

從「流量」到「留量」：香港旅遊零售重生之路

龐溟 經濟學博士、經濟學家

在一連八日的內地春節黃金假期期間，整體訪港旅客達約140萬人次，其中入境旅客八成半為內地旅客。數據顯示，共有超過2,200個內地入境旅行團到港，過夜行程佔約八成三，酒店入住率普遍達到90%，西九文化區、海洋公園、香港迪士尼樂園、山頂纜車、昂坪360纜車等主要旅遊景點亦錄得暢旺人流。

「旺丁」見成果 「旺財」待加強

可以說，新春國際匯演之夜、農曆新年煙花匯演、農曆新年賽馬日和賀歲盃等黃金假期期間的連串「旺丁」活動，廣受市民和旅客歡迎，有效地帶動了旅客流量。但在亮眼成績單下，也應該深入分析和正視各項數據在「旺財」等方面揭示的困難與挑戰。

2024年，全年訪港旅客數目同比反彈30.9%至4,450萬人次，但內地旅客的3,404萬人次數目僅同比增長27.2%，遠低於非內地旅客44.4%的增幅。在過夜客中，內地旅客增幅更僅為19.6%，而非內地過夜客增幅高達49.3%。雖然深圳居民的「一簽多行」政策已於去年12月恢復，但由於實施時間較短、跨境交通便捷影響旅客過夜意願等原因，對本

港零售業、酒店業和旅遊消費帶來的效益有限。

香港政府統計處公布的數據顯示，在經歷連續10個月的同比下滑後，2024年全年本港零售業總銷貨價值按年下跌7.3%。去年12月零售業總銷貨價值按年下跌9.7%，跌幅較11月7.3%的同比跌幅進一步惡化。從具體品類來看，12月珠寶首飾、鐘錶及名貴禮物銷貨價值跌幅達到13.8%，服裝、鞋類及其他衣物配件、百貨公司和眼鏡店的銷貨價值也分別下滑11.1%、4.9%、8.9%和7.5%。

建議優化「一簽多行」拓優質客源

撇除去年12月份聖誕假期期間本港市民外遊的因素，以及港元跟隨美元走強對旅客在港消費意願的抑制，真實跌幅或許比數據顯示的情況略好。2024年第四季度零售業總銷貨價值按年下跌6.7%，跌幅較第三季度的9.6%跌幅也已有收斂。不過，內地旅客「深度遊」和「體驗遊」比例的提高、內地旅客在港人均消費額的減少、內地跨境電商交易額佔香港零售額比例攀升、本港市民北上消費常態化等消費模式的結構性轉變，對本港零售業與消費經濟的影響，尤其是對之前極度依賴內地旅客的高端奢

侈品行業的衝擊，不容小覷。

有意見認為，應促成在北京、上海等更多內地遠途高消費能力城市推行「一簽多行」政策。筆者對此深表贊同。不過，此前本專欄已提出，北京和上海均在經歷零售的同比下跌，背後是消費者個體和企業經營等方面因素給整體經濟帶來的結構性挑戰，能否通過外遊給本港旅遊業和零售業帶來助力，仍需觀察。

筆者認為，更具有實際操作可能性的，應當是建立「一簽多行」城市分級制度和簽證配額動態調節機制，按消費能力、地域距離、文化關聯度等因素設置差異化簽證權限，對符合條件的城市居民提供「一年無限次訪港」、「一年多次訪港」和每次允許七天或五天等不同停留期限的組合，配合高速鐵路票務優惠、熱門景點動態票價、內地旅客在港消費額部分抵扣內地個人所得稅應納稅額等措施，為香港帶來更具消費能力和意願、更為穩定和長遠的客源。

盼地標性景點統一規劃和優化

同時，本港相關產業需要在自身升級創新方面多

下功夫。筆者認為，可以考慮對「幻彩詠香江」、西九文化區、啟德體育園等新舊地標進行統一規劃和優化，實現旅遊、展覽、文化、藝術、賽事的聯動，再造消費場景；可以藉助跨境物流和供應鏈的重構與升級，在更大地理空間維度上打造「前店後倉」模式，實現部分商品本港現場體驗、大灣區保稅倉庫發貨、24小時送達的組合；可以資助和鼓勵體驗類、深度類、細分類旅遊產品的開發、設計、落地，將目標從內地旅客進一步拓展到日韓、東南亞、歐洲、中東等旅客群體。

建設新型消費生態才是關鍵

在國家惠港政策持續支持、特區政府不斷出台相關促進措施、其他跨境經濟活動繼續改善的大背景下，香港旅遊業和零售業的經營狀況有望逐步改善。不過，在筆者看來，香港旅遊業和零售業涅槃重生的關鍵，不在於簡單化、重複性地拓展客源，而在於能否成功體驗、文化、服務「三位一體」的新型消費生態。當傳統零售空間轉化為文化記憶的載體，當每次簽證計劃拓寬都伴隨著服務能級的躍升，當旅遊業和零售業的發展與國際金融中心、國際創新科技中心、中外文化藝術交流中心、國際貿易中心、國際航運中心、國際航空樞紐等定位相輔相成共同促進，香港才能真正實現從「流量」向「留量」的質變。

高估值美股存系統性風險

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

誠如本欄日前所說，隨着早前DeepSeek的出現，令投資者重新評估美股高估值，但基於金融市場環環相扣，再加上槓桿之下，不要以為單純是沽高估值美科技股，也可以是沽其他正常估值的美舊經濟股，甚至波及其他股市，甚至別的資產類別。

金融市場系統性風險，往往源於共生關係，當中正相關與正反饋，製造良性循環，順風順水時，水漲船高，若逆水，可能牽連甚廣。

良性循環自我實現預言

美股高估值，不純是科技使然，更多是環境因素，金融海嘯後，量寬超低息，超便宜的資金成本，有無理，把資金投放在可想像空間，可吸引後續資金，把一眾新科技企業，甚至人工智能（AI）技術開發，以錢燒出來。必須留意，在特朗普掌政後，未來幣策有否結構轉變為上。

風險管理上，以上背景很重要，畢竟多年來，美股升勢大致平順，固然不乏大跌日子，但很快收復失地，然後反覆向上。

原因不難明白，拉升美股的，有着與股市結下不解緣，呈共生關係的新經濟高科技板塊。正因如此，大家愈相信由虛變實的創造，最終提供新產品服務，又有盈利，反過來推動股價和市值向上，良性循環一樣，自我實現預言帶動下一波併購以至資本投入，生生不息。

「長升長有故事」終見漏洞

當中一大假設是，只能靠這樣燒錢燒出來，但DeepSeek的成功說明，不用硬碰，不用力敵，智取

▶ 美股高估值與新科技企業估值「長升長有」及超低利率環境息息相關。分析認為DeepSeek引發估值重估連鎖影響不容輕視。圖為紐約證券交易所。資料圖片

一樣可以，原有模式估值，以至「長升長有故事」，便有漏洞。

誠然，全球股市均值回歸，由中國的DeepSeek出現起計，有加速跡象，對於高估值美股有明顯壓力，但不等於單純美股受影響，其他資產價格，亦可能受拖累。

跌市時機還看VIX

關於具體時點，正如本欄預告，要留意VIX變化，近期所見，其又終於推進，躍躍欲試，似乎升勢有餘未盡，小心美股各股指，尤其標普納指，即使已經連跌多天，不等於已經完成消化沽壓。

對於不同指標的參考，最重要是判斷在現行市況



下，哪些是關鍵因素，哪些比較次要。顯然，對於美股而言，最直接一定是VIX，因其本質上就類似美股標普後市的引伸波幅。誠如，嚴格來說，引伸波幅升，意味着波動，而波動則代表風險，只是波動本身並非必然意指股指向下，向上其實亦無不可，只是一般來說，股指是跌得快而升得慢，服從金融市場上的常識之餘，很大程度上，亦是拜槓桿的運用所賜。

無論如何，由DeepSeek觸發的全球股市估值重估，才剛剛熱身，相信不是那麼快完成，基於多年來大家獨尊美股，美股的風險管理策略，尤其重要。（權益披露：本人為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。）

長短兼顧 預算案有助提升香港定位與路向

龍漢標 立法會地產及建造界議員

政府剛發表的財政預算案，提出多項提振香港經濟發展的策略，包括鞏固公共財政資源的政策與理念、提升香港作為國際金融中心的措施、長遠的土地房屋政策、推動高科技產業的競爭力、吸引外資和專才計劃等等。這系列的策略，提升並重塑香港的定位與路向。

100元印花稅新措施 助力激活樓市

筆者所關注的土地房屋議題，樂見政府將100元印花稅的適用範圍擴至400萬元或以下的物業。這對市場而言，絕對是一個正面的信號，新政策可以看到政府有意透過降低物業印花稅，推動低價住宅的流通

量，即時減輕有意上車置業人士的負擔。新政策將賦予市場新的動力，因為有人置業上車，就代表有人可以換樓，在置業階梯中換更大的房屋，改善住屋環境，這對市場整體而言，肯定是一個正面的訊息。

最近兩三年政府的財赤，其中一個主因是賣地不理想，發展商投地意慾低。當中的主因，是因為發展商仍有相當多已經建成的住宅單位在等候發售。現在樓價400萬元或以下物業只需繳付100元印花稅，這政策減輕了計劃上車置業人士的負擔，令整個市場繼續活躍起來。這股動力不單對整體經濟有幫助，亦提升了發展商投地的意慾，有助紓緩政府財赤。

財政預算案亦提出進一步優化土地供應的策略，包

括來年停止推售商業用地，同時考慮將部分商業用地改劃作住宅用途，以及推遲洪水橋/厦村新發展區市中心商業用地的原址換地完成期限。

因應市況 作多項策略性調整

從這些政策措可以看到，政府因應着市場的發展和需要，作出適時的策略性調整，展現了促進者靈活變通的思維，應對瞬息萬變的市場和社會需要，是值得肯定的。

目前政府正積極推動和加快北都區發展步伐，其中一個關鍵在於能夠令多項的基建工程提速、提效。預算案中提及政府正積極推動大灣區「組裝合成」建築的優勢互補和產業發展，並調適多項建築測試及認證要求的標準。這不但有助降低建築成本，同時可以加快落實北都區片區開發的各項基建項目。

政府持守促進者和靈活變通的思維，將為香港經濟發展注入新的動力，與香港人攜手共建美好家園。

北都區收地補償機制落實 營運損失評估需重視

譚善恆 華坊諮詢評估董事

香港北都都會區發展規劃涵蓋元朗和北區約3萬公頃土地，佔全港面積三分之一。該計劃整合天水圍、粉嶺和上水等新市鎮與洪水橋/厦村新發展區，定位為融合創新科技、物流、住宅及商業的綜合樞紐，旨在實現職住平衡的同時推動經濟轉型。然而，大規模土地徵收已對1,065個住戶及313個棕地業者造成直接影響。這些從事建造、物流、回收等業者需在2024年第三季至2026年第一季分批遷出。

棕地營運損失評估存優化空間

受影響的棕地業者可獲政府特惠津貼，補償機制根據業務類型及場地面積確定金額，分為「工場、倉庫、商舖等經營者」或「露天/戶外業務經營者」兩類。政府設有5個簡單易明的特惠津貼率類別，部分設有津貼額上限或合資格面積下限。

值得注意的是，特區政府目前提供的特惠津貼以面積為基準。例如，有蓋商舖自2024年9月起，首10平方米的津貼為每平方米16,720元，其後為每平方米8,360元。以100平方米的食肆計算，特惠津貼約90萬至100萬元。然而，許多此類業務的商業價值往往超過此金額。

從估值角度而言，以面積衡量營運損失存在局限性。營運損失應考慮業務規模、銷售收入等指標，政府現行機制或在某些情況未能準確反映商戶的實際損失，這也是棕地業者爭取應有補償的事實基礎。

建議適時公布地段資料庫

評估營運損失的本意是量化業務因土地收回而帶來的損失，估值師需要梳理幾個關鍵因素，如以銷售合同、設備租賃等佐證可強化申索基礎，也需剔除一次性收入或損失（如出售資產收益）以確保估值準確。實際操作層上，停工損失、新址裝修、員工安置等隱性成本常被低估。

另外，估值師可協助獲取Bloomberg、Refinitiv、FactSet等權威資料庫的市盈率指標可信來源，提高索償的說服力。

加快收地開發需官民協作，若想加快北都區收地開發，特區政府可考慮突破以往框架，適時公布已接受補償方案的地段資料庫供公眾查詢。北都都會區的宏偉藍圖需要官民協作推進，如何在發展效率與社會公平間取得平衡，將成為檢驗香港智慧城市建設的試金石。

DeepSeek有望在中國帶來新一輪AI應用浪潮

全球觀察

林仲衡、林芷若 中銀國際研究有限公司

中銀國際近日邀請具備中國領先雲服務商背景的人工智能（AI）專家，深度剖析DeepSeek這一中國最新推出的大語言模型。該模型的智能水平可比肩全球頂尖水平，直接對標OpenAI o1等國際最先進模型。以下為是次專家會談摘要和筆者就此作出的一些解讀。

訓練數據及算法異於其他先進模型

首先在數據集方面，DeepSeek的訓練數據主要來自三方面：（一）來自其他語言大模型的「蒸餾數據」，此技術透過使用經「精煉」的數據提高模型的學習效率；（二）DeepSeek V3和R1模型互相產生的合成數據，即由算法產生，模擬世界知識的數據；及（三）真實數據。DeepSeek據稱大量採用合成數據，其V3和R1模型的訓練數據分別有80%和50%為合成數據，而阿里巴巴集團旗下通義和OpenAI的使用率為10%至20%。

在算法方面，由於DeepSeek採用大量合成數據，

因此順理成章使用了混合專家稀疏架構，而非通義和OpenAI使用的稠密架構。顧名思義，前者集思廣益，集合各領域的專家（子模型）解決問題，而由於其稀疏性，即並非每位專家也會被激活參與解決每次任務，而是各施所長，因此大大提升了計算效率。

另外，受圖形處理單元（GPU）資源所限，DeepSeek採用了如FP8的低精度訓練方式，而其如文心一言和豆包的競爭對手則利用FP16或FP32進行高精度訓練。乍看字面前者似是精準度較低，較遜的訓練方式，但其實DeepSeek是輕重有別，對計算中不需要太精確的地方使用了較簡單的方式處理來提高效率。

AI工程改良上破舊立新

DeepSeek的R1-ZERO模型更大膽跳過有監督微調訓練（Supervised Fine-Tuning），不再向基礎模型輸入標註好的數據集進行微調訓練，而是放手讓

模型透過強化學習（Reinforcement Learning）自我反思、驗證和提升推理能力。DeepSeek使用了Proximal Policy Optimisation（PPO）強化學習算法的改進版Group Relative Policy Optimisation（GRPO），有別於基於單個樣本的PPO算法，GRPO會比較一組樣本表現，只有表現優於組內平均水平的策略才會被保留或改良，以團隊協作提高強化學習的成效。此外，DeepSeek使用了優化Parallel Thread Execution（PTX）底層算法的策略，而非僅優化傳統AI團隊所依賴的高級GPU程序語言CUDA，前者讓AI工程師實現了更精細的優化調整。這也是DeepSeek團隊在GPU硬件資源受限情況下無心插柳的一舉。

得益於以上技術突破，V3的總開發成本估計僅為2,500萬至3,000萬美元，而當中550萬美元的所謂訓練成本來自V3的單次訓練項目。由於算法優化和架構的改良，V3的開發成本僅為行業平均水平的約二十分之一。除了訓練費用低廉，DeepSeek在推論

階段產生的成本亦相當低，這解釋了為何RI的應用程序編程接口（API）價格可較OpenAI低96%。該專家預計，今年主要AI平台之間可能會出現新一輪的API價格戰。

會上專家認為，DeepSeek對AI界帶來的最大貢獻是在AI工程改良上破舊立新，例如上文提到的PTX優化語言、合成數據的使用、強化學習及混合專家模式帶來的效率提升等。就未來發展路徑而言，專家認為DeepSeek可能會集中在多模態大模型的蒸餾技術。同時DeepSeek也在面對迭代方面的挑戰，例如蒸餾技術在模型迭代次數上的限制和缺乏近期（2024-25年）數據（DeepSeek的數據截至2023年）。

總體而言，DeepSeek的問世具有里程碑意義。首先其開源舉措為全球AI產業貢獻了非常重要的技術進展，有很大的參考價值，令AI技術得以繼續快速迭代；其次DeepSeek也使中國AI應用層的企業得以首次直接用上可比肩OpenAI o1和Claude 3.5 Sonnet的世界級推理模型，未來有望在中國帶來新一輪AI應用浪潮。

題為編者所擬。本版文章，為作者的個人意見，不代表本報立場。