

人民幣國際化步入加速期 香港迎來新一輪金融戰略機遇

銘察秋毫

香港金管局總裁余偉文近日透露，人民幣流動性安排總額已提升至2,000億元人民幣，並透過香港銀行體系連接全球12個國家及地區，同時預告未來數周將推出更多人民幣國際化及人民幣債券市場新措施。這番表態，並非單純宣布幾項金融政策，而是反映人民幣國際化正由過去的制度建設階段，正式邁向應用深化及全球網絡擴展的新周期，香港亦將成為這場變革最重要的國際金融樞紐。



陳淦銘

特許公司秘書公會會員、榮譽法律學士、EMBA、證監會會員、人員牌照

回顧人民幣國際化歷程，自2009年啟動跨境貿易人民幣結算試點開始，經過離岸人民幣市場、人民幣清算銀行、RQFII、滬深港通、債券通、互換通等制度建設，至今已建立相當完整的跨境金融基礎設施。根據環球銀行金融電信協會(SWIFT)近年數據，人民幣已穩居全球主要支付貨幣前列，亦成為全球第五大支付貨幣；在國際貨幣基金組織(IMF)官方外匯儲備統計中，人民幣亦已成為全球主要儲備貨幣之一。雖然目前人民幣在全球支付及外匯儲備中的佔比，仍遠低於美元及歐元，但其增長速度卻是主要貨幣之中最快，反映國際接受程度正持續提升。

更值得注意的是，人民幣國際化已由金融市場逐步走向實體經濟。近年中國與東盟、中東、拉丁美洲、非洲等新興市場貿易往來持續增加，愈來愈多能源、礦產、大宗商品及基建項目開始以人民幣結

算。尤其在中東地區，多個能源出口國已接受人民幣作部分石油及天然氣交易貨幣；東盟方面，中國已連續多年成為多個成員國最大貿易夥伴，人民幣跨境支付需求快速增長，跨境支付系統(CIPS)的參與機構亦遍布全球超過百個國家及地區。這代表人民幣正逐步由區域貨幣邁向國際交易貨幣。

三大趨勢助力人民幣國際化

相比以前，今天推進人民幣國際化，確實是更成熟、更有利的歷史契機。

首先，全球政治經濟格局正在重組。近年美國頻繁利用美元結算體系及金融制裁作為地緣政治工具，令不少國家思考過度依賴美元所帶來的金融風險。俄烏衝突、中東局勢、美國對部分國家金融制裁等事件，都促使不少經濟體積極推動貨幣多元化，降低單一貨幣風險。這種趨勢並非去美元化，而是全球逐步走向多元貨幣體系。

其次，中國已連續多年成為全球最大貨物貿易國，也是超過120個國家及地區最大的貿易夥伴。「貨幣跟隨貿易」一直是國際金融發展的重要規律，當中國已成為全球供應鏈核心，企業自然希望

直接以人民幣進行結算，減少美元兌換成本及匯率風險。余偉文提到目前仍存在人民幣與其他貨幣直接兌換成本較高痛點，正反映未來改革方向。若未來印尼、馬來西亞、中東等市場逐步建立人民幣直接兌換安排，將可大幅降低交易成本，加快人民幣在區域市場普及。

第三，數碼金融發展亦為人民幣國際化提供全新動力。跨境支付效率一直是國際貿易的重要瓶頸，而數字人民幣、跨境支付平台、區塊鏈金融及多邊央行數字貨幣橋(mBridge)等創新機制，正逐步縮短跨境支付時間及降低交易成本，令人民幣未來在跨境支付競爭力進一步提升。

從國家戰略角度而言，人民幣國際化更是一條必須走、亦不能停下的道路。一個全球經濟大國，若長期依賴其他國家的貨幣作為主要國際結算工具，便難以真正掌握金融主導權。美元之所以具有



●香港穩居全球最大離岸人民幣業務中心。圖為灣仔景觀。

全球影響力，不只是因為美國經濟強大，更因為美元同時兼具貿易結算、投資融資、儲備資產及金融定價等多重功能。

中國若建設金融強國，人民幣必須逐步承擔這些國際功能。人民幣國際化亦可帶來多方面實際利益，包括降低企業跨境交易成本、減少美元匯率波動風險、提升中國企業海外投資便利、吸引更多國際資本持有人民幣資產，以及提高國家金融安全。當全球愈多國家持有人民幣資產及使用人民幣結算，中國金融市場的深度與國際影響力亦將同步提升，形成經濟、金融及國際影響力互相促進的良性循環。

香港須建人民幣資產生態圈

作為全球最大離岸人民幣業務中心，香港在人民幣國際化進程中，角色將更重要。香港最大的優勢，在於同時具備普通法制度、自由資本流動、成熟金融市場及國際投資者網絡，是全球唯一能同時深度連接內地市場與國際資本的金融中心。未來香港除了繼續鞏固全球最大的離岸人民幣資金池，更應加快發展人民幣債券市場、人民幣股票融資、人民幣財富管理產品、人民幣保險、人民幣ETF及人民幣計價的大宗商品交易，逐步建立完整的人民幣資產生態圈。

人民幣未必會取代美元，但未來極有可能與美元、歐元形成三足鼎立的國際貨幣格局。而香港若能把握這一歷史窗口，從離岸人民幣中心升級為全球人民幣資產定價、流動性管理及金融創新中心，不僅能鞏固國際金融中心地位，更將在國家金融強國戰略中，扮演不可替代的橋樑角色。

穩定幣、金融科技與新興市場增長機遇(三之二)

梁淨明 HashKey Capital 研究員

加密演義

2025年，B2B支付處理交易規模達2,260億美元，佔穩定幣支付應用市場的58%，年化增長率達到733%。儘管增速可觀，目前穩定幣在1.6萬億美元規模的全球B2B支付市場中滲透率僅約0.01%，由此可見其發展仍處於非常早期階段。從事跨境支付的企業普遍面臨不同銀行體系、外匯成本、本地監管限制及合規要求等多重掣肘，用穩定幣替代傳統支付渠道，企業可將支付相關費用降低70%至80%，縮短結算時間，並減少因資金在途和預存而產生的閒置營運資金需求。在通脹及匯率波動較高的新興市場，穩定幣支付已成為一種替代性支付方式及資金管理工具。

B2B支付：最大商業化應用場景

Reap是加密卡與B2B支付領域的重要參與方。該公司同時持有香港與墨西哥的Visa主會員資格，能夠自主營運發卡基礎設施，無需依賴第三方BIN發卡贊助方。Reap的客戶可發行自有企業卡並以穩定幣進行消費，從而將穩定幣轉化為一種可直接用於支付的交易工具。2025年，Reap企業卡和Reap Direct兩項業務合計處理交易規模達52億美元。

據世界銀行估算，全球自由職業者數量在1.5億至3億人之間，其中40%分布於新興經濟地區。2024年，該市場規模為5,570億美元，預計

到2032年將增長至1.8萬億美元。越來越多企業選擇與自由職業者合作，以增強人力資源配置的靈活性。零工經濟的快速擴張，促使企業尋求更高效、可規模化的支付解決方案，以滿足全球範圍內不同金額、不同幣種的付款需求。穩定幣恰好契合這一場景，使企業能夠以近乎即時、成本極低的方式完成薪酬發放，同時無需在多個國家預先設立並注資本地銀行賬戶。

一個典型案例是Scale AI，該公司借助Bridge的穩定幣支付基礎設施，向數千名從事AI圖像數據標註和驗證工作的國際自由職業者發放每周薪酬。在這一模式下，Scale AI先向Bridge發送一筆總額法幣轉賬，隨後由Bridge將資金轉換為Circle發行的穩定幣，並直接分發至承包商的數字錢包；收款人隨後可通過區域交易所將這些數字資產無縫兌換為當地法幣。

穩定幣將成金融科技公司「標配」

第一輪金融科技融資熱潮的核心特徵，是金融服務從傳統銀行體系中「解綁」。資本大量流入新型銀行、數字錢包、借貸平台、券商及消費金融產品，這些企業通過以移動端為核心的產品設計，大幅降低了金融服務的獲取和使用門檻，從而實現快速增長。如今，金融科技與穩定幣的融合已成為我們正在見證的必然趨勢，並伴隨監管

明確性與穩定幣採用度的提高而加速演進。根據KPMG數據，儘管傳統金融科技行業的融資規模在過去三年持續下滑，但2025年已出現拐點。全年融資總額從2024年的955億美元增長至1,160億美元，其中數字資產業務尤其受到市場關注。這一趨勢表明，當前的融資格局正向那些能夠更高效利用傳統金融基礎設施與區塊鏈網絡的金融科技公司傾斜。

將穩定幣納入金融科技業務的價值主張，從未像今天這樣清晰明確。全球約有14億人口生活在通脹率超過10%的國家，這催生了對美元穩定幣的需求。與此同時，規模達9,440億美元的全球匯款市場正越來越多地採用穩定幣支付網絡，以降低傳統匯款渠道帶來的成本。世界銀行數據顯示，通過傳統渠道匯出200美元的平均成本約為6.4%。

多家大型企業已開始將這些優勢付諸實踐。Starlink在尼日利亞當地以奈拉收款，並將資金按小時轉換為美元匯回總部，從而降低匯率波動帶來的風險。隨著監管框架逐步明晰、穩定幣基礎設施日趨成熟、市場採用率持續提升，穩定幣正加速進入主流金融體系。對於金融科技公司而言，若遲遲未將穩定幣整合至產品和服務中，可能被提供24/7結算、可編程支付及收益嵌入等服務的競爭對手拉開差距。(未完，待續)

避險資產反彈與科技板塊估值回歸

時富金融研究部

隨著美國6月非農就業數據意外轉弱，市場原先緊繃的加息憂慮得到顯著舒緩。然而，宏觀層面的利好因素並未轉化為整體市場的全面上升，科技與晶片板塊依然遭到劇烈的估值回調，資金流明顯呈現避險及撤離跡象。從季節性規律而言，7月美股歷來偏強，但當前市場正面臨板塊輪動及AI基建賽道劇烈波動的博弈。

美國6月勞動力市場數據的全面走弱，新增非農就業僅錄得5.7萬份，遠遜市場預期，且4月及5月的新增就業數據合計更大幅下修7.4萬份。在勞動參與率下降的背景之下，美國勞動力市場呈現供需同步降溫格局，此前偏強的脆弱平衡已告打破。生活服務業就業的大幅下滑與薪資增速持續低企，不僅印證勞動力市場的脆弱性，還可能進一步壓抑未來數月核心通脹預期。

加上國際油價回落與薪資傳導效應，前期極端的加息預期在近期迎來轉向。考慮到美伊談判的關鍵節點、中期選舉的政治考量，以及美國房地產市場的脆弱狀況，若下半年勞動力市場維持供需兩弱，且通脹快速回落，聯儲局在年底前不僅難以加息，甚至不排除重啟長端擴張，以壓低長期利率的可能性。

貴金屬迎來階段性修復

宏觀預期的轉向在資產定價上得到了反映，貴金屬市場迎來了久違的強勁反彈。上周國際金價圍繞4,000美元關口展開激烈爭持，受非農報告打壓加息預期的直接帶動，COMEX黃金期貨上周累計上漲近2.2%，並帶動白銀、鉑金等貴金屬全線向上。目前市場情緒高度緊扣通脹與利率預期，黃金的反彈本質上是前期超跌後的修復。隨著實際利率壓力的邊際減輕，貴金屬的避險與配置需求同步回暖。未來，物價走勢與美債收益率的變動，將是決定金價能否重啟升勢的關鍵變數，若後續通脹數據繼續印證降溫邏輯，貴金屬的階段性配置價值將進一步提升。

正當避險資產走強之際，科技板塊卻遭遇了嚴峻的估值考驗。上周全球主要股指雖多數錄得升幅，但市場對人工智能高估值的質疑持續衝擊晶片股，費城半導體指數在過去兩周內累計下跌超過10%。科技板塊出現拋售潮，部分原因是資金輪動至其他板塊，但半導體板塊的跌勢尤為猛烈，反映晶片股正迎來一場力度較強的均值回歸式回調，前期高度集中於AI賽道的失衡倉結構正在被逐步修正。不過，從長期上升大周期來看，AI產業趨勢並未出現根本性逆轉，近期的深度回撤或許正在為優質科技資產清除浮動籌碼。對於投資者而言，宜理性看待短期的均值回歸，持續關注通脹與就業數據的後續驗證。

非農數據遜預期 風險資產續反彈

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

正如本欄近期分析指出，道指反映傳統舊經濟，短期將跑贏標指及納指等反映新經濟科技板塊。如今情況正好印證此預測，顯示整體風險資產普漲反彈時，憧憬高增長股指升勢力度欠奉，有別於慣常由其領漲的形態。如此有趣現象，一切得由根源說起。

貨幣政策主流預測 減息轉為加息

美以對伊開戰以來，過去幾個月油價急升後，沒有如外界原本預期般快速回落至原本位置，反而持續高企甚至攀升，以至通脹數據開始見升溫，通脹預期提升，外界對於美聯儲等央行的貨幣政策取態，亦由原本去年至今開首主流預期今年明年各起碼減一次息，到近來反過來認為加息才是王道。

現金流折現模式下，儘管貼現率預計上升，則普通資產估值打折，但有強勁現金流的，打折幅度較少，例如舊經濟，估值較靠譜，相反，新經濟科技股不少未有強大盈利，又或者某些商品如

黃金沒有利息分派，過去幾個月的打折幅度便較大。一理通，百理明。

戰事緩和油價落 通脹預期待觀察

正如本欄早前預測，6月末及7月初，風險資產有反彈。畢竟，之前幾個月的美以伊戰事，暫已緩和，即使未能馬上達成實質和談成果，起碼不是升溫，有理由讓大眾略為降低戒備。

由戰事觸發的油價高企，通脹和加息預期齊升，隨着油價顯著回落，大家正好觀察，究竟通脹預期有否回落空間，這一點要給予時間，尤其要等經濟數據。

美國最新公布的非農新增職位，明顯少於外界預期近半，投資者估計，即使聯儲局想加息以抑壓通脹，亦不見得在此際馬上行動云云，自然令風險資產有較大反彈空間，尤其之前明顯受壓的金價，更是如此。短期而言，風險資產正相關，不妨留意金價形態，皆因其對於幣策甚為敏感，他山之石，可以攻玉，作為其他資產進退出入的

參考，亦是有價值。

非農遜預期，加息未必快，風險資產續見反彈。當然，考慮到市場人士漸消化早前其新官上任多番提出對通脹的關注。一方面，美聯儲新主席沃什擺明車馬，要扭轉當局在金融海嘯後寬零息年代的非常時期非常手段，要盡快回復正常時期正常手段，不能容許央行資產負債表無止境膨脹，威脅正常貨幣供應的情況。另一方面，暫時看來，美聯儲官員繼續各自表述，沃什既非一言堂如格林斯潘，但經過伯南克以至其後的耶倫和鮑威爾，即使沃什多想強勢，亦有一定集體決定的影子。固然，有傳特朗普希望快點解決掉不聽話、仍留任理事的庫克和鮑威爾，估計壓力愈大，反抗愈大，局內權鬥因素依然，令大家更要保持數據為本的客觀，即使沃什想擺脫前瞻指引的麻煩，亦不見得一時三刻馬上成事。

(權益披露：本人為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。)

2026年AI投資：增長與現實的檢視

Vincenzo Vedda DWS全球首席投資總監 Benjardin Gärtner DWS全球股票主管 Tobias Rommel DWS資訊科技產業主管

我們相信AI的變革潛力將持續造就眾多股市贏家。然而，企業與投資者均不需斷視當前升勢能否延續，並據此調整持倉。我們目前聚焦於已明顯受惠於AI熱潮的企業，尤其是行業產能明顯受限的公司。在周期性較強的股份中，我們偏好半導體股，防禦性方面則看好公用事業股，後者不僅受惠於AI帶動的龐大電力需求，同時亦受惠於多國持續推進的電氣化進程。

我們亦觀察到AI相關企業估值可能出現顯著變化的因素，包括AI模型的定價變化、來自中國的低成本競爭、供應商高昂的資本需求，以及供電受限等潛在瓶頸。從股東角度考慮，我們正密切關注估值

是否正偏離基本盤。

歸根究底，AI經濟的核心問題仍未解決：客戶能否借助AI顯著提升生產力或增加收入，因此更願意為AI產品支付高昂價格，讓AI供應商從其巨額投資中獲得合理回報？投資者需結合近期及即將推出的多個IPO融資項目來思考此問題。OpenAI及Anthropic的上市計劃或將進一步激化相關討論，尤其是當前供應商之間的價格競爭正日益加劇。

今年及明年AI的關鍵增長動力，很可能是AI代理的普及——即能夠自主執行整套任務的軟件系統。此趨勢不僅需要更大規模的儲存容量及算力配合，同時亦令代幣需求呈現不成比例的增長。

半導體仍是首選板塊

我們維持看好半導體板塊的觀點，儘管我們認為上行空間已變得較為有限。該板塊2026年盈利預測至今已上調逾四成（同期軟件板塊的盈利預測則有所下調）。受惠於強勁的盈利增長，該板塊的估值溢價未有進一步擴闊，近期甚至從此前的高位回落。

值得深思的是，我們面對的或許不是估值泡沫，而是盈利泡沫，即分析師對盈利的預測是否過於樂觀。反駁觀點則認為，同樣的擔憂在一兩年前已經出現，惟訂單依然強勁。然而，訂單數量會否因AI

方案未達預期而急劇下滑，亦是不能忽視的風險。

相較之下，我們對軟件板塊的興趣不大，該板塊仍是這輪AI浪潮下的最大潛在輸家。雖然年初曾經歷大規模拋售，相關股票現已逐步企穩，投資者亦開始更細緻地審視不同企業的前景，並意識到部分軟件企業或受惠於AI，或至少所受衝擊較原先預期輕微。然而，從整體板塊來看，軟件企業已難以維持昔日「架構精簡、高利潤率及高客戶黏性」的市場形象。(摘錄)

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。