

從「炒幣」到「炒股」：虛擬資產資本化大潮來襲

加密演義



史玉寧
HashKey Group
研究員/公關經理

2025年上半年，全球加密資產市場實現了從「散戶驅動」向「機構主導」的重要轉變。比特幣在月內多次突破11萬美元的高點，機構資金的大量湧入，不僅帶動了加密資產價格的上漲，也推動這一市場從投機屬性，逐步轉變為資產配置工具。在此背景下，加密概念股迎來了全新的投資機會。

Circle於6月5日正式上市，當日因股價大幅上漲多次觸發熔断，市值一度達到500億美元，成為行業的焦點。同時，美股、港股和A股市場中與加密資產相關的股票普遍表現搶眼，顯示出市場對這一新興賽道的高度關注。

合規化成推動行業發展重要基石

回溯Circle上市當天，股價最終較發行價上漲約167%，徹底點燃了市場對加密概念股的熱情。緊隨其後，美股、港股與A股中的加密相關股票也普遍迎來大幅上漲，進一步驗證了市場對虛擬資產領域的信心與期待。2025年也因此被視為「加密上市元年」，虛擬資產的資本化進程加速推進並進一步系統化。越來越多的虛擬資產企業選擇通過IPO、定增或併購的方式進入公開市場，掀起了一場全球性

的資本競逐浪潮。Circle的上市成為虛擬資產行業資本化的重要里程碑，吸引了廣泛的市場關注。與此同時，其他虛擬資產企業也紛紛加快布局。例如，孫宇晨的Tron以TRX入股SRM娛樂，成功借殼登陸納斯達克；蔡文勝則通過收購香港上市公司中國金融租賃(2312)，計劃打造Web3資管平台；Nano Labs發行10億美元可轉債以配置BNB等資產。此外，超過30家上市公司已將比特幣、以太坊或Solana等虛擬資產納入其財庫儲備，表明虛擬資產行業的資本化進程正從零散探索邁向系統化布局，資本市場對虛擬資產的接受程度也在不斷提升，顯示出行業正進入更為成熟的發展階段。

近期加密資產及相關股票價值的提升，主要受到合規化、機構化與技術創新三大因素的驅動。首先，合規化成為推動行業發展的重要基石。2025年，全球主要經濟體加速完善加密資產的監管框架，包括香

港推出《穩定幣條例》與《香港數字資產發展政策宣言2.0》，美國通過《GENIUS法案》要求穩定幣儲備資產100%錨定美元或美債，並需定期審計，而歐盟的MiCA法案則促進了行業集中化發展。這些監管措施提高了市場的透明度與安全性，並帶來了「牌照溢價」，即合規平台因其安全性而更受機構投資者青睞。例如，香港《穩定幣條例》發布後，港股中的多隻穩定幣概念股逆市大漲。

機構資金持續湧入重塑定價機制

其次，機構資金的持續湧入正在重塑市場的定價機制。以貝萊德比特幣ETF為例，這一產品將加密資產納入長期投資模型，使得主權基金與企業財庫也逐漸將加密資產作為對抗通脹的工具。隨着資金結構的機構化，市場逐漸從散戶主導的投機交易模式，轉向以理性投資為主的結構性市場，並進一步強化了幣價與加密概念股之間的聯動效應。

最後，技術創新為行業注入了新的活力。區塊鏈技術的進步不僅提升了交易效率，還推動了資產的數字化進程。傳統金融機構相繼推出鏈上黃金代幣和債券平台等RWA的應用落地，賦予了加密企業更多的「硬科技」屬性，進一步促使其估值邏輯從金融屬性向科技創新屬性轉變。這一技術驅動的變革，為行業的價值評估體系帶來了質的飛躍。

加密資產的機構化進程並非周期性泡沫，而是全



● 香港交易所去年11月推出虛擬資產指數系列，涵蓋比特幣（Bitcoin）和以太幣（Ethereum）的參考指數以及參考匯率，為虛擬資產提供可靠的基準價格，支持香港發展成為亞洲領先數字資產中心。

資料圖片

球金融體系對去中心化信任機制的制度性接納。從「炒幣」到「炒股」的投資邏輯轉變，反映出市場對加密生態價值共生的認同。在這一新的投資範式下，合規是企業生存的底線，技術決定了成長的速度，而場景落地則塑造了企業的估值高度。港股的政策紅利、美股的業務轉型以及A股的技術突破，正在共同重塑市場估值體系。未來，核心機會將聚焦於企業的合規能力、技術深度與場景應用能力，挖掘「加密價值創造者」將成為新時代的投資主題，並開啟數字金融與傳統金融深度融合的嶄新篇章。

美國財政擴張與貿易壁壘的雙重衝擊

時富金融研究部

在7月4日，美國總統特朗普正式簽署「大而美」稅收與支出法案。該法案在國會以微弱優勢通過（眾議院218:214，參議院已先行批准），其核心內容包含大規模的財政刺激措施，但這也引發了市場對美國財政可持續性的嚴重質疑。

市場料減稅能提升市場信心

「大而美」法案的通過，體現了特朗普政府對財政政策的激進運用。根據市場的估算，該法案通過削減聯邦援助項目、為富人及大企業減稅等措施，預計將在未來十年內使美國聯邦財政赤字增加約3.3萬億美元。法案支持者認為，減稅能夠提升市場信心，尤其是在製造業回流政策的背景下，這將有助於強化美國在全球產業鏈中的主導地位。然而，該法案的通過以犧牲長期財政健康來換取短期增長，可能會加劇美國政府債務的不可持續性。在這樣的背景下，新增財政赤字的邊際效應可能會被債務成本的上升所抵消，形成「債務-利率」的負向循環。

財政擴張或推高美通脹壓力

法案的實施產生了顯著的政策外溢效應，為特朗普政府升級貿易對抗提供了關鍵支撐。法案的通過時機具有策略意義，其提供的財政刺激激勵著降低了美國經濟在短期內陷入滯脹的預期概率。財政擴張所帶來的需求支撐，在邊際上提升了白宮承受潛在貿易摩擦反噬風險的能力，為關稅升級創造了短期政策窗口。特朗普政府借勢宣布自8月1日起實施階梯關稅，稅率區間為10%至70%。此前4月推出的「對等關稅」的緩衝期（於7月9日截止）僅與英國、越南達成有限協議，且特朗普政府已排除延期的可能，將通過正式外交管道通報新關稅細則。

法案與關稅升級形成了「內鬆外緊」的奇特政策組合。對內，財政放水製造了短期繁榮的假象；對外，關稅壁壘則轉嫁矛盾並試圖重塑貿易格局。然而，這種組合隱藏着惡性循環的風險，財政擴張可能推升國內通脹壓力，制約美聯儲的貨幣政策寬鬆空間，而高利率環境將直接加重政府的償債負擔，形成「財政-貨幣」政策的負反饋循環。同時，進口關稅的成本將透過供應鏈傳導至美國國內價格體系，進一步強化通脹的黏性。此外，單邊關稅措施極易引發貿易夥伴的針對性反制，擾亂全球價值鏈的配置效率，從而在中長期內削弱美國企業的國際競爭力 and 消費者的實際購買力。

未來將面臨更陡峭「財政懸崖」

整體而言，「大而美」法案本質上是一劑猛烈的財政與興奮劑。短期內，政府支出擴張與特定減稅確實能刺激經濟活動，成為股市上揚和企業盈利超預期的部分推力。然而，其代價則是國家財政健康的嚴重透支，未來將面臨更陡峭的「財政懸崖」。當臨時性減稅政策到期而債務利息負擔加速累積形成「財政懸崖」時，政府將被迫在增稅（抑制增長）與削減核心支出（衝擊民生）之間作出艱難的抉擇。

對於投資者而言，需警惕政策外溢效應的非線性放大，並通過動態調整資產組合來應對不確定性。同時，應關注區域經濟合作帶來的替代性增長機遇，以對沖美國政策衝擊的負面影響。

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。

特朗普頻繁出招 如意算盤未必響

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

特朗普治下，一波未平，一波又起。繼早前所謂「大而美」法案通過，原本已一早公開抨擊這預算案的富商馬斯克，馬上宣布另組政黨，參與稍後的美國中期選舉，讓特朗普相關的新聞更添熱鬧，但也凸顯其連串政策意圖，如意算盤未必響。

所謂「大而美」法案通過已成事實，大致與外界估計相若，自無重大震撼。至於馬斯克宣組政黨參與中期選舉一事，他原本作為特朗普特大大金主，如今另起爐灶，倒戈相向，會有何影響，暫時觀望者眾，美國政經界、金融市場中人皆須看風頭行事也。

馬斯克組新黨 難敵政壇現實

然而，純以政治現實而言，美國兩黨輪替多時，多年來不乏中間獨立路線其他政黨，一直勢孤力弱，未成氣候。始終當地政治遊戲，需要人脈經驗以至各種便利，不獨比拚資金。誠然馬斯克財力十足，但是否足以扭轉乾坤？不妨拭目以待！

但以投資者押注而言，似乎仍是假設兩黨輪替為主，共和黨可能因為「大而美」而有點失分，但未

必足以救回民主黨一命。比較像樣的結局是，馬斯克組黨攪局，實難影響兩黨政治的輪替及美國政壇現實與根本生態。

雙赤不易解決 美聯儲保中立

無論如何，「大而美」法案通過，突顯了美國公共財政困難。原本打算改善公共財政癱攤子，收窄赤字，但最終不能增加稅收，反而大幅度向富人減稅。另一邊廂，政府開支這樣不能減那樣不能減，卻是不減反加，一來一回，兩黨議員沒有這個共同努力，情況可能還好一點。

顯然，美國雙赤不易解決，呈現結構性敗象，難怪特朗普多次公開呼籲，半帶恐嚇又半帶無奈，要求美聯儲主席鮑威爾減息，美國債台高築之下，若要嘗試降溫，特別是利息支出的壓力，自然要由利率入手。

惟特朗普愈叫陣，鮑威爾愈不理睬，為保央行獨立形象，堅持多看一陣，數據為本，更何況特朗普的關稅戰有可能令通脹預期更頑固，失業以至衰退風險亦存在。最新公布經濟數據所見，美國勞工市

場情況不太冷，失業未見惡化，令美聯儲7月減息概率亦相應下調。局方有時間再等再觀察，中立為上，大可等到年末才進行兩次減息，合共半厘。

貿談期限至 關稅早定調

至於關稅與通脹預期方面，談判期限將至，外界一方面觀望，哪些國家可跟美國談得攏什麼貿易協議，另一邊廂，當然是看看後續發展，萬一談不攏，真的落實相關政策後，各地的反應。無論是談得攏抑或談不攏，對於自由貿易都有損害，對於全球經濟增長有負面影響。

話說回來，所謂對等關稅政策下貿易協議期限將至，並非近日才知道。最新事態發展是，特朗普公告，任何與金磚國一體的，須多收10%關稅，無例外可言云云，如斯壁壘分明，基本上就如其所言，美國將對各國發出信件一樣，一切已有定調矣。

（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。）

發展金融科技綠色金融 提升全球競爭力

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

香港國安法實施後，香港社會穩定顯著提升，為其作為全球金融中心的發展奠定堅實基礎。該法終結2019年的社會動盪，恢復秩序，使香港得以專注於經濟復甦。根據國際透明組織2024年數據，香港的腐敗感知指數（Corruption Perceptions Index）得分為83，高於新加坡的76，顯示其卓越的法治環境。這一穩定性吸引全球企業，2024年新增註冊的外資公司達1.2萬家，較2023年增長15%。外資淨流入達1,200億美元，較東京高出30%，反映香港市場的強大吸引力。穩定的社會環境為企業提供可預測的營商環境，促進金融科技與綠色金融的快速發展。香港的務實精神與高效治理，鞏固其作為全球金融中心的地位，推動長期經濟增長，並為區塊鏈等新興技術的應用創造有利條件，進一步提升市場競爭力。

國家積極支持香港金融創新

香港在「一國兩制」框架下，憑藉高度金融自由，成為全球金融市場的領先者。港幣與美元掛鉤、資金自由流動、獨立的基本司法系統，使其在國際金融中獨具優勢。2024年，香港的外匯交易日均量達6.6萬億美元，超越東京的5.8萬億美元，顯示其市場強大流動性。香港證券交易所IPO融資額達350億美元，較倫敦的280億美元更具吸引力。國家積極支持香港的金融創新，允許香港發展穩定幣市場，提供內地其他地區無法比擬的機遇。這一



● 2024年，香港金融科技企業數量增長至800家，為經濟復甦提供新動能。圖為香港金融科技周活動。香港文匯報記者萬霜靈 攝

政策推動區塊鏈技術的應用，為香港金融市場注入新動力，吸引更多國際投資者。香港的金融犯罪率僅0.3%，遠低於倫敦的0.7%，確保市場透明與安全，強化其作為連繫中國與全球市場的關鍵橋樑的角色，促進資本市場的持續創新。

金融創新為經濟提供新動能

香港與內地的社會經濟關係持續改善，為金融中心復甦注入強大動力。2024年，內地遊客訪港人數達4,500萬，較2023年增長20%，其消費模式轉向文化體驗，帶動零售業年增長8%。穩定的政策環境

促進金融市場發展，2024年外籍人士淨流入達2.5萬人，扭轉疫情期間流失趨勢。香港的私募基金管理資產達2.1萬億美元，超越新加坡的1.8萬億美元，顯示其對全球投資者的吸引力。旅遊業與金融業的協同效應，促進經濟多元化，並通過高效的市場監管與創新的金融產品，進一步提升香港作為全球金融中心的地位。2024年，香港金融科技企業數量增長至800家，較2023年增加22%，反映其在全球金融創新領域的領先地位，為經濟復甦提供新動能。

金融服務業對GDP貢獻率達21%

香港應持續發揮其作為中西金融橋樑的角色，通過推廣金融科技與綠色金融提升全球競爭力。2024年，香港綠色債券發行額達180億美元，較2023年增長25%，彰顯其在可持續金融領域的領先地位。政府推出10項新金融科技政策，促進區塊鏈與數字貨幣發展，特別是穩定幣市場的開放，為香港人提供了發揮創意的廣闊舞台，推動經濟邁向新高度。公開透明的市場環境將進一步吸引國際資本，鞏固香港在全球金融市場的領導地位。2024年，香港的金融服務業對GDP貢獻率達21%，高於新加坡的14%，顯示其經濟核心地位。香港的勤奮文化與創新精神，將確保其在未來數十年持續引領區域經濟繁榮，成為全球金融的耀眼明珠，帶動亞洲金融市場的整體發展。

中國需求穩健 下半年銅價前景樂觀

劉曉慧 建銀國際證券研究部礦產能源業分析師

2025年上半年，全球銅價呈現上漲態勢，主要交易所銅價年內累計漲幅在5%至20%之間。其中紐約商品期貨交易所（COMEX）銅價領漲，上半年漲幅達20%，這主要受市場對美國擬徵收25%銅進口關稅的預期推動。同期，倫敦金屬交易所（LME）現貨銅價上升13%，原因是期內庫存大幅減少65%，且貨源不斷轉運至紐約商品期貨交易所，導致現貨供應趨緊。總體而言，除交易所庫存調動和關稅因素外，美元上半年貶值9%的偏軟表現、供應緊張態勢以及中國穩健的需求這幾個因素，將持續支撐2025年下半年銅價。預計2025、2026及2027年倫敦金屬交易所銅價按年升7%/2%/5%，每噸價格料見9,825/10,000/10,500美元。

下半年料供應將持續緊張

2025年下半年料供應將持續緊張。截至六月底，中國現貨銅精礦加工費下跌至每噸負45美元紀錄新低，較2025年第一季末下跌逾90%。同時，中國5月銅精礦進口量顯著縮減，按月減少17%至240萬噸，這一數據印證了供應緊張的風險。此外，5月廢銅進口量（按月下跌10%，按年下跌7%）及精煉銅的進口量（按月下跌3%，按年下跌16%）同步下跌，引發市場憂慮原料短缺可能從6月起導致銅產量下降。

庫存方面，全球交易所總庫存持續下降。六月底，總庫存報38.1萬噸，按年減少23%，年內累計減少11%。這主要因為倫敦金屬交易所庫存大幅減少，按年縮減43%，年內下降65%至9.6萬噸，背後原因是貿易商將銅轉運至美國，以套取倫敦金屬交易所與紐約商品期貨交易所價差。截至六月底，上

海期貨交易所庫存亦按年暴跌69%至10.1萬噸，較2025年第一季末縮減57%。上海期貨交易所和倫敦金屬交易所庫存下行對銅價構成支持。

多個高耗銅領域獲政策扶持

中國需求前景穩健。中國電力板塊佔銅總需求46%，該部分需求強勁，2025年1至5月，電力板塊投資按年增29%，電力設備產量飆升91%。此外，其他高耗銅行業同樣表現亮眼：同期，家電零售額按年增長30%；交通運輸領域投資按年增長26%，汽車總產量增長11%，其中新能源汽車產量飆升41%；電子產品生產增長13%，這主要因為機器人領域（按年上升32%）而帶動。鑑於多個高耗銅領域獲政策扶持，2025年下半年中國銅需求前景有望保持樂觀。