



▶內地「供強需弱」的格局出現明顯改善或需要一定時間，微觀主體對於物價的感受繼續偏弱。

**經濟觀察家** 截至2025年三季度，內地GDP平減指數已連續10個季度當季同比為負。展望未來，筆者認為「供強需弱」的格局出現明顯改善或需要一定時間，微觀主體對於物價的感受繼續偏弱。但在低基數效應的推升下，內地PPI（生產者物價指數）和CPI（消費者物價指數）的同比都將回升，預計PPI同比將從2025年的-2.6%提高到-1.2%，CPI同比從2025年的0%提高到0.5%。

## 供需政策協同 內地通脹穩步回升

**察股觀經** 李迅雷 截至2025年11月，中國PPI同比已連續38個月為負。在低基數、「反內捲」政策預期和輸入性因素的推升下，2025年8月和9月中國PPI環比回到0%，10月提高至0.1%，11月也持平於0.1%。

筆者認為，「反內捲」對PPI的擾動可能趨弱，物價逐步回歸現實。2025年7月1日中央財經委部署「反內捲」後，相關商品迎來一輪較快上漲，增加了中下游行業的生產經營壓力。2025年7月底召開的政治局會議，給「反內捲」降溫，但部分品種延續上漲，8月中下旬轉跌。目前來看，市場已逐步形成「反內捲」是中長期任務的共識，短期由政策預期導致的商品漲價風險不大。

展望2026年，預計中國工業品價格修復的斜率較低。儘管中央經濟工作會議指出當前面臨「供強需弱」的問題，也把「促進物價合理回升作為貨幣政策的重要考量」，但對於如何緩解「供強需弱」格局的部署並不多。物價是供、需共同作用的結果，如何在多目標的平衡中推動物價溫和回升，可能需要經過更多探索，供、需走向平衡還需要一些時間。

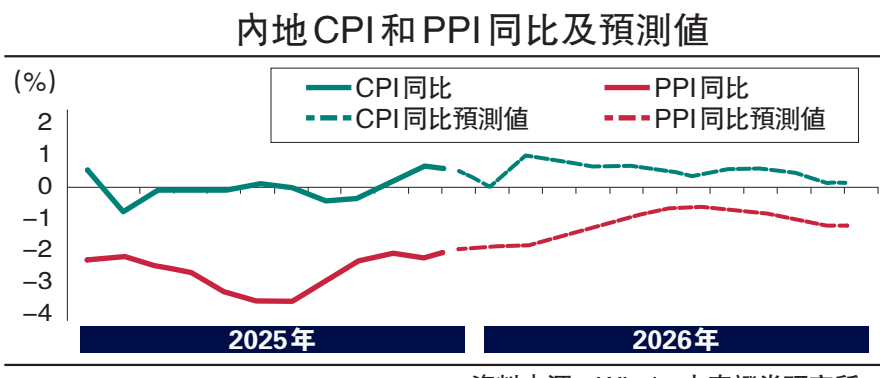
供給方面，產能收縮預計會溫和推進。從中國走出1998–2002年低物價、2016年供給側改革的經驗看，供給側有效出清，是擺脫低物價的必經之路。但目前過剩產能快速出清，面臨需保生產進而穩增長、保持製造業合理比重、更加重視經濟安全等多重約束，預計2026年供給側大幅收縮的概率不大。

需求方面，相較於2025年，預計2026年出口和社會消費品零售總額的同比均小幅回落，需要基建投資去對沖。需求結構的這種變化，對於物價有兩重含義：一是過去幾年中國出口產品價格的降幅，大於國內PPI，這意味着在出口轉弱後，一部分出口訂單可能會回到國內，進而影響國內的物價水平。二是出口連接的產業鏈上下游，要大於基建投資，即出口對經濟的撬動效應要大於基建。通過基建投資來對沖出口走弱，儘管能將GDP增速推升到5%左右，但是它對改善供需格局的作用，可能要小於出口強勁時。

綜合考慮供、需和基數情況，顯示中國PPI同比將從2025年的-2.6%回升到2026年的-1.2%。儘管如此，價格絕對水平仍將處於低位，微觀主體對物價改善的體感有待進一步改善。

**生豬供應有所收縮** 2025年前11個月，中國CPI累計同比為0.0%，主要分項中，食品和能源項的拖累較大。剔除食品和能源後的核心CPI表現亮眼，2025年11月同比增速達到了1.2%，這是2021年11月以來的最高水平，貴金屬、醫療服務、家庭服務這幾個核心商品和服務的支撐較大。

展望2026年，基於CPI各分項的



資料來源：Wind、中泰證券研究所

權重和波動幅度，主要關注以下四個方面：

一是豬肉。2025年1月到10月，中國能繁母豬存欄量從4062萬頭下降到3990萬頭，降幅為1.8%。根據能繁母豬補欄到生豬出欄一年左右的生物周期推算，預計2026年生豬供應有所收縮，但收縮幅度非常小。考慮到目前終端消費尤其是餐飲消費偏弱，預計2026年中國豬肉價格可能繼續處於低位。

二是原油。OPEC+增產計劃持續推進，非OPEC+國家產量增長維持高位，加上特朗普對傳統化石能源的支持態度，2026年國際油價中樞預計將延續下移趨勢。2025年12月9日，美國能源信息署發布月度展望報告，預計2025年、2026年布倫特原油的均價分別為69美元/桶、55美元/桶。因此，2026年油價可能會延續下跌趨勢，繼續對CPI形成拖累。

三是工業消費品。2025年中國核心CPI同比持續回升，與黃金漲價關係密切。中長期來看，在地緣博弈加劇、全球步入難以逆轉的債務擴張周期，黃金等貴金屬還有漲價空間，但其上漲幅度大概率將低於2025年的，畢竟年初到現在倫敦現貨黃金漲幅已有七成。2026年黃金即使漲價，它對核心CPI和CPI的推升幅度，大概率不及2025年。除貴金屬外的其他工業品，分析邏輯和PPI一樣。供給側難以快速、有效地收縮，但終端需求不足，加上一部分低價搶佔海外市場的訂單回到國內，預計2026年工業消費品「供強需弱」的格局延續。但與PPI一樣，低基數有望推動2026年CPI工業消費品項同比回升。

四是服務消費。2026年服務消費最大的支撐在於，作為穩增長的重要抓手，財政資金有望給予餐飲、旅遊等行業一定支持，避免相關行業出現大規模出清。但這些支持政策主要是托底性的，考慮到服務消費的彈性比商品消費更大，在消費意願不足時居民通常更願意壓縮服務消費，2026年服務消費難以強勁回暖。另須注意的是，如果2026年穩就業壓力上升，這將在抑制服務消費的同時，還會通過勞動力從製造業向服務業轉移的渠道，在成本端抑制服務價格上漲空間。

上述四個分項中，筆者認為豬肉項會繼續拖累2026年CPI同比，但拖累幅度較2025年的將有所收窄；原油項的拖累幅度可能和2025年的接近；低基數下工業消費品對中國CPI同比的拖累變小；服務消費對CPI同

比的支撐放緩。綜合考慮這些因素，測算顯示中國CPI同比，將從2025年的0.0%，回升到2026年的0.5%。對2025年12月到2026年12月，中國CPI同比和PPI同比的月度值做預測，結果如配圖所示。

**提高居民消費能力** 從更長時間維度看，推動物價溫和回升，需要更多探索和努力。2012年至2015年中國的低物價，主因是供給側無序擴張，需求側並不弱，因此這一輪推動物價回升，主要是靠供給側改革，去槓桿、去庫存和去產能。對於一些能耗高、污染重的行業，比如水泥、玻璃、電解鋁等原材料行業，主要通過環保控產量、提高排放標準，倒逼行業自發出清。需求側的棚改貨幣化安置，對於擴大總需求、推動物價回升，也起到了積極作用。

本輪物價低迷是前期製造業投資高增長所形成的產能逐步釋放，而有效需求又不足所共同引致的。推動物價合理回升，需要從供、需兩端共同入手，但兩端大幅發力都面臨約束。

供給方面，需要平衡好穩生產穩增長、保持製造業合理比重、做好經濟安全等多重目標。比如經濟安全，今年前11個月煤炭開採和洗選業PPI同比為-16.3%，是各工業子行業中，唯一一個PPI累計同比兩位數跌幅的，但煤炭並不在十大穩增長重點行業中，筆者認為除了破達峰碳中和的約束外，可能也和「能源保供」維護經濟安全有關。

需求方面，要以消費為抓手擴大內需。目前的政策部署方向明確，包括「制定實施城鄉居民增收計劃」、「適當增加中央預算內投資規模」、「提質增效、因地制宜」、「優化實施兩重項目、優化兩新政策實施」等，通過回應社會關切來穩預期、穩信心。不過要在改善「供強需弱」、推動物價回升這些方面取得明顯成效，需要政策有一定的「劑量」，而目前財政支出發力面臨掣肘，需求政策以托底為主。

物價本身形成良性循環，通過價格引導生產和需求，要在根源上提高居民的消費能力和意願。中低收入群體在國民總收入中的分配比重偏低、年輕人就業率偏低、房地產周期性走弱這三個問題亟待解決，由於它們都具有一定「剛性」，預計物價合理回升需要一些時間。

（作者為中泰證券首席經濟學家）

## 香港與海南如何實現互補共贏

**一方之言** 方璇 《海南自由貿易港建設總體方案》明確要求於2025年前適時啟動全島封關運作。上月18日開啟「封關」，此舉旨在實現與世界更高水平的聯通及貿易自由化，透過建立「一線放開、二線管住」的模式，實施零關稅、低稅率等政策，預期將大幅促進海南的產業發展、消費升級與對外開放。

長期被視為「免稅天堂」的香港，面對海南封關，兩地關係將走向「競爭」、「互補」，抑或是「競爭與互補並存」？

**1）消費與貿易或現重疊競爭** 在免稅購物方面，海南的離島免稅額度（每年人民幣10萬元）已遠高於香港（約人民幣5000元），可能分流部分內地旅客的消費需求。同時，海南的零關稅政策，亦可能吸引一部分原先經香港轉口、面向內地市場的貿易活動。此外，海南對符合條件的企業提供15%的企業所得稅優惠，亦可能吸引原計劃在香港設立區域總部的企業重新考量。

**2）香港不可替代優勢依然穩固** 香港儘管面臨上述潛在競爭，其核心優勢在短期內仍然是難以被取代。香港國際金融中心地位，建基於資本自由流動、普通法法治體系、高度國際化的市場與成熟的金融基礎設施。香港擁有自由兌換的貨幣，以及與國際完全接軌的法律與商業環境，並集聚了世界級的法律、會計、管理諮詢等專業服務業。這些要素共同構成了香港獨特的競爭力。

**3）香港的主動作為：從「競爭」走向「協同共贏」** 面對海南封關，香港更應主動把握機遇，透過「錯位發展、功能互補」與海南形成協同效應，具體可從以下幾方面思考：

首先，強化產業聯動與金融服務角色。香港可作為海南的融資與風險管理中心，為當地重大項目提供資金、保險及跨境財富管理等服務。例如，透過債券市場參與海南的基礎設施建設融資，並服務於在海南發展的高淨值人群。

其次，發揮「超級聯繫人」功能。海南重點發展高端製造、種業、航天等產業，香港可憑藉其國際網絡，為這些產業提供研發支援、市場對接、引進外資等服務，協助海南企業「走出去」。

**港可提供法律金融等專業支持** 再次，推動規則銜接與專業支持。香港可協助海南在仲裁、知識產權保護等領域與國際規則接軌，提供法律、金融等專業服務支持。兩地亦可探索數據跨境流動、專業資格互認等試點合作。

最後，拓展綠色金融等新興合作領域：香港作為亞洲綠色金融中心，可為海南的綠色產業（如清潔能源）發展提供多元化的融資渠道與解決方案。

**結論** 海南封關是國家推動高水平開放的重要戰略，短期內雖然可能在消費與貿易領域對香港構成一定競爭，但是長遠來看，兩地更應着眼於功能互補與產業協同。香港的當務之急，在於進一步鞏固及強化其國際金融中心、法治化及專業服務的優勢，加快發展金融科技、綠色金融及高端航運服務，從而扮演好「海南與國際市場的超級聯繫人」這一關鍵角色。

透過積極參與瓊港合作，香港既能融入國家發展大局，也能憑藉「一國兩制」的獨特優勢，繼續擔當連接內地與世界的橋樑，實現與海南的共贏發展。

（作者為香港中國企業協會財會專業委員會常務副秘書長）



◀海南自由貿易港封關首周，離島免稅購物保持增長態勢，消費熱潮持續升溫。

## 財富效應顯現 樓價今年睇升15%

**樓市智庫** 陳永傑 香港樓市逐步回穩，各界普遍看好今年地產市道，在減息及一手庫存回落等利好因素支持下，樓市勢頭將持續向好，樓價或升逾一成。

回顧2025年，本港股市與樓市罕有地同步出現「價量齊升」，一掃多年來的低迷氣氛。樓市上半年仍然承壓，但下半年漸入佳境，在美國連環減息的刺激下，購買力明顯加快釋放，樓價止跌回升。差估署樓價指數連升六個月，年初至今樓價累升約2.8%。租金方面，11月私樓租金指數按月升0.2%，報200.7，突破2019年高位，創歷史新高。2025年首十一個月租金累升約4.3%，跑贏樓價升幅。

同時，2025年人工智能（AI）熱潮推動港股水漲船高。恒指全年累升超過5000點，升幅近三成，不僅連升兩年，更創八年來最大年度升幅。

股市強勢自然帶來財富效應，推動樓市信心。上一次「股樓齊升」已要追溯到2019年，當年樓價及港股分別升約5%及9%。如今六年後再度重現，無疑為市場注入強心針。

雖然仍有聲音質疑樓價反彈能否持久，但事實是2025年全年一手成交量突破2萬宗，並連升三年，創2013年

新例後新高，更是2022年成交量的1.1倍，顯示買家以行動去證明看好後市。再加上中美關係緩和、減息及庫存壓力減低，發展商未必再以「平價搶客」作主打，對樓價有支持作用。

**小陽春或提前上演** 各界普遍看好今年樓市，住宅物業料持續活躍。筆者更為樂觀，預期2026年樓價升幅可達15%。樓市每逢農曆年後都會迎來「小陽春」，即淡季過後積聚的購買力集中釋放。但隨着二手市場筍盤逐步消化，不少市民憂慮樓價再升，選擇在新年前搶入市。

根據中原地產統計，2025年十大屋苑呎價全面上升，其中以紅磡黃埔花園升幅最為顯著，達13%。由於2026年農曆新年較遲，落在2月中旬，市場憧憬「小陽春」或將提前於1月出現，睇樓氣氛料更為熾熱，一手成交量有望達千宗。

翻看紀錄，近年1月份樓市表現偏淡，2022至2025年一手成交量均未達千宗，其中2024年更僅錄得400多宗，屬近年低位。若2026年1月成交量成功突破千宗，不僅將扭轉多年淡市格局，更象徵樓市動力全面回復。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）



◀本港各界普遍看好今年樓市，住宅物業料持續活躍。