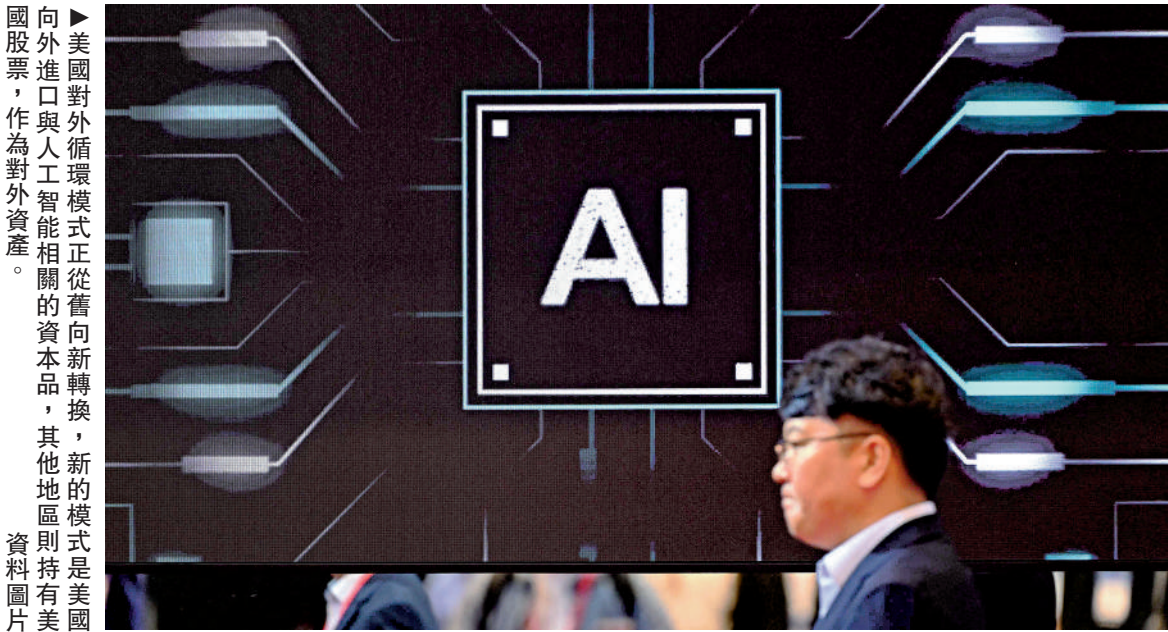




►美國對外循環模式正從舊向新轉換，新的模式是美國股票，作為對外資產。

### 經濟觀察家

全球經濟失衡問題再次成為關注的焦點。一方面，一些失衡現象始終沒有改變，另一方面，這些失衡現象的表現形式和傳導機制已經發生了許多結構性變化。

究竟發生了什麼？有哪些方面沒有發生變化？沒有變化的是，在邊際上中國仍然是全球經濟的供給方，美國仍然是全球經濟的需求方。這一點可以從中國持續的經常賬戶順差和美國持續的經常賬戶逆差中體現出來。儘管近些年地緣競爭、關稅摩擦等因素不斷出現，但這種基本格局並沒有改變。

## 地緣經濟重塑貿易格局



經濟把脈 彭文生

雖然總體規模沒有發生太大變化，但在供給側和需求側，我們都看到了重要的結構性變化。從供給側來看，地緣經濟格局正在重塑中國的對外貿易模式。觀察各國從中國進口的商品佔其進口總額的比重可以發現，許多新興經濟體和「一帶一路」沿線國家從中國進口的商品佔比有所上升，尤其是俄羅斯。

這一點並不難理解，因為俄羅斯面臨來自歐洲和西方國家的制裁。但這種變化並不局限於俄羅斯。在拉丁美洲、非洲、中東以及東南亞等地區，我們也看到中國出口商品的市場份額不斷上升。與此同時，我們可以看到美國從中國進口的商品佔其進口總額的比重有顯著下降。在筆者看來，這是全球貿易格局中一個非常重要的變化。

變化不僅體現在貿易領域，中國的對外直接投資（ODI）也正在轉向發展中國家。過去十多年，「一帶一路」沿線國家在中國對外直接投資中所佔的比重有所上升。同樣重要的是，綠色產業投資在中國對外直接投資中的佔比不斷上升。目前，與綠色產業相關的投資已經佔中國對外直接投資總額的三分之一。這表明，中國的對外直接投資正在與全球經濟的綠色轉型相協調。這一點非常重要。這不僅僅是市場份額或貿易的問題，更關係到發展中國家的能源成本和能源安全。中國的貿易和投資模式已經對發展中國家產生了重大影響。

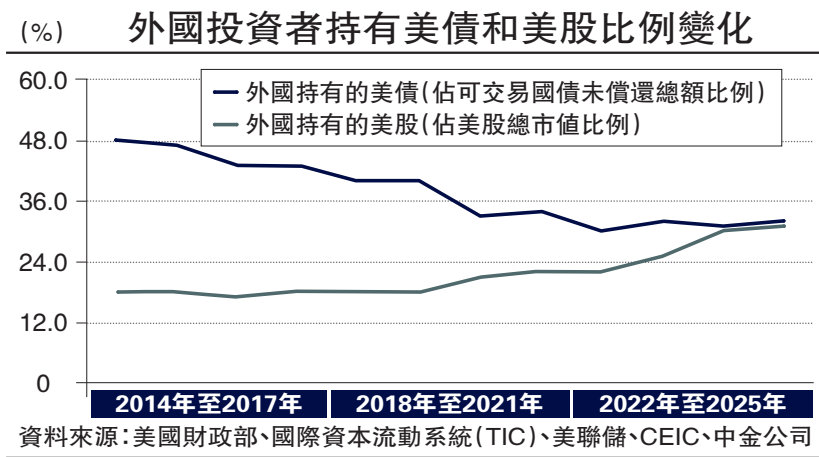
### 中國股權資產增加

我們正在看到中國外部循環格局在邊際上的一種新變化。在舊模式下，中國向美國出口消費品，並以此換取美國國債，作為中國持有的對外資產。而在新模式下，中國向「一帶一路」沿線國家及其他發展中國家出口資本品和中間品，伴隨中國企業出海所形成的股權，正逐漸成為中國持有的對外資產。因此，從邊際變化角度來看，這意味着中國的 외부循環在逐步擺脫原有的中美雙邊循環模式。

美國方面與之相對應的變化有哪些？需求側發生了哪些變化？在筆者看來，最重要的變化是人工智能（AI）相關資本支出的迅速增長。人工智能相關資本支出已經成為支撐美國總需求最重要的因素之一。這種影響不僅體現在企業用於投資的資本支出上，還體現在人工智能相關股票的值大幅上升，其市值佔GDP的比重也顯著提高。這對美國的消費產生了非常顯著的支持作用。

通過美國家庭儲蓄率與家庭淨資產相對於可支配收入的比率之間的關係，我們可以發現，家庭淨資產與可支配收入之比一直呈上升趨勢，財富效應支持消費，降低了私人部門的儲蓄率。人工智能相關資本支出和財富效應對消費的帶動作用，都在推動美國經濟增長。

從外國投資者持有美國國債和美國股票的比例變化，我們可以看到，



外國投資者持有美國國債的比例正在下降，而持有美國股票的比例則在上升。從某種意義上說，美國的經常賬戶逆差越來越多地通過股權資本流入來融資，而不再像過去那樣主要依靠國債或其他債券資本流入。

過去，我們通常認為，美元作為全球儲備貨幣的地位有助於維持其主導地位，因為世界其他國家和地區對美國國債有持續的需求。但這種支撐力量正在減弱，與此同時，其他國家對美國股票的投資需求在增加。

筆者將這種變化描述為一種美國新的對外循環模式。過去的模式與中國是彼此對應的。舊模式下，美國從中國進口消費品，作為回報，美國向中國提供國債，成為中國持有的海外資產。新的模式是，美國從韓國、中國台灣、中國內地、日本以及其他國家和地區進口與人工智能相關的資本品，作為回報，其他國家和地區則持有美國股票，將其作為對外資產。因此，正如前面提到的，從對外循環的角度來看，在某種程度上中國和美國這兩個最大的經濟體正在形成各自的中心，而股權資產的作用在增加。

我一直在思考一個問題，這種變化對美元意味着什麼？過去，我們總是認為，美元的儲備貨幣地位與美國國債密切相關。但現在，從邊際變化來看，這種關係似乎更多地與美國股票聯繫在了一起。那麼，股票資產對於儲備貨幣地位是否重要？筆者的直覺是，它確實重要。乍一看，股票與儲備貨幣地位之間的聯繫似乎沒有那麼緊密，因為美國國債屬於安全資產。但我們為什麼需要安全資產？因為我們同時也持有風險資產。如果沒有風險資產，我們對安全資產的需求也就不會那麼大。目前我還沒有一個明確的答案，但這個問題值得我們進一步思考。

### 美國傳統經濟下行

短期內，我們應該如何看待全球失衡這一局面未來將如何演變？對於美國而言，筆者認為，關鍵問題在於高利率將如何抑制支出。一方面，儘管利率處於非常高的水平，股市預期依然明顯偏向樂觀。事實上，這也是當前美國國內需求沒有降溫的原因之一。不過，如果我們從房地產市場和債務驅動的金融周期來看，就會發現金融周期已經出現了溫和的下行。因此，高利率正在對傳統經濟形成下行壓力。另一方面，美國財政赤字已經從疫情期間的高位回落，但仍然高於

全球金融危機之前的正常水平。這是一個需要我們密切關注的領域，即高利率將如何影響美國的財政運行。高利率不僅會抑制私人部門支出，也可能對財政擴張帶來約束。

總而言之，在筆者看來，美國能否縮小經常項目赤字，取決於美國國內需求降溫的速度，在這個過程中，美元實際有效匯率是否貶值是一個結果。

講回到中國，面臨的問題恰恰相反：如何通過低利率來提振國內支出。儘管利率已經處於較低水平，但中國股市的預期依然比較謹慎。此外，考慮到房地產行業的狀況及地方政府、企業和家庭部門的債務情況，中國正處於金融周期下行的階段，這是當前經濟下行壓力的主要原因。

展望未來，筆者認為需要加強財政政策與貨幣政策之間的協調。近期，我們已經看到一些政策措施和相關討論，包括延長房貸期限、提供利息補貼，以及推進「六張網」建設。其中，個人住房貸款最長年限已由30年調整至40年；財政部率領出台全國性房貸貼息政策，針對性降低居民購房利息負擔。「六張網」建設計劃是中國的一項新型基礎設施建設方案。

那麼，這些措施將在什麼階段開始提振國內需求？筆者認為，在初期可能會面臨一些實施層面的問題，但未來幾年，這些措施有望成為拉動中國國內需求的一股非常重要的力量。從長期來看，它們也將推動中國供給側的發展。

目前，仍存在較大不確定性的是有關完善社會保障體系的政策討論，例如提高農村老年人的基礎養老金，以及加大人力資本投資，比如生育、託育、教育等方面的投入。過去幾年，圍繞這些問題有很多討論，我的觀察是社會共識在增加，希望未來有更多的落地措施出台。這對提振消費需求、穩定當前的增長，以及促進長遠的經濟發展都非常重要。

關於如何縮小中國的經常賬戶順差，討論往往集中在兩個方面，一是提振國內需求，二是人民幣升值。在我看來，內需與匯率二者並非並列關係，而是緊密關聯、本質上都取決於國內需求狀況。唯有內需實現可持續增長，人民幣匯率才具備持續升值的堅實基礎。反之，若國內需求持續疲軟，即便人民幣短期出現升值，也會壓制內需修復，形成負向循環。因此，推動內需可持續增長才是促進宏觀經濟平衡的根本。

（作者為高金智庫首席經濟學家）

## 器官芯片推動精準定製化治療



行業觀察 梁穎宇

提起芯片，大家最先聯想到的是什麼？相信十居其九都會是人工智能，最後一位也未必會想到「器官芯片」（Organ-On-a-Chip），一種基於人體細胞、可於體外模擬人體器官功能，用於疾病建模，以及藥品、化學物質和毒理反應等測試的新興生物科技。其於2016年世界經濟論壇被列為將改變人類生活的十大新興技術之一，為新藥研發與個人化醫學研究帶來創新。

簡單來說，這是一種融合微流控技術（Microfluidics）、細胞生物學和組織工程學的創新科技。器官芯片本身通常由透明、可塑的聚合物材料製成，內部包含精細設計的微小通道和腔室系統。基本操作是把人體細胞接種到培養腔室中，再經由微小通道精確輸送營養物質和氧氣，同時調控流體力學環境，使細胞所處的微環境動態變化，接近真實的人體生理狀態。大家可以把器官芯片看作人體器官的「替身」，為藥物研發和疾病研究提供高度仿生的平台，研究人員可以利用高內涵顯微鏡成像、代謝物檢測等技術，即時監測細胞的生理狀態和功能變化。

聽起來很科幻也很遙遠，實際上概念早於1990年已有人提出。直至2010年由哈佛大學韋斯生物啟發工程研究所Donald E. Ingber教授之研究團隊，成功創建了首個能夠模擬呼吸運動的肺芯片，突破過往體外試驗無法模擬體內微環境的局限，才標誌着器官芯片技術的正式誕生。Ingber及其團隊迅即得到美國食品藥品監督管理局（FDA）等的資金支持，隨後更於2014年創立了Emulate公司，致力於將器官芯片技術商業化。

目前研究人員已開發出人體多個器官的器官芯片，能夠模擬大腦、肺、心臟、胰腺、肝臟和腎臟等的結構和功能；也開發了原位癌症器官芯片，以模擬腫瘤的結構和生理特性，例如肺腺癌芯片、乳腺癌芯片和多發性骨髓瘤芯片等，幫助科研人員深入理解各種生理和病理過程。

傳統藥物研發倚賴動物試驗，但動物研究存在局限，由人源細胞組成之器官芯片，於細胞層面模擬生理環境與器官的關鍵要素及動態變化，在人體生理與免疫反應測試方面，能有效降低物種差異造成的試驗結果偏差，提高試驗

預測的精確度，實際應用除可減少對於動物試驗的依賴之外，更可藉個人化細胞建構器官芯片，推動個人化醫療應用發展。

此外，器官芯片可以如體外試驗般控制參數、操控微量流體，以及設定反應條件，用於藥物研發的數據品質顯著高於現在普遍使用的酶活性等體外測試模型，臨床相關性也更高，通過這種技術驗證有效的藥物在臨床期間的表現會更好。

### 縮短藥物研發周期

器官芯片另一優勢是能將試驗體積微量化，微流道內空間小反應速率快，可以節省測試藥品的使用，具效率與成本優勢。加上各國政府監管機構支持，如美國FDA於2025年4月發布《減少臨床前安全性研究中動物試驗的路線圖》，計劃逐步取消在單克隆抗體療法和其他藥物研發中的動物試驗要求，讓製藥公司不用擔心使用器官芯片技術所得的數據不被接受，長遠目標更是將動物試驗從常規轉為例外，經驗證的器官芯片、電腦模擬等創新平台將有機會涵蓋所有的關鍵測試，動物實驗只在新技術無法測試時才會採用，驅使這種新模型、新技術受到越來越多的關注。

隨着器官芯片的驗證準確性漸獲肯定，許多大型醫藥公司如羅氏製藥、阿斯利康、默克、強生和莫德納等都積極參與，把新技術廣泛應用於藥物篩選和疾病建模等領域，支持癌症、微生物組、傳染病、細胞與基因療法、毒理學等多元研究。當前在藥物有效性評價領域，全球已有多家企業在藥效評價環節不再依靠動物實驗，憑微生理系統數據將候選藥物推進至新藥臨床試驗申請或臨床試驗階段。但在安全性方面，更多工作仍集中在減少動物數量、提高毒理預測性上，距離器官芯片完全替代還有一定距離。

隨着生命科學和工程學的深度融合，將器官芯片與幹細胞、基因編輯、類器官、生物3D列印、生物傳感和人工智能等新技術結合，是器官芯片與微生理系統領域的發展趨勢。實在很期待通過這些21世紀的技術，器官芯片能進一步縮短藥物研發周期，更快、更可靠地為患者提供更安全的治療，同時降低研發成本和藥品價格，有望為醫療健康帶來更廣泛的應用。

（作者為創業投資者聯盟召集人）

## 資金湧市 一手吸金超兩千億



樓市新態 馬泰陽

近期新盤市場氣勢銳不可當，一眾發展商精準採取貼市，甚至略低於市價的策略推盤，一舉釋放市場強盛剛需、投資及換樓需求。

以新鴻基地產旗下的西沙大型旗艦項目「SIERRA SEA」第2C（2）期為例，早前連續兩輪價單銷售均締造即日火速售罄驕績；日前發展商順勢加推，並落實周日壓軸「晒冷」式開賣153伙。隨着近期一手市場「多線並進」，優質新盤浪接浪地熱銷，成功創造出極具感染力的入市氣氛，為樓市劃下穩固防線。

一手交投熱絡，不僅體現在個別項目的去盤速度上，更直觀地反映於大盤資金的流向。美聯物業研究中心綜合《一手住宅物業銷售資訊網》及市場數據顯示，截至今年10月21日，一手私宅成交額已升至約2050億元，僅耗時約十個多月便正式追平去年全年紀錄。更具指標意義的是，這是自2017年及2018年以來，全港一手成交金額首次連續兩年突破2000億元大關。數據清晰表明，在近日環球資產正提速轉移避險的關鍵時刻，資金正加快速度流向本港實體住宅市場。

這股由一手熱潮帶動的入市風潮，亦迅速向資助房屋市場擴散，形成連鎖效應。日前「居屋2025」首日揀樓，即告單日售出逾260伙，當中位於啟德核心區的啟陽苑更一如所料成為搶手焦點。居屋市場盛況背後，映照出本地剛需的深厚底蘊。伴隨近月住宅租金節節攀升，供平過租已從理論轉化為各準買家的日常考量，配合現行穩健的按揭政策與低息環境，市民置業門檻與長期供樓負擔更趨減輕，進一步推動租客「租轉買」的意慾。

除了本地剛需強勁外，外圍匯率與宏觀數據的變化，亦為本港樓市注入額外動能。中央政府早前公布三季度

GDP按年增長4.5%，展現出高於預期的經濟韌性；而近期人民幣匯率持續走強並一度創逾四年半新高，為內地買家及來港專才、高才等，創造出更顯著的「匯水折扣」，實質降低購入本港物業的成本。這不僅直接拉動高端人才的置業意欲，更間接刺激本地各行各業，例如旅遊、零售以致商業市場的復甦步伐。

### 工商舖亦止跌回穩

從資產回報與防禦性來看，本港樓市的抗跌力與增值潛力同樣有據可依。「美聯樓價指數」自去年低位回升至今已累升約18%，直接帶動二手住宅獲利比率連續兩季高企於近七成水平；持有物業十五年以上的業主，離場獲利比率更高達近99%，充分印證「長線持有」仍是在本港獲取穩定資本增值的不二法門。

與此同時，工商舖市場亦逐步止跌回穩，9月份指標甲級寫字樓空置率進一步降至8.5%，創2020年12月後新低，反映企業擴張意欲回升。

綜觀全局，在一手成交強勁勢頭帶領下，香港樓市已漸漸展現出由「住宅市道蔓延至商業市場」的全面復甦格局。在剛需釋放、人民幣匯率紅利與供樓成本優勢等多重利好因素疊加下，資金流向本港樓市已成「大勢」，預期後市有望展現穩中向好的升浪。

（作者為美聯集團行政總裁暨美聯物業執行董事）



▲新盤熱銷，截至10月21日，一手私宅成交額升至2050億元，追平去年全年紀錄。資料圖片