



從而提升人民的消費潛力，擴大最終消費。通過投資於人，提升人民的教育、健康、就業、生活水平，

## 經濟觀察家

「投資於物和投資於人緊密結合」是《中共中央關於制定國民經濟和社會發展第十五個五年規劃的建議》（以下簡稱《建議》）中的一個重要表述，顯示了中國經濟發展邏輯和投資理念的新導向，影響深遠。

# 投資於人 釋放消費潛力

2023年國家

主席習近平在二十屆中央財經委員會第一次會議上指出，要把「投資於物」同「投資於人」緊密結合起來。之後，二十屆四中全會的《建議》提出：「堅持擴大內需這個戰略基點，堅持惠民生和促消費、投資於物和投資於人緊密結合，以新需求引領新供給，以新供給創造新需求，促進消費和投資、供給和需求良性互動，增強國內大循環內生動力和可靠性。」而去年底的中央經濟工作會議亦進一步把「必須堅持投資於物和投資於人緊密結合」列為新形勢下經濟工作的新認識和新體會之一。

這一重要表述近期的頻繁出現，提示了未來國家經濟發展和投資理念的新導向。

經濟學上生動地把投資、消費、出口比喻為拉動GDP增長的三駕馬車。其中，固定資產投資主要帶來物質資本的積累和擴大（如基建投資、房地產投資、製造業投資等）。「投資於物」主要就是指通過投資形成新的固定資產（如廠房、設備），擴大產能、改善技術條件、提升供給的質量和效率。而且，「投資於物」會直接、同步地拉動GDP的增長，對經濟增長起到立竿見影的效果。所以，「投資於物」為主導的發展模式，一定程度上代表了生產優先、GDP優先的發展邏輯。

而消費則是指經濟中的最終需求，包括了居民最終消費支出和政府最終消費支出的總和，亦是推動經濟增長的根本動力。「人」是消費增長的核心主體；通過投資於人，提升人民的教育、技能、健康、就業保障、生活水平，從而提升人的消費潛力，擴大最終消費；此舉同時亦能開發人的潛能，轉化為社會的人力資本，提升供給的能力和質量，從而提升經濟發展水平。所以，「投資於人」代表了以人為核心、促進人的全面發展、提振消費的發展戰略。

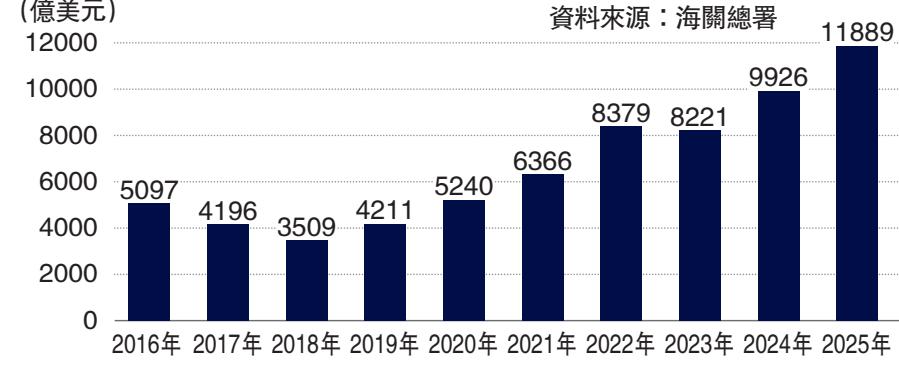
不過，「投資於人」需要較長時間持續的投入，才會見到對消費和社會人力資本的提升，其對GDP的拉動作用不如「投資於物」來得快速、直接。

## 擴大內循環 減少對外依賴

投資於物和投資於人分別體現了經濟發展的兩種邏輯和路徑。與海外相比，中國的投資率相對較高，而消費率則相對偏低。長期以來，我們的發展理念比較重視物質的積累、硬件的升級、重視生產端的科技水平、效率——這種理念，與中國的發展階段緊密相關，畢竟在現代化起步的早期和中期，受資本短缺的限制，必然是優先投入「物」，推進生產。而這種發展邏輯，對中國經濟長期快速發展起到了核心作用，讓中國在過去四十年完成了其他國家需要百年甚至數百年才能實現的追趕和超越。此外，過往對於經濟發展的考核邏輯雖然一直在改變和發展，但GDP增長始終是核心，亦直接驅動了「投資於物」的傾向。

不過，隨着發展階段的提升，社

## 中國外貿順差



會物質資本不斷積累，投資於物所帶來的總體回報率開始出現下降，產能不斷擴大亦導致內捲的趨勢出現，削弱企業的盈利能力。

此外，當前的國際地緣政治格局出現深刻變化。雖然「出口」作為中國經濟的「第三駕馬車」依然強勁，2025年貿易順差達到1.2萬億美元，是全球有史以來的最高水平，但更充分地發揮內部消費潛力，大力發展立足自身的國內大循環，是基於對國際局勢的現實判斷和戰略選擇，減少對外部市場的依賴，讓我們的經濟發展更具內生動力，顯示出了必要性和迫切性。

## 投資於物 發展科創產業

事實上，投資於物和投資於人這兩種邏輯雖有一定區別，但彼此並不矛盾，反而存在深刻的協同效應。一方面，「投資於物」側重資本的積累，擴大科技創新產業和戰略性新興產業、完善產業鏈，能提供更具競爭力的產品和服務，從而帶動消費升級，亦能創造更高質量就業、推動人的全面發展。另一方面，通過「投資於人」，發掘內部市場潛力，消化產能之餘，亦通過人力資本的提升，推動生產端的技術和產業升級，牽引供給質量的提升。

所以，投資於物與投資於人緊密結合，雙輪驅動經濟發展，以消費拉動供給、供給促進消費，共同提升國內生產——消費大循環，將能增強經濟自主性、可控性、可持續性，並體現了「以人為本」、「發展為人民、發展靠人民」的根本理念。

## 港拓新模式 把握新機遇

國家從過往以物質積累和供給升級為目標的發展邏輯，轉向以人為本、雙輪驅動的新理念，給轉型期的香港帶來重大啟示。

香港從過往政府不直接參與產業發展，到目前積極推動經濟動力的適度多元，在鞏固國際金融、貿易、物流中心地位的同時，大力發展科技創

新產業、新型工業、文化藝術創意產業、知識產權貿易等等，是全新的嘗

（作者為香港大學中國與世界研究

研究中非常駐研究員）



香港積極推動經濟多元，社會區域承載新產業發展，需要政府發揮更大的作用。

# 聯儲獨立性受干預 市場風險升溫



實話世經  
程實

「風聲鶴唳，草木皆兵。」比美國聯儲局失控更危險的，是對其可能失控的想像。美國總統特朗普威脅罷免美聯儲主席鮑威爾的言論不斷升溫，儘管尚未採取實際行動，但其相關言論卻引發了金融市場的明顯波動，這些市場反應並非出於對美聯儲政策路徑變化的判斷，而是出於對美聯儲制度本身可能失控的想像。

在全球金融高度互聯的背景下，制度的可信性早已內嵌於市場定價機制之中。央行的角色不再僅限於利率調節器，而是成為全球風險定價結構中的信任錨點。美聯儲未失控，但可能失控的想像已經足以撼動資本市場。更重要的是，制度預期的風險溢價一旦被市場定價，短期的政策緩和或不確定性的階段回落，已不足以扭轉市場趨勢，其修復將展現出明顯的路徑依賴。

首先，美聯儲權威來源於對制度的信任預期。美聯儲權威的形成不依賴於強制力，而依賴於市場對其可信度的共識。這種可信度體現在美聯儲的獨立性不受行政干預，政策路徑可預測，溝通機制連貫一致。換言之，美聯儲最重要的「信譽資產」是市場對其行為理性與制度約束的預期。從特朗普的言論中，我們看到的是制度約束機制在外生衝擊面前的脆弱性，而這種制度信任的脆弱性，源自於美聯儲獨立性本身就不是強制權力，而是共識產物。換句話說，市場之所以將美聯儲的行動視為可信，是因為背後有一整套由歷史表現、政治默契、法律邊界與專業文化共同構成的期待。特朗普的表態之所以構成衝擊，並不是因為他實際罷免了鮑威爾，而是因為他打破了這一制度期待的重要前提——即美國總統不干預美聯儲。

## 投資者減持美元資產

當制度底線被挑戰，便立即生成了市場信號。而在全球金融體系中，信號具有非對稱性，也就是說當制度被強化（正面）時，市場反應溫和，而當制度被質疑（負面）時，市場反應則急劇且外溢。這種非對稱的結構，決定了市場對壞消息的敏感性遠高於好消息。因此，一次總統的極端言論，所造成的信任折價，往往無法通過政策澄清或後續靜默所完全彌補。

其次，定價體系本身已嵌入制度

預期的風險溢價。在宏觀模型中，匯率、風險溢價與資產估值的變動，主要由利差、增長預期與流動性等基本面驅動。但近年來，即便在這些變量保持穩定的情況下，市場仍頻繁出現劇烈價格波動，背後一個重要因素就是一定價模型中制度預期的風險溢價逐漸外顯且比重升高。當市場將制度預期的風險溢價在定價模型中強化——如總統干預央行、國會債限僵局、監管架構被削弱等潛在場景，美元資產則需承擔更多的制度預期的潛在折價。

這一風險溢價的上行，首先會體現在投資者行為上，例如增配黃金等制度不敏感資產、減持久期較長的美債、提高組合流動性，以對沖制度衝擊風險。而這些行為反過來又強化了制度被重新定價的市場共識，形成預期自我實現的循環。

因此，市場不再僅僅關注「政策做了什麼」，而也將「制度是否仍有能力約束政策」納入考量。這一邏輯變化，使得資產價格即便在宏觀數據穩定的背景下，也可能出現系統性的重估。

## 制度信任修復需時

最後，制度預期的風險溢價具有路徑依賴性與不可逆性。自2025年4月初，美國經濟不確定性指數攀升以來，黃金價格同步走高，美債期限溢價持續擴張，而美匯指數則顯著走弱。這組變量的協同演變，反映出市場正在對制度框架穩定性進行風險重估，並開始計入額外的制度預期溢價。黃金價格與期限溢價的持續上行，恰恰說明制度信任一旦受損，其修復將展現出顯著的路徑依賴。制度信任的重建，往往滯後於經濟不確定性的回落，且高度依賴政治環境的持續穩定與市場預期的自發修復。

在此背景下，資本不會因為一次政策轉向或正面表態而迅速回流，而是保持審慎、觀望的態度。一旦制度信仰的邊界被突破，其引發的資本重新配置與風險偏好重塑，往往遠超事件本身的影響。而一旦信任體系遭遇衝擊，市場走勢往往不會輕易重置，而是沿着「風險溢價上升——資產重新定價——資本配置重構」的路徑持續運行，直到新的制度信仰逐步確立。這正是制度風險溢價路徑依賴性與不可逆性的核心所在，也解釋了當前全球市場為何對制度性擾動表現出高度敏感與持續反應。

（作者為工銀國際首席經濟學家）



強制力、儲權威而依賴於市場對其可

# 港樓回報吸引 內地買家增兩成



樓市智庫  
陳永傑

近年愈來愈多內地買家來港置業。單計2025年，香港私人住宅市場中，約四分之一買家屬普通話拼音登記，全年涉及近1.4萬宗買賣，宗數及金額雙雙創下歷史新高。大家或可想像，如果沒有內地客，香港樓市每年成交量可能減少數千至1萬宗。

內地買家加快入市，背後原因並不複雜。內地樓市過了高回報年代，樓價升勢放緩，租金回報偏低，即使是一線城市亦難以吸引長線資金。以深圳為例，中原大灣區深圳指數已創十年新低，而深圳商品房平均租金回報率亦只有1厘多，對追求穩定現金流的投資者而言，吸引力明顯不足，資金自然需要另覓出路。

相比之下，香港住宅的租金回報明顯較佳，整體回報率普遍超過3厘，部分中小型單位甚至可達4厘或以上，與內地市場形成明顯落差。更重要的是，香港作為國際金融中心，具備成熟法律制度、清晰產權保障及資金自由進出的制度優勢，對內地投資者而言，不單是收租工具，更是資產配置與風險分散的重要一環。

## 成交額連續兩年破千億

近年透過各類計劃來港的內地生、高才及專才人數也在持續增加，直接推高對優質住宅的實際需求，令租賃市場保持活躍，進一步強化買樓收租的投資意欲。特區政府全面撤辣，交易成

本顯著下降，亦令跨境置業的門檻大幅降低，加快資金入市速度。

中原地產數據顯示，2025年全港錄得逾5.66萬宗私人住宅買賣，當中1.39萬宗屬普通話拼音買家，按年上升約兩成，涉及成交金額高達1410億元，並已連續兩年突破千億元大關，宗數與金額同創新高，且連續三年出現「價量齊升」。尤其在新盤市場，普通話拼音買家成交金額比重接近六成，可謂撐起半邊天，顯示內地買家對新盤去貨速度及定價策略的影響日益加深。

筆者認為，內地投資者來港買樓，並非單一因素所致，而是在內地回報下滑、香港租金回報較高，加上人口持續流入的多重推動下，逐步形成一股具延續性的投資趨勢。內地客早已不再只是樓市的閭角，而是影響成交量、樓價走勢，甚至發展商推盤節奏的關鍵角色。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）



▲本港樓市回報吸引，其中新盤受內地買家歡迎。