



▲全球貿易再平衡也不能只靠中國一端，美國等逆差經濟體的儲蓄、財政和投資選擇，同樣參與塑造國際收支的格局。圖為碼頭工人在青島港前灣港區為貨輪解纜。新華社

經濟觀察家

中國持續保持經常賬戶順差，意味着一部分國內儲蓄沒有被國內投資吸收，在全球總賬上也與其他經濟體的逆差大體對應。港口裏駛向世界的集裝箱，與普通人為什麼不敢輕易花錢，其實屬於同一個全球經濟故事。

從家庭賬本看貿易失衡



宏觀經濟
魏尚進

居民準備買一件大件商品，想到房貸和下一年的收入，決定再等等；企業有擴張計劃，想到貸款到期能否續上，決定先多留一點現金。這樣的選擇並不難理解。但當許多人同時作出類似選擇，影響就會越過自家賬本：消費和投資需求可能減弱，進口受到影響，國內生產與國內支出之間的差額，最終會反映在對外收支上。

看到「順差」二字，先要確認是哪一本賬。海關貨物貿易順差，主要回答跨境貨物賣出多少、買入多少；經常賬戶還包括服務貿易、投資收益等初次收入，以及匯款等二次收入。用貨物順差代替經常賬戶收支，就像只看家庭工資收入而不看其他收支。

理解這些數字，還需要一個簡單關係：經常賬戶餘額等於國民儲蓄減去國內投資。它提示的是，一國當期收入中未用於消費的部分，如果超過國內投資所吸收的部分，就會表現為經常賬戶順差。

這裏的「儲蓄」並非銀行存款餘額，「投資」也不是買股票，而是國民經濟核算中的概念，包括企業購置設備、建設廠房等。國民儲蓄包含居民、企業和政府的儲蓄，不能拿普通人的存款多少直接解釋國家順差。一個國家整體儲蓄率高，也完全可能與不少家庭收入偏低、生活緊張同時存在。同樣，儲蓄率高於別國，不足以證明「儲蓄過多」。為養老儲蓄、為創新積累資金，也都有合理性。

國民儲蓄與出口順差

對家庭而言，今天花不花錢，往往取決於明天能不能安心。工作是否穩定，老人看病需要自付多少，退休收入是否可預期，都會影響當期消費。即便賬上有錢，如果未來必須自己承擔的風險較大，把一部分消費往後推，也可能是理性的選擇。

房地產調整又增加了一層壓力。住房價值下降，會削弱部分家庭對自身財富的判斷；住房建設和交易放緩，也會影響相關行業收入與投資。當收入預期走弱，家庭支出和進口需求可能一起受到抑制。順差擴大因此既可能反映出口競爭力，也可能反映國內需求吸收不足，不能只看其中一面。

還要把不同家庭分開看。物價下降會提高既有現金和固定名義債權的購買力，並不意味着淨債權人的財富必然縮水；但對背負固定名義債務、收入又下降的家庭來說，償債壓力可能增加。再疊加房產貶值和就業擔憂，消費便可能更謹慎。把這些機制區分開，才能解釋為什麼同一輪經濟變化，對不同家庭的影響並不相同。

此外，有些儲蓄來自婚姻市場上的競爭。當家庭認為積累住房或財富有助於孩子未來成家，就會提高儲蓄

目標。如果其他家庭也這樣做，單個家庭即使付出了更多，相對位置卻未必改善。這是一種人人都很用力、總體未必更輕鬆的處境。

企業的賬本裏也有類似的「安全墊」。設想一家技術不錯、訂單在增長的民營企業，如果外部融資不穩定，它就可能減少利潤分配、多留現金，為下一輪設備投資做準備。這只是機制示意，並非具體企業案例。它說明，高企業儲蓄未必意味着投資意願低，也可能意味着有投資意願的企業不容易獲得合適的資金。

相關研究把這種現象與資本配置聯繫起來：一些生產率較高的企業面臨融資約束，需要更多依賴留存利潤；另一些企業獲得信貸較容易，資金卻未必具有更高回報。這種錯配可以同時影響企業儲蓄和投資效率。因而，改善融資不只是把總貸款量做大，也包括資金能否以合理成本、合適期限進入有前景的企業。

家庭和企業的行為在這裏匯合起來。微觀層面的謹慎值得尊重，但當很多家庭壓縮支出、很多企業推遲投資時，別人的收入和訂單也會受影響。這不是要求某個人為宏觀經濟「掏空錢包」，而是說明：若不改變風險與機會的分布，僅靠勸說居民消費，很難持久改變總體需求。

當國內儲蓄長期超過國內投資，差額便通過經常賬戶與跨境資金流動連接到世界。它可以支持別國的支出，也可能使國內就業和企業更依賴海外訂單。家庭賬本因此不是全球失衡的全部答案，卻是理解中國順差從何而來的重要一環。

提振消費與結構改革

如果順差與國內支出不足有關，再平衡就不能只盯着出口端。讓居民收入增長更有把握，讓必要支出風險更可承受，讓有前景的企業更容易獲得融資，既有助改善生活和經營，也可能改變儲蓄與投資的關係。減少順差應當是經濟結構改善的可能結果，而不應成為要求居民少存錢的理由。

2026年政府工作報告提出制定實施城鄉居民增收計劃，並強調支持提振消費、投資於人和保障民生。這些安排之所以與全球失衡有關，是因為外部收支並非只在海關和匯市形成，它也來自國內收入如何分配、公共服務怎樣提供，以及未來風險由誰承擔。

短期政策需要關注收入和需求預期。適當的宏觀支持、房地產風險處置與穩定就業，可以降低家庭和企業因不確定性而同步收縮支出的壓力。消費支持措施能夠帶來階段性需求，但如果持續收入和保障沒有改善，一次性優惠也可能只是把未來的購買提前。評估政策，既要看當期銷量，也要看後續消費能力是否增強。

社會保障尤其需要具體討論。我們強調，中國社保覆蓋和待遇長期有

所改善，不能把制度一直視為靜止不變；對進一步擴張公共支出的收益與代價，持較審慎態度。IMF的政策討論則更強調加強保障降低預防性儲蓄的作用。比較不同國家的支出佔GDP比重，並不足以單獨裁決這一分歧，還要看人口結構、保障覆蓋、個人自付負擔與服務質量。

對居民來說，有意義的改善非常具體：遭遇疾病時能否承擔費用，換一座城市工作後保障能否銜接，退休後的基本生活是否可預期。圍繞這些風險改善制度，並不意味着無限擴大福利支出，而是要把財政可持續性與降低居民不確定性放在一起考慮。這樣的政策含義來自對研究的延伸，並非每一項都已經得到因果檢驗的支持。

企業一端，也不能把「增加投資」理解為再建一輪相似的廠房。國內投資如果缺乏回報，短期吸收了儲蓄，長期卻可能留下債務和更多銷售壓力。更值得做的是提高資本配置效率，改善民營企業獲得長期資金的條件，讓技術創新、服務供給和真實需求能夠對接。好的再平衡，應當同時關注支出規模和資源使用效率。

性別結構與社會競爭則需要更長時間。我們提出提升女性社會經濟地位、糾正出生性別比失衡，意在降低競爭性儲蓄的制度性誘因。這類變化無法立刻降低下個季度的順差，卻提醒我們，經濟政策不能與社會制度割裂。家庭為未來積累財富的壓力，背後常有住房、就業機會和社會評價方式的影響。

全球再平衡也不能只靠中國一端。美國等逆差經濟體的儲蓄、財政和投資選擇，同樣參與塑造國際收支格局。若只讓一個經濟體壓低需求，調整可能通過訂單下降傳到其他國家；順差經濟體擴大有質量的內需，逆差經濟體調整自身儲蓄和支出，才更有機會避免「你少賣、我少買」的零和結果。IMF的2026年報告因此強調協同調整的價值。

對中國而言，擴大有質量的內需首先服務於自身發展，也能減少對外部需求的過度依賴。對外部世界而言，討論中國競爭力，既要正視具體行業受到的衝擊，也要理解中國家庭和企業為何作出自己的選擇。只有把兩端放在一起，貿易摩擦才不至於遮住國內改革的空間。

全球失衡最終可以落回一張普通的家庭賬本。當家庭不必為每一種可能的風險都預留過多資金，當企業不必因為融資不穩而反覆推遲有價值的投資，中國的增長便能更多依靠國內真實需求，也為世界減少一份失衡壓力。人們關心的不是順差是否少了幾個百分點，而是今天的收入能否支持更好的生活，明天是否值得期待。

（作者為復旦大學國際金融學院訪問教授；本文僅代表個人觀點，與所在機構無關）

如何理解黃金的避險價值



金融觀察
宋雪清

黃金既是長期儲備資產，也是可以迅速變現的金融資產；既承接了避險需求，也承載了趨勢交易和槓桿倉位——10月8日後美股下跌，美債避險價值凸顯、收益率回落，但黃金卻未能獲得避險資金青睞的現象，原因即是此。

首先，去槓桿可能引發了跨市場的流動性緊張。美股下跌、美債利率下行、黃金下跌的場景，在2008年、2020年的極端下跌行情中均有出現。但這一次的不同點在於：1）美股下跌幅度遠不及2008年、2020年；2）反映市場短期流動性需求的美元指數也並未顯著走強。

對於前者，雖然美股沒有發生恐慌性暴跌，但幾個AI敘事主導的股市共振式下跌，可能還是觸發了局部去槓桿，造成槓桿投資者需要拋售資產換取現金，以補充保證金倉位的短期需求。對於後者，可能與日本央行的干預有關。觀察今年2月以來已獲確認的日圓干預行動，10月22日當日，市場走勢與每次日央行干預行動發生時的表現相似，這可能是新一輪干預的信號，但證實只能靠事後確認。若日央行干預壓制了美元「原本應該走強」的事實，則進一步確認了黃金下跌的原因是流動性緊張引發的拋售。

在市場流動性壓力下，黃金的風險資產屬性與黃金礦業股的表現有一定相關性。黃金礦業股過去積累的大漲又會反作用於黃金，加大黃金本身的風險資產屬性和價格彈性。過去一個月，黃金礦業股ETF下跌約12.3%，對比同期的納斯達克100ETF下跌約3.9%，現貨黃金下跌約6.1%。雖然對通脹的擔憂、實際收益率下降和地緣政治風險仍在敘事上支撐黃金，但資金面的拋售對短期價格的影響佔據主導。

其次，黃金與美債，各自避的險不同。買美債，是對沖美國經濟增長和市場的風險，或者非美經濟體的政治風險；換句話說，在美元體系穩定的前提下，美債的對立面是美股。而買黃金，則是對沖美元體系本身的信用風險，比如對AI提升美國生產力的質疑。

市場對AI的分歧，讓黃金持續存在對沖價值。如果AI能夠持續提高生產率，並將模型收入和企業效率改善轉化為真實利潤，那麼美國的潛在增長和稅

基可能獲得支撐，削弱黃金的相對吸引力。反過來，如果AI收入增長不足以覆蓋資本開支、折舊和融資成本，市場就可能重新評估此前投入的經濟回報。一旦這種擔憂從企業盈利擴展至金融穩定、財政負擔和未來政策應對，黃金對沖美元信用風險的價值便可能上升。

市場目前只是擔心AI投資回報不及預期、科技股估值需要調整，尚未懷疑整個AI產業的發展和美國整體融資能力。AI科技類股票的價格在OpenAI、Anthropic披露模型收入增速放緩、CoreWeave信用風險發酵後下跌，但AI產業的資本支出絕對規模、全球大模型總使用量仍在增加。對AI科技股的懷疑與對AI產業甚至美元信用的懷疑，是兩個不同層次的交易。前者已經發生，並不意味着後者必然同步發生。資金可以賣出科技股、買入美國國債，繼續留在美元體系內部。因此，美債比黃金更直接受益。

此外，同期歐洲的經濟和政治環境惡化也凸顯了美國經濟政治體系的相對韌性，壓制以買入黃金為代表的「做空美國」交易。

加息周期約束金價

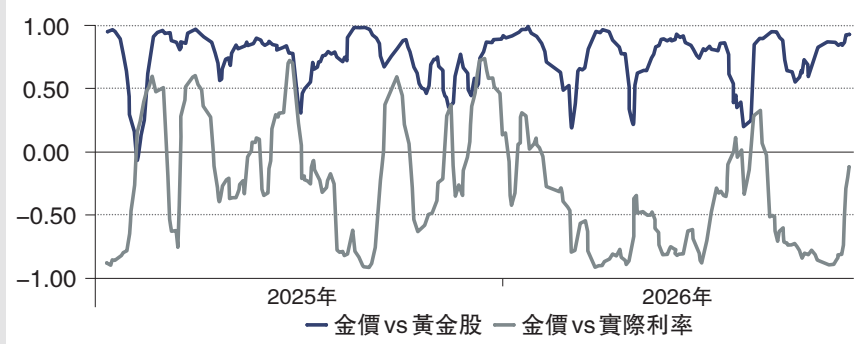
最後，油價與加息的不確定性，仍是黃金的短期約束。10月FOMC會議美聯儲維持政策利率不變，但仍有兩位委員主張加息25個基點；聲明也強調通脹仍然偏高，需要更多信息判斷後續政策方向。本次暫停為觀察此前加息的效果留出了時間，但黃金面臨的實際利率壓力尚未解除。

沃什在發布會上指出：近期油價上漲，市場利率卻有所回落；利率已經影響到科技領域的投資與融資，部分資產信用利差明顯走闊，資金配置也更加審慎；整體金融條件「有所收緊」，資金配置更加審慎。這意味着，美聯儲已觀察到利率向科技投資和信用條件的傳導，但並未釋放更明確的寬鬆信號。

長期來看，黃金長期的配置價值仍相對確定，根本支撐是發達國家財政赤字擴張與債務累積對法幣信用的持續侵蝕。黃金的配置空間與市場對AI的樂觀程度相關：對AI的樂觀對應黃金的頂部，對AI的悲觀對應黃金的底部。AI收入能見度越高，黃金的配置空間越小；反之能見度越低，黃金的配置空間越大。

（作者為國金宏觀首席經濟學家）

金價與黃金股及實際利率走勢比較



資料來源：Wind、國金證券研究所

新盤熱賣 引領樓市延續強勢



樓市新態
馬泰陽

本港樓市新盤戰火全面升溫，發展商趁市場氣氛顯著回暖，推盤節奏明顯加快。以紅磡新盤「環海」為例，憑藉貼市價策略開價即引踴躍氛圍，首日收票已錄得超額認購逾16倍；至於新地旗下小瀝源項目「One Centric」，正全力爭取年底前獲批預售並正式開售。發展商巨擘紛紛積極部署，明確宣告一手市場勢成為引領四季度樓市走強的最強引擎。

新盤市場爆發力強，固然有發展商貼地定價的功勞，但背後更深層的支撐，來自實體租務市場的持續暢旺。根據差估署最新數據，今年9月份私宅租金指數攀升至212.2點，按月再升約0.47%，不僅連升11個月，更屢創歷史新高。同時，「美聯租金走勢圖」的軌跡大致同步，同期錄得約5.4%升幅。

人才流入 租務市場造好

租務市場持續造好，直接轉化成買賣市場動力。近年香港特區政府全面推進人才政策，並積極打造「留學香港」品牌。日前政府官員公布，截至目前各項人才入境計劃已接獲約69萬宗申請，逾32萬名專才已正式到港。這批龐大的人才流入，連同湧港的非本地留學生，形成強大的住屋剛需。

隨着租金節節高升，「供平過租」現象在各區日趨普遍，不少租客化被動為主動，加速「轉租為買」。此

外，租金回報率高企，亦吸引大量長線投資者入市收租，市場上更屢見「一客多食」的大手掃貨個案。數據顯示，大型單位受惠於換樓客及高收入專才的追捧，首9個月售價及租金分別大升約7.6%及8.8%，表現突出。

金融環境方面，美國聯儲局日前公布最新議息結果，一如市場預期維持利率不變。筆者認為，儘管本港銀行體系早前隨美息調整後，年底前息口走勢依然存在變數，但實體市場買家的入市意欲並未褪色，數據已客觀反映出市場信心，而本港三大發鈔銀行今次亦凍結最優惠利率(P)，金融環境相對靠穩，有助減輕買家對借貸成本向上的疑慮。

綜合《一手住宅物業銷售資訊網》資料及市場消息，美國9月加息至今的41日（9月17日至10月27日），一手私宅成交量共錄得2337宗，較美國加息前41日（8月6日至9月16日）的1767宗增加約32.3%。當中600萬元或以下的細價單位更錄得554宗成交，激增近74%，反映加息並無明顯窒礙樓市向上動力，購買力正全面釋放。

展望四季度，在新盤相繼以貼市價「搶灘」、息口環境相對明朗、租金破頂及專才剛需撐場的多重利好疊加下，一手成交量極有希望突破5000宗大關，創下2013年一手新例實施以來的同期新高，引領本港樓市步入健康發展的新周期。

（作者為美聯集團行政總裁暨美聯物業執行董事）