



下。自今年特朗普正式重返白宮後，美匯指數走勢便急轉直下。第一季度，美國更出現股價匯「三殺」。

經濟觀察家

今年上半年美匯指數跌逾10%，創2022年3月以來新低。美國總統特朗普的「弱美元」戰略可謂得償所願。然而，這可能並非特朗普真正想要的「弱美元」，亦對美國經濟和金融來講並不是什麼好消息。

信用危機擴散 美元難扭弱勢

集思廣益

去年10月份以來，隨著特朗普勝選美國總統的概率上升，極大刺激了「特朗普交易」的市場熱情。去年前三季度美匯指數累計下跌0.6%，四季度卻反彈了7.7%。今年1月17日，美指進一步升至110附近，創下近兩年新高。

自今年1月20日特朗普正式重返白宮後，美匯指數走勢急轉直下。一季度，美國股匯「雙殺」，股市暴跌伴隨著美匯指數單季下跌4.0%；二季度，美國股債匯「三殺」，債市風暴伴隨著美匯指數單季下跌6.7%。

今年上半年，對美元下跌貢獻最大的前三名由高往低分別為：美元對歐元下跌11.6%，拖累美指下跌6.7個百分點，貢獻了同期美指總跌幅的64.8%；美元對日圓下跌8.0%，拖累美指下跌1.1個百分點，貢獻了10.5%；美元對英鎊下跌8.8%，拖累美指下跌1.0個百分點，貢獻了10.1%。前述三種貨幣的合計權重為83.1%，三者合計貢獻了上半年美指總跌幅的85.4%。

年初美國股匯「雙殺」時，有市場評論認為，特朗普在下一盤大棋，即試圖人為製造一場衰退，來逼迫美聯儲降息。但筆者當時就指出，特朗普不會在美國經濟「軟著陸」勝利在望之時，冒險製造一場衰退。如果他希望美聯儲降息，會直接向鮑威爾喊話。

筆者還曾撰文表示，當前美股尤其是高科技股估值過高的矛盾較為突出，經濟衰退很可能成為壓垮資產泡沫的「最後一根稻草」。正因如此，鑒於4月2日對等關稅政策宣布以來美股持續承壓，4月9日差額對等關稅生效當天，特朗普就主動將其延後了90天。之後，特朗普更是經常主動對外釋放經貿摩擦緩解的信號。

當下市場流行的所謂TACO交易（Trump always chickens out），即在特朗普的關稅威脅導致市場下跌時，投資者便押注他最終會退縮，股市將反彈，投資者通過逢低買入而獲利。結果是，在美國經濟仍有韌性、美聯儲降息預期逐步升溫的背景下，即便美匯指數迭創近年新低，但美股不僅收回4月2日以來的失地，甚至標普500指數及納斯達克綜合指數均創出歷史新高。

現在美匯指數跌到了三年多前的水平。根據美聯儲編製的數據，今年前五個月，對廣義主要貿易夥伴的實際美匯指數累計下跌3.8%（前四個月累計下跌2.5%），跌至去年10月以來的新低。

理論上，美匯指數走弱將有助於提高美國出口商品的國際競爭力，但匯率漲跌作用到外貿進出口本身有「J曲線效應」，即存在貶值對刺激出口、抑制進口、減少貿易逆差的傳導延滯。特朗普關稅增加世界貿易壁壘，擾亂全球產業鏈供應鏈，還可能扭曲這種傳導機制。

據官方統計，今年前四個月，美國商品出口同比增長5.7%，進口更是增長20.2%，商品貿易逆差不降反增46.7%。這或反映了美國企業為規避關稅壁壘，提前進出口的影響。作為



巨額貿易赤字國，由於美國對進口依賴更大，故「搶進口」效應更為顯著。

避險功能逐步褪色

去年11月份，美國白宮經濟顧問委員會主席斯蒂芬·米蘭撰寫了一份題為《關於全球貿易體系重置的用戶指南》的報告，被市場冠之以「海湖莊園協議」。在報告中，米蘭建議特朗普政府對進口商品加徵關稅。他當時描述的基準情形是：加徵進口關稅→全球貿易局勢緊張→市場避險情緒推動美匯指數走強→大部分非美元貨幣對美元匯率貶值→壓低海外輸美產品的美元計價→部分抵銷特朗普關稅的通脹效應。

真實情形卻大相逕庭。特朗普先是於2、3月份對全球鋼鋁進口加徵關稅，並以芬太尼、移民為名對中國、加拿大、墨西哥進口商品加稅。接着又以國家緊急狀態為名，於4月初推出分級的對等關稅政策，尤其是中美之間的關稅相互加到了100%以上。但不論是一季度的淺嘗輒止，還是第二季度的全面升級，美匯指數在全球關稅風暴下小漲大跌，上半年錄得10.3%的跌幅。

美元走勢不強反弱有可能加大輸入性通脹壓力，增加美國通脹前景的不確定性。日前鮑威爾在向國會就半年度貨幣政策作證時重申，由於官員們仍在等待特朗普總統加徵關稅對經濟影響的進一步明朗，美聯儲目前並不急於降息。

當前有不少市場機構從近年來美匯指數持續上揚伴隨著美國貿易逆差不斷膨脹的角度，得出美匯指數高估、美指將趨勢性貶值的結論。這個判斷過於學術化了，低估了強勢美元政策的真正涵義。

1995年，時任美國第70任財長魯賓推出了強勢美元政策。當時正值1985年9月廣場協議之後，美元長期弱勢，但這沒有根本扭轉美國的貿易失衡，反而損害了美元的國際地位。因此，強勢美元政策提出之初旨在扭轉美元弱勢，是支持和引導美元升值的政策。只是這並不影響因2001年美國經濟衰退、2007年美國次貸危機和2008年全球金融海嘯，美元經歷了從2001年8月至2011年3月的貶值周期，最大跌幅達41%。

新世紀以來，美國政府不再單純強調匯率水平，轉而以市場信心與貨幣穩定性作為「強勢」新內涵，強調匯率走勢要反映經濟基本面，即「經濟強則貨幣強」，也就是美國經濟基本面向好的時候美元升值，不好的時候也可以貶值。

始於2011年4月以來的本輪超級強美元周期，其根源不在於貨幣政策

差異。因為不僅美聯儲實施了「零利率+量化寬鬆」的非常規貨幣政策，歐洲和日本央行更是實施了「負利率+量化寬鬆」。只是2008年全球金融危機和2020年國際公共衛生危機期間，美國經濟恢復均好於歐洲和日本，這支撐了強美元。

本輪美匯指數的調整可能不同於之前主要由經濟周期性波動引發的強弱變化，而是美元信心危機疊加「美國例外論」破產、結構性與周期性因素交織引發的強弱變化。如前所述，特朗普新政損害了美元信用，迄今這種趨勢尚未根本扭轉。

特朗普頻頻施壓美聯儲降息，並準備通過提前提名美聯儲主席的方式，進一步削弱美聯儲的獨立性。市場在繼續關注的「大而美法案」對美國財政赤字影響的同時，也在關心法案第899條款「資本稅」對外國投資者的影響，以及其他潛在的資本管制措施。特朗普經貿政策的反覆多變也會有損美國大國形象，進而侵蝕美元國際信譽。

外資減持美元資產

目前美聯儲內部分歧巨大。根據6月份議息會議公布的利率點陣圖，19位官員中，預期今年不降或降息一次的合計有9人之多。預計若貿易局勢動盪導致美國經濟放緩、就業意外疲軟，美聯儲或將以「關稅的通脹效應是一次性的」為由重啟降息。「美國例外論」破產、美聯儲危機，將加速美指下跌。

私人部門對美元資產興趣下降或正成為「拋售美國」交易的主要驅動力。根據美國財政部的數據，從相對變動看，今年4月份美國國際資本流向逆轉的主要原因是私人外資淨流入銳減，而非官方外資淨拋售美國資產。從世界黃金協會的統計看，今年一季度國際金價在去年全年上漲27%的基礎上進一步上漲19%，邊際的驅動力也不是央行購金，而是私人投資購金大幅增加。

綜上，美元弱勢或讓特朗普得償所願，但因「美國例外論」破產和美元信用危機引發的美元走弱恐非其所願。百日新政揮霍美元百年信用的評價，對特朗普來講恐是難以承受之重。短期來看，美元走弱恐難改善美國貿易失衡，反而增加了輸入性通脹壓力。若調整趨勢確立，現在美匯雖已跌逾10%，但仍在100左右的強勢區間，也就意味着調整才剛起步。當然，不排除美國經濟韌性、美聯儲貨幣緊縮及地緣政治衝突等超预期，仍有可能觸發美元階段性反彈。

(作者為中銀證券全球首席經濟學家)

發展穩定幣難刺激美債需求

民生國計

當前市場上美元穩定幣處於絕對優勢，而穩定幣的市值越大，它對於高質量美元資產的需求也「水漲船高」，但穩定幣依舊不是美國債務的「答案」，背後原因需要從兩個維度來分析。

首先，我們來看看與國際支付無關的穩定幣原生需求，能否推動其購買的美債數量大幅上升。要回答這個問題要回歸穩定幣誕生的背景和其原本要解決的問題。數字貨幣出現的主要目的就是對不斷超發的法幣系統的「反抗」，兩者天然是敵對的（以比特幣為例，其總數就是確定的，生產力如果提升，它和黃金一樣是有通縮屬性的）。所以，數字貨幣就像是法幣這塊「大陸」之外的一個「島嶼」。兩者之間的流動性交換是隔着「物理限制」的。

交易所為兩者之間的流動性交換提供平台，有點像擺渡於法幣和數字貨幣之間的「貨輪」。但這種「貨輪」的承載能力是有上限的，如果出現單筆數額較大的「跨海運輸」（法幣與數字貨幣的互換），交易所就「愛莫能助」了。這個時候穩定幣就應運而生，它等於在兩片陸地之間架起了一條運輸大宗的專線通道。

「大宗交易」可以先通過發行方換成穩定幣，再由發行方負責承兌成另外一邊的貨幣。那這種專線「運輸帶寬」就取決於大宗物流運輸的需求量。這種需求和數字貨幣這個「島嶼」的體量基本成正比。過去五年這個體量大致膨脹了十倍，確實穩定幣的需求也同步放大。

但隨著數字貨幣「島嶼」的體量已經超過3萬億美元（逐漸接近全球第四大經濟體日本的年GDP水平），後續想要再以前面的速度增長難度很大（否則總市值會在五年內超過美國2024年GDP，同意味着比特幣的幣值可能破百萬美元/枚）。因此，穩定幣單純依賴原生需求擴張的速度大概率要減速。簡言之，在這個維度上，穩定幣可能還會多買美國國債，但多買的數量短期很難指望到能提升美國化債的水平。

此外，我們還要注意的是這種專線並不是只有美國內能建，其他經濟體穩定幣的發行加速也可能會分走上述這種「跨海大宗交易」的需求。此舉會讓數字貨幣市值整體上升的紅利不被美國獨佔。

其次，我們試着測算一下穩定幣對國際計算法幣的替代效應。從歷史經驗來看，比特幣每升值1000美元，以USDT和USDC為代表的錨定法幣的穩定幣市值上漲約10億美元（當然由於《GENIUS法案》禁止穩定幣支付收益，一定程度上會削弱穩定幣的需求），相當於增加等量的美元資產需求，其中短期美債大致佔比在50%至60%、對應5至6億美元。

如果單純從交易支付需求來計算，根據美國財政部的算法，如果穩定

幣交易量佔全球外匯即期交易量的佔比由每年上升1%至2%，大致對應每年2000至4200億美元的規模上升，帶來大致1000億至2500億美元的短期美債需求。

底層資產只限短期債券

這完全不能解決美債的問題。核心的點就在於穩定幣的底層資產是現金和短期債券，而當前美債市場當前最缺的就是中長久期的需求。解決方法無非兩條：一是以後美國財政部以發債債為主，那每年規模恐怖的展期量不是美國和市場能夠承受的；二是將中長債強制納入穩定幣的底層資產，這會使得穩定幣不再穩定，在久期錯配的情況下，穩定幣很容易出現兌付問題。

當然，如果我們從中長期戰略布局來看，綁定穩定幣算是美國對黃金需求及人民幣國際化的一次嘗試性反擊。《GENIUS法案》最大的影響在於，奠定穩定幣「支付功能」的法律基礎。而對於全球性的貨幣而言，最重要的其實不是儲備中佔比是多少，而是跨境交易和支付的能力有多大。儘管最近幾年美元在全球外儲中的佔比下降，由2023年的59.8下降至2024年的57.8%（其實也不低），但美元全球融資和跨境交易中仍佔主導地位，2024年全球國際債券存量中美元計價的佔比仍高達65.4%，比2023年高0.2個百分點，而在全 球 外 匯 交 易 中 佔 比 更 是 高 達 88%。

穩定幣在跨境交易中最大的體現在兩個方面：一是可以明顯降低交易成本、通過區塊鏈提高交易效率；二是可以提高可獲得性，發掘海外潛在的美元需求。尤其是對於那些社會動盪、通脹高企或者存在嚴格外匯管制的經濟體。通過穩定幣可以再次加強美元體系的全球黏性，應對黃金擴張，以及中國人民幣國際化下「推進中央數字貨幣+擴大貨幣互換」的戰略。

綜上所述，至少短期內，穩定幣並不能救美元信用於水火。美元的問題在於弄清楚對手方，不考慮美國本土和民間的喜好，單單是海外的官方儲備可能就夠美元提心吊膽。

(作者為民生證券研究院首席經濟學家)



▲穩定幣可能會推動對美國國債的需求，但多買的數量短期很難提升美國化債的水平。

新盤旺市料延續至下半年

樓語縱橫

剛過去的上半年，在美國貿易戰的陰霾下，美國聯儲局一直堅拒減息，最終上半年美息維持不變，再加上今年缺少了撒辣的一次性因素，即或如此上半年本地的新盤市場依然交出相對驚喜的好成績。除1月份之外，上半年已經連續五個月新盤銷售突破1000宗，連同過去的6月份在大盤「缺席」，只有黃竹坑凌晨登場下，單月仍售出近1500伙，最終在半年內合計售出約超越9300伙，較去年同期的約8800伙增加逾5%，創過去六年的新高，成績可說是「喜出望外」。

再者上半年推出的大盤項目其實不算太多，主要只有新地西貢SIERRA SEA；新世界北角皇都；新世界、帝國、資本策略及麗新合作的黃竹坑激晨，新地天水圍YOHO WEST PARKDIDE、嘉里元朗朗天峰等。即使沒有太多大型新盤，銷售依然逆市上升，反映過去半年貨尾盤的銷售亦相當理想，個別貨尾盤更已全數沽清，令市場上新盤貨尾的總存量已顯著回落，從去年底的新5萬伙突破至最新約1.81萬伙。

但相信大家亦明白，今年上半年的新盤銷售是細價盤為主。受惠於今年初財政預算案，將400萬元以下細價樓的釐印費調低至100元，細價樓置業成

本大幅下調，加上租金顯著回升，吸引不少上車客及收租客入市細價樓市場。總計上半年新盤市場量升價跌，整體銷量微升5%，涉及的總銷售金額卻由去年上半年的1100億元，回落至今年上半年只有約835億元，按年顯著回落約24%。

展望下半年的新盤市場，相信仍會熾熱。首個推出新盤應該是新地屯門NOVO LAND 3A期，剛過去的周末暫已收收逾3000票，相信下半年首個新盤已幾定可以紅盤大賣，本月新盤銷售亦可順利突破1000伙水平。下半年發展商仍會積極推盤，啟德區仍有多個新盤等待推售，港島東區海德園相信亦會千呼萬喚始出來，加上SIERRA SEA亦將會有新一期單位乘勝追擊，下半年的新盤隨時比起上半年更加暢旺。

紓緩發展商債務壓力

總括而言，雖然整體新盤貨尾總存量已顯著回落，但整體1.8萬伙新盤餘貨仍屬於高水平，加上個別發展商正面對沉重的債務壓力，發展商肯定仍需要加速新盤銷售，下半年發展商在新盤推售以至現樓貨尾銷售仍會保持積極。簡而言之，如果下半年新盤可以旺過上半年，今年全年新盤銷售勢必達至1.9萬伙，甚至或重上2萬伙的近六年高位。

(作者為世紀21 星鑄總經理)