



▲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 美國從二十世紀七十年代初開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。

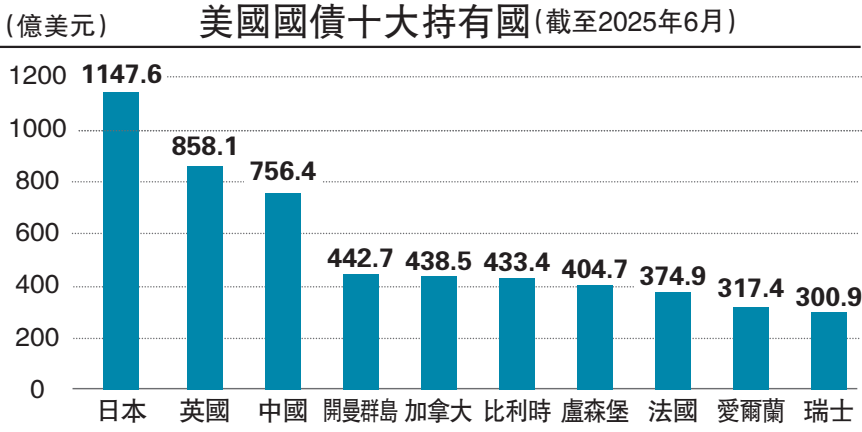
其他國家對美元外匯儲備的需求意味着，這些國家「願意」為美國的貿易逆差提供融資。由於美元的避險貨幣地位和美國資產的較高回報率，截至2024年6月末，外國投資者持有的美股市值約17萬億美元，佔美股市值的18%至20%；外國投資者持有的美國公司債約1.2萬億美元，佔比約10%。這也意味着，美國國內投資與儲蓄的缺口被外國儲蓄所彌補，通脹和美元貶值壓力大大減輕，美國得以在入不敷出的情況下，把好日子一直維持到今天。

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首选條件。

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，投資者拋美股會買美債，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。

兩極化或三極化的國際貨幣體系可以形成對美國「過度特權」(Exorbitant Privilege)的制約，為其他國家提供了選擇。

後布雷頓森林體系突然崩潰的可能性不能完全排除，但應該是小概率事件，「三足鼎立」則是國際貨幣體系的未來。從長遠來看，由於中國的崛起，這種前景不可避免。從短期來看，國際貨幣體系雖然出現碎片化趨勢，但只要美國經濟和軍事力量沒有發生根本變化，美元的支配地位就不會發生根本變化，後布雷頓森林體系也不會發生根本變化。

關注數字貨幣發展

數字貨幣和加密貨幣的出現是國際貨幣體系演變過程中的「黑天鵝」。美國政府提出建立比特幣戰略儲備、推行穩定幣、囤積數字資產。《歐元的國際地位》報告提出，為了加強歐元國際貨幣地位，歐洲目前需要發展數字歐元，解決利用中央銀行分布式賬戶技術平台對大規模金融交易進行結算的問題。中國在將數字貨幣應用於國際貨幣體系改革方面作出了眾多努力，已經取得很多成果。數字貨幣與加密貨幣對國際貨幣體系的演變的影響正在引起越來越多關注。

確保中國海外資產安全是目前突出的問題，中國必須貫徹落實「雙循環」方針，依靠內需驅動經濟增長。中國應該努力實現經常項目收支平衡，避免進一步積累美元外儲。當然，中國也可以考慮通過其他途徑有序減持美元資產。與此同時，中國需為提高人民幣的國際貨幣地位創造必要條件。資本賬戶可兌換、龐大且流動性極強的債券市場、健全的法律法規、經濟增長、物價穩定、匯率穩定、為地緣政治盟友提供安全保證的能力，等等，都是人民幣國際貨幣作用發揮的必要條件。

中國作為世界第二大經濟體、第一貿易大國、第三大債權國，完全可以根據具體交易的性質向交易對象提出相應要求。例如，中國對共建「一帶一路」國家的直接投資可使用人民幣計價和結算；這些國家可以持有一部分人民幣短期國債或存款；向中國借款需要發行熊貓債。中國在多個方面具備實力，可以促進貿易對象或金融交易對手使用人民幣，從而加強人民幣國際貨幣作用。

總的來說，中國必須且完全可以形成經濟增長、資本市場發展和人民幣國際化水平提升三者之間的良性循環。在未來國際貨幣體系下，人民幣必能佔據應有的位置。

（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 在全球化不斷深入的今天，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、生物科技與人工智能（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、生物科技、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科技領域的突破性成果，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：

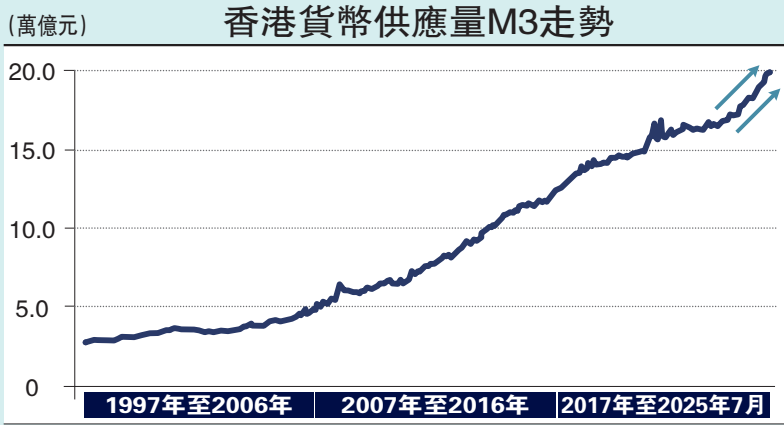
- （1）**共建東南亞醫療創新平台**。結合泰國地理與服務優勢，以及香港在AI醫療、生物科技和中醫藥方面的科研能力，共同構建面向全球的高端醫療健康生態系統。
- （2）**服務高端國際客戶**。泰國現有的中東與東南亞消費群體注重優質醫療體驗，香港可通過技術合作與服務輸出，將這類人群轉化為長期客戶。
- （3）**拓展政商網絡**。通過參與國際醫療會議、高端論壇等活動，建立更深層次合作關係。
- （4）**支持中國企業國際化**。隨着內地大健康市場的發展，越來越多企業尋求國際化拓展。香港可發揮橋樑作用，幫助企業通過參展、合作等方式融入全球市場。
- （5）**精準對接產業資源**。建議相關機構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，兩地可以更加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）



息口下行 資金流向樓市

樓市新態 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。

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存吸引力大減，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）