大公報
2025年7月26日 星期六

▲法幣抵押型穩定幣以USDT、USDC為代表，通常以等值法幣或短期低風險資產作為儲備，維持與法幣1：1兌換比率。

經濟觀察家

在全球數字化浪潮的推動下，加密貨幣市場蓬勃發展，穩定幣作為其中的重要創新，正逐漸改變着金融生態格局。穩定幣旨在通過與法定貨幣、大宗商品或其他資產掛鈎，或借助特定算法，實現價格的相對穩定，成為連接傳統金融與加密世界的橋樑。

穩定幣風險管理有門道

淵謀遠略
袁淵

穩定幣是一種基於區塊鏈技術的加密數字貨幣，通過與法定貨幣、大宗商品、主流加密資產掛鈎，或依賴算法機制調節供應量，實現價格相對穩定。與傳統加密貨幣相比，穩定幣最大特點在於價格穩定性，為用戶提供更可靠的價值尺度和交易媒介。依據錨定機制和運作模式，穩定幣主要分為法幣抵押型、加密資產抵押型和算法型三類。

穩定幣的三個類型

法幣抵押型穩定幣以USDT、USDC為代表，由中心化機構發行，通常以等值法幣或短期低風險資產（如國債）作為儲備，維持與法幣1：1兌換比率。此類穩定幣價格波動小，市場接受度高，但高度依賴發行方的儲備透明度與審計合規。例如，Circle公司發行的USDC，通過在銀行存入等額美元作為儲備，並定期接受第三方審計，確保用戶可隨時按1：1贖回美元，增強了市場信任度。

加密資產抵押型穩定幣以DAI、LUSD為代表，以加密貨幣（如ETH、BTC）或其他鏈上資產作為抵押品，借助智能合約自動調節供應量，維持價格錨定。由於抵押資產波動性大，普遍採用超額抵押機制。如DAI通過超額抵押以太坊等加密資產生成，抵押率通常維持在150%以上，當抵押資產價格下跌導致抵押率接近閾值時，系統自動清算部分抵押資產，以確保DAI與美元的錨定關係，其去中心化程度較高，但受加密市場波動影響顯著。

算法型穩定幣以USTC、USDD為代表，不依賴實際資產儲備，而是通過預設算法和智能合約自動調節代幣供應量，維持價格穩定。其優勢在於完全去中心化與機制透明，但穩定性易受市場情緒左右，存在系統性風險。例如，USTC是Terra區塊鏈上的算法穩定幣，通過LUNA與USTC的套利機制維持1：1錨定美元，但在市場極端波動下，套利機制失效，導致USTC價格暴跌，引發市場恐慌。

法幣抵押型穩定幣的發行由中心化機構主導。以USDC為例，當用戶或機構希望獲取USDC時，需向Circle等發行機構存入等額美元，發行機構在確認收到資金後，通過區塊鏈智能合約在鏈上生成相應數量的USDC並發放給用戶。發行過程嚴格遵循1：1的法幣抵押原則，每一枚USDC背後都有1美元的現金或現金等價物作為支撐。

贖回機制與之相反，用戶若想將USDC換回美元，可向發行機構提交贖回申請，發行機構在驗證用戶身份及USDC數量後，從儲備賬戶中提取等額美元支付給用戶，並將贖回的USDC銷毀，確保市場上流通的USDC總量與儲備資產始終保持平衡。

儲備資產是法幣抵押型穩定幣穩定運行的關鍵。發行機構通常將收到的法幣存入合作銀行的專門賬戶進行託管，確保資金安全。為提高資金使用效率，部分發行機構會將部分儲備資金投資於短期國債、商業票據等低風險、高流動性資產，但投資比例受到嚴格限制。在USDC的儲備資產中，除現金外，少量投資於美國短期國債，且定期接受審計機構審查，確保儲備資產價值足以覆蓋流通中的穩定幣，維持市場信心。

法幣抵押型穩定幣USDC與USDT比較

USDC	穩定幣	USDT
Circle	發行公司	Tether
與美元1：1掛鈎，穩定性高	穩定性	與美元1：1掛鈎，但偶有波動
每月公開儲備報告，透明度高	儲備透明度	儲備透明度較低，未定期公開細節
遵守美國監管規定	監管合規	面臨監管爭議
使用率僅次於USDT	市場接受度	全球使用率最高的美元穩定幣
廣泛使用	DeFi應用程度	較少使用
有1：1的儲備資金，風險較低	風險	儲備資金比例為達到1：1，但有脫鈎風險
較高，甚至是部分機構唯一接受的虛擬貨幣	機構信任度	較低

加密資產抵押型穩定幣採用超額抵押模式。以DAI為例，用戶若要生成DAI，需先將以太坊等加密資產存入智能合約作為抵押品。由於加密資產價格波動劇烈，為確保即使抵押資產價格下跌，仍能保證DAI的價值穩定，抵押率通常設定在較高水平，如150%–200%。當抵押資產價格上漲，用戶可通過智能合約贖回部分抵押資產或增發DAI；若抵押資產價格下跌，導致抵押率接近或低於預設的安全閾值（如130%），智能合約將自動觸發清算機制，強製出售部分抵押資產以償還DAI債務，維持系統穩定。

除超額抵押外，加密資產抵押型穩定幣還借助價格預言機等工具維持價格穩定。價格預言機負責實時獲取加密資產和穩定幣的市場價格信息，並將數據反饋給智能合約。當穩定幣價格偏離錨定價格時，智能合約依據價格預言機提供的數據，通過調節抵押資產的抵押率、清算閾值以及DAI的供應量等方式，促使穩定幣價格回歸錨定水平。例如，當DAI價格高於1美元時，智能合約鼓勵用戶增發DAI，增加市場供應，平抑價格；反之，當DAI價格低於1美元時，通過清算抵押資產減少DAI流通量，提升價格。

算法型穩定幣通過預設算法和智能合約自動調節代幣供應量來維持價格穩定。以USTC為例，其基於Terra區塊鏈運行，採用雙幣模型，即USTC和LUNA。當USTC價格高於1美元時，用戶可將LUNA兌換成USTC，增加USTC供應量，平抑價格；當USTC價格低於1美元時，用戶可將USTC兌換成LUNA，減少USTC供應量，提升價格。整個過程由智能合約自動執行，無需實際資產抵押，完全依靠算法根據市場供需關係調節USTC的發行量。

在USTC的運行過程中，其套利機制設計旨在利用市場價格偏差實現自動調節。當USTC價格高於1美元時，用戶可在市場上以低於1美元的價格購買LUNA，然後通過Terra網絡將LUNA兌換成價值1美元的USTC，再將USTC在市場上以高於1美元的價格賣出，從而獲取差價利潤。這一過程促使USTC供應量增加，價格回落至1美元附近。反之，當USTC價格低於1美元時，用戶可將USTC兌換成LUNA，減少USTC供應量，推動價格回升。

但在2022年5月加密市場大幅下跌，投資者對USTC信心受挫，大量拋售USTC，導致套利機制失衡，USTC價格暴跌，最終引發整個Terra生態系統崩潰，眾多投資者遭受巨大損失，凸顯了算法型穩定幣在極端市場環境下的脆弱性。

穩定幣的商業生態

發行體系是穩定幣生態的核心。發行商負責穩定幣的創建、發行、管理與合規保障，通過鑄造和贖回穩定幣調節市場供應量，並從儲備資產收益和交易手續費中獲取收入。儲備託管機構（如銀行）承擔替發行商保管法幣或高流動性抵押資產的職責，確保穩定幣按面值可贖回，是穩定機制的重要支撐。審計機構定期對儲備資產進行核查與披露，提升穩定幣透明度和市場信任度。區塊鏈平台則為穩定幣發行提供底層技術支持，包括智能合約執行、賬本紀錄和網絡共識機制，保障發行過程的安全與高效。

運營體系涵蓋穩定幣的流通、交易及相關服務。穩定幣錢包為用戶提供存儲、管理和交易穩定幣的工具，用戶可通過錢包進行轉賬、收款等操作。交易所在穩定幣流通中發揮關鍵作用，為穩定幣與其他加密貨幣、法定貨幣的兌換提供交易場所，促進穩定幣的市場流動性。此外，做市商通過在市場上持續提供買賣報價，縮小買賣價差，增強穩定幣交易的活躍度和穩定性。數據服務提供商為市場參與者提供穩定幣價格行情、市值、交易量等數據信息，助力投資者決策。

技術體系是穩定幣運行的基礎保障。區塊鏈技術為穩定幣提供去中心化、不可篡改的分布式賬本，確保交易紀錄的透明性和安全性。智能合約是穩定幣運行機制的核心實現方式，通過編寫預先設定的規則和條件，自動執行穩定幣的發行、贖回、清算等操作，減少人為干預，提高運行效率和可信度。密碼學技術用於保障用戶賬戶安全、交易信息加密以及身份驗證，防止信息洩露和欺詐行為。此外，隨着技術發展，跨鏈技術逐漸應用於穩定幣領域，實現不同區塊鏈平台上穩定幣的互聯互通，拓展穩定幣的應用範圍。

（作者為外資投資基金董事總經理）

在審慎與創新間取得平衡

連說金融
連少冬

2025年8月1日，香港《穩定幣條例》即將正式生效。作為全球首個針對法幣穩定幣的專項監管框架，該條例不僅標誌着香港在數字金融監管領域的重大突破，更以「風險為本」的監管哲學為全球穩定幣發展樹立了新標準。

當前香港市場對穩定幣的熱情源於條例即將生效的政策紅利，數十家機構已主動接觸香港金管局，表達牌照申請或合作意向，涵蓋銀行、科技巨頭及傳統金融機構等，並在場景化探索、合規協作、技術投入等方面積極推進相關努力。

然而，穩定幣並不是投資或投機的工具，而是運用區塊鏈技術的支付工具之一，本身並沒有升值空間。以跨境支付這類應用場景為例，除了穩定幣，其他新型支付工具還包括部分央行合作建立的CBDC（即央行數碼貨幣）網絡、某些國際銀行計劃發行的代幣化存款、快速支付系統跨境連線等等。這些支付工具各有特點，成熟程度不一，未來的發展前景很大程度由市場力量決定。

市場過度炒作穩定幣概念

眼下，市場因投資者過於浮躁的情緒以及投機分子推波助瀾，催生了一定程度的概念炒作與投機泡沫。如何平衡創新與理性，成為行業健康發展的重要命題。正如香港金管局指出，部分機構僅提出「提升跨境支付效率」「支持Web3.0」等宏大願景，卻缺乏具體場景落地方案及風控能力，存在「過度概念化」傾向。此外，市場上還出現了部分上市股票「蹭幣」行為引發的市值大漲以及關注度的暴增等，可能會對投資者帶來一些誤導，進而影響市場有序良好的發展。

香港監管當局已果斷持續採取措施及時擠泡沫：6月29日，香港證監會向券商發出《致中介人通函》，要求對穩定幣概念股實施風險警示，違規廣告最高罰款500萬元並可判監兩年；6月23日與7月23日，香港金管局總裁余偉文多次撰文警示，並在出席論壇時強調「穩定幣不是投機工具，首批牌照僅個位數」，呼籲市場冷靜。

此外，香港金管局、證監會已巡查42家自稱「穩定幣理財」的場外交易店，暫未持牌者全部被勒令停止宣傳；投資者教育中心宣布7至9月將舉辦20場「虛擬資產風險」社區講座，預計覆蓋10萬名市民。

烈火烹油終非行穩致遠之道，唯有降溫去躁，才可築就新業務新變革的發展基石。歷史經驗告訴我們，任何金融創新如果只靠情緒驅動，終將以風險教育收場；反之，若能把教育前置、監管同步、風控內嵌，則可將短期熱度轉化為長期競爭力。

穩定幣的市場終將篩選出真正專注底層技術打磨與服務實體經濟相結合的合規項目以及合規參與機構。在這條尚未最終定型的賽道中，我們共同的使命是營造一個風險可控、投資者理性、運行高效的市場環境。願所有從業者、投資者與監管者攜手並進，在審慎與創新之間取得平衡，共同為香港發展穩定幣而努力。

（作者為香港中資基金業協會會長、博時國際董事長兼CEO）

▲金管局總裁余偉文多次強調，穩定幣不是投機工具，首批牌照僅個位數。

新盤成交暢旺 「負溢價」收窄

主樓布陣
布少明

下半年開始未幾，在港股氣勢如虹帶動下，新盤熱潮再度「升溫」，近期先後推出的大型新盤均錄得理想銷情，多個新盤亦「接力」魚貫登場。相信本月勢將延續一手「熱賣全城」的局面，預期有助刺激樓市購買力進一步釋放，料本月一手成交有望升至超過2000宗，較上月顯著上升。

樓市氣氛回暖，新盤定價日漸進取，與二手樓價的差距日益縮窄。根據美聯物業研究中心資料，今年二季度新盤溢價錄–8.3%，即自2022年三季度開始，新盤市場已連續十二個季度處於「負溢價」狀態，反映發展商持續採取「以價換量」的銷售策略，新盤定價普遍低於同區二手物業市場價格。雖然「負溢價」情況持續，但二季度「負溢價」幅度較首季的–8.9%有所改善，與去年同期創下的–12%紀錄最大「負溢價」幅度相比，收窄幅度更為顯著。

新盤「負溢價」收窄，代表新盤開價低於同區二手的幅度減少。換句話說，新盤對二手樓價造成的壓力亦同步減輕，令二手樓價漸趨穩定。「美聯樓價指數」最新報127.43點，按周僅微跌0.04%，本年迄今跌幅已收窄至約0.55%。筆者估計，新盤價與二手價的差距於未來亦有機會進一步收窄，令二手樓價繼續穩中回好。

新盤「負溢價」收窄的原因，除了銷售氣氛熾熱，發展商有提價的空間外，庫存情況的改善也是主要原因。近期一手貨尾量持續緩降，足見發展商銷售貨尾的積極性。據美聯物業研究中心資料顯示，截至6月底全港累積貨尾量（包括樓花及現樓）錄約2.09萬伙，較5月份約2.1442萬伙減少約2.5%，創十五個月新低，更連跌五個月，由高位累跌近10%。

當下利好因素湧現，包括股市上升帶動的財富效應，樓市可望「追落後」。一手庫存及供應緩緩下降，「負溢價」續收窄。租金持續上升，據美聯「租金走勢圖」6月份以實用面積計算的私人住宅平均呎租報約38.3元，按月上升約0.5%，連升五個月，升幅為五個月最大。呎租創近六年新高，並進一步直逼2019年7月紀錄高位。至於細單位更逐漸由「租平過供」，演變成出現「供平過租」的情況，反映租金走勢強勁，有助促使買家加速入市。

「供平過租」投資者加快入市

「供平過租」相信將促使投資者加快入市，租客「租轉買」提振需求；配合美國聯儲局即將重啟的減息潮，令按息延續低企。以上種種因素將令樓市再度爆發購買力，助樓市重拾升勢。

（作者為美聯物業住宅部行政總裁）

◀租金指數走勢強勁，有助促使買家加速入市。

責任編輯：許偉生