

▲中國製造業規模有望連續16年保持全球第一。

經濟觀察家

「十五五」時期，中國經濟的韌性將持續顯現，長期向好的態勢不變，同時在新動能加快培育、新增長點持續累積的過程中，中國經濟有望在體量規模及人均水平實現新的躍升。

# 中國經濟發展動能強勁



金融觀察 鄧宇

理解中國經濟政策，需要有系統性的思維，而中國經濟由量變到質變憑藉的正是系統觀念、全局思維。客觀上，由於中國所存在的區域差異、城鄉差異，必然通過深化改革來破題。因而，早期中國催生了鄉鎮企業、家庭聯產承包責任制等新的模式，後來又通過經濟特區的模式來推動形成改革開放的「窗口」，推動實現「招商引資」，從而帶動早期各類初級產業發展，一步步建成「世界工廠」。經過長期積累，中國的經濟規模不斷躍升，連續十五年穩居全球第二大經濟體。研究中國經濟的長期增長不能脫離歷史的土壤，也不能無視客觀的發展條件、資源稟賦及制度環境。改革開放時期的經濟發展模式某種程度上適應了當時特殊的國際內外發展環境。

過去成功的經驗模式能否持續？需要從兩個維度分析：一方面，當前中國的經濟總量規模和全球佔比已今非昔比，加快轉型高質量發展，需要擺脫傳統的增長路徑依賴；另一方面，國際環境發生深刻變化，大國博弈和地緣政治等逐漸加劇，「逆全球化」思潮和貿易保護主義引發了動盪。總的來看，深化改革仍是必選項，而通過連續性的政策，為深化改革創造比較穩定的政策環境，確保改革循序漸進，且更具靈活性。

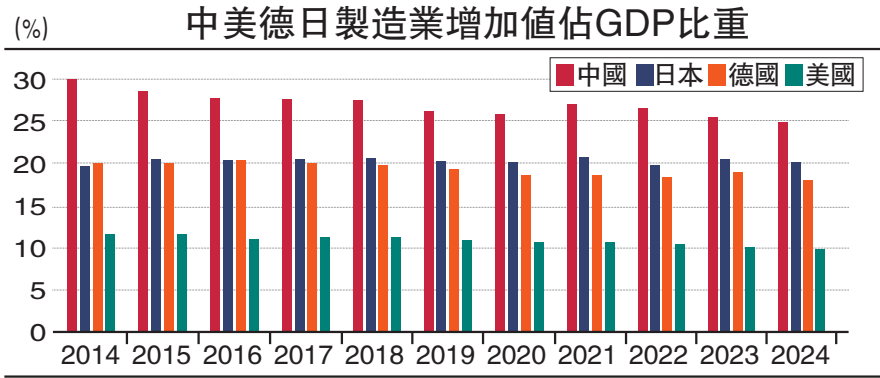
## 發展政策堅持以我為主

「十四五」時期，中國的宏觀政策堅持「以我為主」，把握政策調整的主動權，確保政策工具箱的充足。主要體現在兩方面：

一是結構性貨幣政策的實施，創設了多項結構性貨幣政策工具，確保金融服務實體經濟的精準性，避免了「大水漫灌」，同時依託結構性降息、定向降準政策支持薄弱環節，推動社會綜合融資成本進一步降低，2018年下半年以來，中國央行累計10次下調政策利率。人民幣一般貸款加權平均利率下降至2025年9月末的3.67%，降幅2.5個百分點。科技、綠色、普惠、養老產業和數字經濟產業等重點領域貸款都保持了兩位數增長，明顯高於全部貸款增速。

二是財政政策的重點發力，通過發行特別國債及適度抬高赤字率，充分發揮財政資源的顯性效果，較快地推動經濟實現復甦性增長，同時這些財政資源在收支平衡、總量和結構方面形成了較好的均衡，避免了大量過度舉債。統計來看，2025年中國財政赤字率按4%左右，新增政府債務規模11.86萬億元（人民幣，下同），遠超前幾年的平均水平，但從國際比較上來看，中國政府負債率依然較低，遠低於G20國家的平均政府負債率水平。

中國堅定發展製造業有深層次原因。一方面，中國作為後發國家，短期內發展新興產業和融入全球化面臨資金短缺、技術薄弱、人力資本開發不足等難題，因而中國率先發展初級產品和加工業為代表的勞動密集型製造業，推動中國完成了資金積累和技術迭代，形成規模效應後迅速轉向知識、資本密集型產業。統計顯示，中



數據來源：世界銀行，WIND

國研發投入強度超過2.6%，是非專利密集型產業的2.4倍；專利密集型產業的增加值佔國內生產總值（GDP）的比重從2020年的11.97%提升到2024年的13.38%，對經濟增長的貢獻度穩步提高。2025年中國規模以上高技術製造業增加值佔規模以上工業增加值比重升至17.1%。

另一方面，中國在政策引導的同時，加大市場化的資源配置。中國製造2025年規劃作出長遠部署，主動適應全球製造業格局面臨重大調整的環境變化，瞄準移動互聯網、雲計算、大數據、新能源、新材料等重點領域，逐漸從規模效應轉向價值鏈地位的提升，在此期間中國培育一批世界級的跨國企業，比如華為、比亞迪、美的、海爾等。例如在創新驅動方面，中國的高技術產品出口成為增長引擎，包括高端機床、工業機器人的出口增速都在雙位數以上，躍升為工業機器人淨出口國。

「十五五」規劃建議指出要「保持製造業合理比重，構建以先進製造業為骨幹的現代化產業體系」。中國的製造業規模有望連續16年保持全球第一。橫向比較，按照世界銀行公布的數據，2023年中國製造業增加值佔GDP的比重為25.5%，同期美國、日本、德國這一比值分別為10.25%、20.58%、18.94%。

正是由於製造業的穩健發展，為中國經濟向新向優發展注入了強勁動能，主要體現為：（1）規模持續領先。自2010年增加值首次超越美國以來，中國製造業規模已連續16年保持全球第一。2025年，製造業增加值達到34.7萬億元，比上年增長6.1%。（2）體系完整優勢。中國是全球唯一擁有聯合國產業分類中全部41個工業大類、200個中類、500個小類及700多個細類的國家，形成了世界上最完備的工業體系。（3）企業主體活躍。中國製造業企業總量已突破600萬家，市場主體充滿活力。其中，64家製造業企業入選2024年世界500強，並培育了超過14萬家專精特新中小企業和1557家製造業單項冠軍企業。

## 有為政府結合有效市場

按照新結構經濟學的解釋，現在的理論均以發達國家的發展階段、制度、文化作為前提，但基於不同發展程度的國家的產業、制度安排，經濟發展的過程是內生性的。由於發展條件的相似性，中國作為一個發展中國家在經濟轉型中所積累的經驗和智慧，也將有助於其他發展中國家克服發展和轉型中的困難，實現現代化的夢想。

中國的發展經驗對其他發展中國

家有何啟示？歸納來看，有兩點經驗啟示：一是借助市場經濟中的政府推動，各國可以將比較優勢轉化為競爭優勢，而且需要有正確的發展戰略才能充分挖掘潛力。二是根據一個國家不斷演化的比較優勢，採取循序漸進的務實方法將「看不見的手」和「看得見的手」並用，形成了市場和國家功能的有機融合、互補，二者相得益彰。

比如中國的產業引導基金，已經成為推動新興產業發展的驅動器。截至2024年底，中國政府引導基金的規模已達約3.35萬億元人民幣，覆蓋科技創新、產業升級、綠色發展等多個領域。即便從發達國家來看，要實現經濟增至和體量規模的躍升，同樣不能完全依靠市場自發的力量。日本、德國和韓國等早期的後發國家，起初都是在政府支持下發展工業、製造業等，包括汽車、電子產業、精密製造等，政府提供了大量的財政資金，以及低成本的信貸，在市場開發方面也依賴政府部門拓展經貿關係，以及通過產業政策進行引導，包括科研資助、成果轉化等。

因此，有為政府與有效市場有機結合，正是利用後發優勢較快地完成工業化。具體展開來看，可概括為三個方面：

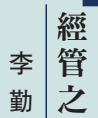
一是比較優勢。在新結構經濟學看來，遵循比較優勢是快速發展的處方。某一時點的比較優勢是由其要素稟賦結構決定的，遵循一國的比較優勢來選擇技術、發展產業，是實現快速發展、消除貧困和收入收斂的最好辦法。即後來者優勢，利用與發達國家的差距引進先進技術後消化創新，創新成本比發達國家低，發展速度比較發達國家快。

二是有為政府。發展中國家不可能像發達國家那樣發展資本密集和規模很大的現代化產業，這些產業在市場中無法自發地發展起來，存在許多結構性障礙，市場無法有效配置資源，會出現市場失靈，必須由政府主導建設，這就是有為政府的來源。中國在產業政策方面的成功，正是源於中長期的戰略規劃和產業政策支撐。

三是有效市場。企業家關心的是利潤，需要有價格信號來指導企業家的技術選擇，這些指導涉及他們將進入哪個行業，以及他們將採用哪種類型的技術。同時，還需要相對價格反映相對豐富的要素稟賦，以及相對價格重新反映要素稟賦稀缺程度的相對規模，從而引導企業家做出正確的產業選擇和技術選擇。中國通過政府產業引導基金、金融資產投資等破解科技投融資困境，支持大量專精特新中小企業發展壯大。

（作者為上海金融與發展實驗室特聘研究員。本文僅代表個人觀點）

# 企業經營如何構建護城河



經營之見 李勤

理解一家優質企業之強項，在於弄清楚其整體比較優勢。「比較優勢理論」為經濟學家李嘉圖在《政治經濟學及賦稅原理》中提出：一家企業如要在市場競爭中取得優勢，便要降低產品價格、推出新產品、創造新品牌、在許多方面創新，以便建立比較優勢，即管理學上所稱的「護城河」（Moat）。簡而言之，即競爭者做不到的地方。

本文是從五個角度，闡析一家企業如何以護城河作為致勝之道，及須關注之處。

## 護城河之一：低成本生產

低成本是一家企業的最古老的護城河。在大宗商品市場如粟米、糖及鋼鐵，成為低成本生產者是一家相關企業所能期待的唯一優勢。顧客並不關切所購買的粟米或糖的品牌。除了基本的品質水平外，人們並不關心他們的成本。因此，任何一家公司只要能夠用比競爭者用更低成本生產一種大宗商品，便可以取得一個相當大的市場份額。這是一條亙古不變的定律，正如萬有引力定律一樣。

數碼時代改變了競爭的格局，互聯網的到來使商品的價格全面透明。顧客足不出戶，便可以從智能手機中獲取期待購買商品的資訊，並可比較各商店提供同一商品的價格，找出哪一家的商品符合他們心目中的價錢。

現時，軟件賦能使許多高科技公司的護城河並不單是從低成本而來，而是包括首發優勢及網絡效應等重要元素，下面會詳細探討。

## 護城河之二：品牌

十九世紀末，托馬斯·巴拉特（Thomas Barratt）成為香皂牌子「Pears」的主管，便嘗試將它由一隻面向富有階層的香皂轉變成為面向大眾的消費品，取得突破。當巴拉特在1914年去世時，Pears已成為英美中產階級家傳戶曉的牌子，因此巴拉特被譽為現代廣告之父，而且他清楚地認識到消費者信任品牌的威力，以及如何充分利用品牌效應。

當世界上富有的人多了，品牌的威力便延伸至銷售非日常生活用品。愛馬仕（Hermès）的圍巾即使標值25000美元，也有不少人購買。除了其優雅設計及耐用品質外，還有就是愛馬仕市場推廣部的塑造愛馬仕為上乘品牌的成果。愛馬仕行政總裁、第六代掌門人阿克塞爾·杜馬斯（Axel Dumas）告訴《福布斯》雜誌：「我們的事業是

創造欲望」。欲望是一種強烈情緒，許多歷史悠久及有價值的事業均建基於此，1837年創立的愛馬仕，擁有的市場價值為1400億美元。Tiffany與愛馬仕同年創立，經長期努力，在顧客心目中形成高檔次品牌後，只要將珠寶放進一個色彩斑斕的箱子，便可以享有巨大毛利。

## 護城河之三：首發推動者及快速推動者

「首發優勢」（First mover）一詞來自弈棋。這個道理亦適用於工商業，在一個新市場領域，哪一位先抵達便可取得最佳的土地。在科技進步緩慢的年代，成為首發推動者足以建立一可持續競爭優勢。在上世紀三十年代美國大蕭條期間，一個3M的工程師理查德·德魯（Richard Drew）發明膠帶Scotch Tape。由於缺乏競爭，Scotch Tape儘管沒有作出重大改良，也可以維持市場一哥地位。

時代不同了，今天一家企業倘若不持續創新，便不能高踞榜首30個月，更枉論30年了。數碼時代到來，反應速度和創新顯得非常關鍵。因此，Meta行政總裁、Facebook創辦人朱克伯格的格言是快速變動及取得突破；而伊隆·馬斯克已採用一個先啟動、後升級的高業模式，用於電動車公司特斯拉及火箭公司SpaceX。

## 護城河之四：網絡效應

網絡效應，最早是從梅特卡夫定律（Metcalfe's law）演化而來，即網絡的價值等於聯繫方數目的平方。以前的網絡最多覆蓋一國，而Facebook、WhatsApp、WeChat、抖音等互聯網平台則可連接全球用戶。

PayPal旗下的移動支付和社交轉賬應用Venom，就是一個網絡效應的著名例子。十多年前，Venom開始為用戶提供快速轉賬、分攤賬單、在線／實體店購物（包含信用卡／借記卡）等服務，由此發展出第一批忠誠擁躉。當一家企業用戶增長時，其網絡價值便會以幾何級數增長。

## 護城河之五：企業家的凝聚力

「猛將如雲，謀臣如雨」，是形容曹操麾下人才濟濟。曹操統一北方，在於他能凝聚一班有不同專長的能人。這種管理方法，對於企業家同樣適用。筆者多年來觀察所得，凝聚力是企業家帶動部屬一起打拚的重要軟技巧。企業家的任務是帶領團隊，並搭建舞台給員工發揮所長。

（作者為理大工商管理博士、資深金融家）

# 息口回落樓價趨穩 置業信心增



樓按明瞭 張穎儀

筆者公司早前舉辦「2026年置業意向調查」，透過訪問逾540位受訪者，了解他們於2026年的置業意向取態，並藉着調查結果歸納出下列要點。

整體受訪市民中，逾四成半認為2026年樓價走勢相對平穩及保持5%上落的幅度，逾兩成更認為樓價會上升5%至10%。另有逾七成表示，特區政府2025年年初再度放寬印花稅稅階，對樓按市場有正面作用。

持有按揭物業市民中，逾七成半認為銀行於2025年兩度減息，現時按揭息率已屬合理及可負擔水平，惟近八成不會考慮加按套現或轉按。今年置業部署方面，有近兩成考慮再置業，考慮換樓則佔一成半。

考慮再置業的業主中，置業誘因主要為「樓價下跌，趁低吸納」、「磚頭較為保值」及「息口回落」。此外，近四成將作出租用途，自用佔近三成半，投資佔兩成半。逾六成考慮購買二手物業，心儀物業的樓價主要為600萬元或以下。

考慮換樓的業主中，換樓誘因主要為「改善居住環境」、「家庭需要」，以及「樓價下跌，趁低換樓」。此外，逾五成考慮換購二手物業，心儀

的物業的樓價主要為1000萬元以內，近六成半會承造高成數按揭。

沒持物業的市民中，四成半將考慮於2026年置業，當中逾八成半為自用。而置業誘因主要為「樓價下跌，趁低吸納」、「磚頭保值」及「息口回落」。此外，逾五成考慮購入一手物業，二手物業則佔逾四成半。心儀物業的樓價主要為600萬元或以下，近七成會承造高成數按揭。

## 按揭成本顯著降低

調查結果可見，現時市民置業信心明顯回升，大多數未有物業的受訪者考慮於2026年首次入市，並以自用為主。另外，亦有部分業主計劃加碼置業或籌備換樓，反映樓市剛性需求仍然存在。而特區政府近年推出多項樓按放寬措施及減辣措施，亦使置業需求持續釋放。

特區政府近年推出多項人才引進計劃，進一步激活樓按市場，將成為置業信心的一個重要支撐。而銀行多番減息後，現時按揭息率已降至合理可負擔水平，置業成本顯著降低，亦能增加入市動力。整體而言，受樓按政策、息口回落、人才計劃及樓價趨穩等因素，激活市場置業潛力，預計2026年香港樓按市場將穩步復甦。

（作者為經絡按揭轉介營運總監）



要引支進▲香港特區政府近年推出多項人才重