



▲香港首個五年規劃重點推動北部都會區建設，拓展科創用地。圖為正在建設中的河套深港科技創新合作區香港園區。資料圖片

經濟觀察家

首份五年規劃標誌着香港主動對接國家發展大局，跳出過去偏重商貿金融的傳統發展路徑，將創新科技作為驅動經濟轉型的核心引擎。而生物科技，正是被規劃確定為未來五年戰略性新興產業中的核心賽道之一。

三大改革 推動生科產業發展



經濟把脈
袁 淵

在全球產業層面，生物科技已經成為新一輪科技革命的核心賽道，基因治療、細胞藥物、創新醫療器械、合成生物學、AI輔助藥物研發等方向持續突破，歐美、新加坡、上海、深圳都在加速布局生命健康產業集群。

香港生物科技產業已經積累了數十年的發展根基，這些既有優勢構成未來五年產業起飛的底層支撐。

一是頂尖高校與科研平台優勢。香港大學、香港中文大學、香港科技大學、香港城市大學、香港理工大學均開設生命科學、生物醫學工程、藥學相關學科，匯聚大量國際背景的生物醫學科學家。香港設立多個國家重點實驗室，覆蓋分子生物醫學、轉化醫學、傳染病研究等方向，在腫瘤、神經退行性疾病、傳染病、再生醫學等前沿領域持續產出高水平科研成果，是全球單位面積基礎生物醫學產出最高的區域之一。

二是國際化法治與知識產權環境。香港沿用普通法體系，知識產權保護規則與歐美主流市場接軌，生物科技項目涉及大量專利許可、技術轉讓、股權融資，完善的知識產權制度可以有效保護新藥靶點、細胞株、算法模型等核心無形資產，這對於風險極高的生物醫藥投資至關重要。

三是國際金融與資本市場優勢。香港交易所早已推出生物科技公司上市機制，允許尚未盈利、沒有收入的生物醫藥企業登陸港股，這一機制吸引大量內地和海外生物科技企業赴港上市，香港已經成為全球最重要的生物科技融資中心之一，風險投資、私募股權基金、產業資本高度聚集，可以為初創生物科技企業提供從種子輪、VC（風險投資）到IPO的全周期資本支持。

四是國際化醫療體系與人才環境。香港擁有國際水平的公立醫院體系，臨床醫生與科研人員緊密聯動，具備開展國際多中心臨床試驗的專業能力；香港出入境制度便利，能夠吸引全球各地生物學家、臨床專家、藥品註冊專家來港工作，跨境學術交流頻繁。

但與此同時，香港生物科技產業長期存在結構性短板，也是首個五年規劃需要着力破解的難點。

首要短板是產業轉化鏈條斷裂。香港的優勢集中在基礎科研，缺少規模化的生物中試車間、細胞製備GMP廠房，生物樣品生產、放大試驗的場地資源稀缺。生物科技成果從實驗室細胞實驗，到動物試驗，再到臨床前研究，需要連續的中試環節，而香港本地土地成本高昂，很難大規模建設生物製造基礎設施，大量科研項目走到中試階段就遇到瓶頸，科研成果停留在論文和專利，難以轉化為企業產品。

臨床試驗資源局限。香港本地人口規模有限，患者樣本總量不大，單獨開展大規模三期臨床試驗成本高、樣本招募難度大。過去內地和香港之

間醫療數據、生物樣本跨境流動存在規則限制，兩地臨床試驗數據互認不足，香港的臨床數據很難直接用於內地藥品申報，內地龐大患者資源也難以服務香港主導的新藥研發項目，制約了創新藥的研發進度。

產業集群規模不足，上下游配套薄弱。香港本土生物科技企業數量偏少，以小型初創研發企業為主，缺少大型生物製藥龍頭企業帶動產業鏈發展，試劑耗材、生物設備、合同研究組織CRO（醫藥合同研發機構）等配套產業不夠完善，企業運營成本偏高。很多初創企業在香港完成早期研發之後，會選擇直接遷往內地或者海外落地，本地產業留存能力不足。

人才結構失衡。香港高校基礎科研人才儲備充足，但產業化需要的工藝工程師、GMP生產管理人才、藥品註冊專員、臨床項目管理人才相對短缺，學術人才和產業人才之間流動渠道不暢，高校科研人員創業面臨商業運營、資金管理、法規申報等經驗不足的問題。

土地空間約束。香港傳統城區土地緊張，科學園現有園區空間容量有限，難以承載大量生命健康企業、中試平台、科研機構擴張，產業發展空間不足，這也是規劃重點推動北部都會區建設，打造新田科技城，拓展科創用地的核心原因。

整體來看，香港生物科技產業想要實現突破，不能簡單複製歐美生物醫藥產業發展模式，也不能照搬內地大規模生物產業園的路徑，必須依託「一國兩制」的獨特優勢，走差異化道路，把基礎科研、國際資本、知識產權、大灣區製造能力結合起來，這也是首個五年規劃對生物科技產業進行系統性布局的出發點。

設百億引導基金 優化資助計劃

生物科技產業高度依賴長期資本、高端人才及適配的監管規則，香港首個五年規劃從資金供給、人才引进、制度創新三個維度，系統性改革現有機制，解決制約生物科技企業發展的軟性障礙。

資本層面，香港本身擁有全球一流的生物科技上市融資渠道，港交所18A規則已經成為全球未盈利生物醫藥企業上市的重要通道，在五年規劃周期，香港特區政府進一步發揮金融賦能科創的作用，用好政府創科基金，設立百億級創科產業引導基金，重點投向生命健康賽道的初創企業。政府資金不追求短期高額回報，更多起到風險引導作用，帶動私人風險資本、家族辦公室、海外產業資本投入香港生物科技項目。

除股權投資支持之外，規劃優化了創新科技基金資助計劃，針對生物科技研發周期長、失敗率高的特點，調整資助評估機制，允許更長研發周期的項目申請政府資金，支持高校團隊、初創企業開展臨床前研究和早期臨床試驗。香港特區政府還鼓勵香港銀行業開發適配生物科技企業特點的金融產品，針對無收入、僅有專利和管線資產的生物醫藥企業，探索知識

產權質押融資，豐富企業融資工具，改變過去生物初創企業只能依靠股權融資的單一局面。

構建本土培育和引進人才體系

人才建設方面，規劃提出教育、科技、人才一體化發展，打造國際高端人才集聚高地，針對生物科技產業不同類型人才需求，構建本土培育和海外引進並行的人才體系。香港五所高校持續擴大生物醫學、生物工程、藥學、轉化醫學相關招生規模，增設產業導向的碩士、博士項目，強化高校和生物科技企業聯合培養，安排學生進入企業實驗室、CRO機構實習，培養兼具科研能力和產業認知的複合型人才，解決產業化工程人才供給不足的問題。

在海外人才引进上，優化各類人才入境計劃，針對生物科學家、臨床研究專家、藥品註冊專家、工藝生產高級工程師等緊缺產業人才，簡化簽證審批流程，放寬居留條件，吸引海內外頂尖生命健康人才落戶香港。香港特區政府打造「留學香港」品牌，面向全球招收生命科學方向留學生，配套獎學金，鼓勵優秀留學生畢業後留在香港從事生物科技研發與創業工作。同時推動人才在高校、醫院、科研機構、企業之間順暢流動，完善科研人員創業機制，允許高校科研人員保留學術崗位的同時參與企業成果轉化，破除學術人才向產業流動的制度壁壘。

加快藥械審批 推進要素軟聯通

規則機制創新方面，是香港生物科技產業在五年規劃期間最核心的突破點，重點推進兩方面改革，一是藥械監管機制改革，打造國際醫療創新樞紐；二是大灣區之間科創要素軟聯通。在本地藥械監管層面，政府優化香港創新藥物與醫療器械審批路徑，加快創新藥、細胞基因治療產品在香港本地註冊上市，為生物科技企業提供快速的國際合規驗證場景。香港的藥品審批結果可以作為企業向全球其他藥監機構申報的參考，幫助企業驗證產品安全性與有效性。

至於跨境協同，未來可依託河套合作區探索生物樣本、科研數據、科研設備跨境便利流動機制。生物新藥研發離不開人體生物樣本、基因組數據，過去深港之間樣本流轉流程繁瑣，耗時較長，制約聯合研究。在五年規劃周期，河套合作區持續試點簡化合規生物樣本跨境運輸流程，在滿足倫理審查、數據安全、生物安全監管前提下，支持兩地科研機構共享樣本資源，推進臨床試驗數據互認探索。

人才、資本、監管規則三者相互配合，共同構建完整的產業軟環境。資本為研發提供資金，人才負責技術攻關與項目運營，完善的監管規則保障科研活動安全合規，降低市場不確定性，三者共同解決香港生物科技過去只有科研項目，難以持續孵化成長企業的痛點。

（作者為外資投資基金董事總經理）

政策托底 內地穩增長效果顯現



宏觀經濟
陶 川

三季度GDP數據好於國際貨幣基金組織（IMF）預期，相當於階段性證偽了其最新對中國經濟全年下調的邏輯：經濟並沒有沿着「壓力加大一增長失速」的路徑走，反而在政策發力後表現出緩衝。前三季度4.6%的經濟增速說明，下行壓力存在，但政策托底正在產生效果，需求和生產的後勁仍有待挖掘。

當然IMF的預測證偽也不能當定論，四季度的經濟企穩回升的不確定性並未完全消退。關鍵看政策發力能不能從「托底」轉成「接力」——投資端要有實物工作量，財政和基建不能只看投放，還要看項目落地；消費端也不能只靠一次性補貼，最終要看居民收入預期、就業和服務消費能不能接續。

上季度4.5%的經濟增速靠什麼？我們可以結合9月經濟數據展現出的四大積極拐點加以理解：

一是極端天氣擾動逐步消退、傳統生產旺季帶動，工業生產動能進一步增強。9月工業增加值環比升至0.61%（前值0.54%），同比升至5.5%（前值5.2%），其中高技術製造業同比表現依然亮眼，持續發揮絕對支撐作用。

二是製造業投資邊際改善明顯，中游裝備製造與出口鏈條形成共振。9月製造業投資增速從8月的-6.1%大幅修復至-0.9%，結構上看，通用設備、電氣機械、電子設備及交通運輸設備等中游板塊成為主要拉動項。

三是基建投資降幅收斂，重大項目實物工作量加速落地。9月基建投資降幅收窄至-5.5%，近期水泥發運率、

水泥產能利用率、瀝青開工率等微觀數據也都呈現明顯修復，「六張網」、「兩重」等重大項目資金正加速轉化為實物工作量。

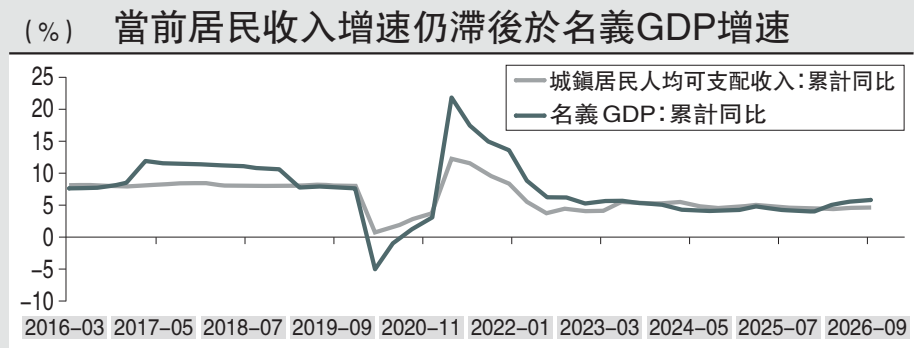
四是消費超預期回升，短期支撐有所增強。從結構驅動來看，中秋節假日的錯位直接促成了節慶服務消費的集中釋放；前期「以舊換新」政策也在持續顯效，為通訊器材等相關品類的高景氣度提供了堅實支撐。此外，受油價上漲的提振，石油及製品類零售額降幅明顯收窄，多重因素共振推動名義社零增速的邊際改善。

後續聚焦房地產與消費

當然，經濟增長的可持續性不僅需要外需拉動，更取決於內需的實質性企穩。當前居民收入增速仍階段性落後於名義GDP增速，折射出內需修復的基礎尚不牢固，客觀上要求增量政策的進一步加力提效。

着眼於此，我們預計後續政策博弈的重心將聚焦以下兩大方向：從投資端來看，地產實質性改善尚需時日。儘管9月底已出台居民購房貸款貼息等政策，但受制於購房預期修復緩慢及城市、項目間的分化，加之當前政策基調仍以「去化存量」為主，穩地產仍有待時日。後續住房公積金利率等維度或存在進一步優化的空間。從消費端來看，結構性冷熱不均。當前的結構性短板在於居民支出更傾向於服務型消費，實物消費尤其是大宗消費的動能依然偏弱；同時，消費端「以價換量」的特徵依然明顯，居民更追求「性價比」、消費決策更以價格為主導。

（作者為國聯民生證券首席經濟學家）



資料來源：Wind，國聯民生證券研究所

美國中選結果決定財赤走向



國金視野
宋雪濤

11月3日是美國中期選舉日，Polymarket顯示民主黨拿下眾議院的概率超過90%，拿下參議院的概率超過60%。如果不出意外，中選主要是民主黨奪回眾議院或者完成橫掃兩種結果，但同時在兩院拿下超過2/3席位數的概率很低。

因此，特朗普的總統否決權和軍隊指揮權依然強勢，中選結果在短期不太會對現有關鍵議題直接產生顛覆性影響。中選的影響在於，民主黨可以駁回共和黨的新立法提案，駁回人事任命（需要參議院），並通過發起彈劾、調查、聽證會等，給現有議題製造很多麻煩，持續削弱特朗普和共和黨的政治基礎和外交影響力，從而影響戰爭、財政、AI等關鍵議題的發展路徑，以及2028年的大選選情。

「好戲」可能很快上演。中選日之後，新一屆國會履職要等到次年1月3日，中間有兩個月的過渡期，用於確認計票和解決爭議。在此期間，舊國會繼續履職，兩黨將分別選舉新一屆領袖班子。過渡期並非垃圾時間，反而是一段權力交接的敏感期。輪掉控制權的政黨尋求在權力交接前通過關鍵法律，成功連任的議員短期不再受制於選票，不再連任的議員可能會放手一搏，因此選舉過渡期經常上演好戲。

歷史上，美國赤字率主要取決於經濟形勢和重大事件，中選有影響但一般不是決定性因素，而且需要長時間談判和跨黨派合作。如1994年中選，克林頓所在的民主黨被橫掃，隨後共和黨通過預算案，要求大幅削減支出，克林頓則動用了總統否決權，政府兩度關門。兩黨直到1996年大選前夕才達成協議，通過了《個人責任與工作機會和法案》和《平衡預算法案》。

近些年來，中選對赤字的影响更加不確定，如2018年和2022年的中選均導致國會分裂，但次年赤字率都變得更高，主要在於民粹盛行和兩黨極化。

民粹壓力使兩黨都不敢大幅削減福利支出，反而為了爭取基本盤而輪番加碼承諾，導致剛性財政支出壓力持續上升。回想馬斯克「Doge改革」的聽然

收場，就能理解削減財政支出的難度。實際上，這是民粹主義盛行的西方體系所面臨的共同問題。

兩黨極化加大了跨黨派合作難度，預算爭議導致政府關門的時間越來越長，在民粹背景下，兩黨的妥協結果經常是雙方獲得各自優先撥款，導致預算進一步擴大。此外，稅改等重要法案往往在中選前已通過，即便中選後國會易手，總統否決權也可阻止大的改動。

《大而美法案》已經在2025年通過，即便民主黨今年中選實現橫掃，也難以大幅削減後續兩年的財政支出，但奪回眾議院就能否定共和黨的新增提案，可能有助於避免赤字進一步擴大。國會預算辦公室今年2月計算，在基線情況下，2025-2028財年的赤字率為5.8%、5.8%、5.7%、6.0%，可見中選前後的赤字率差別不大，未來兩年在基線基礎上大幅削減或者擴張的概率都不高，這對長端美債是一個中性信息。但根據10月的估算，2026財年實際赤字比年初預計多出1000多億美元，再次說明如今財政赤字是易增難減。

警惕政府停擺風險

短期變數仍然在過渡期，參議院結果會有一定影響。2026財年已結束，維持聯邦政府運營的臨時延續決議將在12月11日到期，共和黨需力爭過渡期內通過對自己有利的2027財年預算。之後還有「預算和解法案3.0」，目標是未來幾年再增加950億美元支出，用於國防、情報、農業等領域。

目前預算案已經在眾議院取得突破，過渡期通過的難度不大，丟失眾議院不會造成明顯影響。但參議院的進度緩慢，而且需要60票，必須獲得部分民主黨人的配合。因此，如果共和黨成功保住參議院，民主黨的博弈空間不高，那麼法案在過渡期內通過的概率比較高，明年的實際赤字會略高於基線；如果共和黨被橫掃，民主黨將獲得更多博弈籌碼，共和黨需要做出更多有利於民主黨的調整，否則可以僵持到新一屆國會履職，屆時政府將在年底停擺，「預算和解法案3.0」可能無法落地，明年的實際赤字將持平或略低於基線。

（作者為國金證券首席經濟學家）