



► 黃金的價值重估並不意味着金本位的回歸，而是美元信用邊際下滑、全球貨幣格局重組的外在表現。

經濟觀察家

隨着美國經濟相對優勢下降、國家債務負擔加重，美元的制度信任開始在霸權濫用下出現裂縫。全球投資者開始重新評估美元資產的安全性，國際貨幣體系加速走向碎片化與多元化。那麼，黃金能否替代美元，重新成為國際貨幣體系運轉的中心？

金本位時代重臨機會微

近一年來，有觀點將黃金價格上漲解釋為美元國際信用的崩塌，甚至出現了「外部貨幣」（黃金和大宗商品）再度興起的「布雷頓森林體系3.0」之說。但是國際貨幣體系發生根本性變革的動力，是現有儲備貨幣的主要發行國與其他國家在經濟實力、金融資產定價權、國際影響力等方面的演變趨勢。

從數據上看，當前美元作為儲備貨幣的主導地位仍然穩固。截至2024年，美國名義GDP在全球佔比約26%，保持第一地位。在交易支付領域，SWIFT數據顯示美元在全球貨幣支付中的佔比從俄烏衝突前的39%進一步上升，至2025年1月突破50%。在國際外匯儲備中，美元在2025年第二季度的全球佔比達到56%，顯著高於佔比第二的歐元（20%）。

由於黃金還具有商品屬性，存在避險價值，也有觀點將黃金的上漲歸結為地緣政治因素。但如果是出於避險考慮，我們在看到黃金上漲的同時也應觀察到全球風險資產下跌，但實際上美國股市反而屢創新高，並未計入極端地緣政治風險。因此，筆者認為黃金定價「脫鉅」不能簡單理解為美元體系信用崩塌與地緣政治風險上升。

黃金與實際利率的背離，本質上反映不同國家對全球儲備貨幣的觀念分歧，是國際貨幣體系的分裂。特別是疫情和俄烏衝突之後，經濟國家主義的興起加速了全球貨幣體系的分裂。信任美元的國家轉而尋求黃金作為替代品，形成了「一個黃金，兩個世界」（One gold, two worlds）。實際利率可被視為持有黃金的「保險費用」。即使利率大幅攀升，部分尋求「去美元化」國家出於安全性考量仍願意支付高昂的保費持有黃金，推動黃金價格的逆勢上漲。

值得注意的是，對現行貨幣體系的替代既可以是黃金為代表的實物資產，也可以是比特幣等虛擬資產。比特幣與黃金一樣具有「非壟斷、稀缺、不可仿冒」的特性，因此也被部分投資者視為潛在的替代資產。我們發現恰好以2022年為時間節點，比特幣和黃金的正相關性出現大幅提升，或反映比特幣開始被賦予了類似黃金的資產屬性。

既然貨幣體系已經分裂，部分國家不再完全信任美元，轉而增配黃金，未來貨幣體系是否有可能重回金本位？在美元信用下降的背景下，這一呼聲折射出全球對「安全資產」的內在需求。因此，要回答這一問題，需要先從安全資產的視角出發：到底什麼是安全資產？為什麼全球天然需要它？

狹義而言，安全資產是預期在系統性衝擊下仍能保持價值穩定的簡單債務工具。有學者指出安全資產的三重特性：能夠長期保值、隨時變現，並在危機中表現出「避險屬性」。這種屬性並非單純來自資產本身，還取決於市場共識：某種

資產之所以安全，是因為他人也認為它安全。因此，安全資產的本質是在極端市場環境下仍能維持價值穩定，並被廣泛接受為最終清償手段與抵押物的信念共識。

從這一屬性出發，全球對安全資產的天然需求源於金融體系維持穩定與實現信用擴張的內在要求。IMF（國際貨幣及基金組織）2021年在《全球金融穩定報告》中強調，安全資產是「金融體系的基石（financial system cornerstone）」，是流動性管理、風險定價與市場信任的基礎。隨着全球儲蓄增加與金融深化，市場對高信用、低風險資產的需求不斷上升，催生了對安全資產的旺盛需求。平常時期，安全資產為信貸與證券化活動提供抵押基礎，支撐信用的擴張；危機時期，它又成為全球資金的避風港。

雖然全球對安全資產的需求結構性上升，但能夠生產高信用、安全債務的經濟體卻寥寥無幾。安全資產的旺盛需求與有限供給之間的結構性矛盾，被一些學者概括為「安全資產短缺之謎（safe asset shortage conundrum）」。

從安全資產的屬性來看，日圓、瑞士法郎或德國國債等資產同樣具備流動性強、風險低的特徵，也常在危機時期表現出一定的避險屬性。為什麼它們並未在歷史上扮演與黃金或美元相當的重要角色？原因在於，這類資產的「安全性」主要局限於區域性金融體系。而真正的「終極安全資產」必須在全球範圍內被普遍接受，能夠履行最終清償職能，成為整個國際信用體系賴以維繫的最高層級資產。

金本位依賴固定匯率承諾

由於終極安全資產是一種信用共識，聲譽與歷史記錄至關重要。金本位時代，黃金憑稀缺性、無違約風險和全球可識別性，自然承擔了跨國結算與官方儲備的職能。在這一時期，資本主義迎來空前繁榮，全球化——無論是貿易、資本還是人員流動——達到了前所未有的高度，生產率在第二次工業革命的推動下也快速發展。但在布雷頓森林體系解體後，安全資產的錨從「自然稀缺」轉向「制度信用」，美國國債成為新的終極安全資產。因此，當美元信用的制度基礎出現邊際動搖時，「我們能否回到金本位」的討論也自然浮現。



金本位在歷史上確實閃耀接近一個世紀，昔日輝煌能否重現？筆者認為，金本位難以回歸的根本原因主要體現在以下兩點：首先，它對國際政策協調具有高度依賴性；其次，也是更為關鍵的一點，金本位的穩定性以固定匯率承諾的可信度為前提，這意味着國內政策目標從屬於國際目標。隨着國際政治經濟格局發生深刻變化，上述兩個基礎條件均已不再具備，金本位作為一種制度安排也因而失去其現實可行性。

有人將部分準備金制度視為金本位的「阿基琉斯之踵」。在此制度下，商業銀行可以憑空創造貨幣，這些貨幣按照金本位的要求都可以兌換成黃金。而一旦商業銀行出現擠兌，危及金融穩定，按照最後貸款人職責需要央行提供流動性，這時央行就面臨兩難：金本位限制央行所能提供的流動性數量，而最後貸款人職責又需要央行提供更多的流動性。如此一來，央行越是提供更多流動性來救市，資金就以更快的速度換取黃金逃離。

可見，金本位的穩定依賴於固定匯率的承諾可信。一戰前的政治與社會環境普遍允許政府將維持金本位視為最優先的政策目標。當時選民參與度較低、工會力量有限，決策層主要由金融精英與政府官員主導。因此，即便緊縮政策會引發失業或企業破產，政府仍能在較少社會阻力下推行，以確保固定匯率與黃金兌換的穩定。這種政治結構為金本位下的通縮型調節提供了制度空間，也使得政策更偏向維護國際信譽而非國內經濟穩定。

黃金需求增 對沖美元風險

隨着國際政治經濟格局的改變，金本位不再適用。央行的目標和重心出現變化，國內就業目標越來越重要，維護金本位平價不再是唯一甚至是最重要的目標。當固定匯率的承諾可信時，資本流動起到自動穩定器作用，減輕央行壓力。然而，當市場察覺到央行的優先目標發生變化時，資本流動反而會放大匯率波動。

金本位曾為全球帶來近一個世紀的繁榮和穩定，它不僅實現了資本自由流動，也極大促進了國際貿易和經濟增長。因此，對金本位的懷舊情緒至今仍在許多人的心中迴盪。但其運行高度依賴於國際合作，且為了維護國際信譽，常常犧牲國內的就業和經濟。隨着國際政治經濟格局發生深刻變化，金本位作為一種制度安排也因而失去其現實可行性。

因此，黃金的價值重估並不意味着金本位的回歸，而是美元信用邊際下滑、全球貨幣格局重組的外在表現。在此背景下，各國央行增持黃金，更多是為了分散風險，而非重回金本位。黃金在多極化格局中仍可充當儲值與避險資產，但它無法替代信用貨幣在利率調節、流動性供給與資產定價中的功能，亦無法滿足現代金融體系對安全資產的結構性需求。

（作者為中金公司首席策略分析師）

北大南下 開啟北都教育合作典範

近日，北京大學黨委書記何光彩在與香港特區行政長官李家超的會面中透露，北大有意在香港北部都會區設立研究院。消息一出，輿論普遍將其視為對香港教育科研環境的重大利好。筆者認為，此舉關乎香港未來數十年發展路向的深層布局。

必須承認，香港長期享受着作為「超級聯繫人」的制度紅利。憑藉中西文化交匯、資金與人才自由流動的獨特優勢，扮演着金牌中介的角色，生意做得風生水起。但過往的成功模式，在今日未必依然適用。當國家層面已明確將「建設粵港澳大灣區國際科技創新中心」列為重點任務時，香港是否還能安於「中間人」的角色？

因此，今次北大透露的意向，並非國家「政策傾斜」，而是一場目標明確的「雙向奔赴」。筆者認為北大看重的是香港高度國際化的學術氛圍、健全的法治與金融體系，以及作為全球人才樞紐的強大潛力；而香港迫切需要的，正是北大這樣的「國家隊」級別的合作夥伴，以其頂尖的科研實力與成熟的成果轉化經驗，為香港的創科發展打通關鍵環節。更直白地說，香港正學習如何運用自身的獨特優勢，去主動吸引和配置國家最頂級的戰略資源，為我所用。

香港坐擁五所世界百強大學，學術論文發表無數，但科研成果往往面對轉化為市場價值的挑戰。北大研究院這條「過江龍」的到來，極有希望加速系統性的變革。

集群效應(Cluster Effect)。北大的進駐，無疑具有強大的示範作用。正如部分立法會議員所言，這將吸引更多同等級數的內地乃至全球頂尖學府落戶。從此前中山大學在科學園設立高等研究院，到如今北大高調表態，一個頂尖學府的「朋友圈」正在北都悄然成形。

科研「落地」加速器。北大不僅學術聲譽卓著，其將科研成果商品化的經驗亦相當豐富。它的到來，有望將內地成熟的「技術轉移」模式，與香港的國際化市場網絡高效結合。一個在香港實驗室誕生的創新概念，或許能迅速在大灣區找到合作夥伴進行規模化生產，繼而行銷全球。這條「從概念到市場」的鏈條一旦打通，香港的經濟增長將不再單純依賴金融與地產。

人才「磁石」效應。過去，香港最優秀的學生，許多負笈海外，造成了持續的人才流失（Brain Drain）。未來，隨着更多世界頂尖學府和科研機構考慮在港設立分校或研究中心，香港將

進一步強化其國際教育與創科樞紐地位。香港的目標，不僅是留住本地精英，更要如磁石般吸引全球人才，實現真正的「人才增益」(Brain Gain)。

產學研一體化的穿合效應。北大大學城與創科園區在地理位置上緊密相連。筆者倡議香港的高等學府和北大研究院可以與業界建立「共享實驗室」和「聯合研發中心」，共享先進設備和研發資源。學生的畢業設計項目，可以直接來自產業的真實需求；企業的研發項目，也可以吸納學生參與；讓學生在學習階段就能接觸到產業的最前沿，提升人才培養的深度與實戰能力，和加速科研成果的商業化進程。

打造科研創新生態

香港雖以靈活應變著稱，但要將「規劃圖」變為「施工圖」，中間仍有許多棘手的難題需要解決，時間相當緊迫。可幸，今屆政府已經開始了從「房東思維」到「生態運營思維」的轉變。除了提供土地和硬件設施外，積極滿足學術機構的真正需求，建設一個有利於創新的完整生態。這包括：更靈活的科研經費審批與跨境使用機制、具備國際競爭力的稅務優惠、為全球人才量身定製的簽證與落戶配套，以及促進學術成果與本地產業對接的專業服務平台。政府積極打破部門壁壘，以跨界協作的精神，打造一個真正有利於創新的「微氣候」。

此外，香港也要研究如何處理好「引進」與「本土」的關係。北大等頂尖學府的到來，對香港本地大學而言，既是合作夥伴，也是競爭對手。關鍵在於如何引導各方力量，共同將蛋糕做大，而非陷入零和博弈的內耗。政府應積極思考設立專項基金，鼓勵本地大學與這些「過江龍」建立深度合作，例如共建聯合實驗室、合辦雙學位課程、聯合培養博士生等，讓學生能博採眾長，這才是更具遠見的策略。

北京大學擬在港設立研究院，清晰地揭示了一個未來，香港不能僅僅固守「一國兩制」的制度優勢，更在於如何主動「過河」，在粵港澳大灣區這個更廣闊的舞台上，找到一個無可替代的新角色。過去我們常說「背靠祖國，面向世界」，今天或許應加上一句：「融入灣區，創造未來」。北大南下，是國家投下的信任票；香港如何接好這張票，主動北上，將自身優勢與國家戰略深度融合，將是一場真正的能力考驗。北部都會區的建設，正是這場大考的第一個重要項目。

（作者為香港創科發展協會創會主席）

樓市觸底反彈 明年更樂觀

2025年樓市全面回暖，樓價及租金同步向上，結束過去兩年背馳局面。一、二手市場齊報佳音：新盤成交量創下12年新高，二手樓價亦見底回升，人才來港更推動租金突破歷史高位。

今年最明顯的佳音，是樓價觸底反彈。根據中原城市領先指數（CCL）涵蓋的143個屋苑之中，今年已有99個、即近七成屋苑樓價止跌回升。其中68個屋苑升幅達4.3%以上，跑贏同期CCL的4.2%升幅；更有26個屋苑錄得雙位數升幅，成為本輪反彈的「火車頭」。

令人意外的是，一直被視為落後大市的區域亦開始追趕。例如深井碧堤半島，短短一年間呎價飆升18%，成為今年升幅最大的藍籌屋苑。這印證「水向低流」的市場規律，當一線盤率先上升後，購買力隨即蔓延至二、三線盤。樓市回暖並非局限於個別屋苑，而是由核心地段逐步向外擴散，顯示大市已進入全面回升階段。

一手市場同樣火熱。發展商以去庫存為首要策略，積極推盤並配合吸引力定價。自今年2月起，一手成交量已連續十個月維持「月月千宗」，累積近2萬宗，創2013年新例以來新高。大手客入市更成推動力。以佐敦一個單幢新盤為例，63伙於開售當日即全數沽清，八成由大手客購入，更有買家一口氣掃入九伙，涉資數千萬元。

單位類型方面，兩房最受追捧。今年已登記的一手成交

中，兩房單位達8246宗，佔整體約一半；其次是一房單位，成交量達5364宗，顯示需求集中於入門及中小型單位。加上減息周期及政府放寬印花稅，對上車人士而言無疑是另一個佳音。

除樓價回升外，租金更率先破頂。中原城市租金指數（CRI）今年升至130.09點，創歷史新高；租金回報率亦升至3.6厘，達11年高位。隨着回報改善，加上收租物業按揭成數放寬至七成，市場上追求高回報的投資者入市收租個案明顯增加。

租金升 轉租為買急增

租金持續上升，愈來愈多租客開始重新計算「租金與供樓」的成本差距，轉租為買的誘因不斷增強。這股力量將為2026年樓市注入額外動力，整體交投量有望較2025年更進一步。正如筆者早前所預測，2026年樓價升幅有機會達到15%。樓市佳音，料仍未完結。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）



▲深井碧堤半島樓價追落後，短短一年間呎價飆升18%，成為今年升幅最大的藍籌屋苑。