

「發力提效」。圖為上海陸家嘴。

資料圖片



經濟觀察家

全球政治經濟正經歷大變局：地緣衝突推高能源成本，主要央行重回緊縮；人工智能與地緣政治，正在改寫增長、就業乃至經濟周期的運行方式。外部衝擊或仍被低估，內部經濟面臨結構性分化。要把「衝擊」化為「機遇」，還得擴大內需、增加服務業開放，推動企業出海等。

全球變局下的中國經濟機遇



建言獻策
沈建光

7月中央政治局會議提出要高度重視經濟運行中的困難挑戰，及時謀劃出台務實管用的增量政策。但是，在看清楚當前經濟面臨困難和問題的情況下，8月的經濟數據相較7月仍在下行。大家現在也都在等待增量政策出台。二季度國內生產總值同比僅增長4.3%，而三季度很多月度指標比二季度還低。進一步分析當前經濟發展成因，對海外衝擊的評估不充分可能是一個原因。當前，全球地緣政治格局發生巨變，外部形勢嚴峻，中國面臨極大的能源衝擊。雖然目前出口增長很好，但是實際上全球還處於兩場戰爭中，包括美伊戰爭、俄烏戰爭。美伊戰爭導致全球油價大幅上升，對全球經濟造成嚴重衝擊。美聯儲、ECB等已調整加息或維持緊縮立場，通脹也大幅上升。能源化工領域價格波動加劇，霍爾木茲海峽航運嚴重受阻，導致全球石油市場每天面臨1000萬桶原油供給缺口，比歷史上的四次石油危機都要大。美伊戰爭對全球貨幣政策、全球產業鏈帶來了巨大的影響，滯脹風險也有所體現，全球央行都開始加息。此外，俄烏戰爭給歐洲經濟也帶來了巨大的衝擊。所以我認為外部環境發生了深刻的變化。

AI應用與電子供給擁優勢

當前，全球地緣政治、人工智能的崛起是主導全球經濟發展最重要的兩個因素。其中，人工智能已經對全球經濟產生了方方面面的影響。今年達沃斯論壇上，黃仁勳講了五層蛋糕理論。第一層是能源層。全球能源投資大幅增加，美國新增能源基本上全部用於數據中心，但能源層中國是最佔優的。馬斯克認為在電力層面沒有辦法和中國競爭，所以他在SpaceX上市前宣傳要把數據中心部署到太空中。第二層是晶片計算基礎設施層，這就涉及到晶片競爭。當前中國台灣地區、韓國得益於人工智能硬體需求暴漲，經濟特別好，而中國大陸現在面臨「卡脖子」困境。第三層是雲數據中心的建設。第四層是人工智能模型。當前，AI模型主要是中美兩國在競爭，歐洲、日本競爭力較弱。第五層是應用層，在應用方面，中國是全球領先的，因為企業多，各方面都在大規模應用AI，對就業、貿易等產生了全方位影響。研究了一下ChatGPT的發布對美國程式員市場的影響。數據顯示，早期的影響很明顯是負面的，大量程式員被裁員。但是最近AI對就業的影響開始出現反彈，特別是高級程式員、網頁和數字界面設計師的就業開始反彈。這表明，AI對就業的影響已經從負面的「替代效應」轉向「傑文斯悖論」式的需求反彈了。過去第一次、第二次產業革命，從「替代效應」向「傑文斯悖論」式需求反彈的轉換一般都需要幾十年的時間，但是現在這種轉向不到5年就出現了。所以，人工智能對整個經濟周期的影響是非常劇烈的。很多人講扛過

各種各樣的經濟周期，我覺得現在這些說法都需要重新考慮了，過去留下的歷史數據在人工智能時代已經完全不一樣了。瑞士達沃斯論壇上，美歐關係變凸顯西方陣營裂痕深化，跨大西洋聯盟面臨二戰以來最大挑戰；人工智能被視為人類史上最大基礎設施建設，正在重塑經濟增長與社會結構。卡尼在達沃斯論壇上的發言中提到，像加拿大一樣的中等強國應該團結起來，共同應對未來的挑戰和機遇。而在大連達沃斯論壇上，李強總理特別強調「中國的新興領域技術和產品，帶給世界的不是衝擊而是機遇」，也提到了我們要把「中國衝擊」轉化為「中國機遇」。2000年，中國經濟規模大概是歐盟經濟的八分之一，但是現在中國經濟規模已經超過了歐盟。這一翻天覆地的變化對全球經濟產生深遠影響。當前，全球衝擊對我們而言是巨大的，但中國對世界的影響也很大。例如，作為德國、法國兩大經濟體的核心支柱，歐洲汽車行業當前正面臨較為嚴峻的發展困境。隨着中國新能源汽車的崛起，歐盟、日本汽車不僅在國內市場斷崖式下滑，還面臨中國汽車品牌的出口競爭。今年首8月，中國國內汽車零售額同比降13.9%，但是出口數量增長66.7%，呈現明顯的分化。很有意思的是，在經歷了這一系列衝擊後，全球經濟仍具韌性。這和美國人工智能經濟的發展相關，美國經濟仍保持較好增速。美國人口普查局近期的數據顯示，經通脹調整後，2025年美國家庭收入中位數同比增長2.6%，達8.7萬美元，創歷史新高。相比之下歐洲經濟增長乏力，消費疲軟；但美國消費需求強勁，飯店消費爆滿。所以，全球經濟在衝擊下仍具韌性，但增長不均衡，存在分化。比如說印度、越南去年實際增速都在8%左右，而中國去年實際增速只有5%，名義增速則更低。從近三年中國GDP增速看，經濟增速整體走勢在下行中呈現結構分化。一是供強需弱。當前生產端、進出口增長強勁，但需求端仍弱，特別是房地產連續三四年以超過20%的速度下降。產能利用率也還在下降。雖然通訊、機械設備產能利用率較去年有提升，但這些都是出口拉動的。和內需相關的食品、汽車、化工等產能利用率都在大幅下降。此外，工業企業產銷率創統計以來新低，今年1至6月，工業企業產銷率僅為95.8%，比疫情期間都低。這說明中國供強需弱矛盾越來越突出。二是外強內弱。8月，中國出口保持強勁增長，同比增長25%。但房地產、餐飲、零售等內需偏弱，8月社會消費品零售總額同比增長0.4%，商品零售同比增速繼續下滑至0.3%，餐飲收入同比增速由7月的1.4%回落至1.1%，內生消費動能沒有明顯改善。外強內弱還體現在投資上，固定資產投資、房地產投資、基建投資、製造業投資都大幅下滑。所以，8月28日，國家發展改革委聯合

有關部門召開全國投資工作推進會議，強調系統推進「六張網」規劃建設，努力推動投資止跌回穩。此外，金融與價格數據也表明內需偏弱問題仍然存在，信貸需求疲軟。三是新強舊弱。新經濟產業蓬勃發展，但房地產行業還在加速下跌，止跌還需時日。1至8月，房屋新開工面積同比下降24.8%，新建商品房銷售面積同比下降12.1%，房地產行業仍未企穩。從中國經濟增長放緩的短期因素看，財政支出偏弱對經濟的拖累值得關注。今年4至7月份，一般公共預算收入增速超過6%，但財政支出增速不僅落後於預算要求的4.4%，甚至還出現了負增長。從中期看，「三強三弱」的分化或不可持續。長期的供強需弱導致庫存和通縮壓力，並最終影響利潤和產出增長。中小企業和大企業的分化嚴重。雖然一些高技術產業增速亮眼，高技術行業增加值佔GDP比重大幅上升，但部分新興產業總資產回報率甚至低於傳統行業，這可能是大規模投資帶來的問題。例如，中國新能源汽車在全球領先，但新能源汽車企業盈利卻不多。此外，外需的穩定性也需要審慎評估。雖然中國貨物貿易盈餘佔全球GDP比重創歷史新高，電腦、電子設備製造業利潤也大幅增長，但如果貿易壁壘重新上升，外需對經濟的支撐也會削弱。7月政治局會議強調「高度重視經濟運行中的困難挑戰」，強調擴內需的戰略性作用，強調財政貨幣政策「發力提效」，強調重點領域風險防控。例如，房地產行業要盡快扭轉全國層面的下行態勢。

關於消費四點思考

2001年加入世貿組織的時候，雖然中國的人口是美國4倍，但社會消費品零售總額只有美國的七分之一。隨着十多年的經濟發展，到2019年的時候，中國的零售額一度接近美國，和美國的差距不到4%。當時大家樂觀認為，按照這個趨勢，中國超過美國，成為世界第一大零售國指日可待。但疫情爆發及其深遠影響，中美零售額差距逐漸擴大，2025年中國零售額與美國的差距已經接近20%。中美消費差距擴大的原因。一是疫情期間採取的政策不同。中國主要是從供給的角度出台政策，例如減稅降費。而美國則是推出規模約4萬億美元的財政刺激，通過財政管道向居民直接發放補貼。這兩種政策對零售的影響是完全不同的。二是財富效應。這五六年美國股市大漲，房地產也漲了不少。而中國這五年房價大跌。三是匯率。雖然近期人民幣在升值，但相較2019年仍是貶值的。最後，分析比較一下中國和美國、日本、韓國的消費數據。中國、美國和東亞國家商品消費佔GDP的比重都是差不多的，但是中國服務消費佔比和美國、東亞國家差距較大。所以，中央政策一直強調要增加服務消費，「以舊換新」政策未來也有可能將重點切換到促進服務業消費。（作者為京東集團首席經濟學家）

財政增量政策落地可期



宏觀經濟
溫彬

面對當前經濟運行中出現的問題，宏觀政策逆周期調節力度正在加大。9月28日國務院常務會議明確，要推出一批務實管用的增量政策，優化財政支出安排，用好地方政府債務結存限額，這意味着四季度將會繼續動用地方政府債務結存限額，為穩增長提供財政支撐。事實上，由於程式簡便、效果直接，動用地方債結存限額已成為近年來財政逆周期調節的成熟工具。所謂結存限額，即法定債務限額與債務餘額之間的差額。財政部數據顯示，截至2025年底，全國地方政府債務餘額54.82萬億元，限額57.99萬億元，結存限額空間約3.16萬億元。其中2萬億元已明確用於置換存量隱性債務，年內實際可動用的空間約1.16萬億元。從歷史經驗看，四季度動用結存限額已有先例可循。2022年動用5000億元，主要用於項目建設；2024年動用4000億元，側重補充綜合財力、保障「三保」；2025年動用5000億元，兼顧化債與重大項目投資。參照此前規模，本次動用額度預計在5000億元左右。本次政策安排的時機，也體現出對經濟增長放緩和地方承壓的精準回應。今年前8個月，除了出口之外，主要經濟指標相對於年中出現下行，其中重要原因就是地方政府的收支承壓。前8個月，由於受到房地產市場拖累，地方本級政府性基金預算收入同比下降22.9%，政府性基金預算支出同比下降11.3%。在收支兩端承壓的背景下，通過增發債券彌補地方財力缺口、維持支出強度，成為政策發力的自然選擇。增發投向「化債＋投資」

投向層面，預計本次增發將延續「化債＋投資」雙輪驅動結構。一方面，補充地方綜合財力、支持化解存量政府投資項目債務、消化政府拖欠企業賬款仍將是重要用途，這有助於改善企業現金流、修復市場信心；另一方面，國務院常務會議特別強調推動「十五

五」規劃和「六張網」實施方案明確的重大工程項目盡早開工，加力實施擴投資、促消費貼息政策，這意味着新增債額度的投向將更聚焦於形成有效需求和長期增長動能。從更宏觀的視角看，這一政策安排的意義超出了單純的增量資金規模。首先，債券發行進度加快、規模擴大，需要流動性環境的配合，此次國務院常務會議也提出「綜合運用並適時調整貨幣政策工具」，宏觀政策取向一致性有望進一步提升。其次，在年初專項債額度保持平穩、留有後手的背景下，此次動用存量限額相當於把預留的政策空間在年內精準釋放，體現出「政策工具箱」靈活進退的設計思路。最後，從額度結構看，財政部在四季度仍有約1萬億元新增地方債待發行，加上可能的結存限額動用，四季度政府債供給將明顯放量，有望對經濟形成托底效應。同時也應看到，增量額度能否形成實效，仍受三重約束。從項目端看，債券「發得出」不等於「用得好」，若前期手續、要素保障和資本金配套不足，資金易沉澱或低效投放。只有同步加快撥付進度、嚴格支出績效和實物工作量考核，才能盡早轉化為開工量、投資量。從風險端看，動用結存限額化債，本質是以時間換空間，須防止投向失守引發新增隱性債務，也要避免化債過急壓縮必要支出。應將額度使用與全口徑債務監測、項目現金流測算、拖欠賬款清償機制聯動，做到化存量、控增量、穩支出相統一。從財源端看，債券增發只能熨平年度缺口，難以替代稅源培育和經濟內生修復。政策短期靠供給穩節奏，中期靠項目收益與清償拖欠修復循環，長期仍依賴消費回升、地產築底和稅基擴大，重建地方財力自平衡。總體來說，「用好地方政府債務結存限額」是年內財政政策加碼的明確信號，預計5000億元左右的增發額度將在四季度落地，重點支持化債與有效投資。在存量政策加力增效與增量政策接續發力的共同作用下，全年經濟社會發展目標的實現將更有保障。（作者為民生銀行首席經濟學家）

租貴過供 剛需利好樓市交投



樓市新態
陳永傑

第三季樓市進入整固，一手成交不足四千宗，按季跌近四成。隨着發展商轉以貼市價推盤，租金持續破頂，加上中美元首會晤釋出回穩信號，第四季住宅市場料量升價穩。今年第三季一手交投明顯放緩，全季僅錄得逾3200宗，較第二季少近四成，創六個季度新低。當中6、7月最為淡靜，單月更跌穿千宗關口，反映買家普遍抱持觀望態度。轉捩點出現在8月，發展商明顯轉軟，開盤不再高開，轉以貼近二手市價推售，策略即時奏效，8月及9月成交連續重返千宗以上水平。可見市場購買力並未消失，只是買家在等候合適入市時機。差估署最新數字顯示，私樓樓價指數早前連升12個月，累積升幅約12%，8月指數回升0.06%，今年以來仍累升近7%。走勢反映樓市未見有明顯調整壓力，屬於高位整固。業主叫價普遍硬淨，第四季料繼續高位爭持，上落空間不大。樓價有兩方面支持。第一，聯儲局年內仍有機會再加息一次，但本港租

金升勢強勁，抵銷加息影響。第二，租金持續上升，促使部分租客考慮轉租為買。差估署資料顯示，住宅租務市場表現強勁，2026年8月份私樓租金指數報210.3點，較7月的206.9點按月升1.64%，為27個月以來最大升幅。租金已連續10個月創歷史新高。在人才計劃帶動下，租賃需求有增無減，部分地區更出現租貴過供，促使部分租客轉租為買，加上息口暫時不變、發展商貼市推盤，以及中美元首會晤建立新共識，市場憂慮情緒降溫，投資者信心回升。四個焦點新盤排隊推出

第四季將由新盤主導，單計10月最少有四個焦點盤推出，包括紅磡堤海、西沙SIERRA SEA 2C期、牛池灣33清水灣及油塘擎海I等，合共近2000伙。2026年首三季一手成交累計逾1.48萬宗，較去年同期少約3%，隨着推盤轉積極，全年交投有望追貼去年2萬宗水平，單計第四季料挑戰4000至5000宗，較第三季明顯回升。（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）



前一手發展商推盤，新盤銷售達五千宗，資料圖為四片日季

