

穩定幣：加密市場的「法幣橋樑」與交易所生態核心

加密演義



史玉寧
HashKey Group
研究員/公關經理

在加密貨幣市場中，穩定幣扮演着連接傳統金融與區塊鏈世界的關鍵角色。這類通過鑄定法幣、算法調節或加密資產抵押維持價格穩定的數字資產，不僅是交易所用戶交易的計價單位和避險工具，更是平台流動性的核心來源。據 Coingecko 數據顯示，法幣支持型穩定幣 USDT、USDC 長期佔據加密資產交易量前列，其中 USDT 日均交易量常年位居第一，USDC 交易量僅次於比特幣、以太坊，足見其在市場中的基礎地位。

合規交易所：重心偏向本地法幣生態

穩定幣的分類特徵顯著：USDT、USDC 等法幣支持型穩定幣依賴 1:1 儲備資產背書，通過透明審計增強信任；算法型穩定幣則依靠智能合約調節流通量，但歷史上曾有 UST 崩盤案例凸顯風險；加密資產抵押型穩定幣如 DAI、USDe，則通過超額抵押 BTC、ETH 等資產維持價值，典型模式包括 Delta 對沖和永續合約資金費率機制。

在強監管市場中，交易所的穩定幣布局以合規性為核心導向。頭部平台普遍將合規法幣穩定幣作為重心，例如某平台持有的 USDC 佔其總發行量的 20.5%，通過分層利率策略（如 10 萬以下資金年化 12% 收益）吸引用戶資產沉澱，同時探索與傳統金融機構的合作，推動合規穩定幣在支付、DeFi 等場景的應用。

這類交易所的業務重心明顯偏向本地法幣生態。例如：韓國市場，某平台 97% 以上的交易量來自韓國交易對，USDT 相關交易佔比不足 0.1%，反映出嚴格外匯管制下用戶對本地法幣的依賴。在策略選擇上，部分平台甚至延遲支持 USDT 達數年，以規避早期監管不確定性風險，直至合規條件成熟才逐步引入多穩定幣布局。

離岸交易所：引入多元化流動性來源

與合規市場不同，離岸交易所早期多依託 USDT 快速構建交易生態。在法幣出入金受限的背景下，USDT 成為幣幣交易的核心結算資產，某頭部平台 USDT 交易對佔比曾超 60%，並通過永續合約等衍生品業務進一步深化其流動性作用。然而，監管壓力迫使這類平台不斷調整策略——當自有穩定幣因合規問題退場後，迅速

轉向替代方案如 FDUSD，並推出生息產品（如 BFUSD、LDUSD）提升用戶粘性，後者通過將穩定幣作為合約保證金並疊加質押收益，形成差異化競爭力。

部分離岸平台還積極探索加密資產抵押型穩定幣，例如與 USDe 合作將其納入永續合約抵押品體系，用戶持有 USDe 可同時獲得交易保證金資格與積分獎勵，這類創新既拓展了穩定幣應用場景，也為平台引入多元化流動性來源。

監管重壓下的行業變局與未來趨勢

全球監管浪潮正重塑穩定幣格局。美國《GENIUS 法案》只有「許可支付穩定幣發行人」（permitted payment stablecoin issuer）可合法發行支付穩定幣，歐盟 MiCA 框架強制透明化儲備披露，此類政策迫使合規交易所深化與傳統金融機構的合作，例如聯合發行受監管的穩定幣並拓展法幣直接兌換場景。而離岸交易所則面臨「合規化」與「去中心化」的雙重挑戰：一方面需減少對單一穩定幣的依賴，構建 USDT、USDC、FDUSD 等多穩定幣組合；另一方面通過跨鏈橋接、DeFi 原生穩定幣等技術創新提升資產流動性，例如通過鏈上審計實時披露抵押品構成，以應對用戶對儲備透明度的更高要求。



●全球監管浪潮正重塑穩定幣格局。圖為加密貨幣。資料圖片

值得關注的是，機構投資者的入場正加速行業合規化進程。養老金、對沖基金等傳統資金對穩定幣的監管合規性提出嚴格要求，倒逼交易所升級 KYC、稅收等基礎設施。未來，穩定幣市場的「去單一化」與「合規化」將成為長期趨勢，交易所的競爭力將取決於監管適應能力與技術創新水平——合規平台需在透明化與市場拓展間尋找平衡，離岸平台則需通過動態策略調整抵禦政策風險，而兩者的共同目標，都是在法幣與加密貨幣的橋樑上構建更可持續的生態體系。

地緣政局暫無礙 貿談幣策成焦點

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

一如筆者早前預期，亦一如以往常見規律，投資者對於潛在可能沒完沒了的地緣政局結構性難題，沒有任何留戀，急速的反應後，便又回復正常，反而真正主導整體資產價格水漲船高與否的貨幣政策，甚至略為平靜一陣子的貿易談判消息，又再成為投資者的焦點。

近日有傳美國總統特朗普普，打算提早另覓人選，取代美聯儲主席鮑威爾。不少媒體報道分析上，已經有候選人名單。誠然，找尋人選需時，提早準備，並無問題，大家不應太敏感，反正不是直接解僱鮑威爾，便無大礙。

關稅戰影響美聯儲的評估

眾所周知，特朗普跟鮑威爾一直不咬弦，多番要求後者減息，後者一於不理，只道前者的關稅戰影響局方對於通脹以及失業的評估云云，特朗普心中自然去之而後快，只是礙於4月份時相關消息一出，美股匯價跌跌不休，才肯罷手。短期而言，風險資產回穩，6月不太差。至於7月，還是關稅戰的後着宣布要留意。畢竟，很多

原定在此期限前，美國跟全球各地貿易夥伴談判，談成談不成，談成什麼，都可能是當前的消息焦點。

純粹以震撼程度而言，4月關稅戰最激烈，特朗普措詞強硬，手段亦非同尋常，大家理解其開天殺價，落地還錢，意圖迫使別國主動聯絡美方，希望給予美方某些好處，然後避免太大的關稅負擔云云。

消息規模遜4月 風險資產料平穩

但這個如意算盤似乎打不響，因為各國陸續意識到，其實美方做不到什麼，畢竟貿易戰是雙輸，不符合長遠利益，而短期叫價極盡誇張能事的關稅比率，假如沒有真正生意做得成，任何比率都沒有具體經濟意義。

可以預期，7月陸續有好消息，但一來規模不太大，二來對比起4月時的震撼，如今不可能有同樣的震撼，不論是正面抑或負面而言，都傾向於後續反應的平穩形態，對於整體風險資產皆是。

對於很多人經常掛在口邊的「五窮六絕七翻

身」，如今看來，起碼在2025年來說，4月已經有關稅戰下的大跌再反彈，五不窮六不絕，自然無所謂七月翻身吧，不論港股或美股，俱如是。當然，如果要依上述形態，三點的首兩點都不符合，自然不可能生硬套上所謂傳統智慧或規律。

五窮六絕七翻身 既非規律別硬套

上述流傳已久的「五窮六絕七翻身」，其實談不上屬於什麼規律，只是統計異常的一種，最初來自美股 Sell in May and Go away，即5月要沽，因之後在6月會跌至更低，直到7月才有起色云云。其後流傳至香港，其實更多人認為，與其說股市，不如用來談零售消費市道，尤其電影市道，可能受學生5月至6月考試，7月開始暑假，這樣的影響，也說不定。

總的來說，在特朗普的政策不明朗因素主導下，上述統計異常也得放在一旁。

（權益披露：本人為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。）

港樓市迎多重利好 樓價下半年有望回升5%

廖偉強 利嘉閣地產總裁

筆者在不同場合及飯局中，經常被問及香港樓市的現況與未來走勢。無論是持樂觀或悲觀看法，甚至有具體數據和理據支持，當談及「是否應該入市」這個問題時，答案往往因人而異，必須視乎每個人的實際情況，否則討論只會淪為空談。

租金回報率升 入市機遇明顯

對於早前已成功套現的投資者，他們手握大量現金，過去幾年因為市場波動，資金多數放在定期存款中，享受較穩定的收益，生活相對悠閒。隨著近期市場環境轉好，資金流入香港，銀行同業拆息下滑，他們開始將資金從定期存款轉移，尋求更高回報的投資機會。這類投資者對樓市前景抱持較樂觀態度，認為現時住宅樓價平均已累積下跌約三成，工商舖物業更跌至五六成，但租金水平上升，回報率遠高於定存，樓市機遇明顯。與他們討論樓市走勢，能夠進行較理性且具

建設性的交流。

大行唱好料樓市進入上升周期

筆者在公司最近舉行的樓市分析會中，提出下半年樓價有望回升約5%，並列舉多項支持論據，包括香港經濟逐步改善、入境旅客數目倍增、利率大幅回落，以及人才及學生持續湧港等因素。數日後，外資大行摩根士丹利亦發表報告，指出香港樓市即將結束低迷期，進入上升周期，並有可能開啟持續4年至5年的升浪。綜合專業的分析，都顯示樓市由谷底反彈並非空中樓閣，而是具備實質基礎。

當然，樓市走勢並非一成不變，投資者的心態與財務狀況往往決定其對市場的看法。對於仍背負高額按揭、業務受壓的投資者，樓市回升的希望可能遙遠且難以感受；而對於資金充裕、已套現休息的投資者，則更能以長遠眼光看待市場波動，捕捉反彈機遇。



●圖為啟德前跑道區「維港·雙鑽」。資料圖片

下半年美國與全球經濟前景分析

黃偉棠 寰宇天融投資管理行政總裁、香港都會大學客席講師；註冊會計師、特許金融分析師

2025年上半年，美國經濟因特朗普上任5個月以來的政策影響顯現震盪，特別是關稅與中東衝突引發的油價波動，為全球經濟蒙上陰影。

根據彭博預測，美國5月消費支出創年初以來最大降幅，核心PCE價格指數環比微漲0.2%，顯示通脹壓力溫和但不穩定。密西根大學6月調查顯示通脹預期下降，消費者信心升至4個月高點，但勞動市場疲軟跡象浮現，6月就業報告預計新增113,000個職位，失業率或升至4.3%，創2021年11月以來新高。據「菲利普斯曲線」（Phillips Curve）理論，通脹與失業間的權衡將加劇聯儲會決策困境，預計7月降息可能性低，9月到年底或有一至兩次降息空間。全球範圍內，歐洲央行雖剛降息，但短期內觀望為主，日本央行與韓國央行亦謹慎，反映「滯脹風險」上升，IMF警告若不採緊急措施，歐洲經濟可能停滯。

油價波動可能推高全球通脹

特朗普的貿易政策成為2025下半年關鍵變數，其終止與加拿大談判並威脅新關稅，凸顯「貿易

保護主義」現象加劇。7月9日關稅大限前，與歐盟談判進展積極，但與加拿大談判陷僵局或引發北美供應鏈斷裂，影響美國出口創疫情以來最大降幅。同時，中東局勢不穩，伊朗與以色列停火前景不明，油價波動可能推高全球通脹。按「赫克歇爾—俄林模型」（Heckscher—Ohlin model），貿易壁壘將重塑全球資源配置，美國經濟或因製造業回流短期受益，卻長期面臨成本上升與盟友信任下降風險。俄羅斯銀行業危機預警與OPEC+7月6日可能增產，進一步令能源市場情況變得複雜，全球成長前景堪憂。

美或因勞動市場惡化提前降息

聯儲局主席鮑威爾強調不急於調整利率，財長貝森特淡化特朗普提名新主席猜測，顯示央行獨立性受壓。參議院4.2萬億美元稅改草案若通過，根據國會預算辦公室估算，未來十年財政赤字將增3.3萬億美元，馬斯克批評削減清潔能源補貼將損經濟，凸顯政策分歧。美國銀行通過壓力測試，為回購與派息鋪路，惟勞動市場惡化可

能迫使聯儲會提前降息。歐洲央行策略審查與英國央行4.25%利率維持，反映「貨幣政策協調」需求增加。最新數據顯示亞洲PMI疲軟，中國6月製造業PMI或續縮減，預示區域經濟承壓。所有上述因素或會拖累香港出口，惟香港金融市場壓力測試通過有利銀行穩定，但經濟成長會遇上障礙或放緩。

香港或成國際資金避風港

2025下半年，美國經濟或呈「L型復甦」，勞動市場與消費疲軟拖累成長，關稅與制裁政策或加劇全球化。貿易摩擦可能引發新一輪經濟結構調整，亞洲與歐洲需尋求內需驅動。中國經濟展現韌性，6月PMI與歐元區通脹數據將是風向標，預計中國內需潛力與政策支持將推動穩定成長。香港或成金融避風港，憑藉其區位優勢與監管靈活性，吸引全球資本。香港經濟與市場在下半年預計將保持樂觀，受益於金融科技發展與國際資金流入，股市與房地產市場有望穩中向好，成為區域經濟亮點。

美聯儲減息概率飆升 料助推美股上漲

時富金融研究部

2025年6月底，標普500與納斯達克指數雙雙刷新歷史紀錄，結束了上半年的震盪行情。儘管市場情緒在減息預期與經濟韌性支撐下顯著回暖，但升勢背後卻暗藏多重博弈。

三個關鍵領域驅動市場反彈

地緣政治風險的顯著緩解成為首要推手。隨着以色列與伊朗達成停火協議，儘管初期出現波折，但特朗普政府的積極斡旋與伊朗克制的軍事行動最終穩定了局勢。國際油價應聲暴跌，紐約原油期貨一度下探每桶64美元附近，顯著減輕了通脹壓力。能源成本的下降直接減輕了輸入性通脹的壓力，為美聯儲釋放寬鬆信號提供了空間。

美聯儲內部罕見的分歧公開化，同樣成為市場信心的來源。儘管主席鮑威爾仍強調需觀察夏季資料，但理事鮑曼與沃勒的鴿派言論引發廣泛關注——鮑曼暗示7月減息的可能性，沃勒則淡化關稅對通脹的長期影響。聯邦基金期貨市場迅速反應，對年內累計減息70基點的預期已成初步共識，9月減息的概率飆升，這一預期直接助推美股上漲。

此外，全球資金流向的結構性變化則提供了第三重動力。高盛與巴克萊的報告均指出，資金正加速撤離疲乏力的歐洲市場，轉而湧入美國資產。美聯儲放鬆銀行資本金要求的政策進一步放大了這一趨勢，銀行板塊的強勢表現強化了整體市場的風險偏好，短期內有望吸引資金回流美股，為市場提供額外流動性。

財政刺激潛在副作用不容忽視

儘管市場反彈動力強勁，但政策博弈下的不確定性正悄然侵蝕市場根基。6月底，白宮對「對等關稅」暫緩期的延長承諾雖緩和了短期緊張局勢，但特朗普突然終止與加拿大的談判並發出報復威脅。這種政策搖擺令市場陷入兩難：關稅緩和可能為減息鋪路，但潛在的軍事行動或新關稅措施又可能重燃通脹，減息時間表可能被迫推遲。

美國國會參議院正在審議的《大而美法案》旨在通過大規模減稅來刺激經濟，但其潛在副作用不容忽視。財政刺激與消費韌性疊加，可能過早耗盡美聯儲的政策空間。若該法案快速通過，加上第一季度本就強勁的消費數據，美國可能步入「高增長+高通脹」的組合，進一步限制美聯儲的減息能力。此外，法案隱含的財政赤字擴大還可能推高美元融資成本，抑制美元指數的反彈潛力——當前美元指數徘徊於92關口，已顯露疲態。

美聯儲領導層更替的隱性風險

特朗普對鮑威爾的持續批評及「影子候選人」名單的公布，加劇了市場對政策獨立性的疑慮。若鷹派人物獲提名，美聯儲政策轉向的節奏可能被打亂。這種風險尚未被市場充分定價，但一旦觸發，或將再現2018年「縮表恐慌」級別的波動。

短期內，6月非農就業數據將成為檢驗經濟與政策匹配度的試金石，就業放緩與失業率上升的雙重信號仍是美聯儲行動的前提條件，若數據偏離預期，可能引發市場劇烈調整。此外，7月9日白宮對「對等關稅」暫緩期的最終決策，將直接左右全球貿易情緒。延期將鞏固市場信心，而談判破裂則可能導致貿易夥伴的反制。

當前美股的上漲邏輯建立在減息預期與地緣緩和的脆弱共識上，而貿易政策反覆、財政過熱風險及美聯儲人事動盪將造成巨大的不確定性。當流動性盛宴遭遇基本面考驗，市場下半場的劇本充滿轉折。投資者需警惕政策博弈下的尾部風險，同時把握結構性機會。

題為編者所擬。本版文章，
為作者之個人意見，不代表本報立場。