



求，並通過金融市場的雙向開放來擴大人民幣的國際流動性和覆蓋面。



經濟觀察家

在當前美元走弱的背景下，應該加快提升人民幣的國際化地位。筆者一直認為，人民幣實現自由兌換後並不會出現大幅貶值或資本外逃現象。本文將進一步解釋為何人民幣被低估，而美元被高估。

人民幣加速國際化正當時



察股觀經
李迅雷

記得到上海上大學第一年，家裏給了我30斤全國糧票。在計劃經濟時代，大部分商品都要憑票購買，手錶、自行車、縫紉機等耐用品也得有票，即購物付錢還不行，需要有票證。而糧票作為流動性最好的票證，是可以集在集貿市場換東西，而且全國糧票比上海糧票更「值錢」，比價大約是1：1.7。於是筆者用30斤全國糧票換了兩斤大閘蟹請寢室同學共享，如果用上海糧票換，得用50斤才能換兩斤大閘蟹。為何全國糧票比地方糧票值錢呢？因為全國糧票是全國都可以流通使用的，而上海糧票只能在上海用，故流動的區域有局限。

聯想到中國的A股市場和B股市場，一開始B股市場是只給境外投資者和部分國內機構投資者開放的，所以A股與B股存量同股同權不同價的現象。後來，B股對境內個人投資者也開放了，於是B股出現大漲行情。說明流通範圍的擴大有利於提升股價。但直至今日，同一個上市公司，其A股與B股之間的價差依然比較大，那又怎麼解釋呢？恐怕與換手率有關，即A股的換手率遠高於B股，也就是說，股價與流動性呈現正相關，流動性越高，股價水平也越高。

同樣，A股與H股之間的價差也是同理，儘管港股通已經開通12年了，但目前A-H之間的價差仍有20%左右，當然比A-B的價差要小多了。原因還是A股的活躍度（可以用換手率來衡量）要高於港股。

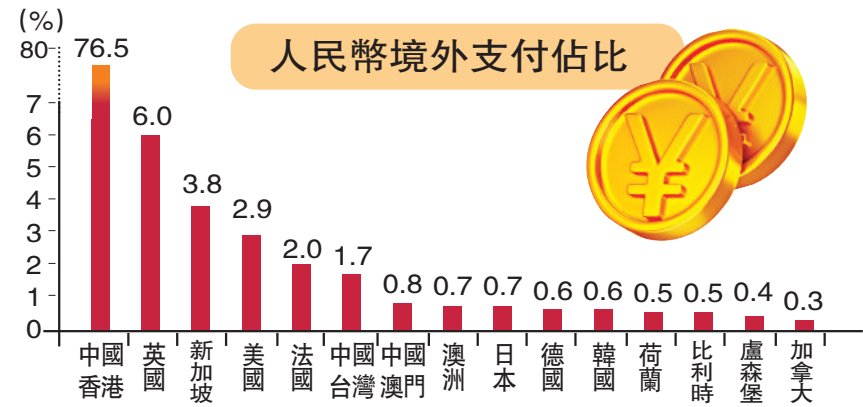
人民幣匯率遭嚴重低估

通過上述分析，就不難解釋為何人民幣匯率被低估。首先，人民幣雖然是第五大國際貨幣，但與美元相比，作為支付貨幣，其在全球的佔比偏低，與中國作為全球第二大經濟體和第一大出口國的地位不相稱。

根據環球銀行金融電信協會(SWIFT)公布數據，2025年5月人民幣在國際支付中的佔比僅為2.89%，降至第六大支付貨幣。由於SWIFT僅統計其報文系統內的支付，而人民幣國際支付不一定通過SWIFT系統，SWIFT數據可能對人民幣的國際支付規模有所低估。低估主要體現在兩個方面：一是貨幣互換協議；二是人民幣跨境支付系統(CIPS)，但即便考慮這兩個因素，人民幣在全球貨幣中的支付佔比還是偏低的。

其次，人民幣作為國際貨幣，其支付地主要集中在香港，即人民幣雖然「出境」了，但出國支付的比例還是很低。如從2024年12月的離岸市場的支付地看，76.5%在香港，而在美國的佔比只有2.9%。（見配圖）其支付的地域局限性較為明顯，就像前面舉的例子中提到，只是「地方糧票」，而非「全國糧票」。

再次，全球各國官方持有人民幣的比例非常低。根據國際貨幣基金組織(IMF)《官方外匯儲備貨幣構成(COFER)》報告，全球各種確認外匯儲備資產（又稱為「已分配外匯儲備資產」）中，人民幣資產巔峰時期



約為3372.6億美元（2021年），佔比2.8%。截至2024年末，人民幣資產約為2496.8億美元，佔比2.2%，只是第六大儲備貨幣。與此相對應，中國官方的外匯儲備規模全球第一，其中美元的儲備量也是全球第一。

上述三個原因，如流動量、流動區域和全球持有的規模均偏小，可以解釋為何人民幣的市場匯率被嚴重低估的原因。而其他發展中國家貨幣被更嚴重的低估，也是同樣道理，因為這些貨幣的流動性、流動性區域更小。

美元地位發生動搖

美元指數從2001年的118點跌至2008年的72點，這輪下跌導致各國央行的恐慌，於是2008年以後，全球央行結束了43年減持黃金儲備的歷史，開始增持黃金。然後，美元指數並沒有長期走弱，而是震盪向上，到2022年回升到了112點左右。

2025年特朗普再次當選美國總統後，美元指數又從107跌至現在的97，可能還會繼續下跌。原因在於，現屆美國政府的反移民政策、高關稅政策、美國優先投資備忘錄、對格陵蘭島和加拿大的領土訴求等等，正在改變現有的國際秩序，勢必會導致全球對美債信用的擔憂，對美元需求的下降。

如今，美國聯邦政府的債務餘額已經超過38萬億美元，其利息支出已佔聯邦政府正常性開支的16%以上，如果與歐洲國家的關係疏遠或交惡，則他國投資者的持有比例還會繼續下降，可能會造成美國聯邦政府發債的困難。因此，作為美聯儲主席的可能人選沃什，他的「縮表+降息」模式或難以推行，因為美聯儲的總資產中，國債佔比超過60%，如果縮表，則意味著美聯儲持有美債的規模要減少，內外部若都要減持美債，這更是美國財政部不願看到的。如果美聯儲縮表無望，則美元指數將繼續走弱。

也就是說，特朗普所希望看到的，是在美元貶值情況下又能維持強勢美元的國際地位，這兩個目標很難同時實現。

進入21世紀以來，隨着區塊鏈技術的發展，虛擬貨幣應運而生，其實質是擺脫各國央行和金融監管部門對資金流動和交易的監管，通過「去中心化」抵禦法幣超發和氾濫，因為法幣的本質是一種信用債券，而信用度並不靠譜。而貨幣天然就是金銀，金銀本身就有價值，不需要信用擔保，這就可以解釋2022年俄烏戰爭以來黃金、白銀大漲的原因。

因此，2022年以後黃金的大漲，其實就意味着全球「去美元化」步伐的加快。當然，美元的霸主地位是不會輕易撼動的，作為全球交易量

和儲備量最大的貨幣，遠超第二大貨幣——歐元。也就是說，在今後很長時間內，沒有一種貨幣可以挑戰美元的地位，但美元作為全球「貨幣之錨」，已經動搖了。

人民幣國際化的進程可否加快？從全球綜合排名第五左右的位置，躍升為排名第三，即綜合實力超過日圓和英鎊，這是否也會是驚險一躍？按照市場匯率，2025年中美之間的GDP差距反而擴大了，這是因為人民幣兌美元的升值幅度僅為4%左右，而美元指数下跌10%以上。作為全球貿易順差最大的國家，中國是有實力加快推進人民幣國際化的。

最近，《求是》雜誌發表重要文章，指出要成為金融強國，「一是擁有強大的貨幣，在國際貿易投資和外匯市場廣泛使用，具有全球儲備貨幣地位。」也就是說，作為全球交易、支付和儲備貨幣，其排名需要提升。儘管強貨幣不利於出口，但強貨幣對經濟的綜合優勢要超過弱貨幣。如人民幣在資本項下的開放度加大，則有利於企業出海及併購，有利於外資流入國內資本市場，有利於國內機構投資者的全球化配置資產，有利於中國企業做強做優做大，提高其行業或產品的全球份額。

似乎大部分人都擔憂一旦實行資本項下的自由兌換，將會有大量外匯流出，理由是中國的M2（廣義貨幣供應）規模過大。但他們可能忽視了「雞生蛋和蛋生雞」現象：中國M2之所以那麼大，其中一個原因是在現有的匯率制度下，外匯儲備規模越大，央行不得不被動投放基礎貨幣，導致M2規模也相應增大。想像一下，一旦擴大居民的換匯額度，如果換匯需求大增，則一部分居民存款就變成外匯，M2的規模相應縮小，對應國家外匯儲備減少；同時，如果人民幣作為國際儲備貨幣的佔比能夠從現在的2%左右，提高到10%左右（歐元目前約20%），對應中國人民幣存量或將減少，M2的增速將下降甚至出現負增長。

此外，由於人民幣管控的放鬆，外資流入國內也更加便利，又由於人民幣被低估，或許會增加境外對人民幣的需求，導致更多的外匯流入中國，這又會增加外匯儲備，人民幣最終會形成一種供需平衡的匯率水平。

因此，要讓人民幣成為強貨幣，一方面必須想方設法增強全球對人民幣的需求，通過金融市場的雙向開放來擴大人民幣的國際流動性和覆蓋面。另一方面，則通過開放度和制度的規範來提高人民幣的評級水平，這兩方面都是相輔相成的。

（作者為中泰證券首席經濟學家）

美聯儲今年寬鬆幅度或超預期



實話世經
程廣

「惟克果斷，乃罔後艱。」北京時間1月29日凌晨，美聯儲在年內首次議息會議上宣布維持基準利率於3.50%至3.75%不變，符合市場預期。從表面看，美國勞動力市場尚未出現顯著失衡，為聯儲暫緩調整政策提供了現實依據；但從結構層面看，經濟所面臨的約束仍在累積。關稅政策不確定性加大庫存與價格波動，政府停擺擾動財政節奏並削弱數據可讀性，通脹雖持續回落卻仍高於政策目標。

在2025年9月至12月已連續三次降息的背景下，美聯儲選擇按兵不動、轉入觀察階段，體現出審慎的風險管理思路。值得關注的是，政治環境變化正對美聯儲獨立性形成新的制度性壓力，相關研究表明，政治干預可能通過擾動通脹預期，對中長期價格穩定構成隱性風險。

展望2026年，勞動力市場信號的滯後性與美聯儲主席換屆的不確定性，將共同塑造貨幣政策路徑。在宏觀不確定性上升、政策信號邊際模糊的環境下，貨幣政策對制度框架與委員會共識的依賴度正在同步提高。在多重不確定性疊加下，美聯儲實際寬鬆節奏可能快於市場當前預期，預計2026年全年降息2至3次，總計50至75個基點。

年內首次議息會議，美聯儲保持基準利率不變。從增長表現看，美國經濟仍顯韌性。2025年三季度GDP環比折年率終值為4.4%，但結構上內生需求並不穩固，私人投資對增長的貢獻接近於零，顯示在融資成本高企與政策不確定性下，企業資本開支依然謹慎。當季增速部分受政府支出與庫存波動支撐，真實需求動能偏弱。

考慮到政府停擺對財政執行與統計口徑的擾動，後續數據波動可能上升。從勞動力市場看，就業擴張明顯放緩，12月非農新增就業僅5萬人，全年新增就業規模創2020年以來新低，失業率雖回落至4.4%，但在勞動參與率同步下行的情況下，就業市場呈現「量弱率穩」的複雜特徵。從通脹看，12月CPI同比2.7%、核心CPI同比2.6%，回落趨勢延續但仍高於目標。金融條件方面，市場已提前計入寬鬆預期，削弱了高利率的約束效應。這意味着，當前金融環境對實體經濟的真實約束程度，可能已弱於名義利率水平所隱含的緊縮信號。綜合來看，

增長與就業尚未顯著失衡、通脹回落但未達標，使聯儲本次維持利率不變具備合理性。

從歷史經驗到現實挑戰：行政干預對美聯儲獨立性的衝擊。自2025年4月特朗普再次就任總統以來，行政部門對貨幣政策的公開表態與輿論施壓明顯增多。近期圍繞美聯儲內部事務的司法調查，再次將獨立性問題推至輿論焦點。相關研究基於長期歷史數據指出，政治壓力對貨幣政策的影響並非通過利率渠道，而是主要通過擾動通脹預期發揮作用，其後果具有長期性和跨周期特徵：通脹水平被持續推高，但對產出和就業的改善並不顯著。

降息料最多三次

從制度設計看，美聯儲獨立性本身正是為防範總統基於政治周期干預貨幣政策而設立的「護欄」，但現實中，行政當局仍可通過溝通施壓、輿論動員、任命暗示等方式，持續影響政策環境。在制度邊界被反覆試探的過程中，貨幣政策的可信度與前瞻指引也更容易受到市場質疑。在當前背景下，財政壓力上升、財政手段對貨幣政策的替代，以及針對聯儲官員的政治化爭議，正共同抬升貨幣政策運行的制度摩擦成本。

兩大變量引導未來貨幣政策走向進一步寬鬆。未來政策路徑的第一個關鍵變量，是勞動力市場信號的系統性滯後。近年來非利普斯曲線趨於平坦，薪資與通脹之間的聯動減弱，使得僅依賴就業與工資數據，容易高估通脹的持續性。在經濟下行初期，就業指標往往保持韌性，而企業盈利、融資條件與金融市場波動已率先惡化，這要求貨幣政策更具前瞻性。

第二個變量是美聯儲主席換屆。在模型解釋力下降、不確定性上升的環境中，主席在議程設定與溝通口徑上的引導作用被顯著放大，新任主席可能更重視潛在下行風險，在信號尚不清晰階段便釋放政策緩衝，而非被動等待數據惡化。這種風險管理導向，本身也意味着政策反應函數正在發生邊際變化。

綜合來看，2026年美聯儲貨幣政策或延續前置寬鬆思路，寬鬆節奏與幅度均可能高於市場基於傳統框架的預期，全年降息2至3次、合計50至75個基點仍是較為穩健的判斷。

（作者為工銀國際首席經濟學家）



美聯儲今年實際寬鬆節奏可能快於市場預期，預計全年降息2至3次。

樓市信心恢復 庫存跌穿2萬伙



樓市智庫
陳永傑

上月新盤成交量突破2450宗，創下15個月新高，更是一手新例發布13年以來最旺的一月。多個樓盤於開售當日即告「清袋」，亦出現大宗大手成交，反映市場承接力強勁，買家信心澎湃。在新盤迅速被吸納下，大批買家同步回流二手市場及貨尾盤，帶動新盤貨尾量高位回落。

回顧過去一段時間，新盤市場積壓大量貨尾，成為樓市最大包袱。發展商缺乏加價空間，為加快回籠資金，只能以低價促銷，甚至以「深水炸彈價」搶客，令二手樓價受壓，市場信心削弱。加上美國自2022年3月起累計加息11次、共5.25厘，樓價持續下行。

四年首現「租價齊升」

不過，去年二季度成為樓市轉捩點。隨着減息周期展開，本港利率回落至加息前水平，加上多項政策逐步見效，市場氣氛顯著改善。私人住宅樓價已連升七個月，創近四年最長升浪，全年升幅逾3%；租金亦升逾4%，四年來首次出現「租價齊升」。

新盤市場百花齊放，交投全面反彈。土地註冊處登記數字顯示，本港

一手私人住宅登記宗數已連續第三季錄得逾5000宗，帶動全年登記量連升三年，重上2萬宗水平，升至2019年後近六年高位，反映積壓多時的購買力正持續釋放，並有效推動貨尾量向下。

雖然目前全港一手私人住宅貨尾仍逾萬伙，涉及超過300個樓盤，市場仍需時間消化，但相關數字已連跌三個季度，累計減少近4000伙。去年四季度貨尾量更跌穿2萬伙危險線，低見1.8694萬伙，創十一個季度新低，顯示一手貨尾已由高位回落，樓市最壞的「去庫存壓力期」或已過去。

展望2026年，「去庫存」仍將是發展商銷售部署的重中之重，即使今年市況轉旺，發展商亦不敢貿然大幅加價。隨着樓市轉角向上，買家入市信心逐步恢復，貨尾消化速度有望進一步加快。若市況持續向好，下半年一手貨尾或可回落至約1.5萬伙水平，年底甚至有機會低見1.2萬伙。惟貨尾多少從來不是愈少愈好，關鍵在於回到健康水平，而非追求零庫存。貨尾過多，發展商往往被迫劈價清貨，拖累整體市場；貨尾適量，樓價與成交才能同步回穩。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）