



▲當前中國經濟和本世紀初存在兩點顯著差異，人民幣升值空間料有限。

經濟觀察家

2025年中國貨物貿易盈餘創下1.2萬億美元紀錄，2026年上半年仍居高位。德國總理默茨日前聲稱人民幣「被低估25%」，呼籲與中國開展「政治性匯率對話」。然而，當前中國資本金融賬戶大幅對沖順差、勞動生產率增速放緩，人民幣恐怕不具備大幅升值空間。

人民幣不具備大幅升值空間



建言獻策
沈建光

默茨的上述言論筆者想起來，在二十多年前，時任歐洲中央銀行行長特里謝也曾提出低估的人民幣匯率會把歐洲經濟弄垮。事實上，正是由於特里謝對人民幣被低估的擔心，歐洲央行首次設立了研究中國經濟的經濟學家崗位，而筆者也因此加入歐洲中央銀行，當時第一項任務就是研究人民幣的均衡匯率。

二十多年過去，歷史似乎又要重演。然而，今天的人民幣匯率基本面與本世紀初十年已經發生顯著變化，簡單以貿易順差判斷人民幣被低估並不充分。

回顧本世紀以來中國經常賬戶盈餘佔GDP比重的歷史，2007年開始爆發的全球金融危機是關鍵轉折點。從2001到2007年，中國經常賬戶盈餘佔GDP比重持續上升，從約1.3%上升到9.8%。從2008到2018年，卻又重新下降到了幾乎是0%的水平。

為什麼經常賬戶盈餘在這十年大幅下降？歷史表明，有兩個關鍵性的原因。第一當然是匯率升值。中國人民銀行從2005年7月開啟匯率改革，一次性允許人民幣升值2%。此後，即使全球金融危機和歐債危機等衝擊，對於人民幣升值的節奏有影響，人民幣兌每美元匯率整體還是從2005年初的8.28左右，一路上升到2014年初的6.04；2018年人民幣兌每美元的平均匯率也達到6.6。人民幣名義匯率最大升值幅度超過37%。匯率升值有利於進口而不利於出口，有助於降低經常賬戶盈餘。

資本金融賬戶逆差

另一方面，則是中國內需的大幅走強。2008年危機之後，西方國家陷入了比較長時間的危機和經濟衰退，但中國2008年底推出4萬億元人民幣大規模經濟刺激計劃，大幅度地增加了投資和消費。在政策的支持下，中國的房地產市場也經歷了較長時間的繁榮，成為中國內需的核心支柱之一。在此期間，中國經濟增速得以保持遠遠高於西方國家的水平。由於國內的需求大幅增加，中國進口也同步增加，比如中國的粗鋼產量從2008年的5億噸上升到2018年的9.2億噸，而鐵礦石進口量也從2008年的4.4億噸上升到10.6億噸；反過來，由於當時因為海外經濟低迷，中國的出口增速大幅下降。

最近幾年，中國經常賬戶盈餘佔GDP的比重又出現明顯上升，比如，2023年、2024年和2025年經常賬戶盈餘佔GDP的比重分別是1.4%、2.5%和3.8%。這一情形和本世紀初到2007年人民幣處於升值周期的情況非常類似。這是否意味着今天人民幣也有較大升值空間呢？



▲中國通過擴大內需，有助改善供強需弱的局面，並緩解經常賬戶盈餘擴大對其他經濟體的影響。



筆者以為當前的中國經濟和本世紀初存在兩點顯著差異，人民幣升值空間恐怕有限。

第一個關鍵差異是資金金融賬戶的流動方向顯著不同。本世紀初幾年，在中國經常賬戶盈餘上升的同時，中國非儲備性質的金融賬戶也同時保持了明顯的順差。實際上，在2005年人民幣匯改逐步升值之前，中國非儲備金融賬戶的順差規模甚至還常常大於經常賬戶。

總體而言，在本世紀初人民幣有升值壓力以及實際升值的那幾年，中國的經常賬戶與資本金融賬戶表現為雙順差，中國的外匯儲備也持續增長。數據顯示，從2002到2007年，剔除估值效應的中國儲備資產獲得了約1.3萬億美元增長。但最近幾年以來，雖然中國經常賬戶的盈餘從2023年的2600億美元上升到2025年的7400億美元左右，出現大幅增長，但是資本金融賬戶的逆差也同步擴大，從2023年的2400億美元上升到8200億美元，與經常賬戶基本形成對沖；事實上，2023到2025年中國的儲備資產淨獲得反而下降了1000億美元。

中美利差明顯倒掛

資本金融賬戶逆差的背後，與中美利差的倒掛有關。當前美國十年期國債收益率為4.7%，而中國的十年期國債利率只有1.7%。考慮到近期美國通脹形勢有所反覆，美國聯儲局重新加息的預期難以消退，而2026年第二季度中國GDP增長明顯放緩，人民銀行則表態將繼續堅持「適度寬鬆」的貨幣政策，短期之內中美利差倒掛的局面難以改變。從中美利差明顯倒掛而資本外流規模不低的角度來看，似乎人民幣升值的空間不大。

另一個關鍵的差異是勞動生產率。從國家統計局公布的國家全員勞動生產率來看，2001到2007年是持續上升的；但是從2011年以後，則整體有所下降。近些年農民工工資增

速不斷下降、工業企業投資回報率不斷下降等數據也同樣表明，中國的生產效率增長近些年可能是有減速的。同時，雖然中國的出口非常強勁，似乎說明國際競爭力很強，但是在數據上沒有看到勞動生產率大幅上升，而且越是高科技企業，越是出口表現突出的，包括新能源汽車企業，反而利潤率還更低。

上市公司的數據也顯示，屬於國家統計局定義的六大高技術製造業公司的總資產報酬率，從2017至2024年不僅趨勢性下降，而且還低於製造業總體的總資產報酬率。

若中國勞動生產率，特別是製造業部門的勞動生產率增長較為遲緩，從巴拉薩—薩繆爾森效應的視角來看，人民幣似乎也不具備大幅升值的空間。

考慮到今天中國經濟在全球經濟的份額遠遠高於2007年，今天中國貿易盈餘佔GDP比重上升對全球經濟的衝擊和影響也變得更大。根據筆者的測算，2025年中國海關口徑的貨物貿易盈餘佔全球GDP的比重約1%，比2007年的0.5%高出將近一倍。在地緣政治環境非常複雜的情況下，中國對於自身貿易盈餘擴張產生的溢出效應也要引起重視。

擴大內需緩解壓力

宏觀恆等式表明，貿易賬戶的盈餘反映出國內儲蓄與投資的缺口。參考歷史經驗，通過擴大內需來改善中國供強需弱的局面，來緩解經常賬戶盈餘擴大對其他經濟體的衝擊可能是更好的選擇。在這一點上，國內已經形成了較為一致的共識：提振內需的關鍵在於消費。而且，不少學者也已經提出了許多很有價值的建議，比如進一步提升社會保障水平，特別是大幅地提升生育補貼、農民的退休金、農村醫療保險的保障水平，下決心解決2.9億農民工的市民化問題等。若這些政策可以落地，無疑可以對提振中國內需起到明顯作用。

此外，財富效應對提振消費也是非常重要的。對中國居民部門而言，很重要的財富來源是房地產。剛剛召開的政治局會議也講到要穩定房地產市場，各個部門也應該採取多種措施落實好政治局會議的要求，盡量避免房地產價格下行對居民消費和內需產生負面影響。

(作者為京東科技集團首席經濟學家)

港拓航運保險 宜將優勢變勝勢



行業觀察
劉洋

談香港提高航運保險承保能力和提升全球服務水平，首先要講清楚一個基本判斷：香港有沒有條件做，不是問題；真正的問題，是能不能把條件變成市場。

近期圍繞紅海、蘇伊士、沙特港口、戰爭風險、替代航次、停租爭議等問題，市場上出現了不少非常現實的博弈。表面上爭的是一條船該不該走、一個港該不該進、一筆費用該由誰承擔；往深裏看，爭的其實是同一件事：當風險突然上升時，誰有能力繼續提供穩定、可信、可執行的保障安排。

說到底，航運從來不只是運輸業，也是保險業、規則業和信任業。在這方面，香港當然有優勢，而且和其他航運城市難以複製的結構性優勢。

第一個優勢是普通法體系。今日國際市場上大量通行的保單條款、責任分配方式、理賠爭議處理邏輯，都是在普通法框架下發展出來的。香港保留普通法，意味着國際市場參與者在這裏處理保險業務時，不需要重新適應另一套完全不同的合同解釋和裁判邏輯。保單怎麼解釋、責任怎麼認定、爭議怎麼解決、裁決怎麼執行，市場都有較成熟的預期。對保險行業來說，這種可預期性不是附屬品，而是核心競爭力。

這也是為什麼在航運保險這個領域，香港與上海之間並不是簡單的「此消彼長」。上海有規模、有腹地、有政策資源，但在大陸法框架下，很難直接複製普通法市場多年積累下來的制度信用。這不是誰優誰劣的問題，而是制度路徑不同。

第二個優勢是資金自由流動。航運保險本質上是全球化的金融業務，保費跨境收取，賠款跨境支付，再保險全球分保。特別是戰爭險、政治風險險和巨災險。一旦出險，金額大、節奏快，對資金流動效率要求極高。很多時候，市場最關心的並不是原則上誰願意承擔風險，而是額外保費能不能及時安排、再保險能不能接上、賠付能不能落地、相關信用支持能不能持續。風險並不只是安全問題，更是資金問題、流動性問題和制度承接問題。

香港作為自由港，資金進出便利，港元與美元聯繫匯率制度穩定，這些都是國際保險資本極為看重的條件。說得直白一點，很多機構願意把資金、平台和業務放在香港，並不是因為一句



▲香港的普通法體系和資金自由流動，在發展航運保險業上具有優勢。

新盤蓄勢待發 市場注入動力



樓市新態
廖偉強

根據筆者公司研究部的統計，8月首周二手市場的表現略顯疲態，全港50個指標屋苑全周僅錄得50宗買賣個案，按周下挫約25%，成交量跌至自2025年2月初以來、近一年半的低位。部分港島區的傳統指標屋苑，包括康怡花園、南豐新邨及鯉景灣等，甚至出現全周零成交的罕見景象。若按總數平均計算，即每個指標屋苑在整整一星期內僅撮合了1宗買賣。

上述數據反映出市場交投步伐顯著放緩，表面看固然未如理想，但若深入剖析其背後的原因，實屬意料之中的季節性現象。8月上旬向來是家庭離港外遊的高峰期，加上近期惡劣天氣頻繁，極端天氣無疑阻礙了準買家的睇樓行程，交投節奏自然隨之減慢。

折讓定價 吸引購買力

然而，短期的沉寂並不代表市場基調轉差。筆者早前已在專欄中明確指出，目前遊走於市場的資金並未撤走，而是處於暫緩、觀望及等待的狀態。按照本港房地產市場的傳統規律，每當一手新盤市場百花齊放，整體的交投氣氛便會被重新激活。而進入今年8月中下旬，筆者相信，樓市由冷轉熱的速度將會遠超外界預期；而箇中關鍵在於有發展商投下了震撼市場的「價格炸彈」，成功將全城焦點再次聚焦於物業市場。

「國際金融中心」，而是因為這裏的錢放得進來，也賠得出去。

但須說清楚的是，上述優勢只是入場券，不是勝出券。有制度優勢，不等於市場自然會來；有政策支持，也不等於業務自然會留下。香港航運保險不能真正做起來，接下來要面對的，是三個比口號更現實的問題。

建立市場信心 培育生態人才

第一個問題關於市場信心。普通法的價值，不只在於規則存在，更在於市場是否繼續相信這套制度開放、中立、穩定、可預期。近年一些國際市場參與者在爭議解決安排上更傾向新加坡，並不是香港的法律制度出了問題，而是部分外資對香港市場中立性形成了失真的印象。市場往往不是按事實行動，很多時候先按感覺行動。信心建立得慢，受損卻很快。

第二個問題關於生態和人才。航運保險不是一塊牌照、一家公司就能撐起來的生意。它背後是一整套專業生態：承保、分保、理賠、公估、海損理算、海事法律、船級支持、事故調查，一個環節都不能少。香港的問題是，金融業太強，最優秀的人才往往先流向投行、資管和私募，航運保險這種專業門檻高、培養周期長、業務波動大的行業，對年輕人的吸引力並不天然佔優。沒有足夠業務量，人才練不出來；沒有成熟人才，業務又做不大。

第三個問題關於發展節奏。現在談香港航運保險，最容易犯的錯誤，就是太心急。彷彿有了普通法、有了資金自由，就應該很快做成一個全面對標倫敦的市場。但航運保險不是靠速度取勝的行業，它靠的是信用、記錄、經驗和長期關係。

這個行業最忌諱的不是慢，而是虛。規模可以包裝，交易量可以衝高，但市場信任、理賠口碑和爭議處理能力裝不出來，也急不出來。真正困難的從來不是在安全時期承保一張保單，而是在局勢驟變、航次改道、港口風險上升、船東與租家立場分化、保險人趨於審慎時，仍然能否提供可操作、可定價、可覆行、可理賠、也可爭議解決的完整安排。誰能提供這種完整安排，誰才真正掌握高端航運服務的話語權。

所以，香港更現實的路徑，不是急着講「替代」，而是先把自己最有把握的部分做深。先把與內地風險最相關的航運保險和爭議解決能力沉澱下來，再逐步向更廣的國際市場擴展。先做實，再做大。這條路看起來慢，但對航運保險來說，慢一點，反而更快。

說到底，香港發展航運保險，最大的資本不是口號，而是制度；最大的挑戰也不是競爭對手，而是自己能不能把制度優勢真正轉化為市場信任、專業生態和長期業務。

(作者為海門律師事務所香港辦公室合夥人、國際航運公會中國辦事處首席代表、特首政策組專家組成員、海運港口發展局成員)

華潤置地（海外）旗下西南九龍全新項目觀環Ⅰ以折實平均呎價約1.78萬元推出首批單位，對比周邊同區二手屋苑目前的成交價，出現高達近三成的顯著折讓。在當前穩中有升的樓市基調下，如此具備強勁競爭力的定價策略，無異於為市場注入一劑強心針。這種大幅度的價格折讓，能輕易打破買賣雙方僵持已久的觀望心態，重新啟動樓市的購買力引擎。發展商公布售價後，市場隨即湧現極為熱烈的反應，印證了資金對性價比高的物業依然渴求。

此外，新界區的新盤動能亦不容忽視。8月份北部都會區同步有全新樓盤推售，適逢新皇崗口岸已準備就緒，預計短期內將投入服務，大幅提升區內的跨境交通優勢。更為重要的是，特區政府即將發表新一份施政報告及「五年規劃」，預料北部都會區的基建鐵路發展、引入科研人才及加速大灣區融合等，都是當中的核心主軸。這將吸引更多長線投資者關注該區的發展前景，進一步凸顯其長期升值潛力。

一手新盤強勢相繼登場，精準地喚醒了市場買家積壓已久的入市需求。當一手市場迅速消化大量購買力後，產生的「溢出效應」亦將在二手市場陸續發揮威力，帶動整體交投回升。筆者預期，8月樓市絕對不會冷清，反而在多重利好因素帶動下，市場熱度將堪比盛夏的高溫。

(作者為利嘉閣地產總裁)