

永續合約的下一站：法幣合約(二之一)

加密演義



丁肇飛
HashKey Group
首席分析師

金融史的發展，總是伴隨着衍生品的創新。華爾街的期貨合約已有上百年歷史，加密市場則創造了自己的獨特產物——永續合約。它在短短幾年內迅速崛起，成為加密交易量最大的產品。根據部分統計，比特幣合約的成交額一度達到鏈上現貨的6至7倍。由於「沒有到期日、可隨時交易、價格幾乎與現貨保持同步」，永續合約在行情劇烈波動時往往伴隨強平、清算和追漲殺跌的連鎖反應——這些風險讓不少人對永續合約望而生畏，卻也成了最致命的吸引力。

永續合約的故事，要從2016年說起。BitMEX團隊當年在博客上發布了一則公告，宣布推出全球首個比特幣永續合約XBTUSD。這一創新的設計靈感，最早可以追溯到1992年經濟學家Robert Shiller的理論構想：如果衍生品不設到期日，是否能更好地捕捉市場的長期價格？BitMEX將這個想法搬進了加密世界，設計出一種沒有到期日、價格與現貨緊密錨定的合約，最終成為加密史上最具革命性的產品。

法幣合約銜接加密與傳統金融

現在，合約交易量已經超越現貨，成為整個加密市場的流動性核心。根據Kaiko的報告，2025年以來比特幣交易量中約有68%來自永續合約，而整個加密市場的合約日交易量更是現貨的五倍以上。可以說，永續合約已經演變成加密世界最重要的金融工具。隨着數字資產逐步走向華爾街，市場對合約的需

求也在發生變化。不同於如今以穩定幣為主的結算方式，法幣合約正被推向台前，並開始進入主流金融舞台，成為加密與傳統金融銜接的重要一環。

作為更高效更專業風險對沖工具

在加密市場中，永續合約是重要的風險管理與套利工具。它是一種以加密貨幣為標的的金融衍生品，卻並不涉及實物買賣。投資者並非真正購買比特幣或以太坊，而是押注它們未來的價格漲跌。永續合約最大的特點在於——它沒有到期日，倉位可以無限期持有。交易者既可以「做多」，在行情上漲時獲利；也可以「做空」，在價格下跌時賺錢。這種雙向機制使其成為行業參與者進行市場對沖、價格發現與流動性管理的重要工具。永續合約的核心價值在於槓桿與資金費率機制。槓桿讓資金運用更加高效——投資者只需繳納部分保證金，就能管理更大的市場敞口，實現靈活的風險控制與收益優化。資金費率機制則維持合約價格與現貨價格的平衡，避免市場長期脫節。作為加密市場的重要金融工具，永續合約不僅是流動性的發動機，也為市場穩定和套利策略提供了基礎支撐。

然而，隨着加密市場的參與者越來越多，交易需求也在不斷變化，「法幣合約」開始成為新的答案。

2025年10月11日凌晨，全球加密資產市場在短短數小時內發生劇烈崩跌——從大型中心化交易所（CEX）到永續合約去中心化交易平台（Perp DEX），從做市商撤出流動性到穩定幣脫錨，整個體系彷彿被一陣颶風席捲。槓桿頭寸被迅速觸發，爆倉單翻倍激增，約190億美元的頭寸被強制平倉。

助力減少連鎖爆倉風險與潛在損失

如果在這場暴跌中，交易者或機構能夠使用法幣合約，情況或許不會演變成如此劇烈的連鎖清算。相比以加密資產結算的傳統合約，法幣合約以美元等法幣為結算單位，能有效降低跨幣種匯率波動帶來的損失，同時提高資金調動的速度與靈活性。在極端行情下，這種機制能在觸發清算速度、執行滑點與資金撤離效率等關鍵環節上提供更穩健的緩衝，從而減少連鎖爆倉的風險與潛在損失。

(未完，待續)

香港國際金融中心建設：三方面發揮期貨業風險管理價值

葛文紅 香港中資期貨業協會副會長、中信期貨國際有限公司董事長



香港中資期貨業協會
CHINESE FUTURES ASSOCIATION OF HONG KONG

香港中資期貨業協會專欄

香港特別行政區行政長官李家超在2025年施政報告中，圍繞資本市場領域提出發展香港大宗商品交易生態圈、建設國際風險管理中心、加速建立國際黃金交易市場等一系列部署，為香港鞏固國際金融中心地位、拓展新增長空間明確方向。期貨業作為價格發現、風險規避、資源配置的重要載體，其價值的充分釋放是促進香港國際金融中心建設的應有之義。在全球金融波動加劇、國家戰略需求升級的當下，如何進一步發揮期貨業風險管理價值，助力香港國際金融中心建設，成為關鍵課題。

一、錨定國家戰略 把握衍生品市場發展新機遇

近年來，香港衍生品市場發展穩健、潛能巨大。香港交易所數據顯示，香港衍生品市場已連續17年位居全球結構性產品成交額榜首；截至今年10月1日，結構性產品日均成交額逾200億港元，充分彰顯香港衍生品市場的實際價值與市場認可度。加上施政報告中關於大宗商品交易生態圈及國際風險管理中心建設的部署，香港衍生品市場迎來政策紅利與市場需求共振的戰略機遇期。衍生品市場作為價格發現和風險管理的核心樞紐，其發展水平直接決定了大宗商品交易生態圈的成熟度與競爭力，亦是香港建設國際風險管理中心的必要組成部分。當前，要充分釋放衍生品市場的戰略價值，關鍵在於將衍生品市場建設納入香港強化國際風險管理中心的頂層設計框架，通過完善交易規則、優化監管平衡、拓展互聯互通範圍等舉措強化制度供給，推動香港國際風險管理中心建設向更深層次、更廣領域邁進，從而在國家金融開放戰略中佔據更重要的地位。

二、積極創新 賦能大宗商品交易生態圈建設

香港作為國際金融中心，在集資、離岸人民幣定價、風險管理等領域的領先地位已獲全球公認，然而，大宗商品板塊是其金融版圖中的相對短板。衍生品市場作為價格發現和風險管理的核心樞紐，貫穿大宗商品交易、倉儲、物流、融資、風險管理等關鍵環節，其發展水平直接決定了大宗商品交易生態圈的成熟度與競爭力。期貨業可從以下方面賦能大宗商品交易生態圈建設：



●期貨業在助力香港國際金融中心建設上，可在多方面發揮作用。

資料圖片

突出區域優勢，完善產品矩陣。亞洲作為全球有色金屬的主要消費市場，為香港大宗商品生態圈建設提供了堅實需求基礎。近十年來，香港交易所先後推出了16隻場內大宗商品期貨合約，並收購倫敦金屬交易所（LME）、成立前海聯合交易中心（QME），大宗商品衍生產品市場框架已逐步形成。接下來，期待以LME交割倉庫布局為支點，以區域優勢激活集群效應，提升香港在國際大宗商品市場的定價話語權與影響力。

豐富黃金投資工具，助力國際黃金交易市場建設。香港作為全球重要的黃金流通和消費中心，具備建設國際黃金交易市場的深厚基礎。此前香港交易所已推出首對實物交割的雙幣黃金期貨，分別以離岸人民幣及美元結算。期待進一步豐富黃金投資工具，如設立對標COMEX盎司標準的期貨合約、以公斤/離岸人民幣計價的亞洲特色合約，以及黃金的內外價差、基差型合約，由此推動全方位、多幣種的交易、清算、交割和監管體系，形成完整的黃金交易中心和相關產業鏈。

以金融監管和金融工具創新，推動場內外市場協同。場內交易通常指的是在交易所進行的標準化大宗商品期貨及期權合約交易，而場外交易則涉及非標準化的遠期、期權及掉期產品，通過做市商或直接雙方協商完成。場外交易市場以其靈活性，不僅滿足了交易者的個性化需求，更為金融工具創新與監管模式優化提供了試驗田。未來期待加強金融監管和金融工具創新，在規範場外交易市場運作的基礎上，推動場內外市場規則銜接與資源互通，為香港大宗商品交易生態圈注入持續動力。

深化金融科技與數字資產在大宗商品交易中的應用。如發行基於區塊鏈的黃金穩定幣、數字黃金等

產品，拓展大宗商品的投資渠道；探索區塊鏈、人工智能、雲計算等技術，優化交易清算、風險管理等環節，提高交易全鏈條透明度，在數字貨幣時代樹立金融創新標杆，提升大宗商品交易生態圈運行效率。

強化跨境市場聯動，加速離岸國債期貨落地。香港交易所可與內地交易所協同推進跨境產品上市及發牌等相關安排，如以即將推出的離岸國債期貨為試點，強化跨境市場聯動，不僅能豐富離岸人民幣金融產品生態，更為後續實現更多品類跨境互聯互通積累可複製的實踐經驗。

三、提升定價權 推動大宗商品人民幣計價結算

依託中國內地這一全球重要大宗商品消費市場，香港具備成為亞洲大宗商品定價中心的獨特區位優勢與需求基礎。建議以人民幣國際化夯實香港人民幣離岸中心地位，提升香港大宗商品定價權。

完善交割倉儲體系，提升期現結合程度。大宗商品交易生態圈的成熟度，很大程度上取決於期現結合程度。而完善的交割倉儲體系是強化期現聯動、降低交易成本的關鍵載體。內地商品交易所通過設立倉庫、廠庫、延伸庫等多元化交割設施，實現對重點產業區域的全覆蓋，在有效發揮資源配置作用的同時，維護期貨市場穩定運行。香港可參考這一模式，結合區域特點，戰略性布局交割倉庫網絡，通過產業集群效應提升香港在國際大宗商品市場的定價話語權。

推動大宗商品人民幣計價結算取得實質性進展。可聚焦黃金、有色金屬等已有一定發展基礎的品種，着力推動其實現人民幣計價結算，再逐步向其他品種拓展。另外，探索與內地交易所合作推出人民幣計價的跨境期貨品種，進而提升人民幣在國際市場的定價影響力，是需要重點研究的課題。

加快離岸人民幣市場建設及產品創新。大宗商品交易需求與匯率風險管理需求高度聯動。未來，隨着香港大宗商品交易生態圈的發展，香港作為離岸人民幣業務樞紐的功能將進一步強化。為此，建議健全境外人民幣回流機制，通過設置有吸引力的投資產品和流通性良好的交易渠道，推動人民幣在岸、離岸市場形成良性循環。同時建議發展離岸人民幣風險管理工具，滿足企業匯率風險管理訴求。

施政報告所描繪的大宗商品生態圈、國際風險管理中心等願景，為香港期貨業發展賦予了明確的歷史使命。在香港國際金融中心建設的宏偉藍圖下，要進一步發揮香港「背靠祖國、聯通世界」的獨特區位優勢，充分釋放期貨業風險管理效能，為國家金融開放與風險管理提供堅實支撐。

特朗普50年按揭計劃：恐成跨代貧窮陷阱

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

美國總統特朗普近期提出50年按揭計劃，聲稱可令每月供款下降20%至30%（2,800美元至3,000美元），助千禧與Z世代突破高樓價、帶動建築業，重燃「美國夢」。方案需國會修訂2008法案30年上限，因此須經立法與風險評估。市場對此反應分歧，業界普遍憂監管不足埋隱患。

資料顯示，美國住宅按揭市場長期以30年固定利率貸款為主流，佔整體交易九成以上，起源於1930年代羅斯福新政，由房利美（Fannie Mae）率先推出，讓戰後中產階層透過分期付款逐步累積資產，實現世代置業夢想。全美房地產經紀人協會（NAR）2025年數據顯示，30年利率6.22%，中位房價55萬美元月供約3,300美元，首次購屋者年齡推遲至40歲，遠高於2021年的33歲，創歷史新高；主因房價自2020年起暴漲逾50%，負擔比達45%，超30%門檻，壓抑年輕人成家意願。

買樓門檻降低但泡沫風險加劇

50年按揭推行後，將釋放數百萬潛在買家，特別利好中低收入家庭。FHFA模擬顯示，月供減80-300美元，年輕家庭收入增5%-8%，迅速點燃購屋需求，釋放消費潛力。目前首次購屋者僅佔21%，為1981年後最低，計劃可拉升至30%以上，刺激建築商訂單，帶動木材、鋼鐵、傢具等供應鏈，就業率預期上升1.2%，而GDP亦會短期增加1.1%。但國家供應缺口達470萬套，年建屋僅140萬戶，若需求過熱，房價或漲10%-15%，重演2021-2022年泡沫並引至短期通脹；聯儲局若升息至6.5%，低月供優勢盡失。經濟學家認為，此舉僅短期止痛，無解土地與勞工問題瓶頸，恐加深世代差距，弱勢族群仍難上車。

MBS勢擴張 或構成流動性隱憂

50年按揭將直接擴張抵押貸款證券化（MBS）市場規模，該市場目前總值已超過11.3萬億美元。若50年貸款最終佔比達10%，整體現金流期限將延長近70%，形同創造出超長期債券新品類，自然吸引養老基金、保險公司及主權財富基金等長期機構投資者大舉配置，導致收益率曲線前端壓低、後端抬升，徹底改變固定收益市場的配置策略。但目前完全缺乏成熟的50年MBS次級交易市場，流動性極低，一旦利率波動1個百分點，即可能造成5%-7%的價格損失，保守型基金為避險很可能轉向黃金或短期國債。監管機構必須盡快制定全新資本計提規則，以防2008年次貸危機重蹈覆轍，系統性風險不容小覷，投資者亦需重新評估久期風險並加強壓力測試。

業主壽命與按揭年期大錯配

美國平均壽命僅79.25歲，30歲購屋者簽50年按揭恐至80歲仍背債；一般職業生涯大約40-50年，退休後尾款難靠社安金支撐，但利息總額仍佔多達70%-80%。銀行平均儲蓄率僅4.5%，這迫使退休違約風險大增，銀行審核將會趨嚴。逆按揭（Reverse Mortgage）市場亦面臨雙重衝擊：長債導致房屋淨值累積緩慢，老人提取現金比例下降，需求可能萎縮20%；恐徹底打亂老年財務規劃，監管當局必須及時介入防範濫用與道德風險，否則晚景將更添堪憂。

此長債方案表面紓困，實則拖長債務枷鎖，逼年輕世代以一生換取一屋。退休斷炊、違約潮湧、老年淨值歸零，終將「美國夢」扭曲為跨代貧窮陷阱。

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。

憂美科企高估值 宜部署風險管理

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

誠如日前本欄所說，長倉道指及短倉標指納指的策略，要同步建倉亦需同步拆倉。隨着停擺暫告一段落，投資者之前長倉道指及短倉標指納指的策略，當然亦要改變，既然之前已同步建倉，接下來當然是同步拆倉，畢竟當中相當部分是押注於停擺問題解決由憧憬到落實之間，過程中傳統股跟科技股的反應有落差。

停擺告終 道指好消息出貨

事實上，特朗普簽署撥款法案前，道指明顯上升，納指明顯受壓，標普夾在中間。及至一切塵埃落定，道指的獲利沽壓出現，相比之下，亦有解除納指部分沽壓的買盤。隨着停擺不再，由之前憧憬中的好消息，變成得到落實，好消息出貨是傳統市場智慧，自然有相當沽壓出現，道指回落。之前幾天此策略以道指大漲而另兩指無甚大變，轉為最終三指皆跌而納指大跌，平均來說，拉上補下，除笨有精，有交代矣。

新數據發布需時 負面效果一次過

不難看出，美股指之間方向有分歧，也就是說，以傳統舊經濟為主的道指，可能較受惠於美國聯邦政府停擺危機的影響全面完結的支持，有點反彈，但好處未必雨露均霑，起碼反映科技股新經濟的標指納指，

便不能相應跟隨。這個亦合乎常理，舊經濟負債較重，相比之下，不少科技龍頭現金充裕，自然是前者較受惠於減息憧憬。

儘管美國當局強調，重新編制官方數據在在需時，但這點根本毫不意外，根本是意料之內，市場都可以預計，所以效果只為一次過，不是持續發展的負面影響。

目前大約三分二美聯儲理事認為，現階段傾向不減息為主，當然令之前急升的憧憬打個大折扣。然而，隨着本周將有望恢復就業數據，美聯儲有份投票者，由如今到12月中議息，又有近乎一個月時間消化決定，不一定以當前的減息概率作依歸。

憂「AI泡沫」火燒連環炮

其實，停擺和議息等因素以外，真正揮之不去的，是美股科技龍頭高估值由來已久，近年因AI人工智能近乎軍備競賽，各方投入大量資源，幾乎是不問代價，但求可以跑贏對手。難怪有投資者從傳統投資角度看，深感不滿，認為可見將來都見不到商業化的成果，更遑論有錢賺。如此估值水平，有人不喜，自然合理，反映在股價上，便是潛在和實現中的沽壓。

以此觀之，科技股上周五沽壓似減輕，某程度上是AI泡沫論，擔心AI產業互連互控的潛在火燒連環

船，以至打擊科技股高估值一事，不是一時三刻，隨着有主力上述論調的基金結束生意，短期減輕了部分沽壓，但中長期而言，反而是真正考驗的開始。整體而言，就算不短倉納指，也要長倉VIX，為波幅增大作好風險管理。

（權益披露：本人為證監會持牌人士，本人或本人的聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。）



●政府停擺和議息等因素以外，市場對AI估值或存泡沫的憂慮一直困擾投資者。圖為紐約證券交易所。美聯社