



►長鑫存儲落戶合肥後，帶來大量半導體靶材、濕電子化學品、檢測設備廠商，形成半小時產業配套圈，極大降低企業物流與協作成本。

經濟觀察家

內地城市之中，合肥依靠一套成熟的產業培育模式，用十餘年時間構建起多個產業集群。香港不能簡單複製合肥模式。如何辯證吸收合肥發展經驗、揚長避短，走出適配自身定位、依託大灣區協同特色的半導體發展道路，是當下亟待釐清的現實命題。

港芯片發展如何借鑒「合肥模式」



經濟把脈
袁淵

合肥產業布局最大特點是拒絕短期風口炒作，立足自身已有產業基礎進行延鏈補鏈。在半導體賽道選擇上，合肥避開競爭白熱化的先進邏輯製程，選擇存儲芯片、顯示驅動芯片兩大具備市場空間、能夠實現國產化突破的賽道。

產業發展採取「鏈長制」統籌，政府部門深度參與產業鏈梳理，定期排查產業鏈薄弱環節，定向招商補齊短板，實現「引進一個龍頭，帶來一串配套，形成一片集群」。長鑫存儲落地之後，大量半導體靶材、濕電子化學品、檢測設備廠商主動落戶合肥，形成半小時產業配套圈，極大降低企業物流與協作成本。

結合合肥模式經驗，香港應當放棄打造全鏈條半導體製造集群的思路，宜定位全球前沿半導體創新樞紐、第三代半導體研發高地、跨境芯片設計與知識產權中心，構建「研發在香港、中試支撐在香港、量產製造在大灣區」分工體系，走出一條輕製造、重創新、強協同、國際化的特色發展道路。具體路徑分為五大方向：

方向一：避免同質化競爭

合肥經驗啟示：產業發展首要任務是精準選擇賽道，集中有限資源攻堅優勢領域。當前國內眾多城市爭相布局成熟邏輯芯片、傳統存儲芯片，賽道競爭極度內捲。香港不適合大規模布局成熟晶圓製造，應當集中資源聚焦自身具備科研優勢的賽道。

重點發力第三代半導體（碳化硅、氮化鎵）。面向新能源汽車、儲能、快充、工業電源市場發展功率器件。香港高校在寬禁帶半導體材料、外延工藝、器件結構領域積累深厚，元朗微電子中心中試線已經配套相關工藝平台，契合市場長期需求。

布局先進芯片設計、IP核研發。依託國際化環境吸引全球芯片設計團隊，重點發展AI芯片、射頻芯片、傳感器芯片、車規級芯片知識產權（IP）業務。芯片設計屬於輕資產行業，土地佔用少，契合香港空間條件。

布局半導體前沿材料、精密檢測設備、先進封裝技術。避開重資產整機設備製造，主攻高附加值新材料、半導體檢測技術、3D先進封裝研發。布局半導體綠色技術、芯片可靠性驗證、國際標準認證服務。發揮香港國際化優勢，打造面向亞太的芯片測試認證中心。

香港需要主動和大灣區內地城市錯位分工：深圳、廣州側重晶圓製造、封測、終端技術；香港聚焦上游基礎研究、前沿技術開發、小批量中試、國際標準與知識產權。形成互補而非競爭格局。

方向二：構建產業資本體系

合肥模式核心不是政府直接出錢

辦企業，而是利用國有資本引導社會資本，圍繞產業鏈進行戰略性投資。香港擁有龐大民間資本與國際資本，需要搭建一套「政府引導基金+創投資本+產業資本」聯動體系。

首先，設立香港半導體產業專項引導基金。參考合肥產投運作思路，基金不以短期財務回報為唯一目標，重點扶持能夠完善本地微電子生態、帶動產學研轉化的項目。資金重點投向初創科研團隊、中試平台運營、第三代半導體企業，鼓勵基金長期持有，容忍長期研發投入。

其次，打通內地產業資本與香港科創項目對接通道。吸引大灣區半導體龍頭企業在香港設立前沿研發中心，支持內地頭部企業和香港高校聯合設立實驗室。

再次，優化科技融資配套。完善科技保險、知識產權質押融資工具，降低半導體初創企業融資門檻；充分發揮香港資本市場優勢，培育本土半導體科創企業登陸港股，實現資本退出循環。

需要釐清邊界：香港資本重點支持研發、設計、中試項目，不盲目投資大型重資產品圓生產線；重大製造項目引導合作方落地大灣區內地城市，香港負責研發總部。

方向三：完善中試基礎設施

合肥當年大力建設產業園區、公共工藝平台，解決企業最重的硬件負擔，這條經驗高度適配香港。長期以來，缺少中試平台是香港科研成果轉化最大堵點。

持續做大做強香港微電子研發院，運營好元朗第三代半導體中試線，面向高校團隊、初創企業開放共享無塵車間、工藝設備。制定普惠性收費政策，大幅降低中小團隊試產成本。參照內地創新平台模式，組建由產業專家、高校學者構成的技術委員會，根據市場需求迭代工藝能力。

依託北部都會區、元朗創新園集中規劃微電子產業空間，建設標準化小型研發實驗室、小型中試廠房。針對半導體企業特殊需求，統一配套純水、氣體供應、危廢處理設施。避免零散布局，打造集中連片微電子生態圈。

推動中試平台跨境互聯互通。建立香港中試平台與深圳、廣州晶圓廠對接機制，企業在香港完成工藝驗證之後，可以無縫銜接內地工廠開展批量生產，打造「香港中試—大灣區量產」快速通道。

方向四：深化跨區域協同

合肥半導體產業成功的基礎之一，是本地新型顯示、新能源汽車提供廣闊應用市場。香港本地終端市場狹小，必須主動融入大灣區產業鏈，把整個大灣區作為自身產業腹地。

首先，深化河套深港科創合作區半導體協同。河套地區打通跨境科研要素流動限制，支持香港高校在河套設立半導體實驗室，簡化科研設備、

樣品跨境通關流程，推動科研數據、人才便捷流動。

其次，組建大灣區半導體產業鏈常態化協作聯盟。推動香港微電子研發院與大灣區各地晶圓廠、封測企業建立長期合作機制，聯合申報重大科研項目，共同攻克第三代半導體工藝難題。

再次，探索分工協作機制。推廣「香港高校原始創新+香港初創企業技術開發+深圳／珠海企業量產」成熟模式。鼓勵香港企業保留研發總部在香港，將量產產線布局大灣區內地城市。

最後，依託香港鏈接全球市場。幫助大灣區半導體企業借助香港渠道對接海外客戶、引進國際人才、開展國際知識產權布局；吸引海外半導體科研團隊以香港為支點，參與大灣區產業發展。

方向五：夯實長期創新根基

合肥持續推動本地高校對接產業需求定向培育工程師，這一經驗值得香港借鑒。香港擁有頂尖科研人才，但工程化產業人才缺口巨大。

一方面，推動香港各大高校微電子相關學科和產業深度合作，開設面向產業化的工程課程，邀請產業工程師參與教學；設立校企聯合實驗室，支持本科生、研究生進入半導體企業實習。設立專項獎學金，吸引全球微電子優秀學生赴港深造。

另一方面，優化跨境人才政策。簡化內地半導體工程師、海外科研人才赴港工作簽證流程，完善稅務、住房配套支持；推出半導體專項人才引進計劃，定向吸納工藝、芯片設計領域資深人才。

改革高校科研成果轉化制度，優化知識產權收益分配機制；提高科研人員成果轉化收益比例，鼓勵教授創辦半導體企業，破除高校科研「重論文、輕轉化」固有傾向。設立常態化產學研對接平台，定期組織高校團隊和企業開展技術交流，減少信息壁壘。

結語：合肥半導體產業崛起的啟示，不在於動輒數百億的項目投資，而在於清晰長遠的戰略定力、產業鏈系統思維、政府資本與市場力量有機結合、持之以恆培育產業生態。香港受制於土地、勞動力、製造業基礎等客觀條件，不能簡單復刻合肥重資產製造路線。

面向未來，香港發展半導體產業需要找准自身定位，有所為、有所不為。全球半導體競爭日趨激烈，區域賽道卡位窗口期有限。香港若能夠抓住新一輪第三代半導體產業變革機遇，吸收各地產業培育成功經驗，走出一條創新引領、跨域協同、輕製造、高度國際化的特色半導體發展道路，不僅能夠推動本地新型工業化、優化經濟結構，更能夠助力粵港澳大灣區打造具備全球競爭力的完整半導體產業集群，服務國家集成電路產業自主可控長遠戰略。

（作者為外資投資基金董事總經理）

舊經濟產業利潤貢獻下行



財經點評
張瑜

在K型分化的背景下，舊經濟的利潤佔比在持續走低。而從A股非金融企業來看，截至2026年一季度，舊經濟（地產+建築+9個上游原材料）營業利潤佔到非金融實體企業的比重已經降至13%，較2021年的34%大幅下滑。由此引發的問題是，舊經濟利潤佔比下滑是趨勢性現象，還是周期性現象？我們從國際經驗的角度進行觀察，關於統計口徑需要說明的是：

1）受限於數據可得性、數據時間長度，我們主要觀察美國、日本、西班牙整體的非金融企業利潤數據，對於美國，觀察的是BEA（美國商務部經濟分析局）統計的稅前利潤數據。對於日本，觀測日本財務省公布的營業利潤數據，對於西班牙，觀察西班牙央行公布的非金融企業經營利潤數據，日本、西班牙與中國的營業利潤口徑基本一致，美國與中國口徑差別主要在於利息收支與非經營性收支，將中國口徑與美國對齊後，誤差在0.1個百分點左右，可近似忽略。

2）下文，舊經濟定義為地產+建築+上游原材料行業，其中上游原材料行業主要涵蓋非金屬礦物、初級金屬、化學產品、橡膠和塑料製品4個行業，但受限於各國口徑，具體稍有差異，詳見後文。

3）由於各國口徑稍有差異，橫向問並不直接可比，因此我們重點關注各國內部的趨勢變化。

具體來看三個國家的表現：首先是美國。城镇化放緩後，舊經濟利潤佔比趨勢性降低。1950至1970年美國城镇化快速推進，城镇化率由64%提升至73%以上，同期舊經濟利潤佔非金融實體企業之比處於相對高位，1950年代平均約20.5%，1960年代約17.3%。1980年代後城镇化放緩、住房和基建強度下降，舊經濟利潤佔比中樞下移至10%附近，近10年均值為12.5%。

其次是日本。城镇化放緩後，政

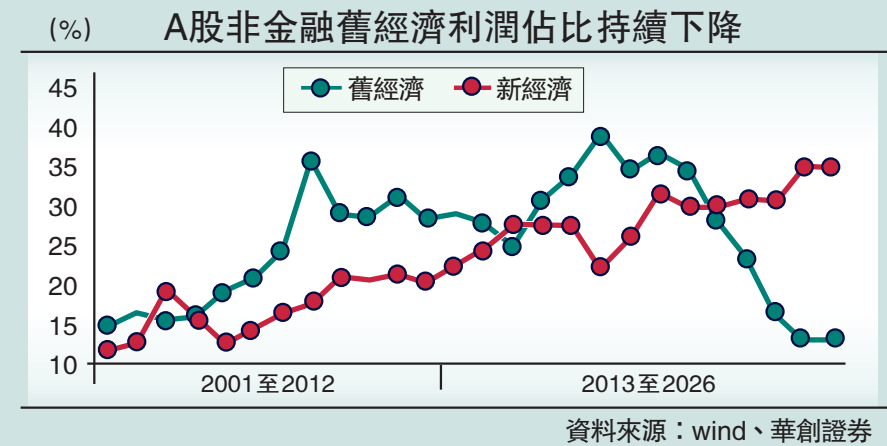
策刺激地產，舊經濟佔比先升後降，此後中樞回落。1960至1975年，日本城镇化率快速提高，舊經濟利潤佔非金融企業之比穩定在30%左右。1975年後城镇化率放緩，舊經濟利潤佔比中樞隨之回落，1980–1985年平均約26.3%，1985年降至22.7%。但1985年後，低利率、信用擴張和房地產刺激推動舊經濟利潤佔比再次上行；受企業利潤確認和項目結算滯後影響，利潤佔比於1993年升至33.8%。此後日本進入較長的去槓桿和資產負債表調整期，舊經濟利潤佔比趨勢性下滑，1995至2024年舊經濟利潤佔比降至25%左右，未再回到泡沫期高點。

城鎮化進程近尾聲

最後是西班牙。地產危機後，舊經濟利潤佔比中樞下滑，未回到此前高點。由於西班牙利潤數據僅覆蓋1995年以後，無法觀測城镇化高速推進時期，我們主要觀察地產危機前後的利潤變化。危機前（1995至2007年），受地產和信用擴張驅動，舊經濟利潤佔非金融實體企業之比穩定在25%左右。2008年地產危機後大幅下行，2012至2013年一度轉負。隨著經濟修復，2020至2024年中樞重新回到17%左右，高於危機谷底、但並未回到此前中樞水平。

綜合三國經驗來看：第一，城镇化高速發展時期，舊經濟利潤佔比一般處在高位，城镇化放緩後，從美國、日本的經驗看，舊經濟利潤佔比多會趨勢下滑。第二，政策刺激、地產危機可能會影響中短期的舊經濟利潤佔比，但難以改變中長期趨勢。第三，對應到中國來看，截至2025年中國城镇化率已經達到67.9%，城镇化速度放緩，且接近70%至80%的國際經驗上限，意味着從中長期來看，舊經濟利潤佔比中樞下移，短期地產調整可能會有一定超調，但從海外經驗來看，地產企稳後，舊經濟利潤佔比或也難回此前中樞。

（作者為華創證券首席經濟學家）



低息持續 物業投資市場復甦



樓市新態
楊永健

上星期談到相信零售市道，以至商業市道的最壞時刻已經過去，空置率明顯改善。今日筆者想進一步分析物業投資市場的最新動向，所謂物業投資市場是指成交金額超越數億元，以至數十億、甚或是過百億元的大額物業投資，除整座商場以至大面積甲級商廈外，亦包括酒店、大額豪宅物業等的大額投資，買家主要是物業投資財團、老牌家族，以至物業投資基金、主權基金及家族辦公室。

物業投資市場向來對利率高度敏感，因此融資能力要比投資機會及物業估值更加重要，息口走勢亦成為投資市場的關鍵。事實上，自2022年美國聯邦儲備局加息周期展開，融資成本大幅提高下，在2022至2024年間整體投資市場急速降溫，加上無論住宅樓價以至工商物業的價值持續回落，跌市風險高企、對後市缺乏信心下，「現金為王」成為資金配置的主流，物業投資市場自然變得淡靜。

隨着美國減息周期重啟，低息環境持續下，最重要是住宅樓價已於去年年中開始逐步由跌轉升，樓價回升及低

息配置的資金推動下，投資市場明顯轉熱，而當中的投資物業不單包括豪宅物業，亦有個別酒店以至全幢商住物業，反映近年來物業投資市場經已回歸。最新大額投資包括：老牌投資者紀惠集團，剛以約11.68億元售出春坎角海天徑3至7號的華翠海灘別墅的全幢豪宅，而投資商舖投資者亦以3.4億元出售旺角亞皆老街67至71號全幢舊樓。

酒店改建作學生宿舍活躍

此外，酒店投資明顯更加活躍，連月來已有多座酒店全幢易手，包括計劃改建作學生宿舍的富豪東方酒店以15.18億元易手。另外，遠東集團油麻地香港海景麗絲酒店及紀惠灣仔摩理臣山道Dash Living on Morrison的全幢服務式住宅亦相繼以約7.5億元及3.86億元成交。

總結來說，今年物業投資市場已回復熾熱，市場上接連錄得多宗大額成交，入市買家背景亦十分多元，有多個家族財團、本地老牌家族、投資基金以至中資財團，反映現時投資市場的風險明顯緩和，財團入市信心恢復，相信未來物業投資市場仍會保持活躍。

（作者為世紀21星鑄總經理）



◀在樓價回升及低息配置的資金推動下，本港物業投資市場明顯轉趨熾熱。