

Perpetual DEX：去中心化的效率革命(四之三)

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）。本篇章會先簡述基準與清算風險，尤其是BMR合規指數與非合規指數的系統影響。永續定價與清算高度依賴指數質量。歐洲等地的基準法規將指數編制納入監管框架，合規指數需滿足獨立性、可驗證性與穩健性。多家合規指數商公開披露了BMR合規的加密現貨與參考利率產品，並與受監管場所合作提供結算支持。

行業研究指出，使用非獨立或標準不一致的指數容易在資金費、清算與結算價格上產生偏差，從而放大市場波動與清算風險。歷史上的傳統市場經驗也提示，基準治理不完善會引發廣泛的信任問題。

優化基準有三大意義

對DEX而言，引入力度更高的基準與清算框架具有多重意義。其一是提升資金費與指數的可解釋性，降低極端行情中的異常變動。其二是為機構化資金參與提供前提條件，利於與合規做市商與清算服務商建立穩定合作。其三是便利跨市場對沖與風險轉移，提升價格信號的可比



丁肇飛
HashKey Group
首席分析師

性。接下來，本欄聚焦資本回流與競爭格局，VC（創投資金）押注的邏輯。2025年以來，風險資本對去中心化衍生品的興趣明顯回升。過去兩年加密市場的融資重點從公鏈、NFT和GameFi轉向了衍生品與流動性基礎設施。多個機構在季度報告中指出，這一趨勢與資金環境的變化有關。投資機構更傾向於支持能夠產生持續現金流、具有明確收入模型的項目，而永續合約DEX正符合這一特徵。

現金流驅動與主題輪換

在2022年至2023年的周期中，市場情緒集中在Meme與流量類資產上，但這些項目的商業模式脆弱，難以形成持續現金流。進入2024年後，投資者重新聚焦交易類應用，尤其是永續合約。永續協議具備高頻交易、真實費用收入與用戶忠誠度強等特點，

使其在資金偏緊的階段更容易形成正向現金流。此外，主題也出現了輪換。隨着高性能鏈與鏈上撮合技術的成熟，市場開始重新關注基礎設施與效率提升。從Meme熱潮到perp熱潮的切換，反映出資金流向具備實際收入和複利能力的板塊。在當前階段，資本集中在三類具有代表性的去中心化衍生品協議。Hyperliquid通過自建鏈實現撮合與清算一體化，採用鏈上限價簿（CLOB）模型，兼具中心化的性能與去中心化的透明度，成為DEX中少數實現持續正現金流的項目。其設計邏輯接近傳統交易所，但在鏈上保留了資產託管與清算透明性。Lighter則主打極簡鏈上撮合架構，聚焦零手續費與訂單流優化，強調撮合質量與做市網絡效率。Bulk更關注多資產跨市場撮合與合約結算的標準化，嘗試將永續產品擴展至非加密原生資產。這類項目的共同點在於對執行性能、流動性深度與收益模型的綜合優化，也因此成為頭部機構關注的重點方向。在新一輪競爭中，資本不再單純以交易量作為主要衡量標準，而是關注四個維度的綜合表現。第一是執行層性能。低延遲撮合、鏈上風控與可驗證結算成為評價撮合效率的核心指標。第二是做市網絡的成熟度。是否具備專業做市商的持續深度、是否有穩定的收益模型，是判斷可持續性的關

鍵。第三是訂單流質量。包括用戶真實成交比例、撤單率、平均滑點與執行一致性。高質量訂單流意味着更高的做市商收益率和協議穩定收入。最後是透明的KPI承諾。投資機構更傾向於支持具備公開財務與交易指標的團隊，通過鏈上數據、協議收入與市場深度來驗證增長質量。這種競爭框架使得DEX項目逐漸向「準機構化」演進。部分協議開始設立流動性管理委員會或做市評審機制，參考傳統市場的做市質量評估體系，從而提升資本的信任度。

機構化流動條件：透明、風控、結算層可信

機構資金進入的前提是可驗證的安全與合規。對於DEX來說，這一要求主要體現在三個方面。首先是透明性。鏈上資產託管、公開的交易紀錄與清算路徑，能夠顯著降低信息不對稱，提升資金信任度。其次是風控與清算機制。協議是否具備有效的風險限額制度、強平機制與指數質量，直接影響機構的參與深度。第三是結算層的可信度。包括是否採用獨立驗證的指數、是否具備符合法規的結算合作方。DEX若能在清算層引入合規指數或受監管結算網絡，將顯著提升機構參與意願。

(未完待續)

金融政策立足長遠 構建行業良性生態



許小哲
重慶市政協委員、東興證券股份有限公司香港副總經理、法學博士

以「創新、變革、重塑下的全球金融發展」為主題的2025金融街論壇年會近期在北京舉行，不僅明晰了中國金融改革與發展的路徑，更向全球傳遞出中國堅定推進金融強國建設、助力世界金融秩序穩定的積極姿態，年會已成為國際金融機構研判中國政策方向的重要渠道，彰顯出中國金融業正以更為開放的格局擁抱全球市場，對香港作為國際金融中心的發展亦具深遠啟示。

「穩增長」與「防風險」並重

其中，資本市場作為服務國家戰略、連結科技與產業的核心樞紐，改革與發展方向成為此次論壇的重點議題。中國人民銀行行長潘功勝的表態，凸顯了貨幣政策的穩定性與前瞻性。「實施適度寬鬆貨幣政策」的表述，釋放出央行將持續為經濟回升向好保駕護航的明確信號，有助於穩定市場預期、降低實體經濟融資成本。同時，加快構建全面宏觀審慎管理體系和強化系統性金融風險監測評估等部署，體現了「穩增長」與「防風險」並重的政策思路。在全球貨幣政策分化、金融市場波動加劇的背景下，中國貨幣政策的穩健取向，不僅是維護國內金融穩定的基石，也將為全球金融市場提供重要的「穩定器」作用。

金融須精準對接實體經濟需求

國家金融監督管理總局的部署則從優化提升行業角度，致力於通過增強金融業韌性，為經濟社會持續健康發展提供堅實的金融保障。局長李雲澤提出了三大方向，進一步完善了金融發展的頂層設計。「提升經濟金融適配性」，要求金融業發展與實體經濟需求更精準對接，避免金融與實體「脫實向虛」；「深化改革擴大開放」，彰顯了中國金融業持續融入全球、以開放促發展的決心，將不斷激發行業活力與競爭力；「統籌金融發展和安全」，則以新安全格局保障新發展格局，為金融強國建設築牢風險防線。三者相互支撐，既着眼於提升金融服務實體經濟的質效，也將資本市場改革置於國家戰略全域的高度考量。

助力培育新質生產力企業

論壇期間中國證監會主席吳清的講話，則將資本市場改革置於國家戰略全域的高度考量。他提出的「服務新質生產力、建設金融強國」核心目標，明確了資本市場需深度嵌入「科技自立自強-現代化產業體系-高水準市場經濟體制」的戰略鏈條。這一定位直指當前全球金融發展的核心命題，即：如何讓資本高效賦能科技創新與產業升級。相較於傳統資本配置邏輯，此次政策導向更強調構建科技、資本與產業的高水平循環機制，意味着資本市場將從單純的融資平台，向培育新質生產力的「孵化器」與「助推器」轉型，通過優化資源配置，讓資本精準流向符合國家戰略的科技創新領域與新興產業，為經濟高質量發展注入核心動力。

金融街論壇勾勒出中國金融發展脈絡

此次論壇釋放的政策信號，勾勒出中國金融發展「服務實體、深化改革、防控風險、擴大開放」的清晰脈絡。對於香港而言，這些政策導向蘊含着大機遇，內地資本市場與科技、產業的深度融合，將為香港連接國際資本與內地科創企業搭建更廣闊的橋樑；內地持續擴大金融開放的舉措，將進一步強化香港作為中外資金融市場「超級聯繫人」的地位；而穩健的貨幣政策與嚴密的風險防控體系，也將為香港維護國際金融中心穩定提供有力支撐，並有助於進一步鞏固及提升在全球金融體系中的戰略價值。

淺談人民幣國際化背景下的衍生品發展

俞振州 香港中資期貨業協會副會長、橫華國際期貨有限公司總經理



香港中資期貨業協會專欄

在全球貨幣體系加速變革的今天，人民幣國際化已從經貿便利化需求升級為國家金融戰略的核心支撐之一。作為人民幣跨境循環的「樞紐節點」，香港離岸人民幣中心建設的品質直接關係到國際化進程的深度與韌性。回溯貨幣國際化的歷史規律，結合當前全球經濟格局演變，香港的獨特價值與發展路徑愈發清晰。

人民幣國際化的重要性

布雷頓森林體系瓦解後形成的美元主導格局，在近年呈現出明顯的內在缺陷。美國將美元清算體系「武器化」的做法，讓各國深刻意識到單一貨幣依賴的系統性風險——2022年俄烏衝突後俄羅斯被排除在SWIFT體系外的案例，直接推動了全球「去美元化」浪潮的加速。同時，人民幣國際化也是未來金融市場進一步開放的必然路徑。人民幣國際化始終遵循「先經常後資本，先實體後投資，先跨境後境外」的漸進路徑，這種審慎性既維護了金融穩定，也為離岸市場發展預留了空間。2016年人民幣納入SDR貨幣籃子是重要里程碑，2024年其權重進一步升至12.28%，成為僅次於美元、歐元的第三大籃子貨幣。與此同時，RQFII、滬港通、深港通、債券通等跨境渠道持續拓寬，推動人民幣資產成為全球配置的重要選項。截至2025年，人民幣跨境支付系統（CIPS）已覆蓋182個國家和地區，香港處理金額佔全球跨境人民幣支付的78%，為離岸市場提供了堅實的基礎設施支撐。

鞏固香港人民幣離岸中心地位

而在人民幣國際化向縱深推進的進程中，香港作為全球首個且規模最大的離岸人民幣業務樞紐，正迎來從「規模擴張」向「功能升級」的關鍵轉型。2025年9月《固定收益及貨幣市場發展路線圖》的發布，為香港錨定「全球固定收益及貨

幣中心」目標描繪了清晰藍圖，也彰顯其在人民幣跨境循環中的核心價值。香港離岸人民幣中心的領先地位源於多重優勢的疊加共振。在市場規模上，香港已構建起全球最成熟的離岸人民幣生態，人民幣存款規模超1萬億元，處理着全球75%以上的離岸人民幣支付，日均清算量達3萬億元，三年間實現翻倍增長。這種流動性優勢為各類人民幣業務創新提供了堅實基礎。同時制度與政策支撐更顯獨特性。香港依託「一國兩制」優勢，既通過8,000億元人民幣貨幣互換協議獲得國家層面的流動性保障，又憑藉普通法體系和自由港政策吸引全球投資者。「債券通」、「互換通」等互聯互通機制持續升級，其中「互換通」每日交易淨限額已提升至450億元，精準匹配了國際投資者的風險管理需求。這種「政策聯通+制度相容」的特性，是其他離岸中心無法複製的核心競爭力。

香港人民幣衍生品的優勢與發展建議

我們也應該看到，挑戰同樣不容忽視。外部面臨倫敦、新加坡等市場的激烈競爭，內部則需應對市場規模與金融安全的平衡難題。此外，如何進一步豐富長期限人民幣產品、吸引多元資金流入，仍是提升市場韌性的關鍵議題。這其中，2012年9月港交所推出的離岸人民幣期貨產品，在最近幾年中資企業全球化運營對沖匯率風險中，起到了越來越大的作用。緣何企業越來越傾向於運用離岸人民幣期貨這一工具進行匯率對沖？我們以2025年8月5日為例，彼時中國境內某家銀行的3M到期的在岸人民幣遠購報價為7.2137，而離岸人民幣期貨的報價為7.1326，期貨方案不僅大大低於銀行的遠購報價，同時也低於當時的即期購匯價格約450bps，即進口客戶如果在當時有3個月的鎖匯需求的話，離岸人民幣期貨方案相較中國境內銀行方案優惠800bps左右，同時比即期購匯成本優惠450bps。不考慮其他成本客戶持有到期的情況下，企業可以獲取450bps的正carry收益，在鎖定匯率波動的風險同時又獲取正收益，這也是最近幾年離岸人民幣期貨越來越受歡迎的

10月無股災 音樂椅繼續

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理



●中美元首會談及落實減息，為美國股市帶來樂觀理據。圖為紐約證券交易所。

DeepSeek漸見優勢 港股A股受捧

更重要的是，外界早前似乎低估中國DeepSeek之後，對於投資者觀念根本改變。以往認為只有美股科技龍頭那種研發，才可贏得AI人工智能這一仗，但如今看來，聰明地以少勝多，智取而非力敵，DeepSeek巧妙地以集中的資源，處理較重要的問題，在這前沿研究中，逐漸得到更多優勢，令外界對於資產配置中，港股和A股的權重，亦有必要提升。

臨近年底，不少人擔心短期有獲利回吐，畢竟年初不少股市升幅不錯，但正因如此，可考慮以

VIX（俗稱美股恐慌指數）短期對沖之。當然，更好選擇其實是黃金，更貼近長遠大勢所趨。面對近期金價大上大落，關鍵在於短線投機盤，尤其是追隨趨勢者，一般做法是愈高愈買，同樣地，愈低愈沽，這套交易哲學挾着槓桿運用，難免令金價更波動，由過去幾星期持續創新高，一下子無新高可見，即馬上轉升為跌，甚至急跌，跌穿4,000美元心理關口。

買金對沖美雙亦難題

真正關鍵是特朗普上場後，開打全球關稅戰，外界對美國在全球政經舞台角色定位，已抱有很大疑問，對美國債台高築擺明車馬不信任，特朗普愈想以關稅解決所有問題，外界愈不可能以其外匯儲備支撐美國雙赤（財赤與貿赤），相反，各國央行外匯儲備加快減持美匯美債，增持黃金，機構投資者與個人投資者看在眼裏，當然跟隨，這股力量不因上述短線投機步伐改變，難怪即市重上4,000美元大關，短線以守穩此水平為上。

（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。）

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立論。