

# 4000 美元不是終點 ETH 創新高可能性顯著增強

加密演義



丁肇飛

HashKey Group  
首席分析師

過去兩周，ETH 在經歷短暫回調後重新走強，8月10日一度突破4,300美元，創下近三年來的新高，並逼近2021年牛市時的4,800美元歷史高點。與上一輪周期相比，目前的資金結構、合規環境和技術路徑已發生重大變化：ETF和機構資金正在重塑資金流入方式，鏈上性能升級則在降低使用成本的同时推高活躍度。

自誕生以來，以太坊憑藉強大的智能合約能力和去中心化應用潛力，持續引領全球區塊鏈生態的發展，從早期比特幣的補充，演變為如今支撐數萬億美元價值的DeFi（去中心化金融）、NFT（非同质化代幣）和RWA（現實世界資產）生態，以太坊的價格動態始終反映了技術進步、宏觀市場的環境。2021年多頭市場中創下的4,800美元歷史高



●展望未來12至24個月，ETH創新高的可能性顯著增強，價格有望進入新的估值區間。資料圖片

點，正是這一演進的集中體現。當時全球低利率、疫情刺激政策和生態爆發疊加，推動ETH從新興資產加速向主流價值儲存轉型。今天重新逼近這個高點，既是市場復甦的信號，也是檢驗新周期成長邏輯的關鍵時刻。

未來12至24個月，幾條主線將決定ETF與機構在ETH市場的角色。首先是機制，in-kind普及將進一步壓縮交易成本、優化追蹤表現，使ETH ETF更接近成熟商品ETF的運作模式，這對中長期配置盤是重要利好。其次是政策，目前美國ETF普遍不質押，一旦放開，資金常駐性和產品吸引力將顯著提高。最後是集中度治理，託管與驗證權的高度集中雖然提升了效率，但也帶來系統性風險，大型託

管商和發行人可能掌握過高的驗證節點比例。

ETH價格上望5000美元關口

ETH突破歷史高點的可能性在2025年下半年顯著增強，8月10日，ETH突破4,300美元，接近4,800美元的心理關口。這前景直接受益於Pectra升級的激活，該升級透過賬戶抽象和blob吞吐量提升，降低了Layer2成本並優化了用戶體驗，推動DeFi和RWA應用的加速採用，進一步放大網絡需求和通縮效應。

即將到來的Fusaka升級預計在2025年第四季引入PeerDAS技術，提升數據可用性和節點去中心化，將強化以太坊在元宇宙和供應鏈領域的競爭力，潛在刺激開發者活動激進並吸引更多機構資金流入。這些升級的協同效應預計將驅動TVL持續擴張，結合AI和零知識證明的集成，強化以太坊作為基礎設施平台的價值存儲屬性，從而支撐價格向5,000美元以上區間推進。

雖然「七姐妹」是美股科技股的代名詞，但它們早已在不同程度上涉足區塊鏈，更多是以基礎設施和應用入口的方式參與而非自建公鏈。微軟、Google和亞馬遜分別透過雲端服務提供區塊鏈節點託管與部署；蘋果在支付和應用商店政策中接納NFT應用；Meta嘗試過穩定幣和數位身份布局；特斯拉直接持有並交易比特幣；英偉達的GPU則長期為加密網絡提供算力基礎。

以2024年數據，「七姐妹」的市銷率中位數約12倍，ETH的類市銷率約210倍；以2025年降費後的

運行水平，這一數字甚至高達360倍。從營收倍數的角度來看，ETH的估值明顯更高，但這並非需求減少後的泡沫，而是因為擴容降費壓低了單筆交易價格、推高了用量，從而在統計口徑上稀釋了營收。如果將網絡活躍度、L2結算量和長期通貨緊縮效應納入考慮，這種高倍數更反映了市場對未來成長的預期，而不是估值失真。

ETH作為全球區塊鏈生態的核心資產，其幣價形成與未來發展潛力已逐步建構出清晰的邏輯閉環。從2021年牛市高峰期確立的4,800美元心理點位，到目前ETF與機構資金的深度參與，再到技術升級驅動的生態擴展，以太坊正處於由「價值捕獲」向「價值釋放」轉變的關鍵階段。

估值遠勝美股「七姐妹」

在估值方面，雖然ETH目前的「類市銷率」遠高於美股「七姐妹」，但該溢價反映的是市場對其未來網絡效應與生態不可替代性的預期，而非短期泡沫。隨著鏈上活躍度提升、通貨緊縮機制強化以及質押政策的潛在放開，ETH的資本回報邏輯將更加成熟。

展望未來12至24個月，ETH創新高的可能性顯著增強，尤其在Fusaka升級落地與ETF持續流入的雙重推動下，價格有望進入新的估值區間。儘管仍面臨監管、技術競爭與宏觀經濟的不確定性，但以太坊的技術演進與生態擴展能力將持續鞏固其在全球數位資產體系中的領導地位。

(節錄)

## 特朗普步步進逼 美聯儲採拖字訣

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

近期美國勞工數據不濟，大幅向下修訂，拖累勞工統計局長被美國總統特朗普藉故解僱，投資者意識到，關稅落實後，真實情況比想像中差很多，特朗普才需要技術官僚絕對服從配合，以達至有效執行目的。

事實上，繼早前對美聯儲主席鮑威爾步步進逼，不斷在公開場合要求減息，且幅度高至3厘，如今又不惜炒掉勞工統計局長，以示對下修數據之不滿，在沒提供證據下，指摘局長為政治目的操縱數據，特朗普此舉不單指鹿為馬，以政治干預打壓技術官僚，更無視局方多年做法正是為了避免因政治壓力而搬龍門。

理事空缺打亂部署

面對特朗普如此壓迫，難怪美聯儲有理事乾脆辭職，寧願重返校園，免卻人事紛擾。正因此空缺，某程度打亂特朗普部署。他一直找尋人選，志在代替鮑威爾主席之位，未想過臨時有理事請辭，故不能在盛傳將接替主席位置人選中放

棄任何一個，只能另以本身經濟顧問頂上。

由此可見，當前形勢相當兇險，特朗普擺明車馬干預，外界反應冷靜，只是前周為炒掉勞工統計局長有過一點反應而已。

隨着時間流逝，很快可發現，關稅戰帶來的所謂關稅收入，未必如想像般多，經濟常識所知，正常情況下，不只出口商付出，相當部分由美國入口商和消費者付出，最終影響經濟放緩甚至衰退，是故8月落實關稅細節後，股市升勢可能放慢。

當特朗普對財金官僚愈發干預，外界愈有必要做好心理準備，面對隨時出現額外風險。基於其執着於關稅手段，並以此築起不同政策，包括針對外國競爭者，也包括要求本身技術官僚配合，滿足執政所需，未來一段時間，相關衝突將無日無之。

誠然，有了4月關稅戰愈演愈烈的經驗，投資者已設想最壞可能性，對美元角色以至美國財政黑洞不存任何幻想，但就算另覓儲備，不見得可

一日完成。

如果是，回歸減息時間表，撤除政治干預角度，純數據為本，美聯儲一舉兩得，包括主席鮑威爾在內，大可賣個順水人情，根據8月關稅實施後數據客觀判斷，9月投石問路，先減25點子，皆大歡喜，堵住特朗普的口。

若非一再施壓 大可9月減息

問題是，成也多言，敗也多言。特朗普施壓，反令決策官員難做，應酬不應酬都不容易，乾脆多等一陣子，9月不減息，10月才有更多數據，數據為本，才是綜合所有動機和決策局限下的最優方案。特朗普不給面子，不妨拖到10月，等齊數據，10月和12月各減25點子，滿足各方所需。這亦間接解釋，何以大家憧憬減息，但現貨金3,400大關一直存在重大阻力。

(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。)

## 通脹減息續博弈 美股後市臨考驗

時富金融研究部

上周標普500指數錄得近六周以來最大單周升幅，市場情緒在強勁業績、科技巨頭領漲及減息憧憬的三重推動下顯著回暖。然而，在貿易摩擦陰霾未散、估值已處於歷史高位的背景下，這波反彈更多反映市場對流動性拐點的提前押注，而非對企業盈利持續擴張的實質確認。隨着7月CPI數據即將出爐，通脹路徑的細微波動都可能觸發市場對減息預期的劇烈調整，進而考驗本輪反彈的持續性。

自4月低位以來，標普500指數累計反彈逾20%，遠期市盈率快速攀升，風險溢價幾近消失。值得注意的是，歷史數據顯示，第三季度通常是美股全年波動加劇的時段，疊加當前估值極端偏離，任何遜於預期的宏觀數據都可能成為觸發獲利回吐的催化劑。更需警惕的是，當前標普500指數距離7月歷史高位僅一步之遙，高位的擁擠交易結構或放大潛在的下行幅度。

通脹數據成短線關鍵

勞動力市場持續釋放緩信號：上周初請及續請失業救濟人數同步上升，企業招聘意願邊際減弱，美國ISM服務業指數更逼近榮枯分界線。市場正陷入「在職者不願轉工、求職者難覓機會」的結構性僵局。若裁員規模溫和擴大，失業率可能加速上升——此情景雖會強化減息預期，但同時亦可能拖累企業盈利預期進入下調周期，導致估值與盈利面臨「雙殺」風險。

本周二公布的美國7月CPI數據將直接影響市場對9月FOMC減息幅度的預期。目前利率期貨顯示，9月減息25基點概率接近九成，全年累計減息75基點的預期亦已過半。若核心通脹高於預期，可能削弱市場對寬鬆政策的樂觀情緒；反之，若數據延續降溫趨勢，市場對「預防性減息」的定價將進一步升溫，科技巨頭及利率敏感板塊有望維持強勢。

當前減息交易的核心矛盾，在於政策放鬆能否及時抵消經濟放緩對企業盈利（EPS）的潛在衝擊。雖然第二季度財報季至今，逾八成企業盈利勝預期，但管理層的前瞻指引普遍趨向審慎，資本開支及股份回購步伐均有所放緩。現時的盈利上修主要由少數科技龍頭推動，一旦宏觀需求轉弱，龍頭企業的高基數效應將放大整體指數的盈利下行壓力，市場回調風險亦隨之上升。

宜平衡配置應對波動

在流動性寬鬆預期與經濟基本面的博弈中，美股已提前反映政策放鬆紅利，但這一趨勢能否持續，仍需通脹及就業數據的最終確認。本周的CPI數據將直接左右市場對減息節奏的預期，進而決定指數是突破歷史高位，還是步入階段性調整。對投資者而言，與其單向押注，不如把握波動率上升帶來的對沖成本下降機會，構建攻守兼備的組合策略，以應對潛在的政策預期調整風險。

## 市場「股債雙牛」可期 把握結構性投資機會成「勝負手」

安昀 施羅德基金管理(中國)有限公司副總經理 單坤 施羅德基金管理(中國)有限公司固定收益投資總監

2025年以來，先有美國關稅政策擾動，後有海外地緣衝突影響，但內地市場表現較為堅韌。上半年，上證綜指、滬深300、創業板指及中證500等主流寬基分別取得2.76%、0.03%、0.53%及3.31%的漲幅；債市方面，中證全債指數同期也上漲了1.14%。站在當前時間窗口，下半年股債兩市將如何演繹？哪些產業板塊的投資機會值得關注？對此，施羅德投資分析認為，2025年下半年內地市場可望呈現「股債雙牛」的格局。其中，股票市場主要為擁抱新經濟的結構性投資機會，而債券市場則較為「緩慢成長，低通脹，低利率」的資產荒行情。

區域方面，大中華區等新興市場具備較大吸引力。其中，A股市場未來雖然仍存在不確定性，但經濟有下行壓力之下流動性始終偏寬鬆，決策也已充分認識到股市對於公眾信心和消費的影響，同時投資市場亦充分預期中美關係緊張因素。這些因素或有助於緩解市場下行風險，因此對於下半年A股市場，把握結構性機會或將成為投資「勝負手」。

GPU供應鏈可重點關注

從內地具體板塊來看，在周期性板塊方面短期

可關注有色金屬的結構性機會，但板塊全面共振仍需待宏觀需求出現明顯改善。工業製造行業板塊整體穩定，汽車價格戰或成為主要擾動因素。其中，整車企業估值處於合理水平，但零件板塊受主題交替影響出現調整，波動風險值得關注。消費性板塊或將呈現新舊分化局面，潮玩（潮流玩具）「出海」到國際市場成為新亮點。此外，新消費領域機會活躍，傳統消費仍處調整階段，市場風格偏向結構性機會。而近年來表現最活躍的科技板塊未來或將出現明顯的海內外分化格局，海外算力需求持續超预期成為核心亮點，可重點關注GPU供應鏈、光模組及高頻寬儲存等受益於全球人工智能(AI)基礎建設的硬體環節。

在債券市場方面，兩個重要變化非常值得重視。一是美元指數的大幅波動以及人民幣的階段性走強。根據以往人民幣升值周期的表現，境內股票資產通常會有較好的表現。其二，伴隨美元持續回落，環球資本不再單一青睞美元資產，越來越多開始加大對歐洲及新興市場國家的配置。此外，目前美聯儲降息步伐日益謹慎，這些環球資本市場的動向為香港及內地資本市場創造了有利的外圍環境。

從宏觀角度來看，現階段內地正面對人口結構的快速變化和複雜的地緣政治局勢，內地經濟正在加速轉型，一系列核心政策不斷推動消費和科技使其成為經濟的新增長點。同時，內地已步入低利率環境，商業銀行1年期定期存款掛牌利率目前在1%以下，因此大類資產配置或多元化投資理念將成為未來投資的核心思維。而從大類資產配置的角度出發，2025年下半年可適當關注對於「固收+」、股票、海外短債和黃金的配置，以期共享內地經濟轉型期可能帶來的紅利。

信用債市場料續獲青睞

下半年內地債市場利好因素牢固，可望繼續扮演投資組合中的「壓艙石」角色，其表現值得期待。雖然債券市場的股息率一路下降，但反映了當前較為寬鬆的貨幣環境和較低的通脹壓力，預計2025年下半年宏觀環境依然支持債券市場的表現。受地產市場調整影響，2025年部分資金開始不斷流入金融市場。擁有低波動和穩健收益特徵的債券市場，尤其是信用債市場，持續受到投資者青睞，形成了較穩定的供需格局。當下債券市場仍處於穩定上行的慢牛行情中，但賺取超額收益的空間趨於收窄。

## 內地AI發展具長期優勢 未來有望彎道超車引領市場

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

當前人工智能(AI)已成為全球科技與經濟焦點，美國企業如OpenAI與Google開發出模擬人類推理系統，並推出圖像、影片等代理工具，迅速滲透日常生活及產業應用，鎖定網絡外部市場。技術擴散速度已超越移動互聯網時代，僅用18個月就達到25%企業採用率。相對地，中國雖起步較晚，但如今快速追趕，推出DeepSeek、阿里巴巴Qwen與Moonshot模型，效能逼近美國領先者。特別是在垂直領域應用方面，憑藉龐大製造業場景優勢，在工業AI解決方案上已形成差異化競爭力。國家視AI為核心優先，透過豐厚補貼、資料中心網絡與開放源碼策略加速普及。

數據顯示，2023年AI相關政策補貼總額同比增長65%，重點扶持晶片、算法等核心環節。開放源碼

讓國家模型免費供全球使用，與美國封閉模式對比，這種策略已吸引超過150個國家的開發者參與生態建設。雖然國家初期受晶片管制，但透過本地研發彌補，在AI專利申請量上已連續兩年保持20%以上的增速，與美國並駕齊驅，展現強勁競爭力。

產業轉型結構性機遇巨大

AI市場潛力無限，投資規模爆炸式增長，美國巨頭如Google、Meta、Microsoft與Amazon今年資本支出逾3,400億美元，主要投入資料中心與AI基礎設施。這相當於這些企業將近40%的年度現金流用於AI布局，顯示戰略轉型的決心。

內地企業如阿里巴巴、騰訊投入近980億美元設立基金支持初創，地方提供補助吸引人才與創業

家。在應用層面，金融、醫療、教育等行業的AI滲透率已突破30%臨界點，開始進入規模化應用階段。開放源碼加速AI商品化，全球採用率飆升，但帶來產業顛覆。服務業高人力企業特別脆弱，AI重塑廣告、研究與行政工作，類似網絡革命，傳統公司恐淘汰。據統計，約45%常規性工作內容可被AI替代，這將在未來三年內導致就業結構的重大調整。但也創造新機會，國家以此進軍全球，強化戰略價值與經濟影響力。AI帶動的新興職位，如提示詞工程師、AI訓練師等崗位需求年增長達300%，顯示產業轉型中的結構性機會。

規模化應用優勢增競爭力

國家在AI發展方面展現巨大潛力，在太陽能、無

人機、太空經濟與機器人領域均能主導市場。內地從小學起導入AI教育，設立風險基金，並吸引海外專家回流逾7,000人，其中30%具有國際頂尖企業工作經驗。

在未來AI治理方面，國家倡議確保技術普惠，在成本效率與創新應用上有望領先。憑藉規模化應用優勢，國家在AI解決方案方面的部署成本僅為美國同類產品的60%，這將成為全球擴張的重要競爭力，轉化為長期優勢，在AI競賽的下半場有望實現彎道超車。

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。