



▲國家財政部於2026年計劃在香港發行840億元人民幣國債。資料圖片

經濟觀察家

近期美債收益率大幅上漲被拿出來反覆說事兒，其中比較相關的主題是通脹和股市，這些當然十分重要，但對中國來說，有一件事也很重要，就是在香港發展離岸人民幣國債市場出現了歷史性的機遇。

在港增發人民幣國債正當時



金融觀察
李偉

這先要從大背景說起。在很長一段時間內，美國國債的收益率都是低於人民幣國債的。出現這種局面的原因很簡單，美國是全球第一大經濟體，美元是使用最廣泛的國際貨幣，美國國債是全球最重要、交易最活躍的金融產品。市場對美債的需求龐大，也壓低了美債的收益率。

然而，2022年事情出現了轉折，10年期的美債收益率與人民幣國債收益率出現了倒掛，前者開始高於後者，這種情形一直維持至今，而且近期利差還有所擴大。美債收益率升高的原因很複雜，但從市場的角度來說很簡單，就是供大於求。而對人民幣國債來說，這個利差意味着一個有利的發債窗口。

多年以來，隨着中國經濟的發展和對外開放的持續推進，人民幣的國際化程度也在不斷提高。但與中國世界第二大經濟體、第一大貨物出口國的地位相比，人民幣的國際化進程顯得有些滯後，其中一個很大的原因就是中國可供外國投資者投資的人民幣金融產品比較少，外國投資者持有人民幣金融資產的成本較高。

與一般人的想像不同，外國投資者持有人民幣並不是要囤積人民幣現金，而是要以投資人民幣金融產品為主。對中國政府來說，手中外匯儲備中很大的一筆投資就是美債。截至2026年8月，中國內地投資者持有5907億美元的美國國債，持有量上僅次於日本和英國。

要讓外國投資者有興趣持有人民幣，一個必要的條件就是有足夠的人民幣資產可供選擇。對資本賬戶開放的國家來說，外國投資者直接進入其金融市場投資即可。但中國實行資本管制，將境內資本市場與境外資本市場分割開來，外國投資者在大多數情況下無法直接投資內地的人民幣金融產品。那麼，要想持有人民幣資產，外國投資者一個主要的選擇就是離岸的人民幣金融市場，例如香港。

推動人民幣國際化

香港在「一國兩制」的框架下，實行了與內地不同的金融監管制度和貨幣制度。而香港雖是彈丸之地，但卻是全球金融中心之一。內地企業可以去港股上市，內地的金融機構也可以去香港發行債券等金融產品，其中就有國家財政部在香港發行的離岸人民幣國債。根據公開資料，2026年國家財政部將在港發行840億元（人民幣，下同）的國債，這比2025年增加了160億元的規模，但與7.75萬億（2026年上半年）的人民幣國債發行額相比完全是九牛一毛。

在全球債市波動的宏觀背景下，中國主權信用備受國際資金青睞。2026年多期人民幣國債均獲得數倍認購，吸引了包括各類主權機構、貨幣當局、國際資產管理機構及外資銀行

的積極參與。可以說，中國離岸國債長期處於供不應求的狀態中。一般來說，用本幣計價的國債是一個國家金融產品中風險最低的，也是給以該國貨幣計價的其他金融資產進行風險定價的基礎。但最近這些年離岸人民幣市場發展迅速，其中的國債數量卻非常有限。下一階段要推動整個離岸人民幣市場的發展，推動人民幣的國際化，大幅增加離岸人民幣國債的供給將是必不可少的一環。

向離岸人民幣市場注入更多的人民幣國債，其中一個很大的打算就是推動人民幣的國際化。這裏有一個問題，就是為什麼要推動人民幣的國際化呢？人民幣國際化有哪些好處？

這方面我們可以看看美元的經驗。1944年布雷頓森林體系成立後，美元成為了當之無愧的國際中心貨幣。雖然1973年布雷頓森林體系正式解體，世界從此進入了一個浮動匯率的時代，但美元依然是世界上使用範圍最廣泛的國際貨幣。大體上說，美元的國際貨幣地位給美國帶來了四大好處。

其一，鑄幣稅。鑄幣稅指的是製作某種貨幣的成本與其購買力之間的差值。例如一張100美元的紙鈔，其製作成本可能只有10美分，但其卻可以購買到價值100美元的產品和服務，這100美元和10美分之間的差值，就是美國獲得的鑄幣稅。美元是國際貨幣，大量的美元現鈔在海外流通，這裏面產生了大量的鑄幣稅，這是國際貨幣地位帶給美國的一大好處。

其二，降低了美國的融資成本。美元是國際貨幣，大量的美元由海外投資者持有，他們平時會用美元去購買各種美元定價的金融產品（比如銀行存款、債券、股票等），這就對美國的金融產品產生了額外的需求，壓低了這些金融產品的收益率。

其三，零匯率風險。由於美元的強勢地位，美國在進行進出口貿易時，一般都是使用美元來進行交易，這就免除了貿易商的匯率風險，這對美國發展貿易是非常有利的。

其四，美元武器化。美元既是美國的主權貨幣，也是世界上使用最廣泛的國際貨幣，美國政府通過種種手段控制了國際美元的使用，就可以在美元事務上制裁相關國家和機構。

當然，美元國際化並不是只有好處而沒有壞處，最大的一個壞處就是由於海外投資者對美元資產旺盛的需求而抬高了美元的幣值，這使得部分生產全球貿易品的製造業在美國很難發展，由此帶來了部分製造業崗位的缺失，使得那些適合這類工作崗位的工人要麼失業，要麼選擇其他不太適配的工作。

維護國家金融安全

從中國的立場來看，人民幣國際化是一個必由之路。鑄幣稅雖然誘人，但總量並不會很大；降低人民幣的融資成本很關鍵，這相當於海外投

資者給你送錢；中國商品在國際貿易中實行人民幣定價意味着匯率風險歸零，對中國這麼一個貿易大國來說，也是非常大的一個好處；在這個世界上，誰的貨幣使用範圍越廣，誰的貨幣就更有威力。人民幣國際化給這個世界提供了美元之外的另一種選擇。

有好處就有不好的地方。人民幣國際化意味着人民幣可能還會持續升值，這會使得更多的低端產業遷移至越南等國。以後中國可能會像今天的美國那樣，成為一個以服務業和內需為主的大國。平心而論，產業升級是中國經濟發展的必然，一個產業鏈齊全的大國雖然什麼都能做，但不必什麼都做，根據比較優勢參與國際分工才是實現高效發展經濟的正途。

作為國際金融中心，香港有一個特別之處，就是緊靠龐大的內地市場。近年來內地金融市場開放程度持續提升，但在跨境資本流動便利性、金融產品國際化等方面仍有進一步提升的空間。香港無論是金融制度還是司法體系，都是比較成熟的。就像倫敦擁有全球最大的離岸美元市場一樣，香港也擁有全球規模最大的離岸人民幣市場，但香港的人民幣交易規模還不大，產品也不如倫敦美元產品豐富。

這裏要強調一點，離岸人民幣國債市場要做起來，除了需要財政部多發一些人民幣國債之外，中國人民銀行的介入也非常必要。具體來說，人行持有離岸人民幣國債有兩個好處：第一，人行持有的離岸人民幣國債可以用來替換掉一些外匯儲備，甚至是黃金，從而達到分散儲備資產的目的；第二，人行持有離岸人民幣國債可以提高市場的流動性，從而增加該市場對海外投資者的吸引力。

未來要做好人民幣的國際業務，還有一個重要環節需要做好，就是人民幣跨境支付系統（CIPS）。CIPS是由人行開發，為其成員銀行或市場主體進行跨境人民幣支付與貿易提供清算和結算的支付系統，其競爭對手就是美歐主導的環球銀行金融電信協會（SWIFT）。

2022年2月26日，也就是俄烏戰爭爆發後的第三天，美國、歐盟、英國、加拿大、法國、德國和意大利等聯合宣布，將部分俄羅斯重點銀行排除出SWIFT全球支付系統，該禁令於2022年3月12日正式生效。這一金融制裁行動頓時將俄羅斯踢出了國際金融圈，給俄羅斯帶來了巨大的負面影響。

從某種意義上看，金融不但關乎經濟發展，也是國家安全的重要組成部分。而對中國這樣的大國來說，要維護國家安全，就必須有一個自己的金融中心，在這方面，香港是最適合擔任這個角色的。促進香港作為人民幣金融中心的崛起不但是香港的需要，也是中國的國策，是歷史賦予的機遇。

（作者為長江商學院經濟學教授、副院長）

把握China Haul 關注深圳APEC



市場脈搏
戈峻

對於想出海的企业，最怕的是產品不為當地消費者所接納，無論做多少市場調研，一旦顧客用腳投票就有失敗的可能。換一個角度，有什麼比用家真實消費體驗分享更具指引和宣傳效果？近期海外社交媒體平台上興起的一股China Haul（中國購物開箱）熱潮，讓企業知道什麼商品最對海外消費者胃口。

其中一個視頻中，外國博主說，去中國旅行前需要準備的是三個空行李箱，因為很多人的經驗是，在中國購入的好東西多到要用公斤來計量，拆箱時可以攤滿整間房子。這些China Haul視頻不僅展示了旅遊景點手信或傳統手工藝品，還有科技產品、國潮服飾、美妝、養生用品等。博主不單在鏡頭前逐一取出商品，還會聊聊選購時的情節，還有即場使用感受，讓觀眾與產品的距離拉近，氛圍感也拉滿。

國貨出海產品結構新變化

為什麼說這些China Haul視頻是企业出海的「參考書」？中國社會科學院大學品牌領導力研究中心執行主任劉慧認為，China Haul不只意味着「買得多」，更折射出國貨出海在產品結構、傳播路徑上的新變化。海外消費者眼中的「必買國貨清單」伴隨着科技發展而更新，從無人機到口袋雲台相機、人工智能（AI）眼鏡，都是吸睛的科技裝備。既有濃厚東方色彩、現代設計感十足的國潮服飾、新中式鞋履，又有價廉物美的國產美妝，還有草本香皂、艾灸用具之類的中式養生產品。

除了產品類型，China Haul還為企業帶來一個啟示，那就是國貨走向世界的傳播邏輯發生了改變：過去是企业主動出海推介，現在是海外消費者來華發掘，這些大量商品的開箱視頻有如一部部文化探索紀錄片，博主在鏡頭前展示的不僅是商品本身，還分享他們的用後體會，產品的包裝設計，背後的文化理念、技術含金量等等能讓海外觀眾感到新鮮好奇的元素。在這一刻，這些博主不單是買家，也是內容創作者與品牌傳播者，形成了「體驗、消費、分享、

復購」的傳播閉環。

從入境旅遊的消費數據看，今年上半年，辦理離境退稅的境外旅客數按年增長3.66倍，退稅商品銷售額和退稅額按年增長69%。支付寶披露的統計亦顯示，十一黃金周頭4日假期，通過Alipay和合作錢包辦理的平均單筆退稅商品售價達到7000元（人民幣，下同）。

可能有企業會問，China Haul確實帶來機會，但要等海外消費者來華發掘卻陷於被動，筆者的建議是抓住國際盛事之機。而眼前的國際盛事之機，就是11月於深圳舉行的APEC會議。據海關總署公布，今年前三季度，中國對APEC其他經濟體進出口24.07萬億元，年增23.9%，佔全國進出口總值的60.3%，比去年同期提升了2.5個百分點；其中高端化、綠色化產品的進出口貿易快速增長。

外貿擴大的同時，會議主辦城市深圳亦大花功夫，擴大優化退稅範圍及流程，為海外人士提供更多支付便利，讓國際會議也成為消費盛宴。另據內地媒體報道，華強北一些數百元就可以客製化功能的AI眼鏡近期大受外國人青睞。以上種種都在表明，深圳APEC期間正是企業抓緊China Haul的時機。

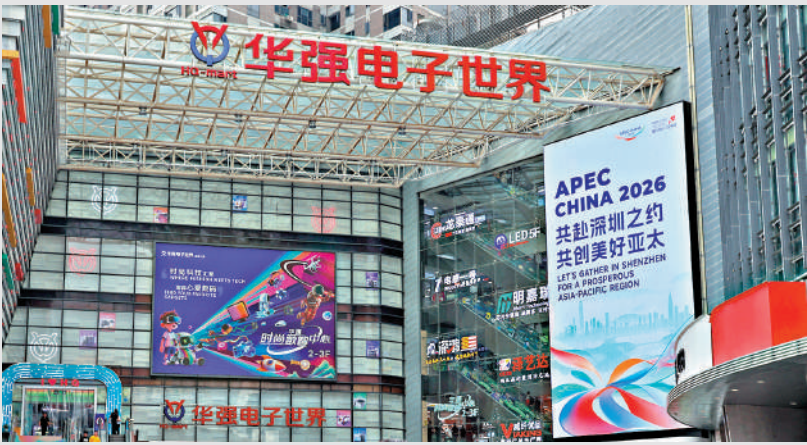
抓緊China Haul的一大關鍵是能否把「流量」變成「留量」，例如企業能從博主的體驗分享去推動產品研發的不斷調整，加強產品在海外的認受性和復購意願；做好品牌建議，讓博主從開箱產品轉向開箱品牌。此外，企業也要守住質量與合規底線，滿足海外市場的准入規範，並做好跨境物流及售後服務，讓China Haul不是曇花一現，而是國貨品牌持續俘獲海外消費者的心。

（作者為天九企服董事長兼CEO）

中國與APEC其他經濟體外貿數據（今年前三季度；人民幣）

進出口	24.07萬億元（同比增23.9%）佔整體進出口的60.3%
高技術產品進出口	6.66萬億元（同比增50.3%）
電子元件	增長56%
「新三樣」產品	增長37.1%

資料來源：國家海關總署



◀中國科技產品深受外國人青睞，企業可在深圳APEC期間加強推廣。
新華社

一手銷售旺 九龍11新盤呎價破2萬



樓市新態
陳永傑

樓市轉旺，九龍新盤開價亦重上2萬元水平。過去兩年發展商以低價搶客，「1字頭」成為招徠，如今逾半新盤首批折實平均呎價突破2萬元，超低價求去貨的年代暫告一段落。

今年九龍區新盤戰全面爆發，暫有約21個項目先後以價單形式推售，首批折實平均呎價由油塘擎海的1.3988萬元，至九龍塘激蘊的3.3816萬元，當中11個盤突破2萬元，佔比過半。相比2024年全年約16個盤只有1個見「2字頭」，2025年12個盤有5個，今年增至11個，2萬元已由少數項目的定位，逐漸變成市場常態。

榜首是新世界九龍塘激蘊，首批折實平均呎價3.3816萬元，令九龍新盤久違地重見「3字頭」；牛池灣33清水灣以2.3921萬元。連同恒地首岸系列、瑜悅、臻珀、首匯等，合共11個盤齊站2萬以上。由傳統豪宅地段，到啟德、紅磡、牛池灣及九龍城，「2字頭」已不再是豪宅專利。

供應短缺 地價升穿2萬

為何市區新盤敢於重越2萬元，麵粉價已給出答案。嘉里10月以43.08億元投得何文田佛光街住宅地，每呎樓面地價約2.0738萬元，創九龍區近5年新高。麵粉已逾2萬元，加上建築費及利息成本，麵包價未來定位已有啟示。更何況，未來住宅供應將逐步向北部都

會區傾斜，本財政年度賣地表內，九龍區住宅地只有佛光街一幅，市區地荒，供應買少見少。

九龍不是每個盤都賣2萬元。油塘擎海I首批1.3988萬元就證明「1字頭」一樣有承接。只是同一個九龍，1.3萬元與2.3萬元賣的客完全不同：一個賣轉型中的工業區，上車盤靠價格吸客，發展商求量；2.3萬元賣的是市區綜合大盤，憑地段、配套及歷史保育價值，面向追求市區生活的換樓客與專才家庭，發展商求價。

發展商普遍仍以貼市價推盤，但市區地皮買少見少，手上有貨者取態已見分歧，部分更轉趨惜售，求價不求量。麵粉價率先回勇，麵包價自然水漲船高。九龍全新樓1字頭將愈來愈少，2字頭漸成常態。2024年那種「2萬有找」買啟德的日子，已漸成往事。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）



▲隨着樓市復甦，近日多個新盤銷售處都出現長長人龍。資料圖片