



▲美國10年期美債收益率近期突破5.1%，創近二十年高位，美債市場也經歷了近年最猛烈的拋售。
資料圖片

經濟觀察家

雖然美債仍是全球金融體系最重要的基準資產，但過去幾十年支撐全球資產價格的低通脹、低利率和低資金成本正在發生變化。真正需要重新定價的並不是某一種資產，而是衡量幾乎所有資產價值的那把尺子。

全球資產配置大變局(上)



金融觀察
席春迎

9月23日，美債市場經歷了近一年半以來最猛烈的一次單日拋售。10年期美債收益率突破5.1%，升至2007年以來高位；5年期收益率重新站上5%，30年期收益率升至2004年以來高位。當天700億美元5年期國債拍賣需求偏弱。

與此同時，花旗公布最新全球家族辦公室調查，來自41個國家的351家家族辦公室，已經把通脹列為最主要的宏觀風險，取代此前的貿易爭端和關稅；近一半受訪者增加了公開市場股票配置，黃金也重新進入全球富裕家庭的核心資產配置討論。

一邊是全球最重要的主權債券遭遇拋售，另一邊是全球最富裕的一批長期資本重新增加對黃金和股票的配置。表面上看，這是兩個不同市場的故事。但如果把它們放在一起觀察，可以看到同一個深層的變化：全球資本正在重新評估什麼是安全資產，什麼能夠保存購買力，什麼又能夠在高資金成本時代繼續創造真實回報。

美債利率易上難下

9月23日幾乎具備了一場債市風暴的全部條件。中東局勢和油價上漲強化通脹擔憂，美國PMI（採購經理人指數）大幅超過預期，說明經濟並沒有在高利率下明顯失速；美聯儲官員繼續強調控制通脹的必要性，隨後5年期國債拍賣需求又明顯偏弱。增長、通脹、貨幣政策和債券供給四種力量，在同一天共同指向更高的收益率。

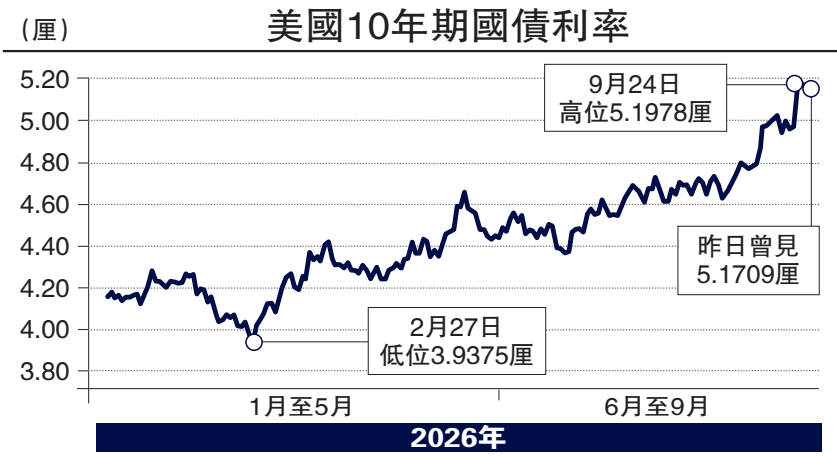
但真正值得關注的，並不是10年期美債突破5.1%這個數字本身，而是收益率上漲的內部結構。從當天TIPS（通貨膨脹保值債券）和盈虧平衡通脹率變化看，推動名義收益率上漲的主要力量並不是通脹預期突然失控，而是實際利率明顯上升。這意味着投資者重新定價的已經不只是下一次CPI或者下一次美聯儲會議，而是美國經濟能夠長期承受多高的真實利率、長期中性利率是否已經結構性提高，以及在財政赤字和國債供給持續擴大的情況下，投資者究竟需要多高的期限溢價，才願意長期持有美國政府債務。

這也使美國利率周期出現了一個值得注意的變化。過去幾年市場熟悉的是「Higher for Longer」，即高利率維持更長時間；現在市場開始討論的則是「Higher Again」，即利率在已經不低的水平上是否還要繼續上升。兩者看起來只是措辭變化，對資產定價的含義卻完全不同。前者意味着緊縮周期接近尾聲，只是寬鬆來得更晚；後者則意味着資金成本仍有繼續上升的可能。

因此，美債「黑色星期三」真正釋放的信號，是過去十多年全球市場習慣的超低實際資金成本未必能夠很快回來，全球資本的真實價格可能正在進入一個更高的平台。

如果強勁經濟和美聯儲政策解釋了短期收益率為什麼上升，那麼美國國債拍賣需求偏弱，則揭示了一個更加長期的問題。

美國國債當然不存在簡單意義上的「沒人買」。美元的國際貨幣地位



和美國金融市場的深度，決定了美債在可預見的未來仍然具有難以替代的地位。真正的問題不是有沒有買家，而是投資者要求美國政府支付多高的收益率才願意繼續持有。

當中期美國國債融資成本達到5%左右，如果只是短期現象，美國財政完全能夠承受；但如果高融資成本持續數年，而財政赤字和政府債務繼續擴大，債務規模、國債供給和利息支出之間就可能形成越來越明顯的反饋機制。財政赤字要求發行更多國債，更大的供給要求更高收益率，更高收益率又增加政府利息支出，而利息支出反過來進一步擴大財政融資需求。

這並不意味着美國正在走向某種簡單化的「債務危機」。這樣的判斷既不嚴謹，也低估了美元體系的韌性。但它意味着，美國國債過去長期享有的一些定價條件正在變化。投資者仍然需要美債，卻可能要求更高的實際收益率和期限補償，而美國財政問題由此通過債券市場轉化為全球資金成本問題。

這也是當前國際金融市場非常值得重視的變化：貨幣政策與財政政策正在通過長期利率發生更加緊密的相互作用。美聯儲需要較高利率控制通脹，財政部卻需要在高利率環境下持續融資，兩種力量最終共同作用於美國國債收益率，而美債又是全球股票、債券、房地產、PE和VC估值的重要基準。

黃金價值獲得重估

在此背景下，再看全球家族辦公室重新討論黃金，就容易理解得多。過去全球投資者討論貨幣配置，更多是在美元、歐元、日圓等主要法定貨幣之間尋找更高收益和匯率機會。但當主要發達經濟體不同程度面對政府債務增加、財政壓力上升和通脹約束時，問題開始從「哪一種貨幣更好」，進一步延伸為「什麼能夠長期保存真實購買力」。

黃金的特殊性並不在於能夠創造收益。它沒有企業利潤，沒有股息，也無法像科技企業那樣通過創新提高生產率；它真正特殊的地方是，黃金並不是任何一個主體的負債。銀行存款對應銀行資產負債表，國債對應政府資產負債表，公司債對應企業資產負債表，而黃金本身沒有一個需要履行支付承諾的交易對手。

因此，當投資者更加關注財政可持續性、長期通脹和主權貨幣購買力時，黃金獲得的就不僅是傳統意義上的避險溢價，而開始增加一種「非主權價值儲藏工具」的屬性。

花旗調查中另一個很有意思的現象，是家族辦公室在重新關注黃金的

同時，也在增加公開市場股票配置。如果把黃金簡單理解為避險資產，把股票簡單理解為風險資產，這似乎存在矛盾；但從長期財富管理角度觀察，兩種資產實際上解決的是兩個不同的問題。

從經濟學意義上講，股票不是每天在交易所上漲或者下跌的一串代碼，而是企業所有權，是對未來現金流的索取權，也是參與未來生產率增長的一種方式。因此，黃金與優質股權並非簡單的替代關係。對於投資期限長達幾十年甚至幾代人的家族資本而言，兩者同時受到重視，恰恰反映出全球財富管理正在從單純追求名義收益率，轉向更加重視真實購買力和長期生產率。

把美債、黃金和全球家辦的資產配置變化放在一起，可以看到一條更加清楚的邏輯。通脹和財政擴張改變利率，利率改變資金成本，資金成本重新定義股票、房地產和私人市場的估值，而資產價格變化又迫使長期資本重新思考財富應該如何配置。

這並不是美國國債失去安全資產地位，也不是黃金即將取代美元，而是全球資本正在重新回答三個問題：什麼資產能夠提供流動性、什麼資產能夠保存真實購買力及什麼資產能夠分享未來生產率增長。

過去那個低通脹、低利率、低資金成本和估值不斷擴張的時代正在遠去。未來資本不會消失，卻會更加昂貴；流動性不會消失，卻會更加挑剔；全球資金也不會停止尋找機會，卻會更加關注資產質量、真實回報和資本效率。

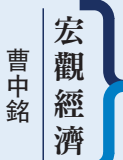
這場變化還提出了另一個非常重要的問題。當全球數以萬億美元計的長期資本開始重新配置，這些資金將在哪裏管理，新的資產在哪裏形成，交易在哪裏完成，以什麼貨幣計價，又由誰提供清算、託管、融資和風險管理？

每一次全球資產配置格局發生重大變化，都會重新定義國際金融中心之間的競爭。真正受益的不會只是某一種資產，而是那些能夠同時連接資本、資產、貨幣和金融基礎設施的市場。這正是觀察香港首個五年規劃以及近期一系列資本市場改革時，需要加入的全球背景。

香港過去最重要的優勢，是連接中國與世界；而在這一輪全球資產重新配置中，香港面對的機會已經不僅是讓更多資金「經過香港」，而是能否讓更多全球資本在香港配置資產、管理財富、形成價格，並通過香港連接中國和亞洲新的增長機會。

（作者為香港中小上市公司協會主席）

上市公司信披違規須嚴懲



宏觀經濟
曹中銘

步入9月份以來，滬深市場已有10家上市公司因信披（信息披露）違規收到內地監管部門的罰單。客觀上，資本市場與投資者對於上市公司信披違規已經有點麻木了。這既說明信披違規在資本市場已成常態，也凸顯其是監管的難點。基於此，個人建議，對於上市公司信披違規的，可採取「連坐制」進行懲治。

比如在9月18日這一天，就有做農生物、*ST嶺南、三特索道以及ST交昂等四家上市公司公告收到監管部門的《行政處罰決定書》。公告收到《行政處罰決定書》，意味着監管部門對於上市公司的處罰已經落地，剩下的只是上市公司及責任人員繳納罰款了。

整體而言，上述10家上市公司信披違規，主要表現有重大事項未披露、年報存在虛假記載或重大遺漏、股權轉讓未按關聯交易進行審議並披露。綜合起來就是，隱瞞不報，或財務造假。這也是上市公司信披違規最重要的表現形式。

信息披露是投資者了解上市公司的重要窗口。信息披露的質量，對於投資者了解一家上市公司的深度與廣度至關重要。虛報、瞞報、遲報、不報，會產生多種不良後果。

比如虛報，像虛假記載即屬於虛報，上市公司財務造假多屬於此類型。虛假的財務數據，無形中會對投資者產生誤導。因為上市公司實施財務造假行為，利益受損的投資者比比皆是。瞞報即為隱瞞不報，對上市公司及股價有可能產生影響的重大事項，不履行信息披露義務；或者在出現重大狀況時，輕輕帶過，不如實披露。遲報即為延遲披露相關事項。上市公司主動將相關事項延遲披露的，一般情形下均為重要事項，或對股價會產生重大影響的事項。虛報、瞞報、遲報、不報等，都屬於違反上市公司信披要求的行為，亦即都屬於違規行為。

無論是《證券法》還是《上市公司信息披露管理辦法》，均對上市公司信息披露提出了「真實、準確、完整，及時」的基本要求。對於上市公司而

言，按照上述要求履行信息披露義務，既是其職責與義務所在，也是市場投資者的基本訴求。而且，按照上述要求，履行必要的信息披露義務，也能避免「無端生事」的尷尬。

以做農生物為例。根據《行政處罰決定書》，做農生物在2024年6月至2025年2月期間，有多筆重大訴訟未及時披露；2025年1月至3月，該公司發生關聯交易合計16046.59萬元（人民幣，下同），佔公司最近一期經審計淨資產絕對值的31.89%，該重大事項同樣未披露。上市公司及責任人員因之累計被罰款565萬元。上述沒有及時披露的重大事項，最終也大白於天下。試想，如果當初上市公司履行了必要的信息披露義務，上市公司及相關人員還會收到罰單嗎？答案顯然是否定的。該案例其實也說明，做農生物「偷雞不成反蝕一把米」。不僅上市公司及相關人員被處罰，影響了全體股東的權益，上市公司的聲譽也因之打折，多輸的格局因此形成。

應重罰相關責任人

信披監管是資本市場的「老大難」，但不能總成為「老大難」。之所以會成為監管難題，與所採取的監管措施力度不夠密切相關。也正因為如此，個人建議在信息披露監管中採取「連坐制」的舉措。

一方面，上市公司信披違規的，上市公司、董事長、董秘首先要「連坐」並成為處罰對象。其次，對於信披違規中存在責任的其他相關人員，都應納入處罰對象，不能有任何一個漏網之魚存在。而且，根據情形輕重與性質惡劣程度，有必要實施頂格罰款。

另一方面，對於信披嚴重違規，或者頻頻出現信披違規的上市公司，建議其今後的再融資、併購重組等與之掛鉤。這對於眾多上市公司而言，無形中會具有震懾力。比如再融資方面，禁止其五年內啟動任何形式的再融資，掐斷其通過股權融資的途徑。併購重組方面，也可規定其三年或五年內不得啟動併購重組，也不能成為被吸收合併的對象。

（作者為獨立財經撰稿人）

新盤旺場 億元成交頻現



樓市新態
馬泰陽

本港一手住宅市場近月展現出極強的韌性與爆發力，市場熱情高漲，剛需全面釋放。各大發展商把握政策穩定、息口維持低企，以及市場氣氛全面回暖的黃金窗口，紛紛加快推盤節奏，令市場呈現「區區開花」的榮景。買家入市態度積極，足見市場對本港樓市中長線前景抱持高度信心。

買家熾熱的入市意欲，最直接地反映在新盤的超額認購倍數之上。其中位於西南九龍的「觀璟Ⅱ」，項目錄得大幅超額認購；至於位處北角的矚目紅盤「皇璇」，同樣掀起搶購熱潮，招標及收票反應亦見熱烈，同樣錄得大幅超額登記，雖然執筆之時，項目仍未開售，但料將雙雙錄得亮麗銷情。各大發展商憑藉「百貨應百客」的精準策略，推出多元化戶型並貼市定價，精準針對市場剛需，令首置客、換樓客以至投資者等各路客源均爭相入票，多個重點項目頻頻告捷，料熱潮勢將延續。

新盤市場的沸騰氛圍，正轉化為極具說服力的成交金額，展現本港市場資金的沉澱與實力。據美聯物業研究中心綜合數據，今年首九個月（截至9月22日），全港一手住宅總成交金額一舉衝破1849億元大關，不僅較去年同期顯著上升約26%，更寫下2013年《一手住宅物業銷售條例》實施以來的歷史同期新高。

在各個熱門板塊中，啟德區憑藉日趨成熟的地區配套與地標規劃優勢，年內一手吸金高達326億元，毫無懸念地登頂全港「吸金王」寶座；其總成交金額甚至比排名第二的香港仔及鴨脷洲（包括黃竹坑）約161億元高出超過一

倍，彰顯強勁資金「磁吸效應」。

更具啟示意義的是，近期豪宅市場，特別是逾億元超級豪宅交投正奏起響亮號角。「聰明錢」與財金界巨擘的資金流向，向來是樓市最敏感的風向儀。市場消息指，在上月底息口走勢未明朗與市場氣氛偏向觀望之際，有資深財金界投資者豪擲逾1.68億元購入東半山「峻譽·渣甸山」兩個4房單位及4個車位，成交呎價最高突破5萬元。

無獨有偶，啟德地標項目「天璽·海」亦接連錄得破頂成交，其1座高層2144方呎4套房單位，連車位以近1.7億元易手，實用呎價高達7.9073萬元，刷新項目標準分層戶的樓價與呎價雙新高。名人與實力企業重金落戶，印證實力買家對優質資產的長線價值和升值潛力的堅定「信仰」。

區區開花 百貨應百客

展望四季度，一手戰線將進一步蔓延，各區呈現「群盤割據」的熱鬧景象。從港島區北角「皇璇」；到九龍區西南九龍「觀璟Ⅱ」及北灣「琨海」、油塘「擎海Ⅰ」及牛池灣「33清水灣」；再到新界區西沙「SIERRA SEA」第2C（2）期及元朗「YOHO SEASONS」等均已蓄勢待發，各大發展商積極加碼布局，在「百貨應百客」的策略下，勢必推高季度一手成交量。

綜合而言，從各個新盤獲買家爭相追捧，到豪宅市場頻錄億元「大刁」，本港樓市已形成由剛需客源與高端資金「雙引擎」驅動的新格局。配合宏觀經濟回暖等多重利好因素疊加，本港樓市後市可望高高一線。

（作者為美聯集團行政總裁暨美聯物業執行董事）



◀啟德區年內一手吸金高達326億元，登上全港「吸金王」寶座。
大公報攝