



經濟觀察家

在去美元化的背景下，全球，尤其是亞洲資產大幅超配美元，低配本幣的「套利交易」，勢必經歷一輪結構性「再平衡」。在此過程中，人民幣貶值預期或將消弭，甚至出現強勁的升值動力。

5月12日，中美發布日內瓦經貿會談聯合聲明，宣布將4月2日以來對雙方加徵的125%關稅降至34%，並參照美國對其他國家的做法，對其中24%的關稅暫停90天實施。也就是說，在此後的90天內，美國「僅」對中國徵收20%針對芬太尼問題的關稅及10%的對等關稅。在達成協議的過程中，中方並未做出實質性的讓步。

資金再平衡 人民幣升值動力增

持之以恒

易 恒

上述會談的結果在多個方面超預期，尤其對中國而言，筆者認為這主要是由於美方短期的關稅降級動力較強。具體來看：1）此前美國和其他國家關稅談判一波三折，市場對此次中美日內瓦談判的預期偏低；2）在對等關稅維度上，中國的「待遇」並未相對全球更嚴苛，大幅超出預期；3）相比於去年年底、市場對特朗普政府將對全球加徵不到10%、對中國加徵40%至60%關稅的預期，目前對中國加徵關稅的相對水平溫和。

中國經濟韌性較強

筆者認為，人民幣匯率走勢並未充分演繹基本面變化。雖然市場對「禁運級」關稅降級有一定預期，但經歷「過山車」後，美國對中國加徵關稅水平大幅低於去年年底的預期。同時，中國內需下行壓力減弱、產能出清進入「衝刺期」，國內核心物價下行壓力緩解，這些變化均好於年底時市場預期。

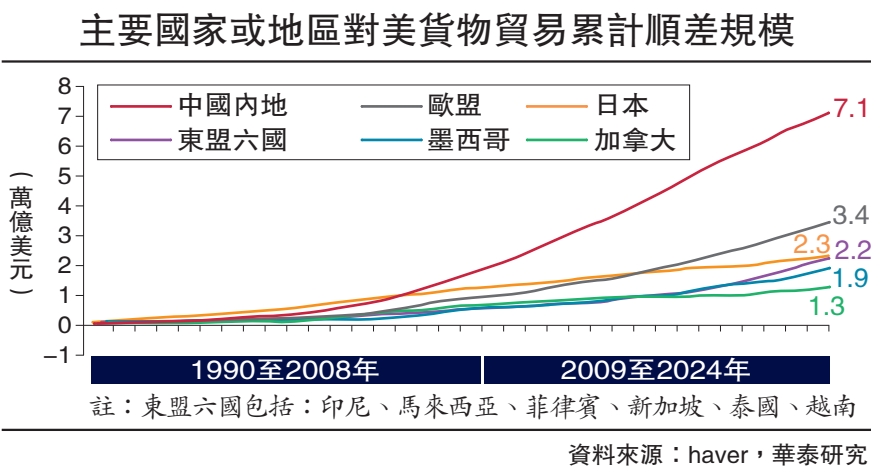
誠然，未來美國對華關稅仍可能反覆，但筆者判斷：1）本次關稅「休戰期」可能比市場想像的更長；2）其後美國可能不會再次踏入對華關稅無序上升這一泥沼中，尤其考慮到特朗普對華仍抱有做交易的強烈意願；3）本輪美中關稅上升到限制性水平的過程中，中國經濟韌性總體好於預期。

反觀人民幣匯率，雖然兌美元小幅反彈，但年初至今仍然兌一籃子貨幣走弱5%，其中對日圓走弱6.4%，兌歐元走弱6.3%，對韓國和新台幣分別走弱4.3%和6.7%。實質上，人民幣的競爭力相對全球仍在快速提升。今年一季度，美國對中國關稅上調了20個百分點，但中國經常項目順差同比跳升250%，佔GDP比例同比增長2.6個百分點，即是例證。

回歸中長期基本面看，人民幣真實匯率已經通過低通脹進行了充分的調整，人民幣名義匯率競爭力極強。隨著美聯儲在2022年3月開始加息，2022年4月以來人民幣真實有效匯率已累計回調15.4%，其中名義有效匯率回調4.8%，而國內低通脹則進一步帶動真實有效匯率調整。

近年來中國製造業全方位的成本和效率優勢加速提升，如2020年以來中國以美元計的PPI指數的累計漲幅比歐美低30至40個百分點，以美元計的出口價格指數的累計漲幅亦低約30個百分點。

中國出口佔全球的比例持續上升，貿易順差和經常項目順差佔比也節節攀升。中國貿易順差在2023年達到8221億美元的基礎上，2024年再度同比增長20.6%，佔全球所有貿易順差國順差總額的31%，同時，中國經常項目順差率繼續走闊，2024年二季度至2025年一季度的一年中已經達到2.8% GDP的高位，相比2019年的



0.7%大幅攀升。

2025年來，人民幣兌一籃子貨幣貶值5.0%，而中國CPI明顯低於全球水平，顯示人民幣實際匯率下降（即競爭力上升）更多。另值得注意的是，隨著油價大幅下跌，製造業商品價格降幅趨緩，筆者認為中國的貿易條件明顯好轉，而人民幣匯率不升反降，未反映這一代表國民收入改善的邊際變化。

去美元化大幕初啟

美元作為全球儲備貨幣，在全球化加速時代享有較高的估值溢價和超額配置。目前，美元的真实匯率比歷史均值高出約20個百分點，而美國的貿易逆差額和購買力平價分析顯示，美元相對於均衡水平高估的幅度可能更高。這是因為，美元作為全球的儲備貨幣，美國作為全球「公共服務」的提供國，其超級大國地位和政府公信力是美聯儲得以向全球徵收「鑄幣稅」的基礎。這一基礎支撐美元資產被長期超配，在股、債、匯各個資產類別中均享受較高的估值溢價。

然而，當全球化（在特朗普的關稅政策下）加速逆轉，交易變少，而交易成本的安全成本上升時，持有美元的必要性和動力必然下降，美元的估值溢價也將消失。本次大幅加徵關稅美元卻明顯走弱，即印證這一點。

哪些國家超配美元資產最多？雖然美股、美債的投資者「名義國別」各異，但通過追溯過去二十至三十年間各國對美國的累積順差額，筆者可以大致判斷全球美元「散落」在哪些國家的廣義資產負債表上。

配圖所示，1990年來對美累積順差最多的國家和地區是中國（7.1萬億美元）、歐盟（3.4萬億美元）、日本（2.3萬億美元）、東盟（2.2萬億美元），而相對於本國GDP，囤積美元最多的國家和地區可能是墨西哥、中國台灣地區、OPEC、東盟、日本。

我們在這些國家和地區的金融機構和企業的資產負債表上也可以看到長期「超配」美元的明顯特徵——如日本銀行業境外及外幣資產佔總資產的6%，而外幣負債僅佔總負債的2.4%；中國台灣地區壽險公司的海外資產佔比高達61.3%，而上市壽險公司的海外收入佔比僅為9.5%。五一長假期間新台幣快速升值掀開了台灣金

融機構美元資產和本幣負債大幅錯配的「冰山一角」——當去美元、再平衡的齒輪開始轉動，美元每次階段性貶值大概率引發此前超配美元的機構大量拋售，加劇美元波動下行壓力。

除了金融機構之外，中國出口商也在2012年後大幅超額「配置」美元資產，體現為出口商的結匯比例大幅下降。數據顯示，中國出口商的平均結匯比例已經從2003–2007高點的七成左右，下降至2024年的48%附近，而其國內增加值的比例維持在六至七成。也就是說，中國出口商過去十餘年結匯不足，而另一邊他們可能在國內借貸填補給匯不足帶來的運營資金缺口——這也是一種形式的「套利交易」。如果以過去二十年58%的平均結匯比例計算，過去十餘年中國出口商可能超配美元資產超過1萬億美元，而2021年至今，未結匯收入可能接近5000億美元。

所以無論從基本面維度，還是從貨幣錯配的幅度（再平衡壓力）而言，筆者認為人民幣均不宜相對主要貿易夥伴繼續大幅貶值。

趁勢做大國內市場

去美元化可能成為全球資產配置的結構性趨勢，雖然黃金、戰略資源、數字貨幣等都受益於去美元化的配置需求，但這些資產的相對體量遠遠不足。筆者認為，如果美元趨勢性貶值，則糾正本外幣錯配、減少美元的「超配」在包括中國在內的順差國均勢在必行，而潛在體量不可低估。

在此趨勢下，做大、做深、做強國內的資本市場，尤其是固定收益產品市場，將有助於承接美元配置回流的巨大需求。更具體地，增加國債、尤其是長期國債的供給，同時擴大金融市場對外開放，不僅有助於承接潛在的資產「回流」，推動人民幣國際化的進程，也有助於在外需波動的環境下穩定，甚至擴張內需。

強大的國內需求是中國在多邊化全球體系中「乘勢而上」、推動人民幣國際化的重要基礎。所以，抓住這一機遇，實施更積極的財政政策，允許人民幣匯率順勢回升、同時加大國內金融產品供給，不失為「一石多鳥」，意在長遠的政策組合。

（作者為華泰證券首席宏觀經濟學家）

構建香港資本市場新格局

港股觀察

席春迎

在全球經濟格局深刻重塑、地緣政治複雜演變的大背景下，香港作為國際金融中心的傳統優勢正在受到新一輪全球秩序重構的挑戰。在這種不確定性中，香港被中央政府賦予「超級聯繫人」與「超級增值人」的戰略角色，其核心使命是連接中國與世界、連接產業與資本、連接制度與規則。香港要真正扮演好這一角色，資本市場須率先實現結構性重塑，成為推動國家戰略、服務實體經濟、激發產業轉型的前沿平台。

日前，財經事務及庫務局局長許正宇於國際關係和可持續發展中心（CIRSD）剛出版的Horizons期刊（2025春季號）發表署名文章《香港在世界變局中擔當全球的超級聯繫人》，系統闡述了香港在資本、產業、科技三個維度的連接角色，並提出包括綠色金融、財富管理、ETF跨境聯通、家族辦公室等方面的發展藍圖。本文將圍繞「香港資本市場如何改革以匹配超級聯繫人角色」這一核心議題，提出系統化改革思路與機制設計建議。

一、重新理解「超級聯繫人」在新時代的戰略定位

「超級聯繫人」不是傳統中介或通道概念，而是國家金融戰略對外的制度接口與資源整合者。這一角色至少包括三重功能：1.戰略連接功能連接國際資本與中國優質資產，是人民幣國際化、科技創新、產業升級的橋樑。2.平台聚合功能——在香港建立資本、項目、制度、服務、數據五位一體的資源匯聚平台，實現產業金融系統協同。3.規則協同功能——成為中國制度國際化「試驗田」，在公司治理、綠色標準、財富管理、金融科技等領域先行先試，為全球華語資本市場提供範式引領。

二、香港資本市場的結構性瓶頸與變革契機

當前香港市場存在明顯結構性扭曲，嚴重制約其「超級聯繫人」角色發揮：1.市場層次單一：主板與創業板定位模糊，缺乏OTC孵化市場，無法容納中早期項目及多元化企業成長路徑。2.上市成本高昂：券商、律所、審計費用居高不下，中小企業難以承受，資本市場准入與生存雙門檻高築。3.估值體系失效：流動性不足與估值倒掛並存，企業價值難以真實反映，PE/VC基金退出困難，抑制資本形成。4.缺乏出清機制：沒有強制退市、併購退市、自動轉板等機制，「殼資源沉積+績差殭屍橫行」的局面嚴重損害投資者信心。5.監管包容度有待提高：在內地資本市場全面改革尤其是併購鬆綁支持產業轉型升級之際，香港改革節奏有待加速，提升監管包容度。

三、構建匹配超級聯繫人角色的資本市場系統改革方案

（一）建立多層次資本市場生態體系，應建立「主板+創業板+OTC市場」三位一體的市場分層體系。1.主板服務穩定成熟企業與國際投資者配置需求；2.創業板聚焦「專精特新」企業及硬科技項目，簡化審批、激勵創新；3.OTC市場（可參考美國OTCQB或內地新三板）吸納非IPO企業、跨境項目、家族企業、Pre-IPO儲備項目，實現融資、流動性與估值發現功能。

（二）完善「退出機制」，形成資本循環通道，建設健康資本市場必須打通「進入—成長—退出」的完整鏈

條。1.推動自動退市機制實施：以營收、股價、市值、審計意見等指標形成量化退市標準；2.鼓勵併購退市：提供稅收、審批便利，引導產業整合式退出；3.建立「轉層機制」：允許GEM企業轉主板，OTC企業衝刺GEM，以成長路徑激活市場生態。

（三）推動資本與產業融合發展的制度平台，香港不應僅是資金聚集地，更要成為產業協同中樞。1.設立「超級聯繫人母基金」：由政府牽頭、政策資金引導、市場化基金管理，專注推動內地中小企業港股上市、香港企業內地投資、科技產業跨境嫁接；2.建立「跨境併購綠色通道」：針對內地民企「借殼來港」與香港企業「併購回流」提供專項審核與支持機制，釋放併購活力；3.鼓勵「估值修復型二級市場基金」：引入頭部PE、政府基金、家族辦公室參與低估值港股中小企業的併購整合與市值重塑。

（四）制度性降低中小企業上市與存續成本。1.建立「上市直通車」機制：對於國家級專精特新企業、戰略性新興企業，設立綠色通道、專項保薦、費用減免；2.改革GEM合規監管要求，轉向信息披露導向、輕審核重持續監管邏輯；3.探索「帶項目掛牌+發行分離」機制，實現OTC掛牌即融資，降低首次融資門檻。

四、打造資本與可持續發展接軌的新制度優勢

（一）綠色金融生態建設與ESG制度統一，以《香港可持續披露路線圖》為基礎，推動企業統一採用ISSB標準，加快港股公司氣候披露轉型；1.構建「綠色債券+綠色評級+綠色基金」一體化產品鏈，打造亞洲綠色金融中心；2.建立「碳資產交易中心」試點，推動碳信用、碳合約證券化交易機制，連接東盟及中東國家碳市場資源。

（二）吸引「耐心資本」參與中小企業融資與治理。1.優化REIT與基金稅務政策，激勵長期資金參與上市公司治理與定增；2.鼓勵銀行、保險資金設立「中小企業信用增信基金」配套OTC市場融資產品；3.通過家族辦公室網絡形成「估值+賦能+退出」閉環生態，增強小市值企業發展韌性。

五、治理機制與政策協同體系重構

香港資本市場的重建不僅需要交易制度改革，更需治理結構與監管機制創新。1.建議成立「資本市場改革統籌委員會」，吸納港交所、證監會、律所會計師協會、投資機構、企業家代表，共同制定中長期改革路徑；2.推動與內地資本市場「互認+聯動」：與北交所、新三板、深交所共建「多地多層跨境上市機制」，探索統一ESG標準、雙地掛牌、審計豁免路徑；3.加強與東盟、中東等「一帶一路」國家金融互通合作，打造以香港為中心的「泛亞洲中小企業資本協作網絡」。

「超級聯繫人」是一項系統性戰略任務，其核心在於連接、賦能與引領。香港資本市場要真正承擔這一角色，必須實現從單一IPO市場向多層次、多功能、多維治理結構的系統躍升。我們期待一個新香港資本市場：這裏不僅是交易所，更是制度創新場、產業孵化器、財富匯聚池與規則協商平台。在全球重構中走出一條有香港特色的資本市場之路。

（作者為香港中小上市公司協會主席）

買樓收租 回報跑贏定存

樓市智庫

陳永傑

銀行水浸，拆息連日急降。與樓按相關的1個月拆息從4月底約4厘水平至目前跌穿1厘，供樓負擔減輕，對樓市起到支持作用，帶動市場氣氛轉旺。

在關稅戰下，熱錢湧入本港，金管局本月四度入市，共注入近1300億港元，銀行體系總結餘激增至1741億港元。銀行業水浸之下，H按實際按息跌穿3厘。樓市進入「供平過租」時代。這意味着，每月供款平過每月租金的支出，或代表買樓收租，每個月的租金收入足夠抵銷利息開支，是吸引投資者重投樓市的一大誘因。

根據中原城市領先指數調查，全港143個大型屋苑中，有140個的租金回報率達2.28厘或以上，整體佔比98%。大批屋苑現時供樓開支低於租金，吸引部分租客轉向置業，市場有望出現更多「轉租為買」的需求。

至於「熱錢效應」，對樓市的正

面影響亦有跡可尋。金管局對上一次入市是在2020年4月至10月期間，半年內合共85次入市，累計向市場注入逾3600億港元。即使當時本港正值第二、三波疫情爆發，但受惠熱錢泊港，本港樓價於疫情下不跌反升。

目前的減息潮下，銀行定存利率由早前的4、5厘以上高位，回落至現時普遍不足3厘，過往將資金長放銀行「食息」的吸引力大減。相比之下，現時樓市租金回報率平均已升至約3.5厘，已超越定存利率。在資金尋求更佳回報的情況下，物業市場的投資吸引力正逐步回升，釋放更多購買力，樓市將因此受惠，今年樓市見底機會增加。

樓市氣氛轉旺，新盤更越賣越旺。5月上半月一手市場成交近1000宗，比上月同期增加1.2倍。二手方面，中原5月上半月亦促成逾370宗二手買賣，亦比上月同期升逾一成。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）