

美股走勢 AI板塊成風向標



天風視野 宋雪濤
天風證券首席宏觀分析師

過去一個月，市場交易邏輯出現變化。但在套息交易的風暴平靜之後，筆者認為最核心的觀察基準還是科技股走勢，既關係到家庭財富、消費和經濟，也影響了美元強弱和美債擴張空間。

如果資本市場上的「AI敘事」能夠繼續，美股可能就只是技術性調整。從數據看，美國經濟當下依然沒有太大問題，只是在高利率下周期性放緩，美國聯儲局不會過早降息。

當下的市場矛盾是華爾街和硅谷開始對立。矛盾的起點在於科技巨頭的二季度財報業績不及預期的偏多，但上市公司的資本開支仍然積極，產業依然堅定要搞軍備競賽，擔心掉隊，但資本對AI敘事的耐心正在消失。

AI進入了「信仰之戰」，是更關注現在，還是更關注未來，這才是美股的關鍵問題。比美國經濟強弱、降息次數和時間、日圓套息交易反轉等的影響，都更重要。但這僅是「矛盾」，尚未演變成「衝突」，對耐心的考驗可能會持續到下一個財報季，破局的關鍵在於AI應用和模型能否出現提升。美股是技術性調整還是趨勢反轉，決定了「衰退交易」會被證偽還是會自我實現。

換言之，美國衰退的潛在源頭不自於經濟本身，而來自於科技突破的證偽從而引發廣泛的去槓桿過程。基於經濟基本面的衰退交易，僅僅是宏大敘事中的附庸，而套息交易反轉更只是一個波瀾，與波動的根源無關，也不會影響到根源。

具體來看，從7月初美國消費物價指數（CPI）不及預期開始，市場加劇了「降息交易」，但隨着科技股財報的持續不及預期，市場開始從「降息交易」向「衰退交易」傳導。在這之上，日本央行加息導致套息交易反轉，加劇了波動。

「衰退交易」與過去一個月的美國經濟數據相關，且對於經濟數據出現明顯不對稱性。對弱於預期的通脹、製造業採購經理人指數（製造業PMI）和非農數據的悲觀反應，要遠大於對核心零售、二季度國內生產總值（GDP）增速和服務業PMI大超預期的積極反饋。

但上述數據並不能證明美國在加速衰退。就業數據本身就不是領先數據，當失業率能夠代表衰退的時候，經濟中的一些部門已經出現明顯惡化跡象，比如信用收縮和破產增加，但目前來看，這種跡象並不明顯。

美國現在是就業數據與失業數據脫節，這在以往周期中不曾出現。雖然7月新增就業表現糟糕，但從25歲到54歲的就業率卻在進一步提升，已經達到2001年7月以來最高水平，勞動參與率也在進一步修復。

此外，美國製造業與非製造業數據的分化還在加劇，製造業疲軟和非製造業韌性是一對鏡像；尤其是近期Markit服務業PMI創了兩年多的新高，反映出對利率不敏感的服務業依然強勢。

消費在美國經濟中約佔70%，服務消費又約佔消費的70%，「就業—薪資—收入—消費」這個鏈條目前沒有出現問題，實際可支配收入連續十四個月同比正增長，二季度私人部門總需求的環比折年率保持了2.6%的增長水平。

美國最新的信貸調查顯示，在二季度利率下降的背景下，貸款邊際需求持續提升，這也證明了美國實體部門在當前高利率下依然有着較強的韌性。

經濟放緩而非衰退

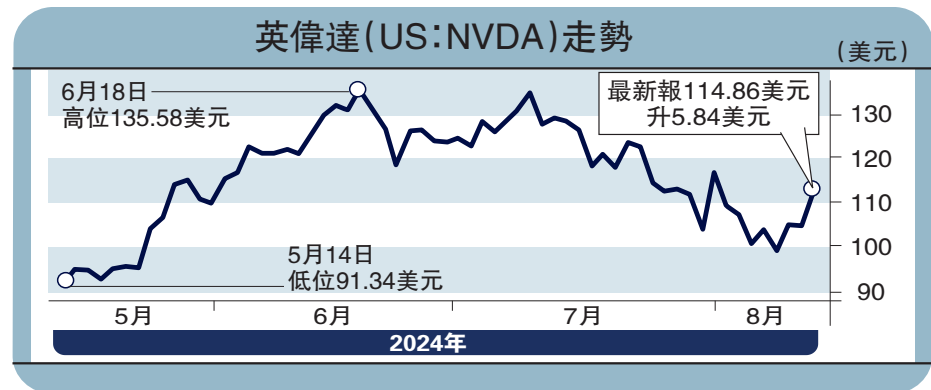
應對衰退的首選政策也不是降息，而是財政擴張。財政擴張是美國經濟在過去三年保持繁榮的關鍵，每年的赤字都在6%左右。今年美國財政支出進度偏慢，2024財年至今已經九個多月，非利息支出為4.3萬億元，最後三個月支出預算為1.6萬億元，比前三個季度平均水平高12%。如果經濟放緩加速或者接近衰退，那麼財政還有不小空間。

雖然經濟放緩的方向是顯而易見的，但還沒有出現衰退跡象，短期因素放大了經濟數據波動，套息交易反轉又放大了美股波動，兩者互相影響。市場甚至交易出了「會間降息」這一極端的情景，顯然過於不理性。

最近一張「日本央行一加息，全球經濟就衰退」的圖片傳播甚廣，但兩者只存在時間上的相關性，而非因果性。日本經濟長期低迷，受到全球外溢性較小，所以當日本經濟都感受到過熱需要加息時，其他經濟體往往已經過熱到快要進入衰退。

是次日央行加息帶來的日圓套息交易反轉也是類似道理。借入低息日圓，做多美股或者日股，本質上是金融加槓桿，日本央行加息帶來了去槓桿的效果，但影響大小取決於估值和擁擠度。

問題不自於日本加息，而是資產本身估值過高、交易過度擁擠、泡沫過大。日本央行只是不湊巧，在衰退交易的風暴中加劇了波動，又在「近因效應」的作用下承擔了所有。但在套息交易、衰退交易這些風暴過去之後，目光仍然需要聚焦於美國AI的發展進程，因為AI才是當下最大的宏觀敘事。



銀行惜貸或礙置業融資



樓市新態 汪敦敬
祥益地產總裁

銀行對樓市貸款的保守態度已經引發市場困擾，銀行當然有權因風險而保護利益，但亦有責任去確保市場有暢順的借貸服務，這是持牌銀行對社會應有的承諾。

8月9日八大商會會見金管局副總裁阮國恒，其後經民聯召開了記者會。這也引起了媒體的關注，筆者作為發起人之一，有責任作出重點詮釋，補充內容如下：

八大商會透過政黨召開記者會，是反映因按揭保守而感到擔憂。各大商會代表全港絕大部分的地產代理從業員，以及大中小客戶。我們一致提出的擔憂，經民聯與金管局都受理並召開會議去討論。八大商會作出表態，亦同時反映到銀行現時的收緊態度是有別於過去數十年的做法，過分收緊借貸會衍生市場的負面循環，將帶來更加多的壞賬。

此次會面金管局並不如一些傳媒所說的，爭取樓價回升，甚至不是爭取成交回增。我們只是想爭取財務穩健的買家入市能順利得到按揭而已，這是市民

最基本的要求，與生意無關。更加重要的是，會見金管局的過程中，我們為市民爭取了三項重要的權利：

金管局設臨時投訴渠道

第一，建立了臨時的投訴渠道，如果市民遇上不合理的收緊按揭，可向經民聯或者八大商會作投訴，並透過經民聯將相關個案回報金管局。

第二，定下了不合理借貸的標準，根據3月28日「金管局推出9項措施支持中小企」，當中的標準不只是針對中小企，在小市民借貸上同樣適用的，尤其是首兩項措施，分別是：「不要求按時供款按揭客戶提前還款」及「調整信貸額度給予客戶最少6個月過渡期」，這是很多小市民應該要知道及很實用的，當中說出了合理追討借貸的標準。

第三，金管局和經民聯都會擔當小市民與銀行之間收緊借貸之中的代理人，會向銀行繼續溝通爭取互動。

上述三點建議是具體而且重要的，大家亦要持續跟進及鞏固，維護的是消費者的權利。

是次會見經民聯時，深知其已經掌握社會民情和事情的重要性，努力協助處理和會見金管局一同反映心聲，亦有事後的跟進功夫，這是值得讚揚的。

縱觀目前香港虛擬資產及Web3.0的發展方向，RWA或許是最適合港元穩定幣聚焦和發力的領域。



香港正在加速建立穩定幣發行人監管制度，並於近期發布了關於穩定幣監管的公開諮詢總結。從諮詢總結中看，香港擬議的穩定幣監管制度在保障有效性和引領性的同時，在很多問題上保持了較大靈活性與開放性，以力求在有效的投資者保護，以及為潛在發行人提供更大創新空間之間取得平衡。

發行港元穩定幣 建Web3.0新生態

Web3.0洞察

汪揚、柏亮、蔣照生

將穩定幣納入監管是香港持續完善規管框架、大力推動虛擬資產發展的又一重要舉措。香港過去兩年在虛擬資產交易平台（VATP）合規、代幣化和交易所買賣基金（ETF）等方面均取得積極進展，但在構建加密生態方面的步伐整體還是偏慢。我們理解香港發展虛擬資產的前提是安全與合規，但在全球競爭日趨激烈的當下，香港需要在Web3.0（備註1）領域加速布局，不僅要在金融交易方面做合規探索，更要深入Web3.0生態，從資產端嘗試更多創新。

穩定幣監管框架的出台將會給香港提供一個全新契機，即在合規環境下借助穩定幣加速推動現實世界資產（RWA）和代幣化實踐。這或許將為香港虛擬資產生態帶來更多創新活力和空間，幫助其真正贏得在全球Web3.0競爭中的話語權。

加速聯通傳統金融

在諮詢總結發出後，業界非常關注香港對USDT（備註2）或USDC（備註3）等國際發行人的吸引力問題。從已有信息來看，香港擬議的穩定幣監管框架對國際發行人較為友好，較此前有更多開放性舉措，對國際發行人的潛在負擔有所緩解。如諮詢總結文件中並未限制穩定幣的錨定貨幣種類，也對儲備資產存放於其他地區持開放態度。考慮到香港虛擬資產政策的友好度及連續性，以及香港在環球金融市場上的重要性，未來香港的穩定幣牌照對國際發行人而言應該具備吸引力。

同時考慮到與法幣的連接通道是加密生態中最值得開發也最易沉澱價值的場景，而穩定幣是目前構建通道必不可少的基礎設施，我們相信將有更多金融機構與科技企業參與到香港穩定幣的發行中。但香港穩定幣面臨的最大問題不在於誰來發，而在於誰來用。找到適合的場景和商業模式才是香港穩定幣發展的關鍵。

全球虛擬資產合規化已是大勢所趨，但就目前來看，簡單的合規監管並不能加速其發展，反而會給部分虛擬資產企業造成較大負擔，這從持牌交易所在獲牌後的普遍虧損經營情況不難看出來。尤其是隨着越來越多的地區將虛擬資產納入監管，企業為滿足監管需求而要付出的合規成本將會越來越高。合規是為了更好地發展，不論是企業還是監管機構，如果只是為了合規而合規，顯然不符合市場規律。無論是持牌虛擬資產交易所，還是穩定幣發行人，都需要在合規路徑下探索更可行的商業盈利模式。

但是圍繞虛擬資產的交易需求，現階段在香港重新發行美元穩定幣意義並不大。美元穩定幣如今在加密市場的滲透率已經非常高且市場結構相對穩固，USDT及USDC的龍頭地位短期內難以被挑戰。如果沒有足夠的場景支撐，單純複製現有的美元穩定幣商業模式，香港或將難以在穩定幣賽道建立優勢。因此以港元資產為主

要儲備在香港發行穩定幣具有較大的可行性和優勢，同時在現有生態基礎上為港元穩定幣探尋更契合的應用場景。而縱觀目前香港虛擬資產及Web3.0的發展方向，RWA（備註4）或許是最適合港元穩定幣聚焦和發力的領域。

香港乃至全球Web3.0的下一階段發展重點在於打破虛擬世界與現實世界的隔閡，讓資產與資金能在兩個體系間自由流轉。而RWA正是打破技術壁壘，加速虛擬與現實融合的重要創新。RWA不僅能借助區塊鏈技術提升透明度與安全性，解決傳統金融體系中存在的部分問題，還能從根本上盤活更多實體資產，降低投資門檻，吸引更多廣泛的中小投資者進入市場，從而為實體產業和數字經濟發展注入更多流動性。

作為國際貿易港口和全球金融中心，香港在RWA領域具有無與倫比的優勢和龐大的市場需求，並在該領域積累了豐富實踐經驗，其中最廣為人知的就是由特區政府發行的代幣化綠色債券。只有着眼於更廣闊的代幣化市場，推動更廣泛的實體資產代幣化進程，逐步構建合規合理且友善的RWA生態才能讓香港真正引領全球Web3.0的發展。

但構建RWA生態不僅需要資本、技術與監管的多維支持，更需要全新的數字基礎設施去承接通過數字化和代幣化釋放的資產流動性，港元穩定幣就是這樣的基礎設施。在可預料的未來，香港絕大多數的RWA交易都將以合規港元穩定幣為載體完成，並通過穩定幣與傳統金融完成連接與互通。如果沒有合規的港元穩定幣，香港RWA實踐在便捷性和安全性方面都將存在巨大挑戰。因此，穩定幣監管框架的出台或許將為香港RWA生態的創新發展奠定基礎，而隨着RWA生態的繁榮，港元穩定幣作為香港Web3.0對外連接橋樑的作用和價值也將更加凸顯。

警惕洗錢欺詐風險

除了必要的基礎條件外，開放性、整體性和安全性是決定能否構建與RWA生態需求匹配的港元穩定幣的關鍵。

首先，港元穩定幣應該具有足夠的開放性。雖然港元穩定幣以港元計價，但在實際發行和運營過程中應該要跳出香港市場，加強與大灣區和國際市場的連接，通過RWA代幣化讓更多優質資產進入。儘管香港現如今是虛擬資產與Web3.0創新最活躍的地區之一，但必須承認，香港市場實際上還是一個物理概念上非常小的市場，只着眼本地需求推動虛擬資產與Web3.0創新沒有太大意義。外界關注香港，很大原因也是在關注香港背後更為廣闊的市場空間和發展機遇。

因此，在考慮港元穩定幣和RWA布局時，應當以香港為基礎，大膽向外輻射。一個理論上可行的思路是，參考此前港股發展模式，借助大灣區和內地市場豐富的實體資產和貿易需求推動RWA生態發展，並通過合規的港元穩定幣構建基於區塊鏈網絡的代幣交易體系與規則，吸引更多國際資產與資金流入香港。

其次，要整合優勢資源綜合考慮香港穩定幣發展，警惕碎片化問題。雖然不同商業機構理論上可以根據自身需求發行各自的穩定幣，並在短期內營造出市場參與者眾多的繁榮景象，但針對香港本地市場較小且RWA生態尚未成熟的實際情況，這會讓本就匱乏的流動性進一步分散，甚至引發不同穩定幣間的惡性競爭。在市場發展初期，在開放和多元的環境中，更需要龍頭帶動。

此前本文作者之一汪揚教授曾呼籲香港通過全局規劃，由特許機構（包括特區政府和銀行、保險、基金等金融機構）進行統一的港元穩定幣發行，並配套相應的利潤分配方案，使其能在不同商業機構的共同推動下，快速成為成熟可信且應用廣泛的金融產品。在當前的監管框架內，可集中優勢金融和資源，推動穩定幣龍頭的發展，進而帶動穩定幣在開放的環境中百花齊放、在日益繁榮的RWA生態裡挖掘垂直優勢、自由競爭。

最後，要關注港元穩定幣相關風險，提升其安全性。聯合國此前發布的報告指出，穩定幣已成為東南亞洗錢和欺詐常用的支付方式之一。歐科雲鏈研究院與公安部第三研究所信息網絡安全公安部重點實驗室聯合發布的《全球虛擬貨幣犯罪態勢及安全治理白皮書》也發現，在各類虛擬資產相關風險事件中，六成以上都與穩定幣相關。

儘管合規穩定幣在發行人安全性方面更有保障，但與穩定幣相關等各類非法金融活動、洗錢和恐怖融資等問題，很多情況下與發行人並沒有直接聯繫，即即便找到發行人也很難解決。因此港元穩定幣發展中，除了要適當的監管框架，相關機構還可以借助合規科技賦能生態，通過各類技術手段提升發行人和監管機構預防和應對港元穩定幣潛在風險的能力。只有安全且合規的港元穩定幣，才能為香港構建開放有序且有活力的RWA代幣化生態奠定堅實基礎，有力提升香港在數字經濟和金融科技方面的實力與水平。

（註：汪揚為香港科技大學副校長、香港Web3.0協會首席科學家；柏亮為零壹智庫創始人兼CEO；蔣照生為歐科雲鏈研究院資深研究員）

備註1：Web3.0是指下一代互聯網中的信息交換及管治方式，將會更加智能化、去中心化、安全、私密化，同時加強數據共享、協作和互操作性。Web3.0的技術基礎包括區塊鏈、人工智能、機器學習、物聯網等。

備註2：USDT中文稱泰達幣，是由Tether公司所發行的美元穩定幣，是世界上第一個、也是市值最大的穩定幣。

備註3：USDC即USD Coin，是一種美元穩定幣，是現時市場上最受歡迎的穩定幣之一。

備註4：RWA，即Real World Assets—真實世界資產，在幣圈用語中，是指將在現實世界中具有內在價值的物理或有形資產，包括貸款、保險合約以及商品和房地產等資產，透過區塊鏈技術進行代幣化，每個Token代表對基礎資產的份額、股份或所有權。