

從結構壓力到政策着力：內地消費分化的深層邏輯

龐溟 經濟學博士、經濟學家

本專欄上周探討了內地消費的K型分化。在過去一年裏，內地消費走勢呈現出耐人尋味的結構性特徵。若將視角聚焦於北京與上海這兩座超大城市和中國最具代表性的消費中心，則會發現兩地消費表現差異和內部結構分化顯著。這是經濟周期、人口結構、產業布局、消費文化與政策節奏共同作用的結果，不僅反映城市自身的經濟脈動，也折射出全國消費復甦的深層邏輯。

2025年，北京全年社會消費品零售總額（下稱社零總額）為13,677.02億元（人民幣，下同），同比下跌2.9%。除10月曾短暫轉正外，其餘月份均為負增長，顯示消費復甦基礎仍不牢固。其中12月社零總額環比下降1.6%，雖較全年表現略有改善，但仍未形成趨勢性回升。分部類來看，大宗消費與可選消費普遍疲弱，多數品類全年均為負增長，如服裝鞋帽類、體育娛樂用品類、家用電器類、汽車類和通訊器材類全年社零總額變幅分別為-5.9%、-5.2%、-0.5%、-13.7%和-15.9%。在收入預期偏弱、就業壓力尚存的背景下，消費者更傾向於延後或縮減此類支出。

但在整體承壓的背景下，北京消費結構中仍有亮點，「悅己」與「保值」成為逆勢增長的主力。化妝品類和金銀珠寶類全年零售總額分別達324.39億元和793.73億元，同比增速分別為12.6%和39.5%。

化妝品類消費具有明顯的情緒價值屬性，經濟波動時期反而更具韌性。而金銀珠寶類兼具消費與保值功能，在不確定性上升時更受青睞。

與北京相比，上海消費表現更具韌性。2025年全年社零總額為16,600.93億元，同比增長4.6%，顯著好於北京。其中「時尚消費」與「品質生活」支撐增長作用明顯，消費亮點主要集中在化妝品、服裝鞋帽針紡織品和金銀珠寶等三類，全年社零總額分別為1,405.05億元、3,494.87億元和402.97億元，同比增幅分別為5.5%、4.5%和5.5%。這些品類共同反映出上海消費文化的特徵——注重時尚、品質與體驗，尤其是化妝品類社零總額是北京的四倍以上。

與此同時，上海的科技與居家消費快速擴張，文

化辦公用品、家用電器和音像器材和通訊器材等三個品類商品社零總額分別同比增長30.4%、24.3%和16.4%。這說明上海的消費升級正在從「外在形象」向「生活品質」延伸，科技、智能、居家成為新的增長點。

京滬表現分化 惟同見消費升級

為何北京與上海出現如此不同的消費軌跡？筆者認為，這或許與兩座城市在人口結構與流動性、產業結構與就業預期、消費文化等方面的差異有關：北京近年來部分高淨值人群與企業外遷，人口增速放緩，上海則在吸引年輕人口、外來人才方面更具優勢；北京以科研、教育、行政管理為主，部分行業薪資增速放緩，上海的金融、貿易、科技服務業復甦較快，就業預期相對穩定；北京消費者更注重「實用」、「保值」，上海消費者更偏好「時尚」、「品質」。

在筆者看來，消費復甦的關鍵在於「預期」而非「促銷」，真正決定消費趨勢的，是居民對未來收入與就業的信心。消費升級並未停止，而是呈現「分層化」趨勢，高端人群、中產階級和年輕人群的「保值型」、「品質生活」、「悅己型」消費百花齊放。此外，促消費政策刺激的邊際效應正在下降，單純依靠補貼和降價難以形成持續拉動，必須

從結構性問題入手。

筆者建議，政策應當從多舉措結合、提升政策可感知度和培育新型消費場景三方面入手。一是「促消費」與「穩就業」、「增收入」、「惠民生」、「補短板」等舉措相結合，繼續加大對中小企業的稅費減免與融資支持，推動重點行業薪酬機制改革和強化住房、教育、醫療、生育等領域改革，擴大公共服務崗位與靈活就業保障。二是讓補貼「看得見、算得清」，提高消費品以舊換新補貼標準，簡化補貼流程，推動地方特色商品和大宗耐用品升級、數碼用品等部類的差異化補貼，並用好個人消費貸款等金融工具和財政補貼、貸款貼息等財政工具。三是推動消費熱點向新業態轉變，支持智能家居、智能辦公、數字娛樂等新領域，推動線下商業數碼化升級，鼓勵企業開發適老化、綠色化產品。

倡香港優化消費券 加強與內地協同

對香港而言，北京和上海的情況也可以提供啟示。香港在消費券政策上已有成功嘗試，可進一步優化數碼化服務，提升政策可感知度。香港在智慧零售、文化消費、綠色消費等賽道可發力，以培育新型消費場景。香港可以進一步推動跨境消費節、聯合展會、區域品牌推廣等，強化與內地城市協同。

聯儲局新帥未上任 暫且以最差處境準備

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

自去年底起，下任聯儲局主席人選，市場一直只聞樓梯響，不見人下來。特朗普早前揚言，其對於下任聯儲局主席已有心目中人選，千呼萬喚始出來。

一直在相關博彩賠率上叮嚀馬頭的是兩位KEVIN。一位是去年12月盛傳大熱的KEVIN HASSETT（凱文·哈塞特），近日呼聲驟然變冷，皆因特朗普公開明言，希望他留任白宮經濟顧問的原位，此之所以，另一邊廂，KEVIN WARSH（凱文·沃什）馬上躍升為幾乎肯定之選。最終公布提名人選，果然是KEVIN WARSH。市場反映資訊效率之奇，可見一斑。

當年錯揀鮑威爾 特朗普悔不當初

KEVIN WARSH多年來被外界視為鷹派，皆因為曾經有多年傾向不減息，但其實細心留意，去年至今已經改了口風，傾向支持特朗普的減息云云。換言之，一般人解讀是鷹是鴿，還須留意當時環境，此一時，彼一時，人選本身是否真的有特別鷹鴿傾向，抑或只是剛巧面對當時經濟環境，甚至其他考慮，都須小心理解。

此君當年跟鮑威爾同樣是特朗普可能揀選的聯儲局主席之選，當時最終揀了鮑威爾，特朗普如今明言悔不當初。以此觀之，是鷹是鴿，實在難

料。反正目前外界傾向以鷹視之，短期內仍將如此。基於特朗普與鮑威爾之爭，能否順利上任仍有變數，當然要有充分心理準備，估計最壞處境。如此一來，經歷1月好景後，目前直到5月鮑威爾離任主席，風險資產有回吐壓力。

數據為本不易 無懼安危更難

美聯儲最新議息，看來按兵不動，但撤除減息與否，內裏乾坤在於微言大義，何況特朗普連番出招，直接從人事任命，間接從威脅要刑事調查美聯儲總部大樓修建工程等，對央行官員正常運作，都構成風險。

面對此番風險，各位理事議息時，是否仍可一如以往數據為本，純粹平衡當前通脹和失業風險，貫徹雙重政策目標，全不用理會個人去留以至安危？顯然，數據為本不易，無懼安危更難！

追隨趨勢者主導 金銀價進銳退速

早前特朗普翻來覆去未有決定，只為如何把親信安插其中，發揮最大影響力，盡量保障大幅度激烈減息，技術上不無變數，才會懸而未決。全球投資者質疑美聯儲未來獨立性，實金有理。金銀價近期急漲，誠如本欄分析，一旦形成自我實現預言，正反饋之下，後段參與者多數純粹追隨

趨勢，一旦不能馬上創新高，高槓桿下自然進銳退速。

話雖如此，上述只是回吐，並非根本性逆轉，金融市場未來走向，真正大方向取決於一個基本事實：特朗普重新上場，美元資產趕客，投資者轉戰其他市場，如今特朗普依然堅持，不在乎美元走弱，更有此效，相對而言，減持美元資產，增持美元資產以外任何資產，已成大勢所趨。

（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。）



●鮑威爾5月份將卸任聯儲局主席，特朗普早前提名凱文·沃什為新主席人選。 彭博社

美國國債危機：歷史信譽與全球投資風險

黃偉棠 寰宇天融投資管理行政總裁、香港都會大學客席講師、註冊會計師、特許金融分析師

美國國債百年來維持極高信譽，自獨立戰爭起從未實質違約，經歷內戰、兩次世界大戰、大蕭條與多次金融危機，皆能迅速恢復財政秩序並履行償債承諾，「全信與信用」背書使其成為全球最安全資產之一。截至2026年初，聯邦債務總額超過38.43萬億美元，債務對GDP比率逼近100%，但美元儲備貨幣地位與長期低利率環境仍支撐其吸引力。二十世紀美國經濟霸權崛起，透過布雷頓森林體系、馬歇爾計劃及技術主導，將國債轉化為全球影響力工具。國債廣泛嵌入保險、退休基金與長期投資組合，提供低風險配置與流動性支撐，成為金融穩定基石。然而，債務規模持續膨脹，加上近期地緣事件，已讓部分投資者開始審慎評估其長期可持續性。

美債風險增 人民幣債地位提升

全球主要持有者對美國國債風險分化明顯，日本長期位居首位，持有約1.1萬億美元，佔總額約3%，主要服務外匯儲備與匯率管理；中國則採取極具前瞻性的策略，從高峰期逾1.3萬億美元逐步減持，最新規模回落至約8,000億美元以下，佔比降至2%以內。這十餘年來的持續減持，體現出主動降低單一主權信用風險的智慧配置，有效分散地緣與信用曝險。

同時，中國積極推進金融基礎設施建設，推出自主跨境支付系統CIPS，逐步降低對美元結算體系依賴，並大幅增持實物黃金儲備——黃金作為五千年人類歷史中唯一歷久不衰的價值儲存工具，在當前環境下重新成為核心避險資產。從投資角度觀察，隨著人民幣信譽逐步累積，中國政府債券將逐漸成為全球機構多元化配置中的優質選擇，其可靠性、穩定性與信任度將在長期過程中獲得更廣泛認可，為全球資產配置開闢新空間。

美國國債信譽若動搖，可能源於債務增速長期超越經濟增長、利率快速上升、債務上限僵局，或投資者信心集體轉向，進而引發債務流動性危機、通脹失控甚至系統性凍結。歷史模型顯示，此類信用事件傳導極快，可能數月內重塑全球資產定價，導致股市劇震、養老基金壓力劇增及新興市場資本外流。雖然全面崩潰機率仍相對可控，但風險已逐步上升，尤其近期地緣施壓事件後市場敏感度明顯提升。從純投資視角，機構與個人應加速多元化：增持實物黃金、優質新興市場債券、歐元區高評級資產或加密貨幣等非傳統避險工具；國家層面則可強化本土金融基礎設施與儲備多元化，提升經濟韌性與貨幣自主性。此轉型不僅降低單一信用曝險，更能在全球貨幣格局演進中把握長期穩健回報與新興機會。

金價急挫屬短暫 牛市格局未改

時富金融研究部

凱文·沃什出任下一任聯儲局主席，成為上星期五貴金屬價格急跌的核心誘因。沃什並非政治親信，而是兼具貨幣政策專長、華爾街經驗與白宮履歷的資深人士，其提名顯著緩解了市場對聯儲局獨立性受損的擔憂。此信號強化了政策專業性將得以延續的預期，推動美元指數與美債收益率上升，從而增加持有無息資產黃金與白銀的機會成本，同時亦削弱了「貴金屬將取代美元成為全球儲備貨幣」的市場論述。

中長期支持邏輯依然穩固

2025年以來，全球貴金屬市場持續走強，投機情緒不斷升溫，交易擁擠度處於高位，這種過熱態勢難以長期持續，亟需一次調整來回歸理性。此次價格下跌，正是市場主動降溫的表現，既能釋放早前積累的投機情緒，亦可消化獲利盤壓力，為往後行情健康發展重新積聚動力，避免市場泡沫進一步擴大。儘管短期波動劇烈，但推動貴金屬長期走牛的根本因素並未動搖。首先，全

球央行持續增持黃金的趨勢依然未變。面對地緣政治碎片化與去美元化浪潮，包括新興市場在內的多國央行，仍視黃金為對沖主權風險與外匯儲備多元化的關鍵工具。其次，縱使美元短期反彈，但美國財政赤字高企、債務規模膨脹，以及全球貨幣體系重構的長期趨勢，繼續為黃金提供結構性支持。此外，當前國際局勢正步入新一輪緊張周期。委內瑞拉政局動盪、格陵蘭島資源博奔升溫、伊朗核問題再度發酵，加上美日聯合干預匯市以穩定日圓等舉措，均反映全球宏觀環境的高度不確定性。

長遠而言，全球央行購金趨勢持續、地緣政治風險長期存在、美元長期走弱的趨勢，以及全球貨幣體系重塑，共同構築貴金屬中長期上升的堅實基礎。是次調整不但釋放了市場過熱情緒，亦為長線配置資金提供入市機會。投資者無須過度聚焦短期價格波動，應著眼中長期邏輯，重點關注聯儲局政策動向、地緣政治局勢演變，以及全球央行購金節奏，把握階段性調整帶來的長期配置機遇。

2025年最具代表性的12大數據(四之四)

梁淨明 HashKey Capital研究員

本欄對於2025年加密市場格局的核心變化剖析，本週來到尾聲。

生息穩定幣供應量大增逾八成

在USDC與USDT主導的傳統支付應用之外，具備流動性的生息穩定幣在2025年市場需求顯著增長，且這一趨勢預計將在2026年進一步加速。與USDC與USDT合計約45%的同比供應增長相比，生息穩定幣的供應量同比增長約85%，這凸顯了穩定幣的角色已不再局限於高效支付工具，也正在成為具備流動性、易獲取的收益來源。

年初，Ethena的sUSDe表現強勁並一度領跑市場；然而，地緣政治局勢的加劇，疊加部分生息穩定幣項目在風險管理與風控機制上的不足，對其整體表現形成拖累，也進一步凸顯了風險管理的重要性。與此同時，Sky的sUSDS在年內實現了約35億美元的淨流入。該產品以多元化抵押結構為支撐，包括穩定幣、RWA（現實世界資產，Real World

Assets）、借貸及質押等資產形式，因而能夠提供具有吸引力的收益表現。

x402助AI支付加快發展

自推出以來，x402標準經歷了多次升級（包括x402v2），並在應用層面持續擴展，從最初的小眾實驗性框架，逐步演進為鏈上AI智能體交易的核心基礎設施。隨著生態系統向更複雜的智能體之間（agent-to-agent）交易發展，2025年x402的整體採用度顯著提升，鏈上使用指標呈現出指數級增長。在x402活動分布方面，Base成為最主要的鏈上承載網絡；不過，Solana在2025年第四季度快速追趕，在x402交易數量上顯著縮小了與Base之間的差距。x402在零售用戶與開發者中的快速採用，隨後也獲得了機構層面的認可與參與，其中最具代表性的是Cloudflare與Coinbase圍繞x402的合作，共同成立x402Foundation，以及x402被整合至Google的AP2體系。

加密支付卡爆發之年

2025年，數字資產在現實世界場景中開始被高效、規模化地使用。與2024年相比，2025年加密支付卡交易規模超越5.46億美元，同比增長400%。儘管未納入圖表展示，我們的投資組合公司Reap在該階段內實現了處理交易量增長6倍，並已實現盈利，同時正穩步推進，近期將達到1億美元的年經常性收入（ARR）目標。這一增長主要得益於穩定幣基礎設施的成熟、銀行體系開放程度的提升，以及零售與機構用戶希望在鏈下場景中釋放數字資產更高實用價值的持續需求。僅在今年，加密支付卡相關公司也吸引了更高的資本關注度，出現了多起重要融資案例，其中RedotPay在最新一輪B輪融資後累計融資額在今年已達1.94億美元。

展望未來，圍繞數字資產，尤其是穩定幣的監管環境日益明朗，不僅將推動穩定幣產業本身的發展，也將進一步帶動加密卡消費規模的持續增長。

加密行業融資併購 IPO 重啟

2025年重新點燃數字資產生態內市場關注度，全年融資總額達到227億美元。在經歷一段較長時間的加密企業IPO低潮期後，隨着監管政策環境趨於友好，加密公司所處的流動性環境顯著改善。在公開上市方面，Circle、Bullish、Galaxy Digital、Gemini、eToro以及Figure等公司相繼在美國完成上市；在香港，HashKey Group成功登陸港交所，進一步體現出在充分且有利的監管框架下，數字資產行業正獲得越來越高的市場認可度。在併購（M&A）方面，2025年共完成267筆交易，總規模達86億美元，無論是交易數量還是金額，均接近2024年的四倍。此類併購的核心主題主要集中在牌照獲取、穩定幣能力擴展以及衍生品業務布局等方向。（完）

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。