

Perpetual DEX：去中心化的效率革命(四之四)

加密演義

本欄有關剖析去中心化永續合約（Perpetual DEX，簡稱Perp DEX）來到結尾部分。本篇章會先淺析Perp DEX監管與基準化，說明BMR（歐盟基準指數監管條例）與清算如何產生實際約束。永續合約的發展，正把監管與基準品質推到台前。價格從哪裏來、如何清算、誰對最終價格負責，這些問題決定了資金費率是否公平、槓桿是否安全，以及機構資金是否敢真正參與。



丁肇飛
HashKey Group
首席分析師

過去一年，全球監管的主線逐漸清晰：一方面，永續合約被納入既有衍生性商品監管體系；另一方面，價格基準的合規化成為市場健康運作的關鍵前提。

永續合約走向制度化

美國方面，監管機構已就「24/7 市場」和永續合約發起公開徵求意見，核心關注點包括定價、保證金、風險模型與結算機制。隨後，多家合規平台開始在監管許可下推出永續產品，例如 Coinbase Derivatives 推出的受監管 BTC 與 ETH 永續合約。這意味着，未來的合約產品將可能遵循與傳統衍生性商品相近的風控與披露標準。

在歐洲，MiFID II 與《基準法規》（BMR）為加

密衍生性商品建立了明確框架。多家受監管交易所（如 Eurex Digital、Bitstamp Derivatives）採用 BMR 合規指數結算，確保價格數據獨立、可驗證。歐盟的方向是將數碼資產納入既有金融規則體系，以透明基準與統一清算標準支撐機構化交易。在亞洲，香港已將虛擬資產交易與託管納入《證券及期貨條例》（SFO）監管範圍。HashKey 等合規交易所已建立起覆蓋交易、託管與清算的制度化基礎設施。未來，隨着鏈上結算、預言機基準與流動性撮合技術的進一步融合，香港可望成為亞洲首個同時具備 CEX 與 DEX 雙層機制的制度化永續市場示範區。

價格基準失真帶來連鎖風險

永續合約的清算依賴於價格基準。如果這個用於清算的價格不可靠，就可能導致一些賬戶被錯誤清算，也可能讓資金費率出現異常波動。

這類價格偏差問題在傳統金融中早已有前車之

鑒。在上世紀末的 LIBOR 醜聞中，部分銀行操縱利率數據，導致全球數萬億美元合約定價失真。此後，歐盟在《基準法規》（BMR）中規定，所有用於金融結算的基準指數都必須具備獨立性、可驗證性和公開透明性。這項原則如今也逐漸被引入加密衍生性商品市場，越來越多機構交易平台開始使用受監管的指數服務商。

對於去中心化交易所（DEX）而言，挑戰在於如何在鏈上環境下實現相同的信任。部分 DEX 協議透過採用透明的預言機報價和公開清算邏輯，使每一筆強制平仓和資金費的計算都可以在鏈上被驗證。這種方式雖然執行效率略低於中心化清算，但極大地提升了過程的可審計性和可信度。

合規可信×技術可信：CEX與DEX的互補

永續合約市場正從對立走向互補：首先，在價格基準與清算方面，CEX 的優勢在於穩定與規範。它們通常採用受監管的指數，價格計算方式明確，可作為衍生性商品的主要結算參考。而 DEX 則透過透明的預言機報價和鏈上清算機制，使所有價格數據、資金費率和強制平仓邏輯都能被公開驗證。其次，在風險管理上，CEX 擁有健全的保證金制度和壓力測試模型，能夠在極端行情中迅速回應。DEX 雖然仍處於改進階段，但憑藉着鏈上資料的即時性，能夠快速暴露風險點，幫助研究者和做市商提前識別潛在問題。

最後，隨着更多受監管的交易所和合規做市商進入市場，CEX 與 DEX 之間的流動性將逐漸互通。

兩者正共同推動永續合約市場從以散戶為主的高波動階段，走向更穩健、更制度化的階段。這不僅有助於降低系統性風險，也為未來的機構化資金流入奠定了基礎。

潛在的第三極力量

目前，Hyperliquid 和 Aster 佔據了大部分交易量。未來的新增長力量，可能來自三條路徑。

第一，是正在加快鏈上布局的中心化交易所。例如，Bitget 等平台開始嘗試把部分結算與保證金資料公開到鏈上，以提升透明度和信任度。這種做法保留了中心化的流動性優勢，同時讓機構投資者能在更透明的環境下參與。

第二，是機制創新型 DEX。一些新興項目正探索更有效率的撮合方式，如 Intent、批量競價或 Appchain 架構，試圖在速度與成本之間找到新的平衡。這類協議代表了 DEX 的技術突破方向。

第三，是具備制度化基礎設施的合規市場。香港等地區正完善數碼資產衍生性商品監管體系。HashKey 等持牌交易所已在交易、託管和清算層面建立完整基礎設施，為機構資金進入數碼資產市場提供了合規、安全的通道。

整體來看，未來的競爭可能由性能之爭，轉向信任與制度之爭。（完）

美股大上落 VIX 助風險管理

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

目前全球金融市場上，每個投資者都必須思考的重大問題，就是對於 AI 人工智能的投入。一方面，大家知道其是兵家必爭之地，所有科技巨頭都優而為之，大量投入，短期而言，近乎不問成本，但求勝過對手少許，領先便是贏。另一邊廂，部分投資者開始擔心，過程中會否只是泡沫，尤其距離真正可以 AI 技術賺錢，以目前情況看，相去甚遠，更遑論可以支持現時的高估值。

非單邊好淡 以波幅為念

上述對 AI 行業看法嚴重分歧，已影響到美股當前的形態。對於投資者而言，既難單邊看好，亦難單邊看淡，反而可以考慮建 VIX 長倉以對沖標普大波動。

舉例，美股上周三反彈後，上周四回復明顯沽壓，大上大落之勢漸成。值得留意，由於不是一面倒的股指向下，若以短倉操作相關股指，恐怕風險反而更大。相反，VIX 既然主要針對短期標普指數波幅，換言之，美股大升大跌，標普指數波幅轉增，亦是包括其中，剛好是應對於當前市況的工具。

必須考慮的是，一般來說，股市跌得急而升得慢，但中長線而言，股指平均向上。故此，一味看淡做空的萬里長空股指固然不理想，但即使運



●美股市場有關高估值憂慮持續，但同時投資者情緒偏向樂觀。圖為紐約證券交易所。 法新社

用 VIX，亦要配合時機。

AI巨頭互控 高估值惹質疑

說起來，目前正可能是一個時機。早前 10 月未有股災，但累積眾多科技龍頭領漲後，隨着 OpenAI 更進一步的商業化，一方面體現 AI 研發的價值，但同時亦是「見真章」，之前一眾企業互連互控的押注於 AI 不同產業鏈部分，已經愈來愈多人擔心純粹自欺欺人，故此近來美股指的波幅將增大，周末之前，仍以長倉操作 VIX 為上，對沖多數人一向做多美股的傾向。

若美股大上大落，長倉 VIX 勝於短倉標指。真實世界，確有印證。上周五所見，美股開盤後一度急跌，其後在停擺事件上，似乎有一線生機，股指回穩向上，這種即市甚至跨市的大上大落，若單憑股指短倉，其實容易「左一巴右一巴」，除非是單邊大跌市，否則，可能得不償失，賠了夫人又折兵。相反，若以 VIX 長倉對沖股指波動相關的風險，皆因效果上類似於買入股指波幅，看漲其短期可見將來的引伸波幅上漲，則工具與手段剛好配合。

結構憂慮 短期難解

不難發現，上周 VIX 一度漲升不少，周初押注，周末前已可收割獲利。當然，這只是一個短線操作例子，投資者大可舉一反三，若眼前美股結構性問題持續，不論是聯邦政府停擺，影響大眾甚至美聯儲議息，又或者關於當前 AI 以至科技股估值是否偏高，眾說紛紜，意見極度分歧，未必一面倒看淡做空，以 VIX 部署有進可攻退可守效果，明顯地上述因素繼續是市場人士憂慮所在。

（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。）

特朗普政策影響分析：美國通脹與經濟效應

Tim Murray 普休仕多元資產部門資本市場策略師

夏秋兩季美國總統特朗普的貿易及財政政策漸趨明朗，投資者現需衡量有關政策對通脹、經濟及貨幣政策的影響。與主要貿易夥伴達成的協議顯示，美國實際關稅率可能處於 10% 至 20% 之間，相比 2025 年初的 2.5% 大幅上升。

關稅帶來通脹壓力料明年減退

迄今，關稅上調未對美國經濟造成重大影響，但或會拖累消費開支、經濟增長及企業盈利。預期關稅帶來的通脹壓力將於明年減退。

美國經濟活動維持穩健，實時經濟指標僅輕微回落。人工智能（AI）相關支出暢旺，抵消了製

造業及房地產市場持續疲弱的影響。

關稅上調、企業稅率下調及嚴格移民政策等因素令通脹預期持續高企，市場憂慮價格上升或影響企業盈利及消費意慾。

在此環境下，就業市場值得關注。小型企業佔美國就業總數逾七成，但定價能力較弱，對經濟及利率變動較為敏感，或面臨裁員壓力。

在投資機遇方面，我們關注國際價值股及小型股，特別是財政開支增加及貨幣政策仍偏寬鬆的地區。歐洲及英國股市較具吸引力。美國增長股或受惠於 AI 熱潮，若經濟轉弱，其穩健基本因素可提供緩衝。

另外，與實質資產掛鈎的股票，如能源及金屬類股，過往一直作為對沖通脹的有效工具。AI 發展及用電需求上升或刺激工業金屬需求，部分金屬面臨供應限制。

看好短期存續期資產及 TIPS

為應付赤字開支而增發美國國債，或會令孳息率面臨上行壓力。鑑於通脹憂慮及美國公共債務水平，我們對長存續期美國國債作為經濟疲弱時期的對沖工具持謹慎態度。在固定收益投資方面，我們傾向配置較短存續期資產及短期美國通脹掛鈎債券（TIPS）。

從全運會看盛事轉化為經濟增值之路

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

全國運動會作為綜合體育盛事，已演變為推動經濟發展的關鍵平台。第十五屆全國運動會由廣東、香港及澳門聯合主辦，於 2025 年 11 月 9 日至 21 日舉行，開幕式在廣州、閉幕式在深圳，涵蓋 34 項競技項目及 23 項群眾參與活動，共 419 個小項。這標誌着粵港澳大灣區一體化進程的深化，不僅刺激短期消費與基礎設施投資，更強化長期區域競爭力。從企業財務管理視角看，此類大型活動涉及資本配置優化，透過公共投資帶動私營部門參與，形成高效的資金循環。

融合催化：區域經濟活力

歷史上，2009 年全運會主辦地山東透過場館建設注入大量資金，助力當地經濟升級；2021 年陝西全運會亦促進基礎設施發展，貢獻區域增長。這種模式體現了國家在宏觀調控下的資源分配智慧，確保可持續增長。透過不同角度觀察，全運會不僅是體育競技，更是經濟融合的橋樑，讓參與者從中學習資源整合的藝術，避免過度依賴單一產業。

在當前經濟情勢下，全運會凸顯企業資本管理的

先進實踐。主辦地與建場館與交通網絡，注入巨額資金，預計拉動消費逾千億元（人民幣，下同）。國家體育產業規模預計 2025 年底超過 3 萬億元，朝向 2030 年 7 萬億元目標邁進。這反映凱恩斯乘數效應，其中初始投資透過消費與就業鏈放大經濟影響。

資本管理：提升資產估值

從企業視角，這類項目促進債務重組與併購機會，例如場館後續運營可吸引國際資本，形成公私夥伴關係（PPP 模式），提升資產估值。反觀全球貿易不確定性，此模式提供穩定增長路徑，平衡短期刺激與長期支出，避免財政風險。透過微妙歷史回顧，早年全運會已證明國家規劃的遠見，助力區域轉型。2025 年國家經濟增長預測約 4.8%，全運會將在這背景下注入活力。

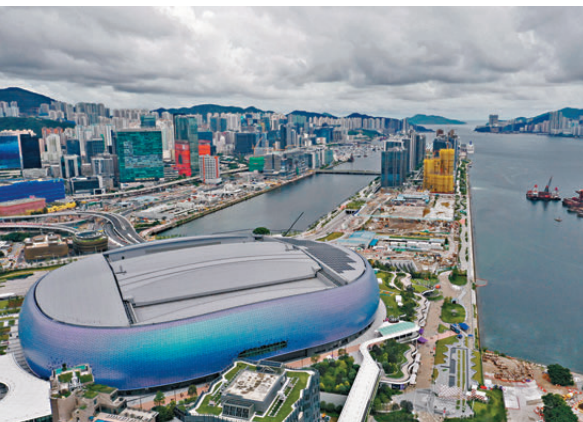
全運會助力數字經濟與「雙循環」格局，放大傳播效應，特別在疫情後復甦期。香港作為聯合主辦地，承辦籃球、手球、曲棍球、藝術體操、七人欖球、三項鐵人、排球及武術等 8 項賽事，主要場地

包括啟德體育園，投資逾 320 億港元，不僅服務賽事，還將用於演唱會與展覽，預計每年創造數千就業機會。

根據香港旅遊發展局數據，2023 年大型體育活動如香港七人欖球賽吸引逾 4 萬國際訪客，帶來約 5 億港元直接消費，其中酒店業佔比約 40%，餐飲及零售各佔 20%；2019 年同類賽事刺激酒店入住率上升 15%，平均每日房價上漲 20%。KPMG 報告顯示，2017 年香港大型體育活動總經濟直接影響已達 21 億港元，主要來自酒店、餐飲、旅遊及休閒業務。

轉型加速：可持續發展路徑

體育作為健康活動，政府應推廣以降低醫療開支，提升市民生活品質；這可重燃 1970 年代香港足球熱潮，當時職業聯賽興起，吸引國際球星，球迷熱情席捲全港，帶動社區參與與經濟活力。透過投資觸發乘數效應，擴散至零售、餐飲領域，助力香港從金融中心與教育之外的非核心產業發展，實現多元化經濟轉型。環保與通脹管理亦成重點，確保



●舉辦體育盛事所帶來的經濟效益，長遠有望協助香港加速發展數字經濟等多元經濟。 資料圖片

投資回報最大化。

整體而言，運動能成為經濟轉型的加速器，將體育盛事轉化為經濟增值方法。

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。