



▲市場對美國不信任引發「去美元化」，帶動黃金價格上升。

經濟觀察家

存量黃金價值竟然能漲到與美債同等規模，到底是黃金能觸及的天花板，還是一個劃時代變化剛開始的起點？巧合的是，金價甫一觸及這個位置，立刻面臨劇烈回調，似乎暗示着這一位置的敏感性。這一問題的答案，取決於美國能否重塑美債信任。

黃金狂牛 源於市場對美不信任



中金點睛
劉剛

開年短短一個月，黃金的表現就創下多項紀錄：1）上漲斜率幾乎超出了所有人的預期，短短一個月漲幅高達25%，還是上世紀八十年代以來的首次；2）轉眼間短暫超過每盎司5500美元後「滿減」，一天之內跌幅超過10%，也是1984年以來的前所未見。

金價總值追貼美債

拋開短期的急漲暴跌，黃金每盎司超過5500美元的確也是一個重要的分水嶺，它標誌着存量黃金的總價值（38.2萬億美元）已與美債的總存量相當（38.5萬億美元），這是上世紀八十年代以來的首次，意味着布雷頓森林體系解體後確立的全球以美元為錨、美元以美債為基礎的大廈已出現一些鬆動跡象。

本輪黃金的牛市究竟是什麼因素驅動？找到原因才能更好地判斷未來。簡單的梳理可以看出，傳統的通脹和避險需求可以解釋黃金的一部分上漲，但絕對解釋不了如此大幅的上漲。底層更關鍵的動力，是因為市場對美國不信任引發了「去美元化」，這才是黃金的「終極價值」。

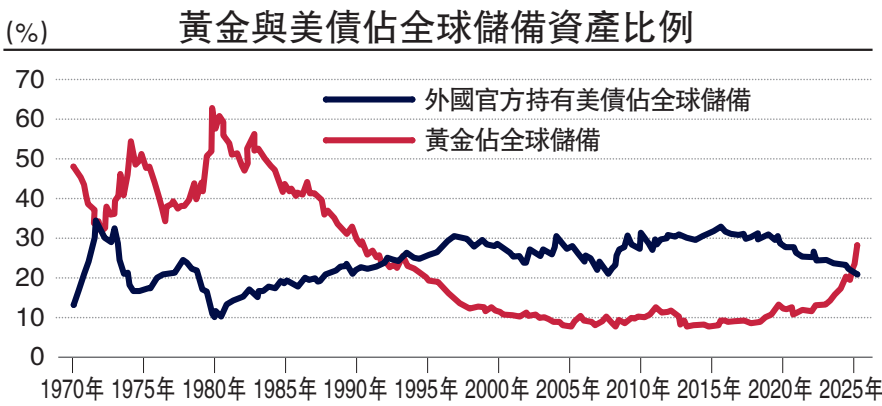
不難發現，過去一兩年，很多地緣和政策風險恰恰是來自美國自己，所以原本也可以起到避險功能的美元反而無效。一個簡單的對比是，拜登政府的後半段2022至2024年雖然也面臨俄烏地緣局勢、美元走弱、美債規模高企、通脹走高等一系列和當前類似的問題，但黃金漲幅卻不及特朗普第二任期。2022年9月本輪黃金牛市起點到2024年11月大選前，兩年內金價漲幅為50%，而如今特朗普上任一年裏金價漲幅超過100%。

除了特朗普的種種政策損害了全球的信任之外，美債本身是否還「安全」也是一個促使全球資金思考多元化配置需要的原因。換言之，如果未來換了一個新總統，是否這個趨勢就能逆轉？「不再安全」並非指開始違約，而是回報降低且信用質量邊際下降，具體的體現為：

1）**償債約束「剛性化」**。儘管美債不可能違約，但處在超然地位，也天然的要求其有更完美的安全性，美債的利息覆蓋率（利息支出／財政收入）自2021年開始持續攀升至18.5%的歷史新高，超過標普和穆迪等機構在主權信用評級時劃定的15%「警戒線」。付息壓力的增加也意味着美國為了維持債務的可持續性，財政自由裁量空間和彈性也在隨之縮窄，擠佔其他財政支出空間。

2）**持有結構「內生化」**。外國投資者持有美債比例的變化，反映了全球對美債作為安全資產的需求強度，這一指標自2014年34%的高位持續回落至2022年的23%後，小幅升至當前的25%。這種從全球儲備資產向普通主權債務模式的轉變，意味着美債此前享有的「額外信用需求」在減弱。

3）**相對價值的「縮水」**。黃金名義價值與美債的比值自2022年0.35持續抬升至當前的0.99，這一指標的持續抬升，反映了投資者對美元



主權信用資產偏好的邊際下降，轉而向實物黃金尋求終極的價值避險。

簡單而言，從基本面角度看，高利率、高付息、高槓桿也使得美債存在讓人詬病與擔憂的問題。

對美國的不信任和美債本身的問題，共同促使了局部的美元信用替代，這是「去美元化」，也是黃金上漲的核心動力。但到目前為止，「去美元化」暫時還只是涇渭分明的「二元化」割裂。

之所以這麼說，是因為我們注意到，一部分貨幣當局在拋售美債買入黃金（以亞洲及新興國家為主），而一部分貨幣當局仍在繼續買入美債買入新高（如2025年以來英國、日本、比利時），形成「涇渭分明」的兩個陣營。

這說明，「去美元化」還未上升到一個全球普遍的共識，更多是「涇渭分明」的兩撥人在做不同的事情，畢竟對於多數仍在美元體系內的國家和經濟體而言，沒有必要「去美元化」，去了也沒有更好的選擇。但對於另外一撥人而言，面對制裁、美元儲備資產被武器化等風險，「去美元化」也是無奈且必須的選擇，那增加黃金儲備就成了一個幾乎必然的選項，這些需求也就成為驅動過去幾年上漲的主要動力。

但現在的問題是，2025年特朗普第二任期以來，針對全球尤其是「盟友」們的關稅，挑戰現有國際秩序的種種做法，再加上黃金超過美債這個關鍵分水嶺的出現，是否會導致這個原本「涇渭分明」的陣營的界限變得愈來愈模糊？使得愈來愈多屬於美債陣營的市場也開始轉向黃金？

國際儲備走向多元

當黃金不斷上漲已經超過美債存量這個關鍵分水嶺後，會發生什麼變化？是否會使得更多處於中間地帶的央行也在想可以適度多極化錨定，增加一些對黃金的配置？特朗普不斷挑戰現有國際秩序、拿關稅作為武器，是否使得傳統盟友也要開始審視與美元的綁定關係？美國不斷累計的債務和利息支出，加之難以有效回落的債券利率和通脹，是否使得持有美債的普通投資者也擔心短期收益和美國財政可持續性？

從這個意義上看，黃金超過美債並非馬上兌現的數學節點，但卻是心理上的重要分水嶺。對於那些已在「去美元化」的國家來說，自不必說仍需要增加黃金儲備，但對於那些仍在美元體系中的國家、尤其是搖擺不定的「中間派」而言，一旦認為美債正從「全球唯一的無風險資產」降級為「一種普通的高風險主權資產」，

不再是特殊的、唯一的、絕對安全的，那就有可能會形成預期自我實現的循環效應。「去美元化」不可能很快實現，也不需要馬上兌現，但信心總是一點點被侵蝕的，有時候只要有這個疑問就夠了，就足以促使一部分投資者開始思考多元化配置需求，雖然過程是緩慢的。

當然，我們也需要理性地看待這個過程。在可預見的未來，美元和美債很難被完全取代，無可否認的是美元的儲備貨幣地位仍然穩固，更可能的是美元體系的局部鬆動，從單一化走向多元化。其主要原因在於：

1）**儲備份額**：截至2025年第三季度，美元在儲備貨幣中佔比仍然有57%，遠高於其他貨幣。但若按佔全球儲備資產中的比例計算，外國官方持有的美債（21.3%）已經低於黃金（28.6%，按最新金價計算）。

2）**國際支付份額**：截至2025年12月，美元在全球支付中佔50.5%，遠超第二名的歐元（21.9%）。環球銀行金融電信協會（SWIFT）和衍生品交易大多錨定美債，已形成一定網絡效應，切換系統的成本極其高昂。

3）**貿易融資份額**：截至2025年12月，美元在全球貿易融資的市場份額為79.5%，遠超第二名的人民幣（8.3%）。

4）**美元沒有替代品**。黃金雖然值錢，但不生息，在美元信用受損的情況下可充當避險和儲值資產，但無法替代信用貨幣在利率流動性供給與資產定價中的功能，且由於物理總量限制，無法支撐全球龐大的貿易結算。歐元市場深度不夠，人民幣未完全開放資本賬戶，都不足以完全接納38萬億美元規模的資產池。更重要的是，所謂「美元霸權」，並不僅在於美國政府信用及美國的經濟實力，背後還有美國的軍事和科技力量。只要這些還在，美元信用體系就還有繼續維持的底氣。

此外，「去美元化」的過程也完全可能反覆甚至出現逆轉，而「舊秩序」也不可能甘心任由被取代，例如可能的變數來自，美國新總統改弦更張，重新擁抱全球化或者至少與盟友們積極合作重獲信任；美國經濟重新找到支點實現強勁增長；美國強調財政紀律且美聯儲強力抑制金融擴張，通過這種短期陣痛的方式重塑美債安全資產的信任；甚至針對黃金實施管控、賣黃金和徵稅的行政手段等等。

上世紀八十年代就出現過黃金超過美債的情形，但最終以沃爾克強力加息的巨大代價，重塑美債信任，換取了隨後四十年至今的美元全球霸權地位。

（作者為中金公司分析師）

做好投資於人 實現內需主導



共創共享
戈峻

去年底召開的中央經濟工作會議上，國家主席習近平以五個「必須」概括做好新形勢下經濟工作新的認識和體會，也為今年經濟工作定下八大任務，其中擴大內需是排在首位的重點任務。可以說，會議內容已指明了2026年發展大方向，只看企業家是否能掌握到箇中精髓。

五個「必須」包括：必須充分挖掘經濟潛能；必須堅持政策支持和改革創新並舉；必須做到既「放得活」又「管得好」；必須堅持投資於物和投資於人緊密結合；必須以苦練內功來應對外部挑戰。

從中不難發現，國家的經濟韌力是強勁的，還有很多潛能有待挖掘，而要充分挖掘這些經濟潛能，就需要有政策的支持和改革創新並舉的手段，而在發展的過程中，既要放手讓市場發揮，讓企業能活，但放手不等於放任，關鍵是要管得好，這個「好」字，筆者相信就是該管時必須管得住，不用管的必須不干涉。

可以說，前三個「必須」對民企而言是信心保證，我們面前的是有待進一步深挖的發展空間，創新仍然是發展的動能，市場環境「敢放能管」。至於後兩個「必須」，筆者認為這是面對外部不明朗形勢下，企業家需要領悟的一種智慧。

值得留意是，2026年經濟工作八大任務當中，「堅持內需主導，建設強大國內市場」列為首務。過去我們可能會單純將內需理解為消費，認為擴大內需就是讓「經濟增長依賴投資主導」改變為以消費主導，但其實投資與消費互為關連，敢於消費才能吸引投資，而敢於投資才可創造消費，讓消費和投資形成良性循環，這才是內需主導的強大國內市場。而投資於物和投資於人的緊密



▲教育、託育等服務型消費成為新的經濟增長點。

市道已見底 財富現增長



樓市新態
汪敦敬

筆者從事地產逾43年，見過不少「悲情市」，卻以上輪的調整說得上是最悲。但看回數據，實際處境竟然是多次市道低迷中最好的一次。最近有好友討論：「2024年納稅人數目比一年前多了13萬人，總納稅人數超過2019/2010年。年薪100萬元以上的人數，2019到2024年增加18%。」再細看100萬元收入以上的納稅人數目比例：樓市創新高時的2021年是11.18%，2024年是12.14%，所佔比例有所增加。

即是說，超過100萬元高薪的人現在比樓市最高峰時還更多，再加上去年強積金回報16.5%，而香港通脹維持在1%左右水平，令許多投資都得到正增長。事實上，香港大多數人在財富上是有所改善。

但在香港大部分人幸福的背景下，仍應該關心失落的兩個社群。數據顯示，有一個板塊是走下坡的：年收入1000萬元以上的納稅人數目比例，樓市創新高時的2021年是0.18%，2024年是0.15%，所佔比例有所減少。筆者覺得這部分人士都是非戰之罪。

香港這幾年的哀鳴，是一群本來有本事向銀行融資的投資高手，卻面對Call Loan的挑戰。（本人申報並沒有面對Call Loan）筆者發覺近年的Call Loan潮，很多人沒有出現資不抵債的

結合，就是達到內需主導的關鍵點。

要知道，中國製造業佔全球比重近30%，但國民消費只佔全球17%，這反差預示着一個有待充分挖掘的經濟潛能。試想想，如果我們的消費佔全球比例從17%提高到30%，中國必將成為引領全球消費市場的核心力量，真正成為全球矚目的「大消費」、「大市場」。但如何擴大消費的需求，引導市民從不敢消費到樂意消費，那就是我們要把投資於物和投資於人結合看待。

服務消費前景廣闊

中央財經委員會辦公室在解讀中央經濟工作會議時便指出，把投資於物和投資於人相結合，包括加快建設停車場、充電樁、旅遊公路等消費基礎設施，提高養老、託育、醫療等民生類投資比重。事實上，「對人投資」領域一直還有很大空間，教育、醫療、養老、健康、文化信息等服務型消費正在成為新的經濟增長點，投資於這些範疇的基礎設施，為他們在相關領域的消費增值，令投資於人等同於投資在未來增長引擎。

試想想，我們說養老產業，不僅是滿足於基本養老需要，還要是銀髮經濟當中不同的消費需要，如軟質食品、智慧養老等等，所以投資於物和投資於人的結合，就是一種從人的真實需求為出發點的投資，說到底也即是惠民生和促消費的結合。

面對外部挑戰不斷，我們要做好投資於物和投資於人相結合，讓投資與消費形成良好循環，從而擴大內需，答案就是民企國企雙發力，做好服務業市場開放工作這項「內功」。事實上，要做到「對人投資」，相關的資金投入非民資能支持，一些服務也必須由國企來把關以防範風險，但另一方面如果民資進不來，投資上不去，老百姓對醫養教育等的需求就得不到充分滿足。

可以想像，如果能夠真正把服務業市場打開，讓社會資本和國有資本共同發力，在老百姓最貼身最關心的服務型產業領域加大投入，提升服務種類、水平及質量，那麼大家不僅是敢消費願消費，也將能發掘出更多可讓大家可以消費的新服務場景，那麼一個以內需為主導的新經濟潛力將加速形成、充分發展，使中國經濟走得更穩更遠。面對這個機遇，企業家們應好好考慮，積極參與服務業開放。

（作者為天九企服董事長兼CEO）

情況，只是銀行因為該借貸的舊估價下跌了，所以要借貸人以新估價去為借貸比例補倉。這本來是無可厚非，但Call Loan一定會導致價格下跌，因為跌市中「普通貨」根本賣不出，能賣出的往往是用新低價去買到最好的貨。於是又製造了新一批的下跌指標。

中小企仍需更多支持

這個結果其實對銀行也很不利，所以過去銀行的Call Loan有「黑名單」亦有「白名單」。「黑名單」的對象要盡快迫倉以成功保本；「白名單」的對象就重組財務，保留客戶，亦可減輕市場上繼續價格下挫的衝擊。但是近年Call Loan潮不覺有白名單，銀行之間似在互相踐踏。

另一個悲情社群就是中小企商人。在過去受考驗的幾年，包括新冠疫情和慘烈風波，很多負責任的中小企老闆都頂住壓力不裁員，但同時面對香港的人力資源不足問題，老闆還要應付員工加薪、減少工時、增加假期，而社會並沒有去足夠支持這些老闆。為何通關之後，香港飲食業面對內地競爭敗到潰不成軍？根本很多飲食業的老闆連夜市的人手都聘請不到，又如何有足夠實力與別人競爭呢？筆者覺得社會、尤其政府要關心這兩類受忽略的社群。

但無論如何，數據證明香港大部分都是活得更好，所以不要被悲情所籠罩。

（作者為祥益地產總裁）

