



▲香港現在的債券交易主要是在場外交易（OTC）市場進行，業界期望香港構建債券上市交易市場，而且支持港元與人民幣兌換，促進人民幣國際化。

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(下)



金融觀察

中央金融工作會議提出加快建設金融強國，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。

下文按8月14日B2版

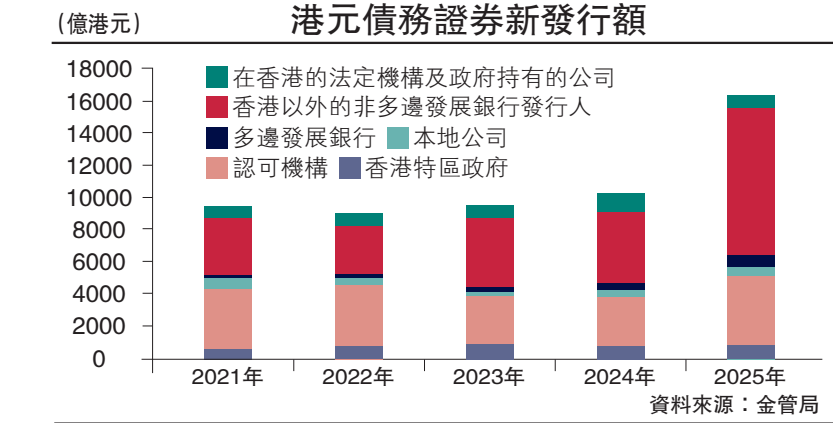
香港作為「雙循環」重要節點，具有內聯外通的國內國際金融功能，是離岸人民幣市場樞紐。而港元作為人民幣兌換券張力強大，筆者建議從2026年11月份開始到2027年11月份，支持香港試點在初期階段第一個年度發行約3萬億港元的零息債券，作為香港全球化「新金融」產品。前3年每年度發行港元零息債券按約25%增速，從第4年開始到第10年每年度發行港元零息債券按約55%左右的增速展開，十年間發行港元零息債券總額約為282.19萬億港元，把香港國際金融中心構建成为全球最大新型債市和全球最強數字代幣化樞紐。

構建三大發行場景

此外，港元、人民幣零息債券可選擇三個方面的發行場景：第一，以港元、人民幣零息債券置換難以承受「年度付息」壓力的有關國家現行國債，包括希臘、羅馬尼亞、馬來西亞等國家的國債。第二，為全球最為熱門的AI基礎設施發行港元、人民幣零息債券，例如，香港北部都會區、沙特未來城等基建融資。第三，在「一帶一路」基建和原有基礎上增加全球性或地域性著名基建項目，增加置換政府債務的各國政府，增加個貸RFC（Risk-assets Franchise Company 風險資產特許經營公司）。

為夯實香港離岸人民幣市場樞紐地位，支撐人民幣零息債券高效運轉，建議在香港專為人民幣零息債券而設立離岸人民幣樞紐型資金池，3年左右規模達到約20至30萬億元，5至6年左右擴大至約100萬億元左右。

中國在地方債問題、經濟下行的雙重壓力下走入「低息時代」，這使得幾十年一直高息運行的商業銀行及金融機構不知所措。中國特色金融的港元、人民幣零息債券市場非常廣闊深厚，創設發行中國特色金融的港元、人民幣零息債券，可為「低息時代」的商業銀行及其他金融機構提供新型經營模式與盈利方式，極大地刺激中國商業銀行及金融機構健康良性可持續發展，避免消極經營的「擺爛」模式。這可從兩個方面來看：



首先，需在香港試點成立中國利差增信機構，「香港零息債券發起人聯盟」正在邀請卡塔爾主權基金、阿聯酋主權基金等積極參與香港零息債券發行與國際金融中心再強化計劃。其所設計的覆蓋100%當期違約風險或抵禦隨機違約率的利差增信算法，可有力地為中國特色金融的港元、人民幣零息債券提供保本保息的完全增信，無需依託國家信用與國家擔保發行債券，不僅可有效防範國家信用陷於氾濫，並可大幅度地釋放國家信用應對中國其他方面資金所需。

其次，隨着中國特色金融的港元、人民幣零息債券替代國債發行，在建立並完善現代商業銀行制度以後，按照市場化導向，國際國內商業銀行或投資銀行所持有的巨額資金不得不選擇投資包括中國特色金融的港元、人民幣零息債券在內的無風險利率產品，從而有效地防範中國金融系統性風險。所發行中國特色金融的港元、人民幣零息債券，不再依賴於商業銀行貸款或國債發行規模，這不僅大幅減少人民幣超發M2（廣義貨幣供應）額度，在健全現代商業銀行制度的條件下，徹底終結長期貸／存款所形成的人民幣M2規模增長，大幅降低國債發行規模，極大地提升國家信用，維護金融穩定與金融安全。

倡建香港債券交易所

香港現在的債券交易主要是在場外交易（OTC）市場進行。隨着中國特色金融的零息債券發行規模達到年度發行百萬億港元、百萬億人民幣的大幅增長，市場交易需求會對市場定價產生重大影響，需要設立專門的市場交易機構，確保市場供需穩妥。建議國家准予香港創設「香港債券交易所」，完善利差增信資管市場基礎設施。當中，除港元定價的零息債券，還有人民幣定價的零息債券。「香港債券交易所」不僅支持香港構建全球最大的債券上市交易市場，而且支持港元與人民幣兌換，促進人民幣走向國際化。

創設「香港債券交易所」的初始目的，既要解決港元特別是人民幣零息債券國際租賃問題，為「一帶一路」沿線各國提供貨幣發行的「錨定物」，又要解決港元、人民幣零息債券規模化發行交易後可能產生的負面作用所帶來的各種問題，主要包括各種產品因規模化發行帶來的價格扭曲

問題，過於市場化競爭帶來的風險問題等。當港元定價的新型零息債券發行與交易規模超過「美元美債」時，港元作為「全球代幣」直接成為「人民幣兌換券」，人民幣據此可以成為全球主導貨幣，有效應對全球超大規模市場化效應。

推動港元、人民幣零息債券需要特設公司承接和推動相關市場供需工作。風險資產特許經營公司，是指由香港特區政府金管局或具有專屬法例的北部都會區授權相關獨立有限公司特許經營風險資產。這種以風險資產為投資對象或管理對象，以期獲得「資管利差」的專業利差資管機構，是未來利差資管市場／全球化債市體系的重要組成部分。公司既是香港特區政府特許經營風險資產的有限公司，又是公眾投資的上市公司。建議香港特區政府創設風險資產特許經營公司機制，為利差增信機構、個貸資產管理機構、零息債券投資機構與發行交易的基礎設施頒發各種經營牌照，並賦予特許經營資格，促進市場交投便利，也便於交易規管。

港元、人民幣零息債券作為新金融的重要產品項目，需要加強全球市場推廣，強化香港的全球市場樞紐角色，向國內國際做好零息債券市場的說明。在試點方案實施之前，建議香港特區政府（財政司與金管局）於2026年年底前舉辦「全球基建融資、全球債務置換與數字代幣化（香港）論壇」，之後每年舉辦一次，凸顯香港的全球性零息債券高峰品牌效應。

與會人士和機構代表，建議包括三類機構人士：一是零息債券發行人，包括希望置換政府債務的各國政府財政部門、希望基建項目發行零息債券的主導機構；二是零息債券投資人，包括希望在低息時代獲得巨大「資管利差」收益、在香港註冊經營的國際大型商業銀行、投資銀行及其他各種投資機構；三是未來利差資管市場／全球化債市體系建設者，包括希望投資增信RFC、投資RFC、個貸RFC的全球著名投資人或投資機構。上述機構和代表分設不同分論壇，可開展前瞻性與實踐性相結合的前沿研究，在論壇公布成果，展現全球資源匯聚香港、共同推動零息債券創新發展的重要成果。

（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）

用好存量政策 短期降息概率低



宋雪濤

經濟把脈

8月4日，首筆以國債收益率為定價基準的貸款落地。8月11—13日，人民銀行連續三日「零操作」7天逆回購。8月12日，人行首次月中提前預告開展隔夜逆回購操作。而在二季度貨幣政策執行報告中，又頻繁提及「貨幣政策框架改革」的相關事宜。對於近期央行貨幣政策操作種種變化，應該如何理解？

隔夜利率操作常規化有何意義？「貨幣政策報告專欄二」明確當前貨幣政策以7天OMO（公開市場操作利率）為政策利率，目標利率為隔夜（DR001），利率走廊為政策利率上下25點子，後續將逐步增加隔夜逆回購的操作頻率。

隔夜逆回購從臨時操作向常規操作轉變，或在為政策利率換錨奠定基礎。從6、7月的月末操作到8月因稅期等在月中進行操作，隔夜逆回購操作正在逐步常態化。

在當前的市場習慣下，常態化操作是貨幣政策工具能否成為政策利率的核心關鍵之一。目前隔夜回購佔貨幣市場回購的比例超過90%，隨着隔夜OMO操作逐漸常態化，隔夜逆回購在政策利率框架中的地位不斷抬升。

人行提前公告進行隔夜逆回購操作，既能緩和市場對於大額逆回購到期和稅期走款造成的流動性擔憂，也減少短端資金波動風險，使得短端利率管理更加精細化。目前隔夜OMO利率低於7天OMO利率，隨着隔夜操作常態化，利率換錨或在一定程度上具有降息的作用。

人行緣何暫停7天逆回購？2024年以來，人行僅在2024年8月7日、2026年6月3—4日、2026年8月11—13日未開展7天逆回購操作。7天逆回購暫停頻率增加，是政策框架進一步向價格型轉變的結果。數量型工具的政策信號減弱，政策信號或回歸至政策利率和DR001等關鍵市場利率。

從當前資金量價上看，提前預告隔夜逆回購和暫停7天逆回購投放主要是人行資金管理精細化的體現。雖然人行連續3日暫停逆回購，但1天期、7天期利率依舊在1.37%、1.39%左右波動，資金利率並未出現明顯波動。面對即將到來的稅期，人行也通過隔夜逆回購進行對沖。

資金利率方面，人行合意的市場利率區間可能是政策利率—10點子以內或者更窄。4—5月隔夜利率一度低於7天OMO利率18點子，導致人行公開市場7天期逆回購連續地量操作，人

行持續回籠流動性。5月末DR001回升至1.3%以上，人行順勢重回流動性淨投放。

貸款利率為何換錨？一季度貨幣政策執行報告提出，主要經濟體貸款利率定價基準普遍由最初的單一基準，逐步演變成多元化的基準利率體系，以反映資金成本、信用風險變化，適配不同類型借款主體、貸款品種及融資場景。

7、8月「DR利率／國債收益率+加點」的貸款開始落地。新增貸款定價基準主要是為了完善人行利率調控體系，人行將DR001等市場利率穩定在政策利率附近，通過「DR+加點」的定價方式，政策利率能夠快速有效地向市場利率傳導。

不過，決定銀行信貸投放利率的核心還是銀行負債成本和淨息差，在「基準利率（X）+加點」的定價模式下，切換基準利率並不會帶來融資成本的下滑。比如2019年8月貸款利率從貸款基準利率向LPR報價利率切換，但2019年三季度貸款加權成本並未明顯回落。

短期貨幣政策是否會降息？二季度貨幣政策報告延續7月政治局會議表述，將「靈活運用多種貨幣政策工具」調整為「綜合運用並適時調整貨幣政策工具」，同時強調「加強與財政政策協同配合」、「落實好年初出台的一系列貨幣金融政策」，並刪去「降低銀行負債成本」表述。結合相關表述，我們預計短期貨幣政策重心是落地存量措施，以結構型和數量型工具為主，短期降息概率較低。

當前國內經濟結構向新向優，短期總量壓力可控。雖然二季度GDP增速4.3%低於今年增速目標下限，但上半年GDP增速4.7%依舊處於政策目標區間，下半年僅需4.3%—4.4%的增速就能夠完成目標，在低基數下完成目標的壓力並不大。結構上，以AI產業鏈為核心，相關商業景氣度維持高位，如7月集成電路、自動數據處理設備等拉動出口10個百分點，AI相關行業PII同比8.8%，延續上行。經濟結構壓力主要體現在地產、商品消費等領域，但結構性問題可以用結構性工具和存量工具來解決。

後續政策以存量政策為主，財政政策重心在專項債、政策性金融工具等存量政策的落地使用上，貨幣政策則配合財政政策做流動性上的支撐。同時，政策做好增量措施的研究與儲備。如果三季度經濟並未因為存量政策落地和基數效應而企穩，降息等增量措施可能在四季度前後出爐。

（作者為國金證券首席經濟學家）

實體經濟強勁 支撐港樓走高



馬泰陽

樓市新態

踏入8月份，本港一手「戰雲密布」，新界及九龍區新盤更是「遍地開花」。綜合發展商及市場消息，預料本月或有逾2000伙新盤登場，包括東九龍、西南九龍及古洞北等多盤蓄勢待發，相信市場購買力釋放，新盤月成交量重上逾千宗機會高。

美聯物業房地產數據及研究中心綜合地政總署資料，7月份共有4個項目新申請預售樓花同意書，涉及1446伙，較6月的304伙大幅反彈3.7倍，創下5個月新高。若總結今年首7個月，新申請預售單位更高達6684伙，按年激增約1.1倍，創出4年同期新高。數據清晰說明，發展商正以真金白銀加快補充庫存，明顯對後市承接力信心十足。

人才匯聚 注入新血

一手市場的強勁爆發力，精準切中本港產業轉型的新機遇。隨着政府積極落實「南金融、北創科」藍圖，北部都會區已由概念規劃步入收成期，尤其是上述古洞北焦點新盤相繼登場，更是

北都發展紅利轉化為住宅實質承接力的最佳例證。

發展商加快開盤節奏，關鍵在於本港宏觀經濟與財富底蘊賦予的強大支撐。本港GDP上半年增長5.1%，為近五年來最強勁的半年度表現。

支撐樓市走高，更有龐大的資金底蘊與人才的磁吸力。早前筆者專欄亦有提及，金融管理局數據顯示，本港總存款額已歷史性突破20萬億元大關，比1997年回歸時激增逾6.5倍。

此外，香港不僅在《2026年世界競爭力年報》躍升全球第二，更超越瑞士登頂「全球最大財富管理中心」等，深厚的「水源」與頂尖人才匯聚，正為樓市注入源源不絕的優質「新血」。

大額資金的動向往往最為「誠實」。近期豪宅與工商舖大額成交接踵而至，包括銅鑼灣亨利集團中心全幢商廈以8.92億元易手；豪客斥資3億元購入豪宅新盤應天的2伙巨宅等，顯示「聰明錢」正加速布局頂級資產，配合本地銀行對按揭業務態度積極，現金回贈有「不緊反鬆」之勢，金融體系的實質支持無疑為樓市注入動力。



▲本港經濟表現強勁，估計樓市持續向好。

總括而言，各項數據已奏響一手爆發的先聲。在發展商「貨如輪轉」的連鎖效應下，配合「南金融北創科」的轉型紅利，加上香港作為國際金融及財富中心的地位相當牢固，估計本港樓市持續向好。

（作者為美聯集團行政總裁暨美聯物業執行董事）