

Perpetual DEX：去中心化的效率革命(四之二)

加密演義

本欄繼續為讀者剖析去中心化永續合約（Perpetual DEX，簡稱Perp DEX）。本篇章將深入探討從中心化到鏈上的價格形成路徑及其商業模式。在實際市場中，價格並非同時生成。通常，消息、政策或市場情緒首先在中心化交易所（CEX）中反映。

由於成交量大、掛單深，中心化交易所的價格信號最先代表市場共識。隨後，依賴這些價格「餵價」的Oracle型DEX會同步更新，交易者再依據外部價格波動調整倉位。基於資金池的VAMM模型調整最慢，因流動性池需要時間完成再平衡。

這種傳導過程形成了市場的分層結構：價格先在中心化市場形成，再在鏈上被確認與結算。兩者並非競爭關係，而是通過不同機制維繫價格的一致性。



丁肇飛
HashKey Group
首席分析師

DEX定價仍存在結構性限制

去中心化永續協議的透明性和結算安全性是其主要優勢，但在價格形成上仍存在結構性限制。Oracle模型的價格完全依賴外部數據源，缺乏自主發現功能；而AMM/VAMM模型在極端行情中容易出現滑點放大或流動性失衡。

這種機制上的滯後，使得鏈上價格常常追隨中心化市場，套利者成為主要的流動性驅動者。同時，鏈上用戶普遍存在「看好傾向」，上漲時積極開倉，下跌時撤離流動性，進一步放大短期波動。

2025年第二季度主流DEX的資金費率平均為正，說明市場普遍存在多頭倉位過度集中現象。

新一代協議正嘗試改善這些問題。Hyperliquid的鏈上CLOB架構在速度和透明度之間取得平衡，撮合邏輯與中心化市場相似，但清算與結算環節完全鏈上執行。這樣的設計使價格能更及時地響應市場變化，也被視為DEX從VAMM向高性能鏈上訂單流模型過渡的重要方向。

當下的價格發現體系呈現雙層格局：CEX是價格形成的錨點，DEX通過鏈上機制完成傳播與風險對沖。隨著高性能鏈上撮合技術的成熟，這一結構正逐步走向融合。

DEX收入模式正呈重塑

永續交易的核心在於可持續的流動性與穩定的單位經濟學。近年來，中心化與去中心化兩條路徑在收費方式、價值分配和風險控制上逐步分化。行業研究機構與多家合規指數提供方的公開材料顯示，零手續費、價格改善與訂單流付費正在重塑DEX的收入結構，同時也提出了對基準與清算的更高要求。

CEX的傳統模型：掛單與吃單費、返佣與聯盟收益。中心化交易所長期依賴撮合費與生態分發獲取現金流。典型結構包括掛單與吃單費差異化定

價、VIP分層返費、經紀與聯盟渠道返佣、槓桿與期貨的保證金與資金費分成。這一模型的優勢在於價格發現集中、撮合深度充足與清算集中管理，單位經濟學可預測，現金流穩定。監管層面對中心化市場的穿透式要求提升了風控與合規成本，但也增強了機構資金的可進入性。權威數據服務商在季度評估中普遍將CEX的現金流穩健性列為行業基準。

DEX的新範式：零手續費、價格改善與訂單流付費。新一代Perp DEX更強調讓渡前端手續費，將協議收入轉向做市網絡與訂單流質量。其關鍵構件包括：（1）零手續費：對零售側免收交易費，強化前端體驗與留存，形成規模效應。（2）價格改善RPI：向用戶給出優於可見最優價的小幅改善，體現執行質量。（3）訂單流付費PFOF：做市商為獲取高質量、可預測的訂單流與執行優先權向協議支付費用。

這一組合使價值分配更透明。用戶獲得更好成交，做市商以穩定體量與更低不確定性換取薄利可持續，協議以PFOF為主的收入替代了傳統手續費。業內研究與多方評論認為，這一範式與傳統經紀模式在經濟邏輯上相近，但鏈上執行可審計，信息不對稱較小。

成熟的DEX收入通常由三部分構成：（1）做市商側收入：RPI軌道下的PFOF、撮合或撮合優先席位費用、風控與風格約束的合規考核保證金等。（2）MEV保護與回流：通過私有內存池、批量競價與意圖路由，將可提取價值的一部分返還給用戶與協議金庫，降低夾帶與滑點。（3）協議分潤與返利：對流動性貢獻者、路線聚合器與生態合作方的分潤安排，以提升留存與生態協同。

在單位經濟學層面，需要重點觀察三組比值：

（1）訂單流變現效率：PFOF收入與真實成交額的比值，反映做市網絡對訂單流的需求強度。（2）執行質量淨效應：價格改善額減去潛在滑點與機會成本後的用戶淨收益。（3）費用淨流與可持續性：協議淨收入與激勵支出的比值，反映去激勵後的自我造血能力。

行業報告顯示，採用上述結構的頭部DEX能在不提高前端費率的前提下實現穩定現金流，同時通過透明的KPI考核提升做市商履約質量。

增長階段的DEX往往使用交易獎勵與做市補貼。圍繞個別平台的成交質量與量化口徑曾出現公開討論，個別第三方數據聚合平台也對展示口徑做過調整。無論個案結論如何，研究與實務均建議在評估交易質量時採用一套可落地的留存與真實性指標體系：

獨立活躍地址與留存率：去重後的日活、周留存與月留存。

成交結構：成交筆數與成交額的分布，避免單地址大額衡量。

撤單與回滾率：撤單佔比與短週期回滾訂單佔比，高撤單率可能削弱執行質量。

費用淨流：協議淨收入與激勵發放的差額是否為正，正向時間長度。

做市商集中度與履約率：前五做市商的佔比、最小報價深度與拒單率。

資金費與價差偏離：資金費對基準的偏離度、跨市場價差的持續時間。

採用這些指標可以更客觀地識別增長的可持續性，弱化對單一口徑與短期刺激的依賴。

（未完待續）

跨越十字路口——香港在挑戰中探尋新機遇(二之二)

今文財經觀察

今文

香港的成功，得益於其作為全球最開放經濟體之一的角色。然而，當世界百年未有之大變局加速演進，世界之變、時代之變、歷史之變正以前所未有的方式展開，香港這座連接內外的「橋樑」，也不可避免地受到風浪衝擊。無論是外部地緣政治風雲，還是內部政策與治理挑戰，都要求香港以更大智慧和勇氣，在堅守根本優勢的同時，積極尋求變革與突破。

國際金融中心地位面臨新挑戰

外部環境：「脫鈎」寒流對高度開放造成信任挑戰。近年來，個別國家推行「脫鈎」政策，不僅導致貿易摩擦和地緣政治局勢惡化，令全球經濟增長放緩，也可能觸發市場樂觀情緒在短時間內逆轉，引致金融市場的大幅波動。地緣政治的緊張氛圍，也不可避免地影響着國際資本和人才選擇香港時的長期信心。

內部政策：貨幣政策的「兩難」與監管透明度的平衡。香港一直發揮着資金雙向流動的渠道作用，在港元與美元掛鈎的聯繫匯率制度下，香港的貨幣政策必須跟隨美聯儲的步伐。市場對美國政府償還債務能力的關注，可能影響美元資產以及美元兌其他貨幣的表現。而香港的經濟周期與貨幣政策在聯匯制度下的矛盾在於，儘管經濟周期步入收縮期，存在負債缺口和總需求不足，理論上應實施寬鬆的貨幣政策，但實際卻可能相反。

「有效市場」與「有為政府」需更好結合

因此，在貨幣政策的「不變」中，應尋求其他政策的「萬變」。一方面，加強財政政策的精準調控，借鑒中央經濟工作會議提出的實施更加積極的財政政策的經驗，精準施政，在被动加息周期提供政策上臨時性的轉移支付，充分發揮政策組合拳優勢，充分發揮「穩定器」作用。另一方面，在主動作為中促進貨幣政策的補缺和有效。一個開放透明、高效靈活、與國際最佳實踐接軌的監管環境，不僅是提升香港競爭力、吸引和留

住全球資本的「基礎設施」，也是維護高度自由開放市場、對沖外部不確定性的「軟實力」。

治理理念：「小政府大社會」成功培育了香港高效、專業的金融服務，但面對地緣政治動盪和技術大變革的浪潮，治理體系的現代化轉型已成為應對更加複雜的社會和經濟難題的必然要求。因此，在識變應變求變中，政府要更加主動作為，以「積極有為」促進「有效市場」與「有為政府」的更好結合，將「一國兩制」獨特優勢在市場中發揮更加積極和有效的作用。

香港新機遇在融入國家發展大局

挑戰雖存，但香港最大的機遇始終在於「背靠祖國、聯通世界」。中國作為全球第二大經濟體和世界經濟增長的核心引擎，正是香港破局開新、再創輝煌的動力源泉。服務「雙循環」，打造企業「出海」與「引進來」的聯通紐帶。去年中國對外直接投資衝破1萬億元人民幣，內地企業「出海」步伐明顯加快，同時全球對「中國智造」產品需求加大，對於中國市場關注度持續提升，香港作為雙向開放平台的紐帶優勢愈加凸顯。香港應積極把握歷史機遇，進一步吸引企業來港設立財資中心和區域總部，帶動跨境結算、融資、會計、法律等專業高附加值的服務。

建設「總部經濟」，輻射新興市場，提升全球资源配置能力。新一份施政報告已前瞻提出，推動銀行業尤其內地銀行在港設立區域總部，利用香港優勢輻射開拓東南亞和中東等地區市場，提供更全面的跨境金融方案。

發揮優勢做好「僑金融」大文章

擁抱金融科技，探索人民幣國際化的「創新動能」。人民幣國際化歷經十餘年發展已經取得顯著進展，但仍面臨離岸人民幣市場深度不足、境外主體持有人民幣的意願受限、跨境結算中美元佔據先行優勢等發展瓶頸。Web3、穩定幣等金融科技的興起，為人民幣國際化突破瓶頸提供了「彎道超車」的可能，也關係到香港國際金融中心地位

的鞏固與提升。香港應主動作為，在有效管控風險下，探索構建穩定幣生態系統，以掛鈎港幣為實驗藍本，依託其離岸人民幣樞紐地位，積極推動與人民幣掛鈎的穩定幣研發與應用；推動監管框架創新，逐步打造制度高地，創立並完善相關法律體系。

深化區域合作，做好「僑金融」大文章，彰顯「超級聯繫人」價值。作為深耕多年的國際金融中心，香港與東南亞、中東、歐盟等地區建立了緊密的經貿聯繫，尤其長期作為華僑資本與業務往來的中轉站，擁有成熟的跨境金融、法律及專業服務體系，香港應進一步發揮這一傳統優勢，做好「僑金融」這篇大文章，依託「一國兩制」構建雙向開放的橋樑，協助僑胞參與「一帶一路」及大灣區建設，進一步凸顯香港的「超級聯繫人」價值，真正做到「金融惠民生、通僑心」。

從「超級聯繫人」邁向「價值創造者」

回望香江，燈火閃亮，香港金融業今日的繁榮，建立在「一國兩制」的獨特優勢、穩健的資本根基，以及作為全球離岸人民幣樞紐的深厚積澱之上。然而，在全球金融格局深刻重塑、數字浪潮席捲而來、地緣政治不確定性加劇的今天，競爭優勢將面臨被侵蝕的風險。而真正的遠見，恰恰源於對所面臨挑戰的清醒認知和主動作為。香港的金融體系雖資本充足、市場活躍，但在全球競爭白熱化的現實下，僅依靠傳統的互聯互通模式已顯不足。過去的「跟隨」與「學習」雖成就了今天，但無法定義明天。這意味着香港的角色，需要從資金與信息的「超級聯繫人」，逐步轉向新規則、新標準、新價值的「主動創造者」。

「於危機中育新機，於變局中開新局。」唯有以更堅定的挑戰意識、創新意志擁抱變革，才能在時代浪潮中把穩舵輪。我們堅信，香港不僅能持續鞏固國際金融中心的卓越地位，更將在這百年未有之大變局的全球金融變革的版圖上，刻下獨一無二、不可替代的「香港印記」。

（全文完）

經貿變局下融資策略：轉型科技自主與資本多元化

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

併購與債務重組 成管理核心機制

在當前全球經濟波動加劇的環境下，併購與債務重組已成為企業資本管理的核心機制，能有效優化资源配置與風險管控。根據Modigliani-Miller定理（1958年），在理想市場條件下，資本結構不影響企業價值，但現實中的稅盾效應、代理成本與信號理論等因素，促使企業持續追求最適債務股權比例。

實務中，企業可透過股份轉讓或金融資產收購等方式，調整資本配置，實現多元化並控制財務槓桿風險。這一理論框架表明，稅務優化與適度槓桿能提升股東回報，同時避免過度負債導致的流動性危機。管理層需審慎平衡股東與債權人利益，透過重組程序化解潛在衝突。

2008年全球金融危機期間，併購策略曾協助多家企業整合供應鏈，快速恢復盈利能力的案例，提供了有力佐證。這一經驗給予企業的重要啟示是：債務管理不僅是成本控制手段，更是戰略重塑的重要槓桿。企業應從多維度審視重組機會，結合政策支持推動產業鏈升級，從而提升企業估

這一點對港股尤其如是。從從年初特朗普上場，加上DeepSeek出台，全球投資者對港股以至A股看法轉趨樂觀，願意現水平押注，並且不急於收成，以至即使有4月關稅戰的短暫跌勢，之後港股仍持續穩步上揚，由4月至今，以指數計，不少人亦有相當獲利，大可以把冒險程度減少，對於機構投資者如基金經理，甚至個人投資者而已，皆屬如此。坊間甚至有提早放假收爐之說，獲利回吐難免。

至於美股，則中小型股有壓力之餘，大型股並不一樣，領漲的科技龍頭，繼續是投資者心目中有分量的長期持有對象。另一邊廂，早前屢創新高的金價出現回吐行情，來得急，去得快，很快靠穩，暫算整固，未有進一步突破向上動力，但下方算守穩。隨著美聯儲即將議息，外界估計減息25點子機會較高，基本定調若無太大改變，早已反映在市價上，未有進一步刺激。

通脹降溫 利美減息

始終近來因美國聯邦政府停擺，大量官方經濟數據不能公布，而局方決策者有意堅持數據為本，則不可能不受影響，最終有決定後，特朗普大可聲稱該等決定並無足夠數據支持云云，帶來一定程度的不明朗。當然，基於早前公布的CPI數據，普遍低於預期或前值，有利減息推行。

（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。）

百家觀點

特朗普消息主導 避險指標無大礙

涂國彬
永豐金融資產管理董事總經理



●特朗普政策消息近期主導市場情緒。圖為紐約證券交易所。 資料圖片

多年來本欄介紹，以五大資產價格，即國際金價、原油價格、VIX、美匯指數及美國債孳息率，作為避險指標。近日簡單檢視美匯美債定位，隨着特朗普上任美國總統後，有根本改變，未來避險功能，免打折扣。然而，若地緣政治事件較為突發性，而非直接出於美國本身，觀乎近年所見，包括但不限於俄烏以至以巴衝突，資金仍有一定程度流入美匯以至美債，只是程度上已較今年初關稅戰開打之前多年平均數，有明顯下降。

美匯美債避險作用漸降

重大轉變並非一時三刻所能完成，正如美元作為全球儲備貨幣的定位，以至美債作為投資組合的一部分，都不是一下子完全消失的，而是漸漸地由其他資產取代。以此觀之，同樣參考指標，權重佔比可能下降，是目前較為可取參考。以上述指標看，暫時是特朗普的消息主導，未見避險重大變化。雖說有人擔心10月股災，美股指數以至近日金價和加密貨幣價有一定沽壓，但一定的回吐，反而有利之後整固靠穩。踏入10月最後一周，相信不少投資者心情較為踏實。之前傾向擔心的，所謂傳統上10月容易有股災，暫時看來，今年並不如是。更何況，大家其實心知肚明，其實所謂10月股災，只是剛好有幾次歷史上較出名的跌市，在10月發生，或甚至跌勢覆蓋了10月而已，而客觀數據上，10月只是波動較大，換言之，升也升得多，跌也跌得多，不是單純一面倒向下，而總的來說，其實平均是升多於少。

10月未見股災 金價回吐快來快去