



▲債市是香港國際金融中心的短板，如何盡快補上這個短板對於強化香港國際金融中心地位尤為重要。

經濟觀察家

「十五五」規劃建議對金融體系、資本市場、創新驅動和高水平對外開放作出全面部署，特別強調要鞏固提升香港國際金融中心地位。香港國際金融中心是國之所重，是香港八大中心的中心。香港制定五年規劃主動對接國家「十五五」規劃，落實國際金融中心再強化計劃，是鞏固提升香港國際金融中心地位的重中之重。

發展零息債券 壯大香港債市(上)



高敬德

金融觀察

中央金融工作會議提出加快建設金融強國的目標。什麼是金融強國？應當是

基於強大的經濟基礎，具有領先世界的經濟實力、科技實力和綜合國力，同時具備一系列關鍵核心金融要素。中國雖然已是金融大國，但總體上大而不強。建設金融強國需要長期努力，久久為功。

對此，香港作為連接內地與國際資本市場的重要樞紐，應以更開放、更前瞻的思維，抓緊歷史窗口期，推動香港金融生態的深化和升級，構建具有全球競爭力的強大金融體系，是強國建設的必然要求。

當前，全球戰亂長期化常態化、貿易摩擦與貿易戰長期化、人工智能全面重塑全球金融風險、中美衝突同步升級等四重風險疊加，這是百年未遇危局，也是百年未遇的戰略機遇。筆者建議應該迅速創設「香港債券交易所」，力爭在「十五五」期間逐步達至年度發行百萬億港元、百萬億人民幣中國特色金融零息債券的數額，以構建全球最大新型債市和全球最強數字幣幣化樞紐。

強化金融中心地位

零息債券是一種不支付任何定期利息，以低於面值的價格(折價)發行，並在到期時按面值一次性償還的債券。中國特色金融的港元、人民幣零息債券，是基於零息或低息貨幣政策所形成的債券，嚴格區別於歐元或日圓定價的零息債券。零息債券發行時會按低於面值的價格發行，兌付時按面值支付，利息隱含於價格差額中。其最大特點是避免投資者再投資風險，而且由於不派息，等於給予發行方一個較長的「零息時空」，減輕發債成本，從而將資金投放到需發展項目之上，有效解決融資與發展的問題，亦為投資者在即將進入減息周期的大環境下，提供一個穩健的投資回報。

香港是中國推進金融全球化唯一、最優且不可替代的戰略支點，擁有六大核心制度資產：一是普通法體系與獨立司法；二是獨立關稅區與資本自由流動；三是全球最大離岸人民幣中心，處理全球約80%清算，離岸人民幣存款超1.19萬億元；四是全球

第二大航運保險中心，貨運險全球第一，市場份額17.6%；五是6572億港元財政儲備；六是92%在港美資企業確認繼續留港，國際資本信心穩固。

依託上述獨特的優勢，香港作為全球首屈一指的人民幣離岸中心，可進一步拓展境外人民幣業務。香港發展中國特色金融的港元、人民幣零息債券，善用中央支持和金融獨特優勢，創設「香港債券交易所」，加強推動中國特色金融的港元、人民幣零息債券業務，穩健壯大新型債券市場，將能吸引更多國內國際資金通過香港參與港元、人民幣資產配置，以鞏固香港作為全球離岸人民幣業務樞紐角色，進一步強化自身國際金融中心地位。

中國實體經濟地位與金融地位嚴重錯配，已構成金融全球化脆弱的軟肋。實體經濟地位方面：GDP（PPP口徑）達37萬億美元，超過美國27%；貨物貿易佔全球份額超14%，製造業佔比近30%；多項實體指標全球第一。但金融全球化差距卻異常懸殊：中國境外發債存量約2.5萬億美元，僅為美國55萬億美元的二十二分之一；人民幣國際結算佔比不足3%；國際投資者持有中國債券資產比例不足境內市場2%。這一「實體強、金融弱」的結構性失衡，意味着中國實體經濟成果存在被外部金融力量反向稀釋，甚至圍獵的現實風險，更意味着中國在新一輪全球金融規則制定中將處於被動，與建設金融強國目標相差甚遠，中國亟待迅速補足金融全球化短板。

最近十幾年中國基礎設施建設突飛猛進。超乎想像的偉大建設，使中國已然成為全球「基建大國」。但是，過往長期以來中國金融界一直在西方信用理論指導下，以基建項目融資借地方政府及其融資平台等信用主體，發行「年度付息」的信用產品，既有地方政府的「地方債」，也有融資平台的「城投債」，成為制約地方經濟重啟引擎的「煞車板」。所以，出台政策支持採用10年或以上的中國特色金融的港元、人民幣零息債券，能夠有利推進「基建大國」建設。

降低「年度付息」違約風險

零息債券有利化解不同國家的債務危機，助力「一帶一路」沿線各國

基建融資，搶佔全球基建債券市場。現全球各國政府債務或全球其他債務持續增長，已超百萬億美元以上，「債務危機」始終伴隨着各國政府。其中，美國近年瘋狂加息，美國財政部要為36萬億美元美債每年支付1.2至1.4萬億美元利息，一個美元加息政策可令美國財政部的「年度付息」相當於美國軍費的1.5至1.75倍，美國亦難以承受。

「年度付息」對於經濟增長不明顯的其他國家和地區，從「一帶一路」建設來看，因為「年度付息」導致債務違約與豁免時有發生，而且還被西方國家視為「債務殖民」。中國特色金融的港元、人民幣零息債券，有利解決「一帶一路」建設所需的全球化巨額融資難題，以及全球基建融資規模化可持續發展問題。

零息債券有利促進人民幣成為全球主導貨幣，有力地制衡「美元霸權」。通過在香港交易中國特色金融的港元、人民幣零息債券，先是港元，最終是人民幣，作為全球化貨幣的零息貨幣，隱身於中國特色金融的零息債券之中，進一步再強化香港國際金融中心地位。當作為「全球代幣」的港元定價的中國特色金融零息債券在數量、規模上均與「美債美元」相媲美時，港元反手即可作為「人民幣兌換券」，人民幣據此可成為全球主導貨幣，中國亦可從金融大國轉化成實力強大的金融強國，以零息債券的超大規模人民幣需求有力地制衡「美元霸權」。

目前香港股市IPO規模全球領先，但總體市值對比紐約來說還相差甚遠。而債市又恰恰是香港國際金融中心的短板，如何盡快補上這個短板對於強化香港國際金融中心地位尤為重要。依託大力發展中國特色金融的港元、人民幣零息債券，重點構建香港成為全球最大新型債市，基於債市高於股市5至9倍的市值關係，在現代增信及其算法支持下創新利率產品，在打造全球最大利率產品市場的同時完善香港成為全球最大「利差增信」的港元、人民幣零息債券新型債市。

實踐證明，世界上哪裏發債最多哪裏就最富有；哪裏發債最大哪裏就是世界金融中心。我們要構建金融大國、金融強國，就必須摒棄怕發債、不敢發債、盡量少發債甚至聽到發債就談虎色變的狀況。我們不僅要研究全球各種成功發債模式，更要敢於發債、勇於發債、善於發債；不僅應利用發債來解決中國的經濟可持續發展問題和百萬億地方債問題，也應利用香港國際金融中心優勢把香港構建成全球最大發債中心，為世界各國政府多發債，使港元、人民幣以債券形式走向世界，成為全球化國際貨幣。

（作者為全國政協原文化文史和學習委員會副主任、香港中華文化總會會長）

內地財策發力 下半年政府支出料加速

彭張助婉

經濟把脈

2026年上半年，受益於國內廣義價格改善和企業利潤增長，稅收收入回升，減輕了地方土地出讓收入持續收縮帶來的拖累，推動廣義財政收入同比增長1.0%。但受基數因素和外部衝擊等多因素影響，二季度新增政府債券發行和廣義財政支出同比下降。在此背景下，7月中央政治局會議要求宏觀政策發力提效，明確要求加快財政支出和債券資金使用進度，有力推進「兩重」、「兩新」工作。

上半年廣義財政收入同比增長1.0%，好於2025年全年的-2.9%，但低於1.8%的全年預算目標，主要拖累項來自土地收入佔主體的政府性基金預算收入。政府性基金預算收入降幅由2025年的7.0%擴大至21.6%，其中佔比約八成的土地出讓收入下降31.5%，成為廣義財政收入的主要拖累。但一般公共預算收入增長4.7%，較2025年全年下降1.7%明顯反彈。其中，稅收收入增長5.3%，較2025年高4.5個百分點，優於全年2.9%的預算增長目標且增速逐季加快；非稅收入由2025年的下降11.3%轉為增長2.3%，優於全年預算的下跌幅1.3%。

價格水平回升、企業盈利改善和資本市場交易活躍是稅收回升的直接驅動：一是輸入性通脹推動PPI和進口增速改善，佔稅收收入約40%的增值稅增長6.0%，進口環節增值稅和消費稅增長11.8%；二是規模以上工業企業利潤大幅增長18.8%，上半年企業所得稅增長3.9%；三是資本市場財產性收入增長疊加稅收徵管力度提升，個人所得稅增長13.1%，股市交投活躍推動證券交易印花稅大幅增長97.3%。

展望下半年，預計廣義通脹水平和企業盈利延續增長，繼續拉動稅收收入，但土地出讓收入收縮仍將造成較大拖累。綜合計算，預計全國廣義財政收入較年初預算少收3000億元（人民幣，下同）至5000億元。我們認為，這一規模未必需要通過增發政府債券來補齊；考慮到目前企業盈利較好，國有資本運營預算也有望超收，疊加更大力度的盤活存量國有資產，有望形成更多盈餘調入補齊缺口。

上半年新增政府債券實際發行5.14萬億元，經調整後同比減少3536億元或6.4%。細分來看，上半年新增國債2.69萬億元，包含普通國債

2.12萬億元和特別國債5720億元，經調整後同比減少1885億元或6.5%，完成全年預算的42.1%，進度低於上年同期但高於「十四五」期間的平均進度。

地方政府隱性債務化解繼續前置，但較2025年上半年力度有所收斂。上半年約4310億元地方專項債和1.63萬億元特殊再融資債券用於化債，同比分別減少340億元和1720億元，完成全年化債安排的約54%和81%。7月政治局會議提出要實施好一攬子化債方案，預計下半年繼續穩定推進地方政府隱性債務的化解。

根據兩會批准的全年政府債券新增額度，下半年政府債券發行規模可達6.75萬億元，同比增13.7%，對新增社融和財政支出都有支撐。下半年地方政府債券額度2.75萬億元，與去年同期實際發行規模基本持平，但扣除置換地方隱性債務的部分後，約1.96萬億元地方專項債可用於項目，同比增加3450億元或21.3%，疊加8000億元新型政策性金融工具在下半年集中投放，預計逐漸改善下半年的基礎設施投資。

增強內需拉動效果

剔除2025年6月補充銀行資本金的5000億元特別國債後，經調整廣義財政支出從一季度的增長2.7%轉為二季度下降3.4%，整個上半年微降0.3%。分中央與地方來看，上半年中央廣義財政支出保持較快增長，經調整增速達10.5%，但地方廣義財政支出上半年同比下降1.7%，其中第二季度同比下跌6.1%。

支出結構上，財政繼續向民生領域傾斜。上半年，一般公共預算中社會保障支出和就業、衛生健康支出分別增長7.6%和10.8%。相比之下，與基建相關的節能環保、農林水務和交通運輸支出分別下降10.3%、8.6%和2.6%；投向基礎設施建設的新增地方債資金亦同比減少6.1%。

展望下半年，預計在不補充增量財政資金的情況下，經調整廣義財政支出增速將恢復增長，增速較上半年回升2.7個百分點至約2.4%，對應全年微增1.1%。若進一步動用地方政府債券結存限額、並加快盤活國有資產補足收入缺口，則下半年經調整廣義財政支出增速將回升至5.6%左右，接近2025年上半年6%的強勁擴張節奏，對內需的拉動也將顯著增強。

（張婉、彭助均為中銀國際宏觀經濟學家）

樓市短期平淡 回氣後再上



廖偉強

樓市新態

近月樓市氣氛略見降溫，筆者公司研究部引用土地註冊處數據指出，7月份整體樓宇買賣登記僅錄得6718宗，按月急跌29%，創11個月新低。一手私宅買賣更大幅回落至731宗，按月急挫62%，結束長達16個月的「破千」紀錄。市場上不乏懷疑聲音，甚至有小部分人認為樓市已步入「沒戲唱」階段。

筆者認為，單看7月數據並不足以判斷樓市走勢。土地註冊處數據具滯後性，反映的是數星期前的成交狀況。7月登記主要反映6月中旬至7月上旬的市場情況，而當時正值港股調整、世界盃開鑼、發展商暫緩推盤等多項短期因素交織。

世界盃熾熱 發展商放慢推盤

港股在6月下旬回落，投資者風險胃納下降，部分買家選擇觀望。世界盃效應亦不容忽視，重大體育盛事往往令市場焦點短暫轉移。發展商在6月下旬刻意放慢推盤步伐，缺乏大型新盤帶動，一手市場自然失去火力，令登記宗數急跌。二手市場亦受影響，宗數回落至3227宗，按月跌37%。但值得注意的是，非住宅市場卻逆市上升，登記金

額錄得69.88億元，按月升14%，反映資金並未對本港整體房產市場悲觀。

研究部預期8月登記將反彈至約7800宗，按月回升16%。筆者認為此預測十分合理。自7月中旬起，發展商已重新啟動推盤節奏，數個焦點新盤以北部都會區概念作招徠，成功吸引市場注意。累積的購買力亦開始釋放，令成交自然回升。

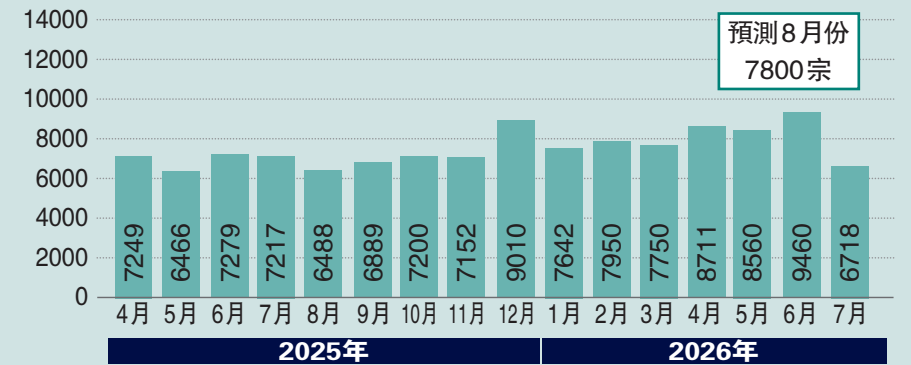
筆者相信，樓市短期回調不等於轉勢。今季末至四季度的樓市表現，仍然受宏觀經濟及股市表現所帶動。本港首兩季GDP表現理想，瑞銀更將全年增長預測由3.3%上調至4.5%。四季度新股市場亦將迎來重磅IPO，包括全球快時尚巨頭SHEIN及多間內地科企，勢必為股市注入活力。

人才流入 帶動置業剛需

另一方面，人才入境計劃亦開始發揮作用，抵港人士逐步轉化為實質置業需求。租金持續高企，令「轉租為買」的剛性需求更為明顯，地鐵沿線細價盤及北部都會區新盤成為吸納焦點。筆者預計交投量將獲得強力支撐，樓價則維持窄幅爭持，整體呈現「量升價穩」的格局。

（作者為利嘉閣地產總裁）

本港整體樓宇買賣登記走勢



導貨幣，有力地促進人民幣成為全球主

