

Perpetual DEX：去中心化的效率革命(四之一)

加密演義

今年上半年，全球加密衍生品市場繼續擴張。永續合約交易成交量佔總成交量的75%，成交總額超過30萬億美元。作為參照，美國股票市場同期總成交額約35萬億美元，加密衍生品的交易活躍度已接近一些成熟資產類別。當中，去中心化永續合約（Perpetual DEX，簡稱Perp DEX）增長勢頭極強。筆者認為，本欄有需要為讀者剖析Perp DEX市場現況、價格發現機制、商業模式、資本回流及合規情況等。



丁肇飛
HashKey Group
首席分析師

首先，我們聚焦Perp DEX市場現況。2025年第二季度，鏈上永續合約成交量較第一季度增長約28%，達到約9,000億美元，市場份額提升到5%至6%，相較去年同期，增幅超過一倍。2025年9月，鏈上永續單月成交量首次突破1萬億美元，創下歷史新高。這意味着，雖然

DEX體量仍遠不如中心化交易所（CEX），但增長勢頭極強。而永續合約中心化交易上半年成交量則高達25萬億美元。

如果稱過去一年Perp DEX呈「百花齊放」，那麼2025年上半年，贏家非常明確。Hyperliquid佔據了超過七成市場份額，第二季度成交量高達6,530億

美元。Aster和RabbitX位列第二、第三，分別佔據約12%與6%。相比之下，老牌玩家dYdX在遷鏈後，活躍度明顯下降，成交量只剩約160億美元，份額不足3%。

研究機構GalaxyDigital認為，這種變化並非偶然。Hyperliquid採用了自建的Layer1架構，撮合與交易都更快、更穩定，也更適合高頻與大額交易。未來，DEX市場可能會像CEX一樣，頭部效應進一步增強，形成寡頭格局。

市場熱度穩中有升

除了成交量，未平倉合約和資金費率也是判斷市場熱度的重要指標。今年二季度，全球永續合約的平均日持倉量比上季度增長了約20%，去中心化永續合約的持倉規模則增長了約35%。資金費率整體處於相對溫和水平。比特幣永續合約的平均資金費

率維持在0.01%至0.03%區間，未出現過度槓桿化現象。不過，鏈上市場的資金費率波動幅度普遍高於中心化交易所，這主要是因為流動池深度不足，一旦好淡力量不平衡，費率波動就會增大。Hyperliquid通過縮短資金費率結算同期，緩解了這種波動，使資金費率的變化更平滑。

「DEX不再只是邊緣玩家」

總體而言，2025年上半年，永續合約市場交易量穩定，價格穩中有升，槓桿水平也比較健康，沒有出現過度投機的情況。中心化交易所依然是價格的主導者和流動性的核心來源，但DEX已經不再只是邊緣玩家。

再者，剖析Perp DEX價格發現機制。永續合約的價值，首先取決於其價格能否真實、及時地反映市場共識。當前而言，多數時候價格仍然首先在中心化交易所形成，然後才逐步傳導至鏈上。去中心化交易所的技術正在快速進步，但受限於流動性深度和執行效率，其價格仍難以像中心化市場那樣快速反映市場變化。

三種價格形成模式

永續合約的價格形成方式，決定了交易的效率與穩定性。目前主流平台大致分為三種結構：限價簿（LOB）、虛擬自動做市（VAMM）以及預言機定價（Oracle）。

限價簿模式是傳統金融市場的核心機制，Binance、Bybit等中心化交易所普遍採用此機制。買賣雙方通過限價單撮合形成市場價格，深度由掛單量決定，深度越高，價格波動越小。研究表明，這一模式下，交易量與波動率往往呈正相關，而市場深度與波動率呈負相關，也就是說，流動性愈充足，價格就愈穩定。這也與經典金融學中Kyle提出的市場深度理論一致。

VAMM模式多用於鏈上永續合約協議，如Perpetual Protocol。其價格由虛擬資產池中資產比例決定，類似於Uniswapv3的恒定乘積模型。VAMM模型具備自動流動性匹配的優點，但價格容易在單邊行情中出現偏移。例如，當多頭倉位迅速增加時，池中資產被大量兌換出，價格會被推高並放大波動。

Oracle模式則依賴外部銀價，由預言機提供實時價格參考，代表協議包括GMX和GNS。這類機制在流動性較淺時能保證交易順暢，但價格發現完全依賴外部市場，交易者僅是價格的接受者，無法通過交易行為影響價格。

總體而言，LOB模式的價格由內部訂單流直接決定，VAMM的價格由資金池結構間接決定，而Oracle模型的價格由外部市場決定。三者的區別在於定價權掌握的層級不同，也決定了各自的價格反應速度與波動特徵。同時，去中心化市場的波動往往源自機制設計本身，而不僅僅是交易活躍度。

（未完待續）

跨越十字路口——香港在挑戰中探尋新機遇(二之一)

今文財經觀察

今文

種來自國家層面的戰略耦合，不僅為香港長遠發展注入源源不斷的動能，更為香港國際金融中心地位注入了確定性、賦予了新功能、開闢了新空間，是其應對國際競爭、保持長期繁榮穩定的最大保障。

最自由經濟體吸引國際化專業機構與人才匯集。菲沙研究所連續多年將香港評為全球最自由經濟體。得益於高度的經濟自由和法治公信力，香港成為全球企業與專業人才嚮往的「人才高地」。截至去年，有近萬家母公司在海外及內地的企業選擇香港作為基地，創歷史新高。依託國際頂尖高校與國際學校體系培育「兩文三語」複合型人才，疊加精準的人才引進政策，持續吸引全球精英，各項人才入境計劃自2022年底起至今年8月，已收到近53萬宗申請，證明了香港對企業和人才巨大的吸引力。

互联互通助力港財管中心建設

銀行業資本充足與盈利增長並進。香港銀行業在高水平資本充足率與健康成長之間取得了良好平衡。截至2025年6月末，香港零售銀行稅前經營溢利同比增長13.4%，主要由外匯及衍生工具等非息收入驅動。更值得關注的是，香港銀行業綜合資本充足率高達24.4%，遠超8%的巴塞爾協議的基本要求，更顯著高於美國四大銀行約16%的平均水平。面對港元與美元聯繫匯率體系下高息環境對香港商業活動形成巨大壓力，香港商業銀行高資本水平、高流動性水平所構成的豐厚「安全墊」，足以抵禦經濟環境轉變過程中出現的風險壓力和隱患，為香港商業活動提供持續穩定的支持，為經濟注入生機與活力。

資本市場活力與深度顯著提升。據港交所數

據，上半年股票市場日均成交金額達到2,402億元，同比增長118%；IPO市場表現尤為亮眼，融資規模達141億美元。隨着內地與香港市場互联互通機制持續深化，港股通淨買入額增長迅猛；同時，上半年交易所買賣基金(ETF)日均成交額激增184%達338億元。這標誌着香港市場產品生態日益豐富，投資渠道多元化程度不斷提升，香港正在朝着兼具投融資、風險管理與資產配置功能的全方位財富管理中心加速演進。

人民幣國際化港扮演關鍵角色

離岸人民幣業務樞紐功能持續鞏固。作為全球最大的離岸人民幣業務樞紐，香港的人民幣業務保持強勁發展勢頭。2025年前7個月，人民幣貸款餘額實現16%的穩健增長，彰顯了香港作為離岸人民幣融資市場的高吸引力。當前，香港正全力建設更豐富多元的離岸人民幣生態，以及穩健可靠的基礎設施，在人民幣國際化進程中扮演着更為關鍵的角色。

全球財富管理中心地位日益凸顯，香港對全球高淨值客戶的吸引力持續增強，超高淨值人士數量增幅位居全球前列。「跨境理財通」業務更呈現爆發式增長，截至2025年7月末，內地與香港間往來的跨境匯劃額1,096.73億元，佔匯劃總額的90.7%，內地企業家計劃在港擴展業務，且近一成全球企業家考慮將個人資產配置至香港，充分體現了全球資本對香港金融市場的長期信心。

香港憑藉其「一國兩制」的制度基石，與穩健活躍的金融市場根基，既能深度融入國家發展大局，又能保持與國際市場的無縫銜接，構建了香港「內聯外通」而又韌性十足的獨特金融生態。

（未完、待續）

真實數據資產：數據資產入表價值最大化的有效路徑(四之四)

劉世平 美國人工智能科學院通訊院士、世界生產力科學院院士、吉貝克信息技術（北京）有限公司董事長



幾個方面：

為金融機構提供可信數據

提高金融機構信任度：真實業務流程數據在提升金融機構對企業信任度方面發揮着關鍵作用。傳統信貸評估中，金融機構常因資訊不對稱而對企業風險難以準確判斷。而真實業務流程數據能提供企業運營的全景圖，涵蓋採購、生產、銷售等各個環節。金融機構可通過對這些數據的分析，深入了解企業的經營模式、市場競爭力和財務健康狀況。例如，穩定的採購數據反映企業供應鏈的可靠性，持續增長的銷售數據體現市場需求和企業的盈利能力。這種基於數據的全面洞察，使金融機構能更精準地評估企業風險，降低資訊獲取成本和信貸風險。

此外，真實業務流程數據具有即時性和不可篡改的特點，能有效避免企業粉飾財務報表等造假行為。金融機構可以即時跟蹤企業運營動態，及時發現潛在風險並採取措施。因此，真實業務流程數據能顯著增強金融機構對企業的信任，為企業融資創造更有利的條件。

助企業取得相對低貸款利率

降低融資成本：真實業務流程數據的增信功能可顯著降低企業融資成本。在傳統融資模式下，

金融機構為應對資訊不對稱帶來的風險，往往會提高貸款利率或設置嚴苛的擔保條件，這增加了企業的融資成本。而真實業務流程數據能有效改善這一狀況。其具有客觀性和即時性，能為金融機構提供全面且準確的企業運營資訊。金融機構借助這些數據，可更精準地評估企業的還款能力和信用狀況，降低評估風險。例如，通過分析企業的供應鏈數據，能清晰了解其上下游交易情況和資金周轉效率。當金融機構對企業風險有更清晰認知後，就會降低風險溢價，給予企業更優惠的貸款利率。同時，可能減少對抵押物的依賴，降低擔保費用等相關成本。這樣一來，企業在融資過程中所需支付的各項費用減少，整體融資成本得以有效降低，進而提升企業的資金使用效率和市場競爭力。

促金融模式改變 拓寬融資渠道

拓寬融資渠道：真實業務流程數據通過增信作用，有力地拓寬了企業的融資渠道。傳統融資模式下，金融機構主要依據企業的財務報表、固定資產等進行風險評估，許多輕資產、數據密集型企業因缺乏傳統抵押物而難以獲得融資。而真實業務流程數據的引入改變了這一局面。

一方面，它為供應鏈金融提供了更可靠的依據。金融機構可基於企業在供應鏈中的真實業務數據，評估其在產業鏈中的地位和穩定性，為企業提供針對性的供應鏈融資服務，如訂單融資、應收賬款融資等。另一方面，也促進了新興金融模式的發展，如數字信用融資。憑藉真實業務流程數據構建的企業數字信用畫像，金融科技平台能夠精準評估企業信用狀況，為企業提供線上化、高效率的融資解決方案。企業不再局限於傳統銀行貸款，可通過更多元化的渠道獲取資金，

滿足不同發展階段的資金需求，進一步推動自身的創新與發展。

有利企業定下前瞻兼科學戰略

促進企業可持續發展：真實業務流程數據的增信功能為企業可持續發展提供了強大助力。從戰略決策層面看，增信後企業能憑藉更可靠的數據向管理層展示業務全貌，使決策更具前瞻性 and 科學性，避免因資訊不足導致的盲目擴張或保守經營，保障企業在長期發展中保持正確方向。在資源獲取方面，良好的信用有助於企業吸引優質的合作夥伴，建立穩定的供應鏈和銷售渠道。同時，更容易獲得金融機構的資金支持，為企業的研發創新、市場拓展提供充足的資金保障。從市場聲譽角度，增信讓企業在市場中樹立起誠信、可靠的形象，增強客戶的信任和忠誠度，提升品牌價值。這種品牌優勢能轉化為持續的市場競爭力，使企業在激烈的市場競爭中脫穎而出，實現長期穩定的發展，達成經濟、社會和環境效益的統一，促進企業可持續發展目標的實現。

未來，隨着政策的進一步完善與技術的持續迭代，RDA有望在更多行業落地生根。當數據資產通過RDA實現「可信、可量、可用」，當數據要素市場形成「規範有序、高效流轉」的生態，數據將真正成為驅動企業高質量發展、助力國家數字經濟競爭提升的核心動力。從「數據入表」到「價值變現」，從「資產確認」到「生態繁榮」，RDA正在開啟數據資產價值最大化的新征程，而這一征程的每一步突破，都將為數字經濟的未來注入更強勁的活力。

（全文完）

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。

百家觀點

小心提防股災 密切留意訊息

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

近日頗多關於股災的討論，把百多年來，由美國股市上世紀的大跌市，一直說到目前，既有新書出版，也有回顧展望，不一而足。

愈多人關注這個可能性，正常情況下，會減低相關風險，皆因大家提早預防，及早準備，可能在10月前，已經陸續減低槓桿，及至10月有任何風吹草動，例如早前特朗普發言觸發跌市，已馬上再進一步降低倉位，分散了同一時點的壓力，自然也降低相關風險。由此可見，投資者的預期，對於事態發展，明顯地有影響，期望管理之重要，可見一斑。

央行外匯儲備續增持黃金

股市以外，另一焦點，當然落在金價上。對於金價年內屢創新高，不少投資者可能有畏高症，一下子不能適應，尤其中線投資者，往往趁高減持，獲利回吐。然而，平心而論，目前的高，從以前的角度，當然是新高，但將來有機會回顧，相信遠未到真正高位。

大家往往誤以為，升跌像梅花間竹，真實世界市場供求因素演變之下，通常並非這樣升跌有序。相反，更多時候是，悶局困境以至上落徘徊個固可以數月之久，但真要突破又可以只是一兩天之事，之後大家改變看法，慢慢適應新的價格水平，即使之前中線改觀者，又會再重新審視。

當前最需要審視的，是何以各地央行外匯儲備增持黃金，勢頭有增無減，他們不會輕易沽出，直到基本因素有變。目前最大的基本因素，當然是美匯美債的定位，在特朗普第二屆任期內，已經有改變，外界投以不信任票，真金白銀，用腳投票，由美匯美債走出來，跑進黃金的懷抱裏。維持本欄一貫看法，特朗普在位一天，金價新高未完。

外界對美匯美債失信心

關鍵是美國總統特朗普給予外界的印象，令人對美匯美債失去信心。不少人留意到，早前美國財長一面自吹自擂，說關稅收益大增，但另一邊廂，美國本會議會未能扭轉乾坤，所謂「大而美」法案，不知有多美，但美國財赤大則肯定大矣，稅收無法增加，開支不能減少，預算赤字難免繼續膨脹，關稅收入姑勿論是否真的完全由外國供應商出口商負擔，抑或其真有相當部分，甚至過半實為美國消費者及企業變相支付，暫且不論，但即使全數實收，都遠遠不及美國債台高築的利息支出，遑論真的收窄到可持續的水平，例如達里奧所估計的水平。

催促大幅減息動機增

雙赤的另一赤，當然是貿赤，如今看來，特朗普仍在為貿易談判不停表演，但上演的戲碼完全是大家熟悉的，開天殺價，落地還錢，似乎已經無戲可唱，大家只等其本身無奈告退而已。如此一來，更加深了其催促美國聯儲局大幅減息的動機，也間接令其有意無意讓停擺繼續，以圖加大壓力。如今已是10月下旬，不妨留意月底議息，一切自有分曉。

（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。）



●美國總統特朗普給予外界的印象，令人對美匯美債失去信心。圖為紐約證券交易所。資料圖片