



要提升居民消費傾向，除了增量政策外，還需解決他們對存量財富和資產負債表的後顧之憂。

經濟觀察家

在高質量發展大框架下，在實現量化增長指標的同時，如何才能不斷滿足14億人對美好生活的嚮往？如何實質性改善企業盈利預期？如何提振居民消費信心？如何讓經濟復甦轉化為民生福祉的切實提升？想要回答好這些問題並不容易。

如何應對「低價內卷」？



一伍一實 伍戈

近期中國宏觀經濟領域出現了一個值得關注的現象：在經濟增長「量」的維度上，實際GDP增速始終保持在5%左右的合理區間，價格指標表現卻呈現另一番圖景。CPI、PPI等核心價格指數持續低位運行，即使將各類價格指數綜合考量，當前價格總水平仍處於歷史相對低位。這種「量價背離」現象目前已開始得到政策制定者越來越多的關注。

值得注意的是，在既往增長周期中，當實際GDP增速達到預期目標時，價格指數往往也會同步回升，企業利潤也會持續改善。今天這種GDP增速與物價水平背離的現象少見，它因何產生？中央政府近期為何將「推動價格溫和回升」納入未來政策目標？

要回答這些問題，需要從微觀感知視角切入。在現實經濟運行中，量與價並非天然融合。高頻經濟指標清晰反映出，很多工業和製造業部門的企業都有「以價換量」的共同特徵，即通過價格調整策略換取市場份額。這種行為雖能維繫企業生存，但持續的價格下行可能會削弱市場信心。因此，我們期待看到一種量價協同發展的良好循環，這也會為市場注入更強勁的信心和動能。

價格是市場經濟中很重要的信號，企業看到價格上升才會生產或擴大生產。那麼為什麼有企業願意「以價換量」，降價也要生產呢？微觀經濟學中有個和宏觀領域相似的場景：面對產品售價持續走低，企業非但不縮減生產，反而選擇「逆周期擴產」。這種看似矛盾的行為背後，暗含精密的成本核算邏輯。

根據微觀經濟學原理，當商品售價仍然高於可變成本（隨着產量或業務活動水平變化而直接變動的成本）時，即便無法覆蓋固定成本，企業仍會選擇繼續生產。一些很「卷」的企業甚至會一邊降價、一邊擴大生產。此時企業的經營目標已不是「利潤最大化」，而是「虧損最小化」。

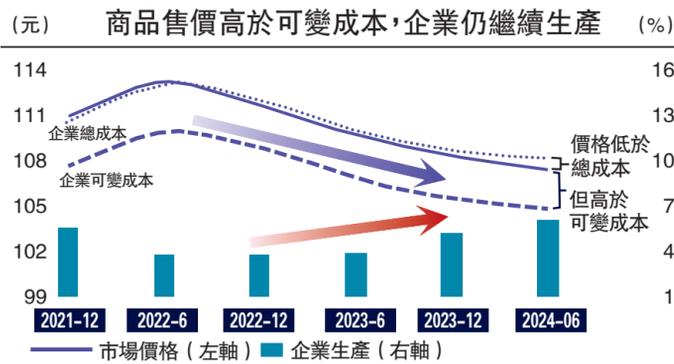
這一微觀經濟學中的概念與宏觀上的量價背離存在一定的關聯。我們統計了一些上市企業的狀況，配圖中藍色實線代表市場的價格或者是產品售價。圖中的市場價格曲線已普遍穿透上市企業總成本線，但仍高於可變成本線（見配圖）。在這樣的情況下，企業仍然會選擇生產，這也從一個側面印證了「量價背離」、「虧損生產」的情況在現實經濟中存在。

建立市場通脹信心

回望日本經濟史，1990年房地產市場的劇烈調整之後，實際GDP表現穩定，但GDP平減指數持續下行。這種經濟指標的「剪刀差」將決策者推向兩難境地：當實際GDP達標與價格持續低迷同時存在，政策該何去何從？

面對這種特殊的經濟形態，政府可能會有兩種解決辦法：一種觀點是維持現有政策力度，守住實際GDP就是守住經濟基本盤；另一種觀點是必須重視名義GDP收縮的現實，主張採取更積極的刺激政策。

當年日本如何處理這個問題？在房地產調整後的前十年，日本央行尚未建立明確的價格調控機制。只要實際GDP保持正增長，便視為經濟基本



盤穩固。但隨着企業利潤持續收縮、微觀主體信心不斷弱化，日本決策層逐漸意識到，價格持續下跌會損害經濟的深層活力。此後，日本央行決定將價格目標鎖定在0%-1%之間。

實踐表明，上述做法並沒有大幅提升居民的預期信心。後來日本借鑒其他國家的成熟經驗，將2%的通脹目標確立為不可動搖的鐵律，該目標被明確定義為價格調控的「下限」而非「參考值」，這意味着只要CPI未達2%，超常規貨幣寬鬆政策和財政刺激就不會止步。

經歷了漫長的調整過程，日本人得出了結論：其一，經濟健康並非簡單的「正增長即安全」。經濟好比人體，人體正常體溫為36度多，但並不意味着人體體溫只要高於0度就是健康。其二，2%的通脹值雖然只是個經驗數據，但對於提振老百姓的預期信心非常有幫助。這些是日本用長時間的探索換來的經驗。

去年中國兩會設定的CPI目標為3%，而今年則調整至更貼近現實的2%。中央政府在諸多文件中也反覆強調了對價格的關注。儘管重視，但價格在實際政策中的權重究竟有多大？過去多年，中央始終將價格目標設定在3%，在筆者看來，這可能與改革開放四十多年來中國多次面臨通脹環境有關。這個3%的目標，似乎更多地被視作一個上限，而非需要達成的下限。

去年包括人行行長在內的多位領導，曾多次提及促進物價低位回升、推動價格溫和上漲。但從後續的價格走勢來看，儘管領導層對此給予重視，價格在實際政策中的權重仍有待提升。從計量回歸分析來看，無論是中國的貨幣政策規則、還是財政政策規則，目前對「量」的權重都超過了對「價」的權重，價格的權重還有進一步提升的空間。

展望2025年，若我們的目標是實現約5%的實際GDP增長，這無疑需要付出努力，但經過一段努力，這個目標是可以達成的。然而，如果今年我們想要實現GDP平減指數轉正，也就是大於0，這可能需要超常規的政策力度來推動。

在2024年12月召開的中央政治局會議上，也曾提及採取超常規的逆周期政策。因此，問題的關鍵在於價格目標的權重大小。如果價格權重較小，我們或許只需常規努力便可實現5%的GDP增長目標。如果我們有更廣義的目標，包括價格考量在內，那麼所需政策力度可能將超出常規。

保障居民存量財富

今年以來，資本市場對DeepSeek等新技術的熱烈反應，不僅提振了市場信心，更彰顯了中國在該領域的全

球競爭力。從宏觀來看，技術進步的本質是生產力衝擊，通過提升供給能力和全要素勞動生產率，持續增強國家發展動能。

中國在新一輪技術創新浪潮中表現出色，這是公認的事實。很多人好奇DeepSeek為何在杭州誕生，而筆者更想探討的是它為何誕生於中國。答案就是中國人對效率的不懈追求。DeepSeek代表的AI革命本質上是供給側的深刻變革，其突破性創新推動着供給曲線持續右移。

然而，需求曲線能否實現同步擴張？薩伊定律提出的「供給創造需求」命題，供給的衝擊會對需求端產生深遠影響。以美國為例，過去四十多年，美國的勞動生產率不斷提升，同時勞動收入佔GDP比重卻在不斷下降。這表明，當供給側的迅速擴張遭遇需求側的制約，可能引發有效需求不足的缺口。

當我們回顧兩三百年前英國的經濟發展，會發現一個很有趣的現象，在英國乃至全球幾次重大的工業革命時期，社會價格普遍呈現下降趨勢。這表明，當技術發展對供應端產生顯著推動作用，並對需求端產生一定影響時，價格往往會下滑。從宏觀看，技術進步在某種程度上起到了降價的作用。

即便聚焦近期的數據，這一規律依然適用。以中國和美國為例，在其他要素保持不變的情況下，勞動生產率迅速提高，價格同樣呈現下滑趨勢。

對於居民部門而言，存量財富和資產負債表對消費的影響不容忽視。要提升居民消費傾向，除了增量政策外，還需解決他們對存量財富和資產負債表的後顧之憂。只有這樣，居民才會積極響應消費政策。因此，當前政策研究中，我們既要關注增量政策對增量行為的引導，更要重視存量效應對居民消費的深層影響。

中國居民的資產負債表與房地產價格波動高度相關。按照人民銀行統計，居民存量財富中至少60%與房地產和房貸息息相關。今年中央強調了房地產市場止跌回穩的重要性，這不僅關係行業健康發展，更關乎整體經濟系統穩定。當前必須綜合考慮增量與存量政策，同時兼顧消費與房地產。

日本案例具有借鑒意義，上世紀90年代房地產泡沫破裂後，儘管日本政府每年推出新政，但政策力度羸弱導致調整周期延長。因此，中國政策的力度和強度也非常重要。當前的政策設計，既要精準把握方向，更需強化執行強度。既需要細膩的逆周期調控，又要有大刀闊斧的改革措施。這樣才能增強民眾信心，推動中國經濟邁向更好的新均衡。

(作者為長江證券首席經濟學家)

今年流動性為何收緊？



金融熱評 張濤

今年以來，在穩定的政策環境推動下（政策利率和人民幣匯率中間價十分穩定），貨幣條件呈現出收緊態勢。10年期國債收益率由年初的1.6%下方開始回升，最高曾至1.9%，提高了30基點；同期人民幣兌美元的即期匯率由年初7.33上方開始升值，最強曾至7.22下方，升值了1.6%，即貨幣條件在持續兩年放鬆之後，轉入收緊狀態。

當前貨幣政策取向是「十分明確的——支持性立場下的適度寬鬆。那麼，我們該如何理解今年以來貨幣條件的收緊呢？

首先，貨幣條件的約束因素改變了。理論上，貨幣條件放鬆應帶來融資需求的增加，然而當前的實際情況則是，實體部門正處在資產負債表的劇烈調整期，融資需求對於貨幣條件的敏感性大幅下降。

例如，人民銀行在2024年將政策利率下調了30基點，金融機構的一般貸款利率下降了53基點至3.82厘，但當年企業貸款僅增加了18萬億元（人民幣，下同），居民中長期貸款也就增加了2.7萬億元，分別較2023年的增量萎縮了2萬億元與2.5萬億元。為了對沖實體融資需求放緩，政府的融資需求持續抬升。截至今年2月末，政府部門的融資規模已升至12.8萬億元，較去年同期提高了3.5萬億元，而今年前兩個月的9.3萬億元的社融中，四分之一源自政府融資，而政府部門天然對貨幣條件不敏感。融資需求的結構性變化，改變了貨幣條件的約束因素，繼續放鬆貨幣條件，反而可能帶來金融資源配置效率降低的不利影響。

其次，貨幣條件的傳導環境改變了。融資結構性變化疊加監管環境的收緊（打擊高息儲備和規範同業業務）。去年以來，銀行體系資產負債呈現出明顯的收縮。截至今年2月末，商業銀行的擴張速度已由去年年初的37萬億元/年降至27萬億元/年（1月末曾一度降至24.5萬億元/年），收縮幅度超過10萬億元。

伴隨擴張速度放緩，銀行體系的盈利能力更是大幅下降。截至2024年末，商業銀行平均淨息差降至1.52%，較2023年末下降了0.17%；大型商業銀行平均淨息差下降了

0.18%至1.44%，收縮幅度為近年來最大。在以間接融資為主的金融體系內，一旦銀行體系出現趨勢性收縮，再繼續放鬆貨幣條件，不僅意味着環境已經開始向不利於政策傳導的方向變化，而且還會進一步降低金融體系抗風險能力。

維持息差 穩定匯率

基於上述兩個改變，從政策面出發，大致能理解「支持性貨幣立場下貨幣條件的收緊」的原因：

一是，按照「支持實體經濟」的金融資源配置原則，在實體經濟貨幣條件敏感性根本性扭轉之前，繼續放鬆貨幣條件，可能令「軟預算約束」主體降低資金使用效率剛性要求，而通過一定程度貨幣條件的收緊，強化對資金使用效率的剛性要求。

二是，間接融資體系下，「支持實體經濟」的前提條件之一是「保持銀行體系自身健康性」，而在財政貼息的支持下，銀行體系能夠將貨幣條件的收緊轉化為自身盈利能力的恢復（淨息差企穩），只有在穩定淨息差的保證下，銀行體系才有能力持續增強支持實體經濟（擴張速度回暖）。

三是，鑒於外部環境需要匯率的穩定，貨幣條件的收緊就只能更加倚重利率環境的改變，疊加防止資金空轉的宏觀審慎要求，就需要包括貨幣、債券市場利率曲線的陡峭化，陡峭化曲線有助於穩定銀行體系淨息差。因此，今年以來人行不僅強化了政策利率引導，更加強利率政策執行和監督。換言之，近期利率曲線的變化具有明顯的政策訴求背景。

四是，今年宏觀調控的首要任務已經轉為「大力提振消費、提高投資效益，全方位擴大內需」。從提振消費客觀上要求貨幣購買力的穩定，而投資效益提高的要件之一就是資金要有財務約束。因此，貨幣條件的收緊與宏觀調控並非完全對立。而貨幣條件的鬆緊度直接關係到政策潛在空間的大小，留有餘地的政策空間是宏觀調控的必須。

從上述四點來看，最起碼從政策層面上能夠理解，為何在支持性貨幣立場下貨幣條件出現收緊。

(作者為中國建設銀行金融市場部分分析師)



今年以來人行不僅強化了政策利率引導，更加強利率政策執行和監督。

內地品牌南下 促進業界創新



樓市強心針 廖偉強

近年內地餐飲品牌大舉進駐香港，一些店舖迅速站穩腳跟，吸引大批忠實食客。然而，並非所有品牌都能游刃有餘地適應香港這個高成本市場。香港的租金高昂，而工資水平亦遠高於內地。此外，內地品牌能否成功融入香港消費者的飲食偏好，也是經營的關鍵。

對於本地餐飲業者來說，新入場的競爭者帶來很大壓力，但也促使業界的自我革新。近年無論是菜式創新、服務質素等各方面，不少本地業界也在努力提升水平來迎接挑戰。

除了餐飲業，部分內地零售品牌也開始南下。粗略統計，目前已有超過五十家內地品牌在港落戶。這些品牌不僅在內地市場有高知名度，還擁有充足的資金實力。與香港本地零售商相比，內地品牌以高性價比見稱，較易贏得消費者的青睞，這迫使本地業界進一步創新與優化。

內地品牌來勢洶洶，對業界來說並非全是壞事，這就像一把雙刃劍。雖然競爭令本地商家的市場份額受到影響，但同時也推動本地業界突破既有模式，尋求更有效率與吸引力的經營模式。香港經營者只需保持學習與應變的心態，向競爭對手取經，亦可實現自我提升。

內地品牌進駐香港，對本地經營者究竟是危機還是轉機？這很大程度是取決於香港商家的心態。港人的應變能力及學習能力向來出眾，只要大家不自視過高，也不妄自菲薄，多去了解同業

競爭對手的營商及應變能力，不斷學習就能不斷進步，當動力逐漸增加，無論是消費市場還是樓市，都可以見到雙贏的局面。

本港消費谷底回升

近期香港正在經歷消費力從谷底回升的局面。旅遊局的數據顯示，今年首兩個月訪港旅客達840萬人次，較去年同期增長7%。這波訪客潮不僅推動了零售與餐飲業的增長，也令經營者信心得以恢復，形成了更為活躍的消費循環。

樓市方面，近期同樣受惠於經濟與消費回暖，香港市場信心顯著增強。2月底公布的《財政預算案》將只需繳付100元印花稅的樓價上限從300萬元調升至400萬元，為市場帶來新動力。政策調整直接刺激400萬元以下物業的成交量上升，並進一步激活更高價位物業的換樓鏈。樓市交投氣氛轉趨積極，這股正面趨勢有望延續至二季度。

(作者為利嘉閣地產總裁)



近年內地餐飲品牌大舉進駐香港，吸引大批忠實顧客捧場。