

從監管轉向到Coinbase入局 股票代幣化或開啟合規新篇章

加密演義



丁肇飛
HashKey Group
首席分析師

一場關於全球資本市場基礎設施的深刻變革，正以前所未有的速度拉開序幕。近日，美國證券交易委員會（SEC）對「股票代幣化」釋放積極信號，稱將制定監管框架；與此同時，加密巨頭Coinbase在財報會議上宣布，計劃未來數月向美國用戶提供鏈上股票交易。這兩大事件標誌着股票代幣化正走出監管模糊地帶，迎來政策窗口期，一個全新的合規化時代已然到來。

股票代幣化成為今年金融科技焦點，核心在於其直面傳統跨境投資的痛點：交易時間限制、跨境資金壁壘與繁瑣開戶流程。對亞洲投資者而言，參與美國股市往往需應對時差、高昂換匯成本及複雜合規文件。

金融上鏈趨勢不可逆轉

「現實世界資產（RWA）」代幣化技術正是破解之道。它通過區塊鏈的分布式賬本與智能合約，將美股等傳統資產轉化為鏈上數字代幣，每枚代幣與真實股票1:1掛鉤，由受監管機構託管，所有權記錄於公開透明、不可篡改的區塊鏈上。這不僅是技術升級，更是一場「範式轉移」——它將全球割裂的

資本孤島，連接為7×24小時無休、低摩擦、高效率的統一市場。據行業預測，若全球股票市場1%實現代幣化，2030年市場規模有望達1.34萬億美元。面對這一藍海，市場已形成三股力量，各自憑藉不同基因與戰略角逐。

加密巨頭的合規擴張

以擁有近億認證用戶的上市企業Coinbase入局為例。此類加密巨頭的核心優勢在於強大的品牌信任、龐大用戶基礎及與監管機構的深度溝通能力。其戰略並非簡單增加交易品類，而是成為Web3與傳統金融間的「超級合規門戶」。通過提供鏈上股票交易，門戶將引導現有加密用戶進入傳統資產領

域，同時吸引因合規門檻對數字資產卻步的傳統投資者。這種集股票、加密貨幣、預測市場於一體的「一站式」服務，將鞏固其美國數字金融基礎設施核心地位。但作為受嚴格監管的美國企業，其全球化拓展，尤其是向非美國用戶提供服務，必將受地緣政治與各國監管差異制約。

互聯網券商的「防禦性創新」

以Robinhood為代表的互聯網券商，更像是股票代幣化中的「防禦性」力量。它們曾憑藉「零佣金」和極致移動端體驗顛覆傳統證券經紀行業，如今面對DeFi引發的效率革命，必須擁抱Web3以避免被顛覆。Robinhood的優勢在於對零售用戶需求的深刻理解與龐大存量客戶。其推出的Web3錢包及對部分加密資產的支持，是向鏈上世界邁出的第一步。對其而言，探索股票代幣化更多是服務延伸與用戶黏性增強策略，旨在既有框架內提供更多元資產選擇。但其根植傳統金融體系的本質，決定了創新必然是漸進式的，業務模式、清算結算流程及全球化服務仍深度依賴效率相對較低的既有金融基礎設施。

以MyStonks、Xstocks等平台為代表的DeFi項目，從誕生起就更加直面全球用戶核心痛點——交

易自由度與效率。這類平台的最大創新在於，利用穩定幣（如USDC/USDT）作為全球統一計價與結算工具，繞過複雜昂貴的傳統跨境銀行與換匯體系。

DeFi原生力量的「範式革命」

理論上，任何擁有數字錢包的用戶都可7×24小時參與全球美股市場，實現真正「金融無國界」。此類平台也在積極探尋合規化，這種「DeFi的速度與開放」與「華爾街的合規與安全」相結合的「融合模式」，既解決用戶痛點，又回應市場關切，展現出強大生命力。

行業進入「合規建設」新階段

儘管前景廣闊，股票代幣化仍面臨挑戰：流動性分散、跨鏈技術標準化、全球司法管轄區監管協同等。但最大障礙——監管不確定性，正被打破。

SEC的轉向與Coinbase的入局，如同發令槍，宣告行業從「混沌探索」進入「合規建設」新階段。無論是什麼背景的公司，都在以各自方式為全球數萬億美元股票資產搭建通往區塊鏈世界的橋樑。對投資者而言，這意味着更公平、高效、全球化的資產配置時代正在到來。

股市恐受累於特朗普與技術官僚之爭升溫

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

儘管7月下旬的多個交易日，股指有一定的整固甚至調整壓力，整體而言，這個月仍為很多股票投資者帶來不錯獲利。某意義下，對於有些傾向等到最佳買入時機者來說，這是很好的一課。

也許，世上根本沒有最佳買入時機這一回事，當危機最激烈時，偏偏有可能就是最值博之時。天知曉？起碼從4月至7月一段日子看，有關稅戰的背景，又有美元資產角色的可能改變，再來美聯儲主席有可能被撤換，凡此種種，但港美股指仍由最差，逐漸反彈至今。

捕捉市場時機知易行難

又一上佳例子，可說明何以研究金融市場者都有一個共識，就是捕捉市場時機，往往知易行難，最多只佔整體回報最終5%，其餘80%和15%貢獻，分別來自資產配置和選股。

此外，這亦是適當時候，測試所謂「五窮六絕七翻身」之說，顯然在2025年不是這一規律的展現。在本欄多次分析過，理由亦明顯。上述統計異常現

象，只在沒特別壓倒性因素存在下，才發揮得最好，但4月份特朗普所作所為，顯非如此。

常言道，大升市或牛市形態，就像攀越一道充滿憂慮的牆。的確如此！在過去數月，明顯地，人們擔憂很多東西，漸漸地，隨著相關憂慮漸退，股指一直向上，風險資產整體而言如此，個別股指如港美股，亦復如是。

新關稅落實美消費受壓

固然，大家不容易說清楚，究竟作為全球焦點所在的特朗普，會否三朝兩日又有新大計震撼全球。然而，即便如此，投資者對其作風應該亦已有一定程度的經驗和體會，亦明白其他投資者的反應，更清楚自己該如何應對。

話雖如此，基本因素看來，全球經濟不太好，過去數月，美國固然跟多國達成貿易協議，8月亦將落實更新的關稅稅率。美國消費者既已提早多買入口貨，以免落實新關稅後買貴，現階段不太可能在短期內有同樣的興趣買更多，稍後情況將顯示消費明

顯受壓。

再者，除了少數如日本之外，多數貿易夥伴的出口商，根本不為關稅支付太多，反而，本質上看來是出口稅的關稅，實行起來與入口稅無異，如今是美國企業津貼支付而已。

VIX與金價有跡可尋

可見將來，美國企業將陸續感受到關稅的威力，對美股不見得是好事，尤其早前已享較高估值。這樣一來，難怪美國最新勞工市場數據公布後，令人失望之餘，美股主要指數亦即時下跌。

何況，對於不肯妥協應酬他本人的美國技術官僚，美國總統特朗普愈來愈失去耐性。特朗普與相關技術官僚之爭進一步升級，VIX與黃金有跡可尋，馬上聞到火藥味，短期料將向上，8月開局股市走低亦屬正常。

（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。）

就業市場超預期疲軟 美聯儲面臨艱難政策權衡

時富金融研究部

美國上周公布的7月非農就業報告顯示數據超出預期的疲軟，為勞動力市場運行狀態釋放明確警告。而在該數據公布前兩天，美聯儲聯邦公開市場委員會（FOMC）剛於7月議息會議上維持利率不變，但就業市場的降溫信號已迅速重現預期結構，未來表現或將成為FOMC在9月政策會議上採取行動的關鍵因素。

新增就業創下近年最低紀錄

根據美國勞工部數據顯示，7月美國新增非農就業僅為7.3萬人，顯著低於市場預期；更關鍵的是，之前兩個月的數據被大幅下修：5月的崗位削減了12.5萬，僅增加了1.9萬；6月崗位則下修至1.4萬，這使得三個月平均新增就業驟降至3.5萬人，不僅低於疫情前的趨勢水平，更創下近幾年來的最低紀錄。此次5、6月份就業新增的大幅下修，無疑消耗了市場對美國數據的信心。這一修正幅度遠超歷史平均水平，勞工部雖解釋為企業報告滯後及季節性因素調整，但市場普遍認為這是對前期數據虛高的實質性糾正。5月和6月數據的斷崖式下修，暴露出企業在貿易政策不確定性下的招聘觀望心態。4月因關稅政策引發的全球股市崩盤後，製造業PMI連續三個月處於收縮區間，中小企業的招聘意願大幅下降。此外，7月失業率也攀升至4.2%，這反映出特朗普政府驅逐非法移民政策的直接影響，非法移民的加速驅逐減少了勞動供應，掩蓋了需求端的疲弱。

市場預期劇烈轉向

數據公布後，聯邦基金利率期貨的定價顯示，9月減息的概率已升至80%以上，部分交易平台甚至觸及90%的高位。這一預期的急劇上升，不僅源於就業數據本身的疲軟，更反映出市場對美聯儲政策邏輯的重新審視。鮑威爾在7月FOMC會後強調「失業率仍是關鍵變數」，但市場已看穿這一邏輯的局限：失業率滯後於招聘放緩，而關稅與移民的衝擊仍在持續發酵。在會議中，兩位理事投下反對票以支持減息，這也揭示出內部對就業市場評估的深刻分歧。7月的非農報告為美聯儲內部的「觀望派」提供了難以忽視的負面證據，除非8月數據出現顯著反彈，否則9月FOMC啟動減息計劃將成為大概率事件。

金融市場迅速對減息事件進行重新定價，部分交易員開始押注在2025年內累計減息75個基點，而非此前50個基點的溫和假設。資本市場反應劇烈，標普500指數單日下跌約1.6%，美債收益率曲線陡化，2年期利率單日下行25個基點，10年期美債收益率率下行14個基點；美元指數應聲下跌，倫敦金現貨價單日上漲超過2%，均暗示市場正在定價「政策滯後導致的衰退風險」。

前瞻三季度關鍵變數

展望三季度，三個關鍵變數可能主導美聯儲的決策路徑：首先是8月生效的關稅政策對實體經濟的即時衝擊，可能引發需求端的連鎖收縮。其次是移民政策的持續影響，特朗普政府計劃在年底前驅逐30萬非法移民，這將進一步壓縮勞動力供應，形成「驅逐—短缺—工資上漲—通脹加劇」的惡性循環。最後是全球供應鏈的重構進程，中國、歐盟等主要交易夥伴的反制措施，可能使美國出口企業面臨訂單流失與成本上升的雙重壓力。在這種複雜的環境下，美聯儲將面臨艱難的政策權衡。若堅持「先觀察再行動」的立場，可能錯失穩定市場預期的最佳時機。

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。

美國就業報告揭示經濟隱憂加劇

黃偉棠 寰宇天融投資管理行政總裁、香港都會大學客席講師、註冊會計師、特許金融分析師

美國勞工統計局（BLS）最新發布的2025年7月就業報告顯示，美國經濟正面臨顯著挑戰。報告指出，7月非農就業僅增加73,000個，遠低於市場預期的100,000個，且5月和6月的就業數據被大幅下修，合計減少258,000個就業機會。失業率從4.1%微升至4.2%，勉強未達4.3%。更令人擔憂的是，周期性行業如製造業、零售業及批發貿易的就業增長幾乎停滯，顯示經濟活動正在放緩。

過去六個月，美國經濟僅新增約50萬個就業機會，較前六個月減少一半，其中40%的下降來自政府部門就業縮減。這表明，特朗普政府自2025年2月中旬上任後推行的政策，如大幅削減政府開支及聯邦就業，正對勞動市場產生顯著影響。但財政政策表現通常需要6至9個月才能完全顯現，若政策自2月開始實施，預計最快在8月中旬或2025年第四季度，普通民眾將切身感受到經濟衝擊。這僅是特朗普政策引發經濟動盪的第一波，後續影響可能更為劇烈。

股市繁榮背後的隱患

雖然2025年第二季度國民生產值增長3.0%，較第

一季度的-0.5%有所反彈，但這一增長主要由進口減少及消費支出增加推動，而非廣泛的經濟復甦。標普500指數企業利潤增長10%，看似強勁，但細究發現，利潤增長主要集中於人工智能板塊及金融業，其他行業如消費品和材料業的盈利增長顯著放緩，反映出嚴重行業分歧。這與周期性行業就業停滯的趨勢相呼應，顯示美國經濟內部結構性問題日益嚴重。

即將到來的全球經濟挑戰

2024年第一季度，美國經濟增長2.4%，但整體就業增長已從2023年的300萬個降至2024年的220萬個，顯示勞動市場早在特朗普上任前已開始放緩。與此同時，全球競爭加劇，特別是內地的人工智能技術（如DeepSeek）與美國的ChatGPT能一比高下，競爭加劇，更削弱美國科技主導地位。內地經濟自2016年以來內需擴大並增強抗壓能力，特朗普低估這一變化，急於與國家領導人會面以緩解貿易緊張，但目前中方對此興趣不大。股市看似被注入激刺而被推更高，但美國內部經濟基礎已顯腐朽，

難以支撐長期繁榮。

美國經濟自2009年全球金融危機以來，已連續15年保持增長，遠超歷史上的經濟平均周期。2020年疫情引發短暫衰退，但隨後的快速反彈掩蓋結構性失衡。歷史經驗表明，經濟不可能無限增長，連續15年的擴張如同連續擲硬幣15次而得正面，這極其罕見。特朗普政策進一步加劇不確定性，他對勞工統計局、證券交易委員會、最高法院甚至聯邦儲備系統施壓，試圖操縱數據與政策，這破壞獨立營運機構信譽。例如，特朗普以無根據的指控僱傭勞工統計局負責人Erika McEntarfer，顯示其試圖將經濟數據政治化。此舉雖未即刻動搖市場信心，但長期來看，對美國風險資產評估的影響遠超關稅政策。

全球經濟衰退早已矍矍來遲，環球經濟循環顯示衰退風險正在積聚。隨著就業市場疲軟、周期性行業停滯以及全球競爭加劇，美國經濟正面臨結構性挑戰。若失業率持續上升，衰退壓力可能在2025年底或2026年初顯現，屆時美國經濟或將迎來真正的考驗。

港島貴重屋地連續成交 豪宅後市看高一線

張宏業 中國房地產評估師、英國特許測量師、香港測量師、澳門房地產評估協會會員、粵港澳大灣區數字產業協會副會長、香港上市公司獨立非執行董事

三月份，春磡角道68至70號以2.2億元成交，而七月底再傳來華潤隆地以總價48億出售山頂道40號5幢洋房和白加道二號11幢洋房。市傳前者是業主需要回應銀主減價要求，後者則是業主進行多月洽談自願性出售。縱然兩者出售原委不同，但也證明豪宅價值回調到現有水平已經吸引投資者和自用者積極入市，市場轉向穩定跡象可尋。

春磡角地皮成交價合理

根據城市規劃規定，春磡角道68至70號屬於住宅丙類用途，重建時會是現時建築物地積比/層數或是按照最新規劃系數的地積比0.75及三層住宅加一層停車場，以較高者為準則。該地皮面積約14,400平方呎，最大重建建築面積約10,800平方呎，可興建一幢獨立屋或兩幢平均約5400平方呎大屋。

其實原業主最早叫價是3.8億元，等於呎價35,200元，再加上發展總成本預算不少於8,000元/平方呎及二成合理發展利潤，則最後售價大約52,000元/平方呎（建築）或70,000元/平方呎（實用），明顯地遠高現時附近新屋呎價。再說最後成交價2.2億元，用相同方程式和數字計算，則最終售價呎價減低至34,000元（建築）或45,400元（實用）。當業主肯接受現時市價，成交變得不太困難了，反映市場承接力仍然不弱。

山頂屋地成交顯示重建有利可圖

業主以約48億元成功出售兩組豪華屋地，包括建於2004年的山頂道40號和1992年的白加道2號，一共16幢洋房，平均呎價大約88,000元。現時較新的建築的均呎租約100元，而較老的均呎租只有約70元。不難相信它們重建後呎租會有大幅上升空間。例如白加道重建後呎租可能達到百元，有不少於40%升幅。如果估算重建後的價值，相比現時售價，升值可望達到30,000元/平方呎以上，對比投入重建總發展成本，享受不低於二倍回報，是非常划算的投資。長久以來，山頂和南區豪華屋地段都由本地和附近地區的富豪持有自住，重建案例不多。這些豪宅大多已逾三十年，再重建必然抬高售價，吸引不少新老業主啟動重建。

激晨項目銷售理想

從五月底起兩個月間，激晨及激晨2合共售出大約500伙，共錄得60組大手交易，涉及逾150伙，一共套現近88億元。截至上月底，該樓盤暫時銷售金額冠絕全港一手項目，平均成交價近27,000元，可謂今年豪華大廈一手單位銷售最火紅的，說明只要新盤定價低於同區同類二手價格，再逐漸微加價加推單位，銷售成績是不俗的。