



▲根據估算，內地今年首五月汽車消費補貼數量涉及412萬輛，帶動銷售額約6689億元人民幣。

經濟觀察家

2024年開始實施消費品以舊換新，使用1500億元（人民幣，下同）超長期特別國債資金予以支持，2025年資金規模增加至3000億元，支持的消費品範圍也有所擴大。本篇文章筆者將分析以舊換新對於拉動消費的具體影響，並嘗試提出優化建議。

「以舊換新」具再優化空間



察股觀經
李迅雷

從政策拉動效果看，去年以舊換新帶動汽車、家電、家裝、電動自行車等銷售額超過1.3萬億元；今年上半年，1620億元中央資金帶動汽車、家電、手機等數碼產品、家裝、電動自行車等銷售額超過1.6萬億元。但需進一步思考的是，假設上述商品沒有獲得以舊換新的補貼，其銷售額將為多少？有補貼和沒有補貼之間的銷售額之差，才是以舊換新的真實貢獻。當然，由於數據獲取存在難度，只能大致估算了。

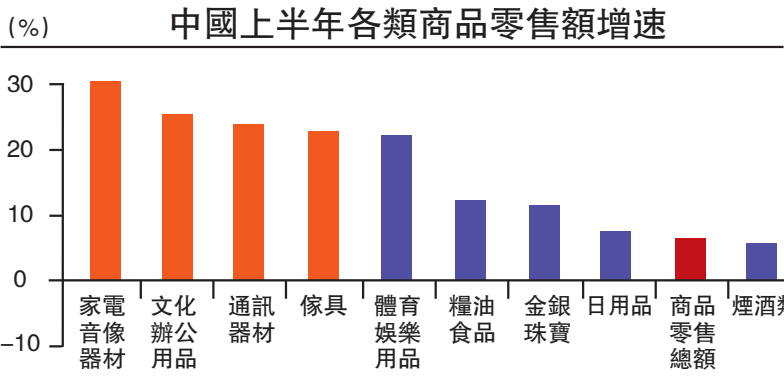
汽車消費補貼佔最多

2025年以舊換新的種類及補貼額根據《關於2025年加力擴圍實施大規模設備更新和消費品以舊換新政策的通知》，擴圍支持消費品以舊換新主要包括五大品類，其中國四排放汽車報廢更新、手機等數碼產品購新等為今年擴圍支持的消費品。

根據商務部數據，今年上半年1620億元中央補貼帶動銷售額超1.6萬億元。由於中央和地方的補貼資金約為9：1，上半年中央資金加上地方配套資金合計補貼為1800億元以上。根據2024年補貼數據，推算出今年上半年五大品類帶動的銷售額，以汽車消費佔比最高，去年補貼680萬輛，帶動銷售9200億元，今年首五月補貼412萬輛，帶動銷售6689億元。

根據每類商品的補貼標準，估算出每種品類的補貼金額上限。頂格估算的補貼合計2334億元，高於上半年央地合計的補貼1800億元，可能包含以下原因：

- 1) 實際補貼申領低於頂格金額，汽車置換、手機、平板及手環的補貼估算略高，比如，售價2000–4000元、4000–6000元手機銷售量同比分別增長13%、43%，根據手機補貼15%、上限500元倒算，可充分按比例享受補貼的手機金額上限僅為3333元。
 - 2) 家裝等品類還有領取渠道、領取數量上限等限制，且不同地方策略有差異。
 - 3) 用2024年數據推算2025年上半年數據存在誤差，已於2024年更新的耐用消費品短期不會再更新，2025年新納入的家電品類可能導致整體結構變化。
 - 4) 根據前五個月數據推算上半年數據可能存在高估，6月份一些省份出現補貼「斷檔」。
 - 5) 政策文件中「若某地區用完中央下達的消費品以舊換新資金額度，則超出部分由該地區通過地方資金支持，中央不再負擔」，若地方提供超出部分資金支持，則實際補貼總金額可能高於1800億元。
- 以舊換新帶動消費增長，上半年社會消費品零售總額累計增長5%，增速較一季度提高0.4個百分點，較去年同期提高1.3個百分點。限額以上單位家用電器和音像器材類、文化辦公用品類、通訊器材類、傢俱類商品零



售額同比分別增長30.7%、25.4%、24.1%、22.9%。

上半年最終消費對經濟增長的貢獻率達52%，其中二季度貢獻率為52.3%，較一季度又提高0.6個百分點，較去年同期提高4.4個百分點。消費對經濟發展的基礎性作用進一步顯現，以舊換新政策帶動消費增長，也對優化經濟結構有積極作用。

不過，上半年社會消費品零售總額24.5458萬億元，即比去年同期增加3150億元，以舊換新若以基準補貼1800億元和頂格補貼2334億元兩種情形計算，則分別對社零總額的貢獻為0.74%和0.96%。與社零上半年增1.3%相比，乘數效應似乎不大。

從補貼比例看，五大類以舊換新商品補貼比例均在10%–20%左右（最高30%補貼比例僅針對適老化改造）。根據申請補貼數量和帶動的銷售額推算享受補貼的商品單價，再結合補貼標準，可以估算出補貼比例。

低價商品拉動作用大

從補貼拉動的銷售額淨增量看，單價低的商品拉動作用更好。使用去年上半年實際數據、去年上半年實際數據及實際同比增長兩種方法估算沒有補貼情況下的零售規模，與今年上半年實際零售規模的差額即為補貼拉動的零售額淨增量。可以看到：

- 1) 2024上半年乘用車銷量993萬輛，2025上半年為1022萬輛，但以舊換新補貼約412–494萬份，購車意願與補貼的重合度高，補貼僅帶動約100萬輛左右的汽車銷量淨增。
- 2) 補貼對家電、手機、平板、電動自行車的銷售促進作用更加明顯，比如714–926億元家電補貼就可帶動1240–1380億元家電零售額淨增；又如，以舊換新方式銷售電動自行車月均環比增113.5%，以舊換新售出電動自行車總額是去年的6.6倍。

從上述數據來看，以舊換新對乘用車的補貼投入額較大，但所帶來的淨增加銷售額可能不大，即投入產出比不高。這是需要思考的地方，即下一階段應該選擇什麼樣價格區間的商品，其乘數效應會更高？

此外，從享受補貼的人次來看，今年上半年共有2.8億人次享受以舊換新補貼，考慮到一人可能多次享受補貼，實際享受補貼額人數少於2.8億人，估計總人口的10%–15%享受到了補貼。由於補貼總金額有限，補貼商品的單價越高，享受補貼的人群越集中，即可能集中於佔總人口40%的

中高收入群體內，商品購買的金額門檻也越高，不利於政策的公平可及性和普惠性。

三點優化建議

一是建議進一步擴大以舊換新補貼規模。考慮到2024年以舊換新政策帶動9–12月社零較快增長抬高了基數，為了保持今年四季度消費平穩增長，可視乎情況進一步增加以舊換新補貼規模。由於上半年以舊換新補貼資金使用較快，為了應對下半年可能出現的資金不足，一些地方已經開始調整補貼政策。

比如，貴州自8月1日起，降低汽車置換更新補貼標準（購買新能源乘用車補貼從16%降至10%，燃油車從15%降至9%），家電以舊換新、數碼購新實行限額限時發放補貼券，先到先得，領完即止。又如，8月5日起，廣西恢復線下門店核銷，停止線上平台核銷，且每日資金額度有限，家電以舊換新每日400萬元、3C數碼購新每日100萬元、電動自行車以舊換新每日30萬元、家裝廚衛「煥新」每日70萬元，資金額度用完當日活動即止。這些調整可能會對下半年政策拉動消費的效果產生影響。

二是建議將以舊換新品類從耐用消費品擴大到必需品、從商品消費擴大到服務消費等。這樣做的好處在於，從主要讓中高收入階層受益，轉向讓中低收入階層受益，擴大補貼受益的人數。降低補貼商品的單價也將有助於進一步激發居民新增消費行為，更好發揮補貼對消費淨增的拉動作用。

三是從系統思維的角度看，以舊換新不僅對納入補貼的消費品有直接拉動作用，也對整體消費有間接拉動作用。比如，買車後會進一步進行車內裝潢，也可能購買車載小家電等車用商品；購買手機後會購買手機殼、購買平板後會購買保護套；以舊換新補貼節約下的資金可能用於餐飲、休閒娛樂或其他小額日用品購買等。

從系統和循環的意義上說，消費補貼相當於一定程度上增加了居民收入，經過流通循環，補貼會從支持範圍內商品逐步擴散至其他商品和服務。區別僅在於，最初納入政策範圍的商品享受的補貼將最及時、最直接，對應的，生產這些產品的企業部門將集中受益。由此，也可從「直接受益—循環流通」角度對消費補貼政策做出更加細緻和有針對性的設計。

（作者為中泰證券首席經濟學家）

高息股並非一買就賺



熱點把脈
皮海洲

最近，高股息紅利股出現了短期退潮的現象，一些個股在分紅除息後，股價短線下跌了10%左右，還有不少銀行股在分紅除息後短線也進入了調整。

高股息紅利股股價出現一定幅度的調整，這在今年的行情中還是難得一見的。像中國移動、長江電力以及工商銀行等股票，因為是白馬藍籌股，同時又是高股息紅利股，所以在今年一直都受到國家隊資金、以ETF基金為代表的公募基金、各路機構投資者的追捧。在今年3月以來的行情中，基本上是走單邊上漲的走勢，雖然期間也有回調，但幅度都很小。

那麼，為什麼高股息紅利股近期卻出現了暫時的退潮現象呢？或者說，高股息紅利股在分紅後股價下跌說明了什麼呢？這確實是一個值得市場各方思考的問題。本人以為，此舉至少說明了這樣幾個問題。

首先，高股息紅利股出現短期退潮現象表明，世上沒有只漲不跌的股票。雖然高股息紅利股一直是國家隊資金及許多機構投資者的手中寶，但這些股票同樣也會有股價回落的時候。所以，即便是高股息的紅利股，投資者買進這類股票也需要有風險意識，也要注意買入股票的時機，而不是任何時候都可以買進高股息紅利股。

相反，對於高股息紅利股同樣需要採取低吸的操作手法。否則，投資者如果追高買進高股息紅利股的話，就有可能在股價回調時蒙受損失。如當下有的高股息紅利股股價短線下跌了10%左右，這種損失對於投資者來說，當然需要盡量避過，而不應去主動承擔。雖然不排除這些股票的價格日後還會重返高位，但投資者如果此時低吸的話，一旦股價重返高位，這就意味着投資者可獲利10%以上，這又何樂而不為呢？

其次，高股息紅利股出現短期退潮現象表明，市場對高股息紅利股的追捧，同樣屬於市場炒作行為，炒的就是「現金分紅概念」。在現金分紅之前，因為高股息紅利股「含權」，也即含有現金分紅的權利，所以市場炒高高股息紅利股。而一旦正式實施了現金分紅，這也意味着利好兌現，股票在當下不再擁有現金分紅的權利，所以前期獲利的

投資者藉機減磅，落袋為安，從而導致股價下跌。這實際上也就相當於完成了一波炒作。

作為個人投資者來說，參與現金分紅概念股的炒作，還是應該以賺取市場差價為主，以賺取現金分紅為輔。一旦個股股價在現金分紅前有了較大的漲幅，不建議投資者參與現金分紅，避免現金分紅後股價出現回調的走勢，這將會讓投資者因為參與現金分紅而蒙受損失。

留意市場周期與除權

其三，高股息紅利股出現短期退潮現象表明，現金分紅對於投資者的回報意義還需要客觀看待。現金分紅一直被視為是上市公司給予投資者的投資回報，所以管理層一直都在強調上市公司要重視現金分紅，甚至鼓勵上市公司一年多次分紅，以此來提高上市公司給予投資者的回報。

不可否認，現金分紅確實是上市公司回報投資者的重要方式。但投資者如何得到這份投資回報卻是一個技術活。如果盲目地等待上市公司實施現金分紅，對於個人投資者來說，不一定能夠拿到投資回報，相反還有可能拿到投資損失。

以長江電力為例，其股權登記日為2025年7月17日，分紅方案為每10股派7.33元（含稅）。實際上，因為即將實施現金分紅的緣故，該股提前兩天就出現了股價回調的走勢，從7月15日開始，股價就出現了下跌。而7月14日，長江電力的收盤價為30.61元。所以，投資者如果是為了得到現金分紅而持有該股票的話，那麼，從7月15日到7月31日，長江電力的股價就從30.61元下跌到27.84元，每股下跌2.77元，跌幅達到9.05%，而投資者分紅得到的金額每股只有0.733元，遠遠彌補不了股價下跌所帶來的損失。

但投資者如果不參與現金分紅，在股權登記日前賣出了長江電力股票，投資者就不會蒙受這筆損失。如果投資者是在之前逢低買進長江電力股票，又在股權登記日之前賣出了股票，那麼投資者就可能賺到一筆差價收益。

可見，同樣是面對上市公司以現金分紅方式給予投資者的回報，有人可能會蒙受損失，有人會因此賺取一筆收益，這是一個技術活。因此，面對上市公司的現金分紅，投資者不能簡單地將其視為是投資回報，也不能簡單地否定現金分紅對回報投資者的意義，關鍵是投資者要練好技術，知道什麼時候要敢於領取這筆回報，什麼時候又要學會放棄這筆回報。

（作者為財經評論家）



▲長江電力股價在實施現金分紅前兩天就出現了回調，之後半個月跌幅近一成。

居住剛需增 樓價回穩在望



樓市強心針
廖偉強

近期本港股市表現亮麗，投資者久違地感受到利好氣氛。其中最令長情小股民欣喜的，莫過於滙豐控股一度重返「紅底股」之列，現在股價仍然在九十多元的水平徘徊。筆者並不是股票專家，不懂預測走勢，但昔日「5號仔」股價低殘，連資深股評人也因失望而即場飲泣的片段，至今仍記憶猶新。

由七、八十年代開始，在香港提到穩健資產，傳統上一定離不開「買樓」和「買滙控」兩條不二法門。前者可自住亦可收租；後者則穩定派息，有長期持有的誘因。更重要的是，買樓可運用按揭作槓桿，升值潛力因而放大，成為資本增值的主要工具。

息率低位 利好樓市

但隨着滙控股股價長期滯後，樓價近年又持續調整，不少投資者都心淡，漸對此種投資增值思維失去信心。現在滙控回升，更迫近「紅底股」行列，樓市又是否可以同步「爭氣」呢？筆者對此十分有信心。年初至今，樓市的基礎逐漸穩定。拆息持續維持低位，大量資

金湧入本港，供樓壓力相對減輕；美國方面，市場普遍預期聯儲局即將減息。至於需求層面方面亦漸有改善。隨着政策推動，人才輸入增加，以及很多內地留學生選擇留港發展，形成新的剛需支持。此外，本地經濟活動也有回暖跡象，消費信心逐步恢復，令置業者態度亦見積極。

樓價短期內難以重返高峰，惟現時價位相對吸引，是置業者的絕佳機會。可能不少人仍擔心進場過早，會重蹈高峰期置業者覆轍，但種種因素已提供了明確的回穩信號，問題只在於能否抓住時機。回想當年滙控跌至28元的「世紀供股價」時，散戶普遍未敢下手，如今回看，自然後悔當初未有行動。

樓市的情況亦然，筆者經常聽到人說「如果沙士嗰陣買咗層樓就發咗達」，但實情是，很多人當日不是拿不出資金，而是拿不出勇氣與膽識。機會從不等待猶豫的人，想由「如果」變「已成」，便要敢於作出選擇。當樓價仍處蓄勢回穩階段，亦正是有眼光者果斷出擊的最佳時機。

（作者為利嘉閣地產總裁）



◀樓價現水平相對吸引，是適合置業的時機。