



▲黃金市場的需求仍在擴張周期，2025年全球黃金總需求達5002噸，創歷史新高。

經濟觀察家

過去兩年，全球大宗商品市場出現「反常現象」，傳統的漲跌邏輯不再完全適用，表現在黃金牛市的延續、弱美元的反彈，以及全球資本市場的繁榮，包括比特幣等另類資產的高波動。這些現象背後，有深刻的宏觀背景，一方面，經濟周期、宏觀政策周期以及產業周期交織，大宗和外匯市場發生深刻變化；另一方面，大國博弈日益加劇、宏觀政策失衡，不確定性交易情緒濃厚。

# 大國博弈 避險資產需求增



世界秩序正處於深刻調整的過程中，資產的避險需求進一步增強，不但全球央行持續加碼增持黃金，而且大型機構投資者將比特幣等另類資產的權重持續抬升，全球資本市場押注人工智能等新科技板塊，風險承受和預期回報之間的「鴻溝」加深。

一、大國博弈對市場的長期影響日益加深

2018年中美貿易戰以來，大國博弈的格局逐漸深化，特朗普2.0實施的「對等關稅」政策在經貿方面製造了新的博弈。在複雜博弈背後，有三條主線需跟進：第一條主線是競爭與合作的共存。即便在關稅貿易戰期間，大國之間的合作並未弱化，而是在尋求結構性的平衡。比如在貿易層面，全球產業鏈和供應鏈的重構具有雙重效應，任何形式的「脫鉤斷鏈」均可能遭遇反噬，合作仍不可或缺。第二條主線是實力和結構的挑戰。美國的經濟雖有韌性，但付出的全球代價更高，而在深度互嵌的全球化市場，「對等關稅」壓制非但難以扭轉美國貿易的問題，更衍生出更大的風險，比如加速去美元化進程，美元在全球外匯儲備中的佔比已跌破60%的數十年新低。第三條主線是政策和市場的分歧。新冠大流行後，美聯儲的貨幣政策調整路徑並不清晰，「通脹暫時論」後追趕式的加息，以及美聯儲獨立性受到威脅等，凸顯了貨幣政策的潛在壓力。

美日財赤擴大 貨幣政策承壓

大國博弈的全面深化，引發了新的秩序調整，「全球南方」的崛起開始改變過去的國際經貿規則，發展中經濟體之間的貿易規模持續擴大。主要在三個層面：一是全球產業鏈的重構。「逆全球化」迫使主要國家和地區加快產業鏈多元化布局，原材料、製成品市場將進行重新定價，勢必帶來企業外遷、資本轉移等新的變化，「倒逼」後發國家集中力量提升價值鏈地位，這也將加速大宗商品市場、跨國投資建廠和供應鏈網絡區域分化。二是併購市場的廣泛興起。因全球產業鏈重構，跨國投資併購重組加快。2025年全球併購交易總額相較2024年增長40%，達到4.9萬億美元創歷史次高紀錄。三是跨國投資的轉移。人工智能、半導體等行業處於高增長階段，但投資活動因各類政策限制而下降。2025年基礎設施等領域的國際項目融資連續第4年下降；全球外國直接投資（FDI）愈來愈集中在數據中心和半導體，傳統製造和可再生能源領域明顯降溫。

二、宏觀政策的失衡逐漸擴散至投資領域

2008年全球金融危機之後，全球宏觀政策出現重大調整，主要在兩個維度：一是財政赤字貨幣化現象。財政赤字貨幣化通常在預算支出超出收入時被採用。美國、日本等發達經濟體採取此類操作，即以低利率



或零利率為財政赤字擴張創造寬鬆的金融環境，進而引發債務經濟的「滾雪球」。截至2024年末，日本國債餘額／國內生產總值（GDP）高達192.6%，國債依存度為33.3%，均遠超國際警戒線。美國採取相似路徑，2008至2024年美國財政赤字佔GDP比重的年均值為6.2%。由於財赤攀升，長端國債利率的上行風險增加，反映在美國和日本的長端國債收益率均持續攀升。二是貨幣政策的非常規操作。同樣在2008年全球金融危機之後，發達國家央行採取非常規的貨幣政策操作，由2008年至今，美聯儲共實施了四輪擴表（QE）和兩輪縮表（QT），這些非常規的貨幣政策操作逐漸常態化，進而對市場的影響持續擴大，引發市場波動。2025年12月，美聯儲重啟「儲備管理購買」（RMP），標誌著「常態化擴表」階段的開始。

央行續增持 金價料上揚

具體到市場交易，宏觀政策的失衡出現長期化趨勢，財政赤字攀升無法減退，貨幣政策的相機抉擇變得更加棘手，「資產荒」現象加劇，具體反映在三個層面：一是外匯市場的寬幅波動。過去兩年，日本央行開啟加息周期，2024年至今進行三次加息至0.75%，但隨後陷入到困境，被迫在通脹高企和財政擴張之間尋求平衡，加息進展緩慢，在進一步正常化的過程中，日圓大幅貶值對日本經濟造成重創。2025年日圓兌美元貶值超過13%。二是資本市場的寬幅震盪。特朗普政府宣布實施「對等關稅」政策後美股暴跌，其中標指一度跌至熊市邊緣。市場有關AI泡沫仍有爭論，但相關企業能否實現預期回報將影響美股科技板塊走勢。三是大宗市場的漲跌無序。黃金市場的需求仍在擴張周期，2025年全球黃金總需求達5002噸，創歷史新高；全球央行購金保持高位，2025年三季度末，全球官方黃金價值約4.5萬億美元，佔官方總儲備達28.9%，創2000年以來新高。但黃金價格經歷過山車行情，2024、2025年的漲幅分別超過30%和60%，而跌幅也一度高達10%。預計全球央行將繼續增持黃金，預計金價仍上升，但漲幅區間可能收斂。

三、大宗商品周期的結構性演變正在加速

大國博弈如何影響大宗商品周期？需要把握其中的博弈焦點和底層邏輯。從兩個維度看：一是全球產業鏈和供應鏈的重構，進而產生一系列問題，比如針對關鍵礦產資源的進出口限制、核心技術的出口許可制度

等，這些限制會抬高大宗商品的交易成本，同時帶來投資格局的改變。製造業和高科技的投資佔比升高，同時對外直接投資也向關鍵礦產、汽車製造和新能源等新領域集中。二是大宗商品的投資呈現分化。隨着新能源和電動車行業的崛起，相關礦產資源需求猛增，吸引大量投資。2024年全球關鍵礦產需求有所增長，其中鋰需求增長近30%，鎳、鈷、石墨和稀土的需求增長6%至8%。投資方面，美國投資將不僅限於稀土，而是擴大到鎳和鎢等其他高風險礦產。關鍵礦產投資加速，同時相關競爭加劇，預計將對大宗商品市場帶來深遠影響。

投資角度看，大宗商品周期擴張有兩方面因素：一是供需方面，全球新科技革命帶來巨大的需求，而關鍵礦產投資加碼以及限制性政策，加劇了供需緊張。2026年，驅動全球經濟增長和投資活躍的仍是科技行業，包括新能源、芯片半導體、人形機器人、高端製造等，這些板塊所需的關鍵原材料和金屬覆蓋面較廣，將支撐全球大宗商品市場的需求。二是投資方面，主要在於大宗商品市場存在的結構性資產荒。過往兩年，鎳、鈷、石墨和稀土等保持高位增長，其強勁需求中超過85%直接來自電動車、電池儲能、風光發電與電網投資。同時，大宗商品市場存在投資高度集中，煤炭、石油等傳統大宗商品的價格仍有震盪下行風險，清潔能源相關領域則存在上行空間。

長債息飆升 提防黑天鵝

四、結論與展望  
綜合來看，因宏觀經濟支撐和新科技、清潔能源投資擴張，全球大宗商品周期整體仍處於震盪上升期。但是，按照橋水基金創辦人、「鱷王」達利奧的方法論，主要經濟體的財政擴張和貨幣政策失衡將對大宗商品市場帶來持續震盪，寬幅波動的機率增加，同時長端國債收益率的上行風險仍存。在各類周期疊加背景下，大宗商品和外匯市場價格將可能經歷新的「黑天鵝」事件。

由於宏觀環境和政策的急劇變化，市場信息的捕捉不對稱，同時因政策反覆也導致交易混亂，投資者的風險承受和預期回報可能無法成正比。概括而言，重點需要關注幾組變量，一是特朗普政府關稅戰演繹和貿易談判進展，二是潛在地區衝突甚至局部戰爭，包括烏克蘭危機的解決路徑，三是美聯儲貨幣政策的內部分歧擴大，將影響減息的路徑變化。

（作者為上海金融與發展實驗室特聘研究員。本文僅代表個人觀點）

## 港青匯聚大灣區 開闢事業疆土

李勳 經管之見

國家主席習近平於2025年11月視察廣東時表示，建設粵港澳大灣區對廣東來說既是重大責任，也是難得的發展機遇，要鑰匙建設富有活力和國際競爭力的一流灣區和世界級城市群的目標。筆者認為，進一步深化大灣區三地的合作，要充分發揮三地年輕人的才智、熱誠及活力，而香港年輕人的努力亦不容忽視。

本文是通過實踐例子，闡析香港青年在大灣區開拓事業疆土的成果及帶出的意義。

近年港大、中大、科大等國際知名學府紛紛進駐大灣區，正是沿着這個方向邁進一步。科大（廣州）願景與粵港澳大灣區作為戰略性樞紐的發展規劃方向無縫結合，催生來自香港、澳門，以及廣東省九個不同類型城市的綜合型人才。近年有不少香港青年到大灣區發展，取得不俗成績，如中大畢業生開發防隨身物品遺失的系統「隨身保科技」，很受市場歡迎。

大灣區活力十足，已成為吸引全球青年目光的科創中心。2023年3月，亞洲青年領袖論壇主題四——「粵港澳大灣區合作發展主題論壇」在廣州南沙舉行。論壇上，來自粵港澳三地的青年嘉賓圍繞政策制定、科技創新、人才培養等各方面，對大灣區如何更好融合協作、面向世界建言獻策。

廣東亞太創新經濟研究院理事長李志堅表示，隨着各個科創平台和重大科技基礎設施在大灣區落地，大灣區在建設國際科創中心的道路上取得一系列耀目成績。他認為，港澳、亞洲乃至全球青年可以通過這些平台，參與到全球產業的技術創新。筆者認為，這是有前瞻性之言。

亞洲青年領袖論壇吸引來自30多個國家的近400位中外嘉賓，圍繞「增強青年合作，凝聚共同價值，促進亞洲和平與發展」主題，面對面地展開交流討論。香港青年嘉賓、華商教育集團總裁廖伊曼期待透過廣州這扇窗口，看到中國對外開放的決心。她建議，可以在大灣區建設一個國際教育中心，培養高技能人才，吸引青年過來學習、交流，共同建設大灣區。

同樣來自香港的青年嘉賓、品極研無界控股創始人何珊，是港澳赴粵實習計劃的總推介官，目前已經對接廣州113家企業，在港澳學校舉辦千人推介會，為港澳港澳學子提供實習崗位。在和港澳學生的接觸中，她發現港澳學生對內地的科研力量、傳統文化都挺感興趣，於是去嘗試去引導他們。筆者相信，願意往大灣區振翅高飛的香港年輕人相當多，因為他們看到可在這片沃野千里的土地上發展的前景。

筆者知悉，前海深港青年夢工場致力於成為港澳青年在內地發展的「第一站」，為廣大港澳青年展現才華，搭建舞台、拓展機遇、創造前景，促進粵港澳三地青年廣泛互動、全面交流、深度融合，增強他們回歸祖國的向心力。為進一步拓展深港青年在前海創新創業發展空間，前海管理局以建設前海為深港青年創新創業港為目標，致力建構一個具有合作緊密、交流廣泛、創新活躍、服務周到的體系，助力深港青年創業夢想成真。

產業鏈完整 市場廣闊

筆者亦了解到，香港青年到大灣區創業最重要因由，是該地擁有完整的產業鏈，並提供廣袤市場作為腹地。在香港從事機電工程的青年梁子斌2018年來到了佛山，在當地一家軟件公司工作。他用一年時間認識不少客戶，搜集資料研究，知道人工智能（AI）板塊是未來十年的主流。他經常跑不同部門自薦，最後獲得市人力資源和社會保障局支持，免費給他一塊地方創業。他和前公司的一些技術員一起創業，但頭幾個月完全沒有生意，直至做出一塊AI核心板，放在網上推出市場，很快得到不少回響，生意變得穩定。

梁子斌和團隊研發出一款AI計算機，成本低，可以加載不同的算法，安全系數高，市場對此方面需求很大。他們通過和內地企業合作，看到他們的大學生已在跟一些外國大學合作做項目，於是開闢一個板塊，主力幫助港澳年輕人到大灣區創業就業。

2025年，東莞濱海青年創業基地成功引進20個港澳台創業項目，吸引28位港澳台青年才俊匯聚於此，通過共享工廠模式，以一站式服務讓創新成果更快更妥善地從實驗室走向生產線，並進入市場。由此可見，香港青年大灣區開拓事業的空間不斷擴大。

如今大灣區的政策及法規更趨完善，而新基建亦先進及齊全，由香港前往大灣區各地方便快捷，正是香港青年可以發揮專長的理想場所，他們大可在這裏「俱懷逸興壯思飛」（李白）。期待他們不斷拓寬國際視野及磨練本領，做好香港和大灣區共同發展的橋樑，而他們也可在大灣區的廣袤土壤上一展所長，奔向萬里前程。

（作者為香港理工大學工商管理博士、資深金融家）



▲前海深港青年夢工場致力成為港澳青年在內地發展的「第一站」，為港澳青年展現才華。

## 啟用「戶口互聯」 加快按揭審批

王美鳳 談樓說按

隨着銀行數碼化及開放銀行發展愈見成熟，金管局與銀行於2024年開始推出了名為「戶口互聯」（Inter-Account Data Sharing 簡稱IADS）之先導計劃，簡單來說就是跨銀行的賬戶數據共享，用戶可在自己意願下以數碼化形式向銀行分享於其他銀行的賬戶資料。截至現時階段，IADS為銀行用戶帶來了什麼新體驗及好處呢？

首先，用戶可在手機銀行查閱自己的跨銀行賬戶，當中用戶可選擇授權將其名下不同銀行賬戶連結，以便在e-banking或手機銀行賬戶一併查閱名下多個銀行賬戶資料，更輕鬆掌握個人整體財務狀況。

現時用戶一般可在手機銀行界面簡單進行上述操作，當中用戶有全面的控制權，包括選擇互聯哪家銀行哪些戶口，並可隨時取消有關授權。

目前IADS運用於按揭申請雖屬初步階段，當中已有銀行將「戶口互聯」功能延伸至信貸申請方面，包括按揭或私人貸款、信用卡申請，申請人可選擇授權讓銀行透過IADS存取其在不同銀行的賬戶資料，好處是銀行可更快速直

接取得相關資料，申請人亦可減少甚至免卻再自行準備紙本或電腦取得之銀行月結單或賬戶紀錄文件。

現時按揭申請人一般需向銀行提交3個月（固定入息人士）或不少於6個月（浮動入息人士）的薪金入賬銀行紀錄，又或因應申請人的信貸使用狀況需了解其更多的財政紀錄，透過IADS，銀行可直接從申請人賬戶查閱所需紀錄包括薪金入賬、交易紀錄及賬戶結餘狀況等，除了讓過程更便捷之外，亦可加快銀行審批流程，減少因等待文件、檢閱及輸入資料、補交文件等耗時情況，並可加強資料的準確性，申請人有機會更快獲批有關貸款。

跨行查閱戶口資訊

IADS除了應用於個人用戶之外，亦應用於企業及中小企用戶，IADS可以幫助商戶更快獲批及取得銀行融資。商戶透過IADS便可快速授權銀行查閱不同銀行的戶口資訊，更快整合賬戶數據及掌握申請商戶的財務狀況，有助簡化信貸程序。據悉，自IADS分階後推出以來，一些銀行已透過跨銀行的數據分享處理多個中小企貸款，並加快審批程序。

（作者為中原按揭經紀董事總經理）