



▲市場揣測，特朗普可能在上任不久，就會宣布新的對華及全面關稅政策。

經濟觀察家

本周資本市場重啟「特朗普交易」，主要表現為美國地產、金融股上漲，以及美元持續走強。本輪「特朗普交易」與此前存在諸多不同：美股科技股更有韌性、能源股表現更弱、美債利率不升反降、黃金表現更強等。

雖然特朗普在總統大選全國民調中仍然落後於哈里斯，但在關鍵搖擺州的優勢擴大。據270toWin網站統計，在七個搖擺州中，截至10月15日特朗普已經在六個州取得領先，且在「偏藍」的威斯康星州的落後幅度也縮窄至0.3個百分點。照此趨勢，特朗普能夠獲得超過300的總票數並輕鬆取勝。

美股再次點燃「特朗普交易」

政經透視
鍾正生

10月中旬以來，博彩市場顯著加大了對特朗普當選及「共和黨國會選舉大勝」的押注。美國博彩網站Polymarket數據顯示，特朗普當選的概率由10月5日的49.8%上升至10月16日的57.7%，且10月15日至16日的上升幅度較為明顯，凸顯了公眾對特朗普當選預期的快速升溫。此外，在總統和國會選舉組合的判斷上，博彩市場也加大了對「共和黨橫掃」的押注，這一概率截至10月16日已上升至近40%。

地緣與通脹影響選情

特朗普支持率近期上升的可能原因包括：一是，中東局勢升級，選民對民主黨支持以色列並增加軍費開支的不滿或上升。布朗大學發布數據顯示，在2024財年，美國對以色列的軍事援助高達179億美元，創下歷史新高。二是，美國颶風衝擊搖擺州，為特朗普創造了進攻哈里斯政府的契機。颶風「海倫妮」在9月下旬席捲了佐治亞和北卡羅來納州兩個關鍵搖擺州，並導致超200人死亡。10月9日以後，另一颶風「米爾頓」又衝擊了佛羅里達州，造成300多萬人斷電。

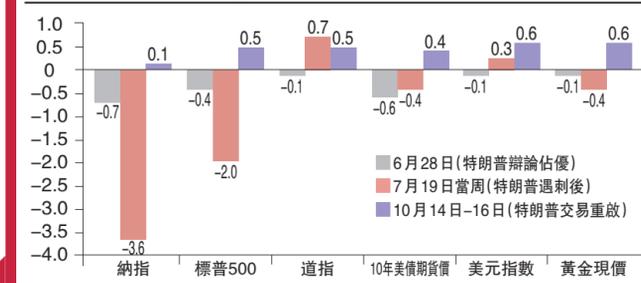
三是，哈里斯在近期的電視採訪中表現不佳，被指在移民、中東等關鍵問題上缺乏立場。例如，10月8日美國廣播公司的「觀點」(The View)欄目中，在面對「過去四年是否採取過與拜登總統不同的舉措」時，哈里斯回答「我什麼也想不起來(There is not a thing that comes to mind)」，被認為是災難性的回答。

四是，近期美國通脹擔憂上升，特朗普被認為能夠更好地管控通脹。10月以來，美國碼頭工人罷工、薪資增速反彈、油價回升等事件，令公眾對通脹的擔憂重新加劇。據全球前三大的市場研究機構益普索(Ipsos)截至10月上旬的調查數據，特朗普在經濟問題上領先哈里斯5個百分點，領先幅度較9月下旬擴大了3個百分點。

不過，目前美國選情仍然膠着，「特朗普交易」能走多遠較不確定。首先，儘管特朗普在關鍵搖擺州開始「反超」，但兩人差距很小。據截至10月15日270toWin的民調統計，七個搖擺州中有五個州兩人的支持率差距均小於1個百分點。

其次，在近期選民關注的問題中，民主黨也在積極尋求破局。中東方面，民主黨也開始重視軍費開支問題。10月16日，拜登政府警告以色列，如果加沙的人道主義局勢在未來30天內沒有改善，美國可能會限制對以色列的軍事援助。自然災害方面，近期美國颶風的擾動對民主黨而言「危中有機」，哈里斯完全有機會藉此展現新政府的領導力，並扳回一城。回顧2012年10月，颶風「桑迪」同樣成為大選前的「十月驚奇」，奧巴馬憑藉出色的危機處理能力，最終

(%) 「特朗普交易」下的大類資產表現：10月vs6月-7月



獲選總統。

再次，11月1日還有一次就業數據需要觀察。如果就業表現較強，可能再為執政的民主黨贏得一些選票。

今年6月下旬至7月中旬，由於6月28日特朗普在與拜登的首次辯論中佔優，加上7月13日特朗普週利，令特朗普當選的預期持續上升，並一度引發「特朗普交易」。

當時的「特朗普交易」具體表現為：

(1) 美股科技股出現較大調整，周期股和中小盤股走強。特朗普主張的減稅政策及對傳統能源等領域的支持，疊加7月11日美國消費物價指數(CPI)數據走弱引發「降息交易」，共同促進了美股風格的切換。此外，美國限制芯片貿易、微軟「藍屏」等事件也加深了科技股的下跌。

(2) 美債利率和美元指數同步上行。一方面，特朗普的關稅和減稅政策抬升中期經濟和通脹預期；另一方面，關稅風險的上升令非美貨幣承壓。

(3) 黃金有所承壓。主因是美債利率和美元匯率的同步走高。

(4) 美元指數上升過程中，歐元和英鎊明顯承壓，日圓和人民幣韌性較強。

警惕市場行情反覆

對比來看，近期重啟的「特朗普交易」出現了一系列新變化：

(1) 美股風格相對平衡，科技股回調幅度更小、能源股表現較弱。觀察標普500指數的11個行業，地產、金融等行業表現一貫積極，但能源股表現較弱，科技股的回調幅度較小。筆者認為，「特朗普交易」的確相對利好周期股，但在地緣風險變化下，近期油價在衝高後回落，令能源股承壓。當前科技股可能受財報擾動影響較大，投資者不宜高估「特朗普交易」本身對美股科技股形成壓力。

(2) 美債利率並未上升，黃金走勢偏強。7月19日當周，10年期美債利率均上行了7點子(BP, Basis point)，但10月14日至16日，10年期美債利率反而回落6點子。特朗普在經濟政策方面的政策取向沒有出現明顯變化，繼續主張「減稅+關稅」的政策組合，仍然對應更高的經濟增長、債務增長和通脹前景。但近期油價的下跌，令美債通脹預期從高位回落。10月14日至16日，布倫特油價下跌了6.1%，10年期美債隱含通脹預期下行6點子、而美債實際利率持

平。這也意味着，黃金並未受到美債利率上行的衝擊，在地緣風險較高的當下，金價保持偏強。

(3) 美元指數仍然走強，但人民幣貶值幅度相對較大。在7月19日當周，美元兌人民幣匯率上漲0.12%，小於美元指數漲幅的0.26%，而10月14日至16日，美元兌人民幣匯率上漲0.67%，大於美元指數漲幅的0.58%。

一方面，9月下旬以後，人民幣因為政策預期扭轉曾大幅升值，並在美元回升過程中滯後反應。9月14日至10月7日，儘管美元指數上升，人民幣匯率「逆勢」由7.06一度走強至7.02，其後美元指數進一步上行，人民幣壓力逐漸累積，並在「特朗普競選獲勝」的預期下加速調整。

另一方面，近期特朗普團隊明確了「強美元」立場，並繼續警告加徵關稅，對人民幣的衝擊有所放大。之前特朗普對美元的立場比較模糊，7月下旬曾表示「強美元」會削弱美國貿易，並且提及美元儲備地位或有缺點。10月14日，特朗普的「經濟軍師」、潛在財長人選貝森特(Scott Bessent)在採訪中表示，特朗普不會採取削弱美元的政策，也不會削減貿易；特朗普支持美元保持世界儲備貨幣的地位，並將關稅視為一種談判策略。

據10月12日美媒報道，美國前貿易代表萊特希澤警告華爾街稱，特朗普可能會在上任不久就宣布新的對華及全面關稅政策。即便如此，近期人民幣的韌性仍然可圈可點。9月24日至10月16日，美元指數累計上升2.6%，日圓貶值4%、歐元和英鎊貶值2%至3%，而人民幣僅貶值0.8%。

如何看待「特朗普交易」的多變？筆者認為，美國大選僅是影響經濟和資產的一個變量，但並非全部。近期重啟的「特朗普交易」，似乎與今年6月至7月有諸多不同，儘管特朗普的經濟政策主張在此期間並未顯著變化，但大選之外的一系列因素，包括美國經濟「軟著陸」前景、美聯儲降息的路徑、國際地緣局勢與油價波動，以及中國經濟和資產價格的復甦等，也是未來一段時間美國及全球市場的重要變量。總之，在美國大選前後，無論是「特朗普交易」還是「哈里斯交易」，恐怕都不足以囊括複雜多變的市場交易風格。

(作者為平安證券首席經濟學家)

資產代幣化 擴闊市場維度

鏈能講堂
付鏡

新一份施政報告提出將推動現實世界

資產(RWA)代幣化及數碼貨幣生態系統。早在今年3月7日，香港金融管理局即開展名為「Ensemble」的央行數碼貨幣(wCBDC)項目，旨在促進代幣化市場的發展，開拓金融市場基礎設施的新方向。本文將介紹「Ensemble」項目及資產代幣化技術的潛力與挑戰。

Ensemble項目的核心在於通過wCBDC建立高效的銀行同業結算機制，以促進代幣化資產交易的順暢進行。該項目初期聚焦於代幣化存款，即商業銀行以數字形式發行並提供的存款產品。這些代幣化存款可用於代幣化資產交易，從而為市場帶來更多創新機會。

金管局計劃於今年推出wCBDC「沙盒」，以測試各類代幣化資產的應用場景，如綠色債券、自願減排量、飛機、電動汽車充電站、電子提單及財資管理等。這些應用場景旨在探索如何將代幣化資產與現實貨幣體系銜接起來，為未來的金融基礎設施建立標準。

為推動行業標準的制定，金管局將成立一個工作小組，成員包括本地及跨國銀行、數碼資產參與者、科技公司及CBDC專家，為香港代幣化市場的發展提供智力支持。上述舉措標誌著香港在金融創新方面的重要進展。

所謂資產代幣化，即將傳統資產(如房地產、股票、債券等)轉換為數碼代幣的過程，具有以下幾個明顯優勢：

其一，資產代幣化提高了交易效率。傳統金融交易需要多層中介和較長等待時間，而在區塊鏈上進行交易可大幅縮短處理流程。

其次，代幣化資產降低了交易成本。透過減少中介的參與，投資者在交易過程中可減少手續費及管理費等開支。

其三，代幣化提升了資產流動性。投資者可以分割資產，讓更多小額投資者參與，擴大市場規模。

其四，資產代幣化擴大了市場准入。全球投資者皆可參與交易，不再受

地域限制，促進市場融合。其五，代幣化提升了透明度和可追溯性。區塊鏈技術使交易歷史公開透明，有助於防止欺詐及操縱行為。

鞏固金融中心地位

在加密市場中，RWA代幣化逐漸受到關注，其主要優勢在於提供了與加密貨幣市場風險不完全相關的投資機會，有助於投資者分散風險，構建多元化資產組合。具體來看：

(1) 隨着比特幣等加密貨幣價格的上漲，投資者開始探索如何將傳統資產代幣化，以提升資產的流動性和可及性。RWA代幣化為市場引入了新的資本流動模式，促使投資者在加密和傳統資產間靈活配置。

(2) 監管機構逐步完善對加密市場的監管，降低了投資者的合規性風險。這為RWA代幣化提供了更穩定的發展環境，吸引了機構投資者的關注。

(3) DeFi(去中心化金融)平台的崛起為RWA提供了更多金融工具。透過智能合約，資產可以自動執行交易和收益分配，從而降低管理成本並提高操作效率。

不過，RWA的發展也面臨諸多挑戰。資產代幣化涉及法律合規、技術落地及市場接受度等問題，並需要在傳統金融體系與區塊鏈技術之間建立穩固的銜接。

總的來說，資產代幣化代表着金融市場的未來方向，為傳統資產和加密市場的融合提供了新的機遇。特區政府和金管局的相關舉措，展示了通過科技創新鞏固香港作為國際金融中心地位的決心。隨着技術和監管環境的成熟，資產代幣化及wCBDC的發展不僅能夠提升市場效率，還將為投資者和金融機構帶來全新的商業模式。

香港站在全球金融創新的前沿，透過推動現實世界資產代幣化，加速其科技金融生態系統的建設。在未來，隨着RWA技術和DeFi平台的深化發展，更多傳統資產將進入區塊鏈生態，為金融市場的長期繁榮奠定堅實基礎。

(作者為香港國際新經濟研究院高級研究員)

發展目的：金管局將開展「Ensemble」項目，旨在促進代幣化(wCBDC)市場的發展，開拓金融市場基礎設施的新方向。



多重利好刺激 港樓止跌在望

樓市智庫
陳永傑

新一份施政報告公布，仿效內地推出

政策組合拳，多方面激活房地產市場。施政報告公布前夕股市波動，部分股民套股換樓，連帶本港樓市氣氛亦轉好。

10月樓市氣氛明顯較上月好，本月上半月一手成交逾1400宗，已超越上月全月約740宗，即平均每日有過百宗成交，與減息前每天只有十多宗相比，可謂翻幾番，可媲美撤辣後大旺市水平。

因此，有觀點認為樓市再次出現「小陽春」，但筆者覺得今次樓市交投量的彈升，並非小陽春。隨着撤辣及息口見頂，並且中央政府推出多項刺激經濟措施，而本港樓市已見底，因此樓市亦有望與內地一樣止跌回穩，相信樓市上升周期已在醞釀。

資金從股市流入樓市

近期樓市氣氛轉旺，新盤更接連錄得大手客入市，其中一個原因，相信是部分股民見到市場波動，或在股市大有斬獲，紛紛於高位套股換樓，希望降低投資風險。相信套股換樓效應會進一步浮現，更多資金轉投物業市場，利好

樓市交投，這亦會是未來樓市上升的動力。

今年樓市出現兩個轉角位，第一個是特區政府宣布全面撤辣的2月份，撤辣後樓價及成交量一度回升，二季度一、二手私樓登記量多達1.6213萬宗，較首季激增近九成，為2021年四季度以來的新高。撤辣威力之下，中原城市領先指數一度反彈接近3%，升至147.08點。可惜，這次撤辣的推動力未能維持太久，所謂樓市小陽春，只是旺一、兩個月而已，無論成交量及樓價都很快打回原形。三季度樓市交投量跌至只有9075宗，而撤辣後樓價錄得的所有升幅，不但全被蒸發，甚至倒跌。目前樓價比起2021年高位已跌去近三成。

另一個轉角位，相信是今次美國宣布大手減息半厘，本港銀行亦意外跟隨減息，上月底內地推出救市政策「組合拳」，再加上施政報告刺激樓市措施。三管齊下，本港樓市氣氛在財富效應下亦有轉勢跡象，多個新盤現排隊人龍，按照先量後價的規律，預料樓價可以提早於四季度止跌回升。

(作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁)



龍轉：本港樓市氣氛在財富效應下有新盤現排隊人龍。