

為了SpaceX 納指連規則都改了?美國進入巨企特權時代

銘察秋毫

2026年的美國資本市場，正在出現一個極具象徵性的轉變。全球矚目的企業SpaceX，尚未正式掛牌，已經令納斯達克(Nasdaq)主動修改市場規則。這並非普通的制度微調，而是足以改寫全球IPO遊戲規則的轉變。



陳澤源

特許公司秘書公會會員、榮譽法律師、EMBA、證監會會員、律師

根據最新公布的安排，納斯達克自2026年5月1日起，修訂旗下納斯達克100指數(Nasdaq 100)的納入機制，容許超大型IPO企業在上市後僅15個交易日便可獲納入指數，而過往市場普遍需要等待超過3個月。同時，新規則亦調低了公眾流通股(public float)的計算要求，即使企業初期只有有限比例股份公開流通，仍有機會快速進入指數體系。市場普遍認為，這明顯是為估值可能高達兩萬億美元的SpaceX鋪路。

這件事最震撼之處，不只因為SpaceX的重要性，而是它揭示了一個現實：今日的美國金融市場，已經由「市場決定規則」，轉變成「為巨型企業改寫規則」。過去數十年，交易所之間的競爭，主要集中於上市費用、科技系統、交易效率以及監管環境。但近年來，全球資本市場的競爭邏輯已經改變。決定交易所地位的，不再是交易平台本身，而是誰能搶到最具影響力的新經濟企業。

美國IPO衰退 需明星企業「撐場」

從某種層面而言，SpaceX的重要性甚至超越了傳統科技巨頭。它不只是航天公司，更是集衛星通訊、軍工科技、人工智能基建、低軌衛星網絡與國家安全戰略於一身的超級企業。旗下Starlink業務已深度參與全球通訊基建，而SpaceX本身亦成為美國政府太空戰略不可或缺的一部分。當這類企業上市時，背後牽動的不仅是投資市場，而是整個美國科技霸權的資本化工程。

這反映了美國IPO市場近年的結構性衰退。表面上，美股仍然是全球最大資本市場，但實際上，美國近年的IPO數量與質量已明顯下降。高利率環境、監管不確定性，以及私募市場過度成熟，令大量科技企業選擇長期留在私人市場融資，而非急於上市。很多獨角獸企業甚至在未上市前，估值已經超過不少標普500企業。這導致交易所之間對明星股IPO的爭奪愈發激烈。對納斯達克而言，若能成功吸納SpaceX，不單可提升市場成交量，更重要的是穩固其科技資本集資平台的龍頭地位。

更值得注意的是，被動投資(Passive Investing)如今已成為美股最強大的資金力量之一。以追蹤納

斯達克100指數的ETF為例，當一家公司被納入指數後，數以千億美元的被動資金便會買入該股票。若SpaceX能在上市後15個交易日內進入指數，大量ETF及退休基金資金將被迫追入。

這是一場制度化的資金導流。納斯達克並不只是替SpaceX提供上市便利，而是在替整個市場預先製造流動性與估值支持。這亦解釋了為何市場擔心SpaceX上市後股價可能迅速被動推高，形成類似當年Tesla被納入標普500後的資金擠壓效應。

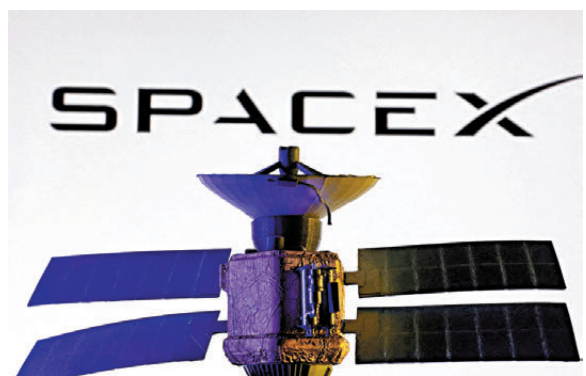
這是否意味着美國市場正在進入巨企特權化時代？證券市場應建立於公平與一致監管原則之上，但現在只要一聞企業夠大、夠政治與戰略價值時，交易所甚至願意修改規則去迎合它。這反映美國金融市場的資金集中化。今天的美股，資金愈來愈集中於少數科技巨企。所謂「Magnificent Seven」已長期主導大市升幅，而AI熱潮令資本更進一步向大型科企聚集。市場不再追求全面繁榮，而是依賴極少數超級公司支撐。這會令市場出現兩極化趨勢。

一方面，擁有AI、航天、量子科技、國防科技等戰略屬性的企業，將獲得前所未有的資本溢價；而中小型企業將愈來愈難獲市場關注，IPO門檻亦可能實際提高。未來幾年，美國市場或將出現數宗超大型IPO，包括人工智能基建、國防AI、機械人、自動駕駛、生物科技及太空經濟相關企業。這些企業未上市前，估值已可能達數千億美元。交易所之間的競爭，也將由傳統金融競爭，演變成國家科技競爭。SpaceX事件，更可能成為全球交易所改革的開端。

其他交易所或跟進修改制度

未來紐約交易所、港交所甚至中東市場，也會推出更具針對性的上市制度，以吸引新經濟企業巨頭。香港近年積極發展Web3、數字資產與科技融資市場，其實亦反映了全球交易所已不再只是金融平台，而是國家科技競爭的一部分。過去，金融市場主導實體經濟；未來，可能是科技與地緣政治反過來主導金融市場。當AI、太空、能源與國防科技逐漸成為國家競爭核心，交易所、ETF、指數公司甚至退休基金，都將被納入這場新時代競爭之中。

SpaceX尚未上市，但它已經改變了華爾街。這或許才是真正值得全球投資者深思的地方。



●在市場憧憬SpaceX即將啟動上市計劃之際，納斯達克主動推動修改市場規則。路透社

助力人民幣國際化 離岸國債期貨推出恰逢其時

丁文達 香港中資期貨業協會副會長、工銀國際董事總經理



香港中資期貨業協會
CHINESE FUTURES ASSOCIATION OF HONG KONG

香港中資期貨業協會專欄

政策層已經將離岸國債期貨列為優先事項，香港特區政府2025年施政報告明確「繼續與內地相關機構商討在港推出離岸國債期貨」，2025年中國人民銀行行長潘功勝在第18屆亞洲金融論壇開幕式上致辭時也指出「支持香港推出離岸人民幣國債期貨」。可以說，離岸國債期貨是人民幣市場生態的重要一環，近年來香港人民幣債券市場發展迅速，各種生態場景不斷豐富，催生出較大的人民幣利率風險管理需求。適時推出離岸國債期貨將有助於形成「現券——期貨——互換——回購」的人民幣利率生態閉環，推動建設更加開放、更具廣度深度與更具流動性的離岸債券市場，這也是推動人民幣國際化和建設金融強國的必然要求。

離岸國債期貨是離岸人民幣生態的重要一環

近年來，境外機構持有的人民幣債券數量快速上升，增加了對管理利率風險產品的需求。截至2026年4月，離岸人民幣債券市場存規模達到1.8萬億元人民幣左右。另外，據債券通數據，截至2026年3月31日，境外機構在中國銀行間市場持有的人民幣債券金額已經達3.19萬億元人民幣，主要為利率債。在香港適時推出離岸國債期貨，已經成為推動離岸人民幣市場向縱深方向發展，響應金融市場高水平對外開放和人民幣國際化新形勢的必然要求。國際市場經驗表明，期貨流動性優於現貨，能有效促進現券市場價格發現，增強現券流動性與做市意願。適時推出離岸國債期貨將有助於提升人民幣資產的可對沖性和吸引力。

「互換通」已開通北向，並在運行中不斷優化，參考利率從短期的上海銀行間同業拆息(SHIBOR)隔夜、SHIBOR三個月和7天回購擴容增加1年期貸款市場報價利率(LPR)，利率互換合約期限也最長延至30年。據港交所數據，2026年一季度互換通規模達到1.77萬億元人民幣，其中3月單月結算名義金額達8,208億元人民幣，創下歷史新高，遠超開通初期千億元左

右的交易規模，顯示市場管理利率風險需求日益旺盛。不過，「互換通」和國債期貨並不是完全的替代品，兩者更多是互補關係。「互換通」是場外交易的衍生品，主要用於固息浮息的互換，基於銀行間利率和LPR；而國債期貨則是場內標準化期限合約，基於國債價格，主要用於對沖現券持倉價格波動或進行方向性交易，是對沖國債利率風險的核心工具。

監管機構公告稱，2026年4月24日起允許合格境外機構投資者和人民幣合格境外機構投資者(QFII和RQFII)參與國債期貨交易，交易目的限於套期保值。這意味着境外投資者可以通過國內期貨市場管理其人民幣債券的利率風險，標誌着境內債券市場高水平對外開放邁向新台階。另外，在香港的離岸國債期貨也即將推出。根據港交所2023年11月28日發布的通知，香港推出的離岸國債期貨將在岸國債為基準，成功推出後將成為離岸市場唯一的中國國債期貨合約，將有助於滿足離岸市場日益增加的人民幣利率風險管理需求。

當前，人民幣生態基礎日漸完善，在岸和離岸金融市場聯繫更加緊密，互聯互通機制在實踐中不斷完善成熟，為在香港推出離岸國債期貨打下堅實的基礎。其中，債券通「北南向」和「南南向」分別於2017年7月3日和2021年9月24日開通，深化了在岸和離岸債券市場的互聯互通，便利了資金的跨境流動，推動在岸和離岸市場融合，具體反映在在岸和離岸人民幣債券利差的收窄。2025年7月8日，「南南向」擴容至非銀機構，這進一步提高在岸和離岸債券市場的互聯互通。2025年7月以來，10年期離岸人民幣國債收益率與境內國債收益率的利差收窄到只有約15個基點，走勢也更為一致。因此，境外投資者將可以利用在香港的離岸國債期貨合約管理其在岸或離岸的人民幣利率風險。

適時在香港推出離岸人民幣國債期貨，將推動在岸和離岸債券市場進一步融合，減少市場間的價差，提升價格發現，形成統一的人民幣定價參考，並進一步擴大境外投資者管理人民幣利率風險的渠道，降低對沖成本、完善人民幣國債收益率曲線，從而加速人民幣由結算貨幣向投資與儲備貨幣的功能躍遷，助力人民幣國際化。

離岸人民幣債券市場是人民幣國際化的重要抓手

近年來，離岸人民幣債券市場快速發展，供給方面，中美無風險利率持續倒掛為離岸人民幣債提供較大的融資優勢，加上常態化發行下離岸人民幣國債曲線日趨完善，吸引不少發行主體在離岸市場選擇以人民幣融資，近年離岸人民幣發行量甚至超過中資美元債發行量。需求方面，中國政策和金融市場穩定性的優勢日益顯現，國際投資者對人民幣資產的樂觀情緒明顯增加，人民幣匯率走強，2026年3月債券「北南向」成交額創下歷史新高。儘管面臨複雜多變的國內外形勢，在宏觀政策發力、新動能加快成長、外需增長等因素推動下，中國經濟運行總體平穩，2025年GDP增速順利實現目標，2026年一季度經濟增長更是超過市場預期，展現出中國經濟的韌性，進一步增強了投資者對中國資產的信心。中國作為全球第二大經濟體和全球第二大債券市場，國際投資者對中國相關資產的配置與中國的經濟實力仍明顯不匹配。考慮到中國經濟的穩健性，以及人民幣資產價格走勢的相對獨立性，隨着中國金融市場的進一步開放，國際投資者對中國資產的配置有望進一步提升。

香港作為離岸人民幣債券市場的主要樞紐，不僅為發行主體和投資者提供了融資和資產配置渠道，還有效帶動了人民幣在投資、交易、支付和結算等多元領域的國際使用，推動完善全球人民幣資金循環，提高其作為儲備和貿易結算貨幣的國際地位，為人民幣國際化深度發展提供了動力。活躍離岸人民幣債券市場，對於推動人民幣國際化具有重要意義。債券通「南南向」自2021年9月開通以來，為離岸人民幣債市場提供更多流動性。2025年，內地和香港監管層進一步推出一系列優化離岸人民幣流動性管理的措施，包括「人民幣業務資金安排」和「跨境債券回購業務」等，有助擴大離岸人民幣資金池，提升流動性。

離岸人民幣市場向縱深方向發展，利率風險管理工具將是下一階段的抓手。適時推出離岸國債期貨為全球投資者提供更便利的人民幣利率風險管理工具，將有助增強人民幣債券市場吸引力，激活市場，助力擴大人民幣的使用場景，並鞏固香港作為全球主要離岸人民幣中心的地位，助力人民幣國際化推進。

從中日汽車產業的此消彼長 看香港的時代性紅利

方國中國(香港)經濟研究院政策研究總監

近年，中日關係的日趨緊張與摩擦加劇乃不爭之事實。外界在分析其原因時，往往習慣於將視線投向歷史積怨、民族情仇，或是地緣政治、中美博弈等宏大敘事之中。然而，若我們剝離這些表層的意識形態與安全焦慮，僅從最為現實的「純經濟視角」去窺探其底層邏輯，不難發現一個極少被大眾提及卻至關重要的核心原因——兩國汽車產業的「攻守異勢」與「此消彼長」。

日本汽車產業：失落全球霸主地位

自上世紀七十年代石油危機以來，日本的豐田、本田和日產等汽車製造業巨頭，憑藉「省油、耐用、性價比高」的產品迅速打開全球市場。相關數據顯示，1980年日本汽車產量已突破1,100萬輛，並一度超越美國成為全球最大汽車生產國；其後持續擴張，在2018年前後全球銷量更達約3,000萬輛。汽車產業長期貢獻日本約8%至10%的GDP，並直接或間接支撐數百萬就業。可見，在過去數十年間，汽車工業不僅是日本的重要產業，更是其在「失落的三十年」中維持經濟韌性的核心支柱。

然而，進入電動化時代，日本車企在技術路線上的判斷出現偏差。過度押注氫能與混合動力(HEV)，加上對內燃機體系的路徑依賴，使其在2020年代初全面爆發的純電動車(BEV)浪潮中步履蹣跚。相反，中國自2010年前後開始將新能源汽車上升為國家戰略，並通過巨額研發投入、產業規劃與基礎設施建設(如充電網絡)系統性推進電動化轉型，並培育出比亞迪、蔚來、理想等電能車翹楚，逐步實現汽車產業的「彎道超車」。

中國電能車：助力汽車產業「彎道超車」

年初，有日媒報道，中國汽車品牌的全球銷量已達到約2,700萬輛，正式超越日本(約2,500萬輛)，結束其自2000年以來長達25年的冠軍地位。

更具象徵意義的是市場結構的劇變。長期以來，東南亞被視為日本汽車產業的「後花園」，例如豐田在泰國市場的市佔率長期維持在30%以上，日系品牌合計市佔一度接近九成。然而，中國電動車憑藉高性價比與智能化配置近年快速滲透市場，在泰國等地的市佔率於短短數年間由不足5%上升至約40%至50%；在2026年初的曼谷國際車展中，比亞迪的訂單量首次超越豐田，成為標誌性轉折點。

這種產業層面的權力轉移，加劇了日本的戰略焦慮，並進一步外溢至政策與外交層面，成為中日關係轉趨複雜的重要經濟動因之一。

香港的時代紅利：超級聯繫人的新角色

事實上，日本汽車產業所承受的衝擊，是全球製造業權力轉移的縮影：以精密機械與工程優化為核心的傳統體系，正讓位於電動化、數字化與智能化驅動的工業新範式。對中國車企而言，挑戰已不止於製造能力，而在於跨越國際市場的制度門檻，包括法規監管、專利訴訟、關稅壁壘及跨文化營運風險。

在這一背景下，香港有潛力從「超級聯繫人」進一步升級為「國際化風控與資本運作中樞」。一方面，香港成熟的航運與貿易融資體系，能夠有效支撐整車出口與供應鏈全球配置；另一方面，香港匯聚普通法體系下的法律專才及熟悉國際規則的專業服務機構。當中國車企在歐美面臨反補貼調查、技術封鎖或知識產權訴訟時，香港能夠提供結構化的法律應對、合規設計與風險對沖方案，成為企業「走出去」過程中的制度緩衝區與風險防火牆，並帶來高附加值的專業服務與總部經濟收益。

中日汽車產業的此消彼長，既是產業競爭，更是技術路徑與制度能力的重構。香港若能準確定位，將有機會在新一輪產業秩序重組中，收穫屬於自身的「時代性紅利」。

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。

2026年代幣化商品市場：演變、應用與展望(三之一)

梁淨明 HashKeyCapital研究員

加密演義

過去一年，代幣化商品規模迅速擴張，資產管理規模(AUM)從13.7億美元同比增長至54.6億美元，年增長率約為300%。儘管該領域的增長速度加快，但這一擴張主要歸功於對貴金屬(尤其是黃金)需求的增長。Tether發行的XAUT和Paxos發行的PAXG這兩大黃金代幣合計佔據了代幣化商品市場約95%的份額。這種高度集中的格局並非某種「短板」，反而釋放了一個明確的信號：該資產類別已在鏈上環境中找到了產品市場匹配點，並藉此蓄勢發力。

代幣化商品能否持續發展已不再是問題；現在的焦點已轉移到代幣化商品何時才能成為散戶和機構的主流資產。在本文，我們將分析代幣化商品的增長軌跡，闡述這一趨勢持續發展的原因，並展望其未來的挑戰和機遇。

自2025年以來，代幣化商品的規模已從13.7億美元增長至2026年第一季度的53億美元，增幅超過530%。從2025年到2026年第一季度，該領域每月均實現淨流入，凸顯了市場對代幣化商品的持續需求以及機構參與度的不斷提高。

代幣化商品可分為以下幾類：貴金屬、能源、農產品、工業金屬和畜牧業。在這些類別中，代

幣化商品的增長並不均衡，黃金的市場份額遠超其他代幣化商品，佔比超過95%。考慮到2025年貴金屬價格的顯著上漲，這一現象並不令人意外。在全球地緣政治緊張局勢加劇的情況下，各國央行和機構紛紛湧入市場，積累儲備，導致貴金屬價格漲幅超過其他資產。儘管如此，這種初步的吸引力鞏固了代幣化商品的產品市場契合度和分銷潛力，我們相信隨着更多資產的逐步引入，這種趨勢將會繼續下去。

5大結構性因素推動增長

代幣化商品會持續發展嗎？是的！以下結構性因素使其成為一種持久趨勢，而非周期性趨勢：

1) 鏈上投資組合多元化。2) 突破傳統金融局限，強化價格發現。3) 讓大眾更容易參與，並允許對單一資產進行方向性押注，這類資產的准入門檻往往比ETF還要高，普通人難以觸及。4) 機構的採用將推動規模和分銷。5) DeFi的可組合性催生了新的應用場景。

事實證明，大宗商品與股票、加密貨幣、固定收益和美元的相關性較低。此外，它們還能起到對沖通脹的作用。雖然比特幣一直被譽為避險資

產，但其價格波動較大，使其更像是一種風險資產。將代幣化大宗商品添加到投資組合中，有助於分散風險，抵禦市場波動。

在傳統金融領域，像芝加哥商品交易所(CME)這樣的主流交易所每逢周末都會休市。對於管理着跨越時區的全球投資組合的機構，或是在周末宏觀事件期間對沖風險的投資者來說，這種結構性斷層帶來的痛點愈發顯著。而資產的代幣化版本則實現了7x24小時不間斷的交易與結算，使資產價格能在周末根據市場情緒迅速調整，實時反映最新動態。

這種需求在近幾個月內持續攀升，周末交易量佔比已從約7%環比增長至9%。根據CoinGecko的一項研究，在2025年至2026年第一季度期間，代幣化黃金在周末的「定向預測」表現亮眼——當傳統市場周一開盤後，約有三分之二的價格走勢與周末鏈上表現一致。這種對線下市場預測準確率的提升，也側面印證了代幣化資產流動性深度的增強。

隨着交易者愈發頻繁地利用鏈上平台進行套利與對衝，整體的價格發現機制正變得更加高效。

(待續，未完)