

永續合約的下一站：法幣合約(二之二)

加密演義

與其說法幣合約是一種新產品，不如說它是加密衍生品的一次「結構性修正」。長期以來，幣本位永續合約在散戶市場大行其道，但對機構而言卻顯得「格格不入」——它以加密資產計價、需要持有穩定幣或主流代幣作為保證金，這不僅增加了資產波動風險，也使得對沖操作與傳統金融體系脫節。



丁肇飛
HashKey Group
首席分析師

法幣合約正是在這種背景下誕生的。它支援法幣入金與USD結算，交易者無需持有或兌換穩定幣即可直接開倉，從根本上減少了跨幣種兌換損耗與流動性風險。更重要的是，以法幣為計價單位的系統架構，讓交易效率顯著提升：在對沖操作中，無需經過「法幣—穩定幣—合約保證金」的多層轉換，平倉或補倉的反應速度更快，也更貼合機構對風險管理的時效要求。

連接加密衍生品與傳統風控體系

從成本角度看，法幣合約的資金費率波動相對較

小，降低了持倉成本。資金費率直接掛鉤BTC借貸量與USD利率，更精準反映市場供需關係，為機構提供了更真實的定價與套利基礎。與此同時，以法幣計價的模式也讓機構能夠直接套用傳統金融風險模型（如VaR、資本充足率）進行敞口評估，實現加密衍生品與傳統風控體系的無縫銜接。

讓衍生品重新回到風險管理的本質

在資金安全層面，法幣合約的優勢同樣明顯。因為交易、保證金與結算均以法幣維度進行，資產存取路徑更清晰、監管框架更明確、賬戶隔離更徹底。相比幣本位合約依賴穩定幣託管、存在鏈上資金風險的模式，法幣合約更符合機構的合規與審計要求，也為大額資金參與提供了安全底座。

對機構和專業交易員而言，法幣合約帶來的改變

並不僅僅是計價方式的不同，而是一種全新的交易邏輯：它讓衍生品重新回到風險管理的本質之上，用傳統金融的效率與安全標準，重塑加密世界的交易秩序。

「法幣入金+法幣結算」尚未能普及

「入場券」在哪裏？既然法幣合約有那麼多優勢，為什麼市場上仍然鮮見？目前，真正實現「法幣入金+法幣結算」的合約交易平台仍極為稀缺。大多數交易所仍主要支援USDT或其他穩定幣計價的永續/期貨產品，而像Coinbase這樣由受監管平台推動法幣結算合約，正處於試水階段。

這背後的原因其實不難理解。首先，「法幣」這兩個字，本身就意味着更高的監管門檻。要實現法幣入金、出金及清算功能，交易所必須在多個司法轄區同時合規運營，這對資金、技術和合規體系都是極大的考驗。因此，能在法幣層面實現衍生品交易的機構，目前仍屬稀缺。

其次，過去傳統金融市場中，對沖工具早已成熟，從外匯、利率期貨到商品期權，應有盡有。那為什麼還要選擇數位資產？答案在於，數位資產市場的波動性本身，孕育了超越傳統市場的收益潛力。對於機構而言，在追求高收益的同時，控制回

撤是最基本的要求。傳統的對沖工具都有對應的資產類別，但面對加密資產這種波動性極強、與傳統資產相關性較低的市場，傳統工具的防守力有限。

香港有潛力捕捉法幣合約機遇

在這種背景下，機構對加密衍生品的需求正在迅速上升。尤其在美國、香港等機構主導的市場，法幣合約被視為「下一站」的增長點——它讓機構能夠在合規的框架內實現更高效的風險對沖，並直接管理法幣層面的資金頭寸。而一些持牌交易所正在率先布局。例如，在亞太與香港區域，一些持牌交易所和機構同樣在為法幣合約鋪設底層通道，以HashKey Exchange為例，其在香港與海外的合規與託管布局、以及對法幣通道的擴展，表明區域性合規平台也在構建可以承載法幣合約的基礎設施。

從期貨到期權，再到ETF，每一次金融衍生工具的誕生，都在重塑資本市場的遊戲規則。而今，誕生於加密世界的永續合約，也正加速突破圈層——當法幣計價的合約逐步成為現實，它或將成為主流金融機構進入加密市場的真正「入場券」。但需注意，任何衍生品交易都伴隨槓桿與流動性風險，投資者應充分評估風險承受能力，謹慎參與。

(完)

美官方統計重來 減息與否未作結

百家觀點

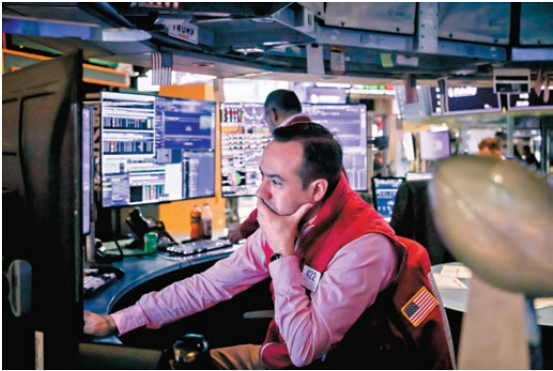
涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

上周早段，美國政府停擺剛結束，官方數據重新公布需時，已經馬上一有眾美聯儲官員表態，反對現階段減息，顯然是名不正又言不順，因為局方一直打正旗號，要數據為本，但停擺多時，未有官方數據，10月還可以之前的官方數據，結合美國其他私人機構提供的，作為數據參考，但到了11月，甚至之後，已不可能繼續如此。

縱有技術缺陷 數據始終客觀

如此說來，若決策官員在未有最新數據下，已經提出反對，看來是缺乏理據，起碼從外界觀感上，未免是有點主觀願望或一廂情願。事實上，既然數據陸續重新公布，何不多等三數周，真正減息時便有一定程度的參考，在期望管理上的效果好得多。唯一可以令局方大員急不及待馬上出招的，當然是因為之前特朗普一直步步進逼，令他們不得不自動設防。

隨著陸陸續續公布的美國官方經濟數據出現，大家可以對當前真實經濟環境，有較靠譜的估計。不是說官方數據沒錯漏，事實上，統計方法本身往往存在一些盲點，尤其多年來為保持數據新舊可比，當前經濟活動性質跟幾十年前可能大為改變，但取樣方式可能不變，這亦是今夏出現較大幅度修訂，觸發美國勞工統計局長人事任命



●美國官方數據重新公布需時，美聯儲利率政策尚未明朗。圖為紐約證券交易所。 彭博社

的爭議，間接觸發之後一段由美國總統特朗普跟美聯儲理事之爭。

美聯儲往績看 當前概率非定案

然而，說到底，基於保持同一統計標準的數據，同一口徑，即使有不足之處，仍然比起大家盲目去估，比較像樣。的確，不只一般人，甚至美聯儲官員，說到底都有本身主觀願望或一廂情願，就以近期停擺後不久，數據尚未恢復，多位理事已表態反對減息，如此說來，數據為本是不必了吧？

市場預期快速轉向 國際股市現寒流

時富金融研究部

加劇而加速拋售。

核心矛盾在於，當前AI產業鏈估值已充分反映未來五至十年的樂觀預期，惟實際應用場景的落地速度、企業盈利兌現能力，以及資本開支的可持續性，尚未提供明確支持。

從產業基本面向來看，AI技術的突破性發展（例如大模型迭代、多模態應用擴展）確實推動算力需求與資本開支急增，NVIDIA等硬件供應商的業績增長亦印證此一趨勢。然而，市場對AI商業化的疑慮亦同步升溫，目前AI應用仍以概念驗證為主，尚未形成可大規模複製的盈利模式。

聯儲局政策方向不明

美國9月份非農就業數據遠超預期，惟數據內部存在明顯分歧：服務業就業表現強勁，製造業與建築業則相對疲弱，加上政府停擺導致10月份通脹數據延遲發布（將與11月份數據合併公布），市

場難以據此判斷經濟基本面的真實走向。截至11月21日，聯儲局觀察工具（FedWatch）顯示，12月維持利率不變的概率已升至67.1%（一周前為55.6%，一個月前僅1.7%）。此一變化不僅反映數據分歧，更凸顯政策制定者對「過度寬鬆可能引發金融風險」的顧慮。

無論如何，上周公布數據，有好有壞，失業率上升，固然反映經濟不景氣的可能性在形成，但其他勞工數據如非農新增職位以至首次申領失業救濟金人數，都比預期為佳。至於其後公布的密歇根大學情緒指數，比外界預期為高。整體而言，不算太差，但亦不能就此否定減息的可能性。

股指與利率期貨俱波動

此之所以，本欄一早指出，以美聯儲議息往績計，別太一早認定當前利率期貨的減息概率便是定案，議息前兩天突然改變亦時有所聞。以此觀之，利率期貨本身亦有一定的波動空間可供操作。此外，由於美股指近期波幅甚大，再加上科技股估值一向不便宜，如今又有AI泡沫論，亦有利於短倉納指和長倉VIX策略。

（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。）

場難以據此判斷經濟基本面的真實走向。

截至11月21日，聯儲局觀察工具（FedWatch）顯示，12月維持利率不變的概率已升至67.1%（一周前為55.6%，一個月前僅1.7%）。此一變化不僅反映數據分歧，更凸顯政策制定者對「過度寬鬆可能引發金融風險」的顧慮。

於不確定中尋求確定性

當前全球市場正處於多重風險交織的特殊階段：AI泡沫爭議、聯儲局政策轉向，以及地緣政治衝突，共同構成市場風險因素。在此環境下，黃金憑藉其避險屬性與長期價值邏輯，成為資產配置中的「錨」。

對投資者而言，應在短期波動中發掘結構性機會：一方面可適度增持黃金，以對沖極端風險；另一方面宜關注AI產業鏈中具備實際盈利能力與應用場景的企業，避免盲目追高殺跌。

NVIDIA交出最完美財報 市值為何蒸發上萬億？

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

NVIDIA（輝達/英偉達）最新公布的季度財報堪稱史上最完美，營收570億美元年增62%，毛利率等指標也理想。更關鍵的是下季指引650億美元大幅優於華爾街預期的630億美元，顯示Blackwell架構需求完全未見「天花板」。然而當日卻由升轉跌，全天下跌約2.2%，市值瞬間蒸發近1,430億美元（折合約11,146億港元）。

從基本面徹底轉向情緒定價

這已不是基本面能解釋的範疇，而是市場正式宣告AI板塊進入「預期管理定價」的最後階段：X平台討論熱議Peter Thiel與SoftBank減持、Michael Burry唱淡AI泡沫，放大情緒實壓，恐懼指數飆升。這些消息反映市場極化，任何標題皆可蒸發萬億市值，卻忽略輝達Blackwell晶片售罄、訂單延至2026年的實力。任何一絲2026年不確定性，都足以抹去2025年全部確定性增長。

產業鏈真實瓶頸與市場錯殺

台積電CoWoS-L先進封裝產能已排滿至2026年第一季，高頻寬記憶體HBM3e報價季季上漲25%，輝達CEO黃仁勳親口表示「需求遠大於供給至少未來12個月」。四大雲巨頭2025年資本支出預算總額已達2,500億美元以上，較2024年成長逾60%，臉書更宣布2026年訓練叢集將達60萬張H100等效卡。市場卻選擇性忽略這些鐵證，僅因一則「2026年支出可能放緩」的無根據傳言，便將輝達P/E從55倍瞬間壓縮至48倍。

上述情況這正是當前AI晶片產業的荒謬現實：結構性供不應求的長牛行情，被極端情緒與高頻交易演算法綁架成「標題殺」遊戲。只要一則未經證實的減持傳聞或宏觀數據波動，就能讓萬億市值灰飛煙滅，基本面在短線已徹底失靈。

輝達這次暴跌並非需求見頂，而是市場對完美數字產生「好到不真實」的條件反射，疊加高利率環境與年底獲利了結壓力所致。事實是Blackwell B200已售罄至2026年中，HBM記憶體報價續漲25%，TSMC CoWoS-L產能滿載到2026年第一季，輝達庫存與應收賬款上升純粹是「先產後收」而非客戶不要貨。AI基礎設施建置才剛進入第二波大規模部署，2025-2027年複合成長率仍維持45%以上，當前震盪只是牛市中段的正常洗盤，長期投資者應視為難得的加碼機會。

離岸央票發行趨常態化 香港助力人民幣加速國際化

龐溟 經濟學博士、經濟學家

11月24日，中國人民銀行在香港招標發行包括3個月期和1年期在內的450億元中央銀行票據（簡稱「離岸央票」）。隨著近年來離岸央票發行規模不斷擴大，香港央票餘額從2022年末的800億元逐步增長至2024年末的1,400億元。今年以來，中國人民銀行已經分六批發行離岸央票共3,000億元，單次規模維持在300億元至600億元之間，發行步伐日趨常態化。

央票作為高信用、標準化、期限可選的基礎資產，被廣泛認購併用於利率定價與資金管理。在離岸市場發行人民幣央行票據，可以通過調節離岸市場的人民幣供給和流動性來影響人民幣匯率與資金價格，增強預期引導與匯率穩定的政策傳導，也增加了試圖在偏離合理均衡水平上交易人民幣的成本。

完善香港人民幣債券收益率曲線

發行離岸央票，可以明確釋放穩匯率、穩預期的政策信號，有助於壓縮在岸與離岸人民幣匯差、抑制投機性交易，有利於促使市場參與者保持理性態度、防止形成單邊一致性預期並自我實現，降低匯率大幅波動的可能。

另一方面，離岸央票的發行可以為離岸市場提供高信用等級的人民幣金融產品，有利於不斷完善香港人民幣債券收益率曲線，促進離岸人民幣貨幣市場和債券市場健康發展，穩步推動人民幣國際化進程，鞏固提升香港作為國際金融中心和全球最重要離岸人民幣業務樞紐的地位。

釋穩匯率政策信號 強化市場預期

可以說，在全球經濟不確定性加劇、金融市場波動性上升、主要經濟體利率周期變化的背景下，常態化發行離岸央票且發行規模延續高位趨勢，體現了貨幣政策當局對維持金融穩定和匯率穩定的堅定立場，彰顯了在外壓壓力下積極管理市場預期的決心，並傳遞出持續推進人民幣國際化和金融開放的政策導向。

首先，全球主要經濟體貨幣政策分化加劇，國際金融市場波動性有所上升，需要通過離岸工具應對潛在資本流動和匯率波動風險，充分釋放穩匯率政策信號，防範跨境資本異常流動，維護金融安全與穩定。

其次，金融開放從傳統的市場准入開放穩步邁向以規則、規制、管理、標準為核心的制度型開放，

離岸市場作為推進人民幣國際化的重要平台，需要通過央行票據常態化發行和央票回購市場發展來完善市場基礎設施，增強流動性與深度。

最重要的是，人民幣資產能向全球投資者提供分享中國經濟增長紅利的優質渠道和持續的、穩健的、安全的、長期的投資機會，這帶來了離岸人民幣市場規模擴展與機構需求上升，全球資本對包括離岸央票在內的中國資產的配置熱情持續高漲。

倡發行機制優化 增強引導效能

展望未來，為促進離岸央票市場向更深層次、更高質量穩定健康發展，必須在人民幣國際化與構建國際貨幣競爭新格局的整體框架下統籌規劃，加強離岸央票的發展與在岸貨幣政策、匯率形成機制改革的協調配合，使其成為穩定推進金融雙向開放的重要支點，最終形成功能完備、機制靈活、與國際規則接軌的成熟市場體系。

在發行機制上，可探索建立更加透明、可預期的常態化發行時間表，並依據市場利率波動靈活微調發行規模與頻率，有效平滑流動性供給，增強其對離岸人民幣收益率曲線的引導效能。同時，應努力豐富央票的期限結構，適時引入更長期限的品種，

以滿足國際投資者多元化的資產配置與風險管理需求。多期限品種的連續發行，有助於構築完整的離岸人民幣利率期限結構，為其他人民幣金融產品的定價提供堅實基礎。

需加強二級市場流動性與深度

在市場建設層面，需着力提升二級市場的流動性與深度，筆者具體建議方面如下：

政府應考慮在提高跨境結算效率、完善二級市場流動性支持、信息披露與交易便利性等方面進一步優化，增強央票的可交易性與價格發現功能。應積極探索離岸央票在跨境抵押、流動性管理工具等領域的創新應用，拓寬其功能邊界，增強其對國際金融機構的吸引力。應結合人民幣國際化戰略，推動央票與其他離岸金融產品的聯動發展，形成多層次的人民幣資產生態。應關注投資者結構的多元化，鼓勵境外機構投資者、國際金融組織以及企業資金積極參與央票市場，以增強市場韌性和抗風險能力。

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。