



電商平台不時以低價吸引消費者，但價格經常處於低位，或會出現產品質素下降的後果。

經濟觀察家

當前中國經濟面臨的一個重大挑戰是如何擴大消費，提高消費在國內生產總值（GDP）中的比重、增加消費對經濟增長的貢獻。這與經濟發展的長期目標是一致的，畢竟發展經濟的目的是滿足人民群眾對美好生活不斷增長的需求，而美好生活的具體體現就是更多、更好的消費。

低價內捲帶來經濟負循環

不過在現實中卻到了很大的困難，一方面是消費佔GDP比例過低，每100元（人民幣，下同）的GDP中只有大約56元用於消費，這個比例比國際平均少大約20元。消費佔比低，不僅影響了生活質量提升，還可能造成供大於求、產能過剩的矛盾。另一方面，所謂的消費降級現象，即消費品質持續下降。這就引發關於消費質量問題的思考。

客觀地說，數量問題還比較直觀，例如社會零售總額可以顯示消費金額增長快慢。但目前似乎沒有比較好的反映消費品質的指標。最近幾個月居民消費價格指數（CPI）一直維持在-0.1%的水平，可能在一定程度上反映了質量問題。但價格指標是很多複雜因素比如市場供求的結果，有的時候價格低不一定反映產品質量差，而是因為供大於求。但價格持續疲軟，也會反過來對產品質量產生負向影響。

在電商市場上，曾經看到有平台用「全網最低價」的策略吸引消費者，這乍看不是壞事，因為消費者能用更少的錢買到同樣的消費品。但其實這只是局部均衡分析的結論，如果用一般均衡的方法做分析，結果可能不一樣。

諾貝爾經濟學獎得主喬治·阿克爾洛夫（George Arthur Akerlof）曾經提出「檸檬市場」概念，用於分析信息不對稱的後果，其經典例子就是二手車市場。在二手車市場，買家在做購買決策的時候需要了解價格和質量兩個方面的信息。價格信息直觀可見，但質量信息往往難以獲取。由於價格信息易傳遞而品質信息難傳遞，導致買家只好關注價格信號。其結果是質量好的二手車難以賣出高的價格，這樣會導致市場價格和品質都不斷走低，市場會逐步萎縮。

高價商品被擠出市場

同樣道理，「全網最低價」的營銷策略可能會使得價格高一些的產品失去市場，為了生存，供應商被迫追求更低的價格，而這往往會以降低產品質量為代價。毫無疑問，這樣的低價內捲不但會降低經濟增長的質量，最終也會影響經濟增長的數量。

當然檸檬市場也並非完全沒有解決辦法，比如通過利用第三方檢測機構提供二手車質量的信息。現實中這樣的做法也很普遍，比如二手車車行，有時候車行還可以提供一定期限的保修，這樣不但為買主提供了更多的信息，也消除了一些不確定性。

也因此，解決檸檬市場問題的關鍵是為市場參與者，特別是消費者提供更多關於產品質量的信息，這一方法不僅適用於二手車市場，也同樣適用於其他消費品市場特別是電商市場。

筆者最近完成了一項關於消費的研究。初衷很簡單，就是在線上消費時，除了向消費者告知價格，是否有可能讓消費者同時獲得一定程度上的質量信息。具體做了兩個指數和一個榜單。第一個是消費品牌指數，第二個是品牌購買力指數，即在品牌基礎上花費的金額。第三個是榜單，展示

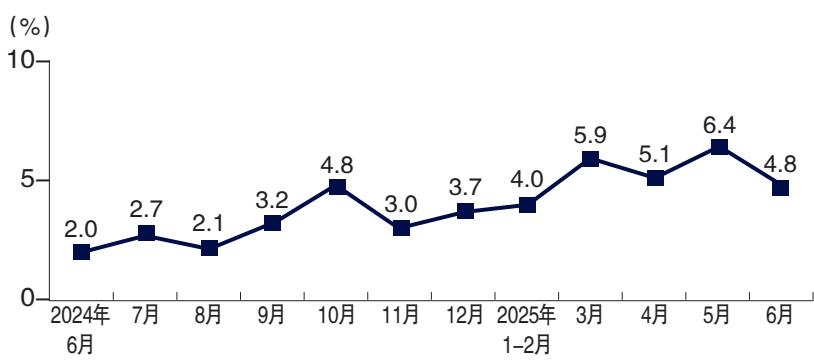
當前中國經濟面臨的一個重大挑戰是如何擴大消費，提高消費在國內生產總值（GDP）中的比重、增加消費對經濟增長的貢獻。這與經濟發展的長期目標是一致的，畢竟發展經濟的目的是滿足人民群眾對美好生活不斷增長的需求，而美好生活的具體體現就是更多、更好的消費。

當前中國經濟面臨的一個重大挑戰是如何擴大消費，提高消費在國內生產總值（GDP）中的比重、增加消費對經濟增長的貢獻。這與經濟發展的長期目標是一致的，畢竟發展經濟的目的是滿足人民群眾對美好生活不斷增長的需求，而美好生活的具體體現就是更多、更好的消費。

當前中國經濟面臨的一個重大挑戰是如何擴大消費，提高消費在國內生產總值（GDP）中的比重、增加消費對經濟增長的貢獻。這與經濟發展的長期目標是一致的，畢竟發展經濟的目的是滿足人民群眾對美好生活不斷增長的需求，而美好生活的具體體現就是更多、更好的消費。

當前中國經濟面臨的一個重大挑戰是如何擴大消費，提高消費在國內生產總值（GDP）中的比重、增加消費對經濟增長的貢獻。這與經濟發展的長期目標是一致的，畢竟發展經濟的目的是滿足人民群眾對美好生活不斷增長的需求，而美好生活的具體體現就是更多、更好的消費。

中國社會消費品零售總額同比增速



哪些產品的消費品牌指數較高或較低。

在研究中發現，衡量或披露產品品質信息的難度很大，既有如何獲取數據的問題，也有如何度量的問題。譬如，大多數產品的品質差異並不清晰，比如在網上訂一碗牛肉麵，除非是名店，否則很難判斷哪家好。

這又回到檸檬市場問題：如果想吃牛肉麵，有8元、10元、15元三種外賣，消費者會選擇哪一款？如果知道15元的確實更好，可能會有人選擇。但事實上外賣市場上食品信息不對稱的矛盾非常突出，如果選擇15元的牛肉麵，消費者其實並不知道到底值不值。最安全的做法是選擇8元的牛肉麵。

上述例子揭示的核心問題是：當只能關注價格信號而缺乏充分質量信號時，你不知道多花幾塊錢能換來什麼，所以結果是大家都会選擇最便宜的產品。如此一來，原先賣得貴的店家也只能降低價格，而降低價格的方法是同時降低質量。

削弱商家投資意欲

價格持續往下走還會引發一個宏觀問題，就是在消費者、生產者和投資者之間形成預期的惡性循環，即消費者不願意接受漲價，投資者不願意增加投資，生產者也不願意增加工人工資，更不願意多僱人。這也說明，所謂的「全網最低價」低價內捲的做法可能會導致嚴重的宏觀經濟後果。

今次研究有幾個有意思的發現。一是，過去這些年，中國線上消費品牌指數在緩慢上升，並未愈走愈低，或者說「消費降級」並非普遍現象。二是，觀察不同類別、行業、地區，發現一些值得關注的現象：行業間品牌指數高低差異非常大。簡單說，有些行業的品牌相對容易識別或受到消費者重視（如3C、傢具、美妆），有些則難識別或不受重視（如女装服飾）。差異部分源於某些領域（如手機）品牌已非常鮮明甚至形成了社會共識，消費者能根據名稱判斷，而其他領域則不然。

報告結果顯示，首先，儘管當前對消費形勢不甚樂觀，但平均而言品牌指數仍在上升。2023年一季度的消費品牌平均指數為59.4，到2025年一季度上升至63.4。季度間波動明顯，上升較快的主要在二季度與四季度，猜測這與電商平台618和雙11促銷期間消費者更集中購買有品牌的產品有關。

其次，不同行業品類確實存在顯著差異。品牌指數最高（消費者最重視品牌）的是3C、傢具、美妆；最不重視品牌的品類是女装服飾（原因可

能是女性消費者更看重潮流款式）。行業差異可能由兩方面造成：某些領域產品品牌已非常鮮明（如手機）；其他領域品牌識別相對困難。

一個更有意思甚至令人吃驚的結果是：一線城市（北上廣深）的品牌消費購買力非常強，但其平均消費品牌指數並非最高，反而是新一線、二線城市的平均品牌指數更高。筆者為探究原因，做了幾個簡單的回歸分析。首先，城市勞動人口中流動人口佔比愈高，其總的品牌購買力指數愈高，但對平均消費品牌指數有負面影響（即流動人口佔比愈高，該地區平均消費品牌指數愈低）。其次，「非私營單位就業」（即體制內就業，包括國企、政府僱員、事業單位人員）佔比，不僅對總購買力有幫助，對品牌指數水平的提升作用更大。

這反映了一系列政策問題：大量農民工為城市建設做出巨大貢獻，但其自身消費品質不高。而流動人口佔比與不同行業的消費品牌指數回歸也幾乎呈負相關，這是非常有意思的現象。

建立品牌 以質量突圍

將品牌購買力指數與平均消費品牌指數作圖，會發現實力強的城市兩者總體成正比，但有些城市（如宜春、七台河）購買力雖非最強，其平均品牌指數卻與上海、北京、杭州幾乎處於同一水平。為什麼？這可能與體制內員工有關——他們的收入未必最高，但消費意願和實力較強。

消費品牌榜單顯示，品牌購買力最強的城市是經濟最好的城市（意料之中）；但平均品牌指數最高的城市包括合肥（有一定道理）、鄭州（較難理解）、淮安、南昌、南京（不錯）、周口、淮北、鹽城、開封、臨沂等。筆者發現一個現象：平均品牌指數高的城市，既沒有人口大量流出，也沒有大量流入，處於相對穩定狀態；而人口大量流失的城市則不那麼穩定。

最後做一個簡單的總結。此項研究的目的是推動更多關注、歸納和傳遞產品質量信息，而不僅是關注價格信號。在數字經濟時代，信息不對稱問題突出。價格重要，但品牌尤其重要。目前看到發展品牌主要是兩條路徑：一是把產品質量做得非常好；二是新興品牌注重提供情感體驗。從學術與政策的角度看，上述結構提出了一個非常有意思的研究點：不同勞動人口組成（流動人口與體制內人口等）對消費品牌的追求差異，這個問題值得深入探討與重視。

（作者為北京大學國家發展研究院副院長）

中小股迎來估值重塑風口



香港觀察 席春迎

長期以來，香港資本市場的結構性問題之一，是中小市值上市公司交易量低、融資難、市場關注度不足。儘管這些公司佔總上市數量的八成以上，但在投資者的視野中，它們往往被忽略，原因包括盈利能力弱、增長性不足、缺乏分紅吸引力以及信息披露不夠透明。

不過，今年市場情緒出現了顯著變化——凡是有明確轉型信號、尤其與新興技術或政策熱點掛鉤的中小上市公司，股價與交投活躍度都出現了快速提升。尤其是在《穩定幣條例》落地後，穩定幣、現實世界資產（RWA）代幣化、Web3.0及人工智能等新興賽道成為資本市場新寵，一批敏銳布局的上市公司，正從「邊緣角色」走向「關注焦點」，並帶動了整個中小市值板塊的再定價。

過去，中小上市公司在二級市場的表現長期受制於幾個核心因素：1）流動性不足：投資者參與度低，交易稀疏，股價缺乏穩定的價格發現機制。2）再融資困難：缺乏活躍的市場表現，使得通過配股、供股、可轉債等方式融資的成本高、難度大。3）成長性存疑：行業空間有限、缺乏新業務支撐，投資者對未來盈利能力缺乏信心。4）機構關注度低：分析師覆蓋不足，缺少持續的市場推廣與品牌建設。

在此背景下，即便公司有一定資產或業務基礎，其估值長期被壓制，甚至淪為「殼資源」或投機品種。但近一年多來，隨著全球新興產業浪潮和政策引導，中小上市公司一旦釋放出轉型信號——無論是切入人工智能、RWA、穩定幣、Web3.0，還是與國際合作夥伴達成戰略協議——市場便迅速給出正面反饋。

這種市場反應的邏輯在於：1）估值基數低：股價處於低位時，任何增長預期都會被市場放大；2）預期交易：投資者買入的並非當前業績，而是潛在的成長曲線；3）情緒敏感：新興概念、政策支持與媒體報道形成共振效應，放大了股價波動。

若要將市場熱度轉化為長期價值，中小上市公司必須跨越「概念期」進入「落地期」，需要特別關注以下幾點：1）明確戰略方向：選擇與自身資源稟賦、團隊能力和行業趨勢高度契合的轉型領域；2）強化執行能力：將戰略拆解為階段性目標，確保按時交付成果。3）構建護城河：在技術、渠道、品牌或數據等方面形成差異化優勢；

4）優化資本結構：通過引入戰略投資者、永續基金、併購重組等方式，增強資本運作能力。

從最新案例來看，那些能夠與政策紅利直接對接，並快速完成技術與商業落地的公司，最容易在資本市場中形成持續溢價。例如，RWA平台建設與穩定幣發行結合、醫療IP代幣化與資金池協同、AI算力資產上鏈與綠色金融結合，都是將概念轉化為落地的有效路徑。

在資本市場中，價值不僅存在於財務報表，還體現在企業的市場形象與投資者信心中。中小上市公司應當從以下幾個方面入手：1）完善公司治理結構：投資者越來越重視企業的透明度和治理結構。中小上市公司應主動披露關鍵信息，讓市場及時了解合作進展、產品上線、監管批准等節點信息。制定穩定分紅政策，可以顯著提升市場信任。2）建立分析師與媒體關係：提高第三方獨立覆蓋率，放大市場解讀效應。3）定期舉辦投資者交流會：提升透明度與信任度。4）講好轉型故事：用數據和落地成果驗證戰略合理性。

中小上市公司的轉型升級離不開制度支持，香港未來可借鑒新加坡、內地經驗，推動：1）建立分析師研究津貼制度，鼓勵覆蓋中小市值公司；2）優化做市商與流動性支持機制；3）放寬優質資產注入門檻，推動併購重組；4）建設科技產業板塊與專線制度，支持RWA、穩定幣等新型資產類別的上市與流通。

值得注意的是，隨著《穩定幣條例》的落地，香港資本市場已經為中小上市公司打開了新的融資與資產運營模式：一旦結合RWA平台，可以實現低成本、高效率的資本盤活。

兌現市場預期 鞏固企業價值

香港中小上市公司從冷遇到聚焦的過程，反映了資本市場對新政策和新技術的敏感反應。《穩定幣條例》與RWA、Web3.0及人工智能熱潮，為它們提供了歷史性轉型窗口。但真正決定上市公司長期價值的，不是短期股價的暴漲暴跌，而是能否將新賽道的布局轉化為穩定現金流與核心競爭力。未來隨着監管框架完善、產業生態成型，中小上市公司有望成為香港資本市場的新增長極——前提是，它們必須用可持續的業務成果去兌現投資者的信任。

（作者為香港中小上市公司協會主席）

盛事帶旺經濟 樓市亦受惠



樓市強心針 廖偉強

猶記得當初特區政府提出推動「盛事經濟」概念時，坊間不少聲音質疑其成效，認為只是短期炒作、難以持續。但筆者不只一次提出，實體經濟的復原並不可一蹴而就，而是需要政策、市場與民間力量的細水長流。如今香港的經濟氣氛逐步回暖，各項指標顯示，在復甦的路上已見到曙光。

根據最新統計數字，2025年上半年訪港旅客人次已突破2400萬，按年升12%。當中不乏高消費力的自由行旅客，帶動零售、餐飲及酒店業收入回升。而特區政府積極推動的「盛事經濟」亦開始開花結果，今年暑期的動漫電玩節人頭湧湧，匯聚了160家參展商及610位個人參展商，更成為了內地及亞洲動漫IP（知識產權）走上國際舞臺的窗口，展覽不只是市民大眾的娛樂節目，也存在着龐大的商機。

近期香港足球盛會亦成功吸引歐洲豪門來港，為盛事經濟帶來高潮。早前在啟德體育園舉行的阿仙奴對熱刺足球賽，更創下49975人入場的新高紀錄。筆者從社交媒體中得悉，不論是動漫電玩節或是足球盛會，都有大量來自內地及亞洲其他國家訪港旅客入場。



旅遊業對香港經濟非常重要，如果每名旅客來香港消費1000元，半年已經可以為香港帶來240億元的經濟效益；如果平均每名旅客消費增至2000元，全年的效益就更貼近1000億元，對於香港的零售餐飲行業來說必定有提振作用。盛事活動不僅帶動短期消費，更重塑香港的正面形象，對旅遊及展覽業的長遠發展有莫大裨益。

事實上，盛事經濟與零售餐飲業轉型一樣，需要「創新」、「持續性」及「品牌效應」，現在香港的品牌正重新在國際上樹立起來。至於樓市，在息口回落、股市向好，以及實體經濟漸見曙光等多個因素推動下亦逐步現強勢。

樓價呈見底信號

年初至今的交投持續理想，差餉物業估價處的樓價指數已經連升3個月，而筆者公司所屬集團的樓價指數，更達29周的高位。雖然指數短期內預期仍然在正負之間徘徊，但上述數據正反映出本港的住宅樓價已開始展現其韌性，縱使短期未必會有可觀的升幅，但同時也給市場「跌唔落」的信號。雖然美國最近一次議息仍然維持利率不變，但已有更多聯儲局委員表明需要減息，

因此市場預期，啟動減息只是時間的問題。筆者相信，今年的住宅樓市必可再現蓬勃景象。

（作者為利嘉閣地產總裁）

◀大型活動有利實體經濟增長，並推動樓市復甦。