



▲中國上半年科技產業貢獻突出。政治局會議明確提出「深入實施『人工智能+』行動，發展智能經濟新形態，完善人工智能治理體系，積極推動前沿技術突破和未來產業發展，着力打造新興支柱產業」。

經濟觀察家

上半年我國經濟數據公布完畢，其中GDP增速為4.7%，落在年初設定的4.5–5%的區間，故日前召開的政治局會議如大家所預期的那樣，並沒有發布超預期的財政或貨幣政策。會議通稿讀下來，有一種言簡意賅、注重結構的感受。

經濟工作部署 增量政策可期

諸如在促消費的政策方面，提出「適應不同群體消費需求擴大優質供給，挖掘服務消費潛力」；在財政、貨幣政策方面，提出「加快財政支出和債券資金使用進度」、「綜合運用並適時調整」貨幣政策工具等。為何此次會議的政策着力點那麼注重結構呢？這與上半年的中國經濟運行特徵有關。

例如，上半年社零增速只有1.2%，但上半年居民人均可支配收入和人均消費支出，分別同比增長5.2%、3.7%，說明支出明顯小於收入的增長。原因可能在於，第一，居民部門正處於縮表階段，提前還貸導致居民貸款收縮，而超額儲蓄增長則很快；第二，以舊換新政策的乘數效應減弱，上半年家電、汽車消費大幅下降。而且，從2025年的以舊換新享受人次看，只有3.1億人次，如果按人數統計的話，恐怕不足總人口的20%，且受益者以高收入群體居多。因此，需要「適應不同群體消費需求擴大優質供給」。

又如，一、二季度GDP的增速分別為5%和4.3%，呈現先高後低走勢，這是否與4、5月份財政支出進度放緩有關呢？以財政第一、二本賬的收支缺口作為廣義赤字口徑，今年使用進度約為38.5%，遠低於近三年同期的44.4%。

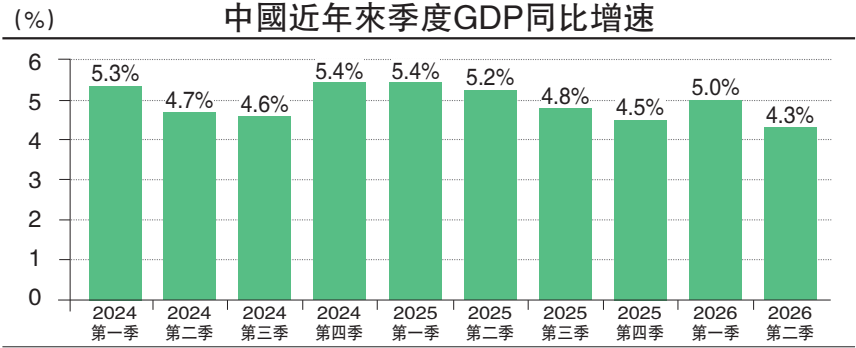
但這也意味着下半年財政政策的空間較大，意味了待發的2.2萬億元地方專項債、8000億元新型政策性金融工具外，參照歷史經驗，還有可能動用6000多億元的專項債結存限額。鑒於此，就可以理解為何這次會議沒有給出明確的超預期信號。

當然，本次會議的「政策」沒有超預期，並不意味着今後沒有超預期的政策，因為今後的不確定性依然存在，因此，本次會議相比4月份的政治會議上的「做優增量、盤活存量」，升級為「充分發揮各項存量政策效能，及時謀劃出台務實管用的增量政策」；由「持續擴大內需、優化供給」升級為「加力擴大內需、優化供給」。

投資新動能 聚焦AI產業

上半年經濟的結構性特徵最明顯的，還是投資和消費均低於預期，但出口超預期，同比增長17.6%，科技產業貢獻突出。其中，集成電路出口貢獻4.8個百分點，其他電子產品出口貢獻4.78個百分點，與人工智能、AI伺服器相關的出口貢獻2.3個百分點。因此，會議對上半年的經濟形勢定性為「我國經濟呈現動能向新、結構向優的發展態勢」。

這一定性有兩層含義：一是未來對結構性分化會有較高的容忍度，大概率不會為熨平總量波動而重啓對舊動能的大規模刺激；二是部分行業景氣度持續高於其他行業，可能成為中期常態而非階段性擾動。



例如，會議明確提出「加強對基礎研究的長期穩定支持」、「深入實施『人工智能+』行動，發展智能經濟新形態，完善人工智能治理體系，積極推動前沿技術突破和未來產業發展，着力打造新興支柱產業」，這意味着今後在財政支出的結構上，還是會堅定不移地用一定比例投資於AI。

如果回顧2023–2024年的政治局會議，關於房地產的篇幅較大，但去年的7.30會議，就沒有出現「房地產」，本次會議也只會有一句話「穩定房地產市場」，而且是放在防控風險的段落裏，與地方中小金融機構風險一併表述。說明對舊動能，中央的對策是「托而不舉」。

會議提出「綜合運用並適時調整貨幣政策工具，優化實施財政金融協同促內需政策」，引起了市場上出現降準降息預期。不過我們對此相對謹慎，認為能否落地仍需觀察。

降準方面，當前加權平均存款準備金率約6.2%，距通常被視為隱性下限的5%僅約120個基點，空間很有限。與此同時，央行投放流動性的工具除降準外還有八種，包括公開市場操作、買斷式逆回購、國債買賣、MLF、PSL、再貸款再貼現及各類結構性工具，完全可在不消耗準備金空間的前提下滿足投放需要。此外，外貿順差維持高位、結匯意願改善帶來的外匯放款回補，也在被動補充銀行體系流動性。因此，降準更可能是備而不用。

降息的約束更多。一是今年一季度商業銀行淨息差已降到1.4%，處於歷史低位，進一步壓縮將削弱資本內生能力和信用投放意願，也可能增加銀行機構的經營風險；二是中美息差仍面臨擴大壓力，匯率穩定訴求構成外部約束；三是更本質的，降息對經濟的邊際提振在放緩——當有效需求不足更多源自預期而非融資成本時，價格型工具的傳導鏈條被拉長。考慮到下半年經濟數據同比可能回升，我們認為市場對降息的概率可能被高估，更有可能是通過結構性工具與財政協同實現寬信用。

財政有較大發力空間

上半年收支進度都比較慢，下半年財政將有較大的發力空間。上半年政府性基金收入同比下降21.6%，假定全年也是這個增速，在公共財政實際支出按照預算金額的情況下，公共財政+政府性基金總的支出增速，將從上半年的–2.9%提高到下半年的5.4%。

此外，《政府工作報告》安排了8000億元的新型政策性金融工具，可以用作資本金去支持重大項目和新質生產力，目前還沒有使用，預計後續會加快，這對於穩定基建和製造業投資都有積極影響。

所謂「及時謀劃出台務實管用的增量政策」，我們的理解主要是財政政策，即當前地方政府、平台公司、國有事業單位等的存量債務壓力仍較大，會議也提出「常態化解決企業賬款拖欠問題」，說明在老齡化加速、房地產向下的背景下，地方造血能力減弱，到了某一時點，還得要通過中央的增量財政來「輸血」。

金融資源流向優質企業

記得2023年7·24政治局會議關於資本市場表述為「活躍資本市場，提振投資者信心」，當時市場理解為利好股市。而這次的表述則更為具體和專業：深化資本市場投融資綜合改革，提升資本市場韌性和信心。說明當前資本市場的活躍度是足夠的，而且，2025年借助資本市場的直接融資比例首次超過間接融資比例。即我國資本市場的融資功能進一步提高，且註冊制改革下股權融資的效率也大大提高。

步入AI時代，AI科技企業的融資需要大幅增加，今年美國七巨頭的融資規模大約是我國互聯網大廠的7倍以上，它們都是通過資本市場來融資。AI產業的迭代非常快，沒有資本開支的增加，很有可能會被淘汰出局。當前中美在AI領域的競爭空前激烈，而中國AI產業發展不可能完全依靠政府財政，這就需要我國資本市場要成為投融資的最大蓄水池。

當前A股市場同樣存在分化現象，但分化不是問題，成長性才是關鍵。信心並不取決於市盈率的高低，而是對未來企業成長的預期。同樣，韌性與資本市場改革、國資国企改革等一系列綜合改革緊密相關。

會議關於資本市場的新表述，一是意味著投融資並重，未來金融資源會更多向符合經濟轉型方向的優質企業傾斜，也會有更多此類企業上市，與「打造新興支柱產業」形成資金端閉環；二是與「融」相對應的出清機制可能加快，退市制度有望加快實施，對公司治理要求進一步提高，以提升上市公司整體質量；三是從投資端看，保護投資者利益，進一步完善資本市場的各項制度和規則，也有利於提高投資者信心。

（作者為中泰證券首席經濟學家）

香港應加快構建RWA時代金融操作系統



數碼時代
付饒

全球對穩定幣的討論，正在經歷一場重要轉向。過去，市場關心的是發行量、交易量和幣價穩定；今天，真正值得追問的已不是「還能發多少種穩定幣」，而是它能否進入跨境貿易、企業結算和實體消費，成為可靠、低成本的金融基礎設施。這意味着，穩定幣正由加密市場的內部工具，走向服務實體經濟的金融操作系統。

筆者近日參與一場以穩定幣、跨境支付及現實世界資產代幣化（RWA）為主題的專業論壇。與會嘉賓形成共識：穩定幣的長遠價值，不在於成為又一個孤立產品，而在於逐步隱身於支付、清算、資金管理和資產交付流程。商戶未必需要知道款項經過何種鏈，卻一定在意到賬速度、綜合成本、匯率風險，以及交易失敗時由誰負責。

「鏈上流量」轉向「實體用量」

穩定幣鏈上轉賬滲透率仍很低，產業下一階段的主戰場正從「鏈上有流量」轉向「實體有用量」。跨境支付無疑是最具現實基礎的突破口。穩定幣可以提供全天候、近乎實時的價值傳輸，並以智能合約連接付款條件、對賬信息與交付狀態。但「鏈上數分鐘完成」不等於「企業數分鐘收到可用法幣」。若法幣出入金、匯兌、制裁篩查及本地牌照未能打通，速度優勢仍停留在技術層面。

因此，下一代金融操作系統不能只是另一個錢包，而應讓不同地區和幣種的價值安全、實時流轉，讓企業按照訂單、物流和庫存自動調度資金，並以標準接口連接銀行、支付機構、ERP系統和人工智能程序。穩定幣與RWA正是在這裏形成互補。前者解決「以什麼支付」及「如何結算」，後者解決「交易什麼」及「權利如何確認」。沒有穩定、可兌回的結算工具，RWA難以高效跨境流通；沒有可信資產和真實需求，穩定幣也容易困在加密市場的自我循環。兩者不是競爭者，而是數字交易中貨幣端與資產端的協同關係。

但資產「上鏈」並不等於價值自然產生。市場都必須回答：資產是否存在，權屬和估值是否清晰，倉儲和保險是否完備，交付及贖回由誰履行，違約後如何追索。區塊鏈可降低記錄和協作成本，卻不能替代法律權利、商業信用與履約能力。若只重視發幣而忽略資產治理，只會把鏈下風險更快傳到鏈上。非金融類RWA尤其值得香港關注。提貨單、商品兌換權、消費代金券及供應鏈憑證，更接近企業日常經營，也較易形成「發行—流通—核銷—交付」的閉環。然而，「監管敏感度相對較低」不等於可以繞過監管。產品一旦具有集資、收益承諾、二級交易或儲值支付等特徵，仍須按經濟實質接受規管。香港要建立的是合規創新的示範，而非監管套利的通道。

香港已具備把構想推向實際運行的制度基礎。《穩定幣條例》自2025年8月生效，首批發行人牌照亦已於今年批出，監管涵蓋儲備資產、贖回、風險管理、反洗錢及科技安全。《香港數字資產發展政策宣言2.0》提出「LEAP」框架，明確推動RWA及金融工具代幣化；金管局EnsembleTX亦進入真實價值交易階段。香港的數字資產

政策，已由方向宣示逐步進入制度執行與場景驗證。

下一步不在於追求最多的發行人或最熱鬧的概念，而在於形成可複製的產業標準。香港可圍繞大灣區供應鏈、亞洲跨境電商和商品流通建立端到端示範走廊，測試商戶收款、資產核驗、匯兌、稅務會計、爭議處理及最終贖回。只有把全流程成本與傳統方案比較，市場才能判斷穩定幣創造了多少真實效率，而非只看鏈上交易筆數。

同樣重要的是建立跨機構、跨地域的「信任接口」。穩定幣要服務國際貿易，必須處理客戶身份、資金來源、數據跨境、制裁名單和交易終局性；RWA還要解決資產登記、司法管轄、破產隔離與權利執行。香港憑藉普通法制度、成熟金融市場、離岸人民幣樞紐及連接內地製造業的條件，有機會把複雜規則轉化為全球可用的標準服務。

傳統金融與新興科技並非非此即彼。近期，Swift已宣布其區塊鏈賬本可供首批銀行開展代幣化存款跨境支付試點，反映現有金融網絡正吸收全天候結算、可編程及互操作能力。未來很可能是穩定幣、代幣化存款、央行數字貨幣和傳統銀行貨幣長期並存。穩定幣不必以「顛覆銀行」證明價值；補足既有體系的摩擦，並與受監管網絡安全銜接，才是可持續方向。

這也將改變行業估值邏輯。依賴儲備資產利息的模式容易受利率周期和分銷成本影響；有韌性的企業，收入應更多來自支付、流動性管理、合規接口、託管、匯兌和企業財資。市場評估亦應由「發了多少幣」，轉向交易是否源於真實需求、收入是否多元、風控是否可靠。香港禁止發行人直接向穩定幣持有人支付利息，業界不應變相繞過；任何收益型安排，都應有清晰的法律分類、風險披露和適當監管。

大型支付機構和銀行進場，並未消除初創企業的機會。大型機構擅長規模、牌照與全球網絡，初創團隊則可深入特定行業，處理跨境商戶對賬、小額高頻結算、商品權益核銷、供應鏈現金流預測，以及為人工智能代理配置受控支付權限。勝負不只取決於技術速度，更取決於誰最理解商戶，並能把合規由成本轉化為產品能力。

證明商業價值與制度可信

穩定幣已走過證明技術可行性的階段，正進入證明商業價值與制度可信度的階段。香港面對的不是要不要參與，而是以何種方式參與。若只追逐發行概念，熱度難免隨市場周期起落；若能把穩定幣作為價值傳輸層，把RWA作為可信資產層，把人工智能作為調度層，再以法律、合規和風控托底，香港便有機會成為下一代金融操作系統的重要節點。

真正成熟的穩定幣，最終或許不再被用戶反覆提及，正如使用互聯網服務不必理解底層協議。當商戶能更快收款、中小企業能更有效管理現金流、跨境資產能在清晰權利框架下安全交付，穩定幣與RWA才算完成從市場敘事到實體經濟基礎設施的跨越。這應成為香港下一階段數字金融最務實、也最具長遠價值的方向。

（作者為香港國際新經濟研究院有限公司執行董事）

股市回勇 為樓市注入上升動力



樓市新態
馬泰陽

一個成熟及穩定樓市或金融市場，除了依賴宏觀經濟基本面，從業員的專業素養與服務水平同樣是不可或缺的因素。在上半年樓市交投轉趨活躍的背景下，地產代理更要為客戶提供專業服務，以及更敏銳的市場觸覺，才可在市場中脫穎而出。

隨着恒指重上25000點大關，市場情緒扭轉。發展商迅速抓緊市況回暖契機，重啟推盤引擎，並以具吸引力的定價策略推盤，刺激購買力釋放。近期元朗及將軍澳等全新焦點大盤相繼取得理想銷情，正是市場承接力復甦的明證。股市回勇所引發的財富效應更不容小覷。歷史經驗顯示，港股與本港樓市存在着先後關係，通常呈現「股市先升、樓市跟升」的規律。

由於股市流動性高、反應迅速，其走勢一般領先樓市約2至3個月。當股市回升帶來資金充沛的財富效應，投資者信心將大增，並逐步將資金轉移至包括樓市在內的其他資產，這預示着下半

年本港樓市「追落後」向上突破已指日可待。

引進專才帶來強大剛需

除了資金面的帶動，本港實體經濟的「底蘊」同樣有目共睹。上半年訪港旅客達2671萬人次，按年升13%；失業率連續4個月維持於3.7%的低水平；加上國際大行近期將今年本港住宅樓價預測由升8%大幅上調至12%，並預計明年再升6%，均印證樓樓基本面極其穩固。隨着專才引進帶來強大剛需，配合2026至2027年每年落成量僅約1.5萬至1.6萬伙的供求偏緊格局，樓市儲蓄已久的上升動能蓄勢待發。

總括而言，地產代理業的專業轉型與科技賦能，為買家構築了透明度高，而且加倍安心的置業大環境；至於股市及宏觀經濟的回暖，則為樓市注入上升動力。多股動能相輔相成之下，下半年完成健康整固後，重拾升軌相信是水到渠成。

（作者為美聯集團行政總裁暨美聯物業執行董事）