

▲推動人民幣國際化可聚焦四條主線，包括擴大人民幣安全資產供給、增加貿易計價結算使用、統籌發展在岸離岸市場，以及拓展數字人民幣應用場景等。



經濟觀察家

近年來人民幣國際化穩步推進，但一直與中國在全球經濟與貿易中的體量仍不匹配。當前美元信譽出現裂痕，全球經貿與貨幣體系面臨重構。窗口期下，人民幣可通過分階段實施與配套風險管理，有望到中長期提升國際地位。

# 人民幣國際化聚焦四主線

中金點睛  
繆延亮

美元霸權依賴「雙錨」體系的支撐，法理之錨是基於對主權信用、交易媒介和儲藏價值的信任，功能之錨則依靠一個廣闊、深厚和高效的金融市場。但目前美國的「雙錨」呈現弱化的態勢，一來美國「雙赤字」和高通脹問題頑固；二來，美國濫用儲備貨幣地位，或將關稅、金融制裁等工具「武器化」。美元避險功能的邊際弱化跡象開始增多。

在近年來美國濫用美元地位，普遍對外加徵關稅，美元信譽出現裂痕。筆者認為，美國作為全球最終消費國的地位將有所下降，非美國家間加深彼此貿易，國際經貿關係和供應鏈正在重構。而在金融方面，隨着美元功能的弱化，全球貨幣體系也開始走向碎片化、多元化。

高關稅或進一步推動貿易和供應鏈體系重構。美國對全球主要國家普遍加徵關稅，這或意味着其親手破壞全球化貿易秩序，筆者認為其扮演全球最終消費國的意願有所下降，貿易渠道的美元供給或逐步減少。根據彼得森國際經濟研究所（PIIE）測算，截至2025年8月，美國對從世界其他地區進口的所有商品的平均關稅提升至11.6%，為1943年以來的最高水平，對中國的關稅則上升至57.6%，明顯高於2018年中美貿易摩擦時期水平。

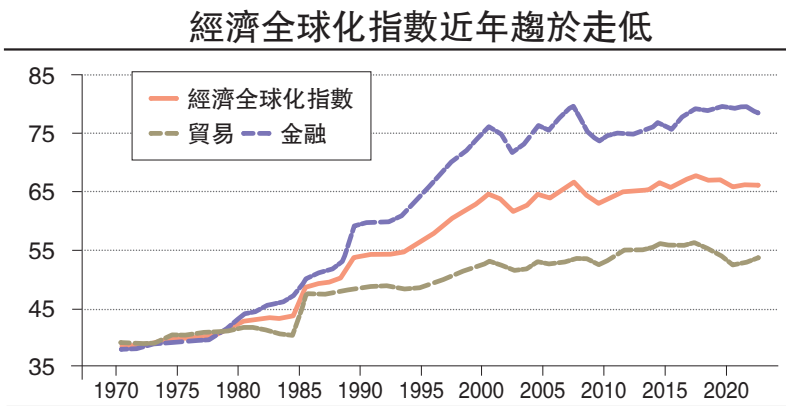
筆者認為，美國政府更加偏好應用關稅等手段，將國際貿易作為增加其財政收入、促使金融賬戶資金流入的手段，對經貿活動本身或產生一定抑制。KOF全球化指數顯示，美國經濟及貿易全球化指數在2018年開始趨於走低，或顯示彼時特朗普政府關稅政策對美國經貿全球化水平的抑制作用（見配圖）。

國際貨幣體系也面臨重構。首先，從用途來看，隨着國際貿易與供應鏈體系的重構，雙邊貿易中正出現更多本幣使用場景。其次，從區域來看，國際合作組織內部或傾向於增加本幣使用，例如金磚國家領導人在第十六次會晤喀山宣言中表示「歡迎金磚國家同其貿易夥伴在開展金融交易時使用本幣」。從儲備貨幣角度看，美元佔全球外匯儲備的份額從2001年高點的近73%降至目前的2025年一季度度的57.7%。從未來十年的維度來看，約30%的央行將增加人民幣敞口，在全球主要貨幣中排名首位，約18%的央行表示將減少美元敞口，處於主要貨幣中的最高水平。

## 擴大人民幣安全資產供給

國際貨幣體系的新變化弱化了美元的部分功能，這是積極推動人民幣國際化的戰略窗口期。當然，被動等待並不能加速國際化進程，把握好這樣的窗口期需要主動作為。針對國際貨幣體系的新形勢，筆者認為推動人民幣國際化可聚焦四條主線，具體包括擴大人民幣安全資產供給、增加貿易計價結算使用、統籌發展在岸離岸市場，以及拓展數字人民幣應用場景等。

在美元信譽出現裂痕之際，筆者認為可以通過增加人民幣安全資產供



給等方式，吸引外資更多持有人民幣資產，強化人民幣儲備功能。

目前不少非美國家的主權和非主權投資機構對於美元安全資產的信任度下降，對非美元安全資產的配置和儲備需求上升。從IMF（國際貨幣基金組織）的全球官方儲備構成數據看，美元官方儲備在2025年1季度降至57.7%，有記錄以來僅高於2024年3季度的57.3%，為1996年以來的次低水平。外部環境的變化給了人民幣提升儲備貨幣地位的機會。

近年來，中國通過QFII（合資格境外機構投資者）、債券通等方式擴大高質量對外開放，增加了外資持有人民幣無風險資產的部分渠道。不過，目前的開放程度仍然面臨在岸市場深度和流動性不足、缺乏回購工具、離岸國債發行存量偏小，獲取便利性不夠等問題。IMF亦指出，與中國在貿易領域的進展相比，中國在全球金融網絡中佔有的地位較為有限。

因此，筆者建議從增加離岸人民幣安全資產供給着手，輔以在岸貨幣市場和衍生品工具的擴大開放，提升人民幣無風險資產的可得性和便利度，從而滿足全球各類投資機構的安全資產配置需求。

## 增加貿易計價結算使用

伴隨着中國製造優勢的擴大，規模優勢令全球高端製造的供應鏈（如新能源產業）進一步在中國集聚，中國也成為了多種重要大宗商品的全球最大消費國和進口國。份額的集中意味着話語權的提升，因此我們可嘗試將大宗商品進口的議價能力向人民幣結算與計價轉化，從而形成以真實貿易背景為驅動的人民幣計價和結算需求。

近年來，隨着人民幣的融資成本逐步佔據優勢，人民幣計價的貿易融資金額有了明顯提升。我們認為，隨着更多的企業出海，在這類企業與國內主體的貿易活動中，利用人民幣作為支付、結算和貿易融資的份額也有望增加。

IMF收集了包括中國最大的國際貿易在線論壇等在內的數據集，並利用NLP技術加以處理，分析提取與人民幣計價貿易的相關信息。其研究發現，近年來愈來愈多的企業傾向於使用人民幣作為貿易計價貨幣，原因包括重要經貿夥伴推動、客戶需求以及政策鼓勵等。這些積極變化都說明當前是推動人民幣在結算和貿易融資方面使用的機會窗口。

## 統籌發展在岸離岸市場

當前全球經貿體系和貨幣體系均在重構，美元信譽出現裂痕，「功

能錨」弱化，網絡效應不再穩固，人民幣可在全球金融領域發揮更大作用。

筆者認為，美國正通過長期內不可持續的債務發行、將金融工具「武器化」等方式，「使用」甚至「濫用」其霸權，這從根本上侵蝕了市場對美債「安全資產」的信念，從而引發了霸權基石的「動搖」。這正在導致美國融資成本的明顯抬升，債務可持續性面臨潛在風險，美債的「終極買家」可能在長期缺位。

IMF在2025年的對外部門報告中指出：儘管美國在全球金融體系中仍佔主導地位，但從美國國債風險溢價、美元資產的超額回報、黃金需求的上升這幾方面看，美國在全球金融體系中的作用正在變弱，這給了人民幣填補美元功能缺失，強化境外人民幣使用網絡效應的機會。

當然，與貿易和製造業相比，人民幣的金融屬性相對提升空間更大。筆者認為，可以統籌在岸與離岸兩個金融市場，發展好香港離岸人民幣金融市場，着力完善人民幣投融资循環。逐步培育一個有深度、有流動性、使用便利、多元化資產類別和對沖工具完整的離岸人民幣金融市場，助力完善人民幣的「功能錨」。

## 拓展數字人民幣應用場景

區塊鏈的技術進步為跨境結算發展提供了新的方向。人民銀行行長潘功勝表示，區塊鏈和分布式賬本等新興技術推動央行數字貨幣、穩定幣蓬勃發展，實現了「支付即結算」，從底層重塑傳統支付體系，大幅縮短跨境支付鏈條。筆者認為，央行數字人民幣作為全球領先的央行數字貨幣項目，或為人民幣國際化開闢兩條全新的數字化路徑。

此前，數字人民幣已經開設相關試點。截至2024年8月，數字人民幣錢包開通數量超過1.8億個、累計交易筆數超過3.6億筆、累計交易金額超過7.3萬億元人民幣。而在跨境方面，已經有多家銀行用央行數字貨幣橋實現跨境匯款。

不過，由於數字人民幣試點中只開放了支付、跨境匯款等單一場景，其持有和儲備意願仍有待加強。筆者認為，在當前全球數字金融生態正逐步形成的新條件下，拓展央行數字人民幣的應用場景，擴大代幣化人民幣資產的供給，可以在資本賬戶穩定有序開放的前提下，利用新技術「可編程+精準可視」的功能，提高境內外人民幣交易的使用效率，助力人民幣在境外的使用。

（作者為中金公司首席策略分析師）

# 市場化改革有助內銀穩息差

財經通曉  
劉曉曙

近年來，中國銀行業淨息差持續收窄。市場有觀點認為，隨着企業不確定風險下降，風險定價趨於調低，貸款利率下行，因此淨息差收窄是必然趨勢，並常以日本、歐洲等低利率、低息差國家作為參照，但這一觀點實則存在誤區。美國處於高度發達的經濟階段，淨息差卻長期保持較高水平，英國的淨息差也明顯高於其他歐洲國家。由此可見，淨息差收窄並非經濟成熟的必然結果。

美國銀行業淨息差儘管有所波動，但整體上大部分時間都保持在3%以上的相對較高水平。美國銀行業不僅在加息周期保持較高的淨息差，如2005至2007年期間的加息周期，淨息差保持在3%以上；而且在降息周期，美國銀行業也能維持較高的息差水平，最低值在2.5%以上。

筆者認為，正是因為市場化程度高造成了美國銀行業高淨息差，具體來看：

首先是經營不善的銀行機構即時市場出清。根據聯邦存款保險公司（FDIC）的官方統計數據，2008年全球金融危機至今，美國共倒閉584家商業銀行，其中包括資產規模逾3000億美元的華盛頓互惠銀行，以及投資聯動的行業標桿硅谷銀行等知名銀行。

作為反面典型，日本政府的保護使得銀行體系缺少活力。1990年代日本泡沫經濟破裂初期，金融機構經營困境主要集中於中小金融機構。日本政府未讓問題銀行自然出清，而是通過財政注資和行政主導的合併重組等方式，強行避免銀行破產倒閉，即所謂的「護衛船隊」模式。但大型金融機構併購小型金融機構的做法並不能徹底化解不良債權問題，壞賬持續積累不斷加重大銀行經營負擔，1998年日本長期信用銀行、日本債券信用銀行相繼破產，系統性金融機構危機顯現。

其次，美國銀行業幾乎不存在隱性政府擔保，商業銀行一旦經營出現問題就將面臨市場出清。這種市場化退出機制下，不變，死路一條；求變，才有出路。美國商業銀行被迫不斷提升專業化能力、敏銳捕捉市場機會，在科技信貸等新興領域拓展業務。

以第一公民銀行為例，該行為一家美國區域性零售銀行，2000年之前資產業務以住房貸款和中小企業貸款為主。進入21世紀，為拓展淨息差，第一公民銀行開始持續深耕醫療行業，2006年醫療行業貸款佔比已達到12.4%，2013年醫療行業貸款佔比達

到最高25.28%。為避免行業集中風險，第一公民銀行在2013年後又開始多元化客群結構轉型，通過一系列併購重組，加大科技創新領域貸款投放，不斷切入製造業升級、物流運輸、航空製造、風投等行業，2024年科技貸款佔比已達到28.66%。持續的客群結構轉型升級使第一公民銀行長期保持較高淨息差，2006年、2013年、2024年其淨息差分別為4.03%、3.42%、3.54%。

## 加大新興產業投入

當前中國銀行業淨息差不斷收窄，美國銀行業的發展經驗能帶來哪些啟示？

在認識上，要主動求變。中國銀行業所處的市場化經營環境與日本類似，在爆發金融機構危機事件後，政府往往會選擇兜底，如包商銀行通過改革重組變為蒙商銀行，遼寧國資接盤盛京銀行巨額不良貸款等。相比之下，美國銀行業同樣承受息差收窄的壓力，但通過主動尋找市場機會、差異化定位、專業化經營，找到新的利潤增長點。

對中國商業銀行而言，還是要主動求變，在看似有限的空間中尋找新的成長可能。美國銀行業的經驗表明，發達的經濟環境並不必然意味着低淨息差。國內如泰隆銀行、常熟銀行，通過深耕小微金融領域形成差異化競爭優勢，2024年淨息差仍能達到3.56%和2.71%。由此可見，市場機會仍然存在，銀行還是要結合自身稟賦優勢，打造出差異化優勢，開闢出新的息差增長來源。

在行動上，要加快資負結構轉型。中國經濟正處於新舊動能轉換的重要時期，隨着技術革命的深入推進，新舊經濟的分化加劇。當前，中國商業銀行的服務對象還主要聚焦於房地產、基礎設施建設、地方政府平台企業等為代表的傳統經濟、舊經濟。傳統經濟增長放緩，佔比持續下降，導致貸款利率不斷下降，淨息差收窄。

金融是為實體經濟服務的，經濟結構發生新舊動能的轉換，也就意味着金融的服務對象也應該發生轉變。固守在傳統經濟市場中，只會讓銀行深陷內捲。繼續依賴房地產、基建與平台企業的貸款投放，眼前或許仍能維持一定規模，但長遠必然面臨增量不足、風險上升、回報遞減的困境。對商業銀行而言，應加快「轉型」，順應新舊動能轉換的趨勢，主動加大新興產業領域的服務力度，在客群結構重塑中找到新的增長引擎。

（作者為青島銀行首席經濟學家）

# 「人財」續湧港樓市加速復甦

主樓布陣  
布少明

近期本港利好消息頻傳，為市場注入強勁動力。先有聯儲局重啟減息，港股上升帶來的財富效應，日前更突破27000點大關，相信有助觸發「套股換樓」潮及樓市的「追落後」。事實上，近期一手持續熱銷。綜合市場數據，9月份錄得約1860宗新盤成交，連續八個月「破千」，創自2019年3月至11月後的最長紀錄，充分反映一手樓市的熱旺。

而近日一手樓市及股市的熱潮，帶動樓價「見底回升」。「美聯樓價指數」最新報130.1點，按周升約0.77%，連升三周，是自去年8月底後首次重上130點水平，已創出逾一年新高，年內樓價升約1.54%。

至於二手交投同步受惠，據美聯物業分行統計，10大屋苑於9月份錄得約174宗買賣，連跌兩個月後回升，較8月份約167宗按月增約4.2%，可見二手樓市正呈穩中向好的勢頭進發。

筆者對未來樓市保持樂觀，除了由於上述利好因素持續發酵外，樓市潛在長期供應持續下降亦是另一主因。根據特區政府日前發表的《長遠房屋策略》2025年周年進度報告，指出未來十年總房屋供應目標為42萬個單位，其中私營房屋供應目標為12.6萬個單位，按年下調約4.5%，這意味着未來每年賣地的私人住宅單位供應目標將減至約1.26萬個，不僅按年下跌，更較過去高峰約2萬個單位大幅減少約37%，創出有紀錄以來的新低。

長遠供應下跌的其中一個重要指標，是近年熟地供應亦隨着賣地供應目標減少而出現顯著下跌。房屋局早前公布未來三至四年一手供應中，顯示今年

二季度熟地供應僅1萬伙，較2019年次季錄得的3萬伙大幅減少，並跌至近年低位，成為未來三至四年供應下跌的原因。

## 新盤貨尾連跌8個月

此外，最受市場關注的貨尾量方面，資料顯示，截至9月29日全港累積貨尾量（包括樓花及現樓）錄約1.99萬伙的26個月新低，連跌8個月，終結連續25個月高於2萬伙水平的紀錄，並較今年1月高位2.3121萬伙減少近14%，估計在發展商繼續積極推盤去庫存下，至年底貨尾單位有望進一步減少至低於1.9萬伙，為市場帶來新一波支持力度。

總括而言，短期香港樓市前景將漸入佳境，主要受到股市強勢、樓市供應減少、一手熱銷及減息憧憬等多重因素的推動。隨着10月份四大全會的舉行，以及高才專才等「人財」持續湧港，香港樓市有望保持動力，特別是一手市場將繼續引領交投，令樓市加速復甦。

（作者為美聯物業住宅部行政總裁）



▲上月錄得約1860宗新盤成交，連續八個月「破千」