



►A股正在成為下一個階段投放和激活流動性的市場，以及新質生產力的融資市場。

經濟觀察家 今年的《政府工作報告》將消費刺激作為十大工作之首，並且制定了消費專項行動方案，同時還首次提出了「投資於人」的概念。從投資於物到投資於人，這是一個政策方向的重要轉變。

中央政府今年擬安排1.3萬億元（人民幣，下同）特別國債用於「兩新」（「大規模設備更新」和「消費品以舊換新」）、「兩重」（「國家重大戰略實施」和「重點領域安全能力建設」）。其中，「兩新」屬於消費領域，偏向投資於人，大概3000億元；「兩重」屬於投資領域，偏向投資於物，支持1465個重大項目建設，大概8000億元。

投資於人 增強經濟內生動力

大學之道 從資金比例來看，更多資金還是安排在投資上，但「兩新」的資金較去年翻倍。過去，消費被認為是慢變量，同時缺乏收益激勵性；但如今，資金安排在消費領域比投資領域對經濟增長和國民增收的效果更明顯。

從效果來看，今年1–2月份，受「兩新」刺激領域的銷售明顯增長，手機同比增長26%，傢具同比增長11.7%，家電同比增長10.9%。

從投資於物到投資於人，這是一個重要的轉向。投資於物，意味着大量投資實物，尤其是以基建、製造業和房地產為主的空間資產；投資於人，意味着將資本從物轉移到人身上，從投資領域轉移到消費領域。

人是一切創新的源泉

只有把資本分配到人身上，財富分配到家庭部門，經濟才會產生內生增長動力。這背後涵蓋兩層邏輯：其一，人是一切創新的源泉，一切經濟增長的動力，而非生產要素。資本、土地、信息不產生經濟效益，只有人作用於這些要素，將其置於自由市場的配置下才有效率。其二，自由市場的效率，依賴於千千万萬的具備購買力的家庭。千千万萬個家庭部門配置資源的效率要比一個機構更高。

也因此，我們真正需要關注的是資本投資到人身上，財富分配到家庭部門，而不是消費抑或投資的多寡。而投資於人的方法很多，包括消費補貼、現金補貼等補貼政策，也包括生育補貼、養老金、失業金、公共教育等福利政策，還包括減稅降費等稅收政策。

消費補貼的好處是節省家庭部門的購買力，讓更多的財富在市場中流轉。理論上，只要把財富轉移到家庭部門，使用何種方式都可以。一般來說，干預性最小的是發放現金。在疫情期間，美國聯邦政府給家庭提供大規模紓困基金，挽救了崩潰的經濟和無數家庭。此舉儘管推高了美國的通脹，但是不妨礙它成為一個成功救市的經驗。在經濟下行壓力大時，可以考慮給家庭無差異發放一筆現金，以直接提高家庭收入和市場的流動性。

中國經濟最核心的問題是有效需求不足。原因不是資本存量不足，而是結構問題，也就是家庭財富佔比較低及內部存在明顯結構性。我們來看一個重要指標：中國家庭可支配收入佔GDP的比重只有43%。如果這一數據能夠提高到國際經合組織（OECD）的平均水平（60%），那麼按照當前中國GDP總量來測算，家庭部門的收入每年至少可以增加22萬億元，相當於當前家庭可支配收入的三分之一，有效需求不足的問題便迎刃而解。

在這個階段，為了大規模投資空

北水偏愛港股科創板塊

持之以恆 近期南向資金明顯流入港股市場。截至3月20日，年內北水已流入港股約4000億港元，而2024年全年約8000億港元，目前南向資金佔港股主板交易佔比約25%。投資者對目前南向資金在港股的持倉結構特點感興趣。我們梳理後發現主要集中四個領域：

1）南向資金持股佔港股通自由流通市值約21.5%，主要持倉信息技術、金融與可選消費，三者合計超六成；2）南向資金仍低配大市值標的及互聯網板塊，對傳媒（含騰訊）和商貿零售（含阿里）低配比例約2.6%、5.8%；3）目前南向資金的超配方向與靜態「定價權」集中在傳統非金融紅利股，如通信、能源等板塊。4）南向資金亦超配電子、醫藥等。

2020年及以前，由於港股通標的結構的限制，南向資金主要超配金融板塊。2018年開始，隨着互聯網技術引領的新經濟產業周期上行，相關標的在港股掀起IPO熱潮，2019年同股不同權標的被納入港股通名單，再加上美聯儲進入預防式降息周期，南向資金開始加大對信息技術板塊的配置。2021年起，港股市場波動性與地緣不確定性逐漸增大，美聯儲逐步進入緊縮周期，商品價格也在疫情後觸底回升，南向資金隨之轉向，增加了對廣譜紅利資產標的的超配比例。

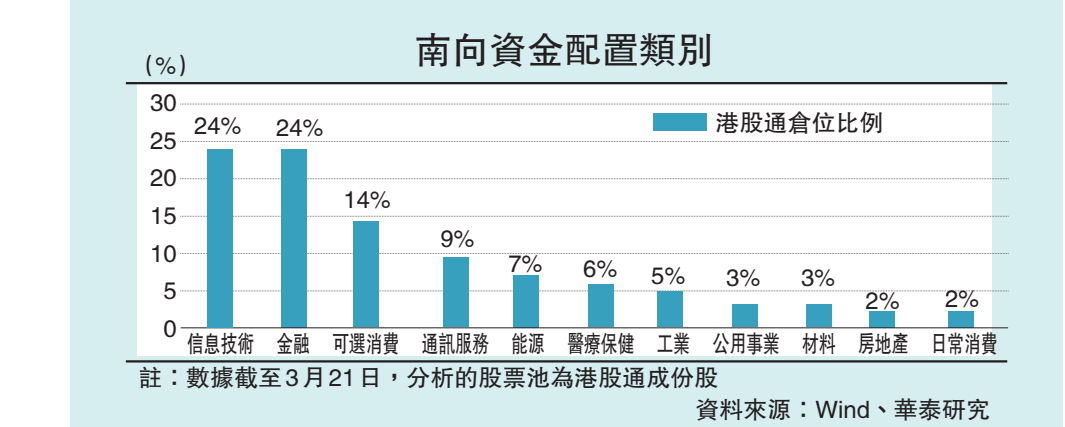
對照南向資金大舉流入港股的歷史，主要對應着三類情形：

首先是相對A股低估值。由於港股通中有不少雙重上市標的（如銀行等），因此港股與A股的比價估值是南向配置港股紅利資產的「估值錨」。

其次是產業／盈利周期上行。考慮港股通內主要標的結構與A股不同，若將港股通作為內資輪動的一個板塊，南向資金往往在港股通主要權重行業產業周期或盈利周期上行時流入港股，如2019年增配新經濟、疫情衝擊後增配資源品等。

再次，出現影響港股稀缺性資產的外生事件或重大政策，如DeepSeek引發中國科技股價值重估，其主要相關的上市資產大多位於港股。

本次南向資金流入邏輯與2019–2021年初有很多相似之處，但也有其獨特性：機遇方面，目前AI產業周期處於早期、後續發展空間更大，且核心標的集中在港股的科創板塊，推動



剛需與投資者入場 樓市趨旺

主樓布陣 財政預算案於2月底公布，將400萬元樓價以下物業印花稅降至100元以來，這項被市場稱為「減辣」的政策已正式實施滿月。新政猶如春風拂過樓市，一手市場交投瞬間升溫，細價新盤掀起一波成交熱潮。配合港股持續攀升帶來的財富效應，發展商順勢推盤，一手市場呈現「價量齊升」的旺市格局。

據美聯物業研究中心綜合《一手住宅物業銷售資訊網》資料及市場消息，新政實施後27日（2月26日至3月24日）全港新盤成交量達2194宗，較新政前27日（1月30日至2月25日）的1108宗激增98%，近乎翻倍。至於成交金額亦由93.9億元，躍升至153.5億元，增幅達63.5%，充分展現政策收立竿見影之效。

若以金額分類，逾400萬至600萬元單位共錄1121宗，佔51%；400萬元或以下一手成交約399宗，佔18%，按月急升逾六成。雖然成交量顯著回升，但樓價暫時仍然疲軟。最新「美聯樓價指數」報126.28點，連跌四周創逾八年半新低。這是因為發展商採取「求量價」策略，以貼市價推盤，暫時壓抑了樓價反彈動能。

租金方面，租務市場呈現另一番景象。差估署數據顯示，2月份私人住

（作者為智本社社長）

行情的效果或更顯著；挑戰方面，外部環境（貿易摩擦、全球地緣等）相較彼時或更複雜，全球市場高波動性環境下影響中國資產韌性的擾動因素或更多。須注意的是，儘管多項數據顯示中國經濟已初現企穩跡象，但市場尚未定價較為廣譜的周期性復甦，包括南向資金在內的投資者仍對宏觀敘事有所分歧，3月經濟數據或將成為檢驗經濟企穩成色的關鍵。

DeepSeek推動股票價值重估

往前看，筆者認為多重因素或持續推動南向資金流入港股市場：

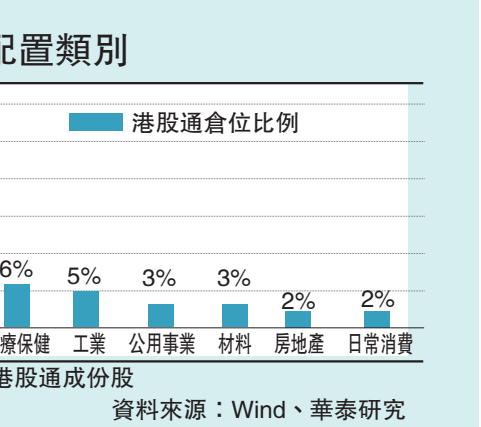
其一，DeepSeek為首的中國AI產業發展或將持續推動中國科技股價值重估，其中主要標的大多在港股。截至目前，儘管從PB（市淨率）——ROE（淨資產回報率）視角下，港股市場第一階段估值修復或基本完成，但目前中國龍頭科技股相對於美股科技龍頭，仍有一定價值重估空間。

其二，提振消費、擴大內需是今年政策的重點。圍繞2025年「大力提振消費」這一首要政府工作任務，3月16日中共中央辦公廳、國務院辦公廳印發《提振消費專項行動方案》（以下簡稱《方案》）。本次方案以系統性布局、多維度協同、因地制宜為特徵，探索務實舉措。

《方案》內容聚焦消費領域的核心矛盾，既通過「工資增長＋財產增收＋農民權益」組合拳夯實消費能力基礎，也通過產品創新、場景拓展、品質升級等方式更好契合供給與多元化需求，推動消費結構向高質量躍遷，並以制度優化與長效保障護航市場健康發展，有望從供需雙側激活市場活力，更快落地見效。而港股市場集中了不少「稀缺性」新消費標的，包括國產美妝、休閒商品（如盲盒經濟）等眾多新消費龍頭股皆在港股上市，或吸引南向持續增配新消費標的。

其三，資本市場政策端，兩地將共同推動香港國際金融中心建設，包括推動更多內地和國際優質企業來港上市、推動發布《香港資本市場白皮書》提升資本市場水平、在港打造全球產業合作高地並加強資本市場監管、防範金融風險。此外，人行或將提高外匯儲備在香港的資產配置比例，並推動引導社保、養老金等內地中長線資金投資海外及香港資本市場。

（作者為華泰證券首席宏觀經濟學家）



剛需與投資者入場 樓市趨旺

宅租金指數按月升0.3%，實現三連升；美聯「租金走勢圖」亦錄得0.4%的漲幅，平均呎租達37.81元，創四個月新高。這種「租升價跌」的背馳走勢，在傳統租務淡季尤顯珍貴，在目前租務淡季下，私人住宅租金逆市「企硬」，足以反映住屋剛需強勁。這有助刺激投資者買樓收租，以及租客「租轉買」，現時樓價較高峰期回調約三成，低息持續、租金回報率回升、「供平過租」重現。這些因素正加速「租轉買」趨勢，吸引投資者入市。

當下利好樓市因素持續湧現，樓價下跌空間有限。隨着樓市成交量已先行回穩，相信樓價有望逐步跟上，樓市整體回勇可期。

（作者為美聯物業住宅部行政總裁）



▲減物業印花稅生效後的27天，400萬元或以下一手成交按月急升逾六成。