



◀克服「供強需弱」問題，是未來一段時間需要面對的宏觀經濟重大課題。

經濟觀察家

「供強需弱」的宏觀經濟格局長期以來一直存在，過去中國通過出口和國際經濟大循環消化了部分矛盾，實現了高速增長。但當前形勢發生深刻變化，使得該問題成為制約發展的現實因素。因此，克服「供強需弱」既是中長期的結構性問題，也是迫切的短期挑戰。

# 克服「供強需弱」釋放經濟動力



平心而論 黃益平

「供強需弱」的局面並非今天才出現，但為什麼今天反覆討論這個矛盾？一個重要原因是，在早期經濟發展和改革開放過程中，供給能力很強，需求雖然相對弱一些，但經濟仍然實現了高速增長。其中很關鍵的一點是，出口消化了國內潛在的過剩產能。因此，雖然幾乎每年都會討論某些行業的產能過剩問題，但經濟增長最終並未受到太大影響。

最近發生了一些比較大的變化，簡要談兩點。第一，國際市場的開放程度出現了顯著變化，貿易壁壘不斷增加。去年中國出口表現相當不錯，成為經濟增長的重要支撐。但這種增長未來能否持續？筆者對此有所擔憂。第二，中國經濟已從過去的小國經濟轉變為大國經濟。這意味着，我們的出口會對國際市場均衡產生影響，貿易夥伴也會擔心：如果中國持續大量出口，是否會影響其本國的產業發展、就業和收入分配？

因此，未來中國很難再像過去那樣，持續通過高速的出口增長來消化國內產能。這使得「供強需弱」的矛盾，在短期內變得更加突出。換句話說，現在通過國際市場和國際經濟大循環消化「供強需弱」後果的空間正變得越來越小。

總體來看，造成中國「供強需弱」的原因有很多，有人會從文化角度解釋，這超出了筆者的專業範疇，在此不作討論。如果從經濟學角度分析，我認為主要有以下三個較為明顯的原因。

首先，政府資源配置發揮較大作用的經濟體，往往更重視投資。中國自20世紀70年代末開始改革，在一定程度上避免了類似問題，但在雙軌制漸進式改革過程中，政府特別是地方政府在資源配置中仍扮演著突出角色。目前觀察到的是，地方政府配置資源的偏好，可能與居民或市場自身的偏好存在差異，這在一定程度上導致了其對投資、生產和供給的重視程度，可能超過了對消費的重視。

其次，中國在很長時期內存在勞動力過剩問題。一個重要的特點是，工資水平較為平穩，難以上漲。許多東亞經濟體都曾依靠出口勞動密集型產品推動經濟增長，後來普遍出現一個共同現象：經濟增長速度很快，但工資增長緩慢，導致居民收入佔國民收入的比重下降，消費佔比在某一階段也隨之降低。這不只是中國特有的現象，在日本和「亞洲四小龍」都曾發生。

再次，中國在改革過程中社會保障體系尚不完善，這也在一定程度上影響了消費增長。

## 積極完善社會保障

單從官方數據看，消費佔比的低點已經過去，過去15年其實一直在上升。有人說消費在經濟增長中的貢獻越來越大，從數據上看確實如此。當然，消費佔比上升起碼部分是投資和出口增長放緩造成的。但另一方面，當前中國的消費佔比與其他新興市場相比仍然偏低，這說明「供強需弱」的問題依然存在。

經常賬戶也在趨於平衡。2025年的數據顯示出了較大變化，這在一定程度上說明中國經濟正在不斷走向平衡。無論是投資佔國內生產總值（GDP）的比重、消費佔GDP的比重，似乎都在朝積極方向轉變。也就是說，「再平衡」確實正在發生。

去年12月，全球媒體都在討論中國前11個月的貿易順差達到了1萬億美元。根據最新數據，2025年全年約為1.19萬億美元。這個數據佔GDP的比重相較於過去的高點可能有所調整，我們的出口表現其實不錯。但為什麼大家如此關注這個數字？主要是因為規模太大了。

如此巨大的順差，尤其在中美經貿關係緊張的背景下，讓許多歐盟和東盟國家感到擔憂。他們擔心，如果中國的產品無法進入美國市場，可能會轉向其他地區，從而對其本地產業造成衝擊。筆者認為，這是我們作為大國經濟在未來需要關注的問題——國際市場對中國出口的反應函數已經發生了變化。

近期政府出台了許多以舊換新政策，並正在討論進一步擴大範圍。但歸根結底，消費如果要持續增長，筆者認為最終還是要靠收入、靠保障、靠信心。

我們利用淘寶天貓數據構建了一個線上消費品牌指數，是基於銷售、價格、搜索、好評等維度構建的反映品牌質量的綜合性指數，以線上大數據對品牌評分，以「一籃子」消費品牌的平均分來刻畫消費品質變化。

從上方配表右列反映的是消費品牌購買力最強的十個城市，也是經濟最發達的城市。配表左列則是平均品牌指數最高的十個城市，即所購產品的平均品牌質量最高。有趣的是，排在左邊的十個城市並非通常意義上的一線城市，很多是二線甚至三線城市。

為什麼會這樣？我的合作者、中山大學的紀洋教授引入了外來務工人員佔比進行分析。她發現，如果一個城市經濟發達、外來務工人員多，其總購買力固然強，但平均消費品牌指數可能會因為這部分群體收入相對較低、平均消費品質相對較低而有所下降。這也解釋了為什麼北上廣等城市沒有出現在左邊這一系列。

合理的解讀是：最終提升消費，不僅僅是把城市經濟搞活就夠了，還涉及收入和信心問題。農民工群體提供了一個非常典型的案例，他們為城市發展做出巨大貢獻，但收入相對較低，社會保障也不夠完善，這對消費有着非常重要的影響。

## 大力發展服務行業

簡單做一個總結。筆者認為，克服「供強需弱」這個問題，是我們未來一段時間需要面對的宏觀經濟重大課題，既是短期困難，也是長期挑戰。

從積極的方面看，「供強需弱」矛盾已經出現緩解的跡象，一方面，政府已經在採取政策措施，另一方面，市場也在做出相應的調整。但「供強需弱」的矛盾不太可能很快消失，內需的增強也會是一個漸進的過程，因而還需要積極應對，可能需要一個政策組合而不仅仅是單一的政策

### 2025年4季度指數

消費品牌指數（CBI）十強	品牌購買力（BPI）十強
合肥	上海
伊春	北京
南京	杭州
臨沂	深圳
哈爾濱	廣州
淮安	成都
南昌	蘇州
周口	重慶
亳州	武漢
武漢	南京

工具，建議從以下幾個方面着手。

第一，還是要讓市場在資源配置中發揮決定性作用，尤其需要規範地方政府的行為。當前經濟中所謂的「內捲」問題，既有市場的原因，也有政府特別是地方政府的原因，未來需要進一步釐清：哪些事該由地方政府做，哪些事應該交給市場。一個值得考慮的方向是，修正當前對實際GDP增速的追求，把關注點更多地轉向收入、就業、消費甚至名義GDP增速。

第二，既然要推動消費增長，就必須在收入和保障兩方面下大力氣。以舊換新等政策在短期內有效，但長期來看，不能一直依靠補貼來維持消費增長。特別是當前我們面臨一系列結構性挑戰——人口老齡化、地方債務、房地產問題等，再加上人工智能革命帶來的影響，公共政策特別是中央政府的公共政策在支持內需方面的作用十分關鍵。

長期來看，需要考慮的是：中央政府有沒有可能在公共政策方面發揮多大作用，尤其是在化解地方政府、金融機構和家庭資產負債表壓力方面。

第三，服務業的發展非常重要。這不僅關係到消費，也關係到就業。目前我們對「供強需弱」的討論，大多聚焦於製造業領域，但製造業還能提升多少消費、創造多少就業？我們需要打開思路，服務業可能蘊藏著更大的消費與就業空間，特別是在養老育兒、醫療健康、文體旅遊、數字服務、綠色經濟、教育培训等方面。

最後，實現高水平對外開放。過去中國依靠國際經濟大循環推動長期經濟增長，但從長期來看，作為大國經濟，我們需要考慮如何與經貿夥伴共同成長。這是我們現在必須面對的問題。

作為大國經濟，任何出口或進口行為都會對國際市場產生影響。這時候，思考如何與夥伴共同成長，才是可持續的道路。通常討論高水平對外開放，關注的是制度型開放，即中國要對規則的制定做出貢獻，除此之外，還需要考慮如何與經濟夥伴發展成長。

之前，筆者曾經建議中國設置「全球南方綠色發展計劃」，即提供援助、政策性貸款和市場化投資，支持全球南方國家的綠色轉型，推動中國綠色能源產業的進一步發展，增強中國在國際經濟合作中的領導地位。

（作者為北京大學國家發展研究院院長）

# 美國通脹存在低估風險



趙偉

## 金融熱話

「對等關稅」落地以來，美國再通脹的風險可控，至今尚未成為貨幣政策和資本市場的主要矛盾。關稅的通脹效應為何持續低於預期、會否成為2026年「被低估」的風險？

2025年4月以來，在特朗普關稅2.0影響下，美國通脹重新進入上行區間，主要推動力來自於核心商品分項，而核心服務繼續延續降溫態勢。但截至2025年12月，美國消費物價指數（CPI）同比僅為2.7%，相較4月2.3%的低點提升幅度較小；從環比角度來看，2025年4月以來的CPI環比表現多數弱於市場預期，並未出現市場所擔憂的「關稅推升通脹超预期」的情況。

另從歷史角度來看，相比1970—1982年時期美國的兩輪大通脹，2025年美國通脹表現顯著更弱，市場對於「二次通脹」的預期是否落空了？

關稅的通脹效應其實有跡可循。從「超額」通脹及季節性來看，關稅的通脹效應有跡可循。譬如，核心商品CPI自2025年6月以來顯著偏離了季節規律。其中，傢具、文娛商品CPI環比顯著超出歷史同期水平。

但是，傳導路徑並非脈衝式的，而是階梯式的。根據哈佛大學教授Cavallo的工作論文，美國線上零售價格可拆分為來自進口、國內生產的部分。2025年3月4日至2026年1月1日，進口部分線上零售價格累計上漲3.2%，相較2024年趨勢則高出5.8%。論文認為，截至2026年1月1日，特朗普關稅對於美國CPI的推升幅度為0.65個百分點。近幾月以來，關稅傳導進度甚至有所停滯。

關稅傳導的階梯特徵與關稅稅率的路徑有關。截至2025年10月，美國有效關稅稅率為12.4%，低於15.7%的理論稅率。運輸時滯、搶進口因素一度阻礙有效稅率提升，但關稅豁免、進口國別轉換或限制稅率提升空間。剔除國別轉換因素後，有效稅率提升空間僅為2個百分點。

企業承擔更多關稅、而後逐步轉嫁到消費價格，是通脹壓力可控的一個解釋。我們估算，截至2025年9月，出口商、進口商和消費者分別承擔關稅成本的6%、37%、57%。4月到8月，美國消費者僅承擔約1/3的關稅成本，海外出口商承擔的比例持續較小，後者符合關稅1.0的經驗。

對等關稅落地後，為何企業先承擔更多關稅、未來會否向消費者轉嫁？一方面，關稅政策不確定性、美國經濟內需走弱是漲價核心掣肘。雖然2025年三季度以來美國關稅談判卓有成效，

但美國進口仍有約一半左右還未達成貿易協定，疊加關稅政策的「合法性」也在美國法院受到質疑，關稅政策的不確定性仍不可忽視。

另一方面，2025年4月至9月，美國企業囤積的「超額進口」使得漲價推遲。美國企業在關稅落地之前大規模進行「搶進口」，不但使得財政關稅收入偏低，「便宜」庫存還讓企業可以推遲漲價。但根據我們測算，自2025年4月以來，美國消費品進口大幅下滑至2024年趨勢之下，至9月「超額進口」已經消耗完畢。

不過，歷史經驗也顯示，企業僅能「暫時性」阻礙漲價，通脹仍會「滯後」上行。諸多學術研究認為，2018年至2019年中美關稅摩擦期間，美國人（企業+消費者）承擔了大部分關稅成本。在關稅1.0落地之初，美國企業通過降低利潤、搶進口等方式推遲通脹上行。而隨著時間推移，手提包、輪胎等品類通脹仍加速升溫。

2025年四季度以來，企業轉嫁關稅的動能增強，2026年仍有「最後一公里」。「超額」進口已於2025年9月耗盡；2025年三季度，居民消費貢獻美國經濟增速56%，改善顯著；2026年上半年，居民退稅總額或增加30%，人均退稅規模或增加700至1000美元。

## 聯儲降息節奏後置

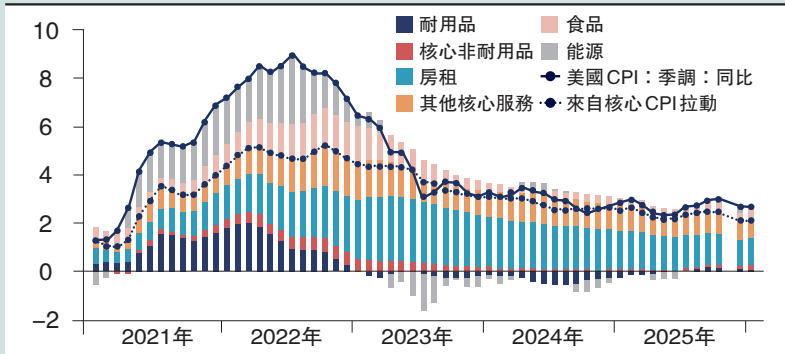
2026年，美國通脹或呈現「前高後低」特徵。上半年為關稅傳導「最後一公里」，疊加減稅落地，若傳導率向70%靠近，通脹或展現更強「黏性」，下半年或是去通脹順風期。我們預測，假設關稅傳導率為90%、70%、50%，2026年末核心個人消費支出價格（PCE）同比將分別為2.8%、2.6%、2.5%。

關稅之外，還存在哪些風險？上行風險為周期、金屬通脹；下行風險為生產率和國際緊急經濟權力法（IEEPA）關稅裁決等。若美國經濟過熱，服務通脹「黏性」或增強。全球金屬價格飆漲，或通過生產「物價指數（PPI）-CPI」的渠道推升通脹；下行風險方面，主要關注人工智能（AI）推動生產率增速提升，以及關稅豁免、裁決落地等。

美國聯儲局貨幣政策與通脹風險相輔相成。如果美聯儲堅持數據依賴的模式，通脹風險或可控。2026年，美聯儲降息節奏或「後置」。上半年，美國宏觀經濟的特徵或為增長有韌性、就業企穩、通脹磨頂，美聯儲或暫停降息；下半年，隨著去通脹的開始，美聯儲重啟降息，共計1次至2次。

（作者為申萬宏源首席經濟學家）

### 美國CPI近年走勢



# 供應「四低」助樓市延續陽春



馬泰陽

## 樓市朝陽

自去年初以來樓市交投明顯回暖，惠及樓價「觸底」回勇。日前差餉物業估價署公布12月份私人住宅售價指數，按月升約0.23%，連升7個月，創出逾4年最長升浪。

## 樓價今年料再升10%至15%

「美聯樓價指數」同步向好，最新報136.51點，本年迄今升1.34%，而指數則已連升8個月，創自2018年8月後最長紀錄。筆者預期，今年樓價有望承接去年反彈趨勢，全年再升約10%至15%。

早前房屋局公布最新「私人住宅一手市場供應」資料，出現「四低」情況，顯示樓市應壓力見紓緩，成為今年樓市向好的重要支撐因素。

第一是樓市施工量「低」。資料顯示，去年私宅施工量僅8800伙，較2024年1.99萬伙急挫約55.8%，創出16年新低。這是由於近年曾出現一手庫存高企的情況，以及賣地相對以往為少，令發展商放緩動工步伐。

第二是落成量「低」。落成量於

2024年達至2.43萬伙後見頂回落，去年錄1.84萬個單位落成，按年減少約24.3%，與原先差估署預測去年全年落成量約2.09萬伙相比，低出約11.8%，即較目標「低」逾一成。

第三是現樓貨尾量「低」。去年新盤銷情暢旺令去貨速度加快，單計去年第四季，一手私宅成交量已錄近4900宗，帶動已落成未售出單位數目，即現樓貨尾大幅回落至第四季的2.3萬個，按季減少3000個，比起去年第一季2.8萬個高位更大減5000個，連跌3季至5季新低。

第四是連帶建築中未售單位亦跌至逾4年新「低」。資料顯示，去年第四季建築中未售出單位數目錄6.1萬個，按季減少1000個，較2024年第三季高位7.7萬個更大減約1.6萬伙，連跌5季並創逾4年低位。

綜合以上數據可見，樓市供應減少已成「大勢」，結合最近發展商積極「減供應、促銷售」雙軌並行，相信將對市場帶來一定支持，有望延續當下「陽春」強勢。

（作者為美聯集團行政總裁（住宅））