



▲今年上半年一線城市社會消費品零售總額增速呈現明顯分化。資料圖片

經濟觀察家

近年來消費疲軟問題引發各界關注，部分一線城市的社會消費品零售總額，同比一度出現負增長。今年上半年，廣州社零增速高於全國，但北京出現負增長，兩者增速相差5.1個百分點。到底是什麼原因導致了一線城市消費總體承壓、冷熱不均的狀態？一線城市消費的真相是什麼？對促消費政策有什麼啓示？本文主要回答上述問題。

加強政策統籌 有效促進消費



總體上看，2026年上半年一線城市社零增速總體偏低、明顯分化。其中，廣州社零同比增長2.9%、深圳增長1.2%、上海增長0.7%，北京則同比下降2.2%。從走勢看，北京社零同比增速自2025年以來持續處於負增長區間，2026年初降幅一度收窄，但隨後再度走弱。相比之下，廣州、深圳在上年同期較高基數下仍保持正增長，且近期增速有所回升。

不過，北上廣深之間並不存在一個適用於所有商品的城市「強弱排序」，同一城市內部不同品類、同一品類在不同城市之間都存在明顯分化。如果僅從居民總體消費能力和消費意願出發，很難充分解釋城市間的這些差異。因此，要理解一線城市消費為何冷熱不均，不能停留在社零總體增速的比較，還需要進一步拆解三重影響機制。

完善區域消費監測框架

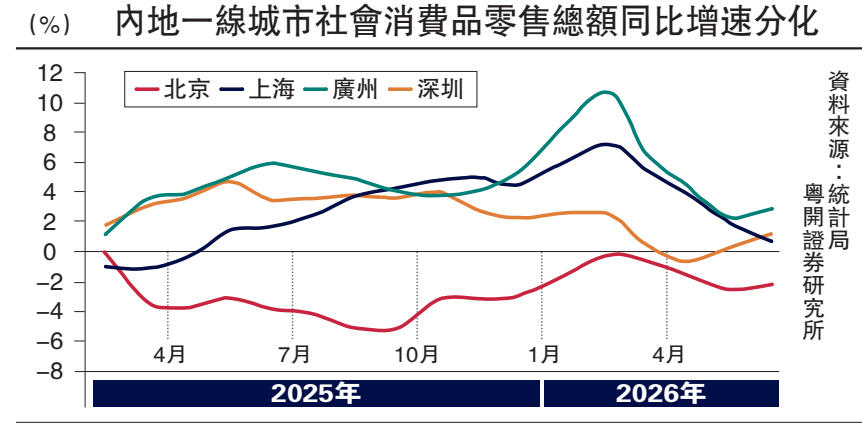
首先是統計歸屬。社零總額是從銷售端進行統計，反映經營單位實現的商品零售額和餐飲收入，而非按照最終消費者所在地歸集。對於電商、直營網銷等跨區域銷售較為普遍的業態或商品，一個地區的經營主體可以面向全國消費者銷售，因此經營單位所在地與最終消費者所在地並不完全一致。企業經營模式發生變化，或者經營主體和銷售業務在地區間進行調整，即使終端消費需求不變，也可能改變相關零售額在不同地區之間的統計分布。

對全國而言，只要相關銷售仍在國內實現，銷售活動在地區之間重新布局通常不會改變全國社零總量；但對具體城市而言，卻可能改變當地統計到的零售額。對於品牌集中度較高、直營網銷和網絡銷售佔比較高的商品，這一影響尤其明顯。因此，分析北上廣深社零分化時，需要將終端消費需求變化與銷售活動統計歸屬變化區分開來，這一點在通訊器材和金銀珠寶等品類中體現得較為明顯。

其次是政策差異。家電和汽車具有單次消費金額較大、消費頻率較低、購買時點可以延後等特點，對補貼、牌照等政策變化較為敏感。2026年上半年兩類商品在一線城市之間的分化，反映出地方補貼範圍、實施節奏和使用方式，以及汽車牌照等制度約束對需求釋放的影響。

以汽車銷售為例，2026年上半年，北京、上海汽車類零售額同比分別下降17.2%和11.7%，廣州則增長8.2%。當中，北京新能源汽車仍增長5.2%，但傳統燃油車拖累明顯；廣州新能源汽車增長29.2%，帶動汽車類整體增長。上述差異與各地購車資格和促消費政策安排密切相關。

北京對新增購車繼續實行小客車指標配置管理，2026年普通小客車指標仍為2萬個；常規新能源小客車指標仍為8萬個，另行增發的新能源指標由2025年的6萬個增加至8萬個。但指標擴容後，供需矛盾仍較突出：截至2026年3月8日，北京經審核的



新能源小客車有效申請中，家庭申請32.68萬個、個人申請56.69萬個，而5月配置的家庭和個人指標分別為11.92萬個和3.48萬個，申請規模分別為指標供給的2.7倍和16.3倍。

廣州則進一步增加了購車指標供給。2026年，在每年8萬個常規「普通車」增量指標基礎上，再增加12萬個指標並全部用於搖號；節能車和新能源汽車指標不設年度額度限制，可以直接申領。總體來看，廣州普通車指標供給增加，同時保持節能車和新能源汽車指標直接申領，為新增購車需求釋放提供了更大空間。

再次是供需適配。服裝、化妝品和餐飲與家電、汽車不同，這些領域受行政性購買約束較少，消費頻次更高，產品和業態變化也更快。因此，城市之間的差異更多取決於兩個方面：一是當地核心消費人群及其需求變化，二是現有產業、品牌、商業和服務供給能否及時適應這些變化。

那麼，這對促消費政策有什麼啓示？其一，進一步完善區域消費監測框架，減少統計歸屬變化對地區消費判斷的干擾，並增強對終端消費需求的識別能力。

加強對重點企業和重點行業經營變動的監測。對跨區域經營較多、線上銷售佔比較高、頭部企業影響較大的領域，跟蹤經營主體、銷售主體、結算主體及經營模式變化，建立重點企業經營變動與地區消費數據聯動監測機制，及時識別企業遷移、業務重組、直營網銷和加盟模式調整等對地區零售額的影響，避免將統計歸屬變化簡單視為消費需求變化。

拓展消費需求地視角的補充監測。可結合電商訂單收貨地、支付結算、物流配送等數據，更好識別商品和服務的最終消費流向，在經營單位所在地統計之外補充消費需求地視角，逐步形成「經營單位所在地統計+消費需求地監測」相互補充的區域消費監測體系。

完善區域消費綜合評價體系。降低對單一社零增速指標的依賴，結合居民消費支出、服務消費、重點行業交易、客流等指標交叉驗證，並區分統計歸屬變化、政策帶動和真實需求變化，提高對地區消費形勢和政策效果的判斷準確性。

其二，根據不同地區的消費結構、市場成熟度和實際約束優化政策工具，提高政策支持範圍、政策組合及實施方式與真實需求的匹配程度。

增強地方政策調整的靈活性。在國家政策框架保持相對穩定的基礎上，為地方根據本地消費結構、產品迭代和需求變化調整支持範圍和實施

方式留出空間，並建立政策動態評估和適時調整機制。對於更新較快、需求變化較明顯的領域，可根據市場銷售、產品迭代和居民消費變化及時調整支持目錄和實施安排，減少政策供給與市場需求之間的錯位。

加強促消費政策與相關管理政策的統籌。對於受到准入條件、指標配置等制度約束的消費領域，單一價格補貼的作用可能有限，應將需求支持與相關管理政策統籌考慮。在汽車消費領域，可根據不同城市交通承載能力、車輛保有量和新增需求情況，協調報廢更新、置換更新、直接購新及牌照指標等政策，使購車資格管理與購車補貼政策形成配合。

提升政策使用環節的便利度。優化資格申領、審核、核銷和資金使用流程，在風險可控的前提下減少政策使用環節的不確定性，更多採用便捷、直接的政策實施方式。增強政策連續性和可預期性，合理安排資金投放節奏，更好協調政策實施節奏與消費需求，減少需求延後或過度前置。

提高供需匹配效率

其三，更加重視供給端對需求變化的響應，通過產業、品牌、商業和服務供給調整，提高供需匹配效率，培育更具持續性的消費增量。

推動產業和商貿優勢向品牌和終端市場延伸。支持具有製造、研發和商貿基礎的城市打通生產、品牌、渠道和終端零售環節，加強研發設計、自主品牌、新品推廣和直營網銷能力建設，推動產業鏈更多向品牌運營和終端市場延伸，使產業創新和商貿資源更有效轉化為消費增量。

根據消費人群和需求變化優化商品與商業供給。加強對人口結構、收入水平、消費偏好和生活方式變化的跟蹤，引導企業和商業載體及時調整商品組合、品牌結構和服務內容。對需求相對成熟的領域，更多依靠細分供給、體驗提升和業態更新挖掘增量；對需求變化較快的領域，提高新品、新品牌和新業態的響應速度，減少同質化擴張。

推動服務供給和消費場景持續創新。順應消費更加日常化、便利化和體驗化的趨勢，推動傳統服務業態調整產品、價格和經營模式，加快數字化經營和線上線下融合，發展更加靈活、多樣的服務供給。同時加強商業與文娛、會展、體育、演藝等資源聯動，通過跨業態融合拓展消費場景，提高客流向實際消費的轉化效率，並增強不同消費場景之間的聯動和持續運營能力。

（作者為粵開證券首席經濟學家）

如何應對交通基建過剩挑戰？



李迅雷

經濟探針

從2008年前的經濟發展瓶頸，到如今的領先全球，基礎設施建設助推中國成為製造業大國，但同時也存在運能總體過剩等問題。為何不少地方已經面臨較大的債務壓力，仍然大興土木呢？

從國家統計局提供的數據看，客運量總計早在2012年（381億人次）就開始回落，而中國流動人口總量已於2014年見頂（約2.53億）。故客運量相比中國總人口數量（2021年見頂）的拐點早了約十年，而交通運輸的基建投資仍在繼續。

為何地方政府在基建投資方面樂此不疲呢？筆者認為主要原因有以下幾方面：一是受「要想富，先修路」的觀念影響，但因本土生產要素的流動性改善對本土經濟帶來的影響卻各有不同。事實上，筆者曾研究過京滬高鐵的沿線城市人口的變化情況，發現自從有了高鐵之後，這些城市人口淨流出總量加快。

二是修路建橋成為不少地區拉動經濟增長的重要抓手。因投資是快變量，對拉動GDP立竿見影。但由於投資道路交通往往投資回報率較低，導致當地財政支出大幅增加，但收入增速緩慢，長此以往債務壓力加大。據統計，過去五年中國政府債務餘額的增速是GDP實際增速的三倍以上。

三是部分地方官員沒有樹立正確的政績觀。簡單地把所有交通類的基建視為「政績工程」，而無視當地人口流出、產業不振等現實，給地方財政增加了更大的壓力。

那麼，面對未來運能過剩的問題，該如何應對？筆者此前撰寫的《中國人口往何處去（2026年版）》一文中，預測2039年中國人口跌破13億，2047年跌破12億；而且，2031年中國或將步入超老齡化社會（65歲及以上人口佔比超過20%），人口的流動性會進一步下降。同時，中國人口將進一步向長三角、珠三角的大城市集中；西部地區則主要向成都集中。

偏遠地區須嚴格限制投資

從發達地區看，2017年至2025年的八年中，廣州和深圳常住人口增量佔廣東省全省的一半以上，杭州和寧波人口增量在全省佔比超過了95%，而蘇州和南京、成都的人口增量遠大於全省的人口增長規模。

為此，筆者分別從人口結構變化、流向等宏觀層面、市場化機制等方面提出對策。首先，中國宏觀決策部門應着眼於未來人口的減少、人口的流動性下降和地區人口的遷徙趨勢，由國家發改委牽頭，建立多部委

的協同機制，對高鐵、高速、機場等投資進行重新規劃。如前所述，中國未來的人口將進一步向一線城市、新一線城市和省會城市集聚，未來可能三分之二的城市人口將淨流出，故交通規劃一定要有前瞻性。如經濟發達地區、預期人口還將淨流入的，該建高速、高鐵和地鐵的，可以繼續建設；而一些偏遠的地區，人口還會大量流出，就要嚴格限制其在「鐵公基」上的投資。

中國當前財政支出中，轉移支付規模不斷增大，早已超過10萬億元，但轉移支付的流向與人口流向基本呈現反向關係，這似乎不符合公共服務均等化的原則。「投資於人」意味着，轉移支付應該與人口的流向相匹配，以提高轉移支付的效益。建議在基建投資方面，增加中央的事權和財權，相應減少地方的事權和財權，增加中央在財政支出中的比重。

可考慮停運供過於求線路

其次，在操作層面，面對運能擴張過程中給各級政府、企事業單位帶來的債務壓力，建議公交車、城市軌道交通、高鐵等，根據供需關係，該調整價格的就調整價格，如高鐵票價也可以根據不同季節的供需關係隨時調價。如2025年地鐵客運強度較高的一線城市分別是深圳、廣州、北京、上海，可以考慮漲價。在對老弱病殘及低收入人群的出行補貼方面，可給予這類群體乘車優惠的交通卡，其中老人的標準應該與國際接軌，定義為65歲及以上群體。

改革方向應該是公共交通服務從給全民的福利變為對特定群體的福利，既能精準補貼，又可以減少財政負擔。對存在嚴重供過於求的城市公交線路，該減量的減量，該停運的停運；部分線路可以交由民營運輸公司來經營，以滿足不同群體的出行需求，公交車輛的減少，不僅可減輕財政負擔，也讓城市公共道路更暢通。

再次，按照樹立正確政績觀的要求，堅持「新官要理舊賬」，對過去已經建成的高速、高鐵、城市軌道交通等道路網線，客流量或客運強度沒有達到當時可行性報告預期流量目標或收費收入目標的，應該分析原因，該追責的就要追責。針對地方長期存在的依賴基建投資來拉動GDP增長的習慣，需要建立更加嚴格的考核指標體系，來抑制其低效的投資。例如，當前交通運輸部對於軌道交通的上馬要求，除了客運強度外，經濟指標方面只評價地區的GDP和財政收入，而沒有對地方債務規模提出要求，修建地鐵應增加對債務水平的考量條件。

（作者為中泰證券首席經濟學家）

一手盤誕新票王 樓市再展升勢



馬泰陽

樓市新態

自從踏入8月份，本港一手樓市重新煥發出驚人承接力與活力，尤其是西南九龍矚目紅盤延續強勁開售勢頭，繼首輪即日告捷後，執筆之時次輪銷售更錄得逾5.3萬票，超額認購高達397倍，不僅是本港一手市場歷史上首度衝破5萬票大關，更一舉刷新全港紀錄，榮登新一代「新盤票王」，再度銷情勁爆幾乎是「板上釘釘」的事。

事實上，這個大熱新盤出現近四百人爭一伙的極端供求失衡，中籤難度對比一般資助房屋抽籤「猶有過之」。這股熾熱的搶盤潮，無疑向市場釋放出一道極為明確的信號：積壓已久龐大剛需正全面釋放，為整體樓市注入更強勁的信心與動能。

開價貼地 帶動交投升溫

面對盛況空前新盤銷情，發展商亦展現出靈活務實的定價策略。部分項目隨市況適度提價加推；亦有部分項目選擇略為減價推售，這反映發展商雖無意再以「超筍價」去貨，但仍積極以去庫存為首要戰略。這種「開價緊貼買家承接力」的模式，有助帶動整體樓市交投全面升溫，形成「供需雙贏」的良性循環。

樓價方面，差估署最新公布的7月私人住宅售價指數按月微跌0.46%，連續13個月升勢「斷纜」。然而在筆者眼中，這絕非升勢終結，僅屬樓市在歷經長升後的健康整固與蓄勢再上。

相較於樓價短暫整固，租務市場

強勢「破頂」，成為樓市最強後盾。差估署7月租金指數按月升0.78%，已連續9個月向上；美聯「租金走勢圖」亦呈同步走勢，7月份平均呎租報約40.55元，按月升約1.35%，實現連續7個月「月月破頂」的佳績，首7個月累升約4.7%。

在傳統暑期租務旺季，以及特區政府積極打造「國際教育樞紐」的政策效應下，非本地生與各類引進人才源源不絕湧港，為本港租賃市場注入無數新需求。租金回報率持續攀升，不僅大幅增強長線投資者進場的意欲，亦進一步加劇「租轉買」的誘因，為樓價築起堅固下跌「防線」。

另外，非住宅及商用物業市場亦展現出全面復甦的活力。根據美聯工商舖資料研究部數據，2026年首七個月工商舖買賣註冊量錄得3,084宗，按年增加約12.9%，創下近5年同期新高。甲級商廈空置率已回落至9.3%，商用物業價值正邁向穩步修復軌道。

放眼後市，本港樓市擁有多重穩固基本面支持，例如本港上半年GDP創出五年同期最強表現；各項人才計劃持續發揮強勁「磁吸」效應等，均有助刺激住宅與商業需求。

綜合而言，在一手新盤熱銷領航、租金強勢破頂以及實體經濟多重利好的相輔相成下，本港樓市調整期已告一段落。個人預期，下半年本港樓價有力再展升勢，升幅可達約5%至8%，整體樓市正邁向更加健康與穩健的新上升周期，全年樓價有望升15%。

（作者為美聯集團行政總裁暨美聯物業執行董事）