



▲國際貨幣體系的未來是美元、歐元和人民幣「三足鼎立」，從長遠來看，人民幣國際地位的提升是不可逆轉。

經濟觀察家

隨着美國海外淨債務佔國內生產總值 (GDP) 比率不斷逼近關鍵臨界點，美元武器化及特朗普政府關稅政策加劇外國投資者擔憂，美元的國際儲備貨幣地位正在發生動搖。受地緣政治影響，許多國家在提高本國貨幣的國際貨幣作用，支付系統則呈現碎片化趨勢。

國際貨幣體系邁向多極化

行成於思
余永定

美國從二十世紀七十年代初開始始維持持續的貿易逆差。自1982年開始，由於貿易逆差超過投資收入順差，美國成為經常項目逆差國或淨債務國。當美國開始維持經常項目逆差之後，美元就成為美國政府以自身信用做擔保開出的「借條」。由於其他國家接受美元的國際儲備貨幣地位，美國可以不受貿易平衡的限制，直接用美元支付商品和勞務的進口。於是，美國開始積累「借條」，海外債務不斷增加。

美元儲備地位下滑

然而，在海外淨債務佔GDP比率不斷上升的情況下，美國保持國際收支「平衡」、美元保持穩定的時間，已遠超經濟學家的預想。其主要原因在於：各國對美元的需求一直在增加。截至2024年底，全球官方外匯儲備約為12.73萬億美元，其中美元佔比57%至59%。根據美國財政部數據，截至2025年2月末，外國持有的美國國債總額是8.8萬億美元，其中3.9萬億美元為官方持有。

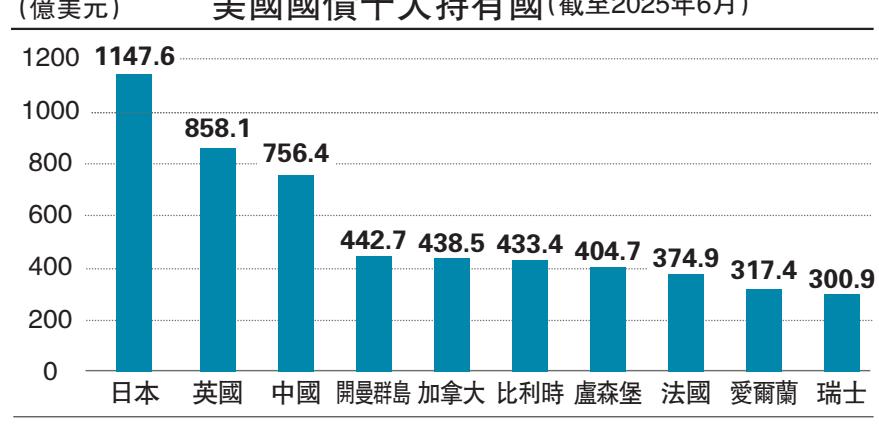
其他國家對美元外匯儲備的需求意味着，這些國家「願意」為美國的貿易逆差提供融資。由於美元的避險貨幣地位和美國資產的較高回報率，截至2024年6月末，外國投資者持有的美股市值約17萬億美元，佔美股市值的18%至20%；外國投資者持有的美國公司債約1.2萬億美元，佔比約10%。這也意味着，美國國內投資與儲蓄的缺口被外國儲蓄所彌補，通脹和美元貶值壓力大大減輕，美國得以在入不敷出的情況下，把好日子一直維持到今天。

從現在的情況來看，美元國際儲備貨幣地位在不斷削弱。首先，不斷高企的海外淨債務是「一顆定時炸彈」。雖然國際金融危機之後，美國經常項目逆差佔GDP比率明顯低於2006年。但經過十八年的積累，2024年美國海外淨債務已高達26萬億美元，佔GDP(29萬億美元)比率接近90%，兩者分別是2006年的14.4倍和6.9倍。而當年全球都在擔心美國出現國際收支危機和美元危機，現在就可以不擔心了嗎？

其次，美元的武器化進一步削弱了外國投資者持有美元資產，特別是美國國庫券的意願。2022年2月烏克蘭危機爆發後，美國及其盟友就立即凍結俄羅斯中央銀行的3000億美元外匯。

再次，新一屆特朗普政府的關稅政策加劇了外國投資者的擔憂。美國經常項目逆差的根源是美國國內儲蓄不足，國內投資大於國內儲蓄。美國政府不能直面這個根本性問題，反而寄望通過高關稅政策和美元貶值政策解決貿易和財政失衡問題。大部分經濟學家認為美元被高估了25%，因而美元貶值是實現特朗普製造業回流的先決條件。

一方面，特朗普政府經濟顧問委員會主席斯蒂芬·米蘭主張通過加徵關稅等手段迫使貿易夥伴簽署「廣場協議II」——「海湖莊園協議」促使本幣對美元升值，從而使美元名義匯



率下跌。

另一方面，美國關稅政策必然導致美國通脹惡化。通脹又會導致實際利率下降從而減少美債吸引力，進而導致外國投資者減持美債。

美國政府高關稅政策的內在矛盾在於：為了使美元貶值必然導致外國投資者減持美債，而外國投資者減持美債又意味着美元國際儲備貨幣地位的削弱，以至最終喪失。美國到底想要什麼呢？特朗普政府「自毀長城」的政策將進一步加速以美元為錨的後布雷頓森林體系的終結。

在此背景下，市場的反應較為敏感。

(1)根據美國財政部報告，2024年12月國際投資者減持美債1685億美元。

(2)各國中央銀行大量增加黃金儲備。2024年各國中央銀行購買了約1000噸黃金，是以往年度購買量的兩倍。

(3)美國國債收益率回升與美元指數顯著下跌同時發生。例如，2025年4月15日美國10年期國債收益率高達4.589%，4月22日美元指數觸及97.9137，創2022年4月以來新低。

(4)過去不同大類美元資產的價格變動往往是負相關的。例如，美債價格和美股價格的變動往往是負相關的，投資者拋美股買美債，反之亦然。

現在兩者的變化方向大致相同，美債美股的價格同升、同降說明投資者開始逃離美元資產。

人民幣國際化趨成熟

後布雷頓森林體系的發展存在多種可能性，或突然崩潰，或維持現狀，或三足鼎立。

所謂「突然崩潰」是指美元在短時間內喪失國際儲備貨幣地位，國際貨幣體系由於匯率的劇烈波動而陷入混亂。1971年尼克松突然宣布關閉「黃金窗口」，布雷頓森林體系突然崩潰就是先例。

所謂「維持現狀」是指美元的國際貨幣作用下降，特別是外國投資者開始減持美元外匯儲備。但由於路徑依賴、網絡效應，百足之蟲死而不僵，加之沒有其他貨幣可以取代美元的支配地位，國際貨幣體系依然停滯在後布雷頓森林體系。

所謂「三足鼎立」則是在美元的國際貨幣地位，特別是國際儲備貨幣地位因美國自身原因而逐漸下降的同時，歐元和人民幣，特別是後者逐漸提升本國貨幣的國際貨幣地位，最後形成美元、歐元和人民幣三足鼎立之勢，也就是形成三極化的國際貨幣體系。

理論上，單極的國際貨幣體系效率最高，但是美元霸權給美國提供了濫用美元國際儲備貨幣地位的機會。



(作者為中國社會科學院學部委員)

香港泰國醫療創新合作空間大

文以載道
高譽紋

在 globalization 不斷深入的今天，香港作為國際金融與創新科技樞紐，應該積極拓展與東南亞地區的合作，而醫療健康關乎人類福祉，更是國家規劃的重點支持領域。香港亟需把握機遇，積極在東南亞推動健康產業發展，尤其在中醫藥文化、生物技術與人工智能 (AI) 等優勢領域。

當前，部分人士認為中醫藥在泰國乃至東南亞缺乏市場，實為一種誤解。事實上，該地區6億人口中，約10%的群體掌握超過80%的社會資源，其中多為扎根數代的華人華僑，他們對優質中醫藥服務需求迫切。然而，當地中醫藥人才與藥材資源卻顯著不足，形成「有需求、無供給」的發展困局。

反觀內地與香港，中醫藥領域發展蓬勃、競爭激烈，正適合積極向外拓展，推動相關技術、產品與文化「走出去」。香港貿易發展局在打通東南亞市場、搭建合作平台上責無旁貸。如此龐大的市場與機遇，值得好好把握。

共建健康服務平台

泰國憑藉優質的服務體系和醫療旅遊配套，吸引了來自東南亞及中東地區的高端客戶；而香港乃至整個大灣區，則在AI、生物技術、中醫藥研發及尖端醫學等方面具備全球領先優勢。雙方優勢互補，有望共同打造面向全球患者的健康服務平台。

首先，發揮香港醫療優勢，促進區域協同創新。泰國在高端醫療旅遊領域經驗豐富，其整合酒店、機場與服務流程的一體化模式值得借鑒。而在中醫藥傳承、AI醫療科技、生物製藥等關鍵領域，內地與香港具備顯著優勢。香港作為大灣區重要成員，與深圳等創新高地緊密聯動，匯聚了國際一流的科研人才與資源。

香港可借助貿發局在東南亞的基礎網絡，與當地合作夥伴共同舉辦醫療科技展覽，展示創新實力，吸引泰國及國際市場的關注。慈善晚宴等高端交流場合，也有助於拓展政府層面合作網絡，深化兩地夥伴關係。

其次，以真實案例傳遞價值，借網絡資源推動合作。成功的合作離不開扎實的案例與人際信任，香港貿發局多

年來舉辦國際會議的經驗，積累了大量優質企業及受眾資源，通過與具備核心技術和成功案例的企業合作，能夠高效傳遞醫療創新價值，提升品牌影響力。

香港可充分發揮「超級聯繫人」作用，借助中西醫結合與生物技術領域的突破性成果，在泰國及國際舞台上講述醫療創新的真實故事，進一步強化內地與香港的醫療品牌形象。

關於合作方向，筆者有以下五點建議：

(1)共建東南亞醫療創新平台。

結合泰國地理與服務優勢，以及香港在AI醫療、生物技術和中醫藥方面的科研能力，共同構建面向全球的高端醫療健康生態系統。

(2)服務高端國際客戶。泰國現有的中東與東南亞消費群體注重優質醫療體驗，香港可通過技術合作與服務輸出，將這類人群轉化為長期客戶。

(3)拓展政商網絡。通過參與國際醫療會議、高端論壇等活動，建立更深層次合作關係。

(4)支持中國企業國際化。隨着內地大健康市場的發展，越來越多企業尋求國際化拓展。香港可發揮橋樑作用，幫助企業通過參展、合作等方式融入全球市場。

(5)精準對接產業資源。建議相關機構從數據庫中篩選合適企業，以共同名義促進對接，提升合作效率與影響範圍。

優勢互補 攜手共進

在現代傳播環境中，真實的案例往往比單純資金投入更能打動人心。近年來，一些重要的國際醫療會議匯聚了全球知名的生物科技及醫療專家，他們背後的康復案例與創新成果，通過真實敘事持續獲得媒體與社會關注，既展示了醫療進步，也促進了資源共享與文化對話。未來可借助現有的媒體資源與企業網絡，兩地可以更有效地實現品牌傳播與跨界共贏。

香港有條件也有責任，成為內地與亞洲乃至世界之間的橋樑。通過醫療科技與創新合作，能夠切實推進「人類命運共同體」的實踐。與泰國攜手，不僅可以實現優勢互補、提升區域醫療水平，更能夠讓亞洲成為全球患者希望的燈塔。讓我們共同把握機遇，開創互利共贏的國際合作新篇章。

(作者為威煌國際執行總裁)

(萬億元)

香港貨幣供應量M3走勢



息口下行 資金流向樓市

樓市新態
王敦敬

所謂現金為王 (Cash is King)，而現金流也是影響一個城市經濟的關鍵。筆者經營的祥益地產數據分析部每個月在金管局公布M3數據之後兩小時內，就會發布歸納分析報告。我們發覺最近的數據變化到了一個里程碑的階段，很樂意與各位分享這一信息。

截至2025年7月底的貨幣供應量M3錄得19.89萬億元，這是一個新高紀錄，當中包括銀行總存款量18.7萬億元和逾6000億元公眾持有的紙幣及硬幣。現在香港的M3是1997年同期的6.9倍。多年以來該數據都是不斷增加的，而且即將突破20萬億元大關，這是一個新里程碑。

資金充裕 購買力驚人

資金突破到一個數量級，令筆者想到如果資金再持續增加，資金和負債比重就會日益懸殊，不成比例，可能潛伏爆發的購買力亦很大。資金多如果善於運用是好的，西方人都說中國經濟處於「通縮」，亦有很多人擔心美國是滯脹，但看來香港現在是「呆滯性增長」。香港出現的奇景就是資金氾濫，但是購買力慢流，所以我們不需要過分樂觀，更不需要太過悲觀。

最近很多人關心H按的問題，筆者建議將M3加上銀行結餘及未償還票據去看，那就容易知道香港的實際處境。

(作者為祥益地產總裁)

這三個數字加起來間接反映了金管局和商業銀行的總量是21.3萬億元，我們看到未償還票據及債券有逾1.3萬億元。未償還票據及債券是當太多資金在本港的時候，政府用來吸納過多的資金，作用就是當香港銀行結餘資金減少或資金流出的時候去運用，當然在政府角度來說有其管治的時機，我們不適宜去胡亂猜測。但我們要知道，香港是有這個實力的，累積巨額財富之後，有足夠的金融能力去應付金融市場的考驗，亦容易支持市民得到較大的利益。

資金流動方面，可以從儲蓄戶口、定期存款的資金走動，反映到購買力的變化。截至7月底定期存款按月減少0.04%或者36億元，過去三個月累計，定期存款總共是流出3816億元。最新活期存款按月減少2.77%，儲蓄存款按月增加1.75%，即有資金從定期存款湧出，滾存的資金量不容小覷。

目前香港M3當中雖然有逾五成資金暫時去了做定期存款，但5月起港息下跌而令定期存款吸引力減，市場購買力已作啟動。而7月至8月雖然拆息有所回升，但樓按是受到3.5厘封頂位保護。最新截至9月2日的市場數據，預期美國9月減息機會率達89.8%，有利寬鬆樓按息口及銀行同業拆息。相信9月如減息的話將會反過來進一步影響M3，定期存款會進一步作新一輪的流動，對投資市場有利。

(作者為祥益地產總裁)