



易融資貨幣、第五大國際儲備貨幣。人民幣國際化在多方面取得顯著進展，目前是全球第二大貨幣。

經濟觀察家

「特朗普2.0」時代的倒行逆施，很可能導致美元國際地位在短期內以較快速度下滑，從而為人民幣國際化提供了難得的時間窗口。中國應抓住這個機遇，對新三位一體策略進行擴展與升級，加快推進這一進程。

把握機遇窗口 加快人民幣國際化



張明
世經明察

當前的國際貨幣體系被稱為牙買加體系或美元本位制，其核心特徵是美元在其中扮演著最重要國際貨幣的角色。由於美元不再與黃金掛鈎，因此全球投資者對美元價值的信心在於他們認為美聯儲會實施負責任的貨幣政策，通過控制美國國內的通貨膨脹來間接地保持美元匯率穩定。

自2009年中國人民銀行開始推動人民幣國際化以來，人民幣國際化已經在諸多維度取得顯著進展。例如，人民幣已經成長為全球第二大貿易融資貨幣、第五大國際結算貨幣、第五大國際儲備貨幣。又如，人民幣已經被IMF（國際貨幣基金組織）納入SDR（一籃子貨幣）的計價貨幣籃，並在權重上僅低於美元與歐元。

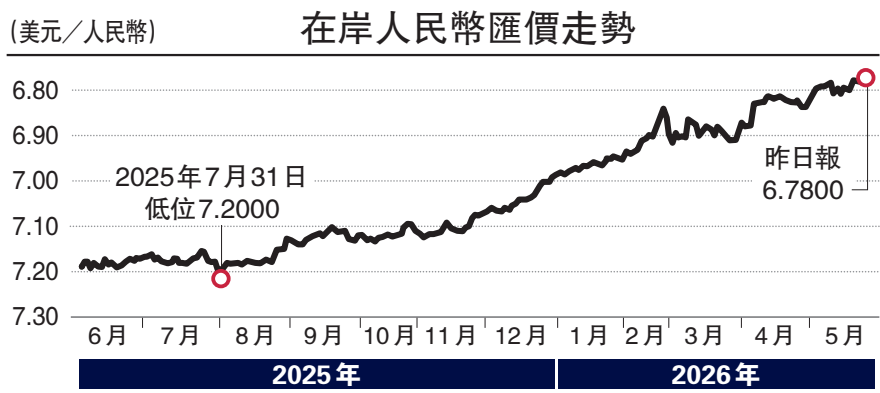
通過諸多指標來觀察人民幣國際化的進程。不難發現，從2009年至今，人民幣國際化呈現出鮮明的周期性。2009年至2017年是人民幣國際化的第一個周期，其中2009年至2015年上半年是上升期，2015年下半年至2017年底是調整期。2018年至今是人民幣國際化的第二個周期，且迄今為止都處於上升期。人民幣國際化的周期性既與一些短期的經濟金融因素有關（例如人民幣匯率的升貶預期、中美利差的變化、中國與全球相對金融風險變化等），也與一些結構性因素有關。

推動大宗商品計價功能

在2009年至2017年，中國人民銀行主要通過如下三方面政策推動人民幣國際化：一是鼓勵在跨境貿易與直接投資中使用人民幣進行結算；二是大力發展香港等離岸人民幣金融中心；三是中國人民銀行與其他央行簽署雙邊本幣互換。筆者將上述政策組合稱之為舊三位一體策略。

舊三位一體策略在第一個周期內明顯助推人民幣國際化。但隨着時間的推移，舊三位一體策略也面臨一些新的問題與挑戰：首先，該策略相對重視發展人民幣的結算功能，但對人民幣計價功能推動不足。在幫助中國居民與企業降低匯率波動風險方面，人民幣計價功能要比人民幣結算功能更為重要。其次，中國香港等離岸市場的人民幣容量有限，在提供人民幣計價資產的種類、流動性與吸引力方面存在不足。再次，境外非居民持有人民幣資產的主要目的是獲得匯率升值收益與利差，對人民幣的真實需求不足。這就造成了，一旦人民幣兌美元匯率由升值預期轉為貶值預期，或中美利差收窄甚至反轉，那麼人民幣國際化的諸多指標就會轉為調整。

從2018年開始，隨着人民幣國際化進入新的周期，中國人民銀行推進人民幣國際化的政策組合也發生了明顯變化：第一，開始大力推動發展人民幣的計價功能，尤其是人民幣的大宗商品交易計價功能。譬如2018年3月，上海成立了以人民幣計價的原油期貨市場。第二，開始加大國內金融市場向境外機構投資者的開放力度。第三，開始着力在中國周邊、「一帶一路」共建國家、RCEP



（區域全面經濟夥伴關係協定）區域內通過推動人民幣在國際貿易、產業鏈合作、直接投資方面的廣泛使用，來夯實境外主體對人民幣的真實需求。上述政策組合可以稱之為新三位一體策略。

迄今為止，新三位一體策略已經取得顯著成效。其一，上海人民幣原油期貨交易市場已經成長為繼布蘭特原油期貨市場與西得克薩斯中間原油期貨市場之後的全球第三大原油期貨交易市場。其二，當前境外機構投資者持有境內人民幣資產規模已經超過10萬億元（人民幣，下同），其中人民幣股票與人民幣債券大概各4萬億元。其三，經分析表明，在一些共建「一帶一路」與RCEP區域國家，人民幣在其本幣匯率定價貨幣籃中的權重已經超過歐元、日圓與英鎊，成為僅次於美元的全球第二大貨幣，這表明這些國家有較強的意願要穩定人民幣與本幣的匯率，從而間接反映出這些國家對人民幣真實需求的增強。

中國應抓住「特朗普2.0」加速侵蝕美元霸權地位的時間窗口，加快推進人民幣國際化。在此，筆者有三點建議：

第一，同時推進大宗商品交易的人民幣計價結算與中國企業主導的國際產業鏈全鏈的人民幣計價結算。

一方面，應繼續努力推動原油、天然氣、鐵礦石、有色金屬等國際大宗商品交易的人民幣計價結算。考慮到中國相關行業企業競爭激烈，市場集中度不高，在與境外大宗商品出口商進行價格談判時，中國相關行業的企業不應各自為戰，而應在相關行業商會的組織下，作為一個整體與境外大宗商品出口商進行談判。

豐富人民幣計價安全資產

另一方面，中國政府應大力推動中國企業主導產業鏈的全鏈人民幣計價結算。考慮到中國製造業企業更多在全球產業鏈上佔據中下游優勢地位，且中國市場作為最終市場提供者的角色也日益上升，因此，中國政府應推動在特定產業鏈上佔據主導地位的中國企業沿着整條產業鏈來推進人民幣的計價結算。

其中包括：1）特定產業鏈上的中國企業應該聯合起來推動產業鏈上中下游企業使用人民幣進行計價結算，尤其是可以從國內市場最終銷售佔比較高的產業鏈做起；2）將供應鏈金融作為推動全產業鏈用人民幣計價結算的重要工具，作為產業鏈鏈主的中國企業應與金融機構合作，向全鏈企業提供人民幣供應鏈金融產品，以此來間接推動產業鏈的人民幣計價結算；3）在全球產業鏈供應鏈日益

碎片化的趨勢下，優先推動共建「一帶一路」、RCEP區域內產業鏈的人民幣計價結算。

第二，中國政府應向外國機構投資者提供更大規模的人民幣計價安全資產，在人民幣利率處於相對較低水平時，推動人民幣負債型金融產品的國際使用。政府應該加大在岸市場與離岸市場發行人民幣國債、人民幣機構債（尤其是中國政策性開發銀行債券）、人民幣地方政府債（尤其是北京、上海、廣東等高信用等級地方政府債）的規模。加大提供人民幣安全資產的力度，也有助於強化人民幣作為國際儲備貨幣的地位。

當人民幣利率處於相對高位時，國際投資者更願意持有人民幣資產。當人民幣利率處於相對低位時，國際投資者持有人民幣資產的動力有所減弱，但非居民以人民幣舉債的動機卻因此而變得更加強烈。最近一段時間以來，海外人民幣貸款規模、點心債與熊貓債發行規模均出現了爆發式增長。換言之，在中國長期利率顯著低於美國長期利率的背景下，推動人民幣作為負債貨幣的國際使用可謂順勢而為，具有廣闊的發展前景。

力拓跨境結算清算機制

第三，中國政府應大力推動人民幣跨境結算清算機制的發展，與此同時加快數字貨幣國際結算清算平台的建設。自2015年10月，人民幣跨境銀行間支付系統（CIPS）正式啟動，迄今為止已經取得長足發展。不過，與SWIFT（環球銀行金融電信協會）比較，CIPS的覆蓋面依然有限，尤其是境外直接參與行數量較少。因此，CIPS未來的發展重點是擴展國際化網絡與增強全球影響力，相關舉措包括：吸引更多國際性銀行加入，尤其是作為直接參與者加入；借助區塊鏈等現代技術提高系統的安全、效率與透明度；深化與共建「一帶一路」國家、RCEP區域國家等的金融合作。

央行數字貨幣橋（mBridge）項目通過多國央行利用央行數字貨幣搭建了可信互通的橋樑，形成獨立於CIPS與SWIFT的跨境支付網絡，能夠實現更快速、成本更低和更安全的跨境支付和結算。該項目具有廣闊的拓展空間與使用場景，並有望成為由新興市場與發展中國家主導的創新性跨境支付清算工具。中國政府一方面應推動mBridge項目得到常态化使用以及納入更多的成員國（地區），另一方面應盡快拓展數字人民幣2.0的境外使用場景，使其成為推動人民幣國際化的新型力量。

（作者為中國社科院世界經濟與政治研究所副所長）

霍爾木茲海峽復航易 石油復產難



宋雪濤
國金視野

市場對霍爾木茲海峽危機的定價，正在從關閉衝擊轉向復航節奏。據外媒報道，按照目前披露的框架，美伊停戰協議並不是一次性解決所有問題，而是先把停火和海峽重新開放放在前面。市場預期較最恐慌階段已有改善，油價風險溢價存在回吐空間，但協議尚未最終落地，且即便復航兌現，也不意味着油價會快速回到衝突前水平。

一方面，因為霍爾木茲海峽重新開放，解決的只是物理通道問題，而真正需要修復的是通道信用。即便伊朗承諾不收費、不檢查、不干預，船東、保險公司和貨主仍需要時間重新評估航運安全、戰爭險費率與實際通行條件。

紅海曼德海峽的經驗已經說明，即使航運風險緩和，主流航運公司並不會馬上恢復原航線。2023年底紅海危機後，經由亞丁灣和曼德海峽的集裝箱船通行量長期維持低位，2025年年初一度較2023年均值低89%，截至2026年5月仍較2023年均值低82%。原油油輪通行受沙特延布港裝船帶動而有所修復，2026年5月經由亞丁灣和蘇伊士運河的原油油輪通行量較2023年均值高23%。

另一方面，霍爾木茲海峽衝擊已從運輸端傳導到生產端。Clarksons Research數據顯示，截至5月22日，阿拉伯灣地區原油和凝析油日均減產約1150萬桶，佔2025年產量的44%。減產主因是外運受阻後的儲油約束。海峽通行降至低位後，原油無法正常離港，儲罐逐步接近滿庫，部分油田被迫降產甚至關停。與此同時，港口、管線等海上基礎設施遭襲，則進一步削弱了部分生產和出口能力，也抬高了後續復產的不確定性。

因此，復航不能簡單等同於復產。對於出口受阻、儲罐滿庫導致的被動關井，恢復相對較快。IEA（國際能源署）在4月估計，約一半中東海灣油田具備足夠油藏壓力和流體條件，可在出口恢復後約兩週內回到戰前水平，該比例在一個月後可升至約80%。但這只是油田條件口徑，不等於減產量會按同等比例恢復，原油流量的實際恢復還取決於安全形勢、勞動力和承包商調動、供應鏈正常化、基礎設施修復，以及船舶能否重新回到港口裝貨。

更慢的是已經完全關停、關停時間較長，或者油藏條件更複雜的油田。S&P Global援引CERA研究指出，受

戰爭擾動的油田中，約90%屬於不易快速重啟的類型，包括成熟油田、需要注水或注氣維持壓力的油田，以及海上油田。

在霍爾木茲海峽完全重開、港口恢復正常服務的前提下，若油田關停約一個月，恢復滿產或需要約5周至7個月，而隨着關停延長至第二個月，重啟周期可能拉長至10周至7個月。

若涉及生產設施和關鍵基礎設施實質損壞，恢復時間可能進一步拉長。IEA署長Biroi曾表示，中東受損能源產出恢復至戰前水平可能需要約兩年。

信用未恢復 船東險企謹慎

從高頻航運數據來看，霍爾木茲海峽物流仍然處於深度受限狀態。根據Clarksons Research數據顯示，截至今年5月22日，過去7天霍爾木茲海峽日均過境船舶約10艘，較衝突前日均約125艘下降逾90%。原油外運同樣處於低位，過去7天僅3艘原油油輪離開海灣，合計約600萬桶，僅為正常日均約1.05億桶的5%左右。過境船舶中約65%屬於非主流船舶，顯著高於衝突前約22%的佔比，說明主流船東、保險公司和貨主仍保持高度謹慎。

4月17至18日曾經出現短暫的重開窗口，日均過境約33艘，但彼時美國對伊朗港口的封鎖未撤、雙方協議未成，隨後過境量迅速回落至日均約10艘。這一插曲正好表明，臨時性通行放鬆可以帶來流量脈衝，但不能自動修復通道信用。這與前文所述的紅海經驗一脈相承。

替代出口和庫存釋放在一定程度上緩衝了霍爾木茲外運受限的衝擊。按Clarksons Research的海運原油貿易流量口徑，衝突前全球海上原油出口日均約4000萬桶，霍爾木茲海峽受阻造成的外運損失日均約1500萬桶。此後，霍爾木茲海峽方向仍保留日均約100萬桶原油出口，主要來自伊拉克、沙特和阿聯酋。沙特通過東西管道將更多原油分流至紅海，帶來日均約300萬桶的額外出口。同時，IEA庫存釋放、美國出口增加以及其他非霍爾木茲海峽來源的短期流向調整，共同補充了部分可用供應。

截至目前，全球海運原油可用出口日均約3350萬桶，較衝突前仍低約650萬桶。替代供應緩和了最極端的短缺壓力，但尚不足以消除供應緊張，市場仍依賴庫存持續填補缺口。

（作者為國金證券首席經濟學家）



▲市場預期，即便霍爾木茲海峽重新開放，油輪逐漸復航，也不意味着油價會快速回到美伊衝突前水平。

存款創紀錄 樓市泡沫風險低



陳永傑
樓市智庫

「儲蓄是美德」這句話大家都聽過，而港人更是將其發揮到極致。金管局最新數據顯示，本港銀行存款總額自2003年沙士後起已連升23年，並正直逼20萬億元大關，單是今年3月份便高達19.6萬億元，再度刷新紀錄。

更驚人的是，這19.6萬億元當中有超過一半、亦即11萬億元全部鎖在定期存款。按現時息口粗略計算，銀行每個月向全港存戶派發高達320億元的利息。如果以天水圍嘉湖山莊一個400萬元上車盤計算，全港市民單是每個月做定期所賺取的利息，就足夠全數付清、購入差不多8000個單位。

這反映出，香港作為背靠內地、面向全球的超級「財富水塘」，即使近年面對鄰近地區競爭對手新加坡的挑戰，本港最新銀行總存款（約2.51萬億美元）仍大幅領先對方（約1.63萬億美元）近五成四。

物業成交額僅佔存款3.16%

根據金管局及中原地產的數據統計，回顧近30年本港樓市與銀行存款的消長，對比極為鮮明。以2025年為

例，全年物業註冊金額約6142億元，僅佔當時銀行存款總額的3.16%；即使在2021年樓市創下1997年後新高，交易總額高達9178億元，亦只佔15萬億元存款的6.04%。再回溯至2010年樓市加辣時期，資金流入樓市6895億元，佔存款10.05%；而在1997年狂熱期，物業註冊總值高達8680億元，佔銀行存款比率更達32.58%。

四個時期的對比，從1997年的三成以上，到近年的不足一成，清楚顯示現時樓市對民間財富的消耗量極低，購買力僅屬「冰山一角」。這意味着，市場並無過度借貸的泡沫化風險，反而防守實力持續增強。

同時，本港存款數目已比1997年大幅淨增長逾6.3倍，較2010年亦增長近2.8倍，反映民間持貨能力與資金儲備正處於歷史巔峰。

由此可見，目前樓市的購買力只是潛藏財庫的一小部分。隨着全球進入減息周期，定存回報逐步遞減，未來儘管只有2%至3%的沉澱資金由銀行體系釋放並轉投於實物資產，已夠足以令本港物業成交量及涉及規模錄得翻倍式增長。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）