



▲「投資於人」滲透各個公共服務和民生領域，包括加大鼓勵生育的政策力度，促進生育率止降回升。

經濟觀察家

二十屆四中全會對「十五五」期間堅持惠民生和促消費、「投資於物」和「投資於人」緊密結合

作出重要部署。本文結合中國經濟發展階段變化的背景，闡釋「投資於人」的必然性和緊迫性，探討與之相關的範式轉換，揭示着眼和着力的主要方向和關鍵領域，並提出相應的政策建議。

投資於人 增強經濟內生動力



蔡昉

通過再分配手段提高政府財政支出中的社會性投入佔比，擴大公共品供給，促進基本公共服務均等化，是提升共同富裕水平的必由之路，也是「投資於人」的出發點和落腳點。同時，筆者認為有些認識需要澄清一下。

以更大力度「投資於人」，並不意味着可以淡化在發展中保障和改善民生的「盡力而為、量力而行」原則，而是着眼於實現這一原則在更高水平上的動態平衡，強調的是在人均收入水平和國家財政能力提高的基礎上，對「盡力」提出新的要求，發掘出新的「量力」可能性。

一方面，經濟發展進入更高階段，以人工智能為代表的一系列重大技術突破，即期帶來或預期帶來勞動生產率的極大提高，分好這個更大生產率蛋糕的必要性日益凸顯。另一方面，中國經濟增長的主要制約因素已經從供給側轉到需求側，居民消費日益成為增長的關鍵拉動力，而供給和需求兩側動能的開啟都要求加大對人的投入，提升人力資本稟賦和人的全面發展水平。

正如「投資於物」的落地要以企業、行業和項目為本位一樣，「投資於人」要求確立家庭本位。由於人口生育和養育、人力資本培養、消費及其平滑化、養老助老、扶貧助困，以及與社會協同互動、樹立正確婚育觀等都以家庭作為最基本單位進行，着眼於全人群、全生命周期，投資於人力資本、基本公共服務和各民生領域都應該以家庭為基本落腳點。

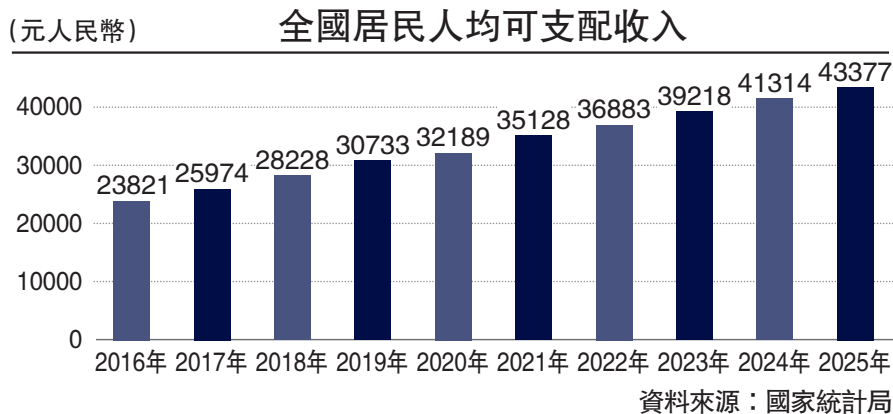
「投資於人」既符合現代化的一般規律，也是現實挑戰提出的緊迫要求。改革開放以來，中國的總儲蓄佔GDP比重（儲蓄率）和總資本形成佔GDP比重（資本形成率）均保持了很高的水平，在很長時間裏投資回報率也處於世界最高位置。

提升效率 化解內捲

從21世紀第二個十年開始，隨着人口紅利趨於消失，投資回報率持續下降，儲蓄率與資本形成率均進入長期下降過程。在物質資本回報率下降的時候，對人力資本進行投資不僅具有報酬遞增特徵，還將為下一次技術突破創造必要條件。勞動無限供給特徵消失後，全要素生產率增長率和投資回報率均降低，成為企業「內捲式」競爭的根源。在宏觀上，從「投資於物」轉向更多「投資於人」，既是增進民生福祉的需要，也是微觀上提高生產率和回報率的必然要求。

制約經濟增長的主要因素轉變，也對「投資於人」提出現實緊迫的要求。實現2035年成為中等發達國家所要求的增長目標，在需求側面臨的挑戰比在供給側更大，特別是居民消費能否得到有效提升，對於經濟增長潛力的充分兌現具有決定性作用。

根據世界銀行數據庫資料，2024年中國居民消費支出佔GDP比重（消費率）為39.9%，中等偏上收入國家平均為48.2%，高收入國家（2022



年）平均為57.8%。由此可以得出兩個結論：一方面，中國居民消費率面臨雙重超越目標：1）與中等偏上收入國家平均水平趨同，差距約為8個百分點；2）向高收入國家平均水平趕超，即進一步縮小約10個百分點差距；另一方面，消費率趨同和趕超都是可以預期的目標。例如，從2010年到最近年份，中國消費率年均提高1.0%，而中等偏上收入國家和高收入國家分別降低了0.1%和0.2%。

鑒於居民消費是收入增長和分配狀況的函數，並且對於經濟增長具有至為關鍵的作用，我們可以作出這樣一個判斷，「分好蛋糕」已經成為「做大蛋糕」的前提條件。從21世紀第一個十年末開始，中國的收入差距有所縮小，但不同指標的變化趨勢不盡相同。一方面，反映整體收入差距的居民人均可支配收入基尼系數，在2009年達到峰值後開始縮小，但在2015年降到谷底後則進入徘徊狀態。另一方面，各項惠農政策和脫貧攻堅戰略的實施，推動農村收入差距和城鄉收入差距都顯著縮小，並且繼續縮小。這也就意味着，城鎮收入差距有擴大的趨勢，而這同結構性就業矛盾有着密切的關係。可見，勞動就業日益成為「投資於人」並且可以得到顯著社會收益的重要領域。

四大領域持續發力

人力資本培養和民生福祉改善涉及生育、養育、教育、就業、培訓、養老等眾多方面。因此，以提供公共品的形式落實「投資於人」，自然也要滲透各公共服務和民生領域、覆蓋全部人口群體，貫穿全生命周期。從以下四個方面，我們嘗試揭示，不同發展階段相關的民生要旨及其關鍵板塊，可以作為「投資於人」的主要方向和核心領域。

首先，圍繞建設生育友好型社會的目標，加大鼓勵生育的政策力度，促進生育率止降回升。第七次全國人口普查顯示，2020年中國總和生育率（平均每位婦女終身生育的孩子數）為1.3，此後數年繼續下降。對中國來說，生育率下降既是經濟社會發展的結果，也是嚴格生育政策的實施後果，所以仍有未實現的家庭生育意願。這要求推動政策以一個臨界最小規模投入資源，以形成對預期目標的極大激勵力度，消除家庭面臨的現實制約，從而釋放生育潛力。

第二，利用人口轉變過程創造的時間窗口，促進人力資本培養資源的統籌和整合，提升人類發展水平。少子化本身就具有緩解教育資源約束的

效應，而不同教育階段人口在減少中的時間差，更為資源的重新配置創造了機遇。例如，幼兒園數量和在園人數的減少可以騰挪出資源空間，擴大託育服務以有效減輕養育負擔；小學和初中釋放出的閒置資源可用於支撐延長義務教育年限的改革；中職教育機構數和在校生人數的減少有助於把閒置資源轉移到職業培訓領域；支持延遲法定退休年齡改革，應對人工智能衝擊。創造這種削峰填谷效應，要求進行以管理一體化為取向的改革，破除部門間在資金統籌和資源配置上面臨的體制機制障礙。

第三，應對以「一老一小」為重點人群的結構性就業矛盾，創造更多高質量就業崗位。城鎮收入差距趨於擴大，也是勞動力市場最新表現的反映。結構性就業矛盾意味著自然失業率趨於提高、勞動參與率趨於降低、就業零工化現象更為普遍。隨着人工智能對就業的衝擊愈發凸顯，結構性就業矛盾將愈加突出。研究顯示，以ChatGPT為代表的大語言模型顯著削弱低技能崗位入門級技能的價值，對新成長勞動力的職業招聘數量減少已現端倪。大齡勞動者面臨的挑戰則在於，在已經存在的技能缺口和數字鴻溝基礎上，他們可能還會遭遇智能鴻溝，在勞動力市場處於更加不利的地位。因此，需要配置更多資源，使勞動者在整個工作生命周期都能得到公共就業服務。

最後，加大對稅收、轉移支付和社會保障等再分配手段的運用，顯著縮小收入差距，提高基本公共服務均等化水平。國內外經驗表明，把收入差距降到相對合理的水平，譬如說基尼系數在0.4以下、城鄉收入差距在2.0以下，必須在初次分配基礎上運用較大力度的再分配手段。此外，提高基本公共服務均等化水平，也需要通過轉移支付的方式推動。一般來說，常用的再分配手段主要是稅收和轉移支付。相應地，再分配力度分別可以用以下兩個佔比來衡量：1）具有再分配性質的個人所得稅、企業所得稅和資本利得稅佔全部稅收的比重，可簡稱為「稅收佔比」；2）政府支出佔GDP的比重，可簡稱為「政府支出率」。

綜上，「十五五」時期需要把握中國經濟發展的階段性特點，要將「投資於人」作為重要發力點，着力主要方向和關鍵領域，以此釋放消費潛力、引導有效投資，夯實內需基礎，進一步增強發展內生動力。（作者為中國社會科學院國家高端智庫首席專家）

AI發展進入「Token經濟」時代



朱皓康

當前人工智能（AI）產業正經歷一場深刻的轉換，競爭焦點從模型參數的規模競賽，轉向以「詞元」（Token）為核心的新型經濟形態。研究認為，Token已成為人工智能時代的「通用燃料」，圍繞其生產、流通與應用的產業分工正在形成，並將重塑未來數字經濟的底層架構。

自2023年「百模大戰」以來，全球人工智能產業經歷了從基礎模型研發到商業化落地的快速演進。2026年，一個顯著的產業趨勢已然明朗：競爭的制高點正從「模型能力」本身，轉向圍繞模型調用所衍生的「Token經濟」。無論是傳統雲服務巨頭，還是新興的創新型公司，均不約而同地將戰略重心調整至Token的生產效率、流通成本及應用價值上。這一轉變標誌着人工智能產業正從技術探索期邁入規模化、集約化的價值兌現期。

從技術層面而言，Token是人工智能模型，尤其是大語言模型處理信息的最小語義單元。它可以是單個漢字、一個英文單詞的一部分、一個標點符號，或者是代碼中的一個字符。模型通過將輸入文本拆解為Token序列進行理解與計算，並且逐一生成輸出Token以構建回復。

算力資源轉化為實際服務

從經濟層面看，Token具有雙重屬性：其一，它是計量單位，所有主流商業模型的API（應用程式界面）調用均以Token數量作為計費依據，構成了AI服務的直接成本；其二，它是價值載體，模型通過消耗Token完成複雜的推理、創作、決策等任務，將算力資源轉化為具有實際效用的服務。因此，Token可被視為人工智能時代的「通用燃料」或「數字石油」，其生產與流通效率直接決定了整個產業的運行成本與應用邊界。

綜合產業實踐，當前Token經濟的核心運行邏輯可歸納為以下三個層次：

一是成本邏輯：追求Token的規模化生產與邊際成本遞減。在模型能力趨同的背景下，Token的單位生產成本成為決定企業競爭力的關鍵；在保證服務質量的前提下，盡可能降低單個Token的產出成本。這一邏輯類似電力工業發展，從早期的分散發電到集中式電網，

只有將「燃料」的生產成本降至足夠低，才能催生廣泛的終端應用。因此，Token經濟的第一個核心邏輯，就是將Token轉化為一種低成本的公共服務。

二是流通邏輯：建立Token的統一市場與交換媒介。當前部分平台所搭建的TokenHub，本質上是在構建Token的「統一市場」。對於企業客戶而言，面對日益多元化的模型選擇，分別對接、分別計費的模式管理成本高昂。TokenHub通過統一計量單位、接口、結算，使Token具備了類似貨幣的流通屬性。企業可以像採購水電一樣，按需獲取不同來源的Token服務。這種流通效率的提升，降低了企業採用AI技術的摩擦成本，加速了Token從生產者向消費者的流轉速度。

三是效用邏輯：驅動Token向實際生產力轉化。Token經濟的最終目標並非生產或流通Token本身，而是讓Token在真實場景中產生效用。智能體的崛起，正是這一邏輯的集中體現。當Token能夠驅動智能體完成從信息處理到業務執行的全鏈路工作，它就完成了從「成本項」到「生產要素」的質變。在此意義上，Token的價值取決於其能夠轉化的生產力大小。因此，當前產業競爭正從單純關注模型調用的Token消耗量，轉向關注單位Token所能創造的實際業務價值。能夠通過智能體應用提升Token使用效能的企業，將在下一階段獲得顯著的競爭優勢。

綜上所述，人工智能產業處於從「模型中心」向「Token中心」轉換的關鍵時期。Token已超越其技術上的計量單位屬性，演變為數字經濟時代的新型核心資源。一個分工明確、層次清晰的產業格局正在圍繞其生產、流通與應用形成。各大頭部平台致力於構建基礎設施，創新企業深耕於生產效率優化，而應用開發者則聚焦於價值創造。

展望未來，Token經濟的建設將沿着兩個方向深化：一是推動Token成本的持續降低，直至其變得幾乎可以忽略不計，從而推動AI應用的全面普及；二是提升Token效用，即每個Token所能完成的業務價值將隨着智能體的發展呈指數級增長。對於行業生態參與者而言，理解並順應這一經濟邏輯，將是在新一輪人工智能浪潮中構建可持續競爭力的關鍵所在。

（作者為亞太區塊鏈政策研究院院長）

樓市強勁復甦 新盤提價加推



馬泰陽

近月香港樓市交投顯著回暖，一、二手市場「價量」同步呈現強勁復甦。但中東亂局猶在，令部分準買家入市前仍「心大心細」，另有少數買家擔心市況僅屬「跌市中的短期反彈」，因而選擇維持觀望。本期專欄筆者「老調重彈」，再次剖析多項樓市利好因素，助買家打破「猶豫入市」的迷思，理性把握入市時機。

踏入2026年以來，樓市氣氛旺上加旺，交投量價雙雙急速回勇，今年首季一手成交表現尤其凌厲，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，今年首季一手成交量錄6297宗，較去年首季4375宗按年大升近44%，創自2013年一手條例後的同期新高外，亦創條例後季度次高紀錄。

與此同時，市場一向關注的樓市庫存高企壓力正持續緩解。據美聯物業研究中心綜合地政總署資料顯示，雖然最新累積貨尾量回升至17589伙，但仍創三年次低。

發展商去庫存壓力減

發展商去庫存壓力大幅減輕，推盤「底氣」明顯增加，「善價而沽」重新成為主流策略。近期不乏新盤出現「加價加推」的情況，正好印證當前樓市「價量齊升」的熾熱旺勢。

值得注意的是，香港自身經濟正穩步復甦，為樓市注入更強勁正面動

力。政府統計處公布，本港今年2月零售業總銷貨價值估計高達350億元，按年升約19.3%，表現亮眼，反映本港消費氣氛逐步回穩。截至3月27日，今年以來訪港旅客已超過1370萬人次，按年上升約17%。數據顯示旅遊業復甦勢頭明顯，有效帶動整體經濟活力。

過去一年，大型機構及本地財團頻頻出手吸納本港大型商廈或甲級寫字樓單位，充分彰顯市場信心。例如，早前大新銀行以近8.4億元購入黃竹坑偉華匯10層樓面；鷹君集團則斥資約2.51億元購入金鐘力寶中心一座38樓全層等，此類成交案例不勝枚舉，反映國際及內地資本對香港作為亞洲金融樞紐的信心，為樓市持續回勇奠定堅實基礎。

港股方面，今年首季新股市場氣勢如虹。根據國際會計師行數據，期內融資金額高達1099億元，按年激增逾5倍，不單超越納斯達克及紐約證券交易所，更躍居全球之冠，預期全年融資規模有望位列全球新股市場「三甲」。大量資金持續湧入香港資本市場，亦助力樓市延續「價量齊升」。

總括而言，經濟大勢向好、樓市交投暢旺、供應壓力減低，以及IPO市場表現理想等多重利好因素，共同為樓市前景注入正面動力。一旦中東局勢舒緩，加上美國聯儲局減息路徑進一步明朗，屆時整體樓市必定進一步回勇向上，故呼籲一眾猶豫不決的買家應及早把握當下入市良機，「早買早享受」。（作者為美聯集團行政總裁（住宅））



香港經濟向好，樓市交投量及造價齊升。