

環球經濟及 外匯展望 2026



傳承滬港 連繫國際
From Shanghai to Hong Kong, Connecting the world

研究部主管

+852 2841 5283

目錄

2 主題#1 薪火相傳

生產力躍升的烏托邦式願景固然夢寐以求。儘管各國想方設法研發人工智能的應用，鮮能撼動美國作為人工智能模型開發者的領先地位。據估算，人工智能有望每年帶動美國生產力增長提升0.7個百分點。然而生產力繁榮卻招來不速之客：加息。金融壓抑的誘惑之聲，或強化當前曲線陡峭化之偏好。

5 主題#2 鉤深致遠

那些願意化干戈為玉帛的國家，不僅顆粒無收，在個別高調案例中，其處境甚至惡化。若世界今後傾向於選擇一種將美國排除在外的全球參與模式，那麼在危急時刻買入美元的經典策略便應被束之高閣。無論如何，美元作為獨立品牌難以撼動。去美元化似乎是一場漫長的博弈。

11 主題#3 點石成金

貴金屬能於財政動盪中獨善其身的美麗誤會或會威脅目前的完美圖景。黃金在外匯儲備中的佔比已暴增至21%。黃金持倉超越上限的事實，勢必成為交易室的熱議焦點。不要忘記，其他貴金屬同屬歷史遺跡，同樣擁有悠久的貨幣歷史。

16 主題#4 五味雜陳

信用利差壓縮至多年低點。美國經濟脆弱的一面已原形畢露，問題只是被繁榮掩蓋。我們認為優質發債機構仍具備吸引力。美國投資級別債券平均回撤幅度不僅遠低於標普500指數的跌幅，亦更快地恢復至回撤前水平。

19 主題#5 再續輝煌

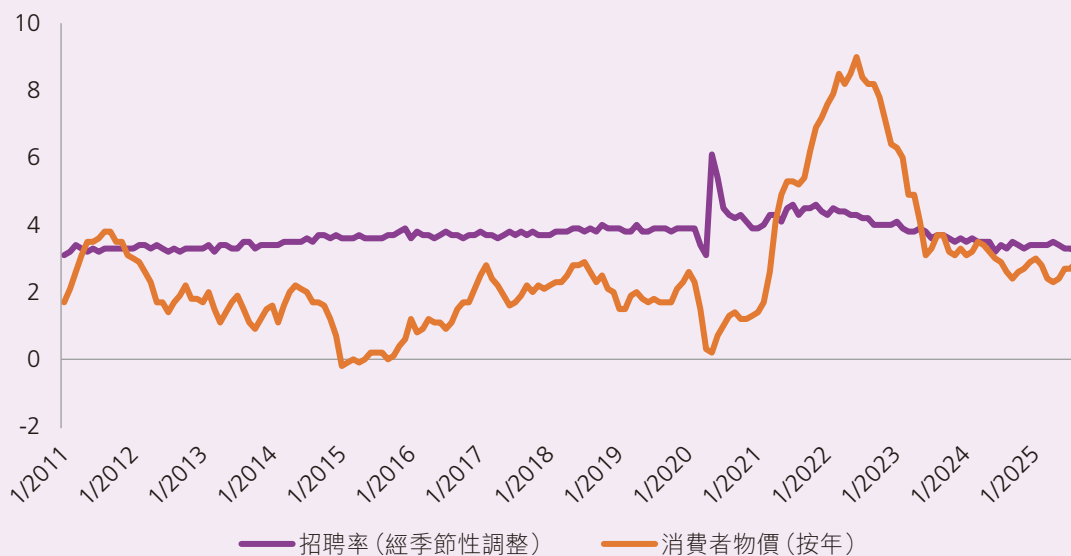
穩定幣在概念上或許新穎，但造錢這門生意實質源遠流長。曾佔着銀行總資產兩成的自發錢幣，因為支票與電匯取代成為主流交易單位後一蹶不振，流通價值在1890年代從高峰期削減了七成。無論如何，美元持有者無需屏息以待。穩定幣發行商的儲備金尚不足900億美元，縱有心填補資金缺口，恐怕力有未逮。

主題#1 薪火相傳

驟雨過，打新荷。關稅糾紛無日無止，特朗普對再次啟動貿易戰躍躍欲試。俄羅斯與烏克蘭的漫長衝突陷入膠著。更甚，衝突絕非止於邊界。這位脾氣暴躁的總統進而介入貨幣戰，銳意把聯儲會理事庫克逐出官場。

過去一年不可不謂滄海橫流，外圍局勢一言難罄，惟市場自有運作邏輯。縱使受到貿易攻勢與軍事衝突的夾擊，人工智能相關的投入足以釋放生產力，擺脫對勞動力大量投入的依賴。雙速經濟創造的效益藉由財富增值惠及大眾，而不受限於加薪。上述推論有力地解釋了，目前股市估值高企、就業增長低迷與頑固通脹並存的獨特局面。

圖表1：美國通脹與招聘率(%)



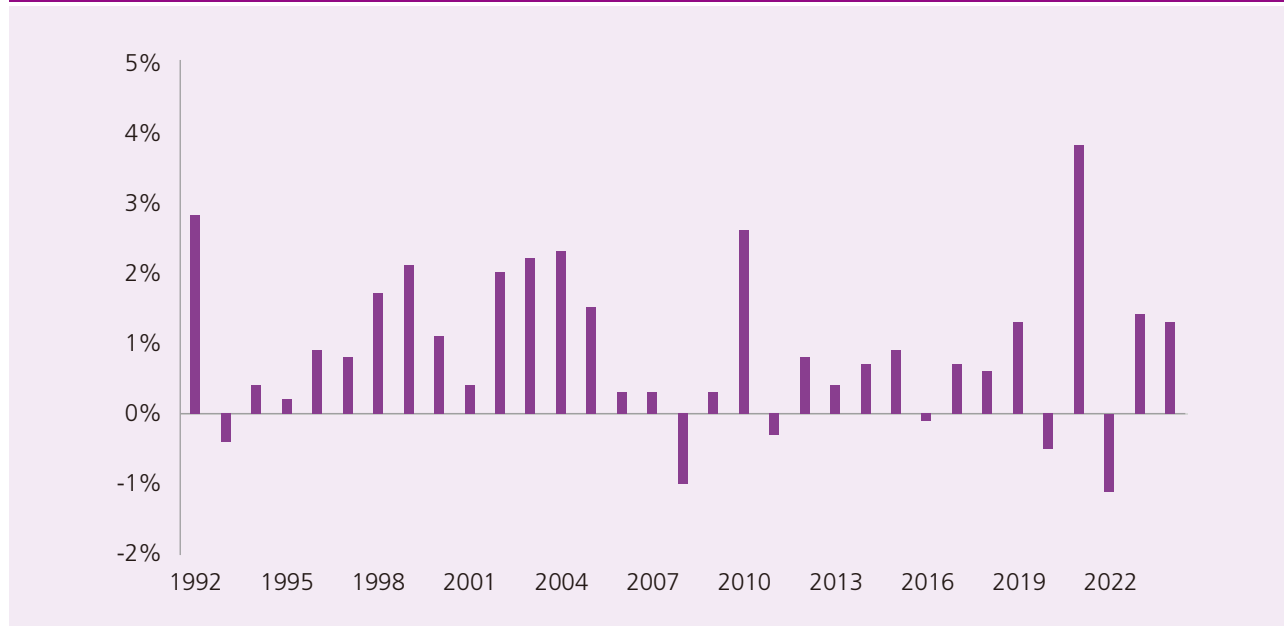
資料來源：CEIC、上海商業銀行

「生產力」一詞令人神往。情景如同普羅米修斯從眾神手中竊取火種，讓財政與估值問題煙消雲散。淡友主張生產力提升只是劃地為牢，招聘活動已呈冷卻跡象。物極必反，命運的指針已盪向收縮。好友則不以為然。他們認為僱主已對特朗普極限施壓的策略麻木，政策不確定性已成過去式。企業只需靜待濃霧散去。兩種說法都無道理。我們不禁懷疑，當今所見的生產力躍升還能否持續下去？

雨露均霑

若追溯至大緩和年代，生產力螺旋式攀升的論點着實具說服力。1996年前的五年裡，美國非農企業生產力年化增長率僅約0.5%。此後五年，隨着全美電腦使用席捲各界，該數字差不多翻了三倍至1.4%（圖表2）。這場生產力革命最終將失業率壓低至4%以下，創下自1960年代末以來的低谷。

圖表2：非農企業生產力（%、按年）



資料來源：美國勞動統計局、上海商業銀行

人非物是，當前與1990年代末期極為相似。在兩段時期中，大規模資本支出皆被接受為常態。2022年推出的ChatGPT 3.5與1995年推出的網景領航員2.0(Netscape Navigator)，亦存在諸多共通點。儘管各國想方設法研發人工智能的應用，鮮能撼動美國作為人工智能模型開發者的領導地位。新科諾貝爾獎得主阿吉翁與法國學者布內爾(2024)曾經估算，人工智能有望每年帶動美國生產力增長提升0.7個百分點。

值得指出，勞動力短缺為這波生產力躍升增添新動力。歷史經驗顯示，人才匱乏將逼使企業鑽研改善生產力的途徑(Dueholm et al., 2024)。一如以往，當新發明誕生時，起初無人知曉如何運用，驅逐非法移民後產生的效益亦需時彰顯。市場先生深諳此理，故生產力數字一時得失，可能視而不見。

朝來寒雨晚來風

生產力煥然一新，意味着必須接待一位不速之客：加息。生產力烏托邦式爆發所造成的困境，不易察覺。但試想：對未來工資上漲的預期，理應促使人們增加當下消費，進而形成通脹。背水一戰的央行家，不得不上調利率以鼓勵延遲消費。

倘說我們能從特朗普身上汲取教訓，那便是傳統智慧未必適用。特朗普正試圖完成一場針對聯儲局的敵意收購，藉此把利率削減至中性水平以下。此地空餘黃鶴樓，我們估計，明年市場焦點最終將轉向終點利率低於3%的可能性。簡單來說，這便是金融壓抑的故事。日本正好是前車之鑑。日本央行多年前開出擴張主義的配方，其禍害更甚於疾病本身。數十年廉價債務非但未能激發風險胃納，更從根源削弱企業高管創新動力，最終催生大批殭屍企業。金融壓抑的誘惑之聲，或強化當前曲線陡峭化之偏好。

圖表3：經濟增長及利率預測								
	經濟增幅(%、按年)				主要利率(%、年底)			
	2023年	2024年	2025年預測	2026年預測	2023年	2024年	2025年預測	2026年預測
美國	2.9	2.8	2.1	1.8	5.25-5.50	4.25-4.50	3.50-3.75	2.75-3.00
歐元區	0.4	0.9	1.2	1.2	4.50	3.15	2.15	2.15
英國	0.3	1.1	1.4	1.3	5.25	4.75	3.75	3.25
日本	1.7	0.1	1.2	0.8	-0.10	-0.10	0.50	0.75
中國內地*	5.2	5.0	5.0	4.8	1.80	1.50	1.40	1.40
香港^	3.3	2.5	3.1	2.2	5.875	5.250	5.000	5.000

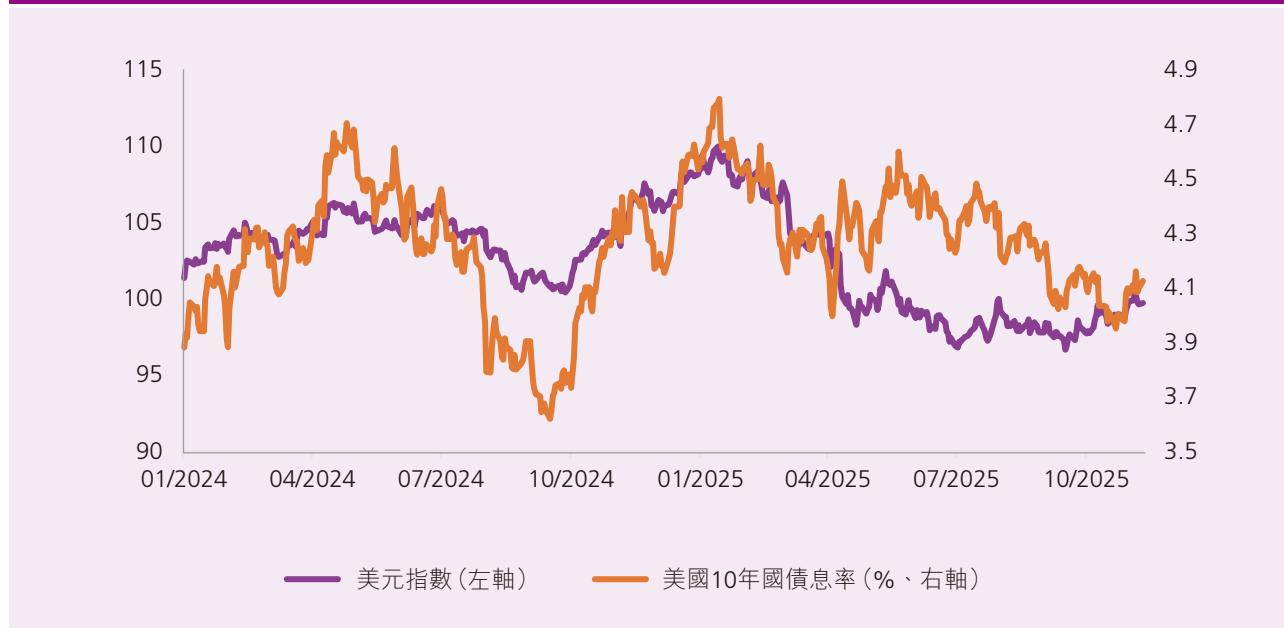
*7日逆回購利率，^港元最優惠利率
資料來源：彭博、上海商業銀行



主題#2 鉤深致遠

曾幾何時，美元持貨經驗無出其右。煙波江上使人愁，美元持有人風光看似不再。傳統智慧認為，當風險情緒惡化時，美國國債需求所衍生的買盤，可成為點燃美元漲勢的催化劑。人生的遺憾，往往在於希望附帶的傷害。回顧2025年4月，恰巧美國國債被拋售並喪失其避險資產功能時，美元沽盤方始湧現。

圖表4：美元與信息



資料來源：彭博、上海商業銀行

事非偶然，背景音樂未趨輕揚。或許米高貝瑞(Michael Burry)言之成理，人工智能的支出故事已走得太遠。又或者，這場無止境的關稅閃電戰所造成的傷害正慢慢浮現。

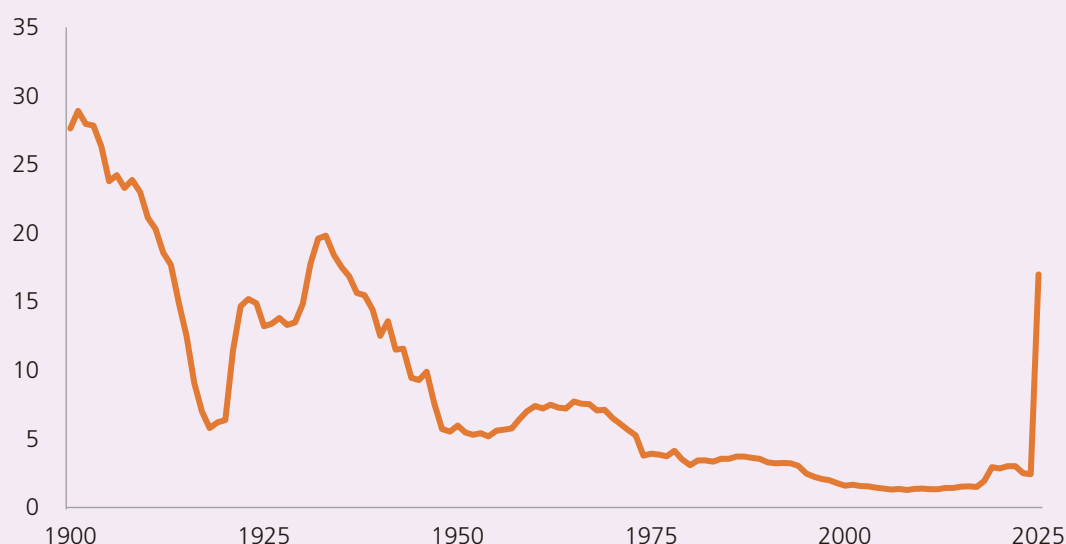
有意栽花花不發

我們必須認清：那些意願圖化干戈為玉帛的國家，不僅顆粒無收，在個別高調案例中，其處境不進反退。

越南就身先士卒，無懼特朗普的威赫。策略上，奉承與表面恭順從不匱乏，但越南領導人最終未有收獲勝利的榮光。越南雖成功談判將關稅下降了10至15個百分點，特朗普還是意外要求對一般和轉口商品分別加徵20%和40%的關稅。

印尼為另一典型案例。在屈服於特朗普要求採購340億美元能源、農產品及飛機，並投資路易斯安那州藍氨產業後，印尼還是被迫接受19%的關稅。如出一轍，南韓必須投資4,500億美元於美國戰略性項目及能源企業。連日本也未能倖免。日本被要求投資5,500億美元於美國電動車供應鏈、造船業及半導體等廣泛領域的項目。

圖表5：美國平均進口關稅



資料來源：The Budget Lab、上海商業銀行

痛定思痛，你或許以為特朗普會從慘痛教訓中汲取經驗，停止干涉外貿事務。事實上，特朗普堅信，美國總統職權應超越單純競選連任的世俗定義。哪個超級大國曾主動放棄對外影響力？

正如馬克思所說，歷史總是重演，首先上演的是悲劇，接下來便是鬧劇。問題癥結不在於特朗普不夠努力，而在於他缺乏互利共贏的理念。隨意耗資數以十億計美元的稅收，恐怕其貿易伙伴也難以贏取國內選民支持。無論對美國的盟友或對手而言，最合理的終局策略都是拒絕再對特朗普讓步，默許美國的巧取豪奪。

邁入非兩極化、着重內需的世界後，因美國經濟對出口依賴度一向較低，美元通常被視為避風港。然而，倘世界傾向選擇一種將美國排除在外的全球參與模式，那麼在危急時刻買入美元的經典策略便應被束之高閣。

人生無根蒂

當美國政局陷入混沌，拋售美元的又豈止個別出口商。其他機構如是。外國央行持有的美國國債託管量已跌至逾13年新低，其總持有量較2024年底足足減少了1,640億美元。

圖表6：外國央行持有美國國債金額(10億美元)



資料來源：聯儲局、上海商業銀行

若將事件按順序排列，更能揭示真相。與普遍認知相反，美元的衰落早在解放日來臨前便已啟動。貿易戰的代價該如何承擔？人工智能的誕生也無法迅速扭轉敗局。股市之所以沸騰，正正因投資者預期勞動力成本將得以縮減。資本素以善變著稱，相較於勞動力，對其徵稅難度更高。沒有理由認為，人工智能驅動的增長可讓白宮坐享其成。

大權獨攬如特朗普也無法恢復美國的基本治理能力，難望科技巨頭們在未來越俎代庖。目前，美國家庭大多保持冷靜，但熱錢的特性始終如一，它們撤退步伐之迅或超出大家想像。



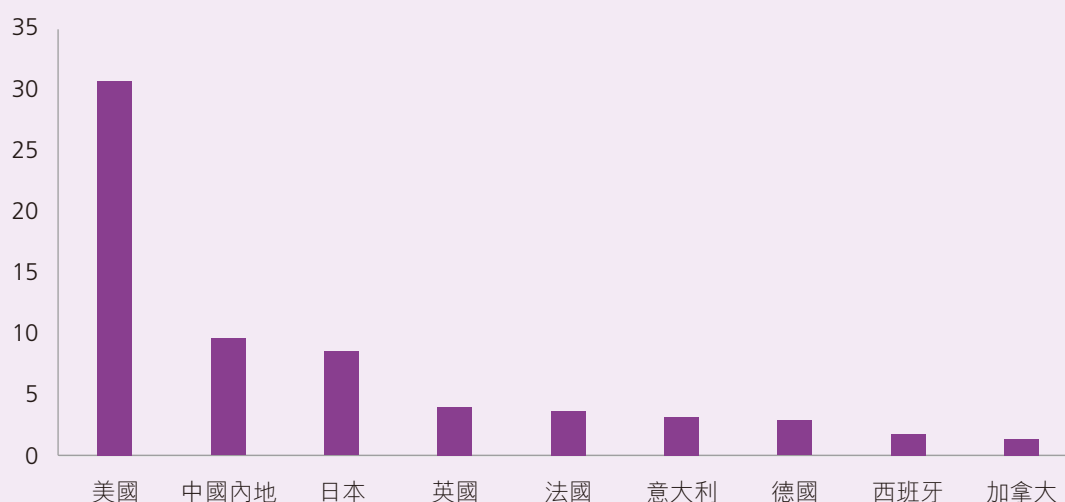
苦中作樂

不過，交易員的考量，也覆蓋更高層面。即使美國在創造回報方面不再一枝獨秀，其無所不在的特性仍瑕不掩瑜。

固定收益投資者所能獲得的規模、深度與流動性，唯有在關鍵時刻才體現其價值。試想當恐慌來襲，持貨者慌不擇路，無差別拋售資產。一個國家的財政紀律，或更廣泛地說其政策與制度固然重要，但在短暫爆發的資金外逃中，這些因素往往被徹底淹沒。在動盪時期，讓伺機而動的逢低買盤接手，往往是救命稻草。

由此觀之，美元作為獨立品牌的地位難以撼動。歐元區債券市場規模僅為美國的四分之一（圖表7），其中德國公債流通量不足美國國債市場的十分之一。在中國內地，外國投資者在市場中的持倉比例亦相對有限。中國銀行間債券市場的外資持股比例不足3%。日本國債市場雖具顯著深度（規模達8兆美元），但半數發行量由單一機構——日本銀行——持有。我們早就不再糾結箇中緣由。




圖表7：債務餘額（兆美元）



資料來源：國際貨幣基金組織、上海商業銀行

若把目光擴闊至50年，目前美元經歷的調整並不像向下突破的先兆。總括來說，去美元化似乎是一場漫長的博弈。關鍵在於：身處美元霸權走向終結的階段，你所獲得的利差收益，或許足以換取足夠時間，確立美元衰落不可逆轉。

外匯展望

歐羅 	增持 中性 減持	<p>得益於基礎設施特別資金和國防開支豁免於「債務煞車」，德國的財政刺激規模高達生產總值的0.6%，讓人翹首以待。這應足以抵消中國汽車出口日增和疫情援助措施到期的衝擊。歐洲央行進一步減息壓力大減。在環球央行按兵不動的背景下，季度經濟增速加快應是主旋律。避免資產過度集中，把部份美元轉移至歐元也被視為明智之舉。</p>
英鎊 	增持 中性 減持	<p>工黨更在意如何提高兒童福利金，而非釋放經濟潛能。不過，近期對英國前景判斷似乎過於悲觀。施紀賢政府留有足夠餘地，實現其自我設定的財政目標，天然氣供應增多也可舒緩居民能源開支。論出現驚喜的可能性，英國應比美國更大。在非衰退背景下提供了吸引力的套利機會，為英鎊帶來支持。</p>
人民幣 	增持 中性 減持	<p>主宰人民幣走向的因素正從事件驅動的波動轉向結構性因素。容許人民幣升值既可減低出口依賴，亦可壓抑離岸債務的違約風險，並同時推動人民幣國際化。隨著基礎設施和製造業投資的復甦，我們總體上傾向於人民幣逐步升值。如果去年囤積了約8,000億美元外匯的出口商開始將留存兌換回人民幣，則買盤需求可能高於預期。</p>
日圓 	增持 中性 減持	<p>歷史一再證明，日圓對其持有者只有造成失望。隨着高市早苗的巨額財政刺激方案到來，資金逃離日本，日圓升勢戛然而止。高市計劃不過把安倍經濟學的舊酒換入新瓶。安倍期望生產力與薪酬的良性循環，最終也無法實現。反之，日本央行很可能會試探性地表明，1%並非最終利率水平。再者，少額投資非課稅戶口相關的外股購買量應見下滑。</p>
澳元 	增持 中性 減持	<p>原油供應過剩仍舊為主要威脅。本已在貿易戰中步履蹣跚，油價受壓將加劇澳元面對的困境。就業市場面臨的下行風險預示著澳洲央行或在春季軟化其鷹派措詞。其與標普500指數之敏感度在主流貨幣中最高，澳元表現預計將較為乏力。</p>
紐元 	增持 中性 減持	<p>紐西蘭央行大刀闊斧減息，引導當地經濟重回正軌。經歷連續五個季度萎縮後，時薪首次出現改善。大選年間的財政刺激為另一正面因素。澳元兌紐元的交叉買盤或會回流。然而，紐元息率在七國集團中最为微薄，跑贏市場也殊不簡單。</p>

圖表8：外匯展望

	期末目標		
	目前	2026年上半年	2026年下半年
EUR/USD	1.17	1.18	1.22
GBP/USD	1.35	1.36	1.41
USD/JPY	157	153	150
USD/CNH	6.98	7.00	6.90
AUD/USD	0.67	0.65	0.64
NZD/USD	0.58	0.57	0.57

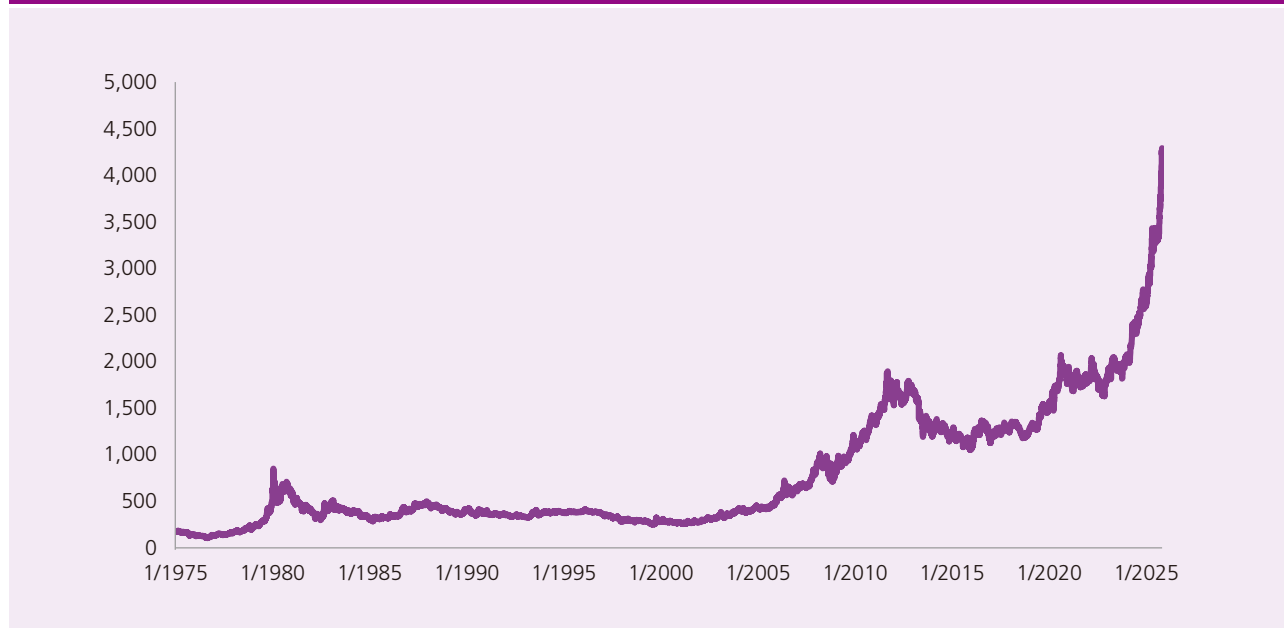
資料來源：彭博、上海商業銀行

主題#3 點石成金

財富增值，從未看似如此唾手可得。滯脹憂慮，與人類對閃亮金屬的古老迷戀相互交織，編寫出近乎超現實的結果(圖表9)。黃金不再在報價器上閃爍着的另一匯率。打破所有預期，2025年實物黃金的表現甚至輕鬆超越納斯達克指數。

毫不誇張，金價跌破每盎司4,000美元時所引發的哄動，比起突破該阻力位時有過之而無不及。箇中緣由不難理解。歷史上，黃金牛市平均生命週期逾千日(1976年8月至1980年1月、2007年1月至2011年9月和2015年12月至2020年8月)。此輪牛市雖已超過700天，相對來說仍屬年輕。誰說史詩級漲勢之後就沒有藍天？

圖表9：金價(美元／盎司)



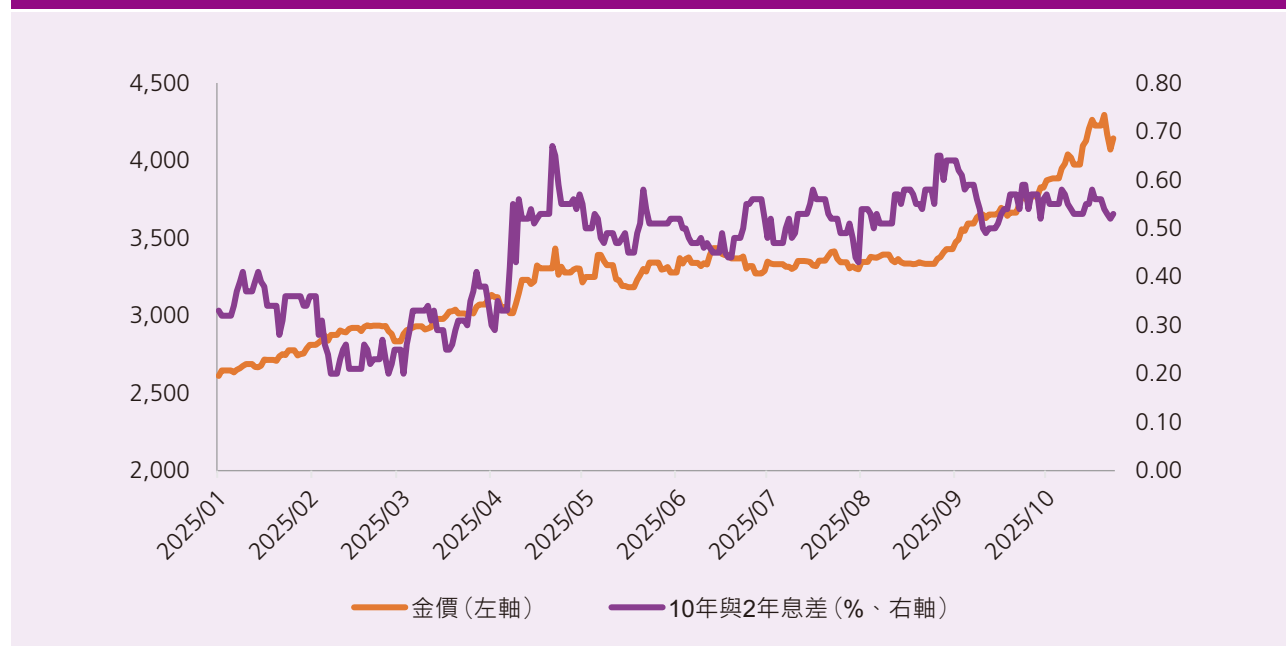
資料來源：萬得、上海商業銀行

金色避風港

今人不見古時月，今月曾經照古人。我們亦學會尊重歷史。前車之鑑，究竟什力量足以破壞了這幅完美圖景？在我們看來，貴金屬能於財政動盪中獨善其身的美麗誤會甚為堪憂。

當政府入不敷出時，貨幣貶值風險不言而喻。若黃金具備抵禦貨幣貶值與武裝衝突避風港的特殊功能，那麼黃金與債息息差理應在此趟旅程中並肩上游。事實卻非如此(圖表10)。當黃金走勢呈現拋物線式上揚時，兩、十年期美國國債息差竟持續收窄。長短債息堪稱全球最重要的風險溢價指標，息差收窄反映着貶值交易未能取信於市場。背後讓人如坐針氈的是：當黃金持有者最需要對沖各國財政揮霍的保障時，這份保障或已稍然蒸發。

圖表10：金價與美國國債長短息差



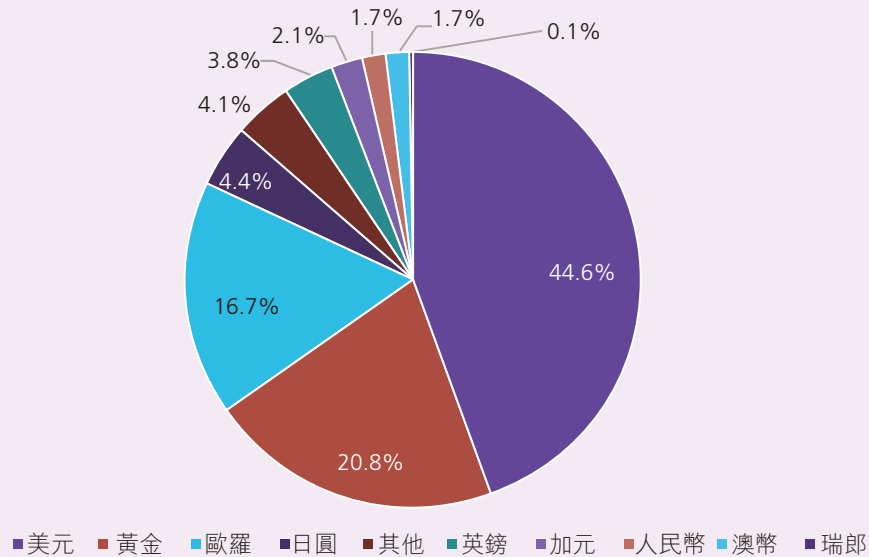
資料來源：萬得、上海商業銀行

人言可畏

緊記，價格走勢永遠是自我實現的。真正左右大局的是資金流向與市場傳言，更甚於技術圖表。其他一切分析，多半是憑空揣測。波蘭國家銀行直言不諱地提出黃金佔比兩成的戰略目標。此外，菲律賓央行也曾具體提出8-10%的理想比例。隨著金價扶搖直上，其在各國外匯儲備中的佔比已暴增至21%，超越歐元計價資產成為央行第二大外匯儲備持倉。

把事實臚列出來，突顯一個重要問題：央行透過貿易順差囤積黃金的速度，或已集體觸及上限。這還未考慮，錙銖必較的儲備管理者每天還忍受着利息犧牲，多少產生悔疚。黃金持倉超越上限的事實，勢必成為交易室的熱議焦點。刻下，我們質疑央行訂單作為歷史引擎的作用，是否被過度放大。

圖表11：外匯儲備分佈(2025年第2季)



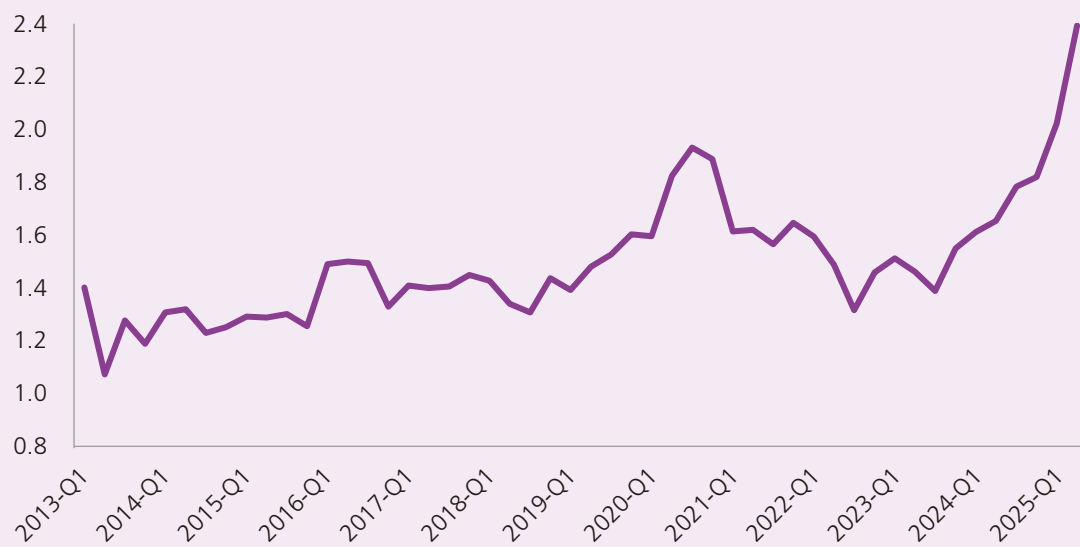
資料來源：國際貨幣基金組織、世界黃金協會、上海商業銀行

稍安勿躁

央行縮減購金規模的可能性，促使我們重新審視基本面。由於開採黃金困難重重，故被視為優質價值儲藏手段。我們可透過觀察金價相對於開採成本的倍數，來估計供應增加將對黃金造成多大衝擊。

目前，黃金礦商的利潤率如暴風中的風箏般，高企不下。據世界黃金協會估算，黃金總維持成本已達1,550美元。執筆之際，金價已達開採成本的2.4倍，創下十年來未見的高位。黃金礦商獲取的暴利已顯失衡。隨之而來的供應衝擊，更強化了投資者應為下行風險做好準備的理由。

圖表12：黃金與其他貴金屬



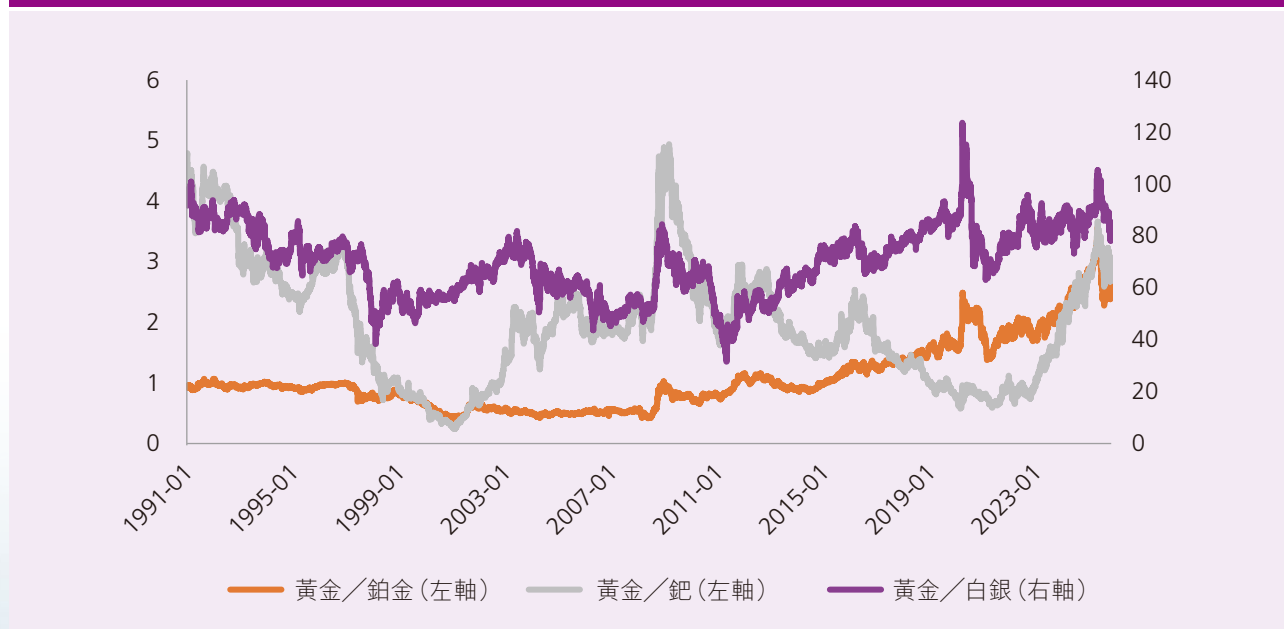
資料來源：世界黃金協會、上海商業銀行

自成一家？

大文豪費茲傑羅(F. Scott Fitzgerald)曾寫下這句名言：「頂級智慧的試金石，在於能同時容納兩種對立觀念於腦中，仍能保持思考能力。」(“The test of a first-rate intelligence is the ability to hold two opposing ideas in the mind at the same time, and still retain the ability to function.”)投資者理應將此箴言掛於牆上。過度沉迷單一觀念，陷入單一思維，終將迷途難返。

試問：真金白銀的付出，黃金究竟為持有者帶來了什麼？坦白說，其魅力似乎源於閃耀光澤與稀缺性。其他貴金屬同屬歷史遺跡，同樣擁有悠久的貨幣歷史。它們間的切換和轉移，應該不存太大顧慮。多數黃金的原子表親目前仍處於低估區域(圖表13)。不過，亮點往往需打上星號註解。鉑金與白銀市場規模僅分別為黃金的六分之一與十分之一。這也許正是分散押注的參與途徑。

圖表13：黃金和其他貴金屬

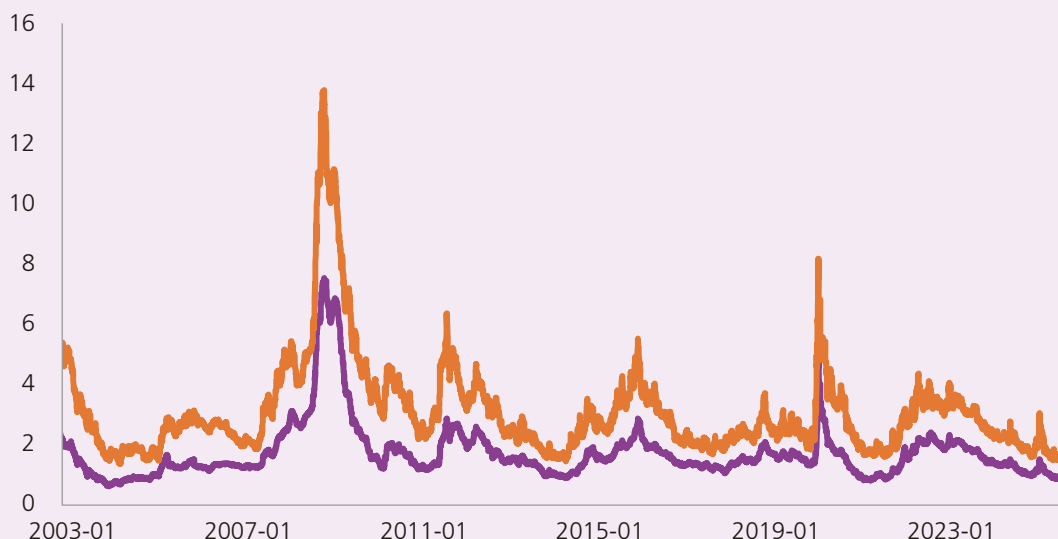


資料來源：萬得、上海商業銀行

主題#4 五味雜陳

近年，末日情境推陳出新，終究悉數落空。關稅軍備競賽便是其中之一。儘管美國在任總統竭盡所能把美國推進衰退漩渦，但人工智能的消費狂潮使其倖免於難。無論投資或高收益評級債券，信用利差皆壓縮至多年低點。

圖表14：美國企業信貸息差(百分點)



資料來源：萬得、上商業銀行

福兮禍倚。若跨洋航行萬里無雲、一帆風順時，至少得考慮某個時刻將風雲變色。以下是我們將密切監控的風險清單。

格物致知

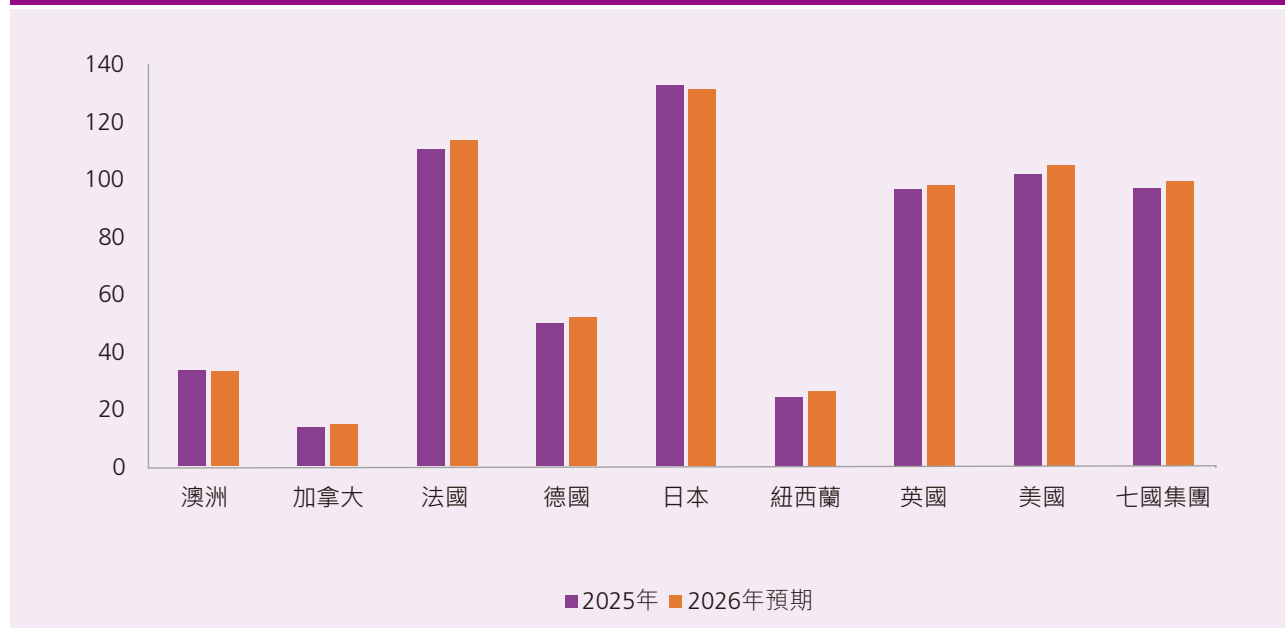
市場未察之事，便不構成傷害。當然，這恰似從望遠鏡另一端向內觀望般的錯誤。

詐騙事件最終曝光的關鍵元素，往往在於現金流枯竭。在目前背景下，我們應該提問：投資者如何將人工智能投資變現？蘋果靠硬體變現，微軟靠商用軟體變現，網飛靠影視內容變現，字母表靠廣告變現，亞馬遜則靠零售訂單變現。如今這些巨頭紛紛耗費巨資建立超大規模資料中心，爭奪同一塊戰場。整個生態系統已深度交織，任何一環的動搖都可能引發連鎖效應。

讓事態發展走向失控的途徑恐怕不止一條。卓慧思的迷你預算案風波，加上日本央行拍賣困局，已讓我們初嘗財政反噬的滋味。入不敷支的公共財政計劃將持續至2026年，且極可能延續至明年之後。至2030年末，七大工業國集團的淨債務佔生產總值比重將首度突破100%，刷新近代史紀錄。

尤其是法國局勢已超乎常理－其淨債務負擔明年將飆升至111%以上，僅次於日本。迄今，馬克龍拋出的方案不過隔靴搔癢。罷買法國國債或許是導火線，但真正的火藥桶在於主要經濟體中財政民粹主義的失控蔓延。從歷史角度看，法國對全球市場的衝擊程度往往被低估。若主權債券收益率曲線上移，發行債券到期後，集資者便被迫在2026年發行更高息率債券取而代之。

圖表15：淨債務佔生產總值比率(%)



資料來源：國際貨幣基金組織、上商業銀行

此外，還有一種流行觀點，認為高收益債券領域的信用利差之所以被擠壓至罕見區間，因為劣質發行機構已被私人信貸機構吸收並過濾，去蕪存菁的結果。彷彿在債券市場，某些投資者活在平衡時空。

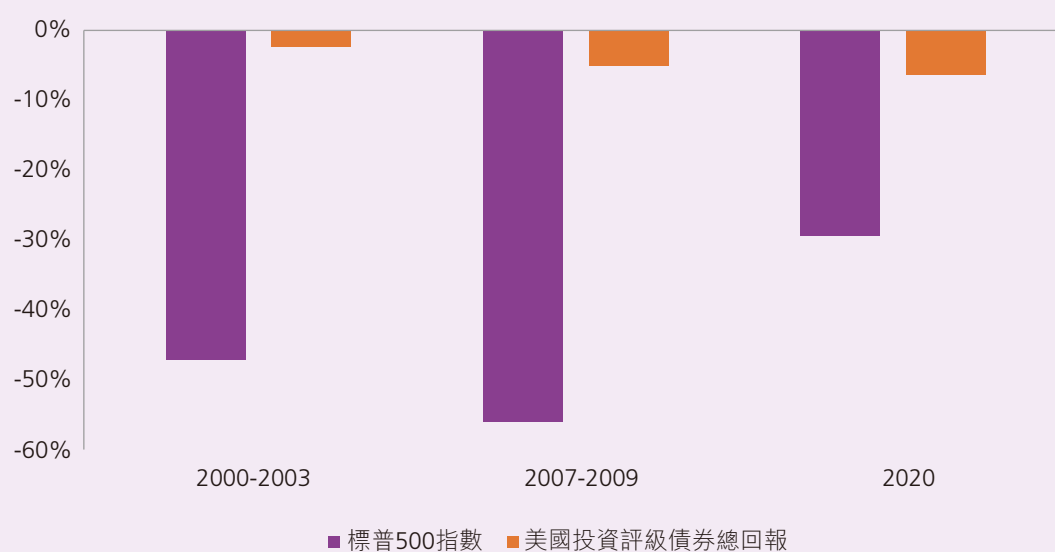
在我們額手稱慶之前，美國地區性銀行面臨的轟動性詐欺案，亦發人深省。冰封三日，非一日之寒。美國經濟脆弱的一面已原形畢露，集中體現在低收入群體身上，問題只是被繁榮掩蓋。維持生計的再融資終有一天枯竭。部分地區性銀行率先陷入困境，其他銀行可能步其後塵。我們預期利差較難長期維持在當前水平。

擇善固執

畢竟，投資是減法而非加法練習。優質資產往往通過更多試煉，且對市場誤判具備更高容忍度。時局不靖，槓桿帶來的利差補償日顯不足。根據歷史分析，僅要求回歸利差均數，高息債券市場便需承受6%的損失。

塞翁失馬，我們仍認為優質發行機構具備吸引力。當陰霾湧入時，沒有任何風險資產能獨善其身。為此，下圖展示2000年以來投資級別債券與股票的回撤幅度。我們發現美國投資級別債券平均回撤幅度僅為5%，不僅遠低於標普500指數平均44%的跌幅，亦更快地恢復至回撤前水平。平均來說，美國投資級別債券從谷底回升僅需25天，而標普500指數從谷底完全回復則需時1,010天。

圖表16：最大回撤幅度(%)



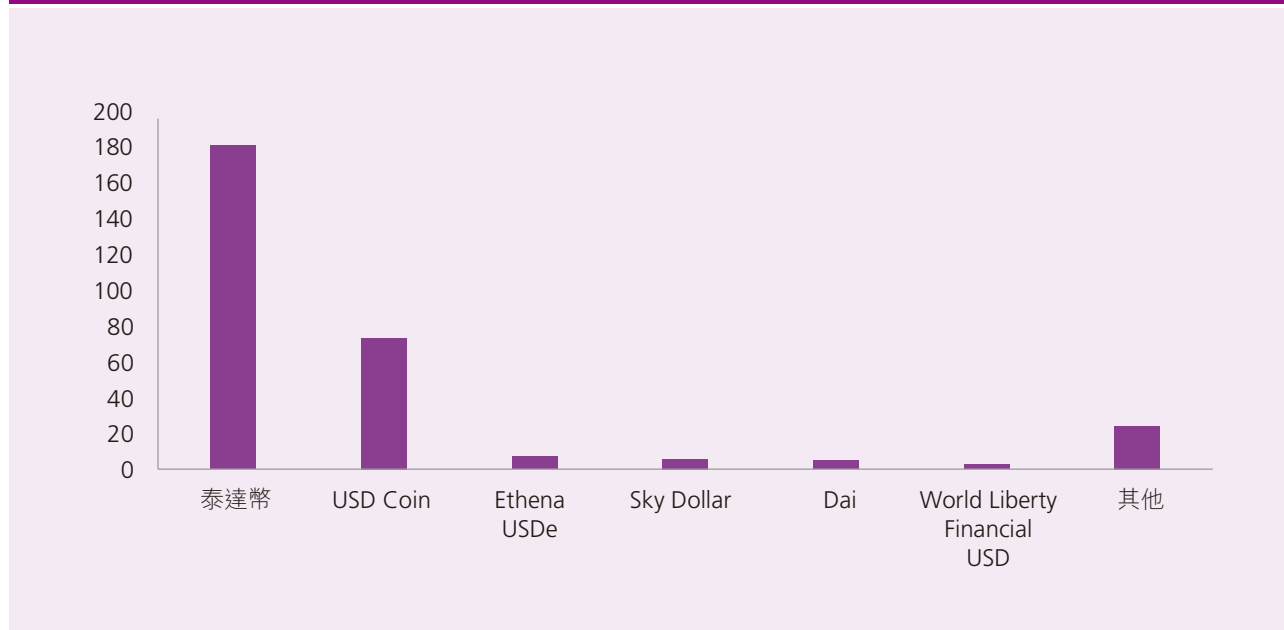
資料來源：彭博、上商業銀行

姑勿論尾部風險之類型，信用曲線趨坦可能驅動更多投資者轉向投資級別債券。對經濟週期敏感度較低且業務更側重國內市場的板塊，發行機構可能更受青睞。鑑於其滾動效應，久期補償相對優厚則凸顯出如五年期領域的吸引力。

主題#5 再續輝煌

金錢一詞，人言人殊。對某些人而言，它僅僅是享受生活的手段。對另一些人而言，它關乎銀行體系與金融市場的順暢運作。而對所有人來說，一種新型貨幣或許值得躋身核心地位：穩定幣。過去五年間，這種鏈上貨幣的價值已從50億美元飆升至約3,000億美元。目前，逾1%的美國M2貨幣供應量源自於穩定幣。

圖表17：穩定幣市值(10億美元，截止2025年11月27日)



資料來源：DeFiLlama、上商商業銀行

有人簡單地把加密貨幣狂熱矮化為類似1990年代末期網路泡沫的幻想，最終必以崩盤收場。但這可能漠視了劃時代變化。穩定幣為全天候流動性、可編程訂單、即時資金轉移及資產代幣化提供了基礎架構。且所有功能皆無需重建現有系統下可望實現。這與迷因股囤積者的操作模式又不宜混化一談。

銀行業拓荒的教訓

萬里長征，風霜雨雪可少不了。未來數年敘事或迎來充滿曲折起伏的轉折。

穩定幣在概念上或許面目一新，但造錢這門生意確實源遠流長。逾百年前，私人貨幣曾在美國廣泛流通。根據1863年與1864年《國家銀行法》授權，商業銀行只要滿足特定條件(例如具備最低資本額)，即可在美國申請國家銀行特許狀。

獲特許狀的銀行隨後被允許印製自有錢幣，其發行額最高可達存放於財政部的政府債券面值之九成。

世事難料，銀行發行錢幣的熱潮其後竟然一哄而散。其時，銀行間借貸與清算系統以迅雷不及掩耳之勢演進，計息存款蓬勃發展。支票與電匯取代私人貨幣成為主流交易單位。某刻，到底銀行家需要客戶，還是客戶更需銀行的問題已見分曉。曾佔着銀行總資產兩成的自行發行錢幣自此一蹶不振，流通量從高峰期削減了七成。

我們能從這段歷史學到什麼？金融創新大概免不了吃苦。若商業銀行願意開始提供更優厚的存款條件，穩定幣的擴張步伐恐將受阻。另一種可能則是，穩定幣發行方在應對接近銀行層次之監管時可能耗盡資源。隨之而來的平台費用上漲對加密貨幣群體澆上一盆冷水。可能性與盈利現實的差距，正是我們自1972年後再未再把人類送上月球的原因。

當局者迷

網路泡沫破裂並未扼殺網路。同樣地，日常的潮起潮落，也無礙穩定幣成為法幣與數字資產世界之間的橋樑。

但美元持有者無需屏息以待。既已助產巨獸，馭之而行便順理成章。特朗普政府深諳穩定幣的顯赫地位可為其民粹預算提供後盾。根據最新季度再融資聲明，預計2026及2027財政年度的淨票據發行量將突破6,000億美元。穩定幣發行商的儲備金尚不足900億美元，縱有心填補資金缺口，恐怕力有未逮。

事態發展變得本末倒置的話，穩定幣法案的通過恐被視為葉公好龍之舉。



注意事項－投資附帶風險

風險聲明

以下風險披露聲明不能披露所有涉及風險，亦不會考慮本行概不知情的情況。投資涉及風險，證券、基金、債券乃投資產品。投資者可能須承受重大損失。證券、基金、債券及其他金融工具之價格及收益或外匯匯率可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣投資產品未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。過往業績並不代表將來的表現，基於個別市場情況，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的銷售檔，以瞭解更多資料，包括但不限於風險因素。本檔所述的產品未必適合所有客戶。投資決定是由客戶自行作出的，但客戶不應投資在投資產品，除非仲介人於銷售該產品時已向客戶解釋經考慮客戶的財務狀況、投資經驗及目標後，該產品是適合閣下的。客戶不應只跟據本檔作任何投資決定，而須自行評估本檔所載資料，並考慮該等投資是否適合客戶本身的特定財政狀況、投資經驗及投資目標。客戶如對此資料或有關銷售文件有任何疑問，應就有關投資的法律、法規、稅務、投資及財務可能產生的後果尋求獨立及專業的意見(包括本地及海外投資可能涉及的遺產稅及紅利預扣稅及其他稅務責任等)，以確保客戶明白該等投資的性質及風險，從而考慮該等投資是否為適合客戶的投資。

證券投資風險：證券價格有時可能會非常波動。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，基於市場情況，部分投資或不能即時變現。客戶透過滬港通及深港通投資A股前，應確保已閱讀及充分瞭解本行滬股通／深股通服務資訊，包括有關詳情、交易細則、風險、收費、限制及注意事項。詳情請向本行職員查詢。

風險聲明(續)

基金投資風險：基金價格有時可能會非常波動。基金價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣基金未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，基於市場情況，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的基金銷售檔，以瞭解基金更多資料，包括但不限於風險因素。客戶須謹慎考慮該基金是否適合客戶自身的財務狀況、投資經驗及目標。有關基金之詳情，請參閱基金說明書。基金之認購須受現行監管規定及本行條款及細則所約束。本行分銷產品發行人／基金管理公司的基金，而有關基金是產品發行人／基金管理公司而非本行的產品。對於本行與客戶之間因銷售過程或處理有關交易而產生的合資格爭議(定義見金融糾紛調解計劃的金融糾紛調解的中心職權範圍)，本行將與客戶進行金融糾紛調解計劃程式；然而，對於有關產品的合約條款的任何爭議應由產品發行人／基金管理公司與客戶直接解決。

債券投資風險：債券投資並非銀行存款，且帶有風險，亦可能導致本金的損失。客戶應注意，投資於以非本土貨幣結算的債券將受匯率波動的影響，可能導致本金出現虧損。除非其保證已列明於有關之章程中，否則一般投資並未獲得本行的任何保證或擔保。債券價格有時可能會非常波動。債券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣債券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。投資附帶風險，過往業績並不代表將來的表現，本行並不保證債券存有二手市場，基於市場情況，部分投資或不能即時變現。在決定作出任何投資前，客戶請細閱相關的債券銷售檔，以瞭解更多資料，包括但不限於風險因素。

人民幣現時不可自由兌換，其每日之兌換金額均受中國內地及香港之監管機構所限。將境外人民幣(CNH)兌換為境內人民幣(CNY)是一項貨幣管理程式，須遵守由中國政府實施的外匯管制政策及限制。概無保證人民幣不會在某個時間貶值。人民幣產品受匯率波動而產生獲利機會及虧損風險。客戶如將涉及的人民幣資金兌換為港幣或其他外幣，可能受人民幣匯率的變動而蒙受虧損。倘若投資產品涉及人民幣，將會以離岸人民幣報價。離岸人民幣匯率可能較在岸人民幣匯率出現溢價或折讓，而且買賣差價可能較大。人民幣受制於匯率風險。人民幣兌換限制風險(只適用於個人客戶)－目前人民幣並非完全可自由兌換，個人客戶可以通過銀行賬戶進行人民幣兌換的匯率是人民幣(離岸)匯率，但需按有關監管機構不時作出的規定(有關要求將不時更改而毋須另行通知)、本行規定及／或當時人民幣頭寸情況及本行商業考慮辦理。人民幣兌換限制風險(只適用於企業客戶)－目前人民幣並非完全可自由兌換，企業客戶通過銀行進行人民幣兌換，但需按有關監管機構不時作出的規定(有關要求將不時更改而毋須另行通知)、本行規定及／或當時人民幣頭寸情況及本行商業考慮辦理。外幣投資受匯率波動影響，可能帶來虧損風險。客戶應注意投資海外投資產品時的貨幣風險及如將外幣兌換為港幣或其他外幣時，可能因外幣匯率變動而蒙受虧損。投資產品的回報以該產品基本貨幣計算。如客戶的本土貨幣與投資產品的基本貨幣或參考貨幣不同，匯率變動或會減低客戶的投資得益或擴大客戶的投資損失。

本檔內容並未經香港證券及期貨事務監察委員會或香港的任何其他監管機構審核。

英文版本與中文版本如有歧異，概以英文版本為準。

重要聲明／免責聲明

本檔由上海商業銀行有限公司刊發及完全擁有。本檔所載資料僅作為一般市場評論，惟僅供參考之用，並不構成任何存款或任何投資認購、交易、贖回、出售此影片所載的產品之要約、游說、邀請、招售、建議或意見。本行並無、亦不會就任何投資的表現作出聲明、擔保及其他保證。

本文件部分內容源自第三者提供的資料，該等資料可能是不完整或經簡撮。雖然有關資料乃源自本行認為可靠的來源，惟該等資料內容來源未經獨立核證，本行亦不會就上述文件所提供的資料或意見的準確性、完整性或正確性作出任何陳述、保證或承諾，亦不會對任何因該等資料或意見(全部或任何部份)而產生或因直接或間接倚賴該等資料或意見(全部或任何部份)而引致的損失或損害承擔任何法律責任(因本行、本行的授權人員、僱員或代理人的疏忽或故意失責除外)。文件內容或隨時變更，所有意見、預測及估計乃於發表日期前之判斷，任何修改將不作另行通知。本文件內部份或任何內容可視為前瞻性陳述，當中涉及風險及不穩定因素，客戶須注意，實際結果可能因多種因素、風險或經濟狀況而與前瞻性陳述所描述的情況有重大差異。

未經本行事先作出明確的書面許可前，本文件(包括全文或部分)不得以任何方式引用、複印、分發、披露(全部或任何部分)或出版作任何用途。本行對由於使用及／或依賴上述資料或內容而引起的任何損失概不負責。本文件無意向派發本文件即觸犯法例或規例的司法權區或國家的任何人士或實體派發，亦無意供該等人士或實體使用。

本行及其內的附屬公司及／或其高級職員、董事、代理人及僱員可能持有本文件所述全部或任何外匯、證券或投資的倉盤，亦可能會為本身買賣全部或任何該等證券或投資項目。本行可能會就該等證券提供投資服務或承銷該等證券，及會就該等證券而提供的服務賺得佣金或其他費用。

利益衝突披露

本行及其內的附屬公司及／或其高級職員、董事、代理人及僱員可能持有本檔所述全部或任何外匯、證券或投資的倉盤，亦可能會以其名義買賣全部或任何該等證券或投資項目，或擁有與相關內地ETF有關的財務權益；亦可能與相關內地ETF或相關內地ETF的管理公司有業務往來或其他關係。本行可能會就該等證券提供投資服務或承銷該等證券，及會就該等證券而提供的服務賺得佣金或其他費用。



歡迎瀏覽上海商業銀行有限公司網站