



▲適度的通脹有助於改善企業盈利狀況，增強企業投資意願，進而促進居民就業和收入增長，提振消費。

經濟觀察家 2025年中國通脹低位運行，全國居民消費價格指數（CPI）錄得零增長，工業生產者出廠價格指數（PPI）下跌2.6%，表現均弱於2024年。回顧「十四五」，CPI平均增速從「十三五」的2.2%下降至0.7%，PPI從1.3%下降至0.9%。「十五五」期間的一大關鍵任務是擴大內需，推動物價的合理回升有助改善供需平衡，緩解私人部門投資和消費的觀望情緒；預計2026年全國兩會將繼續設定2%的通脹目標，全年CPI有望溫和回升。

刺激內需 助通脹溫和回升

疫情後的經濟「疤痕效應」疊加新舊動能轉換，對「十四五」後期物價表現形成拖累。2023至2025年，GDP平減指數分別為-0.5%、-0.8%和-1.0%，跌幅逐年擴大；其間，CPI在零增長附近徘徊，PPI下跌2%至3%。從分項構成看，有以下特點：

（一）食品價格下跌是拖累CPI增速的一大主因。「十四五」期間，由於供應充裕、進口價格下跌及下游餐飲需求復甦緩慢等，食品價格年均下跌0.2%，並從2021至2022年的年均增長0.7%轉為2023至2025年的年均下跌0.8%；「十三五」時期，食品價格年均增長5%。與「十三五」時期相比，食品價格拉低「十四五」CPI年均增速0.9個百分點。

（二）房地產市場調整帶來相關需求收縮：房地產市場在2021年下半年迎來持續調整，對總需求和物價增長造成拖累。「十四五」期間，核心CPI年均增長0.7%，較「十三五」低0.9個百分點。

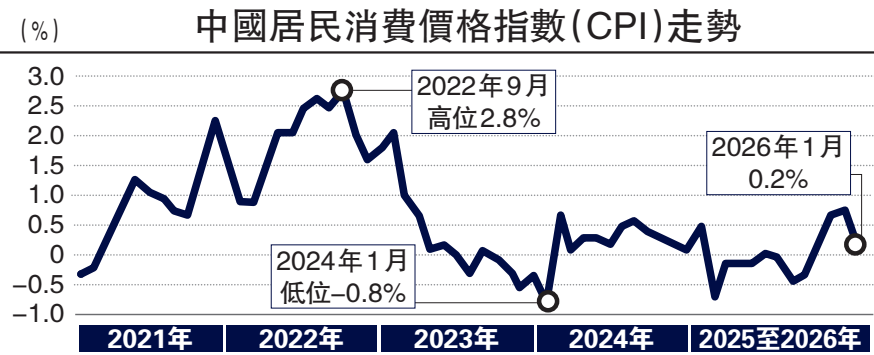
首先是隨着房價下行，房租CPI在2021年增長0.4%後連續四年下跌，從「十二五」和「十三五」期間的年均分別增長3.6%和1.9%下降至「十四五」的年均下跌0.1%；較「十三五」時期，房租CPI拉低「十四五」CPI增速約0.4個百分點。

其次是房地產投資大幅收縮減少對原材料需求。2025年全國房屋新開工面積較2021年高位跌近70%，同期房地產開發投資額下跌40%；黑色金屬和非金屬礦物製品需求下降，自2021年第四季度的高位以來，黑色金屬加工PPI和非金屬礦物製品PPI分別累計下跌34%和23%。

最後，在房地產下游，房地產銷售低迷和城鎮化進入到新階段後，房地產相關耐用用品需求增長放緩，加之工業轉型升級後供應充裕，部分耐用消費品價格競爭愈發激烈。在「十四五」期間，耐用消費品PPI年均下跌1.4%，跌幅較「十三五」擴大0.4個百分點。

（三）部分服務業發展環境改變和居民消費預期偏弱影響相關服務價格：居民消費預期偏弱疊加部分行業政策調整，在「十四五」期間，服務CPI年均增長0.8%，低於「十三五」2%的年均增速。其中，家庭服務、教育服務和醫療保健CPI增速均明顯放緩，分別從「十三五」時期的4.3%、3.7%和2.8%下降至「十四五」的2.1%、0.8%和1.7%。

（四）新动能增長較快，但佔比仍低：「十四五」期間，居民消費偏好呈現新特點，同時新技術、新產業加速成長，帶動相關行業價格表現亮眼。疫情後出行需求井噴，旅遊CPI從「十三五」的年均增長2.4%提高至「十四五」的3.5%。消費者偏好從功能型消費向體驗式消費轉變，疊加金價走高，共同推動包括黃金首飾的其他用品及服務CPI從「十三五」的年均增長2.8%提升至「十四五」



的3.3%。在工業品出廠價格中，製造業高端化轉型增強了中國在機電產品、汽車、家電和船舶等領域的出口競爭力，有色金屬採選和有色金屬壓延加工PPI分別從「十三五」時期的年均增長5.3%和3.5%加速至「十四五」時期的11.6%和7.6%。然而，這些亮點行業在居民消費籃子和整個工業產出中比重較低，因此對通脹的拉動作用有限。

食品價格回升 服務類趨穩 展望2026年，筆者預計CPI將溫和復甦，PPI跌幅收窄，共同推動GDP平減指數從2025年的-1%改善至-0.2%，帶動名義GDP回升。

食品價格回升將推動通脹修復。食品CPI已連跌三年，主要受生豬產能過剩導致的豬價下跌拖累。但隨着能繁母豬產能的減少，2026年豬肉價格預計逐漸企穩，帶動食品CPI由降轉升。

非居住類服務價格增速趨穩也將為CPI復甦提供支援。教育、醫療等行業政策調整逐步成熟，市場競爭和發展格局趨於穩定，預計2026年實現穩健增長。

此外，2026年宏觀政策和經濟體制改革也將有助於優化資源配置，改善供需缺口，推進價格水平回升。一方面，2026年將繼續實施「兩新」「兩重」特別國債，優化結構性貨幣政策工具，並增加對服務消費的支援力度，有助於促進需求增長。另一方面，2026年或加快優化財稅補貼政策，整治不公平競爭和「內捲式」競爭，也將有利於價格回升。

今年通脹目標料設定2%

2025年12月中央經濟工作會議在部署2026年經濟工作時明確把「物價合理回升」作為貨幣政策的重要考量之一。筆者預計，3月召開的全國兩會預計將為全年設定2%的通脹目標。適度的通脹水平不僅有助於改善企業盈利狀況和市場預期，增強企業投資意願，進而促進居民就業和收入增長，提振消費需求，緩解當前「供強需弱」的結構性矛盾。同時，溫和的物價上漲還能擴大名義稅基，增加政府稅收收入，並降低實際利息負擔，從而緩解財政收支壓力。

2025年第四季度，物價水平邊際改善，然而整體物價仍低位運行，GDP平減指數已經連續11季為負。展望「十五五」前期，尤其是2026年，市場對物價能否持續復甦存在一定分歧。筆者認為，在房地產調整未

結束前，要在短期內實現2%的通脹目標存在一定挑戰；這主要是房租在核心CPI中佔比近20%，對核心CPI和CPI整體的影響較大。但在房地產部門以外，更多產品和服務的物價水平和增長中樞正在逐漸恢復，有助改善通脹預期，預計2026年CPI將延續第四季度以來的溫和增長態勢。

在政策層面，鞏固物價回升勢頭還需供需兩側協同發力：

一是在總量政策上，中央經濟工作會議已明確實施更加積極的財政政策和適度寬鬆的貨幣政策，把促進物價合理回升作為貨幣政策的重要考量。考慮到2025年第一季度的較高增長基數，建議各項支持性靠前發力，「十五五」各項重大工程盡早開工，加大對提振商品和服務消費、「投資於人」的支持力度，保持經濟運行穩定，特別是防止投資的持續大幅收縮。

二是關注食品價格，改善食品價格的通縮局面。食品價格長期通縮影響農民收入，預計「十五五」期間會繼續強化農產品安全與農民增收的協調機制，穩定糧食收購價格，推進豬肉等養殖業農業供給側改革。同時，發展農產品加工行業，完善食品品質評價體系和安全標準，為食品價格穩定提供保障。

穩定就業 改善收入預期

三是減少行業惡性競爭，優化政府採購標準和地方政府財稅補貼標準，推動市場競爭秩序持續優化，強調行業可持續發展。預計2026年「反內捲」政策將持續深入推進，財稅改革方面，已經宣布優化出口退稅政策、清理規範稅收優惠和財政補貼，後續預計還將制定全國統一大市場建設條例，規範地方政府和企業行為，暢通落後低效產能退出管道。

四是加力穩定就業環境，改善居民收入預期，提振消費信心，促進服務消費和更多的非必需品消費。中央經濟工作會議明確今年將深入實施提振消費專項行動，制定實施城鄉居民增收計劃，優化實施「兩新」、「兩重」政策，擴大優質商品和服務供給，清理消費領域不合理限制措施，推動供需更加平衡匹配。

五是繼續努力推動房地產市場企穩，減少房地產對經濟和物價的拖累。同時，推動建築施工行業產能調整，促進上游鋼鐵、玻璃、水泥等原材料價格早日實現供需平衡，為整體物價水平的回升創造條件。

（張婉、彭助均為中銀國際研究部分析師）

再融資新政 關鍵在提升效率

宏觀經濟 曹中銘 日前，上海、深圳、北京三大交易所推出再融資新政，着力點則在於優質上市公司與科技創新領域。對於上市公司再融資制度，監管部門推出的舉措往往與市場變化相適應，也曾多次對再融資機制進行改革。個人以為，上市公司再融資再出新政，提升效率是關鍵。

此次再融資新政主要的舉措包括提高審核效率；修訂「輕資產、高研發投入」認定標準；支持募集資金用於與主業有協同的新產業、新業態、新技術領域；對未有盈利上市企業縮短融資間隔等。此次聚焦於優質上市公司與科技創新領域，既與市場發展息息相關，也與國家戰略、政策導向、行業發展等密切相關。

優化資源 扶持優質企業

資本市場一大核心功能即為優化資源配置。因此，再融資機制扶持優質上市公司，限制劣質上市公司，用良幣驅逐劣幣，才是正本清源。

再融資新政扶持優質上市公司主要體現在兩個方面，一是審核，二是募投。在審核方面，對於經營、治理以及信息披露規範的優質上市公司，優化再融資審核程序。在募投方面，支持優質上市公司將募集資金用於與主營業務有協同整合效應的新產業、新業態、新技術領域。

上市公司再融資已成為資本市場的一大重要生態，箇中的重要性與積極意義也是不言而喻的。從多年來的實踐看，每年上市公司的再融資額，也遠遠高於新股IPO的融資額。

此次三大交易所再出再融資新政，既是資本市場發展的需要，對於相關上市公司而言，也是其基本訴求。畢竟，除了IPO，再融資是上市公司「補血」的重要方式與手段。

但對於再融資本身而言，提升效率才是關鍵。一方面，需要提升融資的效率。以往上市公司的再融資，效率低下有目共睹。再融資作為上市公司的重大事項，從上市公司議案的通過，到提

交申請文件，到監管部門審核，到最後資金募集到位，其中的時間間隔往往較長，有的甚至達數年之久，這無疑是值得商榷的。

有的上市公司在監管部門下發批文後，卻遲遲不啟動再融資，並最終導致批文失效。這樣的再融資，既浪費自身的人力、物力、財力，提高了監管成本，也是對監管資源的浪費。

簡化審核 建立綠色通道

提升再融資效率，既需要上市公司自身的努力，也需要簡化審核程序。個人以為可建立再融資快速機制，對於優質上市公司建立綠色通道。

另一方面，需要提升募集資金的使用效率。市場上有某些上市公司，在再融資資金到位後，投入募投項目緩慢，或放在銀行賬戶上睡大覺。募資到手，如此作為，無疑也是對市場寶貴資源的一大浪費。

提升募資使用效率，需要上市公司做好項目的前期調研、論證等相關方面的工作。更需要在募資到手，及時投入。切忌募資被挪用，也要防止上市公司以多種理由將改變募資用途。否則，提升使用效率將是一紙空談。

此外，上市公司再融資，還需要關注募投項目所產生的效益如何。上市公司在再融資申請文件中，往往會對募投項目的前景、盈利能力等方面鼓吹一通。現實案例中，募投項目盈利不達預期，甚至是虧損的比比皆是。反過來說明，相關上市公司的再融資是失敗的，也造成了市場資源的浪費。

此次再融資新政「扶優」與扶持科技領域，這無疑是值得肯定的。但是，在「扶」的同時，也須為相關上市公司劃幾道「紅線」。比如需要嚴厲禁止改變募資用途，禁止短期內補充流動資金與理財；募投項目需要根據當初的申請文件描述的時間進度及時投入資金，嚴禁拖欠。此外，對於虛假募資、欺詐發行等行為，除了對相關上市公司嚴懲外，也應在一定期限內剝奪其再融資的資格。

（作者為獨立財經撰稿人）



▲上海、深圳、北京三大交易所早前推出再融資新政，着力點在於優質上市公司。

蛇年樓市價量齊漲 馬年穩步向前

樓市智庫 陳永傑 蛇年堪稱樓市「豐收之年」，不僅一手市場成交量創下逾20年新高，亦帶動二手市場回暖，交投連升三年。馬家徵動力及向前，馬年樓市有望快馬加鞭，並延續蛇年價量齊升之勢，由年頭旺到年尾。

近年利好樓市因素可謂接踵而來，包括美國重啟減息周期、樓按全面放寬、百元印花稅門檻下調、投資移民計劃優化，以及內地資金重臨等，蛇年樓市價量齊升。中原城市領先指數（CCL）於蛇年由138.53點，升至最新報147.23點，漲幅超過6%，不但成功扭轉過去三年連跌的頹勢，更是2017年雞年錄得14.9%升幅後的八年最大升幅。

新盤成交逾2萬宗 21年最旺

買家入市信心顯著增強，蛇年一、二手市場呈現百花齊放，新盤銷情



▲蛇年一手新盤交投暢旺，各大發展商賣樓收入大豐收。

火熱，二手市場更出現追落後情況。全年一、二手私人住宅共錄得逾5.9萬宗買賣登記，連升三年，涉及金額高達5095億元，較龍年的4.66萬宗及4229億元分別上升近三成及兩成。

一手盤交投旺，各大發展商賣樓收入大豐收。蛇年一手成交量重上2萬宗水平，全年錄得20437宗，按年急升三成，創下21年來最旺的農曆年表現，僅次於2004年猴年的26275宗，更比2022年虎年、樓市最「苦」時的不足9000宗，大幅反彈逾一倍。年內共有三個新盤創下銷量逾千伙佳績，其中新鴻基地產旗下西沙SIERRA SEA登記量超過1800伙，榮膺「蛇年新盤銷量之王」；大埔上榮及日出康城凱柏峰亦分別售出1176伙及1037伙。

回顧過去兩個馬年，樓價表現一升一跌。上一個馬年、即2014年甲午馬年，在美國量化寬鬆、全球資金氾濫及超低息環境下，樓價急升16%；再對上一個馬年為2002年，正值樓市低潮，當時薄扶林貝沙灣開售呎價僅四千元，特區政府更推出「孫九招」救市，包括停建居屋、取消賣地等，但全年樓價仍插水12%，當時CCL更低見約35點，創歷史新低。

筆者認為，樓市已確認轉運，隨着經濟逐步改善，減息周期展開、內地資金重臨及投資者重新入市，將形成推動馬年樓市的「三頭馬車」。展望新的一年，香港經濟有望呈現萬馬奔騰之勢，樓市走勢料可穩步向好，市民安居樂業、置業前景亦更趨明朗。踏入馬年，樓市將重新出發，應會有漫長的升浪。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）