



▲香港積極營造受監管且鼓勵創新的金融市場環境，目前獲得香港證監會正式批准的虛擬資產交易平台已超過十家。

經濟觀察家

香港作為國際金融中心與財富管理中心，擁有良好的投資環境，金融創新基礎亦十分雄厚。這些優勢條件幫助香港能夠更好、更快地發展以RWA（Real-World Asset）為代表的虛擬資產。

RWA最早於2016年提出，字面解釋為「真實世界資產」，實際是指存在於現實世界中具有經濟價值的資產，通過區塊鏈技術被通證（代幣化），可以在區塊鏈上進行交易和管理的形態，最初主要在金融領域應用，如新能源貸款、國債、黃金。RWA包括但不限於金融資產、實物資產和數據資產，其本質是將傳統資產與區塊鏈技術結合，在保留資產的原有屬性的基礎上，又賦予其數字化特性，如可分割性、可編程性、流動性等。

拓展數字資產 港金融添動力

數字經濟

林建明 鄭揚洋

RWA以現實世界中存在的有明確經濟價值的實物資產或金融資產做支撐，與傳統金融的資產證券化有很多共同點。不同點是由技術造成的，即RWA通過區塊鏈技術進行代幣化，並在非中心化的鏈上平台進行交易，大大降低了中介成本和投資門檻，提高了資產的流動性，增強了資產的透明度和安全性，也為投資者提供了更多的控制權和收益權。

穩定幣也是一種特殊的RWA，最早出現的穩定幣是以美元資產為支持，按1：1發行的USDT（泰達幣）。後來出現了以其他加密數字幣為抵押的穩定幣，以及基於數字加密算法的穩定幣。目前接受度和使用範圍較廣的仍是以美元等法定貨幣、或以其計價的法幣資產支持的穩定幣，如USDT、USDC、BUSD等。此類穩定幣可以稱作法幣支持型穩定幣，是「法幣資產RWA」，沿襲了法幣的國家信用，價值穩定且易理解，受金融管理機構的監管，儲備資產透明度相對較高，大部分加密數字資產都可以用這類穩定幣進行交易。

打造虛擬資產樞紐

香港致力於打造全球RWA和虛擬資產的樞紐，已經採取了多項措施，為RWA和穩定幣的發展提供指引和支持。根據2023年6月香港證監會（SFC）《虛擬資產交易平台指引》，已開始向虛擬資產交易平台（VATP）發放牌照，並批准了亞洲首批比特幣和以太幣現貨ETF的上市，同時依據「相同業務、相同風險、相同規則」原則，將傳統金融運作成熟的管理措施整合到虛擬資產監管框架中。

香港金融管理局（HKMA）通過「Project Ensemble」項目，與業界共同探索搭建和測試用代幣進行支付、結算的創新市場基礎設施。作為機構級數字資產交易基礎設施，截至2024年12月18日，獲得香港證監會正式批准的虛擬資產交易平台已多達十家。香港居民可以自由交易和投資虛擬資產（但是出於投資者保護要求，有些投資項目設定了門檻條件），香港的加密貨幣找換店（OTC）受到散戶投資者歡迎，交易相當活躍。

香港努力營造受監管且鼓勵創新的環境，吸引了全球RWA參與者，湧現出一系列RWA創新實踐。如香港特

區政府2024年2月發行規模為60億港元的全球首批多幣種數碼綠色債券，採用區塊鏈平台HSBC Orion進行結算。香港金融市場有相當龐大的存量金融資產，而且在融資規模方面在國際排名前列，這些都為證券型代幣發行（STO）提供了優越條件。傳統金融與Web3.0技術結合是香港金融業發展壯大的優選路徑，為此香港在研究STO專項立法，允許上市公司選擇傳統股票、RWA代幣或混合模式登陸港交所。

在實物資產代幣化方面，香港有不少藝術品RWA的產品，如VaultX將藝術品做成NFT，降低了數字文化收藏品的創作和投資門檻。香港還創新地將RWA打造為企業新融資工具，朗新科技的充電樁收益代幣化融資1億元（人民幣，下同），這是內地首單RWA跨境融資，完美地結合了位於內地的企業資產、內地科技企業提供的區塊鏈、物聯網和人工智能技術和平台，以及香港規範且寬鬆的金融投資環境，開闢了內地企業以資產代幣化進行跨境融資的新通道，具有深遠意義和巨大發展空間。在這個項目落地四個月之後，內企協鑫能科以湖南、湖北82MW戶用光伏電站為底層資產，發行RWA代幣募資2億元，打破RWA融資額紀錄。

穩定幣和央行數字貨幣作為數字新金融的支付工具，得到了香港特區政府的大力支持和響應。2025年5月香港立法會通過穩定幣法案，將RWA正式確定為合法流通媒介。

京東幣鏈科技（香港）公司也在籌備發行與港元1：1掛鈎的穩定幣JD-HKD，用於跨境支付、投資交易、零售支付等，為全球企業及個人提供更高效、更經濟、更安全的支付基礎設施。JD-HKD目前進入沙盒測試第二階段，計劃面向零售和機構推出移動端及PC端應用產品，預計兩年內流通市值突破10億港元，五年內有望達50億港元。香港金融科技研究院預測，預計2026年香港穩定幣市場規模將達200億港元，佔亞洲穩定幣市場30%以上。

建立兩地融資試點

「面向大灣區、背靠祖國、聯通世界」是香港獨有的優勢，大灣區和更多內地城市擁有巨大的實體經濟體量和潛在的資產代幣化融資需求，香港應充分發揮其「超級聯繫人」角色，用RWA、穩定幣更好地服務大灣區發展規劃和國家戰略，成為連接中

國內地企業與國際資本的新橋樑。

為此，筆者建議從國家層面打通香港和內地在RWA應用方面的通道。第一步可以建立內地與香港在RWA融資方面的聯動試點，鼓勵粵港澳大灣區的企業在香港以RWA方式進行融資，允許大灣區機構投資者在港開設RWA賬戶，參與一級市場融資和二級市場交易。在適當的時候，逐步向大灣區高淨值個人投資者開放RWA二級市場。這將穩步擴大RWA市場規模，吸引更多國際投資者入市，使RWA逐步成為境內企業在香港融資的另一個主要渠道。

第二步可以允許部分行業（如綠色能源、數字IP、城市公用設施建設與服務、房地產REITS等）的內地企業通過香港平台進行RWA發行和融資，逐步放開內地其他地區機構投資者投資RWA的限制，根據市場承載能力和發展狀況擴大行業範圍和融資規模。

第三步可以將RWA納入「跨境理財通」，為大灣區和其他內地普通投資者提供更多的資產配置選擇。

為配合香港RWA市場對大灣區和內地投資者逐步擴大開放，提高RWA投資的吸引力及市場流動性，建議在香港加快推出港元穩定幣和離岸人民幣穩定幣。可以由承擔離岸人民幣清算、離岸人民幣儲蓄、貿易融資等業務的大型銀行率先發行離岸人民幣穩定幣；允許有RWA投資資格的機構投資者以港元穩定幣、離岸人民幣穩定幣投資和交易RWA。在推動香港和大灣區RWA健康發展的過程中，建議央行逐步放開境內金融機構參與港元穩定幣交易、RWA託管等相關服務，通過大力發展監管技術和強化監管手段，防範資本外流和金融風險。

香港一直面臨着來自新加坡、迪拜、瑞士等其他國際金融中心的激烈競爭，國家除了通過以上措施幫助香港盡快在RWA領域形成獨特的競爭優勢，還應支持香港發行數碼港元，構建其與數字人民幣兌換體系，鼓勵香港採用不同的技術路徑進行數碼港元的創新，與數字人民幣形成錯位發展，以便相互借鑒，不斷完善。同時，數碼港元、港元穩定幣、數字人民幣都可用於跨境貿易，鞏固香港的國際港口和航運業地位，進一步放大其自由港的貿易優勢，提升香港對國際數字經濟的影響力。

（林建明為薩摩耶雲科技集團創始人、董事長；鄭揚洋為集團產業研究員）

美製造業回流：違背經濟邏輯的政策實驗



國際金融論壇
INTERNATIONAL
FINANCE FORUM

中尾武彥

美國總統特朗普曾宣稱，其關稅政策將「讓製造業回流美國」。然而這一主張的經濟合理性值得商榷，更像是一場違背市場規律的政策冒險，最終可能迫使美國進行政策調整。

美中競爭自2017年特朗普第一屆政府執政之初便開始加劇，美中貿易摩擦也隨之升級。作為兩個人口大國，且在國家安全方面缺乏互信，美中競爭的激烈程度更超過往昔的美日貿易摩擦。當時中國尚未充分意識到自己已被視為經濟與地緣政治領域的重大挑戰者。儘管此後中國展現出更克制的姿態，但其在經濟技術領域的影響力仍在持續擴大，使得當前的美中競爭態勢較之以往更為嚴峻，國際影響也更為深遠。

高關稅政策的經濟悖論

特朗普政府對貿易逆差的執念，使其篤信必須通過高關稅保護製造業。然而從經濟邏輯看，這種政策存在根本性缺陷。短期而言，關稅壁壘會直接推高進口商品價格，加劇通脹壓力；而必要商品進口受限導致的供應鏈中斷，又會抑制經濟活動，最終拖累經濟增長。當前美國金融市場呈現股市、債市、匯市同步下挫的「三殺」局面，正是這一政策負面效應的直觀體現。

更關鍵的是，從長期視角分析，製造業回流本質上受全球產業鏈規律支配。自由貿易的本質是各國基於比較優勢進行專業化分工，通過互惠貿易實現共同發展。美國與中國、墨西哥、加拿大等國形成的精密供應鏈網絡，正是這種分工協作的產物。事實上，持續深化的全球貿易已使美國製造業佔比持續萎縮，目前製造業在美國GDP和就業中的比重均已低於10%，其經濟結構早已轉向以金融、科技等服務業為主導。加之美元作為全球儲備貨幣的特殊地位，導致資本持續流入美債等金融資產，在推高美元匯率的同時，必然削弱美國製造業的國際競爭力。這種違背市場規律的政策干預，恐難真正實現製造業回流，最終可能被迫調整。

中美博弈的耐力較量

在中美貿易摩擦中，雙方的戰略耐力差異值得關注。特朗普政府曾期待中國主動尋求談判，但中國的國家尊嚴不允許其輕易讓步。儘管中國對美國有大量貿易順差，但兩國經貿的高度相互依存意味著美國同樣面臨壓力。美國依賴中國進口許多產品，包括智能手機和其他電子設備、醫藥原料和玩具，同時也向中國出口飛機和大豆等重要產品。

在戰略耐心方面，中國可能更具優勢。中國決策過程不必像美國那樣受制於中期選舉或總統選舉，對金融市場的反應或公眾輿論壓力的承受能力也更強。

值得注意的是，中國電動汽車和電池憑藉成本優勢逐步拓展亞洲、歐洲市場，歐盟已針對此類產品啟動反補貼關稅措施。如何在拓展全球市場的同時協調產能輸出與市場需求的關係，將成為中國未來的重要課題。

共產主義理論傳統上重視生產結構，中國在推進產業升級的同時，消費佔GDP比重始終維持在較低水準。儘管中國正在嘗試通過培育中產階級、發展服務業來擴大內需，但轉型成效仍有待觀察。

堅守自由貿易的價值

在美國開始退出自由貿易、導致保護主義抬頭的當下，繼續高舉自由貿易的旗幟，並維護自由貿易體系的重要性愈發凸顯。加速日、中、韓之間的自由貿易協定談判即是關鍵舉措之一。

當然，經濟安全考量的上升在一定程度上改變了對貿易自由化的片面關注。從新冠疫情暴露的供應鏈脆弱性表明，經濟安全的重要性顯而易見。鑒於全球地緣政治環境日益嚴峻，各國國內社會分裂，可能需要對自由貿易進行一定程度的調整，但這並不意味着放棄自由貿易的核心原則。

需要關注的是，美國內部已出現對美元過強走勢的擔憂。不過在4月下旬的美日財長會談中，雙方仍重申「由市場決定匯率」和「過度波動對經濟和金融穩定有負面影響」的共識，這為市場提供了穩定預期。如果他們任意批評美聯儲的貨幣政策或進行貨幣干預，將引發市場重大反應。

鑒於美國從美元的儲備貨幣地位中獲得了巨大利益，它很難採取破壞這一體系的政策。然而，未來仍有很大可能會出現關於調整美元走強的討論。實際上，日圓在國際上被嚴重低估，導致日本商品、服務、房地產和公司被以低廉的價格收購。此外，日本消費者正遭受進口價格上漲的困擾，日圓的逐步升值可能對日本有利。

日本是一個通過開放貿易趕上發達國家的經濟體。東南亞和中國也以日本為榜樣，在自由貿易的框架內發展起來。基於戰前教訓，日本在堅持和平主義的同時，通過自由貿易實現高速增長。現在比以往任何時候都更重要的是，國際社會應繼續向外界傳達這一理念。

（作者為IFF理事、日本住友商事顧問、日本國際經濟戰略中心理事長）
（www.iff.org.cn）

上半年樓市比下半年旺？



樓市智庫
陳永傑

儘管近年樓市走勢起伏不定，但細心觀察，其實每年都有一些慣性節奏，上半年買樓的人多過下半年，這種「上半年樓市例旺」現象，近年特別明顯。

中原地產數據顯示，由2021至2024年，全港私人住宅上半年成交量均跑贏下半年。上半年樓市特別旺的現象，除了受惠於農曆新年後的樓市小陽春傳統旺季，更與發展商銷售策略及市民心態息息相關。

首先從買家角度出發，市民上半年入市有多項誘因支持。俗語有云：「一年之計在於春」，不少市民會在農曆新年後重新檢視財務狀況，尤其是部分上班族於收取花紅或年終獎金後，便開始積極部署置業計劃，想「買樓上車」、「換樓改善」的人自然增加，因此上半年是市民全年心態最積極的時段之一。特別是家庭客，為了趕及暑假搬屋、9月開學前安頓好，不少都會選擇上半年落訂買樓。作為地產代理及發展

商，亦把握這個做生意的好機會，自然令成交量更集中。

地產商先求量後求價

發展商方面，不少大型地產商都要交半年業績，所以年初開始已部署主力盤上場，務求「搶閘」交出亮麗業績，同時趁買家手持花紅、心態轉旺時迅速推盤搶攻市場。尤其4至6月屬傳統財季高峰，推盤密度更高，故開價傾向進取，先求量、後求價，製造「筍盤效應」，換取大量成交，買家亦較易獲得相對吸引的入市時機，避免高追。一旦上半年銷售達標，發展商下半年反而會放慢節奏，調整來年銷售部署。

外圍風高浪急，惟香港樓市的吸引力開始湧現，加上息口回落，以及租金成本上升等因素，「供平過租」亦促使轉租為買個案增加。今年上半年樓市仍相當暢旺，尤其一手成交，上半年一手成交已破9000宗，有望逼近1萬宗大關，反映市場低吸意欲不俗。（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）

