



▲全球資產重新配置給香港帶來的最大機會，是推動香港完成一次金融功能升級。資料圖片

經濟觀察家

資本重新配置之後，下一個問題自然是：這些資金在哪裏管理，新的資產在哪裏形成，以什麼貨幣交易，又在哪裏完成託管、清算和風險管理？這正是觀察香港首個五年規劃和近期資本市場改革時需要加入的全球背景。

全球資產配置大變局(下)



香港近期從上市制度、併購重組、人民幣市場到ETF、REITs、黃金和金融基礎設施進行的一系列改革。如果分開看，似乎只是不同監管機構的政策調整；如果放在全球資產重新配置的大背景下看，則可以看到一條更加清楚的主線：香港正在嘗試從傳統的融資和交易中心，進一步向全球資產配置平台轉型。

筆者認為，這可能是香港未來五年國際金融中心建設最值得關注的變化。過去香港最重要的功能是連接內地與世界，未來如果要進一步成為「超級增值人」，就不能滿足於讓資本經過香港，而要爭取讓資本在香港配置、讓資產在香港定價、讓財富在香港管理，並最終形成資金、資產和產業相互促進的資本循環。

國際金融中心之間的競爭，本質上從來不只是交易所之間的競爭。紐約的優勢不僅在紐交所和納斯達克，而在美元、美國國債、全球最大的股票市場、資產管理機構、投行和風險資本共同構成的金融生態；倫敦的價值也不僅是證券交易，而在外匯、保險、貴金屬、大宗商品、資產管理和國際法律服務形成的綜合體系。

香港過去最大的優勢，是同時連接內地經濟、國際資本和全球金融規則。這一優勢並沒有因為地緣政治和全球金融格局變化而失去價值，反而可能在全球資本重新尋找配置方向的時候變得更加重要。

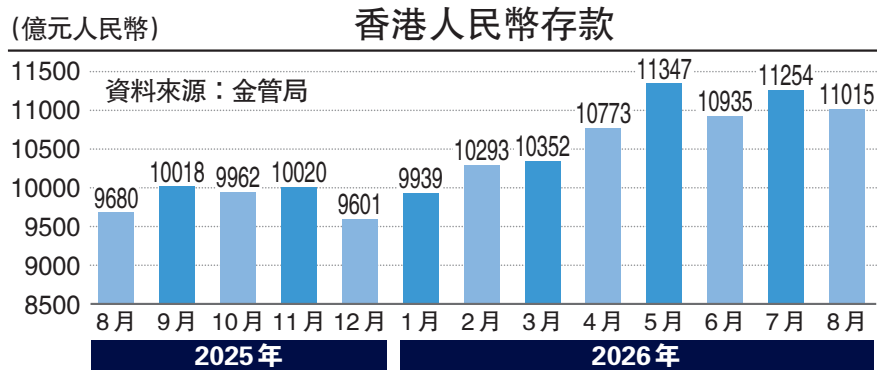
一方面，高利率、通脹和財政壓力促使全球長期資本重新考慮黃金、債券和其他財富保存工具；另一方面，人工智能（AI）、機器人、生物科技、新能源和先進製造正在形成新的投資需求，全球資本仍然需要尋找能夠創造生產率和現金流的優質股權。香港恰恰位於這兩類需求的交匯點：向外連接全球銀行、資產管理公司、家族辦公室和機構投資者，向內連接內地龐大的企業體系、科技創新和人民幣資產。

從「資金池」走向「資產池」

因此，香港這一輪真正值得爭取的，是把境內外的資金與資產在香港重新組織起來。首個五年規劃明確提出深化與內地和海外市場融合，進一步發揮香港助內地企業和資本「走出去」、國際資本「引進來」的功能，同時提高股票和債券市場的深度、廣度和流動性。如果這些功能能夠進一步延伸到資產管理、財富管理和風險管理，香港的角色就會從跨境資本通道升級為全球資產配置節點。

在這一輪改革中，筆者尤其關注人民幣國際化。香港長期擁有全球最大的離岸人民幣市場，但衡量一個離岸貨幣中心的成熟程度，不能只看擁有多少人民幣存款或者完成多少跨境結算，更重要的是持有人民幣以後能夠投資什麼。因此，近期圍繞人民幣櫃檯、ETF、REITs及更多人民幣計價產品進行的制度建設，不能僅僅理解為增加幾個金融產品。

這可能是人民幣國際化下一階段非常重要的一步。國際投資者願意長期持有一種貨幣，除了相信其購買力，還必須能夠方便地找到以這種貨



幣計價的優質資產，並且能夠進行交易、融資、套期保值和風險管理。只有當離岸人民幣從龐大的「資金池」進一步發展成豐富的「資產池」，人民幣國際化才會從貿易和支付層面更加深入地進入全球資產配置體系。

全球資本重新配置還有一個基本前提：資金最終必須找到值得投資的資產。因此，國際金融中心之間的競爭，表面上是爭奪資金，最終卻一定會變成爭奪優質資產。這也是為什麼香港最近的併購重組和分拆上市改革尤其值得重視。

2018年以來，香港從同股不同權、18A 和 第二上市，到 18C、FINI、科企專線和保密遞表，大量制度創新解決的是新經濟企業如何進入資本市場。現在改革正在進入第二階段。過去重點解決「什麼企業可以上市」和「企業怎樣上市」，未來則愈來愈需要解決「上市以後怎樣繼續做大」。併購、重組和分拆制度改革，實際上意味着香港正在從上市制度進一步走向資本形成制度。

上述變化與全球資產配置有直接關係。國際資金真正需要的不是更多股票代碼，而是能夠持續創造利潤和現金流的企業。如果一家企業上市以後長期缺乏增長、成交稀少、沒有研究覆蓋，也無法利用上市平台進行再融資和產業併購，那麼即使香港擁有更多上市公司，也未必能夠形成更多真正具有全球吸引力的資產。

由「聯繫人」轉型「增值人」

香港爭奪全球資本的前提，是不斷創造值得全球資本長期持有的香港資產。這也讓我們可以重新理解香港「超級聯繫人」與「超級增值人」的關係。

「超級聯繫人」解決的是連接問題。國際資本通過香港進入內地，內地企業通過香港連接國際市場，這一功能仍然不可替代。但連接本身主要解決資金和資產如何相遇；真正的「增值」，則發生在相遇之後。

如果香港能發現優質企業，通過資本市場完成融資和價格發現，再通過併購、重組和產業整合提高企業價值，同時利用基金、ETF、REITs、債券、黃金和衍生品等工具，讓不同風險偏好的全球投資者參與其中，就會形成資產創造、交易、管理和再投資的完整循環。這才是「超級增值人」在金融領域更加實質性的含義。

首個五年規劃帶來的另一個重要變化，是資本市場改革開始從過去相對分散的政策調整，逐漸形成「規劃—施政—監管行動—交易所規則—評估」的政策鏈。

但這裏必須守住香港最重要的制度邊界：五年規劃不是把資本市場行政化，政府也不能替市場決定哪家公司值多少錢。香港最重要的優勢仍然

是法治、自由資本流動、國際規則和市場定價，規劃的作用應該是提高制度供給和基礎設施效率，而不是代替市場配置資本。

「有為政府」結合「有效市場」

香港真正需要探索的，是「有為政府」與「有效市場」之間更加成熟的結合。政府把路修好，市場決定誰跑得更快；制度降低資本形成的摩擦，企業則必須用盈利和現金流證明自身價值。這應該是香港金融市場長期競爭力的基礎。

面對本輪全球資產重新配置，筆者認為香港真正應該爭取的不能只是「更多資金流入香港」。資金流入當然重要，但資金本身具有高度流動性，如果香港只有資金而沒有足夠豐富的資產，只有IPO 而沒有上市後的資本循環，只有人民幣存款而沒有人民幣資產，只有黃金交易而缺乏完整的清算、託管和風險管理體系，那麼資金最終仍然可能流向其他市場。

香港真正應該建立的，是一個讓資本願意長期留下來的完整生態：人民幣從結算貨幣進一步成為投資貨幣，互聯互通從股票擴展到更加豐富的資產類別，上市公司能夠通過併購和再融資持續成長，國際資產管理機構和家族辦公室能夠在香港完成全球和亞洲資產配置。如果這些環節能夠形成閉環，香港國際金融中心的角色就會發生質的變化。

過去很多企業最關心的是能不能上市，未來更重要的問題將是上市以後能不能利用這個平台整合產業、吸引資本、擴大收入和利潤；從十億市值成長為百億甚至更大的企業。上市本身更像是一種生產資料，真正決定企業長期價值的，是企業能否利用這項生產資料持續創造新的產業價值。

全球資產重新配置給香港帶來的最大機會，因此並不是簡單承接一輪國際資金流入，而是推動香港完成一次金融功能升級：從資金通道走向資產配置平台，從「超級聯繫人」走向「超級增值人」，從幫助資本跨境流動進一步走向組織資本、發現價值和創造價值。

如果香港首個五年規劃能夠把人民幣國際化、互聯互通、資本市場改革、資產管理、財富管理和金融基礎設施真正連接起來，香港未來爭取的不只是國際金融中心排名中的一個位置，而是在全球資本重新尋找方向的過程中，成為連接中國、亞洲和世界的重要資產配置樞紐。

全球資本正在重新尋找財富的錨，而香港真正需要抓住的，是這場重新配置背後的資本配置權、資產定價權和價值創造權。（上篇刊於9月26日 B3版）

（作者為香港中小上市公司協會主席）

內地房貸貼息展現穩樓市決心



付一夫

財經萬象

財政部、人民銀行、金融監管總局周二晚間聯合發布通知，決定在全國範圍內實施居民購房貸款貼息政策，減輕新購買首套住房家庭的商業性個人住房貸款利息負擔。政策自2026年10月1日起實施，實施期限暫定一年，其間經辦銀行新發放符合條件的首套住房商業性個人住房貸款，財政部門按照貸款本金給予年化1個百分點、期限不超過5年的貼息支持，單戶可享受貼息的貸款規模上限為100萬元（人民幣，下同）。

這是中央財政首次對商業性個人住房貸款進行貼息，標誌着需求側刺激從「信貸寬鬆」進入「財政直補」的新階段，充分彰顯出決策層對於穩定樓市的決心和態度。就本次貼息政策而言，至少呈現三重亮點：

第一，靶向精準，鎖定最核心的矛盾。政策聚焦首套剛需，限定住房面積不超過120平米、購房價格不超過150萬元，將有限財政資金用於普惠更多剛需群體。這一定位直指當前樓市最核心的矛盾：不是改善型需求不足，而是最底層的剛需購房者被月供壓力擋在門外。通過降低月供而非降低房價來降低門檻，既避免了價格信號紊亂，又實質性減少了購房成本。

第二，財政金融協同，槓桿效應顯著。貼息1個百分點，相當於首套房貸利率的約三分之一，單戶最高100萬元貸款、最長5年累計減少付息近5萬元。貼息資金由中央財政、地方財政分別按照90%、10%承擔，省級及以下財政分擔比例由省級財政部門結合實際自主確定。這一分擔機制既體現了中央財政的主導作用，又調動了地方政府的積極性。以財政資金撬動信貸投放，既避免了直接降息對銀行淨息差的進一步擠壓，又通過財政的槓桿效應放大了政策效果。從政策操作流程看，貼息採取「預撥+結算」方式，經辦銀行按月收息時自動扣除對應貼息金額，實現「免申即享」，確保借款人毋須額外申請即可享受政策紅利。

第三，預期管理，傳遞明確政策信號。政策實施期暫定一年，執行中資金總規模不設上限、據實結算。這種「不設上限」的表態傳遞出明確的政策信號：符合條件的家庭應享盡享，為市場注入確定性。此前年內已有超過20個城市落地房貸貼息政策，但由中央財政在全國範圍內統一實施尚屬首次，政策層級和覆蓋範圍的躍升本身就是一種強有力的預期引導。

從更宏觀的視角審視，本次貼息政策是財政金融協同促內需一攬子政策的重要環節。2026年以來，財政部已陸續推出個人消費貸款貼息、設備更新貸款貼息等多項政策，本次房貸貼息政策的加入，進一步完善了從消費端到住房端的財政貼息政策體系。

房地產轉向「存量運營」模式

對於地產板塊後續走勢，需要區分短期、中期和長期三個維度來審視。短期來看，政策兌現是關鍵變量。貼息政策雖已落地，但其實際效果取決於執行效率和居民響應程度。當前市場最關心的是「金九銀十」的銷售數據能否持續。從8月數據看，一線城市展現出較強韌性，但二、三線城市新房成交仍同比下滑，城市間分化依然顯著。此外，機構持倉極低雖有利於短期反彈，但也說明機構共識尚未形成。有觀點提出，投資者後續需重點觀察五個關鍵變量：後期盈利兌現、政策落地力度、市場流動性、市場風險偏好變化和主線景氣度，若熱點頻繁輪動則多數板塊難以走出趨勢性行情。

中期來看，行業正在經歷從「增量開發」到「存量運營」的範式轉換。存量時代下，二手房中介、物業管理、城市更新、存量運營等環節的價值量將提升，評價房企的標準也將從銷售規模轉向債務安全、現金流和資產質量。有分析指出，進入存量時代之後，市場邏輯將更多地轉向存量交易與運營，二手房中介、房屋經紀、家裝、物業以及城市更新等環節在整條業務鏈上的價值量會有所提升，評價地產企業的標準也會發生改變，更多關注債務安全、經營現金流是否充沛、是否擁有優質地塊。

長期來看，分化或將是主旋律。參考美國、日本的房地產復甦路徑，核心城市房價見底領先全國數年，龍頭房企股價又領先核心城市房價啟動，形成「龍頭股價底→核心城市房價底→全國房價底」的傳導路徑。其中日本東京房價見底領先全國約5年，美國舊金山為首的6個核心城市房價見底領先全國約3年。如果以美國、日本來類比，那麼後續行業分化大概率會是主旋律，而核心城市是復甦的排頭兵，擁有現金流壓艙石業務是房企穿越周期的秘訣。

綜合來看，中長期可關注三大方向：產品力領先的優質房企、商業運營與資管並重的商業地產運營商，以及「好房子」政策下服務品質突出的優質物管標的。

（作者為星圖金融研究院消費金融研究中心主任）

經濟穩步復甦 港樓市注動力



廖偉強

樓市新態

今年維園的中秋綠燈會人潮洶湧，要花頗長時間才可進場，排隊入場的人龍可謂盛況空前。筆者下班時也在維園附近走過幾次，最深刻的感受不僅是天氣炎熱，市面的氣氛也一樣熾熱。須知道上周仍未踏入內地黃金周，所以這龐大的人群，明顯並非是旅客潮，而是本港市民主導的消費活動。這種景象正好印證了香港經濟及零售市道正在升溫，這不只是數據上的表達，而是能夠從市面上感受得到。

政府統計處公布7月零售業總銷貨價值達310億元，按年升4.5%，雖然略遜預期，但已連升15個月。珠寶鐘錶銷售按年大升19.7%，奢侈品需求強勁，反映高端消費者的信心已恢復。網上零售按年升9.5%，首7個月累計升24.9%。

零售管理協會亦訪問3100間店舖後指出，化妝品、電器、飲料等類別在酷熱天氣下仍錄得增長。雖然商戶審慎，但六成預期十一黃金周生意會上升。這些數據反映零售市道具韌性，而且有望逐步回復正常的健康狀態。

此外，旅發局早前公布，8月初步訪港旅客達546萬人次，創疫後新高。旅客回流，帶動酒店、餐飲、零售等行業，形成多重複式效應。更重要的是，

旅客結構正在改善，東南亞及中東旅客增長明顯，消費力較強，對高端零售及酒店業形成支撐。今個十一黃金周，入境處預計期間將有約129萬人次內地旅客訪港，日均人次按年增加逾5%；單是來港的旅行團估計有1180個，亦為零售業帶來季節性的商機。

人才湧港 加大住屋需求

至於樓市方面，內地買家來港置業的熱度未減，8月至今新盤大手入貨的個案仍然高企。從一些國際研究機構數據所得，香港房地產的平均毛租金回報約3.46%，山頂豪宅更可錄得5%至7%。加上香港物業流動性強、供應長期緊張，國際資金持續流入，令長線表現更具穩定性。

近年政府積極引進人才，並吸引逾十萬名專才來港發展，形成持續的住屋需求。北部都會區逐步落地，成為創科、教育及大灣區融合的核心平台。五年規劃提出提升城市競爭力、推動創科、強化國際金融中心地位，為樓市提供長線支撐。

筆者相信，香港經濟及零售消費等正走向新一輪復甦期，加上有清晰而長遠的政策作為未來的推動力，整體樓市不但氣氛持續熱鬧，樓價亦可望在第四季繼續攀升。

（作者為利嘉閣地產總裁）



價可▲香港樓市氣氛持續熱鬧，樓價可望在第四季繼續攀升。資料圖片