



▲隨着中國穩增長政策持續發力，經濟有望穩步回暖，通脹溫和回升，中國利率或逐步緩慢上行。

經濟觀察家

4月以來，海外主要經濟體利率快速上行。受地緣衝突推升大宗商品價格、歐美通脹高位徘徊、經濟就業韌性強勁等影響，海外央行降息預期持續降溫，美國、英國、德國、日本等國家的長債收益率連連走高。而中國經濟仍處於內需偏弱、信用修復偏緩的弱復甦階段，貨幣政策堅持適度寬鬆取向，各類無風險利率持續低位運行。在中外利率倒掛格局顯著加深的背景下，本文結合當下市場環境，剖析利差倒掛成因，評估其對中國金融市場的影響，並對後續走勢做出研判。

中外利差倒掛明年料收窄



李心怡

一、中外利差深度倒掛的成因
中外利率反向運行、利差持續倒掛並非單一因素驅動，而是經濟周期錯位、通脹環境分化、貨幣政策目標差異、債券供需結構失衡等多重因素共振的結果。

(一) 經濟周期錯位
中國經濟修復力度偏弱，地產行業深度調整拖累投資、產業鏈消費和地方財政收入，居民對就業和收入預期謹慎，預防性儲蓄增加，全社會信用擴張動能不足，偏弱的基本面支撐利率低位運行。反觀美國等海外經濟體，居民消費、非農就業韌性十足，AI熱潮助推企業投資，經濟「軟著陸」甚至「不着陸」的預期強化，支撐名義利率處於高位。

(二) 通脹走勢與貨幣政策分化
雖然地緣政治衝突推升輸入型通脹預期，但中國終端需求疲軟，中下游漲價乏力，工業生產者出廠價格(PPI)傳導受阻。中國居民消費價格指數(CPI)籃子中食品項權重較高且當前走勢偏弱，服務、房租、教育等物價上漲動力不足，全面通脹風險較小，疊加穩增長訴求，中國貨幣政策保持寬鬆基調，市場流動性整體充裕。而歐美則深陷通脹困境，地緣因素進一步加劇通脹擔憂，貨幣政策優先考慮對抗通脹，美聯儲降息預期持續推後，歐元區存在加息可能，整體貨幣政策取向趨緊。

(三) 財政與供需結構差異
中國實體融資需求低迷，優質固收資產供給不足，形成「資產荒」。商業銀行等機構將配置重心轉向利率債、高等級信用債，資金不斷湧入債市，推高債券價格、壓低收益率。而海外主要經濟體財政持續擴張、財政赤字高企，市場對海外主權債務可持續性的擔憂推升期限溢價；疊加頑固通脹帶來的加息預期引發資金集中拋售，進一步帶動海外長端收益率被動上行。

二、中外利差倒掛對中國宏觀與金融市場的影響

利差倒掛通過資本流動、匯率、貨幣政策等渠道傳導至中國，短期形成一定擾動，但整體衝擊有限。

(一) 資本流動
債券市場方面，以中美利差為例，目前中美利差倒掛幅度在280個基點左右(以名義利率計)，人民幣計價債券相對美債的收益率吸引力下降，部分境外資金傾向於減持境內人民幣債券、回流美元資產，形成階段性的資本外流壓力。但境外投資者在中國債市持倉佔比較低，外資行為的

邊際影響力本身有限，難以構成趨勢性衝擊。加之近期監管部門進一步擴展QFII(合格境外機構投資者)/RQFII(人民幣合格境外機構投資者)參與國債期貨套期保值的範圍與便利度，以及全球資金追求分散化和安全性的內在需求，海外長期資金的配置意願得到穩固。

權益市場方面，利差帶來的影響以結構性為主：中國低利率環境利好高股息、業績穩健的核心資產，估值優勢凸顯；而高估值成長板塊受全球無風險利率上行壓制，估值擴張受限，板塊波動加大。整體來看，A股走勢主要取決於中國盈利改善與產業發展，利差僅為外部擾動。

出口強韌 人民幣逆勢走強

(二) 匯率
按照利率平價理論，中外利差倒掛會對人民幣匯率形成貶值壓力，但實際匯率走勢受到基本面、貿易順差、市場交易等多重因素影響。今年以來人民幣兌美元匯率從7.0附近升值至6.8左右，利差走闊背景下人民幣逆勢走強，一是中國出口韌性強勁，貿易維持高順差，企業集中結匯形成正向支撐；二是海外經濟衰退及債務風險偏高、地緣衝突反覆，而中國財政及通脹環境穩健，人民幣資產安全屬性吸引外資長線配置；三是央行依託中間價引導穩定市場情緒，有效對衝貶值壓力。在基本面穩健、貿易順差高位、央行調控的支撐下，後續人民幣匯率大概率呈現雙向波動、溫和走強的態勢，單邊大幅漲跌概率不大。

(三) 貨幣政策
利差深度倒掛帶來的資本外流、匯率波動對中國貨幣政策寬鬆空間有一定約束，短期內貨幣政策以觀察為主，總量寬鬆概率有所下降。但中國貨幣政策始終錨定自身基本面、堅持「以我為主」，在通脹平穩、內需偏弱的情况下，結構性寬鬆、小幅調降政策利率仍有操作空間，政策寬鬆取向並未逆轉。

三、利差倒掛持續性研判

(一) 短期(2026年下半年)：利差深度倒掛格局大概率延續
年內中外利差預計將維持深度倒掛格局，整體高位震盪，難以出現趨勢性收窄。中國地產調整尚未出清，內需回暖節奏偏緩，貨幣政策仍將維持寬鬆，流動性保持合理充裕，疊加「資產荒」現狀，市場利率大概率保持低位運行，10年期國債收益率預計在1.7%至2.0%區間波動。而海外方面，地緣局勢不確定性較強，美國核心通脹黏性仍在，非農就業韌性較

強，美聯儲降息窗口不斷後移，聯邦基金利率維持高位，美債收益率難以快速下行。中外政策「內鬆外緊」的格局難改，利差深度倒掛狀態仍然將延續。

中國經濟內生動力增強

(二) 中長期(2027年及以後)：利差倒掛收窄拐點將至，但徹底轉正難度較大

中長期視角下，利差倒掛有望迎來收窄拐點，但徹底轉正難度較大，且存在較多不確定性。隨着中國穩增長政策持續發力，經濟有望穩步回暖、信貸需求逐步修復、通脹溫和回升，中國利率或將逐步告別低位、緩慢上行。而海外長期高利率會拖累經濟增長，伴隨通脹壓力緩和，美聯儲有望在2027年重啟降息，引導美債中樞下行，中外利差倒掛幅度會隨之收窄。

更長遠來看，中國經濟內生動力增強，貨幣政策回歸中性，10年期國債均價利率或穩定在1.8%至2.2%區間；而基於美聯儲聯邦公開市場委員會(FOMC)3月發布的最新經濟預測摘要，美國長期中性政策利率中樞約3.1%，對應10年期美債收益率大概率落在3.5%至4.0%的中樞水平。中外利差或趨勢性回歸，深度倒掛將不再是常態。不過想要實現利差轉正，既需要海外通脹中樞下移、財政擴張退坡、美聯儲進入更清晰的降息周期，也有賴於中國基本面、物價水平和信用擴張全面向好。但全球地緣局勢、經濟復甦節奏、政策調整方向都存在變數，上述條件很難同時達成。因此中長期而言，即便利差持續收斂，中外利差大概率仍會維持小幅倒掛格局。

四、結語

本輪中外利差深度倒掛是海內外經濟周期、通脹環境、貨幣政策多重錯位疊加地緣與債券供需結構變化的共同結果。利差倒掛對跨境資本流動、匯率 and 金融市場帶來一定階段性壓力，但預計中國憑藉強健的經常賬戶盈餘、充足外匯儲備以及相對獨立的貨幣政策調控框架，能夠有效對沖外部擾動。

年內利差深度倒掛格局仍將延續，中國債市短期內大概率維持低位震盪，股市延續結構性行情。中長期隨着利差倒掛收窄拐點落地，人民幣資產吸引力回升，市場也將迎來估值修復機會。

註：以上內容僅代表作者個人觀點，不代表任職單位意見。

(作者為交通銀行股份有限公司金融市場部分析師)

人民幣國際迴圈進一步暢通



盛松成

經濟縱橫
在全球貨幣體系深刻重構的當下，人民幣國際化迎來戰略機遇期。以往關於「人民幣國際化」的討論大多是從綜合國力提升與人民幣升值預期的視角，強調持有人民幣資產、分享中國經濟增長紅利的潛在收益性，這與中國連續多年保持較高經濟增速、實現跨越式發展是一脈相承的。與此同時，中國外貿競爭力不斷提升，人民幣在國際投融資中的使用日益增加，人民幣作為國際貿易融資貨幣的潛力也在逐步釋放。而全球不確定性上升正在改變國際資本配置邏輯，資產的安全性與制度穩定性也越來越關鍵。在此背景下，順應國際環境變化新趨勢，構建以「低利率」融資貨幣與「強貨幣」投資貨幣為雙支點的「啞鈴型」策略，協同提升人民幣國際投融資功能，有助實現「以融資促使用、以投資擴影響」的良性互動，進一步暢通人民幣的國際迴圈。

隨着人民幣資產相對吸引力增加，人民幣作為投資貨幣的功能將進一步增強。在全球不確定性上升、美國財政赤字與債務過度擴張的背景下，人民幣依託穩健的國家信用、持續提升的勞動生產率以及完善的金融市場基礎設施，承接部分國際資本配置需求，提升其在國際儲備與投資組合中的地位。

企業跨境融資需求日增

近年來，外部地緣政治風險上升、國際形勢複雜多變，但中國對外貿易依然保持強勁增長，展現出較強韌性，與此同時，中企「走出去」步伐加快。在對外貿易和投資雙輪驅動下，企業對離岸金融服務的需求顯著增加。中資企業更多使用人民幣開展跨境交易與融資，有助降低對外幣的依賴，從而有效規避匯率波動風險。

中國正處於低利率周期，為發行離岸人民幣債券提供了有利條件。從利率看，中國保持適度寬鬆的貨幣政策，預計人民幣融資利率將在低位運行。從國際形勢看，地緣衝突可能進一步放大人民幣作為融資貨幣的成本優勢。

過去5年，人民幣在全球貿易融資貨幣中已穩居前3位，在國際融資中扮演越來越重要的角色。應利用當前有利於發揮人民幣融資貨幣功能的宏觀環境，從單一依賴內資主體轉向支持更多外資主體參與。這一過程宜採取漸進式推進方式，例如優先向與中國貿易往來密切、人民幣使用基礎較好的國家或地區開放。近期，已有境外主權政府積極開展人民幣融資活動，例如俄羅斯政府在受制裁環境下調整貨幣體系，發行人民幣債券便利中俄貿易結算，提升人民幣在其外儲中比重。

低利率貨幣往往面臨貶值壓力，但在實踐中，匯率受多重因素共同影響。人民幣中長期升值的潛能仍在持續積累。在此基礎上，通過「強貨幣」路徑，保持人民幣匯率在更加健康的條件下穩健升值，推動人民幣儲備貨幣地位的提升，仍具現實可行性。

從外部因素來看，美國國債的過量發行顯著削弱了美元信用，美元長期購買力承壓。在此背景下，人民幣匯率表現為對美元被動升值。從內部因素看，中國科技發展迅速，勞動生產率持續提升，目前的出口結構和發達經濟體相似度日益提高，競爭力持續改善，為人民幣升值提供了長期經濟基礎。越來越多的中企正走向世界科技的前沿領域。從購買力平價角度，可推斷人民幣中長期有較大升值空間。目前市場匯率1美元約6.8元人民幣，但實際上1美元的購買力遠低於6.8元人民幣的購買力，因此人民幣匯率目前被嚴重低估。

「點心債」受到市場認可

今年以來，人民幣「點心債」越來越受到市場認可。一是離岸人民幣(CNH)波動率較低，被市場視為避險貨幣之一，在外部不確定性上升階段更具穩定性，降低了匯率大幅波動對美元投資者收益的侵蝕。二是在岸投資者尤其是中資銀行持續尋求較高收益資產，對點心債形成穩定配置需求，為市場提供堅實買盤支撐。從資產配置角度看，點心債兼具票息收益、相對安全、風險分散化等優勢，在全球利率路徑仍存不確定性的背景下，可作為原來以美元為主的投資組合中的有益補充。

未來國際貨幣體系或將呈現「一主多元」的競爭合作格局，實現貨幣使用的多元化已經成為國際市場的趨勢。人民幣國際化的路徑可能呈現兩種功能並行的特徵，兩條路徑未必相互排斥，而是具有協同推進的空間：一方面，依託相對較低的利率水準，培育和滿足人民幣作為融資貨幣的需求，擴大其在國際融資和套利交易中的使用；另一方面，依託穩中有升的匯率預期和較強的貨幣信用，提升人民幣作為投資貨幣的吸引力，增強其在國際資產配置中的地位。人民幣的使用受到多種因素推動，包括實體經濟貿易和資本跨境流動的增加，以及國際市場日益增長的風險管理需求等。隨着中國經濟增長及一系列支持人民幣全球化的措施推出，人民幣在全球金融市場中的使用量有望繼續增加。在這個過程中，需完善國家金融體系，提高韌性，以應對更為複雜的國際環境、市場挑戰與秩序重構，迎接人民幣國際化新的歷史性機遇。

(作者為中國首席經濟學家論壇研究院院長)

剛需帶動 豪宅料領漲下半年樓市



馬泰陽

樓市朝陽
美聯儲最新議息結果，一如預期維持利率不變，雖然點陣圖預期今年底前有機會加息，但筆者認為，短期內息口仍將按兵不動。過去數年，美息「先升後回」，本港銀行最優惠利率(P)則「加慢減快」，反映港美息口雖大致同向但未必同步。即使美國或於下半年啟動加息，只要幅度溫和，相信本港銀行未必即時「跟升」，估計樓市向好的大方向持續。

逾億元成交超上月

儘管息口走勢不明朗，加上近期股市波動，恒指更曾創出今年新低，為市場帶來負面陰霾。不過，投資市場「局部寒風」未阻資金流入樓市的決心。事實上，年初至今樓市穩步回勇，上車客頻入市並成功啟動換樓鏈，這股樓市熱度已逐步蔓延至較高端物業，當中尤以超級豪宅表現最為亮眼，屢獲實力買家承接。

近日市場億元「大刁」頻現，據美聯物業研究中心綜合《一手住宅物業銷售資訊網》資料及市場消息，本月首17日逾億元一手私宅成交量錄10宗，超越上月全月7宗水平，重上「雙位數」水平。以今年上半年(截至6月17日)計，逾億元一手共錄75宗成交，超越去年下半年71宗，並創自2013年一手條例後的半年度紀錄新高。

在環球地緣政治風險仍未完全消散下，本港憑藉「背靠祖國、面向國際」的獨特優勢，勢成為環球資金的

「避風港」，這些逾億元「大刁」不僅反映富豪對香港核心資產的需求，更有望產生示範效應，帶動整體市場。

7月1日「香港回歸紀念日」將至，為下半年揭開序幕。回顧香港踏入回歸第29年，港樓市在樓價回升與經濟穩步復甦的雙重拉動下，交投展現強勁勢頭。美聯綜合資料統計，以回歸年計(每年7月至翌年6月)，回歸第29年(截至今年6月16日)，在不包括一手公營房屋之下，一二手住宅註冊量錄得約76263宗，創下15年新高，彰顯樓市穩定向好的大方向。

更可喜的是，這股升浪並非單一板塊獨好，而是整體物業市場的全面回彈。涵蓋一手私樓、二手住宅、一手公營房屋、工商舖、純車位及其他類別的整體物業註冊量，於回歸第29年暫錄約90063宗，預期有望挑戰93000宗，屆時將創13年新高。這種廣泛性的成交量增長，印證市場購買力正全面釋放，足證今次樓市升浪根基扎實。

經濟數據方面，本地私宅家庭收入持續增加，據政府統計處數據，今年第一季本港私宅家庭入息中位數達到4.4萬元，超越去年同期的4.2萬元，創歷史新高，為樓市提供支持。

最後，儘管港股短線略見疲弱，但在樓市熱度持續、外圍利好因素紛呈的帶動下，7月「回歸月」有望迎來樓股齊鳴的局面。本港整體樓市，特別是「起步」稍慢的豪宅市場，在下半年進一步「追落後」並主導大市，絕對是指日可待。(作者為美聯集團行政總裁暨美聯物業執行董事)

