

中美關係向「競爭下的風險管理」發展

銘察秋 毫

上星期，中美經貿團隊在紐約及華盛頓展開第八輪經貿磋商，隨後國家主席習近平與美國總統特朗普會晤，雙方在經貿、投資、農業、金融、人工智能（AI）及人員往來等多個領域取得共識。從成果內容看，今次兩國元首會晤並非傳統意義上的大交易，而是一套更值得關注的經貿關係穩定機制：中美不再以一次性協議解決所有矛盾，而是嘗試建立一套可以持續談、持續管、持續調整的制度框架。



陳淦銘

特許公司秘書公會會士、榮譽法律學士、EMBA、證監會負責人員牌照

最直接的成果，是雙方同意以對等方式降低約300億美元進口產品的關稅，超過九成相關產品將免除相互加徵的關稅，回到最惠國待遇水平。美方涉及玩具、家電、嬰兒用品等中國商品，中方則涉及農產品、醫療器械、個人護理用品及煤炭等美國商品。與此同時，雙方把原定11月10日到期的部分關稅休戰安排延長至2027年1月10日，為企業提供額外的政策緩衝期。

這個安排的真正價值，不只是減了多少關稅，而是雙方重新確認了一個基本原則：關稅可以作為談判工具，但不能無限期地成為中美經貿關係的常態。對中國而言，部分出口商品恢復較低關稅，有助穩定外貿企業訂單及全球供應鏈布局；對美國而言，降低部分中國商品成本，也有助舒緩企業進口成本及消費市場壓力。對全球經濟而言，最大的正面意義則是降低世界兩大經濟體突然重新爆發全面關稅戰的風險。

經貿磋商走向機制化

第二個值得注意的變化，是中美經貿磋商開始機制化。雙方同意建立中美貿易理事會，並在其下設農業工作組；同時建立中美投資理事會，就投資機會、投資障礙、政策透明度及企業合理關切進行常態化對話。換言之，中美經貿談判開始由最高領導人層面的國事峰會，逐步轉向部門、工作組及專業層面的長期談判。

這對金融市場尤其重要。金融市場最怕的未必是高關稅本身，而是政策突然轉向、規則不可預測。今次中方明確表示，將依法依规審批包括美資在內各國金融機構在華展業及設立分支機構的申請，同時希望美方為中資金融機構提供公平、透明及穩定的政策環境。這意味着金融服務有機會成為中美經貿關係下一階段可合作、可交換的領域。

人工智能對話啟動

第三個重要信號來自人工智能。中美首次在經貿磋商機制下就AI進行對話，雙方討論AI的風險與收益，並同意在11月底前再次對話及建立AI事件溝通渠道。這一點的戰略意義甚至可能高於部分商品關

稅，因為AI已經同時涉及經濟增長、產業競爭、金融市場及國家安全，單純依靠出口管制或制裁並不足以管理風險。中美即使在AI產業競爭上存在重大分歧，也需要保持最低限度的溝通渠道，避免技術競爭演變成不可控的政策衝突。

從今次共識反映出的經濟策略看，中美雙方其實正在形成一種新競爭模式。美國並沒有放棄在科技及產業鏈上的競爭政策，中國亦沒有放棄自主發展及供應鏈安全策略；但雙方都開始承認，全面脫鉤的成本太高，而有限度的合作可以為自身經濟爭取更大迴旋空間。美國需要中國的製造能力及消費市場，中國亦需要穩定的外貿環境及全球投資、科技和金融市場。

因此，今次協議更應理解為「競爭下的風險管理」，而不是中美經貿矛盾已經消失。事實上，過去協議落實程度並不完全一致，美國企業及政策圈對中國市場准入、產業政策及科技競爭仍存在不同程度疑慮；中國方面亦持續關注美國出口管制、投資限制及對中資企業的政策環境。相關問題不會因一次峰會而消失。

落實執行機制為要

所以，中美下一步最需要補上的，是落實執行機制。第一，要把降稅清單、實施時間及例外情況盡快透明化，避免市場對政策產生不同解讀。第二，貿易及投資理事會需要建立明確的爭議處理、申訴及政策預警機制，讓企業不必每隔幾個月等待兩國領導人會面才知道下一步政策。第三，AI對話應逐步由原則性交流進入具體的安全標準、事件通報及

危機處理。第四，金融服務合作則應進一步落實到市場准入、牌照審批及跨境資本活動層面。

更重要的是，中美需要建立「小步前進、逐項驗證」的談判文化。對於農業、能源、金融、航班及投資等相對容易取得共識的領域，可以先擴大合作清單；對AI、半導體、出口管制等高度敏感議題，則應建立護欄，先控制風險，再尋求突破。

世界經濟真正需要的，不是中美突然變成沒有競爭的夥伴，而是兩個全球最大經濟體可以在競爭之中保持可預測、在分歧之中保持可溝通。從這個角度看，兩國元首會晤最值得市場關注的，並不是300億美元本身，而是中美經貿關係開始由關稅博弈走向制度化管控競爭。如果未來雙方能落實今次共識，並逐步擴大合作清單、縮小問題清單，這將不只影響中美兩國，更可能成為未來全球供應鏈、投資及金融市場重新尋找穩定預期的重要起點。



● 中美之間關稅博弈出現實質性暫緩，有分析指出，最需要的是落實執行機制。 資料圖片

香港美股期貨：聯通內外的衍生品基石 助力跨境資本穩健運作(三之一)

李志森 香港中資期貨業協會副會長，興證國際期貨有限公司董事



香港中資期貨業協會專欄

全球資本市場波動加劇，資金跨境配置日趨頻繁，香港作為國際金融中心，亦是連接內地與環球市場的「超級聯繫人」，衍生品市場的價值持續凸顯。股票期貨作為場內標準化衍生品的核心品類，既是美國成熟資本市場穩定運行的重要支柱，也是香港金融生態圈不可或缺的一環。在互聯互通機制不斷深化的大環境下，香港的美股股票期貨早已超越單純交易工具的定位，為內地與海外投資者提供離岸風險管理渠道，鞏固香港作為亞洲風險管理樞紐的地位，推動港股、美股期貨市場有序運作。本文從股票期貨的基礎功能、美國市場實踐、香港市場定位出發，剖析股票期貨在現代衍生品市場中的重要角色，以及其如何服務跨境投資者，促進香港資本市場持續繁榮。

一、股票期貨的底層邏輯：現貨市場配套的風險管理基礎設施

股票期貨是以單隻股票、股票指數為標的的標準化場內期貨合約，交易雙方約定在未來特定時間，

以協定價格買賣對應股票資產。對比股票現貨，股票期貨具備槓桿、雙向交易、套期保值三大核心特性，其首要功能並非投機買賣，而是為股票現貨市場提供風險對沖工具，舒緩現貨價格大幅震盪，完善資產定價機制。

成熟市場經驗顯示，一個穩健的股票現貨市場，必須配套完善的衍生品工具。倘若市場只可以單邊買入，一旦遇上宏觀衝擊、行業周期轉變或外圍市場震盪，投資者只能集中拋售股票，容易觸發市場踩踏。股票期貨容許投資者在持有股票現貨的同時，透過空頭期貨鎖定持倉價值，對沖股價下跌風險；當市場出現估值低估機會時，投資者亦可借助期貨多頭快速建立倉位，提升市場價格發現效率。

內地衍生品市場正穩步發展，但部分跨境風險對沖工具選擇仍然有限。香港市場提供的港美股股票期貨，正好在離岸市場補足風險管理缺口。參與互聯互通的投資者，可以在香港完成對沖操作，無需直接擾動內地在岸現貨市場，形成「現貨跨境配置、風險離岸管理」的良性分工。與此同時，香港證監會與中國證監會設有監管合作備忘錄，建立信息互通、市場監察及執法協作機制；港交所亦持續與內地交易所交流市場經驗，促進兩地衍生品行業人才交流，為跨境市場風險管控建立穩固基礎。

二、美國股票期貨市場實踐：成熟資本市場的風險壓艙石

美國擁有全球歷史最悠久、體系最完善的股票期貨市場，個股期貨、寬基指數期貨、行業指數期貨組成多層次產品矩陣，數十年間持續支撐美股市場平穩運作。美股期貨市場規模龐大，機構投資者佔主導，養老金、基金、對沖基金等長線機構，長期運用股票期貨管理投資組合。機構持有大量股票現貨，利用標普500指數、納斯達克100指數期貨對沖組合系統性風險；行業基金借助行業股票期貨應對板塊輪動帶來的波動；持有個股的投資者，可用個股期貨應對財報公布、企業併購等事件引發的股價衝擊。股票期貨亦有助提升美股市場流動性與定價效率。當宏觀數據、美聯儲政策等重大消息出台，期貨市場交易成本更低、成交速度更快，價格會率先反映市場預期，再傳導至股票現貨，形成期貨帶動現貨的價格發現機制，協助市場快速消化消息，減少現貨市場集中沽售帶來的衝擊。2020年美股多次大幅波動期間，股票指數期貨有效發揮緩衝作用，承接市場賣盤壓力，防止現貨市場流動性枯竭。（待續）

（內容僅供市場參考，不構成任何投資建議。）

中期選舉近 美無計可施

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

美急於求成 油價不跌反升

當然，中東事端遠未真正解決，但至少從時間表看，即將有美國中期選舉，當前共和黨選情不利，而似乎打從去年重新執政掌權至今，特朗普所做一切，都在消耗原本已有的民意支持度，而未能有效提升，愈急於求成，反而愈快出事，包括去年關稅貿易戰，以至今年的實地戰，兵行險着，反而令美國處於更明顯的失道寡助格局。正因如此，油價不容易一下子回落至特朗普第二屆任期前期水平，雖然非常弔詭地，他上場當日已馬上宣布要動用當地戰略儲備用油，以平抑物價壓力云云，而對委內瑞拉用武，擄人奪油，亦是司馬昭之心，路人皆見，但偏偏他動作多多，最終油價是升不是跌，若原本如意算盤是降油價降通脹增支持度，則明顯是背道而馳。究竟是計漏了什麼，抑或根本有心如此，在市場上下其手，則不得而知。但可以肯定的是，中東危機不易善罷，油價短暫上市為主。

美息漲不停 金價續受壓

油金價此消彼長，短期走勢呈反向。何況，隨着投資者重回基本面，不單美債長短息俱升，復有日圓弱勢未改，拋售美債憂慮猶在，即使美聯儲不去主動加息什麼的，利率趨升始終是大勢所趨，實物黃金無息可收，本身就有一定潛在沽壓。

短期來說，金價容易受壓，除了上述中東地緣變化帶來的油升金價，以至美債享息趨升之外，更因為美國特朗普班子似乎無計可施，近兩三個月，已經連續出招，又美日聯手匯市債市干預，又美國國債回購，但似乎市場人士已經看穿當局底牌，根本沒有足夠彈藥救日圓又救美債，周圍都是火頭，疲於奔命。基於中期選舉在即，似乎特朗普當局短期相當被動。故此，金價反覆往每盎司3,900美元至4,400美元區間的底部找支持。（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。）

ICO 2.0: 合規融資浪潮或成為本輪牛市驅動力(二之二)

丁肇飛 HashKey Group 首席分析師



丁肇飛

HashKey Group 首席分析師

本欄繼續探討未來可能出現熱潮的ICO 2.0。從項目類型來看，筆者認為三類賽道最有可能成為ICO 2.0的主戰場。DeFi協議代幣的「證券化」發行將是第一波浪潮。Uniswap、Aave、Hyperliquid等已擁有真實協議收入的龍頭，其代幣將擺脫「治理代幣」的模糊定位，按照基於收入的乘數被重新定價。Aave的借貸利差、Uniswap的交易手續費、Hyperliquid的永續合約收入，這些現金流將在合規框架下轉化為可披露、可審計、可估值的核心財務指標。

RWA與合規基礎設施是確定性最高的「賣水」賽

道。Ondo Finance是代表性項目，其代幣化股票產品市值約18億美元，佔RWA市場約15%。旗下Oasis Pro Markets已獲美國證券交易委員會(SEC)及美國金融業監管局(FINRA)批准，可向美國投資者提供代幣化股票和基金。Ondo還與摩根大通Kinexys、萬事達卡及Ripple合作，完成首筆基於XRP Ledger的代幣化美國國債基金跨境贖回結算，平台總鎖定價值(TVL)突破10億美元。RWA正從「資產上鏈」走向「鏈上使用」，合規基礎設施層將成為ICO 2.0時代最確定的受益方向。

AI Agent(AI代理，又稱智能體)與DePIN的融合發行將開闢全新的增量市場。EIP-7702等標準賦予AI代理鏈上交易權限，為AI自主程式在無人類干預的情況下創建和管理鏈上資產提供了技術前提。DePIN賽道上，SEC已向Fuse和DoubleZero兩個項目

頒發無異議函，確認其代幣發行和程式化分配不觸發執法行動，為物理基礎設施資產的金融化掃清了監管障礙。

發行方式與參與主體迎轉變

機構級發行方開始入場：Circle於2026年6月與機構投資者簽署代幣購買協議，為其Arc區塊鏈網絡的代幣進行定向銷售；NISUS通過SPV架構在迪拜國際金融中心(DIFC)監管框架下發行了5,000萬美元的代幣化房地產收益權產品，更廣泛的5億美元多批次路線圖已同步啟動。這些案例表明，ICO 2.0不再是加密原生項目的專屬工具，傳統金融機構正在將其作為資產發行和分銷的新渠道。

發行平台的合規化同樣在加速。Legion採用基於鏈上歷史、開發者貢獻和社交參與度的功績評分系

一人公司：一台電腦開啟創業新可能(三之一)

數碼港 智 敢想 能 普惠



鄭松岩

香港數碼港行政總裁

生成式人工智能(AI)與智能體(AI Agent，又稱AI代理)正在重寫創業的起跑線。過往創業要先籌資、請人、租辦公室、建系統，然後才開始研發、推廣和客服；市場尚未驗證，時間和資金已投入不少。今天少數人已可善用AI協助編程、內容製作、客戶回應及數據分析，以較低成本先做出小版本，接觸客戶，再按回饋改進。

一人公司(OPC)可以是一人，也可以是小型團隊；重點不是一人包辦所有事情，而是由一個人或少數人制定方向，善用AI、工具和自動化流程，指揮數個、數十個甚至更多AI智能體協作。智能體可分擔資料整理、程式開發、內容製作、客戶回應和數據分析等重複或可標準化的工作；創辦人則集中理解需求、作出關鍵判斷、把握品質及建立信任。企業能力不再只由人手規模決定，而在於與人與AI能否有效分工、彼此互補，做到「小組織、大產出」。

創業關鍵仍在於創意與實幹

這為年輕人打開了難得的創業窗口，資本、資歷和人脈不再是起步的唯一門檻，一台電腦、一個切中痛點的想法，加上駕馭AI的能力，足以把創意轉化為產品，面向市場驗證需求。

OPC潛力也不只屬於年輕人。具行業經驗的在職人士可與熟悉數碼工具、勇於快速試錯的大學生和青年人合作：前者帶來對客戶痛點、行業規律和市場網絡的理解，後者帶來AI應用、創意與敏捷執行，這種互補尤適合處理行業某一關鍵流程痛點。AI能大幅壓低試驗成本，如讓創作者以數千至數萬元製作短片或影片原型；但作品能否吸引觀眾、方案能否獲市場採用，仍取決於內容、編劇及對受眾和問題的理解。OPC價值不在於使用多少工具，在於能否以可靠方式改善效率與體驗；工具愈普及，愈能突顯創業者創意、行業判斷、執行能力和品牌信任。（待續）

統篩選參與者，同時作為符合MiCA框架的ICO承銷商運營。這種「平台即合規基礎設施」的模式，將項目方、投資者和監管方置於同一套透明規則之下，從根本上消除了ICO 1.0時代的信任真空。橫軸合規、縱軸收入的框架將取代過去的投機邏輯。真正的賽道機會屬於能夠同時佔據這兩個坐標的項目，而ICO 2.0的核心敘事，正是合規資本與合規項目之間匹配通道被打通後所釋放的結構性紅利。

驅動牛市需先滿足三個條件

合規融資浪潮能否真正驅動牛市，取決於三個條件：立法最終落地並配套可操作的細則，機構資金願意以收入乘數而非敘事乘數為代幣定價、以及首批ICO 2.0項目能跑出可驗證的現金流閉環。若三者共振，它將成為下一輪牛市最具持續性的主線；若立法繼續拖延，則可能退化為階段性的結構性行情。（完）

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。