



▲美元維持強勢的同時，人民幣同步走強，表明市場對兩大經濟體基本面的認識分化。 路透社

經濟觀察家

當前，科技周期、產業周期、債務周期疊加，地緣經濟成為影響市場和投資的重要變數。展望下半年，宏觀周期的加速變遷，將進一步投射到大宗、外匯及投資板塊，區域、行業分化將加快，同時「安全資產」的稀缺性以及中長期投資的策略將引領市場或從不穩定走向穩定。市場交易的主線隨着宏觀周期的演變而在結構層面進一步調整，並逐漸適應高波動的宏觀環境。

人民幣迎國際化黃金窗口

歷史周期一再揭示經濟運行、金融融變以及財富的變化具有某種相似性。國家興衰將經歷從上升到頂部階段再到下行的過程，其間投資增加、科技創新、貿易擴大和經濟增長，而債務相應增加，並在走向繁榮階段出現過度。一旦出現貨幣和信貸效率的下降導致債務攀升，長期債務周期就將走到盡頭，並需要對貨幣體系進行結構性重組。歐美國家過去普遍採取低利率的貨幣政策，雖促進了經濟增長，但也製造了投機和泡沫。比如，美國「次貸危機」出現前，美國長期低利率環境催生了各類金融創新，最終因過度槓桿和過度負債而誘發「次貸危機」。

研究發現，驅動財富和權力變化的最重要因素是長期債務和資本市場周期，即「投資大周期」。所有市場均有經濟增長、通脹、風險溢價和折現率等四大決定因素驅動，這些因素的變化驅動投資回報的變化。投資者需要面對的難題在於，如何根據這些驅動因素來構建投資組合。可以認為，貨幣的相對地位變化是最能代表國家財富和權力的，而貨幣與信貸、債務等緊密相關，成為經濟產出、投資、債務擴張、金融中心地位、貿易等決定性因素的基石。

某種意義上來講，貨幣地位和金融中心地位均代表着貨幣主權國家的實力，如同過去的英鎊和現在的美元，貨幣要素的發展變化成為量化國家財富和權力地位的重要量化標誌。宏觀大周期的長期演化過程中，貨幣的國際化同步出現調整。近年美元和人民幣「此強彼弱」的關聯性有所下降。今年以來，人民幣兌美元即期匯率升值近3.5%，創近三年半新高，美匯指數數年內跌幅在0.5%至1.5%。傳統分析框架認為，中美貨幣政策周期分化、國債收益率利差走闊的背景下，人民幣通常偏弱。但如今，形勢發生新的變化，美元維持強勢的同時，人民幣同步走強，表明市場對兩大經濟體基本面的認識分化。人民幣國際化迎來新的黃金窗口期，反映在「點心債」和「熊貓債」的擴容，2026年境內「熊貓債」年內發行規模突破2000億元（人民幣，下同）大關，超越2025年全年總量；「點心債」發行量接近1.18萬億元，同比增超50%，相對融資利率更低的人民幣資金有更大的市場需求，進而對增強人民幣投融资功能具有顯著意義。

中國外貿順差創新高

當前，身處百年大變局，時代的變遷孕育的不僅僅是經濟產業轉型所帶來的機遇，在這些投資窗口中需要把握的是背後的投資邏輯和投資主線，做出正確的判斷。以美國為例，基於發達的資本市場將高科技企業推向了時代發展的前沿，資本創新與企業生命周期的融合，互相成就，但是資本的發展也出現新的問題，比如與實體經濟的脫離現象。中國提出的「加快構建以國內大循環為主體，國



際國內雙循環相互促進」，將是決定未來中國發展機遇的重要思路。

中國視角看，推動科技創新仍有賴於強大的資本市場支持，傳統的融資體系很難完全滿足科技企業的融資需求，發展多層次資本市場，既是順應科技創新發展大潮流的重要驅動，也是解決長期存在的民營企業、中小企業「融資難、融資貴」問題的有效路徑。近年來，中國確立了科技創新驅動高質量發展的路線，強調科技自主創新能力建設，着力解決核心領域和關鍵環節的「卡脖子」問題，加快產業升級和經濟轉型。反映在機器人、AI、創新藥組成的「新新三樣」成為中國外貿新的增長引擎。據海關總署數據，以美元計，2026年6月，全國進出口總值同比增長30.6%。上半年中國出口增長17.6%，貿易順差創新高。綜合考慮，預計2026年全年，中國出口及順差將延續高增長和高貢獻度，對實現全年經濟增長目標將形成有力支撐。

外資看好中國科技股

資本市場方面，「做多中國」的政策環境和資金環境逐漸向優向好，「耐心資本」推動多層次資本市場「含科量」提升。統計顯示，近年來，新上市企業中，九成以上都是科技型企業或者科技含量比較高的企業，A股科技板塊市值佔比超過四分之一，明顯高於銀行、非銀金融、房地產行業市值合計佔比。因而，不少海外投資者加大增持中國上市科技企業。截至目前，各類境外投資者持有A股流通市值超過4萬億元，已成為中國資本市場的重要參與者。

作為全球最大的單一市場，中國以堅持擴大消費內需戰略為新的引擎，着眼於從中國的制度優勢、發展紅利和文化自信等推動中國製造、中國品牌的崛起，吸引更多的國際投資者參與和擴大在華投資。同時，中國加大制度型開放，實現了製造業領域外資准入限制全面「清零」，推動服務業擴大開放綜合試點擴容，修訂擴大《鼓勵外商投資產業目錄》，積極營造市場化、法治化、國際化的營商環境。國際收支數據顯示，在今年首5個月，外資來華各類投資淨額增約1600億美元，明顯好於去年同期。資金流向看，吸引外資結構持續向新向優，上半年，高技術服務業和高技術製造業外資流入規模同比增長61%，佔總體資本金流入的36%。

擴大開放 吸引全球投資者

從產業角度看，中國在製造業、高科技等領域的開放，一方面吸引更多

多國際投資者參與中國科技創新，發掘培育更多具有發展潛能的「獨角獸」，為全球投資提供更多的選項，另一方面也推動在華外資科技和製造企業實現升級，拓展國際科研和技術合作，增強競爭力。因此，「做多中國」不僅體現在投資回報維度，也對全球產業發展帶來積極效應。

筆者上半年對宏觀經濟和市場進行了梳理和詳細討論，其中的結論仍然清晰。重申三點：其一，宏觀周期的加速變遷是長期變量，包括科技、產業、債務周期的疊加，整體上對大國博弈和地緣經濟將帶來新的變化，進而將引導市場逐步適應高波動環境，其間需要警惕新的政策和區域風險，比如制裁升級、關稅加碼等，加快重塑全球產業鏈布局和投資版圖。

其二，全球主要央行貨幣政策周期將進一步走向分化，中東衝突的反覆博弈將導致原油市場價格持續震盪，同時AI加速產業化將加劇就業市場的分化，通脹反彈和就業結構失衡將主導利率走向，預計年內美聯儲加息1次0.25厘的概率較大。

其三，全球資本市場由AI相關產業主導的趨勢持續加強，科技股高估值和集中度將進一步強化，市場在同步調整的同時，下半年美國幾大科技巨頭的業績將對市場分化帶來新的衝擊，而中國具有成長潛力的IPO科技新股將有望提振市場信心，全球資本市場的資金輪動將迎來新的調整。

總的來看，需要對宏觀和市場有新的認識。兩方面看：一方面，重構宏觀分析框架，重視產業周期、債務周期的階段性特徵表現，在大國博弈和地緣經濟的長期化演變中深化區域、國別研究，發掘具備增長潛力的國家和地區投資機會，進一步把握周期輪動和市場調整過程中的投資策略組合。在新興產業崛起和傳統行業出清的同時，挖掘產業鏈、資源能源鏈的結構性變量，比如關鍵礦產的供需變化、核心企業上下游供應鏈等，其中的龍頭企業將有望繼續拓展市場份額，並在全球市場擁有更多話語權；另一方面，重構市場分析邏輯，密切關注宏觀周期、宏觀政策對產業和市場的傳導，下半年預計中東衝突、美聯儲加息以及Trump Trade等上半年交易頻率高的行情將可能進一步調整，其中需要關注美國中期選舉期間特朗普政府的政策動向。同時，反映在大宗商品和外匯市場的重新定價，美債收益率可能延續高位震盪，國際金價有望進一步修復和反彈，但能否回到年初的高點則存在不確定性。

（作者為財經評論專業人士。本文僅代表個人觀點）

系統分析工具 助力企業決策



李勤

系統分析是一個整體性方法，着眼於系統內因素之間的連結和相互作用，而不是孤立的各個零件，其基本概念是每個環節的相互作用會決定系統的行為。因此系統中某個因素的變化，可能對其他因素產生連鎖效應。本文乃闡述系統分析在釐訂企業策略及行動方案上的重要性。

系統分析的根基在建立處於複雜領域（例如使用者所處的競爭）的思維模型，並分為三方面：（1）將複雜的現象分解為一系列組成元素；（2）了解這些元素如何相互作用；（3）利用此一信息建立商業世界運行中最重要的因果關係。

系統分析是個寶貴工具，不僅能用來解決複雜問題，還可以用來考慮不同行動方案的潛在影響並作出決策。系統分析可以專注在最重要的事情上，以減少其他方面所需的認知負荷，進而增強使用者的模式辨認能力，更快看到新出現的挑戰和機會。另一方面，這也會讓使用者更快預測環境的變化並制定適當策略。

機器學習演算法是系統決策的核心，賦能系統分析可以預測並向分析員建議客戶可能感興趣的產品及服務。

預測性分析是試圖了解為什麼會發生某些事情，然後創建一個模型來預測未來可能發生的事情。因此，預測分析試圖確定可能會發生什麼，它本質上是基於描述性數據分析（描述發生的事情）和診斷性數據分析（事情發生的原因），以預測最有可能的結果。例如企業可以根據預測模型，確定客戶最可能接受的報價，以及發送這些目標報價的恰當時間。

要成為更有效率的策略思考者，可以學習建立系統模型，以增強辨認模式、作出預測、制定策略、作出正確決策和採取行動的能力。系統分析師可以將許多相關業務範圍內建立成系統模型：生產流程、組織和經濟體本身。對企業領導者來說，利用價值系統分析來了解組織內部的動態以及塑造外部環境的經濟因素，十分重要。

舉個例子，2021年3月，一艘大型貨輪船「長賜輪」在蘇伊士運河上滯留6天，堵塞迅速破壞全球供應鏈並擾亂國際貿易，導致每天價值約96億美元的國際貿易阻滯。全球物流系統的分析師長期以來一直都預測，輕微的航運中斷將會導致嚴重後果。然而，有很少公司能夠在供應鏈中建立足夠的容錯空間，因此大部分企業都無法避免這件事的影響。

這個例子強調了系統分析如何協助企業應變，雖然企業管理層及分析師

無法預測將會發生什麼危機，但可以預測企業所面臨的各種困境，當他們為企業設計面對潛在危險及應變計劃時，這些見解會提供堅實的基礎。

區分實用信息 辨認潛在威脅

系統分析乃強大工具，有助管理複雜性、集中注意力、採取行動。現今的經濟環境變得更加動盪和複雜，由於風險和不確定性增加，導致信息量過大。系統分析可以協助快速區分重要和不重要的信息。做得好，可以讓企業管理層提供必要的見解，發揮強項，化危為機。

除了建模和預測之外，系統分析還可以用來設計基本流程。新冠肺炎疫苗接種工作就是一個例子，系統分析賦能供應鏈流程，以極快速度生產並運送到全球各地。

值得注意的是，系統分析還要倚仗兩個子系統：

（1）威脅偵測子系統：專注於改變及辨認潛在威脅，並能區分真正需要採取行動的信號以及背後的雜訊，避免錯過重要信號或反應不足。

（2）危機管理子系統：這是動員企業組織內部各單位、各元件，以採取行動並減輕潛在損失的機制，將業務從「正常運轉」變為「作戰」模式，以集中資源，快速且協調地作出回應。

另外，一個值得注意的地方是利用系統分析來辨認企業成長的限制因素。彼得·聖吉所寫的組織學習著作《第五項修煉》，指出這種成長的限制分析是應用系統分析的經典方法。其基本概念是，對最稀少的關鍵資源所產生的限制，會阻礙企業成長的能力。找到制約因素，便可界定企業停滯不前關鍵因素之所在。

系統分析能力的限制是建立模型的假設論據不足及模型參數過度簡化，有可能產生不靠譜的預測。因此，培養系統分析能力有三個步驟。第一步：定義系統的界線，提供清晰度並減少複雜性；第二步：繪出因果循環圖，協助分析者看到不同的元素如何連結起來；第三步：評估系統是否存在可以解決的限制因素（如投入不足），並考慮不同的解決方案。

此外，系統分析者可以透過實際操作來提升系統分析能力。

系統分析是建立在模式辨認能力之上的策略思考修煉。系統分析有助於建立簡化的商業運作模型，能使企業管理層建立簡化的商業運作模型，更容易應對複雜環境。企業管理層建立系統模型，便能更精確地診斷問題和釐訂解決方案。

（作者為理大工商管理博士、資深金融家）

樓價估值回升 轉按申請大增(上)



王美鳳

今年轉按市道現起色，過去兩年每月新批轉按僅數百宗，今年新批轉按錄得連續5個月回升並重上逾千宗水平，最近數字顯示6月份新批轉按達1226宗，創31個月新高。從初步數字看，7月至8月份轉按申請量亦呈上升趨勢。究其原因，受惠樓價連同物業估值逐步回升，加上多家銀行近月上調按揭現金回贈，促使轉按誘因有所增加。

市場上轉按申請的幾項需求主要是：1）尋求更低息按揭；2）透過轉按賺取銀行現金回贈；3）轉走現有高利息按揭，例如是透過轉按轉走財務按揭，又或已過低息期的發展商一按；4）透過轉按作物業套現；5）透過轉按重新調整按揭，例如甩走按保、移除擔保人、延長還款期等需求。

今年筆者在職之公司的轉按申請量持續增加，當中客戶有着上述不同需求，今年樓價處於升軌，連帶物業估值亦處於回升步伐，截至現時，上半年樓

價平均升約一成，對比去年樓價低位升幅已達17%，物業估值逐步上升，令轉按成功率提高。

趁機套現 釋放流動資金

過往當樓價下跌，業主即使有意轉按，但估值較低影響按揭成數，業主甚至或需補貼金額方可轉按，無疑會降低轉按意欲；現時不少單位估值已有一定升幅，當中跑贏大市的屋苑單位估值更已由低位回升逾兩成，令到轉按批出的按揭成數上升，又或透過轉按套現的水位增加，令業主更易憑着「磚頭」釋放流動資金。

舉例，業主持有紅磡黃埔花園一個面積約390方呎的單位，尚餘按揭額約428萬元，去年銀行估值曾降至523萬元，若申請轉按，以估值之七成按揭計，貸款額僅為366萬元，變相業主需補貼62萬元方可轉按；目前單位之最新估值已上升17%至612萬元，以估值計之七成按揭金額已達428萬元，轉按已毋須額外補付金額。

（作者為中原按揭董事總經理）



◀樓價回升，按揭現金回贈，上促揚使，新轉按增加。上調，按揭現金回贈，上促揚使，新轉按增加。