



▲今年中國春節檔電影市場呈現強勁復甦態勢，多套電影表現亮眼，《哪吒2》更連破紀錄。

經濟觀察家

今年中國電影市場實現「開門紅」，主因電影質量提升，形成了「供給創造需求」效應。那麼，還有哪些行業暗藏供給創造需求的機遇？站在人口結構變遷的視角下，悅己類、出行類、醫療服務消費增長或更加具備可持續性。

中國服務消費具增長空間

2025年春節檔電影市場呈現強勁復甦態勢，全國票房高達95.14億元（人民幣，下同），按年增長18.2%，漲幅較2024年十一假期上行30.2個百分點。

春節檔期間，《哪吒2》以43.5億元票房強勢領跑，《唐探1900》、《封神第二部》票房表現也較亮眼，分別高達20.4億元、8.9億元。

電影市場質量的供給提升，對需求的拉動體現在兩方面，其一是電影豆瓣評分越高，平均票價越高，反映供給質量是需求釋放關鍵。2025年春節檔電影平均7.8分，按年提升0.4分；相應平均票價45.6元，按年上行2.5%。其二是春節檔最強電影票房越高，當年總票房就越高，反映頭部電影具有顯著的需求創造效應。電影《哪吒2》憑藉8.5分的豆瓣高分，吸引多達2.6億觀影人次，對總票房的貢獻高達45.7%，也帶動總體票房創春節檔新高。

消費券對春節檔電影消費也有間接貢獻，但更多是起到輔助支撐，並非主因。2024年12月至2025年2月，全國合計投入不少於6億元觀影消費補貼（優惠幅度20%至50%），理論上應帶動12億至30億元票房。但實際數據顯示，補貼期內全國電影票房突破243億元，消費補貼對票房的直接拉動僅佔整體市場規模5%至12%。以春節期間湖南省為例，消費券的直接票房轉化量為435.5萬元，僅佔該省3.3億元總票房的1.3%，進一步說明春節期間消費券政策並非需求釋放的主因。

供給與需求仍存缺口

當前服務業供給尚未修復到位，實際供給與潛在需求間仍然存在較大缺口。服務業供給恢復仍較慢，一方面是自2020年來服務業增加值歷史趨勢持續回落，至2024年僅為歷史趨勢的88.2%，另一方面是服務業就業人數更直接體現供給變化，2023年就業人數佔勞動力人口比重基本不變（+0.1%），其恢復情況明顯不如受需求影響的服務業增加值，也反映供給的額外拖累。而製造業增加值已恢復至歷史趨勢的94.5%，且其佔GDP比重與製造業就業人數佔勞動力人口比重走勢近乎一致。

反映在價之格中，核心商品與核心服務CPI（居民消費價格指數）在2022年前走勢基本一致，但2022年後核心服務價格漲幅高於核心商品，也反映了服務業供給偏緊的額外影響。價格是供需的綜合體現，可以更直觀反映供需的相對變化。觀察價格可發現，2022年以前，核心商品與核心服務CPI按年走勢較一致。但2022年後，二者出現背離，核心商品CPI明顯走低，2025年1月低至-0.4%；但核心服務CPI漲幅較大，2025年1月升至1.6%，間接說明服務業需求恢復過程中供給彈性不足。



結構上看，服務業修復較慢的領域集中在文體娛等生活性服務業，其一是實際供給較歷史趨勢回落幅度較大，其二是行業投資與盈利出現「剪刀差」。2020至2022年，住宿餐飲、文體娛等生活性服務業註冊比分別為2.9%、2.7%，均超過行業均值（2.6%），對相關行業生產造成負面影響。一方面相對於生產性服務業，2020年以來，文體娛、住宿餐飲等生活性服務業生產與歷史趨勢偏差較大，增加值分別下行至歷史趨勢的73.9%（2022年）、82.8%（2024年）。另一方面，2023年後生活性服務業特別是文體娛樂業，投資回升幅度偏低，弱於銷售淨利率表現，也顯示出供給修復進度仍偏慢。

出行類服務明顯回暖

而出行類、悅己類服務供給呈現結構性回暖，未來相關行業需求或也會迎來回升。2022年底，住宿餐飲業銷售淨利率回升，其間最高漲幅達15.6個基點；需求恢復下，供給側也有明顯修復，行業內投資增速於兩個季度後上行。另外，文體娛樂中，具有「悅己」消費屬性的供給已在修復，如2023年演出行業經濟規模較2019年提升37.5%、超過歷史趨勢。前期供給受限較大的場景類服務業，2023年修復斜率也明顯偏高，譬如旅行社數量邊際提升21.4%，帶動團遊人數明顯提升。

對比主要經濟體，中國服務消費尚有較大提升空間。2022年日本、歐盟、韓國等經濟體服務業增加值佔GDP比重分別為50.6%、56.8%、46.4%，而中國僅有40%。服務消費佔比也高於中國（35.4%），日韓分別是47.8%、37.2%。服務業分項中，住宿餐飲、文體娛等行業增加值佔比均較低，2023年美國、英國、韓國住宿餐飲的增加佔比分別為3%（2022年）、2.8%、2.8%，均超過中國1.7%的水平；文體娛增加值佔比分別為1.3%、2.5%、3.1%，也明顯高於中國（0.5%）。

主要經濟體經歷人均GDP提升時，服務業增加值佔GDP比重、服務消費佔最終消費支出比重上行。東亞經濟體如日本、韓國均在人均GDP在1萬至3萬美元時，服務消費佔比呈現更快提升格局；2000至2010年兩國服務業增加值佔比分別提升2.5、4.2個百分點，服務消費佔最終消費比重同步上行1.9、5.1個百分點，這一趨勢或也與消費升級、更注重精神需求

有關。目前政策反覆強調優化服務供給，對「供給創造需求」的重視度明顯提升。2024年8月3日國務院發布的《關於促進服務消費高質量發展的意見》，關注到了優質服務供給較少這一大關鍵性問題，也表明政策未來重點提升服務供給，特別是文體娛和旅遊消費等領域。同年12月，中央經濟會議明確發展首發經濟、冰雪經濟、銀髮經濟，以提升文化旅遊業供給水平；2025年2月國務院第十二次專題學習又進一步將優化服務供給領域擴大到教育、醫療、養老、家政服務等方面。

中西部表現好於東部

區域上，中西部地區服務供給建設已在加快，也帶動中西部地區消費好於東部。一方面，中西部地區基礎設施不斷完善，如2022年四川和湖北的藝術場館數較2019年分別增長67.3%和41.8%；2024年成都、西安等中西部交通樞紐城市總執行航班架次居於全國第五、六位。另一方面，中西部地區供給呈現升級態勢，代表大型商超供給的限額以上零售額漲幅超過東部地區，而限額以下零售東、中西地區基本持平。

同時，東部地區呈現向中西部跨區消費的特徵，未來中西部服務消費提升潛力或更大。伴隨中西部消費供給側完善，居民跨區出行現象比2019年更加明顯，數據上表現為2024年，北京、上海以「賣家所在地」統計的社會零售為負增長，分別是-2.7%、-3.1%；但以「消費者所在地」統計的居民消費支出增速卻不低，分別是4.5%、0.4%，東、中西部間分化不大。另外，2021年之前，旅遊CPI增速與在外餐飲CPI基本一致，但2021年以來，旅遊CPI增速明顯超過在外餐飲CPI，也間接說明居民跨區流動增加。

不同年齡人口的增長趨勢能影響消費規模，未來老年人口增速保持高位，結構上醫療保健消費或有較大空間；30至50歲人口增速未來5年回升0.8個百分點，而這個群體恰恰是出行消費的主要群體。此外，不同年齡人口的相對關係會進一步影響消費傾向，少兒撫養比與居民悅己式消費在數據上呈現顯著的負相關關係，目前生育率與結婚率有所下行，會緩解父母的育兒壓力，悅己式消費或有提升空間。

（作者為申萬宏源首席經濟學家）

美元進入大幅波動階段

金融熱評 張濤

從美匯指數周期切換來看，美匯指數的走勢與美國經濟息息相關——美匯指數的上升均伴隨美國在全球經濟中比重的提高，反之伴隨經濟比重的下降，美匯指數均趨弱。疫情後，美國經濟復甦的進程和程度均持續好於其他發達經濟體，美匯指數持續處於強勢。

截至2024年末，美國經濟較疫情前累計增長15%以上，但其他發達經濟體累計增幅均未超過5%，相應美匯指數自2022年4月突破100大關後，就持續位於100上方，其間最高曾漲至115。特朗普勝選後，美匯指數一度漲至110，後有回落，但保持在106上方，目前在107附近。

鑒於持續兩年多的高利率環境背景，美國就業市場至今表現極強韌性，顯示其經濟的領先態勢尚未中斷，而IMF（國際貨幣基金組織）的最新預測甚至樂觀地認為，在2029年之前，美國經濟都將保持領先。基於美國經濟的基本面與市場預期，本次美匯指數由強轉弱的周期切換將會更緩慢，即美匯指數向下失守100的概率仍然偏低，但在受到多因素推動下，美匯指數將進入高波動時期。美匯指數的歷史數據也顯示，在周期切換前，往往都先經歷高波動階段。

首先，市場無法對特朗普政策進行定價。與首個任期相比，這一次特朗普主導的「美國優先」敘事將得到更有力的伸張，特朗普任職以來簽發的行政令數量，充分體現了這種伸張，但由此也帶來了一系列的副作用——政令太多、頭緒太多，加之特朗普的政策反覆，金融市場不僅無法予以準確定價，並受諸多不可測和不確定疊加影響，市場波動明顯加劇。

其次，關稅政策本身攜帶的信號十分複雜。美匯指數是美元與多種非美貨幣多邊匯率交易的結果，而加徵關稅的外溢性影響，無疑會增加非美貨幣的貶值壓力。因此，加徵關稅往往會提高美匯指數，但強勢美元並不利於美國「貿易赤字」的改善。雖說關稅緩解了

「貿易不公平」，但不利於美國貿易條件的改善，更不利於製造業回流後的利潤實現，此點在特朗普首個任期內已經得到印證。

再次，財政與貨幣政策的協調存在不確定。特朗普勝選以來，出於對未來通脹的擔憂，市場的通脹預期出現明顯上升，美國密西根大學調查的1年期通脹預期升至4.3%，5年期通脹預期升至3.5%，為有數據以來最高。為此，包括美聯儲主席鮑威爾在內的聯儲官員均表態，需要觀望，並已於1月份按下了「減息」暫停鍵。

目前市場預期顯示，最快也得等到6月份，美聯儲才可能恢復減息，但年內也就減息兩次。美聯儲的克制，直接影響到特朗普降低財政赤字的緊縮性財政政策主張的實現。

債務問題 市場對美元信心降

眼下美國聯邦債務規模已超過36萬億美元，2023至2024財年，美國聯邦債務支付的利息近9000億美元，佔美國聯邦財政收入的比重已近20%，表明利率水平對美國債務的可持續性至關重要，即緊財政需要相對低的利率環境來配合。然而，通脹擔憂升溫及獨立性使命，使得美聯儲配合財政的難度上升，財政與貨幣政策的難協調，對美匯指數影響同樣複雜，債務問題削弱市場對美元的長期信心，而短期的高利率環境則支撐美元。

最後，海關莊園協議的潛在影響。針對美國面臨的貿易與財政「雙赤字」問題，特朗普的經濟顧問委員會主席斯蒂芬·米蘭曾於2024年11月發表一份題為《全球貿易體系重構用戶指南》的路線圖，政策建議包括調整美元儲備貨幣角色、關稅與匯率政策結合、採取多元貨幣政策調整匯率、貿易政策與國家安全掛鉤、平衡市場波動與結構調整等，目的是消除「美元持續高估」造成的失衡。

避險需求推高美匯

雖然米蘭的主張難以在短期內完全落地，但基於美元的儲備貨幣地位，特朗普嘗試性地開展測試是極有可能的，其潛在影響一定是巨大的，而且是難以評估的。歷史經驗顯示，每當市場面臨巨大波動風險時，美元反而在避險需求推動下走強——「我們的貨幣、你們的問題」（約翰·康納利，1971年）。由此，「米蘭路線」給美匯指數帶來影響將十分複雜。

基於上述觀察，筆者認為美匯指數將進入高波動時期。（作者為中國建設銀行金融市場部分析師）



▲在多重因素推動下，美匯指數將進入高波動時期。

適時推「甜招」 提振樓市信心

樓市新態 汪敦敬

香港的士服務未如理想，於是在特區政府規管下辦商推出五個車款和特色之的士車隊，並於日前舉行啟動禮。對於消費者來說，特區政府支持重整業界模式，引入全新的士車隊制度，是給業界和社會一個重整旗鼓的機會。

的士業界重整旗鼓，也令地產市場得到一些啟示：證明特區政府是有能力做市場策劃者、召集人、公證人甚至莊家，或以主導方式去鼓勵改革。事實上，特區政府一直是最大土地供應者，甚至一定程度是有莊家的角色，只是政府做得正當及婉轉，無形之手一直存在，但直至2002年因為市道低迷被迫撤出市場，接下來就面對十多年的供應不足，很長時間特區政府集中力量去造地。而特區政府作為莊家或市場牽頭人的角色，最重要的貢獻不是金錢，而是維護市場秩序。莊家做到最珍貴的事情亦不是錢，是市場信心。

特區政府如何造就市場信心和秩序？舉例來說，放寬居屋第二市場計劃下資助出售單位的安排，將二手市場的居屋/綠置居和租置計劃單位的按揭保證期延長至最長50年。由此我們就明白了，未延長擔保期之前，銀行雖口說肯借給有關買家較長的按揭期，但其實一些樓齡較大的市場是半冰封狀態，當特區政府宣布了擔保期延長至50年，於是乎就釋放了大量居屋的二手供應，製造了很多上樓及向上游的機會，有關係板塊成交大增，在市場上是得到很多掌聲。雖然延長擔保期可能會有壞賬的情況，但相信數量非常之少，特區政府只是承擔很少的壞賬準備就可以驅動大量的成交，能發揮信心效應，這才是管治

的神來之筆。當下市場上有幾項重要的事情是需要特區政府發揮效應，令市場回復信心與秩序。

市區重建需引入新模式

首先是市區重建，即50年至70年或以上舊樓老化程度已快過市區重建速度，而市建局的發展商模式及效率顯然不足以全面而有效地改善及重建舊區，筆者建議特區政府應該重整市建局，擔當一個召集人或者策劃人角色，以房產信託基金去根據重建地方的業權份數收購，藉此加快速度省卻大量的金錢，同時亦因為特區政府的介入，秩序和信心效果會得到改善，亦可召集到更多發展商一起參與，這是現在急需要做的。

其次是大量人才入境香港，但本港住宅租盤減少、租金向上，始終會有一日不夠樓盤應付，特區政府應未雨綢繆，入境有數據、建屋有數據，筆者認為在租金回報率高過樓價升幅的時候，特區政府可以與一些急售的發展商洽購，既為外來人口做好住屋準備，也提早消化積存的建屋量，等於提早令到土地招標得到重啟。

再次是筆者認為現在樓市低迷，更加需要特區政府出「甜招」，明確表示「假設面對樓市再下跌，特區政府一定會繼續出招直到樓市健康為止」，相信市場急需這種決心，同時在政府行政的利益上來說同樣需要的，因為現在有些地皮以地價1500元一呎的價格出售，難道用特區政府那把尺來說，樓價不是太便宜嗎？

建議特區政府果斷表態，因為這事關全港人的福祉，而不是照顧個別不願意儲錢又未上車的人的感受。（作者為祥益地產總裁）