存将有32万亿元到期（2年及以上），同比多增4万亿元；其中61%的存款或将在Q1到期，对比23-25年51%-58%的水平，今年存款到期的节奏更为前置。考虑到银行存款重定价的幅度也进一步走扩，我们对一季度整体资金活化的空间更为乐观。

居民风险偏好的启示。基于现阶段中国居民资产负债表与收入预期的表现，并参照日本低利率时代居民金融资产变迁的历史，我们认为在2026年中国居民具备风偏小幅上行的条件，居民资产配置将呈现存款活期化、产品资管化的特征；但风偏的快速改善还需要依靠居民资产负债表的修复，现阶段可能并不显著。

资金流向展望：看好保险、固收+、私募基金的增量。1) 我们看好保险需求增量，尤其是来自银保渠道的转化；分红险稳健收益的特征已具备稀缺性，银行财富管理转型也有望带动产品增量。年初以来保险开门红的趋势已有所印证，保费收入有望同比多增。2) 银行理财卡位优势明显，但需关注平滑估值整改后的净值波动压力，部分投资者仍对理财真实风险存在预期差，26年理财增速预计为8-12%。3) 固收+产品星辰大海，低利率环境与资本市场改革深化均有望提升固收+产品的性价比，基金销售费改正式稿也保障了个人持有债基

的流动性（7日免赎）。4) 中高风险投资中，我们看好私募基金景气度有望延续，其主要受益于实体投资减弱带动私行业务景气度、量化私募赚钱效应等；而存款搬家资金直接流入股市、配置主动股混基金，则需居民资产负债表的支撑。5) 定存流动性补偿降低后，货币基金的配置需求也有望延续。



以上观点来自：2026年1月7日中金公司研究部已发布的《如何展望存款搬家资金流向？》

王子瑜 分析员 SAC 执业证书编号：S0080522070019 SFC CE Ref: BTC623

李少萌 分析员 SAC 执业证书编号：S0080524060011

林英奇 分析员 SAC 执业证书编号：S0080521090006 SFC CE Ref: BGP853

张帅帅 分析员 SAC 执业证书编号：S0080516060001 SFC CE Ref: BHQ055

许鸿明 分析员 SAC 执业证书编号：S0080523080007 SFC CE Ref: BUX153

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2026.1.4 中国宏观专题报告：消费和地产回暖——香港经济金融季报
- 2026.1.4 中国宏观简评：经济偏弱运行——12月经济数据前瞻
- 2026.1.4 宏观探市：2026全球市场展望：泡沫加速
- 2026.1.4 中国宏观热点速评：增减并行，节奏或更平滑——2026年以旧换新政策点评
- 2026.1.5 中国宏观热点速评：AI拉动了多少出口
- 2026.1.10 中国宏观专题报告：用麦当劳算汇率是误导
- 2026.1.10 海外宏观简评：美国就业弱平衡，1月降息概率低
- 2026.1.10 中国图说中国宏观周报：剔除外生扰动，核心CPI放缓——2025年12月物价数据点评

策略及大宗商品

- 2026.1.4 2025年A股复盘：重山已过，乘势笃行
- 2026.1.4 大宗商品：图说大宗：贵金属的突破与风险
- 2026.1.5 1月行业配置：春季行情延续
- 2026.1.6 海外策略专题：“被延后”的修复——日本如何走出失去的二十年
- 2026.1.6 能源：聚焦：石油：南美供应新变数，影响在远期

固定收益

- 2026.1.5 简评：公募费改三阶段正式落地，债基生态重塑，市场风险降低
- 2026.1.7 信用分析周报：中国短期融资券及中期票据信用分析周报
- 2026.1.7 中国城投债券月报：关注经营性债务风险化解，26年城投债券结构性分化或加大——12月城投债券月报
- 2026.1.8 信用分析周报：中国公司债及企业债信用分析周报
- 2026.1.8 简评：曲线继续走陡，防御型配置仍为主线——2025年12月行业利差跟踪及全年回顾
- 2026.1.8 简评：联瑞新材转债投资价值分析
- 2026.1.9 简评：通胀短期回升，中期来看仍有下行压力——12月通胀数据点评
- 2026.1.9 中国可转债策略周报：右侧的心理准绳
- 2026.1.9 专题研究：不在涨跌里，不在规模里，在结构里：2025年ABS盘点和思考
- 2026.1.10 中国利率策略周报：人民币升值带来的宏观和债市影响

行业

- 2026.1.4 博彩及奢侈品：十二月总博彩收入同比增长14.8%，略低于一致预期
- 2026.1.4 传媒互联网：2026元旦OTA数据一览：出行需求旺盛，喜迎开门红
- 2026.1.4 传媒互联网：周报：4Q25预计子板块业绩仍分化，全年电影票房同增22%
- 2026.1.4 香港金融：香港银行2026年展望：资本回报率维持较高
- 2026.1.4 金融：公募基金销售新规落地，机构业务怎么做？
- 2026.1.4 农业：农业周报：元旦猪价小幅回暖，25年抖音渠道宠食大幅增长
- 2026.1.4 航空航天科技：星链用户破900万，商业火箭IPO新规推出
- 2026.1.5 可选消费：元旦出行热度高企，新政释放免税红利
- 2026.1.5 机械：消费级激光雕刻：高速增长的新赛道，26年迎融资热潮
- 2026.1.5 主题研究：光伏周谈 | 白银硅料价格上行，关注电池组件顺价及银包铜替代（26年第1周）
- 2026.1.6 REITs：政策出台促发展，企稳反弹稳配置——公募REITs月报（2025-12）
- 2026.1.6 不动产与空间服务：周评#472：新年首周新房销售面积同比降三成
- 2026.1.6 造纸：纸浆系列专题（三）：一体化重构价值锚点
- 2026.1.6 电力电气设备：固态电池系列报告2：固态电池带来设备工艺体系重塑
- 2026.1.7 汽车及零部件：英伟达扩大智驾软硬件生态圈，板块迎催化
- 2026.1.7 钢铁：钢铁2026年展望：新变革，新驱动，新均衡
- 2026.1.7 金融：如何展望存款搬家资金流向？
- 2026.1.7 医疗健康：siRNA热点速评：Arrowhead公布INHBE siRNA、ALK siRNA积极数据
- 2026.1.8 传媒互联网：Chatbot专题研究：未来已来
- 2026.1.8 传媒互联网：长视频2025年度回顾：剧集新规迈入观察窗口期，关注内容供给创新
- 2026.1.8 传媒互联网：出版2025：图书零售市场承压，关注内容电商渠道、话题性品类增长机会
- 2026.1.8 房地产：中国房企发展与转型——迈向资产管理
- 2026.1.9 家电及相关：CES 2026扫地/割草机器人篇：具身智能引领家庭消费机器人新方向
- 2026.1.9 电信服务：芯片供应链边际修复，推理需求有望起量，AI基础设施催化频繁
- 2026.1.9 家电及相关：CES 2026黑电篇：多元布局，视界争锋
- 2026.1.9 科技硬件：CES 2026 | AI定义端侧硬件，云端硬件革新重构

法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

赵 扬 yang8.zhao@cicc.com.cn
伍曼玮 manwei.wu@cicc.com.cn