



本輪供給調整主要涉及粗鋼、銅冶煉、化工、建材等行業。是為了優化行業的供需格局，二是為了助力實現綠色低碳目標。

中國醫藥創新登上世界舞台



創科宇宙 梁穎宇

新一年剛開始，又往三藩市跑了一趟，出席全球生命科學領域盛事——「摩根大通醫療健康年會」。

藥臨床申請階段，以美國進度去評估，領先了一年半至兩年。

中國創新藥企正在研究真正優良的新分子（新發現或新合成的具有獨特化學結構和性質的分子），與美國最好的生物技術公司正面競爭。雖然最好的候選藥物正在迅速被搶購，競爭也推高了價格，但中國作為以合理價格尋找一流資產的地方依然突出。Stifel在去年10月發布的調查顯示，每個主要製藥商的研發主管去年都至少到過中國一次，他們正進行一場尋寶遊戲，除了以預付現金和股權許可或收購來自中國的新藥分子，也有一些正在擴大其業務。

外資積極在中國布局

艾伯維（AbbVie）和百時美施貴寶（Bristol-Myers Squibb，簡稱BMS）在上海舉辦了專門的合作日活動，與本地藥企會面。羅氏、拜耳（Bayer）和禮來（Eli Lilly）已經或將要開設孵化器，以與早期創業者建立關係。在最近一個貿易博覽會上，輝瑞（Pfizer）更宣布將在未來五年內在中國投資10億美元，部分用於與本地公司合作。可以看到，未來中國會繼續湧現大量創新。

中國在研創新藥交易激增，一方面是歐美藥企一直渴望擁有更多進入臨床試驗階段的實驗性藥物公司；另一方面是中國經濟放緩及創投資金流入下降，對整個行業造成了沉重打擊，許多尚在早期研發階段的創始，原本可能通過創投融資或首次公開招股（IPO）上市籌集資金，被迫轉而依賴交易。也許正出於這個原因，在資金稀缺的背景下，美國一些創始公司開始對這個趨勢感到緊張，他們擔憂會有一天所有早期藥物研發都會在中國進行，然後再出口到美國，暫時看這情況不大可能出現。

中國生物技術行業雖然已日漸成熟，但是到目前為止，全程由中國研發、臨床並獲批上市的新藥，在全球舞台上的數量有限，只有5種獲美國食品藥品監督管理局（FDA）批准上市；在這5種創新藥中，僅用於治療血癌的BRUKINSA（中文商品名：百悅澤）和用於治療多發性骨質瘤的細胞療法CARVYKTI（中文商品名：西達基奧倫賽）在臨床療效或銷量方面擊敗了競爭對手。

如果在中國發現的重磅藥物來衡量成功，我們還沒有完全達到目標，但如果以科學品質和可以導致未來批准的藥物的創新能力為準則，肯定已經踏上了一個新的台階。

（作者為創業投資者聯盟召集人）



60億美元，成為中西合作難得的亮點。在環球經貿風下，中國生物技術行業在過去一年，獲得了可預見的預付款，在環球經貿風下，成為中西合作難得的亮點。

經濟觀察家

中國經濟面臨的主要矛盾是物價疲軟，需求缺口較大。中央經濟工作會議罕見地在物價低迷期將「穩物價」作為工作目標，體現了中央對物價的高度重視。近期經濟增速有所改善，但物價總體上仍然疲弱。展望2025年，低物價態勢如何破局？有何指標幫助判斷通脹拐點？這是本文要討論的問題。

財策擴張提振內需 改善低物價

當前物價水平普遍偏弱。與疫情之前的10年均值相比，不管是居民消費價格指數（CPI）同比還是工業生產者出廠價格（PPI）同比，都處於偏弱態勢。實際上，2016年那一輪低物價時期，CPI同比基本上穩定在2%左右，而近期CPI同比幾乎接近於零，這說明本輪國內生產總值（GDP）平減指數下滑更多來自於CPI的下行，需求疲弱而非供應過剩是本輪物價低迷的主因。

通脹低迷 揭示需求疲弱

國際清算銀行（BIS）基於多個經濟體的數據所做的研究顯示，低通脹時期，通脹總體方差的下降主要源於跨部門協方差的下降。這凸顯了低通脹狀態的一個關鍵特徵，就是跨部門價格變動的聯動性較低。在低通脹狀態下，部門價格變動雖然表現出一定的差異，但這些變動通常比較孤立。換句話說，部門間價格溢效應強度的下降反映出，低通脹狀態具有自我穩定性。

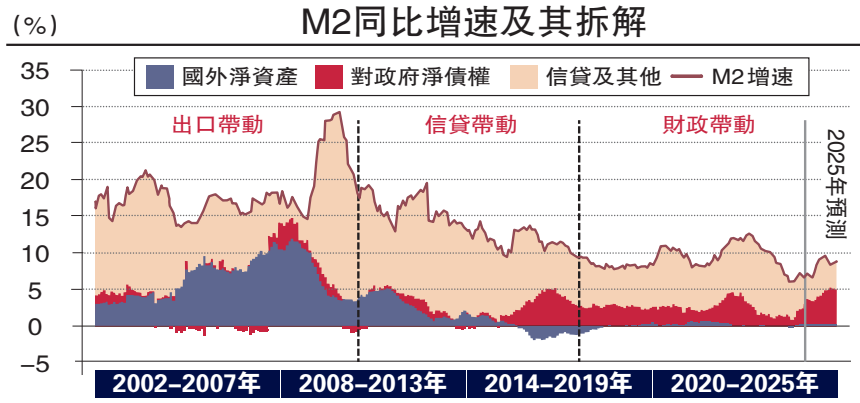
上述現象比較好理解，因為物價低迷可能反映總需求疲弱，居民如果多購買某種商品，可能會減少對另一種商品的購買，因此價格出現此消彼長，通脹預期也偏弱，物價共振減弱。相反，通脹如果較高，可能反映總需求較強，居民對多數商品的需求同時增加，通脹預期也普遍上升，導致物價共振現象增強。

BIS的研究還顯示，低通脹時期，外生衝擊對通脹的傳導也會下降。比如，同樣的石油供給衝擊，在低通脹與高通脹時期的傳導差別非常明顯。類似的現象也適用於匯率貶值，同樣的匯率貶值，在低通脹和高通脹時期，對物價的影響差別也比較明顯。

美國經濟學家弗里德曼有句話，意思是通脹無論何時何地都是一種貨幣現象。這句話不錯，但我們也要認識到，通脹是貨幣現象更是一個結果，而貨幣是否帶來通脹也要看貨幣的來源。貨幣創造主要有三個方式，即對外淨資產（經常項目順差）、私人信貸、財政擴張。一般來說，私人信貸創造的貨幣可能帶來通脹，但更可能帶來資產價格的上升，因為私人部門借錢可能用來購買存量資產，比如房地產。而財政創造的貨幣更容易進入實體，帶來物價上升（通脹）。

從需求端來看，貨幣可用來儲蓄，也可以用來支付。如果貨幣的儲蓄需求強，貨幣的流通速度也會下降，貨幣擴張可能難以推升通脹。如果貨幣的交易需求強，那麼貨幣增加就可能帶來通脹。而一段時間以來中國的情況是，貨幣的儲蓄需求偏強、而交易需求偏弱，通脹低迷。要提升物價，必須降低貨幣的儲蓄需求，提升貨幣的實體交易需求。那麼，如何破局？

要增加貨幣的交易需求，可能需要從供給端入手，就是改善貨幣的供



*信貸及其他中包括置換債以及特殊再融資債，置換債對M2的貢獻在2015-2017年貢獻較高，2016年11月對M2的貢獻最高達到3.9個百分點。此外，2025年，特殊再融資債對M2增速的貢獻可能也將達到0.9個百分點。

給。近年來中國貿易順差金額為歷史較高水平，但不管是經常項目淨結匯還是新增外匯佔款，與貿易順差之間的差距系統性走闊。這意味着，出口企業不急於將外匯換成人民幣，反映總體上企業資金需求偏弱，對外淨資產不是創造貨幣的重要途徑。這種情況下，改善貨幣供給就是要從信貸投放貨幣轉化為財政投放貨幣。財政投放貨幣直接進入實體，提升交易貨幣的需求。財政投放貨幣還能增加私人部門淨資產，改善風險偏好，私人部門對儲蓄貨幣的需求也將下降。

2009年之前，對外淨資產是貨幣創造的重要渠道，而2009年到2018年之間，信貸是貨幣創造的最重要渠道，其中2015年之後對外淨資產對貨幣的創造基本可以忽略。2019年到2022年期間財政投放貨幣的重要性上升，而2023年以來，財政與信貸投放貨幣的力度均明顯減弱。在信貸和對外淨資產創造貨幣面臨阻力的情況下，隨着財政力度加大，筆者預計2025年財政投放貨幣的力度將加大。

從這個角度來看，通脹看似貨幣現象，但本質更似「財政現象」。過去十年來，中國財政脈衝確實領先GDP平減指數，雖然2016至2017年期間因為供給側改革的緣故，通脹上升更多源自供給端的收縮。隨着財政擴張力度加大，2025年通脹有望改善。財政擴張推升通脹的現象在美國也得到印證。數據顯示，過去二十多年來，美國財政赤字率對其核心個人消費支出價格（PCE）通脹有比較明顯的領先意義。

通脹共振指數回升

那麼，什麼領先指標可以幫助我們跟蹤通脹的變化呢？如前所述，低通脹時期，物價共振現象比較弱，而通脹較高時期，物價共振現象比較強。如果物價共振指數上升，那麼通脹也將上升。因此我們構建了中國CPI和核心CPI共振指數（相似性指數），該指數大概領先CPI和核心通脹兩個月左右。

我們的估算顯示，CPI與核心CPI的共振指數近期已經出現回升，說明CPI通脹可能已經見底。實際上，自2024年10月份起核心CPI通脹已經連續三個月小幅改善，而總體CPI通脹因為食品、豬價等因素擾動，仍然處於低迷態勢。不過，未來通脹改善的

幅度主要取決於財政擴張的力度。

供給產出邊際放緩

如前所述，本輪物價低迷主要源於需求不足而非供給過剩，因此提升物價主要靠提振需求而非大幅減少供給。資產周轉率和產能利用率有比較明顯的正相關關係。我們的分析也顯示，固定資產周轉率處於歷史分位數較低水平的行業並不多，似乎不存在廣泛的產能過剩問題，主要是汽車、醫藥生物、電力設備、基礎化工、計算機等產能偏高或供需矛盾較大。

因此，供給邊際放緩來自於主動（聯合減產、錯峰生產、停產檢修等）或被動（政策引導、庫存累積、現金流虧損等）減產，企業根據需求情況調整產能的開工率，限制供給側的擴張。

從被動角度來看，持續現金流虧損的領域或將加快出清。2021年以來，一些行業領域已連續十餘個季度EBITDA（稅息折舊及攤銷前利潤）虧損面在10%以上，比如計算機、建築裝飾、醫藥生物等。企業在長期「失血」中會逐漸陷入運營困難和技術落後，最終從市場中退出，實現行業的出清。供給出清一方面會表現為經營主體、產量、產能、人員等下降，另一方面也表現為新增投資擴張的節制。

綜合來看，我們預計，供給端對PPI的影響可能更多類似於「托底」。本輪供給調整主要涉及粗鋼、銅冶煉、化工、建材等行業。一方面是為了優化行業的供需格局，另一方面則是為了助力實現綠色低碳目標。2016至2018年曾發起過一輪針對高耗能傳統行業的供給側去產能，政策執行過程中具有「硬約束」的特徵，對相關行業價格的提振效果非常顯著。

不同於上一輪供給側改革，本輪針對傳統產業的產能約束政策更可能以「軟約束」的形式呈現，不會採用強力的行政限制性措施，對PPI更多起到托底而非大幅拉升的作用，預計軟約束下的「產能去化」在我們預測的基礎上對2025年PPI提振0.1個百分點。比如，鋼鐵、煤炭和有色金屬對PPI通脹產生的影響可能小於0.06個百分點。

（註：張文朗、段玉柱均為中金公司分析師）

新盤近月暢旺 蛇年「開門紅」在望



樓語縱橫 楊永健

早前已經形容過，踏入2025年新盤市場明顯轉趨熱鬧，多個新盤同期登場。

不過，今個月只是今年新盤市場的季前熱身賽，多達5至6個新盤同期登場，包括有市區單幢樓，亦有新界西北的大型上車盤，同時間亦有九龍半山豪宅盤，以至港島市區豪宅推出優質單位招標。還有一星期乙巳蛇年就會到來，送龍迎蛇，今年新盤市場勢必更暢旺。

現樓與短樓花選擇多

送龍迎蛇，季前熱身賽已為乙巳蛇年的新盤市場打好基礎，加上部分發展商早已「做好準備」，力爭成為蛇年第一新盤，並希望取得「開門紅」的佳績。相信踏入蛇年伊始的一、兩個星期，便會有多個新盤搶先推出，下月新盤銷售勢必暢旺。

首先，蛇年新盤是百花齊放的一年，有新界區上車盤，也有市區單幢新盤及豪宅盤登場；再者，今年新盤市場的一大特色，大多新盤屬現樓推售或短期樓花推售，更加切合用家、剛需客的需求。

總括而言，快將過去的龍年共售出1.6萬宗新盤，相信蛇年新盤勢必更暢旺，銷售能達至1.8萬宗。

（作者為世紀21 Q動力總經理）