



NEW YORK STOCK EXCHANGE

▲美聯儲貨幣政策的滯後性和市場預期的混亂性，增加了金融市場的不穩定性。

當前市場對美國經濟前景預期不斷變化、經濟「軟著陸」的不確定性仍在持續，以及美聯儲調控政策面臨挑戰，導致全球金融市場波動加劇。同時，美聯儲的貨幣政策的滯後性和市場預期的混亂性，增加了金融市場的不穩定性。因此，全球金融市場的動盪尚未結束。

減息時代的金融動盪



集思廣益 管濤

中銀證券
全球首席經濟學家

年初，美國通脹數據出現波動，導致市場對「經濟不着陸」的預期上升。而近期觸發市場波動的部分原因就是，外界對於經濟衰退的預期有所反覆。8月5日後，美國公布的一些數據卻顯示經濟有「軟著陸」的跡象，金融市場隨之反彈，基本收復了8月初的失地。

此外，有關美聯儲何時開始降息的預期，也對市場波動產生了顯著影響。目前市場普遍預期9月份降息的概率接近100%，分歧僅在於對降息的幅度。但9月份之後，美聯儲的貨幣政策走向同樣令市場感到困惑，也可能引發進一步的市場波動。

從歷史經驗上看，若美國經濟「軟著陸」，則降息的空間通常是有限的。相反，只有在經濟「硬著陸」的情況下，美聯儲才會大幅降息，美元才會趨勢性地走弱。然而，當前市場表現出「搶跑」的現象：一方面，市場預期美國經濟將保持穩定，不會出現重大問題；另一方面，年初時市場對降息的預期高達五、六次，這一降息頻次通常只會在經濟衰退的背景出現。市場邏輯混亂的原因在於，市場參與者往往更傾向於作出對自己更有利的判斷，從而頻繁修正對未來的預期。

美軟著陸亦有硬約束

「軟著陸」並非是一個永久的狀態。在1994年到1995年期間，美聯儲在緊縮政策之後開始降息，美國經濟也經歷了一次相對成功的「軟著陸」。因此，在1995年下半年，美聯儲僅進行了三次降息。隨後在1997年3月，由於美國經濟出現了「不着陸」的跡象，產生了過熱的風險，美聯儲又開始重新加息。

然而，1997年3月的加息決策，加上市場對日本央行可能加息的預期，引發了東南亞金融危機。這場危機迅速蔓延，最終演變成了影響更廣泛的亞洲金融危機。到了1998年8月，亞洲金融危機的加劇進一步引發了俄羅斯金融風暴。在這一期間，美國的長期資本管理公司宣告破產。面對全球性的金融動盪，美聯儲在1998年9月採取了預防性的降息措施，並於同年底連續降息三次。

由於亞洲金融危機對美國經濟的衝擊並沒有達到聯儲局最初的預期，因此，在1999年下半年，美聯儲開始重新加息，共計6次，終點利率甚至超過了1995年降息周期之前的水平。這一系列的加息行動最終導致了2000年初互聯網泡沫的破裂，進而在2001年初引爆了美國經濟衰退。為了應對這一情況，美聯儲迅速採取了降息措施，2001年全年共降息11次，累計降息475個基點。

上述歷史案例表明，經濟「軟著

陸」並非一個永久的狀態，經濟最終會面臨「硬著陸」或「不着陸」的結果。即使是在「軟著陸」的情景下，最終的經濟結果也可能並不理想。所謂的「軟著陸」可能最終演變成「不着陸」。

目前來看，美聯儲調控依然面臨多重挑戰。

首先，面臨的是緊縮不足和緊縮過度的雙重挑戰。一方面，雖然美國經濟出現了一些放緩跡象，但財政政策仍然偏向寬鬆，這可能會對經濟產生刺激作用，同時也增加了美國通脹的黏性。另一方面，也存在緊縮過度的風險。如果高利率持續時間過長，對美國和全球經濟的傷害將會增大。

其次，面對的是金融市場的調控難題。以往各國央行往往將物價穩定作為主要調控目標，認為只要物價穩定，金融市場自然也會穩定。但隨著時間的推移，人們逐漸認識到，物價穩定意味著經濟形勢良好，市場參與者的樂觀情緒也可能導致資產價格的過度膨脹，積累形成「超級泡沫」。當泡沫破裂時，市場調整的幅度往往非常劇烈，故金融穩定也逐漸納入央行政策目標。對於美聯儲而言，如何在不引發市場過度反應的情況下調控資產價格，成為了一個巨大的挑戰。

再次，面對的是貨幣政策滯後的風險。格林斯潘時期的聯儲貨幣政策以「先發制人」的預防性措施為特徵，無論是降息、加息，均顯示出政策的前瞻性，在經濟趨勢初現端倪時預先操作，採取相對應的行動。而當前鮑威爾領導下的政策方針則相反，放棄了前瞻性指引，採取了一種「後發制人」的、由數據驅動的響應性政策。但在收集並分析經濟數據後作出的政策調整，可能無法及時反映市場變化。

中國擴內需對沖外圍風險

此次全球金融市場動盪對中國經濟的影響，總體看來有利有弊。在討論未來美國經濟的潛在走向時，目前市場共識傾向於美國經濟增速放緩，聯儲局開始實施降息的基準情形。對中國而言，這一情形意味著中美兩國經濟周期和貨幣政策的分化會趨於收斂。

從積極的角度看，美國降息有助於緩解人民幣匯率面臨的壓力。以7月25日為例，市場原本預期中國降息後人民幣將會貶值。但在7月24日人民幣創下年內新低之後，日圓升值交易反向平倉，日圓升值進而帶動人民幣升值。近期的「三價合一」現象，即交易價與中間價的偏離、境內外差價的偏離均呈現收斂趨勢。

從貨幣政策的角度看，有助於進一步加大中國貨幣政策的自主空間。然而，除非面臨美聯儲降息「硬著陸」的情況，中國可能不會採取大力度的財政或貨幣政策對沖措施。而在「軟著陸」的情況下，人民銀行的

政策可能仍需要審慎，因為除了內外均衡的制約因素外，貨幣政策的調整還受到其他因素的制約。

一是銀行合理的淨息差。通過降低負債端成本，前期下調存款利率可以視為一次降息，為7月22日和7月25日的兩次政策調整提供了空間。金融監管總局的數據顯示，今年二季度淨息差保持在1.54%，與一季度持平，沒有繼續下行。

二是作為最關鍵制約因素的有效融資需求。特別是人民銀行對長期債券利率的高度關注，如果政策性利率下調，可能會加劇長期利率的下行趨勢，這可能與人民銀行的金融風險調控目標存在衝突。

不過，我們也需要注意以下三項挑戰：

一是資本市場的波動會有所加劇。美股作為全球風險資產的重要風向標，其波動性意味著市場風險偏好的調整。這種變化往往會對中國資本市場產生「傳染效應」。

二是外需走弱加大國內穩增長壓力。儘管國內投資和消費對經濟增長有所貢獻，但外需的改善對經濟的推動作用不容忽視。在此情況下，如果美國經濟放緩，甚至「硬著陸」，出現類似於2008年底全球金融危機時期的經濟衰退，將會對中國經濟增長構成顯著挑戰。

三是對外金融資產負債的安全。在1998年、2008年兩次國際金融危機當中，中國受到外部金融衝擊程度相對較小，其中一個很重要原因是當時金融開放程度有限。當前中國對外金融資產和負債的規模都已顯著增長，增加了對外風險的敏感性，對此需要高度關注。

要加強對形勢的監測分析。特別是要密切關注邊際變化，避免線性單邊思維。要在情景分析和壓力測試的基礎上，做好應對預案。同時，需明確各參與主體的職責，認識到風險防範不應依賴於政府機構。對於涉及國際業務的機構而言，應自行開展風險識別與評估，主動加強風險管理措施。

通過擴大內需的確定性，來對沖外需的不確定性和不穩定性。近期，無論是7月30日舉行的中央政治局會議，還是7月31日的國務院常務會議，均強調了擴大內需的重要性。對此，要加大逆周期的調節力度，落實好已有的政策，增強政策儲備。

採取有效措施穩定市場預期、提振市場信心。中國政府多次強調要加強宏觀政策取向一致性評估，特別是將非經濟政策納入考量。非經濟政策可能不僅限於正式文件，也包括非正式文件的提法或做法。若忽視這些因素，則可能會帶來新的不確定性。

此外，應繼續完善匯率形成機制，增加匯率彈性，發揮匯率波動吸收內外外部衝擊的減振器作用。人為降低匯率彈性，可能會導致市場供求失衡，進而強化市場的單邊預期。

資產代幣化 金融科技新突破



鏈能講堂 付饒

國際新經濟研究院
執行董事

香港金融管理局本周三公布Ensemble項目（沙盒）第一階段進展，無疑為香港金融科技領域注入了一劑強心針。此舉不僅體現了政府對於金融科技创新的重視，也標誌著香港在推動代幣化技術應用的進程中走在了世界前列。四大代幣化主題案例的詳細介紹，更是展現了金融科技在推動資產代幣化方面的巨大潛力。

Ensemble項目沙盒的啟動，為銀行同業結算提供了全新解決方案。通過實驗型代幣化貨幣，金管局旨在探索更高效、更安全的結算方式，並有望大幅提升金融服務的效率和質量。參與銀行將代幣化存款平台連接至沙盒，為未來的跨行支付與貨銀兩訖(Delivery versus Payment)結算打下了堅實的基礎。

沙盒首階段試驗聚焦四大主題，涵蓋了金融業的多個關鍵領域，顯示出金管局對市場發展趨勢的深刻洞察。固定收益和投資基金、流動性管理、綠色與可持續金融，以及貿易和供應鏈融資的代幣化，不僅能夠推動金融服務的創新，還能夠為實體經濟帶來更多支持。

例如，螞蟻數科與金管局的合作成果令人矚目。在Ensemble項目中，螞蟻數科構建的代幣化資產平台，不僅提供了資產代幣化服務，還實現了傳統資產與代幣化存款的貨銀兩訖交易，標誌著金融科技在交易效率和安全方面取得了重要突破。

在「綠色和可持續金融」主題案例中，螞蟻鏈的區塊鏈和AloT技術為實物資產的運營狀態提供了實時紀錄，不僅提升了企業資產估值，還為風險管理提供了有力支持。在「貿易和供應鏈金融」主題案例中，螞蟻數科搭建的代幣化資產平台助力GSBN簽發電子提單，三家銀行的合作進一步推動了代幣化存款在結算領域的應用。這一創新舉措，

將有助於簡化貿易流程，提高交易效率，降低金融風險。

螞蟻數科CEO趙聞表示，在香港金管局的的支持下，螞蟻數科可以參與到各種創新項目中，並將多年積累的數字技術得以應用。未來，公司還將與更多合作夥伴聯合推出多樣化的RWA項目，為中國和全球範圍內的優質項目、尤其是新能源實體項目提供技術支持，幫助其獲得更多發展機會，也歡迎有意願的夥伴一起探索新技術對實體經濟的支持。

趙聞的表態，更加堅定了業界對Ensemble項目未來發展的信心。螞蟻數科作為首批參與者，不僅提供了技術和解決方案，還為更多優質項目提供了技術支持。這充分體現了中國金融科技企業在全球範圍內的競爭力，以及助力實體經濟高質量發展的決心。

宜加強與實體經濟融合

通過與業界的緊密溝通，金管局能夠更好地理解市場對代幣化發展的需求，從而共同開發出更具實用性和創新性的代幣化主題和用例。這種開放和創新的態度，有助於鞏固香港作為國際金融中心的地位，並在新經濟領域開拓新的可能性。

此外，監管框架的建立對於代幣化資產市場的持續發展至關重要。香港證監會作為工作小組的關鍵成員，其在制定監管架構方面的作用不可或缺。證監會與金管局的合作，將有助於確保代幣化資產市場的健康發展，同時促進代幣化技術的廣泛應用。

展望未來，Ensemble項目的持續推進，將有助於中國金融科技行業在資產代幣化、跨境融資等領域取得更多突破。我們期待更多合作夥伴加入，共同探索新技術對實體經濟的支持，為中國金融科技發展貢獻力量。

此外，筆者也希望這一項目能夠激發更多創新思維，推動金融科技與實體經濟的深度融合；希望有關部門能繼續提供政策支持，為金融科技創新營造更好的發展環境。

Ensemble項目沙盒聚焦四大主題

主題	建議用例
固定收益和投資基金	代幣化債券及基金
流動性管理	代幣化抵押品
綠色和可持續金融	代幣化碳信用、電動車充電站
貿易和供應鏈金融	代幣化電子提單、貿易資產代幣

放寬按揭物業出租 緩樓市壓力



樓市智庫 陳永傑

中原地產亞太區副主席
兼住宅部總裁

相隔不足半年時間，特區政府再為樓市減辣，破例容許「生仔、失業」業主可將按揭物業合法化出租，毋須再「偷雞」將單位出租。究竟幾多業主受益，從按揭公司統計數字顯示，單計自2019年特區政府放寬按揭至今，新取用按揭保險計劃貸款宗數多達8.4萬宗。

由金管局全資擁有的按揭公司，本月初突宣布調整按揭政策，由今年8月8日起，考慮批准合資格業主將自住的物業出租，以協助他們應付因個人或家庭處境轉變帶來的特別需要。坊間有意見認為，金管局今次破例容許按揭物業出租，屬特區政府今年2月底宣布全面撤辣後，相隔不足半年再出招，甚至有「撒辣變加甜」的說法，令有需要業主可把自住物業暫時出租，尤其急需資金周轉的業主。

翻看按揭公司統計數字，2021年樓市高峰期，最多人借高成數按揭入市，全年新取用按揭保險計劃貸款宗數多達23954宗及1330億元，創下歷史新高。自2019年10月特區政府放寬按揭保險至今，相關貸款宗數增至8.4萬

宗，佔同期一、二手私樓成交近四成，涉及借貸金額逾4600億元。假設有1%業主因為生仔或失業等原因放租，市場租盤就多840個。但隨着樓市下跌，不少上車客轉租，今年上半年新取用按揭僅5541宗，只及2021年同期1.11萬宗的一半。

避免斷供情況惡化

筆者認為，樓價自高位回落逾兩成，大量承造高成數按揭的業主淪為負資產，金管局容許按揭物業出租，令業主毋須急於蝕讓賣樓套現，在目前高息環境下，有助紓緩業主壓力，以及穩定樓市。總好過按揭業主一旦斷供，銀主盤惡化，對經濟及樓市造成更大層面衝擊。此外，政府積極搶人才，租盤極渴市，近年出生率又低，屬多贏局面。

按揭公司亦隨即更新「申請豁免自住要求」的細節，以問答形式解答市民一般常見問題。例如太太有身孕，業主可把自住的按揭物業出租，另行承租一個合適的單位居住；而針對近年買入樓花人士，由於樓花業主在收樓前是未能於按揭物業內入住，因此收樓前的供款期數是不能用作計算居住時間的要求。條款亦列明，除了將有新生嬰兒、領養兒童或失業的業主外，其他有特別需要的申請人須於其按揭物業居住滿12個月。



◀金管局今次破例容許按揭物業出租，令有需要業主可把自住物業暫時出租。