

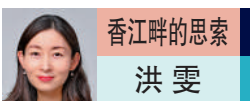


▲充分利用河套合作區位於粵港邊境地帶的特殊地理位置，結合深圳作為中國硅谷、科技高地的優勢，及香港作為國際流通樞紐的地位，吸納兩地的制度優勢，成為特區中的特區。

經濟觀察家

從國家主席習近平提出「『一國兩制』實踐進入了新階段」的重要論斷，到中央港澳工作辦公室主任、國務院港澳事務辦公室主任夏寶龍南下調研，傳遞出一個清晰的信息，那就是中央政府高度支持港澳探索「一國兩制」在新階段的新發展路向，並對大灣區加強互惠合作和聯動發展寄予厚望。

推動制度創新 為灣區發展開新局



香江畔的思索 洪雯

去年澳門回歸祖國二十五周年，習近平主席在慶祝大會上發表重要講話，明確指出：「實現香港、澳門更好發展，為強國建設、民族復興作出更大貢獻，是新時代『一國兩制』實踐的重要使命。」習近平主席更提出了「『一國兩制』實踐進入了新階段」的重要論斷，並指出「『澳門+橫琴』正在成為豐富『一國兩制』實踐的新示範、推動粵港澳大灣區建設的新高地、實現國家高水平對外開放的新平台」。這些重要論述，體現了中央對港澳「一國兩制」實踐的殷切期盼，為香港參與大灣區的建設指明了方向。

今年年初，夏寶龍主任在專題研討會上對習近平主席的重要講話作出進一步闡釋，希望香港主動識變、應變、求變，更好發揮「一國兩制」制度優勢，打開發展的新天地。而蛇年伊始，夏主任旋即南下，考察橫琴、前海、河套等大灣區重點合作平台，調研各區的規劃建設與產業發展。

擴大「有限融通」實行範圍

港澳應如何回應國家的殷切期望？筆者認為，「一國兩制」實踐進入了新階段，大灣區未來應努力探索，以「有限融通」的方式來突破大灣區內部「硬邊界」的限制，在風險可控的前提下推動要素的跨境流動。

粵港兩地分屬不同的經濟體和關稅區，中間存在分隔兩地的「硬邊界」。在大灣區內部，人、貨、信息、資金等要素不能自由跨境流動，面對關稅邊境及制度的阻隔；對外，香港是自由港和全球最自由的經濟體，而內地相對而言是管制型的經濟體，兩地的對外關稅水平、資金流通制度、投資開放程度、對外經濟政策亦有實質的區別，維持各自不同的邊境管制。只要「一國兩制」存在，這個邊界就不會消失——這是大灣區經濟融合面對的客觀現實。

不過，「硬邊界」的存在，並不能阻隔粵港澳三地之間在多方面的融合發展。要作出突破，筆者認為比較務實、風險可控的模式，是通過「封閉管道」實現「有限融通」，讓要素在局部小範圍內實現閉環的跨境流動。

何謂「有限融通」？即是在局部可控的範圍內，實現資金、數據、信息等要素的跨境流動。舉例，目前香港與內地金融市場之間的金融「互通」機制，包括股票通、債券通、QDII（合資格境外機構投資者）、QFII等（合資格境外機構投資者），讓資本在封閉管道內進行跨境流通，形成閉環，不能流出到環外，這就是「有限融通」的典型範例。香港高鐵實施「一地兩檢」，在香港站的有限地域範圍內實施內地法律，同樣是「有限融通」。

又如，「東莞—香港國際機場物

流園」讓內地貨物在東莞園區內安檢和清關，在封閉式監管下經水路直達香港機場，直接空運往世界各地，也是「有限融通」的模式；而這一模式目前從貨物擴大到旅客聯運，香港國際機場與珠海機場之間通過封閉管道實現「經珠港飛」，也是「有限融通」模式的應用。這種模式雖然比較碎片化、小規模，但是風險可控、可進可退，先對大灣區內的交往作出局部的、逐漸的改善，未來隨着國家整體開放水平的提升，再將封閉管道內的有限融通向外擴展。

未來，大灣區要實現深度「融合」，不妨大力探索其他領域的「有限融通」。比如，「港澳藥械通」一方面可在內地進一步擴大，另一方面可否探索內地藥械來港註冊，繼而走向世界的反向「港澳藥械通」？高鐵「一地兩檢」可否探索走向機場、航空運碼頭、直升飛機，以及未來跨界的低空經濟領域？適逢內地與香港金融市場「互通」機制實施十周年，未來如何深化互聯互通機制，在深度和廣度上進一步拓寬，進一步便利粵港之間的資金流動、金融開放？數字經濟時代，如何利用「有限融通」模式，推動大灣區內部的數據跨境流通？大灣區標準如何擴大到新的領域，如職業安全標準、食品標準、藥品標準、專業標準等？——這些都是擺在我們面前的重要課題。

早前，筆者到廣東省發改委大灣區辦公室進行交流，分享了推進大灣區「有限融通」的一系列思路，當「大灣區共同漁業保險池」的概念得到廣東省迅速回應。香港本地漁業規模非常有限，對GDP的貢獻不足0.1%，從業員佔總就業人口不足0.5%，但提供了本地99%的活家禽、33%的海魚、8%的活豬、4%的淡水魚、2%的新鮮蔬菜，對本地社會有重要貢獻。

世界大多數地方均有漁業保險制度作為集體風險管理工具，但香港漁業規模嚴重不足，本地市場缺乏商業上可行的保險計劃。一旦香港出現颱風、暴雨，漁業遭受破壞，從業者只能依賴政府微薄的「緊急救援基金」。我提出，香港能否加入廣東省的漁業保險計劃，形成「大灣區共同漁業保險池」？此舉能解決香港本地產業規模不足的問題，亦增大廣東省保險池，降低成本。對於這一建議，廣東省迅速給予積極回應，我已將廣東有關部門的回應交給了香港漁農自然護理署跟進。

夏寶龍主任此次調研，亦聚焦河套合作區的規劃發展、河套區科研人員跨境通行便利安排、北部都會區和河套香港園區規劃建設及產業招商等問題，並與特區政府官員深入交流了香港在新形勢下，進一步識變應變求變，加快改革創新，進一步加強粵港合作、更好融入大灣區等課題。

筆者自己有一個「大河套」的概念，就是把河套向東、向西及周邊地

區延伸，成為一個大河套區，充分利用該區位於粵港邊境地帶的特殊地理位置，結合深圳作為中國硅谷、科技高地的優勢，及香港作為國際流通樞紐的地位，吸納兩地的制度優勢，成為特區中的特區，吸引來自全球的、需要到兩地共同優勢的產業落戶，協助內地城市對接國際、向外發展，亦促進香港創科發展和產業多元化。

比如，世界進入數字經濟時代，而香港與大灣區內地城市之間的數據難以跨境融合。在個人層面，銀行信貸數據、醫療紀錄等無法跨境流動，阻礙居民的跨境生活；在企業層面，營運數據不能跨境，香港與內地的業務只能分割成兩盤不同的生意，難以整合。香港要成為「國際數據港」，應積極探索在符合國家安全規定、符合隱私保護的前提下，將內地數據「接過河」，與來自全球的數據交匯、演算和交易。

2023年6月，創科局與國家網信辦宣布了雙方推動數據跨境流動的意向；同年12月，粵港亦共同發布了個人信息跨境流通的實現方式和有關規範。但有關安排進展一般，至今未見大的突破。

籲在河套建立「數字特區」

有見及此，筆者建議將「大河套」設定為「數據特區」，讓兩地的商業和科研數據可以流入該區，但不可以流出區外（許進不許出）；受兩地政府許可的企業、大學、機構、個人等，可以進入特區內，對數據進行計算、分析、挖掘、轉換、應用；數據處理之後的結果可以帶出區域，但原始數據必須留在區內。

這一「數據特區」的制度安排，可配合未來專為河套設立的「一線高度便利出入境」特殊通關模式（經批准的科研和經營人員、物品及生物樣本、信息等可以高度便利地進入河套），進一步發揮河套「特區」的作用，大幅降低商業和科研數據跨境流動的合規成本，推動大灣區數據融合和協同發展，擴闊兩地商業及科研數據的應用場景，刺激學術創新和產業發展，亦可惠及民生、提升大灣區公共治理的效益，推動大灣區的融合發展。

習近平主席在視察澳門中特別強調：「要不斷加強基礎設施『硬聯通』、規則機制『軟聯通』。」香港特區政府現正全力推進河套區的平台建設和北部都會區的發展，但如何在國家發展的大局之下，將大灣區的軟硬聯通做到實處，既風險可控，又真正突破舊有障礙，是我們必須思考的問題。

「融入大灣區」，不是讓香港放棄自身特殊性，而是讓香港保持與內地城市不同，在百年未有之大變局下，從國家的戰略需求出發，為國家貢獻不一樣的價值，打開「一國兩制」高質量發展的新局面。

（作者為香港立法會議員）

地緣政治風險推動黃金長牛



持之以恆 易珩

近期黃金升勢強勁，盡顯其「進可攻、退可守」的配置屬性。雖然特朗普先後宣布對墨西哥、加拿大、中國和鋼鋁加徵關稅，以及提出對等關稅等會推升全球避險情緒，有利於金價走勢，但特朗普暫緩執行對墨、加的關稅也未影響金價的強勢運行。

雖然近期有一些技術層面的因素，但特朗普正式就職以來，不僅此前黃金升值的長期邏輯不變，且「美國優先」的總體戰略、疊加關稅工具的頻繁使用，均進一步加強了配置黃金的邏輯。

筆者從2023年10月起持續看好黃金，當時除了巴以衝突等地緣政治事件短期支撐黃金之外，中長期看央行購金及美國真實利率「正常化」均有利於金價走勢；進入2024年，美國政治周期相關的財政和貿易政策的不確定性升溫進一步推升黃金的配置價值。站在當前時點，我們更看好黃金的配置價值。

技術面因素，目前黃金市場的「逼倉」行情一定意義上放大了金價上行的動能。年初至今，紐約商品交易所（COMEX）黃金庫存累計上漲62%，反映出對潛在關稅風險的擔憂，交易商紛紛把倫敦金庫存轉移至紐約。大規模的庫存前移行為導致黃金市場流動性緊張，明顯推升金價。

黃金和真實利率、美元走勢之間的歷史相關性在俄烏衝突之後被明確地打破，黃金走出獨立上行行情。2022年以來，央行購金及黃金避險屬性帶來的配置需求導致黃金市場發生結構性變化，真實利率與金價之間的關係走弱。短期真實利率下行或美元走弱可能會助攻金價走勢，而真實利率回升或美元走強可能會導致金價走勢有所反覆，反而提供了較好的交易性窗口。

央行和金融機構增配黃金「任重道遠」，如果全球化繼續停滯或放緩，不排除全球央行還需要經歷十年以上的黃金增持周期。隨着全球及相關的金融風險結構性上升，各國央行增持黃金仍有較大空間。2022年後央行大幅加快了購買黃金的速度，但即使按現貨價格（而非購進價格），目前黃金在新興市場儲備資產中的佔比僅為10%左右。而即使央行繼續快速增持，即按黃金佔儲備資產佔比在2019至2023年的平均回升速度外推，如果黃金需求要回到1990年34%的歷史中位數水平，全球央行增持黃金可能持續到2045年。

同時，黃金的避險屬性也意味着，在現今的宏觀環境下，黃金在資產配置中始終佔有「一席之地」。例如，

近日金融監管總局允許10家保險公司試點投資黃金，允許投資黃金的賬面金額合計不超過本公司上季末總資產的1%，預計可投資黃金的資金規模約為2000億元人民幣。

更重要的是，美國財政可持續性的擔憂，以及關稅作為調節財政、經濟結構甚至邊境安全和其他地緣政治追求的「萬能鑰匙」，可能會在多個維度上降低美元資產的安全性。

關稅戰稀釋美元價值

關稅政策長期規化會稀釋紙幣的價值。美國通過加徵關稅調整貿易品相對價格、提升美國商品相對競爭力，一定意義上效果等同於美元對被加徵關稅的貿易夥伴國貨幣貶值，而這些貿易夥伴國貨幣或將相應貶值、對沖美國加徵關稅的影響。如果在全球需求不足的情況下相互加徵關稅，可能會重現20世紀30年代的競爭性貶值。

回顧20世紀20到30年代，美國大幅提高進口關稅，引發主要國家貨幣競爭性貶值。由於供給約束較弱的紙幣相對於供給約束較強的類貨幣資產（如黃金）的價值會結構性下降，而對紙幣的信任下降導致了當時金本位的崩潰。

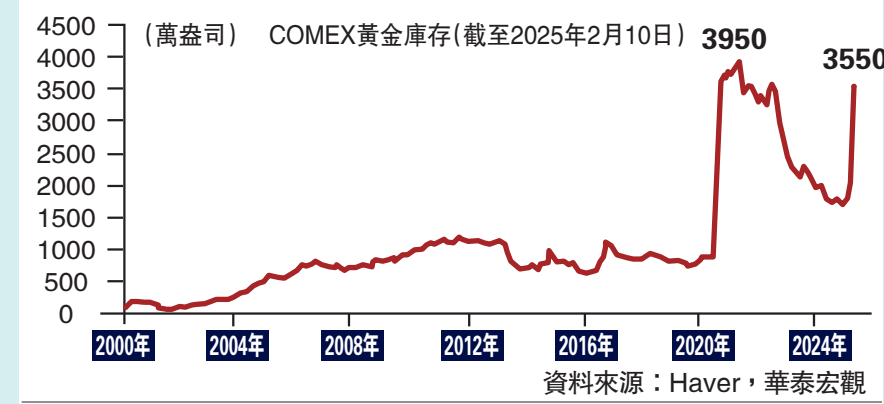
如果作為儲備貨幣發行國的美國反覆利用關稅，甚至金融制裁作為談判或者政策工具，則可能進一步動搖美元資產的安全屬性。譬如，為贏得墨西哥和加拿大政府在非法移民和毒品問題上的合作，特朗普在2月1日宣布對兩國加徵關稅，隨即在2月3日表示暫緩執行一個月，均顯示特朗普政府可能使用關稅作為對外談判的重要政策工具。

美國財政可持續擔憂也增加了黃金相對於美元和美債資產配置的優越性。2020年以來，美國財政赤字率持續高企，2020-2024年財政年均赤字率高達9%。財政支出剛性，疊加延長2017年特朗普減稅法案，以及兌現特朗普其他減稅承諾將導致美國財政赤字在未來十年內增加5萬億至10萬億美元，美國財政赤字難以削減，預計2025年美國財政赤字率仍將達7%左右。

綜合看，雖然短期多重因素驅動下，黃金強勁升值後可能面臨震盪，但黃金升值趨勢的拐點遠未到來。隨着黃金的逼倉行情告一段落，短期黃金價格可能面臨震盪。但中長期看，驅動黃金資產相對表現的結構性因素不僅未消退，反而隨着對美國財政可持續和經貿風險升溫的擔憂有所加強，因此在今後相當長的時期內黃金都有望維持相對表現。

（作者為華泰證券首席宏觀經濟學家）

COMEX黃金庫存近期快速上升



資料來源：Haver，華泰宏觀

來港人才為樓市注入購買力



樓市強心針 廖偉強

數據顯示，2024年整體住宅成交超過5.3萬宗，當中金額達1000萬元或以上的成交，約佔9560宗，比率達到18%。而這些成交的金額，估計佔全年總成交金額的一半左右，而一、二手物業的所佔比例，相信也是平分春色。據媒體的報道，以及地產界的統計所得，一手新盤所佔的成交金額中，內地買家佔了一個很大的比重。其中，有些是內地的投資者，也有些是來港定居的內地人才。

近年香港特區政府積極吸納外來人才，以配合香港的發展，補充外流勞動力，同時也為香港市場補充消費力，而樓市亦因此增添購買力。須知道，今天香港的房地產市場出現了一股新力量，就是絕大部分是內地人，他們攜同家眷來港發展、落地生根，住屋當然是必須的，於是就為市場帶來大批剛性需求。

事實上，來港發展的人才都是較具財力的一群。他們願意來香港，自然也對這座國際級城市情有獨鍾，安頓後

逐步置業也是再自然不過的事，尤其是中國人，格外喜歡擁有的物業。這股進入樓市的新力量，實在不能小覷。

或者有很多港人仍糾結在「香港樓價很貴」這個想法中，認為港樓對內地人的吸引力有限，但他們往往都忽略了一個重要的因素，就是香港是一個國際級的大都會，足以與倫敦、紐約、東京等相提並論；香港仍是一個十分富庶的地方，香港億萬富豪數目全球第二；香港人消費力，相對於區內很多城市都強勁，而香港人的工資水平，在亞洲亦是名列前茅。

實施聯匯 幣值相對穩定

另外，香港其實有很多優勢不可不提，例如實施聯繫匯率，幣值相對穩定，港元資產變相是美元資產。香港是制度完善的先進城市，並擁有獨特文化，吸引高消費群定居；香港也是個高端旅遊的熱門地點，遊客消費力強勁。香港推行的輸入人才政策，更令這裏成為吸引高收入人才的地方。筆者相信，當香港經濟逐步重拾升軌時，來港人才的購買力將逐步湧現，並對樓市產生巨大影響。（作者為利嘉閣地產總裁）