



▲專家認為，大力推進稅收、社保、教育等方面的公平再分配，並繼續壓縮政府支出，通過直接補貼消費、擴大公共服務供給、穩定房地產預期等措施，切實提升微觀主體獲得感，是保障社會穩定的關鍵。

經濟觀察家

2025年是產業結構調整較明顯的一年，在產業層面呈現「新興產業快速擴張」與「傳統產業深度調整」並存的分化格局。展望明年，「安全」仍是經濟工作的首要考量，以此貫徹各項社會、政治、經濟舉措。

明年政策焦點 需求提振供給優化



數字經濟
鄭磊

傳統重工業嚴控產能，諸如電解鋁行業、鋼鐵行業，產能已經逼近天花板，伴隨着經濟周期步調，擴張空間極小，綠色轉型仍是主要目標。海水的另一邊是火苗——高技術製造業在2025年1至9月的增長情況，「新三樣」在反內捲的背景下，表現仍遠高於傳統產業，高技術製造業增加值預計增長10%左右，新能源汽車產量增長38.9%。新增太陽能發電設備容量240.3GW，同比增長49.4%。數字化轉型加速，規模以上工業企業關鍵工序數控化率已達52.1%，5G、工業互聯網在研發、生產、管理全流程落地。

在需求端，傳統產業和高科技產業其實面臨的問題是相同的，即需求疲弱，這反映在PPI和CPI上，雙雙徘徊在通縮低位。反內捲呼聲大，但傳統行業工業品價格仍普遍低於「反內捲」政策實施前水平。而計算機、通信及電子設備製造業出現了自2021年以來的顯著下滑；汽車行業利潤率亦降至4.3%。

改善民間投資意欲

服務業作為吸納就業人口的主要渠道，根據世界銀行數據模型預測，2025年中國服務業就業人數佔總就業人口的比重為47.54%。這一比例與全球平均水平（約為49.7%）仍有差距。2025年二季度以來，非製造業PMI（採購經理人指數）直逼2024年9月低點，反映服務業就業恢復面臨很大阻力，生活性服務業就業需求和供給都存在瓶頸。數字化、專業化的高端服務崗位的有限擴容，難以抵銷傳統服務業就業增長乏力的困局。

受外貿市場的結構化衝擊影響，供給端存在與國內市場總量和結構不匹配問題，前者也與國內有效需求不足有關，這兩方面的弱勢已成為經濟運行近年來的突出挑戰。中國居民消費佔GDP比重僅40%左右，顯著低於世界平均水平。名義GDP零增速「十四五」時期跌至4%以下，遠低於「十三五」時期9%以上水平。2025年以來，消費傾向和消費者信心持續處於偏低水平。

居民消費持續疲軟傳導到生產環節的上、中、下游，主要問題是最有消費彈性的城市中產階層儲蓄縮水，出現「不敢消費」或「不願消費」的傾向。而人數較少、有消費能力的富裕階層構成了銀行儲蓄的主力，其消費彈性較低。醫療、養老、託幼、文化旅遊等領域服務供給數量和質量難以滿足這部分消費者需求。國內高品質供給不足，居民消費疲軟實際上是供給端和需求端都有問題的反映。

儘管居民儲蓄快速增長的部分有

較強投資能力，但投資仍增長乏力，民間投資尤為疲弱，反映出激勵民營經濟加大投資的制度性障礙仍未從根本上消除。投資整體放緩，2025年上半年固定資產投資同比增長2.8%，比2024年全年下降0.4個百分點。民間投資同比下降0.6%，降幅較2024年全年擴大0.5個百分點。其中受房地產拖累是一個重要因素，房地產開發投資年均下降8.4%，房屋開工量較2020年峰值下降約70%。

2025年CPI同比僅0.1%至0.9%，PPI降幅擴大，GDP平減指數連續八個季度為負。物價低迷與企業盈利惡化循環，企業利潤承壓。2025年上半年規模以上工業企業利潤總額同比下降1.8%，營業收入利潤率5.15%，同比下降0.22個百分點。整體看來，國有企業是拖累利潤的一個主要部門。部分地方仍在「內捲式」招商，不顧市場需求盲目上馬新項目。

提高居民勞動報酬

明年是「十五五」規劃開局之年，從近日召開的中央政治局會議的表述，政策主基調是實施「更加積極有為的宏觀政策」，概括起來就是繼續實施更加積極的財政政策，以及適度寬鬆的貨幣政策；政策目標是「內需主導，建設強大國內市場」；難點仍是「着力穩就業、穩企業、穩市場、穩預期」，「兜牢民生底線」和「穩妥化解重點領域風險」。

居民一次分配的結構優化仍需繼續推進，尤其是政府部門、財政撥款的事業單位和國有企業，以及收入較高的一些特定行業，通過收入分配改革提高勞動報酬份額，增強經濟循環內生動力。筆者預計未來會更加關注和解決二次分配失衡問題，重點放在社會保險、財產稅、遺產稅和對貧困地區、弱勢群體的直接補貼等方面。

譬如，「削高補低」、加大財政轉移支付，有助於解決多數農村和城鎮居民收入份額偏低的問題。基於自願原則，通過慈善捐贈、志願服務、公益慈善等方式進行的收入再分配也有可能提上日程。目前慈善等領域仍有制度性不足，難以調動民間慈善積極性。如果利用得當，可為解決收入分配提供助力。

創新培育新質生產力

發展新質生產力需要「堅持創新驅動，加緊培育壯大新動能」，這方面的政策並非單一地屬於供給端或需求端，而是需要供需兩端協同發力，着力消除當前實踐中存在的「重供給、輕需求」傾向。

大力發展經濟，仍是解決一切問題的最佳手段和途徑。科技是第一生產力，但是創新技術的應用要從社會

整體進行慎重考量，快不一定是好。在產業投資方面，金融、貴金屬、機械製造等行業可能面臨較大起伏。面對氣候變化劇烈、不穩定，極端天氣增多的不利情況，第一產業面臨較大壓力。新能源、人工智能、航天領域可能出現技術突破，文化創意、低空經濟、大數據、生命科學等行業有政策支持和市場機遇，可能會受到投資者關注和青睞。

AI發展會給大多數人帶來工作壓力和適應成本。從行業來看，餐飲服務、教培、傳統製造業從業者面臨AI替代和智能化改造衝擊，失業率居高不下。房地產及建築業就業持續收縮，裝配式建築雖創造新崗位但轉型培訓覆蓋有限。此外，老年人、低技能勞動者面臨「數字鴻溝」，難以享受數字化便利，反而增加了生活成本。AI代碼工具普及使互聯網基礎崗位需求減少，但AI工程師缺口很大，35歲以上員工面臨技能淘汰和再就業困難。

房地產價格預計2026年仍難觸底反彈，有房家庭財富效應縮水，債務負擔愈發明顯，家庭債務壓力持續上升。高盛數據顯示債務與GDP之比從2023年底297%升至2025年307%，2026年利息支出佔收入比重可能進一步上升。與此同時，利率繼續下調，存款和低風險理財產品收益持續走低，建議普通人繼續迴避高風險投資，以免為博取高收益而損失本金，加槓桿的投資不宜涉足。

2026年物價整體仍低迷，但CPI預計仍低於1%，名義收入增長緩慢，但服務類價格（教育、醫療、養老）可能持續上漲，高品質醫療、託幼、文化旅遊服務供給不足，加重普通家庭支出負擔；企業盈利上半年可能仍慣性下降，員工薪資增長受限，居民可支配收入增速可能低於GDP增速；這些都將繼續拉動預防性儲蓄增加。對於失業群體，可以先尋找靈活就業的機會（騰挪），或者利用這個空檔時間，提升數字技能（補缺），而非被動等待「運勢」轉變。

2026年的實際走向取決於政策執行（如財政赤字率、中青年就業政策）、技術突破（如AI應用）、外部環境（如中美貿易）等可變量，「供給優化」（騰挪）固然重要，而「需求提振」（補缺）更為迫切，這無法通過鼓勵消費實現，必須大力推進稅收、社保、教育等方面的公平再分配，並繼續壓縮政府支出，通過直接補貼消費、擴大公共服務供給、穩定房地產預期等措施，切實提升微觀主體獲得感，是保障社會穩定的關鍵，其重要性遠超過達成亮眼的GDP、CPI等宏觀經濟數據指標。

（作者為香港中文大學（深圳）高等金融研究院客座教授）

美通脹數據有「噪音」準確性存疑



前沿思潮
陳嘉荔

受美國政府停擺影響，原定12月10日發布的美國11月CPI報告推遲至18日公布。由於勞工統計局（BLS）員工在停擺期間完全暫停實地價格採集工作，因此本報告缺失10月價格水平和月環比數據，以及11月月環比數據。數據採集窗口的壓縮可能導致本次報告的統計噪音顯著增加，降低其作為政策風向標的有效性。

首先，環比數據缺失提高趨勢判斷的難度。本次報告最大的特徵在於10月數據真空。BLS（勞工統計局）已確認，包括核心CPI和整體CPI在內的主要依賴人工採集的序列，在停擺期間未進行數據收集且無法回溯補採。這意味着市場將無法獲得10月份的獨立讀數，導致傳統的月度環比分析不再可能，而需要通過雙月累積平均變動或者同比數據來評估通脹路徑。這可能提高短期價格波動節奏的模糊性。

其次，樣本量縮水引發數據噪音風險。除歷史數據缺失外，11月當期數據的質量也存疑。受制於縮短的採集周期，BLS能夠收集到的價格樣本量預計將低於常規水平。參照2013年政府停擺（同樣結束於月中）的經驗，復工當月的數據採集率僅為正常水平的75%左右。樣本量的減少極易加劇數據的波動性（Volatility）和統計誤差，這意味著12月18日公布的數據可能出現偏離預期的異常值。

筆者傾向於認為，本次CPI數據異常走弱不具備信號意義。數據的高噪音屬性意味着美聯儲可能也會降低該份報告在政策決策權重中的地位，等待後續更準確的數據驗證。數據公布前，BLS文件也指出，本次CPI計算將採用結轉插值法（carry-forward methodology），且不會針對11月數據採集啟動延後進行相應的時間調整。這意味著，本次CPI數據可能出現技術性的下行偏差：1) 核心CPI中部分項目因數據缺失被強制假設為零增長；2) 佔據CPI最大權重的房租（OER）數據，本次可能僅記錄了正常漲幅的一半；3) 數據採集時間的推遲恰逢假日促銷季，導致商品價格被過度低估。

數據顯示，10至11月期間，美國CPI同比增2.7%（兩個月平均，下同），低於前值的3.0%（9月數據，下同）和預期的3.1%；環比+0.1%，低於前值的+0.3%。核心CPI同比增

2.6%，低於預期和前值的3.0%；核心CPI環比0.08%，高於前值的0.23%。

明年4月或現反彈

如前文所述，核心CPI的大幅走弱主要源於BLS強制假設10月價格持平，導致權重最大的住房分項（租金和OER）在9至11月的雙月周期內實際上僅計入了一個月的通脹漲幅。這種技術性漏記為壓低了當前讀數，租金六個月調整一次，這意味著缺失的通脹部分有可能在明年4月的數據中集中回補，引發反彈。

核心商品通脹顯著降溫，10月至11月平均環比增速僅為0.03%，遠低於市場預期的0.3%。筆者傾向於認為，核心商品因採集窗口延後而過度計入了假日促銷降價，預計將在12月出現回補。具體來看，汽車價格雖環比回升但幅度有限，新車和二手車環比分別為0.2%和0.5%，服裝和娛樂商品更是出現了負增長。更值得注意的是，對關稅敏感度較高的商品價格（如電腦、電視、體育用品、家電等）出現下跌，可能也是由於統計噪音導致。

核心服務通脹同樣顯著不及預期，10月至11月平均環比增速僅為0.08%，主要受到業主等價租金（OER）和主要居所租金拖累。10月至11月期間，OER和主要居所租金環比分別僅為0.14%和0.06%，無法單憑季節性特徵來完全解釋。這一異常低值表明，數據的局限性和美國統計局採用的結轉假設很可能引入了下行偏差。此外，機票價格和健康保險價格環比亦疲軟。

同日公布的初請失業金人數回落至22.4萬人，符合市場預期，但續請人數反彈6.7萬人至189.7萬人，略高於市場預期。數據公布後，降息預期基本持穩。芝商所FED Watch工具顯示，1月大概率不降息，3月降息概率為47.3%，前值44.4%。

（作者為廣發證券資深宏觀分析師）



置業剛需增 港樓明年料升15%



主樓布陣
布少明

年結將至，又是一年一度為明年樓市「把脈」的時候。回顧2025年，本港樓市成功「反攻」，一手表現尤其亮眼，全年成交量突破2萬宗在望，金額料升逾6%至2000億元，創四年新高；至於二手交投估計可達4.6萬宗水平，金額有望按年增14%至逾3000億元，同創出四年高位。

全年樓價則成功「觸底」回升，「美聯樓價指數」最新報134.09點，年內累升約4.65%，較年內低位反彈約6.2%。總括而言，今年是四年來首次

見「量額價」齊升的旺市格局。展望明年，樓市利好因素紛呈，包括換樓客、上車客及內地客的需求，有助進一步支持樓市。資料顯示，去年上半年由1000萬元或以下物業在交投上扮演「主角」。踏入下半年，見換樓需求開始接力，尤其逾1000萬元物業交投佔比於下半年回升，買家細換大的「換樓」情況增加，中高價物業開始「接棒」發力追落後，令換樓鏈啟動，帶動樓市進入更廣泛的復甦階段。

政府統計處數據顯示，近期香港再度重返全球IPO集資額首位，金融市場活躍，促使金融及保險業就業人數、收入中位數，雙雙由低位回升，其中就業人數增加約5.7%至約27.1萬人，收入中位數則增加約14.3%至約4萬元。他們往往具備更強換樓及入市能力，同樣將為明年換樓需求帶來極大支持。

另一邊廂，減息持續、租金走高及樓價回穩，住宅租金回報吸引，促使長短線投資者大舉重投物業市場。據美聯物業研究中心綜合土地註冊處資料，已知的一手大手客（即同一買家於同一月份及同一新盤購入多於一個單位）於今年首十一個月按年同期大幅急增8倍，至今年情況進一步增加，反映一手大手客積極入市。

同時，政府近年積極「搶人

才」，吸納大批專才、高才及內地生等持續到港，刺激本港買樓及租賃需求。若以全撤辣前兩年及後兩年的平均數作比較，內地買家每年平均註冊宗數，由全撤辣前兩年平均約5130宗，飆升至近兩年的估計平均約1.28萬宗，大增1.5倍；金額由平均每年約635億元增至估計約1340億元，增幅亦達1.1倍，預期明年需求將持續。

一手交投或續破頂

除了樓市自身需求，供應持續下降是支持樓市主因之一。截至今年11月底，一手累積貨尾量按月再減3.8%至約1.8889萬伙，由年初高位連跌十個月，累減約4232伙或18.3%，跌穿1.9萬伙，創約二十九個月新低，反映市場已逐步消化累積庫存高企的壓力，樓市供應過剩風險大幅降溫。

綜合以上利好因素，同時整體樓市在減息效應、財富效應、經濟增長等正面因素帶動下，預期明年樓價有望承接今年反彈趨勢，全年再升約10%至15%。一手成交將按年升約5%至2.1萬宗水平，再創紀錄新高，特別是近期新盤「折讓」持續收窄下，預期明年將重現「溢價」；全年二手成交則估計將錄得約5萬宗的五年高位，按年升約9%左右。

（作者為美聯物業高級董事）



▲明年樓價有望承接今年反彈趨勢，全年再升約10%至15%。