



▲美國將美元「武器化」，頻繁地利用儲備貨幣地位服務於自身利益，此舉實為從內部侵蝕着美元體系的根基。

## 政策組合拳 港堅定發展創科



創科瞭望  
陳迪源

在最新一期施政報告中，人工智能

(AI)的應用被推向前所未有的高度。作為香港創科界的一分子，筆者深感振奮，亦對香港的未來充滿期盼。這一系列政策組合拳，涵蓋了從頂層設計、基礎設施、產業培育到創新生態的全方位布局，展現了特區政府引領香港邁向國際創新科技中心的堅定意志。

特區政府以前瞻視野，系統性地應對全球科技變革的挑戰與機遇。這份藍圖既有高瞻遠矚的戰略規劃，亦有切實可行的執行路徑，為業界注入了強大的信心和動力。筆者在此分享一些淺見。

### 人工智能：驅動經濟的核心引擎

最引人注目的內容，無疑是特區政府對AI的全面布局，並將其定位為「引領新一輪科技革命和產業變革的核心驅動力」，同時提出「AI產業化、產業AI化」的雙軌目標。特區政府成立由政務司副司長卓永興領導的「AI效能提升組」，更是一個極具魄力的創舉，不僅提升了特區政府自身的運作效率，更是向全社會釋放出強烈信號：AI將成為香港未來發展的重中之重。筆者建議，特區政府宜建立完善AI產業的倫理規範和法律框架，確保技術在安全、可控的軌道上健康發展，真正做到「科技向善」。

以10億元成立「香港人工智能研發院」亦有助於整合本港頂尖的科研力量，促進從基礎研究到應用開發的全鏈條創新；而30億元支持的「前沿科技研究支援計劃」，則有望吸引全球頂尖的AI科學家來港，為科技研究注入源源不斷的活水。

同時也必須清醒地認識到，AI的發展不僅僅是資金和人才的競賽，更是數據、算力和應用場景的綜合較量。特區政府大力推動內地數據在河套香港園區合規跨境流動，這是一個極具戰略眼光的舉措。數據是AI的「燃料」，能否有效利用內地龐大的數據資源，將直接關係到香港AI產業的發展高度，期望特區政府能盡快打通數據跨境的「最後一公里」。

### 北都區：高質量發展的空間載體

行政長官李家超親自掛帥組建「北都發展委員會」，對於創科界而言，北都的意義尤為重大。規劃中的大學城、產業園區，將為香港的創科發展提供寶貴的物理空間；特別是與深圳一河之隔的河套合作區，憑藉「一區兩園」的獨特優勢，有望成為深港創科合作的「超級聯繫人」。業界樂見特區政

府提出「邊建設、邊進駐」的靈活模式，這將大大縮短企業的等待時間，加速創科產業的集聚。

空間的拓展只是第一步，更重要的是如何在這片熱土上，構建起一個充滿活力的創新生態。筆者建議，北都的規劃應充分體現「產城融合」的理念，將產業發展與城市功能緊密結合，避免重蹈傳統工業園區的覆轍。同時，特區政府應積極探索更加靈活的土地和稅收政策，吸引全球頂尖的科研機構和龍頭企業落戶，形成「磁吸效應」。

在深港合作方面，期望兩地政府能進一步打破制度壁壘，在人員、物資、資金、數據的跨境流動上，實現更高水平的便利化。特別是在科研物資的通關、科研資金的跨境使用等方面，應盡快出台更加具體的實施細則，讓「一國兩制」的制度優勢，在河套這片試驗田上，得到充分彰顯。

### 金融科技：雙輪驅動 多元發展

特區政府對生命健康科技、新能源、低空經濟等新興產業的布局，同樣令人鼓舞。這些產業代表了全球科技發展的前沿方向，也是香港實現經濟多元化發展的關鍵所在。特別是生命健康科技領域，香港擁有世界一流的醫學院和科研團隊，具備發展成為全球生物科技中心的巨大潛力。特區政府應加大對臨床研究和轉化醫學的支持力度，建立從實驗室到病床的通路。

特區政府提出落實穩定幣發行人制度、探索代幣化資產交易，顯示了其擁抱金融創新的開放姿態。筆者相信，在穩健的監管框架下，金融科技將為香港的金融業帶來新的增長點，進一步鞏固香港的國際金融中心地位。

新興產業的發展，離不開完善的創新生態。特區政府提出設立「創科產業引導基金」，以特區政府資金引導社會資本投向具有戰略意義的新興產業值得支持。筆者認為，特區政府在設立引導基金時，應充分引入市場化的運作機制，確保基金的專業性和高效性。同時，應加強對初創企業的早期支持，為其提供從種子輪到A輪的全方位融資服務。

香港的創科之路非一蹴可幾。特區政府已經為我們擘劃了一幅宏偉的藍圖，但要將藍圖變為現實，仍需社會各界的共同努力。筆者呼籲，全社會都能以更加開放和包容的心態，擁抱科技創新，支持創科發展。讓我們同心協力，抓住歷史機遇，將香港打造成為一個充滿活力、引領未來的國際創新科技中心。

(作者為香港創科發展協會創會主席)

## 經濟觀察家

今年美國政府推出一系列激進政策，包括推行所謂「對等關稅」、通過「大而美」法案，並屢次干預美國聯儲局的獨立性——導致美國金融市場一度出現股債匯「三殺」，並帶來美元的持續貶值。這些政策是否會動搖美元、美債乃至國際貨幣體系的根基？

# 新興國家如何跳出「美元陷阱」



中金點睛  
繆延亮

對美元體系是否可持續的質疑並非第一次。2013年，美國康奈爾大學經濟學教授埃斯瓦爾·S·普拉薩德(Eswar S. Prasad)就在其著作《美元陷阱》一書中探討過這個問題。所謂「美元陷阱」，是指新興市場國家因持有巨額美元資產，其購買力持續受損卻無法脫身的困境。

普拉薩德認為，「美元陷阱」之所以牢不可破，有三個邏輯支柱。一是新興經濟體在出口導向的發展模式及自我保險的強烈需求下，必須持有大量外匯儲備；二是美債市場憑藉卓越的信用等級、市場深度與流動性，成為全球外匯儲備主要的「安全港」(Safe Haven)；三是，全球範圍內缺乏可與美國國債相匹敵的替代性安全資產，即「別無選擇」(There is no alternative, TINA)的格局。

2025年6月，普拉薩德與筆者在上海對話時，再次強調了他的觀點，即美元地位依然無可替代，「美元陷阱」依然牢固。筆者則認為，2025年以來，「美元陷阱」的三個邏輯支點都有重要甚至本質的動搖，突破「美元陷阱」成為可能。

### 降低美債配置比重

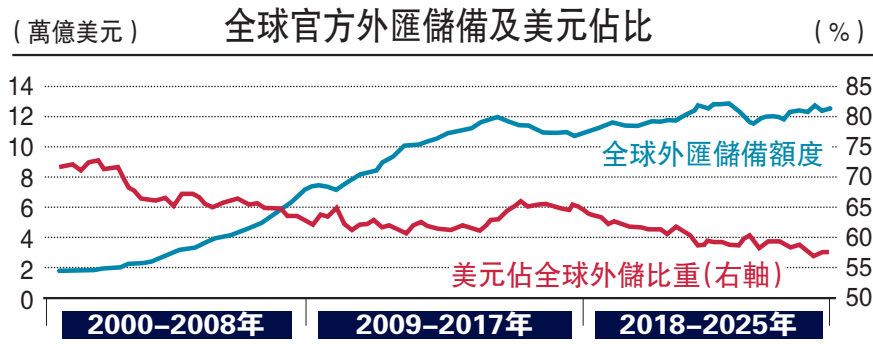
與自然界的陷阱一樣，「美元陷阱」有兩個特點，一是自願踏入，二是難以逃脫。因此，這個概念精準地刻畫了新興國家的處境：為追求出口導向增長或維護金融穩定，選擇積累大量美元儲備，最終卻發現所持資產面臨持續的減值風險，自身也被鎖定在美元體系之中。

在陷阱中的新興國家，如果繼續持有美債，將面臨損失。一方面，根據「巴拉薩-薩繆爾森效應」(Balassa-Samuelson effect)，新興經濟體更高的生產率增速會推高其長期實際匯率，帶來新興經濟體貨幣對美元的持續升值，意味着以本幣購買力計價的美元儲備將出現虧損。普拉薩德以中國為例，認為僅以換算成本幣購買力這一項，中國外匯儲備在2013年至2023年就可能損失高達7000億美元。

另一方面，美國的通貨膨脹也會稀釋美元資產的真實購買力。例如，為應對2008年金融危機，美聯儲採取量化寬鬆(QE)政策，當時普遍擔心這會導致未來高通脹，引發了包括中國在內的主要債權國對其外匯儲備安全的公開憂慮。儘管事後證明QE並未引起通脹，但在新冠疫情期間貨幣財政雙重刺激下，美國通脹高企。據測算，2021年至2022年間，美債外國持有人的實際購買力損失量級超過5000億美元。

如果新興國家想要跳出陷阱，直接大規模拋售美債，後果更具毀滅性。主要債權國的大規模拋售，將引發全球投資者的恐慌性拋售，導致美債價格暴跌。如此一來，該國手中尚未賣出的、規模更龐大的美元資產將急劇貶值，因此這種方式在現實中也幾乎不可行。由此，新興國家被牢牢鎖在美元體系之中。

筆者認為，新興國家若要擺脫這一陷阱，或至少避免越陷越深，理論上存在三條路徑：(1)主動放棄「餌肉」：新興國家調整經濟增長模



式，降低對出口導向和匯率低估的依賴；或者讓匯率更大幅度地浮動，發揮自動穩定器的作用，減少對「自我保險式」外匯儲備的需求。(2)替代資產：即出現在深度和流動性上可與美元匹敵的安全資產，新興國家多元化配置儲備資產，降低對美元的風險敞口。(3)「餌肉」自身變質：當美國自身的因素，如債務可持續性危機、高通脹或政治不穩定，導致美債自身失去吸引力時，陷阱不再誘人。但這是一種被迫式的解脫，且過程中已持有的資產可能遭受更慘重的損失。

但在《美元陷阱》成書的2013年，上述出路均難以實現，而歷次金融危機強化了新興國家對安全資產的需求，全球尚無任何貨幣或資產能挑戰美元的地位。憑藉其經濟、制度與金融的優勢，美國仍是可靠的全球安全資產提供者。

儘管在當時看來美元陷阱牢不可破，但普拉薩德仍對未來表達了憂慮，指出美債的利率可能發生突變，在不可預測的時刻突然跳升。為闡釋這一風險，他還借鑒了近代丹麥物理學家普·巴克(Per Bak)等人提出的「自組織臨界性」(Self-Organized Criticality, SOC)理論。

SOC證明，一個複雜系統會自發地被誘導至臨界狀態，一旦達到臨界狀態，即便是最微小的變化也會帶來意想不到的效應。以「沙堆」為例，以無序的方式向沙堆上撒沙子，當沙堆達到臨界狀態時，如果向沙堆上撒一粒沙子，既有可能不會帶來任何後果，也有可能引發流沙效應，導致整個沙堆徹底坍塌。

上述理論映射到美債問題上，意味着利率的穩定或許只是表象，其可能是變化的。我們無從知曉，哪一粒「沙子」落下，會如2010年歐洲邊緣國家那樣，令跳升到且威脅到美債的可持續性。

### 國際貨幣體系變革

十二年之後，「美元陷阱」是否依然牢固？普拉薩德認為，儘管有充分的理由讓美元喪失主導地位，但不幸的現實是——目前尚無足夠優秀的替代方案，因此這一轉變難以實現。筆者則認為，國際貨幣體系或已行至拐點。

首先，新興國家金融穩健性增強。自2015年起，隨着新興市場發展模式轉變、金融穩健性與匯率彈性提升，全球外匯儲備增速已顯著放緩。以中國為例，「8·11匯改」後，人民幣匯率彈性增強，雙向波動常态化，這使得依賴龐大外儲進行「自我保險」的必要性下降。同時，中國經濟逐漸轉向以國內大循環為主體的「雙循環」新發展格局，增長動力更多源於內需，這進一步削弱了干預匯率、積累外匯的必要性。

其次，美債「安全資產」屬性動搖。筆者與普拉薩德的共識在於，由於美國的經濟基本面、公共制度及金融市場均已出現裂痕，美債作為全球安全資產的信譽正在動搖。

彼得森國際經濟研究所(PIIE)所長亞當·珀森(Adam Posen)用「保險」類比來描述美國在二戰後的全局角色。美國通過提供全球秩序、貿易規則和美元資產等公共品，實質上為世界提供了一份「保險」。作為「保費」，美國獲得了規則制定權和相應的經濟利益，而「投保」的國家則得以在相對穩定的環境下發展經濟。

但上述模式在特朗普政府時期發生了根本性轉變。珀森認為，美國的角色正從「保險公司」變為「保護費收取者」。其關鍵區別在於：「保險公司」旨在保護客戶免受外部風險，而「保護費收取者」則迫使客戶付一個更高的費用，以規避來自美國自身的威脅。

金融數據已經佐證了這一趨勢，美債的安全溢價顯著下行、流動性有所減弱、與風險資產收益率相關性增加。這些跡象似乎表明，美債的「沙堆」已經脆弱，一粒隨機灑下的「沙子」就可能帶來利率的跳升，威脅美債的可持續性。

再次，TINA格局有望被打破。普拉薩德認為，雖然美債的安全性下降，但從金融市場的深度與流動性來看，尚未出現替代者，因此全球很難擺脫「美元陷阱」。筆者認為，儘管市場動盪時視美債為避險選項，但其暗淡的經濟前景與高企的政府債務，使其難以成為可靠的儲備選擇。歐元之外，對美元的替代選擇包括人民幣、黃金乃至比特幣。

若將視角拓寬至整個國際貨幣體系，「美元陷阱」的本質將更為清晰。國際貨幣體系的各個現象，「美元陷阱」、「美元霸權」、「奔向安全」(Flight to Safety)，都與美債作為無可比擬的安全資產地位有關。對於持有國而言，這是無法擺脫的困境。平常時期，新興國家長期買入並持有美債，陷入「美元陷阱」；危機時期，全球資本恐慌性湧入美債避險，再次驗證其美債的安全性。對於發行國美國而言，這是不對稱的霸權。無論是新興國家的長期儲備，還是全球危機中的避險資金，都使得美國能以極低利率融資，享受超額鑄幣稅，甚至在危機中能夠擁有其他國家難以企及的逆周期財政空間。

因此，「美元陷阱」及相關現象揭示出，以一國主權貨幣充當國際儲備貨幣所固有的不對稱、不協調、不充分的矛盾。隨着美國將美元「武器化」，愈發頻繁地利用其儲備貨幣地位服務於自身利益，這些矛盾日益突出，並從內部侵蝕着美元體系的根基。

(作者為中金公司首席策略分析師)

## 資金持續入場 樓市長線看升



樓市強心針  
廖偉強

筆者最近參加的聚會中，樓市成為熱門話題，幾乎每位朋友都向筆者查詢樓價是否已經見底。這些問題的背後，反映出市場上仍有大量資金在觀望，等待一個合適的釋放時機。對於手持現金流的投資者而言，何時入市，往往比買什麼更重要。

以筆者多年觀察及經驗所得，住宅樓價的調整已大致完成。由高位至今，平均跌幅約三成，部分地區甚至達到四成。這種幅度在香港樓市並不常見，已吸引到不少資金充裕的買家出手。尤其在豪宅板塊，近期連環出現大額成交，並非偶然個案，而是資金部署的趨勢所致。這類買家往往具備長線視野，並不以短期升幅為目標，而是看準價值回歸的機會。

### 庫存壓力降 新盤開價回穩

新盤市場的表現亦值得留意。過去兩個月，每月一手成交宗數均維持在約2000宗水平，反映市場情緒逐步回穩。更重要的是，發展商去存貨的速度加快，庫存壓力減輕後，不再以低價促銷，令市場不再受制於新盤壓價。隨着

價格逐步回穩，買家信心亦同步提升，形成正向循環。

至於工商舖方面，近年的跌幅比住宅更為顯著，由高位平均下調五至六成，個別個案甚至達七成。雖然本港消費市道有回暖跡象，但整體復甦仍屬緩慢，工商舖走勢自然未能與住宅同步。坊間常言「一舖養三代」，近年不少人質疑其真實性，認為商舖需求已不如以往，加上網購盛行，實體店依賴減弱，投資前景不明朗。

不過，若以長線角度審視，二十年前購入的舖位至今仍升值三倍，租金回報亦相當穩健，足以印證上述說法並非無稽之談。投資工商舖的成敗，往往取決於入市時機與心態。若在過去十年高位期進場，心態偏向短炒，自然難以承受現時的跌幅；反之若是以穩定收租或長線增值為目標，在合理水平入市，則毋須過分憂慮。

事實上，無論是住宅或工商舖，市場本身就有周期性波動，投資者應有心理準備。現時若手持現金流，不妨以長線部署為主，切忌以「即買即賺」的心態進場。短線投機的空間已大不如前，反而是穩健持有者更能從中獲益。

筆者相信，樓市未來將進入緩步上行的階段，成交量或會持續增加，樓價未必短期內急彈，但只要冷靜理性地審視市場、耐心持有，仍可從樓價上行中累積可觀紅利。投資物業從來不是一場短跑，而是一場耐力賽，關鍵在於何時起步，以及是否願意堅持到底。

(作者為利嘉閣地產總裁)



▲近期豪宅交投暢旺，其中九龍站天璽的天鑽4房大宅，7月底以近2.32億元售出，呎價逾12.9萬元，創九龍區一手分層新高。