



▲關稅政策導致美國主動收縮進口規模，實質上切斷了美元輸出的主路徑。

經濟觀察家

2025年以來，美元匯率波動加劇，反映的不僅是短期政策的擾動，更是全球市場對美元資產的重新定價。在財政空間受限、關稅政策頻繁變動、美聯儲立場趨於謹慎的背景下，市場對美元資產的信心開始動搖，對其避險功能與儲備價值的認知正在發生微妙而持續的轉折。過去得益於全球市場對美元流動性以及資產安全性的信任緩衝，美國長期的雙赤字並未對美元地位構成實質性衝擊。當前，關稅政策削弱了美元輸出路徑，使得美元流動性承壓，美元體系的內在矛盾也逐步浮出水面，特里芬難題由此從隱性走向顯性。

美亂政打擊信心 美匯難扭跌勢

這一過程中，美元體系開始呈現出一定程度的龐氏特徵：其穩定運行依賴於市場對美元信任的延續，若市場共識瓦解，美元及其相關資產原有的正向迴圈則可能被逆轉。短期來看，近期的美元波動尚未引起美元資產的系統性拋售。但中期視角下，全球資本配置邏輯已開始從利差驅動向信任判斷轉變，美元正從單極貨幣體系中的絕對錨，向多極格局中的相對資產過渡。綜上所述，我們判斷美匯指數已進入長期下行通道，目前的波動或許只是美元結構性重估的起點。

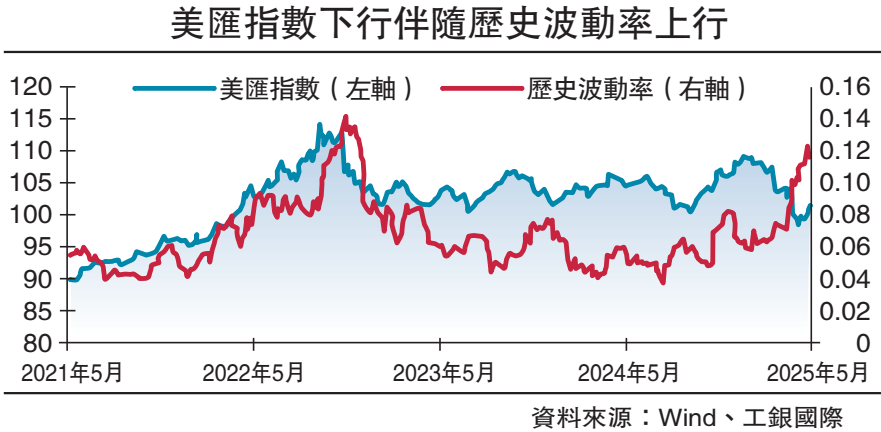
政策衝擊下的短期失錯

今年以來，美元匯率波動性顯著抬升，短期脆弱性的加劇反映出當下市場對美元未來路徑及其儲備貨幣地位的再評估。目前來看，美元正處於擾動因素密切交織、市場敏感度不斷提升的脆弱階段，三重因素正互相強化共同推升其波動性。

首先是政策與預期的錯位。儘管美國總統特朗普在選舉期間已表示將重啟關稅政策，但後續公布的關稅幅度仍大幅超出市場預期，引發市場劇烈波動。此後，雖然主要經濟體在應對節奏上趨於協調，市場情緒一度有所緩解，但一波未平一波又起，針對其關稅政策合憲性的司法審查以及政府隨後提出的上訴意見再次加劇了市場對政策前景的疑慮，不確定性進一步上升。除此以外，特朗普政府的「大而美法案」在國會引起廣泛分歧，始終懸而未決，但其全面稅改以及開支方案卻已拉升市場對政府赤字和債務上限的廣泛擔憂。貨幣政策方面，美聯儲仍在觀察評估關稅政策帶來的經濟影響，美聯儲在鷹鴿之間的左右徘徊使得市場對貨幣政策的預期大幅調整。市場預期在刺激增長與財政失衡之間反覆搖擺，對政策前景缺乏清晰錨點。

其次是國際資本對美元資產定價邏輯的邊際變化。在政策不確定性抬升的背景下，全球資本對美債與美元資產的風險偏好正出現微妙變化並正逐步調整資產配置方向。這一再平衡不僅削弱了美元作為全球流動性錨的穩定性，也通過預期與行為的共振機制，放大美元即期匯率的情緒驅動。若市場對美國政策信心進一步削弱，國際資本的減配趨勢或將推動美債收益率與美元匯率波動率同步抬升，構成系統性拋壓。

最後是國際對沖行為強化匯率波動。在美元強勢時期，全球大量企業雖持有美元資產，但並未進行完善的本幣風險對沖，一旦美元出現貶值趨勢，賬面損失或將觸發風險控制機制，引發集中拋售美元的行為，從而形成被動式匯率下行壓力。前期末對沖的美元敞口在貶值時段反而成為匯率下行的加速器，近期歐元、日圓尤其是部分亞洲經濟體貨幣的相對強勢，也反映了市場對沖行為的周期性



資料來源：Wind、工銀國際

回歸。

回溯全球資本市場的歷史，美元匯率調整並不罕見，大多數情況下都被視為周期性調整的插曲。然而，本輪美元的結構性壓力已超越傳統意義上的短期失衡。本欄早前文章（6月5日A12版）中，曾提到過美元體系的特里芬難題：作為全球儲備貨幣，美元既需承擔全球流動性提供者角色，又要維繫本國經濟與金融穩定。這一悖論並非可通過政策調整或制度優化予以解決的可控變數，而是深植於美元國際化邏輯中的結構性困境。

儘管過去美國長期維持財政赤字與經常賬戶赤字的「雙赤字」格局，美元卻未遭到實質性削弱，這一矛盾未真正爆發，主要緣於三重緩衝機制的長期存在：一是全球貿易對美元的剛性需求；二是美元資產特別是美債在全球資產的儲備地位以及避險功能；三是美國科技進步帶來的生產率提升以及經濟基本面的支撐。這種容忍機制使美元得以長期透支信任。

然而，隨著美國政府在貿易政策上轉向更加激進的關稅措施，特里芬難題正從隱性走向顯性：首先，關稅政策導致美國主動收縮進口規模，實質上切斷了美元輸出的主路徑。在以往的機制中，美國通過進口商品並支付美元，實現了美元的對外輸出，從而滿足全球貿易體系對美元結算的需求。而高關稅抬升進口成本，抑制進口量，使全球對美元的獲取變得更困難，全球美元流動性供給被動收緊。

其次，全球對美元的儲備以及貿易需求與現實供給之間的缺口擴大，使得美元流動性受損，信用進入重估階段。越來越多的央行與主權機構開始加速去美元化進程，美元資產在全球外匯儲備中的比例已悄然下行。

債務陷入螺旋式上升

最後，美元信用的脆弱性反過來進一步壓縮了美國的政策空間。關稅推升通脹預期與經濟衰退風險，美聯儲在增長放緩與通脹上行之間陷入兩難。與此同時，財政赤字因減稅、利息與軍事支出擴張而進一步擴大，債務增長陷入螺旋式上升。美債供給迅速上升，海外需求卻邊際回落，融資缺口由此逐步擴大。美債償還的滾動機制在此刻使得問題雪上加霜，對短期債務發行的高度依賴使得財政體系對市場情緒和利率變化極度敏感。一旦市場波動上升、信心動搖，短端利率被迫抬升，融資成本迅速攀高，財

政壓力陡增，高利率與高赤字的惡性循環加速運轉。

當前美元雖仍具局部技術性支撐與避險慣性，其長期根基已面臨系統性動搖。美元價值賴以維繫的政策溢價與全球信任，正在新一輪國際貨幣體系演化中被重新界定。美元匯率的波動或已不再局限於周期性失衡，而是正在經歷一場關於其全球儲備貨幣地位的重估。從表面的匯率波動率上升，到深層的信任鬆動與風險偏好轉化，美元或正經歷一場功能性轉化：由核心儲備貨幣逐步下沉為多極格局中的重要貨幣之一。一旦信任紅利不再，美元體系賴以運轉的容忍機制將難以為繼，其龐氏特徵也將隨之暴露：全球對美元資產的持續持有，建立在未來依然有人願意持有的預期之上。當這一信念鬆動，其流動性—信用一再融資的正回饋機制，可能反轉為負面迴圈。

美元避險屬性漸下降

美元體系的龐氏特徵主要體現在兩個方面：一方面，美國債務融資結構依賴信任續存而非真實償還能力。美國通過長期雙赤字持續向全球輸出美元，但並未建立有效的財政償債路徑，而是不斷依賴市場接盤實現滾動再融資。這種結構在外部資金持續支持時可長期運轉，但一旦外資減配、再融資失敗，就會引發債務利率快速抬升與市場流動性危機。另一方面，美元作為全球避險錨貨幣的地位，並不源於制度性保障或資產背書，而是建立在市場共識之上，即「只要大家相信它安全，它就安全」。這一避險屬性的本質，是全球資本基於慣性、美元流動性、美元資產的集體信任。

正如典型的龐氏結構，系統的穩定運行取決於信心的延續，一旦出現信任裂痕，即使不存在違約事實，也可能觸發非理性拋售與資產再定價。而美元匯率、美債收益率與市場風險偏好之間的回饋機制，正日益呈現出這種龐氏特徵。信任的鬆動或許不會立刻引發美匯指數的系統性貶值，但市場定價邏輯已出現微妙轉折。利差主導的強勢邏輯正在讓位於信用與信仰體系破滅主導的防禦性定價，而這一過程的主要邏輯在過去幾個月中已經有所顯現。綜上所述，可以判斷美匯指數已進入長期下行通道，當前的波動或許只是美元結構性重估的起點。（作者為工銀國際首席經濟學家、董事總經理）

RWA標準化 建數字資產樞紐

鏈能講堂 當前，實世界資產（RWA）在全球資本市場與金融科技交匯的新拐點上，正展現出前所未有的戰略價值。資產數字化並非虛構概念，而是一場關乎未來資本組織形式重構的現實革命。其不僅重塑金融產品的設計邏輯，更在制度、信用與數據層面重新建構金融資源的配置方式。隨着全球對Token化資產接受度提升、合規框架逐步完善，以及AI與物聯網等新技術對數據標準的支持，RWA的實踐窗口正快速擴大。而香港，恰處於這一趨勢的幾何中心。

香港作為國際金融中心，擁有自由開放的市場制度、高度發達的資本流通體系以及成熟的法律與仲裁環境，長期以來承擔着內地與世界資本對接的重要樞紐角色。這些結構性優勢，正好成為推進RWA標準化、制度化與國際化的天然支點。在目前虛擬資產市場走向規範發展的背景下，香港監管部門相繼推出虛擬資產發牌制度，並強調科技中立與風險可控原則，為數字資產的可持續發展提供了良好的制度土壤。若能以RWA為突破口，構建一套面向全球投資者、連接亞洲產業資源的可信任資產上鏈體系，香港有望率先建立「資產通、數據通、信用通」的數字資產樞紐地位。

從應用層面來看，RWA的發展並非空中樓閣，而是扎根於實體經濟的深厚土壤。中國內地在農業金融、供應鏈金融、綠色資產、碳資產等方面的數字化探索，為香港提供了豐富的應用場景與合作對象。例如，農業領域中，農機使用、播種施肥、倉儲物流、銷售管道等環節的數據化管理，不僅提升了農戶的經營效率，也逐步沉澱出可量化、可驗證的「資產能力」數據，成為農業金融放款機構評估信用的重要依據。這些「行為信用」與「產出能力」的數據若能跨境共用，透過RWA標準進行上鏈處理，便能實現資產的拆分流通、透明

估值與多方協同風控。香港在此過程中可扮演交易平台與流動性提供者的角色，進一步鞏固其在國際資產數字化版圖中的中樞地位。

及早建立跨境認證平台

與此同時，RWA的真正挑戰並不僅止於技術，而在於制度設計與價值共識。如何建立一套可信的數據源與評價機制？如何確保上鏈資產的法律認定與風險邊界？如何處理跨境稅務與監管協議？這些問題正是資產數字化走向全球化必須面對的深水區。而香港多年來積累的金融信任體系、合規處理經驗與專業仲裁機構，恰可為此提供關鍵支撐。再加上與內地的特殊制度聯繫，香港能夠在維持「一國」制度支持的同時，靈活對接「兩制」下的市場彈性，推進粵港澳大灣區數據流通與資產融通。

值得關注的是，隨着區塊鏈、AI、數據金融等技術的交叉發展，RWA未來不僅限於現有金融資產的Token化處理，更將延伸至文化資產、教育積分、醫療紀錄乃至社會信用體系等泛資產化領域。這不僅是資本的數字化，更是社會價值的再組織。在這樣的宏觀框架下，香港若能早日構建一套資產登記、價值定錨、智能合約交易與跨境認證的全鏈條平台，將不只是配合中國數字經濟發展的「橋頭堡」，更是全球資產數字化治理的新支點。

香港不缺創新，也不缺技術，但更需要一套與國際共識接軌的RWA制度體系，與一批願意深耕實體、理解數據價值、熟悉區塊鏈機制的創新型平台與企業。這一切的關鍵，在於能否把握住當前這輪資產重組與信用數據化的歷史窗口。

從長遠來看，誰能掌握高頻真實世界數據，誰就掌握了數字資本時代的語言。而RWA，正是將這些碎片化、低效能的實體資產重構為流通型信用資產的鑰匙。對香港而言，這是一場不能錯過的制度性突破。



（作者付饒為香港國際新經濟研究院執行董事，石建政為新加坡社科大學客座講師、特許金融分析師）

◀農業領域各個環節進行數據化管理，可成為農業金融放款機構評估信用的重要依據。

租金回報升 帶旺二手交投

樓語縱橫 在經濟學的基本理論中，有所謂「尋租活動」（rent seeking），簡而言之，經濟學就是財富轉移的過程，人人都希望自己的財富可以有息收、有租收，在過去幾年間，美國仍處於加息周期時，本地銀行的定期存款可以高達五厘、六厘、甚或是十厘（當然有一定條款限制，十厘只是吸睛的宣傳技巧，不過近月本地銀行拆息持續回落，於本周一（6月16日），最新一個月的銀行同業拆息低見0.539厘，資金充裕下定期存款息率自然大幅回落，現時一般定存息率隨時低見兩厘、甚或更低。

所謂尋租活動，顧名思義是「尋求租金」，就是為資產尋求高租金、高回報的投資工具，不過當過去本地銀行的定存息率達五厘以上，將資金放入銀行做定期，肯定是最穩陣，做定存肯定好過買樓收租。

不過時至今日，定期存款息率低見兩厘，甚至更低，如果活期存款更接近零息，在尋租活動的推動下，投資者

又需要再次為資金尋出路，過去完全「唔吸引」的買樓收租，現時肯定可以成為投資者的選項之一。首先因應近年租金持續上升，最新全港私人住宅的租金指數已經連經五個月，再次升至近一年的高位，最新報193.7點，其實已幾乎重返6年前即2019年中200點的高位。整體租金持續上升，而同時樓價仍處於整固期，整體租金回報自然有所回盤，事實上近期一般租金回報已升至四厘，甚或是四厘以上。租金上升的同時，投資者亦會關心單位是否租得出，如果大家有留意現時已臨近暑期的租賃旺季，租盤需求增加但近期市場明顯出現「缺盤」。

臨近暑假，再加上租賃市場「缺盤」，相信今年的暑假整體租金升幅肯定高於去年，租賃市場缺盤，再加上租金回報增加，確實會吸引更多投資者選擇買樓收租。此外，回報上升的同時，隨着同業拆息回落，近期銀行的實際按揭利率亦跟隨下降，最新實際按揭息率低見只有不足1.9厘，換言之即使借錢買樓收租，仍然可以賺息賺回報，近期二手市場十大屋苑成交回升，相信其中一個原因是收租客入市增加，相信未來整體二手交投會穩步回升。（作者為世紀21星鑄總經理）

◀最新實際按息只有1.9厘，買樓收租變得有吸引力。

